

# 企業における行動学的転回 (Behavioral Turn) と 消費者規制の在り方

第11回消費者法制度のパラダイムシフトに関する専門調査会

得津晶（一橋大学ビジネスロー専攻教授）

2024年10月22日（火）10：00から

# Ⅰ. 行動経済学と会社法

「相性が良いようで良くない」

行動経済学：合理性を前提とする伝統的な（conventional）経済学との対比から、一定の心理学的なバイアスによって個人・主体の合理性に限定がある場合を対象とした経済学

- 「限定合理性」は会社法領域にも存在
  - Shleifer 2000: 資本市場における投資家のOver-Reaction
  - 「経営判断原則」の根拠としての取締役のリスク回避性
  - 昨今は、株主（投資家）のmyopia（短期主義）などの問題が指摘
- ⇕×
- 会社法・ビジネスローの世界では（消費者法と比べて）当事者は合理的  
Posner (1998), Romano (1986)

# 1. 行動経済学と会社法

- 会社も最終的に「個人」によって経営－行動経済学活用の「可能性」
- 中心人物：Donald C. Langevoort  
それ以前にもBehavioral Scienceを標榜する論文はあるが必ずしも「行動経済学」的な知見を導入したものではない
  - ① 市場の効率性の問題
  - ② 主体の行動の限定合理性※両者は重なり合う
- 従来の

## 2. 市場の効率性の問題

- 市場の効率性の問題

主に証券市場の価格形成の効率性

- ① Strong form : 未公開の内部情報も含めたすべての情報が価格に反映
- ② Semi-strong form : 公開情報のすべてが価格に反映
- ③ Weak form : 過去の価格の情報が現在の価格に反映

- 諸問題

- 1. インサイダー取引規制
- 2. 開示書類虚偽記載における投資家に対する責任
- 3. 証券市場の短期主義

# 2-1. インサイダー取引規制

- インサイダー取引規制：内部者のみが知っている情報を基に取引することへの規制
  - ① Strong formの効率性：内部情報も価格に反映しているためインサイダー取引規制は不要
  - ② Semi-Strong formの効率性
  - ③ Weak formの効率性

インサイダー取引規制が有意義なのは②・③のみ

※現実には米国証券市場ですら②Semi-strong formの効率性 (Fama 1991)

日本の証券市場等は③Weak formどまり (釜江=手塚 2000)

Shleifer (2000)のover-reactionの議論も市場の効率性を否定する論拠にすぎない

⇒個人レベルでの「限定合理性」の議論は不要

# 2-2. 開示書類虚偽記載における投資家に対する責任

- 米国判例法（Basic判決 1988）：「市場に対する詐欺」理論  
虚偽記載公表後の値下がりや虚偽記載と「因果関係」のある投資家の損害であることを認める連邦最高裁の判例法理  
= 簡易な立証手段による救済
- 当初：背景にSemi-strong formの市場効率性が前提  
証券市場が効率的であったからこそ虚偽情報が組み込まれて市場価格が形成され、かつ、投資家はその価格を信頼して取引をする  
2000年代後半：金融危機以降の証券市場はSemi strong formの市場効率性が否定され、Basic判決の「市場に対する詐欺」理論は廃止される可能性
- Halliburton判決（2014）：Semi-strong formの効率性は不要
  - 公開情報が株価に影響を与えること
  - 虚偽記載情報が公開されれば株価が本来有すべき価格よりも高い価格となること
  - 真実が明らかになれば株価が下がることのみで虚偽記載と因果関係ある損害の立証は可能  
+ 証券市場のover-reactionは損害額を軽減する要素に  
= 簡単な救済手段は維持

