



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(3・完)

梁, 爽

(Citation)

六甲台論集. 法学政治学篇, 71(1・2):81-88

(Issue Date)

2025-03-26

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/0100494134>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100494134>



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（3・完）

梁 爽*

実際では、日本会社法においていくつかの立体的な立法設計が行われている。前述の第一の懸念については、日本会社法では、①累積投票制度で選任された取締役について、その解任は、株主総会の特別決議によらなければならないと規定されている（日本会社法342条6項；日本会社法343条4項）；②取締役の解任に関する特別決議は、総会成立の定足数の要件を満たさなければならない、つまり、原則的には、過半数の議決権を代表する株主が出席し、更に出席した株主の議決権の3分の2以上が採択しなければならない（日本会社法309条2項）。定足数の規則が存在しているため、小株主は投票を募集（つまり、proxy fight）することができ、全株主が出席しない限り、株式の保有比率が3分の1に達していない小株主の場合でも、少数派取締役が解任されることを阻止する可能性がある。第二の懸念については、日本法の規定によると、会計監査委員会のメンバーである取締役の任期は2年であり、これに対して、他の取締役の任期は1年で（日本会社法第332条第3項の規定及び日本会社法332条4項の規定）、また執行役の任期も1年である（日本会社法402条7項の規定）と規定されており、または会社定款あるいは株主総会決議を通して取締役の任期をさらに短縮することが許可され、期差任期制の取締役のことで累積投票制に対するマイナス効果を緩和できることが期待される。

同時に、取締役の地位をさらに固めるため、日本の会社法では、取締役を任期前に解任するには正当な理由が必要とし、さらに取締役には会社の解任に起因する損害について賠償請求権が認められている（日本会社法339条2項）。ここにある正当な事由は、例えば、取締役

* 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)、中国国家社会科学基金研究プログラム「新公司法实施背景下的公司合規制度衔接研究」(NO:24BFX067)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。

の経営活動の実施に障害を及ぼす客観的な状況が発生し、任務懈怠、不正行為、さらには違法行為、あるいは客観的に見て経営能力が明らかに不足していることなどを指す。一応損害賠償という文言を使用しているので、この責任の法的性質について、学説が分かれていた。理由なしで解任を認めることから、損害賠償請求が成立する条件として、不法行為の成立が認められることが必要とする不法行為責任説、任期満了前は解任しないという会社側の特約違反の債務不履行責任説などが存在する。しかし、裁判実務で、取締役を任期前に解任することが不法行為を構成することは稀であり、損害賠償を請求できないことになってしまう。また、債務不履行説によれば、任期の定めが存する限り、取締役の報酬請求権が既得権的に認められたと同じことになってしまい、妥当でないといえよう。

そして本来、損害賠償責任は、法が特に認めた無過失責任の場合を除き、債務不履行または不法行為の違法行為によって生ずるのが原則であるが、取締役の解任が適法行為であることを前提として、当該責任を法定の特別責任と解し、会社に故意過失という要件を要しない、衡平の観念に基づく取締役の利益を保護するための政策的措置と解する法定責任と解すべきとするのは多数説である⁽⁵⁶⁾。近藤光男教授が指摘しているように、取締役がいつでも解任されれば、会社経営の安定性や一貫性が損なわれる恐れが生じ⁽⁵⁷⁾、そして少数派取締役の地位が不安定になると、取締役会の内部監督メカニズムも影響され、会社コーポレートガバナンスに不利益を与える可能性がある。

アメリカでは、すでに 41 の州において累積投票制度が **opt-in** 条項とされているが、**opt-out** 条項として累積投票制度を規定している州はわずかである。すなわち、アメリカにおいても、会社定款で累積投票制度を排除できるとする立法は少数派になっている。そして、**opt-in** 条項と **opt-out** 条項を同時に規定する事例も存在するが、例えば、イリノイ州、カンザス州、ペンシルベニア州であるが、これらの州においても、新設される会社に対して、**opt-in** 条項は適用されるが、会社法が改正される前に設立された会社に対しては、**opt-out** 条項が適用される。敵対的買収の場合において、累積投票制度が濫用され、すなわち、「グリーンメーラー」の少数派株主は、他の少数派株主を募って、累積投票制度を利用して、少数派の利益を代表する取締役を選任し、会社現経営陣と会社の意思決定に反対する行動を採った場合、会社の経営にコストとリスクが同時に発生する可能性が高いと思われた。すなわち、

