



Title	ポイズン・ピルと株主平等原則
Author(s)	吉本, 健一
Citation	阪大法学. 2005, 55(3,4), p. 73-87
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/55013
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

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

The University of Osaka

ポイズン・ビルと株主平等原則

吉 本 健 一

- 一 はじめに
- 二 株主平等原則の意義
- 三 ポイズン・ビルと株主平等原則
- 四 おわりに

一 はじめに

昨年から今年にかけて、いわゆる敵対的企業買収と目される事案が相次いで裁判所に持ち込まれる事態となっている。^①とくにニッポン放送事件は、大手テレビ放送会社がグループ内の老舗ラジオ放送会社の友好的買収を実施中に、新興のＩＴ関連企業が敵対的買収によっていわば殴り込みをかけた事案で、マスメディア業界を巻き込んで社会的にも大変な注目を浴びることとなった。これらの事案が裁判所に持ち込まれることになったのは、敵対的な企業買収に対して、対象会社の経営陣が買収防衛策を採ったからで、防衛策の適法性が法廷で争われた。

これらの流れに歩調を合わすかのように、経済産業省の企業価値研究会は、敵対的企業買収における防衛策のあ

り方について検討を加え、「企業価値報告書」を公表した。⁽²⁾そして、これを受けた形で、経済産業省と法務省は、「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（以下、「買収防衛策指針」という）を公表した。⁽³⁾

また、敵対的企業買収活発化の動向を受けて、上場会社でも買収防衛策を導入するところが出てきている。⁽⁴⁾

買収防衛策には種々のものが考えられるが、その中で主要なものとしてポイズン・ピルが挙げられている。そして、ポイズン・ピルの中でも、新株予約権を株主に付与して買収者の議決権割合を希釈化するもの（いわゆるライツ・プラン）の導入が、弁護士や実務家を中心に検討されているようである。⁽⁵⁾このようなポイズン・ピルの導入に当たっては、その法的な効力を慎重に検討することが必要であるが、とくに株主平等原則との関係が問題となっている。本稿は、このようなポイズン・ピルと株主平等原則の関係を検討する。

二 株主平等原則の意義

(1) 意義

株主平等原則とは、一般的に「会社は、株主としての資格に基づき法律関係において、原則として株主をその持株数に応じて平等に取り扱わなければならない」という原則であると理解されている。⁽⁶⁾⁽⁷⁾これは、社員（株主）としての地位の単位である株式の均等性を基礎として、他の団体における構成員平等の原則が、資本団体である株式会社法において発現したものであるといわれる。⁽⁸⁾

しかし、すぐに気がつくのは、たとえば議決権以外の株主総会に関する株主の権利（総会招集通知受領権、総会出席権、質問権など）のように、株主の持株数とは無関係の権利も多く存在する。実際、判例で問題となった事案

でも、持株数に応じた平等取扱いではなく、株主間の差別的取扱いが問題となったものがある。たとえば、最三判平成八年一月一二日は、総会会場への入場制限および座席位置をめぐる株主間の差別的取扱いが問題となった事案である。⁽⁹⁾したがって、株主平等原則といっても、実はその意味内容は多義的であり、持株数に比例した平等原則は、そのうちの重要ではあるが一部でしかないことに注意しなければならない。⁽¹⁰⁾

(2) 平等原則の多義性

(イ) 株式平等原則と株主平等原則（狭義）

株主平等原則は、株主が会社から株主としての待遇を受ける権利（義務）ないし利益（不利益）に関わる。そして、この株主としての権利ないし利益には、持株数に比例するものとそうでないものがある。株主平等原則のうち、前者に関わるものを株式平等原則といい、後者に関わるものを狭義の株主平等原則という。

つまり、株式平等原則は、会社は、株主としての法律関係において、株主をその持株数に比例して平等に取り扱わなければならないという原則である（比例的平等、相対的平等）のに対して、狭義の株主平等原則は、会社は、株主としての法律関係において、一人一人の株主を平等に取り扱わなければならないという原則である（人的平等、絶対的平等）⁽¹¹⁾。

