



## Osaka Gakuin University Repository

Title	取締役の信認義務と審査基準 Judicial Review of Director's Fiduciary Duties
Author(s)	片山 信弘 (Nobuhiro KATAYAMA)
Citation	大阪学院大学 法学研究 (OSAKA GAKUIN LAW REVIEW), 第 41 巻 第 2 号 : 1-28
Issue Date	2015.3.31
Resource Type	Article/ 論説
Resource Version	
URL	
Right	
Additional Information	

〈紹介〉

# 取締役の信認義務と審査基準

片山 信弘

1 (41-2-1) 取締役の信認義務と審査基準 (片山)

- 一 はじめに
- 二 経営判断の原則
- 三 審査の基準
- 四 審査基準の検討
- 五 外部規制およびその代替者の検討

## 一 はじめに

取締役は会社に対して負う信認義務に合致して行為をしなければならない。取締役に関する信認義務は注意義務と忠実義務の二つのタイプが存することに異論はない。近年、誠実を取り込んだ忠実義務の拡張によって利益衝突が存しない場合も忠実義務の適用に裁判所が取り組むことを認めることになるが、デラウェア裁判所は取締役の責任の大きな変更を作り出すつもりはないようである。したがって、新しい忠実義務が登場しても経営判断の原則の下での現

在の審査基準に大きな変革をもたらすものではないといえよう。

そこで、従来の理解に従えば、忠実義務は取締役が会社と利害関係を有する取引に従事する場合に適用され、裁判所は完全な公正テストの審査基準によって審理を行い、会社との利益衝突が存しない通常の取引にあっては注意義務が適用され、取締役は経営判断の原則によって保護されることになる。しかし、一九八〇年半ばまでは新しいいくつかの注意義務を中心とする審査基準の導入によって複雑なものとなっている。たとえば、ユノカル基準は、取締役会が敵対的公開買付に対して防御措置を採用した場合には伝統的な経営判断の原則と公正テストとの中間的基準（高められた経営判断の原則）を採用する。<sup>(注2)</sup> レブロン基準は、取締役会が会社売却を企てる場合に取締役は会社の価値を最大化する義務を負うとする。このような基準の採用は、必然的に経営判断の原則が適用されないことを裁判所に示すことを要求するので、実質的な裁判所の関与と吟味を要求することになる。しかし、裁判所は実質的な関与を避けるために、独立の取締役あるいは株主総会の承認など公正の可能性の高い外部規制の代替者の働きを利用している。本稿にあっては、経営判断の原則およびユノカル基準（高められた経営判断の原則）、レブロン基準、完全な公正テストの三つの審査基準が現在においてどのように適用されているかを裁判例を見ながら明らかにしたいと思う。

- (一) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946, 955 (Del. Supr. 1985).
- (二) Kert, Delaware Goes Shopping for a "New" Interpretation of the Revlon Standard: the QVC Decision on Strategic Mergers, 58 Alb. L. Rev. 609, 612 (1995).
- (三) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173, 182 (Del. Supr. 1986).

## 二 経営判断の原則

最もよく引用される経営判断の原則の説明は、*Aronson v. Lewis* 事件<sup>(注4)</sup>で示されたもので、そこでは取締役が経営上の意思決定をなすにあたり、情報に基づいて(すなわち、相当の注意をもって)会社の最善の利益になると誠実にかつ正直な信念をもって行為したとの推定をなすものである<sup>(注5)</sup>。そこで、原告は経営判断の原則による保護を退けるために忠実であることあるいは相当の注意を払うことのいずれかの任務懈怠<sup>(注6)</sup>、あるいは利益相反、独立の合理的な疑いを証明することが要求されることになる<sup>(注7)</sup>。取締役は重大な過失が存しなければ注意義務違反の責任はなく、忠実義務は取締役が独立で利害関係を有しないことを要求する。裁判所は社外あるいは独立の取締役にあってなされた決定に対して大きな敬意を払い、会社が独立あるいは利害関係を有しない取締役の多数から成る取締役会を有することを奨励する。

経営判断の原則の政策的正当化は裁判所によって異なるが、ひとつは取締役として勤めることおよびリスクをとることの奨励である<sup>(注9)</sup>。また、経営上の決定に司法の介入を避けることが挙げらる。裁判所は複雑な経営上の決定をするために必要な経験、専門的知識あるいは情報を有しないことをその理由とする<sup>(注10)</sup>。次に、取締役会の統治の役割保持がある。裁判所の審理を制限することによって、取締役会における権限の集中の制定法上の枠組みを保持することにつながる<sup>(注11)</sup>。また、取締役会の行為への司法の尊重の政策は株主と裁判所の両方に対して取締役会に権限を保持することを認めることになる<sup>(注12)</sup>。したがって、経営判断の原則はあと知恵で裁判所が取締役会の決定を判断、審理することを妨

(注13)  
ける。

経営判断の原則は取締役会の決定に介入しないことを裁判所に要求するのみならず、ルールの適用が広範囲に及ぶゆえに強力である。(注14) 裁判所は企業経営問題のみならず、組織変更の問題にも経営判断の原則の適用を認めている。(注15)

- (4) 473 A.2d 805, 812 (Del. Supr. 1984).
- (5) したがって、経営判断の原則は審理の基準ではなならないことになる。
- (6) Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Del. Supr. 1993).
- (7) State of Wisconsin Inv. Bd. v. Bartlett, C.A. No. 17727, 2000 Del. Ch. LEXIS 42 at 11-12. (Del. Ch. Feb. 24, 2000).
- (8) Stone v. Ritter, 911 A.2d 362, 369 (Del. Supr. 2006).
- (9) In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litig., 964 A.2d 106, 131 (Del. Ch. 2009); In re Del Monte Foods Co. Shareholders Litig., 25 A.3d 813, 830 (Del. Ch. 2011); Teachers' Ret. Sys. v. Auldoff, 900 A.2d 654, 668 (Del. Ch. 2006).
- (10) In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 907 A.2d 693, 746 (Del. Ch. 2005).
- (11) Doolley & Veasey, The Role of the Board in Derivative Litigation: Delaware Law and the Current ALI Proposal Compared, 44 Bus. Law. 503, 522 (1989).
- (12) Johnson, Corporate Officers and the Business Judgment Rule, 60 Bus. Law. 439, 457-58 (2005).
- (13) 裁判例をみれば少なくとも極端な経営上の決定の内容を審理する権限を裁判所は保持しているとの立場をとっている。Veasey, Duty of Loyalty: The Criticality of Counselor, 45 Bus. Law. 2065, 2071-72 (1990); Block, Barton & Radin, The Business Judgment Rule: Fiduciary Duties of Corporate Directors 84-90 (5th ed. 1998). したがって、通常の経済人がそのような決定をしないとしても合致することは困難である。Amman, Cost-Benefit Analysis of the Business Judgement Rule: A Critique in Light of the Financial Meltdown, 74 Alb. L. Rev. 1, 8 (2010/2011).

