

## 論 説

## 米国におけるグリーンメールの法規制(1)

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, 本号)
- 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

- 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

## 一. はじめに

### 1. わが国の状況

わが国では証券取引所に上場されている会社の株式が買占めの対象<sup>(1)</sup>となり、新聞紙上を賑わせてきた。最近でも暴力団による東急電鉄の買占め問題<sup>(2)</sup>が国会で取り上げられたのである。タクマ事件<sup>(3)</sup>や国際航業事件<sup>(4)</sup>のように支配争奪をめぐる株主総会まで持ち込まれた買占めもあるけれども、買占めの対象となった多くの会社(対象会社)は、豊田自動織機製作所事件<sup>(5)</sup>のように安易に買占め側の買戻しの要求に応じ、関係取引先などの会社にはめ込む傾向がある。このように、当事者間の相対取引により株価が下がらないようにするので、買占め側は、莫大な利益を得る<sup>(6)</sup>。米語に倣って、この現象はグリーンメール(greenmail)、この業とするものはグリーンメーラー(greenmailer)と呼ばれている<sup>(7)</sup>。

日本におけるグリーンメールは、一般に思われているよりも広範囲に行われて、かつ頻繁である<sup>(8)</sup>。グリーンメールの対象となる会社として、アメリカのように株式が過小評価されている会社ではなくて<sup>(9)</sup>、買い戻してくれそうな親会社がある会社や同族会社<sup>(10)</sup>、官公庁の受注によって成り立っている会社<sup>(11)</sup>、などが狙われやすい。この現象は、最近のものではなく、1952年の陽和不動産(現在の三菱地所)の事件から生じていると言われている<sup>(12)</sup>。この後、1970年代に、ジャパンライン事件<sup>(13)</sup>を契機として、グリーンメールの事件が多発することになる。最近では、とりわけ、1980年代になってこの種の買占めが多発し、上場会社の1割以上がその標的にされた<sup>(14)</sup>。このようにグリーンメールが増大した背景には、カネ余り現象<sup>(15)</sup>およびそのために急騰した証券市場

が関係していた。このため、1987年および1990年の株式の暴落によって相当のグリーンメーラーが倒産したが、その活動全体は完全には排除されなかったのである<sup>(16)</sup>。

グリーンメーラーの9割以上は表面的には不動産業を営んでいることになっている<sup>(17)</sup>。しかし、その裏は実のところ暴力団などのアングラ社会と政治家とつながりが深く、グリーンメーラーが政治家の代行的な役割を担っているという事実を推測することができる<sup>(18)</sup>。また、大手の都市銀行および証券会社が関連するファイナンス会社を通してグリーンメーラーに資金提供がされ<sup>(19)</sup>、グリーンメーラーはかなりの金利負担が強いられ<sup>(20)</sup>、このため、資金繰りが苦しくなったグリーンメーラーが外国の企業に自己保有株を売却することにより、日本が地球規模での企業買収に巻き込まれることに至った事実も報告されている<sup>(21)</sup>。

以上の事実から、今後においても、国内における企業買収の増加<sup>(22)</sup>および株式相互保有構造の解消の進展<sup>(23)</sup>により、グリーンメールが増加することも予想され、会社による自己株式の取得制限の緩和による自己株式保有が可能になった場合に<sup>(24)</sup>、その規制の内容とも関連するが、対象となった会社に対して買い戻しの要求が増大する可能性は否定できない<sup>(25)</sup>。それゆえ、実務上、このグリーンメールという株式の買占めの問題を現行法制および今後の立法課題として、比較法的に検討することは十分意義があると思われる。

## 2. わが国の法規制

では、わが国の法律ではどのようにグリーンメールを規制しているのであろうか。民法、商法、証券取引法などから見てみよう。

### 1) 民法

最初から、グリーンメーラーが会社の経営参加を目的とせず、対象会社の経営者側に高値で株式を買い戻させることを目的として、議決権を行使すれば、それは権利の濫用になる(民法第1条第3項)。これに対して、経営権の取得を目的として、議決権を行使するとすれば、それは権利の濫用にならないとい

う見解がある<sup>(26)</sup>。国際航業事件では、仮処分決定において、実質的な理由が付されていないので、いかなる判断を下したかについては、明確でないが、このような権利濫用理論が認めたとされる<sup>(27)</sup>。しかし、このようなグリーンメーラーの主観的目的の証明は困難であると考えられる。

## 2) 商 法

### ①自己株式の取得

対象会社がグリーンメーラーから株式を買い戻すことは自己株式の取得を禁止した商法第210条に違反する。そのような譲渡は原則として無効となる。

また、自己株式の取得の禁止は、自己の計算における株式の取得を禁止するものであるから、会社代表者が自己株式の購入を第三者に依頼し、低利で購入資金を貸し付けることも、商法第210条に違反する。

これに関して、昭和61年5月29日の、三井鉱山の自己株式に対する一連の興味深い判例がある。第一審判決<sup>(28)</sup>は企業防衛のための自己株式取得も限定された範囲内で許容される余地もある旨の判断を示したが、控訴審判決<sup>(29)</sup>はより厳格な立場を踏襲し、たとえ買占め防止というような緊急避難的な場合であっても、自己株式の取得は許容されないとした。片倉工業事件第一審判決<sup>(30)</sup>でも、三井鉱山事件の控訴審判決が踏襲された。

このように商法第210条が厳格に解されているけれども、グリーンメーラーの行為自体は規制されないことになる。その結果、対象会社は自己の株式を買い戻す場合、自己の関係会社または系列銀行に買い戻させる例が多くなる<sup>(31)</sup>。

### ②取締役の責任

会社の取締役は、善管注意義務（商法第254条第3項）と忠実義務（商法第254条ノ3）を負っており<sup>(32)</sup>、これに違反すれば取締役は債務不履行の一般原則に従って損害賠償責任を負う。グリーンメールにおいては、取締役がその地位を利用して、高値で株式を買取り、安値でこれを売却するような行為で会社に損害を与えた場合に、その責任を追求される可能性がある<sup>(33)</sup>。

しかし、取締役の善管注意義務は緩和される傾向にあり<sup>(34)</sup>、そしてたとえ有力説のように厳格に忠実義務を適用しても、グリーンメーラーの責任そのものは

追求されることはない<sup>(35)</sup>。そこで、教唆者および幫助者が共同不法行為をなしたとみなされるといふ民法第719条第3項の規定の適用を認めて、グリーンメーラーもその責任の追求を免れないと解する余地があるけれども、このような積極的な議論が展開された事例は見当たらないのが現状である。

### ③利益供与の禁止

また、買占め側、つまりグリーンメーラーから株式の肩代りの要求に応じると株主権の行使に関して利益を供与したということで、グリーンメーラーおよび対象会社の経営陣は民事・刑事責任を問われないかという疑問が生じる（商法第294条の2、第497条）<sup>(36)</sup>。

しかし、株式の肩代りの要求に応じ、株式の譲渡がなされても、それは株主権の行使とはいえない。なぜなら、株式の譲渡は単なる株主たる地位の移転にすぎないからである<sup>(37)</sup>。買い戻しの要求理由が株主総会で問題とするということによって、株主権の行使となると言える。現実には、このようなことは明確な形で起こらない。したがって、グリーンメールそのものは常に利益供与の禁止に該当することにならない。

また、たとえ株主権の行使に該当するとしても、肩代りの後の対価として含まれた市場価格を上回るプレミアムを利益供与と考えることが妥当かという問題もある。なぜなら、市場価格という基準は、すでに会社の支配価値を含んだものと言えなくもないので、適正なものではないからである。しかし、後者の問題はまだ十分に議論されていない。

### ④株主平等の原則

対象会社がグリーンメーラーから市場価格を超えるプレミアム価格で買い戻した場合は、他の株主に平等の機会が与えられない点で、株主平等の原則に違反すると考えられる<sup>(38)</sup>。しかし、一般株主がこの株主平等原則違反を主張して同一価格による売却を要求できるわけではない<sup>(39)</sup>。なによりも、この原則が適用されるのは会社と株主との法律関係に限定されるので<sup>(40)</sup>、グリーンメーラーが名義書換未了である場合には、この理論を適用するのは無理であると思われる。

