神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

The anticompetitive effects of passive minority equity interests and competition law : focusing on "Unilateral Effects" analysis (2)

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2003-11-30 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 林, 秀弥, Hayashi, Shuya メールアドレス: 所属:
URL	https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/844

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.

株式保有の競争制限効果と競争法(2・完)

——「単独行為による市場支配力」の分析を中心に——

林　　秀弥

目　　次

第一章：はじめに
第二章：米国における株式保有の規制—予備的作業
　第一節：法律上の規定
　第二節：株式保有の競争制限効果
　第三節：株式の一部取得に関する事例（54巻，5号）
第三章：株式の一部取得と「単独行為による市場支配力」
　第一節：序説
　　補論：「単独行為による市場支配力」とEC競争法
　第二節：一部取得と「単独行為による市場支配力」
　第三節：一部取得による「単独行為による市場支配力」に対する批判
第四章：結語（以上，本号）

第三章 株式の一部取得と「単独行為による市場支配力」

第一節：序説

近時，株式の一部取得の競争制限効果として，「単独行為による市場支配力（unilateral effects）」が問題になっている。[50]「単独行為による市場支配力」は，よく知られているように，米国1992年水平合併ガイドラインにおいて寡

50　いわゆる「単独行為による市場支配力」に関する文献は，技術的・数学的なものを含め，膨大な数にのぼるが，技術的・数学的でなく，かつ，筆者が参照しえたものとして次の文献がある。Note, Analyzing Differentiated-Product Mergers: The Relevance of Structural Analysis, 111 Harv. L. Rev, 2420 (1998); JamesA. Keyte, Market Definition and Differentiated Products: The Need for a Workable Standard, 63 Antitrust L. J. 697 (1995); James F. Rill, Practicing What They Preach: One Lawyer's View of Econometric Models in Differentiated Products Mergers, 5 Geo. Mason L. Rev. 393 (1997); Daniel L. Rubinfeld, Market Definition with Differentiated Products: The Post/Nabisco Cereal↗

占的協調（coordinated effects）とともに水平的合併の競争制限効果の一つとして登場したものである。

「単独行為による市場支配力」が問題となるのは，一つは，前述のように，製品差別化された市場においてである。すなわち，製品差別化された市場において，密接した代替関係にある製品を生産している企業同士が合併する場合に，当該合併により圧倒的なシェアを獲得するに至らなくても，合併後の企業が他の競争者の出方にかかわりなく，競争水準を超えて価格を設定できる状況が念頭に置かれている。[51] もう一つは，同質財を供給し，その点で供給企業間に違いはないものの，各々その有する生産能力によって主に区別される場合である。これは，ライバルの供給能力に制約がある場合の「単独行為による市場支配力」である。[52]

↘Merger, 68 Antitrust L. J. 163(2000); Roscoe B. Starek III and Stephen Stockum, What Makes Mergers Anticompetitive? "Unilateral Effects" Analysis Under The 1992 Merger Guidelines, 63 Antitrust L. J. 801(1995); Jonathan B. Baker, Unilateral Competitive Effects Theories in Merger-Analysis, 11 Antitrust ABA 21 (Spring, 1997); Robert H. Lande and James Langenfeld, From Surrogates to Stories: The Evolution of Federal Merger Policy, 11 Antitrust ABA 5 (Spring, 1997); Jonathan B. Baker, Contemporary Empirical Merger analysis, 5 Geo. Mason L. Rev. 347 (1997); Constance K. Robinson, Quantifying Unilateral Effects in Investigations and Cases, 5 Geo. Mason L. Rev. 387 (1997); Carl Shapiro, Mergers with Differentiated Products, 10 Antitrust ABA 23 (Spring, 1996); Serdar Dalkir and Frederick R. Warren-Boulton, Prices, Market Definition, and the Effects of Merger:Staple-Office Depot(1997), John E. Kwoka, Jr. and Lawrence J. White ed., The Antitrust Revolution (1999); Jerry A Hausman, Gregory Leonard, and J. Douglas Zona, A Proposed Method for Analyzing Competition among Differentiated Products, 60 Antitrust L.J. 889 (1992); Jonathan B. Baker and Timothy F. Bresnahan, Empirical Methods of Identifying and Mesuring Market Power, 61 Antitrust L. J. 1 (1992); Gregory J. Werden, Demand Elasticities in Antitrust Analysis, 66 Antitrust L. J. 363 (1998); David T. Levy and James D. Reitzes, The Importance of Localized Competition in the 1992 Merger Guidelines:How Closely Do Merging Firms Compete? 62 Antitrust L. J. 695 (1994); David T. Levy and James D. Reitzes, Product Differentiation and the Ability to Collude 38 Antitrust Bull. 349 (1993).

51 92年ガイドラインによれば，製品差別化の著しい市場において，競争が局地化することにより，特定の二つの製品が消費者にとって一番目と二番目に選択されるような，きわめて緊密な代替関係となる場合に，これら二つの製品を生産している企業同士が合併することで，合併後の企業が，他の競争相手に関係なく，両製品の一方または両方の価格を引き上げることが可能になる点を問題とするものである(1992 Horizontal Merger Guidelines § 2.11, 2.211参照)。なお，関連文献として小田切宏之「企業結合規制への経済学的接近」日本経済法学会年報24号（企業結合規制の再検討）110頁以下参照。

52 具体例として，石油販売業において，零細の石油販売業者も含めれば，市場のプレイヤーの数は非常に多いが，大口需要者に安定的に供給できるような石油販売業者の数では有意に限定されている場合が考えられる。この問題について，市場画定と絡めて論じたものとして，拙稿「部分市場概念の形成と展開・序説」公正取引622号76頁以下（2002年）参照。

補論：「単独行為による市場支配力」とEC競争法

このような「単独行為による市場支配力」の分析に基づく合併規制は，近時，米国で，活発となりつつある。[53] では，このような競争制限効果は，米国法特有のものであろうか。確かに，「単独行為による市場支配力」分析に基づいて本格的に合併規制が行われているのは，米国においてである。しかし，このような競争制限効果は，米国のみで問題となるものではないと考えられる。米国と並ぶ競争法の執行地域であるECにおいても問題となると考えられる。以下では，準備作業として，まず，（支配的地位獲得を伴わない）「単独行為による市場支配力」が米国のみならず，ECにおいても規制対象となっていることを確認する。ここでは，株式保有の場合における「単独行為による市場支配力」を論ずる前に，「単独行為による市場支配力」が，こと米国特有の問題ではなく，EC法においても問題となることを「補論」として示しておく。

EC法では，「単独行為による市場支配力」について，どのような扱いとなっているのか。

EC法ではいわゆるドミナンステスト（dominance test）が用いられ，合併により，市場「支配的地位（dominant position）」の形成・強化が生じるかが中心的問題となる。[54]「支配的地位」とは，その先例であるUnited Brands事件[55]

53　これが問題とされた最近の代表事例として，たとえば，FTC v. Staples Inc., 970 F. Supp. 1066(D.D.C. 1997); New York v. Kraft Gen. Foods, Inc., 926 F. Supp. 321 (S.D.N.Y. 1995); FTC. v. H.J. Heinz Co., 246 F.3d 708 (D.C. Cir. 2001). がある。Kraft事件は，朝食用即席シリアルを製造・販売しているクラフト社（シェア11.7%で第3位）が，ナビスコ社（シェア2.82%で第6位）の即席シリアルに関する営業を譲り受けることについて，両社の主力製品の競合関係が問題となった事件である（当該譲受けにより，HHIは66上昇する。）。ここでは，商品特性及び顧客層が異なることや，多様な競争者が存在していること等から，両社の主力製品は，お互いに最も緊密な競争相手ではないこと，また，両社の主力製品が，消費者によって第1と第2に選択されているわけではないことなどにより，「単独行為による市場支配力」（unilateral effects）の行使の蓋然性は乏しいと判断された。この事件については，拙稿「製品差別化が顕著な産業における企業結合分析の特色—いわゆる「単独の市場支配力(unilateral effects)」と市場画定—」公正取引626号71頁（2002年）参照。またHeinz事件については，拙稿「米国合併規制における「違法性推定則」とマベリック分析」公正取引639号87頁（2004年）参照(ただし，unilateral effectsについては，その論文では言及していない)。

