The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	ブルドックソース事件の私的総括
Author(s)	末永, 敏和
Citation	阪大法学. 2012, 62(3,4), p. 331-364
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/60133
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私的総括

末永敏和

まえがき

私が大阪大学の在籍時に遭遇し、かつ若干ながら関係した会社法上の最重大事件は、平成一九年に発生したいわゆる「ブルドックソース事件」である。私は、この事件の第一審決定に際し、債権者（スティール・パートナー等）側から、東京地裁に鑑定意見書を提出し、さらに債権者の請求を斥けた東京地裁決定[1]を批判して、東京高裁に対して追加鑑定意見書を提出した[2]。なお、東京高裁[3]も債権者側の抗告を斥け、債権者側は上告したが、これも最高裁によって棄却された[4]。本稿は、この事件の全体を総括して、最終的な私見を提示しようとしてまとめたものである。

〈事件の事実関係の概要〉

Y株式会社（債務者・被広告人・被上告人）は、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証第二部上場会社であり、平成一九年六月八日時点の発行可能株式総数は七八一三万一〇〇〇株、発行済株式総数は

一九〇一万八五六五株である。

X（債権者・抗告人・上告人）は、日本企業への投資を目的とする投資ファンド（英領ケイマン諸島法に基づくリミティド・パートナーシップ）であり、平成一九年一月一一日に、関連法人とともに大量取得報告書（変更報告書）を提出し、関連法人と併せY社株式一九三万株（合計で発行済株式総数の約一〇・一パーセント）を保有していること、保有目的が株主としてのリターンの享受のための投資および状況に応じて経営陣への助言・提案等を行うことであること、その取得に要した資金の額は約一八億一七〇〇万円であること等を明らかにした。しかし、Xは、平成一七年一〇月にY社の経営陣と一度接触をもった以外、Y社に対し次に述べる書簡を送付するまで、Y社の経営陣に対し経営方針や取締役の選任につき具体的な提案をしたことはなかった。

Y社は、平成一九年五月一六日に、Xから、Y社の発行済株式の全部の取得を目的として、取得株式数に下限を付さずに公開買付けを実施することを意図している旨の書簡を受領した。次いで同月一八日に、Xのため株式等の公開買付けを行うことを目的に設立し、Xが全持分を保有する訴外A（デラウェア州法上のリミティド・ライアビリティ・カンパニー）が、Y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社株式の公開買付け（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、同日から同年六月二八日まで、買付価格は一株一五八四円とされていたが、同年六月一五日に、買付期間は同年八月一〇日まで、買付価格は一株一七〇〇円と変更された。公開買付開始届出書の記載によれば、当初の買付価格はY社株式の本件公開買付け開始前の複数の期間における各平均市場価格にXにおいて適切と考えるプレミアム（約一二・八二パーセントないし約一八・五六パーセント）を加算したものである。

Y社は、同年五月二五日に、A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、Aは、同

年六月一日に、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、①X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、②Xが現在のところY社を自ら経営するつもりはないこと、③Y社の企業価値を向上させることができる提案等を、どのようにして経営陣に提供できるかということについて想定しているものはないこと、④XはY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、⑤Y社の日常的な業務を自ら運営する意図を有していないため、Y社の行う製造販売事業に係る質問について回答する必要はないことなどが記載され、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。

本件回答書を受け、Y社取締役会は、同月七日、本件公開買付けは、Y社の企業価値をき損し、Y社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社取締役会は、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、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、同年六月二四日に開催予定の定時株主総会に付議することを決定した。当該定款変更議案は、いわゆる差別的行使条件（新株予約権者のうち一定の者は、新株予約権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、株主総会の特別決議または株主総会の特別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旨のものであった。

定時株主総会において、前記①②の議案は、いずれも出席した株主の議決権の約八八・七パーセント、議決権総数の約八三・四パーセントの賛成により可決された。可決された新株予約権の無償割当ての概要は、以下のようで

あった。

㋐基準日（平成一九年七月一〇日）の株主名簿・実質株主名簿上の株主に対し、Y社株式一株につき三個の新株予約権を無償割当てする。

㋑新株予約権無償割当ての効力発生日を平成一九年七月一一日とする。

㋒新株予約権一個の行使によりY社普通株式一株が交付される。

㋓新株予約権の行使価額は一円とする。

㋔新株予約権の行使期間は平成一九年九月一日から同月三〇日までとする。

㋕XおよびAを含むXの関係者はその新株予約権を行使できない（いわゆる「差別的行使条件」）。

㋖Y社は、その取締役会が定める日（行使期間の初日よりも前の日）をもって、XおよびAを含むXの関係者が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、本件新株予約権一個につきY社普通株式一株を交付することができる。Y社は、その取締役会が定める日（行使期間の初日よりも前の日）をもって、XおよびAを含むXの関係者が有する本件新株予約権を取得し、その対価として、本件新株予約権一個につき三九六円（当初の公開買付価格の四分の一に当たる）を交付することができる。

㋗本件新株予約権を譲渡により取得するには、Y社取締役会の承認を要する。

Y社取締役会は、①②の議案の可決後、株主に対する課税上の問題から、XおよびAを含むXの関係者から上記の取得条項に基づく新株予約権の取得ができないと判断される場合でも、同人らになんらの負担・義務を課すことなく、Y社として同人らからその有する全新株予約権を一個につき三九六円で譲り受ける旨を決議した。

Xは、上記の定時株主総会に先立つ六月一三日に、本件新株予約権無償割当ては、①株主平等の原則に反し法

令・定款に違反する、②著しく不公正な方法によるものであると主張し、本件新株予約権無償割当ての差止め（会社二四七条の適用または類推適用）を求める仮処分命令の申立てをした。

第一章　東京地裁への鑑定意見書の概要

一　新株予約権の無償割当ての法令・定款違反

1　本件買収防衛策としてのライツプランの適法性

（一）　そもそも買収防衛策としてのライツプランは、株主平等原則違反の違法といえないか。それは本件でも当てはまるのではないか。むしろ、問題が大きいといえるのではないか。

株主平等の原則については、従来から明文の規定がないにもかかわらず、当然のこととして認められてきた会社法上の原則であり、大衆から大量の資本を集める株式会社の存立基盤にかかわる大原則といえる。現行の会社法では、一〇九条一項に明文の規定が置かれるに至ったが（ただし、株主の持株数だけでなく株式の内容に応じた平等とされた）、同規定下においても、少なくとも同じ種類の株式については、（持株数に応じて）同じ取扱いを受けるのは当然のことといえる。

