

## 論 説

## 米国におけるグリーンメールの法規制(2)

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・デイズニー事件
- 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, 本号)
- 五. グリーンメールと従前の法規制
- 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
- 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—わが国の法制度への示唆

## 二. グリーンメールの定義

グリーンメールという現象は新しいものでないけれども<sup>(1)</sup>、その用語は、ウェブスターの辞書にも、オックスフォードの辞書にもない<sup>(2)</sup>。その言葉は、緑のインクで印刷された米国の紙幣であるグリーンバック (greenback) に由来するものであると指摘されてきた<sup>(3)</sup>。また、グリーンメールは、中立的な立場から対象会社からの株式買戻し (targeted share repurchase, targeted buyout)<sup>(4)</sup>、黒白をつけられないという灰色的な立場からグレイメール (greymail)<sup>(5)</sup>とも呼ばれている。

しかし、グリーンメールについての定義には、第7章で述べる連邦税法以外には、正式のものは存在しない。いかなる取引がグリーンメールであるのか、さらにいかなる取引当事者が違法な行為を行ったかものであるか<sup>(6)</sup>については、まだ合意に達していない。

以下が定義例である<sup>(7)</sup>。

- 「(1) 敵対的な公開買付をするという脅迫行為  
(2) 金融の専門家が大量の株式を購入することで乗取りの脅迫をする際に用いる策略  
(3) 市場価格以上の価格で売却を望まない者からする株式の買戻し  
(4) 他の株主が入手できないプレミアム価格で公開買付者の株式を買戻すという行為  
(5) 市場価格を超えるプレミアム価格で買い集めた株式を会社に買い戻させることのみを目的とする大量の株式の買占め  
(6) 会社の株式を10%から20%を買い集め、プレミアム価格で買い取らないと、乗取り、委任状合戦をすると脅迫する会社乗取り屋 (raiders) によるコモン・ロー上の恐喝 (blackmail)  
(7) グリーンメーラーは、経営者に対し、『わたしの株を買い取らないと、あなたを首にする』と公言して大量の株式を購入した者」

このように、グリーンメールの主導権を会社の乗取り屋に見るもの、また

は対象会社の経営者に見るもの、さらに買戻しの脅迫を明示的か、黙示的であるかそれぞれの視点の違いによって、グリーンメールの定義は種々様々である。

また、グリーンメールと他の有益な株式の買戻しとを区別するのが困難であることが多い。会社が自己の株式を買い戻すには、正当な理由がある。例えば、会社は、会社の負債・資産比率を再構成するため、過小評価されている株式に投資することで会社の投資収益率を高めるため、さらに従業員持株制度利用下において従業員に新株を発行する必要性を少なくするため、等である。また、買戻しは、乗取りに対抗する手段としてもよく用いられる。このような買戻しは会社にとって有益である。グリーンメールは、市場価格を超えるプレミアム価格で会社の乗取りを意図する者に支払われる点において、他の有益な株式の買戻しと区別できる。但し、グリーンメールは、現金を対価として行われるわけでないので、一つの取引として識別するのが困難である。例えば、グリーンメールには、取引価格で重要な資産をグリーンメーカーに売却すること、法外な価格で利益の見込みのない会社の部門を購入すること<sup>(8)</sup>、相対交渉によって株式を買い戻すこと、または対象会社の主要株主が株式を買い戻すことが含まれる<sup>(9)</sup>。

グリーンメールと他の有益な株式の買戻しとを区別するのが困難であるという問題は度外視して、グリーンメールはよくブラックメールと混同される<sup>(10)</sup>。グリーンメールという用語から、緑の紙幣を用いるブラックメールというイメージが連想される。グリーンメールは専門用語的にはブラックメールの一形式ではないので、これは誤りであると言われる<sup>(11)</sup>。ブラックメールは、財産を毀損し、身体に危害を与えるなどの脅迫を伴った違法な財物の要求である<sup>(12)</sup>。しかし、第5章および第7章で述べるように、連邦法でも州法でも、グリーンメーカーは規制されているけれども、合法と認められている。したがって、グリーンメールは違法な要求を要件とせず<sup>(13)</sup>、現在のところ合法的な取引である<sup>(14)</sup>。

以上の定義からわかるように、誰が違法な行為をしたかという問題に論争が集中している。グリーンメーカーと対象会社の経営者は、利己的な目的のためグリーンメールに関係をもったとして非難されている。グリーンメーカーは、会社の株式を大量に購入し、極めて高い価格で対象会社の株式を買い戻させる

目的だけで乗取りの脅迫をすることで、非難されている<sup>(15)</sup>。他方、対象会社の経営者は、株主とか会社の利益を考慮しないで、自己の地位を維持するために、グリーンメールの支払いをしたとして非難されている<sup>(16)</sup>。

違法な行為者を決定するという問題は、グリーンメールの本質に関する見解の相違にも反映している。既に述べたように、大量の株式の購入によるグリーンメールの脅威が明示的である必要があるか、または単に黙示的であればよいかで、グリーンメールの定義については意見の相違があると指摘したが、グリーンメーカーによる支払い要求と対象会社による買戻しの申込みとの境界が曖昧であるので、誰がグリーンメールの支払いの主導権を握ったかを決定するのが困難な状況にある。

