The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	ブルドックソース事件の理論的検討
Author(s)	吉本, 健一
Citation	阪大法学. 2011, 60(5), p. 65-97
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/54984
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

ブルドックソース事件の理論的検討

吉本健一

一　はじめに
二　検討
三　おわりに

一　はじめに

ソースその他の調味料の製造・販売等を主たる事業とする東京証券取引所第二部上場のブルドックソース株式会社（以下、Y会社という）は、関連法人と併せてY会社の発行済株式総数の約一〇・一％を保有する米国系投資ファンド「スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（オフショア）、エル・ピー」（英領ケイマン諸島法に基づくリミティッド・パートナーシップ。以下、Xという）が株式等の公開買付けを行うために設立し全持分を保有する訴外A（デラウェア州法上のリミティッド・ライアビリティ・カンパニー）が、Y会社の発行済株式のすべてを取得することを目的としてY会社株式の公開買付けを行うことを公告したことに対して、その対抗措置として株主総会の特別決議を経た上で、差別的な内容を含む新株予約権無償割当てによる買収防衛措置を

（阪大法学）60（5-65）919〔2011.1〕

採ることを決定した。Xから本件新株予約権無償割当ての差止め仮処分が申し立てられたが、[1] 東京地裁は申立てを却下し、[2] また東京高裁はXからの抗告を棄却した。[3] Xは、さらに最高裁判所に特別抗告（民訴三三六条）および許可抗告（民訴三三七条）をしたが、最高裁判所第三小法廷は、平成一九年八月九日に、いずれの申立てについても抗告棄却の決定を行った[4]（以上を、「ブルドックソース事件」という）。

本件については、すでに夥しい数の判例批評や論文が発表されているが、[5] 本稿は、主として本件最高裁決定について、理論上重要と思われる論点を中心に検討を行う。なお、事実関係および判旨については、すでによく知られているところでもあり、紙幅を節約するためまとめて紹介することを省略し、必要に応じて適宜触れることとする。

（1）Xによる仮処分申立ての対象は、当初本件株主総会決議禁止および取締役の違法行為差止めの仮処分を含んでいたが、東京地裁の釈明・訴訟指揮により撤回され、最終的に本件新株予約権無償割当ての差止めのみとなった。岩倉＝佐々木・後掲注(5)〔上〕一五頁(注二五)参照。

（2）東京地裁平成一九年六月二八日決定民集六一巻五号二二四三頁（以下、原々審決定という）。

（3）東京高裁平成一九年七月九日決定民集六一巻五号二三〇六頁（以下、原審決定という）。

（4）原審決定に対し、Xは、特別抗告のほか、許可抗告の許可を申し立て、東京高裁は平成一九年七月二七日抗告許可の決定を行った（商事一八〇七号九六頁参照）。本稿が検討の対象とする最高裁第三小法廷平成一九年八月七日決定民集六一巻五号二二一五頁は、許可抗告の申立て（平成一九年(許)第三〇号）を棄却するものである。

（5）網羅的でないが、本件に関する判例批評ないしそれに準じる論稿として、田中亘「ブルドックソース事件の法的検討」〔上〕商事一八〇九号四頁以下、〔下〕同一八一〇号一五頁以下（二〇〇七）、鳥山恭一「原決定判批」金判一二七四号二頁以下（二〇〇七）、山中眞人「本件判批」法と民主主義四二一号五二頁以下（二〇〇七）、若松亮「本件判批」金判一二七五号一〇頁以下（二〇〇七）、中東正文「ブルドックソース事件を巡る法的戦略と司法審査」企業会計五九巻一一号七〇頁以下（二〇〇七）、同「ブルドックソース事件と株主総会の判断の尊重」ジュリ一三四六号一七頁以下

（二〇〇七）、吉田直「本件判批」青山法学論集四九巻三号一頁以下（二〇〇七）、高山崇彦「本件判批」（前編）ひろば六一巻一号五四頁以下、（後編）同巻二号六〇頁以下（二〇〇八）、田中庸介「本件判批」法と政治五八巻三＝四号二四七頁以下（二〇〇八）、石山卓磨「本件判批」民事法情報二五七号三一頁以下（二〇〇八）、松井秀征「本件解説」ジュリ平成19年度重要判例解説（ジュリ一三五四号）一〇九頁以下（二〇〇八）、森富義明「時の判例」ジュリ一三五五号一一三頁以下（二〇〇八）、青竹正一「本件判批」判評五八八号二頁以下（二〇〇八）、三原園子「本件判批」関東学院法学一七巻三＝四号二二一頁以下（二〇〇八）、中村信男「本件判批」月刊監査役五四三号七二頁（二〇〇八）、奈良輝久「本件判批」判タ一二五九号四〇頁以下（二〇〇八）、清水建成「有事における買収防衛策の概要と問題点（ブルドックソース事件を踏まえて）」判タ一二五九号九〇頁以下（二〇〇八）、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――」曹時六〇巻一号一頁以下（二〇〇八）、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」金法一八三三号八頁以下（二〇〇八）、小嶋孝文「本件判批」東北法学三一号一七九頁以下（二〇〇八）、坂口祐康「本件判批」判タ一二六五号五九頁（二〇〇八）、浜田道代「差別的行使条件・差別的取得条項付新株予約権無償割当てによる買収防衛策と株主平等原則――ブルドックソース事件――」（一）民商一三九巻二号一二七頁以下、（二・完）同巻三号三〇二頁以下（二〇〇八）、葭田英人「新株予約権による買収防衛策の課題――ブルドックソース事件を中心として」法時八一巻六号九五頁以下（二〇〇九）、三原園子「M＆A――ブルドックソース事件の法的検討――」関東学院法学一八巻三＝四号六七頁以下（二〇〇九）、北村雅史「本件判批」リマークス三七号九二頁以下（二〇〇九）、佐藤文彦「ブルドックソース事件最高裁決定にみる企業価値毀損防止論の問題性――敵対的企業買収阻止措置の許容性について（序）――」獨協ロー・ジャーナル四号九一頁以下（二〇〇九）参照。会社法における株主平等原則を検討するものとして、南保勝美「新会社法における株主平等原則の意義と機能」法律論叢七九巻二＝三号三三七頁以下（二〇〇七）、出口正義「株主の平等」江頭憲治郎＝門口正人編『会社法大系2』（青林書院、二〇〇八）二七頁以下、森本滋「会社法の下における株主平等原則」商事一八二五号四頁以下（二〇〇八）、大杉謙一「新会社法における株主平等の原則――株主優待制度・買収防衛策・長期株式保有の奨励策などを題材に」新堂幸司＝山下友信編『会社法と商事法務』（商事法務、二〇〇八）一頁以下、村田敏一「会社法における株主平等原則（一〇九条一項）の意義と解釈」立命館法学三一六号四〇〇頁以下（二〇〇八）、柳明昌「株主平等原則の現代的意義とその射程――わが

国における議論の整理と分析――その1」西南学院大学法学論集四〇巻三＝四号二一七頁以下（二〇〇八）、木俣由美「株主平等の原則と株式平等の原則」森本先生還暦記念『企業法の課題と展望』（商事法務、二〇〇九）五五頁以下、高橋英治「わが国会社法学の課題としての株主平等原則」商事一八六〇号四頁以下（二〇〇九）、大塚章男「少数株主の締め出しと株主平等原則に関する一考察」〔上〕商事一八七八号三一頁以下、〔下〕商事一八七九号二四頁以下（二〇〇九）参照。取得条項付新株予約権無償割当てによる買収防衛策を検討するものとして、家田崇「取得条項付新株予約権による買収防衛策の影響と法的問題点」甲南会計研究二号一九一頁以下（二〇〇八）参照。なお、Y会社側担当弁護士による事案の詳細な検討として、岩倉正和＝佐々木秀「ブルドックソースによる敵対的買収に対する対抗措置」〔上〕商事一八一六号四頁以下、同〔中・その1〕商事一八一九号二四頁以下（二〇〇七）、同〔中・その2〕商事一八二二号三六頁以下、同〔中・その3〕商事一八二三号三六頁以下、同〔下・その1〕商事一八二四号四六頁以下、同〔下・その2〕商事一八二五号三六頁以下、同〔下・その3（完）〕商事一八二六号三四頁以下（二〇〇八）があり、ブルドックソース事件に関する資料集として、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――』別冊商事法務三一一号（二〇〇七）がある。