株主平等原則の中に、このような二種類の内容が含まれていることは、学説上も広く認識されている。たとえば、出口正義教授は、株主平等原則の内容を恣意的差別的禁止（客観的に合理性のない不平等扱いの禁止）を意味する一般的基準と、株式数に基づいて行われる具体的基準（株式平等の原則）の二つに分けられている。⁽¹²⁾また、新山雄三教授は、「株主はすべて会社によって平等に取り扱われねばならない」という第一テーゼと、「持株数に応じて平等に取り扱われる」という第二テーゼを立てられ、株主平等原則は近代社会における団体一般に通用する基本的な

原則である構成員平等としての第一テーゼを意味するのに対して、第二テーゼは、出資の単位である株式が社員の地位の単位でもあるという株式会社の資本団体性に基づく一株一議決権を前提とする資本多数決主義を意味し、両者は明確に峻別すべきであると主張される⁽¹³⁾⁽¹⁴⁾。

これらの見解は、株主平等原則の内容を二つに分類する点で、本稿の立場に通じるところがある。しかし、現実の機能面に注目するならば、両者は単に株主権の内容によると考えるべきである。すなわち、株主が株主としての地位に基づいて有する権利ないし利益には、その内容が株式数に比例するもの（比例的権利）とそうでないもの（人的権利）があり、前者については比例的平等原則が妥当し、後者については人的平等原則が妥当すると解される。株主総会に関する権利であっても、議決権のように比例的平等原則が妥当する権利もあれば、総会の招集通知受領権、総会出席権、総会における質問権・意見表明権のような人的平等原則が妥当する権利もある。

(ロ) 事前（機会）的平等と事後（結果）的平等

株主平等原則は、通常事後的な平等、すなわち株主の得る（負担する）権利（義務）ないし利益（不利益）を基準とするが、事前的な平等すなわち機会的平等を意味する場合もある。この場合には、事後的な観点では平等な待遇でなくても平等原則違反とはならない。たとえば、株式の消却に際して抽選を行う場合は、機会的平等が問題となるが、事後的平等は要求されない⁽¹⁵⁾。もともと会社は、できるかぎり事後的平等の取扱いをすべきであり、それが事実上困難である場合にのみ、機会的平等の取扱いが許されると解すべきであろう。

(ハ) 属性的平等と属人的平等

株主平等原則は、原則として株主の差別的な取扱いを許さないが、その際問題となる差別的取扱いが、株主の特定の属性を基準とする場合は属性的平等が、株主の属人的要素を基準とする場合は属人的平等が問題となる。たと

えば、定款による株式譲渡制限について、譲渡人の特定の属性（従業員、取引先等）を基準に譲渡制限の対象を定めることは、属性的平等の問題である。これに対して、誰が株主であるかを問題にする場合は属人的平等の問題である。⁽¹⁶⁾ もっとも、この区別は相対的であって、たとえばある特定の家族の構成員である株主を問題とする場合は、属人的平等の問題に近づく。

属性的平等については、ある特定の属性を基準とする差別的取扱いであっても、それがどの株主でも該当することとなる可能性があるのであれば、機会的平等の問題として許される（株主平等原則違反とはならない）のではないかという問題がある。しかし、後述するように、このような取扱いも平等原則違反として原則として許されないと解すべきである。

(二) 株主資格と第三者資格

株主平等原則は、株主としての資格に基づく法律関係を対象とするものであって、それ以外の第三者としての資格に基づく法律関係を対象とするものではない。したがって、結果として株主間に差別的取扱いがなされる場合であっても、それが株主資格に基づくものでなく、第三者としての資格に基づく場合には、株主平等原則違反の問題とはならない。⁽¹⁷⁾ たとえば、新株の第三者割当発行に際して、割当先が特定の株主であっても、株主平等原則違反ではない。⁽¹⁸⁾ なぜならば、第三者割当による新株発行では、制度上株主以外の者に対して新株を割り当てることが可能であり、特定の株主が割当先となった場合も、株主資格ではなく第三者資格に基づくものといえるからである。

