
 論 説

アメリカ法における 定款による敵対的買収防衛 (4)

今 泉 邦 子

- I 敵対的企業買収の手法とその優劣
- II 敵対的な公開買付けに対する対象会社の対応
- III Shark repellent provisions に対する評価
 - 1. 抑止力 (deterrent) に関する分析 (以上, 40 卷 2 号)
 - 2. Contractarian と経験的分析 (以上, 41 卷 3・4 号)
 - 3. 取締役の信認義務との関係
 - (1)~(5)-1 (以上, 42 卷 3・4 号)
 - (5)-2~(6)-6 (以上, 本号)

III Shark repellent provisions に対する評価

3. 取締役の信認義務との関係

(5) 基本定款変更と敵対的買収防衛策: **Unocal** 基準の適用が争われた事例

〔承前〕

(5)-2 Williams v. Geiser に関する評価

① 同判決は、過半数を独立取締役が構成する取締役会が、議決権に関連する基本定款の変更を推薦した場合に経営判断原則が適用されることを示す先例となっている¹⁾。会社が、短期的な景気循環 (business cycle) よりも長期的価値に焦点を当てた経営方針を採用しているため、短期的な景気循環に対

する脆弱性につけこむ買収提案者を警戒して、敵対的買収防衛の目的および効果を当該基本定款の変更が有している場合であっても²⁾、DGCL § 242 の手続が遵守された株主総会において、取締役会の提案に株主の過半数が承認した以上、当該提案にかかる定款変更には、取締役の失職回避 (entrenchment) を助長する効果があるにせよ買収防衛のための措置ではないと Delaware 州最高裁判所が判断したと解する立場がある³⁾。確かに、取締役が誠実に行った経営判断を、裁判所の事後的な審査から保護する効果を経営判断原則が有するとしても、取締役の注意義務を欠く、または不合理な行為によって会社に損害が生じた場合、裁判所は取締役の行為を取り消すことができる。しかし、十分な情報に基づく取締役の経営判断を裁判所は尊重し、取締役が利益相反または失職回避の目的で行為したと立証されないかぎり、その経営判断を適切なものと推定することの先例ともなっている⁴⁾。

株主の過半数による承認があれば、会社または株主による忠実義務違反に基づく責任追及を取締役が免れることができるかに関して、本判決が確固とした態度を示していないと理解されている⁵⁾。

② 他の株主または会社に影響力を有する支配株主が、他の株主等に対する信認義務に違反したかに関して、同判決は先例として注目される。他州でも同様の傾向にあるが⁶⁾、Delaware 州法によれば、支配株主とは、当該株主の議決権割合が過半数を超える者に限られず、事案ごとに認定される。議決権割合が半数以下の者であっても、実際に会社の行為に影響力があつたことを原告が証明した場合には、支配株主であると認定される⁷⁾。他の株主の議決権割合との相対的關係、および取締役が自由に裁量権を行使できない状況にあつたこと等を根拠に支配株主だと認定される場合がある^{8) 9)}。公開会社か閉鎖会社かを問わず、支配株主が持株数に比例しない利益を得る可能性があるため、会社に寄与する行為を支配株主にさせる目的で、支配株主が会社に対する信認義務を負わされている^{10) 11)}。取締役会の過半数が支配株主から独立していないため、取締役会と支配株主との間に事実上の代理関係 (de facto agency relationship) があることを、支配株主の信認義務の根拠とする立場

もある¹²⁾。

公開会社では、支配株主の行為の信認義務違反を審査する基準が、経営判断原則または完全公正基準 (intrinsic fairness test or intrinsic fairness test) によるかが問題となる。完全公正基準とは、Weinberger v. UOP¹³⁾で示された、略式合併の手続を利用した少数派株主締出しと密接に関連のある審査基準である¹⁴⁾。Delaware州法によれば、自己取引 (self-dealing) には、審査基準として完全公正基準が適用される結果、当該取引の公正性につき支配株主が立証責任を負うが、当該取引が自己取引であることにつき原告が立証責任を負うとした¹⁵⁾。この自己取引とは、支配株主である親会社が、子会社に対する支配を利用して、子会社の少数派株主が享受できない利益を得るか、または少数派株主の損害と引換えに支配株主が利益を得ることをいうとする¹⁶⁾。

Williams v. Geiser は、支配株主の地位を確立する効果がある tenure voting に関する規定を新設する定款変更は、信認義務に違反しないとする先例と解されている¹⁷⁾。確かに、tenure voting 制度は、長い目で見れば支配株主に有利であるが、極端に不衡平な定款変更ではないため、取締役会の過半数が支配株主から独立していたこと、株主総会ですべての重要な事実につき完全な開示があったこと、および株主総会が承認したことを理由に、支配株主の信認義務違反がないとしている。完全公正基準を適用すべき自己取引ではないとする理由は、定款変更が表面上は支配株主と少数派株主を不衡平に扱っていないことにある。株主総会が当該定款変更を適法に承認した以上、少数派株主の過半数が棄権または反対した場合であっても、独立取締役が過半数を占める取締役¹⁸⁾会による定款変更の提案は¹⁹⁾、経営判断原則が審査基準となる。なお、1株1議決権の原則に対して、所有期間が長い株式ほど多くの議決権を付与する tenure voting 制度は変則であるが、多くの会社が採用している。なぜなら Delaware 州では、DGCL § 216 が株主総会の定足数を規定し、基本定款または付属定款によるその定足数の変更を認め、DGCL § 212(a) が1株1議決権の原則と、基本定款によるその原則の修正とを認めているからである²⁰⁾。

非上場会社 (close corporation) における支配株主の信認義務は、公開会社の支配株主とは異なり、partner が他の partner に対して負う信認義務に類似している。たとえば、少数派株主に対して不愉快な態度をとるかもしくは脅迫した事実が、または少数派株主が株主総会に参加不可能にされたこともしくは会社の取引に関する情報を入手不可能であったことが立証された場合に、支配株主の信認義務違反が認められる^{21) 22)}。

