

企業価値・株主共同の利益と新株予約権発行（2・完）
Corporate Value/Common Interests of the Shareholders
and Issuance of Stock Acquisition Rights (2)

金田 充広
Mitsuhiro Kanata

- I はじめに
- II 会社買収防衛策における企業価値
 - 1 概説
 - 2 企業価値指針
- III 裁判例に見る企業価値概念の運用
 - 1 ニッポン放送事件における濫用的買収者の概念
 - 2 ニレコ事件における新株予約権発行（以上、第3集）
- IV ブルドックソース事件における新株予約権無償割当て
 - 1 企業価値の毀損・株主共同の利益の侵害
 - 2 株主平等の原則
 - 3 著しく不公正な方法
- V 募集株式等発行における株主意思の原則
 - 1 募集株式等の発行事項の決定
 - 2 株主総会決議の意義
- VI おわりに（以上、本集）

IV ブルドックソース事件における新株予約権無償割当て

〔事実の概要〕

Y会社は、ソースその他調味料の製造、販売等を主たる事業とする株式会社であり、その発行する株式を株式会社東京証券取引所市場第2部に上場している。2007年6月8日（以下、月日のみを記載するときは、すべて2007年である。）時点におけるYの発行可能株式総数は7813万1000株、発行済株式総数は1901万8565株である。Xは、日本企業への投資を目的とする投資ファンドであり、5月18日時点において、関連法人と併せ、Yの発行済株式総数の約10.25%を保有している。また、S会社は、アメリカ合衆国デラウェア州法に基づき、Xのために株式等の買付けを行うことを目的として設立された有限責任会社であり、Xがそのすべての持分を保有している。

Sは、5月18日、Yの発行済株式のすべてを取得することを目的として、Yの株式の公開買付け（以下「本件公

開買付け」という。)を行う旨の公告をし、公開買付開始届出書を関東財務局長に提出した。当初、本件公開買付けの買付期間は同日から6月28日まで、買付価格は1株1584円とされていたが、6月15日、買付期間は8月10日までに変更され、買付価格も1株1700円に引き上げられた。Yは、5月25日、Sに対する質問事項を記載した意見表明報告書を関東財務局長に提出し、これを受けて、Sは、6月1日、対質問回答報告書(以下「本件回答報告書」という。)を同財務局長に提出した。本件回答報告書には、Xは日本において会社を経営したことはなく、現在その予定もないことなどが記載されていたが、投下資本の回収方針については具体的な記載がなかった。このため、Y取締役会は、同月7日、本件公開買付けは、Yの企業価値をき損し、Yの利益ひいては株主の共同の利益を害するものと判断し、本件公開買付けに反対することを決議した。またY取締役会は、同日、本件公開買付けに対する対応策として、(1)一定の新株予約権無償割当てに関する事項を株主総会の特別決議事項とすること等を内容とする定款変更議案(以下「本件定款変更議案」という。)および(2)これが可決されることを条件として、新株予約権無償割当てを行うことを内容とする議案(以下「本件議案」という。)を、同月24日に開催予定の定時株主総会(以下「本件総会」という。)に付議することを決定した。本件総会において、本件定款変更議案および本件議案は、いずれも出席した株主の議決権の約88.7%、議決権総数の約83.4%の賛成により可決された。

本件総会において可決された新株予約権の無償割当て(以下、当該新株予約権を「本件新株予約権」といい、その無償割当てを「本件新株予約権無償割当て」という。)の概要は、(ア)基準日を7月10日として、同日最終の株主名簿および実質株主名簿に記載または記録された株主に対し、その有するY株式1株につき3個の割合で本件新株予約権を割当てる、(イ)効力発生日は7月11日、(ウ)本件新株予約権の行使によりYが交付する普通株式の数は1株とする、(エ)払込金額は株式1株当たり1円とする、(オ)本件新株予約権の行使期間は、9月1日から同月30日までとする、(カ)XおよびSを含むXの関係者(以下、併せて「X関係者」という。)は、非適格者として本件新株予約権を行使することができない(以下「本件行使条件」という。)、(キ)Yは、その取締役会が定める日(行使可能期間の初日より前の日)をもって、X関係者の有するものを除く本件新株予約権を取得し、その対価として、本件新株予約権1個につき当該取得日時点における割当株式数の普通株式を交付することができる、Yは、その取締役会が定める日(行使可能期間の初日より前の日)をもって、X関係者の有する本件新株予約権を取得し、その対価として、本件新株予約権1個につき396円(本件公開買付けにおける当初の買付価格の4分の1に相当する)を交付することができる(以下、これらの条項を「本件取得条項」という。)、(ク)譲渡による本件新株予約権の取得については、Y取締役会の承認を要する、というものである。

Y取締役会は、6月24日、本件議案の可決を受けて、本件新株予約権無償割当ての要項を決議するとともに、X関係者の有する本件新株予約権の全部を、YとしてX関係者に何らの負担・義務を課すことなく1個につき396円の支払と引換えに譲り受ける旨決議した。Xは、本件総会に先立つ同月13日、本件新株予約権無償割当てには、会社法247条の規定が適用または類推適用されるところ、これは株主平等の原則に反して法令および定款(以下「法令等」という。)に違反し、かつ、著しく不公正な方法によるものであるなどと主張して、本件新株予約権無償割当ての差止めを求める仮処分命令の申立てをした。

原々審決定(東京地決平成19年6月28日民集61巻5号2243頁)は、本件新株予約権無償割当ては、株主総会の特別決議に基づき行われるものであり、株主としての経済的利益が平等に確保されていると一応認めることができるから、株主平等原則や会社法278条2項の規定に違反するということができないとし、本件公開買付けに対する対抗手段を採ることが必要であるとした株主総会の判断が明らかに合理性を欠くものとは認められず、また、本件公開買付けへの対抗手段としての相当性を欠くということもできないから、本件新株予約権無償割当てが、株主総会が

その権限を濫用したものとして、著しく不公正な方法によるものと認めることはできないなどと判示しXの申立てを却下した。

原審（東京高決平成19年7月9日民集61巻5号2306頁）は、X関係者に過度ないし不合理に財産的損害を与えないように配慮もされているから、株主間の差別的な取扱いについても合理的なものといえるのであって、株主平等原則に反する違法なものといえることはできず、またX関係者が濫用的買収者であることを認定している。そしてYが採った買収防衛策、その手段としての本件新株予約権無償割当てについては、これを導入すべき必要性（目的の正当性）が認められるというべきであること、X関係者による本件公開買付けは容認し難い不当なものと評価すべきであって、これに対抗するやむを得ない手段であり、手続的な観点からも少なくとも株主総会の特別決議を経て導入されたものであることなどを考慮すると、相当性を有する対抗策であるというべきである、などとして著しく不公正な方法によるものと認めることはできずと判示し抗告を棄却した。

〔理由〕

抗告棄却

〔（１） 株主平等の原則に反するとの主張について

…株主は、株主としての資格に基づいて新株予約権の割当てを受けるところ、法278条2項は、株主に割り当てる新株予約権の内容及び数又はその算定方法についての定めは、株主の有する株式の数に応じて新株予約権を割り当てることを内容とするものでなければならないと規定するなど、株主に割り当てる新株予約権の内容が同一であることを前提としているものと解されるのであって、法109条1項に定める株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶというべきである。…

