

論 説

差別的条件付き新株予約権無償割当ての適法性
—ブルドックス事件決定とピコイ事件決定の検討—

鳥 山 恭 一

はじめに

第1章 差別的行使条件付き新株予約権の無償割当て

- 1 ブルドックス事件の裁判所決定
- 2 ピコイ事件の裁判所決定

第2章 適法性判断の枠組み

- 1 差別的条件と株主平等の原則
- 2 不公正発行と株主平等の原則
- 3 新株予約権の行使による新株発行の差止め

おわりに

はじめに

わが国では2005年2月に明らかになったライブドアによるニッポン放送買収の計画を契機にして、その後、上場会社において買収防衛策が急速に導入されるようになった。⁽¹⁾ 2005年5月27日には、経済産業省の企業価値研究会による「企業価値報告書」と経済産業省と法務省とによる「企業価値・株主共同の利益の確保または向上のための買収防衛策に関する指針」が公表されており、⁽²⁾ そのように買収防衛策に関する指針が行政の側からも示されていた。

上場企業においてそのようにして導入されてきた買収防衛策では、株主に対する新株予約権の無償割当てが予定されている場合が多く、そこでは「買収者」とされる特定の株主の持株比率を低下させるために、株主に無償で割り当てられる新株予約権には当該の特定の株主だけは新株予約権を行使し得ないとする条件（差別的行使条件）、または当該の特定の株主についてだけは対価を異にした取得条項（差別的取得条件）が付されている。

買収防衛策において新株予約権無償割当てに付されたそうした差別的条件（差別的行使条件および差別的取得条件）に関しては、一方で、それは株主平等の原則に違反すると批判する見解が学説では主張されていた⁽³⁾。しかし、他方で、うえに掲げた経済産業省の企業価値研究会による企業価値報告書では、「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⁽⁴⁾」とする見解が示されていたのである。

差別的条件が付された新株予約権無償割当てが認められるか否かは、その後つぎにみる2007年6月24日に実施が決定された新株予約権無償割当てにかかわるブルドックス事件⁽⁵⁾と2008年3月15日に実施が決定された新株予約権無償割当てにかかわるピコイ事件⁽⁶⁾において裁判上も争われることになった。前者のブルドックス事件は、買収防衛策があらかじめ導入されていた事例ではなく、敵対的な買収者が公開買付を開始した後にいわば「有事」になって買収防衛策が導入されて実施された事例である。さらにピコイ事件は店頭登録廃止になって8年以上を経た企業にかかわる事例であり、そこでは創業者と現経営陣との間の対立を背景にして、創業者側についての株主の持株比率を低下させるために現経営陣が差別的条件付き新株予約権無償割当てを行なっている。いずれの事件においても差別的条件付き新株予約権無償割当ての可否が争われており、前者のブルドックス事件における最高裁決定の判示が、後者のピコイ事件では裁判所により一貫して引用されている。もっとも両者の事案は以上のように異なっており、そのために両者の事件では裁判所の決定も結論を異にしているのだ

るが、それだけではなく、両者の事件におけるそれぞれの3件の裁判所の決定が採用した判断の枠組みも（ピコイ事件の保全異議審決定が申立審決定を引用してほぼ同一の判断をしている点を除いて）それぞれが異なっている。

そこで本稿では、差別的条件付き新株予約権無償割当ての可否にかかわるそれらの裁判例の判断の枠組みそれ自体を検討の対象にとり上げて、まずそれらの裁判例の内容をみたく（第1章）、それらの裁判例が採用した判断の枠組みの内容をあらためて確認することを目的にしたい（第2章）。

第1章 差別的行使条件付き新株予約権の無償割当て

ブルドックソース事件はつぎにみるように、2007年6月24日に開催されたブルドックソース株式会社の定時総会において決議された差別的条件付き新株予約権無償割当てに対して株主が差止めの仮処分命令を申し立てたものである（1）。ピコイ事件は、2008年3月15日に開催された株式会社ピコイの取締役会において決議された差別的条件付き新株予約権無償割当てに対して、株主がその新株予約権の行使による新株発行の差止めの仮処分命令を申し立てたものである（2）。

1 ブルドックソース事件の裁判所決定

ブルドックソース事件では以上のように、株主総会の特別決議により決定された差別的条件付き新株予約権無償割当てに対して株主が差止めの仮処分命令を申し立てており、しかし裁判所は一貫してその株主の申立てを退けている。

すなわち、アメリカ系投資ファンドのX（スティール・パートナーズ・ジャパン）は、その関連法人（LSAM）とあわせて2007年5月18日にはわが国のソース最大手のY社（ブルドックソース）の発行済株式の10.25%を保有していた。ただし、Xは2005年10月19日にY社の経営陣と一度接触

をもった以外、Y社の経営陣に対して経営方針・取締役の選任等について具体的な提案をしたことはなかった。しかし、2007年5月16日にXはY社に対して、Y社の発行済株式の全部の取得を目的にした公開買付けを実施する意図があると通知した。そして、同月18日にXの完全子会社であるA社（SPV II）が公開買付けを公告し、公開買付け開始届出書を関東財務局に提出した。

そこで、Y社は2007年6月7日の取締役会において、差別的条件を付した新株予約権無償割当てを株主総会の特別決議事項にする定款変更の議案と、X関係者への対価は現金であるが他の株主への対価はY社の株式にした取得条項が付された新株予約権の無償割当てを特別決議により承認する議案を、Y社の定時株主総会に付議することを決定した。そして、同年6月24日に開催されたY社の定時株主総会において、それらの議案は出席株主の議決権の約88.7%の賛成により承認された。その新株予約権はまたX関係者だけは行使できないものとされており、株主に対する課税上の問題のためにY社が取得条項により株主から新株予約権を取得できない場合に備えて、取得条項の対価と同一の金額でX関係者から新株予約権を譲り受ける旨がY社の同日の取締役会で決議された。その新株予約権無償割当ての効力発生日は、2007年7月11日にされていた。

本件の新株予約権が取得されまたはX関係者以外のすべての株主がそれを行行使すると、X関係者には23億1660万円が支払われるが、その持株比率は2.82%に低下する結果になる。そこで、Xは2007年6月13日に、Y社株主総会における新株予約権無償割当て決議の禁止の仮処分命令と、Y社による新株予約権無償割当ての差止めの仮処分命令の申立てを東京地裁に対して行なった。しかし、同月20日にXは前者の決議禁止の仮処分命令の申立てを取り下げている。Xが会社法247条の規定の類推適用によりY社による新株予約権無償割当ての差止めの仮処分命令を申し立てた理由は、主につぎの2点である。⁽⁸⁾すなわちXは、Y社による新株予約権無償割当ては(1)その内容が株主平等の原則（会社法109条1項）に反し法令

に違反しており、また、(2) X 関係者の持株比率を大幅に希釈させることのみを目的とするもので著しく不公正な方法によるもの（不公正発行）であると主張したのである。

（1）東京地裁の申立審決定

東京地裁の申立審決定（2007〔平19〕年6月28日決定・民集61巻5号2243頁）は下記の判示をし、Xの差止めの仮処分命令の申立てを却下した。

（ア）新株予約権無償割当てに対する会社法247条の類推適用

会社法247条の規定の類推適用に関して東京地裁は、「新株予約権無償割当てについても、それが株主の地位に実質的変動を及ぼす場合には、会社法247条の規定が類推適用されると解すべきであって、本件新株予約権無償割当てがXの地位に実質的変動を及ぼすものであることは前判示のとおりであるから、本件新株発行無償割当てについては、同条の規定が類推適用されるというべきである」として、Y社による新株予約権無償割当てに対する会社法247条の規定の類推適用を東京地裁は認めている（第3・1）。

（イ）株主平等の原則

差別的条件付き新株予約権無償割当てに株主平等の原則の適用があるか否かに関して東京地裁は、「新株予約権無償割当ては、株主に対して新たに払込みをさせないで新株予約権を割り当てるものであるから（会社法277条）、株主は、当該新株予約権の割当てを、株主としての資格に基づいて受けているものというべきであって、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解し難い」として、「新株予約権が、第三者に対する割当てではなく、株主に対する無償割当ての方法で発行される場合には、… 当該新株予約権についても、株主平等原則の趣旨が及ぶと解すべきである」とした（第3・2(1)イ）。

そして、株主平等の原則の一般論としてそれに続けて、現行会社法は株主平等の原則について「一定の場合に例外的な取扱いを行う余地を認めて

いる」とし、新株および新株予約権の取締役会決議による発行（201条1項、240条1項）、吸収合併および株式交換の対価の柔軟化（749条1項2号、751条1項3号、768条1項2号、770条1項3号）、譲渡制限株式の買取り等（140条2項、5項）、特定の株主からの自己株式取得（160条1項）、現物配当（454条4項）に関する現行会社法の規定を東京地裁は掲げて、「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」とした（第3・2(1)ウ）。

そのうえで、「X 関係者が有する本件新株予約権を Y 社が取得した場合に X 関係者が交付を受ける 1 個当たり 396 円という対価は、本件新株予約権の価値に見合ったものといえることができ、本件新株予約権無償割当てにおいて、X 関係者の株主としての経済的利益は平等に確保されていると一応認められる」（第3・2(2)ア）として、「以上によれば、本件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、X 関係者が持株比率の低下という不利益を受けるとしても、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って、X 関係者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一応認められるから、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ということとはできない」（第3・2(3)）と東京地裁は判示し、Y 社による新株予約権無償割当ては株主平等の原則に違反するものではないとした。