二　検　討

一　被保全権利

本件新株予約権無償割当ては、平成一九年七月一〇日を基準日とし、七月一一日に効力を生ずるものとされていた。ところが、最高裁は、当該効力発生日の後である八月七日に本決定を行っている。[6] 新株予約権無償割当ての差止請求権[7]は、事前の救済手段であり、新株予約権無償割当ての効力発生後は、行使の余地がないと解されている。[8] したがって、七月一一日以後は、差止請求の被保全権利は消滅するにいたり、本件仮処分の申立ても却下されるはずである。[9]

しかるに、最高裁が、差止仮処分の申立てにつき、八月七日に抗告を棄却したことは、論理的にはその前提として本件新株予約権無償割当ての差止請求権（という被保全権利）があると判断したことになる。この点はどのように解すべきであろうか。実は、最高裁への抗告理由において、Xは、被保全権利を会社法二四七条の類推による新株予約権無償割当ての差止請求権から、①同法二一〇条の類推による新株予約権の行使または取得に基づく新株の発行または自己株式の処分の差止請求権、および②同法八二八条一項四号に基づく新株予約権発行の無効請求権に変更している。[10] そして、さらには仮処分申立ての趣旨も、新株予約権無償割当ての差止めから新株予約権の行使または取得に基づく新株発行または自己株式処分の差止めに変更しているとも解される。[11] しかし、最高裁は、本件申立てを依然として新株予約権無償割当ての差止仮処分を求める事案として把握した上で、その抗告棄却の判断をしているようである。[12] 手続法上は、被保全権利がないとして却下することもあり得たであろうが、そうすると今度は、Xが新たに上記①に基づく差止仮処分の申立てや②に基づく新株予約権無効訴訟を本案とする新株発行または自己株式処分の差止仮処分の申立てをすることが想定されるので、Xが被保全権利の変更を主張したことも踏まえて、訴訟経済の観点から、あえて最高裁としての判断を示したものであろうか[13]（しかも、Xによる抗告申立て後の七月二四日、Y会社の取締役会は、八月九日をもって、本件新株予約権を取得することを決定したことから、Xがそのような対抗手段をとることは、時間的に困難なケースであった）。

他方実体法的な観点からは、最高裁が、原審決定に看過し得ない問題点があり、あえて被保全権利の問題を棚上げしてまでも、これに対する最高裁としての見解を示す必要があると判断したとも考えられる。[14] 原審決定は、原々審決定や最高裁決定とはかなり異なった論理を展開しているからである。すなわち、原審決定は、Xの過去の行動や本件仮処分申立てに至る経緯等からして、Xは濫用的買収者に該当することを主たる根拠として、本件対抗措置

は株主平等原則に違反しないとしている。[15]

しかし第一に、原審決定が認定する事実から、Xを濫用的買収者と認定してよいかは、大いに議論の余地があり、[16]最高裁は、この点を憂慮したのかも知れない。事実、最高裁は、「抗告人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」、本件新株予約権無償割当ては株主平等原則の趣旨に反するものではないとして、Xが濫用的買収者に該当するかについては判断を控えている。[17]

第二に、仮にXが原審決定のいうように濫用的買収者であるとすると、本件のような対抗措置は、買収者が濫用的買収者でなければ、株主平等原則に反して許されないとの受け止め方がなされ、そのような判断が一人歩きをするおそれがあるので、最高裁は、それを否定する必要があると考えた可能性もある。

しかし、いずれにしても、形式的な被保全権利の問題としては、差止仮処分の可能性について問題を残したといえる。[18]

二　株主平等原則との関係

1　株主平等原則の趣旨と直接適用

本件では、原々審決定および本件決定において、株主平等原則自体ではなく、株主平等原則の「趣旨」の適用が問題となっている。しかし、学説では、新株予約権無償割当てにおける比例的平等の確保を定める会社法二七八条二項の直接適用が問題となるという見解も有力である。[19]確かに同条項は、割り当てられる新株予約権の内容の均等性ではなく、数の比例的平等のみを問題としているように読めなくもない。しかし、同条項は、当該新株予約権の内容が等しいことを当然の内容として含んでいると解される。新株予約権の内容が異なるのであれば、割り当てら

れる数が比例的平等であることを求める同条項は意味をなさないからである。そうであれば、本件新株予約権無償割当てについては、同条項の適用を問題にすることで足りたといえよう。

仮に、同条項が割り当てられる新株予約権の内容を直接規定するものではないとすれば、さらに株主平等原則を規定する会社法一〇九条一項の適用が問題となる。裁判所の考えは、新株予約権無償割当てを受ける権利は、株式の内容ではないから株主平等原則を定める一〇九条一項は直接適用されないが、新株予約権無償割当ては株主資格に基づいて新株予約権を割り当てるものであるから、株主平等原則の「趣旨」が適用されるとするようである。[20] しかし、株主平等原則は、株主をその有する株式の内容および数に応じて平等に取り扱わなければならない（会一〇九条一項）、とするものであるから、平等に取り扱うべき内容・対象には限定がない。したがって、株主資格に基づいて会社と株主間に生ずるあらゆる法律関係がその対象となるのであって、剰余金配当請求権、残余財産分配請求権ならびに議決権（会一〇五条一項各号）を中心とする伝統的な株主としての権利だけが対象となるものではない。[21] 新株予約権無償割当ても会社法が認める制度である以上、株主平等原則の直接適用が問題になるというべきである。[22]

他方で、本件最高裁決定は、経済産業省・法務省が公表した「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」（二〇〇五年五月二七日。以下「指針」という）の立場（新株予約権者が一定割合以上の株式を有しない株主（買収者以外の株主）であることを行使条件とするような株主間で異なる取扱いをする新株予約権の発行につき、新株予約権を行使する権利は、株主としての権利の内容ではないから、新株予約権の行使の条件として、買収者以外の株主であるという条件を付すことは、株主平等の原則に違反するものではないとする立場）[23] も否定していることになる。[24]

2　本件新株予約権無償割当てと株主平等原則

本件事案において、中心的な論点は、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という点である。この点について、原々審決定は、①募集株式または募集新株予約権の募集事項の決定について、公開会社では、募集株式の払込金額が株式引受人に特に有利な金額である場合（この場合には株主総会の特別決議により決定することが必要）等を除き、取締役会の決議によるものとされていること（会二〇一条一項、二四〇条一項）、②株式会社が吸収合併および株式交換を行う場合において、消滅会社の株主等に対して交付する対価は、金銭その他の財産であれば足りること（会七四九条一項二号、七五一条一項三号、七六八条一項二号、七七〇条一項三号）、③譲渡制限株式の買取り等（会一四〇条二項、五項、三九〇条二項一号）、特定の株主からの自己株式取得（一五六条一項、一六〇条一項、三〇九条二項二号）、現物配当（会四五四条四項、三〇九条二項一〇号）といった、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こと、を根拠として、「このような会社法の規律の内容に照らすと、株主に無償で割り当てられた新株予約権について定められた差別的な行使条件又は取得条項のために、特定の株主が持株比率の低下という不利益を受けるとしても、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二七八条二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」とする。(25)

また、原審決定は、以上の原々審決定を引用するとともに、④一部の株主に対する新株および新株予約権の有利発行（会一九九条二項、二〇一条一項、二三八条二項、二四〇条一項）、⑤株式交換における現金等の対価による

少数の株主の議決権を他のものに代えること（会七六八条一項）を挙げて、会社法は、株主総会の特別決議を要件として、一部の株主を経済的にも、また議決権比率の面においても、差別的に取り扱うことを制度上否定していないとする。[26]

