

# 会社統治および資本市場の監督管理 — 中国・台湾・日本の企業法制の比較 —

吴志攀 / 浜田道代 / 虞建新 編

名古屋大学  
CALE叢書3

## 日本語版 はしがき

日本語版編集責任者

名古屋大学法学研究科 教授 浜田道代

名古屋大学法学研究科 外国人特別研究員 眞 建新

会社統治および資本市場の監督管理に関して、21世紀初頭の同時期に、中国、台湾、および日本はどのような共通の問題に直面しているか。あるいは類似の問題が異なる社会的文脈の中で、どのように異なった視角から議論されているか。本論文集はそれらの比較を記録するものである。

本論文集は、北京大学出版社から2003年1月に中国語で刊行された法学論文集、浜田道代＝呉志攀・主編『公司治理与資本市場監管——比較与借鉴』の姉妹編とでもいべきものである。中国で刊行されたこの書物は33本の論文を収録しているところ、日本語版の編集にあたった我々は、中国語版から14本の論文を選んで、中国語を日本語に翻訳しつつ、あるいは本来日本語で執筆されたものをそのまま、本論文集に収録した。

本論文集が刊行されるに至った最初の契機にまで遡るならば、2001年2月に名古屋大学法学研究科・アジア法政情報交流センターが開催したシンポジウム「日中の企業法制・金融法制の展開」に行き着く。アジア企業法制の研究を深めることを願って、我々名古屋大学の企業法関係者は、中国から第一線でご活躍中の研究者・実務家をお招きし、名古屋大学でシンポジウムを開催した。ちなみにこのシンポジウムについては、その後2002年7月に、浜田道代＝眞建新・編『日中企業法制・金融法制の展開』と題する書物を、日本語を中心としながらも論文の中国語訳も収録する形式で、CALE叢書第2号として出版している。

この2001年2月の名古屋大学シンポジウムは幸いにして、日本人参加者にも好評であったことに加えて、中国から参加された方々に大変喜んでいただけた。中国から参加された一人である北京大学の呉志攀教授（当時、北京大学法学院院長。その後、北京大学副総長に就任）は、「今度は皆さん北京にお越しいただきたい」という言葉を残して帰国の途につかれた。そして本当に、それを実行に移されたのである。呉教授からの呼びかけに応える形で、2002年3月22日と23日の2日間にわたり、名古屋大学法学研究科と北京大学法学院・金融法研究センターの共催で、「アジアのコーポレート・ガバナンスおよび資本市場の監督管理」をテーマとするシンポジウムを、北京大学において開催した。

北京大学シンポジウムについては、呉教授が全体テーマを選ぶとともに、北京大学やその他の

中国の著名大学の研究者、あるいは実務家たちに呼びかけて、着々と準備を進められた。我々名古屋大学関係者は、自分たちが北京に出かけるに止まるのではなく、日本の企業実務の実情を中国側へ伝えていただける方をお誘いしたいと努めた結果、当時日本経営同友会副代表幹事であった、花王株式会社経営諮問委員会特別顧問の渡邊正太郎氏（現在、日本経営同友会専務理事等）、および当時トヨタ自動車株式会社の常勤監査役で、日本監査役協会前会長でもあった井上輝一氏（現在、豊田合成株式会社常勤監査役等）のお二人に、北京大学に赴いていただくことができた。また、我々名古屋大学側で、台湾からの参加者を得るべく努めたところ、台湾大学法学院の王文宇助教授および台湾政治大学法学部の林国全教授のお二人に、北京大学に赴いていただくことができた。

2日間のシンポジウムを終わった時点で、我々シンポジウムに参加した者は一同、この時期にこのテーマで議論することがいかに時宜を得たものであったかを実感した。中国の各地から、香港から、そして台湾から、日本から北京にやって来た多くの者が、このテーマに対する大きな問題意識をもって報告を行い、議論を活発に交わした。よりよい会社統治をうち立てていくにはどうすればよいのか、あるいは資本市場を一層円滑で公正なものとしていくにはどうすればよいのか。それぞれの国や地域でこの問題に真剣に取り組んできた参加者たちは、この北京大学シンポジウムにおいて、それぞれの経験や知識をもって交流しあうことができた。その結果、各国や地域がそれぞれ、異なった状況を踏まえつつ、それぞれ独自の方法を編み出しながらこの問題に対処しようとしていることが、よく理解できた。そしてそのような違いを知り、その理由を理解することは、きわめて興味深いものであることを実感できた。なぜ、違いを知り、意見交換することが、これほどまでに興味深いのか。それは、我々が同じ時代に同じ地球の上で、しかも隣り合った国々において、根は共通した同じような問題に、同じように真剣に取り組んでいることを、ひしひしと感じ取ることができたからである。表層の違いの下には、大きな共通の基盤がある。この共通の基盤にたっているからこそ、様々な違いの理解が刺激的であり、互いに大いに参考になるのである。

北京大学シンポジウムでは、中国人研究者がこの共同研究に取り組む姿勢もまた印象的であった。彼らはこのシンポジウムはオープンなものであることを強調し、プログラムの作成にあたって、中国人研究者たちに報告者として名乗り出るよう、広く勧誘した。また、シンポジウム終了後も、関連論文の提出を広く呼びかけた。そうして編纂されるに至ったのが、本論文集の姉妹編ともいべき上記の中国語論文集である。したがって、この中国語論文集は、北京大学シンポジウムを機縁として編集されたものであるに違いないが、シンポジウムの報告論文よりも多くの

ものを収録している。また、シンポジウムで報告されたものに比べて詳細になっている論文が多く、しかも幾つかの論文はきわめて詳細な論文となっている。そのため、これらを日本語に翻訳する作業量は相当なものとなった。この日本語版を編集するに当たっては、収録対象をシンポジウムの報告原稿を中心に、主立ったものに限定せざるをえなかったというのが実情である。

以下においては、本論文集に収録した論文について、簡単な紹介をしておきたい。

第1章に収録した中国政法大学の江平教授の論文は、シンポジウム当日の基調報告である。江平教授は中国における会社法の制定をリードされてきた方で、若い研究者たちの尊敬を集めている著名な学者である。すでに高齢に達しておられるが、中国の実情に照らしてまさに重要な論点を提示され、的確な判断力でもって進むべき方向性を明確に示しておられるのは、そのようなご経歴のゆえであろうと推察される。

台湾の近年の状況は、台湾から参加されたお二方も力作をお寄せ下さったことから、それらを通じて相当に詳細に知ることができる。第2章に収録した王論文は、台湾会社法も英米法の影響下で、大幅な改正が行われていること、そして公営事業の民営化が大問題となっている点で、国有企業の改革に邁進している中国大陸とも一脈通じる課題に直面していることを、我々に明らかにしてくれる。また、台湾経済の底力となっている中小企業について、法制面での対応を強化すべきことを論じている。第7章に収録した林論文は、まず前半において、台湾の証券取引法などによる企業情報開示の規制システムを紹介している。これにより台湾においても、日本と同様に会社法と並ぶ形で、アメリカ法から多大の影響を受けた証券取引規制システムが整備されている状況を理解できる。後半においては、台湾の財務予測情報開示制度を紹介している。これは台湾が1990年代に入ってアメリカ法の影響下で採用し始めたものであるが、1997年以降は一定状況下では予測情報の開示を強制するようになるなど、台湾独自の特色を際立たせるようになってきている。

日本の会社法改正および証券取引の管理監督のテーマにつきどのように中国で紹介したかを記録したのが、第2章に収録した浜田論文、および第7章に収録した小林論文である。これに対し、本論文集の第3章は、日本の企業実務の状況を渡邊正太郎氏と井上輝一氏が北京大学で紹介して下さった内容を収録している。日本の経済界においても屈指の見識豊かなお二人が、日本においては企業統治の改善に向けてどのような取り組みが現実になされているかを、取締役の立場から、あるいは監査役の立場から話して下さったことは、シンポジウムに参加した多数の中国人関係

者に深い感銘を与え、きわめて好評を博した。

中国大陸において会社統治につき熱く論じられている問題に関する論文は、第4章・5章・6章に分けて多数収録した。

第4章では、中国企業が置かれた状況をマクロ的環境から分析しようとしている呉教授の論文と張教授の論文を取り上げた。呉論文は、主としてアメリカとの比較において中国の企業統治の生態環境を論じるものである。そして、契約の即時履行を当然とする文化、会計の信憑性、公平な市場競争、企業の信用の重視、財産所有関係の明晰さといったものが現実には重要な役割を果たすことを、時にはユーモアも交えつつ、まさに的確に指摘している。張教授は、香港から北京に駆けつけてこられた学識溢れる学者である。その論文は中国の現実を地球規模の視野で見据えるものであり、とりわけロシア・東欧の体制移行国に特有の企業統治に関わる深刻な問題との比較の中で中国の経験を相対視しつつ、中国が進むべき道を模索している。

第5章では、株主保護の観点から議論を展開している顧＝井論文と劉論文を取り上げた。顧教授と井助教授が教鞭をとる華東政法学院は上海の法学教育の中心となっている著名大学であり、顧教授は中国商法学会の立ち上げにも力を発揮された中国商法学界の第一人者である。収録論文は、国が大株主として君臨する国有企業を多く抱えている中国の現実を背景に、株主平等と株式平等の関係の理論分析をもって少数株主保護の強化に繋げようとするものである。中国社会科学院法学研究所の劉教授は、アメリカ留学から帰国して間もない気鋭の若い研究者である。収録論文は、株主権の保護が会社法の要であることを強調しつつ、そのために何をどのように改善しなければならないかを総合的に論じるものである。

第6章では、中国において多大の関心を集めている独立取締役制度の導入問題を論じる論文を3本収録した。中国会社法は取締役会と並べて監査役会をおいてきているが、英米における独立取締役重視の企業改革もまた近年注目を集めていたところ、2001年8月に中国証券管理監督委員会が指導意見を発布して、上場会社には独立取締役制度を導入すべきものとする方針を打ち出した。そのため、2002年3月に開催した北京大学シンポジウムにおいては、この問題に話題が集中した。清華大学法学院の朱教授は、英米における独立取締役制度を紹介しつつ、中国においても独立取締役制度の導入は企業統治の改善に資するであろうとこれを積極的に評価し、導入に際して留意すべき問題を分析している。中国人民大学法学院の葉教授は、独立取締役制度が果たしうる役割は限定的であり、会社法が設けている監査役会制度と機能が重複する等と論じつつ、近時の動きを消極的に評価している。中国政法大学の管教授は、指導意見の指針に従おうとも、中国の会社に深刻な内部者支配の実情を変えることはできないであろうと論じ、中国において企業統治の改

善を真に図ろうとするのであれば、無限責任を負う常勤の独立取締役制度を構築するという、中国の事情に合わせた独自の道を模索すべきと訴える。

本論文集を刊行することができたのは、上記北京大学シンポジウムに集った多くの方々のご協力の賜である。この場をお借りして厚く御礼を申し上げたい。とりわけ、シンポジウムを実務面で全面的に支えてくださった北京大学の博士課程の大学院生である羅培新氏に、心より御礼を申し上げたい。羅氏はシンポジウム終了後も、論文集の刊行に大きな力を尽くされた。『公司治理与資本市場監管——比較与借鑒』が北京大学出版社から刊行されるに至ったのは、羅氏のねばり強い尽力があったからである。そしてこの中国版が刊行されたからこそ、浜田と虞は本論文集の刊行作業を進めることができた。

名古屋大学法政国際教育協力研究センター (Center for Asian Legal Exchange) が、この度本論文集をCALE叢書第3号として刊行することにより、中国・台湾・日本の企業法制の比較に関心を持つ多くの日本語を用いる方々に、我々の手元にある情報をお届けできることを願っている。

2004年4月

付記：

本論文に収録した中国語論文の日本語訳にあたっては、要旨の翻訳にとどめた部分もあることを御了承願いたい。

浜田は本論文集に収録されたすべての翻訳に目を通し、意味の理解できないところを訊ねながら日本語として分かりやすいものとするに努めた。しかし、自身は中国語を理解しないがゆえに、思わぬ間違いをしている箇所が残っているのではないかと懸念している。読者諸氏にお気づきのところがあれば、ご指摘いただくと有り難い。

北京大学シンポジウムを名古屋大学法学研究科が北京大学と共催するにあたっては、文部科学省科学研究費補助金特定領域「アジア法整備支援」から助成を受けた。また、日本在中国商工会議所の皆様方からのご支援を受けた。ここに記して、感謝の意を表したい。

## はしがきに代えて---シンポジウム開会挨拶

北京大学副総長 吳 志攀

名古屋大学法学研究科 外国人特別研究員 虞 建新(訳)

尊敬する名古屋大学浜田道代教授：

尊敬する香港大学、台湾大学の諸先生方：

国内各地の大学の諸先生方：

尊敬する政府関係部門の担当および責任者、法律界および実務界の皆様：

北京大学の諸先生および学生の皆様：

その他本日ここにお集まりいただきました皆様：

おはようございます。

本日、日本名古屋大学法学研究科と北京大学法学院金融法研究センターが、香港や台湾地区および国内各地の大学からお越しいただいた諸先生方、地方政府の関係部門の担当責任者、法律界および実務界からお越しいただいた責任者、専門家とともに、北京大学に集まり、「アジアのコーポレート・ガバナンスおよび資本市場の監督管理」のシンポジウムを開催します。私は、北京大学総長の許智宏先生、北京大学の教職員および学生の皆さんを代表して、諸先生方、学者および友人の皆さんがお越し下さったことに対し心より熱烈な歓迎の意を表します。

21世紀を迎える前に、かつて「21世紀はアジア人の世紀である」と予言した人がいました。当時、中国のマス・メディアも関連の記事を報道しました。外国では、このような予言に賛同する記事も見受けられました<sup>1</sup>。現在、21世紀を迎えてから既に十数ヶ月が経過しました。ご周知のように、今日のアジア現状は、当初予想した状況とかなり違い、相当のギャップが生じています。それはなぜでしょうか。アジアはなぜ昔のままに変わっていないのでしょうか。なぜヨーロッパと北アメリカの方が依然としてアジアよりも進んでいるのでしょうか。

ヨーロッパは、人口が7.3億で、世界の12.4%を占めており、面積は1016万平方キロメートルで、世界の陸地面積の6.8%を占めています。北アメリカは、人口が4.7億で、世界人口の8%を占めており、土地面積は2422万平方キロメートルで、世界の陸地面積の16.2%を占めています。

これに対して、アジアは、人口が35.7億で、世界人口の60%を占めており、面積は4400万平方キロメートルで、世界の陸地面積の29.4%を占めています。ほかにアジアの森林、水資源、漁場

がそれぞれ世界の13%、27%、40%を占めています<sup>2</sup>。アジアは人類の発祥地であり、また世界の四大宗教の発祥地でもあります。一言でいえば、アジアは面積が広く人口が多く、歴史が古く、文化が優秀で人民がやさしいと言えます。

しかし、人口が少なく面積が狭いヨーロッパは、経済的な実力が非常に強く、ヨーロッパの経済総生産高はほぼアジアのそれに及んでいます。人口が少なく面積が広い北アメリカは、経済的な実力がもっと強く、ヨーロッパとアジアの工業生産高の合計に匹敵しています。これは前世紀の状況でした。しかし21世紀になっても、アジアと、ヨーロッパや北アメリカとのギャップはなぜ縮まらないのでしょうか。

ところで、経済のグローバル化が進んでいる中で、多国籍企業がきわめて重要な役割を果たしています。世界の多国籍企業のうち、企業数や規模や実力などにおいて、ヨーロッパやアメリカの企業が圧倒的な多数を占めています。アジアでは、日本と韓国を除けば、ヨーロッパや北アメリカの企業と肩を並べて比較できる企業はほとんどありません。このように企業の実態からも、「21世紀はアジア人の世紀である」とはとても言い難い状況にあります。

中国でなぜ多国籍企業の育成が難しいかを考えるに当たっては、企業統治や企業文化などの面においてヨーロッパや北アメリカに遅れていることが上げられるかと思えます。多くの企業は国内においてはなんとなく経営がうまく行っていますが、国境を超えたグローバルな経営になると、経営が次第に難しくなってきます。グローバル事業で成功を収めた企業はほんの僅かです。しかも、そういった企業であったも売上高などはヨーロッパや北アメリカの多国籍企業には比べものになりません<sup>3</sup>。

かつて1962年に林周二という日本人が書いた『物流革命』が出版されました。この本は日本で53回も再出版されました。この本の第53版は中国語に翻訳されました<sup>4</sup>。私はそれを読んで、多国籍企業の育成についてなぜ日本が成功を収めたかの理由が分かったような気がします。20世紀の60年代に入ると、日本では「物流再編」や「物流変革」が行われ始め、そして日本の本土から世界へ広げられました。今から40年ほど前に、理論上グローバルな商業物流戦略の発想が存在していたのみならず、そのような企業経営戦略を持つ企業家を育てる土壌も存在していました。中国ではそのような企業経営理念や企業が取り組んでいる環境が整っていないことこそ、一定規模以上の多国籍企業が生まれてこなかった原因の一つと言えるのではないのでしょうか。

本日、日本や中国の専門家がここに一堂して企業統治や資本市場の監督管理をめぐって議論を繰り広げることはとても有意義なことであると思われます。今回のシンポジウムを通じてアジア的な企業統治の理論やモデル、およびアジア的な資本市場の管理監督のモデルを模索しようとい



うのが、我々の狙いです。諸先生方が発表される論文は、今後アジア的な会社理論の発展、企業成長のためによい発想や知識を提供できるものと信じています。

ここに、これから論文を発表される先生方をはじめ、コーディネータ、コメンテータの諸先生方、および寒い寒波のなかでお越しいただいた方々に対して、心から感謝の意を表します。北京大学法学院金融法研究センターの諸先生方および学生の皆さんは、シンポジウム準備のために、日に夜を継いで昨日の深夜まで頑張りました。ここに感謝の意を表します。また今回のシンポジウムは、北京大学金融法研究センターの二回目の春季フォーラムでもあります。ここに、とくにシンポジウムのために協賛して下さった上海三 株式会社および日本在中国商工会議所に対し、心より感謝の意を申し上げます。

シンポジウムが実り豊かな成果を上げられるように心からお祈り申し上げます。

2002年3月22日

---

1 ナスビト『アジアの奇跡』。

2 『世界地図』(中国地図出版社、2002年)。

3 米国では、年間売上高が400億ドルであることは、会社統治のあり方を決める基準の1つである。  
胡泳ほか『ハイル：中国製造業』(海南出版社、2001年)。

4 林 周二『物流革命』(華夏出版社、2001年)。

# 会社統治および資本市場の監督管理

## 中国・台湾・日本の企業法制の比較

### 目 次

#### 日本語版 はしがき

名古屋大学法学研究科 教授 浜田 道代

名古屋大学法学研究科 外国人特別研究員 虞 建新 i

#### はしがきに代えて シンポジウム開会挨拶

北京大学副総長 呉 志攀 vi

#### 第1章 中国における会社統治に関する法制度の位置付け 基調報告

中国政法大学 教授 江 平 1

#### 第2章 日本・台湾における会社法制の立法動向

##### 1 日本における会社法改正の動向

名古屋大学法学研究科 教授 浜田 道代 3

##### 2 台湾における会社統治法制の回顧と展望

台湾大学法学院 助教授 王 文宇 17

#### 第3章 日本における企業実務

##### 1 日本企業を取り巻く環境変化とコーポレート・ガバナンスの今後

日本経済同友会副代表幹事

花王株式会社経営諮問委員会特別顧問 渡邊 正太郎 47

##### 2 日本における監査役活動の実態と監査役協会

日本監査役協会前会長

トヨタ自動車株式会社常勤監査役 井上 輝一 53

## 第4章 中国企業のマクロ的環境

### 1 ブランド競争と企業統治

#### 企業統治の生態環境について

北京大学法学院 教授 吳 志攀 61

### 2 企業統治のグローバル化と経済体制移行国家の教訓

#### 中国企業統治問題との関連において

香港大学法学院 教授 張 憲初 79

## 第5章 中国における株主保護法制

### 1 株主平等原則について

華東政法学院 経済法学部 教授 顧 功耘

助教授 井 涛 121

### 2 株主権保護の法体系の構築について

中国社会科学院法学研究所 教授 劉 俊海 131

## 第6章 中国における独立取締役制度の導入

### 1 中国の独立取締役制度の導入とその際に留意すべき問題について

清華大学法学院 教授 朱 慈蘊 143

### 2 上場会社に関する独立取締役制度導入の評価について

中国人民大学法学院 教授 葉 林 161

### 3 中国の国情および独立取締役制度の改善に関する法理的思考

中国政法大学 教授 管 曉峰 165

## 第7章 日本・台湾における証券規制

### 1 日本における証券取引の管理監督

名古屋大学法学研究科 教授 小林 量 175

2 台湾における企業情報開示制度  
台湾の財務予測情報開示制度を中心に

台湾政治大学法学部 教授 林 国全 183

付録: シンポジウム・プログラム-- ..... 209

## 第1章

# 中国における会社統治に関する法制度の位置付け

## 中国における企業統治に関する法制度の位置付け 基調報告

中国政法大学 教授 江 平

名古屋大学法学研究科 外国人特別研究員 虞 建新(訳)

私の発言は、シンポジウムの「基調」を明らかにするというほどのものではない。これから展開されるシンポジウムにおける議論には、いかなる「基調」もない方がよいからである。私はここでは、中国の「会社法」の実施過程における問題について、3点ほど取り上げたいと思う。

第一は、中国会社法の企業統治に関する規定のうち、どの規定を強行規定として位置付け、どの規定を任意規定に位置付けるべきかである。中国会社法の立法趣旨からして、会社法に関する規定は強行規定であるべきことが強調されている。しかし私は、企業統治に関する規定については、より多くの任意規定を置いた方がよいと考えている。

中国会社法の企業統治に関する規定は、以下の3点に限って強行規定であるべきである。すなわち、会社の意思決定機関、法定代表者および意思決定機関の権限である。これらは任意規定とするべきではない。これに対し、株主や取締役会の意思自治の権限を拡大するという観点から、CEOを設置するか否か、取締役会の構成員を何人にするか、議決の手順をどのようにするか、といったことに関する規定は、任意規定であったほうがよいと考える。

第二は、監督機関の位置付けについてである。中国の会社法は取締役会中心主義を取っており、取締役会に多くの権限が与えられているがゆえに、会社の監督メカニズムをいかに強化するかはきわめて重要な問題である。

数年前に、私は王保樹先生とともに、日本の早稲田大学で開催された日中韓会社法のシンポジウムに参加した。皆さんが共に関心を寄せた課題の一つは、いかに会社の監督メカニズムを強化するかということであった。中国では、国有企業から株式会社への組織変更の過程において、多種多様な監督メカニズムが用いられてきた。企業の財務会計監査制度、監査特派員派遣制度、国有資産管理部門による監査役派遣制度、共産党委員会による監督制度および従業員代表大会による監督制度などである。

近時、独立取締役による監督制度の導入をめぐる議論が繰り広げられている。私は多元的な監督メカニズムを並存させるよりも、一元的な監督メカニズムの強化に力を入れた方がよいと考

える。会社法における現行の監査制度は、日本や台湾の会社法制から学んだものである。当面のところ、私は依然として法律および実務の側面から監査役会の権限を強化し、監査役会の監督メカニズムの増強に力を入れるべきであると主張したい。

第三は、会社の経営管理に関わる紛争への司法機関の介入についてである。中国では、かつて会社機関をめぐる紛争解決に対しては、行政による裁量的な手段を用いるのが一般的であった。しかし、行政機関の裁量権が弱まってきている今日においては、会社機関をめぐる紛争が生じた場合、司法機関の介入がなければ、機関運営が麻痺状態に陥ることになりがちである。

実務においてはこのような事態がすでに多発している。たとえば、株主総会招集権をめぐる、“北大方正集団株式会社”や“高新株式会社”に生じた紛争案件を、裁判所はすでに受理している。しかしこれは、司法機関による紛争解決の始まりに過ぎない。ほかに、国際仲裁委員会による仲裁を通じて、紛争解決を図るという場合もある。中国法には、英米法のように、裁判所が差止命令を発令するというインジャンクション（injunction）の制度がない。

最近、興味深い判例を見つけた。ある英属の島で、株主間に紛争が起きて、会社運営が困難な状態に陥った。裁判所は、管財人を指名し、その人に会社業務管理を任せるという判決を言い渡した。わが国において裁判所がこのような命令を下す制度を導入した場合には、中国にある既存の外国単独出資企業の資産所有権の帰属性も、裁判所からのこのような命令によって変更されるのであろうか。それとも、やはり会社の董事会が決議してはじめて変更されることになるのであろうか。いずれにせよ英米法には、非常に優れた管財人（receiver）の制度がある。すなわち、株主間の紛争が起きて会社経営が麻痺状態に陥った場合に、裁判所は、会社の蒙る損害を最小限にとどめるために、会社管財人を指定することができる。わが国もこのような制度を大いに参考にしつつ、司法機関による会社紛争への介入を強化するべきであろう。

以上要するに、今後中国会社法を改正する際には、企業統治に関する規定については、以下の3点が重要であり、ここに力を入れるべきである。すなわち、 任意的規定の割合を増加させ、一元的な監督メカニズムを強化し、そして 司法機関による会社管理への介入を強化することである。

## 第2章

### 日本・台湾における会社法制の立法動向



## 日本における会社法改正の動向

名古屋大学教授 浜田道代

### 目 次

- 一 はじめに
- 二 株式会社法制の変遷の軌跡
- 三 近年の会社法改正における主要な内容

#### 一 はじめに

日本の会社法は、現在、激しく変わりつつある。本報告では、大規模で公開的な株式会社の企業統治問題に重点を置きながら、日本における会社法改正の動向の一端をお伝えしたい。

はじめに、日本会社法の全般的な状況を見ておこう。

会社法の規定は、「商法」の第2編「会社」に含まれている。第2編は、会社の意義と種類、その他若干の通則を定めた（総則）後、3種類の会社（合名会社、合資会社、株式会社）の仕組みを規定し、外国会社について定め（外国会社）、かつ制裁規定を設けている（罰則）。有限会社に関しては、「有限会社法」が規定している。4種類ある会社形態のうち、全社員が無限責任を負う「合名会社」や、主要社員が無限責任を負う「合資会社」は、今日ではほとんど使われず、過去の会社形態となりつつある。これに対し、中小企業向けに設計された有限会社形態の利用は、数の上では最も多い。株式会社が約106万社であるのに対し、有限会社は約140万社である<sup>1</sup>。日本では、株式会社であっても実体は同族的な中小規模の企業が、数の上では圧倒的である。そのため、「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律（商法特例法）」は会社を大中小の規模別に区分し、大会社に関する特例と小会社に関する特例を規定している。大会社は「資本金5億円以上または負債総額200億円以上」の株式会社であり、その数はおよそ1万社程度であろう<sup>2</sup>。経済的に大きな機能を担っているのは、証券市場に上場されている大規模な株式会社であり、その数は約3500社である。これらの公開会社に関しては、1948年にアメリカ法に倣って制定された「証券取引法」もまた、重要な役割を果たしている。

## 二 株式会社法制の変遷の軌跡

### (一) 日本会社法制の出発点

日本では、1868年の明治維新の前後から会社制度が移植されるようになり、急速に根付いていった。しかしそれを支える法的基盤は、長らく脆弱なままであった<sup>3</sup>。一般的な会社法は、1890年公布の旧商法に始まる。これは、一人の学識あるドイツ人に起草してもらった草案を基礎に制定されたものであり、その内容は1861年ドイツ普通商法典など、当時のヨーロッパ大陸の会社法制から多くを学んだものであった<sup>4</sup>。旧商法に対しては、公布の直後から、国粹的な感情をもまじえた反対論が沸き起こった。そのため施行が延期され、改めて日本人起草者たちの手で、新商法が起草されることとなった。その間、旧商法も一部修正の上、1893年に施行された。新商法が公布され施行された時には、20世紀も目の前の1899年となっていた<sup>5</sup>。

このような経緯を経て制定されたのが、現行の商法である。制定当初の段階で、この新商法に盛り込まれていたのは、基本的にはやはり、ドイツ法系ないしヨーロッパ大陸法系に属する会社法制であった。

株主総会は、最高、かつ何でも決議しうる万能の機関とされた。株主総会で、3人以上の取締役を選任する。会社の業務執行は取締役の過半数で決するが、しかし各人が会社代表権を有するものとされた。他方、株主総会で選任された監査役が、会社財産および取締役の業務執行を監査する。監査役は取締役や支配人を兼任できない。株式はすべて額面株式で、その金額は均一とされ、額面と株式数の乗数が資本金である。会社債権者等を保護するために、資本の充実・維持が厳格に求められる。会社による自己株式の取得は、禁止される。資本の総額と一株の金額は定款記載事項であるから、増資や減資は定款の変更を要し、したがって総会の特別決議を必要とする。減資の際には、債権者に異議を述べる機会も提供しなければならない(債権者保護手続)。

なお、旧商法が株式会社設立に免許主義を採用したのとは異なって、新商法は制定当初から設立準則主義を採用した。また、会社の合併を広く許容するという、当時の世界最先端の政策を当初から導入していたのも、新商法の特色に数えられよう。

### (二) 20世紀前半の改正

新商法が定める株式会社法制は、当時としては相当に整備された内容を有しており、その後の日本経済の発展に大いに役立った。もっとも、1907年に始まる不況期に目立つようになった不備

を補うべく、1911年には、取締役や発起人の責任に関する規定を整備する等の改正が行われた<sup>6</sup>。また、1927年に日本を襲った深刻な金融恐慌や、さらには1929年に始まる世界恐慌が日本に及ぼした打撃に日本社会が喘ぐ中で、会社法の改正が目論まれることとなり、その努力が1938年改正として結実した。しかし、改正の内容は、厳しい経済社会状況を背景としていたにしては、自由主義的、個人主義的な立場を離れるものではなく、株主総会中心主義を捨て去るものでもなかった<sup>7</sup>。なお、有限会社法は、この時点で制定された。

### (三) 戦後の再出発

日本の株式会社法制が大きく変わったのは、第二次世界大戦後である。アメリカの占領下で、大規模な戦後改革が進められた。会社法にあっても、ヨーロッパ大陸的な土台に、アメリカ法的な要素が接ぎ木された。まず1948年に、それ以前は株金分割払込制度が許容されていたのが、全額払込制に切り替えられた<sup>8</sup>。次いで、1950年に、大改正が行われた<sup>9</sup>。授權資本制度が採用されたこと、取締役会制度が導入されたこと、株主の権利が種々の点で強化されたことの3点が、とりわけ重要であった。

すなわち、第一に、取締役会制度が導入され、取締役会において取締役の中から代表取締役に選任された者だけが、会社代表権を有するものとされた。取締役会は、会社の業務執行を決し、取締役の職務の執行を監督する。となれば、従来のような、取締役の業務執行を監査する監査役は不要であろうと考えられた結果、監査役は会計監査のみを担当することになった。

第二に、授權資本制度が採用され、資金調達の便宜が図られた。定款で授權された発行枠内であれば、原則として取締役会の決定により新株を発行しうる。定款で取締役会に授權しうる新株発行枠は、発行済株式数の4倍までである。この改正は、取締役会に大きな権限を授權することを認めるものであり、大規模公開会社の株式発行市場のあり方に、次第に大きな影響を及ぼすようになった。

第三に、株主の権利が種々の点で強化された。株主総会とはいえば、商法と定款に定める事項に権限が限られることとなり、最高機関ではあっても万能ではなくなった。しかし、個々の株主には、代表訴訟の提訴権や違法行為差止権が認められた。株主の帳簿閲覧権も強化された。合併などの基本的変更をなす決議に関しては、反対する株主に、自己の持株を、決議がなされなかったならば有したであろう公正な価格で会社に買い取ってもらえるという、株式買取請求権が認められた。株式の自由譲渡性も徹底された。

#### (四) 20世紀後半の変遷の経緯

1950年改正の後は、それに伴って生じた混乱やきしみを解決したり、足りなかった部分を補充したりする部分的な改正が、1955年、1962年、1966年と、相次いで行われた<sup>10</sup>。

戦後の高度成長時代を迎えて、順風満帆に見えたのもつかの間、1960年代の後半になると、企業の大型倒産が続き、粉飾決算の弊害などが露呈した。その反省に立って、機関構成のあり方につき再検討が行われた。その結果、大規模な株式会社に関しては監査役による監査体制を強化するという方針の下に登場したのが、1974年制定の商法特例法である<sup>11</sup>。大会社と中会社の監査役は再び、業務監査をも担うこととなり、そのための調査権限等が強化された。さらに、証券取引法に基づき戦後導入された、専門職業的資格を有する会計士による監査制度が、商法上もこの時点で、大会社にのみ要請される「会計監査人」の制度として導入された。

さて、このようにしばらくの間、部分的な改正ばかりが重ねられてきたところから、株式会社法についてそろそろ根本的な再検討を加え、全面的改正を行うべきとの考えが強くなった。そこで、会社法全般にわたって計画的に審議が行われた成果が、1981年改正と1990年改正である<sup>12</sup>。1981年には、総会運営の適正化を図り、書面投票制度を導入し、監査制度をいっそう充実する等々、多岐にわたる改正が行われた。1990年には、一人会社を設立段階から許容し、株式会社に最低資本金制度を導入する等の改正が行われた。

以上の改正によって、会社法改正は一段落したかに見えた。しかし、実際にはその後も、1993年、1994年、1997年（5月、6月、12月の3回）、1998年、1999年、2000年と、会社法の改正が、以前にも増す勢いで続けられることとなった。さらに2001年には、質量ともに重い改正が、6月・11月・12月と3回にわたって行われるという、空前の状況に立ち至った。そのうえ、次回改正の要綱案も、今年早々に取り纏められており、近々この商法改正法案が国会を通ることが期待されている。

以下本報告では、これら近年の改正の主要な内容を、とりわけ2001年に行われた3回の改正と次回改正の要綱案に焦点をあてつつ、分野別に見ていくことにしよう。

### 三 近年の会社法改正における主要な内容

#### (一) 会社組織再編法制の整備

近年の一連の改正によって、会社の組織再編を円滑に行うための法的基盤整備が、精力的に進められた。

前述のように現行商法は、制定当初から合併制度を盛り込んでいたところ、これを現代化するための大幅な改正が、1997年6月に行われた（商法409条～416条。以下本稿において条文だけを示す場合は商法を指す）<sup>13</sup>。

次いで、株式交換や株式移転の制度が、1999年改正により創設された（352条～372条）創設された（352条～372条）。これらの制度は、合併による規模拡大よりも、持株会社や親子会社関係を通じて企業集団を編成した方が適合的な事態に柔軟に対応できるように、完全親子会社関係を、合併に準じる手続により創設することを認めるものである<sup>14</sup>。

さらに、2000年改正により、会社分割制度が創設された（373条～374条ノ31）。これは、合併とは逆に、会社事業を分割して複数の会社に包括承継させるための手続である。<sup>15</sup>

以上の一連の改正により、日本の会社は企業再編を、関係者の利害を比較的合理的に調整しながら、機動的弾力的に推進できるようになった。現在ではこれらの制度が、長期不況からの脱出を図るために大いに活用されている。

## （二）会社関係書類の電子化・電子投票・計算書類のインターネット公開

2001年11月の改正により、会社が作成すべき書類や、書面による通知、請求などを電子化しうるものとするための措置が、盛り込まれた（204条ノ2・224条・232条・263条等多数）<sup>16</sup>。一見技術的な改正ではあるが、将来大きな変化をもたらす可能性を秘めている。とりわけ、株主が総会での議決権行使を電子投票でなしうることを、取締役会決議で認めうるものとした改正は（239条ノ2・239条ノ3）、利用の工夫如何によっては、会社と株主間の関係の有りに大きな影響を与える。さらに、株式会社は貸借対照表などの計算書類を、定時総会後に新聞紙や官報で公開しなければならないとされているが、これについても、会社のホームページ等を利用してよいことになった（283条）。情報通信革命の進展を積極的に生かしながら会社経営を進めるべく、これらの改正が積極的に活用されることを期待したい。

## （三）株式制度・資本制度に関する規制緩和

株式制度や資本制度に関する規制緩和が、近時の改正により大きく進められた<sup>17</sup>。

額面株式制度は、額面を大幅に上回る市場価格での新株発行が一般的になったことや、1950年改正により無額面株式制度が並行的に導入されたことに伴って、その意義がいよいよ薄まってきていたところ、ついに2001年6月の改正によって完全に廃棄されるに至り、無額面株式制度への一本化が実現した。株式分割や株式併合の規定も、簡明になった（214条～220条ノ6）。株式の単位

が大きくなりすぎた場合は、取締役会の決議で株式分割をなしうる。小さくなりすぎた場合は、株主総会の特別決議で株式併合をなしうる。端株制度に関しても、自由化・合理化が進められた。また、一定数の株式をまとめて有しない限り議決権が認められないという、単元株の制度を採用することも選択できる(221条)。現在では、市場の状況、資金調達の便宜、株主管理費用等を勘案しつつ、株式の単位としての大きさを常時適切に保つのは、それぞれの会社の自由であり、責任である。法は、干渉しない。

資本金は、株式発行価額の総額であるのが原則であるが、発行価額の2分の1までは資本準備金とすることができ(284条ノ2・288条ノ2)、通常はこれが限度いっぱい活用されている。資本準備金と利益準備金からなる法定準備金も、配当が許されない(290条)。しかし2001年6月の改正により、資本金の4分の1相当額を控除した額を限度に、法定準備金を株主総会の普通決議により減少し(289条。なお、288条も改正)、配当可能限度額を増やすことが認められた。ただし、債権者保護手続が必要とされる。株主総会の特別決議と、債権者保護手続を経れば、資本減少も可能であり(375条・376条)、これによって配当可能限度額を増やすこともできる(旧288条ノ2第1項4号の削除)。これらの改正の結果、会社は、十分な収益を上げられない余剰資金を株主に返却して株主資本利益率を高めることが、容易になった。日本会社法は現在では、資金調達の便宜だけでなく、資金返却の便宜をも図るものとなっている。

さて、2001年6月の改正により、自己株式取得規制が、原則許容の立場に変更された(金庫株の解禁)<sup>18</sup>。前述のように、現行商法は制定当初、会社による自己株式の取得を禁止していた。1938年改正はこの禁止原則に僅かな例外を認めるに至り、その後の改正は例外を次第に広げていった。1994年改正は、例外を大幅に広げた<sup>19</sup>。しかし、弊害防止のための手当てが満載された結果、関連の規定は複雑化した。2001年6月の改正は、その合理化・簡明化を進めた。改正法によれば(210条)、会社は、配当可能限度額の範囲内で、1年内に買受け可能な自己株式の枠を、定時総会の決議により定めておくことができ、その範囲内であれば目的の如何を問わず、自己株式を買受けすることが許される。ただし、株主に持株を会社に売り渡す機会を均等に保障するために、会社による自己株式の買受けは市場で行うか、あるいは株式公開買付けの方法によらなければならない、とされた。特定の株主から相対取引で買受けすることもできるが、その場合は株主総会の特別決議が必要であり、かつ他の株主にも持株を会社に売り渡す均等な機会を提供しなければならない。会社は自己株式を買受けることによって、余剰資金を株主に返却しつつ、社外に出回る株式の数を減らすことができる。買受けした自己株式は、取締役会の決議により消却してもよい(212条)、そのまま会社が保有してもよい。ただし、自己保有株式は議決権もなければ(241条)、配

当も受けられず(293条)、会社資産として計上されることもない(計算書類規則34条4項参照)。自己保有株式を処分する際には、新株発行に準じる規制に従う(211条)。自己保有株式は、合併や株式交換、会社分割の際に新株発行に代えて移転するという形で、企業再編時に生かすこともできる(409条ノ2・356条・374条ノ19)。

2001年11月の改正により、ストック・オプションやワラントが、新株予約権という一般的な概念で統一的に規制されることになった(280条ノ19~280条ノ39、341条ノ2~341条ノ5)。ストック・オプション制度は、取締役や使用人に対する業績連動型の報酬の一形態として、その導入が経済界からかねてより要望されていたところ、議員立法という、日本の商法改正にとっては初めての方法によって、1997年5月にそれが急遽導入された<sup>20</sup>。しかもその後、1998年、2000年と、それに修正が加えられた。このように、必要性が叫ばれる都度、慌ただしく立法が重ねられてきた結果、規定が複雑になり、調和を欠く部分もあるという事態に陥っていた。そこで、新株引受権付社債(ワラント債)に関する規定等も含めて、規定の整理が行われ、かつその利用可能性が大幅に上げられた。

その他、2001年11月の改正によって、種類株式制度に関しても大幅な規制緩和が行われ、無議決権株式や議決権制限株式の利用可能性が上げられた(222条)。たとえばトラッキング・ストックの設計も容易になった。また、次回の改正により<sup>21</sup>、株式譲渡制限会社に関してのみであるが、取締役および監査役の選任・解任について内容の異なる種類株式を発行することも認められようとしている(要綱第一)。

#### (四) 取締役・監査役の責任の追及・責任の軽減

規制緩和が進められ、経営者の権限がますます拡大されるのに伴って、経営者の法的責任を事後的に問うべき場合も、ますます増大しがちとなる。前述のように日本では、1950年改正により、株主代表訴訟制度が導入された。しかしそれは、その後長らく、利用も濫用もあまりなされない状況が続いた。ところが、1993年の改正により<sup>22</sup>、株主代表訴訟を提起する際の手数料が、訴額の如何を問わず一律8200円とされると、折しも、バブル崩壊によって会社の不祥事が露呈してきた時期と重なったこともあり、代表訴訟は一転、大いに活用されるようになった。現実にも幾つかの著名な判決が下されている。とりわけ、取締役が賄賂を贈ったり、総会屋に利益を供与したりした事件の場合は、被告取締役に厳しい損害賠償責任が認められているか、あるいは厳しい責任を認める内容の和解でもって解決をみている。なお、いわゆる総会屋と呼ばれる特定の株主などに、会社が隠れて利益を供与するという、悪質な利益供与事件が相次いで発覚したことを受け

て、1997年12月には利益供与に関する罰則を強化する改正も行われた。

今日、日本の会社法において、株主代表訴訟により取締役の民事責任が追及されやすくなっていることは、取締役の違法行為を牽制するうえで、大きな役割を果たしている。しかし他方では、取締役たちは、業務執行に際しての僅かな不注意により、一生かかっても払いきれないほど高額な賠償責任を負わされるかもしれない、という不安に怯えなければならないことが懸念されるようになった。そこで、2001年12月には、取締役や監査役の責任が軽過失に基づく場合に限り、一定範囲での責任軽減を可能とする改正が、これまた議員立法によって行われた(266条7号~23号の追加)<sup>23</sup>。

