

わが国の経営判断原則に関する近時の 議論とその問題点

増 田 友 樹

第1章 はじめに

本稿は、わが国の経営判断原則に関する近時の議論を整理し、いくつかの問題点を指摘するものである。とりわけ、本稿では、同原則が必要とされる実質的な根拠に焦点を当てる。その理由は、従来の議論で挙げられてきた根拠について、厳密な検討が行われてきたとは言いがたいからである。ここでいう「厳密な検討」とは、「挙げられている根拠がどのような状況（仮定）のもとで、どのような意味を持つのが明確にされている検討」を意味する。近年も経営判断原則に関する研究がいくつか公表されているが¹⁾、このような検討は、なお不十分なように思われる。

たとえば、ある論者は、経営についての知識・経験を有しない裁判所が後知恵によって審査する可能性があり、それを避けるために経営判断原則を用いると述べる²⁾。しかし、後知恵による審査は、「経営についての専門知識が

* 本稿の執筆に際しては、2018年9月10日に開催された関西若手商事法研究会（於：大阪府立大学 I-site なんば）の参加者から貴重なコメントを頂きました。深く感謝申し上げます。

- 1) 伊藤靖史「アバマンショップ判決とわが国の経営判断原則」民商法雑誌153巻2号（2017年）1頁以下、松尾健一「取締役の善管注意義務と経営判断原則—アバマンショップホールディングス事件判決を踏まえて」法学教室455号（2018年）101頁以下（以下では、「松尾①」で引用する）、同「米国における経営判断原則の正当化根拠をめぐる議論の状況」民商法雑誌154巻3号（2018年）1頁以下（以下では、「松尾②」で引用する）。
- 2) 伊藤靖史ほか『会社法〔第4版〕』（有斐閣、2018年）234頁 Column 4-36〔伊藤靖史〕。伊藤・前掲注（1）35頁も参照。

ない状況」で生じるものではない。さらに、別の論者は、取締役のリスク回避性向を挙げて、取締役が損害賠償責任を負うことをおそれて保守的な行動をとってしまうとして、経営判断原則の必要性を指摘する³⁾。もっとも、後で詳しくみるように、そこでなされている説明からすれば、保守的な行動をとってしまう理由として、取締役のリスク回避性向が本当に問題になるのかは明らかでないようにみえる。

本稿では、こうした従来議論の問題点を指摘することで、そこで無意識に想定されている状況や十分に説明されてこなかった点を明らかにしたい。このような試みは、経営判断原則の実質的な根拠だけでなく、同原則の適用範囲を考える上でも有意義だと思われる。

以下では、第2章で、わが国の近時の研究が経営判断原則を用いる実質的な根拠をどのように説明してきたのかを確認する。次に、第3章において、第2章で挙げられた根拠を検討し、従来議論の問題点を指摘する。第4章は、簡単なまとめである。なお、本来であれば、従来議論の問題点を踏まえた上で自身の見解を主張すべきであるが、現時点でそのことを十分な根拠に基づいて行うことは難しいため、問題点の指摘にとどまることをご容赦いただきたい。

第2章 近時の議論

本稿では、「経営判断については、取締役に広い裁量が認められるべきであり、その判断の過程、内容に著しく不合理な点がない限り、取締役としての善管注意義務に違反するものではない」という考え方を経営判断原則と呼ぶ⁴⁾。同原則の具体的な内容や適用のあり方については様々な議論があるものの、本稿では、その点については深く立ち入らない。

また、経営判断原則に関する研究はこれまでも数多く公表されているこ

3) 松尾②・前掲注(1)15頁。伊藤ほか・前掲注(2)228頁 Colum 4-34 [伊藤靖史]も参照。

4) 田中亘『会社法 [第2版]』(東京大学出版会、2018年)264-265頁。

とから、本稿では、2000年以降に公表されたものを取り上げる（さらに、第3章の検討においては、それらのなかでも、主として2017年公表の伊藤靖史の論文および2018年公表の松尾健一の論文を取り上げる）。以下では、従来の研究において、同原則を必要とする実質的な根拠がどのように説明されているのかを確認していく⁵⁾。

1 吉原 和志

吉原和志は、経営判断原則の根拠として、①企業経営には常に危険がともない、危険を冒すことなしには企業の成功や成長もありえないこと、②会社の経営を委ねた株主は、経営判断の失敗についてリスクを負担すべきである

5) なお、本文において取り上げていない文献として、以下のものがある。

仮屋広郷「取締役の注意義務と経営判断原則」一橋法学3巻2号（2004年）107頁以下は、アメリカのある見解によれば、経営判断原則は望ましいリスク・テイクを確保するものとして理解されていると述べる。

森田果「わが国に経営判断原則は存在していたのか」商事法務1858号（2009年）4頁以下は、わが国の裁判例において、理論的な根拠に基づく思想としての経営判断原則はなかったと指摘する。なお、本文では、この論文で紹介されているアメリカの経営判断原則についての思想を取り上げていない。その理由は、次のとおりである。

森田は、契約理論に関する論文をいくつか簡単に紹介した上で、そこで論じられている発想と類似した思想がアメリカの経営判断原則にあるとして、それは、経営判断についての評価は裁判所よりも株式市場にゆだねたほうがより効率的であるという考え方だと述べる。しかし、紹介されている契約理論の論文は、たとえば、単純な pay for performance 型の報酬体系や会社が困難な状態に陥ったときに債権者に強い権利が与えられるような倒産法制はイノベーションのためにはよくないと指摘しているだけで、これが森田のいう経営判断原則についての思想（裁判所よりも株式市場にゆだねたほうがより効率的である）に類似しているともいえるのだが、筆者にはわからないからである。