(56) 損害の範囲は、取締役の残存任期及び任期が満了した後に、取締役が解任されていない場合には得べき利益は、精神賠償金及び弁護士費などは含まれていない。大阪高等裁判所昭和 56 年（1981 年）1 月 30 日の判決、『金融商事判例』第 622 号、22 頁。江頭憲治郎：「監査役解任の正当事由の存否」、『ジュリスト』65 号、120 頁。

(57) 近藤光男：「取締役解任の正当理由」、江頭憲治郎等編：『会社法判例百選第 2 版』、有斐閣 2011 年、96 頁。

会社経営権に触れる機会の少ない少数派株主の行動が行き過ぎた場合、会社と株主全体に不利益がもたらされる可能性が高く、累積投票制度を強制的条項として規定した州では、上場会社の経営者が敵対的買収を恐れるが故に、これらの州において会社の撤退が加速した。それもまた累積投票制度をopt-in条項とする改革を推し進めていた⁽⁵⁸⁾。

もちろん、アメリカ法における累積投票制の現在の局面をさらに深化させた原因は、米国企業の過度の持ち株比率の分散と市場競争にあらう。累積投票制度は当初、アメリカの会社の株式が市場の流動性に欠けていたときに現れたもので、株主が会社を脱退することは困難であったため、累積投票制度は株主に特別な保護を提供することができるとされていた。しかし、米国資本市場の流動性が高まりつつ、会社の株式が分散するにつれて、「ウォールストリート規則」の運用は、累積投票制度の役割を低下させ、言い換えれば、中小株主が会社の意思決定、経営状況に不満を持った場合は会社から離脱する傾向にあり、累積投票制度の実施に対する株主の情熱が高くなっていないと言えよう。

そこで注目しなければならないのは、実証研究の分野では、累積投票制度の運用で少数派株主の利益を代表する取締役が選出された会社で、取締役会会議の開催回数が増加し、決議をめぐる反対率が著しく上昇しただけでなく、会社の情報開示にも有利であり、関連取引の数をある程度低下させ、大株主を牽制することができるとし、累積投票制度が上場会社のコーポレートガバナンスに肯定的な効果があることが証明された。国外の経験から見れば、機関投資家を含む小株主のコーポレートガバナンスへの参加を促し、取締役会内の監督が注目される際にも、累積投票への重視が強化されるのである。そして、累積投票制度の濫用を防ぐために、アメリカ法では、社外取締役を取締役に導入し、社外取締役によって構成される取締役委員会（board committees）の規定が設けられた。経営判断規則、取締役の信義義務等を用いて社外取締役を規制することによっても、一般投資家を保護する効果を達成することができる⁽⁵⁹⁾。

四、中国会社法改正における累積投票制度の再構築への考え

中国の学界では、累積投票制度に関する立法モデルについて、統一した意見は依然として達成しておらず、すなわち、強制的な累積投票制度を導入すべきとする観点では、許可主義（任意規定）をとることは、本来、会社法の中小株主を保護するために設けた累積投票制度

(58) See Easterbrook F.H.&Fischel D.R., Voting in Corporate Law, Journal of Law & Economics, 1983, Vol.26, No.2.

(59) See Bebchuk L.A.&Hamdani A., Independent Directors and Controlling Shareholders, University of Pennsylvania Law Review, 2017, Vol.165, No.6.

をそれを憎む大株主に譲ることに等しいと考え⁽⁶⁰⁾、また、累積投票制度を強行規定とすることは、中小株主がその利益と意志を代表する代弁者を経営陣に選出することを確保し、株主議決権の実質的な公平を実現し、過度の持ち株集中による会社の意思決定のリスクを低減することができるという。なお、累積投票制度を強行規定とすることは、中小株主の利益を最大限に保護し、支配株主が会社利益に害する行動を抑制する効果があると考えられる。

