

論 説

米国におけるグリーンメールの法規制（5）

小 林 成 光

- 一. はじめに（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（以上、第48号）
- 五. グリーンメールと従前の法規制（以上、第49号）
- 六. グリーンメールに関する立法案
- 七. グリーンメールに関する新立法—連邦税法（以上、第51号）
- 八. グリーンメールとその責任根拠
 1. 株主の信任義務
 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，本号）

十．結びにかえて一わが国の法制度への示唆

八．グリーンメールとその責任根拠

以上では、グリーンメールの法規制の現状について検討してきた。そこでは、グリーンメーラーに責任を課す制定法が州および連邦において登場してきたことが明らかにした。しかし、グリーンメーラーに責任を課す根拠は明確でなかった。Karmel教授が「グリーンメール、その支配プレミアムおよび株主義務」という注目すべき論文⁽¹⁾を発表した。本章では、この論文の内容を紹介することにしよう。

1．株主の信任義務

アメリカでは単に株式を所有しているだけでは株主の間に信任関係（fiduciary relation）が成立しない⁽²⁾。それにも拘らず、株主が会社財産または意思決定を支配する権力をもつと、株主はまた会社および他の株主に対して信任関係にあることになる。そのような支配株主は取締役と同様に公正取引を行う義務を負うものと考えられている⁽³⁾。一般に、支配株主のみがそのような信任関係を立つことになるけれども、多数株主を抑圧する立場にある場合、少数株主が忠実義務(duty of loyalty)違反として責任を負うものとされる。

株主の信任義務は、他の株主の財産を管理する権限に基づいている。この権限は通常において多数株式所有に基づくものであるけれども、その義務が発生するのは、形式的な支配権からではなくて、権限の行使からである。信任義務の発生は、会社財産を支配しているという事実に基づくのである。

受託者（fiduciary）となった株主は、権限を行使する事項に関して、会社および他の株主の利益のために行為する義務を負う。そのような事項に関して、株主は、会社および他の株主を犠牲にして利益を取得しない義務を負うことになる。Karmel教授によれば、グリーンメーラーがそのような信任義務を負う

とすると、株主は以下のいずれかの義務を負うとされる⁽⁴⁾。

「(1) グリーンメールの支払いを拒否する義務

(2) そのような支払いに際して他の株主と共有する義務

(3) 完全な情報を開示して株主総会で決議に付してからその支払いを受ける義務」

支配株主または主要株主に信任義務を課す背後にある政策理由は、資本提供者は資本管理者に対して信頼を置くというものである。

2. グリーンメールと支配株の売買

支配が支配株主に属する資産であるか、または会社もしくは株主全体に属する資産であるかという問題について、多くの文献がある⁽⁵⁾。換言すれば、株式の持分が財産であり、その所有者は自由にその持分を売却できるという見解と、支配株主または主要株主が受託者として行為しなければならず、自由に自己の持分を売却できないという見解との間に基本的対立がある。

後者の立場は、大まかには2つに分かれる。第一は、支配権は会社資産とするBerle教授の会社資産理論(Corporate Asset Theory)というものである⁽⁶⁾。この資産理論をさらに発展させたのは、Bayne教授である。彼によれば、多数株主である支配株主は会社および他の株主に対して信任義務を負っているのものでその義務の主要な内容である後継者の選任を行うことになる支配株式の移転に際しては、公正な選任を行うべきであり、それにもかかわらずプレミアムを取得することは選任の公正さを妨げるもので、プレミアム取得はその忠実義務をもたらす不当な利得であるという⁽⁷⁾。第二は、Andrews教授の提唱する平等機会理論(Equal Opportunity Doctrine)である⁽⁸⁾。これは、会社の株式全保有者はある意味において平等であり、実質的に支配株式と同一条件で株式を売却する平等な機会を与えられるべきであるというものである。

第5章で検討したように、判例の多くは、これらのテーゼを否定している⁽⁹⁾。すなわち、株主の信任義務により、支配株主は市場価格を上回るプレミアム価格で支配株式を売却できると判示している。しかしながら、支配権がプレミア

ム価格で自由に売買できるという原則には例外がある。すなわち、①支配株主は、会社機会の奪取 (diversion of a corporate opportunity) を伴うような場合には支配権を売却できないというもの⁽¹⁰⁾、②支配株主は会社の地位 (office) を売却できないというもの⁽¹¹⁾、そして③支配株主は略取者 (looter) に支配権を売却できないというものである⁽¹²⁾。

支配株主が少数株主に対して負っている忠実義務の本質は、株主個人の利益のためというよりも、株主全体の利益のために行為するということである。プレミアム価格で支配権を売却できるということはこの一般原則に対する例外である。さらに、会社支配市場 (market for corporate control) が会社に対する責任メカニズムとして作用し、会社資産の効率的運用のためになっているという通説的見解がある⁽¹³⁾。この見解によれば、支配株式の譲渡人から支配プレミアムを奪うことは、市場に悪影響をもたらすであろう。しかしながら、グリーンメーラーが支配プレミアムを取得できるということにはならない。

3. グリーンメーラーと支配株主

グリーンメーラーの事例は、グリーンメーラーが支配権を有し、そのような支配権を経営者側の地位維持に手を貸すために売却した場合には、グリーンメーラーは不法行為 (torts) であるという。しかしながら、グリーンメーラーは支配株主でなく、むしろ彼は支配権を取得するために脅迫したのであると考えられている⁽¹⁴⁾。

