

論 説

米国におけるグリーンメールの法規制 (4)

小 林 成 光

- 一. はじめに
 1. わが国の状況
 2. わが国の法規制
 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 (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
 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NDER・OFFER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年改正以前の連邦税法
 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NDER・OFFER
 - ④ 差別

- 2) 特別税の課税
- 3) ホワイト・ナイト問題
- 4) 1988年技術的修正法
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、本号）
- 八. グリーンメールとその責任根拠
- 九. グリーンメールに関する解決策
- 十. 結びにかえて一わが国の法制度への示唆

六. グリーンメールに関する立法提案

第5章で検討したように、現行法の州法も連邦法も、十分に株主をグリーンメールから保護しているとは言えない⁽¹⁾。経営判断の法理はとくに、グリーンメールの支払いにより株主に不利益を与えた取締役を保護するものであった。このような問題に対応するために、グリーンメールの支払いを制限する立法案が出されている⁽²⁾。これらの提案について簡単に概観しておこう。

1. 立法経過

最初に連邦法によってグリーンメールを禁止しようとする試みは、SECにより創設されたテンダー・オファーに関する諮問委員会が1983年に提出した報告書にまで遡ることができる⁽³⁾。その報告書では「グリーンメール」という用語を使わず、「プレミアム価格での大量買付け」という中立的な表現を使っている。株主の承認がない限り、2年を超えない期間にプレミアム価格によって大量の株式を買い戻すことを禁止するべきであると諮問委員会は勧告した⁽⁴⁾。

S E Cが1984年に提出したテnder・オッファーの立法案は、1934年証券取引所法14条を修正するもので、グリーンメールの株主承認を含むものであった。この提案は、1984年8月に下院のエネルギーおよび通商委員会により承認された。そして、1984年テnder・オッファー改革法案 (H.R. 5693, H.R. 5694, H.R. 5695) の根拠となった⁽⁵⁾。この法案には、S E Cが勧告した反グリーンメール規定が含まれている。

1984年のテnder・オッファー改革法は、反グリーンメールの規定とは直接に関係しない理由により、否決された。極めて一般的に言えば、連邦議会は企業買収に反対する意思を表明していたが、S E Cの提案はテnder・オッファーを促進し、株主を保護することを目的とするものであった。これに対し、下院の法案は、テnder・オッファーの最低期限の延長、地域社会の影響に関する説明の規定、およびゴールデン・パラシュートの制限規定など、数多くの反企業買収の規定を含むものであった。S E Cはこの法案に反対した。レーガン政権もまた、この立法が不当にも連邦会社法⁽⁶⁾への第一歩となるものであるとして、この法案に反対した⁽⁷⁾。結局、その法案は廃案になった。

1985年に新たに提出されたテnder・オッファー改革法案は、S E Cが態度を変更したので、委員会の狙上に上がらなかった。S E Cは、レーガン政権の意見を採用して、連邦法によるグリーンメールの禁止を含めて、1984年の立法案に全面的に反対した⁽⁸⁾。反対理由は、会社がグリーンメール禁止の定款修正を採用し、第7章で検討するように連邦議会が税法によりグリーンメールを抑制しているというものであった⁽⁹⁾。

反グリーンメール連邦法およびその他のテnder・オッファー改革法に関する審議が1989年第101会期まで継続した。しかし、その会期が進んでいるうちに、第5章で検討したように連邦最高裁判所の判決がすべての政策を変更させることになった。1987年初頭には、実業界はテnder・オッファー改正を推進し、その結果、公開買付者 (bidder) の戦術の制限を目的とするテnder・オッファー開示・公正法 (S. 1323) など (H.R. 2668) 数多くの法案が提出された⁽¹⁰⁾。

これらの法案は反グリーンメールの規定を含むものであった。これらのグリー

ンメールの改正案の内容は、経営判断の法理の修正、開示規定の強化、一部または二段階のテnder・オファーの禁止、株主の承認および利益の吐出しに分かれる⁽¹¹⁾。次に、具体的にこれらの改正案を検討しておこう。

2. 立法案の内容

①経営判断の法理の修正

H. R. 5695法案は、グリーンメールを含めて、会社支配をめぐる争いにおいては取締役の利益相反が不可避であることを州裁判所が認め、取締役に自己の判断の正当性に関する証明を要求するものである⁽¹²⁾。このアプローチは、ケース・バイ・ケースにその行為の「誠実さ (good faith)」を評価することを求め、例外的な場合にのみ、取締役にグリーンメールの支払いを許すものである。

この法案の利点のひとつは、グリーンメールの定義をせず、その行為を完全に禁止するものでないことにある。しかし、結局グリーンメールの支払いを認めることが多くなるであろう。グリーンメールの支払いが株主の最善の利益を犠牲するものであっても、取締役が「誠実さ」という要件を証明することは困難ではない。というのは、取締役はグリーンメーラーよりも会社の経営手腕があると誠実に信じているかもしれないからである。また、そのような解釈は、グリーンメールの支払いの後に、株主に派生訴訟の提起を要求することになるであろう。しかし、そのような訴訟は、費用と時間の面から、非効率である。

そこで、会社内部に特別の「企業買収委員会の設置」をするか⁽¹³⁾、またはSECに附属する機関である、「企業買収専門の特別裁判所」を提案する者がいる⁽¹⁴⁾。

②開示規定の強化

H. R. 5693法案は、1934年証券取引所法の開示規定を改正してもっと初期の段階において株式の買集めの事実を開示させるようにするものである⁽¹⁵⁾。既に第5章において述べたように、5%以上の実質的保有者は、取得してから10日以内に「支配目的」などの情報を含むスケジュール13Dの届出を要求される。この「スケジュール13Dの窓 (window)」を閉じるというのが提案の趣旨である。すなわち、これは、5%以上の実質的保有者が取得してから2日または

翌日にSECにスケジュール13Dを届出するように、届出期間を短縮するものである。いずれにしても、スケジュール13Dの開示は将来のこの開示なので、いかなる範囲まで正確に開示できるか不確実であり、スケジュール13Dでは真の企業買収とグリーンメールとの区別ができないという問題が残る⁽¹⁶⁾。

しかも、SEC規則12b-20により、重大な状況の変化が生じた場合、開示書類の修正が認められている⁽¹⁷⁾。この修正が容易に認められるため、グリーンメーカーは「投資のため」という一般的文言を用いて真の意図を隠し、さほど困難なく積極的支配の意思というように突如変更できる⁽¹⁸⁾。

