



会社法上における累積投票制度について米中比較を 主として (2)

梁, 爽

(Citation)

六甲台論集. 法学政治学篇, 70(2):71-79

(Issue Date)

2024-03-22

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/0100488537>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100488537>



会社法上における累積投票制度について 米中比較を主として (2)

梁 爽*

累積投票の制度設計は、前述のように、少数派株主の権利を維持する一方で、取締役会の人員構成にも影響を与えている。そこで、中国会社法における累積投票に関する立法設計が不十分である問題を解決する際に、取締役会の監督機能を強化するために、取締役会の多様性 (diversity) を形成する必要性、そして累積投票制度は多様性を形成することに有意義であり、その重要性和実現可能性を再認識する必要があるといえよう。そのためには、2つの基本的な問題に取り組まなければならないと考える。第一に、取締役会が上場会社の必要な機関であることを明確し、そして経営監督も取締役 (会) の法定職責として法律を通じて明確に規定すべきである。第二に、中国会社法の枠組みにおいて、多元的な取締役会の構築に対する累積投票制の重要性和実行可能性を十分に理解すべきである。

第一の問題点について、北京大学の蔣大興教授は、「馴れ合い関係」と「集権への尊重」という文化が普遍的に存在するため、このような文化影響の下に存在する、効率低下、ひいては無効な「取締役会」制度を改造しなければならない、それと同時に、取締役会の地位は実際に、経営者などに取って代わられているので、会社の種類や規模、株主総数にかかわらず、取締役会を設置するか否かは会社が自ら決定できるようにすべきであると指摘している⁽²⁴⁾。筆者は、取締役会における反対票の数が少ないからといって、取締役会の内部監督や集団的な意思決定が完全に無効であると簡単に断言してはならないと思っている。Bainbridge や、北京大学の鄧峰教授などの研究者は、共同管理モデルは、取締役がメンバーとして、取締役会において調査し、質問し、議論し、説得し、説得されるというプロセスを踏まえ

* 華東政法大学特別研究員。この論文は、中国国家社会科学基金研究プログラム「合規机制的公司法普适性规则研究」(NO:17CFX071)」、並びに上海証券監督管理委員会2022年度研究プログラム「新証券法背景下的独立董事实施效果评估」による支持を得ている。

(24) 蔣大興：前掲 (20)、85-94 頁。

ることによって、会議体が成り立つと主張している⁽²⁵⁾。一方、蔣大興教授は、社外取締役や、社内取締役などを含め、取締役会メンバーが異なるレベルの意思決定に参加し、意見を述べることによって、取締役会での議案が修正されたので⁽²⁶⁾、最終決議に反対票を投じないことも有りうると説明している。

指導的な中核と集権の存在は、集団リーダーシップと共同管理モデルと完全に矛盾しておらず、メンバー全員が勤勉に責任を果たし、会議において説得し、説得され、そしてコンセンサスとなる結果を得れば、このプロセスは、まさにプログラム・コンプライアンスが完全に無駄になるわけではなく、内部牽制と監督には意味があることを証明しているといえよう。今のところ、取締役の信認義務規則と責任認定のルールが十分に確立されていない状況の中で、中国の立法と司法はどのように「経営者中心主義」を受け入れるのか、社内での意思決定のレベル、プロセスが多いという問題、および「多因一果」の場合に、近因基準が適用されにくいという問題は、経営者の責任判断の面においても存在している。