しかし、そもそも①、②の場合は、対象となる会社の既存株主は全員同じ取扱いを受けるのであって、本件のように既存株主間に異なる取扱いが生ずる場合とは明らかに異なる。[27] また、④、⑤の場合も、一見すると一部の株主とそれ以外の株主とで、差別的な取扱いを許容するように見えるが、これは引受人が一部の既存株主である（④）とか、株式交換における完全親会社が一部の既存株主である（⑤）という特殊な事情に基づく結果である。しかしこれらの場合は、当該既存株主は株主としての資格ではなく、第三者の資格でそのような取扱いを受けるのであって、既存株主としての立場では、他の株主と同一の取扱いを受けることに変わりはない。[28] そして、③の場合に、譲渡制限株式の買取りを含む自己株式の取得は、株主の意思に基づくものであり、[29] またいずれの場合も株主平等原則との抵触が問題となるからこそ、明文の規定をもってそのような措置が可能であることを定めているのであって（法律の規定による株主平等原則の例外）、これらの制度を根拠に、株主総会の特別決議があれば（経済的平等が確保されていることが前提）、株主間で差別的取扱いをしても、株主平等原則に違反しないという一般命題を導くことは困難である。[30] この点では、原々審決定や原審決定の論理は明らかに誤りで、稚拙というほかない。さらに、本件新株予約権無償割当ては、持株数のような抽象的基準ではなく、特定の株主を名宛人として、その者の株主資格の一部を排除する効果を有している点において、前述の場合とは大きく異なるといえる。

そこで最高裁決定は、「株主平等の原則は、個々の株主の利益を保護するため、会社に対し、株主をその株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを義務付けるものであるが、個々の株主の利益は、一般的には、会社の存

立、発展なしには考えられないものであるから、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展がき損され、会社の利益ひいては株主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うことはできない」とした上で、本件対抗措置が衡平の理念に反し、相当性を欠くものであるか否かにつき、①本件措置がX関係者も意見を述べる機会があった株主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会社の企業価値の毀損を防ぐために必要な措置として是認したものであること、②X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、X関係者が自ら決定した公開買付けの買付価格に基づく本件新株予約権の価値に見合う金員の交付を受けることができ、またこれが実行されない場合においても、X関係者はその有する本件新株予約権の譲渡をY会社に申し入れることにより、対価として金員の支払を受けられることになること、にかんがみると、本件対抗措置が衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められないとする。[31]

しかし、伝統的な理解では、株主平等原則に違反する会社の行為は、不利益を受ける株主の同意がない限り無効であり、[32]したがってこの原則に違反する株主総会決議は無効である。[33]この点は、会社法制定過程における議論とくに株主平等原則の明文化（会一〇九条）についてもとくに議論がなかったことからすると、会社法の下でも変更はないものと考えられる。[34]また、会社法の条文に則していえば、株主平等原則（会一〇九条一項）に違反する株主総会決議は、その内容が法令に違反する決議として当然に無効であり、総会決議無効確認の訴えの対象となる（会八三〇条二項）。[35]ところで、Xの主張は、本件対抗措置が株主平等原則に違反するというものであるから、それは本件対抗措置を導入するための株主総会決議の内容が株主平等原則に違反するとの主張に等しい（あるいは、そのよ

うな主張を含んでいるともいえる）。事実、原々審や原審では、Xは、本件新株予約権無償割当ての内容を定める本件株主総会決議が株主平等原則に違反して無効である旨の主張をしていたのである。[36] ところが、意図的かどうか不明であるものの、原々審でも原審でも、このようなXの主張は無視され、判断の対象とされていないようである。

この問題に対する最高裁の判断は、前述のように、①株主総会でX以外のほとんどの株主がY会社の企業価値の毀損を防ぐために必要な措置として是認したものであること、および②本件新株予約権の価値に見合う金員の支払を受けることができること、を根拠としている。つまり、本件株主総会決議が株主平等原則に違反するとのXの主張に対して、最高裁は、株主総会におけるほとんどの株主の賛成があったことを一つの重要な根拠として、株主平等原則に違反しないといっているのに等しいといえる。これは、明らかに論理矛盾ではなかろうか。[37] いわば問いをもって問いに答えているとの評価が可能であろう。

また、後述するように、本件株主総会決議は、多数派株主（X側以外の株主）と少数派株主（X側株主）とで利害が異なり、総会決議の前提となるべき利害の共通性を欠いているともいえる。[38] そうすると、そのような利害の共通性を欠く総会決議には、本件防衛策が株主平等原則の趣旨に反しないことの根拠となるだけの正統性がないという評価も可能であろう。[39]

さらに、最高裁は、個々の株主の利益は、会社の存立、発展なしには考えられないとするが、逆に会社の存立、発展も、個々の株主の利益保護なしにはあり得ないものであって、会社全体の存立や発展のために、一部の株主の利益が害されてもよいとすることはできないはずである。本件のような株主間に利害対立が生じている場面において、株主共同の利益という概念を持ちだしても、問題解決の基準とすることはできないと思われる。[40]

なお、Aによる本件公開買付けに強圧性があるとすれば、[41] これとの関連からは、本件買収防衛策が株主総会決議

に基づき導入された点には意味があるという理解もできる。[42] しかし、公開買付けの強圧性と買収防衛策の株主平等原則違反は別個の問題であるから、強圧性に対抗するために株主総会決議があることをもって、株主平等原則違反を否定する根拠とはならない。

以上述べたように、最高裁が本件新株予約権無償割当てが株主平等原則の趣旨に反しないことの根拠として挙げる理由は、不十分であって支持し難いと考える。[43] 結局、本件新株予約権無償割当ての差止請求を排斥するための理論的根拠としては、本件新株予約権無償割当てが株主平等原則に反し違法であると解しつつ、本件Xによる公開買付けという買収手法が濫用的（ホワイトナイトによる競合的公開買付けの誘発を主要な目的とするものである点）であり、これを放置することは公開買付けが成立するか否かに関わらず、Y会社の利益を著しく害するおそれが強く、これを阻止するという目的の正当性（必要性と合理性）および手段の相当性があり、したがって正当防衛（X側株主に対する関係）および緊急避難（X側以外の株主との関係）として、違法性が阻却されるという法律構成[44]によるほかなかったのではないかと考える。[45] そして、その意味では、原審決定の方が正当な方向性を有すると評価することができよう。[46]

三　企業価値の毀損

本件最高裁決定は、Y会社のXを除くほとんどの株主がXによる会社経営権の取得がY会社の企業価値を毀損するという判断をしたことを重視している。しかし、企業価値の毀損という概念の意味内容は、非常に曖昧である。

企業価値という概念を買収防衛策の場面に持ちだしたのは、経済産業省の企業価値研究会が公表した「企業価値報告書」（二〇〇五年五月二七日。以下「企業価値報告書」という）であろう。ここでは、企業価値とは、「会社の

財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいう。」と定義づけられ、「換言すると、会社が生み出す将来の収益の合計のことであり、株主に帰属する株主価値とステークホルダーなどに帰属する価値に分配される。」と説明されている。[47] したがって、この立場では、「企業価値は、株主価値とステークホルダーに帰属する価値の合計であり、株主価値と企業価値は同じではない。」ということになる。[48]

ところが、同日に経済産業省と法務省から公表された前述の「指針」では、企業価値について「企業価値報告書」とまったく同じ定義がなされているにもかかわらず、[49] 他方では「企業価値、ひいては、株主共同の利益」という表現がなされ、[50]「株式会社は、従業員、取引先など様々な利害関係人との関係を尊重しながら企業価値を高め、最終的には、株主共同の利益を実現することを目的としている。」という認識が示されている。[51] 要するに、ここでは、企業価値とは究極的に株主価値のことであり、従業員や取引先などの利害関係人（ステークホルダー）に帰属する価値は、株主価値を実現するための手段的要素ととらえられていることになる。

さらに、二〇〇八年六月三〇日に公表された企業価値研究会の「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」では、企業価値研究会自体が自ら定立した企業価値概念を離れて、経済産業省・法務省の「指針」における企業価値の理解を踏襲することが明言されている。[52]

このように、企業価値という概念は多義的であるのみならず、個々の株式会社の企業価値を、客観的な数値で示すことも困難である。[53] 最高裁は、「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」という表現を使用しており、企業価値を会社の利益ないし株主共同の利益ととらえていると見られる。

しかし、買収防衛策の適法性が争われる場合に、企業価値という判断基準は裁判規範として機能しうるであろう

か。買収者が対象会社の経営支配権を取得した場合に、企業価値が増加するのか減少するのかは、「神のみぞ知る」であるから、このような人知を超えた概念を判断基準としても、結局は主観的な水掛け論にならざるを得ない。[54] また、裁判所がこのような判断を適切に行う能力があるともいえない。[55]

