

# 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

柳 明 昌

### 一 はじめに

1. 本稿の課題
2. 本稿の構成

### 二 株主平等原則の意義、根拠、及び機能

1. 株主平等原則の意義
2. 「株式の内容及び数に応じて」の解釈
3. 実質的な正当化根拠
4. 株主平等原則の果たす機能・役割

### 三 株主平等原則の限界をめぐる議論

1. 従来型の問題における一般的な議論
2. 具体例 — その1
3. 具体例 — 敵対的企業買収防衛策 — その2

#### 四 株主平等原則の限界の理論的な分析

1. 会社法の認める例外
  2. 「株式の内容及び数に応じて」の解釈による限界
  3. 「株主」ことの異なる取扱い」となる場合における限界
  4. 「会社の利益」概念及び立証責任
- 五 おわりに
1. 本稿のまとめ
  2. 今後の課題

# 一 はじめに

## 1. 本稿の課題

筆者は、現在、比較法的なアプローチや歴史的なアプローチを用いて、株主平等原則の有する現代的な意義とその射程を明らかにする試み<sup>(1)</sup>に着手している。さしあたり「株主」平等原則としてテーマを設定したが、上場会社のように資本市場を前提に活動する株式会社においては、一方で、株主平等原則の意義は相対的に小さくなるという指摘がなされ、他方で、「投資家」間の平等が強く要求されるという指摘がなされることから、「投資家」間の平等原則の問題を対象に含め、会社法のみならず、金融商品取引法をも検討対象に含めている。その意味で、本稿及び続稿では、「会社法及び金融商品取引法上の平等取扱い」に関する包括的な検討を行うことを目的とする。

本稿では、右のような試みの準備的作業として、新会社法の下での株主平等原則の意義とその射程について、わが国における、これまでの判例や学説の議論を分析しながら、法的な問題点や理論的な課題を明らかにすることを目的とする。このような作業を通じて、比較法的な考察の対象とすべき課題とその際に注目すべき問題点を明らかにしていきたいと考えている。

株主平等原則は、新会社法の下で明文化されたが、明文化されたことの意味やその内容について、従来理解されていたことと何が同じで、何が異なるのかを明らかにしたうえで、これまで株主平等原則違反かどうかが議論されていた具体的な事案の解決を考えてみるのが有益であろう。特に、株主平等原則をめぐる問題は、その限界をめぐる争いであると解されることか

ら、本稿での分析及び検討は、相当程度、株主平等原則の限界をめぐる議論に向けられている。さらに、株主平等原則の限界を明確化するとどまらず、それが理論的にいかなる問題を含んでいるのか、そしてその点についてどのように考えるべきか、少なくとも一定の方向性なり、今後のアプローチなりを提示していきたいと考えている。

## 2. 本稿の構成

本稿における叙述の順序は次の通りである。まず、二・二において、新会社法の下での株主平等原則の意義、根拠及び機能について、立法者の意思と学説における議論とを比較しながら、その異同を明確にする。この分析を通して、新会社法の下での株主平等原則の特徴を浮かび上がらせることとする。次に、三・三において、株主平等原則の限界について、株主優待制度に代表される従来型の問題における議論と、差別的な取扱いを本質とする敵対的企業買収防衛策をめぐる議論とに分けて検討する。限界論では、平等原則といかなる原理（「会社の利益」や他の平等）が対立することになるかを見極め、それを受けて、四・四において、平等原則と対立する諸価値を明らかにしたうえで、規範的な価値の対立について理論的な観点から分析する。

---

(1) 本稿は、平成一八年度「文部科学省科学研究費補助金（若手研究B）」「株主平等原則の現代的意義とその射程」の研究成果の一部である。

## 二 株主平等原則の意義、根拠及び機能

新会社法は、会社が「株式の内容及び数に応じて」平等に取り扱わねばならないとする明文規定を設け、不平等取扱いの内容及び適用範囲を明確化することを試みる。ここでは立法者意思を明確にしたうえで、これまで考えられてきた株主平等原則の内容との異同を明らかにし、明文化された株主平等原則の意義を考えてみる。

### 1. 株主平等原則の意義

(1) 立法者の意思——〇九条一項の法制的な位置づけと一〇九条二項中心観

新会社法の下では、「株式の内容及び数に応じて」平等に取り扱わねばならないことが規定（会社一〇九条一項）され、「株式の内容」を定めるについて株主平等原則の適用は問題とならず、①株式の内容が異なる種類の株式が発行されている場合、株式の内容に応じて異なる取扱いをすることを許容し、②同一内容の株式については、「数」のみに着目した取扱いをしなればならないと整理された。<sup>(1)</sup>

新会社法における株主平等原則の内容を明らかにする際、「株式の平等」を内容とする一〇九条一項のみならず、同条二項まで視野に入れた上で分析する必要がある。なぜなら、一項の内容は、二項の内容との関係を視野に入れてはじめて理解できるからである。すなわち、株主平等原則について、立法担当官は、「株主平等原則を定める一〇九条一項の規定は、同条二項

の規定を置く関係上、株主平等を掲げることが不可欠であるとの法制的な指摘を受けて設けられたものである<sup>(2)</sup>と説明する。これは、「法制上」株主平等原則の例外と位置づけられる二項こそ、株主平等原則の核心的な内容を定めるものであり、公開会社における株主平等原則は、実質的には「株主ごとに異なる取扱いをしない」という、むしろ「株主Ⅱヒト」に着目した差別的な取扱いを禁止する内容（禁止規範）と理解すべきことになる<sup>(3)</sup>。株主平等原則を定める明文規定は、法文上、「株式の内容及び数」に応じた取扱い（株式の平等）を定め、客観的な判断を担保しようとするが、実質的には株主の属性的な差別的取扱いを禁止する趣旨と解される。

## (2) 学説

株主平等原則とは、一般に、「株主たる資格に基づく法律関係において、原則として株主をその持株数に応じて平等に取り扱わねばならない原則」として説明されてきた。これは、株主の地位が均一の割合的単位の形をとり、各株式の包含する権利が同一であること（株式の平等）をその帰趨者である株主の側から表現したものであり、①株式の内容が原則として同じであること、②株式の内容が同一である限り株式数に応じて取扱うことを要請するものと理解されてきた<sup>(4)</sup>。そして、株主平等原則の内容については、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扱わねばならないという原則（「株式平等原則」）に限定されず、もう一つ、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扱わねばならないという原則（「狭義の株主平等原則」）があることが指摘されてきた<sup>(5)</sup>。前者は、「株式の平等」と、その論理的帰結として（その限りで）「株主の平等」を意味するのに対し、後者は、性質上、持株数に比例した取扱いができないものを含み、直接的な「株主Ⅱヒトの平等」を意味する。すなわち、株式の平等原則は、株主をその持株数に応じて平等に取り扱わねばならない限りで株主の

平等を意味すると解することができるが、「狭義の株主平等原則」と同義であるとは解されず、その根拠や限界についても異なる面があると考えられてきた。

## 2. 「株式の内容及び数に依じて」の解釈

### (1) 立法者の意思

#### (a) 「株式の内容に依じて」の解釈

「株式の内容に依じた」平等取扱いは、次の二つの点、すなわち、第一に、「株式の内容に依じて」扱えば、株主の個性に着目した扱いではないと考えられること、第二に、内容が同一ならば「数に依じた」取扱いが求められ、内容が異なれば異なる取扱いが認められることを帰結する。

まず、第一の点について、新会社法の株主平等原則は、内容的には、「株主ごとの差別的な取扱いをしてはならない。ただし、非公開会社においてはこの限りではない」と規定することも可能なように思われるが、「株主の個性に着目しない」ことの判断をより明確化するため、株式の「数」とともに「株式の内容」に着目した平等取扱いを要求する趣旨と解される。

より重要なのは、第二の点である。新会社法の下では、「株式の内容」の定めに株主平等原則の適用はないとされ（ただし、理論的な問題あり）<sup>(6)</sup>、種類株式発行会社では、株式の内容に依じて異なる取扱いが認められる。「等しきものを等しく」という非常にシンプルな内容を定めたものである。注目すべきは、第一に、種類株式制度を株主平等原則の例外とみるか否か、第二に、内容が異なれば異なる取扱いが認められるときの「異なる取扱い」の意味をどう解するか点にある。

まず、第一の点について、新会社法の下では、種類株式の多様化を受けて、「同一の内容であれば数に応じて」取り扱うことが要求されるのみで、原則として内容は同一とはいえるが、その同一性まで要求するものではないから、株主平等原則とは直接の関係がないと考えることになる<sup>(7)</sup>。種類株式制度は、論理的に株主平等原則の適用に先行すると考えられる。

次に、第二の「異なる取扱い」の理解如何であるが、その意味するところは、一義的に明確ではない。ひとたび何らかの事項（一〇八条各号）で種類株式を構成することになると、当該種類を構成する事項に限らず、それ以外の事項においても内容が異なるから異なる取扱いを認める趣旨なのか、それとも種類を構成する事項に限定して異なる取扱いを認める趣旨なのか問題となる。

確かに、会社法には、種類株式の種類を構成する事項以外での差別的取扱いを認める規定が現に存在する。例えば、株式の併合等の発行済株式数の増減等の措置、あるいは、合併等の際に、ある種類の株主に損害を被らせないように、定款に定めがなくても種類株式ごとの異なる取扱いができる旨を規定する（会社法一八〇条二項三号・一八三条二項三号・一八六条一項三號・二〇二条一項一号・二四一条一項一号・二七八条一項四号・七四九条二項・七五一条二項・七五三条二項・七六八条二項・七七〇条二項・七七三条二項）。この利害調整の方法は、旧商法上においても、形式上は「格別の定め」（旧商法二二二条一一項、三四五条、三四六条参照）として種類ごとに異なる取扱いをするけれども、実質的に特定種類の株式の株主に損害を被らせないため、合理的な方法と考えられてきたところである。また、立法論的な当否はともかく、会社が株主との合意によりある種類の株式を取得する場合に、他の種類の株式の株主は、売主追加請求権等を有しないため（一五八条一項・一六〇条二項）、会社は特定種類の株式のみを取得する旨を決議できる（一五六条一項一号括弧書き）。



種類を構成する事項について相互に異なる取扱いをすることは種類株式制度の帰結そのものであるが、ある事項の存在により種類株式を構成することになると、なぜ、それ以外の事項について差別的な取扱いが認められることになるのかについて、その結論の可否を含め、理論的にさらに説明する必要がある（続稿を参照）。

(b) 「(株式の) 数に応じて」の解釈

後にもるように（三）株主平等原則の限界をめぐる議論」、これまで株主平等原則違反の有無が問題となる場合として学説において議論の対象とされてきたのは、株主優待制度や敵対的企業買収防衛策の適法性等であり、いずれにおいても、問題の本質は「数に応じて」の解釈に係ると考えられる。その意味で、この要件の解釈は結論に違いをもたらす点で重要である。

立法担当官は、「数に応じて」の要件について、「内容に応じて」と同様、株主の個性に着目していいことをいわば裏から示すための基準としての意味をもち、適用範囲を明確化する機能を有すると考えている。「数に応じて」の解釈について、通常は、持株数に比例的取扱いをすることが合理的である場合が多いと思われるとしながら、必ずしも厳密な意味での比例的取扱いを求めるものではなく、保有株式数のみに着目した差別的取扱いであれば、特定株主の個性に着目したのではなく、それが合理的である限り、一〇九条一項に違反しないとされる。そして、そのように解する理由として、持株数に応じた比例的取扱いを義務づけるものと解釈すると、「三〇八条一項・四五四条三項・五〇四条三項等の個別の規定が設けられていることを説明することができない」ことを挙げる。<sup>(8)</sup>

実際に、例えば、単元未満株主（一八九条一項）、剰余金配当における基準株式数（四五四条四項二号、四五六条）、株主優待制度、および買収防衛策としての議決権行使条件の不平等な定め（発行済株式総数の一定割合未満であることを当該株主