（ウ）不公正発行

Y 社による新株予約権無償割当てが不公正発行に該当するか否かに関

して東京地裁はつぎのように判示して、「公開買付けに対する対抗手段が許容される基準」を掲げている。

「特定の買取者が公開買付けの制度に基づき買取手続を進めている場合においても、株主総会としては、当該買取者による経営支配権の取得が企業価値を損なうおそれがあると判断する場合には、株主全体の利益保護の観点から相当な対抗手段を採ることが許容されるというべきである。

そもそも、現経営陣と買取者のいずれに経営を委ねるべきかの判断は、…最終的には株主によってされるべきものであって、株主総会は、その株主によって構成される株式会社の最高意思決定機関であるから、特定の買取者による経営支配権の取得が企業価値を損なうおそれがあるという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。

他方、株主総会の特別決議による対抗手段であっても、特定の買取者による経営支配権の取得を妨げるという目的に必要な範囲を超えて、当該買取者又はその他の株主の利益を損なうことは許されないものであって、株主総会が採った対抗手段の相当性については、こうした観点から、…総合的に考慮して判断すべきである。」（第3・3(1)）

そのうえで、一方でまず対抗手段の「必要性」に関して東京地裁は、Y社の株主総会が新株予約権無償割当ての実施を決議した事情を検討し、「これらの事情に照らすと、X関係者による本件公開買付けがY社の企業価値ひいては株主の共同の利益を損なうおそれがあり、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いうこととはできない」とした（第3・3(2)ウ）。

他方で、対抗手段の「相当性」に関して東京地裁は、Y社による新株予約権無償割当てがなされるに至る経緯とその効果を検討して、「以上の事情を総合すれば、株主総会が当該対抗手段を採るに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、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ということとはできない」とした(第3・3(3)オ)。

そのようにしてY社による新株予約権無償割当てについて、その必要性に関する株主総会の判断の合理性とその相当性を審査したうえで、「以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、X関係者による経営支配権の取得を防止することを目的として発行されたものであるが、X関係者による経営支配権の取得がY社の企業価値ひいては株主の共同の利益を損なうおそれがあり、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のものとして、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」(第3・3(4))と東京地裁は判示して、Y社による新株予約権無償割当ては不公正発行にはあたらないとした。

(エ) 結論

以上のようにブルドックソース事件の東京地裁決定は、Y社による新株予約権無償割当てが株主平等の原則に違反するものではなく、不公正発行にあたと認めることもできず、「Xの本件申立ては、被保全権利の存在についての疎明がないので、保全の必要性について判断するまでもなく、理由がない」(第3・5))として、Xによる差止めの仮処分命令の申立てを却下した。そこでXは、東京高裁に対して即時抗告(民保19条1項)をした。

(2) 東京高裁の即時抗告審決定

東京高裁の即時抗告審決定(2007〔平19〕年7月9日決定・民集61巻5号2306頁)は、下記の判示によりやはりXの抗告を棄却した。

(ア) 新株予約権無償割当てに対する会社法247条の類推適用

会社法247条の規定の類推適用に関して東京高裁は、東京地裁の申立審決定の判示を引用してそれを認めている（第3・2）。

(イ) 株主平等の原則

そのうえで、一方で、株主平等の原則に関しては、東京高裁は第一に、東京地裁の申立審決定が掲げた現行会社法の規定（第1章1(1)(イ)を参照）をあらためて掲げ、それらについての東京地裁の申立審決定の判示も引用して、「(会社法109条は) 株主であれば、法に定める以外はその有する株式の内容及び数に応じて形式的（平均的）にすべて平等に扱われるべきことを定めているものと解することは相当ではなく、株主間に差別的な取扱いがなされたとしても、関連する会社法の諸規定等も考慮した上で、上記差別的な取扱いに合理的な理由があれば、それは株主平等原則ないしその趣旨に違反するものではないというべきである」と判示している（第3・3(1)）。さらに、東京高裁はまた、「会社法は、株主総会の特別決議を要件として、一部の株主に対する新株及び新株予約権の有利発行を行うことができるものとしており（同法199条2項、201条1項、238条2項、240条1項）、また、多数の株主の意思をもって少数の株主の有する議決権を現金等の対価を供することにより、他のものに代えることも制度上許容している（同法768条1項）。そうすると、会社法は、一部の株主を経済的にも、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はしていないということが出来る」とした（第3・3(3)）。

第二に、つぎの(ウ)でみる不正発行にかかわる審査において「濫用的買収者」であると認定したX関係者の属性を株主平等の原則にかかわる審査においてもり上げて東京高裁はまず、「会社法に定める株主の権利行使は当然のことながら、信義誠実等の基本的な法規範の規律の下にあり、権利の濫用にわたるような行使は許されないのであるから、他者の権利との相対的関係において一定の場合には制約を受けることがあるのである。したがって、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するものではないというべきである。本件新株予約権無償割当ては、いわゆる買収防衛策として導入されたものであり、後記認定、判断のとおり、同無償割当てについては、買収防衛策としてその必要性及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、株主間の上記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、上記無償割当てが株主平等原則に反する違法なものということとはできない」とした(第3・3(3))。

そして、「株主平等原則の例外となる差別的取扱いは、法律上明文の規定がある場合、又は当該差別的取扱いによって不利益を受ける本人の同意がある場合に限って認められるにすぎず、仮にこれらの場合以外に差別的取扱いが認められる場合があるとしても、極めて高水準の必要性及び相当性が要件とされる(要するにグリーンメイラーに該当する場合のみ是認される)べきである」とする X の主張に関して東京高裁は、「前記したところからして、株主平等原則を X の主張のごとくに解することは相当ではなく、また、X 関係者が濫用的買収者であることは後に詳述するとおりであり、上記主張は採用することができない」とした(第3・3(4))。

(ウ) 不公正発行

他方で、Y 社による新株予約権無償割当てが不公正発行に該当するか否かに関しては、東京高裁はまず X 関係者の属性についてつぎのように判示した。「X 関係者は、投資ファンドという組織の性格上、当然に顧客利益優先の受託責任を負い、成功報酬の動機付けに支えられ、それを最優先にして行動する法人であり、買収対象企業についても、対象企業の経営には特に関心を示したり、関与したりすることもなく、当該会社の株式を取得後、経営陣による買収を求める一方で突然株式の公開買付けの手续に出るなど、様々な策を弄して、専ら短中期的に対象会社の株式を対象会社自身や第三者に転売することで売却益を獲得しようとし、最終的には対象会

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。そして、X関係者は、相手方の全株式を取得するといいつつ本来協働し合うべき企業の経営面を顧慮せず、いたずらに相手方に不安を与えている。すると、このようなX関係者がした前記の経緯、態様による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収者であると認めるのが相当というべきである。」(第3・4(3))

そのようにX関係者は「濫用的買収者」であるとする認定を前提にして、Y社による新株予約権無償割当ての「必要性」に関して東京高裁は、「本件は、前記認定のとおり属性を有し濫用的買収者と認められるXが、日本国内で創業以来100年余の歴史を有し、堅調にソースの販売製造事業を行っているY社を本件公開買付けによって買収しようというものである。Y社は、このような買収行為によって、場合によって解体にまで追い込まれなければならない理由はないのであって、このような事態に直面したY社が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、Y社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」として、Y社による新株予約権無償割当ての「必要性」を肯定した(第3・4(4))。

つぎにY社による新株予約権無償割当ての「相当性」に関して東京高裁は、「前記認定のとおり、前記認定に係る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、これに対抗する本件新株予約権無償割当ては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、本件新株予約権無償割当ては、X関係者の持株比率を10.25パーセントから2.82パー

セントまで低下させるものではあるが、X 関係者は、Y 社による新株予約権の取得又は新株予約権の譲渡により、新株予約権 1 個につき 396 円の交付を受けることが予定されており、本件新株予約権無償割当ては X 関係者に対し、その不当性の程度との相関関係からすると過度の財産的損害を与えるものとはいえないこと、後記認定のとおり、X 関係者以外の株主の利益という観点からみても、同株主がこれを受忍することを了承したと解されるのであり、同株主に本件新株予約権無償割当てを違法とするような不利益を与えるものとはいえないことなどを考慮すると、本件新株予約権無償割当ては相当性を有する対抗策であるというべきである」として、Y 社による新株予約権無償割当ての「相当性」も肯定した (第 3・4(5)ア)。

以上のように Y 社による新株予約権無償割当ての「必要性」および「相当性」を肯定したうえで東京高裁は、「以上によれば、本件新株予約権無償割当てをもって、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」とした (第 3・4(6))。

(エ) 結論

ブルドックソース事件の東京高裁決定も以上のように、Y 社による新株予約権無償割当ては株主平等の原則に反する違法なものではなく、著しく不公正な方法によるものと認めることもできず、「X の本件申立ては、被保全権利の存在について疎明がないので、保全の必要性について判断するまでもなく理由がなく却下すべきものである」(第 3・6) として、X による即時抗告を棄却した。そこで X は許可抗告 (民訴 337 条) を申し立て、東京高裁は抗告許可の決定を行なった (東京高決 2007〔平 19〕年 7 月 27 日商事 1807 号 96 頁参照)。

(3) 最高裁の許可抗告審決定

最高裁に対する X の抗告も、東京高裁決定が Y 社による新株予約権無償割当ては株主平等の原則に違反せず、著しく不公正な方法によるものでもないとした点を争うものであった。それに対して最高裁の許可抗告審決

定（2007〔平19〕年8月7日第二小法廷決定・民集61巻5号2215頁）はつぎのように判示して、Xによる抗告を棄却した（Xがあわせて申し立てた特別抗告〔民訴336条〕も同日の最高裁決定により棄却されている）。