これに対して、累積投票制度を任意規定とすべき観点は、会社の所有と会社の経営との具体的な関係の中で株主による議決権行使の環境を分析し、累積投票制度にはメリットとデメリットがあり、それぞれの会社の持ち株構造と結びつけて判断しなければならないと主張する⁽⁶¹⁾。また、契約の視点から見ても、累積投票制度を強行規定とする正当性はなく、その根本的な欠陥は、累積投票制度の運用によって、中小株主が彼らの残余財産請求権 (Residual claim) に合わない議決権を獲得できるために、高い代理コストを引き起こす可能性は否定できないと考えられる⁽⁶²⁾。

2023 年の中国会社法改正においても、一部の学者は、累積投票制度の改正を主張していたが、前述のように、学界においての意見が統一されず、累積投票制度を強行規定か任意規定とすべき説は並存していたが、さらに、累積投票制度を会社法の規定から排除すべきとする説も現れたが、お互いの説得に至らなかったために、法改正は実現できなかった。

一方、会社実務の現場においては、中国证券监督管理委员会、並びに証券取引所などは、中小株主の利益に資する目的に基づいて、持ち株比率が相対的に集中している（例えば、大株主の持ち株比率が30%以上の）上場会社に対して、累積投票制度を強行規定としているが、その規定の運用効果は不明であろう。なぜならば、中国会社法の規定によれば、少数派株主が累積投票制度を運用するために、以下の手順を踏まなければならない、すなわち、ステップ1として、株主は単独で、或いは他の株主を募って、その持ち株比率（或いは合計したもの）が会社の発行済株式総数の3%以上に達した時に、初めて取締役会に取締役、或いは監査役の候補者案を提案できるようになる。ステップ2として、株主総会における直接投票によって、前記の少数派株主によって提案された取締役、或いは監査役の候補者案が、株主総会に出席する株主の代表する議決権総数の過半数によって可決しなければならない。ステップ3として、前記の候補者案が株主総会で可決されれば、取締役、監査役の選任時に、累積投票制度を用いて、その候補者を取締役会や、監査役会のメンバーに選出できるようになる。

しかし、かかる累積投票制度の運用は、ステップ1、ステップ2のいずれにおいても、手

(60) 劉俊海：「论股东累积投票权」、『环球法律评论』（2003年第1期）、18頁を参照。

(61) 梁上上：『论股东表决权—以公司控制权争夺为中心展开』（法律出版社、2005年）、93頁を参照。

(62) 羅培新：『公司法的合同解释』（北京大学出版社、2004年）、213頁を参照。

続きが妨げられる可能性が存在する。まずは、中小株主が取締役、監査役の候補者を指名、提案するために、単独または合計して3%以上の株式を保有する必要がある、個人投資家は、かかる株式保有のレベルを達成することは困難であろう。株主が努力して他の株主らを募集して持ち株比率3%以上の要求を満たしたとしても、直接投票制度による臨時提案の採択が必要であるため、支配株主は、少数株主によって提案された取締役や監査役の候補者案を否決することができ、かかる場合において、累積投票制度を運用するための前置条件に満たさないため、当然ながら中小株主の利益を代表する候補者は会社の経営陣に入ることができなくなる。

会社の資本制度とコーポレートガバナンスは、会社法における2つの基礎問題であり、趙旭東は中国のコーポレートガバナンスの問題が学界だけでなく、実務の現場においても広く批判され、国際的に見ても、その改革のスピードが相対的に遅れていると指摘した⁽⁶³⁾。2018年以降、中国上場会社においての株主の臨時提案による累積投票制度の運用が増加し、これによって中小株主の利益を代表する取締役を選任することに増加する傾向がある。そのため、上場会社の中小株主によるコーポレートガバナンスへの参加を促し、多元化の取締役会を形成させ、「会社経営の効率とバランスの取れた利益保護」の理念の下で⁽⁶⁴⁾、累積投票制を再構築すべきである。そのためには、2段階に分けて努力する必要があると考える。

まず、多元化の取締役会を形成させるために、累積投票制の重要性、必要性、並びに実現の可能性を再び重視する必要があると考える。これまで、中国の学者らは、累積投票制度の米国での立法の進展について紹介してきたが⁽⁶⁵⁾、考えるに、累積投票制に反対してきたのは、会社経営者が多数であり、その中、最高経営者をメンバーとする米国のビジネスラウンドテーブル会議（米国経営者円卓会議）や日本経済団体連合会などが挙げられている。言うまでもなく、会社の経営者等既得利益者の前では、累積投票の重要性は低く評価されるのは当然であろう⁽⁶⁶⁾。