が議決権を行使し得る条件（一〇八条二項三号ロ）とする定め<sup>(9)</sup>について、株主の個性に着目することなく、保有する株式の数のみに着目して株主を別異に扱うものであり、その差別的扱いが合理性を欠くものでない限り、一〇九条一項に違反するものではないとし、「3年以上保有している株主様は、割引券1枚」という長期保有株主を優遇する措置、および、事業年度の途中で新株を発行した場合にその発行時期に応じて日割りで配当する日割配当は、株式の数に着目せず、「保有期間」や「発行時期」に応じて別異の扱いをするものであり、一〇九条一項に違反すると結論づける<sup>(10)</sup>（より詳しくは、「三・3. 具体例」を参照）。

もっとも、立法担当官は、一〇九条一項の解釈について、株主の個性に着目していないことを判断するための指標にとどまらず、差別的な取扱いに合理的な理由が存すること、及び、「ある時点における株主平等の徹底を図る」という立法目的を前提としている点も重要な特色と考えられる（この点について、詳しくは、「三・3. 具体例」を参照）。

## (2) 学説

「株式の内容」については、株主平等原則を株式会社制度を成り立たせるための技術的な要請と理解し、その同一性を必ずしも要求するものではないとする解釈論が存在したが、一般には、株式の内容は同一であるのが原則であって、法が特別に認めた場合に限り、内容の異なる株式を限定的に発行できるにすぎないと解されてきた<sup>(11)</sup>。そして、種類株式制度や単元未満株式の権利制限等は、法が例外的に認める差別的取扱いとして理解されてきた。また、「数に応じて」<sup>(12)</sup>に関しては、少数株主権の持株要件のように、一定の株式を有しない株主には権利がないとはつきり規定する場合を除き、保有株式数で差別することはできず、保有株式数に比例して権利を与えなければならない、と一般に解されてきた。その結果、同一内容の株式でありなが

ら、持株数に比例しない株主の差別化を認める議決権制限株式における議決権行使条件の定め（一〇八条二項三号ロ）等については、法律の定めに応じたものではなく、種類を構成する事項以外での差別に該当するから違法と解されてきた。<sup>(13)</sup> もつとも、持株数に比例しない取扱いのすべてを株主平等原則に反するとして排斥したわけではなく、少なくとも、不平等取扱いをする合理性あるいは必要性に照らし合理性がある、あるいは必要性が強い場合には持株数による差別が認められると説かれてきた<sup>(14)</sup>。

（この点について、「三三・具体例」参照）。

### 3. 実質的な正当化根拠

#### (1) 立法者の意思

「株式」に着目する条文形式ではなく、実質的な観点に着目するなら、公開会社では株主の個性に着目した異なる取扱いを禁止し、非公開会社では、定款の定めにより、株主の個性に着目した異なる取扱いを認める点を、いかに理解するかが問題となる。公開会社について、株式の内容の同一性を要求しない点に限れば、最近の有力説、すなわち株主平等原則について株式会社制度を成り立たせるための技術的な要請から認められるとする主張<sup>(15)</sup>に与するようにもみえるが、株主の非個性化は、均一的な割合的単位としての株式の技術的な要請とは次元を異にする問題であり、むしろ「株主Ⅱヒト」の面に着目する点で、発想としては、「社団法理に特有の原理」とする理解<sup>(16)</sup>と通底するものがあるように思われる。非公開会社について、立法趣旨としては、閉鎖型のタイプの会社において、株主の持株数の増減に関わらない属人的な権利の配分を行うニーズがあることを考慮したもの<sup>(17)</sup>とされるが、理論的には、閉鎖会社において、より強く相互の信頼関係が求められることに照らすと（より強く平

等が求められる)、「定款自治」の妥当する範囲の問題として、自由な交渉に基づく公正な結果が得られるかどうか(「交換的正義」の実現)が決め手であったように思われる。<sup>(18)</sup>

## (2) 学説

従来から株主平等原則の実質的な根拠は「法の理念たる衡平」に求められてきたが、この理念の内容が曖昧であるために、これを明確化する努力がなされてきた。具体的には、社団法理に基づく理解、政策的な合理性に求める理解や合理的な事務処理の要請に基づくものとする理解が主張されてきた(この点について、「三・1. 及び2.」参照)。これに対して、近時、理念的なものではなく、株式会社制度を成り立たせるための技術的または社会的な要請に基づくものとする主張が有力になされている。

## 4. 株主平等原則の果たす機能・役割

### (1) 平等・不平等の要件の客観化

立法担当官による解釈では、株式の内容及び数に応じた取扱いの要請は、種類株式として定められる内容、そこで許容される異なる取扱い、及び、持株数に比例しない取扱いをより柔軟に認めることになる反面、これまで議論の余地のあった問題、具体的には、日割配当や長期保有株主の優遇措置等について、これを認めないか、より制限的に認めることになる点で異なる取扱いの認められる余地が限定された面がある。「内容及び数に応じて」という要件の客観化は、株主平等原則の縛りを緩める面があると同時に、より厳格にする面があることも事実である。<sup>(19)</sup>

## (2) 文脈との関連

株主平等原則は、株主総会決議によらない会社の行為（株主優待制度）についても問題となり、また、少数派が不当な処遇を受ける場合に限らず、買収防衛策におけるように経営陣と大株主の対立が問題となることから、<sup>(20)</sup>依然として「多数決の濫用から少数株主の利益を保護する機能」を有するという伝統的な言い回しが妥当するものの、株主総会決議の瑕疵の問題としてのみならず、文脈によつては、経営判断の行使とその限界の問題と性格つけたうえで検討すべき場合も考えられる。比較法的にみても、株主総会の権限を重視する法文化（英独型）と経営者の権限を重視する法文化（米国型）とでは、少数派保護のあり方は異なるし、さらに、少数派保護との関係で、株主総会における多数派の権限行使を懐疑的にみるか、それとも所有と経営の分離を前提に、経営者の権限行使を懐疑的にみるかは、歴史的、社会的、政治的、経済的な文脈に大いに依存する。会社法における株主平等原則の位置づけについて考える場合、このような文脈の多様性を考慮した検討が求められる。

## (3) 構成要件の明確化並びに立証責任の所在及び内容

「株式の内容及び数に応じて」という平等あるいは不平等取扱い要件（基準）の客観化は、主張・立証の点で利害関係者に何らかの影響を及ぼさないかが問題となる。立法担当官は、「内容及び数に応じて」の柔軟な解釈（厳密な比例的扱いを要求しない等）により、形式的に不平等取扱いに該当する場合を狭めようとしていると考えられる。この場合、その結論の可否はともかく、「数に応じた」の要件を満たすなら、形式的には不平等取扱いには該当せず、「会社の利益」概念が問題となる事案のうち、株主権との関係が希薄なもの（典型的には株主優待）については、経営判断原則が適用され、「合理性」要件については、實際上、合理性を欠くことの主張立証の負担を株主が負うものと考えられる。これに対し、「内容及び数に応じて」要件

を満たさない場合（学説では多くの場合こちらに該当）、形式的には株主ごとの異なる取扱い、つまり不平等取扱いに該当することになり、平等原則違反との評価を避けるため、異なる取扱いの合理性（少なくとも、利益相反のある場合には「必要性及び相当性」）の主張立証責任が会社に課されることになると考えられる（以上の立証責任の内容について、四4. 参照）。多くの場合、会社の採る措置の合理性の有無が焦点となってくるが、（不）平等要件の定めにより、その立証責任の所在及び内容がより明確化されたと評しうる。

- (1) 相澤哲編著『一問一答 新・会社法』五九頁（商事法務、二〇〇五）〔以下、相澤編著『一問一答』として引用〕、相澤哲Ⅱ葉玉匡美Ⅱ郡谷大輔編著『論点解説 新・会社法（千問の道標）』一〇七頁参照（商事法務、二〇〇六）〔以下、相澤他編著『論点解説』として引用〕。なお、葉玉匡美編著『新・会社法一〇〇問（第二版）』一七〇頁―一七一頁（ダイヤモンド社、二〇〇六）〔以下、葉玉Ⅱ一〇〇問』として引用〕参照。
- (2) 江頭憲治郎Ⅱ森本滋Ⅱ相澤哲Ⅱ藤井孝司Ⅱ武井一浩Ⅱ永井智亮（座談会）「会社法」制定までの経緯と新会社法の読み方」商事法務一七三九号―三頁「相澤哲発言」（二〇〇五）。なお、相澤編著『一問一答』前掲注（1）五八頁―五九頁参照。
- (3) 葉玉匡美弁護士個人ブログ・二〇〇七年三月二〇日、同月三日、同月二七日付記事「【入門】株主平等の原則（1）」（2）（3）」(<http://kaishahou.cocolog-nifty.com/blog/2007/03/index.html>)、同・二〇〇七年四月二一日付記事「【入門】株主平等の原則（4）」(<http://kaishahou.cocolog-nifty.com/blog/2007/04/index.html>)（以下、「葉玉ブログ』として引用）を参照。
- (4) 落合誠一「株主平等の原則」『会社法演習Ⅰ』、鈴木竹雄Ⅱ竹内昭夫『会社法（新版）』一〇〇頁（有斐閣、一九八七）、鈴木竹雄『会社法（全訂第五版）』八八頁―八九頁（弘文堂、一九九四）参照。

- (5) この点について、後掲注(16)のほか、森本滋「株主平等原則と株式会社員権論」商事法務一四〇一号三頁―五頁(一九九五)、同「会社法(第二版)」一九頁―二二頁(有信堂、一九九五)、同「株主平等原則と買収防衛策」法曹時報六〇巻一号一頁、二八頁―三〇頁(二〇〇八)、弥永真生「リーガルマインド会社法(第一〇版)」三五頁注(3)(有斐閣、二〇〇六)参照。
- (6) 相澤他編著『論点解説』前掲注(1)一〇八頁。もつとも、種類株式として定めうる内容に何らかの制約があるのではないかという理論的な問題について、野村修也「私法学会シンポジウム資料」Ⅲ 株式の多様化とその制約原理「商事法務一七七五号三二頁以下(二〇〇六)。さらに、森淳二朗「会社支配の効率性」と公正性確保」森淳二朗「上村達男編『会社法における主要論点の評価』三一頁(中央経済社、二〇〇六)以下、森「上村編『主要論点』として引用」参照。種類株式の内容の限界の問題については、続稿において取り上げる予定である。
- (7) 神田秀樹「会社法(第九版)」六五頁、六七頁(弘文堂、二〇〇六年)参照。
- (8) 相澤他編著『論点解説』前掲注(1)一〇七頁参照。つまり、条文構造の法制的な解釈をその根拠として指摘される。この点について、詳しくは、葉玉ブログ・前掲注(3)「【入門】株主平等の原則(3)」参照。
- (9) 当該条件及びその適法であることの主張について、葉玉匡美「議決権制限株式を利用した買収防衛策」相澤哲編著『新・会社法の解説』二六六頁(商事法務、二〇〇六)「初出：商事法務一七四二号(二〇〇五)」。
- (10) 以上の点について相澤編著「二問一答」前掲注(1)五八頁―六〇頁、相澤他編著『論点解説』前掲注(1)一〇七―一〇八頁(商事法務、二〇〇六)、葉玉ブログ・前掲注(3)「【入門】株主平等の原則(4)」参照。
- (11) この点の整理及び学説の状況について、野村・前掲注(6)三〇頁―三二頁注(11)(12)参照。
- (12) この点について、江頭憲治郎「新会社法の理論的問題(1) 株式関係を中心に」商事法務一七五八号六頁(二〇〇六)参照。
- (13) 江頭憲治郎「株式会社法」二二六頁注(7)(有斐閣、二〇〇六)、同・前掲注(12)六頁、末永敏和「株主平等原則」森「上村編『主要論点』前掲注(6)一〇七頁、鳥山恭二「判批」法学セミナー六三三号一六頁(二〇〇七)、同「判批」金融商事判例一二七四号五頁―六頁(二〇〇七)参照。
- (14) この点について、江頭・前掲注(12)七頁。さらに、後述の「3. 具体例」を参照。
- (15) 神田・前掲注(7)六五頁。