中国政法大学の趙旭東教授は、取締役会の職権に関する会社法の条項を任意的規定として位置付けることができると主張している⁽²⁷⁾。上場会社を含む大会社が、より経営効率の高いM字型組織構造（multi-divisional form）を採用することによって、事業部経営者（トップマネジメント）の重要性がより強調される傾向があるといえよう。仮に取締役会のメンバーが会社の日常業務の些細なことまで決めなければならないとすれば、会社の経営実績にマイナスの影響を与えることになり、それがゆえに、効率性の観点から、取締役会を日常業務から解放されるべきであろう。しかし、中国法において、特に大規模な株式会社と上場会社について、取締役会の設置が義務付けられていることを直ちに廃止することは適当ではない。例えば、会社経営に対して、株主（総）会による直接監督には、法理的な支障がないが、本来権力機関と位置づけられる株主総会は、客観的にその機能を担うことができないといえよう。そこで、鄧峰教授は、上場会社は依然として集中管理と取締役会中心のガバナンス構造を形成させるべきであると指摘している⁽²⁸⁾。蔣大興教授も、規模の大きい会社の中で、取締役会は株主総会と経営層の間にある「中間機関」として、会社経営への監督監視をその職責

(25) 鄧峰：「董事会制度的起源、演进与中国的学习」『中国社会科学』（2011年第1期）を参照；See Stephen M. Bainbridge *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, New York: Oxford University Press, 2008, p.82.

(26) 蔣大興：「公司董事会的职权再造——基于“夹层代理”及现实主义的逻辑」『现代法学』（2020年7月第42卷第4期）、118頁を参照。

(27) 趙旭東：前掲（2）、123頁。

(28) 鄧峰：「中国公司理论的演变和制度变革方向」『清華法学』（2022年第2号）、55頁を参照。

とすべきであると主張している⁽²⁹⁾。

実際には、中国法においての独立取締役制度の導入は、既に取締役会に監督機能を与えており、社内での監督システムを強調するのは明らかな「競争」という意味がありつつ、合理的な監督もまた、代理コストを引き下げる効果があり、これもまた会社経営の経済的目的を追求する現れであるともいえよう⁽³⁰⁾。したがって、中国『会社法』の改正において、取締役会の職権、権限に関する規定を、任意的規定として位置付け、すなわちその権限は上位または下位に移動させることができると規定しても不都合は生じないが⁽³¹⁾、監督機能を他人に委任することは不合理で、域外経験についてもそのとおりである⁽³²⁾。内部監督をより独立化、客観化する目的に基づいて、支配株主が会社を制御する重要な機関、つまり株主総会の権利を弱めるべきであるが、『最高人民法院の「中華人民共和國会社法」の適用に関する若干問題の規定（五）（以下、法釈（五）という）』第3条第1項⁽³³⁾は取締役が理由なき解任できるという規定が初めて明確に設けられ、2023年中国『会社法改正案』⁽³⁴⁾はその理念を引き継いでいる⁽³⁵⁾。

中国の会社法学界においては、取締役と会社の関係について、代理説、委任（委託）説、信託説の3つの主な学説が分かれていて、通説では、日本法の立場と一致して、両者の間においては委任（委託）関係にあるとしている。それがゆえに、両者は任意解約権を有するとされている。実務現場においては、取締役が会社の代理人であろうか、委託を引き受ける立場であろうか、権力の源泉はいずれにしても株主であるため、株主が取締役の選任、解任を通じて会社経営に対する意見を反映することは、正当かつ重要な仕組みであるとも言える。

(29) 蔣大興：前掲（26）、121頁。

(30) 王文宇：『公司法論』（元照出版有限公司、2018年）、52頁を参照。

(31) 許可：前掲（3）、138-139頁を参照。

(32) 梁爽：「美、日公司法上の董事合規、内控义务及其对我国的启示」、『中外法学』（2022年第2期）を参照。

(33) この項においては、「取締役が任期満了前に株主総会または総会の有効な決議によって解任された場合、その解除に法的効力が発生しないと主張しても、人民法院はその主張を支持しない」と規定されている。

(34) 『会社法改正案』においては、「株主総会は、取締役の解任を決議することができる。取締役が正当な理由なく任期満了前に解任された場合、取締役は会社に対し、賠償を請求することができる」と規定されている。