堀田佳文「経営判断原則とその判断基準をめぐって」落合誠一先生古稀記念「商事法の新しい礎石」（有斐閣、2014年）253頁以下は、経営判断原則に関する裁判例を分析することで、同原則のありようについて述べる。

高橋英治「リーガル・ジャッジメント・ルールと日本法—法状態が不明確な場合における経営判断原則の適用可能性」民商法雑誌154巻3号（2018年）27頁以下は、ドイツの法令違反に関する取締役の損害賠償責任に関するルール（リーガル・ジャッジメント・ルール）を紹介する。

國友順一「経営判断原則に関する一考察」大阪経大論集68巻6号（2018年）207頁以下は、アバマンショップ最高裁判決やその他の下級審判決を検討する。

し、株主に比べて、取締役は分散投資の度合いが低くリスクの負担がより難しい立場にあること、を挙げる⁶⁾。

2 近藤 光男

近藤光男は、経営判断原則の根拠として、①取締役が損害賠償責任を負うことをおそれるかもしれないこと、②裁判所は経営の専門家ではないこと、を挙げる⁷⁾。

3 宮本 航平

宮本航平は、取締役に対して注意義務違反の責任を負わせることを避けるべき理由として、アメリカの議論を通じて、①責任の脅威が取締役による経営上の意思決定を萎縮させること、②有能な取締役を獲得することが困難となること、③株主は自らリスクを負担していること、④責任追及以外の規律メカニズムがあること、を指摘する⁸⁾。その上で、④について、わが国はアメリカよりも不十分であることから、裁判所は責任の脅威を提供すべきであると述べる⁹⁾。

4 大杉 謙一

大杉謙一は、経営判断原則の根拠について、アメリカで考慮されている政策的考慮として、わが国の研究を引用して次の4つを挙げる。すなわち、①取締役に賠償責任の脅威を与えることは取締役の意思決定をゆがめること

6) 吉原和志「取締役の経営判断と株主代表訴訟」小林秀之=近藤光男編『新版株主代表訴訟大系』(弘文堂、2002年) 86頁。裁判所は経営の専門家でないという根拠については、正当化する根拠として弱いとされている(同87頁)。

7) 近藤光男「経営判断の原則」浜田道代・岩原紳作編『会社法の争点』(有斐閣、2009年) 156頁。近藤光男「経営判断原則・総論」同編『判例法理経営判断原則』(中央経済社、2012年) 4-5頁も参照。

8) 宮本航平「取締役の経営判断に関する注意義務違反の責任(2・完)」法学新報115巻7・8号(2009年) 78-79頁。

9) 宮本・前掲注(8) 85頁。

(リスク回避のインセンティブを与える)、②意思決定に余計な費用を生じさせること(情報収集費用、時間)、③失敗の場合のリスクだけを取締役に負わせるのは適切でないこと(株主は分散投資の機会を有している)、④取締役は、法的責任の脅威以外にも、製品市場、資本市場、経営者の労働市場などによる規律を受けていること、である¹⁰⁾。大杉は、これらのうち、④のような規律付けはアメリカよりも弱いことを指摘しており、残りの3つをわが国において経営判断原則を用いる根拠として考えているのだと思われる¹¹⁾。

5 桜沢 隆哉

桜沢隆哉は、アメリカの議論を参考に、経営判断原則の根拠として①取締役会(会社経営者)によるリスク・テイクの促進をすること、②裁判官は経営上の専門的な知識・経験を欠いているということ、③取締役会(会社経営者)の機動的な意思決定を阻害するという、を挙げる¹²⁾。そして、①については、経営判断原則が自己取引等に適用されないことを理由に妥当でないとする。②については、医療過誤等の訴訟において経営判断原則が存在しないことを理由に妥当でないとする。最後に、桜沢は、③について、「取締役会による経営上の意思決定は、そもそもチーム・プロダクションの1つであった、そのような決定については、外部的な審査はうまく働かない」としつつ、その前提としての「内部のガバナンスによる規律付け」がわが国では十分でないとして、「取締役を責任の脅威にさらす」ことが重要であるとする¹³⁾。

6 森本 滋

森本滋は、経営判断原則の根拠として、①取締役が萎縮することなく業務

10) 大杉謙一「役員責任—経営判断原則の意義とその射程」江頭憲治郎編『株式会社法大系』(有斐閣、2013年)310-311頁。

11) 大杉・前掲注(10)312-313頁。

12) 桜沢隆哉「経営判断原則の理論的基礎(4・完)」京女法学5号(2013年)161頁。

13) 桜沢・前掲注(12)165頁。

を執行するためには取締役の職務執行に際して広範な裁量の余地が認められなければならないこと、②取締役の注意義務違反の判断にあたり事後的・後知恵的評価をしてはならないこと、を挙げる¹⁴⁾。

7 片木 晴彦

片木晴彦は、わが国の経営判断原則は「株式会社の取締役のリスク・テイクを支援するという政策的目的から」判例法上普及してきたとする¹⁵⁾。

8 三浦 治

三浦治は、「現状よりさらに会社経営は積極的にリスクをとって冒険的なものになるべきであり、その一環として経営判断の原則を強調していかなければならない」という観点から、「経営判断を萎縮させないための経営判断の原則という位置づけがされる」とする¹⁶⁾。

9 伊藤 靖史

伊藤靖史は、経営判断原則を「取締役・執行役の業務執行の決定・業務の執行に関する善管注意義務違反の有無を裁判所が審査する際に、事後的・結果論的な評価がなされてはならない（裁判所がそのような評価をすることは株主の利益にもならない）という、基本的なものの考え方」と表現する¹⁷⁾。その上で、「裁判所による実際の審査のあり方としては、過程についての審査の形をとった内容についての後知恵による審査をさけるためにも、経営判断の過程について、著しく不合理かどうかを基準に審査がなされるべきである」と述べる¹⁸⁾。

