

経営判断原則の理論的基礎（2）

桜 沢 隆 哉

目 次

はじめに

第1章 米国における会社役員等の義務と経営判断原則

第1節 会社役員等の義務

第1款 会社役員等の義務と責任

第2款 注意義務と忠実義務の交錯

第2節 経営判断原則

第1款 経営判断原則の意義

第2款 取締役等の義務と経営判断原則

第3節 経営判断原則の根拠をめぐる二つの方向性

（以上、京女法学第1号）

第2章 米国法における経営判断原則の根拠

第1節 判例にみる経営判断原則—責任基準と不介入法理—

第1款 Technicolor 事件

第2款 Shlensky 事件

第3款 理論的検討

第2節 経営判断原則をめぐる前提

第1款 総説

第2款 所有と経営の分離と取締役会の権限

第3款 株主の能力の問題

第3節 経営判断原則の正当化の根拠

第1款 総説

第2款 取締役会によるリスク・テイクの促進（以上、本号）

第3章 わが国における経営判断原則

おわりに

第2章 米国法における経営判断原則

第1節 判例にみる経営判断原則—責任基準と不介入法理—

第1款 Technicolor 事件

米国における最近の判例の傾向は、経営判断原則を実質的な取締役の責任基準としてとらえる立場である⁽¹⁾。もっとも、こうした立場の論者の中にも、取締役の責任について適用されるべき審査基準については、いくつかの異なる見解がみられる。たとえば、その判断基準を主観的な「誠実性」とするもの、「合理性」とするもの、あるいは「重大な過失」とするものなどである⁽²⁾。ただ本稿で明らかにすべき点は、経営判断原則が、取締役会の決定の内容の当否について何らかの審査をするものであるか否かという点であるので、以下ではこのことを明らかにするためのリーディング・ケース—Technicolor 事件—をとり上げて検討していきたいと思う。

〔ハリウッド映画のフィルムの実業を主たる業務とする T 社（Technicolor 社は、その分野において支配的な地位を確立していたが、1970 年代後半から競争力が低下してきたために、同社 CEO で取締役会長である K の提案により OHP 事業を新たに始めることとなった。当該事業では 5 年間で 1000 店舗の開設を目標としており、その際に必要とされる費用は 150 万ドルであった。しかし、事業は思うように展開できず、新規事業の発表時には 22.13 ドルであった株価も、その 4 か月後の 9 月には、8.73 ドルに下落してしまった。ちょうどその頃、M 社の取締役会長で、支配株主である P は、公開買付による買収の対象として T 社が適していると判断し、10 月に K と

T社の買収計画について話し合いの場を持った。その後、T社の取締役会が開催され、M社（MacAndrews & Forbes Group, Inc.）による二段階買収が承認された（なお、その会議には全取締役が出席していたが、事前に会議の目的事項を知っていたのは一部の取締役のみであった）。

M社は、第一段階として、一株当たり23ドルで現金による公開買付を実施した。それによりT社株式の82.19%を取得し、その後に株主総会を開催し、そこで承認をとり、第二段階の公開買付を実施した。同買付では、残りの20%弱の少数株主に対して、1株23ドルの買付申込をし、現金による締出しを行い、T社を完全子会社化するというものであった。これに対して、T社株式の4.4%を保有するC社は、M社の第一段階の買付には応じず、第二段階の買付には異議を唱えていたが、その後、詐欺、信認義務違反および不公正な取引などを理由として、T社の取締役、MAF社のPに対して損害賠償を求める訴えを提起した。デラウェア州衡平法裁判所は、T社の継続企業としての公正価値は買収価格を上回るものとは認められないから、損害賠償責任はないとしたため、C社が上訴した。

最高裁は、本件での重要な問題は、T社の取締役会の決定が経営判断原則によって保護されるのかそれとも完全な公正性の基準にしたがって司法の審査に服すべきであるのか、ということであると述べた。

その上で忠実義務違反の有無について、衡平法裁判所は、「(1) 取締役の地位において『合理的な人』の判断の独立性に影響を及ぼし、かつ(2) そのような取締役の個人的な利益が取締役会の集合体としての決定に影響を及ぼす合理的な可能性を生ぜしめるのに十分であることの立証ができなければ第三者との取引における取締役の個人的な利益は重要なものではない」とした。そして上記第二の基準（(2)の基準）を満たしていないことを理由に、取締役の忠実義務違反を否定している。また、衡平法裁判所は第一の基準に関する問題について、株主が加わりえない利益を一人の取締役が受け取ることは、経営判断原則の推定を覆すのに十分であると原告が主張するのに対し、

「その利益は重要なものでなければならず、単に利益があるというだけでは経営判断原則に取締役の忠実性の推定を覆すのには十分ではない」として、これも否定する。他方で、第二の基準の問題については、「T社の定款において、取締役の全員一致を要件とする特別多数条項に照らして、利害関係を有しない取締役の多数の承認によって、取締役会は忠実義務を果たしたことになるのか、デラウェア州会社法144条(a)との関係はいかなるものなのか」などの問題を含むものとして、判断を差し控えている。

取締役の注意義務については、Aronson v. Lewis 事件⁽³⁾を引用して、経営判断原則の保護を受けるためには、取締役の事業上の決定をなす前に合理的に入手しうるすべての重要な情報を有すべき義務が存在し、当該義務の履行に当たっては必要な注意をもって行為しなければならないと指摘した。

こうして経営判断原則は、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、会社の最善の利益になると誠実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り、それゆえ忠実にそして十分に情報を入手している取締役会によってなされた決定は、いかなる正当な事業目的にも寄与できないものでない限り、取締役の行為にとって有利に裁判所によっては覆されえない強力な保護を受けることになるのである。

第2款 Shlensky 事件

責任基準と対立する考え方は、経営判断原則を不介入法理として理解するものであり、このリーディング・ケースは、やや古い判例であるが、Shlensky v. Wrigley 事件である。

〔原告S (Shlensky) は、W (Wrigley) がシカゴのリグリー球場の照明の取り付けに対して拒否したことについて異議を唱えたというものである。その時、W は、デラウェア州を設立州とし、シカゴカブスという球団を所有し、運営しているシカゴ・ナショナル・リーグ・ボール・クラブの大株主であり、社長であった。S は同社の少数株主であった。S の異議を述べた時期である

