

## 論文の内容の要旨

論文題目 **株主の利益に反する経営の適法性と持続可能性**  
**—会社が築く豊かで住みよい社会—**

氏名 **草野耕一**

\* 太字で示した語句は論文本体において定義されているものである。

### 本稿の主題

本稿の主題は、**会社の経営者**が株主に分配する利益を最大化することと矛盾する施策(**非営利施策**)をとることが会社法上適法となる場合があるかという問題(**適法性問題**)と経営者が非営利施策を持続的に実施することを可能とする条件は何かという問題(**持続可能性問題**)を論ずることである。非営利施策を持続的に実施する業務執行のあり方を評して**非営利的経営**という。

### 株主利益最大化原則の正当性とその限界

適法性問題に対する一つの解は、「経営者は、株主に分配する利益の最大化のみを目指して行動すべきであり、非営利施策は一切行ってはならない」というものである(この行為規範を、以下、**株主利益最大化原則**という)。

株主利益最大化原則は、**残余権論**、**厚生経済学の基本定理**および**資産価格理論**という三つの理論によってその正当性を根拠付け得る。すなわち、第一に、残余権論によれば、株主の事実上の代理人である経営者が株主以外の者との間において互いに**利得**の最大化を目指して交渉を行えば、株主と株主以外の者の双方にとって**個人合理的**で**パレート効率的**な帰結がもたらされる。第二に、残余権論の弱点(**効用**ではなく利得を当事者の目的と仮定していること、富の偏在の問題に対する解決策を提示し得ていないことなど)は、厚生経済学の基本定理を援用することによって解決できる。けだし、同定理によれば、会社が株主に分配する利益の最大化を目的として行動すれば、結果として、効用の最大化を目指すすべての社会の構成員に対して個人合理的でパレート効率的な帰結がもたらされ、しかも、富の偏在が生み出す問題は、株主利益最大化原則を修正しなくても、税制度と社会保障制度を通じて解決できるからである。第三に、時間や不確実性に関する株主間の**選好**の違いの問題は資産価格理論によって解決できる。けだし、この理論によれば、経営者は**株主価値**を最大化の目的とすることによって、時間や不確実性に関して選好の異なるすべての株主の利益を最大化することができるからである。

しかしながら、株主利益最大化原則は適法性問題に対する最善の解ではない。けだし、

会社の経営者がこの原則を貫徹した場合には、**外部性、独占、契約の不完備性、情報の非対称性**などの不都合が発生するからである。経営者が法令を遵守すればこれらの問題の一部は解決されるが、解決されない問題も多く、さらに、経営者が、**株主有限責任制度**や**会社所得税制度**などの法令を遵守しつつ株主利益最大化原則を貫徹すれば、そのこと自体によって新たな問題が生み出される。

上記の諸問題を解決するためには、株主利益最大化原則に一定の修正を加えた行為規範を経営者に課す必要がある。その行為規範とは、「社会の厚生を増加させるために必要な限度において非営利施策を実施すべし」というものであり、以下、これを**厚生最大化原則**とよぶ。なお、ここで**厚生**とは、消費者各自の**効用関数**が**準線形**であることを仮定したうえで各自の効用の変化を**支払用意額**を用いて評価した概念である。

### **適法性問題の各論的分析**

現行の株主有限責任制度の下で経営者が株主利益最大化原則を貫徹すると株主価値の増加を上回る**債権者価値**の減少が生じてしまう。経営者が厚生最大化原則に則って行動すればこの事態を回避できるが、その際、経営者は、**営業・投資キャッシュ・フローの割引現在価値**の最大化という指標を用いることによって厚生最大化原則に適う行動を判別できる。

現行の会社所得税制度の下で経営者が株主利益最大化原則を貫徹すると株主価値の増加を上回る**税收価値**の減少が生じてしまう。経営者が厚生最大化原則に則って行動すればこの事態を回避できるが、その際、経営者は、**税引前キャッシュ・フロー**の割引現在価値の最大化という指標を用いることによって厚生最大化原則に適う行動を判別できる。

現行の**損害賠償制度**の下で経営者が株主利益最大化原則を貫徹すると**負の外部性**が発生する。主たる原因は以下のとおりであるが、いずれの場合も、経営者が厚生最大化原則に則って行動すれば、負の外部性を回避または減少させ得る。

- ① 加害者と被害者との間に市場取引が介在している場合には被害額の全部または一部が賠償の対象となり得ない。
- ② **過失責任原則**の下では負の外部性を生み出す行為が過剰となる。
- ③ 精神的損害に対して認定される賠償額が著しく低い。
- ④ 侵害される利益が保護法益とは認められない場合がある。
- ⑤ 保護法益の侵害と因果関係がある行為であっても違法とはされない場合がある。

現行法には、**正の外部性**を生み出す施策を促進するための諸制度が存在するが(著作権制度、補助金制度など)、これらの制度の下で生み出される正の外部性には限界があり、