14) 森本滋「経営判断と『経営判断原則』」田原睦夫先生古稀記念『現代民事法の実務と理論(上)』(金融財政事情研究会、2013年)673頁。

15) 片木晴彦「経営判断原則における事実の認識過程」広島法科大学院論集11号(2015年)210頁。

16) 三浦治「取締役の経営判断の過程と内容との区別」永井和之先生古稀記念『企業法学の論理と体系』(中央経済社、2016年)992頁。

17) 伊藤・前掲注(1)17頁。

18) 伊藤・前掲注(1)35頁。

さらに、伊藤は、別の文献において、経営判断原則の根拠として、「裁判官は、経営についての知識・経験を有するわけではなく、後知恵でもって取締役の注意義務違反があったと評価する可能性がある」ことや「株主による責任追及を容易に認めることは、そのような（筆者注：株主ではなく取締役が業務の執行を担う）権限の分配を覆すことにもなる」、「責任追及以外にも様々な規律に服している」ことを挙げる¹⁹⁾。

10 森田 章

森田章は、「会社の利益を得ようとする経営判断は、会社内部の経営者たちでさえ多様な考え方があるように思われ、一義的に正しい経営判断など誰にも分からないということが多くのように思われる」ことを理由に、「その経営判断が後知恵で、通常人基準で論難されて民事責任まで負わされるというのでは、通常人に先んじて利益を獲得しようという経営判断はできそうにもない」と述べる²⁰⁾。

11 松尾 健一

松尾健一は、経営判断原則の根拠として、①取締役に莫大な賠償責任を負わせることの弊害、②裁判所の誤審のおそれ、③経営者のリスク・テイクに対するインセンティブの改善、という3つの可能性を挙げる²¹⁾。そのうち、①については、会社法425条-427条の責任制限制度によって回避できること、経営判断原則によれば賠償責任を一切負わないという結果になることを指摘して、これだけでは正当化できないとする²²⁾。また、②についても、裁判所が誤審する可能性があるだけでは医療事故等において経営判断原則のような

19) 伊藤ほか・前掲注(2) 234頁 Colum 4-36 [伊藤]。

20) 森田章「コーポレート・ガバナンスの進展と経営判断原則」商事法務2159号(2018年)17頁。また、同「経営判断の原則の立法論」岡田豊基=吉本健一編『企業関係法の新潮流』(中央経済社、2018年)2頁も参照。

21) 松尾①・前掲注(1) 103-105頁。

22) 松尾①・前掲注(1) 103頁、松尾②・前掲注(1) 13頁。

ことがいわれていないことを踏まえて、それだけでは不十分だとする²³⁾。最終的に、松尾は、②の裁判所の誤審のおそれと③の賠償責任による規律を放棄することで経営者のリスク・テイクに対するインセンティブが改善することを経営判断原則の根拠として挙げる²⁴⁾。さらに、松尾は、経営者に望ましい水準のリスク・テイクを行わせるためには、経営判断原則だけでなく、エクイティ報酬等によるインセンティブの付与も必要であるとの指摘も行う²⁵⁾。

第3章 経営判断原則に関する議論の問題点

第2章で紹介した研究で挙げられていた経営判断原則の実質的な根拠は、大きく分けると次の5つである。すなわち、①裁判所は経営の専門家でなく誤審のおそれがあること（近藤、伊藤、森田、松尾）、②後知恵による審査を避けなければならないこと（森本、伊藤、森田）、③取締役がリスク回避的であること（吉原、宮本、大杉、松尾）、④取締役のリスク・テイクを促すこと（近藤、吉原、森本、片木、三浦、森田、松尾）、⑤損害賠償責任以外の規律付けがあること（宮本、大杉、桜沢、伊藤、松尾）、である²⁶⁾。以下では、これらの根拠を「どのような状況（仮定）のもとで、どのような意味を持つのか」という観点から検討していく（なお、③と④は関連することから一緒に検討する）。

23) 松尾①・前掲注(1) 104頁、松尾②・前掲注(1) 7頁。ただし、松尾②・前掲注(1) 9-11頁では、別の観点からの検討も行われている。

24) 松尾①・前掲注(1) 104-105頁、松尾②・前掲注(1) 16頁。

25) 松尾②・前掲注(1) 15頁。なお、同15頁注39において引用される Holger Spamann, *Monetary Liability for Breach of the Duty of Care?*, 8 J. LEGAL ANALYSIS 337 (2016) の理解に問題があることは後述する。

26) 「危険を冒すことなしには企業の成功や成長もありえない」（吉原和志）、「損害賠償責任を負うことをおそれるかもしれない」（近藤光男）、「取締役が萎縮する」（森本滋）という根拠は、取締役のリスク・テイクを促すことに分類した。

第1節 裁判所は経営の専門家でなく誤審のおそれがあること

裁判所が経営の専門家でないことを指摘する見解に対しては、同じく専門性が要求される医療事故の事案で経営判断原則のような考慮がなされていないとの批判がなされてきた²⁷⁾。このような単純な比較にも問題はがあるが²⁸⁾、それはともかくとして、そもそも裁判所が過失判断などにおいて専門性を有している場合がどういう場合なのかよくわからないことや、たとえ専門家でも誤審のおそれがあることからすれば、裁判所の専門性をあえて経営判断原則の文脈で問題にする必要がないのも確かだろう²⁹⁾。