54　支配的地位の問題について詳しくは，泉水文雄「欧州競争法における「支配的地位」について」法学雑誌48巻4号272頁（2002年）参照。

55　Case 27/76 [1978] ECR 207, see also Hoffmann-La Roche v Commission [1979] ECR 461, para 38.

によれば，「事業者が，その競争者，その顧客，最終的にはその消費者から，相当程度独立して行動する力を与えられることによって，関連市場における効果的な競争の維持を妨げることができる経済的な力をもつ地位」として定義されている。しかし，この定義からは直ちに，ドミナンステストの射程が決まるというわけではない。判例法によれば，合併後のシェアが50％を超える場合には，例外的な事情のある場合を除き，支配的地位があることの強い証拠となるとされている。[56] また，電気通信事業における「顕著な市場支配力(significant market power)」[57]の評価に関する委員会ガイドライン[58]によると，25％以下の市場シェアでは，(単独の)支配的地位をもつおそれは乏しいが，[59] 40％の市場シェアでは，(単独の)支配的地位をもつおそれが大きく，50％以上の市場シェアでは，通常，支配的地位が推認されるとする。[60]

もちろん，シェアだけで全てが判断できるものではない。しかし，今述べたシェア基準は支配的地位認定の一応のメルクマールとして機能していることは確かである。[61] このため，たとえばシェア10％とシェア20％の企業が合併しようとする場合，かかる企業の「単独行為による市場支配力」が問題となるとしても，この程度のシェアでは，合併後の企業が単独の支配的地位を形成

---

56 See e.g., Case C-62/86, AKZO v. Commission, [1991] ECR I-3359, para 60; Hoffmann-La Roche v Commission, op cit, para 41; Case T-228/97, Irish Sugar v. Commission, [1999] ECR II-2969, para 70;Case T-102/96, Gencor/Commission, [1999] ECR III-753, para 205. なお，最後の事件については，拙稿「EC企業結合規則による寡占的市場支配的地位の規制と同規則の域外適用」国際商事法務31巻6号785頁(2003年)参照。

57 「顕著な市場支配力」と「支配的地位」との概念の異同が問題となりうるが，ここでは省略する。「支配的地位」が法的概念として登場したのに対して，市場支配力概念はもともと経済学的概念であり，概念の沿革に違いは存する。しかし，内容面においては，「顕著な市場支配力」と「支配的地位」との間に，大きな違いはないと考えられる。

58 Commission Guidelines on market analysis and the assessment of significant market power under the Community regulatory framework for electronic communications networks and services, O.J. C 165/6, 11.7. 2002.

59 なお，EC 合併規則前文15項によれば，合併後の事業者のシェアが25％未満の場合には，通常，支配的地位をもつおそれは乏しい旨規定する。

60 Commission Guidelines, supra note 58.

61 少なくとも，EC条約82条のケースでは，シェアは，参入障壁の存在とともに，「支配的地位」を認定する最も重要な基準として機能してきた(See e.g., Akzo Chemie BV v. EC Commission, [1993] 5 C. M. L.R 215, para 60)。合併規制においても，シェアの大きさは，「支配的地位」を推認し，規制のトリガーとなる最も重要な要素の一つである。

するものとして，現実に規制のトリガーとはされにくく，[62] ドミナンステストにおいては，結果として，規制が見過ごされる懸念があった。2001年に出された「合併規制の見直しに関するグリーンペーパー」において，「単独行為による市場支配力」の効果的規制のあり方が重要論点の一つとなっていたことはよく知られている。[63]

しかし，EC 合併規則現行 2 条 3 項によれば，「①結果として，共同市場又はその実質的部分において効果的な競争が著しく阻害されることとなる②支配的地位を形成又は強化する合併は，共同市場と両立しないと宣言される」と規定している。ドミナンステストは，このうち②の部分を指すものである。しかし，法文上は，②の「支配的地位」要件だけではない。①の競争阻害要件も独立した要件と考えられている。[64] ①のテストは，その英文で用いられている用語の頭文字をとって SIEC（Significantly Impede Effective Competition）テストと略称されることがある。[65] 従来，②の支配的地位が認定されれば，必然的に①の効果的競争の阻害も示されると考えられていた。しかし，学説上の争いはあるものの，①と②は本来，それぞれ独立した要件であり（しばしば二つの要件を指して two-leg test と称されることがあ

---

62 ただし，寡占的(集合的)市場支配的地位（collective dominant position）が認定される場合は別である。

63 Green paper on the Review of Council Regulation (EEC) No. 4064/89, COM (2001) 745/6 final.「単独行為による市場支配力」との関係では，グリーンペーパーは，SLC テストについて，最も近接した代替関係にある製品に関する企業間の合併であって，当該合併後も，合併後企業の市場における地位が 2 位以下に止まる場合においても，SLC (Substantial Lessening of Competition) テストは効果的に対処できる点を利点として挙げていた。グリーンペーパー公表の段階では，委員会はこのような局面にいまだ遭遇したことはないとして，仮定上の話として興味があるものにすぎなかった。しかし，その後これが現実に問題となってきていることは，後掲註(76)の通りである。SLC テストも，ドミナンステストも，どちらを採用するかによって結論に大きな差異は生じないことは，グリーンペーパー自身認めていた。今次の規則の改正提案および水平合併告示案の登場により，事実上，SLCテストとドミナンステストの違いはほとんどなくなったと考えられる。

64 「競争阻害」要件と「支配的地位」要件との関係と両要件の解釈については，瀬領真吾「EC 合併規則の法的構造とその運用の実態」日本経済法学会年報『日本の取引慣行と独禁法』(1994年) 122頁以下，より詳細には，沢田克己「EC 企業結合規制規則における競争政策と産業政策(二)」法政理論（新潟大学）26巻 2 号95頁以下（1993年）参照。また，C.J.Cook & C.S.Kerse, EC Merger Control (3rd. ed. 2000) § 5.4 参照。

65 ①の SIEC テストの意義をどうみるかという問題は，82条の規制と区別されるものとして，EC 合併規制をどう位置づけるかという合併規制の存在理由にかかわる重要問題である。

る)[66]，②のテストのみが法文上重要なわけではない[67]。本来は別個の要件であるが，ドミナンステストのみが全面に出ていたのは，通常，②を充たせば，①も充たされるので，①の要件が独立した要件として浮かび上がってこないという事情があったためかもしれない[68]。従来，「競争阻害」の文言については，寡占的市場支配的地位（collective dominant position）がEC合併規則において規則対象に含まれるか，という規則制定以来の長年の争点と絡めて，その要件としての独自性が論議されてきた。その争点が「規制対象に含まれる」という解釈に事実上決着したと考えられる今日，あらためて，①と②の要件の規制上の位置づけが理論的検討課題として残されることになった[69]。

特に，①と②を独立した要件と解すると，①のSIECテストは充足するけれども，②のドミナンステストを充足するのは難しいという場合が存在するかどうかかが問題となる。結論を先に言うと存在する可能性があると考えられる。（支配的地位獲得型でない）「単独行為による市場支配力」が問題となるのはまさにこの局面なのである。すなわち，先に述べた例の通り，当事企業のシェアの値から，「支配的地位」の認定が困難であり（ただし不可能ではない），ドミナンステストを通常は充足しないと考えられる場合であっても，SIECテストを充たすことは，「単独行為による市場支配力」の場合には考えられる[70,71]。

66　なお，Tetra Laval BV v. EC Commission, 25 October 2002（Case T-5/02）¶120では，「支配的地位」要件と「競争阻害」要件を二つの要件としつつ，あくまで「支配的地位」が中心的要件であるとする。

