

ソフトウェア研究

第33号

<論説>

「不当な二重価格表示の規制手法の多様化に向けた課題

—英国の法令・ガイドラインとの比較を通じて— 小野田志穂

東京大学大学院法学政治学研究科・清華大学法学院第3回中日商事法研究会研究記録

「虚偽記載における取締役民事責任の比較研究—発行市場と取引市場の責任の区別を兼論する—

..... 湯欣・李卓卓

<座談会>

「『企業買収における行動指針』の検討」 藤田友敬 ほか

目 次

〈論説〉

「不当な二重価格表示の規制手法の多様化に向けた課題
—英国の法令・ガイドラインとの比較を通じて—」

……………小野田 志穂… 1

東京大学大学院法学政治学研究科・清華大学法学院第3回中日商事法研究会研究記録

「虚偽記載における取締役民事責任の比較研究
—発行市場と取引市場の責任の区別を兼論する—」

……………湯 欣・李卓卓… 69

〈座談会〉

「『企業買収における行動指針』の検討」……………藤田友敬 ほか… 113

投稿要領 …………… 213

編集後記

【論説】

不当な二重価格表示の規制手法の多様化に向けた課題
—英国の法令・ガイドラインとの比較を通じて—

小野田志穂

【要旨】

事業者自身の販売価格との二重価格表示が景品表示法に違反するか否かについては、消費者庁のガイドラインに則し、商品が比較対照価格で「最近相当期間にわたって販売されていた」といえるかで判断され、一般的には、過去8週間における販売日数等に基づき判断する枠組みが定着している。しかし、オンライン取引の増加等により、比較対照価格の根拠を形式的に整える行為が容易になり、悪用事例が生じている。本稿では、画一的な数値基準から、販売態様を総合考慮する枠組みへと転換する改革を行った英国も参考としながら、一見すると消費者庁ガイドラインに適合しながら行われている季節商品の欺瞞的セールや反復的なセール等、現代の二重価格表示の問題に対処する方法を検討した。

- I はじめに
- II 日本：画一的な数値基準に頼った執行の限界
 - 1 不当な二重価格表示の規制枠組みと弊害との関係
 - 2 現在の価格表示ガイドラインの枠組み
 - 3 現行規制の問題1：個別事例における硬直的適用（ライフサポート判決）
 - 4 現行規制の問題2：現代の取引慣行との乖離
 - 5 小括
- III 英国における規制手法の進化
 - 1 現在の規制に至る経緯
 - 2 現在の英国における二重価格表示規制
 - 3 自主規制による対話の促進：繰り返しセールの題材に
 - 4 英国小括
- IV 日本の事情を踏まえた検討
 - 1 総合考慮枠組みの必要性
 - 2 総合考慮型枠組みの許容性
 - 3 個別の考慮事項にまつわる問題
- V おわりに

I はじめに

本稿は、事業者が自己の販売価格に当該価格より高い他の価格（以下「比較対照価格」という）を併記する表示（以下「二重価格表示」という）について、景品表示法⁽¹⁾による規制の意義と問題点を検討するものである。安さを強調する古典的な宣伝手段である二重価格表示は、消費者を取り巻く取引環境や情報獲得手段が複雑化した現代においても多用されている⁽²⁾。二重価格表示について不当表示が生じた場合の規制には、専ら景品表示法5条2号が適用されること、その解釈・運用において、同法の考え方を示す価格表示ガイドライン⁽³⁾が重視されているが、ルールの形式的側面である数値基準が画一的に適用され、規制が硬直化している場合がある。これは、①消費者被害が大きい分野の規制に穴が生じる危険性、②取引環境の変化への不応の2点で問題がある。そこで、より消費者の誤認及び被害に即した柔軟な規制方法として、英国における総合考慮型の判断枠組みを参照し、運用の修正を提案する。

問題意識について、より詳しく述べる。消費者の商品選択において、価格は極めて重要な要素である。景品表示法5条2号は、価格等の取引条件が実際よりも又は競争業者に係るものよりも取引の相手方に著しく有利であると誤認される表示を規制する。同号違反となる不当な二重価格表示は、特に活発ではないものの一定のペースで法執行されているところ、本稿は、一般に広く用いられ違反事件も多い（後記Ⅱ1(1)）、事業者自身の過去の販売価格と実売価格を比較する場合の規制を優先的課題と考え、検討対象とする。この分野について、価格表示ガイドラインは、過去に高い価格で販売した日数及び当該販売の期間とセールとの近接性を数量的に測る、いわゆる「8週間ルール」等の考え方を示している。

ところが、消費者を誤認させる二重価格表示は、数値基準を逸脱したものに限られない。典型的には、事業者が店舗の目立たない場所やセール時と異なる販売形態等で、高い価格を掲げた見せかけの販売を計画的に行い、これを根拠として魅力的な二重価格表示を行うなど、実際には買い得でないものを買得に見せかける行為は問題があり、規制の抜け穴を突くものとして、価格表示ガイドラインの策定当初から警戒されていた。本稿では、景品表示法に違反するかを問わず、このように事業者が比較対照価格の根拠を形式的に整え、合法的

に欺瞞的な二重価格表示を行おうとすることを「実績作り」と称する⁽⁴⁾。事業者が実績作りによって二重価格表示を行う場合、消費者に実売価格が安く、買い得であると印象付けるが、実際には相応や割高の価格であることが多いため、誤解を招く。2021年のライフサポート判決（後記Ⅱ3）で認定された価格慣行は、全体として実績作りといい得るものであった⁽⁵⁾。

一方、日本の二重価格表示規制のルーツ⁽⁶⁾の1つでもある英国は長年、法や法の解釈指針の中で「28日ルール」と称される画一的な数値基準を設け、少しずつその形を変えながらも維持していた⁽⁷⁾。しかし、取引環境の変化及び28日ルールが事業者の実績作りに利用され、抜け穴となることを理由として、2016年に撤廃し、様々な要素を総合考慮する枠組みによることとした。同様の問題は、日本の「8週間ルール」にも存在し、対応を要する。

加えて、現在景品表示法は、一般消費者の利益の一層の保護のため、不当表示一般に対する法執行を強化する流れにあるところ、一定の「悪質な事案」の存在が議論の前提とされている⁽⁸⁾。典型的な不当表示類型については、厳しい法的措置に値する悪質・重大な事案とはどのようなものか、消費者及び社会全体の被害を踏まえた議論の深化が求められる。また、新技術又は創意工夫に基づく新規のマーケティング手法に対しては、形式的アプローチでは処理しきれない場合に備え、個別事案に応じた柔軟なアプローチという選択肢を用意する必要もある。このことは、コンプライアンスを重視する多くの事業者にとっても、防御の手段として関心が高いものと考えられる。

上の問題意識のもと、まず日本における現在の規制が直面する問題点を分析し（Ⅱ）、英国が、画一的な数値基準を修正し廃止に至った経緯、現在の総合考慮型の規制及びその運用上の利点を観察する（Ⅲ）。これらを踏まえ、日本においても総合考慮型の枠組みの必要性、許容性があることを検証する（Ⅳ）。

- (1) 現行の「不当景品類及び不当表示防止法」（昭和37年法律第134号）をいう。なお、「不当景品類及び不当表示防止法の一部を改正する法律（令和5年法律第29号）」が第211回国会において成立した（令和5年5月10日成立、同月17日公布。公布から1年半以内に施行予定）。
- (2) 西川康一編著『景品表示法』109頁（商事法務、2021）。
- (3) 「不当な価格表示についての景品表示法上の考え方」（公正取引委員会平成12年6月30日策定、消費者庁平成28年4月1日最終改定）。

- (4) 価格表示ガイドラインも「実績作り」の語を用いる部分がある(第4の2(1)ア(ア) b 及び(イ) b)が、明確な定義はない。実績作りはメーカー希望小売価格等、他の名目の比較対照価格についても生じ得る。
- (5) 染谷隆明「判批」ジュリ 1567 号 6 頁 (2022)。
- (6) 公取委景表課「不当な価格表示の規制」公正取引 226 号 23 頁 (1969) は、旧運用基準(後記Ⅱ 2(1))作成へのアプローチとして、米国 FTC 法 5 条が禁じる欺瞞的行為・慣行に係る 16 C.F.R. § 233 (Guides Against Deceptive Pricing)をはじめ、英国の 1968 年取引記述法(後掲注94)、ドイツ、カナダ等の事例を参照したと述べている。
- (7) 英国においては、表示規制に関連する法令やガイドラインの新設と廃止が日本より頻繁である。後記Ⅲ 1 において詳述するように、過去の販売価格との二重価格表示に際し、比較対照価格の提示期間が過去 6 ヶ月のうち連続 28 日以上あるべきであることを中心とする基準は、最初は法律上の規定であったが、その後 code of practice や一般的な法解釈指針の中で維持された。本稿では、法的性格を問わず、前記内容の基準を総称し「28 日ルール」という。
- (8) 令和 5 年改正法(前掲注(1))は 5 条 1 号及び 2 号違反に相当する行為をした個人等に対する 100 万円以下の罰金を科す規定を新設したが、条文上、不当表示の内容に係る要件は付加されていないようにみえる(同法第 48 条)。また、検討会報告書においても、「悪質」は「表示と実際に乖離があることを認識しつつ、これを認容して違反行為を行う」と、専ら事業者の主観に着目した記述がされるにとどまり、行為類型に応じた弊害の議論はまだ少ない(景品表示法検討会報告書(令和 5 年 1 月 13 日) 21 頁及び 12 頁)。

近年の運用事例を広範に分析した論考として、横田直和「消費者庁による二重価格表示に係る景品表示法の運用について」関法 72 卷 4 号 (2022) 1 頁。

Ⅱ 日本：画一的な数値基準に頼った執行の限界

本章では、まず不当な二重価格表示に係る景品表示法上の規制の位置付け及び規制が保護する消費者の利益について検討する(1)。次いで、現行価格表示ガイドラインの枠組みについて、最近の議論の進展を踏まえて示す(2)。そして、現在の運用上の問題として、具体的違反事例において、規制の抜け穴が生じている点(3)及び取引環境の変化に係る一般論(4)の二点に分けて指摘する。

1 不当な二重価格表示の規制枠組みと弊害との関係

過去の販売価格との不当な二重価格表示を見た消費者は、当該店舗における商品又は役務(以下単に「商品」という)の価格の推移に関して誤認し得るが、加えて、当該商品の市場における一般的価格や当該商品の品質も誤解し、それ

が行動に影響する場合がある。本節では、価格表示ガイドラインの具体的内容に触れる前に、景品表示法における二重価格表示規制の位置付け、不当な二重価格表示による消費者の被害（以下「弊害」という）を理解する。なお、景品表示法は不当表示の禁止により競争事業者の被害も防止するが、同被害はある程度まで消費者の被害と連動するとも考えられるため、本稿は消費者の被害に着目し論じる。

(1) 景品表示法における二重価格表示規制の位置付け

景品表示法は、商品の取引に関連する不当な表示等による顧客誘引を防止し、一般消費者による自主的かつ合理的な選択を保護する（1条）。事業者による不当な表示を禁止する5条は、禁止される行為を商品内容の優良性を誤認させる表示（1号）、商品に係る取引条件の有利性を誤認させる表示（2号）その他取引に関する事項について誤認されるおそれがある表示（3号）に分けて規定している。不当な二重価格表示は価格に係る事項の表示であるため、専ら2号に該当する有利誤認表示として規制されている。

取引条件の有利さは、商品の内容そのものを除いた取引条件を広く含む⁽⁹⁾。代表例は価格である。価格が「有利であると一般消費者に誤認される」（5条2号）とは、当該表示によって販売価格が実際と異なって安いとの印象を一般消費者に与えることをいうとされる⁽¹⁰⁾。販売価格自体のほか、割引率、安さの理由・程度を説明するために使われるその他の文言、安い価格が適用される商品範囲、値引き実施期間等に係る表示も、安さを印象付けるものとして、有利誤認表示の規制対象となる⁽¹¹⁾。中でも二重価格表示は、「通常価格」等の比較対照価格と実売価格とを比較してみせることで安さを印象付ける。具体例として、「通常価格 ¥4,000 税込」,「販売価格 ¥1,480 税込」等の表示から、比較対照価格「が通常販売している価格であり、実際の販売価格が当該通常販売している価格に比して安いかのよう」に表示しているなどと認定される⁽¹²⁾。英国ではより明確に、実際に消費者が得られる節約（savings）と表示が印象付ける節約の比較で説明されることが多いが、比較対照価格と実売価格の差をみる点は日本と同様である。

5条1号及び2号の「著しく」要件については、誤認が社会一般に許容される誇張の程度を超えて、一般消費者の商品選択に影響を与える場合を指すとき

れ、必ずしも差額の数的大小のみで判断されるわけではない⁽¹³⁾。二重価格表示事案においては、2つの価格の差額だけでなく、例えば「通常価格からの割引である」旨を踏まえた評価、付随する「大幅値下げ」「お急ぎください」等の文言が与える印象を含め、表示全体から消費者が受ける印象が実際よりも「著しく有利」と誤認される場合に問題となる。

「不当に顧客を誘引し、一般消費者による自主的かつ合理的な選択を阻害するおそれ」の要件は、著しく優良又は有利であると一般消費者に誤認される表示であれば、自動的に満たされると考えられており⁽¹⁴⁾、違反の認定において個別の弊害の立証を要しない。平成26年改正により、課徴金納付命令及び自主的な返金措置が導入され、消費者の被害回復上の意義に光が当てられている状況にある（8条及び10条）⁽¹⁵⁾。

消費者庁設立後、同庁及び都府県が措置命令を行った典型的な二重価格表示事案とみられる事案が40件（平成23年から令和4年12月まで）存在するところ、比較対照価格が事業者自身の販売価格であり、これと比較して実売価格が安いと認識されると認定されたものが約35件と大半である。このうち「通常」の名称を用いるものが多いことからすると、通常価格等との比較表示が消費者に与える認識をいかに認定するかは重要である（表1参照）。

（表1）不当な二重価格表示に対する措置命令

比較対照価格の意味に係る認定	比較対照価格に付された名称	措置命令の件数
事業者の過去や将来の販売価格と認定されたもの	「通常販売価格」、 「通常価格」、 「平常価格」等	28件
	「標準価格」	1件
	「表示価格より」、 名称の記載なし	4件
	「明日以降」	1件
メーカー等が定めた希望小売価格等と認定されたもの	「メーカー希望小売価格」、 「メ」、 「参考価格」	9件
他店の価格と認定されたもの	「一般小売店価格」	1件
合計		44件

※割引期間が限定的である旨の虚偽表示に係る事案においても、通常価格からの割引を表示するものがあるが、本表には含めていない。1つの事案に複数種の比較対照価格の名称が用いられる場合があるため、表1における件数の合計は命令の数（40件）より多い。

(2) 不当な二重価格表示が及ぼす弊害

価格に係る不当表示は多様であり、事案に応じ、その影響の内容や大小は様々である。一般的に、不当表示の弊害については、そもそも何をもって消費者の損害と考えるべきかが必ずしも明らかでなく、表示と被害発生との因果関係も立証しにくいといわれる⁽¹⁶⁾。このことは、民事的救済が難しい分野に係る行政規制の必要性を示しているが、行政規制の要否や手法を論ずる上でも、弊害を踏まえる意義は大きい。この点、消費者による表示の受け止め方や行動の変化を実験し観察する方法等により、不当表示の類型によっては弊害の分析が進んでおり、参考となる。

したがって、ここでは不当な二重価格表示の弊害について考察し、以降の議論の下地とする。

ア 二重価格表示がもたらす誤認の内容（一般論）

不当な二重価格表示の弊害について、景品表示法5条1号及び2号はいずれも、「不当に顧客を誘引し、一般消費者による自主的かつ合理的な選択を阻害するおそれ」を問題とする点で一致しており、条文上の効果、措置に係る区別もほとんどない⁽¹⁷⁾。形式的に1号と2号に分けて規制された行為が、消費者にとっては同一にみえることがある⁽¹⁸⁾。また、同一商品の表示について1号及び2号に該当する行為がそれぞれ認定される場合⁽¹⁹⁾、課徴金上は1つの行為として扱われている⁽²⁰⁾。このように、1号と2号の区別は弊害の別によるものとはいえない。

次に、消費者の視点からは、表示のうち商品の内容と取引条件を必ずしも峻別せず、「この品質・内容のものが〇円」と、一体的に検討するのが通常であろう。また、表示された事項が言葉どおり認識されるだけでなく、消費者に内在する経験則等のバイアスが認識に作用することが、特に5条1号では大前提となっている⁽²¹⁾。例えば、食品の原材料が日本産であることが、社会通念上、一定水準以上の安全性や品質等を有していることが担保されていると認識されていることから、原材料産地の虚偽表示に5条1号が適用され得る⁽²²⁾。同様の構造は、5条2号にも該当する。例えば、「工場渡し価格」や「倒産処分」との表示は、消費者の経験則と相乗して、安さの程度が著しい印象を与え、商品選択に影響しうる⁽²³⁾。別の例として、メーカー希望小売価格や市価を比較対

照価格とする表示は、実際にはセール価格程度の価値にすぎない商品をも、より高い価値があり、「高級品なのに安い」と誤認させることで誘引する面がある。古い調査であるものの、特に自動車、バッグ、化粧品など購入頻度の低い商品について、消費者は希望小売価格の高低と商品の品質・性能等の高低とを結びつけて考える傾向にあり、商品選択の基準としているとの調査結果が報告されたことがある⁽²⁴⁾。

そうすると、表示が直接に商品価値や相場を示していなくても、また、比較対照価格が表示者の意図や契約内容に取り込まれる場合に限らず、過去や将来の販売価格との二重価格表示は、消費者の社会常識や経験則、商品の内容に係る表示と相まって、商品の価値・品質を期待させる場合が広くあり得、こうした効果を前提に規制方法を検討する必要がある⁽²⁵⁾。

イ 弊害に係る実証的研究の成果

心理学や行動経済学の研究は、二重価格表示が消費者を誤解させ不利益を与える仕組みを解明し、懸念すべき事案を特定しつつある。

弊害を論じる前提として、二重価格表示は消費者に信じられやすいことが、実験によっても確認されている。消費者はセールを繰り返し目にするところ、経験によって二重価格表示がすべて信用できるものではないと学習すること、頻繁なセールや高すぎる割引率は信憑性がなく、むしろ二重価格表示が取引価値を低く認識させる効果もあることから、消費者の被害は大きくないとの指摘がある⁽²⁶⁾。しかし、消費者庁が最近、スーパーマーケットが販売する食品につき、将来価格との二重価格表示に接した場合の消費者の認識を調査したところ⁽²⁷⁾、予告された日に比較対照価格に値上げされる確率が100%に近い率以上であると考える者が6割に達するなど、消費者は二重価格表示を信じやすいことが窺える。2010年には英国公正取引庁（Office of Fair Trading: OFT）が、同国の消費者が二重価格表示から受ける印象を調査したところ、消費者の75%は比較対照価格を「genuine」であると感じるとの結果が得られた⁽²⁸⁾。

そこで本題に入ると、心理学や行動経済学の試験結果は、二重価格表示が消費者に不利益を与えること、消費者は経験と学習によっても、当該不利益を十分に避けることができないことを示し、公的介入の必要性を裏付けている。

一般に、広告等の表示による被害は多様であるところ、民事法分野において

は、個別の救済の要否・算定等の観点から分類され論じられることが多い⁽²⁹⁾。典型的には、問題の表示の内容が具体的な品質として契約内容に取り込まれていたり、勧誘された消費者が不実告知により意思表示をしたと言い得る場面である。一方、二重価格表示は、一般的には契約内容に含まれるとも、常に虚偽であるとも言い難い。しかし、ある二重価格表示を見た消費者が、自身が購入を決めている対象商品と同種商品の購入をすでに決めていた場合、より安い時期や店を選択するより高く購入してしまい、差額を失う点が主な問題となる。さらに、購入するつもりがなかった消費者が、表示から当該商品の価値を大きく見積もって購入したとすると、損害はより大きくなる。

そこで、英国 CMA は行政規制の前提として、二重価格表示が虚偽・誤解を招くものである場合の不利益を、次の3つに整理している⁽³⁰⁾。

第一に、消費者は、取引が買い得か否かを評価する際、比較対照価格を指標とする。そのため、比較対照価格が真の過去販売価格を反映しない場合、消費者の支払意思が人為的に増加し、表示がなければ買うはずのない買い物をする可能性がある。行動実験によると、消費者は、二重価格表示がない場合と比べ、ある場合の方がより高い価格を支払おうとする⁽³¹⁾。

第二に、消費者は比較対照価格を市場における一般的な価格と解釈し、他の事業者の販売価格を予想するために用いる。したがって、表示を見た消費者がより良い取引先を探すのを止めることにより、高い価格で商品を買ってしまう可能性がある。心理学の研究によれば、買うつもりがなかった商品に係る二重価格表示を見た消費者は、商品の価値及び取引による節約を認識して購買意欲が高まり、他店を見て回ることを中止する。行動実験では、購入したいと思っていた商品に係る二重価格表示を見た消費者の半数が、その表示によって当該表示をした事業者から購入したが、当該商品の購入を考えていなかった消費者については、その3分の2が当該事業者から購入した⁽³²⁾。

消費者が行動に受ける影響は、消費者が比較対照価格を誇張である、さらには虚偽であると疑っている場合においても、なお存在するとされる⁽³³⁾。このため、経験や教育による学習効果はあるとしても限定される⁽³⁴⁾。例えば、二重価格表示に接した消費者が、インターネットで検索し確認することで、誤認が減少する可能性はあるが、このように反応できる場面は限られる⁽³⁵⁾。

前記2点はいずれも、消費者が意思決定において経験則を用いることからく

る不利益である。とりわけ、商品選択環境が複雑な場合、経験則という近道に依存しやすく、したがって不利益が生じやすい⁽³⁶⁾。私たちは知識がない商品を購入する場合や選択肢が多く複雑な場合、比較対照価格を参照することがある。一方で、心理学の調査によると、消費者がよく知っているブランド、安価又は頻繁に購入する商品について、二重価格表示の効果は減少する⁽³⁷⁾。

第三に、違法な二重価格表示に限られないが、複雑な価格表示やセール手法自体が、競争業者の商品との比較コストを上昇させる点で、消費者に不利益を与える⁽³⁸⁾。

以上の分析を踏まえ、CMAは、最も懸念される消費者被害が生じるのは、高い比較対照価格によって商品の価値や品質を誤って推し量ってしまう場合であるとする。すなわち、比較対照価格が虚偽である場合、消費者が比較対照価格を容易に検証できない場合、比較対照価格の提示状況に係る消費者の予想と一致しない場合に、消費者を誤認させ被害を生じさせやすい。具体的には、その価格で売れそうにない高い希望小売価格や、通常販売価格を反映していない高い比較対照価格を用いる場合が主な問題になる⁽³⁹⁾。価値をよく知っている商品や安価な日用品よりも、知識がない商品の方が、消費者がその価値を推測するために比較対照価格を参照する必要性が高く、不当な二重価格表示の被害が生じる可能性が高いことになろう。

以上の理解は、景品表示法初期にも素朴な解説としてみられる⁽⁴⁰⁾。現在でも、消費者庁が悪質な例として挙げる行為や、法執行される事例には、上で懸念されるケースと同じ特徴を有するものがある⁽⁴¹⁾。

2 現在の価格表示ガイドラインの枠組み

(1) 価格表示ガイドラインの概要と利点

規制の運用状況を検討する前に、現在の二重価格表示規制の内容を概観する。

景品表示法制定初期、二重価格表示規制は低調であったが、1960年代になると大型小売店が発達し、価格に対する消費者の関心が高まると同時に、不当な価格表示への疑念も生じたことから、公正取引委員会（公取委）は「不当な価格表示に関する不当景品類及び不当表示防止法第4条第2号の運用基準」（昭和44年事務局長通達第4号、平成12年廃止。以下「旧運用基準」という）を策定した。旧運用基準においては、「自店旧価格（商品を最近相当期間にわたって

販売していた価格)」でない任意の価格等を比較対照価格とする表示は4条2号(当時)に該当するおそれがある旨が示されたが、具体的な日数基準は設けられず、自店旧価格か否かは個別に判断されるとされた。その後、流通の業態が多様化して弾力的な価格設定が行われ、不当な価格表示事件も増えたため、公取委は景品表示法に違反するおそれのある価格表示をより具体的に示す必要性を踏まえ、価格表示ガイドラインを策定した⁽⁴²⁾。

価格表示ガイドラインは、価格表示に係る景品表示法5条2号の考え方及び違法となるおそれのある事例を示すものだが、個別の表示が違法か否かは、法に照らして判断される⁽⁴³⁾。同ガイドラインの位置付けは、行政庁が任意に「考え方」を示したものにすぎず、個別の事案に応じて5条2号該当性を判断すべきとの一般論を述べた民事訴訟の判決がある⁽⁴⁴⁾。一方、措置命令取消訴訟においては、消費者庁が違法性判断において価格表示ガイドラインのルール該当性を重視した処理方法を用いたのに対し、裁判所はあえてそれを否定しない傾向にある⁽⁴⁵⁾。

価格表示ガイドラインは二重価格表示の基本的な考え方として、同一でない商品との比較、虚偽や曖昧な比較対照価格を用いる場合には、比較が適正ではなく、消費者に誤認を与え、不当表示となるおそれがあるとする。比較対照価格の類型ごとに各々問題となる表示が説明されるどころ、本稿の主題である過去の販売価格を比較対照価格に用いる場合はそれらの先頭に記され、その後、希望小売価格、競争事業者の販売価格、他の顧客向けの販売価格をそれぞれ比較対照価格とする場合の記載が続く。

過去の販売価格を比較対照価格とする場合、それがどのような価格であるか具体的に示されないときは、「一般消費者は、通常、同一の商品が当該価格でセール前の相当期間販売されており、セール期間中において販売価格が当該値下げ分だけ安くなっていると認識する」との前提が置かれている。「最近相当期間にわたって販売されていた価格」⁽⁴⁶⁾か否かは、「当該価格で販売されていた時期及び期間、対象となっている商品の一般的な価格変動の状況、当該店舗における販売形態等を考慮しつつ、個々の事案ごとに検討される」。最近相当期間とは、一般に二重価格表示を行う最近時、基本的にはセール開始時からさかのぼる8週間とされる。最近相当期間にわたって販売されていた価格と認められるためには、当該商品が比較対照価格で販売されていた期間が

①当該商品の販売期間の過半を占めていること〔過半基準〕

②2週間未満でないこと〔2週間未満基準〕

③当該期間の最終日から2週間以上経過していないこと〔2週間以上基準〕の3つすべてを満たす必要がある⁽⁴⁷⁾。①過半基準は、最近時の一定期間にも複数の価格が存在していた時に、どの価格を比較対照価格とするか定めるための基準であり、まず第一に検討されるものである。②2週間未満基準は、ごく短期間しか販売されていなかった比較対照価格を「最近相当期間にわたって販売されていた価格」から除く趣旨とされる⁽⁴⁸⁾。③2週間以上基準は、セール時点からあまりにもかけ離れた時点の価格は「最近」販売されていた価格とすることが不適当であるとの考え方によるとされる⁽⁴⁹⁾。

本稿では、「最近相当期間にわたって販売されていた価格」要件のうち、形式的な「最近相当期間にわたって」の部分、すなわち事業者が一定期間形式的に比較対照価格を提示した実績（以下「提示実績」という）に係る前記①ないし③に掲げた純粋な日数とその比率のテストを指して「日数基準」と呼ぶ。同ガイドライン第4の2(2)「不当表示に該当するおそれのある表示」は、いずれも日数基準を満たさない事例を示している。

一方「最近相当期間にわたって販売されていた価格」には、販売の実質面を担保する「販売されていた」の要素もある。「販売されていた」は、事業者が通常の販売活動において当該商品を販売していたことをいい、実際に消費者に購入された実績（以下「購入実績」といい、提示実績と区別する）までは不要とされる⁽⁵⁰⁾。一方、何らかの提示実績があっても、販売形態が通常と異なる場合や、実績作りとして一時的に販売していた場合は含まれないとされる。

価格表示ガイドラインは、「販売されていた」や「通常の販売活動」の詳細な判断枠組みを説明しないため、個別判断となる。例外的に、セールすることがあらかじめ分かっている状況で設定した高い価格を比較対照価格とする二重価格表示は、不当表示に該当するおそれがあるとの記載がある⁽⁵¹⁾。事前にセールの計画が分かっていたら、売り出し価格をあえて高めに設定できるため、類型的に見せかけの価格である可能性が高いためである⁽⁵²⁾。しかし、事業者が一般的に行う計画的な販売活動と見せかけの価格の境界は曖昧であるため、後述のライフサポート事件を含め、これまで明示的にこの考え方を援用して違反を認定した例はない。

日数基準には、一定の合理性がある。第一に、日数基準は、事業者及び消費者の双方にとって理解しやすく、正確な計算により誰でも遵守できる明確性がある。正確な計算に重きが置かれたのは、価格表示ガイドライン策定当時、不当な価格表示事件が増え、一般消費者が価格表示に不信感を抱いている状況があったことも影響しているが⁽⁵³⁾、その意義は今日でも一定程度認められる⁽⁵⁴⁾。第二に、規制者にとっての迅速処理や監視の容易さがある。特に、大規模小売業者等が多数の商品について不当な二重価格表示を行う場合には、機械的に処理できるメリットがある⁽⁵⁵⁾。最近では、規制者が情報技術を用いて一斉調査を行い、効率的に処理できる利点もある。例えばEUにおいては、AIが数値基準を用いて、オンライン価格表示のスクリーニングを大々的に実施した⁽⁵⁶⁾。

(2) 将来価格執行方針からの示唆

価格表示ガイドラインを補完するものとして、最近、将来の販売価格の表示に対する消費者庁の考え方（以下「将来価格執行方針」という）⁽⁵⁷⁾が公表された。同方針は、基本的には価格表示ガイドラインの過去価格に係るルールと対称的に構築しつつ、表示される比較対照価格が未だ実現していないものである点に配慮を加え、比較対照価格が備えるべき根拠をより具体化しており、景品表示法5条2号の解釈上有用である。特に、事業者の製造計画や仕入に係る契約内容、売上見込み等を参照する旨を具体的に明記した点は重要である。

将来価格執行方針の基本的考え方は次のようである。すなわち、不確実な将来の価格を比較対照価格とする二重価格表示は、当該比較対照価格で販売することが確かな場合以外は基本的に行うべきでない⁽⁵⁸⁾。将来価格の表示を見た消費者は、通常、比較対照価格とされた将来の販売価格に十分な根拠がある、つまり、セール期間経過後に比較対照価格で販売されることが予定されており、かつ、その予定のとおり販売されることが確実であると認識する。したがって、そのような予定が実際にはない場合、有利誤認表示のおそれがある。予定の有無は、事業者が表示時点で、比較対照価格とされた将来の販売価格で販売する（以下、「」を付して「販売する」という）ための、合理的かつ確実に実施される販売計画（以下「合理的販売計画」という）を有しているか否かによって判断される⁽⁵⁹⁾。

まず、合理的販売計画は、「販売する」ためのものでなければならない。「販売する」とは、事業者がセール期間経過後の一般的な販売活動において販売することをいい、事業者が比較対照価格を一定期間提示したとしても、それが一般的な販売形態でない場合や比較対照価格とされた将来の販売価格が、その価格での購入者がほとんど存在しないと考えられるほど高額であるなど一般的な価格ではない場合は該当しない⁽⁶⁰⁾。消費者庁担当者の解説によると、極端な例であるが、「●月●日まで10,000円 その後100,000円」のような表示は、そもそも「販売する」に該当しない⁽⁶¹⁾。

セール後、事業者が表示した価格で販売しない又はごく短期間しか販売せず、それもやむを得ないと評価できる特段の事情も存在しない場合、通常、合理的販売計画がなかったと推認される。反対に、事業者が合理的販売計画を有していたことを示すデータの提出、販売できない特段の事情の存在及び当該事情発生後の表示中止や消費者への告知といった対応を行った場合には、表示した価格での販売がなくても、有利誤認表示であるものとして取り扱うことはない⁽⁶²⁾。これは、表示時点で合理的販売計画がないことを景品表示法違反と考えるなら、論理的帰結ではある⁽⁶³⁾。適正な比較がなされていれば、当該表示は消費者の合理的かつ自主的な判断を妨げず、被害が生じないため、その後の事情による表示と実態の乖離自体は（倫理を別にすると）決定的問題ではない。計画が「合理的かつ確実に実施される」か否かは、商品の製造計画、販売に要する費用、仕入れにかかる発注数量、仕入れ価格、納期等、売上げの推測に資する資料やデータ等の客観的要素により判断されるとされる⁽⁶⁴⁾。

このような比較対照価格の客観的合理性の要請は、将来の販売価格との比較に限ったことではないだろう。将来の「販売する」を、過去の「販売されていた」と対応させて考えると、比較対照価格での購入実績や仕入れの態様は、過去の販売価格との比較においても重要な考慮要素であると考えられる。なお、過去価格の場合は「通常の販売活動」と、将来価格の場合は「一般的な販売活動」と書き分けた理由は不明であるが、過去のニュアンスを含めて用いてきた「通常」の語を将来に用いにくい、という用語の問題であり、その意味するところは同じと解すべきだろう⁽⁶⁵⁾。

以上から、価格表示ガイドラインの「最近相当期間にわたって販売されている価格」該当性の判断において、日数基準は主要な考慮要素ではあるが、同時

に製造計画，仕入れに係る契約，購入実績等の状況等を踏まえた比較対照価格の客観的合理性も，実態に応じ考慮することが予定されていると理解できる。日数基準を満たしても，高い比較対照価格での購入実績が極小である場合や，在庫の製造や仕入れがあまりに少ない場合は，総合考慮して「販売されていた」を満たさず，不当な二重価格表示とされる可能性がある。

3 現行規制の問題1：個別事例における硬直的適用（ライフサポート判決）

本節では，現行規制の運用上の問題が顕在化した点を具体的に示し，次節(4)における一般論の検討につなげる。本節は，消費者庁による措置命令が裁判所で争われたライフサポート判決⁽⁶⁶⁾（以下，本節において「本判決」という）を具体的な題材とし，日数基準の硬直的運用の弊害について論ずる。本判決で裁判所は，単に日数基準を適用するのみならず，事業者の販売活動全体における購入実績も斟酌して，比較対照価格の「最近相当期間にわたって販売されていた価格」該当性及び表示の5条2号該当性を判断した。しかし，そもそも措置命令の対象が日数基準に適合しない一部の行為に絞られていたことが影響し，判決の射程も限定的となった。

なお，本節では本判決に従い「販売の実績」等の語を引用しているが，これらの語は，本稿が区別している提示実績と購入実績の片方あるいは両方の意味を含みうる。

(1) 概要

株式会社ライフサポートは，インターネット，カタログ等を用いた通信販売の方法によりお節料理を消費者に販売する事業者である。同社はお節料理7商品（以下「本件7商品」という）を販売する9月から12月の約4か月間，価格表示ガイドラインに抵触することなく二重価格表示を伴うセールを行うため，通常価格での販売とセールを一月毎，交互に行う方針を定めたが，実態は10月以降12月末まで，何らかのセールが継続したものである。消費者庁は，このうち12月におけるオンラインの表示に着目した。

ライフサポートは2つのウェブサイトにおいて，本件7商品について「数量限定 歳末特別価格！ 年末のおせちお急ぎください！なくなり次第終了！通常価格 28,800円（税別）↓↓↓ 残りわずか！！ 今なら！！8,

000円お値引き 歳末特別価格20,800円 税別」と記載するなど、販売価格に「通常価格」と称する、より高い価格を併記する二重価格表示（以下「本件各表示」という）を行った。実際には、「通常価格」と称する価格は、最近相当期間にわたって販売した実績のない価格であったため、消費者庁長官は、平成31年3月6日、当該表示が景品表示法に違反するものであった旨の一般消費者への周知徹底、再発防止策の実施等の措置を命じた⁽⁶⁷⁾（以下「本件命令」という）。ライフサポートは、本件各表示が景品表示法5条2号に該当しない等と主張し、裁判所に本件命令の取消しを求めた。

(2) 判旨

請求棄却（確定）。

「景品表示法5条2号該当性を判断するに当たっては、価格表示ガイドラインが定めるところにより、最近相当期間価格（筆者注：「最近相当期間にわたって販売されていた価格」の略称）に当たるか否かについて斟酌しつつ、「著しく有利であると一般消費者に誤認される表示」に当たるか否かについて判断すべきである」。

ライフサポートは①8月下旬から12月26日までの本件7商品の販売において、同業他社の販売手法を参考として販売増加を意図し、二重価格表示を伴うセール表示を積極的に用いる方針を定めていた。また、セール価格適用期間において、通常価格での注文者からキャンセルの申入れがあれば、キャンセルや割引価格への変更に応じる方針も定めた（〔キャンセル方針〕⁽⁶⁸⁾）。②ライフサポートは「『通常価格』による販売を意味する商品番号が記載された本件カタログ等を配布して」いたところ、通常価格による注文に対して、対応するオペレーターによって「実際には、一般消費者からの要望があれば『通常価格』と称する価格によることなくセール価格による販売を」していた⁽⁶⁹⁾。③本件7商品の全販売期間に係る購入実績は、いずれもセール価格での販売が全体の99%を占め、通常価格での販売が1%以下であった⁽⁷⁰⁾。例えば「鶴寿」の販売期間（平成29年9月15日から同年12月27日）における販売個数は4002個であり、このうち通常価格での販売個数は10個（0.2%）にとどまった。

まず、裁判所は、①のキャンセル方針、②及び③の販売状況を踏まえ、消費者がセール価格で購入できる状態が常態化したことから、ライフサポートが「本

件7商品を通常価格による販売をしていたという実態があったということではできない」ことを述べた。

次いで本件7商品各々について、価格表示ガイドラインの「最近相当期間にわたって販売されていた価格」か否かが日数基準該当性によって検討され、いずれも過半基準又は2週間以上基準に照らして該当しないとされた。したがって、本件各表示は「一般に『不当表示』に該当するということができ」、「原告においては、『通常価格』による本件7商品の販売数が極めて少なく、……一般消費者が希望すれば本件7商品をセール価格によって購入することができた」。「以上の事情に照らせば、本件7商品に係る本件各表示は、『通常価格』による販売の実績がないにもかかわらず『通常価格』による販売がされていたかのように表示するものとして、実際のものとは一般消費者が当該表示から受ける印象・認識との間に差を生じさせるものであり、実際のものよりも取引の相手方に著しく有利であると一般消費者に誤認される表示であったというべきである。また、本件においてこれと別異に解すべき事情もうかがわれない」から、本件各表示は景品表示法5条2号に該当する。

ライフサポートは、一部通常価格による注文及びわずかな購入実績がある旨を主張したが、同社がいう「『実績』は、原告の本件7商品の販売活動の一部を取り出したものであって、消費者が本件7商品を購入する過程全体を実態に即して捉えたものとはいえない」。「少なくとも景品表示法5条2号該当性（具体的には、価格表示ガイドラインの最近相当期間価格といえるか否か）を判断する局面においては、原告主張の事実を考慮することは相当でない」とされた⁽⁷¹⁾。

(3) 検討

本判決の特徴として次の3点を挙げ、日数基準による画一的処理がもたらす問題を指摘する。第一に、「通常価格」の文言を含む具体的表示から受ける認識を一から認定することはせず、過去の販売価格との二重価格表示であることを前提に、価格表示ガイドラインの「最近相当期間にわたって販売されていた価格」の枠組みを用いた点がある。第二に、日数基準に加え、全媒体・全販売期間の購入実績を考慮して5条2号該当性を判断した点がある。第三に、お節料理を高い価格で売り出し、その後の需要期に値引きして二重価格表示を伴うセールを行う販売手法を否定するまでには至らなかった点である。

第一の点について、ライフサポートは12月の本件各表示において、比較対照価格に「通常価格」と、実売価格であるセール価格に「歳末特別価格」との名称を付して表示した。一般的にお節料理は正月にのみ消費され、通年販売されないため、その「通常価格」がどの時点の価格と認識されるかは議論がありうる⁽⁷²⁾。消費者庁も、かつて「おせち料理のような『季節もの』など、極めて短期間に販売される商品については、『通常価格』というものは存在しない」と述べたことがある⁽⁷³⁾。消費者庁及び裁判所は、本件各表示の比較対照価格が「最近相当期間にわたって販売されていた価格」と認識されるとし、価格表示ガイドラインの原則どおり、本件各表示の表示時点から遡る8週間の状況を日数基準に当てはめた。その理由として、裁判所は後付けのような形で、比較対照価格の表示が「残りわずか!!」「お急ぎください!なくなり次第終了!」等の希少性の表示と相まって、過去の販売価格に比して安い印象を与える可能性があることを指摘している⁽⁷⁴⁾。しかし、前記「残りわずか!!」等文言は過去の販売価格との比較に特有の表現ではないうえ、判決文の流れ(特に第1の1(2))は、最初から過去の販売価格との比較であることを前提としているようにみえる⁽⁷⁵⁾。お節料理の販売期間の長期化が消費者の認識を変化させた可能性はあるが、「早割」の慣行を含む当該商品の一般的価格変動の状況、多チャンネル、通信販売かつ予約販売という販売形態等を考慮しても同様の認定に至るか、疑問がある。

第二に、裁判所は判決文本文に、ライフサポートの全販売活動における各商品の合計販売個数、通常価格及びセール価格それぞれの購入実績とその全体に占める割合を示したうえで、「最近相当期間にわたって販売されていた価格」該当性及び5条2号該当性判断のそれぞれにおいて、購入実績に言及した。本判決第3の1(4)を素直に読むと、カタログ等で提示されていた通常価格と実売価格が食い違っている特殊な事情のもと、恒常的に通常価格から値引きされていたことの裏付けとして、購入実績という結果が斟酌されたようにみえる。過去の販売価格は「現実に購入・入手することのできた価格に係る販売の実態を考慮すべき」との判示自体も、首肯できる⁽⁷⁶⁾。しかし10月から12月にかけて、お節料理の販売競争の状況は日々変動しうる。セール価格の適用が常態化していたとしても、ライフサポートが一応カタログ等に明記した通常価格を、実売価格として提示していたか否かは、時期により異なっていた可能性はあり、外

形上区別できない。裁判所が示した前記購入実績の値は、本件7商品それぞれの販売期間全体に係る全媒体の実績であって、期間等が区切られていない。

そこで裁判所は、通常価格による購入実績が少なければ、日数基準以前の問題として「販売されていた」を満たさないことを示唆したと理解する余地もあるのではないかと。仮に、ライフサポートが過去の一定期間に高い通常価格を提示し、消費者から1件の引き合いもなければ、オペレーターが割引して販売することもないが、その場合にも、規制者は当該価格が「最近相当期間にわたって販売されていた価格」か否かを判断しなければならない。また、裁判所は購入実績を踏まえて「最近相当期間にわたって販売されていた価格」該当性を否定した後、本件各表示の5条2号該当性判断において、改めて「販売数が極めて少な」い点に言及している。

以上から、本判決における全販売期間の購入実績の斟酌は、受注システムに係る個別事情への対応というより、通常価格の合理性に係る客観的考慮事項として正面から理解した方が説明がつく。このような理解は、将来価格執行方針を踏まえた価格表示ガイドラインの理解（前記2(2)）とも一致する。

とはいえ、本判決は本件各表示、つまりウェブサイト上の表示のうち、過半基準又は2週間以上基準に適合しない範囲に限り「最近相当期間にわたって販売されていた価格」該当性を否定し、違法としている⁽⁷⁷⁾。本件は措置命令取消訴訟であることから、裁判所は消費者庁が日数基準を用いて画定した違反行為期間を拡大せず、日数基準を含めて処理せざるを得なかったためと考えられる。

第三に、本件7商品のうち鶴寿、吉松鶴等は、9月ころ提示された高い価格を比較対照価格として、10月から12月までの長期間セールされた。しかし、裁判所はその販売戦略全体を非難することはなく、本件命令を肯定したに過ぎなかった。通常価格での購入実績が極めて少ない旨の認定も踏まえると、「販売されていた」に該当するとは言い難く、結果的に10月の「スーパー早割価格」及び11月の「特別価格」の表示、チラシなど他の媒体の表示も問題となった可能性が高い。価格表示ガイドラインと需要期を踏まえ計画的な価格戦略を練ることは、競争業者も行っており、消費者もそれを承知している可能性があるが、だからといって誤認しないわけではない。通信販売されるお節料理は、高額かつ消費者が品質を判断しにくく、典型的に不当な二重価格表示の弊害は大きい。お節料理の二重価格表示については過去にも措置命令事案が存在し⁽⁷⁸⁾、ライ

フサポート自身も過去に別の不当表示で消費者庁から措置命令を受けていた⁽⁷⁹⁾。これらの事情から、本来は消費者庁が形骸化した比較対照価格の表示全体の問題を指摘し、ライフサポート及び業界の慣行を是正すべきではなかったか。本件ですら正面から実績作りとして非難されなかったという結末が、日数基準の範囲内で同じ販売戦略をとることは問題ないというメッセージを多くの事業者伝えていないか、懸念される。

本節の結論として、本判決は、違反を肯定したこと並びに購入実績及び販売方針・態様を考慮し5条2号該当性を判断した点で妥当である。しかし、上でみた違反認定範囲の問題を内包するために、射程はかなり限定される。例えば、比較対照価格の提示実績が日数基準を満たすものの、購入実績がない場合、「最近相当期間にわたって販売されていた価格」に該当するか、過去に標準的な高い比較対照価格と、購入者の属性等によって何らかの割引がされた低い価格のどちらも適用されていた場合に、それぞれの購入実績がどの程度あれば「最近相当期間にわたって販売されていた価格」に該当するか、といった論点に対し、本判決は明確な方針を示していない。日数基準の画一的運用は、商品の性格や表示に応じた消費者の認識を柔軟に認定しにくい点、その結果、将来に向けた個別の欺瞞的慣行の是正と一般的教育の双方が不十分に終わる点がデメリットである。

4 現行規制の問題2：現代の取引慣行との乖離

「最近相当期間にわたって販売されていた価格」のような、規範の前提となる表示の一般的な解釈は、運用時点の取引環境に合致したものが一般論として示される限りにおいて有用である。ところが環境変化に伴い、表示の一般的な解釈が消費者の認識に当てはまらない場合が増えるため、適時の見直しが不可欠である。日数基準とその画一的運用においては、インターネット通信販売や多チャンネル販売を適切に評価する方法が具体的に示されないなど、環境変化を十分に反映しておらず、実態との乖離が徐々に広がっているため、見直し時期に来ている。

(1) オンライン販売等の普及による取引環境の多様化

第一に、オンライン販売の拡大による消費者取引の環境変化は、日数基準の合理性に影響する⁽⁸⁰⁾。従来の販売方法、例えば商品を実店舗で在庫を持って陳列販売する場合には、実際の価値とかけ離れた価格で長期間、棚を占めることは非効率であるため、2週間などの一定期間提示された価格は、ある程度現実的な価格であると予想される⁽⁸¹⁾。したがって、「最近相当期間にわたって販売されていた価格」の判断において日数基準を重視することは合理性があった。ところが、消費者向け販売には、物理的制約が小さい予約販売、注文販売等の方法のほか、現代では通信販売等、バーチャルな販売方法が多数ある。特にオンラインでは、多数の異なるチャンネルで順次セールを実施し、恒常的に安値で販売することも容易である。通信販売では、事業者が売らなかつても、買い手がいないほど高価格であっても、また相当量の在庫がなくても（物好きな消費者から注文があった際に引き渡すことができる必要はあるが）長期間提示できるため、何週間提示を続けさせたとしても、そのことのみでは、実績作りを防止できない。このタイプの行為に景品表示法5条2号を適用し、消費者の認識との乖離を問題とする場合、日数基準の相対的重要性は低く、むしろ「通常の販売方法」か否かなど、「販売されていた」該当性を検討することの方が重要となる⁽⁸²⁾。

また、将来的にAI等が時間や消費者個人に応じて異なる価格を設定することが増える場合、単純な過去の販売価格との比較は意義が低下し、「一般価格」、「標準価格」その他の曖昧な名目の価格との比較が増加するかもしれない。現在、「最近相当期間にわたって販売されていた価格」は過去の販売価格と比較する場合の基準だが、その考え方には消費者の期待を広く受け止め得る汎用性があるため、判断基準を整理しておけば、前記のような曖昧な名称の価格との比較の検証においても役立つ基準となり得る⁽⁸³⁾。

(2) 長期化するセール

第二に、日数基準に適合するか否かにかかわらず、頻繁・長期化するセールは、表示が消費者に与える印象と実態が乖離している可能性がある。

過去の不当な二重価格表示事案（前記1(1)）の違反行為期間を観察すると、セールと見せかけた販売が長期間行われている。近年、値引き期間が限定的で

ある旨の不当表示事案も多数摘発される。消費者への効果が大きい販売促進手法として、二重価格表示を含むセールスの長期化は、広く一般的な傾向といえる。事業者は合法的にできるだけ多く二重価格表示を行おうとして、日数基準の範囲内で高い比較対照価格と安いセール価格を行き来させる⁽⁸⁴⁾。需要がある一時期に集中する商品（以下、「季節商品」という）についても、需要期より前から販売され、「早割」等の値引きが行われている⁽⁸⁵⁾。しかし、個々の表示における情報開示が十分ではない場合、長期的又は複雑なセールの性格を読み解くことが消費者にとってコストとなるうえ、消費者がセールの性格を正確に認識したとしても、行動に反映しないかもしれない（前記1(2)イ）。

一方、昭和44年の旧運用基準策定時、公取委はセールに関する表示が「特売の2～3日で終わってしまうという性質である」との認識を示していた⁽⁸⁶⁾。平成12年策定の価格表示ガイドラインも、過去の販売価格との二重価格表示を「需要喚起、在庫処分等の目的で行われる期間限定の」ものという建前をとる⁽⁸⁷⁾。このため、長期化や反復を前提とした記載がない。

また、事業者が常態的に同一商品を2通りの価格で販売し、一方の価格を他方で参照する場合、両価格の対象顧客が異なっているなど、比較が公正でない可能性がある。しかし消費者を明確に区別するのは困難なためか、比較対照価格が他の顧客向けの価格であることをもって措置がとられることはほとんどない。

セールスの長期化は活発な価格競争の結果ともいえるが、消費者が商品情報を持たない場合、誤解も大きくなりやすい。日数基準に付加してより時間的に広い視点で、セールスの繰り返しや形骸化を監視する必要がある。

5 小括

日数基準は現在もお利点があるが（前記2(1)）、規制が当該基準に偏って画一的に運用されると、実績作りによる欺瞞的なセールスを誘発する。また、コンプライアンスに熱心な多くの事業者にとっても、創意工夫を凝らした販売方針を選択しにくく、日数基準に沿った横並びの販売政策になりがちである。

硬直的運用の背景には、以下の事情も事実上影響しているだろう。消費者庁は不当な二重価格表示に対する措置命令において、比較対照価格が「適用されたことのない価格」や「任意の価格」であったこと、「最近相当期間にわたって

販売されていた価格」ではなかったことを認定するが、より具体的な違反行為の様子は詳述しないため、いかなる事情が考慮されたか否かが判然としない⁽⁸⁸⁾。例えば、ある家電販売業者は、同社公表資料によれば、エアコンの比較対照価格での販売期間が13日間と、2週間未満基準より1日不足していたこと等により、措置命令及び課徴金納付命令を受けた⁽⁸⁹⁾⁽⁹⁰⁾。価格表示ガイドラインは処分基準ではない⁽⁹¹⁾のに、そのルールからみて1日ないし数日の誤差によって違法か否か又は措置命令の要否が決まるとすれば、批判がありうる⁽⁹²⁾。当該事例では、実際には、消費者庁は1日の不足を誤差として捨象してもなお「著しく有利であると一般消費者に誤認される」と認定した事情があったのではないかとも思われるが、それが何かは説明されていない⁽⁹³⁾。

前記3及び4で述べた問題は、現在でも、価格表示ガイドラインの一般論で受け止め、個別に消費者の認識を認定し、対応する実態の有無を検証することにより回避可能である。価格表示ガイドラインは、適正な比較といえるか否かの判断に資する事例を諸所に織り込んでもある。しかし、一般論と適用事案が不足するため、事業者及び規制者の双方とも、日数基準に傾倒している。

以上から、今日の景品表示法における不当な二重価格表示規制を評価すると、次のようになる。第一に、比較対照価格が価格表示ガイドラインの「最近相当期間にわたって販売されていた価格」該当性判断において、日数基準が重視されている。第二に、日数基準が硬直的に適用されると、実績作りの抑止や措置命令による弊害の排除、消費者救済が不十分となる。特に、オンライン販売や多チャンネル販売は実績作りが容易であるため、日数基準を画一的に適用すると消費者の認識との乖離が大きくなり、被害が拡大するおそれがある。第三に、将来価格執行方針の考え方等も踏まえると、「最近相当期間にわたって販売されていた価格」の一般論、特に「販売されていた」の解釈により、事案に応じて商品の性格やプロモーションの様態、購入実績、販売計画の合理性等を総合的に考慮する柔軟な運用を許容する余地がある。

本稿は以上の問題意識から、日数基準を用いるのみでは不都合な場合に、価格表示ガイドラインの一般論に即した総合考慮型の枠組みの活用を提案するものである。

(9) 例えば今村成和ほか編『注解経済法(下)』775-776頁〔内田耕作〕(青林書院, 1985)は、

取引条件が「有利」か否かについて、一般消費者にとっての便宜性、利用価値、市場価格の高低、量的比較等により判断されるとするなど、幅広く解釈していた。

- (10) 価格表示ガイドライン第2、1(2)。
- (11) 西川編著・前掲注(2)105頁、古川昌平『エッセンス景品表示法』58頁(商事法務, 2018)。
- (12) 措置命令令和4年7月29日(消表対1015号)[北海道産地直送センター]。
- (13) 白石忠志「連載 景品表示法の構造と要点 第8回不当表示総論(中)」NBL1057号64頁(2015)(以下、同連載を「構造と要点」として個別の連載回を明示しないで引用する)、価格表示ガイドライン第2の1(2)、西川編著・前掲注(2)66頁。
- (14) 白石・前掲注(3)65頁。
- (15) 黒田岳士ほか編著『逐条解説平成26年11月改正景品表示法—課徴金制度の解説』58-60頁(商事法務, 2015)。
- (16) 消費者委員会「不当景品類及び不当表示防止法上の不当表示規制の実効性を確保するための課徴金制度の導入等の違反行為に対する措置の在り方について」2(2)(平成26年6月10日)。
- (17) 1号と2号は、不实証広告規制の対象となりうる点を除き、違いがない。白石・前掲注(3)63頁。
- (18) 雑誌の懸賞企画の当選者に対する景品提供が行われなかったことが不当表示とされた事案において、景品として液晶テレビ等の物品と現金等が取り混ぜられた企画の表示に関しては1号が、景品が現金や図書カードのみの企画の表示に関しては2号が、別々に適用された(措置命令令和3年3月24日(消表対439号)[晋遊舎])。法適用上区別されたが、2つの行為の弊害は同じと考えられる。
- (19) 実際、1つの表示に5条1号及び2号にそれぞれ該当する表示が併存すると指摘されることがしばしばある。例えば、平成30年6月15日に措置命令(消表対667-671号)及び課徴金納付命令(消表対672-675号)が行われた[ブレインハーツ]事件は、食品の瘦身効果について優良誤認表示を行うと同時に、販売価格に「通常価格」と称する比較対照価格を併記する二重価格表示を行って、有利誤認表示とされた。その他措置命令平成31年3月28日(消表対431号)及び課徴金納付命令令和2年2月7日(消表対177号)[Growas]、後掲注(7)[外食文化研究所]等多数。内容に係る表示と価格に係る表示は、互いに他方の不当表示の信憑性を高めているとも考えられる。品質に係る表示と価格に関する表示が相乗的に誤認の効果を強める様は、さながら織物の縦糸と横糸のようである。植木邦之『判・審決例からみた不当表示法』150頁(商事法務, 1996)。
- (20) 前掲注(19)[ブレインハーツ][Growas]参照。課徴金に係る違反行為の数の点からも、景品表示法5条各号による分類を別行為とみるべきでない場合があることについて、白石忠志「構造と要点」NBL1059号65頁(2015)が指摘している。
- (21) 西川編著・前掲注(2)78頁は、品質、規格に間接的に影響を及ぼす表示事項として、「原産地、製造方法、考案者、受賞の有無、保証の有無、有効期限、他者からの評価」を例示している。
- (22) 東京地判平成29年6月27日判タ1462号119頁[村田園]。

- (23) 価格表示ガイドライン第6。
- (24) 流通問題研究会「メーカー希望小売価格、建値、リベートに関する実態調査報告書」(平成4年7月)。
- (25) 誤解が生じるメカニズムに着目し、二重価格表示は、記載された事実それ自体というより、消費者の社会常識や経験則を前提として、これに表示内容を関連づけて誤認させるタイプの不当表示であると整理したものとして、植木・前掲注(9)113-114頁がある。
- (26) Larry D. Compeau et al., Comparative Price Advertising: Believe It or Not, 36 J. Consumer Aff. 284(2002)。一般論として、二重価格表示規制の対象は、積極的にセールを行う安売り業者であることが多いところ、彼らは価格競争を促進する点で市場により影響を与える点も、規制の必要性は高くないとの見方の根拠となっている。
- (27) 消費者庁・将来の販売価格を比較対照価格として用いた二重価格表示等に関する意見交換会第1回(2020年5月22日)資料2及び資料5。本調査は実店舗で、食品について行われた将来価格を比較対照価格とする表示を題材に実施された。同じ状況の場合、提示された過去価格は将来価格以上に確実性が高いと認識されている可能性がある。
- (28) OFT, Advertising of Prices, para.4.8, OFT1291 (2010)[*hereinafter* OFT2010], available at https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20140402142426/http://www.oft.gov.uk/shared_of/market-studies/AoP/OFT1291.pdf (2023年7月14日最終閲覧(以下同じ))。
- (29) 早川眞一郎「広告と錯誤(1)～(3・完)」NBL491号24頁NBL492号42頁、NBL493号43頁(1992)のほか、鹿野菜穂子「広告と契約法理・勧誘概念」中田邦博ほか編『ヨーロッパ私法・消費者法の現代化と日本私法の展開』575頁(日本評論社、2020年)、大澤彩『消費者法』特にUnit16(商事法務、2023年)等を参照。
- (30) CMA 食品価格報告書本文30-32頁、OFT2010, *supra* note 28, Ch.4.
- (31) Ahmetoglu et al., *Pricing Practices: Their Effects on Consumer Behaviour and Welfare, report prepared for the OFT* (2010), 16-20, available at https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20140402142426/http://www.oft.gov.uk/shared_of/business_leaflets/659703/Advertising-of-prices/Pricing-Practices.pdf
- (32) OFT2010, *supra* note 28, para.4.9-4.11.
- (33) OFT2010, *supra* note 28, para.4.1-4.6.
- (34) 排除命令平成20年2月20日(平成20年(排)24号)[ユーコー]は、販売する意思も実績もない、高い将来の販売価格と、安い実売価格との比較を違反とした。合理的に考えると、あえて締切日以降に高い価格で購入する消費者はいないから、比較対照価格が根拠のない価格だということは、よく考えれば誰でも分かりそう(小畑徳彦「景品表示法実務講座第7回有利誤認表示(1)」公正取引728号67頁(2011))。しかし、実際にはこのような表示が効果を発揮している。
- (35) Ahmetoglu, *Supra* note 31.
- (36) 価格比較広告が、当該表示を見た消費者が見積もる商品の価値に与える影響は、消費者がもともと有する価格知識によって異なる。白井美由里『消費者の価格判断のメカニズム

—内的参照価格の役割』109-118頁(千倉書房, 2005)。

(37) OFT2010, *supra* note 28, para.4.28.

(38) 極めて分かりにくい価格表示の例として、携帯電話の通信料金がある。条件付きの最安値が強調表示され、様々な条件や例外が付記されて複雑であることが多い。競争業者も同様の表示を行うことにより、情報が正確であったとしても消費者が比較検討することが困難である。公取委「携帯電話市場における競争政策上の課題について(令和3年度調査)」36頁(令和3年6月10日)。

(39) OFT2010, *supra* note 28, para.4.34-4.35, Annex D.46.

