

論 説

米国におけるグリーンメールの法規制（6・完）

小 林 成 光

- 一. はじめに
 1. わが国の状況
 2. わが国の法規制
 - 1) 民法
 - 2) 商法
 - ①自己株式の取得
 - ②取締役の責任
 - ③利益供与の禁止
 - ④株主平等の原則
 - 3) 証券取引法
 - ①内部者取引
 - ②相場操縦
 - ③株式大量保有報告
 - ④義務的公開買付
 - 4) その他
 - ①刑法
 - ②暴力団対策法
 - ③独占禁止法
 - ④税法
 - 5) まとめ
 - ①ディスクロージャー
 - ②支配プレミアム
 3. アメリカの状況
 4. 論文の順序（以上 第47号）
- 二. グリーンメールの定義
- 三. グリーンメールの事件—ウォルト・ディズニー事件
- 四. グリーンメールの規制をめぐる議論

1. 企業買収の評価
 2. グリーンメールに関する意見の対立
 - 1) グリーンメールの利用を批判する立場
 - ①恐喝
 - ②会社資産の浪費
 - ③経営者地位維持仮説
 - ④不公正
 - 2) グリーンメールの利用を正当化する立場
 - ①株主利益仮説
 - ②只乗り問題
 - 3) 対象会社の株価に対する影響に関する実証研究（以上、第48号）
- 五. グリーンメールと従前の法規制
1. 市場の自主規制
 2. 州法
 - 1) 判例法
 - ①経営判断の法理
 - ②取締役の信認義務
 - ③支配プレミアム
 - 2) 制定法
 - ①自己株式の取得
 - ②企業買収法
 3. 連邦法
 - 1) 証券取引法
 - ①ディスクロージャー
 - ②詐欺的行為
 - 2) リコー法
 - 3) 独占禁止法（以上、第49号）
- 六. グリーンメールに関する立法案
1. 立法経過
 2. 立法案の内容
 - ①経営判断の法理の修正
 - ②開示規定の強化
 - ③一部または二段階のテンダー・オファーの禁止
 - ④株主の承認
 - ⑤利益の吐出し
 3. 将来の展望
- 七. グリーンメールに関する新立法—連邦税法

1. 1986年改正前の連邦税法
 2. 立法経過
 3. 条文の分析
 - 1) グリーンメールの定義
 - ①取得
 - ②保有期間
 - ③テンダー・オファー
 - ④差別
 - 2) 特別税の課税
 - 3) ホワイト・ナイト問題
 4. 評価
 - 1) グリーンメール特別税と税政策
 - ①垂直的衡平
 - ②水平的衡平
 - ③効率性
 - 2) 内国歳入法典
 - 3) グリーンメール特別税の妥当性
 - 4) グリーンメール特別税とその他の法規制との関係(以上、第51号)
- 八. グリーンメールとその責任根拠
1. 株主の信認義務
 2. グリーンメールと支配株の売買
 3. グリーンメールと支配株主
 - 1) 会社機会の奪取
 - 2) 会社の地位の売却
 - 3) 略取
 4. グリーンメールと相場操縦
- 九. グリーンメールに関する具体的解決策
1. 全面的禁止
 2. グリーンメールの再定義
 - 1) 経営者の悪意性
 - 2) 客観的定義
 - 3) グリーンメーラーの確認
 - 4) 選択性
 - 5) 会社の解体
 - 6) プレミアム
 - ①利益に基づく定義
 - ②プレミアムの直接統計的定義

③買戻し後の価格に基づく定義

④市場価格に基づく定義（以上、第54号）

十．結びにかえて一わが国の法制度への示唆（以上、本号）

十．結びにかえて一わが国の法制度への示唆

以上の「米国におけるグリーンメールの法規制」に関する議論から、われわれは何を汲み取るべきかを述べてみよう。

まず第一に、会社法のレベルでは、グリーンメールは自己株式の取得そのものにほかならないので、法律上グリーンメールは存在しないということにほかならない。しかしながら、同志社大学森田章教授が「自己株式取得が禁止されているのに発行会社側が買戻すというようなことが堂々と新聞紙上でも報道されていることであり、むしろこのような陰にかくれているものを正面から取締役会で議論できるようにしてそのチェックを受けるようにすべきではないかと思う¹¹⁾」と述べられている。私も基本的に同感であるが、取締役会ではなく、株主総会で正面からグリーンメールを議論すべきだと思う。すなわち、関係取引会社等への株式の買戻しに対象会社の株主総会での株主の承認を要求し、株式の買戻しを規制するものである。しかし、この規制は、買占め側が株主総会を支配できるほどの株式を買い集めれば、株式の買戻しを正当化する手段として用いられ、効果的でなくなる限界がある。

次に証券取引法のレベルでは、「一．はじめに」で述べたように、米国証券取引所法13条(d)項に倣って、1990年12月にいわゆる5%ルールが導入された(証券取引法第27条の23第1項)。しかし、この5%ルールによっても買占め(グリーンメールを含む)と企業買収とを区別できないという限界があることを認識すべきであるが、米国法と異なり自己株式の取得を禁止している関係上、5%ルールはある程度の有効性をもちいる。

さらには、同法13条(e)項に倣って、関係取引会社等への買戻しの段階においてもディスクロージャーをも導入されたが(証券取引法第27条の25第2項、証券取引法施行令の一部を改正する政令第14条の8)、結局のところ、グリー