ライツプランは、①新株予約権を特定の第三者に発行しておき、敵対的買収者が現れたとき（特定割合以上の議決権を取得したとき）、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、②発行時に買収者以外の株主のみが権利行使できるという条件を付けておいて、買収者も含めた全株主に新株予約権を交付するが、買収者は行使できないという仕組み（行使制限型）のものをいう。本件では、「行使不可条項」が付けられているから、行使制限型といえる。ただ、「取得条項」が付いている点が通常の行使制限型とは異なるといえる（後

述)。株主平等の原則とライツプランとの関係について、日本の学説の多くが当然に有効であるかのような議論をしている。これに企業価値報告書や買収防衛指針は、お墨付きを与えているかの観がある。はたしてそうであろうか。

行使制限型について、新株予約権の行使権者として買収者を除外するのは、新株予約権者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るようであり[5]、また、企業価値報告書や買収防衛指針は、新株予約権の行使権は、株主権の内容ではないとするが、買収者という特定の株主が権利行使できない条件で新株予約権を無償割当てで交付することは、やはり株主間の差別的取扱いとして、株主平等の原則に反するといえる[6]。

また、株主平等の原則は絶対的ではなく、合理的理由があれば、例外が許されるとする見解が有力であるが、これは株主優待制度を念頭に置いた議論であり、株主の支配権を左右するような事柄（ライツプラン）まで、合理的理由でもって例外を認めることは明らかに行き過ぎである[7]。

(二) 次に、ライツプラン一般について、誰でも一定の要件を充足する場合、一定の不利益を受けるので、不平等取扱いではないとする見解もあるが[8]、属性的な差別的取扱いが株主平等原則の例外として許されるのは、少数株主権とか議決権上限株式のように法律により特に認められた場合に限るものと考えられる。したがって、法律の根拠がない場合には、仮に定款の定めを設けたとしても、属性的な差別的な取り扱いを行うことは株主平等原則違反になる[9]。

この点、会社法上、買収防衛のためであれば株主平等原則に反するような措置ができるとの規定はない（会社法施行規則一二七条は、株式会社の支配に関する基本方針がある場合には事業報告に記載・記録するよう求め、右基本方針に基づく取り組みの具体的内容として、「不適切な者」による支配防止の仕組みを事業報告の内容としてい

るが、このような内容を事業報告に記載・記録するよう求めた会社法の規定はない。)。

株主平等の原則に違反する株主総会決議は、たとえ特別多数決で成立したとしても、決議内容が法令に違反するものとして無効である。この点については、古くより判例がある。[10]

さらに、本件無償割当ては「一定の要件に該当する株主」に不利益を与えるものですらなく、スティールという特定の名宛人のみをいわば狙い撃ちで排除するものであり、このような場合は株主平等原則への違反の程度はいっそう高まる。また、本件は、差別的取扱いの内容について、定款ですら定めておらず、株主総会の特別決議において発行決議をするのみであり、違反の程度はいっそう高まるといえる。

2　不均等な「取得条項」の適法性

本件では、一定の日（基準日）の株主全員に新株予約権を割り当てるが、特定の株主（つまり債権者たるスティール側）に割り当てられる新株予約権には、「行使不可条項」が付けられている上に、「一定額の現金を対価とする取得条項」が付されている一方で、他の株主に割り当てられる新株予約権には「行使不可条項」はなく、「普通株式一株を対価とする取得条項」が付されている。しかし、取得条項付新株予約権（会一三六条一項七号イ）を発行するときでも、その条件は同じ種類の株主であれば、均等の条件でなければならない（会一〇九条一項）。したがって、本件の新株予約権の無償割当ては、株主平等原則に反する。

また、新株予約権の無償割当ては、株主の保有する株式数に応じてなされなければならない（会社法二七八条二項）。すなわち、無償割当ての制度においては、株主ごとに異なる取り扱いをすることは全く予定されておらず、全ての株主に、保有する株式数に応じて平等に取り扱うことが予定されているのである。同三項が無償割当に関する事項の決定を取締役会に委ねているのは、新株予約権が全ての株主に実質的にも平等に割り当てられることから、

株主の利益に重大な影響を与えるものではないとの考慮であると考えられる。そうすると、新株予約権の取得対価として、スティール側には現金を、他の株主には株式を交付するものとする本件新株予約権の無償割当ては、そもそも行いうるものではないといえる。

3　取得条項の行使に関する裁量に関する問題

本件の取得条項付新株予約権の取得条項では、会社は一定の事由が生じたことを条件として、新株予約権を取得することができるとしている（会二三六条七項イ）。これは、会社に取得に関し裁量権を与えるものである。会社側は必ず取得する旨表明しているものの、取締役会の決議は、取締役会限りで撤回することが可能であることから、取得が必ずなされるという法的な保障はないといえる。

なお、後述する株主総会決議の瑕疵との関係では、決議の内容のみに着目すべきであり、特別決議の内容として買取り義務が定められていない以上は、後に取締役会が取得条項を行使する旨の決議をなしたとしても、瑕疵は治癒されず、特別利害関係人の関与による著しく不当な決議（八三一条一項三号）として取消の瑕疵を帯びるものと考える。

二　著しく不公正な発行

1　基準日以降に大きく株主変動がある場合に、会社の運命に影響を及ぼす事項を議題として提示し、議案を決議するのは、「著しく不当な決議」になる可能性がある。基準日と総会日との間が極めて長期間で、かつＴＯＢがなされ株主構成が大きく変動する可能性がある中で、具体的に株主の支配比率に大きく影響を与えるような議題・議案（買収防衛策としての新株予約権の無償割当て）を提案し・議決すること自体、「著しく不公正な発行」とな

るといえよう。著しく不公正な発行としないためには、新たな基準日を設定して臨時株主総会を開催して、決議に諮るべきである。

また、後述するが、事前導入ではなく、有事に、特定の株主を狙い撃ちにした防衛策を導入することは、明らかに株主の期待を害し、著しく不公正であるといえる。

2　本件では、何のために新株予約権の発行（無償割当て）をするのかという目的に疑問がある。端的にいえば、会社側も認めるように、新株予約権は買収防衛のための発行でしかない。現行法の下で、新株予約権は、必ずしも資金調達の目的だけに発行する必要がないことは認めざるをえないが、最低限、会社の利益（企業価値の増進といってもよい）のために発行される必要があることはいえる。しかし、本件では、「取得条項」により会社がスティール側の新株予約権の取得をすればむしろ損害となり、会社の利益とならないことは明白である以上、買収者の支配比率を低下させる、つまりは現経営者の地位を守るためのみのものといわざるを得ない。この点、会社側は、スティール側が会社の支配権を握ることにより、「企業価値」が毀損されることを、本件無償割当ての正当化根拠として繰り返し主張している。しかし、会社にとっての「企業価値」は何か、という点について、経営陣が一方的に決定している点で、会社の所有者としての株主を軽視する主張であり、また、真に企業価値が毀損されるのであれば、それを他の株主に対して説明し、公開買付けに応じないよう要請することで足りるというべきである。さらに、多数派株主が考える「企業価値」ないし経営方針に賛同しない場合に少数派株主が蒙る不利益は、自らの意見を経営に反映することが出来ないという点に尽きるものと考えるべきである。

