

株主、債権者、取締役の利害対立と心理の構造

朝岡 大輔

明治大学商学部

京都大学経営管理大学院

要旨

株式会社においては、株主と債権者、債権者と取締役、取締役と株主の間にそれぞれ利害の対立が存在する。債権者を保護する制度として取締役の対第三者責任や法人格否認の法理、株主を保護する制度として株主代表訴訟制度が存在する一方で、取締役を保護する制度として経営判断原則や保険制度も存在する。これらの制度は、オプションの価値で見る経済的な要素だけでなく、心理的な要素からも相互のバランスの上に成立している。

キーワード: 株主, 債権者, 取締役, オプション, 心理

1. 問題の所在

本稿は、法の経済分析の観点から、株式会社を取り巻く債権者、株主、取締役の間に存在する利害の対立に関して、経済的な枠組みと、心理的な枠組みの双方を踏まえつつ、相互の責任追及と保護の制度について分析するものである。

我が国の会社法制に照らしてみると、例えば、株主を保護する制度として、有限責任制度が存在するが、逆に債権者を保護するその例外として、法人格否認の法理が存在する。また、株式会社における所有と経営の分離 (Berle and Means, 1932) を前提として、株主が取締役の責任を追及する、株主による責任追及等の訴え (株主代表訴訟) の制度が存在する一方で、経営判断原則による取締役の保護の法理や、免責や保険の制度が存在する。債権者は、取締役の対第三者責任を問うことができるが、同じく経営判断原則による取締役の保護の法理が存在する。これらは相互にバランスを保ちながら存在していると言えるが、これらの制度のインセンティブを軸とする経済的な意味と共に、心理学の発展の成果を踏まえ、心理的な意味を併せて検討することによって、さらに法の構造に対する理解を深めることができる。合理

性にに基づく効用最大化を前提とする前者の分析枠組は、現実にはそれと異なる人間の行動を記述する後者と対比される。このように経済的な意味と心理的な意味を二層の構造として分析するアプローチは、法の経済分析の観点では、Zamir and Teichman (2018) に見られる法の行動経済分析と呼ぶことができる。我が国では、取締役会に関してAsaoka (2018), M&Aの意思決定とガバナンスに関してAsaoka (2019), 内部通報制度に関して朝岡 (2019) がある。

経済的な分析に有用なのは、企業価値を株主と債権者への分配の問題としてオプションを用いて記述する枠組みである。代表的なモデルでは、株主のペイオフ (利得) を、債権額を行使価格とするコールオプションのロング (買い) ポジションとして、債権者のそれを、プットオプションのショート (売り) ポジションと債権額の組み合わせとして表現する (Merton, 1974)。この枠組みを用いた日本法の法人格否認の法理の検討として、田中編著 (2013) がある。コールオプションのロングポジションを有する株主は、リスクを高める (企業資産のボラティリティを高める) インセンティブを有し、プットオプションのショートポジションを有する債権者は、逆に抑制するインセンティブを有する。本稿は、田中編著 (2013) の分析する株主と債権者の関係に、取締役を加えた三者間の利害対立の構造として構成し、これらに心理的な側面を加え、Zamir and Teichman (2018) の分析を株式会社に関して発展させる。その観点で前提となる有限責任制度の心理的な側面も検討する。また、株主代表訴訟や取締役の責任についても、経営判断原則の意義について、田中 (2018) が「後知恵」として言及する法認定における心理的な側面についてさらに検討する。これらの分析を踏まえて、株主、取締役、取締役の間のバランスの構造や、取締役の責任や報酬について議論を行う。コーポレートガバナンス改革の観点で取締役の報酬の議論が進んでいるが (経済産業省, 2019), 報酬とは責任と表裏一体であり、その観点でも本稿の検討は資すると考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、株主と債権者の関係について、有限責任制度と法人格否認の法理の観点から、第3節では、債権者と取締役の関係について、対第三者責任の観点から、そして第4節では取締役と株主の関係について、株主

代表訴訟の観点から、それぞれ分析する。第5節はディスカッションである。第6節は結論である。

2. 株主と債権者

2-1 有限責任制度

企業の資金調達においては主に負債と株式が用いられ、資金の供給者としてそれぞれ債権者と株主が存在するが、株式の重要な性質として、株主の有限責任制度がある。有限責任制度は、会社法制としては1811年のニューヨーク州から1931年のカリフォルニア州にかけて米国を横断して成立し、各国に影響を与え、我が国においても1890(明治23)年の旧商法典に導入された。