したがって、グリーンメーラーが支配・主要株主としての信任義務を負わされていない。支配株主としての義務をグリーンメーラーに課すことが可能であるとする理論には二つある⁽¹⁵⁾。第一に、グリーンメーラーは支配権をもっているかまたは容易に取得できることを暗に表明しているので、プレミアム価格で対象会社に自己の株式の売却を申込する場合に、支配株主としての義務を負担することになるというものである。もし彼が売却する支配権を現実にはもっていない場合には、グリーンメーラーの支払いは浪費であり、グリーンメーラーは会社に詐欺行為をしたことになる。取締役ではなくて、会社自体は詐欺行為を

されたかもしれない。いずれの場合でも、グリーンメーラーは支配権をもっていることの否定を禁止されるべきである。

第二に、支配株主に信任義務を課す根拠がグリーンメーラーにも適用されるという議論も可能である。機関化された証券市場では、所有と経営の分離以外に、投資の前段階の決定事項である貯蓄と投資という区別が存在し⁽³⁶⁾、実際のところ支配権は法的手段に必要な株式数よりも遥かに少ない株式数によって行使されるのである⁽³⁷⁾。

グリーンメーラーの脅威は、彼が支配権を有する者と接触し、この権限を行使するであろうということにある。グリーンメールの支払いの対価として、会社が受け取る唯一の価値は、グリーンメーラーが株主でありつづけないか、または会社の特権を行使しないかということである。彼は会社に支配権を譲渡するであろう。そのような契約は、少なくとも会社支配をめぐる争奪の脅威に関して、グリーンメーラーが支配株主であることを暗に認めるものである。

1) 会社機会の奪取

グリーンメーラーが自己の行為に対して責任を負わないことになると、一度も所有することのない支配株の売買によって利益を得て、この結果テンダー・オファアにおいて全株主に対する公正待遇の取扱を要求しているウィリアムズ法⁽³⁸⁾の規制を回避して取引を行うことになる。他の株主がテンダー・オファアを受けられないということは全株主に申込がなされるべき機会を奪取することになる。しかしながら、グリーンメーラーは他の株主に信任義務を負う支配株主と扱われる場合には、少なくとも株主の議決権行使のない場合において、グリーンメールの支払いは行われまいであろう。

支配株主がプレミアム価格で株式を売却できるけれども、そのような売買が会社機会の利用と考えられない場合において、グリーンメーラーはなぜ別個の義務を負担すべきであろうか。支配株主とグリーンメーラーとの重要な相違は、グリーンメーラーの投資が資本と時間において僅かであるということである。グリーンメールが濫用的であるのは、このような僅かの財産的關係と経営責任の欠如にある。

さらに、支配株式の譲渡人が、テnder・オッファーまたは合併により、全株主に支配プレミアムを申込み、多数株主がこの機会を奪取した場合に、裁判所は支配権の売却における信任義務違反と判示してきた⁽¹⁹⁾。同様に、グリーンメールはテnder・オッファーを受ける多数株主の機会を奪取するというものである。

2) 会社の地位の売却

支配株主がプレミアム価格で支配権を売却し取締役会を再構成できても、株主が実は支配権をもっていないにも拘らず、取締役会の取締役の辞任契約を締結する場合、そのような契約は公序良俗（public policy）に反し、無効である⁽²⁰⁾。これは、会社の経営者が取引の対象ではなく、現実の株式支配と切り離して売買できないからである。

この理論は、会社機会理論よりもグリーンメールに適合している。取締役は、その持株数が僅かであっても、委任状を支配できるので、会社を支配できる。市場の機関化現象は資本カルテルの可能性を発生させることになる。

この状況においてグリーンメールが支払われる場合とは、その支払いは支配権の争奪が開始されないようにするために行われた場合である。経営権の維持の証明の存否に関わらず、取締役は地位の維持のために会社資金を利用したのである。これは会社の地位の売却よりも微妙であるけれども、本質は同じである。それは支配権を維持する契約であり、同様に公序良俗に反するので、会社にグリーンメールの支払いの返還をするという結果となる。経営者とは異なり支配権は会社にとって価値をもたないものであるので、会社の資金による支配プレミアムの支払いは浪費以外の何ものではない。

現職の経営者がグリーンメーカーから自己の地位の維持に関する権利を買い取るには、公序良俗により無効とされないとしても、少なくとも株主総会の決議に付すべきであろう。

3) 略取

表面的には、支配株主が略取者に支配権を売却する事例は、グリーンメール

とは殆ど関係がない。しかし、さらに分析すれば、略取の事例の根底にある原理が関係していることがわかる。

略取の事例とは、支配株式の譲受人が個人的利用のために会社資産を取得することを意図することを譲渡人が認識すべきであるか否かという問題に関するものである⁽²¹⁾。同様に、グリーンメールに関する最近の研究は、取締役の信任義務違反を幫助・教唆したというグリーンメーラーの責任は、グリーンメーラーがその義務違反の事実を認識しているか否かに依拠すべきであるということを示唆している⁽²²⁾。この分析はグリーンメーラーを幫助・教唆した者とするにすぎないけれども、おそらくもっと押し進めることができる。株主全体に損害を与えるような状況においては、グリーンメーラーは、取締役による不当な計画参加者としての責任ではないけれども、独立した不法行為である、強制的行為(coercion)の責任を負うであろう。