### 3) 証券取引法

商法以外に、証券取引法は、投資者保護の立場から、グリーンメールの問題を取り扱っている。

#### ①内部者取引

内部者取引の規制のために、証券取引法第167条第1項に規定する「公開買付けに準じる行為」として、同法施行令31条は、上場株券等を当該会社の発行済株式数の5%以上を買い集める行為を規定している。後者の規制は、公開買付けや買集めの行為の決定が行われたことを知った周辺の関係者を規制の対象とするもので、買集めその行為それ自体は規制の対象とするものではない<sup>(41)</sup>。

第167条第1項の規定よりも重要なのが同法第163条第1項と第164条第1項の規定である。164条により、会社の役員または主要株主が自己の計算において証券取引所に上場されている当該会社の株式を6カ月以内の短期売買により利益を得た場合には、秘密を不当利用したか否かを問わず<sup>(42)</sup>、一律にその利益を提供すべきことを会社またはその他の株主が請求できる<sup>(43)</sup>。

第164条の規制を一層充実させるという観点から<sup>(44)</sup>、10%以上<sup>(45)</sup>の株式を所有する主要株主は、第163条第1項によって、自己の計算で自社の上場株券等の売買をした場合には、その売買に関する報告書を翌月の15日までに、大蔵大臣に提出すべきことを義務づけられている。

しかし、会社の株式を買い占めた者が10%以下である場合、もしくは6カ月を超えて株式を保有した後に、その株式の肩代りをさせるようなグリーンメールのような事態には、これらの規定は適用されない<sup>(46)</sup>。

#### ②相場操縦

証券取引法第157条は、不正取引行為として、有価証券の売買その他の取引について、不正の手段、計画または技巧をなすこと、重要な事項について虚偽の表示があり、または誤解を生ぜしめないために必要な重要な事実の表示が欠けている文書その他の表示を使用して金銭その他の財産を取得すること、さらに有価証券の売買その他の取引を誘引する目的をもって虚偽の相場を利用することを禁止している。

また、同法第159条第2項は、「何人も、証券取引所に上場する有価証券等に

ついて、有価証券市場における有価証券の売買取引等を誘引する目的をもって、「当該有価証券等の相場を変動させるべき一連の有価証券の売買取引等又はその委託若しくは受託をすること」をも禁止している。

肩代りを目的とした買占めの場合、当然一般投資家のちょうちん買いを期待して買っているため、この規定が適用できるという学説があるけれども<sup>(47)</sup>、同条違反が目的犯であり、「売買取引等を誘引する目的」ということの証明が困難であるのみならず<sup>(48)</sup>、売買状況の把握が困難であるため<sup>(49)</sup>、検察当局はかつてこの相場操縦の規定を利用しないのが現状であった<sup>(50)</sup>。なによりも、有価証券市場外で取引する場合には、売買取引を誘引したとは言い難い<sup>(51)</sup>。

結局のところ、「グリーンメール」という用語を明確にする必要があると思われる。

### ③株式大量保有報告

このような状況において、1990年12月にいわゆる5%ルール<sup>(52)</sup>が導入され、対象会社の発行済株式総数の5%以上を買い占めると、入口の段階ではグリーンメーラーは大量の株券等の取得・保有に関する情報を適時開示し（証券取引法第27条の23第1項）、その後保有割合が1%以上増減するごとに、変更報告書を提出しなければならない（証券取引法第27条の25第1項）。さらに売り抜けの段階でも変更報告書の提出の際に短期間に株券等を大量に譲渡したという基準<sup>(53)</sup>に該当する場合においては、買占め後の譲渡の相手方および対価、いわゆる肩代りの実態を開示することになった（証券取引法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）<sup>(54)</sup>。後者の短期大量譲渡の開示は、肩代りの後に株価が下落することを一般投資者に知らせるためである<sup>(55)</sup>。

この開示規制により、譲受価格が不当に高ければ、当然取締役としての責任を追求できるというものの<sup>(56)</sup>、この価格の基準が不明確であり、肩代りを大きく抑止するものでないと言われている<sup>(57)</sup>。例えば、グリーンメーラーが5%以上の大量保有者となったために大量保有報告書を提出し、その後5%以下の減少により変更報告書を提出すると、短期大量譲渡の開示が不要となる（証券取引法第27条の25第1項但書、株券等の大量保有の状況の開示に関する省令

第9条第1号)<sup>(58)</sup>。

なによりもグリーンメールの行為そのものを十分規制するものになっていないことが問題である。かえって5%ルールで名義借りが困難になり、買い占められた対象会社が安易に株式のはめ込みをして防戦するのが困難になっているのが現実である。

#### ④義務的公開買付

また、1990年証券取引法改正でイギリスの自主規制制度<sup>(59)</sup>に倣って、義務的公開買付制度が導入された（証券取引法第27条の2第1項第4号、証券取引法施行令第7条第4項）。この制度によれば、買付前の60日間に行う買付け等の相手方の人数が10人を超えるグリーンメーラー、または10人以下の株主という「著しい少数の者」からの買付けであっても、証券取引所の市場外で特別関係者とともに対象会社の発行済株式総数の3分の1を超えて取得したグリーンメーラーは、対象会社の支配権に重大な影響を及ぼすために、義務的公開買付を要することになる<sup>(60)</sup>。

しかし、グリーンメールの場合においては、60日前で10人を超えることまたは3分の1を超えて買い集めることが稀であり、さらに、イギリス法と異なり、この規制が入口の段階での市場を通じての買占めには適用されず、出口の段階での市場外の取引、すなわち肩代りにしか及ばないものとなったことである<sup>(61)</sup>。

## 4) その他

### ①刑法

もちろん、商法・証券取引法以外にも、グリーンメールを刑法に定める恐喝罪（刑法第249条）として罰すことが考えられる。この「恐喝」とは、脅迫または暴行を指すと解され、さらに「脅迫」とは、人を畏怖させるに足る害悪の告知を意味し、これには人を威嚇する行為や困惑させる行為も含まれると解されている。

問題は、困惑と畏怖との具体的な区別である。名義書換に際しての種々のいやがらせや脅迫的な言動などが加わって市場価格よりはるかに高い価格で肩代



りさせた場合には、恐喝罪に該当する場合がある<sup>(62)</sup>。

しかし、現実の場面では恐喝罪になるようなことはせず<sup>(63)</sup>、単純に株式の買い戻しを要求するだけである。これだけでは、「脅迫」または「暴行」の要件を欠くことになり、法の解釈適用上難問が多い<sup>(64)</sup>。

### ②暴力団対策法

そこで、1993年5月12日に暴力団対策法の一部改正が公布され、経済行為で新たに禁止されるものとして「株式会社またはその役員らに対する著しく有利な条件による株式買い取り要求」が追加されることになった（暴力団対策法第9条第10号）<sup>(65)</sup>。また、この暴力的要求行為については、暴力団が関係者と同席して要求するケースが多いため、一般人らと指定暴力団員が暴力行為を要求する現場に立ち会い、その暴力的要求を助ける行為をも禁止される（暴力団対策法第10条第2項）。

これは暴力団組織構成員に対して規制することになるけれども、暴力組織に加入していない者に対しては規制されないという限界がある。そのため、組員を準構成員にしたり、組織を政治結社や宗教法人に変えたりして、取締りを逃れるという事態が起こっている。

なによりも、「著しく有利な条件」とは何を指すかが明確でない。株式を買い取るように要求してきた場合に、それはすべて「著しく有利な条件による」ということになるという可能性がある。このために、「グリーンメール」という買占め行為を明確にする必要があるように思われる。

### ③独占禁止法

もちろん、独占禁止法上、国内の株式を取得し、または所有することにより、一定の取引分野における競争を実質的に制限することになる場合の株式保有制限（独占禁止法第10条第1項前段、第14条第1項前段）、不当な高価格による株式の購入などの不公正な取引方法による株式の取得または所有の場合の株式保有制限（独占禁止法第10条第1項後段、第14条第1項後段）がある<sup>(66)</sup>。

しかし、グリーンメーラーは市場支配を目的としないので、グリーンメールにより一定の取引分野における競争の実質的制限をもたらすことは殆どない。また、対象会社がグリーンメーラーから不当に高いプレミアム価格で株式を買

い戻したことが自体が不公正な取引方法になると考えられるが<sup>(67)</sup>、グリーンメールが独占禁止法上問題となったことはない。

#### ④税 法

以前においては、グリーンメーラーに対して最も効果的であったのは所得税法違反で摘発するという方法である。これは、いわば別件逮捕によって取り締まるという迂回的方法である<sup>(68)</sup>。