ニッポン放送事件東京高裁平成一七年三月二三日決定は、会社の支配権に現に争いが生じている場合において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者またはこれを支持し事実

上の影響力を及ぼしている特定の株主経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権発行がされた場合には、原則として、「著しく不公正な方法」による新株予約権の発行に該当するとし、ただ、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する。そして、特段の事情とは、グリーンメーラー等、四つの場合、要するに「会社を食い物」にしている場合であるとする。この決定は、経営権確保のための新株予約権の発行は、原則的に違法（著しく不公正）であることを前提とし、特定の例外的場合にのみ適法としてこれを許容するものである。

本件において、スティール側は以上の四つの場合に該当するか、換言すれば、企業価値・株主共同の利益の明白な侵害をもたらすのか、会社側（債務者）はこの点につき十分説明をしていない。また、会社側は投資家であるスティールに対し執拗に経営能力の欠如を指摘するが、所有と経営が完全に分離した上場企業においてスティール自身にこのような能力を要求するのは筋違いというものであろう。また、事前警告型買収防衛策を導入していなかった会社に対するスティールの情報開示が不十分であると指摘している点も、不適切のそしりを免れない。

著しく不公正な新株発行が、株主総会の特別決議でその正当性を回復させるものではないことは、新株予約権の募集発行（第三者割当であろうと公募であろうと）だけでなく無償割当てについてもいえることである。

3　私自身は、自己株式取得に関する三井鉱山事件の最高裁判決（平成五年九月九日）に示されているように、買収防衛策は、緊急避難としてこれを講じることは認めてよいと思われるが、本件はそれに該当しないと考える。緊急避難とは、会社に回復しがたい不利益が生じるような場合である。スティールは壊し屋ではないし、グリーンメーラーでもない。れっきとした投資ファンドである。

4　会社は二三億円もの代金を払って支配権を確保しようとしている（会社側陳述書）。これが会社の利益になるのか。一〇億は自己資金から調達可能であるが、残りは他人資本によらざるを得ないという。このように、会社財産を費消するのは、まずは経営陣の責任である（善管注意義務・忠実義務違反となる）。

会社側（債務者）は、本防衛策を総会の特別多数決で採用しようとしているが、特別決議が得られるのであれば、当然、スティールのＴＯＢは多くの株式を集めることができず、失敗に終わるはずであり、逆に特別多数決が成立しないのであれば、会社側の防衛策は取れないから、結局、いずれにせよ、いまこのような形で防衛策を導入する必要性に欠けるといえる。

本件防衛策は、スティール側のＴＯＢを受けてのいわば緊急時の防衛策である。しかもこの措置は、スティール側を狙い撃ちしており、スティール側以外には使えない策である。これは現に経営権をめぐる争いが生じており、現経営者の保身目的といわざるを得ないことを示すものである。

三　株主の不利益

本件防衛策により、債権者株主（スティール側）に不利益は生じないのか。まず、会社の取得が確実ではなく、取得がなされないときは、新株予約権の無償割当てによる希釈化される中では、その経済的価値は著しく減じるといえる。また、取得がなされても、支配的利益の点で大きな損害をこうむる。そのことは、その経済的価値にも大きく跳ね返ることはいうまでもない。

具体的に「取得条項」による取得価格を会社側が決定した根拠は債権者株主が行った当初のＴＯＢの価格にある。しかし、この取得価額が現在の株式の本当の価値に等しいといえるだろうか。取得価額がすなわち実際的価値とは

必ずしも一致しないのであり、その差額が経済的不利益であるといえる。株価は、その時々の条件によって常に変動するものであり、一定の額に固定して、交換時の時価を一切考慮しない点に問題点がある。結局、本件における新株予約権の取得価格は、スティール側の損害填補として適正とはいえない、すなわち十分な財産権保護がなされていないと考える。

四　（支配）株主を決めるのは誰か

債務者側はＴＯＢや企業買収（あるいは乗っ取り）がすべて悪のように捉えているふしがある。例えば、ＴＯＢは悪か。法律（金融商品取引法）がＴＯＢについて規制していることは、ＴＯＢを禁止しているわけではないことになり、法律は投資者保護を目的に、それが公正に行われるよう配慮しているにとどまる。つまり、法はＴＯＢを悪と見ているわけではない。ＴＯＢにも良いＴＯＢと悪いＴＯＢとがあり、すべてのＴＯＢに対し防衛することが正当化されるわけではない。ＴＯＢにおいては証券取引所での取引と同様、競争の原理が働くのであり、その公正さを確保するのが証券取引法（現金商品取引法）である。ここでは、基本的に所有をめぐる争いであって、日常的経営とは直結しない。つまり、目的が投資か日常的経営権奪取かはＴＯＢの正当性を左右しない。結論的にいえば、公開会社（上場会社）において、株主が誰になるべきかは、他の商品の取引と同様、市場競争によるのであり、株主総会ではなく、ましてや経営者たる取締役でもない。これこそが資本主義市場経済である。

さらにいえることは、本件のような会社（債務者）の行為を容認すれば、株主総会の特別決議があれば、いつでも少数株主を締め出すことを認めることになる。確かに、会社法は締め出し合併（キャッシュアウト・マージャー）を認めるにいたったが、法的に明確な根拠なしにこれを広げるのは、私有財産制の否定にもつながる重大

な事態であるといわざるを得ない（憲法は私有財産制を保障し、公共のためにのみかつ正当な補償を払って個人の財産権を奪うことを認めていることを想起されたい）。

第二章　東京高裁への鑑定意見書の概要

平成一九年六月二八日に東京地方裁判所民事第八部は、相手方であるブルドックソース株式会社が平成一九年六月二四日の株主総会決議に基づいて現に手続中の新株予約権無償割当てを仮に差し止めるとの抗告人の申立てを却下したが、却下理由および結論は、（旧）証券取引法および会社法に対する誤解に基づいていると思われる。以下、検討する。

一　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か

1　第一審決定（以下、「原決定」という）は、特定株主の持株比率の低下という不利益を受けても、株主総会の特別決議でかつ適正な対価が支払われ、株主としての経済的利益が平等に確保されているときは、当該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。