67　瀬領・前掲註(64) 122頁によれば，「競争阻害」要件の法的性格について，訓示規定と解する第一説，82条型の支配的地位の認定方法と区別する目的で付加された要件であるとする第二説，支配的地位にあるとされる場合であっても，その他の要件を欠く場合に，合併を適法とするための要件であるとする第三説，立証責任の点から理解する第四説があるとしつつ，「現在までの委員会決定の立場は，第二説に近い」とする。

68　瀬領・前掲註(64) 123頁は，「現在までの実務は，必ずしも支配的地位と競争阻害の適切な区別と独自基準の確立に至っていない」とし，その原因は，「規則実施後の時間経過の少なさと86条判例がシェアと参入障壁を中心に支配的地位を認定してきたことにある」とする。

69　従来の学説の対立について，詳しくは，武田邦宣「EC集中規則における規制基準の展開(1)」神戸外大論叢50巻1号120頁以下（1999年）参照。

70　前述の米国のクラフト事件では，結果として，「単独行為による市場支配力」は否定されたものの，当事企業のシェアも合併によるHHIの上昇度もともに低いにもかかわらず，「単独行為による市場支配力」が問題とされた。

71　なお，本稿では，寡占的（集合的）支配（collective dominance）の問題は，本稿のテーマとはかけ離れるので，取り扱わない。これに関する簡単なサーベイとして，拙稿・前掲註(56) 789頁以下，および，泉水・前掲註(54)参照。

では，逆に，②のドミナンステストを充たすけれども，①のSIECテストは充たさないという場合は存在するであろうか。①の要件と②の要件が，それぞれ独立した要件であることにかんがみれば，論理的には，そのような場合は存在するものと考えられる。[72] これが問題となるのは，一つは，効率性の評価においてであろう。[73] ②の支配的地位を充たす合併について，効率性の著しい向上が企業の限界費用の有意な減少をもたらし，それが市場の均衡価格低下をもたらすと判断されれば，それを理由に，結果として，①のSIECを充たさないということは，理論的にはありうる。ただし，実際上このようなケースは乏しいと思われる。なんとなれば，委員会の水平合併の評価に関する告示案は，[74] 独占的地位を有することとなる合併が，効率性を理由に承認されることはないと断っているからである（VI.Efficiencies）。また，市場価格の低下をひきおこすほどの有意な限界費用の低減をもたらす効率性の達成が，合併によって実現されるのは極めて稀であろう。EC合併規制において，効率性の向上を理由に市場支配的な合併が容認されることは，まずないといってよいように思われる。[75]

以上まとめると，通常は，②を充たせば，①を充たす。だからといって，②を充たすからといって，論理必然的に①を充たすとは限らない。同様に，①を充たせば，②を充たすことは，実際上多い。しかし，①を充たしても②

---

72 沢田・前掲註(64)によれば，「委員会の審査においては，第一段階として支配的地位の形成・強化の有無が審査され，それが認定された場合に，第二段階として有効競争の阻害の重大性が審査される」とし（101頁-102頁），「競争阻害」要件は，非競争上の利益との衡量としての機能を有するとする（99頁）。

73 前注のように，「競争阻害」要件が非競争上の利益の衡量条項であるとすると，競争制限効果（「支配的地位」の認定）と効率性（「競争阻害」有無の認定）との比較衡量が，理論的可能性としては，問題となりうる。なお，最近の関連文献として，Miguel de La Mano, For the Customer's sake: The competitive effects of efficiencies in European, merger control, Enterprise Papers No. 11, 2002（DG Enterprise のサイトからダウンロード可能《http://europa.eu.int/comm/enterprise/library/enterprise-papers/paper11.htm》）参照。

74 COMMISSION NOTICE on the appraisal of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings, 11.12. 2002 COM (2002).

75 過去の事例において，競争制限的な合併について，いわゆる効率性の抗弁が成功した例は存在しないし，また，委員会実務においても，合併の競争制限効果と効率性との比較衡量を行うというような合併審査手法は採られていない。

を充たさない事例は存在しうる。[76,77]

今回の規則改正案において，いわゆる米国流の SLC(substantial lessening of competition) テストそれ自体は採用されなかったものの，「単独行為による市場支配力」を規制対象に含まれることは明確になった。今回の規則改正案では，新しい2条に，次の規定を入れることを提案している。「本規則において，一ないし複数の事業者が，協調するか否かを問わず，競争の変数，特に，価格，生産，産出の品質，流通または技術革新について，認識可能な程度にかつ持続して影響を及ぼすような経済力を有する場合，または認識可能な程度に競争を妨げるような経済力を有する場合には，当該事業者は，支配的地位にあるとみなされるものとする」[78]。この規定と対応して，「単独行為による市場支配力」の規制対象明確化を図るため，前文の追加も提案

76 ごく最近の例として，BAT (British American Tabacco)/ETI (Ente Tabacchi Italiani) の事件 (2003/10/23) の例が挙げられる (Case COMP/M.3248-BAT/ETI (2003/C 225/03)。この案件の審査において，「単独行為による市場支配力」が問題となった。すなわち，この事件では，イタリアのタバコ市場が問題となったが，そこにおいて，フィリップモリスがおおよそ50%の市場シェア，合併当事企業の一方である ETI が同20%，もう一方の BAT が同15%，JTI が同7.5%，Gallaher が同7.5%を占めていたという市場構造にあった。当事企業の合計シェアは35%であったので，この程度のシェアでは通常，ドミナンステストの下では，この合併をブロックするのは困難であった。この事件で委員会が懸念したのは，「単独行為による市場支配力」であり，BAT ブランドのタバコと ETI のタバコは，消費者にとって1番目と2番目に選択されており，他の競争者の競争的相互作用に関係なく，合併当事企業が単独で価格を引き上げられることができる点に委員会の懸念があった。この事件は，イタリア国内市場にかかわるものであったため，結果的には，EC 合併規則9条により，イタリア競争当局へ付託された。

77 ただ，①の SIEC テストを充たせば，②の「支配的地位」要件を欠いても合併が禁止されるものと解してよいかについては，慎重に考える必要がある。今回の合併規則改正案では，新2条2項において，事業者が，協調するか否かを問わず，価格，生産量等の競争の変数について，認識可能な程度に，かつ持続して影響力を及ぼすような経済力を有する場合には，当該事業者は，支配的地位にあるものと「みなされる」と定めており，最終的に，「支配的地位」要件へと収斂させているからである。結局，「単独行為による市場支配力」が問題となる場合で，シェアが小さく，その点からすると，「支配的地位」が認定されにくいような場合において，「競争阻害」があることを理由に，最終的に「支配的地位」もあるものとみなしているように読めるからである。こうして考えると，結論的には，第一に，「競争阻害」要件はシェアの大きさだけでは「支配的地位」の認定はできないことを明らかにしたものであり，「単独行為による市場支配力」は，まさにこの「競争阻害」要件が問題となるものであること，第二に，「競争阻害」要件を充たせば，シェアが小さく「支配的地位」の認定が困難な場合にも「支配的地位」を認めようとする意味において，EC 合併規則における合併の違法性判断の中心的要件は，やはり「支配的地位」にあるものとも解される。なお，新規則については（追記）参照（ここでの議論は旧規則についてのものである）。新規則については校正段階で接した。

78 See Proposal for a Council Regulation on the control of concentrations between undertakings, COM (2002) 711 final (11. 12. 2002)。この規定は，「単独行為による市場支配力」を規制対象に含めることを明確化にすることに加えて，いわゆる寡占的市場支配的地位 (collective dominance) を規制対象に含める旨明確化することも企図している。

されている。[79]

グリーンペーパーが懸念したように，SLC テストとドミナンステストのどちらを採用するかに起因する解釈上の帰結の差異はほとんどなくなったものと見てよいように思われる。