(40) 景品表示法制定当初、公取委による解説は「価格の表示でもっとも問題とされるのは、『千円の品を五百円で提供』するいわゆる二重価格表示です」と述べ、「実際には五百円程度のもを千円程度のものであるかのように表示し、それを五百円で販売するように誤認させる表示」を典型例としていた。公正取引委員会取引部編『実例 誇大広告と不当景品』59頁(公正取引協会, 1966)。

(41) 消費者庁は、「悪質な」有利誤認表示の例として、住宅リフォーム工事につき架空の「当社通常価格」を比較対照価格とする二重価格表示を挙げる。景品表示法検討会報告書(令和5年1月13日)12頁(事例3)参照。前掲注(8)も参照。

(42) 公取委公表平成12年4月4日「『不当な価格表示についての景品表示法上の考え方(仮称)』(原案)の公表について」(公正取引594号73頁(2000)収録)。

(43) 価格表示ガイドライン第1の3。

(44) 東京高判平成16年10月19日判時1904号128頁[ヤマダ/コジマ]。この判決は不正競争防止法(平成5年法律第47号)に関する訴えの中で景品表示法に言及されたものではある。価格表示ガイドラインが(平成26年法律第118号による改正前の)景品表示法4条2号「の『違反』を問擬しうるような明確な構成要件を示しているものではなく、……『考え方』を示したもの」にすぎないとした。

(45) 後述のライフサポート判決並びに東京高判令和2年12月3日裁判所HP参照(令和1年(行コ)第330号)及び同判決が引用している東京地判令和元年11月15日判タ1491号142頁[アマゾンジャパン]。

(46) 「最近相当期間にわたって販売されていた価格」をいうとき「最近相当期間価格」との略称を用いたり、その判別方法を「8週間ルール」と呼んだりすることがある。しかし、本稿の日数基準(Ⅱ, 2(1))のみを指すのか、「販売されていた」該当性の検討を踏まえたものか不明確であるため、本稿では用いない。例外的に、判決文中で用いられる場合はそのまま引用する(後記3)。

(47) 西川編著・前掲注(2)117頁。

(48) 原一弘「『不当な価格表示についての景品表示法上の考え方』について(上)」公正取引599号9頁(2000)は、2週間以上販売されていた価格であれば、実績作りとして設定されていた価格である可能性は低いと考えられるとするが、電子商取引が拡大し、販売手法が複雑化した現代では、例外がいくつもありそうだ(後記4(1))。

(49) 西川編著・前掲注(2)116頁、原・前掲注(48)。

- (50) 価格表示ガイドライン第4の2(1)ア(i)b。
- (51) 価格表示ガイドライン第4の2(1)ア(ア)bただし書。
- (52) 原・前掲注(48)8頁、西川編著・前掲注(2)114頁。将来価格との二重価格表示も、価格が適用される順番は異なるが、セールすることが分かっている状況で高い比較対照価格を決定する点で、ここでの注意喚起と同様の状況である。しかし、後記(2)のように、一定の条件の下で許容されている。
- (53) 原一弘『「不当な価格表示についての景品表示法上の考え方」について（下）」公正取引601号65頁（2000）。
- (54) ライフサポート判決を踏まえ、笠原宏「判批」公正取引853号30頁（2021）は、事業者の過去や将来の販売価格を比較対照価格とする二重価格表示は極めて多岐にわたり、その中で違法な二重価格表示を明確化する観点から、合理的なものであることを前提に数値基準の意義を認める。
- (55) 例えば、静岡県措置命令令和3年8月3日〔カインズ〕。
- (56) EUの価格表示指令（Price Indication Directive (98/6/EC, Directive (EU) 2019/2161により追加された Article 6a）は、事業者が行う値引き表示について、従前価格（値下げ前の30日間以上の期間において適用された最安価格）を表示しなければならない、という数値基準を用いている。昨年、域内13の国家当局がデジタル技術を用いて16,000点の商品の価格を一斉調査し、値下げを表示していた商品の4分の1、調査したウェブサイトの43%にEU法違反がみられた旨が公表されている。European Commission, '2022 - Sweep on Black Friday sales', *available at* https://commission.europa.eu/live-work-travel-eu/consumer-rights-and-complaints/enforcement-consumer-protection/sweeps_en#ref-2022--sweep-on-black-friday-sales
- (57) 「将来の販売価格を比較対照価格とする二重価格表示に対する執行方針」（2020年12月25日消費者庁）。
- (58) 西川編著・前掲注(2)125頁。
- (59) 将来価格執行方針第2の1。
- (60) 将来価格執行方針第2の1。実績作りと疑われる具体例として、西川康一＝佐々木雅也「『将来の販売価格を比較対照価格とする二重価格表示に対する執行方針』の概要について」公正取引845号45頁（2021）は、セールとその後の2週間の比較対照価格での販売を何度も繰り返すことで、将来の販売価格で購入する消費者がほとんどいなくなっている状況を挙げている。
- (61) 西川編著・前掲注(2)126頁。
- (62) 将来価格執行方針第2の2(2)。
- (63) 第1回意見交換会（前掲注(27)）議事要旨によれば、景品表示法違反を基礎付ける事実は、表示開始時点で将来の販売価格で販売する予定がなかったという事実である旨の意見で一致している（西川＝佐々木・前掲注(60)40頁も参照）。
- (64) 将来価格執行方針第2の2(2)ア(ア)。
- (65) 後掲注(73)〔グルーボン・ジャパン〕に対する要請において、商品の「販売開始の時点では、

『通常価格』というものは存在しない」とされている。

- (66) 大阪地判令和 3 年 4 月 22 日 (LEX/DB 文献番号 25590216)。
- (67) 消費者庁措置命令平成 31 年 3 月 6 日 (消表対第 260 号)。
- (68) 本判決第 3 の 1(2)ア。
- (69) 本判決第 3 の 1(2)ウ。
- (70) 本判決第 3 の 1(2)エ。
- (71) 本判決第 3 の 1(5)ウ(イ)。
- (72) やはりお節料理の二重価格表示が問題となった事案として、消費者庁措置命令平成 23 年 2 月 22 日 (消表対 125 号) [外食文化研究所] がある。
- (73) 消費者庁措置命令・前掲注(72) [外食文化研究所] に関して行われたグルーボン・ジャパンに対する要請 (消表対第 126 号)。消費者庁による約 10 年前の当該指摘は、お節販売業界に対して不当な二重価格表示防止につき警鐘を鳴らしたが、その効果は限定的だったともいえる。
- (74) 本判決第 3 の 1(5)イ。
- (75) 本判決第 3 の 1(1)イ(ア)。
- (76) 本判決第 3 の 1(5)ウ(ア)。
- (77) 本件 7 商品のうち「華扇」のみ、過半基準及び 2 週間以上基準を満たさないと認定された。検討対象となった 8 週間のうちヤフーウェブサイトにおける販売期間が 12 日間あるが、通常価格の提示期間は 7 日間であり、一見すると過半基準を満たすようにもみえるため、念のため 2 週間以上基準にも言及したと考えられる (本判決別表 3-5 参照)。
- (78) 消費者庁措置命令・前掲注(72) [外食文化研究所]。
- (79) 本判決第 1 の 2(1)イ。
- (80) 西川 = 佐々木・前掲注(60) 39 頁。
- (81) 原・前掲注(48) 参照。
- (82) 将来価格を比較対照価格とする二重価格表示について、実際に比較対照価格での購入実績がないことに言及した排除命令・前掲注(84) [ユーコー] は珍しい例である。
- (83) パーソナライズド・プライシングであることが開示されたとしても、消費者の認識に依拠して不当な二重価格表示の問題は残る。なお、価格表示ガイドライン第 4 の 5 は、「顧客の条件 (顧客の購入時期を含む。以下同じ。) に依拠して、販売価格に差が設けられている場合」に不当表示に該当するおそれのある例として、ほとんど適用されない非会員価格を比較対照価格とする場合と、季節商品の需要のピーク時の高い価格をオフ時に比較対照価格として表示する場合の 2 つを例示する。しかし、膨大な個人情報等に基づき顧客の条件が定まる現代的な慣行に適用するには、一般論を補う必要があろう。
- (84) セール表示を長期間行うもう 1 つの方法は、セールの期間をあらかじめ明示することである。西川編著・前掲注(2) 116 頁は、セール期間が明示される場合、セールが長期化して過半基準を満たさなくなっても、直ちに問題とはならないとする運用上の立場を示しているが、消費者の認識及び行動への影響の点からは、疑問もある (後記 IV 1 参照)。
- (85) ライフサポートは、競争業者も不当な二重価格表示を行っていると主張したが、同期

に他のお節料理販売業者への措置命令はなかった。

- 86) セール表示の期間は短く、それら1つ1つに排除命令を行うことが現実的でなかったために、消費者や競争業者が不当な価格表示を相互監視しやすい、明確な考え方が求められた。公取委景表課・前掲注(6)23頁。
- 87) 価格表示ガイドライン第4の2(1)ア(ア) a。
- 88) 役務については、「提供された実績のないもの」等と説明される（消費者庁措置命令令和3年9月14日（消表対1544号）〔ハビリィ〕ほか）。
- 89) 消費者庁措置命令平成30年10月18日（消表対1198号）及び課徴金納付命令令和2年12月23日（消表対1882号）〔ジャパネットたかた〕。
- 90) ㈱ジャパネットホールディングスのウェブサイト「消費者庁の措置命令についてのご報告とお詫び」(<https://www.japanet.co.jp/shopping/support/info25.html>) には、平成30年11月10日付の公示とともに、違反が指摘された行為態様について事業者による説明がある。
- 91) ライフサポート判決第3の1(1)イ(イ)。東京高判平成16年10月19日前掲注(44)〔ヤマダ/コジマ〕第3の2(1)イも参照。
- 92) 古川昌平「二重価格表示の執行状況と最新実務」ビジネス法務19巻5号30頁（2019）。
- 93) 消費者庁担当官の解説は、違反者が価格表示ガイドラインを知っているはずであるのに、担当者のチェックが不十分であったことを指摘するとどまる（北園敏幸ほか「事件解説」公正取引852号90頁（2021））。一方、任意の比較対照価格を表示して指導にとどまる事例も多い。例えば、消費者庁「令和2年度における景品表示法の運用状況及び表示等の適正化への取組」別添46-47頁（令和3年7月21日）。

Ⅲ 英国における規制手法の進化

本章では、前章でみた日本の二重価格表示規制が抱える問題を念頭に、まずは英国の行政規制が長期間維持した数値基準を廃止し、事後的・総合考慮型の枠組みによることとした理由を考察する(1)。廃止に至る過程からは、法的検討に加えて、経済学等がもたらしたエビデンス、消費者への影響が大きい業界への継続的な調査と実態把握が作用したことが窺える。次いで現在の総合考慮型の枠組みの概要と利点について考察することにより、示唆を得る(2)。新たなルールの評価には一定の時間が必要であるが、総合考慮型の枠組みが効果的に活用された例として、反復的なセールに係る自主規制事例を採り上げる(3)。

1 現在の規制に至る経緯

かつて画一的な数値基準による規範を設けていた英国は、同基準を廃止し総

合考慮型の枠組みを選択した。改定の直接的な理由は、裁判所のイニシアチブによるものというより、取引環境の変化、数値基準が大小の抜け穴を生じさせ、むしろそちらの方に消費者の不満が生じていること等に対応する政策的なものであった。画一的な数値基準は明確性が高いが、実績作りを防ぎ難く、部分的な手当てをしても事業者とのいたちごっこを招く。英国の経緯は、そのような場合に表示全体が消費者に与える認識、期待に立ち返って対処する必要があることを示しているところ、これは二重価格表示に限らず、景品表示法の不当表示規制全般に共通して重要な点である。

(1) 28日ルールの特則と例外：オフィサーズ・クラブ社

比較対照価格の提示期間が28日存在することを原則とする枠組みは、表示に根拠を要求し見せかけのセールを規制するためのものであった。しかし当該枠組みは画一的であったため、事業者の実績作りを利用された。

1960年代当時から、英国では多くの事業者が過去の販売価格等との二重価格表示を行ったので、消費者はそれが本当に買い得なのか分からず、悩まされていた。このため、商品の数量、性質に係る虚偽の取引記述等を禁止した1968年取引記述法⁽⁹⁴⁾11条において、二重価格表示についてもルールが設けられた。すなわち、過去の価格として表示した比較対照価格について、特別の注記がない限り、過去6か月以内に連続して28日以上販売していた旨を表示しているものと扱うとし、実際にはそうでない場合、虚偽の取引表示として刑事罰の対象とした。これは、比較対照価格の表示に、最近の合理的な期間にわたって提示した実績を要求し、根拠のないセール表示を禁じたものである⁽⁹⁵⁾。

ところが、法律に明記された数値基準は画一的であり、不都合があった。例えば、同法違反を問う際、検察は、事業者が過去に比較対照価格で28日間販売しなかったことを立証しなければならず、負担が大きかった。また、同法11条は同一店舗の実績であることを明示的に要求しなかったため、一部の店舗で28日間販売した価格を、他の大多数の店舗で比較対照価格として表示できる点で、抜け穴が大きかった⁽⁹⁶⁾。その後、28日ルールから一旦離れ、より一般的・抽象的な遵守事項を詳述するルールが試みられたこともあったが、複雑で理解し難く、事業者にも規制者にも評判が悪かった⁽⁹⁷⁾。

こうしたことから、1987年消費者保護法⁽⁹⁸⁾が価格について消費者を誤解さ

せる表示を規制するに当たり、ビジネスの変化によって柔軟に変更できる実務指針として、1988年11月「事業者のための価格表示慣行コード」(Code of Practice for Traders on Price Indications. 以下「1988年価格表示コード」という)が策定された⁽⁹⁹⁾。同コードは法規範ではなく解釈指針であるが、事業者が違法な表示を防止するための合理的措置を講じていたか否か、同コードを遵守していたか否かは、裁判所が有罪か否かを判断するに当たり考慮されるとされた⁽¹⁰⁰⁾。1988年価格表示コードにおいて、28日ルールを含む原則(1.2.2)が示され、これを満たさない場合も、公正で意味のある比較に限り、提示の状況を明示することにより例外的に表示が認められた(1.2.3)。

1988年価格表示コード(抜粋)

1.2.2 過去価格との二重価格表示について、次のことを満たすべきである。

- (a) 過去6か月に消費者に提供された直近の価格であること
- (b) 過去6か月のうちの少なくとも28日間連続して、当該価格で提供されたこと。28日には日曜祭日等の店舗休業日などを含めることができる。
- (c) 前記期間にわたって表示店舗と同一店舗で当該価格が適用されたこと

1.2.3 1.2.2の条件を満たさない価格を比較対照価格とするときには、

- (i) 当該比較が公正かつ意味のあるもの(fair and meaningful)であり、かつ
- (ii) その高い価格が適用された期間と状況につき、明確かつ積極的に説明しなければならない。

英国内では同時期に、EUの指令に基づき、1988年誤解を招く広告規制規則⁽¹⁰¹⁾(以下、「1988年規則」という)が策定され、欺瞞的広告全般に係る法規範となった。2000年代に入り、同規則違反として問題となったのが、28日ルールを利用して極端な実績作りを行ったオフィサーズ・クラブ事件(OFT v The Officers Club Ltd & Anor 判決⁽¹⁰²⁾)である。

規制者であるOFTは、衣類販売業者の表示が1988年規則に違反する、誤解を招く広告であるとして、裁判所に表示の差止めを求め提訴した。当時、前述の1987年消費者保護法及び1988年価格表示コードは有効に存在していたが、

直接的に同法及び同コード該当性が争われたものではない⁽¹⁰³⁾。しかし、事業者は二重価格表示に関する公的指針である1988年価格表示コードを遵守していたと主張した。裁判所は、事業者の行為が1988年規則に違反すると結論したが、判決文中で、当該行為が1988年価格表示コードにも違反している旨述べた。

事件の概要は以下のとおりである。英国内に「The Officers Club」等と称する衣類小売店舗を合計146店営むThe Officers Club Limited（以下「TOC社」という）は、1993年から2004年までの長期間にわたり、「7割引戦略」を採っていた。すなわち、TOC社は商品の販売開始時に、まず少数の店舗で少量の商品を「レッドスター（Red Star）価格」と称する高い価格で28日間販売し、その後、同社のすべて又は多くの店舗で、レッドスター価格からの7割引セールとして販売した。TOC社は、各店舗の棚のラベルにレッドスター価格と販売価格を併記し、窓やポスターにおいて「全商品 7割引 『レッドスター』商品はセール対象外です」等と表示した。さらにTOC社は上の表示に当たり「すべての割引商品は高い方の価格で、6以上の店舗において、過去6か月のうち28日以上販売されていました」との説明を併記していた。

TOC社はレッドスター価格での販売をしなかった店舗においても7割引セールをした点で、1988年価格表示コードの原則（1.2.2(c)）に反する。しかし、比較対照価格を提示した店舗及び期間に係る説明を併記していたため、同コードの例外規定（1.2.3）に該当し、消費者を誤解させないと主張し争った。

7割引戦略の態様を具体的にみると、例えば2003年5月31日時点において、レッドスター価格の商品は、TOC社の159店舗のうち19店舗のみで販売され、当該19店舗においても、3種類以下の商品を、一部のサイズしか販売していなかった。2002年9月1日から2003年6月28日までの期間において、レッドスター価格で10点以上販売された商品は1,515種類中39種類の商品しかなく、レッドスター価格の購入実績は、TOC社の売上点数全体のうちの0.15%に過ぎなかった⁽¹⁰⁴⁾。

裁判所はまず、表示を見た消費者が「高い比較対照価格は、TOC社が当該価格で売ることができると誠実に信じて、6か月中28日間以上、相当数の商品を売りに出した価格である」と認識する、と認定した⁽¹⁰⁵⁾。実際には、TOC社がレッドスター価格で販売するための在庫をほとんど用意しなかった点、レッド

スター価格の購入実績がほとんどない点、TOC社が仕入原価を踏まえ、一定の利益が出るようにセール価格を設定していた点、競争業者が同等品をレッドスター価格よりも安価で販売していた点を踏まえ、裁判所は、TOC社がレッドスター価格で相当量の商品が売れることを誠実に信じていたと認められる証拠はないと判断した。結論として、表示は虚偽であって、誤解を招く広告であるとして1988年規則2条(2)に該当し、違法であるとされた⁽¹⁰⁶⁾。なお裁判所は、OFTが命じる差止めの内容については、競争事業者の表示と比べて過度の制限とならないよう、更なる検討を要する旨を示し、配慮している⁽¹⁰⁷⁾。

TOC社の注記の内容が事実であったとしても、実際には表示から消費者が期待する比較が行われていなかった。オフィサーズ・クラブ判決は、TOC社の7割引戦略を正面から検討し、表示の文言ではなく消費者が受ける認識を基準として誤解を招くか否かを認定した点で、妥当である。また、同判決は、TOC社が「誠実に信じて」設定した価格か否かという主観的な文言を用いたが、実際は在庫量、購入実績、価格設定方法等の客観的要素から合理性を判断した。この点はその後の同様の違反行為への対処の方向性を示すものであった。

(2) CPRsによる包括的規制と価格慣行ガイド (PPG)

2008年に策定され、2019年の追加を経た現在も二重価格表示に係る一般的規制の受け皿となっているのが、「2008年不公正な取引方法からの消費者保護規則」(以下「CPRs」という)⁽¹⁰⁸⁾である。CPRsは、事業者(trader)⁽¹⁰⁹⁾による不公正な取引方法(unfair commercial practices)を広く規制する一般的な内容を持ち、その1類型として、誤解を招く行為の禁止(5条)がある。二重価格表示は、典型的には、特定の価格面の利益が存在する旨(the existence of a specific price advantage)の表示⁽¹¹⁰⁾として、虚偽を含むか又は全体として平均的消費者を誤解させる可能性があり、かつ平均的消費者に、それがなければ取らなかったであろう取引上の決定を行わせる可能性がある場合、誤解を招く行為として問題となる⁽¹¹¹⁾。誤認の内容は取引条件に係るものに限定されない。「取引上の決定」は契約の決定に限られず、その前後の消費者の行動を広く含むと解される。例えば、消費者が必要があって買うことを決めていた商品について、そのセール表示によって想定よりも高い価格が、より不利な条件で商品を購入することや、競争業者の商品を購入しない決定をすることは、取引上

の決定に当たる⁽¹¹²⁾。

なお、CPRsは付表1に、どのような状況でも禁止される不公正な取引方法の類型を多数列挙する。販売や安売りが期間限定である旨の表示⁽¹¹³⁾、市場価格について誤解させる行為⁽¹¹⁴⁾等がここに含まれるが、不当な二重価格表示一般は含まれない。したがって、これらに該当しない二重価格表示は、冒頭に掲げた5条の要件等が満たされて初めて違反となる⁽¹¹⁵⁾。

CPRsの執行は各地域に設置された取引基準局(Trading Standards)が中心的に行っているとされ、調査によって助言、指導、警告と段階を踏み、改善がないと広告の差止めが行われる⁽¹¹⁶⁾。事業者との密なコミュニケーションにより自主的改善に至ることも多いが、悪質な場合等には刑事罰が課せられる⁽¹¹⁷⁾。表示のうち事実を記載するものに関しては、裁判所が事業者に根拠を提出させることができる⁽¹¹⁸⁾。

2008年にCPRsが発効すると、同法に違反する二重価格表示の考え方を示すものとして、1988年価格表示コードの改訂版である価格慣行ガイド(Pricing Practices Guide: PPG)が策定され、2016年まで維持された⁽¹¹⁹⁾。PPGは28日ルールを維持しつつ、比較対照価格が「真の小売価格」か否かを評価する枠組みも併記した。しかし事業者は専ら具体的な28日ルールの方を選択して表示の根拠としたため、CPRsの目的と整合しない結果を招いた。

PPGの具体的内容に目を向けると、1988年コードから一段希釈されたものの、28日を基準とする数値基準が引き継がれている(1.2.3)。同時に、事業者が比較対照価格に真の小売価格を用いるべきである旨が追加された(1.2.6-1.2.8)。真の小売価格か否かは、比較対照価格で販売するために事業者が用意した在庫量、比較対照価格提示期間その他の事実を総合し、事業者が高い比較対照価格での相当量の販売を合理的に期待したか否かによって判断するとされた。

2010年価格慣行ガイド(PPG)(抜粋)

パート1 価格比較

1.2 事業者の過去の販売価格との比較

1.2.1-1.2.2 (略)

1.2.3 価格比較の根拠は時間の面で合理的でなければならず、何が合理的

かは状況によって異なる。比較の基礎が明示的に定められていない場合、

- (a) 比較対照価格は連続 28 日以上顧客が入手可能であった直近の価格であるべきである。
- (b) セール価格が提示される期間は、比較が誤解を招くほど長くなってはならない。状況によって異なるが、特段の事情がない限り、一般的には、セール期間は、高い比較対照価格が提示されていた期間より長くなるべきでない。
- (c) 比較対照価格は 6 か月以内に提示された価格であるべきである。

1.2.4 前項と異なる基準で比較を行った場合、その比較の根拠を明記すべきである。例えば、6 か月以上前の価格と比較する場合や、比較対照価格の提示期間より長くセールを行う場合、以前の価格の提示状況を明記することができる。これらの注記は消費者に分かりやすい位置に、明解かつ読みやすく表示されるべきである。

1.2.5 比較対照価格提示期間には、商品が実際に供給できる状態でなかった場合、誤解を招く可能性がある。

1.2.6 過去の価格を比較対照価格とする場合、真の (genuine) 小売価格を用いるべきである。真の小売価格か否かは、次のような複数面から判断する。

- (i) 当該価格で相当数の商品を販売できると合理的に期待していたこと。
- (ii) 相当量の商品が当該価格で提供する用意がされたこと。
- (iii) 商品が、その購入に関心を持つ可能性の高い人々の一部に対して、少なくとも真の販売の申出として十分な期間、つまり当該人々が商品が購入できることを知り、商品を見て、購入するかを決定し、購入する場合には購入するのに十分な時間、当該価格が提示されていたこと。28 日ルール基準が満たされる場合、通常は十分であろう。

1.2.7 前記 (i) を判断する際は、関連するすべての状況が考慮される。比較対照価格が競争事業者が提供する価格と同程度でない場合や、比較対照価格での購入実績がないか比較的少ない場合、その期待は合理的でない可能性がある。

1.2.8 (略)

セール期間が比較対照価格での販売期間を超えた場合、セールである旨の表示をすべきでないとのシンプルな基準は“1:1 ratio”と称され、PPG以降も重視される(以下「1:1基準」という)(1.2.3(b))。1:1基準導入の背景として、英国の消費者の多くは、比較対照価格での販売期間よりもセール期間が長くなるべきでないと考えていることが挙げられる⁽¹²⁰⁾。

OFTは2010年12月、PPGは違法性判断基準ではないが、PPG、特に28日ルール及びASAの広告指針に従った表示は、多くの状況で消費者の期待と一致する可能性が高く、これらの行為に対して法執行をする可能性が低いと述べ、広く一般には28日ルールの遵守を求めた⁽¹²¹⁾。他方で、二重価格表示のうち、商品の価値を高く見誤らせる表示は理論上弊害の大きいことを証拠とともに示し(前記Ⅱの1(2))、28日ルール等の数値基準適合性にかかわらず、そのような事案に介入する可能性があるとして釘を刺した⁽¹²²⁾。

商品及び業界慣行に応じて、真の小売価格か否かが検討された事例として、次のものがある。2012年、OFTは、誤解を招く二重価格表示を行った疑いがあるとして、家具やカーペットの流通業者6社に対する調査を実施した。最終的に、5社が慣行の改善を確約(commitment)し終了した⁽¹²³⁾。

OFTは、家具店が表示した高い比較対照価格が「真の価格」か否かを、以下の枠組みで客観的に判断した。すなわち、①セール価格での購入実績と比較し、高い比較対照価格での購入実績が相対的に多いか否か、②事業者は比較対照価格で相当量が売れることについて合理的に期待していたかを検討した。②合理的期待の判断に当たり、(a)高い価格では、セール時と比べ大きな売上げがなかったことを知りながら、当該価格を比較対照価格として繰り返し二重価格表示したか、(b)セール期間が比較対照価格での販売期間より長い、(c)セール前後に比較対照価格を提示して販売していた店舗数、(d)比較対照価格が主要なオンライン店舗で提示されたか、それとも二次的な店舗で提示されたにすぎないか、及び(e)別の値引きが並行的に行われたか否か、という5つの要素を考慮した⁽¹²⁴⁾。

家具類は高額なものもあり、消費者が頻繁に購入する商品ではなく、購入前に使い勝手を比較することも難しい。このため、消費者は一時的な価格の上下

に惑わされることなく、商品の品質・価値をよく知って商品選択する必要がある。したがって、価格表示もまた、このような消費者のニーズを満たす情報であるべきである。また、特定の市場又は業界の複数事業者が用いる慣行を問題視する場合、28日ルールの特例か否かで機械的に処分することでは表示の改善が十分ではなく、不平等感が事業者側の理解と協力を妨げかねない。この点、他の値引きや複数の販売チャネルを含む、事業者の販売活動を全体でとらえ、購入実績を踏まえて比較対照価格の合理性を検証することは、衡平の観点からも意味がある。

(3) スーパーマーケットの表示から始まった改革

画一的な数値基準である28日ルールがある限り、事業者は明確な同基準を表示の根拠としようとするため、全体として平均的消費者を誤解させるか否か、という法の趣旨に則したチェックが機能しにくい。英国は、欺瞞につながる慣行を廃しCPRsに適合する慣行に導くため、消費者に身近な食品等の表示から改革に着手した⁽¹²⁵⁾。28日ルールはその役割を終え、廃止されるに至った。

ア 食品価格表示の原則

OFTが国内大手スーパーマーケット8社における食品等の価格表示を調査したところ、CPRs違反には至らないものの問題ある行為を確認した⁽¹²⁶⁾。このため、OFTは価格表示に係る報告書（前述のOFT2010）に基づき、2012年「食品価格表示の原則」と称する文書⁽¹²⁷⁾を策定公表し、スーパーマーケット8社の表示が法の精神を反映したものとなるよう、PPGを補う行動基準と位置付けた。同時に、当該8社に対し、同原則に従う旨を約束させた。同原則は、店内飲食用を除く食品及び飲料について二重価格表示を行う場合に、スーパーマーケットが遵守すべきルールを示したものである。

食品価格表示の原則は、次の三点からなる。第一に「将来魅力的なセールを行うために、人為的に価格を操作してはならない」ことが示され、セールの反復⁽¹²⁸⁾や、季節商品の売り出し価格を高く設定し、需要の高い時期に行う割引セール等、実績作りの慣行が例示された。そもそも比較対照価格で販売を開始する時点でセールが予定されることは、実績作りの可能性が高く、提示実績の日数を数える以前の問題として不当であるため、第一に掲げられたものと思わ

れる。

次に、事業者が適正な二重価格表示を行ったとしても、当該表示を伴うセールを長期間継続した場合、消費者の認識と齟齬が生じる。第二の原則は1:1基準である。すなわち、「セール期間の長さが高い比較対照価格で販売していた期間を越えたときは、当該セール価格が当該商品の価値を示しており、もはやセールと表示するのは適切でない」とされた。さらに、1:1基準を満たす限り比較対照価格での販売日数を問わないとされ、28日ルールを用いないことが明示された。

価格比較が消費者を誤解させないためには、比較対照価格を適切に選択しなければならない。第三の原則は、「過去の販売価格を参照することは、当該価格が比較として関連があり意味のある根拠 (relevant and meaningful basis for comparison) を示す場合のみ用いるべきである」とされた。具体的には、二重価格表示開始時点からみて遠い過去の価格や、表示店舗と異なる店舗の価格、事業者が商品の内容量を削減する前の価格等を比較対照価格として用いる慣行が問題として例示された。

以上の3点からなる食品価格表示の原則は、販売期間が様々と考えられる食品等について、一律28日間の実績を要求する理由に乏しいこともあってか、28日ルールだけは明確に除外した。1:1基準にしても、単独で厳格に判断されるのではなく、販売慣行全体としての合理性に主眼が置かれている。例えば、原則第二に併記された事例は、1:1基準を超過したセールについて、セールの在庫を大量に仕入れているか否かも考慮されることを示唆している。

イ CMAによる食品等価格調査と新指針の提案⁽¹²⁹⁾

OFTに続き、同機関の業務を引き継いだ英国競争・市場庁 (Competition & Markets Authority: CMA) も、2015年にスーパーマーケットの価格表示に係る調査を行った (以下、当該調査の報告書を「CMA 食品調査報告書」という)⁽¹³⁰⁾。調査の契機は、2015年4月、消費者団体である Which?がCMAに対し、食品等の販売における価格表示の調査を求めたことである⁽¹³¹⁾。Which?が問題を指摘した価格に係る表示・慣行は多岐にわたるが、二重価格表示との関係では (i) 1:1基準に反する長期間のセール⁽¹³²⁾、(ii) 1個当たり価格を引き上げたうえで行うまとめ売りセール、(iii) 季節商品の売り出し価格を高く設

定し、需要の高い時期に行う割引セール、(iv)数量の多いパックが常に割安であるかのような表示等、いずれも監視しにくく、消費者の経験則を悪用し、既存のルールへの抜け穴を突くものが挙げられた。

CMA は、5社が販売する食品等の価格表示につき、二重価格表示の実施状況、その1:1基準該当性を確認し、次に28日ルール該当性を確認するという順序で分析した⁽¹³³⁾。分析によると、販売商品のうち二重価格表示を行っていた商品の割合は、5社いずれも8-9%と同程度であった。5社のうち4社は、分析対象商品の7割ないし9割の高確率で1:1基準を満たしていたが、1社のみ34%しか満たしていなかった。二重価格表示する商品のうち、28日ルール及び1:1基準のいずれも満たさない商品の割合は、最大でも2.5%であるとの結果が得られた⁽¹³⁴⁾。全体として、多くの事業者は価格慣行・表示が誤解を招かないよう、社内に自動又は手動でチェックするシステムを設けるなど注意しており、CPRs違反行為はみられなかったが、一部の事業者の表示には問題がみられた。特に、1:1基準に関し、比較対照価格での販売期間よりかなり長い日数のセールが行われている（最大で73日間長い）場合があった。

なお、本調査において、CMAは英国国内の大手スーパーマーケット5社の販売価格を把握するために、事業者の報告によると同時に、民間の価格比較サイト mySupermarket⁽¹³⁵⁾に蓄積されたデータを活用した。しかし、膨大な商品数と様々な販促活動の混在により、分析可能なデータのまとまりが得られたものは一部分であった。多様なプロモーションが並行的に実施される小売市場における個別の監視は負担が大きく、多くの誠実な事業者が自主的に遵守できる、明快かつ本質的な指針が必要となる。CMAは併存していた食品価格表示の原則及びPPGを統合する方向での見直しを提案した⁽¹³⁶⁾。

ウ 画一的な数値基準の廃止

PPGの後継となる新たなガイドラインは、28日ルールを廃止し、個別事案ごと、複数の要素を総合的に考慮して判断する仕組みとされた。CMA幹部はガイド改定の意義として、第一に、ガイドにあらゆる場面を規定するわけにはいかず、規制の明確化には限界があるため、事業者は法の原則に沿って、平均的消費者の理解と期待を基準として表示しなければならないことを強調した。法の趣旨に反して28日ルールだけが選択的に用いられることを避けるため、当

該ルールは廃止されることとなった⁽¹³⁷⁾。第二に、強調表示が与える印象と矛盾する打消し表示の使用について、PPGが許容しているように読める部分を改めること、第三に、改定は現代的なオンライン販売、多チャネル販売等の新たな商慣習に対応するものであることも述べられている。

前記第一の点に関し、これまでの経緯も踏まえると、CMAはより優れた基準を提案するというより、有用な場面が減り、かつ悪用の弊害が目立った28日ルールの限界を宣言し、撤廃することに力点を置いたようにみえる⁽¹³⁸⁾。同様の発想は、今回の改定において、最大割引率等の表示の対象範囲に係る「10%ルール」が撤廃されたことにも見て取れる。PPGは、「最大半額セール」等の表示に関し、表示された最大割引率の適用対象が、少なくともセール対象品目数の10%なければならないとしていた⁽¹³⁹⁾。ところが、事業者が10%という基準だけを選択的に適用すると、不人気商品や利益率を特に高く設定した商品を選んで最大割引率で販売すれば、容易に規制を潜脱できてしまう。新たなガイドは当該ルールを削除し、代わりに「最大割引率適用対象がセールの対象商品群のかなりの割合(a significant proportion)を占める」のでなければ、当該表示をすべきでないとした⁽¹⁴⁰⁾。

2 現在の英国における二重価格表示規制

前記1の経緯を踏まえ誕生したガイドラインにより、28日ルールが撤廃され、1:1基準等の要素を総合考慮する枠組みに置き換えられた。本項ではその内容、特に総合考慮型の枠組みを事業者に明確な形で提示し、活用する手法について考察する。

英国BEIS(Department for Business, Energy and Industrial Strategy)等は、各地の取引基準局職員等が加入する非営利団体であるCTSI⁽¹⁴¹⁾に要請する形で「価格慣行に係る事業者のためのガイド」(2016年。以下「CTSIガイド」という)⁽¹⁴²⁾を策定させ、PPGに置き換えた。CTSIガイドは価格表示に関するCPRs違反防止のための助言を行うものであり、法的拘束力はなく、最終的には裁判所が個別事案に応じてCPRs違反を判断する。同ガイドは、規制の基本理念を次のように述べる⁽¹⁴³⁾。すなわち、事業者が商品の販売において比較対照価格を表示すると、消費者はそれを当該商品の価値を見積もる基準とし、それ以上、競合する商品を探そうとしなくなる。ところが、消費者は、表示され

た節約が本物であるか確かめる情報を持たない。したがって、比較対照価格の表示には、高い水準の信頼と誠実さが必要となる。価格比較は明快かつ公正な比較でなければならず、いかなる価格比較に伴う有利さの主張も、誤解を招き又は不公正であってはならない。事業者は比較対照価格を表示する場合、訴求する節約 (savings) が真実 (genuine) であり、平均的消費者が、当該比較を公正なものとするかどうかを検討すべきである⁽¹⁴⁴⁾。

CTSI ガイドにおいても、過去の販売価格との二重価格表示が中心を占めているところ、セールで表示される節約が本物か否かを判断する考慮要素として、次の5点を挙げている。

- ①セール期間よりも、高い比較対照価格の提示期間の方が長いか【1：1基準】
- ②セールする店舗の数、所在地及び種類が、高い比較対照価格を提示していた店舗の数、場所及び種類と同一か【店舗・販路】
- ③セール開始時点からみて、高い比較対照価格の提示時期が近接しているか【近接性】
- ④1年のある時期しか需要がない商品について、季節外れの価格を比較対照価格としていないか【季節外価格】
- ⑤セール前に高い比較対照価格で大きな売上げ (significant sales) があったか、又は消費者が当該比較対照価格で商品を購入するという合理的期待があったか【購入実績・合理性】

続いて、各要素ごと CPRs に適合する可能性が高い場合及び適合しない可能性が高い場合の具体例が示される (表2)。例えば、①【1：1基準】に関し、高い比較対照価格での販売期間よりも二重価格表示を伴うセール期間の方が長い場合、CPRs に適合する可能性が低い、逆に同じかそれより短い場合、CPRs に適合する可能性が高い。②【店舗・販路】に関し、店舗Bでは3ポンドを提示したことがないのに、店舗Aで提示していた3ポンドを店舗Bで比較対照価格として表示することや、⑤【購入実績・合理性】に関し、事業者が、過去にある価格で相当数の売上げがないことを知りながら、その価格を比較対照価格として表示することは、それぞれ、CPRs に適合する可能性が低い。

(表2) CTSI ガイド 16 頁の表をもとに作成

考慮要素	CPRs に適合する可能性が高い	CPRs に適合する可能性が低い
①【1 : 1 基準】	高い価格で販売されていた期間と同じかそれより少ない期間、比較対照価格を併記して販売する。	高い価格で販売されていた期間よりも事実上長い期間、比較対照価格を併記して販売する。
②【店舗・販路】	小売業者が、ある店舗において以前販売していた価格を用いて、当該店舗で比較対照価格として表示する。	小売業者が、ある商品を店舗Aで3ポンドで、店舗Bで2ポンドで販売していたところ、店舗Bにおいて「3ポンドを1.5ポンドで」と、これまで同店舗で提示したことのない価格を比較対照価格として表示する。
③【近接性】	旅行代理店が過去2か月以内の販売価格を比較対照価格として併記し、その間に価格変動がない場合、現在販売している価格がお買い得かを正しく示している。	ウェブサイトにおいて、何か月も前に提示されていた価格であって、商品の現在の真の価値を示していない価格を比較対照価格として表示する。
④【季節外価格】	オンライン小売業者が、商品がよく売れる時期が過ぎて需要がなくなった場合に、販売を促進するために価格を引き下げる。	季節外れの時期に高い価格を提示し、予想される商品の需要に合わせて価格を下げる。
⑤【購入実績・合理性】	小売業者は、高い価格で大きな売上げがあったこと、またはその価格がその商品の現実的な (realistic) 販売価格であったことを示す証拠を提出することができる。	小売業者が、過去にその価格で相当量を販売したことがないことを知りながら、その価格を比較対照価格として繰り返し二重価格表示を行う。

③【近接性】について、望ましい行為を示す左の例では、旅行商品の比較対照価格が「過去2か月以内のものであり、その間に価格変動がない」など具体性があるが、問題ある行為を示す右の例も踏まえると、比較対照価格が「商品の真の価値を示して」いるか否かが重要であることが理解できるようになっている。①ないし④以外の事実についても、⑤【購入実績・合理性】において、合理性の観点から考慮できる点で、⑤は一般条項的な位置を占める。購入実績

が必須の要素とされているわけではないが、購入実績を欠く場合、事業者は、仕入れの状況や他社の販売価格等、比較対照価格が現実的なものであることを示す証拠が必要になるだろう。

現代的取引慣行への対応という点では、複数の値引きに対する考え方が示された点も参考となる。例えば、CTSI ガイドは、過去に高い価格を提示していた際、「2つ購入すると10%オフ」という別のプロモーションを適用していた場合には、当該価格を比較対照価格とする二重価格表示はCPRsに適合する可能性が低いことを指摘している⁽¹⁴⁵⁾。実務上、何らかの値引きがあれば常に二重価格表示を控えるというのは現実的ではないから、ここでも値引きの対象、値引きの趣旨、実売価格ごとの購入実績等から表示する比較対照価格の合理性を判断する必要があるだろう。

総合考慮型の枠組みのもとで検討される事項は多岐にわたるため、CTSI ガイドは、調査において表示物、セール価格及び高い比較対照価格それぞれに係る価格の適用条件と消費者への伝達状況、店舗（ウェブサイトを含む）及び時期ごとの商品の在庫状況、仕入れの履歴、購入実績等のデータを用いることをあらかじめ説明している⁽¹⁴⁶⁾。

3 自主規制による対話の促進：繰り返しセールを題材に

総合考慮型は、商品の性格や販売状況、証拠に応じて柔軟に検討でき、取引環境の変化に適応しやすい点、規制者が業界全体に広がる慣行を問題とできる点（前記1(3)家具類の価格表示事件参照）で有用である。加えて、地方の規制機関や自主規制機関など多様な主体が規制を担う英国においては、消費者を誤認させるか否か判断が難しい表示・慣行についても、開かれた議論による自主的修正の余地を設け、ソフトな法規範を実現している点も評価できる。

本項では、広告基準機構（Advertisement Standard Authority: ASA）の広告慣行委員会（Committee of Advertising Practice: CAP）が、策定した広告指針（Advertising Code）に基づき事業者に改善を勧告する仕組みの中で、特に二重価格表示を伴うセールと高価格販売を反復する慣行（以下、「繰り返しセール」という）に着目した⁽¹⁴⁷⁾。繰り返しセールはCMAによって問題が指摘されていたものの、CTSI ガイドには盛り込まれず、個別事案に委ねられた論点である。

(1) 自主規制の概要

ASA が運用する広告指針は、団体会員か否かの区別なく、あらゆる事業者に対し適用される可能性がある⁽¹⁴⁸⁾。CAP コード⁽¹⁴⁹⁾は、放送広告を除く幅広い広告を対象とするが⁽¹⁵⁰⁾、店頭や電話での口頭のコミュニケーション、店舗内に貼られたポスターや棚の表示は対象にならない点などで、CPRs よりも対象とする表示の範囲は狭い⁽¹⁵¹⁾。消費者や競争事業者等からの苦情が 1 件でもあれば調査が行われ、CAP コード違反が認められた場合、裁定 (ruling) が下され、事業者には改善が勧告 (recommendation) される⁽¹⁵²⁾。

CAP コードの規定を概観すると、まず、実質的に誤解を招く広告が禁止される (3.1)。価格表示は省略、不当な強調や歪曲によって誤解を与えてはならず、また、広告されている商品に関連したものでなければならない (3.17)。価格比較を含む表示は、比較の根拠を明確にする必要があり (3.39)、価格の優位性を不当に主張することによって、誤解を与えてはならない (3.40)。二重価格表示に関しては、CTSI ガイドに沿って運用することが明確にされており、比較対照価格が通常価格といえるかの判断に際し、1 : 1 基準を含む価格提示履歴、店舗・販路、近接性及び購入実績のいずれも考慮するとされる⁽¹⁵³⁾。また、事業者は、客観的表示を行うにあたって、それを実証できる資料を備えていなければならない (3.7)、この原則が二重価格表示にも当てはまる⁽¹⁵⁴⁾。ASA の要求に対し、価格履歴等の資料を提出しないか、提出したとしても不十分である場合、誤解を招く広告と判断される。

今回、2017 年 6 月から 2022 年 5 月までの処理事例を調査したところ、不当な二重価格表示の疑いで調査された事例が 60 件あり、うち 53 件で改善勧告が行われた (表 3 参照)。家具や家電の商品分野に関係するものが多く、食品や日用品、役務に係る件数はそれほど多くない。店内のポップや値札がコード対象外であること、競争事業者間の相互監視の状況等が影響している可能性がある。

(表3) ASA/CAP が処理公表した CAP コード関係事案のうち、二重価格表示を扱ったもの(不問とされた7件を含む)(2017年6月-2022年5月)。

二重価格表示が行われた商品	件数
家具(カーペット・カーテン含む)	18件
家電・PC・カメラ等	12件
衣類・靴	8件
食品・日用品	6件
役務(旅行, 通信, 出会い系等)	6件
時計・宝石	3件
化粧品	2件
その他	5件
合計	60件

(2) 繰り返しセール等に係る改善勧告事例

セールが期間限定的であると虚偽の表示を行う場合、CPRsのブラックリストに違反し、CAPコード上も問題となる⁽¹⁵⁵⁾。一方、単に高い価格と、当該価格を比較対照価格とするセールを交互に繰り返すことは、通常の販売活動でも行われる。この慣行が常に誤解を招くとは言い切れないが、どのような場合が問題であろうか。下で紹介する【事例1ないし3】では、いずれも表示された比較対照価格が過去の販売における通常価格と認識されると判断された。そして、事業者は当該比較対照価格をセール直前の一定期間に提示していた事実があるものの、繰り返しの状況等を踏まえると、当該価格は通常価格ではないと評価され、改善勧告が行われた。

【事例1】Vodafone 事件(ASA改善勧告)⁽¹⁵⁶⁾

携帯電話の通信役務を提供している事業者が、1か月10ポンドで12GB使用できる通信プランについて、自社ウェブサイトにおいて、「12GB」の表示の脇に「8GB」「追加データ」と表示したほか、「お急ぎを!キャンペーンは5月27日まで」との表示を行った。

ASAは、当該表示を見た消費者は、当該役務を契約したら通常8GB使用できるところ、セールで12GBに増量されていると認識すると判断した。

事業者が提出した過去14か月分のデータを踏まえると、実際は、事業者は

10ポンドで12GB(1回のみ8GB)使用できるキャンペーンと、6GB使用できるキャンペーンなしの期間を、53日間から70日間の間隔で、交互に繰り返していた。キャンペーンの日数が70日、56日、66日間であるのに対し、キャンペーンでない日数は57日、70日、53日、63日であり、キャンペーンの長さが、そうでない期間の長さより少し長かった。この実態から、ASAは、過去に10ポンド6GBあるいは8GBという価格が通常価格として確立していないと考えた。

通常価格が存在しないとすると、本表示は価格について誤解を招きCAPコードに違反するとして、ASAは事業者に改善を求めた。

【事例2】Servicing Stop事件(ASA改善勧告)⁽¹⁵⁷⁾

自動車整備役務を提供している事業者が、「Kia Sedona」と称する車種向けに提供する役務の価格として、自社ウェブサイト「フルサービス £114.92 £287.30」「2月の整備料金60%割引セールが適用できます」と表示した。

ASAは、当該表示を見た消費者は、見え消しされた価格が当該車種のフルサービスに対する通常価格であり、当該価格が60%割引されると認識すると判断した。

事業者が提出した過去6か月分のデータによると、実際は、事業者は1か月単位の販売戦略を採っており、毎月7日間程度、安価で役務を提供するセールを行った後、21日間程度の非セール期間を設け、これを繰り返していた。非セール価格は287.30ポンドから414.92ポンドまでの幅の中で変動していた。

事業者の非セール価格は変動していたが、そのうち最低価格である287.30ポンドが比較対照価格とされていたことから、ASAは、非セール価格が変動していること自体について否定的ではなかった。しかし、価格がセールと非セールの繰り返すパターンで周期的に変動していること、継続的で意味のある期間に比較対照価格で販売していないことから、表示された比較対照価格は通常価格ではないと考えた。

通常価格が存在しないとすると、本表示は価格について誤解を招きCAPコードに違反するとして、ASAは事業者に改善を求めた。

【事例3】J Sainsbury 事件（ASA 改善勧告）⁽¹⁵⁸⁾

大手スーパーマーケット事業者が、自社ウェブサイトにおいて「ハーゲンダッツ」ブランドのアイスクリームにつき、「たった3ポンド：1ポンドの節約」と表示した。

ASAは、当該表示を見た消費者は、アイスクリームの通常価格が4ポンドであり、1ポンド節約できると認識すると判断した。

事業者が提出したデータを踏まえると、実際は、事業者は1年間にわたり、21日間の間隔で、3ポンドで販売するセールと、4ポンドでの販売を交互に繰り返していた。

事業者は、セール価格での販売期間は非セール価格での販売期間を超えてはいない点、高い比較対照価格でもかなりの量の購入実績がある点で、CTSIガイドを遵守していると主張した。また、競争事業者が同一商品を4ポンドより高い価格で販売していたことも主張した。

しかしASAは、消費者が本件の反復的な価格変動パターンを知っていれば、3ポンドと4ポンドという2つの異なる価格は、どちらも通常価格ではないと考えたと判断した。

通常価格が存在しないとすると、本表示は価格について誤解を招きCAPコードに違反するとして、ASAは事業者に改善を求めた。

前記3事例がCPRsにも違反するかは、また別の問題だが、1：1基準や近接性を満たす場合でも、また一定の購入実績がある場合でも、長期的かつ計画的な繰り返しの状況から、二重価格表示が消費者の認識に反すると判断されている点は興味深い。繰り返しセールに係る最近のASAの運用は、比較対照価格が通常価格として確立するためには、その販売期間とセール期間それぞれの合計が1：1基準を満たすだけでは不十分であり、当該期間がセール期間より「著しく長い (significantly longer)」必要があるという、より厳しい規範を形成しつつある⁽¹⁵⁹⁾。例えば、「毎月1日から○日までは割安です」など、実態をより正確かつ平明に伝える方法があるにもかかわらず、反復を隠して二重価格表示のみを強調することは消費者の誤認を招き、問題がある。

他方、購入実績については、ASAは商品に応じて柔軟に評価していることがうかがえる。例えば、ベッドが7か月間に高い比較対照価格で41台の購入実

績があり、比較対照価格が通常価格と認められた事例⁽¹⁶⁰⁾、キッチンオープンを繰り返しセールした事例において、合計 139 日間に比較対照価格で 372 台、合計 78 日間のセールで 247 台の購入実績があり、比較対照価格が通常価格と認められた事例⁽¹⁶¹⁾等が公表されている。

なお、【季節外価格】であることのみからコード違反とされた事例は見当たらない⁽¹⁶²⁾。次の【事例 4】が価格変動を観察する際、需要期を外れた時期の安価販売を考慮から外したように、提示実績や購入実績の検討に際し、商品の価格と季節に応じた価格差を柔軟に踏まえる必要がある。

【事例 4】HHGL 事件（問題なし）⁽¹⁶³⁾

家具販売業者が、庭用家具について、5月下旬に自社ウェブサイトで「4人向け庭用家具セット - 104 ポンド」、「130 ポンドで販売していました」と、二重価格表示を行った。ASA は、当該表示を見た消費者は、比較対照価格が広告掲載時点における通常価格であり、当該価格から値引きされると認識すると判断した。

事業者が提出したデータによると、実際には、商品の需要期である 3 月から 5 月において、セール期間よりも多い合計 67 日間にわたり比較対照価格での販売があり、当該価格での購入実績が相当数あった。このため、表示が誤解を招くことはなく、問題なしとされた。なお、同年 1 月から 3 月までの 2 か月間は安い価格で販売されたが、その時期の購入実績はほとんどなかった。ASA は、同期間は商品の需要期ではないため、当該期間の提示実績を考慮に入れないと述べた。

4 英国小括

本章でみた英国の対応は、次の二点において我が国の参考となる。

第一に、事業者に定着し、規制者にとっても利点がないわけではない数値基準をあえて放置せず、きっぱりと決別した点である。2016 年以前も、PPG は違法性判断基準ではなく、行政機関が任意で考え方を示したものにすぎなかった。そのため、規制者は、28 日ルールが違反認定において不適当な場面では当該基準を用いず、一般的な法解釈によって取り締まることができた。しかし、多くの事業者が 28 日ルールを選択的に適応し実績作りを行う実態がある場合、消

費者の購買判断に影響し、被害が生じるおそれがある。有利な手法は他の事業者にも伝播するが、それらを網羅的に調査、規制することは難しい。特に、表示及び取引のオンライン化は、数値基準に係る上の問題をより複雑化する。このため、画一的な日数基準を見直し、平均的消費者が誤解するか否かを柔軟に判断できることは、将来の違反行為を抑止するために意義がある。

第二に、虚偽・誤解を招く二重価格表示は、事業者のミス等、日常の様々な場面でも起こり得る。CPRs 自体は極めて包括的規制であるが、二重価格表示については、画一的ルールをすべての場合に当てはめて監視することは不可能であり、またその費用対効果が小さいようだ。英国の規制者は、二重価格表示の分野について、心理学や経済学の知見を活用して、消費者が商品の価値を誤認することに結びつく場面で、最大の弊害として懸念されることを明確化した。弊害理論の整理により、規制の必要性に係る理論的基盤となるとともに、画一的な数値基準は、規制者による一次的スクリーニングの手段や、事業者の大きな販売方針決定の道具ではあっても、法が実現すべき目標ではないことを共通認識化した。執行対象行為の選別・集中は、数値基準の廃止という改革の土台となったと考えられる。

28日ルールの廃止によって、明確な基準を失う事業者が一時的に混乱するおそれがあるところ、消費者への影響力が大きい大手スーパーマーケットを集中・継続的に調査して対話を行い、管理システムの導入等の体制が次第に整ったこと、中小も含む事業者が地域で相談できる仕組みが整備された¹⁶⁴⁾こと等も、新たな規制への移行を容易にしたと考えられる。これらの努力が、28日ルールに喜んで従っていた事業者の反対を押し切り、現状を打破する力となったと評価できると思われる。総合考慮型による個別の法執行において、各要素をどのように用いるかは、今後の課題である。

94) Trade Description Act 1968. 同法の問題の中心は物質的な意味での虚偽記載であり、虚偽でないものの誤解を招く記載が違法となる場面はあれど限定的であった。

95) Robert Lowe. Et al, Consumer Law and Practice 174 (1st ed. 1980).

96) Robert Lowe. Et al, Consumer Law and Practice 203-204 (2nd ed. 1985). OFT, Bargain Offer Claims A Consultative Document 13(1975). 本文で指摘した問題は、28日の実績を要求する考え方そのものというより、1968年取引記述法の条文の記載のしかたによるところも大きい。

- 97) 1973年公正取引法(Fair Trade Act 1973)2条(3)に基づき策定された1979年価格表示令(Price Marking (Bargain Offer) Order 1979)。Robert Lowe, Et al, Consumer Law and Practice 254-255 (4th ed. 1995)。また、同政令を含む希望小売価格規制の紹介として、相関透「ヨーロッパ諸国におけるメーカー希望小売価格の利用と規制」公正取引452号19頁, 22頁(1988)。
- 98) Consumer Protection Act 1987。
- 99) 1987年消費者保護法20条は、商品の価格や価格比較について誤解を招く表示を行う罪を規定する。例えば、表示によって示された又は暗示された比較の妥当性を消費者が合理的に期待する事実又は状況が、実際はそうではない場合、誤解を招く表示とされる(21条(1)(e))。同法25条1項は、これらの行為の実施規範(code of practice)を行政権限によって策定できる旨規定しているところ、当該権限に基づき取引産業省の承認によって1988年価格表示コードが策定された。1987年消費者保護法により、1968年取引記述法11条及び1979年価格表示令は廃止された。
- 100) 1987年消費者保護法25条(2)、1988年価格表示コードIntroduction(6)。
- 101) Council Directive 84/450/EEC of 10 September 1984に基づき策定されたThe Control of Misleading Advertisements Regulations 1988。1988年誤解を招く広告規制規則2条(2)は、「本規則の目的において、……広告は、……目にする人を欺くか又は欺く可能性があり、その欺瞞的な性質のためにその人々の経済的行動に影響する可能性がある場合又は、広告によって利益を受ける者の競争手を害するか、害する可能性がある場合、誤解を招くおそれがある」とする。
- 102) [2005] EWHC 1080 (Ch)。
- 103) 判決時である2005年当時、DTIが1988年価格表示コードの見直し作業を行っていた。The Officers Club, *supra* note 102, para.84。
- 104) The Officers Club, *supra* note 102, para.15-17, 173-175。
- 105) The Officers Club, *supra* note 102, para.166。
- 106) 1988年価格表示コードに即してみると、19店舗以外の大多数の店舗では、比較対照価格を提示した店舗において過去に比較対照価格で販売していないため、原則である1.2.2(c)を満たしていない。TOC社は打消し表示によって比較対照価格の提示状況を明示しているので(1.2.3(ii))、さらに「公正かつ意味のある比較」(1.2.3(i))といえれば、例外的に許容されることになる。裁判所は、本論で述べた理由により、表示は虚偽であって誤解を招く広告であるため、「公正かつ意味のある比較」にも当たらず、1988年価格表示コードにも反すると述べた(The Officers Club, *supra* note 102, para.136-141)。
- 107) The Officers Club, *supra* note 102, paras.187-191。
- 108) “Consumer Protection from Unfair Trading Regulations 2008”, SI 2008/1277, *amended by* SI 2014/870。2005年不公正取引方法指令(Directive 2005/29/EC of the European Parliament and of the Council of 11 May 2005)を国内法に転換したものである。一般規定を活用したCPRsの構造についてカライスコス アントニオス『不公正な取引方法と私法理論』129-160(法律文化社、2020)参照。

- (109) 消費者に直接販売する者だけでなく、販売過程に関与する者は広く trader に該当する。次項の CTSI ガイド Introduction, OFT, 'Guidance on the Consumer Protection from Unfair Trading Regulations 2008' (OFT1008), pp.14-15.
- (110) CPRs 5条(4)(h)。
- (111) CPRs 5条(2)(a)(b)。
- (112) 取引上の決定とされる事項として、店に足を踏み入れること、行ったことのない場所にある店を訪れること、表示がなければ見ることがなかった商品を見ること、オンラインでそのウェブサイトを訪れ、クリックし、オンライン予約手続すること、表示がなければ行っていた返品や解約手続をしないことも含まれるとされる。OFT2010, *supra* note 28, Annex D.14.
- (113) 付表1の7項は、禁止行為の1つとして、商品の販売期間や安売りされる期間について、極めて限定的であるかのように虚偽の表示を行うことにより、消費者に即断を迫り、選択の機会や時間を奪う行為を挙げる。
- (114) CPR s 付表1の18項。
- (115) より一般的には、CPRs 2条の不正な取引方法に該当して違反となる場合も考えられる。
- (116) 菅富美枝「イギリスにおける消費者被害の抑止と救済」松本恒雄編『消費者被害の救済と抑止—国際比較から見る多様性—』113-114頁（信山社、2020）、菅富美枝『新 消費者法研究—脆弱な消費者を包摂する法制度と執行体制』第6章（成文堂、2018）を参照。
- (117) CPRs 5条の誤解を招く行為については、同9条により、最も厳しい場合には2年以下の imprisonment と罰金の両方が科される。2013年、スーパーマーケット事業者である Tesco は、いちごの販売において表示した二重価格が誤解を招く行為に該当したため、30万ポンドの罰金を科された例がある（CMA 食品価格調査・後掲注⁽³⁰⁾ 3.20）。
- (118) CPRs 27条。
- (119) 2008年版 PPG は旧ビジネス・企業・規制改革省（Department for Business, Enterprise and Regulatory Reform: BERR）が、一部修正された2010年版 PPG は旧ビジネス・イノベーション・技能省（Department for Business, Innovation and Skills: BIS）が担当した。
- (120) OFT の調査によると、消費者の79%は、比較対照価格での販売期間よりもセール期間が長くなるべきでないと考えている。また、消費者の60%は、セールが真実であるならば、1ヶ月以上前の提示価格が比較対照価格であってもよいと考えており、比較対照価格の確立には近接性は必要条件ではないようだ。OFT2010, para 4.8.
- (121) OFT2010, para 4.39, D.50, D.53.
- (122) OFT は事業者の些細なミスではなく、実質的に消費者が被害を受ける事案を取り締り、公正な競争環境を作ることを重視すると強調した（OFT2010, 1.1-1.4）。
- (123) 家具類は、実勢価格とかけ離れた希望小売価格による二重価格表示がされやすい分野の1つとされ、1979年価格表示令によって、小売業者が希望小売価格を用いた二重価格表示をすることを禁止されていた（1987年廃止）。
- (124) OFT, Furniture and carpet businesses: misleading reference pricing (2014.3.1).