次には、グリーンメールの実例、ウォルト・ディズニー事件を検討し、グリーンメールそのものを規制すべきであるかを議論しよう。

## 注

- (1) グリーンメールは、1825年に現在のシテイバンク前身の銀行で起こっていた。1820年代初頭には、取締役に対する過大融資のためにその銀行の収益が低下し、その株価が額面以下まで下落した。株価を高騰させるようとして、その銀行は公開市場で20%の株式を買い戻した。そのことは、Charles Lawton が過半数株式を取得することを防止できなかった。1825年7月に、Lawtonは現在の取締役会構成員を解任し、自己にとって好ましいものに交替させるために、自己の権限を行使した。次に、9月9日に、Lawtonは、新しい取締役に自己の株式を売却して、利益を得た。取締役が株式を購入したのは、Lawtonが「金融機関の性格および信用にとって致命的な」利害関係者に銀行の支配権を売却するのを防止するためであった。その後、Lawtonは取締役の地位を辞職した。W.WERNER & S.SMITH, WALL STREET 127, 270 n.92(1991). Bankers Sec. Corp.v. Kresge Dep't Stores, Inc., 54 F.Supp.378(D.Del.1944); Cheff v. Mathes, 199 A.2d 548,555(1964); Alcott v. Hyman, 184 A.2d 90, 94(1962), *aff'd*, 208 A.2d 501(1965); Kors v. Carey, 158 A.2d 136,140(1960)など、1940年代以降多数のグリーンメールの判例がある。
- (2) デニス・S・カージャラ「米国株式会社法における最近の問題—株主保護、会社乗取りおよびデラウエア株式会社法について—」『証券経済』156号(1986年)149頁; Owles, *Corporations*, NEW L.J., July 13,1984.
- (3) *Id.*
- (4) See THE OFFICE OF THE CHIEF ECONOMIST OF THE SEC. & EXCH.COMM'N, THE

- IMPACT OF TARGETED SHARES REPURCHASES (GREENMAIL) ON STOCK PRICES (Sept.11,1984).
- (5) OXFORD'S DICTIONARY OF FINANCE 128 (1993).
  - (6) グリーンメーラーは、グリーンメールの脅迫をしたことを否定し、対象会社は、株式の買戻しが実はグリーンメーラーの支払いであったことを否定する。
  - (7) Lester-Lawson, *Greenmail: Is It Just Passing The Buck?*, 6 PACE L.REV. 69, 75-76(1985).
  - (8) 事業分割といわれるものである。詳しくは、松井和夫/奥村皓一『米国の企業買収・合併』(東洋経済新報社, 1987年) 72-81頁参照。
  - (9) Leefeldt, '*Greenmail*' Far From Disappearing Is Doing Quite Well in Disguised Forms, Wall St.J., Dec. 4, 1984, at 14, col. 4.
  - (10) グリーンメールはブラックメールをもじった言葉と説明される。例えば、村松司叙『合併・買収と企業評価』(同文館, 1987年) 162頁; 田中英夫編集代表『英米法辞典』(東京大学出版会, 1991年) 392頁。
  - (11) Lester-Lawson, *supra* note 7, at 78.
  - (12) BLACK'S LAW DICTIONARY 702(6th ed. 1990).
  - (13) See Pauly, *A Row Over 'Greenmail'*, NEWSWEEK, Apr.30, 1984, at 66.
  - (14) 英国でも、殆どすべての防衛作戦に株主の承認が必要とし、グリーンメールは合法とされている。Simon, *Needed: a "generic remedy"*, FORBES, Nov. 5, 1985, at 4; Frazer, *The Regulation of Takeovers in Great Britain*, in KNIGHTS, RAIDERS AND TARGETS: THE IMPACT OF THE HOSTILE TAKEOVER 443-44 (J.Coffee, L.Lowenstein & S.Rose-Ackerman eds.1988). しかし、グリーンメールは不可能でないにしても、極めて困難である。
  - (15) Rock, *Greenmail: The Destabilizing of the American Corporation*, 8 DIRECTORS & BOARDS, Summer 1984, at 3.
  - (16) Easterbrook & Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L.J. 698(1982).

### 三. グリーンメールの事件—ウォルト・ディズニー事件

ウォルト・ディズニー (Walt Disney Productions, 以下WDPと略す。) 事件<sup>(1)</sup>は、グリーンメールの弊害とこれを是正する現行法の有効性の欠如を明らかにしているなので、紹介することにしよう。

この事件は、WDPの経営者が最初に防衛戦術を用いてSaul Steinbergの敵対的テNDER・オファー<sup>(2)</sup>に抵抗したけれども、最後にSteinbergの持株を

相当な額のプレミアム価格で買い戻すことになったというものである<sup>(3)</sup>。

1984年3月9日から19日にかけて、Steinbergの支配するReliance Financial Corporationとその子会社がWD Pの株式を6.3%取得した。4月の初めに、Steinberg Groupはその持株を25%まで買増し、その直後に「投資のために」Disneyの株式を25%まで取得する意思を宣言した。Steinberg Groupの持株が12.1%になったとき、WD Pの取締役は、Steinbergが自社の支配権を取得するのを妨害する行為を開始した。

WD Pの経営者は、最初に自社の330万株と交換して、不動産会社であるArida Corporationを買収した。その結果、DisneyはAridaに1億9000万ドルの債務を負った。次に、Disneyは、最低3億1000万ドルの自社の株式と交換して、贈り物カード製造会社であるGibson Greeting Inc.を買収する交渉に入った。これにより、WD Pの株式の価値が低下し、Steinberg Groupの持株比率が11.1%まで低下した。

Steinbergは二つの側面から攻撃した。第一に、Steinbergは、Gibsonの取引を「株主に対する詐欺」として訴えた。第二に、6月8日に、Steinbergは、(帳簿価格54.25ドル)WD Pの株式に対し1株につき67.50ドルのテNDER・オファーを提案した。また、Steinberg Groupは、DisneyがGibsonの買収を中止しなければ、この価格を72.50ドルまで釣り上げる、と述べた。

Steinbergは、WD Pの支配権を取得することに成功すれば、WD Pを解散する意思を宣言した。

WD Pの取締役はSteinbergと秘密交渉し、自社の株式をSteinberg Groupから1株につき70.83ドルで買い戻すことに合意した。また、Steinbergは、Gibsonの訴訟を取り下げ、今後10年間WD Pの株式を購入するのを差し控えることにも合意した。

この4ヶ月間にわたってSteinbergが得た利益は3億1000万ドル以上にもなった<sup>(4)</sup>。WD Pの株式はGroupの買収計画の前に1株につき50.00ドルで売られていたのに、その株価はこの乗取り劇において1株につき65.50ドルまで上がり、DisneyとSteinbergとの合意の宣言の直後に1株につき50.00ドル以下まで下がった。株式の価値の減少以外に、WD Pの株主の持株比率はArvidaの買収によ