三 ポイズン・ピルと株主平等原則

(1) ポイズン・ピルの仕組み

さて、ここで検討の対象とするポイズン・ピルは、いわゆるライツ・プランと呼ばれるもので、新株予約権を特定の第三者に発行しておき、敵対的な買収者が現れたとき（特定の割合以上の議決権を取得したとき）には、当該新株予約権を買収者以外の株主に交付するか（交付制限型）、あるいは発行時に買収者以外の株主のみが権利行使できるといふ条件を付しておき、買収者も含めた全株主に新株予約権を交付する（買収者は権利行使できない）という仕組み（行使制限型）になっている。これによって、買収者以外の株主が新株予約権を行使すれば、買収者の議決権が希釈化するという効果が生ずる。

このようなポイズン・ピルは、買収者とそれ以外の株主を差別的に取り扱うもので、一見すると株主平等原則に反するように思われる。¹⁹⁾しかし、現在までに公表された見解では、株主平等原則に違反するものとはいえないという立場が有力である。また、企業価値報告書および買収防衛策指針は、これらの見解にいわばお墨付きを与えたような状況を呈している。そこで、以下では、そのような平等原則違反を否定する立場の根拠を、順次検討することにする。

(2) 平等原則違反否定説の根拠とその検討

(イ) 形式的根拠

まず、形式的な根拠として、交付制限型ポイズン・ピルにおいて、新株予約権の交付対象から買収者を除外する点について、新株予約権を交付するのは会社以外の第三者であるから、株主平等原則の適用はない、とする見解が

ある。⁽²⁰⁾しかし、新株予約権をいったん第三者に発行しておくのは、ポイズン・ピルをいわゆる平時に導入しておくことが望ましい反面、わが国では株式の移転に伴って移転する新株予約権（新株予約権付株式）が制度上認められないことから、⁽²¹⁾これを克服する手段として考案されたものである。⁽²²⁾新株予約権を引き受けてこれを株主に交付する第三者は、通常会社からの独立性が低いかまたは新株予約権の交付先について裁量権がないとみられ、そのような場合には、実質上会社による新株予約権の交付と同視すべきケースが多いであろう。

第二に、行使制限型ポイズン・ピルにおいて、新株予約権の行使権者から買収者を除外するのは、新株予約権者の間の不平等ではあっても、株主間の不平等の問題ではない、とする見解もあろう。⁽²³⁾しかし、新株予約権者間の扱いも、株主間と同様に平等取扱いが要請されるし、より正確には特定の株主（買収者）が権利行使できない条件で新株予約権を株主割当て交付することは、やはり株主間の差別的取扱いというべきである。

(ロ) 機会的平等

ライツ・プランでは、誰でも一定の要件を満たした場合には、一定の不利益を生ずるから、不平等取扱いとはいえないとする見解もある。⁽²⁴⁾これは、いわゆる機会的平等が確保されていれば、事後的な平等が達成されていなくともよいとする立場であろう。しかし、一定の要件の設定が、ある特定の属性に基づく場合には、むしろ属性的な差別的取扱いと見なければならぬ。⁽²⁵⁾

たとえば、かつて商法で認められていたように（昭和二五年改正前商二四一条一項但書参照⁽²⁶⁾）、一定数以上の株式保有者の議決権数を定款で制限するようなことが現行法上も認められるか、については疑問である。⁽²⁷⁾

(ハ) 属性的取扱い

企業価値報告書は、行使制限型ポイズン・ピルについて、「日本の商法上、新株予約権の行使条件については、

特に制限はなく、また、新株予約権の行使は、株主としての権利及び義務の内容ではないため、差別的行使条件の付いた新株予約権の発行は、株主平等原則に反するものではないと考えられる⁽²⁸⁾とし、また買収防衛策指針は、「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こと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⁽²⁹⁾。同様に、新株予約権の行使者を特定の属性をもった者に限定することは、従来から取締役・従業員へのインセンティブ報酬としてのストック・オプションにおいて認められてきたという見解もある⁽³⁰⁾。