しかし、まず原決定は株主平等原則をあまりにも軽く扱い過ぎている。

すなわち、原決定は、新株予約権無償割当てについての会社法二四七条の類推適用の可否に関する判示では、本件新株予約権には「差別的行使条件」が付され、既存株主の地位に実質的変動が生じ、抗告人が持株比率および保有株式の経済的価値の低下という不利益を受けるおそれが生じることを認めている。しかし、新株予約権の行使条件や取得条項は、新株予約権の内容に関わり、株式の内容や株主としての資格に直接関係しないから、それらにつ

いて差別的取扱いをする新株予約権が発行されても、新株予約権が直ちに株主平等原則に違反するとはいえないとする。しかし、新株予約権自体が株主全員にその持株数に応じて与えられるのであるから、権利の付与のみならず、行使条件や取得条項も平等になされなければ、権利を平等に与えた意味がないものと考えるべきである。さらに付言すると、行使することもできず、取得条項により一方的に会社に取得されてしまうような新株予約権は、もはや「新株予約権」と呼ぶに値せず、本件は、抗告人以外の株主にのみ新株予約権を付与するに等しい事案である。従って、本件新株予約権は、明らかに株主平等原則に違反しているといえる。

さらに、原決定は、株主平等原則について、会社法は一定の場合に例外的取扱いを行う余地を認めているとして、本件の差別的な行使条件および取得条項に基づく抗告人の不利益が例外的取扱として許されるか検討するという。しかし、株主平等原則の例外は、明文の規定がある場合のみ認められると考えるべきである（この点、例外的取扱いが軽微なものである場合（株主優待制度等）には明文なくとも平等原則に違反しないものとする取扱はありうるとしても、本件はそのような軽微な例外的取扱いとは到底いえない）。原決定は、本件につき例外的取扱いを行う余地を認めている一般的な根拠条文を示せていない。すなわち、明文規定なしに、株主平等原則の例外を認めているのである。これは新たな立法であって、司法府の権能を逸脱している疑いがある。

また、原決定は株主総会の特別決議でもって少数株主の株主としての地位が失われあるいは利益が支配株主のみに与えられる場合を例に挙げたうえ、株主総会特別決議により行われ、適正な対価の交付により経済的利益が平等に確保されているときは、株主平等原則や会社法二七八条二項に違反しないという。しかし、会社法が明文でもって許容している例を挙げたとしても、本件のように明文の規定がない場合に株主平等原則の例外的取扱いを認める根拠とはなりえない。

2　原決定は、さらに、抗告人が新株予約権一個当たり三九六円の対価を取得することをもって株主の経済的利益が平等に確保されているといえるか検討し、三九六円が新株予約権の価値に見合っており、経済的利益も平等に確保されているという。

（一）　抗告人に経済的利益が確保されているか

原決定は、相手方が抗告人に割り当てられた新株予約権を取得条項に基づき取得しない余地があることがあると認めつつ、相手方取締役会の「仮に取得条項により取得しないこととなったとしても、譲受けにより新株予約権一個当たり三九六円で取得する」との決議を合理的な根拠無しに信頼し、抗告人は譲渡を申し入れることで、対価を受領できるとする。しかし、抗告人に法的権利が付与されたものではなく、相手方が取得する義務はない。実際に相手方の株主から取得をしないことを求めて株主代表訴訟が提起される可能性にかんがみれば、いかに「信頼」していたとしても、取得が行われる余地はない。

（二）　新株予約権の取得の対価を受領することは利益供与に該当するか

特に、対価の交付とその時点における相手方普通株式の市場価値の関係次第では、相手方が抗告人に対価を交付することが利益供与に該当するおそれがある。単に「取引行為」であることは、なんら利益供与を正当化する根拠とはなりえない。利益供与が取引行為を装ってなされることが多いことからすれば当然である。また、相手方による対価の交付は、抗告人から実質的に株主権を奪うことが目的であるから、対価の交付が「株主の権利行使に関する」利益供与に当たりうる。また利益供与の構成要件が充足される場合には、株主総会特別決議の存在をもって違法性が阻却されると解することは困難である。

（三）　一個あたり三九六円という金額について

原決定は、移転時の時価が一個当たり三九六円とは限らないという抗告人の主張に対し、三九六円の事実上の相当性をいうのみである。しかし、問題は、価格決定の申立て（会社法七八六条二項等）のような適正な価格が提供されることの制度的保障が全くないことであり、この点について原決定は何も語っていない。

3　さらに、原決定は、株主権（株式）の内容の理解について、根本的な誤解に基づいているものといわざるを得ない。すなわち、上記判示は、株主権は、議決権を中心とするいわゆる共益権と、剰余金配当請求権を中心とするいわゆる自益権とからなるという判例（最判昭和四五年七月一五日）・通説の理解（「株式社員権説」）を完全に否定するものである。このような見解は、共益権をあまりにも過小評価するものであり、到底、容認できるものではない。共益権があるからこそ、会社に投資する投資家もいるのである。

4　以上、「経済的不利益」が填補されておれば、そして当該行為が株主総会の特別決議に基づいていれば、株主平等原則違反ではないとする原決定の論旨は、今までの法常識から見て正当とは思われない。株主平等原則は、株主総会の特別多数決でも破れない法原則であることを今一度、確認すべきである。

二　本件新株予約権無償割当ては著しく不公正な方法で行われたものであるか

原決定は公開買付け等の買収に対する対抗手段を講じるか否かの判断主体は誰か、その場合の判断基準を示した上で、対抗手段の合理性と相当性について具体的に判断している。

この点にかかる原決定の判示でまず問題として指摘しなければならないことは、証券取引法と会社法の混同（未分離）である。以下、具体的に述べる。

1　会社が不法・不当な買収者に対し、防衛することそれ自体は許される場合もありうるであろう。しかし、そ

の防衛手段を発動する主体が取締役会と株主総会で発動要件が違うといえるのだろうか。

原決定は、ニッポン放送に関する東京高裁決定は、企業価値が損なわれるかどうかを取締役会が判断した事案であるから、本件には当てはまらないとする。しかし、本件新株予約権無償割当ても、買収者を排除し、現経営陣の地位を守るための防衛措置であり、原則的には許されないものであることを看過している。

すなわち、株主総会決議であろうと、議題や議案を出すのは取締役会であり、取締役会が主導していることは否めない。したがって、原決定は、本件においても、新株予約権無償割当てが、たとえそれが株主総会特別決議でもってなされたとしても、それが支配比率に大きく影響を与え、結果的に、現経営陣の地位を守るための防衛措置になっていることを問題にすべきであり（つまり、このような対抗手段は原則的に許されないという対場を明らかにした上で）、前述の東京高裁決定に従い、それが例外の四つの場合に該当するかどうかを具体的に検証すべきであった。そして、原決定は抗告人側がいわゆるグリーンメイラーであると認定しないでいるのであるから、本件新株予約権無償割当ては違法と判断すべきであった。