むしろ、近時の議論では、裁判所の専門性という観点からは離れて、誤審のおそれがあることを前提に、別の要素が指摘されている。以下では、その

27) 本稿で取り上げた研究のなかでは、たとえば、吉原・前掲注(6)87頁、桜沢・前掲注(12)162頁、松尾①・前掲注(1)104頁など。

28) このような単純な比較には、次の2つの問題がある。

第1に、「医療事故における損害賠償責任において経営判断原則のような考慮がなされていない」ことについて理論的な説明は特になされていないまま、単純な比較が行われていることである。しかし、その前提が理論的に正しいのかは疑ってもよいだろう。なぜなら、医師は損害賠償責任を負うことをおそれて社会的に望ましい水準よりも過剰に診察や検査を行う可能性がある一方で、患者はそのための費用をごく一部しか負担しないからである。そのため、このような問題への対処として、経営判断原則のような考慮がなされることも決してありえない話ではない。実際に、アメリカにおいては、このような医師の損害賠償責任が過剰な診察や検査を助長している可能性が指摘されている(Danier Kessler & Mark McClellan, *Do Doctors Practice Defensive Medicine?*, Q. J. ECON., May.1996, at 357-358, 386-387.) 仮に「医療事故における損害賠償責任においても経営判断原則のような考慮がなされてもよい」のだとすれば、もはやこのような単純な比較には意味がない。

第2に、そもそも2つのケースにおけるアクター(取締役と株主あるいは医師と患者)の利得状況は大きく異なるにもかかわらず、そのことを無視して単純な比較を行っていることである。たとえば、経営判断をする際に必要な費用(の多く)は最終的に株主によって負担されるのに対して、診察や検査などの費用は患者によってすべて負担されるわけでもない。また、取締役と医師の報酬の仕組みなども異なる。結果として、アクターの利得状況が異なれば、それだけ経営判断原則(やそのような考慮)の必要性も変わってくる。

以上のように、従来の単純な比較は多くの要素を無視しており、経営判断原則の実質的な根拠を厳密に検討するという観点からすれば、より一般的な形でその背後にある利得状況や仮定を明示した検討を行うことが望ましい。

29) たとえば、自動車の交通事故の過失判断においても、裁判所は、自動車や運転技術の専門家ではないだろう。

考え方を紹介した上で、それについての問題点を述べる。

1 誤審のおそれに加えて別の要素が問題になること

松尾健一は田中亘の見解を引用し、誤審のおそれに加えて別の要素（取締役のリスク回避性向）が問題になることを次のように説明する。

裁判所が経営判断を誤って評価するというのは、(a) 注意義務違反がないにもかかわらず、その責任が誤って認められてしまうというエラーだけでなく、(b) 注意義務違反があるにもかかわらず、その責任が誤って認められないというエラーの両方がある³⁰⁾。したがって、取締役からすれば、エラー (a) のような不利益を被る可能性がある一方で、エラー (b) のような利益を享受できる可能性もある。仮にエラー (a) と (b) の起こりやすさにバイアスがないとすれば、取締役にとって、裁判所が取締役の経営判断を誤って評価する可能性は問題ないようにもみえる。しかし、たとえそうだとした場合、取締役がリスク回避的であることや経営判断に際しての調査・検討にかかる費用の多くは会社が負担することから、取締役は過度に保守的な行動をとるようになることとされる。この保守的な行動とは、松尾が引用する田中の見解によれば「リスクイだが会社・株主の利益となりうる事業・投資機会を最初から追及しなかったり、たとえ追及するにしても、不必要なほど事前の調査・検討に時間をかけたりする」ことだとされる³¹⁾。

以上の説明は、裁判所が取締役にとって不利な方向にのみ誤って評価することを前提にしてきたようにみえる従来の研究に対し、たとえそのようなバイアスがなくても経営判断原則の必要性を示唆するという点で重要な意義を有する。

30) 松尾②・前掲注(1) 10-11頁。田中亘「取締役の善管注意義務・忠実義務および株主代表訴訟」同編著『数字でわかる会社法』（有斐閣、2013年）89頁 Column 4-1 も参照。

31) 田中・前掲注(30) 89頁 Column 4-1。

2 取締役がリスク回避的であることにポイントを置く説明に対する疑問

もっとも、このような説明には、次の2つの疑問がある。1つは、「仮にエラーの起こりやすさにバイアスがないとしても、取締役が保守的な行動をとってしまう理由を取締役のリスク回避性向で説明するためには、より厳密な検討が必要ではないか」ということである。もう1つは、「そもそも保守的な行動の場合には、リスクな行動の場合に比べてエラーが起こるような状況になりにくいのではないか」ということである。

まず、1つめの疑問からみていこう（以下では、リスクな行動のほうが保守的な行動よりも企業価値を増加させるような状況を想定する）。先ほどの説明からすれば、エラーの起こりやすさにバイアスがなければ、誤審のおそれは、リスク中立的な取締役にとって、リスクな行動と保守的な行動の選択に関する意思決定において問題ではないように読めた。この考え方は、リスクな行動をとった場合に生じるエラーの期待値が、保守的な行動をとった場合に生じるエラーの期待値に一致する（相殺し合う）ことを想定しているのだと思われる。

確かに、エラーの起こりやすさにバイアスがないという仮定のもとでは、必然的にこの2つのエラーが生じる確率は同じだと考えることになる。しかし、この2つのエラーに関する会社の損失（保守的な行動であれば機会損失）の額までもが同じになることは、まず考えられないだろう。したがって、どちらの行動をとるかを取締役のエラーに関する期待値（リスクな行動による損失×エラーが生じる確率と保守的な行動による機会損失×エラーが生じる確率）も異なってくる。

さらに、取締役がリスクな行動と保守的な行動のどちらを選択するのかは、エラーに関する期待値のみで決まるのではなく、そのことも含めたリスクな行動をとった場合の期待利得と保守的な行動をとった場合の期待利得の比較によって決まる。そして、これらの期待利得も上述のように同じにはならないだろう。なぜなら、そもそも、リスクな行動から生じる収益と損失（および取締役の報酬）が、保守的な行動から生じる収益と損失（および