③ 株主の決議に際して強圧 (coerce) があったか否かは、敵対的買収防衛策 (defensive tactics) ないし買収防衛効果のある様々な措置 (defensive measures) を評価する際の重要な考慮要素である。たとえば *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*²³⁾ では、競合する買収提案から、交渉進行中の合併契約を保護する措置 (deal protection measures) が強圧として認められた。Delaware 州法における強圧の意義を *Williams v. Geiser* が初めて示した²⁴⁾。一般に、株主の利益を害する行為をする旨の陳述によって、取締役、支配株主およびその他の者が株主を脅威にさらす場合、悪意の強圧 (wrongful coercion) が認められる。先例は *Lacos Land Co. v. Arden Group, Inc.*²⁵⁾ である。しかしながら、Delaware 州裁判所が強圧を認定した事例は少ない。*Williams v. Geiser* も強圧があったことを認めていない。強圧は事実のみから判断できず、少数派株主が耐えうる種類の圧力であり、かつその圧力の影響を受けずに行うことが可能だと Delaware 州衡平法裁判所は考えていると推測されている²⁶⁾。

なお、強圧のほかに、議案の本旨以外の理由で、株主に賛成または反対の議決権行使をさせる概念として、議決権買収 (vote-buying) がある。議決権買収とは、株主が受領する理由のない利益で株主を誘引することをいう。Delaware 州では、かつて議決権買収を株主による決議の無効原因としていたため、株主の承認を要する取引の無効原因として主張された²⁷⁾。しかし、*Schreiber v. Carney*²⁸⁾ が、議決権買収自体を違法または無効としない立場を明らかにした。議決権買収合意は、その内容または目的が詐欺または他の株主の権利に対する侵害でないかぎり、当該株主個人に対する対価に支持された議決権行使に関する合意にすぎないという理由による。議決権買収合意が

その内容または目的を理由に攻撃された場合には、その合意は完全公正基準 (intrinsic fairness test) による裁判所の審査を受けることになる。現在では、議決権買収を禁止する州会社法も少数となっている²⁹⁾。

(6) 敵対的買収防衛行為による株主権侵害の審査基準

(6)-1 Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc. の概要

Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.³⁰⁾では、付属定款で定時株主総会開催日が定めてあるにもかかわらず、当時の悪い経営状態の改善を求める原告が行おうとした委任状争奪戦への対抗措置として、定時株主総会開催日を付属定款所定の日よりも早めて、委任状争奪戦において原告が他の株主を説得するための時間等を短くし、現経営陣の再選を有利にしたため、原告が当該株主総会開催の禁止を求めた。Delaware 州最高裁判所は、現経営陣の行為は、失職回避の目的、および経営陣に対抗する委任状争奪戦を実施する権利を行使しようとする反対派株主の正当な努力の妨害という不衡平な目的のために、会社の機構 (corporate machinery) および Delaware 州法を利用していると判断し、これがすでに確立している会社における民主主義の原則 (principles of corporate democracy) に反すること理由に、当該株主総会の開催を禁止した。本件において、経営陣による株主権の侵害に関して Delaware 州最高裁判所が示した考え方は、その後 Blasius Industries v. Atlas Corp. が会社法の重要な原則であることを明らかにした^{31) 32)}。

(6)-2 Blasius Industries v. Atlas Corp. の概要

Blasius Industries v. Atlas Corp. では、被告会社 (Atlas Corp.) の経営陣の経営方針に不満を持つ最大株主である原告 (Blasius) が、被告取締役会の定員を7名から15名へ増員すること、および8名の新候補者の選任を内容とする株主合意書 (form of stockholder consent) を被告会社へ引き渡す前日に、被告取締役達が電話による取締役会を開催し、取締役の定員に関する付属定款を7名から9名へと変更し、新たに2名の取締役を追加した取締役会決議の効

力が問題となった。被告会社の基本定款が取締役の最大数を 15 名と定め、付属定款が取締役の人数を定めていた³³⁾。したがって、DGCL § 228³⁴⁾が株主に認めた権利を行使して、株主合意により取締役会の過半数を制する原告の企てを、取締役会がその決議によって不可能にしたため、原告が被告会社の付属定款を変更する取締役会決議の無効を裁判上求めた³⁵⁾。

裁判所は、12月31日の取締役会決議を、従来、衡平法裁判所が保護してきた、取締役と株主との間の関係への攻撃 (offense) にあたると考えられることを理由に無効とした³⁶⁾。

たとえば、自社株の買戻しのように、株主の決議の効率性を妨害することを主たる目的として行われた会社の行為であり、同時に取締役会に失職回避の効果がある可能性もある行為は、株主と取締役会との間の権限分配に関連する事項であるため、取締役会の経営判断に裁判所は任せていない。そのような会社の行為には、株主の過半数と取締役会の間に対立があるからである。したがって、経営判断原則が適用されない行為である³⁷⁾。

株主の決議を妨害することを主たる目的とした取締役会の行為には、*per se invalidity rule* が適用されると原告が主張する。その根拠となる判例は、*Canada Southern Oils, Ltd. v. Manabi Exploration Co.*³⁸⁾ および *Condec Corp. v. Lunkenheimer Co.*³⁹⁾ である。*Per se invalidity rule* は、株主の決議を妨害することを主たる目的とした取締役会の行為を無効にできる長所を持つが、その適用範囲が広すぎるという短所がある。*Bennett v. Propp*⁴⁰⁾ および *Cheff v. Mathes*⁴¹⁾ は、株主の決議を妨害することを主たる目的とした取締役会の行為を無効としたが、*per se invalidity rule* を適用せず、そのような取締役会の行為にやむを得ない正当事由があることを立証すべき重い責任を取締役に課した⁴²⁾。しかし、過半数の連携していない (*unaffiliated majority*) 株主が 8 名の取締役を有効に選任する権利を妨害する意図のある 12 月 31 日の取締役会の行為に、やむを得ない正当事由があることを、被告取締役達は十分に立証していない。有力株主が、他の株主構成員たとえば一般少数株主の利益に対する強圧的行為を行った場合であれば、取締役会は会社の最善の利