そこで最高裁は、自らこの判断を行うのではなく、「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。」としている。[56][57]

しかし、企業買収の場面で、買収の是非は最終的に株主により判断されるべきことは当然としても、そのことと株主の判断に基づく買収防衛策が違法であるとの裁判が提起された場合に、裁判所がこれについて判断をしなくてもよいかとはまったく別の問題である。しかも、最高裁は、この株主の判断が、総会の手続が適正を欠くとか、判断の前提とされた事実が存在しなかったり虚偽であったとか、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、当該判断を尊重すべきであるとしている。しかし、これらの事由は、株主総会の招集手続や決議方法が違法または著しく不公正なときに該当するとして決議取消原因に相当するような瑕疵であると考えられる（会八三一条一項一号参照）。とすれば、そのような総会決議を尊重すべきでないのは当然ではなかろうか。要するに、最高裁の立場によれば、株主総会決議が手続的瑕疵により取り消されるような場合でない限りは、どのような内容の株主の判断も裁判所によって違法とされることはないのであって、これでは裁判所としての任務放棄ともいえるのではなかろうか。[58]

四　多数決の濫用と特別利害関係

株主平等原則の実質的機能の一つとして、多数決の濫用から少数派株主を保護することが挙げられてきた。したがって、株主総会決議に関していえば、株主平等原則と多数決濫用法理との機能する領域が相当程度重なり合う関係にある。しかしながら、株主平等原則は形式的・機械的に適用されるのに対し、多数決濫用法理は実質的な利害調整手段であるから、それぞれが独自の存在意義を有する。むしろ多数決濫用法理は、株主平等原則などの他の救済手段がとぎれたところで機能すると解される。(59)

他方、多数決濫用法理の適用領域は、そのかなりの部分がいわゆる特別利害関係株主の議決権行使による著しく不当な決議の問題（会八三一条一項三号）として規律されている。従来特別利害関係とは、株主としての利害を離れた個人的利害関係を意味すると解されてきた。しかし、本件のように、株主間の差別的な取扱いを可能とするような行為や種類株主間において特定の種類株主に不利益を与えるような行為がなされることが想定されるとすれば、そのような行為が株主総会決議に基づくときは、当該総会決議につき、株主間や種類株主間に利害の共通性を欠くこととなり、このような場合にも、特別利害関係の存在を認めるべきであると考えられる。(60) つまり、特別利害関係は株主の利害とは異なる個人的利害関係のみならず、株主としての利害ではあっても、他の株主や他の種類株主とは異なる利害関係も含むと解すべきである。

五　不公正発行の問題

最高裁は、「本件新株予約権無償割当てが、株主平等の原則から見て著しく不公正な方法によるものといえないことは、これまで説示したことから明らかである。」とし、Y会社が本件のような対応策を採用することをあらか

じめ定めていなかった点や当該対応策を採用した目的の点から見ても、著しく不公正な方法によるもの（不公正発行）ということはできないと述べている。

ここでは、不公正発行の判断が株主平等原則に違反するかの判断と同じ基準によっていることが示されている。[61] しかし、このような判断は、株主平等原則に違反するかの判断を、不公正発行の判断と混同した結果であるという見方も可能である。[62] 不公正発行とは、新株発行に関して、当該新株発行が不当な目的を達成するためになされる場合をいうと解されてきた。[63] つまり不公正発行では、会社が行う行為の目的に焦点が当てられ、法的評価の対象となる。それゆえ、本件新株予約権無償割当ての正当性（必要性・合理性）も、まさに不公正発行との関係において検討されるべき要素であった。さらに、当該行為の相当性も、目的（必要性）との相関関係において判断されなければならない。[64] これに対して、株主平等原則の適用は、形式的・機械的になされるべきである。最高裁は、株主平等原則違反の判断局面において、実質的な必要性・相当性の判断を行ってしまったために、不公正発行の判断局面では、これを繰り返すしかなかったのである。その意味では、むしろ株主平等原則違反の局面ではなく、不公正発行の判断局面において必要性・相当性の判断を行った原々審決定の方が、正当な法感覚を有しているように思われる。

また、最高裁は、上記に続いて「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。」と判示している。

これは、株主総会の特別決議に基づく新株予約権無償割当てが不公正発行に当たるか否かの判断に際しては、そ

の目的が適正なものかどうかといういわゆる適正目的法理を適用したものと解される。[65] 適正目的法理の下では、そのコロラリーとして、問題となる行為に複数の目的が存在する場合には、主要な目的が適正なものか否かを判断基準とするいわゆる主要目的ルールが下級審裁判例において展開されているが、[66] 最高裁が主要目的ルールを採用するかどうかは明らかでない。最高裁は、もっぱら経営支配権を維持する目的であれば不公正発行に該当するとしているが、これが主要な目的である場合については触れていないからである。また、仮に最高裁が、新株予約権無償割当てがもっぱら経営支配権を維持する目的である場合にのみ不公正発行を認定する立場（主要目的ルールをとらない立場）であるとしても、それは本件新株予約権無償割当てが株主総会の特別決議に基づくものである点を考慮した結果である可能性もある。[67]

しかし、何よりも問題は、適正な目的とされる会社の企業価値ひいては株主共同の利益の維持目的と不公正発行とされる経営支配権の維持目的との関係である。最高裁の立場では、企業価値ひいては株主共同の利益の維持目的と経営支配権維持目的とは別個の異なる目的であり、互いに排斥する関係にあるか、併存するとしても少なくとも別個に存在することになる。しかし、前者はむしろ後者によって達成される目的であるというべきであり、その意味で前者と後者は目的と手段の関係にあると理解する方が自然である。つまり、本件新株予約権無償割当ては経営支配権を維持する目的を達成する手段であり、また経営支配権の維持は（最高裁の理解によれば）会社の企業価値ひいては株主共同の利益を維持する目的を達成する手段として位置付けられることになる。そうすると、経営支配権維持目的は原則として不公正発行に該当するが、例外的に株主全体の利益保護の観点から新株予約権発行を正当化する特段の事情があること、具体的には、敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権獲得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合には、会社

の経営支配権の帰属に影響を及ぼすような新株予約権の発行が不公正発行に該当しないというニッポン放送事件の抗告審決定[68]により示された判断基準の方が、経営支配権維持目的と株主全体の利益との関係を適切に表しているように思われる。したがって、これと同様の判断枠組みに従った理論構成が、株主総会決議に基づく買収防衛策の不公正発行該当性に関しても妥当すると解すべきではないだろうか。[69]

六　取得条項付新株予約権無償割当ての問題性

新株予約権無償割当てにおいて交付される新株予約権の価値は、株主の有する株式持分から流出したものであると解される。このことは、株式分割や株式無償割当てがなされた場合と同様である。そうすると、この無償で割り当てられた新株予約権や株式に取得条項が付されている場合には、その流出した株式持分が会社のイニシアティヴにより取得されることになる点では、[70]一般の取得条項付株式の場合と異なることはない。ところで、株式発行後に定款変更により全部の株式かある特定の種類株式に取得条項を付する場合には、当該株式または種類株式の株主全員の同意を要するとされている（会一一〇条、一一一条一項）。これらの場合は、当該株主の有する株式持分の全部が取得対象となるのに対して、新株予約権無償割当てや株式無償割当てでは、株主が有していた株式持分の一部が取得対象となるという点で異なるものの、株式発行後にその株式持分が取得対象となることからすれば、定款変更による取得条項の付加の場合と同様に考えることができる。[71]そうすると、取得条項付の新株予約権や株式の無償割当てには、対象となる株主全員の同意を要すると解すべきではなかろうか（会社法一一〇条ないし一一一条一項の類推）。[72]そうでないと、新株予約権無償割当てや株式無償割当ては、取締役会設置会社では取締役会決議により行うことができるので（会一八六条三項、二七八条三項）、あまりにも株主保護に欠けることになるからである。[73]