2　より根本的には、そもそも（支配）株主が誰であるべきかについて株主総会が決める権限があるかについて、原決定は思い違いをしている。

（一）　現経営陣と買収者の対置について

第一に、原決定は現経営陣と買収者を特に会社の「経営」の観点から対置させている。これが根本的な間違いのもとである。確かに証券取引法は、公開買付対象者の現経営陣に、公開買付けに対して意見を述べ、公開買付者に質問する権利を認めている。しかし、公開買付者はこの質問に必ず答える義務までも課していないし、理由を付せば回答を拒否しても構わない（平成一九年九月より施行された金融商品取引法でも、証券取引法と同様に、対象会

社に意見表明報告書の提出を義務付け、質問の記載を認め、その場合、買収者側が対質問回答書を提出しなければならないが、理由を付して質問に答えないという回答も許される予定である)。証券取引法は、公開買付対象者に、公開買付けに応じるか否かを株主、投資家が判断するための情報を市場に提供することを求めているのみであるからである。つまり、証券取引法は、公開買付けを認め(つまり支配株式の取得を認め)、それが公正に行われること、つまりは、公開買付けに応じるか否かを判断する現株主に対し、正確な情報を迅速に分りやすく伝えることを求めることが、証券取引法の精神である「投資者保護」に適うと考えているといえる。

他方、会社法では、株主総会に現経営陣と買収者のどちらが経営権を委ねるにふさわしい者であるかを判断することを期待してはいない。株式会社、なかんずく公開会社(上場会社)では、所有と経営は分離しており、買収者はすなわち株主(少なくとも将来の)であって、経営者ではない。株主は株主総会を通じて経営者を選任する権限を有しているに過ぎない。株主は、より良い経営者を選ぶ裁量を有しているが、悪い経営者を選んだからといって株主が責任を問われるわけではない。株主は、そのような悪い経営者を選んだ結果、業績不振となり、配当や株価で不利益を被るだけである。

要するに、現経営陣と買収者を対置させるのは、根本的に間違っているといわなければならない。

(二) 株主を選ぶのは誰か

原決定は、株主総会が株主を選ぶ権限がある旨判示するが、これは誤りである。株主を選ぶのは、株主総会ではなく、資本市場(証券取引所、公開買付市場)である。会社法一二七条が株式譲渡の自由を定めているのはその法的裏づけといえる。会社法では、株主総会は資本市場で決定した株主が集合して、会社の所有者としてその最高意思を決定する機関として位置づけられているに過ぎない。結局、公開会社(上場会社)である限り、株主がその仲

間を誰にするかを株主総会で決定する権限はないといってよい（種類株やキャッシュアウト・マージャー等で差別的取扱いをすることは認めているが、その基礎には株主の匿名性があるのであり、特定の者を仲間にするか否かを株主総会で決定する権限はない）。そうであれば、会社法の下で、株主ができるのは、せいぜい株主総会を通じて良い経営者を選ぶことまでである。特に現に公開買付けが開始されている場合に支配株主を誰にすべきか、その決定の手段として株主総会で新株予約権無償割当てをすべきか否かを議題、議案にするのは、株式譲渡の自由原則や会社法の精神に反する違法な行為であるといわざるを得ない。

（三）　株主に経営戦略を提示する義務はあるか

原決定は支配株主に経営戦略まで提示する義務がある旨述べているが、失当である。株主は、それが仮に支配株主であっても、経営戦略を策定するに足りる経営情報を保有していない。もし、そこまで求めるのであれば、現経営陣は買収者に対してあらゆる経営情報を伝えるべきである。情報の非対称性がある中で、株主（もしくは株主になろうとする者）に対して経営戦略を提示することを要求するのは、不可能を強いるものといわざるを得ない。

（四）　支配株主は経営能力が必要か

原決定は、現経営陣（取締役）と買収者（株主）を誤って対置させることによって、買収者が経営者に求められる資質を備えているかを問題にする。しかし、買収者は支配株主になろうとしているのであって、経営者になろうといっているのではない。支配株主になれば、自己の利益のためにも、企業価値を高めるにふさわしい経営者（取締役）を株主総会で選ぶ行動をするであろう。

3　新株予約権無償割当ての対抗手段の相当性についての部分の問題点

原決定は、本件新株予約権無償割当てが、現株主に公開買付けに応じるか否かを判断するための必要な考慮期間

が確保されなかったことに基づくやむをえない措置であることを相当性判断の基礎としている。しかし、証券取引法はいつでも公開買付けを開始することを許容しており、株主の考慮期間は買付期間として保障している。このような制度に問題があるのであれば、証券取引法の欠陥として、国会が欠陥を是正すべきことであり（私はこの点について証券取引法に欠陥があるとは思わないが）、裁判官が考慮期間の有無を独自に判断することは、三権分立に明らかに反する越権行為である。したがって、本件防衛行為がやむを得ないとする判断の理由は大きな問題点を抱えている。

また、原決定は、公開買付者は公開買付けの買付価格を見直すことができるから、抗告人側には買収防衛策たる新株予約権無償割当てによる不利益を回避する手段があり、また、公開買付けを撤回することによっても不利益を回避できるというが、証券取引法は、会社に、公開買付者にそのようなことを強制する権限を与えていない（ホワイト・ナイトを探してきてより高い価格での公開買付けをさせる等、他の合法的手段で実質上、撤回を迫ることはできる）。そのような行為は違法であり、かかる違法行為に屈して公開買付けを撤回する自由があるなどと言及すべきではない。

4　以上、原決定は、抗告人関係者による経営支配権の取得に対する対抗手段については株主総会の権限に属するものとし、株主総会が権限を濫用しているものに当たらない限り、著しく不公正な方法によるものとはいえないとする。そして、本件は、株主総会の権限の濫用にはあたらず、したがって著しく不公正な方法によるものとはいえないとする。しかし、これまでに述べたとおり、本件ではそもそも株主総会に本件対抗手段を行使する権限はない以上、権限の濫用の問題ではなく、違法な権限行使（法律の無視）である。

三　終わりに

原決定は、会社法の明文の規定がない場合でも、株主総会の特別決議さえあれば、経営陣もしくは多数派株主の意に沿わぬ反対者を会社から追い出しても良いということを公然と認めるものである。

今後の影響として、このような不当な防衛手段が認められると、ほとんどすべての防衛手段が、事前であれ非常時であれ、認められるということにもなりかねない。

これでは、外国から日本の会社の閉鎖性への非難が高まるだけでなく、日本企業に投資しようとする外国資本が減少することが懸念され、世界から資本を集めようとする政府（会社法、税法その他の諸政策）や証券取引所の政策の障害となる。