- (16) この点について、出口正義『株主権法理の展開』一四〇頁以下、一六九頁(文眞堂、一九九二)、新山雄三『会社法の仕組みと働き(第四版)』一〇三頁―一〇六頁(二〇〇六)、同『論争コーポレート・ガバナンス』二二四頁以下(商事法務、二〇〇二)、吉本健一「ポイズン・ピルと株主平等原則」阪大法学五五卷三・四号七五頁―七六頁(二〇〇五)等参照。
- (17) 相澤編著『新・会社法の解説』前掲注(9)二七頁。学説として、江頭・前掲注(13)一二七頁参照。
- (18) 龍田節『会社法大要』二〇二頁(有斐閣、二〇〇七)では、「不利益を受ける株主が同意している」と見ることができるとの指摘がなされている。
- (19) 岩原教授は、新会社法が会社法規範をなるべく法文にすることを目指し、法文の文言による解釈を重視して、法の趣旨や規定の経緯、法の原理や条理に基づく解釈や、定款による法内容の補完の余地を排除しようとし、たとえば、株主平等原則を明文化することによって、当該原理自体を文言解釈によって変更したり限定する可能性を導いたと指摘される。岩原紳作「〈私法学会シンポジウム資料〉I 総論」商事法務一七七五号四頁、一一頁(二〇〇六)参照。
- (20) この点の指摘について、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・買取防衛策・長期株式保有の奨励策などを題材に―」三頁(手元ファイル)(商事法務、二〇〇八出版予定)参照。大杉謙一・中央大学法科大学院教授には、論文集の公刊前に原稿に接する機会を与えていただいた。ここに記して感謝申し上げます。
- (21) 株主平等原則に違反する場合の私法上の救済の在り方について、誠実義務違反、あるいは総会決議取消しの訴えや無効の訴えとの関係をいかに理解するかが問題として残る。



### 三 株主平等原則の限界をめぐる議論

株主平等原則の内容を確定する作業は、許容される不平等な取扱いを確定する作業と表裏一体の関係にある。ここでは、株主優待制度を中心に展開された従来型の問題における議論と、株主間の差別的な取扱いをその本質とする敵対的企業買収防衛策をめぐる最近の議論とに分けて検討する。大きくこの二つに分けて論じるのは、後者では、本質的に、株主平等原則に反する形での差別的取扱いを前提としており、最も強く株主平等原則との緊張関係を生じ、従来型の問題における議論とはその性質を異にするからである。

#### 1. 従来型の問題における一般的な議論

##### (1) 学説の分類・整理

一般に、非公開会社を除き（会社一〇九条二項）、「持株数に比例した平等取扱い（厳格な株主平等原則）」が妥当する株主権（旧商法二四一条一項、二八〇条の四第一項本文、二九三条、四二五条）については、例えば、<sup>(1)</sup>複数議決権株式が認められないことが示すように、会社が差別的な取扱いをすることは認められないと考えられている。問題となるのは、このような厳格な株主平等原則が妥当しない場合についてである。

従来型の議論のもとで唱えられてきた株主平等原則の限界についての見解は、大きく次の四つに分けて整理できる。<sup>(2)</sup>

第一に、株主平等原則の根拠は法の理念である衡平にある以上、衡平の理念に合致する範囲内での不平等は、株主平等原則においても当然許容されると解され、社会通念上、合理的限度を超えない限りでの差別待遇は許容されると解するべきとの主張である（「合理的な限度を超えない差別的待遇」）<sup>(3)</sup>。

第二に、正義・衡平といった大理念を、法が例外として定める下位の政策的理由で制約するという論理構造が問題であるとの基本的な認識に基づき、株主平等原則の意義を損なわないため、株式会社法秩序の観点から「大株主による専横の排除」<sup>(4)</sup>「少数派株主の保護」等の政策的意図を明らかにすべきである、あるいは「持株数に応じた平等取扱い（厳格な株主平等原則）」<sup>(5)</sup>が妥当する株主権以外の団体の事務処理については、正義・衡平の理念より「一般的な平等取扱いの要請（衡平に適った合理的事務処理の要請）」<sup>(5)</sup>が妥当すると説かれる。前者の主張が、株主平等原則の意義として、会社が株主間に不平等な取扱いをした場合に直ちに無効との推定を及ぼし、会社側に合理的な政策目的の立証責任を転換することを主張する点を別とすれば、双方とも、株主間の差別的取扱いに一定の合理的な政策（目的）あるいは合理的な事務処理の要請を必要とする点で共通する（「恣意性の排除」<sup>(6)</sup>）（「合理的な政策（目的）」あるいは「一般的な平等取扱いの要請」）。

第三に、株主平等原則の限界として、これまであまり正面から取り上げられることはなかったけれども、最近の敵対的企業買収防衛策における議論との対照という見地から、この見解の可否を改めて検討し直すことが有益であると考えられる。すなわち、あるいは、株主平等原則の根拠は法の理念たる衡平に求められること<sup>(7)</sup>、あるいは少数株主の保護は、会社自体の利益の保護にその限界を見出すのが当然であることを理由として、株主平等の原則をたらぬことが「会社自体の利益を害する」場合<sup>(8)</sup>には、会社はこれに反することをうるものと解しなければならぬと主張する（「会社自体の利益」を害する場合）。

第四の見解は、第三の見解に対する異論として提起される。すなわち、あるいは、「(旧商法上)株主平等原則の例外も嚴重に制限していること又その社会的機能上」の理由から、あるいは、「当該原則を固守し、株主を保護する所にこそ、企業自体の繁栄を期待しうる」との理由から、会社自体の利益とは無関係に株主平等原則を遵守することが、かえって会社の利益になると主張する。また、株主の利益を離れた会社自体の利益を問題にし、後者を前者に優先させるような考え方は不当であると主張する<sup>(11)</sup>。会社自体の利益との比較において株主平等原則が優位すると考える点で株主平等原則を最も嚴格に解する(その限界は狭い)立場といえる。

## (2) 学説の検討

第一の見解は、過度に嚴格な解釈を排斥し、柔軟な解釈論を展開することを試みる。しかし、何を基準にその輕微かどうかを判定するかを問題とせざるを得ないことに加え、相当な理由や必要性の認められない不平等な取扱いでも、程度が輕微であれば許されるというように考えることは不適當であるとの批判がある<sup>(12)</sup>。不平等な取扱いが輕微であるため許されるように見える場合であっても、その許される根拠は、会社(ないし株主全体)の合理的な必要性や利益の前に、嚴密な平等取扱いを求める輕少な株主の利益は讓渡すべきであることに求められるべきことが指摘される。

第二の見解については、確かに、曖昧かつ多義的な正義・衡平の理念に依拠することを止め、株主平等原則の意義を損なわないように、会社法秩序を参照しながら、当該原則の内容及び意義を、具体的に明らかにしようとする点で評価できる。もつとも、株主平等原則の実質的な内容について、合理的な事務処理の要請(＝一般的な平等原則の要請)、あるいは、合理的な政策目的という形で具体化されたとしても、なぜ、それらが「平等取扱い」という要請や政策目的に優位することになるかは

全く明らかではない。「平等取扱い」という政策的な要請があることを前提とすると、なぜ、平等の要請が後退することになるのか、その根拠が説明されねばならない。さらに、具体的な事案への適用を前にしたとき、合理的な事務処理の要請や政策目的が認められ、株主間の差別的な取扱いが認められることになる、差別的な取扱いが明文規定の形を取るとき、通常それに何の合理的な政策目的も認められないことは考え難いから、平等原則による制約はないに等しい結果となることが懸念される。この議論を検討する際、何の平等と何の平等が対立するのか、あるいは中心的な領域にある秩序が何であり、何が周辺的とみなされる変数であるかをさらに明らかにしなければならぬ。合理的な事務処理の要請や政策的な政策目的の基礎にある諸価値が何であるかを見極め、なぜ、それらが平等の要請に優越するのか（あるいはその逆なのか）を理論的に詰める必要がある。

第三の見解にいう「会社の利益を害する」場合について、株主平等原則をつらぬくことにより、会社の利益追求の機会が奪われるという意味に解するならば、株主平等原則の限界を「会社の利益」に求める点で第二の見解と共通すると考えられる。これに対し、会社が害されることからの保護（≡企業価値の毀損の回避）という意味に解するならば、より厳密には、<sup>(13)</sup>第二の見解とは区別されるべきであろう。すなわち、形式的に厳密な平等取扱いの要求は、会社自体のより大きい合理的必要性（この場合には、安定株主の確保、株式投資の誘引など）の前には譲歩すべきとの経営判断まで認めるのか（第二の見解）、それとも、会社が害されるのを回避するための必要性・緊急性がある場合に例外的に差別的取扱いを許容すると考えるのかという点で大きく異なると考えるべきであろう。株主間の差別的な取扱いについて、前者の立場は、基本的には経営判断として会社の利益を実現する可能性を認めるものと考えられるのに対し、後者の立場は、あくまでも緊急時におけるやむを得ない措置（緊急避

難)として認めるものと考えられるからである。後者の立場では、株主の差別的な取扱いが正当化される余地は、前者に比べ著しく限定されるはずである。そして、この場合にも、「会社の利益を害する」概念や「会社を害する」概念が平等の要請といかなる関係にあり、平等の価値とどのようにぶつかり合い、その対立をどう評価するかを解明することが求められる。

第四の見解は、「株主平等原則は会社自体の利益の限界内における概念」であるとする第二及び第三の見解に異論を唱え、あるいは株主の正当な利益に会社の利益が優先するべきではないこと、あるいは少数株主の利益を保護するための株主平等原則を固守することこそ、会社の利益になることを主張する。前者の主張の背景には、「会社の利益」や「合理的な理由」のよくな曖昧な概念によつて株主平等原則が容易に損なわれてしまうことへの警戒感があると考えられる。後者の主張は、株主平等原則を固守することが、「株主が安心して投資する」あるいは「会社組織の連帯を保持する」ことにより、企業自体の繁栄を実現できると考えるわけである。この見解は、株主平等原則を厳格につらぬくことが、株式会社制度の存続あるいはその発展のために必要不可欠であるとする考え方と解され、この点で個別のケースにおいて何が会社の利益になるかを考えるアプローチとは、会社存続のための制度的基礎をどの程度のスパンで考えるかについての見解の相違を反映するものといえよう。株主平等原則を固守することが企業自体の繁栄あるいは会社の利益になるかについては、例えば、金融商品取引法の領域において、株主間あるいは投資家間の平等取扱いが厳格に要求される状況が存在する事実を踏まえた上で検討することが有益かもしれない。平等取扱いの問題には、恣意の禁止という緩やかな平等から、厳格な平等取扱いの要請まで幅があり、寛厳いずれを選択するかについて、制度論的な考察を踏まえる必要性が示唆される。<sup>(14)</sup>

## 2. 具体例―その1

ここでは、次に挙げる具体的な措置が株主平等原則に反することになるのかについて、二、においてみた立法者の考え方と学説の考え方とを比較しながら整理してみる。(3)については、立法担当官が「ある時点での株主平等の徹底」を図る趣旨であることを明らかにしており、(2)及び(4)に適用できる考え方として参考になる。

### (1) 株主優待制度

立法者は、一定の目的を達成するために株式数に着目して段階的に区別した取扱いをすることに合理性がある場合には、株主平等原則に反しないとす。〔数〕に着目し株主の属性に着目しないこと、及び合理性のあることが要件となる。

これに対し、学説(第二の見解を参照)では、会社の利益との関係で合理的な必要性を肯定できる場合や合理的な事務処理の要請に適合することから、株主平等原則に反しないと解するのが一般である。