(35) 今のところ、ほとんどの裁判所は、取締役の解任事由が合理的であるか否かを審査しなくなっており、例えば、劉曉偉、王鳳娟、攀枝花億豊瑞実業有限会社などの会社決議紛争控訴案、歐陽宣と深圳市金之彩文化創意有限会社、美盈森会社の決議紛争案などの事件中で、裁判所はいずれも『法釈（五）』の規定に基づいて、取締役がいつでも解任できると考えたが、具体的な原因について審査を行わなかった。

しかし、理由なき解任できる制度は、中国の会社実務において、取締役の地位の不安定化を招き、それに伴って取締役会の経営監督にも障害をもたらす恐れがあろう。特に、累積投票で選任された取締役が簡単に理由なき解任されることとなれば、少数派株主の権利行使の積極性をさらに低下させることになるだろう。

具体例としては、取締役を任期前に理由なき解任できるとする制度は、中国会社の資本制度が変革した後の出資金納付催促（督促）制度に合致しないことである。つまり、いつでも支配株主に任期前に理由なき解任される可能性がある窮地の中で、取締役はどのように会社を代表して株主に対して出資金を納付するよう督促するのか？さらに、督促の基準や督促効果が不明確な場合、取締役が出資金納付督促という信義義務違反の基準も不明確になり、督促制度が形骸化に陥る可能性があると考えられる。

大株主（支配株主）が少数派株主に出資を督促する権利を濫用した場合、又は出資期限に達していない小株主に出資金を繰り上げて納付させる株主総会決議を行った場合、裁判所は現行の中国会社法 21 条を適用し、その決議を無効と認定することは可能であるが、それに比べて、事由なき解任できる制度は取締役の立場から見て、バランスに欠けているとも言えよう⁽³⁶⁾。少数派取締役の離任は会社のコーポレート・ガバナンスに問題が生じているという風向計となることが多いが、中国においては、理由なき取締役を解任できるとする制度を押し通している中、立法者が多角的な取締役会の形成や、取締役の立場を安定化させるなどに資する、より立体的な法設計をなしてほしいと言わなければならない。

一、日米法上における累積投票制度

1、米国法上における累積投票制度

周知のとおり、20 世紀中頃以降、イリノイ州をはじめとするアメリカの数十の州においては、その州憲法や会社法に累積投票に関する強制的規定を設けていた。その起源は、「会社民主」(Corporate Democracy)のもとで「比例代表制」を推進するための提案であった⁽³⁷⁾。その後しばらくの間、学者たちは累積投票制度についてより肯定的な見方を示していた。例えば、ユタ大学の Bhagat 教授は、1960 年代から 1980 年代にかけての上場企業を調査し、会社が定款を改正して累積投票制度の効果を弱めた場合に、その会社の株価が下落し、さらに、累積投票制度を会社定款から完全に削除した場合に、株価下落のシグナルが最も強くな

(36) 例えば、康尼機電の取締役の王維勝はわずか 1 年半で辞表を提出したが、後に、彼の在任中に会社が数々の不正を行っていたことを判明したため、関連トップマネジメントは上交所に処分された。

(37) See Lewis R. Mills, The Mathematics of Cumulative Voting, Duke Law Journal, Vol. 28, p188 (1968).

ると指摘した⁽³⁸⁾。しかし、1980年半ば以降、目標会社は敵対的買収から保護されるべきであるという考え方が台頭し、また、累積投票制度は持株比率が分散しすぎる際に、敵対的買収を助長しかねないという実務界（主に会社経営者）の認識が広まったため、「底辺への競争」(race to the bottom) という会社法規則の影響によって、多くの州が累積投票規則を任意的規定に転換していた。1990年代初頭までに、かかる制度を維持する法律が残っているのは、わずか7州に過ぎなかった⁽³⁹⁾。一方で、株主積極主義の台頭を背景に、機関投資家にコーポレートガバナンスにより多く参加させるべきと主張する学者たちは、累積投票制度への期待を表明し続けていた。例えば、コロンビア大学の Gordon 教授は、累積投票制度は、株式を大量に保有する、そして簡単に売却できない機関投資家にとってコーポレート・ガバナンスに参加する利便性を提供し、コーポレート・ガバナンスに参加するコストを引き下げることとも可能であると主張していた⁽⁴⁰⁾。