（ア）株主平等の原則

最高裁はまず、差別的条件付き新株予約権無償割当てに株主平等の原則の適用があるか否かについて、「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」とした（4(1)ア）。

そのうえで、株主平等の原則に関する一般論として最高裁はつぎのように判示した。「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、株主をその有する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。」(4(1)イ)

以上の判示を前提にして、Y社による新株予約権無償割当てについて最高裁は、一方で、その新株予約権無償割当てを(すなわちその「必要性」を)認めたY社の株主総会の判断に関して「本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえ、…その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない」とした(4(1)ウ)。

他方で、Y社による新株予約権無償割当ての「相当性」に関しても最高裁は、その新株予約権無償割当てによりX関係者の持株比率は大幅に低下することにはなるが、その新株予約権無償割当ては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ともなうY社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り、X関係者が持株比率の低下の対価として受領する金員はその新株予約権の価値に見合うものということができるとして、「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、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない」とした(4(1)エ)。

そのようにして株主平等の原則に関して最高裁は、「X関係者が原審のいう濫用的買取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」と判断したのである(4(1)オ)。

(イ) 不公正発行

Y社による新株予約権無償割当てが不公正発行に該当するか否かに関して最高裁は、まずつぎのように判示した。「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。また、Y社が、経営支配権を取得しようとする行為に対し、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、これ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。その理由は、次のとおりである。」

そして「その理由」として、後段に掲げた2点のうち前者の「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」に関して最高裁は、Y社による新株予約権無償割当ては「緊急の事態に対処するための措置であること、前記のとおり、X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」とした。

さらに、後者の「当該対応策を採用した目的の点」に関して最高裁は、つぎのように判示した。「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。」(4(2))

(ウ) 結論

以上の審査をしてブルドックス事件の最高裁決定は、「したがって、本件新株予約権無償割当てを、株主平等の原則の趣旨に反して法令等に違反するものということとはできず、また、著しく不公正な方法によるものということもできない」(4(3))として、Xによる抗告を棄却した。

2 ピコイ事件の裁判所決定

以上のようにブルドックス事件では、株主は新株予約権無償割当ての差止めの仮処分命令を申し立てたのであるが、ピコイ事件ではつぎにみ

るように、新株予約権無償割当てを事前に差し止める機会は株主には与えられていなかった。そのためにピコイ事件では、株主は新株予約権無償割当ての差止めではなく、そのようにして無償で割り当てられた新株予約権が行使されてなされる新株発行の差止めの仮処分命令を申し立てており、裁判所は一貫してその株主の申立てを認めている。

すなわち、Y社(株式会社ピコイ)は木材および建物の保存工事(白蟻防除木材防腐工事)を主な業務とする会社であるが、その白蟻防除木材防腐工事が構造的に減少するなかでY社は、FT(フリージアトレーディング株式会社)と2007年1月26日に「業務提携及び資本提携に関する基本契約」を締結した。その基本契約にもとづいて、2007年2月28日にFTはそのグループ会社であるFM(フリージア・マクロス株式会社)の普通株式509万7000株をY社に出資して、Y社の第三者割当て増資による株式94株の割当てを受けてそれを取得した。その結果、FTはY社の株式147.5株を保有し、Y社の議決権総数421個のうち147個の議決権(議決権比率34.9%)を有することになった。さらにその基本契約の定めにもとづいて、FTが取得したY社株式147株はX(なにわ共同法律事務所)に信託譲渡された。

Y社にはその創業者と当時の経営陣との間で対立があり、Y社の創業者側の株主であるヴァーチュアス(株式会社ヴァーチュアス・エステイツ)は2008年1月5日に、取締役の選解任を目的事項にする臨時株主総会の招集をY社に請求した。その招集請求にもとづく臨時株主総会が同年3月3日に開催されたのであるが、Xが延会の動議を提出し、同総会を同年3月17日に延期する旨の決議がなされた。その後、FTはXに対し2008年3月17日付けで、臨時株主総会における議決権行使に関してヴァーチュアスの株主提案に賛成するように株式管理信託契約にもとづいて指図した。FTはうえにみたように2007年2月28日のY社の第三者割当て増資により新たに94株のY社株式を取得しており、FTから信託譲渡をうけたXが有する議決権147個とヴァーチュアスが有する議決権65個の合計

212個だけで Y 社の議決権総数421個の過半数に達しており、ヴァーチャアスの株主提案は採択される見込みになっていた。

そこで、Y 社の取締役会は2008年3月15日に、割当期日（同年3月15日）の最終の株主名簿に記載または記録されている株主に対して1株につき3個の割合で新株予約権を割り当てるという内容の一部取得条項付新株予約権無償割当てを行なうと決議し、その新株予約権無償割当ては同日にその効力を生ずるとした。新株予約権の行使価額は1円にされ、行使可能期間は2008年3月31日から同年4月4日までにされていた。

その取締役会決議では FT および FT から信託譲渡をうけていた X と FT の関連者は「非適格者」とされ、それらの非適格者に対しては新株予約権に付した取得条項を Y 社は2008年3月15日に行使し、非適格者に割り当てられた新株予約権を Y 社が買い取り、買い取ったそれらの新株予約権を直ちに消却するとされていた。Y 社が新株予約権を FT から取得する対価は、その新株予約権の取得により FT の持株比率が低下する割合に相当する価額を Y 社株式の評価額から算定し、FT が2007年2月28日に Y 社に現物出資した FM 株式509万7000株のうちその価額に相当する337万2000株によりそれを支払うものとされていた。ただし、Y 社の取締役会はヴァーチャアスを「非適格者」とは認定しておらず、ヴァーチャアスによる新株予約権の行使を認めていた。

Y 社による新株予約権無償割当てにおいて仮に X 以外の者が FT の関連者とは認定されず、X 以外の株主すべてが新株予約権を行使して Y 社の株式の交付を受けたとすると、X の議決権割合は従前の約34.9% (147/421) から約11.8% (147/1243) に低下する。Y 社による新株予約権無償割当ての前に臨時株主総会が開催され、ヴァーチャアスの株主提案について決議がなされていれば、うえにみたようにその株主提案は可決されると予測されていたのであるが、Y 社による新株予約権無償割当ての後にその決議がなされると株主提案は否決されることが予測された。

そこで X は、本件の新株予約権無償割当てが株主平等の原則に違反し

ており、現経営陣の支配権を維持する目的でなされた著しく不公正な方法による発行にもあたるとして、新株予約権が行使されてなされる新株発行の差止めの仮処分命令を申し立てた。

(1) 新潟地裁の申立審決定

新潟地裁の申立審決定 (2008 [平20] 年 3 月27日決定・金判1298号59頁) は下記の判示をし、Xによる新株発行差止めの仮処分命令の申立てを認容した。

(ア) 新株予約権発行の差止事由とそれに続く新株発行の差止事由

ピコイ事件では以上のように株主は、新株予約権無償割当ての差止めではなく、株主に割り当てられた新株予約権が行使されてなされる新株発行の差止めの仮処分命令を申し立てた。そのために、そうした新株予約権が行使されてなされる新株発行の差止めの可否に関して新潟地裁はまずつぎのように判示した。

「新株予約権発行はその行使による新株発行を当然に予定している手続であり、新株予約権の発行について法令違反や定款違反、あるいは不公正発行といった瑕疵がある場合には、それに続く新株発行の手続も当然これらの瑕疵を引き継いだものとなるというべきである。

したがって、先行する新株予約権発行手続に会社法247条の差止事由がある場合には、それに引き続いて行われる新株発行手続にも当然に同法210条の差止事由があるというべきである。」(第3・1)

(イ) 新株予約権無償割当てに対する会社法247条の類推適用

つぎに会社法247条の規定が新株予約権無償割当てに類推適用されるか否かに関して、新潟地裁はつぎのように判示した。

「(会社法) 247条は、法令又は定款に違反する新株予約権の発行や著しく不公正な方法によって行われる新株予約権の発行により不利益を受けるおそれがある株主を事前に救済することを定めるものであって、その趣旨からすると、同法277条の規定する株主に対する新株予約権無償割当てで

あっても、差別的取得条項が付されているため株主の地位に実質的変動をもたらすものである場合には、同法247条の規定が類推適用されるというべきである。」（第3・2）

（ウ）株主平等の原則

株主平等の原則に関しては、新潟地裁はつぎの(a)ないし(c)の3点についてブルドックソース事件の最高裁決定を引用したうえでピコイ事件の事案を検討している。

（a）株主平等の原則の射程

「(会社法) 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。」（第3・3ア）

（b）株主平等の原則と差別的な取扱い

「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、株主をその有する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、… 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うこととはできない。」（第3・3イ）

（c）差別的な取扱いの必要性に関する株主総会の判断

「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。したがって、株主総会において、… 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。」（第3・3エ(ア)）

（d）事案の検討

以上の3点についてブルドックソース事件の最高裁決定を引用した後、新潟地裁はピコイ事件の事案についてまずつぎのように判示した。

「本件新株予約権無償割当てについては、株主総会における株主の判断を経ていないのであるが、3月15日の時点において、Xが有するY社の議決権は147、ヴァーチュアスが有する同議決権は65、ヴァーチュアスがY社の取締役候補として提示したAが有する同議決は4であり、三者合計の同議決権は過半数に達している（ $147+65+4=216$ で、 $425*0.5=212.5$ を上回る。）ところ、本件経緯に照らし、この三者が本件新株予約権無償割当てに賛成票を投じることはおよそ考え難いのであって、本件新株予約権無償割当てについて、株主の多数意思がこれを支持しないことは明白である。