このように、株主優待制度の適法性についての結論は異なる。

### (2) 日割配当

立法者は、日割配当は「取得時期に応じた」取扱いであり、「数に応じた」取扱いではなく、しかも日割りで配当することに合理性がないこと<sup>(16)</sup>から、日割配当は廃止(禁止)したものとす(旧商法二八〇条ノ二〇第二項一―号対照)。

学説には、日割配当に合理性がないことから立法者の立場を支持する見解がある一方、株式の発行価額との関係で資本拠出者の実質的平等に合致する場合もあるので、いちがいに違法とはいえないという程度のことと理解すべきであるとする指摘がある。<sup>(18)</sup>

ここでは、ある時点での株主平等を徹底する立法者の考え方によると、学説の実質的な議論よりも厳格に解される場合がある。

### (3) 長期保有株主の優遇制度

立法者は、「保有期間に応じた」取扱いであり、「数に応じた」取扱いではなく、しかも「ある時点での株主平等の徹底」が図れないことから、基本的には株主平等原則に反することを認めながらも、ある時点のすべての株主に長期保有をするかどうかの選択権が与えられていれば①ある時点の株主に株式数に応じて、新株予約権の無償割当てを行い、②長期保有株主だけが新株予約権を行使するというスキーム（同和鉱業のケース）、<sup>(19)</sup> 選択権が行使され、その結果生じる不平等については、必ずしも株主平等原則に反するものではないとする。すべての株主に選択権が確保され、株主に「同一の機会」が与えられ、株主の自律的な選択の結果として生じる差別的な結果は許容するという理解である。「機会の平等」の確保は、事実上、株主の同意を求める機能を果たすようにみえる（株主の選択権 $\parallel$ 機会の平等 $\parallel$ 株主の同意）。

学説は、株主優待制度におけると同様、当該優遇制度が安定株主を確保するためのものであり、会社が株主の属性をある程度選別するものであることを認めながらも、差別的な取扱いの合理性の有無を問題とすること<sup>(20)</sup>になろう。

ここでも、ある時点での株主平等を徹底する立法者の考え方によると、優遇の仕方によって、学説の実質的な議論よりも厳格に解する結果となることがある。

### (4) 議決権行使と粗品交付

会社が株主による議決権行使を促すため、株主総会で議決権を行使した株主に対して財物（粗品等）を交付することは株主

平等原則に反しないか。確かに議決権行使の有無によって財物受領の有無に違いが生じる（結果の不平等）。しかも、議決権行使の有無は「内容及び数に応じた」取扱いは当たらず、株主ごとの異なる取扱いと考えられる。しかし立法担当者の見解によれば、基準日時点でのすべての株主に同じように株主総会での議決権行使の機会が与えられているならば、会社からの財物受領の有無は株主の選択の結果にすぎない。したがって、長期保有株主の優遇措置についての論理を適用するなら、同じく機会が与えられたうえで、株主の選択により異なる結果を生じたにすぎず、必ずしも株主平等原則に反しないと解されよう。

学説でも、このような措置は、株主優待制度におけると同様、株主による議決権行使を促し、できるだけ広く株主の意思を総会に反映させるための合理的なものであり、株主平等原則に反しないと説かれる。<sup>(21)</sup> もっとも、財物の交付が、会社の提案に賛成する議決権行使の獲得を目的とするときは合理性を欠き、株主平等原則に反すると解されよう。<sup>(22)</sup>

株主総会での議決権行使は、議決権を有するすべての基準日株主に認められるから、立法者及び学説の双方が差別的取扱いの合理性を要求する場合、結論は異ならない。

### 3. 具体例 ― 敵対的企業買収防衛策 ― その2

以下では、(1) 平時導入十有事発動型、(2) 有事導入型の二つに分けて検討する。

#### (1) 事前警告型ライツプラン（平時導入・有事発動）

買収防衛策として、種類株式を利用する場合と新株予約権を利用するものがあるが、わが国における買収防衛策では、後者のうち、事前警告型ライツプランが主流であるといわれる。事前警告型は、本来、買収者が現れた場合に従うべき一定のルー



ルを会社が定め、買収者がこれに反した場合には防衛策を公表するものであるが、実際には、買収提案について会社側がより実質的な判断を介在させる例（いわゆる信託型）が多い。<sup>(23)</sup> ライツプランの本質は、買収者の議決権比率を低下させることにあるが、株主平等原則との関係では、第一に、新株予約権の内容として「二〇パーセントを超える株式保有割合を有する株主以外の株主が行使できる（行使制限型）」等の差別的な行使条件（会社二三八条一項一号、九二一条三項一二号ハ参照）の定め、第二に、信託型を併用した場合のように、会社側が買収者の属性等を考慮してなす買収防衛策発動についての事後的な判断の適法性が問題となる。

(i) 一般的かつ抽象的な定め

旧商法上、新株予約権は株式ではないから、権利内容につき株式のような厳格な平等の原則は存在せず、したがって新株予約権の行使の条件に関して新株予約権者を差別的に扱うことは当然に違法というわけではなく、例えば、「第三者からの買収防止のために、『A、B、C以外の者が発行済株式総数の〇〇パーセント以上を取得した場合に行使することができる』等の条件」を設定することが考えられるとする指摘が存在した。<sup>(24)</sup> このような考え方は、ステイールによる金属加工油剤ユシロ化学工業と毛織物染色大手ソーに対する公開買付（二〇〇三年二月一九日）を契機として国内企業の間に対敵的企業買収への脅威が広がり、経済産業省内に発足（二〇〇四年九月）した「企業価値研究会」<sup>(25)</sup>の「企業価値報告書」及び経済産業省「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）「以下、「企業価値報告書」、「買収防衛指針」においてもみられる。<sup>(26)</sup> この主張の射程は広く、全株主に発行・割当を行うことも、いわゆる株主割当として、取締役会決議により行うことができるとの見解であった（「買収防衛指針」一六頁注（八）参照）。そして、ラ

イツプランの差別的行使条件の定めについて、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（「機会の平等」の確保）から、不平等取扱いとはいえないとする実質的な説明がなされた。<sup>(27)</sup>

このような理解に対しては、「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」との異論が提出された。<sup>(28)</sup> 新株予約権が株主割当て交付されるとき、株主間で異なる条件の設定を株主間の差別的な取扱いとみるべきとの主張は、後にみるブルドックス事件における各裁判所が説くところであり、批判として妥当と考えられる。

また、機会の平等が確保されていれよとする説明に対しては、「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」とし、例えば、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（昭和二五年改正前商法二四一条一項但書参照）が現行法（旧商法）上も認められるかが疑問であるとの異論が提出された。<sup>(29)</sup> 批判の要点は、所定の数以上の株式を保有する者の差別的な取扱いを「属性的な差別的取扱い」とみるべきということである。これは「数に応じた」取扱いであり、「機会の平等」からは、株主の個性に着目したものではないとみる余地もあるが、他方で、当該差別的条件が存在することにより、常に二〇パーセント以上になる者が存在しないのではなく、会社側の実質的な判断が介在する結果として二〇パーセント以上になる者が存在しうるスキームであるなら、実質的には株主ごとの判断を行っていると考えざるを得ない（二〇パーセント基準は会社が「判断すること」のトリガーに過ぎない）。

もっとも、ここでも学説は、「数に応じて」の要件を持株数に比例した取扱いを要求するものと理解したうえで、たとえ

(比例的ではなく)「属性的な(株主ごとの)差別的取扱い」とみるとしても、これをすべて株主平等原則に反すると考えるわけではない。学説においては、夙に、「目的の合理性や手段としての相当性といったものを考えて柔軟に運用する・・・つまり、新株予約権の行使条件について差別的なことができるかという問題についても、合理的な防衛策にとどまるというのであれば、違法ではない、適法であるという余地がある」、あるいは「株式保有一五パーセント以上の保有者はダメという形を合理的と認めるかどうか。合理的な防衛策として行使する限りで有効とか、結局、そうした属人的な定めめの合理性にかかってくるのだろうか」と思います」と説かれた<sup>(30)</sup>。このような理解の下では、差別的な取扱いの「合理性」の内容及び有無が議論の焦点となる(この点につき、(iii)「対立点の明確化」参照)。

(ii) 買取防衛策発動の判断と立証責任

所定の数以上の株式を保有する株主の出現だけではなく、同人が会社の定めたルールに違反していることを会社側が判断することが、当該新株予約権の「行使の条件」と定められる場合、所定の数以上の株式保有により自動的に行使条件が満たされることがならず、買取者の属性等を考慮せざるを得ないため、トリガー条項としては「数に依じて」客観的に定められても、むしろ属性的な取扱いの問題とみることが自然である。一般的かつ抽象的に「数に依じた」客観的な条件を事前に定めたとしても、事後の運用レベルで株主ごとの恣意的な判断がなされるならば、株主平等原則に反すると考えられる。したがって、所定の数以上を保有する株主の出現後、一定のルールに従って自動的に発動の有無が決定される場合を除き、株主ごとの異なる取扱い(不平等取扱い)に関する問題と位置づけたうえで、不平等取扱いの合理性について会社側が立証責任を負うと解すべきであろう。

(iii) 対立点の明確化

事前警告型の抽象的な定めについては、形式的には、「数に応じた」取扱いを定めるもので「株主の個性に着目したのではない」から、そして実質的には、すべての株主に「機会の平等」が確保されているから、株主平等原則に反しないとみるか（前者）、それとも「株主ごとの異なる取扱い（属性的な差別的取扱い）」であり、会社が合理性のあることを示さない限り、株主平等原則に反するとみるか（後者）が問題となる。後者とみる場合、不平等取扱いの要件に該当し、会社が差別的取扱いに合理性があることを実質的に主張立証しなければならぬと解される。同じことは、一般的かつ抽象的な定めに基づく会社側の実質的な判断が介入する場合にも妥当する。

前者は、「機会の平等」が確保されることを根拠として、厳密に持株数に比例した取扱いまで要求しないのに対して、後者は、厳密に持株数に比例した取扱い（結果の平等）とこれに反する場合にそのような取扱いの合理性を要求するのであり、より抽象的な原理の対立としては、「機会の平等」対「結果の平等＋合理性」という構図が浮かび上がってくる。そうだとすると、「機会の平等」で足りるのか、「機会の平等」という自由主義的な価値に限界はあるのか、それはいかなる場合か、反対に、なぜ結果の平等まで要求されるのか、そして、なぜ結果の平等＋合理性が機会の平等に優先すべきなのか（あるいはその逆なのか）ということが問題となる。

この点、「機会の平等」論の評価について、会社法の下で、必ずしも持株数に比例した取扱いが要求されていない制度、例えば、少数株主権の持株要件等が存在することの意義を考えることが一つの有力な手がかりとなる。このような制度の存在意義については、学説の説く「会社法における合理的な政策（目的）」が株主平等原則の限界を基礎づけると理解するのが妥当

と考えられる。そうだとすると、見解の対立を評価する基準は、究極的には、「比例的な取扱いをしないことの政策的合理性」の有無に求められることになり、ただ、株主平等原則違反の有無についての具体的な判断構造上、それが、前者では「不平等取扱い」の要件該当性で問題となり（「機会の平等」を満たすから不平等ではない）、あるいは「数に応じて」の要件を満たすから不平等ではない）、後者では、「不平等取扱い」の該当性を前提として、実質的に株主平等原則に反しないことの基礎づけにおいて問題となるのかに差異を生じるに過ぎないと考えられる。