これによれば、責任軽減の限度額は、代表取締役は報酬等の6年分まで、取締役は4年分まで、社外取締役と監査役は2年分までである。軽減の方法は、3種類定められた。一つは、株主総会の特別決議に基づくものである。取締役は、監査役全員の合意を得て、責任の一部免除の議案を株主総会に提出する。第二は、責任の一部免除を取締役会決議でなしうる旨を、定款で規定しておくものである。この場合には、定款変更の際にも、取締役会の決議の際にも、監査役全員の同意を得なければならない。取締役会が責任免除を決議した場合は、遅滞なく株主に事後報告し、異議を述べる機会を与えなければならない。議決権の3%以上を有する株主が異議を述べれば、免除の効果は生じない。第三の方法は、定款の定めに基づき、社外取締役との間で、責任を限定する契約を事前に締結するものである。定款変更の際には監査役全員の同意を得なければならないが、株主総会における事後報告も必要とされるが、この場合は報告だけでよい。社外取締役への人材調達を容易にするために、格別な配慮がなされているのである。なお、社外取締役であることは、登記事項である(188条2項7号ノ2)。社外取締役の定義は、「非業務執行取締役であって、過去にその会社または子会社の業務執行取締役または支配人その他の使用人となったことがなく、かつ現に子会社の業務執行取締役またはその会社もしくは子会社の支配人その他の使用人ではない者」とされる。

2001年12月の改正は、代表訴訟制度に関しても、部分的な修正を施している(267条~268条)。とりわけ、訴訟上の和解による取締役の責任の免除について規定を整備した点が、有意義であるといえよう。

#### (五) 監査役制度の改革・取締役会制度の改革

2001年12月の改正は、監査役制度に関しても、いっそうの充実を図った。

前述のように1974年改正により、日本の会社法が監査役による監査体制を強化する道を採用し



て以来、日本では会社不祥事が大きな社会問題となる度に、とりわけ大会社につき、監査役制度のいっそうの強化が重ねられてきた。1981年改正は、大会社では監査役は2名以上でなければならず、互選で常勤の監査役を定めなければならないとした。同改正はまた、監査役の権限と責任を一段と大きくした。監査役の報酬と費用を確保するための規定も設けた。1993年改正は、監査役の任期を2年から3年に延長した。大会社に関しては、監査役は3人以上で、そのうち1人以上は、いわゆる社外監査役（その就任の前5年間は、会社またはその子会社の取締役または支配人その他の使用人でなかった者）でなければならないとした。また、監査役全員で監査役会を組織するものとし、監査役会の権限や運営に関する規定を設けた。

このように、日本では監査役制度が度々強化されてきたにも拘わらず、なお大きな問題が残されていた。すなわち、誰が監査役を選ぶのか、という問題である。法律上は監査役は、株主総会で選任されることとなっている（280条、254条）。しかし、大規模な公開会社の株主総会は、事実上は、会社提案を承認するだけであることがほとんどであるから、会社提案の具体的な内容を決定する権限が誰にあるかが重要となる。株主総会の招集権限は、原則として取締役会にある（231条）。これを根拠に、監査役選任議案の決定も、取締役会の権限であると解されてきた。後述のように、取締役会の実権は代表取締役が掌握している。その結果、監査役に監査されるべき代表取締役が、監査役の候補者を指名するのが、実態となってしまった。

2001年12月の議員立法による改正は、この問題に照準を合わせた点で、大きな意義がある。改正法によれば（商法特例法18条3項）、大会社において取締役が株主総会へ監査役選任の議案を提出する際には、監査役会の同意を得なければならない。監査役会の決議により、監査役選任議案の提出を取締役に求めることもできる。改正法はさらに、社外監査役の定義を厳格にするとともに<sup>24</sup>、監査役の半数以上が社外監査役でなければならないとした（商法特例法18条1項）。ただしこの点に関しては、施行が3年間猶予されている（附則1条）。改正法はまた、大中小会社のいずれに関しても、監査役の任期を4年とした（273条）。その他、監査役の取締役会への出席を義務化し、必要があると認めるときは意見を述べなければならない、とした（260条ノ3）。監査役の辞任に関する意見陳述権についても、新たな規定を設けた（275条ノ3ノ2）。

ところで、日本では現在、会社統治の実効性を高める方策が、もう一つ用意されようとしている。次回の会社法改正は、取締役会制度の改革の方に照準を合わせている。

株式会社法上、取締役会は「会社の業務執行を決し、取締役の職務の執行を監督する」と規定されている（260条）。しかし日本では、ほとんどすべての大規模公開会社において、取締役会は会社の業務執行担当者たちによって構成されている。そのため、取締役会の実権は、業務執行の

指揮命令権を有する代表取締役が、事実上掌握している。したがって、取締役会が代表取締役の業務執行を監督することは、構造的に難しくなっている。会社統治の実効性を高めるうえで、最大の問題はここにある。そうである以上、取締役会制度の改革が目指すべき方向は、執行と監督の機能分離である。

改正案によれば（要綱第十一）、大会社は、定款で定めることにより、「委員会等設置会社」になることを選択できる（その旨は登記される）。これを選択すると、会社は、「指名委員会」、「監査委員会」、「報酬委員会」の三つの委員会、および「執行役」を置かなければならない。委員会等設置会社では、業務執行は執行役が担当する。取締役は業務執行を担当できない（もっとも、取締役と執行役の兼任は可能である）。会社代表権を有するのは、代表執行役である。監査役は置かれない。代表執行役やその他の執行役の選任・解任は、取締役会の決議による。委員会等設置会社の取締役会は、会社業務を大幅に、執行役の決定に委ねることができる。取締役会は、監督機能の方を十分に果たすことが期待されているのである。

三つの委員会は、それぞれ取締役3人以上で組織され、かつその過半数は、社外取締役でなければならない。監査委員会を組織する取締役に關しては「当該会社もしくは子会社の執行役・支配人・その他の使用人、または子会社の業務執行取締役であってはならない」という制約も課される。委員会の編成は、取締役会の決議による。各委員会には、それぞれ固有の任務がある。指名委員会は、株主総会に提出する取締役の選任・解任議案の内容を決定する。監査委員会は、取締役・執行役の職務執行を監査する。監査のための権限も、通常の大会社における監査役の権限に比較的近い形で規定されることとなっている。監査委員会は、会計監査人の選任・解任・不再任の議案の内容も決定する。報酬委員会は、取締役・執行役が受ける個人別の報酬内容を決定する。

委員会等設置会社にあつては、会計監査人および監査委員会による監査の結果、適正であるとの意見が得られれば、利益処分や損失処理をも、取締役会の決議のみで行いうる。委員会等設置会社の株主総会は、取締役の報酬を決定する権限もない。もっとも、一般の会社の取締役の任期が2年以内とされるのに対し、委員会等設置会社の場合は、取締役も執行役も、任期は1年とされる。再任は可能であるが、定時総会において毎年、株主からの信任が確認されなければならない。委員会等設置会社においては、取締役・執行役の法的責任は、いくらか軽減される。

以上に述べたところから明らかなように、委員会等設置会社の機関構造は、アメリカにおいて20世紀最後の4半世紀に発展を遂げた会社統治の構造を、相当に意識したものとなっている。もっともアメリカでは、会社統治構造の改革は、会社法改正によって推進されたわけではない。アメリカの改革を猛追したイギリスの改革にあつても、証券取引所の上場基準等の自主規制が大きな

役割を果たしている。これに対し日本は、会社法の改正により、新たな選択肢を提示することによって、会社統治の実効性を高める改革に弾みをつけようとしている。もっとも、法改正によって取締役会改革を強制するのではなく、選択肢を提供するに止めることによって、各会社内の自主的改革を尊重する姿勢を採ろうとしている。

次回に予定されているこの商法改正が実現したとして、実際にどの程度の割合の公開会社が委員会等設置会社を選択することになるであろうか、関心の持たれるところである。これを選択した会社が成果を上げ、市場で評価されることによって、追随する会社が増えていくことが期待される。他方、委員会等設置会社になることを選択しない会社であっても、大会社はすべて、2001年12月の改正によっていっそう強化された監査役規定の適用を受ける。3年後からは、社外監査役が半数以上であることも、求められる。監査役制度をいっそう強化しつつ、取締役会改革を独自の工夫により進めることによって、会社統治の実効性を高めようとする会社が増えていくこともまた、期待されることである。

---

<sup>1</sup> 国税庁のホームページに掲載された、2000年分の会社形態別法人数のデータによる。なお、デイリー六法2002年版、付録図1、組織別法人数の推移（1903年～1999年）参照

<sup>2</sup> 国税庁企画課「税務統計からみた法人企業の実態」（1999年分）161頁（2000年）によれば、資本金5億円以上の株式会社は9087社である。

<sup>3</sup> この時期の状況につき、浜田道代「『会社』との出会い」浜田道代編『日本会社立法の歴史的展開』（北澤正啓先生古稀祝賀論文集）（商事法務研究会、1999年）2頁～42頁、参照。

<sup>4</sup> 旧商法に関しては、伊藤紀彦「近代的会社法の出発」北澤先生古稀祝賀・注（3）前掲46頁～76頁、参照。

<sup>5</sup> 新商法制定の経緯等に関しては、今井潔・浅木慎一「法典論争と国産会社法の成立」北澤先生古稀祝賀・注（3）前掲79頁～122頁、参照。

<sup>6</sup> 1911年改正に関しては、藤井信秀「日露戦争後の経済発展への対応」北澤先生古稀祝賀・注（3）前掲125頁～150頁、参照。

<sup>7</sup> 1938年改正に関しては、浅木慎一「大正パブルの崩壊と経済的矛盾の露呈」北澤先生古稀祝賀・注（3）前掲152頁～200頁、参照。

- 
- <sup>8</sup> 1948年改正に関しては、池野千白「戦後会社法への第一歩」北澤先生古稀祝賀・注(3)前掲206頁～216頁、参照。
- <sup>9</sup> 1950年改正に関しては、中東正文「GHQ相手の健闘の成果」北澤先生古稀祝賀・注(3)前掲218頁～287頁、参照。
- <sup>10</sup> これらの改正に関しては、浜田道代「新株引受権騒動への緊急対策」、森光雄「高度経済成長と計算規定の近代化」、戸川成弘「高度経済成長と開放経済体制への移行」北澤先生古稀祝賀・注(3)前掲292頁～361頁、参照。
- <sup>11</sup> 1974年改正に関しては、上田純子「日本的機関構成への決断」北澤先生古稀祝賀・注(3)前掲369頁～412頁、参照。
- <sup>12</sup> これらの改正に関しては、北澤正啓「会社法根本改正の計画とその一部実現」、同「大小会社区分立法の計画とその一部実現等」北澤先生古稀祝賀・注(3)前掲426頁～508頁、参照。
- <sup>13</sup> 1997年6月の改正に関しては、菊池洋一「平成九年改正商法の解説(～)」商事法務1462号2頁、1463号7頁、1464号20頁、1465号42頁(1997年)、参照。
- <sup>14</sup> 1999年改正に関しては、原田晃治「株式交換等に係る平成十一年改正商法の解説(上・中・下)」商事法務1536号4頁、1537号4頁、1538号4頁(1999年)、参照。
- <sup>15</sup> 2000年改正に関しては、原田晃治「会社分割法制の創設について(上・中・下)」商事法務1563号4頁、1565号4頁、1566号4頁(2000年)、参照。
- <sup>16</sup> 2001年11月の改正に関しては、前田庸「商法等の一部を改正する法律案要綱の解説(上・下)」商事法務1606号4頁、1607号67頁(2001年)、参照。新旧対照条文は、商事法務1608号12頁以下に掲載されている。
- <sup>17</sup> 2001年6月改正に関しては、原田晃治＝泰田啓太＝郡谷大輔「自己株式の取得規制等の見直しに係る改正商法の解説(上・中・下)」商事法務1607号4頁、1608号89頁、1頁、1609号4頁(2001年)、参照。
- <sup>18</sup> 2001年6月の自己株式取得規制の改正につき基本的な論点を検討するものとして、藤田友敬「自己株式取得と会社法(上・下)」商事法務1615号4頁、1616号4頁(2001年)。
- <sup>19</sup> 1994年改正に関しては、北澤正啓「自己株式取得規制の緩和」北澤先生古稀祝賀・注(3)前掲525頁～535頁、参照。
- <sup>20</sup> 1997年5月の改正に関しては、北澤正啓「合併法制の整備、ストック・オプションの導入等、および罰則の強化」北澤先生古稀祝賀・注(3)前掲551頁～557頁、参照。
- <sup>21</sup> 次回に予定されている商法改正の法律案要綱に関しては、前田庸「商法等の一部を改正する法律案

---

要綱の解説」商事法務 1621 号 4 頁、1622 号 4 頁（なお、以下の号にも続く予定）（2002 年）、参照。

<sup>22</sup> 1993 年改正に関しては、北澤正啓「日米構造問題協議関連の改正と社債法の全面改正」北澤先生古稀祝賀・注（3）前掲 510 頁～523 頁、参照。

<sup>23</sup> 2001 年 12 月の改正の新旧対照条文は、商事法務 1614 号 5 頁以下に掲載されている。

<sup>24</sup> 改正前は、前述のように、就任前 5 年間のみ会社関係者ではなかったことが求められていたのに対し、改正法は「5 年間」の限定を取り払った。

## 台湾における企業統治法制の回顧と展望

台湾大学法学部 助教授 王 文字

名古屋大学法学研究科 博士課程 劉 星（訳）

### 目 次

- 一 序文
- 二 台湾の企業統治法制の歩み
- 三 大型企業における法制変革
- 四 公営事業法制の再建
- 五 中小企業法制の更生
- 六 企業の特性に適応できる商事法制の発展----結論に代えて

### 一 序文

良い企業法制とは何か、簡単にいえば、企業の投資家の利益を最大化させることができる<sup>1</sup>法制である。このような制度の樹立は、その国の経済情勢、産業の特性、歴史的な要素および比較利益を考慮しながら決定しなければならない。これを基準にして台湾の現行企業法制を考察すれば、改正すべき部分は多く存在する。その主な原因は、台湾の会社法などの企業関連法制は、おおよそ外国法、とりわけ先進諸国の会社法制をそのまま受け継いだため、齟齬を生じているからである<sup>2</sup>。本論文は、法学論述の一般的概念的なパターンを超えて、実証的な観点からテーマ提起方式により台湾の企業統治法制の過去、現在および未来について検討を加えたい。

いわゆる「企業統治」(corporate governance)は、「管理」と「監督」という二つの側面を含んでいる。「管理」の側面は、企業が自治方式を通して業務を統括することである。例えば、株主総会が最高意思決定機構として設置され、取締役を選任する。「監督」の側面は、適当な監督メカニズムを取り入れて会社の業務を監督することである。例えば、取締役会が設置され、企業の業務執行を監督する。それと共に取締役の権限濫用を防ぐために、取締役の義務または責任が決められる。この二つの側面から考えると、企業統治は「企業の管理と監督」と訳するのが妥当といえよう。また外国では、「企業統治」(corporate governance)を「法律、規範および企業の経営

を融合し、企業の資金と人力資源の獲得を協力することによって、株主の富を増加させる」ことであると解釈している学者もいる。このような解釈も参考になるところがある。いずれにせよ、会社法の立法目的から見れば、会社組織の利点を発揮し、その弊害を防止するために、コーポレート・ガバナンスと関連のある制度およびメカニズムをどのように設定するかが、会社法制における最も重要なテーマとなっている<sup>3</sup>。

本論文は、大型企業法制の变革、公営事業法制の再建、中小企業法制の更生という三つの側面から検討を進める。なぜならば、この三つの側面は台湾経済発展の異なった段階を代表しているからである。政府が大陸から台湾に移った後、資本主義的な経済が次第に根を張ってきた。大型企業が経済のグローバル化の競争に直面して規模の経済を追求することは、台湾の産業発展の必然的な趨勢となっている。しかし、台湾では企業規模こそ大型化されたが、会社の一般公開はそれほど進んでいない。このような状況の下で、企業法制は主管機構の怠慢により、本来適時に行うべき企業法制の制度設計が進められず、そのことが台湾の経済発展にも影響を及ぼしてきた。したがって本論文は、まず大型企業に焦点を当てて、法制度上特に規範化すべきいくつかの重要テーマについて検討したい。

次に、公営事業は台湾の経済発展の歴史と民生消費において重要な段階的な役割を果たしてきた。しかし、経営の効率性と柔軟性の側面からみれば、公営事業の民営化が、台湾の経済発展の転換期における重要な課題となっている。公営事業の存続の位置付け、民営化後の対応措置、民営化が進められた後に政府によって保有されている一部の公有株（官株）代表問題などに関連して、公営事業が国家財政の負担になってしまう事態をいかに避け、民営化事業が財団化されてしまうことをいかに防止し、民営化の形骸化をいかに阻止するかが、法制において取り組む重要な課題である。これらの問題に取り組むために適切な対応措置を講じなければならない。

一方、中小企業は、従来から台湾経済発展の駆動力であるといわれており、産業の高度化が進んでいるプロセスにおいて柔軟な組織の特徴を発揮し、顕著な成長ぶりを見せてきた。しかし、現在の資本集約および技術集約が重要視されている産業政策の下で、知的経済が標榜されるようになり、大型企業の情報処理能力が高められてきた結果、中小企業の生存空間は幾分圧縮されてきてしまった。昔のような労働コスト、土地コストの優越性がなくなってきている今日において、中小企業はいかにすれば更なる発展を遂げ、台湾経済の柱になりうるか。この問題につき、筆者は、企業法制の視点から、台湾の会社法制が従来中小企業を無視している状況を指摘し、中小企業を企業法制の軌道に乗せて中小企業の持続的な発展を図るために、中小企業の管理監督に必要な法整備を構築すべきことについて、自分なりの提案をしたい。

## 二 台湾の企業統治法制の歩み

2001年に、台湾の会社法は史上最も大幅な改正が行われた。今回の改正では会社により広い自治の空間が与えられ、会社経営の弾力性が高められた。同時に、規制緩和により弊害が発生する可能性を回避するために、会社の内部監督を強化するための制度が設けられた。主な内容は以下の通りである。

### (一) 取締役と取締役会

#### (1) 企業の所有と経営の分離への適応

会社法(旧法)192条の「取締役は株主総会において行為能力を有する株主から選任される」という文言中の「株主」が、「人」に改正された。この改正は、企業の所有と経営を分離するという国際的な趨勢に適合するものである<sup>4</sup>。

#### (2) 株主による取締役の選任・任命方式

新法198条は、株主による取締役の選任・任命方式について「会社の定款に別段の定めがある場合を除き」という文言が追加された。これにより、会社は旧法が規定していた累積投票制度を採らなくてもよいことになった。また、取締役会が会社の経営を監督できるように、「外部」または「独立取締役」の選任方式について定款で特別な規定を設けうることになった。

#### (3) 取締役会の権限の拡大

新法202条は、「会社の業務執行は、本法または定款により株主総会において決議されるべき事項を除いて、すべては取締役会が決議しなければならない」と規定する。これは、旧法における「してもよい」から「しなければならない」に改正したものであり、株主総会と取締役会との職務権限を明確にさせ、取締役の権限を大幅に増大させた。

#### (4) 取締役の行為準則

第23条に新たな1項が追加された。すなわち、会社の責任者(取締役を含む)は、忠実に業務執行に当たるとともに、善良な管理者の注意義務を負わなければならない、その義務を違反して会社に損害をもたらしたときは賠償責任を負わなければならない。この規定によって、立法上、取締役の忠実義務と善管注意義務が確立された。

#### (5) 取締役解任要件の引き上げ

新法199条に2項から4項までが追加され、取締役解任の要件が旧法の普通決議から特別決議に改正された。



## (6) 株主訴訟提起要件の緩和

新法200条は、株主が取締役などの解任を訴える要件について、従来の「継続して1年以上3%保有」を「3%保有」へと改正した。第214条は、監査役が会社のために取締役に対して訴訟を提起するように株主が請求するための要件について、「継続して1年以上5%保有」から「継続して1年以上3%保有」へと改正した。しかし、今回の改正では、日米のような「単独株主による訴訟提起の権利」を導入するには至らなかった。この意味では、今後の検討課題として残されている。

## (二) 監査役

今回の改正は規制緩和により企業経営改革を促進することが目的の一つとなっている。しかし規制緩和の一方で、監査役の監督機能および権限を強化することも改正のポイントとなっている。その詳細は以下の通りである<sup>5</sup>。

### (1) 監査役株主要件の撤廃

第216条1項の改正により、旧法が定めていた、監査役は株主でなければならないという要件が外された。今回の改正は、監査役が専門家として独立して客観的、かつ公正に監督機能を発揮することを重視した。

### (2) 監査情報の取得

新法218条1項の改正は、監査役の監督権限を強化するために、監査役が経営者に対して報告の提出を求めることができるという内容を追加した。

### (3) 監督権限の強化

旧法では、取締役会には取締役しか関与できず、監査役が取締役会に出席して意見を述べる権利は規定されていない。旧法における監査役の権限は、財務報告書の監査(219条)、および違法行為の差し止め(218条)に限られていた。しかし、監査役は会社業務の監督機構であり、監査役はその権限を行使するために、会社の業務経営の実態を明確に把握することが必要である。監査役が取締役会へ出席する権利が賦与されれば、監査役が早期に取締役の不正行為を発見することも期待できる。

その他、上場会社および店頭上場会社の企業統治を強化するために、台湾の証券および先物管理委員会は2002年の初めに、台湾証券取引所と証券店頭取引売買センターの報告を査定し、上場(店頭上場)審査準則を改正した。今回の改正は、会社が新規上場する際の独立取締役および監査役に関する要件に重点を置いた。改正のポイントは以下の通りである。

独立取締役、独立監査役の人数: 取締役のうち、独立取締役が少なくとも2人以上必要であり、

監査役についても、独立監査役が少なくとも1人以上必要である。

独立取締役、独立監査役の資格要件について一定の標準が設けられた。例えば、商務、法律、財務または会社業務に関する5年以上の経験を持たなければならず、それぞれ少なくとも1人は会計または財務の専門家でなければならない。

経過措置：改正準則が適用される会社は、2002年度以降に上場（店頭上場）申請を行った会社であって、しかも関連規定による独立取締役ないし独立監査役がまだ選任されていない会社である。

独立取締役および独立監査役は、法律、財務または会計の専門知識を得るための研修を定期的に受けなければならない。

いずれにせよ、「取締役は会社経営が分からず、監査役は監査をしていない」という現象は、会社法の問題としてよく指摘される問題である。今回大幅な改正が行われたといっても、まだ多くの問題が残されており、今後の法改正による改善が期待される。例えば、政府や法人が大株主として、取締役および監査役の選任について指名派遣の権利を持っているため、選任された者が忠誠を尽くす対象は、会社ではなくて、法人の株主である。しかも今回の改正は、第27条を削除できなかったことに加えて、第192条において取締役が自然人でなければならないと規定できなかった。また、取締役と監査役の兼任を禁じるという行政院の原案も削除された。したがって、法人株主は数名の代理人を派遣して、同時に取締役と監査役として就任させうるため、監査の独立性が当然ながら損なわれかねない。その他、会社の経営体制を健全化するためには、独立取締役、独立監査役または従業員による経営への関与といった制度を導入すべきであるが<sup>6</sup>、新法227条が新法198条を準用する結果、会社は定款の規定により、累積投票制度による監査役の選任を排除しううようになった。したがって、この改正は、少数の株主が投票方式を通じて会社の経営機構および監査機構に入って行く機会をむしろ奪った。

企業の組織再編、融資、業務執行などの自由化が進むにつれて、監査役の機能と権限もその動きに対応して強化されるべきである。そうしなければ、弊害が生じる。取締役の権限拡大と同時に、それに対応した比較的重い責任を課して、はじめて規制緩和後の権限濫用を防ぎうる。今回の2001年改正が、台湾の会社法の伝統的な構造を大幅に変更し、会社自治を拡大したことは、会社の弾力性と経営効率を向上させるのに有利である。しかし、利害関係者との取引、法人取締役・監査役の弊害、会社法人格の否認などの問題は、課題として残されたままである。更なる法改正が期待される。

### 三 大型企業における法制変革

#### (一) グローバル競争による台湾企業の大型化の趨勢

会社法の主な機能としては、投資家の利益の最大化のほか、有限責任態様を軸とした会社経営に対する社会一般大衆の信頼性を確保する機能があげられる<sup>7</sup>。当面、不景気が続いている現状の下で、どのように危機を転機に転じさせるか、投資家の權益を保護しうる会社法制をいかに樹立し、会社の意思決定に対する監督および牽制をいかに強化するかといった問題は、大型企業を規律する会社法制の重要課題である。

具体的に言えば、会社投資利益の最大化という原則の下で、会社はいかに低いコストで資本市場から資本を獲得するか<sup>8</sup>。経営段階における投資の有効性について、大株主はどのように監督・管理するか。そして少数株主はいかに大株主や取締役の自己取引から自分の利益を守るか。

米国の会社法制にあっては、法規制上の課題設定はその他の法律、市場メカニズムや社会文化からの影響を多く受けており、会社法は数ある規範の一種としての役割を果たしているのみである。しかし他の発展途上国と同様に、台湾の会社法関連の規定やメカニズムはまだ成熟したものではない<sup>9 10</sup>。それゆえに、会社が利益創出の本質を失い、経営者や資本家が社会の財産を私物化する道具になることを回避するためには、会社法制による規制がより重要になってくる。

#### (二) 大型企業における企業統治の重要性

企業統治 (corporate governance) の語については、国内の多くの学者は監督と弊害の防止に着目して、これを企業の「監督」と訳している。しかし、英米会社法発展の歴史を参考にすれば、企業統治の主体面からみれば、これには会社の経営管理段階および株主間の相互均衡に関する問題が含まれ、さらには会社の利害関係者<sup>11</sup> (stakeholder) に関する問題も含まれる。企業統治の手段からみれば、これには法律、企業組織、権限および責任、外部の市場メカニズムなどの問題が含まれる。そして企業統治の内容の側面からみれば、これには株主権の保障、株主平等の原則、利害関係者の役割および機能、情報開示と取締役会の権限・責任などの問題が含まれる。したがって、この概念の中身は単なる監督ではない。その大部分は自立的な管理により、会社利益の最大化を求めるという結果にある。多くの学者も、1998年にOECDから出された会社統治原則 (Principles of corporate governance) は、その主な目標が会社と株主の利益獲得を促進させることであり<sup>12</sup>、その手段として管理と監督の二つの側面を含んでいると理解している。したがって、企業統治は「管理・監督」と訳するのが適当であろうと考える。

先進諸国では、会社法は、市場メカニズム、裁判所の効率性および社会文化を背景にしており、その目的は主として取引コストと代理コストの削減にあるとされる。米国を例にして言えば、流動性と弾力性に富んでいる資本市場と商品市場、会社の経営支配権の市場、取締役の高額報酬とインセンティブ、外部の大株主および専門家による監督メカニズムなどは、会社の利益最大化を促進している。その中で、詳細な財務諸表の開示、能動的な財務監査のメカニズム、厳格な反詐欺の規制、商業事務に詳しい裁判所（例えば、米国デラウェアの衡平裁判所）、強力な規制機構（例えば米国証券取引委員会）、運営良好な自律組織（例えばニューヨーク証券取引所）などは、会社の行為を効果的に監督する上でそれぞれの役割を果たしている。

多くの発展途上国と同様に、台湾の会社実務においては、会社の内部者（大株主または経営の意思決定者）はその支配力を駆使して、会社の議決権を支配しようとする傾向が見られる。台湾では大型会社も多くは家族的な企業である。外国の経験から考えれば、内部者が会社の意思決定権を支配する場合には、自己取引の弊害はより深刻なものになりかねない<sup>13</sup>。

台湾の資本市場は昔から投機の要素が濃厚で、内部者取引に満ち溢れている。経済学的にみれば、資本市場は、投資意思決定のリスクが高いときはそれに応じて利益獲得率も高い場合にはじめて投資家を引き付けられる。企業の経営リスクが高いうえ、地雷株（企業に生じた不祥事などによって突然株価が暴落した上場会社株式のことをいう）や政府の決定ミスなどの外部要素による株価下落のリスクが高くなると、会社はきわめて高い利益獲得率を維持できて、はじめて投資者の投資を呼び込むことができる。こうして、市場のメカニズムは歪曲され、悪循環に陥ってしまう。

したがって、台湾の市場メカニズムの現状、裁判所の効率性、社会文化的背景のもとでは、会社法制度設計は以下の方向を目指すべきであろう。会社の管理監督は、裁判官、規制機関および専門家（例えば弁護士、会計士など）に頼らず、株主、取締役または業務執行者（経理）に立脚するべきである。外部株主に対する保護をさらに強化するべきである。手続上、管理監督の保障メカニズムを強化するべきである。例えば、自己取引について独立取締役または外部の株主の同意を得なければならないとする。会社法の規定内容について更なる明文化、詳細化を追求し、曖昧な表現を避けるべきである。これによって裁判官が不確定的な法律概念でもって解釈することを回避する。制裁規定の執行の効率が低いという欠陥を補うために、高額な補償規定をもって外部の株主と少数株主の利益を保障する<sup>14</sup>。

### (三) 経営権と所有権の分離に伴う規律の必要性

米国と比較すると、台湾の会社、特に伝統産業の会社は、株主権の集中度がかなり高い<sup>15</sup>。台湾では、会社法における経営と所有の分離の原則がまだ実現されていない。上場会社であっても、家族企業が多く占めている。個人株主により構成される非経営者グループが企業経営に影響を及ぼすことはできない。しかし、近年、産業構造の調整に伴い、ハイテク産業は技術と資本により結び付けられるようになり、企業は株式市場を通しての資金調達を求めている。それゆえに、ハイテク産業を主とする大型企業では、株式構成は実質的に所有と経営の分離の方向へと変化している。このような実態を背景に、新法192条1項は、旧規定が取締役は株主の身分を必要とするとしていたのを改正した。

台湾では伝統的に企業の所有権と経営権が重なっている。これは、中央集権的なものであって、企業的意思決定を執行しやすい利点はあるが、経営の専門家が企業経営に参入する空間は見いだせない。そのうえに、家族企業は保有している持株に基づいて企業経営を支配する。そのため、会社の経営陣は経営能力よりも個人の好き嫌いによって決められがちである。このような「人治」が行われてきた結果、会社の経営者は、権限および責任を定める企業統治メカニズムの確立を敬遠し、市場や自律的組織からの外部的監督を排斥する。それにより、多くの弊害が生じる。所有権と経営権を一体化させた家族企業では、経営者が自己取引などを通じて少数株主の利益を損なうといった弊害が生じがちである。したがって、企業の所有権と経営権が分離していないことは、利点より弊害のほうが多い。

また、台湾の伝統的企業におけるような経営と所有が分離していない状況のもとでは、会社企業法制の執行の成果もなかなか上がらない。そのような問題としては、取締役会の機能不全、監査役の機能が発揮できないこと、内部統制・監査制度の執行の不確実さなどを挙げることができる。大型企業的意思決定機関に関する規律についてはすぐ後で述べる。会社の内部統制・監査制度について言えば、台湾会社の管理層は企業利益の増加のみを重視しており、内部統制・監査制度をきちんと作る会社は極めて珍しい。その上に、監査役や内部統制・監査を行うスタッフの人事および報酬は会社の管理層が決めるため、これらの者は制度上、監査機能を発揮することが困難になっている。一方、外部監査は会社の会計監査に限られているし、会計士の監査報告書の信憑性については、業務上の競争が激しい中で会計士が会社との対立を避けるために、不実な会計報告に対して、監査の独立性を発揮してそれを是正する機能が働かなくなるという問題がある。こうして、外部の監査も形骸化してしまう。このような問題をいかに解決するかは、今後の会社法改正のポイントの一つである。

#### (四) 大型企業の意味決定機関に関する規律

##### (1) 取締役の権限・責任および組織的機能の発揮

###### (1.1) 取締役の忠実義務

取締役の忠実義務 (duty of loyalty) は、会社の意思決定機関による業務執行に関わるものであり、外国では法制上完備された規律が設けられているのに対して、台湾では会社法制において無視されている。現行法上の競争禁止規定は一種の例示と看做せるかもしれないが、忠実義務の中身、特にいわゆる利害関係者取引 (interested party transaction) について言えば、現行法は原則的な規定しか置いていない<sup>16</sup>。

一部の論者は、委任関係、すなわち委任者と受任者との信頼関係に基づいて、忠実義務を解釈しようと試みている。しかし、民法の委任の節の中では信頼関係といった語は用いられていない。学理上、委任関係の終了を議論する際には、委任は当事者間の信頼関係に基づくものであり、当事者の一方が他の当事者への信頼を失った場合に、当事者の主観的な信念に従えば引き続き委任関係を維持することに無理があるため、随時に契約を終了させうることを容認すべきであるとされる<sup>17</sup>。民法理論において委任契約の中で信頼関係に言及がなされるのは、この委任契約終了時の問題処理に関してのみである。したがって、会社と取締役との関係においても、このような委任契約理論が当てはまるのは、取締役の退任の場合に限られることになろう。さらに、委任契約における信頼関係は同様であっても、商法は基本的に民法と異なる立場をとっている。民法の委任関係は、実務上一般的に特別委任であるところの私人間の委託に着目して制度設計がなされている。たとえすべての事務を一括して委任する関係であろうとも、商法とは異なって、取締役の職務上の特性は考慮されていない。

したがって、取締役の忠実義務の規律については、民法上の委任関係の規律のままでは不十分である。そこで英米法における忠実義務の理論を導入し、台湾会社法のこの部分を補強することが必要となる。

英米法では、取締役が会社に対して負う注意義務 (duty of care) と並ぶ形で、忠実義務 (duty of loyalty) の規律を発展させた。会社の取締役、業務執行者または高級職員は会社の受任者として、会社に対し、そして時には株主や投資家に対しても、忠実義務を負わなければならない。忠実義務と善良なる管理者としての注意義務とは内容的にかなり異なっている。忠実義務は、取締役の利益が委任者 (会社) の利益と対立した際に、自分の利益よりも会社の利益を優先すべきであるというものである。これは、会社の取締役が遵守すべき準則であり、すべての取締役に当てはまる。

これに対して、善管注意義務は、取締役が会社の業務を執行するに当って相当の注意を払うべきことをいう。その内容は、取締役の業務執行担当の有無あるいは担当する業務の性質により相当に異なるため、一概にはいえない<sup>18</sup>。簡単にいえば、忠実義務は、委任者が受任者と同等の専門知識を持って決定を下すのであれば、受任者がなしたのと同様な決定を下すはずであるという仮説を前提としなければならない<sup>19</sup>。委任者は当然ながら、自己の利益の最大化を図る。取締役の行為を規律するということは、取締役と会社との間で利益が相反した場合に、取締役が自分の利益を優先して会社を害するのをいかに防ぐかということである。立法上、忠実義務に関する規定は、取締役・会社間の利益相反が生じた場合にどのように解決するかを示すものである。この点については、後述の利害関係者取引に関する部分で詳細に論じたい。

### (1.2) 取締役の注意義務

取締役に関しては、取締役選任の方式、取締役の資格（株主でなければならないか否か）、一定比率の独立取締役や専門家を選任すべきか、取締役会・株主総会間での権限・責任の分配、取締役の取締役会議出席義務などのいずれもが、取締役が責務を果たすようにすることによって会社経営の改善を図る上で重要なポイントとなっている。

取締役の能力の問題に関しては、各国とも一般に会社の民主的メカニズムにより、株主総会の投票方式を通じて有能な取締役を選任・任命することによっている。株主総会は会社の意思決定機関であるため、株主総会による取締役の選任は、委任者による受任者の選任と同様である。能力は取締役の客観的な条件であり、会社経営において取締役が職務に忠実であることは、取締役の主観的な条件である。本章において取締役の能力問題に関しては、英米法系における注意義務（duty of care）の観点を出発点にする。

取締役が会社経営において業務執行の役割をきちんと果たすか否かは、英米法系では「注意義務」（duty of care）の問題に属するとされる。これは、台湾の会社法が取締役と会社との法的関係を委任関係（民法528条）と定め、取締役に対して業務執行につき善管注意義務を果たすことを求めているのと類似している（ただし、実際には多くの相違点もある）。民法における委任関係は、基本的には委任者が受任者に特定事務の処理について授權する場合につき設計されたものである。これはある特定事務の処理に関して、受任者が委任者の指示を受け、受動的に行動する場合を意味している。しかし、会社業務の専門性および株主と会社との関係からみれば、株主は会社のすべての業務執行について取締役に指示することはできない。取締役は能動的に各種の営業の状況、会社を取り巻く情勢に合わせて経営戦略を調整しなければならない。したがって、取締役の注意義務は、善良な管理者の側面からのみ扱ってはならない。取締役ににより広い経営

空間を与えるべきである。この点については、英米法における「経営判断原則」(business judgment rule)が参考になる。そこで、取締役の注意義務について、英米法系の学説や法律を参考にしながら論述してみよう。

米国法における取締役の注意義務については、成文法上も明確な規定が設けられている。1984年の模範事業会社法は、「取締役は、誠実に、同様の地位にある通常の慎重な者が同様な状況の下で払うであろう注意をもって、かつ、会社の最善の利益にかなうと合理的に自ら信じる方法により、取締役としての職務を遂行しなければならない」と<sup>20</sup>規定している(第8.30条(a)項(1)(2)(3)款)。この規定は英米法における「通常の合理的に慎重な者」(a ordinarily prudent person, a reasonable person)という概念に類似している。会社法学者はこれを「合理的な信念」(reasonably believes)と理解している<sup>21</sup>。この概念は、台湾民法における善良な管理者の概念とは多少異なる部分がある。前者は客観的要素と主観的要素を総合する判断標準であり、一般の社会通念により決められた後、判断者が自らの理性でもって判断する。後者は管理者の主観的な要件であり、その内容が一般的取引慣例により定められる。

したがってここでは、英米法における取締役の「注意義務」の用語と、台湾民法における債務者が債務を履行する際の「注意義務」の用語は、明確に区別される。台湾民法における注意義務は債務不履行の主観的帰責要件となっているのに対して、英米法における取締役の注意義務は主観的、客観的な内容を含んだ義務規範である。両者の混同を避けるためには、英米法系の注意義務は「注意管理義務」とでも称すればよいのかもしれないが、国内の会社法学者の多くは「注意義務」と呼んでいるため、筆者もそのまま使うことにする。

1984年の模範事業会社法8.30条は、取締役がどのような状況において注意義務に違反すれば損害賠償責任を負わなければならないかについての基準を提供していない。取締役の意思決定が合理的であるか否かに関する評価は、意思決定がなされた際に取締役が把握していた具体的な情報量により判断しなければならない。これについて言えば、英米法では、注意義務の内容から経営判断原則が生まれ、それにより取締役の注意義務に基づく賠償責任が合理的に縮小されている。

注意を要するのは、現行会社法は取締役を会社の責任者と位置付けているが(会社法8条)、しかし会社の実際の業務執行に関する決定は、依然として取締役会の承認を受けなければならない点である(会社法193条)。各取締役はその職権に基づいて一定の業務を執行する権限、あるいは会社を代表する権限を有しているが、実際には多くの業務執行は、取締役会で決定しなければならない。したがって、取締役の業務執行といっても、実際には取締役会の決議が問題となる。

英米法では、取締役は会社の誤った決議(wrongful act)に参加することにより、個人の責任



までが追及される。例えば、取締役会の授権が誤った投資行為である場合には、取締役の責任は原則として個別的に注意義務に違反したかどうかにより判断される。当時取締役が保有していた情報に照らして、取締役の行為が合理的、かつ適切なものでない場合には、取締役は賠償責任を負わなければならない。

### (1.3) 経営判断原則 株主総会と取締役会の職責分担

台湾会社法における取締役会と株主総会との職責の分担については、会社法202条後段が規定している。それによれば、会社法または定款により株主総会が決議すべきとされる事項を除き、すべてが取締役会が決議すべき事項とされる<sup>22</sup>。会社法193条1項の規定に照らせば、第202条の目的は総会権限の制限にあるのではない。会社法または定款により株主総会が決議すべきとされるすべての事項について、株主総会は決定権限を有する。取締役会は株主総会の決議を執行しなければならない。

上述のように、株主総会と取締役会はそれぞれ専権的な決議事項を有している。株主総会の決議事項としては、例えば以下のようなものがある。利益配当（184条1項）、重大な営業行為（185条）、取締役・監査役の選任および報酬の決定（196条、199条、216条1項、227条）、取締役の競争の許可（209条）、取締役や監査役に対する訴訟（212条、225条1項）、財務諸表の承認（230条1項）、定款の変更（277条）、任意解散および合併（316条）、清算報告の承認（331条1項）など<sup>23</sup>である。これに対し、会社法は、取締役会の専権的決議事項については特別な規定を置いていない。会社法における取締役会の権限に関する特別な規定（例えば新株発行、266条2項）も、取締役会の専権事項として定めているわけではない。それらは株主総会の決議事項でもある。解釈上、定款により取締役会の専権的決議事項を規定することができるが、実務上、定款により取締役会の専権的決議事項を規定することはほとんどない。

したがって、台湾会社法における取締役会の権限のほとんどは株主総会に取って代わられうるが、実務上は、これは不可能である。株主総会は常に開かれるわけではないからである。法制上、取締役会が一部の事項について株主総会の承認を受けずに決定できるかは、経営判断原則につながっている。

委任関係で会社と取締役との関係を捕らえきれないのは、会社が一つの営利組織であり、多くの商業活動に関わっているためである。すなわち、取締役は業務を執行する際に、常に多くの経営判断を下さなければならない。このような経営判断を一々会社の指示<sup>24</sup>に従って行うことは事実上不可能であるし、市場変化に迅速に対応するという側面から考えても、会社の経営に不利である。

## (2) 影の取締役(実質的取締役)の支配力に対する規律

影響力を持つが取締役でない株主が会社を操縦するために会社経営が正常になされえない場合、またはこの株主が会社を利用して私利を図る場合については、英国の学説は「影の取締役(Shadow Directors)」の理論で解釈している。すなわち、取締役のポストには付いていないが、事実上取締役としての影響力を発揮しうる株主は、取締役と見なされ、場合によっては取締役と同様の責任を負わされる<sup>25</sup>。

しかし、影の取締役は、会社組織の中で真の取締役の職務を担当していないため、取締役と同様な忠実義務と注意義務を果たすことを影の取締役に求めるのは決して容易なことではない。それゆえに、英国における影の取締役の責任は、主として会社が支払い不能に陥った場合に、会社が影の取締役の支配力により支払不能に陥ったか否かを追及するものとなっている。

英国の破産法は、取締役が会社の支払不能に対して責任を負う要件として、以下のものを定めている。貸借対照表の監査の結果、会社は確実に支払不能に陥っており、相当の時期に、取締役は破産を避ける予防的な方法がないと推断したにもかかわらず、取締役は損失を最小限まで縮減できる合理的な方法をとらず、破産法第214条が規定する不正な取引に該当する場合に、裁判所は取締役に賠償を命じうる。