この有限責任制度の導入は、それ以前にも債権者が株主に対して損害賠償を請求することは実際にはほとんどなかったと言われるが (Shiller, 2004)、心理の面では、法制度によってその責任の限定に確実性を与える作用があったと言える。現実の人間は、あらゆるリスクを計算して意思決定を行っている訳ではなく、一定程度の調査を行えば、そこで満足して意思決定を行う (Simon, 1956)。また、確率の低い事象のリスクを過大に評価し、確実性を過度に好む傾向 (確実性効果) がある (Tversky and Kahneman, 1981)。また、損失の痛みを利得の喜びよりも大きく評価する傾向 (価値関数) から、損失を回避する傾向が知られている (Kahneman and Tversky, 1984)。利得が無限である一方で、損失が確実に限定されているという有限責任の特性は、株主に、債権者から遡求される心配なく、そして緻密な確率の計算や心配をすることなく事業のリスクを取ることを可能とすることで、資金供給を促す要因となる。多数の資金供給者である株主の登場は、所有と経営の分離も発生させ、Jensen and Meckling (1976) の言う取締役と株主の間の利害対立 (エージェンシー問題) を生じさせる背景となったと言える。

2-2 法人格否認の法理

判例法としての法人格否認の法理は、タクシー会社を2台ずつ所有する企業を多

数創設し、各社の損害賠償責任を限定しようとした親会社の責任を論じた米国の判例を代表として (*Walkovszky v. Carlton*), 総じて各国に存在する法理である。我が国においては、最高裁判例 (最判44・2・27) 以降、特に中小企業において適用されると言われるが、適用対象が限定されている訳ではない。法人格の否認は有限責任の否認を意味し、有限責任であるはずの株主は、損失の負担を求められる¹。この法理については、我が国に限られず、その要件の曖昧さが指摘されている (Bainbridge and Henderson, 2016; 田中, 2018)。これは、上述の確実性効果を減殺する効果を有する。

この法人格否認の法理の株主のペイオフへの影響を考えると、株主はもはや損失を限定されないで、そのペイオフには損失が生じるようになる一方で、その限度において、債権者は損失を回避するようになる。株式の価値そのものはマイナスにはなり得ないので、株主のペイオフがマイナスになるということは、株主の資産に遡求されることを意味する。株主が個人の場合でも株式会社の場合でも、それぞれ有限責任の限度 (つまり資力の範囲) において損害賠償を行う (もともと、株式会社である株主についても、連鎖して法人格否認の法理が適用されることは理論的には排除されない)。一般に株式会社の方が個人よりも資力が大きく、株主が十分な資力を有する株式会社の場合には、損失を発生させる企業の株式から有限責任性は消滅し、そこから導かれるコールオプション性も消滅する。対照的に、債権者のポジションの価値は、有限責任の否定によるオプション性の消滅またはオプションの行使価格の低下を通じて改善する。

この法理は、実際の確率は低いながらも株主が債権者から責任を問われることがあるという、歴史上において有限責任制度が成立する前のペイオフに戻すことを意味し、一旦与えられたかに見える確実性効果と損失回避効果は、その上に法人格否

¹ 事前の合意によって取引関係に入った債権者とは異なり、企業の不法行為によって意図せずして企業との間で債権債務関係に入った場合には、有限責任によって被害者への損害賠償が不十分となる帰結を回避するために法人格否認の法理を積極的に認めるべきであるという見解がある (Hansmann and Kraakman, 1991)。本稿では、事前の合意に基づき金融取引に入る債権者を念頭に置いて分析する。

認という例外的な法理が適用される限度において、その効果を失う。これは資本市場の機能の阻害要因となる。少なくとも他の法理によって解決できる事案にまで適用する必要はないと言え（田中, 2018）、実際、法理の適用が限定的であるのは、そのような資本市場の安定性への影響を考慮したものであると見ることができる。

このような法理が存在することによって、取締役が同時に株主でもある場合には、少なくとも、有限責任制度の悪用と認定され得る形での過剰なリスクテイクを抑制するインセンティブを有し、また、取締役と株主が別々の主体である場合においても、株主は取締役にそのような行動を抑制させるインセンティブを持つ。そして同時に、制度の不確実性による委縮効果も生む。

3. 債権者と取締役

取締役の対第三者責任とは、第三者である債権者が損害を受けた際に、取締役に損害賠償請求ができる制度である（会社法第429条）。典型的には、倒産した中小企業の債権者が債権回収のために取締役の責任を追及する場合に用いられる（神田, 2019）。

取締役の債権者に対する責任が認定された場合には、損害賠償を通じて取締役から債権者へのキャッシュフローが生じるが、その源泉となる取締役のペイオフは、一義的には、報酬を含む取締役の個人資産である。通常、取締役の報酬は、各企業の設計にもよるが、固定給と共に、企業価値にも連動し、従って取締役のペイオフは個人資産との合計として、報酬と共に増加すると考えられる。ただし、通常、企業価値の増加額と同額の報酬の増加が起こる訳ではないので、報酬の増加幅は企業価値の増加に比して緩やかである。これは取締役個人の資力に相当する。

企業資産、債権、株式及び取締役の資産の金額をそれぞれ時価で考えた場合、債権者への分配は株主への分配に優先し、企業価値が債務額を下回れば、時価において債務超過（insolvent）となり、企業はたとえ全資産を売却しても全債務の返済ができ