取締役の報酬) に一致するとは考えにくいからである。したがって、それぞれの行動において取締役の期待利得は異なるのだから、リスク中立的な取締役であっても保守的な行動をとる可能性を否定できない³²⁾。

次に、2つめの疑問についてみてみよう。繰り返しになるが、筆者は、保守的な行動の場合には、リスクな行動に比べて、そもそもエラーが起こるような状況になりにくいのではないかと考えている。なぜなら、取締役がリスクな行動をした場合に損害賠償責任を追及される可能性はあるが、保守的な行動をした場合にリスクな行動をしなかったことを理由に、損害賠償責任が追及されるとは通常考えにくいからである。したがって、現実の取締役の利得状況はリスクな行動と保守的な行動で大きく異なるのだから、エラーの起こりやすさにバイアスがないという仮定のもとでも、リスク中立的な取締役が保守的な行動を選択する可能性を否定できない³³⁾。

以上のような検討は、論者がどのような利得状況を想定するか、どのような仮定を置くかによって変わってくるものである。筆者がここで想定している状況と上述の論者が想定する状況が異なっている可能性も十分にある。したがって、「想定している状況や置かれている仮定のどこが具体的に異なるのか」を正確に共有するためにも、それらをできる限り明示した検討を行う

32) 少なくとも固定報酬かつ保守的な行動の場合に責任を負わないという状況では、リスク中立的であっても取締役は保守的な行動を選択するはずである。Andreas Engert & Susanne Goldlücke, *Why Agents Need Discretion: The Business Judgment Rule as Optimal Standard of Care*, 13 REV. L. ECON 1, 11 (2016). 同論文で置かれている仮定については、注 (57) を参照。

33) 同様の疑問は、取締役が「不必要なほど事前の調査・検討に時間をかける」という保守的な行動にも当てはまる。たとえば、取締役には、注意義務違反がないと判断される水準を満たす(あるいは上回る)調査・検討を行うという選択肢①と注意義務違反があると判断される水準の調査・検討しか行わないという選択肢②があるとしよう。両方の選択肢におけるプロジェクトの内容は同じで、プロジェクトが失敗した場合の損害は100、失敗する確率は20%、エラーが起こる確率は10%だとしよう(選択肢①はエラー (a) に、選択肢②はエラー (b) に相当する)。

このときも、やはり選択肢①と選択肢②では、そもそも取締役の利得が異なるはずである。取締役が負う損害賠償責任の期待値を比較すると、選択肢①は $100 \times 20\% \times 10\% = 2$ 、選択肢②は $100 \times 20\% \times (100\% - 10\%) = 18$ である。したがって、そもそも取締役がリスク回避的であることを問題にする必要があるのかどうかは疑わしい。

ことが望ましい。

第2節 後知恵による審査を避けなければならないこと

後知恵による審査（以下では、このことを指して「後知恵バイアス」という）を避けなければならないという根拠も、最終的には、それによって裁判所が取締役の経営判断を誤って評価することを問題にする。ただし、この根拠を挙げる論者は、裁判所が評価を誤るというエラーには、平均的に偏りがあるという前提を置く。すなわち、前節で挙げたエラー（a）と（b）でいえば、前者が後者よりも起こりやすいということである（要するに、注意義務違反がないにもかかわらず、その責任が誤って認められてしまいがちだということである）。仮にエラーの起こりやすさにこのようなバイアスがあるのだとすれば、取締役は、バイアスのない状況よりもさらに保守的な行動をとるようになるかもしれない。

それでは、後知恵バイアスはどのような理由で生じるのだろうか？近時の研究は、このことを正確に理解していないようにみえる。また、後知恵バイアスが生じているとして、経営判断原則で対処できるのだろうか？このことも具体的に論じられていないように見受けられる。以下では、この2つの疑問を順に検討していく。

1 後知恵バイアスが生じる理由

後知恵による審査を引きおこす「後知恵バイアス」とは、一般的に、あるイベントの結果を知る者がその結果が生じることを事前に予測できた可能性を過大に評価する、という現象を指して用いられる³⁴⁾。このことを経営判断に関する裁判所の審査に当てはめれば、裁判官が、あるプロジェクトが失敗することを事前に予測できた可能性を過大に評価するということになる。さらに近年は、このような後知恵バイアスに加えて、結果効果（Outcome

34) Peter M. Clarkson et al., *Debiasing the Outcome Effect: The Role of Instructions in an Audit Litigation Setting*, *AUDITING: J. PRAC. & THEORY*, Sep. 2002, at 8.

effect) というバイアスも指摘されている。このバイアスは、イベント発生前にその結果を予見できなかった者を事後的に評価する際に、イベントの失敗を知っていることがその評価についてネガティブに影響するというものである³⁵⁾。これら2つのバイアスは併せて観察される一方で、その関係はまだ完全には明らかにされていないようである。以下では、これら2つのバイアスを厳密に区別せず、単に後知恵バイアスという。

このような後知恵バイアスで注意すべきなのは、バイアスが生じる原因は、評価する者が当該イベントの結果を知っていることによるということである。たとえば、伊藤靖史は、裁判官に経営についての専門知識がないことを理由として後知恵による審査の可能性を指摘するが³⁶⁾、決してそのような理由で生じるわけではない（ただし、専門知識のない者には、後知恵バイアスの影響がより大きいという可能性はある）。訴訟が提起されるのは何らかのイベントの結果が明らかになった後で、裁判所はそのイベントの結果について知っていることから、経営判断に限らず、すべての訴訟において常に後知恵バイアスの問題があると考えてよいだろう。

実際に、様々な研究において、このような後知恵バイアスが過失判断などに影響を及ぼしていることが指摘されてきた³⁷⁾。経営判断に関する取締役の責任を直接の題材として扱った研究は見当たらないが、これだけを例外的に考える理由もないことから、経営判断の事案でも後知恵バイアスは生じていると考えてよいだろう。

2 後知恵による審査（後知恵バイアス）に対処することは難しい

それでは、後知恵バイアスに対処できる方法はあるのだろうか？結論から述べると、後知恵バイアスを軽減する明確な方法はまだないようである。

たとえば、一番単純な方法は、後知恵バイアスの存在を評価者に事前に警

35) *Id.* at 8-9.

