

令和 6 年 4 月 18 日現在

機関番号：32682  
研究種目：基盤研究(C)（一般）  
研究期間：2021～2023  
課題番号：21K01640  
研究課題名（和文）行動経済学を用いた企業のアーキテクチャーの研究

研究課題名（英文）Behavioral analysis of corporate architecture

## 研究代表者

朝岡 大輔（ASAOKA, Daisuke）

明治大学・商学部・専任准教授

研究者番号：20824345

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,400,000円

研究成果の概要（和文）：行動経済学の分析枠組みを用いて、企業の枠組みが実効性を発揮するための条件として、企業の取締役と投資家との間の緊張関係を軸として、企業内部の意思決定や、企業内外におけるサステナビリティの要請を踏まえた影響について分析を行った。法制度に代表される仕組みをアーキテクチャーと呼び、現実のルールが、緊張関係の下で生身の人間による交渉を通じて形成される中で、その過程や変化について体系化し、著書2点及び論文5点からなる成果物にまとめた。

## 研究成果の学術的意義や社会的意義

企業を巡っては様々な法制度が形成され、絶え間なく改正されるが、広い意味でコーポレートガバナンスの制度の実効性を確保する条件を考えるために、意思決定が人間によって行われる点に着目した上で、行動経済学によるアプローチを適用した。それによって、企業内部のインセンティブやモチベーションの影響を捉えることができ、企業制度の設計、組織再編制度の設計、インフラの設計など、社会における実際の法制度へ反映させる提案が可能となった。

研究成果の概要（英文）：For this research project we used the framework of behavioral economics to reveal the conditions required to create an effective corporate architecture. We looked into the tensions between corporate directors and investors, positioning this as the core of our analysis of internal corporate decision-making and its impact in light of growing demands for sustainability both within and outside a corporation. The project resulted in two books and five articles, which look into how corporate architecture is formed and transformed in a world where rules are negotiated by human beings with emotions under conditions of stakeholder tension.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：コーポレートガバナンス 行動経済学 アーキテクチャー インフラ 組織再編 コーポレートファイナンス

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

## 様式 C - 19、F - 19 - 1 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 我が国においてコーポレートガバナンス改革が進展する中、企業の意味決定に関する古典的な研究は、経営者個人のインセンティブに着目して、株主との利害対立を問うものである。しかし、主要な意思決定機構である取締役会の意思決定を見ると、企業は実際にはインセンティブに基づくモデルに従って行動している訳ではない。企業は株主の利益とステークホルダーの利益のバランスなど困難な課題に曝され、不祥事の発生など法的な枠組みが形骸化することも起こり得る。そのため、企業の意味決定のダイナミクスを見るに際して、実際に運用する生身の人間に着目することは、実効性の確保を目指す点でも重要性を持っている。

(2) 近代化の過程で法制度を西欧から継受し、その後は主に米国型の改革を採り入れながら我が国独自の制度の形成に至っている我が国のコーポレートガバナンスの研究の中心は、会社法や取引所規則の枠組みの中で、原則や選択肢を検討するというものである。そのような研究において、生身の人間が意思決定を行うことを考慮する行動経済学を採り入れた研究は我が国においては立ち遅れており、海外において急速に研究が進む現状とは対照的である。

### 2. 研究の目的

(1) 研究の目的は、コーポレートガバナンス改革が進展し、実際に独立社外取締役が上場企業において増加し、投資家の関与が深まるなどの変化が見られる状況において、それらの変化が企業の意味決定にどのような影響を与え、投資家にどのような影響をもたらすのかを、行動経済学の観点から見ることである。その際の中心的概念である、企業の法制度に関する統一的な枠組み(アーキテクチャー)とは、企業に関わる経営者や投資家が前提とする会社法、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードなどの一連のルールによって規定される、広い意味での企業の設計のあり方を指す。つまり、企業のアーキテクチャーとは、企業という枠組みの範囲を、その意思決定に関与する外部者や投資家を含めて拡張したものを指す。コーポレートガバナンス改革によって、企業のアーキテクチャーが変化に直面する中で、法的な枠組みの分析と行動経済学的な分析を組み合わせることによって、実効性を向上させるための条件を知ることが、企業の望ましい枠組みの設計を巡る問題につながる。

(2) 行動経済学の枠組みを適用して、法制度の下にある人々の行動に着目しつつ、心理的な要素がどのように実際に設計や運用に影響を与え、当初の期待との齟齬をもたらすのかという観点に立てば、生身の人間は、感情や主観を持ち、あらゆる情報を瞬時に処理する訳ではなく、時として弱さも持つ。この心理と行動に着目し、行動経済学の観点に照らして企業のアーキテクチャーの設計や運用を検証することが目的である。

### 3. 研究の方法

(1) これらの企業の意味決定や投資家の変化を踏まえて、その前提となる企業のアーキテクチャーの整合性を検証し、有効性発揮の条件を検討する際、主に二つの観点に分けて進めた。