…特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同原則の趣旨に反するものといえることはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。…

…本件新株予約権無償割当てが衡平の理念に反し、相当性を欠くものであるか否かを検討する。…本件新株予約権無償割当ては、X関係者も意見を述べる機会があった本件総会における議論を経て、X関係者以外のほとんどの既存株主が、Xによる経営支配権の取得に伴うYの企業価値のき損を防ぐために必要な措置として是認したものである。…上記のとおり、X関係者以外のほとんどの既存株主は、Xによる経営支配権の取得に伴うYの企業価値のき損を防ぐためには、上記金員の交付もやむを得ないと判断したものと見え、この判断も尊重されるべきである。

オ したがって、X関係者が原審のいう濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず、これまで説示した理由により、本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則の趣旨に反するものではなく、法令等に違反しないというべきである。…

（２） 著しく不公正な方法によるものとの主張について

…対応策が事前に定められ、それが示されていなかったからといって、本件新株予約権無償割当てを著しく不公正な方法によるものということとはできない。

…また、株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては原則として著しく不公正な方法によるものと解すべきであるが、本件新株予約権無償割当てが、そのような場合に該当しないことも、これまで説示したところにより明らかである。…」

1 企業価値の毀損・株主共同の利益の侵害

ブルドックソース事件¹⁾は、外資系投資ファンドである債権者Xがそのすべての持分を保有するS会社が、調味料の製造、販売等を主たる事業とする債務者会社Yのすべての株式取得を目的として、Y株式の公開買付けを開始したところ、Yが会社買収防衛策として、本件新株予約権無償割当てをしたことに対して、Xが、法令等に違反し著しく不公正であるとして、その発行差止めの仮処分を申し立てた事件である。ブルドックソース事件は、会社買収防衛策である新株予約権無償割当ての差止めに関する最高裁判所の判断であり、多くの関心をよび多数の研究がなされている²⁾。

従来より、会社買収をめぐる争いがあるとき、すなわち現に会社支配権が争われている場合において、会社買収防衛の方法として行われる募集株式等発行の差止めの可否を判断する基準として、主要目的ルールが形成されてきている。それがニッポン放送事件における新株予約権発行差止めの裁判³⁾では、従来どおり主要目的ルールを基礎とし、さらには濫用的買収者の概念を導入することにより、取締役が自らを選任する株主の構成に変更を加えることができる場合があるという判断が示された。旧商法⁴⁾および会社法の秩序は、取締役は、自らを選任する株主の構成を変更する権限を有しないとす、いわゆる権限分配秩序説である。ニッポン放送事件における決定は、この原則に反する例外的な場合があることを明確にした。以前であれば、会社の支配権が争われているときに新株発行は、普通に考えると会社防衛の目的であろうと考える方向に行くのであるが、それでも資金調達が必要なのであればそれはそれとして会社にとり重要な業務執行であるから、取締役の判断として必要なものとして選択実

1) 最決平成19年8月7日民集61巻5号2215頁（以下、「本決定」という。）、判例時報1983号56頁、判例タイムズ1252号125頁、金融法務事情1820号47頁、金融・商事判例1279号19頁、裁判所時報1441号1頁、金融・商事判例1273号2頁、商事法務1809号16頁など。（原審）東京高決平成19年7月9日民集61巻5号2306頁、（原々審）東京地決平成19年6月28日民集61巻5号2243頁。

2) 別冊商事法務編集部編『ブルドックソース事件の法的検討—買収防衛策に関する裁判経過と意義—』別冊商事法務311（2007年）、中東正文「ブルドックソース事件と株主総会の判断の尊重」ジュリスト1346号17頁（2007年）、青竹正一「新株予約権無償割当てと差止め—ブルドックソース事件（最2決19・8・7判時1983号56頁）の検討」判例評論588号（判例時報1987号）164頁（2008年）、北村雅史「買収者に対する差別的取扱いを内容とする新株予約権の無償割当てと株主平等原則—ブルドックソース対スティールパートナーズ事件」『私法判例リマックス37号』92頁（2008年）、近藤光男「ブルドックソース最高裁判決に見る企業防衛のあり方」金融法務事情1833号16頁（2008年）、中村信男「取締役の経営判断研究③ブルドックソース事件最高裁決定（最決平成19年8月7日商事法務1809号16頁）」月刊監査役543号72頁（2008年）、森本滋「株主平等原則と買収防衛策—ブルドックソース事件を素材として」法曹時報60巻1号1頁（2008年）、三原園子「M&A—ブルドックソース事件の法的検討—」関東学院法学第18巻第3・4号86頁以下（2009年）、原弘明「企業価値と株主の評価—類型化による問題点の整理—」法政研究76巻1・2号61頁（2009年）、伊藤靖史「ブルドックソース事件最高裁決定」商事法務1923号37頁（2011年）、吉本健一「ブルドックソース事件の理論的検討」阪大法学60巻5号65頁（2011年）、末永敏和「ブルドックソース事件の私的総括」阪大法学62巻3・4号331頁（2012年）など。

3) 東京高決平成17年3月23日金融・商事判例1214号6頁、資料版商事法務254号217頁。拙稿「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」奈良法学会雑誌19巻1・2号198頁以下（2006年）、および拙稿・前掲207頁註（1）で引用の文献参照。

4) 本稿において、平成17年法律87号による改正前の商法を「旧商法」という。

行するのであれば、差し止める理由はないのではないかとということである。しかし資金調達必要性は、営利社団法人であるからには、潜在的なものも含めると常に存在するといえることができ、計画的に事業の展開をするのであれば、具体的に常に存在するといえる。

こうした主要目的ルール運用の過程において、外資系にかぎらずファンドなどによる大規模な会社買収事案、同業他社が会社買収の目的で株式を買い集める事案、その他会社内紛型の争いの事案など、そこには会社防衛の重要性が基本にあって、それが具体的な姿をもって基本的概念に成長したのが企業価値の概念である。株式会社への出資は、会社の営業活動により得られる利益の分配を目的とすることも多い。会社経営に対する積極的な関与を希望する株主もいる。直接・間接に、会社の発展・成長を期待することになる。出資は、会社買収のために行われることもある。裁判で争われるのは、この場合に、会社買収を阻止するために行われる募集株式または新株予約権の発行差し止め理由があるかということである。企業価値・株主共同の利益の確保・向上の目的で会社買収防衛策が導入されているかということである。ニッポン放送新株予約権発行差し止め請求事件の決定においても、企業価値の観点から濫用的買収者という考え方が派生的に出てきたと考えるべきである。従来の主要目的ルールではなく、例外的場合を考慮して判断しなければならないということが明らかになった。2004年9月16日に「企業価値研究会」が設置され、企業価値に関して、活発な議論が開始され始めたところである。それ以外にも会社を防衛するためにする措置に関して、事前であれ事後であれ、その手段の必要性や相当性といった議論にもつながってくる。ニレコ事件も、事前の会社買収防衛策の事案であったが、まさにこうした観点が争点になった。