一つ注目すべきなのは、一般的に、アメリカの機関投資家、少数派株主は累積投票制度を運用すると同時に、委任状合戦（代理投票争奪、すなわち proxy fight）を行うことが多い現象である。1990年、ペンシルベニア州の内装建材大手であるアームストロング・ワールド・インダストリーズ（Armstrong World Industrie）社は、累積投票制度と委任状合戦を組み合わせることで利用することによって、株主利益の最大化を重視する立場で名が知られていたハーバード・ビジネス・スクールの Michael Jensen 教授を少数派取締役として選任することに成功したので、一時話題になった。その後、さまざまな労働組合と年金基金などが株主提案や委任状合戦を積極的に行っていた。例えば、93年から95年にかけて、北米労働国際労働組合（Laborers' International Union of North America）は Halliburton、Caterpillar、First Chicago の3社の株式を保有しており、機関投資家として上記の会社に累積投票制度の採用を積極的に要請し、いずれも失敗したが、30%から45%という高い得票率を獲得した。

これに対して、Hamilton 教授は、累積投票制度が大会社（上場会社など）で効きにくい主な原因は、取締役の改選を何回かに分割することや、あるいは改選されるべき人数を減らすという手段を用いて制度の実施を妨げたと指摘した⁽⁴¹⁾。これらに対して、Bernard Black、

(38) See Sanjai Bhagat & James A. Brickly, Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting right, *The Journal of Law and Economics*, Vol. 27, p. 339-365 (1984). Bhagat 教授は 1962 年から 1982 年にかけてニューヨーク証券取引所に上場した 126 社を対象として研究を行った。その同時に、当時ニューヨーク証券取引所の上場会社 383 社の中約 24% が累積投票制を採用していたと指摘した。

(39) 梅慎実：『現代公司机关权利构造论（修订版）』（中国法制出版社 2002 年版）、491 頁を参照。

(40) See Jeffrey N. Gordon, Institutions as Relational Investors: A New Look at Cumulative Voting, *Columbia Law Review*, Vol. 94, p. 124 (1994).

(41) See R. W. Hamilton, *The Law of Corporations*, West Publishing Co, 1986, pp. 187-188.

Reinier Kraakman などは数理モデルを用いて累積投票制度について研究し、その実効果を維持するために、株主総数が1000人以上の会社の中で、取締役会メンバーは少なくとも7人以上とすべきであるのに対して、株主総数が10000人以上の会社の中で、取締役会のメンバーは少なくとも9人以上でなければならないと主張した⁽⁴²⁾。

累積投票に賛成する別の学者らは、多元的な取締役会を形成する観点から意見を述べていた。周知のように、前世紀、米国と日本が相互に競争していたことを背景に、米国の下で、会社コーポレートガバナンスのモデルが転換され、特に、Eisenberg 教授など一部の学者による積極的な推進を経て、「監督型 (Monitor)」取締役会のモデルが次第に形成された。米国の大手公開会社の取締役会は、業務執行機関から一般的に監督機関に転換していた⁽⁴³⁾。Bainbridge 教授の考えでは、累積投票制度の運用によって、少数派である取締役が選出されることができ、これらの取締役からなる取締役会は、多様性 (diversity) を呈し、そして取締役会の内部の多様性 (言い換えれば、少数派株主の利益を代表する取締役の参加によって、会社経営へ多様性の視野から監督することが強化されること) がまた、監督型取締役会の強化に役立つだけでなく、会社全体のガバナンスにも肯定的な効果をもたらすという⁽⁴⁴⁾。一方、取締役会のメンバーが「コンプライアンス・内部統制などの監督システム」の構築、運用義務を担うべきかどうかについて議論する際には、Bernard Black、Reinier Kraakman などは、ロシア会社法の改革措置、例えば、累積投票制を強制的に取り入れる立法の措置を高く評価した⁽⁴⁵⁾。その後、より多くの実証的研究によって、累積投票制度の実施が会社経営の改善や代理コストの緩和などに積極的に貢献できることが証明された⁽⁴⁶⁾。