一つは、取締役会や経営者に象徴される、企業の意味決定の分析である。2015年のコーポレートガバナンス・コード導入を契機に、取締役会において独立社外取締役が一般化することがもたらすダイナミクスの下、心理的影響と併せ、攻めと守りの両面にどのような変化をもたらすのか、また、各ステークホルダーの要請が高まる中で、それがどのように作用するのかに着目した。

(2) もう一つは、企業との緊張関係に立つ投資家の分析である。もとより投資家は枠組みを含む企業を評価した上で投資を行い、企業に関与し、企業もその影響を受けるが、投資家自身も、2014年のスチュワードシップ・コードの導入を背景として企業との対話が求められていることや、国内外のESG(環境・社会・ガバナンス)投資の増加に見られるように、考慮すべき要素が多様化し、新たな責任も求められている。このことを踏まえ、同じく投資家も心理的なバイアスから自由ではない点を重視し、集合行為の問題や、さらに金銭的のみならず心理的な報酬や評価が与える影響を検討した。

### 4. 研究成果

(1) 研究成果は、著書2点、論文5点である(末尾にリストを記載した)。まず、朝岡(2021)(引用文献)は、行動経済学を適用するための基礎の構築として位置付けられる。独立して合理的な意思決定を行う個人の集合と対比される、限定合理性の下に置かれ、相互認知する集団という社会観の下では、生身の人間の時間や注意の範囲には限界があり、完全情報の前提とは異なり、現実の人間は、日々絶え間なく流入する情報の重要度を知り、取捨選択したいと考える。そこから、制度が形骸化し得る要因として、運用において伝達される、重要性に関するシグナルの役割が導かれる。また、金銭的な報酬だけでなく、賞賛や内部評価などの心理的な報酬にも重きが置かれる。伝統的なエージェンシー問題の解決策としては、金銭的な報酬の設計が重視されるが、行動経済学の枠組みの下では、人間の持つ承認欲求の影響が重視される。組織内部の評価、表彰や優遇に見られる、非金銭的な報酬の存在は、創造性や進取の気性を生むこともあれば、不名誉や恥の回避という停滞を生むこともある。これらの要因は、投資家の利害と必ずしも重なり合っている訳ではなく、意思決定を巡る利害の齟齬を生む。

(2) これに続いて、より体系的に、企業を成立させる仕組みを「アーキテクチャー」として位置付けた研究成果が、著書の朝岡(2022a)である(引用文献)。ここでは、コーポレートガバナンス改革をアーキテクチャーの変化として捉え、法とファイナンスの枠組みを用いつつ、改革の影響を受ける主体である、企業を取り巻くステークホルダーを分析した。とりわけ株主に代表される投資家と経営者との間の緊張関係に着目し、その基礎となる法制度と、その成立における交渉力の作用を明らかにした。それと共に、企業制度や金融市場における具体的なルールメイキングが、その交渉関係の上に成立しているという観点の下で、現実の制度と接合する形で分析を行った。また、資本市場において投資家が要求する資本コストの意義と影響について理論を構築した上で、企業の経営に適用し、国内外のケースと共に分析した。そして、行動経済学の知見に基づき、金銭的報酬と非金銭的報酬の効果や、幸福感の分析を踏まえた上で、人間の感情、心理や感性を中心に置いた企業のあり方を提案し、現実のM&Aや事業分離といった企業の範囲の変更や、そこにおける株主との関係性の変化、柔軟な企業の境界の変化がもたらす多様性の意義に発展させた。

(3) 次に、朝岡(2022a)の理論を現実の企業の分析に応用した論文が、朝岡(2022b)である(引用文献)。ここでは、サステナビリティの検討をさらに進め、財務的なパフォーマンスとサステナビリティのパフォーマンスを対比させた上で、現実の欧米の企業や投資家における利害対立の事例を分析した上で、両義的な世界観をより明確に提示した。続いて、企業の境界の変化に関する一つの側面である具体的な法制度への提案として、事業分離による内部者の心理的な充足を念頭に、企業の組織再編制度の拡充によるスプリットオフの導入の提案を行ったものが、学会発表を経た論文である朝岡(2022c)である(引用文献)。これらは、体系的な理論構築として提示した朝岡(2022a)の個別分野における発展ないし提案と位置付けられる。

(4) さらに、朝岡(2022a)において十分に検討できなかった一方、海外においてより深く議論されている点に重点を置いたものが、もう1冊の著書であるAsaoka(2022)である(引用文献)。ここでは、多様で複雑なステークホルダーの価値の保護の観点と、株主の保護の観点のバランスや、支配権の移動におけるルール、コーポレートガバナンスにおける株主保護のメカニズム、アクティビズムや議決権行使助言機関が意思決定に与える作用に関してより詳細な分析を行った。また、朝岡(2022a)と共通する観点として、認知の範囲に限界を有する人間の判断において、判断のための尺度の一貫性と統一性の重要性や、多数の目標を同時に追求することの困難性を念頭に置きつつ、アーキテクチャーが、ステークホルダーの心理的なフレーミングにも影響を与える観点にも着目し、個別のルールに加え、企業自体の枠組みとして、米国のパブリック・ベネフィット・コーポレーション(PBC)やフランスのソシエテ・ア・ミシオンの意義についても分析した。

