

# 集合的意思決定と法： 会社法を中心に

もりた はつる  
森田 果

## 要 旨

法ルールの中には、集合的意思決定を扱う場面が多く存在する。本稿は、法学以外の他分野における集合的意思決定のメカニズムについての理論的な研究の近時の発展をサーベイしたうえで、法制度設計への示唆を得ることを目指すものである。集合的意思決定に関する研究は多様性に富んでいるが、(1)アクター間の相互作用が(少)ない非戦略的な状況を前提とするモデルと、(2)アクター間の相互作用がある戦略的な状況を前提とするモデルに大別できる。前者からは、伝統的な法学的思考方法に親和的な古典的公共選択論と非合理的なアクターを分析したモデルを紹介する。後者からは、最近10年ほどの間に大きく発展してきた「委員会の経済学」を、(a)委員会内での情報の共有、(b)委員会内での情報収集、(c)評判を気にかける委員会の3つのモデルに区別して紹介する。そのうえで、それぞれについて法ルールへの応用可能性について検討を加える。例えば、株主総会における賛成割合を決議内容の相当性の考慮基準として組み込むことには、危険性があることが示される。

キーワード：集合的意思決定、委員会、公共選択、株主総会、法制審議会、裁判員裁判、区分所有

本稿は、日本銀行金融研究所からの委託研究論文である。本稿を作成するに当たっては、日本銀行金融研究所法律セミナー、法の経済分析ワークショップ、北海道大学 GCOE 研究会の参加者および平田和夫弁護士から多くの有益なコメントをいただいた。感謝申し上げます。ただし、本稿に示されている意見は日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りは、全て筆者個人に属する。

森田 果 東北大学大学院法学研究科准教授 (E-mail: hatsuru@law.tohoku.ac.jp)

## 1. はじめに

集合的な意思決定は、さまざまな場面において採用されている。現代社会が多数の構成員からなっており、それらの者の間で意見を統一したうえで統一的な行動をとる方がそれらの者にとって望ましい状況がある以上、個人個人がばらばらに行動するのではなく、何らかの形で集合的な意思決定を行って個人個人の行動を拘束することがしばしば必要となる。

例えば、国政における選挙による議員の選出や、そこで選出された議員による国会での立法作業は、憲法に規定された典型的な集合的意思決定であるし、近時脚光を浴びている住民投票も集合的意思決定であるが、それ以外にもさまざまなところで集合的意思決定は採用されている。会社法においては、株主総会における決議によって会社の基本的な集合的意思決定がなされるし、取締役会や委員会においては、会社の具体的な業務執行についての集合的意思決定がなされる。

近時は、企業不祥事などが発生した際に、会社法の外側の領域において第三者委員会を組成したうえで、経営者から当該第三者委員会に原因究明と対応策の諮問がなされ、第三者委員会による検討・報告——それが委員会内部での集合的意思決定によって採択される——を参考にしつつ、経営者が対応をとることがしばしば観察される。また、会社法の外側での任意的な制度としては、取締役会の構成員数が多い場合には、経営委員会などを設置してそこで実質的な議論を行うことも、古くから行われてきている。ほかにも、民法の共有に関する規定（民法 249 条以下）は共有者間の集合的意思決定の方法についての規律を置いているし、その特別法としての区分所有法における集合的意思決定の手法は、阪神淡路大震災に伴うマンションなどの建替え決議の要件をめぐって大きな論争を引き起こした。

また、金融の世界においては、日本銀行の金融政策決定会合は、日本銀行が採用する金融政策のあり方について、複数の委員による議論を経たうえでの集合的意思決定を採用しており、そこでの審議のなされ方は、ここしばらく続く不況の中でどのような金融政策が望ましいのかをめぐるさまざまな見解の対立も絡んで、世間の注目を集めている。

司法制度の世界に目を移せば、裁判員裁判の中で死刑判決の可能性がある事件については、一般人たる裁判員の心理的負担を軽減するために、通常の単純多数決による意思決定ではなく、特別多数決あるいは全員一致による集合的意思決定を採用すべきだとの立法論が提案され、議論の対象となっている。そもそも、裁判所による裁判自体、単独審理でなければ合議による集合的意思決定がなされてきたし、最高裁判所では 5 人の小法廷あるいは 15 人の大法廷による集合的意思決定がなされる。

さらに、そのようにしてなされた集合的意思決定をどのように扱うかについても、さまざまな法制度の設計の仕方があり得る。例えば、かつての会社法改正（商法改正）は、法制審議会商法部会で審議されたのち、法制審の答申をそのまま法案化する形で行われており、法制審の答申には事実上の拘束力があつた。しかし、行政改

革の流れの中で、審議会は「官僚の隠れ蓑」になっているという批判が高まり、法制審の答申には拘束力がないことが確認され、法制審の答申に縛られない立法を行うことが可能になった。実際、2005年の現行会社法制定の際には、法制審の答申の段階では存在していなかった実質的な改正が、法務省担当者による会社法法案起草の段階で織り込まれ、それに対して一部の法制審議会メンバーが批判を加えていた<sup>1</sup>。このように、集合的意思決定に対して、決定を委託した母体が存在する場合、そのような下位の集合的意思決定主体と母体との関係をどのように規律することが望ましいのかは、前述した会社法における第三者委員会の場合などにも問題になってくる。

以上のように、集合的な意思決定の手法にはさまざまなもの——単純多数決から全員一致まで、あるいは、一人一票から一株一議決権まで——がある。また、集合的な意思決定を行う場合に、意思決定を委託する母体との関係をどのように規律するかについても、さまざまなパターンがあり得る。それぞれの場合において、どのような手法を採用するのかは、法ルールや当事者間の合意によって特定されることになる。しかるに、どのような場合にどのような手法を採用することが望ましいのかという点について、これまで必ずしも理論的に詰められた分析がなされてはこなかった。本稿は、このような間隙を埋め、法制度設計や私的な制度設計において、どのように考えるべきかについて示唆を与えることを目的とするものである<sup>2</sup>。

もっとも、本稿が、集合的意思決定のメカニズムの理論的解明とその法ルールへの応用を検討しようとする動機は、以上のように、法制度をめぐるさまざまな局面において集合的意思決定の設計の仕方についての問題意識が高まっていることだけではない。近時、集合的意思決定をめぐるアノマリーな事例が出現し始めていることから、現実的な局面における集合的意思決定のあり方を分析するための行動科学的なツールを持つことが必要となっているように考えられる。

例えば、ブルドックソースによるスティール・パートナーズに対する買収防衛策が問題となった2007年の一連の事件においては、ブルドックソースの買収防衛策が、2007年の定時株主総会において出席株主の議決権の約88.7%、議決権総数の約83.4%もの多数の賛成を得て成立している。スティール・パートナーズのブルドックソース株式の保有割合が10.25%（関連法人を含む。ただし2007年5月18日時点であり、基準日である3月31日時点では違っていた可能性がある）であったこと

1 山田 [2010] 217 頁。

2 もっとも、何が「望ましい」集合的意思決定手法なのか、すなわち、集合的意思決定のさまざまなあり方の中で、何を基準に「望ましい」とするのか、という問題（価値対立の問題）も、現実には非常に重要である。しかし、本稿においては、さしあたり、何が「望ましい」集合的意思決定手法なのか、に関する決定基準——例えば、「より真実に近い集合的意思決定を実現する蓋然性の高い手法が最善である」や、「企業価値を最大化できるような集合的意思決定手法が最善である」など——については評価者間で意見の一致がとれているものと仮定する。このような仮定は、例えば、株式会社の株主のように、企業価値最大化という点で基本的に選好が一致していることが期待されやすいような場合には妥当しやすけれども、国会のようにそもそも価値観の間で対立がある場合には、必ずしも妥当しないかもしれない。後者のような場合に、どのような集合的意思決定手法が望ましいのかという問題については、公共選択理論の分野における膨大な蓄積があるので、本稿の検討対象から除外する。

にかんがみると、持合株主のみならず、個人投資家の大部分もが、ブルドックソースによる買収防衛策に賛成していたことになる。

当時、スティール・パートナーズがブルドックソース株式会社に対して行っていた公開買付の買付価格が、ブルドックソースの平均株価に 12.82% から 18.56% 程度のプレミアムを付したもので、個人投資家にとって有利な価格設定となっており、実際、買収防衛策が成立した後にブルドックソースの株価は大幅に下落してしまったこと、および、ブルドックソースによる買収防衛策が、実質的にスティール・パートナーズに対して公開買付価格に相当する金銭を交付するものであったことにかんがみれば、株式持合によって利益を得られる可能性<sup>3</sup>のある持合株主はともかくとして、個人投資家がブルドックソースによる買収防衛策に賛成の議決権行使をすることは、経済合理的な行動であるとは考え難い。にもかかわらず、個人投資家のうち、これほどまでに大部分の者が、自らの利益に反する行動をとったのは、一見不可解である。

にもかかわらず、最高裁判所第二小法廷<sup>4</sup>は、この一見すると非合理的な議決権行使の結果として実現した、買収防衛策に対する高い賛成比率について、

特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったりなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである。

……本件総会において、本件議案は、議決権総数の約 83.4% の賛成を得て可決されたのであるから、原告人関係者以外のほとんどの既存株主が、原告人による経営支配権の取得が相手方の企業価値をき損し、相手方の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものといえることができる。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえ、また、上記判断は、原告人関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、相手方の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるものであることがうかがわれるのであるから、当該判断に、その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない。

と判示し、買収防衛策の適法性を肯定するための重要な 1 ファクターとして考慮に取り込んでいる。確かに、本件では一見すると株主総会の手続に適正を欠く点は存

3 もちろん、株式持合によってどのような利益が発生するのについては、不明確な点があり——例えば、業務提携の必要があるなら株式を持ち合わずに業務提携をすることは可能であり、株式を持ち合うことがなぜ業務提携に必要なかは説明がつかない——、議論がある点は周知のとおりである。

4 最二小決平成 19 年 8 月 7 日民集 61 巻 5 号 2215 頁。

在せず、株主は自由な意思決定に基づいて議決権を行使しているようにもみえるけれども、前述したような非合理的な行動が観察されることを考えると、最高裁決定のような推論に基づいて判断を下してよいのかについては、もっと立ち入った理論的検討が必要であろう。本稿は、このようなアノマリーに対してどのように対応すればよいのかについての指針を提供することも目的とする。

## (1) 先行研究との関係

これまで、法における集合的意思決定という側面に焦点を当てた研究がなかったわけではない。

分析の方向性の1つは、集合的意思決定の内容は、当該集合的意思決定に参加する主体の属性によって大きく影響を受けることに着目していくことである。例えば、胥・田中〔2009〕は、前述したブルドックソース事件においてどのような株主構成——株式持ち合いの進展——が存在したために、前述したような議決権行使がなされたのかについて、分析している。胥鵬は、同論文以外にも一貫して株式持ち合い状況に関するさまざまな研究を公表してきているし、胥以外にも、いわゆるアクティヴィスト株主や外国人投資家が占める割合と企業のガバナンスとの関係について分析した研究は、主にファイナンス経済学の分野において数多く公表されてきている。日本企業の株主構成は、持合株主の占める割合が（少なくとも一部の企業においては）高く、そのような株主構成が株主総会における集合的意思決定のあり方に大きな影響を与えている以上、このような主体の属性をめぐる研究には大きな意義がある。

かかる先行研究に対し、本稿は、集合的意思決定に参加する主体の属性については特定の状況を設定するのではなく——もちろん、異なった選好を有する主体が集合的意思決定に参加する場合にはさまざまな問題が発生し得ることについては、後述するように分析の対象となる<sup>5</sup>——、より多様な状況の分析に通用し得るような理論的な分析枠組みを提示することにある。前述したように、集合的意思決定は、さまざまな法制度において立ち現れてくる以上、日本企業の株主総会という限定的な場に依存しない一般的な分析枠組みを用意しておくことは、有用であろう。

もう1つの分析の方向性は、本稿と同じく、集合的意思決定の果たす機能について抽象的・理論的な分析を行おうとする点では共通するものの、集合的意思決定のメカニズムそのものの理論的分析を目指すのではなく、集合的意思決定の果たす歴史的・思想的な分析を行おうとするものである。松井〔2010〕はこのような方向性をとる貴重な先行研究である。このような研究には、集合的意思決定に対する期待を相対化してくれる点に大きな意義が認められるものの、本稿のような形で理論的分

5 もっとも、株主総会についていうならば、政治学の分野で扱われる選挙と異なり、株主の選好は一致している蓋然性が高いから（いわゆる Fisher の分離定理とその応用——Fisher [1930] Part 2 Ch. 6, Eichberger and Harper [1997] pp. 145–158——）、選好の異質性を考える必要性は少ないかもしれない。

析を進めようという方向性とは異なるし、特定の法制度——松井 [2010] の場合には株主総会という法制度——に分析対象が限定されてしまうという限界もある。これに対し、本稿は、集合的意思決定一般について分析を行うための理論的なツールを提供する点で、新たな有用性が認められるといえる。

そして、本稿が集合的意思決定のメカニズムについて理論的検討を進めるに際しては、法学以外の他分野における分析ツールを借用することが必要となる。幸いなことに、近時、経済学や政治学の分野において集合的意思決定についての研究が急速な勢いで進歩をみせている。「会議の経済学」——あるいは「委員会 (committee) の経済学」——と呼ばれる分野である<sup>6</sup>。これらの研究は、集合的意思決定がなされる場面において、メンバー間の戦略的な相互作用（すなわちゲーム理論的状况）が発生する場合にどのような帰結が導かれるのかについて分析しようとするものであり、集合的意思決定に参加する人数が比較的少数であるような場合、典型的には取締役会や、株主数の限定された会社における株主総会などにおいて妥当しやすいだろう。さらに、経済学におけるこのようなモデルを活用した演繹的な分析のほかにも、行政学の分野では、膨大な会議の経験をベースにした帰納的な会議の分析もなされている（森田 [2006]）。本稿でみていくように、経済学のモデル分析は、このような帰納的な分析に対して理論的な基盤を与えるものと捉えることもできよう。

他方で、より大規模で株主数も多い会社における株主総会においては、株主間の戦略的な相互作用はあまり観念しにくい。そのような場合には、古典的な公共選択論や政治学が分析対象としてきた選挙に関する分析ツールが役に立つだろう。もっとも、この分野については古くから多くの先行研究があり<sup>7</sup>、その全てを紹介することは、労力の点でも効果の点でもあまり意味のあることではない。そこで本稿では、古典的な公共選択論のうち、集合的意思決定の手法について法制度の分析に参考になりそうなものを1つ選び出して簡単に紹介するにとどめる。

以上のように、本稿は、法学以外の他分野における集合的意思決定のメカニズムについての理論的な研究をサーベイしたうえで、それが法制度の分析においてどこまで応用することができるのかを探ろうとするものだと位置づけられる。従来、法学においてこのような一般的包括的な理論的検討を行おうとした先行研究はなく、本稿は、このような方向性の初めての試みとしての有用性が認められよう。

---

6 この分野についての比較的最近のサーベイとしては、Gerling *et al.* [2005] や Li and Suen [2009] がある。また、この分野の研究と伝統的な規範的政治学との関係については、Landa and Meiowitz [2009] も参照。

このように近時、会議や委員会という小規模の集合的意思決定をめぐる理論的研究が盛んになってきたことには、2つの背景があるようである。1つは、古くからある米国における陪審制度における討議や票決のあり方についての関心であるが、もう1つは、世界各国でマクロ金融政策の果たす役割への注目に伴って、金融政策を決定する各国中央銀行における意思決定のあり方について関心が高まってきたことがあるように思われる。例えば、実証研究の分野でも、Riboni and Ruge-Murcia [2010] は、各国中央銀行の意思決定のデータを活用した分析を行っている。

7 例えば、Mueller [2003] Ch. 4, 5, 6, 7, 8, and 9 や Austen-Smith and Banks [1999, 2005] を参照。

## (2) 本稿の構成

前述したように、本稿は、法学以外の他分野における集合的意思決定のメカニズムについての理論的な研究の近時の発展をサーベイしたうえで、法制度設計への示唆を得ることを目指すものである。集合的意思決定に関する研究は多様性に富んでいるが、本稿では次のように分類したうえで、その内容をみていきたいと考える。

まず第1に、集合的意思決定を分析するモデルは、アクター間の相互作用が(少)ない非戦略的な状況を前提とするモデルと、アクター間の相互作用がある戦略的な状況を前提とするモデルとに大別することができる。例えば、大規模な上場株式会社において、一人一人の株主が他の株主の行動のあり方について考えずに行動するような状況<sup>8</sup>については、非戦略的なモデルの方がよりよいフィットをみせるであろう。これに対し、数人から20人程度で構成されること多い取締役会や経営委員会・第三者委員会、あるいは、小規模閉鎖会社や合弁会社における株主総会については、戦略的なモデルの方がより妥当しやすいと期待される。したがって、この二者を区別して整理していくことは、法制度に対する示唆を考えていく際に、有用なパラダイムになるだろう<sup>9</sup>。

次に、アクター間の相互作用が(少)ない非戦略的な状況を扱うモデルの中にも、さまざまなものがある。1つは、古典的な公共選択論や政治学の分野で展開されてきた、「どのような集合的意思決定ルールが最もよく構成員の意思を集約するのか」というタイプのものである<sup>10</sup>。もっとも、法制度がさまざまな場面で採用している集合的意思決定ルールは、この「最もよく構成員の意思を集約する集合的意思決定ルール」であることを目指して採用されたものでは必ずしもないと思われる。法制度が採用している集合的意思決定ルールは多様であり、それを単純な「意思の集約」という観点から説明できるとは考えにくいからである。そこで本稿では、このような公共選択論における膨大な先行研究の中から、現行の法制度の立法趣旨と比較的親和性の高いと考えられる1つの古典的な研究を、2節において取り上げる。それは、James M. Buchanan と Gordon Tullock による1962年の古典 *The Calculus of Consent* である。

もっとも、Buchanan and Tullock [1962] がいかに現行法制度の立法趣旨と整合的な説明を提供してくれているとしても、現実の法制度が、立法趣旨が期待したとおりに動いているとは限らない。立法趣旨を説明できる古典的な公共選択論モデルと現実との乖離が発生する原因としては、少なくとも2つのものが考えられよう。1つ

8 もちろん、上場株式会社の株主についても、いわゆる「美人投票」のような形で他の株主の行動を読み込んで行動する(他者の行動に関する一定の期待を形成する)ことがあることは、否定されない。しかし、取締役会における取締役相互の関係や、小規模閉鎖会社や合弁会社における株主相互の関係に比べれば、戦略的要素は非常に限定されている。

9 なお、ある特定の状況が、戦略的な状況なのか、それとも、非戦略的な状況なのかは、二者択一の問題ではなく、スペクトラム上に並ぶ段階的・相対的な違いでしかない。したがって、ある特定の状況を分析するのに、戦略的なモデルと非戦略的なモデルの双方が役に立つこともある。

10 このタイプの分析については、膨大な量の先行研究がある。前掲注7に引用した文献を参照されたい。

は、古典的な公共選択論モデルが前提としてきたような、アクター間の相互作用がない非戦略的状况は、現実においては必ずしも成立しておらず、現実はむしろ戦略的状况であると考えたうえで、そのような戦略的状况をモデル化していく方向性である。もう1つは、古典的な公共選択論モデルが前提としてきた個人は、合理的な行動をとる個人であるが、現実世界における個人は必ずしも合理的な行動をとるとは限らない点に着目してモデル化していく方向性である。

そこで本稿はまず、アクター間の相互作用がない非戦略的状况を前提としたうえで、個人の合理性という前提を崩すモデルを3節において紹介する。このような方向性については、近時、Caplan [2007] が、「非合理的な投票者」というモデルを使った興味深い分析を行っているので、本稿は、その内容を紹介したうえで、法制度設計に対してどのようなインプリケーションが導かれるかについて検討したい。

これに対し、4、5、6節は、古典的な公共選択論モデルの前提のうち、非戦略的状况という前提を修正し、戦略的状况を扱うモデルを紹介していく。まず、4節においては、会議体の内部で情報の共有が問題となるような状況を分析するモデルを検討する。「三人寄れば文殊の知恵」ということわざにもみられるように、複数の個人が集まって意思決定を行う会議体が、単独の個人に優れる点があるとすればそれは、より多くの情報を集約することで、会議体の方が単独の個人よりも優れた適切な意思決定をなす可能性が高まる点にある<sup>11</sup>。

しかし、会議体を形成した場合には、その構成員は他の構成員の行動から何らかの情報を読み取ってそれに基づいた行動をとるかもしれないし、自分の選好が他の構成員の選好と異なっていれば、会議の際に自分の持っている情報・意見を誇張して述べるかもしれない。そのような戦略的な行動が発生すると、必ずしも適切な情報集約・共有がなされないかもしれず、うまく情報集約を実現するためのメカニズムを考えなければいけない。そのような情報共有の問題を扱うのが、4節において分析されるモデルである<sup>12</sup>。

次に、前述したように会議体によって単独の個人に比べてより多くの情報が集約されるためには、各構成員が情報を収集してきたうえでそれを会議体に報告し、そのようにして提出された情報の総体に基づいて集合的な意思決定がなされる必要がある。しかし、会議体以外のセッティングにおいてもしばしば観察されるように、情報は公共財であって、会議体全体によって共有される性格のものであるから、情報獲得作業が私的行動であって私的費用が発生する限りにおいて、当然、フリーライダー問題が発生し、情報獲得活動が過小になってしまう。そこで、どのようなメカニズムを採用すれば、この問題に対してうまく対応し、各構成員の情報獲得インセンティブを回復できるのかを検討するのが、5節において紹介されるモデルで

11 会議体を活用することのさまざまな意義については例えば、森田 [2006] 8～9 頁も参照。

12 このように、戦略的状况を前提とするモデルは、非戦略的状况を前提とするモデルと、そもそも当事者の目的が異なることが多い。非戦略的状况を前提とするモデルは、いかにして社会構成員の選好を適切に集約するか、ということを目としている。これに対し、戦略的状况を前提とするモデルは、いかにして社会構成員の持つ情報を適切に集約して正確な判断を行うか、ということを目としている。戦略的・非戦略的という点の違いよりも、このような目的の違いが本質的なのだ、とみることもできるかもしれない。

ある。

戦略的な状況における集成的意思決定を扱う以上の2つのモデルは、どちらも1回限りの会議体を前提としたモデルであるが、会社法のもとで行われる意思決定、特に取締役会における意思決定は、1回限りの会議体を前提としているわけではない。通常の取締役会であれば、月に1~2回程度開催され、そこで何度も意思決定をしたうえで、その意思決定に基づいた会社のパフォーマンスに対して、年1回の株主総会（委員会設置会社でなければ2年に1回）が評価を下す。会社のパフォーマンスがよければ、株主総会が取締役を再任してくれる蓋然性が高まるのに対し、会社のパフォーマンスが悪ければ、株主総会が取締役を再任してくれる蓋然性は低くなるだろう。このように、会議体が繰返し集成的意思決定を行い、それに対して母体が何らかの評価を加えるような状況というのは、頻繁に観察される。この場合、会議体のメンバーは、母体に対する自らの評判・名声を気にかけて行動するようになるであろう。6節において紹介するのは、こういった評判・名声が会議体メンバーの効用関数に組み込まれているモデルである。

そして、以上のようにさまざまなモデルとその法制度への応用可能性について検討した後に、7節において簡単なまとめと展望を述べる。なお、本稿で紹介するようなさまざまなモデルについては、これまで必ずしも十分な実証研究がなされてきたわけではない。いくつかのラボラトリーを使った実験型の実証研究があるものの、それらの実証研究が相対立するさまざまな理論モデルのうちどれをサポートしてどれをサポートしないのかについては、必ずしも結果は一致していない。また、ラボラトリーを活用するのではなく、現実に行われている集成的意思決定のデータを基にした実証研究も少しずつ登場し始めているものの、現実の集成的意思決定においてはさまざまな要因が絡み合っているため、特定のモデルの効果だけを適切に同定すること<sup>13</sup>には大きな困難が伴う。本稿においては、関連する部分においてそれらの実証研究をも紹介していくが、集成的意思決定に関する実証研究は、まだまだ発展途上の研究分野であり、少なくとも現時点ではあまり大きな期待は持てないことに留意されたい。