また、このような原決定は、欧米諸国に対し、日本は法理論的にも遅れた国であるとの疑念を抱かせてしまうおそれがある。日本が見習ったはずのアメリカでは、企業防衛手段は現経営者と買収者との交渉の余地を与える手段として機能し、実際に発動された例はほとんどないし、最近は、このような防衛措置を会社が率先して廃止していることに思いをはせるべきである。

結局、原決定は、いわば旧態依然とした日本的経営を覆すことにおびえ、現状を追認した極めて問題のある決定である。西欧法の「いいとこ取り」（規制緩和や定款（株主）自治といった）をし、または悪用するという従来型の実務慣行を追認するということでは、国際化の波に乗り遅れ、日本パッシング（passing）を招来するおそれすらある。

第三章　東京高裁決定とその批判

一　高裁決定の論旨

本決定は、①買収防衛策の発動自体について、証券取引法にも会社法にも明文の規定で排斥されているものではなく、合理的事情があるときは、是認されるとし、②その防衛手段が株主平等原則違反または不公正発行に該当するかどうかについては、買収者の属性も考慮しつつ、買収の手段としての公開買付けの態様に対比して、防衛策の必要性と相当性を相対的に判断するとし、③本件においては、買収者の属性を「濫用的買収者」とし、公開買付けの態様が企業価値ひいては株主平等の利益を害するものであり、防衛策の必要性と相当性を是認する。

二　本決定の問題点

1　買収防衛策の発動をニッポン放送事件では、経営支配権の争いがある場合には、それに影響を与えるような新株予約権の発行を原則的に違法とし、例外的に四つの事由のうち一つに該当すれば適法化されるとしていたのに対して、法律に規定がないにもかかわらず、真正面からこれを是認し、しかもその発動事由を「合理的事情」というような、裁量の余地を極めて広く認められるものとしており、会社としてやむにやまれぬ措置であるというような抑制的立場を放棄し、むしろ、歓迎すべき措置あるかのような立場へと転換をしている。現在の経営や会社支配の維持を是とし、それらの変化を異常（非）とする考え方が本決定の根底にあるものと思われ、この点に関して価値中立的な証券取引法や会社法の精神を逸脱した基本的立場自体、受け容れ難い。

2　株主平等原則違反または不公正発行該当性について、「買収者の属性」をも考慮するとしているが、それこ

そがこれらの判断に通低するものとして、大きく影響している要素と考えられるが、このようなことを軽々に考慮要素に入れるべきでも、また認定すべきでもない。本件決定は、買収者の属性を「濫用的買収者」と認定しているが、権利の濫用的行使を認定するのはともかく、買収者の属性として濫用的であると認定することは、存在そのものを濫用であると認定していることになり、この様なことは十分な吟味の上でなすべきであり、本件でこれがなされているとは到底思えない（このようなことは、裁判所が暴力団とかカルト教団とかいったレッテルを貼るようなものであり、「反社会的集団」という認定はよほど慎重になされるべきである）。まずは、どのような権利を濫用したか（あるいは違法行為を行ったか）を具体的に認定すべきであろうし、そのような権利濫用を過去・現在においてなしたことを具体的にいくつも列挙すべきであろう。本件で根拠とされた事実は、すべて違法ではないし、著しく不当といえないものばかりである。

3　公開買付けの態様が企業価値ひいては株主共同の利益を害すると認定している点も、納得のいく説明とはいえない。まず、企業価値に触れる脈絡で、会社は誰のものかという議論をしているが、本決定はここで会社は株主のものではなく、ステイクホルダー全体のものであるかのような論旨を展開しているが、経済論はともかく、法律論としては、会社は社員たる株主よって構成されるものであり、株主が主権者であることは、会社法全体の構成からいっても明白なことである。もちろん会社が社会的存在である以上、ステイクホルダーの利益を考慮することは、当然になされてよいし、現在ではなされるべきであろうが、それは従として位置づけられるべきであり、主客転倒もはなはだしい議論を法律を扱う者がするというのは、全くもって解せない。ここで裁判官は、司法ではなく、立法を行っているとしか言いようがない。いずれにせよ、公開買付けの態様について、どの点をもって違法とか不当としているのか、買収者により会社が壊されるおそれがあるとすら断定しているが、ファンド（特にスティール）

に対する予断と偏見に満ちた独断である。

4　本決定は、株主平等の原則とはそもそも何であるのかについて従来の考え方から大きく逸脱している。同原則は衡平の観念から出たものであることは、一般に認められているが、同原則の内容の精緻化が進み、例えば、森本滋教授は、株主主権者論を前提として、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り扱いが要求されるのに対して、株主の監督是正権は、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、差別的な取り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公平な意思審議誠実の原則から、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（三分法）。これを本件に当てはめると、新株予約権の無償交付は、まさに厳格な平等取扱いが要求されるということになろう。一般にも、株主平等原則を株式数に応じた平等と頭数に応じた平等の二つに分けて考えるのが主流になっており、この立場でも、株式数に応じた平等の場合、厳格に平等取扱いが要求されることになる。

以上によれば、厳格な取扱いが要求される場合、その例外はまさに法律の明文の規定がなければ許されないと解するべきであり（緊急避難のような場合は別として）、本決定は合理的な理由があれば、差別的な取扱いが許されるというが、明らかに支配的な考え方に背くものとして（独自の解釈論を展開するものとして）、容認しがたい。本件では、新株予約権は株主としての地位に基づいて与えられるものであり、また付与と行使は別物であるという議論も、行使と一体となって新株予約権は意味があるのであり、行使を差別的に取扱うことはやはり株主平等原則に違反するといわざるを得ない。

5　債務者は、現行法の下では、持株比率よりは株式の経済的価値の平等の要請が優先されているというし、株

式の内容も差異があるのを前提としているともいう（本決定もそれを容認している感がある）。前者は何をもってそういうのか、根拠が明らかでなく、従来、新株発行でいわれたことをここで無理に当てはめているのではないかという疑問が湧くし、後者についても、種類株などは確かにそうであるが、少なくとも同じ種類の株式の間では、平等に取り扱うことは否定できないから、到底、説得力のある議論とは思えない。

6　以上、株主平等原則を中心に論じてきた（その違反が認定されれば、その他の議論を待つまでもなく、債権者の申立ては理由があるといわなければならない）が、不公正発行に関連して、防衛手段の相当性についていえば、①新株予約権無償割当てがやむを得ないものであり、しかも、②それについて株主総会特別決議という方法でもって手段が講じられ、③債権者側には経済的保障が与えられているという三つの理由をもって、是認している点に触れておきたい。