かかる状況下において、本件新株予約権無償割当てが株主平等の原則の趣旨に反しないというためには、本件新株予約権無償割当ての是非について株主の多数意見に委ねることが社会通念上およそ許されないほど、FTらによる経営支配権の取得により会社（Y社）の企業価値がき損され、会社（Y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ことが疑いの余地なく明らかであることが必要というべきである。」（第3・3エ(i)）

そして、ピコイ事件の事案に関して新潟地裁はつぎのように判示した。

「本件経緯に照らすと、Y社やその従業員らの立場において、FTらによる経営権掌握に対して懸念を抱き、これを阻止したいと考えるのはごく自然なことといえるが、本件に現れた一切の事情によっても、本件新株予約権無償割当ての是非について株主の多数意見に委ねることが社会通念上およそ許されないほど、FTらによる経営支配権の取得により会社（Y社）の企業価値がき損され、会社（Y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ことが疑いの余地なく明らかであると認めることはできない。」（第3・3エ(㉞)）

以上の審査の後に新潟地裁は、「以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、株主平等原則に違反するものであり、それを正当化する例外的な事情も認められないというべきである」（第3・3オ）として、Y社による新株予約権無償割当ては株主平等の原則に違反するものであるとした。

（エ）不公正発行

Y社による新株予約権無償割当てが不公正発行にあたるか否かに関しても、新潟地裁はブルドックソース事件の最高裁決定を引用しつつのように判示してそれを肯定した。

「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されるところ（前掲ブルドックソース事件最高裁決定参照）、前記3のとおり、本件新株予約権無償割当ては、経営支配権を維持するためのものであり、株主平等原則に違反するものであるから、著しく不公正な方法によるものというべきである。」（第3・4）

（オ）結論

以上のようにピコイ事件における新潟地裁の申立審決定は、Y社による新株予約権無償割当ては株主平等の原則に違反するものであり、著しく不公正な方法によるものでもありとし、保全の必要性も認めて（第3・5）、Xによる新株発行差止めの仮処分命令の申立てを認容した。そこでY社は、以上の仮処分決定に対し保全異議（民保26条）を申し立てて、原仮処分決定の取消しとXによる仮処分命令の申立ての却下を求めた。

（2）新潟地裁の保全異議審決定

新潟地裁の保全異議審決定（2008〔平20〕年4月3日決定・金判1298号56頁）では、うへの(1)に掲げた新潟地裁の申立審決定における「当裁判所の判断」がすべて引用されている（第3・1）。そのうえでさらに、「Y社が主張するような、X又はFTが、衡平の原則に違反するような株式取得を行い支配株主となった者であることを示す事情の疎明はない」（第3・3）とし、また、「Y社が主張するようなフリージアグループの支配によるY社

の企業価値の明白なき損があるとの事情を疎明するに足りる資料はない」(第3・4)として、ピコイ事件における新潟地裁の保全異議審決定はうへの(1)の原仮処分決定を認可した。

そこでY社は東京高裁に対して保全抗告(民保41条1項)をし、原決定および原仮処分決定の取消しとXによる仮処分命令の申立ての却下を求めた。

(3) 東京高裁の保全抗告審決定

東京高裁の保全抗告審決定(2008〔平20〕年5月12日決定・判タ1282号273頁、金判1298号46頁)は、下記の判示によりY社の抗告を棄却した。

(ア) 新潟地裁の申立審決定の引用

東京高裁決定(4(2))はまず、ピコイ事件において株主が新株発行の差止請求をなし得ることについて、新潟地裁の申立審決定による判示のうち、新株予約権発行の差止事由はそれに続く新株発行手続きに当然に引き継がれるとした判示(第1章2(1)(ア)を参照)と、差別的条件付き新株予約権無償割当てには会社法247条の規定が類推適用されるとした判示(第1章2(1)(イ)を参照)を引用した。

(イ) ブルドックソース事件の最高裁決定の引用

ピコイ事件の東京高裁決定はさらにつぎの3点について、ブルドックソース事件の最高裁決定の判示を引用した。

(a) 株主平等の原則の射程

「(会社法)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。」(4(3)ア(ア))

(b) 株主平等の原則と差別的な取扱い

「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、株主をその有する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、… 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うこととはできない。」(4(3)ア(i))

(c) 不公正発行

「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される」(4(3)ア(v))。

(ウ) 事案の検討

ピコイ事件の東京高裁決定はそのうえで同事件の事案を検討して、「本件新株予約権無償割当ては、Y社の現経営陣の経営支配権を維持するためのものであるというべきである」(4(3)イ)とし、「現経営陣がY社の経営支配権から排除され、これに代わってFTがその株主として経営支配権を取得し、フリージアグループがY社の経営に関与することになったとしても、Y社の企業価値がき損されることになるということとはできない」(4(3)ウ(ウ))とした。

そうして、東京高裁はつぎのように判示した。「以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則の例外として許容される場合に該当せず、専ら経営を担当している取締役等（現経営陣）の経営支配権を維持するためのものであると認められるから、株主平等の原則の趣旨に反し、また、著しく不公正な方法によるものというべきである。」(4(3)エ)

(エ) 結論

以上のように判示し、保全の必要性も認めて(4(4))、ピコイ事件の東京高裁決定はY社の抗告を棄却した。

第 2 章 適法性判断の枠組み

以上のようにブルドックス事件でもまたピコイ事件でも、特定の株主の持株比率を低下させるために新株予約権の無償割当てがなされていた。ただし、そこに定められていた差別的な取扱いの内容は両事件では異なっている。すなわちブルドックス事件では、株主に無償で割り当てられた新株予約権のすべてに取得条項は付されており、その取得条項の対価が特定の株主に関してだけ現金にされ、それ以外の株主に関してはその会社の株式にされていた。さらにその新株予約権は特定の株主だけは行使できないものとされており、株主に対する課税上の問題のためにその会社が取得条項により株主から新株予約権を取得できない場合に備えて、取得条項の対価と同一の金額で特定の株主からは新株予約権を譲り受ける旨が取締役会で決議されていた。それに対してピコイ事件では、株主に無償で割り当てられた新株予約権のすべてに取得条項が付されていたわけではなく、特定の株主に割り当てられた新株予約権だけに取得条項が付されていた。しかし、差別的な取扱いの内容にそうした差異があるとはいえ、それらの取得条項が行使されることにより特定の株主の持株比率が低下するという結果に差異はない。そのためにピコイ事件では、ブルドックス事件の最高裁決定の判示が新潟地裁の申立審決定から東京高裁決定に至るまで裁判所により一貫して引用されたと考えられる。

また、新株予約権の発行の差止めを定める会社法247条の規定の類推適用に関しても、ブルドックス事件の東京地裁決定（およびそれを引用した同事件の東京高裁決定）において、同条の規定は法文上は株主に対する新株予約権無償割当て（会社法277条）を対象にしていなくてもかかわらず、新株予約権に付された差別的な条件のために株主の地位に実質的な変動が生ずる場合には同条の規定は新株予約権無償割当てに類推適用されると解されている（第1章1(1)(ア)を参照）。そして、ピコイ事件でも新潟地裁の

申立審決定が同様の判示をしており（第1章2(1)(i)を参照）、ピコイ事件ではその申立審決定の判示が新潟地裁の保全異議審決定（第1章2(2)を参照）でもまた東京高裁決定（第1章2(3)(ア)を参照）でも引用されている。

もっとも、ブルドックソース事件では、その新株予約権無償割当ては株主総会に付議されており、そこで出席した株主の議決権の約88.7%という高い割合の賛成を得て新株予約権無償割当ては承認されている。それに対してピコイ事件では、その新株予約権無償割当ては株主総会には付議されずに取締役会の決議にもとづいてなされており、新潟地裁の申立審決定が判示したように（第1章2(1)(i)(d)を参照）、仮に株主総会に付議されたとしたらピコイ事件では新株予約権無償割当ては否決されることが予測されていた。両者の事件の事案にはそのような差異があるために、ピコイ事件⁽⁹⁾ではブルドックソース事件とは反対に、会社による株主の差別的な取扱いが否定される結果になっている。両者の事件では裁判所は一貫して、一方では当該の新株予約権無償割当てが株主平等の原則に違反するか否かを審査しており（1）、他方では当該の新株予約権無償割当てが著しく不公正な方法によるもの（不公正発行）か否かを審査しているのであるが（2）、それぞれのそうした結論をもたらした判断の枠組みにも両者の事件における裁判所の決定にはつぎのような差異がある。

1 差別的条件と株主平等の原則

差別的条件付き新株予約権無償割当てと株主平等の原則との関係については、ブルドックソース事件の東京地裁決定が、差別的条件が株式ではなく新株予約権の内容にかかわるものであるためにそれは直ちに株主平等の原則に違反するものではないとしながら、新株予約権が第三者割合ではなく株主割当ての方法で発行される場合には株主平等の原則の趣旨は新株予約権無償割当てにも及ぶと判示しており（第1章1(1)(i)を参照）、ブルドックソース事件の最高裁決定でも同様の判示がなされている（第1章1(3)(ア)を参照）。そしてピコイ事件では、このブルドックソース事件の最高裁

決定の判示が新潟地裁の申立審決定（第 1 章 2 (1)(㉞)(a)を参照）（および保全異議審決定）でも東京高裁決定（第 1 章 2 (3)(イ)(a)を参照）でも一貫して裁判所により引用されている。