# 2-3. 証券市場の短期主義

- 投資家・株主は短期の利益実現のため会社の長期利益を犠牲にする  
背景：機関投資家には投資期間が存在・一定期間内のパフォーマンスが求められる  
⇒ 反論：長期的な利益も全て株価に反映・短期的利益のために長期的利益は犠牲とならない—市場の効率性
- 議論のインパクト：非常に大きい
  - 経営者・取締役会限りでの買収防衛策（ポイズンピル）を認めてよいかどうか・どのような範囲の防衛策を認めてよいか？
  - 大量保有報告書の提出期限短期化（反対、Bebchuk & Jackson 2012）
  - 四半期報告書の廃止（Asker et al. 2015）
- 支持する諸外国のレポート・見解
  - 英国 the Kay Review (2012)
  - 仏：2014年フロランジュ法（Loi Florange）2年以上保有する株主の議決権を2倍（フランス商法L225-133条3項）
  - Mayer (2013 & 2019) いわゆる「パーパス論」の前提に株主・投資家支配は短期主義に陥る点の指摘
  - 米国の法律事務所Wachtel (2015).
- 有力な学説（本流）の反論
  - Bebchuk (2013); Bebchuk et al. (2015) いわゆるShareholder Primacy論者  
アクティビストファンドの「介入」が長期的な企業価値（ROA, Tobin's Q）を毀損していない／改善していることを実証
  - 日本でも田中＝後藤（2020）

# 3. アクターの限定合理性

- 会社も「個人」によって経営されている
  - 個人が経済合理的に行動するとは限らない = 限定合理性
  - ⇒ 経営者のインセンティブ設計
    1. 経営者のリスク回避性と自信過剰
    2. 法令遵守義務と Corporate Culture 論

# 3-1. 経営者のインセンティブ

- 「過度のリスクテイク」—金融危機時に世界的に問題
  - ストックオプション、業績連動報酬
  - 金融機関の経営者報酬が収益ではなく事業規模 Gorton 2008
  - = 経営者が「合理的」に行動することの問題
  - = 伝統的なCG: Agency Problem
    - 経営者 (Agent) が株主 (Principal) の利益のために行動するための仕組み・Agent とPrincipalの利益を一致させる仕組み
    - ×
  - **自信過剰** (overconfidence) — 「特定の環境下で」 : 一般化できない
    - 限定合理性 Langevoort 1997; Goel & Thakor 2008
    - ×
- **リスク回避性** → 従来の経営判断原則の適用範囲を見直す可能性？
  - 経営判断原則の根拠 = 委縮の防止
  - 経営判断原則: 取締役は経営判断の誤りに対して原則として (例外として判断の内容・過程が著しく不合理でない限り) 責任を負わない / 義務違反を問われない

# 3-2. 法令遵守義務とCorporate Culture論

- 伝統的な「法令遵守義務」の議論
  - 取締役は法令遵守義務（会355）
    - 法令の範囲は株主利益保護のための法律に限られない（無制限説）
    - 法令遵守義務に反して
      - 会社に発生した損害（課徴金など）は対会社責任（会423）
      - 第三者に発生した損害（労働法違反での過労自殺）は対第三者責任（会429）
  - ×
- 反論：法令違反行為で会社・株主が利益を得ているのに責任のみ取締役が負うのは不公正（unfair）
  - 取締役が委縮する・「成り手」がいなくなる
  - ×再反論：「抑止」のため＝「委縮」させてよい
    - ⇒どれも「合理性」モデル
- 「会社の文化」論
  - 一定の環境下では法令違反行為を促進する

# 3-2. 法令遵守義務とCorporate Culture論

- 会社の文化論：「一定の環境」では法令違反のインセンティブが過大となっている可能性
  - 競争心
  - 一度倫理的行動から逸脱したこと＝プロスペクト理論：法令違反・隠蔽行為を重ねるインセンティブ
  - 集団的心理・同調圧力

によって独占禁止法違反・適合性原則違反・労働法違反など様々な法令違反行為

対応：上記のような場合に限って取締役等の責任を強化⇔それ以外は責任を軽減

Cf. 中川2018の「極悪層」「従順層」「中間層」の区分

問題：いかに法令違反のインセンティブが過大となっている場面を切り出すか？

＝いかに「極悪層」のみ切り出すか？厳格な規制の対象とするか？

- 遵法義務論：法規範が内面化

経営者の法令違反行為の意思決定

- 「法令違反行為による利益（金銭的利益）とサンクション（客観的サンクション）の比較衡量」ではなく

- 法令違反行為のサンクション＝「客観的サンクション」＋「心理的・主観的サンクション」

規範の内面化によって法令違反コストが過大＝国家はエンフォースメントコストを節約して法政策を実現可能

近時の課題「Corporate Disobedience」法令違反を含んだイノベーション・新規ビジネス

Pollman 2019; 水野2017

Regulatory Entrepreneurship (Pollman & Barry 2017)