結局のところ、この提案はグリーンメーカーによる脅威の可能性を株主に警告する意味しかもたないであろう。

③一部または二段階 (part or two-tier) のテnder・オファの禁止

H.R. 5693法案は、ニューヨークの弁護士であるマーチン・リプトン (Martin Lipton) による提案に基づくもので⁽¹⁹⁾、イギリスのシティ・コード (Panel on Take-overs and Mergers, The City Code on Take-overs and Mergers)⁽²⁰⁾ 規則9条⁽²¹⁾に倣って、投資家が10%⁽²²⁾以上を取得した場合に、全株式をテnder・オファすることを義務づけるものである。この法案は、グリーンメールの他に、秘密裡 (creeping) のテnder・オファ (グリーンメーカーが公開市場または私的交渉によって株式を取得する)、二段階のオファ⁽²³⁾をも規制するものであったが、SECの諮問委員会がこの法案を検討したが、それを拒否した⁽²⁴⁾。

リプトン弁護士によれば、問題は10%を超える買集めを容認する規制システムである。しかし、彼は、下院の電気通信、消費者保護および財政小委員会の公聴会で、この法案がグリーンメーカーがグリーンメールの脅迫をさせない実質的誘因となる、と証言した。

この法案にはいくつかの利点があると言われている⁽²⁵⁾。まず、10%以上の株式を取得した投資家は、残りの株式に対してテnder・オファをしななければならないので、容易にグリーンメールをすることもできなくなることである。それは、投資家にとって会社の支配権の取得費用が高くなり、その会社の取締役を脅迫するのが困難となるからである。第二に、会社の定款および州会社法

においても公正価格規定を設ける必要がないということである。

しかし、この改正案は、企業買収の費用を増大させ、その件数を少なくする欠点がある⁽²⁶⁾。具体的には、テnder・オッファーをする十分な資力のない会社略奪者は、会社の支配権を取得するのを妨害されるであろう。これは経営者の地位を維持させる傾向を生む。

また、この法案は州会社法に干渉するものとして批判されている。とくに、会社法上の定款における議決権規定がそうである。そこで、リプトン弁護士は、グリーンメール問題に対して立法以外の解決を提案している⁽²⁷⁾。すなわち、会社が定款で自主的に定款修正という形で採用すれば、この案は有益であるとしている。

④株主承認

前にも述べたように、H. R. 5693法案⁽²⁸⁾はSECの諮問委員会の勧告⁽²⁹⁾に基づくもので、連邦議会にも法案として提出され⁽³⁰⁾、株主承認の要件は、州法でも立法化されていると第5章で指摘したとおりである。

SECの提案によれば、会社の株式の3%以上の保有者が市場価格を超えるプレミアム価格で対象会社の株式を買い戻しすることは、(一)株主が承認するか、または(二)同一条件の申込が全株主になされない限り、禁止されるものである。SECは公益または投資家保護に合致すると見なされる個々の取引を承認するかもしれない。

先に述べた13条(d)項の開示規定の適用を免れるため、数多くのグリーンメーラが5%以下の対象会社の株式を取得するので、この3%基準は望ましいと言われている⁽³¹⁾。また、先の法案は、2年を超えない期間において保有する買集めに限定している。2年という保有期間は、短期間に大量の株式を買い集め、グリーンメールの脅威を生じさせるような投資家を確認するのに有益であると言われている。しかも、株式の買戻しが株主の最善の利益になるか否かを株主自身が判断できるという利点がある。

しかし、株主は、判断のための情報を収集できないので、自己の不利益になる場合であっても、グリーンメールの支払いを承認するか、または取締役の勧告に従わざるをえないであろう。SECの提案がグリーンメールを制限できた

としても、それは偶然であろう。例えば、株主の承認要件により2、3年間延期されれば、グリーンメールが効果的に阻止されるかもしれない。また、この提案の価格基準、つまり市場価格を超える価格が余りにも漠然としているとして批判されている⁽³²⁾。

結果として、グリーンメーカーは、対象会社が株主の議決権行使を動員するように努力している間に、さらに多くの株式を買い集めるための時間稼ぎをできることになる。これは、グリーンメーカーの側を有利にすることになり、ウィリアムズ法の趣旨に反することになる。

⑤利益の吐出し

H. R. 2668法案⁽³³⁾は、株主の請求から60日以内に訴訟を提起しない場合には、株主が会社を代表して「グリーンメール」の利益の回復を求めることを認めるものである。この規定は、過半数の株主の承認がある場合、または同一条件の買付申込みが全株主に対してなされる場合には、適用されない。さらに、SECにはこの規定の適用除外規定を設ける規則制定権限が与えられることになる。グリーンメール問題に対するこの解決策は、証券取引所法16条(b)項⁽³⁴⁾における内部者の短期売買益の回復に類似したものであるが、事後的な規制であるという欠陥は免れない。

3. 将来の展望

第5章で述べたように、多くの論者の予想に反して、CTS Corp.v.Dynamics Corp.of America⁽³⁵⁾において、インディアナ州の企業買収規制法は違憲であると連邦最高裁判所は判示した。この判例の結果、州は直ちに反企業買収法を制定し始めた。そして、連邦の企業買収法案は連邦の先占をめぐる議論の中で苦境に立つことになった⁽³⁶⁾。

SECは、依然として、グリーンメールに関する連邦規制法の制定は州法により伝統的に支配されてきた領域に対する侵害となるであろうと主張していた。さらに、1987年7月1日に施行された企業買収法に関するデラウェア州会社法改正⁽³⁷⁾に光明が見えたので、実業界は反企業買収に関する連邦法に対して関心がなくなった。1989年にグリーンメールに関する法案が提出されたものの、次