しかし、新株予約権を行使する権利はいわゆる株主権の固有の内容でないとしても、いったん株主割当て（すなわち株主としての資格を前提に）新株予約権を発行すれば、その内容は、会社と株主との法律関係を構成するといわざるをえない⁽³¹⁾。したがって、株主割当てで新株予約権を発行するに際して、特定の株主が権利を行使できないとする条件を付すことは、特定の属性を基準として、株主の間で差別的取扱いをすることになるのではないだろうか⁽³²⁾。また、取締役・従業員に対するストック・オプションは、インセンティブ報酬の付与という明確な目的のために、取締役・従業員という資格（属性）を基準として、新株予約権を付与しているのであり、株主資格を前提として新株予約権を付与しているわけではない。それゆえ、この場合はいわゆる第三者資格に基づく法律関係であって、株主平等原則とは関係がないといえよう。

また、企業価値報告書は、交付制限型ボイズン・ピルについて、「一定割合以上の株式を有する者以外の者についてのみ新株予約権の割当を行うことは、新株予約権の割当について法律上特に制限は設けられていないことから、株主平等の原則に反しない⁽³³⁾」とし、さらに買収防衛策指針も、「新株・新株予約権の引受権は、公開会社の株主に認められておらず、新株・新株予約権の割当は、株主の権利とは無関係であるから、買収者以外の株主に対して

のみ、新株・新株予約権の割当を行うことは、株主平等の原則に違反するものではない」とする。⁽³⁴⁾

確かに、第三者割当による新株や新株予約権の発行は、割当先が特定の株主であっても、株主資格ではなく第三者資格に基づく行為であるとして、株主平等原則の問題は生じないのが原則である。しかし、新株ないし新株予約権の割当の実態が、株主資格を前提とし、かつ株主の持株数に応じて比例的に割り当てられるような場合には、実質的に見て株主割当による発行と解する余地があり、特定の大株主（買収者）のみを除外して割当を行うことは、株主平等原則に違反する疑いが強くなろう。

(二) 合理性の例外

株主平等原則は、差別的な取扱いを形式的にとらえるのではなく、その理論的根拠である衡平の観念に合致する合理的範囲では、例外が認められるべきであるという見解もある。⁽³⁵⁾ 確かに、株主平等原則の適用は、形式判断基準によるから客観的で明確性に優れている反面、機械的かつ硬直的であり、ともすると過度に厳格な結果となる危険性があることが指摘される。⁽³⁶⁾ それゆえ、差別の程度が軽微な場合にまで、一律に形式的かつ硬直的に平等原則を適用するべきでなく、ある程度柔軟で弾力的な解釈が必要となる場合もある。⁽³⁷⁾

そして、学説上、社会通念上合理的限度を超えないかぎりでの差別待遇は許容されるとか、⁽³⁸⁾ 株主平等原則自体が政策上の原理であるため、何らかの合理的な政策目的により株主平等原則の例外が認められる、⁽³⁹⁾ とする立場もある。⁽⁴⁰⁾ このうち、前者の見解が、差別の程度が軽微かどうかを判定する基準として合理性に依拠する趣旨であるならば、肯首できると考える。しかし、一般的にいえば、何が合理的かはもとと一般条項的な基準であり、このようなあいまいな基準でもって例外を認めることは、株主平等原則の利点である明確性・法的安定性に欠けることになってしまう。とくに会社支配権をめぐる紛争に際して、敵対的買収を退けることが合理的であるとして、大株主となっ

た買収者の議決権を希釈化するという、株主の基本的権利である議決権に制約を加えることとなる防衛策を、法の明文規定なくして平等原則に反しないと断ずることは、疑問を禁じえない。^④

(ホ) 本人の承認

株主平等原則違反があっても、不利益を受ける株主の承認があれば瑕疵が治癒すると解されているが、ライツ・プランによる不利益を認識しながら、あえて買収を強行した者との関係では、株主平等原則は適用されないという見解もある。^{④②}しかし、ライツ・プランが株主平等原則に違反するものである場合には、この内容を認識しながら買収を強行したとしても、不利益を受けることを承認したとまではいえないであろう。