本決定は、事後的に導入された会社買収防衛措置としての新株予約権の無償割当ての差し止めの妥当性が審理されている。特定株主の差別的取扱いが争点である。当然のことながら株主平等の原則が問題になる。また株式と新株予約権とは異なることも問題になる。Xは、投資ファンドであるから、投資以外の特定業種の事業に特有のノウハウや顧客関係などはないのが普通である。資本多数決からは、より多くの議決権を持った方が会社を支配することができる。また株主総会の普通決議さらには特別決議の阻止勢力に足る株式を保有するだけでも、会社に対する影響力は絶大である。このような資本多数決の論理により会社の支配を目的として株式を買い集めることが、ただちに企業価値の毀損・株主共同の利益の侵害であるということは行きすぎであろう。かといってそのような会社買収については、買収者が対象会社の事業を発展・成長させるノウハウ等は持ち合わせていないうえ、高値で株式の買取りを目的とするいわゆるグリーンメーラーになりかねないような、少なくとも投資ファンドは投資が目的であるから、買収によって事業に関わることも、とにかく利得するように行動する傾向が強いように思われるが、会社買収防衛措置が否定されるべきでないと考えられる。

すなわち、一方において、従来どおり主要目的ルールを基本として、募集株式等発行により会社買収に対抗する会社の行為が法令・定款に違反せず公正であるかということ判断をすることが必要である。他方、会社買収の攻防において対象会社が対抗措置としてする募集株式等発行が適法であるかという判断は、会社買収防衛の重要性を基本にするとこれを契機に、募集株式等発行がそもそも資金の調達を目的とするものであることから、買収者が投資ファンドであればなおのこと、経営方針を明確に示さずにする会社買収者の行為こそが、それ自体積極的評価を有する概念である企業価値・株主共同の利益に反するのではないかと疑念から出発することになるのである⁵⁾。Xの会社買収に関しては、このような観点から、不利益な方向の判断が強く働くと考えられる。しかし会社買収防衛措置として行われる新株予約権の発行差し止めが問題になる場合には、どのような方法で対抗措置が導入さ

⁵⁾ 拙稿「著しく不公正な方法による募集株式の発行 — クオント新株発行差し止め仮処分命令申立事件 —」社会科学雑誌3巻121頁以下（2011年）参照。

れたのか、そして対抗措置の必要性があるのか否か、対抗措置が相当であるのかということなども検討しなければならない。

2 株主平等の原則

(1) 新株予約権無償割当てに対する会社法247条の類推適用

本決定は、会社法247条の類推適用の可否を論じることなく、その規定により、本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則に反せず同条1号所定の法令又は定款に違反する場合でないとし、また会社買収防衛措置としてする本件新株予約権無償割当てが同条2号所定の著しく不正な方法により行われる場合に該当しないとする。原々審決定および原審決定は、いずれも新株予約権無償割当て（会社法277条）に対する同247条の類推適用の可否について検討し、その類推適用を肯定している。新株予約権無償割当てに対する同247条の類推適用の可否は、原々審裁判所に提出された鑑定照会事項の一つである⁶⁾。

旧商法も新株予約権の発行を規定していた（旧商法280条ノ20）。株主に対して無償で割り当てることもできた。株主の申込みに対して会社が割り当て新株予約権の引受人が決まる。無償で割り当てるのであるから、通常、大部分の株主の申込みが期待できると考えられるが、株主の申込みが必要であるからには、すべての株主が申込みをするか否かは不確実である。会社買収防衛措置としては、会社の意向に沿って議決権を行使してくれる株主を確保しなければならない。新株予約権を用いる場合には、敵対的買収者以外の株主を多数確保するため、株主にその申込みを必要とせず新株予約権を割り当てることができ、当該新株予約権が確実に行使され、かつ行使条件も敵対的買収者に対抗できるように考えなければならない（同2項）。会社法は、株主に対してその申込みまた引受けも必要とせず、新株予約権を割り当てることとした（会社法277条）ことから、こうした会社買収防衛措置としての活用が期待される⁷⁾。ただし行使条件については、本件において争点になっているように、株主平等の原則との関係を検討することも重要である。

ところで新株予約権無償割当ての場合には、会社法にその差止めに関する規定がない。新株予約権無償割当ては、株主が平等に新株予約権の割当てを受け、特定の株主にのみ不利益な条件が定められることを想定していないためそもそも差止めが問題にならないことから、差止めに関する規定が置かれなかった⁸⁾。本件の原々審決定および原審決定は、いずれもこれと同様の理由で、新株予約権無償割当てに対する会社法247条の類推適用を肯定している⁹⁾。「新株予約権無償割当てが既存株主の地位に実質的な変動を及ぼす場合にまで差止請求権を排除する趣旨であると解し難い。」ということである。もちろん本件のような事案では、新株予約権無償割当てには差別的行使条件が付されていることから、既存株主の地位に実質的な変動を及ぼす場合にあたり同条の類推適用があると解すべきであろう。同じロジックで新株発行の差止めが認められなかったケースもある。日本技術開発事件¹⁰⁾である。裁判所は、株式分割についての旧商法280条ノ10の適用または類推適用の有無について、「株式分割は、株式を単に細分化して従来よりも多数の株式とするにすぎず、二以上の種類の株式を発行している場合を除けば、株主にとっては、

⁶⁾ 川村正幸「鑑定意見書」前掲註(2)『ブルドックソース事件の法的検討 — 買収防衛策に関する裁判経過と意義 —』210頁参照。

⁷⁾ 川口恭弘『逐条解説会社法第3巻（株式・2新株予約権）』393頁以下（277条）（2009年）、拙稿「会社買収防衛策における新株予約権の活用」社会科学雑誌5巻34頁（2012年）。新株予約権の無償割当てが、株式の無償割当てと異なる理由から導入されたことにつき、川口・前掲394頁参照。

⁸⁾ 松井秀征『逐条解説会社法第3巻（株式・2新株予約権）』313頁（247条）（2009年）。

⁹⁾ 民集61巻5号2258頁、2323頁。

¹⁰⁾ 金融・商事判例1222号4頁、資料版商事法務257号375頁。拙稿「株式分割による会社買収防衛策 — 日本技術開発事件を素材として —」社会科学雑誌13巻295頁（2015年）、拙稿・前掲315頁註(2)で引用の文献参照。

持株数が増えても、分割に係る株式を合計すれば、議決権割合や株式の総体的価値に変更はないから、通常は、株主の議決権割合が低下するとか、株主が株価の減少に伴う損害を受けるとかいう不利益を受けるおそれを想定することができない。そのため、株式分割については、新株発行と同様の差止請求権が規定されなかったものである。…本件株式分割については、株主の地位に実質の変動を及ぼすものとは認められず、同法〔旧商法〕280条ノ10の規定を類推適用することはできない。」と判示している。

条文の配置を考えると、会社法247条は、募集新株予約権の発行（同238条1項）の差止めについての規定である。募集新株予約権の発行が、法令・定款に違反し、または著しく不公正な方法により行われる場合は、これを差し止めることができるとするのが、同247条の趣旨である。すなわち当該募集新株予約権の発行によって、特定の株主が、予約権行使による株式の交付の結果として、持株比率が低下することになったり、株価下落による経済的損失をこうむるおそれがある場合に、これら株主を事前に救済するための措置である¹¹⁾。本件事案のように、特定の株主が他の株主と異なる行使条件を設定されており、そのことにより不利益を被るおそれがあれば、その類推適用を検討しなければならない。