(2) ブルドックス事件（有事）

(イ) ブルドックス事件決定

ここでは、ブルドックス事件（決定）の全体を検討の対象とするのではなく、株主平等原則に関する事実及び決定の部分に焦点を合わせて考察を加える。

X（ステイール・パートナーズ）は、二〇〇七年五月一八日には、その関連法人とあわせて、Y社（ブルドックス株式会社）の発行済株式の一〇・二五パーセントを保有していたところ、Xの完全子会社による公開買付開始を受けて、Y社は、同年六月二四日の定時株主総会において、株主総会の決議事項を追加する定款変更と次のような内容の新株予約権（以下、本件新株予約権）の無償割当てを基準日（同年七月一〇日）株主に対して行うことを出席株主の約八八・七パーセントの賛成により承認した。すなわち、株式一株につき三個の割合で新株予約権を割り当てるが、Xおよび関連法人は本件新株予約権を行使できない旨の条件を設け（「行使不可条項」）、さらにXら以外の株主に対しては、新株予約権の取得対価として株式を交付するが、Xらに対しては対価として株式ではなく金銭を交付する旨の取得条項を付する（「差別的取得条項」）ことを主な内容

とするものであった。対価としての金銭は、当初公開買付価格に本件新株予約権によって見込まれる希釈化の割合を乗じて得られる価格（一個当たり三九六円）とされた。このような差別的條件付の新株予約権が取得されまたは行使されると、Xの持株比率は二・八二パーセントに低下することから、Xは、「株主平等原則（会社法一〇九条一項）に違反（法令に違反）」すること、X関係者の持株比率を大幅に希釈化させることを目的とするものであり、「著しく不公正な方法により行われた」ものであることを理由とし、会社法二四七条の類推適用に基づき、これを仮に差し止めることを求めた。<sup>(31)</sup> 以下、各裁判所の決定の判断枠組み・規範定立の箇所を抽出した上で、その内容を検討することとする。

#### 【東京地裁決定】

株主平等原則について、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（具体的には、①既存株主の持株比率の維持の要請は、株式の経済的価値の平等の要請に劣後する（会社法二〇一条一項、二四〇条等）、②保有する株式数に応じて対価が交付され、経済的利益が確保される限り、諸数株主の地位を強制的に失わせることを許容する（会社法七八三条一項、三〇九条二項一二号等）、③一部の株主が利益を受けるおそれがある場合でも、特別決議のもとで許容する（会社法一四〇条二項・五項、三〇九条二項一号、一五六条一項、一六〇条一項、三〇九条二項二号、四五四条四項）。

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、株主として経済的利益の平等が確保されているときには、当該新株予約権無償割当ては、株主平等原則に違反するものではないと解す

るのが相当である。

本件では、具体的な当てはめの問題として、本件新株予約権一個あたり三九六円の対価を取得することをもって、株主としての経済的利益が平等に確保されているとして、株主平等原則に違反しないとの判断を下した（この点の評価には立ち入らない）。

#### 【東京高裁決定】

会社法の定めるこのような株主平等原則は、あくまでも原則であつて、会社法自体においてその例外を定めたものと解される規定が存在すること・・・、株主平等原則が、法の理念たる衡平に根拠を有するものであつて、同法一〇九条は上記の解釈に係るものとして明文化したものにすぎないといえることからすると、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のは相当ではなく、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、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反するものではないといふべきである。・・・

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ふことができる。また、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關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。したがつて、株主平等原則は、会社法の原則の一つではあるが、株主の属性によつ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。・・・手段としての新株予約権無償割当が当該株主平等原則に違反するかどうか等の具体的な判断は、買収者および被買収者等の属性を考慮の上、公開買付の態様と対比し、買収防衛策を導入すべき「必要性」の存否、買収防衛策としての「相当性」の存否について検討の上、相対的に判断すべきとする。

【最高裁決定】

株主平等の原則は、個々の株主の利益を保護するため、会社に対して、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づけるものであるが、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、・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(①)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、当該取り扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り(②)、これを直ちに株主平等原則の趣旨に反するものということはできない。そして、(①について)「利益が害されることになるか否かは、最終的には、株主自身により判断されるべきもので、」、その判断については、株主総会の手続が適正を欠くものであったか否か、判断の前提とされた事実の不存在または虚偽である等、判断の正当性を疑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、株主総会における手続的な要素を重視した基準を定立した。(②について) Xらも意見を述べる機会があった本件総会における議論を経て、Xら以外のほとんどの既存株主が、Xらによる経営支配権の取得に伴う相手方の企業価値のき損を防ぐために必要として是認したこと、さらにXらが自ら決定した公開書付の対価を受け取ることができることから、本件新株予約権無償割当では、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の判断を下した。



(ロ) 決定内容の比較と検討

(a) 各決定の判断枠組み及び内容の異同

本件は、有事における（事後的な）特定株主の差別的な取扱いが株主平等原則の趣旨に反しないかが問題となった事案であり、将来すべての株主が会社の定める一定の条件を満たせば差別的扱いを受ける可能性がある、すなわち機会の平等が認められる事案とは性質を異にする。本件は、有事における買収防衛策の問題であり、しかも、株主ごとの異なる取扱いであることが明らかな事案であり、株主平等原則に違反することは当然とも評価できるような事案である。しかしながら、各裁判所は、株主の属性に応じて差別的な取扱いをすることも一律に禁止されるわけではなく、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合理的であれば、その差異は株主平等原則に反せず、あるいは多数決の限界を超えるものではないとの理解を示したと評しうる。<sup>(32)</sup>

各裁判所は、結論を導く過程で、「会社法の規律の内容」という共通の判断要素に依拠しながら、株主平等原則違反の有無及びその範囲を画定する内容となっている。確かに、東京地裁及び東京高裁の決定では、会社法自体が差別的な取扱いを容認する旨の明示的な言及があるのに対し、最高裁決定では、その旨の明示的な言及が見られないという違いはあるものの、そこでは、「衡平の理念に反し、相当性を欠くもの」であるかを判断する際、ほとんどの株主が企業価値の毀損を防ぐために必要であると判断したこと、さらに経済的な対価の相当性を考慮しており、東京地裁決定と同様の要素、すなわち①株主の判断に基づくものであること、②経済的な対価の相当性に注目している。

もっとも、同じく会社法の規律の内容を判断の拠り所とするといっても、東京地裁決定のように、会社法の規律の内容を直

接、本件事案に適用して株主平等原則違反の有無を判断するのか、それとも、会社法の規律の内容を勘案するが、東京高裁決定のように、それを「合理的な事情」の判断要素として位置づけるか、あるいは最高裁決定のように、「衡平・相当性」の判断要素として位置づけるかに違いを認めうる。東京地裁のように、抽象的に会社法の論理を拠り所として株主平等原則違反の有無を判断すると、とりわけ買収防衛策を講じることの必要性・相当性を問わない分だけ、東京高裁又は最高裁のように、具体的な事案との関係で考慮する場合よりも、会社による株主の差別的取扱いが認められる場合はより広くなると解される。

そして、まさに東京地裁決定と東京高裁決定及び最高裁決定との大きな違いは、前者が、買収防衛策という個別の事情を問題とすることなく、一般的かつ抽象的に論理的な思考に基づき規範を定立したのに対し、後者は、当該会社の企業価値の毀損を回避する場面の問題として位置づけ、例外的な状況において限定的に適用される一種の緊急避難法理<sup>(33)</sup>に依拠する点にあると考えられる。

各裁判所の決定内容について、株主平等原則の限界をどこに見出すかという点に焦点を合わせると、まず、東京地裁決定では、敵対的企業買収か否かを問わず、会社法の規律の内容から導かれる制約（①株主総会の決議、②相当な対価）に求められ、次に、東京高裁決定では、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ことに求められ、最後に、最高裁決定では、企業価値の毀損を防止するため必要かつ相当であることに求められる。もともと、「企業価値の毀損を防止するために必要かつ相当」であることを判断するとき、東京高裁と最高裁とでは、会社法の規律の内容をより重視する（最高裁）のか、それとも、企業価値の毀損（の回避）という現実面をより重視する（東京高裁）のかで異なる。最高裁が、「衡平・相当性」についての具体的な判断において、株主の判断に基づくものであること、経済的な対価の相当性を考慮するのは、会社

法の規律の内容を参照したためと考えられる。これに対し、東京高裁が、Xらの属性を問題とし、濫用的買収者と認定したことは、抽象的な会社法の規律の内容を踏まえつつ、事件の性質を踏まえた上での紛争解決をより重視したものと考えられる。

(b) 決定内容の検討

右に見たように、各裁判所の判断枠組みは、相互に微妙に異なる点があるが、いずれの裁判所も、基本的には、「会社法の規律の内容」に依拠して株主平等原則違反の有無を判断しており、会社法の規律内容の理解の仕方と本件における参照の仕方の可否を問うことが、各裁判所の決定の評価につながると思われる。果たして、【東京地裁決定】が挙げる事項(①②③)は、本件において、株主平等原則に反しないと解する理由として説得的なのかが問題となる。

まず、①既存株主の持株比率維持の要請は、株式の経済的価値の平等の要請に劣後するという点についてはどうか。旧商法及び会社法の規律の内容として、株主割当てによらない新株発行における規整の内容は、既存株主の経済的な利益さえ確保されれば、持分比率の保護は貫徹されていないとする点は疑いがない。しかし、判例法理として確立された「主要目的ルール」が存在し、新株予約権の無償割当ての帰結であれ、新株・新株予約権の第三者割当てであれ、特定株主の持株比率の低下を主たる目的とする発行等は不正発行として株主による差止めの対象となる(会社法二二〇条二号、二四七条二号)。したがって、判例法理まで考慮すると、①の趣旨を示す条文が存在するだけでは、株主間の差別的取扱いを当然に正当化することはできない。<sup>(34)</sup>むしろ、判例法理である「主要目的ルール」が本来想定していたのは、資金調達の文脈であり、敵対的企業買収防衛策における企業価値毀損のケースでの「主要目的ルール」の意義については、当該文脈における独自の法理が追求されるべきと考えられる。そして、まさに、東京高裁や最高裁が述べる「企業価値の毀損」の場合における「衡平の理念」に照らして、

敵対的企業買収防衛策における「不公正」の内容を定式化することが求められる。

次に、②保有する株式数に応じて対価が交付され、経済的な利益が確保される限り、少数株主の地位を強制的に失わせることを許容するという点についてはどうか。確かに、本件で問題となっている買収防衛策は、新株予約権に付された差別的な取得条項であり、株式の強制取得（株主の排除）そのものではない。しかし、株主となることの事前の排除という点では、少数株主の締め出しと実質的に異ならないことから、②を参照したと考えられる<sup>(35)</sup>。もつとも、このような考え方に対しては、「組織再編対価の柔軟化により少数株主の締め出しが認められる場合には、反対株主には株式買取請求権が与えられ（会社法七八五条）、少数株主が持株の経済的価値を実現する法的保障が整えられている。また、組織再編行為により少数株主を締め出すには、少数株主の締め出し以外に正当な事業目的が必要であるとする説も有力である」との批判が向けられる<sup>(36)</sup>。そして、本件における新株予約権無償割当ては、特定の株主からその持株の一部を強制取得する実質を有するものであり、その実質に照らし、会社法の規律の内容からは、当該特定株主の同意を得る手続きが必要であるとの指摘がなされる<sup>(37)</sup>。

最後に、③一部の株主が利益を受けるおそれがある場合でも、特別決議の下で許容されていることについてはどうか。まず、譲渡制限株式等の買取り等（会社一四〇条二項・五項）、特定株主からの自己株式取得を挙げることに對しては、それらは会社の相手方となる株主の意思に基づいて行われる行為であり、会社の一方的な意思に基づいて特定の株主の株式を取得するものとは根本的に異なるとの批判<sup>(38)</sup>があり、一定数未満の株式に対しては現物に代えて金銭を支払うことを許容していることを挙げることに對しては、法は一定数未満の株式についてのみ差別的な取扱いを許容している点で、特定の株主を差別的に取扱うこととは本質的に異なるとの批判<sup>(39)</sup>があり、いずれの批判も正当と考えられる。

