

## 【別紙2】

### 審査の結果の要旨

氏名 草野 耕一

本論文は、株式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）を論ずるものである。

株式会社が非営利施策をとることがどこまで適法とされるかという問題は、古くから学説において論じられているだけでなく、会社の政治献金の適法性が問われた八幡製鉄事件に代表されるように裁判例でも争われている。本論文は、この問題について、厚生最大化原則、すなわち、経営者は社会の厚生（社会の構成員の効用を支払用意額により評価したものの総和）を増加させるために必要な限度で、非営利施策を実施できるという見解を提示する。そのうえで、厚生最大化原則に基づき株式会社が非営利施策を持続的に実施する経営（非営利的経営）を持続するために必要な条件についても検討している。

本論文は、全6章（I～VI）からなる。Iは、本稿の主題の提示とこれを論じることの意義の説明に当てられる。IIおよびIIIは適法性問題、IV および V は持続可能性問題の検討に当てられる。VI は全体の結論である。

I「本稿の主題とこれを論じることの意義」は、適法性問題と持続可能性問題という、本稿の主題を説明したのち、これを論じることの意義について検討する。特に、適法性問題については、①定款の自治に委ねれば済む問題ではないか、②経営判断原則が確立した中では、株主の利益に反する経営を行っても裁判上責任を問われる可能性は実際上乏しいため、適法性問題を論じる意義はないのではないか、③適法性問題に対して客観的な答えを導き出すことは不可能ではないか、という疑問が提起されうるとし、それぞれについて応答する。①については、大多数の会社は定款で非営利施策の可否について言及していないこと、②については、大半の経営者は遵法精神を持つため行為規範を示すだけでも経営者の行動に影響を与えうること、③に対しては、帰結主義とりわけ厚生主義に則ることにより客観的な議論が可能となることを理由に、適法性問題を論じる意義は認められるとする。そのうえで、たとえ非営利施策を適法と解すべき場合があるとしても、株主の支持を得られない施策を継続する経営者は更迭のリスクに晒されることからすれば、株式会社が非営利施策を持続するにはどのような条件が必要であるかという問題を考える必要があるとして、持続可能性問題を論じる意義を強調する。

II「株主利益最大化原則の正当化とその限界」は、適法性問題に対する一つのありうる

解として、株主利益最大化原則、すなわち、「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」という考え方を示したうえで、この考え方には一定の合理性が認められるものの、適法性問題に対する最善の解とはいえず、これに修正を加えた厚生最大化原則がとられるべきであると主張する。

すなわち、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。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。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。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。こうした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。

III「適法性問題の各論的分析」は、前章の主張を敷衍する形で、各論として、株主利益最大化原則を貫徹すると具体的にどのような問題が生じ、そしてその問題が、厚生最大化原則をとることによりどのように解決されるかを分析する。

第一に、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。

第二に、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収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。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か否かを判別できる。

第三に、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。その主たる原因は、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、といったことである。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。

第四に、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。ただし、安定株主工作によって株主の規律を受けない経営者が、無制限に正の外部性を創出する事態を避けるため、対象となる事業部門の正味キャッシュ・フローの期待値がマイナスにならないことを、正の外部性を生み出す非営利政策の限界とすべきである。

第五に、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。

第六に、非金銭債務に関する契約が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。

第七に、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とはできない。

IV「持続可能性問題の経済学的分析」は、株式会社が非営利的経営を株主の支持を得て継続するためにはいかなる条件が必要であるか、という問題を検討する。特に、非営利的経営が株価に悪影響を与えないのはどのような場合であるかについて、非営利的経営を公共財の生産と捉えたうえで、公共財生産の経済理論を用いた分析を行う。ここでは、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の状況におかれる。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」ことに効用を見い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。

V「非営利的経営の成立条件」は、前章の理論分析を受けて、非営利的経営が持続的に可能となるための条件を提示する。具体的には、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。このうち、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。

最後に、VI「結論」では、適法性問題と持続可能性問題のそれぞれについて本論文の考察結果をまとめる。そのうえで、わが国社会をさらに豊かで住みよいものにするためには、これまで以上に多くの会社が非営利的経営を行っていないなければならないこと、そのために、会社経営に携わる実務家とこれを支える法律家が、いかにすればこれが可能であるかを協力して考究し続けるべきことを述べて、結びとする。