これを増加させるためには経営者が厚生最大化原則に従って行動する必要がある。

独占禁止法は、他社を支配または排除するなどの手段を用いない限り会社が**独占利益**を享受することを禁止していない。厚生最大化原則は、独占利益を放棄して**厚生損失**を減少させる施策を是認するものであるが、①独占利益を維持しないと損益が黒字とならない場合および②独占利益を放棄することが投資家の行動に悪影響を及ぼす場合には独占利益を放棄すべきではなく、また、③一定の条件の下においては、独占利益を保持したうえで**価格差別**を実施することが次善または最善の施策となる。

非金銭債務に関する契約が不完備である場合には問題の解決を当事者の再交渉に委ねても厚生の最大化の妨げとならない場合が多いが、金銭債務に関する契約が不完備である場合には当事者の再交渉によって厚生の最大化を図ることは困難である。この場合には、一方当事者が「契約締結時において十分な交渉がなされていれば締結されていたであろう契約条項」を想定し、それに従って行動することが厚生最大化原則に適っている。

契約の非対称性に関して厚生最大化原則が果たせる役割は小さい。売買契約に関していえば、厚生最大化原則を認めることによって行動を修正すべきものは、原則として、**社会的に価値のある情報**を有している売り主だけであり、その余の状況に関しては法令を整備することによって問題の解決を図るほかはない。

寄付が生み出すものは原則として社会の構成員間における**厚生**の移転だけであるから、会社は寄付の実施を株主に委ねるべきであり、会社自らが寄付を行うことは厚生最大化原則に適っていない。ただし、わが国では会社が寄付を行うことが判例法上認められており、社会全体の寄付額に占める会社の寄付の割合も大きいことから、現行法の解釈としては、会社が行う寄付を一概に不適法ということはできない。

### **持続可能性問題の経済学的分析**

非営利的経営が株価に与える影響を考えるうえでは、非営利的経営を**公共財**の生産とみることが有用である。そこで、社会の構成員各自が保有している財の一部を公共財の生産にあてるモデルを使って分析を行う。構成員各自は、すべての公共財を、誰が生産したかにかかわらず消費できるのであるから、他の構成員の公共財生産量を予測しつつ自らの生産量を決定するという**ゲーム**的状况におかれる。このゲームには、**ナッシュ均衡点**が、必ず、しかも、1つだけ、存在する。そして、構成員の数を増やせば、このナッシュ均衡点は社会の最富裕層の者しか公共財を生産しない状況をもたらす。

上記の分析によれば、非営利的経営を行う会社の株式に経済的リターン以外の価値を見

いだす者は社会の最富裕層の者だけであり、したがって、彼らが株式の市場取引に関与しない限り、非営利経営を行う会社の株価はそうでない会社の株価に比べて低くならざるを得ない。しかし、上記の分析は、低・中所得者の多くも寄付を行っているという現実と矛盾しており、そのこと自体が、社会の構成員の多くは公共財を（「消費する」ではなく）「生産する」ことに効用を見出すという仮定を社会モデルに組み入れることを正当化する。そこで、利益の一部を公共財の生産にあてる会社とこの会社の株式を購入するか、あるいは、自分自身で公共財を生産するかを選択し得る多数の消費者からなる社会モデルを考える。このモデルを用いると、公共財を生産する会社の株式の市場均衡価格（以下、**均衡株価**という）が利益をすべて株主に分配する場合の株価（以下、**潜在的株価**という）を下回らない事態が十分に現実的な条件の下で成立することを示し得る。

### **非営利的経営の成立条件**

非営利的経営を可能とするためには次の三つの条件のいずれかが満たされなくてはならない。

- 条件Ⅰ** 対象会社に**支配株主**がおらず、かつ、**敵対的買収**が実行困難であること。
- 条件Ⅱ** 非営利的経営を容認する支配株主がいること。
- 条件Ⅲ** 非営利的経営を評価する株主が多数存在し、その結果として、均衡株価が潜在的株価を下回っていないこと。

**条件Ⅰ**が満たされるのは次のいずれかの場合である。

- ① 対象会社が安定株主工作に成功している会社であるか、または、放送持株会社である場合
- ② 均衡株価を潜在的株価に引き上げることによって買収者が得る利益が買収が生み出す**経営者喪失コスト**と**社会的制裁コスト**と**狭義の取引コスト**の総和を下回る場合

上記のうち①の会社は**規律効果**の喪失という代償を支払っており、②の会社が行い得る非営利施策の総量には限界がある。

**条件Ⅱ**が満たされるのは、現実的には、会社の創業者が支配株主である場合だけである。しかしながら、会社の成長を犠牲にすることなく**条件Ⅱ**を維持することは難しい。一つの解決案は**複数議決権株式**の利用であるが、これは経営の効率性を悪化させる危険を孕んでいる。

**条件Ⅲ**は持続可能性問題に対する最善の解決策を示すものであり、これからの会社経営者はこの条件の成立を目指して尽力すべきである。