四 おわりに

上村達男教授は、「株主平等原則は株式会社制度の展開の過程において成立してきた歴史的存在であり、米英には今でも株主平等原則はない。……（中略）……後進資本主義国ドイツ・日本が株主平等原則という大原則を重視してきているのは、それを欠いたのでは大株主の専横を司法レベルで確実にチェックしえないためであり、その意味でその役割はきわめて大きい。」^{④③}といわれている。米英とドイツ・日本に関するこのような見方を支持するかどうかは別として、株主平等原則も、法や社会の状況の変化とともにその役割を変化させることは当然であろう。しかし、わが国において、株主平等原則が果たすべき機能が、なお存在することも確かである。

株主平等原則には、取締役の業務執行に関する裁量権の逸脱を防止する機能がある。その際、通常の業務執行の場面では、株主平等原則の硬直的な適用を避けて、柔軟な解釈が求められることもあろう。しかし、敵対的企業買収に対する企業防衛の局面では、取締役の利益相反の問題があるため、通常の業務執行とは異なる要素があり、む

しろ株主平等原則を厳格に適用すべきであるとの立場も成り立ちうる。ポイズン・ピルが株主平等原則に違反しないとする立場は、敵対的買収に対する防衛策としてのポイズン・ピルを認めるべきであるという価値判断が優先し、先に結論ありきのいささか強引な議論になっているように思われる。結論の妥当性も重要ではあるが、冷静な議論が必要であろう。

- (1) 宮入バルブ事件（東京地決平成一六年六月一日判時一八七三号一五九頁）、ニッポン放送事件（東京地決平成一七年三月二一日金判一二二四号六頁）、ニレコ事件（東京地決平成一七年六月一日金判一二二八号八頁、東京地決平成一七年六月九日金判一二一九号二六頁、東京高決平成一七年六月一日金判一二一九号八頁）、日本技術開発事件（東京地決平成一七年七月二九日金判一二二三号四頁）である。なお、厳密な意味での敵対的買収の事例ではないが、イチヤ事件（高知地決平成一六年六月一日資料版商事二五一号二六頁、高知地決平成一六年七月八日資料版商事二五一号二二頁）、ダイソー事件（大阪地決平成一六年九月二七日金判一二〇四号六頁）、ベルシステム24事件（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、東京高決平成一六年八月四日金判一二〇一号四頁）も参照。
- (2) 企業価値研究会「企業価値報告書」（二〇〇五年五月二七日）。
- (3) 経済産業省・法務省「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）。
- (4) 各社の買収防衛策の内容およびその分析については、河合信之「『有事』の際の企業買収防衛策の発動等に関する会社判断のあり方」月刊監査役五〇二号五八頁以下（二〇〇五年）、七五頁以下、三苫裕・玉井裕子「六月総会会社における企業買収防衛策の導入とそのあり方」商事一七三七号三〇頁以下（二〇〇五年）など参照。
- (5) 代表的なものとして、武井一浩・太田洋・中山龍太郎編著『企業買収防衛戦略』（商事法務、二〇〇四年）、野村證券株式会社IBコンサルティング部編『敵対的M&A防衛マニュアル』（中央経済社、二〇〇四年）など参照。
- (6) 落合誠一「株主平等の原則」『会社法演習Ⅰ』二〇七頁以下（一九八三年）、二〇八頁、鈴木竹雄・竹内昭夫『会社

法』一〇六頁(第三版、有斐閣、一九九四年)、北沢正啓『会社法』一六二頁(第六版、青林書院、二〇〇一年)、河本一郎『現代会社法』三八頁(新訂第九版、商事法務、二〇〇四年)、神田秀樹『会社法』四八頁(第四版補正版、弘文堂、二〇〇三年)、前田庸『会社法入門』八七頁(第一〇版、有斐閣、二〇〇五年)、江頭憲治郎『株式会社・有限会社法』一九九頁(第四版、有斐閣、二〇〇五年)。