この点に関し、笠原准教授は、既発行株式の取得条項付株式への定款変更に株主全員の同意が要求されていることの理由を、全部取得条項付種類株式と異なり、取得条項付株式では一部取得、しかも非按分的な取得も認められる点に求めて、全部取得条項付種類株式の利用による限界（潜脱）の問題を検討されており、[74] この見解によれば、差別的な取得条項でない場合には、取締役会決議のみで取得条項付株式や取得条項付新株予約権を無償割当てすることができるとの解釈も可能となる。しかし、この立場でも、新株予約権無償割当てにおいて差別的行使条件や差別的取得条項の付された新株予約権を交付するには、株主全員の同意を要することになろう。[75]

七　取得対価としての金銭の支払

本件買収防衛策が当然には株主平等原則に違反しないとしても、手段の相当性に関し、Xに対する新株予約権の取得対価の支払が問題となる。本件買収防衛策では、Xに対する新株予約権取得対価として、一個当たり三九六円、総額二三億一六六〇万円の金銭の支払がなされることになり、この点についても強い批判がある。[76] この新株予約権の取得対価三九六円は、Aによる当初の公開買付け価格一五八四円に本件新株予約権無償割当てによって見込まれる希釈化の割合（四分の一）を乗じて得られた価格であるとされており、[77] この取得対価が公正な価格といえるかが問題となる。原々審決定は、当該買付価格は、Y会社株式の直近の市場価格がY会社の株主が認識している公正な株式価値を合理的に反映したものであるとの判断に基づき、Aが適切と考えるプレミアムを加算して決定したものであり、本件公開買付け開始前の一か月間、三か月間、六か月間および一二か月間のY会社株式の東京証券取引所における取引日の終値の単純平均値に対して約一三パーセントないし約一八パーセント、本件公開買付け開始直前の終値に対して約一九パーセントのプレミアムを加算したものになっていることを根拠に、本件新株予約権の価値

に見合ったものということができるとしている。[78]

しかし第一に、Aが決定した買付価格を基準とすることが、なぜ公正な価格といえるのであろうか。A自身が適切であるとして決定した価格だから、A（およびX）との関係では文句を言われる筋合いはないということかも知れないが、本件買付価格は、Aにとってもいわば「言い値」であり、[79] Y会社経営陣との交渉や対抗的な公開買付けの可能性など、種々の駆け引きの出発点となる価格にすぎず、今後の展開次第では値上げされる可能性がある。事実、Aはその後買付価格を一株一七〇〇円に引き上げているのであり、Aが決定した価格であることで対価の公正性が担保されるのであれば、なぜ引上げ後の価格は無視されたのかが疑問となる。

第二に、Xに対して対価を支払うのはY会社であり、この対価支払はY会社の他の株主や会社債権者の利益にも影響が及ぶのであるから、Y会社にとっても公正な価格でなければならないはずである。[80] Y会社にとって公正な価格であるかという点からすれば、会社支配の客体であって支配の主体とはなり得ないY会社自身が会社支配権プレミアムを支払うことの正統性はあるか、疑問に思われる。Y会社が支払うべき公正な価格とは、Y会社の株式の投資価値（通常は市場価格）を基準とすべきではなかろうか。[81]

第三に、いったいXはこの公開買付け価格（支配権プレミアム）をどのように回収しようと考えていたのかが問題となる。通常、公開買付けにおける買付価格は、市場価格に対象会社の経営支配権獲得の対価としての支配権プレミアムが加算されることが多いが、その回収は、経営支配権の取得後に買収者が対象会社の経営陣を入れ替えたり、少なくとも事業計画や経営方針を変更することにより、対象会社の経営効率を高めて業績を改善し、これによってその保有する株式価値を上昇させることにより、支払った支配権プレミアム以上の利益を獲得することによるというシナリオが、もっとも合理的な説明となる。[82] しかしながら、Xは、Y会社取締役会からの質問事項を記載した意

見表明報告書に対し、その対質問回答報告書において、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、Xは現在のところY会社を自ら経営するつもりがないこと、企業価値を向上させることができる提案等をどのように経営陣に提供できるか想定しているものはないこと、XはY会社の支配権を取得した場合における事業計画や経営計画を現在のところ有していないこと等を表明しており、[83] 上述のようなプレミアム回収のシナリオは想定されていない。また、Xは投資ファンドであって具体的な事業を営む企業ではないから、Y会社との連携によるシナジー効果がもたらす自身の業績改善も考えられない。そうすると、あり得るXによる支配権プレミアムの回収としては、Y会社の支配権を獲得した後に、Y会社の業績改善ではなく、Y会社の一般株主の利益を害するような私的利益（支配株主だけが取得できる利益）を獲得することを狙っていること、あるいは本件のような全株を取得対象とする公開買付けでは、株主以外のステークホールダーからの富の移転を狙っていること[84]が考えられる。

しかし、Xが投資ファンドであることおよびXの過去の行動を考慮するならば、むしろそのような私的利益の獲得をにおわせることによって、Xがかつて関わった明星食品のケースのように、[85] 第三者（ホワイトナイト）によりより高い買付価格の対抗的な公開買付けを誘発し、自己の持株をすべて高値で売り抜けることを狙っているとも考えられ、これが最もありそうなシナリオであるとの推測も十分成り立つ。

仮にA（X）によるY会社株式の公開買付けの狙いがそうであったとして、Xが濫用的買収者といえるかは微妙である。明星食品のケースでは、同業者である日清食品がホワイトナイトとして登場したから、日清食品による公開買付け価格がXによる公開買付け価格を上回っても、それはいわゆるシナジー効果を反映したものとして理解することができる。そうすると、Xによる公開買付けは、そのような業界再編（社会的効率性の向上）を促したという積極的な面があるからである。[86] しかし、ホワイトナイトの登場はあくまで結果であって、公開買付けの本来の目

的は、対象会社の経営支配権の取得のはずである。もし、Xによる公開買付けの目的が当初からもっぱらホワイトナイトによる競合的な公開買付けの誘発であるとしたら、そのような公開買付けは、公開買付け制度の濫用ではなかろうか。[87]

第四に、本件で実行された買収防衛策は、X側以外の株主との関係では、株式一株に対し取得条項付新株予約権三個を無償割り当てし、会社がこの取得条項付新株予約権一個につき、株式一株を交付して新株予約権を取得するものであるから、実質的に見ると、株式一株を四株に分割することに等しい。これに対して、X側株主についてみれば、そのようにして四株に分割された株式のうち、三株を一株当たり三九六円で、Y会社が強制的に有償取得することになる。[88] そうすると、特定株主からの自己株式取得は、分配可能額を超えてはならないという財源規制（会四六一条一項三号）との関係が問題となる。[89] Xからは、Y会社は、本件新株予約権を取得するための対価支払いの結果、二〇〇七年度の営業利益が赤字になるとの主張がなされている。[90] しかし、Y会社の二〇〇七年三月三一日付貸借対照表によれば、同日現在の剰余金は、その他資本剰余金二四一千円、その他利益剰余金一三、七九〇、二九七千円の合計一三、七九〇、五三八千円であり、本件新株予約権取得の効力発生日においても、分配可能額は本件新株予約権取得額を超えていたのではないかと推測される。[91]

(6) 前述のように、原審決定は、本件新株予約権無償割当ての基準日である平成一九年七月一〇日の前日である七月九日になされ、Xは、七月一〇日に本件抗告許可および特別抗告の申立てを行っている。

(7) 会社法二四七条（募集新株予約権発行の差止請求権）の類推による。

(8) 森本・前掲注(5)曹時八頁注16、浜田・前掲注(5)（二・完）三〇五頁。

(9) 東京高決平成一七年六月一五日判時一九〇〇号一五六頁（ニレコ事件保全抗告審決定）における保全の必要性の判

断参照。新谷勝『会社訴訟・仮処分の理論と実務』（民事法研究会、二〇〇七）四二九頁。新株発行の差止めに関し、新潟地判昭和四五年九月七日商事五三七号七三頁、京都地判昭和六一年二月二七日判時一一九九号一五五頁、東京地方裁判所商事研究会編『類型別会社訴訟Ⅱ』（第二版、判例タイムズ社、二〇〇八）五七三頁〔大寄久＝藁谷恵美執筆、森純子改訂〕参照。訴えの利益（保全の利益）を欠くとする見解として、岩倉＝佐々木・前掲注(5)〔下・その2〕四〇頁参照。