(14) 社長の報酬決定に関して、経営判断の原則の適用を認めたものとして In re Walt Disney Co. Derivative Litig., 906 A.2d 27, 58 (Del. Supr. 2006)。<sup>16)</sup> そして株式の発行に伴う特定株主の地位の希釈化に関して、 Benhana of Tokyo, Inc., v. Benhana, Inc., 906 A.2d 114, 121 (Del. Supr. 2006)。

(15) 合併問題に関して、 Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc., 571 A.2d 1140, 1142 (Del. Supr. 1989)。<sup>17)</sup> ただし、株主の議決権の効果に干渉することを主要な目的としてなされた行為には厳格な審査が要求されるとする。 Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corporation, 564 A.2d 651, 663 (Del. Ch. 1988)。しかし、取締役の選任に関し、取締役会に株主の多数決による意思を覆すことを認める定款規定を有するときに、与えられた権限行使をなした場合に経営判断の原則の適用を認める。 City of Westland Police & Fire Retirement System v. Axelis Technologies, Inc., 1 A.3d 281, 291 (Del. Supr. 2010)。

### 三 審査の基準

#### (一) ユノカル基準 (高められた経営判断の原則)

Unocal v. Mesa Petroleum 事件において、<sup>(注16)</sup> 裁判所は、敵対的企業買収の局面にあって防御措置をとることにつき、取締役会は会社および株主の利益よりも主として自己の利益のために行為するかもしれないという「どこにでもいる妖怪 (the omnipresent specter)」が存在するので、経営判断の原則による保護が与えられるまでに、取締役会に課せられる高度の義務の履行につき司法の審査を必要であるとした。その審査の内容は、(1) 会社の政策および効率性に対する危険が存在すると信じるに足る合理的根拠を有すること、(2) 提起された脅威に関して採用された防御措置がその脅威に関して合理的であること、を取締役は証明しなければならぬとした。この高められた審理は主観的および

び客観的要素から成るものであり、<sup>(注17)</sup> 経営判断の原則の適用と厳格な公正の基準の中間的基準といえるものである。<sup>(注18)</sup>

## (二) レブロン基準

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. 事件において、<sup>(注19)</sup> 敵対的企業買収の局面にあって防御措置を講ずる場合に、経営判断の原則を適用するあたっては、「どこにでもいる妖怪」を生じるので、ユノカル基準を満足させなければならぬ。しかし、会社の売却が不可避になった場合には、取締役会の義務は会社の主体性の保持から株主の利益のために会社の売却価格を最大にすることに変更された。取締役会の役割は会社の要塞の防御者から会社の売却時に株主のために最高の価格を得る責務ある競売人へ変わったとした。<sup>(注20)</sup> しかし、その後、裁判所は、レブロン義務は基礎的な信認義務を遵守して行為しななければならないことを意味するものであるとして、一歩進めて会社支配の変更があるときにはその適用を認めている。<sup>(注21)</sup> そして、会社の売却を含んだ取引の審理において、裁判所は、取締役は申し出られた価格がその状況の下で合理的に利用しうる最高の価値であることを示す責任を負うとする。<sup>(注22)</sup>

## (三) 完全な公正テスト

経営判断の原則は取締役に関係を有しないことを要求するゆえに、利益衝突が存する場合には経営判断の原則は適用されないことになる。そのような状況においては裁判所は完全な公正テストを採用する。

Weinberger v. UOP, Inc. 事件において、<sup>(注23)</sup> 現金交付合併にあたり共通の取締役が取引の両側に立つときは対象会社は取引の完全な公正を証明することが要求されるとした。そして、公正の概念は、公正な取引と公正な価格という公正要

素から成り、公正な取引は、取引の時機、取引の開始・構成・交渉の態様、取締役への情報開示、取締役・株主の承認のあり方などが考慮の対象となる。公正な価格は、資産・市場価値、収益、将来予測その他株式の本質的あるいは固有の価値に影響する他の要素を考慮する。公正な取引と公正な価格は別々の問題として分岐したものではないと<sup>(注24)</sup>した。

完全な公正テストは、取引の状況の全体に亘って厳格で綿密な検討を裁判所に求める<sup>(注25)</sup>。このテストは困難なものであり、しかも裁判所が完全な公正テストを適用する決定はほとんど結果決定につながるものとなっている<sup>(注27)</sup>。

裁判所は経営判断の原則の適用のある場合には取締役会の判断を尊重するが、三つの審査基準は裁判所の満足のために取締役会に基準の遵守の証明を要求するものとなっている。

- (16) 493 A.2d 946, 955-56 (Del. Supr. 1985).
- (17) *In re Del Monte Foods Co. Shareholders Litig.*, 25 A.3d at 830; *Bay Domestic Holdings, Inc., v. Newmark*, 16 A.3d 1, 30 (Del. Ch. 2010). *Lazarus & McCartney, Standards of Review in Conflict Transactions on Motions to Dismiss: Lessons Learned in the Past Decade*, 36 Del. J. Corp. L. 967, 973 (2011).
- (18) *Kerr, Delaware Goes Shopping for a "New" Interpretation of the Revlon Standard: the Effect of the QVC Decision on Strategic Mergers*, 58 *Alb. L. Rev.* 609, 619-620 (1995).
- (19) 506 A.2d 173, 182 (Del. Supr. 1986).
- (20) 20 のような場合にレブロン基準に基づく審理がなされるのであろうか。 *In re Santa Fe Pac. Corp. Shareholder Litig.*, 669 A.2d 59, 71 (Del. Supr. 1995) によれば、(1) 会社が会社を売却するあるいは明らかに会社の解体を含んで事業再編成をもたらすために積極的買付手続きを始めたとき、(2) 買付申し込みの対応において、対象会社が長期の戦略を放棄し、会社の解体を含んで代替的取引を

求めるべき<sup>28</sup>。(3) 取引の承認が会社の売却あるいは支配の変更の結果となることを挙げる。また、*In re Smurfit-Stone Container Corp. Shareholders Litig.*, C.A. No. 6164-VCP, 2011 Del. Ch. LEXIS 79, at 60. (Del. Ch. May 20, 2011) では、合併にあたり、対象会社の株主が半分現金、残り半分は合併会社の株式を受け取り、合併会社の四五パーセントを占める場合にレブロン基準の適用を認める。

- (21) *Barkan v. Amsted Industries, Inc.*, 567 A.2d 1279, 1285 (Del. Supr. 1989).
- (22) *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d at 361.
- (23) 457 A.2d 701, 710-711 (Del. Supr. 1983).
- (24) 全取引の全つづの面に基づいて完全な公正を決定しなければならない。*Lonegan v. EPE Holdings LLC*, 5 A.3d 1008, 1020 (Del. Ch. 2010).
- (25) *In re Digex, Inc. Shareholders Litig.*, 789 A.2d 1176, 1207 (Del. Ch. 2000).
- (26) *Reis v. Hazelett Strip-Casting Corp.*, 28 A.3d 442, 459 (Del. Ch. 2011).
- (27) *Unitrin, Inc. v. Am. Gen. Corp.*, 651 A.2d 1361, 1371 (Del. Supr. 1995).