告示案では，合併後の HHI が1000以下の場合には，委員会がかかる事案を調査する見込みは乏しいとする（para. 16）。[80] その上で，①市場において圧倒的な地位を占めている場合（paramount market position，以下，PMP と略称する），②非共謀寡占（non-collusive oligopoly），③協調型分析の三つに分けて分析している。ここで問題となるのは，①と②である。非共謀寡占で主たる規制対象とされているのは，（支配的地位獲得型ではない）「単独行為による市場支配力」の問題である。告示案は，合併以前に当事企業間で作用しあっていた競争的な制約要因（competitive constraints）が合併によって失われ，かかる競争的な制約要因の喪失が，関連市場における有意な価格上昇ないしは産出量の減少を引き起こすことを問題視する。差別化された市場における「単独行為による市場支配力」について，告示案は，合併後企業のシェアが25％を超えるかどうかを一応の基準とする。いうまでもなく，この数値は，従来，「支配的地位」の認定のメルクマールとされていた数値よりもかなり低いものである。[81]

79　前文新21項は，次の通りである。「寡占的市場構造における企業結合のもちうる結果にかんがみれば，かかる市場において効果的競争を維持することは，それだけにいっそう必要なことである。多くの寡占的市場では，健全な競争の程度が示されている。しかし，一定の状況下では，合併当事者以外の競争者に対する競争圧力が減少するのみならず，合併当事者が互いに及ぼしあっていた重要な競争的制約要因（competitive constraints）がなくなってしまうことは，かかる効果が，競争者，顧客，又は消費者の反応によって抑制されない限り，これらの市場においては特に，競争に悪影響をもたらしうる。そのため，関連市場の寡占的市場構造とその結果生じる，当該市場で活動しているさまざまな事業者の相互依存関係の存在ゆえに，たとえ寡占メンバーによる協調がなかったとしても，一ないし複数の事業者が，競争の変数，特に，価格，生産，産出の品質，流通又は技術革新について，認識可能な程度にかつ持続して影響を及ぼすような経済力を有する場合を，本規則の意味での支配の概念は射程に入れなければならない（以下略）」。Id.

80　告示案におけるこのセーフハーバー基準は米国基準と比べると簡素である。米国92年ガイドラインでは，合併後の HHI 1000未満，1000～1800で HHI 上昇分100未満，1800以上でHHI 上昇分50未満をセーフハーバー基準として掲げる（§1.51）。

81　米国ガイドラインの35％基準よりも低いものである。1992 Horizontal Merger Guidelines, §2.211.

このように，告示案が，「単独行為による市場支配力」を規制対象に含めていることは明らかである。非共謀寡占分析において，「企業が主に価格で競争する市場」という項目を置いているが，そこでは，いわゆる「差別化されたベルトランモデル」が念頭に置かれている。告示案における非共謀寡占が米国の「単独行為による市場支配力」規制よりも規制対象が広いかどうかについては議論がある[82]。これについては，次のようにまとめることができる。第一に，製品差別化された市場における「単独行為による市場支配力」については，米国92年ガイドライン[83]，および，EC 委員会告示案[84]において，ともに，規制対象に含まれている。第二に，同質化された市場においてライバルの生産能力に制約がある場合の「単独行為による市場支配力」については，同様に，米国92年ガイドライン[85]も告示案[86]も，規制対象に含めている。第三に，製品差別化された市場においてライバルの生産能力に制約がある場合の「単独行為による市場支配力」については，米国92年ガイドラインには記載そのものはないが，告示案においては，規制対象に含まれているようである[87]。

---

82 告示案では，製品差別化された市場においても，産出量と生産能力の選択が価格を決する場合があるとしていることが注目される（para 32)。すなわち，製品差別化が存在している場合であっても，生産量や生産能力が価格に影響を与え，生産量の減少が市場供給量の減少を招き，市場価格の上昇を招く場合があるので，製品が同質的な場合だけ，生産量や生産能力が重要になるわけではない。もちろん，従来からも，ライバルが生産能力の制約に直面する場合にも，「単独行為による市場支配力」が生じることは想定されていた（米国92年ガイドライン2.22参照。具体例として，石油販売業において，零細の石油販売業者も含めれば，市場のプレイヤーの数は非常に多いが，大口需要者に安定的に供給できるような石油販売業者の数では有意に限定されている場合を想起せよ)。しかし，そこで想定されていたのは，製品が比較的差別化されていない状況であった（たとえば，上述の具体例で言うと石油)。しかし，告示案は，製品差別化された市場においても，ライバルの供給能力に制約ある場合を想定している。なお，2004年1月28日付けの正式告示（校正段階で接した）では，Non-collusive oligopolies が Paramount market position の規定を包摂して，Non-coordinated effects に名称を変え，かつ，Non-coordinated effects は，unilateral effects のことであると新たな注記を施している(脚注27)。

83 See 1992 Horizontal Merger Guidelines § 2.21 (Firms Distinguished Primarily by Differentiated Products).

84 See Draft Commission Notice para. 34-38 (Markets where firms compete primarily on prices).

85 See 1992 Horizontal Merger Guidelines § 2.22 (Firms Distinguished Primarily by Their Capacities).

86 See Draft Commission Notice para. 30-33 ((Markets where firms compete primarily in output/capacity)). 特に32.

87 Ibid.

このように，「単独行為による市場支配力」は，告示案では，主として，非共謀寡占として規制対象に含まれる。しかし，PMP として規制される余地もある。PMP について，告示案は，そのような地位にある企業は，顧客や競争者の競争行動によって制約されることなく，価格を引き上げることができると述べている（para. 11)。また告示案では，合併は，残りの競争的な制約要因を除去することによって，市場における圧倒的地位を占める企業の形成・強化をもたらしうるとも述べている。PMP 分析においても，競争的な制約要因の消滅により，合併当事企業により価格が有意に引き上げられることになるかどうかを検討するとしている（以上，para. 23)。これは，「単独行為による市場支配力」分析が PMP 分析の下でも行われることを示唆している。現に，告示案では，このような PMP 分析が非共謀寡占分析と類似していることを認めている（para. 23)。告示案では，PMP の証拠として，合併後企業の市場シェアが50％以上であることを挙げるものの，50％以下の場合であっても，PMP となりうることを否定しないので（para. 20)，PMP と非共謀寡占とでは分析が一部重なるようである。今後，事例の積み重ねにより，両者の分析の境界が整理されていく必要はあるが[88]，今次の合併規則改正案および告示案の策定により，「単独行為による市場支配力」の分析が，EC 合併規制の射程に入ることが明確になったことは，確かなようである。では，一部取得の場合に「単独行為による市場支配力」がどのように生じうるか。それを次に見る。「単独行為による市場支配力」が EC 合併規則の解釈上その規制対象となりうる以上，一部取得についても「単独行為による市場支配力」の問題は EC 法上潜在的に問題となりうる。一方，現に「単独行為による市場支配力」の分析が実地で行われている米国では，一部取得と「単独行為による市場支配力」の問題は顕在的に論議されている。次節で，一部取得における「単独行為による市場支配力」のメカニズムについて概観する。

88　石谷直久「米国・ＥＣの企業結合規制に関する審査基準の相違について」公正取引632号63頁（2003年)は，「非共謀寡占分析により問題となる場合であって，かつ，PMP に該当しないケースをより明確にする必要があると思われる」と指摘する。

第二節：一部取得と「単独行為による市場支配力」[89]