り低下した<sup>(5)</sup>。

Disneyの取締役は、グリーンメールに直面して、長期的安定のために、短期的利益を犠牲にした。Steinbergの唯一の目的が乗取りの脅迫の後に自己の持株を買い戻させ、利益を得ることであることをWDPが知っていたならば、その取締役ははったりとみて挑むことができたであろう。WDPは、Steinbergが過去においてグリーンメールを利用して成功してきたことを知っていた。WDPの取締役は、全くSteinbergの意図を知らないわけではなかった。WDPの経営者の直面した問題は、企業買収の状況に直面する問題と同一である。すなわち、いかに相手側の意図を確実に知るかという問題である。

この主観的意図の判断が企業買収において絶えず生じる問題であり、特にグリーンメールの場合に厄介である。結局のところ、このグリーンメールをいかに規制するかという問題は、会社の現状を維持するか、もしくは株主が企業買収にあたり独自に判断すべきであるかということに帰着する。この議論そのものは、企業買収、さらにはグリーンメールの規制の在り方まで及ぶであろう。次に、この規制をめぐる議論を取り上げることにする。

## 注

- (1) N.Y. Times, June 12, 1984, § D, at 1, col. 6. キャリフォルニア州地方裁判所がWalt Disney Productionsによるグリーンメールの支払いを禁止する仮処分の差止命令を発給し、控訴裁判所がこれを認めた。Cieply, *Disney Holders Win Round in Steinberg Case*, Wall St. J., May 9, 1985, at 37, col. 3. これについては、五. グリーンメールと従前の法規制で述べる。最終的には、Walt Disney ProductionsとSteinbergとの間で、4500億円の和解が成立した。Jefferson, *Disney and Steinberg's Reliance Settle Suit over Alleged Greenmail Payment*, Wall St. J., July 13, 1989, at A8, col. 1.
- (2) 「テNDER・OFFER」、 「TEIK・OVER・BIDD」、そして「TEIK・OVER・OFFER」という用語は交互に用いられる。この取引は会社支配に変動をもたらす方法のひとつで、ある会社の株式の取得を希望する者が、その株主に対して証券取引所外で一定の価額で買い取ることを広く申し込む。それ以外に、会社支配に変動をもたらすものとして、合併、営業譲渡、委任状合戦がある。合併や営業譲渡の場合には、経営者が重要な役割を果たすが、委任状合戦の場合には、膨大な費用が必要である。それゆえに、テNDER・OFFERが現経営者から会社支配権を奪う

ための最も効果的方法である。

(3) 以下の内容は、Liles, *Greenmailing Corporate Shareholders: Is There a Solution?*, 37 U.FLA.L.REV.389,390-92(1985)を参照した。

(4) Wall St.J., June 12, 1984, at 2, col.2.

(5) Wall St.J., June 13, 1984, at 59, col.4.

#### 四. グリーンメールの規制をめぐる議論

次に、グリーンメールの規制の在り方を経済的立場から検討を加えることにする。

金融経済学者が経営者と市場に関する理論に基づいて二つの仮説つまり、経営者地位維持仮説 (Management-Entrenchment Hypothesis), および株主利益仮説 (Shareholder-Welfare Hypothesis) を提起している<sup>(1)</sup>。これらの仮説のいずれが正しいかをSECの最近の実証研究<sup>(2)</sup>から明らかにしよう。その他に、恐喝、会社資産の浪費、不公正論、および只乗り論 (Free-Rider Hypothesis) が主張されている。この理論をも合わせて検討することにしよう。これらのグリーンメールに対する経済的評価の前に、企業買収の評価が必要である。なぜなら、グリーンメールそれ自体が会社支配市場にも影響を与えるからである。

##### 1. 企業買収の評価

テNDER・OFFERの長期的影響の評価についてはすべての者に納得できるように説明できないが<sup>(3)</sup>、一般的にはテNDER・OFFERが株主および証券市場全体に有益な影響を与えることにつき同意がなされている<sup>(4)</sup>。もはや経営者は象牙の塔に閉じこもることができなく、市場に対して反応を示さなくてはならないので、市場が経営者に対する最終的チェック機能を果たすものになってきている。適正に経営ができない場合には、テNDER・OFFERにより経営者を迅速に更迭できる。さらに、巨大な企業買収、そしてテNDER・OFFERの計画が数多くあることから、経営者は他の公開買付の犠牲とならないようにしている。



公正に勘案しても、テNDER・オッファーの急激の増加と証券市場の著しい発展が国民経済を育成しているとされている<sup>(5)</sup>。それでもなお、企業買収の増加に対して法理論がどのように対処すべきであるかについて、かなりの論争がある。

Frank H. Easterbrook教授とDaniel R. Fischel教授は、対象会社の経営者が会社支配をめぐる争いに受動的である場合（経営者受働の原則といわれる）、株主および社会の富が最大化される、と主張する<sup>(6)</sup>。これに対して、防衛作戦が株主の利益にならないと主張するけれども、経営者は支配権の競売（an auction for control）を促進すべきであり、株主が自己の株式をできるだけ高い価格で売り付けるようにすべきである、と論じている者がいる。多数の者は中間的な立場をとっている<sup>(7)</sup>。これらの何れの立場でも、企業買収の改革についての一側面、つまりグリーンメールを規制すべきであるという点については異論はなかった<sup>(8)</sup>。しかし、最近、グリーンメールを擁護する立場が登場し、そのものの評価については完全ではない。そこで、グリーンメールに関する議論に入ることにする。

## 2. グリーンメールに関する意見の対立

最近では、グリーンメールは法学者の間では相当の議論の対象になっているが、ほとんど合意を見ていない。一方では、グリーンメールに関する全面禁止を提案する者がいる。他方では、グリーンメールが会社の活動の場面において有用な機能をしていると主張する者がいる。この中間的な立場をとり、グリーンメールの支払いが適切である場合が存在することを示唆している者もいる。

### 1) グリーンメールの利用を批判する立場

#### ①恐喝

グリーンメールを批判する最も素朴な議論は、そのような支払いは恐喝（extortion）に等しいというものである<sup>(9)</sup>。これによれば、グリーンメールは会社のかかなり多くの株式を取得し、その会社の経営者に、「プレミアム付きの