グリーンメーラーの責任は、信任義務の事例と同様に、支払いの事実および状況によるけれども、会社支配の争奪においてグリーンメーラーが支配株主になるように権限を行使してきたか、またはその権限が会社の不利益となるように濫用されたか否かを裁判所は少なくとも考慮すべきである。

4. グリーンメールと相場操縦

次にグリーンメールを相場操縦の観点から検討する。第5章で検討したように、判例上グリーンメールが相場操縦とするには困難であると言われている。

それにも拘らず、グリーンメールが証券取引所法に違反するとする理論がある。これには、グリーンメールが規則10b-5⁽²³⁾または規則14e-3⁽²⁴⁾に基づく相場操縦的または欺瞞的策略であるという理論、および証券取引所法9条(a)項⁽²⁵⁾に基づく相場操縦であるという理論がある。これらの理論は裁判所の判決によって実現される可能性があるが、SECも証券取引所法13条(e)項⁽²⁶⁾および他の関係規定に基づく規則制定権限によりグリーンメールを違法とすることができるが、まだこの権限を行使していない。

規則10b-5または規則14e-3に基づいて訴えるためには、不開示

(nondisclosure) または欺瞞 (deceit) がなければならない⁽²⁷⁾。グリーンメールは詐欺的というよりも強制的 (coercive) 行為であるので⁽²⁸⁾、証券取引所法に基づく相場操縦の策略であると裁判所が判示するには困難が伴う。

S E C および裁判所は連邦証券取引所法の目的が完全開示であることを強調しているけれども、1934年に証券取引所法を成立させた連邦議会は、投機および相場操縦を規制することに主要な関心があった。さらに、連邦議会は、相場操縦が詐欺的な株式市場活動に限定されないという意味であった。むしろ、相場操縦という概念には、株価を変動させてから、プール (pool) が証券を売り付け、利益を得るというプール活動が含まれていた⁽²⁹⁾。1980年代の金融史が完全に明らかにされるとき、グリーンメーラーはアメリカ企業を飲み込んだ企業買収プール (takeover pool) に関心があったと見なすことができる⁽³⁰⁾。

この観点からすれば、グリーンメールは相場操縦の策略と分析できる。グリーンメーラーは当初対象会社の株式を買い付けたときには、その株価は上昇し、グリーンメーラーの株式が買い戻されると下落する。こうした買付けが企業買収のシグナルを送るので、株価は上昇するけれども、グリーンメーラーには企業買収する意図がない。この意味においてグリーンメールは強制的性格以外に詐欺的要素を伴っている。

規則10b-5 および14e-3以外に、相場操縦のまたは欺瞞的戦略を禁止する規定が証券取引所法9条(a)項である⁽³¹⁾。この規定は本来において1920年代のプール活動の規制を目的としていた。グリーンメールは、他人の買付けを誘引する目的で⁽³²⁾、当該証券の売買取引を実際にもしくは外観上繁盛させるまたは当該証券の価格を騰貴させる、一連の売買取引であるという議論が成立する。さらに、これらの買付けがグリーンメーラーの虚偽の陳述 (一般的には、私はグリーンメーラーではないという明言) を伴う場合、そのような取引を証券取引所法の相場操縦禁止規定違反とする先例がある⁽³³⁾。

証券取引所法は、発行者が自己の株式を買い付けることが相場操縦である可能性を認めている。証券取引所法3条(e)項(1)号および(2)号⁽³⁴⁾は S E C に対して発行者による株式の買戻しを規制する権限を与え、S E C は、発行者の買戻しの期限、価格および他の要件を定める、規則10b-18⁽³⁵⁾を制定した。こ

の規制の目的は、発行者による買戻しが自己の株価を人為的に高騰させないようによることである。これとは反対に、グリーンメールは発行者の株価を人為的に下落させることになる。

さらに、発行者による買戻しは規則13e-3⁽³⁶⁾で規制されている。グリーンメーカーの株式を買戻した会社がテンドー・オファを要求される場合、全員の株主はグリーンメーカーの取得するプレミアムに参加する機会をもつことになると思われる。おそらく、SECはグリーンメールの支払いをする発行者が全員の株主にテンドー・オファをすることを要求することでこの規則を拡大することができたが、あえてそうすることを選択しなかった。グリーンメーカーに責任を負担させるためには、SECは他の株主に対するグリーンメーカーの義務を課す方法を発見しなければならないであろう。

そこで、グリーンメールは内部者取引に類似するものであるという興味深いKarmel教授の議論がある⁽³⁷⁾。両者は市場の公正に対する投資者の信頼を害するものである点で同一である⁽³⁸⁾。内部情報に基づく取引は、特定の内部者のグループに情報に対する優位を与えることによって市場のインテグリティー(integrity)を害する行為である⁽³⁹⁾。グリーンメーカーは、自己の取引対象の発行者の役員または取締役という意味における会社内部者でない。しかし、グリーンメーカーは、戦略的に大量の株式を保有すること、潜在的な公開買付者との特殊な関係にあることから有利な扱いを受けるので、実質的に内部者と同一であるという。