ンメール自体を規制していないことに限界があることを認識すべきであろう。

最終的には、買占め側（グリーンメーラー）の得た利益を吐き出させなければならぬと、解決にはならない。この場合「八. グリーンメールとその責任根拠」で議論したように、買占め側を支配株主とすること、さらには「会社支配に影響を与える」という意味から同一であるから買占めを公開買付（テnder・オファー）とすることの是非を検討する必要がある。これらが理論上可能であれば、「六. グリーンメールに関する立法案」で検討した「一部または二段階のテnder・オファーの禁止」をわが国に導入することができ、グリーンメール自体を公開買付することを義務づけることになるであろう。

根本的には「グリーンメール」とは何かが問われる。会社の規模およびその株式の分散度により、一律に決めがたいけれども、グリーンメールの定義はある程度の数量により決定せざるを得ないであろう。

米国とは異なり、わが国ではグループによる買占めが多いので、グループによる脱法をいかに防ぐように立法化するかが課題となる。現行証券取引法のようにグループの定義を明確化するよりも、「実質的所有権（beneficial ownership）」という概念で規制する方が柔軟に対応できるので、効果的であると考えられる。

次の段階として、買占め対象となった株式の買戻しを定義する必要となる。買占め側の保有株の数、その保有期間以外に、対象会社が買い戻した株式のプレミアム⁶の定義などが問題となろう。

この場合、「九. グリーンメールに関する具体的解決策」で Gilson 教授が主張されるように、買戻し後の価格に焦点をあて、マーケットにグリーンメールとする判断を委ねる方法が参考になると思われる。すなわち、株式買戻し後に株価が下落した場合にマーケットがグリーンメールを含むものと判断し、株価が影響を受けない場合にマーケットがグリーンメールを含まないと判断するというものである。マーケット自体を信頼できないという批判が予想されるが、この局面ではマーケットが機能しうると思われる。

いずれにしても、買占めは、会社支配権を取得することを目的としながら、突如として肩代わりによる利益の取得を目的とするグリーンメールに変わり得

るので、制定法による規制が妥当であるかが問われる。本稿では十分論じることができなかったが、英国のロンドン・シティのように自主規制というレベルで、このような制定法というレベルの限界を克服することが可能であるか否かという問題をも模索する必要があると思われる⁽²⁾。但し、この場合には強制力という点で問題が依然として残る。

もちろん、法をとりまく経済的・社会的状況の相違、とくに株式所有構造の相違、さらには法状況からは自己株式の取得をめぐる扱いの相違⁽³⁾、連邦法と州法との2元性という米国法の特徴⁽⁴⁾、そして連邦証券取引委員会（SEC）という独立した行政委員会⁽⁵⁾の存在などから、米国の議論をそのままわが国へ直接的に導入するのは困難である。

ただ、株式の買占めが政治資金の温床になる可能性⁽⁶⁾を直視し、立法化を急ぐべきであると考え。なぜなら、一種の「賄賂（bribe）⁽⁷⁾」となっている「政治的グリーンメール（political greenmail）」とも言うべき現象は、株主と投資家の利益のみならず、公共の利益をも損なっている事実を看過してはならないからである。

（追記）

私の怠慢により、本稿の完成が大変に遅れたことをお詫び申し上げる。本稿の執筆にあたり、高知大学教授頭川博先生、元大阪市立大学教授本間輝雄先生、筑波大学大学院教授田島裕先生、鹿児島大学助教授中元尚紀先生の貴重な助言を得たことを付言したい。なお、高知大学を去るにあたり、自由な環境で研究できたことについては、高知大学人文学部、とくに社会経済学科（旧経済学科）のスタッフには礼を尽くしても尽くし足りないぐらい、感謝の念で一杯である。

注

（1）森田章「企業買収と対抗策」『ジュリスト』1050号（1994年）152頁。

（2）自主規制の長所と短所を適切にまとめたものとして、志谷匡史「市場間競争と自主規制の在り方—証券市場規制を素材に—」『インベストメント』53巻2号（2000年）9-10頁参照。

- (3) 株価対策として、米国の州法のように企業が自己株式を取得・保有することを自由化する「金庫株」の解禁について、政府・自民党が2001年1月15日に検討する考えを表明した。『日本経済新聞』平成13年(2001年)1月16日。法制審議会も「金庫株」の解禁を本格的に検討を始めるとのことである。『日本経済新聞』平成13年(2001年)1月25日。もし金庫株が解禁されれば、グリーンメールの問題は日本において同一レベルで議論することが可能になる道が、歩近づいたと言える。
- (4) 平良『アメリカにおける連邦と州の法律問題』(慶応義塾大学出版会, 1961年); 田中英夫『英米法総論(下巻)』(東京大学出版会, 1980年)589-643頁; 伊藤正己・田島裕『英米法(現代法律学全集48)』(筑摩書房, 1985年)208-239頁; 伊藤正己・木下毅『アメリカ法入門【第3版】』(日本評論社, 2000年)113-137頁。
- (5) やや古いが、SECの実態まで踏み込んだものとして、日本経済新聞社編『米国証券市場の番犬 SECの素顔』(日本経済新聞社, 1989年)参照。
- (6) 平成11年に、「政治倫理の確立のための仮名による株取引等の禁止に関する法律」が成立したが、罰則が20万円以下の罰金と軽いものである。詳しくは、「国会議員の仮名株取引を禁止」『時の法令』1613号(2000年)42-44頁参照。
- (7) Bayne, *Traffic in Corporate Control-Greenmail: The Definition of the Reverse Premium-Bribe*, 20 U. DAYTON L. REV. 855 (1995) が、この見地から論じた優れた論文である。この論文以外に、Bayne, *Traffic in Corporate Control-Greenmail ;The Nature of the Duty*, 72 U. DET. MERCY L. REV. 259 (1995); Bayne, *Traffic in Corporate Control-Greenmail ;The Intrinsic Illegitimacy*, 72 U. DET. MERCY L. REV. 511 (1995) も併せて参照されたい。