益のために行為をすべきである⁴³⁾。一般少数株主の利益に対して有力株主が強圧的行為を行った場合に取締役会が有力株主の権利行使を妨害してよい理由は、取締役会の方が株主よりも何が会社の最善の利益になるかを理解していることにある。取締役会の方が株主よりも何が会社の最善の利益になるかを理解していることが、取締役会の行為の正当事由となる場合は多数あるが、株主が取締役会による推薦に従うことを希望する場合を除き、取締役選任に関しては、正当事由となりえない⁴⁴⁾。

Blasius によるリストラ提案は、非現実的で、かつ実施されれば Atlas 社およびその株主に損害を与える可能性があった。確かに、Atlas 社取締役会は誠実に (in good faith) そのように考えたのだから、感知した危険を低下させるための対策をとることが認められる。たとえば株主にと取締役会の見解を知らせ、株主とその見解を共有するために、会社の資金を使ってよい⁴⁵⁾。しかし、取締役会が株主達への伝達に会社の資金を使用することと、株主による有効な行為を無効にすることを主たる目的として権限を行使することには大きな違いがある。いかなる観点からも支配されていない過半数の株主は、取締役会と異なる見解を有するであろうし、その見解を会社法および Atlas 社の基本定款が定める方法によって提案する権利がある。また、支配されていない過半数の株主は、取締役会が株主提案の妨害を主たる目的として行為しないことを、株主の代理人としての取締役会に命じる権利もある。よって、Atlas 社取締役会の行為は誠実に行われ、故意はないが、株主に対して取締役会が負う忠実義務に違反していると判断される。故意なき忠実義務違反が認定される例は余りないが、新しい概念ではない⁴⁶⁾。したがって、取締役会の当該行為は、当裁判所の命令によって無効となるであろうとした⁴⁷⁾。

Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp. は、株主の決議を妨害することを唯一または主たる目的とした取締役会の行為を無効とする per se invalidity rule とは異なり、株主による決議を妨害することを唯一または主たる目的とした取締役会の行為にやむを得ない正当事由があることを立証すべき重い責任を課し、かつ過半数株主による取締役選任決議を取締役会が妨害する行為

には正当事由はないこと、および忠実義務違反を理由として取締役会の行為を裁判所が無効とすることを判示した。

(6)-3 Blasius compelling justification standard の適用範囲

① Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp. が示した compelling justification standard (以下、Blasius 基準とする。)は、まず、取締役会の行為が、株主による議決権 (franchise) 行使の妨害を唯一のまたは主たる目的としていたことが要件となる。取締役会と株主との間には、代理人とその本人との間の関係と同様の権限の分配が前提となっているからである⁴⁸⁾。取締役会の行為が、株主による議決権行使の妨害を唯一のまたは主たる目的としていた可能性を証明するだけではこの要件は満たされない。取締役会の行為には、株主による議決権行使の妨害以外の目的があった可能性を証明すれば、Blasius 基準は適用されない^{49) 50)}。ただし、この唯一のまたは主たる目的を認定するために、裁判所は被告の動機 (motive)、不誠実さ (bad faith) および利益相反 (self-interest) を重視しているとの指摘がある⁵¹⁾。

② 次に Blasius 基準は、株主が統治権 (governance right) を行使中に経営陣による妨害があったことを適用基準とするか、または経営陣が株主に統治権の行使すらさせなかったことを適用基準とするかが問題となる。確かに、議論を招く議案を株主総会に提案する場合、反対派による委任状勧誘の実施を困難にするために、故意に突然、株主総会の開催通知を経営陣が出す事例を念頭に置けば、統治権の行使すらさせなかったことを基準とすべきことになる。しかし、そのような基準を採用した場合、事実認定が困難かつ不確実になってしまう。したがって、株主が経営陣またはその提案に反対する手段を現実に講じていたことを基準として、Blasius 基準を適用するのが原則である^{52) 53)}。つまり、取締役会の行為の目的が株主による議決権行使の妨害にあり、かつ実際に株主による議決権行使を妨害する効果があったことが、Blasius 基準の適用基準となる^{54) 55)}。ただし、経営陣のとった手段が、明白に、反対株主による議決権行使の可能性を完全に奪う場合には、この原則に

対する例外が認められる⁵⁶⁾。なお、advance notice bylaw, つまり株主が取締役候補者またはその他の議案を定時株主総会に提案する場合、事前に取り締役に通知する旨の付属定款は、経営陣と対立する株主が委任状争奪戦を実施する際に障害となるが、取締役会が advance notice bylaw を設ける行為に Blasius 基準は適用されず、取締役会がいったん設定した株主総会の会日が裁判所によって無効にされる^{57) 58)}。

元来、Blasius 基準は、2つの類型に適用されてきた。第1に、株主が現職の取締役達を入れ替えようとした行為に対して取締役会が失職回避の目的で行った行為であり、第2に、吸収合併等の事業取引 (business transaction) に関して DGCL または会社の基本定款もしくは付属定款が要求している株主の承認を、取締役会が阻止する行為であった⁵⁹⁾。State of Wisconsin Investment Board. v. Peerless Systems Corp.⁶⁰⁾ が、第2の例である。この事例では、Peerless Systems Corp. の定時株主総会に取締役会が提出した option plan に基づき発行できる株式数を増やす提案が否決されそうになったため、取締役会が議決権行使を継続させたまま、定時株主総会を30日間延期した (adjourn)。これは同社の付属定款で認められている手続であった。延期後に開催した株主総会では、取締役会の提案が僅差で承認された。そこで、機関投資家である株主が、Peerless Systems Corp. 取締役会による本件定時株主総会の延期の主要な目的が、大多数の株主が取締役会による提案を否決することの阻止にあったとして、株主総会の延期に関して、正式事実審理を経ない判決 (summary judgment) を求め、大法官は、Blasius 基準を適用して株主を勝訴させている。取締役会の権限が株主から派生していること、株主総会の延期中に取締役会が賛成票を勧誘したことを再開後の総会が承認したと考えられないこと、および取締役会の提案を株主総会でいったん否決した後に再度株主総会を開催して再提案するよりも、延会にした方が費用が少ないことをやむを得ない正当事由 (compelling justification) と考えられないこと等を理由とする⁶¹⁾。

しかし、Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp. 以降の判例である Mercier v.