1961年から1965年の間に、カブスは継続的に損失を出していた。この損失は、カブスのホームグラウンドでの入場者が十分でないことによるものである。Sは、こうした入場者が不十分であるという事態は、リグリー球場に照明を設置し、ナイトゲームを行うことをWが拒否していることによるものだと主張した。

Sは、球場への照明の設置をWが拒否するのは、いずれも株主の富の最大化に関連しない二つの要素によるものであると主張する。第一に、Wは野球が昼間のスポーツであると考えていたことから、ナイトゲームを実施することを拒否していることである。第二に、ナイトゲームは、リグリー球場の近隣の人々に環境悪化の影響を与えるというものである。Sは、Wの動機に着目した。なぜなら、他の取締役は、Wの見解によって支配されており、不適切にも彼の経営上の決定を黙認していたためである。W及び他の被告取締役らは、Sの訴えを却下する方向を示した。その際に、彼らは、裁判所は詐欺、違法、利益相反の立証がなされていないかぎり、裁判所は正直な経営判断に干渉すべきではないと論じ、経営判断原則を不介入法理としてとらえる解釈を主張した。

被告の主張を検討するにあたり、裁判所は先例を引用し基本原則を明らかにすることから始めた。第一に、衡平法裁判所は、より良い政策が採用され、他の方法が追及されるのであれば、事業が成功すること考えられる場合であっても、会社の政策及び事業の方法を管理することは引き受けないであろう。第二に、裁判所は、このケースは、会社の有責取締役と一方では圧倒的多数の株主との間、他方で事業政策の問題に言及する少数派との間の見解の対立を明らかにしたことを述べている。Shlensky判決によれば、裁判所がこのような適用をするのは、会社の政策及び事業経営の問題について判断を示すことは、その機能ではない（管轄と能力を超えている）ということである。取締役らは、このような問題を判断するために選ばれているのであり、詐欺に陥っていることが立証されない限り、彼らの判断は最終的に受け

入れられるべきものである。第三に、裁判所は「純粹に事業会社では、……会社の事業の行為における取締役会の権限は、彼らが法の範囲内で行動している場合には、絶対的なものとみなされなければならない、裁判所は取締役のそれに代わって判断をする権限を有しない。」のである。

これら三つの基本原則はそれぞれ、明らかな詐欺、違法、または利益相反があることの証明を欠く場合には、裁判所は取締役らの決定を審査することを差し控えるべきであるという被告の主張を支持するものである。Sの主張は、このような立証を欠いているため、裁判所はWの拒否についての実質的な当否またはその動機のいずれについても述べることなく、Sの主張を却下していた。しかし、裁判所は、実際のところ、Wの行為についていくつかの正当な事業上の根拠を認定している。裁判所は、たとえば、近隣の環境への影響は取締役らによって十分に考慮されているように思われると述べている。同様に、裁判所は、企業の長期的な経営の利益は、近隣へのナイトゲームの影響に注意を払うことを要請するだろうと仮定している。いずれの動機もWによって示されている証拠に基づくものではなく、いずれも裁判所によって示されたものであることに注意すべきである。]

上記判決における主要な点は、同裁判所が、W及び他の被告にいくつかの経営上の根拠にかかる検討が動機づけられているか、当該決定が会社に利益をもたらすものであることのいずれかを立証することが必要であるとしていることである。こうしてShlensky判決で述べられた理論は、米国法において意義のあるものとなっていた。1888年に、ニューヨーク州の高裁は、「取締役の権限が違法または無意識に行使されている場合、または当該行為が詐欺的、詐欺的なもの、及び株主の権利を毀損するような場合でない限り、裁判所が介入すべきではない。単なる判断の誤りでは不十分である。」と述べている⁽⁴⁾。また1917年にミシガン州最高裁⁽⁵⁾は、「裁判官は事業の専門家ではない」と説明して、Ford Motor Companyの製造工場を拡大するというHenry Fordの決定に司法が介入することを拒んでいることもこうした理由

によるものである。Kamin v. American Express Co. 事件⁽⁶⁾においてもこうした考え方が引用されている。

以上のように、これまで裁判所は、Shlensky 判決よりも経営上の判断について不介入であることを強調して述べてきている。これは、裁判所が取締役会の決定を形式的に承認しているということではなく、経営判断原則を司法不介入の原則として捉え、この原則はいかなる審査基準でもないということの意味している。Shlensky 判決及び Kamin 判決のいずれにおいても引用されているところであるが、経営判断原則は、詐欺または自己取引については、当該取締役の行為についての司法審査をすることを妨げるものではない。それに加え、この原則が機能するようになるためには、様々な前提条件が満たされなければならない。たとえば、取締役らが意識的な決定をしていた場合には、彼らは当該決定が経営判断である旨を主張するのみで足りることが確立されたのである。したがって、経営判断原則は会社経営の適切な監督を行使するための取締役会の失敗の司法審査を妨げるものではない。取締役らの誠実性及び客観的独立性もまた、しばしばこの原則が基礎を置く諸条件と考えられている。結局、裁判所や法学者の中には、経営判断原則は非理性的（irrational）な決定を保護するものではないことを主張するものもいる。少なくとも不介入法理概念が意図していることは、こうした前提条件が満たされる場合には、取締役会の決定内容の実質的な当否に関して司法審査が入り込む余地は何も残されていないということである⁽⁷⁾。

また、この点につきデラウェア州最高裁は、Brehm v. Eisner 事件⁽⁸⁾において次のように述べている。同事件において、デラウェア州最高裁は、明示的に経営判断原則は、取締役らが「実質的な相当の注意」を尽くしていなかったことを立証することにより反証を挙げられなかったという原告の主張を同原則とは無関係であるとして却下した。すなわち、「当裁判所は、取締役らの判断を評価し、比較考量…することもしない。われわれはそれらがこうした状況において合理的である場合でさえもそうした判断はしない。意思決定

における相当の注意は、その決定の過程において相当の注意が要求されることを意味する。……こうして取締役らの決定は、彼らが当該決定に関して利害を有しており、または独立性を欠いていないかぎり、もしくは誠実に行動していないのではない限り、合理的な事業目的に帰することができないのではない限り、または合理的に利用可能なあらゆる重要な諸事実を考慮できないことを含む重大な過失によって彼らの決定に達したのではない限り、裁判所は尊重する。」と述べる。