いずれにしても、虚偽の支配プレミアムを反映させるために株価を釣り上げ、加えて損害を与えることで株主の合理的期待を裏切るので、グリーンメールは相場操縦的である。

注

- (1) Karmel, *Greenmail, the Control Premium and Shareholder Duty*, 48 WASH. & LEE L.REV. 937 (1991).
- (2) *McDaniel v. Painter*, 418 F. 2d 545, 547(10th Cir. 1969); *Vernon J. Rockler & Co. v. Minneapolis Shareholders Co.*, 425 F.Supp. 145, 149(D. Minn. 1977). しかし、閉鎖会社では、株主はパートナーと同じ信任関係にあるという裁

- 判例がある。Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc., 353 N.E. 2d 657 (1976); Donahue v. Rodd Electrotyping Co., 328 N. E. 2d 505, 515 (1975).
- (3) 神田秀樹「資本多数決と株主間の利害調整 (5・完)」『法学協会雑誌』99巻2号(1981年)226-234頁。
- (4) Karmel, *supra* note 1, at 959.
- (5) 米国の支配株式の売買を扱った論文として、北沢正啓「アメリカ会社法における支配株式の売却」『株式会社法研究』(有斐閣, 1976年)160-199頁; 長浜洋一「支配株式譲渡人の責任」『早稲田法学』44巻1・2号(1968年)81-89頁; 藤原俊雄「支配株式の売却とアメリカ判例法(1)(2)」『神戸外大論叢』29巻5号(1978年)41-54頁, 31巻1号(1980年)55-70頁; 江頭憲治郎「会社の支配・従属関係と従属会社少数株主の保護(7)-アメリカ法を中心として-」『法学協会雑誌』98巻12号(1981年)1696-1725頁; 前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等(一)」京都大学『法学論叢』115巻4号(1984年)72-81頁; 戸川成弘「アメリカにおける支配株式の売却-売却プレミアムの帰属を中心として-」名古屋大学『法政論集』106巻(1985年)279-301頁; 前田重行「株主の企業支配と監督」竹内昭夫・龍田節編『現代企業法講座3-企業運営』(東京大学出版会, 1985年)227-229頁; 戸川成弘「アメリカにおける支配株式の売却」『私法』52号(1990年)206-212頁; 安戸善一「企業買収(M&A)」『ジュリスト』948号(1990年)33頁; 佐藤誠「支配株式譲渡と株式売却機会の均等ルール-その会社法理への内在化の試み-」九州大学『法政研究』61巻1号(1994年)107-149頁がある。
- (6) A. BERLE & G. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* 216-17 (rev. ed. 1968); Berle, *The Price of Power: Sale of Corporate Control*, 50 CORNELL L. Q. 628(1965); Berle, *Control in Corporate Law*, 58 COLUM. L. REV. 1212(1958).
- (7) DAVID C. BAYNE, S. J., *THE PHILOSOPHY OF CORPORATE CONTROL: A TREATISE ON THE LAW OF FIDUCIARY DUTY* (1986).
- (8) Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, 78 HARV. L. REV. 505(1965). 反対意見については, Javaras, *Equal Opportunity in the Sale of Controlling Shares: A Reply to Professor Andrews*, 32 U. CHI. L. REV. 420(1965); F. H. EASTERBROOK & D. R. FISCHEL, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 109-44(1991). わが国で平等機会理論を会社法として具体化させるべきであるという主張については, 佐藤誠・前掲注(5)107-149頁。
- (9) R. CLARK, *CORPORATE LAW* 478(1986); BARBARA BLACK, *CORPORATE DIVIDENDS AND STOCK REPURCHASES* § 6.05〔4〕(Supp. 1994). *See, e. g.*, McDaniel v. Painter, 418 F. 2d 545(10th Cir. 1969); Ritchie v. McGrath, 571 P. 2d 17 (Kan. 1977); Yerke v. Batman, 376 N.E. 2d 1211(Ind. Ct. App. 1978); Clagett