英国破産法第214条は、取締役が会社を他人と取引させ、会社が相応する対価を得ない事態を招いたために、会社の債権者が債務の弁済を受けられないという状況について規定するものである。ここで重要なのは、これにより責任を負うべき取締役に影の取締役も含まれていることである。このような規定の枠組みは、事後(ex post)的な責任追及メカニズムおよび不正取引という二つの条件に基づいて影の取締役の責任を追及することにある。これに対して、台湾の会社の大株主が利害関係者取引を通じて会社の資産を取り尽くした場合には、当該株主が取締役の身分を持たないため、訴訟による責任追及ができないという状況がよく見られる。台湾会社法においては、主要株主の忠実義務、あるいは影の取締役が取締役と同様の責任を負うという制度が設けられていないため、法的に大きな落とし穴が残されている

## (3) 利害関係者取引に関する規律

株式会社には多数の株主が存在しており、しかも多くの株主は僅かな株式しか保有していない。会社の経営を支配している株主は少数であるのに対して、多くの株主は、投資・投機目的で株式を保有しているため、会社の経営に無関心である<sup>26</sup>。それによって、株式会社における所有と経営との分離はますます進んでいる。前述のように、台湾会社法によれば、法律や定款により株主総会の決議事項とされるものを除き、取締役会が会社の業務執行に当たっている。取締役会は、そ

の機能において台湾の行政院に似ている。しかし権力の相互牽制という側面から比較すれば、行政院に比べて、取締役会はほとんど規制を受けていない。立法機関のような存在である株主総会は、常時総会を開いて取締役会を監督することができない。しかも、株主総会は実質的に少数の大株主により支配されているため、取締役会に対する株主総会の牽制機能は極めて限定的である。司法機関のような存在である監査役は、取締役会を監督する役割を何も果たしていない。このような状況の下にあって、台湾では取締役が違法行為をなし、権限を濫用して私利を図る事件が相次いだ。会社経営において取締役が自己または第三者のために権限を濫用して不正な利益を図る場合、取締役は会社の業務および経営事情に詳しいため、そのような違法行為は外部者に発見されにくい。しかし、不正行為によってもたらされる損害は会社を崩壊に追い込みかねない。この意味では、改正会社法において取締役の忠実義務が追加されたことは評価すべきであろう。しかし、利害関係者取引に関して、抽象的な規定は設けられたものの、具体的な規定は置かれていない。近年相次いで発生した取締役の権限濫用事件、例えば、東隆五金事件、広三企業グループ事件などは、いずれも取締役が権限を利用し、制度上取締役に対する監督が弱まっている欠陥を突いて、会社資産を取り尽くした事例である。以下、利害関係者取引について議論するに際しては、取締役の自己取引に重点を置きたい。

米国では、取締役と会社との利益が衝突する場合に、取締役が受託者としての義務に違反して会社に損害を与えることを防ぐためにいろいろな工夫がなされている。これに対して、台湾の法整備はかなり遅れている<sup>27</sup>。取締役会社間の取引 (self-dealing transaction) について、ある研究は、影の取締役に取締役と同様な責任を負わせるほか、一部の特定の利害関係取引については取締役会の事前承認および監査役の同意を得ることが必要であると、かつ報告義務も課し、そうしなければ監査役にその取引を取り消す権限を与えるものとすることを薦めた。しかし、新法はその主張を採用しなかった。その他、取締役が自己または利害関係者の競業のために会社財産を流用して、会社が正常に営業できないような状態に陥らせる行為や、取締役の地位を固めるために役員選任や合併を阻止する行為などは、取締役がその権限を利用して会社の利益を害する行為である。台湾では企業形態として無限会社、有限会社、両合会社および株式会社があるが、そのいずれにおいても同様の問題が生じうる。

## (五) 大型企業グループ化に対する規律

### (1) 株式持合について

学界や行政規制機関は近時、株式持合を適切に規制することが必要であると認識し始めた。株

式持合は企業グループの経営を安定化させ、多角化の経営を図るための重要な道具であり、台湾においても90年代半ば頃から、多くの企業が株式の相互持合を利用するようになった。しかしその反面、市場メカニズムが累積投票制度を通して機能する可能性が失われる。さらには株式持合が株価操縦に利用されたり、資産移転に悪用されるなど、不正または違法行為が多発した<sup>28</sup>。

学界の議論および会社実務と法整備との協調という側面から見れば、会社の株式持合により資本の虚構、利益の移転などの弊害が生じるため、いかに株式持合を規制するかが課題とされる。台湾で株式持合の弊害が生じた原因については、会社経営者を監督するメカニズムが完備されていないため、株式持合の弊害を防ぐための制度が十分に機能しないことが指摘されている<sup>29</sup>。

株式持合のプラス効果については、論者は企業グループの経営を安定させる点を指摘する。とりわけ、敵対的買収 (hostile takeover) に対して、企業経営者が経営の主導権の喪失を避けることにより、短期的な投資を抑制しうることや、企業の経営文化および人的資本投資の安定性を確保し、経営リスクを分担し、財務上、資金調達の弾力性を保つことなどが、プラス効果として上げられている。これに対して、株式持合は、支配調節手段として、あるいは経営者によって資本充実原則を回避したり株価を操縦したりするための手段として使われる恐れがあると指摘されている<sup>30</sup>。

株式持合は、最初の動機がどうであろうと、その運用により常にプラスの効果とマイナスの弊害を共にもたらす。株式持合の規制面を強調すると、プラス効果が抑制される恐れがある。それゆえに、学界または規制機関も規制手段を選択する際に躊躇せざるをえない。しかし現状は、台湾の会社企業法制において株式持合に対する規制は不十分である<sup>31</sup>。株式持合に対する規制のあり方については日独諸国の制度を大いに参考にし、台湾の会社の現状を考慮しながら、法改正を行うべきであろう。

台湾の会社企業法制においては、会社経営支配権の市場、外部の大株主および専門家による監督メカニズム、詳細な財務諸表の開示および監査のメカニズム、ビジネスに詳しく専門知識を備えた専門裁判所および主管機関などが欠けている。そのうえ、会社間の敵対的企業買収はほとんど行われていない。これらを背景に、台湾では、米国のように企業の内部および外部からの監督メカニズムにより株式持合を監督する能力が備わっていない。株式持合に対する監督は、ある学者は、企業家の精神と良識といった「人治」的な要素にしか頼ることができないと皮肉っている<sup>32</sup>。実務においては、株式持合について利点より弊害のほうが大きい。筆者は、次のように考える。すなわち、当面、株式持合を監督するメカニズムが成熟していない状況下では、たとえ親子会社間の株式持合が<sup>33</sup>会社の自己株式保有に等しいとまでは断定できないとしても、親子会社間の株

式取得は禁止すべきである。特殊な原因により株式を取得したときは、子会社は一定期間中にその株式を処分すべきであり、少なくとも子会社が取得した親会社の株式については議決権を有しないと規制すべきである。また、会社法369条/9、369条/10の規制効果は不十分であるため、日本法を参考に、株式持合の比率が25%を超えた部分の株式については議決権を有しないように規制すべきである。

## (2) 企業グループ相互投資と株式持合に関する法整備

持株会社規制に関する問題は、現存の企業結合に関する規制と本質において同様である。基本的には、株式、資本制度、関連企業などを含む会社の内部的な経営に関する規制は、会社法の問題であり、会社外部の投資者、債権者に関する部分は、会社法のみならず、証券取引法によっても規制されている。企業結合と市場競争の問題は、競争政策の問題である。したがって、持株会社規制に関する問題は、一法分野として新たに確立させて分析する必要がない。むしろ現存制度の枠組みの中でそれに取り組む方が適切である。

また、もしも現行法を修正して持株会社を規制しようとするれば、持株会社をどのように定義するかが極めて重要となるが、基本的にはその規制範囲を広げない方が妥当である。日本法においては、子会社への投資額の合計額が総資産額の50%を超える会社が持株会社と定義されている。この基準は必ずしも適当ではない。なぜならば、この基準によれば、会社の支配と被支配の関係は主として「持株率」によって決められる。現実の会社実務においては、一社の株式を5%程度保有するだけで、その会社を実質的に支配することがありうる。株式を保有している会社を実質的に支配しているか否かは、対象会社の規模、経営形態などによって判断すべきである。筆者は、会社間の支配と被支配の問題については会社法などの企業関連法に章を設けて規定を置けばよいと考える。しかし、持株会社について明確に定義する必要はなく、各関連法の規制目的に応じて定義すればよいと考える。

持株会社について懸念されるのは、公正取引における競争を阻害しかねないという問題のほか、支配された会社が異常な運営に陥りかねないという問題である。例えば、持株会社による利益移転や被支配会社の不正経営などによって、子会社の株主または債権者の利益が損なわれる<sup>34</sup>。

台湾の旧会社法は、形式的な一人会社の設立は認めなかった<sup>35</sup>。しかし、各国の会社法制の動きを見れば、多くの国において形式的な一人会社の設立が容認されるようになった<sup>36</sup>。持株会社についていえば、子会社株式の保有が目的であるため、持株会社に対し複数の株主を求めることは無意味である。したがって改正会社法は、持株会社の需要に応じて、形式的な一人会社の設立を容認した。

台湾会社法によれば、会社が設立登記後6ヶ月が過ぎてもまだ営業を開始しない場合、または営業開始後自主的に休業して6ヶ月経過した場合、中央主管機関はその職権に基づいて、または地方主管機関の報告または利害関係者の申請に基づいて、当該会社の解散を命じることができる(10条1項)。持株会社はもっぱら子会社を支配することを目的に存在するものであり、実際に営業活動を行っていない場合がありうる。もしも会社法のこの規定を適用するのであれば、命令によって持株会社が解散されることがありうる。

この問題については、まず解釈論的に解決を図るべく努めてみよう。持株会社の営業の概念について子会社の株式を保有することであると定義すれば、持株会社が被支配会社の株式を持つこと自体が営業となるため、上記の会社法の規定に違反しないことになる。しかし、持株行為が当該規定にいう営業と解釈することが認められないとすれば、立法論的に解決を図らざるを得なくなる。その場合は上記の法規定に除外規定を書き加えればよい。すなわち、「しかし、投資が目的で他社を支配することを営業目的である会社はこの限りではない」という条文を加えればよい。

会社の事業目的は定款の絶対的記載事項である。今回の会社法改正により、会社の事業目的の規制に関する旧法15条1項が削除され、会社の事業目的の制限が緩和された。

しかし「純粋持株会社」の場合には、持株会社は当然ながら、被支配会社の株式を保有し、かつ子会社の経営について実質的に指示しているが、「他社を支配し、または指示する」ことを事業目的として定款に記載することができるか否かについては、現行法または実務において答えが得られていない。解決策としては二つ考えられる。一つは、法改正によって持株会社に対し、それが支配している子会社の事業目的を定款の事業目的欄に記入することを求めるという方法である。しかし、会社定款の改正は容易に行えるものではない<sup>37</sup>ため、この方法を取ると、持株会社は頻りに定款を改正しなければならなくなり、手続的に支払わなければならない費用が大きくなる。したがって、もう一つの方法がより妥当であるかもしれない。すなわち、持株会社の定款に「支配されている他社の株式を保有する」こと、そして「被支配会社を支配し、かつ指示する」ことを事業目的として記載しうるものとする方法である。

持株会社はその持株に基づいた議決権を用いて子会社に不当な経営をさせた場合の問題については、英米法においては「法人格否認法理」の適用が関わってくる。しかし、持株会社の操作により、子会社からの利益が持株会社ではなく、持株会社の支配している他の子会社へ移転された場合に、上記の「法人格否認法理」を適用できるかは明らかになっていない。このような場合については、法改正によって、株主は同様な法理に基づいて持株会社に請求しうることを定めること、さらには移転された利益を受けた子会社には持株会社と連帯して損害賠償をなす責任を

負わせることを提案したい。

「企業の再建」(restructuring)は、企業が経営の需要に応じて企業組織や結合方式を調整する行為である。企業再建の目的は、企業組織を最良な経営状態に達するようにさせ、あるいは他社との協力を図るところにある。その方式としては企業の合併(merger)または分割(demerger)が上げられる。

企業結合の形式は多種多様である。最も徹底的なのは、合併により組織的に二社を一社に統合させる方式である。しかし、企業結合が行われる際には、役員人事、会計、雇用、株主の権益など多くの問題が伴うため、実務においては煩わしい問題を避けるために、合併の代わりに資産購入<sup>38</sup>、株式持合、合資経営などの方式が用いられており、持株会社形態もまた合併に代わる方式であるといえる<sup>39</sup>。

台湾では、企業分割はそれに関する法規定も少ないため、あまり議論されていない。

## 四 公営事業法制の再建

### (一) 公営事業の経済的および法的位置付け

#### (1) 台湾の公営事業発展の背景

公営事業は、その規模と経営範囲から考察すれば、台湾の経済発展において極めて重要な地位を占めており、しかも政治的な色彩が相当に濃厚である。それに加えて、初期の一党独裁時代にあっては、国民党の党営事業もまた、公営事業や大型の民間企業と同様に重要な位置を占めていた。

台湾における初期の公営事業は、主として日本の植民地時代の財産を接収して再建した企業および大陸からの企業によって構成されていた。当時の公営事業政策は、政府が台湾に移転した後に直面した経済諸問題を解決し、政権の安定維持を図ることを目的としていた。当時は、大陸に攻め込むことが施政方針であったため、公営事業の利益はこの施政方針を実現させるための備蓄資源とされ、戦時経済的要素が濃厚であったのをその特徴とした。1950年代から60年代、70年代までの間に、台湾の経済発展戦略は輸入代替、輸出志向、輸出拡張などの時期を経過し、それに伴って公営事業の経営方針も変わってきた。50年代には、石油化学産業、電力事業などに重点が置かれ、民間企業の成長に必要な環境整備および原材料産業の発展が図られた。60年代には、公営事業は引き続き経済における支配的な地位を維持しながらも、膨大な公営金融システムの構築

に重点が置かれた。70年代には、10項目に及ぶ建設プロジェクトの推進および輸出拡張政策の実施によって公営事業の独占的な地位が固められた<sup>40</sup>。

1980年代に入ると権威的な政治制度が解体し、政治経済の構造が大きく転換し始めた。それに伴って、公営事業は次第に民営化された。経済的意味では、公営事業の握っている資源をいかに効率的に運用するかが関心を集めた。

## (2) 公営事業の法的位置付け

公営事業の民営移転条例修正草案3条によれば、公営事業には以下のものが含まれる。政府が独資または合資で経営している事業。政府と国民が合資で経営し、政府の持分が資本金の50%を超えている事業。政府と前二項の公営事業が共同で投資したその他の事業、または前二項の公営事業が投資したその他の事業であって、その投資金額の合計が投資された事業の資本金の50%を超えるもの。大法官会議の解釈によれば、国営事業であるその他の事業に投資し、その投資額が投資された事業の資本金の50%を超える場合には、当該事業も国営事業管理法3条1項3款が定める国営事業に属する。言い換えれば、中央または地方政府が過半数の持分を保有することが、公営事業と認定される主な根拠となっている。

## (二) 公営事業の民営化の必要性

民営化は経済の自由化を意味する。その主な目的は、政府の経営への介入を軽減し、市場競争を促し、企業の経営自主性および事業運営の効率を高めることにある。近年は政府の財政困難が目立つところから、経済省は赤字の公営事業の民営化を推進しようとしている<sup>41</sup>。

なお、最近では公営事業の諸問題、とりわけ予算編成における水増しなどの問題<sup>42</sup>が、一部の立法委員によって取り上げられている。公営事業のこのような弊害を無くすことも、公営事業の民営化を推進する背景にあるといえる。

## (三) 公営事業民営化の法制面における付属的措置

広義での民営化は、民間企業が経営に参加し、または公営事業の持分を獲得することをいう。このように考えれば、台湾の公営事業の民営化は以下のように分類できる。所有権と経営権がともに移転される場合。経営権のみを移転し、所有権は政府が保留する場合。いわば「公有民営」である。所有権は移転するが、経営権は政府が保留する場合。例えば大手の公営企業の場合、政府保有持株率はすでに50%を下回っているが、政府はなお筆頭株主となっている<sup>43</sup>。

公営事業の民営化は、主として政府が保有している株式を放出し、持株率を50%以下に抑える



ことによって進められている。しかし前述のように、民営化が行われた後、持株率が50%以下に下がっても、政府は依然、筆頭株主として企業経営を支配し続けられる。ほかに、公営事業や政府系の財団法人がその他の事業に投資することもしばしばある。その結果、政府が支配権を握る膨大な公営事業グループが形成されている<sup>44</sup>。

ここでは、中鋼の例を見てみよう。政府の公営事業の民営化政策が進んでいる中で、中鋼は1988年4月から6回にわたって政府保有株式が放出された結果、1995年4月12日には政府の株式保有率は47.81%に下がり、民間の株式保有率が52.19%に上がった。こうして中鋼は、形式的には民営化された。しかし、政府保有株が放出された時点での企業業績が良好で、多くの一般投資者が株式を引き受け、その結果、民間株式保有が分散したため、政府は依然として中鋼に対する支配力を維持している。それゆえに、中鋼は形式的には民営化されたが、実質的には公営事業の性質を持っている<sup>45</sup>。

公営事業の民営化が直面している最大の政治問題は、公営事業の従業員が自分の身分や労働権益を主張することである。事実上、公営事業は人員過剰で生産性が悪い。これもまた、民営化推進の理由の一つとなっている。しかし、従業員の権益の保護と政治的な考慮、社会不安の回避などを考えれば、民営化を行う際には、従業員の身分転換、退職者への援助、融資の優遇、転職および就職の助成などを配慮すべきである。

公営事業の民営化が行われる際のもう一つの問題は、公営事業の財団化である。公営事業の民営化は政府の重要な施政目標として掲げられているため、極めて緊迫した期限が設けられている。そこで、期限が迫られている中で、政府保有株の放出の公平性などが歪められてしまった。例えば、中石化会社における政府保有株式が放出された際には、公営事業が財団化されてしまったことが指摘されうる<sup>46</sup>。

#### (四) 民営化後の政府保有株の位置付け

公営事業が民営化された後も、多くの場合、事実上、政府はまだ支配的な地位を保持しているから、政府の代表が取締役に選任されることは十分ありうる。株主である政府の代表については、会社法27条が規定している。この規定は法的に多くの問題を抱えている。

会社法27条は、政府または法人が株主である時には、政府または法人が取締役または監査役に選任されうる旨を定めている<sup>47</sup>。さらに、政府または法人が取締役または監査役に選任された場合には、政府または法人は自然人の代表者を指定し、職務を執行させなければならない。ここでは、一つの三角関係が形成される。すなわち、法人である会社取締役と自然人の代表者との間に、

ある種の契約関係が存在する。自然人の代表者は、法人を「代表」して取締役の職務を執行する以上、当然、法人の指示を受ける。しかし、法人と会社との関係、そして当該自然人代表者と会社との関係は必ずしも明確でない。例えば、単純な概念から分析すれば、自然人が法人の「代表者」であるため、当該自然人が授けられた範囲においてなした行動の結果は、基本的に当該法人に帰属すべきである。したがって、取締役の責任を追及する場合には、責任を問う対象は自然人ではなく、法人であることになる。台湾の裁判所はこのような立場を取っている。

一方、取締役会の会議に参加するのは自然人であり、しかも、自然人に対する法人の指示はたとえ詳細なものであろうとも、結局はその自然人代表者の自らの判断に頼らざるをえない。実際に判断を下すのは当該自然人であり、その自然人に会社への忠誠を求めることは最も現実的なことといえる。したがって、現行法や裁判所はまだこのような立場を取っていないけれども、解釈論的には、自然人代表者も「取締役」の行為規範に従うべきである<sup>48</sup>。最近、経済省が公布した会社法に関する解釈においては、次の指摘がなされている。すなわち、法人株主が会社の取締役として代表者を指名した場合に、その代表者が企業の営業秘密を知る機会を得たとする。その代表者は法人株主との間に委任関係があり、民法の規定に従い委任事務について委任者に報告する義務を負う。それゆえに、法人株主とその代表者のどちらもが、会社法における取締役の競業禁止規制を受けるべきである<sup>49</sup>。この見解に賛同すべきであろう。

しかし、会社法27条2項の規定内容は株主平等原則に違反している（法人株主は同時に取締役および監査役を兼ねる形で選任されうる）ため、学者から批判を受けてきた<sup>50</sup>。また、同条3項の規定によれば、法人株主は代表者を随時改めて派遣できる。それに加えて法人株主は、その意思により株主総会の意思決定を変更することも認められる。その弊害は実に大きい。したがって、この規定を削除すべきである。

次のような問題もある。27条2項の枠組みのもとで一つの仮説を立ててみよう。政府機構をAとし、会社の法人大株主をBとし、Bによって取締役として指名された会社の「自然人代表者」をXとする。ここで、AとXとはどのような法律関係にあるのであろうか。最高裁判所1999年第2590号判決によれば、この場合に、取締役Xは、Bとは「法人株主」と「自然人代表者」の関係にあり、委任契約における受任者となり、Bが委任者になる。こうして、自然人代表者の行為は直接に法人株主の行為と見なされる(併合説)。しかし、この場合には、実際には二つの委任契約が存在している。一つは、取締役や監査役に選任されたことにより法人代表者と会社との間で成立した委任関係であり(会社法192条3項)、もう一つは、法人代表者と法人株主との間で法人代表の事務処理について成立した委任契約である(分離説)<sup>51</sup>。

筆者は、併合説は妥当ではないと考えている。これは、会社法209条の競業禁止に関する規定からもいえることである。上述の例を少し変えてみよう。Aは、政府機関ではなくて一般の会社であったとする。仮にA社とB社の営業範囲が同じであれば、競業禁止規定違反になるのであろうか。また両社間の取引はどのような効果をもたらすのであろうか。併合説によれば、真に取締役や監査役であるのは法人株主であり、自然人はその代表にすぎない。それゆえに、競業行為になるか否かは、法人Aの行為によって判断すべきである。たとえ、Xが別の会社の代表取締役であって、その会社の経営権を掌握しているとしても、取締役の競業禁止に関する規定は適用されない。Xは職務上の権限を利用して実際に競業をなすることを考えれば、このような結果は極めて不当である。したがって、分離説の立場を取り、X取締役とB社との間に委任契約が存在していることから、競業禁止規定に違反していると判断するのが妥当である<sup>52</sup>。

取締役、監査役と会社との法律関係に関する会社法の規定は、受任者の責任や利益相反問題に関する協調メカニズムを内包している<sup>53</sup>。しかし、会社法27条によれば、法人または政府が取締役や監査役に選任され、代表者を指名してその職権を行使させ、さらに代表者自身をも直接に選任しうることになる。それによって前述の協調メカニズムはより複雑なものになり、会社の取締役や監査役が独自に職権を行使して会社の経営につき責任を負うという枠組みが侵食されてしまう。民営事業の政府株主の代表者に関しては、とりわけ、公営事業が民営化された後も、会社法27条が、形式的に民営化された従来の公営企業を政府が支配し続ける利器になってしまう。したがって、会社法27条は見なおすべきであろう<sup>54</sup>。

## 五 中小企業法制の更生

### (一) 台湾経済発展に対する中小企業の特异性

一般的にいえば、会社法や証券取引法などの企業法制は主として大型会社や上場会社を対象に規制するものである。台湾では、中小企業に対する法制が整っていないのが現状である。そのような状況にありながら、中小企業が生き残って台湾経済を発展させる上で極めて重要な役割を果たしていることは、消極的な側面からみれば、皮肉にも企業法制が不健全である結果であるともいえる。例えば、資本金制度についていえば、法が十分に整備されていないのみならず、出資の監査もそれほど厳しくない。そのおかげで、台湾の中小企業は巨大な生命力を与えられた。すなわち、株式会社の設立は極めて簡単であり、金融危機などに遭遇して経営が行き詰まって倒産し

てしまっても、その後また会社を新たに設立できる。しかも、市場に順応して、柔軟に対応できる。

中小企業法制の執行上の問題は、ある意味では法規範が中小企業の特性に適応する形で整備されていないことによるものである。もしも法律が規定通りに厳しく執行されるならば、中小企業の生命力は失われてしまう。しかし、制定された法律を利用せず、あるいはこれを選択的に利用することは、法律の尊厳を傷付けるのみでない。それにより中小企業の経営は不安定な状況に陥ってしまい、大型企業への成長が難しくなる。したがって、中小企業をバックアップするためにも、企業法制において中小企業をどのように位置付けて、いかに中小企業の経営を軌道に乗せていくかが、台湾会社法の極めて重要な課題となっている。

## (二) 台湾における中小企業法制の不足と計画の不備

### (1) 台湾中小企業の著しい発展の要因

ザ・エコノミスト (The Economist) 誌は、台湾における中小企業を主体とした経済が成功を収めたことを特集号を組んで紹介し、中小企業を蟻の軍隊 (an army of ants) と賞賛した<sup>55</sup>。台湾は国際金融センターでもなければ、大型企業の規模も欧米諸国のそれとは比較にならない。しかし台湾の製造業は特徴を持っており、人材と資源を集中することによって、個別的な産業で国際的にリードしている。例えば初期の伝統産業においては、傘、ボタン、道具などの産業が相当な利潤を生み出した。現在では、コンピューター産業において国際的に重要な役割を果たしている。例えば建準 (sunonwealth) 電機株式会社は従業員数が850人でしかないが、台湾のハイテク企業の中でも台湾の輸出額の2分の1近くを占めており、国民経済において極めて重要な役割を演じている。

台湾の中小企業が成功を収めた要因についてはいろいろ分析されているが、主たる理由は、政府の作為ではなく、台湾の企業経営者の的確な経営判断および経営手腕によるものであると評価されている<sup>56</sup>。筆者は、中小企業は組織上、経営の意思決定などの面において急速な市場変化に対応する能力を備えているからであると考えている。

### (2) 中小企業に適応する法制の制定

#### (2.1) 会社組織形態の選択における中小企業の困惑

多数の台湾の中小企業は依然として伝統的経営方式である家族経営を保っている。企業形態から見れば、中小企業は株式会社か有限会社の形態を取りうる<sup>57</sup>。台湾では、株式会社形態は有限責任性および大規模な資金調達が可能であるといったメリットを有しているため、中小企業の多

くは株式会社形態を取っている。これに対して、パートナーシップ形態はあまり利用されていない。その原因は、当該形態の出資者は無限責任を負い、法人格を持たないところにあり、取引上制約が多いからである。有限会社に関しては、資本充実原則などの資本三原則が求められ、かつ持分の流通性も極めて低いため、有限会社形態を取っている中小企業は社会と経済が激しく変動している中で常に克服し難い困惑を抱いている。

こうして中小企業の大半は形式的には株式会社の形態を取っているものの、現実においては、株主数の少なさ、株式譲渡についての規制、所有と経営の一体化などといった企業の閉鎖性の特徴を顕著に体现している。

### (2.2) 大型・上場企業に関する法規範との一体化の回避

前述のように、台湾会社法における株式会社の制度設計は主に大企業のためになされたものであるため、多くの中小企業が株式会社形態を取っているとはいえ、そこでは会社法に適しない様々な事態が生じている。第一に、会社の機関設置については、株主総会、取締役会および監査役会の設置が求められている。しかし、中小企業の場合は企業の所有と経営が一体化されているのがごく一般的であり、株主の人数も少ない。会社法に従って様々な機関を設置すれば、その分だけコストがかかる。結局、多くの中小企業は株式会社形態を取っていても、機関設置については会社法の規定を無視している。

第二は、株主権の強化である。会社法は、大型の上場会社を前提に制度設計を行ったため、株主の議決権の比率、剰余財産の分配請求権、株式の譲渡などについて多くの規制を設けている。しかし中小企業の場合は、議決権の比率が高すぎると往々にして会社経営が行き詰まってしまう。株式の自由譲渡制も、しばしば中小企業の経営を不安定なものにしてしまう。

第三は、会社の営業内容の公開についてである。会社法は、一般な投資家が会社の運営状況を知りうるように、株式会社に対して企業登記を求めている。しかし、中小企業は、株主が少ないのに加えて、経営も閉鎖的であるため、営業内容の公開を求められることは実に余計なことである。

以上の状況からみれば分かるように、中小企業が株式会社の企業形態を選択するのは、株式会社の制度設計が資本の結合に都合の良い特徴を持っているからである。しかし、それに伴って、中小企業が大きな株式会社と同様にきちんと会社法に従って機関を設置し、経営を行うとなると、多くの不必要なコストを払わなければならない、時には困難な局面に陥りかねない。したがって、中小企業の経営に適した閉鎖的有限会社法の整備は、会社法改正において緊迫した課題である<sup>58</sup>。

### (2.3) 中小企業のための組織枠組設計の方向性

台湾会社法の枠組みから考えれば、中小企業に適した閉鎖的株式会社制度を設けるのも、あるいは有限会社制度に若干の変更を加えて、それを閉鎖的株式会社に改称するのも、選択肢となりうる。しかし、有限会社制度は施行されて後長い歳月が経過している。法改正によって数多くの既存の有限会社に組織変更を迫ることは、会社経営に大きな影響を及ぼしかねない。それゆえに、この方式を取ることは妥当ではない。しかし、立法論的には、会社法改正の際に、有限会社が閉鎖的株式会社へと組織変更するルートが設けられなければならない。

法改正の具体的な方法としては次の二つの案が考えられる。一つは、米国の模範会社法を模倣し、現在の会社法の株式会社に関する部分に若干の条文を置き、閉鎖的株式会社を定義する。もう一つは、会社法にもつぱら閉鎖的株式会社に関する章を設け、その中で適当な部分については株式会社に関する一般規定を準用するというものである。前者は会社法の枠組みの変動が少なく、法律改正の幅も狭い。後者は法律の条文の構成を一層明確化できる。どちらの方法を取るにしても、閉鎖的株式会社が遭遇しがちな問題、例えば、少数株主の抑圧 (oppression) こと、行き詰まり (freeze-outs)、外部者の保護、大株主の信託義務 (fiduciary duty) などに関して、適切な制御メカニズムを設けなければならない。

その他、閉鎖的株式会社が一定規模の会社に成長して株式を上場し、上場会社へ転換することが考えられる。このような事情に対応するために、会社法においても閉鎖的株式会社の上場会社への転換について新たな規定を設けることが必要であろう。また、閉鎖的会社が上場会社へ転換しようとする際には、株式会社への転換が義務付けられることも法制化する必要がある。

## 六 企業の特性に適応できる商事法制の発展----結論に代えて

大型企業、公営事業と中小企業は、台湾の経済発展の各段階および各時期にそれぞれ経済的奇跡の駆動力としての役割を果たしてきた。大型企業について台湾集積回路会社 (TSMC) を例にすれば、張忠謀氏は、優れた見識と経営哲学に基づいて、プロセスの編成とコストの抑制において絶えず改善を図り、会社を半導体製造業界において世界的に無視できない競争相手ないしは協力パートナーへと成長させた。これは、大型企業が台湾を世界の競争舞台へと引っ張っていったよい事例である。

公営事業は、その運営または民営化のプロセスにおいて多くの問題を生じさせているけれども、

台湾経済発展の各段階において大きな貢献を果たしてきた。将来においても、民営化に相応しくない公営事業が、諸規制にもかかわらず、いかにすれば民間企業と同様な効率を上げることができるか、民営化・財団化されてしまうことをいかにすれば避けることができるか、そして、形式的に民営化された企業において、政府はどのような役割を果たすべきか、といった問題は、政策決定者が取り組まなければならない課題となっている。

中小企業については、現在の中小企業の法的な位置付けが曖昧である状況を改善するために、中小企業に関する法制化を急ぐべきである。それによって、中小企業の経営を法制化の軌道に乗せなければならない。そのほか、政府は政策的に各方面において中小企業を支え、中小企業が一定の経済規模を持つ大型企業へ成長するように導かなければならない。

それと同時に、取締役の義務、関係者の取引、影の取締役などについて規制を設けることによって大型企業に生じうる弊害を防がなければならない。

先進諸国の会社法制では、情報開示および開示のメカニズムが相当に関心を寄せている。いわゆる「陽光は最も良い殺虫剤であり、灯りは最も良い警察である」<sup>59</sup>ということである。会社法制についていえば、会社の内部者が会社における地位および情報についての優位性を利用して外部者の権益を侵害しかねないという問題が、常に存在している。最近では、多くの発展途上国の会社法改正においても、情報開示が重要視されている<sup>60</sup>。台湾における会社の情報開示の問題については、会計士の監査が専門的であって信頼を得られるか、さらには政府の規制機関がそれを効率的に審査することができるかという点に課題が絞られてきた。会社の情報開示制度が完備され、そのうえに取締役や監査役の責任を追及する制度が整えられるならば、多くの投資家による大型会社の監督も、比較的効率的な規制方式の一つとなりうるかもしれない。

本論文は、現在の台湾会社法制の諸問題について、大きな視点から分析したものである。法律制度の設計および改正のほか、ある程度政策的な観点からも検討を加えた。将来、台湾の大型企業が「大きいけれども適当ではない」ものに再びならないこと、国営事業は「適所を得る」こと、そして中小企業は「小さいが美しく強い」ものになること、そしてそれぞれが台湾経済発展のプロセスにおいてより大きな力を発揮できることを期待している。

---

<sup>1</sup> 投資家利益の最大化は、大型企業としても、公営事業あるいは中小企業としても、企業統治の法規制

における主要な目的であり、この点については台湾会社法1条の「会社は営利を主たる目的とする」という規定からも伺える。しかし、大型企業、公営事業および中小企業の特質から考えると、法規制の目的には異なるものがある。本論文が検討したいテーマは、この異なる点である。

<sup>2</sup> See Berbard Black & Reinier Kraakman, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, Harvard Law Review Vol.109, 1996, at1913.

<sup>3</sup> 王文宇『会社と企業法制』（月旦出版社、2000年5月）。

<sup>4</sup> 余雪明「株式と有限会社、取締役と取締役会」月旦法学雑誌、第八十期、2002年1月。

<sup>5</sup> 黄銘傑「新たな修正会社法の解析 株式会社：監査役」月旦法学雑誌、第八十期、2002年1月。

<sup>6</sup> 頼源河「法規制緩和と企業統治から会社法の修正動向を論じる」月旦法学雑誌、第八十期、2002年1月。

<sup>7</sup> 前掲注2、1913頁。

<sup>8</sup> ここでの資本は広義のものであって、資金、労働力、土地などの生産要素を含む。

<sup>9</sup> 例えば企業買収については、紛争処理メカニズムの完備（専門家の証言の信頼度など）、取締役間の取引が公平な取引であるのかに関する審査メカニズムなどは、米国では、法律上相当に成熟している。

<sup>10</sup> 会社法制が実用的なものであるかどうかという問題である。つまり、商事案件に対する迅速的、公正的、効率的な裁判所の判決は、高すぎる執行コストにより商業活動の進行が妨害されることを回避させる。この点については、台湾においては改善の余地が非常に大きい。

<sup>11</sup> 利害関係者とは、会社の利益と関連している株主でない者のことをいう。例えば、従業員、会社の取引先、業務往来者、債権者など。財団法人証券および先物市場発展基金会、企業統治 取締役及び監査役はどのように職務を執行するのか、2000年1月規定、3頁。

<sup>12</sup> 前掲注2、1920頁。

<sup>13</sup> See, e.g. Michael J. Barclay & Clifford G. Holderness, The Law and Large-Block Trades, 35 J.L. & Econ.265, 267-78(1992); Stuart Rosenstein & David F. Rush, The Stock Return Performance of Corporations That Are Partially Owned by Other Corporations, 13 J. Fin. Res. 39(1990); Roger C. Graham, Jr. & Graham, Jr. & Graham, Jr. & Craig E. Lefanowicz, The Valuation Effects of Majority Ownership for Parent and Subsidiary Shareholders (Oregon State Univ. College of Bus. Working Paper, Feb. 1996).

<sup>14</sup> 前掲注2。

<sup>15</sup> 前掲注12、17頁。

<sup>16</sup> 新たな会社法（2001年11月12日公布）23条ノ1は、取締役の忠実義務を規定したが、それはあくまでも原則規定的なものであり、完備されたものではないため、取締役の忠実義務の履行を具体的に規



---

律できない。

<sup>17</sup> 鄭玉波『民法債編各論（下）』（三民書局、1992年10月）448頁。

<sup>18</sup> 梁宇賢『会社法論』1986年、395頁。

<sup>19</sup> Anderson, Conflicts of Interests: Efficiency, Fairness and Corporate Structure, 25 U.C.L.A L. Rev. 738, 759-61 (1975).

<sup>20</sup> 劉連煜『米国模範商會社法』（五南圖書出版会社、1994年2月）62頁。

<sup>21</sup> See, Robert W. Hamilton, The law of corporations, West Publishing Co., p381.

<sup>22</sup> 柯芳枝『会社法論』（三民書局、1996年8月）252頁。

<sup>23</sup> 前掲注。

<sup>24</sup> いわゆる「本人」の指示である。団体法の中での会社の総意は株主総会が作成するものであるから、会社の指示は株主総会の決定であるはずである。

<sup>25</sup> See, Daniel D. Prentice, Some Aspects of the Law Relating to Corporate Groups in the United Kingdom, Connecticut Journal of International Law, Vol. 13:305, at 326. 原文は A shadow directors is a statutorily created concept, mainly used for regulatory reasons, and refers to a person “in accordance with whose directions or instructions the directors of the company are accustomed to act”である。

<sup>26</sup> 柯芳枝『会社法論』（三民書局、1996年8月）236頁。

<sup>27</sup> 一部の学者は、会社法200条において、台湾法における取締役の忠実義務を垣間見ることができる」と指摘している。梁宇賢『会社法論』（1986年）391頁。もしもその指摘が正しいとしても、台湾法は依然として忠実義務の要件、効果に関する具体的な規定を完備していない。

<sup>28</sup> 許振明「企業の相互持株とその改善方法、1999証券および先物市場発展シンポジウム」1999年10月29日、6頁～8頁。

<sup>29</sup> 企業統治の角度から株式の相互持合を考察するのは、黄銘傑「相互持株V.S.企業統治を参照する」台大法学論叢第三十卷第一期、205頁。

<sup>30</sup> 前掲注29、208頁～213頁。

<sup>31</sup> 会社法369条ノ9、369条ノ10が規定する相互投資会社は、孫会社などの形態による弊害を規制しないだけでなく、制限を課している議決権も緩やかすぎて、規制効果があるかどうかについて疑問がある。

<sup>32</sup> 前掲注29、241頁～242頁。

<sup>33</sup> 親子会社の認定については、支配従属関係があればすべて該当するという原則を取るべきである。それにより、形式的な持株基準のみによって判断した場合の手抜きを防止できる。

- 
- 34 この問題は関連企業の従属会社問題と類似する。
- 35 柯芳枝『会社法論』1991年修訂初版、6頁。
- 36 例えば1998年欧州共同体の「第十二号指令」、1990年日本修正商法および有限会社法などである。
- 37 会社法277条によると、定款の改正は株主総会の特別決議に基づいて行わなければならない。
- 38 会社法185条。
- 39 ここで注意すべきなのは、併合には広義と狭義の二つの意味がある点である。米国では、企業の統合は「合併および買収」(merger & acquisition)という言葉に統一された。
- 40 洪士清「会社相互投資問題に関する法律研究」台大法律研究所修士論文、2001年1月、21頁。
- 41 陳秀蘭「六月までに五つの国営事業の民営化が有望」経済日報、2001年4月11日、第5版。
- 42 蔡沛恒「国営事業予算に、新党批判の白黒編」経済日報、2001年4月11日、第5版。
- 43 行政院経済建設委員会「公営事業民営化シンポジウム報告」2000年4月、33頁。
- 44 前掲注40、21頁～22頁。
- 45 李俊イン「台湾公営事業民営化に対する議論及び法制変革の重点に対する提言」台大法律研究所修士論文、2000年7月、119頁～124頁。
- 46 王文宇「株主の委託書使用に関する法制を論じる、新版委託書規則を兼ねて」万国法律91期、1997年2月、13頁～29頁。
- 47 しかし、自然人が代表者として職務を執行しなければならない。
- 48 1999年台上字第2590号判決によるもの。本案において、裁判所は「取締役」は必ず「株主」でなければならず、自然人代表者が株主でなければ、取締役に關する規範に適合しないとした。
- 49 經濟部89商字第89206938号公文。
- 50 柯芳枝『会社法論』(三民書局、1996年8月)292頁。しかし会社法の立法趣旨が株主を業務執行株主あるいは取締役、監査役にさせることにあるという解釈に対し、筆者は賛成できない。
- 51 王文宇「法人株主、法人代表、会社の三者間法律的關係の定位」台湾本土法学雑誌、第十四期、2000年9月。
- 52 前掲注。
- 53 しかし、台湾会社法においては、このようなメカニズムはまだ完備されていない。前注参照。
- 54 經濟部の最近の会社法部分条文再修正草案(2001年3月版)。
- 55 See, An Army of Ants, The Economists, 7<sup>th</sup>, November 1998, at 8-16.
- 56 同前9頁。
- 57 現在台湾において一番数多くあるのは有限会社であり、約38万社ある。次は株式会社の20万社で

---

ある。

<sup>58</sup> ここで、説明しなければならないのは、閉鎖的公司は必ずしも中小企業に限られないことである。例えば、奇美は大型企業でありながら、閉鎖的な性格を持っている。しかし、逆に、中小企業は原則として上場会社ではなく、閉鎖的なものであるから、本稿は論述上の便宜のために、中小企業法制の設計を常に閉鎖的公司とリンクさせている。もちろん、両者は明確に区別されなければならないことはいうまでもない。

<sup>59</sup> 米国連邦最高裁判所裁判官ブランドイスによる。

<sup>60</sup> See, Sarah McBride, Korea's Corporate Conscience, *The Asian Wall Street Journal*, Monday February 26 2001, page n.7.