- (125) OFT 幹部は、小売品市場の売上げの44%が食品等の売上げであり、当該市場において消費者が適切に判断して買い物できることが重要だと述べている。OFT, Press release (30 November 2012), *available at* <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/ukgwa/20140402170640/http://oft.gov.uk/news-and-updates/press/2012/116-12>
- (126) *Id.*
- (127) Principles on food pricing display and promotional practices (OFT1527, 2012.11.29).
- (128) 小規模で目立たず、売上げもない高価格販売と、二重価格表示を伴うセールの繰り返し(yo-yo pricing) が特に懸念されることを示した。
- (129) *See also* CMA, Press release (16 July 2015).
- (130) CMA, Pricing Practices in the Groceries Market (2015).
- (131) 2002年企業法(Enterprise Act 2002) 11条(1)のsuper-complaintは、Secretary of Stateが指定した消費者団体が、英国における商品の市場の特徴が消費者の利益を著しく害する事象があると考えられる場合、CMAに調査をするか否かの検討を求めることができる制度である。CMAはこの要望を受け取ってから90日以内に、当該問題に対し何らかの行動を採るか否かを判断し、回答を公表しなければならない。CMA食品調査報告書1.3.
- (132) Which?は、例えば、7日間のみ1.8ポンドで販売したうえで、当該価格を比較対照価格として、90ペンスで84日間セールを行った手洗い用石鹸の例を挙げた。
- (133) 3日間以内の差異は誤差として処理した。
- (134) CMA食品調査報告書4.51-4.63.
- (135) CMAによれば、mySupermarketは定期的に食料品店等の小売業者のウェブサイトから商品、販売価格及びセールに関する情報を収集し記録する価格比較サイトであり、実際の店舗で価格等の情報を確認するわけではない(CMA食品調査報告書4.12)。
- (136) 回答の公表後もCMAはスーパーマーケットに対し、より望ましい慣行の確立等への働きかけを行った。CMAから問題を指摘されたスーパーマーケット事業者であるASDAは、1:1基準の徹底等を確約した(<https://assets.publishing.service.gov.uk/media/571f84a5e5274a0367000000/Asda-commitment-to-CMA.pdf>)。
- (137) CMA Director, Gaucho Rasmussen, Consultation on the draft PPG (2015.12.18).
- (138) 英国の28日ルールは、安全に安売り表示できる明確な基準として、事業者からは歓迎されていたが、一部のアグレッシブな事業者は、それさえ守れば後は自由に安売りができるセーフハーバーかのように受け止めるため、消費者の認識の観点から検討しようとしないう点を指摘する見解として、Shears et al., *Is The Price Right?*, Eur. Bus Law Rev. 28(5), 756 (2017).
- (139) 2010PPG 1.9.3.
- (140) CTSIガイドp.25。「かなりの割合」か否かは、表示内容、店舗・セールの性格、商品等に依り判断されるであろうが、10%より多くなることが考えられる。さらに、自主規制においては、同様の表示について、割引対象商品が安価な商品ばかりであるなど一部の価格帯のものに偏っている場合も、誤解を招きうるとの指摘がある(ASA, 'Promotional savings

claims (advice online)’後掲注¹⁵³参照)。

一方、日本の価格表示ガイドラインでは、表示された割引率の適用が実際には「一部の商品に限定されているとき」に問題となりうる旨指摘がある(第5の2ウ)。類似事例として、措置命令平成23年7月26日(消表対388-392号)[AOKIほか4社]では、紳士服の販売に係る「全品半額」等の表示に対し、実際に半額で販売される商品は限定されていたことが問題となった。実際の取扱商品全体に占める半額対象商品の割合(種類ベース)は約26%ないし82%であったとされる(佐藤政康「紳士服販売業者5社に対する措置命令について」公正取引747号75頁(2013))。

(141) Chartered Trading Standards Institute (CTSI) は、各自治体が有する取引基準局(Trading Standard)の支援、教育、事業者に対する研修、取引基準の普及、消費者保護・啓発に関し活動する非営利団体である。

(142) CTSI, Guidance for Traders on pricing practices (2016).

(143) CTSI ガイド 14-20 頁参照。

(144) CTSI ガイド 14-15 頁参照。

(145) CTSI ガイド 17 頁。

(146) CTSI ガイド 5 頁。

(147) 英国の広告規制における自主規制の位置付けについて、鹿野菜穂子「イギリスにおける広告規制 - 不正取引方法指令の国内法化を中心に -」中田邦博・鹿野菜穂子編『ヨーロッパ消費者法・広告規制法の動向と日本法』320頁、330頁(日本評論社、2011)。

(148) CMA 食品調査報告書 Annex B.60。

(149) ASA/CAP, ‘The UK Code of Non-broadcast Advertising, Sales Promotion and Direct Marketing’ (ed. 12).

(150) 後記調査対象期間に公表された二重価格表示事例の大半は非放送広告、つまりCAPコード対象事例であったため、以下CAPコードについてみる。一方、放送広告における二重価格表示事例も、少ないものの存在する。テレビ広告におけるセールの反復に係る興味深い事例として、ASA Ruling on Dormeo UK Ltd(2021.10.13), *available at* <https://www.asa.org.uk/rulings/dormeo-uk-ltd-a21-1109372-dormeo-uk-ltd.html>

(151) CAP コード Introduction II i.

(152) コード適合性が問題になった事案については、結論を問わずすべての裁定の概要がウェブサイトで公表される点で、消費者を誤解させるか否か判断しにくい慣行を収集できる。なお、事業者が改善しない場合、取引基準局に引き継がれるなど次段階に移行する点で、行政調査を補完する。

(153) ASA, ‘Promotional savings claims (advice online)’ (2023.4.6), *available at*

<https://www.asa.org.uk/advice-online/promotional-savings-claims.html>

CAP News (2020.9.11), *available at*

<https://www.asa.org.uk/news/at-the-right-price-making-price-comparisons-with-previous-prices.html>

(154) CAP コード 3.7: 広告の配布・公表前に、マーケティング担当者は、消費者が客観的なも

のと理解する可能性が高く、客観的な立証が可能な主張を証明するための証拠書類を保有しなければならない。ASA は、主張に十分な証拠がない場合、その主張を誤解を招くものと扱うことがある。

(155) 付表 1 の 7 項 (前掲注¹¹³) 参照) 及び CAP コード 3.31。

(156) ASA Ruling on Vodafone Ltd t/a Voxi, vodafone(2021.10.13), *available at* <https://www.asa.org.uk/rulings/vodafone-ltd-a21-1111147-vodafone-ltd.html>

(157) ASA Ruling on Servicing Stop Ltd (2019.1.2), *available at* <https://www.asa.org.uk/rulings/servicing-stop-ltd-a17-1.html>

(158) ASA Ruling on J Sainsbury plc (2018.6.6), *available at* <https://www.asa.org.uk/rulings/j-sainsbury-plc-a17-404229.html>

(159) ASA, *supra* note (153).

(160) ASA Ruling on Wowcher Ltd t/a Wowcher (2020.1.15).

(161) ASA Ruling on Wickes Building Supplies Ltd (2018.5.2).

(162) 2010 年 PPG は七面鳥、クリスマス用装飾、イースターエッグ、バーベキュー用品及び芝刈り機を特定の季節のみ需要のある商品として例示し、季節外れの価格との比較について注意喚起していた (1.2.12)。

(163) ASA Ruling on HHGL Ltd t/a Homebase (2018.9.5), *available at* <https://www.asa.org.uk/rulings/hhgl-ltd-a18-454539.html>

(164) 菅『新消費者法研究』・前掲注¹¹⁶98 頁。また、Shears, *supra* note 138, p.757 によると、2009 年に導入されたこの制度は、2017 年 2 月までに 15,948 事業者が 183 の異なる取引基準局と合計 17,067 のパートナーシップを結ぶなど広がりを見せているが、取引基準局の人員不足や担当者の専門性にはなお課題がある。

IV 日本の事情を踏まえた検討

以下、英国からの示唆を踏まえ、総合考慮の枠組みの必要性及び許容性について検討し、その後、個別の考慮要素に係る問題について検討を付加する。

1 総合考慮枠組みの必要性

今後も二重価格表示規制が必要であることをまず確認し、次いで、日本において日数基準では問題に十分対応できない場合に、総合考慮型を用いる必要性について述べる。後述のように、総合考慮型と日数基準を必要に応じ使い分けることは可能であるし、日本で一般的に日数基準を廃止すべきというだけの事実が生じているかは判然としないことから、ここで即廃止を提案するものではない。

(1) 不当な二重価格表示規制の必要性

議論の前提として、今後も二重価格表示規制は行われる必要がある。その理由の第一は、二重価格表示があらゆる商品について頻繁に行われ得る行為であり、消費者に与える効果が大きく、当該効果が実証されている（前記Ⅱ 1(2)）ことである。あるスーパーマーケット事業者の役員は、顧客の買い物の8割方が非計画購買であり、（購入される商品は）ほぼ店頭で決まるとの感触を述べ、だからこそ店頭での様々なプロモーションが効果的であるとしている⁽¹⁶⁵⁾。私たちは注意深く買い物しているつもりでも、瞬時に多数の判断を行っており、二重価格表示の背景を確認するため表示をよく読み、疑う余裕はない⁽¹⁶⁶⁾。

理由の第二として、取引環境のデジタル化によっても、被害は防げないことがある。インターネット上に信頼できる価格比較ツールや買い物プラットフォームがあると、消費者が容易に事業者ごとの価格を比較検討できるため、一見、過去の販売価格等の比較対照価格を参照する意義は縮小しそうである。しかし実態は、製販が協力して価格比較を妨げる違法行為や工作を行う業界があったり⁽¹⁶⁷⁾、プラットフォームが出店店舗の不当な二重価格表示に関与する可能性があったりするなど⁽¹⁶⁸⁾、ネット上の価格表示の公正性・透明性に限界がある。今後も事業者は価格比較が難しい状況を利用、創出するなどして、不当な二重価格表示を行う可能性がある。

なお、過去の販売価格との二重価格表示について大きな苦情が生じていないとしても、被害が小さいとは限らない⁽¹⁶⁹⁾。そもそも消費者は事業者の価格履歴を知り得ないため、虚偽に気付きにくく、セールで購入したこと自体から喜びを感じる消費者もいるためである⁽¹⁷⁰⁾。

以上から、二重価格表示規制の必要性は大きい。

(2) 総合考慮型の枠組みの必要性

前記Ⅱ及びⅢを踏まえ、①多様な取引における消費者の認識に沿う点、②日数基準の悪用が現に生じている点、③救済の公平性を図るうえでの必要性の3点から、総合考慮型の枠組みの必要性を述べる。

第一に、そもそも価格比較が有益であるのは、その内容が適正な場合に限られる。一般消費者の商品選択にとって重要でない事項を重要であるかのように強調して比較したり、社会通念上又は取引通念上、同等ではないものを同等の

ものであるかのように比較したりすることは、比較の方法が公正ではなく、消費者の適正な商品選択を阻害する⁽¹⁷¹⁾。事業者が自己の過去の販売価格を比較対照価格として表示する場合、当該価格に一定の提示実績があるか否かが意味を持つ場合はあるが、景品表示法の目的上より重要なのは、表示時点で訴求される有利さが本物であり、消費者の購買判断に資する情報であることである。事業者の競争の前提としても、比較の公正性を確保する必要がある。

この点、食品、季節商品、耐久消費財等の商品に応じて販売実態には差があり、8週間を原則とする日数基準になじむ場面と、そうでない場面がある⁽¹⁷²⁾。加えて、前記Ⅱ4でみたように、現代では恒常的なオンライン販売⁽¹⁷³⁾が一般的となった結果、期間や時間限定セール、クーポンの発行、プラットフォームが主導するセールなど、多種多様な割引が適用され得る。事業者が多種多数の店舗を開設して販売することが前提となった状況では、ある特定の店舗のみで過去に提示されていた価格が、必ずしも消費者が認識する「最近相当期間にわたって販売されていた価格」に該当するだろうか。むしろ消費者は経験則から、比較対照価格が当該事業者の主要な店舗で提示されていた価格や、販売活動全体でみて購入実績が大きい価格であると期待する可能性があり、市場における一般的価格を予測する材料にもする（前記Ⅱ1(2)イ）。消費者の心理を操る販売態様に対し、日数基準に係る現在の運用は硬直的である。

加えて、価格表示ガイドラインでは、日数基準を原則とすることの裏返しとして、詳細を注記することで例外的な表示方法を認める規定がある。しかし、強調表示が与える印象と矛盾するような打消し表示は、消費者が読むべき記載を増やして情報過多となり、理解しにくい。セール表示の影響力を踏まえると、正しく認識されたとしても、なお消費者行動に影響が生じるおそれがある。英国は、1988年価格表示コード及びPPGにおいて、高い比較対照価格の具体的な提示状況を明記する等の条件の下、原則である28日ルール等を満たさない表示が例外的に認められていたが⁽¹⁷⁴⁾、CTSIガイドではそのような例外規定が削除された。特に、良心的な事業者ほど当該規定のメリットを得にくいと、消費者が直感的に理解できる明確かつ一義的に表示へと誘導すべきだ。それには、総合考慮型の方が都合がよい⁽¹⁷⁵⁾。

第二に、ライフサポート事件のように、事業者が日数基準を選択的に適用し、欺瞞的な販売戦略に利用する事例が生じている。このような行為の不当性は人

為的な価格設定そのものにあるが、日数基準のみを用いて部分的に執行すると、問題の本質に係る議論が省略され、行政処分による当事者の教育効果が失われる。事業者一般はますます日数基準を偏重する結果を招き、行政効率も悪化する⁽¹⁷⁶⁾。消費者の期待と大きく乖離する比較対照価格は、日数基準を満たしても誤解を招く場合があり、「販売されていた」に適合しないと考えられる⁽¹⁷⁷⁾。ただ、消費者の認識を個別に毎回認定することは骨が折れるため、一般的な消費者の期待を踏まえた考慮事項を整理し、規制者が開示しておくことは、法執行の効率化に資する。

第三に、画一的な数値基準の適用は公平な救済を犠牲にする場合がある。

そもそも景品表示法違反は必ず不法行為となるものではない⁽¹⁷⁸⁾。特に二重価格表示は、一般には契約の内容に含まれる商品の内容や実売価格を誤認させず、消費者が被害を認識しにくく、認識しても一人一人の金銭的被害は小さい場合が多いので、民事上の救済対象ともなりにくい。このため景品表示法が対応する必要性が高い分野である⁽¹⁷⁹⁾。ところが課徴金納付命令（景品表示法8条1項）及び民事の差止請求訴訟（同法30条1項2号）との関係で、日数基準を満たさない部分のみを違反とすると、納付命令額や保護される消費者の範囲が過小となる。例えば、ライフサポートが販売したお節料理「賑和祝」に係る二重価格表示は、12月1日に開始した歳末特別価格の表示が、過半基準を充足しなくなった12月26日に至って初めて違法とされたが、実態は10月以降常態的にセール価格で販売されたというのだから、価格比較自体が不当であるともいえる。当該表示に係る違反行為の始期は、遅くとも前記表示開始日である12月1日であった可能性がある⁽¹⁸⁰⁾。本件命令の下では、12月1日から同月25日までの売上額は算定に含まれず、条文上は返金（同法10条1項）の対象にもならない⁽¹⁸¹⁾。また、複数の店舗で同時並行的に不当な二重価格表示が行われる場合、全店舗における提示実績の確認は実務上の負担が大きい。数値基準により一部の問題を指摘し措置命令を公表すれば、消費者の誤認は解消するかもしれないが、救済の点からはなおバランスが悪い。この点、販売活動全体からみた購入実績や在庫状況の記録から不当性を判断できれば、問題の慣行全体に係る立証負担が軽減され、悪質・複雑な事例であっても処理できる⁽¹⁸²⁾。この点は、一般に、商品内容に係る優良誤認表示が当該商品の全取引に影響し得ることと対照的に、店舗毎に異なる取引条件に係る表示を個別検証することが

多い二重価格表示特有のものであり、対策を要する。

以上から、日本においても総合的考慮型の枠組みの必要性は認められる。

2 総合考慮型枠組みの許容性

次に、購入実績や販売態様の合理性等を総合考慮する枠組みが実現可能であるか否かを論ずる。

まず、前記Ⅱ1及びⅡ2でみたように、景品表示法5条2号は取引条件の不当表示に係る包括的な規制であって、価格表示ガイドラインは違反のおそれのある表示に係る考え方を示したものにすぎない。取引条件が「実際のもの又は……他の事業者に係るものよりも」取引の相手方に著しく有利であると誤認させる表示であり、一般消費者による自主的かつ合理的な選択を阻害するおそれがあるといえるものであれば、現在でも規制可能である。

次に、価格表示ガイドラインの一般論上も、購入実績等の事情を考慮することが予定されていると考えられる。そもそも、ガイドラインは提示実績を絶対の基準とは捉えていない。過去の販売価格等「それ自体は根拠のある価格を比較対照価格に用いる場合でも、当該価格がどのような内容の価格であるかを性格に表示する必要があり、比較対照価格に用いる価格について曖昧な表示を行う場合には」不当表示のおそれがあるとしており、比較の趣旨に応じて求められる根拠も変わる⁽¹⁸³⁾。

現在の価格表示ガイドライン上、購入実績等の要素を考慮する方法について具体的記載がなく、購入実績を問わない旨の記載が誤解を招いているが、購入実績その他の要素を考慮すべきでないとはされていない。同ガイドラインは、主に「販売(した/された)実績」の語⁽¹⁸⁴⁾を用いて説明しているところ、「販売(した/された)実績」の語の一般的な意味としては、また独占禁止法⁽¹⁸⁵⁾の文脈においても、購入実績を指すことが多い⁽¹⁸⁶⁾。英国PPGの28日ルールにおいて、比較対照価格の提示実績があること (be available for 28 consecutive days / be placed on sale at that price) が、商品の購入実績があること (be sold at that price) と書き分けられていることを、「販売実績」の語が包括的に表現している⁽¹⁸⁷⁾。したがって、「販売されていた」、「販売実績」等は、購入実績を含めた販売活動の態様を広く含めて解釈し得る。

実際、ライフサポート判決は、事業者の表示の一部に対してではあったが、

販売価格ごとの商品の購入実績とその比率を考慮して「最近相当期間にわたって販売されていた価格」該当性及び5条2号該当性を判断した。将来価格執行方針では、消費者庁が仕入数量、仕入価格や類似商品の購入実績等の合理性から、表示の根拠たる販売計画の有無を判断するとする（前記Ⅱ 2(2)）。将来の計画について合理性を観察可能であるならば、過去の行動から評価することもできるはずである。

こうしたことから、「最近相当期間にわたって販売されていた価格」の判断において、個別の販売態様や消費者の認識に応じ、商品の購入実績、表示に対応する販売態様の有無等を考慮することは可能であると考えられる。

そのうえで、総合考慮型を許容する最大の懸念は、明確性・予見可能性が低下するおそれがあることであろう。事業者が景品表示法違反を予防するために管理すべき情報は多いところ、管理の容易なルールには利点がある。

しかし、第一に、数値基準は明確性を達成する唯一の手段ではない。景品表示法違反を防止するために事業者が自身に当てはめて理解できる行動基準として、複数の考慮要素と具体例を示すこともまた、明確な説明となり得る。仮に、比較対照価格で売れる期待の合理性を判断基準とするとした場合、その合理性は遅くとも表示時点における当該事業者の期待が基準となり、これは、事後の調査時点から価格や事業者の行動の妥当性を評価するような厳しいものではない。例えば、新商品や市場の突発的な動きに対しては、予想が外れる事態も生じるが、それだけで直ちに違反となるべきではない。一方、高い比較対照価格での購入実績がないのに繰り返しセールをする場合、販売期間が長くなるにつれて合理性の期待値が高まり、違反のおそれが生じると考えられる。現在の運用でも法解釈により措置命令が行われる可能性はあるところ、日数基準に数日不足している場合に執行されることもまた、不意打ちの点では大きな問題がある。

第二に、確かに英国では CPRs 違反について裁判所が、特に刑事責任については事業者の故意・過失を踏まえ判断する点で、消費者庁が不当表示に対し、事業者の故意・過失を問わず措置命令を行う景品表示法の枠組みとは大きく異なり、手続的に総合考慮型には限界があるとの見方があり得る。英国は、国、取引基準局、自主規制が分担することにより段階的に是正が行われること、事業者と地域の取引基準局とのパートナーシップにより、気軽かつ継続的に相談

できること⁽¹⁸⁸⁾など、規制状況や事業者が利用できる相談サービスの状況も、日本と事情が異なる。しかし、義務的表示ではない比較対照価格は、表示するか否かも含め、事業者自身で判断できる。前記ⅡⅢで登場した考慮要素をみても、事業者自身が、表示時点で有する情報を検討すれば足りる場合が多い。事業者は自らの行為が違法か否かは断定できないとしても、「相当の注意を怠った者でないと認められる」程度の管理体制を整備することは十分に可能である⁽¹⁸⁹⁾。

加えて、次のような反論が考えられるが、いずれも理由がない。

行政は数値基準により迅速に調査・処分を行うことに注力し、悪質・詐欺的な事例は民事訴訟等において裁判所が判断することにより分担すべきとの意見があるかもしれない。しかし、そもそも景品表示法は、独占禁止法の審査及び審判手続よりも迅速に処理することが立法の大きな目的ではあったが⁽¹⁹⁰⁾、誤認が生じるか否かの要件につき、必ずしも形式的な判断方法が要請されたわけではない。むしろ5条1号では、表示全体が消費者に与える印象から、規制者が柔軟に優良誤認表示を認定している。

CPRsは不公正な「取引方法」(3条)を禁止するのに対し⁽¹⁹¹⁾、景品表示法は「取引に関する事項について行う広告その他の表示」(2条4項)を問題とするにすぎず、欺瞞的な販売戦略そのものに介入することにならないかという疑問はありうる。しかし、表示される比較対照価格が誤解を招く場合、消費者の自主的・合理的選択を妨げることは明らかであり、その規制は、商品の取引に関連する不当表示等による顧客の誘引を防止するため、消費者による自主的・合理的な選択を阻害するおそれのある行為を禁止することにより、消費者の利益を保護するという法の目的に合致する。

以上から、景品表示法において総合考慮型の枠組みの導入は許容される。

差し当たって、日数基準を維持しつつ「販売されていた」の考え方を具体的に補う、いわば折衷案は速やかに導入可能であり、現実的である。「販売されていた」判断において、購入実績、仕入れ等の状況、季節外価格か否か、競争業者の価格等を考慮し、個別に合理性を判断する場合があることを、具体例とともにガイドラインに追加することが有用である。総合考慮型の利用は弊害が大きい事案であり、かつ日数基準が適さない場面に限定する旨をあらかじめ示すこと、業界に対し広く行う実態調査から導入を進めることも一考に値する。

3 個別の考慮事項にまつわる問題

(1) 購入実績

事業者は購入実績を確実にコントロールできないところ、予測外の事情が生じ、商品が予想より売れなかった場合には、その後行われる二重価格表示が誤認を生起するか、という問題があり得る。英国のCTSIガイドは、5つ目の考慮要素として、比較対照価格での商品の購入実績又は当該価格で消費者が商品を購入するという合理的期待の有無（【購入実績・合理性】）を挙げている。購入実績を必須の要素とすることは形式的に過ぎるが、事業者が当該価格での売上げに対する期待が合理的かを規制者が仕入れ状況等から客観的に評価することは、これまで述べてきたように「販売されていた」や「通常の販売活動」において可能であると考えられる。

通常、事業者は効果的にセールを実施することにより需要を喚起し、大きな売上げを獲得したいと考える。セールでの購入実績が大きくなるほど、これと対比して高い比較対照価格での購入実績が小さくなり、不当な二重価格表示として問題になるとすれば、事業者は値下げにジレンマを抱えることにならないか、との意見がありうる。しかし、二重価格表示規制はあくまで誤解を招く比較対照価格の表示を規制するものである。購入実績が大きくなった場合、その時点で二重価格表示を取り止め、低い価格のまま販売を継続することは、何ら問題ない。

(2) 店舗・販路、季節外価格、繰り返しセール

日数基準を満たすか否かにかかわらず、別の店舗・販路での価格を比較対照価格とする二重価格表示、季節商品の需要の高低を利用する二重価格表示、繰り返しセールなどの一部には、セール表示が消費者に期待させる内容と、実態とが大きく異なるものがあると考えられる。ところが、変化の激しいオンライン販売や多チャネル化のもとでは、消費者や第三者は事業者の販売活動全体を把握しにくく、実績作りを監視できず、法令・ガイドラインが網羅的な基準を示すことも困難である。一つ一つの要素に関しては、誇張がそれほど大きくななくても、複数組み合わせると欺瞞的表示となり得ることに注意を要する。したがって、消費者への影響が大きい事案を中心に、各要素に係る望ましい表示や現代的事例を示しつつ、個別事案に応じて処理することが望ましく、総合考慮

型の枠組みが適する場合がある。

ア 店舗・販路の同一性

同一商品を同一条件で比較する趣旨から、原則として同一の店舗の過去の価格と比較すべきという考え方は日英で共通している。しかし、店舗・販路を細分化し形式的に区別することは、実績作りを招き、不適切な場合がある。例えば、新聞広告による通信販売について、ある地域の新聞4紙で1週間ずつ順に広告を掲載し、期間限定で通常価格から値引きするセールを行う場合を考える。事業者は、それぞれ異なる顧客向けの販売ではあるものの、4週間にわたって値引き販売を継続できるが、これが常態化すると、「通常価格」に係る消費者の認識と実態が異なる結果となり得る。また、オンライン販売の場合、購入実績やアクセスのない「幽霊ページ」における提示実績は考慮すべきでないと考えられるが、実際に消費者が購入しているページであるか幽霊ページであるかは、外形からは区別し難く、一般的な定義も難しい。将来価格執行方針策定時、消費者庁はセールを行った後、同じサイトで検索等を行うことにより、他の商品と同様に容易に購入可能であれば、「販売場所が一般的なものとはいえないという理由で『将来の販売価格で販売していない場合』とみられることは通常ない」との考え方を示した(下線は筆者による)⁽¹⁹²⁾。しかし当該考え方は、別の理由、例えば高い価格での購入実績がないという理由で「将来の販売価格で販売していない場合」とみることを否定したわけではない。英国 OFT は、家具の比較対照価格を検討するに当たり、店舗横断的に検討したうえで、「主要な」つまり購入実績の大きいオンラインストアの価格に着目した(前記Ⅲ 1(3))。

このように、「最近相当期間にわたって販売されていた価格」適合性を評価するに際し、消費者が表示から認識する価格比較の趣旨及び購入実績を踏まえて、店舗・販路ごとの評価と、販売活動全体からの評価を使い分ける必要があるところ、価格表示ガイドラインの「他の顧客向けの販売価格との比較に係る考え方」を現代化かつ一般化する必要がある。弊害が大きい事案において、消費者の認識に応じ販売活動全体から評価することは、例えばスーパーマーケットが、日常の食品につき各店舗において仕入れの実態並びに一定の購入実績があることを前提に、店舗ごと日数基準を当てはめる実務的運用をすることと両立し得る。

イ 季節外価格

季節商品の需要の大小を利用し、消費者のバイアスを逆手に取る販売戦略は、英国においては、28日ルールや1:1基準をもってしても防ぐことができない抜け穴として次第に懸念が高まり、CTSIガイドの5つの考慮要素の1つに挙げられた。日本においても、お節料理等について、早期に高い価格で販売を始め、その後値引きを行う販売戦略が極端に行われた場合消費者の認識と合致するか、疑問がある⁽¹⁹³⁾。いわゆる「早割」として将来の高い販売価格を比較対照する際、早割期間中に商品が売り切れてしまうことは、当該比較対照価格が見せかけとみられる可能性があるとの指摘がある⁽¹⁹⁴⁾。これは、将来の販売計画の合理性に疑問が生じる例であろう。特に、特定の需要期を見据えた季節商品の予約販売は合理的であるが、将来魅力的な二重価格表示をするために、高い価格を提示しやすい条件が揃っている。予約販売について「最近相当期間にわたって販売されていた価格」適合性の検討にあつては、購入実績、材料の仕入れや製造準備の状況を考慮する等により、比較対照価格の合理性を判断する枠組みが必要であろう。

ウ 繰り返しセール

繰り返しセールは、我が国でも消費者の認識と合致しない可能性があるものの、CTSIガイドもそれ自体で直ちに違反としておらず、違法な慣行を事前に特定し難い。しかし、英国では自主規制の運用により、次第に規制が強まっている。消費者が表示から受ける印象に反するほど長期間繰り返す場合は、介入が必要であろう。繰り返しセールの究極形態であると考えられる、期間限定を謳いながら実際には同様のキャンペーンが継続して繰り返される事例では、多くの処分例がある⁽¹⁹⁵⁾。消費者を誤認をさせるか否かにおいて、期間を限定する文言の有無は決定的問題ではないとすると、高い価格での販売とセールを交互に繰り返すことが常態化した場合、日数基準に適合するかを問わず、消費者がセールに抱く認識と乖離する場合がありますと考えられる⁽¹⁹⁶⁾。具体的には、ASAが改善勧告を行った前記【事例2】のように、消費者が頻繁に購入せず、内容の情報が少ない役務等の価格であつて、セール価格より大幅に高い比較対照価格が表示されている場合、消費者被害が大きくなり得るが、日数基準では捕捉しにくい。消費者の認識調査、値引き期間の不当表示事例も含めて弊

害を整理することが有益と考えられる。

- (165) 西川晋二「日本型テクノロジー小売 トライアルカンパニー」販促会議 235号 62頁(2017)。
- (166) 米国の消費者が、菓子の過大包装によって数量を誤認して購入したとして、州法等に基き製造業者に対して差止、損害賠償等を求めた裁判において、原告消費者は、店内で消費者が商品の購入を決定するのにかかる時間は平均13秒程度にすぎず、商品選択における包装の影響が大きいと主張した。日用の食品類を購入する場合で考えると、特に短いとは感じられない。Bratton v. Hershey Co., Case No. 2:16-cv-4322-C-NKL, 2017 U.S. Dist.
- (167) 事業者が取引先小売業者等に対し、広告に販売価格を掲載させない行為は、独占禁止法違反として規制される(コンタクトレンズを販売する事業者が、小売業者に対し、HP上の広告等に価格を表示しないよう要請していた、公取委確約計画認定令和3年3月26日〔日本アルコン〕等の例がある)。このため、例えば、家電業界では納入先ごとに商品の仕様とモデル番号を変えて出荷することにより、小売店間の価格比較を妨げることがあるなど(エリック・アンダーソン=ダンカン・シミスター「価格シグナル戦略」DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー編集部編訳『価格戦略を知る者が「利益」を制す』76頁(ダイヤモンド社, 2005)), 消費者の価格比較を妨げる工作を行う場合がある。
- (168) 消費者庁「楽天株式会社への要請について」(平成26年4月30日)。
- (169) 我が国で過去により大きく問題が認識されたのは、家電等における希望小売価格制度が、商品の再販売価格維持や有利誤認に関係している点であった。
- (170) 行動経済学の多数の文献があるところ、リチャード・セイラー(遠藤真美訳)『行動経済学の逆襲』第7章(早川書房, 2016)は、消費者が取引効用、つまりそのものから喜びを感じる仕組みを身近な事例で示している。
- (171) 「比較広告に関する景品表示法上の考え方」(昭和62年4月21日公取委事務局, 平成28年4月1日消費者庁改正)「はじめに」の(1)イ②及び5(1), (2)。
- (172) 旧運用基準は「最近相当期間にわたって販売した」に関し、日数基準を設けていなかったが、当時、耐久消費財はおおむね3か月程度、季節商品等はおおむね1か月程度と解されていた。鈴木満「不当な二重価格表示とオープン価格制度」公正取引406号12頁(1984)。
- (173) 令和2年度の日本国内のBtoC-EC(消費者向け電子商取引)市場規模は19.3兆円である(経済産業省・令和2年度産業経済研究委託事業(電子商取引に関する市場調査))。
- (174) 2010PPG1.2.4.
- (175) 消費者利益のために望ましい情報開示につき、オレン・パー=ギル(太田勝造監訳)『消費者契約の法と行動経済学』62-67頁(木鐸社, 2017)。
- (176) ライフサポートは「同業他社の販売手法を参考として販売増加を意図し」で、例年より高めの売り出し価格を設定した(ライフサポート判決第3の1(2)ア)。また、オフィサーズ・クラブ判決にも、同社の創設者が米国を訪問し、商品の大幅割引セールを行う慣行に「感銘を受け」たことが、7割引戦略立案の背景として記載されている。The Officers Club, *supra*

note 102, para.6.

- (177) この点、虚偽の比較対照価格を表示することや、将来の価格の約束を違えることの倫理違反を指摘する意見がみられることがある。例えば、西川=佐々木・前掲注(60)46頁は、「守れるかどうかはつきりしない約束をすること自体が消費者を誤認させるものであり、不誠実な対応である」とコメントする。しかし、比較の問題に限っては、公正・適切な比較が行われ、消費者が品質等を誤認しないことも重要であり、事実に基づいていても歪んだ比較を示すこともまた不誠実な対応である。約束云々は、一般事業者向けには有効であっても、悪質な事業者が提示実績という形式を整え、実績作りする口実とされかねないため、言葉の使い分けが必要である。
- (178) 東京高判平成16年10月19日前掲注(44)〔ヤマダ/コジマ〕。
- (179) 不当表示は不正競争防止法2条1項20号の品質等誤認惹起行為に当たる場合があるが、不当な二重価格表示がこれに該当し、同法3条の差止めの対象となるかは明確ではない(小野昌延編『新・注解 不正競争防止法(上巻)(第3版)』(青林書院, 2012))。仮に20号に該当するとしても、原告となるべき競争事業者も類似的慣行により利益を得ている場合、自らの首を絞める行動を起こすことは考えにくい。
- (180) ライフサポート判決別表3-4参照。
- (181) 消費者庁ウェブサイトによると、令和5年3月現在までに、5条2号に係る返金措置の認定は1件のみで、懸賞企画の不当表示事案である。
- (182) デジタルの表示物確保は事業者の負担が大きいため、慎重な議論を要する。景品表示法検討会報告書・前掲注(8)33-34頁。
- (183) 価格表示ガイドライン第4の1(2)。
- (184) 「販売した実績」「販売された実績」を含め、価格表示ガイドライン(2)ア(イ)において用いられる。
- (185) 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律(昭和22年法律第54号)をいう。
- (186) 例えば、売上額を把握するため販売実績の報告を求める、販売実績に応じた割戻金を支払う、といった使用方法がみられる。一例として、公取委審判審決令和2年3月25日平成26年(判)第1, 2号審決集66巻184頁〔ダイレックス〕, 東京高判平成23年10月28日平成21年(行ケ)第11号審決集58巻第2分冊248頁〔日本鋳鉄管ほか2名〕。
- (187) 2010PPG, 1.2.3, 1.2.6 and 1.2.7.
- (188) パートナーシップ制度について、Shears・前掲注(38)参照。
- (189) 「相当の注意」(景品表示法8条1項)については、一般に商品内容、表示の方法・内容、事業者の業態、商慣行、当該事業者が供給する商品の最終需要者の属性などから決められるとされる。黒田ほか編著・前掲注(15)41頁。
- (190) 不当表示に対し、独占禁止法ではなく特別法による迅速処理が必要であることについて、公取委審判審決平成3年11月21日審決集38巻3頁〔日本交通公社〕, 西川編著・前掲注(2)65-66頁, 今村ほか編・前掲注(9)751頁〔向田直範〕。
- (191) CPRs 2条に定義される取引方法は、事業者による行為、不作為、行動方針又は表示や商業的コミュニケーション(広告及びマーケティングを含む)であって、消費者との商品の宣

伝や売買に直接関係するものを包括する広範な概念である。

- (192) 消費者庁「『将来の販売価格を比較対照価格とする二重価格表示に対する執行方針(案)』に関する御意見の概要及び御意見に対する考え方」10頁(令和2年12月25日)、西川=佐々木・前掲注(60)42頁。
- (193) 【季節外価格】の視点を踏まえ、既存の事例を見直すことも必要と考えられる。将来価格執行方針は、実際にはセール後に価格を引き上げなかった不適切な例として、次のものを挙げる。事業者が、石油ファンヒーターを、2月に「ただ今限りのセール特価10,000円4月以降13,000円」と表示したが、4月以降もセールを継続した場合である(第2の2(2)イ(i))。ところが、暖房器具の2月の競争状況と4月のそれは異なる可能性が高い。4月以降本当に価格を引き上げて販売したか否か以前に、価格の比較として適切であろうか。
- (194) 西川=佐々木・前掲注(60)45-46頁。
- (195) 措置命令令和元年6月21日(消表対244号)、課徴金納付命令令和2年6月24日(消表対920号)[フィリップ・モリス・ジャパン]。
- (196) 事業者においても「通常価格」との表示に関し、セール期間の方が長くてもいいのかという疑問を抱く旨の指摘がある。前掲注(27)第1回検討会議事要旨6頁参照。

V おわりに

本稿は、事業者自身の販売価格との不当な二重価格表示に対する景品表示法の規制について、消費者が経験則を通して抱く認識に着目し、弊害が大きい場面を特定した。そして、画一的な数値基準を過度に重視する運用は抜け穴を生じさせること、消費者被害を適切に防止するため、必要に応じて総合考慮型の枠組みを用いる必要性を指摘した。現在、事業者の販売戦略が日数基準に固定化されているとすると、誠実な事業者がアグレッシブなキャンペーンを行う競争業者よりも不利となる結果を生みイノベーションを阻害する点からも、望ましくない⁽¹⁹⁷⁾。

価格表示ガイドライン策定時は、典型的違反事例を具体的に提示し、原則ルールを普及させることが優先された。対して現在の取引環境はオンラインにシフトし、大きく変化しているため、日数基準は、それが有効な場面が減少しただけでなく、公然と二重価格表示を行うための口実となったり、理解が不十分な者にとって手段が目的化する懸念がある。現状において、日本でも総合考慮型規制の導入の必要性が認められ、かつ、価格表示ガイドライン自身の考え方や裁判例を踏まえても、許容される余地があることを述べた。表示から消費者が

受ける認識である。「最近相当期間にわたって販売されていた価格」は、合理性の観点から柔軟に理解することができ、今後、より複雑な価格設定及びその比較表示の規制を論ずる足がかりにもなり得るものであろう。

政策的視点からも、英国が総合考慮型を導入した経緯において、弊害理論の進展が一役買った点は注目すべきである。心理学・行動経済学分野が、二重価格表示のうち消費者被害が大きい場合がどのような場合かを理論的に明らかにしたため、当局は、そのような事案に資源を投入して処理する方針を示し、網羅的な数値基準該当性のチェックの意味は低下した。消費者政策において、エビデンスに基づくアプローチの有用性はしばしば指摘されるが、有用性が低下したものの事業者からは歓迎されていた28日ルール⁽¹⁹⁷⁾の廃止は、その成功例の一つといえるのではないか。「著しい」つまり社会的に許容されない誇張か否かを検討する上で、消費者のバイアスを踏まえ、誤認が購買行動に影響するメカニズムを考慮することは意味がある。

なお、本稿は規制経緯を踏まえ、二重価格表示を専ら5条2号で処理する前提に立ったが、消費者の心理や反応パターンを利用する表示が増加していることから、同条1号又は2号の分類に囚われず、弊害に着目し議論することは、景品表示法の一般的解釈においても重要である⁽¹⁹⁸⁾。日本の他に数値基準を用いる法域は米国、EU等多数あり、そこでは別の工夫があると考えられるため、今後の課題としたい。

また、本稿はメーカー希望小売価格等を比較対照する表示を扱っていない。当該表示の規制は、歴史的に、消費者が信頼しているメーカーによって定められた希望小売価格を重視し、商品選択の参考としていた市場環境を前提としていること、希望小売価格もまた消費者が品質や市場価格等を予測するために用いている可能性があるため、状況の変化を踏まえ、どのような根拠が必要かを検証する機会は別途必要であろう。

(197) 違反の有無が分かりやすいルールは、事業者が消費者の立場で考えながら表示及び販売戦略を検討することを要求しないので、結果的にいつまでも消費者目線が身に付かず、事業者を甘やかすものとなる。これは、事業者の競争力低下にもつながる（丸山絵美子編著『消費者法の作り方 実効性のある法政策を求めて』座談会214頁〔得津晶発言〕（日本評論社、2022））。

- (198) ダークパターン等, 優良又は有利の分類で処理しきれない問題が増えている。英国 CMA はオンラインの商品選択情報に係る問題行為として二重価格表示を含むフレーミングの問題を挙げるなど, 現在でもオンラインの二重価格表示に一定の関心を払っている。CMA, Online Choice Architecture: How digital design can harm competition and consumers, CMA155 (5 April 2022).

虚偽記載における取締役民事責任の比較研究 —発行市場と取引市場の責任の区別を兼論する—

湯 欣*・李 卓 卓*

- 一 問題の提起
- 二 アメリカ法における取締役の民事責任
- 三 アメリカ以外の国における虚偽記載における取締役の民事責任——ドイツ、イギリス、日本を例として
- 四 比較法の考察による示唆
- 五 結論

一 問題の提起

中国の証券法は2019年に大きく改正された。改正後の証券法は2020年より実施された。改正後の中国証券法の85条によれば、虚偽記載において過失がある取締役、監査役及び高級管理職は発行者と連帯して賠償責任を負わなければならないとされた⁽¹⁾。改正前の旧中国証券法63条には、「責任がある」取締役のみが損害賠償責任を負わなければならないと規定されていた。改正後の中国証券法85条の内容と改正前の旧証券法63条と比べれば、主として①「責任がある」という責任主体の制限がないこと、②連帯責任に発行市場と取引市場が区別されていないこと、③責任の主体となる取締役に社内や社外が区別されていないこと、の三点が前者の特徴として挙げられる。

改正後の中国証券法85条の規定について、2020年に康美医薬株式会社事件が起きた後、中国の学界において激しく批判されている⁽²⁾。実は、中国においてそれまでに取締役が連帯責任を負うという立法モデルに関して強烈な反対意見はなく、虚偽記載の民事損害賠償に関して発行市場と取引市場を区別すべきと主張することもあまりなかったのである。その原因について、中国において

* 湯欣（清華大学法学院教授）；李卓卓（清華大学法学院博士課程）。
訳者：朱大明（東京大学法学政治学研究科特任教授）。

関連する学説が発展する過程において外国法の影響を受けたが、多くの外国の証券法には発行者が証券会社、取締役及び公認会計士事務所等の証券仲介機構と連帯責任を負うと定められたことは重要であろう⁽³⁾。また、中国において、発行市場と取引市場を区別する意識が欠けるため、連帯責任の観念が発行市場から取引市場まで影響を及ぼした。さらに、虚偽記載の民事責任の構造と範囲に関する研究の中では、アメリカの1933年証券法11条の規定が主要な或いは唯一の参考立法例とされたため、中国の証券法の実務と理論の発展に大きな困難をもたらされた。なお、2020年改正中国証券法の立法背景からして、近年、違法・犯罪の行為が多発しているため、2020年中国証券法の改正は厳格的な法制度を規定すべきとの立法理念の影響をも受けたといったことも挙げられると考える。

また、中国証券法の理論において、取締役の民事責任に関する比較法の研究にはアメリカの1933年証券法11条を重視し過ぎて、その他の国に関する比較法の研究が極めて少ない。アメリカの1933年証券法11条の適用範囲について、発行市場の責任に限定されている。アメリカの判例法では11条の適用条件が厳格的に制限されている。また、アメリカの判例において1933年証券法11条以外に多くの規則が発展しているため、11条の表記と一致しない判例の法理又は理論が多数形成された。比較法の研究からして、アメリカ以外に、イギリスとドイツにおいては、中国とは大きく異なる証券虚偽記載の取締役民事責任体系が形成している。これにより、発行市場を規制するアメリカの1933年証券法を含めてアメリカ法は中国立法の唯一の参考立法例ではなく、ほかの国の立法例を参考にする必要もあると考える。

2023年は中国の経済発展にとって重要な年であると思われる。法律が経済と社会の形成に対してどのような役割を果たすかは、中国の市場経済の将来の運命に係る重要な問題となる。1992年から2023年にかけて、中国の資本市場は急速な変化を遂げ、資本市場の法制も飛躍的に進歩している。現在、中国の資本市場において、証券法と会社法のような基本法律と証券市場の監督機関による規定及び最高人民法院による司法解釈により資本市場の多層的な法体系が形成した。また、最近の中国行政機関の改革に関連するが、資本市場の監督体制について、“一委、一行、一会、一局”という資本市場の監督体制が構築・確立された⁽⁴⁾。証券法は中国の資本市場法制の重要な一部である。証券法の

法制度目的は投資家に投資のリスクを補填するような保護の体制を制定するためではなく、資本市場の法律体制と資本市場の監督体制及び資本市場の投資・融資制度の運営に効率的かつ合理的、詳細な制度の基盤を提供するためである。現在、中国において会社法の改正が順調に行われている。会社法改正の中、中国の学会は次回の証券法の改正に向けて準備を行うことを考える必要がある。特に、近年、中国の学会では、虚偽記載に関する民事責任の構成を反省する研究が多く行われている⁽⁵⁾。法律の実務において、中国の裁判所は、改正後の中国証券法 85 条に定められる厳格な連帯責任をそのまま適用せずに、「比例的連帯責任」を採用して判決を下した事例が少なくない。しかし、それでも、「比例的連帯責任」は必ずしも問題ないとはいえない。中国において、「比例的連帯責任」について、法理論の面からしばしば批判されている⁽⁶⁾。虚偽記載における取締役の民事責任に関して、「比例的連帯責任」は全額に連帯するものではないものの、一定の範囲内に連帯責任を負うということも厳しすぎると思われ、さらに、会社の運営と管理に大きな法的リスクを生じさせる可能性があると考えられる⁽⁷⁾。中国の証券法理論の発展が進まない原因について、学説の移植・継承と立法政策的動因等の影響を受けたことにあると考える。現在の法制度と法理論の下に問題をうまく解決することが難しいかもしれないと考えるため、根本的に理論と制度を再構築をする必要があると考える。

また、証券の虚偽記載に関する民事訴訟において、どの種類の取締役がどのような民事責任を負うべきかについて、証券の発行市場と取引市場を区別したうえで、取締役の民事責任を判断すべきと考える。虚偽記載における取締役等の民事責任について、改正後の中国証券法 85 条に定められた立法のモデル、民事訴訟における裁判所の裁判の方法、行政監督における監督機関となる証監会の態度は、重要なものとして検討しなければならないと考える。そのため、本稿では、虚偽記載における取締役等の民事責任を中心に、アメリカ、ドイツ、イギリス、日本の四か国を対象とする比較法の手法を使用して、取締役の民事責任の類型とその理論基礎及び発行市場と取引市場の責任の区別を考察・分析したうえで、中国の法制度の改正方向を提示したいと考える。

(1) 中国の証券法 85 条によれば、過失のある取締役と高級管理職は発行者と共同で連帯責任を負わなければならないとされている。また、2022 年に最高人民法院により制定・公布さ

れた「虚偽記載の民事賠償に関する司法解釈」(法釈[2022]2号)の14条及び15条によれば、取締役、監査役及び高級管理職の過失の認定規則が定められた。16条において過失に関して独立取締役の抗弁事由が定められた。これらの条文に基づく虚偽記載の民事責任追及訴訟において、監査役と高級管理職の責任構成とその範囲に関して取締役の規定が準用されることとなる。

- (2) 陳潔「虚偽記載に対する民事賠償制度の新理念とその実現」『法律適用』3巻2022号56頁。康美医薬株式会社事件において、上場会社である康美医薬株式会社が利益の虚偽を行った後、投資者保護機構は55326名の投資者を集めて特別証券代表人訴訟を提起した。その判決によれば、康美医薬株式会社は約25億人民元の損害賠償責任を負い、康美医薬株式会社の取締役、監査役、高級管理職、及び公認会計士事務所は約25億人民元の損害賠償責任に対して、各自の過失の程度により、100%～5%の間の比例的連帯責任を負うことになった。5%の比例的連帯責任でも約1.25億人民元という巨額の金額になるため、中国において証券法85条に定められた虚偽記載の主体责任等が批判されている。
- (3) 韓松「証券法違反の民事責任とその立法の改善」『法学』1995年4号47頁、郭敏「情報開示義務における民事責任の探求」『山東法学』1997年47号24頁。
- (4) 「一委」とは、中国共産党の金融政策の中央意思決定・調整機関である中央金融委員会、「一行」とは中央銀行となる中国人民銀行をいい、「一会」とは中国证券监督管理委员会をいい、「一局」は2023年に新しく設立された国家金融監督管理局をいう。
- (5) 耿利航「詐欺理論の再考」、『法学研究』2020年6号。
- (6) 民法518条1項によれば、連帯債務において、債権者は連帯債務者に債務の全額を清算するよう請求することができる⁸⁾とされている。李志剛弁護士、劉春梅弁護士は、比例連帯債務は純粋な価値判断であり、厳密な理論的論拠を欠き、法律学的根拠もかなり弱いと批判している。李志剛他「有価証券の虚偽記載に関する紛争における独立取締役の責任」『人民司法』2022年1号、106頁。
- (7) 黄輝「独立取締役の法的義務と責任」、『中外法学』2023年1号、203頁。

二 アメリカ法における取締役の民事責任

(一) 発行市場における取締役の民事責任

アメリカの1933年証券法(Securities Act)には、取締役の投資家に対する損害賠償責任の類型について、2つある。一つは、1933年証券法11(a)(2)/(3)条に定められた「目論見書に署名した取締役は、投資家に対して負わなければならない損害賠償責任」である⁽⁸⁾。もう一つは、1933年証券法15条(a)に定められた「支配者責任」(Controlling Person Liability)である。この15条(a)の立法目的は行為者が名目上の取締役を通じて目論見書に署名することによって、

11 条に定められた民事責任を回避することを防ぐためである⁽⁹⁾。

1 アメリカの 1933 年証券法 11 条に定められた民事責任

アメリカの 1933 年証券法 11 条において、取締役が民事責任を負うことに関する理論根拠について、取締役は就任の時から、取締役の地位に応じる法定義務 (Affirmative Obligations imposed by Law) を負わなければならないことから、取締役が目論見書に署名してこの法定義務に違反すれば、損害賠償責任を負わなければならないということとなる⁽¹⁰⁾。これによって、11 条に定められた取締役の民事責任は、資本市場法制において取締役の職務に対する規制に由来するものである。また、11 条は、アメリカの 1933 年証券法施行前に存在したコモンロー上の免責事項の多くを否定し、責任の主体に立証証明責任を課したものである。なお、アメリカの 1933 年証券法は、そのほかのコモンロー上の救済措置を消滅させるものではない⁽¹¹⁾。これにより、アメリカの 1933 年証券法 11 条による目論見書に関する取締役の民事責任の性質は、特別の法定民事責任であると考えられる。

アメリカの判例において、1933 年証券法 11 条の適用範囲が限定されつつ、その適用の構成要素が明確化にされることによって、目論見書に関する取締役の民事責任に対する同条の適用が制限されている。1967 年のある判決では、「追跡要求規則」(Trace) が制定された⁽¹²⁾。この規則は、11 条の適用範囲を大幅に制限したのである。その制限を具体的に説明すると、第一に、機関投資家及び直接に元引受証券会社から株式を取得できごく少数の投資家しか 11 条にしたがって損害賠償責任を請求することができない。第二に、目論見書に関して、11 条の民事責任を追及するには、投資家が当該株式を保有する場合のみ、11 条にしたがって目論見書における虚偽記載の民事責任を追及することができる。第三に、投資家が所持する株式は、虚偽記載がある目論見書と関係がなければ、11 条を適用することができない。具体的に、例えば、優先株を所持する株主は、新規発行の普通株の目論見書にあった虚偽記載を根拠として損害賠償を請求することはできない。また、最初に発行した株式を保有する投資家は、その後に株式を発行する目論見書に虚偽記載があったことに対して損害賠償を請求することができない⁽¹³⁾。さらに、1995 年にアメリカ連邦最高裁判所は、直接に発行者から株式を取得した投資者、すなわち有価証券の最初の引受人の

みが11条を適用することができる」と指摘した⁽¹⁴⁾。

2 アメリカの1933年証券法15条に定められた支配者責任

アメリカの1933年証券法15条によれば、1933年証券法11条及び12条に定められた行為者を支配する者は、支配される者の不正行為を知らない又は知る合理的理由がない場合を除き、支配される者と連帯責任を負わなければならないとされた⁽¹⁵⁾。1933年証券法の最初版には過失の抗弁要件が定められなかったが、この過失の抗弁要件は1934年に増設されたものである⁽¹⁶⁾。

(二) 取引市場における民事責任

流通市場の虚偽記載について、アメリカの判例法において1934年証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) 10条 (b) に基づき制定されたSEC規則10b-5 (以下では10b-5と略す。) に定められた投資家の損害賠償責任から発展した。10b-5に違反する民事責任の性質は法定責任となる。1946年のある判例では、不法行為法に基づいて10b-5に従って黙示の訴権が最初に認められた。しかし、アメリカ連邦最高裁判所はJ.I. Caseの事件において10b-5による訴権の根拠が証券取引法に由来することを明確に示した⁽¹⁷⁾。

アメリカの1933年証券法と異なり、1934年証券取引所法に従い会社が10-Q又は8-K等の資料に関して日常の情報開示を行う際に、取締役はこれらの文書に署名する必要はない⁽¹⁸⁾。1933年証券法の11条は、発行市場における取締役の特別な法定民事責任を定めたが、1934年証券取引法には取締役は特別な法定民事責任を負わなければならないと定められていない。

したがって、取引市場において、取締役は取締役の地位により直接に投資者に対して10b-5に定められた虚偽記載における取締役の不作为による民事責任を負わないこととなる⁽¹⁹⁾。言い換えれば、非発行者である者に関する特別の法定責任が存在しないため、取締役は直接に投資者に対し情報開示の義務を負わない⁽²⁰⁾。さらにいうと、流通市場の虚偽記載における取締役の民事責任は、詐欺に基づくものである。アメリカ法では、流通市場の虚偽記載における取締役の民事責任について、「支配者の責任」と「幫助・教唆の責任」との二種類がある⁽²¹⁾。

アメリカの1934年証券取引法に関して、その立法経緯、規制目的、規制体系

及びその法律実務上の発展を考察すれば、取締役、公認会計士、元引受証券会社等の主体が不特定の投資家等の第三者に対して注意義務又は開示義務を課していない。1934年証券取引法20条に定められた「支配者の責任」は、法定される実質的支配者を規制するためであるというより、支配権を有する主体（具体的には、社外取締役と社内取締役及び執行役等の経営者を含む）を規制するためであるというべきである。会社の取締役及び執行役等の経営者は支配者責任の構成要件を満たした場合のみ、1934年証券取引法10bに違反する行為に対して民事責任を負う⁽²²⁾。したがって、判例法では、流通市場の虚偽記載における取締役の民事責任を追及する際に、20条に定められる「支配者の責任」を適用しなければならないと指摘した判例も存在する⁽²³⁾。

流通市場の虚偽記載について、極端的な場面のみにおいて、取締役は個人の民事責任を負う。「極端的な場面」について、判例法では、例えば、Zipco事件において、発行者が倒産手続きに入ったときに、取締役の行った虚偽記載は単純な不作為でなく、故意に詐欺行為を行った行為とされた⁽²⁴⁾。また、取締役が故意に関連情報を開示せずに取引を行って、取引の相手方を欺いた。この場合の責任は、虚偽記載により生じた民事責任というより、インサイダー取引行為により故意に詐欺を行った行為の民事責任というべきであると指摘された。Zipco事件において、裁判官は、取締役会が会社の経営を支配していることから、全ての取締役が支配者に該当すると認定したものの、詐欺的な行為を行った者は会社の最高経営責任者となる首席執行役のみであると認定した。そのほかの取締役は幫助・教唆の行為を有せず、しかも、取締役は監督義務を負うが、その監督義務に違反する行為は直ちに詐欺行為に該当することができないため、結局、最高経営責任者である首席執行役のみは1934年証券取引法20条に違反したと認定された⁽²⁵⁾。

以下では、アメリカ法における流通市場の取締役民事責任に関して、「支配者の責任」と「幫助・教唆の責任」との二つの類型を簡単に説明する。

1 「支配者の責任」

「支配者の責任」は取締役の投資者に対する責任の一類型である。上述したようにアメリカの1934年証券取引法20(a)条に「支配者の責任」が定められた。この規定によれば、支配者は被支配者と連帯責任を負わなければならない

とれている⁽²⁶⁾。私的証券訴訟改革法(Private Securities Litigation Reform Act of 1995, 以下ではPSLRAと略す。)において、故意に10b-5に違反する以外の場合の取締役の連帯責任は廃止された(Joint and Several Liability)⁽²⁷⁾。「支配者の責任」の立法目的は、支配力を有する取締役はその被支配者の違法行為に関与した場合、その取締役に損害賠償責任を負わせることにある⁽²⁸⁾。「支配者の責任」の本質は派生の責任である。その前提としては、被支配者が証券法に違反する行為を行ったことが必要である⁽²⁹⁾。10b-5に定められた「支配者の責任」は、私人によって提起される民事訴訟に適用するものだけでなく、アメリカ証券監督委員会(SEC)により提起される訴訟にも適用する。⁽³⁰⁾また、「支配者の責任」は、雇用者責任(Respondeat Superior)又は代理人責任(Agent Principle)等の二次的責任規則に取って代わるものではない⁽³¹⁾。虚偽記載の民事責任に関して、二次的責任規則は主として従業員の責任を判定するときに使われているものであるため、取締役の規制に関してあまり重要な意義がないと思われる。また、会社が従業員によって行われた不法行為に対して責任を負う場合、雇用主は会社であり取締役ではない⁽³²⁾。これにより、取締役が民事責任を負うことは、「支配者の責任」に基づくものでなければならない⁽³³⁾。

「支配者の責任」の構成について、「支配者の責任」の適用要件として「支配力を有すること」と「違法行為に参加することに過失があること」を満たさなければならないとされている⁽³⁴⁾。具体的には、まず、「支配力を有すること」について、支配者は被支配者に対して支配権又は支配力を有しなければならない。また、「支配力を有すること」を判断する際に、違法行為をコントロールする権力と実際会社の経営に関与する具体的な状況を考慮しなければならない⁽³⁵⁾。つまり、取締役は会社の当然の支配者ではなく、取締役の地位を有する者でも、必ずしも支配権を有する者に該当するとは限らない⁽³⁶⁾。また、コンサルタントを提供することは支配権を有することではない⁽³⁷⁾。外部の取締役は、会計・法律等の専門知識を有するものとして、取締役の地位を有するが、直ちに支配権を有する者に該当するというわけではない⁽³⁸⁾。これにより、基本的に取締役は違法行為に賛成したとしても「支配者の責任」を負わないこととなる⁽³⁹⁾。但し、取締役は会社の日常管理に積極的に関与する場合は、当該取締役は支配権を有すると認定されうる⁽⁴⁰⁾。その具体的な場面として、取締役が会社の経営によく関与して情報開示の文書に署名したことが例として挙げられ

る⁽⁴¹⁾。

次に、「違法行為に参加することに過失があること」(Culpable Participation)⁽⁴²⁾。支配者に損害賠償責任を負わせる理論の根拠について、支配者は真の不正行為を行う者として、被支配者を支配することによって被支配者に違法行為を行わせるため、支配者の行為を規制すべきということにある⁽⁴³⁾。取締役を支配者として判定する際に、操縦又は意図的な詐欺に相当する具体的な不正行為を行うことは要件として必要となる⁽⁴⁴⁾。その理由について、法律は如何なる場面でも支配者に違法行為に対して損害賠償責任を負わせるというわけではない⁽⁴⁵⁾。取締役が参与する行為に過失がなかった場合は、支配者に該当するとしても 10b-5 による責任を負うことがない。取締役の行為が詐欺的な行為に該当するかを判断することについて、責任の主体となる取締役の中で社外取締役と社内取締役が区別されていない。しかし、外部の取締役の民事責任を追及する際に、その外部の取締役の主観上に故意に詐欺行為を行ったことがあることを立証することは比較的困難である⁽⁴⁶⁾。また、「参与する行為に過失がある」の適用を削除すべきと主張した判決があり、この判決において、「参与する行為に過失がある」という要件は支配者の善意的抗弁の事由と矛盾すると指摘された。すなわち、「支配者の責任」の中身について、支配権の濫用である。したがって、この責任に対して、行為者は善意をもって抗弁することができる⁽⁴⁷⁾。これは「支配者の責任」と「雇用者の責任」の間の最も大きな違いであろう⁽⁴⁸⁾。支配者は上記した要件を満たした場合、善意を有することを立証証明して抗弁することができる⁽⁴⁹⁾。

支配者の責任範囲について、アメリカの 1934 年証券取引法 21D (f) を適用する。私的証券訴訟改革法 (PSLRA) において、「支配者の責任」の構造はそのまま維持され、支配者の損害賠償責任について連帯責任から割合的責任（賠償責任における一定割合のみに対して賠償する責任をいう）に変更された。その責任の構成について 1934 年アメリカ証券取引法 20 条 (a) を適用する点は変わらないが、責任の範囲については同法 21 条 D (f) を適用することとなる⁽⁵⁰⁾。また、支配者が違法行為を行った時に主観上に故意 (Knowingly Committed a Violation) がある場合、全ての損害に対して損害賠償責任を負わなければならない。支配者の行為に故意がない場合、割合的責任だけを負う⁽⁵¹⁾。

2 幫助・教唆理論の内容とその限界

「支配者の責任」以外に、1994年頃までにアメリカの裁判所は10b-5に従って特定の状況に取締役は投資者に対して民事責任を負わなければならないとした。その責任の理論根拠は、幫助・教唆による責任(Aiding and Abetting Liability)とされていた。幫助・教唆の理論は1966年頃初めて証券の虚偽記載の事件に適用された。その事件では、不法行為法リステイトメントは幫助・教唆を確立したものの、その時にアメリカ判例法分野において10b-5による民事責任の本質は不法行為責任であると思われることを踏まえて、幫助・教唆の責任は10b-5による民事責任にも適用されると指摘された⁽⁵²⁾。