一部取得がどの程度に至れば，二社間の競争インセンティブが減少して価格を引き上げる一方的なインセンティブが発生するか。そもそもこうしたインセンティブが生じるのは，価格引き上げが，一部取得しているライバルの利潤を増大させ，その利潤の一部が投資企業である取得企業にも還流されるためである。すなわち，一部取得前には，価格引き上げを行えば，ライバル企業に顧客が逃げ，販売が減少するおそれがある。①価格引き上げによって得られるであろう利潤増大よりも，②販売減少により失われた利潤のほうが大きければ，利潤最大化を目指す企業は，そのような価格引き上げを行わない。企業は，①と②の利潤を比較して利潤最大化するように価格設定を行う。一部取得の結果，企業は，①と②の利潤のほか，当該価格引き上げの結果ライバルの得られるであろう利潤も比較して利潤最大化価格を決定することになる。というのも，ライバルの得られるであろう利潤の一部を取得企業は株式の利益配当を通じて取得できるからである。一部取得を通じた「単独行為による市場支配力」について検討したO'Brien and Salopは，かかる効果を次のような例で説明する。[90]

ある製品Aについて，限界費用を80，価格を100とし，顧客数が仮に16としよう。仮にある企業甲がAの価格を10%引き上げたら（すなわち価格を110とする），顧客一人を失うとしよう。そうすると，甲は顧客一人分のマージン20を失うが，価格引き上げにより一人当たり10利潤が増加するので，合

89 本節および次節の議論は，O'Brien and Salop, supra note24; Dubrow, supra note34; Daniel P. O'Brien and Steven C. Salop, The Competitive Effects of Passive Minority Equity Interests: Reply, 69 Antitrust L. J. 611 (2001) に依拠している。より経済学的な議論については，以下を参照。Robert J.Reynolds & Bruce R.Snapp, The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures, 4 Int'l J.Indus. Org. 141(June 1986); Timothy F.Bresnahan & Stephen C.Salop, Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures, 4 Int'l J.Indus. Org. 155 (June 1986); Joseph Farrell & Carl Shapiro, Asset Ownership and Market Structure in Oligopoly, 21 Rand J.Econ. 275 (1990); John E.Kwoka, Jr., The Output and Profit Effects of Horizontal Joint Ventures, 40 J.Indus. Econ. 325(Sept. 1992). 以下では，煩雑さを避けるため，個々の該当頁の引用は省略している。本文では，O'Brien and Salop (2000)，Dubrow (2001)，O'Brien and Salop (2001) として引用する。

90 以下の議論は，O'Brien and Salop, supra note 24 at 571以下の例に基づく。

計15人分150の利潤を得ることができる(10×15)。したがって，価格引き上げによる正味の利潤増大は，130ということになる(150－20)。結果として，この場合には，甲は価格引き上げのインセンティブをもつことになる。

上の例とは異なり，仮に10%の価格引き上げが顧客八人の喪失を招く場合，当該価格引き上げにより失われる利潤は160になる(20×8)。他方，当該価格引き上げにより得られる利潤増大は80に止まる(10×8)。したがって，企業の合計利潤は80減少する。そうだとすると，この場合には，甲は価格引き上げを行うインセンティブをもたないことになる。

これが合併の結果どうなるか。今の例で，価格引き上げにより喪失した顧客八人のうち，四人が合併の相手方企業の乙に乗り換えるとしよう。合併の結果，甲の合計利潤は80減少するが，甲と乙とは，合併により利害関係(financial interests)が一致するので，乙に乗り換えた四人分の顧客増加の利益はそのまま甲にとっても利益となる。仮に，乙の設定価格が100で限界費用が60だとすると，甲の当該価格引き上げによって乙は160の利潤増大となる(40×4)。このことを考慮に入れると，甲にとって，110に価格を引き上げることは利益となる。すなわち，当該価格引き上げによって，甲自体の利潤は80減少するにしても，乙のほうでは160の利潤拡大につながり，甲と乙の利害関係は一体であることを所与とすると，当該価格引き上げによって合計80の利潤拡大(160－80)につながるからである。このように，合併の結果，顧客奪取効果を内部化できることにより，110の価格引き上げは合併後の企業にとって利潤となり，したがって，当該企業は，当該価格引き上げを行うとするインセンティブが生じる。

では，一部取得の場合はどうか。そのようなインセンティブは生じるであろうか。上述の例で，甲が乙の株式の25%を取得したとしよう。110の価格引き上げにより，乙は既述のように160の利潤増大が生じる。甲は乙の25%の株式を取得しているから，160の増大利潤のうち少なくとも25%，すなわち40を受ける権能を有している。したがって，当該価格引き上げによって蒙る損失は

一部取得の結果40に減少している(80－40)。しかしあくまで一部取得のため，完全な合併の場合(80の利潤増大)と比べると得られる利潤は乏しい。この例では，110の価格引き上げでは，依然として40の損失であるため，甲は価格引き上げを行うインセンティブは生じない。しかし，10%の価格引き上げではなく，2.5%の価格引上げではどうか。この場合，顧客二人を失い，そのうち一人は乙に流れるとしよう。当該価格引き上げによって甲は40の利潤喪失を蒙る（20×2)。他方，当該価格引き上げの結果，35の利潤増大が見込める（2.5×14)。したがって，合計得失は，－5である。これに対し，乙は，当該価格引き上げの結果，40の利潤増大が生じる（40×1)。甲は25%の株式を保有しているので，その結果，取得企業は10の利潤を得ることができる（40×0.25)。したがって，一部取得の結果，当該価格引き上げによって，甲は合計5の正味利潤を得ることができるようになる（10－5＝5)。このように，O'Brien and Salop (2000) によれば，完全な合併ほどではないものの，一部取得以前では価格引き上げのインセンティブを持たなかったものが，一部取得の結果，そのようなインセンティブをもつことになるという。

このような「単独行為による市場支配力」の分析は，一部取得の場合においても，米国の規制当局の執行実務に一定程度影響力を与えている。たとえば，先述のAT&T/TCI 事件では，司法省の Competitive Impact Statement は，次のように競争制限効果を説明している。

「本件合併は，これらの市場〔—ニューヨーク，ロサンゼルス等米国の18都市圏における携帯無線電話サービス市場—筆者註〕において，(価格設定とサービスの質の両面に関し) AT&T の競争行動を規律するインセンティブに影響を及ぼすかもしれない。企業は，価格決定(またはサービスの質を改善するための潜在的投資に関する決定)を行う場合，かかる決定が生み出しうる二つの効果を衡量する。価格の引き上げ(またはサービスの質に関する投資の減少)は，当該企業からサービスを購入し続ける顧客からの収入の増大を生み出し

うる。しかし，高価格（又はサービスの質の低下）はまた，現在の顧客あるいは潜在的な新規顧客が競争相手からサービスを購入する状況をももたらすおそれもあり，その結果，当該企業の収入は減るかもしれない。これら二つの相対立する要因を比較衡量して，企業は，自己の利潤を最大化しうる価格水準を選択しようとする。—AT&T が本件でしようしているように—競争者の全部または一部の持分を取得する企業は，かかる取得の後，自己の利潤最大化の価格（またはサービス品質）について，異なった計算に直面しうる。当該取得後，価格引き上げ（又はサービスの質の低下）に反応して競争相手へ乗り換える顧客の一部は，被取得企業からサービスを購入する見込みが高い。従って，これらの顧客の購入によって生まれた収入は，間接的に（取得対象の競争相手を通して），当該価格引き上げ（又はサービスの質の低下）を行う企業の元に還流し続けることになる。このようにして，当該株式取得の結果として利潤最大化価格がより高くなる（または利潤最大化品質水準がより低くなる）ために，個々の企業は，当該株式取得によって，当該取得がなかりせばありえた水準以上に価格を単独で引き上げるべく（あるいは，当該取得がなかりせばありえた水準以上にサービス品質に関する投資をより少なくするべく）行動することができるようになる。これらの悪影響は，被取得企業によって提供されているサービスが取得企業のサービスと特に密接な代替関係にある場合には，より大きなものとなる。……携帯無線電話サービスの高度な集中度水準の存在と AT&T と Sprint のサービスが，相当部分の顧客層において，互いに緊密な代替関係にあると考えられるという点にかんがみれば，司法省は，AT&T による Sprint の持分の相当割合の取得は，Sprint が有意なライバルである地域において（AT & T が）アグレッシブに競争するインセンティブを低下させ，それにより，携帯無線電話サービスの価格の引き上げあるいはサービスの質の低下をもたらしうるものである」[91]。