（2）特定株主の差別的取扱い

（イ）株主平等の原則

株主平等の原則は、会社法の基本原則であるが、旧商法には規定がなく会社法において規定された（会社法109条）。株式会社は、株主をその保有する株式の内容・数に応じて平等に取り扱わなければならない。ただし公開会社でない会社の場合は、剰余金の配当を受ける権利、残余財産の分配を受ける権利および株主総会における議決権に関する事項について、定款に定めることにより株主ごとに異なる取扱いをすることができる（同109条2項）。また種類株式の内容がより一層多様化し（同108条）、形式的な株主平等の原則とは抵触するおそれがある。立案担当者の説明によると、このような状況を踏まえて明文の規定を設けたということである¹²⁾。また公開会社でない会社では、同一の種類株式を保有する株主間においてその権利内容を異にすることができるのは、通常、株主相互の人的関係が緊密であり株主の移動が乏しく、株主の権利を個々に定めるニーズがあるからである¹³⁾。

株式会社は、社員の地位を細分化した割合的単位である株式を保有する株主が、株主総会において議決権を行使する。会社に出資した所有者であるから、会社の営業に関する一切の事項を決定することができる（会社法295条1項）。しかし会社経営は、当該業種特有のノウハウ、経験等を必要とし、株主であれば誰でもできるという性質のものではない。そこで会社経営を取締役に任せることとして、また取締役会を設置することにより、会議体においてより妥当な結論を導き出すという仕組みが用意されている（同2項・326条2項）。所有と経営の分離である。いづれにしても株主は、1株につき1議決権を有する¹⁴⁾（同308条1項本文）。出資の額に応じて議決権を行使し、会社の経営に参加することができる。そのさい資本多数決の原理から、多数者の決定した事項が少数者の不利益になる場合もあり得る。このような場合に、株主平等の原則は、多数決をもってしても奪うことのできない固有権など

¹¹⁾ 洲崎博『会社法コンメンタール6—新株予約権』102頁（247条）〔江頭憲治郎編〕（2009年）。

¹²⁾ 法務省大臣官房参事官 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』58頁（2005年）。

¹³⁾ 相澤・前掲註（12）60頁。

¹⁴⁾ ただし相互保有株式は議決権を行使することができない（会社法308条1項本文）。単元株制度を採用した場合には、1単元につき1議決権である（同ただし書）。また単元株式数は株式の種類ごとに定めることができることから（同188条3項）、実質的に複数議決権を作ることができる。議決権行使条項付株式は、株主総会における議決権を制限することができる（同108条1項3号、2項3号）。ただし当該種類株主総会における議決権を制限することはできない（同322条2項）。非公開会社においては、株主総会における議決権に関して、株主ごとに異なった取扱いをすることを定款で定めることができる（同109条2項・105条1項3号）。

とともに、株主総会における議決権の濫用を防止するための機能も有する¹⁵⁾。会社買収が問題になっている場合には、特定の株主の特株比率を引き下げる対抗策が端的で効果的である。しかしそれは客観的に正当性のあるものでなければならない¹⁶⁾。企業価値を不当に高めて個々の株主の利益を無視して、結局他の株主の利益たらしむるようなことは許容できないということになる¹⁷⁾。企業価値が毀損されひいては株主共同の利益が侵害されることがないように、特定の株主を差別的に取り扱うことが許容されるべきである。しかしそこには一定の基準が必要であろう。次に、ブルドックスソース事件における、裁判所の判断を見ていくことにしよう。

(ロ) 新株予約権者の差別的取扱いと株主平等原則

原々審決定¹⁸⁾、原審決定¹⁹⁾ および本決定²⁰⁾ は、いずれも新株予約権者の差別的取扱いが、株主平等原則に反し法令に違反する場合に該当するか否かについて検討し、ただちに株主平等原則に違反するということとはできないとする。結論として、いずれも本件新株予約権無償割当ては株主平等原則に違反しないとする。

原々審決定は、まず一般的に新株予約権について、行使条件または取得条項の定めは、新株予約権の内容に係ることであって、株式の内容や株主としての資格自体に直接関係するものではないから、行使条件や取得条項について新株予約権者間で差別的に取り扱うことを定めたからといって、当該新株予約権が直ちに株主平等原則に違反するということとはできないとする。その上で、新株予約権が株主に対する無償割当てである場合について、(1) 差別的行使条件等を付した新株予約権無償割当てに株主平等原則の適用があるか否かについて、および(2) 本件新株予約権無償割当てが株主平等原則に違反するか否かについて、という項目を立てて検討している。

原審決定は、差別的な取扱いに合理的な理由があれば、株主平等原則ないしその趣旨に違反しないとする。そして原審決定も、本件新株予約権無償割当てにおいて、新株予約権の行使条件または取得条項の定めは、新株予約権の内容に係ることであって、株式の内容や株主としての資格自体に直接関係するものではないとして、行使条件や取得条項について新株予約権者間で差別的に取り扱うことを定めたとしても、ただちに株主平等原則に違反しないと解するのが基本的な論理的帰結であるとする。

本決定も、新株予約権者の差別的取扱いは、株式の内容等に直接関係するものではないから、ただちに株主平等原則に反するということとはできず、会社法109条に定める株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶというべきであるとする。

(ハ) 本件新株予約権無償割当てと株主平等原則

(イ) 原々審決定の判断

原々審決定²¹⁾ は、次の3つの理由から、株主平等原則の趣旨が及ぶとする。すなわち新株予約権の発行が、本件のように株主に対する無償割当てであれば、基本的に、(ア) 株主は、当該新株予約権の無償割当てを、株主としての資格に基づいて受けるものというべきであり、当該新株予約権の内容が株主平等原則と関係しないとはいいたいこと、(イ) 会社法278条2項が、株式無償割当に関する会社法186条2項とほぼ同様の規定であるから、新株予約権の無償割当ても、株主に割り当てられる新株予約権が実質的に同一の内容であることを前提とするものと解す

¹⁵⁾ 田中耕太郎『改訂会社法概論下巻』362頁(1955年)、鈴木竹雄=竹内昭夫『会社法』〔第3版〕106頁(1994年)。

¹⁶⁾ 上村達男『会社法コンメンタール3—新株式(1)』152頁(109条)〔山下友信編〕(2013年)。コンツェルンの形成に際しても同様のことが妥当する。金田充広「コンツェルン形成規制」阪大法学43巻1号248頁(1993年)。

¹⁷⁾ 鈴木竹雄「株主平等の原則」法学協会雑誌48巻3号358頁(1930年)、鈴木=竹内・前掲註(15)108頁。

¹⁸⁾ 民集61巻5号2259頁。

¹⁹⁾ 民集61巻5号2323頁。

²⁰⁾ 民集61巻5号2223頁。

²¹⁾ 民集61巻5号2263頁。

るのが自然であること、(ウ) 新株予約権無償割当てについては、持株比率や株式の総体的な経済的価値に変更がなく、通常は株主が不利益を受けることを想定できないことである。