しかし、1994年の中央銀行事件において、アメリカ最高裁判所は幫助・教唆の行為に対して投資家は10b-5⁽⁵³⁾に基づく民事訴訟権を有しないと判示した。当該判決の影響を受けて、アメリカの裁判所の認識は変わった。すなわち、民事訴訟において幫助・教唆の行為に対する提訴は10b-5を適用しないということとなった。中央銀行事件が終わった後、アメリカの多くの裁判所は10b-5の適用範囲に幫助・教唆の行為が含まれないため、10b-5による民事責任を拡大解釈して幫助・教唆の行為に適用することはできないと認識した⁽⁵⁴⁾。また、アメリカ最高裁判所は、第二次不法行為法リステイトメントにしたがって、幫助・教唆の行為を提訴することができると指摘した。但し、幫助・教唆の行為は証券取引法の適用の対象外である⁽⁵⁵⁾。アメリカの1934年証券取引法には詐欺的な行為に関して詳細に列挙されたため、裁判所は拡張解釈を行うことによって10b-5の適用範囲を広げる必要がないとした⁽⁵⁶⁾。また、中央銀行事件が終わった後に、幫助・教唆の行為に適用する法律は完全になくなったというわけではなく、アメリカ証券監督委員会(SEC)が原告となる行政訴訟において、依然として幫助・教唆の責任を適用することができるとされている⁽⁵⁷⁾。

3 中央銀行事件の後のアメリカ法の変化

中央銀行事件において、アメリカ最高裁判所は証券取引法及びその民事責任を拡張解釈することに慎重な立場に立ったと見られる。中央銀行事件が終わった後に、アメリカでは、取締役が民事責任を負う理論の根拠について、幫助・教唆の基準から実質的に支配するという「支配者基準」に変わった。

具体的には、まず、中央銀行事件の判決において、アメリカ最高裁判所は

1934年証券取引法の立法者が二次的責任（Secondary Liability）を無視したというわけではなく、1934年証券取引法20条は「支配者の責任」を確立したことによって、幫助・教唆の責任を排除するうえ、証券取引法の二次的責任の主な類型を確立したのである。逆に言えば、1934年証券取引法の立法者は幫助・教唆の責任を確立する意図を有しない⁽⁵⁸⁾。次に、法律の適用に関して全ての責任主体の負う責任は主要責任であるため、10b-5の適用につき責任主体に「故意に詐欺的な行為を行ったこと」又は「詐欺的な行為を操縦した」ことが要求される⁽⁵⁹⁾。1995年アメリカ私的証券民事訴訟改革法は1934年証券取引法21D(f)を修正して、虚偽記載であることを認識した上でそれに積極的に関与した者を除く被告は割合的責任（Proportional Liability）（賠償責任における一定割合のみに対して賠償する責任をいう）を負うと定めた⁽⁶⁰⁾。「賠償責任における一定割合のみに対して賠償する責任」という責任について、全ての責任主体の過失を明確にすることを裁判所に求めることになった⁽⁶¹⁾。また、1977年アメリカ最高裁判所は、10b-5によって立法者が詐欺的な行為又は操縦行為を行うことを禁止する意図を有せず、不法行為に「詐欺性」を有する場合のみ10b-5を適用することができると指摘した⁽⁶²⁾。おな、1994年以降の判決において、取引市場における虚偽記載がある場合、取締役が発行者を実質的に支配するのであれば、「支配者の責任」を適用して10b-5の民事責任追及されうると説かれている。

アメリカ最高裁判所は、アメリカ証券監督委員会は幫助・教唆の責任に関して多くの政策的観点を提出したが、それらの政策的観点は法律の条文及び法律の体系を超えてはならないと指摘した⁽⁶³⁾。10b-5による民事責任を幫助・教唆の行為者まで拡張解釈すれば、投資者への救済機能を強化することができるが、必ずしも証券法制度の立法目的を実現することに資するとは限らない。幫助・教唆の行為者に二次的責任を負わせることは証券市場の取引の公平性と効率に反するかもしれないと指摘された⁽⁶⁴⁾。

（三）小括

1 発行市場と取引市場の区別

取締役の民事責任に関して、アメリカの法律と判例において証券の発行市場と取引市場が明確に区別されている。

発行市場において、アメリカの1933年証券法11条において目論見書に署名した取締役は民事責任を負うと明確に定められた。この定めによれば、詐欺により生じる民事責任の主体と賠償の目的は大幅に広げられた⁽⁶⁵⁾。これに対して、発行市場の規則と異なり、取引市場についてアメリカでは1934年証券取引法において明確に情報開示に違反する行為の民事責任が定められていないため、判例法の規則が発展している。判例法の規則によれば、取締役が虚偽記載における責任の主体に含まれるのではなく、1934年証券取引法における二次的責任規則により、特に「支配者の責任」を通じて、虚偽記載における取締役の民事責任を追及することができる。

次に、アメリカの1933年証券法15条と1934年証券取引法20(a)条においても「支配者の責任」が定められたが、その内容に以下幾つかの違いが存在する。第一に、1933年証券法15条に定められた「支配者の責任」は、同法11条の補足規定と位置付けられる。具体的にいうと、15条は行為者が名目上の取締役を通じて目論見書に署名しない方法で責任を回避する、という行為を防ぐために定められたものである。一方、取引市場において、「支配」イコール「署名」ではない。「支配」は取締役が民事責任を負う理論の根拠となる。1933年証券法の15条によれば、「支配」は責任構成の要素となり、「善意」が抗弁の事由となる。つまり、支配者は被支配者の不法行為を知らない、又は知るはずがない理由があることを抗弁の事由とすることができる。これに対して、1934年証券取引法20条(a)に定められた「支配者の責任」では、支配者は故意又は重過失を有することが要求され、かつ、積極的に参与する行為も求められる。

2 マクロの原因——詐欺の防止はアメリカの資本市場における法律の主要な目的となる

情報開示により市場の効率を高めることは、アメリカの資本市場における法律の主な目的であり、市場効率のメカニズム(The Mechanisms of Market Efficiency)に基づき、情報開示を通じて市場の効率を引き上げることはアメリカ法の主な特徴でもある⁽⁶⁶⁾。しかし、そもそも市場効率の仕組みは行動経済学理論として、その仮定は現実に存在しない。現実において、情報は価値が高いもの(Costly)であり、不均等な分配の問題(Unevenly Distributed)、代理者が自分の利益のために行動する問題(Self-interested)、及び取引の費用等の問

題が存在する⁽⁶⁷⁾。これにより、資本市場の法律は、立法又は判例を通じて絶対的な市場の透明性を追及するのではなく、法制度を構築していく過程に、「詐欺防止」という立法の目的を反映することが重要とされている。「詐欺防止」という立法の目的に基づき、アメリカ法では、百年かけて発行市場と取引市場の規則を区別する規則が形成された。その原因について、以下3点があると考ええる。

第一に、立法を行う際には、それによって生じる便益だけではなく、コストも考慮しなければならないことである。民事責任の設定はコストが非常に高い救済の手段となり、市場の主体に高い金額の損害賠償責任を負わせることになる。市場の主体は法律のリスクを回避しなければならないこともあるため、その証券市場に参加する意欲が弱くなる。証券の発行において、最初、発行者の情報は全て発行者及びその会社の内部から得られるものである。したがって、証券市場の価格形成制度は発行者及びその関係者からの影響を受けやすいものである。投資者は発行市場において発行者と目論見書を作成する者による詐欺を受けやすい。したがって、アメリカの立法は、取引市場より、発行市場における取締役の民事責任を強化して、投資者の立証責任を大幅に引き下げた。また、目論見書の署名者が負うべき責任の基準からして責任の主体の範囲を広げた。

第二に、アメリカの裁判所は、具体的な審判において法制度の立法目的から判例法の規則を構築することによって取引市場の民事責任制度を制定した。但し、その全体からすれば、その取引市場の民事責任制度につき1933年証券法11条、12条の程度まで強化されていない。その根本的な原因について、発行市場と取引市場において、投資者としてその情報の元が異なり、発行者及びその会社内部の資本市場に対する影響に差異があるため、発行市場の投資者をより保護する必要がある。証券法は取締役に目論見書に署名することを要求するだけでなく、連帯責任を通じてさらに投資者の利益保護を強化するのである。それは、弱者としての投資者に救済を提供するものであり、公開市場における民事責任制度の制裁と予防の機能によるものでもあると考える。

第三に、取引市場においてどのような民事責任を設定すべきかについて、証券取引法の立法目的に合わせて考慮しなければならない。逆に言えば、取引市場における損害賠償責任に関して最も注目しなければならない問題は、損害賠償責任が証券取引法の立法目的に符合するかということである。アメリカで

は、投資者が初めて 10b-5 に従って損害賠償責任を追及した 1946 年の Kardon 事件において、ペンシルベニア州東部地区連邦地方裁判所は 10b-5 に基づく損害賠償責任の本質は不法行為責任であると判示した⁽⁶⁸⁾。しかし、1979 年に、アメリカ最高裁判所は、取引市場において不法行為法に従って 10b-5 に違反した行為の民事責任を認めることは完全に誤っていると指摘した。その理由として、以下の点が挙げられた。10b-5 により生じる損害賠償責任について 1934 年証券取引法の歴史と目的から解釈しなければならない。同法の規定に違反することから法定の請求権 (Statutory Cause of Action) が生じるかを判断するのは体系解釈の問題となり、何らかの規定に違反した行為は当然に損害賠償責任を生じさせるというわけではない。したがって、1934 年証券取引法の立法者が、10b-5 に違反した行為の民事責任を創設する意図を持っていたかを考察しなければならない⁽⁶⁹⁾。そして、10b-5 に関して立法者は民事訴訟の提訴権を創設していないと指摘した。この規定を設けた立法者の意図は、民事責任規則の意義は法律が操縦行為 (Manipulation) を禁止することであり、法律は損害を受けた投資者だけに民事の救済を提供すべきであるということを認識したうえで⁽⁷⁰⁾、アメリカ証券監督委員会 (SEC) による監督管理に根拠を提供するものにすぎない。

3 ミクロの理由——取締役義務の理論根拠となる

取締役の責任を形成するミクロのロジックからすれば、流通市場の虚偽記載の事件において、アメリカの裁判所は取締役が行った実際の行為に基づき当該取締役の責任を認定すべきであって、取締役の地位に基づき取締役の責任を認定すべきというわけではないと強調した。

アメリカの判例においては、取締役による詐欺的な行為又は取締役による不法行為を審査する理論の基礎について、取締役は投資者に対して直接的な情報開示の義務を負わないため、過失がある取締役のみ投資者に対して直接に損害賠償責任を負いうるということとなる。その理由について以下では詳細に述べる。

まず、その理論の前提について、過失や重過失に基づく取引市場の民事責任は、信認義務又は信認関係の存在が前提となる。アメリカの Langevoort 教授は、証券市場の監督及び私法における開示義務の正当性を検討し、情報開示義

務と詐欺の関連性を論じたうえ、情報開示義務の源泉について、①不法行為法の規制、②財産の規制との2つがあると指摘した。①について、開示義務の意義は誤解を生じさせないことにありと指摘される。②について、情報開示の義務によって財産に対する情報の権利を積極的に創出することにあると指摘される。Langevoort 教授は、②の部分の情報開示規則は法律分野に大きな混乱をもたらしようと指摘した⁽⁷¹⁾。Easterbrook 裁判官は、情報開示の義務が不法行為の類型に帰属することに賛成する。すなわち、情報開示は信認義務が存在することを前提としなければならない。信認義務が存在しない場合、不作為の詐欺行為に該当しない⁽⁷²⁾。

次に、実際、取締役は上場企業が継続的な開示を行う時は、投資家に対して信認義務を負っていない点が挙げられる。取締役は、積極的な作為義務がある場合を除いて、重要な遺漏を知りながら情報の開示をしなかった場合も直ちに詐欺的な行為に該当すると解されない。「積極的な作為義務」は証券取引法或いは証券取引法と 10b-5 に由来するものではなく⁽⁷³⁾、証券法以外の信認関係 (Fiduciary Relation Outside Securities Law) に由来するものでなければならない⁽⁷⁴⁾。証券法以外に、会社法の構造において、取締役は会社に対して信認義務を負う。しかし、当該信認義務は、その内容を虚偽記載の是正・回避まで拡張することはできず⁽⁷⁵⁾、その保護の対象を一般投資家まで拡張することもできない⁽⁷⁶⁾。これにより、取締役は、取締役の地位を有することによって虚偽記載における不作為の行為に対して 10b-5 に定められた民事責任を負うことはない⁽⁷⁷⁾。取締役の民事責任は、法定義務の違反ではなく、「詐欺防止」の目的により生じるものでなければならない。アメリカでは、1994 年頃までの裁判所は、取締役が発行者の違法行為を止める行動をしなかっただけで、不正行為に該当すると解していたが、これらの判決は、幫助・教唆の理論に基づいて判断されたものである。これらの判決は 1994 年にアメリカ最高裁判所により中央銀行事件の判決が出された後に、意義がなくなった⁽⁷⁸⁾。同判決後も、取引市場において、資本市場法制の目的は詐欺の防止である点は変わらない。情報開示の規制及び民事責任は詐欺の防止に反するという点から構築されている。情報開示規則には必ず民事責任が附随しなければならないことは存在しない。実際、アメリカの Fischel 教授は 1981 年既に「アメリカ最高裁判所は 10b-5 による幫助・教唆の責任を否定すべきである」と指摘した。彼の主張は

1994年の中央銀行事件において裁判官に採用された⁽⁷⁹⁾。

- (8) Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation, Volume 2*, Sixth Edition, Wolters Kluwer, 2011, p.1603.
- (9) Fletcher's Report, in: S.Rep. No. 47, 73d Cong., 1st Sess. 5-6 (1933), p. 5.
- (10) Shulman, *Civil Liability and Securities Act*, 43 Yale L.J. 227, 240 (1933).
- (11) Shulman, *Civil Liability and Securities Act*, 43 Yale L.J. 227, 251 (1933).
- (12) Barnes v. Osofsky, 373 F.2d 269 (2d Cir. 1967).
- (13) Sale, *Disappearing Without a Trace: Sections 11 and 12(a)(2) of 1933 Securities Act*, 75 Wash.L. Rev. 429, 442 (2000).
- (14) Gustafson v. Alloyd Co., 513 U.S. 561, 115 S. Ct. 1061, 131 L. Ed. 2d 1 (1995).
- (15) U.S.C.A. § 77o (West), 1933 Securities Act § 15.
- (16) Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation, Volume 2*, Sixth Edition, Wolters Kluwer, 2011, p.1700.
- (17) J. I. Case Co. v. Borak, 377 U.S. 426, 84 S. Ct. 1555, 12 L. Ed. 2d 423 (1964); Kardon v. Nat'l Gypsum Co., 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946); Ziglar v. Abbasi, 198 L.Ed. 2d 290, 137 S. Ct. 1843 (2017).
- (18) Bloomenthal and Wolff, § 14-24. Directors as primary violators—A duty analysis, *Securities and Federal Corporate Law* (2d ed.), 2022 September Update.
- (19) Mader v. Armel, 461 F.2d 1123 (6th Cir. 1972).
- (20) Wessel v. Buhler, 437 F.2d 279 (9th Cir. 1971).
- (21) Lanza v. Drexel & Co. 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973); Decker v. Massey-Ferguson, Ltd. 681 F.2d 111 (2d Cir. 1982); Camp v. Dema, 948 F.2d 455 (8th Cir. 1991); Holmes v. Bateson, 583 F. 2d 542 (1st Cir. 1978), 1991; Holmes v. Bateson, 583 F.2d 542 (1st Cir. 1978).
- (22) John J. Musewicz, Vicarious Employer Liability and Section 10(b) In Defense of Common Law, 50 Geo. Wash. L. Rev. 754, 779 (1982).
- (23) Moerman v. Zipco, Inc., 302 F. Supp. 439 (E.D.N.Y. 1969), aff'd, 422 F.2d 871 (2d Cir. 1970), adhered to on reh g, 430 F.2d 362 (2d Cir. 1970).
- (24) Moerman v. Zipco, Inc., 302 F. Supp. 439 (E.D.N.Y. 1969), aff'd, 422 F.2d 871 (2d Cir. 1970), adhered to on reh g, 430 F.2d 362 (2d Cir. 1970).
- (25) Moerman v. Zipco, Inc., 302 F. Supp. 439 (E.D.N.Y. 1969), aff'd, 422 F.2d 871 (2d Cir. 1970), adhered to on reh'g, 430 F.2d 362 (2d Cir. 1970); Hawkins v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Beane, 85 F. Supp. 104 (W.D. Ark. 1949); Lorenz v. Watson, 258 F. Supp. 724 (E.D. Pa. 1966); Myzel v. Fields, 386 F.2d 718 (8th Cir. 1967). Also see J. Christopher York, *Vicarious Liability of Controlling Persons Respondet Superior and the Securities Acts-A Reversible Consensus in the Circuits*, 42 Emory L.J. 313, 335 (1993).
- (26) Thomas Lee Hazen, § 12:200. Multiple Defendants—Controlling Person Liability

Defined, Treatise on the Law of Securities Regulation | October 2017 Update.

- (27) See Alan Palmiter, *Examples & Explanations Securities Regulation*, eighth edition, Wolters Kluwers, 2021, p. 450.
- (28) Kimmel v. Labenski, No. 85 CIV 0804 (CSH), 1988 WL 19229 (S.D.N.Y. Feb. 10, 1988).
- (29) Rosenzweig v. Azurix Corp., 332 F.3d 854 (5th Cir. 2003); Heliotrope Gen., Inc. v. Ford Motor Co., 189 F.3d 971 (9th Cir. 1999).
- (30) S.E.C. v. J.W. Barclay & Co., 442 F.3d 834 (3d Cir. 2006).
- (31) 例えば、依然として代理人責任を適用することができるものと認定した判決が存在する。see, Pollack v. Laidlaw Holdings, Inc., No. 90 CIV. 5788 (DLC), 1995 WL 261518 (S.D.N.Y. May 3, 1995).
- (32) Rochez Bros. v. Rhoades, 527 F.2d 880 (3d Cir. 1975).
- (33) § 19:2. Availability of common law agency principles, Law of Corp. Offs. & Dir.: Rts., Duties & Liabs. § 19:2 (2022-2023); John J. Musewicz, Vicarious Employer Liability and Section 10(b) In Defense of the Common Law, 50 Geo. Wash. L. Rev. 754, 779-780 (1982).
- (34) Sanders Confectionery Prod., Inc. v. Heller Fin., Inc., 973 F.2d 474 (6th Cir. 1992); Lanza v. Drexel & Co., 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973).
- (35) In re Am. Serv. Grp., Inc., No. 306-0323, 2009 WL 1348163 (M.D. Tenn. Mar. 31, 2009).
- (36) Metge v. Baehler, 762 F.2d 621 (8th Cir. 1985); In re Action Indus. Tender Offer, 572 F. Supp. 846 (E.D. Va. 1983).
- (37) Barker v. Henderson, Franklin, Starnes & Holt, 797 F.2d 490 (7th Cir. 1986).
- (38) Bomarko, Inc. v. Hemodynamics, Inc., 848 F. Supp. 1335 (W.D. Mich. 1993); In re Telxon Corp. Sec. Litig., 133 F. Supp. 2d 1010 (N.D. Ohio 2000).
- (39) Alfred F. Conrad, *Control, Responsibility, and Abdication A Dilemma of Securities Regulation*, 17 J. Corp. L. 539, 568-569 (1992).
- (40) In re Envoy Corp. Sec. Litig., 133 F. Supp. 2d 647 (M.D. Tenn. 2001).
- (41) In re Am. Serv. Grp., Inc., No. 306-0323, 2009 WL 1348163 (M.D. Tenn. Mar. 31, 2009).
- (42) Rosen v. Cascade Int'l, Inc. 21 F.3d 1520 (11th Cir. 1994); Gordon v. Burr, 506 F.2d 1080 (2d Cir. 1974); Rochez Bros. v. Rhoades, 527 F.2d 880 (3d Cir. 1975); Metge v. Baehler, 762 F.2d 621 (8th Cir. 1985).
- (43) Lanza v. Drexel & Co., 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973); see also William H. Kuehnle, *Secondary Liability Under the Federal Securities Laws-Aiding and Abetting Conspiracy, Controlling Person, and Agency: Common-Law Principles and the Statutory Scheme*, 14 J. Corp. L. 313, 360-361 (1989).
- (44) Sanders Confectionery Prod., Inc. v. Heller Fin., Inc., 973 F.2d 474 (6th Cir. 1992); Kimmel v. Labenski, No. 85 CIV 0804 (CSH), 1988 WL 19229 (S.D.N.Y. Feb. 10, 1988); McFarland v. Memorex Corp., 493 F. Supp. 631 (N.D. Cal. 1980).
- (45) Brian A. Melhus, *Controlling Person Liability: A Repudiation of Culpable Participation*, 37 J. Corp. L. 929, 942 (2012).

- (46) Polycast Tech. Corp. v. Uniroyal, Inc., 792 F. Supp. 244 (S.D.N.Y. 1992).
- (47) Lanza v. Drexel & Co., 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973); Gordon v. Burr, 506 F.2d 1080 (2d Cir. 1974).
- (48) Brian A. Melhus, *Control Person Liability A Repudiation of Culpable Participation*, 37 J. Corp. L. 929, 947, (2012).
- (49) Hollinger v. Titan Cap. Corp., 914 F.2d 1564 (9th Cir. 1990).
- (50) Laperriere v. Vesta Ins. Grp., Inc., 526 F.3d 715 (11th Cir. 2008).
- (51) Laperriere v. Vesta Ins. Grp., Inc., 526 F.3d 715 (11th Cir. 2008).
- (52) Brennan v. Midwestern United Life Ins. Co., 259 F. Supp. 673 (N.D. Ind. 1966), abrogated by Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994); See Touche Ross & Co. v. Redington, 442 U.S. 560, 99 S. Ct. 2479, 61 L. Ed. 2d 82 (1979).
- (53) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994).
- (54) In re GlenFed, Inc. Sec. Litig., 60 F.3d 591 (9th Cir. 1995).
- (55) See Restatement (Second) of Torts § 876 (1979).
- (56) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994); Santa Fe Indus. U.S. 462, 97 S. Ct. 1292, 51 L. Ed. 2d 480 (1977); Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 185, 96 S. Ct. 1375, 47 L. Ed. 2d 668 (1976).
- (57) Thomas Lee Hazen, Section 12208 Aiding and Abetting in Post Central Bank Era. Treatise on Law of Securities Regulation. October 2017 Update.
- (58) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994).
- (59) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994).
- (60) Thomas Lee Hazen, § 12:218. Multiple Defendants—and Several Liability; Proportional Liability, Treatise on the Law of Securities Regulation | October 2017 Update.
- (61) Harden v. Raffensperger, Hughes & Co., 933 F. Supp. 763 (S.D. Ind. 1996).
- (62) Santa Fe Indus., Inc. v. Green, 430 U.S. 462, 97 S. Ct. 1292, 51 L. Ed. 2d 480 (1977).
- (63) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994); Demarest v. Manspeaker, 498 U.S. 184, 111 S. Ct. 599, 112 L. Ed. 2d 608 (1991); Pinter v. Dahl, 486 U.S. 622, 108 S. Ct. 2063, 100 L. Ed. 2d 658 (1988).
- (64) Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994).
- (65) Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation, Volume 2*, Sixth Edition, Wolters Kluwer, 2011, p. 1612.
- (66) 市場効率のメカニズム (The Mechanisms of Market Efficiency) はアメリカ証券監督及び学説検討の基礎となる。See Gilson & Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*,

- 70 Va. L. Rev. 549, 549-551 (1984).
- (67) See Gilson & Kraakman, *The Mechanisms Of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in: Armour & McCahery(eds.), *After Eron, Improving Corporate Law and Modernising Securities Regulation in Europe and the US*, Hart Publishing, 2006, p. 59.
- (68) *Kardon v. Nat'l Gypsum Co.*, 69 F. Supp. 512 (E.D. Pa. 1946).
- (69) *Touche Ross & Co. v. Redington*, 442 U.S. 560, 99 S. Ct. 2479, 61 L. Ed. 2d 82 (1979).
- (70) Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 Stan. L. Rev. 385, 432-433 (1990); Ruder, *Civil Liability under Rule 10b-5: Judicial Revision of Legislative Intent*, 57 NW. U. L. REV. 627, 685 (1962-1963).
- (71) *Langevoort & Gulati, The Muddled Duty to Disclose Under Rule 10b-5*, 57 Vand. L. Rev. 1639, 1645-1647 (2004). Langevoort 教授は、財産法の観点から、積極的な情報開示義務は財産法の構造を有すると主張した。投資者は情報に対し権利を有するということである。この権利の属性は財産に類似する。そこで、積極的な情報開示義務の目的は投資者の情報に対する財産権を保護することにあるとの指摘がなされた。
- (72) *Barker v. Henderson, Franklin, Starnes & Holt*, 797 F.2d 490 (7th Cir. 1986).
- (73) 仮に不法行為の性質が「内部告発をしないこと」であるならば、行為者は「内部告発をしなければならぬ」義務を負っていなければならない。See *Barker v. Henderson, Franklin, Starnes & Holt*, 797 F.2d 490 (7th Cir. 1986).
- (74) “A duty to disclose arises from the relationship between parties ... and not merely from one’s ability to acquire information because of his position in the market”, see *Dirks v. S.E. C.*, 463 U.S. 646, 103 S. Ct. 3255, 77 L. Ed. 2d 911 (1983); *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222, 100 S. Ct. 1108, 63 L. Ed. 2d 348 (1980).
- (75) *Bloomenthal and Wolff*, § 14-24. Directors as primary violators—A duty analysis, *Securities and Federal Corporate Law* (2d ed.), 2022 September Update.
- (76) *Wessel v. Buhler*, 437 F.2d 279 (9th Cir. 1971).
- (77) *Mader v. Armel*, 461 F.2d 1123 (6th Cir. 1972).
- (78) *Brennan v. Midwestern United Life Ins. Co.* 259 F. Supp. 673 (N.D. Ind. 1966), abrogated by *Cent. Bank of Denver, N.A. v. First Interstate Bank of Denver, N.A.*, 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L.Ed.2d 119 (1994).A., 511 U.S. 164, 114 S. Ct. 1439, 128 L. Ed. 2d 119 (1994 年).
- (79) *Fischel, Secondary Liability under Section 10(b) of Securities Act of 1934*, 69 CALIF. L. REV. 80, 102 (1981).

三 アメリカ以外の国における虚偽記載における取締役の民事責任 ——ドイツ、イギリス、日本を例として

(一) ドイツにおける取締役 (Vorstandsmitglied) の民事責任

ドイツ法において「有価証券販売目論見書法」(Wertpapierprospektgesetz, 以下では WpPG と略す。), 証券取引法 (Wertpapierhandelsgesetz, 以下では WpHG と略す。), 証券買収法 (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 以下では WpÜG と略す。), 取引所法 (Börsengesetz, 以下では BörsG と略す。)等の法律が存在する。そのうち、発行市場における虚偽記載の法律責任について、有価証券販売目論見書法の9—16条に定められた。取引市場の取締役の民事責任について、主として証券取引法97条, 98条に定められた。

1 有価証券販売目論見書法

ドイツにおいて、発行市場の虚偽記載に関して、有価証券販売目論見書法 (WpPG) に従って取締役が法定責任を負うかを判断しなければならない。2019年の有価証券販売目論見書法9条, 10条において、詐欺的な株式発行の民事責任が定められた。具体的に言うと、2019年の有価証券販売目論見書法9条によれば、詐欺的な株式発行において引受者は目論見書に虚偽記載が存在することを訴訟事由として損害賠償を請求することができる⁽⁸⁰⁾とされている。2019年の有価証券販売目論見書法9条1項1号, 2号に従って、発行者 (Prospekterlasser) と目論見書の責任者 (Prospektveranlasser) は目論見書の虚偽記載に対して民事責任を負わなければならない。発行者と目論見書の責任者の負う責任は連帯責任となる⁽⁸⁰⁾。ドイツ連邦最高裁判所は、2019年の有価証券販売目論見書法9条1項2号に設けられた目論見書の責任者という概念は目論見書に関する責任の主体の範囲を広げるために定められたものであると指摘した⁽⁸¹⁾。

証券発行において、取締役に目論見書に従って責任を負わせる場合、その取締役が責任を負う条件は厳格的である。具体的には、まず、取締役が目論見書を開示する際に取締役の地位を有することを理由として、対外的に責任 (Organaußenhaftung) を負わなければならないことはない。ドイツの通説によれば、目論見書の責任主体に取締役 (Organmitglieder) が含まれないと解さ

れている⁽⁸²⁾。2019年の有価証券販売目論見書法9条において、目論見書に虚偽記載がある場合、取締役は損害賠償責任を負わなければならないことは定められていない。したがって、証券発行の虚偽記載に関して、一般的には取締役が損害賠償責任を負わないということとなっている。

次に、取締役は特別な場面に損害賠償責任を負わなければならないことがある。その責任判断の基準について、主として「経済的利益の基準」となる。取締役(Vorstandsmitglieder)は特別な場面において会社との間に経済的利益(eigenes wirtschaftliches Interesse)がある場合、例えば、取締役は自らの利益のために目論見書を開示したとして⁽⁸³⁾、2019年の目論見書9条1項2号に定められる「目論見書の責任者」に該当しうするため、損害賠償責任を負うかもしれない。

しかし、「経済的利益の基準」について、単純に会社から経済的利益を得ただけで、取締役に民事責任を負わせるのではなく、支配権の不当行使及び目論見書の作成に対する支配力を有するか等の要件(以下では、「支配権の基準」をいう)を含めて判断しなければならない。ドイツの立法者は、経済的利益を得た者又は法人は、会社に対する支配権(Steuerungsmacht)をもって目論見書の作成に影響を与えたため、目論見書の虚偽記載に対して損害賠償責任を負わなければならないと解している⁽⁸⁴⁾。有価証券販売目論見書法9条1項に定められた責任の基礎は、「発行事務の担当」(Übernahme)又は目論見書の「全体責任の帰属」(Zurechnung der Gesamtverantwortlichkeit)ということにある⁽⁸⁵⁾。

「全体責任の原則」は有価証券販売目論見書法の民事責任の基本原則である。通説によれば、目論見書の全体に対して責任者に該当する場合のみ、有価証券販売目論見書法の民事責任を負いうる⁽⁸⁶⁾。「発行事務の担当」の責任を負う理由について、目論見書に「発行事務の担当」は目論見書に対して損害賠償責任を負わなければならないと明確に定められたからである⁽⁸⁷⁾。「全体責任の原則」は目論見書の一部だけに対して責任者に該当する者の責任を否定する。目論見書の一部だけに対して責任者となる者は民法にしたがって証券発行の責任を負いうる。証券発行の責任には、契約責任、不法行為責任及び契約締結上の過失による責任等が含まれる⁽⁸⁸⁾。つまり、目論見書の責任者は目論見書の作成に支配力を有する場合のみ民事責任を負うべきである⁽⁸⁹⁾。大株主は目論見書の作成に支配力を有する場合は、大株主も目論見書の損害賠償責任を負うこ

ととなる⁽⁹⁰⁾。「支配力の基準」にしたがって、行為者は、①目論見書の作成に関与する場合、②目論見書の一部に対して影響力を有する (steuerenden Einfluss) 場合、③目論見書の作成に資料を提供する場合、④発行者との間に重大な利益がない場合 (unwesentliche) に目論見書の民事責任を負わない⁽⁹¹⁾。

理論からすれば、「経済的利益の基準」と「支配力の基準」は意義がある。まず、特定の主体は株式の発行に経済的利益を得ていなければ虚偽記載の行為にサポートすることを行わないであろうと考えられるため、「経済的利益の基準」は目論見書の責任者の範囲を認定することに対して意義がある。その反面、経済的利益を得た特定の主体に目論見書の虚偽記載により生じる損害賠償に連帯責任を負わせることは、資金調達意向に影響を与えるかもしれない。したがって、「経済的利益の基準」だけではなく、「支配力の基準」の要素も考慮しなければならない。「経済的利益の基準」と「支配力の基準」の両方が重要であるため、特定の主体について有価証券販売目論見書法9条1項2号に定められる目論見書の民事責任を認定する際に、「経済的利益の基準」と「支配力の基準」の両方を満たさなければならない⁽⁹²⁾。

2 ドイツ証券取引法

ドイツ証券取引法97条、98条には上場会社が上場した後の継続的に情報開示をしている過程に生じる虚偽記載の民事責任が定められた。その立法の目的は、資本市場の機能を実現すること (Funktionsfähigkeit)、投資者の市場の定価に対する信頼性 (Vertrauen)、投資者の意思形成 (Willensbildung) を保護することにある⁽⁹³⁾。この二か条の規定は2002年「金融市場促進法」から導入された証券取引法37b、37c条に由来するものである。但し、この二か条は取引市場における虚偽記載の民事責任の主体に関して、発行者だけに限定され、取締役と監査役を含まないとされている⁽⁹⁴⁾。

2004年「資本情報責任法(草案)」(Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz、以下ではKapInHaGと略す。)には、初めて取締役が対外的に責任を負う主体 (persönliche Außenhaftung) として定められた⁽⁹⁵⁾。しかし、当該草案は経済界及び学会に批判され、結局立法に至らなかった⁽⁹⁶⁾。第64回ドイツ法学者大会 (Deutscher Juristentag) において、Fleisher教授は取締役の投資者に対する損害賠償責任について、取締役の行為が故意を有しない不法行為であれ

ば、その負う民事責任に対して限定額を設定すべきであると提言した⁽⁹⁷⁾。しかし、当該提言が大会に採用されなかった⁽⁹⁸⁾。ドイツ証券取引法において、取締役が証券の虚偽記載の民事責任の主体に含まれるかについて明確に定めていない。その理由について、以下三つがある。

第一に、情報開示義務の主体は発行者となり、会社の機関（Organ）ではない⁽⁹⁹⁾。証券取引において、投資者が信頼するものは取締役ではなく、発行者となる会社により開示された情報となる⁽¹⁰⁰⁾。したがって、情報開示に関して、取締役が不作為による不法行為責任を負わない（ドイツ民法典 823 条 2 項）⁽¹⁰¹⁾。第二に、ドイツ会社法において取締役の対外的な責任があまり定められていない。ドイツ会社法の体系において会社が独立の法人格を有し、会社の機関は会社の行為能力を実施する手段（Ausführungsmittel）となり、会社の機関は会社に影響を与えうる等の状況がある場合に特別の義務は生じうる⁽¹⁰²⁾。ドイツ株式会社法 93 条、116 条の規定によれば、取締役は極めて特殊な状況の下に外部に対して責任を負いうる⁽¹⁰³⁾。第三に、予防性規範（Präventionsnorm）を合理的な範囲に限定すべきである。現行ドイツの法律体系において、民法の不法行為責任、破産申請責任及び取締役の解任制度は十分な予防機能がある。また、証券取引法において行政責任と刑事責任の制度を完備している⁽¹⁰⁴⁾。したがって、取締役に対外的に民事責任を負わせることによって予防性機能を強化する必要はないと指摘されている⁽¹⁰⁵⁾。

3 ドイツ民法典 826 条の取引市場での適用——Infomatec 事件を中心に

ドイツの証券市場において、取引市場における取締役の民事責任に関する裁判規則について、2004 年ドイツ連邦最高裁判所第二民事法廷により判決が下された Infomatec 事件は代表的なものとなる⁽¹⁰⁶⁾。ドイツ証券市場の“新市場”（Neuer Markt）において、上場会社である Infomatec 会社において、二名の取締役は臨時公告を開示して会社（Infomatec Integrated Information Systems AG、以下では Infomatec と略す。）が巨大な注文を受けたことを発表した。しかし、この情報は虚偽の情報である。この虚偽の情報により、数百人の投資者に総額 2.5 億ユーロの損害が発生した。2001 年、ドイツ各地方の投資者はこの二名の取締役に対して損害賠償責任を追及する訴訟を提起した。当年度の 5 月に投資者は Infomatec 会社に対する訴訟の勝訴判決を得た。但し、Infomatec

会社は破産申請を行ったため、その勝訴判決は実質的な意義がないことになった。結局、二名の取締役に民事責任を負わせることは投資者の損害を補填する唯一の方法となるため、地方裁判所は取締役の投資者に対する損害賠償責任を認めた。

この事件の上訴審において、裁判所は、一審の被告（取締役会の会長（Vorstandsvorsitzender）と取締役会の副会長（stellvertretender Vorstandsvorsitzender））が目論見書による責任とドイツ民法 823 条 2 項に定められた不法行為責任を負うべきであるとの一審の原告による主張を認めず、被告はドイツ民法典 826 条により不法行為責任を負うべきとの原告による主張も認めなかった。本事件はドイツ最高裁判所まで争われた。最終的には、ドイツ最高裁判所は第一審の判決を支持して、取締役が 826 条に基づく損害賠償責任を負うべきであるとの判決を下した。ドイツ最高裁判所は、虚偽記載における取締役の民事責任の性質は民法典 826 条に定められる故意に詐欺を行った行為による責任であり、ドイツ民法 823 条 1 項と 2 項に定められる不法行為責任ではないと指摘し、故意に虚偽の情報を開示することは民法典 826 条に定められる公序良俗に違反する行為と見做すべきであると指摘した。取締役は重大な錯誤が存在する情報を開示することによって取引市場にマイナスの影響を与えた際に、その行為は資本市場における合法行為の最低要求に違反するため、市場の参与者となる投資者に対してその被った経済的損失を賠償しなければならないことを要求すべきである。本件において存在しない大量の注文を開示することは、取締役が会社の株価を引き上げるといった目的を有するため、取締役は少なくとも形式上に不公平な方式を通じて“自らの利益”を追求した。ドイツ最高裁判所は、本件における取締役は虚偽記載の作成に積極的に参与する行為を行わない取締役会のメンバーであっただけではなく、創業者として数多くの株式を保有していた株主でもある取締役であったため、少なくとも間接的に株価が引き上げられることによって利益を得たと判断した⁽¹⁰⁷⁾。

当該事件の判決と異なり、ドイツの証券市場を規制する専門の法律となる「証券取引法」は、終始、取締役の取引市場における虚偽記載の民事責任を定めていない。当該事件の事実からして、二人の取締役はそれぞれ取締役会の主席と副主席を務めており、会社に対して影響力を有する。ドイツ最高裁判所は虚偽記載において「株式を売却して特別の利益を得た」という点を非常に重要視し

たことに関して、実は、影響力を有する点から論証すれば同じ結論になると指摘された⁽¹⁰⁸⁾。ドイツの法学会において多くの者は Infomatec 事件の判決のロジックを支持し、さらに一部の学者は、取引市場における取締役の責任を立法すべきであると主張している⁽¹⁰⁹⁾。

(二) イギリス資本市場における取締役の責任

1 イギリス「金融サービスと市場法」90条

発行市場について、2000年イギリス金融サービスと市場法（Financial Services and Markets Act 2000, FSMA。以下では「金融市場法」と略す。）に虚偽記載の特別責任が定められた。具体的には、金融市場法90条1項によれば、あらゆる情報開示に関する責任者（Person Responsible for Listing Particulars）は情報の不真実、誤解させる記述、重要な事実を遺漏することにより損害を被った投資者に対して損害賠償責任（Compensation）を負わなければならないと定められている⁽¹¹⁰⁾。また、イギリスにおいて2013年に修正された上場規則（Financial Services and Markets Act 2000 (Official Listing of Securities) Regulations 2001）6条1項には発行開示の責任者の定義が設けられた。この定義によれば、取締役はその責任者の範囲に含まれる⁽¹¹¹⁾。しかし、イギリスの判例法において、裁判所は投資者が上場規則にしたがって上場した後に開示された会社の情報に虚偽が存在することを訴訟の事由として、金融市場法90条に定められた民事賠償責任を追及することができないと解している。但し、投資者は、金融市場法90条に違反した虚偽記載の行為に関して金融監督局に苦情を申し立てることができる⁽¹¹²⁾。

2 金融市場法90A条

(1) 90A条の概要

イギリスの取引市場において、取引市場の虚偽記載における取締役の民事賠償責任が明確に排除されている。金融市場法90A条によれば、発行者の管理者（Persons Discharging Managerial Responsibilities Within the Issuer、以下では“PDMR”と略す。）は虚偽記載を行う場合、発行者は当該虚偽の情報開示に対して損害賠償責任を負わなければならないとされている⁽¹¹³⁾。注意しなければならないのは、90Aの適用条件について、「発行者の管理者が虚偽記載を行っ

た」となる。すなわち、原則として発行者の管理者が行った虚偽記載の責任は会社に帰属する(Attribute)こととされている。言い換えれば、金融市場法に定められた「発行者の管理者」に該当しない者は虚偽記載を行ったとしても、上場会社に90A条に定められる特別の法定民事責任を負わない。但し、虚偽記載に関する「発行者の管理者」が設けられたことは「発行者の管理者」に取引市場の虚偽記載における民事責任を負わせると意味するというわけではない。金融市場法90A条6項b号によれば、「発行者」以外に如何なる者でも取引市場における虚偽記載に対して損害賠償責任を負う必要がないとされている。また、金融市場法90A条8項は、同法の382、384条に定められる行政処罰と刑事責任等の適用に影響をしない。金融市場法90A条は2006年イギリスの会社法1270条から来たものであり、さらに、2010年に「発行者責任規則」の修正により影響を受けたものである⁽¹¹⁴⁾。2000年頃、イギリスでは、発行市場に取締役の民事責任を導入した後、取締役が取引市場における虚偽記載に対しても民事責任を負うことがあり得るかという疑問が生じた。イギリスの立法説明において、金融市場法に民事責任制度を導入する目的はその疑問を解消するためであり、さらに、「取締役の責任範囲が合理的であることを確保すること」と「投資者等の第三者に対する責任の範囲を過度に拡大することを回避すること」によって、会社のメンバーと従業員及び債権者の利益保護を図ることも立法目的であると解されている⁽¹¹⁵⁾。

イギリスの金融市場法の立法弁論において、多くの学者は金融市場法の90A条に対して制限的立場を取るべきであり、法律は利益関係者を保護すべきであるため、会社の資源を適切でない方法で株主、従業員及び債権者から広範な潜在する投資者に移転することを認めるべきではないと主張した⁽¹¹⁶⁾。これに対して、一部の学者は金融市場法の90A条に取引市場の虚偽記載における民事責任を定めること自体に反対した。その理由について、全ての上場会社まで拡大する必要がないこと、アメリカの詐欺理論を導入して取引市場における虚偽記載の民事責任を規制すべきであること⁽¹¹⁷⁾、等が挙げられる。

また、イギリスの政府は、Davis教授に依頼して取引市場における虚偽記載の民事責任に関して研究を行わせた。Davis教授は、研究の結論として、取締役個人に民事賠償責任を負わせることは何の目的を実現することができないとはっきり指摘した。さらに、Davis教授はイギリス法における資本市場の民事

責任の基礎は詐欺であり、重過失によるものではないと指摘した⁽¹¹⁸⁾。また、Davis 教授は、私人による法執行の方式は証券に関する詐欺的な行為を規律することに意義がある。公共の法執行は広範であって、公共政策に多種な目的が含まれるため、国家は公共の法政策を通じて証券に関する詐欺的な行為を規律すべきではないと指摘した⁽¹¹⁹⁾。

結局、イギリス金融市場法 90A 条には取締役の投資者に対する責任は明確に定められなかった。これに関して、発行者は取締役に対し損害賠償責任を請求することができる定められた。すなわち、発行者はイギリス金融市場法 90A 条にしたがって投資者に対する損害賠償責任を負った後、責任がある取締役へ求償することができるとされている。会社は取締役の会社に対する責任を求償する場合、以下の二つの条件を満たさなければならない。第一に、発行者は投資者に対して損害賠償責任を負ったこと。第二に、発行者の投資者に対する責任を負う際に、取締役が自分の職務に違反したことがあること⁽¹²⁰⁾。また、発行者の責任は「管理者」が詐欺的な行為を行ったことにより生じたものであるため、「管理者」に該当する取締役の責任を追及する際に、取締役が全ての虚偽記載を知っていたことが必要となり、取締役はその虚偽記載の一部だけを知っていた場合、当該取締役は自分が知っていた部分以外の虚偽記載に対して民事責任を負わない⁽¹²¹⁾。しかも、その取締役の民事責任を追及する訴訟において、投資者は取締役により開示された情報（Published Information）に対し合理的な信頼（Reasonable Reliance）を与えていたことを立証証明しなければならない⁽¹²²⁾。

(2) 金融市場法 90A 条に関する判例

2022 年に判決が出された ACL 会社、HP 会社及び Autonomy 会社の 3 社が Lynch と Hussain を訴えた事件（以下では“Lynch 事件”と略す。）において、イギリス金融市場法、コモンロー及び会社法が、取引市場における虚偽記載にどのように適用されるかにつき説明がなされた。当該事件において、HP 会社が Bidco を通じて Autonomy を買収した。但し、当該買収が終わった後、HP 会社は Autonomy 会社の元取締役である Lynch と Hussain は買収において虚偽記載を行ったことにより会社の価値を不当に引き上げた。したがって、HP 会社と ACL 会社と Autonomy は共同原告として提訴し、Autonomy 会社の元取

締役 Lynch 等に損害賠償責任を請求した。その責任には金融市場法に定められた管理者の責任 (FSMA Claim)、虚偽記載における取締役個人としての責任 (1967 Misrepresentation Claim)、会社に定められる信認義務 (Fiduciary Breach) による責任が含まれる⁽¹²³⁾。裁判所は、当該事件の判決において、金融市場法の目的と適用を全面的に論述したうえ、虚偽記載による損害賠償責任につき、投資者を救済することには「詐欺を受けた投資者」と「会社と長期的利害関係を有する投資者」とのバランスを考慮しなければならず、直接に取締役に損害賠償責任を負わせることはそのバランスを崩すと指摘した⁽¹²⁴⁾。裁判所は Davis 教授の意見を踏まえて、取引市場の損害賠償責任の理論基礎は詐欺 (Fraud) であると指摘した。しかし、裁判所は、立法者は取引市場における虚偽記載に関して「管理者」の民事責任を立法しなかった⁽¹²⁵⁾ため、金融市場法 90A 条及びその付録 Sch 10A を適用する際に、会社及びその株主に不合理に広範な義務 (Unreasonably Wide Liability) を負わせるべきではないと指摘した⁽¹²⁶⁾。

(三) 日本金融商品取引法における取締役の民事責任

日本金融商品取引法は日本の民法と会社法と別に、証券市場における虚偽記載の民事責任を定めた⁽¹²⁷⁾。以下では、日本金融商品取引法に基づき発行市場と取引市場を分けて虚偽記載における取締役の民事責任を簡単に紹介する。

1 発行市場の取締役民事責任

日本金融商品取引法において、発行市場に関して詐欺的な株式発行の民事責任と取引市場における虚偽記載の民事責任が定められた。具体的にいうと、金融商品取引法 18 条には発行市場における発行者の民事責任が定められた⁽¹²⁸⁾。21 条には詐欺的な株式発行に関して取締役等の役員、公認会計士、元引受け証券会社等の主体 (以下では取締役等と略す。)の民事責任が定められた⁽¹²⁹⁾。なぜ取締役、監査役、公認会計士、元引受け証券会社等が発行の資料に存在する虚偽記載に対して損害賠償責任を負うと定めたかについて、発行の資料は業務執行担当の取締役により作成され、取締役会の承認を得たものであることから、取締役と監査役は発行の資料に対して虚偽記載がないように注意義務を負わなければならないというわけである⁽¹³⁰⁾。取締役は IPO の過程において発行の

資料に影響を与えた場合、法律は取締役には厳しい責任を課すとした。その立法の目的について、投資者を救済するためではなく、虚偽記載の抑制が期待されていると解されている⁽¹³¹⁾。

2 取引市場の取締役民事責任

取引市場における虚偽記載の民事責任について、日本の金融商品取引法は取引市場における虚偽記載の損害賠償責任を明確に定めただけでなく、虚偽記載に関連する具体的な開示資料を区別して規制を定めた。

取引市場において投資者が被った損害の原因は発行の資料に虚偽記載があった場合、日本の金融商品取引法 22 条によれば、取引市場において当該会社の株式を取得した投資者は、発行の資料に虚偽記載があったことを根拠として取締役等に損害賠償責任を追及することができる⁽¹³²⁾とされている。取締役は 21 条 2 項 1 号、2 号に定められた免責事由を適用して、自分が善管注意義務に尽くしたという理由で免責を主張することができる⁽¹³³⁾。22 条にその取締役の民事責任が定められた理由について、株式発行の手続きが終わった後も、その発行資料は公衆に閲覧させるものになるというわけである⁽¹³³⁾。

また、取引市場で投資者が被った損害の原因は継続的に開示する資料に虚偽記載があった場合に、日本の金融商品取引法 21 条の 2 に発行者の民事責任が定められており⁽¹³⁴⁾、24 条の 4 に従って有価証券報告書に虚偽記載が存在した場合、取締役等の主体は 22 条に従って民事責任を負わなければならないとされている⁽¹³⁵⁾。有価証券報告書以外の資料の開示について、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書、内部統制報告書、企業買収報告書等に虚偽記載が存在する場合は、22 条を準用するとされている⁽¹³⁶⁾。

3 日本金融商品取引法における発行市場と取引市場の区別

全体から見れば、虚偽記載における取締役の民事責任について、日本金融商品取引法は発行市場の民事責任と取引市場の民事責任を区別している。

発行市場の民事責任と取引市場の民事責任の区別について、発行市場の民事責任は比較的に厳格的である。その理由について、まず、発行市場において発行者と投資者の得た情報は非対称であるため、投資者は十分な情報を得なければ適切な判断を行うことができない。次に、虚偽記載により「信用が良く・経

営リスクが低い会社」は「信用が悪く、経営リスクが高い会社」に対比して、劣位に立つことになる。これによって不誠実な会社への資源の配分が大きくなるため、資本配分の公平性を害する⁽¹³⁷⁾。取引市場を規制する目的は、「投資者に資金を回収する実効的な方法を提供すること」と「証券の流通性を高めること」となる。その目的を実現すれば、投資者は証券取引所に投資する意欲を有し、また、会社は株式の発行によって資金を調達することができるということになる⁽¹³⁸⁾。日本の金融商品取引法はアメリカ法を参考したが、アメリカと異なり、日本の資本市場は準強度の効率性(Semi-Strong Form)を有するかについて、意見が一致していない。例えば、1970年東京証券取引所は、日本の証券市場の効率が低く、かつ上場会社が情報を開示する時に、市場は当該開示の情報に応じて継続的に反応し続ける傾向がある。マイナスの情報がある場合より、プラスの情報があるときにその傾向が強いと指摘した⁽¹³⁹⁾。また、アメリカにおいて準強度の効率性を有する市場に基づき構築された情報開示規則の最も主要な目的は市場の公平性を保護することにある。日本の証券市場はアメリカの証券市場と異なるため、アメリカ式の情報開示規則を構築することは現実的ではないと指摘する学者が存在する⁽¹⁴⁰⁾。両国の証券市場の違いの1つとして、2004年までの日本証券取引法において虚偽記載に関する民事責任が定められておらず、発行者は取引市場の虚偽記載に対して一般的な不法行為責任を負うということが挙げられる⁽¹⁴¹⁾。2006年に日本は金融商品取引法を制定する際に、日本の証券市場に巨大な発展があり、しかも、金融商品取引法の制定において、「公正価格の形成を実現すること」が立法目的の一つとされた⁽¹⁴²⁾。取引市場において、発行者の無過失責任は大幅に投資者の立証責任を減少するため、虚偽記載に関する民事訴訟の数が急激に増えた。そこで、2014年金融商品取引法の改正により、発行者の無過失責任を過失推定責任に変更し⁽¹⁴³⁾、無過失責任に代わって行政処罰及びコンプライアンスにより虚偽記載を防止することが期待されている⁽¹⁴⁴⁾。

また、注意しなければならないのは、日本金融商品取引法において虚偽記載に関する取締役の民事責任について発行市場と取引市場が区別されているが、取締役の中で会社内部の業務施行取締役と外部の社外取締役が区別されていない。すなわち、日本は、ドイツ法のように発行市場において「支配力による影響」と「経済的利益を得た」との要素を使って民事責任を負う取締役の範囲を

認定する方法を採っておらず、アメリカのように取引市場において「支配者の責任」により取締役の民事責任を判断する方法も採っていない。日本の学説において、発行市場における取締役の民事責任に関して、業務執行取締役が開示資料の作成に直接的に関与することとなり、業務施行取締役と異なり、その他の取締役は開示資料に対して注意義務を負うこととなると説かれている⁽¹⁴⁵⁾。しかし、取締役の類型により、異なる類型の取締役の民事責任を区別して立法していない。この点に関して、取引市場における取締役の民事責任に関して、有価証券報告書の開示が取締役会の承認が必要となるため、取締役の類型を分ける必要がないと主張する学者も存在する⁽¹⁴⁶⁾。

（四） 小結

上述により、アメリカ以外に、ドイツとイギリス及び日本において虚偽記載による取締役の民事責任に関して、異なる法的構造と法的体系が形成していることが明らかになった。ドイツ、イギリス及び日本の法制度と学説を対比することは非常に意義がある。特に、このような比較により、アメリカ以外の国、特に資本市場の実践と学説の理論がアメリカの状況と大きく異なることが分かり、アメリカ法以外の国の法制度の特徴を浮き彫りにすることもできる。このことは、アメリカの状況と大きく異なる中国としては重要な意義がある。以下では、上述した比較法の内容を簡単に纏める。

1 異なる点

ドイツ、イギリス及び日本の法制度には発行市場の民事責任に関して一定の差異が存在する。この三か国は発行市場の損害賠償責任を定めたが、イギリス金融市場法 90 条及び日本金融商品取引法には目論見書の虚偽記載に対して取締役が損害賠償責任を負わなければならないことも定められた。一方、ドイツの有価証券販売目論見書法において取締役の民事責任に対して直接に定められていない。取締役は「経済的利益」と「支配力による影響」を有する場合、有価証券販売目論見書法 9 条 1 項 2 号に定められる「目論見書の責任者」として発行者と連帯責任を負う。この点からして、イギリス法と日本法において「投資者保護」と「詐欺防止」という立法の目的が鮮明であり、ドイツ有価証券販売目論見書法はその歴史沿革と学説の影響を受けて現在まで取締役を発行市

場の責任主体とすることを定めていない。

2 共通点

ドイツ、イギリス及び日本の法制度には重要な共通点が存在する。具体的に言うと、ドイツ、イギリス及び日本において発行市場の民事責任と取引市場の民事責任は区別されている。ドイツにおいて、発行市場の虚偽記載における民事責任と取引市場の虚偽記載における民事責任の間に明確な違いが存在する⁽¹⁴⁷⁾。日本の金融商品取引法は異なる条文を設けて、発行市場と取引市場の虚偽記載に関して異なる主体の損害賠償責任を定めており、しかも、その責任の構成要件及び抗弁事由について詳細な規定も設けられた。異なる開示資料の法律適用に関しても明確に定められた。この点からして日本金融商品取引法の立法に精細化の立法理念があることは明らかである。

また、ドイツとイギリスにおいて、その立法の内容と理念等の重要問題に関して極めて似ている点の存在が明らかになった。具体的には、第一に、ドイツとイギリスの学会及び立法者は、取締役等の経営者を保護することが経済の発展と資本市場の発展に対する意義があることを認識した。この点はアメリカの私的証券改革法の立法にも反映されている。第二に、取引市場において、ドイツとイギリスは立法を慎重に取り扱っている。両国は取締役の取引市場における虚偽記載に対する損害賠償責任を直接に規定していない。第三に、ドイツとイギリスにおいて、取引市場に関して過失型の虚偽記載と故意詐欺型の虚偽記載は区別されている。取締役が故意に詐欺的な行為を行ったことについて、全ての虚偽記載に対し損害賠償責任を取締役に負わせるのではなく、両国は私法的一般法を通じて民事賠償責任を追及することを認めている。

⁽⁸⁰⁾ Assmann/Kumpan, § 5 Prospekthaftung, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, Rn. 162; Hopt/Kumpan, 41. Aufl. 2022, WpPG § 9 Rn. 10; Schwark/Zimmer/Heidelbach, 5. Aufl. 2020, WpPG § 9 Rn. 18; Groß KapMarktR, 8. Aufl. 2022, WpPG § 9 Rn. 47.

⁽⁸¹⁾ BGH v. 18.9.2012, BKR 2012, 515.

⁽⁸²⁾ Vgl. Schroeder, Der persönliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach dem WpPG und dem VermAnlG, 2020, S. 213.

⁽⁸³⁾ Vgl. Fleischer, § 14. Kapitalmarktrechtliche Informationshaftung gegenüber Dritten, in:

- Fleischer, Handbuch des Vorstandsrechts, 1. Auflage 2006, Rn. 15; Hopt/Kumpan, 41. Aufl. 2022, WpPG § 9 Rn. 10.
- 84) Steup, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 41.80.
- 85) Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, 3. Aufl. 2020, § 28 Prospekthaftung, Rn. 26.
- 86) Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, 3. Aufl. 2020, § 28 Prospekthaftung, Rn. 30. Schroeder, Der persönliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach dem WpPG und dem VermAnlG, 2020, S. 206.
- 87) Vgl. Schroeder, Der persönliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach dem WpPG und dem VermAnlG, 2020, S. 229.
- 88) Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht, 4. Aufl. 2022, § 9 Haftung bei fehlerhaftem Börsenzulassungsprospekt, Rn. 75; Schroeder, Der persönliche Anwendungsbereich der Prospekthaftung nach dem WpPG und dem VermAnlG, 2020, S. 241;
- 89) Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht, 4. Aufl. 2022, § 9 Haftung bei fehlerhaftem Börsenzulassungsprospekt, Rn. 89.
- 90) Steup, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, Rn. 41.81.
- 91) Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Prospektrecht, 4. Aufl. 2022, § 9 Haftung bei fehlerhaftem Börsenzulassungsprospekt, Rn. 90; Hopt/Kumpan, 41. Aufl. 2022, WpPG § 9 Rn. 10.
- 92) Vgl. Habersack, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Kapitalmarktinf-HdB, 3. Aufl. 2020, § 28 Prospekthaftung, Rn. 29.
- 93) Poelzig, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, 2021, Rn. 529.
- 94) Hopt/Kumpan, 41. Aufl. 2022, WpHG § 97 Rn. 2; Fleischer, § 6 Haftung für fehlerhafte Kapitalmarkt-kommunikation, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, Rn. 2; Poelzig, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, 2021, Rn. 526.
- 95) Vgl. Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG §§ 97, 98 Rn. 143.
- 96) Vgl. Fleischer, § 6 Haftung für fehlerhafte Kapitalmarkt-kommunikation, in: Assmann/Schütze/Buck-Heeb, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 5. Auflage 2020, Rn. 2; vgl. Casper, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts, BKR 2005, S. 83.
- 97) Vgl. Fleischer und Merkt, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln, 2002, S.142f.
- 98) Vgl. Casper, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des

Kapitalmarkts, BKR 2005, S. 83.

- ⁽⁹⁹⁾ Vgl. Fleischer, § 14. Kapitalmarktrechtliche Informationshaftung gegenüber Dritten, in: Fleischer, Handbuch des Vorstandsrechts, 1. Auflage 2006, Rn. 6.
- ⁽¹⁰⁰⁾ Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG § § 97, 98 Rn. 152; Ehrlicke, 3. Kapital Deutschland, in: Hopt/Voigt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 287.
- ⁽¹⁰¹⁾ Schwark/Zimmer/Zimmer/Steinhaeuser, 5. Aufl. 2020, WpHG § § 97, 98 Rn. 152.
- ⁽¹⁰²⁾ Vgl. Ehrlicke, 3. Kapital Deutschland, in: Hopt/Voigt (Hrsg.), Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 288.
- ⁽¹⁰³⁾ Vgl. Casper, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts, BKR 2005, S. 86; Spindler, Unternehmensorganisationspflichten, 2011, S. 845.
- ⁽¹⁰⁴⁾ EBJs/Poelzig, 4. Aufl. 2020, WpHG § 98 Rn. 49.
- ⁽¹⁰⁵⁾ Vgl. Casper, Persönliche Außenhaftung der Organe bei fehlerhafter Information des Kapitalmarkts?, BKR 2005, S. 87f.
- ⁽¹⁰⁶⁾ Buck-Heeb, § 17 Infomatec, in: Fleischer und Thiessen (Hrsg.), Gesellschaftsrechts-Geschichten, 2018, S. 535ff. Vgl. Lieder, Bialluch(Hrsg.), Handels- und Gesellschaftsrecht in 100 Leitentscheidungen – Ho‘chstrichterliche Entscheidungen mit Anregungen zur Vertiefung, 2022, S. 518ff.
- ⁽¹⁰⁷⁾ NJW 2004, 2668.
- ⁽¹⁰⁸⁾ Vgl. BGH NJW 2004, 2668; BGHZ 160, 134; BGHZ 160, 149.
- ⁽¹⁰⁹⁾ 但し、ドイツにおいて 2004 年の年末に提出された資本市場責任法の草案は立法に至らなかった。結局は、ドイツ裁判所はドイツ民法典 826 条を拡張して適用するという方法を採用することになった。Vgl. Förster, Der Schwarze Ritter – § 826 BGB im Gesellschaftsrecht, Archiv für die civilistische Praxis, 209. Bd., H. 3/4, 2009, S. 398-444.
- ⁽¹¹⁰⁾ See FSMA 2000, s. 90 Compensation for statements in listing particulars or prospectus.
- ⁽¹¹¹⁾ See Financial Services and Markets Act 2000 (Official Listing of Securities) Regulations 2001/2956 reg. 6 Responsibility for listing particulars.
- ⁽¹¹²⁾ Hall v Cable and Wireless Plc [2011] B.C.C. 543.
- ⁽¹¹³⁾ See FSMA 2000, s. 90A Liability of issuers in connection with published information.
- ⁽¹¹⁴⁾ Financial Services and Markets Act 2000 (Liability of Issuers) Regulations 2010/1192 reg. 2 Amendments to the Financial Services and Markets Act 2000.
- ⁽¹¹⁵⁾ See FSMA 2000, s. 90A, Statutory Annotations.
- ⁽¹¹⁶⁾ Margaret Hodge MP, Hansard, HC, Standing Committee D, col.482 (July 6, 2006). <https://publications.parliament.uk/pa/cm200506/cmstand/d/st060706/am/60706s02.htm>
- ⁽¹¹⁷⁾ See FSMA 2000, s. 90A, Statutory Annotations; ACL Netherlands BV v Lynch [2022] EWHC 1178 (Ch).
- ⁽¹¹⁸⁾ Paul Davies QC, *Davies Review of Issuer Liability, Liability for misstatements to the market*, A Discussion Paper (HMSO, March 2007), para 101-104, 110-112.