章で検討する連邦税法以外には現在のところグリーンメールに関する連邦法は制定される可能性はない。

注

- (1) Note, *Target Defensive Tactics As Manipulative under § 14(e)*, 84 COLUM. L.REV.228, 255(1984).
- (2) H.R. 5693, 98th Cong., 2d Sess. (1984); S. 227, 100th Cong., 1st Sess. (1987); S. 521, 100th Cong., 1st Sess. (1987); H.R. 1601, 100th Cong., 1st Sess. (1987); H.R. 2172, 100th Cong., 1st Sess (1987); S. 1323, 100th Cong. 1st Sess. (1987); S. 1324, 100th Cong. 1st Sess. (1987); H.R. 3618, 100th Cong., 1st Sess. (1987).
- (3) ADVISORY COMMITTEE ON TENDER OFFERS, SEC. & EXCH. COMM'N, REPORT OF RECOMMENDATION (1983) [以下, ADVISORY COMMITTEE と略す], *reprinted in Takeovers Tactics and Public Policy: Hearings on H.R. 2371,5250,5693, 5694,5695,5696 Before the Subcomm. on Telecommunications, Consumer Protection, and Finance of the House Comm. on Energy and Commerce, 98th Cong.,2d Sess. 544-716(1984)*.
- (4) *Id.* at 621.
- (5) 98th Cong.,2d Sess., 130 CONG REC. H4357-60 (daily ed. May 22, 1984).
- (6) 1980年までは証券取引法を中心とする連邦会社法に関する議論は盛んであったが, 1980年になると連邦会社法の影響力は衰えることになった。Fleischer, "Federal Corporation Law" *An Assessment*, 78 HARV.L.REV.1146 (1965) (矢沢惇訳 [1966-1] 『アメリカ法』 9-47頁); Cary, *Federalism and Corporate Law*, 83 YALE L. J. 663 (1974); Jennings, *Federalization of Corporation Law*, 31 BUS. LAW. 999 (1976); Schwarz, *A Case for Federal Chartering of Corporations*, 31 BUS. LAW. 1125 (1976); 1 LOUIS LOSS & JOEL SELIGMAN, *SECURITIES REGULATION* 152-157 (3rd ed.1989); 浜田道代「委任状規則」『証券研究』65巻(1982年)44-47頁。
- (7) *The Battle Over Tender Offer Reform: From the States and the Courts to Congress*, 20 Sec. Reg. & L. Rep. (BNA) 60, 61 (Jan. 15, 1988) [以下 *Tender Offer Reform* と略する]。
- (8) Leefeldt, *A Sweet Way to Foil Takeover Bids*, Wall St. J., Sept. 4, 1985, at 24, col. 4.
- (9) *Tender Offer Reform*, *supra* note 7, at 61.
- (10) *Id.* at 65. 1987年テNDER・OFFER開示・公正法案については, 茅沼俊三

- 「米国におけるTOB規制法案の動き」『月刊資本市場』28号(1989年)86-89頁。
- (11) これら以外にも、ジャンクボンドの利用を制限する提案および実際に禁止する提案、連邦テNDER・OFFER法の廃止および相場操縦・グループの定義を拡大する提案などがある。Hook, *What Is Wrong with Takeover Legislation*, 8 N.ILL.U.L.REV. 293, 299-305 (1988).
- (12) *Reinterpret Business Judgment Rule in Takeovers, Huber Says*, 16 Sec. Reg. & L. Rep.(BNA) No.15, at 639, 639-40 (April 13, 1984); 98th Cong., 2d Sess., 130 CONG. REC. H 4357-60 (daily ed. May 22, 1984). Norlin 事件において、連邦第二巡回区控訴裁判所が証明責任の転換を認めているので、H. R. 5695を採用する意味がなくなっている。Norlin Corp. v. Rooney, Pace, Inc., 744 F.2d 255 (2d Cir.1984).
- (13) Hartnett, *Greenmail: Can the Abuses Be Stopped?*, 80 Nw. U.L.REV. 1271, 1318(1986).
- (14) Comment, *Greenmail: From Backrooms to Boardrooms to Courtrooms*, 23 CAL. W.L.REV. 273, 295-302 (1987).
- (15) 98th Cong., 2d Sess., 130 CONG. REC. H 4357-60 (daily ed. May 22, 1984); S. 1323, 100th Cong., 1st Sess. § 3 a, 133 CONG. REC. 7601 (1987); S. 1324, 100th Cong., 1st Sess., § 3 a, 133 CONG. REC. 7668 (1987). See R. FERRARA, M. BROWN & J. HALL, TAKEOVER: ATTACK AND SURVIVAL: A STRATEGIST'S MANUAL 61-62 (1987); Note, *Proposed Legislation to Close the 13(d) Window*, 66 WASH.U.L.Q. 4 33(1988). この問題は、SECの諮問委員会でも認められていた。ADVISORY COMMITTEE, *supra* note 3, at 21-22. 報告基準を現行の5%から引き下げるという法案もあった。Hook, *supra* note 11, at 298.
- (16) Liles, *Greenmailing Corporate Shareholders: Is There a Solution?*, 37 U. FLA. L. REV. 389, 404 (1985).
- (17) 17 C.F.R. § 240. 12b-20 (1993).
- (18) Hartnett, *supra* note 13, at 1296 & n. 172.
- (19) 98th Cong., 2d Sess., 130 CONG. REC. H4357-60 (daily ed. May 22, 1984).
- (20) シティ・コードの概要については、PAUL DAVIES, THE REGULATION OF TAKEOVERS AND MERGERS (1976); A. JOHNSON, THE CITY TAKE-OVER CODE (1980); M.A. WEINBERG & M.V. BLANK, ON TAKEOVERS AND MERGERS (5th ed. 1989); 龍田節「イギリスにおけるテークオーバー・ビッド」『インベストメント』22巻2号(1969年)2-34頁; 拙稿「支配権の取得を目的とする株式買付」大阪市立大学『法学雑誌』28巻2号(1982年)294-327頁; 森本滋「公開買付」龍田節・神崎克郎編『河本一郎先生還暦記念・証券取引法体系』(商事法務研究会, 1986年)292頁-301頁; 田邊光政・坂上真美「イギリスにおける株式公開買付の法規制(1)(2)(3)(4)(5)(6)」『インベストメント』44巻1号

(1991年) 4-30頁, 同巻2号2-26頁(同年), 同巻3号24-54頁(同年), 同巻4号29-43頁(同年), 同巻5号21-37頁(同年), 同巻6号24-42頁(同年); 浜田道代「国際的な株式公開買付けを巡る法的問題」『証券研究』102巻(1992年) 79-82頁を参照されたい。