価格で買い戻さないと、あなたの会社を乗取ってしまい、あなたを首にする。」という。この結果、経営者がグリーンメール対策に追われ本来の業務をおろそかにし、長期的成長よりも短期的利益を追い求めることにより、会社に損害を与えることになる<sup>(10)</sup>。

ある論者の言葉によれば、「グリーンメーラーは会社支配市場における搾取の、機会主義的プレイヤーの最悪の実例である。」という<sup>(11)</sup>。

## ②会社資産の浪費

常に、グリーンメールは企業買収に対抗するために不必要な債務を負担せざるを得ない<sup>(12)</sup>。グリーンメールが成功した場合には、対象会社はその支払額を調達しなければならない。一般的な資金調達の方法は会社の債務額を増額させるというものである。1984年には、グリーンメールの費用に35億ドルも要した<sup>(13)</sup>。たとえ、グリーンメールが失敗したとしても、会社はその脅威から防衛するために用いた戦術にも資金を提供しなければならない。例えば、Unocal Corp.v.Mesa Petroleum Co.<sup>(14)</sup>では、Unocal が自己公開買付という方法により、Mesaが Unocalを買収するのを防止したが、その費用は少なくとも61億ドルを要した<sup>(15)</sup>。

このように、グリーンメールの成功に関係なく、最終的には対象会社が多額の債務を負担することになる。これは、対象会社にとって、将来の配当、株価および研究開発（R & D）に対する悪影響という問題が生じることになる<sup>(16)</sup>。

また、最初のグリーンメーラーに対する支払いは、必ずしも第二のそれによるグリーンメールの計画を排除することにはならない<sup>(17)</sup>。このような「二重の侵略（double-dipping）」が起こるのは、市場が株式の買戻しに反応を示した後に対象会社の株価が通常下落するときである。株価が余りにも下落すると、その株価は過小評価されているのかもしれない。その結果、企業買収が再開し、企業買収の脅迫およびグリーンメールが増加することになる。

グリーンメールの支払いは効率的な企業買収の防衛というよりもむしろ会社資産の浪費となる。この資産の浪費とは何か。自由市場とは、Adam Smithの言う「見えざる手（invisible hand）」が資源を最も生産的な局面にもたらさ

れるものとして正当化されるものである<sup>(18)</sup>。グリーンメールは、多額の金額を生産的な企業にもたらすものが、その生産性を高めるものではない。むしろ、対象会社およびその株主は従前よりも悪化し、グリーンメーラーの資産は生産的な仕事に役に立っていないのである。この結果、グリーンメール自体は米国人の貯蓄および労働者の退職金をも台なしにする。

### ③経営者地位維持仮説

多くの会社防衛作戦と同様に、取締役が株主の利益に反し自己の会社の支配権を維持する手段として、グリーンメールの支払いを捉えるものがある<sup>(19)</sup>。これは、1930年代のAdolph A. BerleとGardiner C. Means両教授の「所有と支配の分離」(株主が所有を主張し、経営者に支配が存する)というパラダイム<sup>(20)</sup>、そしてこれを応用したものとしてのMichael JensenとWilliam Meckling両教授の大企業におけるエージェント問題<sup>(21)</sup>というアプローチが基本となっている。このエージェント理論そのものを分析してみよう。

株式会社の発展に伴い、所有と経営とが分離した結果、取締役は常に利益相反の状態に直面する。すなわち、自己の個人的利益を高めるか、株主の利益を極大化するか、その両者の間での選択が迫られる。このような利益相反により、取締役は、株主のエージェント(agent)として、企業価値を高めるためののみ会社資産を用いるべきなのに、現実には株主のエージェントの役割を果たさず、自己の地位を守るために行動する<sup>(22)</sup>。この場合、企業が適正に経営された場合の仮定的価値と現実に経営されている企業の価値との差が生じる。この差がエージェント費用(agent cost)と呼ばれる<sup>(23)</sup>。

このエージェント理論は会社の防衛策全般に用いられるけれども、特にグリーンメールを望ましくないとしている<sup>(24)</sup>。この費用が高いために、取締役は広範囲にグリーンメールの支払いをなす裁量権をもつことになり、さらに株主にエージェント費用を負担させることになる。このような見解は、経営者地位維持仮説と一致するものである。すなわち、株主の利益に反して、取締役が企業買収を防止し、支配権を維持するために、グリーンメールの支払いをすることになる。理論上は、取締役は、エージェント費用が取締役を監視(monitering)す

る費用を上回るまで、グリーンメールの支払いを続けることになる。

この仮説は次の点が前提とされる。グリーンメールの支払いがなされない場合には、公開買付者が事実上対象会社の支配権を掌握し、現経営者は会社における立場を失なうというものである。そして、グリーンメールの支払いは引き続き、経営者の雇用を確保することにつながる。この前提そのものが批判の対象となっている。Roger Dennis教授が指摘するように、グリーンメールの支払いがなされない場合でも、経営者は必ずしも失業するわけでない<sup>(25)</sup>。なぜなら、他の防衛戦術を用いて、彼は敵対的な公開買付者が支配権を取得するのを防止できるからである。

また、たとえ、敵対的な公開買付者にグリーンメールの支払いがなされたとしても、経営者は自己の地位を維持できず、解雇されるか、または支配権を失なうかもしれない<sup>(26)</sup>。グリーンメールは、他の潜在的公開買付者に買収利益の機会があるという信号を送ることになるかもしれない。それ故に、Jonathan MaceyとFred MaChesney両教授は、既に②会社資産の浪費で述べたように、自己の地位を維持するためにグリーンメールの支払いをする場合、経営者は将来において他の公開買付者とともにもその過程を繰り返さなければならない、と議論する<sup>(27)</sup>。現在および将来の買収計画から防衛することを目的とする他の防衛作戦とは異なり、グリーンメールはひとりの公開買付者つまりグリーンメーラーしか排除しない。他の企業買収の計画が引き続いて行われるので、経営者は論理的にはその立場を維持することを期待できない。それ故に、MaceyとMaChesneyは、グリーンメールが経営者の地位を維持するために支払われるという仮説には欠陥があるという結論を下す<sup>(28)</sup>。