91 Competitive Impact Statement, United States v. AT&T Corp. and Tele-Communications, Inc., 64 Fed. Reg. 2506, 2501(1999)(footnotes omitted). 〈http://www.usdoj.gov/atr/cases/f2100/2155.htm〉

ここで重要なのは，取得企業の価格引き上げの一方的インセンティブ（unilateral incentive）の形成・増大は，被取得企業の「支配」の取得をかならずしも必要としないという点である。支配取得に至らない場合には，被取得企業自体の価格引き上げインセンティブにはそれほど影響はないが，上述の例のように，取得企業の価格引き上げのインセンティブに影響を与える。これに対して，「支配」の取得に至る場合には，取得企業のみならず被取得企業の競争インセンティブにも影響を及ぼし，合併の場合と同様の「単独行為による市場支配力」が問題となる。

一部取得が企業の一方的インセンティブに与える影響は，「単独行為による市場支配力」が生じやすい市場状況であることを前提として，保有する株式の割合，自己の市場占拠率，ライバルの市場占拠率，ライバルを支配しまたは影響力を及ぼす程度に依存する。[92]

第一に，ライバルの株式を保有する割合が大きければ大きいほど，価格引き上げのインセンティブはそれだけ強くなる。というのも，当該価格引き上げによるライバルの利潤増大に対して自己が受けうる利益も株式保有割合に比して大きくなりうるからである。

第二に，自己の市場占拠率が大きければ大きいほど，競争水準を超えた価格引き上げを行うインセンティブは強くなる。というのも，市場占拠率が高ければそれだけ，より多くの産出量に対して高価格を設定することができるからである。

第三に，投資先であるライバル企業の市場シェアが大きくなればなるほど，自社の一方的値上げのインセンティブは大きくなる。なんとなれば，投資先であるライバルの市場占拠率が大きければ大きいほど，自社およびライバルの一方的価格引き上げに対してライバル企業の受けうる利潤もその分大きくなり，その分より多くライバル企業より多く利益の還流を受けることができ

92 Kwoka & White, supra note 44. 464頁以下を参照。

るからである。

第四として，ライバルの経営にどの程度影響を与え，支配することができるか，という点も，一方的な価格引き上げインセンティブに影響する。ライバルを支配し，あるいは支配までいかなくても相当の影響力を与えることができれば，自社の価格引き上げとあわせて，投資先企業の価格も同時に引き上げるよう影響力を行使することができるかもしれない。逆に，投資先企業の経営に全く影響力を与えることができなければ，自社の一方的価格引き上げに対して，ライバルが同じように価格引き上げに動くかどうかは不確定なため，その分，自社の当該一方的価格引き上げのインセンティブは減少する。被取得企業の価格引き上げインセンティブは，取得企業の株式保有割合に依存する。一般論としては，取得企業の株式保有割合が高ければ高いほど，取得企業が被取得企業を支配できる見込みは強くなるが，支配の獲得が生じるかどうかは，ケースバイケースで異なる。発行済株式総数の49％の株式を保有している企業であっても，51％の単独保有株主が存在すれば，支配は得られないかもしれない。他方で持株割合25％の株主であっても，持株割合1％の株主が75存在する場合には，実効的に支配を獲得できるかもしれない。このように，株式が広範に分散保有されているかどうかという企業の所有構造が支配の獲得の有無を決するに当たって大きな要因となる。[93] もちろんそれだけではない。たとえば，取得会社が被取得会社の取締役会構成員を指名できたり，あるいは，商品価格や数量に関する決定等，被取得会社の重要な事業上の意思決定に関与したり強い影響力を行使したりできる場合には，「支配」が認められる蓋然性は大きくなり，被取得企業が取得企業から独立して競争する能力とインセンティブは制約されると考えられる。加えて，会社の定款や会社法の種々の少数株主保護規定や取締役の忠実義務の存在も，支配の獲得の有無・程度を決める要因となる。

93　過半数に至らない持株であっても，株主間協定等に基づく株主権の連携した行使により，事実上，被取得企業の「支配」を握ることが可能である。

O'Brien and Salop (2000) は，反競争的な「単独行為による市場支配力」の可能性について定量的に把握するため，修正されたHHI (Modified HHI, 以下，MHHI) という手法を提案する。HHI は，いうまでもなく，市場に参加する全ての企業についてそれぞれのシェアの二乗したものを合計したものであるが，彼らは，通常の HHI の指標では，一部取得の競争制限効果を過大評価するおそれがあるとして，株式保有割合を勘案した MHHI がふさわしいとする。MHHI は，次のように算定される。

MHHI の値の変化＝(取得企業のシェア)×(被取得企業のシェア)×(株式保有割合)[94]

通常の HHI では，たとえば，５％と50％のシェアをもつ企業が合併した場合，HHI の増大分は500であるのに対して，合併ではなく株式保有であって，その保有割合がたとえば10％の場合，MHHI の増大分は，50にしかすぎないことになる。O'Brien and Salop (2000) は，この MHHI の増大分を，通常の HHI の場合と同様，合併ガイドラインの基準に照らして一部取得の競争制限効果を判断しようとする。

第三節：一部取得による「単独行為による市場支配力」に対する批判

以上のような O'Brien and Salop (2000) の立論に対して，Dubrow (2001) は，次のような批判を加える。

批判の第一は，O'Brien and Salop (2000) は，「事前に」高度の正確性をもって競争上の意思決定を仮定し，「事前に」かかる競争上の意思決定に対する return を正確に計算できるとの楽観的見通しに基づいているが，自社の場合だけでなく，投資先企業の場合においても，現実はそうではない。他社の予想される反応が異なる場合があるし，データも不足しているかもしれな

94　これに対して，HHI の場合には，2(取得企業のシェア)×(被取得企業のシェア)となる。

い。期待通りに利潤が出るかどうかはあくまで将来予測の問題であって現実には分からない。しかし，このモデルでは，投資企業は，当該価格引き上げによってどの程度客が逃げ（divert），そのうち，どの程度が投資先企業の元に行くかについて知っていることが前提となっているが，これを示すデータは通常存在しない。たとえ，それらが仮に分かったとしても，状況の変化に応じて，それらのデータも変化することは十分に予想される。

先の例では，たとえば，丙が，甲から逃げた（divertした）A の販売を奪取するために販売促進活動を展開するかもしれない。それによって，甲の当初の予想に反して，現実には，甲の価格引き上げによって失われた販売は何ら乙の元には行かないかもしれない。すなわち，甲が価格引き上げにより失われた顧客の半分が乙に行くと予想して価格を引き上げるも，丙が同時期に価格を引き下げた結果，予想に反し，わずか四分の一しか乙に乗り換えなかったとしたら，甲の全体の経済厚生は，甲が単独で利潤最大化価格水準で価格設定していた場合に得られたものよりも減少することになる。このことを恐れる甲は，価格引き上げを取りやめるかもしれない。要するに，価格引き上げによってどの程度客が逃げ，そのうち，どの程度が投資先企業の元に行くかについて確知できない以上，取得企業が不完備な情報に基づいて自社の利潤最大化価格を超えて自らの価格を引き上げるリスクをとることは現実に想定しがたいと Dubrow（2001）は批判する。

これに対して，O'Brien and Salop（2001）は，次のように反論する。確かに，企業は不完備情報に直面しており，不完備情報はリスク回避的な個人と企業のインセンティブと意思決定に影響を与える。しかし，不完備情報は経済に普遍的なものであり，標準的な産業組織論は，不完備情報を前提としている。そこでは，会社経営者は，不完備情報の存在と，情報の収集にコストがかかるという点にもかかわらず，期待収益を最大化するため，情報を収集し，効率的に意思決定を行うものである。確かに，Dubrow（2001）のいうように，甲は価格引き上げを抑制されるかもしれないのはその通りである。