## 2. 非戦略的モデル：古典的な公共選択論から

本節ではまず、古典的な公共選択論の中でも、Buchanan and Tullock [1962] において展開されている集成的意思決定のあり方を紹介する。前述したように、膨大な公共選択論の先行研究の中からあえて Buchanan and Tullock [1962] という古典を取り上げるのは、それが現行法制度の立法趣旨と整合的な説明を提供してくれるからである。そして実際、Buchanan and Tullock [1962] の議論の進行方法は、「法律家的」なそれとよく似ていることが、以下において明らかにされるであろう。

13 計量経済学という identification の問題である。

## (1) Buchanan and Tullock [1962] の分析枠組み

### イ. 設定：個人行動と集合的行動

それではまず、Buchanan and Tullock [1962] がどのような設定における集合的意思決定のあり方について分析をしようとしているのかを確認しておこう。Buchanan and Tullock [1962] が問題とする状況は、「制度的（あるいは、立憲的）な（constitutional）」意思決定状況である<sup>14</sup>。これは、どのように国家・法制度を構築していくべきかを考える際に、意思決定者たる個人個人が、将来の個別具体的な問題に対する意思決定を行う際に、自分がどのような社会的地位に入っているかを事前に予測し得ないような状況である。Rawls のいう「無知のベール」を思わせるような状況である。したがって例えば、「自分が貧しい家庭の出身であれば、人的資本への投資を十分に行えないから、将来的にも低収入になってしまう可能性が高い」という形で将来予測がつくような状況ではない。この具体例でいえば、そもそも「貧しい家庭の出身になるか否か」という点自体について予測がつかないような状況である<sup>15</sup>。

このような考え方を持っている合理的な個人たちによって社会が構成されている場合、社会の構成メンバーたる個人たちには、どのような形で行動するのかについて、個人的に行動するのか、あるいは、集団を形成したうえで複数の個人の行動を組織化するのか、という2つの選択肢が存在する<sup>16</sup>。各個人がばらばらに行動するのではなく、組織的な集合的行動を選択することには、各個人がばらばらに行動したのでは発生しないような便益が発生することがあるし、また、他者の行為によって自らが損害を被ること（他者による負の外部性）を回避する機会を与えてくれることになるという点で、優れた点がある。しかし、それと同時に、各個人がばらばらに行動するのではなく、集合的行動を選択することにはコストも発生する。それは、集合的行動に参加することによって自分の意思とは異なる集合的意思決定がなされてしまった場合に、そのような決定に拘束されることによって発生する「外部コスト」と、集合的意思決定を行うために複数の個人が合意に到達するのに必要な「意思決定コスト」とである。

そうすると、各個人がばらばらに行動することが望ましいのか、それとも、集合的行動を選択した方が望ましいのかは、集合的行動を使わないことによるコストと集合的行動を採用することによるコストのいずれが大きいかによって決まる（コストが最小化される場合が最適となる）ことになる<sup>17</sup>。

14 Buchanan and Tullock [1962] pp. 73–77.

15 この意味で、Buchanan and Tullock [1962] が想定する制度的な意思決定状況というのは、現実には決して存在し得ない——生まれる前の状態を前提としているから——仮定的な状況に過ぎない。

16 Buchanan and Tullock [1962] Ch. 5.

17 例えば、自らの意に沿わない他者の意思決定に拘束されることのコスト（外部コスト）よりも、各人がばらばらに行動することによって他者の自由な行為によって被る負の外部性のコストの方が大きければ、集合的行動に参加する方が望ましいことになる。

## ロ. 意思決定ルール

では、各個人がばらばらに行動するのではなく、集合的行為の方が望ましいと判断された場合、どのような意思決定ルールを採用すべきことになるのだろうか<sup>18</sup>。まず、外部コストについて考えると、集団の中において集合的意思決定を行うのに必要な個人の数が増えるに従って、自分の意思に沿わない集合的意思決定に従うことを強制される蓋然性が減少するから、外部コストは減少していく。全員一致による集合的意思決定であれば、自分の意思に沿わない集合的決定がなされることはないから、外部コストはゼロになる。

しかし他方で、意思決定コストについては、集合的意思決定に必要な個人の数が増えるに従って、多数人の間の合意を形成することは困難になるし、戦略的な交渉を展開することによって利得を得ようとするインセンティブが高まり、交渉コストも高まっていくから、意思決定コストは増加していく。そうだとすると、集合的行為を採用することが所与であれば、外部コストと意思決定コストの総和が最小になるような意思決定ルールが、最適な意思決定ルールとして立ち現れることになる。

ここで注意しなければならないのは、Buchanan and Tullock [1962] が問題としているのは、制度的な制度選択がなされる状況であるから、どのような意思決定ルールを選ぶべきかに当たって、各個人は、自分が集合的意思決定において、集団の意思を形成する多数派に属することになるのか、それとも、多数派の意思を押しつけられることになる少数派に属することになるのかは予測できない、という点である。したがって、合理的な個人であれば、自らが多数派に属するときに得られる期待便益と、少数派に属するときに被る期待損失の総和を最大化するような制度を選択するはずである。

もっとも、このような設定がうまく当てはまらない場合も、現実には多々ある。例えば、社会の異質性 (heterogeneity) が大きく、かつ、その異質性が固定化していて階層間移動が低いような場合には、自分の立場についてある程度予測がつきやすいから、Buchanan and Tullock [1962] の分析は当てはまりにくい。また、すでに個別具体的な問題が組上に載っている場合にも、自分が多数派に属するのか、少数派に属するのかが明確になっているから、Buchanan and Tullock [1962] のような制度的選択には当てはまらない<sup>19</sup>。

18 Buchanan and Tullock [1962] Ch. 6.

19 例えば、阪神淡路大震災以後に、区分所有法を改正して建替え決議の要件を緩和するに当たっては、建替えを行いたいと考えていた者は改正に賛成したし、建替えを行いたくないと考えていた者は改正に反対した (当時の議論状況については、吉田 [2003] を参照)。このように、個別具体的な問題が発生した後に、どのような意思決定ルールを採用するかを選択するに当たっては、当該ルールによって利益を受ける者と損失を被る者とがはっきり分かれている形になりがちであるため、両者の間の利益衡量をどのようにして実現すべきか、という難問が発生しがちである。

これに対し、制度的選択を行う状況を想定する Buchanan and Tullock [1962] においては、このような考慮をする必要がない。パレート基準による制約 (意思決定ルールを変更することは、特定のグループの損害になるから、パレート基準によればそのような改正はできない) も受けないし、カルドア=ヒックス基準に対する批判 (効用の個人間比較の問題) も受けることがない。このような一種の「価値中立性」は、Buchanan and Tullock [1962] の分析枠組みが持つ利点の 1 つである。Buchanan and Tullock [1962] pp. 87-91.

なお、単純多数決や全員一致といった意思決定ルールに伴う意思決定コストは、さまざまな要因によって変化し得る<sup>20</sup>。まず、集団の規模が大きくなるにつれて、合意の形成のための交渉について各個人が行う投資の量（すなわち意思決定コスト）は増える。しかも、その増加の速度は、集団の規模の拡大につれて、加速度的に増えることになる<sup>21</sup>。ただし、意思決定ルールとして、全員一致ではなく、それよりも緩い基準——例えば特別多数決——であれば、意思決定コストの増加スピードはかなり緩やかになる。これは、全員一致でなければ集合的意思決定を行うために必要な多数派形成に際して、各個人が代替的な存在となるから、例えば、多数派を形成できそうな場合にある個人が戦略的行動をとって自らの利得を高めようとした場合には、その個人を潜在的多数派から外し、別の個人を探してきて潜在的多数派に加え、集合的意思決定をなし得るだけの多数派を構成すればよいことになる。このような代替性によって、各個人が戦略的な交渉活動のために投資を行ったとしても、そのことに対するリターンは、全員一致の場合に比べて減少することになる。

もちろん、多数派を形成するための交渉は依然として必要だが、そこでの戦略的交渉への投資インセンティブは全員一致ルールの場合に比べて小さくなる。そして、このような多数決ルールの全員一致ルールと比較した特徴は、多数決の基準が緩和されるにつれて、多数派形成のためのメンバーの代替可能性が加速度的に高まっていくために強まっていく。より緩やかな意思決定ルールは、集団の規模が拡大するにつれて、その意思決定コスト面での優位性が高まることになる。

すると例えば、規模の大きな集団と規模の小さな集団とを比較すると、規模の小さな集団の方が、より全員一致に近いルールを採用する傾向がある、ということになる。意思決定コストが同じくらいであれば、外部コストのより小さい意思決定ルールを選択する方が望ましいからである。また、集合的意思決定を行うのであれば、個人的行為ではなく集合的行為を選択することによる便益を確保できる範囲において、できるだけ小さな集団を構成することが望ましいことになる。

さらに、意思決定コストの発生の仕方は、集団の構造によっても変わってくる。集団の内部において集合的意思決定に携わる多数派を形成するために、戦略的な交渉にどれだけ投資するかは、集団の他の個人の交渉能力や性格に対する評価に依存して変わってくる。基本的には、集団の構成員の同質性が高ければ、戦略的な交渉のためにあまり投資をせず済むが、集団内部の異質性が高ければ、自らと反対の選好を持つ個人と連合して多数派を形成する必要が出てくるから、戦略的な交渉への投資を増やす必要が出てきて、意思決定コストが上昇する。

とすれば、同質性の高い集団においては、全員一致に近い意思決定ルールを採用したとしても、意思決定コストはさほどかからないのに対し、異質性の高い集団に

20 Buchanan and Tullock [1962] Ch. 8.

21 単純に考えても、 $N$  人の集団から 2 人ずつの組を選び出す組合せの数  $C(N)$  は、

$$C(N) = \binom{N}{2} = \frac{1}{2}N(N-1),$$

であり、 $N$  の増大につれて意思決定コストは加速度的に増えることになる ( $C'(N) = N - \frac{1}{2}$ ;  $C''(N) = 1 > 0$ )。

においては、全員一致に近い意思決定ルールを採用することには大きな意思決定コストが発生してしまう。しかし、異質性の高い集団は、意思決定コストが高くなると同時に、自らの意思に沿わない集合的意思決定を強制されることによる外部コストも高くなるから、個人的行為ではなく集合的行為を選択する限り、全員一致に近いルールを採用せざるを得ない、という板挟みの状況に陥りやすくなることになる<sup>22</sup>。

以上のような、個人的行為と集合的行為の間の選択、また、集合的行為を選択したうえで意思決定ルールの選択をめぐる分析枠組みからは、例えば次のような説明が可能になる<sup>23</sup>。まず、過去にすでに設定されている人権や財産権を修正あるいは制限するような場合には、集合的行為を選択すると、自分の意に沿わない集合的意思決定を強制されるという外部コストが非常に高くなりがちである<sup>24</sup>。そこで、この場合には、全員一致ないしはそれに近い意思決定ルールにして外部コストを低下させないと、個人的行為でなく集合的行為を選択したことのメリットが失われてしまうから、全員一致に近い意思決定ルールが採用される傾向がある。

Buchanan and Tullock [1962] はその具体例として、米国の地方自治体におけるゾーニング規制において土地の利用方法を変更する際には、近隣住民の全員一致かそれに近い意思決定ルールが採用される場合が多いことを挙げる。他方で、子供に対する教育、火災発生防止のための建築規制などの問題は、個人的行為の領域にとどめるよりも、集合的行為の領域に持ち込むことによって発生する便益が非常に大きい。そして、既存の財産権の制約の場合などとは異なり、自分の意に沿わない集合的意思決定の強制によって発生する外部コストが禁止的に大きいわけでもない。そこで、このような状況では、「外部コストと意思決定コストの総和を最小化する最適な意思決定ルール」の探索がなされることになる。

もともと、このような分析枠組みからすると、単純多数決が常に最適な意思決定ルールとして妥当するわけではない、という帰結が導かれる。外部コストと意思決定コストの総和を最小化するような意思決定ルールが何であるかは、外部コストの大きさ、集団の人数、集団の構成などによってさまざまに変わり得るから、単一の意思決定ルールが最適な意思決定ルールとして立ち現れることはあり得ないからである。

もともと、個別の事案類型ごとに、意思決定ルールを変化させるような制度を事前に設計しておくことは、事実上困難であるし——いわゆる契約の不完備な状態——、あまりに細分化された意思決定ルールを設けておくことは、事後的な制度運営コス

22 このため、例えば、国政に比べて地方自治において直接民主制的な意思決定メカニズムが採用されることが多いのは、集合的意思決定に参加する当事者の数が少なく、かつ、集団構成員の嗜好の同質性がより高いという蓋然性が高いからこそ、集合的意思決定が採用されているのだ、ということがいえるだろう。

23 Buchanan and Tullock [1962] Ch. 6.

24 もともと、人権や財産権の制限について外部コストが高くなる原因は、(法学を学んだ者がそう考えがちであるように) それらの権利が「重要な」権利であるからではない。Buchanan and Tullock [1962] のような経済学的なアプローチがそのようなアプリアリな価値判断を前提としていることは想定しにくく、むしろ自分の嗜好と集合的意思決定との距離の期待値が大きくなりがちなこと——例えば、予想される集合的意思決定の結果の分散の大きさに違いがある——によると考えているのではないかと推測される。

とも上昇させてしまうであろう。その意味で、一定の広範囲のカテゴリについて単純多数決という意思決定ルールを採用しておくことは合理的な選択であり得る。現実の世界において、単純多数決が最も頻繁に観察される意思決定ルールである理由は、この点に求められるのかもしれない。

## (2) 法制度との関係

Buchanan and Tullock [1962] の分析枠組みの大きな特徴は、特定の政治的立場に依拠しない「制度的選択」という視点を採用している点である。このような視点は、実は、伝統的な法律家にとっては非常になじみ深いものである。

例えば、会社法における債権者異議手続のルールを改正すべきか否かを考えるとき、多くの伝統的な法律家は、提案された改正が、債権者に対してどのような影響を与えるか、株主に対してどのような影響を与えるか、経営者に対してどのような影響を与えるか、を分析し、さまざまな利害関係人とのバランスをとるような形で当該改正を評価する。その背後にある考え方は、ある企業の株主や経営者にとっては債権者異議手続を通じて債権者を保護することは一見不利にみえるかもしれないが、そのときは債務者である企業がまた別の企業にとっては債権者であることもあり得、両者のバランスをとることが望ましいからだ、というものであろう<sup>25</sup>。

もちろん、消費者法や労働法のように立場の互換性が想定しにくい場合には、必ずしもこのような発想に基づいて立法されているとは限らないが、同じような発想の作法は、立場の互換性が想定しやすい民法や刑法<sup>26</sup>、さらには民事訴訟法・刑事訴訟法などの一般法については、ほぼ常に妥当するだろう。この意味で、Buchanan and Tullock [1962] の分析枠組みは、伝統的な法律家の思考法と親和性が高いのである。

そのことも関係しているためか、Buchanan and Tullock [1962] の分析枠組みは、現行法におけるさまざまな集合的意思決定をめぐる制度設計のあり方について、かなりの程度説得的な説明を提供してくれるように思われる。例えば、民法の共有物に関するルール（民法 249 条以下）においては、共有物を変更するには全員一致が必要だが（民法 251 条）、共有物の管理には持分の過半数で足り（民法 252 条）、保存行為については各共有者が単独でなし得る（民法 252 条但書）。これは、共有物の変更という集合的意思決定は、外部コストの非常に大きな行為であるため、全員一致が要求されているのに対し、共有物の管理については、外部コストがさほど大きいものではなく、かつ、機動的な対応が必要である場合などには相対的に意思決定

25 この直観をより理論的に裏づけるのであれば、両者のバランスをとるようなアレンジメントが、合理的な当事者であれば合意するであろうアレンジメント（いわゆる「仮定的契約」）だからだ、ということになる。

26 例えば、犯罪によって被害を受ける社会の構成員という立場からは、厳格な刑法が望ましいけれども、あまりに厳格な刑法であると、いつ何時刑法ルールが発動されて自分が犯罪者として処罰される危険が出てくるから、望ましくない。法益の保護と行為者の行動の自由とのバランスをとるような刑法ルールが望ましいことになる。

コストが高くなってしまふので、意思決定コストの低い単純多数決が採用されているのだ、と理解できる。保存行為については、外部コストがない（むしろプラスの外部性がある）行為であるため、集合的行為にする必要がなく個人的行為を認めるべきことになる。

この共有物に関するルールの特則として興味深いのが、建物の区分所有等に関する法律（以下、「区分所有法」という。）の大規模修繕（区分所有法 17 条）や建替え決議（区分所有法 62 条）である。いずれも 2002 年の区分所有法改正によって意思決定ルールが緩和されており、大規模修繕については改正前の 3/4 という決議要件が 1/2 に緩和され、建替え決議の要件については、4/5 の特別多数決以外に過分の費用などの要件が付されていたものが、4/5 の特別多数決のみでよい（ただし団地内マンションについては、区分所有法 69 条、70 条の特例がある<sup>27)</sup>）と緩和された。いずれも、一般法たる民法では共有物の変更については、共有者の全員一致が要求されているのに比べると、意思決定ルールを緩和していることがみてとれる。

このことについても、Buchanan and Tullock [1962] の分析枠組みに基づいた説明を提供しやすい。すなわち、老朽化したマンションなどの建替えは、建替えを希望していないにもかかわらず集合的意思決定によって建替えを強制されることによって大きな損失を被るから、外部コストが非常に大きい。しかし、数人による共有の場合と異なり、マンションなどで非常に多くの区分所有者が存在している場合には、全員一致に近い意思決定ルールには、非常に大きな意思決定コストが発生してしまう。また、老朽化したマンションの建替えに対して反対する理由の動機の大部分が金銭的な要因であり、「愛着の湧いているマンションの建替えによって主観的効用が減少するから」といった動機で反対することは多くはないと予想されることからすれば、建替え決議が議題に上る場合には、建替えによって集団全体に発生する便益は非常に大きなものである蓋然性が高い。とすれば、戦略的行動によって集合的意思決定が成立しなくなるという意思決定コストは、相対的に非常に大きなものになりがちである。とすれば、民法の原則とは異なり、全員一致よりも緩い意思決定ルールを採用することに、合理的な個人であれば同意するであろうと期待できるわけである。

共有物のほかにも、複数の意思決定ルールを採用している例としては、会社法における株主総会決議の要件がある（会社法 309 条）。普通決議については 1/2 の単純多数決であるが（会社法 309 条 1 項）、特別決議については 2/3 の特別多数決（会社法 309 条 2 項）、特殊の決議については 2/3 の特別多数決に頭数の過半数が要求されたり（会社法 309 条 3 項）、3/4 の特別多数決が要求されたりする（会社法 309 条 4 項）。なぜこのように決議要件がさまざまに違うのかについて、例えば倉澤 [1998]

27 2002 年の区分所有法改正の経緯および内容については、吉田 [2003] および鎌野・山野目 [2003] 12～22 頁を参照。

なお、団地内マンションの建替え決議については、意思決定ルールのさらなる緩和に向けた提言もなされている。例えば、行政刷新会議の規制・制度改革に関する分科会は、2011 年 1 月 26 日の会合でこの点を審議している（[http://www.cao.go.jp/sasshin/kisei-seido/meeting/2010/subcommittee/0126/item10\\_06\\_13.pdf](http://www.cao.go.jp/sasshin/kisei-seido/meeting/2010/subcommittee/0126/item10_06_13.pdf)）。

は、対案が具体的な形で存在しない場合は単純多数決で問題が発生しないのに対し、現状維持が対案として存在する場合はアローの不可能性定理などにもいう「投票のサイクル」<sup>28</sup>を回避するには64%が必要であるから<sup>29</sup>、64%に近い数字として2/3という特別多数決が要求されているのだ、と説明する。しかし、現行法ルールが投票のサイクルを避けることを目的にして2/3という特別多数決を要求しているとは考えにくいし、そもそもこのような説明によっては、なぜ会社法では2/3以外の特別多数決（例えば3/4の賛成を要求する特殊の決議）が採用されていることがあり、さらに会社法以外をみた場合に、区分所有法のように3/4や4/5といった特別多数決が要求されているのか、を説得的に説明することはできない。

このような違いはむしろ、外部コストの大きな重要な意思決定については、意思決定コストの上昇分を考えても全員一致に近いルールにした方がコストの最小化が図れるし、特殊の決議が要求されるような公開会社でない株式会社（会社法309条4項、109条2項参照）においては株主数が少ないから、全員一致ルールに近いルールを採用したとしても意思決定コストが少なく済むことから、より厳しい意思決定ルールが採用されているのだ、とBuchanan and Tullock [1962]の分析枠組みに依拠して単純な形で説明した方が、より直感的で理解しやすいように考えられる。

以上のように、Buchanan and Tullock [1962]の分析枠組みは、伝統的な法律家の思考様式と親和的であり、そのゆえか、現行法ルールが採用している意思決定ルールのかなりの部分について説得的な説明を提供してくれるようにみえる<sup>30</sup>。しかし、Buchanan and Tullock [1962]の分析枠組みが、現行法ルールのいわば「制度趣旨」を正確に説明できるとしても、そのことは、現行法ルールの現実における運用のあり方が、Buchanan and Tullock [1962]の分析枠組みが予想したようになされていることを意味しない——むしろ、Buchanan and Tullock [1962]の分析枠組みは、まさに「制度的選択」という特殊な状況を念頭に置いて組み立てられたものであり、個別具体的な論点についてどのように集合的意思決定が機能するのかについては、必ずしも適切な分析枠組みとはいえない。

1節において前述したように、現実の世界においては、集合的意思決定に携わる各個人は、必ずしも合理的に行動するとは限らない。また、各個人は、他の個人の行動とは独立した行動をとるわけではなく、各個人の行動の間には戦略的相互作用があるのである。したがって、現実の世界において、法制度の設定した意思決定ルールがどのように作用するのかを観察するためには、より豊かな設定のモデルを考え

28 この問題については、Mueller [2003] pp. 84–85, 582–596 や Austen-Smith and Banks [2005] Ch. 2などを参照。

29 この点については、Mueller [2003] pp. 99–103の説明を参照。

30 ただし、Buchanan and Tullock [1962]の分析枠組みを、意思決定についてのルールの変更方法そのものに適用し、意思決定ルールを事後的に（＝具体的な利害関係が明らかになった後で）変えてしまうことについては、慎重であらねばならないだろう。どのような意思決定ルールが望ましいかについては、Buchanan and Tullock [1962]の分析枠組みによって事前の段階で（＝制度的意思決定という状況において）決まるべきものであるから、例えば、一部の当事者がそれを事後的に（＝具体的な利害関係が明らかになった後で）異なる意思決定ルールに変更してしまった場合には、裁判所が介入して意思決定ルールを制度的意思決定の観点から適切なものへと修正することが望ましくなる可能性が出てくる。

る必要がある。

### 3. 非戦略的モデル：非合理的投票者モデル

#### (1) Caplan [2007] の「非合理的投票者」モデル

経済学においては、合理的なアクターを前提としてモデルを設計することが一般的である。もちろん、近時は、行動経済学において合理的なアクターではなく限定合理的なアクターを前提としたモデルを構築することも盛んに行われているが、依然として社会を分析するための基本的なツールは、合理的なアクターである。これに対し、政治学者である Caplan [2007] は、「非合理的投票者」という興味深いモデルを提出する。

もっとも、Caplan [2007] の「非合理的投票者」は、厳密にいうと非合理的なアクターのモデルではない。アクター自身は、完全に合理的に（＝自らの効用を最大化するように）行動しているのであり、「非合理」なのはアクターが持っている信念＝選好の内容に過ぎない<sup>31</sup>。この意味で、「非合理的投票者」というネーミングはややミスリーディングであり、正確には、「非合理的（信念を持つ）合理的投票者」あるいは「合理的な非合理投票者」と呼ぶことが、本来は適切であろう。そこで本稿では、以下、「合理的な非合理投票者」という呼称を採用することにしたい。