このように、エージェンシー費用問題は誇張されているのかもしれない。株主の利益を犠牲にして自己の利益を追求する経営者は、「経営者市場 (Management Market)」により規制または規律されるかもしれないのである<sup>(29)</sup>。このような影響力は、会社支配市場とは独立して、エージェンシー費用を監視する上で有用である。さらに、エージェンシー費用問題がグリーンメールにおいて生じる場合には、株主は完全にグリーンメールを禁止するかまたは利害関係のない株主の過半数による承認を要求する定款の修正を選択できる。特に、その

ような規定を作成する費用は新会社には微々たるものであるにもかかわらず、新会社を含めて、殆どの会社がこの選択を追求しないという事実は、エージェンシ費用理論の基本的前提と矛盾する。

経営者地位維持仮説が経営者の行動を正確に予想するとしても、グリーンメールの支払いを禁止する合理的理由となり得ないかもしれない。より高いプレミアム価格による公開買付を期待する株主は、たとえ経営者の地位を維持するために支払われたとしても、最初の公開買付者を排除して、グリーンメールの支払いを是認する可能性がある。

#### ④不公正

グリーンメールの支払いは、取締役が故意に対象会社間の株主を差別することになり、ある株主は他の株主の得られない利益を取得できる結果となる。すなわち、会社資産を使って、会社の一部の株主（おもにグリーンメーラー）だけが自己の株式を他の株主より高い価格のプレミアム価格（支配プレミアム）で売却することができるのに、他の株主は同一の価格で売却する機会を与えられない<sup>(30)</sup>。この議論の前提は、会社の差別的買戻しは、配当のような会社の分配に類似するものなので<sup>(31)</sup>、株主平等原則に違反し<sup>(32)</sup>、不当であるというものがある。

また、グリーンメールが用いられるのは、対象会社の経営者が委任状争奪またはテNDER・オファーを妨害する手段としてである<sup>(33)</sup>。これは、公開買付者が直接に株主にアピールするというテNDER・オファーの意味をなくすもので、不公正である。このように、対象会社の経営者がテNDER・オファーを無視することにより、株主はテNDER・オファー、ひいては企業買収という市場の思惑による株価の上昇の機会を奪われることになる。さらに、対象会社の経営者は、企業買収の脅威を排除することで、会社に対する支配権、つまり自己の地位を維持できるのである。

この論拠に対する批判者は、株主間の平等が表面的である場合および差別的取扱いを正当化できるほどの相違である場合、株主の不平等な取扱いは必ずしも不公正とはいえないということを強調する<sup>(34)</sup>。支配権の買戻しがプレミア

ム取得の根拠と考えられるのであれば、不公正に対する反論が可能となる。支配価値は、合理的に利益維持を期待する少数株主により、増大されるからである。全株主がプレミアム価格で自己の株式を売却する平等な機会は現実には少数株主にとって不公正であるかもしれないのである。

また、プレミアムが支配権の買戻しというよりも企業が過小評価されているという情報に対する支払いと考えられる場合には、グリーンメールの支払いは擁護されるかもしれない<sup>(35)</sup>。すなわち、このような有益な情報に対するプレミアムの支払いは不公正なわけではないという。

## 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

不利なテnder・オファーから株主の利益を保護するために、取締役がグリーンメールの支払いをする場合として次の二つが考えられる。

第一は、会社の乗取りを意図する者という少数株主であるトラブル・メーカーを排除するのが望ましい場合である<sup>(36)</sup>。この対象とされた経営者は、乗取り屋、つまりグリーンメーラーを日常の業務から目をそらし、会社の経営に干渉し、そして余計な争いを持ち込むトラブル・メーカーであるという。そのグリーンメーラーに市場価格を上回るプレミアム価格が支払われても、この行為はその価格が将来予想される破壊活動による費用を下回る場合には他の株主にとって有益であるという。

第二は、公開の情報にアクセスできる取締役などの会社内部者が、そのような情報をもたない裁判所や議会などよりも、企業価値について判断できる場合である<sup>(37)</sup>。そして、外部者（outsider）よりも取締役のほうが企業価値（新製品の導入、資産の特別価値、または公開買付者の現実の意図）についての評価能力があると証券市場が判断し、株価が取締役の決定に対し敏感に反応することが生じるが、これをシグナル効果と呼んでいる<sup>(38)</sup>。

そこで、取締役が市場で入手できない企業価値についての情報を多くもち、テnder・オファーが不十分であることを知っているために、グリーンメー

ルの支払いが会社およびその株主の最善の利益となると信じて、グリーンメールから実際の資産価値よりも過小評価されている企業の株式を買い戻す場合を想定しようとする。取締役は、自己の会社の株式が過小評価されていることを知っているが、この情報を市場に伝達できないかもしれない。例えば、取締役は、他人に知られると価値がなくなるような営業秘密をもっているかもしれない。したがって、このような場合には株主利益仮説は、グリーンメールの支払いをすることで、取締役が不十分なテnder・オファーから、または他の株主の利益を全く考慮しない者から、株主の利益を守ったのであるとしている。これがグリーンメールの支払いを支持する判決の根拠となっている<sup>(39)</sup>。

しかし、この第二の点については批判されている<sup>(40)</sup>。会社の株式が過小評価されていると考えている取締役がなぜ企業買収の開始前に市場にそのことを伝達しようとしなにかについて説明していないというものである。さらに、この仮説は、市場にシグナルを送ろうとする取締役が失敗するすることが多い理由を説明していないということである。場合によっては、取締役よりも企業買収者の判断のほうが正確であるかもしれない<sup>(41)</sup>。