このように Brehm 判決は、Shlensky 判決ほどに司法の不介入を強調して述べているものではないが、Brehm 判決の内容は、取締役会の決定の当否について実質的な審査をするものではない点で Shlensky 判決のそれと共通している。また、しばしば合理的な事業目的について言及されることがあるが、合理的な事業目的に言及することは、経営上の決定が、取締役らがこの事業目的について合理的理由が存在していることを証明しなければならないというものではなく、正当な事業目的によって決定がなされたということの証明のみを要件とするものである。その要件が満たされれば、自己取引または他の利益相反、経営上の決定過程における極めてひどい失敗でない限り、裁判所は経営判断には介入しないということになるのである。

第3款 理論的検討

Technicolor 判決の論理と Shlensky 判決の論理とを比較してみた場合に、その方向性は大きく異なる。すなわち前者は、注意義務違反を立証することによっても経営判断原則を覆すことはできないと解するものであり、それにしたがって経営判断原則が適用されるのであれば、その義務に違反している取締役らの行為そのものを裁判所は審査しないということになる⁽⁹⁾。他方、Shlensky 判決およびそれを踏襲する判決によれば、経営判断原則の機能は、一定の要件が充足されれば取締役が彼らの負う注意義務に違反したかどうかを裁判所が審査することをしないということである。こうした立場の違いは、

経営判断原則という言葉の解釈にとどまらず、その理論の中核に位置づけられるものであり、この法理に関する当該裁判所の諸見解のうちいずれの立場によるかによって、経営判断原則を無益なものにしてしまう。以下に、この相違に由来する問題点を思いつくままに指摘しておきたい。

第一に、Technicolor 判決は、ある意味で司法が経営上の決定に介入してしまうことになり、経営判断原則の存在を軽視してしまっているということである。Technicolor 判決によれば、経営判断原則の主要な機能は、立証責任を分配するという手続的作業であり、原告に一応の証明（prima facie）をすべき責任を分配するものであるとも解することができる⁽¹⁰⁾。そして原告がその証明に失敗すれば、経営判断原則は、裁判所が経営上の決定の当否を審査することなく、訴えを却下することを要請するものとなる。したがって、この考え方のもとでは、経営判断原則は、原告が一応の証明責任を果たすことができない場合には、被告が略式判決（Summary Judgment）を求めるに等しい結果となる。

第二に、Technicolor 判決のアプローチは、和解の可能性を有している。Shlensky 判決とは異なり、Technicolor 判決における経営判断原則の捉え方（責任基準）では、訴えを提起している訴訟当事者は、取締役会が適切な注意を行使できなかったという証拠を提出することが理論的には許されるべきである。それに対して、Shlensky 判決において、原告は訴え却下の申立てをすることはもはやできないことになる⁽¹¹⁾。すなわち、この判決群に属する McMullin v. Beran 判決の論理によれば、原告側の申立てにおいて、有効な事実の主張が、この原則の固有の手続上の推定を覆すことに成功しない限り、取締役らには経営判断原則の保護を受ける資格があるということになる。したがって訴訟原因についての却下の申立てが認められる可能性が増せば、このような訴訟の提起される可能性およびこのような訴訟にかかる和解の価値がいずれも高まることになる。

第三に、Technicolor 判決のアプローチによれば、原告が取締役らの責任

の証明をする必要があるため、裁判所に訴訟の開始段階において争点整理の途を開き、単に決定がなされる過程だけではなく、取締役らの決定の内容の当否についてまで、司法審査の範囲を拡大させているという点には問題である⁽¹²⁾。経営判断原則は、経営上の決定の過程における前提要件を満たせば、裁判所は、事後的な見地から責任を問うということをしなないというものである。ある決定が合理的な注意をもってなされたかどうかを問題とするということは、当該決定に至った過程のみを判断するのではなく、当該決定それ自体を合理的な人間がなすであろうものかどうかという観点から判断するということである⁽¹³⁾。

第2節 経営判断原則をめぐる前提

第1款 総説

以上の判決とその検討でみてきたように、Shlensky 判決と Technicolor 判決とは、経営判断原則について根本的に異なる理解を示している。すなわち、前者は、一定の条件を満たす取締役の判断に裁判所は干渉しないものとして「不介入法理」として、経営判断原則を理解するであり⁽¹⁴⁾、後者は裁判所が、経営判断原則を取締役の責任の有無を判断するための基準として「責任基準」として、経営判断原則を理解する立場である⁽¹⁵⁾。これら二つの見解のうち、いずれが妥当・適切なものであるかは、それぞれの見解の示す背景的な事情、論拠およびそれに対する批判などを総合的に検討し、明らかにする必要があるだろう。

ところで事業会社におけるガバナンス・システムを考える際に、大きく分けて二つの見解がある。すなわち、取締役会を重視するという見解と株主を重視するという見解である。前者は会社経営における取締役の権限の範囲が広いということ、及びそうした取締役の権限行使の裁量を尊重するというものである。他方、後者は、株主が会社の実質的な所有者であることを理由として、株主の会社経営に対する積極的な参加を認めるものである⁽¹⁶⁾。

上記のようなガバナンス・システムにおいて、株主と取締役会の権限のいづれを重視するかという点については、会社概念の理解の相違によるところが大きい。株主を重視する立場は、株主が会社の所有者であり、取締役（会）は、株主のための単なる代理人にすぎないとするものがある⁽¹⁷⁾。確かに、取締役会には、その決議に基づいて権限を行使するための広範な権限が付与されているが、こうした権限の範囲は、法律上、明示または黙示の契約に基づく義務に制限されていることから、会社を構成する様々な要素の中で、株主に中心的な位置づけを与えているという⁽¹⁸⁾。

一方で、取締役（会）を重視する立場は、会社のガバナンス・システムにおいて、会社を支配しているのは取締役であり、したがって取締役会への権限集中が、その制度の特徴であるとする⁽¹⁹⁾。この見解によれば、取締役会は、単なる株主の代理人ではなく、様々な人的・物的な諸要素を調達するための器・道具として把握される。また、取締役は自らの義務を履行する場面においては、自ら会社財産の所有する者であるかのようにそれを用いて業務を行うという点で、取締役会の権限は、株主から委託されたものではなく、その地位に固有のものであると解されている⁽²⁰⁾。この主張の根拠とされているところは、アメリカの多くの州の会社法では、株主の権限は、極めて狭い範囲に限定されているが⁽²¹⁾、それに対して取締役会の権限は、会社の事業と業務を指揮し、運営する権限を有しているのが一般的であり、そのため取締役会の権限は極めて広い⁽²²⁾。