Inter-Tel (Delaware), Inc. は、特別な利害関係のない特別委員会が、Mitel Networks Corp. と private equity fund との間の合併を、株主の最善の利益に寄与すると誠実に判断したことを根拠に、判断のために十分な情報を有さない Inter-Tel 株主総会が否決することを避けるために、Inter-Tel 取締役会が臨時株主総会の会日の朝に延期した行為に対して、Unocal 基準を審査基準として適用した。原告である Inter-Tel の株主が、当該臨時株主総会を取締役会が延期し新たに会日を設定する行為は、合併に反対する株主の妨害が主たる目的であることを理由として Mitel Networks Corp. の合併の予備的差止め (preliminary injunction) を求めているが、Blasius 基準を適用しなかった。つまり Blasius 基準が審査基準となる事例を、取締役の選任または取締役選任に関連する事項に関する議決に限定している^{62) 63)}。

この決議妨害事例は、さらに3種類に区別される。第1に、目前に迫った取締役選任決議の手續、または経営陣に対立する株主が提案する取締役候補者を現職取締役と交代させる選挙運動を、取締役会が挫折させる行為がある。たとえば、Shnell v. Chris-Craft Industries, Inc.⁶⁴⁾ および Aprahamian v. HBO & Co.⁶⁵⁾ が該当する⁶⁶⁾。第2に、経営陣と対立する株主が提案する取締役候補者の選出を妨害するために、取締役選任のための株主総会が目前に迫っている時期に一方的に会社の統治機構ないし付属定款を取締役会が変更する行為がある。たとえば、Blasius Industries, Inc. v. Atlas Corp. および MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.⁶⁷⁾ が、これに該当する。どちらも、期差取締役会に関する定款規定が敵対的買収防衛策として十分に効果的ではない場合、取締役会が株主の承認を得ずに一方的に付属定款を変更して、買収防衛策としての効果を強化しようとした行為に関連している⁶⁸⁾。第3に、株式を発行して取締役会と対立する株主の議決権割合を下げて、反対派株主が取締役候補者として提案する者が選出されないようにする取締役会の行為がある。たとえば Codec Corp. v. Lunkenheimer Co.⁶⁹⁾ が該当する。株式を発行する権限は取締役会にあるが、適法な資金調達のための株式発行でなかった事例である⁷⁰⁾。

なお、Lennane v. ASK Computer Systems は、株主の有する議決権の根拠が、DGCLまたは会社の基本定款もしくは付属定款ではなく、取引所の規則にあるとして、その議決権行使の阻止には Blasius 基準を適用しなかった。取引所の規則は、取締役会がその判断で不履行または終了する権限を有する、会社と取引所との間の契約と考えられることが理由のようである^{71) 72)}。

③ 株主の議決権への侵害の有無は、事実に基づき認定される。たとえば企業業績を主とした新聞発表に株主総会の開催通知を紛れ込ませ、advance notice bylaw に基づき、その発表日を始期とする 10 日間に、取締役選任に関する株主提案を取締役会へ通知させる義務を発生させたことは、Blasius 基準が適用される株主権の侵害には当たらないとした事例がある⁷³⁾。経営陣と対立する株主が 2 名の取締役候補者を立てる株主提案を知って、経営陣が取締役会を拡大し、それら 2 名の取締役を通じた株主の取締役会への影響力を希薄にした経営陣の行為に対しては、Blasius 基準が適用された^{74) 75)}。

④ 取締役会の行為と株主権侵害との間の因果関係も、Blasius 基準を適用する際に裁判所は検討していると考えられている。たとえば、Stroud v. Grace⁷⁶⁾ は、取消が求められている取締役会の行為を、議決権の過半数を有する株主が支持していたことを重視し、因果関係を否定した。

⑤ 株主の議決権への侵害が認定されても、経営陣ないし取締役会の行為に正当事由を認め、その結果、取締役会の行為を是認した事例があり、正当事由の立証は不可能ではないと考えられる。Mercer v. Inter-Tel, Inc.⁷⁷⁾ では、第三者との合併を承認する目的の株主総会を取締役会が延期した行為が問題となった。この取締役会の判断は、主要な議決権行使助言会社 (proxy advising firm) が当該合併を支持する立場に変更して間もないため、当該合併に賛成できる情報を株主が十分に検討しておらず、かつ合併が株主総会で否決された場合には合併の相手方が提案を撤回すると独立取締役で構成される委員会が判断した、という理由に基づいていたことから、正当事由が認められた。

なお、Mercer v. Inter-Tel, Inc. において、次席大法官 Strine は、Blasius

基準を複雑な問題を審査するための基準というよりは、むしろ結果の表明にすぎないと述べている⁷⁸⁾。

(6)-4 Blasius 基準と Unocal 基準との関係

Mercier v. Inter-Tel, Inc. では、会社支配権に関する株主の決議を取締役会が阻止する行為に関する裁判所の審査基準として、Blasius 基準ではなく、Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.⁷⁹⁾が示した、買収防衛行為一般の審査基準である Unocal 基準⁸⁰⁾を採用した。取締役会の行為の主たる目的が株主権の侵害 (disfranchise) か否かをまず論じなければならないことが、Blasius 基準を審査基準とした場合に伴う困難となるからである。これに対して Unocal 基準を採用する場合、第1段階の審査基準である reasonableness test によって、取締役が貢献しようとした適法な会社の目的を明らかにすることを要求することで、Blasius 基準を審査基準とした場合に証明を要する取締役会の行為の主たる目的 (上述(6)-3①の要件) に代えることが可能である。第2段階の審査基準である proportionality test が、取締役会の行為を coercive または preclusive か否かを審査する基準となり、その結果、株主による議決権行使を妨害する行為を禁止することが可能になる。Coercive とは、敵対的買収策が対象会社株主に特定の議決権行使を強制することをいい、preclusive とは、委任状争奪戦の成功を数学的に不可能または現実に達成不可能にすることをいう。