以上の分析から、東京地裁が会社法の規律の内容として参照する①②③の事項から一定の規範を抽出し、それに基づき直接に結論を導くことは、本件事案の特質に照らし適当とは思われない。<sup>(4)</sup> 本件事案の特殊性、すなわち有事における特定株主をいわずに狙い撃ちにした差別的な取扱いの事案であることに鑑みると、会社法の規律の内容から一般的かつ抽象的に結論を導く論理的な思考方法を採用することは適当ではなく、緊急事態における例外的な措置としてその妥当範囲を探るアプローチが妥当と考えられる。その意味では、「企業価値の毀損を回避する」場合における差別的取扱いの許容範囲を探る東京高裁や最高裁のアプローチを妥当と考える。

さらに、本件における新株予約権無償割当ての効果については、単に持分割合の低下につながるという面だけではなく、「差別的な取得条項」の「一部株主の締め出し」という面をも問題とすべきである。そして、この問題については、①②③の事項とは異なる配慮が求められる。すなわち、株主であることを前提として、「会社の利益」となる資金調達に基づく持分価値の希釈化が許容される要件と、会社が自己の持分を強制取得するに必要な手続要件とは同一であるか否かが検討されねばならない。この点で、買収防衛の結果としての「持分比率の低下」のみを問題とするように読める東京地裁決定の妥当性には疑問が残る。

これまで、会社法の規律の内容として①②③を参照することの問題点を述べてきたが、仮にこの点を受け入れるとしても、そこから導かれる会社法の規律の内容、すなわち（少なくとも）株主総会の特別決議及び経済的対価の相当性のうち、株主総会の特別決議の会社法上の意味について検討を要する。本件では、株主総会の決議事項を追加する定款変更に基づく総会決議であるから（二九五条二項）、定款を変更しないままの、いわゆる勧告的決議とは異なり、法的な意味での株主総会決議は存在すると考えられる。<sup>(4)</sup> そして、特定の株主という属人性に着目して内容の全く異なる新株予約権を割り当てること自体、本来

的には株主平等原則に違反するものであり、これを治癒する手続として、株主総会の特別決議を要件として位置づけているようにも思える。<sup>(42)</sup> しかし、これに対しては、会社法が明文で認める以外の差別的取扱いは、資本多数決によって正当化できず、株主の同意によつてのみ治癒されるにすぎないとする異論がある。<sup>(43)</sup> たしかに異論の説くように株主平等原則は多数決の濫用から少数派を保護する機能を果たすものと理解されてきたのであり、この点については、敵対的企業買収防衛策という利益相反の状況において、取締役会あるいは中立的な第三者機関に代わり、株主総会が「企業価値の毀損」といえるかについて判断するものと理解するならば、どちらがより公正な判断と評価できるかの問題と考えられる<sup>(44)</sup> としか説明できないように思われる。

会社法の規律の内容は、株主総会の特別決議により、持株比率の低下を無条件に認めるようにみえても、判例法理として主要目的ルールがあり、特定株主の差別的な取扱いが当然に認められるわけではないし、また、株式の強制取得（株主の排除）についても、「正当な事業目的」の要否等が解釈論上問題となり、特定株主の排除が当然に認められるわけではない。類型的に「会社の利益」になると考えられる諸制度を株主平等原則の例外として政策的に認めるとしても、その制度化により株主平等原則が一切排除されてしまうわけではなく、文脈に応じて、実質的には株主平等原則が独自の法理として現れてくる場合があると解すべきであろう。とすると、会社法の明文規定の有無にかかわらず、株主の差別的な取扱いの認められる合理性の要件を文脈ごとにきめ細かく分析する必要がある。そのうえで、差別的取扱いの必要性・相当性といった合理性が認められると、なぜ株主ごとの差別的な取扱いが認められるのかといった理論的な問題を説明することが求められよう。

(ハ) 議論のまとめ

本件は、第一に、有事における買収防衛策の問題であり、特定株主の属性に着目した差別的な取扱いが問題となる事案であ

ること、第二に、本件新株予約権無償割当てについては、既存株主の持分割合の希釈化のみならず、「差別的な取得条項」による一部株主の強制排除を伴う買収防衛策であることの双方の特質を考慮に入れた上で、裁判所の決定内容を評価する必要があるであろう。

東京地裁決定と東京高裁決定及び最高裁決定とは、会社法の規律の内容の解釈から導かれる規範を直接に適用して結論を導くか、それとも、会社法の規律の内容を勘案しながらも、本件では、企業価値の毀損の回避が問題となる事案であることを重視し、一種の緊急避難法理の適用として結論を導くかという点で異なる。この点については、本件事案の特質に鑑み、東京高裁決定及び最高裁決定のアプローチが妥当と考える。

そして、さらに、本件事案の特質を考慮に入れる東京高裁決定と最高裁決定とは、企業価値の毀損を回避するために必要かつ相当であるかを現前の紛争の実態に踏み込んで積極的に審査するか（東京高裁は積極）、それとも、（最高裁のように）会社法の規律の内容から読み取れる①株主意思の尊重と②経済的に相当な対価という点を重点的に審査するかで異なる。

株主平等原則との関係で理論的に問題となるのは、特定株主の属性に基づく差別であることが明確であるにもかかわらず、そのような差異を設けることが合理的である場合（「企業価値の毀損を回避する」のに必要かつ相当な場合）、なぜそのような取扱いが許容されることになるのかという点である。株主平等原則の限界の議論を詰めていくと、三、1及び2と同様、この問いに行き着くことになる。

- (1) この点について、落合誠一「株主平等の原則」上柳克郎・鴻常夫・竹内昭夫編『会社法演習Ⅰ』二二三頁（有斐閣、一九八三）、森本滋「株主平等原則と株式社員権論」商事法務一四〇―一号三頁（一九九五）等参照。なお、江頭憲治郎『株式会社法』一二七頁注（8）（有斐閣、二〇〇六）参照。
- (2) ここでの学説の分類は、各論者の主張を必ずしも厳密な形で整理したものとはいえない面があることをあらかじめお断りしておきたい。ここでの整理は、あくまでも株主平等原則の限界について異なる考え方を抽出することに主眼がある。また、そもそも正義・衡平の観念すなわち公序良俗に反するか否かの標準以外に株主平等原則を云々するは無用の拘束であつて、解釈上これを排斥すべきであるとする立場がある。松本丞治「株式会社に於ける定款自由の原則と其の例外」『商法解釈の諸問題』二二七頁（一九九五）参照。会社法における公序良俗違反が何であるかはそれ自身問題であり（森本滋「株主平等原則と買収防衛策」法曹時報六〇巻一号一頁、二七頁注（48）（二〇〇八）参照）、もし株主平等原則を会社法上の要請として維持する場合、これとの関係が問題となるが、少なくとも株主平等原則が明文化された以上、会社法の下での公序良俗の観点から、より具体的に株主平等原則の意義と例外を考えることが有益であると考える。
- (3) 北沢正啓『会社法（第六版）』一六四頁（青林書院、二〇〇一）、落合・前掲注（1）二〇八頁―二二三頁。なお、株主優待制度については、優待制度の内容・効果を具体的・実質的に総合判断して決定されるべきとし、優待的な取扱いの程度が軽微であれば、実質上平等原則に違反しないとされる。
- (4) 上村達男「株主平等原則」竹内昭夫編『特別講義商法Ⅰ』一六頁―二四頁（有斐閣、一九九五）参照。
- (5) 森本滋『会社法【第二版】』一九九頁―二二三頁（有信堂、一九九五）、森本・前掲注（1）三頁―五頁、出口正義『株主権法理の展開』一四八頁（文眞堂、一九九二）参照。なお、江頭・前掲注（1）二七頁注（8）参照。
- (6) ドイツ株式法においては、実質的に理由のあること、すなわち、恣意的でなければ不平等取扱いは妨げられないとされる。Vgl. Statt aller Schmidt, K. Gesellschaftsrecht, 798, 799 & Fn.4 (4.Aufl.2002). ドイツ株式法における株主平等原則の内容について、出口・前掲注（5）二〇八頁―二〇九頁、南保勝美「新会社法における株主平等原則の意義と機能」法律論叢七九卷二・三合併号三四四頁注（16）、三五〇頁―三五二頁注（25）参照。



- (7) 「会社の利益が害される」ことが株主平等原則の限界となるという指摘について、伊澤孝平『註解 新会社法』三三三頁(法文社、一九五五)、野津務『新会社法(改定版)(上巻)』九九頁(中央大学出版社、一九五六)、同『商法講義「会社法」』二〇一頁(中央大学出版社、一九六二)、大隅健一郎『今井宏「会社法論(上巻)」』三三七頁―三三八頁注(一)(有斐閣、第三版、一九九二)参照。
- (8) 大隈Ⅱ今井・前掲注(7)三三七頁、三三八頁注(1)参照。
- (9) 田中誠二『(再全訂)会社法詳論(上巻)』二六六頁、二六九頁(勁草書房、一九八二)。
- (10) 松田二郎『株式会社の基礎理論』五二〇頁―五二二頁(岩波書店、一九四二)。なお、山口幸五郎『会社法概論』一一四頁(法律文化社、一九九〇)では、「株主平等原則が会社自体の利益に優先し、会社自体の利益も株主の平等には譲歩すべきものと解せられる」と述べられる。
- (11) この点については、鈴木竹雄「株主平等原則」『会社法(1)商法研究Ⅱ』二九〇頁―二九二頁(有斐閣、一九七二)、鈴木竹雄Ⅱ竹内昭夫『会社法(新版)』(有斐閣、一九八七)一〇二頁注(二)(3)、前田庸『会社法入門(第一版)』八九頁(有斐閣、二〇〇六)参照。また、竹内昭夫Ⅱ弥永真生『株式会社法講義』一五八頁(二〇〇二)参照。
- (12) 大隈Ⅱ今井・前掲注(7)三三八頁注(1)参照。
- (13) この点、大隈Ⅱ今井・前掲注(7)三三七頁本文では、「会社の利益を害する」場合を前提とした説明となっているが、これを詳論する大隈Ⅱ今井・前掲注(7)三三八頁注(1)では、「会社の利益」一般の中に取り込んで、広い意味での「会社の利益」が株主平等原則に優位する旨の説明を行っている。しかしながら、「会社の利益」一般と、本文で問題とする「会社を害する」場合とは、法理及び広狭の点で区別して考えるべきと思われる。
- (14) 神田教授は、株主平等原則の根拠を技術的な処理の要請に求め、株式会社を株式会社たらしめる条件という理解を示されるが(神田秀樹『会社法(第九版)』六五頁(弘文堂、二〇〇七)参照)、このような理解は制度論的な観点に基づくものと考えられる。この点に関しては、さしあたり、上村・前掲注(4)二四頁―二七頁、野村修也「私法学会シンポジウム資料」Ⅲ 株主の多様化とその制約原理」商事法務一七七五号三四頁(二〇〇六)参照。
- (15) 葉玉匡美検事の個人ブログ・二〇〇六年九月五日付記事「長期保有株主優遇制度」([http://blog.livedoor.jp/masami\\_hadamari/](http://blog.livedoor.jp/masami_hadamari/))