さて、Caplan [2007] によるこの「合理的な非合理投票者」の分析は、次のようなステップで進む。まず、Caplan [2007] の分析対象とするのは政治における選挙という集成的意思決定であるが、そこでの投票者——通常一般人——は、さまざまな「バイアス（先入観）」を持っていると主張する。そのうえで、この「バイアス」は、世界に対する正しい認識ではなく、間違った「バイアス」であることを、一般人に対するアンケート調査を通じて示す。そのうえで、このような間違った「バイアス」に対する選好をベースにした合理的投票者モデルを提示し、そのような「合理的な非合理投票者」を前提とするとどのような政治活動が展開されるかを分析する。そして最後に、「合理的な非合理投票者」に対してどのような処方箋が考えられるかを検討している。本稿でも、以下、かかる Caplan [2007] の論理展開に沿って、彼の議論を紹介していきたい。

31 非合理的なのが選好に「過ぎない」といっても、実はそれすら経済学では滅多に行われぬモデル設定である。選好に手を入れてしまうと、そのことだけで人間行動や社会を簡単に説明できてしまうことが多いから（あまりに簡単に経済社会現象を説明できすぎてしまい、経済学としてのおもしろさを示せなくなる）、経済学者は一般的に選好を変化させるモデルを設計することを好まない傾向がある。おそらく、わずかな例外は、Gary S. Becker であるが（例えば Becker and Murphy [1988], Becker [1998]）、そのような流れは決して広まっているわけではない。Caplan が選好に手を入れるというモデルを構築するに至ったのは、彼が経済学者ではなく政治学者であるというバックグラウンドが大きく影響していたのではないかと考えられる。

## イ. 投票者のバイアス

Caplan [2007] は、投票者には、次の4つのバイアスが存在すると主張する。

第1は「アンチ市場」バイアスであり、市場メカニズムがもたらす経済的便益を過小評価する傾向があるという<sup>32</sup>。例えば、市場メカニズムにおいて支払われている対価は、単なる富の移転ではなくてインセンティブを発生させ、人間の行動を駆り立てるためのドライビング・フォースとなっていることが多い。にもかかわらず、そのような視点を欠き、富の移転の送り手と受け手のいずれに対して、より「かわいそうだ」と共感できるか否かによって評価すると、例えば、金銭消費貸借によって利息を稼ぐことは不当な利潤であるとして貸金業規制が発達するという。

第2は、「アンチ外国」バイアスであり、外国との相互作用によって得られる経済的便益を過小評価してしまう傾向があるという<sup>33</sup>。経済学入門において誰もが学ぶように、複数の国の間に国際的な比較優位が存在すれば、貿易を行うことによっていずれの国にとっても利益になるはずである。にもかかわらず、そのような利益には目をつぶり、比較優位にない国内産業が外国産業によって圧迫されることをもって、損失が発生していると考えてしまう。ごく最近の日本においても、TPP（環太平洋パートナーシップ）への参加に対して、あまり論理的・理性的・実証的とはいえない難い反対論が一部で起こっていることは、このようなバイアスの存在を実感させるものといえよう。

第3は、「雇用創出」バイアスであり、労働力を節約することによって得られる経済的便益を過小評価する傾向があるという<sup>34</sup>。技術革新などによって労働力の無駄を省いたうえで、節約できた労働力を他の社会的に有益な仕事に振り向けた方が、社会としては望ましいはずであるが、「無駄な労働力」を維持することに価値を見いだしがちだというのである。古くは、英国のラッグライト運動がそうであるし、最近では、メラメド [2010] が、CME/CBOT を場立ち取引から電子取引へ発展させる際に証券ブローカーたちから受けた抵抗について克明に記述している。もちろん、技術革新などによって無駄な労働力が省かれると、いったんは失業が発生するけれども、多くの場合は、そこで余剰になった労働力を吸収するための新たな労働市場が生まれてくるのが普通の市場経済なのである。

最後は、「悲観的」バイアスである<sup>35</sup>。これは、投票者たちが、実際に起こっている経済問題の深刻さを過大評価しがちであると同時に、近い過去、現在、未来における経済パフォーマンスの見通しについて、過小評価しがちである傾向を持っている、というものである。

以上が、Caplan [2007] が指摘する、投票者の有する4つの「バイアス」である<sup>36</sup>。

---

32 Caplan [2007] p. 30.

33 Caplan [2007] p. 36.

34 Caplan [2007] p. 40.

35 Caplan [2007] p. 44.

36 Caplan [2007] は、これらのバイアスが発生する原因については説明を提供していない。バイアスの原因についてはさまざまなものが考えられるが、例えば、Finkelstein [2009] が例示するように、人は目に見え

しかし、投票者たちが持つこれらの考え方を「バイアス」、つまり間違っただけの考え方であると位置づけるためには、(標準的) 経済学的なものの方が「正しい」見方であって、それと矛盾するようなこれらの考え方は間違っているのだ、ということがいえないなければならない。経済学的なものの方が必ずしも「正しい」見方であるとは限らないから——例えば経済学を嫌う人々は経済学的なものの方が間違っているのであり、投票者の持つこれらの考え方は決して「バイアス」ではないと主張するだろう——である。

そこで Caplan [2007] は、アンケート調査の結果を基に、投票者がこれらの考え方を持っており、かつ、それは「バイアス」であることを実証することを試みる<sup>37</sup>。Caplan が活用したアンケート調査は、“Survey of Americans and Economists on the Economy” (米国民と経済学者に対する経済についてのサーベイ) である。このサーベイは、経済学者ではない米国の一般市民と経済学者とに対してさまざまな経済政策・経済問題について質問調査をしたものである。このサーベイで興味深いのは、経済学者ではない一般市民については、何らの教育なくして質問調査を行った場合と、経済学的な知見を与えたうえで質問調査を行った場合<sup>38</sup>とを比較し、経済学者の回答もあわせて、それぞれの質問項目に対して回答がどのような分布を示すかを比較している点である。

その結果判明したことは、まず、経済学者ではない一般市民の回答の分布は、経済学者による回答の分布に比較して、前述したような4つのバイアスと整合的な差違が観察される。しかし、経済学者ではない一般市民に対し、経済学的な知見を与えたうえで質問調査を行うと、その回答の分布は経済学者により近いものになるのである。Caplan [2007] は、このような変化を根拠に、十分な情報を持つことによって、一般市民といえどもその考え方は修正されるのであって、一般市民が持っている考え方は、まさに不正確な「バイアス」にほかならない、というのである<sup>39</sup>。

## ロ. 合理的な非合理投票者のモデル

では、投票者が以上のような不正確なバイアスを持っている場合、選挙においてどのような投票行動が発生するのか。Caplan [2007] はここで、このような不正確なバイアスであっても、信念や世界観といったものについても一定の選好が存在することを指摘する。つまり、たとえ間違っている信念・世界観——これが「非合理」な選好である——であっても、それに反する行動をとることは精神的に苦痛であり、私

---

やすい事象には反応しやすいが、そうでない事象に対してはあまり注意を向けないといった傾向が挙げられよう (Finkelstein [2009] は、高速料金と交通量との関係を ETC のあるなしでどのように変わるかを検証し、ETC が設置されている場合には高速料金の変化によって交通量はあまり変化せず、このことは「目に見えない」税金の方が消費者行動に影響を与えにくいことを示唆する、と主張する)。

37 Caplan [2007] Ch. 3.

38 このように、経済学者ではない一般市民が、十分な知識を与えられた場合に持つ選好を、Caplan [2007] は、啓蒙された選好 (enlightened preference) と呼ぶ。

39 このような非合理性の存在については、ほかにも例えば Sunstein [2005] を参照。

たちは自分が持つ信念・世界観に従った行動をとることの方が快適である<sup>40</sup>。

もっとも、自分が持っている信念・世界観に従った行動をとことは、その信念・世界観が正しく適切なものであれば何ら問題はないが、それが不正確で間違っているバイアスであった場合には、財産的・物質的にマイナスの影響を行為者に対して及ぼすことになる。そして、不正確な信念・世界観に従うことによって発生するこの財産的・物質的なコストの大きさは、当該信念・世界観がどのような内容のものであるか、および、行為者がどのような状況に置かれているのか、によって変わってくる<sup>41</sup>。

このように、非合理的な信念に対する選好が存在しており、かつ、非合理的な信念がもたらす財産的・物質的なコストがさまざまであり得るとなると、合理的な行為者であれば、非合理的な信念に対する選好と財産的・物質的なコストの双方を考慮に入れたうえで、両者のバランスをとって効用を最大化するような行動を選択することになる。つまり、非合理的な信念に従うコストの大小によって、どれほど非合理的な信念に従って精神的な富の充足を目指すかが変わってくる（非合理的な信念に従うことによる財産的・物質的なコストが上昇すれば非合理的な信念に従うことをやめし、逆に、非合理的な信念に従うことによる財産的・物質的なコストがわずかであれば非合理的な信念を多く消費することが合理的な選択となる）、という意味で、合理的な非合理行為者の行動を観念できるのである<sup>42</sup>。

では、投票者たちが以上のような合理的な非合理性を有しているとする、選挙の場面においてはどのような行動が選択されるのか。選挙の場面においては、自らの個人的な利益を最大化するような候補者に対して投票するという利己的投票者仮説は、実証的にはあまり支持されない。むしろ、投票者たちは、利己的な動機に基づいて投票しているのではなく、「国のため」「社会のため」になるようなことを考えて投票することが多い<sup>43</sup>。国家や社会の役割について、前述したような非合理的な信念・世界観を持っている場合には、それに従った投票をすることによって効用が増加していることになる。

他方で、選挙の場面においては、投票者一人一人の投票が決定的な意味を持つ——これは、当該投票者の投票によって結果が変わるような局面であり、当該投票者が *pivotal* になっている、といわれる状況である——確率は低く、ほぼゼロである。とすれば、当該投票者がどのような——不正確な信念・世界観に従った——投票を行ったとしても、選挙の結果は変わらないことになるから、非合理的な信念に従うことのコストはほぼゼロになる。すなわち、選挙という場面においては、非合理的な信念の価格が安くなるために、非合理的な信念の消費量が増大するのである<sup>44</sup>。

40 Caplan [2007] pp. 116–117. 認知的不協和 (cognitive dissonance) を回避することがプラスの効用を発生させると考えればわかりやすい。

41 Caplan [2007] p. 120.

42 Caplan [2007] pp. 122–124. これは、行為者が非合理性に対する需要曲線を持っていることを意味することになる。

43 Caplan [2007] pp. 148–150.

44 Caplan [2007] pp. 150–151.

そして、投票者たちが、非合理的な信念・世界観に従って投票するとき、投票者たちによって選挙で選出される政治家としては、そのような非合理的な信念・世界観に従う——少なくとも従うふりをする——必要が出てくる。そうしないと、再選がおぼつかないからである。もっとも、政治家が、非合理的な信念・世界観に従って政治運営を行ってしまうと、財産的・物質的な損害が発生してしまうから、業績投票 (retrospective voting)<sup>45</sup>がなされるという前提のもとでは、非合理的な信念・世界観と完全に心中してしまうことは望ましくない。このため、非合理的な信念・世界観に従うことと、正しい適切な政策を選択することのバランスをとることが、政治家として成功する秘訣だということになる<sup>46</sup>。

最後に、このような投票者たちを前提とすると、マスメディアはどのような記事を読者に提供することになるだろうか。一般に、マスメディアには、読者が気に入る「売れる」記事を提供するインセンティブがある<sup>47</sup>。他方で、読者たる投票者たちは、前述したようなバイアスを持っているのであるから、それを反映したような記事——例えば悲観的のバイアスに適合した記事やアンチ市場バイアス・アンチ外国バイアスに適合した記事——を提供することが、マスメディアにとっては最も合理的な行動だということになる。この意味で、マスメディアが投票者にバイアスを植え付けているのではなく、投票者がマスメディアを誘導していることになる<sup>48</sup>。

## ハ. 合理的な非合理投票者への処方箋

では、選挙においては以上にみてきたような合理的な非合理投票者が活動しているのだとすると、社会にとって望ましい、より「正しい」政策が実現される蓋然性を高めていくためには、次のような対処法が考えられる<sup>49</sup>。

そもそも、政治過程による選択を利用することによって、合理的な非合理投票者による政策の歪みが発生する危険性が出てくるのであることにかんがみれば、できるだけ政治過程ではなくて自由な市場における私的選択に委ねた方が望ましいことになる。しかし、もし、自由な市場にも何らかの不都合性があり、政治過程を利用せざるを得ないのであれば、その政治過程において合理的な非合理投票者が影響を与える余地を小さくするような処方箋を考える必要がある。

45 業績投票については例えば、久米ほか [2003] 395～396 頁を参照。業績投票とは、政治家が選択した個別の政策を評価した投票行動をとるのではなく、例えば政治家の任期中の経済状況を観察したうえで、経済が好転していればその政治家（あるいはその後継者）を再選し、経済が悪化していればその政治家（あるいはその後継者）を落選させる、という投票手法である。個別の政策の善し悪しを判断することには大きなコストがかかるから、業績投票は、少ないコストで適切な候補者を選ぶことできるという意味では優れた情報集約機能を持っている。これまでの実証研究によれば、少なくとも米国においては、業績投票は実際に存在しているといわれる（典型的には、景気がよければ大統領は再選されるし、景気が悪ければ政権交代が引き起こされることになる）。

46 Caplan [2007] pp. 166–169.

47 Glazer [2004], Mullainathan and Shleifer [2005], Gentzkow and Shapiro [2010].

48 Caplan [2007] pp. 176–179.

49 Caplan [2007] pp. 197–199.

第1に、選挙によってどのような政策が実現されるかは、中位投票者（median voter）の選好のあり方によって決まってくるから<sup>50</sup>、経済学的なりテラシーのより高い個人やグループに対して追加的な票を与えることによって、中位投票者の位置を、バイアスのかかっていない、より社会的に望ましい方向へと回復することが考えられる。もっとも、これはかなりドラスティックな提案であって、実現可能性は低いと予想される<sup>51</sup>。

第2に、より穏健な提案としては、投票率を高めるための努力をやめるか、あるいは、廃止してしまうことが挙げられている。高い投票率のもとでは、普段はあまり政治に興味を持っておらず、経済学的なりテラシーが相対的に低い蓋然性の高い投票者たちが多く投票することになり、そのために中位投票者の位置がバイアスのかかった方向へと移動してしまう。これを避けるためには、今日の日本でも各地の選挙管理委員会によって選挙のたびに行われているような、「投票率を高めるための運動」はやめるべきだ、というのである。

第3に、投票者に対してより多くの教育を与え、「啓発された選好」へと投票者の選好を変化させることで、中位投票者の持つ選好をバイアスのかからないものに変え、それを反映した政策が実現されるように導くことが提案されている。しかし、もちろんこのような対処法には、相当長い時間がかかるし、その実現のためにかかるコストも大きいから<sup>52</sup>、有効性はあまり高くないかもしれない。

最後に、政府当局の内部で一定の裁量を有している官僚や、議員・政治家に対するアドバイザーなどが、自らの有する経済学的なりテラシーを生かし、自らに与えられている政治的な裁量を活用して、その裁量の範囲内で、よりバイアスのかかっていない政策を実現していくことが提案されている。この提案は、短期的な効果が期待できるし、その実現のためにコストもあまりかからず、より現実的なものであると期待される<sup>53</sup>。しかし、政策決定に対する民主制的な基盤を重視する立場からは、このような提案にも反対が加えられるのかもしれない<sup>54</sup>。

---

50 選挙においては中位投票者の選好が実現されるという中位投票者定理（median voter theorem）については例えば、Mueller [2003] pp. 85-93 を参照。

51 例えば、現在の日本を考えてみても、「一票の格差」が社会問題となっている今、格差を作るような立法提案の実現可能性は低いだろう。もっとも、日本で問題になっている「一票の格差」は、都市部に割り当てられた議席数が少なく、地方に割り当てられた議席数が多くなっていることが問題とされているのだから、この「一票の格差」の解消を目指すことは、おそらく経済学的なりテラシーがより高いであろう都市部の有権者に対してより多くの議席を割り振ることになり、Caplan [2007] の提案と同じロジックを活用しようとするものと評価できるかもしれない。

52 啓発された選好を持つための教育投資は、ある意味、正の外部性を持つ投資であるから、放置しておけば過小投資の問題が発生している、と理解することもできよう。

53 そして、このような役割は、実際の政治過程においてもしばしば活用されている。例えば、森田 [2006] 8 頁は、一部の審議会の果たす役割について、「程度に濃淡はあるにせよ、多かれ少なかれ政治の表舞台で決定することが適当でないことについては、政治から距離を置いて合議によって結論を出す場という性格をもっているといえよう」と指摘する。

54 もっとも、非民主的な政策決定ツールを使うことで、通常政治過程では利益を反映できない者に対して一定の配慮を与えることが合理的であり得ることについては、森田 [2010] において指摘したとおりである。

## (2) 法制度との関係

### イ. 株主総会における議決権行使のアノマリー

以上にみてきたような、通常の経済学とは趣をやや異にする Caplan [2007] の「合理的な非合理投票者」のモデルは、例えば上場株式会社の株主総会における投票行動のアノマリーを解明するのに役立つであろう。

前掲注 4 とそれに伴う本文において紹介した、ブルドックス対スティール・パートナーズ事件における買収防衛策を承認する株主総会決議を考えてみよう。胥・田中 [2009] が明らかにしたように、スティール・パートナーズによる株式取得が始まってからブルドックスは株式持合の推進による買収防衛策を進めてきており、2007年にスティール・パートナーズによる公開買付がなされた時点では、すでに株主総会の過半数を押さえるに至っていた。このような状況下においては、スティール・パートナーズによるブルドックスに対する公開買付は失敗に終わることが開始前から明白であり、また、ブルドックスの経営陣が定時株主総会に提出した買収防衛策も、多数の賛成を得て決議されることが事前に明白になっていた。

ということは、どのような議決権行使をするかについての意思決定をする時点において、個別の個人投資家にとっては、自らの議決権行使が *pivotal* になる、すなわち、自らの議決権行使によって投票結果を左右できる可能性はゼロであったことになる。このことは、合理的な非合理投票者としての個人投資家とすれば、自らの有する非合理的信念・先入観に従うことの財産的・物質的なコストがゼロであったことを意味するから、合理的な投資家であれば、自らの経済的な利害を考慮せずに、仮にそれが非合理的なものであったとしても自らの信念<sup>55</sup>に従って議決権行使をすることが最適な行動となる<sup>56</sup>。

そのようなメカニズムが機能していたのだとすると、ブルドックスによる買収防衛策の採択を行う株主総会において、スティール・パートナーズ側以外のほぼ全ての株主——個人株主も含めて——の賛成によって買収防衛策が採択されたことは、株式持合によって決議の成立・敵対的買収の失敗が事前に明白になっていた状態で、自らが *pivotal* でないと認識した個人株主たちの合理的行動によって成立した

55 ただし、厳密には、このケースにおける個人投資家の「信念」は、Caplan [2007] がいうバイアスとは違う性質のものである。なぜなら、Caplan [2007] のバイアス（非合理的信念）は、教育（情報提供）によって解消し得るような性質のものであるが、このケースにおける個人投資家の「信念」は、必ずしもそのようなものではないと想定されるからである。この意味で、本文における分析は、Caplan [2007] のモデルの直接的な適用というよりは、そのアイデアを拡張したうえでの応用と位置づけることができる。

56 例えば、自らの議決権行使が *pivotal* であり、自分がいずれに投票するかによって、自分が 100 万円の損失を被るリスクがあるのであれば、そのようなリスクと非合理的信念に従うことを比較して、自らの効用がより高くなる方向へと議決権行使をすることが合理的となる。そして、投資家は一般に財産的なリターンを求めて投資活動をしていることが多いから、このような場合には、自らの非合理的信念に従うよりは、100 万円の損失を被るリスクを回避するような方向へと議決権行使をするであろう。これに対し、自らの議決権行使が *pivotal* でない場合には、どのような議決権行使をしても自らの財産的利益には影響がないから、非合理的信念につきあう形で議決権行使をすることが、当該個人投資家の行動としては最適となる。

ものとして理解できよう<sup>57</sup>。

このように、自らの議決権行使が **pivotal** でない個人株主は、必ずしも自らをめぐるさまざまな利益状況を十分に取り込んだうえでの意思決定をしているわけではなく、自らの経済的な利益状況を切り捨て、場合によっては非合理で不正確な自らの信念・感情にのみ基づいて議決権行使をしている可能性があるとなると、株主総会決議において高い賛成割合が実現したことをもって、一定のアレンジメントが公正であると株主が判断したものと評価する認定手法は、問題を抱えていることになる。そのような認定手法をとるものとしては、前述した最二小決平成 19 年 8 月 7 日（ブルドックソース・スティー爾・パートナーズ事件最高裁決定）のほかにも、例えば、東京高決平成 22 年 7 月 7 日（TBS・楽天株式買取請求事件）<sup>58</sup>や、東京地決平成 21 年 3 月 31 日（日興コーディアルグループ三角株式交換株式買取請求事件）<sup>59</sup>などが挙げられる。

57 仄聞するところによると、実際、多くのブルドックソース個人株主たちは、「スティー爾・パートナーズは気に入らない」といった感情的な反応に基づいて議決権行使をしていたようである。スティー爾・パートナーズの米国における評判も決して好意的なものではなかったようであるが、このエピソードは、アクティヴィスト・ファンドや敵対的な買収者にとって、イメージ戦略が非常に重要であることを示唆するものといえよう。

58 金判 1346 号 14 頁。

(1) 原告人らは、認定放送持株会社化と連動した本件吸収分割が、相手方の企業価値または株主価値を毀損した旨主張する。そこで、この点について、検討する。

一件記録及び審問の全趣旨によると次のとおり的事实が認められる。

[中略]

エ 相手方は、平成 20 年 12 月 16 日に相手方の認定放送持株会社化を前提とする本件吸収分割契約承認の件等を決議事項とする臨時株主総会を開催した（乙 69）。同株主総会において、相手方の認定放送持株会社化を前提とする本件吸収分割契約承認の件は、出席株主の議決権数の 76.31% 以上、総議決権数の 71.86% 以上の賛成により、可決された（甲 27）。

[中略]

(2) 以上によると、相手方が改正放送法が定める認定放送持株会社に移行し、テレビジョン免許とこれにかかる放送事業について、会社分割により、子会社である TBS テレビに承継させることとしたのは、持株会社となる相手方の傘下に TBS テレビと TBS ラジオ & コミュニケーションズという 2 つの一般放送事業者を置く体制を作り、グループ経営の一層の「効率化」と「安定化」を図るほか、この認定放送持株会社の制度を利用することにより、マスメディア集中排除原則の特例として、地上放送局と BS 放送局、CS 放送局の多角的な運営を行うことが認められることとなり、これらが相手方グループの企業価値と株主の共同の利益に資するとの判断に基づくものであって、これは一定の合理性を有するものと解される。そうしたことから、相手方の株主総会において、原告人らを除く圧倒的多数の株主が相手方の本件吸収分割と認定放送持株会社化の提案に賛成したものとみられる。さらに、株式市場における相手方の株価が、本件吸収分割と認定放送持株会社化が公表された日や株主総会の決議がされた日などにそれ以前と比較して、TOPIX の推移の範囲を超えて特に値下がりがした事実も認められないのであって、本件株価は、市場指標の範囲内で推移しているのである。

そうすると、相手方の認定放送持株会社化を前提とした本件吸収分割が、一般的に、相手方の企業価値または株主価値に影響を与え、これらを毀損するものと認めることは相当とはいえない。

59 金判 1315 号 29 頁。

(2) 本件における「公正な価格」

[中略]

イ これを本件についてみるに、本件公開買付けが実施されたのは平成 19 年 3 月 15 日から同年 4 月 26 日までであり、本件基本契約が締結され発表されたのは同年 10 月 2 日であって、本件公開買付けの終了時から本件基本契約の締結及び発表時までに約 5 か月の期間が経過していることが認められる（前記前提事実（2）ア、イ）。