まだ、真正面から、グリーンメールそのものを課税するというシステムにはなっていない。これは、グリーンメールという概念が明確でないことによる。

#### 5) まとめ

日本法では、グリーンメールを証券取引法および暴力団対策法などで次第に規制する方向にあるけれども、まだ本格的に規制する段階になっていない<sup>(69)</sup>。これはなぜか。日本法では建前として自己株式の取得が禁止されているので、法現象的にはグリーンメールはありえないという前提にあったからではないだろうか。この結果、グリーンメールの対策は安定株主工作という形で巧妙に図られ、株式の法人化現象が促進されたのである<sup>(70)</sup>。しかし、前述の通り、グリーンメールは依然として存在するのである。そこで、このような買占めは、そもそも規制すべきか、もし規制すべきであれば、いかなる範囲まで規制すべきかを検討する必要性が高まっているように思われる<sup>(71)</sup>。

ではいかなる視点でグリーンメールを考えるべきであろうか。まず、ディスクロージャーと支配プレミアムの問題が重要であると考えられる。

#### ①ディスクロージャー

ディスクロージャーという視点が重要なのは、証券取引審議会が述べているように、「肩代わりという事態になれば、それまで高騰していた株価が急激に下落し、そのような情報を知らない一般投資者にとって極めて不利かつ不公平な結果となる」<sup>(72)</sup>からである。この視点からは、いわゆる5%ルールの導入により一層の改善が図られたように言われる。しかし、これには限界があると考えられる。なぜなら、日本住宅金融事件の「株疎開」のように<sup>(73)</sup>、一時的に自社保有株を他社名義に移し、あとで買い戻すことをすれば、容易に5%ルールの適

用をのがれることができるからである。

また、東北大学の吉原和志助教授が同ルールの導入以前に的確に指摘されていたように、「経済的にみて望ましい企業買収の前段階としての株式の大量取得と初めから会社による高値買取りを狙うなど正当とはいえない株式の大量取得とを区別することができない」<sup>(74)</sup>という限界をも看過できない。最初は企業買収を目的としていたけれども、結果的にグリーンメールとなったということもありうるのである。このようなグリーンメールの融通無碍な性格が規制を困難にしているといえる。

いずれにせよ、ディスクロージャーという価値中立的な視点では、グリーンメールを規制できないことになる。

## ②支配プレミアム

そこで、筆者は支配株のプレミアムをいかに考えることが肝要と考える。なぜなら、グリーンメーカーという特定の株主が他の株主の犠牲のもとに支配プレミアムを取得するのは不公正と考えるからである。

この問題は二つの問題に分類できる<sup>(75)</sup>。まず、グリーンメーカーが支配プレミアムを取得した時点の問題である。この時点においては、証券取引法において、義務的公開買付制度の導入が図られた。すなわち、この制度は、支配株式の譲渡・取得についてプレミアムが発生するが、そのプレミアムを公平に分配する機会を与えられなければならないという英米の法理論に立脚するものである<sup>(76)</sup>。

この制度の導入に際しては、理論的に詰めなければならない問題が残っていたと思われる。長崎大学の古山正明助教授が市場法的視点<sup>(77)</sup>から言われるように、この制度は会社法における合併の次元で政策判断を行うべき問題であるかもしれない<sup>(78)</sup>。また、自己株式の取得禁止との関係は当然であるが、この制度をグリーンメールに適用することが果して妥当であるかという問題である。結果としては、グリーンメールには支配権の変動が見られないからである。しかし、グリーンメールが会社支配に影響を与える取引であることには疑いのないことであろう。

次に、グリーンメール後の問題で、支配株主であるグリーンメーカーの支配

力を制限できるかという問題がある。この問題については、会社法からは、グリーンメールの決定権を株主総会に委ねて支配プレミアムを規制するか、または証券取引法からは、内部者取引の短期売買利益の規制を強化して、グリーンメーカーから支配プレミアムを吐き出させることも可能である。

以上のグリーンメール規制立法を検討する際の素材として、アメリカの議論を取り上げることにはしたい。とくに日本で自己株式の取得の緩和が問題とされている今日<sup>(79)</sup>、その緩和の方法の如何にもかかわっているが、この問題に対する先進国ともいえるアメリカの法制ならびに判例の動向を検討することは有用なことと考える<sup>(80)</sup>。

### 3. アメリカの状況

米国における産業再編成の歴史を見ると、第1の波は1895年から1905年にかけての同業種内の水平合併によるもの、第2の波は1922年から1929年にかけての垂直合併によるもの、そして第3の波は1960年代の異業種の企業を合併する conglomerate 合併によるもの、に区分される<sup>(81)</sup>。

ところが、1984年以降になると、第4の波となり、再び水平合併が復活した<sup>(82)</sup>。たとえば、エネルギーと金融を中心とする産業再編成が見られるようになった。とくに、1985年において、企業買収が記録的な数を示し<sup>(83)</sup>、巨大な買収が現実のものとなった<sup>(84)</sup>。このため、パック・マン (Pac-Man) 作戦<sup>(85)</sup>、鯨避け (shark repellent)<sup>(86)</sup>、などの色々な防衛戦術が開発され、企業買収市場を規制する法理に重大な変更が余儀なくされている。この防衛作戦の中でも、グリーンメールが最大の関心呼び<sup>(87)</sup>、企業買収に関する立法をめぐる議論への弾みとなった。

このグリーンメールと呼ばれる取引は、1979年から1984年にかけて200件以上であった<sup>(88)</sup>。なかには、約55億ドルものの金額が払われたものもあった。80年代前半には、証券市場または個別交渉を通じて対象会社の株式を大量に買い集め、その会社の経営者にその持株を市場価格を上回るプレミアム付きで買い戻させる行為であった。しかし、80年代後半には、以下のような行為類型がグリーンメールの主流となった。

- 〔(1) 株式の買占めの後、その株式の売却により利益の獲得  
(2) 株式を買い占められた会社が、全株主に対して自社株式の買い戻しを申し込みをし、グリーンメーラーもそれに応じて利益の獲得  
(3) 株式を買い占められた会社の要請を受けたホワイト・ナイト (white knight) に対する売却や、経営陣自身によるマネジメント・バイアウト (management buyout) により利益の獲得<sup>(89)</sup>。〕

このような代表者として、T.Boone Pickens, Carl Icahn, Saul P.Steinberg, Bass Brothers, Donald Trump などがいる。このような多数のグリーンメーラー<sup>(90)</sup>たちが巨額の利益を稼ぎ、結果的には超大型・大型・中小型の企業買収 (Mergers & Acquisitions) の媒介となっているといわれている<sup>(91)</sup>。

このグリーンメール増加の背景には、株式所有の機関化現象、大量の資金を動員できるサヤ取り業者の勃興、ジャンク・ボンド (junk bond)<sup>(92)</sup>と言われているリスクも大きいが高利回りの高い債券の登場がある。このジャンク・ボンドを通じて、または金利の自由化により大幅に拡大した銀行からの借入金を通じて、グリーンメーラーは資金を調達していたのである<sup>(93)</sup>。このジャンク・ボンドは連邦準備制度理事会により規制されていたけれども<sup>(94)</sup>、債券ではなくて優先株が利用された場合またはグリーンメーラーが自己の資産を担保として利用した場合にはジャンク・ボンド市場に影響がなかった<sup>(95)</sup>。しかし、その市場を支配していたドレクセル・バーナム・ランベール (Drexel Burnham Lambert) 社の親会社、ドレクセル・バーナム・ランベールグループ社が会社更正手続きを申請することになったことで、企業買収、ひいてはグリーンメールそのものが転機を迎えることになった。すなわち、グリーンメールは急速に衰えることになった<sup>(96)</sup>。

ところで、グリーンメールそれ自体は規制が困難であり、州レベルにおける取締役の義務の面からの規制、さらには連邦法レベルにおけるディスクロージャー、詐欺禁止の面からの既存の法規制では不十分である。というのは、グリーンメールの規制に当たって、グリーンメーラーの主観的意図が厄介な問題として残るからである<sup>(97)</sup>。そのため、SEC (Securities and Exchange Commission) および州・連邦議会がグリーンメールの問題に対処していた。例え