もっとも、取締役会の権限を重視する立場によると、取締役会がその決議に基づいて広範な権限を行使し、株主から彼ら自身へと利益を誘導するおそれがある。そのため、この上記の二つの主張には、そうした取締役会の裁量権が責任を伴って適切に行使されるべきであるという要請と、その裁量の実行使において、株主に対して説明責任を果たし何らかの対応策を講じさせるべきであるという要請との対立構造が存在することとなる⁽²³⁾。

そこで、以下では、この二つの対立構造にかかる議論の展開を検討するこ

とにより、経営判断原則の根拠の背景について明らかにしていきたいと思う。

第2款 所有と経営の分離と取締役会の権限

アメリカの州会社法では、取締役会が会社経営における意思決定機関であるとされているが、株主は、会社経営についてほとんど意思決定を行う権限はなく、取締役会による意思決定について、承認するか否かという権限のみを有しているにすぎない²⁴⁾。こうした主張を基礎づけているのは、現代の公開会社における主要かつ重要な特徴である、所有と経営の分離である。企業の実質的所有者²⁵⁾であるとされている株主は、会社の日常的な業務または長期的な政策についてコントロールを及ぼすための何らの権限も有していない。そのため、株主は、本質的に会社の活動に参加する権限を有せず、ごくわずかの取締役会の行為についてのみ承認をするか否かの権限を有しているだけである²⁶⁾。このように、少なくとも公開会社においては、会社制定法の意味決定モデルは、取締役会が行為をし、それに対して株主が対応するというものであるということがわかる。なお、この構造は、いわば中央集権化された経営上の意思決定構造は、会社の利害関係者が均一した情報を有していない場合や異なる利害を有する場合には顕著なものになる。そのため、多くの従業員・経営者・株主・債権者を有する大規模な会社の意思決定モデルに適している²⁷⁾。

また、株主は、期待利益が、そのコストを上回る場合にのみ、会社情報に基づく決定を行うことになるであろうが、会社開示情報に関する書類が多いこと、その書類の複雑性を考慮すると、多くの場合、株主にとっては、コストの方が極めて高いといえる。また、多くの株主は、いくつかの企業へ分散して投資しており、株主の保有株式数が会社に対する議決権行使の結果に影響を与えとも考えがたい²⁸⁾。そのように解すると、株主は、会社経営に無関心である傾向が強い²⁹⁾。

以上のように、所有と経営が制度的に分離している公開会社においては、

株主が会社経営の意思決定に積極的に参加することを望むことは、情報の非対称性、集団行為の問題、株主の投資が分散していることを考慮すれば、難しいと考えられよう。

第3款 株主の能力の問題

大規模公開型の株式会社では、取締役会が会社の経営上の意思決定をする権限を有し、その集中した権限には権威が与えられている。こうした考え方は、組織的な効率性のためには必要であるが、その権限行使には責任が伴うことが必要とされる。というのも責任を伴うものでなければ、権限を行使する者は、機械主義的な行動にはする可能性があるためである。

そもそも機械主義的な行動の可能性は、会社形態に適合的な所有と経営の分離があるがために生じうる³⁰⁾。取締役が株主(投資家)から出資を受けると、彼らは会社資産に占める株主の残余財産価値を最大化させるべき義務を負うが、この義務は、主に法で明示されている。もっとも、このような形で取締役が義務を負うといっても、前述のように株主は取締役会に対して、直接にコントロールを及ぼすことがほとんどできないから、取締役らが、本来は株主の残余財産となるべき資産を不当な利用に供することができてしまう³¹⁾。

株主が取締役の不正行為への着手を事前に予見し、監視・監督することができれば問題は生じにくいと考えられるが、実際のところ会社情報については、すべてが開示されているわけではなく、その監視等にはコストがかかる。また多くの株主は、前述の理由及び機関投資家の活動にフリーライドする受け身の者が大半であることからしても、個人株主による監視等を機能させることは難しいといえる³²⁾。

第3節 経営判断原則の正当化の根拠

第1款 総説

前節までに述べたように、取締役会が会社経営にかかる意思決定権限を有

し、その権限にある種の権威が付与されているということからすれば、経営判断原則は、司法審査が介入することにより、取締役会によるそうした権限の行使を阻害するという事態を回避するために認められるものであるということが出来る³³。経営判断原則の役割に関する上記の理解は、デラウェア州最高裁の判決である Smith v. Van Gorkom 事件³⁴およびそれを踏襲する判決³⁵において「デラウェア州会社法の下で『取締役会が会社の事業と業務を指揮し、運営する権限を有している』旨を定めるデラウェア州一般事業会社法 141 条 (a) 項における基本原則の所産である。経営判断原則は、デラウェア州の取締役による自由な経営権の行使を保護し、促すために存在する。」³⁶と述べられている部分の理解と一致している。すなわち、経営判断原則は、取締役会による会社経営上の意思決定を尊重するものであるということが出来る。換言すれば、この原則は取締役会による権限行使が、会社の中核的かつ最終的な意思決定であるということが出来るのである。

これに対して、経営判断原則は、司法審査が裁判官に経営上の決定への介入を認めるという何らかの意思決定権限を移行させるものであるという見解もあるが、これによっても上記の主張が不十分であるということまでを述べるものではない。この見解によっても、取締役会への意思決定権限をはじめとする会社の経営事項の集中が、会社の本質的な特徴であることを肯定的にとらえているという点も基本的に大きく異なるものではない。なお、取締役の解任をすることをしなくとも、取締役会への意思決定について残余のコントロールを及ぼすことができるという点はこの見解の独自の部分である。

こうした機能的な制度が失敗する可能性が高く、その失敗に高いコストを伴うのであれば、こうした失敗の可能性とそのコストを回避するために残余のコントロールに委ねる方が望ましいとも考えられる。また、市場が取締役の行動をコントロールするということも慎重に検討する必要がある³⁷。その意味では、司法審査に適切な残余のコントロールを期待することはできず、このシステムを経営上の意思決定への司法審査の不介入であるとしてと

らえ、取締役会の意思決定を尊重するものであるとすれば、それにはどのような理由づけがあり、どのような要件が充足されれば認められるものなのだろうか。以下では、その基礎としてあげられている根拠をあげ、検証していきたいと思う³⁸⁾。