しかし、これまで検討してきたように、**pivotal** な地位に立っていない個人株主は、必ずしも経済合理的な「正しい」議決権行使をするとは限らない。実際、日興コーディアルグループ三角株式交換株式買取請求事件においては、三角株式交換を承認する株主総会特別決議以前に、完全親会社となるシティグループ側が 2/3 以上の株式を保有していたし、TBS・楽天株式買取請求事件においても、楽天による TBS に対する業務提携提案が開始されてからかなり長い時間が経過しており、その間に TBS が株式持合工作を進めて自らの賛成票を固めていた可能性が高いと推測される。そうだとすると、仮に株主総会において非常に高い賛成割合で承認されたアレンジメントであっても、それが真に株主の利益を図るような内容のものになっているかは、直ちには評価できないということになる。むしろ、ブルドックソースの買収防衛策のように、株主の利益に反していさえするかもしれない。したがって、**pivotal** でない株主がいる場合には、そのような株主の参加によって成立した株主総会決議の賛成割合を、そのまま額面通りに受け取ることは危険だということになる。

## ロ. 対応策

では、このような合理的な非合理投票者としての行動をとる個人株主が存在していることを前提とすると、どのようにして株主の真の利益を実現するような法ルールを設計していけばよいのだろうか。Caplan [2007] の提案（前掲注 49 とそれに伴

---

しかし、他方、本件においては、〈1〉シティグループは、本件公開買付けに先立ち、日興コーディアルグループ株式を全て取得することを目指し、その旨を発表して、同株式 1 株当たり 1700 円の公開買付価格で本件公開買付けを行っていること、〈2〉シティグループは、本件公開買付けにより、日興コーディアルグループ株式を議決権割合で約 61.24 パーセント取得し、さらに、プレスリリースを通じて、同株式の所有割合を増加させる可能性について、日興コーディアルグループをシティグループ又は同社の関連会社の完全子会社とすることを含めて検討中であると発表していること、〈3〉シティグループは、本件公開買付け後も、同社の完全子会社を通じて、日興コーディアルグループ株式を買い増しており、平成 19 年 10 月 2 日の本件基本契約の締結及び発表時においては、同株式の発行済株式総数の約 67.2 パーセント（議決権割合約 68 パーセント）を保有するに至っていたこと、〈4〉本件株式交換における株式交換比率の算定の際の日興コーディアルグループ株式の基準価格は、本件公開買付けにおける公開買付価格が 1 株当たり 1700 円であったことを考慮して決定されていたことが認められる（前記前提事実（2）アないしオ）。

上記事実に照らすと、本件公開買付け実施と本件株式交換発表との間は 5 か月あるものの、シティグループは本件公開買付け実施時から一貫して日興コーディアルグループ株式の全てを取得することを株主等に明らかにし、そのとおりに行動しているのであって、これらの事実経過に照らすと、本件公開買付け及び本件株式交換はいわば一連のものといえることができ、本件公開買付けは、本件株式交換の前にその前提として行われたものといえることができる。

〔中略〕

（3）イ、ウ）、〈2〉日興コーディアルグループ株式の基準価格を 1 株当たり 1700 円とする株式交換比率の算定方式を含む本件株式交換の条件については、本件株式交換契約締結に当たって設置された特別委員会の答申書において合理的であるとされ、また、第三者算定機関の意見書において財務上の観点から見て公正であるとされていること（前記前提事実（3）ア、イ）、〈3〉本件臨時株主総会において、株式交換比率算定の際の日興コーディアルグループ株式の基準価格を 1 株当たり 1700 円とする本件株式交換契約が賛成多数により承認可決され、これに反対した株主数及び議決権数は少数にとどまったこと（前記前提事実（2）カ）に照らすと、本件株式交換における株式交換比率の算定の際の日興コーディアルグループ株式の基準価格を本件公開買付けの公開買付価格と同額である 1 株当たり 1700 円としたことには、合理性があると認めるのが相当である。

う本文を参照)に対応させつつ、どのような対処法が可能か、検討してみよう。

まず考えられるのは、集合的意思決定の領域に持ち込むことによって合理的な非合理投票者の問題が発生するのであるから、そもそも集合的意思決定の領域に持ち込まず、自由な市場における選択に委ねることである。会社法の場面でいうならば、これは、上場株式については株価（時価や公開買付価格）を基本に考えるというものであり、1つのあり得る対処法である。もちろん、市場価格が適正でない場合は十分にあり得、そのような場合に市場価格に依拠した評価を行うことは適切とはいえないが、そのような事情がないのであれば、株主総会という集合的意思決定の内容に左右されずに市場価格を重視した評価をしていくことは、合理的な非合理投票者の問題による歪みを回避するための有益な対応策であると考えられる。

次に、経済学的なりテラシーの高い個人に追加的な票を与えたり、経済学的な教育を与えたりすることによって中位投票者の選好を変えるという Caplan [2007] の処方箋に対応するものは、株主総会の場では想定しにくい。しかし、個人株主が **pivotal** になる確率を高めるという形で、個人株主が自らの（場合によっては）非合理的信念のみならず、成立する可能性のある決議の内容が自らに与える影響をもきちんと考慮に入れて行動させるような処方箋は考えられる。それは、組織再編の場面において、一部の論者によって提唱されている「少数派の中の多数決（majority of minority）」を行うことである。

完全親会社となる会社によってすでに株式の 2/3 が保有されていたり、持合株主によって過半数あるいは 2/3 の株式が占められていたりしていても、残る少数派の中で多数決——単純多数決でも特別多数決でも（あるいは全員一致でも）かまわない——をするのであれば、それまで、**pivotal** な地位に立つ確率がゼロであった個人株主であっても、**pivotal** な地位に立つ確率がプラスになる。そのような状態であれば、個人株主は、（場合によっては）非合理的信念のみならず、成立した決議が自分にどのような影響を与えるのかをきちんと考慮に入れて議決権行使をすることが合理的となり、そのような考慮に基づいて成立した集合的意思決定であれば、株主の利益がどれほど図られているかを評価する際の基準として活用することに問題はないであろう<sup>60</sup>。

ここで注意しなければならないのは、現行会社法のもとでの一見類似した解決である、いったん普通に株主総会決議（普通決議であっても特別決議であっても）を行った後で、それが「特別利害関係人の関与した著しく不当な内容の決議」（会社法 831 条 1 項 3 号）であるとして当該株主総会決議を取り消す、という救済方法（いわゆる「不当決議ルート」）と、majority of minority ルールとでは、大きく質的に異なっている点である。

不当決議ルートでは、株主総会において議決権を行使する時点では、個人株主たちは **pivotal** な地位に立っていないから、成立する決議によって自らが受ける経済的

60 もちろん、そのようなルールを採用することによって、本来であれば望ましい意思決定が阻止されるというコストが発生する可能性も出てくるから、コストベネフィットを慎重に考慮する必要がある。

影響を考慮して議決権行使をするインセンティブはなく、(場合によっては) 非合理的信念のみに従って議決権行使することが合理的となる。もちろん、この時点で経済的影響をも考慮したうえで議決権行使をしていれば、その議決権行使結果を不当決議ルートでの株主総会決議取消訴訟の中で裁判所が判断してくれる可能性があるという意味では、**pivotal** である確率は完全にゼロではない。しかし、株主総会決議取消訴訟を提起するには大きなコストがかかるから——株主総会決議を取り消しても、取消の効果は全ての利害関係人に発生するというフリーライドの問題が存在しているから、取消訴訟を提起するインセンティブはシステムティックに過小になってしまいがちである——、事後的に取消訴訟が提起されることはあまり期待できない。さらに加えて、取消事由となるのは、成立した株主総会決議の内容が「著しく不当」(会社法 831 条 1 項 3 号) な場合に限られるから、その点でも **pivotal** になる確率は低下してしまう。

そうだとすると結局、成立した株主総会決議の内容が著しく不当であるか否かを判断するに当たっては、裁判所は、株主による賛成割合に依拠して判断するべきではなく、決議内容自体を裁判所が立ち入って評価しなければいけなくなってしまう。もちろん、経営の専門家ではない裁判所にとってそのような評価は非常に困難な任務であり、不適切な判断をしてしまう危険性も高まるだろう。これに対し、**majority of minority** ルールであれば、そのような問題を発生させずに、**pivotal** な地位に立っている株主らの集合的な意思決定をそのまま評価できる点で、非常に使いやすいルールであるといえる。

また、比較的高い経済学的なりテラシーを持つ者に政治的な裁量を与えることでバイアスのかかっていない政策を実現していくという処方箋については、会社法の世界においては、独立委員会・第三者委員会のようなものを組成したうえでそこで出された結論を採用するという手法が相当しよう。しかし、しばしば批判されてきているように、そのような独立委員会・第三者委員会のメンバーを選定するのが現職の経営者たちである以上<sup>61</sup>、それらの委員会が出す結論が株主の利益を実現するものになっているとは限らない。逆に、そうであるからこそ立法を通じた政治的な実現可能性は高いのかもしれないが、裁判所の考慮事由として採用するに当たっては、その限界について慎重である必要がある。

最後に、Caplan [2007] の提案のうち、投票率を高めようとする努力をやめることによって中位投票者の選好をバイアスのかかっていない方向へと変化させようという提案については、会社法の世界ではむしろ逆効果になる危険性が高い。なぜなら、個人株主が議決権行使をしなければ、すでに過半数や 2/3 を確保している親会社、あるいは、持合株主のみによって株主総会の帰結が左右されることになってしまうからである<sup>62</sup>。この意味で、Caplan [2007] の提案とは逆に、投票率を高める機能を持つ会社法上の制度——書面投票制度、電子投票制度、代理人による議決権行使な

61 なお、独立委員会や第三者委員会をどのようなメンバーによって構成していくことが望ましいのかについては、本稿の 4、5、6 節においても検討される。

62 これら親会社や持合株主は、棄権はせず、議決権行使をするのが原則だからである。

ど——は、確かに投票者の持っているバイアスを合理的な非合理投票者のメカニズムによって実現させてしまう危険性があるものの、それと同時に、固定票のみによって結論が決まってしまう、株主全体の利益が損なわれてしまうことを回避するというメリットを持っているのである。これまで、議決権の代理行使から、書面投票・電子投票と低コストでの議決権行使方法が導入されてきたのは、おそらくこのメリットの面の方がデメリットの面に比べて高く評されてきたことによるのであろう。

#### 4. 戦略的モデル：情報の共有・集約

前節までにみてきた、アクター間の戦略的な相互作用が（少）ない状況を扱うモデルは、上場株式会社の株主総会など、大人数での集合的意思決定がなされる場合の分析ツールとして有用性が高い。これに対し、アクター間に戦略的相互作用がある状況を扱うモデル、いわゆる「会議体（会議）の経済学」は、より少数での集合的意思決定——例えば取締役会や小規模閉鎖会社での株主総会——を分析するのに適したモデルであるといえよう。

かかる会議体の経済学については、大別して3種類のものがある。1つは、会議体の中で **pivotal** な地位に立つ構成員の戦略的行動によって、会議体内部での情報共有にどのような影響（構成員が誇張を行って正確な情報の共有がなされなかったり、情報が隠蔽されて情報共有がなされなかったりする）が与えられるかを分析するモデルである。もう1つは、会議体のメンバーが、どこまで集合的意思決定に必要な情報を収集するインセンティブを持つかというモデルであり、最後に、会議体のメンバーが繰返し集合的意思決定を行う、繰返しゲーム的状况を分析しようとするモデルである。この3つのうち、最初の情報共有モデルを本節で取り上げ、次の情報獲得モデルは5節において扱い、最後に繰返しゲームモデルを6節にて紹介する。

もっとも、これらのモデルはいずれも、単独の意思決定者が意思決定を行うのではなく、複数の個人が集まって集合的意思決定を行うことは、より正確な判断を導きやすいというコンドルセの陪審定理（Condorcet's jury theorem）に対する修正を図る形で立ち現れてきている。そこで、それら個別のモデルの内容に入る前に、分析のベースラインとなるコンドルセの陪審定理の内容をまず簡単に説明したい。

##### (1) ベースライン：コンドルセの陪審定理

コンドルセの陪審定理とは、18世紀のフランスの数学者 **Marquis de Condorcet** が1785年に記した **Condorcet [1785]** において明らかにした集合的意思決定に関する基本的な考え方であり、複数のメンバーから構成される集合的意思決定は、メンバーの間に分散している情報を効果的に集約するためのメカニズムであることを数学的

に明らかにしたものである<sup>63</sup>。コンドルセの陪審定理は、2つの内容からなる。

第1に、単純多数決を採用している会議体が正しい意思決定をする確率は、情報を持った(=世界の真実の状態に相関したシグナルを受け取る)メンバーの数が増えるにつれて、高まっていく。第2に、情報を持っているメンバーの数が無限に近づくとつれ、この確率は1に収束していき、会議体は常に正しい意思決定を行うことができる<sup>64</sup>。つまり、会議体のメンバーが、自らの受け取ったシグナルに依拠して投票をしており、かつ、そのシグナルが有効なものである(=シグナルが間違っている確率よりも正しい確率の方が高い)ならば、「より多くのメンバーから構成される会議体の方が、より少ないメンバーによって構成される会議体よりも、正しい決定をなし得る確率が高まる」ことになる。これは、会議体の人数が高まるにつれてより多くの情報が反映され、その結果として正確な意思決定がなされる蓋然性が高まることを示しており、われわれの直感にも一致する。

もっとも、このコンドルセの陪審定理が成立するためには、次の4つの前提が満たされる必要がある。それは、

1. 各メンバーは、自らが受け取った情報(真実の状態に関するシグナル)に基づいて投票をしている——情報投票(informative voting)の前提
2. 各メンバーは、意思決定に必要な情報をコスト無しで獲得できる
3. 各メンバーの利害は、完全に一致している
4. 各メンバーは、投票の前に情報交換をしない

である。現実においては、これら4つの前提が全て満たされているとは限らない。

例えば、自分の受け取った情報を隠したり大げさに言ったりすることはしばしば現実世界において観察されるけれども、これは第1の情報投票の前提に反する。また、意思決定をするための情報を収集するためにはコストがかかるのが一般的であるし(第2の前提の違反)、会議体のメンバーの選好はさまざまであって、相対立していることも多い(第3の前提の違反)。さらに、会議体としての最終的な意思決定を行う前に、情報交換を行って他のメンバーがどのように考えているのかについての情報を得たうえで投票を行うことも、現実においてはしばしば観察される(第4の前提の違反)。このように、コンドルセの陪審定理が成り立つための4つの前提のいずれかが成り立たない場合に、どのような帰結が導かれるのかを分析するのが、本節以下でみていくさまざまな戦略的状況を扱うモデルたちであり、「会議体の経済学」は、コンドルセの陪審定理を拡張していく形で発展してきたのだと位置づけることができるのである<sup>65</sup>。

63 コンドルセの陪審定理についての簡単な解説としては例えば、Mueller [2003] pp. 128–133, Gerling *et al.* [2005]などを参照。

64 コンドルセの陪審定理の証明は、単純な数学であり、特に第2の部分については、大数の法則(law of large numbers)によって証明されることになる。

65 この意味で、コンドルセの陪審定理は、現実にも必ずしも常に妥当するものではないけれども、さまざまな分析のためのベースラインとして機能しており、ちょうどコースの定理やモディリアーニ＝ミラーの定理に似た機能——現実世界からかけ離れた理想世界を分析するものであるが、それが成立するための仮定を

## (2) 情報共有モデル

### イ. 戦略的投票

情報の共有（あるいは、メンバーが有する情報の集合的意思決定を通じた集約）という観点から、コンドルセの陪審定理の成立に疑問を投げかけたのは、Austen-Smith and Banks [1996] である。Austen-Smith and Banks [1996] は、コンドルセの陪審定理の第 1 の前提である情報投票が満たされないケースを取り上げ、会議体のメンバーが合理的であるならば、情報投票をすることは限らないことを示した。

すなわち、会議体のメンバーが合理的に行動するものだとすると、メンバーは、自分が pivotal になる、すなわち、自分の投票行動によって集合的意思決定の内容が変わってしまうような状況になった場合、他のメンバーがどのように投票しているかを考え、その他のメンバーの投票行動に基づいて自分の投票行動を決定することが合理的になり得る。すなわち、このメンバーにとっては、自分が持っている情報のみに基づいて投票するのではなく、他のメンバーの行動をも参照（予想）したうえで、その情報を取り込んで自分の投票行動を決定することの方が合理的な意思決定となる。

したがって、「全てのメンバーが情報投票をする」という戦略は、集団の中でナッシュ均衡を構成しないことになり、「一部のメンバーが情報投票をし、別のメンバーは、自分以外のメンバーの投票行動を予期して参考にしつつ投票する」という戦略の組みがナッシュ均衡になる。この後者のメンバーのように、自分の持つ情報だけに依拠するのではなく、他のメンバーの投票行動を考慮に入れつつ意思決定を行うことを、「戦略的投票 (strategic voting)」<sup>66</sup>と呼ぼう。

ややわかりにくいと思われるので、極端な場合として全員一致という意思決定ルールを具体例に考えてみたい。全員一致ルールにおいて、メンバーの一人が pivotal になる状況というのは、彼女は政策 A に対して投票しようとしている場合に、彼女以外の全てのメンバーが政策 B に対して投票しようとしている場合である。各メンバーが受け取っているシグナルは、それが真実の状態を反映した正確なものである確率が、真実の状態を反映しない不正確なものである確率を上回っている（これはコンドルセの陪審定理の前提による）、自分以外の全てのメンバーが自分と反対の投票をしようとしているということは、おそらく、自分の受け取ったシグナルだけが不正確で間違ったものであり、自分以外の全ての他のメンバーが受け取った情報の方が正確なものである可能性が高い。とすれば、この場合に彼女は、自分が政策 A を支えるシグナルを受け取っているにもかかわらず、そのシグナルに従って政策 A に投票するのではなく、政策 B に投票した方が合理的である。

---

1 つ 1 つ外して現実世界に合わせていくことで何がどのように機能しているのかを明らかにしていくことができる——を果たしていることになる。

66 戦略的投票は、合理的なメンバーであればそのように行動するであろうという戦略なので、「合理的投票 (rational voting)」と呼ばれる場合もある。

このように、*pivotal* になった場合に他者の投票行動から情報を得て自らの投票行動を合理的に修正していくという戦略的投票——これは現実的な想定といえよう——を考慮すると、コンドルセの陪審定理が前提とする情報投票は必ずしも均衡とはならないことになる<sup>67</sup>。コンドルセの陪審定理は、より多くのメンバーが集合的意思決定に参加することで、より多くの情報が反映され、その結果としてより正確な意思決定がなされるというものであったが、情報投票ではなく戦略的投票がなされると、戦略的投票をしたメンバーの持つ情報が集合的意思決定に反映されないことになるから、会議体による意思決定が必ずしも優れているとはいえなくなってしまうのである。

ただし、戦略的投票がなされると十分な情報が反映されなくなってしまうかという点、必ずしもそうとは限らない。例えば、Feddersen and Pesendorfer [1996] は、選挙において、棄権ではなく白紙投票がしばしば発生する原因として、ある争点をめぐる選択肢の善し悪しについて十分な情報を持っていない者は、いずれかの選択肢に対して投票することによって集合的意思決定の結果に影響を与えてしまうよりも、白紙投票することによって、十分な情報を持つ他の者たちの投票行動に集合的意思決定の結果を委ねた方が望ましいからである。Feddersen and Pesendorfer [1996] は、これを、オークションにおける「勝者の呪い」にかけて「浮動票の呪い」と呼ぶが、会議体メンバーが有する情報の質に問題がある場合には、むしろメンバーが持つ情報を集約して集合的意思決定に影響させない方が望ましいこともあるのである<sup>68</sup>。

## ロ. 戦略的投票のもとでの多数決ルール

### (イ) 全員一致ルールと単純多数決ルールの比較

では、前述したような戦略的投票があり得ることを前提とすると、意思決定ルールについてはどのようなインプリケーションが導き出されるだろうか。この点について、非常にショッキングな成果を提示したのが、Feddersen and Pesendorfer [1998] である。

Feddersen and Pesendorfer [1998] が出てきた時代背景としては、伝統的には陪審員の全員一致による評決が要求されてきた米国の陪審において、一部の州で全員一致の要件を緩和する動きが出てきたことがある。陪審の全員一致ルールを緩和することは、Buchanan and Tullock [1962] の分析枠組みに従うならば、意思決定コストの非常に高い全員一致という意思決定ルールが現代社会において次第に不便なもの

67 ただし、McLennan [1998] は、一定の条件下では、純粋戦略だけではなく混合戦略をも考えると、情報投票がナッシュ均衡になり得ることを示し、コンドルセの陪審定理が復活する余地を残した。

68 なお、このような Feddersen and Pesendorfer [1996] の結果は、3 節でみた Caplan [2007] の合理的な非合理投票者のモデルの結果とは一見逆に見える。これは、Caplan [2007] においては、投票者が *pivotal* にはならないことが前提とされている（から、非合理的な信念を多く消費することが最適となる）のに対し、Feddersen and Pesendorfer [1996] においては、投票者が *pivotal* になる確率が残されているからこそ、逆に自分の不確実な私的情報を集合的意思決定に反映させたくない合理的に考えるのである。

となってきたため、より意思決定コストの低い特別多数決ルールへと移行されたのだ、と説明されることになる。

しかるに、全員一致ルールに比べると、多数決ルールは、本当は無罪の被告人を誤って有罪にしてしまう確率が高くなるから、本当は無罪の被告人を誤って有罪にするコスト（無罪推定を帰無仮説と考えるのであればタイプ I エラー）の方が、本当は有罪の被告人を誤って無罪にするコスト（タイプ II エラー）よりも深刻だと考えるのであれば、このような陪審の意思決定ルールの変更は望ましくないものにみえる。このような対立状況の中で、Feddersen and Pesendorfer [1998] は、そのような直感的な立論は間違っており、多数決ルールよりも全員一致ルールの方がむしろタイプ I エラーが高まるのだということを示したので、大きな衝撃を与えた。

結果はショッキングなものであったが、Feddersen and Pesendorfer [1998] のアイデア自体はシンプルである。合理的な会議体メンバーであれば、自らの投票が pivotal になるときだけ自分の投票が集合的意思決定に影響を与えることになる。そして、Austen-Smith and Banks [1996] が示したように、まさにそのような場合に、他の会議体メンバーの投票行動が新たな情報を与え、戦略的投票を行うことが合理的になる。全員一致ルールのもとでは、あるメンバーが pivotal になるのは、他のメンバー全員が被告人は有罪であるという評決に賛成しているか、あるいは、被告人は無罪であるという評決に賛成しているか、のいずれかである。いずれの場合であっても、自分が受け取っているシグナルが他のメンバーの投票行動から推測される他のメンバーのシグナルと正反対のものであったとしても、自分の受け取っているシグナルに従って評決に参加することは合理的ではない。自分一人のシグナルだけが正しくて、(12 人制の陪審を前提とすれば) 他の 11 人全員のシグナルが間違っている可能性よりも、自分一人のシグナルだけが間違っていて、他の 11 人のシグナルの方が正しい可能性の方がよほど高いからである。とすれば、仮に自分は被告人は無罪だと思っけていても、他の 11 人と同様に有罪評決に参加することが合理的な行動となるし、逆に、自分は被告人は有罪だと思っけていても、他の 11 人と同様に無罪評決に参加することが合理的な行動となる。このような戦略的投票の結果、全員一致ルールを採用すると、単純多数決による意思決定の場合に比べて、タイプ I エラーについてもタイプ II エラーについても、いずれの確率も増加してしまうことになるのである。

この Feddersen and Pesendorfer [1998] の結果は非常にショッキングなものであったため、すぐに反論も提出された。それが、Coughlan [2000] である。Coughlan [2000] は、Feddersen and Pesendorfer [1998] の設定は、現実の陪審を正確に捉えたものではないと指摘する。すなわち、全員一致ルールを採用している現実の陪審は、無罪か有罪かの二者択一的意思決定をしているわけではない。全員一致ルールを採用する陪審においては、陪審員全員の見解が一致しなかった場合は、評決不能となってその陪審は解散し、陪審がやり直しになる。また、現実の陪審においては、他者の意見を聞かずにいきなり評決で結論を出すわけではなく、その前に陪審員の間で討議をして情報交換を行う。そこで、Coughlan [2000] は、評決不能の場合には