# 3-2. 法令遵守義務とCorporate Culture論

- 会社の文化論：「一定の場合には」法令遵守のインセンティブが過少
  - ×両者をいかに調整するか？
- 遵法義務論：「多くの場合には」法令遵守のインセンティブが過大  
背景：取締役の法令遵守義務違反の民事責任
- 解決策
  - ① 法令違反のインセンティブが過大となる状況：取締役の民事責任を厳格に課して抑止
  - ② 法令遵守のインセンティブが過大となる状況：取締役の民事責任を制限・軽減

⇒この状況の切り分けを「法の客観性」（法の下での平等）を害さない形で言語化  
はじめての法令違反行為ではなく「隠蔽行為」や継続的法令違反行為

# 参考文献

- Asker, John, et al. (2015), *Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?*, 28 (2) REV. FIN. STUDIES. 342-390.
- Bebchuk, Lucian A. & Jackson, Robert J., Jr. (2012), *The Law and Economics of Blockholder Disclosure*, 2 HARV. BUS. L. REV. 39.
- Bebchuk, Lucian A. (2013), *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637.
- Bebchuk, Lucian A., Alon Brav, and Wei Jiang (2015), *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COL. L. REV. 1085.
- Fama, Eugene F. (1991), *Efficient Capital Markets: II*, 46 J. FIN. 1575-1617.
- Goel, Anand & Thakor, Anjan (2008), *Overconfidence, CEO Selection and Corporate Governance*, 63 J. FIN. 2737-2784.
- Gorton, Gary B. (2008), *The Subprime Panic*, NBER Working Paper 14398 (2008)
- THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING: FINAL REPORT (2012 July).
- Langevoort, Donald C. (1997), *Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms)*, 146 U PA. L. REV. 101-172.
- Langevoort, Donald C. (1998), *Behavioral Theories of Judgment and Decision Making in Legal Scholarship: A Literature Review*, 51 VAND. L. REV. 1499.
- Langevoort, Donald C. (2012), *Behavioral Approaches to Corporate Law*, in CLAIRE A. HILL AND BRETT H. McDONNELL EDS. RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW (Edward Elgar, 2012) 442-455.
- MAYER, COLIN (2013), *FIRM COMMITMENT: WHY THE CORPORATION IS FAILING US AND HOW TO RESTORE TRUST IN IT* (Oxford University Press).
- Mayer, Colin (2019), *PROSPERITY: BETTER BUSINESS MAKES THE GREATER GOOD* (Oxford University Press).
- Elizabeth Pollman and Jordan M. Barry (2017), *Regulatory Entrepreneurship*, 90 S. CAL. L. REV. 383
- Pollman, Elizabeth (2019), *Corporate Disobedience*, 68 DUKE L. J. 709-765
- Posner, Richard (1998), *Rational Choice, Behavioral Economics and the Law*, 50 STAN. L. REV. 1551-75.
- Romano, Roberta (1986), *A Comment on Information Overload, Cognitive Illusions and their Implications for Public Policy*, 59 S. CAL. L. REV. 313-328.
- Shleifer, Andrei (2000) *INEFFICIENT MARKET: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE* (CLARENDON LECTURES IN ECONOMICS).
- WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *HEDGE FUND ACTIVISM AND LONG-TERM FIRM VALUE* (November 24, 2015)
- 釜江廣志=手塚広一郎 (2000) 「株式市場の効率性：規制政策のイベント・スタディ」一橋論叢123巻5号719-729頁.
- 田中亘=後藤元 (2020) 「日本企業に対するヘッジファンドアクティビズム長期的影響」JSDAキャピタルマーケットフォーラム (第2期) 論文集
- 中川丈久 (2018) 「日本における公的規制・民事裁判・自主規制」論究ジュリスト25号
- 水野祐 (2017) 『法のデザイン』 (フィルムアート社)