#### 四 審査基準の検討

##### (一) ユノカル基準

ユノカル基準の下で、裁判所は取締役会の決定の内容とその過程の両方を吟味するとする。しかし、前述の(1)の要件の立証については、取締役の誠実さと合理的調査を示すことよって満足されるとする。そして社外の独立取締役の多数から成る取締役会の承認によって、実質的にその証明は補強されるとする。<sup>(注28)</sup>(2)の要件についても、提

起された脅威の程度とその脅威に対する応答の妥当性を分析することは、取締役の営業判断を裁判所のそれに置き換えることを要求することになり、<sup>(注29)</sup>そのため裁判所は取締役の応答の合理性を判断するにあたり、取締役に大きな裁量を与え、甚だしく不合理な応答のみを無効としている。<sup>(注30)</sup>

独立の取締役の多数によってなされた決定であれば、取締役会の立証責任が軽くなることにつき、*Selectica, Inc. v. Versata Enters., Inc.* 事件において、<sup>(注31)</sup>衡平法裁判所は、ユノカルの下で防御措置が社外の独立取締役の多数によってなされた場合、取締役会の誠実と合理的調査の証拠は大きく高められる。さらに、多数の社外取締役の存在は法的そして財政アドバイザーによる助言への信頼の提示を伴って誠実と合理的調査の一応の証拠を構成する。<sup>(注32)</sup>社外の独立の取締役によってなされた決定のこのような効果の背後にある合理的根拠はユノカルの下での高められた吟味が取り組むことを意図している基本的問題に直接関連する。自己の雇用の保持あるいは自己の利益を図る動機によって決定が歪められる問題を緩和する。そして、当然、誠実と合理的調査のより大きな仮定を導くと説明する。

敵対的企業買収の局面において、対象会社の取締役は、その地位に伴う報酬、会社支配に伴う権限など様々な利益が脅かされることになる。かかる局面における取締役の利害関係は無視できないものであり、そこで採用された防御措置に対して経営判断の原則の適用は不適当ということになる。ここでは利益衝突問題のための伝統的監視である完全な公正テストを求めることになる。これに従えば、裁判所は防御措置の採用に関わる過程が公正であるかどうかに関わりなく、防御措置に取り組むこと自体が取締役会にとって公正かどうかを裁判所は判断しなければならなくなる。すなわち、株主にとって現在の経営者を選ぶか、あるいは株式を買付者に売却することのどちらが良いのかを判断しなければならなくなる。<sup>(注33)</sup>そこで、裁判所は取締役の行為が公正かどうかを証明することを要求しないで、自己支

配を維持するための行為と株主の利益を図るための行為とを区別することを意図する審理の中間的基準を確立したと考えられる。

ユニカル基準の下で審理された裁判例は二〇一一年までに四七件あるが、一件のみが第一段階で、九件が第二段階で要件に合致しなかったとされている。<sup>(注34)</sup> この結果は裁判所が取締役会の決定を尊重していることを示すものである。また、要件に合致した三七件のうち、独立取締役の多数から成る取締役会が存在しているケースが三一件、そうでないもしくは明らかではないものが六件となっている。<sup>(注36)</sup> ここでは独立取締役に大きな敬意を裁判所は払っていることを示している。

## (二) レブロン基準

裁判所はユニカル基準の下での対象会社の取締役が種々の防御措置を講じることができるように、レブロン基準の下において、取締役会がその義務を遂行するために従わなければならない唯一の青写真は存せず、いかにゴールを達成するか誰も取締役に語れない。<sup>(注37)</sup> なぜなら、各々の会社はその会社独特の状況に直面するからとして、<sup>(注38)</sup> 多数の独立取締役から成る取締役会の判断を尊重する。

取締役の裁量はいかに最善の利益を達成するかという意味では広いものであるが、ゴール自体は非常に限定されたものである。しかし、裁判所は、価値を最大化するために理由付けられる方法はいくつかあるので、取締役が合理的な行為の過程を選ぶ限り、失敗を見つけることはできないという。<sup>(注39)</sup> Golden Cycle, LLC v. Allian 事件において、<sup>(注40)</sup> 裁判所は、高められた司法の吟味を適用する裁判所は取締役が完全な決定ではないが、合理的な決定をしたかどうかを判断

すべきである。もし、取締役会がいくつかの合理的な選択のひとつを選択するならば、裁判所は決定されたかも知れない選択あるいは後に起きた出来事によって取締役会の決定に疑いを生じさせることをあと知恵で判断すべきではない。取締役の決定が全てを考慮して合理性の範囲内にあるならば、裁判所は取締役の経営判断を自己のそれと置き換えない。このように取締役会が株主にとって合理的に利用し得る最善の価値を求めらるならば、合理的にそして信認義務によって要求されるものとして行為したと判断されるとした。

また、裁判所は取締役が株主の価値を最大化するために努力しなければならぬことを強調するが、取締役会は最善の価値に対する意見の相違あるいは将来を予見することが出来ない<sup>(注41)</sup>ので、より良い買付者が将来出現することを予見できなかったための責任を負わないとする。

レブロン判決は、修正されたユニカル基準を適用した結果、レブロン義務を遂行するための取締役の行為を明らかにしている。裁判所は、取締役は消極的ではなく、積極的に行為することを求めており、株主に最善の利益をもたらすために、競合買付を刺激し、市場の力が自由に働くように努めなければならず、そのために取締役会に交渉のための自由裁量を認めている<sup>(注42)</sup>。したがって、市場へのアプローチを通して交渉された成果としての取引価格を裁判所は尊重する<sup>(注43)</sup>。会社は必ずしも市場へのアプローチを要求されるものではないが、市場の情報チェックがなされなかったときは、裁判所の分析は、取締役が決定に用いた情報を含んで取締役によってなされた意思決定過程に関する審理を含むとする<sup>(注44)</sup>。