- (21) Rule 9.1. この規則に関する検討は, L.C.B.GOWER, GOWER'S PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW 719-721 (1992); Lee, *Takeovers-The United Kingdom Experience*, in TAKEOVERS, INSTITUTIONAL INVESTORS, AND THE MODERNIZATION OF CORPORATE LAW 198-200 (John Farrar ed.1993); 前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等(2)・完」京都大学『法学論叢』115巻6号(1984年) 66-71頁; 田邊光政「イギリスにおける支配株の取得規制」『神戸学院法学』16巻3・4号(1986年) 81-120頁; 坂上真美「公開買付における担保株の法律問題(1)」『民商法雑誌』106巻6号(1992年) 829-831頁を参照されたい。イギリス以外にも, フランス, スペイン, ポルトガルおよびEUでも, 類似の規則が採用されている。Wymeersch, *The Mandatory Bid: A Critical View*, in EUROPEAN TAKEOVERS: LAW AND PRACTICE 352-356 (Klaus Hopt & Eddy Wymeersch ed. 1992).
- (22) シティ・コード規則9条では30%である。S. 1324法案は20%, S. 678法案は35%である。
- (23) 二段階のオファーについては, R.CLARK, CORPORATE LAW 467-478 (1986); 神田秀樹「合併と株主間の利害調整の基準—アメリカ法」江頭憲治郎編『鴻常夫先生還暦記念・八十年代商事法の諸相』(有斐閣, 1985年) 335頁; 中東正文「アメリカにおける締め出し合併とテイクオーバー(2)」名古屋大学『法政論集』138巻(1991年) 185-189頁参照。
- (24) ADVISORY COMMITTEE, *supra* note 3, at 600.
- (25) Lester-Lawson, *Greenmail: Is It Just Passing the Buck?*, 6 PACE L. REV. 69, 114 (1985).
- (26) *Id.* at 115.
- (27) Lipton, *Greenmail, Bust-Up Takeovers-A Discussion Memorandum*, N.Y.L.J., Sept. 7, 1984, at 1, col. 3.
- (28) 98th Cong., 2d Sess., 130 CONG. REC. H4357-4360 (daily ed. May 22, 1984).
- (29) ADVISORY COMMITTEE, *supra* note 3, at 621 (Recommendation 43).
- (30) S. 2782, 98th Cong., 2d Sess. (1984); S. 2754, 98th Cong., 2d Sess. (1984); H.R. 5693 98th Cong., 2d Sess. (1984).
- (31) Lester-Lawson, *supra* note 25, at 108. 3%以外にも, S.1324では, 2.5%, またはS.227では5%という基準の法案が提出されている。
- (32) Liles, *supra* note 16, at 417.
- (33) H.R. 2668, 100th Cong., 1st Sess. § 108 (1987).

- (34) 15 U.S.C. § 78p (b) (1988). 証券取引所法16条 (b) 項に関する注目すべき研究として、品谷篤哉「内部者取引規制—証券取引法164条に関する考察—(1)(2)」『名城法学』42巻2号(1993年)1-64頁, 43巻4号(1994年)127-177頁がある。
- (35) 481 U.S. 69 (1987). この判例研究については、古山正明「州による『第二世代』企業買収規制に関する—考察—CTS事件を契機として—」長崎大学『経営と経済』68巻3号(1988年)123-145頁; 島袋鉄男「米国証券関係法判例研究」『琉大法学』42号(1988年)57-88頁; 吉原和志「州による企業買収規制の展開と現況〔上〕」『商事法務』1216号(1990年)12-18頁を参照されたい。
- (36) *Tender Offer Reform*, *supra* note 7, at 65, 75-76.
- (37) DEL. CODE ANN. tit. 8, § 203 (1988). デラウェア州企業買収法の改正については、C.B.SMITH & C.W.FURLOW, *GUIDE TO THE TAKEOVER LAW OF DELAWARE* (1988); 神田秀樹「企業買収に関するデラウェア州会社法改正」『商事法務』1146号(1988年)2-6頁; 並木和夫「アメリカにおける企業買収規定とその問題点」『会社法・証券取引法の研究—アメリカ法を中心として—』(中央経済社, 1991年)208-219頁。

七. グリーンメールに関する新立法—連邦税法

前章で述べたように、SECがグリーンメールを違法とする1984年提案を放棄したことから、連邦議会はグリーンメールを違法とするために1934年証券取引所法を修正する法律を作ろうとはしなくなった。しかし、連邦議会租税法委員会は同様の消極的な態度を示さなかった。1986年に、租税法委員会は、グリーンメールに関する修正案を提案し、かつ採択した⁽¹⁾。その法案では、自己の株式の買戻しに関して会社が支払うかまたは負担する金額についての控除が認められていない。

次いで、1987年に、連邦議会はグリーンメールの支払いを受けた者が控除できないようにするため、連邦内国歳入法において50%の特別税 (excise tax)⁽²⁾を定めた⁽³⁾。1988年に、このグリーンメール税はさらに、遡及的に第三者によるグリーンメールの支払いにも適用できるようにして、その適用範囲を拡大された⁽⁴⁾。

1. 1986年改正以前の連邦税法

1986年税制改革法（Tax Reform Act）以前には、対象会社がグリーンメーカーから自社株を買い戻すために行うグリーンメールの支払いが控除の対象となるか否かについて、議論があった⁽⁵⁾。会社の自社株の買戻しは一般に控除できない資本の支出であるので⁽⁶⁾、控除は例外的な状況でしか認められなかった。Five Star Manufacturing Co.v.Commissioner⁽⁷⁾では、会社は50%株主の株式を買い戻した。第四巡回区連邦控訴裁判所は、会社の買戻しのための控除を通常でありかつ必要な事業の費用と認め、その買い戻した株主が排除できないのであれば、その会社は清算に追い込まれるであろう、と判示した。したがって、会社はその債務を弁済するのに十分な資産は存在しなかったものと思われる。

他の裁判所はFive Starの判旨を制限的に解したけれども⁽⁸⁾、多くの対象会社はFive Starなどの先例により、グリーンメールの支払いを控除した⁽⁹⁾。連邦議会は、グリーンメールの支払いが通常でありかつ必要な事業の費用として控除されていることに懸念を表明した。1986年に、連邦議会は、会社が自己の株式を買い戻すのに支払われる金額に対して控除を認めないという新規定を追加した⁽¹⁰⁾。連邦議会は、停止協定（standstill agreement）⁽¹¹⁾の取引をも含めるように、この規定を拡大解釈されることを目的とするものであった。

以前のように税控除による節税できなくなったために、グリーンメールの支払いに伴う対象会社の損失は増大する。したがって、企業買収の防衛策としてのグリーンメールは経済的魅力が少なくなるにつれて、連邦内国歳入法典（Internal Revenue Code）はグリーンメールの支払いの決定に悪影響を与えることになった。

グリーンメーカーには、株式による収益を差し引いた後に実現利益または損失が残るであろう。総ての利益は一般に、1987年以前の租税特別措置に従ったキャピタル・ゲインである⁽¹²⁾。グリーンメールの支払いが分配（distribution）として取り扱われる場合には⁽¹³⁾、その支払いは一般に利益配当（dividend）として受領した株主に課税される⁽¹⁴⁾。