実際において、株主がグリーンメールの支払いを望むのは、良心的な経営者（常に株主の利益のために行為する）が第三者による公開買付の可能性についてより正確で望ましい判断をし、利己的な経営者（自己の有利に株主との間のエージェンシー関係を利用する）が企業買収者よりも企業価値について正確で望ましい判断をするけれども第三者による公開買付の可能性について正確で望ましい判断をしない場合に限る。これらの状況は殆どありえないであろう<sup>(42)</sup>。

## ②只乗り問題

グリーンメールが残りの株主に不利益を与えるものであるとしても、その支払いが只乗り（free rider）問題を解決するものでないと主張する者がいる<sup>(43)</sup>。会社乗取りを目的として実際の資産価値よりも過小評価されている会社を発見したとしても、投資者（最初の公開買付者）は、支配権を取得するために支払われる費用以外に、そのための調査費用を支払い<sup>(44)</sup>、その利益の一部分しか得られないにも拘らず、他の投資者は、只乗りをして、その利益の一部に与るこ

とができる。投資者が誤って会社を過小評価した場合<sup>(45)</sup>、その投資者はそれに伴う投資を分散できないので、損失費用を負担することになる。このような不均衡により、投資者は、過小評価されている会社を調査し、それに投資するのにかなりの費用を必要とする。このように考えると、グリーンメールの支払いは、不成功に終わる可能性のある調査の費用を分散するもので、その調査が成功した場合に只乗者が受ける利益と相殺する手段である、と考えられている。

グリーンメールは疑いもなく経済的効率性を促進するものであるが、只乗り問題により正当化されるものでないという批判がなされている<sup>(46)</sup>。例えば、投資ポートフォリオが分散できるのはわずかの投資者のみであるのに、すべての投資者が分散できると仮定されているという点である。さらに、投資者が只乗りによりグリーンメールの利益を偶々受けたとしても、この問題は会社に対して責任を負っている取締役の義務とは無関係であるというものである。

### 3) 対象会社の株価に対する影響に関する実証研究

グリーンメールと株価との関係<sup>(47)</sup>から、グリーンメールを規制すべきであるか、または規制すべきでないかの議論について見てみよう。

経営者地位維持仮説は、グリーンメールの支払いの結果、対象会社の株価が値下がりする、と予想している。その理由は、会社経営が非効率に行われ、会社資産が失われたことが株価に反映するからである。これに対し、株主利益仮説は、対象会社の株価が値上がりする、と予想している。その理由は、会社の経営者が対象会社の株価を過小評価していることが市場に伝達されるからである。グリーンメールに関しては、これらの仮説のいずれが正しいかは実証的に検証されているところである。

まず、SECの主任エコノミスト局が行った研究がある<sup>(48)</sup>。このSECのデータによると、グリーンメールの支払いの結果、その対象会社の株価が平均して9%以上引き下がるとして、経営者地位仮説が支持されることになる。グリーンメーラーが対象会社の株式を5%取得し、証券取引所法13条(d)項<sup>(49)</sup>に基づきスケジュール(Schedule)13Dという開示書類<sup>(50)</sup>をSECおよび発行者に



届出した直後に、株価が上昇する。これは、市場価格以上のプレミアム付きで会社乗取りが行われることを株主が期待しているからである。次に、対象会社がグリーンメールの支払いを宣言すると、株価が下降する。これは、グリーンメールの支払いによって、会社乗取りが終了することになるからである<sup>(51)</sup>。

しかし、最近においてこれと反対の結果が出されている。W.Mikkelson & R.S.Ruback と Clifford G.Holderness & Dennis P.Sheenan との共同研究である<sup>(52)</sup>。対象会社がグリーンメールの支払いを宣言したときに、その会社は異常な不利益しか得られないという点について、これらの研究はSECのそれと一致している。しかし、驚くべきことに、グリーンメール全体を見ると、対象会社は利益を得るということになるという。この結果により、グリーンメールは対象会社の株主にとって利益となり、株主利益仮説が支持されることになるろう。

問題は、これらの後者の研究がグリーンメールの株価に対する影響の期間をもっと拡大して、その後の買収の可能性まで検討していないことである<sup>(53)</sup>。例えば、企業買収の防衛に成功した会社は結局、その株主に異常なほどの利益を与えることになるが、しかし企業買収の対象となったことのない会社の株主は異常なほどの不利益を受けることになるというデータがある<sup>(54)</sup>。この意味するところは、企業買収が行われない場合に、当初の利益もなくなってしまうということである<sup>(55)</sup>。さらに、このデータの結果をグリーンメールにあてはめると、新たな買収者が現われない限り、Holderness & Sheenan と Mikkelson & Rubackの共同研究のいう対象会社の利益もなくなってしまうということが示唆される<sup>(56)</sup>。

以上の結果、グリーンメールは対象会社の株主に不利益を与えるものであるという結論になる<sup>(57)</sup>。

## 注

- (1) Note, *Greenmail: Targets Stock Repurchases and the Management-Hypothesis*, 98 HARV.L.REV.1045, 1047-51(1985). 神田秀樹「三井鉱山事件に関する理論的問題」『商事法務』1082号(1986年)5頁では、「経営者利益追求型」と「会社