第２款 取締役会によるリスク・テイクの促進

事実上のアメリカ会社法のリステイトメントとして機能しているアメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理—分析と勧告」において、その起草者は、経営判断原則は、「取締役および執行役員を、彼らの経営上の決定を後知恵的に審査することに伴うリスクから保護し、経営の技術革新および冒険的な事業活動に伴うリスクを回避」することがその目的であると説明している³⁹⁾。この主張は、一見すると経営判断原則に関して十分な説明が述べられているように思われるが、必ずしも十分であるとは言い切れない部分がある。経営判断原則にかかる注意義務訴訟は、製造物責任訴訟や証券詐欺訴訟よりも事業上のリスクについて抑圧的なものではなく、またそれらの訴訟形態においては、経営判断原則のような法理論は存在していない⁴⁰⁾。もっとも、経営判断原則の有無にかかわらず、そもそもコーポレート・ガバナンスという観点から、会社経営上の最適ナリスク・テイクを促していくことは当然に必要となろう。

ところが、会社経営者としての取締役の意思決定は、会社にとって最適ナリスク・テイクを促すことが望ましいとしても、それは株主の利害とは相反するものである。株主は、企業の残余財産請求権者として、会社債権者の債権への弁済がすべて充当されるまでは、彼らの投資にかかるリターンを得ることはできず、そのために株主は、ハイ・リターンとなるような事業計画を選択することになる⁴¹⁾。しかし、リスクとリターンは直接に比例する関係にあるため、株主がハイ・リターンの選択をすれば、必然的にハイ・リスクの事業計画を選択していることとなる⁴²⁾。

この点につき、ファイナンス理論では、株主がリスク回避的である場合であっても、合理的な株主は、次の理由でハイ・リスクな会社の事業計画について許容性が高いと考えられている⁴³⁾。すなわち第一に、会社法上、有限責任原則が存在しているためである。同原則は、実質的に事業活動に伴うリスクから株主を保護するものである。そこで、株主は、発生した会社の負債または会社の不法行為債務について、個人として責任を負わず、自らの財産を危険にさらすものではないために⁴⁴⁾、事業に伴うリスクを債権者へと外部化させることになる⁴⁵⁾。

第二に、株主は自らのポート・フォリオを分散させることによって、その企業に特有のリスクを排除することができるためである⁴⁶⁾。そのため、投資家はリスク回避的となり、場合によっては特定のリスクを反映したリスク・プレミアムを要求することもある⁴⁷⁾。このことについて、近時のファイナンス理論は、システムマティック・リスクとアンシステムティック・リスクとを区別して説明している⁴⁸⁾。システムマティック・リスクは、市場一般にかかるリスクであり、市場における収益率の変化や経済傾向などの変動により、すべての企業に影響を及ぼすものである⁴⁹⁾。他方、アンシステムティック・リスクは、その企業に特有の事情によるリスクであり、投資家は分散投資をすることでこれを排除することができる⁵⁰⁾。ポート・フォリオ理論からすれば、投資家は自らの負担で防ぐことのできる后者のリスクについては補償される必要はないが、前者のリスクについてはすべての証券に影響を及ぼす市場リスクであるから、これについては補償されるべき必要があるとも考えられる⁵¹⁾。株主が有限責任であること、および投資の分散性を考慮すれば、単にアンシステムティック・リスクが変動するような会社のリスク変化については、株主は本来的に無関心であり、高い収益率を生む可能性のある事業計画を好むはずである。それに対して、会社経営者は、株主とはまったく異なるリスクの在り方を好むはずである⁵²⁾。

株主と経営者との間の利害の相違は、経営者がリスクの高い経営上の決定

をした場合の経済的損失に加えて、法的な責任をも負うという場面では一致することになる。経営上の決定は、複数の妥当な政策のうちでの慎重な判断を下すことに関連付けられるが、この点において、後知恵的なバイアスが生じうるのであり、裁判官または陪審が、経営上の決定が誤ってなされたことを後知恵的な利益で知った場合には、注意義務違反が認められる方向へとバイアスがかかってしまう⁵³。そもそも悪い結果が、事後的に予見可能であるとされ、それゆえに事前に予防できると考えられてしまうため、原告株主および裁判官は、適法な経営か否かを区別することはできない。そのため、悪い結果が発生すれば取締役らが責任を負わされる方向へと傾くのであれば、事前に経営上の決定の質および意思決定過程の適切性を確保しても無意味となってしまうから、経営者はリスクをとって経営上の判断をしていくことを思いとどまってしまうこととなる⁵⁴。

こうして司法審査が経営上の決定に介入して、取締役らに経営判断を思いとどまらせることとなる事態を回避するため、裁判官が経営上の決定の当否について審査しないということが、判例法理上、確立されているといえるが、この点について Joy v. North 判決⁵⁵は次の理由を述べている。すなわち、「経営判断原則には、学問的には批判があるけれども、それは合理的な根拠を有するものではない。そもそも潜在的な利益は、潜在的なリスクと対応しているものであるから、法が過度に慎重に会社の意思決定をさせるべきインセンティブを創出しないとするのは、株主の利益になるものと考えられる。……株主は、自らの投資を分散させることによって、リスクのボラティリティを減少させることができるが、株主が分散投資している場合には、ある株式における損失は、他の株式における利益で補われているため、客観的にみてリスクな選択こそ最善の選択かもしれない。……外見上リスクの高い選択に対して責任を課すというルールを創り出すことは、一般株主の利益にならない。」とする。したがって、裁判官は、取締役会による経営上の決定の当否についての審査に介入すべきではないとする。

もっとも、そのように考える場合には、次のような問題を検討しておく必要がある。会社取締役らによる過失に基づく行為が、アンシステマティック・リスクでなければならないという前提がある。ここには、経営判断原則は、同じアンシステマティック・リスクであるはずの詐欺や自己取引をした取締役に保護を与えるものではないが⁵⁶⁾、過失に基づく行為には一定の要件の下で保護が与えられるという点で、論理的に一貫しない。また、このように考えると、取締役と業務執行者との区分も不明確になってしまう。この点につき、Gagliardi v. Trifood 判決⁵⁷⁾において、Allen 判事は次のように述べている。すなわち、「公開会社の取締役は、彼らの会社のごくわずかな割合の所有的な利害のみしか有せず、そのため、ほとんどそこに報酬のインセンティブというものは有しない。それゆえに、彼らは、残余所有者としても、会社がリスクの高い事業計画で得た利益のうちのごく一部の割合だけしか享受し得ないことになる。ただ、会社取締役による投資のリスクが高いという理由で、そうした事業計画から生じた会社の損失について責任を負うものとされたら、彼らの負うべき責任は、そうした損失の全部について連帯及び単独の責任を負担することとなってしまう。現代の公開会社の業務の規模を考慮すれば、会社取締役のリスクと報酬の間の関係をあまりに無意識に分離するとすれば、望ましくない効果を及ぼすこととなる。この二つの概念については、過失、不注意、浪費などに基づく取締役の責任がごく小さいものである場合であっても、リスクの高い事業計画を認めることを取締役らが避けるようになってしまう。……そして、取締役が実際に、もし誠実に行為をした場合については、最低限の手続上の注意基準を満たせば、経営上の決定から生じた損失の結果として、責任に直面するというリスクはないものと認めることは、株主の経済的利益にそうものである。」として、取締役は、経営者としてもリスク回避について同様のインセンティブを有するとする。