（1）差別的な取扱いと衡平の理念

ただし、ブルドックソース事件の東京地裁決定は、株主平等の原則について現行会社法は「一定の場合に例外的な取扱いを行う余地を認めている」としており、取締役会決議による新株と新株予約権の発行（会社法 201 条 1 項、240 条 1 項）、吸収合併と株式交換の対価の柔軟化（会社法 749 条 1 項 2 号、751 条 1 項 3 号、768 条 1 項 2 号、770 条 1 項 3 号）などに関する現行会社法の規定を掲げて、「このような会社法の規律の内容に照らすと、… 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」と指摘している。そして、そのことを理由にして東京地裁は同事件における差別的な取扱いも株主平等の原則に違反するものではないとした（第 1 章 1 (1)(イ)を参照）。

さらに、ブルドックソース事件の東京高裁決定でも、東京地裁決定が掲げていた現行会社法の規定を掲げたうえで、「会社法は、一部の株主を経済的にも、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はしていないといえることができる」とした。それに加えて、東京高裁決定では、「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するものではないといえるべきである」として、後に（不正発行にかかわる審査において）「濫用的買収者」とであると認定する特定の株主の属性も理由にして同事件における差別的な取扱いは株主平等の原則に違反

するものではないとされている（第1章1(2)(i)を参照）。

それに対して、ブルドックソース事件の最高裁決定では、東京地裁および東京地裁の決定が掲げていた現行会社法の規定は掲げられてはならず、それらの規定を理由にしてなされていた現行会社法が定める株主平等の原則はそれ自体が一定の条件を満たせば差別的な取扱いを許容しているとする判示はなされていない。

最高裁決定では、株主平等の原則は「株主をその有する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」と判示したうえで、それに続けて「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うこととはできない」と判示されている。そして、そのような基準に従った審査によりブルドックソース事件における新株予約権の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いと最高裁決定は判断したうえで（第1章1(3)(v)を参照）、そのように「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」を主な理由にして、同事件における新株予約権の無償割当ては不公正発行にもあたらないと判断されているのである（第1章1(3)(i)を参照）。

ブルドックソース事件の最高裁決定はそのように株主平等の原則との関係では（最高裁決定では「必要性」の文言は用いられていないのであるが）、差別的な取扱いもその「必要性」と「相当性」とにおいて「衡平の理念」に反するものでないかぎりそれは株主平等の原則の趣旨に反するものではないと解しているものと考えられる。学説では従来から、不平等な待遇（すなわち差別的な取扱い）であってもそれが株主平等の原則の基礎にある衡平の理念に反しないものであれば、そうした不平等な待遇は株主平等の原則のもとでも許容されると解する見解が主張されてきた。ブルドックソ

一事件の最高裁決定の判断枠組みも、そのような従来の学説の見解に従ったものとみることができる。

(2) 差別的な取扱いの「必要性」と「相当性」

ブルドックソース事件の東京地裁と東京高裁の決定における株主平等の原則にかかわる審査はうへの(1)でみたように、現行会社法のいくつかの規定を掲げて、現行会社法が定める株主平等の原則はそれ自体が一定の条件を満たせば差別的な取扱いを許容しているとする理解を前提にするものであり、そこではそのような理解を前提にしてブルドックソース事件における差別的な取扱いは容認されていた。ブルドックソース事件の東京地裁と東京高裁の決定では、そうした差別的な取扱いの「必要性」と「相当性」は株主平等の原則にかかわる審査においては検討されておらず、それらは不公正発行にかかわる審査において検討されていた。

すなわち、ブルドックソース事件の東京地裁決定では、不公正発行にかかわる審査において「公開買付けに対する対抗手段が許容される基準」として対抗手段の「必要性」と「相当性」とが検討されており、とくに前者の対抗手段の「必要性」の判断は、原則として株主総会に委ねられるべきであるとされていた。そして東京地裁決定では、同事件において新株予約権無償割当ての実施を決議した株主総会の判断が明らかに合理性を欠くものということとはできず、その新株予約権無償割当てが対抗手段としての「相当性」を欠くということもできないとして、同事件における新株予約権無償割当ては不公正発行にあたらぬとされていた(第1章1(1)(㉞)を参照)。

さらにブルドックソース事件の東京高裁決定では、不公正発行にかかわる審査において公開買付けを開始した特定の株主の属性が「濫用的買収者」と認定されており、そうした特定の株主の属性の認定を前提にして、同事件における新株予約権無償割当ての「相当性」だけでなく「必要性」も実質的に判断してそれらが肯定されている(第1章1(2)(㉞)を参

照）。

それに対してブルドックス事件の最高裁決定ではうへの(1)でみたように、株主平等の原則にかかわる審査において、同事件の新株予約権無償割当てが定める差別的な取扱いの「必要性」と「相当性」とが検討されている。そして、そのうちの前者の差別的な取扱いの「必要性」はつぎの(3)でみるように、「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」であるとされている（第1章1(3)(ア)を参照）。そのように差別的な取扱いの「必要性」の審査は当該の事案における株主総会の判断を尊重して行なうという審査の方法はうえにみたように、ブルドックス事件の東京地裁決定が不公正発行にかかわる審査においてすでに用いていたものである。すなわち、ブルドックス事件の最高裁決定では、同事件の東京地裁決定が不公正発行にかかわる審査において用いていた当該の措置の「必要性」と「相当性」とを審査する判断の枠組みが株主平等の原則にかかわる審査に移して用いられており、そのうえで株主平等の原則の根拠とされる「衡平の理念」の要素がそこに組み合わされたものとみることができる。

(3) 「必要性」を認めた会社の判断の手続き審査

ブルドックス事件の最高裁決定の判断の枠組みでは、差別的な取扱いが衡平の理念に反しないものでありそれゆえに株主平等の原則の趣旨に反しないものであるかどうかの判断が、第一に差別的な取扱いの「必要性」（すなわち「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」であること）と、第二に差別的な取扱いの内容の「相当性」との2点についてなされることになる。

そうした差別的な取扱いの「必要性」と「相当性」とはいずれも実体概念であり、それゆえそれらの点に関しては本来は、衡平の理念に照らして実質的な実体審査がなされるべきであると考えられる。実際、後者の差別的な取扱いの「相当性」に関しては、ブルドックス事件の最高裁決定

でも、当該の特定の株主以外のほとんどの株主がその新株予約権無償割当てを是認しているだけではなく、当該の特定の株主には金員が交付されることが認定されており（第1章1(3)(ア)を参照）、その「相当性」は（同事件の東京地裁決定〔第1章1(1)(ウ)を参照〕および東京高裁決定（第1章1(2)(ウ)を参照）と同様に）実質的な実体審査がなされてそれが肯定されているとみることができる。

しかし、前者の差別的な取扱いの「必要性」に関しては、ブルドックス事件の最高裁決定では（同事件の東京地裁決定が不公正発行にかかわる審査において行なったのと同様に）、その必要性があるか否かについて実質的な実体審査がなされているわけではない。ブルドックス事件の最高裁決定ではすなわち、差別的な取扱いの「必要性」の有無は「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」であるとされており、そうした株主の「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」とされているのである（第1章1(3)(ア)を参照）。

ブルドックス事件の東京高裁決定では、当該の特定の株主の属性が「濫用的買収者」であると認定されており、そうした特定の株主の属性の認定にもとづく実質的な実体審査によって同事件における差別的条件付き新株予約権無償割当ては株主平等の原則には違反せず、不公正発行にもあたらないと判断されている（第1章1(2)(イ)と(ウ)を参照）。それに対してブルドックス事件の最高裁決定では、当該の特定の株主の属性に関するそうした認定はなされていない。ブルドックス事件の最高裁決定ではむしろ（同事件の東京地裁決定が不公正発行にかかわる審査においてそうしたのと同様に）、差別的な取扱いの「必要性」にかかわる審査をその「必要性」があるか否かについての実質的な実体審査ではなく、その「必要性」を認めた会社の判断の手続き（すなわち「判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵」なしに株主自身が必要性を認めているか否か）の審査に置き換えたことにより、同事件における差別的な取扱いについて「必要性」が認めら

れており、その差別的な取扱いは株主平等の原則に違反するものではないとされている。そして、ブルドックス事件の最高裁決定では、後にみるように不公正発行にかかわる審査は株主平等の原則にかかわる自らの判示を引用してなされており（第2章2(1)を参照）、すなわちそのような会社の判断の手続きの審査によって、同事件における差別的な取扱いは株主平等の原則に違反しないと判断されただけではなく、そうした判断を前提にしてさらに同事件における新株予約権無償割当ては不公正発行にもあたらないと判断されているのである。すなわちブルドックス事件の最高裁決定では、差別的な取扱いの「必要性」に関する審査が実質的な実体審査ではなく、その「必要性」を認めた会社の判断の手続きの審査に置き換えられていることにより、同事件における差別的条件付き新株予約権無償割当ては許容されているものと考えられる。

（４）「必要性」に関する実質的な実体審査

ピコイ事件でも新潟地裁の申立審決定（およびその判示を引用する新潟地裁の保全異議審決定）では、差別的な取扱いの「必要性」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」であるとするブルドックス事件の最高裁決定の判示がやはり引用されている（第1章2(1)(ウ)(c)を参照）。そして、そのうえでピコイ事件における新株予約権無償割当ては株主総会における株主の判断を経ておらず、「株主の多数意思がこれを支持しないことは明白である」と指摘されている（第1章2(1)(ウ)(d)を参照）。

しかし、ピコイ事件における新潟地裁の申立審決定（および保全異議審決定）ではそれに続けて、「かかる状況下において、本件新株予約権無償割当てが株主平等の原則の趣旨に反しないというためには、本件新株予約権無償割当ての是非について株主の多数意見に委ねることが社会通念上およそ許されないほど、FTらによる経営支配権の取得により会社（Y社）の企業価値がき損され、会社（Y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ことが疑いの余地なく明らかであることが必要というべきである」とされ、ただし「本件に現れた一切の事情によっても、本件新株予約権無償割当ての是非について株主の多数意見に委ねることが社会通念上およそ許されないほど、FT らによる経営支配権の取得により会社 (Y 社) の企業価値がき損され、会社 (Y 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ことが疑いの余地なく明らかであると認めることはできない」とされている (第 1 章 2(1)(ウ)(d)を参照)。