2. 立法経過

連邦税法は敵対的な企業買収に影響を与えるという議会の懸念から、いくつかの企業買収関連の税法案が提出され⁽¹⁵⁾、議会は、1985年に敵対的な企業買収の税法上の措置に関する公聴会を開いた⁽¹⁶⁾。1986年税改革法の通過前に開かれた公聴会は、税法がグリーンメールを促進しているという懸念を反映するものであった。議会は、対象会社がその支払いを控除し、グリーンメーラーがキャピタル・ゲインの特別取扱いを受けていることを懸念した⁽¹⁷⁾。この懸念は、グリーンメールの支払いの控除を認めず⁽¹⁸⁾、グリーンメールの支払いを受けた者に特別税を課す法案を提出したことに反映されている。

1987年会社略奪者税法 (Corporate Raider Tax Act) が提案されたのは、以下のように、最近の敵対的な企業買収の急増とそれがもたらす荒廃に対処するためであった。

「ウォール街の合併・買収専門の会社は残業している。これらの紙上の企業家はうんざりするような狂気に陥っている。遺憾ながら、現実には敵対的な企業買収から利益を享受する人々は会社略奪者、投資銀行家、および合併専門の法律家である。

明白に、この立法は、敵対的な企業買収を停止させるものではないが、これらの投機的な略奪を防止するものであろう。今度は、連邦議会が、これらの略奪者の貪欲な行為および犯罪行為から、アメリカの労働者、アメリカの競争力、アメリカの経済を保護するために行動すべき時である。」と⁽¹⁹⁾。

この法案はまた、会社の略奪者 (グリーンメーラー) を妨害するために、グリーンメールに関する特別税を提案するものであった⁽²⁰⁾。連邦議会はまた、敵対的な企業買収全体を抑止するために、幅広い規定を提案していた。

下院歳入委員会は、1987年予算調整法において1987年会社略奪者税法案の内容を含めた。下院歳入委員会は、以下のように、これらの規定によって敵対的な企業買収全体を抑止させることを目的としていた。

「委員会は、被買収会社が同意しない企業買収は、被買収会社の従業員およ

び地域社会のみならず、経済全体にとっても有害である、と信じる。それ故に、委員会は、企業買収にとってプラスとなる課税上の誘因を除去するのみならず、そのような買収にとってマイナスとなる課税上の誘因を作り出すことが適当である、と信じる。さらに、納税者は、公開によるテnder・オファーにより株式を取得し、後に会社が敵対的な買収を回避しようとしてその株式を会社が買い戻すことで、短期的な利益を実現することのないようにするべきである、と委員会は信じる。」と⁽²¹⁾。

しかし、下院と異なり、上院は、1987年予算調整法の中に敵対的な企業買収の規定を定めなかった⁽²²⁾。両院協議会の委員会が2つの見解を調整した後、グリーンメールの特別税のみが法案の中に残った。後にレーガン大統領はこの法案に署名し、立法化された⁽²³⁾。

3. 条文の分析

1) グリーンメールの定義

5881条は、グリーンメールを受領した者に対し50%の特別税を課している⁽²⁴⁾。この特別税が適用されるためには、「グリーンメール」が存在しなければならない。内国歳入法典は、グリーンメールを、全株主に同一条件でなされない取得として定義している。さらに、会社は、二年間を超えない期間において保有し、かつテnder・オファーをするかまたは脅迫する株主からその株式を買い戻さなければならない⁽²⁵⁾。

①取得

内国歳入法典は、グリーンメールには、金銭および他の財産などの「すべての対価 (any consideration)」が含まれると定義している⁽²⁶⁾。その法典はさらに、その対価が株主の株式の「取得 (acquisition)」のためのものでなければならない、と定めている⁽²⁷⁾。「取得」という用語を使用しているけれども、これは明らかに「償還 (redemption)」の取引を含んでいる⁽²⁸⁾。さらに、その法典は、その取得要件を免れるために、会社の子会社のような企業実体の利用を予定し、「直接的または間接的取得」を含めることにより、脱法を防止している。

償還の支払いにおいて控除が認められなかったのとは異なり、その法典は停止協定による支払いには適用されない。その支払いは株主の株式取得のためになされないので、グリーンメールの定義を逸脱しているように思われる。

②保有期間

グリーンメールの定義は、2年を超えない期間に買い戻した株式を保有するように株主に対して要求している⁽²⁹⁾。内国歳入法典は、一定期間にわたって大口の株式を取得した株主については規定していない。それ故に、2年未満の株式および2年以上の株式を保有する株主があるときは、会社は二段階を経てその株式を償還することができるであろう。第一段階は、プレミアム価格による2年以上の株式の償還である。これには保有期間の適用がないであろう。第二段階は、全株主に利用できる条件による買戻しである。もちろん、内国税収入庁 (Internal Revenue Service) はそのような取引の形式でなく実質を審査し「段階行為理論 (step transaction doctrine)」⁽³⁰⁾ によって異議を申し立てるであろう。

③テNDER・オFFァー

他の要件は、取得に先立つ2年の期間において、株主、またはその株主と「関係 (related)」しているかまたは「協調行為 (acting in concert)」をしている者は、会社の株式に対して「公開によるテNDER・オFFァー (public tender offer)」をするかまたはすると脅迫することである⁽³¹⁾。内国歳入法典は、「関係している者」をその法典によって認められない損失をもたらす者の人的関係を含むものとして定義している。その法典では定義されていないが、「協調行為をして」という用語は、予想される結果をもたらすために、ある者が他の者とともに行為している状況に適用される⁽³²⁾。

問題であるのは、「公開によるテNDER・オFFァー」の定義である。公開によるテNDER・オFFァーとは、証券を規制する連邦または州の機関に届出または登録を要求されるかもしくはそのように思われる場合に、会社の株式または資産を買い付ける申込もしくはこれ以外を取得する申込であると定義されている⁽³³⁾。これは、ウィリアムズ法の要件よりも広く、敵対的なオFFァーのみならず、友好的オFFァーをも含まれ、証券規制の権限を有する連邦または

州の機関に届出または登録を要求されているオファターの全体に及ぶものである。

この定義の第一の問題は、「テンダー・オファター」が1934年証券取引所法で定義されていないことである⁽³⁴⁾。連邦税法は連邦証券諸法での解釈問題を受け継ぐことになった。