結局のところ、上記の批判的見解から明らかなように、取締役の過失も詐欺・自己取引もアンシステマティック・リスクである点では同様であるが、

前者では取締役特に特別の保護が与えられているにも関わらず、後者についてはそうではない点で、経営判断原則の論拠としては不十分であると解される⁵⁸⁾。

(つづく)

注

- (1) *Omicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914,927 (Del. 2003); Wayne O. Hanewicz, *When Silence Is Golden: Why the Business Judgment Rule Should Apply to NO-shops in Stock-for-Stock Merger Agreements*, 28 *J.Corp.L* 205, 217 (2003); Report, *Corporate Director Guide book: Third Edition*, 56 *Bus. Law*. 1571, 1586 (2001).
- (2) William L. Caxy & Melvin A. Eisenberg, *CORPORATIONS: CASES AND MATERIALS*, 603 (7th ed. 1995).
- (3) *Aronson v. Lewis*, 473 A. 2d 805 (Del.1984).
- (4) *Leslie v. Lorillart*, 18 N.E. 363, 365 (N.Y.1888).
- (5) *Dodge v. Ford Moter Co.*, 170 N.W. 668, 684 (Mich, 1919).
- (6) *Kamin v. Amelican Express Co.*, 383N.Y.S.2d 807 (Sup. Ct. 1976),807, 809-810. 同事件は、Amex 社が所有していた他社の株式を同社の株主に分配すると決定した取締役の責任を次のような理由で認めなかったという事案である。すなわち Amex 社の取締役会は誤った判断をなしたということは明らかである場合でも、裁判所はそれを判断できないがために却下する (Id. at 815)。
- (7) Stephen M. Bainbridge, *CORPORATION LAW AND ECONOMICS* (2002), p. 246.
- (8) *Brehm v. Eisner*, 746 A .2d 244 (Del. 2000). 同事件は、Walt Disney 社の社長であった Michael Ovitz が、同社と自己に有利な雇用及び退職金にかかる契約を締結したことについて、誠実義務と経営判断原則の適用が問題とされたものである。Ovitz は、約一年の在職期間にも関わらず、約 1 億 4000 万ドル超の報酬と退職金を受け取っていた。これは友人である Disney 社の Michael Eisner が計画をしたものであった。同判決では、訴訟原因を裏付けるような具体的事実の申立てが不十分であることを理由として、本文のような理由で却下されている。
- (9) Stephen M. Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 *Vand. L. Rev.* 83, 100-101 (2004)

- (10) もっとも、Technicolor 判決の論理からすれば、原告が信認義務違反の証明責任を果たした場合には、被告（Technicolor 社側）に異議のある取引について、「完全な公正性」の証明責任を課すものであるはずである。しかし、同裁判所は、完全な公正性を注意義務訴訟の中に持ち込んでいる点で問題があることが指摘されている（Michael P. Dooley, *Foudamentals of Corporation Law* (1995), pp.249-254）。
- (11) *McMullin v. Beran*, 765 A.2d 910, 918 (Del. 2000). この判決の中では「経営判断原則は、訴訟当事者にとって手続上のガイドと実質的な法規範として機能する。手続上、当初の証明責任は、原告株主に経営判断の推定を覆すことを課すものである。そしてその責任が履行されるためには、原告株主は、有効に被告取締役が、その問題となっている決定に至った際に、3つの信任義務のうちのいずれかに違反したという証拠を提出しなければならない。実質的に原告株主が、この証明責任に失敗すれば、経営判断原則は、問題となっている取締役会の決定をなしたことについて、個々の取締役を個人責任から保護するものとしての機能を有することとなる。」(Id. at 916-917) と述べられている。
- (12) *Bainbridge*, supra note (9), p.102.
- (13) *Bainbridge*, supra note (9), p.102. なお、一般的・抽象的には、上に述べたように整理することができるとしても、前記の各判例における具体的事案の相違を意識することなく、責任基準であるか不介入法理であるかを論ずることには疑問がなくはない。本稿では経営判断原則の理論的な背景事情を明らかにすることが目的であるので、深い議論には立ち入らず、その主張・整理に従って議論を展開するが、そうした違いを意識した議論については稿を改めて論ずることとする。
- (14) *Bainbridge*, supra note (9), p.83, 87.
- (15) *Melvin A. Eisenberg, CORPORATIONS AND OTHER BUSINESS ORGANIZATIONS CASES AND MATERIALS* (Ninth ed. 2005) pp.539-544; *Melvin A. Eisenberg, The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, 62 *FORDHAM L. REV.* 437, 444-445.

なお、Eisenberg 教授は、経営判断原則による司法審査は取締役に期待されるべき役割を規律づけるための行為規範を明確にするものであると指摘する。すなわち、デラウェア州の判決群が明らかにしているように、これは注意義務違反の存否を決定する判決は、取締役に対して行動指針を示すことで、取締役を取り巻く社会の規範に働きかけ、取締役が適切に行為するよう促すという機能を有するものとする。また *William T. Allen et.al., Realigng the Standard of Review of Director Due Care with Deraware Public Policy : A Critique of Van Gorkom and its Progency as a Standard of Review Problem*, 96 *NWU. L. REV.* 449 (2002); *James D. Cox & Thomas*

Lee Hazen, TRETISE ON THE LAW OF CORPORATION Vol.2 (Third ed. West 2010) pp.134-136; Edward Brodsky & M. Patricia Adamski, LAW OF CORPORATE OFFICERS AND DIRECTORS: Right, Duties and Liabilities (West 2011) pp.39-40.