ば、SECのテnder・オファーに関する諮問委員会がグリーンメールを含む立法の勧告をしている<sup>(98)</sup>。さらに、州議会ではすでにグリーンメールを規制する立法が可決されているのに対して<sup>(99)</sup>、連邦議会の上院も下院でもグリーンメールを含む企業買収法案が提出されたが<sup>(100)</sup>、まだこの法案が成立していない。このような状況の中で、グリーンメールを規制する新税法が成立した。このため、連邦税法がグリーンメールを規制すべきか否かの政策論争が起きている。しかし、税法自体はグリーンメールを禁止したものではなかった。

#### 4. 論文の順序

本稿はこのようなグリーンメールの法規制をめぐる諸問題を検討するものである。論旨の順序として、まず、グリーンメールの定義とグリーンメールの代表的事件であるウォルト・ディズニー事件を紹介し、そしてグリーンメールの対象会社の株主に対する影響を検討する。具体的には、グリーンメールに関する金融経済理論と最近の実証研究を紹介し、さらにそのようなグリーンメールに対する米国法を検討し、州法も連邦法もグリーンメールの支払いをしようとする取締役の行為を制限するものでない、と結論づける。次いで、グリーンメールを規制するために出されている種々様々な提案を紹介し、その利点と欠点を明らかにし、税制面からするグリーンメール対策およびグリーンメーラーの責任問題を議論したい。そして、最後に、グリーンメールに関する解決策を考えることによって、今後のわが国における立法論に対する若干の示唆を与えたいと思う。

#### 注

- (1) 対象となりやすい会社は、まず浮動株の多い会社、時価総額の小さい会社、企業グループに所属せず、メインバンクのない会社、そして、取締役会の内部対立がある会社である。大和証券経済研究所編『経営戦略としての企業買収』（商事法務研究会、1986年）116-119頁；千代田国際経営法律事務所編『買収防衛／株買占対策』（第一法規、1988年）20-21頁。
- (2) 毎日新聞社会部取材班「地下に潜った暴力団が企業と癒着する」『エコノミスト』1991年7月30日号20-21頁；松本真一「利殖暴力団・稲川会と『ノルマ証券』の蜜月」『文化評論』370号（1991年）90-99頁。1990年11月に東急電鉄の買占め事件以

外にも、山口組系の暴力団組長が設立した「天正興業」がクラボウの株式を買い占めたことがあった。このため、日本証券業協会は1991年11月20日に「暴力団員及び暴力団関係者との信用取引、大口現金取引、その他暴力団の資金獲得活動を助長するような証券取引及び融資の斡旋は厳に慎むこと」との理事会決議をしている。『証券業報』487号(1991年)25頁。大蔵省前証券局長松野允彦氏によると、証券市場を暴力団が活躍する場とするのは問題と言う。松野允彦「証券行政の今後の課題」『財經詳報』1858号(1991年)9頁。

- (3) コスモポリタンに買い占められたタクマは、直近の株価を大きく下回る価格で第三者割当増資を実施したため、コスモポリタンの少数株主権行使による臨時株主総会を開催した。この総会の内容は、家近正直「少数株主の招集による株主総会と総会検査役」『商事法務』1153号(1988年)6-12頁参照。
- (4) 国際航業と同社の株式を買い占めた光進(旧コーリン産業)グループとの間では1988年6月29日の株主総会をめぐって、会社側が事前に光進側の議決権行使の禁止を求める仮処分を東京地裁に認められた。この決定の内容は、『判例時報』1277号(1988年)106-110頁；『商事法務』1151号(1988年)37-40頁参照。この判決の批評は、小室金之助「国際航業株主総会の議決権行使禁止仮処分事件」『創価法学』18巻1号(1988年)163-178頁参照。
- (5) 買占め側の買戻しの要求に応じない場合には、京三電線株のように、上場廃止に追い込まれる可能性がある。『日本経済新聞』平成3年(1991年)7月11日；中村直人「京三電線の上場廃止などで表面化した問題点」『経理情報』649号(1992年)13-14頁。これは、東京証券取引所の上場審査基準では、大株主上位10名および特別利害関係者が所有する株式の総数(少数特定者持株数)が、上場のときまでに、上場株式数の70%以下になる見込みのあること(東京証券取引所所有価証券上場審査基準等第4条2項a号)になっていることにある。上場企業等にとっては、安定株主対策以外に浮動株主対策などによる株主構成の是正など、上場維持対策が重要になろう。高橋俊子「前進するディスクロージャー制度」新日本『証券調査』1991年11月号16頁。
- (6) 日本土地が豊田自動織機製作所や三井東圧化学の株式の買占めで何百億円も稼いだと言われている。日本経済新聞社『インサイダー天国』(日本経済新聞社、1989年)60-61頁；「社説」『日本経済新聞』昭和63年(1988年)7月10日。日本土地以外にも、黒沢楽器店が愛知機械の株式買占めで約10億円、THKが不二越で約100億円もの利ざやを稼いだと言われている。『オール投資』1988年7月15日号49頁。
- (7) グリーンメールについての紹介は、永田均・生駒正文『ビジネス・ロー入門』(法律文化社、1989年)232-233頁参照。株の買占め問題全般については、山田廣己「株式買占めの規制」『産大法学』21巻1・2号(1987年)383-418頁；並木俊守『企業買収と株式』(中央経済社、1987年)；志谷匡史「株式買占めの検討」『商大論集』40巻1号(1988年)53-101頁参照。とくに山田氏の論文に負うところが多

- い。わたしも、比較法的立場から買占めの問題を検討したことがあるが、まだ未完である。拙稿「支配株の売買 (1), (2), (3・未完)」大阪市立大学『法学雑誌』32巻2号(1985年)199-234頁, 32巻3号(1986年)463-506頁, 33巻2号(1987年)227-263頁を参照されれば幸いである。
- (8) W. CARL KESTER, JAPANESE TAKEOVERS: THE GLOBAL CONTEST FOR CORPORATE CONTROL 246 (1991).
- (9) 江頭憲治郎「日本の株式買集めとその防衛問題を考える視角」日本弁護士連合会編『現代法律実務の諸問題(上)〈平成2年版〉』(第一法規出版, 1991年)412頁。株価が低迷している現況では、株式が過小評価されている会社が狙われる可能性がある。
- (10) 中祖博司「買占めをめぐる諸問題」『判例タイムズ』702号(1989年)62頁。
- (11) 久保利英明「グリーンメーラー対策」日本弁護士連合会編・前掲注(9)403頁。
- (12) 奥村宏「買占め株の肩代りについて—その背景と問題点—」『証研レポート』1098号(1981年)2-3頁。陽和不動産の事件については、森川哲郎『会社乗取り史—巨大化した企業の内幕—』(久保書店, 1973年)181-205頁。
- (13) ジャパンライン事件については、奥村宏『買占め・乗取り・TOB』(東洋経済新報社, 1973年)212-218頁参照。
- (14) 奥村宏『証券スキャンダル』(岩波書店, 1991年)40頁。1990年版株主総会白書では、アンケート回答, 567社のうち, 13.3%にあたる208社が株式の買占めを理由として「動向をマークしている株主」がいると回答した。『商事法務』1234号(1991年)47-48頁。
- (15) 渡邊顕『M&Aと企業防衛』(綜合法令, 1990年)48頁。
- (16) 現在の状況については、『大株主総覧'93』(東洋経済新報社, 1992年)864-867頁に詳しいので参照されたい。
- (17) 以下の表から、グリーンメーラーの大部分が不動産業であることがわかる。

会 社	事 業
アイチ	不動産業
あけぼの企画	金融業
アコム	アラブ首長国連邦の投資機関
アサヒ企画	不動産/経営コンサルタント業
麻布自動車	不動産業
オートライフ	電気製品の卸売業
カノン	紡績の卸売業
喜多商事	不動産業
黒岩楽器	楽器の小売業
ケイ・ティー・ティー	金融業
光進	金融業
コスモポリタン	不動産業
ジエムコ	金融業
秀和	不動産業
新事業開発本部	金融業
セントラル航業	航空測量業



ゼンリン	出版業
第一不動産	不動産業
大央	衣料品の卸売業
武富士	金融業
千島土地	不動産業
帝京大学	大学
トーアデンキ	電気製品の小売業
豊光実業	パチンコ業
日本土地	不動産業
原田不動産	不動産業
ミサト産業	不動産業
ミヤマ	不動産業