## 第3章

# 日本における企業実務

## 日本企業を取り巻く環境変化とコーポレート・ガバナンスの今後

日本経済同友会副代表幹事

花王株式会社経営諮問委員会特別顧問 **渡邊正太郎**

### 目 次

- 一 はじめに
- 二 日本の現状
- 三 具体的例
- 四 社外取締役について
- 五 徐々に進んでいる花王のコーポレート・ガバナンス
- 六 EVAの導入はガバナンスにもなる
- 七 環境の変化と今後の方向

### 一 はじめに

今、なぜ日本の企業はコーポレート・ガバナンスがもとめられているのか。

90年代以降、日本企業は労働生産性、資本生産性が低下して、日本全体が経済停滞に苦しんでいる。また不良債権処理を含めて構造改革の必要性に迫られている。株式市場も下落し続けており、株主の企業経営に対する満足度が下がっている。個人株主の株式市場からの逃避が加速している。そういうことを考えれば、企業経営者の経営責任の明確化や、経営者こそ成果に見合った報酬を受け取る成果主義配分というものが日本にも要求されてきている。

私の属する経済同友会では、90年代までの日本的経営からの改革、あるいはグローバル化という視点で、企業価値をもたらすための取締役会改革が議論されている。議論の方向は、取締役の少数化、社外取締役の導入・拡大、取締役と執行役の分離、及び報酬・指名・監査など各種委員会の設置による透明性の向上であるが、ひいては企業価値の増大を通じて株主に報いるためにコーポレート・ガバナンスの重要性が位置づけられてきた。

## 二 日本の現状

日本の十場企業の平均的取締役会は、今まで20名前後の執行役を兼ねた取締役で構成され、相互監視がなされていた。しかしその取締役は歴代の社長によって指名されており、一種のファミリー組織によって形成されていた。これは日本における高度成長期的、画一的な経営スタイルが、効率良く機能した時代のものであり、その時代にはそれなりに機能してきたが、今のグローバル化された競争の激しい市場の中で、スピードある改革が求められる時代においては、壁にぶつかっている。そういう中でグローバル経営を目指す一部の企業は、欧米型のガバナンススタイル、つまり小さな取締役会、執行と経営とが明確に分離された組織、報酬・指名・監査などの、より透明性充実を目指した委員会を持つ会社も一部出現している。しかし商法上の問題もあって、まだ大きな流れとはなっていない。日本経済をより改革するための一つの方向性として、社外取締役による監視、取締役会の透明性などに対する商法上の改正案も煮詰まり、今、日本企業は従来型の取締役会を選択するか、欧米的意味合いを持った取締役会に舵をとるかの選択に迫られている。

## 三 具体的例

日本の取締役会の改革は、大きく4つのグループに分類される。

- ・ソニーやオリックスのように、積極的な改革を実現してグローバル競争に勝ち残ろうとするグループ
- ・花王やNECのように、経営諮問委員会を設置したりして徐々にステップをおいて改革を進めようとしているグループ
- ・トヨタやキャノンのように、日本的取締役会機能においても企業価値を増大し、グローバルに活躍し続けているグループ
- ・あまり改革意欲がなくて、依然として企業価値の停滞をしているグループ

今般の商法改正をきっかけに激しく議論が行われているが、ガバナンスのスタイルは大きく変化していくのではないか。その評価というのは、いずれにしても業績、つまり企業価値の増大を通じてマーケットが評価する。つまりトレンドをつくることになる。

日本においてもグローバル・スタンダード、又はアングロサクソン・スタンダードへの追従と

言うことがすべて良いという訳ではないという批判がある。最近においてはエンロンの引き起こした問題は、社外取締役の限界や、一番進んでいるはずの透明性の高い会計システムや監査への疑念など、一部において反撃を引き出している。しかしグローバルな資本市場は、この事件をきっかけにより一層洗練されたコーポレート・ガバナンスを求めていこう。後戻りではなく、その道は、より信頼性の高いガバナンスシステムへの次なる進歩であると考えべきである。しかし所詮どんなに良い仕組みを持ってきても、人が犯す犯罪が巧みであれば、それを拒み得ないという限界も感じており、まだ道半ばという状態である。

#### 四 社外取締役について

日本において、社外取締役はどのような人であるべきかという議論がある。すなわち、その会社の業務に精通していなくてはならないのか、あるいは人材難で見つけにくい、という議論もある。一方において、監査役制度を通じてガバナンスを強化出来たという意見も強い。しかし、社外取締役制度がスタートすることによって、責務の重要さとか、資格要件とか、あるいは人材供給というものが、相互に良循環で発展していくものであり、社外取締役制度が日本社会において欠けている経営者の流動性の低さという欠陥を打破して、経営者層の人材の厚みと優秀な経営者の流動性が高まって、それが日本経済の活性化となり、日本企業の価値創造の増進につながる。つまり人材はいないのではなく、輩出する環境作りがコーポレート・ガバナンスと一対となっている。

#### 五 徐々に進んでいる花王のコーポレート・ガバナンス

花王では、ガバナンスというものは取締役会の構成要件で決まるものではなく、株主にいかに満足をあたえるか、というスタンスで経営をやってきた。それが、グローバル競争に立ち向かうための競争力強化をし、その結果として企業価値をあげてきた。儲からない事業からの勇気ある撤退も行いながら、この3年間、日本経済が停滞する中で大きく企業価値を実現し、市場において評価されるものを達成してきた。しかし、その花王においてすら、取締役会のあり方などを改革すべく、経営諮問委員会から発展し、少人数の取締役会化と同時に社外の人材の参画を求め、また取締役会の形においても新しい運営機構と透明性というものを求める段階に入っている。

## 六 EVAの導入はガバナンスにもなる

花王は日本で最初にEVAをマネジメントシステムとして導入した企業である。EVAとは、海外IRでの出会いが導入のきっかけの一つとなった。花王は1993年から積極的に海外の投資家に出向くようになったが、6年ほど前に米国のボストンでEVAと出会った。それまで、投資家から経営目標について聞かれた時は、一円でも毎年着実に増収増益を達成することが重要であり、それが企業の安全保障にもなると言ってきた。しかしEVAを理解するようになってからは、利益から、その利益を稼ぐために使われた資本コストを引いたEVAこそが真の利益であり、EVAを継続的に増やしていかなければならないと考えるようになった。またEVAは企業価値と最も相関が高い指標でもあり、導入することがガバナンスにもなる。経営者や従業員の賞与にも連動させることによって、動機付けることも出来る。

株主とのコミュニケーションは、近年重要度を増している。花王では、IR活動といえば1990年初め頃までは、日本の銀行・証券・生損保を相手としたものが中心であり、決算の説明なども最優先して行っていた。しかし、これでは情報発信だけの、また良好な関係を維持しているだけのもので、更なる企業価値増大に向けた前向きな意見交換はなかなか出来なかった。海外に、直接IR活動を行うようになってからは、厳しい質問を受けたり、経営者にとって耳の痛い話も聞かされ、より経営の意思決定に関して説明を求められるようになった。例えば花王は以前、自社の技術を生かした情報事業を展開し、3.5インチのフロッピーディスク事業では世界一になった。しかし投資額が大きく、信じていた利益が出なかった。利益を生み出すデファクト・スタンダードを作り出す力がなかったのである。売上規模では800億円と、連結売上高の10%に近いものとなっていたが、利益を生まない事業であった。IR活動で投資家からの情報事業に対する懸念を聞いていなければ決断はもっと遅くなっていただろう。撤退の意思決定により、売上800億円を失い、損失も500億円程発生することになったが、研究員やマーケッターを既存事業に集中することによって、翌年にはすぐに過去最高益を再び更新することが出来、社内も明るさを取り戻し、活気が蘇った。株式市場は、その年度は減益になることが分かっているにもかかわらず、花王が情報事業撤退を発表した直後から、着実に企業価値を増大させた。

株式市場において花王はこれらの改革が評価され、信頼も得られて、海外にIR活動を展開する前は14%だった外国人持ち株比率は、2001年9月には34%にまで高まっている。



## 七 環境の変化と今後の方向

日本では今、先日政府から発表された不良債権処理の促進、金融システムの安定、株式市場対策、及び貸し渋り対策などのデフレ対応策に、官民上げて最優先課題として取り組んでいる。

コーポレート・ガバナンスの法制化も株式市場の復活につながる。日本ではまだ4~5年前から議論が始まったばかりであるが、最低限のところは法律によって底上げされ、役員報酬の透明性を高めたり、企業価値を最大化するために最適な人を見つけ、経営者に育成していく、株主視点に立った価値追求を目指す体制を築こうとしている。これは当然の道筋である。これからは、自分が経営者として参画している任期中に、会社の企業価値が、自分の建てたビジョンと計画に対して、その線で上手くいっているのかいないのかとすることが、本来の経営責任となる。その責任の達成度合いに対して報酬も大きく変動する成果報酬の比率が大きくなってくるであろう。

グローバル化された市場競争の中で勝ち残る条件は、企業価値を創造し、利害関係者全員の満足を高めることにある。経営者はこのことに注力し、彼らからの信任を勝ち取っていかなくてはならない。私の意見は必ずしもアメリカのものがいいのだという単純なものではなく、26年間の取締役会、更にこの2年間の経営諮問委員会を通じてコーポレート・ガバナンスに関与してきた立場の者としては、こういう構造変化というものが、日本にとって必要であると信じている。

## 日本における監査役活動の実態と監査役協会

日本監査役協会前会長

トヨタ自動車株式会社 常勤監査役 井上 輝一

### 目 次

- 一 はじめに
- 二 監査役の活動について
- 三 日本監査役協会について
- 四 おわりに

### 一 はじめに

私の報告を行うに先立ち、まず最初に、中国経済がいろいろな経過をたどりながらも着実な発展を続けられ、昨年はWTO加盟を実現されたことに対し、心からお祝いを申し上げたい。21世紀の日中関係は、いろいろな歴史的背景に配慮しながらも、強い信頼関係の中でパートナーシップを深めていくことになるであろうと確信している。このような時期に、北京大学と名古屋大学のご努力により、コーポレート・ガバナンスについてのシンポジウムが開かれることは、大変意義深いものであると思われる。

日本の企業法制は、本年一つのエポックメイキングな時を迎えている。従来の株主総会を頂点とし、業務執行を主な役割とする「取締役会」とその業務の執行を監督する「監査役会」からなる、いわゆる二層制組織（デュアル・ボード・システム）の他に、「経営の基本戦略の決定と監査」を担当する英米型のボードと、その方針に従って業務を執行する「執行役」制度を設けるといふ、いわゆる一層制組織（シングル・ボード・システム）に関する法制が用意されることとなって、個々の企業はそのいずれかを選択する方向になるものと考えられるからである。

選択制は、例えばフランス等でも採用されている。これは単に、各々の国の企業の歴史や文化の差から生まれて来るものではない。情報通信を中心とした「技術確信のスピードアップ」と「資本・商品市場のグローバル化」の中で、各企業の経営環境が激しい変化と多様化の中にあるという現実の、必然的な投影であると見ることができよう。具体的には「産業概念」の変化・再生が

行われているということが、大切な視点であると思われる。

私は昨年まで日本会社役協会の会長の職務にあり、現在も顧問を務めている。したがって、以下においては「日本の監査役制度の実情」と「監査役協会」について述べることとする。

## 二 監査役の活動について

日本企業の監査役制度の法的な側面については、すでにご理解いただいているという前提にたつて、ここでは企業の中で監査役が実際にどのように活動しているかを中心に伝えていきたい。

### (一) 監査役の実態

日本監査役協会の役員として個々の企業の監査役の実態を見てみると、その活動の実情は各企業によって多様であり、各々の経営について最も有効であるように機能している。その主な理由は、次の4点にある。

産業の性質（製造業か、金融業か、ベンチャー産業か、オーソドックスな産業か）や市場展開（国際的にどの程度展開しているか）等によって、企業組織のあり方は異なっている。

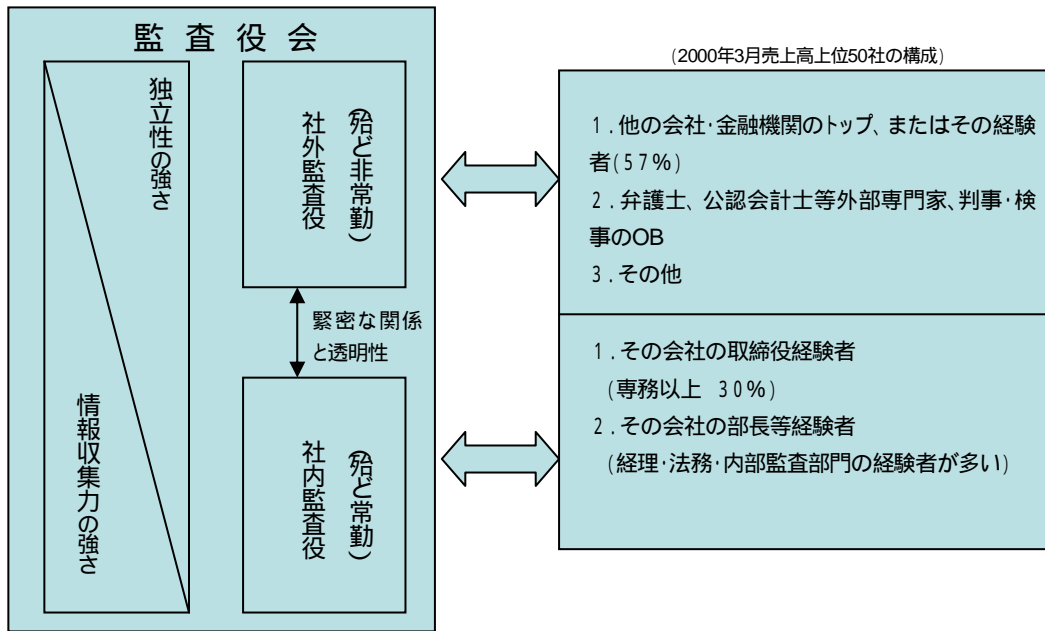
各々の企業の文化や、創業者の理念等によっても差が生じる（個人的な企業、公開企業、公的機関等）。

株主構成の差は、十分認識しておく必要がある。なお、投機的性格の強い株主の評価や外国人株主の保有比率等は、難しい問題である。

経営トップの個性と監査役自身の個性、そしてその組み合わせもまた、大きなファクターとなる。

### (二) 標準的な姿

代表的な上場企業の標準的一般的な姿を紹介するとすれば、次のような図表において示されえよう。



日本企業の監査役は一般に3名から6名程度であり、「社外監査役」と「社内監査役」の組み合わせになっている。そして、監査役就任前の所属は、それぞれ表の右側に記載したようになっている。

社外監査役は当然「独立性」「中立性」のウエイトが高い。日本の監査役に関する法律の改正は、社外監査役のウエイトを高めていく方向にある。

一方、社内監査役はほとんど常勤である。常勤監査役の毎日の活動は、業務執行者からの説明や報告を中心とする「対話」に費やされており、企業活動の実態の把握を通して「予防監査」に重要な役割を果たしている。

### (三) 監査における独立性と有効性

私の経験を通していえば、「監査」における「独立性」と「有効性」の両立は容易なものではない。不祥事を防止するためには、「社外監査役」と「社内監査役」との間に透明性を基本とした密接な協力関係が必要である。

そして、そのためには、次の2点が必要と考える。

監査における「独立性」と「有効性」を両立させるための具体的なシステムとルールを確立すること。

監査役に必要な能力と資質をはっきりさせること。

従来、コーポレート・ガバナンスでは「社外取締役か監査役か」といった組織論が盛んであった。しかしそれ以上に、「人」の面に注目する必要があると考える。

アメリカでも「取締役の社外化」だけではモニタリングに限界があるとして、昨年あたりからは「監査委員会」のメンバーの資質が盛んに議論されるようになった。そして、本年に入りいろいろの事件が表面化したことに伴って、「単なる独立性の形づくりでは解決しない」という議論が始まっている。

#### (四)「独任制」、「担当制」および「監査役会」

日本の監査役は監査機能の独立性をより確保するために、監査役が複数いる場合でも、基本的には一人一人独立して判断し、職務を行うことを原則としている。これを「独任制の原則」という。

もっとも、監査役の間で情報が十分に交換されることが必要である。また、例えば株主総会における監査報告(会計、業務)のように、監査役全体としての意思をまとめて表さなければならぬ場合には、協議する必要がある。そのために、全員が出席する「監査役会」が定期的に行われている。

近年、会社の業務の多様化・国際化を背景にして、監査役の日常の監査活動にも専門性が要求されるようになってきたため、多くの企業では個々の監査役について、担当部門を決める傾向がある。「担当制」には情報の偏りのリスクが付きまとっているため、現在の評価はやや流動的である。いずれにしても、監査役間の情報の共有と透明性の確保が、業務の基本である。

### 三 日本監査役協会について

#### (一)日本監査役協会の設立

日本監査役協会は、法務省を主務官庁として1974年に設立された公益法人である。

別紙の表「監査役制度の歴史」にあるように、企業不祥事の多発の中で、同年に監査役の法的な機能強化が図られたため、次の狙いで設立された。

必要な監査活動とは何であるかをはっきりさせる。

監査役の教育制度を充実する。

## (二) 現状

現在では、協会会員数役4000社、監査役数6000名を超える規模となっている。上場会社に関しては、その約80%をカバーしている。

活動内容は、次の通りである。

監査業務に役立つ教育・研修プログラムを提供する。

監査制度に関する法制についての研究、提言を行う。

最近では、欧米のコーポレート・ガバナンスについての調査団派遣、各種フォーラムへの参加等の国際活動を展開してきている。

しかし、実際上最も重要であるのは、全国で毎日のように研修会や懇親会が多く行われており、そこに個々の監査役が参加して「世の中の動き」「他社の考え方」「仕事の悩み」等を自由に話し合っていることなのである。

## 四 おわりに

コーポレート・ガバナンスについては、当初は多くの国で、企業不祥事を防止する目的で議論されてきた。しかし、最近ではグローバル化の中で、企業の国際競争力を如何にして確保するかということが議論の目的となっているようである。

特に1980年代以降の英米では、個人投資家の増加を背景に「株主 機関投資家」の権利に敏感である。同じ様な考え方が欧州にも広まっているが、ただし欧州では、相対的には「社員 労働者」に対する配慮が大きい様に感じられる。

ただしいずれにせよ、コーポレート・ガバナンスには「健全な資本市場」の存在が不可欠であるといえる。この点では日本を含めて、アジア諸国は未成熟な段階にあり、今後どのようなプロセスでどのようなシステムを確立してゆくかが、緊急の課題となっている。

企業経営者としての私の経験からいえば、コーポレート・ガバナンスの最も大切なこととして、次の三点を指摘できよう。

日常の業務執行のプロセスの中に「健全性」を確保するためのモラルと、それをチェックし、向上させるシステムが確立していること。

その上で、「社外取締役」や「監査役」は、中立的な視点で業務執行組織を刺激し、不祥事

に対する企業全体の免疫力を高めることに専念すること。

さらに、実際に違法な行為や企業の存立を危うくすることが予見された場合は、法的権限に基づいて、経営者の交替等思い切った行動が求められるということを、監査に携わる者は日常的に覚悟しておかなければならない。

資本市場も企業の経営環境も、激しい国際化と技術革新の中で経験したことのないスピードで変化している。ビジネスモデルも年々変わっている。

当然、コーポレート・ガバナンスのテーマも変化してゆくものであり、「これが理想的」という姿はない。

「コーポレートガバナンスは終わりのないシンフォニー」であると最近私は感じている。

<ご参考>

以下においては、2001年に日本監査役協会が公表した報告書「21Cの会社法制のあり方」における提言の骨子、および主要国の会社組織をとりまとめた表を添付したので、ご参照いただきたい。

### 企業法制の将来に関する報告提言骨子

提言1 企業は通常、株主を始めとするさまざまなステークホルダーの期待にこたえ、利潤の獲得を目指すものであるが、その基本理念は効率性と健全性である。

提言2 企業活動の「効率性」と「健全性」とを確保するために、取締役会・監査役（会）等を含めた組織の見直しと個々の取締役・監査役の権限・責任の明確化が必要である。

提言3 いわゆる業態においても、企業が変化していく経営環境に対応してゆくためには、より弾力性のある法体系が必要である。（例として 選択制の採用、規模・公開性の考慮、ガイドラインの活用等）

提言4 将来のグループ経営の実態が多様化していくことを考慮して、コーポレートガバナンスの確立の視点で、グループ経営のあり方について検討する必要がある。

提言5 現在の監査役について、監査役分担制の採用、監査報告書のあり方等、透明性の確保を含めた監査品質の一層の向上を図るべきである。

提言6 透明性の確保とディスクロージャーはコーポレートガバナンスの基本である。特に取締役・監査役の人事について、その実態は区々であるとしてもそのプロセスの中に、株主などに対する透明性を確保することが必要である。

# 株式会社機関構成(法制)の各国比較

企業経営について「戦略決定」「業務執行」「監査」の機能を単に理屈として説明することは簡単であるが、現実の経営の中では明確に区分することは殆ど不可能である。その点で、いわゆる2層制を採用する場合、取米では具体的にBODのChairmanとCEOの職務の是非について論議されている。(「サターン」及び「トヨタ」のケース)

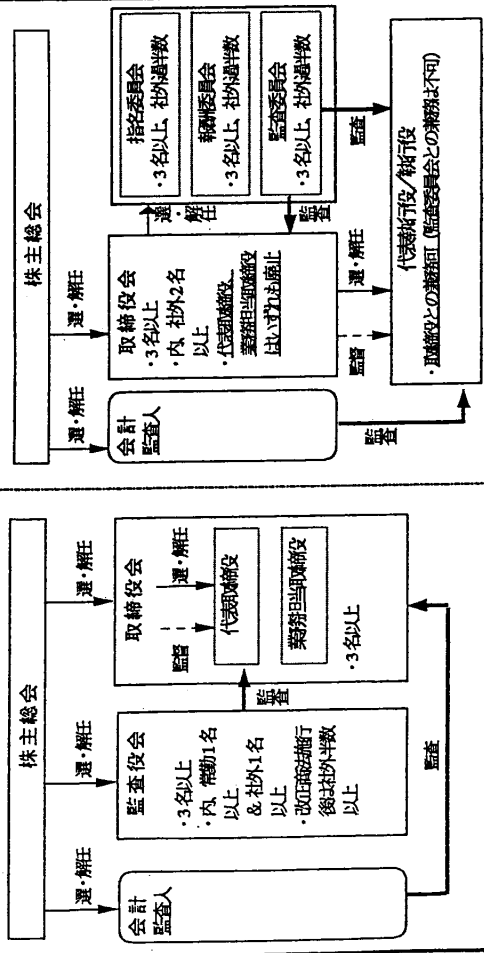
2002年3月23日

## 日本(大衆社の場合)

日本に於いては法体系上は「株主総会」を頂点として「業務執行」と「監査」を分離しているが、現実にはCEO等オフィサーのトップの権限が強い。組織上分離している執行体制でも、リーダーシップが優先している。

<選任方法として提案されているタイプ>

<現行法>

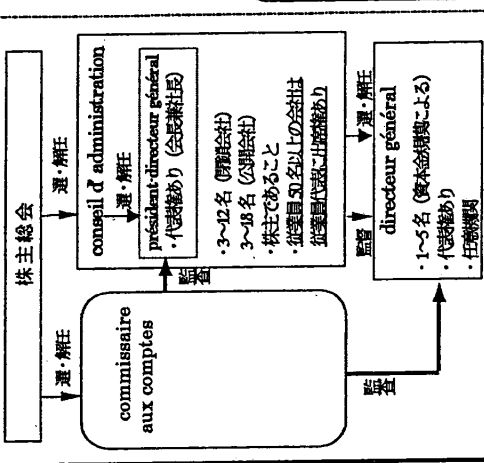


## フランス

フランス法はリーダーシップが最も重要であるとして原則 *président-directeur général* が *conseil d'administration* の議長とCEOを兼務するのが法体系上の考え方であるが、01年5月の法改正で「分離しても良い」という選択制を導入した。

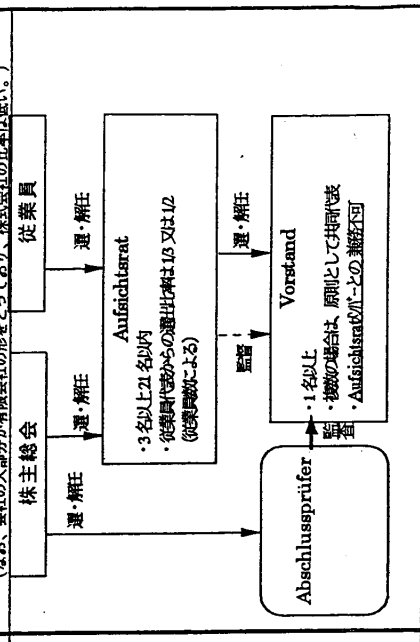
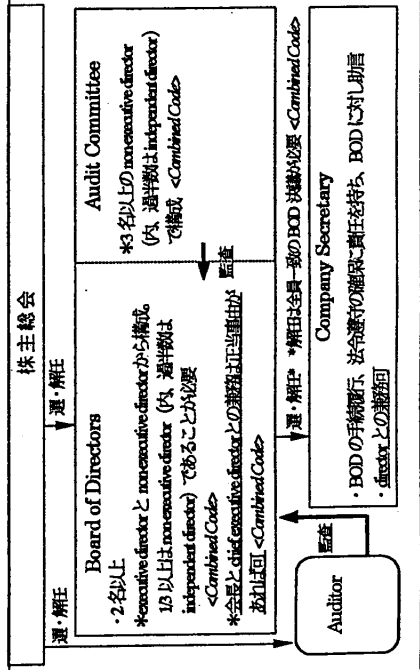
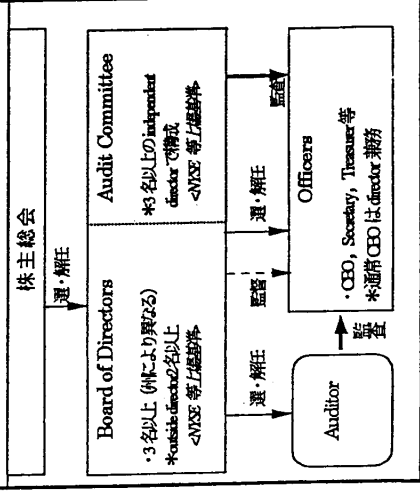
<一層制>

<二層制>



英米では、BODのChairmanとCEOを兼務することは好ましくなくというのがコーポレートガバナンスでは有力であるが、各社の実態としては、兼務している方が多い。

独法は労働者の経営参加が基本であるから、法体系として完全分離されているが、実態上はCEOに権力が集中しているといわれる。(なお、会社の大部分が有限会社の形をとり、株式会社の比率は低い。)



以上



## 第4章

### 中国企業のマクロ的環境

## ブランド競争と企業統治 企業統治の生態環境について

北京大学法学院 教授 吳 志攀

名古屋大学法学研究科 博士課程 劉 星(訳)

### 目 次

- 一 企業統治と企業「ブランド」
- 二 市場生態環境と企業統治
- 三 結論

### 一 企業統治と企業「ブランド」

#### (一) 企業のブランド比較

最近、筆者はある雑誌で以下の記事を読んだ。

米中両国における企業ランキングの上位二つのブランドは、米国では「コカコーラ」が1位で、ブランド価値は685億ドルであり、「マイクロソフト」が2位でブランド価値は650億ドルである。これに対して中国では、1位が「紅塔山」でブランド価値は65億ドルであり、2位が「海爾」でブランド価値は55億ドルである<sup>1</sup>。筆者は、以前にもインターネットでこのような記事を読んだことがあるが、当時はそれほど注意を払わなかった。しかし最近になって、その数字の違いが気になり始めた。このようなブランド価値を比較すると、中国と米国では10倍から12倍もの格差があることが分かってきたからである。

両国の最も良いブランドの間にこのような大きな格差があるのは、一体なぜであろうか。この原因は両国企業の相似点からは探し出せない。例えば、これらの企業はそれぞれ米国と中国の資本市場の上場基準に適合している上場会社であり、自国の同業者の中で素晴らしい業績を誇っている。もう一つの相似点は、これらの企業は国内国外のマスメディアにおいて、コマーシャルや「ソフトコマーシャル」でよく登場しているという点である。

格差の原因は、両国企業の相違点から究明せざるを得ない。相違点は多いが、企業のブランド価値に影響する最大の要因としては、筆者は、市場環境において、企業ブランドに対する両国の

企業の認識が随分違っており、ブランドの創出および保護に対する考え方にも違いがある点が重要であろうと考える。簡単にいえば、両国の市場におけるブランドの創出および発展の「生態環境」が異なっている。米国の商業市場は数百年の発展を経ており、企業ブランドを育成するのに適した「生態環境」がすでに形成されている。一方、中国は計画経済から市場経済へ転換されてからまだ20数年しか経過していない。企業ブランドの創出および発展に適した市場の「生態環境」がまだ完備されておらず、それを改善するにはまだ相当な時間がかかる。

## (二) ブランドと「企業統治」は関連しているか

会社のブランドは、企業統治と関連性があるか。筆者は両者が関連しているのみならず、相乗的に関連していると考える。すなわち、企業統治がうまく行っている企業では、企業の経営効率もよく、経営効率がよくなれば、企業のブランドも一層よくなる。逆に、企業統治がうまく行かなければ、理想的な経営成果は上がらず、企業ブランドもよくなるならない。例えば、米国のコカコーラ社のブランドは百年以上の歴史を持ち、今日ではその製品の品質がすでに消費者から信頼を得ている。同様に、中国の「同仁堂」という漢方薬の企業は、コカコーラ以上の歴史を持っている<sup>2</sup>。「同仁堂」漢方薬のブランドは、中国で全国的に有名である。

しかし、中国では長い歴史を持っている老舗が自社のブランドを大切にせず、経営失敗を招いてしまう事例がよくある。例えば、「南京冠生園」という食品メーカーは、去年の中秋節（旧暦8月15日）に、一年前の原材料を使って月餅を生産したことが中央テレビによって曝露された。現在、この企業は倒産申請に追い込まれている<sup>3</sup>。この企業も百年以上の歴史を持つ食品メーカーであって、「冠生園」というブランドの月餅は全国的にかなり有名であったのである。

したがって筆者は、一つの仮説を提示したい。すなわち、米国の企業は中国の企業よりも自社ブランドを大切にしている。これは二つの側面から裏付けられる。一つは、企業の内部的な要素である。米国の企業は自社のブランドを非常に大切にしており、企業経営に関わるプログラム、規則などをきちんと作っており、これらのすべてが、企業がブランドを保護するうえで重要な役割を果たしている。この意味で、ブランドと企業統治は、正比例的な関連性を持っていると考える。もう一つは、外部的な要素である。米国の商業市場の生態環境は、企業がブランドを保護するために資本を投入するのに有利な環境を整えている。

「コカコーラ」の内部的な要素については、筆者が入手できているのは、当該企業の歴史を読み物風にした資料に限られるため<sup>4</sup>、学術的論証に耐える素材とはいえない。したがって、企業の外部的な市場環境の側面からの検証を試みることにしよう。

筆者が把握している資料からみる限り、外部的な市場生態環境の側面において、米国企業のブランド価値はきわめて高いことが公認されている。その価値は、評価と計量が可能で、グローバルな比較ができる。そして、市場の生態環境におけるその他の要素、例えば、企業の財産所有関係における環境、会計環境、信用記録環境、契約遵守の環境などが、業界団体、司法機関や弁護士 の努力によって整えられている。これらの側面において、中国の市場環境は、完備された米国の市場環境と比べものにならない<sup>5</sup>。したがって、外部環境についての資料は、上述の筆者の仮説が成り立つことを支持していると考ええる。

それでは次に、なぜ米国の企業はブランドを大切にするのか。筆者はもう一つの仮説を提示したい。すなわち、ブランドは企業統治の理念と関連している。自社を「長く存続させる」、「大きくする」、「強くする」という願望は、一種の理念である。このような理念は、それを持っているだけでなく、技術や資本の側面からそれを支えることが必要である。

実務においては、企業が一つの有名ブランドを創出することは、確かに容易なことではない。企業は相当の資金を投入し、相当の時間を費やさなければならない。企業は、自社を「長く存続させる」、「大きくする」、「強くする」という理念を持っているのでなければ、企業のブランドを創出するために資本を投入することはない。結局、企業のブランドを創出することもできない。

一般に言えば、米国の企業であれ、中国の企業であれ、自社を「長く存続させる」、「大きくする」、「強くする」という願望を持っていることは疑いがない。しかし、「願望」の段階に止まらず、具体的に行動し、しかも資本投入を行ってはいじめて「願望」が叶えられ、効果が上がる。厳しい市場の中では、企業は「願望」よりも結果によって評価される。

### (三) 米国では、良い企業統治を誰が最も望んでいるか

前述のように、米国のブランドナンバーワンはコカコーラ社である。当該会社は、1886年から1888年の間に創立され<sup>6</sup>、現在はグローバルな多国籍企業であり、中国のいくつかの大都市にも工場を持っている。当該会社を創立した家族はすでに会社の舞台から引退した。会社は取締役会が招聘した執行役により経営されている。

コカコーラ社は多くの老舗と同様に、歴史的に実証された自社のブランドを大切にしている。当該会社の投資者(株主)は企業の経営に直接には関与せず、執行役に経営を委託する。そして、投資者は執行役が、株主大会で採択され、法律に適合した一連の規則に基づいて企業の管理を行うことを望んでいる。これらの管理に関する規則こそが、企業統治の規則である。

このような規則は執行役の権限と責任を定め、常に経営を規律している。このような規則があるおかげで、企業の投資者（株主）は、会社に常駐することなく、会社経営を執行役に任せることができる。

株主が他人に企業経営を委託することは、「自己の資産、自己の企業、他人の管理」というパターンであり、執行役からみれば、「他人の資産、他人の企業、自己の管理」というパターンである。このような状況において企業の所有権が明確であれば、株主と執行役との間では、双方の権利と義務が契約を通じて決められる。そして、このような契約によって、企業統治の規則が作り出される。執行役は、企業統治の規則に基づいて事業を運営するように制約を受け、権限と責任が明確化される。したがって、米国では企業統治を最も望んでいるのは投資者、すなわち株主であると推定できよう。

米国第二位のブランドであるマイクロソフト社は、1975年に創立された<sup>7</sup>。主要な創業者の一人であるビル・ゲイツは、現在もまだ会社の首席技術顧問を務めており<sup>8</sup>、会社の技術発展戦略を担当している。会社の経営と管理はすでに執行役に任せられている。このような会社の企業統治にも、以上の仮説は当てはまるのであろうか。

ビル・ゲイツはマイクロソフト社の大株主であるが、絶対的な大株主ではなく、相対的な大株主でしかない。彼以外にも会社の管理に関与していない大株主が数多く存在している。多数の株主は、健全な企業統治を望み、企業統治プロセスの規則によって、個別の相対的な大株主または管理者の権限を制限することを望んでいる。会社のもう一人の創立者であるポール・アレンは、会社の相対的な大株主でありながら、実際には会社の管理層を離れ、IT産業と関係のない事業に従事している。

したがって、マイクロソフト社においても会社の管理に関与していない数多くの株主が、会社の経営管理者が株主総会で決議された規則に基づき会社を管理することを望んでいる。このような規則を設ける目的は、株主利益の最大化を求めるところにある。したがって、米国においては、上場会社は、株主のために利益を上げなければならない。これこそが企業統治の目的であり、企業統治の保障でもある。もちろん、米国の上場会社は株主のために利益を上げることを以外の目的も持っている。例えば、社会に品質のよい製品とサービスを提供し、従業員と管理人材を育成し、環境保護と納税の責任を果たすことである。しかし、上場会社は株主から資金を集めている以上、株主のために利益を上げることを求め続けなければならない。

#### (四) 中国では、良い企業統治を誰が最も望んでいるか

中国では、上場会社を含む企業ランキングで首位を占めているブランドは「紅塔山」(タバコ製造会社)である。この企業は中国の雲南省で最も収益性の高い国有企業である。元々はごく普通の企業であったが、20年以上の発展を経て、ブランド価値最高の企業へと成長を遂げてきた。

「紅塔山」ブランドには、かつて、企業を「大きくする」、「強くする」ことを望んでいる経営者がいた。この経営者は、グループを率いて、中国の激しい市場競争の中で勝ち抜いて品質の信頼性を樹立した。しかしその後、この経営者は法律を犯し、刑罰を科された。この企業自身も、マスメディアから報道されなくなった。「紅塔山」グループは、企業統治において企業の経営者に対する制約を欠き、現存の法的な枠組みの中で企業経営者が自己の利益を図る行為を有効に規律することができなかった典型的な例であるといえよう。

中国の国有企業にとって、企業統治こそ最も必要とされるべきものである。なぜならば、国家の法制度の下で、企業統治の管理規則にしたがってこそ、企業の経営者の権限および責任が明確化され、個別経営者による権限濫用の防止が期待されるからである。とりわけ現在は、相当数の上場会社は国有企業から組織変更されたものである。そういった会社においては、国家株は依然として「使用権を重視し、所有権を軽視する」資産であるため、企業統治が一層必要である。国有企業における国有資産の所有権は、使用権ほどには重要視されていないため、企業の資産に対する国家の実質的なコントロール能力は、企業の経営者が企業資産を使用する能力をはるかに下回っていると、筆者は考える。したがって、政府は国有企業や上場会社の企業統治を望んでいる。

「海爾」は、中国の第二ブランドであり、海爾グループの関連製品の商標でもある。海爾グループは集体所有制企業から株式化された典型的な企業である。グループ企業の総経理である張瑞敏氏は、昔から集体所有制企業の経営者で、いまでも企業グループにおける持株会社の総経理でもある。張瑞敏氏は企業家として三つの重要な素質を備えている。彼は、グループ企業において巨大な権限を握っているが、権限を濫用したことは一度もなかった。企業の従業員および中層の管理職員に対して大きな影響力を持っているが、威張っていない。企業の発展に対して巨大な貢献を果たしたが、依然危機感を抱きながら成果を追求し続けている。このような素質を持っている企業の経営者は「スーパーマン」のような存在である。

海爾では、「スーパーマン」的な経営者によって管理されているから、企業統治は必要でないと言えるのであろうか。もちろん答えは否定的である。極端に言えば、張瑞敏が定年になった後、誰が彼の後継者になるかも、企業統治の管理規則によって定めなければならない。張瑞敏氏のよ

うな自律的かつカリスマ的、危機意識と戦略的な考え方を持っている人物がいなくなったときにもなお海爾グループが発展し続けるために、企業統治が必要となる。したがって、財産の所有関係が明確にされている集体所有制企業（例えば海爾グループ）にとって企業統治が必要となるのは、企業の後継者の選抜のためであり、企業のさらなる発展のためである。

### （五）比較からわかる相違点

相対的に言えば、米国における上場会社の企業統治の主な目的は、民間株主の利益のためである。したがって、米国の企業統治の理念は比較的単純である。すなわち民間株主の利益を最大化し、民間株主の利益実現を保証し、民間株主の利益リスクを減少するために管理規則やメカニズムが設計される。

これに対して、中国の上場会社には主として二つの種類がある。一つは、国家株が会社の株式の多数を占める企業である。この種の株式会社の企業統治理念は、主として国有資産の価値を維持・増殖することである。もう一つは、民間株が多数を占める企業である。この種の株式会社の企業統治理念は、主として企業の持続的な発展、民間株主の利益のために設計されるべきものである。このように複雑な状況の下にあるから、中国の上場会社が米国の企業統治を参考にする際には、上記二種類の上場会社の企業統治理念を区別することが必要となろう。

国家株が多数を占める上場会社においては、国有資産の所有権が明確になっていない。例えば、上場会社につき一定の利潤率を保つために、国有企業の国有土地を使用する際の価値について比較的柔軟な処理方式がとられている。このような上場会社が株式を割り当てて新株を発行する際にも、利潤率を一定に保つために、上場された後にまだ土地使用料を納付していないため土地使用許可証を受け取っていない企業に対して、地方政府が保証を与え、企業が将来土地使用料を納付することを条件に、土地使用許可証を受け取ることを可能にしたりする。このような場合には、国有の土地といっても、価値の概念も時間的観念も曖昧なまま、明確化されない。これに対して、住民個人が住宅を購入して不動産所有権証書を取得する場合には、そのように長時間かかることはまずない。

したがって、仮に土地使用証書と上場会社の資産価値との関連性が大きくないとすれば、国有資産の価値がどのぐらいであるのかもそれほど重要ではないと言える。そこで、国家株が多数を占める会社においては、「他人」の資産、「自己」の資産および企業との関係は、国有資産の価値が不明確であるため、契約によって規律することが容易ではない。

投資者が、国家が投資している上場会社の株式を購入すると、国有資産と個人の資産が極めて

混乱した状況になる。執行役が国有企業を経営・管理する際にも、混乱を避けられないであろう。このように複雑な状況下にあるため、中国の国有企業は企業統治の管理規則の適用が困難であり、企業統治の管理規則によって企業経営に当たっている執行役の権限や責任を確定することが難しくなる。このように資産価値や権限が不明確であるため、中国の執行役は、国有企業を管理する際に、「他人の資産」と「自己の企業」を経営している。これに対して、米国における上場会社の執行役は「他人の資産」と「他人の企業」を管理している。両者は対照的である。

#### (六) 企業統治の相違の原因

企業統治について、中国と米国の上場会社は、なぜそれぞれ異なる理念を持っているのであろうか。米国企業は規模が大きく、存続期間が長いものに対して、中国の上場会社は規模が小さい上に、存続期間も短い。これは理由の一つと言えるかもしれない<sup>9</sup>。また、米国の大型上場会社はすでにグローバルな経営を行っており、「見慣れない人間」（外国人）により構成される市場に参入していることも、もう一つの理由かもしれない。企業経営のグローバル化が進み、外国人が中心となっている市場に参入すると、自国の企業経営者が本来の個人的な魅力と個人の知恵を用いて外国人である中層管理職に影響を及ぼすことが難しくなる。より有効な方法は、企業統治の管理規則により経営管理を行うこととならざるをえない。

一方、中国では、上場会社は、主に中国国内で事業を展開しており、しかもまだ歴史が浅い。海爾グループにしても、グローバルな経営はまだ始まったばかりである。すなわち、わが国の最優秀の企業でさえ、国内の「顔見知り」の市場からグローバルな「見慣れない人間」の市場へ、まだ参入し始めたばかりである。

また、米国社会では、契約文化および民権理論に基づいて分権のメカニズムが形成され、さらにこのようなメカニズムを基礎に執行可能なプロセスが作られている。米国では建国以来2世紀以上を経る中で、実効性ある法手続や判例解釈の手続が具体化されている。政治制度からの影響もあって、企業の内部管理においても、分権および相互牽制のメカニズムが形成されている。大学の数多くのビジネススクールやロースクールにおいても、豊富な研究が蓄積されている。それに米国では、政府は上場会社につき利害関係が少なく、徴税という役割を果たしているにすぎない。上場会社は民間企業であり、上場会社の企業統治が株主の利益を保護するためにあるというのも、その原因の一つかもしれない。

わが国は、昔から中央集権と地方分権の両極の間で揺れてきた。そのような中で指導者になるのは、常に奉仕精神と博愛に満ちた英雄的な人物である。米国のような商業社会においては、企



業や人間（仕入先、顧客、管理者、エンジニア、労働者およびサービス業者など）が社会単位とすなっている。このような市場社会の権利主体は、中国のような中央集権および地方分権という両極の権利範疇に分化されず、一種の独立主体として存在し、独立した権利を持ち続ける。これに対して中国では、企業は両極のいずれかの側に帰属する。中央政府に直属する国有企業は中央の権利範疇に帰属し、地方の国有企業は地方政府の権利範疇に帰属するのである。

計画経済体制の枠組みの中では、国有企業の独立した権利主体としての地位は考慮されることがなかった<sup>10</sup>。計画経済から市場経済への移行プロセスにおいても、当初の段階では企業の独立した権利主体としての地位はあまり重要視されなかった。しかし今日では、国有企業における企業統治の問題が注目されるようになった。人々は国有持株企業の利益や、これらの企業における国有資産の利益に関心を持つようになった。上場会社における政府の利害関係が異なっているがゆえに、上場会社における米国と中国の企業統治の理念も異なっている。

## 二 市場生態環境と企業統治

筆者は、いくつかのシンポジウムで市場経済の「生態環境」という論点を論じ、小論文も書いてきた。今回のシンポジウムを機会に、日本の諸先生方からもご意見を伺いたいと考える。筆者は、企業統治には一定の市場生態環境が必要であると考え。市場生態環境には少なくとも以下のような諸要素が含まれている。すなわち、契約の履行度、会計の信憑性、公平競争度、信用評価度および財産所有関係の明晰度である。