ないので、デフォルトに陥り、資産を債権者に受け渡す²。企業資産の時価が債務額を上回っている限りは、企業は資産超過 (solvent) の状態にある。

この取締役のペイオフを基にして、取締役の対第三者責任の規定の効果を分析する。取締役が債権者から責任を追及され、その責任が認定されると、取締役はそのペイオフから損害を賠償する。そうすると、債権額を下回る時価の企業資産を手にした債権者の事後的な損益分岐点は改善する。取締役の対第三者責任の規定の存在は、損害賠償によるペイオフの合算によって、債権者の有するポジションの価値を高める。また、取締役のリスクテイクのインセンティブは、当該規定の抑止力の限りにおいて抑制されるので、企業資産のボラティリティの低下を通じて、やはり債権者のポジションの価値を高める。つまり、当該規定の存在は、債権者のポジションの価値を高め、債権者が資金供給という取引に応じるインセンティブとなる。

La Porta et al. (1998) によれば、投資家保護の保護が相対的に強い法体系を有する国には、経済や資本市場が発展している傾向が見られる。オプションの価値の観点からは、債権者のポジションの価値が行使価格の低下によって向上するために、取引の判断のための損益分岐点が低下することによって取引が促されるためであると基礎付けることができる。ただし、その価値の向上の源泉は、取締役のペイオフであり、新たな価値の創出ではなく分配の変化による効果である。もっとも、標準的な金融オプションとは異なり、債権者は原資産に損失が生じた場合に常に取締役の責任を追及できる訳ではなく、要件を充足した場合においても、訴訟上の不確実性やコストの問題がある。そのため、取締役の責任が認定される場合という限定された条件の下での改善である³。

この取締役の対第三者責任を取締役の観点から見ると、数多くの判例及び学説の蓄積はあるものの、要件 (条文上は任意懈怠に関する悪意または重過失等である)

² 債務不履行時の民事再生法や会社更生法の適用においては、訴訟コスト等の財務危機コストの流出によって企業価値が減少し得る。その減少額を反映しても本文の議論は同じである。

³ これに以て非なるものとして、銀行が中小企業への融資に際して経営者から徴することができる個人保証がある (民法第446条から465条の10)。一般的には連帯保証であって、債権者における損失の発生を待たずに履行を請求できるので、債権者のポジションの改善は直接的である。

は明確とは言い難い(後藤,2010)。しかしそれを満たす場合には、キャッシュフローの流出が生じ、その損失には上限がない。これは、報酬の設計にもよるが、企業価値を高めたとしてもあまりアップサイドがない一方で、要件を充足する場合には潜在的に損害賠償が必要になることを意味し、その限りにおいてリスクテイクは抑制される。いわゆる委縮効果であるが、この基礎には利益の追求よりも損失の回避を優先する心理がある(Kahneman, Knetsch, and Thaler, 1991)。損失に上限がないと言っても、自己破産制度を通じて有限責任は一応確保されている(Easterbrook and Fischel, 1991)。しかし、実際問題として自己破産の影響は小さくなく、個人は雇用関係を通じて一つの企業に人的資源を集中させているので(法人の破産の影響も大きい)、その主要な一つは従業員への影響である)、この個人レベルの有限責任の存在は、分散投資が可能である株主のリスクテイクとは異なって、リスクテイクの抑制を緩和するとまでは言えない。

なお、前節の法人格否認の法理と本節の対第三者責任は、いわゆるオーナー企業のように、取締役が株主でもある場合には重なり合う。その場合には、債権者は両方の構成によって責任を追及できる可能性がある。法人格否認の法理が適用される場合には、債権者は株主の資力の範囲で債権回収を行うので、結果として取締役個人の責任を追及しているに等しく、取締役の対第三者責任が追及される場合には、やはり株主でもある取締役の資力の範囲で債権回収が行われる(ただし、企業の損失が著しい場合には、当該取締役が有する株式の価値は乏しい)。

これらの責任の追及に対する経営判断原則や保険制度による取締役の保護の効果については、次節で共通して述べる。

4. 取締役と株主(株主代表訴訟)

4-1 株主代表訴訟制度

前二節では、債権者に損害が生じた場合に、取締役または株主から債権回収を可能とする法理と規定を扱った。これらに対し、本節では、株主が、取締役の責任追及を通じて、間接的に逸失した利益を回収する株主代表訴訟(責任追及等の訴え。第

847条) の制度を分析する。株主は責任追及によって直接の損害賠償は得られないが、企業のキャッシュフローが究極的には債権者または株主に分配されることから、取締役から会社に損害賠償がなされることによって、株主のペイオフは間接的に改善する。株主代表訴訟制度とは、株主が有する本来の権利の一つ(株式価値の最大化の追求)を実効あらしめるために存在するものであり、この制度が取引に応じるための株主の損益分岐点を引き下げる効果は、債権者と同様である。

なお、前節で見たように、債権者は取締役の対第三者責任の訴えを通じて、取締役から債権回収を直接図ることができるので、この点で比較すると、債権者は株主よりも有利な地位を与えられている。これは一般的に株式が分散所有されているのに対して、債権者は銀行等に集中していることから、さらに効果を有する。