出典：『オール投資』1988年7月15日号50-53頁；『財界展望』1993年3月号126-131頁。

- (18) 中西昭彦「政治銘柄－株式市場の魔術」『文芸春秋』71巻5号（1993年）118-119頁。
- (19) 元住友銀行支店長や三井信託銀行元支店次長が、「光進」代表の小谷光浩被告らに国際航業や東洋酸素などの株購入資金として巨額の金額を斡旋していたことが明らかになった。また、稲川会の石井前会長も、東急電鉄株の買占めで野村・日興系列のファイナンス会社から合わせて360億円の巨額の融資を受けていた。これが1991年の証券不祥事で問題になったことは記憶に新しい。NHK企業社会プロジェクト『追及 金融・証券スキャンダル』（日本放送出版協会、1991年）172-74頁；日本経済新聞社編『宴の悪魔－証券スキャンダルの深層』（日本経済新聞社、1991年）22-23頁。1992年には、消費者金融会社のレイクが、クラリオン株および日本カーボン株の仕手戦で、旧誠備グループに資金提供していたという新聞報道があった。『朝日新聞』1992年（平成4年）6月16日（夕刊）；『毎日新聞』1992年（平成4年）6月25日。
- (20) 1989年および1990年に、大蔵省は、通達により、全ての不動産金融を大蔵省に報告するよう要求した。「土地関連融資の取扱いについて」（平成・10・27 蔵銀第2442号 銀行局長発）および「土地関連融資の抑制について」（平2・3・27 蔵銀第555号 銀行局長発）参照。
- (21) 『日経金融新聞』平成4年（1992年）8月10日。山一証券の調査によると、1992年1月から9月にかけて、外資による企業買収が急増している。『日本経済新聞』平成4年（1992）10月1日。
- (22) 1991年度は、中小企業を中心に、合併件数が急増している。『日刊工業新聞』平成4年（1992年）5月19日。
- (23) 株価の下落で生じた持ち合い株式の評価損が企業利益を圧迫し、保有株式の売却に踏み切る企業があること、生保、銀行等の金融機関で保有株式の見直し・一部売却を行う動きがあることなどから、持ち合い比率の低下は既に始まっている。園田信「株式の持ち合いと日本の株式市場」『生命保険経営』59巻5号（1993年）151頁。

この比率は緩かな低下にとどまるという予測が存在する。寺井屋繁「株式持ち合いの現状と今後の展望」『財經詳報』1905号（1992年）14頁。

- (24) 自民党法務部会の商法小委員会（委員長太田誠一氏）は1992年5月20日の会合で、現行商法が全面に禁止している自社株の保有を部分的に認める方針を決め、次期通常国会に商法改正案を提出するよう法務省に要請する方針であった。このような情勢において、法相の諮問機関である法制審議会の商法部会会社法小委員会（小委員会会長、東京大学名誉教授竹内昭夫）は、緩和を図るべきだという意見が大勢を占めたものの（『読売新聞』平成4年（1992年）10月15日）、緩和の範囲の検討は慎重に進めるべきだとの判断から、今回は見送られることになった。『読売新聞』平成4年（1992年）12月29日。しかし、問題点が容易に収拾しないために、1993年1月28日に、法務省民事局参事官室名で「自己株式の取得及び保有規制に関する問題点」を公表した。この内容については、『ジュリスト』1018号（1993年）158-161頁参照。政府としては、来春の通常国会には、株式数の制限などの条件付きで自己株取得後の保有も認めるという商法改正案を提出する意向である。『日本経済新聞』平成5年（1993年）2月16日。最近における自己株式取得の緩和論については、片木晴彦「自己株式取得の緩和」『法学セミナー』442号（1991年）42-43頁；竹中正明「自己株取得規制緩和の在り方を探る」『税経通信』1992年7月号2-10頁；竹内昭夫「自己株式取得規制の緩和と商法・税法」『商事法務』1286号（1992年）2-8頁；大隅健一郎「自己株式取得規制の緩和について」『商事法務』1295号（1992年）2-5頁；同「自己株式取得規制の緩和について—訂正再論—」『商事法務』1309号（1993年）36-37頁；古瀬村邦夫編『証券取引法講義（執筆中井宏氏）』（日本評論社、1992年）88-90頁；吉川栄一「企業買収と会社法の制度的論理」吉川栄一・出口正義編『石田満先生還暦記念論文集・商法・保険法の現代的課題』（文眞堂、1992年）445-446頁；吉原和志「自己株式取得規制の緩和に関する論点（1）」『民商法雑誌』107巻3号（1992年）325-352頁；吉戒修一「『株式の取得及び保有規制に関する問題点』について〔上〕〔下〕」『商事法務』1316号（1993年）2-12頁、1318号（1993年）7-14頁；本間輝雄・古瀬村邦夫・岩崎稜編『会社法〔新版第3版〕（執筆王義郎教授）』（法律文化社、1993年）114頁注（4）；宮島司「自己株式取得規制緩和論と会社立法」『法律時報』65巻7号（1993年）70-76頁）を参照されたい。
- (25) 通商産業省産業政策局国際企業課編『我が国の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）31頁。
- (26) 河和哲雄「議決権行使禁止の仮処分—東京地裁昭和63年6月28日決定をめぐって—」『商事法務』1154号（1988年）32頁；森綜合法律事務所編『M&A防衛法』（中央経済社、1990年）44-45頁；近藤光男「株式の買占めと議決権の行使」『商事法務』1275号（1992年）48頁；森田章「緊急避難としての自己株式取得—グリーンメーラー対策—」『神戸学院法学』20巻3・4号（1990年）77頁参照。

- (27) 『判例時報』1277号(1988年)106頁。
- (28) 『判例時報』1194号(1986年)33-45頁。第一審判決を解説したものととして、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)2-8頁、関俊彦「子会社による親会社株式の取得・売却から生じた損害と親会社の取締役に対する代表訴訟」『ジュリスト』869号(1986年)88-94頁；神崎克郎「自社株買戻しと取締役の責任」『法学セミナー』382号(1986年)29-31頁；高橋公忠「自己株式取得に関する一考察」『九州産業大学商経論叢』28巻3号(1988年)149-171頁；春田博「株式相互保有規制と子会社法人格 [上] [下]」『商事法務』1205号(1990年)2-9頁, 1206号(同年)12-18頁を参照されたい。
- (29) 『判例時報』1395号(1991年)144-155頁。控訴審判決を解説したものととして、河本一郎「会社の自己株式取得に対する株主の代表訴権行使-三井鉱山事件控訴審判決」『ジュリスト』957号(1990年)97-99頁；志村治美「1 株主の代表訴訟の提起と権利の濫用 2 自己株式の取得が許容される限界-三井鉱山自己株式取得事件」『私法判例リマックス』1号(1990年)176-179頁；春田博「株式相互保有規制と子会社法人格 [上] [下]」『商事法務』1205号(1990年)2-9頁, 1206号(同年)12-18頁；森本滋「商事法判例研究」『商事法務』1210号(1990年)46-51頁を参照されたい。
- (30) 『金融・商事判例』876号(1991年)30-44頁。本判決を解説したものととして、近藤光男「企業防衛と取締役の責任」『商事法務』1251号(1991年)2-8頁；森田章「企業防衛のための自己株式取得の可否」『ジュリスト』1002号(1992年)95-96頁；葦澤康幸「子会社による親会社株式取得に対する株主代表訴訟-片倉工業の自己株式取得事件をめぐる-」『亜細亜法学』27巻2号(1992年)203-216頁を参照されたい。
- (31) 高村隆司「第5章 敵対的M&A」村松司叙編『企業合併・買収ハンドブック』(社団法人日本工業技術振興協会, 1989年)483頁。株式の買戻しが関係会社、または系列銀行により行われると、そこまで自己株式取得の規制は及ばない。
- (32) 近藤光男「取締役の経営責任」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)295-299頁；前嶋京子「わが国における経営判断の原則の適用について」『下関市立大学論集』36巻1・2合併号(1992年)2-3頁。
- (33) 山田廣己・前掲注(7)402頁。
- (34) 北沢正啓『会社法 [新版]』(青林書院新社, 1982年)370頁。
- (35) 山田廣己・前掲注(7)402-403頁。
- (36) 河本一郎「株の買集めをめぐる法律上の諸問題」『月刊監査役』267号(1989年)8頁；関俊彦・前掲注(28)93頁；中村直人「改正の方向とM&Aへの影響」『経理情報』663号(1992年)87頁。
- (37) 永野義一『企業犯罪と捜査』(警察時報社, 1992年)224頁。