これと同時に、アメリカの裁判所は累積投票制への救済に、一貫的に積極的な姿勢を示し

(42) See Bernard Black and Reinier Kraakman, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, *Havard Law Review*, Vol 109, p 1911 (1996). 同時に、教授は、累積投票制度を確実に実施するため、取締役の任期を1年とし、任期差のある取締役を認めるべきではないと主張している。

(43) 拙稿：前掲 (32)。See Melvin A. Eisenberg: Corporate Law and Social Norms, 99 COLUM. L. REV. 1253, 1279 (1999).

(44) See Stephen M Bainbridge, Why a Board? Group Decisionmaking in Corporate Governance *Vanderbilt Law Review*, Vol.55, p 1-55 (2002).

(45) See Bernard Black, Reinier Kraakman and Anna Tarassova, Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?, *Stanford Law Review*, Vol 52, P 1731 (2000).

(46) See Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, p 107-156 (2003).

ていた⁽⁴⁷⁾。例えば、Laughlin v. Geer事件では⁽⁴⁸⁾、裁判所は会社の取締役を理由なく免職することは大株主の自己利益を代表する取締役を解任する権利であり、そして大株主の投票によって解任、免職できる対象は中小株主が選んだ取締役ではないことを明確にした。そのため、株主総会にての中小株主が利益累積投票制を通して選出する取締役を理由なく解任する決議が無効であることを判断し、また、会社定款に規定された理由なく取締役を解任する条項は当事件に適用できないと名言した。一方、Wolfson v. Avery事件⁽⁴⁹⁾では、取締役会メンバー選任に当たって、選出される予定人数をいくつかのグループに分けて選任することにより、毎回の取締役会で選任される人数を減少させ、そのような工夫で、中小株主が取締役を選ぶことは一層困難になった。そのため、裁判所は、会社定款に記載された「取締役会のメンバーを3つのグループに分けて選出し、1つのグループで3人だけを選任する」という規定は無効であると判断した。

2、日本法上の累積投票制度

日本法上の累積投票制度は前世紀の50年代に、米国法を模倣して導入されたが、長期にわたって、株式の相互保有のために「株主積極主義」(shareholder activism)の傾向が見られず、日本の学界、並びに実務現場においても累積投票制に対する態度はあまり積極的ではないと言える。メーンバンク制度が成り立ったことを背景に、株式の相互保有の程度が低下した後、累積投票は日本の「企業年金連合会」などの機関投資家が会社のガバナンスに参加する有力な措置であると考えられ、そして会社の取締役会の内部ガバナンス構造を改善することができるとして再び注目されるようになった経緯がある⁽⁵⁰⁾。戦後、日本の会社法の下で、取締役会は「業務執行+業務執行を監督する」という「二重責任型(二つの機能を有する)取締役会」として設計された⁽⁵¹⁾。1981年、2002年、2005年、2014年に何度も法改正を成した結果、取締役会の監督機能は強化される一方で、特に2014年に改正された際に「会計監査委員会」が新たに設置されるようになった。日本会社法第362条によると、取締役会

(47) Cumulative voting-removal, reduction and classification of corporate boards, university of Chicago law review, Vol. 22, p 751-759 (2013).

(48) Illinois Supreme Court., App. 534 (1905).