次に、株主平等原則に基づき、本件新株予約権無償割当ての差別的行使条件および取得条項に基づくX関係者の不利益が許容されるか否かにつき、以下のように会社法の例外的な取扱いを掲げ、「少なくとも株主総会の特別決議に基づき当該新株予約権無償割当てが行われた場合であって、当該株主の有する株式の数に応じて適正な対価が交付され、株主としての経済的利益が平等に確保されているときには、当該新株予約権無償割当ては、株主平等原則や会社法278条2項の規定に違反するものではないと解するのが相当である。」とし、本件新株予約権無償割当ては、これら原則および規定に違反しないと解するのが相当である。(ア) 会社法は、既存株主の持株比率の維持の要請は、株式の経済的価値の平等の要請より劣後するものとして扱っていること（会社法201条1項、240条1項）、(イ) 株主の有する株式の数に応じて金銭その他の対価が交付され、経済的利益が確保される限り、株主総会の特別決議によって（同783条1項、309条2項12号）、少数株主の株主としての地位を強制的に失わせることを許容していること、(ウ) 支配株主等一部の株主のみが利益を受けるおそれがあり、株主平等原則の上から株主の利害に関わる事項も、会社法は、株主総会の特別決議の下に許容しているということができるとしている。

このように会社法は、既存株主の持株比率維持の利益は、経済的利益により償われることを許容していることに関して議論がある。すなわち「特別決議に基づき、かつ経済的利益の平等さえ確保していれば、特定の株主についてだけその持株比率を強制的に下げてもよい」という一般準則をただちに導くことは無理であるという考え方である²²⁾。会社買収の局面において、企業価値が毀損されひいては株主共同の利益が侵害されることがないように、特定の株主を差別的に取り扱うことが許容されるべきではある。しかし会社法が特定の株主の持株比率の低下に際して一般的にそのような措置を是認しているとみるべきではない。会社防衛の重要であることは否めないが、企業価値を不当に高めることは慎まなければならないのである。そこには一定の基準が必要であろう。当然のことであるが、会社買収に対する防衛措置として必要であること、そして相当性を慎重に検討しなければならない。

(ii) 原審決定の判断

X関係者のみ差別的に取り扱うことが、株主平等原則の理念ないし趣旨に反するとの疑念が生じないではないとする。しかし差別的な取扱いに合理的な理由があれば、株主平等原則ないしその趣旨に反しないとして、次のように説明する²³⁾。

第一に、会社法は、一部株主を経済的にも、また、議決権比率の変動の面においても、差別的に取り扱うことを制度上否定していないことである。第二に、株主平等原則は、会社法の原則の一つであるが、株主の属性によって差異を設けることが当該会社の企業価値の毀損を防止するために必要かつ相当で合理的なものである場合には、それは株主平等原則に反しないということである。本件新株予約権無償割当ては、買収防衛策としてその必要性および相当性を肯定することができ、X関係者に過度ないし不合理に財産的損害を与えないように配慮もされているから、株主間の差別的な取扱いについても合理的なものといえるから、株主平等原則に反する違法なものといえることはできない。

²²⁾ 田中亘「ブルドックス事件の法的検討」前掲註(2)『ブルドックス事件の法的検討—買収防衛策に関する裁判経過と意義—』8頁。会社法の特徴として、定款規定や株主総会における多数決に基づき、株主の権利内容を大きく変えることと相当な金銭的な対価を支払えば、会社経営者の経営判断を最大限発揮できるように、株主の権利を多数決により奪ったり変更することもできるとする見方がある。岩原伸作「新会社法の意義と問題点」商事法務1775号14頁(2006年)。この点に関して、森本・前掲註(2)11頁註17参照。

²³⁾ 民集61巻5号2324頁。

また裁判所は、X関係者が濫用的買収者であるから、株主平等の原則の例外となる特定株主の差別的取扱いは、本人の同意がある場合以外はきわめて高水準の必要性および相当性が必要であるとする主張は採用できないとする。濫用的買収者に関しては、ニッポン放送事件の抗告審決定において判示されている。すなわち「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする発行も不公正発行に該当しないと解すべきである。」として、新株予約権の発行が不公正発行か否かの判断に際して、特段の事情の有無を検討している²⁴⁾。濫用目的を持って会社買収をするような場合には、取締役会は対抗手段として必要性および相当性がある限り、経営支配権の維持・確保を目的とする新株予約権の発行も許容される特段の事情があると判示した²⁵⁾。これらに関しては、以下において、著しく不公正な方法による新株予約権発行の問題において検討しよう。

(iii) 本決定の判断

株主平等原則が、個々の株主利益の保護に資するものであって、その前提として、会社の存立、発展があるとする。そこで前掲判示のように、「会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない。そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることとなるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものである」としたうえで、本件新株予約権無償割当てについて、株主総会の議論を経てX関係者に本件取得条項に基づき対価として金員を交付しているから、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められないとする。

3 著しく不公正な方法

(1) 既存株主の保護

募集株式および新株予約権の発行に際して、その募集事項は、株主総会、取締役会、または取締役が決定する。公開会社の場合は、有利発行の場合を除き取締役会が決定する。第三者割当てにつき募集事項を取締役会または取締役に委任するについては、株主総会の特別決議による。公開会社で取締役会が募集株式等発行を決議することが取締役会により行われることについては、旧商法の規定と同様である。昭和25年商法改正前において、増資による新株発行は、定款変更事項であった。すなわち株主総会の特別決議で決すべき事項であった。しかし同年改正により、授權資本制度が導入され、機動的な資金調達を要請から新株発行は取締役会の権限とされた²⁶⁾（旧商法166条1項3号・3項・280条ノ2）。立法上の経緯からも明らかのように、募集株式等発行は、本来、株主がこれを決定すべきものである。会社法が、取締役会が決定すべきものと規定し、あるいは取締役会等に委任する場合においても、そこには株主の意思を基礎として行為すべき取締役の義務が明らかである（会社法330条・355条、民法644条）。株式会社は、株主が所有することから、新たに募集株式等を発行するのであれば、本来、株主がその保有する株式の割合に応じて、その割当てを受けることができるのでなければならない。経営上の理由から第三者に割り当てる必要がある場合には、全員一致で決めることは難しいので、特別決議でこれを決めることになる。このような論理構造は、後に概観する募集株式等の発行事項の決定に関する会社法の規定するとおりである。