(10) 民集六一巻五号二二三一頁～二二三二頁。

(11) Xの平成一九年七月三〇日付主張書面(1)（別冊商事法務・前掲注(5)四二四頁）参照。これに対してY会社は、Xの主張は申立ての趣旨の変更手続を行わないままこれを変更することになり、不適法であると主張している。Y会社の平成一九年八月三日付答弁書（同書三八六頁）参照。

(12) もっとも、原々審決定および原審決定と異なり、最高裁は、会社法二四七条の類推適用について判断していない。

(13) 佐藤・前掲注(5)九六頁注17参照。あるいは、Y会社の主張どおり、Xによる申立ての趣旨や被保全権利の変更を認めなかったとも考えられる。なお、東京高決平成二〇年五月一二日金判一二九八号四六頁では、経営支配権維持・強化のための差別的取得条項付新株予約権無償割当てが取締役会決議でなされた事案（決議日が効力発生日）につき、当該新株予約権の行使による新株発行の差止めの仮処分申立てがなされ、認容されている。このような救済手段の可能性につき、大杉謙一「株式の大量取得行為に対する法的規制のあり方」江頭先生還暦記念『企業法の理論』下巻一頁以下（商事法務、二〇〇七）、三四頁参照。

(14) 森本・前掲注(5)曹時九頁注16。

(15) 民集六一巻五号二三二七～二三三六頁。

(16) Xを濫用的買収者と認定したことに対する批判として、田中亘・前掲注(5)〔上〕一〇～一二頁、鳥山・前掲注(5)七頁参照。後述するように、投資ファンドとしてのXの出口戦略としては、Xによる明星食品株式に対する公開買付けのケースと同様に、ホワイトナイトによる対抗的な公開買付けを誘発し、これにXが保有するY会社株式を（支配権プレミアムを反映した）高値で売却することを狙っていたというのが、最もありそうなシナリオである。このような行為と濫用的買収者の典型とされるグリーンメーラーとの違いは、あまり明らかではない。田中准教授は、グリーンメ

ーラーを「会社の株式を買って……最終的には会社ないしは会社関係者に、実際の株式の価格よりも高い値段で株式を買い取らせること」と定義されている（したがって、本件Xは濫用的買収者とはいえない）。日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム勉強会「敵対的買収とコーポレート・ガバナンス」別冊商事法務・前掲・注(5)三〇頁以下、四六頁〔田中亘発言〕。しかし、一般的にはそのように狭く解さない見解が多いように思われる。青竹・前掲注(5)八頁参照。X側の公開買付けの目的が、Y会社の支配権獲得ではなく、もっぱらホワイトナイトによる競合的公開買付けの誘発にあるとしたら、公開買付け制度の濫用といえるようにも思われる。

(17) この点からは、最高裁は、買収者による経営支配権の取得により、対象会社の企業価値が毀損され、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当該買収者の範囲（本件Xはこれに該当）と濫用的買収者の範囲とは一致しない（前者が後者よりも広い）と考えているのであろう。

(18) 浜田・前掲注(5)（二・完）三〇六頁。

(19) 青竹・前掲注(5)七頁、浜田・前掲注(5)（二・完）三一九頁注(51)、北村・前掲注(5)九四頁。これに対して、神田教授は、会社法二七八条二項は新株予約権無償割当ての定義にほかならず、会社法一〇九条一項の株主平等原則とは関係がないとされる。神田秀樹「株式の不思議」前田庸先生喜寿記念『企業法の変遷』一二五頁以下（有斐閣、二〇〇九）、一四二頁。確かに会社法二七八条二項は新株予約権無償割当ての内容を規律するものであるが、しかしなぜそのような規律がされているかは、株主平等原則から説明されるのであって、株主平等原則と無関係ということはできない。このことは、剰余金の配当に関する会社法四五四条三項でも同様ではなかろうか。

(20) 原々審決定につき、民集六一巻五号二二六〇頁、最高裁決定につき、民集六一巻五号二二三頁参照。これに対して、原審決定はそのような区別をしていないが、発想自体は否定していないと思われる。原審決定につき、民集六一巻五号二三二四頁参照。

(21) 会社法一〇五条一項柱書は、「株主は、その有する株式につき次に掲げる権利その他この法律の規定により認められる権利を有する。」と定める。

(22) 森本・前掲注(5)商事九頁、中村・前掲注(5)七九頁。

(23) 「指針」六頁注4参照。

(24) 鳥山・前掲注(5)八頁、小嶋・前掲注(5)一八九頁。
(25) 民集六一巻五号二二六三頁。
(26) 同書二三二五頁。
(27) 鳥山・前掲注(5)六頁、田中庸介・前掲注(5)二五八頁、家田・前掲注(5)二〇一頁。
(28) 吉本健一「ポイズン・ピルと株主平等原則」阪法五五巻三＝四号七三頁以下（二〇〇五）、七七頁参照。東京地決平成六年三月二八日判時一四九六号一二三頁は、譲渡制限会社における新株発行において、割当先に既存株主が含まれていても第三者割当ての手続を踏んでいる場合は、株主たる地位に着目して特定の株主を有利にとりあつかったものでないから、株主平等原則に反するものではないと判示する（同旨、大阪地決昭和四八年一月三一日金判三五五号一〇頁）。⑤の場合も、完全親会社となる会社（A会社）が完全子会社となる会社（B会社）の株主である場合には、特別決議により、少数派株主から株式以外のものを対価として株式を取得することができるが、その効果は、A会社が完全親会社の地位とB会社株主の地位を併有している結果に過ぎず、B会社の株主としては他のB会社株主と同一の地位にあると解すべきことは、第三者が完全親会社となる株式交換の場合と比較すれば明らかである（A会社が有するB会社株式を完全親会社としてのA会社に移転し、その対価として完全親会社としてのA会社がB会社株主としてのA会社に株式以外の対価を交付することは、無意味であるから行われないだけである）。
(29) 鳥山・前掲注(5)六頁。
(30) 黒沼悦郎「本件鑑定書」別冊商事法務・前掲注(5)三三五頁、田中亘・前掲注(5)〔上〕九頁、鳥山・前掲注(5)六頁、若松・前掲注(5)一二頁、佐藤・前掲注(5)九八～九九頁注25、中東・前掲注(5)企業会計七五頁、奈良・前掲注(5)四四～四五頁、北村・前掲注(5)九四頁。
(31) この点では、最高裁は、経済的利益を確保すれば株主総会の特別決議に基づく株主間の差別的取扱いは株主平等原則に反しないという一般命題を提示する原々審決定の立場を否定したとみられる。
(32) 鈴木竹雄「株主平等の原則」『商法研究Ⅱ』一三三頁以下（有斐閣、一九七一。初出は一九三〇）、二五八頁、八木弘「株主平等の原則と固有権」田中耕太郎編『株式会社法講座』第二巻四二一頁以下（有斐閣、一九五六）、四四三頁、落合誠一「株主平等の原則」鈴木竹雄＝大隅健一郎監修『会社法演習Ⅰ』二〇七頁以下（有斐閣、一九八三）、二〇九

頁、大隅健一郎＝今井宏『会社法論』上巻（第三版、有斐閣、一九九一）三三六頁、出口正義『株主権法理の展開』（文眞堂、一九九一）一九五頁、鈴木竹雄＝竹内昭夫『会社法』（第三版、有斐閣、一九九四）一〇七頁、大判昭和九年一〇月二五日民集一三巻一九五二頁。

(33) 青竹・前掲注(5)七頁、近藤・前掲注(5)一六頁、大判大正一一年一〇月一二日民集一巻五八一頁。

(34) 龍田節『会社法大要』（有斐閣、二〇〇七）二〇一頁、前田庸『会社法入門』（第一一版補訂版、有斐閣、二〇〇八）八八頁、神田秀樹『会社法』（第一〇版、弘文堂、二〇〇八）六五頁、大隅健一郎＝今井宏＝小林量『新会社法概説』（有斐閣、二〇〇九）七九頁参照。