本論文には、以下の長所が認められる。

第1に、株式会社が非営利的施策を行うことが法的にどこまで許容されるべきかという問題（本論文にいう「適法性問題」）に対し、厚生最大化に資する限り株主の利益に反する施策も許容される（厚生最大化原則）という解決原理を明確に打ち出した点が挙げられる。この問題につき、従来わが国の会社法学においては、株式会社は株主利益最大化のために経営されるべきであり、非営利的施策は、会社の信用・評判を高めること等により株主の利益に寄与する限度で許容されるとする見解もあるが、それは必ずしも一般的に支持されておらず、むしろ、株式会社は「社会通念上、期待ないし要請されるものである限り」、「合理的な範囲内」で寄附をなしうるとした判例（八幡製鉄事件最高裁判決）を、株主の利益に寄与しない非営利的施策をも許容する趣旨であると理解した上でこれを支持する見解が有力である。しかし、「社会通念上、期待ないし要請される」とか「合理的な範囲内」といった概念は不明確であり、また、その概念をより明確化する試みも特にされておらず、非営利施策の適法性の限界を巡る議論は停滞状況にあったといえる。本論文が、従来の見解を批判した上、厚生最大化という基準を明確に打ち出したことは、停滞していた議論に一石を投じるものであり、今後この問題に関して活発な議論が行われる契機となることを期待できる。

第2に、従来わが国の会社法学の議論では、非営利施策がどこまで法的に許容されるかという適法性問題に関心を集中しており、そのような非営利施策を株式会社が継続するためにはどのような条件が必要であるかという問題（本論文にいう「持続可能性問題」）は、少なくとも明示的には考慮してこなかった。本論文が持続可能性問題という論点を呈示したことは、わが国の会社法学で初めてといってよい斬新な試みであり、今後はこの論点の存在が意識されることにより、非営利施策をめぐる議論が一層深化することが期待できる。

第3に、本論文が、株主利益最大化原則の正当化根拠、適法性問題および持続性問題の各論点を論じるについて、経済学の様々な分野（厚生経済学、ファイナンス理論、法と経済学、契約の経済学、公共経済学等）の知見を積極的に活用しながら、詳細な議論を展開している

ことも長所として挙げうる。確かに、そこで参照される知見の多くは、それぞれの経済学分野では基本的事項に属するものであり、その分野に通じた者から見れば、各別新しい議論が展開されているわけではない。しかし、わが国の会社法学においては、これらの知見は、株主有限責任の弊害など一部のものを除けば、既知のものとは必ずしもいえず、非営利施策の問題にこれらの知見を活用した先行研究も見当たらない。近時の会社法学では経済学の知見を用いた研究が盛んになりつつあるが、それらの多くは、参照する経済理論の選択から具体的な立法論ないし解釈論への応用に至るまで、先行する外国（主として米国）の会社法学の議論に大幅に依拠しているのが実情である。これに対し、本論文は、非営利施策の適否およびその持続可能性という問題について、関連する経済理論を自ら選択して議論を展開し、その結果として、たとえば、株主利益と社会厚生（社会全体の利益）との乖離を従来以上に明確に指摘したり、あるいは公共財の供給理論を用いて、持続可能性問題というわが国の会社法学が扱っていなかった問題に切り込むなど、一定の成果も収めており、評価に値する。