(7) 平成一七年成立の会社法でも、同趣旨の規定が設けられている。会社法一〇九条一項。

(8) 出口正義『株主権法理の展開』一三二頁(文眞堂、一九九一年〔初出一九七八年〕)。

(9) 判時一五九八号一五二頁。この事案については、判決の結論は正当であるが、その理由づけは問題があると考ええる。すなわち、総会における株主の座席の位置は、事実上有利不利があるとしても、法的にはどの座席であれ平等であって有利不利はないと解すべきである。そうでないと、総会会場において有利な座席(前方)と不利な座席(後方)を設けるという会場設営自体が、株主平等原則に違反する措置であることになってしまふであらう。

(10) 平等命題の多義性については、平井宜雄『法政策学』一〇六頁以下(第二版、有斐閣、一九九五年)が参考となる。

(11) 山口幸五郎『会社法概論』一一四頁(法律文化社、一九八八年)、加藤徹『会社法』四七頁(中央経済社、二〇〇四年)、森淳一朗・吉本健一編『会社法(エッセンシャル商法*1)』五三頁(第九版、有斐閣、二〇〇五年)。

(12) 出口・前掲注(8)一六九頁。

(13) 新山雄三『論争「コーポレート・ガバナンス」』一二四頁以下(商事法務研究会、二〇〇一年〔初出一九九九年〕)。

(14) なお、弥永真生『リーガルマインド会社法』三五頁注(3)(第九版、有斐閣、二〇〇五年)参照。さらに森本滋教授は、株式社員権論(株主オーナー論)を前提とした場合には、株主の財産権としての持分権を保護するために持株数に比例した厳格な平等取扱いが要求されるのに対して、株主の監督は正権は、株主民主主義の理念を基礎に、頭数平等原則が原則とされるが、差別的な取扱いが一切許されないものではないとされ、またこれとは別に、団体の法律関係を律する衡平ないし信義誠実の原則から、会社はすべての株主を持株数に関係なく公正に取り扱うべきであるが、これは株主の持分権を確保するための平等原則とは趣旨を異にし、会社は状況に応じて弾力的な取扱いをなすことができる」とされる。森本滋「株主平等原則と株式社員権論」商事一四〇一号二頁以下(一九九五年)。

(15) 出口・前掲注(8)一五二頁参照。

- (16) 最三判昭和四五年十一月二四日民集二四卷二二号一九二六頁では、一般株主には無配としながら、特定の大株主に對して、無配直前の配当金に見合う金額を贈与する契約が、株主平等原則に違反し、商法一九三条本文の趣旨に徹して無効であるとされた。
- (17) 大隅健一郎・今井宏『会社法論上巻』三三八頁（第三版、有斐閣、一九九一年）、出口・前掲注(8)一七五頁。
- (18) 東京地決平成六年三月二八日判時一四九六号二二三頁。公募の場合について同旨、鈴木竹雄「株主平等の原則」『商法研究Ⅱ』二八五頁（有斐閣、一九七一年〔初出一九三〇年〕）、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』四二二頁以下（有斐閣、一九五六年）、四三三頁。
- (19) 平等原則違反肯定説としては、江頭憲治郎ほか（座談会「新株予約権・種類株式をめぐる実務対応」〔下〕「商事一六二九号四頁以下（二〇〇二年）、九頁」〔前田雅弘、江頭憲治郎発言〕、家田崇「取締役会決議に基づく新株予約権の発行を用いた敵対的企業買収の防衛」判タ一一七号七九頁以下（二〇〇三年）、新谷勝「敵対的企業買収」一三六頁（改訂版、税務経理協会、二〇〇五年）、末永敏和・四宮章夫編著『企業防衛法務と戦略』一五頁（民事法研究会、二〇〇五年）参照。なお、戸田裕之「敵対的企業買収と防衛策」立命館法政論集三三三四頁以下（二〇〇五年）も参照。
- (20) 石綿字「敵対的買収防衛策の法的枠組みの検討〔下〕」商事一七二二号二四頁以下（二〇〇五年）、三三頁（注五八）。
- (21) 江頭ほか・前掲注(19)三〇頁（前田発言）。
- (22) 中山龍太郎「日本型ライツ・プラン（ポイズン・ピル）導入に係る法的課題」太田洋・中山龍太郎編著『敵対的M&A対応の最先端』二二五頁以下（商事法務、二〇〇五年）、二四一頁。
- (23) 武井・太田・中山・前掲注(5)六四頁、石綿・前掲注(20)二五頁参照。
- (24) 石綿・前掲注(20)二五頁。
- (25) 山口・前掲注(11)一一六頁、加藤・前掲注(11)四九頁参照。たとえば、株主権行使のための保有期間要件や少数株主権については、どの株主もその条件を満たせば権利を行使できるが、権利を行使しうる者と行使しえない者が生ずることを認める点で、株主平等原則の例外を定めたものであると解されている。上柳克郎ほか編『新版注釈会社法(3)』一六頁（有斐閣、一九八六年）〔前田庸、鈴木・竹内・前掲注(6)一〇八頁、北沢・前掲注(6)一六五頁〕。
- (26) 昭和二五年改正前商法二四一条一項「各株主ハ一株ニ付一個ノ議決権ヲ有ス但シ定款ヲ以テ十一株以上ヲ有スル株主