- (38) 山田廣己・前掲注(7)403-404頁。
- (39) 森淳二朗・吉本健一編『会社法エッセンシャル商法1 (末永敏和教授執筆)』(有斐閣, 1993年) 52-53頁。
- (40) 鈴木竹雄「株主平等の原則」『商法研究Ⅱ会社法(1)』(有斐閣, 1971年) 282頁。  
株主平等の適用については、通説のように株主たる資格と第三者たる資格とを区別すべきでないという立場がある。出口正義「株主平等の原則」『株主権法理の展開』(文眞堂, 1991年) 204頁。
- (41) 三國谷勝範『インサイダー取引規制詳解』(資本市場研究会, 1991年) 157頁; 永野義一・前掲注(37)301頁。
- (42) 養命酒製造短期売買差益返還請求事件控訴審判決『資料版/商事法務』110号(1992年) 42頁。
- (43) 証券取引法旧第189条(現第164条)については、堀口亘「証券取引法189条に基づく不当利益の提供-日工事件判決を契機として-」『商事法務』1231号(1990年) 2-7頁参照。プーン・カンパニーによる小糸製作所の株式買占めに関連して、主要株主である麻布建物が昭和63年10月から平成元年3月にかけて小糸製作所株を売買して得た約11億円を自発的に提供することを決めた事例がある。最初に判決により利益の返還を求められた事例としては、日工株式会社事件がある。『商事法務』1224号(1990年) 143頁; 『資料版/商事法務』73号(1990年) 69-72頁, 76号(同年) 51-52頁。
- (44) 加美和照「内部者による自社株式の短期売買」『金融・商事判例(増刊号)』806号(1988年) 113頁。
- (45) 5%ルールとの関係において、主要株主の基準を5%程度にすべきであるという意見がある。堀口亘『最新証券取引法』(商事法務研究会, 1991年) 436頁。傾聴すべき意見であろう。
- (46) 通商産業省産業政策局『米・欧とここが違う日本のM&A-制度面からの考察』(ダイヤモンド社, 1991年) 146頁参照。
- (47) 鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法(新版)』(有斐閣, 1984年) 533-534頁注(10); ルイ・ロス/矢澤惇監修『アメリカと日本の証券取引法(下巻)』(商事法務研究会, 1975年) 400-401頁; 山田廣己・前掲注(7)413-414頁。
- (48) 東條伸一郎「証券取引法125条に関する若干の問題」『法律のひろば』26巻8号(1973年) 62頁; 龍田節「証券取引の法的規制」『現代の経済構造と法-現代法の諸問題Ⅱ』(筑摩書房, 1975年) 520頁; 竹内昭夫「相場操縦」『会社法の理論I 総論・株式』(有斐閣, 1984年) 331頁; 堀口亘『証券取引法ハンドブック』(勁草書房, 1993年) 246頁。必ずしもその立証が困難なものではないとの指摘がある。神崎克郎『証券取引法[新版]』(青林書院新社, 1987年) 637頁。また、最近では、「誘引目的」の立証には、可能性の意識(認識)の立証で足りると理解されている。佐藤雅美「第3章 証券取引と犯罪」中山研一・神山敏雄・斉藤豊治編『経済刑法入

- 門』（成文堂、1992年）36-37頁；神崎克郎「現実取引による相場操縦」『法曹時報』44巻3号（1992年）12-18頁。証券取引審議会不公正取引特別部会も「誘引目的」の存在を強調しすぎるのは適当でなく、その基準は第一次的には、当該取引が「相場を変動させるべき取引」かどうかによっている。財団法人資本市場研究会編『相場操縦の行為禁止規定等のあり方の検討について-証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告-』（資本市場研究会、1992年）91頁。
- (49) 古瀬村邦夫編・前掲注(24)20頁；中村直人「明らかになった仕手グループの手法-本州製紙」『経理情報』645号（1992年）21頁。
- (50) 過去、相場操縦が立件された事件は、光進の小谷光浩による藤田観光株事件など3件しかない。証券取引法旧第125条(現159条)を積極的に運用していくことが第一段階として捉えるであるとして、1992年の証券取引法の改正では相場操縦規定の改正は見送られた。松野允彦「当面の証券行政」『C O F R I ジャーナル』6号(1992年)17頁；『読売新聞』平成4年（1992年）2月15日。証券取引等監視委員会は、日本ユニシス株の相場操縦事件で、東京地検特捜部に告発した。『日本経済新聞』1993年（平成5年）5月22日。
- (51) 森田章「日本私法学会商法部会シンポジウム資料-企業買収の総論的課題」『商事法務』1259号（1991年）9頁。
- (52) 以前においても、アメリカの5%ルールの開示規定の導入を示唆するものがあった。《スクランブル》「株買占めを規制する方策はないのか」『商事法務』1144号（1988年）50頁；「座談会・株買占めに対する会社の対応策（神崎克郎教授発言）」『商事法務』1145号（1988年）25頁；中島良博「株買占めと株主管理をめぐる諸問題」『商事法務』1149号（1988年）20頁等。5%ルールを補完するものとして東京証券取引所が自主的に制定した売買監視銘柄制度がある。東京証券取引所『証券』1991年1月号50-62頁；末吉恵「売買監視銘柄制度の概要」『商事法務』1235号（1991年）18-23頁。以前には東京証券取引所などが「特別報告銘柄制度」をつくり、悪質なグリーンメールの規制をしていた。この銘柄に指定されたのは、ザーゼル機器（現在、(株)ゼクセル）1銘柄だけであった。売買監視銘柄制度以外にも、東証定款59条に基づいて、証券市場に対する社会的信用を失墜させかねない「株券を買い集め、その銘柄の株券の大量の所有者であることを利用して、その株券の発行会社の関係者に対し、その意に反して、当該株券を有利に売りつけること、又はこれに類似する行為を目的とする者の直接または間接の委託に応じて、その銘柄の株券の買付け又は買付けの取次ぎ」は、信義則違反として関係証券会社に対して制裁を加えられる。売買監視銘柄に指定されたのは「福助」株式のみである。
- (53) この基準とは、株券等を譲渡した結果、株券等保有割合が、譲渡した日の直近60日間で最も高かった株券等保有割合と比べて、2分の1未満となり、かつ、100分の5を超えて減少した場合である（証券取引法施行令の一部を改正する政令第14条の8）。

- (54) 5%ルールの中で、短期株式の譲渡については、可部哲生「株券等の大量保有の状況に関する開示制度（いわゆる5%ルール）の概要について」『月刊資本市場』59号（1990年）110頁；堀本修「株券等大量保有に関する開示制度の概要について（下）」『財経詳報』1793号（1990年）23頁；吉田英都「株券等の大量保有の状況に関する開示制度の概要〔下〕」『商事法務』1240号（1991年）11頁；5%ルール実務研究会『5%ルールの実務とQ&A』（大蔵財務協会，1991年）46-48頁。
- (55) 堀口亘・前掲注(43)216-7頁。上村達男教授は、「従来闇の世界で行われていた事項を白日に曝そうとの開示であり画期的な事項である」として、短期大量譲渡制度を高く評価される。堀口亘編『証券取引法〔増補版〕（執筆上村達男教授）』（学陽書房，1992年）343-344頁。開示事項としては、仲介者がいた場合の仲介者の氏名、機関名等も必要であるという。上村達男「改正証券取引法案の意義-5%ルール導入と公開買付制度改正について-」『企業会計』42巻7号（1990年）142頁。
- (56) 河本一郎「いわゆる5%ルールの有する実質的意味について」『月刊資本市場』61号（1990年）71頁。
- (57) 村松洋平「株式大量保有報告制度-第3部 実務上の問題」『金融法研究=資料編（7）=』（1991年）195頁。
- (58) 証券取引法研究会「証券取引法の改正について（29）（発言河本一郎教授）」『インベストメント』45巻6号（1992年）33頁。この方法による回避事例はかなり多いと見られている。松井勝『証券取引法-いま問われる運用の真価-』（中央経済社，1993年）91頁。
- (59) 内藤純一「株式公開買付制度の改正」『商事法務』1208号（1990年）5頁。筆者は、以前にイギリスにおける義務的強制公開買付を注目したことがある。拙稿「支配権の取得を目的とする株式買付-イギリス法」大阪市立大学『法学雑誌』28巻2号（1982年）326頁。
- (60) 橘光伸「公開買付制度に係る政省令の解説〔上〕」『商事法務』1238号（1991年）62-63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）835-839頁。制度改正直後，1991年2月にガデリウスによる扶桑動熱工業，同年3月にニューホームクレジットによる国際航業，同年4月にダイエーによるマルエツ株式，1992年2月8日にダイエーとの共同でのマルエツによる忠実屋の株式公開買付等7件が成立した。松井勝「改正証取法下の株式公開買付手続」『商事法務』1246号（1991年）2-8頁；同・前掲注(58)59-63頁。これらは、担保権の実行のために公開買付を強要したケースで、買付者が支配権取得を目的として多数の株主から株式を買付けたケースとは違うので、グリーンメールの問題ではない。ちなみに、公開買付における担保株の問題点については、坂上真美「公開買付における担保株の法律問題（2・完）」『民商法雑誌』107巻1号（1992年）78-85頁。
- (61) 坂上真美・前掲注(60)841-842頁。実務上はこの規定がきわめて重要であるとい