①については、やむを得ないというほどの危険性が会社ないし株主共同の利益に迫っていたのか大いに疑問である。本件では、事前の防衛措置ではなく、まさにその場に至っての措置であり、それだけの切迫性の存在について十分な説得力ある具体的理由が本決定は示せていない。ただ単に、「企業価値」が減じるおそれがあるという根拠のない漠然たる指摘のみである。

②についていえば、まず、株主総会特別決議が成立しても、それをもって違法（株主平等原則違反）なものが適法なものに変わるわけではない。次に、株主総会でも、公開会社である限り、誰を株主にするかということは基本的に市場が決めることであることを看過している（この点は追加意見書で縷々述べた）。株式や新株予約権の第三者割当てを持ち出されるかもしれないが、いわば特定の株主を締め出すことまでも法律は認めていない。例えば、現金合併において、既存株主は、すべての者があるいはその持株数に応じて、締め出される結果になることを法律

が明定している場合に限って認めているのみである。第三者割当ては、株主平等の原則とは関係なく、また、著しく不当なものは、たとえ株主総会の特別決議があっても許されない（差止の対象になる）。

③については、経済的保障さえあれば、特定の株主を締め出すことが許されるのかという問題であり、②の後半の議論とも重なる。この点については、株主権の性質に関し、判例・通説たる株式社員権説に従えば、自益権と共益権は一体不可分のものとして捉えられていることを看過していること、共益権の価値が無視されていることをまず指摘できよう。また、株式買取請求権は古くからあるが、それ自体妥協の産物（多数決修正）として生まれてきたし、会社法で認められた現金合併は、まさに法律が認めた例外であるからこそ、株式買取請求権と同様、認められているのであり、それを他の事柄に類推して（「合理的事情」というような条件を付けるにしても）認めるべきではない。

第四章　最高裁決定とその批判

最高裁決定（以下、「決定」と呼ぶ）に即しながら、以下、私見を提示することとする。

一　株主平等原則違反があるか

1　新株予約権無償割当てへの株主平等の原則の間接適用

「決定」は、直接適用はないが、会社法二七八条二項とも相俟って、株主平等原則の趣旨は及ぶという。しかし、本件新株予約権の無償割当ては、株主全員に、つまり株主の地位に基づいて行われるものであるから、株主平等原則の直接適用があるとすべきである。

2　本件新株予約権無償割当てと株主平等原則の趣旨

「決定」は、本件新株予約権無償割当ては、差別的な行使条件および取得条項が定められているため、抗告人関係者は、その持株比率が大幅に低下するという不利益を受けるという。

しかし、持株比率が議決権行使と直結し、議決権は株主権のうち共益権の主要なものであり、株主の持株比率の低下がその者の不利益になるという意味であるならば、その通りである。しかし、本決定が本当に議決権の重要性を認識してのものか、本決定の後述から見ると疑わしいともいえる。

3　株主平等原則の相対性

①「決定」は、特定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じるなど、会社の企業価値が毀損され、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いう。②さらに、「決定」は、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、企業価値が毀損され、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であるとし、株主総会決議に重大な瑕疵が存しない限り、当該判断が尊重されるべきであるとする。そして本件では重大な瑕疵は認められないという。

しかし、①について。

A　そもそも会社はいわゆる「防衛措置」を講じることができるのか。会社法上、これを許容する内容の規定はどこにも存在しない。確かに、会社法施行規則一二七条はいわゆる「基本方針」を定めている場合、その基本方針の内容や「基本方針に照らして不適切な者によって当該株式会社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを

防止するための取組み」を事業報告の内容としなければならないと定めている。しかしこの条文は会社法の根拠を欠くのではないか。確かに、会社法四三五条二項には、事業報告の内容について法務省令で定めるとあるが、事業報告の内容は、主として、一一八条一項で会社の状況に関する重要な事項、そして公開会社について会社の現況の内容に関する一二〇条であり、一二七条でわざわざ規定していること自体が異様であり、かつ会社法の中で何ら触れていない事項である。これは会社法に規定していない事項を記載させることを要求しており、立法による委任事項とは到底いえない。これはまさに省令による立法であり、越権行為であり違法である。

B　もちろん、悪質な株主が現れて会社をつぶし、他の株主に不利益を与えるおそれが明白に予測されるような場合には、正当防衛または緊急避難として「防衛措置」を講じることはできよう。

C　最高裁は株主平等原則を衡平の原則に基づくとし、会社すなわち株主共同の利益が害される場合には、その例外として平等原則に反するような防衛措置（相当なものという限定が加えられている）を適法とする。しかし、株主平等原則はそんなに簡単に例外を認めうる会社法上の原則なのか。株主平等原則は、資本多数決の原則と表裏一体の原則として、資本主義的市場原理と適合し、かつ一株の株主（資本提供者）にも多数株主と数に応じてではあるが同等の権利を与えるという意味で、少数株主を保護する機能を有し、それによって大衆から資本を調達することを可能とするものであり、その結果、歴史上、会社法上、最大限尊重すべき大原則となっていたのである。したがって、この原則の例外を認めるときは、明文の規定を持ってしてのみこれを認めてきたのが、従来の取扱いであった。

ただ、日本の最近の学説において、本原則に対してはより厳密な議論が行われ、これを二分化あるいは三分化する説が現れているが、それらの説でも、保有株式数に応じて与えられる権利については、株主平等原則は厳格に適

用されるべきであるとする点では一致している。それに対し、本決定は漠然と同原則が「衡平の理念」に基づくものであるとし、そこから会社の利益ないしは株主共同の利益を害するような場合には、同原則を破ってもよいとする、従来の通説・判例からすればむちゃくちゃな議論を展開している。本決定は、同原則を軽く扱っていること、つまり法的にも経済的にも重要な原則であることを認識しない点で重大な誤りを犯しているといわざるを得ない。

②について。

A　本決定は、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、企業価値が毀損され、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であるとし、株主総会決議に重大な瑕疵が存しない限り（本件では存在しない）、当該判断が尊重されるべきであるとする。

本決定は、株主総会は誰が株主であるべきかを決定できることを前提としている。しかし、株式会社において株主が誰であるべきかどうかは、いわゆる譲渡制限会社を除き、譲渡の当事者であり、公開会社では、市場が決めるということになる。株主総会にはその権限はない。もちろん第三者割当ての場合には、新しい株主を決めるのは取締役会または株主総会である。しかし、それは資金調達の場合であって、それは例外的場合と捉えられる。

B　また、株主総会に企業価値や会社の利益ないし株主共同の利益が害されるかどうかの判断能力があるのかどうかについても疑問がある。これらの判断は重大かつ明白な毀損ないし不利益でない限り、取締役・監査役などの会社役員でもましてや株主総会で判断できるものではない。事後的に裁判所によって判断できるに留まろう。