このようにユニカル基準とレブロン基準には相違があるが、独立の取締役への敬意を伴って高められた経営判断の原則の審理の共通の枠組みは対象取締役に好ましい結果となっている。レブロン基準の下で審理された裁判例は二〇

一一年までに三九件あるが、三一件がレブロン義務に合致したとされている。そのうち二四件が独立取締役を有するケースである。<sup>(注45)</sup> 失敗した八件のうち、五件が独立の取締役を有していたが、一つは市場へのアプローチがなかったケースであり、<sup>(注46)</sup> 残りの四件は、取引に自己の利益が関係していたり、独立として株主の利益を図ることを何もしておらず、独立が大いに疑われるケースであった。<sup>(注47)</sup> また、取締役会が委任状参考資料において重要な欠陥のある開示がなされた場合、合併価格の価格と公正に疑問が生じるとしてレブロン義務を問題とする。<sup>(注48)</sup>

このようにみれば、裁判所は独立の取締役に大きな敬意を払っているが、経営者から真の独立であることを要求している。また対象株主に対しては自己の投資の適切な判断ができるように対象会社が適切な開示をすることを要求し、自由な取引市場を尊重することを好ましいとする。<sup>(注49)</sup> したがって、裁判所は司法の審理に替えて、独立の取締役、株主および自由な取引市場に監視の機能を果たさせている。

### (三) 完全な公正テスト

取締役が判断すべき事項には多くは経営に関する事項で経営判断の問題であるが、新株発行、株式買取請求権、現金交付合併などのような会社支配あるいは株主の利益に関わる事項で所有者としての株主の役割に直接関連するものがあり、注意深く吟味されなければならない。<sup>(注50)</sup> したがって、独立の取締役などの監視者の機能を持つ者を認めない。

In re Fort Howard Corp. Shareholders Litig. 事件において、<sup>(注51)</sup> 取締役会の決定が会社支配を変更するような重大な取引である場合には、取締役は判断を確実になすために特別な負担が課せられるとする。また、Reis v. Hazlett Strip-Casting

Corp. 事件<sup>(注52)</sup>において、完全な公正はデラウェアの最もわずらわしい基準である。原告が経営判断の原則に打ち勝つに十分な事実を証明すれば、取締役は行為あるいは取引が会社とその株主にとって完全に公正であることを証明する責めを負う。完全な公正が適用されれば、取締役は取引が公正な取引と公正な価格の生産物であることを裁判所に満足させなければならない。取引が完全な公正であるとの正直な信念は完全な公正を確立するのに十分ではない。むしろ、取引自体が客観的な公正、取締役会の信念の独立でなければならないとした。

しかし、完全な公正のテストの適用が問題となるとき、裁判所は一定の状況の下で公正の審理を避ける代替的方法を認めている。先の Weinberger 判決<sup>(注53)</sup>では、原審で示された利害関係を有しない少数株主の承認は取引の監視として効果的であるとの論理に触れていないが、単なる社外株式の多数ではなく、利害関係を有しない少数株主の多数の議決を要求することは確固たる手続き的保護のひとつを構成するものであり、原告に公正の問題における証明責任を転換するとの判例がある。<sup>(注54)</sup> In re PNB Holding Co. Shareholders Litig. 事件<sup>(注55)</sup>において、衡平法裁判所は、承認の浄化効果は影響を受ける少数の多くが積極的に取引を承認したとき、承認のための自己利益的決定がその問題の司法の吟味を不要にするのに十分な公正の証拠であるとの直感に依存する。同様の信頼は取引が現実に議決する少数者よりも多くの票を単に集めることから生まれない。この立場は委任状を返還しない人々が少数者のうちの黙示の積極的多数のメンバーであるとの支持できない仮定を要求すると説明する。

裁判所は株主が彼らの投資の決定なすための権限を行使したのちに、彼らの何が公正かの見解を自己の見解に置き換えること嫌っている。La. Mun. Police Emples. Ret. Sys. v. Crawford 事件<sup>(注56)</sup>において、裁判所は、デラウェア裁判所は株主および取締役の認識と明敏に大きな誠実を置いている。極端な状況においてのみ裁判所は取締役の経営判断を自己

の経営判断に替えるあるいは自己の洗練された決定をなすために株主の権利を奪うという。この状況の下で、原告は不公正を証明することは非常に困難と思われる。

会社は原告に証明責任を転換するためには株主の承認が以下の要件を満足しなければならない。すなわち、Weinberger 判決において、裁判所は公正な取引に関して、デラウェア州では情報を有する者はたとい役員あるいは取締役でなくても会社の利益・重要事に関与する場合は株主を誤らせてはならない義務を課しているとして、<sup>(注57)</sup> 株主に対して十分な事実の開示を要求する。また、Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc. 事件において、<sup>(注58)</sup> 独立の交渉委員会が対等な交渉力を有しており、また、十分な情報を有していたならば、証明責任の転換が考えられるが、本件にあっては、委員会が会社の圧力に屈したときに作為的でない取引ではなくなったとして、<sup>(注59)</sup> 証明責任の転換を認めなかった。それゆえ、株主の決議は圧力から自由でなければならぬことになる。<sup>(注60)</sup> この二つの要件が認められるならば、裁判所は株主の判断を尊重する。

また、このように十分に開示を受けた利害関係を有しない株主の承認に加えて、少数株主の保護のために真に独立した取締役から成る交渉委員会の存在があれば、<sup>(注61)</sup> 完全な公正を担保する一手段とみている。Kahn v. Tremont Corp. 事件において、<sup>(注62)</sup> 独立の取締役から成る委員会の利用によって証明責任は被告から原告に転換しうる。しかし、完全な公正の基準は、たとい独立の委員会の利用があつたとしても不適當の疑念を生じさせる根源的な要素は完全に除去されず、注意深い司法の吟味を要求するがゆえに、その適用が残されているとされた。しかし、最近の衡平法裁判所は、一定の条件の下に支配株主の締め出し取引に関して経営判断の原則の適用を認めることで完全な公正の審理を排除する。<sup>(注63)</sup> In re CNX Gas Corp. Shareholders Litig. 事件において、<sup>(注63)</sup> 第一段階の公開買付が、(i) 独立の取締役から成る特別

委員会によって交渉され推奨されたものであり、(ii) 少数株主の多数の賛成のある申し出であるとの条件を満たすものであれば、経営判断の原則が締め出し取引に推定的に適用されるとした。

また、*In re John Q. Hammons Hotels Inc., Shareholder Litig.* 事件において、<sup>(注64)</sup> 大株主によって交渉された第三者合併において、大株主は取引の両側に立っておらず、大株主と少数株主は対価の割合において競合していた。大株主と少数株主が異なる対価を受け取る場合に、裁判所は強固な手続的保護が適切であり、少数株主は第三者の申し出を受け取るか否かの選択的能力および交渉能力がある場合に経営判断の原則が適用される。完全な公正テストは適用されるべきではないとした。