- archives/50979279.html) 参照 [以下、「葉玉ブログ」として引用]。
- (16) 相澤哲 葉玉匡美 郡谷大輔 「論点解説 新・会社法 (千問の道標)」 五一四頁 (商事法務、二〇〇六)、葉玉匡美編著「新・会社法 一〇〇問 (第二版)」 一七二頁―一七三頁 (ダイヤモンド社、二〇〇六) 参照。
- (17) 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―」 (商事法務、二〇〇八出版予定) 参照。
- (18) 江頭・前掲注 (1) 六一一頁注 (2) 参照。
- (19) 葉玉ブログ・前掲注 (15) 参照。
- (20) 大杉・前掲注 (17) では、差別的取扱いの目的の正当性と、手段としての相当性が問題となるとしたうえで、長期保有株主を優遇することには一応の合理性が認められるとされる。
- (21) この点について、河本一郎 「議決権行使書面返送株主への粗品送付について」 河本一郎 今井宏 「鑑定意見 会社法・証券取引法」 七〇頁 (商事法務、二〇〇五) では、株主の取扱いに若干の差異があっても、その差異が軽微であり、かつ、それによる一部株主の不利益を上回るより大きい株主全体ないし会社自体の利益が要求するときは、結局、株主の正当な利益に帰着するものとしてその取扱いが是認されなければならないと、長期保有株主の優遇は、まさに一部株主の不利益を超えるより大きい株主全体ないし会社自体の利益が認められると説かれる。大杉教授は、ここでも、目的の適切さ及び手段の相当性に照らして判断されるべきとし、重要な案件で定足数を確保するため、少額の財貨を与えるという場合には、双方を満たし適法とされる。大杉・前掲注 (17) 参照。
- (22) この点について、東京地裁平成一九年二月六日判決・金融商事判例二二八一号三七頁以下、五〇頁―五一頁 (二〇〇八) 参照。
- (23) この点について、詳しくは、藤島裕三 「事前警告型ライツプランの横断的分析」 日本版スタンダード・モデルの検証」 経営戦略情報二〇〇七年九月一〇日付レポート (<http://www.dlr.co.jp/consulting/report/strategy/07091001strategy.pdf>) 参照。
- (24) この点について、原田晃治 江原健志 太田洋 濱克彦 郡谷大輔 「改正商法の解説―株式制度の改善・会社関係書類の電子化等」 登記研究六五〇号四八頁 (二〇〇二) 参照。
- (25) ここでは、買取者に対する差別的な行使条件付の新株予約権がそもそも株主平等原則の観点から適法なのかどうか、違法でな

いとして、どのような内容ならば適法であるかを明確にする作業が進められた。このあたりの経緯等について、三宅伸吾『乗り取り屋と用心棒』第2章（日本経済新聞社、二〇〇五）参照。

(26) なお、同研究会の論点公開においては、同一の行使条件の新株予約権について、その有する株式の数に応じて平等の取扱いを受けるべきという理解、及び、脅威との関係で企業価値を高めるために合理的な範囲内で利用される防衛策についてはそれを認めないほうが衡平に反することが指摘された。企業価値研究会「論点公開く公正な企業社会のルール形成に向けた提案」九六頁―九七頁（二〇〇五）参照。

(27) 石綿学「敵対的買取防衛策の法的枠組みの検討」〔下〕「商事法務」一七二二号二五頁（二〇〇五）参照。

(28) この点について、吉本健一「ポイズン・ピルと株主平等原則」『阪大法学』五五卷三二四号七九頁以下（二〇〇五）参照。

(29) 吉本・前掲注（28）参照。

(30) この点について、パネルデイスカッション「日本型ポイズン・ピルの導入に関する法的諸問題」武井一浩、田洋、中山龍太郎編著『企業買取防衛戦略』一三五頁以下、二四二頁―二四四頁（大杉謙一教授、江頭憲治郎教授発言）（商事法務、二〇〇四）参照。

(31) なお、新株予約権の無償割当てと会社法二四七条の適用ないし類推適用の可否の問題について類推適用を認めること、新株予約権について直接株主平等原則が適用される事案でないこと、および本件買取防衛策の発動自体は、明文の根拠規定を有しない（明文規定のない例外が許されるかの問題である）ことについて、裁判所の立場は一貫するので、問題は、株主平等原則の趣旨に反するか、という点に絞られる。

(32) この点について、落合誠一「鑑定意見書（仮処分命令申立）」『商事法務編纂部』『ブルドックス事件の法的検討―買取防衛策に関する裁判経過と意義―』一九五頁（商事法務、二〇〇七）「以下、『ブルドックス事件の法的検討』、江頭憲治郎「新会社法の理論的問題（Ⅰ）株式関係を中心に」『商事法務』一七五八号四頁、七頁（二〇〇六）、野村・前掲注（14）二九頁、三二頁―三三頁参照。なお、このような考え方の基礎は、「不公正」発行の意味をめぐり、既に、ニッポン放送事件鑑定意見（別冊商事法務編纂部『企業買取をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』（商事法務、二〇〇五））や企業価値研究会「企業価値報告書」（二〇〇五、五、二七）の中に示されていた。

- (33) この点について、東京地裁平成一七年六月一日決定「ニレコ事件地裁決定」商事法務一七三四号三七頁、四三頁参照。
- (34) この点の指摘は、鳥山恭一「判批」金判一二七四号六頁（二〇〇七）、同「判批」法学セミナー一六三三号一二六頁（二〇〇七）に同旨。
- (35) この点について、落合・前掲注（32）一九五頁、弥永真生「鑑定意見書（仮処分命令申立事件）」前掲注（32）『ブルドックス事件の法的検討』一八七頁参照。
- (36) この点についての説得力ある指摘は、黒沼悦郎「追加鑑定意見（申立審）」『ブルドックス事件の法的検討』前掲注（32）二二六頁、同「鑑定意見書（即時抗告審）」『ブルドックス事件の法的検討』前掲注（32）三三四頁―三三六頁参照。
- (37) 黒沼「追加鑑定意見（申立審）」及び「鑑定意見書（即時抗告審）」『ブルドックス事件の法的検討』前掲注（32）二二六頁、三三六頁参照。
- (38) 黒沼「鑑定意見書（即時抗告審）」『ブルドックス事件の法的検討』前掲注（32）三三五頁、鳥山・前掲注（34）六頁参照。
- (39) 黒沼「鑑定意見書（即時抗告審）」『ブルドックス事件の法的検討』前掲注（32）三三五頁参照。
- (40) 田中亘「ブルドックス事件の法的検討」上」商事法務一八〇九号九頁（二〇〇七）参照。
- (41) 勧告的決議なるものは法的効力をもたず、法的な意味での株主総会決議ではないという点について、座談会「会社法への実務対応に伴う問題点の検討―全面適用下の株主総会で提起された問題を中心に―」商事法務一八〇七号二六頁以下（二〇〇七）参照。
- (42) この点について、「即時抗告理由書」『ブルドックス事件の法的検討』前掲注（32）二六八頁における分析を参照。
- (43) 「即時抗告理由書」前掲、末永敏和「追加鑑定意見書」『ブルドックス事件の法的検討』前掲注（32）三二五頁―三二六頁、鳥山・前掲注（34）六頁、中東正文「ブルドックス事件を巡る法的戦略と司法審査」企業会計五九巻一―七五頁（二〇〇七）、田中亘「ブルドックス事件の法的検討」下」商事法務一八一〇号一五頁以下（二〇〇七）、根本伸一「判批」（速報判例解説）『KCローライブラリー』LEX文献番号28131919）参照。
- (44) 結論同旨、若松亮「判批」金融商事判例一二七五号一〇頁、一三頁（二〇〇七）参照。

## 四 株主平等原則の限界の理論的な分析

三.においてみてきた株主平等原則の限界についての議論を踏まえ、新会社法の下での株主平等原則の限界の全体像を整理したうえで、理論的な観点からの分析を試みる。

### 1. 会社法の認める例外

新会社法の下で、株式の権利内容等の差別化として、種類株式（会社一〇八条一項）、非公開会社における議決権等に関する定款による株主ごとの異なる取扱い（二〇九条二項）<sup>①</sup>、株主の権利の差別化として、少数株主権等（二九七条一項、三〇三条二項等）または法定保有期間要件（八四七条一項等）を、株主平等原則の例外（種類株式を除く）<sup>②</sup>として挙げることもできる。

また、実質的にみて、株主平等原則との関係が問題となる制度として、会社法の下で、公開会社において株主は募集株式の割当てを受ける権利を当然には有するものではない（会社二〇一条一項）<sup>③</sup>という点を指摘することができる。ドイツでは、新株引受権とその排除の問題は、株主平等原則が問題となる典型例と位置づけられ、判例及び学説上、排除には合理的な理由が要求される。わが国においては、募集株式の発行について、授權株式制度と機動的な資金調達<sup>③</sup>の要請とが強調されるが、「不公正発行」の問題との関係を含め、株主平等原則の限界を示す例として、歴史的・理論的な観点から考察に値する。

さらに、種類株式制度は、その有する株式の種類に応じて不平等な待遇を許すものであるが、種類を構成する事項に限らず、それ以外の事項についても、実質的な平等取扱いのため、種類株式ごとに差別的な取扱いを認める場合がある（一八〇条三項等、この点について、二・1.（2）参照）。

右に挙げた会社法の定める例外的な取扱いは、立法政策により一定の合理性を認められたものと考えられるが、なぜ、そこで認められる合理性が株主の平等取扱いに優先することになるのかについて、理論的及び歴史的観点から検討することが求められる。

## 2. 「株式の内容及び数に応じて」（一〇九条一項）の解釈による限界

会社法の下で特別な明文規定は存しないものの、「株式の内容及び数に応じて」の解釈により、株主平等原則の限界と認められる場合がある。立法担当官の説明では、「株主の個性に着目しない」と認められる限り、株主平等原則に反しないとされる。そこで、従来、株主平等原則に関して議論された典型的な問題、具体的には、株主優待制度や少数株主権の持株要件の適法性等、株主の個性に着目したのではなく、「保有株式の数」にのみ着目することから、株主平等原則に反しないとの結論が導かれる。もっとも、この立場では、同じく株主の個性に着目しない点で共通するにもかかわらず、例えば、株式の取得時期に応じて日割りで配当する日割配当や、株式の保有期間に応じて長期株主の優遇措置を講じることは、従来であれば議論の余地のあった問題であるが、「株式の内容及び数に応じて」取扱うものでないことから、株主平等原則に反すると解される可能性がある。この点で、株主の個性に着目しないことを示す要件として「株式の内容及び数」のみに限定すること

が合理的であるかについては検討の余地があろう。

これに対し、同一の株式についてはその持株数に比例した取扱いが求められ、持株割合により異なる取扱いをするには強い必要性や合理性が求められるとする立場では、具体的に問題となる制度の政策（目的）の合理性が問われることになる。そうだとすると、ここでも、最終的には、政策的な合理性と株主平等原則の優劣関係が問題とならざるを得ない。

とりわけ、「数に応じて」要件に関して、最終的には双方とも「合理性」の有無が問題となる点で異なるが、平等あるいは不平等理論との関係では、「機会の平等」（個性に着目しない）と「結果の平等」（比例的平等）という何の平等であるかが問題となる。「機会の平等」論者が説くように、すべての株主が同じように利益・不利益を被る可能性があり、異なる取扱いは株主の選択の結果であるから平等原則の埒外（「不平等取扱い」には当たらない）と考えてよいかどうかである。この点、例えば、少数株主権の持株要件や保有期間要件についていわれるように、個性に着目しないとか、会社の恣意によるものではないことを強調すれば「機会の平等」を確保することで足りるとも考えられそうであるが、大株主にのみ特権を付与することにつながり得るから違法であるとの主張が有力になされており、この後者の主張を踏まえると、当該要件の定めやその運用状況を見極めながら、多数派の特権につながっていないか、あるいは少数派の抑圧になっていないかを通時的に観察することで、その立法政策の妥当性を検証し続けていく必要があるう。

### 3. 「株主」ごとの異なる取扱い」となる場合における限界

1. 及び 2. にみたのは、会社法の規定あるいはその解釈が問題となる場合であるが、それ以外に、「株主」ごとの異なる取

扱い」が認められる場合はないのだろうか。この点、株主平等原則の限界を最も狭く解する立場では、次にみる「会社の利益を害する」こととなるときさえ、株主平等原則を厳格につらぬくべきことを主張する見解があることを既にみた(三・1・(1)「第四の見解」参照)。この見解を評価するには、株主平等原則を厳格につらぬくこと、または株主平等原則を個別の事情に鑑みて柔軟に解することのいずれが「会社の利益」を実現することになるのかという問題の検討が必要であることを指摘した(三・1・(2)の分析を参照)<sup>(5)</sup>。