したがって、本件では、Inter-Tel 取締役達の行為つまり株主総会の延期が、会社の適法な目的に合致し、その動機が適切かつ利己的でないこと、および取締役達の行為がその適法な目的に対して合理的であり、合併に関する株主による議決権行使を妨害していないことの証明責任を取締役達が果たし⁸¹⁾、当該 Inter-Tel 取締役達の行為は、Unocal 基準を満たすと判断された。当時、Delaware 州最高裁判所は、Unocal 基準を適用できる事情があっても Blasius 基準を適用し続けていたので、Mercier v. Inter-Tel, Inc. に対しても、Blasius 基準を適用しえたと考えられる状況であった。そのような状況

において、*Mercier v. Inter-Tel, Inc.* は、会社支配権争奪に該当する場合には *Unocal* 基準をもっぱら適用する可能性と、失職回避の動機に基づく取締役の行為の場合には *Blasius* 基準をもっぱら適用する可能性を示したと考えられる⁸²⁾。会社支配権争奪の場面において、*Unocal* 基準は、取締役に失職回避の動機があったか否かを重視するが、*Blasius* 基準は、そのような動機の有無にかかわらず適用されてきたという違いがあった⁸³⁾。

その後も、Delaware 州最高裁判所が、*MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.*⁸⁴⁾において、*Blasius* 基準が第 1 段階の審査基準である *reasonableness test* に包含されることを示している⁸⁵⁾。*MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* では、会社の事業方針および効率性に対する脅威で、かつ、会社の支配権に影響を与える脅威に対する会社の買収防衛策が、株主による取締役選任決議を取締役会が妨害することであった。つまり、後任取締役に關して、原告株主と被告取締役達が対立していたところ、被告取締役達が付属定款を変更して取締役会の定員を 5 名から 7 名に拡張すると同時に 2 名の取締役に指名し、原告が提案する 2 名の取締役候補者が選任された場合の被告取締役会への影響力を低下させるという買収防衛を行った。そのため、裁判所は、まず取締役会による買収防衛策の主たる目的が株主による有効な議決権行使の妨害にある場合には、取締役会が *Blasius* 基準によるやむを得ない正当事由を証明しなければならないとした。その証明の後に、*Unocal* 基準によって審査し、当該買収防衛策が脅威に対して不合理であり不相応であるため、無効だとしている⁸⁶⁾。ただし、*MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc.* は、議決権行使の完全な阻止に至らず、経営陣に反対する株主が自己の提案する候補者を取締役に選任することを困難にしたにすぎない場合に *Unocal* 基準よりも重い立証責任を課す *Blasius* 基準を適用している点で、それ以前の Delaware 州判例法から逸脱しているとの指摘がある⁸⁷⁾。

また、取締役会の構成または会社支配権争奪に関する議案とは区別される、通常の事業上の提案に関する株主の決議を阻止する取締役会の行為に、*Unocal* 基準は適用されない⁸⁸⁾。

(6)-5 Blasius 基準と経営判断原則との違い

株主による決議妨害を主たる目的とした取締役会の行為に Blasius 基準が適用される場合として、誰を取締役会の構成委員とするかが問題となる場合、および取締役選任決議に対して禁止されるべき取締役会の行為は何かが問題となる場合がある。Mercier v. Inter-Tel, Inc., 929 A.2d at 811 n.78 が、失職回避の動機に基づく取締役会の行為の事例と呼ぶこれらの場合には、経営判断原則は適用されない^{89) 90)}。取締役が会社の有する財産、権利および義務に関する権限を行使していないため、取締役の経営判断が問題とならないからである。Arahamian v. HBO & Co.⁹¹⁾ および State of Wisconsin Investment Board v. Peerless Systems Corp.⁹²⁾ も、同様に株主総会を延期する (postpone) 判断が経営判断ではないとの理由、および代理人がその権限を誠実かつ的確に行使するかぎり代理人に判断を任せる事項に該当しないとの理由により、経営判断原則を適用しない⁹³⁾。株主総会における通常の経営上の提案に関して株主の決議を取締役会が妨害する行為は、失職回避の動機によるものではない。支配権移転とは関係のない議案に関する株主の決議を取締役会が妨害する事例は、Blasius 基準ではなく、経営判断原則が裁判所の審査基準にふさわしいと次席大法官が Mercier v. Inter-Tel, Inc. において示唆している⁹⁴⁾。

付言すると、定款による防衛策ではないが、poison pill の dead hand provision に関する事例が、Blasius 基準または経営判断原則が適用されるかが問題となる限界事例と考えられる^{95) 96)}。Carmody v. Toll Brothers, Inc.⁹⁷⁾ において問題となった dead hand provision は、敵対的買収提案に伴う委任争奪戦によって買収提案者側の者が取締役となった場合には、poison pill から発動した rights を償還する権限を原則として有さないこと、および当該 poison pill 導入時の取締役またはその者達が指名した後任取締役 (continuing directors) または買収提案者に与しない者でかつ continuing directors の過半数の推薦もしくは承認を得た者のみが rights を償還する権限を有するため、そのような後任取締役のみが企業結合取引 (business combinations) を行う権限を

有することを内容としていた。このような条項は Delaware 州制定法に違反する点が3つあった。第1に、取締役の議決権に差異を設ける場合には期差取締役会制度を設け、かつ基本定款または付随定款に規定すべきことを明示する DGCL § 141(d) に対する違反、第2に、取締役の権限に差異がある場合、より大きな権限を有する取締役を選任する権利を株主が有すると規定する DGCL § 141(d) に対する違反、および第3に、会社の管理経営に関する制定法上の権限を取締役に付与する DGCL § 141(a) に対する違反である。この第2点の DGCL 違反とは、衡平法裁判所によれば、dead hand provision は、敵対的買収提案に賛成する取締役候補者を委任状争奪戦の実施によって株主が選任可能であることを根拠として poison pill の有効性を認めた Moran v. Household International Inc.⁹⁸⁾ にも違反し⁹⁹⁾、かつ DGCL が株主の決議の最高性 (primacy) を取締役会の権限の根拠としていることにも違反すると判断した。つまり、dead hand provision は、正当事由なく故意に取締役選任に関する株主の議決権行使を妨害しているため、Blasius 基準に違反しているとした。また当該 dead hand provision を持つ poison pill の導入行為は、Unocal/Unitrin 基準¹⁰⁰⁾ に違反するため取締役の信認義務にも違反し無効と判断した。なぜなら Unocal 基準のうちの proportionality test は、さらに Unitrin 基準に従い、coercive かまたは preclusive と判断される場合には満たされず、当該買収防衛策は対象会社に対する脅威に比べて過剰 (disproportionate) であり、不合理 (unreasonable) だと解されるからである¹⁰¹⁾。