ノ議決権ヲ制限シ又ハ株式ノ譲受ヲ株主名簿ニ記載シタル後六月ヲ超エザル株主ニ議決権ナキモノトスルコトヲ得」

(27) これは、現行法上一株一議決権（単元未満株を除く）の原則（商二四一条一項）が強行法であるからという理由で説明することも可能であろう。しかし、明文規定のない他の比例的権利（株式分割や合併において持株数に比例して新株割当を受ける権利など）についても、やはり大株主の権利を制限することは許されないのではないだろうか。

(28) 企業価値報告書七六頁。

(29) 買収防衛策指針六頁（注4）①。同旨、竹平征吾「希釈化型ボイゾン・ピルの適法性」商事一七二九号三二頁以下（二〇〇五年）、三四頁。

(30) 中山龍太郎「日本版ライツ・プラン（ボイゾン・ピル）導入に係る法的課題」落合誠一先生還暦記念『商事法への提言 四〇三頁以下（商事法務、二〇〇四年）、四二一頁、石綿・前掲注（20）二五頁。

(31) 固有の株主権の内容ではない株主優待制度にも、株主平等原則の適用があるとするのが通説的見解である。落合・前掲注（6）二二二頁、前田・前掲注（25）一四頁、大隅・今井・前掲注（17）三三八頁。

(32) 企業価値報告書や買収防衛策指針のような考え方に立てば、逆に一定数以上の株式を有する株主のみが行使できる新株予約権を株主割当で発行することも、株主平等原則に反しないことになってしまおうのではないだろうか。

(33) 企業価値報告書七七頁。

(34) 買収防衛策指針七頁（注4）②。同旨、竹平・前掲注（29）三四頁。

(35) 石綿・前掲注（20）二五頁、三三頁（注五九）、大杉謙一「敵対的買収と防衛措置の法的効力に関する一試論」落合誠一先生還暦記念『商事法への提言』四六九頁以下（商事法務、二〇〇四年）、五一〇頁注（54）、企業価値報告書八二頁。

(36) 落合・前掲注（6）二二二頁、江頭・前掲注（6）一二四頁参照。

(37) 前田・前掲注（25）一四頁、鈴木・竹内・前掲注（6）一〇八頁。

(38) 落合・前掲注（6）二二三頁。

(39) 上村達男「株主平等原則」竹内昭夫編『特別講義商法Ⅰ』一三頁以下（有斐閣、一九九五年）、一二頁。

(40) 株主平等原則をつらぬくことが会社自体の利益を害するような場合には、会社はこれに反することができるという見解として、大隅・今井・前掲注（17）三三七頁参照。

(41) 社会通念上合理的限度を超えないかぎりでの例外を認める見解が、このような防衛策までも認める趣旨であるかは、疑問が残る。

(42) 石綿・前掲注(20)二五頁。

(43) 上村・前掲注(39)一八頁、二〇頁。