陪審やり直しという第3の結果をモデルに導入した場合や、評決の前にメンバー全員が仮の投票を行って各メンバーの情報を明らかにするコミュニケーション段階を導入した場合を分析してみせ、それらの場合には、単純多数決よりも全員一致ルールの方が、真実に近いより正確な判断をする確率が高まるという、直感と整合的な結果を示した。

#### (ロ) ラボラトリー実験による実証研究

Feddersen and Pesendorfer [1998] の提示した結論に対しては、Coughlan [2000] が、現実の陪審制度により近い状況においてはそれが発生しないことを示したものの、それ以外の設定においては依然として Feddersen and Pesendorfer [1998] の提示した結論が妥当する。そこで、本当に全員一致ルールの方が単純多数決ルールよりも、タイプ I/II エラーの発生可能性という点で低いパフォーマンスをもたらしてしまうのかどうかについて、ラボ実験による実証研究が Guarnaschelli, McKelvey, and Palfrey [2000] によって行われた。

Guarnaschelli, McKelvey, and Palfrey [2000] のラボ実験においては、陪審のように「有罪」「無罪」という価値判断の絡んでしまうようなコンテキストから離れて、理論モデルのとおり結果が発生するかどうかを抽象的に判断するためのセッティングが採用されている。このラボ実験では、青と赤のボールが入った壺が準備され、集合的意思決定を行うグループに対して、赤い壺か青い壺かのいずれかがランダムに割り当てられる。いずれの壺にも青と赤のボールが入っているが、赤い壺には赤いボールが青いボールより多く含まれており、青い壺には青いボールが赤いボールより多く含まれている。壺が赤いか青いかが、集合的意思決定の参加者が推測すべき「世界の真実の状態」であり、被験者たちは目隠しをしたまま壺の色を推測しなければいけない。被験者は、自分のグループに割り当てられた壺の中から、目隠しをしたままボールを1個選び出し、目を開けてボールの色を確認する<sup>69</sup>。そのうえで、同じグループの被験者が集まって、壺の色が何色であるかについて投票による集合的意思決定を行う。集合的意思決定の結果が、実際の壺の色と一致していれば多くの報償を獲得できるのに対し、実際の壺の色と一致していなければ多額の報償は獲得できない。

このようなセッティングで実験を行った結果、Austen-Smith and Banks [1996] や Feddersen and Pesendorfer [1998] が予測したとおりに、戦略的投票が観察された。被験者のうちのかなりの部分（30～50%）は、自分が選び出したボールと反対の色のボールに投票しており、かつ、このような戦略的投票の割合はグループの規模が大きくなるにつれて大きくなっている。

ところが、グループ全体での集合的意思決定の結果は、必ずしも Feddersen and Pesendorfer [1998] の予想したような結果にはならず、例えば、全員一致ルールの方が単純多数決ルールよりも不正確な決定をもたらす確率が低いようなケースも確認

69 選び出したボールは壺の中に戻される置換あり（with replacement）の方式でなされる。

されている。特に、Coughlan [2000] が提案したような、最終投票前の仮の投票によるコミュニケーションを導入しなかった場合には、量子力学的反応均衡 (quantal response equilibrium: QRE)<sup>70</sup>を採用したモデルとの整合性が高いとされる。

Goeree and Yariv [2011] も、Guarnaschelli, McKelvey, and Palfrey [2000] と類似した設定を活用してラボラトリー実験を行っているが、戦略的投票は、単純多数決から特別多数決・全員一致へと投票ルールを厳しくするに従って増加することを観察したものの、どれくらいの戦略的投票が発生するかどうかについては、必ずしも Feddersen and Pesendorfer [1998] のモデルの予測通りの数字にはならないことが報告されている<sup>71</sup>。

このように、Feddersen and Pesendorfer [1998] の提示したショッキングな結論は、その前提とする戦略的投票の存在までは確認されたものの<sup>72</sup>、結論自体はラボラトリー実験においては必ずしも十分に支持されてはいない。もっとも、ラボラトリー実験を離れてより現実的な文脈において全員一致ルールと単純多数決ルールとを比較した場合にも、Guarnaschelli, McKelvey, and Palfrey [2000] と同じような結果が導かれるかどうかはわからないし、この分野における実証研究についてはまだまだ未解明な部分が多いといえよう<sup>73</sup>。

## ハ. 利害の不一致と情報共有

では、さらに、会議体のメンバーの間で選好が一致しておらず異質性があった場合、すなわち、コンドルセの陪審定理の第3の前提が満たされない場合には、どのような結果が発生するだろうか。もっとも、会議体のメンバーの間に選好の異質性が存在したとしても、必ずしも各メンバーの持つ情報を集約して、より正確な集合的意思決定を行うという、会議体の機能は害されない。

例えば、Feddersen and Pesendorfer [1997] は、会議体メンバーの選好が、受け取ったシグナルが何であるかにかかわらず選択肢 A を選ぶ、受け取ったシグナルが何であるかにかかわらず選択肢 B を選ぶ、受け取ったシグナルに応じて選択肢 A B のいずれかを選ぶという3種類に分かれていた場合<sup>74</sup>であっても、一定の条件を満

70 QRE とは、通常のナッシュ均衡のようにゲームのプレーヤーが常に合理的に行動すると仮定するのではなく、他のプレーヤーの戦略に対して常に最適反応を選択するとは限らず、最適反応ではない行動を選択する場合よりも最適反応を選択する場合の方が多い、という仮定のもとでの均衡である。基本的にはナッシュ均衡と同様のゲーム理論的な相互作用状況を考えているものの、合理的な行動をとるかどうかは確率的に分布していると考えられるものであり、限定合理性を取り込んだ均衡概念の一種と捉えることができる。

71 もっとも、Goeree and Yariv [2011] は、単純多数決ルールと、特別多数決ルール・全員一致ルールとを比較すると、前者の方がより効率的な (= 世界の真実の状態に即した、「正しい」決定をなす確率が高い) 意思決定ルールであるのに対し、後者は、意思決定の効率性が阻害されやすいことも明らかにしている。ただし、後述するように、投票前のコミュニケーションを導入すると、投票ルール間のこれらの違いは解消されてしまうことにも注意。

72 戦略的投票の存在を選挙の場面で確認している実証研究は、ほかにも多数存在する。例えば、Kawai and Watanabe [2010] を参照。

73 この点については、List [2006] や Levitt and List [2007] などを参照。

74 米国の選挙に当てはめるのならば、共和党支持者・民主党支持者・浮動票、の3者をイメージするとわかりやすいだろう。

たせば、投票によってメンバーの持つ全ての利用可能な情報を完全に集約できた場合と同じ結果になるような集約的意思決定が実現できる<sup>75</sup>ことを示している。

また、Li, Rosen, and Suen [2001] は、会議体のメンバー間に利害の不一致があった場合に、各メンバーの持っている私的な情報をそのまま会議体に対して直接報告させると、各メンバーは、自分の利害に沿うように情報を誇張したうえで報告するインセンティブを持つことに対してどのように対処すべきかを検討している。そして、各メンバーの報告をそのまま集約的意思決定へと集約するのではなく、各メンバーの報告を投票という形でカテゴリ化する——「賛成・反対」なら2つのカテゴリになるし、「選択肢 A/B/C/D」であれば4つのカテゴリになる——ことで、そのような戦略的な情報操作の問題が緩和されるとする。

もちろん、このようなカテゴリ化は、会議体のメンバーが持つ情報のうちのできるだけ多くを共有するという観点からは最適なものではあり得ないけれども、情報操作のコストと情報共有のベネフィットのトレードオフ関係において、カテゴリ化することによってより多くの情報共有が実現される場合があり、だからこそ現実においては、会議体の意思決定が最終的に投票によってなされることがしばしば観察されるのだとする。

同様に、事後的には必ずしも最適ではない意思決定手続によってより多くの情報の共有が可能になることを指摘するものとして、Chwe [1999] も挙げられよう。Chwe [1999] は、会議体メンバーの中に異なる信念を有している多数派と少数派とが存在している場合に、単純多数決による集約的意思決定を行うと、少数派の意見は結局何ら集約的意思決定において反映されないから、少数派が集約的意思決定に参加して自らの有する私的情報を提供するインセンティブを失ってしまう。これに対し、特別多数決による集約的意思決定であれば、少数派であっても集約的意思決定に参加して情報を提供するインセンティブが回復されるから、結局、より多くの会議体メンバーの有する情報が反映された形で集約的意思決定がなされ得る。この意味で、一見、事後的には多数派にとって望ましくないようにみえる特別多数決ルールは、より多くの情報を反映するという意味では、自らの意思を通しにくくなる多数派にとっても有益な結果を導く可能性があることになる。

## 二. 投票前のコミュニケーション

会議体のメンバー間での情報の共有・集約を分析するモデルの最後に、コンドルセの陪審定理の第4の前提である「各メンバーは、投票の前に情報交換をしない」が

75 確かに、受け取ったシグナルに応じて選ぶ選択肢を変えるメンバー（＝情報投票をするメンバー）の割合は、投票者数全体の数が増加するにつれてゼロに収束していく。しかし、それと同時に、情報投票をするメンバーの絶対数は増えていく。このため、それらの情報投票をするメンバーの投票行動によって、全ての私的情報が共有知識であったならば集約的意思決定によって選ばれたであろう選択肢が、1に近い確率で選択されることになる。ただし、このような収束が発生するのは、望ましい選択肢に関する情報という一次元の不確実性しかないというシンプルなモデルの場合であり、それに加えてメンバーの中での選好分布の仕方についても不確実性を導入すると（二次元の不確実性）、必ずしもこのような収束は発生しない（選好の分布に関する不確実性が小さければ、一次元の不確実性の場合に近い結果が得られる）。

満たされない場合を扱うモデルをみておきたい。

まず、前述したように、Coughlan [2000] は、投票による集合的意思決定を行う前に、メンバー間で仮の投票によってコミュニケーションを図ると、Feddersen and Pesendorfer [1998] の提示した結論とは異なり、単純多数決ルールよりも全員一致ルールの方がより正確な意思決定がなされる確率が高まることを示した。これは、コミュニケーションによって、メンバーの持つ私的情報のうちより多くが会議体において共有されることで、より正確な意思決定がなされることによる。

投票前のメンバー間のコミュニケーションが持つこのような機能は、Gerardi and Yariv [2007] においても確認できる。Gerardi and Yariv [2007] は、集合的意思決定を投票で決める前の段階にメンバー間での自由なコミュニケーションを認めると、全員一致ルール以外の全ての多数決ルールは同じ均衡結果をもたらすことを示した。なぜなら、メンバー間の自由なコミュニケーションの段階で、意見交換をして最適な選択肢を選び出したうえで、投票の段階においてメンバー全員で事前に選び出した選択肢について投票すればよいからである。

ただし、全員一致ルールの場合には、投票による集合的意思決定の段階で、各メンバー一人一人が *pivotal* となり、コミュニケーション段階で選出された合意から逸脱するインセンティブが発生してしまうから、コミュニケーション段階で選出された合意を確実に投票段階で実現できるとは限らない。全員一致ルールでない多数決ルールであれば、どのメンバーも *pivotal* にはならず、コミュニケーション段階で選出された合意から逸脱しても無意味であるから、コミュニケーション段階で選出された合意が確実に実行されることになるのである。

このように、投票による集合的意思決定を行う前に、メンバーの間に情報交換を行うと、戦略的な投票によって発生する集合的意思決定の歪みを除去できる可能性が生まれてくることになる。多くの会議体において、会議体内部でメンバー間の討議を行ったうえで投票をするメカニズムが採用されているのは、情報交換の持つこのような機能が期待されているためであると捉えることもできよう。

さらに、投票前のコミュニケーションを導入することによって、意思決定段階における選好の不一致や後述する評判への関心（6節）などのもたらすネガティブな効果を緩和できる可能性もある。Malenko [2011] は、投票前のコミュニケーション段階において、自らが有する私的情報を他のメンバーに伝達するためには、その情報をサポートする証拠の収集など、一定のコストがかかる場合に、どのようにすれば実効的な情報の共有・集約が可能になるかを分析している。

メンバーが、投票段階において自らの行動が他のメンバー（の多数派）と異なっていると、評判など何らかの形で損失を被るために、他のメンバーと同じ立場をとろうとするインセンティブがあると仮定しよう<sup>76</sup>。この場合、一見、各メンバーは自分の持つ私的情報を抑圧して他のメンバーと同じ投票をしてしまいそうに見える

76 このような群衆行動が、そもそもコミュニケーション段階においても発生し得ることについては、後掲注109から112とそれに伴う本文を参照。

が、コミュニケーション段階を考えると必ずしもそうはならない。むしろ逆に、コミュニケーション費用に投資して他のメンバーに自分の私的情報を伝達し、そうすることによって集合的意思決定の内容を望ましいものに近づけようと行動するインセンティブを持つ。このことによって、かえって、より多くの情報が共有・集約された形での集合的意思決定が実現される可能性が出てくるのである。

同じことは、メンバー間に選好の異質性がある場合にも当てはまる。もし、あるメンバーが強いバイアスを持っていることが他のメンバーに知られていたとしよう。もし、このメンバーがコミュニケーション段階で沈黙していたら、他のメンバーは、当該メンバーが不都合な情報を持っているのではないかというネガティブな推測をしてしまう。それを避けるためには、強いバイアスを持っているメンバーは、コミュニケーション費用に投資して、自分の持つ私的情報を他のメンバーに伝達し、そうすることによって集合的意思決定に影響を与えようとする強いインセンティブを持つことになる。

かかる Gerardi and Yariv [2007] の理論的分析をベースに、投票前のコミュニケーションが果たす役割をラボラトリー実験によって確認しようとしたのが、Goeree and Yariv [2011] である。Goeree and Yariv [2011] は、Guarnaschelli, McKelvey, and Palfrey [2000] と類似の設定を活用しつつ、投票ルール（単純多数決ルールか、2/3の特別多数決ルールか、全員一致ルールか）、メンバー間の選好が同質的かそれとも異質的か、投票前にメンバー間のコミュニケーションが可能か否か、で条件を変えて実験を行い、結果の比較を行った。そこからは、次のようなことが明らかにされている。

まず第1に、メンバー間のコミュニケーションがない場合には、どのような投票ルールを採用するかによって、集合的意思決定の効率性（＝世界の真実の状態に即した、「正しい」決定をなす確率の高さ）に大きな違いが出るのに対し、メンバー間のコミュニケーションを導入すると、投票ルール間の差はほぼ解消する。すなわち、コミュニケーションを認めない場合には、単純多数決ルールが最も効率的な意思決定方法であり、全員一致ルールが最も非効率的な意思決定方法となるが、コミュニケーションを認めた場合には、両者の差はなくなってしまふ<sup>77</sup>。

第2に、メンバー間の自由なコミュニケーションを認めた場合に、そこで自然と形成されてくるコミュニケーションの作法には、一定の特徴が見いだされるという。すなわち、メンバーはまず、自分の有する私的情報を全員の前で公開で正直に（嘘をつかずに）発言し合うことで、互いの有する私的情報の共有を図る。その次に、それらの私的情報に基づいて最終的な決定のあり方について集合的に合意したうえで、最後にその合意に従って投票を行う、という形でコミュニケーションに基づいた集合的意思決定がなされるのである。これが、コミュニケーションの導入によっ

77 Goeree and Yariv [2011] は、現実社会においてさまざまな文脈において異なる投票ルールが採用されている理由の1つは、ここで示されているように、いずれの投票ルールを採用しようとも、投票前のコミュニケーションを導入すれば大差がなくなり、投票ルールが決定的な意味を持たなくなってしまうからではないか、と推測している。

て、投票ルールのあり方にかかわらず効率的な集合的意思決定がなされるゆえんである。

以上のように、Gerardi and Yariv [2007] や実証研究である Goeree and Yariv [2011] においてもやはり、集合的意思決定を行う前に、メンバー間のコミュニケーションを導入することによって、より望ましい情報の共有・集約が可能になることがわかる。

### (3) 法制度との関係

2 節や 3 節においてみてきた非戦略的なモデルと、本節でみた戦略的なモデルとの違いは、非戦略的なモデルにおいては、行為者が pivotal になることがなく、したがって他の行為者の戦略を考慮に入れずに自らの行動を決定することができるのに対し、本節の戦略的なモデルにおいては、行為者が pivotal になる可能性があり、その場合に他の行為者の戦略を入れて意思決定を行う点である。この意味で、会社法の中で本節の戦略的なモデルが妥当するのは、上場株式会社における株主総会のような場面ではなくて、取締役会や経営委員会、あるいは、第三者委員会・独立委員会といった少人数から構成される集合的意思決定の場面が主要なものとなる<sup>78</sup>。

もっとも、そのような少人数から構成される集合的意思決定の場面であっても、本節で取り上げた情報共有をめぐるモデルは、さほど応用可能性は高くはないように考えられる。まず第 1 に、例えば取締役会という集合的意思決定状況を考えると、そこでの意思決定ルールとして全員一致や特別多数決が要求されていることはほとんどなく、単純多数決が要求されているに過ぎないことが大半である（会社法 369 条 1 項参照）。このため、4 節(2)ロ.において言及したような、戦略的投票による歪みが（理論的には）発現してくる可能性が高い全員一致ルールをめぐる問題点が発生する事態はあまり考えられない。

また、取締役は株主によって選任されたエージェントであり、取締役の間で選好は一致している蓋然性が高い<sup>79</sup>から、4 節(2)ハ.でみたようなメンバー間での選好の異質性によって情報集約が困難になる事態も想定しにくい。もしも、取締役の中に、自分がどのような情報（シグナル）を取得しようとも、特定の議案に賛成ないし反対する者（＝情報投票をせずに態度を固定している者）がいるとしたら、そのような取締役は忠実義務・善管注意義務違反の責任（会社法 354 条、330 条、民法 644 条）を問われることになるであろうから、そのような行動をとることは必ずしも容易ではない<sup>80</sup>。したがって、取締役間の選好の異質性が取締役たちによる情報の共有を妨げることはあまり考えられない。

78 なお、以下の本文の記述は、基本的には大規模上場会社における取締役会などの会議体のあり方を念頭に置いている。これに対し、小規模閉鎖会社においては、取締役会の位置づけが異なってくることはいうまでもない。

79 Fisher [1930] Part 2 Ch. 6, Eichberger and Harper [1997] pp. 145–158 を参照。

80 もちろん、そのような対会社責任の追及には限界があることについては、後掲注 96 を参照。

さらに、取締役会においては、決議をとる前に十分に討議されるのが通常であろうから<sup>81</sup>、決議の前の段階でメンバー間の情報交換が十分になされることが期待できる。すると、4節(2)ニ.においてみたように、どのような意思決定ルールを採用しているかは深刻な問題ではなく、望ましい決議が自然と成立することが期待できそうである。

このように、取締役会のような集合的意思決定の場においては、本節でみてきたような、会議体メンバー間での情報の共有を問題とするような戦略的モデルは、あまり有用ではないようにみえる。むしろ、オリジナルのコンドルセの陪審定理に戻って、「より多くのメンバーによって会議体を構成した方が、より精度の高い集合的意思決定を実現できる」というテーゼがそのまま妥当しそうである。しかし、本節では、コンドルセの陪審定理の前提のうち、第2の前提が満たされない場合については扱っていない。そして、取締役会のような集合的意思決定は、5節でみるように、まさにこの第2の前提が成り立たない場面を扱うモデル——取締役たちが会社の経営方針について適切な意見を述べるができるようになるためには、専門的な情報の収集のためにかなりの投資（コスト）が必要である——との関連性が高いといえよう。

また、取締役会を構成する取締役は、株主によって選任される存在であり、第三者委員会・独立委員会も、直接的には経営者によって選任され、間接的には株主によって選任された存在であるともいえ、何度も繰り返して選任主体によって評価される主体であるから、1回限りのゲームではなくて繰返しゲームの状況として分析を進める6節のモデルの方が当てはまりやすいだろう。

もっとも、意思決定前のコミュニケーションの重要性については、会社法が想定している集合的意思決定の場面においても、同様に当てはまる。実際、会社法の採用するいくつかの制度に対して、意思決定前のコミュニケーションを導入するモデルは、説得的な説明を与えてくれる。

例えば、取締役会での意思決定を記名投票で行うと、CEO（社長・会長）に常に賛成するインセンティブ——一種の一致主義——が発生しそうにも思えるが、それが必ずしもCEOの地位の強化（entrenchment）につながるとは限らない。なぜなら、取締役会の前に、CEOのいない取締役会の外でコミュニケーションを行い、私的情報を交換しようというインセンティブがその分強まるからである。もっとも、このインセンティブが有効に機能するためには、コミュニケーションにかかるコストが禁止的に高くはないことが必要であり、例えば社外取締役が定期的にコミュニケーションを取り合うことを求めるNYSEやNASDAQの規則は、かかるコミュニケーションを円滑化するために有用なルールだということになる（Malenko [2011]）。

また、取締役会の中で一部のメンバーに決定権限を委譲すると、他のメンバーたちは、そのメンバーに自分の持つ私的情報を伝達することで集合的意思決定に影響

81 いわゆる経営判断原則を前提とすれば、取締役会における判断過程でどれくらい真剣に討議を行ったかも裁判所による善管注意義務違反の認定の考慮要素の1つとなるので、取締役としては十分に討議を行ったうえで意思決定をするインセンティブを持つであろう。

を与えようとする強いインセンティブを持つことになる。そして、その場合に、権限委譲の対象として、あまり一致主義への関心がないようなメンバーを選び出せば、意思決定を歪める危険性が少ないから、望ましい。そうすると、独立取締役（社外取締役）からなる監査委員会・報酬委員会・指名委員会といった制度は、情報の共有・集約を実現するための実効的なメカニズムとして正当化できることになる（Malenko [2011]）。

さらに、会社法を離れて会議体という制度の設計方法一般に注意を向けると、会議体における投票ルールのあり方と少なくとも同等かあるいはそれ以上に、スケジュールやアジェンダ・セッティングのあり方の重要性がこれまでも指摘されてきたが<sup>82</sup>、このことも、投票前におけるコミュニケーションが果たす役割についての分析の中に位置づけることができる。すなわち、アジェンダ・セッティングは、意思決定の前にどのようにしてメンバー間でコミュニケーションを行うか、というコミュニケーションの作法についてのルールと考えることができ<sup>83</sup>、現実世界においてどのようなコミュニケーションを認めてどのようなコミュニケーションを認めないかは、集合的意思決定の効率性に大きな影響を及ぼすはずだからである。

以上のように、会議体メンバー内部での情報の共有・集約を分析しようとするモデルは、全体としては、会社法が準備しているさまざまなアレンジメントについては、必ずしも適用可能性が高いものではないと考えてよさそうである。情報の共有・集約を分析するモデルは、先行研究と同様に、陪審制度——日本でいうならば、裁判員裁判——によりよく当てはまるのだと考えられる。そのような状況においては、会議体の各メンバーが *pivotal* になる確率は相当程度あるし、現在の裁判員法改正提案の中には重大事件については全員一致か特別多数決を要求すべきだとするものが現れているし、さらには、合議体を組む裁判官や裁判員の間で選好の異質性が存在していることは十分にあり得そうだからである。とすれば、現在提案されているような形で裁判員法の改正を行うべきか否かを検討するに当たっては、本節で述べてきたようなさまざまな視点を考慮しつつ、結論を下していくことが望ましいと考えられる。

## 5. 戦略的モデル：情報の獲得

本節では、コンドルセの陪審定理の前提（4節(1)）のうち、「各メンバーは、意思決定に必要な情報をコスト無しで獲得できる」という第2の前提が満たされない場合にどのようなことが起きるのかを分析したモデルを概観していきたい。

82 例えば、森田 [2006] 12～13 頁、64～73 頁を参照。

83 Goeree and Yariv [2011] p. 919.

## (1) フリーライダー問題

コンドルセの陪審定理が現実には成立しなくなってしまうもう1つの現実的な原因は、会議体のメンバーが意思決定に必要な情報を獲得するのにコストがかかることによって、フリーライダー問題が発生し、十分な情報獲得がなされなくなり、結果的に会議体による集合的意思決定が十分に情報を集約したうえでの意思決定とはなくなってしまうことである。このことを考えるために、次のような会議体の設定——これは十分現実的な設定である——を考えてみよう：