いつテンダー・オファターが現実に行われたかという問題を生じさせたのは、その内国歳入法典のグリーンメールの定義規定の中に「脅迫的なテンダー・オファター」という文言があるからである。その法典に指針がないため、「脅迫的なテンダー・オファター」という幅広い文言は、企業買収の関係者を懸念させることになる。有名な企業買収家（グリーンメーラー）が株式を買い付けたということだけで経営者にとって脅威と考えられる⁽³⁵⁾。これ以外にも、テンダー・オファターをする意図がないのに、5%実質的所有者がテンダー・オファターによりその持株数を増加させる可能性を開示した場合である。現実の脅威がない限り、そのような開示は「脅迫的」なテンダー・オファターと考えられるべきではない、と論者は言う⁽³⁶⁾。確かに、そのような開示が脅迫的なテンダー・オファターと考えられると、連邦証券諸法の完全開示という目的とこの幅広い規定との間に、緊張関係が生じることになる。

注意すべきは、グリーンメーラーがテンダー・オファターではなく委任状合戦（proxy fight）を脅迫した場合にはこれらの規定は適用されないことである⁽³⁷⁾。これが敵対的企業買収の手段として委任状合戦の増加ということにつながった⁽³⁸⁾。

④差別

最後に、グリーンメールとなるのは、差別的な申込みによる場合、すなわちプレミアム価格が全員の株主に提供されない場合である。これはグリーンメールの問題を株主の不平等扱いとして捉えるものである。全株主が株式の買付けについて平等な条件による申込みを受けると、グリーンメールは存在しないことになる。しかし、依然としてプレミアム価格を定義するという問題が残る。

2) 特別税の課税

以上の要件が満たされると、50%の特別税がグリーンメールの支払いを受ける者により実現される「利益」に課せられる⁽³⁹⁾。1988年技術的修正法 (Technical Corrections Act) はこれを「利益または他の実現利益 (gain or other income realized)」まで拡大している⁽⁴⁰⁾。さらに、所得税の控除はグリーンメールの支払いを受ける者に対して認められていない⁽⁴¹⁾。

内国歳入法典は所得税以外にグリーンメール特別税を課税するものであるので、所得税と特別税とを合わせた最高税率は、個人 (28%) および会社 (34%) についてそれぞれ78%および84%である⁽⁴²⁾。

3) ホワイト・ナイト問題

グリーンメーカーが一定数の対象会社の株式を取得したと宣言した結果、その株式を買い付けたホワイト・ナイト (対象会社と友好的な当事者) が対象会社と協調して行為したか否かの問題が生じている⁽⁴³⁾。対象会社により直接または間接になされなかったため、そのような買付けに対して連邦内国歳入法が適用されないと考えられた⁽⁴⁴⁾。しかし、1988年技術的修正法はこのような法の間隙を埋めるために、グリーンメールの定義をすべての会社 (またはそのような会社と協調行為をしているすべての者) まで拡大したのである⁽⁴⁵⁾。1988年法の立法経過はこのような変更の範囲または意味について説明していない。この定義を拡大させる解釈が二つ可能である。

まずこの改正が提案されたのは、第三者が買収の媒介者として行為し、最終的に対象会社に株式の返還となる場合に適用することを目的とするという見解である。これによれば、グリーンメーカーからのホワイト・ナイトの買付けは、公開市場での売り付けと別個に取扱われるべきではないことになる。なぜなら、ホワイト・ナイトは、対象会社への株式の返還の媒介者ではないからである。したがって、特別税はその買付けに適用すべきではないということになる⁽⁴⁶⁾。

反対の見解によれば、グリーンメールの定義が拡大されたために、ホワイト・ナイトによる意図された買付者に対する支払いまで及ぶ⁽⁴⁷⁾。

内国歳入庁はこの問題について見解を表明していない。

4) 1988年技術的修正法

1988年法はまた、合衆国の租税裁判所にグリーンメール特別税に対する管轄権を賦与している⁽⁴⁸⁾。さらに、1988年法の両院協議会委員の声明は、次のようにグリーンメール特別税の適用除外を明らかにしている。

「会議参加者は、納税者および他の全株主の株式が同一の価格で、本質的に同時に、実質的に同一である取引で購入される状況には適用されないことを明らかにしている。」と⁽⁴⁹⁾。

この適用除外規定は株式の買戻しの際にある程度の柔軟性を認めることになるが、多くの解釈上の問題をもたらすように思われる。例えば、「実質的に同一」とは何か。どれぐらいの割引率で現在の価値が計算されるであろうか。再び、グリーンメール特別税の適用を解釈するのに指針が必要とされる。

4. 評価

1987年税制改革法でグリーンメールの特別税が制定される前に、内国歳入法は敵対的な企業買収と他の取引とを区別しようとしなかった。また、その法典は敵対的な企業買収として一定の活動を抑止しようとしていなかった。

しかし、新しくグリーンメール特別税を導入することにより、内国歳入法典は初めて敵対的な企業買収を他の活動から区別し、敵対的な企業買収に関連する活動を抑止した。本節では、税政策的観点から、グリーンメールを抑止するために特別税の利用が正当か否かを検討する⁽⁵⁰⁾。

1) グリーンメール特別税と税政策

税政策的観点からは、税は衡平と効率の点から考える。衡平の分析は、垂直的衡平 (vertical equity) と水平的衡平 (horizontal equity) とに分かれる⁽⁵¹⁾。垂直的衡平が生じるのは、政府の費用が所得レベルで公平に分配されている場合である。水平的衡平の原則により、およそ同じ経済的状况にある納税者は、同一の政府の費用、すなわち、税負担を負うべきである。効率的な税制度は、

一般原則として、個人が納税を回避するために経済行為を変更する範囲を税制度は最小限にするべきであるというものである⁽⁵²⁾。

①垂直的衡平

グリーンメールを行うに必要な資金のために、そのような活動は、高所得者の個人および会社に限定されている。それゆえに、「きっかりの」50%の税は低所得者の納税者には逆進的で不公正のように思われるけれども、その税は現実的には高所得者のグループのみに適用される。したがって、その税は事実上累進的で、垂直的衡平の原則に違反しない。

②水平的衡平

水平的衡平という政策目標を適用することはもっと問題である。同一の株式数と経済的収入のある2人の株主はプレミアム価格で株式を買い戻したとしよう。ある株主はその買戻しの2年以内にその株式を取得し、テnder・オファーをすると脅迫する場合、その株主はその税を負担されるであろう。したがって、ほぼ同じ経済状態にある2人の株主が別々に扱われることになる。このような水平的衡平の違反が特別税に対する共通の批判点である。なぜなら、その税の目的に一致して、対象となる行為を行う納税者のみが課税されるからである。