- v. Hutchison, 583 F. 2d 1259 (4th Cir. 1978); Zetlin v. Hanson Holdings, Inc., 397 N. E. 2d 387 (1979).
- (10) Perlman v. Feldmann, 219 F. 2d 173, 176-77 (2d Cir. 1955), *cert. denied*, 349 U. S. 952 (1955); Brown v. Halbert, 271 Cal. App. 2d 252, 254 (1969).
- (11) Caplan v. Lionel Corp., 20 App. Div. 2d 301 (1964), *aff'd*, 198 N. E. 2d 908 (1964); Synder v. Epstein, 290 F. Supp. 652, 655 (E. D. Wis. 1968).
- (12) Insuranshares Corp. v. Northern Fiscal Corp., 35 F. Supp. 22, 24-25 (E. D. Pa. 1940); Gerdes v. Reynolds, 28 N. Y. S. 2d 622, 651 (Sup. Ct. 1941); Dale v. Thomas H. Temple Co., 186 Tenn. 69, 208 S. W. 2d 344 (1948); DeBaun v. First Western Bank & Trust Co., 46 Cal. App. 3d 686, 120 Cal. Rptr. 354 (1975).
- (13) Manne 教授が最初に会社支配市場を提唱した。Manne, *The Higher Criticism of the Modern Corporation*, 62 COLUM. L. REV. 399 (1962); Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POL. ECON. 110, 113 (1965). Berle 教授はこの考えに強く反対した。Berle, *Modern Functions of the Corporate System*, 62 COLUM. L. REV. 433 (1962). 現代企業の経済理論は会社支配市場を自明の理として扱っている。例えば, Coffee, *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, 84 COLUM. L. REV. 1145 (1984); Easterbrook & Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161, 1169-73, 1182 (1981); Schwartz, *Federal Chartering Revisited*, 22 U. MICH. J. L. REF. 7, 12-14 (1988) がある。詳しくは、徐治文「コーポレート・ガバナンスにおける会社法の役割—法と経済学派の会社法理論を手掛かりに—」『九大法学』68号(1994年)125-127頁を参照されたい。
- (14) E. g., Heckmann v. Ahmanson, 168 Cal. App. 3d 119 (1985); Fry v. Trump, 681 F. Supp. 252 (D. N. J. 1988).
- (15) Karmel, *supra* note 1, at 963-64. Black 教授も同意見である。BARBARA BLACK, *supra* note 9, at § 6.05 [6] [a].
- (16) Clark, *The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treaties*, 94 HARV. L. REV. 561, 564-65 (1981). Clark 教授の資本主義の4段階説については、松井和夫『現代アメリカ金融資本研究序説』(文眞堂, 1986年)138-143頁; 西村利郎・草野耕一「国際経済摩擦と企業買収」藤倉皓一郎・長尾龍一編『国際摩擦—その法文化的背景』(日本評論社, 1989年)110-112頁; 浜田道代「持株会社と株主の地位」資本市場法制研究会『持株会社の法的諸問題』(財団法人 資本市場研究会, 1995年)41-42頁。
- (17) EDWARD S. HERMAN, CORPORATE CONTROL, CONTROL POWER 63 (1981) [本書の紹介については、松井和夫「第5章 ハーマンの研究の意義と限界」・前掲注

- (16)64-233頁に詳しいので、参照されたい。周知のように最初にこの見解は述べたのは、A. BERLE & G. MEANS, *supra* note 6, at 69-94, 114, 116-18 である。詳しくは、中村一彦『企業の社会的責任—法学的考察』(同文館, 1977年) 49-74頁; 岩崎稜「所有と支配の分離」上柳克郎・河本一郎編『新版企業・経営と法』(有斐閣, 1983年) 28-41頁; 間宮陽介『法人企業と現代資本主義』(岩波書店, 1993年) 33-49頁; 河本一郎『現代会社法 [新訂第7版]』(商事法務研究会, 1995年) 7-19頁を参照されたい。
- (18) 15 U. S. C. §§ 78m(d)-(e), 78n(d)-(f)(1988).
- (19) *Birnbaum v. Newport Steel Corp.*, 193 F. 2d 461 (2d Cir. 1952), *cert. denied*, 343 U. S. 956 (1952); *Perlman v. Feldmann*, 219 F. 2d 173 (2d Cir. 1955), *cert. denied*, 349 U. S. 952 (1955); *Brown v. Halbert*, 271 Cal. App. 2d 252 (1969).
- (20) *Caplan v. Lionel Corp.*, 20 App. Div. 2d 301 (1964), *aff'd*, 198 N. E. 2d (1964).
- (21) *Insuranshares Corp. v. Northern Fiscal Corp.*, 35 F. Supp. 22, 25 (E. D. Pa. 1940). この判例を紹介する文献としては、北沢正啓・前掲注(5) 170-173頁がある。
- (22) Note, *Aiding and Abetting the Breach of Fiduciary Duty: Will the Greenmailer Be Held Liable?*, 39 CASE W. RES. L. REV. 1271, 1294-1302, 1311-12 (1988-89).
- (23) 17 C. F. R. § 240. 10b-5 (1994).
- (24) 17 C. F. R. § 240. 14e-3 (1994).
- (25) 15 U. S. C. § 78i(a)(1988).
- (26) 15 U. S. C. § 78m(e)(1988).
- (27) *Shreiber v. Burlington Northern, Inc.*, 472 U. S. 1 (1985). 相場操縦の判例分析は、近藤光男「相場操縦に関する米国判例法の展開」財団法人 資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について—証券取引審議会報告—相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について—証券取引審議会不正取引特別部会中間報告—』(財団法人 資本市場研究会, 1992年) 301-303頁を参照されたい。
- (28) Poser, *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, 40 U. MIAMI L. REV. 671, 719-21 (1986); Booth, *The Promise of State Takeover Statutes*, 86 MICH. L. REV. 1635, 1659-63 (1988).
- (29) Thel, *The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act*, 42 STAN. L. REV. 385, 404 (1990); 拙稿「支配株の売買(3) — 会社支配に重大な影響を与える株式取得に関する法的諸問題 —」大阪市立大学『法学雑誌』33巻2号(1986年) 229頁; 芳賀良「取引所取引における相場操縦に関する若干の考察—アメリカ1934年証券取引所法10条b項を中心として—」『一橋論叢』110