ここで、株主が実効性を伴って取締役の責任を追及できるのは、企業が資産超過の状態にある場合のみである。そのような状態において、取締役の任務懈怠によって、本来実現し得た企業価値の水準に比して実際の価値が低い場合には、株主は取締役の責任を追及し、本来実現し得た水準、またはそれにより近いペイオフを回復することができる。そこで、株主代表訴訟には、価値の回復を通じて、株主が有するコールオプションのポジションの価値を引き上げる効果がある。しかし、取締役による損害賠償額を加えても、企業の資産額がなお債務額を下回る場合には、企業は債務超過に陥っていることになり、企業資産は債権者に移転する。そこでは、債権者への債務の返済が優先され、かつ、債権者は前二節で述べたように取締役や株主の責任も追及するので、株主の権利行使は意味をなさない。

この株主代表訴訟制度の心理的な基礎として挙げられるのは、自己奉仕バイアスである。田中(2018)は、会社に代わる訴訟提起権が株主に与えられている理由として、役員間の同僚意識によって、会社自身による規律が働きにくいことを挙げる。この心理的な基礎は、たとえ自己評価による甘さを認識していたとしても、結果として自らに甘い評価を下す傾向(Babcock and Loewenstein, 1997; Valdesolo and DeSteno, 2007)や、置かれた立場によって公平性の基準が変わり、自らに有利な基準を公平と考える傾向(Thompson and Loewenstein, 1992)に求めることができる。

株主に、自らの権利を実現する手段、つまり経営を委ねている取締役の責任を追究できる権利が与えられることは、経済的にはエージェンシー問題の緩和によって資金供給に応じるインセンティブとなる。ただし、債権者による責任追及と異なると、株主代表訴訟には、田中 (2018) の指摘する「合理的無関心」の問題がある。株式所有の分散によって、訴訟を提起し、労力を払う株主と静観する株主が存在する場合には、株主が勝訴した場合には弁護士費用は会社負担となり、その限度で全株主が費用を負担することになるが、株主が敗訴した場合の弁護士費用は訴訟を提起した株主が負担し、かつ悪意がある場合には当該株主に会社から損害賠償請求も行われるので (第852条)、静観する株主は、勝訴した場合には訴訟を起こす株主の労力にフリーライドできる一方で (賠償額から弁護士費用を差し引いた残額を保有比率に応じて享受する)、敗訴した場合には何ら負担を負わない。そこで、訴訟を提起する株主にとっては、単独で負担する労力やリスクと、獲得できるペイオフが釣り合わない。対照的に、債権者による責任追及にはそのような問題がなく、利得を全て自らのものとすることができる。この比較においては、株主の権利行使は、静観する株主のフリーライドによってペイオフが悪化する程度において抑制される。

この問題は、各主体のインセンティブの問題のみならず、主体間の心理的な公平性の問題としても捉えることができる。人間は、金額の多寡に示される金銭的なインセンティブよりも公平性の欲求に重きを置く (Guth, Schmittberger, and Schwarze, 1982)。たとえ正のペイオフを得られるとしても、公平な分配が期待できないとすると、それが行動の阻害要因となり、株主代表訴訟制度はこの制約を受けていると言える。

4-2 経営判断原則

株主から責任を追究され得る取締役は、リスクを抑制するインセンティブを有する。取締役がリスクを取れば、企業価値は上昇することも下落することもあるが、責任を問われるのは下落した場合のみである。仮に、株主と同様、取締役の損失が限定されていれば、リスクを取るインセンティブが生じるが、自己破産を除けば損

失が事前に限定されない取締役は、積極的にリスクを取ることを回避し、慎重な経営に傾くインセンティブを有する。これは、望ましいリスクテイクを抑制してでも、悪意のあるリスクテイクと認定される可能性を回避する方向に作用する。ここには、田中編著(2013)が指摘する、取締役による悪意のある行為を抑制しようとするれば、それだけ望ましい行為まで抑制されてしまう誤りが生じ得る一方で(第一種の過誤)、望ましい行為を促進しようとするれば、それだけ悪意のある行為も誘発してしまう(第二種の過誤)というトレードオフがある。

このような取締役の委縮効果は、オプションの原資産である企業資産のボラティリティを低下させることを意味するので、株主のオプションのポジションの価値にとってはマイナスである。そこで、その委縮効果を軽減する制度が必要とされる。この点で、内容や過程に著しく不合理な点がない限り、取締役の判断を尊重する法理である経営判断原則は、取締役の委縮効果を軽減し、本来望ましいリスクテイクを促すことで、株主のポジションの価値を保護する効果がある制度であると言える。