以上のようにピコイ事件における新潟地裁の申立審決定 (および保全異議審決定) では、差別的な取扱いの「必要性」に関しては、まずはブルドックソース事件の最高裁決定の判示に従って、会社におけるその判断の手続きを審査すべきものとしながら、ピコイ事件の事案のように (株主の多数意思がそれを支持しないことが明白であるために) その手続きの審査では当該の差別的な取扱いの「必要性」が認められない場合には、その手続きの審査だけから直ちに当該の差別的な取扱いの「必要性」を否定するのではなく、それに加えて実質的な実体審査により差別的な取扱いの「必要性」が認められる余地も設けたうえで、その枠内における実質的な実体審査によっても当該の差別的な取扱いの「必要性」は認められないことを確認してはじめてピコイ事件における差別的な取扱いの「必要性」が否定されているのである。

さらにピコイ事件の東京高裁決定では新潟地裁の申立審決定 (および保全異議審決定) とは異なって、差別的な取扱いの「必要性」の有無は「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」であるとするブルドックソース事件の最高裁決定の判示はもはや引用されていない。ピコイ事件の東京高裁決定ではそれに代えて、同事件における差別的な取扱いに「必要性」があるか否かについて直截に実質的な実体審査がなされており、そのうえでその「必要性」が否定されているのである (第 1 章 2(3)(ウ)を参照)。

（５）ピコイ事件における裁判所決定の意義

以上のようにブルドックソース事件の最高裁決定は、差別的な取扱いについての株主平等の原則にかかわる判断の枠組みとして、「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うこととはできない」と判示している（うへの(1)を参照）。ブルドックソース事件の東京地裁と東京高裁の決定では差別的な取扱いの「必要性」と「相当性」とに関する検討は不公正発行にかかわる審査のなかでなされていたのであり、ブルドックソース事件の最高裁決定においてはじめてそれらの検討は株主平等の原則にかかわる審査のなかに移されてなされている（うへの(2)を参照）。

そして、ピコイ事件では一方において、ブルドックソース事件の最高裁決定が判示したそのような株主平等の原則にかかわる判断の枠組みが新潟地裁の申立審決定から東京高裁決定に至るまで裁判所により一貫して引用されている。そのようにピコイ事件の裁判所決定は、ブルドックソース事件の最高裁決定が採用した株主平等の原則にかかわる判断の枠組みを同事件の後に適用したおそらくはじめての（公刊された）裁判例として重要な意義をもつとあってよい。

しかし、ピコイ事件では他方において、そのようなブルドックソース事件の最高裁決定が採用した株主平等の原則にかかわる判断の枠組みにおける差別的な取扱いの「必要性」の審査に関しては、その「必要性」を認めた会社の判断の手続きを審査して同事件における差別的な取扱いの「必要性」を認めたブルドックソース事件の最高裁決定（うへの(3)を参照）とは異なって、ピコイ事件における新潟地裁の申立審決定がすでに同事件における差別的な取扱いの「必要性」を否定するにあたり、会社の判断の手

続きの審査に加えてその「必要性」について実質的な実体審査をする余地も設けて、そこで実質的な実体審査もしたうえでその「必要性」を否定しているのであり、ピコイ事件の東京高裁決定では、もっぱら実質的な実体審査によりピコイ事件における差別的な取扱いの「必要性」は否定されている（うへの (4) を参照）（ピコイ事件では差別的な取扱いの「相当性」についてまでは判断されておらず、もっぱらその「必要性」が否定されることを理由にして株主平等の原則に違反すると判断されている）。差別的な取扱いの「必要性」もまた内容の「相当性」と同様に実体概念である以上、その「必要性」に関してもうへの (3) でみたように、やはり本来は実質的な実体審査⁽¹²⁾がなされるべきことを、ピコイ事件の裁判所決定は示しているとみることができるようと思われる。

2 不公正発行と株主平等の原則

ブルドックス事件でもピコイ事件でも当該の新株予約権無償割当てに関しては、一方で、これまでみてきたようにそれが株主平等の原則に違反するか否かが問題にされているのであるが、他方では、それが不公正発行にあたるか否かも問題にされている。

(1) 不公正発行にかかわる審査の位置づけ

そして、ブルドックス事件における東京地裁と東京高裁の決定では、それらの2点がおよそ同等に審査されており、すなわち、一方で、株主平等の原則に関しては、現行会社法のいくつかの規定を掲げて現行会社法が定める株主平等の原則はそれ自体が一定の条件を満たせば差別的な取扱いを許容していると判示されており（第2章1(1)を参照）、他方で、不公正発行に関しては、その差別的な取扱いの「必要性」と「相当性」とが検討されていた（第2章1(2)を参照）。

それに対してブルドックス事件の最高裁決定ではすでにみたように、そのような差別的な取扱いの「必要性」と「相当性」との検討は株主

平等の原則にかかわる審査のなかに移されてそこでなされている（第2章1(2)を参照）。そして、ブルドックソース事件の最高裁決定における不正発行にかかわる審査では、「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」とまず判示されている。そこではすなわち、不正発行にかかわる審査は株主平等の原則にかかわる自らの判示を引用してなされているのであり、ブルドックソース事件の最高裁決定では不正発行にかかわる審査は株主平等の原則にかかわる審査に比べてかなり簡潔なものにとどまっている（第1章1(3)(i)を参照）。

ピコイ事件における新潟地裁の申立審決定（およびその判示を引用する保全異議審決定）も、不正発行にかかわる審査において、「(株主平等の原則にかかわる)前記3のとおり、本件新株予約権無償割当ては、経営支配権を維持するためのものであり、株主平等原則に違反するものであるから、著しく不正な方法によるものというべきである」と判示している。すなわちそこでもブルドックソース事件の最高裁決定と同様に、不正発行にかかわる審査は株主平等の原則にかかわる自らの判示を引用してなされており、不正発行にかかわる審査は株主平等の原則にかかわる審査に比べてより一層簡潔なものにとどまっている（第1章2(1)(v)を参照）。

さらにピコイ事件の東京高裁決定では、不正発行にかかわる審査はもはや株主平等の原則にかかわる審査とは別個にはなされていない。ピコイ事件の東京高裁決定ではすでにみたように、差別的な取扱いの「必要性」については直截に実質的な実体審査がなされてそれが否定されているのであるが（第2章1(4)を参照）、そこではその実質的な実体審査にもとづいて、同事件における新株予約権無償割当ては「株主平等の原則の趣旨に反し、また、著しく不正な方法によるものというべきである」と判断されている。すなわち、そこでは株主平等の原則に違反するか否かに関してだけでなく、不正発行にあたるか否かに関して同時に実質的な実体審査がなされているのであり、そうした実質的な実体審査にもとづいてその

新株予約権無償割当ては株主平等の原則の趣旨に反しており、あわせて不公正発行にもあたると判断されているのである（第1章2(3)(ウ)を参照）。

そのようにピコイ事件の東京高裁決定では、株主平等の原則にかかわる審査と不公正発行にかかわる審査は同時に一体としてなされており、株主平等の原則の趣旨に反するとした理由が同時に不公正発行にあたる理由にされているのである。

（2）不公正発行と差別的な取扱いの「必要性」

新株予約権の発行の差止めを定める会社法247条の規定は差別的条件が付された新株予約権無償割当ての場合にも類推適用されることが、ブルドックソース事件でもピコイ事件でも裁判所により一貫して認められている。ただしそれでも、その会社法247条の規定に定められた2つの差止事由のうち、不公正発行であることを差止事由にする差止めの制度（会社法247条2号）が本来は第三者割当ての場合を対象にしたものであることに変わりはない。それゆえに、差別的条件が付されていても新株予約権無償割当て（会社法277条）という株主割当てによる制度が利用されているかぎり、株主平等の原則に違反するか否かがまず審査されることになる。

そして、ブルドックソース事件の最高裁決定は不公正発行にかかわる審査において、差別的条件付き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」にはそれは不公正発行にあたると判示しており（第1章1(3)(イ)を参照）、ピコイ事件では新潟地裁の申立審決定（第1章2(1)(エ)を参照）（および保全異議審決定）でも東京高裁決定（第1章2(3)(イ)(c)を参照）でも、不公正発行にあたるか否かの判断の基準としてブルドックソース事件の最高裁決定のその判示が引用されている。不公正発行にあたるか否かの判断の基準がそのように解されている以上、そこにおける不公正発行にあたるか否かの判断は、ブルドックソース事件の最高裁決定が採用した株主

平等の原則にかかわる判断枠組みにおける差別的な取扱いの「必要性」（すなわち「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」であること）についての判断とおよそ重複することになる（すなわち「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」のものであれば「不公正発行」には該当せず、その差別的な取扱いの「必要性」も認められることになると解される）。

それゆえに、一方で、当該の差別的な取扱いについて「相当性」だけでなく「必要性」も認められてそれが株主平等の原則に違反しないと判断されていれば、そこではすなわち「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」であると認定されているのである以上、それにもかかわらずその差別的な取扱いをとまう新株予約権無償割当てが不公正発行にあたる（すなわち「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」）と判断されることはおよそないものと思われる。