- (16) 取締役（経営者）の権限を広く捉えるものとして、経営者主義（managerialism）がある。これは、会社を専門家である経営者によって支配された官僚的・階層的な構造として捉え、取締役は、名目的な指導者であり、会社経営の決定については経営者に幅広い裁量を認めるものである（William W. Bratton & Michael L. Wachter, Shareholder Primacy's Corporatist Origins; Adolf Berle and The Modern Corporation, 34 J. Corp. L. 100 (2008)）。上記論文では、Adolf Berle と E. Merrik Dodd の経営者主義論争について紹介されているが、その論争は、取締役と経営者（執行役員）とを区別していないために、取締役会の本来の性質を見落としている旨を Bainbridge は指摘している（Stephen M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 561 (2003)）
- (17) この見解は、株主を会社財産の所有者であると解し、それゆえにあらゆる法的な保護を受けるべき立場にあると説明する。したがって、本文のように代理関係というように解するよりも、むしろ株主・取締役間の関係を信託契約に類似した関係であると株主の利益を上げるため取締役はその財産を預かっているという。この点につき、Lisa M. Fairfax, Doing Well While Doing Good: Reassessing the Scope of Director' Fiduciary Obligations in For-Profit Corporations with Non-Shareholder Beneficiaries, 59 Wash. & Lee L. Rev. 409, 430 (2002)。
- (18) 会社法上の信認義務は、会社と株主との不完備契約におけるギャップを埋めるための役割を果たすものであるという指摘がある（Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, pp. 90-93 (1991)）。
- (19) Bainbridge, supra note (15), p. 547.
- (20) 古いニューヨーク州の判決（Manson v. Curis, 119 N.E. 559, 562 (N.Y. 1918)）では本文のように述べられている。この点につき、Bainbridge, supra note (16), pp. 550-551。
 もっとも、そうした理論が会社法理論全般において受け入れられてきたかどうか明らかではない。たとえば、Blasuis Industries, Inc. v. Atlas Corp., 564 A. 2d 651, 663 (Del. Ch. 1988) において、William Allen 判事は、われわれの考える会社法理論は、株主の代理人としての取締役に権限を付与するものであると解している旨を述べている。
- (21) Bainbridge, supra note (16), p. 573.
- (22) たとえば、デラウェア州一般事業会社法 141 条 (a) 項では「この編に基づき設立されたすべての会社の営業および業務は、この編又は会社の定款に別段の定めがある場

合を除き、取締役会によりまたは取締役会の指示のもとに経営されなければならない。定款にそのような定めがなされているときは、この編により取締役会に付与されまたは課される権能および義務は、定款に定める限度で、かつ定款に定める者により、行使されまたは履行されなければならない」と規定されており、原則として取締役会が極めて広い範囲の権限を有することが伺われる。

- (23) Dooley, *supra* note (10), pp.249-254. なお、Bainbridge は、その論文の中で前者のシステムを "Director Primacy Model" と呼び、取締役会への権限集中と取締役会の独立性・自律性を認め、株主の経営関与をできるだけ排除することが望ましいと主張している。Bainbridge, *supra* note (16), p.547; Bainbridge, *infra* note (25), p.1735. またデラウェア州衡平法裁判所の Strine 判事もこの Bainbridge の主張に賛成している。Leo E. Strine, Jr., *Toward a True Corporate Republic: A Traditionalist Response to Bebchuk's Model for Improving Corporate America*, 119 *Harv. L. Rev.*1759 (2006),

反対に株主の権限を強調する立場としては、Lucian Ayre Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 *Harv. L. Rev.* 833 (2005).

- (24) Stephen M. Bainbridge, *The New Corporate Governance in Theory and Practice* (Oxford University Press 2008) p. 4. なお、デラウェア州会社法 141 条 (a) が規定しているように、会社経営に関する意思決定の多くは取締役会によってなされるが、取締役会から権限移譲された経営陣によってもなされうる。日常的な業務に関する意思決定は、通常取締役会により下位の従業員へと移譲されている。もっとも、取締役会は、その従業員を雇い入れ、あるいは解雇する権限を留保している。

- (25) 「会社」は、実際のところ所有することができる「モノ」ではない。その所有という概念を説明するために、様々な理論的試みがなされてきた。たとえば法と経済学の論者によれば、複雑な契約関係を表すための法的な擬制(契約の束)であると説明される。Bainbridge, *supra* note (24), p. 6.

また、Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* (1932), pp.84-89.

- (26) たとえば、デラウェア州会社法の下で、株主による議決権行使は、取締役の選任、会社の定款 (charter) または付属定款 (by-law) の変更、合併、すべて又は実質的にすべての会社の資産の譲渡、任意の会社の清算についての承認をする権限を有しているのみである。これらの承認手続は、取締役会の決議がなされた上で、株主がそれに応じるという形をとるものである。

- (27) Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 *Harv. L. Rev.* 1735, 1746 (2006).

- (28) Stephen M. Bainbridge, *The Board of Directors as Nexus of Contracts*, 88 *IOWA*

L.Rev.1, pp. 20-22 (2002)