さらに心理的には、後知恵バイアス(Stallard and Worthington, 1998)への対処という側面がある(Teichman, 2014; 田中, 2018)。リスクテイクには、債権者や株主に損害を与える意図を持ったものと、企業価値を高める、取締役に期待される積極的なものがあるが、変化し続ける複雑な経営環境に置かれている取締役が、事前に何が無謀で、何が望ましいかという線引きを正確に判断することは、事後的に事実認定を行う場合に比して困難である。後知恵バイアスによって、結果が明らかになった後に行われる事実認定においては、他にあり得た判断の結果は目に見えないので、結果として目に見える損失が判断時点において予見し得たように考えられたり、より良い判断をし得たように考えられたりする傾向がある。これは結果責任を問われることを意味し、個人の資産規模が相対的に小さいことや上述の損失回避傾向と併せて、取締役の委縮効果を生む。経営判断原則は、このような後知恵バイアスから取締役に保護するものであると言える。

4-3 免責制度

会社法における株主代表訴訟の規定は、企業の自由選択によって排除できない強行規定である。しかし、会社法は、取締役の会社に対する任務懈怠責任について責任免除の規定も定めており、総株主の同意によって全ての免除が可能であるほか（第424条）、株主総会の特別決議（第425条）や取締役会決議（第426条）による一部免除も可能である。

しかし、これらは事後的な免責であり、事前に責任限定契約が締結できるのは社外取締役等に限定され、内部の業務執行取締役は締結できない（第427条）。つまり、株主総会における株主の合意の下、一定の範囲における選択の自由は与えられているが、損失が発生してからの合意に依存する点で、取締役の行動に影響を与える責任の認定には事前の不確実性が伴い、これを排除できない。契約自由の原則からすれば、企業の実行役員が、企業と金融取引を行う投資家との間で契約や定款で免責を規定することとしても、投資家は、交渉や選択を行うことができるので問題ないようにも見える。規定の強行性は、個別に契約によって排除できる可能性があるが（神田, 2019）、契約によって免責が有効に行えるかどうかは明らかではない。

このような制約の理由としては、個別の設計の柔軟性を企業に与えると、株主は取引に入る都度、各企業の設計を確認する必要性が生じるので、市場における投資家の取引コストを高めるという経済的な説明がまず可能である（Easterbrook and Fischel, 1991）。加えて、心理的にも、上述の通り、人間は、あらゆる条件を調べ、比較し、判断することを、現実には行っていない。逆に、定型化されたものや、その現状維持を好む傾向がある（Kahneman, Knetsch, and Thaler, 1991）。この限定合理性を前提とすれば、一律の限定が設けられていることには、あらゆる株式会社において広い投資家の参加を促す利点があり、その全体の利点が、個別の交渉を容認する利点を上回るという結果であると考えることができる。

4.4 保険制度

しかし同時に、このような規定の強行性を前提としつつも、取締役の経済的な損失を填補する、会社役員賠償責任（D&O）保険契約の存在によって、免責に関する

個別の柔軟性が与えられている。これは機能的には、神田 (2019) の言う契約による排除に相当する。2019年の会社法改正によってこの保険の保険料を会社が負担できることが明確化され (第430条の3)、企業の自由選択が認められているので、その限度において取締役の委縮効果は軽減される。もっとも、通常の保険契約では保険免責額が設定されるので、完全な免責を意味するものではない。

保険契約の締結を通じて認められている取締役の責任の事前の排除が、債権者や株主との間での合意による方法では認められていないのは、やや一貫しないようにも見える。そこでこの点で差異を検討すると、任意規定下で免責される場合は、投資家は果敢な取締役の高いリスクに対して高いプレミアムを要求し、取引が成立する。これに対し強行規定下で免責されない場合は、保険が存在しなければ、投資家は委縮した取締役の低いリスクに対して低いプレミアムを要求し、やはり取引が成立する。しかし保険が存在するならば、一つの企業に人的資源を集中させている取締役は、保険契約を選択する。この場合、任意規定下では不要である保険料の社外流出を招くが、この保険料が保険会社に移転した法的リスクに対するプレミアムに相当する。保険契約を締結した取締役は、モラルハザードを引き起こし得るが、保険会社のモニタリングと保険免責額の設定によって、そのインセンティブは減殺される。そこで完全な免責を受ける場合に比して、取締役のリスクは低下する。

この規定の強行性と保険の認容の組み合わせは、専ら保険会社にこのリスクとプレミアムの機会を集約することを意味し、投資家はこの移転した投資機会を選択することができない。分散投資が可能な株主からすれば、いずれのリスク水準の設計も選択できることが望ましいが⁴、このリスクへの投資機会は保険会社に集約される。

このような組み合わせが認容される要因の一つは、免責の制限と同様に、限定合理性下では、各企業が個別に提示する条件を評価するよりも、保険という定型化された情報による判断が好まれる心理に沿うことである。もう一つは、株式の所有構

⁴ 免責の他に取締役が有限責任を得る方法は、自然人に限定されている (第331条) 取締役の株式会社化を認めることである。取締役の株式会社化は、独立取締役の監督機能の強化の観点で主張される (Bainbridge and Henderson, 2018)。この場合も保険契約が不要となる。