Delaware 州衡平法裁判所は、買収防衛策の有効性を審査する基準は通常 Unocal/Unitrin 基準であるが、買収防衛策が株主権の侵害 (disfranchise shareholder) を目的とする場合には、Blasius 基準および Unocal/Unitrin が適用されるとした¹⁰²⁾。

Poison pill が証券に該当する範囲で、その証券の権利内容 (terms of security) の決定は経営判断だと考えられる。しかし、pill は取締役に特別な統治権限を付与する目的を持ち、pill から rights が発動しないことおよび pill が別個に取引されないことを前提としている。取締役の権限および株主が選任した

一定の取締役の権限を奪う権利内容が問題になった *Carmody v. Toll Brothers, Inc.*¹⁰³⁾ は、dead hand provision を有する poison pill の実体は、企業経営よりも、取締役選任手続および取締役の権限に関係すると解する立場だとする学説がある¹⁰⁴⁾。

(6)-6 Unocal 基準，経営判断原則および株主による決議の関係

Unocal 基準は、その後の判例法の生成によって、threat, proportionality, preclusion, coercion および取締役会の利益相反または取締役の行為に関して変容したといわれている¹⁰⁵⁾。

さらに、*Corwin v. KKR Financial Holdings LLC*¹⁰⁶⁾ が、一定の要件を満たす株主の決議がある場合には、公開買付けを前置しない非支配株主との友好的な吸収合併等の取引に関する対象会社取締役会の判断に Unocal 基準を適用せず、経営判断原則を適用する旨の判示をしたことが注目されている。そのための要件として、利害関係のない、十分な情報を有し、取締役から M&A 取引の承認を強制されていない対象会社株主による決議であることを要する。中立的な決議があれば取締役会決議の代わりに役割を果たすと解することになる。その株主による決議が、制定法によって義務づけられている場合も、あるいは取締役会が自発的に請求した場合も同様の効果が認められる。M&A 取引に関する対象会社取締役会の判断に経営判断原則が適用されるならば、クロージング後に信託義務違反を理由として取締役に対する金銭による賠償請求をする原因は会社財産の浪費 (waste) のみだと考えられる¹⁰⁷⁾。

Corwin v. KKR Financial Holdings LLC の法理の適用範囲を Delaware 州衡平法裁判所が拡大している。*Volcano Corporation Stockholder Litigation*¹⁰⁸⁾ では、DGCL § 251(h) が適用される、公開買付けを前置した 2 段階吸収合併についても適用した。DGCL § 251(h) は、通常の吸収合併に関する株主の承認決議成立要件と同数の株式を公開買付者が公開買付けによって取得すれば、略式合併を実施するための保有株式要件である 90% を取得していなくても、第 2 段階の吸収合併を公開買付者が実行することを認める。当該

現金のみを対価とする吸収合併の取締役会による承認は信託義務違反にはあたらず、その審査基準として経営判断原則を適用している。DGCL § 251(h) が公開買付者に取得を義務付けている株式数が、制定法上合併手続のひとつである株主の決議と同視できることがその理由である。

第三者たとえばファイナンシャル・アドバイザーの教唆および幫助責任に関する *City of Miami General Employees' and Sanitation Employees' Retirement Fund v. Comstock*¹⁰⁹⁾ においても、教唆および幫助責任の前提となる取締役会の信託義務違反を審査するにあたり、Delaware 州衡平法裁判所は *Corwin v. KKR Financial Holdings LLC* の法理を適用している。

Corwin v. KKR Financial Holdings LLC の法理は取締役会の多数が独立取締役でない場合にも適用されることを *In re Columbia Pipeline Grp., Inc. Shareholder Litigation*¹¹⁰⁾ および *In re Solera Holdings, Inc. Stockholder Litigation*¹¹¹⁾ が認めており、同法理および Unocal 基準が適用されない唯一の取引は、会社と支配株主との間の吸収合併であるように思われている¹¹²⁾。

注

- 1) JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, 2 THE LAW OF CORPORATIONS § 10:2 n. 13 (3d 2010).
- 2) *Williams v. Geiser*, 671 A.2d 1368, 1372 (Del. 1996).
- 3) JAMES D. COX & THOMAS LEE HAZEN, 4 THE LAW OF CORPORATIONS § 23:5 n. 18 (3d 2010).
- 4) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 10:2 n. 29.
- 5) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 10:17 n. 5.
- 6) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 11:11 n. 2.
- 7) *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994); *In re Western National Corp. Shareholders Litigation*, 2000 WL 710192, at *23 (Del. Ch. 2000).
- 8) *Getty Oil Company v. Skelly Oil Co.*, 267 A.2d 883 (Del. Supr. 1970); *Cottrell v. Pawcatuck Co.*, 35 Del. Ch. 309, 116 A.2d 787 (1955); *In re KKR Financial Holdings LLC Shareholder Litigation*, 101 A.3d 980 (Del. Ch. 2014); *In re Morton's Restaurant Groupe, Inc. Shareholders Litigation*, 74 A.3d 656 (Del. Ch. 2013); *In re Crimson Exploration Inc. Stockholder Litigation*, 2014 WL 5449419 (Del. Ch. 2014).