- (29) Bainbridge, *supra* note (27), p.1745. なお、反対説として、Bebchuk, *supra* note (23), p.833.
- (30) このような問題については、法と経済学の論者から、米国では一般に次のように説明がなされている。そもそも株主をプリンシパル、取締役をエージェントとして捉え、プリンシパルがエージェントに経営を委託するという状況を想定し、そこでは両者の利害対立が生ずるとする。株主の側としては、自らの利益が最大化されることを望むが、所有と経営の分離の下でエージェンシー・コストが生じ、取締役の側には経営に関する多くの情報を有しているため、自由な裁量権を行使するという機械主義的な行動が生じるとする。この点について、会社の実質的所有者である株主の権限を重視し、残余財産請求権者としての株主に監督権限を付与することでエージェンシー・コストの解決を図ろうとする見解もあるが、取締役会に対する株主の監督権限が制限されていること、また本文で以下に述べる理由からも株主がその監視・監督をすることはおおよそ想定できないという見解が有力である (Bainbridge, *supra* note (16), p. 567.)。もっとも、会社法は取締役から裁量権を奪うことによりエージェンシーコストの問題を解決しようとはしていないように思われる。むしろデラウェア州一般事業会社法 141 条 (a) 項は、取締役の権限を強調しているように考えられるためである。なお、Bainbridge, *supra* note (27), p.1747
- (31) Michael P. Dooley, Two Models of Corporate Governance, 47 BUS. LAW. 461, 463-465 (1992).
- (32) 本文のような内容のほかに、株主による取締役の選解任権行使の実効性を確保することも考えられるが、一般的には難しいと考えられる。デラウェア州裁判所においても上記の方法が可能であることを述べるものがある (Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 949 (Del. 1985) では、「株主が自ら選出した代表者たちに不満があれば、取締役会 (のメンバー) を解雇するために、会社法上の権限を自由に用いることができる。」とし、*Lasuis Industries, Inc. v. Atlas Corp.*, *supra* note (20), p.659 では、「株主による議決権行使は、取締役の権限の適法性が依拠するイデオロギー上の補強物である」旨がのべられている)。確かに株主による取締役の選解任権を実効性あるとすることが望ましいといえるが、委任状勧誘や取締役候補の選定等において手続上株主にとって不利な点が多い (Bebchuk, *supra* note (23), p.833; Robert C. Clark, CORPORATION LAW (1986), pp.21-24, pp.93-140.)。なお手続上の株主にとっての障害について述べるものに、Lucian Ayre Bebchuk, The Case for Shareholder Access to the Ballot, 59 Bus. Law.43, 44-46, 64-66 (2003); Lucian Ayre Bebchuk, The Myth of the Shareholder Franchise, 93 VA. L. Rev. 675, 688-694 (2007)。

- (33) Dooley, *supra* note (319), pp. 469–476.
- (34) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858. 同判決は、トランスユニオン社の会長兼 CEO である Van Gorkom が主導して、マーモン社の市場価格 38 ドルの株式に対して一株あたり 55 ドルの現金を対価とした会社の合併をトランスユニオン社の取締役会で承認されたことについて、同社の株主が取締役に注意義務違反があった旨を主張し、取締役に損害賠償を請求したというものである。同判決では、取締役会の承認時（意思決定過程）の事実に焦点を当て、そこに重大な過失ありとして責任を肯定した。
- (35) たとえば、*Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare Inc.*, *supra* note (1), p.927.
- (36) *Id.* at p.939.
- (37) この点につき、Ronald Gilson は、市場が経営陣の行動を規制する場合には、誰も裁判所に残余のコントロールを期待しないだろうとし、経営判断原則は、業務上の決定にかかる司法審査を通じて、裁判所が経営陣の裁量権に不必要な規制を及ぼすことを禁止するものとして機能するものであると述べられる。Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 *STAN. L. REV.* 819, 839 (1981).
- (38) Bainbridge, *supra* note (9), p.110.
- (39) AMERICAN LAW INSTITUTE, *PRINCIPAL OF CORPORATE GOVERNANCE: ANALYSIS AND RECOMMENDATIONS* § 4.01 cmt.d. なお、Dooley は、ALI のコーポレート・ガバナンス原則の経営判断原則は、実質的には経営上の決定についての過度の審査を助長するものであるという点で欠陥があると批判される。Dooley, *supra* note (29), pp. 469–486.
- (40) Bainbridge は、製造物責任訴訟や証券詐欺訴訟については、会社が会社の行為と関連する消極的な外的影響によって外部者に課されるコストを内部化させる方が望ましいと述べられる。Bainbridge, *supra* note (7), pp.257-258.
- (41) Dooley, *supra* note (9), p.33; William A. Klein & John C. Coffee, Jr., *Business Organization and Finance*, pp.258-260 (Tenth ed. 2007).
- (42) Dooley, *supra* note (9), p.33; Klein & Coffee, *supra* note (41), p.259.
- (43) Klein & Coffee, *supra* note (41), p.236.
- (44) Bainbridge, *supra* note (7), pp.151-171; Clark, *supra* note (32) pp.71-85; Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law* (2000), pp.69-111. 株主の有限責任原則は、株主は個人として会社の負債や不法行為債務等について責任を負わないというものであるが、これは会社に法人格があるためである。もっとも、この原則を貫くことにより衡平を欠く場合については、法人格否認による例外が存在する。
- (45) Klein & Coffee, *supra* note (41), p. 257.

- (46) Ronald J. Gilson & Bernard S. Black, (SOME OF THE) ESSENTIALS OF FINANCE AND INVESTMENT (1993), pp.95-97; Richard A. Brealey & Stewart C. Myers, PRINCIPAL OF CORPORATE FINANCE (7th ed. 2003), p.195, pp.198-203; Dooley, *supra* note (41), pp.88-97.
- (47) リスクプレミアムに関するファイナンス理論の代表的著作としては、B. Cornell, *The Equity Risk Premium: The Long-Run Future of The Stock Market* (Wiley New York 1999); R Ibbotson, W. Goetzmann & B. Kogut, *The Equity Risk Premium: Research and Practice* (Oxford University Press 2004).
- (48) Gilson & Black, *supra* note (32), pp.96-97.
- (49) *Id.* at p.96.
- (50) *Id.* at p.97.
- (51) Gilson & Black, *supra* note (32), pp.96-97; Dooley, *supra* note (41), pp.90.
- (52) Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, Director Accountability and Mediating Role of the Corporate Board, 79 Wash. U. L.Q. 403, 414 (2001); Jeffrey N. Gordon, What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections, 69 U. Chi. L. Rev. 1233, 1245 (2002).
- (53) 経営判断に関する裁判官等の後知恵的なバイアスについての詳細な分析については、Hal R. Arkes & Cindy A. Schipani, *Medical Malpractice v. the Business Judgment Rule: Differences in Hindsight Bias*, 73 Or. L. Rev. 587 (1994); Chris Guthrie et al., *Inside the Judicial Mind*, 86 Cornell L. Rev. 777, 799-805 (2001).
- (54) Arkes & Schipani, *supra* note (53), p.624.
- (55) *Joy v. North*, 692 F.2d 880 (2d Cir. 1982).
- (56) Klein & Coffee, *supra* note (41), p.159; Cox & Hazen, *supra* note (15), pp.136-137; Brodsky & Adamski, *supra* note (15), pp.40-41.
- (57) *Galliardi v. TriFood International Inc.*, 683 A.2d 1049, 1052 (Del. Ch. 1996). 本文で Allen 判事が述べているのは、裁判所が取締役の判断を後知恵で審査するとすれば、取締役による適切なリスク・テイクを阻害し、株主の利益とはならないという点である。
- (58) Bainbridge, *supra* note (11), at 117.