③効率性

グリーンメールの特別税の目的はグリーンメールの支払いを抑止することであるので、その税は明らかに納税者の経済的行動を変更することを目的としている。特別税は効率性の原則に違反することになる。常にそのような違反が生じるのは、経済的行動を抑止または促進することを目的とする税である⁽⁵³⁾。

垂直的衡平、水平的衡平、および効率性という税政策の目的に照らして評価したとき、グリーンメールの特別税は垂直的衡平の目的のみを満たしている。

2) 内国歳入法典

歳入を確保する以外に、その法典は、税の免除、税額控除、信用、および優遇税率により、一定の経済的・社会的行動を促進するために利用されてきた。その法典はまた、税額控除を認めないとか、特別税を課すことにより、一定の

経済的・社会的行動を抑止してきた。

3) グリーンメール特別税の妥当性

グリーンメール税は、アルコールおよびたばこの特別税のように歳入確保を目的としていないので⁽⁵⁴⁾、税に対する唯一の正当化の根拠は、望ましくない経済・社会行為を抑止するための利用ということである。皮肉にも、グリーンメールを抑止することは企業買収の防衛の手段として、その利用を制限し、理論的には敵対的な企業買収に賛成することになる⁽⁵⁵⁾。

では、いかなる範囲まで、グリーンメールは不適當な行為であろうか。不幸にも、いかなる時に社会的・経済的行為が有害であるかを決定するために、明確な基準は存在しない。グリーンメールの立法経過はグリーンメールの被害を特定するに当り有用なものではない。グリーンメールに焦点を当てるよりも、連邦議会は敵対的な企業買収の適切性というもっと広範囲な問題を議論している。

4) グリーンメール特別税とその他の法規制との関係

第5章で検討したように、内国歳入法典による規制以外に、グリーンメールの支払いは、州裁判所、州制定法、連邦証券取引委員会による規制を受ける。批判者は、規制の重複に懸念を表明している⁽⁵⁶⁾。確かに、グリーンメール税および他の提案された敵対的な企業買収の規定は、連邦税法が国内の証券市場に侵入する可能性に懸念を連邦証券取引委員会の構成員が表明させることになった⁽⁵⁷⁾。

グリーンメール税は、事実上、会社の取締役および経営者による決定を廃棄するものでもある。伝統的に、州法は、経営判断の法理による会社の取締役および経営者に対する決定を留保してきた。さらに、グリーンメール税は、株主承認の要件により株主にグリーンメールの支払いを認めてきた州法を侵害するものである。

注

- (1) Tax Reform Act of 1986 (TRA'86) により § 162(I) に追加されたものとして、26 U.S.C. § 162(K) (1988).
- (2) Excise tax は消費税と訳する例が多い。水野忠恒『アメリカ法人税の法的構造—法人取引の課税理論—』(有斐閣, 1988年) 324頁; 田中英夫編集代表『英米法辞典』(東京大学出版会, 1991年) 316頁。しかし、わが国の消費税と同一のものと誤解される恐れがあるので、とりあえず通商産業省産業政策局国際企業課編『わが国の M&A の課題—産業金融と企業組織に関する研究会報告書—』(通商産業調査会, 1991年) 60頁に倣い、特別税と訳した。免許税と訳する例もある。鶴田廣巳「M&A と法人税—アメリカにおける税制改革の一側面(1)—」【大阪経大論集】44巻4号(1993年) 155頁。訳語の検討は今後の課題としたい。
- (3) Revenue Act of 1987 (RA'87), 26 U.S.C. § 5881 (1988).
- (4) Technical and Miscellaneous Revenue Act of 1988 (TAMRA), Pub. L. No.100-647, 26 U.S.C.A. § 5881 (1988).
- (5) Odell, Pies & Cammarata, *Deductibility of Greenmail Payments*, 31 TAX MGMT. MEMORANDUM 327 (1990).
- (6) JOINT COMM. ON TAXATION, 100TH CONG., 1ST SESS., GENERAL EXPLANATION OF THE TAX REFORM ACT OF 1986, 277 (Comm. Print 1987) [以下, GENERAL EXPLANATION OF THE 1986 ACT と略する。] .
- (7) 355 F. 2d 724 (5th Cir. 1966).
- (8) GENERAL EXPLANATION OF THE 1986 ACT, *supra* note 6, at 277 n. 8.
- (9) *Id.* at 277.
- (10) I.R.C. § 162 (1).
- (11) 停止協定は、グリーンメールに極めて類似する防衛方法であり、株式の買戻しを目的としないで、むしろ買収者の持分を一定期間において制限するという買収者と対象企業との合意である。Bartlett & Andrews, *The Standstill Agreement: Legal and Business Considerations Underlying a Corporate Peace Treaty*, 62 B.U.L.REV. 143 (1982); Dann & DeAngelo, *Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control*, 11 J. FIN. ECON. 275 (1983); Note, *The Standstill Agreements: A Case of Illegal Vote Selling and a Breach of Fiduciary Duty*, 93 Yale L.J.1093 (1984); Note, *Standstill Agreements: Enterra Validates the Use of Standstill Agreements to Govern Minority Investment Programs*, 42 WASH. & LEE L.REV. 1015 (1985); 1 THE AMERICAN LAW INSTITUTE, PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS § 6.01, R.N. 7 (1994); 森田章「緊急避難としての自己株式取得—グリーンメール対策—」【神戸学院法学】20巻3・4号(1990年)