- (119) Paul Davies QC, *Davies Review of Issuer Liability, Liability for misstatements to the market*, A Discussion Paper (HMSO, March 2007), para 122.
- (120) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), para. 17. 裁判所はこの規則を「Dog-Leg Nature」と呼ぶ。
- (121) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), Appendix 6.
- (122) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), Appendix 6.
- (123) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch).
- (124) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), para. 442.
- (125) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), para. 444.
- (126) *ACL Netherlands BV v Lynch* [2022] EWHC 1178 (Ch), para. 445.
- (127) 日本金融庁『日本金融商品取引法（旧証券取引法）等の改正経緯』, <https://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/event/20090616.html>. 2022年2月19日に訪問。
- (128) 前田雅弘「虚偽記載のある届出書の届出者等の賠償責任」神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタール』（商事法務, 2018年）440頁。
- (129) 志谷匡史「虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任」神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタール』（商事法務, 2018年）458頁。
- (130) 直接にIPOの資料の作成に関与しない取締役に監督義務を課すことは会社法の立場と一致すると主張する学者が存在する。黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣, 2017年）213頁。
- (131) 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（商事法務研究会, 2015年）194頁。
- (132) 当該条文は1971年証券取引法の改正により導入されたものであり、その主旨は取引市場で株式を取得する投資者を保護するためであると解されている。加藤貴仁「虚偽記載等のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任」岸田雅雄ほか編『金融商品取引法第1巻定義情報開示』（金融財政事情研究会, 2011年）312頁。
- (133) 加藤貴仁「虚偽記載等のある届出書の提出会社の役員等の賠償責任」岸田雅雄ほか編『金融商品取引法第1巻定義情報開示』（金融財政事情研究会, 2011年）313頁。
- (134) 朱大明, 陳宇『日本金融商品取引法要論』（法律出版社, 2017年）35-36頁。
- (135) 神崎克郎=志谷匡史=川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院, 2012年）572頁。
- (136) 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣, 2017年）244頁。
- (137) 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法入門』（商事法務研究会, 1995年）70頁。
- (138) 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『証券取引法入門』（商事法務研究会, 1995年）155頁。
- (139) 江頭憲治郎「企業内容の継続開示」龍田節ほか編『証券取引法大系——河本一郎先生還暦記念』（商事法務研究会, 1986年）207, 208頁。
- (140) 江頭憲治郎「企業内容の継続開示」龍田節ほか編『証券取引法大系——河本一郎先生還暦記念』（商事法務研究会, 1986年）209頁。
- (141) 志谷匡史「虚偽記載等のある書類の提出者の賠償責任」神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタール』（商事法務, 2018年）467頁；黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣, 2017年）221頁。

- ④② 松尾直彦「目的」神田秀樹ほか編『金融商品取引法コンメンタール』（商事法務，2018 年）7 頁。
- ④③ 金融商品取引法 21 条の 2 第 2 項によれば、「前項の場合において、賠償の責めに任ずべき者は、当該書類の虚偽記載等について故意又は過失がなかつたことを証明したときは、同項に規定する賠償の責めに任じない。」と定められている。
- ④④ 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣，2017 年）222 頁。
- ④⑤ 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣，2017 年）244 頁。
- ④⑥ 黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣，2017 年）239 頁。
- ④⑦ Vgl. Fleischer, § 14. Kapitalmarktrechtliche Informationshaftung gegenüber Dritten, in: Fleischer, Handbuch des Vorstandsrechts, 1. Auflage 2006, Rn. 4.

四 比較法の考察による示唆

本論文は、アメリカ、ドイツ、イギリス、日本の四か国の法制度の比較を踏まえて、中国の資本市場に関する立法は、発行市場と取引市場を区別したうえで、取締役の民事責任の基準につき「支配者の責任」を導入すべきであると考えられる。

(一) 発行市場と取引市場の損害賠償責任を区別すべきこと

中国の証券法において発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載を分けて損害賠償責任を定める必要があると考える。その理由について、以下では詳細に述べる。

まず、発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載を区別して定めることは、中国証券法における詐欺防止の法体系に符合する。発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載に明らかな差異が存在する。新株発行において、発行者は故意に虚偽記載を行えば、本来、取得できない資金を得ることができる。その行為の性質は詐欺的な行為となる。したがって、発行市場において立証責任転換及び法定民事責任の方法により詐欺による損害を被らないように投資者の保護を強化しなければならない。証券の発行において証券に関する情報は、基本的には全てが発行者により提供されるものとなるため、投資者が真実、正確、完全な情報を取得することができるかについて、発行者及びその支配者は、大きな支配力を有する。したがって、資本市場法は民法と共同で投資者に対して強力な保護を提供して、民事責任制度の予防機能を果たさなければならない。た

だし、取引市場は発行市場と異なるため、以下幾つかの点を注意する必要がある。第一に、取引市場における情報開示は資金調達に直接にかかわらない。第二に、取引市場における会社の情報は全て会社の情報ではなく、市場の取引価格、株式分析の評論等にかかわるものもある。第三に、会社が虚偽記載を通じて内部者に迎合して相場操縦又はインサイダー取引を行うのであれば、虚偽記載以外の制度によって取締役等の責任が追及される。現代証券法において、取引市場に情報開示を行わなければならない義務は発行者に付けられている。継続的な情報開示制度と臨時開示制度は行政監督の属性を有するものである。これによって、情報開示は多くの証券に関する行政監督規則を遵守して行われなければならない。さらに、証券取引所による自律性のある監督措置、行政監督措置、及び行政責任制度等の規則により情報開示の効果を保障する。

次に、比較法において、「詐欺防止」という目的はイギリスとアメリカの法制度に深く影響している。アメリカの1933年証券法11条に定められた民事責任の由来はアメリカのブルースカイロー（Blue Sky Law）及びイギリスの1890年の取締役責任法となる⁽¹⁴⁸⁾。イギリスの1890年取締役責任法は1899年イギリス Derry v. Peek 事件⁽¹⁴⁹⁾の影響を受けた。Derry v. Peek 事件において、故意に詐欺的な行為を行った場合を除き、取締役は民事責任を負わないとされた⁽¹⁵⁰⁾。1899年 Derry v. Peek 事件の判決はイギリス早期の資本市場の「ゴールド準則」（Golden Legacy）を廃止した。「ゴールド準則」とは、目論見書の開示者は情報を慎重に説明する義務を負い、事実ではないことを事実として開示してはならず、自分が知っている如何なる事実を遺漏せずに開示しなければならないということを用⁽¹⁵¹⁾。Derry v. Peek 事件の判決は「故意に詐欺的な行為を行った」を強調し、根本的に「ゴールド準則」によって要求される情報開示を否定した。当該判決において強調された「詐欺防止」という目的はアメリカの立法に影響を及ぼし、結局、アメリカの1933年証券法は発行市場の虚偽記載に関する民事責任を明確に定めたが、取引市場の民事責任を定めなかった。取引市場の民事責任について、1934年アメリカ証券取引法は比較的緩やかな「支配者の責任」及び判例法に委ねるとされた。これによれば、詐欺的な目的は立法理念からアメリカの立法方式に深刻な影響を及ぼし、最終的に、アメリカでは発行市場と取引市場の民事責任を区別する立法モデルが形成された。

また、「詐欺防止」のために取引市場の民事責任制度を構築する際に、その立

法はより詳細かつ慎重に行わなければならない。数十年の発展を通じて、アメリカの判例において、「支配者の責任」を中心に取引市場の民事責任制度が確立された。ドイツにおいては、ドイツ民法典 826 条の拡張解釈により「故意に詐欺的な行為を行う」が取締役の民事責任を判断する際の重要な基準となる。ドイツの判例において、民事責任を求められる取締役が故意に詐欺的な行為に関与した又は主導したことが要求されている。イギリス法において、取引市場の虚偽記載における取締役の民事責任が定められていないが、判例法において、故意に詐欺的な行為を行った取締役は投資者に対し損害賠償責任を負うべきであると解されている。各国の状況において、会社経営の自由性及び取締役の冒険精神の保護を重要視するため、投資者利益を過度に保護することを行っていない。したがって、アメリカ、ドイツ、イギリスでは取引市場の虚偽記載における取締役の民事責任の立法について、慎重な態度を採っていると見られる。

以上を踏まえて、中国において、発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載を区別すべきであると考え。すなわち、次回の中国の証券法改正において、現行中国証券法 85 条に定められた発行市場の虚偽記載と取引市場の虚偽記載を区別しない立法のモデルを変える必要があると考える。具体的に言うと、中国の証券法において「民事責任」を単独の一章として増設すべきであると考え、中国の実務状況及び理論の発展を踏まえて、民事責任の規定を拡充する必要があると考える。その中に、虚偽記載の取締役の民事責任について、発行市場と取引市場を分けて、異なる種類の取締役の責任構成、因果関係の認定、過失及び抗弁事由、損害の認定及び訴訟時効等の事項を詳細に定める必要があると考える。さらに、異なる種類の取締役の責任範囲についても定める必要があると考える。

(二) 「支配者の責任」を導入すべきこと

1 「支配者の責任」により取締役の責任を限定する

中国では、「支配者の責任」を取締役の民事責任を認定する基準として、詐欺的な発行と継続的な情報開示における虚偽記載に関する取締役の民事責任を判断すべきであると考え。その理由は以下のとおりである。

まず、「支配者の責任」を導入することによって取締役と投資者の間に事実上の信頼関係を構築することができる。取締役は会社の機関である取締役会のメ

ンバーであり、民法及び会社法に定められる取締役の地位に就任した者である。資本市場の価格形成体制と事実上の信頼関係に基づき、取締役は民法と会社法上の民事責任を負うだけではなく、証券法上の民事責任をも負わなければならない。取締役は会社の機関として支配力を行使するときに、機関のメンバーである取締役と投資者の間に信頼関係が形成されることになる。そのため、取締役が対外的に投資者に民事責任を負うという前提の下に考えれば、取締役は会社に対する支配力を有する者であなければならないことになる。

次に、「支配者の責任」は取締役の民事責任を判断する基準として、世界の主要な資本市場に共通する規則となる。そのため、中国は「支配者の責任」を参考にする必要がある。

さらに、「支配者の責任」を導入することは、虚偽記載における取締役の職権と責任の関係を正確に評価することができる。現在、中国の証券法学会において、独立取締役の民事責任を検討する際に、概ね二つの意見に分けられる。一つは、取締役の職務に従って比例的責任を設ける必要があり、法律実務として裁判所に採用された「比例的連帯責任」（過失の程度に応じて一定の範囲内に連帯責任を負う）（以下では“比例的連帯責任説”という）を肯定すべきであるとの意見である⁽¹⁵²⁾。もう一つは、虚偽記載において取締役が果たした具体的な役割を考慮すべきであり、軽過失だけがある取締役に責任を負わせないべきであるとの意見である（以下では“責任類型説”という）⁽¹⁵³⁾。上述した比較法の考察からして、アメリカ等の国は、「支配者の責任」又は「実際に行われた不法行為」を取締役の責任を判断する基準としている。その基準は「連帯責任」又は「比例的責任」と異なり、「責任類型説」に近いものとなる。

「責任類型説」は「比例的連帯責任説」よりも中国の実情に相応しいと考える。その理由を以下で述べる。一つは、「比例的連帯責任説」について、比例的連帯責任は純粹の価値判断であり、法理の基礎が欠けるため⁽¹⁵⁴⁾、民法典に定められる連帯の債務に関する規定と衝突する⁽¹⁵⁵⁾。次に、「比例的連帯責任説」よりも、「支配者の責任」は虚偽記載における取締役の職務と虚偽記載の関係を考慮することができる。「比例的連帯責任説」と「責任類型説」はどちらも「過失に応じて相当する責任」を負わせるべきであると主張している⁽¹⁵⁶⁾が、「過失に対応した相当の責任」は責任の大小、責任の性質、責任の形態、損害の計算方式等を含めて全体から考慮しなければならない。比例的連帯責任の前提は、異な

る類型の取締役がいずれも投資者に対して損害賠償責任を負うべきであることとなる。その具体的な賠償金額の計算について、取締役の報酬を賠償の金額を決定する際に参考にする基準とせず、発行者が投資者に与えた実際の損害を基準として計算する金額に調整を加えて損害賠償金額を確定する。その計算方式の本質からして、証券法上の「詐欺防止」と異なり、責任の予防機能と懲罰の機能を図ることが目的となる⁽¹⁵⁷⁾。「支配者の責任」を取締役の民事責任を判断する基準として導入すれば、責任の機能、責任の類型、責任の形態、責任の金額等の視点から、異なる類型の取締役の職権がコーポレートガバナンスにおいて果たした役割を判明することに有益である。

最後に、「支配者の責任」の導入は法律規範の整備においても意義がある。具体的には、第一に、「支配者の責任」の適用範囲は比較的広範であって、かつ柔軟である⁽¹⁵⁸⁾。虚偽記載の実施者と受益者は虚偽記載という違法行為の首謀者と受益者となるため、詐欺的な行為を抑制する重要な方法としては、その行為の実施者と受益者に民事責任を負わせるべきである。しかし、その責任主体の範囲を過度に拡張すべきではない⁽¹⁵⁹⁾。第二に、「支配者の責任」を導入することは独立取締役の責任を会社内部の責任に転換することができ、社外取締役が取締役会の運行に参与し、業務施行取締役等を監督することによって独立取締役の職責を履行することに資する。上述したように、「取締役の地位」により取締役が民事責任を負うかを判断するという方式を改正し、中国の証券法は「支配者の責任」を導入して、虚偽記載における取締役の責任主体の範囲を制限すべきであると考ええる。

2 「支配者の責任」の構築

中国の証券法において「支配者の責任」を導入する際に、以下三つのポイントがあると考える。

第一に、「支配者の責任」を導入すれば、発行市場の民事責任と取引市場の民事責任を区別する必要がある。上述した比較法の考察において、アメリカ、イギリス、ドイツでは、発行市場の取締役民事責任と取引市場の取締役民事責任が区別されている。その三か国の中、イギリスにおいて、発行市場では「取締役の地位により帰責する方式」が採られており、取引市場では「故意に詐欺的な行為を行ったことにより帰責する方式」が採られている。ドイツにおいて、

発行市場では「支配者の影響により帰責する方式」が採られており、取引市場では「故意に詐欺的な行為を行ったことにより帰責する方式」が採られている。アメリカでは、発行市場では「取締役の地位により帰責する方式」が採られており、取引市場では、「支配者の影響により帰責する方式」が採られている。

中国において、「支配者の責任」を導入すれば、今現在採られている「取締役の地位により帰責する方式」は「支配者の影響により帰責する方式」に変更することになる。これは、最近中国証券法の理論において検討されている“重要な少数者”の主体责任を強化するという法政策と非常に合う⁽¹⁶⁰⁾。これにより、中国の証券法は、発行市場と取引市場両方に「支配者の責任」を導入すべきであると考えられる。また、中国の証券法において発行市場では比較的に厳格的な責任を設置すべきであると考えられる。これによって、発行市場の虚偽記載に関して立証責任転換を設定すべきであると考えられる。つまり、取引市場の虚偽記載に関して、取締役が「支配者の影響」を与えたことについて、取締役に「支配者の影響」を与えていないことを反証する責任を負わせると設定すべきである。また、アメリカ法において、虚偽記載の民事責任に関して発行市場においても取引市場においても取締役の類型を区別することは強調されていない。言い換えれば、業務施行取締役と独立取締役に對して異なる民事責任の制度を定めていない。独立取締役の民事責任追及の規則は裁判所が「支配者の責任」にしたがって発展したものである。中国の証券法は「支配者の責任」を要件とすれば、「支配者の影響」を有しない取締役は責任の主体から排除されるため、一部の取締役の民事責任を軽減・限定することができる。また、最近、中国の法政策において、独立取締役が非独立取締役の損害賠償責任につき「共通する部分があるが、区別すべき部分もある」が強調されている。独立取締役が負う損害賠償責任の形式、比例部分（割合）、金額を合理的に認定することは、「共通する部分があるが、区別すべき部分もある」という中国の法政策に合う⁽¹⁶¹⁾。これにより、「支配者の責任」を導入することにより、「共通する部分があるが、区別すべき部分もある」の取締役民事責任を実現することができ、取締役の虚偽記載における実際に果たした役割を公平に評価できると考える。

第二に、「支配者の責任」を導入すれば、「支配者の影響」を有しない独立取締役に過失がある場合は、当該独立取締役が対外的に投資者に直接に賠償責任を負わないこととなる。但し、それは全ての民事責任を負わないというわけで

はなく、会社の内部関係において、上場会社が過失がある独立取締役に対して求償することができる。また、上場会社の取締役会又は監査役会は、責任を負うべき独立取締役に対して積極的に民事訴訟を提起しなければ、会社法に定められる株主代表訴訟を適用して、適格要件を満たす株主により会社を代表して独立取締役に対して代表訴訟を提起することはできる。なお、中国において、中国证券监督管理委员会等により証券市場の投資者保護の専門機構として投資者保護機構が設置された。投資者保護機構が中小株主を代表して取締役の損害賠償訴訟を追及するために株主代表訴訟を提起することは中国の証券法に認められている⁽¹⁶²⁾。例えば、大知恵株式会社事件において、発行者となる大知恵株式会社は投資者に損害賠償責任を負った後、大知恵株式会社は積極的に会社の取締役と高級管理職に対して損害賠償を求償する訴訟を提起しなかった。そのため、投資者保護機構は中国会社法 151 条と中国証券法 94 条に従って株主代表訴訟を提起して、取締役と高級管理職の損害賠償責任を追及した⁽¹⁶³⁾。

第三に、「支配者の責任」を導入することにより、現行中国証券法 85 条が定める「取締役の地位による帰責の方式」に替えることは、資本市場における虚偽記載の民事責任に限った対応である。行政責任についても「支配者の責任」を採るべきかについては、別の課題で研究する必要がある。

⁽¹⁴⁸⁾ See Alistair Alcock, *Liability for misinforming the market*, Journal of Business Law, 2011, 3, 243, p. 243.

⁽¹⁴⁹⁾ 5.708 The history of the legal treatment of offers of securities, Palmer's Company Law, Volume 1, Chapter 5.7 Civil Liability in Respect of Offers of Securities, Reviewed: July 2013.

⁽¹⁵⁰⁾ Derry v Peek (1889) 14 App. Cas. 337.

⁽¹⁵¹⁾ Henderson v Lacon (1867-68) L.R. 5 Eq. 249.

⁽¹⁵²⁾ 丁宇翔：「証券発行における虚偽記載に関する仲介機構の責任」、《環球法律評論》2021 年 6 号、170 頁；史欣媛「比例的連帯責任は虚偽記載に関する仲裁機構の責任認定」《河南省財經政法大學學報》2022 年 4 号、42-43 頁。

⁽¹⁵³⁾ 李志剛「証券虚偽記載の紛争における独立取締役の賠償責任」《人民司法》2022 年 1 号、106-107 頁。

⁽¹⁵⁴⁾ 李志剛「証券虚偽記載の紛争における独立取締役の賠償責任」《人民司法》2022 年 1 号、106 頁；王琦「虚偽記載に関する仲介機構の民事責任の理論」《法学家》2023 年 1 号、108-109 頁。

⁽¹⁵⁵⁾ 王利明編集「中国民法典評釈——契約総則編」（中国人民大学出版社，2020 年版）272 頁。

- (156) 李志剛「証券虚偽記載の紛争における独立取締役の賠償責任」《人民司法》2022年1号、107頁。
- (157) 「比例的連帯責任」は民法外に創設したものであって、やむを得ないときの選択権でもある。邢会強「資本市場のゲートキーパー理論と我が国に適用する問題と解決方法」《政法論壇》2022年6号、184頁。
- (158) Bradshaw v. Van Houten, 601 F. Supp. 983 (D. Ariz. 1985); Fey v. Walston & Co., 493 F.2d 1036 (7th Cir. 1974); 支配者の構成要件に「代理関係」を要求しないと認定する裁判所が存在する。See Jones v. First Equity Corp. of Fla., 607 F. Supp. 350 (E.D. Tenn. 1985).
- (159) 郭雳「証券詐欺の法律責任の限界」《中外法学》2010年第4期、639頁。
- (160) “重要な少数者”には支配株主、実質的支配者、取締役、監査役、高級管理職が含まれる。俞坤「持株削減の新規制と上場会社規制の運用」『証券法苑』2017年3巻48頁；湯欣・陳思含「上場会社と「重要な少数者」の行政責任の区別」『証券法苑』2021年34巻25頁。
- (161) 2023年4月に中国の國務院により公布した《上場会社の独立取締役制度改正の意見》の二（七）条。
- (162) 中国証券法95条3項によれば、投資者保護機構は50名以上の投資者の委託を受けた場合は、投資者を代表して虚偽記載の行為者とその他の関係者を訴える権利を有する。その訴訟の構造において、投資者機構が証券虚偽記載の民事責任を追及するために提起する訴訟（特別証券代表人訴訟）には、オプトアウト規則の適用があることはその最も大きな特徴となる。この点はアメリカの集団訴訟と似ている。中国の証券代表人訴訟の詳細について、郭雳：《投資者保護センターが特別証券代表人訴訟に参加する基準：理論の視角と改善の意見》《投資者》2020年第2期；陳潔《新証券法における投資者保護制度の三大中国特色》，投資者2020年第2号，等を参照。また、中国証券法における特別代表人訴訟とそのほかの立法例との比較について、Robin Hui Huang, *Class Action in China: Challenges and Opportunities*, in: Fitzpatrick & Thomas (eds.), *The Cambridge Handbook of Class Actions*, Cambridge University Press, 2021, p. 350-365. を参考。
- (163) 投資者保護センター：監督型の小株主訴訟と投資者保護のイノベーション。http://www.isc.com.cn/html/dzha/20230223/4619.html 最後訪問日：2023年4月9日。大知恵株式会社事件において、上場会社となる大知恵株式会社は利益を虚偽する行為を行ったため、大知恵株式会社とその支配株主及び大知恵株式会社の取締役は投資者に3.35億人民元の損害賠償責任を負うことになった。2023年2月16日までに、大知恵株式会社は全ての損害賠償責任を履行した。

五 結論

上述した比較法の考察からすれば、アメリカ、ドイツ、イギリス及び日本において証券の虚偽記載における民事責任制度に関して発行市場と取引市場が区

別されている。各国の発行市場における民事責任制度に関して投資者保護の目的が比較的に重要視されることは見られる。イギリスの金融市場法と1933年アメリカ証券法において目論見書に存在する虚偽記載に対して取締役が民事責任を負わなければならないと定められた。ドイツにおいて、取締役の民事責任を認定する時に、「経済的利益」と「支配者の影響」を構成要件の重要な要素として考慮しなければならないと強調されている。取引市場の民事責任について、各国は比較的に緩やかな規制を採っている。アメリカの判例法では、1934年証券取引法に定められる「支配者の責任」が取締役の民事責任を判断する際の主な根拠とされている。ドイツとイギリスにおいて「故意に行った詐欺的な作為」は取締役の民事責任を判断する時の重要な根拠とされている。これにより、各国は「取締役が情報開示に実際果たした役割」を重要視していることは分かった。アメリカ、ドイツ及びイギリスにおいて、取締役の民事責任に関して発行市場と取引市場を区別して取締役の責任を定めた理由は、「投資者の利益保護を無限に追及する」や「情報開示に違反した行為を徹底的に予防する」ためだけではなく、「詐欺防止」が証券市場の最も重要な目的となるため、守らなければならないのである。中国の証券法において、「詐欺防止」を取締役の民事責任を規定する最も重要な目的とし、発行市場と取引市場を区別するうえ、「支配者の責任」を導入することによって、上場市場における取締役の具体的な職務とその実際の行為に依拠して取締役の民事責任を認定すべきと考える。

中国の実情に基づき、世界各国の経験を参考にして立法することは中国の法律発展の重要な方式である。現在、中国は法律の現代化を実現するよう改革を行っている。その段階では、中国は法律の体系と法律の解釈に注目しなければならない。諸先進国の経験も参考にしなければならないと考える。虚偽記載における取締役の民事責任について、その機能の比較と中国の実情に基づき中国証券法を改正することにより中国資本市場の法体系を整備することができ、証券法の中国経済に対する制度的な役割を実現することもできると考える。

【座談会】

「企業買収における行動指針」の検討

＜参加者＞（五十音順）

飯田秀総（東京大学大学院法学政治学研究科 教授）
 石綿 学（森・濱田松本法律事務所 弁護士）
 加藤貴仁（東京大学大学院法学政治学研究科 教授）
 三瓶裕喜（アストナリング・アドバイザー LLC 代表）
 田中 亘（東京大学社会科学研究所 教授）
 角田慎介（野村證券株式会社 経営役）
 藤田友敬（東京大学大学院法学政治学研究科 教授）＜司会＞

〈目次〉

1	企業買収行動指針の意義：企業買収行動指針第1章	113
2	企業買収行動指針の基本的なスタンス：企業買収行動指針第2章	133
3	買収提案を受けた対象会社取締役・取締役会の対応： 企業買収行動指針第3章・別紙1	156
4	買収に関する透明性の向上：企業買収行動指針第4章	178
5	買収への対応方針・対抗措置：企業買収行動指針第5章， 別紙2，3	188
6	むすび	210

1 企業買収行動指針の意義：企業買収行動指針第1章

(1) 企業買収行動指針を定める意義

藤田 2023年8月31日、経済産業省によって「企業買収における行動指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(行動指針)が公表されました。この文書は公正なM&A市場における市場機能の健全な発揮により、経済社会にとって望ましい買収が生じやすくなることを目指し、買収を巡る両当事者や資本市場関係者にとっての予見可能性の向上やベストプラクティスの提示を目

指すものです。典型的なソフトローであると同時に、現在、非常に注目を集めているものでもありますので、本誌で取り上げるのにふさわしいと考え、本座談会を企画いたしました。なお『ソフトロー研究』では、これまでも経済産業省関係の文書について検討したことがあります⁽¹⁾。いずれの座談会もかなり大部で相当立ち入った議論がなされていますが、今回も同じように詳細な検討をできればと思っております。

それではさっそく企業買収行動指針の意義として、指針の第1章に関係するところから検討したいと思います。最初に皆様にお伺いしたいのは、企業買収行動指針を今定めることの意味についてです。それと関連して、過去の指針類との関係はどう理解すればいいか、この行動指針の目指す方向性はどのようなものかといったことを確認してまいります。企業買収関係では、2005年に経産省と法務省の共同で「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(買収防衛指針)が公表され、その後、2008年にそれを補完する意味で、企業価値研究会より「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(2008年報告書)が公表されています。これらが今回の指針の直接の前身なのでしょうが、そこから数えるともう15年も経過していることになるわけで、その間に2019年に「公正なM&Aの在り方に関する指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」(公正M&A指針)が公表されています。このような流れで今回の指針があるわけですが、今現在こういう文書を策定することの意味、過去の文書との関係、今回の基本的な策定の動機やスタンス等についてご自由にご意見いただければと思います。

角田 いわゆる防衛策、事前導入型の新株予約権無償割当による対抗措置については、当初の役割を終えたとは言いませんが、機関投資家からの反対が強く、逆に有事導入型も状況次第では機関投資家含む株主の承認を得られることが分かり、機能する類型や受け入れられるやり方が裁判例を通じてはっきりとしてきました。防衛策だけを議論、更に整理するだけだったら、やる意味は少なかったのかなと思います。そもそも防衛策自体は、何らかの提案、対象

(1) 神田秀樹＝柳川範之＝神作裕之＝藤田友敬＝田中亘＝草野耕一＝大崎貞和「(座談会) 企業価値研究会報告書『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』について」ソフトロー研究12号143頁～227頁(2008年)、飯田秀総＝石綿学＝加藤貴仁＝神田秀樹＝後藤元＝田中亘＝角田慎介＝藤田友敬「(座談会)『公正なM&Aの在り方に関する指針』の意義と影響」ソフトロー研究30号63頁(2020年)。

会社はその時点では望んではいないもの、企業買取行動指針の用語で言うと同様な買取提案が来た時にどう振る舞うか、どう対抗できるのかをまとめたものだと思います。M&Aには、経営者が自ら取締役会に付議する友好的提案もありますが、同意なき買取提案のやり方、受領した際にどう取り扱うか、対抗措置の設計と導入・発動、他の選択肢との比較検討、情報開示、更には提案が来る前の平時の経営の在り方など大きな塊で議論できたのは非常に意義があったと思います。私は前回の公正 M&A 指針のメンバーでしたが、いきなり第三者間の M&A 取引までソフトローを作るのは簡単ではなかろうという趣旨もあったのか、MBO、親子間取引という関係者間で構造的利益相反性が高いものだけを念頭に置くものでした。これを第三者間取引のところに拡大していくのも、あの時点からやりたい、やるべきだなと当時のメンバーの皆さんも思ってきたことなのではないでしょうか。防衛策の整理により必然的に第三者からの提案を取り扱うことになり、公正 M&A 指針の範囲外にあえて残したのも、第三者間の M&A、経営支配権に関わる際に関係者がどう行動すべきかと合わせて議論できる研究会になり、しっかりとしたものが生まれたと考えています。

藤田 ありがとうございます。防衛策だけではなくて、より対象を広げて、対象会社及び買取者の行動のあり方全般に関する提言をする点に意義があるということと、そういう意味で公正 M&A 指針との連続性があるということですね。そして公正 M&A 指針では構造的利益相反がある場合に限定して検討したのに対して、今回は対等当事者間で買取を含む買取全般について検討した点で、公正 M&A 指針の発展形としての側面も相当あるということですが、今の点も含めていかがでしょうか。

田中 指針の文章の中で、この指針の基本的な立場を表していると思われる部分はいろいろあるのですけれども、その中でも特に、「第6章 おわりに」に書かれている、「経営支配権が移転する買取取引において市場機能が健全に発揮され、企業価値の向上と株主利益の確保の双方に資する買取が活発に行われるようになることは、M&Aによるリソース分配の最適化や業界再編、資本市場における健全な新陳代謝が進むことが期待される我が国の経済社会にとって、目指すべき姿といえる」という文章が重要であり、このような方針が、今回の研究会を作る時から、かなり強く経産省によって打ち出されたと思います。実は、この確定した文章は、当初の案と比べるとやや穏当になっていて、研究

会で最初に案として出てきた文章は、もっと先鋭的で、我が国では、「これまで望ましい買収であったとしてもそれが実現しないこともあった」と書かれていました⁽²⁾。やはり、日本において、企業価値の向上や経済の活性化につながるような買収再編が必ずしも充分に行われていないのではないかというある種の危機意識みたいなものがあって、それが、この指針の策定の一つの重要な動機になっているように思います。このような問題意識から、特に買収提案を受けた時の、対象会社の経営陣や取締役会がとるべき対応について、かなり従来にない踏み込んだ記述をしている。それは一言で言えば、真摯な提案に対して真摯に対応するべきだということですが。もちろん、その半面で、濫用的な買収提案とかがままあるという声もあり、指針はそちらに対処する必要もありますので、それほどシンプルに、指針の全てが、買収提案に対して積極的に対応すべきというポリシーで貫かれているとはいえません。ただ、従来、経産省が作ってきた買収に関する指針と比較すると、経済の活性化につながるような買収を促して行く、またそれに対する障害を除去して行くことが望ましいという考え方が、かなり強く打ち出されていると思っております。

藤田 適切な買収の活性化がリソースの分配の最適化や業界再編、資本市場における健全な新陳代謝につながるという買収に対して前向きな見方を背景にした文書であるとすれば、悪い買収に対してどうやって防衛するか、どういう防衛が許容されるかという側面が正面に出ていた2005年の買収防衛指針や2008年報告書とは、性格が違うのかもしれませんが。企業買収行動指針を紹介した日本経済新聞2023年5月28日記事では、「買収拒否ハードル高く、『敵対的』は『同意なき』に言い換え 企業価値の向上促す」という見出しのもと、「これまでの指針では買収価格が妥当かどうかなどに焦点を当て、公正なM&A市場にすることを目指してきた。新たな指針では、買収によって企業の成長を促すことに主眼を置いた。」としています。企業買収の活性化を促進する方向性で理解しているようですね。そういう意味でも、企業買収行動指針は、公正M&A指針との連続性があるのでしょうかね。

角田 そうですね。公正M&A指針では、上場子会社の利益相反や非効率性

(2) 第8回公正な買収の在り方に関する研究会(2023年4月28日)資料3「指針原案(第8回研究会での議論用)」37頁(https://www.meti.go.jp/shingikai/economy/kosei_baishu/pdf/008_03_00.pdf)。

が問題として政府・経済界でも取り上げられていたことも背景にあったと思うので、今、田中さんがおっしゃられた買取の促進という、背景にある危機意識とのつながりはその通りだなと思いました。前回も今回も、裏テーマとして経済社会が要求するものに答える形になったとの意味で、公正 M&A 指針と連続性があるということですね。

石綿 まず、今回の指針は、わが国の M&A 実務に相当のインパクトを与えたいと思います。わが国においては、買取の対象となった会社の取締役の行為規範が明確ではないという問題があります。ご承知の通り、米国のデラウェア州の判例法理においては、対象会社の取締役の信認義務に関し、かなり精緻な議論がされています。これに対し、日本においては、この点に関する判例法理や学説が非常に不足しているため、我々実務家などは、具体的な案件があると、まず米国の判例法理で整理し、そのうえで日本法と米国法の違いを加味して考え、日本法であればここまででいいのではないかとといったような思考回路を採ってまいりました。もちろん、わが国にも、第三者割当増資の場合の不正発行の差止めの基準としての主要目的ルール、利益相反構造のある取引についての公正 M&A 指針の示したルールといったような、特定の取引類型に関するルールはあったわけですが、より広義の買取提案に対する対象会社の取締役の行動のあり方については、十分な議論がされてきておりませんでした。

一方で、最近、同意なき買取提案というのは増加してきております。その中には、資本市場が眉をひそめるような泥試合が行われることもあり、わが国においても、買取対象となった取締役の行動のあり方についての議論をより活性化する必要があったと思います。今回の指針は、買取の対象となった会社の取締役の行動指針をベストプラクティスという形で示しているものです。これがたたき台となって議論が進化し、実務が形成され、いずれ判例理論に取り込まれるいくことによって、わが国の実情に合った、買取対象会社の取締役の行為規範が形成されることが望ましいと思います。

今回の指針は、2005 年の買取防衛指針とは、だいぶ色彩が異なると思います。2005 年のときは、会社法において対価の柔軟化が認められ、それに伴い敵対的買取が増加するのではないかと、そうなった時に日本企業の備えがないのではないかと、ということが問題となり、平時に買取防衛策を適法に導入するための要件の整備が行われました。今回の指針は、そのような限定された場面にと

どまらず、買収の対象となった取締役の行為規範についてより幅広い形で議論するものかと思います。

三瓶 資本市場の現場からの感覚なのですが、2005年の買収防衛指針、2008年報告書が今回の指針の直接の前身なのかもしれませんが、2014年のスチュワードシップ・コード、2015年のコーポレートガバナンス・コード導入から始まった一連のコーポレートガバナンス改革の文脈が色濃くて、2019年に公表された公正M&A指針の発展形と私は捉えています。今回の指針が作られたその背景に三つのキーワードがあるように思っています。それは、「有事の買収防衛策」、「少数株主権利の保護」、そして「経済の活性化」です。まず、有事の買収防衛策が、事業会社からすると意外に、機関投資家から賛成票を得られて可決することがあったということ。二つ目の少数株主権利の保護は、公正M&A指針ではそれが焦点でしたし、海外からも日本がいよいよ少数株主権利の保護の整備を進めていると関心が高まっている中で、買収者と対象会社の対立事案が増え少数株主のインフォームド・ジャッジメント確保への懸念が顕在化してきた。そして、経済の活性化については、買収対象会社自身の活性化、すなわち、事業変革とか経営変革とか、その企業の経営に関する変化ですね。それをもっと広げていって、最終的に経済活動の活性化を通じて日本経済の全体最適を促進するという。これはもうずっとガバナンスコードができてから続いてきてることで、最初の2015年のガバナンスコードの時にもすでに「原則1-5、いわゆる買収防衛策」には、買収提案を防衛策によって不当に断らないでしっかりと検討すべきということが書かれているんですね。しかし、あまり注目されてこなかった。その後、2020年の「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～」など、事業再編の検討や無作為を取締役会が監督する必要性を訴え、2021年改訂のコーポレートガバナンス・コードでは、事業ポートフォリオに関する戦略の実行を取締役会が実効的に監督を行うべきなど、もっと取締役会が責任をもって監督し必要な事業変革や経営変革を促すようないろいろな指針が出揃ってきた流れの先に位置付けられ、M&Aを通じた事業再編における取締役・取締役会の行動規範の明確化が必要になってきたということではないかと思います。

そして、足元の2021年・2022年の資本市場での動向も検討を促す重要なきっかけになっていると思います。例えば、平時の買収防衛策については2005年・

2008年に整理した。ところが有事の買取防衛策は2005年の買取防衛指針、2008年報告書では対象にしていない。買取防衛策は一般的に機関投資家が反対すると思われていたが、実は有事の買取防衛策については機関投資家が賛成する場合がある。これは一体どういうことなんだとわからない部分もあって、機関投資家にどのような場合なら受け入れられて、どのような場合は受け入れられないのかを整理したい、ということがあったんじゃないかと思います。また、先ほども何度か出しましたが、MBO指針を改定して公正M&A指針が策定された際に対象はMBOに加えて完全子会社化もその範囲になりましたが少し拡大しただけで、一般的な買取は入ってこなかったのも、公正M&A指針をもとに一般的な買取も含めて全部考えて、残されている範囲を全部カバーした指針が必要という感じでしょうか。そのような時に資本市場からの注目度がぐんと上がったのは、東証で2022年7月から始まった「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」で、2022年4月4日の市場区分再編の際に設けていた経過措置の終了時期を検討し始めたことです。簡単にいうと、当該市場の上場基準に未達の状態になっている流通株式時価総額を大幅に引き上げないといけなから一つの方法としてM&Aが連想されます。もう一つは同じく東証がPBR1倍割れの会社が多すぎるということで、2023年1月頃から具体的な検討が始まり、3月末には正式にプライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象に改善に向けた方針や目標・計画策定・開示を要請したことです。これも、市場に評価される企業価値向上ができない経営者は交代すべきで、当該会社が自ら経営変革できないなら、第三者による経営権の取得による経営変革をすべきと投資家はそんなことを連想するわけです。そのような時期に経産省で本指針の検討が始まったので、東証の取組みとの連動性・整合性に関して2023年2月から3月にかけて実施された「主要論点についてのパブリック・コンサルテーション」は買取抑制的なのか買取促進的なのかどちらの方向を向いているのか曖昧で心配になったので、期待しかけていた投資家、特に海外投資家は敏感に反応して、不満を表明する厳しいコメントを投げかけた。そんな感じじゃないかと思います。

藤田 貴重なご感触をありがとうございます。確かに2019年の公正M&A指針の延長にあるような面がある一方、三瓶さんのご指摘の通り、有事導入の防衛策の限界を明らかにしたいということも、検討動機になったことは否めな

い面はあると思います。2021年に有事導入の有名な裁判例がいくつも出されて、たとえば東京機械製作所事件（東京地決令和3年10月29日金判1641号30頁、東京高決令和3年11月9日金判1641号10頁、最決令和3年11月18日金判1641号48頁）の位置等も重要な関心事になった。これも一つの動機だったことは間違いないと思うのですが、今回の公正な買収の在り方に関する研究会は、それに尽きない公正 M&A 指針からの大きな流れの中での検討作業でもあったという複合的な性格を持っていることなのでしょう。ここまで研究会に参加された委員の方々の意見をお伺いしましたが、飯田さん、加藤さんからも、何かあればお願いできますか。

飯田 やや外在的なコメントですが、一つは2005年の買収防衛指針と2008年報告書のアップデートとして企業買収行動指針を位置づけることができると思います。もう一つは、もう少し抽象的な話ですが、コーポレートガバナンス改革という2015年ぐらいからソフトローとハードローの両面から大きく動き出した流れの文脈からも位置付けられると思います。いわゆる内部からのガバナンスと外部からのガバナンスという視点でいうと、社外取締役など取締役会のあり方の改革を通じて、内部のコーポレートガバナンスを強化するという流れが、法改正も含めて、かなり動いてきたところだと思います。それに歩調を合わせるような形で、実際の市場では敵対的買収ないし同意なき買収、また株主アクティビズムなどの外部からのガバナンスが盛んになってきたと思います。外部からのガバナンスに関わるルール形成は、裁判にならない限りあまり動かないわけですから、企業買収行動指針でかなり包括的に議論されたことに意義があるように思います。そういう広い意味でのコーポレートガバナンス改革の一連の流れでも企業買収行動指針を位置づけられると考えています。

加藤 研究会が設置された当初は、先ほど藤田さんがおっしゃったように2021年に買収防衛策に関する重要な司法判断が相次いだ後でしたので、やはり買収防衛策に関する議論が中心になると思っていました。しかし、結果としてはそれにとどまらず、非常に対象の広いガイドラインができたことについては、興味深く色々と議論を拝見しておりました。これはいい意味での驚きで、とても良いことだと思います。なぜかと申し上げますと、買収防衛策は重要ですが、買収法制の一つの要素にすぎなくて、司法判断の積み重ねではどうしても全体的な整合性が取れない部分があると思うからです。石綿さんがおっしゃった、

対象会社が買取提案を受けた場合の行為規範は、本来であれば、買取提案を受けた際、買取防衛策を導入することを決定する前の段階で、こういった行動をとるべきかという問題、これは買取提案を受け入れることにも関わってくるものであって、やはりなかなか司法判断だけで望ましい行為規範が出てきにくい問題であると思っていました。そういった観点からは、企業買取行動指針によって、最終的に買取提案を受けて、その買取に応じるかどうかの決定に関する一連のプロセスの中で、こういったことを対象会社の取締役が検討しなければいけないかということが明確な形で示されたことは、今後の買取法制の発展にとって非常によいことであるとは私は思っています。

藤田 私自身の感想も少しだけ申し上げますと、まず皆様の言われたご感想には共感しており、その通りだと思っております。それに付け加えますと、まず、今回の指針が企業買取の活性化を促進する方向であることは最終的には明らかにされたと思うのですが、実は2022年11月に公正な買取の在り方に関する研究会が始まった時点では、全く別の方向で検討が進められるのではないかと懸念を引き起こすような周辺事情があったのではないかと思います。近年、研究者や実務家の一部から日本のM&A規制が不十分であることに付け込まれて日本のマーケットは外資系ファンドがやりたい放題ができる場になっているといった声が聞かれるようになってきました。加えて、論理的には別の話なのですが、近年経済安全保障の重要性ということが説かれ、外資系による日本企業の買取によって情報の海外への流出が懸念されるようになっていきます。両者は本来別系統の話なのですが、政治的に共鳴する可能性があって、そうなると日本企業の買取防衛を強化するような方向に向かいかねない。さらに悪いことに、数年前起きた東芝事件では、経済産業省が外資系ファンドによるガバナンスに介入したのではないかとということが取り沙汰されました。この事件の真相はよく存じませんし、外資系ファンドの言い分が全面的に正しいとは限らないですが、部局こそ違うものの、経産省に設置された企業買取の研究会で新たなルール策定に向けて検討が始まったことに対して、投資家サイドからある種の警戒感が起きてても不思議はなかったと思います。三瓶さんの言われた2019年の公正M&A指針あたりから、せっかく日本におけるM&A関連のルール作りのあり方について海外機関投資家が見直し始めたというのに、それに逆行することが起きるのではないかと恐れる人も出てきて、実際3月の

フィナンシャル・タイムズの記事(“Japan takeover reforms raise worries over protectionism”, Financial Times March 13, 2023)では——事実誤認と偏見に基づく面が多分にありますが——, こういう論調が前面に出ていたと思います。実は公正な買収の在り方に関する研究会の事務局のスタンスは, 適正な企業買収を促進するという方向性で一貫してたのですが, 外部からは必ずしもそう見てもらえず警戒された可能性があると思います。そういう中で, 4月に原案が示されて, 企業買収を促進する方向で指針が構想されていることが明らかになったのは非常に大きかったと思います。ただ, 行動指針への誤解はなくなっても, 先ほど言ったような, 企業買収自体や外資系ファンドに対する反発が世の中から消え去ったわけではなく(『企業買収における行動指針(案)』のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省考え方」No.12, 13, 14参照), 行動指針のスタンスに対する反発や行動指針を本来の意図に沿わない形で利用しようという動きが出てくる可能性が全くないとは言えないことには, 今後とも注意してゆきたいとは思っております。

角田 藤田さんのお話を聞いて, 外為法が改正されたからNTT法も改正を議論できるという記事を思い出しました。外為法という安全保障について別の仕組みができたことによって, M&A促進の方向で制約少なく議論できた面があると思います。経営支配権の市場もコンテストブル(contestable)に, 外部からチャレンジできるようにする。製品やサービス市場における議論のように, コンテストブル, 外部から参入が可能であれば効率性が向上するという観点では, やはり日本の経営支配権市場は全くと言ってよいほどコンテストブルではありませんでした。経営支配権についても外部からチャレンジできる, それにより実際に支配が移転したり, 緊張感を持った平時の経営促進によって経済社会の発展につなげるという方向を示せたのがとてもよかったかなと思います。

藤田 どうもありがとうございます。いずれにせよ, 少なくとも本座談会のメンバーの間では, 今回の行動指針が企業買収の活性化を促進する方向であることを積極的に評価することは一致してるようですので, 次に移りたいと思います。

(2) 企業買収行動指針は実務的に大きな影響を持つと予想されるか？

藤田 次は、行動指針は実務的に大きな影響を持つと予想されるかという質問です。すでに若干の感想は頂いたところではあるのですが、行動指針は、すでにもう一定の影響を持ち始めているのでしょうか。たとえばコスモホールディングスの買収においては、まだ「企業買収における行動指針（案）」に係るパブリックコメントが開始される前から、買収者側が採択されるであろう指針を引き合いに出して買収者の議決権を除外した承認の決議について非難しております（なお163頁の【追記】参照）。ニデックによるTakisawaの買収でも、行動指針が近々採択されるであろうことを前提に、対象会社が行動指針に沿った行動をすることを強く求めています（なお201頁の【追記】参照）。このように、そもそも最終的に採択される前から行動指針の内容が援用されたわけですから、今後も行動指針をベースに買収当事者が自分たちの立場を正当化しようとしたり、行動指針の枠組みに沿って買収の交渉や攻防が行われることが予想されるのでしょうか。

三瓶 はい。詳しくは角田さんからお話ししていただけたと思うので、私は簡単に。コスモエネルギーホールディングスの件は、タイミングからすると、シティインデックスイレブンス側は「公正な買収の在り方に関する研究会」とは関係なく進めていて、途中から指針案が検討されていることに関心を持ち、使えるところがあれば使おうと考えて参照したという感じだと思います。ただ、指針原案や公正な買収の在り方に関する研究会の事務局説明資料からの引用があることから、丁寧に同研究会の資料を読んだ痕跡があります。この件では、(MoM) 決議の有効性・妥当性が焦点ですが、大規模買付者側は買収防衛策の発動を差し止める仮処分命令申立をしようと言っているもので、その場合に裁判所がどういう判断を下すかが今後に大きく影響すると思われるので注目しています。私は、この件での(MoM) 決議の有効性・妥当性には懐疑的です。

ニデックの方は、タイミング的にこの企業買収行動指針の検討が進んでいることを念頭に置いて、おそらく公正な買収の在り方に関する研究会での検討過程を非常に子細にフォローして、今回の指針を励行した形で対象会社の抵抗余地を残さないような、徹底して外堀を埋める方法を随分考えた上で、アクションを起こしたという印象を持っています。例えば、対象会社に買収提案を通知すると同時に、その内容を詳細に公表することで、対象会社は受領した買収提

案について取締役会に報告しなければいけないけれども、速やかに詳細まで全て報告せざるを得ないような状況に追い込み、且つ、「株主意思の原則」や「透明性の原則」を遵守し対象取締役会、特別委員会及び株主が十分検討できるよう合理的な範囲で追加の質問にも回答するとしてインフォームド・ジャッジメントする機会の確保を明言しています。こうした真摯な提案に前向きな答えを出さないと対象会社のほうに問題があるというぐらいの準備をしたという印象です。これまで日本では買収者関係者が躊躇したり、または、対象会社の不同意により成立しにくかった unsolicited な買収提案であっても、株主共同の利益を確保し企業価値を向上するものであれば、真摯な買収提案・望ましい買収として成立することを証明する事例になることを期待しています。

角田 先ほど紹介された記事のように、当初は買収防衛策についての議論と取り上げられたこともあり、買収者、防衛側もあまり新しいもの、大きな変化はもたらさないと考えていたでしょう。真の意図というのでしょうか、経営支配権の市場も外部から挑戦歓迎というような趣旨が現れたところから、今回の指針を踏まえて具体的行動方針を考える、変えつつあると思います。投資銀行業界からみえる今回の指針への企業側の反応として典型的なものは、PBR が一倍以下という状況をどう改善していくのか強く東京証券取引所から言われたこともあって、しっかりと企業価値を上げることが、外部から経営支配権について挑戦されない、同意なき買収提案されないためにも重要である。企業として防衛策に頼るのではなく、しっかりと企業価値を向上するにはどうしたらよいのかという相談が増えています。防衛策導入・発動を法務アドバイザー、株主総会の票集めを IR コンサルタントが手伝い、企業価値向上策は後回しだった昔と比べると、財務アドバイザーに相談することが増えたというのが、最初の側面ですね。2つ目、多少の摩擦があっても急いで再編したいという企業、経営者は、企業買収行動指針の分析をして実際に活用しようという動きがあると思います。ただし、買収提案と同時に公表して当事者間努力をバイパスして株主・外部の圧力を期待する買収が数多く追隨して出てくるのかは注目すべき点です。企業買収行動指針の基本は、真摯な提案に対して真摯に対応するべきであり、同意なき提案でも真摯であればもう無視できないというものなので、まずは同意なき状況でも、真摯に提案して提案の事実自体は公表しないで、対象会社取締役会にもしっかりと考えてもらうのがむしろ主流になるのかもしれない

ん。他業種相手で独占禁止法・競争法上の懸念もなければ、ノールックでTOBを開始することもできますが、同業同士での統合では確認しなければならないこともあり、最低限のデューデリジェンスが必要となるケースもあります。水面下という言葉はよくないですけど、外部公表をしない前提の真摯な提案を取締役に付議いただいて、デューデリジェンスの機会を得る、交渉に入る同意を得るために価格を上げるというようなまだ外部から見えていない企業価値向上につながる交渉が増えつつあるのではないかなと期待しています。

石綿 先ほどの藤田さんのご質問にご回答いたしますと、今回の指針は、わが国のM&A実務に大きな影響を与え始めていると思います。まだ公表されていない案件ですけれども、同意なき買取の対象となっている対象会社において、社長以下の役員が丁寧にこの指針を読み込んで、「この指針のこの箇所はどのように解釈すべきか」みたいなことを子細に聞いてきたりするというようなこともあり、対象会社の取締役の方々が真剣にどうあるべきかということを議論する場面を直近拝見しております。また、買取サイドの側も、この指針を利用して対象会社の固い扉をこじ開けられないか、真摯な買取提案として取り扱ってもらうためには、どこまでのことをする必要があるのかといったことを検討したり、調整したりとしている状況です。そういう動き自体は非常によいことですし、どんどん進んでいけばいいと思うのですが、最初に出てくる案件は、できれば比較的綺麗なものであってほしいと思っております。その良し悪しはさておき、日本の企業社会から感情的な反発を受けやすいようなカテゴリーの買取が先行しますと、この指針を通じた取組み自体に社会的にネガティブな評価がなされてしまうためです。綺麗なものからスタートして、この指針が自然と社会に浸透していってくれるのが理想です。

藤田 三名の実務家からご意見頂きましたが、行動指針が強い影響を持ち、買取側にせよ、対象会社側にせよ、行動指針に沿った形で、自分たちの立場を正当化する議論を組み立てるような方向になって行く傾向が、もうすでに見え始めているようですね。また、石綿さんの言われた懸念もよくわかります。将来的にはいろんな方が利用されればいいのですが、行動指針の採択後、批判を受けやすい属性の買取者によって最初に援用されたりすると、行動指針が色眼鏡で見られかねないのが多少気になるころではあります。そのあたりは、行動指針に沿った適切な議論か否かをきっちり見極めるような議論をするとい

う対応しかないでしょうかね。

角田 第6章に「本指針が、対象会社・買収者の経営陣や取締役、株主・投資家、アドバイザーといった諸関係者によって尊重され、我が国経済社会の行動規範となり、その変化を促していく契機となることを期待する」とありますが、石綿さんのお話を聞いて、対象企業や買収者、我々のような実務家が、企業買収行動指針を尊重し行動して経済社会の変化につなげていかなければならないと改めて感じています。

(3) 企業買収行動指針の対象

藤田 それでは、次の点に移ります。本行動指針は、買収者が上場企業の株式を取得することで、その支配権を取得する行為を対象とすると書かれています。これは一面では広くて、経営陣からの要請・打診を受けた提案であっても潜在的にはカバーされます。逆に狭いと思える面もあって、経営者支配権の取得はしないけれど一定の影響を及ぼそうというような株主の行動に対抗して取られる措置——最近アメリカでは anti-activist poison pill といわれているもの——は、少なくとも直接の対象とはされていないように読めます。最近の例ですと、日邦産業事件（名古屋地決令和3年3月24日資料版商事法務446号152頁、名古屋地決令和3年4月7日資料版商事法務446号144頁、名古屋高決令和3年4月22日資料版商事法務446号138頁）は、このカテゴリーに属する事件かもしれませんが、従来、いわゆる主要目的ルールで議論されたのは支配権を取得する場合だけではなくて、特定の株主の影響力を削減する行為も対象としていました。そういう意味だと、行動指針は対象を限定しているという印象もないわけではありません。このあたりは皆さんいかがお考えでしょうか。たとえば、アクティビストによる株主提案が近時増加してきており、会社側からアクティビスト側への反発を表明する例も散見される中で、このような対象の限定はどう受け止めるべきでしょうか。

三瓶 よろしいでしょうか。まず、経営支配権の取得はせずに経営に一定の影響を及ぼそうとする株主の行動が市場機能として想定している範囲なら全く問題ないと思います。市場機能として想定しているのは強制ではなくて経営陣の裁量に委ねるものであると認識しています。その上でむしろ市場機能がより活発に発揮されているなら経済の全体最適を促進して良いことです。他方、公

正な買取の在り方に関する研究会では、アクティビストなどの株式取得行動に疑義がある場合が指摘され議論しました。その対応策として一つは、大量保有報告制度のエンフォースメントです。提出遅延の問題や保有目的、共同保有者の記載ぶりを徹底し同報告制度の実効性を確保する必要性が議論されました。同報告制度が励行されれば、対象会社は早い段階で当該株主と対話して現経営陣として株主の期待に応える方策を示すことが考えられます。ただし、これは金融商品取引法の運用の話なので今回の指針のメインではないです。もう一つは、市場内買付けについて公開買付届出書と同程度の情報提供が望ましいと今回の指針に盛り込まれました。これら株式の大規模買付者による情報提供のアプローチは表面的には一般株主への情報提供の意義を強調していますが真の狙いは対象会社が状況を把握することに役立てるためだと理解すると一応狭くはないというか、アクティビストの動向を考慮した内容なのではないかと思っています。ただ、公正な買取の在り方に関する研究会の初回に「買取」の定義を議論しましたがその際には「一般的に買取防衛策の対象とされている20%程度の株式取得も含む」というような議論でしたが、公開買付けの閾値と一致していない点はスッキリしません。また、第5章には、平時からの企業価値を高めるための合理的な努力を貫徹し市場評価の向上に取り組むべきとの記載もありアクティビスト側への反発だけでなく会社側の姿勢改善を促していると思います。

藤田 ありがとうございます。支配権の取得ということをある程度柔軟に考えればよいのかもしれませんが、支配権は取得しないとはっきり宣言してしまっている人は、相当数の株式を取得しても、行動指針の対象外にも読めるあたりが多少気になる場所ですね。

田中 今回の指針が、これまでの指針と比べて広いと言えるのは、一つには2019年の公正M&A指針は、利益相反のあるM&Aに限定されていましたし、それから買取防衛策に関する指針は、やはり敵対的買取に対して対象会社がどう振る舞うかということが中心でした。このように、従来の指針は、その作成の目的から、対象となる買取の範囲がもともと限定されたということがあると思います。これに対し、今回の指針の場合、買取側に対しても対象会社側に対しても望ましい行動を求めるという形で、わが国の買取市場自体を健全に発展させていこうという目的がありますから、経営支配権を取得する取引を全体的

に対象にする形になっています。その点では、指針の対象は広いと思いますね。これに対し、今回の指針の対象が狭いのではないかという点ですが、これは、対象会社の経営支配権は取得しないけれども、経営に対して一定の影響力を及ぼそうとする活動、あるいは、事業再編など特定の要求を、ほかの株主の賛成も得ながら実現させていこうとするような、いわゆるアクティビズム的な活動については対象から外したということがあると思います。これは、アクティビズムまで指針の対象に含めようとする、今度はアクティビズムに対する評価とか、わが国のアクティビズムについてはどうなのだとか、いろんなところに論点が拡散して行くので、対象を限定するという観点から合理的だったのかなと思います。ただし、この点は日本とアメリカのアクティビストの違いとして言及する人もいますが、日本のアクティビズムの場合、本当に経営支配権の取得までいってしまうというか、取締役を全員交替させるところまでいっているケースもあります。またそれを、公開買付けでなくて、市場買い集めという形で実現するというものもありますので、そういうものについては、やはり経営支配権を取得する行為ですから、今回の指針の対象になるでしょう。今回の指針で、市場買い集めによる経営支配権の取得についてもかなりの頁数を割いて分析していますが、それは、今言ったようなわが国の現状が関係していると思います。

藤田 ありがとうございます。アクティビスト関係のように異なる問題があるものについて別枠としたとしても、行動指針の対象が狭すぎることにはならないし、他方で、むしろ従来の買収防衛の在り方に特化していた過去の指針と比べると、対象を広げている点が肯定的に評価されるということですね。他の皆さんも、田中さんの言われたような整理でよいでしょうか。なおアクティビズムが日本とアメリカと違うかという点ですが、少数株主としてとどまるけれど影響力を行使するという現象と、言うこと聞かないなら乗っ取るところまで行ってしまうという現象の間が連続的なのは、日本の固有の話なのでしょうか。

角田 逆に質問になりますが、日本では株主が提案できる事項が欧米と比べて広すぎるとい議論を聞きます。海外だと、会社を移るようなプロの経営者の存在を前提に、企業のマネジメント、具体的な施策はプロフェッショナルに任せて、経営者の是非・交代をスーパーバイズする。スピンオフのような大き

な方針決定は、取締役会に加えて場合によっては株主が直接みてアクティビストとしても強く介入する。逆にそこから先は、ある程度プロ経営者以下に任せられているように見えます。アクティビズムに基づく細々としたものも含む株主提案と経営支配権が連続的につながっている日本と、アメリカみたいに非連続的に分かれている違いが影響しているのでしょうか。

藤田 株主提案に関する法制の違いが今の点に影響あるとかについては、ちょっと考えたことがなかったんですけども、どうでしょうか。まったく関連がないわけではないかもしれませんが、それが重要な違いをもたらしているのだろうかという疑問も感じます。