- 9) STEPHEN M. BAINBRIDGE & IMAN ANABTAWI, *MERGERS AND ACQUISITIONS A TRANSACRTIONAL PERSPECTIVE* 371–372 (2017).
- 10) *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971); *Chiles v. Robertson*, 767 P.2d 903, 912 (Or. Ct. App. 1989).
- 11) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 11:11 at 304.
- 12) BAINBRIDGE & ANABTAWI, *supra* note 9 at 372.
- 13) *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).
- 14) COX & HAZEN, *supra* note 3 § 23:3 at 139.
- 15) *Gabelli & Co. Profit Sharing Plan v. Liggett Group, Inc.*, 444 A.2d 261 (Del. Ch. 1982); *In re Primedia Inc. Derivative Litig.*, 910 A.2d 248 (Del. Ch. 2006); *Berger v. Intelident Solutions, Inc.*, 911 A.2d 1164 (Del. Ch. 2006).
- 16) *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717, 720 (Del. 1971).
- 17) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 11:11 n. 35.
- 18) *Williams v. Geiser*, 671 A.2d at 1384.
- 19) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 11:12 at 320.
- 20) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13:15 at 491.
- 21) *Duncan v. Lichtenberger*, 671 S.W. 2d 948 (Tex. Ct. App. 1984).
- 22) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 11:11 at 310.
- 23) *Omnicare, Inc. v. NCS Healthcare, Inc.*, 818 A.2d 914 (Del. 2003).
- 24) *Williams v. Geiser*, 671 A.2d at 1382. 拙稿「アメリカ法における定款による敵対的買収防衛 (3)」*南山法学* 42 卷 3・4 号 (2019) 322 頁参照。
- 25) *Lacos Land Co. v. Arden Group, Inc.*, 517 A.2d 271 (Del. Ch. 1986).
- 26) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13:25 n. 17 and accompanying tex.
- 27) *Come's Ex'rs v. Russell*, 21 A. 847, 849 (N.J. Ch. 1891).
- 28) *Schreiber v. Carney*, 447 A.2d 17, 23, 25–26 (Del. Ch. 1982).
- 29) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13:25; COX & HAZEN, *supra* note 3 § 23:6 at 163, § 25:6 n. 16.
- 30) *Schnell v. Chris-Craft Industries, Inc.*, 285 A.2d at 437, 438–439 (Del. 1971).
- 31) *Blasius Industries v. Atlas Corp.*, 564 A.2d 651 (Del. Ch. 1988).
- 32) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13:24.
- 33) *Blasius Industries v. Atlas Corp.*, 564 A.2d at 654.
- 34) 会社法 319 条 1 項とは異なり、株主合意による議案の成立要件が全員一致ではなく、株主総会を実際に開催した場合と同様である。
- 35) *Blasius Industries v. Atlas Corp.*, 564 A.2d at 654.
- 36) *Id.* at 652.
- 37) *Id.* at 660.

- 38) Canada Southern Oils, Ltd. v. Manabi Exploration Co., 33 Del. Ch. 537, 96 A.2d 810 (Del. Ch. 1953).
- 39) Condec Corporation v. Lunkenheimer Company, 43 Del. Ch. 353, 230 A.2d 769 (Del. Ch. 1967).
- 40) Bennett v. Propp, 41 Del. Ch. 14, 187 A.2d 405, 409 (Del. 1962).
- 41) Cheff v. Mathes, 41 Del. Ch. 494, 199 A.2d 548 (Del. 1964).
- 42) Blasius Industries v. Atlas Corp., 564 A.2d at 662.
- 43) *Id.* at 663.
- 44) *Id.* at 661–663.
- 45) Hall v. Trans-Lux Daylight Picture Screen Corporation, 20 Del. Ch. 78, 171 A. 226, 227 (Del. Ch. 1934); Hibbert v. Hollywood Park, Inc., 457 A.2d 339 (Del. 1982).
- 46) Lerman v. Diagnostic Data., 421 A.2d 906 (Del. Ch. 1980); AC Acquisitions Corp. v. Anderson, Clayton & Co., 519 A.2d 103 (Del. Ch. 1986).
- 47) Blasius Industries v. Atlas Corp., 564 A.2d at 661–663.
- 48) *Id.* at 661.
- 49) Kallick v. Sandridge Energy, Inc., 68 A.3d 242, 258 (Del. Ch. 2013).
- 50) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13:24 and 2018–2019 Cumulative Supplement Issued in November 2018 to Vol. 2 § 13.24 n. 16.
- 51) David C. McBride & Danielle Gibbs, Interference with Voting Rights: The Metaphysics of Blasius Industries v. Atlas Corp., 26 Del. J. Corp. L., 927, 940–941 (2001).
- 52) Openwave Systems Inc. v. Harbinger Capital Partners Master Fund I, Ltd., 924 A.2d 228, 242–244 (Del. Ch. 2007).
- 53) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13:24 and 2019–2020 Cumulative Supplement Issued in November 2019 to Vol. 2 § 13.24 at 74–76.
- 54) H.F. Ahmanson & Co. v. Great W. Fin. Corp., No. Civ. A. 15650, 1997 WL 305824, at *16 (Del. Ch. June 3, 1997); Stahl v. Apple Bancorp, Inc., 579 A.2d 1115, 1123 (Del. Ch. 1990).
- 55) McBride & Gibbs, *supra* note 51 at 930.
- 56) Linton v. Everett, 1997 WL 41189 (Del. Ch. July 31, 1997).
- 57) Lerman v. Diagnostic Data, Inc., 421 A.2d 906, 913–914 (Del. Ch. 1980).
- 58) Jacob A. Kling, Defranchising Shareholders: The Future of Blasius after Mercier v. Inter-Tel (Delaware), 119 Yale L.J. 2040, 2047–2048 (2010); COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13:24 at 525.
- 59) Blasius Industries v. Atlas Corp., 564 A.2d at 660.
- 60) State of Wisconsin Investment Board. v. Peerless Systems Corp., 27 Del. J. Corp.