### （一）契約の履行度

一般的には、発達していない市場より、発達している市場のほうが、契約の履行度が高い。そして、契約の一般的な履行度が高いほど、契約はより自覚的に履行されやすい。契約の履行度が低いほど、契約の履行も難しくなる。契約は商業社会の産物である。そして、商業の発展プロセスにおける東西文化の特性が存在しているため、契約の履行度も異なってくる。

西側先進諸国では、市場経済を実施してきた期間が長い。そのため、商業契約履行の最大の特徴は、契約の「即時実行」という概念が浸透していることである。契約の履行を遅らせることは許されず、契約の履行を無期限に遅らせたりすることももちろん許されない。

東洋社会は産業化が比較的遅れた。契約履行の特徴は社会倫理規範の中に現れている。すなわ

ち、契約しても、その履行は「長期実行」することが許される。倫理的には両文化の差異はそれほど大きくないが、契約の履行については大きな差異がある。すなわち、「即時実行」の契約は商業上の予測可能性を備えているが、「長期実行」または実行無期限の契約は、商業上、予測が難しいか、予測不可能である<sup>11</sup>。

海外の「即時実行」の契約文化とわが国の「長期実行」の倫理文化を比較すれば、両者に共通しているのは、両者とも只で飯を食うのではなくて、必ず各自の食事代を払うことである。両者が異なっているのは、いつ食事代を払うかである。すなわち、西洋では即時に自分の分を支払うのに対して、中国では、長期間の間に自分の分を支払う。前者は契約によるが、後者は道徳による。

商業契約は、約束された期間に履行するものであるため、もし契約が予定通りに履行できなければ、契約違反になる。それへの対応としては、少なくとも二つある。一つは、訴訟を提起して契約違反による損害賠償を求めることである。もう一つは、契約の双方が協議を通じて改めて履行の期間を調整することである。前者は「即時実行」の契約文化であり、後者は「長期実行」の倫理文化である。

## (二) 会計の信憑性

市場経済システムにおける会計および会計監査の信憑性はきわめて重要である。これは、市場の自律的なメカニズムであり、一種の市場制度環境でもある。例えば、日常生活の中で中国人は、専門家のうち医師に対する信頼度が比較的高い。しかも病院の規模が大きいほど信頼度が高い。有名な医師に対する公共信頼度は全国各地で一般的に受け入れられる。北京の有名な病院の著名医師が出した診断証明書は、広東省でも受け入れられ、信頼される。さらに、外国の有名病院の著名医師から出された診断証明書も、わが国で一般的に受け入れられ、信頼される。筆者は医学について門外漢であるが、なぜ医師の診断を信じるのかといえば、そこに信憑性があるからである。

市場経済を実行している西側諸国では、わが国における医師に対する信憑性と同じように会計士や会計監査人に対する信頼度が高い。普通の外国人は必ずしも会計や会計監査に精通しているとは限らないが、なぜ会計士の報告を信頼するのかといえば、これも信憑性があるからである。しかし、わが国においては、会計や会計監査に対する信憑性が医師ほど高くなく、人々は常に疑いを抱きながら財務報告書を読んでいる。北京の会計事務所から出された報告書は、広州ではその信憑性が落ちる。同様に、広州の会計事務所から出された報告書も北京で同様な結果に遭遇す

る。

中国証券監査委員会は、今年の初め頃、株式会社が今年3月以後、新株発行または株式割当てを行う際には、会社の財務報告書につき外国の会計士による追加監査を受けるべきことを決定した。政府当局は、外国の会計士の信憑性を借りて、上場会社の財務報告書の信憑性を高めようとしている。もちろん、この決定により、わが国の上場会社のコストが高くなるが、企業の財務報告書の信憑性を高めるという角度からみれば、このような措置は理解できるものである。

### (三) 公平競争度

商業市場は市場競争度という要素も含んでいる。先進諸国では、生産とサービスが過剰なほどまでに発展してきたため、市場競争は必然的に熾烈なものとなっている。競争は、品質、価格、サービスなどの面において行われている。熾烈な競争の中で企業ブランドの価値が現れてくる。

経済が比較的発達している市場では、市場競争は比較的充分、公平、かつ正当に行われている。しかし、中国では、一部の地方または一部の企業において不当競争、不公平な競争の弊害が現れている。不当競争の被害者は消費者である。中国では、中国の「消費者権益保護の日」である毎年3月15日になると、企業の不当競争により消費者が損害を蒙った現象がメディアに大きく摘発される。それと対照的に、業績の良い企業の製品はメディアにより高く評価される。例えば、中国の漢方薬ブランドとして、北京の「同仁堂」<sup>12</sup>、杭州の「胡慶余堂」、天津の「達仁堂」などが、ニセ薬を絶対に扱わないことにより消費者から高い評価を得ている。

わが国の一部の都市では、ニセ物やニセブランドが出回っている。製品は海賊版の音楽CDや映画VCDをはじめ、お酒、時計、タバコ、薬、自動車部品、家電製品、服装、靴などに及んでいる。ニセモノと劣化商品が存在すれば、消費者の真のブランド品を買う動機が減退し、ブランドを創出するためのメーカーの投資意欲も後退してしまう。

不公平な市場競争は中国の消費市場に満ちている。中国では、全国規模の海賊版摘発キャンペーンが何回も行われ、状況は以前に比べて少しは良くなりつつあるが、日本、ドイツのような「海賊版根絶」の市場秩序ができるまではまだ相当の時間がかかることであろう。とりわけIT産業にとって海賊版の根絶はきわめて重要な意味を持つ。海賊版を根絶するという制度生態がなければ、創造的に開発を行う意欲がなくなり、産業として成り立たなくなってしまう。結局は「お互いに盗み合う」という無秩序の混乱状態に陥ってしまう。

公平競争は、企業統治にとって別の意義も持っている。すなわち、以下のような論理が考えられる。商業市場は必ず競争があり、競争はリスクが付きまとうものである。米国では、熾烈な競

争が行われた結果、一部の企業が成功を収め、「大きく」なり、「強く」なり、そして、自国市場のみならず、グローバルな市場においても強い競争力を保持している。コカコーラ社やマイクロソフト社はこのような成功例の典型である。一方、米国の一部の企業は激しい競争の中で淘汰される。倒産申請中のエンロン社はその一例である。

上場会社の淘汰は株主にとって災難である。上場会社が淘汰されると、株主の持っている株式は大幅に値下がりしたり、紙屑になったりする。これに対して、成功を収めた上場会社の株式は値上がりし、株主も大儲けする。これによって、会社が新株を発行する際に、投資家が当該会社の株式を購入して会社の新株主になる。企業統治は、管理規則などを通じて株主のために利益を上げるようにすると同時に、企業の安定した経営を促進し、過当競争のリスク軽減を促進する。

前述のように、上場会社は資本市場から調達した資金をもって経営する。したがって、株主の利益を最大化し、株主に対する約束を実現することは、米国の上場会社の生産と経営の理念になっている。市場競争で淘汰された上場会社も、当初は同様な理念を持っていたであろうのに経営失敗を招いた原因については、いろいろ考えられる。企業内部における主観的な原因もあれば、外部の客観的な原因もある。

「内部の主観的原因」とは、会社の執行役（管理層）、取締役会（経営意思決定層）と株主総会（投資層）、従業員（雇用層）との間に非協調的な問題が生じ、さらに違法行為問題が生じることである。それによって、会社が市場の法律規則に淘汰される。「外部の客観的原因」とは、上述の各層の間に衝突が生じておらず、市場の法律規則にも違反していないが、しかし、市場が常に変化しているため、企業の製品またはサービスが市場の変化に対応しきれず、結局、市場競争から淘汰されてしまうことである。企業統治は、主に一連の管理規則を設定することを通じて、内部の主観的な原因により市場から淘汰されることを防ぐ。客観的な原因によって経営失敗を招いた場合は、経営失敗の原因を企業統治のあり方に求めるのは妥当ではない。

企業はなぜ競争に参加しなければならないのか。その答えは、企業が競争に参加しなくても、市場において相手に淘汰されてしまうからである。例えば、米国の西部開拓時代に、西部と南部で3000社以上の石油会社が設立されたが、激しい競争が行われた結果、最終的に最大の7社しか生き残れなかった。100年前、米国の自動車生産企業も500社以上あったが、歳月を経て今日の最大の3社が生き残った。米国の経験から考えると、競争のプロセスにおいて大多数の企業が淘汰され、最も良い企業しか生き残れないことが分かる。

中国でも同様な状況が見られる。原材料アルミニウムの産業を例にすれば、中国では2000年に年間500万トンの原材料アルミニウムが消費され、そのうち、250万トンは輸入に頼っていた。2001

年、中国のアルミニウム年間生産量が343万トンに達し、米国を越えて世界一のアルミニウム生産国となった。しかし、まだ年に150万トンほど海外から輸入することが必要であった。2001年には、中国の各地でアルミニウム生産企業の新規設立が行われ続けた。そして2002年末になると、中国のアルミニウムの年間生産量は既に600万トンを超え、わが国の需要量を100万トン上回っている<sup>13</sup>。競争がこのように激しくなると、元々市場を持っていた中小規模のアルミニウム生産企業<sup>14</sup>が相次いで淘汰されることとなった。政府はアルミニウム工場の新規建設を許可せず、国有商業銀行も政府から許可を得られなかったアルミニウム産業の建設プロジェクトにはローンを提供しない。

政府がこれ以上新規生産を許可しなくても、既に生産許可を得たアルミニウム生産企業は、生産量を拡大しようとしている。これらの企業は競争の中で生き残るように懸命に努力している。企業が生産量を拡大するにつれて、全国のアルミニウム生産量もさらに増えるであろう。その時に、政府はまた最下位の企業を幾つか淘汰させる。市場における競争は、まるで走っている羊の群のようで、最後に取り残されたものが必ず淘汰される。

市場競争の中で、企業はリスクを覚悟して競争に参加している。企業統治は、企業に対して、企業の管理層が勝手に競争への参入を決定することを避け、取締役会および株主総会でなされた決議にしたがって競争に臨むことを求めている。

#### (四) 信用評価度

商業信用度は非常に重要な市場指標である。記録可能、そして評価可能な信用制度は、市場が自律性を発揮し、企業の中立性を促進する一面を持っている。例えば、米国の信用調査会社は1899年に創立され<sup>15</sup>、100年以上の歴史を持っている。現在、米国の3社の商業信用調査会社は、全米とカナダ両国の約2億人の個人商業信用を記録している。米国とカナダの信用調査会社は、自国で金融機関と個人との間で行われた取引のすべてを個人の記録として保存し、行われた取引ごとに評価をし、個人の信用記録と評価資料を作っている。そして、これらの資料が会社の専用データベースに保存される。

米国の商業社会では、商業信用調査の発展を激励するような制度環境が整っている。これは、ほとんどの会社が信用のない者と取引をせず、信用のある客と取引をすることを望んでいるからである。金融機関が客にクレジットサービスを提供する前に、まず信用調査会社を通じて、客の個人信用記録と得られた評価を調査する。もし客が信用基準を満たせば、金融機関は新規口座開設の申請を承諾したり、クレジットサービスも提供したりする。信用度が高いほど、金融機関の

提供するサービスのレベルが高くなる。

このように個人の信用が記録され、評価されるところから、多数の人は（80％）自分の個人信用記録を非常に大切にしている。彼らは自覚的に規定を遵守する。残りの20％の人々は、さらに二種類に分けられる。そのうち10％の人は、善意ではあるが物忘れをしがちな人であり、時々約束したことを忘れては、取引の結果としてそれが記録されてしまう。残りの10％の人は、悪意で契約に違反し、あるいは僥倖を当てにしながら約束して履行できなくなる人であり、したがって当然ながら彼らの信用記録は非常に悪くなる。

個人信用の記録と評価という文化が存在して、一般に受け入れられているため、法による強制の対象となるのは多数の人ではなく、契約を遵守しない20％の人々のみである。それゆえに、契約の履行率も比較的良い。逆に、個人の信用記録文化が樹立されていなければ、多数の人（80％）が法に違反し、契約を遵守しないのに対して、契約や法を遵守する人は僅か20％となる。その場合は、多数の人（80％）の契約紛争について、訴訟を提起したりしなければならなくなる。そうになると、「法は大勢の人を責めることはできない」という社会的なメカニズムが働く。それによって、裁判所の判決執行の効果が大幅に減ってしまう。このような「法は大勢の人を責めることはできない」という状況が、わが国には存在している<sup>16</sup>。

個人信用記録の理論は企業にも当てはまる。市場における取引記録によって企業の商業信用度が評価され、格付けがなされる。金融機関は、一定の信用度に達した企業にしかローンを提供しないし、資本市場も一定の信用度に達した企業でなければ株式の発行を認めないし、保険会社も一定の信用度に達した企業にしか保険の加入を認めない。したがって、会社の信用度は会社の商業生命である。信用のない企業は市場において生き残ることができず、発展することが難しくなる。

#### （五）財産所有関係の明晰度

会社の財産所有権が明確であるか否かは、もう一つの市場生態要素である。もしも企業の創業者の蓄積した財産が後継者のために残されず、または後継者が企業の財産を受け継ぐことができなければ、今日の米国の数多くの企業は存在しなかったであろう。同様に、企業の合併または買収の際にも、会社財産の明確化が求められる。買収する側は、どのぐらいの資産を買収するかを計算することが必要であるからである。会社が上場申請をし、株式を発行しようとする時には、投資家も会社の財産状況を知っておくことが必要である。そのため、会社経営は常に財産所有権の明確化に関連している。

会社の資産管理にも、会社財産関係の明確化が必要である。財産関係が明確化されると、会社資産管理者と会社所有者との権限および責任が明確になる。会社財産の所有関係を変動させるための管理手続および規則は企業統治の一部である。そのような規則に基づいて行われた会社財産の譲渡は法律上の意味を持っている。

財産所有権の明確化は、会社の有形資産に関しても無形資産に関しても同様に重要な意義を持っている。中国では人々の資産に対する認識は、従来の有形資産に関する所有権の重視から、次第に有形資産および無形資産をとともに重視する方向へと変化してきた。とりわけハイテク産業が発展している中で、知的財産権の明確化に対する要求が次第に高まってきており、有形資産の明確化に対する要求を遥かに超えている。財産所有権は明確であればあるほど、より取引の対象とやすくなる。

中国では、計画経済が実行されていた時期には、国家が多くの国有企業の財産所有権を保有していた。したがって理論的には、企業の財産所有権は明確になっていた。しかし、実際の事業運営においては、財産所有権が曖昧であるという問題が存在していた。例えば、国有資産の使用権が大いに強化され、所有権は大きく弱体化された。結局、国有資産に対する国家の100%の所有権は、国有資産に対する各部門および企業などの100%の使用権へと変わってきてしまった。所有権に占有、使用、収益などの権利が含まれるが、資産の使用には寿命があり、資産の使用権は長く使用されている間に消耗してしまう。そして、資産が使用され、消耗してしまうと、資産の処分権自身も「処分」されてしまう。

国有資産の所有権は、実際には「行政管理部門の所有」または「企業の所有」になってしまった。行政管理部門または企業は無償で国有資産を使用する権利を獲得するため、国有資産の使用権を争奪する傾向が見られる。国有資産の使用効率を上げ、資産価値を維持・増殖する動機付けは、国有資産を争奪する意欲ほどには強くないため、結局、計画経済体制が実行されていた時期には、国有資産の管理・運営について非効率性や浪費が招かれてしまった。

明確化された財産所有制度とは、必ずしも100%の公有制ではなく、100%の家族所有制でもなく、100%の外資でもない。わが国は人口が多く、経済体制はなお市場経済へ移行する段階にある。いかなる制度であれ、100%の所有形態を維持することは、理論的にはできるかもしれないが、現実には相当に困難である。

わが国の経済移行期における所有権の明確化が求めているのは、ある特定の所有形態のもとでの財産所有権の明確化ではなく、複数の所有形態が並存するもとでの財産所有権の明確化である。そして中国では、次のような複数の所有形態の存在が考えられる。すなわち三分の一は公的所有

形態、三分の一は民間所有形態、残りの三分の一は中国資本と外国資本による合弁形態である。こうなれば、それぞれの所有形態における財産所有権が明確になる。

### 三 結論

#### (一) 企業統治の効果を上げるためには、市場環境の支えが必要である

会社をレストラン経営の例で示せば、投資者（レストランの出資者）、管理者（レストランの支配人）、コック（レストランの従業員）、および顧客（飲食市場の消費者）がいる。そして、「企業統治」が一冊の献立表であるとすれば、異なるコックが同じ献立表の料理を作っても、料理の味付けはそれぞれに異なる。しかし、「献立表」が用意されると、料理を作るプロセスが計量化され、評価される。それは、「献立表」がレストランを評価する基準になっているからである。

また、このような「献立表」が用意されると、コックが料理を作る時にも、料理の過程において素材を入れる順番を決めるのに役立ち、また同時に料理を作る際のプロセスおよび責任が明確になり、監督・審査を受けやすくなる。

米国のファストフードチェーンストアは中国のレストランより儲けがよいとすれば、これはマクドナルドなどが、標準化されたプロセスを採用しているからである。一部の操作手順は文字によって記録されている。それによって、経営経験も複製できる。

米国のファストフードチェーンストアが儲けていることは、検証の必要がない事実である。なぜならば、これらのチェーンストアは、非常に良い企業統治の「献立表」を持っており、経営を市場競争の要求に適応させているからである。中国のブランドファストフードチェーンストアも、何回もマクドナルドと競争を行ったが、現在はまだ成功を収めていない。将来、中国のファストフードチェーンストアが競争に勝とうとするならば、マクドナルドの「献立表」と同様なもの、そして、市場競争に適応できるような中国式ファストフードの「献立表」を作り出さなければならないであろう。

市場競争に適応できる献立表を作り出すことは、ファストフードチェーンストアの内部プロセス設計を完成することを意味する。そのほか、外部市場環境により支えられることも必要である。すなわち、ファストフードチェーンストアの会計報告書は一定の信憑性を持つ必要がある。市場におけるファストフードチェーンストアの取引記録は評価の対象とされるうものでなければなら



ないからである。そして、契約を履行するにあたっては、一定の履行度が示されなければならない。市場競争においては一定の公正度および財産所有権の明瞭度が求められる。そのような条件を満たせば、当該ファストフードチェーンストアの経営は、市場競争において必ずや成功を収めることであろう。

## (二) ブランドと企業統治

世界のベスト・テンのブランドには、ファストフードチェーンストアのブランドが入っていない。しかし、飲料メーカーのブランドは入っている。なぜであろうか。これによって、ファストフードチェーンストアの企業統治よりも飲料産業の企業統治のほうがより素晴らしいといえるのであろうか。答えは否である。筆者は、その原因は実に簡単であると考ええる。われわれは一日に三回しか食事をとらないが、飲料は十回あるいは十回以上も飲むからである。

米国のファストフードチェーンストアはよい企業統治があるからこそ、激しい競争の中で勝ちぬいて巨大な利益を上げ、自己なりのブランドも作り出した。中国でも会社は自己なりのブランドを樹立すべき時期がやってきた。中国はポストWTO時代に入って、ブランド競争の時代を迎えている。ブランドがなければ商品は成り立たず、商品がなければ市場も成り立たない。会社のブランド創出は企業統治によるところが大きい。したがって、企業統治はブランドの裏に書かれている「献立表」であるといえよう。

---

1 「世界経理人文摘」2002年第3期、『ブランドの創出に、より工夫しなければならない』（『品牌創業需苦練内功』）、Susan Hu、24頁。

2 「同仁堂」は1669年の創立で、すでに333年の歴史を持つ（同仁堂のホームページ <http://www.tongrentang.com>による）漢方薬の生産企業であるから、国際的な同業者との比較は困難である。

3 「中国民航報」2002年3月15日、『ニュース直撃：二つの老舗はなぜ衰退したのか』。

4 「コカコーラ争覇戦」、ダウエイド・リンク著、成都出版社、1996年1月。コカコーラのホームページ <http://www.coca-cola.com.cn> による。

5 筆者の他の論文を参照されたい。「WTO加盟後わが国の産業発展制度の生態について」『東莞現

---

象』をケースとして」、陳安生主編：『国際経済法論叢』2002年第2期、法律出版社。

<sup>6</sup> 1886年、薬剤師ジョン・ポンボトンがコカコーラを発明し、1888年にアトランタの薬剤師アイサカ・ペンドラがコカコーラ株式会社を買収した。

<sup>7</sup> ビル・ゲイツ著「未来への道」（中国語版）、北京大学出版社、1996年。

<sup>8</sup> マイクロソフトのもう一人の創業者であるアレンは、会社を離れたが、会社の株を持っているため、全米第二位の資産家である。第一位はマイクロソフトの創業者ビル・ゲイツである。

<sup>9</sup> 米国では、企業の売り上げの400億ドルが企業統治の格上げの一つの段階と認められる。胡泳著、「海爾 中国製造」を参照。

<sup>10</sup> 蔣一葦、「企業本位論」、1987年「中国経済年鑑」。

<sup>11</sup> ここで一つの例を挙げて「即時実行」と「長期実行」との区別を説明してみよう。例えば、米国の学生が中国人先生を招待する際、会計では、常に「AA制」をとっている。すなわち、学生が人数により金額を分担する。具体的な方法は、一人の学生がとりあえずクレジットカードで支払い、そのあと、すべての学生が自分の分担すべき金額をこの学生に渡す。

<sup>12</sup> 同仁堂では、すべての加盟店において、以下の掛け軸が置かれている：「調製は面倒だが物と力の減少はいけない、材料は高額だが人工の減少はいけない」、そして同仁堂の経営理念は「徳、誠、信」である。中央テレビ2002年2月17日「焦点訪談」の同仁堂の紹介番組による。

<sup>13</sup> 専門家は2002年中国のアルミニウム消費量が500万トンであり、50万トンから100万トンまでのアルミニウムが過剰になると予測している。

<sup>14</sup> 年間生産量が5万トンの企業である。

<sup>15</sup> 吳志攀：「金融市場の役割を論じる」、『金融法苑』1998年第6期、法律出版社。

<sup>16</sup> わが国のある年の春節番組では、昔の物語における地主と農民との関係を逆転させた内容で、信用なき現象を皮肉った。

## 企業統治のグローバル化と経済体制移行国家の教訓 中国企業統治問題との関連において

香港大学 教授 張 憲初\*

名古屋大学法学研究科 博士課程 劉 星(訳)

### 目 次

- 一 はじめに
- 二 証券取引の監督体制の推移
- 三 ロシア、東欧諸国の体制移行過程における企業統治の教訓と経験
- 四 ロシア・東欧諸国の体制移行過程における企業統治問題の中国への示唆
- 五 結論

### 一 はじめに

企業統治に対する関心および研究は20世紀の80年代以後、国際的に重要な現象の一つとなってきた<sup>1</sup>。企業統治は政治、経済、法律、社会、人文歴史など幅広い要素に関わっており、専門家や学者はそれぞれ異なる角度から問題を提起し、研究を進めている。そのため、現在のところ企業統治について普遍的に受け入れられる定義や表現はまだ形成されていない<sup>2</sup>。一般的には、企業統治とは、会社を管理および規制するシステムまたは枠組みをいい、その基本的理念は会社の管理層、取締役会、株主その他の利害関係者の関係を改善し、有効な監督およびインセンティブ・メカニズムを通じて、資源を合理的に使用し、仕事の効果と利益を高め、会社と株主の利益目標の実現を促進しようとするものである<sup>3</sup>。

企業統治に関する研究は、表面的には一部の有名会社が突然倒産し、それが与えた衝撃から生まれたと認識されているが<sup>4</sup>、人々はすぐに企業統治がグローバル化における重要問題であることに気付いた。競争力を高めるために、会社、とりわけ上場会社は、会社法の規定に基づいて会社の内部関係を調整し、効果的に運営し、透明性を高めなければならない。それによって、株主の信頼を獲得し、良好な市場イメージを樹立していかなければならない。したがって、資本の流動が日々グローバル化されつつある今日においては、良好な企業統治は会社がグローバル化

ーションにおいて優位な競争的地位を確立するのに役立つ。たとえば、最近、アジアの会社への投資家に対する調査によると、調査を受けて回答した者の89%はむしろ、良好な企業統治システムを有する会社の株式であれば市場価格より20%高い価格であっても購入したいと考えていることが分かった<sup>5</sup>。

世界を風靡した企業統治に関する議論は、中国においても共鳴を得ている<sup>6</sup>。その背景には主として二つの理由がある。一つは、中国の市場経済化が進み、しかも中国がWTOに加盟するのに伴って、中国の会社は国際経済一体化の波が激しく押し寄せていると次第に感じるようになり、企業統治を改善して、国際競争の挑戦に対応しなければならなくなった。一部の学者がまさに指摘しているように、中国企業は、WTO加盟後の21世紀の国際経済において有力な競争者になろうとすれば、グローバル化の道を歩まなければならない。会社のグローバル化というのは一つの立体的な概念であって、市場、ブランド、製造技術、ネットワークのグローバル化に限らず、メカニズムおよび概念のグローバル化をも含んでいる。企業統治についていえば、企業制度が優位的で立派であるほど、その企業はさらに有効的に資源を配分し、急速に成長を実現させることができる。良好な企業統治がなければ、中国企業は到底外国会社と競争することができなくなる<sup>7</sup>。

中国で企業統治が推し進められているもう一つの要素は、近年、株式市場において絶え間なく不祥事が多発し、投資家の不満を引き起こしたため、企業統治の改善と強化を通じて上場会社の質を高め、その行為を規範化することが切実に要求されていることである。一部の会社が市場の最も根本的な秩序を無視し、悪質な違反行為をなしたことは、投資家に対する略奪的な行為であるのみならず、さらに、潜在的な金融危機を急速に拡大させ、金融システム全体の安全にも影響を及ぼしかねない<sup>8</sup>。

このプロセスにおいて、中央政府の意向および専門家や学者の研究はほぼ先進諸国の企業統治システムに集中しており、その分析、比較、参照を通じて、中国自身の企業統治メカニズムを構築し、改善させようと考えている。たとえば、中国共産党中央委員会の「国有企業の改革と発展に関する若干の重大問題の決定」の中では、次のような指摘がなされた。すなわち、「会社制度は近代的な社会的制度における一種の有効な組織形式であり、法人統治の仕組みはその中核である。近代的会社制度を構築し、科学的な管理水準を高めるために、外国の知恵を取り入れ、外国企業の近代的な管理方法を参考にすべきである」という指摘である<sup>9</sup>。ここにいう近代的な制度は、いうまでもなく工業先進諸国の会社制度のことである。一部の学者は、英米および大陸法系における主要資本主義国家の企業統治のメカニズムに対し、真剣な調査を行った後、それぞれよいところを全面的に受け入れるという原則を採り、参考にし、吸収すべきであるとの認識を示した<sup>10</sup>。

これらの構想およびそのための努力は、言うまでもなく肯定すべきである。なぜならば、これらの先進諸国が長期にわたって育成し、実践してきた市場と法治環境およびその中から生まれた企業統治モデルと経験は、市場経済、特に、グローバル化の新しい発展水準を代表しているからである。しかし同時に、中国と先進国家の違いも考えなければならない。中国は、成熟した市場経済のもとで企業統治の水準を高めていくのではなく、計画経済、中央集権から市場経済へ転換する中で、数多くの複雑な社会経済法律問題を背負いながら企業統治研究と構築を進めているのである。このような差異ゆえに、そして中国企業統治については自国の事情により存在し解決を迫られている独特な問題があるがゆえに、先進諸国の一部のモデルや経験は中国企業統治の運営に適用できず、あるいはすぐには適用できない状況にある。したがって、真剣に先進諸国の相対的に成熟した企業統治経験を研究すると同時に、その他の体制移行国家、特に、ロシア、東ヨーロッパ諸国において発生し、直面している企業統治問題に十分な注意を払い研究すべきである。これらの国家の状況は中国の市場体制移行と類似するところがあり、そのプラスとマイナスの経験や教訓は中国の企業統治にとって言うまでもなく参考に値する。実際にも、これら国の転換プロセスにおける企業統治の経験や教訓に関する分析と調査は、国際的な企業統治研究の重要な一部となっている<sup>11</sup>。これらの研究は中国でも重視されし始めている。たとえば、最近、中国証券監督管理委員会（以下CSRCと称す）周小川主席はチェコの大多数の上場会社において会社の資産が横領されたことを例として、中国でこのような現象を適時に抑制しないと、証券市場の災いとなりかねないと指摘した。そこで、筆者は、この点についての研究成果を発表し、皆様の議論ののたかりとしていただきたいと思う<sup>12</sup>。

## 二 企業統治はグローバル化の傾向にあるが、統一したモデルは存在しない

近年、企業統治への注目および改善は、グローバル化の傾向を呈しており、その主な現われは企業統治に関する国際基準が次々に打ち出されていることに見られる。たとえば、「英連邦コーポレート・ガバナンス準則」<sup>13</sup>、OECDの「OECD企業統治準則」<sup>14</sup>（欧州連盟証券業協会の「企業統治原則および推薦意見」、国際企業統治ネットワーク（ICGN）が起草した「グローバル・コーポレート・ガバナンス規則評価」、欧州株主組織が打ち出した「欧州株主組織コーポレート・ガバナンス・ガイドライン：2000」<sup>15</sup>は、それぞれ異なる角度から企業統治の基本問題を念入りに検討し、90年代初期に始まるそれぞれの企業統治改善努力を新たな段階までに引き上げた。

この重要な発展は、世界経済のグローバル化に基づいたものである。資金の流動化を先例として、アメリカは欧州諸国の企業統治構造をもアメリカモデルに歩み寄らせるように重大な改革の実施を促し続けている。その直接的な原因は、欧州におけるアメリカの機関投資家による投資が増えつつあることにある。アメリカ最大の年金ファンドであるカリフォルニア公共職員リタイアメントファンドは、すでに200億ドルの外国会社の株式を持っている<sup>16</sup>。英米などコモンロー国家の機関投資家は、パリ証券取引所に上場されている上位企業40社の35%の株式を有している<sup>17</sup>。オランダ証券取引市場におけるこの数字は、さらに41%にも昇っている<sup>18</sup>。これらの機関投資家は、その要求を強化するため、自分が認可基準とする企業統治規則まで作成した。たとえば、上述したカリフォルニア公共職員リタイアメントシステムは自分が認可基準とする基本的な企業統治規則を公布し、それに基づいて、さらにイギリス、フランス、ドイツおよび日本の会社への投資基準を制定した<sup>19</sup>。グローバルな範囲で発展のチャンスや資本の支持が奪い合いになっている今日においては、これらの超大型多国籍機関投資家が認可基準とする企業統治規則は、不可避免的に他国に重要な影響をもたらすものとならざるをえない。

発展途上国も世界資源の競争から外れてはられない。企業統治はすでに外国投資家の投資選定、リスク評価の決定的な要素になっているからである。最近アメリカのカリフォルニア公共職員リタイアメントファンドは、タイ、インドネシア、フィリピンおよびマレーシアに投資した合計4.5億ドルの投資を引き揚げようとしている。その理由は、これらの国の上場会社の監督、市場の流動性・透明性および決算コスト、司法による保護が、その投資基準を満たしていないことにある<sup>20</sup>。別の側面から見れば、良好な企業統治を有する国家は相対的に優位な地位に置かれているので、外資に対しより強い吸引力や交渉力を持っている。一部の学者は、企業統治の構築、改善の過程において、発展途上国がそのビジネス習慣を変えず、司法改革および管理監督の改善を進めないのであれば、必要な外部投資を獲得することが今後ますます難しくなるであろうと指摘している<sup>21</sup>。

各国の会社制度や監督メカニズムの優位性でもって資源獲得競争をする傾向は、司法実践の中にも反映されており、しかも一部の伝統的な法律原則を突き抜ける結果をもたらすようになってきている。たとえば、国際私法においては、主な営業所在地が会社の住所を認定する重要な標識であり、会社業務については会社の登録地と関係なく、会社所在地の法律を適用すべきであるとするのは、広く承認されている原則の一つに数えられる<sup>22</sup>。しかし、1999年に欧州裁判所は、Centros Ltd. v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsenという訴訟事件の中で<sup>23</sup>、上述の学説に革命的变化をもたらす判決を下した。

この訴訟事件の中で、あるデンマーク国民は、イギリスでいかなる事業展開をする予定もなかったにもかかわらず、イギリスで会社登記を行った。その目的は、デンマーク法律に定められている20万デンマーククローネの最低資本金の要件を回避するためであった。イギリスで会社登録をしたこの会社がデンマークで支店という形で業務展開を申請したところ、デンマークの主管当局は不法に法律の拘束を回避していることを理由にこれを拒否した。欧州裁判所は、EU条約の52条および58条の規定に基づいて<sup>24</sup>、会社に有利な法律や制度に基づいて会社設立地を選択する権利を確認した。裁判所は、EU加盟国の国民が最も制限の少ない会社法を有する国家を選んでそこで会社を設立し、その後、他の加盟国において支店を設けるという方法は、権利の濫用にならず、このような権利行使は統一的市場環境の中でEU条約によって保護されるべきであるとした<sup>25</sup>。

この判例は、欧州大陸で「強大な不安騒動」を引き起こしたと見られている<sup>26</sup>。アメリカスタンフォード大学教授Ronald J. Gilsonは、この判例は企業統治につきある種の混合メカニズムを作り出したかもしれないと指摘した。形式的には会社設立地の選択が企業統治の準拠法の選択となるが、機能的には欧州裁判所の判例は、事実上、絶えず変化している市場状況に対応していくために、新設会社が異なる法域の法律に基づいて統治構造を選択することを許可するという柔軟な態度を採用している。Gilsonは次の例を挙げて、Centros訴訟による影響について説明している。ドイツの会社法によれば、管理層（監査役）に従業員代表がいることが求められている。その任期は5年で、正当な理由がある場合を除けば、その代表を解任することができない。實際上、ハイテク・ベンチャーにおけるリスク投資にあつては、この法規定はその核心的な支配権に不利な影響を与える可能性がある。ところが、Centros訴訟事件によって確立された原則によれば、この種の会社や企業家は、イギリスなどリスク投資環境が比較的緩やかな会社法域を選んで会社を設立し、その後、再び支店という形でドイツに入って会社活動を行うことが可能となった<sup>27</sup>。彼は、真剣な分析の後、裁判所はCentros訴訟事件において事実上、法律適用回避問題を解決したというにとどまらず、企業家が不利な法律や事業環境の牽制から逃れようようにするために、積極的に便宜を図ったという認識を示している<sup>28</sup>。

上述の議論から、世界的規模で日々激化している資源獲得競争が、伝統的なビジネス運営と監督管理体制にとって大きな挑戦となっていることがわかる。そして、企業統治はまさに、この過程において一つの焦点となっている。経済のグローバル化と貿易の自由化、情報メディアの革命的变化と世界的規模での競争が、確かに各国の企業統治構造と実践を同じ方向に向わせていることは否定できない事実である<sup>29</sup>。

しかし、この現象について異なる認識も見られる。一部の学者はこの融合の過程の中で最も優

秀または最も従うべきモデルが現れてくると信じており、科学技術の発展と経済のグローバル化は世界的規模で企業統治をアメリカ式の資本主義モデルへと発展させているという。さらに一部の学者は、企業統治はいかなる国家によっても全面的に支配されることがないと指摘している<sup>30</sup>。しかし、他の一部の学者はこれに疑問を投じている。たとえば、アメリカのピッツバーグ大学のDouglas Branson教授は最近の論文の中で、企業統治のグローバル化は局部的な現象に過ぎず、現在のところ企業統治が大規模に同一方向に向っているということはないし、せいぜい欧米世界の一部において見られる、実質的ではなくて表面的な現象であるに過ぎないと論じた<sup>31</sup>。

近年、経済のグローバル化が力強い発展を遂げているにもかかわらず、企業統治はある国またはある法域の立法と実践によって統一されることがない。一部の学者が求めているような究極の目標が実現することも不可能のようである。原因は明白である。各国にはそれぞれ自国の事情があり、異なる政治社会理念、異なる経済法律環境や異なる人文的背景がある。経済のグローバル化が全ての国を同化させることがありえないのとまさに同様に、世界的な企業統治の統一性の傾向が、各国の異なる企業統治モデルを最終的に同化させることもまた、ありえないのである。

市場環境および構造から見れば、英米の大会社は一般に資金調達につき、証券市場の発達に頼っている。アメリカでは最大400社のうちの99%、イギリスでは最大700社のうちの80%が、株式取引市場に上場されている。欧州のすべての上場会社のうち、イギリス一国の会社の数が40%を占めている。これに対して欧州大陸法系の国は、伝統的に銀行、会社グループあるいは家族融資メカニズムに依存しているため、証券市場はそれほど発達していない。欧州最大の経済力を誇るドイツにおいては、90年代中期に最大上場会社6社の売買高が全市場売買高の50%を占めていた。

このような環境および構造に鑑みれば、英米と大陸法系諸国の企業統治は、異なる問題や挑戦に直面しているといえる。たとえば、英米の会社の株式保有は高度に分散している。アメリカの会社にあつては上位5大株主の株式所有率は一般に25%を超えることがなく、大会社ではその保有率はさらに少ない。GM自動車、GE電器およびIBMなどの会社では、上位5大株主の株式所有率はわずか5%から6%程度であるに過ぎない。イギリスでは、最大170社のうち、最大株主の株式所有率が25%を超えているのは僅か27社でしかない。一方、大陸法系諸国では株式保有が高度に集中している。日本の多くの会社の上位5大株主の株式所有率は20%を超えており、ドイツでは40%、イタリアでは87%を超えている。その他、英米の会社では、機関投資家が比較的大きな支配権を有しているのに対して、大陸法系諸国の会社は主に内部者によって支配されている。20世紀の60年代に、イギリスの機関投資家による上場会社の株式所有率は19%から60%までに上昇する一方、個人の株式保有率は50%から19%までに下がった。しかし、85%のドイツの大会社では、持株率



が25%を超える非機関投資家の株主が必ず1人存在している。フランスでも大会社の80%においてこのような現象が見られる<sup>32</sup>。英米の会社の管理層は市場競争の圧力を直接に受けている。株式保有が高度に分散しているため、会社の業績が悪化し、株価が下がると、会社は企業買収の対象となりがちとなる。管理層も管理の不当を理由に解雇されることになる<sup>33</sup>。このように、上場会社の所有と経営が分離しているモデルは、会社の経営者市場を作り出しており、かなり成熟した段階まで発展させてきている。会社の経営者も市場における業績記録を配慮しなければならなくなっており、専門能力を発揮して、市場競争の中で自分の経営手腕や能力を証明しなければならない<sup>34</sup>。しかし、大陸法系諸国では会社の管理層は、ほとんどが家族または銀行の支配株により支配されている。しかも、関連会社による株式の相互持合も一般化しているため、会社の管理層は内部からの制約を受けるものの、直接に市場からの企業買収圧力に直面することはない。これらの国では、株式所有につき厳しい制約が働いているため、株式の流動性は大幅に下がっている<sup>35</sup>。

会社法の規制を見ると、英米法諸国の会社法制にあっては、企業統治、とりわけ少数株主に対する保護がかなり成熟している。しかも、会社立法、成文法以外にもコモンロー、証券監督管理規則などがあり、それらが相互補完的多重構造を形成している。たとえばイギリスでは、長期間にわたる発展を経て、会社立法自体がすでに成熟しており、厳密なものとなっている。統計によれば、現行の1985年会社法および倒産法の中に、取締役による法律違反、規則違反の認定規定は200以上も含まれている<sup>36</sup>。コモンローの保護の下で少数株主は事案の具体的状況に基づき裁判所に救済を求めることができ、取締役による会社ビジネスチャンスの横領を阻止し、管理層の法律違反および詐欺などの行為に対して会社の名義で“株主代表訴訟”を起こし、さらに、大株主が会社業務を不公平に操縦した場合には会社の清算・解散を求めることもできる<sup>37</sup>。

証券規制についてはイギリスはアメリカと規制方式が異なっている<sup>38</sup>。イギリスでは、長期間にわたって単独の証券法典がなく、証券取引所が中心となった自主規制が強調されてきた。上場会社は「ロンドン証券取引所上場規則」（黄色ルーズリーフ式で出版されたので“イエローブック”とよばれている）、とりわけ、その中の重要取引に関する規定および情報開示に関する規定を遵守しなければならない。仮に、上場会社が「上場規則」に違反すれば、証券取引所は公式の注意をなし、または関連証券の売買を停止させることができる。1998年に、ロンドン証券取引所はその「上場規則」を改正し、「良好企業統治準則」と「最適実践規定」を付録として付け加えた。これにより「上場規則」は、企業統治を改善するうえで果たす上での役割をさらに浮き彫りにした。このような自主規制の伝統は、1999年以後大きく変化した。イギリスの「金融サービス・市場法」の公布に伴い、金融サービス局(FSA)は銀行、証券と保険サービスの全体を管理する“ス

「パー監督管理機構」となった。ロンドン取引所は、従来上場会社に対して有してきた監督管理権を金融サービス局に移譲し、自分自身も上場会社となった。その後、金融サービス局は、「イエローブック」を修正し発行するほか、権限を拡大し、上場規則に違反した会社またはその会社の取締役を直接に処罰し、上場会社の保証推薦者に対してまで公開で注意・警告することができるようになった<sup>39</sup>。このような新たな動きから、企業統治改善の強制性が次第に強化されつつあることが裏付けられる。その他、上述の法的枠組みを補充するものとして、会社の構成員間の契約文書である定款や、機関投資家による積極的な関与が、企業統治を改善するうえで重要な役割を果たしている<sup>40</sup>。

コモンローの国で発展してきた企業統治は、「外部者による支配」と株式保有の高度分散、専門家による管理を基礎としつつ、投資家と管理層が分離しているという特徴によって形成されている。このような企業統治のもとでは、管理層は幅広い自由裁量権を持っているが<sup>41</sup>、株主は十分な保護を受けることができる。とりわけ株主は、会社の業績に不満を抱き、会社の経営理念を認めない時にも、株式を譲渡して会社から離脱することができる<sup>42</sup>。この現実を鑑みれば、会社の管理層の有効な運営と少数株主の利益の十分な保護の間に、新たな均衡点を見出すことが必要になってくる<sup>43</sup>。

ここに特に指摘すべきであるのは、伝統的理念がきわめて近い英米の間にあっても、会社法制や企業統治においては明らかな違いがあるということである。アメリカの会社法制は自由で簡素化されていることが特徴となっている。商業発展の促進が強調されており、アメリカの「模範事業会社法」は僅か数十頁に過ぎない。これに対して、イギリスは監督管理を重視しており、しかも、近年は一層強化する傾向が見られ、会社関連の法律は1000頁以上にわたって収録されている<sup>44</sup>。