- 利益追求型」という訳語が用いられているように思われる。従業員、債権者、供給者、および地域社会の利益を顧みない型のグリーンメールもあるであろう。この点を指摘するものとして、Bellini, *The Evolution of Greenmail: A Lawyer's Dilemma in Corporate Representation*, 2 GEO. J. LEGAL ETHICS 533, 536(1988).
- (2) THE OFFICE OF THE CHIEF ECONOMIST OF THE SEC. & EXCH. COMM'N, THE IMPACT OF TARGETED SHARES REPURCHASES (GREENMAIL) ON STOCK PRICES 594 (Sept. 11, 1984).
- (3) テンダー・オファーが経済的効率性を促進し、経営資源を再配分する結果、株主の富を高めるものとして称讃されている一方で、投資者に威圧を加え、労働・金融市場に危害を与えるものとして批判されている。この結果、統一的な規制方針が形成されていない。Langevoort, *The Supreme Court and the Politics of Corporate Takeovers: A Comment on CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*, 101 HARV. L. REV. 96, 96(1987).
- (4) ADVISORY COMM. ON TENDER OFFERS, SEC. & EXCH. COMM'N, REPORT OF RECOMMENDATIONS (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)*, at 9; Ruback, *Assessing Competition in the Market for Corporate Acquisitions*, 11 J. FIN. ECON. 141, 147(1983).
- (5) ADVISORY COMMITTEE, *supra* note 4, at 646-50.
- (6) Easterbrook & Fischel, *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, 35 STAN. L. REV. 1, 2, 5 (1982).
- (7) 近藤光男「日本私法学会商法部会シンポジウム資料—企業買収と対象会社(経営者)の対応—」『商事法務』1259号(1991年)18頁。
- (8) Gilson, *Drafting an Effective Greenmail Prohibition*, 88 COLUM. L. REV. 329, 330-31(1988).
- (9) Macey & McChesney, *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*, 95 YALE L. J. 13, 38-39(1985).
- (10) J. BROOKS, THE TAKEOVER GAME 187-88(1987).
- (11) Gilson, *supra* note 8, at 331.
- (12) Comment, *Greenmail: From Backrooms to Boardrooms to Courtrooms*, 23 CAL. W. L. REV. 273, 280(1987).
- (13) Note, *supra* note 1, at 1045.
- (14) 493 A.2d 946(Del. 1985). この判決の紹介は、近藤光男「差別的自己株式の買付と経営判断の法則」『商事法務』1144号(1988年)33-35頁; 王君『信託義務の理論的基礎—アメリカ法を中心として—』(早稲田大学出版部, 1991年)126-128頁。

- (15) Comment, *supra* note 12, at 281.
- (16) *Id.* at 283.
- (17) R.FERRARA, M.BROWN & J.HALL, TAKEOVERS: ATTACK AND SURVIVAL: A STRATEGIST'S MANUAL 413-14(1987) [以下, R.FERRARA & M.BROWNと略する。].
- (18) A.SMITH, THE WEALTH OF NATIONS, Book IV, Chapter II (Cannan ed.1776).
- (19) この仮説は新古典派の企業理論により主張されている。Bellini, *supra* note 1, at 559.
- (20) A.BERLE & G.MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 119-25 (1933).
- (21) Jensen & Meckling, *Theory Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J.FIN.ECON.305(1976); T.VAN HORNE, FINANCIAL MANAGEMENT AND POLICY 303-05(7th ed.1986); 伊丹敬之『マネジメント・コントロールの理論』(岩波書店, 1986年) 69-95頁; 青木昌彦『日本企業の組織と情報』(東洋経済新報社, 1989年) 13-18頁; 万仲脩一『現代の企業理論』(文眞堂, 1990年) 252-261頁; 吉田直「敵対的公開買付に対する法律外的考察—アメリカの金融経済学を中心に—」『国学院法学』27巻4号(1990年) 69-73頁; 翟林瑜『企業のエージェンシー理論』(同文館, 1991年)。日本では、エージェント理論が妥当しいのではないかという意見がある。内堀節夫『証券マンのための株式投資理論入門』(日本経済新聞社, 1992年) 73頁。この理論は、効率的資本市場仮説に基づいている。この仮説については, Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J.FIN.383(1970); Fischel, *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*, 57 TEX.L.REV.1(1978); Gilson & Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA.L.REV.549 (1984); Gordon & Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research*, 60 N.Y.U.L.REV.761,770(1985); 若杉明『会計情報と資本市場』(ビジネス教育出版社, 1984年) 307-313頁; 井手正介『アメリカのポートフォリオ革命』(日本経済新聞社, 1986年) 87-89頁。この効率的資本市場仮説の批判については, 吉田直・前掲80-84頁。
- (22) 経営者が株主の利益を極大化しようとしても, 巨大組織におけるコミュニケーションの困難性がそのような目的の達成を困難とするかもしれない。R.REICH, THE NEXT AMERICAN FRONTIER 140-72(1983).
- (23) エージェント費用に関する議論については, Easterbrook & Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV.L.REV.1161,1168-74(1981); 若杉敬明『企業財務』(東京大学出版会, 1988年) 60-71頁。エージェント費用が企業によってはその企業価値全体の20%ぐらいになると言われている。エージェント費用の算定の困難性を指摘するものとし

- ては、西尾幸夫「企業分配にかかわる『価格』と『価値』の乖離」『龍谷法学』24巻2号(1991年)211頁。
- (24) Dann & DeAngelo, *Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control*, 11 J.FIN.ECON.275, 278(1983).
- (25) Dennis, *Two-Tiered Tender Offers and Greenmail: Is New Legislation Needed?*, 19 GA.L.REV.281,333(1985).
- (26) 先に説明したウォルト・ディズニー事件が良い実例である。Sansweet, *Disney Chief Is Ousted: Board Studies "Short List" to Determine His Successor*, Wall St.J., Sep.10, 1984, at 3, col. 2. グリーンメールの支払いをした企業は、経営トップ陣の交代率の平均を上回るという調査報告がある。Klein & Rosenfeld, *Targeted Share Repurchases and Top Management Changes*, 20 J.FIN. ECON.493 (1988).
- (27) Macey & McChesney, *supra* note 9, at 41.
- (28) *Id.* at 42.
- (29) *Id.* at 40-41 n.91.
- (30) See, e.g., MODEL BUSINESS CORP.ACT ANN. §§ 1.40(6), 6.40(3d ed.1985). その邦訳は、北沢正啓・平出慶道共訳『アメリカ模範会社法』(商事法務研究会, 1988年)12頁, 42-43頁参照。
- (31) R.FERRARA & M.BROWN, *supra* note 17, at 413; ADVISORY COMMITTEE, *supra* note 4, at 621; 関山豊成『ウォール街—国際金融ビジネスの内幕』(日本経済新聞社, 1985年)127頁。
- (32) Matheson & Norbert, *Hostile Share Acquisitions and Corporate Governance: A Framework for Evaluating Antitakeover Activities*, 47 U.PITT. L.REV.407,465-466(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。この議論の前提には、支配(control)は株主がすべて共有すべき会社資産であるというものがある。株主平等について議論するものとして、Westen, *The Empty Idea of Equality*, 95 HARV. L.REV.537(1982)。但し、プレミアムの分配を否定する議論として、グリーンメールの場合に支配権の変動がないというものがある。
- (33) Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L.REV. 819(1981)。
- (34) Booth, *Management Buyouts, Shareholder Welfare and the Limits of Fiduciary Duty*, 60 N.Y.U.L.REV.630,662-63(1985); Note, *Aiding and Abetting the Breach of Fiduciary Duty: Will the Greenmailer Be Held Liable?*, 39 CASE W.RES.L.REV.1271,1284(1988-1989)。
- (35) Macey & McChesney, *supra* note 9, at 48-49; Note, *Selective Stock*