(35) 川村正幸「本件鑑定意見書」別冊商事法務・前掲注(5)二〇七頁参照。

(36) Xの平成一九年六月一三日付仮処分申立書（別冊商事法務・前掲注(5)七二～七三頁）および平成一九年七月二日付即時抗告理由書（同書二六八頁）参照。

(37) 吉本健一「買収防衛策と企業価値」MARR二〇〇八年四月号（二〇〇八）一一頁参照。このような論理矛盾が生じた原因は、最高裁が、株主平等原則違反の問題と不公正発行の問題を、同じ判断枠組みで判断したことによると考えられる。

(38) Y会社の株主構成は、平成一八年三月三〇日現在で、発行済株式総数に対する上位一〇名の大株主の保有株式割合は約三三パーセントであって、X側株主の保有株式割合は約九パーセントであるのに対し、それ以外の大株主の保有株式割合はいずれも四パーセント以下にとどまるとされており、原々審決定では、X側株主以外の特定の大株主の意向によって、株主総会における特別決議の成否が左右される状況になかったと認定されている（民集六一巻五号二二七三頁参照）。しかし他方では、Y会社の株式持合い比率が高く、そのことが買収防衛策の導入に結びついたことを示唆する見解もある。胥鵬「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い」商事一八七四号四五頁以下（二〇〇九）、五二～五三頁参照。

(39) 株主総会において意見を述べる機会があっても、多数決の基礎をなす利害の共通性を欠くのであれば、無意味ではなかろうか。

(40) なお、佐藤・前掲注(5)一〇三～一〇四頁参照。

(41) 原審決定によれば、Xは従来から対象会社の経営に関心を示したり、関与したりすることなく、本件においても、関東財務局長に提出した公開買付け開始届出書において、本件公開買付けの結果、Y会社は上場を維持できない可能性が生じるとか、Y会社が完全子会社となった場合、Y会社の資産を処分することを見込んでいる、との記載があり、いたずらにY会社に不安を与えていると認定されている。民集六一巻五号二三三六頁。

(42) 田中亘・前掲注(5)〔下〕一六～一七頁。本件公開買付けの強圧性を指摘する見解として、中東・前掲注(5)企業会計七三頁、近藤・前掲注(5)二四頁、北村・前掲注(5)九五頁参照。

(43) 鳥山・前掲注(5)六頁、青竹・前掲注(5)八頁、中東・前掲注(5)ジュリ二三頁、中村・前掲注(5)七九頁、北村・前掲注(5)九五頁。

(44) 最判平成一二年七月七日民集五四巻六号一七六七頁における河合伸一裁判官の補足意見参照。

(45) 久保井一匡「ブルドックの買収防衛策の司法判断への疑問」金法一八一三号一頁（二〇〇七）、柳・前掲注(5)二六八頁参照。

(46) 小嶋・前掲注(5)二〇〇頁参照。

(47) 「企業価値報告書」三四頁。

(48) 同書三五頁。なお、原審決定も傍論ながら「企業価値について、専ら株主利益のみを考慮すれば足りるという考え方には限界があり採用することはできない。」とする。民集六一巻五号二三二六頁。

(49) 「指針」二頁。

(50) 同書三頁参照。

(51) 同書三～四頁。

(52) 企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」（二〇〇八年六月三〇日）一頁注2。

(53) 企業価値の多様性については、三枝一雄「敵対的買収と企業価値」明治大学法科大学院論集六号一七頁以下（二〇〇九）も参照。

(54) 企業買収は企業価値の向上を目指してなされる経済行為ではあっても、当然リスクを伴う以上、単に企業価値が低下するリスクがある（あるいはリスクが大きい）というだけで、買収防衛が認められるということにはならない。おそ

らく最高裁は、買収により企業価値が「不当に」低下させられる場合を「き損」と呼んでいるのであろう。その意味で、「き損」は、規範的評価を含んだ概念であると考えられる。「指針」のいう企業価値の確保も、同様に規範的評価を含んでいると思われる。「指針」四頁注1参照。

(55) 若松・前掲注(5)一三頁、高山・前掲注(5)後編六五頁参照。裁判所は、証明ないし疎明責任の分配により、当事者の主張の是非を判断することにならざるを得ないが、このような「常に」真偽不明の事項（つまり証明・疎明不能事項）について、証明・疎明責任原則が適切に機能するとは思われない。

(56) 前述（注(54)参照）のように、「き損」が規範的評価を含んだ概念であるとすると、株主総会が買収防衛策の導入を決議した場合に、裁判所はどのようにして、当該買収が企業価値を毀損すると株主が判断したことを認定するのであろうか。株主としては、買収者が経営支配権を取得することによって企業価値が上がるのか下がるのかあるいは単に買収者が好きか嫌いかの判断をしたにすぎないともいえるからである。山中・前掲注(5)五三頁。

(57) 前注(54)のように、企業価値の毀損は規範的評価を含んでいると思われるが、他方で、ニッポン放送事件決定（東京地決平成一七年三月一一日（仮処分決定）金判一二一三号二頁以下、一〇頁および東京高決平成一七年三月二三日（抗告審決定）金判一二一四号六頁以下、一六頁参照）では、むしろ企業価値の毀損を企業価値の減少ととらえた上で、このような事業経営上の判断は、取締役会ではなく株主によってなされるべきであるとの判示が見られる。本件最高裁決定も、このようなニッポン放送事件で示された見解に影響を受けた可能性がないわけではない。しかし、そうなると企業買収によって企業価値が減少する可能性があることをもって、本件新株予約権無償割当てのような株主間の差別的取扱いを内容とする買収防衛策を認める根拠とはなし難いのではなかろうか。

(58) 最高裁の立場は、実質的には目的不要説に近いとの指摘もあり（若松・前掲注(5)一二頁）、このような理解によれば、最高裁と総会の特別決議による差別的取扱いを一般的に認める原々審決定との違いは、あまり大きくないともいえる。実体審査をすべきとする見解として、鳥山・前掲注(5)六～七頁、近藤・前掲注(5)一七頁、小嶋・前掲注(5)一九九頁、中東・前掲注(5)ジュリ二三頁、北村・前掲注(5)九五頁、葭田・前掲注(5)九八頁。もちろん、裁判所が事後的な審査を行うに際して、買収防衛策に関する決定が取締役会によってなされた場合と株主総会によってなされた場合とで、意思決定者の裁量の範囲が異なるという判断はあり得るところである。森本・前掲注(5)曹時四五頁注90。

(59) 龍田節「株主総会における議決権ないし多数決の濫用」末川先生古稀記念『権利の濫用』中巻一二六頁以下（有斐閣、一九六二）、一三二頁参照。

(60) 清水俊彦「不都合な真実(1)」金判一二六八号二頁以下（二〇〇七）、三頁、中東・前掲注(5)企業会計七五頁参照。

(61) この点に関しては、株主平等原則違反（法令違反）の問題と不公正発行の問題とは別であるという批判がある。青竹・前掲注(5)九頁、小嶋・前掲注(5)一九五頁。これに対して、最高裁調査官の解説によれば、最高裁は、不公正発行の問題を、①本件新株予約権無償割当てが株主平等原則の趣旨に反するものでないこと、②本件株主総会における判断により行われた緊急の事態に対応するための措置で、Xに新株予約権の価値に見合う対価が支払われること、③取締役等の経営支配権の維持を目的とするものでないこと、の三点から判断し、不公正発行に該当しないという結論を導いたとされている。森富・前掲注(5)一一三頁。

(62) これに対して、学説では、企業防衛の局面では株主平等原則の問題と不公正発行の問題を、明確に区別しない立場も少なくない。若松・前掲注(5)一四頁、中東・前掲注(5)ジュリ二〇頁、森本・前掲注(5)曹時四二頁、清水俊彦「不都合な真実(6)」金判一二八四号二頁以下（二〇〇八）、一六頁参照。

(63) 新株発行につき、東京地判昭和二七年九月一〇日判タ二三号三五頁、大阪地堺支判昭和四八年一一月二九日判時七三一号八五頁、神戸地判昭和五一年六月一八日下民集二七巻五―八号三七八頁、東京地決平成一六年七月三〇日判時一八七四号一四三頁など。