1. 会議体は、複数の選択肢の中から最善の選択肢を選び出さなければならず、その意思決定は全てのメンバーを拘束し、全てのメンバーの効用に影響を与える
2. 意思決定を行う際には、真実の情報に依拠することはできず、タイプ I エラーとタイプ II エラーのいずれもが発生し得る
3. 意思決定のための情報を獲得するためには、一定のコストをかける必要があるが、それは会議体全体によって負担されるのではなく、情報を獲得した当該メンバー個人にのみ発生する私的なコストになる

このような設定のもとでは、あるメンバーによって獲得された情報は、公共財として会議体全体のために活用されることになるので、メンバー一人一人による情報獲得のための投資が、ファーストベストの水準に至らず、過小な投資水準にとどまってしまうことになる。

このような情報の公共財的性格に由来するフリーライダー問題は、Mukhopadhaya [2003] によって会議体の適切な規模の問題へと応用されている。Mukhopadhaya [2003] は、ちょうど米国のいくつかの州において、陪審の人数を 12 人から 6 人などに削減しようとする動きが出てきた中で、一部の法曹が陪審の人数を削減することに対して批判的な見解を述べていたという時代背景を前提に、陪審の人数は何人が望ましいのかを理論的に明らかにしようとした試みであった。

先の設定において、もし情報の獲得に投資することによって得られる、「世界の真の状態」に関するシグナルが完全に正確なものであれば、会議体メンバーのうち誰か一人さえ、情報の獲得のために投資を行えば、その情報に依拠するだけで会議体は正しい決定に到達できるから、他のメンバーは情報獲得のための投資をする必要がない。とすれば、会議体の規模が大きくなればなるほど、フリーライドのインセンティブが増加し、不正確な集合的意思決定がなされてしまう危険性が増加する。情報獲得のための投資によって得られるシグナルの品質が不完全なものであり、世界の真の状態を 1 未満の確率でしか反映しないものであったとしても、やはり同様にフリーライダー問題が発生し、会議体の規模が大きいほど正しい決定がなされるとは限らない。Mukhopadhaya [2003] は、具体例として、一定の数値的条件が満たされる場合には、6 人制陪審の方が 12 人制陪審よりも優れた集合的意思決定をなし得ることも示している。

## (2) 情報獲得と多数決ルール

では、このように会議体メンバーによる情報の獲得にコストがかかるという前提のもとでは、どのような意思決定ルールを採用すれば、最もよくメンバーに情報の獲得のためのインセンティブを与え、より多くの情報を反映した形での集会的意思決定が実現されるのであろうか。

情報獲得をめぐるフリーライダー問題に対する1つの解決方法として、より厳格な意思決定ルール——現状維持を促進するようなより保守的な意思決定ルール——を採用することを示したのが、Li [2001]である。Li [2001]は、事後的に最適な意思決定ルールは、集会的意思決定を行おうとするグループが、それぞれの選択肢についてどのような事前の信念を持っているか、および、タイプIエラー・タイプIIエラーに対する選好のあり方に基づいて決まってくるはずであるが、そのように事後的に最適な意思決定ルールから逸脱することによってフリーライダー問題を緩和することができることを示している。

すなわち、事後的に最適な意思決定ルールよりも、現状維持の方向に歪んだ(=多数決の要件が厳しくなっている)意思決定ルールのもとでは、グループ全体としては採用することが望ましいはずの提案が、否決されてしまう蓋然性が高まる。そうすると、望ましい提案を誤って棄却してしまう可能性を少なくするような証拠の価値が増大するから、グループ全体として情報を収集することの価値が高まり、メンバー一人一人についても情報獲得のために投資をする私的インセンティブを増加させることができるのである。もっとも、このようにしてフリーライダー問題を緩和できるにしても、そのために採用される意思決定ルールは、事後的に最適な意思決定ルールでないから、誤った集会的意思決定をもたらしてしまうリスクが高まる。このため、どこまで保守的な意思決定ルールを採用すべきかは、事前の情報獲得インセンティブと、事後の保守的なバイアスによるコストとのトレードオフのバランスによって決まってくることになる。

これに対して、情報獲得インセンティブの問題と戦略的投票との問題とを組み合わせることで、意思決定ルールのあり方について分析を加えたのが Persico [2004]である<sup>84</sup>。Persico [2004]は、会議体メンバーはコストをかけて情報を獲得するかどうか選べるものの、そこで得られる情報は完全に正確ではなく、ノイズが含まれている状況——これは十分現実的な仮定であろう——を分析する。

すると、単純多数決よりも厳格な意思決定ルールを採用すると、会議体メンバー一人一人にとっては自らが *pivotal* な状況に置かれる場合にだけ自分がコストをかけて獲得してきた情報を活用できることになるが、得られる情報にはノイズが含まれ

84 Gerardi and Yariv [2008a] も、Persico [2004] と似た状況を分析している。ただ、Persico [2004] が会議体メンバーによる投票に基づいた意思決定ルールを分析の対象としているのに対し、Gerardi and Yariv [2008a] は、会議体メンバーの報告した情報をベースにして、集会的意思決定を確率的に行う確率分布へのマッピングを行う形の意思決定ルール——投票はその中でも1つの極端な事例として把握されることになる——を分析対象としている点が異なる。

ている以上、単純多数決よりも厳格な意思決定ルールにおいて自らが *pivotal* になる確率は、低いものになる。その極端な場合が全員一致ルールの場合であり、この場合には自分以外の全ての他のメンバーが自分と反対の選択をしている場合にだけ自分が *pivotal* になるけれども、そのような状況というのは、情報のノイズがごくわずかであり、非常に正確な情報が入手できるような状況でない限り、まずあり得ないことになる。

そうすると、厳格な意思決定ルールのもとでは、メンバー個人の情報獲得インセンティブが低下してしまうという問題が発生することになる。このため、最適な意思決定ルールのあり方は、得られる情報の精度によって決まってくる。情報の精度が高ければ全員一致に近い意思決定ルールが最適になるが、情報の精度が低い場合には単純多数決に近い意思決定ルールが最適になることになる<sup>85</sup>。

### (3) 利害の不一致と情報獲得

では、情報獲得にコストがかかるだけでなく、コンドルセの陪審定理の第3の前提であるメンバー間の利害の一致が満たされていない場合には、どのようにして会議体を構成することが望ましいのであろうか。

この問題について Gerardi and Yariv [2008b] は、会議体に対してプリンシパル（評価者）が意思決定を委託する際に、どのような形で会議体を構成することが望ましいか、という状況を分析している。コンドルセの陪審定理が成り立つのであれば、「できるだけ多くのメンバーを集めて会議体を構成し、そこに意思決定を委託することによって正確な判断がなされる」という単純な結論が導かれるが、本稿でもこれまでみてきたように、コンドルセの陪審定理の前提が満たされない現実的な設定においては、そのような単純な結論にはならない。

会議体のメンバーが情報を獲得するには私的なコストが発生し、また、メンバーは、会議体の集成的意思決定に基づいてプリンシパルが下す決定と、自らが負担する情報獲得コストの双方を考慮したうえで、自らの行動を選択するものとする。そうすると、プリンシパルが会議体メンバーを選ぶに当たっては、メンバーに情報を獲得するインセンティブを与える一方で、そのメンバーを十分に活用したいというニーズがあるので、このトレードオフについてどのようなバランスをとるのかを考える必要がある。

また、どのような選好を持つメンバーを選び出してくるかについては、プリンシパルと似た選好のメンバーを採用すれば正確な情報を提供してくれるインセンティブが発生するが——プリンシパルと異なる選好のメンバーであると、誇張した情報を提供するインセンティブが強まる——、プリンシパルと異なる極端な選好のメンバーを採用すると、そのメンバーにとって、自分の望まない集成的意思決定がなさ

85 このほか、会議体の最適な規模も、情報獲得にかかるコスト、情報の精度、事前の信念の分布などが、メンバーの情報獲得インセンティブに対して与える影響によって決まってくることになる。

れてしまうというコストが大きくなるからより多くの情報を獲得してくるインセンティブが発生するというトレードオフもある。このため、ある程度中立的な選好を持っているプリンシパルにとっては、自らと異なる極端な選好を持つメンバーを選び出すことが最適なメカニズムになり得ることを、Gerardi and Yariv [2008b] は示した。

このような会議体メンバーの構成方法をめぐるアイデアは、Cai [2009] においても分析対象となっている。Cai [2009] は、会議体が投票によって意思決定するのではなく、メンバーが各自の持つ情報を報告し、それをベースにしてプリンシパルが意思決定を行うための確率分布へのマッピングがなされる状況<sup>86</sup>を想定している。Gerardi and Yariv [2008b] のモデルと同様に、メンバーが情報を獲得するためには私的コストが発生するが、会議体の報告をベースにプリンシパルが行う意思決定の内容はメンバーの利益に影響する<sup>87</sup>。

この場合には、メンバーの情報獲得インセンティブ（フリーライダー問題）とメンバーとプリンシパルの選好の違いによる情報の報告を歪めるインセンティブとにどのように対処していくかが重要な問題となる。すると、メンバーが、プリンシパルの意思決定に影響を与えることができるのは、情報を獲得してそれをプリンシパルに対して会議体経由で報告する場合だけであるから、会議体メンバーの間で選好の違いが大きければ大きいほど、あるメンバーにとっては、自分が情報を獲得して報告しないと、自分とは対立する選好を持つメンバーだけが情報を獲得して報告することによって、そちらの方向へとプリンシパルの意思決定が歪められてしまい、自らの利得に影響してくる<sup>88</sup>。そこで、そのような事態を避けるために、自分も私的コストをかけてでも情報を獲得して会議体に報告しようとするインセンティブが強まることになる。このようなインセンティブ効果は、会議体メンバー間の選好の異質性が大きければ大きいほど、強くなる。

しかし、会議体メンバー間の選好の異質性を高めることは、情報獲得のためのインセンティブを強めると同時に、マイナスの側面も有する。メンバー間の選好の異質性が高まると、各メンバーは、自分の獲得した情報を誇張する形で歪めて報告するインセンティブを持つようになり、その分、会議体に集約される情報にはノイズが増えるようになってしまう<sup>89</sup>。このため、どのようにして会議体メンバーを選び出

86 現実世界におけるイメージとしては、第三者委員会や法制審議会などに、一定の問題の検討を諮問したところ、それらの会議体が少数意見も併記したうえで報告書を作成してプリンシパルに提出し、その報告書を参考にしながらプリンシパルが意思決定を行うという場面が、Cai [2009] の分析対象としている状況に合っていると考えられる。

87 プリンシパルが行う意思決定がメンバーに影響を与える原因としては、メンバーの評判の維持によるのかもしれないし、株主などのようにプリンシパルに対して一定の利害関係を直接持っているからかもしれない（ここでは、通常用語法と異なり、株主はプリンシパルである会社のために会議体を構成するメンバーの一人であるが、それと同時にプリンシパルである会社と利害を共通にしている存在とみている）。

88 ここでは、会議体の集約的意思決定ルールとして、投票による意思決定ではなく、確率分布へのマッピングという形での集約的意思決定を考えているので、各メンバーが pivotal になるかならないかは重要ではないことに注意されたい。ある意味、全てのメンバーが pivotal な状況に置かれているのである。

89 したがって、他のメンバーの選好に近い選好を持ったメンバーを追加的に任命することで、プリンシパルは、会議体内部での情報集約・情報共有を効果的に促進できることになる（Li and Suen [2009]）。

していくかに当たっては、会議体メンバー間の選好の異質性が情報獲得のインセンティブを高める効果と、虚偽の報告をするインセンティブを高める効果とのトレードオフを考えたうえで、両者のバランスがとれるような形で行っていくことが望ましいことになる<sup>90</sup>。

## イ. プリンシパルと会議体との関係

以上の Gerardi and Yariv [2008b] や Cai [2009] のように、プリンシパルが会議体をどのように設計していくことが望ましいのかという点については、他のアプローチの仕方もみられる。

例えば、Gilligan and Krehbiel [1987] は、プリンシパルが会議体に対して集成的意思決定を委託する際に、会議体の意思決定にプリンシパルが拘束されるようなルールと、会議体の意思決定にかかわらずプリンシパルが自由に意思決定できるルールとのどちらが優れているかを比較する。もちろん、プリンシパルと会議体との関係を規律するルールを設定するのはプリンシパルであることが通常であるから、プリンシパルが自分の権限を制約するようなルールを設定するのは一見不思議なようにも思える。会議体の行った意思決定をプリンシパルが修正する権限を制約してしまうと、会議体メンバーの選好とプリンシパルの選好とが異なっている場合には、プリンシパルにとって望ましくない結果が導かれてしまうからである。しかし、現実には、米国の連邦議会下院において自らの修正権限を制約した形での権限委譲がなされるなど、自らの権限を制約することにコミットするアレンジメントはしばしば観察されており、Gilligan and Krehbiel [1987] はそのような慣習に対して説明を与えようとする。

そもそもコンドルセの陪審定理が明らかにするように、プリンシパルが自ら意思決定するのではなく、会議体という形での集成的意思決定を活用するのは、集成的意思決定を通じてより多くの情報が反映されてより正確な意思決定をなし得る可能性があるからである。しかるに、もし、プリンシパルが会議体による意思決定の内容を修正する権限を持っていると、会議体メンバーがいかに私的コストをかけて意思決定に必要な有用な情報を獲得し、それに基づいた集成的意思決定を行ったとしても、それによってプリンシパルの意思決定を変えることができないから、会議体メンバーとしては私的コストをかけてまで情報を獲得しようとするインセンティブが弱められてしまう<sup>91</sup>。

このため、プリンシパルとしては、会議体が行った集成的意思決定の内容を変更する自らの権限を制約することにコミットすることで、会議体メンバーが情報を獲得

90 本文で紹介したほかにも、メンバー間の選好の不一致がある場合を分析するものとして、Gershkov and Szentes [2009] も挙げられよう。Gershkov and Szentes [2009] は、情報の獲得に私的コストが発生する状況において、顕示原理 (revelation principle) の代わりとなるメカニズム・デザインのあり方を分析するものである。

91 あるいは、プリンシパルに対して有益な情報を提供するのをやめ、不正確な情報を提供することになるかもしれない。

するインセンティブを回復することが必要となる。もちろん、前述したように、プリンシパルが自らの修正権限を制約することは、会議体メンバーの選好とプリンシパルの選好との違いが大きい場合にはプリンシパルにとって不利な結果に至ってしまうけれども<sup>92</sup>、その可能性を織り込んだとしても、プリンシパルの修正権限の制約が、会議体メンバーにとってのみならずプリンシパルにとっても有益なアレンジメントとなる状況はあり得るのである<sup>93</sup>。

このように、プリンシパルと会議体との関係については、プリンシパルと会議体メンバーの間の利害対立、および、会議体の内部でのメンバー間の利害対立、という2つの利害対立をうまく解決することが、会議体という集合的意思決定主体の効果的な活用のために必要となるのである (Li and Suen [2009])。

#### (4) 情報獲得とサーチ

ここまでで紹介してきた情報獲得モデルはいずれも、情報を獲得するチャンスは1回しかなく、会議体メンバーが情報獲得のために投資を行うか否かの意思決定をするのは1回だけであった。しかし、例えば、CEOの後継者をリクルートするための指名会議体の意思決定のあり方を考えると、このような意思決定構造は必ずしも現実的ではない。このような場合についてより現実的な設定は、サーチ理論的な設定であろう。

例えば、後継者指名会議体があって、每期、ランダムに後継者候補が出現するような状況を考えてみよう。後継者指名会議体としては、その候補者に満足してその候補者を後継者とする集合的意思決定を行い、そこでサーチ過程を終了することもできれば、サーチを継続して、翌期に新たな候補者が再びランダムに出現するのを待ち、その候補者が後継者としてふさわしいかどうかについて再び集合的意思決定を行ってもよい。サーチ過程においては、集合的意思決定は、サーチを継続するか否かという点と、会議体メンバーの情報を集約して決定を行う点との2つの点についてなされることになる。

サーチを継続するか否かは、基本的には、次のようなコストとベネフィットの比較によってなされる。今期の後継者候補に満足せず、翌期以降もサーチを継続することによって、今期の後継者候補より優れた後継者候補が見つかるかもしれない、というベネフィットがある。しかし、今期のうちに後継者候補を決定してしまうのではなく、翌期以降に後継者候補の決定を先送りには、後継者を早めに確定することができるという利益を失ってしまうというコストが存在する。そこで、この両者のトレードオフをうまく調和させるような形で、集合的意思決定を行うこと

92 プリンシパルの権限を制約することは、事後的には、プリンシパルから会議体メンバーに対して富を移転する効果を持つ。

93 事後的には富の移転に過ぎないコミットメントが、事前的には全ての当事者にとって有益なアレンジメントになるわけである。

が望ましいことになる。

このようなサーチ過程を取り込んだ会議体による集合的意思決定のあり方については、ごく最近になって急速に多くの研究成果が出現しつつある<sup>94</sup>。このようなまさに形成途上の領域について見通し図を描くことは困難なので、本稿では、どのような研究が存在するのかについて簡単な紹介をするにとどめたい。

まず、Albrecht, Anderson, and Vroman [2010] は、個人によるサーチの場合と比較すると、会議体という集合的意思決定によるサーチの場合には、会議体メンバー個人レベルではより緩やかな評価基準でサーチがストップされ、メンバーの選好の集約過程に入ることを示している。もっとも、サーチを継続するかそれともストップするかの評価基準が緩くなるからといってサーチ期間が短くなって迅速な決定が可能であるとは限らず、それはサーチの継続に関する意思決定ルールのあり方や割引率に依存して変わってくる。

このような違いは、会議体という集合的意思決定においては一人一人のメンバーの意思決定が他のメンバーに影響を与えるという意味で外部性を持っていることに原因がある。そのうえで、会議体の規模を大きくすると、サーチをストップするための評価基準はより緩やかになり、メンバーの効用は減少していく。サーチ期間については、意思決定ルールが全員一致であれば、会議体の規模の拡大につれて期間が短くなりがちだが、全員一致でなければ期間は長くなる。また、意思決定ルールについては、会議体メンバーの割引率が小さいほど (= 我慢強いほど) 単純多数決よりも全員一致に近い意思決定ルールが最適になることも示されている。

このAlbrecht, Anderson, and Vroman [2010] においては、「サーチをいつまで継続するか」という集合的意思決定と、「メンバーの情報を集約してどのような決定を下すか」という集合的意思決定については、同じ意思決定ルールが採用されることが前提とされているが、両者について違う意思決定ルールを採用することが可能な場合について分析したのが、Lizzeri and Yariv [2010] である。

Lizzeri and Yariv [2010] は、陪審の状況を念頭に置いて、前者の意思決定ルールを、いつまで討議を継続するかという意味で「討議ルール」、後者の意思決定ルールを、どのような評決を下すかという意味で「評決ルール」と呼ぶ。すると、一定の前提（例えば討議にかかるコストが十分に低い）のもとでは、どのような評決ルールを採用するかは結果に無関係であるが、討議ルールは、討議の長さや最終的な決定の正確さに影響しやすく、この意味で、評決ルールよりも討議ルールのあり方が集合的意思決定の構築の際には「効果的」であることが示される。そして、このような理論的な分析は、陪審についての実証研究が示してきた、討議の過程が陪審員の意見形成に非常に大きな役割を示していることや、評決に関する意思決定ルールの違いによっては陪審の結果の違いは出ないといったこととも整合的であるとす。

94 ひょっとすると、2010年のノーベル経済学賞がサーチ理論の発展についての貢献者に対して与えられたこと ([http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/2010/](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2010/)) と相関関係があるのかもしれない。

このほか、Compte and Jehiel [2010] は、「サーチをいつまで継続するか」という集合的意思決定にどのメンバーがどれくらい影響を与え得るかを、さまざまな選好を持つメンバーが存在する状況において分析し、論点の次元数が少ない場合にはより極端な選好を持つメンバーが集合的意思決定に影響を与えるのに対し、論点の次元数が多い場合——例えば TPP のような多角的な貿易交渉など——には、多くのメンバーが集合的意思決定に影響を与え得ることを示している。

また、Messner and Polborn [2010] は、会議体メンバーが自らの選好を時間の経過とともに知る状況においては、本来であれば早めになされるべき集合的意思決定が、後の時点まで延長されてしまうことによって社会的には望ましくない状態が実現されてしまうことや、その場合にどのような意思決定ルールが望ましいかを分析している。

以上のように、サーチの状況を分析することは、確かにいくつかの現実の具体例の場面によくフィットするモデルではあるものの、まだそれほど研究が始まってから時間が経過していないためか、そこから現実の法制度に対するインプリケーションを引き出すことができるほどまでには成熟していないように見受けられる。この方向の研究の発展については、これからの将来に期待したい。

## (5) 法制度との関係

本節でみてきた会議体における情報獲得のインセンティブをめぐる問題は、会社法の領域における応用可能性が高いと考えられる。会社法において集合的意思決定を行うのは、まさに経営の専門家や中立的な第三者などにより正確な情報を提供させることでよりよい（経営）判断を実現しようという目的でそうされていることが多く、会議体メンバーの情報獲得インセンティブを確保することは、そのような会議体の役割の中核的な機能に関係してくることになるからである。

### イ. フリーライダー問題

例えば、会議体メンバー間のフリーライダー問題をめぐる分析は、取締役会や第三者委員会の適正な規模の設計に有用である。かつての日本企業の取締役会は非常に多く（例えば 20 人から 40 人）の取締役で構成されていることが多く、そのような多数の取締役で構成された取締役会では実質的な議論がなされず、取締役会が形骸化してしまっているのではないかと批判がしばしば寄せられていた。そのような批判（そして、そのような批判を支える機関投資家・外国人投資家の存在）と、代表訴訟の提訴要件の緩和によって取締役であることは代表訴訟の対象となるリスクを抱えることになるとの認識が普及したことによって、近時の日本企業の取締役数はだいぶ減少してきた。

情報獲得をめぐるフリーライダー問題は、人数の多い取締役会は、単に活発な議論の機会を失わせるだけでなく、フリーライダー問題による情報獲得インセンティ

ヴの低下<sup>95</sup>を招くという点でも、望ましくないことを教えてくれる。さらには、取締役と違って代表訴訟の対象にはそもそもなり得ないことから、必ずしも人数を減らす制度的なインセンティブが設定されていない第三者委員会や中立会議体についても、そのメンバー数を多くしてしまうことは、メンバー間のフリーライドを発生させてしまうおそれがあるから望ましくないことになる。

## ロ. 多数決ルール

次に、多数決ルールが情報獲得インセンティブに与える影響を分析するモデルにおいては、会議体メンバーの情報獲得インセンティブを高めるためにはより保守的な厳しい多数決ルールが望ましいと主張する Li [2001] と、メンバーが pivotal になる確率を考えれば多数決の程度は情報の精度によって制約されるとする Persico [2004] とがあった。これらのうち、Persico [2004] については、取締役は経営の専門家である（ことが前提とされている）ことからすれば、取締役が得る情報の精度はそれなりに高いものがあると考えてもよいのではないかと考えられることや、自らが pivotal でないからといって情報獲得を怠けることは事後的に対会社責任（会社法 423 条 1 項）を追及されることにつながりかねないこと<sup>96</sup>をかんがみれば、取締役会においては厳しめの多数決ルールを採用することには一定の合理性があると考えられる。また、Li [2001] から単純多数決よりも現状維持的な意思決定ルールを採用することが適切になり得る<sup>97</sup>。

今日の多くの株式会社においては、取締役会における意思決定ルールは単純多数決であることが大部分であると思われるが、より厳格な意思決定ルールを採用することにも一理ある<sup>98</sup>。

## ハ. 会議体の設計

さらに、どのようにして会議体メンバーを選んでいけばよいのかという点についての分析も、有用である。本節でみてきたように、会議体を活用することで有用な情

95 ここでいう「情報獲得」には、さまざまなものが含まれ得る。例えば、内部統制システムを構築することや、それが適正に機能しているかどうかについてチェックすることなども、「情報獲得」の中に含まれ得ることに留意されたい。

96 もちろん、対会社責任を追及するためには、第三者からみて取締役の努力レベルが観察可能であることが必要である。それが現実の訴訟の場面では必ずしも容易ではないことについては、森田 [2009] を参照。訴訟ではなくて株主総会での再任決議の際に取締役に対する評価を考慮に入れる場合であっても、訴訟上の立証までは必要ないものの、やはり取締役の努力レベルをある程度観察できることが必要になる。