しかし、これまでの学説や裁判所の決定等まで含めると、もう少し株主ごとの異なる取扱いを認める余地は広がりそうである。三・1でみたように、株主平等原則が広い意味での「会社の利益の限界内の概念」であるとの理解は、一般に共有されているように思われる。しかしながら、なお理論的に十分に検討されていないのは、なぜ、会社の利益が株主平等原則に優越するののか、なぜ合理的な事務処理の要請や合理的な政策(目的)が株主平等原則に優越するののか、なぜ株主の平等取扱いという政策的な要請が会社の利益より後退させられるのかという問題である。この問題を考える場合、株主平等原則の適用について寛厳いずれが会社の利益になるかについての見解の相違に加え(既述)、それぞれの要請の基礎にある規範的な価値の対立が存する点を見逃すべきではない。平等あるいは不平等の問題を考えると、「なぜ平等でなければならないか」という問いとともに、「何の平等であるか」を明確に意識することの重要性が説かれてきた<sup>(6)</sup>。その上で、平等と対立する価値(別の観点での平等を含む)が何であるか、いずれがコア(あるいは周辺の)な価値と考えるか、対立する価値は平等に優越するものであるかどうかを見極めることが求められる。より具体的には、「株主ごとの異なる取扱い」の適法性が、なぜ、「程度が軽微である」、「合理的な政策である」ことによって解決されるのか。「政策の合理性」等、「会社(あるいは制度)の利益」は、なぜ株主平



等原則違反との主張に優越するのか、という問いである。「会社の利益」や「企業価値基準」による場合、会社法の一部をなすと考えられてきた「公正性」や「平等」等の諸目的を十分に考慮することなしに蚊帳の外に追いやってしまったくないよう配慮する必要がある。

株主平等原則は「会社の利益の限界内の概念」であり、「会社の利益を害する場合」や「企業価値の毀損を回避するため必要かつ相当な場合」に「不平等取扱い」が許容されるのは、「経済的な意味における株主の平等」を実現するものであるが、同時に、不利益を受ける特定株主の自由で自律的な自己決定を妨げる結果となることは否定できない。この意味で、株主間に経済的な意味での差別的取扱いは存在せず（締め出し対価の相当性は財産権保護の問題）、「会社（株主）の経済的利益」と「株主の自由で自律的な自己決定」とが対立する構図が浮かび上がる。この構図の下で、特定株主の自由かつ自律的な自己決定はそれが濫用的な権限行使であれば制限されるという帰結が導かれる。

右のような理解は、非公開会社を含めて、会社法における「株主民主主義」の理解をさらに深めることの必要性を示唆するものといえるが、この理解の正当化として、第一に、会社観あるいは株主像との関係を指摘できると考えられる。平等あるいは不平等の問題を考えると、「何の平等か」が重要であることは既に触れたが、とりわけ公開会社の株主については、政治レベルで問題となるように、株主の自由・自律的決定及び多様性の尊重をそれほど強調する必要はないかもしれない。政治レベルでは、国民の多様性を前提としたうえで、それを最大限尊重するため「平等」取扱いが求められる。しかしながら、株主は「会社の利益」あるいは「企業価値」の最大化が実現されれば、それが株主の有する株式の持分価値に反映され、必然的に株主の利益は実現される。その意味で、株主は等質的・同質的な利益結合体を構成し、この限りで株主の利害の多様性を考慮

する必要性は相対的に低くなるといえる。会社の存在はより具象的に観念され、株主は生身の人間からフィクションナルな存在、つまり相互に同一の利害関係を有し、会社（株式）価値最大化を目的とする存在となるという理解である。会社の利益、企業価値最大化が実現されれば、すべての株主が同じように利益を得る結果となることから、経済的には平等が確保され、大株主等の特定株主だけが利益を得ることとなる措置を回避できる。会社の利益や企業価値最大化を図ることが、株主間の差別的な取扱いを回避するための保障機能を果たすと考えられる。

第二の正当化は、不平等擁護論の一つの内容として主張される点に関する。「平等の要件は、他に競合する要件が存在するときに、最終的にはそれと秤にかけられるべきであるということだけではない。平等が求めるものの解釈は、他の観点（例えば、総体的な関心）に照らして評価されるべきである」とされ、平等以外の考慮要素として、集計面と効率面への配慮を求めることが指摘される。<sup>(8)</sup>そして、深刻な不平等の存在を認識しながらも、効率面での総体的な考慮が必要とされるのは、最終的には「システムの効率性」にあり、不平等の正当化根拠として、効率の要請に関連した因果関係を調べることの必要性が指摘される。<sup>(9)</sup>このような指摘に接すると、議論は、再び、株主平等原則を厳格につらぬくことが会社の利益になるか否かの問題<sup>(10)</sup>（二一）（二）及び四三、（既述）に行き着くことになる。

#### 4. 「会社の利益」概念及び立証責任

右にみたように、株主平等原則の限界を「広義の会社の利益」となる措置に求めるとき、株主平等原則の適用範囲（限界）を明確にするため、より厳密には、「会社の利益になる措置」または「企業価値の毀損を回避するため必要かつ相当な措置」

を区別する必要がある。同じく合理性という言葉が使用されるときでも、差別的な取扱いを認める範囲は異なると考えられるからである。

前者の意味の「会社の利益」を株主平等原則の限界概念と考える論者は、具体的には、株主優待制度を念頭においているが、そこでは、安定株主の保護や株式投資の誘引等が目的とされており、会社の企業価値が害される場合ではなく、現物配当の規制に服する場合とすれば、むしろ経営判断として会社の利益を実現するための措置といえる。旧商法上あるいは新会社法上、株主平等原則の例外として位置づけられる明文規定は、会社立法政策上、会社の利益を実現するうえで政策的な有用性を認められたものと考えられる。この場合、会社側が厳密に「必要性・相当性」を立証しなければならぬとする考え方もあるかもしれないが、平等・不平等取扱いが明確化されたことも考慮すると、経営陣の判断について一定の裁量権が認められ、裁判所による審査には「経営判断原則」の適用が想定され、「合理性」要件について、事実上、株主が合理性を欠くことの立証負担を負うことになると考えられる。

これに対し、一部学説の説く「会社を害する場合」や最近の決定の説く「企業価値の毀損回避のために必要かつ相当な場合」は、文字通り、より限定的に、現前の危難や損害を回避するため緊急避難が認められるように、企業価値を防衛するためにだけ、例外的及び消極的に差別的な取扱いを認める趣旨と考えられる。とりわけ、ブルドックス事件は、「有事における（事後の）特定株主の狙い撃ち」が明白な事案であり、それにもかかわらず、株主平等原則に反しないとの結論を導くことは、極めて異例のことと理解せざるを得ない。「企業価値の毀損が生じると認められる場合」であることを前提とすると（この認定をいかにして行うかは大きな問題であるが）、緊急避難法理の適用される場面と同様の問題状況と考えることができる。敵

対的企業買収防衛策の適法性が問題となるとき、買収防衛策を導入する「必要性」の存否、買収防衛策としての「相当性」の存否が問題となるが、敵対的企業買収防衛策における緊急避難法理の現われと理解すべきと考えられる。これこそ株主平等原則を導く「法の理念たる衡平」の一つの状況と考えられる。そう考えないと、会社法の条文のどこにも存しない必要性や相当性の理論的な意味を理解することは難しい。買収防衛策としての相当性（いわゆる比例原則の現れ）が問題となるのは、「防衛策」の発動が認められることを奇貨として、積極的に反撃に転じることや自己保身を図ることを回避する趣旨と解するのが自然である。このように考えると、企業価値の毀損及び防衛策を講じることの必要性とそれによって株主の被る不利益とを比較衡量することが求められ、当該判断に、いわゆる経営判断原則は適用されないと解するべきであろう。<sup>(10)</sup>

(1) もっとも、会社法が差別的取扱いを認めるのは、一〇五条一項各号権利についてであり、それ以外の権利または権利とはいえない利益等に関する取扱いについて株主間の差別的取扱いを当然に許容する趣旨であるかどうかが解釈論として問題となる。たしかに二項は例外規定であり、厳格に解すべきと考ええるなら、原則に戻り、株式の内容及び数に応じた合理的な理由に基づく差別的取扱いのみが認められると解すべきかもしれない。しかし、非公開会社において属人的な権利の配分を行うニーズがあることを受けて設けられた規定であることから、ほかにも属人的な定めが可能な事項があると解すべきとされる。江頭憲治郎『株式会社法』一二七頁、一二八頁注(10)（有斐閣、二〇〇六）参照。

(2) この点について、鈴木竹雄「株主平等の原則」『会社法(1) 商法研究Ⅱ』二七八頁、二八四頁―二八五頁（有斐閣、一九七一年）、田中誠「『会社法詳論(下巻)』九一〇頁等（勁草書房、再全訂、一九八二）参照。

(3) Vgl. Hüffer, Aktiengesetz (Kommentare) (7. Aufl.), §53a Rn.6 und §186 Rn.25(2006).

(4) 鈴木竹雄||竹内昭夫『会社法(第3版)』一〇七頁注2（有斐閣、一九九四）参照。

- (5) この問題について、現段階では、歴史的なアプローチ、制度的なアプローチ、あるいはその組み合わせに基づく分析が有用であると考えている。なお、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―」3・(5)小括(商事法務、二〇〇八出版予定)では、株主平等原則の適用範囲を明確化するための「事案の類型化」にあたり、株主平等原則が保護すべき株主の経済的利益・合理的期待の内容は、時空を超えて同一であるとは限らないことに注意すべきとされる。
- (6) この点について、特に、アマルティア・セン(池本幸生Ⅱ野上裕生Ⅱ佐藤仁「不平等の再検討―潜在能力と自由」第1章・第9章(岩波書店、一九九九)、盛山和夫「リベラリズムとは何か―ロールズと正義の論理」第4章(勁草書房、二〇〇六)等参照。
- (7) セン・前掲注(6)二二八頁。
- (8) セン・前掲注(6)二〇九頁―一三三頁。
- (9) セン・前掲注(6)二二七頁―一三三頁。
- (10) この点について、吉本健一「ポイズン・ピルと株主平等原則」阪大法学五五卷三Ⅱ四号七三頁以下(二〇〇五)の「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」(八二頁―八三頁)との主張に同旨。

## 五 おわりに

### 1. 本稿のまとめ

新会社法の下での株主平等原則については、株主の個性に着目することが許されるかをメルクマールとしつつ、平等・不平等取扱いの要件として明確化された「内容及び数に依じて」平等の解釈が問題となる。この要件のうち、会社が「数に依じた」取扱いについて主張立証責任を負うと解されるが、株主平等原則の限界を画する「会社の利益」概念が問題となる事案のうち、株主権との関係が希薄なものについては、取締役在一定の裁量権が与えられ、その判断の司法審査については、経営判断原則が適用され、事実上、株主の側で裁量権の濫用があること（合理性を欠くこと）の立証責任を負うと解される。これに対し、企業価値の毀損を回避するため一種の緊急避難行為としてなされる措置が問題となる場合、「数に依じた」取扱いの要件を満たさず、経営判断原則は適用されず、会社側が、会社の利益と株主の不利益とを厳密に比較衡量することで措置の合理性（すなわち必要性及び相当性）を立証することが求められよう。

株主平等原則の限界について、理論的には、平等・不平等取扱いの点では、「機会の平等」対「結果の平等」が問題となり、「会社の利益の限界内」概念との関係では、一般的には、多数派株主と少数派株主との経済的な利益の対立が問題となるが、買収防衛の文脈では、さらに、「株主の経済的利益」対「株主の自由・自律的決定」が問題となる。前者にいう平等間の対立については、機会の平等と結果の平等との相互作用の問題と捉えることができ、会社法あるいは金融商品取引法に存在する制度の合理性の検証とその確保に努める必要がある。