(5) これらの研究に続き、発展のもう一つの方向性として、複雑なステークホルダー間の利害関係の要素を言語化し、その調整を図る手法として、契約法が存在に着目した論文が、Asaoka(2023)である(引用文献)。ここでは、契約を通じた利害対立の認識と解決をアーキテクチャーの一つとして整理し、政府と企業、公共の利益と株主の利益の対立の調整が必要な事例として、インフラ投資を分析した。

(6) 最後に、前述の朝岡(2022a)、Asaoka(2022)及びAsaoka(2023)を踏まえつつ、海外との比較法的な観点から分析した論文が、Asaoka(2024)である(引用文献)。企業の株主が変化する局面においては、企業を取り巻くステークホルダーにも影響を与えるという観点から、支配権の移動を巡る制度に着目し、それがアーキテクチャーの一部を構成するのみならず、潜在的なステークホルダーの構成の将来の変化を含意するという意味で、現在における企業やステークホルダーの関係性への認知にも影響を与える観点を提示した。また、我が国の実際の法制度の立案の際、海外事例を参照されることがあるが、そのような海外との相互作用の存在は、アーキテクチャーの認知をより広範なものに拡張することを明らかにした。

(7) 全体を通じて、前述の通り、朝岡(2021)を端緒としつつ、包括的な成果として、著書である朝岡(2022a)及びAsaoka(2022)において、企業を取り巻く複雑なステークホルダーを俯瞰した上で、株主に代表される投資家と、経営者との間の緊張関係や、その基礎となる法制度を軸としつつ、行動経済学の知見に基づき、その根底にある人間の感情、心理や感性を中心に置いた企業のアーキテクチャーのあり方を探求した。その際、認知の観点からの判断のための尺度の存在意義も強調した。その上で、理論の応用として、朝岡(2022b)によって組織再編のあり方、Asaoka(2023)によってインフラ投資のあり方、そしてAsaoka(2024)によって海外との比較にも考察を展開した。これらの研究を通じて、行動経済学の知見を発展させつつ、企業とそれを取り巻く投資家を中心とするステークホルダーとの相互作用の分析や現実の法制度に反映される提案を行い、企業の統一的な枠組み(アーキテクチャー)の理論の発展に寄与したと総括できる。

#### <引用文献>

Daisuke Asaoka, "Changes in rules governing control in the Japanese capital market", *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 62, 2024, 28-35.

Daisuke Asaoka, "The law and finance of infrastructure investment", *Cardozo International & Comparative Law Review* 6(1), 2023, 51-120.

Daisuke Asaoka, *Financial Management and Corporate Governance*. World Scientific,

2022, 総 207 頁.

朝岡大輔『企業のアーキテクチャー コーポレートガバナンス改革のゆくえ』東京大学出版会, 2022a, 総 256 頁.

朝岡大輔「コーポレートガバナンスのグローバルな潮流」『日経研月報』第 22 巻第 9 号, 2022b, 32-37 頁.

朝岡大輔「組織再編におけるスプリットオフの意義」『AAOS Transactions』第 11 巻第 1 号, 2022c, 216-221 頁.

朝岡大輔「行動経済学から見た企業内部の制度」『監査研究』第 47 巻第 7 号, 2021, 1-7 頁.

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計5件（うち査読付論文 5件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 3件）

1. 著者名 Daisuke Asaoka	4. 巻 65
2. 論文標題 Changes in rules governing control in the Japanese capital market	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 Revue Trimestrielle de Droit Financier (Corporate Finance and Capital Markets Law Review)	6. 最初と最後の頁 28-35
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 朝岡大輔	4. 巻 9
2. 論文標題 コーポレートガバナンスのグローバルな潮流	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 日経研月報	6. 最初と最後の頁 32-37
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -
1. 著者名 朝岡大輔	4. 巻 11
2. 論文標題 組織再編におけるスプリットオフの意義	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 AAOS Transactions	6. 最初と最後の頁 216-221
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.11207/aaostrans.11.1_216	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -
1. 著者名 Daisuke Asaoka	4. 巻 6
2. 論文標題 The law and finance of infrastructure investment	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Cardozo International & Comparative Law Review	6. 最初と最後の頁 51-120
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 朝岡大輔	4. 巻 47
2. 論文標題 行動経済学から見た企業内部の制度	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 監査研究	6. 最初と最後の頁 1-7
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計1件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件)

1. 発表者名 朝岡大輔
2. 発表標題 組織再編におけるスプリットオフの意義
3. 学会等名 組織学会
4. 発表年 2022年

〔図書〕 計2件

1. 著者名 朝岡大輔	4. 発行年 2022年
2. 出版社 東京大学出版会	5. 総ページ数 256
3. 書名 企業のアーキテクチャー：コーポレートガバナンス改革のゆくえ	

1. 著者名 Daisuke Asaoka	4. 発行年 2022年
2. 出版社 World Scientific Publishing	5. 総ページ数 207
3. 書名 Financial Management and Corporate Governance	

〔産業財産権〕

〔その他〕

教員データベース

<https://gyoseki1.mind.meiji.ac.jp/mjuhp/KgApp?kyoinId=ymdkgmgmggy>

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------