三瓶 ちょっと違う視点でよろしいでしょうか。取締役や監査役が集まりなどで、アクティビストに狙われる会社をどう思いますかとか、狙われる対象会社は広がるのかなど様々意見を聞かれることがあります。そのたびに、狙われるような脇が甘いガバナンス且つ市場評価が低い経営をしているからですと応えています。企業価値を向上し高い市場評価を得ているのにアクティビストに狙われたかといえばそうではなく、単に甘かったという感じがするんです。時価総額の大小にかかわらず、その会社の経営について、長年様々な投資家から指摘をされてきたが特にアグレッシブに対応を要求された訳ではないため、指摘されたことを決断せずに放置してきたとか、安定株主がいるから大丈夫だろうと思っていたとか、世の中の動きについて非常に疎いとか、経営側の問題が大きいと思います。一方、アメリカにそういう会社が多くあるかというところなことはない。ただアメリカの場合には、経営者が確信をもって、私はこういう経営をしたいと実行したときに、真っ向から経営方針に反対の株主は、なんとかCEOを引きずり降ろして交代させてやろうというぐらいの強引さで臨むアクティビストがいる。株主が経営者に挑む前の前提で状況がずいぶん違うと思います。翻って今の日本には、ターゲットになりやすい会社があまにも多い。そして東証がPBR1倍割れ問題を指摘してくれたとなると、経営者にダメ出しをする大義名分があるので、やはりそういう経営は正してもらわなければいけないので、一律にアクティビストが悪いということには決してならなくて、むしろ市場機能の活性化ということでは、そういう是正行動があることで経営陣に緊張感をもたらされ、規律ある行動が促されることにつながるのが最も健全なのではないかという見方です。

藤田 ありがとうございます。アクティビストが目をつけるような対象会社には原因が少なからずあって、いろいろつけ込まれる隙があるところまではよいのですが、その場合のアクティビストの行動が経営に文句をつけて影響力行使することに行くこともあれば、買収まで行ってしまいうこともあって、境界があまりはつきりしないのが日本の特徴なのだとしたら、それはどういう事情に由来するのですかね。制度的な違いがあるのか、実態面の違いなのか、ちょっとよくわからないところはあります。

石綿 私は、アクティビスト株主の本質自体は、日本と海外であまり変わらないと思っております。ただし、日本では、長らく株主アクティビズムに対して社会的に批判的な風潮が強かったために、アクティビスト株主によるキャンペーン活動が成立しにくかったという特殊事情はあったと思います。以前の日本においては、機関投資家もそれ以外の投資家も、アクティビスト株主の提案に賛成をするとレピュテーションリスクがあるということで、アクティビスト株主のキャンペーンに賛成することは少なかったわけです。そうすると、アクティビスト株主が、マイノリティ株式のみを取得して、キャンペーンをしても、機関投資家の賛同を得ることができないわけですから、対象会社に影響を与えることができなくなったわけです。その結果、株式を自ら買い上げて支配権に影響を与えられるようなポジションを取得してみたり、株式買取請求権の行使といった法律上の手段を駆使してみたりするということが行われました。特に、日本で以前からアクティビズム活動をしていたローカルなアクティビスト株主については、そのような日本の環境の中で日本独特の投資手法を用いていたところがあります。しかしながら、日本版スチュワードシップコードの導入の影響などもあり、そのあたりは大分この数年間で変わり始めているように思います。アクティビスト株主が行っているキャンペーンであっても、よいキャンペーンであれば機関投資家も賛成するようになってきた。これにより、アクティビスト株主がキャンペーンをしやすい環境が日本に現れてきていると思います。そうなってくると、日本においても、アクティビスト株主において、自ら対象会社の株式を買い上げるという必要性が減るように思います。

もう一つは、日本には、非常に小さい上場企業が多いという点も特徴的です。小さい上場企業については、アクティビスト株主が少々本気を出せば支配権を獲得することができるわけです。そのため、小規模な上場企業との関係におい

では、株式を買い上がって支配的影響力を行使できるポジションをとってアクティビズム活動するという動きも引き続き残っていくように思います。

角田 質問しておいて申し訳ないのですが、欧州のような部分買付禁止、アメリカのように支配株主が間接的に訴えられて責任が重くなるのが、日本にはないのが大きな理由のような気がしてきました。著名なアクティビストでも、エリオット、アイカーンも、アクティビズム活動とプライベートエクイティ、会社を買収して非公開化して価値を上げてから転売するビジネスを両方やっていますが、中間的な支配持分で上場したままのアクティビズムは見ないと思います。アクティビストとして、全株主、株主共同の利益のためにスピノフやCEOを交代させる提案と、上場会社を100%バイアウトして、非上場化して少数株主はいない形にした上で価値向上させるかに分かれているのは、部分買付の有無、支配株主への責任追及の有無がかなり影響しているかもしれません。

藤田 純然たるアクティビズムか完全にバイアウトしてしまうかの中間があるのが日本の特徴だってことでしょうか。

飯田 そういう評価もできると思います。まず、日本法で株主に与えられた株主提案の権限は、他の国と比べれば強力であることは、基本的な制度の違いとして日本の特徴の一つだと思います。ただ、アクティビストが支配権を取りに行くような買い集めをするかどうかと、株主提案権の強さは必ずしも連動しないのかなと私自身は思ってきました。たとえば、アクティビストにとって、一定のキャンペーンを張ることにかかるコストとの見合いで、どれだけのリターンを得るかということを考えたときに、わりと規模の小さい会社にキャンペーンを仕掛ける場合は、ある程度大きな規模の株式を買っておいて、キャンペーンに成功したときの利益を確保しておくことには経済合理性があるように思っていて、そのへんがアメリカと比べたときには違うという話になるかなと思っていました。もう一つは、今、角田さんのおっしゃった話と関係すると思いますけれども、アクティビストが市場で買い集めて、その持分割合がたとえば15%とか20%を超えると、アメリカだと、取締役会限りの判断でポイズンピルが導入されて発動しようと思えばできるし、裁判になっても差し止めは認められない可能性が高いと思います。あるいはアクティビストが公開買付けをするとしても、上限を50%とする部分買付けなどであれば、取締役会限りの判断でポイズンピルが導入され、これまた裁判になっても差し止めは認められない可

能性が高いと思います (Jeffrey N. Gordon, *The Rejected Threat of Corporate Vote Suppression: The Rise and Fall of the Anti-Activist Pill*, 2022 Colum. Bus. L. Rev. 206, 214 n.29 (2022))。ですので、この点も日米で異なると思います。日本で今後アクティビスト対応にかかる何らかのルール作りをする時には、もちろん反アクティビストピル (anti-activist pill) のような論点もありますけれども、もう一つ議論になりそうなのは、事前通知条項、つまり、株主提案の時に提案株主により詳細な情報提供を要求する趣旨の定款等の効力の有無など、会社の自治はどこまで認められるのかとかいった論点もありそうです。これは今回の企業買収行動指針からかなり距離がある論点なので、そこは外れていて当然だと、冒頭の藤田さんの問いとの関係では、そういうふうに思っていました。

藤田 結論が出るものでもないのですが、いずれにしてもアクティビズムについて扱うのであれば、それはそれで本格的に検討した上でやらなければいけないでしょうから、行動指針が不用意にアクティビズムに対する対処まで取り組んだ形になることを避けたのは賢明だったということでしょうかね。

加藤 今回の企業買収行動指針は、主に第三者間の買収を対象とするものであって、MBO や親子会社間の取引の話は直接的な対象ではないのですが、個人的には第三者間の買収において買収者と対象会社がどのように行動するべきであるかということが、たとえば、親子会社間の取引や MBO の手続、特に一般に公正と認められる手続の評価にも跳ね返ってくる部分があるのではないかと思います。つまり今後、MBO や親子会社間の取引を行う際に、公正性担保措置によってどのような状況を達成する必要があるのかといったことがより明確になってくる気がします。そういった面では、この企業買収行動指針に基づき、今後どういった運用が積み重なっていくかということが、MBO や親子会社間取引など、今回の指針の直接の対象ではない取引にも何らかの影響が出てくるのではないかと考えています。

藤田 確かに実務もそうだし、理論的な立場からすると、今回の直接の対象ではない取引に対する考え方への影響があることもきつとあるのでしょうね。特殊なルールかを一般化したルールが出たときには、特殊なものを対象としたルールは特則としてそのまま残るのかのように思われがちなのですが、一般的

なルールが出たことで特殊なルールの位置づけが再定義され、特殊なものについてのルールに対する見方が多少変わるということは時折あることです。今回の行動指針もその例なのかもしれません。具体的にどこにどう影響があるかまではちょっと今申し上げられないのでよくわかりませんが、確かにそういう面もあるのかもしれませんね。どうもありがとうございました。

2 企業買取行動指針の基本的なスタンス：企業買取行動指針第2章

(1) 企業価値・株主共同の利益の原則（第1原則）

「企業価値」の意味

藤田 企業買取行動指針の基本的なスタンスとして、指針の第2章を検討したいと思います。第2章の冒頭では、企業価値・株主共同の利益の原則（第1原則）、株主意思の原則（第2原則）、透明性の原則（第3原則）が提示されています。そして、2.2.3では、第2原則、第3原則は第1原則を実現する前提として求められるものだという位置づけが書かれています。第1原則は2005年の買取防衛指針で示されていました。同指針では、企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則、事前開示・株主意思の原則、必要性・相当性確保の原則という3つが掲げられていましたが、第1原則は、今回の行動指針と共通しています。

第1原則から見て行きたいと思います。第1原則は、「望ましい買取か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである」と述べますが、公正な買取の在り方に関する研究会では、その表現をめぐってかなり紆余曲折がありました。ただ最終的には、買取防衛指針とほとんど同じ表現になっています。若干表現が違うところは、指針の対象が、企業が防衛指針と違って買取防衛策に限定されないことに由来する技術的なものです。しかも第1原則には、2.2.2に企業価値の向上と株主利益の確保と題する数ページにわたる解説が伴っています。この第1原則について、どのようにお考えか、あるいはどんな問題があると思っておられるか意見をいただければと思います。

ちなみに、2月22日のパブリックコンサルテーションの段階では、日本企業の買取防衛を広く正当化する方向の文章を経産省が策定しようとしているとい

う誤解があり、前述のフィナンシャル・タイムズの記事でもその点が強調されていました(“Japan takeover reforms raise worries over protectionism”, Financial Times March 13, 2023)。その際の批判の眼目の一つはこの第1原則で、曖昧な企業価値概念に依拠する対抗措置を正当化するという懸念が表明されていました。実は、2008年報告書において、企業価値概念が濫用されることをおそれて、企業価値概念を明確に定義していて、2月22日のパブリックコンサルテーションの段階でも当然それを前提にしていたつもりだったのですが、企業価値概念が不明確であるという懸念を示すコメントが非常に多く寄せられました(第6回 公正な買収の在り方に関する研究会「参考資料1 パブリックコンサルテーション結果報告」参照)。あらためて、指針が「2.2.2 企業価値向上と株主利益の確保」のような説明を非常に丁寧にしたこと、このあたりの疑念は一応払拭されたと考えてよいのか、それとも依然多少の懸念は残るのか、この辺りも合わせてご意見いただければと思います。

角田 公正 M&A 指針にも企業価値の定義はしっかり書いたのに、Financial Times 記事、パブリックコンサルテーションを見ていると、読んでもらっていない、少なくとも頭には残っていないと分かりました。今までの諸指針の問題ではなくて、ユニゾの案件での企業価値の誤用、悪用みたいなも含めた実務が曲げて前例をつくってしまい、原典読まずにその前例だけで助言してしまう実務家、メディアも多いので、誤用のほうが残ってしまったのかなと思います。その意味では、過去の指針を読んでない人に文句を言われて、それに応えて今回の指針には丁寧に書き過ぎぐらい書いた、企業価値の議論が注目を浴び取り上げられたことはよかったと評価しています。

藤田 どうもありがとうございます。2005年に買収防衛指針が出された時点で、企業価値概念についてどこまでコンセンサスあったかは、私はよく知りません。次に出された2008年報告書では、企業価値は明確に定義されたのですが、企業価値と株主価値の一致しない場合の扱いについては、あまり詰めて議論しなかったと思います。これに対して2019年の公正 M&A 指針では、この問題がきっちり取り上げられていまして株主利益は最大化しているけれども企業価値は最大化しないという可能性は論理的には認められるものの、そういう例外を主張するのであれば、高い説明責任が必要ですよという記述があります(公正 M&A 指針 3.4.4 及び注 69)。しかも、それにあわせて、買収提案が対象

会社の企業価値の向上に資するかについては慎重な判断が求められ、企業価値の概念を恣意的に拡大にすることにより、このような判断を不明確にすることは望ましくないと警告しています(同・注70) そのようなところまで2019年の公正 M&A 指針が踏み込んでいる以上、今回の行動指針で、両者が一致しない場合について無視してしまうことはもはやできないので、きっちり対応せざるを得なかったという事情があるのかもしれませんが。

なお、「企業価値ひいては株主共同の利益」という表現自体については、ブルドッグソース事件最高裁決定(最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁)の中で、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立発展が阻害される恐れが生ずるなど、株主会社の企業価値が毀損され、会社の利益引いては株主の利益が株主の共同の利益が害されることになるような場合」という表現が用いられています。同決定では、こういう場合には平等原則からの一定の逸脱が認められ、差別的行為条件付き新株予約権を無償割り当ててよいとつながるのですが、「企業価値ひいては株主共同の利益」という表現は、ハードローでも認知されているようです。実は、このブルドッグソース事件決定の表現が買収防衛指針からきている可能性も否定できず、そうするとソフトローがハードローになり、現在のソフトローを拘束するという面白い状況になるのですが、いずれにしても、ハードローではっきり採用されていることから、この表現そのものはもはやいじれないという面があるのかもしれませんが。

2.2.2 に書かれた長い解説部分も含めて、皆さんが第1原則についてポジティブに評価されているとすれば、第1原則への批判は、読み手の誤解あるいは不勉強の問題だと言え言えるのかもしれないのですが、そう言い切つてよいかよくわかりません。イノセントに読み違えているのではなくて、理解していながら、意図的に自分に都合がよい企業価値概念を援用しつつ、われわれは行動指針に依拠して対応していますといった主張をする当事者が出てくる可能性があるとするれば、世の中によくない影響があります。ユニゾの買収の件は、本誌に掲載した座談会で取り上げて相当議論したのですけれども(飯田秀総=石綿学=加藤貴仁=神田秀樹=後藤元=田中亘=角田慎介=藤田友敬【座談会】『公正な M&A の在り方に関する指針』の意義と影響) ソフトロー研究 30号(2020)90-97頁)、やはりユニゾの持ち出したような企業価値概念が援用されることは、日本の企業社会では未だに潜在的な危険として残っているので

しょうかね。

田中 そう思います。

三瓶 ユニゾのような主張は日本の企業経営者のマインドの中には根強くあるのだと思います。それを投資家の前で言うか、表立って議論するかというのは別ですけれど。特に、よく日本で取り沙汰されるアメリカのビジネスラウンドテーブルでのステークホルダー議論は、アメリカではそれほど注目されていないのに日本の経営者はよく持ち出す印象があります。この数年、企業価値について、従業員の雇用確保と働きがいなどだけではなくて、サステナビリティの文脈で経済的価値と社会的価値を分離して2つを別の目標として追うことを掲げることなども含めて、企業価値概念のブレがますます広がりつつあると思います。海外の投資家と話す時には、企業価値という単語が使われるたびに、彼らは必ずその意味合いを確認してから話す傾向があります。ですから、2023年2月のパブリックコンサルテーションの際に、「え？そこに噛み付いてきた？」というよりは普通の反応で、意図的でもイノセントに読み違えているのでもない、ごく普通にいつも通り確認を求めてきたということだと思います。その後、企業価値の定義を改めて明確にし、DCFに基づくものだとはっきりしたことで、この点についての投資家からのさらなるツッコミは減ったと思いますが注目度が高い点は変わりません。関連して、2.2.2第2段落の終わりの4行の文章は、私も原案の最終修正までに事務局と何度もやりとりして、微妙な文言を最後の最後まで微調整してもらいました。特に、サステナビリティの観点は今やどうしても頭の中に入れておかなければならないのですが、企業価値とサステナビリティとの関係について、今回の指針で最終的には「地域社会や地球環境を含む多様なステークホルダーにも配慮したサステナブルな事業活動を通じて経済的な企業価値の向上を実現する」という記載になりました。経済的価値と社会的価値を分離させず表裏一体、コインの裏表であることを念頭に、企業価値は地球環境を含む様々なステークホルダーへ配慮した事業活動の結果として創出する将来キャッシュフローの割引現在価値です、とまとめています。

第2原則と第3原則が確保された前提で「TOBへの応募」の場面を想定すると、第1原則の「企業価値の向上」と「株主利益の確保」は、それぞれ「買収成立後の企業価値向上」、「買収プレミアムの確保」と言い換えられるのではないかと思います。そこで、部分買収の場合、買収プレミアムが、期待される企

業価値向上とその蓋然性に比べ有利だと判断すれば TOB に応募し、有利でなければ応募しない。全部買取の場合、買取者が思い描く「企業価値の向上」をその蓋然性を含め買取プレミアムに十分に反映していると判断すれば TOB に応募し、プレミアムが不十分だと判断すれば応募しないのが一般株主の合理的な行動だと思います。そうすると、機関投資家のような説明責任を伴う一般株主は常に買取プレミアムと蓋然性を含めた企業価値向上を比べて判断しているわけで「企業価値の向上」と「株主利益の確保」は相互に関係しているけれども別のものだと言ってしまった方がスッキリする気がします。対抗提案がある場合は、提案 A と提案 B の買取プレミアムは単純比較できますが、より注目して内容を比較するのは 2 者の企業価値向上策の方だと思います。

企業価値≠株主利益の場合の扱い

田中 これ、本当は非常に難しい問題だと思ってまして、これからする発言がちゃんとまとまるか、自分でも自信無いのですが。企業価値については、必ずしも読み手の誤解とか、そういうのにとどまるものではない問題が含まれていると思います。まず、第 1 原則に関しては、結局、「企業価値ひいては株主共同の利益」という表現で落ち着きましたけれども、検討段階では、「企業価値および株主共同の利益」というように、「および」でつなげるべきではないかという意見もあったと思います。ギリギリ突き詰めて考えると、やはり「企業価値」と「株主共同の利益」は同じとはいえないので、同じではないということを書きおくべきなのではないかという意見もあったように思います。企業価値というのは、何かしら、日本独特の怪しげな概念みたいに考える向きもあるのかもしれませんが、会社法学では、結構、この概念は重要性を増しているように思うところもあります。現在、アメリカ法律協会——リステイトメントを作っている団体です——で、コーポレートガバナンスのリステイトメントを作るプロジェクトが進んでいて、tentative ドラフトの第 1 案が公表されていますが、その中で、“The Objective of a Corporation”という、ある意味で最も基本的な問題について提案が出されています。そこでは、“The objective of a corporation is to enhance the economic value of the corporation”とあります⁽³⁾。“the economic value of the corporation”というのは、まさに「企業価値」ですよ。というわけで、ある意味で企業価値はグローバルな概念になったという感

じもするんですね。それと、アメリカは州ごとに会社法が異なっていて、デラウェア州をはじめとする、会社の目的は株主利益最大化であるというコモンの伝統を維持している州（コモンスター州）と、例のステークホルダー立法を作って、取締役はステークホルダーの利益も考慮できる、あるいは考慮すべきというような規定を設けた州がありますので、tentativeドラフトでもその2つで区別したルールを提案しています。つまり、会社の目的が“the economic value of the corporation”を enhance することにあるというのは、どの州も共通であるけれども、コモンスター州では、それは“for the benefit of the corporation’s shareholders”，つまり、株主のために企業価値を増進することが会社の目的だとされます。これに対し、ステークホルダー立法をしている州では、“for the benefit of the corporation’s shareholders and/or, to the extent permitted by state law, for the benefit of employees, suppliers, customers, communities, or any other constituencies”となっていて、企業価値を増進することが会社の目的であることは各州で共通であるものの、誰の利益のためにそうするかには違いがあることになっています。ここで、tentative draft が想定している企業価値とは、経済学的な意味のそれ、つまり、企業が生み出す経済的利潤（economic profit）の割引現在価値を想定していると思われます。その場合の経済的利潤は、たとえば労働者が、その企業に特殊な投資をしているために、労働市場で一般的に得られる賃金よりも高い賃金を企業から得ている場合は、労働市場で得られる賃金を上回る部分については、経済的利潤の分配を受けている、というように理解されるはずです。だから、企業価値は株主だけではなく、今言った労働者のような、企業特殊な投資をしている他のステークホルダーにも一部は帰属している。そういうことから、企業価値と株主利益は異なってきて、企業価値が全体的には増加するけれども、株主が得る利益は減るとか、あるいはその逆という関係も、考えられるということになります。

買収に関していうと、今は単純化のために100%現金買収について考えますと、買収価格が非常に高いので、買収提案を受け入れることが既存株主の利益にはなるけれども、買収者が有している買収後の事業計画は客観的に見て非常

(3) American Law Institute, Restatement of the Law, Corporate Governance, Tentative Draft No. 1, § 2.01 (a) (April 2022), available at ALI website, <https://www.ali.org/publications/sh-ow/corporate-governance-rs/#drafts>

に不合理なので、買取により企業価値は毀損する、ということがありえる。このように、企業価値と株主共同の利益は必ずしも一致しないことがあり得ます。ただ、そのような可能性を認めつつも、基本的な考え方としては、企業価値を最も増進する買取者は、株主に対して最も高い対価を払えるだろうという、競争原理あるいはオークションの考え方を信じるなら、企業価値を増進することと株主共同の利益を図るということは、一致する場面が多いということはいえるのではないかと。また、企業価値という概念をあまり野放図に使うと、対象会社の経営陣がこの概念を恣意的に使って、実際は企業価値を高めるような企業買取も、保身のために阻止してしまう恐れもあるということがありえます。そういうことも考えて、企業価値を増進する買取が行われ、それがひいては株主共同の利益になるというのが本則であって、そのような買取こそが促進されることが望ましいということをいうために、企業価値「ひいては」株主共同の利益という言葉を使ったのだと思っていて、私は原則としてそれを掲げることには一定の意義があると考えています。ただ、これはこのあとも議論になるでしょうけれども、やはり、この二つが一致しない場合にどうすればよいのかという点は、どうしても理論的に気になるし、また実務的にも起きることだと思うので、その点について、この原則は必ずしもすっきりした解答を与えていないということはあると思いますが、難しい問題について一定の対応をしたということはいえるのではないかと思いますね。

藤田 これは理論的にも難しいですね。第1原則自身、この表現でよいかについては、公正 M&A 指針を策定した公正な買取の在り方に関する研究会においても議論のあったところですが、企業価値概念そのものが特殊日本的なものではないことは確かで、行動指針が理論的におかしな独自の主張をしているわけではないと思います。田中さんのおっしゃったとおりに、論理的に詰める余地が残ってるのをどう解釈・運用し、おかしな結論にならないようにしていくかを考えるというスタンスになるのでしょうか。第2原則との関係など、なかなか難しいものではありますが、株主共同の利益と企業価値が一致しない場合の処理というものは、第1原則だけ見てもちょっとよくわからないので、さらに別途考える必要があるのはそのとおりに思いますね。

石綿 公正な買取の在り方に関する研究会の第7回会合に配布された「資料4 企業価値と株主利益について（討議用資料）」で、まさにこの企業価値、株

主共同の利益についての整理がなされたと思います。その時の資料には、買収の局面においては、買収による本源的な価値の反映等を基礎とした企業価値の向上があり、次に適正の取引条件による企業価値の増加分の公正な分配がなされ、これにより株主利益が確保されるという連関が指摘されており、その連関を意味する表現として、「企業価値ひいては株式の利益」という言葉が使われていると思います。この整理自体について、皆さまはどのようにお考えでいらっしゃるのでしょうか。この資料自体は正しいと考えるので良いか、それともこれは審議経過に提出された資料の一つに過ぎないのか、いかがでしょうか。この連関を意味する言葉として企業価値ひいては株主の利益という言葉を使っているのだとすると、「企業価値を毀損するけれども、株主共同の利益に資する買収」について、望ましい買収には該当しないということになるように思います。

藤田 石綿さんが言及されたように研究会資料でも詳細に書かれていましたが、研究会資料を抜きに考えると、企業価値を害するけれども株主への買収対価は十分に高いために株主が賛成してしまう状況は考えられますので、行動指針自体の原則の文章だけを前提にしても、石綿さんの提示された問題は有効に立てられると思います。企業価値は毀損するものの株主に対する買収対価としては高額なものが支払われ、ではそのお金はどこから出てるかという点、たとえば従業員の利益や債権者の利益を害して得られているという例が典型的に挙げられますが、そういうものは「悪い買収」と扱われるのかということですね。

角田 実務でいうと、従業員の利益からも労働関連法規則に触れないように賃下げをすれば捻り出せるのかもしれませんが、買収を機に大胆には実行できず、やはり一番大きいのは債権者の利益の問題です。大規模な借入を用いた非公開化のレバレッジドバイアウト(LBO)になるとレバレッジが増加して債券としてリスクになるので価格は下がります。財務アドバイザーがフェアネス・オピニオンを出す際は、会社にとってのフェアネスではなくて株主だけを念頭に分析し、株主にとって財務的な見地でフェアだみたいな書き方をしているので、債権者の利益の減少の問題を正面から議論することを回避している面はあると思います。一方、債券投資家も馬鹿ではないので、change of control, 新たな支配株主ができることによって額面償還されるプロテクションを付けたりします。プロテクションがないユニゾ債券価格が当初は下がらなかったのでは

驚きましたけれども、東芝で非公開化の噂が出た際、今は債券は発行してないのですが、クレジットデフォルトスワップというプロが参加する保険のような商品があって、非公開化の検討が始まった途端に保険料が上がりました。債権の価値が下がるという点を見る人は見ていると思います。

藤田 ありがとうございます。過去にもいろいろ、現実にあったといわれていて、ファイナンスの教科書でも出てくるナビスコ事件は、典型的に社債の価値が下落して、しかし買取価格は相当高く株主は得をした例としてよく言及されています⁽⁴⁾。サマーズとシュライファーの有名な論文（Andrei Shleifer and Lawrence H. Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers, in Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Auerbach, 1988）がありまして、敵対的買取全盛時代のアメリカではそういう例があったと報告されています。そのような買取は社会的にはやはり望ましくなく、今回の指針のもとでも「望ましくない買取」という評価なのでしょうか。

田中 先ほど私が言ったこととも関係するんですけど、第1原則は、企業価値を増進する買取が行われ、それによる価値が対象会社の株主に適切に分配されることによって対象会社株主の利益も確保されるというのが、いわば本則というか、買取というのは本来こういう形で行われるのが望ましいということを原則として明らかにしたのだと思います。第7回の研究会資料は、それをもう少し噛み砕いて書いているのだと思いますけれども、同じことを言っていると思います。ただ、そうでない買取もあり得る、つまり、企業価値を毀損するけれども、対象会社株主に対しては非常に高いプレミアムが払われているので株主の利益とはなり、従って株主は喜んで買取に賛成するというケースはあり得ます。一つは、シュライファーとサマーズが言っているような株主以外のステークホルダーから株主に対する利益移転がされるというシナリオですね。それからもう一つ、単純に買取者が過度に楽観的で、本当は買取は企業価値を下げるだけけれども、自分は企業価値を高められると信じているというケースも考えられます。これらは、理論的に考えられるだけでなく、最近もいくつか

(4) リチャード・ブリーリー＝スチュワート・マイヤーズ＝フランクリン・アレン著（藤井眞理子＝国枝繁樹監訳『コーポレートファイナンス 下（第10版）』（日経BP, 2014）550頁以下参照。なお同書では、ナビスコ事件における株主の利益は債権者の損失を上回ると評価しており、企業価値が下がった例とは見ていない（同書・553頁）。

話題になっているような、買収者の提案を対象会社の取締役会が拒否している事例では、取締役は実際にそのように考えているのではないかと思います。必ずしも自己保身のための言い訳だけではない、買収は企業価値を毀損すると本気で考えていることもあると思います。指針がこのようなケースをどのように考えているのかは、原則だけを見ても答えは出なくて、その後の本文のところを読んでいくと、徐々に考えがわかるということではないかと思います。先ほど、藤田さんから公正 M&A 指針の話が出ましたが、あの指針でも、競合提案が出てきた時に、対象会社の取締役会は、買収価格の低いほうに賛成することもあり得る、ただそのような場合は、株主に対して十分な説明責任を果たせというふうになっています⁽⁵⁾。逆に言うと、説明責任を果たせば、価格の安いほうをとってもよいといっているわけですから、アメリカのレプロン義務のような考え方に立っていないのですね。今回の指針でも、3.2.3 節(20 頁)のところで、企業価値を高めつつ株主にとってできるだけ有利な取引条件での買収が実現されるというのが本則ではあるけれども、取締役会そのための努力貫徹してもなお、企業価値と株主にとっての有利な取引条件が両立しない場合があって、その場合は、やはり十分な説明責任を果たして企業価値を高めるほうに賛成するということができるという立場をとっています。この点では、今回の指針も、2019 年の公正 M&A 指針を踏襲してるんだと思います。ただ、これもまた面白いところだと思うのですが、今述べたような場合には、たとえ取締役会が(企業価値を向上させるが価格が十分でない)買収提案に賛同しても、株主の公開買付けへの応募や株主総会の賛成が十分に得られず、買収が実現しない可能性もあるということが書かれています。これは、第 2 原則の株主意識が貫徹すると、ということが書かれているわけですね。つまり、取締役会としては、株主利益にはならなくても企業価値を高める買収に賛成していいのだけれども、株主が自分の利益になる方の買収提案に賛成することを妨げることができないと、そういう形で、取締役と株主の権限のバランスを取ろうとしてい

(5) 経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」(2019 年 6 月 28 日) 3.4.4 (「対象会社の企業価値の向上により資する買収提案と、一般株主が享受する利益(買収対価)がより大きな買収提案とは、通常は一致するものと考えられるところ、例外的にこれらが一致せず、一般株主が享受する利益がより大きな買収提案が他に存在する中で、対象会社の企業価値の向上により資すると判断する買収提案に賛同する場合には、対象会社の取締役会および特別委員会は、その判断の合理性について十分な説明責任を果たすことが望ましい」)。

ということだと思うんですね。このバランスも、ニッポン放送事件の特段の事情があるときは、また例外になるので、完全に貫徹されているわけじゃないんですけど、理屈としては、なんていいますか、レブロン義務を防衛策禁止という限度で貫徹しようとしてるという形であって、取締役会として、企業価値を高めるけれども株主の利益が最大化しない提案に賛成することはできる一方で、株主が自分の利益を高める買取に応じることを妨げることはできないという形になっていると読めるのかなと思ってます。

角田 実務の観点でいうと、持ち合いとか、主要株主・支配株主みたいなのがいない前提だと、株主にとって魅力的な提案、TOBが現実にかかっていた場合は応募を止めるのは難しい。防衛策を使った経済的損失で買い手を止める以外には、取締役会として株式価値が低い提案を選ばせようとしても強制できない。だから、しっかりと良い提案にマッチしてもらって、従業員や債権者のような株主以外の人にとって優れた提案者がいるなら、高い株価まで引き上げていただくという交渉に現実的にはなると思います。話題の件の買取者選択の詳細は知りませんが、取締役会の本命だったEBOを選び従業員が買取すると最終的には超過少資本になる。他方の買取者は債券もリファイナンスしそうだし、一度や二度は増資対応もできそうな大型ファンドだったとすれば、株価で同じ提案価格だったら債権者のリスクが低い方を選ぶはずで、我々のいう企業価値の定義でも本命でない大型ファンドを選ぶべきだった。本命を選ぶなら株式価値での有意な差がないといけないというような議論も、振り返ってみるとできるのかなと思います。結果的に、債権の予想キャッシュフロー価値では低い方の買取案を同じ株式価値でもあえて選んでしまった点では、そもそもこの原則にも合致してないような判断だったのかもしれない。

藤田 今回の行動指針の立場の理論的な整理は、田中さんの言われたとおりだと私も思っております。石綿さんの質問に答える形で言いますと、企業価値は下げるけれども株主への対価は非常に高い買取をどう評価してるかという、それはよい買取だとは本指針は考えていない。だからこそ、指針の後のほうで言及されたような行動が許されるし、それは公正 M&A 指針が、より低いオファーに賛成することも理論的には認められる余地があるとしていることと一貫している。ただし、そこから先が問題で、同時に行動指針が第2原則を強く打ち出していることから、企業価値は下げるけれども株主に支払われる対価

が高いため株主が賛成する恐れがあると考えた経営者が、取締役会限りの判断で対抗措置をとり、買収を止めていいかという、それは原則としてできないということです。ちなみにニッポン放送事件の認める取締役会限りの判断で買収を阻止できる例外的ケースの存在を指針は否定していないのですが、その説明の仕方は株主の推定的承諾が予想されるような場合という整理の仕方をしてるので、企業価値下げが株主の利益になるから株主が賛成するというシナリオが、この例外に当たるかどうかよくわからないところもあります。この価値判断に対して一部から批判が出る可能性はあるかもしれませんが、指針の立場を内在的に説明するとすれば今言われたようになると思います。

石綿 この指針においては、第2原則と第3原則は第1原則を実現する前提として求められるものであると書いてあります。これを読んだときに素直に感じたのは、まず第1原則において望ましい買収であるか否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保、向上させるか否かの基準で判断するということが基本となっており、企業価値ひいては株主共同の利益を確保・向上させるか否かについての判断をする主体としては、株主の合理的な意思に依拠すべきという意味で第2原則があり、そしてその株主の判断がインフォームドされた状態でなされていく必要があるので第3原則の透明性確保の原則があると整理がなされるのかなと思っておりました。あくまで第1原則があり、それを実現する前提の判断権者として第2原則があり、その判断権者が判断する前提として情報確保のために第3原則があるということかと思っていたのですが、むしろ第2原則に第1原則を修正するような意義まで与えていくべきだというふうに受け止めたほうがよいのでしょうか。

藤田 第1原則というのは、神様の目から見れば企業価値を損ねるか否かはわかるはずで、概念的にはそれでよい買収か否かが論理的には決まるということです。しかし、実際には企業価値を損ねるか否かは自明ではなく、誰がこれを判断するのかという問題が出てくる。経営者がその神様の立場に代わって判断して、株主は買収に賛成しているけれども、私たちは企業価値を高めないと思うから買収に対して対抗措置をとるということは、指針は原則として認めない——第2原則で認められないということでしょう。株主の合理的意思に反して取締役会が買収を阻止することが第1原則から正当化できるというようなことは、第2原則・第3原則が第1原則の実現の手段であるという位置付けから

はでてこないのではないのでしょうか。パブリックコメントにおける意見・質問に対して、「第1原則における『望ましい買取』とは、政策的観点から、経済社会にとって望ましいものとして捉えています。買取の是非については、最終的には第2原則や第3原則に照らし、透明性が確保された上で株主の合理的な意思に依拠が判断することが原則となるものと考えています」（『企業買取における行動指針（案）』のパブリックコメント募集に対する主な御意見の概要及び御意見に対する経済産業省考え方」No.75）と事務局が回答していますが、これもそういう趣旨でしょう。

これを第1原則の修正というべきかどうかはよくわかりません。「企業価値ひいては株主共同の利益」に関する判断権者をどう考えるかは第1原則の話ではないし、むしろ第2原則からは経営者には判断する権限がないということではないのでしょうか。こう考えるとしても、必ずしも第2原則が第1原則を修正しているわけではないように思います。

田中 私も修正ということまで考えていたわけではありません。第1原則が最も優位というか、最も基本的な原則であり、第2原則はそれを実現する手段だと思うんですが、第1原則を常に実現しようとするれば、買取が企業価値を向上するかどうかを客観的に判断できる神様みたいな存在を観念しなければいけなくて、それはできない。そうすると、企業価値を向上するかについては、取締役会が判断するのか、株主が判断するのか、裁判所が判断するのかという形になってしまうんだけど、その際、取締役会には意見を言わせるんだけど、その意見を聞いて、買取に応じるかどうかの最終的な判断権は株主に与えるというのが、時には間違いが起こるかもしれないけれども、第1原則を最もコストが少なくなく実現する最善の方法であるというのが指針の立場かなと思っています。

石綿 ありがとうございます。

田中 学問的には、これ（買取の是非を判断するのは、株主か取締役会か、裁判所か）はもう本当に、アメリカだと1980年ぐらいから、もう半世紀ぐらい飽きもせずに議論されている話ではありますが。

藤田 今のように整理すると、第2原則をどこまで貫徹するかということが非常に大きな意味を有してきますし、従来の経産省の指針がそういう立場だったかどうかはよくわからない部分があります。今回の指針の中で、最もインパ

クトがあるところかもしれません。

田中 ただ、実務的には取締役会が買収に反対すると、買収提案を差し控える買収者も多いでしょうから、取締役会で価格の高いほうを常に選ばなければならないわけではなくて、低いほうに賛成することもできるとした場合の実務上のインパクトはそれなりにあるのかなと思っています。最終的には株主意思が貫徹するから取締役会の意見は無意味だということでもないのかなという気がします。それと、角田さんが言われたように、やはりわが国では持ち合いとか安定株主とかがいますので、株主に多数決で決めさせると、逆に一般株主の意思が貫徹されない可能性もあると、そちらのほうも問題を複雑にする要素ではありますね。

コーポレートガバナンス・コードにおける企業価値概念との関係

加藤 この指針自体の話ではありませんが、コーポレートガバナンス・コードにも企業価値という言葉が出てきますが、定義はされていません。今回の企業買収行動指針の企業価値はコーポレートガバナンス・コード等で想定されている企業価値と同じものであると考えていいものなのか、部外者からわからないところがあります。企業買収の局面では、買収者側が買収提案という形で具体的な数字が出てくるので、現経営陣の元での企業価値と買収者が考える企業価値を定量的に比較しやすく、対象会社としてもそのような観点からの真摯な検討が必要にならざるを得ないと思います。一方、ガバナンスコードの場合は、意図的に企業価値の具体的な内容をぼかしているような気もしています。もちろん、コーポレートガバナンス・コードの企業価値も、明示はされていませんが、企業が生み出す将来キャッシュフローの割引現在価値の総和を意味するものと考えられているのかもしれません。公正な買収の在り方に関する研究会の議論の中で、ガバナンスコードなど企業買収の局面以外における企業価値と企業買収の局面における企業価値について、両者の関係等について議論がなされたのか興味があります。

藤田 研究会参加者に対する質問だと思うのですが、私の記憶だとコーポレートガバナンス・コードの企業価値と行動指針における企業価値が同じか否かという点に関する議論はしたことはないと思います。過去の経産省の文書における企業価値については明らかに意識して議論していて、2008年報告

書の立場を維持して、同じ意味で使うことにはコンセンサスがあったと思うのですが、コーポレートガバナンス・コードは経産省の所轄外のものであることもあり、あまり立ち入って議論していなかったような気はします。ほかの委員の方は何か議論した記憶はありますか。ひょっとしたら研究会でどなたかが言及されたかもしれないのですが、それでも。

石綿 私も議論した記憶はありません。

藤田 逆に加藤さんの感触でいうと、コーポレートガバナンス・コードのほうは意図的に曖昧なのですか。

加藤 コーポレートガバナンス・コードでは企業価値の意味を意図的に曖昧にしている部分があるような気がしています。コーポレートガバナンス・コードの基本原則2. は【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】ですが、企業価値を敢えて定義しない方が、様々な利害関係者の理解や支持を得やすいように思います。一方、今回、企業価値と株主利益の関係について相当詳しい説明がこの指針に書かれたことにより、私はその方向性に異論はありませんが、コーポレートガバナンス・コード等の解釈に何か影響があるのかどうか気になったということです。

藤田 今回の指針を機に企業価値と株主利益の関係を皆が自覚的にきっちり考えるようになって、そういう目でコーポレートガバナンス・コードを見ると今までと違った目で見られるようになるかもしれないということでしょうか。

角田 藤田さんがおっしゃるとおりだと思います。専門家・理論家は企業価値と聞くとキャッシュフロー系のものに脳内変換してしまいがちですが、三瓶さんがおっしゃった過度のステークホルダー尊重のような「いわゆる企業価値」ベクトルの脳内変換も世間一般にはあるので、企業価値の定義は曖昧にされてきた。今回の指針の策定過程で、記事やパブリックコンサルテーションでの外部からの指摘もあり、定義の差を認識して通俗論を中和する方向での議論になった結果、「測定が困難である定性的な価値を強調することで、「企業価値」の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る（経営陣が従業員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。）ための道具とすべきではない。」との記載(2.2.2)につながった。企業価値のキャッシュフロー型定義を繰り返すのではなく、3つの原則として、第2原則の決める権限では株式会社だから株主、その株主の共同の利益を第1原則の企業価値としても触れていると改めて思いま

した。

飯田 一般論的なコメントをすると、コーポレートガバナンス・コードでは各用語の定義は基本的にしないというスタンスで作られているという文脈もあると思います。コーポレートガバナンス・コードにおける企業価値について、今議論している企業買収行動指針と統合的な意味として読むこともできそうです。しかし、コーポレートガバナンス・コードの基本原則2の【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】の内容等を前提にして、企業買収行動指針における企業価値とは全然違うステークホルダー論的にコーポレートガバナンス・コードの企業価値を理解することもできそうです。いずれにしるそのあたりは各会社が考え、解釈して、それを説明するべきだというスタンスでコーポレートガバナンス・コードは作られていると思います。ですので、企業買収行動指針が直接にコーポレートガバナンス・コードの解釈に波及するかといわれると、そうとは限らないという印象です。あと2023年2月22日のパブリックコンサルテーションの段階の反応との関係ですけれども、2月に出された時の文書では論点や質問だけが提示されていて、細かい説明はない中で、企業価値という言葉が出てきたので、多義的に読めるものだったのではないかと私は思っていました。もちろん、経産省が出す一連の文書の中で、企業価値の定義が2008年報告書以来全く揺らいでいないので、そのことを知ってる人からすると、非常におかしな反応だったというふうに思います。けれども、2月に出された文書だけを読んだ人からすると、企業価値ってなんだろうかということは、かなりコンテキストに依存するので、いろいろな読み方があり得る言葉だったことはたしかだと思います。いずれにせよ、今回の企業買収行動指針で一定の立場から明確にしたというのに非常に意味があったと思います。

(2) 第2原則：株主意思の原則

第2原則の強調

藤田 第1原則と第2原則との関係の話になってきたので、第2原則に移ります。第2原則は、「会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。」というもので、株主意思の原則と呼ばれます。これと第1原則の関係が先ほど議論され、第1原則と第2原則の組合せ自体は2005年の買収防衛指針以来一貫しているのですが、企業価値と株主共同の利益

が一致しないことを認めると、第1原則と第2原則の関係が微妙な緊張関係を持ちかねないということは先ほどから議論している通りです。そして今回の指針では、第2原則が前面に出て非常に強調されている印象も持っております。たとえばニッポン放送事件決定は取締役会だけで買取防衛を判断してよい例外を認めますけれども、従来の指針では、その例外について何の説明もせずに当然に存在するものであるかのように書かれていたものが、今回は「反社会的勢力等による買取、対象会社や一般株主の犠牲のもとに買取者が不当な利益を得る蓋然性が高い買取等の非常に例外的な場合においては、明示的な株主の承認がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなすことができ、一種の緊急避難的行為として許容される場合があり得るとして、正当化の余地がある」(別紙3・1(3)b))と、第2原則とできるだけ矛盾しないような説明を与えています。また、2005年の指針ですと、いつでも株主総会決議で廃止できる防衛策であれば取締役会決議で導入しても株主の意思に依拠しているとみなすことができるのだといったことも示されていたのですが、それは撤回されています(指針注81参照)。これらを見ると、第2原則がかつての2005年の買取防衛指針、2008年報告書より強調されてる印象を持つのですが、このあたり皆様の感触はいかかでしょうか。

飯田 企業買取行動指針を読んだときの第一印象としては、おっしゃるとおり、第2原則がかなり前面に出てるように思いました。たとえばニッポン放送事件の東京高裁の判断(東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁)の位置づけも、企業買取行動指針では、第2原則の視点から位置づけ直していると思います。つまり企業買取行動指針では同事件で取締役会限りの判断が認められる余地があるとの枠組みが提示されたことについて、一種の緊急避難的な云々というフレーズが書かれていたと思いますが、地裁レベルでは緊急避難という枠組みは登場しましたけれども(東京地決平成17年3月16日判タ1173号140頁)、東京高裁自身はその枠組みを使っていなかったと思います。いずれにしろ、企業買取行動指針は、過去の判例の内在的な位置をリストメントするだけの文章というよりかは、株主意思の尊重というスタンスをかなり前面に出して再構築して、あるべき原則論を打ち出そうとしている文章であるように思いました。このような裁判例の位置づけなおし方について私自身は若干の異論もありますけれども、企業買取行動指針では第2原則の考え方が全体と

してはかなり強調されていると思います。また、第1原則との関係では、第1原則は、立法論を議論する場合など、客観的に学問的に分析する時に企業価値基準を使うわけですので、第1原則自体に私自身の異論はないわけですが、企業買収行動指針では第2原則の株主意思の尊重がかなり強調されているがゆえに、具体的な事例での決着は、株主の合理的な意思は何なのかということで決着がつくことになると思います。もしかしたら私の誤読かもしれませんが、企業買収行動指針では、第2原則と第3原則は第1原則の前提であるという位置づけとして書かれていますけれども、実質としては第2原則が一番重要な話になっているのではないかなという印象を持っています。

藤田 最後に述べられた第1原則との関係については、石綿さんの疑問に対する田中さんや私の答えとも整合的な感触のように受け取りました。

日本企業の「株主」の行動原理

角田 パブリックコンサルテーションに意見を出した方々が、原則はとても良いが、決める株主って本当にどういう株主なのか、経済的な株主共同の利益、配当と株価だけの株主じゃない持ち合い先もあるよね。そういう面も直さないと、仏を作って魂が入らず——外国人だったのでそうはいいませんでしたが——という趣旨のことを言っていました。公正 M&A 指針の社外取締役の役割でもそうでしたが、文章としてとてもよく理解できるし、そうなって欲しいと思っているけれども、実際に担う人たちが充分クオリファイしているのかを気にされるレベルまで明確に書いたと感じました。

藤田 ルール自体は大変いいけど、日本の株主の行動が改まってくれないと実態は変わらないということですね。

加藤 角田さんの株主の意思決定の話は、むしろ持ち合い株主や政策保有株主の存在に対する問題点の指摘ということでしょうか。株主が決めることになったということ自体は望ましいが、実際に誰が決めるのかについて、海外の投資家の目線からは、自分達と同じような種類の株主ではなくて、違う種類の人たちが大きな発言権を持つことになることに懸念が示されているということだと思います。結局、持ち合い株主や政策保有株主は、企業価値を上昇させるような買収に対する買収防衛策に賛成するのではないかということに対する懸念ということでしょう。

角田 そうですね。例えば、重要な取引先株主って企業からすると購買先なので、その人たちが喜ぶものは対象企業からすると費用が増えることなので、企業価値にはマイナスなのかもしれませんし、買収防衛策への投票では株主共同以外の利益も優先するだろうと、そう聞こえました。

加藤 そうすると、先ほど石綿さんが問題提起された、企業買収が成功すると企業価値は下がるけれども現在の株式価値は上昇するという提案に対して、持ち合い株主や政策保有株主がどのように行動するのかが気になります。現在の日本の株式保有構造を前提とした場合、高額のパremiumが付いていても、多くの株主が賛成するとは限らないのかもしれませんが。特に持ち合い株主や政策保有株主は、買収成功後も取引先としての関係が残るので、取引先である会社の企業価値も考える可能性があるのかもしれませんが。日本の株式保有構造は変化の過渡期にあるので、そういった中で株主の意思を重視することが、どちらの方向に向かうのか予測が難しいのではないかと、お話を伺っていて思いました。

角田 良い方の例としてよく聞くのは、島忠はDCMという相手を経営陣が比較検討の上で選んだのですが、友好的に決まったところで、招いてもいない競合提案がニトリから来た。価格以外のほとんどの条件で、いわゆるソーシャル・タームと言われる屋号、従業員の処遇維持の年数とかも、友好的相手と同等か上回る条件にした上で、買収価格は相当程度上という提案で、株主構造が結構分散していたこともあり、価格が上のニトリに対して取締役会も賛同した。一方、関西スーパーは、オーケー食品からの70%超premium、ノックアウトパンチに近いようにみえた現金100%の同意なき買収提案ではなく、支配株主を新たに作り出す株式交換でホワイトナイトの同業と組むこととした。野心的な事業計画とシナジーで将来は価値が出るので、提案された現金価格よりその株式価値が上だというIRコンサルタントの説明を作り、株主総会の議決権カウントとして裁判例にもなった取引先株主含む僅差の投票でホワイトナイトを選んだ。株価はオーケー食品の提案価格を下回っているようですので、そういった例が投資家の念頭にあると思いました。

藤田 加藤さんの質問の前提は、単純に一円でも高い買収なら参戦するという行動様式を日本の株主はとらないという場合——現に海外機関投資家からはそれが日本の株主の行動様式だと思われるようですが——、その後

にはいろんな事情があると思われませんが、それが「企業価値は下げるけども株主にとって利益がある買収」を抑止するような方向で効いてくれるようなシナリオもあれば、企業価値も上げ、株主価値も上げるにもかかわらず提案を拒絶するような方向に働く場合もあって、どちらを想定したほうがよいのだろうかという疑問ですよ。とりわけ先ほど角田さんが言われたような感触は、どちらを念頭に置いたコメントなんだろうかということですが、角田さんの答えを聞く限りはどちらもあるということなんですかね。従来は、むしろ株主にとっても企業価値にとっても良い提案を潰しやすい弊害が強調された気がしますけど、この行動指針のような立場を強調すればするほど、企業価値を下げるが株主価値を上げる買収を抑止する機能が期待されるほうに将来的に変わっていくのかもしれませんが。この辺りは正直よくわかりません。

角田 いずれにせよ提案を抑止した場合、その結果の責任の問い方は変わるかもしれません。説明責任の意味を日本では取り違えていて、アカウントビリティは、言うなりの外部専門家を使ってこっちが企業価値を増やすと説明したら終わりではなく、その選択結果の責任を取ることでと言っていた投資家が複数いました。その観点からすると、抑止のために野心的な事業計画を作ったならば達成しなければならない。他のステークホルダーを理由に採った選択によって株主価値面では結果を出せなかった場合には、次の提案も断るのは難しい。株主側は、その選択をした取締役の選任決議で責任を問う方向に向かうのでないでしょうか。

藤田 ありがとうございます。鳥忠とニトリの買収の話は、取締役会による対応のところでも議論させていただくかもしれません。真摯な提案には真摯に対応しなくてはならないというコンテストで、望ましい対応がなされた例といえるかもしれません。第2原則については、海外投資家は、基本的には、行動指針がこれを強調していること、喜ばしいと受け止めているということですね。

三瓶 第2原則として株主意思の原則を強調したことはひとまずはよいというふうには思っています。ただ、International Corporate Governance Network(ICGN)のGlobal Governance Principlesなどに見られるように海外の投資家は、株主の判断を尊重するというのは非常に大事なんだけど、その中でも特にマイノリティ、少数株主が持っている economic interest に直接結びついている少数株主の議決権を尊重することの重要性を常に言ってるんです

ね⁽⁶⁾。日本は表面的な多数決までしか考えておらず、少数株主の経済的持分の考慮が非常に足りていないのが心配だというのが根底にあります。ですから、まずは株主意思の原則は大歓迎だけれども、それが実際の買取場面でどう機能するのか、単純な多数決の票集めで安定株主が経営陣を守ったりしないかという心配は常にある感じです。

藤田 角田さんの感触とも通じる場所ですね。株主意思の原則自体は、抽象的には全く異論がないけれども、日本企業の株主が投資家としての利益のための意思決定をするのかという点で問題があるということです。それは買取の局面だけで問題となるわけではなく、日本のコーポレートガバナンスそのものの問題ですね。そういう懸念が、第2原則に対する懸念というよりは、第2原則と関係する論点として改めて提起されているということでしょう。

株主の合理的な意思

飯田 質問なのですが、第2原則で株主の合理的な意思という概念が出てきて、本文の中では、株主総会における承認を得ることは、株主の合理的な意思に依拠していることを示すための措置ということになっているので、有事の場面で株主総会の承認を得るとするのは一つの手段であって、より上位の概念として株主の合理的な意思というものがあると理解しました。このあたり、どういう経緯でこのような構成になっているのかも含めて、2005年の買取防衛指針からの位置づけを継続したというだけかもしれませんけれども、何か議論があったのであれば、教えていただきたいのですが、いかがでしょうか？

藤田 「合理的」意思という表現の由来、意味合いですね。株主総会決議でなければいけないということではないという意味を持たせようとする側面ははっきりしてはいますが、それ以外なぜこういう表現としたかについてご意見はありますか。

石綿 私は、2005年の買取防衛指針の第2原則で最初に使われた表現がそのまま使われてきていると理解しております。2005年の買取防衛指針の第2原則において「株主の合理的な意思」という表現が使われたのは、買取防衛策の

(6) ICGN Global Governance Principles, Principle 9: Shareholder rights/Guidance 9.7: Equality and redress
<https://www.icgn.org/sites/default/files/2022-04/ICGN%20Global%20Governance%20Principles%202021.pdf>

導入要件としては、会社法上の「株主総会」のみならず、勧告的決議も容認されるということを示すためであったと理解しております。勧告的決議を容認する以上、株主総会決議という表現とは別の表現を用いる必要があり、株主の合理的意思という表現が作り出されたのではないかと思います。

飯田 ありがとうございます。

藤田 2005年の段階では、株主の合理的意思に依拠するという表現は、むしろ柔軟性を持たせたいという趣旨で、たとえば法的な意味での株主総会決議でなくてよく、勧告的決議であってもよいという方向だったのかもしれない。そしてその趣旨自体は今でも維持されていると思うのですが、他方で、合理的意思との関係で消極的な賛成、いつでも撤廃できるにもかかわらず、総会がいつまでも買収防衛策を撤廃しないでおいた場合には、株主の合意的意思に基づく防衛導入とみなしていいといった発想は否定されていますので（行動指針注78）、やはり「合理的意思」の解釈もニュアンスが変わってきた可能性はあるのかもしれませんが。ただ表現自体は石綿さんのおっしゃったように昔から使っているのを維持しているのでしょうか。なお、株主の決定が合理的ではないirrationalな内容であれば取締役会は無視してよいという含みで「合理性」という言葉を使っているのではないのは確かだと思います。

(3) 第3原則：透明性の原則

藤田 第3原則は、「株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。」とあります。過去の指針とは多少表現などが変わってはいるのですが、内容的には異論がないかといったことをご意見いただければと思います。

石綿 第3原則で一番特徴的なのは、対象会社の情報開示のみならず、買収者からの情報開示にも言及したということかと思っております。実務的に見ると、この点は意義深いと思います。

藤田 従来の指針では、買収防衛策の承諾を取る前提としての情報開示という位置づけだったので、対象会社のアクションとして言及されたところが、今回の指針は買収提案を受けてからの交渉全体をカバーするから、両側の情報開示に言及するようになった。これは大きな違いですね。

田中 透明性を確保すること自体には、異論はありません。ただ、実際の買収攻防戦においては、対象会社の取締役会が際限なく情報提供要求を繰り返すことで、買収提案を挫折させようとするのが、過去にも、たとえば日本電産が東洋電機製造に対して買収提案をした事例で見られたことです。現在も、対象会社が買収防衛策を導入していると、そのように利用される可能性がある。これは、投資家も懸念していることだと思います。ですから、この第3原則がどこまで貫徹されるか、というか、どこまで対象会社がこの原則を使って買収者に情報提供を求めることができるのかという点は、実務的には結構重要な問題ではないかと思えます。

角田 紙爆弾というのでしたっけ、例えば通常のM&Aのデューデリジェンスであり得ないレベルの大量・仔細な情報を、同意なき買収提案先に対してだけは要求する。同業と友好的統合する際には聞かない特殊な内容まで質問する例が過去実際にあり、公正M&A指針での「企業価値」と同様に第3原則が誤読されて今後もありそうに感じます。建設的な方、対象会社株主の判断に資するために十分な情報を出す趣旨の情報開示ですが、その媒体が主として合意当日のプレスリリースとなっていて今でも実務上苦しんでいます。例えば、米国で開示されるbackground of the mergerレベルでの経緯の追加開示は有益と思いますが、合意アナウンスの前日まで徹夜で交渉をしている場合もあり当日に開示できるとは思えません。米国では当日のプレスリリースは割とシンプルな代わりに合意した文書を添付した臨時報告書も登録するので読めとなって、詳細な分析的なものは、経営統合の株主開示、公開買付への意見表明みたいなものは遅れてSEC登録されます。同じように、市場売買のための当日のありのままの開示、株主が具体的行動を採るための後日の分析的開示を分ける仕組みを導入しないと更なる拡充は困難かもしれません。

藤田 行動指針が買収側の情報提供まで触れること自体は意味があるが、それが濫用されるとまずいことにはなるという懸念はよく理解できます。行動指針自身、そこは意識していて、第5章では、この点を意識した記述がなされています。第5章の冒頭に、「とりわけ、買収への対応方針は、制度的な枠組みとは異なり、会社の発意で選択的に（同意なき買収においてのみ）用いられ、その設計主体が会社であるという特徴がある。このため、構造的に、経営を改善する余地が大きく買収の経済的意義が発揮されやすい企業において用いられるお

それや、買収を成立させない方向での設計・運用がなされるおそれが内在している。買収への対応方針について株主意思の確認や時間・情報・交渉機会の確保を目的とする場合でも、会社の姿勢次第では、当事者にとって中立な手続ルールとして機能しないおそれがあることに留意した上で、その懸念を払拭する努力をすべきである。」(指針5.1)とあります。とはいえ、対象会社側が指針に従って買収者の情報提供を求めているだけだと称して、角田さんの表現によると「紙爆弾」を投げる行為に出ることは十分想定できます。従来の指針では明示的には扱われなかったものだから、指針を援用するという形の正当化ができなかったところが、そのような形で主張されるようになる。そうなると、第3原則の解釈も、今後は色々話題になるでしょう。ただ、原則それ自体としては、もちろん間違っているわけではなく、実際の運用については個別事案ごとに注意すべき点があるということでもよろしいでしょうか。

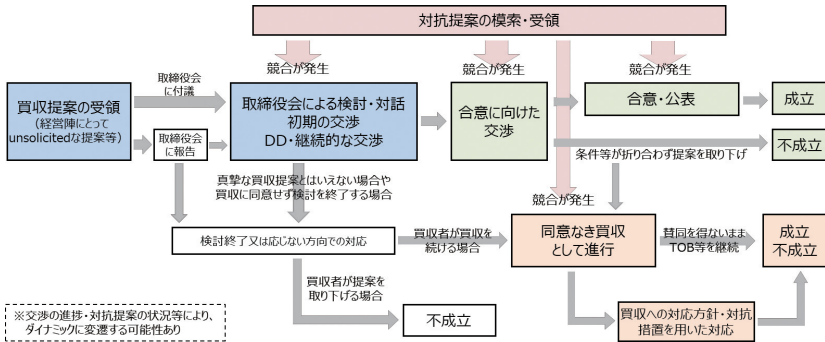
3 買収提案を受けた対象会社取締役・取締役会の対応： 企業買収行動指針第3章・別紙1

(1) 買収提案後の対応

藤田 次に、買収提案を受けた対象会社取締役・取締役会の対応、行動指針では第3章と別紙1「取締役・取締役会の具体的な行動の在り方」を議論いたします。買収提案を受けた対象会社取締役・取締役会の対応について詳細に述べるというのが2005年の買収防衛指針や2008年の買収防衛指針との違いで、むしろ公正M&A指針の影響を大きく受けている部分ということができるとおもいます。

行動指針は、【図表】に掲げたような形で買収提案後の流れを整理していますが、買収提案後の実務をこういう流れで整理して基本的に違和感がないか、また、真摯な提案に対しては真摯な検討をするのが基本とされているのは問題ないかというのが最初の問題です。「真摯な提案」とは何か、この表現がよいかについては、研究会でいろいろな議論があったのですけれども、真摯な提案は必ずしもよい内容の買収提案と同義ではなく、真摯だが受け入れるべきではない提案もありますし、逆に真摯な提案でなければ取締役会に付議も報告もしなくてよいということでもないのですが、真摯な提案か否か、取締役会で議論する

【図表】 経済産業省「企業買取における行動指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」（2023年8月31日）から引用



か否かといったあたりについても、適宜ご意見いただければと思います。

なお、最近のニデックによる買取では、ニデック側が、公開買付時点では指針が採択されているであろうことを前提に、対象会社も指針に沿った行動をとることへの期待を表明しているわけですが（ニデック株式会社「株式会社 TAKISAWA（証券コード 6121）に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」（2023年7月13日）3頁（注3）参照）、先ほどもお話がありましたように、早い段階から情報を公にすることは是非という問題があります。これらについても併せて感触が聞けるのであればお願いします。

買取者による公表・買取者の交渉姿勢等

角田 同意なき買取提案を公にしないかというのは、結構重要な問題であり続けると思っています。【図表】のような提案受領後の行動ガイドラインを含む今回の指針ができたので、経営陣限りで提案が無視されることは基本的には起こり難い。真摯な提案は、社外取締役が大きな役割を占める会議体で真摯に審議することを前提にして買取戦略・戦術を考えるようになると思います。社外取締役の経歴や過去の発言を財務アドバイザーは一生懸命チェックし、同意なき買取提案をする際に、まともな社外取締役が多そうな対象会社であれば、特別委員会メンバーの人選を推測し、無視されないにしても理由がある謝絶になりそうか、価格で動く度合いがあるかどうかなどの分析をやっている