- L. 726, 2000 WL 1805376 (Del. Ch. 2000).
- 61) Kling, *supra* note 58 at 2044, 2054–2055.
- 62) Williams v. Geiser, 671 A.2d at 1376; MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118, 1131 (Del. 2003); Mercier v. Inter-Tel (Delaware), Inc., 929 A.2d 786, 811 (Del. Ch. 2007).
- 63) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13.24 and 2019–2020 Cumulative Supplement Issued in November 2019 to Vol. 2 § 13.24 at 74–76.
- 64) Shnell v. Chris-Craft Industries, Inc., 285 A.2d 437.
- 65) Aprahamian v. HBO & Co., 531 A.2d 1204 (Del. Ch. 1987).
- 66) Williams v. Geiser, 671 A.2d at 1376; MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d at 1131; Mercier v. Inter-Tel (Delaware), Inc., 929 A.2d 786 も、取締役が失職回避の目的で行為した事例である。
- 67) MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118.
- 68) Kling, *supra* note 58 at 2049.
- 69) Codec Corp. v. Lunkenheimer Co., 230 A.2d 769 (Del. Ch. 1967).
- 70) Kling, *supra* note 58 at 2051–2053.
- 71) Lennane v. ASK Computer Systems, 1990 WL 154150, at *8.
- 72) Kling, *supra* note 58 at 2057–2058.
- 73) Accipiter Life Sciences Fund, L.P. v. Helfer, 905 A.2d 115 (Del. Ch. 2006).
- 74) MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118.
- 75) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13:24 at 525.
- 76) Stroud v. Grace, 606 A.2d 75, 92, Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 96922 (Del. 1992).
- 77) Mercier v. Inter-Tel (Delaware), Inc., 929 A.2d 786.
- 78) COX & HAZEN, *supra* note 1 § 13:24 at 526.
- 79) Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).
- 80) 第1段階の reasonableness test および第2段階の proportionality test からなる。
- 81) Mercier v. Inter-Tel, Inc., 929 A.2d at 810–811; William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., Function over Form: A Reassessment of Standard of Review in Delaware Corporation Law, 56 Bus. Law. 1287, 1313–1314 (2001).
- 82) Mercier v. Inter-Tel, Inc., 929 A.2d at 818.
- 83) *Id.* at 811.
- 84) MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d 1118.
- 85) Kling, *supra* note 58 at 2062; Shaunna L. Wollpert, Inc. v. Liquid Audio, Inc.: Determination of the Review Standard When Directors’ Defensive Measure Impedes Shareholders’ Right To Vote, 29 Del. J. Corp. L. 175, 190 (2004).
- 86) MM Companies, Inc. v. Liquid Audio, Inc., 813 A.2d at 1131–1132; Kling, *supra*

- note 58 at 2043–2044, 2062.
- 87) Kling, *supra* note 58 at 2050–2051.
 - 88) Kling, *supra* note 58 at 2043–2044, 2061–2062.
 - 89) Blasius Industries v. Atlas Corp., 564 A.2d at 659.
 - 90) Kling, *supra* note 58 at 2046, 2048, 2060.
 - 91) Aprahamian v. HBO & Co., 531 A.2d 1204, 1205, 1207 (Del. Ch. 1987).
 - 92) State of Wisconsin Investment Board v. Peerless Systems Corp., No. 17, 637, 2000 Del. Ch. LEXIS 170 at *2–*3. (Del. Ch. Dec. 4, 2000).
 - 93) McBride & Gibbs, *supra* note 51 at 935–937.
 - 94) Mercier v. Inter-Tel, Inc., 929 A.2d at 811, 812 n.78.
 - 95) McBride & Gibbs, *supra* note 51 at 937; Michael B. Regan, Dead end: Delaware’s response to the recent innovation in corporate antitakeover measures, the so-called “dead hand” poison pill, in Carmody v. Toll Brothers, Inc., 44 Vill. L. Rev. 643, 645 (1999).
 - 96) COX & HAZEN, *supra* note 3 § 23:7 at 172.
 - 97) Carmody v. Toll Brothers, Inc., 723 A.2d 1180 (Del. Ch. 1998).
 - 98) Moran v. Household International Inc., 490 A.2d 1059 (Del. Ch. 1985).
 - 99) 対象会社取締役の経営権限を保護することが poison pill を認める根拠であるため、将来の取締役の経営権限ないし裁量権を制限する条項を有する poison pill は認められない。Jeffrey N. Gordon, “Just Say Never?” Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett, 19 Cardozo L. Rev. 511, 538 (1997); Shawn C. Lese, Note, Preventing Control from the Grave: A Proposal for Judicial Treatment of Dead Hand Provisions in Poison Pills, 96 Colum. L. Rev. 2175, 2176 (1996); Michael B. Regan, Dead End: Delaware’s Response to the Recent Innovation in Corporate Antitakeover Measures, the So-called “Dead Hand” Poison Pill, in Carmody v. Toll Brothers, Inc., 44 Vill. L. Rev. 643, 665–666 (1999).
 - 100) Unocal/Unitrin 基準については、拙稿・前掲注 24) 314–319 頁参照。
 - 101) Regan, *supra* note 99 at 643, 659–662.
 - 102) Carmody v. Toll Brothers, Inc., 723 A.2d at 1193.
 - 103) *Id.* at 1184, 1189, 1193.
 - 104) McBride & Gibbs, *supra* note 51 at 937–938.
 - 105) COX & HAZEN, *supra* note 3 § 23:6 at 160–163. 拙稿・前掲注 24) 315 頁。
 - 106) Corwin v. KKR Fin. Holdings LLC, 125 A.3d 304, 312 (Del. 2015).
 - 107) Iman Anabtawi, The Twilight of Enhanced Scrutiny in Delaware, 43 Del. J. Corp. L. 161, 164–165, 175 (2019).
 - 108) In re Volcano Corporation Stockholder Litigation, 143 A.3d 727 (Del. Ch. 2016).

- 109) City of Miami General Employees' and Sanitation Employees' Retirement Fund v. Comstock, No.9980-CB, 2016 Del. Ch. LEXIS 133, at *69–*70 (Del. Ch. Aug. 24, 2016), *aff'd* on other grounds, 158 A.3d 885 (Del. 2017).
- 110) In re Columbia Pipeline Grp., Inc. Shareholder Litigation, No.12152-VCL, 2017 Del. Ch. LEXIS 123, at *3 (Del. Ch. Mar. 7, 2017).
- 111) In re Solera Holdings, Inc. Stockholder Litigation, No. 11524-CB, 2017 Del. Ch. LEXIS 1, at *17 n.28 (Del. Ch. Jan. 5, 2017).
- 112) Anabtawi, *supra* note 107 at 192.