大陸法系の国では、コモンローの国と異なって、株式市場が発達していない。成文法による以外には司法救済を求める道もない。株式保有が高度に集中し、家族や銀行による厳格な支配がなされてきた結果、機関投資家の関与は大きく制限されてきた。このため、内部者による支配が特徴的であるような企業統治が形成されてきた。このような環境の中では、少数株主が得られる保護は少なく、しかも彼らは大株主による権限濫用の危険にさらされてきた。しかし、イギリスの90年代の企業統治に関する一連の報告書は、ドイツとフランスの会社法制の改革に対しても重要な影響を与えた<sup>45</sup>。イタリアも最近、会社法を改正し、少数株主の権利を拡大した。たとえば、少数株主に監査役会への参入権、株主総会の招集権、「株主代表訴訟」に類似した方式で司法救済を求める権利が与えられた<sup>46</sup>。

それにもかかわらず、これらの変革は局部的であるに過ぎない。部分的に差異を縮小しようと

も、根本的に異なる法域の間の社会、経済、法律環境の違いを変えることはできないし、同一方向へ向うということは場合によって挫折することもある。たとえば、取締役会と監査役会を別々に設けるという枠組みは、イギリスでは幅広い反対にあってきた<sup>47</sup>。EUは各国の企業統治を統一するための第五号指令草案につきドイツ的な従業員株式保有方式を導入しようとしたため、これは結局のところ採択されなかった<sup>48</sup>。

経済・法律的要因の他、社会人文環境も企業統治に明らかに影響を与えている。アジア地域の日本と香港地区を例としてみると、両地域とも資本主義制度を実施しているが、日本の「人本主義」の企業統治理念<sup>49</sup>と香港の家族支配の企業統治モデルは<sup>50</sup>それぞれに特徴があり、違いはきわめて大きい<sup>51</sup>。最近、一部の学者は実証的な研究を通じて、国家・文化を超えた企業統治の実践の難しさと問題点を明らかにした。私有化の進展過程の中で、ロシアはアメリカの会社法を企業法制の出発点として導入したが、数年の実践を終えて、ロシアの立法者たちも関連する制度を国内に欠いていたため、今回の立法は失敗に帰したことを認めた<sup>52</sup>。

上述の議論から分かるように、企業統治において統一的標準やモデルは存在していない。最近発表されたOECDの企業統治に関する研究報告書では、経済グローバル化のプロセスの中で融合の傾向は確かに見られるが、このプロセスにおいて国家の終結が期待できないのとまさに同様に、世界中で統一された企業統治システムや実践は期待できないこと、そして企業統治における所有や支配の方法は一つの社会的特徴の核心部分を表しており、今後とも相当程度それぞれに特有なスタイルを保っていくであろうとの認識が示されている<sup>53</sup>。

先進国、とりわけアメリカの学者によるアメリカ的理念と実践の売りさばきに対しては、一部の評論家は、次のように述べつつこれを鋭く批判している。現在、世界には一種の新経済帝国主義が存在している。この種の経済帝国主義は、グローバル化を武器に各国の抵抗を排除し、多国籍会社による経済統合の目標を実現させようとするものである。……これらの根柢の乏しい理論を売りさばこうとする賢い学者たちは、新世紀の現実をこそ直視すべきである<sup>54</sup>。このような動向は中国でも注目され、論議されている<sup>55</sup>。

客観的にいえば、国際経済の一体化は、世界的規模で収益の最大化を追求しようとするプロセスである。このプロセスにおいては、各国は二国間または多国間において交流し合って、公平に競争し、相互に学び合うべきである。このプロセスにおいては、経済グローバル化によって本国の社会体制と法律が衝撃を受けて変革する一面もあれば、外国企業がその国の市場に進出するに当たって「郷に入れば郷に従え」、すなわち競争戦略の現地化の一面もある。各国が学び合い、互いに参考にしあうことによって、一定程度の近寄りをもたらされるであろうが、一方的な征服

は絶対に容認されないことであろう。

### 三 ロシア、東欧諸国の体制移行過程における企業統治の教訓と経験

90年代の初期に、旧ソ連、東欧社会主義ブロックの解体に伴って、私有化の波がこれらの国を席卷した。変革の道はそれぞれの国で異なっていた。ロシアは「ショック療法」をとった。ハンガリーと東ドイツの変革は相対的に緩やかで、しかも制度設計を重視した。チェコは上記両者の中間に位置しており、スピードを求めるとともに、収益の良い株式会社への転換を選択した<sup>56</sup>。ポーランドでは改革のスピードは遅いが、改革の効果を重視したところから、ロシアの状況の対極にあると見なされている<sup>57</sup>。これら国々ではそれぞれの特有な事情によって改革の進み方も異なった。本稿では、そういった差異よりも、それぞれの国の体制移行プロセスにおいて多かれ少かれ発生した企業統治の問題に焦点を当てて、そこから共通性や、参考となしうる経験ないし教訓を見出すべく努めることにしよう。

私有化を巡る問題として最も代表的なのは、言うまでもなくロシアの例である。「ショック療法」によるロシアの私有化は、必要な理論の裏打ちもなければ制度上の準備も足りなく、いわば基礎からして劣っていた。ロシアとチェコは国有資産を計量した後、権利証書の形で私有化を推進した。チェコ国有企業の権利証書の多くは競売の形で分配され、企業の管理層や従業員のために保留されたのはごく僅かであった。その後、大量の株式が投資ファンドに集中するようになったが、少なくとも私有化の初期において内部者による支配の構造は形成されなかった。一方、ロシア政府は、企業の管理層からの支持を得るために、廉価で権利証書を管理層に売却した。したがって、最初から内部者による支配の構造が形成されてしまった。大多数の私有化企業における株式保有構造を見ると、管理層と従業員が60～65%、国家株が15～20%、残りを一般個人やファンドが保有している<sup>58</sup>。

このような「ショック療法」的な私有化を実施すれば社会の財産が不公平に集中し、大量の腐敗を招きかねないにもかかわらず、改革の初期の頃、一部のロシア「改革者」たちは、財産所有権が私有化されれば市場法則が機能するようになり、企業経営も次第によくなるであろうとの認識を示した。さらに一部の外国顧問は、私有化を行わないのに比べれば、汚れた私有化の方がましであると言った<sup>59</sup>。

実際の状況はこれらの断言とは裏腹であった。ロシア経済は悪化し、国民生活は悲惨になる一

方であった。これらの状況は多く報道されてきたため、改めて取り上げるまでもない。ここでは一例としてロシアの株式市場を見てみると、1998年までは、全国最大の200社の株価時価総額はアメリカのインテル社一社の株価時価総額にも及ばなかった<sup>60</sup>。98年末から99年初にかけて証券市場はもはや株価下落の余地もないほどに下落し、価値のない株券が市場に溢れた<sup>61</sup>。このような株式市場における現象はロシアだけの問題ではない。私有化が成功したとされていた国ですら、注目を浴びた後にひどい挫折に遭遇した。たとえば、チェコのプラハ証券取引所は、1995年時点ですでに1716社が上場していた。当時は国家経済が堅調で、多くの人はロシア・東欧ブロックの中でチェコこそが、平穏な市場経済への転換を実現できる国であると考えていた。しかし、1999年の初めになると、上場会社数は80%の激減となり、301社しか残らなかった。しかも、株式に投資価値があって取引されているのは僅か十数社しかないと言われた。同じ時期に、この証券取引所の株価指数は60%下落し、証券会社の数も1997年の1486社から1999年の400社まで減った<sup>62</sup>。

学者たちは、これらの現象は企業統治の問題に関わっているという認識を示している。このことは、IMFとロシア政府との間で調印されたロシア経済環境改善の覚え書きの中でも確認されている<sup>63</sup>。ロシアの私有化された会社において、内部者による支配と自己取引の問題は、企業統治における未解決の難問となっている。最近、ミシガン大学法学部の2人の教授は、ロシアの企業統治問題について調査を行い、深く分析した。彼らが企業統治の良好さを評価する基準は次の二点である。会社資産の最大化を追求しているか。株式保有が多元化されている会社において、利益配当が公平に行われているか<sup>64</sup>。研究結果によれば、ロシアで私有化が実行される直前、すなわち計画経済体制の末期において、国家による統制は相当に緩和されていた。一方、その時点で新たな監督管理メカニズムは導入されていなかったため、内部者による支配が深刻化し、私有化実行以前から存在していた内部者支配の問題が表面化した<sup>65</sup>。

外部者による持株率が低いため、企業の経営者に対する有効な監督メカニズムは形成されなかった。一方、内部者の三つの利益集団である管理層、従業員および政府行政部門は、共同的な共通目標と経営理念を形成させるのが難しいため、会社資産の最大化の実現については私有化の初期からすでに内在的な欠陥が存在していた。計画経済から市場経済へ移行する中で、国有企業が株式会社へ組織変更され、上場されることは、その第一歩に過ぎない。真に株主の多元化を実現させ、構造の合理化を図り、市場メカニズムにより運営を行うことは、いっそう困難な課題である。この意味では、私有化は市場化を実現させるための必要条件に過ぎなく、充分条件ではない。したがって、市場化改革の成功を保証するものではない<sup>66</sup>。制度転換期における改革の難しさゆえに、株式化された上場会社の管理層は、政策の不確定によるリスクに対して内在的なパ

ワーが不足しており、長期的な努力をする心の準備ができていない<sup>67</sup>。外部市場環境、とりわけ、信用と有効な法律による保証が欠けていることは、企業制度改革を遅らせてしまう<sup>68</sup>。

また転換過程において財産所有関係が不明確であることによる問題が依然として存在し、有効な統治の形成を妨げている。先進国で一般的に受け入れられている「代理コスト 取引コスト」モデルの中では、会社の権益と財産所有権の関係が明確であることは基本的な前提となっている。これが前提となって取引双方の利益と取引コストの合理性について判断することができる。このモデルのもう一つの論点は高度な市場競争により取引コストが下がるという点である<sup>69</sup>。しかし、体制移行国家においては、財産所有関係が不明確であるのに加えて、高度な市場環境も整備されていない。一部の企業は会社組織へ転換された後も依然として地方政府から圧力を受けており、市場の需要に応じて経営することができず、地方経済の利益を考慮しつつ、経営、雇用、地元経済への融資を獲得する側面等において妥協せざるを得ない。そして市場における十分な競争環境が整っていないこともこのような妥協を可能にしている。これらの問題を論じた後、前述のミシガン大学の教授は、私有化が実行された後になって、財産所有権の不明確さの問題がいかに潜在的な企業統治問題を引き起こしたか、そして取引コストの上昇を含んだ経済発展への損害をもたらしたかを我々は理解するようになったと述べている<sup>70</sup>。

上述の問題から、会社内部の支配者たちは既存の条件を利用して利益を得ることのみを急ぎ、会社資産の最大化を追求せず、短期的な行動を取ってしまう。このような選択は結果的に企業統治に反映される。ロシアの状況を見れば、これまでの株主権の私有化はすでに「改革者」の当初の考えから外れてしまっている。たとえば、株式保有の多元化の本意は、社会の幅広い人々の関与と投資を通じて、より多くの財産を創出するに有効なメカニズムを作り出すことにある。しかし、内部者の短期的な行動は、重大な汚職を含む社会資本の違法な奪い合いと不合理な使用をもたらした。社会風潮の不正から大多数の会社に関与しているため、機関投資家による投資リスクの分散という有効な対応策も、ロシアではそれなりの役割を果たすことさえ不可能になる。

ロシアの企業統治で存在している一般的な現象には以下のようなものがある。自己取引。報道によれば、ロシアの会社には大小を問わず、その周辺に内部者またはその家族と関連のある会社が存在し、取引を行うことによって企業財産が横領され、資産と利潤が移転されてしまう<sup>71</sup>。実際に個人的な関係を利用して企業財産を横領することは、私有化以前からすでに存在していたが、私有化が始まって、有効な監督メカニズムがなくなったため、自己取引の弊害はさらに深刻になった<sup>72</sup>。

会計書類を偽る虚偽表示。脱税現象が深刻になっており、会社が会計書類を偽り、投資者を

騙すのも一般的である<sup>73</sup>。一部の学者はロシアでは会社の内部者が基本的に正確な会計情報を公開したがないので、ロシアの証券市場においては合理的な価格で株式を発行することが不可能であると指摘している<sup>74</sup>。

汚職。内部者が様々な手段を利用して会社資産を横領したため、会社の財産はどんどん減る<sup>75</sup>。その際に賄賂はよく用いられる手段である。統計によると、ロシアでは、新しい会社を設立するは20から30もの主管部門の許可と複雑な登記手続が必要とされ、その際には権力と金銭との取引も行われている<sup>76</sup>。したがって、企業統治問題は社会の集団犯罪と深刻な政府腐敗の主な原因となっており、汚れた私有化の実施は、マフィアによる犯罪または政府職員や裁判官への買収を強化させてしまった。そして、汚職政府官僚や会社内部者は、さらなる改革抵抗勢力となる<sup>77</sup>。

政府による会社支配への関与。私有化の後も、会社は依然として様々な行政部門から影響を受けている。行政部門は僅かの株式しか保有していないにもかかわらず、常に企業統治において主導的な地位を占めている。たとえば、内部者の権力濫用が政府からの支持を得ている。また一部の地方政府は税収と財務から逃れるために、権限を利用し偽装の企業破産を実行した<sup>78</sup>。

少数株主の権利の侵害。ロシアにおいて内部者の持株率につき多かれ少なかれ、不公平な規則または不公平な分配問題が存在している。ロシアの会社法には「OECD企業統治準則」に似た株主総会に関する規定が置かれているが、実務においては株主登録の拒否から<sup>79</sup>株主総会の招集通知すら出されないことまで<sup>80</sup>、重大な違法現象が多く存在している。さらには情報取得の妨害などの手段によって、少数株主が結束して投票しようとするのを阻止することなどもあった<sup>81</sup>。これら手段の目的は少数株主の財産の略奪にある。報道によれば、ロシアでは利益配当を行う会社が極めて少ない<sup>82</sup>。このような環境は、会社の内部者の会社を支配する欲望をさらに刺激する。西側のある会社の上級管理者の話を借りれば、ロシアの会社において株式を51%保有している株主は、株式を49%保有しているその他の株主から資産を盗む許可書を獲得したことを意味している<sup>83</sup>。視点を変えて分析すれば、会社利益の最大化を追求する忠実な株主に比べ、自己取引を通じて個人利益の最大化を追求する利己的な株主にとっては、会社における持株地位を確保することこそが魅力的である。会社の株式を51%保有すれば、会社の全財産を支配することができるからである。したがって、有効な監督メカニズムが欠け、厳しい執行法的措置がない中で、悪い株主によって良い株主が追い出されるという問題も現れる<sup>84</sup>。

管理層の信用問題。上述の問題と同時に存在しているのが管理層の基本的な信用・誠実さが欠けているという問題である。この問題はすでにロシアの悪質な企業統治において最も目立ち、広く報道された問題となっている<sup>85</sup>。また研究結果によれば、ロシアで私有化された後何年かが

過ぎても、会社管理層には非公式の枠内においても正式な認証機構内においても信用・誠実の職業モラルがまだ育ってきてない<sup>86</sup>。逆に、汚れた私有化後の社会環境は、良い経営者を悪い経営者に変化させてしまったことが明らかである<sup>87</sup>。

ロシアの企業統治におけるこれらの問題は、東ヨーロッパの体制移行国家においてもある程度存在している。たとえば、チェコに関する研究は、深刻な内部者による支配、自己取引、会社資産の移転および横領問題を発見している<sup>88</sup>。ここでは道は異なっても、帰着するところは同じであるという現象が見られる。すなわち、ロシアでは私有化の初期に、政府は大量の株式を、私有化政策支持の見返りとして会社の内部管理層に受け渡した。この意味ではロシアの私有化は最初から内部者に有利であったといえる。一方、チェコの私有化への転換にあってはこのような傾向はなかった。しかし、興味深いことにはある程度の時間が経過した後、発展の道は異なっている。二つの国家では内部者による支配の下で株式保有が高度に集中しているという結果が現れた<sup>89</sup>。

チェコでは、ロシアと違って投資ファンドが比較的発達しており、数こそ少ないけれども規模は大きく、会社運営に一定の影響を与えている<sup>90</sup>。これはロシアの企業統治と比べて優越する条件となっているように見えるが、実際には本来の役割を十分に発揮していない。まず、多くのファンドは銀行によって所有されている。その目的はファンドが株式を保有することによって、会社と銀行の関係を強化しようとするものであるに過ぎず、会社制度の改革を深化するものではない<sup>91</sup>。チェコ財政省の研究からさらに分かったのは、私有化された後の会社の業績と非銀行支配ファンドの保有株式数との間には逆方向の関係が存在している。その主な原因はこれらのファンドが真の投資に従事しているのではなく、一儲けを目的としてその影響力と支配的な地位を利用し、会社の利潤を移転してしまうからである<sup>92</sup>。

企業統治の現状について以上のように論じた後は、その発生の原因に目を向けるのが自然であろう。本論文では簡単に、法律方面の問題に限って論じてみたい。ロシアの法治環境は悪質な企業統治をもたらした根本的な原因の一つである。まず、ロシアの会社立法は実務の発展に遅れている。ロシアでは大規模な私有化が1992年から始まっていたが、「株式有限会社法」および「連邦証券法」はようやく1996年に、そして「投資家権益保護法」は1999年に制定されたにすぎない。これらの法律が施行される前の、私有化当初にあっては、法律がなかったため、広い範囲において違法な投機行為と市場の不確定状態がすでに形成されてしまった<sup>93</sup>。

ロシアはその後会社立法および株主権利保護においてすでに大きな進展を遂げたことを認められる。とりわけ1999年に制定された「投資家権益保護法」は、会社立法の不足を補っており、連



邦証券市場委員会の監督管理能力をさらに強化した。またこの法律によれば、連邦証券市場委員会は、侵害された株主および国を代表して、違法をなす会社や経営者に対し訴訟を提起することができる。近年提起された130件の訴訟の中で、勝訴率は80%に達している<sup>94</sup>。同時に、ロシアでは投資家を保護するための組織も設立された。これらは企業統治における政府の最新の努力を表している。しかし、これらの立法は明確な定義と実施の操作性を欠いている。たとえば、立法においては株主の会社業務への関与の権利や情報獲得の権利が規定されているが、定義が不明確であるため、少数株主は依然として管理層や大株主による権限濫用の餌食となっている。また会社法では株主が会社における重要な取引を承認する権利を有すると規定されている。しかし、この規定に違反した場合に、どのような処罰を受けるかは定められていない。さらに会社法では、会社が株主の意思に反して重大な変更をなした時には、株主は株式買取請求によって会社から離脱できると規定されている。しかし、実際に独立した株式評価制度がないため、この規定を施行するのは難しい<sup>95</sup>。

仮にこれらの欠陥のある立法が、ロシアの企業統治問題の一面であるとしても、その他のマクロ的かつ重大な違法腐敗現象と比べればこれらは二の次としか言いようがない。一部の外国の専門家はロシアの企業統治の法律環境に影響する要素について評論する際には、法規の混雑と不足、地方保護主義、司法の腐敗および全体的な公共管理の欠陥などの問題に集中して論じてきた<sup>96</sup>。客観的にいえば、体制移行プロセスにおいて裁判官、検察官、弁護士およびその他の仲介機構は、市場経済の法律問題に対応するための経験と能力を欠いている。ロシアにおいてはやりくりが困難な財政状況により連邦証券市場委員会の経費が極めて不足しているため、高いレベルの人材を確保しにくいし、違法事件に対して適時に十分な調査を行えない<sup>97</sup>。また、現在、ロシアの法律規定によれば、株主が会社を訴える際に、裁判所は書面証拠しか受け取らないため、大多数の関連事件において勝訴は極めて難しい<sup>98</sup>。

しかし、さらに恐ろしいのは人的要素である。司法機関の腐敗は、企業統治が改善されない根本的な原因となっている。大量の事件の中で裁判官や検察官が買収された。ロシアでは検察官によるマフィア会社の違法事件に関係する調査については相対的に公開された「相場」までである<sup>99</sup>。しかも、裁判所の予算は地方政府により管理されているため、地方政府は常に、裁判官に圧力と影響を与え続けている<sup>100</sup>。

公共管理において政府内部の汚職と腐敗が深刻になっているため、会社の管理層はすぐさま権利と金銭の取引によって儲けるというすばいやり方を見つけた。広く報道されているYukos社事件はその典型的な例である。Yukos社は、ロシアの大型石油会社であり、長期にわたって市場より

はるかに低い価格で子会社から石油を購入していたため、子会社はほとんど収益がなく損失を出している。これらの子会社の利益に損害を与える取引は少数株主からの承認をほとんど得ていなかったため、すでに会社法に違反する行為に当たる。そのため、ロシア証券市場委員会は調査を始めた。しかし、Yukos社はそれによって慎重になることもなかった。1997年から1998年にかけて、当該会社は、大株主の操縦により会社の株式を担保に入れて西側銀行から資金を大量に借り入れた。会社の株が保証条件として担保に供された。その後、適時に返済できなかったため、30%の株式が西側銀行に競売または所有された。このような状況の中で、大株主は支配している会社の主要財産である三つの子会社の株式を移転し始めた。株式の移転に関する株主総会の議案はすべて株式の75%の賛成をもって採択されることになっている。大株主は議決権を51%しか持っていなかった。そこで、大株主は株主総会を開く前日に、一人の裁判官に依頼し、「少数株主の一致した行為」はロシアの独占禁止法に“違反”し、投票ができないと宣告させた。このため、株主総会に出席し投票をした人は、大株主により支配されている者だけであり、いかなる利益衝突、関連取引に対しても異議が出されなかった。一方、少数株主は拒否されて門外に留められた。このようにして、大株主は資産を“成功”裡に移転することができた。

その後、少数株主によって提起された訴訟は放置され、子会社の所在地の市長は、これらの会社の関連取引により地方税収が損害を蒙ったとして公然と叱ったことにより暗殺され、もう一人の会社の管理者もYukos社を提訴し勝訴したことで車ごと爆破された。一連の不祥事の最中に、Yukos社の大株主はロシアの総理に同伴してアメリカを訪問した。一方、ロシア証券委員会の委員長はその他の政府部門から必要な協力を得られず、事件の調査を進められないことから辞職した。同委員長が辞職した直後、委員会の他の委員たちはYukos社の子会社による上場および株式発行の申請をすぐに許可した<sup>101</sup>。まさしく、一部の学者が指摘しているように、今日のロシアの問題は、完備した法律が欠けていることにあるというよりも、必要なメカニズムを欠いていることにあり、かつ政府指導者が真に法律を実施しようとする政治的決意を欠いていることにあるといった方が正しい<sup>102</sup>。

ハンガリーは私有化改革に対して比較的慎重な態度を取ってきている。ブダペスト証券取引市場は、大規模な私有化を準備するために1990年に開業したが、社会的な資金調達的主要手段である株式の公募発行は1995年になってようやく行われた。政府の政策は当初から明確に、地方政府、社会保険ファンド、従業員と個人投資家が共同して形成する均衡分散的な市場構造を建設することであった。実務の中ではこの目標は完全には実施されなかったが、政府は確かに一連の立法を通じて、複数の利益団体による株式保有を推進した。実際に、このような分散的株式保有構造は、

ハンガリーが平穩に体制を移行するのに役に立ったことが明らかである。しかし、その他の国と同様に、ハンガリーの体制移行プロセスにおいても、制度上の欠陥が存在している。たとえば会社法上、会社機関設置について明確な規定があるにもかかわらず、国有企業から改組された多くの会社、とりわけ大型会社では、取締役会とCEOが依然として政府の関与により任命され、多くの会社ではCEOが一人で権限を握り、取締役会はあまり重要とされない。監査役会も事実上に権限がない状態であった。この現象をもたらした主な原因は、取締役会における外部取締役のほとんどが政府職員または政治家である点にある。会社の取締役とするのは給料の比較的低い議員、党の職員および政府職員に補助金を与える手段であると見られている。彼らの大多数は時間もなければ経験もないため、役割を果たすことができない。もう一つ注目すべき問題は、国有企業または国有の株式会社において優秀な人材が流失したことである。旧体制から残された問題の影響のため、優秀な人材がいても彼らはなかなか成果を出すことが難しい。一方、私的会社からの手厚い待遇が、彼らを気持ちを揺さぶっている<sup>103</sup>。

ポーランドの経験は多くの面においてロシアやチェコの状況と対照的である。情報開示と信用義務の基準がまだ出来上がっていないため、ポーランドの私有化は遅れている。私有化計画の実施に当たって、私有化対象企業はGDPの10%に相当する500社の国有企業に限られ、ポーランド国民は、国が設立した15社の国家投資ファンドの中から選択して投資を行うものとされ、上場会社や私的投資ファンドに直接に投資することは許されなかった。国家は専門家により経営されるファンド会社を設立する。その目的は、有効な企業統治を構築すると同時に、会社制度を導入して外国の資金や管理経験を吸収し、自国の管理レベルを高めようとするところにあった。したがって、これらのファンドはポーランドの私有化の重要な手段となった。ハンガリーも同様に企業統治改善において戦略投資家、とりわけ外国投資家の役割を強調した<sup>104</sup>。十分な準備、合理的なプランがあったおかげで、透明度は深刻な問題とならなかつたし、会社の情報開示も幅広く評価された。そのため、ポーランドとハンガリーは国際証券協会の基準に最も近い二つの中欧国家であると見られている<sup>105</sup>。

ポーランドの市場改革と私有化の漸進的な歩みは次のところにも現れている。1998年にワルシャワに上場された会社は僅か257社で、チェコの上場会社数より遥かに少ない。しかし、1998年のアジア金融危機がヨーロッパに及んだ時、ポーランドの株価指数は僅か13.1%下げたのみであった。これに対して、チェコの市場は崩壊寸前となった。1998年の年末になると、ポーランドの国家投資ファンドは依然としてワルシャワ証券取引所でその実際資産価値に近い価格で取引されていたが、チェコの投資ファンドはその実際資産価値より20%から70%低い価格で取引されていた

<sup>106</sup>。国により設立された投資ファンドの場合は監督メカニズムが有効に機能するか否かについて今まだ定説がないが、一部の評論家は、これらのファンドは少なくともチェコの投資ファンドよりも収益を追求し、制度改革を推し進める側面において積極的であると指摘した<sup>107</sup>。

一部の学者は、体制移行国家における企業統治の改善については、外国投資家およびファンド管理者は利益最大化を追求する株主であり、改革を進めるために必要な知的資源と資本を提供することができると思っている<sup>108</sup>。各国の国情は異なるが、外資を利用して企業統治を改善するという比較的良い実例は確かにある。たとえば、ルーマニア鉄道部門の改革が行われた際に、あるアメリカの会社が国際入札を勝ち抜き、世界銀行と欧州復興銀行の財政支持を得て、新たな法的枠組みの設立から企業統治構造までの改革案を作った。その案においては、この会社は全般的に私有化を実行することは勧められなかった。国家が重要な基礎施設に対して公有権を保有し、運営は私人による会社に委ねることが提案された。国家は部分的に株式を売ることができるが、過渡期においては行政部門は鉄道会社を正常に運営し、利潤を創出することに責任を持つ。それと同時に、ルーマニアは立法を通じて、過渡期における会社管理者の職責と義務について明確な規定を作る。その規定における基本的な考えは、もし改革が成功すれば、会社の管理者は巨大な物質的なお返しを受けられるが、目標とされた利潤額を実現できなかった場合には、免職されるというものである<sup>109</sup>。

ロシア・東ヨーロッパ諸国に関する以上の考察は限られた問題しか扱えなかったが、計画経済から市場経済への移行の難しさ、道の選択と設計の重要性、企業統治の法律環境と公共管理への依存性およびその相互作用について明かにした。これらの経験と教訓は、経済制度の異なる国家に共通の利益をもたらした。西側国家の伝統的な研究および比較とは一定の距離はあるが、ロシア・東欧諸国の私有化と企業統治の歩みは、財産所有権の範囲と構造において新たな啓発を提供し、企業統治の理論を豊かにした。その恩恵は、ロシアおよびその他の体制移行国家に限らず、アメリカのような先進国家にも及ぼされるものである<sup>110</sup>。

#### 四 ロシア・東欧諸国の体制移行過程における企業統治問題の中国への示唆

ロシア・東欧諸国が提供した理論と実践の経験・教訓は実際には非常に豊かなものであって、ここでは、自分の未熟な考えを提示したにとどまる。中国は計画経済から市場経済へ転換する過程において同様なまたは類似する企業統治問題に直面しているため、これらの国々の経験・教訓

に関する研究は中国の企業統治問題に対する認識を深め、あるいは異なった視角からそれを認識するのに大いに役立つ。

まず第一に、改革が自発的に進むことはない。計画経済から市場経済へ移行にするに当って、企業統治が自発的な変革を成し遂げることはありえず、積極的な改革によって形成されるものである。ロシアの制度移行において、一部の重要な推論は到底実現されえなかった。たとえば、汚れた私有化は遺憾であるが、私有化されれば会社の新たな管理者が利益を追求するので、元の国有企業に比べて収益を改善することができ、国家もそれなりの利益を受けられると推論された<sup>111</sup>。また、広範囲の私有化は法律の実施と法的メカニズムの強化の原動力となるため、法律の発展に対しても私有化によってよい影響が及ぶと推論された<sup>112</sup>。以上に展開した事実は、これら二つの推論が思う通りに実現されえなかったことを示している。

中国が株式市場を設け、国有企業を再編して株式会社に変更させる際にも、一部の政府関係者や会社の経営者は、国有企業を上場会社に組織変更させることによって、企業統治が改善され、会社と管理層は外部株主の圧力の下に置かれるようになり、企業の収益が高められると考えていた。たとえば、元CSRC主席、劉鴻儒は次のように指摘した。中国の国情に適合した資本市場を設立する意義は、国民の貯蓄を生産資金に転換させることによって、経済構造の調整と企業経営メカニズムの改善を促進するところにある……株式会社、とりわけ上場会社では、財産所有権が明確で、複数の投資主体が形成されるため、投資者は權益を有すると共にリスクも負担する。自主経営、リスクの自己負担、損益の自己負担が可能となる……社会民衆と株主による監督力が強化され、外部の圧力と原動力が強まる<sup>113</sup>。ところで、その後の発展から考えると、当初の考えは少なくとも今日、多くの上場会社では完全に実現されていない。多くの厳しい批判を受けているのは、上場会社の内部者が関連政府部門の支持の下で、あらゆる手段を用いて株主を騙すことである。株式を発行し会社を上場させることは、真の制度改革を求めていることではなく、投資者から「お金を騙し取るゲーム」の始まりである。このようなやり方は、真の改革、すなわち企業を市場規則に従って運営させることは、会社を新規に設立することよりもっと困難であることを物語っている。それゆえに、多くの上場会社はリスクを負担して長期的な努力を払うことはしたくない。その代わりに内部者は大株主の地位、会社の経営情報に詳しいといったことを利用して、自分の利益を懸命に追求している。このような機会主義的な行動は、ロシアの状況と似ていると感じさせる。

もちろん、制度改革と市場経済への移行は一つのプロセスであり、すぐに実現することは不可能である。同時に、この過程は自発的に進展することではなく、新旧体制の消長の過程である。

古い体制は簡単に退出せず、各種の利益団体も新旧体制の交代過程を利用し利益を図ろうとする。機運に応じて生まれた新たな市場主体もその役割を果たすことができない。たとえば、一般的に言えば、機関投資家の関与は、企業統治の改善、少数株主利益の保護に有効なメカニズムであると認識されている。しかし、チェコの実践から分かるように、機関投資家は必ずしも長期的な利益を追求するのではなく、逆に、自分も「金騙しゲーム」の関与者になる可能性がある。中国の『ファンド黒幕』という本の中で暴露された現象から、この種のゲームの中国版を見ることができる<sup>114</sup>。CSRC首席顧問である梁定邦氏は、中国の株式市場においては、ファンドを含む機関投資家が株式市場を安定させる役割を果たしておらず、株価の変動を助長し、目先の利益を狙って株式を売買するのが主であると鋭く指摘している<sup>115</sup>。また、多くの市場仲介機構が虚偽表示などに関与していることも想像がつくものである<sup>116</sup>。これらの市場主体の行動は、中国の企業統治と株式市場の改善に役立つどころか、中国の株式市場に災難となる結果をもたらしかねない。

このような広範囲で蔓延している現象を作り出した原因としては、少なくとも三点を上げることができる。監督管理が足りない。得られる利益と比べて金騙しのコストはきわめて低く、処罰されるリスクの方が制度改革のリスクよりはるかに小さい。法律制度が不健全である。ここで特に指摘したいのは、「会社法」は会社設立の基準を重視しているが、会社設立後の公平な運営について有効な規範が少ないため、大株主は利益衝突を無視し、公然と子会社を利用して少数株主の権利を侵害する。それに加えて、少数株主の訴訟提起を阻止しようとする。そのような場合に、裁判所はその状況に適用する法律がないと感じた<sup>117</sup>。「証券法」では上場基準について詳細の規定が置かれているが、少数株主による有効な司法救済の手段と株主保護協会設立の要求について規定が置かれていないため<sup>118</sup>、一時的には株主が訴訟を提起することすらできない局面が生じた<sup>119</sup>。政府が政策上株式市場を保護する姿勢をとっているため、最初から虚偽の情報を使って上場を果たした会社は、上場後全く心配事がない。会社を設立する時に政府が宣伝や会社の主な経営者人事に関与する。そして、自己取引により資産を移転することに関して有効な監督審査ができないため、不祥事が暴露された後も、必ず誰かがそれを庇い、再編を行う。また、株式市場では会社の質に対し信用危機が発生すると、いくつかの政策が打ち出され、それを緩和しようとする<sup>120</sup>。これらの行動は短期的な投資と金騙しを奨励するようなものであって、会社を市場に直面させ、真の制度改革を推し進めるものではない。

制度移行プロセスにおいては、市場メカニズムは、その制度が優越的であるからと言って必ずしも勝るとは限らない。真の改革が積極的に進められなければ、絶えず挫折に遭うことであろう。国民の改革への自信が影響されるだけでなく、この期間に汚職腐敗と近視的な行為が蔓延

して、改革の道のりはさらに困難になる。

第二は、企業統治の位置付けの問題である。企業統治は、近年、世界的な研究の焦点となっており、国内でも強い反響を引き起こしている。株式市場における絶えない不祥事による株主の憤りをもって、CSRCは大きな圧力を受けているが、「会社法」の改正はなかなか決まらない<sup>121</sup>。このような状況の中で、人々は企業統治に対して強烈な関心を示している<sup>122</sup>。CSRCが最近、一連の重要事件を捜査する際に打ち出した「上場企業統治準則」は、人々の企業統治への期待を高め、企業統治が会社制度の核心であることを認識させた。このような環境の中で、筆者は企業統治の定位と役割について冷静に考え、本末顛倒になるような問題を防止すべきであると考えます。

前述のように、企業統治に関する研究の基本的背景はグローバリゼーションである。それは先進諸国の比較的成熟した会社法制と市場経済を基礎とし、グローバル競争からの挑戦に対応するために、運営効率と収益改善を図ろうとするものである。ある意味では、企業統治は先進諸国にとってより良き制度を作るためのものである。しかし、企業統治の本質から言えば、現在の一般の共通認識として、それはあくまでも一種の「ソフトロー」である。研究の重点は、会社行為およびこれらの行為に影響を及ぼす一連の行為準則、最善の実践標準とメカニズムなどに置かれている<sup>123</sup>。企業統治は会社法制を基礎としなければならないが、制度やメカニズムの実行性に注目するのみならず、競争においてより優越的・合理的な実践に焦点を当てて考察するものである。「ソフトロー」は政策決定者を拘束するものではなく、政策決定の理念に一つの枠組みを提供する<sup>124</sup>。

機能的に言えば、企業統治は内在的な機能に例えられる。情報開示、株式保有構造、運営プロセスは会社によって異なる。その他にも、自律的なメカニズム、市場競争の圧力や職業道徳の意識などが企業統治において大きな役割を果たす。先進諸国ではその国の状況に適した比較的成熟した会社制度が形成されているため、この意味では、上場会社と多国籍会社にとって企業統治に関する「ソフトロー」が会社立法より決定的な意義をもつ要素となったと一部の学者は指摘している<sup>125</sup>。しかし、逆に考えれば、健全な会社法制は企業統治が発展するための基本的な前提であり、基礎となっている。制度移行国家にとっては、会社法制の整備と有効な実施が主導的な地位を占めるべきであり、企業統治は補助的な役割しか発揮することができない。この認識は「OECD会社統治準則」と中国の「上場会社統治準則」の中でも確認されている。

「OECD会社統治準則」では、会社統治準則は拘束力がなく、各国の立法に対して具体的な規定を定めることを目的としない旨を明確に示している。これらの準則は単に各国の参考のために作られたものでしかない<sup>126</sup>。企業統治メカニズムの形成は法律、規則や体制など環境の影響による

<sup>127</sup>。CSRCと国家経済貿易委員会が共同で公布した「上場企業統治準則」は、上場会社に対してそれに従うことを要求しており、CSRCに準則に基づき関連問題の調整を求める権限を賦与したが、「準則」規定の多くは“ソフトロー”の特徴を示しており、実施と実行につき弾力性が認められている。たとえば、上場会社に対して「準則」で述べられた“精神”を貫くことを要求しているが、「準則」の規定は良好な企業統治を判断する“主要標準”に過ぎないため、企業統治に“重大問題”が存在する時に限って、CSRCは整理整頓を求める権限を有するとされる<sup>128</sup>。

「準則」の規定に対する中国上場会社の反応は、それが発揮しうる役割を他の側面からあらかじめ示したものであった。報道によれば、「準則」が実施された後、150社もの上場会社が発表した営業報告書は内容的に類似しているものがある。すなわち、「準則」の条文を踏襲し、良い情報のみを報道する現象が一般的である<sup>129</sup>。多くの会社において企業統治に関する情報開示は淡々としており、実質的な問題は回避されている。さらに多くの会社は、関連の法律法規の要求を遵守しているとのみ表明した。あたかもこれらの会社では、すでに規範的な企業統治システムが作り上げられており、要請をなおざりにしても良いと考えているようである<sup>130</sup>。

事実上、強大な社会世論の圧力、次第に発布されるようになった「準則」などの規範的な文書、それに強化された監督管理措置はあろうとも、一部の上場会社は依然として自己中心であり、現在の体制と運営を継続していこうとしている。したがって、法治を機能させるには、強制的な法律規則を厳格に実施することが必要である。国有資産や企業に不公正な優遇を与え<sup>131</sup>、取締役の信用・誠実義務や少数株主の保護に関する具体的な規定が設けられていない会社法のもとでは<sup>132</sup>、いかにすれば良好な企業統治を構築しうるのか、少数株主の利益を有効に保護しうるのか、管理者の道德水準と行為準則を高めうるのか、そして自己取引から権力濫用を防止しうるのかについて、想像もつかない。この意味では、現在摘発されているような重大な違法事件が広範囲に発生している原因は、良好な企業統治がないというだけでなく、厳密な法律と有効な監督管理が乏しく、違法のコストを禁止レベルにまで高めていないからである。企業統治の改善は、単なる会社運営上の問題ではない。政治体制を含む会社の外部メカニズムの改革が無視されれば、現在見られるような企業統治における深刻な問題の解決は不可能であろう<sup>133</sup>。一部の学者は、現在の中国経済体制の核心部分は依然として統制経済であり、ただ企業経営の面において市場メカニズムが形式的に取り入れられているだけであって、このような経済体制は、社会主義経済の発展に不利であり、官僚資本主義に“温床”を提供していると鋭く指摘している<sup>134</sup>。現在は上場会社における国家株が大多数を占めているため、企業と市場を連動させる株主の能力が乏しくなり、会社法の管理層の義務に関する規定が無意味なものになってしまっている<sup>135</sup>。



学者が前述のロシアの状況に触れたときに指摘したように、良好な企業統治を構築するためには、まず厳格に法律規定を執行しようとする政治的決意が必要である<sup>136</sup>。企業統治は良好な市場秩序を構築し、会社の素質を高めるための必要条件の一つに過ぎず、充分条件ではない。現段階においては、法治環境の整備にこそ力を入れるべきである。厳密な法律規則と厳格かつ有効な法律執行がなくては、「上場企業統治準則」の実施は再び失望を与えるものになってしまう。

企業統治と会社法制の補完的な関係は、両者間の相互転換からも認識することができる。イギリスでは企業統治に関する三つの報告が相次いで発表された後、上場会社は報告で提起された意見と措置に対し、一般的にきわめて真剣な態度で対処した。そのため、イギリスの会社立法を主管するイギリス貿易産業省は、1998年に、政府が法律規則の制定でもって最善の実践準則に取って代わる意思のないことを公表した。しかし、この立場の基本的な前提は、これらの企業統治準則が実務の中で、確実に役割を果たしていることである。そうでなければ、立法作業が正式に行われる。貿易産業省はさらに、企業統治において法律規則が必要となれば、即時に立法することを明確に示した。その際、特に提起された領域には、株主総会における株主のより積極的な役割および管理層の報酬に対する監督権利の強化が含まれている<sup>137</sup>。イギリスがこのような立場を取っているのは、自主規制を尊重する伝統と、整備された厳密な会社法を基礎にしているからである。しかし、中国ではこれらの二つの側面のどちらも整備されていない。したがって、中国の立法監督管理はまず、ハードな面の構築と整備に集中すべきである。

アメリカでは、アメリカの証券取引所の規則は事実上“ソフトロー”であると指摘している学者がいる。たとえば、会社が規則に違反しても、場合によっては取引所の力が及ばないこともある。強制的執行メカニズムがない限り、一部の大会社は依然として思う通りにやることができる<sup>138</sup>。90年代初期、アメリカではこのような事件があった。アメリカのGM自動車会社は、悪質な買収を防止するために、普通株において半分の議決権しか持たない株式を発行した。このやり方は明らかに、一株一議決権、同一株式、同一権利というニューヨーク証券取引所の上場規則に違反している。しかし、ニューヨーク証券取引所は厳格な執行をすれば上場会社を失いかねないと心配し、わざと放任的な態度を取った。アメリカ証券取引委員会は規則の制定を通じてこのようなやり方を是正しようとしたが、連邦上訴裁判所は証券取引委員会に敗訴を言い渡した。裁判官はこの規則は、種類株式間の権限の実質的な分配を直接的に支配しようとするものであるがゆえに、委員会の権限を越えていると判示した。仮に、一株一議決権という原則が生きながらあるべきものであるとしても、企業統治の全体からこの規則を切り離す防火帯が必要であるという。裁判官はさらに、アメリカ連邦議会の立法授権を理由に、証券取引委員会が上場規則を通じて企業統治

を支配できると主張することは、裁判所がこの論点を受け入れるかどうかに対して博打をうったようなものであり、結果的には、裁判所を選び間違えたり、博打も間違えたと鋭く指摘した<sup>139</sup>。この判例が明らかにしたのは、証券取引委員会が企業統治を監督管理することには限界があるため、裁判所が会社自治の尊重と監督管理の間に必要な均衡を見い出さなければならないということである。