ると思います。きちんと検討、望ましくはエンゲージしてくれそうなら、提案はするが外部公表しないことにはメリットが多くなります。エンゲージしてもらえれば、ある程度のデューデリジェンス、条件交渉入りも期待できますし、最終的に友好的になったほうが、リーズナブルな買収価格も期待でき、事後競合提案を抑制するディールプロテクション、例えばブレイクアップフィー等も規定できます。感情的しこりも大きく残らず、その後のポスト・マージャー・インテグレーションもうまくいきます。最初から公表して、ライバルからの競合提案を招き、対象会社をホワイトナイト探しに走らせてしまう難しい緊張関係、価格競争に自らを置くよりは、社外取締役の顔ぶれなどで可能性があるのであれば、株主に問う公表は後からでもできるので、フレンドリーな関係を一度はトライしてみたいと思う提案者も多いのではないのでしょうか。当初は非公表で始めて、反応によっては開示に移行して株主に直接問うもしくは断念するなどのオプションもキープできます。対外開示しなくても、以前のような買収提案が非公表である間を利用した仲間への第三者割当増資は、社外取締役に付議・報告することにより買収提案との比較検討なしには難しくなるでしょう。開示タイミングに色々なケースがあると思いますが、あまり多くはないであろう提案と同時公表以降のこの図のルートのどこかに落ちるのかなと思います。あまりに嫌がり抵抗する対象会社と、イン・プレイ、衆人監視での買収劇は買手の経営資源も浪費するので、場合によっては提案断念かつ非公表が合理的になる場合もありますし。

藤田 どうもありがとうございます。どの段階で公表するかという話は、【図表】では明示的に書かれてない要素ですが、実務的にはかなり重要な問題なのではないでしょうか。

三瓶 角田さんから解説がありましたけれども、ニデックによるTAKISAWA買収のアクションは、まさに今、藤田さんがおっしゃった情報を公開するタイミングが【図表】に書いてないので、原則3つを一度にドンと出した。意図的なのかもしれません。【図表】では、青色のボックスの真摯な提案をしてから真摯な検討をするというのが第1原則の部分だと思うのです。だけど、買収提案の情報を対象会社がどの段階で公表するのかはこの【図表】では曖昧ですね。「競合が発生」というのがあるからには、買収提案の検討中の段階ではもう情報が出ていることも想定していると思います。ただ、それが対象

会社側からか、特定の情報ルートを使ったマーケットチェックなのか、どういう形かはわかりません。情報を出す際には具体的でないという意味がないので、ニデックは詳細な情報提供で第3原則の透明性の原則を満たし、3つの原則を同時に全部最初にやったということだと思います。そこに意図があるとすれば、第2原則の株主意思を早い段階から形成する目的で価格の提案を2600円と直前半年間の市場価格の2倍近い高い価格且つPBR1倍を意識した水準を提示して、株主の反応を通じて株主意思を確認するとともに周知した格好だと思います。この買取提案に対して、対象会社の経営陣がノーと言え、当然、株主は失望し2600円近くまで高騰した価格が下落して行くわけですね。そうするとこれだけの価格を提示したのに、株主利益を害するような判断を経営陣がしたとなると、経営陣としては第1原則に反することやっていると見られる。意図的なのかどうかはわかりませんが、買取提案と同時に詳細な提案内容を公表したことは、株主意思形成の誘導のようなことまで含めて全体を見ると、真摯な提案の仕方かどうかはちょっと引っかけます。今回の指針が想定した真摯な提案は、あくまでもこの【図表】に則って行われていく中で、第1、2、3原則には時間的な段階があるということがなんとなく前提としてあったのではないかと。第2・第3原則は第1原則の前提なので【図表】は第1原則を中心に流れを明示しているんです。3つの原則の関係や順序を明示しなかったのが想定とはちょっと違うニデックの公表があった、そんな感じがします。

角田 おっしゃる面はあると思います。可能性がある限りは、いきなり公表しないで、友好的案件化を追求してみたい、提案開示は反応次第と考える方が多そうなか、何らかの事情で友好的買取に価値を感じず、企業結合ガイドライン上で独占禁止法は大丈夫、海外競争法、海外投融資規制の日本企業同士への域外適用も気にしないで済む、デューデリジェンスもしなくていいようなベアだったら、提案同時公表もあるのかなと思います。対外公表により双方の事業にも影響が出てきてしまいますので、いろんな意味で、三瓶さんがおっしゃったように、提案実施と公表の段階に時差があるのが主流になるだろうというのが少なくとも私には議論している時にありました。今回の指針の目的かもしれない業界再編となると、同業かつ寡占度が進んだ産業での再編になり問題解消措置検討などに一定のデューデリジェンスが必須かもしれません。プライベート

ト、非公表での当事者同士の第1原則についての真摯な検討・交渉とパブリック、公表により株主による直接判断や介入が可能になる第2原則の時差、段階差を暗黙の前提として作られた【図表】が意識していないルートが最初の案件になったのかなと感じました。

「真摯な提案」の意味

藤田 ありがとうございます。まず確認として、指針という真摯な買収提案か否かに関しては、行動指針3.1.2にさまざまな要素が上がっているのですが、あくまで提案内容に関する概念として想定されていて、提案の仕方や手順についてあまり意識されていないですね。ニデックの買収で問題になっているのは提案や交渉の仕方ですが、そういう要素がこの指針の上でどう位置づけられているか、あるいは指針ではあえて度外視しているかということが問われているのでしょうか。最初に問題となる案件がそういうものであったことが行動指針にとって幸せだったかどうかは確かに微妙ですが、行動指針の内容についていろいろ考えさせてくれる材料にはなります。

石綿 「真摯な買収提案」に対しては「真摯な検討をする」といったときの「真摯な買収提案」については、指針上定義があり、具体的には、具体性・目的の正当性・実現可能性のある買収提案と定義されております。その要件に照らして今回のニデックの提案を見ると、「真摯な買収提案」には該当するのではないかと思います。この「真摯な買収提案」と言ったときに、定義された「真摯な買収提案」という意味と、その一般用語として使っている意味と混同しがちですが、少なくとも指針上は、真摯な買収提案の定義規定があるため、この定義規定に基づき判断するべきかと思います。

藤田 行動指針の定義からすると、真摯な提案か否かは内容に即して判断するので、ニデックの件も、石綿さんのおっしゃるように真摯な提案となるのでしょうか。いきなりを公開するというやり方をとった場合の対応としてどういうことが起きるかという、行動指針上は、対象会社取締役会は真摯な検討をすることになるが、それに対する真摯な検討の中身として、こういう提案の仕方をする相手であるということを対象会社がどの程度考慮することができるかという話になるのでしょうか。

田中 私も真摯な買収提案かどうかは、指針に書いてあるように、提案の具

体性、目的の正当性、そして実現可能性のある買取提案であるかという観点から考えるものなので（指針3.1.2）、いきなり公表したから真摯性が否定されるようなことはないと考えていました。買取提案は、いきなり公表せずに、まずは内々に対象会社に対して提案するのが普通かもしれませんが、その際に対象会社側がこの指針で求められているとおりの行動を取ってくれればいいですが、対象会社が指針に従って行動するという実績がまだ必ずしも積み重なってない中では、本当にそういう行動をとるかどうかかわからないということもありますので、いきなり公表して、対象会社の経営陣や取締役会をして、提案を検討せざるを得ない状況に追い込むという戦術は、必ずしも合理性がないとはいえないと思います。ニデックとTAKISAWAの事案については、あまり私は知識がありませんが、ニデックの主張によれば、昨年資本提携の交渉に入ったけれど謝絶されたというような事情があるという話でしたから、全く一方的にこのような公表をしたということでもないのかなと思います。

角田 真摯な提案の中身と真摯な交渉姿勢は違う話で、交渉の定型的やり方というのは存在しない気がします。交渉戦術を立案する側としては、いきなり嘯みついたことで役職員の反感を招きホワイトナイト探しが真剣に始まるなどのマイナスの多寡、それをも凌駕できるようなノックアウトプライスをあらかじめ出せるのか、統合後の従業員エンゲージメントにも自信があるのか、株主の直接介入が必要なほど抵抗しそうな対象会社かななどをセットで交渉方針を決めると思います。いきなり公表するデメリット、メリット、対応策を考えて、どちらを選ぶのかだと思います。島忠とニトリも完全に同業じゃないとか、今回も異業種参入で、あまり競争法とかややこしいことを考えなくて済む、いきなりTOBローンチできるみたいなケースでしたけれども、競争法、主要顧客の重複など両方で検討すべき事項がある場合、従業員の心情対策から外形もフェアにしたいような案件では、非公表のまま検討・交渉を落ち着いてやるようにしたい、しないとできないでしょう。望ましい開示時期を明示していない【図表】のコンセプトが活きると思います。【図表】外の個別論では、後で議論になると思いますが、どういう場合でデューデリジェンスを認める、認めなくていいのか、どの程度まで対応すべきかみたいな点、紙爆弾攻撃を認めているのかみたいな、いろんな論点が真摯な交渉姿勢にはあると思います。

藤田 真摯な提案に当たるか否かというのは、先ほどから繰り返しいわれて

るように、当該提案の実現可能性その他提案内容で考えるのですが、行動指針が、真摯な買収提案か否について、提案内容だけに着目し、提案・交渉の仕方に言及しないことはどう評価されますか。千差万別で言い出すとキリがないので、真摯な内容の提案には真摯に対応しなさいというにとどめ、指針ではそれ以上書かないで、その場その場の交渉の仕方に委ねるスタンスでよかったということになるのでしょうか。

角田 いきなり開示への反感その他の社会常識は人によって認識が違うと思うので、その中で有利か不利かとか、買手が出せる価格の取締役会や株主へのインパクト、過去の対象会社の言動だとか、交渉の過程だとかを踏まえて、いろんなパターンがあり得る。一概にこれがベストな対応・交渉戦略があるというのでもなく、同じ組み合わせでも、提案3回目の時と2回目は違うのかもしれない。対応の仕方、提案の仕方、交渉の仕方は、当事者ごと、その場その場に委ねるというスタンスしかないと思います。

石綿 私は、真摯な買収提案を受領したステージと、それを踏まえて取締役会が買収に応じる方針を決定する場合に該当するステージとでは、取締役の行為規範は異なるべきであり、その点についてはメリハリをつけて運用していくことが大切だと思っております。真摯な買収提案を受けたから、常にその買収に応じる方針を決定する場合と同等の対応が対象会社に求められるとすると、上場企業は、日々の経営や中長期的に企業価値を向上するための施策に集中することができなくなります。何より、日本の上場企業は大きく反発すると思いますので、結局この指針が実務に受容されない結果となるリスクすらあるように思います。

この点、アメリカにおいても、レブロン義務が発動される前は、ビジネスジャッジメントルール(BJR)により判断されることになっております。つまり、BJRにより判断される場合には、相当広い裁量が取締役に認められているわけです。それとの比較感で考えてみると、指針の下で「真摯な検討」が必要である場合でも、取締役会が買収に応じる方針を決定しない場合には、取締役会には広い裁量が認められてしかるべきであると思います。つまり、「真摯な検討」とは、何も、価格が高かったら、それに応じなければいけないというようなものではなく、対象会社の取締役には依然として広い裁量が残っているステージと位置づける必要があると思います。一方で、「真摯な検討」のステージ

から「買取に応じる方針を決める場合」のステージに移行した場合には、やるべきことをしっかりやりなさいよと強調してよいと思っております。

そのように考えるとすると、先ほどお話に出た、真摯な買取提案の三要件以外の事情も、「真摯な検討」のステージにとどまっている場合には、取締役の裁量の中で考慮要素の一つとすることは否定されないと思います。もちろん、真摯な検討はしなければならないのですが、その真摯な検討をするにあたって、取締役の裁量が一定程度あるので、様々な要素を総合考慮した上で検討ができると解釈していくことができると思います。

藤田 ありがとうございます。対象会社の対応については、取締役が買取に応じる方針を決定する場合はかなり詳細に書いてありますが、それ以前の段階については、真摯に提案を検討する以上のことはあまり書かれてない。検討のあり方については、案件や段階に応じていろいろ柔軟に解釈してよいということなのだと思います。いずれにせよ「真摯な対応」をするといっても、「真摯な提案」を受け入れる義務があるわけではありませんし、そういう中で、相手の提案の仕方も「真摯な対応」を考える際の考慮要素として入ってくる可能性はあるのかもしれませんが、ただ、その点も含めて、指針は書きすぎないようにしているのでしょう。

【追記】

2023年9月13日、株式会社 TAKISAWA は、ニデック株式会社による公開買付けに賛同の意見を表明することを公表した（株式会社 TAKISAWA 「ニデック株式会社による当社株式に対する公開買付けに関する賛同の意見表明及び応募推奨のお知らせ」（2023年9月13日）参照）。株式会社 TAKISAWA は、ニデックの意向表明書に係る提案を「具体性・目的の正当性・実現可能性の認められる真摯な買取提案」と判断し、公開買付者との間で協議を開始することや本取引の実施の是非等について真摯な検討を開始したと述べており（株式会社 TAKISAWA・前掲「お知らせ」3(2)④(ii)参照）、行動指針に沿った手順で判断したことが示されている（「具体性・目的の正当性・実現可能性」という表現は行動指針3.1.2で用いられているものである）。

(2) 取締役会が買収に応じる方針を決定する場合

有利な買収条件を引き出すための交渉

藤田 次に、買収に応じる方針を決定する場合は、石綿さんもおっしゃいましたように、相当丁寧な検討をする段階になってきます。行動指針では株主にとってできるだけ有利な取引条件を目指して真摯に交渉すべきであるということが書かれていて、一見もっともにも思えるのですが、現在の日本の企業にとって、買収に賛成しつつ対象会社株主の利益のために条件を交渉するということは、実態としてはどのぐらい実現しているのでしょうか。そもそも、買収に応じる方針を決定した場合に限らず、買収対価を引き上げるための交渉は日本の買収でよく行われることなのでしょうか。条件次第では買収に賛成といった対応の仕方がどの程度あるのかが気になっておりまして、むしろ買収に応じるか応じないかの議論ばかりしているような印象もあります。買収防衛策も、もっぱら買収を阻止するための道具としてのみ機能して、交渉の道具としては機能していないのがアメリカと大きな違いだということが、公正な買収の在り方に関する研究会の第4回会合でも井上光太郎先生から指摘があったんですけども(「資料4 井上委員プレゼンテーション資料」スライド16参照)、買収を受け入れること前提にして有利な条件にするという交渉は、どのぐらい真摯に行われてきた、あるいは行われるようになるものなのでしょうか。

角田 三瓶さんが発言したくうずうずしていると思いますが、取引実現しようと決めた案件だったら、典型的には経営陣が選んだ意中の相手との買収・被買収ですね、買収されることを決めちゃったところで、全ての案件で、フラットな状況でギリギリと価格交渉をしていたかは疑問だと思います。間接的マーケットチェック期間の勝手提案すらやり難い社会では、言うなりの外部専門家に適度な資料を作ってもらって終わりに近い例すらあったかもしれません。一方で、公表やリークによるイン・プレイの状況で株主、周りで見られている、勝手提案すらあり競合していると、対象会社も交渉して選択せざるを得なくなる。買手からも良い条件を引き出す、価格以外のソーシャル・タームでも引き出せるので、交渉するインセンティブがある。個々の取引は、この両極端の間にありそうです。過去に勝手提案を受けた先から公表後に競合提案が出てくるかもしれないという友好的相対案件があり、競合提案の意欲を失わせるようなノックアウトプライスで合意した方が買収される側としては望ましい。その点

では株主と利害が一致していて、「もう少し価格を上げてくれ、もう少し出さないと相手が競合提案してきて大変ですよ」という買手との交渉を現実にしたケースはありました。数は少ないですけども。やはり何社かと同時並行でやる、東芝のように対外発表すれば、事実上、オークション状態になりますので、そういう状況では、価格が優先の形でのギリギリとした交渉っていうのもあり得て、これから増えてくるかもしれません。今までも、事後的な提案を受けられる、間接的マーケットチェックが可能なようにしていましたが、実態は事後提案がほとんどなかったのも、ギリギリまで価格交渉することを意識したケースは少なかったのかもしれない。同意なき買取提案も来てしまう時代になれば、事後提案はタブーではないでしょうから、意中の相手とでも価格を追及する、第2原則の決定権者である株主にとっての最重要条件である価格を、マックスかどうかわかりませんが、ベターな方向に交渉しようっていう大きな変わり目にはなるのかなと思います。

三瓶 株主にとってできるだけ有利な取引条件を目指して真摯に交渉することが現実的にあるのかという投げかけに対しては、現実的であると認識しています。第三者の取引じゃないんですけども、NTTとNTTドコモの時にその交渉過程について詳細な情報開示があり、何回も値段を交渉して上げていっていることがわかります。ですから、やはり買取される経営支配権を引き渡す側の取締役として、責任ある対応として、そういったことは徐々に起こっているのかなというふうに思っていて、それがよい傾向として続けばいいなと見えています。これは公正M&A指針に明記され取締役会または特別委員会がやるべき仕事だというのが明確になったから、そういう行動が取られているのではないのかと思われ、あるべき姿を指針に明記する意義は大きいと感じています。

石綿 藤田さんの言われた論点に関して申し上げますと、今までの日本の対象会社の取締役の間には、自社の買取に際して買取価格を引き上げなければいけないという考えはあまり浸透していないように思います。自社の企業価値を上げなければいけないと考えている取締役は多いのですが、買取を受け入れる場合に自分が交渉して買取価格を引き上げなければいけないという意識まで有している取締役は、決して多くないような気がします。特に、買取後も対象会社の経営にあたる取締役にとっては、買取価格が高くなれば高くなるほど、買取後の経営に対する株主の期待値が増しますので、より高い期待に応えていかな

ければいけないというプレッシャーの下に置かれます。そういう中では、価格を一円でも引き上げようというインセンティブは生じにくい状況にあると思います。また、日本の取締役の善管注意義務は、そのような場面におけるルールが不明確ですので、対象会社の取締役としては、どう行動したとしても後日何らかの任務懈怠の責任を負うわけではないと思っている。そのような理由から、わざわざ価格を引き上げるための交渉を行わないという事例も少なくないと思います。もちろん例外的に対象会社の取締役が価格を引き上げるよう交渉するケースもあるとは思いますが、多いわけではないように思います。そのような中、今回の指針が株主が享受すべき利益が確保される取引条件で買収が行われることを目指して合理的な努力を行うことを求めたということは、非常に有意義なことだと思っています。

角田 NTTドコモは弊社でお手伝いしましたので、あくまで一般論になりますが、親子間取引であっても、特別委員会で、この価格、プレミアム水準、マルチプルを目指そうという目標がしっかりあり、価格目標設定ロジックも理解されて買手に対しても説得力があり、価格交渉ツールとして、例えばウォークアウェイ、MoM（親会社以外の株主の過半数の応募を成立要件とする）を使うという戦略をもって、きちんとした外部アドバイザーを使えば実現出来るのだとすれば、第三者間取引であり、今回の指針の意識付けの下での合理的努力をつくり、買手を競わせるなどの親子取引では使えないツールも利用すれば、もっとできるようになるはずですね。

藤田 2019年の公正M&A指針ですと構造的利益相反がある話なので対象会社取締役会あるいは特別委員会は真摯に交渉しなさいと命じつつ、真摯に交渉したと評価されるなら、その結果は裁判所に公正なM&A条件として尊重してもらえる可能性高いですよという形のパッケージで組み立てた。それは多分実務家の方も含め、わかりやすい論理として受け取ってもらえたと思うのですが、一般の買収について同じように買収価格を引き上げるための交渉する義務があるという発想がどのぐらいリアリティをもって受け止められるかということについて、自信がなかったのでお伺いしました。おおむね一致した意見としては、今までどうだったかといわれると、そういう意識が弱い面は否めないかもしれないけれども、今後の行為規範としては指針で宣言されることに意味があるし、そうなってほしい、またそう変わっていく可能性もあるというこ

とでしょうか。そういう意味では、公正 M&A 指針のような利害対立を前提としない場合であっても、こういう形で行動指針が作られることは歓迎できるというふうにまとめてよろしいですかね。

石綿 はい、結構です。

角田 同意なき買収提案ができる社会になれば、途中開示、リークがあった時のホワイトナイトは、批判が少なく、合意後に手を上げるよりも勝算がある、むしろ株主からは奨励されるようなものなので、すべての M&A もコンテストブルな状況になり得る。以前のフレンドリーになったら初めて交渉が始まり、競合提案も来ない代わりにフレンドリー案件しか実現しないという意識と状況が変わります。安く買収しよう・されようとする競合提案にオーバービッドされると意識した買収価格にしないと後で面倒なことになると、売手、対象会社、買収する側もより意識するようにはなるのでしょうか。欧米——レブロンのあるアメリカとは言いませんけれども——競合・競争が日常的に起こるような国で見られる行動に移る、近づく一歩になるのではないかと思います。

社外取締役及び特別委員会の機能・役割

藤田 どうもありがとうございます。実務が変わっていく方向にあるのであれば、行動指針においてこういう形で提案されたことは意味があるし、歓迎すべきことだと思います。

併せてお伺いしたいのは、社外取締役を中心とした特別委員会の役割です。2019年の公正 M&A 指針で扱われた構造的利益相反がある M&A については、公正さを担保するために特別委員会を設けて真摯に交渉しろというのはわかるような気もするのですが、同意なき買収について特別委員会を設けるというはどういう意味があるんだろうかという疑問です。とりわけ、買収に対する対抗措置の是非の判断をする場合、社外取締役は買収によって地位を失う立場にいるわけで、そういう人たちに公正性担保の役割がどこまで期待できるのかという疑問がないわけではありません。公正 M&A 指針のほうも同じ問題がある程度あるのですけれども、あちらでは、たとえばキャッシュアウトに必要な議決権はすでに押さえられており、基本的に買収されることは既定事実としてあって、それを前提に少しでも良い条件を取るように尽くすというのでまだわかる気もするのですが、対抗措置の発動の可否のコンテキストで特別委員会と

というのは同じような意味合いで期待できるものなのでしょうか。

石綿 確かに構造的相反がある公正 M&A 指針の対象取引と比較すると、同意なき買収のほうがいろいろなケースが想定されると思います。そのため、事案によっては、特別委員会で検討するよりも、独立社外取締役が入った取締役会で議論すべき場合もあるでしょうし、一方で、特別委員会で独立してしっかり議論すべき場合もあるかと思っております。特別委員会が必要になる場合は、(潜在的)利益相反があるなどの理由から、経営陣が参加しては、株主利益に資する適切な判断が行われぬおそれがあるケースや市場に対する説明責任が果たせないケースなどであり、個別の買収の性格に応じて、このようなおそれがあるかを個別に判断をしていく必要があると考えております。

買収に対する対抗措置の是非の判断において特別委員会に公正性担保の機能は期待できるのかというのが藤田さんのご質問ですけれども、実務では、社外取締役が対抗措置の発動はやめたほうがいいのではないかと指摘を行い、経営陣が、対抗措置の発動以外の選択肢を模索しに行くというようなことが行われることもあります。社外取締役は、経営陣よりも一歩引いたところで、株主の観点なども意識しながら冷静・客観的に物事を見ていることもございますので、特別委員会に判断させることが有意義な結論を導くこともあると思います。一方で、特別委員会が発動賛成だと言ったから、その発動は常に是認されるべきかという文脈で問われると、それは確かに特別委員会が発成したら常に公正性が担保されているということとはできないかもしれないというのがあります。それはやはりケースバイケースで判断していく必要があると思います。

角田 買収実現によって職を失う社外取締役に判断を任せてよいのかという点についてですが、社外取締役は前のキャリアで成功して終わっていて、社外取締役としての給与に依存している人ではないという前提だと思います。もしかすると、それで生計を立てている社外の方もいらっしゃるかもしれませんが、法外な給料をもらっていないかというチェックは場合によっては必要になってくるかもしれないし、実際にいつまでも身売りを検討しない理由として投資家に批判された例はありました。

三瓶 公正な買収の在り方に関する研究会でもちょっと発言したんですけど、普段から取締役の選任議案の判断に際して、その方がどういう役割を果たしてくださるのかということを考えていることとの関連で言うと、こういうと

きにこそ独立社外取締役の方が自分の意見を持って、検討するにあたって重要なポイントはここだとか、ご自分の意見をちゃんとってくれるってことがすごく大事だと思っているんですね。だから形式的に特別委員会を作ればいい、そこに独立社外取締役が入ればいいということよりは、皆さん一人ひとりがどう考えているのかということ提案を受け取った時点で公表してくれたら一番いいんですけど、そんな会社はないでしょうね。そうすると取締役会で一人ひとり独立社外取締役の方が自分の意見を言って、それが議事録に残ることで、どんな意見を述べたのか、どう意思決定に貢献したのか、そういうことが何かの機会に明らかになるのは大事だと思います。そういうのを今から期待したいですけれども、独立社外取締役の方がそういった自分の考えを持って、どういうふうに臨むべきなのかを検討するとすれば、どこが重要なポイントかみたいなことを示しながら、検討状況を見守っていくと。その過程で、どうしても Financial Advisor (FA) とか Legal Advisor (LA) とか専門家がいないと困るといふ時に、経営陣が選定したのとは別の外部専門家を使いたいとなれば、特別委員会を設置してそこで委員会が FA とか LA とかを選定するというのはあるんだろうなと思います。いずれにしても、特別委員会の設置が必要だという提案も、独立社外取締役の方に自発的にリードしていただきたいという期待があります。そういう意味では、特別委員会の位置づけは、公正 M&A 指針の時とはスタートが違いますね。明らかに利益相反があるので少数株主を守るという立場からではなくて、あくまでもニュートラルな立場から考えなきゃいけない、現経営陣との著しい利害の不一致というのはないんだと思います。心掛けてほしいのは、少なくとも現経営体制は否定された、もっといい経営ができるんだと外部から言われて、だから経営権を取るぞといわれているので、経営の監督も十分ではなかったと言われてるわけですから、新しい提案の方は、どれだけ経営を改善できるのかを、社外というニュートラルな目で見ることが非常に大事だと思います。完全否定されている本当の対象である現経営陣はどうしても自分たちを守りたいでしょうから、彼らとは違う立場で考えることを期待しており、それが独立社外取締役の役割ですよ、出番ですよということが意識づけられればいい。その時に特別委員会はいるかいないかといったら、自分たちで考えてくださいということになると思います。

田中 M&Aに限らず、いろいろな実務は、やはりプロフェッショナリズム

というか、引き受けた以上は期待された仕事を全うしなければならないというふうには、一人ひとりが考えて行動することが大事で、いくら法制度を整えても、裁判所の審査能力などを考えるとやはり限界がある。また、報酬などの経済的インセンティブも、与えすぎると逆効果になってしまうとか、そういうところもあるので、なかなかそれだけではうまくいかない。だからプロフェッショナルリズム、日本語でいえば職業意識ということに頼る部分も大きいように思います。その時に、もちろん経営者も、当然プロフェッショナルリズムを持っていると思うのですが、やはり買収の局面は、三瓶さんおっしゃったように、対象会社の経営者にとっては自分がやってきたことの否定であると受け止められやすいので、どうしてもエモーショナルになってしまったり、株主の利益に反してでも買収に反対してしまったり、または自分のやってることを認めてくれるような買収者のほうを選んでしまう、という面があると思っています。そのときに、より中立的な観点から、経営者の言っていることを認めてよいのかを判定する人がいることは大事で、その役割は、裁判所だけに任せるのではなかなかうまくいかない。裁判官は、やはり日頃から会社を見ているわけではないものですから、どうしても限界があります。また株主も——最終的な判断権は株主が保留するとしても——やはり日頃から経営者のやっていることを見続けているわけでもないのだから、判断しようにも材料が乏しいということがあります。そこで、より中立的な立場から、経営者の主張と買収者側の主張を比べ、どちらに利があるのかを判定する立場の人がいることが望ましいのだと思います。そういう面で、特別委員会のような機関を作るかどうかはともかく、独立社外取締役の役割が大きいのではないか、そのところにある程度の役割を与えていくことでM&A取引の公正さを確保するというのが、日本だけでなく国際的な動向でもあって、それに代替するものを見つけるのはなかなか難しいような気がします。ただ、もちろん社外取締役も本当に中立なのかという問題はあつたし、プロフェッショナルリズムというのは言葉として美しいんですけど、実際その人たちは皆期待どおりに行動するかどうかはわかりません。だから、日本は、たとえばアメリカのデラウェア州が認めているほどには、独立取締役に防衛策の行使する権限をまだ認めていないわけですが、それにはそれだけの理由があるんだろうと思っています。そういうものを認めるほどには、日本全体としてまだ独立取締役のプラクティスを積み重ねているわけでもないわけ

ですから、そういったところは慎重に考えていく必要があるんだと思います。とはいえ、裁判に行く前の段階、あるいは買取に関する株主の意思決定をする前の段階で、その決定を適切にすることができるようにするために、独立取締役の役割はかなり大きいのではないかと考えております。

藤田 最後に言われた点を確認しておきますと、現在の日本の裁判例では株主の意思確認を経ない対抗措置の発動は認められない傾向が強いので、特別委員会や独立社外取締役の同意というのは、対抗措置を発動することを最終的に正当化するものとしては位置づけられない。アジアグループの事件決定でも特別委員会の判断にそういう機能は認められないとはっきり言われています（東京高決令和3年4月23日資料版商事法務446号154頁（「原告人は、本件買取防衛策の導入及びそれに基づく対抗措置の発動について、株式会社東京証券取引所が『上場管理等に関するガイドライン』において定める独立性基準を満たす構成員から成る特別委員会の諮問を経た旨主張する。しかし、取締役会により選定された委員により構成された特別委員会は、あくまでも取締役会の判断を代替又は補完する存在であって、その判断を株主意意の確認に置き換えることはできないから、上記諮問を経た事実は前記認定を左右するものではない。』））。これはアメリカにおける特別委員会の役割と大きく違っていている点です。

その上で、社外取締役を中心とする特別委員会は、公正 M&A 指針の局面とはやはりちょっと違うかもしれないものの、それでも一定の役割は期待される。つまり、買取によって地位を失うということだけいえば社外取締役だろうが社内取締役だろうが同じかもしれないけれども、同意のない買取によってダメージを受ける立場にあるのは、それまで経営をやっていた人たちであって、監督者の立場の人が受ける非難は間接的ではある。三瓶さんがおっしゃったように若干の批判の意味は含まれるにしても、直接の非効率的な経営をやっていたと指弾されるわけではないので、経営者とは温度差があるし、監督する立場の社外取締役のほうがまだしも冷静な判断ができるだろうという理屈は一応成り立つ気はいたします。

もう一つ、直接経営をやっていた立場でなければ自分がやってきたことを否定されることがないというのを強調すると、買取案件が出てきた後で依頼された外部の有識者が一番問題なさそうですが、この指針はそれには否定的で、社

外取締役を中心とすることが基本であると、はっきり言っています。公正M&A指針でも同じように言っていたのですけれども、過去の買収防衛との関係ですと社外の有識者を中心として、その中に社外監査役を入れるような委員会構成も多かったようですが、そのあたりはこれを機に変わってくると考えてよろしいでしょうか。

角田 従来は社外取締役はいればよいぐらいのレベルでしたが、今はプライム市場の上場基準(ガバナンスコード)の3分の1以上があり、取締役10人の会社でも社外が3人います。もう少し多ければ4、5人の候補者がいるので社外取締役だけで委員会を作ることもできるようになったというのが大きな違い。その状況であえて監査役もしくは社外有識者を正式メンバーとして入れる必要があるのか、現状では必要がないでしょう、むしろ必要ないガバナンスにしましょうというのが、趣旨なのかなと思います。特別委員会委員長が業法・規制について詳しくないので1年前まで社外取締役を務めて引退された方を入れた案件がありましたけれども、委員ではなくアドバイザーでした。テクニカル、専門的なことは弁護士とFAに聞けばいいじゃないかとかいうのが、今の主流になってきていると思います。

石綿 2005年の買収防衛指針のときには、特にその優劣についてあまり踏み込んだ議論はされていなかったと思います。ご承知のとおり、2019年の公正M&A指針のところで、社外取締役、社外監査役、有識者という序列が明確に示されたわけです。私の理解では、今回の行動指針は、2019年の整理を踏襲しており、社外取締役が一番いい、次に社外監査役、いずれも利用できない場合に有識者も排除されるわけではないという整理をしていると思っておりまして、そういう意味では、2019年から変わってないと考えております。

但し、今回は、構造的な利益相反がない買収も対象としているところ、その場合には、社内取締役を含めることも有用な場合があるということが脚注35などで言及されておりまして。2019年の公正M&A指針よりも、対象となっている買収のパラエティーが富んでいる分、色々なケースが想定されており、社内取締役を入れる余地も注で言及しているところかと存じます。

角田 最近の社内取締役参加の事例だと、東芝は全11人中CEO1人だけが社内取締役・執行役で、今回の特別委員会メンバーは社外のみです。CEOは委員会の主要な部分に出席し、非公開化の進展状況を説明したり、質問されたり、

意見を求められたりという立場で参加していましたので、それでも充分だった例かもしれませんし、投資家からの評価は高かったと思います。一方、経営陣、執行側がメンバーとしてしっかり議論していても、銀行融資でキーマン条項が入るようなコンフリクト発生局面では途中で抜けてもらう、利益相反が軽い社外取締役は価格交渉を委ねるみたいなメカニズムもワークするのかなとも思っています。

藤田 かつては必ずしもそうではなかったとしても、少なくとも2019年の公正M&A指針以降は社外取締役を中心とした特別委員会という発想はそれなりに受け入れられ始めており、構造的利益相反のある場合だけではなく、通常の買取の局面でもそれは同じである、逆に、社外有識者を中心としたりするような委員会は今後はあまり受け入れられなくなっていくだろうと受け止めてよろしいですかね。

加藤 同意を得た買取における対価の交渉という場面では、独立社外取締役にも一定の役割を期待できるように思います。たとえば、日本の実務では対価の引き上げに関する交渉はあまり積極的に行われなかったという指摘がありましたが、このような交渉では、特別委員会が設置されるか否かに関係なく、独立社外取締役がどのように行動していくかが問題になってくかもしれません。親子会社間取引やMBOのように構造的な利益相反の存在に争いが無い取引とその他の取引の境界はそれほど明確ではなくて、友好的な買取にも利益相反関係が認められる場合はあると思います。これまで構造的な利益相反関係があると考えられてきた類型以外においても、何らかの利益相反が生じる可能性はあり、そのような場合には独立社外取締役が取締役の判断を補完していく必要があるということ企業買取行動指針は示していると私は理解しています。

藤田 加藤さんが今言われたこととの関係では、買取提案を受け入れるとなった後に価格交渉に局面が移ると、代表取締役も含めて社内取締役も、もう買取はされていいですよというスタンスである以上は交渉に加わっても問題ないとは言えないでしょうか。その段階では、たとえば社長が徹底的に相手と交渉したほうがよい値段になる可能性もあって、そうなってくると社外取締役だけに依存するのを必須と考えることもないし、特別委員会で役割も重要性は下がるのではないかという疑問ですね。

加藤 取締役会が買取提案を受け入れる場合に、買取後に経営陣がすべて入

れ替わるのかが問題になるように思います。買収後の経営陣の処遇を考えると、誰が対価の交渉において中心的な役割を担うべきかに関する判断が、具体的な状況によって相当異なる可能性があるため、対価の交渉において独立社外取締役の役割が重要となる場合もあり得るのではないかとということです。

藤田 そのあたりを含めて、行動指針3.3の三段落目では、「個々の事案ごとに、利益相反の程度、取締役会の独立性を補完する必要性、市場における説明の必要性の高さ等に応じて、設置の要否を検討すべきである」とされている。このあたりは構造的に利益相反がはっきりしていて一律に入れるという場合は違うわけですね。

加藤 そのとおりです。

角田 社外取締役の役割の実例を上げると、米国の上場企業に雇われた案件があって、CEO兼取締役は交渉していましたが、価格について自分は発言できないっていうのと、自分のリテンションは価格が合意してからじゃないと交渉しないと相手の日本企業に伝えていました。社外のみの特別委員会だったかトランザクション委員会だったかは、ほぼ全員が社外取締役なので、取締役会を毎回やると人数が多すぎて調整が難しいから得意な人で構成したようでした。交渉スタンスとしては明確に受け入れる値段しか言わない、買い手が価格を上げるのを待っているみたいな感じで驚きました。日本の例では、ビジネスの話から進展して正式提案書を送ってきたこの同業会社なら競争法も通るし、ケミストリーが合うからデューデリジェンスを認めさせたいとして経営陣発で進みました。社外のみ3名の特別委員会は交渉の前面に立ちませんでした。CEOが買収先で重要な役割を担うこともあってか、経営陣交渉チームの意向は特別委員会承認がないと進まないという強い諮問型でした。特別委員会としても買い手の会社に直接インタビューしましたし、FAが計算した単独MBOの想定価格よりもっと上から交渉してこい、最後はその値段だったら受諾するかという価格交渉を裏でリーダーシップを取った例もありました。これらの経営陣のコンフリクトや価格交渉を強く意識した例に近い、社外取締役の心構えとか実際の行動において、本指針以前より意識は高まると思いますし、実務的にも気にするようにはなっていくと思います。

藤田 ありがとうございます。実務の感触もいろいろいただきましたけれども、社外取締役に一定の役割を期待するという指針の方向性は、基本的には正

しい方向を向いているし、実務も少しずつそちらに近づいていこうとお話だったと思いますが、そのあたりでよろしいでしょうか。

三瓶 公正な買収の在り方に関する研究会の第4回会合で、私が「市場においては友好的な買収こそ危険だと考えている。知らない間に密約が交わされてシャンシャンと終わって、たいしたプレミアムが払われないというのが最も怪しいので、友好的な買収をスルーするのは問題。取締役会の行動規範からしたら、そこも十分に説明責任が果たされなくてはならない部分だ。」と発言し、多くの委員から反応があり結構盛り上がったんですけど、それは事実だと思うんです。少なくともマーケットにいる者からすると、なにか知らない間に決まってしまう。いつの間にか、双方がシャンシャンっていうのは、なんでそんなに簡単に決めちゃったんだらうか、検討過程や交渉の内容をちゃんと監督しているんだらうかと、友好的な買収ほどもっと気をつけて監督してもらわないと困ります。まさに独立社外取締役には、どうしてこの案件はそんなにスッと決まるのか、価格はちゃんと交渉したのかということなどを見てもらうのが重要なポイントだと思います。今回の指針では注17でさらっと書いてあるのでそこまでの懸念は伝わりにくいと思います。

藤田 結局、MBO指針や公正M&A指針の場合のように構造的利益相反を前提としているわけではないので、今回の指針の対象にはいろんなパターンが含まれているけれども、構造的利益相反がある場合とは違った意味合いで何らかの役割を社外取締役に期待できる可能性がある。ただ、それは幅広いバリエーションがあるので、柔軟な含みを持たせつつ、しかし特別委員会の役割にはそれなりに意味があることをいろんな箇所で見及することで、方向性自体は示しているということでしょうね。三瓶さんの意見は、研究会で聞いて、私もなるほどと考えさせられたんですが、そういう意味合いを社外取締役が持つ場合もあるでしょうし、それ以外にもいろいろな理由から意味があることもあるのだらうと思います。

キャッシュアウト提案の特殊性

飯田 今の議論で全く異論はないのですけれども、企業買収行動指針の3.3には、「キャッシュ・アウトの提案であることから、取引条件の適正さが株主利益にとってとりわけ重要であると考えられる場合」と書いてあって、これは例

示ですので、別に対価が株式であってもこういう場面もあり得るという話を含むとは思いますが、あえてここでキャッシュアウトの提案であるということに限定したのに意味があるのか考えておりました。先ほどの加藤さんの問題提起からの流れでいくと、こういう友好的なM&Aの時にも、たとえば白井正和先生のように潜在的な利益相反の要素があるという議論⁽⁷⁾が基礎にあって、さらにキャッシュアウトの場合は現在の株主と経営陣との関係が切れるので、そういう場合にはよりその利益相反のおそれが高まるというような、そんな理論的なニュアンスを含んでいるのかなという気もいたしました。もちろん、企業買収行動指針の3.3の記載はあくまで例示なので、特に深い意味はない気もしましたけれども、今後、特別委員会を設置すべきかどうか論点になる時には、このあたりのことも議論される可能性があるように思いました。ついでに、同じ企業買収行動指針の3.3の別の例示として、「その他、市場における説明責任が高いと考えられる場合(例えば、複数の公知の買収提案がある場合等)」との言葉もあります。これは、おそらく利益相反の要素があるから説明責任があるという文脈だと思うのですが、「市場における説明責任が高いと考えられる場合」という文言だけからは利益相反の要素がある場合に限らないように読めて、この辺も、もしかしたら今後この指針自体の解釈として議論を呼ぶ可能性があるのではないかという感想です。

藤田 なぜわざわざここだけ書いているのかというのはあるのかもしれませんが、注32を見ると、キャッシュアウト提案の場合には有用であるに加えて重要である、そして事実上、ほかのメカニズムから外圧によって置くことになるということも書かれているので、そういう特殊な類型として、これをあえて括り出したのかもしれませんが。ですから、ほかの場面で特別委員会が機能することを否定するものではありません。定型的に議論しやすい場合を拾う記述なので、ここまでいろいろご指摘いただいた特別委員会の役割は、個別のコンテキスト抜きに一般論が示しにくいから書けなかったのかもしれませんが。「市場における説明責任が高いと考えられる場合」については、むしろ包括条項的な言及のされ方かと思いますが、なぜ「複数の公知の買収提案がある場合」を特に記載したかはよくわかりませんね。このケースが、特別委員会を置

(7) 白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』(商事法務、2013)。

くことに意味がありそうだということは理解できるのですが。

田中 あとで石綿さんから補っていただけるのではないかと思います。たぶん実務の現状として、キャッシュアウトを伴う買取の場合には、MBOとか支配株主による買取でなくても、最近は特別委員会を立てるようになってきたということがあって、注32で「実務上多い」と書かれているのもそういうことだと思います。その一方、少なくとも今回の研究会が立ち上がった頃に調べていただいたものでは、日本では、米国デラウェア州であればレブロン義務が適用されるような取引であっても必ずしもその全部に特別委員会が立てられているわけではないという現実があって、研究会の中でも全部に立てるということまで積極的な支持があったというわけではなかったということがあると思います。これは、やはり多くの日本企業の場合、本体の取締役会は、依然として社内取締役が多数であるところ、特別委員会は、社外者が多数になるので構成が逆転するんですね。もちろん、特別委員会に法律上権限があるわけでもないですし、また事実としても、特別委員会の結論に対して本当に社外取締役の多数が反対している場合には、取締役会で拒否されることもありえますから、特別委員会を立てたからといって社内外の権限配分が逆転してしまうというわけではないですけど、それでも、特別委員会を立ち上げるときにはその勧告を最大限尊重することを取締役会でできるのが通常であると思いますので、特別委員会を立てた場合、取締役会としてその判断と違った判断をすることは事実として難しくなる。そういう認識があって、ここは日本のコーポレートガバナンスのかなり根幹に関わることもかもしれませんが、まだアメリカみたいに取締役本体が社外で大多数で占められてるわけではないということが、特別委員会を立てるかどうかの判断に影響を与えるような、非常に難しい問題があるのではないかと思っています。

角田 ほとんどのケースで特別委員会の答申を最大限尊重して取締役会でも決議することを、特別委員会を作るときに決議していませんでしたっけ。

石綿 利益相反構造のあるM&Aの場合には、通常、特別委員会の勧告を最大限尊重するという決議を行っています。一方で、それ以外の特別委員会においては、色々なケースがあるような気がいたします。また、田中さんをご指摘されたとおり、確かにキャッシュアウトのスクイーズアウトを伴う買取案件では、ほぼ例外なく特別委員会が設置されているのが最近の実務です。

4 買収に関する透明性の向上：企業買収行動指針第4章

(1) 買収者による情報開示・検討時間の提供

藤田 買収に関する透明性の向上，企業買収行動指針の第4章に移ります。今回の指針の特徴は，買収者による情報開示・検討時間の提供が正面から書かれていることです。包括的な買収に関する行動指針として，この点に触れるというのは積極的な意味があるという評価ができる反面，買収者がこれを遵守していないから対抗措置が正当化されるという形で用いられる可能性があります。先ほどから求められる開示の程度等によっては，過大な要求にもなり得ることが懸念として指摘されていました（本誌154～156頁参照）。そのほか，買収者による情報開示・検討時間の提供のところは，事前取得に関する言及があったり，予告TOBに関する言及があったり，実質株主に関する情報提供の問題があったりするのですが，こういった各論的に触れられている点も含めて，買収者による情報開示・検討時間の提供についてご意見いただければと思います。

買収者による情報開示への言及：期待と懸念

石綿 私は，今回の指針が買収者に対しても情報開示を求めたことは高く評価しております。それはかつて——今でもかもしれませんが——行われたように敵対的買収が起きた時に買収者に情報を出せというところで使えるからという意味ではなくて，むしろ違う文脈で問題意識を持つことが多かったからです。たとえば，同意なき買収が起きた場合には，対象会社のプレスリリースの内容に対しては東証からかなり厳しい指導がされます。例えば，これは根拠が明確ではないから落とすようにとか，敵対的買収者を非難するような表現は削除してくださいなどといったことです。これに対し，買収者側のプレスリリースについては，誰も何もチェックをしていません。その結果，対象会社が提供する情報のクオリティと買収者が提供する情報のクオリティには相当の差が生じてしまっております。

また，それ以外に，買収者側において，株主に対して不適切な働きかけがなされることもあります。今回の指針29頁には，買収者が不正確な情報開示や株主を誤導するような情報開示・情報提供を行うことは望ましくない，委任状の勧誘に際して金品・財物の交付を行うことは望ましくない，優越的地位に乗

じた働きかけを行うことも望ましくないなどといったことが記載されておりますが、これらはいずれも実際に過去生じたことがある問題であると感じています。発行会社については、会社法上利益供与の規制がありますので、金品・財物の交付はなされないわけですけれども、買取者側においては、自由にこれができるようになっており、結果として、買取の実態について正確な情報開示が株主になされず、株主がインフォームドジャッジメントを行う前提が整わないといった問題が起きているように思います。今回こういう形で考え方が示されたのは、重要な前進となりうるかと思えます。

なお、アメリカには大株主の信認義務、ドイツには大株主の誠実義務というものがありますが、日本の大株主には、今のところその種の義務があるといわれているわけではない。ただ、いずれはそのような議論がなされていってよいのではないかと考えておまして、今回の指針が、そういう議論の1つの契機になっていくとよいと思っております。

藤田 確かに対象会社についてはいろいろ規律があるのに、買取者側の情報提供については、公開買付の際の金商法上の規制は別とすれば、基本的には規制がないとすると、そこを埋めるような行動規範が作られる意義があるのかもしれません。今の点も含めてご意見いただけますか。

三瓶 すみません、シティインデックスイレブンスの件で石綿さんが冒頭におっしゃっていたことの確認をさせてください。買取者による情報開示が明確にされたのはよいことだとおっしゃった中で、この第4章に書かれている目的は、第2原則、第3原則を実現するために書いてあるので株主に対して情報提供するというもので、それで合理的な判断をしてもらうというのが目的だと思うんですが、コスモエネルギーホールディングスのシティインデックスイレブンスに対する情報提供の要求の中身は株主が判断するのに全然資するものではないので、これを要求する理由に今回の指針が使われると困るなという懸念があるんですけれども。対象会社から買取者への質問、その回答のキャッチボールを見ているとどちらが一般株主を置き去りにして第一原則から逸脱しているのかが見えてくる気がして開示の派生効果を感じます。石綿さんがおっしゃっているのは、そういうふうに対象会社が知りたいことを何でもかんでも買取者に出させるってことじゃなくて、本当にどうやって企業価値をあなただったら高められるのですかっていうことをちゃんとわかりやすく説明してくれという意

味合いですか。

石綿 1点目については、行動指針4.1.1.1のところで、公開買付届出書における記載内容と同程度の適切な情報提供を行うことが望ましいとっています。ですので、コスモの話については存じ上げませんが、少なくともこの指針が求めているのは、公開買付届出書に記載する程度の話にとどまり、何でもかんでも買収者に情報提供させなければいけないということではないと思います。その意味では、この指針自体は一定の合理的な枠組みを設定しているので、買収者に濫用的に情報開示を求めることは一定程度牽制されていると思っております。

私が問題視しているのは、全然違う局面です。具体的には、プロキシファイトが開始され、買収者と対象会社が、かなりヒートアップしてきて、それぞれが株主に対して色々な情報を提供しあうことがあります。そのときに買収者側から出てくる情報がかかなりひどいことがあるのです。たとえば、二流三流の週刊誌に、全く虚偽の内容の記事を書かせて、どこの週刊誌ではこういうことが書かれていましたという趣旨のプレスリリースをするわけです。週刊誌にその記事が出たという事実は本当なんですけど、記事の中身自体は明らかな嘘だったりするわけです。そういうものが次々と市場に出されていくと、株主や投資家は記事の内容が本当か嘘かなんてわかりませんから、記事なんだから本当だろうと信じてしまい、どんどんミスリードされていくことがあります。わが国では、そういうことがかなり頻繁に行われた事例がございました。それ以外にも、たとえば委任状勧誘をするときに、ここで賛成してくれたらお宅の商品をこの値段で買うよとか、これだけの大量発注をするから、株主総会では棄権してくれとか、そういうやり取りがかかなり生々しく行われたりすることがあるのです。このように買収者側がプライベートベネフィットで既存株主の利益誘導した上で委任状を取ってきたり、議決権を取ってきたり、ということが、行われることがあるのです。そのため、株主意思を重視しているわが国であるからなおのこと、買収する側からクオリティの高い情報を開示をしていただき、また、株主自身が買収者によって利益誘導されないようにすることが重要かと思えます。株主の意思表示が歪められることがあるので、そういう意味での問題を心配しているという意味で申し上げました。

三瓶 なるほど。そうすると情報開示だけではないってことですね。

石綿 情報開示の問題もありますし、あとは4.3で書いてある金品・財物の交付とか、優越的地位の働きかけとか、こういうのはかなり現実的には行われていて、弊害も出てきているなど見ておりました。

角田 企業買取行動指針を引用して、行動指針が答えろと書いているからと、株主の判断に資するとは思えないことまで聞いていて、三瓶さんが懸念されているように、企業買取行動指針の誤読が、紙爆弾の正当化に早くも1回使われちゃった感があると思います。

藤田 ありがとうございます。ある程度は予想の範囲内ではありますが、買収者の情報提供の側面について指針が触れることで、対象会社側が、買収者のためにほとんどいやがらせのような質問を繰り返しながら、自分達は行動指針に基づき当然のことはしているだけだと主張する口実を与えかねないという面があり、三瓶さんも、角田さんもそういう懸念が現実化しつつあるのではないかという点に敏感に反応されているのですね。最初のほうで出てきた、企業価値概念の濫用と同じように、意図的に歪めた形で行動指針の記述を武器として利用する話は、そういう使い方が本来の趣旨に沿っていないことをその都度指摘していくしかないのでしょうか。

石綿さんの問題意識はこういう話とは別の、もう少し根の深い問題に対する対応として、第4章の記述を見た上での感想ですね。情報提供のみならず、4.3で書かれている株主と意思決定歪める行為の防止も関係している話なのかもしれませんが、法律のあるいは制度的には、対象会社や発行会社の規制はわりと作りやすいのに対して、買収者の側の規律は意外に難しく、どうしても穴が空きがちのところ、指針がいろいろ言及することに意味があるというのが、石綿さんの基本的なスタンスだと受け止めています。実はここだけの問題ではなくて、株主提案についても、提案株主側の行為は、やりたい放題と言い過ぎですが、あまり規制がかかってない、極論すると、提案株主が委任状勧誘する際に金品の交付をすることすら当然にアウトかどうかよくわからない状況です。そういう中で対象会社だけではなく、買収者側の行動を是正するような規範について言及してほしいという要望はあるのでしょうか。

ただ全体としてみると、指針が買収者側のあるべき行動について、書かないよりは書いたほうがよかったとはいえるのでしょうか。石綿さんの指摘された通り、情報提供もむやみやたらと求めることを許容しているわけではないのは、

行動指針の文章からも一応読めそうですけども、濫用したい側はそういう内在的に誠実な読み方はしてくれないでしょうね。

角田 これからは、同意なき提案で始まったとしても、取締役会が交渉しなさいと判断したら、相互のデューデリジェンスまで進むと思います。買手側への精査は対価が株かキャッシュかで程度も異なりますが。デューデリすれば、対象会社の社外取締役までは買手に関しても必要な情報を非公表前提でもらえます。一方、そういうデューデリジェンスで、あれだけ過度なものを要求するのか、何が何でも本土防衛という観点だからこそ紙爆弾が投下されるのではないか、そのあたりが気になるところです。買い手は最終的にはリスクを負うわけですから、現金対価の完全買収案件でどこまで開示しなければならないのかという議論も今後出てくるでしょうというのが、実務上感じたところです。

藤田 ありがとうございます。買収者側の情報提供に関連して、そのほか、どの点でもご意見ございますか。

株式の事前取得 (toehold) : 意義と開示のあり方

角田 事前取得 (toehold) の意義と開示はどうなのでしょう。そもそも同意なき買収があまりないからわからないですが、対象者株を実務上買う理由としては、TOBの票読みという応募予測の際に株主じゃないと株主名簿を見られないのという一単位取得もあり、友好的な案件でも買う例があります。買手が競合するような案件だと、自分が買った分だけ競合相手のTOB成功確率が下がりますし、自分が撤退したときにその部分を売却すれば、コストを回収できるので、やる意味があります。井上光太郎先生が研究会で説明したような総合買収コストを下げるために深く考えて買っている例は、あまり見なかった気がします。ただ、同意なき買収ケースや、これから友好的M&Aにも横槍が入るっていう前提になれば事前取得をもっと真面目に考えるんじゃないかと思います。

藤田 事前取得については、意向が確定的であれば、その時点で適切な情報開示をしなさいと書いてあります(行動指針4.1.1.2)。たとえばアメリカの買収では事前取得自体あまりされなくなってきた、いきなり公開買付による買収が始まるといわれています。日本でそれをしないのはなぜなのかがよくわからないのですが、どうしてなのでしょう。この前提が崩れると、開示の要請の意

味合いも変わってくると思います。

角田 公正な買取の在り方に関する研究会の第4回で申し上げたと思いますが、まず、米国はROIというか、資金投下に対する回収、リターン意識が高い。大量保有報告義務前の4.9%を事前取得しても、買取が実現したり、他人の買取に応じて4.9%が回収できればいいのですけれども、死に金になると、その配当利回りは自分の資本コストに見合わない。次に、同意なき買取提案でも無視したのが分かると機関投資家株主が対象会社に文句を言うってくれるので、自分が事前取得して対象会社に直接交渉入りを強いらなくても他人がやってくれるので金を使わずに済む。この2つが米国で見なくなった理由だと思います。

石綿 アメリカ人なり海外の人の思考回路っていうのは、まさに角田さんがおっしゃったとおりだと思います。一方で日本ではやはり株主総会で最後決着がつくっていうことが多いため、自分で議決権を買い増しておけば、総会に行った時に有利に働くことがあるといった思考回路を採っているケースもあると思います。一口にtoeholdといっても、10%、20%まで買うケースから1%も買わないケースまで、さまざまなケースがあると思いますが、20%とかまで買い上がっていくようなケースというのは、株主総会で有利に事柄を進めるということを目論んでいることが多い印象があります。

藤田 なるほど。逆に言うと、買取者の議決権を排除してとった決議に意味を持たせるようにすると、事前取得が無意味になってくるから、ひょっとしたら変わってくるかもしれない。この報告書はそういう決議に慎重だから事前取得には意味が出てくるわけですが、このあたりは連動しているということでしょうか。

石綿 それは関係すると思います。

田中 やはり日本は、市場買付けによる買取にも部分買付けによる買取も特段の法的制限がないので、とにかく株主総会で多数を握れるぐらいの株式を取得すれば支配できる、買取できるのですね。市場で株式を買い上がっていけば、どんどん株価が高くなっていくわけで、最初から公開買付けをかけるよりも買取コストが高くなってしまう場合も多いのではないかとも思われるのですが、とにかく対象会社の株式1/3くらいとってしまえば支配できるとすれば、そこまでしか買わなくてもいいわけで、後は少数派をそのまま置き去りにすることだってできる。ここの点が、取締役会でポイズンピルを導入・発動でき、また

支配株主の信託義務も厳しいアメリカとか、あるいは、買収するには基本的に全株式対象に公開買付けしなければならないヨーロッパとは違うところだと思います。

飯田 アメリカで昔は事前取得 (toehold) が多かったけれども、最近減ったというのが一般的な傾向で、toehold puzzle などと呼ばれています⁽⁸⁾。すると事前取得は買収戦略として廃れたのかということが問題になりますが、ある論文では対象会社側の抵抗が強いなどの買収の難易度が高いほど、事前取得は使われやすいという関係にあって、事前取得の買収戦略が廃れたわけではないとするものもあります⁽⁹⁾。ですから、先ほど石綿さんがおっしゃったような文脈と関連すると思いますけれども、日本でかなり事前を買うケースが多いのは、買収を成功させるためには、事前取得が有効な戦略になるということであって、それはもしかしたらアメリカの先行研究とも整合的な現象であるように思いました。このように一定程度、事前取得という戦略は有意義であることは、行動指針の4.1.1.2でも認められていると思いますが、そこでは、「買収をしようとする者が、公開買付けに先立って市場で株式の取得を進めるに当たり、公開買付けを実施する意向が確定的である場合には、その旨の情報提供を資本市場や対象会社に対して行うことが望ましい」(行動指針4.1.1.2)と書かれています。これは、一見すると、たとえば3%とか4%ぐらいしか事前取得しないつもりであっても、事前取得の予告をせよと要求しているようにも読めます。この予告をさせられるのだとすると、買収予定であるという情報が反映される前の安い価格で株を取得しておくという事前取得の戦略自体を困難にしてしまうので、行動指針としてここまで言ってしまっているのか気になっています。もしも、大量保有報告書の提出義務が発動する以前の時点から、そういう予告をせよという趣旨なのだとして、およそ事前取得で安く買い集めることは5%未満であってもできないようになるので、ここに違和感があります。行動指針の趣旨は、そこまでの趣旨のものではなくて、20%とか30%とか買い集めるような場合を想定しているのかもしれませんが、このあたりは何か議論はあったの

(8) Sandra Betton, B. Espen Eckbo, and Karin S. Thorburn, Merger Negotiations and the Toehold Puzzle, 91 *Journal of Financial Economics* 158 (2009).

(9) Yun Dai, Sebastian Gryglewicz, and Han T. J. Smit, Less Popular but More Effective Toeholds in Corporate Takeovers, 56 *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 283 (2021).