- 巻1号(1993年)185-186頁。
- (30) Karmel, *supra* note 1, at 976.
- (31) 近藤光男・前掲注(27)304-308頁。
- (32) 誘引目的については、神崎克郎『証券取引の法理』(商事法務研究会, 1987年)550-554頁; 芳賀良「相場操縦の目的要件について」『一橋研究』18巻4号(1994年)109-115頁; 加賀譲治「相場操縦規制と『誘引目的』の立証について」『証券経済学会年報』30号(1995年)87-89頁参照。誘引目的の判断において、一般投資家が現実に損害を被ったことを証明する必要はない。8 L. LOSS & J. SELIGMAN, SECURITIES REGULATION 3975 n. 62(3rd. 1991).
- (33) Securities and Exchange Commission v. Wolfson, SEC Lit. Rel. No. 1315(Aug. 1, 1958).
- (34) 15 U. S. C. § 78m(1), (2)(1988).
- (35) 17 C. F. R. § 240.10b-18(1994).
- (36) 17 C. F. R. § 240.13e-3(1994).
- (37) Karmel, *supra* note 1 at 974.
- (38) *Id.* at 974. 内部者取引についての議論は、品谷篤哉「内部者取引の規制法理(1)(2)(3・完)」『一橋研究』16巻1号(1991年)89-112頁, 16巻2号(1991年)73-98頁, 16巻3号(1991年)41-66頁; 鳥袋鉄男『インサイダー取引規制』(法律文化社, 1994年)を参照されたい。
- (39) Bainbridge, *The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma*, 38 U. FLA. L. REV. 35, 57-9(1986); 2T. HAZEN, THE LAW OF SECURITIES REGULATION 137-38(2d ed. 1990); DONALD C. LANGEVOORT, INSIDER TRADING; REGULATION, ENFORCEMENT & PREVENTION § 1.02[4](1995); 並木和夫「内部者取引規制の法理」慶応義塾大学『法学研究』64巻3号(1991年)17頁; 仮屋広郷「内部者取引規制基礎理論再考—アメリカ法を中心として—」『一橋研究』17巻2号(1992年)74-75頁。

九. グリーンメールに関する具体的解決策

では、具体的にはどのような解決策が立法上⁽¹⁾考えられるであろうか。

1. 全面的禁止

ハーバード・ロウ・レビュー(Harvard Law Review)の学生ノートによれ

ば、グリーンメールから株主を保護するのに、プレミアム価格で対象会社の株式を買い戻すことを全面的に禁止することが最も簡単かつ効果的な方法であるという⁽²⁾。

全面的禁止には多くの利点がある。第一に、それは、会社乗取りに直面する取締役が自己の私的な目的のために株主の財産を不正利用することを禁止すること、第二に、裁判所が取締役の「誠実(good faith)」という要件を評価するという作業から解放され、複雑な会社支配をめぐる争いにおける法的不安定をなくすということ、第三に、事実上グリーンメールに関する判断できない株主に判断させないこと、第四に、会社乗取りを増大させ、エージェンシー費用を少なくし、株価を釣り上げることである。

しかし、全面的禁止には、もちろん欠点もある。取締役が第三者にグリーンメーカーから株式を買い戻すことを依頼し、その第三者に報酬を与えることにより、株式買戻しに関する全面的禁止を免れることができる。また、これは、株主にとって利益のある株式買戻しとグリーンメールとを区別できない、と批判されている⁽³⁾。それではこれを区別するメルクマールとは何かについて検討する。そのために、再度グリーンメールとは何かを考えてみよう。

2. グリーンメールの再定義

1) 経営者の悪意性

グリーンメールの反対論にとって、認識される害悪の本質は会社経営者の悪意にある⁽⁴⁾。この見解によれば、グリーンメールは、現在の経営者の地位維持のために、会社の資産を利用していることになる。換言すれば、グリーンメーカーは、株主の利益のためではなくて、対象会社を支配している者の地位を守るために、株主の資産から支払いを行う。

経営者の悪意の問題としてグリーンメールが定義されると、「グリーンメーカー」に対する支払いは、株主の利益のために行為していると経営者が信じることにより正当化される。実際において、グリーンメーカーに会社支配権を掌握させるよりも、グリーンメーカーから株式を買い取るほうが株主の利益にな

ると信じるのが合理的であると証明できるかもしれない。

2) 客観的定義

この代替案として、経営者の善意または悪意に依拠しないで、もっと客観的なグリーンメールの定義がある。この見解では、経営者が株主の利益のために行為しているか否かに関係なく、株主は「グリーンメーラー」に対するプレミアムの支払いによって損害を受ける⁽⁵⁾。さらに、証拠法的観点から、悪意はグリーンメールの特定要素として確認されるべきではないという議論が説得的になされる。経営者が自己利益よりも株主利益によって行為していると証明することが困難である⁽⁶⁾。この分析によれば、経営者がグリーンメーラーから自己を保護する目的でグリーンメールの支払いがなされたと見なされる。

第7章で検討した、内国歳入法典5881条に具体化されているアプローチは、そのような客観的見解を包含している。5881条が適用されるか否かは、経営者が株主の利益のために誠実に行為したか否かに関係ない⁽⁷⁾。

3) グリーンメーラーの確認

定義上の第二の問題は、「グリーンメーラー」と命名するに値する者の確認である。ある公式では、プレミアム価格で経営者を脅迫し、その後会社に対する投資を停止する株主がグリーンメーラーであるというものである⁽⁸⁾。この観点からは、残りの株主に対する被害は、グリーンメーラーに対するプレミアム価格による支払いという事実から発生する。グリーンメールの支払いを受けた者と会社との長期的な関係によって、この被害は緩和されるものではない。