87-92頁。

- (12) I.R.C. § 302 (d) (1986). この条文は1986年税制改革法により廃止された。
[1986] U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS 2085, 2216.
- (13) I.R.C. § 302 (d) (1988).
- (14) *Id.* § § 301 (c)(1), 316 (a). 1921年以来、連邦内国歳入法は、株式買戻しを利益配当と同じく規制している。水野忠恒・前掲注(2) 153頁。
- (15) S.420, 99th Cong., 1st Sess., 131 CONG. REC. S1151-01 (1985); S.476, 99th Cong., 1st Sess., 131 CONG. REC. S1579 (1985); S.632, 99th Cong., 1st Sess., 131 CONG. REC. S2789 (1985); H.R. 100, 99th Cong., 1st Sess., 131 CONG. REC. H410-09 (1985).
- (16) JOINT COMM. ON TAXATION, 99TH CONG., 1ST SESS., TAX TREATMENT OF HOSTILE TAKEOVERS: HEARINGS BEFORE THE SUBCOMM. ON TAXATION AND DEBT MGMT. (Comm. Print 1985).
- (17) *Id.*, at 73.
- (18) 内国歳入庁は、グリーンメールの支払いが控除できないという立場をとっており、上院が制定法により内国歳入庁の立場を追認するように促した。*Springing a Greenmail Trap*, 22 MERGERS & ACQUISITIONS, March/April, at 23.
- (19) H.R. 2995, 100th Cong., 1st Sess., 133 CONG. REC. E3043 (1987).
- (20) *Id.* at E3044.
- (21) H.R. REP. NO. 391, 100th Cong., 1st Sess. 1086, *reprinted in* [1987] U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS 2313-1, 2313-701.
- (22) SENATE COMM. ON FINANCE, 100TH CONG., 1ST SESS., TAX PROVISIONS OF OMNIBUS BUDGET RECONCILIATION ACT OF 1987 (Comm. Print 1987).
- (23) 26 U.S.C. § 5881 (1988).
- (24) *Id.* § 5881 (a).
- (25) *Id.* § 5881 (b).
- (26) *Id.*
- (27) *Id.* 5881条はグリーンメーラーに支払う対価として発行されるワラント債に適用されない。なぜなら、同条はグリーンメーラーの株式の償還を要求しているからである。D. Q. POSIN, CORPORATE TAX PLANNING: TAKEOVERS, LEVERAGED BUYOUTS, AND RESTRUCTURINGS 153 (1990).
- (28) H.R. CONF. REP. NO. 495, 100th Cong., 1st Sess. 970-71, *reprinted in* [1987] U.S. CODE & ADMIN. NEWS 2313-1245, 2313, 1716-17.
- (29) 26 U.S.C. § 5881 (b)(1) (1988).
- (30) B. BITTKER & J. EUSTICE, FEDERAL INCOME TAXATION OF CORPORATIONS AND SHAREHOLDERS ¶1.05, at 1-16 (1987); 浅沼潤三郎「米国における段階行為(1)(2)(3)」『税法学』196号(1967年)1-6頁, 198号(同年)15-20頁,

- 201号 (同年) 14-21頁。
- (31) 26 U.S.C. § 5881 (b) (2) (1988).
- (32) BLACK'S LAW DICTIONARY 289 (6th ed. 1990).
- (33) 26 U.S.C. § 5881 (c) (1) (1988).
- (34) JOHN H. MATHESON, PUBLICLY TRADED CORPORATIONS: GOVERNANCE, OPERATION & REGULATION § 8: 18 (1993); 拙稿「支配株の売買 (2) - 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』32巻3号 (1986年) 492-493頁。
- (35) Zelinsky, *Greenmail, Golden Parachutes and the Internal Revenue Code: A Tax Policy Critique of Sections 280G, 4999 and 5881*, 35 VILLANOVA L. REV. 131,156 (1990).
- (36) Dionne, *Will the Greenmail Tax Apply to White Knights?*, 39 TAX NOTES (TAX ANALYSTS) 1145, 1147 (June 6, 1988).
- (37) D.Q. POSIN, *supra* note 27, at 153. とくに, 1980年代後半から, 機関投資家による株主権の行使が盛んになり, その中で委任状合戦という形をとる場合がある。黒沼悦郎「株主間のコミュニケーションと委任状勧誘規則 - アメリカにおける機関投資家現象の一面 -」『インベストメント』45巻6号 (1992年) 2頁。1987年10月1日から1988年9月30日までに, 93件の委任状合戦がSECに届け出ている。Sirignano & Blatz, *Using a Proxy Contest to Facilitate a Tender Offer*, 12 INSIGHTS, THE CORPORATE SECURITIES LAW ADVISOR 3 (1988).
- (38) D.Q. POSIN, *supra* note 27, at 153.
- (39) 26 U.S.C. § 5881 (a).
- (40) JOINT COMM. ON TAXATION, DESCRIPTION OF THE TECHNICAL CORRECTIONS ACT OF 1988, 423 (H.R. 4333 & S.2238) (Comm. Print 1988).
- (41) 26 U.S.C. § 275 (a) (6) (1988).
- (42) Lusting, *The Emerging Role of the Federal Tax Law in Regulating Hostile Corporate Takeover Defenses: The New Section 5881 Excise Tax on Greenmail*, 40 U. FLA. L. REV. 789,816 (1988).
- (43) Dionne, *supra* note 36 at 1147; Willens, *Greenmail Tax Should Not Apply to White Knights*, 39 TAX NOTES (TAX ANALYSTS) 623,623-24 (May 2, 1988) (letter to the Editor).
- (44) RONALD J. GILSON & BERNARD S. BLACK, 1993 SUPPLEMENT TO THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS 904 (1993).
- (45) 26 U.S.C. § 5881 (b) (1988).
- (46) Willens, *supra* note 43, at 623-624.
- (47) Moore & Schuck, *Tax Aspects of Defensive Strategies to Corporate*

- Takeovers*, 69 J.TAX's 212,214-215 (1988); Dionne, *supra* note 36, at 1147.
(48) 26 U.S.C. § 5881 (e) (1988).
(49) H.R. CONF. REP. No.1104, 100th Cong., 2 d Sess. 19 (1988).
(50) 以下の記述の多くは, Lusting, *supra* note 42, at 819-827 に負っている。
(51) J. PECHMAN, FEDERAL TAX POLICY 5 (5th ed. 1987).
(52) D. BRADFORD & THE U. S. TREASURY TAX POLICY STAFF, BLUEPRINTS FOR BASIC TAX REFORM 46 (2d ed. 1984).
(53) S. SURREY, PATHWAYS TO TAX REFORM 138 (1973).
(54) S. REP. No.100-445, 100th Cong., 2 nd Sess. 394-396, *reprinted in* [1988] U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS 4904-05. グリーンメール特別税は歳入確保できないという指摘がある。Zelinsky, *supra* note 35, at 176. ちなみに, 1988年から1990年までの会計年度に, グリーンメール特別税は, 財務省に500,000ドル以下を提供するものと見積られていた。H.R. CONF. REP. No.495, 100th Cong., 1st Sess., 1024 app., *reprinted in* [1987] U.S. CODE CONG. & ADMIN. NEWS 2313-1771.
(55) グリーンメールの規制は企業買収の増加につながるようになるかもしれない。D.Q. POSIN, *supra* note 27, at 154.
(56) S. SURREY, *supra* note 53, at 141-143.
(57) Grundfest, *Five Reasons to Reject the Corporate Control Provisions of the House Budget Reconciliation Bill*, 37 TAX NOTES (TAX ANALYSTS) 1259 (Dec. 21, 1987).