そこで前述のように、今回の中国会社法改正について、特に株式会社、上場会社のコーポレートガバナンスを巡っては、取締役会中心主義へ移転する方向が浮き彫りになったからには、取締役会がより良く監視監督の責任を果たすために、有効な取締役会内部構造の構築が

(63) 趙旭東：「公司法修订中的公司治理制度改革新」、『中国法律评论』（2020年第3期、总第33期）、118-119頁を参照。

(64) 趙万一、趙吟：「中国自治型公司法理论证成及制度实现」、『中国社会科学』（2015年第12期）、166-170頁、馮果：「整体主义视角下公司法的理念调适与体系重塑」、『中国法学』（2021年第2期）、74、80頁を参照。

(65) 羅培新：「公司法学研究的法律经济学含义」、『法学研究』（2006年第5期）、54頁を参照。

(66) See The business Roundtable, Statement on Corporate Governance § 8 (1997).

必要と言えよう。少数派取締役が取締役会会長や法定代表者その他執行役員などに対しての監視監督責任を負うことを明文化する必要があるが⁽⁶⁷⁾、その上で、累積投票制で選出された少数取締役は、取締役会内部の監督の力として重要な補完的な役割を果たすことができるとの認識に基づいて、多元化の取締役会構造の構築に努力する必要があるだろう。

筆者は、独立取締役を、単なるコンサルティングを担当する「花瓶」と化する制度改正よりも、独立取締役の職務履行に適する環境を整えることがより重要であると考ええる。特に独立取締役の人材が不足している場合、累積投票制度によって選出された少数派取締役が独立取締役の一部を代替で、また、少数取締役の存在は、取締役会における効果的な監督システムを形成できるだけでなく、独立取締役がその権限を行使するための雰囲気や条件までも提供でき、内部者と外部者が継続的かつ共同なる監視監督を可能にでき、会社内部の意思決定と監視監督システムの改善に有用であると考えられよう。

次に、累積投票制実施の面での障害を取り除き、制度実施に有利な環境を整えるべきである。例えば、中小株主が株主臨時提案により取締役候補を指名しやすくするために、「改正案一次審議案」118条2項では、株主による臨時提案権の持株比率要件が3%から1%に引き下げられたが、これと同時に、株主総会に出席するための最低議決権比率も明確にする必要があると考えられる⁽⁶⁸⁾。中国「会社法」91条には、定足数の規則の先例もあり、定足数要件がある場合、大株主、中小株主、または機関投資家は、株主総会における決議のために一層積極的に委任状勧誘等を実施することになろうが、これは、大株主に圧力をかける効果をもたらすだけでなく、会議体での決議プロセスが株主間における効果的なコミュニケーションに繋がる可能性もあろう。また、定足数の規則が総会開催のコストを引き上げる可能性がある問題に対しては、定款に基づいての会社自治を許すことで、それなりの解決策が図れば良い⁽⁶⁹⁾。つまり、会社法が通常の定足数の要件を規定し、その要件は、会社定款によって除外されることができる（ただし、取締役の選任および解任に関する決議は除外される）とすれば良い⁽⁷⁰⁾。

また、会社の持ち株状況に応じて、累積投票制度が強制的に適用される対象会社の範囲を決めるべきであろう。つまり、支配株主の持ち株比率が上場会社の発行済株式総数の15%

(67) 拙稿：「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）、521頁以下、呂成龍：「上市公司董事监督义务的制度构建」『環球法律評論』（2021年第2期）、87、101頁を参照。

(68) 馮果：「整体主义视角下公司法理念调适与体系重塑」、『中国法学』2021年第2期、80頁、趙旭東：前掲（8）123-125頁を参照。

(69) 趙旭東：前掲（8）126頁を参照。

(70) 日本「会社法」309条1項、341条。

～50%を占める上場会社に対して、累積投票制度を強制的に適用させ、有限会社、非上場会社および支配株主の持ち株比率が上場会社の発行済株式総数の15%を下回る、或いは50%を上回る上場会社に対して、累積投票制度を任意的に適用できる法制度を整えるべきである。