造による影響である。株主代表訴訟について述べたように、投資家が株式を分散保有する場合には、投資家によるモニタリングは、上述の合理的無関心や公平性の欲求によって不十分になる。しかし保険の利用の下では、保険の売り手である保険会社によるモニタリングを通じたガバナンスの効果が期待できる (Baker and Griffith, 2010)。そこでは、保険会社が多数の投資家に代わって企業の情報を評価し、モニタリングを行う金融仲介者として機能する。この観点で、投資家の評価に資するために、各企業のリスクの指標となる保険の内容と保険料の開示が主張されており、我が国においても支持されている (木村, 2017)。株主代表訴訟においては有効な解決手段が存在しないこの問題は、保険会社にリスクの投資機会を制度的に集約し、機能を果たす限りにおいて軽減することができる。開示の必要性は、この集約の結果として投資家が個別に評価する機会を得られない点にも求められる。

5. ディスカッション

5-1 利害対立と保護のバランス

前三節において、株式会社を取り巻く株主、債権者、取締役の三者間の関係を二層の構造によってそれぞれ分析した。株式会社における有限責任制度については、債権者と株主の間の利害対立と心理的な効果に着目して分析した。株主と債権者が有するオプションのポジションは、株主には出資額を上回る損失の可能性を排除することで、積極的なリスクテイクを促す作用がある一方で、債権者にはリスクを抑制する効果がある。一方で、有限責任を否定する法人格否認の法理の存在は、その適用における不確実性と共に、確実性効果や損失回避の心理に影響を与えることを見た。

企業に資本を提供する債権者の保護規定として取締役の対第三者責任や法人格否認の法理が、そして株主の保護規定として株主代表訴訟制度が存在することで、基本的なインセンティブは影響を受ける。ただし、株主代表訴訟制度については、取締役の自己奉仕バイアスに対処する効果があるものの、株主の合理的無関心および公平性の欲求によって不十分となり得る。これらの規定は、債権者と株主の双方にと

って、主として取締役の責任を問うことができる強行性を有し、取締役には、報酬に一定の限度がある一方で、自己破産を除いて責任が限定されていないことに由来して、また、損失の痛みが利得の喜びよりも重く評価されることで、積極的なリスクテイクを抑制する方向に作用し、全体として委縮効果を通じて債権者のポジションの価値の向上に資するものである⁵。その結果、株主のポジションの改善効果は逆に減殺される。

これらの規定が、その適用の事前の不確実性とも相俟って、取締役の積極的なリスクテイクが抑制される影響を与えることから、責任の認定における後知恵バイアスの影響を踏まえ、取締役を保護する経営判断原則が重要である。これは取締役の委縮効果を緩和することを通じて、株主の保護の効果も有する。また、責任に関する規定の強行性については、自由選択による保険の存在が強行性を相対化しており、保険料の外部流出や投資家の機会制約はあるものの、限定合理性と定型化への選好に加え、投資家が個別に企業を評価する取引コストの抑制や、金融仲介者としての保険会社への集約にその理由が求められ、その背景の一つとして株式の分散所有がある。株主代表訴訟において制約となり得る合理的無関心や公平性への欲求の問題は、保険会社によるガバナンスが機能する限りにおいて軽減される。

このように、経済的な要因と心理的な要因は、それぞれ株主、債権者、取締役の利害関係に関する規定や法理に影響している。株主と債権者の間には、経済的にはコールオプションとプットオプションの対照、心理的には確実性効果や損失回避効果を基礎として、有限責任と法人格否認の法理のバランスが存在し、債権者と取締役の間、そして取締役と株主の間には、経済的にはエージェンシー問題に由来するインセンティブ、心理的には後知恵バイアスを基礎として、対第三者責任および株主代表訴訟制度と経営判断原則のバランスが存在する。さらに、取締役の免責制度と

⁵ このような制度のあり方は、金融システムの姿と関連付けて考えることもできる。木下(2016)によると、我が国では銀行に代表される債権者の保護に厚い法制が採用される一方で、銀行は、本来は資本に相当する資金まで提供する。銀行は持ち合いを通じて企業の株式を保有し、株主より先に条件変更や債権放棄にも応じる。債権者の強い保護は、同時に事実上の株主の保護と見ることもできる。

保険制度は、経済的には取引コストの抑制や合理的無関心の解決、心理的には限定合理性と定型化の選好、公平性への欲求を基礎として、投資家から保険会社へのリスクの移転と保険会社へのガバナンスの集約が基礎付けられる。株式会社における三者の利害の対立は、経済的なインセンティブの要素のみならず、心理的な要素による構造にも支えられ、相互のバランスの上に成立している。

5-2 取締役の報酬

このような構造における一つの重要な要素は取締役の行動に与える影響であるが、この点で、取締役の積極的なリスクテイクを促すことが望ましいとすると、経営判断原則に代表される保護法理の予見可能性を高め、取締役の保護を強めるバランスの変化が必要であると言え、また、取締役の免責に関する規定の強行性を前提とすれば、委縮効果を軽減しつつモニタリングが有効に行われ得る点に保険の意義が見出される。