募集株式および新株予約権の発行が、会社買収防衛策として行われる場合には、既存の株主が支配的または経済

²⁴⁾ 金融・商事判例1214号6頁、14頁。

²⁵⁾ 拙稿「企業価値・株主共同の利益と新株予約権発行（1）」奈良学園大学紀要第3集47頁（2015年）。

²⁶⁾ 森本滋『新版注釈会社法（7）新株の発行』14頁（280条ノ2）（1995年）。

的な不利益を被ることがある。株主割当てであれば、こうした問題は生じないが、買収者に対する措置としては、その持株比率を低下させるのが最も効果的であることから、募集株式等発行の差止めが問題になることがある。会社法は、募集株式等の発行をやめることに関する規定を置く（会社法210条・247条）。授權資本制度も限定的に既存株主の持株比率維持の機能を有する²⁷⁾（同37条・113条）。また会社買収の局面における既存株主の保護は、ニッポン放送事件の抗告審決定の以前において、学説・裁判例により主要目的ルールが確立されてきたところである²⁸⁾。そしてニッポン放送事件抗告審決定においては、すでに見たように、濫用的買収者の概念が確立され、そのような買収者に対しては、経営者は、自己の経営支配権を維持するために、特定の株主の持株比率を低下させるような新株予約権を発行することができるとする判断が示された²⁹⁾。ここでは企業価値を基礎として、当該新株予約権発行が著しく不公正な方法であるのか否かが検討されている。企業価値といえども、それだけでは具体的にどれだけの価値がここでは尊重されなければならないのかということが不明である。「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³⁰⁾」は、「買収防衛策は、株主平等の原則、財産権の保護、経営者の保身のための濫用防止等に配慮し、必要かつ相当な方法によるべきである。」とする。これが企業価値を尊重して会社を防衛する際の株主総会の権限を画する基準である。株主の権限が、取締役会に移譲され、募集株式等発行の決定が取締役会の権限とされる場合においても、株主総会は定款に定めることにより、会社買収防衛策として募集株式等を発行することができる。買収防衛策は、会社が存続しているかぎり、株主として企業者的に会社に関与する以外は株主が不利益を被ることはない。しかしながら特定の株主の持株比率の低下をもたらすことがあるから、株主平等の原則が問題になることがある。現経営者が、自己の支配権維持のためにだけ買収防衛として募集株式等を発行することはできないことも当然である。会社の支配権が争われているときに、特定の株主持株比率の低下をもたらすことになる募集株式等の発行が適法であるというためには、当該措置が必要であるのはもちろんのこと、相当な方法によるべきであるということも明らかである。

（2）対抗手段の必要性・相当性

会社防衛措置として新株または新株予約権を発行することによって、特定の株主の持株比率を低下させる方法は、会社買収に直面した会社すなわちその取締役会または株主総会の決議で必要と考え行う措置である。取締役会がその決議で防衛策を導入するにさいして権限分配秩序説により許容され、あるいは株主総会決議に基づき許容されるが、手段の相当性は、どのように解すべきであろうか。また後者のように、株主総会決議に基づき無償割当てが行われる場合には、どのような法理を見出すことができるかということが問題である。

当然の前提として、対抗手段の必要性に関して、各裁判所は次のように判示する。原々審決定は、「対抗手段の必要性の判断については、原則として株主総会に委ねられるべきであり、当該株主総会の判断が明らかに合理性を欠く場合に限り、対抗手段の必要性が否定されるものというべきである。」とし、対抗手段の必要性に関する株主総会決議の判断の合理性について、X関係者がグリーンメーラーであると認めるには足りないが、「X関係者が経営権取得後の経営方針や投下資本の回収方針を明らかにしないという態度を根拠に対抗手段が必要とした株主総会の判断が明らかに合理性を欠くものとはいえないと判断するものであって、X関係者が上記の定義に係るグリーンメーラーであるか否かは当裁判所の判断を左右するものでない」と判示した。原審決定は、「X関係者が、最終

²⁷⁾ 拙稿「会社買収防衛策における新株予約権の活用」社会科学雑誌5巻45頁（2012年）、拙稿「ニレコ事件における新株予約権発行」奈良法学会雑誌25巻18頁（2013年）。

²⁸⁾ 拙稿・前掲註（3）192頁以下参照。

²⁹⁾ 拙稿・前掲註（3）183頁、拙稿・前掲註（25）47頁。

³⁰⁾ 経済産業省・法務省が、2005年5月27日に策定・公表した。以下、「指針」という。

的には対象会社の資産処分まで視野に入れてひたすら自らの利益を追求しようとする存在といわざるを得ない。…本件公開買付け等は、前記の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損するものとして信義誠実の原則に抵触する不当なものであり、これを行うX関係者は本件については濫用的買取者であると認めるのが相当というべきである。」としたうえで、「…自らの企業価値ひいては株主共同の利益を守るために自己防衛手段を採ることは理由のあることである。そして、会社法及び証券取引法もこのような防衛手段を禁じてはいないと解されることからすると、相手方が採った買取防衛策、その手段としての本件新株予約権無償割当てについてはこれを導入すべき必要性（目的の正当性）が認められるというべきである。」とする。原審決定は、Yの経営支配権の維持・確保を主要な目的とする本件新株予約権無償割当てが、Xが濫用的買取者であることから、主要目的ルールにより適法であるというのではなく、Xの公開買付けの目的が証券売買により利益を得ることであり、最終的に対象会社の資産を処分することも視野に入れるなど、Xが濫用的買取者であると認定し、企業価値・株主共同の利益を守るために必要な防衛手段であるから、この点において当該割当てが正当であるとする。原審決定は、買取防衛策の発動として明文の規定を欠くが、株主平等の原則の例外を定める種々の会社法の規定が存在することを掲げ、それら例外が株主総会の特別決議を要件として許容されるとする。本決定も、基本的に株主総会の特別決議によって、本件行使条件や本件取得条項を定めた差別的な内容の本件新株予約権無償割当てができるとする考え方は同じであるが、Xが濫用的買取者であるか否かにかかわらず法令等に違反しないとす。本決定では、差別的取り扱いが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、株主平等の原則に反しないとす。そのさい「…会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものである…」とし、これを理由として株主平等の原則から見て、さらには前掲理由中（2）のように、本件新株予約権無償割当ては、著しく不公正なものではないと判示する。企業価値の毀損は、裁判所が客観的に判定すべき事項ではなく、基本的には、株主の選択であるということである。

対抗手段の相当性について、各裁判所は、株主総会決議により導入された本件新株予約権無償割当ては相当性を有するとす。原々審決定は、当該対抗手段が当該買取に及ぼす阻害効果の観点からみて、本件新株予約権無償割当ては、本件公開買付けへの対抗手段として相当性を欠くものということとはできない。原審決定は、X関係者が濫用的買取者であることを認定したうえで、X関係者による本件公開買付けは、容認し難い不当なものであって、本件新株予約権無償割当てはやむを得ない手段であること、X関係者に過度の財産的損害を与えるものではないことなどから、本件新株予約権無償割当ては、本件公開買付けへの対抗手段として相当性を欠くものということとはできないとする。本決定は、「本件取得条項に基づきX関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ、…上記対価は、X関係者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合うものということができる。これらの事実にかんがみると、X関係者が受ける上記の影響を考慮しても、本件新株予約権無償割当てが、公平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない。…この判断も尊重されるべきである。」と判示した。

V 募集株式等発行における株主意思の原則

1 募集株式等の発行事項の決定

株主総会は、株主全員からなる株式会社の必要機関である。非取締役会設置会社では、会社の組織、運営、管理その他会社に関する一切の事項を決議することができる（会社法295条1項）。取締役会設置会社の場合は、取締役に権限が大幅に委譲されるため、株主総会の権限は会社法および定款で定めた事項に限り決議することができる。