しかし，丙による販売促進活動（価格引下げ）の可能性は，価格引き上げに当たって，事前の市場調査予測として，経営戦略上考慮に入れられているのであって，甲が最初の価格引き上げを行えば，事前に丙によるかかる販売促進活動を引き起こすや否やという点について考慮に入れているはずである。特に，甲が価格を引き上げようと引き上げまいと，当該販売促進活動が生じうると予想されれば，その場合，甲は，価格引き上げの計画段階で，当該価格引上げの計画とは独立して，当該販売促進活動からのありそうな販売喪失について既に計算に入れているはずである。もし，甲の当該価格引き上げが丙の販売促進活動を引き起こさないと確信できるのであれば，その場合，甲の株式取得後の価格引き上げが抑制される見込みは乏しい。

また，丙のありうる反応は，販売促進活動のような積極的な競争活動だけとは限らない。もし甲が価格を引き上げたのなら，丙もそれに応じて価格を引き上げる可能性も十分想定される。差別化された製品の寡占産業の場合には，ある会社の価格引き上げは，それに反応したライバルの価格引き上げを導くことにつながりやすいとも考えられる。

以上のように，不完備情報の問題は確かにあるが，だからといって，株式の一部取得によっては価格引き上げないし産出量削減のインセンティブは生じないとは必ずしもいえないと O'Brien and Salop (2001) は反論する。

Dubrow (2001) の第二の批判は，事業（部門）の責任者 (manager) の価格引き上げインセンティブの有無を問題にする。すなわち，ある事業（部門）の責任者は，自らが業務執行・管理を行っている当該事業（部門）の業績に基づいて自己の経営能力の評価を受けるのであって，投資先会社の競合事業（部門）の業績に応じて報酬を受けるのではない。したがって，事業責任者は，価格引き上げにより，自己の経営する事業（部門）の利益を犠牲にして，投資先企業の事業部門の利益拡大を図ろうとする経済的インセンティブはもたない。事業責任者の仕事は，自ら業務執行の任にある事業の経営であって，投資先のライバルの事業の経営まで含むものではない。経営者は，自ら業務

執行を行っている事業の業績に基づいて，報酬が支払われる。したがって，自らが管理する事業の売上と利潤を減少させることによって当該事業の業績を悪化させるような行動をとる経済的インセンティブはもたない。さらに，そのような戦略的行動は，会社の短期の収益性を損なうだけではない。市場シェアの減少，取引先流通業者との関係の悪化，ブランド価値の減少，研究開発その他の活動へ資金供給を行う資源の利用可能性への悪影響等によって，自社部門の長期の競争力さえも損なうかもしれない。

このような種々の影響を勘案すると，取得企業は，投資先企業の資産価値を高めるために自社の営業利益を犠牲にする見込みは乏しい。会社の上級経営陣または取締役会は，投資先の競争者の利益を押し上げるために自社の利益を犠牲にする戦略を支持すると仮定するのは非現実的である。要するに，このような戦略は可能ではあるが(ありえなくはないが)，実際上行われる見込みに乏しい。

これに対して，O'Brien and Salop (2001) の反論は次のようなものである。第一に，事業責任者は，直接的には，業務執行の任にある個々の事業(部門)の収益に基づいて報酬が支払われるのはその通りであるが，彼らは同時に，会社全体の利益に対しても報酬を受けうるものであり，会社全体の利益に立って行動するよう，動機づけられている。たとえば，会社全体の利益に立って行動するようなインセンティブを与えるため，ストックオプションを用いる企業が増えているのはその現れである。

第二に，Dubrow (2001) のような見方に立つと次のようなおかしな結論になる。仮に，事業責任者が自己の経営責任のある特定の事業の利益についてのみ関心があり，会社全体の利益には無関心であるとすると，たとえば，GMとトヨタとダイムラー/クライスラーの事業統合のような場合でさえ，統合各社の車は，各社の事業（部門）ごとに独立して価格設定されることを理由に許容的であることになってしまうおそれがある。このように，高度集中産業における大企業同士の水平的統合でさえ，その統合された事業が合併

後も別個の事業責任者により経営される独立した事業単位として維持されるとあくまで考えるならば，当該統合について競争上の懸念が存在すると推認することがもはやできなくなる。

結論として，Dubrow（2001）の主張するように，現代の会社において何らかのエージェンシー問題の可能性があることは認めるけれども，Dubrow（2001）の結論には賛成しがたいという。

Dubrow（2001）の第三の批判は，次のようなものである。

第一に，multi-product firms の場合，競争上の重複部分が投資先企業のほんのわずかな部分に止まっている場合，少数持株による利益は，投資先企業の他の事業の全体の収益性の影響によって帳消しになってしまう。したがって，取得企業の投資に対する見返りも全体の市場リスクによって影響を受ける。前述の甲による乙の株式取得を例にとると，甲の価格引き上げにより製品Aについては乙の収益は向上していても，競争相手が，A以外の製品で，シェアの引き上げに成功しその分乙がシェアを減らしたとすれば，その場合，乙全体の収益性は減少するかもしれない。その場合，仮に甲が利潤増大を見越して価格を引き上げても，当初の目論見どおり，価格引き上げに伴う乙からの見返りを受けることができない。甲は乙全体に投資しているのであって，Aに関する事業だけに投資しているわけではない。甲は，Aに関する事業からの乙の増益についてのみ間接的に利益を受けうるにすぎない。そして，その利益というのは，乙の事業に影響を与える他の要素によって帳消しにされてしまうかもしれない。

第二に，O'Brien and Salop（2001）は，一貫して，競争相手の株式を取得している企業は，投資先他企業による「配当」という形で，投資による見返り（リターン）を受けていると仮定しているが，現実的ではない。公開会社の場合，配当だけが，投資に対する見返りではない。それよりもむしろ，投資企業は，投資先企業の企業価値が増大することによるキャピタルゲインを取得しうる。キャピタルゲインは，持株を売却することにより得られる将来に

おいて実現可能な利益である。このため，現実の持株売却時には，当該企業の企業環境の変動や経済状況の変動により，キャピタルゲインは消失しているかもしれない。投資企業は，持株による潜在的なキャピタルゲインのために，自己の現在の利益を減少させることは考えにくい。

以上のような批判について，O'Brien and Salop（2001）は次のように反論する。市場リスクの問題は，取得企業の価格引き上げインセンティブを失わせるものではない。もし取得企業が競争上手加減し，それにより，投資先企業の業績見通しが向上するとすれば，それが，株式市場での評価の向上または配当の向上に反映しうる。投資企業への見返りが，配当の形であれ，キャピタルゲインの形であれ，両者はともに，投資先企業の価値・評価を高めるものである。実際，取得企業が，配当およびキャピタルゲインのいずれの利益も受けていないのであれば，その場合，取得企業の一方的な価格引上げは，取得企業の事業（部門）単体(スタンドアローン)での価値の減少をもたらすとしても，投資先企業に対する投資それ自体の価値の上昇をもたらしうる。株主は，自らの投資先の全体としての価値について周到に注意を払っており，配当とキャピタルゲインの両方の効果を考慮に入れている。投資先企業の全体としての収益の減少が株式市場での評価を低下させるとしても，かかる評価の低下は，取得企業の利害関係（financial interest）の取得問題とは独立無関係なものである。かかる評価の低下は，被取得企業に対する利害関係がなくても生じるし，一部取得がなされる以前でも生じる。市場リスクの問題は，取得企業の価格引き上げに対する一般的障碍とはならない。

以上のように，一部取得に伴う「単独行為による市場支配力」をめぐっては，その現実の実現可能性をめぐって，論争が生じている。筆者のみるところ，Dubrow（2001）の説得的な批判に，O'Brien and Salop（2001）は十分に応答できていないように思われる。O'Brien and Salop（2001）の立論は，いまだ理論的可能性の域を脱しきれていないようにも見受けられる。しかし，AT&T/TCI事件における Competitive Impact Statement で司法省が取り