36) 伊藤ほか・前掲注(2) 234頁 Colum4-36 [伊藤]。

37) Jeffrey J. Rachlinski, *A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight*, in *BEHAVIORAL LAW & ECONOMICS* 95, 99 (Cass R. Sunstein ed., 2000).

告することだが、そのような方法だけではバイアスを軽減できないとされる³⁸⁾。また、評価者による熟議にも、効果はほとんど認められない³⁹⁾。かろうじて、あるイベントの情報を部分的にしか教えないという方法をとれば(たとえば加害者の行為については教えるが、被害者の怪我の程度は知らせないなど)、後知恵バイアスの効果を少しは軽減することができるようである⁴⁰⁾。もっとも、たとえこのようにイベントに関する重要な情報の一部を知らせないという方法が有効であったとしても、わが国の裁判制度においてそれを採用することは難しい。

以上のことからすれば、わが国の裁判所の審査において後知恵バイアスを完全に取り除くことは難しい。経営判断原則を用いたところで、後知恵による審査それ自体に対処できるわけでもないのである。わが国では、経営判断原則という判断枠組みのもとで、裁判所は取締役の経営判断の内容・過程についての審査も行うと考えられており、全く審査を行わないわけではない。その結果、取締役の裁量をいかに広く認めようとも、著しく不合理かどうかといった審査基準を用いようとも、裁判官は、後知恵による審査を行ってしまう(後知恵バイアスは生じてしまう)のである。

これに対して、わが国でも頻繁に参照されてきたアメリカの経営判断原則は、後知恵バイアスに部分的に対処しているともいえる。なぜなら、アメリカの同原則は、そもそも内容については初めから審査しないという点で、少なくとも後知恵バイアスの生じる余地が限定されているからである⁴¹⁾。後知恵バイアスへの対処に関して、アメリカの経営判断原則と日本のそれは異なることに留意する必要がある。

38) Clarkson et al., *supra* note 34 at 16.

39) Alison C. Smith & Edith Greene, *Conduct and its Consequences: Attempts at Debiasing Jury Judgements*, LAW & HUM. BEHAV., Oct. 2005, at 521.

40) *Id.* at 522.

41) Rachlinski, *supra* note 37, at 109.

第3節 取締役がリスク回避的であることおよび経営判断原則によって取締役のリスク・テイクを促すこと

本章第1節で検討した裁判所の誤審の文脈とは別に、取締役のリスク回避性向が経営判断原則の実質的な根拠として単独で指摘されることがある⁴²⁾。また、これと関連して、経営判断原則を適用することで損害賠償責任のおそれを取り除いて、取締役のリスク・テイクを促すという主張も頻繁になされている。

一般論として、取締役がリスク回避的であるという仮定を置くことや取締役のリスク・テイクを促すという目的を掲げることに問題はない。ただ、それらの主張においても、取締役がリスク回避的であることの意味やリスク・テイクを促進するという主張の前提にあるものが必ずしも共有されていないように思われる。以下では、これらを順に検討していこう。

1 取締役がリスク回避的であることの意味

近時の研究のなかには、取締役のリスク回避性向を経済学などで用いられているそれとはやや異なる意味で用いるものが見受けられる。細かい話ではあるが、経営判断原則の実質的な根拠に関して厳密な議論を行う上で重要だと思われることから指摘しておく。

経済学の標準的な教科書では、「くじを引くよりその賞金の期待値を確実にもらったほうがよい、という人はリスクを嫌う慎重な人であり、このような人を危険回避的という」と説明される⁴³⁾。このことをより正確に表現すれば、リスク回避的な人とは、効用関数として強い凹関数を有している人だと

42) 本来、取締役のリスク回避性向を問題にするのであれば、それと同時に裁判所が取締役の経営判断を何らかの理由で誤って評価するという不確実性が必要である。なぜなら、仮に裁判所が取締役の経営判断を常に正確に評価できるのであれば、適切に職務執行を行っていた取締役は、事業が失敗したとしても、そこから生じた損害についての賠償責任を負わないことから、そのような不確実性を気にする必要もないからである。

43) 神取道宏『ミクロ経済学の力』（日本評論社、2014年）346頁。

いえる⁴⁴⁾。リスク回避性向が取締役の経営判断において問題になるのは、金銭的な期待値だけでいえばリスクな行動のほうがリスク中立的な株主にとって望ましい場面であっても、リスク回避的な取締役は、損害賠償責任を負うことをおそれて金銭的な期待値で下回る保守的な行動を選択してしまうということである（結果として株主の利益を最大化しない）。

これに対して、たとえば、松尾健一は、「裁判所の誤審によって賠償責任を負う脅威にさらされると、取締役がリスク回避的になり、株主が望む水準のリスク・テイクが行われなくな（る）」と説明する⁴⁵⁾。このような説明からすれば、「賠償責任を負う脅威にさらされること」で「取締役がリスク回避的」になるように読める。しかし、先ほど確認したように、リスク回避性向とは、取締役の効用関数の形状であって、責任を負うことでリスク回避的になることではない⁴⁶⁾。したがって、損害賠償責任を負うおそれとは無関係に、取締役がリスク回避的であるという仮定を置くことができる。