基本的に、会社の営業の基礎に関わる事項を決議する。買収防衛策も、募集株式等の発行により行われる場合には、株主総会、取締役会または取締役により募集事項が決定される。ブルドックスソース事件では、前掲のように、本件定款変更議案（第6号議案）および本件議案（第7号議案）が順次上程された。本件総会では、いずれの議案も可決承認され、その直後に開催された取締役会で本件新株予約権無償割当ての要項が決議された。このように会社買収に対する防衛策の導入に関して、これを株主総会の決議により行うことの意義が問われている。

ところで会社法の用語では、募集株式を「当該募集に応じてこれらの株式の引受けの申込みをした者に対して割り当てる株式をいう。」と規定している（会社法199条1項）。同条項の文言は、募集に応じて申込みをした者に対する割当てであるから、旧商法280条ノ5ノ2の規定する株主割当てのように既存の株主が法律上当然に新株引受権を有する場合は含まない。すなわち会社法199条1項が規定する募集株式の発行においては、旧商法の下で想定されていた株主割当て、第三者割当ておよび募集のうち、株主割当ては含まないといえることができる。しかし会社法では、株式会社は、この条文の下で、株主に株式の割当てを受ける権利を与えることができるとした（会社法202条1項）。その結果、株主割当ては、募集の概念で理解することになったのである。会社法の規定する募集という文言に着目するならば、旧商法の頃から新株発行として行われていた株主割当て、第三者割当ておよび募集のうち、募集以外も含むということになる³¹⁾。いずれも割当てにより株式の引受人が決まる。また旧商法および会社法いずれも、募集株式の発行にさいして、会社には割当ての自由がある。もちろん株主割当ての場合には、株主は、その保有する株式の数に応じた株式の割当てを受ける。

募集株式を発行する場合には、株式会社は、その都度、株主総会の特別決議により、募集事項を決議しなければならない（会社法199条1項2項、309条2項5号による特別決議）。公開会社であれば、これらを取締役会の決議により決めることになる（同201条1項）。しかし公開会社には、上場会社だけでなく、非上場の会社も存在し、その多くの場合において非公開会社と同様に、既存株主の持株比率の維持に対する関心が高く、その利益を保護すべきだから、募集事項を株主総会で決めることを定款で定めることができると解することができる。旧商法280条ノ2第1項は、新株発行事項を取締役会で決することを原則とし、株主総会で決することを定款で定めることとしていた。会社法201条1項は、募集株式の募集事項を決するのは、非公開会社の場合は株主総会である（会社法199条2項）が、公開会社の場合は取締役会になるとする。非公開会社の場合は、株主総会の特別決議により、株主の持株比率維持に関する利益が適宜保護される（同309条2項5号）。また株主は、本来、募集株式の割当てを受けるのを原則と解すべきである³²⁾から、株主以外の者に募集株式を割り当てる場合、すなわち第三者割当ては、株主総会が募集事項を決すべきことになり、会社法199条は、非公開会社の場合におけるそれを規定する。続く同200条1項2項3項が、手続きの柔軟性等の必要に応じて³³⁾、取締役会で決することができるとしているのである³⁴⁾。条文の並びでいうと、その後、会社法202条が株主割当てに関して規定する。原則は、会社の所有者である株主が、その持株数に応じて、株式の割当てを受ける権利があるとすべきであるにせよ、授權資本制度の下で資金調達が必要に応じて臨機応変に募集株式を発行することができなければならない。機動的な資金調達の観点からするならば、株主割当ては、むしろ例外である。新株予約権の発行についても同様である（同199条・202条・238条・241条、旧

³¹⁾ 証券会社が新株を買取引受して投資家に売り出す場合は、間接的な募集である。旧商法の頃の募以外の新株発行も含むことから、あまり明確ではないとの見方もある。吉本健一『会社法コンメンタール5—新株予約権』6頁（199条）〔神田秀樹編〕（2013年）。

³²⁾ 拙稿・前掲註（5）118頁、拙稿・前掲註（27）18頁。

³³⁾ 江頭憲治郎『株式会社法』〔第6版〕732頁（2015年）。

³⁴⁾ 山田純子『逐条解説会社法第3巻（株式・2新株予約権）』67頁（200条）（2009年）。

商法280条ノ2・280条ノ5ノ2・280条ノ20・280条ノ27)。

2 株主総会決議の意義

授權株式制度の下で、株主は、株主総会の特別決議により、持株比率を維持することが適宜保証されている。有利発行の場合には、株主総会の特別決議が必要である（会社法199条1項2項3項・201条1項・309条2項5号、旧商法280条ノ2第2項・343条）。基本的には、株主の会社支配に対する利益とともに、経済的利益に関しても、株主総会の特別決議で株主全体の共同利益を優先させることにより、当該募集株式発行の妥当性が確保されている。またブルドックソース事件の原々審決定が指摘するように、会社法の規律は、株主の利害に関わる事項を株主総会の特別決議の下に許容しているといえることができる³⁵⁾。株主総会決議は、資本多数決であるから、ここに株主の地位を云為する契機が存する。株主の持株比率に応じて募集株式等を割り当てるのであれば、このような問題は生じない。これはまさに株主平等原則の問題である。株主は、その保有する株式の数と種類に応じて、平等に取り扱われなければならない。新株予約権の場合は、若干の問題を生ずる³⁶⁾。本決定は、法278条2項は、「株主に割り当てる新株予約権の内容及び数又はその算定方法についての定めは、株主の有する株式の数に応じて新株予約権を割り当てることを内容とするものでなければならないと規定するなど、株主に割り当てる新株予約権の内容が同一であることを前提としているものと解されるのであって、法109条1項に定める株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶというべきである。」と判示する。

会社買収防衛の局面において、権限分配秩序の観点から、取締役は、自らを選任する株主の構成を変更する権限を有しない。ニッポン放送事件決定では、濫用的買収者の概念が明らかになり、それまでの裁判例で構築されていた判断枠組みが、会社防衛を大義として企業価値を基本に大きな転換期を迎えたと思われる。しかしそれは権限分配秩序を変更するものではない。取締役会設置会社の場合には、株主総会は、会社法の規定する事項および定款の規定する事項にかぎり決議することができる。これら以外の事項は決議することができない。会社買収に対抗して募集株式等を発行するのであれば、基本的には、前述のように、公開会社であるのか否か、あるいは株主割当てとその他の株式発行の区別はあるが、株主総会の特別決議により、その募集事項を決定する。そのさい特定の株主が差別的に取り扱われるようなケースをどのように解すべきかが問題である。

ブルドックソース事件における株主総会の特別決議による本件定款変更議案の概要は次のとおりである。第19条が新設され、「Yは、その企業価値及び株主共同の利益の確保・向上のためになされる、新株予約権者のうち一定の者はその行使又は取得に当たり他の新株予約権者とは異なる取扱いを受ける旨の条件を付した新株予約権無償割当てに関する事項については、取締役会の決議によるほか、株主総会の決議又は株主総会の決議による委任に基づく取締役会の決議により決定する。この株主総会の決議は、特別決議で行う。」と規定する。非公開会社の場合は、募集事項に関する株主総会の決議から1年以内の範囲で、取締役等に募集事項の決定を委任できる（会社法239条3項）。公開会社の場合は、取締役会が募集事項を決定する（同240条1項）。Yは、差別的条件の付いた新株予約権の無償割当てについて、株主総会の特別決議または委任を受けた取締役会決議で決定するとしている。本件新株予約権無償割当てには、本件行使条件および本件取得条項が付されており、一定の者が他の新株予約権者とは異なる取扱いを受ける旨の条件が付されているから、このことが株主平等の原則に反しないのか、はたして株主総会の特別決議によってその発行の差止事由が除去されるかということである。