- Repurchases after Grobow: The Validity of Greenmail under Delaware and Federal Securities Laws*, 15 DEL.J.CORP.L.95,109-10(1990).
- (36) THE OFFICE OF THE CHIEF ECONOMIST OF THE SEC. & EXCH.COMM'N, *supra* note 2, at 594.
- (37) Hartnett, *Greenmail: Can the Abuses Be Stopped?*, 80 NW.U.L.REV. 1271,1304-05(1987).
- (38) グリーンメールとシグナル効果との関係を論じたものとして, Shleifer & Vishny, *Greenmail, White Knights, and Shareholders' Interest*, 17 RAND J.ECON.293(1986).
- (39) *See, e.g.*, Cheff v.Mathes, 199 A.2d 548(Del.1964); Polk v.Good, 507 A.2d 531(Del.1986); Grobow v. Perot, 526 A.2d 914(Del.Ch.1987), *aff'd*, 539 A.2d 180(Del.1988).
- (40) Note, *supra* note 1, at 1050-51.
- (41) Gordon & Kornhauser, *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*, 96 YALE L.J.295, 319(1986).
- (42) *Id.*
- (43) Easterbrook & Fischel, *Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholders' Welfare*, 36 BUS.LAW.1733,1739(1981); Macey & McChesney, *supra* note 9, at 28-32; Note, *supra* note 1, at 1055-56. 只乗り問題は, R.H.Bork やR.A.Posnerといった「反トラスト分析のシカゴ学派」が提唱するものである。R.POSNER, ANTITRUST LAW 149-50,160,185(1976); R.BORK, THE ANTITRUST PARADOX 430-31,435(1978); 加藤司『「只乗り」理論と流通系列化』大阪市立大学『経営研究』35巻2号(1984年)70頁。
- (44) Gilson, *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, 35 STAN.L.REV.51,53(1982).この調査にあたって, 公開買付者は投資銀行を使うこともある。小畑二郎『アメリカの金融市場と投資銀行業』(東洋経済新報社, 1988年)161頁; アーネスト・ブロック『投資銀行の内幕』(勁草書房, 1992年)143-145頁。
- (45) 競争的なテンダー・オファーの75%において, 最初にオファーした者が不成功に終わっている。Ruback, *supra* note 4, at 147.
- (46) Note, *supra* note 1, at 1056.
- (47) Manne教授が最初に, 株価と経営効率との関係が会社法の諸問題の分析にとって重要であると指摘した。Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J.POL. ECON. 110(1965). しかし, 株価研究は, 企業買収が株主の富を増大させていることを示すだけであって, 社会の富をも増大させているかどうかは確実ではない。吉原和志「州による企業買収規制の展開と現況〔下〕」『商事法務』1221号(1990年)15-6頁; 吉田直「テンダー・オファーにおける標的企業の経営者

- の役割」『国学院法学』28巻4号(1991年)53頁。
- (48) THE OFFICE OF THE CHIEF ECONOMIST OF THE SEC. & EXCH. COMM'N, *supra* note 2. この研究は、1979年から1983年にかけて、ニューヨーク証券取引所およびアメリカン証券取引所に上場されている69社の企業を対象として行ったものである。
- (49) 15 U.S.C. § 78n(d)(1988).
- (50) この書式の記載内容は、取得者の氏名、資金源、実質所有株式数、取得目的などである。これについては、五、グリーンメールと従前の法規制の個所で検討する。
- (51) 鮫避けや株式の買戻しの株式市場に対する影響に関する研究も、株主の富に対する否定的影響を報告している。DeAngelo & Rice, *Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth*, 11 J.FIN.ECON.329(1983); Linn & McConnell, *An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices*, 11 J.FIN. ECON.361(1983); *Shark Repellents Discourage Takeovers, Reduce Shareholders' Returns*, IRRC Says, 17 Sec.Reg. & L.Rep.(BNA), at 195(Feb.1,1985); Bradley & Wake-man, *The Wealth Effects of Targets Share Repurchases*, 11 J.FIN.ECON. 301(1983).
- (52) Mikkelson & Ruback, *An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process*, 14 J.FIN.ECON.523,539-40(1985); Holderness & Sheenan, *Raiders or Savoirs?*, 14 J.FIN. ECON.555,571-72(1985).
- (53) R.GILSON, THE LAW AND FINANCE OF CORPORATE ACQUISITIONS 737(1986).
- (54) Bradley, Desai & Kim, *The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?*, 11 J.FIN.ECON.183(1983).
- (55) Jensen, *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*, in KNIGHTS, RAIDERS AND TARGETS: THE IMPACT OF THE HOSTILE TAKEOVER 342(J.Coffee, L.Lowenstein & S.Rose-Ackerman eds.1988).
- (56) R.Gilson, *supra* note 53, at 736-38.
- (57) わが国のグリーンメールは企業買収とは関係しないので、アメリカの議論は参考にできないという議論がある。証券取引法研究会「自己株式取得禁止緩和論について(発言川濱昇助教授)」『インベストメント』45巻5号(1992年)93頁; 吉原和志「自己株式取得規制の緩和に関する論点(2・完)」『民商法雑誌』108巻3号(1993年)355頁参照。わたしも基本的に賛成であるが、すべてのグリーンメールが企業買収と関係ないといえるであろうかと思われる。むしろ、グリーンメールは将来の企業買収を前提に成立するもので、全く企業買収と切り離すことはできないのではなかろうか。