(64) 中東・前掲注(5)企業会計七八頁、北村・前掲注(5)九五頁。

(65) 適正目的法理に関しては、吉本健一『新株発行のメカニズムと法規制』（中央経済社、二〇〇七）二六五頁以下参照。三原・前掲注(5)論説八二頁は、適正目的説を主要目的ルールの派生型とされている。

(66) 吉本・前掲注(65)一七一頁以下参照。

(67) 新株予約権無償割当てが取締役会決議に基づく場合と株主総会の特別決議に基づく場合とでは、不公正発行の認定基準が異なり得るからである。原々審決定は、このような立場に立つ（民集六一巻五号二二六九頁参照）。

(68) 東京高決平成一七年三月二三日（前掲注(57)）金判一二一四号一四～一五頁参照。

(69) 青竹・前掲注(5)八頁参照。

(70) 本件取得条項付新株予約権無償割当ての実態からすれば、割り当てられる新株予約権は会社に取得されるまでの暫定的な仮の姿であって、取得対価としてX側株主には金銭を他の株主には新株を交付するための過渡的媒介体であるにすぎない。その意味では、媒介体は新株予約権である必然性はない。

(71) 株式持分の全部ではなく一部であるとしても、たとえば一株当たり一個の取得条項付新株予約権を無償で割り当てた場合に、当該取得の対価として九九株またはこれに相当する金銭を交付することがその内容となっているとすると、結果としては株式持分の九九%が取得対象となったことになる。

(72) 全部取得条項付種類株式を利用して、脱法的にその取得対価として取得条項付株式を交付することはできないとする見解が有力である。笠原武朗「全部取得条項付種類株式制度の利用の限界」江頭先生還暦記念『企業法の理論』上巻二三三頁以下（商事法務、二〇〇七）、二四四頁、藤田友敬「新会社法における株式買取請求権制度の改正」証券取引法研究会編『証券・会社法制の潮流』二六二頁以下（日本証券経済研究所、二〇〇七）、二七〇頁、田中亘・前掲注(5)〔上〕一三頁(注二一)、家田・前掲注(5)二〇二頁、龍田節＝酒巻俊雄編『条解会社法2巻』（中央経済社、二〇〇八）九六頁〔松尾健一〕、野田輝久「敵対的買収防衛策の変遷と法規制」稲葉威雄＝尾崎安央編『改正史から読み解く会社法の論点』三四七頁以下（中央経済社、二〇〇八）、三七〇頁参照。

(73) 全部取得条項付種類株式の場合と比較しても、この場合の定款変更のような株主総会の特別決議（会一〇八条二項七号、三〇九条二項一一号）も要しないし、株式買取請求権（会一一六条一項二号）および取得時の裁判所に対する取得対価の決定申立て（会一七二条）のような公正な対価を保証する手続もない。

(74) 笠原・前掲注(72)二四四頁以下。

(75) なお、家田崇「新株予約権制度の導入と会社法制の再構築」稲葉威雄＝尾崎安央編『改正史から読み解く会社法の論点』二三一頁以下（中央経済社、二〇〇八）、二五四頁参照。

(76) 田中亘・前掲注(5)〔下〕一九～二〇頁、青竹・前掲注(5)八頁。

(77) 民集六一巻五号二二九九頁。

(78) 同書二二六四頁。

(79) 田中亘・前掲注(5)〔下〕二〇頁、中東・前掲注(5)企業会計七七頁。

(80) 近藤・前掲注(5)二三頁。公開買付け価格を基準とする対価支払によって対象会社の企業価値は影響を受けない（ただし、買収者以外の株主から買収者への富の移転が生ずる）とする見解として、家田・前掲注(5)一九四頁参照。

(81) 結局、Xは、自己の公式的な（表向きの）目的（Y会社の経営支配権の取得）達成には失敗するものの、自身の言い値で保有するY会社株式を買い取ってもらったことになり、経済的には利益を得ていると見られる。

(82) 支配権プレミアムの具体的内容については、吉本・前掲注(64)二〇三頁以下も参照。

(83) 民集六一巻五号二三三三頁参照。

(84) 家田・前掲注(5)一九七頁参照。

(85) Xの他の企業買収行動については、原審決定に認定がある。民集六一巻五号二三二八～二三三〇頁参照。

(86) 田中亘・前掲注(5)〔上〕一〇頁。

(87) もっとも、そのようなホワイトナイトが登場しなかった本件では、いずれにせよ対象会社であるY会社自身が、Xによる公開買付け価格を基準とした取得価格を支払う合理性はなかったといえよう。

(88) 清水俊彦「不都合な真実（5）」金判一二七二号二頁以下（二〇〇七）、五頁参照。

(89) 浜田・前掲注(5)（二・完）三一六頁。

(90) Xの原々審における平成一九年六月二六日付主張書面（5）（別冊商事法務・前掲注(5)一八〇頁）参照。

(91) ちなみに、Y会社本件新株予約権取得後の二〇〇八年三月三一日付貸借対照表によれば、Y会社の同日現在の剰余金は、その他資本剰余金二四一千円、その他利益剰余金一一、〇七三、四一五千円の合計一一、〇七三、六五六千円であり、前年に比べて二、七一六、八八二千円減少している。

三　おわりに

本件新株予約権無償割当ての差止めの仮処分申立てについて、最高裁がその判断を示したことは、今後の買収防衛策に関する理論的および実務的展開にとって、非常に大きな意義を有する。しかしながら、本稿で検討したよう

に、最高裁決定の理論的説示は大きな問題を抱えており、なお冷静な議論が必要である。

かつて松本烝治博士は、「株式会社に於ける定款自由の原則と其例外」[92]において、「株主平等の原則は立法上の原則としての存在の意義を有すべきは勿論であ」って、「解釈論としても、正当の理由なくして所有株式数に比例する株主の権利義務を否定するは、正義衡平の観念に反し、即ち公序良俗に反するものであって、定款規定をもって是の如き定を為したるときは之を無効と解せざるを得ない。併し乍ら解釈論上は定款規定自由の大原則に対し如何なる場合に於いても株主平等ならざるべからずとする一般的の制限を存すべき理はなく、株主平等に反する定款規定が正義衡平観念に反するや否や、即ち公序良俗に反するや否やを個個の場合に付き考察して其規定の効力を判定するに止まるべきである。会社の個個の株主総会の決議其他の行為に付ても亦同様に解して誤ないと考へる。簡単直截に之を言へば正義衡平の観念即ち公序良俗に反するや否やの標準以外に、株主平等の原則なるものを云為するは無用の拘束であって、却て個個の場合に於ける実際の便宜に反し、又は甚しきに至っては正義衡平自体に反する結果を招来することなきことを保し難いのである。之を要するに株主平等の原則なるものは解釈上は寧ろ之を排斥すべきものである。」として、株主総会決議やその他の会社の行為についても、個別に正義衡平の観念すなわち公序良俗に違反するか否かを標準として判断すれば足りると主張された。[93] それに対して、会社法制定前の通説的見解は、株主平等原則を会社法上の基本原則としていた。[94] 他方会社法のもとでは、一〇九条一項により、株主平等原則が明文で規定された。しかるに、最高裁は、本件買収防衛策につき、衡平の理念を基礎として、必要性および相当性の観点から、その株主平等原則違反を判断するという立場であり、その実質的内容を見る限り、どちらかといえばむしろ松本説に依拠したように見える。商法に株主平等原則に関する明文規定がないときは、株主平等原則は会社法上の基本原則とするのが通説的見解であったのに、会社法が株主平等原則を明文化した今日において、最高裁

が松本説のような立場を採ったことは歴史の皮肉であるというのは、言い過ぎであろうか。

(92) 松本烝治『商法解釈の諸問題』(有斐閣、一九五五)二一一頁以下(初出は一九三五)。

(93) 同書二一七頁。

(94) 前掲注(32)の文献参照。

(後記)

本稿を、奥島孝康先生に捧げる。本稿は、もともと奥島孝康先生の古稀をお祝いする趣旨で、同記念論文集のために二〇〇九年一一月に脱稿したものであるが、諸般の事情からこの度本誌に掲載することとなった。奥島先生には心よりお詫び申し上げるとともに、本誌への掲載を快くお許しいただいた早稲田大学鳥山恭一先生には、深く感謝申し上げる次第である。(二〇一〇年一一月)