もつとも、本論文にも欠点がないわけではない。

第1に、本論文は、厚生最大化を法の目的とするという立場をとることから、直ちに、株式会社は厚生最大化に資する限り非営利施策をとることができるという、いわば無制限の厚生最大化施策の許容という結論を導いている。しかし、株式会社が株主以外の会社関係者の利益のために経営されることを法が許容した場合、取締役は、どのような活動であれ、会社関係者のうちの誰かの利益に資することを理由に正当化することができ、結果として、無制限の裁量を取締役に許容することになるという批判が、以前から唱えられてきた。本論文が提唱する厚生最大化原則に対しても、取締役が実際にその原則どおりに行動したかを裁判所がよく審査できない（すなわち、規範をエンフォースできない）ため、取締役のアカウンタビリティの喪失を招くという批判がありうるが、本論文がその批判に十分応答しているとはいいがたい。また、本論文は、適法性問題について無制限の厚生最大化施策の許容という結論をとった後、初めて、そのような施策を株式会社が事実上継続できるかという持続可能性問題を検討している。しかし、持続可能性問題とは、株主に非営利施策を受け入れるインセンティブ（動機）があるのかという問題であるといえるが、その問題は、本論文が提唱する法規範が、厚生最大化という目的を実際に達成できるのかという点に深く関係しており、本来、適法性問題の中で検討されるべきものである。すなわち、無制限の厚生最大化施策を取締役に許容する法規範のもとでは、株式会社に株主として投資するインセンティブが減少するため、結果として実現する会社の企業価値、ひいては社会厚生は、より制限的な行為規範を取締役に課す場合と比べてむしろ低下する可能性がある。

換言すれば、本論文が扱っている問題は、裁判所の審査能力（エンフォースの可能性）や株主その他の関係諸主体のインセンティブへの適合性といった制約条件のもとで、社会厚生をなるべく大きくするような法規範を定立する、という問題なのであり、その解が、無制

限の厚生最大化施策の許容という、いわば制約条件なしの最大化問題の解と一致する保障はない。実際、本論文の各論部分においては、たとえば正の外部性をもたらす事業活動は、その事業部門の正味キャッシュ・フローがマイナスとならない限り許容するといった制約原理を提唱しており、無制限の厚生最大化施策の許容という一般論が貫徹されているわけではない。しかし、その制約原理は、本論文全体の論旨のどこから導かれるか不明であり、アドホックな立論にすぎないという印象を与える。本論文が扱う問題が、法規範が諸主体の行動に与える影響を考慮した制約条件付きの最大化問題であることを著者が明瞭に認識していれば、こうした制約原理について理論的な位置づけが与えられ、本論文全体の立論もより説得的なものとなったと考えられる。制約条件を明確にしてその限度で目的の実現を図るという思考方法は、経済学が高度に発展させたものであり、本論文がこうした思考方法を徹底できていない面があることは、精力的に経済学の知見を活用しているだけに、とりわけ惜しまれるところである。

第2に、本論文では、定理の数学的証明がかなり詳細に行われているが、そのほとんどは、関連する経済学の分野では公知のものであり、あえて論文で再現する必要はないものである。もちろん、経済学の分野ではよく知られた定理であっても、本論文が主たる読者として想定する法律家や法学者の多くにとっては、それらはなじみがないものであろうから、そうした読者向けにページを割いて説明を加えることには意味があるかも知れないが、それにしては本論文の説明は技術的であり、数学的分析に不慣れな読者が定理の意味を直感的に理解できるようなものになっていない。むしろ、本論文の難度を不必要に引き上げ、通常法律家や法学者が本論文を読み進める上での障壁となっている面もあると思われる。

しかし、以上の欠点は、本論文の長所を大きく損なうものではない。特に、欠点の第1として述べた批判は、本論文が、厚生最大化原則という基準を明確に打ち出し、また持続可能性問題という形で株主のインセンティブの問題にも注意を向けたことにより、初めて可能になったということもできる。従来判例・学説のように、「社会通念」とか「合理的な範囲内」といった意味内容の不明確な概念に依拠した議論に対しては、こうした分析的な批判を行うことも困難である。本論文が、分析的批判の契機を提供したことにより、今後の会社法学においては、一方で株主利益と社会厚生との乖離を明瞭に意識するとともに、他方では、関係諸主体のインセンティブや裁判所の審査能力といった制約条件にも留意しながら、非営利施策の許容範囲について妥当な法規範を定立する試みが進展すると期待できる。その点で、本論文は、非営利施策をめぐる議論の発展可能性を切り拓いた論文として、評価に値する。

以上から、本論文は、その筆者が自立した研究者としての高度な研究能力を有することを示すものであることはもとより、学界の発展に大きく貢献する特に優秀な論文であり、本論文は博士（法学）の学位を授与するにふさわしいと判定する。