97 例えば、取締役会全体では、あるプロジェクトを採用した方が会社の業績向上に役立つと考えていても、それがまだ特別多数決をクリアできない状態では、そのまま当該プロジェクトを実行しないでいると会社の業績に影響を与えてしまうので、支持派の取締役たちは、反対派の取締役たちを説得するためにより多くの情報を獲得してくれるインセンティブを持つことになる。

98 ただし、Li [2001] や Persico [2004] では検討されていない点であるが、多数決ルールを厳格にして取締役の情報獲得インセンティブを高めることは、情報獲得のためにより多くの時間や労力を費やす結果になる可能性をはらんでいる（この点については、5 節(4)で紹介したグループによるサーチの文献も参照）。迅速な意思決定が必要な企業経営においては時間というコストが重要なものになることは十分に考えられるから、そのようなコストを避けるために単純多数決ルールが広く普及しているのかもしれない。

報を実効的に収集し、意思決定に反映させていくには、プリンシパルと会議体との関係、および、会議体内部のメンバー間の関係について考慮することが必要である。これは特に、第三者委員会や独立委員会を組織して、そこに意思決定を委託するような場合——例えば不祥事の原因究明や組織再編の際の再編比率の決定など——において、それら外部の会議体をどのように設計するか考えていく際に有用である。

まず、会議体が行った集会的意思決定をプリンシパルが修正する権限を留保するか、それとも、プリンシパルは会議体が行った集会的意思決定をそのまま受け入れるか、という点は制度設計上の重要なポイントである。この違いは、法的には、会議体に対して単に諮問を行って情報を出してもらうことだけを要求するのか、それとも、会議体に意思決定権限まで付与（委譲）するのか、という違いとして立ち現れる<sup>99</sup>。

両者の基本的な区別は、次の点にある。プリンシパルに修正権限を留保すると、一見プリンシパルに不都合な決定を受け入れる必要がなくなるという点ではプリンシパルに望ましいようにも思えるけれども、会議体メンバーが情報を獲得するインセンティブを喪失し、結果として有益な情報が提供されないという意味で逆にプリンシパルにとって望ましくない結果になりかねないのに対し、プリンシパルの修正権限が制約されていると、会議体メンバーの情報獲得インセンティブが回復するから、会議体でなされた集会的意思決定がプリンシパルよりも会議体メンバーにとって有利な内容であったとしても、実際にはプリンシパルにとって有益な意思決定が実現される可能性がある点である。この両者のトレードオフを勘案しながら、どれくらいの権限をプリンシパルに留保すべきかを考えていくことになる。もっとも、ここで注意しなければならないのは、プリンシパルに法的に修正権限が留保されているか否かと、事実上の修正権限が留保されているか否かは、必ずしも一致しないという点である。すなわち、プリンシパルに法的に修正権限が留保されている場合であっても、慣行としてプリンシパルがその裁量を行使せずに、会議体が行った集会的意思決定をそのまま受け入れなければならないようになっていくことはしばしばあるだろう<sup>100</sup>。また、プリンシパルに法的な修正権限が留保されており、その結果、理論的には会議体メンバーの情報獲得インセンティブが阻害されそうな場合であっても、会議体メンバーが、自己の評判・名声を維持するためにしっかりと情報を収集して集会的意思決定に積極的に参加していこうとするインセンティブを持つことも

---

99 例えば、かつての法制審議会は、そこでなされた答申に法務省での法案起草作業が縛られるという慣行があったのに対し、いわゆる行政改革以後の現在の法制審議会は、そこでなされた答申はあくまで法務大臣への参考意見の提出に過ぎず、法務省における法案起草作業を拘束する力はないとされている。改正前商法から現行会社法に改正される際に、法制審議会の提出した答申とは異なる内容の会社法案の起草が法務省段階でなされ、それに対して一部の法制審議会メンバーらが批判を述べたことは記憶に新しい。

100 例えば、企業不祥事が発生した際に原因究明・対応策の検討などのために組織される第三者委員会は、たいていはプリンシパルに対して情報を報告するだけの存在として法的には位置づけられているが、実際には、第三者委員会の行ったレポートに反する行動を当該企業の経営者が実行できる場合というのは、さほど多くはないであろう。

あり得るだろう<sup>101</sup>。

次に、会議体のメンバー構成についても、本節で紹介したモデルは役に立つ。そこでの基本的なトレードオフは、メンバー間の選好の異質性を高めることで、メンバー一人一人により多くの情報を収集するインセンティブを与えることを重視するのか、それとも、メンバー間の選好の異質性を高めることで、メンバーが自分の有する情報を誇張して伝えるなど、得られる情報にノイズが入ってしまうことを重視するのか、という点である。プリンシパルとしては、この2つの効果のトレードオフを考慮に入れつつ、最適なメンバー構成を決定すべきことになる。

例えば、政府における審議会の運営指針においては、審議会委員のメンバー構成を多様にすべきことが定められているが<sup>102</sup>、このようなルールは、メンバー間の選好の異質性を高めようとする制度設計手法だとみることでもできよう。また、審議会ではなく私的な懇談会であっても、例えば買収防衛策のあり方をめぐって議論がなされた「企業価値研究会」の構成メンバーが多様であったように、メンバーに情報収集のインセンティブを強く与えたいような場合には、メンバー間の選好の異質性を高めようとする試みは実際に行われてきたのだといえる。あるいは、会社法において社外取締役（独立取締役）の存在意義が問われることがあるけれども、社内役員とは異なる選好を持つ社外取締役を取締役会メンバーに加えることは、社内役員が、社外取締役を説得するためにより強い情報収集インセンティブを持つ可能性があるからだ、ということを考えてもよいのかもしれない。

## 二. 注意点

もっとも、以上のような法制度に対する種々の示唆は、少なくとも立法論レベルでは直ちには役立てにくい。なぜなら、会社法において特定の意思決定ルールを採用する（そしてそれ以外の意思決定ルールを使ってはいけない）ことを命じられているケースはなく、どのような意思決定ルールを採用するかは、基本的には経営者（場合によっては株主）が、その裁量の範囲内で自由に選択することができる。経営者としてはもちろん、自らに有利な意思決定ルールを採用するインセンティブがあるから、意思決定ルールの選択自体が内生的に行われることがあり得ることになる。しかるに、そのような状況を分析したモデルは見当たらない<sup>103</sup>。

101 現在のように、法制審議会の行った答申が、法務大臣に対する1つの意見の提案に過ぎないという形に法的には整理されていても、だからといって法制審議会において情報獲得を怠けようとするメンバーはあまりいないであろう。

102 「審議会等の整理合理化に関する基本的計画」（平成11年4月27日閣議決定）の別紙3「審議会等の運営に関する指針」は、「委員の任命に当たっては、当該審議会等の設置の趣旨・目的に照らし、委員により代表される意見、学識、経験等が公正かつ均衡のとれた構成になるよう留意するものとする。」「審議事項に利害関係を有する者を委員に任命するときは、原則として、一方の利害を代表する委員の定数が総委員の定数の半ばを超えないものとする。」と定める。

103 筆者の調べた限りにおいては、集意的意思決定を行う集団の組成自体が内生的に行われるケースを分析した研究は存在するものの、意思決定ルールが内生的に選択されるケースを分析した研究は存在しないようである。

他方で、そのようにして内生的に選択された意思決定ルールが効率的なものではないからといって、直ちに法ルールが強行規定という形で一定の意思決定ルールを強制することにも問題が多い。なぜなら、本節でこれまでみてきたところからも明らかかなように、いったいどのような意思決定ルールが当該会議体にとって最適なものは、さまざまなパラメータに応じて結論が変わり得る問題であり、法ルールの形で事前に最適な意思決定ルールを特定しておくことは非常に難しい<sup>104</sup>。にもかかわらず、法ルールで特定の意思決定ルールを強制してしまうと、それによってケースバイケースに応じた最適な意思決定ルールを採用することができなくなってしまい、かえって無駄なコストを発生させてしまう結果になりかねないからである。この意味で、本節での検討結果をそのまま法ルールの形で取り込むことには慎重である必要がある。

ただ、法ルールの内容としての取込みに慎重である必要はあっても、本節で述べたようなメカニズムが集合的意思決定において機能しているということを理解しておくことは、有用であると考えられる。例えば、機関投資家や議決権行使アドバイザーなどが、集合的意思決定のメカニズムを理解していることは、個別具体的な企業における意思決定ルールのあり方について評価を加え、場合によってはそれを修正するための提言を行う際に役立つだろう。いわば、「ハードロー」としてエンフォースするのではなく、「ソフトロー」としてのエンフォースに期待するのである。あるいは、事前に情報収集の必要な立法の形ではなく、事後的に個別具体的な判断の可能な裁判所がエンフォースする形で<sup>105</sup>最適な意思決定ルールを実現していくことも考えられよう。

## 6. 戦略的モデル：評判

ここまでみてきた2つのモデルは、どちらも1回限りの会議体を前提としたモデルであるが、何回も繰返し集合的意思決定を行う会議体は、現実においてしばしば観察される。そのような場合には、会議体のメンバーは、自分が行った意思決定の内容について外部のプリンシパルから評価されることになることが多いから、自分の評判を維持・向上させるような形で集合的意思決定に参加したいと考えるであろう。評判に関心を持つ動機としては例えば、キャリアへの関心、同僚からのプレッシャー、内部化された専門家としての行動規範<sup>106</sup>などが考えられよう。本節では、そのような繰返しゲーム的な状況を扱ったモデルをみていきたい。

104 このような問題についてより一般的には、Kaplow [1992] を参照。

105 このような問題についてより一般的には、Kaplow [1992] を参照。

106 例えば、最高裁判所判事については、それ以上のキャリアはあまり考えられないけれども、同僚の判事などから「有能な裁判官」としてみられたいというプレッシャーや、裁判官としての内部化された規範・職業倫理から「有能な裁判官」として活動したいと考えることがあるであろう。なお、現実の会議体においては、さまざまなタイプのメンバーが観察されることについては、森田 [2006] 19～25 頁を参照。

## (1) 評判モデル

### イ. Visser and Swank [2007]

このような評判が機能する状況を扱ったモデルとしてまず挙げられるのは、Visser and Swank [2007] である。Visser and Swank [2007] は、専門家メンバーから構成される会議体がプリンシパルのためにあるプロジェクトを実行するかそれとも実行せずに現状を維持するかについての意思決定をする状況を分析する。プロジェクトの結果には不確実性があるが、この結果については各メンバーは異なる私的情報を持っており、有能な専門家であれば結果についての予測はより正確になる。会議体においては、まず全てのメンバーがそれぞれが保有している私的情報を互いに共有し合い（この情報の開示は同時になされる）、そのうえで、投票によって会議体としての集会的意思決定を行う。その後で、プリンシパルがこの会議体の集会的意思決定を観察して、専門家メンバーの有能さについての情報をアップデートすることになる。

このような状況では、Visser and Swank [2007] は、次のような現象が観察されることを示した。まず、評判を気にかける会議体メンバーは、できるだけ他のメンバーと同じ意見を主張したいと考えがちになる。なぜなら、有能な専門家であれば、プロジェクトのもたらす結果について同じような予測をするであろうから、メンバーの間で見解の不一致があると「誰かが間違った判断をしており、したがって専門家としての能力が疑わしい」というシグナルを送る結果になる。そこで、会議体としての最終的な集会的意思決定の内容に賛成するメンバーも反対するメンバーも、いったん会議体としての集会的意思決定がなされれば、全員がその内容に賛成しているというふりをしたがるのである。

第2に、メンバーによる評判への関心があまりに強すぎると、プロジェクトの実施に関する会議体の集会的意思決定が歪められてしまう可能性が発生する。例えば、プロジェクトの実施という集会的意思決定には、会議体のメンバーの全員一致が必要だという意思決定ルールが採用されていたとしよう。この場合、プロジェクトを実施しないという集会的意思決定は、メンバー間に見解の不一致があることを外部に対して明らかにしてしまうことになり、メンバーの専門家としての評判を傷つける結果になる。そのような事態を避けたいと考えるメンバーは、自分自身はプロジェクトを実施しない方が望ましいと考えている場合であっても、プロジェクトを実施すべきだという投票をしてしまう可能性があるのである。このように自らの判断を歪めてしまうインセンティブは、メンバーの評判への関心が強ければ強いほど、強くなる。

第3に、会議体メンバーの間で自己の評判に関心を持つ程度が異なっていると、メンバー間での十分な情報交換が行われなくなってしまう危険性もある。例えば、会議体としてプロジェクトを実施するという意思決定を行った場合の方がプロジェクトを実施しないという意思決定よりも会議体メンバーの評判を高める効果を持つと

しよう。この場合、自己の評判を向上させることに強い関心を持っているメンバーほど、メンバー間のコミュニケーションの段階において、プロジェクトのリスクを過小評価してみせたりプロジェクトから得られる便益を誇張してプレゼンテーションしたりする——そうすることによって pivotal なメンバーの投票を左右しようとする——だろう。プロジェクトに関する否定的な情報を軽視し、肯定的な情報を重視するインセンティブが働いてしまうのである。これはちょうど、会議体メンバー間に選好の不一致がある場合に情報獲得・共有のインセンティブに歪みが出る（5節(3)を参照）のと類似した状況であるといえよう。

そして、このようなインセンティブを前提とすると、どのような意思決定ルールを採用するかは、コミュニケーション段階での情報操作の可能性によって変わってくることになる。もし、情報操作が可能でなければ、評判について関心を持たず、純粹にプリンシパルの利益を考えてくれるようなメンバーに決定権を与えるような意思決定ルールが望ましいことになる。そのための1つの方法は、全員一致ルールを採用することによって、評判にあまり関心を持たないメンバーが賛成しない限りプロジェクトが実施されないようにすることである<sup>107</sup>。他方で、コミュニケーション段階において情報の操作が可能な場合には、コミュニケーション段階における情報交換によって意思決定がより多くの情報に基づいたものになるという便益と、プリンシパルの目的とは異なる目的——会議体メンバー個人の評判志向——を持つメンバーに決定権を付与してしまうことになるコストとの比較によって、適切な多数決ルールが決まってくることになる<sup>108</sup>。

なお、Visser and Swank [2007] が示したような、会議体を通じた集合的意思決定においては全員の意見が一致しがちであるという現象は、すでに Ottaviani and Sorensen

---

107 もっとも、全員一致ルールが最適になるのは、タイプ I エラー・タイプ II エラーに関するプリンシパルの選好が一定の場合に限定されることになる。

108 例えば、プロジェクトの実施によって会議体メンバーの評判が高まるとしよう。すると、全員一致ルールのような保守的な多数決ルールのもとにおいては、評判に対する関心の度合いの強いメンバーは、評判に対する関心の度合いの低いメンバーにも賛成に回ってもらわないとプロジェクトを実施するという集合的意思決定が成立しないから、情報操作をすることで評判に対する関心の度合いの低いメンバーを賛成の方向へと誘導しようとするインセンティブを持つ。この意味で、集合的意思決定において集約される情報の内容は歪められてしまうけれども、決定権を持つのは、評判に対する関心の度合いの低いメンバーであるから、集合的意思決定が歪められる危険性はそれほど高くはないかもしれない。

これに対し、単純多数決ルールに近い意思決定ルールのもとでは、評判に対する関心の度合いの強いメンバーは、必ずしも評判に対する関心の度合いの低いメンバーが賛成に回らなくとも、プロジェクトを実施するという集合的意思決定を成立させることができる蓋然性が高まる（評判に対する関心の度合いの低いメンバーが pivotal になる蓋然性が低くなる）。このため、評判に対する関心の度合いの強いメンバーは、必ずしも自らが有する情報を歪めて提示する必要がなくなる。しかし、この場合に決定権を持つのは、評判に対する関心の強いメンバーであるから、プリンシパルとは異なる目的関数を持ったメンバーによって集合的意思決定の内容がリードされることになってしまう。

このように、どのような情報に基づいて集合的意思決定がなされるのかという点と、どのような目的関数を持つ会議体メンバーが集合的意思決定の内容について決定権を持つことになるのかという点は、トレードオフの関係にあるため、単純多数決に近い意思決定ルールと全員一致に近い意思決定ルールとのどちらが優れるのかは、この2つのトレードオフのいずれを重視するかによってケースバイケースで変わり得ることになる。

[2001]においても示されていた<sup>109</sup>。Ottaviani and Sorensen [2001]は、会議体における集合的意思決定のあり方そのものについての分析ではなく、集合的意思決定の前に行われるメンバー間のコミュニケーションのあり方について分析を行ったものである。会議体メンバーは順番に<sup>110</sup>、どのような決定が望ましいのかについて自らの有する（ノイズを含んだ）私的情報を報告する。報告された私的情報の総体に基づいて会議体の集合的意思決定がなされるので、できるだけ多くの私的情報が開示されるようなメカニズムが望ましいことになる。これに対し、会議体メンバーの利得は、彼女の行った報告と後から判明する真実とを基礎に、プリンシパルが与える彼女の能力についての評価によって決まってくるから、メンバーとしてはできるだけ「正しい」と思われる報告をすることが望ましい。

このような状況においては、何が真実かについての事前の信念が十分にバランスしていれば、メンバーは自分の持つ私的情報をそのまま報告することが望ましいけれども、事前の信念が特定の選択肢に偏っている場合には、それとは矛盾する私的情報を持っていても、それをそのまま報告してしまうことは、自らの評判に悪い影響を与えてしまうので、事前の信念に沿った私的情報へと歪めて報告するインセンティブを持つ。

すると、会議体メンバーが順番に発言していくような状況では、自分より前に発言したメンバーの提供した情報が事前の信念に影響を与え、それによって事前の信念が特定の選択肢に偏る方向へと動きがちであるから、自分が発言する順番になったとき、そのようにして形成された事前の信念を補強するような情報を報告する——たとえ本当の自分の私的情報とは違っていたとしても——インセンティブを持ってしまう。これが繰り返されれば、次第に事前の信念は特定の選択肢をサポートする方向へと強化されていき、結局、全てのメンバーが同じ選択肢を支持する情報を報告する結果になってしまうのである<sup>111, 112</sup>。

109 このほかにも、コミュニケーションによって意見の一致が促進されることを取り込んだモデルとして、Malenko [2011]もある。

110 Visser and Swank [2007]においては全ての会議体メンバーが同時に発言していたが（情報交換をしていたが）、それと比べた Ottaviani and Sorensen [2001]の特徴は、メンバー一人一人順番に発言する場合に、後から発言するメンバーが先行するメンバーの発言によってどのような影響を受けるのかについて分析している点（同時手番ゲームではなくて逐次手番ゲーム）である。

111 このような会議体メンバー間の討議における群衆行動の可能性を前提に、Ottaviani and Sorensen [2001]は次のような提言を行う。

まず、裁判官の合議やタルムードには、若輩の裁判官から順番に発言して最後に年長・上席の裁判官が発言するという「逆年齢順ルール（anti-seniority rule）」がしばしば観察されるが、これが最適な討議のルールになるとは限らない。若手に先に発言させることは、若手がおそれずに情報を出すインセンティブを持つ一方で、年長者が私的情報を信頼できる形で提供する——すなわち、評判への悪影響をおそれて群衆行動の結果として発言するのではなく、純粋に私的情報を開示する——チャンスが失われてしまうかもしれないからである。よい私的情報を持つメンバーに先に発言させることで多くの弱い私的情報を出さずにと、よい私的情報を信頼できる形で得られなくなってしまうリスクを冒して弱い情報を先に出さずにとの間にはトレードオフがあるのであり、いずれが望ましいかは状況次第だということになる。

また、同程度の評判を持つメンバーが5人以上いる場合には、群衆行動効果によって、メンバーが全ての私的情報を開示することは期待できなくなってしまう。さらに、一部のメンバーの能力を高めることは、かえって群衆行動が発生する可能性を高め、その結果、最終的に集約できる情報の量がかえって少

## □. Levy [2007a, b]

会議体メンバーが自己の評判について関心を有している場合にどのような事態が発生するのかについて検討を行ったもう1つの重要な研究は、Levy [2007a, b] である。Levy [2007a, b] は、キャリアの昇進、再選可能性、評判などに動機づけられたメンバーからなる会議体において、記名投票と無記名投票という投票手続の違いがどのような影響を与えるのかについて分析を行った。Levy [2007a, b] においても、会議体メンバーは、有能な意思決定者である（あるいは、会議体の審議事項について正確な私的情報を保有している）と評価されたいと考えられている。

まず、投票手続として無記名投票が採用されており、外部の評価者は、会議体が行った最終的な集合的意思決定の内容そのものしか観察することができず、会議体メンバー一人一人がどのような投票を行ったのかについては観察できないような状況から考える。そしてさらに、会議体の意思決定ルールが、「現状を変更するには全員の一致が必要であり、それが得られない場合には現状が維持される」という全員一致ルールだったケースを取り上げよう。もし、この場合に、会議体が「現状を変更する」という集合的意思決定を行ったとしたら、外部の評価者は、全ての会議体メンバーが現状の変更に賛成したと知ることができるから、無記名投票が採用されているにもかかわらず、これは記名投票と同じ意味を持つことになる。

これに対し、会議体が「現状を維持する」という集合的意思決定を行ったとしたら、外部の評価者は、どの会議体メンバーが現状の変更に賛成し、どのメンバーが現状の変更に反対したのか知ることはできなくなってしまい、会議体の集合的意思決定をもって会議体メンバーの一人一人の意思決定者としての能力についてフィードバックを与えることはできないか、与えるにしても確率的なフィードバックしか与えられなくなってしまう。この意味で、全員一致ルールにおける「現状を維持する」という集合的意思決定は、「現状を変更する」という集合的意思決定に比較して、外部の評価者にとってノイズの大きな集合的意思決定だといえる。

このように、外部の評価者にとって、意思決定者としての能力についてのノイズの大きな集合的意思決定は、2つの相反する効果をもたらす。一方で、会議体が行った集合的意思決定が誤った意思決定であったということが最終的に判明した場合に、その誤った方向へと投票していた会議体メンバーは、「自分は正しく投票したのであり、間違った投票をしたのは他のメンバーである」と他人に責任転嫁し、外部の評価者からマイナスのフィードバックを受けることを回避できる可能性が出てくる。他方で、会議体の決定が誤っていたことが最終的に判明した場合に、正しい方向に投

---

なくなってしまう危険性がある。このように、逐次的な情報の開示はしばしば不十分な情報の集約という望ましくない結果をもたらしてしまうことになり、全員が同時に情報を開示することの方が望ましい場合があることになる。

112 さらに、Ottaviani and Sorensen [2001] が示すような情報開示の順序によって後から行動する者が先行して行動する者の影響を受けるという現象は、現実的な場面においても観察されている。

例えば、Alexander *et al.* [2010] は、株主総会での委任状闘争について議決権行使アドバイザーが行うアドバイスは、①総会決議の結果についての予測に影響を与えると同時に、②総会決議の結果が実現した場合の企業価値の変化の度合いについても影響を与えることを実証している。

票していた会議体メンバーは、「自分は正しい投票をしていたのだ」ということを立証して外部の評価者からプラスのフィードバックを受けるチャンスを失ってしまうことになる。

問題は、この2つの相反する効果のうちどちらが強くなるかである。外部の評価者に対する評判に関心を持つような状況というのは、専門家に対して情報収集・集約が求められている状況であることが多いことを考えると、会議体メンバーは、何らかの専門家であって、間違った判断をする確率よりも正しい判断をする確率の方が高いと外部の評価者からみなされていると想定することが自然そうである。そうだとすると、前者の責任転嫁効果が認められる蓋然性が高まり、そちらの効果が優越することが多いだろう。すると、記名投票の場合に比較して、無記名投票の場合には、会議体メンバーは現状維持の方向へと投票するインセンティブが強まることになる。

これは、全員一致ルールの場合についてであるが、全員一致ルール以外の意思決定ルールについても、その意思決定ルールが現状維持の方向へとバイアスがかかっているか、それとも現状変更の方向へとバイアスがかかっているかによって、そのバイアスがかかっている方向（＝外部の評価者からみて、メンバーの能力評価のための情報のノイズが大きい方向）へと投票するバイアスが出てくることになる。だとすると、現状を変更するような集成的意思決定が効果的になされるようにするためには、無記名投票よりも記名投票の方が望ましいことになる。