他方で、当該の差別的な取扱いが少なくとも「必要性」を欠くことを理由にして株主平等の原則に違反すると判断されていれば（すなわちその内容がもっぱら「相当性」を欠くことだけを理由にして株主平等の原則に違反すると判断されているのでないかぎり）、そこではすなわち「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」ではないと認定されているのである以上、その差別的な取扱いをとまう新株予約権無償割当ては同時に不公正発行にもあたる（すなわち「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」）と判断される場合が多いと思われる（株主平等の原則に違反すると判断されればいずれにせよそれだけで法令違反を理由にした差止事由〔会社法247条1号〕になる）。

以上のように、差別的条件付き新株予約権無償割当てが不公正発行にあ

たるか否かの審査は、株主平等の原則にかかわる審査における差別的な取扱いに「必要性」が認められないか否かの判断とおよそ重複するものと思われ⁽¹⁴⁾。それゆえに、差別的条件付き新株予約権無償割当てに関して株主平等の原則にかかわる審査とは別個に、不公正発行にかかわる審査を行なうことにはおよそ固有の意義は認められないものと思われる。そして、その意味において差別的条件付き新株予約権無償割当てに関しては、今後は主として（前述した第 2 章 1(5)の前段でみたブルドックス事件の最高裁決定の判断の枠組みに従って）株主平等の原則に違反するか否かが審査される（不公正発行にあたるか否かもそこであわせて判断される）ことになると考えられる。うえの (1) でみたように、ブルドックス事件の最高裁決定とピコイ事件における新潟地裁の申立審決定（および保全異議審決定）では、不公正発行にかかわる審査は株主平等の原則にかかわる自らの判示を引用してそれがなされており、ピコイ事件の東京高裁決定ではさらに、不公正発行にかかわる審査は株主平等の原則にかかわる審査とあわせて一体としてなされているのであるが、それらの裁判所決定は以上のことを示しているのとみることができるように思われる。

3 新株予約権の行使による新株発行の差止め

ブルドックス事件では新株予約権無償割当ては、取締役会の決議にもとづいて開催された株主総会の決議により決定されており、しかもその株主総会の決議では新株予約権無償割当ては総会から 17 日後の日にその効力が生ずるとされていた。そのために、当該の特定の株主は新株予約権無償割当ての効力が生ずる前にその差止めの仮処分命令を申し立てることができた（同事件では仮処分命令の申立ては株主総会開催前になされている）。それに対してピコイ事件では、新株予約権無償割当ては取締役会の決議により決定されており、その取締役会の決議では新株予約権無償割当ては即日その効力が生ずるとされていた。すなわちピコイ事件では、新株予約権無償割当てを事前に差し止める機会は株主には与えられていなかったの

であり、そのために新株予約権無償割当ての差止めではなく、その新株予約権が行使されてなされる新株発行の差止めの仮処分命令がピコイ事件では申し立てられている。

（1）新株発行の差止めと新株予約権者の権利

新株予約権はいうまでもなく、会社に対してそれを行行使することにより当該株式会社の株式の交付を受けることができる権利である（会社法2条21号）。新株予約権が有効に成立しているかぎり、新株予約権が行使されると会社は株式を交付すべき義務を負う。そのために、新株予約権が行使されてなされる新株の発行は株主による差止め請求（会社法210条）の対象にはなり得ないと指摘されていた⁽¹⁵⁾。

その点に関してピコイ事件では新潟地裁の申立審決定が、新株予約権の発行はその行使による新株の発行を当然に予定した手続きであることを理由にして、新株予約権の発行における瑕疵は新株発行の手続きにも引き継がれると解しており、それゆえ「先行する新株予約権発行手続に会社法247条の差止事由がある場合には、それに引き続いて行われる新株発行手続にも当然に同法210条の差止事由がある」と判示している（第1章2(1)(ア)を参照）。ピコイ事件ではそうした新潟地裁の申立審決定の判示が、その後の新潟地裁の保全異議審決定（第1章2(2)を参照）でも、東京高裁決定（第1章2(3)(ア)を参照）でも引用されており、新株予約権無償割当ての際に、それが株主平等の原則に違反（会社法247条1号）しており不公正発行（会社法247条2号）でもあるという差止事由が存在していたことを理由にして、その新株予約権が行使されてなされる新株発行の仮差止めがピコイ事件では一貫して認められている。

それゆえにまたそこでは、一方で、新株予約権者は新株予約権を行行使して会社から株式の交付を受ける権利を有しているにもかかわらず、他方で、特定の株主にはそのような新株発行に対する差止請求権が認められているという、内容に矛盾がある2つの権利が併存しているという問題は残

されていることになる。

(2) 新株予約権の効力と新株発行の差止め

しかし、差別的な取得条項が付された新株予約権⁽¹⁶⁾に関してはまず、その新株予約権の効力を問題にする余地があるように思われる。

すなわち、新株予約権無償割当ての際に新株予約権に差別的な内容の取得条項または行使条件が付されており、それがピコイ事件におけるように株主平等の原則の趣旨に反すると判断される場合には、その新株予約権無償割当てが効力を生じる前には差止事由(会社法247条の類推適用)がそこにはあることに加えて、その新株予約権無償割当てが効力を生じた後は会社法109条1項(および会社法278条2項)の規定に違反しているという新株予約権発行無効の訴え(会社法828条1項4号)における無効事由がそこにはあると考えられる。それゆえ、その新株予約権無償割当てが効力を生じた後は本来は、株主はまず新株予約権発行無効の訴えを提起すべきであり、そのうえでそのような新株予約権発行無効の訴権を被保全権利にして、その新株予約権が行使されてなされる新株発行を差止める(または株券の交付を禁止する)仮の地位を定める仮処分命令(民保23条2項)が申し立てられるべきと解⁽¹⁷⁾される。

おわりに

これまでみてきたように、差別的な条件付き新株予約権無償割当ての可否が問題にされる場合にはまず、それが株主平等の原則に違反しないか否かが審査されることになる。

そして、ブルドックスソース事件における最高裁決定の判断枠組みのもとでは、株主平等の原則にかかわる審査として具体的には、その差別的な取扱いの「必要性」と「相当性」とが株主平等の原則の基礎にある衡平の理念に照らして審査されることになる。ただし、ブルドックスソース事件の最

高裁決定ではそのうちの差別的な取扱いの「必要性」に関しては、それを認めた会社の判断の手続きが審査されているにすぎず、「必要性」の有無について実質的な実体審査はなされていなかった。しかし、差別的な取扱いの「必要性」もまた内容の「相当性」と同様に実体概念である以上、「必要性」に関してもやはり本来は衡平の理念に照らした実質的な実体審査がなされるべきであると考えられる。そのことを、ピコイ事件の裁判所決定は示しているとみることができるようと思われる（第2章1を参照）。

差別的条件付き新株予約権無償割当ての可否が問題にされる場合にはさらに、それが不公正発行にあたらぬか否かが審査されることになる。

ただし、差別的な取扱いの「必要性」と「相当性」とを株主平等の原則にかかわる審査において判断するブルドックスソース事件の最高裁決定の判断枠組みのもとでは、不公正発行にあたらぬか否かの判断は差別的な取扱いに「必要性」が認められるか否かの判断とおよそ重複することになる。それゆえに、株主平等の原則にかかわる審査とは別個に不公正発行にかかわる審査を行なうことにはおよそ固有の意義は認められないことになる。その意味において、差別的条件付き新株予約権無償割当てに関しては、今後は主として株主平等の原則に違反しないか否かが審査される（不公正発行にあたらぬか否かもそこであわせて判断される）ことになると考えられる。そのことをまた、ピコイ事件の裁判所決定は示しているとみることができるようと思われる（第2章2を参照）。

- (1) 当時の買収防衛策の導入の状況に関して、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あり方」商事法務1737号（2005年）30頁以下、藤本周ほか「敵対的買収防衛策の導入状況」商事法務1776号（2006年）46頁以下などを参照。
- (2) それらは、別冊商事法務編集部編『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』別冊商事法務287号（2005年）に収録されている。
- (3) 後にみるようにブルドックスソース事件の東京地裁決定（第1章1(1)(i)を参照）と最高裁決定（第1章1(3)(v)を参照）において、新株予約権無償割当ての場合には新株予約権の内容にも株主平等の原則の趣旨は及ぶことになると明文で判示されて