(49) Illinois Supreme Court, Dkt. No. 33563 (April 16, 1955). エリノイ州最高裁判所は、「累積投票制の立法目的は、立法会議が説明しているように、中小株主の投票権利を強化することであり、奪われられない」との見方を示した。

(50) 神田秀樹：「累積投票制度について」『Governance Analysis Periodical Winter』2021年、20-21頁を参照。

(51) 拙稿：前掲(32)。

の機能はまず取締役などによる経営執行を監督することであるが、同法第349条、363条においては、業務執行権は代表取締役及び「業務執行取締役」に属すると規定されており、一方、非業務執行取締役の重要な職務は取締役会の構成員として取締役長、業務執行取締役を含む業務執行を監督することであると規定された⁽⁵²⁾。

「二重責任型取締役会」の下では、会社の経営と経営監督が完全に分離されていないがために、業務の執行者と業務への監督者が同じ機関に属し、取締役会の「自己監督」がほとんど無効ではないかという疑問が生じた。これに対して、日本の学者は、米国法上の専門委員会における社外取締役は、会社の経営現場から離れており、会社の高級管理職が取締役会に提出される情報ある程度コントロールすることができ、社外取締役による会社経営への監督の実効性は逆に低下すると考えていた。一方、日本法においては、取締役会にいる一部の取締役が会社の業務執行の情報を直接獲得できる点において、米国法よりも優れている。それがゆえに、「二重責任型取締役会」という制度の下での会社経営への監督が米国型の取締役会よりも必ず劣っているとは断言できないと考えられる⁽⁵³⁾。

会社経営への監督機能の弱まりを回避するために、日本会社法が改正された時、指名委員会（社外取締役が半数以上の議席を占める）が株主総会に提出する取締役の人事に関する議案の内容（日本会社法404条1項）を決定し、しかも、取締役会はその決定を転覆することができない（日本会社法416条4項5号）という規定が導入された。しかし、日本法が2014年に会計監査委員会（監査委員会）を導入して以来、上場会社の1.96%しか委員会設置モデルを採用していないという現実があり⁽⁵⁴⁾、その原因は、会社や大株主が経営者を含む人事や報酬などを決める大切な権力を外部者に譲ることを望んでいないことにある可能性が高いと考えられる。

日本の学界では、株主異質化の背景の下で、取締役同質化の仮定は成立しないことが一般的に考えられており、また、非公開会社であれば、日本会社法108条1項の9及び347条1項に基づいて、会社は「取締役選任種類株式」を採用することができるが、上場会社の場合は適用できない。この背景の下で、ファンドを始めとする少数株主の利益を代表する少数派取締役を取締役会に取り入れ、取締役会の多様性（diversity）のニーズを満たすべきとする説が現れ、例えば、取締役会内部監督メカニズムを最適化するために、神田秀樹教授は、累積

(52) 陳景善：「取締役会規义务体系——以取締役会监督机制为路径依赖」、『中国法律评论』（2022年第3期）。

(53) 落合誠一：『会社法要説』（有斐閣2010年版）120-128頁を参照。

(54) Maria Lucia Passador: Corporate Governance Models: The Japanese Experience in Context, DEPAUL Bus. & COMM.L.J.Vol 15, p 25, 40-42 (2016)。

投票制の積極的な役割を再び重視する必要があると考えている⁽⁵⁵⁾。しかし、一部の日本学者は以下の懸念を示している、すなわち、第一に、累積投票制度によって選任された取締役とはいえ、彼らが株主総会の特別決議（3分の2以上の議決権）により解任されることができると、3分の1以下の議決権しか持っていない株主が精力を消耗して少数派の取締役を選任しても意味がないではないか、そして第二に、取締役の任期が2年になる場合、取締役会のメンバー数が10人とすれば、取締役を毎年5人ずつ改選する場合、累積投票の効果が弱くなり、また、取締役の任期が伸びるほど、期差の任期制が累積投票制の効果を低下させるのではないかという。これに対して、神田秀樹教授は、上記の懸念は程度の問題にすぎないと指摘している。

(55) 神田秀樹、前掲(50)。