さらにこの観点で責任に照らした取締役の報酬の効果を見ると、取締役は広い意味で企業価値に連動したペイオフ（賞与や株式報酬）を有するので、コールオプションのロングポジションを有する。しかし、責任の認定に伴って生じる損害賠償については、自己破産制度の適用を除けば損失が事前に限定されない。この利得と損失の非対称性は、経済的に見れば、債権者と同様、取締役がプットオプションのショートポジションを有することを意味する。保険の存在は、このショートポジションを相殺し、報酬を企業価値に連動したポジションに回復させる効果を有する。

しかし心理的には、訴訟が報道されたり批判を受けたりすることによって社会的に受ける取締役個人の痛みも存在する。社会的な評判や恥から受ける心理的な効果には保険がない。個人が金銭的な報酬よりもこの心理的な効果に重きを置いているとすると、委縮効果は大きい。この点、取締役がインセンティブの設定に対して、経済的な意味で合理的に反応しているかどうかは明らかではなく、複雑な判断においては非金銭的な報酬の影響の方がむしろ大きいとの指摘がある (Thibault-Landry, Schweyer, and Whillans, 2017)。そうだとすると、取締役は、企業価値に連動する経済

的なインセンティブの設定にも関わらず、株主の価値に資する積極的なリスクテイクよりも、批判を受けない安定の維持を優先する。一つの企業に人的資源を集中させている取締役にとって、雇用関係の継続は重要な関心であるが、安定性の選好はこの点からも強化される。我が国の経営者の金銭報酬は海外に比して低水準のままであるが、保険による損失回避効果に比して、その引き上げの心理的効果は薄い可能性がある。むしろ、報酬の設計においてまだ体系立てられているとは言えないが、企業価値に連動する金銭的な報酬を経済的な報酬とすると、積極的なリスクテイクに対する評判、称賛、高い責任や地位等の非金銭的または心理的な報酬の設計が同様に重要であると言える。

6. 結論

本稿では、法の行動経済分析の観点から、株式会社を取り巻く株主、債権者、取締役の関係に焦点を当て、相互の責任追及や保護、インセンティブと心理の構造について分析を行った。規定や法理の存在は、その適用における不確実性と共に、人間の心理と行動に影響を与える。伝統的な経済分析に対して、情報の評価や判断における実際の限界、合理的に予想される行動と現実との差異、インセンティブとしての報酬への反応の仕方、経済合理性を超える公平性の重視など、法や法的判断が必要とする生身の人間の行動の理解のために行動経済分析は有益なものであると共に、人間を介して法と経済分析の間の距離を埋める効果があると言える。特に本稿では、株式会社における規定や法理に着目して、それらの根底に存在する心理的な要素を並行して分析することで、株主、債権者、取締役の間に存在する利害の対立やそれぞれの立場に応じた保護について、重層的な理解を目指した。このような理解は、個別の制度の存在理由についての理解を深めると共に、積極的なリスクテイクを促すための観点に見られるように、バランスの上に成り立っている各要素を見ることで、変化のための条件についての洞察を得ることに寄与する。

不確実性や利害の対立関係に直面しながら、法制度を構築し、それに基づく判断を行うのは生身の人間である。その人間に対する理解を深めることは、法制度やそ

の妥当性に対する理解を深めることにつながる。株主、債権者、取締役の利害の対立と保護の構造は、経済性のみならず心理にも着目することでそれらが相互に保つバランスがより深く理解される。

本稿の分析の限界と考えられる今後の研究の方向性は次のようなものである。第一に、本稿では業務執行取締役を念頭に置いて論じたが、独立取締役の役割が拡大する中では、取締役会内部の分析がますます重要となる。この点を本稿では扱っておらず、さらなる分析の余地がある。独立取締役は一般的に法的な責任を問われることが少なく、免責も広く認められているので、取締役間のインセンティブや心理には差異が生じる。第二に、法の行動経済分析の基礎となる実証研究では、日本人に関する研究がまだ多いとは言えない。しかし社会的な恥の観念や、上述の海外に比して低水準の金銭報酬に見られるように、我が国に特徴的な行動を規定する心理的または文化的な要因は多いように見える。これらの点の実証的な研究は、行動経済分析を通じて、取りも直さず我々の法に対する理解を深めることにつながる。

これらの課題は将来に亘る興味深い領域の広がりを示しており、その広がりには本稿が多少なりとも資するところがあれば幸いである。

謝辞

匿名の査読者2名による貴重なコメントに感謝する。本研究はJSPS科研費JP19K13811の助成を受けたものである。

判例

Walkovszky v. Carlton, 223 N.E.2d 6 (N.Y. 1966).

最判昭和44・2・27民集23-2-511 (1969).

参考文献

朝岡大輔 (2019) 「内部通報の倫理と心理」 『月刊監査研究』 第45巻第12号, 56-67.

神田秀樹 (2019) 『会社法 第21版』 弘文堂.