また、そのような仮定を置くのであれば、損害賠償責任以外の規律付け（たとえばエクイティ報酬）を考慮して経営判断原則について分析を行う際にも、取締役のリスク回避性向の影響を考慮しなければならない。損害賠償責任の場合に取締役のリスク回避性向を問題視する一方で、その他の規律付けの場合にそのことを問題視しないのもおかしいからである。

2 取締役のリスク・テイクを促すという主張の前提にあるもの

経営判断原則を適用することで取締役のリスク・テイクを促すという主張には、次の2つのことが前提になければならない。

第1に、このような主張は、リスクな行動をとった場合には損害賠償責

44) 神取・前掲注(43)350頁。

45) 松尾①・前掲注(1)104頁。

46) より厳密に説明すれば、効用関数が非線形であることから、損害賠償責任の金額の大きさに応じて取締役がリスク回避的であることの影響の大きさも変わる。これに対して、効用関数が線形であれば(リスク中立的)、損害賠償責任の金額の大きさによって影響の大きさは変わらない。

任を負うが、保守的な行動をとった場合には損害賠償責任を負わないことを前提に置く。なぜなら、理論的には、保守的な行動が株主の利益を最大化しないのであれば、その場合にも損害賠償責任が認められるべきであり、仮にそうだとすると、経営判断原則を適用せず⁴⁷⁾に取締役⁴⁸⁾に損害賠償責任を負わせたととしても、取締役のリスク・テイクを促進できるかもしれないからである。もっとも、実際には、既に指摘したように、保守的な行動の場合にリスクな行動を選択しなかったことを理由に損害賠償責任が認められるとは考えにくい。しかし、あえてこのようなことを指摘するのは、本章第1節で紹介したエラーの起りやすさに関する議論では、このような非現実的な仮定が置かれているようにも見えるからである。また、次節で述べるように、近時の研究が紹介するアメリカの研究のなかには、このような非現実的な仮定が置かれているものもある。

第2に、取締役のリスク・テイクを促すためには、経営判断原則の適用だけでは不十分で、リスク・テイクに応じて取締役に支払われる報酬も増加するという仮定を置く必要がある。なぜなら、仮に取締役の報酬が固定されていれば、たとえ経営判断原則が適用されたとしても、リスクな行動をとることで責任を負う可能性がわずかでもある限り、取締役はそのようなリスクな行動を選択しないと考えられるからである⁴⁷⁾。取締役からすれば、リスクな行動を選択した場合の企業価値の増加分を享受できない一方で、その損失のリスクだけを負担するのであれば、初めから保守的な行動を選択するだろう。したがって、取締役のリスク・テイクを促すという目的においては、経営判断原則だけでなく、エクイティ報酬のような業績連動型報酬を織り込んだモデルを想定する必要がある⁴⁸⁾。

47) Engert & Goldlücke, *supra* note 32, at 11.

48) 飯田秀総「日本企業のリスクテイクと取締役の民事責任ルール」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、2016年）298頁。

第4節 損害賠償責任に代わる規律付けとしてのエクイティ報酬

経営判断原則を用いて取締役から損害賠償責任の脅威を取り除く理由として、損害賠償責任以外の規律付けの存在が挙げられていた。そこでは、損害賠償責任による規律付けがなくても、取締役は、その他の規律付けによって株主利益を最大化するよう行動することが期待される。とりわけ、近時の研究では、株式やストック・オプションのようなエクイティ報酬による規律付けが挙げられている⁴⁹⁾。

もっとも、損害賠償責任に代わる規律付けとしてエクイティ報酬の利用を挙げる考え方については、次の2つのことを慎重に検討したほうがよいと思われる。1つは、「裁判所の審査や損害賠償責任に対してなされる批判は、そのままエクイティ報酬による規律付けにも当てはまるのではないか」ということである。もう1つは、「エクイティ報酬による規律付けにも問題があるのだとすれば、損害賠償責任にもなお一定の意義があるのではないか」ということである。後でみるように、ある仮定のもとでは、エクイティ報酬と損害賠償責任の組み合わせがむしろ望ましい可能性も指摘されている。以下では、これらを順に検討していこう。

1 エクイティ報酬にも損害賠償責任に対してなされた批判が当てはまる

裁判所の審査や損害賠償責任に対してなされる批判は、次の2つの点においてエクイティ報酬にも当てはまる。

第1に、エクイティ報酬も、取締役の意思決定の結果が反映された株価に依拠することから、「事後的な結果」に基づく規律付けである。たとえ、取締役が意思決定の過程にどれだけ時間やコストをかけようとも、事前の観点からはプロジェクトが望ましかつたとしても、そのプロジェクトが失敗に終わって株価が下がってしまえば、取締役の報酬は減少するのである。したがって、完全に後知恵で審査した（プロジェクトが失敗して株価が下落したと

49) 松尾②・前掲注(1)15-16頁。

いう事実だけに着目する) 裁判所の判断と変わらない⁵⁰⁾。むしろ、実際には、裁判所は完全な後知恵で審査しないし、取締役の意思決定の過程を含めて審査することから、裁判所の審査のほうが事後的な結果に依存していないともいえる。

第2に、エクイティ報酬が依拠する株価には、取締役の意思決定に関する情報以外の要素も数多く含まれていることから、裁判所が誤って経営判断を評価することと同様に、不確実性の問題がある。従来から指摘されてきたように、株価は取締役の意思決定だけでなく、そのときの景気やマーケットの動向など取締役によってコントロールできない事情によって大きく左右される。したがって、取締役がリスク回避的であれば、その取締役は不確実性を嫌って、エクイティ報酬のもとでもなお保守的な行動をとるかもしれない⁵¹⁾。

以上のように、エクイティ報酬による規律付けにも損害賠償責任と同様の問題があり、その具体的な意義をより厳密に考える必要がある。

2 エクイティ報酬と損害賠償責任の組み合わせ

このようなエクイティ報酬の問題(事後的な結果に基づくことおよび不確実性があること)を踏まえて、近年は、訴訟コストを無視すれば、エクイティ報酬と損害賠償責任の組み合わせが望ましいというアイデアも主張されている⁵²⁾。

このアイデアには、次のような仮定が置かれている。すなわち、取締役の損害賠償責任について、損害全額の責任を負わせるのではなく、その一部を負わせるというスキームが準備されていることを仮定する。たとえば、生じた損害額の1パーセントの責任を負うというような取り決めを事前に会社と取締役の間で結んでおくというものである。

50) Spamann, *supra* note 25 at 347.