上げたように，また，Time Warner/Turner 事件で問題とされたように，一部取得の場合にも，「単独行為による市場支配力」は現実に問題となっている。Dubrow (2001)も，一部取得に伴う「単独行為による市場支配力」がそれ自体理論的にありうることを否定するものではない。一部取得に伴う「単独行為による市場支配力」のおそれがあると裁判所を説得できるかどうかは，たとえば，取得企業の価格引き上げによってどの程度顧客が喪失し，そのうち，どの程度が投資先企業の元に行くかといったデータや洗練された証拠がどれだけ利用可能であるか，すなわち，理論を裏づける証拠がどれだけそろっているかどうかにかかっているといえよう。

第四章：結語

以上，述べてきたように，株式保有の競争制限効果については，合併と同様，様々なシナリオが存在することが明らかとなった。とりわけ，第三章でみたように，「単独行為による市場支配力」の問題は，従来，主に合併が念頭に置かれていたように思われる。そもそも，EC では，（支配的地位獲得型ではない）「単独行為による市場支配力」が規制対象になるのかどうかさえはっきりとしなかった。ゆえに，前章の補論において，規則の改正提案，告示案の策定，および合併規則 2 条 2 項の解釈問題を検討することにより，EC 法においても「単独行為による市場支配力」が規制対象になることが明確となった点を明らかにした。

第三章でみたように，一部取得の場合にも，「単独行為による市場支配力」が問題となりうる。また，米国では，「単独行為による市場支配力」を問題として取り上げた事例も存在する。また，このような「単独行為による市場支配力」は，「支配」の取得がなくても発生しうる点に注意が必要である。このため，持株割合だけでなく，それを基底として，いかなる場合に「単独行為による市場支配力」が生じうるかを実質的かつきめ細かに検討していく必要

がある[95]。「単独行為による市場支配力」の問題は，米国固有の問題ではない。EC および日本でも同様に問題となりうるものである。

また，第二章第三節でみたように，近時，米国では，株式の一部取得は，活発に制されている。そこでは，「単独行為による市場支配力」だけではなく，第二章第二節第三節でみたように，その他の競争制限効果も問題とされている。株式保有の効果的規制に当たっては，その競争制限効果が何であるかの検討が欠かせない。わが国では，そもそも法律（独禁法）上は，株式取得等の結合行為と一定の取引分野における競争の実質的制限との間に因果関係があれば違法としている。ということは，法律上は，株式取得による競争制限効果が何であるかについての議論が独禁法上の株式保有規制を理解する鍵となる。本稿が，諸外国の議論を下に，株式保有における競争制限効果について焦点をあわせたのはそのためである。

本稿では，わが国における株式保有規制の現状や日本法特有の問題点については，検討することができなかった。本稿が，前提作業として，法制度は異なるものの，諸外国におおむね共通するであろう株式保有の競争制限効果に専ら焦点を定めたためである。

そもそも，株式保有の競争制限効果の検討自体，あくまで議論の一面を検討したにすぎない。またその検討も皮相的であるとの批判を免れえないかもしれない。一部取得に伴う「単独行為による市場支配力」についても，本稿では，その理論的可能性を紹介したものにすぎず，今後，さらなる事例の蓄積を待って検討を深める必要がある。また，本稿では，水平的な株式保有を念頭に置いたが，垂直的な株式保有の競争制限効果の問題も残されている[96]。これらについては，稿を改めて論じることとしたい。

〔(2)は平成15年11月最終脱稿〕

95　EC 法の企業結合概念とりわけ「支配」の取得と「単独行為による市場支配力」がどう整合的に整理できるのか，学説，実務での検討はほとんどなされていないが，これについては，今後の議論を待ちたい。

96　ただ，議論の概観は，前掲註(25)で簡単に示した。

〔追記〕

本稿脱稿(平成15年11月)後，EC合併規制に次のような動きがあったので，付記しておく。まず，EC合併規則改正案は，競争力閣僚理事会(Competitiveness Council)で承認され，正式に採択された。この新規則は2004年5月1日に発効することになっている。See Commission welcomes agreement on new Merger Regulation, European Commission Press Releases, 27/11/2003. また，告示案も，EC委員会によって告示として正式に採択された。See Commission adopts merger control guidelines, European Commission Press Releases, 16/12/2003.

合併新規則（Council Regulation(EC) No139/2004 of 20 January 2004 on the control of concentrations between undertakings(the EC Merger Regulation)）および告示（Commission Notice Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings, 28. 01. 2004）には，校正最終（平成16年1月下旬）段階で接したので，それらにあわせて本文を改訂することはできなかった。ただ，本稿第三章補論に密接にかかわるため，関係する部分のみ，ここで，（きわめて断片的にではあるが），紹介しておく。新規則では，補論で述べたSIECテストとドミナンステストの関係について，以下のように，重要な改正が施されている。まず，前文第(25)項の最後の一文では，次のように規定されている。「……2条2項および3項における「効果的競争の著しい阻害（significant impediment to effective competition, 以下，SIECと略称する)」という概念は，ドミナンスの概念を超えて，関連市場における支配的地位を有していない事業者の非協調的行動からもたらされる，企業結合の反競争効果に拡大して解釈されなければならない」。また，前文(26)項では，「効果的競争の著しい阻害」は，一般に支配的地位の形成または強化によってもたらされる」とも述べている。そして，合併規則新2条2項は，「共同市場またはその実質的部分において，特に，支配的地位の

形成または強化の結果として，効果的競争を著しく阻害することとはならない企業結合は，共同市場と両立するものと宣言される」とし，同条3項は，逆に，「共同市場またはその実質的部分において，特に，支配的地位の形成または強化の結果として，効果的競争を著しく阻害することとなる企業結合は，共同市場と両立しないものと宣言される」と定める。この改正について，委員会による New Merger Regulation frequently asked questions (2004年1月20日付けプレスリリース)によれば，SIEC テストとドミナンステストの関係について，ドミナンステストを充たせば，通常，SIEC テストも充たすとしている。その上で，今回の新テストでは，合併後の企業が，通常の用語の意味では，厳格には，支配的地位にあるとはいえないような寡占市場における反競争効果を明確に射程に入れるものとなっている旨説明している。要するに，合併後に，消費者に十分な選択肢を与えるだけの十分な競争が残っているかどうかが中心的な問題だとしている。このように，新規則成立の結果，本文で述べたような，改正前の SIEC テストとドミナンステストの法解釈問題は立法的に解消されることになったと考えられる。すなわち，(改正前における) SIEC テストは充たすけれどもドミナンステストを充たさない(おそれがある)という場合についても，規則の射程に入ることが明確になった。同様に，ドミナンステストを充たすようであっても，SIEC テストを充たさなければ，合併規則新2条2項が適用され，違法とはならないこともより明確になった(なお，新規則前文(29)項は，合併によってもたらされる効率性の結果，SIEC にならない可能性を認める)。要するに，規制基準の軸が，ドミナンステストから，SIEC テストへシフトしたのである。

また，2004年1月28日付けの委員会告示では，告示案からかなりの改訂が施されている。水平的合併の競争制限効果を，non-coordinated effects と coordinated effects に大別した上で，前者に，告示案ではもう一つの大きな種別であった paramount market position を収斂させている。また，HHIによる市場構造基準もより詳しいものになっている (paras. 19-20)。

以上のように，合併新規則および告示では，いくつかの重大な改正がなされているが，繰り返すように，いずれも校正最終段階で接したものであるため，ほとんどその内容を検討することができなかった。これについては，他日を期したいと考えている。結果的に，本稿の第三章補論は，規則改正前(および告示案)の段階での議論(法解釈問題)として，また，今次の改正の理由を探る一つの資料として，参照いただければ幸いである。