C　さらに、そもそも株主総会に防衛措置の発動を決定する権限があるのだろうか。防衛措置にもいろいろなものがあるであろう。しかし、それらは要するに敵対的買収者が会社の持株割合の過半数を取得することによって会

社を支配することを防止することを目的とするものである。会社法が支配株主が変わることを認めているのは、資金調達のためのいわゆる新株発行という場合のみである。その場合でも、資金調達目的ではなく経営陣の地位を守ることが主目的であるときは、たとえ株主総会の特別決議があったとしても、不公正発行として違法であり、許されない。したがって、会社支配権を維持するための防衛措置はとることができず、株主総会の権限事項となり得ない。要するに、誰が株主であるべきかについては、会社が買収者によって回復しがたい損害を被るおそれがあることが明白に予測されるような場合は別として、株主間の自由な取引（相対取引・市場取引・公開買付け）によって自然に決まるものであって、それに干渉するような行為は、株式譲渡自由の原則に違反するというべきである。

4　本件新株予約権無償割当てと衡平性・相当性

「決定」は、本件新株予約権の行使条件および取得条項によって、抗告人関係者は、その持株比率が大幅に低下するが、総会の議論を経て抗告人関係者以外のほとんどの既存株主が是認し、さらに抗告人関係者は、新株予約権の取得が実行されることにより、あるいは実行されない場合でも相手方（ブルドックソース）への新株予約権の譲渡の申し入れにより、対価として新株予約権の価値に見合う金員の支払を受けられることに鑑みると、抗告人関係者の持株比率の低下という影響を考慮しても、本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められないという。

しかし、本決定は総会の圧倒的多数の賛成と抗告人への経済的保障をもって、本件新株予約権無償割当てが衡平の理念に反せず、相当性を欠かないという（つまり株主平等の原則の理念に反しない）。しかし、前者の理由は、株主平等の原則はもともと少数株主を守るために認められた原則であることを看過しているし（だから株主総会の特別多数決でもってしても株主平等原則に反するような決議は無効である）、後者の理由は、明文の規定がないの

に、現金でもって株主の地位を奪うことを正当化しており、これも納得できない。

5　結論

「決定」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。

しかし、以上のように、株主平等原則に関する本決定のすべての論点において異論を抱かざるを得ず、本決定を受け入れることはできない。

二　著しく不公正な方法によるものか

1　非常時の対抗策の正当性

「決定」は、本件新株予約権無償割当ては、突然公開買付けが実行され、抗告人による相手方の経営支配権の取得の可能性が現に生じたため、株主総会において企業価値の毀損を防ぎ、相手方（ブルドックソース）の利益ひいては株主共同の利益の侵害を防ぐためには多額の支出をしてもこれを採用する必要があると判断されて行われたものであり、緊急の事態に対処するための措置であること、抗告人関係者に割り当てられた本件新株予約権に対してはその価値に見合う対価が支払われることも考慮すれば、対応策が事前に定められ、それが示され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はできないという。

しかし、本決定は会社の利益の侵害を防止するため対抗策を株主総会の判断で採用できるとする点、および補償が抗告人になされていることを理由に非常時、つまり敵対的買収者が現れた後も対抗策を採用することを正当化するものであり、今までの議論を前提とする限り、到底容認できるものではない。反論は繰り返しになるので、改め

て述べることはしない。

2　本件新株予約権無償割当ての目的

「決定」は、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共同の利益を維持するためでなく、もっぱら経営を担当している取締役等また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明らかであるという。

しかし、その年度の赤字を出すことが確実な中で、本件防衛策を講じることを正当化する特段の理由を明らかにすることなく本件新株予約権無償割当てが現経営陣の支配権維持が目的ではないと簡単に断じているのは軽率であるという批判を免れない。

第五章　結語——特に最高裁決定の意義

以上のように、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ている理由は、不十分であって支持しがたい。[11] また、買収手法が濫用的であり、会社の利益を著しく害する恐れが強く、これを阻止する目的の正当性（必要性と合理性）及び手段の相当性があり、正当防衛および緊急避難として、違法性が阻却されるとはいえないと解するべきであろう。[12]

そのほか、本件最高裁決定は、内容の不明確性、理由の合理性、射程範囲に関して、批判的論調が多く寄せられている。先例的価値があるのかどうかについてすら疑問とされている。事実、その後に出された平成二〇年六月三

○日の企業価値研究会の報告書ですら、この決定を無視するかのごとき内容の答申を出している（株主総会に買収の是非の判断を丸ごと委ねるのは経営人の責任逃れである、敵対的買収者に金員を与えるべきでないなど）。日本経済のシュリンクが決定的になった現在からみると、まさに「時代に翻弄された」裁判であったということができるであろう。また、株主平等の原則を明定する会社法一〇九条一項「株式の内容及び数に応じて」という内容上の矛盾、三分の二の特別多数決で少数派を排除できるとする会社法七五一条一項三号（キャッシュアウト・マージャー）等にも立法上のメスがあてられるべきである。

（1）東京地決平成一九年六月二八日金融・商事判例一二七〇号一二頁。

（2）各級裁判所に提出された鑑定意見書の多くは、『ブルドックソース事件の法的検討』別冊商事法務三一一号に掲載されている。

（3）東京高決平成一九年七月九日商事法務一八〇六号四〇頁。

（4）最決平成一九年八月七日民集六一巻五号二二一五頁。

（5）江頭憲治郎『株式会社法〔第4版〕』（二〇一二年、有斐閣）七二七頁注6。

（6）吉本健一「ポイズンピルと株主平等原則」阪大法学五五巻三・四号七二三、七二四頁、拙稿「株主平等の原則」森淳二朗＝上村達男編『会社法における主要論点の評価』一〇三頁以下（この論文は、上の吉本論に多くを負っている）。

（7）吉本・前掲論文七二五～七二六頁。

（8）石綿学「敵対的買収防衛策の法的枠組みの検討〔下〕」商事法務一七二一号二五頁。

（9）吉本・前掲論文七二三頁、江頭・前掲書一二六頁。

（10）大判大正一一年一〇月一二日、最判昭和四五年一一月二四日。

（11）吉本「ブルドックソース事件の理論的検討」阪大法学六〇巻五号九三〇頁、鳥山恭一「元決定判批」金融・商事判例一二七四号六頁、青竹正一「本件判批」判例評論五八八号八頁、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」ジュリスト一三四六号二三頁、中村信夫「本件判批」月刊監査役五四三号七九頁、北村雅史「本件判批」リマークス

三七号九五頁。その他の判例批評は、上記吉本論文を参照。

(12) 同旨、吉本・前掲注(11)九三〇頁。