なお、一部の研究では、中国の上場会社の定款によって、取締役会の選任に関して、違法な制限が多く課せられていることがわかった⁽⁷¹⁾。例えば、上場会社の取締役会のメンバーが9人である場合、6人と3人にそれぞれ分けて、選任する場合、例えば、大株主の持ち株比率が小株主の持ち株比率の6倍以上にもなる場合、小株主が指名した取締役は簡単に選任できなくなる。しかし、前述のように、中国の上場会社の平均持ち株比率は32.6%であり、累積投票制を用いて取締役を選任するには中小株主が5.4%以上の持ち株比率を持つ必要がある。かかる場合には、非独立取締役と独立取締役を統合して選任すれば、中小株主の持ち株比率は3.6%以上であれば、少数派取締役の選任が容易になる。これと同時に、会社法改正案によれば、取締役の任期は3年を超えてはならないと規定されたが、例えば、取締役会のメンバー数が9人で、取締役の任期が3年とすれば、毎年3人ずつ改選する場合に、累積投票制度の機能が大幅に削弱されるため、取締役任期を適度に短縮した方が良いと考えられる⁽⁷²⁾。

従って、仮に会社定款で累積投票制を明示的に採用する場合は、後から、中小株主による一定割合以上（または全株主が一致）の同意を得ないことには、累積投票制度を廃止することはできないことや⁽⁷³⁾、執行取締役、非執行取締役、社内取締役、独立取締役などは、別々に選出することができないことや、定款をもって取締役の任期を短縮できることや、非執行取締役の監督権限を強化するために、例えば、執行取締役の任期は2年か1年以内に、非執行取締役の任期は3年か2年以内であること等の規定を設けるべきであろう。

五、終わりに

以上、本文は、中国会社法2023年改正におけるコーポレートガバナンスの強化について、取締役と取締役会の問題を中心として論じてきた。これらに加えて、累積投票制の実施のコストを低減する面では、委任状勧誘を含む一連の規則を細分化し、規定することが必要で

(71) 伍堅：「限制董事改选数量：交错董事会的中国模式」、『証券市場導報』（2007年6月号）、13頁を参照。

(72) See Reinier Kraakman and Bernard Black, 'A Self-Enforcing Model of Corporate Law', *Havard Law Review*, Vol 109, pp.1911 (1996)。Reinier Kraakman 教授は、取締役の任期を1年とすべきで、任期に差のある期間差選任は許されないと主張した。

(73) 羅培新：前掲（注10）55頁を参照。

あろうが⁽⁷⁴⁾、また、多元化の取締役会を通じてコーポレートガバナンスを改善する構想には、取締役による監視監督の職務を果たすための情報収集や、権利行使の保障を提供する必要もある。この意味では、前述したコンプライアンスシステム、内部統制システム、特に社内での情報伝達システムの構築が重要である⁽⁷⁵⁾。これらに関しては、少数派取締役の権利行使に必要な拒否権や調査権の付与、監査委員会の委員には、例えば、連結決算書の提出が義務づけられる子会社の業務と財産に関して調査する権利を含む業務監督の権利の付与も検討に値するであろう⁽⁷⁶⁾。また、中国のコーポレートガバナンスにおける独立取締役制度の有効性、あるいは実際の運用効果、実態を検証する必要もあるが、これらは今後の課題にしたい。

(74) 趙旭東：前掲（注8）125頁、朱慈蘊：「資本多数決原則与控制股东的诚信义务」、『法学研究』（2004年第4期）、114頁、呉飛飛：「论中国公司法的供给侧结构性改革—兼论中国公司法的“服务型”转向」、『北方法学』（第14卷総第80期）、38頁を参照。

(75) 拙稿：前掲（注12）521頁、拙稿：「董事信义义务结构重组及对中国模式的反思—以美、日商业判断规则的运用为借镜」、『中外法学』（2016年第1期）、198頁以下、馮果：前掲（注13）67頁を参照。

(76) 林一英：「公司监督机构的立法完善—超越单层制与双层制」、『法学杂志』（2022年第4期）、51-52頁、蒋大興：「走向“合作主义”的公司法—公司法改革的另一种基础」、『当代法学』（2021年第6期）96頁を参照。