一定の条件の下で経営判断の原則の適用を認める裁判所の態度は、支配株主の能力を否定するものではないが、支配株主の関わる取引の手続き的要件に非強圧的なものとして修正して組み入れる。すなわち、独立の取締役および利害関係を有しない株主によってなされた決定を信頼することによって解決している。<sup>(注65)</sup> この点につき、*In re Pure Res., Inc., Shareholders Litig.* 事件において、<sup>(注66)</sup> これは支配株主の公開買付が少数株主を危険に晒さないことを意味するのではない。会社法は分岐した投資家は弱い者であるとの仮定を企図すべきではないが、代わりに彼らの自由と知性のあることよって承認された取引に大きな敬意を与えるべきことを認めるのみであるとする。同様に、利害関係を有しない委員会の効果について、*Smith* 事件以後の裁判例は、特別委員会は支配者と効果的に交渉できるもので、特別委員会および少数株主は共に閉め出しの提案を拒絶することができることを示している。これらの例は、独立の取締役およびつながりのない株主は支配者と交渉するための道具を与えられ、これらの道具が抑止されたとき、公正の意味ある司法の審理によって防衛するとの統一基準を支持することが予測されるという。<sup>(注67)</sup>

デラウェア裁判所は完全な公正テストの下で審理を行うが、会社が独立取締役から成る委員会を設け、利害関係を有しない株主の決議が利用できる場合、原告に取引の不正の証明責任を転換することが認められ、完全な公正テストを有名無実化することが可能となっている。

- (28) *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d at 955.
- (29) *Jhonsen & Siegel, Corporate Mergers: Redefining the Role of Target Directors*, 136 U. P. L. Rev. 315, 332 (1987).
- (30) *ibid.*, 333-34.
- (31) C.A. No. 4241-VCN, 2010 Del. Ch. LEXIS 39, at 43-44, 50-51 (Del. Ch. Mar. 1, 2010).
- (32) 合理的調査は注意義務に関連するものと考えられ、注意義務の履行にあたっては合理的に利用し得る全ての重要な情報を得ることを要求される。注意義務の審理は取締役の主観的動機よりも客観的行為に焦点を当てるもので、それゆえ意思決定の過程を審理することになるが、取締役は法的・財政的アドバイザーによってこの基準に最低限適合するように吟味された情報・記録を提供されることで裁判所の要求に応える。
- (33) *Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *Stan. L. Rev.* 819, 827 (1981).
- (34) *Siegel, The Illusion of Enhanced Review of Board Actions*, 15 *U. Pa. J. Bus. L.* 599, 619-20 (2013). 裁判例にこの論点について詳しく論じているところがある。
- (35) 当事者を含め全てが平等に扱われるならば、勝訴する当事者は証明責任を負わない者である。Finley & Karnes, *An Empirical Study of the Change in the Burden of Proof in the United State Tax Court*, 6 *Pitt. Tax Rev.* 61, 66 (2008).
- (36) *Siegel*, *supra* note 34, at 621.
- (37) *Barkan v. Amsted Indus., Inc.*, 567 A.2d at 1286.
- (38) *Lyondell Chem. Co. v. Ryan*, 970 A.2d 235, 242 (Del. Supr. 2009).

- (63) *In re Lear Corp. Shareholder Litig.*, 926 A.2d 94, 115 (Del. Ch. 2007).
- (64) C.A. No. 16301, 1998 Del. Ch. LEXIS 237, at 42 (Del. Ch. Dec. 10, 1998).
- (17) *In re Del Monte Foods Co. Shareholders Litig.*, 25 A.3d at 830; *In re Fort Howard Shareholders Litig.*, C.A. No. 9991, 1988 Del. Ch. LEXIS 237, at 9 (Del. Ch. Aug. 8, 1988).
- (62) *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d at 184 n.16.
- (63) *In re Doller Thrifty Shareholder Litig.*, 14 A.3d 573, 612-13 (Del. Ch. 2010).
- (14) *McGowan v. Ferro*, 859 A.2d 1012, 1033 (Del. Ch. 2004).
- (59) Siegel, *supra* note 34, at 629-30.
- (60) *In re De Soto Inc. Shareholder Litig.*, C.A. No. 11221, 11222, 1990 Del. Ch. LEXIS 15, at 23 (Del. Ch. Feb. 5, 1990).
- (47) Siegel, *supra* note 34, at 631.
- (60) *Upper Deck Co. v. Topps Co.*, 926 A.2d 58, 73, 81 (Del. Ch. 2007).
- (61) *In re Neismart Techs. Shareholders Litig.*, 924 A.2d 171, 207 (Del. Ch. 2007).
- (56) Manning, *Reflections and Practical Tips on Life in the Boardroom After Van Gorkom*, 41 *Bus. Law.* 1, 5-6 (1985).
- (16) C.A. No. 9991, 1988 Del. Ch. LEXIS 110, at 4-5 (Del. Ch. Aug. 8, 1988).
- (62) 28 A.3d 442, 459 (Del. Ch. 2011).
- (63) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 426 A.2d 1333, 1362 (Del. Ch. 1981).
- (57) *In re John Q. Hammons Hotels Inc., Shareholder Litig.*, C.A. No. 758-CC, 2009 Del. Ch. LEXIS 174 at 30 (Del. Ch. Oct. 2, 2009).
- (58) C.A. No. 28-N, 2006 Del. Ch. LEXIS 158, at 55 (Del. Ch. Aug. 18, 2006).
- (66) 918 A.2d 1172, 1176 (Del. Ch. 2007).
- (55) *Weinberger v. UOP, Inc.*, 426 A.2d at 702.
- (68) 638 A.2d 1110, 1121 (Del. Supr. 1994).
- (65) *In re Pure Res., Inc., Shareholder Litig.*, 808 A.2d 421, 438 n.26 (Del. Ch. 2002).

- (60) 原告は、株主が基本的決定をなすことを妨げることを求めるならば、株主は自己の保護をなすことがどうしても不可能である、あるいは株主の権限の効果的使用が重要な情報の欠如によって妨げられていることを裁判所に説得する重い責任がある。La. Mun. Police Emples, Ret. Sys. v. Crawford, 918 A.2d at 1176.
- (61) Weinberger v. UOP, Inc., 426 A.2d at 709 n.7.
- (62) 694 A.2d 422, 428 (Del. Supr. 1997).
- (63) 4 A.3d 397, 412-13 (Del. Ch. 2010); see also In re Cox Communications, Inc., Shareholders Litig., 879 A.2d 604, 624 (Del. Ch. 2005).
- (64) 2009 Del. Ch. LEXIS 174, at 41. 第三者による合併の場合は、支配株主のそれと異なり、構造的に非強圧的買付によって株主の保護の必要性は少ないと思われる。
- (65) Siegel, *supra* note 34, at 640.
- (66) 808 A.2d at 444.
- (67) In re CNX Gas Corp. Shareholders Litig., 4 A.3d at 413.