51) 飯田・前掲注(48) 298頁。

52) Spamann, *supra* note 25 at 363.

このような部分責任を前提にすれば、株式報酬単体の規律付けよりも、ストック・オプション（および金銭）と損害賠償責任の組み合わせのほうが望ましいとされる。すなわち、株式報酬のうちアップサイドはストック・オプションに、ダウンサイドは損害賠償責任に置き換えられる。このようなスキームのもとでは、仮に株価が下落したとしても、取締役は、株式報酬単体の規律付けのようにその下落の影響を常に受けるわけではない。なぜなら、裁判所の審査を通じた損害賠償責任の場合には、取締役の意思決定の過程（努力）が考慮されるために、取締役が適切に行動していればその損害賠償責任を負わないからである。したがって、適切に行動する取締役からすれば、株価が下落した時の期待値は株式報酬よりも改善するし、それに応じて会社は取締役を提供するストック・オプションの数も減らすことができる⁵³⁾。さらに、取締役は株価下落時の期待値を増加させる（損害賠償責任を負わないようにする）ために、よりハードワークを行うインセンティブを有するようになる⁵⁴⁾。

もっとも、このような形での損害賠償責任の活用にも、エクイティ報酬と比較して2つの課題がある。

第1に、わが国において、このような部分責任のスキームを設けることは難しい。確かに、わが国の会社法は、任務懈怠責任の一部免除を認めている⁵⁵⁾。しかし、会社法上の最低責任限度額は固定報酬等を基準にしており、上述のような部分責任のスキームを必ずしも実現できるわけではない。これに対して、エクイティ報酬の場合には、損害賠償責任と異なり、会社（株主）が交付する株式やストック・オプションの数を柔軟に決めることができる。

53) *Id.* at 347-348. この点について、松尾②・前掲注（1）15頁注39は、Spamannの主張について「経営者の努力を測る指標としての株価の機能が改善するとする」と紹介しているが、そのような理解は不適切であると思われる。むしろ、Spamannの基本的な発想は、「経営者を規律付ける指標として2つのシグナル、すなわち株価と裁判所の審査を併用することが望ましい」というものであり、株価というシグナルだけでは不十分であり、それを補完するものとして裁判所の審査を用いることを前提にしている。

54) *Id.* at 348.

55) 松尾②・前掲注（1）12-13頁。

第2に、先ほどのアイデアでは、取締役が株主の利益を最大化せずに保守的な行動を選んだ結果として株価が下落した場合にも、裁判所が損害賠償責任を取締役に負わせることができなければならない⁵⁶⁾。しかし、繰り返しになるが、わが国において、保守的な行動を選択した取締役に損害賠償責任を負わせることは難しい。これに対して、エクイティ報酬であれば、取締役が保守的な行動をとった場合の規律付けとしても機能するだろう。

第4章 おわりに

第3章で検討してきた経営判断原則に関する近時の議論の問題点をまとめると、次のとおりである。

①誤審のおそれと取締役のリスク回避性向に関する議論では、取締役の利得や想定されている状況が明らかにされることが望ましい。取締役のリスク回避性向が保守的な行動の原因になるのかは、少なくともそこでなされている説明からは明らかでない。

②後知恵バイアスが生じる理由やそれへの対処法が正確に理解される必要がある。後知恵による審査は、裁判所の専門性とは無関係に生じるし、そのことに対処するのは容易でない。

③取締役のリスク回避性向やリスク・テイクの促進に関する議論では、用語の意味や前提が共有されることが望ましい。たとえば、損害賠償責任に代わる規律付けとしてエクイティ報酬に着目する場合にも、取締役がリスク回避的であることの影響を損害賠償責任の場合と同様に考慮しなければならない。

④エクイティ報酬にも損害賠償責任に対してなされてきた批判が当てはまることを踏まえて、損害賠償責任と比較した場合のエクイティ報酬による規律付けの具体的な意義を考える必要がある。

以上のような指摘は、多くの人にとって自明であるのかもしれない。ただ、

56) Spamann, *supra* note 25 at 353.

近時の研究には、米国の議論を参照する際にも、置かれている仮定や用いられているモデルを踏まえずに、そこで述べられている考え方や結論だけを引用・紹介するものも見受けられる。しかし、それらの仮定やモデルが、わが国の従来議論において想定されてきた状況（裁判所の審査の態様や取締役の利得など）にどれくらい当てはまるのかは疑わしい⁵⁷⁾。本稿では、今後そのような検証をより正確に行うためにも、わが国の従来議論の問題点を具体的に指摘することを試みた。本稿が経営判断原則に関する議論に少しでも資することができれば幸いである。

57) たとえば、Engert & Goldlücke, *supra* note 32, at 6-13で用いられているモデルでは、次のような仮定が置かれている。すなわち、報酬は線形であること、経営判断の過程とはプロジェクトの成功確率を知ること、そのための情報の取得コストは取締役が負担すること、保守的な行動を選択した場合には損害賠償責任を負わないこと、裁判所は経営判断の過程と内容を完全に区別できること、などである（その後、モデルをより厳密にしている）。