企業価値を過大に評価して特定の株主が不利益を被るようなことがあってはならないこと、そして新株予約権無

³⁵⁾ 民集61巻5号2262頁。ただし前掲註(22)参照。

³⁶⁾ 拙稿・前掲註(27)「ニレコ事件における新株予約権発行」29頁。

償割当てについても会社法247条の類推適用があることはすでに見たとおりである。株主は会社の所有者ではあるが、多数者の権限濫用により特定の株主が不利益を被るような行き過ぎがあってはならない。合理的な権限行使が重要である。取締役会設置会社の株主総会の権限は、会社法が規定する事項と定款に定めた事項だけであるから、会社買収防衛策を策定しこれを実施する場合に、定款にこれを規定しておくことは、株主総会の権限を明確する意味において適切である（会社法295条2項）。しかしそのことからただちに、一般的にあるいは当該事案に関して、株主総会の特別決議による新株予約権無償割当てが適法なものとして許容されることにはならないであろう。当該割当てに関する事項の適法性を株主総会の判断にかからしめることに合理性が認められるのであれば、当該株主総会を尊重すべきことになるが、そうでない場合もある。ブルドックス事件では、Xがすべての持分を有しているSが、Yの発行済株式の全部取得を目的として公開買付けを実施している。株主は、Yの現経営者が不適切と考えるのであれば、公開買付けに応じ退出するという選択肢がある。逆に公開買付けに応じない場合に上場廃止により流通性が著しく低下し保有株式の売却の機会を失うことがあるから、やむを得ず公開買付けに応じる圧力がかかることもある。いわゆる強圧性の問題である。このような場合には、株主に公開買付けに応じるか否かという選択肢以外に、株主総会における議決権の行使という形でその意思実現の機会を確保することができるのが合理的である³⁷⁾。基準日の問題もある。株主総会では、基準日株主が議決権を行使するのであるから、株主総会までにすでに株主でなくなった者が会社の支配権に関わる意思表示をすることにつき、それを尊重すべき合理的な理由がないということである。その意味では、本件新株予約権無償割当てについては、株主総会決議により導入・実施する必要性があるということができるとともに、必ずしも株主全体の意思表示として適正でない場合もあるといわざるを得ない。

VI おわりに

買収防衛策として行われる募集株式発行または新株予約権発行の差止めに関する問題は、法令・定款違反あるいは著しく不公正な方法かという判断による。ニッポン放送事件に関して検討したように、そこでは濫用的買収者の概念が明確になった。買収者が濫用目的をもって株式を取得するのであれば、当該敵対的買収は株主として保護されないとし、基本的には経営支配権の維持・確保を主要目的とする新株予約権の発行も正当なものとして認められるとする判断を示している。ただしそのような対抗手段は、手段の必要性和相当性が伴わなければならない。主要目的ルールの変容がうかがえる裁判例を提供する事件であった。そして企業価値という株主の共同利益そのことにより個々の株主の利益につながる防衛目的の重要性が前面に出てきた。従来の主要目的ルールを基本としながら、企業価値が当該対抗手段の正当性を大きく左右する基本的な価値概念であることが認識されるようになった。経済産業省および法務省は、ニッポン放送事件抗告審決定の後まもなく、指針を公表した。その前文の最初に、企業価値ひいては株主共同の利益を中心とする合理的な買収防衛策の指針であることを記している。会社は、株主が出資した営利社団法人であるから、株主の利益が最大化されるように、株主の判断を尊重して業務執行が進められなければならないのである。会社買収防衛としてする募集株式等発行は、現経営者が会社を敵対的買収から防衛し株主の共同利益を維持するため、企業価値が毀損されるか否かという判断を経て、公正妥当であれば差し止めることができない。会社法は、新株予約権無償割当てその他の会社買収防衛策として応用可能な制度を創設した。ブルドックス事件では、有事に際して、差別的な新株予約権を株主に割り当てる方法が用いられた。会社買収防衛策と

³⁷⁾ 民集61巻5号2270頁。田中・前掲註(22)17頁、中東・前掲註(2)23頁。

して、新株予約権の無償割当ては、旧商法より効果的に新株予約権者を確保することができるようになった。会社法は、旧商法とは異なり、株主に対してその申込みまた引受けも必要とせず、新株予約権を株主に無償で割り当てる制度を創設したからである³⁸⁾ (会社法277条)。

またブルドックス事件では、差別的条件が付された新株予約権の無償割当てが、株主平等の原則に反しないかということが問題になった。差別的な行使条件および取得条項が定められた新株予約権の無償割当てが許容されることに関しては、株主総会の決議そのものが、正当化の根拠になっていると考える。株主総会は、営利社団法人である株式会社の所有者である株主全員からなる機関であることから、その意思決定を基本的には尊重しなければならないであろう。本決定は、「特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。」と判示する。企業価値を過大に評価するのも適切ではないが、過小評価することもまた適切でない。衡平かつ相当でなければならない。企業価値そのものが必ずしも簡単に表すことができないのであるから、これを基礎として特定の株主の差別的取扱いの衡平性や相当性を判断することはいっそう困難である。しかし本件取得条項のように対価の支払いを考慮することで株主平等の原則にかなった結論になるか否かを判断することは、法律解釈としてなんら不適切ではないと考える³⁹⁾。

株主は、本来的に、その保有する持株数に応じて募集株式等の割当てを受ける権限を有するとともに、株式会社は、資金調達のために応じて、第三者割当てにより機動的に募集株式等を発行することができよう、取締役会設置会社では、取締役会に募集株式等の発行権限が授權されている。営利社団法人であるから、会社経営において場合によっては、第三者に対する株式の割当てが重要である。株主以外の者に対して募集株式等を割り当てるにさいして、会社法も株主総会の特別決議を要件としている。株主総会決議の役割は、募集株式等を発行する際に、募集事項を単に決定するだけでなく、そこでは資本多数決の原理が機能している。そして買収防衛策としてする募集株式等発行を株主総会決議により決定する場合には、衡平の理念に鑑みて相当な範囲においてのみ許容される。相当性の判断は、買収者の属性その他の事由に影響されることもあり得る。しかし資本多数により会社の経営権を取得することに対する動機自体は非難されることはないであろうし、株主全体の意思に基づく支配権取得に対抗する手段が尊重されるべきことも正当であろう。買収防衛策が、取締役会の決議により導入されたとしても、株主全体の意思としてこれを廃止できる手段が整っている場合には、株主意思の原則に反しない⁴⁰⁾。

³⁸⁾ 旧商法のもとでも、新株予約権の株主に対する無償割当てをすることができた (旧商法280条ノ20第2項12号)。ただし会社に対して新株予約権の引受け権を行使しなければならなかった。

³⁹⁾ 伊藤・前掲註 (2) 43頁。

⁴⁰⁾ 指針6頁。