## 五 外部規制およびその代替者の検討

見てきたように、司法の審理の背後に独立の取締役、利害関係を有しない株主そして市場が存在する。ユノカル基準、レブロン基準および完全な公正テストの下での司法の審理は独立の取締役に大きく依存する。レブロン基準および完全な公正テストは株主の承認を信頼する。そして、レブロン基準は市場の監視を重視する。しかし、各々の外的規制（その代替者）には長所と短所があり、支持者と反対者が存在する。

## (一) 独立取締役

独立取締役は経営上の決定を判断することに適しているのみならず、株主によって選任され、株主の利益のために判断をなすにあたって必要な権限を有する<sup>(注68)</sup>。会社あるいは経営者と経済的な結びつきのない独立取締役は最も効果的な方法で経営者の行為を精査できる<sup>(注69)</sup>。ゆえに独立取締役は外的規制の理念的代替として理解されることになる<sup>(注70)</sup>。裁判所は通常の会社の取引のみならず、経営者の権限の濫用のおそれのある取引についても独立取締役の判断を尊重する<sup>(注71)</sup>。独立取締役の利用は取締役会の決定機能を公平な者の手に委ねる効果がある<sup>(注72)</sup>。Selectica, Inc. v. Versata Enters., Inc. 事件において、裁判所は、決定が雇用を維持することを望むであろう経営者のメンバーの代わりに社外の取締役によってなされたならば、取締役会の決定が自己利益を図る動機によって汚染されているとの問題は軽減され、当然に誠実と合理的調査の大きな推定が生じるといふ。また、議会も会社統治改革問題について独立取締役の役割に期待する<sup>(注74)</sup>。

しかし、現在の取締役の独立の概念は客観的な監視者としては十分ではなく、その役割については限界があると指摘されている<sup>(注75)</sup>。その限界を列挙するならば、①社会的結びつき 一般的に独立は会社と取締役間の金銭的結びつきとの関連において定義している。会社外の関係を中心とした友人関係、社会関係、専門職業の関係は考慮の対象としていない<sup>(注76)</sup>。しかし、社会的結びつきは個人の客観的に行為する能力に大きな影響を与える<sup>(注77)</sup>。②内集団バイアス 外集団の犠牲において内集団を好ましいとする差別を生み出す<sup>(注78)</sup>。独立と定義される取締役でさえ取締役会のメンバーであり、他の取締役を好ましいとするバイアスが存する<sup>(注79)</sup>。③構造上のバイアス 利害関係を有しないとされる独立の取締役は、社会化の過程において会社の根底にあるイデオロギーを反映する「共通の文化のきずな」、そして多くの取締

役と分かち合う「自然の感情移入と協調関係」によって公正な判断ができなくなる。<sup>(注80)</sup>④選任のバイアス 伝統的に経営者によって候補者が指名されており、取締役は経営者の利益に反する行為に従事するあるいは経営者に反対の声を上げることは困難である。<sup>(注81)</sup>⑤情報の非対称 独立取締役は会社の日々の業務に従事しておらず、CEOと独立取締役間の情報の不均衡はCEOに情報を操作するインセンティブを与え、監視の任務の遂行が困難となる。<sup>(注82)</sup>⑥知識の不足 独立取締役は自己が社内取締役として勤務する会社に関する特別の経験を有するが、独立取締役として勤務する企業に関する経験を有してはいない。知識を有しない人に信頼する監視システムは十分な効果が期待できないばかりか有害である。<sup>(注83)</sup>知識に欠ける独立取締役は経営上の決定を黙認する傾向を有し、知識の欠如は不適切な盲従を増加させる。<sup>(注84)</sup>

このように法的に資格のある独立取締役が真に種々のバイアスから自由であるかどうかについて争いがある。構造上のバイアスは種々のバイアスの現れと理解できようが、いずれにせよ、独立の取締役の限界を主張するものである。しかし、ここで示された偏向感情を生ずる関係は金銭的なつながりに比して明確に捉え難い関係であり、それゆえ、どこに限界を求めめるかが容易ではないと思われる。このような個人的な感情を独立性の判断のための決定的な要素とするのは危険が大きいかもいえよう。このような要素が問題になる状況があれば、経営判断の原則の適用を控え、裁判所は他の種々の要因とともにその独立性を審査する方向で考えるのが望ましいといえよう。

## (二) 株主の承認

制定法は株主の承認にいくつかの役割を記しているが、明確な株主の承認の法的効果の不記載は、取締役の利益相

反取引にみられるようにコモンロー上の原則はどこまで修正されるべきかという政策上の葛藤の表れとみることもできよう。承認のメカニズムの機能は取引の実質的公正を高めるための手続的工夫として予定されたと考えられよう。制定法は承認された取引がいかなる意味を持つかについて明らかにしていないために、承認のメカニズムは取引の審査基準である完全な公正を排除して代替的手段として予定されているとも考えることもできようし、株主の承認した取引の正当性を審査するための方法は何かについて裁判所に委せるための間接的手段として考えているともいえる<sup>(注85)</sup>よう。

前者の考え方を支持する理由として、第一に、利害相反取引は利害関係を有しない少数株主が取引を拒絶する権限を有する場合に、効果的に排除される<sup>(注86)</sup>。第二に、株主の決議は取引が公正であるかどうかあるいは経営者の動機が適切であったかどうかの司法の主観的評価を客観的な基準に置き換える<sup>(注87)</sup>。第三に、株主の承認は取締役会によって勧められた取引が公正かどうかを自己の投資を決定する株主に委せる。Louisiana Municipal Police Employees' Retirement System v. Crawford 事件<sup>(注88)</sup>において、裁判所は株主の識別および洞察力に大きな善意を置く。極端な状況においてのみ、本裁判所は自身の情報に通じた決定をなすために株主の権利を奪うという。

他方、株主の事実の認識について、会社から提供される情報は開示による会社の不利益を避けるために限定されたものになるおそれがあり、会社に雇用された投資銀行家が公正であるとして経営者の行為の好ましい仮定を記述した公開情報によって一方的に一定方向に動かされる<sup>(注89)</sup>。また、株主の意思も問題となる。分散した株主の集合行為(個々の株主の合理的無関心およびただ乗り)の問題があり、株主の利益に反する決定を生み出すおそれがあるとす。