第三は、企業統治のルートの選択問題である。計画経済から市場経済への移行は非常に複雑な問題に直面しているため、ルートの設計はきわめて重要である。外国の成熟した経験を参考にし、吸収することが必要であるとともに、中国の実際の国情をも考慮しなければならない。この面においては、一連の政策的な選択を行うことが必要である。しかし、現在の中国の会社法制と統治構造を見れば、現実を離れて実現できないものを求める傾向があるようである。

たとえば、政府が証券市場を位置付けることは、企業統治の目標と衝突しかねない。政府は、株式市場が国有企業制度改革のために、国有企業の資金調達に道を開くことを求めている。それによって政府財政部門と銀行の負担を軽減させようとしている<sup>140</sup>。この過程において政府は、企業の状況と関係なく、国有資産の価値の維持・増殖を実現しなくてはならない<sup>141</sup>。その結果、あらゆる手段を用いて、虚偽記載をもして金を騙し取り、株価が高すぎることとなるといった現象が発生しても不思議ではない。しかし、株式保有の多元化と企業統治の前提は、利益を上げ、株主の投資回収に寄与することにある。市場の開放が進み、競争が激しくなり、監督管理が強化されるに伴って、株価がその実際の価値に近づくのもまた必然であって、人為的に価格を維持することは不可能である。CSRC主席である周小川氏は、最近、株主利益の最大化を企業統治の目標の一つであることを強調したが<sup>142</sup>、その他の目標については具体的に言及しなかった。会社の実務から見れば、この目標が実現できるか、またはどの程度実現できるかは、この目標と他の目標との相互関係によって決定される。国有企業優先、国家政策優先、国有資産優先という発想を打ち破らなければ、株主利益の最大化を実現することは依然として無理であろう。

中国では、私有化は依然として政治的に敏感な表現である。実際にも、株式を公開発行して国家株の持株率を調整することは、実に機関または個人投資家へ財産所有権益を移転する過程である。ロシア、東欧諸国と比較すれば、中国の移転の目的は根本的に異なっている。すなわち、私有化それ自体を追求するのではなく、株式市場を利用して、社会と個人の財産資源を国家経済政策が主導し、支配する軌道に納めるために移転が行われる<sup>143</sup>。この目的があるため、国家利益の保護と株主利益の保護が果たして相容れるのが難しくなる。現実には、政府の支持とイデオロギーの延長が、経済体制移行過程において国家株が圧倒的に多数を占めるという結果を生み出し

ている。個人株主は公平に権利を享有し行使することが許されなかった<sup>144</sup>。この状況はロシアの私有化状況と比較すればより複雑である。内部者による支配、自己取引と汚職腐敗などの企業統治問題に限らず、イデオロギーによってもたらされた市場の歪みと取引の不公平という問題も含まれている。国家が政府政策のために株式市場を利用するとなれば、すべての株主のために資源利益の最大化を求めることは困難となり、株式市場の発展を阻害しかねない<sup>145</sup>。ここで一つのジレンマが現れる。すなわち、移行期において国家内部に成熟した市場メカニズムと推進力がないため、頼りになるのは本来市場から撤退すべき政府であることになる<sup>146</sup>。

会社法制と統治の枠組みの構築において、異なるモデルを功利的に採用したため、人々に無理を感じさせるに至っており、諸制度間の協調の利益は真剣に考えられていないようである。現在、我が国の「会社法」は、欧州大陸会社制度の二元的構造を取っており、取締役会と監査役会を並存させている。また、中国の特色として会社における共産党の核心的な役割も強調されている<sup>147</sup>。一方、「証券法」は、アメリカ的なモデルを取り入れて、CSRCに立法、審査、法律執行等の権限を賦与した。最近の企業統治の改善に関する規定においては、コモンロー国家で提唱された“株主代表訴訟”<sup>148</sup>や社外取締役<sup>149</sup>などのメカニズムも導入された。このようなシステムは、中国の企業統治の規範を比較的に厳密にしたように見えるが、理想的な効果を上げられるとは限らない。

監督のプロセスとコストを考えれば、現在、社外取締役、取締役専門委員会および監査役会間の関係、権限および手順はまだ不明確である。社外取締役と監査役は株主の利益を保護する責務を果たしている。社外取締役は取締役会でその役割を果たすため、社外取締役が取締役会内で職責を履行することは、大株主から支配されず、会社全体の利益を守っていくのに資する<sup>150</sup>。そして、監査役会は社外取締役を含む取締役会に対して監督を行う<sup>151</sup>。社外取締役は一般に経験を持つ専門家であるが、監査役会も独自に仲介機構を招聘し、専門的意見を求める<sup>152</sup>。同様に、会社の取締役会には会計審査委員会を設けることができ、その中で社外取締役が過半数を占めるべきとされる。しかも、独立した会計専門家も含む<sup>153</sup>。監査役会も会社の財務を監督し、それに必要な費用は会社が負担するという形で仲介機構を招聘し、専門的な意見を求めることができる<sup>154</sup>。監査役会は管理層と外部の会計審査人を招いて監査役会の会議に出席してもらうことができる<sup>155</sup>。このように職能が重なり機能が重複することは、無駄な遅延と浪費をもたらす。そればかりか、社外取締役、監査役会、仲介機構間の意見衝突が起こり、複雑な局面になる可能性もある。また、これほど厳しいやり方による混乱と浪費は、それ自体が企業統治における新たな問題となりうる。

英米と大陸の会社法制と統治構造を見るに、二つの法域は、近年、局部的には同じ方向で改革が行われる傾向が見られるものの、基本的にはそれぞれの価値観を固持しており、盲従的に他国の後を追うことはない。英米法系では、株式保有が高度に分散し、証券市場と機関投資が発達しているため、会社法制と統治は株主権の流動性を有効に保護している。一方、大陸法系の国では株式保有が高度に集中し、証券市場と機関投資が発達していないため、会社法制と統治はまず大株主の有効な支配を考慮する。両体系の差異は各自の市場条件と特徴からもたらされたものである<sup>156</sup>。したがって、中国の企業統治のルート選択は国情に基づいて選択しなければならない。また、中国の国情を考慮するとともに、異なるメカニズムとシステムの協調と効果も考えなければならない。

中国の金融体制改革の趨勢に鑑みれば、国民の貯蓄と投資家の人数は急増しつつあるものの、国有銀行の不良債権問題が依然として未解決のままとなっている。国家の経済発展が一定の成長率で持続している中で、国と国有銀行の融資力は限られているため、今後、証券市場を通じた資金調達は大いに期待されている。これによって、株式保有の多元化と証券市場の発展が促進されることになる<sup>157</sup>。このような見地からすれば、アメリカの経験はより参考になると思われがちである。しかし、実際にはアメリカの数多くの法律規定は必ずしも中国に相応しいものではない。一部のアメリカの学者もアメリカの会社法は世界中で広範に参考にされたことが一度もないと認めている<sup>158</sup>。したがって、選択の判断をする際には、慎重な態度をとるべきであろう。

第四は、中国に特有な人文的要素による影響を考慮して企業統治を構築しなければならないということである。中国は文明大国として数千年の輝かしい歴史がある。儒教を基礎とした伝統は中国およびその周辺国家・地区、さらに海外華僑の企業文化や企業統治に深い影響を与えている。しかし、長期間の封建専制および建国後何十年かの集権的な計画経済体制のもとで市場関係の発展が常に抑制されてきたという環境は、企業統治の構築に不利な要素となる。たとえば、中国の伝統文化では数多くの道徳や教えがあるが、その基礎となっているのは封建社会の忠義であり、明確な財産所有権、および公平な取引といった市場理念そのものではない。これらの封建的な教えは歴史的な限界から、近代の有効な牽制メカニズムへと発展することが終始できなかった。しかし、今日中国の企業統治は依然として、これらの人文要素から影響を受けている。会社法によれば、会社の取締役と監査役は本来、株主総会に対して責任を負い、自分の職務を忠実に履行し、会社の利益を守らなければならない<sup>159</sup>。西側諸国では取締役会が一つの集団的概念と理解されており、特別な権限が授与されない限り、一人の取締役がその他の取締役より大きな権限を有することはない<sup>160</sup>。しかし、中国の会社実務では、取締役会の一部の人、とりわけ代表取締役に権限

が集中している現象がきわめて深刻で、重要職務を兼任しているというばかりか、一人で決め付けてしまうという局面も現れている。多くの取締役と監査役は、率直に意見を述べたり反対意見を表明することもできなければ、そうする勇氣もない。この現象は明かに中国伝統の家父長制を表している。元香港在駐の中国関係機構の責任者は、今日の国家指導者はもはや帝王のように崇拜されることはないものの、挑戦を受けることはほとんどなく、この伝統もまた、中国大陆の会社の内部管理にしきたりとして受け継がれていると指摘している<sup>161</sup>。実際に、このような状況は経済生活における行政専断と官僚本位のモデルを長期間にわたって強めてしまう。その結果、取締役会と監査役会が形骸化され、個別の人がすべてを主宰している。多数の取締役と監査役は株主総会に責任を負うのではなく、内部の家長に服従している。このような統治モデルは会社の経営判断リスクをきわめて高いものにしてしまう。

最近、CSRCと国家経済貿易委員会が上場企業統治を改善するために相次いで発表した「上場会社における社外取締役制度の確立に関する指導意見」および「上場会社統治準則」は、正式に社外取締役制度の導入を要求した。これは言うまでもなく評価すべきである。しかし、独立という理念は、中国何千年の封建的家父長制の下で存在したことすらなかった。現代政治上の集権統制も、いかなる独立理念の発展をも許してこなかった。したがって、中国における社外取締役制度が本当にその役割を発揮できるかどうかは、慎重に見守る必要がある<sup>162</sup>。2001年末の各上場会社に招聘された社外取締役に関する調査を見れば、先進諸国においては会社管理経験の豊富な経営者や専門家を招聘しているのと異なって、中国の上場会社の多くは高学歴者、とりわけ経済学者、中国工程院会員、中国科学院アカデミー会員を中心に招聘している。会計士などの専門家を招聘しているのは五分の一しかなく、CSRCが求めた要求にまだ程遠い。また、北京は社外取締役招聘第一位の地となっている。北京は人材が多いし、知名度も高いし、政府職員と関係しているからである。現在、企業家型の社外取締役はまだ上場会社に一般的に受け入れられていない<sup>163</sup>。これらの初歩的な調査結果は危機感を抱かせる情報という要素がないわけではない。社外取締役制度を導入する本来の目的は社外取締役の力を借りて、会社全体の利益の保護を強化し、とりわけ少数株主の利益を保護するところにある。しかし、招聘された社外取締役は理論的知識は持っていても、実務経験や必要な専門知識を欠いているとなれば、少数株主の利益を積極的かつ有効的に保護することには限界がある。このような状況を踏まえると、社外取締役制度が、上場会社が会社の知名度とイメージを向上させるための飾りとならないことを望みたい。これに関連して、中国の伝統文化の中で最も公平な市場競争とじっくりとしないのは、恐らく“コネ”なのではないか。“コネ”は法律制度の遵守ないし透明度を排斥するものである。現在、中国の会社実務の

中で、深刻な汚職腐敗、市場行為の歪み、過度な行政関与のいずれもが、すべて“コネ”と関係している。したがって、社会と文化環境からこれらの問題の解決を図らないと、社外取締役の真の独立性がどのくらい保たれるかは疑問である。

以上に述べてきたように、先進的なメカニズムも当該国の国情と結合させないと、おそらく効果はきわめて限定的である。最近、ある外国専門家は、21世紀における企業統治の発展について論じた際に、企業統治はすでにその道徳的な優勢を失い、全然意味のない機械となり、一部の項目要求を満足させるだけの実務に陥っていると警告した。企業統治に道徳を重視する方法を取り、“ビジネス活動中の人権を尊重する”ことは、単に企業統治準則を遵守することよりもっと良い目標であるはずである<sup>164</sup>。

## 五 結論

グローバル化が進んでいる中で、異なる法系の企業統治は同じ方向へ調整される傾向を見せている。各国が互いに学び合いつつ、国際競争力を強化しようという願望が反映されている。企業統治に関する一部の国際的な原則は、さらにこの現象を新たな段階までに推進した。しかし、企業統治には統一されたモデルや標準がない。同じ方向に傾いたことは、各国それぞれの国情や条件に基づき、自分の欠陥に応じて改革を行うという任務に取って代わることもできなければ、その任務を軽減することもできない。企業統治のモデルがグローバル化の中で完全に同化されるに至ることもありえない。

ロシア、東欧諸国と中国は計画経済から市場経済へ移行している最中であるため、互いに学び合える要素は比較的多い。ロシアおよびその他の国では移行の過程において深刻な“内部者による支配”、自己取引および汚職腐敗の問題が現出しており、投資家の利益がひどく侵害された。その原因は、法制の不備と経験の乏しさに加えて、法治環境および切実に改革を推進する政治的決心と措置の乏しさにある。ロシアと対照的に改革の準備を重視し、法律制度の建設を強調する一部の国家では、移行が比較的穏かに進められている。

企業統治は中国の市場経済化における重要問題となっている。企業統治の構造とレベルは国家経済法律制度および人文伝統の総合的な反映であるため、企業統治改善の根本は真に市場法則に基づき改革を行うことにある。会社を政府の保護と干渉から離脱させ、市場の圧力の下で統治レベルを高めていくことにある。

中国の株式保有の多元化は、ロシア・東欧諸国の私有化と完全に異なった政治目標とルートの設計発想を持っている。中国市場経済化のプロセスにおいては、旧体制と新体制の消長もあれば、イデオロギーによる市場要素の歪みもある。ある意味では、中国における企業統治の改善によって投資家の合法的権益を保護するという切実な任務は、より困難かつ複雑である。

移行過程において、会社内部の統治構造と運営の改善に力を尽くし、準則に従って会社の行為を規律すべきであるのは言うまでもないことであるが、より重要なのは法治を整備し、立法を厳密にし、厳格に法律を執行することである。まず、企業統治のために良好な法律基礎を構築し、“ハードロー”を用いて“ソフトロー”を駆動し支える。企業統治の構築と改善は長期的かつ複雑的な探求と育成の過程である。外国の優れた経験を参考にする必要のあるのみならず、中国独自の国情と条件を十分に考慮しつつ、両者間の協調と効果利益を求め続けなければならない。

\*本稿に関しては、香港大学法学院、香港大学科学研究・会議資金委員会の助成を頂いた。心から感謝の意を申し上げます。

---

本稿に関しては、香港大学法学院、香港大学科学研究・会議資金委員会の助成を頂いた。心から感謝の意を申し上げます。

<sup>1</sup> この現象に関する論述につき、以下の論文を参照。Kevin and Mike Wright, *Introduction: Corporate Governance, Accountability and Enterprise*, Mike Wright(ed.): *Corporate Governance-Responsibility*, (1997) at 2-3.

<sup>2</sup> 一部の学者は、統一的な枠組みがないため、現段階では、異なる企業統治に対する比較研究は主に実証的な研究に限られていると指摘している。さらに異なる角度から企業統治の局部しか研究されていないことを「群盲象を撫でる」ことに喩えている論者もいる。Shann Turnbull, *Corporate Governance: Its Scope, Concerns and Theories*, *Corporate Governance*, No.4(1997), at180-187.

<sup>3</sup> 「OECD企業統治準則」(<http://www.oecd.org/dat/governance/principles.htm>) はしがき第二段落。最新の中国語訳は、陸立華訳「OECD企業統治原則」、顧功耘編『会社法律評論』(2001年巻)78-90頁。

<sup>4</sup> Richard Semerdon: *A Practical Guide to Corporate Governance*, (1998), at 1-2

---

<sup>5</sup> Sara Webb, Survey Shows Investors Crave Good Governance, *The Asian Wall Street Journal*, June 19, 2000, at 13; and Lee Suet Lin Joyce, *Corporate Governance in Asia*, Asia Business Law Review, No.34(2001), at 43.

<sup>6</sup> 近年、出版された主な著書は以下の通りである。呉敬璉=周小川ほか『企業統治の構造、債務再建および倒産プロセス』（中央編訳出版社、1999年）梅慎実『現代会社機構権力構造論（修訂版）』（中国政法大学出版社、2000年）何玉長『国有企業資産所有権構造と統治構造』（上海財政大学出版社、1997年）中国（海南）改革発展研究院編『中国企業統治構造』（外文出版社、1999年）倪建林『企業統治構造：法律と実践』（法律出版社、2001年）李健『企業統治論』（経済科学出版社、1999年）成曉霞『新たな法人統治構造』（中国政法大学出版社、2000年）何自力『法人資本所有制度および企業統治』（南開大学出版社、1997年）劉燦『現代会社制度の財産所有権関係と統治構造研究』（西南財経大学出版社、1996年）

<sup>7</sup> 魯桐『WTOと中国会社のグローバル化』（中共中央党校出版社、2000年）2-4頁。Koo and Partners: *Towards Better Corporate Governance: China's Continuing Struggle*, *International Financial Law Review(IFLR)*, IFLR Guide to Corporate Governance(2001), at 45.

<sup>8</sup> この面に関する比較的全面的な討論について、吳曉求『公正的な市場秩序の確立と投資者利益の保護』（中国人民大学出版社、1999年）

<sup>9</sup> 「決定」の第五、六節を参照、「中華人民共和國國務院公報」1999年第34期、1515頁～1517頁。

<sup>10</sup> 倪建林・前掲注（6）209-210頁。日本の学者、青木昌彦も、各長所を吸収するのは体制移行について最も良い方法であると指摘した。青木昌彦『内部者の支配に対する支配移行中の経済における企業統治の若干問題』、呉敬璉=周小川ほか著・前掲注（6）32頁～34頁。

<sup>11</sup> 近年、この面に関する主要な著書は以下の通りである。Eckehard F. Rosenbaum, Frank Bonker and Hans-Jurgen Wagener(ed.): *Privatization, Corporate Governance and the Emergence of Markets*, (2000); OECD: *Corporate Governance, State-owned Enterprises and Privatisation*, (1998); 近年の論文は以下の通りである。Bernard Black, Reinier Kraakman and Anna Tarassova, *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?* *Stanford Law Review*, vol.52(2000), at 1731-1804; John C. Coffee, Jr., *Privatization and Corporate Governance: the Lessons from Securities Market Failure*, *Journal of Corporate Law*, vol.25(1999), at 1-39; Joaquin F. Matias, *From Work-Units to Corporations: the Role of Chinese Corporate Governance in a Transitional Market Economy*, *New York International Law Review*, vol.12(1999), at 1-54; Merritt B. Fox and Michael A. Heller, *Corporate Governance Lessons from Russian Enterprise Fiascoes*, New York



---

University Law Review, vol.75(2000), at 1720-1780; Finanna Jesover, *Corporate Governance in the Russian Federation: the Relevance of the OECD Principles on Shareholder Rights and Equitable Treatment*, Corporate Governance, vol.9(2001), at 79-88; Rado Bohinc, Stephen M. Bainbridge, *Corporate Governance in Post-Privatized Slovenia*, vol.49(2001) The Journal of American Comparative Law, at 49-78. レイ・キンベス「企業統治における政府の役割」(ルーマニアの経験を重点に)、ロバート・バストリ「高い効率の所有制度への道—ロシア、ハンガリー、チェコの経済体制改革を論じる」。両論文とも中国(海南)改革発展研究院編『中国企業統治構造』(外文出版社、1999年)による。2頁~24頁、25頁~32頁。

<sup>12</sup> 李量「現代企業統治の実質およびそれと証券市場の監視管理のロジック的関連を論じる(下)」

<http://www.cnstock.com/ztyi/hgjj/200107200550.htm>による。

<sup>13</sup> R.I.Tricker(ed.): Corporate Governance, (2000), at 459-466。

<sup>14</sup> 前掲注(3)

<sup>15</sup> <http://www.ecgn.ulb.ac.be/ecgn/codes.htm>による。

<sup>16</sup> Sara Webb, *Calpers Sees New Targets Overseas*, Wall street Journal, Oct. 20, 1997, at C1.

<sup>17</sup> ohn Tagliabue, *Resisting Those Ugly Americans*, New YorkTimes, Jan.9,2000,at16.

<sup>18</sup> Joel Chernoff and Patrick Farnon, *Governance Codes Vary by Market*, Pensions & Investments, Sept. 16, 1997, at 16.

<sup>19</sup> <http://www.calpers-governance.org/principles/international>による。

<sup>20</sup> Cathy Holcombe, Jon Odgen and David Wilder, *US Pension Fund Quits Four Problem Asian Markets*, South China Morning Post, February 22, 2002, at B1.

<sup>21</sup> Ennque J. Rueda-Sabater, *Corporate Governance and the Bargaining Power of Development Countries to Attract Foreign Investment*, Corporate Governance, vol. 8(2002), at 117-124.

<sup>22</sup> Richard M. Baxbaum and Klaus J. Hopt, *Legal Harmonization and Business Enterprises*, (1998), at 68-79. 1951.「ハーグ国際私法統一法」第3条は、「法人およびその代表機構の存在は、法人の住所地にある法律に従うべきであり、……本条の規定に適用する場合に、法人の住所地が法人の管理中心地である」と規定している。

<sup>23</sup> Case No.C.21/297(1999),2.C.M.L.R.551.

<sup>24</sup> EU条約52条は、一加盟国の国民による他加盟国における機構設立自由に関する制限を各加盟国が徐々に廃止することを要求している。58条は、一加盟国の法律に従い会社または企業を設立し、EUにおいて登録事務所、中央管理機構または主たる営業所を設置している者は、各加盟国の国民と同じ待遇

---

を受けなければならないと規定している。

<sup>25</sup> Centros case判決を参照。第27段落、前掲注(23)。

<sup>26</sup> Wymeersch, *Cebtros: A Landmark Decision in European Company Law*, T. Baums and Others(ed.), Festschrift für Richard M. Baxbaum, Ronald J. Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, American Journal of Corporate Law, vol.49(2001), at 352

<sup>27</sup> Gilson・同前掲注、at352-353.

<sup>28</sup> 同前掲注、at 353.

<sup>29</sup> この面に関する論述は多く、例示するとすれば以下の通りである。Brain R. Cheffins, *Current Trend in Corporate Governance: Going from London to Milan via Toronto*, vol.10(1999) Duke Journal of Comparative and International Law 5; John C. Coffee, Jr. *The Future as History: The Prospects for Global Governance in Corporate Governance and its Implications*, vol.93(1999) Northwestern University Law Review 641; Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *the End of History for Corporate Law*, vol.89(2001) Georgia Law Journal 439.

<sup>30</sup> James A. Fanto, *The Role of Corporate Law in French Corporate Governance*, vol.31(1998) Cornell International Law Journal, at 33

<sup>31</sup> Douglas M. Branson, *The Very Uncertain Prospect of "Global" Convergence in Corporate Governance*, Cornell International Law Journal, vol.34(2001), at 325.

<sup>32</sup> 上述したような企業統治環境の相違に関する論述については、Pieter W. Moerland, *Changing Models of Corporate Governance in OECD Countries*, Rosenbaum, Bonker and Wagener at 69-82 and Gustavo Visentini, *Compatibility and Competition between European and American Corporate Governance: Which Model of Capitalism?* Brooklyn Journal of International Law, vol.23(1998), at 833-853 を参照。

<sup>33</sup> 市場における企業買収の圧力は、外部から会社を支配する市場を形成した。Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in Richard A. Posner and Francesco Parisi(ed.), *Law and Economic*, vol. III(1997), at 258-266.

<sup>34</sup> Stephen W. Mayson, Derek French, Christopher L. Ryan, *Company Law*(15<sup>th</sup> ed.), (1998), at 425.

<sup>35</sup> Visentini・前掲注(32) at 843-844.

<sup>36</sup> See Nigel G. Maw and Others, *Mawon Corporate Governance*(1994), at 19-20.

---

<sup>37</sup> 最近の比較的全面的な議論として、Robin Hollington QC, *Minority Shareholders Rights*(3<sup>rd</sup> ed.)(1999)を参照。

<sup>38</sup> 中国大陸では、米国の証券市場と法規制に関する議論が多いので、筆者は英国の事情を例として取り上げたい。

<sup>39</sup> George Walker, *Official Listing*, in Michael Blair, QC(ed.), *Financial Services & Market Act 2000*, (2001), at 97-110.

<sup>40</sup> Peter G. Xuereb, *The Limitation on the Exercises of Majority Power*, *The Company Lawyer*, vol.6(1985), at 199-208; Harvey H. Mason, *Fraud on the Minority: the Problem of a Single Formulation of the Principle*, *The Australian Law Journal*, vol.46(1972), at 67-72; Paul L. Davies, *Institutional investors as Corporate Monitors in UK*, in Klaus J. Hopt and Eddy Wymeersch(ed.), *Comparative Corporate Governance: Essays and Materials*, vol.V(1997), at 48.

<sup>41</sup> この点につき、最も顕著な例は米国の「経営判断原則」である。この原則によれば、取締役が権限の範囲内において会社の取引を行う際に、取引が善意で慎重になされたものでさえあれば、取締役の責任は免除される。これは、すでに「米国の企業統治における中長期的に確立された原則」となっている。Gries Sport Enterprises Inc.v.Cleveland Browns Football Co. Inc. 496 N.E. 2d 959, at 963-964.

<sup>42</sup> 一部の学者が指摘しているように、米国の規制は通常、機関投資家が管理層と見解が一致すべきことを前提としている。もしも互いに満足できなければ、株主は株式を売ればよい。Mark J. Roe, *Political Theory of American Corporate Finance*, *Columbia Law Review*, vol.91(1991), at 28.

<sup>43</sup> 一部の学者が指摘しているように、商業の運営においてはチャンスとリスクが並存している。株主は投資する際には覚悟して投資リスクを負いつつ、分散投資を通じて、とりわけ高度に発達している機関投資家の運営を利用しながら、有効的にリスクを軽減することができる。したがって裁判所は、多様な方法を用いてリスクを下げることを拒否した株主に対して、事後的にいかなる特別な保護を与えなくてもよいことになる。Charles R. O Kelley, Jr. and Robert B. Thompson, *Corporations and Other Business Associations*(2<sup>nd</sup> ed.), (1996), at 335-336.

<sup>44</sup> Douglas M. Brabson, *Teaching Comparative Corporate Governance: The Significance of "Soft Law" and International Institutions*, *Georgia Law Review*, vol.34(2000), at 683-684.

<sup>45</sup> Thomas J. Andre. Jr., *Cultural Hegemony, The Exportation of Anglo-Saxon Corporate Governance Ideologies to Germany*, *Tulane Law Review*, vol. 69(1998), at 109-116; Fanto・前掲注 30, at 87.

<sup>46</sup> Marcello Bianchi and Others, *Pyramidal Groups and the Separation between Ownership*

---

*Control in Italy*, available at <http://www.ecgn.ulb.ac.bc/newspapers>; Gian B. Bruni, *The New Consolidated Act on Companies Listed on the Italian Stock Exchange*, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, vol. 13(1998), at 417.

<sup>47</sup> The Committee on Corporate Governance, Report of the Committee on Corporate Governance(1998) (“Hampel Report”), p.3.12.

<sup>48</sup> Terence L. Blackburn, *The Societas Europae: The Evolving European Corporation Statute*, *Fordham Law Review*, vol. 61(1993), at 735-736

<sup>49</sup> これに関する議論としては、轟徳宗「会社法人統治構造の立法パターンおよび発展趨勢」法律評論(2000年)第6期、33頁～40頁を参照。

<sup>50</sup> The Standing Committee on Company Law Reform: Corporate Governance Review: A consultation paper on proposals made in phase I of the review, 2001, at 45.

<sup>51</sup> この側面における初歩的な比較研究については、張憲初「人文要素の企業統治に対する影響」(2002年1月16日・17日に香港で開催された『東アジア法治社会の形成および発展シンポジウム』)に提出された論文を参照されたい。

<sup>52</sup> Black, Kraakman, Tarassova・前掲注(11), at 1752-1757.

<sup>53</sup> OECD: *Corporate Governance in Asia: A Corporative Perspective*, (2001), at 37.

<sup>54</sup> Branson・前掲注(31)。

<sup>55</sup> 最近、出版された陳安教授(編)『国際経済法論叢』第4巻では、経済のグローバル化と法律のグローバル化に関する論文が9本掲載されている。これらの論文は、経済のグローバル化を利用し、政治理念および法律制度を押し付けようとすることに対する、中国大陸の学者の警戒心を明らかに物語っている。詳細は『論叢』第4巻(2001年)1頁～77頁参照。

<sup>56</sup> これに関する最新の議論は、以下の文献を参照。Wendy Carlin, *Empirical Analysis of Corporate Governance in Transition*, in Rosenbaum Bonker and Wagener, 11, at 98-103

<sup>57</sup> Simon Johnson and Andrei Shleifer, *Coase v. The Coasians*(working paper), available at [http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract\\_id=193776](http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract_id=193776).

<sup>58</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1740

<sup>59</sup> 前掲注(11), at 1736

<sup>60</sup> Gary Pench, *1997 an Outstanding Year Despite Market narrowness*, *Moscow Times*, Jan. 13, 1998.

- 
- <sup>61</sup> Cary Pench, *Poor Management Destroys Sberbank Tatneft*, Moscow Times, Dec. 15, 1998.
- <sup>62</sup> Peter S. Green, *Prague Exchange's failure Reform Efforts Leavers Some Predicting Its Demise*, International Herald Tribune, March 17, 1999, at 16.
- <sup>63</sup> Ralph Heinrich, *Corporate Governance: a Systemic Approach with an Application to Eastern Europe*, in Rosenbaum, Boner and Wagener, 11, at 83.
- <sup>64</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1722-1724.
- <sup>65</sup> 前掲注(11), at 1752, 青木昌彦・前掲注(10) 19頁。
- <sup>66</sup> Carlin・前掲注(56), at 103 - 107.
- <sup>67</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1762.
- <sup>68</sup> Jonathan Temple and Paul A. Johnson, *social Capability and Economic Growth*, vol.113(1998) Quarterly Journal of Economics, 965; and Paul S. Aller and Seok-Woo Kwon, *Social Capital: The Good, the Bad, and the Ugly*, available at [http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract\\_id=186928](http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract_id=186928).
- <sup>69</sup> Ronald H. Coase, *The nature of the Firm*, *Economica* 4(1937), at 386; Oliver Williams on, *Corporate Governance*, Yale Law Journal, vol.93(1984), at 1200.
- <sup>70</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1752.
- <sup>71</sup> 同前掲注, at 1773.
- <sup>72</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1735.
- <sup>73</sup> David Woodruff, *Money Unmade: Barter and the Fate of Russian Capitalism*, (1999), at 161-164.
- <sup>74</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1763.
- <sup>75</sup> Elizabeth v. Mooney, *Russia Must Implement Tax, Corporate Governance Reform*, available at WL9540310; Fox and Heller・前掲注(11), at 1743.
- <sup>76</sup> Harry G. Broadman, *Reducing Structural Dominance and Entry Barriers in Russian Industry*, Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1759.
- <sup>77</sup> Black, Kraakman and Tarassova, 前掲注(11), at 1735
- <sup>78</sup> 一つの典型的な事例は、次のようなものである。ある合併会社のロシア側の経営者は、ドイツ人の多数株主による解雇決定を拒否した。そして、この経営者は地方政府の支持を得て株主総会を開催し、多数株主を排除しようとした。この経営者は、こうした不正な手段で多数株主の権利を侵害し、裁判所が数年間の間に十数回下した判決書を無視した。最後には、ロシア首相を委員長とした専門委員会が介

---

入し、それによって、ドイツ側の投資家はようやく会社の支配権を取り戻した。Mark Whitehouse, *Germans Cry Foul in Gypsum Plan Feud*, Moscow Times, Nov.29, 1997; and Katy Daigle, *Nemstov Hails Win for Investors Rights*, Moscow Times, March 10, 1998.

<sup>79</sup> Natasha Mileusnic, *The Great Boardroom Revolution*, Moscow Times, July16, 1996.

<sup>80</sup> Jesover・前掲注(11), at 82.

<sup>81</sup> Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, Michigan L. Review, vol.89(1990), at 526-528; Dale A. Oesterle and Alan R. Palmiter, *Judicial Schizophrenia in Shareholder Voting Case*, Iowa Law Review, vol.79(1994), at 486-487.

<sup>82</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1735.

<sup>83</sup> Dart Management会社責任者 E. Michael Hunterの評論による。Fox and Heller・前掲注(11), at 1741.

<sup>84</sup> Lucian Arye Bebchuk, *A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, available at [http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract\\_id=203110](http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract_id=203110).

<sup>85</sup> Fox and Heller・前掲注(11), at 1740.

<sup>86</sup> Ronald J. Mann, *Verofication Institutions in Financing Transactions*, Georgia Law journal, vol.87(1999), at 2225.

<sup>87</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1767.

<sup>88</sup> 同前掲注, at 1794.

<sup>89</sup> Coffee・前掲注(11), at 19-21

<sup>90</sup> チェコにおける二回の私有化のブームの中で、前後に成立した私有投資ファンドは600社以上に昇った。Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1790-1791.

<sup>91</sup> 同前掲注。

<sup>92</sup> Coffee・前掲注(11), at 13.

<sup>93</sup> Jesover・前掲注(11), at 79.

<sup>94</sup> 同前掲注、at 85.

<sup>95</sup> 同前掲注、at 80-83.

<sup>96</sup> 同前掲注、at 81.

<sup>97</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1752-1753.

<sup>98</sup> Jesover・前掲注(11), at 84.

---

<sup>99</sup> 報道によると、このような事件を受付て調査するには、モスクワで50000米ドルが必要であり、ほかの地域では少し安いといわれている。Lee S. Wolosky, Putin's Plutocrat Problem, Foreign Affairs, March/April 2000, at 27.

<sup>100</sup> Jesover・前掲注(11), at 84.

<sup>101</sup> Alan S. Cullison, *Russian Watchdog Sues Oil Giant, Seeks Probe of Share Shufflings*, Wall Street Journal, July 22, 1999, at 22; David Hoffman, *Russia's Roolie Capitalists Can't Count on Law*, Washington Post, November 4, 1999, at A1; Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1769-1772.

<sup>102</sup> Katherine Pistor, martin Raiser & Stanislaw Gelfer, *Law and Finance in Transition Economics*, available at [http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract\\_id=214648](http://papers.ssrn.com/paper.tat?abstract_id=214648).

<sup>103</sup> Peter Mihaly, *Corporate Governance during and after Privatization: the Lessons from Hungary*, in Rosenbaum, Bonker, Wagener・前掲注(11), at 139-154

<sup>104</sup> Ryszard Papacki, *Key Determinants and Efforts of Privatization in the East-Central Europe*, in Anthony Bennet(ed.), *How Does Privatization Work?* (1997), at 260-261.

<sup>105</sup> Coffee・前掲注(11), at 14.

<sup>106</sup> Marko Simoneti and Andreja Bohm, *The Governance of Privatization Fund: Open Issues and Policy Recommendations*, in Marko Simoneti and Others(ed.), *The Governance of Privatization Funds: Experience of the Czech Republic, Poland and Slovenia*(1999), at 174.

<sup>107</sup> 同前掲注, at 166.

<sup>108</sup> Carlin・前掲注(11), at 106, Coffee・前掲注(11), at 32-33.

<sup>109</sup> 同前掲注, at 5-10.

<sup>110</sup> Fox and heller・前掲注(11), at 1723.

<sup>111</sup> Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 1750.

<sup>112</sup> 同前掲注, at 1753.

<sup>113</sup> 劉鴻儒「資本市場と会社改革」、楊瑞輝=莫文光編著『中国証券市場透視』(香港中文大學出版社、1997年)37頁~43頁。

<sup>114</sup> 平湖ほか「ファンド黒幕—ファンドの行為に関する研究報告の解釈および分析」、金融と保険第3期(2001年)112頁~117頁。

<sup>115</sup> 冉孟順「45社の中25社が額面価格以下に落ちた、ファンドが年を越えられるのか」、21世紀財

---

経 2001年10月22日、13版。

116 銀広廈のスキヤングルにおける天勤会計事務所の行った違法行為は、その最もよい例である。新華社ニュース記事「財政部による中天勤会計事務所の営業許可証の取消」、2001年9月7日。

117 典型的な例は、上海における碧純と延中という二つの会社間の訴訟である。これに関する報道と評論については、以下のものを参照。陳放「碧純延中案から引き出した法律上の思考」、法制と経済第4期(1997年)24頁~25頁;方流芳「国有企業法人の法的地位、権力と利害衝突」、比較法研究第3-4期(1999年)428頁~430頁;Xian Chu Zhang, *Practical Demands to Update the Company Law*, HongKong Law Journal, part2(1998), at 248-260.

118 Xian Chu Zhang, *The Old Problems, the New Law, and the Development Market-A Preliminary Examination of the First Securities Law of the People's Republic of China*, The International lawyer, vol.33(1999), at 1008-1011.

119 最高人民法院(最高裁判所)は2001年9月に、当分の間、証券民事賠償請求訴訟を受理しないと通達した。その後、検討がなされた結果、2002年1月15日に最高人民法院は「証券市場における虚偽表示による民事権利侵害紛争案件に関する諸問題通達」を公布し、この種類の案件を受理し始めた。しかし、多数の細部問題は未だに未解決のままであり、案件の受理にも一定の制限が加えられている。

120 近年、この問題に関する評論などが多く出されている。いくつかの例を挙げよう。何清漣『現代化の落とし穴』(当代中国出版社、1998年)周俊生『天からも盗める落とし穴 中国株式市場の法律規則違反現象全記録』(立信会計出版社、2001年)周到『業績悪い会社の分析』(立信会計出版社、2001年)鄭順炎『証券市場における不当行為の法律実証』(中国政法大学出版社、2000年)

121 「会社法」を全面的に改正しようという声がすでに存在している。一部の具体的な改正案も提出された。たとえば、顧功耘「会社法全面改正に関する若干意見」、顧功耘編『市場秩序と会社法の改善』(人民法院出版社、2000年)90頁~161頁。しかし、最近、立法機関の動きはあまりないようである。

122 上述のような大量の国内最新の出版物以外にも、筆者にきわめて強い印象を残したことがある。2000年11月に上海で中国商法研究会の成立大会が開催された際に、大会に提出された数十部の論文のうち、もっぱら企業統治を検討したものが多数を占めていたということである。

123 Branson・前掲注(44), at 670-671.

124 Paul B. Stephan, *Accountability and International Lawmaking: Rules, Rents and Legitimacy*, Northwestern Journal of International Law and Business, vol.17(1997), at 707.

125 Branson・前掲注(44), at 670.



---

126 「OECD企業統治準則」前掲注(3)80頁。

127 同前掲注79頁。

128 CSRCと国家経済貿易委員会が2002年1月7日に公布した「『上場企業統治準則』の公布に関する通達」、『準則』序言」による。<http://www.csrc.gov.cn/CSRCSite/search/searchnews16.htm>.

129 劉興祥「企業統治年報は、なぜ憂いを言わず、喜びの宣伝しかなかったのか」証券時報2002年3月1日。

130 黃湘源「企業統治が針小棒大なのか？」中華工商時報2002年2月6日。

131 たとえば「会社法」4条は、会社における国有資産の所有権が国家に属すると規定している。159条は、国有独资会社および二社以上の国有企業が設立した有限責任会社しか社債を発行できないと規定している。

132 中国の現行「会社法」中の取締役、監査役の責任義務に関する規定にあっては、「誠実信用」という極めて重要な概念・標準が用いられていない。しかし、1992年に国家体制改革委員会の公布した「株式会社規範意見」の62条は、取締役と経理が会社に対し誠実信用と勤勉義務を負うべきであると明確に規定していた。これが一種の手落ちであれ、後退であれ、中国の会社制度に与えた損害は否認できない。これに対する評論として、以下の論文を参照。Nicholas C. Howson, *China's Company Law: One Step Forward, Two Steps Back? A Modest Complaint*, Columbia Journal of Asian Law, vol.11(1997), at 142-144.

133 張広柱『中国上場会社制度に関する実証分析』(立信會計出版社、2000年)、3頁。

134 劉長結『民主中国・法制経済』(中国经济出版社、2002年)、202頁。

135 Michael Irl nickel, *"Chinese Characteristics" in Corporate Clothing: Questions of Fiduciary Duty in China's Company Law*, Minnesota Law Review, vol.80(1995), at 534-535.

136 前掲注(102)。

137 Department of Trade and Industry, *Modern Company Law for a Competitive Economy*(1998), at 9; Cheffins・前掲注29, at 26-29.

138 Douglas M. Branson, *Some suggestions from a Comparison of British and American Tender Offer Regulation*, Cornell Law Review, vol.56(1971), at 734-39.

139 The Business Roundtable v. SEC, 905 F. 2d 406(1990).

140 元CSRC主席周正慶は、かつて次のように指摘した。「株式の発行は国有の大中型会社の発展させ、国有企業が国有銀行に依存している状況を改善するのに重要な道を開き、また証券市場の発展は国有の

大中型企業の資金不足という問題を解決するために重要な道を開いた。そして証券の上場は、国家の産業政策を貫くべく、国家重点建設の支援に重点を置くべきである。」周正慶「積極的かつ平穩的に証券市場を發展し、株式の発行上場事業をより良く進行させよう」、『中国証券事業年鑑』（中国語版）1997年巻（上）108頁～109頁。

<sup>141</sup> 元国家体制改革委員会副主任洪虎は、かつて次のように強調した。「国有資産所有権の流動や再編は、国家の權益を切実に保護し、国有資産価値の保持・増殖を実現するという原則を堅持しなければならない。」洪虎「資産所有権の流動を推進し、国有資産の価値増加を実現しよう」、『中国証券事業年鑑』（中国語版）1995年巻70頁。

<sup>142</sup> 周小川主席「わが国の上場企業統治構造の建設を積極的に推進することに関する談話」新華社ニュース記事2001年9月10日。<http://www.peopledaily.com.cn/GB/jinji/35/159/20010910/556668.html>

<sup>143</sup> 中共十五大報告が指摘したように、公有制度の主体的地位と主導的役割は主に支配力において表現される。……国家および集体の持株は明らかに公的性質を有しているため、公有資本の支配範囲の拡大、そして公有制度の主体的役割の増強に有利である。人民日報1997年9月22日。

<sup>144</sup> この問題の根源は「憲法」にある。憲法では、国家財産の神聖と不可侵しか認めておらず、私有財産所有権には同等な地位が与えられていない。1997年から、「私有財産の不可侵」ということを憲法に追加すべきであるという提案は何度も人民代表大会と政治協商会議に提出されたが、いまのところ有効な反応はまだ見られない。しかし、より実質的な問題は、私有財産の権利をどのように保護するかということである。これを解決するにはより深い体制改革に関連してくることが不可避であろうし、また少数株主が有効な保護と司法救済を受けられないという現実と関連していると言わざるを得ない。

<sup>145</sup> Lan Cao, *Chinese Privatization: Between Plan and Market*, Law and Contemporary Problems, vol.63(2000), at 14-19.

<sup>146</sup> Frydman & Rapaczynski, *Privatization in Eastern Europe: Is the State Withering Away?*(1994), at 57.