- いる。ただし、学説ではそれ以前からたとえば以下の論者により、差別的条件付き新株予約権無償割当ては株主平等の原則に反するものであると指摘されていた。吉本健一「ポイズン・ピルと株主平等原則」阪大法学55巻3・4号(2005年)73頁以下、末永敏和「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』(2006年、中央経済社)103頁以下、109頁以下。
- (4) 企業価値研究会「企業価値報告書」前掲(注2)別冊商事法務287号17頁以下、78頁を参照。また、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」同号121頁以下、125頁でも、「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」と説明されている。
- (5) ブドックソース事件に関しては、田中亘「ブドックソース事件の法的検討(上・下)」商事法務1809号(2007年)4頁以下、1810号15頁以下、中東正文「ブドックソース事件を巡る法的戦略と司法審査」企業会計59巻11号(2007年)70頁以下、野村修也「会社法における『株主排除』の法理とその限界—ブドックソース事件とMBO規制の動向を中心に—」月刊資本市場267号(2007年)74頁以下、中東正文「ブ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(2007年)17頁以下、弥永真生「ブドックソース事件決定の意義と残された課題」ビジネス法務7巻12号(2007年)44頁以下、岩倉正和・佐々木秀「ブドックソースによる敵対的買収に対する対抗措置(上・中その1~3・下その1~3完)」商事法務1816号(2007年)~1826号(2008年)、森本滋「株主平等原則と買収防衛策—ブドックソース事件を素材として—」法曹時報60巻1号(2008年)1頁以下、岩倉正和・大川剛平「ブドック買収防衛訴訟—買収防衛策で初の最高裁決定」法学セミナー638号(2008年)26頁以下、近藤光男「ブ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(2008年)8頁以下、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(一・二完)」民商法雑誌139巻2号(2008年)127頁以下、3号302頁以下、越知保見「ブドックソース事件決定と日本型ライツプランの再検討」判例時報2059号(2010年)3頁以下などの論稿のほか、つぎの評釈・研究がある。
- 山中真人・法と民主主義421号(2007年)52頁以下、若松亮・金融・商事判例1275号(2007年)10頁以下、吉田直・青山法学論集49巻3号(2007年)1頁以下、高山崇彦・法律のひろば61巻1号(2008年)54頁以下、2号(2008年)60頁以下、田中庸介・法と政治58巻3・4号(2008年)247頁以下、青竹正一・判例時報1987号(2008年)164頁以下、石山卓磨・民事情報257号(2008年)31頁以下、奈良輝久・判例タイムズ1259号(2008年)40頁以下、小島孝文・東北法学31号(2008年)179頁以下、三原園子・関東学院法学17巻3・4号(2008年)221頁以下、松井秀征・ジュリスト1354号(平成19年度重要判例解説)(2008年)109頁以下、森富義明・ジュリスト1355号(2008年)112頁以下、根本伸一・速報判例解説(法学セミナー増

判) 2号(2008年)135頁以下、阪口祐康・判例タイムズ1265号(2008年)59頁以下、北村雅史・私法判例リマックス37号(2008年)92頁以下、中村信男・月刊監査役543号(2008年)72頁以下、拙稿・金融・商事判例1274号(2007年)2頁以下など。

さらに、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一買収防衛策に関する裁判経過と意義一』別冊商事法務311号(2007年)を参照。

- (6) ピコイ事件に関する評釈・研究として、奈良輝久・金融・商事判例1312号(2009年)2頁以下、清水俊彦・金融・商事判例1312号(2009年)10頁以下、温笑侗・ジュリスト1382号(2009年)136頁以下、込山芳行・ビジネス法務9巻10号(2009年)122頁以下、拙稿・法学セミナー647号(2008年)126頁、拙稿・金融・商事判例1326号(2009年)9頁以下。
- (7) 本稿は、ブルドックソース事件およびピコイ事件に関する前掲(注5)および(注6)の拙稿と内容に重複があることをお断りします。
- (8) そのほかにXは、新株予約権無償割当てを承認したY社の株主総会決議は特別利害関係人の議決権行使による著しく不当な決議に該当し取り消されるべきものであり、または多数決の濫用に該当し無効であると主張した。しかし、東京地裁決定(第3・4)はY社の総会決議はいずれにも該当しないとしてXの主張を退けており、東京高裁決定(第3・5)も東京地裁決定のその判示を引用して同様に判断している。
- (9) ブルドックソース事件に関して当時は、「放置しろというのは暴論。仮にTOBが成功して上場廃止になったら、応募しなかった株主の株券は紙くずになるかもしれない。そんな恐怖に駆られた株主がTOBに殺到する可能性がある。経営の当事者として、対抗しないという選択肢はなかった」[岩倉正和]と述べられている。日経ビジネス1407号(2007年)52頁を参照。
- (10) ブルドックソース事件の東京高裁決定ではその旨の判示は明文ではなされていないのであるが、そこでも新株予約権に付された差別的条件が株主平等の原則との関係で審査されており(第1章1(2)(i)を参照)、新株予約権の内容にも株主平等の原則は及ぶことは前提にされている。
- (11) そのような解釈論が、落合誠一「株主平等の原則」『会社法演習I』(1983年、有斐閣)207頁以下、213頁、同「株主平等の原則と株主優待制度」商法の争点I(1993年)54頁以下、55頁でなされている。なお、拙稿「利益供与の規制と株主優待制度」判タ948号(1997年)170頁以下、173頁。
- (12) その点に関して、拙稿・前掲(注5)7頁。
- (13) 「以上によれば、本件新株予約権無償割当ては、…専ら経営を担当している取締役等(現経営陣)の経営支配権を維持するためのものであると認められるから、株主平等の原則の趣旨に反し、また、著しく不公正な方法によるものというべきである」とするピコイ事件の東京高裁決定(4(3)エ)の判示(第1章2(3)(v)を参照)が、その場合に当たる。

(14) ただし、一方で、不公正発行にかかわる判断では、「会社の企業価値ひいては株主の共同の利益」が害されるか否かの実体判断が問題にされているのではなく、「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」であるか否かという新株予約権無償割当てを行なう「目的」が問題にされているのであり、他方で、株主平等の原則の審査における差別的な取扱いの「必要性」の判断に関してブルドックソース事件の最高裁決定では、「必要性」それ自体ではなくそれを認めた会社の判断の手続きが審査されており、両者の判断はそれぞれがそのかぎりにおいて「会社の企業価値ひいては株主の共同の利益」が害されるか否かの実体判断とは異なる余地があり、両者の判断が相互に異なる余地もある。

そしてブルドックソース事件の最高裁決定では実際には、そのような両者の判断が実体判断とは異なる余地が利用されているとみることができる。すなわちブルドックソース事件の最高裁決定では、「会社の企業価値ひいては株主の共同の利益」が害されることになるという実体判断はなされておらず、それにもかかわらず、まず株主平等の原則にかかわる審査において、差別的な取扱いの「必要性」がそれを認めた会社の判断の手続きを審査して肯定されており、その判断を前提にしてさらに不公正発行にかかわる審査でも、同事件における差別的な条件付き新株予約権無償割当ては「専ら … 経営支配権を維持するためのものである」とは認められないと判断されているのである（第2章1(3)を参照）。それに対してピコイ事件の東京高裁決定では、会社の「企業価値がき損されることになるということではできない」とする実体判断がなされており、その実体判断にもとづいて直截に、一方で、株主平等の原則に関しては差別的な取扱いの「必要性」はないと判断されており、他方で、不公正発行に関しては同事件における差別的な条件付き新株予約権無償割当ては「専ら … 経営支配権を維持するためのものである」と判断されている（第2章2(1)を参照）。

(15) 江頭憲治郎ほか「新株予約権・種類株式をめぐる実務対応〔下〕」商事法務1629号（2002年）4頁以下、7頁において、「いったん発行されてしまった新株予約権の行使は、新株予約権者の行為であって、これを差し止めることができないことは当然です。しかも、新株予約権が行使されたら、会社としては当然に新株発行しなければならぬわけで、新たに取締役会の決議等をするわけではありません」[原田晃治]とされ、「新株予約権が出る前は新株予約権の差止めの話である。新株予約権が出てから行使されるまでが新株予約権無効の訴えの話である」[武井一浩]とされている。

それに対して学説では、「新株予約権の発行と、これを消却しないという会社の不作為」とを一体とみてそれを「会社の行為」と観念し、新株予約権者による新株予約権の行使はそうした会社の行為によりいわば「強いられた結果」にすぎないとして、そのような新株予約権が行使されてなされる新株発行の差止めを認める解釈論も主張されていた。家田崇ほか『M&A 攻防の最前線』（2005年、金融財政事情研究会）120頁以下 [大杉謙一] を参照。

- (16) 江頭憲治郎『株式会社法』〔第3版〕(2009年、有斐閣) 734頁以下では、「すでに発行された差別的行使条件の付いた新株予約権（…）が平等原則に違反するにも関わらず行使される（…）ことがあり得るが、その新株予約権は、新株予約権の発行無効の訴えを待たず無効と解すべきであって（発行時に無効の訴えを提起する余地がない）、したがって、それが行使されても、株式発行は当然無効と解される（…）」と指摘されている。
- (17) その場合にさらに、募集株式の発行・処分の差止めを定める会社法210条1号の規定を類推適用して、同条の差止請求権を仮処分命令の被保全権利にすることも考えられるが、そうした類推適用をするまでもなく、本文に述べたように新株予約権発行無効の訴権を仮処分命令の被保全権利にすれば足りるものと解される。

以上のように新株予約権が行使される前の段階では、新株予約権発行無効の訴え（会社法828条1項4号）を提起して、その訴権を被保全権利にして新株発行を差し止める仮処分命令が申し立てられるべきと解されるのであるが、新株予約権が行使されて新株が発行された後の段階では、新株予約権が発行された際の瑕疵（またはその行使の瑕疵）は新株発行の無効事由になり、新株発行無効の訴え（会社法828条1項2号）が提起されるべきと解される（新株予約権の行使の瑕疵はその新株予約権の行使による新株発行の無効事由にあたることとした東京地判2009〔平21〕年3月19日金判1317号30頁を参照）。

ただし、新株予約権発行無効の訴えの対象である新株予約権が発行された際の瑕疵に関しては、新株予約権発行無効の訴えの提訴期間（会社法828条1項4号）が新株予約権の発行の効力発生日から6ヵ月（または〔公開会社ではない株式会社では〕1年）以内に限定されていることを考慮して、その新株予約権が行使されて新株が発行された場合でも、その瑕疵を理由にした新株発行無効の訴えの提起はやはり新株予約権の発行の効力発生日から6ヵ月（または1年）の期間内に限定されると解すべきと思われる。もっとも、株主が新株予約権の発行の事実を事前に知り得なかった場合には、株主による差止請求および提訴の機会を確保するために、その期間の起算日は新株予約権の発行の効力発生日ではなく、その株主が新株予約権の発行の事実を知り得た日になると解すべきと思われる。拙稿・法学セミナー657号（2009年）125頁。