もっとも、記名投票の方が無記名投票よりも常に望ましいかという点、そうとは限らない。評判に対する関心の強い会議体メンバーについては、Visser and Swank [2007]でもそうであったように、特殊なインセンティブが発生するからである。評判に対して強い関心を持つメンバーにとって、最も効果的に自らの有能さを評価者に対して示すことができるのは、皆が有している事前の信念に従えば選択肢Aが望ましい蓋然性が高いような場合に、あえてそれとは異なる選択肢Bに対して投票することによって、他の者とは異なる特別な能力（あるいはより正確な私的情報）を有しているのだ、ということを経験者に対して印象づけられる場合である。このため、記名投票ルールのもとでは、評判に対する関心の強い会議体メンバーは、事前の信念が支持するような選択肢に対して過剰に強く反対するインセンティブを持つてしまうことになるのである。

このような場合には、次のような投票手続を採用することによってインセンティブの歪みを回避することができる。それは、無記名投票を採用しつつ、意思決定ルールとしては事前の信念が支持する選択肢を採用しやすいようなルールを採用することである。このような投票手続のもとでは、会議体メンバーがどのような行動をとろうとも、事前の信念によって支持されている選択肢が集成的意思決定によって選択されやすい。さらに、無記名投票の場合には、前述したように意思決定ルールによって支持される選択肢が支持されやすくなり、会議体メンバーが、自己の有する本来の見解（あるいは私的情報）を歪めて報告するインセンティブが最小になるからである。

このため、意思決定ルールのもたらすバイアスの方向が、事前の信念によって支持されている選択肢とは反対の方向である場合には、記名投票の方が無記名投票よりも一般に望ましくなる。しかし、意思決定ルールがもたらすバイアスの方向が、事前の信念によって支持されている選択肢と同じ方向である場合には、事前の信念があまり確実なものでない場合には記名投票の方が無記名投票より優れ、逆に、事前の信念が十分に確実なものである場合には、無記名投票の方が記名投票よりも優れることになる。そして、意思決定ルール自体を選択できる場合であれば、事前の信念によって支持されている選択肢とは反対の方向へのバイアスをもたらすような意思決定ルールは、望ましいものとはならないことになる<sup>113</sup>。

## (2) 法制度との関係

以上のような評判モデルは、取締役のようにプリンシパルである株主（あるいは経営者の労働市場）に対する評判を考えながら行動する主体については、うまく当てはまりそうである。例えば、Visser and Swank [2007] や Ottaviani and Sorensen [2001] が指摘するような会議体の内部における意見の一致が起りやすいことを考えれば、取締役の他の取締役に対する監視監督義務違反が問題になるような状況においては、取締役がそのような行動をとることは「やむを得ないから責任を問わない」という形で事実認定をすることが考えられる。あるいはむしろ逆に、法制度がこのような状態を放置しておく、と、会議体にとっては望ましくない（十分に私的情報の集約がなされない）結果が招来されてしまうから、そのようなインセンティブを修正するために、取締役が群衆行動をとった場合には監視監督義務違反を問うという形でサンクションを発動することの方が望ましいかもしれない<sup>114</sup>。

また、Visser and Swank [2007] が指摘するような多数決ルールのあり方については、取締役会における評判に対する考慮の強さと情報操作によってどれほど他の取締役が操作されてしまう可能性があるかによって、どれくらい考慮すべきかは変わってくるだろう。例えば、従業員取締役の多い日本の大企業の実務取締役についてはさほど評判に対する考慮は強くないといえるのであれば、評判を考慮する取締役による情報操作のインセンティブは必ずしも強くないかもしれず、中立的な目的関数を持ったメンバーによって集合的意思決定がリードされる全員一致に近い意思決定ルールでよいかもしれない。他方で、仮に評判に強い関心を持つ取締役がいて、その者による情報操作の危険性が高い場合であっても、取締役たちが十分に有能であっ

113 本文で述べたような Levy [2007a, b] の分析は、集合的意思決定という場において、手続の「透明性」が果たす役割を分析したものと見て注目を集めた。このため、より一般的な観点——「政治の透明性」——といった観点からの分析を誘発している。例えば、Mattozzi and Merlo [2007] は、政党による新人政治家リクルート戦略において政治の透明性が果たす役割を分析しているし、Gavazza and Lizzeri [2009] は、政府の透明性が政府活動に与える影響を分析している。

114 もっとも、取締役が群衆行動をとったか否かを当事者が立証し裁判所が認定できるかどうかについては、難しい問題が残るだろう。

てそのような情報操作に流されにくいのであれば、やはり全員一致に近い意思決定ルールを採用しても問題はなさそうである。

さらに、Levy [2007a, b] が指摘するような記名投票の違いと無記名投票の違いも、取締役会や第三者委員会・独立委員会の議事進行の仕方に活用できる可能性がある。一般的には記名投票の方が無記名投票に比べて抜本的な変更が通りやすいという点では好ましいが——だからこそ多くの取締役会では挙手などの形で投票を行ったうえで議事録にどの取締役が賛成しどの取締役が反対したかの記録を残しているのだろう<sup>115</sup>——、一定の場合には無記名投票と事前の信念に沿った形でのバイアスを持った意思決定ルールが望ましいことがあり得ることになる。

あるいは、繰返し集合的意思決定を行う会議体として、取締役会や会社法という場を離れて、日本銀行の金融政策決定会合などにも、評判モデルが当てはまる余地があるかもしれない。日本銀行の金融政策決定会合での意思決定は、誰がどのような意思表示をしたかが判明する記名投票式を採用しているし、そこでどのような意見を主張したかは、当該委員の評価に対して大きな影響を与える情報になり得るからである。仮にそうだとすると、そこではまさに、Visser and Swank [2007] が指摘するように、自分の評判の向上に役立つために、情報を歪めたり、あえて事前の信念と異なる意見主張を試みたりするインセンティブが発生してしまうおそれがある。そのようなインセンティブの与える影響を緩和するための方策としては、Visser and Swank [2007] が提唱するような対応策を採用することや、Levy [2007a, b] が指摘するように、評判を形成するための評価のための情報がよりノイズになる無記名投票ルールを採用することなどが考えられよう。

このように、評判を扱うモデルは、取締役会や第三者委員会・独立委員会といった会議体に当てはまりやすいが、その他にも株主総会でも「評判」を考えることができるかもしれない。それは、株式持合関係の中において、「この株主は持合相手として裏切らない信頼できる相手方か」という状況である。現在の株主総会運営実務においては、株主総会開催会社にどの株主が賛成してどの株主が反対したかは全てわかる形の記名投票方式になっているが<sup>116</sup>、記名投票であれば、どの持合株主が信頼できる持合相手であり、どの持合株主が信頼できない持合相手であるかは、容易に判明する。しかし例えば、どの株主がどのような議決権行使をしたかについては、株主総会の運営を委託された信託銀行において集計はするものの、最終的に株主総会開催会社には集計結果のみを伝えて個別具体的な議決権行使の内容は通知しないという形にすれば、実質的に無記名投票方式を実現できる。このような無記名投票方式であれば、各持合株主は、持合株主としての評判の維持のインセンティブと株主としての経済的利益とを切り離して議決権行使の内容を決定できるようになる可

115 もちろん、このように議事録を残しているのは、誰が賛成したか反対したかが後に取締役の法的責任に影響を与える可能性があるからでもある（むしろ、従来は専らそのように考えられてきたはずである）。

116 ただし、書面投票や電子投票をせずに、株主総会の議場で挙手や起立によって集計した場合には、必ずしもどの株主がどのような議決権行使をしたかは特定できない場合があるかもしれない。

能性がある<sup>117</sup>。

もっとも、情報獲得インセンティブをめぐる戦略的モデルについて述べたことと同様に<sup>118</sup>、以上のような法制度に対する種々の示唆は、少なくとも立法論レベルでは直ちには役立てにくい。会社法においてどのような意思決定ルールを採用するかは意思決定は内生的に行われるものである。内生的に選択された意思決定ルールが効率的なものではないからといって、直ちに法ルールが強行規定という形で一定の意思決定ルールを強制することには、ケースバイケースに応じた最適な意思決定ルールを採用することができなくなってしまい、かえって無駄なコストを発生させてしまう結果になりかねないから、問題が多い。この意味で、本節での検討結果をそのまま法ルールの形で取り込むことには慎重である必要がある。

ただ、法ルールの内容としての取込みに慎重である必要はあっても、本節で述べたようなメカニズムが集合的意思決定において機能しているということを理解しておくことは、やはり有用であろう。機関投資家や議決権行使アドバイザーなどが、集合的意思決定のメカニズムを理解していることは、個別具体的な企業における意思決定ルールのあり方について評価を加え、場合によってはそれを修正するための提言を行う際に役立つであろうし、事前に情報収集の必要な立法の形ではなく、事後に個別具体的な判断の可能な裁判所がエンフォースする形で最適な意思決定ルールを実現していくことも考えられよう。

## 7. 結語

本稿がこれまでみてきたように、集合的意思決定をめぐる近時の理論的研究はまだまだ発展途上の段階である。理論的研究が一通り展開した後は、実証研究によっていずれの理論が現実をよく説明しているのかを比較する作業が必要になるが、一部にラボラトリー実験を使った実証研究が出現し始めているものの、実験室ではなくて現実世界の中のデータを使った実証研究は、identificationの問題もあって困難な点が多い<sup>119</sup>。

例えば、近時、各国中央銀行における金利決定に関するデータを基にして、集合的意思決定をめぐる種々のモデルの比較を行った Riboni and Ruge-Murcia [2010] の研究が出現しているが、これも本稿で概観してきたような集合的意思決定をめぐるさまざまな理論モデルを実証的に比較するものにはなっていない。すなわち、Riboni

117 もっとも、株主総会においてのこのような状況（利害関係）は、Visser and Swank [2007] や Levy [2007a, b] が分析したような問題状況とは異なっているため、彼らの分析がストレートに適用できる状況ではない。

118 前掲注 103 以下に伴う本文を参照。

119 例えば Goeree and Yarovit [2011] は、会議の経済学に関する実証研究が難しい理由として、①内生性の問題をコントロールしようにも、意思決定者の性向や入手可能な情報の正確性などの点から限界が生ずる、②現実の会議で行われているコミュニケーションの作法についての情報の入手は困難なことが多い、③異なる意思決定メカニズムを、さまざまな要因を適切にコントロールしつつ比較することが非常に難しいという3点を挙げている。

and Ruge-Murcia [2010] は、各国中央銀行における集会的意思決定のあり方について、①コンセンサスペースの集会的意思決定（新しい政策を採用するには特別多数決が必要で、どのメンバーも提案権を持たない）、②議題設定型の集会的意思決定（意思決定は単純多数決によってなされるが、議長が議題を設定する権限を持っている）、③独裁者型の集会的意思決定（議長が絶対的な権力を持っている）、④メディアン型の集会的意思決定（議題をコントロールできるメンバーはおらず、全ての選択肢が単純多数決による投票にかけられ、中位投票者によって集会的意思決定が左右される）の4つの仮説を立てたうえで、米国FRB・カナダ銀行・英国BOE・ヨーロッパECB・スイス銀行の5つの中央銀行のデータについて最尤法（maximum likelihood estimation）を使って仮説の当てはめを行い、RMSE（root mean square error）とAIC（Akaike information criteria）を使っていずれの仮説がよりよいフィットをみせるのかを比較している。

すると、①コンセンサ仮説は相対的にデータをよく説明するのに対し、③独裁者仮説と④中位投票者仮説はデータとの適合性が低かった。これは、③独裁者仮説と④中位投票者仮説においては、それぞれ独裁者または中位投票者の選好が変化すればその変化がすぐに金利政策の変更という形で現れるため、金利の自己相関（auto correlation）は低くなるはずであるが、実際のデータにおいては自己相関が強く認められることや、③独裁者仮説と④中位投票者仮説の方が継続的に金利が変化し続けるはずであるのに対し、実際のデータにおいては最頻値がゼロであることによる。これに対し、①コンセンサ仮説は、現状維持バイアスのある集会的意思決定であることから、現実のデータのこれらの特徴をよく説明できるのである。

このような現実のデータを使った実証研究では、未だ本稿で概観してきたような理論モデル間の優劣を比較するには不十分であり、今後、構造推定（structural estimation）やフィールド実験などの技法を使った実証研究が発達していくことが期待される。この意味で、集会的意思決定をめぐる研究は、理論的研究も実証研究も、まだまだ十分に発達してはいない。しかし、そのことは、この分野の研究が法制度設計に全く役に立たないことを意味しない。

本稿でも検討してきたように、いくつかの場面では、法制度の理解や法制度の設計に当たって有益な示唆を提供してくれる。会社法・金融政策決定・立法活動などの現実のさまざまな法制度の運用において、なぜそのような現象や行動が発生しているのかについて合理的な説明を与えてくれるし、どのような問題が発生する可能性があるのかについても示唆を与えてくれる。特に例えば、わが国の裁判所が、株主総会における賛成割合に大きな重点を置いた判断をすることに対しては、強い疑念が向けられるべきであることが示される。そして、以上のような合理的な説明が提供されるのであれば、その理解に基づいてさまざまな処方箋を考察することができる。

もちろん、どのような意思決定ルールが最適なのか、どのような規模・構成の会議体が最適なのかは、さまざまなパラメータに依存して決まってくる微妙な問題であるし、本稿で紹介したさまざまなモデルは、会議という複雑な現実を1つ（場合

によってはそれ以上)の側面から切り取って分析してみせたものであるから、それら1つ1つによって現実の会議のあり方の全てが説明できるわけでもない<sup>120</sup>。このため、法ルールが特定の形の集合的意思決定を強制することについては慎重であらねばならない。この意味で、現時点における会議体の経済学は、法ルールという制度設計に役立つというよりは、個別的なケーススタディに役立つという側面が強いものだといえよう。

しかし、この社会においては非常に多くの場面で集合的意思決定が行われており、それらをどのように規律していくのかは、法ルールの重要な役割の1つである以上、この分野における理論的研究・実証研究のさらなる発展をこれからも継続的に参照していき、そこから法制度の理解と設計とにフィードバックしていくことは有益な作業であり続けるというべきだろう。

---

120 審議会という状況において、会議体の力学がどのように機能するかについての詳細な分析の一例として、森田〔2006〕第1章および第2章を参照。

参考文献

- 鎌野邦樹・山野日章夫、『マンション法』、有斐閣、2003年
- 久米郁男・川出良枝・古城佳子・田中愛治・真淵 勝、『政治学』、有斐閣、2003年
- 倉澤資成、「株主総会の決定プロセス」、三輪芳郎・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』、東京大学出版会、1998年、117～150頁
- 胥 鵬・田中 亘、「買収防衛策イン・ザ・シャドー・オブ株式持合い——事例研究——」、『商事法務』第1885号、2009年、4～18頁
- 松井秀征、『株主総会制度の基礎理論——なぜ株主総会は必要なのか』、有斐閣、2010年
- メラメド、レオ（可児 滋訳）、『先物市場から未来を読む——場立ち取引から電子取引へ』、日本経済新聞出版社、2010年
- 森田 朗、『会議の政治学』、慈学社出版、2006年
- 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』第1858号、2009年、4～13頁
- 、「透明化の意義と法形成過程」、『ジュリスト』第1394号、2010年、18～23頁
- 山田泰弘、「ステイク・ホルダーと会社法」、中東正文・松井秀征編『会社法の選択——新しい社会の会社法を求めて』、商事法務、2010年、31～254頁
- 吉田 徹編著、『一問一答 改正マンション法——平成14年区分所有法改正の解説』、商事法務、2003年
- Albrecht, James, Axel Anderson, and Susan Vroman, “Search by Committee,” *Journal of Economic Theory*, 145, 2010, pp. 1386–1407.
- Alexander, Cindy R., Mark A. Chen, Duane J. Seppi, and Chester S. Spatt, “Interim News and the Role of Proxy Voting,” *The Review of Financial Studies*, 23, 2010, pp. 4419–4454.
- Austen-Smith, David, and Jeffrey S. Banks, “Information Aggregation, Rationality, and the Condorcet Jury Theorem,” *The American Political Science Review*, 90, 1996, pp. 34–45.
- , and ——, *Positive Political Theory I: Collective Preference*, The University of Michigan Press, 1999.
- , and ——, *Positive Political Theory II: Strategy & Structure*, The University of Michigan Press, 2005.
- Becker, Gary S., *Accounting for Tastes*, Harvard University Press, 1998.
- , and Kevin M. Murphy, “A Theory of Rational Addiction,” *The Journal of Political Economy*, 96, 1988, pp. 675–700.
- Buchanan, James M., and Gordon Tullock, *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, The Selected Works of Gordon Tullock, Volume 2, Liberty Fund, 2004 (first appeared in 1962).

- Cai, Hongbin, “Costly Participation and Heterogenous Preferences in Informational Committees,” *RAND Journal of Economics*, 40, 2009, pp. 173–189.
- Caplan, Bryan, *The Myth of the Rational Voter: Why Democracies Choose Bad Policies*, Princeton University Press, 2007.
- Chwe, Michael Suk-Young, “Minority Voting Rights Can Maximize Majority Welfare,” *The American Political Science Review*, 93, 1999, pp. 85–97.
- Compte, Olivier, and Philippe Jehiel, “Bargaining and Majority Rules: A Collective Search Perspective,” *The Journal of Political Economy*, 118, 2010, pp. 189–221.
- Condorcet, Jean-Antoine-Nicolas de Caritat, *Discours préliminaire de l’Essai sur l’application de l’analyse à la probabilité des décisions rendues à la pluralité des voix*, De l’Imprimerie royale, 1785.
- Coughlan, Peter J., “In Defense of Unanimous Jury Verdicts: Mistrials, Communication, and Strategic Voting,” *The American Political Science Review*, 94, 2000, pp. 375–393.
- Eichberger, Jürgen, and Ian R. Harper, *Financial Economics*, Oxford University Press, 1997.
- Feddersen, Timothy J., and Wolfgang Pesendorfer, “The Swing Voter’s Curse,” *The American Economic Review*, 86, 1996, pp. 408–424.
- , and ———, “Voting Behavior and Information Aggregation in Elections with Private Information,” *Econometrica*, 65, 1997, pp. 1029–1058.
- , and ———, “Convicting the Innocent: The Inferiority of Unanimous Jury Verdicts under Strategic Voting,” *The American Political Science Review*, 92, 1998, pp. 23–35.
- Finkelstein, Amy, “E-Ztax: Tax Salience and Tax Rates,” *The Quarterly Journal of Economics*, 124, 2009, pp. 969–1010.
- Fisher, Irving, *The Theory of Interest*, Macmillan, 1930.
- Gavazza, Alessandro, and Alessandro Lizzeri, “Transparency and Economic Policy,” *Review of Economic Studies*, 76, 2009, pp. 1023–1048.
- Gentzkow, Matthew, and Jesse M. Shapiro, “What Drives Media Slant?: Evidence from U.S. Daily Newspapers,” *Econometrica*, 78, 2010, pp. 35–71.
- Gerardi, Dino, and Leeat Yariv, “Deliberative Voting,” *Journal of Economic Theory*, 134, 2007, pp. 317–338.
- , and ———, “Information Acquisition in Committees,” *Games and Economic Behavior*, 62, 2008a, pp. 436–459.
- , and ———, “Costly Expertise,” *The American Economic Review*, 98, 2008b, pp. 187–193.
- Gerling, Kerstin, Hans P. Grüner, Alexandra Kiel, and Elisabeth Schulte, “Information Acquisition and Decision Making in Committees: A Survey,” *European Journal of Political Economy*, 21, 2005, pp. 563–597.

- Gershkov, Alex, and Balázás Szentes, “Optimal Voting Schemes with Costly Information Acquisition,” *Journal of Economic Theory*, 144, 2009, pp. 36–68.
- Gilligan, Thomas W., and Keith Krehbiel, “Collective Decisionmaking and Standing Committees: An Informational Rationale for Restrictive Amendment Procedures,” *Journal of Law, Economics, and Organization*, 3, 1987, pp. 287–335.
- Glazer, Edward E., “Psychology and the Market,” *The American Economic Review*, 94, 2004, pp. 408–413.
- Goeree, Jacob K., and Leeat Yariv, “An Experimental Study of Collective Deliberation,” *Econometrica*, 79, 2011, pp. 893–921.
- Guarnaschelli, Serena, Richard D. McKelvey, and Thomas R. Palfrey, “An Experimental Study of Jury Decision Rules,” *The American Political Science Review*, 94, 2000, pp. 407–423.
- Kaplow, Louis, “Rules versus Standards: An Economic Analysis,” *Duke Law Journal*, 42, 1992, pp. 557–629.
- Kawai, Kei, and Yasutora Watanabe, “Inferring Strategic Voting,” Working Paper, 2010.
- Landa, Dimitri, and Adam Meirowitz, “Game Theory, Information, and Deliberative Democracy,” *American Journal of Political Science*, 53, 2009, pp. 427–444.
- Levitt, Steven D., and John A. List, “What Do Laboratory Experiments Measuring Social Preferences Reveal about the Real World,” *Journal of Economic Perspectives*, 21, 2007, pp. 153–174.
- Levy, Gilat, “Decision Making in Committees: Transparency, Reputation, and Voting Rules,” *The American Economic Review*, 97, 2007a, pp. 150–168.
- , “Decision-Making Procedures for Committees of Careerist Experts,” *The American Economic Review*, 97, 2007b, pp. 306–310.
- Li, Hao, “A Theory of Conservatism,” *Journal of Political Economy*, 109, 2001, pp. 617–636.
- , and Wing Suen, “Viewpoint: Decision-Making in Committees,” *Canadian Journal of Economics*, 42, 2009, pp. 359–392.
- , Sherwin Rosen, and Wing Suen, “Conflicts and Common Interests in Committees,” *The American Economic Review*, 91, 2001, pp. 1478–1497.
- List, John A., “The Behavioralist Meets the Market: Measuring Social Preferences and Reputation Effects in Actual Transactions,” *The Journal of Political Economy*, 114, 2006, pp. 1–37.
- Lizzeri, Alessandro, and Leeat Yariv, “Sequential Deliberation,” Working Paper, 2010.
- Malenko, Nadya, “Communication and Decision-Making in Corporate Boards,” Working Paper, 2011.
- Mattozzi, Andrea, and Antonio Merlo, “The Transparency of Politics and the Quality of Politicians,” *The American Economic Review*, 97, 2007, pp. 311–315.

- McLennan, Andrew, “Consequences of the Condorcet Jury Theorem for Beneficial Information Aggregation by Rational Agents,” *The American Political Science Review*, 92, 1998, pp. 413–418.
- Messner, Matthias, and Matthias K. Polborn, “The Option to Wait in Collective Decisions and Optimal Majority Rules,” Working Paper, 2010.
- Mueller, Dennis C., *Public Choice III*, Cambridge University Press, 2003.
- Mukhopadhyaya, Kaushik, “Jury Size and the Free Rider Problem,” *Journal of Law, Economics, and Organization*, 19, 2003, pp. 24–44.
- Mullainathan, Sendhil, and Andrei Shleifer, “The Market for News,” *The American Economic Review*, 95, 2005, pp. 1031–1053.
- Ottaviani, Marco, and Peter Sorensen, “Information Aggregation in Debate: Who Should Speak First?” *Journal of Public Economics*, 81, 2001, pp. 393–421.
- Persico, Nicola, “Committee Design with Endogenous Information,” *Review of Economic Studies*, 71, 2004, pp. 165–191.
- Riboni, Alessandro, and Francisco J. Ruge-Murcia, “Monetary Policy by Committee: Consensus, Chairman Dominance, or Simple Majority?” *The Quarterly Journal of Economics*, 125, 2010, pp. 363–416.
- Sunstein, Cass R., “Moral Heuristics,” *Behavioral and Brain Sciences*, 28, 2005, pp. 531–542.
- Visser, Bauke, and Otto H. Swank, “On Committees of Experts,” *The Quarterly Journal of Economics*, 122, 2007, pp. 337–372.