- う意見がある。岸田雅雄『ゼミナール会社法入門』（日本経済新聞社，1991年）372頁。私も原則的には同意見である。但し，クロス取引を利用して，株式公開買付手続を取らない例がある。松井勝・前掲注(58) 65-66頁。
- (62) 東京高判昭44・2・4判例集未登載。森綜合法律事務所編・前掲注(26)184-185頁；「株式買占めと肩替り」板倉宏編『企業犯罪・ビジネス犯罪（執筆田中利幸教授）』（有斐閣，1981年）76-77頁；内田文昭「株式買占めと恐喝罪」『別冊ジュリスト』100号（1988年）218-219頁；森田章・前掲注(26) 64-80頁。
- (63) 河本一郎「証券取引法」日本弁護士連合会編・前掲注(9) 494頁；河合伸一「〈シンポジウム〉企業買収（司会神崎克郎教授）」『私法』54号（1992年）176頁。
- (64) 藤木英雄「『肩替り』による利得を目的とした株式買占めと恐喝罪〔Ⅱ〕」『商事法務研究』398号（1966年）4頁。
- (65) 『日本経済新聞』平成5年（1993年）2月9日；吉田英法「暴力団対策法施行一年と今後の方向」『ジュリスト』1021号（1993年）118-120頁；『官報』号外74号（1993年）7-9頁。大蔵省通達においては，暴力団に係る不審情報の警察への積極的提供を求めている。「証券取引等における暴力団の介入排除について」（平3・8・28 蔵証第1413号 証券局長発）。
- (66) 実方謙二「第1章 企業結合と独占禁止法」実方謙二・奥島孝康・江口公典・本間重紀『企業結合と法』（三省堂，1991年）41-44頁。
- (67) 正田彬『全訂独占禁止法〔Ⅱ〕』（日本評論社，1981年）71頁，106頁；関根芳郎編『株式保有規制の解説』（商事法務研究会，1982年）13頁。
- (68) 奥村宏『企業買収-M&Aの時代-』（岩波書店，1990年）133頁。誠備事件では，結局，加藤被告人は所得税法違反を問われなかった。『判決時報』1161号（1985年）27-112頁。
- (69) 杉江雅彦『ビジスマンのための気楽な株の経済学』（PHP研究所，1982年）147頁；森田章・前掲注(51)11頁も同意見。1962年11月20日に，参議院大蔵委員会が議員立法で買占め規制法を検討し，要綱案をまとめた。大蔵省は，証券取引法改正には，一般に，要綱の構成要件があいまいであるとして反対し，その結果立法化されなかった。『商事法務研究』266号（1962年）23頁。
- (70) このため，株式の相互保有に関する有効な規制が並行してなされる必要があると考える。同意見にあると思われるものとして，中島修三『株式の持合と企業法』（商事法務研究会，1990年）305頁。今後の株式の相互保有規制に関する有効な示唆を示すものとしては，三枝一雄「株式相互保有規制の対象・基準・方法等について」明治大学法律研究所『法律叢論』62巻2号（1989年）26-28頁；関英昭「株式保有規制の限界（3）・完」『青山法学論集』31巻1・2・3合併号（1989年）393-407頁。
- (71) Newsletter「自己株取得制度導入の是非をめぐって」『KEIZAIKAI M&A』1992年7月号7頁によれば，「不当な買占めが公然と横行していることが問題」と

いう。

- (72) 財団法人資本市場研究会編『株式等の大量の保有状況に関する情報の開示制度の在り方について—証券取引審議会報告—』(資本市場研究会, 1989年) 16—17頁。
- (73) 『読売新聞』1992年(平成4年)7月20日。5%ルールで名義貸し業が大流行している。詳しくは、鈴木見『兜町のウラがわかる本 Part 2』(ぴいぶる社, 1989年) 195—199頁。
- (74) 吉原和志「株式の大量取得・保有と開示制度」岩原紳作編『竹内昭夫先生還暦記念・現代企業法の展開』(有斐閣, 1990年) 773頁。さらに拙稿「アメリカにおける株式の買占めに関する一考察」『私法』51号(1989年) 211頁をも参照されたい。
- (75) 森淳二朗「敵対的企業買収の法的規制と会社支配理論」石山卓磨・上村達男編『酒巻俊雄先生還暦記念・公開会社と閉鎖会社の法理』(商事法務研究会, 1992年) 649頁注(5)。
- (76) 証券取引法研究会「証券取引法の改正について(26)(報告岸田雅雄教授)」『インベストメント』45巻2号(1992年) 30頁。最初にこの考えを提唱したのは、ハーバード・ロースクールの Andrews 教授である。Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sales of Shares*, 78 HARV. L. REV. 505 (1965)。この理論に組するものとしては、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) 93—96頁; 前田雅弘「支配株式の譲渡と株式売却の機会均等(2)・完」『法学論叢』115巻6号(1984年) 77頁; 森淳二朗「会社支配取引の動態的論理構造」『商事法務』1193号(1989年) 24—25頁。
- (77) 最初に証券取引法を市場法と捉える視点を提唱されたのは、上村教授である。上村達男「投資者保護概念の再検討—自己責任原則の成立根拠」『専修法学論集』42号(1985年) 1—38頁。この立場の位置付けについては、河本一郎「証券取引法の目的」『法学教室』151号(1993年) 64—66頁参照。検討については、後日の課題としたい。
- (78) 古山正明「公開買付規制の適用除外条項について—市場法の視点から—」長崎大学『経営と経済』72巻2号(1992年) 66頁。
- (79) どのような方向で自己株式が緩和されるかの検討については、中村直人「改正の方向とM&Aへの影響」『経理情報』663号(1992年) 85—87頁参照。もちろん、自己株式の緩和は、グリーンメールを助長する可能性がある。村松洋平「わが国商法の構造と問題点」『企業金融と自己株式取得に関する研究の中間報告』(日本証券経済研究所, 1992年) 42頁。グリーンメールの法的整備すれば、この懸念には及ばない。森田章「自己株式取得禁止の緩和論について」『同志社法学』222号(1991年) 18頁; 中島修三「株式相互保有」『法学セミナー』442号(1991年) 31頁。
- (80) 通商産業省産業政策局国際企業課編・前掲注(25)31頁。
- (81) 最近、このような合併の波の存在について、疑問が呈示されている。Shughart & Tollison, *The Random Character of Merger Activity*, 15 RAND J. ECON.



500(1984).