裁判所は独立の取締役あるいは利害関係を有しない株主の判断を尊重し、目に余る不完全な意思決定の証拠のない

ときは形式的に適切なものとして取り扱おうと指摘されている。<sup>(注90)</sup> しかし、株主は取締役が利用する情報を有しておらず、しかも経営者の行為を反射的に賛同しがちであるといわれている。<sup>(注91)</sup> 株主は開示を要求しても合理的に制限された開示によって希釈化されたものに基づくものである。<sup>(注92)</sup> しかし、一般的には取締役による承認よりも株主による承認の方が取引を確実にする法的効果が認められている。

### (三) 市場

裁判所は種々の関連において市場の監視に依存する。<sup>(注93)</sup> レブロン判決においても、市場の力は対象株主のために利用し得る最善の価値を彼らにもたらすために自由に働くように努めなければならないことが取締役の義務であると<sup>(注94)</sup> する。

Van de Walle v. Unimation Inc. 事件において、<sup>(注95)</sup> 裁判所は、合併にあたり一株あたりの株式価格の公正の最も普及した証拠は、売主が最も高い利用し得る価格を求めることに積極的である場合、二人の独立の当事者間の作為的でない取引の結果である価格である。市場の勤勉で広範な調査は、これ以上利用し得る良い価格は存しないことを肯定する。取引価格が主観的な判断から区別するものとして現実の客観的市場の厳しい状況に進んでいる事実は、価格は公正である強い証拠としてみられるという。

株式市場において様々な手段による情報の開示がなされても、全ての利用し得る情報は株価に反映しない。そこには「ノイズ」<sup>(注96)</sup> あるいは全体的に市場の評価に影響を与えるシステマティックなリスクによって影響され、企業独自のリスクを<sup>(注97)</sup> 正確に反映しないことがある。また、経営の質に関する経営者と株主の情報の非対称はほとんど限定されておらず、<sup>(注98)</sup>

株式市場の存在とかその作用によって治癒されるものではない。<sup>(注99)</sup> 経営者が機会主義的な行動をとらないことなどの経営的リスクを含んで会社支配に関する情報には質に関する不確かさが存在し、それを正確に評価するには市場の能力の欠如があるので市場の失敗が生じる。<sup>(注100)</sup>

*Aplebaum v. Avaya, Inc.* 事件において、<sup>(注101)</sup> 裁判所は、支配株主が少数株主と今後の取引を制約しないとする取引を提示したとき、機会主義が問題となる。少数株主に押しつけられる不足額は支配株主に価値の譲渡の結果となる。価値の割引は、支配株主が市場において知られていない重要な事実を保有する場合に、故意に課され得るあるいは情報の不均衡の結果と成り得るといふ。

市場は所有と支配の分離に伴う潜在的な利益衝突を解決するのには不十分といわなければならないが、重大な経営的裁量の問題を解決すべき最後のメカニズムとしての意義は有するといえよう。<sup>(注102)</sup>

#### (四) 支配株主による合併取引と完全な公正テスト

*Weinberger v. UOP, Inc.* 事件では、<sup>(注103)</sup> 支配株主が取引の両側に立つときは、その取引の完全な公正を証明する責任を負うとの原則を示し、先に述べたように真に独立した取締役から成る特別委員会は完全な公正を担保する一手段とみている。また、十分に重要な開示を受けた少数株主の多数による承認があれば、証明責任の転換があることを認める。*Kahn* 判決後、独立の特別委員会による手続を経るならば、支配株主が利害関係を有する合併取引に適用される審査基準はいかなるものについて、衡平法裁判所において立場が分かれた。

*Rosenblatt v. Getty Oil Co.* 事件において、<sup>(注104)</sup> 裁判所は支配株主が取引の両側に立っており、完全な公正を証明する責

任をまず負わなければならないが、独立の交渉委員会の承認があれば公正の証明責任を転換するとした。一方、*Chiron v. E.I. DU Point de Nemours & Co.* 事件<sup>(注106)</sup>では、たとい独立した取締役から成る交渉委員会による交渉であっても、取引条件が作為的でない取引でなされたものとかわらないものかどうか確かめ得ないことを理由として、少数株主保護のために完全な公正基準が適用されるが、証明責任の転換はあり得るとし、*Radkin v. Olim Corp.* 事件<sup>(注106)</sup>においては、裁判所は、単に独立の特別委員会が存してもそれだけでは証明責任が転換されるものではない。そのためには少なくとも二つの要素が満たされなければならない。一つは支配株主が合併の条件を指示しないこと。他の一つは特別委員会は作為的でない取引の見地から支配株主に対して行使し得る真の交渉力を有しなければならなかった。このような状況のなかで、最高裁判所は右の混乱を終結する判断を下した。

*Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.* 事件<sup>(注107)</sup>において、親子会社の関係にみられるように、支配株主が取引の両側に立つ場合には完全な公正を証明する責任を負う。完全な公正は、証明責任が支配株主に負わされるのかあるいは転換されるのに関わりなく、利害関係ある合併における司法の分析の適切な焦点である。なぜなら、利害関係を有する取引の不変の性質はより注意深い審査を請求するがゆえに完全な公正基準が唯一の審査基準である。また社外取締役から成る独立の交渉委員会の存在は、取引が公正の基準に合致する有力な証拠になる。独立の交渉委員会が対等な交渉力を有しており、また、十分な情報を有していたならば、証明責任の転換が考えられるとした。

*In re CNX Gas Corp. Shareholder Litig.* 事件<sup>(注108)</sup>において、最近の裁判例を引用し、*Kahn* 事件後の経緯は特別委員会は支配者と効果的に交渉し得ることおよび特別委員会と少数株主は締め出し合併の申し出を拒絶できることを示している。これらの例は独立の取締役と利害関係のない株主は支配者と交渉するための道具を与えられ、これらの道具が控

えられたとき意味ある公正の司法の審理によって保護されるとの統一の基準を支持していると思われる。また、続く In re CNX Gas Corp. Shareholder Litig. 事件<sup>(注10)</sup>において、基本的に市場の力を信頼し、司法の審理を制限すべきであるが、Kam 事件の裁判所は市場の力をあまり強調しないで司法の審理に重く依存していると批判する。

このように衡平法裁判所は支配株主が取締役に対する影響力を通じて会社を支配しており、自己に不当に有利な決定をなさしめる潜在的可能性が存することを認めながらも、外部規制をより信頼して支配株主による取引について審理の基準を変更することを試みている。