別の見解によれば、「グリーンメーラー」という命名は、経営者に挑戦する目的で株式を取得した株主、または会社の長期的な利益を検討するには不十分な期間において株式を保有する株主に与えられるべきであることになる⁽⁹⁾。この観点から、グリーンメールに伴う弊害は、短期的な利益を求める株主から発生する。この見解から推論されるのは、不満足な、長期的な投資家に対する支払いは、グリーンメールの定義外であるということである。この後者の観点は、24カ月以内に株式を受け取った場合にのみグリーンメールの支払いであると定

義する、5881条⁽¹⁰⁾に反映されている。

4) 選択性

グリーンメールの定義の第三の問題は、選択性的の問題である。グリーンメールの反対論は、グリーンメールに対して支払われるプレミアムが会社の他の株主に提供されないので、不公正であると攻撃している⁽¹¹⁾。この見解では、グリーンメールの本質は不平等にあるという。全員の株主がグリーンメーラーと同一の条件を与えられれば、公正という問題も存在しなく、問題視すべきグリーンメールも存在しないということとなる。

5) 会社の解体

代替案は、グリーンメールの被害が株主間の不平等にあるのではなく、会社企業の解体にあるというものである⁽¹²⁾。グリーンメールの支払いのために、会社は資金を借り入れるかまたは資産を売却しなければならない。このような観点からは、全員の株主が自己の株式をグリーンメーラーと同一のプレミアム価格で買い戻す機会があることだけでは、解決にならない。そのような機会は株主平等の主張につながるけれども、それは、会社により多くの負債を負担させるかまたはより多くの資産を売却させてグリーンメーラーに支払いをするということの妥協によって解決することになる。この見解では、最終的な結果はグリーンメールの支払いをした会社の弱体化ということになる。

5881条の草案起草者は、グリーンメール問題を会社の解体というよりもむしろ、選択性的の問題として捉えた。すなわち、5881条による課税とは、プレミアム価格による買い戻しの同一機会が全員の株主に与えられる場合である⁽¹³⁾。

6) プレミアム

次に、Gilson教授の主張にしたがって、プレミアムの定義問題を検討しよう。Gilson教授によれば、グリーンメール規制の立法化にあたって、対象会社がグリーンメーラーから買い戻す株式数、その株式を保有する期間が問題となるが、結局はプレミアムが鍵であるという⁽¹⁴⁾。

①利益に基づく定義

Gilson教授が述べているように、グリーンメールの最も単純なプレミアムの測定法は、グリーンメーラーの全利益、すなわちグリーンメーラーの全株式の費用と最終的に支払われる金額との差額であるというものである⁽¹⁵⁾。例えば、グリーンメーラーが一株10ドルで株式を取得し、会社が15ドルでその株式を買い戻した場合に、5ドルが違法なプレミアムとして扱うものである。

しかしながら、この単純なアプローチはグリーンメールのプレミアムの金額を誤ることになる。グリーンメーラーに生じる利益は、プレミアムではなくて、グリーンメーラーが自己の株式を保有している間に生じるであろう「正常な」株式の評価である。同様に、市場価格が下落した場合に、グリーンメーラーが受け取る金額と費用との差額は、グリーンメールのプレミアムを過小評価することになるであろう。

②プレミアムの直接統計的定義

これは、買戻し価格と、証券取引所法13条(d)項⁽¹⁶⁾によりグリーンメーラーが5%以上の株式を取得して開示する直前における市場価格との差額を、グリーンメールのプレミアムとして定義するものである⁽¹⁷⁾。この立場は、グリーンメーラーの宣言の時点における市場価格は「正確な」ものであるもので、企業買収の宣言前の評価は、グリーンメーラーが通常の投資家と同様に得ることができる経済的利益を反映するものである、と考える。市場価格を超える金額による支払いは、グリーンメーラーの企業買収活動、ひいてはグリーンメールのプレミアムを反映している。

この定義にも問題がある。グリーンメーラーが開示の宣言をした時点における価格は、企業買収活動を既に反映し、企業買収プレミアムを算定する基準としては高すぎるであろう。この場合には、市場の動きによる一般的な株価変動と、投資者が開示することによる変動とが区別できなくなる。

③買戻し後の価格に基づく定義

これらの定義上のアプローチが困難であるために、第三の方法が示唆される。それは、グリーンメーラーに支払われた金額と、グリーンメーラーの株式が買

い戻された後の一定の時点における価格との差額として、グリーンメールのプレミアムを定義するものである⁽¹⁸⁾。この立場は、会社の長期的な価値を反映するものとして、企業買収後の価格が「真実」の価格である、と主張する。この長期的な価値以上のものがグリーンメールとして支払われるプレミアムである。Gilson教授は、このアプローチを、グリーンメールのプレミアムを決定するための最も望ましい方法と捉えている⁽¹⁹⁾。一般に、買戻し後に株価が下落した場合をグリーンメールが行われたと考え、株価に変動がない場合にグリーンメールが行われなかったと考えるものである。

また、既に第6章で述べたように、最近の連邦の立法案は、買戻しの30日前の平均市場価格を上回る価格をプレミアムとして定義する。しかし、証券取引所法13条(d)項によりグリーンメーカーが5%以上の株式を取得してその投資を宣言してから買戻しが30日以内に行われると、これも前の単純な市場価格の公式と異ならない。