- (82) COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS, THE ANNUAL REPORT OF THE COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS in ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT TRANSMITTED TO THE CONGRESS 192 (Feb.1985);片岡一九編『企業戦略が変わる—世界はいまM & A』(経済法令研究会, 1989年)12-52頁;大石芳裕「第4次M & A ブームの特徴—国際寡占間競争視角」『佐賀大学経済論集』23巻4号(1990年)1-38頁;服部泰彦『現代の金融資本と株式市場』(法律文化社, 1993年)190-193頁。第4次M & A ブームから派生して, 第5次ブームが始まった。D.Q.POSIN, CORPORATE TAX PLANNING: TAKEOVERS, LEVERAGED BUYOUTS, AND RESTRUCTURINGS 8 (1990).
- (83) 1985年には企業買収の金額は1800億ドルから1900億ドルであった。Wall St.J., Jan.2, 1986, at 6B, col. 1. 1991年には企業買収の件数は1877件と1963年以来の低水準で, その金額は716億ドルであった。『日本経済新聞』平成4年(1992年)1月23日。1992年に入り, 企業買収が急増している。『日刊工業新聞』平成4年(1992年)4月23日。
- (84) K. DAVIDSON, MEGAMERGERS VIII(1985). いかなる規模の会社でも企業買収の対象となりうる。Corporate Takeovers: Hearings Before the Subcomm. on Monopolies and Commercial Law of the House Comm. on the Judiciary, 97th Cong., 2d Sess. 5 (1982)(statement of Dr. Betty Bock);Sloan, Why Is No One Safe?, FORBES, Mar. 11, 1985, at 134. 1988年のKKRによるRJKナビスコの買収が, 米国史上最大規模であった。B. BURROUGH & J. HELYAR, BARBARIANS AT THE GATE(1990);岡部政昭「LBOの影響と経営的效果」日本証券経済研究所編『M & A 合併・買収—内外の事例研究』(日本証券経済研究所, 1990年)100-104頁;松井和夫『M & A—20世紀の錬金術』(講談社, 1991年)14-44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)189-208頁。
- (85) パック・マン作戦は, ビデオ・ゲームに倣って命名され, 対象会社が逆に公開買付者をテNDER・OFFERするものである。Comment, Pac-Man Tender Offers, 1983 DUKE L. J. 116.
- (86) 鯨避けの防御方法は, 会社乗取りの防止を目的とする会社の定款の修正である。See, Baysinger & Butler, Antitakeover Amendments, Managerial Entrenchment, and the Contractual Theory of the Corporation, 71 VA.L. REV. 1257 (1985);篠田四郎「敵対的M & A に対する対抗手段—特にアメリカ合衆国におけるシャーク・リベラントの実務について—」久保欣哉編『企業結合と買収の法理』(中央経済社, 1992年)85-106頁;中東正文・前掲注(84)208-226頁。
- (87) グリーンメールの3分の2は支配権の争奪を伴うものでないのに, グリーンメールを企業買収の防衛作戦と分類することは疑問視されている。Ruback, An Over-

*view of Takeover Defenses*, in *MERGERS and ACQUISITIONS* 61(Alan J. Auerbach ed. 1988).

- (88) 1983年11月から1984年12月にかけて、少なくとも10名の投資家が1400万ドルから4億ドルの利益を取得した。Note, *Greenmail: Targets Stock Repurchases and the Management-Hypothesis*, 98 *HARV. L. REV.* 1045, 1046 (1985); *The Raiders*, *BUS. WK.*, Mar. 4, 1985 at 75.

年 月	投 資 家	対象会社	利益 (100万ドル計算)
84年12月	Mesa Partners	Phillips Petroleum	89
84年 8月	Leucadia	Avco	62
84年 6月	Saul Steinberg	Walt Disney Productions	32
84年 4月	Loews Corp.	St.Regis	38
84年 4月	Charles Hurwitz	Castle &Cooke	14
84年 3月	Bass Brothers	Texaco	400
84年 3月	Sir James Goldsmith	St. Regis	50
84年 3月	Rupert Murdoch	Warner Communication	50
84年 2月	Coastal Corp.	Houston Natural Gas	42
83年11月	Bass Brothers	Blue Bell	49

- (89) 通商産業省産業政策局国際企業課編・前掲注(25)54頁。最近では、債権者の意向が叶えられない場合には、会社を倒産させるとして、投資家が多額の債権者としての権限を行使している。これはボンドメール (bondmail) と言われている。Goar, *What Price Investor Relations?*, 28 *ACROSS THE BOARD*, Mar. 1991, at 36.
- (90) グリーンメーラーは、レイダー (raider), ビッター (bidder), セーラー (seller)とも呼ばれる。
- (91) 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)60頁; 松井和夫・前掲注(84)109頁。
- (92) 格付けがBBB未満(スタンダード・アンド・プアーズ社)またはBaa3未満(ムーディーズ社)の債券である。E・I・アルトマン・S・A・ナマチャー著, 内堀節夫・黒沢義孝訳『ジャンク・ボンド』(東洋経済新報社, 1988年)1頁。AAA格の最優良格社債に比べて, BB格は利回りが3-5%高い。ジャンク・ボンドの発行が急増し, 1992年月から6月の発行額は193億ドルと80年代のピークを一気に上回った。『経理情報』663号(1992年)88頁。柴田武男「アメリカ資本市場におけるジャンク・ボンド発行の意味-委員会報告書を中心に-」『証券研究』80巻(1987年)339-352頁; 松尾順介「米国資本市場におけるジャンク・ボンド」『経済評論』26巻7号(1987年)52-63頁; 佐賀卓雄「ジャンク・ボンド市場とドレクセル・バーナム・ランベール社-80年代ウォール街の一断面-」大阪市立大学『経営研究』229号(1990年)1-19頁。

- (93) GLENN YAGO, *JUNK BOND: HOW HIGH YIELD SECURITIES RESTRUCTURED CORPORATE AMERICA* 6 (1991).
- (94) 公開買付を目的として設立されたシェル・カンパニー(貝がらのようにカラシかない会社を意味して呼ばれる)は、買収資金の50%超をジャンク・ボンド市場から調達してはならないというもの。Board of Governors of the Federal Reserve System, Final Interpretive Rule, *Securities Credit by Persons Other than Banks, Brokers, or Dealers: Purchases of Debt Securities to Finance Corporate Takeovers*, 51 FED. REG. 1171(1986); Hershey, *FED Adopts "Junk Bond" Curbs*, N. Y. Times, January 9, 1986, at D1.
- (95) Lipton, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, 136 U. PA. L. REV. 1, 12(1987).
- (96) L.HERZEL & R. SHEPRO, *BIDDERS AND TARGETS: MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE U. S.* 491(1990).
- (97) Liles, *Greenmailing Corporate Shareholders: Is There a Solution?*, 37 U. FLA. L. REV. 389, 390(1985). 【日経金融新聞】1993年(平成5年)6月1日。
- (98) ADVISORY COMM. ON TENDER OFFERS, SEC. & EXCH. COMM'N., *REPORT OF RECOMMENDATIONS* (1983), 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). 1983年2月に、企業買収の急増に伴い、SECはテNDER・OFFERに関する諮問委員会を設立した。Advisory Committee on Tender Offers; Establishment and Meeting, 48 FED. REG. 9, 111 (1983). この委員会は、構成員が12名で、法律・会計・企業買収などの専門とする学界、実業界出身の者からなる。諮問委員会については、Quinn & Martin, *The SEC Advisory Committee on Tender Offers and its Aftermath-A New Chapter in Change-of-Control Regulation*, in *TENDER OFFERS: DEVELOPMENTS AND COMMENTARIES* 9-47(MARC I. STEINBERG ed. 1985).
- (99) ARIZ. REV. STAT. ANN. §10-1204 (1990); MICH. COMP. LAWS ANN. § 450.1368 (West 1990); MINN. STAT. ANN. § § 302A. 553, subdivision 3, (West Supp. 1991); NEV. REV. STAT. ANN. ch. 463.512-.516 (Michie 1987); N. Y. BUS. CORP. LAW § 513(e)(Mckinney 1986 & Supp. 1991); TENN. CODE ANN. § 48-35-501(1988); WISC. STAT. ANN. § 180.1134(West Supp. 1990).
- (100) S. 1323, 100th Cong., 1st Sess. § 8, 133 CONG. REC. 7601-02; H. R. 2172, 100th Cong., 1st Sess. § 5(1987); also S. 1324, 100th Cong., 1st Sess., § 10, 133 CONG. REC. 7668-69; *Corporate Takeover Legislation: Hearing on S. 1244, 1658, 1794 Before the Subcomm. on Securities of the Comm. on*

*Banking, Housing, and the Urban Affairs*, 101th Cong., 1st Sess. (Comm. Print 1990). 最近の企業買収法の改正の動きについては、茅沼俊三「米国におけるTOB規制法案の動き」『月刊資本市場』288号（1989年）86-89頁。