- (68) Fairfax, The Uneasy Case for Inside Director, 96 Iowa L. Rev. 127, 141 (2010).
- (69) Elson, Enron and the Necessity of the Objective Proximate Monitor, 89 Cornell L. Rev. 496, 497-98 (2004).
- (70) Clarke, Three Concepts of the Independent Director, 32 Del. J. Corp. 73, 79-80 (2007).
- (71) Mitchell, Structural Holes, CEOs, and Informational Monopolies: The Missing Link in Corporate Governance, 70 Brooklyn L. Rev. 1313, 1345 (2005).
- (72) Furlow, Back to Basics: Harmonizing Delaware's Law Governing Going Private Transactions, 40 Akron L. Rev. 85, 98 (2007).
- (73) C.A. No. 4241-VCN, 2010 Del. Ch. LEXIS 39, at 50-51 (Del. Ch. Mar. 1, 2010).
- (74) 独立取締役は経営者の行為の理念的監視者として会社法の立法者の心にならざるべき特別な地位を占めらるべし。Tung, The Puzzle of Independent Directors: New Learning, 91 B.U. L. Rev. 1175, 1175 (2011).
- Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745; Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 952, 124 Stat. 1376, 1392-94 (2010).
- (75) Sharpel, The Cosmetic Independence of Corporate Boards, 34 Seattle U. L. Rev. 1435, 1449 (2011).

- (76) Hern, Delaware Courts Delicate Responds to the Corporate Governance Scandals of 2001 and 2002: Heightening Judicial Scrutiny on Directors of Corporation, 41 *Williamette L. Rev.* 207, 223 (2005).
- (77) たゞせば、エンロンとワールドコムに関する議会の調査は、取締役・役員間の強力な社会的・専門的結びつきが取締役と役員  
の行為を適切にチェックする能力を傷つけ、公正であるべき能力を危うくするリスクを示している。Fairfax, *supra* note 68, at 149.  
O'Connor, The Board: The Perils on Groupthink, 71 *U. Cin. L. Rev.* 1233, 1263-64 (2003).
- (78) Allen & Wilder, Categorization, Belief Similarity, and Intergroup Discrimination, 32 *J. Personality & Social Psychology* 971, 975 (1975).
- (79) Cox & Munsinger, Bias in the Boardroom: Psychological Foundations and Legal Implications of Corporate Cohesion, 48 *Law and Contemp.  
Probs.* 83, 99 (1985).
- (80) Velasco, Structural Bias and the Need for Substantive Review, 82 *Wash. U. L. Q.* 821, 824 (2004).
- (81) Cosenza, The Holy Grail of Corporate Governance Reform: Independence or Democracy? 2007 *B. Y. U. L. Rev.* 1, 44 (2007).
- (82) Langevoort, The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability,  
89 *Geo. L. J.* 797, 812-13 (2001).
- (83) Gorga & Halberstam, Knowledge Inputs, Legal Institutions and Firm Structure: Towards a Knowledge-Based Theory of the Firm, 101 *Nw. U.  
L. Rev.* 1123, 1125, 1164-65 (2007).
- (84) Fairfax, *supra* note 68, at 165.
- (85) Brudney, Revisiting the Import of Shareholder Consent for Corporate Fiduciary Loyalty Obligation, 25 *J. Corp. L.* 209, 220 (2000).
- (86) *In re CNX Gas Corp. Shareholder Litig.*, 4 A.3d at 413-14.
- (87) Siegel, Tender Offer Defensive Tactics: A Proposal for Reform, 36 *Hastings L. J.* 377, 407-08 (1985).
- (88) 918 A.2d 1172, 1176 (Del. Ch. 2007).
- (89) McGinty, The Twilight of Fiduciary Duties: On the Need for Shareholders Self-Help in an Age of Formalistic Proceduralism, 46 *Emory L. J.*  
163, 219 (1997).
- (90) *ibid.*

- (16) Osterle, *Fairness Opinions as Magic Pieces of Paper*, 70 Wash. U. L. Q. 541, 543 (1992).
- (92) いわば株主の代理人たる独立の取締役よりも会社の所有者あるいは残余財産分配請求権者としての株主の方が共同財産を委せる優位の権利を有するとの前提に基づくものと思われるが、株主は取締役に比して決定事項に関する知識が劣り、しかも情報の非対称性を考へると、判断の正しきの点で取締役より劣ると認められる。Brudney, *supra* note 85, at 218 n.38.
- (63) 株式買取請求手続と同一 Union III, 1995 Inv. L. P. v. Union Fin. Group, Ltd., 847 A.2d 340, 356 (Del. Ch. 2003)、「株式の併合手続に同一 Applebaum v. Avaya, Inc., 812 A.2d 880, 890 (Del. Supr. 2002)」。
- (64) Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d at 184.
- (55) C.A. No. 7046, 1991 Del. Ch. LEXIS 27 at 50 (Del. Ch. Mar. 6, 1991).
- (56) Black, Noise, 41 J. Fin. 529, 530-534 (1986).
- (67) Brudney, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract*, 85 Colum. L. Rev. 1403, 1423 (1985).
- (88) Williamson, *Corporate Governance*, 93 Yale L. J. 1197, 1219-20 (1984).
- (65) Brudney, *supra* note 97, at 1423; Coffee, *No Exit?: Opting Out, the Contractual Theory of the Corporation, and the Special Case of Remedies*, 53 Brook. L. Rev. 919, 945 (1988); Cox, *Compensation, Deterrence, and the Market as Boundaries for Derivative Suit Procedures*, 52 Geo. Wash. L. Rev. 745, 747-48 (1984).
- (00) Coffee, *supra* note 99, 947-48.
- (10) 812 A.2d 880, 891 (Del. Supr. 2002).
- (20) Butler & Ribstein, *Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians*, 65 Wash. L. Rev. 1, 25 (1990).
- (30) 457 A.2d 701.
- (40) 493 A.2d 929, 937-38, 938 n.7 (Del. Supr. 1985).
- (50) 584 A.2d 490, 502 (Del. Ch. 1990).
- (90) 1990 Del. Ch. C.A. No. 7547 (Del. Ch. April 17 1990), reprinted in 16 Del. J. Corp. L. 851, 861-62 (1991).
- (20) 638 A.2d 1110.

- (108) 4 A.3d at 413.
- (109) 多数株主による少数株主への証券交換による株式公開買付条件について独立委員会による取引拒絶につき、*In re Revlon, Inc. Shareholder Litig.*, 990 A.2d 940, 957 (Del. Ch. 2010) および公開買付について親会社から影響を受けずに独立委員会による拒否につき、*Next Level Communication, Inc. v. Motorola*, 834 A.2d 828, 847 (Del. Ch. 2003)。
- (11) C.A. No. 5377-VCL, 2010 Del. Ch. LEXIS 139 at 42 (Del. Ch. July 5, 2010) .