でしょうか。

藤田 事前取得という場合、どの程度のことを指しているのかという疑問ですね。皆さんは、これをどのように読まれていますか。

石綿 公開買付けを実施する意向が確定的である場合と記載されておりますが、この「確定的」というところがポイントだと思います。多くのケースにおいては確定的ではないと、たとえば2%、3%しか買ってない段階ではまだ確定的ではなかったという、そういう説明をするのだろうと私は理解しておりました。研究会で、ここについて明示的な議論がされた記憶は個人的にはないのですけれども、私はそう読んでいます。

藤田 後に行われる公開買付と対比できるぐらいのレベルのものがあるような場合だとすると、非常に低い割合で押さえてしばらく様子を見るというようなのは外れるでしょう。数値基準で一律には言えないけれども、わりと限定された場合を問題にしていると考えてよいのでしょうかね。

角田 そうですね。私の記憶では、SBIの新生銀行TOBで初期の大量保有報告書は純投資目的と開示していて提携打診を断われたあたりも純投資だったのが、TOBの直前で役員の全部又は一部を変更して最適な役員体制にする目的を変更報告した例があり、事実認定次第、大量保有報告書の実効性の方の問題かもしれませんが、一般論として段階的買付がTOBになる途中で株を売った人ってかわいそうだよねと、それをなくすためと読んでいました。

田中 これは研究会でどこまで詰めて議論したかよく覚えていませんが、toeholdに対する評価は結構メンバーの中でも意見が分かっていたので、この4.1.1.2の3段落は、論理的に繋げて理解するのが容易でないかも知れません。最初の段落では、toeholdは買収を進める上で意義があるといっているわけですけど、ここで念頭に置いているtoeholdとは、せいぜい5%程度までの株式取得を考えていて、その部分までは、まだ市場株価が買収期待を反映する前の安い値段で取得できるから、買収を進める上で意義があるということをしているのではないかと思います。それに対し、3段落目で言っていることは、情報提供をしろということで、(情報提供をすると市場株価が上がってしまうでしょうから)1段落目で言っていることと矛盾するように思えます。ただ、この3段落目をあえて加えたのは、日本の場合、市場買い集めによって3分の1くらいまで買い上がってしまって、他の潜在的買収者は容易に対抗提案を出

せないような状況にまで持って行ってしまってから、公開買付をかけるようなことも可能なので、そういうのまで念頭に置くと、やはり情報提供をする必要があるのではないか、という趣旨で入っているのではないかと思います。つまり、toehold といっても、その規模とかいろいろのものがあるはずですが、ここを細かく場合分けしてというところまで議論が詰まっていなかったので、いろいろな場面を想定して両論併記的に書いたものでちょっとわかりづらくなっているのではないかと思います。

藤田 前半と後半で、かなり違ったタイプの株式取得を想定しているのかもしれないですね。なお、市場買付で3割近くまで買い上げるみたいな行為は、将来的には金商法によって規制されてくる可能性も高いですが、ただ公開買付規制を及ぼす場合、仮に閾値を下げる見直しもあわせてするとしても、せいぜい3割取得したにとどまると思います。それ以下の事前取得については規制されないでしょうから、3段落目の記述も、意味は失わないでしょう。いずれにせよ、将来の規制を取り込むようなことは書けなかったでしょうから、事前取得について本行動指針がどういう立場をとっているかについての読み方は、人によって違ってくるのかもしれない。

(2) 株主の意思決定を歪める行動

藤田 先ほど少し議論が出ましたが、対象会社による不正確な情報開示あるいは株主の意思決定を歪める行動の防止——これは会社側・買収者側の双方に当てはまるものですが——についてご意見をいただければと思います。

田中 議決権行使や委任状勧誘を行う際に、金品・財物の交付を行うという点についてですが、少なくともアカデミックな議論では、買収者が自分自身のお金を使ってそれをやることに何の問題があるんだという意見もあるところだと思います。もっとも、最近では、株主はもっぱら株主としての利害に即して議決権行使の意思決定を行うような環境を確保することが重要なので、たとえ、買収者自身のポケットから出るお金であっても、そういうお金を交付されることにより、株主の意思決定が株主として受ける利益以外の利益によって影響を受けることは好ましくないという考え方のほうが有力になってきているのではないかと思います。これは、加藤さんの研究範囲ですけれども、難しい問題があるだろうと思っています。

藤田 このあたりは指針の対象の買取の話なのか、より根本的な議決権売買 (vote buying) と呼ばれる行為についての会社法上の扱いの議論なのか、微妙なところです。指針には当然のように入っているものの、論理的にはそう自明ではないですね。

加藤 おっしゃるとおり、議決権売買の一類型であって、かつ、買取の側面に限った話ではないというご指摘に私も同意します。株主の意思決定を歪める行為に関する規律に関する部分は、第2原則で株主の意思決定に依拠するという立場を採用するための1つの条件として考えられているように思います。ただ、企業買取法制の目的は、企業価値を最大化できる可能性が高い人に、企業の支配権が移転できるようにするというものであり、このような判断を株主がどのような形で行うことが目的達成のために望ましいかについて、制度設計の選択肢は色々があると考えています。また、株主の意思決定を歪める行為に関する規律も、企業買取の局面とそれに限らない一般的な話では取扱いが異なるべきとの考え方もあるような印象も持っています。なかなかすっきりとした結論は、私も今は出せておりません。ただ、企業買取の局面でも、買取が成功した場合に株主が得られる対価を明示した上で委任状勧誘すれば足りるように思われ、賛成票を増やすために一部の株主に買取の対価とは別の形で金品を交付することを認める必要があるのか、疑問もあります。その一方で、委任状勧誘において買取者が株主に行う金品の交付も買取の対価の支払いの一類型であると位置付けることができるのであれば、そのような手段に対する評価は変わってくるようにも思います。このような観点からは、田中さんが言及された意見のような考え方も、あり得るかなと、今、お話を伺っていて思いました。結局、企業買取の局面で株主が議決権行使という形で行っているのは、買取に賛成するかどうかの意思決定ですよ。このような局面で、株主の意思決定を重視するという立場を採用するために、どのような条件が必要なのかを詰めていかねばならず、今後の実務の発展も踏まえて、研究を進めていく必要があると考えます。

藤田 企業買取行動指針では、買取者について、ここの記載を落としたりすると、対象会社と買取者でバランスが取れていないじゃないか、それこそ買取者のやりたい放題じゃないかという声が出るおそれがあり、落とすのは非常に抵抗があったのかもしれない。ただ、突き詰めた時に、お金の出どころが対

象会社か否か——会社財産を使って議決権行使に影響を与えるか、自腹を切って同意と取り付けてよいかという話は、論理的には性格が違うので、単純にパラレルに並べることに疑問の余地があるのはそのとおりだと思います。ただ企業買収行動指針にはいろいろ書かれていますので、対象者側がどうしてこういう規制が必要なのか、こういう行為が行われるとどんな望ましくない結果につながるかという分析を研究者の側で、今後理論的に整理する必要があるのかもしれない。ただ、これもここだけの話ではなく委任状勧誘一般の話なのかもしれない。

飯田 今の点ですけれども、一般論として非常に難問だということに賛成ですけれども、この行動指針との関係で考えると、第2原則の株主の合理的な意思を尊重するということから理解できるように思います。つまり、第2原則という株主の合理的な意思は、基本的には企業価値ひいては株主共同の利益を高めるような買収には賛成し、そうでないものには反対するということが前提にあるところ、議決権行使や委任状勧誘の時に金品財物の交付が行われると、その前提が崩れてしまって、株主意思確認総会における株主の投票行動が金品財物によって歪められてしまい、具体的な株主の投票行動を見ただけでは、株主の合理的な意思が何であるのかの判定が難しくなるといえるので、企業買収行動指針の体系の中では一応理解できる立場であるような気がします。ただ、これがその他の場面や、解釈論の一般論として波及していくような話ではおそらくない気もしますし、残された課題もあることは全く同感です。

藤田 ありがとうございます。もっぱら第2原則の確認の仕方の容易さ、明確さとの関係では、買収者と対象会社を同列に並べてもおかしくないという議論もあるかもしれませんね。そういう説明の可能性も含め、どう理解すべきかは、意外に重要な論点として残るかもしれないという印象を持ちました。

5 買収への対応方針・対抗措置： 企業買収行動指針第5章，別紙2，3

(1) 買収への対応方針・対抗措置に関する考え方

基本的スタンス・過去の指針との関係

藤田 最後に、買収への対応方針・対抗措置、指針の第5章及び別紙2，別

紙3について検討します。まず本指針の基本的なスタンスは、2005年の買取防衛指針や2008年報告書と同じなのでしょう。いくつか気づいた点を挙げますと、今回の行動指針では取締役会の買取者に対する交渉力を高めて、よりよい条件を引き出すツールとして使えるとの指摘があります（行動指針5.1第2段落）。日本の買取で、買取への対応方針（買取防衛措置）にそういう機能があるかどうか1つの論点ですけれども、従来の指針ではあまり強調されていなかった気がします。また、先ほど少し引用しましたが、「買取への対応方針は、制度的な枠組みとは異なり、会社の発意で選択的に（同意なき買取においてのみ）用いられ、その設計主体が会社であるという特徴がある。このため、構造的に、経営を改善する余地が大きく買取の経済的意義が発揮されやすい企業において用いられるおそれや、買取を成立させない方向での設計・運用がなされるおそれが内在している。買取への対応方針について株主意思の確認や時間・情報・交渉機会の確保を目的とする場合でも、会社の姿勢次第では、当事者にとって中立な手続ルールとして機能しないおそれがあることに留意した上で、その懸念を払拭する努力をすべきである。」（行動指針5.1第2段落）と書かれています。対応方針の平時導入については、透明性を高めてよいという意見がある一方、具体的な相手もない段階では意見表明も賛成も見えないという、ややどっちともつかずの両論併記のような書き方がされてます。2005年の買取防衛指針は平時導入に関するものでしたが、今となってはスタンスが変わってきているかもしれません。このあたりについて、何か感触があれば、自由にご意見いただけないでしょうか。

石綿 対応方針・対抗措置に関する記述を定めるにあたっては、必ずしも2005年の指針を踏襲しているわけではないと理解しています。2005年の防衛指針の中で、現時点で見直して、適切でないものは一部軌道修正を図っているところもあります。もう1つは、ご承知のとおり、平時に導入する場合の要件を定めたのが2005年の防衛指針で、今回は、平時に対応方針を導入する場合のみならず、対抗措置を有事に発動する場合まで含めて適用対象にしていると理解してまして、そういう観点からも、修正というか、新たな記述が加わっているということかと思います。例えば、2005年の防衛指針において求められていた事前開示の原則は必須のものではないと書いてあると思います。それ以外にも、最近の状況を踏まえて、いろいろな記述が入っているところです。

三瓶 従来の平時の買収防衛策導入について、2005年の買収防衛指針、2008年報告書の当時も交渉力を高めるプラスの面もあるよと記憶していますが、今回の指針にもまだそういう記載が見られます。機関投資家は、平時の買収防衛策が一般株主のためにより良い買収条件を引き出す交渉力を付与するとの説明については評価していないというのが現状だと思うんです。公正な買収の在り方に関する研究会の中でも、機関投資家側の意見は一致していると思いますけれども、平時導入についての理由・目的は非常に曖昧で、なぜ必要かについて説得力がなく、なかなか賛成し難いという意見で一致していたと思います。ただし有事の場合には、その時の具体的な状況に応じて考えますというのが基本スタンスだと思います。公正な買収の在り方に関する研究会の議論では有事について検討してもらえらんだったら平時についても検討してくれよと、もう少し柔軟な姿勢を見せてくれよという意見が、再三あったと記憶しています。しかし、そこはどうしても機関投資家側が、そういうわけにはいかない、必要ならば、その必要な時にいってくれということで、主張が平行線のままだったので、両論併記のようになっていると思います。その中で、「買収者・株主等の関係者の事前の予見可能性が高まる点が指摘される」という記載なんですけど、非常にポジティブな感じなので、ある企業の監査役と話をした時に、その方はここが一番目を引いたと言っていました。これを見て、これから企業側で再び、平時の買収防衛策を導入する会社が増えるんじゃないかとその方はおっしゃっていました。私は、まさかそうかなと思ったんですけど、そうおっしゃっていたのでその場で、平時の買収防衛策を再び株主総会にかけると今までどおり厳しく機関投資家からは反対の意見が出ると思いますよと伝えています。読み手によって捉え方がずいぶん違うと感じた一件です。

角田 財務のアドバイザーだからかもしれませんが、平時の買収防衛策が過去実際に役に立った経験はなくて、外国企業から非公式提案が来た際に、有価証券報告書にも書いてあったのですが、買手の外資FA本国チームに仕組みを英語で説明したら去っていったのが一つだけありました。株主構成とかそれ以外の要素もありますが、三瓶さんの望まないパターンの提案そのものを諦めさせる防衛策になっていたかもしれません。この指針の後で、買収防衛策が機能するケースがあるのかどうか今考えているのですが、買収防衛策で交渉時間を買うというよりは、ホワイトナイトを呼んでしまって、そのホワイトナイト

が提案を真摯に検討している事実を公表してしまうと、たぶん株価が同意なき提案を上まわると思いますので、そうなってしまえばおそらく TOB が成立しないので、使わないで済んじゃうのかと。ホワイトナイトは嫌だ、単独路線のみという取締役会は絶対防衛のために使い続け、紙爆弾投下プロセスもあわせて使うっていうのはあるのかなと思います、株主意志の原則、株主の望むものと反するでしょうから、それもやりにくくなるでしょう。

田中 2005年の指針の時は、そもそもポイズンピルがわが国でも認められるのかどうか、争点になっていて、適切な制度設計をすれば認められるという立場を打ち出すことに、かなり重要な意味があったというか、その後の裁判例を指導するような意味もあったと思います。今回の研究会では、買収防衛策がどの範囲で許されるかということについて法解釈論を厳密に展開することは、ある意味、最初から断念していたと思います。そのようなことをしても裁判所に受け入れられる保証は何もないわけで、この程度のことをやっていれば許されるよということを責任をもって明らかにすることはできないわけですから。したがって、買収防衛策の許される限度を画すること自体を大きな目的にしていなかったという気がします。仮にそれをやろうと思っても、防衛策に対する本研究会のメンバーの意見は大きく異なっていたので、いずれにせよ、さまざまな意見を併記するようなことしかできなかったと思います。ただ、2005年の指針との違いは、本指針では、株主意志の原則をより強調していて、取締役会で対抗措置発動ができる場面というのは、あるとしても非常に例外的であるとの立場を出していて、これは別紙3の部分だと思うんですけども、そういう面が違っているところかなと思います。あとは、この指針を作ったそもそもの動機との関係で、あまり防衛策にフォーカスが当たってほしくないというのもあったのではないかと思います。やはり、根本は企業価値を高めるような買収を促進するということに目的があるので、買収防衛策にフォーカスすることによって、その基本的な目的を不明確にしたくないというのはあったと思います。他方で、この先は私見も入りますが、わが国では市場買付による買収なども自由であるために、素性のはっきりしない買取者による市場買い集めなどの方法で買取が行われるという現状もあるので、買収防衛策は全部ダメとすることもできず、実際に研究会メンバーの中には必要性を強く訴える人もいたので、そういう議論にも対応する必要があったので、補論みたいな部分を「別

紙」という形で設けて、そこではかなり詳しく議論しています。指針を作った側からすると、あまりここにフォーカスが当たってほしくないというのが正直な本音ではないかと思いますが。

藤田 別紙3で買収への対応方針・対抗措置の各論が詳細に書かれているのですが、ここでも、平時に株主総会決議を経て導入した場合に、有事に取締役会決議だけで発動できるか否かは、実は企業買収行動指針でははっきり書かれてないのですね。別紙3の1.(2)にそういう形で導入した場合に、緩やかな審査基準で判断した事例があると書かれているだけで、それ以上の記述は全くないので、平時導入について一般論では言及されているのですが、導入した場合に、有事にこれがどう機能するかは明示的には言及されないままになっています。

田中 私は、研究会で、解釈論を一生懸命書いても無駄だろうと発言しました。裁判所に受け入れられる保証もないわけで、法律論について権威をもってなにかいうことは元々できないのですから。研究会では、せいぜい、裁判例は大体こうなっていますくらいのことを述べるだけでいいのではないかという意見を述べました。

藤田 このあたりも実は公正な買収の在り方に関する研究会の委員の間で温度差がありました。私は、ハードローと矛盾するような指針を作っても無視されるだけだろうから、裁判所にいったらおそらくこうなるであろうということを前提にした整理はしてもいいが、裁判例は正しくないから変更することを誘導しようといったスタンスはやめたほうがいいのではないかということを示し上げました。そうすると解釈論にコメントしすぎないという姿勢にもつながるのですが、指針のスタンスはそうなのかもしれません。2005年の買収防衛指針は、およそ買収防衛策なるものが存在せず、当然のことながらハードローも存在しない段階でのゼロベースの議論であり、しかも目的は買収防衛策に対して一定の範囲で法的なお墨付きを与えようと意図とするものでしたから、いわば新しい解釈論の確立のための文書だったのに対し、今度の文書は役割も違い、自ずとスタンスが違っているのかもしれません。

角田 真摯な提案に取締役会がエンゲージすると決めたら、対象会社株の追加取得を禁止する stand still 条項付の守秘義務契約を提案先と結び、出てきた提案は単独経営維持、ホワイトナイトその他と比較の上で採否を決める。一方、

同意なき提案先とはエンゲージしないポリシーの企業には引き続き防衛策が役に立つ。真摯な提案をした買手にとって、対象会社が真摯に交渉に応じてあげるから、もしくは他も呼んでオークションを開始するから、守秘義務契約結んでくれ、デューデリジェンスと交渉の間は大人しくしてください、オークションのルールを守ってくださいといった際に、サインしないで問答無用でTOBを開始するという買取提案者もいないだろうという議論を別所賢作さんと研究会の場でしたことを思い出しました。

加藤 買取防衛策の役割も、その他の法制度、整備、実務の積み重ね等によって変わっていくと思います。たとえば、買取者から対象会社が情報を引き出すという点については、企業買取行動指針においても、買取者側の行動規範として、ある程度情報開示をすることが望ましいということが示されました。その結果、これまで買取防衛策が担ってきた役割の一部が、すでに企業買取行動指針によって代替されていると思います。その一方、田中さんがおっしゃった市場内買付の話は残された問題であって、これがたとえば公開買付け規制や大量保有報告書の改正でどこまで手当てがされるかということで、今後の買取防衛策の役割も変わっていくと思います。

(2) 株主意思の尊重

藤田 総論的な話はこのあたりでよろしいでしょうか。続けて、多少、具体的な要件論について議論したいと思います。対抗措置の発動が株主の合理的意思に依拠しなくてはならないということ自身は、過去の指針でも共通だったのですが、今回の行動指針の特徴の1つは、株主の意思を要求するスタンスが強化されたようにも見えるところです。何度か申し上げましたように、今回の行動指針では、株主総会の勧告的決議による承認、事後承認の可能性も認める反面、対抗措置を導入・発動することを積極的に承認する株主の意思表示を要求していて、過去の指針では容認された株主が廃止する機会さえ確保していれば、株主の合理的意思に沿うものであるとしたスタンスは修正しています。ニッポン放送事件決定（東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁）が例外的に取締役会限りの対抗措置の発動を認める類型も、「明示的な株主の承諾がなくとも合理的な株主は当然に賛成するはずであるとみなすことができ」といった理由づけで説明しようとしていて（別紙3の1.(3)b)), 株主意思への依拠を

より強く求めようとしているように見えます。これは裏返していうと、アメリカ型の買収関係のルールと明らかに一線を画す日本的な買収ルールの確立ともいえるのかもしれません。2005年の段階では、まだアメリカ的なルールへの発展の可能性も残っていたのですけれども、今回の指針では、アメリカとは全然違った明示的な株主の意思表示に依拠した対抗措置という方向に舵を切ったようにも思えます。このあたりの評価も含めて、ご意見ををお願いします。

石綿 意識的に米国型の買収法制から離れていこうとしたのかはわかりませんが、大きかったのは、日本の裁判所が一貫して株主意思を尊重するという判断を示してきているということかと思います。この日本の裁判所の姿勢を所与のものとして受け入れざるを得ないとして、この指針が作られたということかと思っています。

藤田 どうもありがとうございます。公正な買収の在り方に関する研究会での議論はそのようなものと理解してよろしいですかね。

三瓶 石綿さんがおっしゃったとおりだと思うんですけど、海外の投資家からもいわれるのは、米国や英国は、取締役会の過半数が独立社外取締役であるから、そこで少数株主のことを充分考えた上で判断してくれるという一定の信頼があるのに比べ、日本ではまだそうになっていないので、やはり直接株主意思を確認するんだというところを彼らも求めています。そうした意見を代表してICGNはパブコメに対するコメントレーターにもそうした意見を書いています。取締役会の体制・構成が英米のようになれば、たとえばアメリカと同じような買収法制も考えられるのかもしれないですけども、現状では明示的な株主意思に依拠することをより尊重する方向にいかざるを得ないということなんじゃないかと思っています。

角田 私も同感で、過去にたくさん裁判例があるので株主意思を超えられませんし、一方でイギリスみたいに取締役会限りでの買収阻害行為を禁止もしていないので、取締役会の決定を株主意思で事後確認になるのかと思います。社外取締役の量と質で信頼を得られるか、得られた上で再チャレンジですかね。今は許される範囲内で防衛策をやっていく、ただ、今回の指針としては、真摯な提案は防衛策で追いつくのではなくエンゲージする方に重きをおくことのかなと理解していました。

藤田 ありがとうございます。認識は、皆さん共通なのですかね。研究会の

段階では若干議論があつて、ニッポン放送事件の認める例外も事案の特殊性から相対化するべきであるという意見が何度か繰り返し述べられましたし、アメリカの判例のように取締役の独立性を高めることで取締役会限りによる発動を認めるべきだという意見もありました。さらには判例をリステイトするだけでなく判例を変えて導いていくことも目指すといった意見もあったのですけれども、基本的に現在の裁判所の姿勢を下敷きに指針は書かれたということですね。

利害関係者以外の過半数を要件とする決議

藤田 研究会における論点として最も議論されたのが、利害関係者以外の過半数を要件とする決議の是非です。行動指針では非常に限定的にしか認められないと書かれているのですが（別紙3の1. (3)a)), そのこと自体への賛否があるでしょうし、さらにこの行動指針を前提とした場合に認められるのはどのようなケースなのかが問題になります。また、金融庁の「金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ」において金商法の改正が、今まさに議論されているところですが、仮に公開買付規制が市場買付にも適用されるとなった場合、その規制が遵守される限り、こういう決議による株主の同意の取り方は基本的に認められなくなるのか、それとも、そういう金商法の規制の改正にかかわらず、たとえば20%程度の市場買付であっても、こういう決議で株主意思を確認し対抗措置をとることを認める余地があるのか等の解釈が問題になります。さらには、すでに問題となっている、シティインデックスイレブンスによるコスモホールディングスの買収では、大規模買付行為等に関する対応方針について利害関係者以外の株主の過半数による承認を取っております。シティインデックスイレブンスなどの議決権を加えると決議は通らなかつたはずの事案ですが、この事件についてはどう評価されるかという問題があります。

裁判になったときに決議が支持されるか否かで、行動指針の評価も変わるかもしれないという意味では重要な事案ですね。シティインデックスイレブンスが、一般的にはあまり筋のよい買収者と思われていない可能性はあるのですが、それは別にすると、このような決議方法の範囲をできるだけ狭くしようとする行動指針の立場が裁判所で問われる面があるのかもしれない。

角田 三瓶さんに質問です。シティインデックスイレブンス以外の投票動向

を見ていても、持ち合いでも賛成投票できた株主分も考慮すると、相当程度会社側に対して厳しかった、厳しい投票行動を機関投資家はとったと思ったのですけども、三瓶さんから見るとどうですか？

三瓶 そうですね。コスモにとっては厳しい投票行動だと思います。冷静に、大規模買付け者の固有名詞への先入観を持たずに考えれば、ちゃんと大量保有報告書もルール通り出して、1年以上時間をかけて少しずつ買い進んでいて、最初から重要提案行為をするといっている。買付者が主張している内容自体の明快さに対して会社側の説明の曖昧さというのも確かだし、機関投資家が冷静に受益者利益を考えれば充分に買付者側に賛成する余地があるだろうと思います。話題になっていろんな人が気にするのは買付者の固有名詞で、特定の名前だけが妙に特別扱いはされるんですけども、私が引かかるのは、客観的に見ると行動自体がそんなにおかしいわけではないのに買付者の固有名詞に対する嫌悪感など情緒的または空気に支配されるという感じがあることです。ご参考までに、2020年1月のオフィスサポートによる東芝機械(現、芝浦機械)に対する公開買付けのときは、2020年3月の株主意確認総会で公開買付けへの対応方針及び対抗措置について賛成し結局62%の賛成で可決されました⁽¹⁰⁾。私たちは2018年4月から東芝機械と直接エンゲージメントしていて、当時の経営規律の甘さへのダメ出しや社外役員・諮問委員会の活用期待、買収防衛策への反対、取締役会の実効性評価等について投資家の視点・考え方について説明し、議決権行使方針を説明していました。2ヶ月後の定時株主総会では、独立社外取締役を1/3選任し、翌2019年の定時株主総会では独立社外取締役過半数、買収防衛策を継続せず廃止にするなど徐々に形は整っていきました。オフィスサポート及びその共同保有者が保有目的として重要提案行為等を行うとして買い増しを進めていて、実際、大規模な自社株買いによる株主還元を提案しています。東芝機械に対してはもっとピリッとしたガバナンスをして、もっと事業も見直してくれないと困るなど思っていたけれども、大規模買付者

(10) フィデリティ投信の議決権行使結果は同社ウェブサイトにて公開されている。サマリー開示の「買収防衛策の導入・更新・廃止」に関しては通常「反対」していることが読み取れる。2020年1月-3月には2件の賛成があるが、これらは東芝機械の臨時株主総会の2議案(個別開示参照)である。

サマリー開示：https://www.fidelity.co.jp/static/japan/pdf/disclosure_summary2006.pdf
 個別開示：https://www.fidelity.co.jp/static/japan/pdf/disclosure_detailed2006.pdf

が43%も保有する可能性があるけれど経営支配はしないといい大規模な自社株買いを提案をしたことについては、非常にやり方が悪いと思ったので、対応方針の賛否判断に非常に悩みましたけど、このときは有事の買収防衛策発動に関して賛成をしました。会社には、これで平時導入への回帰を認めるのではなく今回限りですよ、ここから先は以前から言ってる資本効率の改善、企業価値の向上をちゃんとやってくださいよ、と伝えました。それと比べると、今回のコスモ側の対応に問題があるんじゃないかなという感じがしますね。ですから、シティインデックスイレブンスによる25%未満の保有で経営に睨みを効かせるほうが経営が改善してよいと思えば買付者側に素直に賛成するんじゃないでしょうか。

藤田 ありがとうございます。この報告書は、利害関係者の議決権を除いた過半数による決議を株主の合理的意思と考えてよいかということについて、かなり限定的に理解していて、ただ、研究会の議論では、3つ指摘があったと紹介しています（行動指針注79）。指針のスタンスを前提としたら、コスモホールディングスの決議はかなり微妙ですかね。

田中 よろしいでしょうか。まず、行動指針に関して、MoM決議については、「非常に例外的かつ限定的な」場合のみ認められるべきという言葉が入っているわけなのですが、これは、あるいは公開買付規制が近く改正されるということも念頭に置いて、こう書いているのかもしれませんが、少なくとも、市場買付けが自由にできる日本の買収法制の下では、東京機械製作所みたいなケースは、この先何度でも起こる可能性があるわけです。実際にも2021年から2022年ぐらいにかけて、単独または複数で——必ずしも共同保有者であるかどうかわからない、そう判断できるほどに素性が開示されてないのでわからないんですが——市場で株式を買い上げていくというものもあり、その中には、実際に経営権取得に成功しているものまであるわけです。東京機械のような事件が、この先起こらないといえるならともかく、いえない中で、MoM決議は「非常に例外かつ限定的な」場合のみ認められるなんてことをどうしていえるのかと思ったわけです。私としては、この部分の脚注79の中で、MoM決議はこういう場合には認められるという指摘があったという記述が入ったので、それならいいかなと思ったんですけども、もしもそういう指摘もなく、単に、「非常に例外的かつ限定的」な場合だけ認められるといった表現だけが入ったとすれ

ば、私はこの指針には賛成できなかったです。もともと市場買い集めについては、ヨーロッパ諸国では、そもそもそのやり方だけで経営権を取得することは法令上できないこと（原則、全株式対象の公開買付けが必要）になっているし、アメリカの場合も、取締役会の決議によって、東京機械製作所の事例よりもはるかに低い閾値でポイズンピルを導入し、買収の試みを一旦止めることができ、むしろ買収者の側が委任状勧誘戦を仕掛けて、取締役は交替させることを求めるようなシステムになっています。そういった対応を何もすることなく、単に、MoM 決議は「非常例外的かつ限定的な」場合だけ認められるなど、どうして言えるのだろうかと思います。その上で申し上げますと、市場買い集めの強圧性という現象は、会社を部分的に買収して経営支配権を取得した者が、搾取的な経営をする、つまり自分の利益にはなるけれども、対象会社の利益にはならないような経営をする恐れがあるときには、対象会社の株主としては、そんな会社の少数株主たちに残っているよりも株を売ってしまおうという判断になる恐れがあるという話ですので、それは、市場買付による経営支配権取得に関して一般的に起こり得ることだと思います。MoM 決議というのは、決して市場買付による買収をやってはいけないということではなくて、対象会社の利害関係のない株主が買収に賛成していれば、対抗措置は発動できなくなって、そのまま買収が進められるということですから、MoM 決議による対抗措置発動に対してネガティブに考える必要は必ずしもないと考えています。

藤田 一般論はそうだとすると、コスモの事件ですと、総会までには株式取得は行わないとコミットしている事情が一応あります。ただ、強圧性のない形で全株式取得しますとは約束していないので、少数株主として残る可能性は残っていて、さしあたり総会までは買いませんとしかいっていない。そういう場合に、この決議の取り方で、防衛策は発動っていうのは正当化できるのでしょうか。買収者の属性等はおいておくとして、こういう約束はあまり関係ないのでしょうか。

田中 最も基本的な問題としては、どの程度の閾値であればこういうものをやっていいかという話です。コスモの事例では、閾値が20%なわけですよ。この点で、すでに（3分の1を閾値としていた）東京機械製作所事件とは違って、20%という閾値は、アメリカのポイズンピルと比較すれば低いわけではない、むしろ通常でありますけれども、アメリカと同じことを日本でやっ

ていい保証はないので、この低い閾値では、それだけで許されないという考え方もあり得ると思います。ただ、3分の1取得しなくても、20%の取得だけで、多くの場合は経営に相当程度の影響力を与えることができるのですから、そこを閾値にして防衛策を導入してもよいようにも思います。ここの点が、まずは争点になるだろうと思います。それから、コスモの事件では、20%を超える取得といっても比較的僅少、確か4%程度の追加取得を求めているのだと思いますが、こういう、閾値を超えるがそれはわずかだということをどのように評価するかという問題があると思います。それ以上に取得しないことを将来的にもコミットするというならともかく、一定の期間はそこまでの取得にとどめますよというだけの場合、その期間を過ぎれば、まだ株式を買い増していくという形で、サラミソーセージを切っていくみたいにだんだんだんだん株式を買い集めていくことができるので、コミットメントをした場合には、それが一体いつまで続くのかという観点も考える必要があり、ただ単にある期間中買わないというだけだと、それが理由で、こういった対抗措置発動が許されないとは、必ずしもいえないのかなと思うんですけども。

飯田 コスモの件は、市場買付けだけで20%を超えて事実上の支配権をとろうとする買取スキームには強圧性の問題がありますから、私見は、最近の判例法理と異なり、取締役会限りでの対抗措置の発動も認められ得るという立場ですし⁽¹¹⁾、東京機械製作所事件の東京高裁（東京高決令和3年11月9日金融・商事判例1641号10頁）の総合考慮の判断枠組み（「株主総会において、株主の一部につき議決権の行使が制限されている場合、当該株主総会の性質、目的、制限を受けた株主の持株比率、そのような制限がされた趣旨、当該株主総会においてとられた手続や議論の具体的状況、議案の賛成率等を踏まえて、会社法308条1項本文（一株一議決権の原則）、309条1項（普通決議の決議要件）の各規定の趣旨に反するか否かを検討して判断する」という枠組みのこと。）を前提としたとしても適法と認められる可能性はあると思います。また、客観的な事実としては、その後、大規模買付の趣旨説明書が提出されています。対象会社側の招集通知の補足資料によれば、対抗措置の定める手続に従って買い増しする場合に対抗措置を発動するときは、もう一度、株主意思確認総会を開催する

(11) 飯田秀総『企業買取法の課題』（有斐閣、2022）35頁。

ようです。ですので、この手続の流れで事態が推移して行くのだとすると、仮に現時点で決議の無効とか不存在とかの確認の訴えを提起したとしても、確認の利益が否定されるように思います(東京地決平成26年11月20日判時2266号115頁参照)。それはさておき、企業買収行動指針の別紙3の1.(3)a)については、私も田中さんと同じ意見で、「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」と書かれていますけれども、市場だけで買い上がっていく場面はかなり広く対抗措置の発動が許容されるのではないかと私は考えています。公開買付けの部分買付けの場合も、予告TOBの形をとっておいて、対抗措置にかかる株主意思確認総会の基準日までに、市場で買い集めてしまえば、市場内の買い集めだけの場合と同じ問題になりますから、「非常に例外的かつ限定的な場合に限られる」というのが一般論としてどこまでいえるのかは判例法理としてはまだオープンだったのではないかと考えていました。東京機械製作所事件の判例が1つあるだけであって判例法理が不確定の状況のところ、企業買収行動指針としては対抗措置が認められる場面を狭くしようとする趣旨があったのではないかと思います。先ほども少しいいましたように、ニッポン放送の事件の位置づけもそうですが、企業買収行動指針では、既存の判例法理の内在的な論理を単にリステイトメントするだけにとどめるのではなく、一定の立場から再構成して判例法理を位置づけることをしていると思います。企業買収行動指針の作成に当たっては客観的に書こうと努力されたことはもちろん承知しているんですが、判例法理が必ずしも明確でないところに一定の立場を打ち出したものといえるように思います。したがって、企業買収行動指針から認められる範囲がどこかという問題も、指針の体系からするとどこまでロジカルにいえるかという回答の仕方はあると思いますけれども、裁判になったときには、その回答がそのまま採用されるのかどうかについては賛否両論あり得るような印象です。ちなみに、私見の視点から読むと、企業買収行動指針の第2原則の株主の合理的な意思の尊重でいうところの「株主」の意味が買収提案を受ける具体的な株主たちを指しているとするれば、買収者を除いた株主の合理的な意思が重要であり、利害関係者以外の過半数を要件とする株主意思確認総会決議でその株主の合理的な意思が確認できるという議論も成り立つように思います。論理的には、企業価値を上げる買収者もいれば、下げる買収者もいることは第1原則でも想定されていて、もしも企業価値を下げる買収者が株主でもあって、その

買取者が株主としてその買取に賛成したからその買取が第2原則によって正当化されるとしてしまっただけでは、第1原則と矛盾してしまいます。このような読み方からは、「非常に例外的かつ限定的な場合」という限定は、「このような決議に基づく対抗措置の発動は濫用されてはならぬ」という原理からの制約ということだと理解することになります。この制約の範囲が具体的にどのような場合を指すのかをロジカルに導くのは難しく思うように思いました。企業価値を上げる買取者であるのに、対象会社取締役が対抗措置の発動を濫用する事態が好ましくないとの評価に私も全く異論はありませんが、そういう買取者ならば強圧性を排除する工夫をした買取手法で買取提案をすればよく、そのような工夫をした買取提案の場合に利害関係者以外の過半数を要件とする株主意思確認しかされていない対抗措置の発動を裁判所が認めることは考えにくいように思います。

【追記】

2023年10月24日、コスモエネルギーホールディングス株式会社は、臨時株主総会を招集し、対抗措置の発動に関する株主意思確認を普通決議（大規模買付者ら及び対象会社取締役も議決権行使が認められる）によって行うことを公表した（「大規模買付者による当社株券等の大規模買付行為等に対する取締役会評価結果確定及び対抗措置発動に関する当社臨時株主総会における株主意思確認の議案上程についてのお知らせ」（2023年10月24日）参照）。

立法により市場買付による買取が規制された場合

藤田 今の飯田さんのお話からすると、仮に市場買付についても金商法上の公開買付規制が適用されるようになり、閾値が3分の1あるいは30%程度とされた場合どうなるのでしょうか。たとえば2割市場取得する場合にも、対抗措置をとるために買取者を除く議決権で承認決議をとることを認めるべきなのでしょうか。

飯田 金商法が改正された場合の仮定の話の中での場合分けをする感じになるのですけれども、3分の1ないし改正されて引き下げられた場合の一定の閾値が、全企業に対して一律にそれで割り切るという強い意思決定が金商法改正のほうで仮にされて、閾値以下の取得については支配権の変動に関わらないか

らより簡易な規制のみを及ぼすというイギリスの制度(UK, The Takeover Code Appendix 5の規律する tender offer)のような割り切りが行われた場合には、その改正後は閾値を下回る水準をトリガーとする対抗措置については、利害関係者以外の過半数を要件にする決議では正当化しにくいという話になるのではないかと思います。逆に、閾値の基準というのが会社の状況によっても違おうし、会社の規模などによっても違うので、一律な基準の設定は難しいけれども強行法としてどこかで線を引かないといけなから、一定の線を引いたというのとどまるのであれば、閾値を下回る場合でも支配権の変動に関わる場合はあることは金商法も想定しているといえることもあり、閾値を下回る水準をトリガーとする対抗措置について利害関係者以外の過半数を要件にする決議で正当化できる場合はあるように思います。

藤田 ありがとうございます。たとえば2割超えた途端に議決権がなくなるというリスクを負うとなると、事前取得もしにくくなる可能性があるあたりが気になるころではあります。3分の1を超えて市場買付で買い上がるのが規制されたあとは、どう規律するがいいのでしょうか。

角田 部分買付だから対抗措置を使えるという点では、確かシティインデックスイレブンスでも全株取得で成立した案件もありましたね。

藤田 日本アジアグループ事件は、そもそも最初、経営者とカーライルが組んでキャッシュアウトを計画して、それをはるかに上回る値段でシティインデックスイレブンスが公開買付をかけた。それを特別配当で挫折させた後、再度公開買付がかけられるのを取締役会の承認だけによる差別的新株予約権の無償割当て止めようとしたという事件でした。前哨戦そのものがかなり裁判所の心証を悪くした上に、取締役会決議だけで防衛策の発動を断行しようとしたという、二重三重の意味で、対象会社の振舞いに問題があった例で、直ちに参照できるものではないのかもしれないけれども。

田中 今回の指針は、買収防衛策に対して非常に株主意思を強調して、取締役会の決議だけで対抗措置を発動するのはダメだし、MoM 決議が認められる場合も非常に例外的・限定的だといってるわけですけど、これは裁判例の一般論からはそう見えるかもしれませんが、子細に検討した時に、こんなふうに単純化してよいのかという疑問は持っています。特に、ニッポン放送事件を引き合いに出すことについては、ニッポン放送事件はあくまで第三者割当増資で

あって、問答無用で敵対的買取者の持ち株比率を引き下げて、取締役がよしとする第三者に支配権を取らせるというはっきりした目的があったものです。ニッポン放送事件決定自体が、本決定は、日本においてライツプランを導入することを排除するものではないという趣旨の判示をしています。実際、アメリカのライツプランが行っているように、取締役会が、閾値を明示して、この閾値を超える株式取得について発動しますということを事前に開示した上でライツプランを導入し、買付者は、裁判をすることのほか、株主総会で委任状勧誘戦を仕掛けて取締役を交代させ、ライツを消却させて買取を進めるという道が残されている中で、買付者が閾値を超えた株式取得を行い、それに対して取締役会がプランに基づき対抗措置を発動した、という場合に、日本の裁判所が、ニッポン放送事件決定と同じ要件の下に対抗措置の適否を判断するかは、まったく未知数だったと思うのです。そして、取締役会決議によるライツプランの導入・発動をしたのが、日本アジアグループ事件ですけれども、その事件も、事案の詳細を見れば、裁判所は、取締役会の決議で導入・発動をしたということだけを捉えて違法にしたわけでは必ずしもない。この事件では、市場内買付けによる株式取得は一定限度までで、その後は、全株式を対象とする公開買付けをするということを予告しており、裁判所は、このことで強圧性がかなり減少しているということ、対抗措置発動が許されない理由の一つにしています。また、いま藤田さんがいわれたように、この事件では取締役会による防衛策導入の意図に疑わしいところがあるので、仮にこの事件が米国デラウェア州で起きたとしても、ユノカル基準の下で防衛策の必要性が否定されて違法とされてもおかしくないケースでした。このような、事案の諸事情が全部無視されたまま、市場買い集めであっても取締役会決議では対抗できないという部分だけが、一般論として拡大していったような感じがなきにしもあらずだと思います。実際、東京機械製作所事件後も、市場買付けなど（構造上）強圧的な買取に対しては、米国デラウェア州と同じように、取締役会の決議によって対抗措置を発動することもできるという見解も出されており⁽¹²⁾、私は、少なくとも現在までの裁判例の下で、その見解が排除されているわけではないと考えています。

それと、もう一つ申し上げたいのは、MoM 決議ができるとしても、それはあ

(12) カーティス・ミルハウプト＝宍戸善一「東京機械製作所事件が提起した問題と新 J-Pill の提案」別冊商事法務編・新しい防衛策の考え方（別冊商事法務 470 号、2022）156 頁、167 頁。

くまでも対抗措置発動のための勧告的決議についてです。法定の株主総会決議については、当然、議決権を排除できませんので、委任状勧誘戦によって取締役を取り替えるという道は常に買付者には開かれています。別に、防衛策の閾値に達した途端に買付者の議決権が消えてしまうということではない。そのことは、防衛策の適法性判断においてやはり重視されるべきではないかと思っています。

三瓶 コスモとシティインデックスの件なんですけど、まず確認しておきたいのは、これは定時株主総会で発動についての権限を取締役に与えるという決議ですよ。方針ではなくて、発動そのものだと思います。シティは1年間かけて20%まで議決権を取得して、それで株主総会前にはそれ以上買わない約束をした。1年間かけて20%取得する間に株価は91%上がってるんです。買い増しの状況はルール通り大量保有報告書で報告されているので、マーケットはよくわかっている。その意味で急速な市場内買付けということでもないし、検討時間が足りないということでもない。買付者が対象会社との約束を守って20%以上買わなかったが、定時株主総会で(MoM)決議により買収防衛策の発動についての権限が取締役に与えられたというのを経て、今度は大規模買付をしますよといっているわけです。それで大規模買付を上限まで行なったとしても議決権割合は24.56%だといっているんですね。

問題なのは、いま金融庁で議論している公開買付けの閾値のところで、なんとなく30%ぐらいがちょうどいいという議論になっていますが、私はなにか20%と30%の間に妙な空白があるなと思っています。先ほどのシティの件でも経営支配権の取得と見なされるところまでは買わないようにして、手前でやめておく。ただ、実効的にはかなり影響力があるのは確かなわけですね。なんだかんだ影響力を持つことは出来てしまう、責任を伴わない影響力が放置されているので、私は閾値が20%とかまでいければいいなと思っています。20%未満だったら持分法適用にもならないし、やはり20%以上から考慮すべきことが変わる区切りなのではないでしょうか。しかしいきなり今の3分の1から20%にするのはやりすぎだみたいな意見もあるので、なかなか難しいのでしょうか。この20%から30%か3分の1までの空白地帯がある限りは、買収者が経営支配権を獲得しようとしているのではありませんといいつながら、大株主としては言いたいことを言って影響力を持つことは起こり得て、こういうのが放置され

るのはそれでいいのかと、非常に不安定な状況だと思っています。

藤田 一般論として、こういう議決権排除が適切かどうかということ、市場買付による買取はどのくらいネガティブに評価されるべきかという話とがまずあって、それに加えてこの事件固有の事情として、比較的時間をかけ、さまざまな宣言しながらやってきた買取者であっても、議決権を与えずに株主の意思確認をすることがどこまで正当化されるのかという話がある。いろいろ次元の違う問題ある気もして、この報告書の一般論としていっていることがよいかどうかの話とまた別に、この事件についての評価というのはあるのかもしれませんが。買取者の属性が余計話をしにくくしている面があるのですが、金商法の改正がなされた場合に、こういう決議がどの程度許されるかは気になるところです。このあたりが曖昧になっていると、ある程度議決権を取得してしまうと買取への対抗策について意見が言えなくなるのもちょっと気持ち悪い気持ち悪いです。

田中 昔、事業会社同士の資本提携でトラブルになったケースについて相談を受けたことがありました。その事件では、資本提携で相手方の株式を20%持っている側の経営者が、20%取っておけば、他社との提携とかもブロックできるから、あとはだんだん木の実が熟して落ちてくるように、結局、相手方を支配できるようになるだろうみたいなことをいっていたらしいです。そういう話を聞いて、やはり上場会社では、20%はかなり大きな持分ではないか、特に他社による買取とか、他社との資本提携をブロックできるという形の影響力が結構大きいのではないかと思います。これはもちろん、対象会社の株主構成(他に大きな持分を有する株主がいるのかどうか等)にもよることではありますが。そういう意味でいえば、東京機械で出てきた3分の1という閾値に、必ずしもこだわる必要はないのではないかと思います。今後、事業会社の買取だけでなく、アクティビスト達がウルフパック(協動的な株式買い集め)によって、対象会社株式を10%とか15%とか取りに行こうとするときに、アメリカだと、いわゆる対アクティビスト・ピルとして、閾値10%程度のポイズンピルが導入され、裁判所もその効力を認めている中で⁽¹³⁾、日本はそういうものに無防備でいいのかという議論が起きてくる可能性はあると思います。

(13) Third Point LLC v. Ruprecht, No. 9469-VCP, 2014 Del. LEXIS 64, 2014 WL 1922029 (Del. Ch. May 2, 2014).

他方で、今後、公開買付規制が改正されて、市場買付についても規制対象になるとすると、東京機械事件で行われたような、あからさまな市場買付による買収というのは規制されることになります。そうすると、閾値が3分の1か、あるいは改正でちょっと引き下げて30%ぐらいなのかもしれませんが、30%未満のところはもう自由に買い集めをさせる。それが経営の規律を高めるゆえんだからいいという考え方もあるでしょう。他方、もう1つの考え方としては、公開買付規制で定める閾値よりも低い閾値防衛策を導入してもいいんだけど、しかしそれは株主総会の普通決議で全株主に議決権を与えた上で普通決議によって承認されない限りだめであるというふうにして、あとは投資家の判断に委ねるということが、可能性としては考えられると思います。私は、株主が合理的に判断するなら、それが最善ではないかと思っていますが。おそらく今回の金商法改正では、防衛策が許される範囲のようなことは議論の対象にはならないし、金商法にそういうルールを取り込めない。このあたりは引き続き解釈問題ということになってくるのではないかと思います。ちなみに、自分でルールを作るとしたら、閾値を20%にしてそれ以上の取得については強制公開買付規制の対象にする、ただし、定款でオプトアウトできるというルールが自分ではよいと思っているんですけども。その上で、強制公開買付規制の閾値未満の株式取得に対する防衛策は禁止することが望ましいと思っています。ただ、今回の金商法改正でそういう規制が実現する可能性は少ないかなと思っています。

藤田 20%持つと相当影響力が持てることもあって、対抗措置の閾値が通常20%になってることにも違和感ないのですが、対抗措置を発動を正当化する株主の意思確認に際して、買収者の議決権をカウントしないで足りるというルールが20%を超えた取得でトリガーされてしまうのかという点はよくわかりません。30%以上の議決権取得は基本的に市場買付できなくて、20%~30%の間は防衛策の必要性を株主に承認してもらえれば認めてもよいが、その際は通常の普通決議で同意を取ってくださいというのも、ありうる判断かなという気もするんですけど、このあたりが全部個別判断となると、安定性を欠く恐れがある気もしています。

田中 閾値を超えて株式取得をする際に、利害関係のない株主の承認を必要とするという制約を課すことは、英国において部分公開買付けをする際のルー

ルとして採用されており（Takeover Code, Rule 36.5）、それほどおかしなものではないと思います。現在、審議されている公開買付規制の改正により、そのようなルールが採用される可能性もあります。ただ、仮に公開買付規制が改正され、法定の閾値（現行法によれば3分の1）を超える部分買付けについてそうしたルールが採用されたとすれば、その閾値以下（たとえば20%）の取得について、対象会社が防衛策を用いることにより、買付者に対して同じような制約を課すことは認められるかどうか。そのような制約を課すこと自体は認められるけれども、そのためには、予め株主総会の承認（MoMではなく普通決議の承認）を経た上でなければならぬものとする、という考え方はありうると思います。

藤田 3分の1あるいは3割を超える市場内買付けが金商法で規制されるようになった場合、この指針と合わせてどういうところで落ち着くか、意見が分かれるのでしょうか。法に反する取得の場合には、法律上当然にそれで議決権が停止するわけではないが、買収者の議決権を排除した決議をすることが正当化される。これに対して、金商法の閾値を超えない取得だと、基本的には買収者の議決権を排除した決議は、合理的な株主の意思確認とはされないのか、それとも、たとえば20%以上の買付であれば合理的な株主の意思確認とはされ得るのかは、現段階ではよくわからないということですかね。

(3) 必要性・相当性

藤田 最後に、対抗措置の必要性・相当性についても行動指針で触れられています。ここも従来の指針から少し変わったような気がしています。相当性の判断については、損害回避可能性、損害軽減措置、損害予見可能性の3つの相関による判断と書かれています。2008年報告書では、損害回避可能性があれば基本的に問題ないとしつつ、それに代わる説明として、予見可能性があれば危険の引き受けとして正当化する余地があるという注が付せられています（3.(3)②(b)）。したがって損害軽減措置、つまり買収者の損害をできるだけ軽くしてやる措置は言及されていなかった。2008年報告書は、基本的にブルドッグソース事件が出て、現金を交付しないと相当性を欠くかのような意見に対して、そんなことありませんと宣言することが動機だった可能性もありますが、今回の指針の書き方は損害軽減措置も入れたほうがよいというニュアンスははっきり

り出ていると思うのですね。このあたりは2008年報告書からニュアンスが変わったと理解してよいのでしょうか。たとえば予見可能性がある以上、危険の引き受けにより当然に相当性を満たすとはならないというくらいはいえるのでしょうか。

飯田 おっしゃるとおりだという感触です。2008年報告書と比べて、買取者への損害回避をさせるような何らかの手段を講じておくのが望ましいというスタンスが、より明確に打ち出されたのではないかと思います。また、日米比較でいうと、アメリカのポイズンピルだとこのような損害軽減措置はないわけですが、日本だと対抗措置が発動されてから裁判で争うということにならざるを得ないので、損害軽減措置がないとバランス的にもおかしいということになると思うので、理論的にも一定程度正当ができるようには思います。裁判で争うタイミングとの関係からいくと、こういう措置が入っているのは、全体としてみて合理的といえると思っています。

藤田 第二新株予約権は、典型的には、すぐに会社の株式が取得できることではないような新株予約権を与えるものの、持株比率が20%といった閾値を下回る限りで行使可能で、その範囲では株式にして換金できるという仕組みなので、金銭交付とはだいぶ性格が違いますよね。この方式はわりと普及しているようですが、逆に何も救済を与えないやり方も2008年報告書の考え方では「危険の引き受け」があるといえた可能性があるところ、今回の指針ではあまり積極的には容認しないという方向でしょうか。このあたりの議論も、非常に日本的で、あまり外国にはないものですが。

田中 基本的に飯田さんのおっしゃったとおりで、アメリカの場合、ライセンス導入時に、新株予約権は既に株主に割り当てられていますので、買付者側は、割り当てられたライセンス（新株予約権）を消却せよという訴えを起こせるわけです。それは、買付者の側で閾値を超えた株式の買付けしなくてもできてしまう。これに対し、日本の場合、買付者が市場買集めによって閾値を超えて株式取得をしようとする場合、その取得の前に、対抗措置を発動することの差止めの訴え（仮処分申立て）ができるかどうかがよく分かりません。少なくとも、これまでの裁判例では、買付者が閾値を超えて対象会社の株式を買ってしまっただけで対抗措置を発動させて、裁判でその差止めを争うと、そういう形になっています。この場合、買付者が対抗措置発動の差止め請求に勝訴すればよいで

すが、敗訴しますと、買付者の保有株式が希釈化するという効果が実際に生じてしまう。そこで、そのような効果が生じたときでも、なお、買付者が買取の試みから撤退することによって、損害を回避する道を確保しなければならないのではないかという議論になり、そこで第二新株予約権方式というものが出てきたと思います。これは、日本のライフプランの建て付けといえますが、買取者が防衛策の適否を争う道が、アメリカと違うことから出てきた問題だと思います。ただし、今言った問題は、基本的に、買付者が市場買付で対象会社株式を買っていった閾値を超えてしまうというタイプの大規模買付行為に対する対抗措置の発動だから起きていることです。買付者が公開買付けをする場合は、新株予約権の割り当てがされることをもって、公開買付けの撤回条件にできるので、予めそういう撤回条件を付して公開買付を仕掛け、そこで対象会社が差別的新株予約権無償割当てを決議した場合は、差止めの仮処分を起こし、仮処分が認容されれば、そのまま公開買付が継続し、対抗措置の発動が適当とされたら公開買付けを撤回することになる。この場合、少なくとも既存の裁判例の事案では、公開買付けが撤回されると対抗措置発動も中止されるので、買取者は実際には持分の希釈化を受けることはなく、そのため、第二新株予約権のような特別な措置が実際にとられることもありません。その点で、なんと申しますか、まっとうな買取手法——公開買付でなければ真っ当な買取手法でないといえるかどうかは議論の余地はあると思いますが——買取者が公開買付けをして、対象会社の経営支配権の取得を目指す場合には、状況はアメリカと変わらなくなっているというか、そんなに特異なことにはなっていないのではないかと私は見ています。

藤田 逆に言うと、公開買付の仕方によっては、損害を回避できる可能性が残されることもあって、そういう場合は、第二新株予約権方式でなくても、損害軽減措置が含まれているようなものだと評価してもよいということですね。

飯田 まさにそうだと思います。企業買取行動指針の別紙3の2。(2)c)でも、危険の引き受けについて日邦産業事件の裁判例(名古屋高決令和3年4月22日)を引用して、こういうのを認めたものもあるということは、今の理屈で位置づけられると思います。

藤田 一般論として撤退の可能性そのものが完全に断たれるようなものはだめだというのは、従来の指針で明示的に出ていなかったところ、そのあたりが

意識されるようになったとすれば一定の進化なのかもしれません。

その他の事前開示は、平時導入プラス開示について積極的に評価できるかという話ですが、すでにいろいろとご意見をいただいたので、もし追加がなければ、ここでは省略します。

6 むすび

藤田 それでは本日の座談会全体について感想をいただければと思います。

飯田 本日は非常にさまざまな角度から議論させていただきまして、ありがとうございました。この指針を読んだときに、必ずしも理解できなかったところについても議論させていただき、大変勉強になりました。この指針が実務にどのような影響を与えていくのかについてもある程度の感触を得ることができましたし、今後の動向にも注目して、勉強を続けたいと思います。

加藤 企業買収行動指針の策定に参加されたみなさんから色々と有益なお話を伺うことができ、大変勉強になりました。特に、今回の指針は、買収防衛策に関する2005年の買収防衛指針と2008年報告書の改訂にとどまるものではなく、企業買収一般に射程が及ぶものであるという意識をさらに強くしました。今回の指針により、買収者や対象会社の行動がどのように変化していくのか、注目していきたいと思います。どうもありがとうございました。

三瓶 本日の感想というか、1つ途中で言い忘れたので、皆さんと共有しておきたいんですけど、最後のほうでもずいぶん話をしたシティインデックスイレブンスとコスモの件。それと、ニデックとTAKISAWAの買収の件。現在、機関投資家に対しアドバイザーとして関わってるんですけども、この2件について、運用の現場にいる人たちの間で普通に話題になってるかとか聞いたら、「何のこと？」って全く話題に上っていないというのがわかって意外でした。機関投資家は日々様々情報収集をして内容確認やその示唆を読み取ろうと社内で意見交換していると思いますけれども、彼らの優先順位からすると全然低くて注目していないことについて、私なりにちょっと残念な部分と、本日ここで様々な示唆について議論したんですけども、今はまだそういうところまではアンテナに引っかかってないなあという感じがしています。そういう距離感があるというふうに思ったということをご共有させていただきます。本日は色々勉

強ささせていただきありがとうございました。

田中 日本で買取防衛策の話をする時、必ずしも通常的でない買取者によって、通常的でない方法で買取が行われている中で、対象会社が対抗措置を發動するという事例が目立ちますので、それだけを見ていると、防衛策の許される範囲もはっきりしないし、とても混沌としている状況に見えるかも知れません。しかし、株主の多くが、機関投資家によって占められてるような比較的大規模な上場会社について考えた時に、株主意思の原則というのを裁判所が打ち出しているおかげで、本当に株主が賛同するような買取というのは、経営陣の判断では止められないのだということが原則になっているところが大きいと思います。それは、経営の規律を高めるという観点からしても、また、従来、我が国で必ずしも充分に行われてこなかったように思われる、買取あるいは事業再編を促進するという観点からも好ましいと思っています。今回の指針は、基本的には、そういう流れに棹さすような内容のものであると思っていますので、ぜひ関係者の方々は、この指針の趣旨を尊重されて、わが国の M&A 実務が、適切な形で発展していくことを願っております。

角田 研究会も今日の座談会も楽しみました。冒頭と重なりますが、買取防衛策という盾の議論をしようとしたところ、矛という同意なき買取の方も考えなければならなくなり、結局、矛と盾の使い手達がどう試合すべきなのかという、試合のルールとしての行動指針が生まれたように感じます。ラグビーのルールのように審判による裁量が広いものなので、第2原則で審判という役割に任命された株主にも頑張ってください。もちろん対象会社・買取者、その役員やアドバイザーといった選手はルールを誤用することなく尊重し、経済社会の新陳代謝に貢献するような買取引実現に——今回の指針で経営支配権市場がコンテスタブルになればそれだけでも意義があるのですが——アドバイザーとして役立ちたいと思っています。

石綿 本日は有難うございました。日本の M&A のルールは、経済産業省の作成するガイドラインや報告書といったソフトローによって発展してきた面があると思います。今回の指針も、買取の対象会社の取締役の行動規範についてかなり踏み込んで提言するなど、今後の我が国の M&A 実務に影響を与えていくと思います。本日ご参加の皆様のご意見なども踏まえ、我々実務家としても、この指針を尊重し、微力ながらわが国の M&A のルールの発展に寄与してまい

りたいと考えております。

藤田 私も、今日、長時間議論させていただいたことで大変勉強になりました。行動指針全体についてきっちり突っ込んだ議論をする機会がこれまであまりなく、部分的にいろいろなところをつまみ食いのいろいろな人と話したことはあるのですが、今回全体についてまとまったお話を伺えたこと、とりわけ実務の方の感触などを伺ったことは、非常に有益でした。どうもありがとうございます。これで終了ということにさせていただきます。ありがとうございました。

※本座談会の収録は2023年8月9日(水)に行われたが、その後、8月31日の2023年8月31日の「企業買収における行動指針——企業価値の向上と株主利益の確保に向けて」の最終版の公表を受けて若干の加筆修正を行った。また、座談会で言及された事案についてのその後の進展を【追記】として付記した。

投稿要領

ソフトロー研究編集委員会では、ソフトローに関連する論説・研究ノート、書評等の投稿原稿を募集しております。

1. 投稿原稿は、未発表のものに限ります（ただし、ディスカッション・ペーパー等の未定稿として公表されているものは構いません）。言語は、日本語又は英語とします。
2. 投稿原稿には、下記を明記してください。
(1)執筆者名, (2)所属, (3)職名,
(4)連絡先（住所・電話番号・FAX番号・電子メール）
3. 本文原稿は横書きとします。分量の制限はとくに設けませんが、編集上の事情のため、分量削減を採録条件とすることがあります。
4. 投稿はワープロ原稿の形で、電子メールによって編集事務局（blc@j.u-tokyo.ac.jp）宛にお送りください（電子メール・タイトルとして、「ソフトロー研究投稿」と明記してください）。
5. 投稿された論文は、編集委員会の指名する2名の査読担当者による報告を参考にして、編集委員会において採否を決定します（査読担当者の氏名は投稿者にお知らせしません）。ただし、編集委員会からの執筆依頼に基づく投稿については、上記の手続きは適用されません。
6. 書評又は書評論文は、原則として近年刊行された広い意味でソフトロー研究に関連する研究書を紹介又は批評するものとします。

執筆者紹介（掲載順）

小野田志穂	元東京大学大学院法学政治学研究科先端ビジネスロー国際 卓越大学院プログラム特任助教
湯 欣	清華大学法学院教授
李 卓 卓	清華大学法学院博士課程

<座談会メンバー 五十音順>

- 飯田秀総（東京大学大学院法学政治学研究科教授）
石綿 学（森・濱田松本法律事務所弁護士）
加藤貴仁（東京大学大学院法学政治学研究科教授）
三瓶裕喜（アストナリング・アドバイザーLLC 代表）
田中 亘（東京大学社会科学研究所教授）
角田慎介（野村證券株式会社経営役）
【司会】藤田友敬（東京大学大学院法学政治学研究科教授）

ソフトロー研究編集委員会

[編集代表] 荒木尚志 [編集委員] 荒木尚志・大淵哲也・藤田友敬・加藤貴仁

編集後記

本号の構成は論説2本と座談会となっている。論説の湯・李論文は、前号に引き続き、2022年7月22日にオンラインで開催された研究会（東京大学大学院法学政治学研究科・清華大学法学院第3回中日商事法研究会）の成果の一部となる。座談会は2023年8月31日に策定された「企業買収における行動指針」について、同指針の策定に関わった研究者・実務家と外部の研究者による検討を収録したものとなる。過去に収録した会社法改正等についての座談会と同じく、本号の座談会も実務の健全な発展に貢献できることを期待したい。今後も本誌の刊行・誌面の充実に、一層の支援を頂ければ幸である。

（荒木尚志・大淵哲也・藤田友敬・加藤貴仁）

ソフトロー研究 第33号

発行 2023年8月

編集・発行 東京大学大学院法学政治学研究科
附属ビジネスロー・比較法政研究センター
〒113-0033 東京都文京区本郷7-3-1
E-mail: blc@j.u-tokyo.ac.jp URL: <http://www.ibc.j.u-tokyo.ac.jp/>

協力 東日本旅客鉄道株式会社

印刷 ヨシミ工産株式会社

Soft Law Journal

No.33 2023

CONTENTS

<Article>

“Regulations on misleading reference pricing” Shiho ONODA

“A Comparative Legal Analysis of Directors’ Civil Liability in Securities Misrepresentation - with an exploration of the differentiation of liabilities between primary and secondary markets-”

..... Xin TANG, Zhuozhuo LI

<Conversazione>

“The Examination of ‘Guidelines for Corporate Takeovers’” Tomotaka FUJITA, and others