Zelinsky教授によれば、このアプローチの欠点は、市場価格が「正確」である場合にグリーンメールの支払後の日時を決定することに内在する恣意性にあるという⁽²⁰⁾。グリーンメーカーに対する支払い直後の価格は企業買収に関する短期的な動きを反映するものであるかもしれない。時間の経過とともに、市場価格の方が長期的な価値を反映するものと考えられるかもしれない。

④市場価格に基づく定義

最後に、グリーンメールのプレミアムは、グリーンメーカーに支払われた金額と、グリーンメーカーの株式が買い戻された時点における市場価格との差額として定義される⁽²¹⁾。このアプローチは、一般に、グリーンメールに伴うプレミアムを過小評価している。グリーンメーカーと対象会社の経営者とが合意に達すると、市場価格の一部は企業買収に関する投機を反映するものであろう。この結果、グリーンメーカーの買戻し時点における市場価格は既にグリーンメールのプレミアムの一部を示している。

これらの4つの可能なアプローチのうち、5881条の草案起草者は、グリーンメールのプレミアムをグリーンメーカーの全利益として定義して、第一のアプローチを採用した⁽²²⁾。いずれの見解においても、対象会社がグリーンメーカー

に株式以外の対価、たとえば不動産で支払われた場合に、プレミアムの評価が困難であるという課題は残る。

注

- (1) グリーンメール規制法を立法化するにあたり、その法律が強行法とするのか任意法とするのか、もしくは全会社（あるいは一定の形態の全会社形態）に適用されるのか定款によりグリーンメールの規定を定めると選択する会社のみ適用されるのかを考慮しなければならない。LAWRENCE E. MITCHELL & LEWIS D. SOLOMON, *CORPORATE FINANCE AND GOVERNANCE* 806 (1992)。しかし、裁判所が既存の会社法の法理によってグリーンメールの事例に対応できるという見解がある。Oesterle, *The Negotiation Model of Tender Offer Defenses and the Delaware Supreme Court*, 72 CORNELL L. REV. 117, 134 n. 69 (1986)。
- (2) Note, *Greenmail: Targets Stock Repurchases and the Management-Hypothesis*, 98 HARV. L. REV. 1045, 1064-65 (1985)。Karjara教授も同様な見解と思われる。Karjara, *Federalism, Full Disclosure, and the National Markets in the Interpretation of Federal Securities Law*, 80 NW. U. L. REV. 1473, 1503 n. 126 (1986); デニス・S・カージャラ『セミナー・アメリカ証券法』（商事法務研究会, 1991年）128頁。Weiss教授も、企業買収に関する連邦法との関連において、グリーンメールを法律で禁止するように考えている。Weiss, *A Proposal for a Federal Takeover Law*, 9 CARDOZO L. REV. 1699, 1701 (1988)。
- (3) Lester-Lawson, *Greenmail: Is It Just Passing the Buck?*, 6 PACE L. REV. 69, 78 (1985)。
- (4) Dennis, *Two-Tiered Tender Offers and Greenmail: Is New Legislation Needed?*, 19 GA. L. REV. 281, 282 (1985)。
- (5) Lester-Lawson, *supra* note 3, at 73。
- (6) *Id.* at 102-3。
- (7) I. R. C. § 5881(a) (West 1994)。
- (8) Gilson, *Drafting an Effective Greenmail Prohibition*, 88 COLUM. L. REV. 329, 340-41 (1988)。この論文については、拙稿「アメリカにおける株式の買占めに関する一考察—グリーンメールをめぐる諸問題」『私法』51号（1989年）214頁；山本忠弘「論文紹介」[1990-1]『アメリカ法』80-82頁で紹介されている。
- (9) Gilson, *supra* note 8, at 335。
- (10) I. R. C. § 5881(b)(1) (West 1994)。
- (11) Lester-Lawson, *supra* note 3, at 73。
- (12) Comment, *Greenmail: Can the Abuses Be Stopped?*, 80 NW. U. L. REV. 1271, 1306 (1986)。

- (13) I. R. C. § 5881 (b) (3) (West 1994).
- (14) Gilson, *supra* note 8, at 338. 比較的大きなプレミアムを伴うグリーンメールは裁判所においても否定的な対応している。Zelinsky, *Greenmail, Golden Parachutes and the Internal Revenue Code: A Tax Policy Critique of Sections 280G, 4999 and 5881*, 35 VILLANOVA L. REV. 131, 148 (1990). Bayne教授は、グリーンメールの定義においてプレミアムの量ではなく賄賂 (bribe) という性格を重視している。Bayne, *Traffic in Corporate Control-Greenmail: The Nature of the Duty*, 72 U. DET. MERCY L. REV. 259 (1995). Bayne教授の見解を詳細に検討することは、後日グリーンメールに係る彼の論文が⁸4編出版される予定であるので、今後の課題としたい。
- (15) Gilson, *supra* note 8, at 342.
- (16) 15 U.S.C. § 78n (d) (1988).
- (17) Gilson, *supra* note 8, at 342.
- (18) *Id.* at 345.
- (19) *Id.* at 349.
- (20) Zelinsky, *supra* note 14, at 140.
- (21) Gilson, *supra* note 8, at 338.
- (22) I. R. C. § 5881 (West 1994).