木下信之 (2016) 「窮境企業に対する銀行の経営関与」 宍戸善一・後藤元 (編著) 『コ

- ーポレート・ガバナンス改革の提言—企業価値向上・経済活性化への道筋』商事法務, 349-380.
- 木村健登 (2017) 「D&O保険に内在する理論的問題とその解決策(2・完) —エージェンシー問題への対処」という観点から— 『損害保険研究』 第79巻第3号, 91-125.
- 経済産業省 (2019) 「『攻めの経営』を促す役員報酬—企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引—」平成31年3月8日.
- 後藤元 (2010) 「取締役の債権者に対する義務と責任をめぐるアメリカ法の展開」『金融研究』 第29巻第3号, 123-174.
- 田中亘 (編著) (2013) 『数字でわかる会社法』 有斐閣.
- 田中亘 (2018) 『会社法 第2版』 東京大学出版会.
- Asaoka, D. (2018) “Collective intelligence or groupthink? Group decision making under the Japanese Companies Act,” *Corporate Board: Role, Duties and Composition* 14-2, 27-37.
- Asaoka, D. (2019) “Behavioral analysis of mergers and acquisitions decisions,” *Corporate Board: Role, Duties and Composition* 15-3, 8-16.
- Babcock, L. and G. Loewenstein (1997) “Explaining Bargaining Impasse: The Role of Self-Serving Bias,” *Journal of Economic Perspectives* 11-1, 109-126.
- Bainbridge, S. M. and M. T. Henderson (2016) *Limited Liability: A Legal and Economic Analysis*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Bainbridge, S. M. and M. T. Henderson (2018) *Outsourcing the Board: How Board Service Providers Can Improve Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Baker, T. and S. J. Griffith (2010) *Ensuring Corporate Misconduct: How Liability Insurance Undermines Shareholder Litigation*. Chicago: University of Chicago Press.
- Berle, A. A. and G. C. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Easterbrook, F. and D. R. Fischel (1991) *The Economic Structure of Corporate Law*. Brighton: Harvard Business Press.
- Guth, W., R. Schmittberger, and B. Schwarze (1982) “An experimental analysis of ultimatum

- bargaining,” *Journal of Economic Behavior & Organization* 3-4, 367-388.
- Hansmann, H. and R. Kraakman (1991) “Toward unlimited liability of corporate torts,” *Yale Law Journal* 100-7: 1879-1934.
- Jensen, M. C. and W. Meckling (1976) “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,” *Journal of Financial Economics* 3-4, 305-360.
- Kahneman, D., J. L. Knetsch, and R. H. Thaler (1991) “Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias,” *Journal of Economic Perspectives* 5-1, 193-206.
- Kahneman, D. and A. Tversky (1984) “Choices, values and frames,” *American Psychologist* 39-4, 341-350.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny (1998) “Law and finance,” *Journal of Political Economy* 106-6, 1113-1155.
- Merton, R. C. (1974) “On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates,” *Journal of Finance* 29-2, 449-470.
- Shiller, R. J. (2004) *New Financial Order: Risk in the 21st Century*. Princeton: Princeton University Press.
- Simon, H. A. (1956) “Rational choice and the structure of the environment,” *Psychological Review* 63-2, 129-138.
- Stallard, M. J. and D. L. Worthington (1998) “Reducing the hindsight bias utilizing attorney closing arguments,” *Law and Human Behavior* 22-6, 671-683.
- Teichman, D. (2014) “The hindsight bias and the law in hindsight,” in E. Zamir and D. Teichman eds., *The Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law*. Oxford: Oxford University Press, 354-373.
- Thibault-Landry, A., A. Schweyer, and A. V. Whillans (2017) “Winning the war for talent: Modern motivational methods for attracting and retaining employees,” *Compensation & Benefits Review* 49-4, 230-246.
- Thompson, L. and G. Loewenstein (1992) “Egocentric Interpretations of Fairness and Interpersonal Conflict,” *Organizational Behavior and Human Decision Process* 51-2,

176-197.

Tversky, A. and D. Kahneman (1981) “The framing of decisions and the psychology of choice,” *Science* 211-4481, 453-458.

Valdesolo, P. and D. DeSteno (2007) “Moral hypocrisy: Social groups and the flexibility of virtue,” *Psychological Science* 18-8, 689-690.

Zamir, E. and D. Teichman (2018) *Behavioral Law and Economics*. Oxford: Oxford University Press.

Conflicts of interest and the psychology of shareholders, debtholders, and directors

Daisuke Asaoka
School of Commerce/ Graduate School of Management
Meiji University/ Kyoto University

Abstract

Corporations have conflicts of interest between shareholders and debtholders, debtholders and directors, and directors and shareholders. While debtholders are protected by directors' liabilities toward third parties and piercing of the corporate veil, and shareholders by derivative suits, directors are protected by the business judgment rule, liability exemptions and officers' liability insurance. These institutions are built not only on the kind of economic factors seen in options values, but on a balanced mix of economic and psychological factors.

Keywords: Shareholder, Debtholder, Director, Option, Psychology