<sup>147</sup> 「会社法」17条は、会社における党の活動について規定している。1999年「中共中央の国有企業改革と發展の若干重大な問題に関する決定」によれば、国有独資および国有持株会社の党委員会の責任者は法的手続に従い、取締役会と監査役会の職に就くことができる。取締役会、監査役会および管理層の党員責任者は、党の規約と関連規定に従い、党の委員会に入ることができる。党委員会書記と代表取締役は一人で兼任することができる。前掲注(9)1516頁。

<sup>148</sup> 「上場企業統治準則」4条の規定による。

- 
- 149 同前掲注 49 条・50 条。
- 150 同前掲注 50 条。
- 151 同前掲注 59 条。
- 152 同前掲注 60 条。
- 153 同前掲注 52 条。
- 154 同前掲注 59 条～61 条。
- 155 同前掲注 67 条。
- 156 Black, Kraakman and Tarassova・前掲注(11), at 81.
- 157 梁定邦「中国資本市場の発展と監査管理の若干問題」, 証券法律評論第1期(2001年)1頁～3頁。
- 158 Alford F. Conard, *Corporations in Perspective*, (1976) at 75; Brabson氏の前掲書の転載による。前掲注(44) at 682.
- 159 「会社法」59条。
- 160 K Arjunan, C K Low, *Understanding Company law in Hong Kong*, (1996), at 193.
- 161 Zhu Youlan, *Hong Kong's China-funded Companies*, *Hong Kong Business*, February 1998, at 27-28.
- 162 韓志国「社外取締役制度は八の関門を通過しなければならない、高すぎる期待は禁物だ」, 中華工商時報 2001年7月11日。 <http://www.peopledaily.com.cn>
- 163 周軍、朱茵「社外取締役は何者だ? 社外取締役の真相を晴らそう」中国証券報 2002年1月9日。 <http://www.peopledaily.com.cn/GB/>.
- 164 Denis P. Cassidy, *Whither Corporate Governance in the 21st Century?* *Corporate Governance*, vol.8(2000), at 302.

## 第5章

# 中国における株主保護法制

## 株主平等原則について

華東政法学院 教授 顧 功耘

助教授 井 涛

名古屋大学法学研究科 博士課程 劉 星(訳)

### 目 次

- 一 株主平等原則の理論的分析
- 二 株主平等原則の貫徹

### 一 株主平等原則の理論的分析

#### (一) 株主平等原則の概念および機能

株主平等原則は、会社法の基本原則の一つであり、株式会社と株主との間に、株主の地位を巡ってなんらかの関係が発生する場合に、株主に平等な待遇を与えるべきことを意味する<sup>1</sup>。具体的にいえば、株主平等原則は以下のような意味を有している。すべての株主は法的人格として平等である。すなわち、私法上の抽象的な権利主体として株主を考察する場合、すべての株主の地位は平等である。株主の身分に基づき享有する権利の性質および類型が同様である。たとえば、株主の資格を有していれば、株主総会に出席して、会社の重要事項の決定および役員の選任に關与する権利のほか、取締役や監査役に選任される権利や利益配当請求権などを有する。会社の実際の運営における株主権の行使については、株主の保有している株式数によって差が生じ得る。

すべての株主は、自分自身の利益を守る最後の手段として、法律に従って保有している株式を売却することによって会社から離脱する。これは、株主平等原則を実現させるために必要な外部条件でもある。

株主平等原則の機能は、相互に関連し合っている。これにはまず、株主の投資意欲の保護がある。株主間に不平等扱いの規定が設けられると、株主の投資意欲は大きく損なわれがちとなる。投資者の投資意欲こそが、資本市場に活力をもたらす源泉である。会社の資金調達多くは証券市場に頼っている。会社の資金調達の諸手段のうち、どちらかといえば、中国の上場会社は、株式発行による資金調達に偏っている<sup>2</sup>。これは、一定のマイナスの影響をもたらすことも確かであ

るが、少なくとも一つの側面においては、いかに株主の投資意欲を保護するかが会社にとって重要な意義があることを示している。

株主平等原則を貫くことはまた、多数決原則の濫用を防止し、少数株主の利益を保護するのに寄与できる<sup>3</sup>。なぜならば、株主平等原則には株主の形式的な平等と実質的な平等の両方が含まれているからである。実質的な平等を求めることは、当然ながら、少数株主の権利行使の不足を補う意味もある。たとえば、上場会社の少数株主は、保有している株式数のみでは自分自身の利益を代表する取締役を選任することができない。そこで、制度上、社外取締役を設置する必要がある。取締役は会社および全体の株主に対し誠実および勤勉の義務を負うと定められているにもかかわらず、社外取締役は独自にその職責を履行し、上場会社の大株主から影響を受けるべきではないことが強調されている<sup>4</sup>。この視角からすれば、彼らは少数株主の権利の保護者と思われるに違いない。したがって、株主平等原則は少数株主の権利を保護し、大株主の権利を適切に制限する理論的基礎の一つであると言えよう。

株主平等原則はさらに、会社経営者が株主間の関係を調整し、または会社と株主との関係を調整するためにも役立つ。会社における所有権と経営権との分離が進んでいる中で、会社の経営者は原則として会社に対し善管注意義務と忠実義務しか負わない。株主平等原則からの制約がなければ、経営者が株主を不公平に扱うことも起こりかねない<sup>5</sup>。

## (二) 株主平等と株式平等

株主平等と株式平等は決して同一の概念ではなく、両者を混同すべきではないと考える。

株式平等とは、1株当たり株主の享有する権利が平等であることをいう。これは、以下のような意味を含む。一つは、発行された同じ種類の株式は同様の権利を享有することである。もう一つは、同種の株式は1株当たり同様の義務を引き受けることである。会社は典型的な営利社団法人であって、会社の構成員としての資格獲得とリスクの負担において差異が存在していることに鑑みれば、会社に出資された構成員の出資額を標準にして、その出資割合に従って構成員としての権利と義務を決めるほかない。すなわち、株主の間の平等は一種の比例平等であることになる。この比例平等は会社運営において重要な意味を持っている。この比例平等を原則として貫くことは、会社経営決定の効率性を向上し、大株主の投資意欲を保護するのにも有利である。

これに対して、株主平等は権利主体としての株主間の平等を強調しているものであるから、資本に着目して資本平等を強調する株式平等とは異なっている。このような差異があるからこそ、株式平等から由来した資本多数決原則と株主平等から由来した権利濫用禁止原則との間には、一

定の抵触が生じうる。資本多数決原則の下では、支配株主は自分の願望の実現に専念して、その他の株主と会社の利益を無視しがちであり、場合によっては、少数株主と会社の利益を侵害し、さらに、会社の社会的な義務に背くことにもなりかねない<sup>6</sup>。

株式平等原則は、当然ながら、少数資本が多数資本に従うことを求める。このように計量化された決議方式は、資本多数決の濫用や少数株主議決権の無視を招いてしまう。これによって、大株主の意思が少数株主や会社に押し付けられることになる。少数株主からすれば、意思表示と財産が分離状態にあることになり、そのために株主の地位の不平等がある程度もたらされる。大株主が自分の利益の最大化を図るために、その他の株主の利益を犠牲にする恐れがある。たとえば大株主が支配株主の地位を利用し、株主総会を操縦し、株主総会を形骸化させる。これによって、会社内部の相互牽制のメカニズムが破壊されてしまうのである。

それゆえに、株主平等原則は、株式平等原則に対し修正の役割を果たしている<sup>7</sup>。実務においては、一部の会社は株主の権利行使に対して一定の制限を加えている。たとえば、ある種の公益権を行使する条件として、株主が株式を保有して一定の期間を経過することが求められている。これは、株主平等原則が株式平等原則を修正することを意味している。株式平等原則には例外を設ける必要がある。株主平等原則の要求を満すために、会社は種類の違う株式を発行することができ、あるいはある種類の株式につきその権利に制限を加えることができる。したがって、株主平等は絶対的であり、株式平等は相対的であるといえる。株式の種類の設定や株式の権利内容に一定の制限を加えることは、法律の強行規定に違反しないことを前提として、会社の定款をもって決めることができる。

### (三) 株主平等の根拠

株主平等を保護することには根深い道徳的な基礎がある。特例を除けば、すべての投資者は平等に扱われるべきである。これは法のもとでの平等原則の具体的な現れである。この理念こそ、民主的な政治制度の重要な基礎となるものであり、当然ながら、会社制度にも適用されるべきものである<sup>8</sup>。会社の機関運営のメカニズムにおいては、有権者（株主）が投票によって彼らの代表（取締役）を選任する。このように、会社制度は政治制度から影響を受けているように思われる。平等は民主的な価値観の要となっている<sup>9</sup>。

私法の観点からみれば、株主平等の根拠は民事活動における当事者の地位と人格の平等にある。会社は社団法人としてその他の団体と同様にその構成員である株主のすべてを平等に扱うべきである。

#### (四) 株主平等原則の性質

株主平等原則は強行的である。定款の規定内容、株主総会の決議および取締役会の業務執行のいずれであっても、株主平等原則に違反すれば、当然に無効となる。たとえば、利益配当ができないのに、特定の株主に対して損失補填を行うことは、株主平等原則に違反するため、無効となる<sup>10</sup>。もっとも株主平等原則の強調のしすぎによってもたらされる法律適用の硬直さを回避するために、株主が自ら一部の不平等な制限を受け入れることを許容したり、あるいは軽微な差別扱いによる法的結果を否認せず、瑕疵のある株主総会の決議を修正することを許容したりすべきであろう。これらは、株主平等原則の強行性を変えるものではない。

株主平等および株式平等の概念や機能に関する理解が比較的混乱しているため、わが国の会社法における関連規定は必ずしも十分なものではない。たとえば「会社法」130条は、「同一株式、同一権利、同一株式、株一利益」と定めている。この規定は、株式平等のことを言っているはずである。1株1議決権(106条)、持株数の割合による利益配当(177条)および持株数の割合による剰余財産の分配(195条)といった規定は、いずれも株式平等の内容を示す比例平等に属するものである。このような規定からは、どのように株主平等を実現させるかが分からない。「上場会社における企業統治の準則」では、「上場会社の企業統治は、すべての株主、とくに少数株主の平等な地位を確保しなければならない。株主はその持株数に応じて平等な権利を有し、義務を負わなければならない」と規定されている。ここからも、株主平等と株式平等がどのように一体化されるかが分からない。「会社法」の基本原則の一つとしての株主平等原則を実現させるために、株式平等に対して一定の制限を加えることによって、これを補充することが必要である。

## 二 株主平等原則の貫徹

株主平等原則を貫くに当たっては、少数株主の利益を保護しなければならない。その保護策として以下のような三つの方法が考えられる。第1の方法は、株主の権利が侵害される前に用いられる事前的な予防手段に関する規定である。たとえば、株主総会に関する招集請求権、提案権、情報を知る権利などである。第2の方法は、事後的な救済手段に関する規定である。すなわち、少数株主は、その権利が直接的、または間接的に侵害された場合に、行政機構に救済を求め、あるいは裁判所に訴訟を起すことができる。第3の方法は、会社法や証券取引法など関連の法律において関連制度を設けることである。これらの制度はもっぱら少数株主の利益を保護するために設けるも



のではないが、間接的に少数株主の利益保護にも寄与できるものである。たとえば、議決権制限制度、社外取締役制度、累積投票権制度などである<sup>11</sup>。これらの諸制度に関しては研究成果が比較的多いので、ここでは詳細な論述を省略したい。

### (一) 大株主の権利制限

大株主の権利に対して一定の制限を加えることは、株主平等原則を貫くために必要である。大株主の権利濫用禁止の規定を設けるべきである。大株主は権利を行使する際に、必ず会社全体の利益を配慮し、少数株主や会社の利益を損なってはならない<sup>12</sup>。わが国では、支配株主は上場会社およびその他の株主に対して忠実義務を負うと規定されている。すなわち、支配株主は法律に従って株主としての権利を行使しなければならず、会社の資産再編などを利用して会社またはその他の株主の利益を損なってはならず、会社におけるその特殊な地位を利用して合法的な利益以外の利益を図ってはならないと定められている<sup>13</sup>。

その他、大株主の議決権の制限は、大株主の権利を制限するために最もよく利用されている方法である。具体的な方法として次の二種類が上げられる<sup>14</sup>。一つは法律や定款をもって大株主の議決権に直接に制限を加えることである。すなわち、持株数が一定の比率を超える場合に、一定割合に従って議決権の換算をするか、あるいは議決権行使の上限を直接的に制限する。たとえば、1989年の米国ペンシルバニア州の会社改正法によれば、いかなる株主も、その保有する持株数と関係なく、議決権は多くとも20%しか行使できないと規定されている<sup>15</sup>。また一つには、無議決権株式を発行することである。無議決権株式を、定款をもって株主の有すべき議決権を剥奪し、またはこれに制限を加えた株式であると定義している見解もある<sup>16</sup>。

これらの二つの方式はいずれも大株主の権利に制限を加えるものであるが、それぞれが適用される背景は若干異なっている。議決権を直接に制限する方法は、株主の権利構造が分散していないときに、会社における権利分配の均衡を保つための方法である。無議決権株式の発行は、会社の発起人が保有株式割合を保ち、引き続き会社をコントロールできる状態を維持しつつ、会社の資金調達の便宜をも図る方法である<sup>17</sup>。

わが国の上場会社の現状についていえば、2001年4月現在では、上海、深の両証券取引所で公表された上場会社の年度報告書によれば、上場会社1073社のうち、その利益が上場会社の関連企業によって侵害されたのは332社で、年度報告書が公表された会社の30.94%を占めている<sup>18</sup>。これによって、上場会社が関連企業、とくに大株主により侵害される状況が非常に深刻であることが裏付けられている。したがって、大株主の権利に一定の制限を加えることはきわめて重要であ

る。

株主平等を実現するには、「上場会社の企業統治準則」をもって支配株主が上場会社およびその他の株主に対して誠実信用義務を負う旨の規定を設けるのみでは不十分である。状況に応じて、法律による規制、定款による議決権の制限および無議決権株式の発行といった様々な方法を用いることが必要であろう。

株式の相互持ち合いの会社については、直接に法律により、持株率が20%を超えた場合には、20%を超えた株式について議決権を有しないと規定すべきである。2000年に上海証券取引所によって公布された「会社のコーポレートガバナンスに関する原則（意見を求める原稿）」では、株式の相互持ち合いについて議決権を制限する規定が設けられていたが、その後中国証券監督管理委員会と経済貿易委員会が共同で公布した「上場会社のコーポレートガバナンスに関する準則」では、それに関する規定が設けられていなかった。現実には、株式の相互持ち合いは決して稀ではない。株式の相互持ち合いによって、大株主は自己利益の最大化を図り、その他の株主の利益を犠牲にすることがより容易になる。したがって、大株主の権利行使に対して制限を加えることが必要である。

株主の権利が比較的集中し、国が支配株主である国有持株会社に対しては、定款による規制方法を用いる。株主が一定の持株数、たとえば20%を基準に、それを超えた場合、超えた分の株式については議決権を有しないと定款でもって規定する。国有経済につき改組、再編、組織変更、独資、支配株式地位の維持、株式の一般保有などの多様な方式を通じて国有企業の構造再編を完成させるという構想に基づいて<sup>19</sup>、現在の国有持株会社は、必ずしもすべて国家が引き続き支配株主の地位を維持する必要がない。もし、上場会社における国家株の持株率の調整が順調に進めば、国有持株会社の資本構造が改善されることが期待される。しかし、国有持株会社の資本構造を改善することは、すぐにできるものではなく、長い歳月がかかるであろう。たとえ国有株の持株率がある程度下がったとしても、国家株の持株率が依然として高いかもしれないがゆえに、引き続きその議決権に制限を加える必要がある。

その他、株主が相対的な支配株式の持株率を保有する持株会社に対しては、定款による議決権の制限を加えればよい。しかし、この場合、流通性が欠けている国有株に対しては制限を加えるべきであるが、流通している個人株などに対しては、何らの制限も加えなくてよい。

無議決権株式の発行は、主として会社が新株発行を行う際に用いられる方式である。現在、上場会社がよく用いる増資の方法として、割当増資と新株発行がある。割当増資は既存の株主を対象に行われる。その際に支配株主は割り当てられた株式を引き受ける権利の全部またはその一部

を放棄するのがしばしばである。たとえ支配株主がそれを放棄しないとしても、現物出資で株式を引き受けるのが普通であり、しかも実務においては、実際には不良資産をもって株式の払込みに充てる会社がしばしばある。これに対して、少数株主は割り当てられた株式を引き受ける権利を放棄したくなければ、現金で株式を引き受けるほかない。このような割当増資の方法は、別の形で少数株主から資金を吸い上げる方法であると批判されている。したがって、最近では、中国証券監督管理委員会は、割当増資が行われる際に株式を引き受けるには、払込みは現金でなければならないと規定している<sup>20</sup>。このように規定する趣旨は肯定すべきであるが、法的根拠が欠けている。現物は経済的な価値を有しており、会社設立の際には出資として認められるのにもかかわらず、なぜ株式割当増資の際には利用されえないのか。支配株主に対しては、割り当てられた株式につき現物出資をもって引き受けることを禁止するよりも、現物出資による引受を認め、その株式の議決権を制限すると定める方が合理的なのではあるまいか。

## (二) 機関投資家

先進諸国では、資本市場における機関投資家の持株率が上昇しており、その役割がますます重要になってきた。NYSEはほとんど機関投資家のマーケットといってもいいぐらいである。そこで、機関投資家の持株率は一国の株式市場が成熟しているかを判断する基準となるという見方すら登場した<sup>21</sup>。わが国では、会社役員の選任、経営者に対する奨励および監督、会社の重要事項の決定などにおける機関投資家の役割が大いに期待されている<sup>22</sup>。

企業統治において役割を果たすメカニズムにおいて、機関投資家とその他の投資者とは異なっている。事実上、機関投資家はその他の株主とは必ずしも平等ではなく、テクニク的に見れば、機関投資家は専門家としての力が強い。証券市場における機関投資家の投資目的は、個人投資家と同様に、株式流通市場の価格差を狙うことであって、上場会社の真の価値を探る動機付けが働かないということが、ある調査の結果から示されている。それにもかかわらず、投資決断を下す際には、機関投資家のとる行動は個人投資家と違って来る。

個人投資家は、主に上場会社の定期報告書などを根拠にテクニク的に投資判断を下すのに対して、機関投資家は、多くの場合に独自に会社を調査した結果や研究部門の専門的な研究レポートに基づいて投資判断を下す<sup>23</sup>。権利の行使方式からすれば、機関投資家は株式を大量に保有しているため、会社の運営状況が悪化したときに、保有している株式をすぐに譲渡することが困難である。たとえ譲渡ができたとしても、株価の大幅な値下げを招くため、自分自身もより大きな損失を蒙ってしまう。すなわち、機関投資家は、個人投資家のように、株式を譲渡することによ

って投入した資本を守ることができない。したがって、機関投資家は、一般に取締役会に圧力をかけ、間接的に経営者を監督し、会社の重要事項の決定に関与し、自分の意思を表すことによって、企業統治に積極的に関わる<sup>24</sup>。

機関投資家は、各国の株式市場を安定させ、証券市場の持続的な発展を促進させるうえで最も重要な投資家となってきている。機関投資家は、集団行動のジレンマおよびフリーライダー問題を克服するのに有利である<sup>25</sup>。わが国も機関投資家の育成に大きな力を入れている。この見地からすれば、大株主に加える制限のすべてを、そのまま機関投資家に適用すべきではない。

### (三) 株式譲渡に対する不合理な規制の撤廃

成熟した資本市場の中で、会社の支配を巡る争いは、経営者による株主権利の侵害を防止するための最後の手段である。株主からすれば、株式を譲渡することは、自己防御を実現するための最後の手段である。わが国では、流通株と非流通株の区分により、株式譲渡につき従うべき規則に相当な差が生じている。このため、株主の権利を平等に扱うことが相当に困難になっている。

この面における主な障害は、以下の通りである。第一に、株主の持株が高度に集中している。上位五位の大株主の保有している上場会社の発行された株式の割合は、平均して59%であり、最も高い場合は80%を超えている。しかし、英米諸国ではその割合は平均して約20%ぐらいである<sup>26</sup>。第二に、わが国の上場会社の最大の株主はほとんどの場合に国家となっている。国家株は協議の方法によって譲渡されている。そのうえに、国家株の譲り受ける相手や譲渡条件も厳しく制限されている。さらに、国家株が譲渡される場合に、国有資産管理部門の審査を受けなければならない。これによって、これらの会社における支配権の移転がきわめて困難になっている。これは、一部の会社において国が支配的な位置を維持するうえで有意義であるが、その弊害も明らかである。国家は、国有株の株主として支配権を移転することによって自分の利益を十分に保護することができなくなる。この問題を根本的に解決するには、株式の流通に加えられている制限を撤廃することが必要である。そうすれば、株主は外部のメカニズムを利用して、自分の権利を守ることができる。これは、株主平等原則を実現させるうえで最も重要な要素の一つでもあると考える。

---

<sup>1</sup> 張龍文『株式会社法の実務に関する研究』（汗林出版社、1977年）61頁。

- 
- 2 高曉紅「わが国上場会社の株主の権利融資志向に関する分析」投資研究(2000)第8期。
  - 3 末永敏和著=金洪玉訳『現代日本会社法』(人民法院出版社、2000年)67頁。
  - 4 中国証券監査委員会が2001年8月16日に公布した「上場会社における社外取締役制度の確立に関する指導意見」を参照。
  - 5 劉俊海『株式会社の株主権利の保護』(法律出版社、1997年)31頁。
  - 6 羅培新「会社の内部分権制約にける立法上の欠乏とその完備」修士学位論文。
  - 7 前掲注(5)38頁。
  - 8 L. A. Bebchuk, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers", 98 Harv. L. Rev. 1780 - 1781(1985).
  - 9 ブラオンR.チャフェンス著=林華偉など訳『会社法:理論、構造及び運営』(法律出版社、2001年)508頁~509頁。
  - 10 前掲注(3)。
  - 11 徐文芳「少数株主権益の法律保護を論じる」証券市場報2002年1月5日。
  - 12 Charlesworth & Morse, Company Law, 14<sup>th</sup> Ed. Sweet/Maxwell, 1991, p437.
  - 13 中国証券監査委員会と経済貿易委員会が共同に連合公布した「上場会社統治準則」19条による。
  - 14 前掲注(7)。
  - 15 徐燕『会社法原理』(法律出版社、1997年)234頁。
  - 16 梁宇賢『会社法論』(三民書局、1970年)286頁。
  - 17 前掲注(10)527頁。
  - 18 瞿宝忠ほか編『上場会社の資産再建に関する分析』(百家出版社、2002年)63頁。
  - 19 2000年10月11日に、中国共産党第十五回中央委員会第五次全体会議で採択された「中国共産党中央委員会の国民経済及び社会発展の第十ヵ五年計画に関する建議」による。
  - 20 中国証券監査委員会2001年2月25日に公布された「上場会社新株発行の管理方法」2条による。
  - 21 劉紀鵬「法人株の困惑と思考」以寧主編『中国資本市場発展の理論と実践』(北京大學出版社、1998年)196頁。
  - 22 「上場会社統治準則」11条。
  - 23 この調査対象は二種類に分けられる:一つは機関投資家である。これには自己売買業務または証券投資の仲介業務を行う証券会社、証券投資信託、証券投資顧問などが含まれる。この部分の投資者の意

---

見は、上海証券取引所により募集した。もう一つは個人投資家である。この部分の投資家の意見は三つの証券新聞とインターネットにより募集した。調査期間は2001年6月21日から7月2日までであった。今回の調査には幅広い投資家の参加を得た。そのうち、個人投資家の有効調査票はおよそ21000枚、機関投資家は100枚程度であった。調査の詳細な状況については、<http://www.p5w.net> を参照されたい。2001年9月20日。

<sup>24</sup> 李維安『中国の企業統治原理と国際比較』（中国財政経済出版社、2001年）96頁。

<sup>25</sup> 朱 鋌『会社のコントロール権配置論 制度及び効率分析』（经济管理出版社、2001年）299頁～300頁。

<sup>26</sup> 前掲注（25）102頁。

## 株主権保護の法体系の構築について

中国社会科学院法学研究所 教授 劉 俊海

名古屋大学法学研究科 博士前期課程 潘 姝蓉(訳)

### 目 次

- 一 株主権保護の法体系を構築する必要性
- 二 株主権保護に関する立法体系の改善
- 三 政府機能の転換、株主権保護における政府主管部門の役割
- 四 少数株主提訴権の法的保護の強化
- 五 商法または商業倫理の側面からの仲介機構職業責任の強化
- 六 株主権保護に関する研究の必要性
- 七 投資者協会制度の設置
- 八 メディアによる株主総会運営への監督

### 一 株主権保護の法体系を構築する必要性

会社は営利を目的とする社団法人である。会社法は、会社が営利を最大限に追求し、株主の利益を最大限に追求することを目的に作られている。近代会社法の歴史は、株主の権利保護のために奮闘してきた歴史でもあって、会社法は実質的に株主の権利を保護しようとする法律である。株主の権利保護がどの程度実施されているかは、株主の個人利益のみならず、会社制度の存廃にもつながっており、ひいては、従業員、経営者、消費者、債権者、取引先、会社所在地の住民・政府の利益および社会全体の利益にも関係している。株主権を保護することは、経済的、かつ政治的にも重要な意味を持つものである。

中国の市場経済体制および市民社会が形成されつつあることの象徴は、契約関係および契約制度が構築されたことであるというよりも、会社および会社制度が芽生え、成長してきたことであるというべきであろう。株主の権利・利益および投資意欲を保護し、経済改革における会社制度の役割を十分に発揮させるために、中国の立法機関は1993年12月29日に「会社法」、1998年12月29日に「証券法」をそれぞれ公布した。しかし、株主の権利保護に関しては、我が国の上場会社

および非上場会社にまだ多くの困難や問題が存在している。株主は、その権利・利益が行政部門、大株主、会社の役員、法律事務所・会計事務所である仲介機構などによって侵害されがちな局面に直面している。会社の経営者は、職務を遂行する際に透明性、責任感、誠実性などに欠けている。会社の大株主が権利を濫用し、会社の財産や少数株主の権利を侵害するという事例が多発している。これは、「会社法」や「証券法」に立法上の瑕疵や不備があり、中国証券規制機関または司法機構が「会社法」、「証券法」を執行する際の無力感、非効率性、ひいては少数株主が法により自分の権利を保護することができないといった現実を反映している。近年、“紅光”、“大慶聯誼”、“銀広夏”といった上場会社が法律事務所・会計事務所などの仲介機構と結託して財務諸表を偽って投資者の利益を侵害した事件が、このような問題の深刻さを物語っている。

したがって、中国の株主権保護の現状を踏まえて、株主の権利保護に関して先進諸国における立法、判例および学説を大いに参考にすることは、中国の株主権を保護する法体系を構築するうえで有意義であろう。

## 二 株主権保護に関する立法体系の改善

株主権の保護は、「会社法」の立法趣旨であるに止まらず、中国の市場経済に対応するために行われる法整備の立法趣旨の一つでもある。およそ株主権に関係する法律、行政法規、条例などは、当然ながらこの趣旨に従うべきであり、それと衝突してはならない。しかし、従来の計画経済体制のもとに作られた法律の多くでは株主権保護に関する規定が置かれていない。したがって、立法機関はこれらの条文を整理し、廃止すべきものを廃止しなければならないと提案したい。

株主権保護という趣旨にしたがって、「会社法」を中心に、民商法などにおける関連の法律を改正することは、当面、市場経済に対応するための法整備上の急務の一つである。具体的に言えば、改正の必要な法律として以下のようなものが上げられる。「証券法」、「信託法」、「投資基金法」といった商法範疇の法律のほか、民法範疇内の「民法典」、「民事訴訟法」、さらに公法範疇の「刑法」、「刑事訴訟法」および「行政訴訟法」等である。「会社法」は、合計で230条あるが、適用しにくい条文が少なくない。株主権保護に関して完備されていない条文も含まれている。「会社法」は、中国の実情を配慮し、国際慣習も遵守しなければならない。とりわけ、「会社法」は、経済のグローバル化が進み、インターネットが普及してきたことを配慮しつつも、法律としての予期性、厳密性、透明性、実用性などを重視しながら改正しなければならない。ま



た、「会社法」の改正では、株主権の行使、救済方法についてできる限り詳細、かつ具体的な条文を置くべきである。その際には、立法者は、株主に対し、株主自治、契約自由および定款自由などの原則に基づいて自己利益のために最善の方式を選択する権利を与えるべきである。「証券法」に関しては、株式発行審査制度をはじめ、企業買収および情報開示制度を改善し、上場会社の経営者が仲介機構などと結託して行ったインサイダー取引、その他の違法行為に対して懲戒措置を強化しなければならない。会社法と証券法はともに民事特別法であり、株主権も民事法上の権利の一種であるため、「会社法」、「証券法」に株主権保護に関する規定が置かれていない場合には、民法の一般原則（たとえば意思自治、誠実信用、平等原則、公序良俗）または具体規定を適用すべきである。したがって、「民法典」の制定、とくに民法における総則の内容および不法行為に関する規定の整備は、株主の権利を保護するうえで重要な役割を果たすことになる。

### 三 政府機能の転換、株主権保護における政府主管部門の役割

株主の権利を保護することは、政府部門の重要な職責の一つである。政府は、所有権や債権と同様に、株主の権利を神聖なる権利として尊重しなければならない。行政部門は、国家株の株主としての立場と、国家の公権力の掌握者としての立場を、明確に区分する必要がある。行政部門は、国家株の株主である場合に、大株主の権限を濫用して少数株主の権利を侵害するようなことがあってはならない。一方、政府は公権力の掌握機関として、企業の所有形態、国籍その他の条件を問わず、株主を平等に扱わなければならない。政府は、マクロコントロール、市場参入、行政指導および法律規定などあらゆるの手段を用いて、株主の権利を保護するうえで積極的な役割を果たさなければならない。

政府は、株主による自治、および株主間の民主的な関係を尊重しなければならず、自ら推薦したモデル定款を会社に強制的に受け入れさせてはならない。政府は、法により定められた行政登記権、行政調査権、行政処罰権、行政調停権を適時に用いて合法的な投資行為の効力を確認し、株主の権利を害するような行為を断固として抑制しなければならない。政府は、名義上のみ「全人民所有制」あるいは「集団所有制」と称している民営（私営）企業のために、社会主義的な象徴としての「赤い帽子」（社会主義計画経済下の企業形態の象徴）を脱がせ、民営企業の企業主を正々堂々と法律の舞台に立たせ、株主として権利を行使させなければならない。

政府は、法定の原則、公平原則、株主権尊重原則、透明性原則などの諸原則に基づいて企業の

経営活動に影響を及ぼすべきであろう。法定の原則では主体性、職権および法定手続きを強調すべきであり、司法審査原則では、人民法院が政府部門の抽象的な行政行為を審査することを強調すべきである。さらに、少数株主の権利保護を強化するために、CSRCあるいは国家工業商業行政管理総局の下に投資者權益保護局を設けることを提言したい。

#### 四 少数株主提訴権の法的保護の強化

株主は、自分自身および他の株主の利益を保護するために、会社の役員、法律事務所・会計事務所である仲介機構、または機関投資家による違法行為、契約違反行為または不法行為に対して民事訴訟（株主個人訴訟、株主代表訴訟、株主集団訴訟）を提起する権利を有しており、このような権利の行使によって民事損害賠償を請求し、救済を受けることができる。また株主は、証券市場の規制機関の違法な行政行為（作為および不作為）に対し行政訴訟を提起する権利を有しており、そのような権利の行使によって国の賠償責任を請求し、救済を受けることができる。

しかし、2002年1月15日までは、上場会社の株主が「証券法」に基づいて、会社役員の虚偽表示、インサイダー取引または相場操縦に関して提訴した案件などに対し、人民法院の態度は消極的であった。たとえば、上海市のある基層人民法院は全く審理を行わないまま、被告の行為と原告の蒙った損失との間に因果関係がないことを理由として、原告である「紅光株式会社」の少数株主が会社役員の虚偽表示に対して提起した損害賠償請求を却下した。

もっとも、2001年9月に最高人民法院から出された司法解釈にあっては、下級人民法院は証券関係にかかわる民事紛争事件を「暫定的に受理しない」ものとされていた。「暫定的に受理しない」ことの意味は、本来は受理すべきであるが、現在は受理せず、将来は受理するというように解釈できる。しかし、なぜ現在受理しないのか、将来といっても、将来いつ受理するかが問題となる。

4ヵ月が経過した後、最高人民法院は2002年1月15日に「証券市場における虚偽表示による民事権利侵害案件の受理に関する通知」（以下「1.15通知」という）を公布し、授權された中級人民法院に対して、証券市場における虚偽表示による民事権利侵害案件を受理するように指示した。「1.15通知」は、未熟ではあるが、株主権保護に関して希望をもたらした。

本章においては、人民法院は、司法手段による少数株主の権利保護を強化するために、公平および効率の原則を貫くべきであり、法制の枠組みを確立することにより大胆、かつ迅速に株主の権利を保護すべきであるとの立場から、以下のように提言したい。

(1)少数株主の権利の保護に関して、人民法院が受理できる訴訟案件の範囲を広げるべきである。人民法院は、虚偽表示による損害賠償事件のほか、インサイダー取引および相場操縦による事件、株主権保護にかかわるその他の民事事件をも積極的に受理しなければならない。民事事件と刑事事件は明確に異なり、両者の相違点は以下のようなところに現れている。すなわち、近代刑法は、罪刑法定主義を提唱し、類推解釈に反対するのに対して、近代の民商法は私的自治を提唱し、民商法の適用範囲を広げようとしている。先進諸国においては、裁判官が法律上規定がないことを理由に民事訴訟事件を受理しないことは、違法とされる。たとえば、フランス民法典第4条には、次のような規定が置かれている。「裁判官は、法律の規定がなく、あるいは規定が不明確、または欠如があることを口実として審判を拒否する場合には、審判拒否罪に問われる」。筆者は、かつて訪中されたドイツ民商法学者、パフル教授に対して、「なぜドイツ民法典にこれと類似の規定が設けられていないのか」と尋ねたことがある。それに対し教授は「これは常識であって、とくに民法典に定める必要がない」と答えられた。大陸法系のドイツでこのような考え方が一般的であるとすれば、ましてや判例法を重視する英米では当然のことと受け止められているのであろう。我が国においても、制定中の「民法典」にも、現行の「裁判官法」や「人民法院組織法」にも、このような考え方を取り入れるべきである。人民法院は、法律が制定されてから消極的に介入するのではなく、法理的にも政策的にも証券市場の整備および株主権保護に積極的に参与すべきである。当然ながら、法律の規定がなく、あるいは規定の内容が不明確であるという状況のもとで審理が行われるとなれば、一審の人民法院が間違えて判決を下すことはあろう。しかし、中国では二審制が採用されており、民事訴訟法においては審判監督制度も設けられている。それらに加えて、近年、裁判官の資質も相当に改善されてきた。それらを理由に、たとえ一審の判決が間違ったとしても、最終的には二審で是正され、正しい判決が下されると信じたい。

(2)行政処罰の決定を民事訴訟提起の前提とする制度を取り消すべきである。「1.15通知」によれば、「人民法院に受理された虚偽表示による民事訴訟事件における虚偽表示行為とは、中国証券監督管理委員会またはその出先機関の調査を受け、有効な処罰決定を受けたものでなければならない。当事者がこの調査結果を根拠として民事訴訟を提起した場合に限って、人民法院は法により受理することができる」。この規定の立法趣旨は、株主の挙証責任を軽減するところにあると思われる。すなわち、CSRCから処罰を受けた者は当然ながら、不法行為や契約違反をなした行為者である。原告はそういった不法行為などの挙証責任を果たす代わりに、CSRCによる処罰決定

を提出すればよい。また、このような規定内容は、資質のある裁判官が不足している人民法院にとっては、訴訟案件の急増によって案件の受理に対応しきれない状況避けるための現実的な方法である。しかし、このような規定内容により、株主は、人民法院は案件の受理に消極的であり、とりわけ面倒な事件を受理したくないと受け止めがちになることであろう。

筆者は、以下の理由から、CSRCの行政処罰決定を民事訴訟提起の前提とする制度は取り消すべきであると考え。理論的に考えれば、行政処罰と民事責任は適用する法律関係がそれぞれ違う。前者は、非平等主体間の行政関係を調整の対象とし、後者は平等主体間の民事関係を調整の対象としている。CSRCは、行政機関であり、定員、法律適用の水準および法律執行手続などから制約を受けているため、上場会社や証券会社などの違法行為が増えると、迅速に対応して処罰決定を下すことが不可能となる。株主は上場会社や証券会社の違法行為に対して民事損害賠償訴訟を提起しても、なかなか受理されず、救済を受けられない。これによって、より深刻な問題も起こりそうである。すなわち、行政処罰手続が長引いている間に、違法行為者が株主から騙し取った財貨を移転したり隠匿したりする恐れがある。こうなると、たとえ少数株主が後日に訴訟に勝ったとしても、株主の損害額を賠償する財貨は既になくなっていくことになる。人民法院は、CSRCの行政処罰決定に拘束されず、契約違反や不法行為に対して最終的な司法決定を下す権利を有する。

(3) 人民法院は、事件を審理する際に証券法、会社法、契約法、民法通則などの規定が不明確であるために法的根拠が不充分である場合には、法理や商事慣習などを適用して判断しなければならない。株主の自己の権利を保護する意欲を引き出すように、株主は、たとえ保有している株式が1株であっても、民事訴訟の提訴権を与えられるべきである。被告としうる者には、発起人、株式発行・売出しの引受業者、仲介機構、会社役員（取締役、監査役、経理）などは当然のこと、発行市場において虚偽表示をなした発起人または支配株主、あるいは流通市場において虚偽表示をなした者（メディア、学者、政府官僚など）も含まれるべきである。虚偽表示の損害賠償事件については、証券市場における情報瑕疵担保理論に従い、厳格責任原則を貫くべきであり、過失責任・過失推定原則を適用するべきではない。当然ながら、故意で虚偽表示がなされた場合には、被告は原告株主に対し連帯責任を負わなければならない。過失で虚偽表示がなされた場合には、被告は原告株主に対し按分責任を負わなければならない。原告の株主が虚偽表示の行為と自分の蒙った損失を立証できれば、人民法院は両者の間に因果関係があることを推定できる。しかし、被告は反証により原告の主張を覆すこともできる。損害賠償範囲の確定については、現実損害賠

償原則に従い、直接損失も間接損失も賠償しなければならない。また、原始損失も派生損失（弁護士費用等）も賠償しなければならない。原始損失には株式の売買による差額（株式購入時と売却時の差額あるいは株式購入時の価格と虚偽情報が発覚した後一定期間内の平均終値（人民法院が判決を言い渡す時に原告がなお株式を有している場合）との差額）、利子損失、株式売買の手数料および税金などが含まれる。株価下落による損失は含めるべきではない。「契約法」における契約を守る方の損失減少原則の適用も慎重であるべきである。原因競合の抗弁については、証拠があれば、人民法院は支持すべきである。訴訟コストを削減するために、人民法院は株主代表訴訟または株主集団訴訟を認めるべきであろう。

最近、会社の経営者または仲介機構が違法行為をなした際の責任については、「行政責任を負えば、民事責任を負わない。民事責任を負えば、行政責任を負わない」という考え方が見られる。すなわち、違法行為をなした者は、行政処罰を受けた場合には、民事責任を問われない。人民法院は、違法行為をなした者が行政処罰を受けたことを理由に、それらの者に対して提起された訴訟事件を受理しない。このような考えは間違っている。21世紀に入って株主利益の保護をより手厚く施すためには、違法行為をなした者に対して民事責任のみならず、行政責任、刑事責任を追及するものとし、これら三者を併用しなければならない。

## 五 商法または商業倫理の側面からの仲介機構職業責任の強化

先進諸国では会計士、資産評価機構、弁護士事務所、公証役場および証券会社などの仲介機構は、「経済警察」と称されるほどに、市場秩序を維持するうえで重要な役割を果たしている。中国においてそのような仲介機構が公信力、独立性および公正性を有するかは、WTO加盟後の中国の証券市場が健全に発展できるか否かの鍵となっている。したがって、関係の法律を整備し、国際基準に合わせて仲介機構またはその従業員の職業道徳や業務資質の改善を図るべきである。仲介機構またはその従業員の責任追及にかかわる法律の条文の内容を明確にしなければならない。たとえば、「証券法」161条は、虚偽情報を提供した仲介機構は「責任のある部分に対し、連帯責任を負わなければならない」と規定している。しかし、「責任のある部分」とは何かきわめて曖昧で不明確である。仲介機構に関する法律の条文を整備することは当面の急務の一つに数えられよう。

## 六 株主権保護に関する研究の必要性

中国の会社法学者は、株主権保護に関する法理を深く研究したうえで、株主権の保護につき生じている具体的な問題に対し株主の権利を保護しうる法的枠組みを構築し、会社法立法、証券法立法、行政立法および刑法立法を改善するための提案をしていかなければならない。株主権保護における具体的な問題に合わせて、立法、監督管理等についての提言をしなければならない。株主権を保護する法体系を構築し、株主の投資意欲を大いに保護し、ひいては健全な企業統治を構築することを図らなければならない。また、株主の権利保護に関して国際学術交流や共同研究を行うことも、会社法学者にとって研究を深める上で最も重要な課題の一つであろう。

## 七 投資者協会制度の設置

中国では、株主権の保護を強化するために業界における協会または社会経済団体が役割を果たすようにするべきであろう。消費者協会運営の経験からすれば、筆者は、弱い立場に置かれている投資者が団結して団体（株主協会、投資者協会など）を組織することを提言したい。各級の政府は投資者協会の運営に協力しなければならない。これらの投資者団体の活動が投資者の利益を保護するという目的から離れることを防止するために、投資者協会が営利的な活動に従事することは明確に禁止するべきである。ほかに、投資者権利保護基金をも設置することが必要である。

筆者は、「証券法」または「投資基金法」において章を設けて、投資者協会の法的位置付けに関する内容を明記させるべきであると主張してきた。しかし、その主張に反対する見解もあった。これは、上場会社、会社の役員、仲介機構、監督管理部門が投資者協会制度について十分に理解しておらず、不信感を抱いており、あるいは誤解しているかもしれないことを物語っている。反対意見の主な理由は、投資者協会が組織されると、株主は権限を濫用し、上場会社、会社の役員、仲介機構、監督管理部門に対して不当に干渉する恐れがあり、場合によっては、証券市場の監督管理の秩序も混乱に陥れかねないというものである。しかし、このような見解は、投資者に対する教育、指導および自律意識の育成などに関して投資者協会が果たしうる重要な役割を無視している。実際には、投資者協会が広範な株主を代表して法律に従って上場会社の役員、仲介機構または監督管理部門を有効に監督することが恐れられているのであろう。

当然ながら、投資者協会が組織されるならば、上場会社、会社の役員、仲介機構などの責任感

が引き出されるのみならず、投資者を保護するための法的環境や社会的な環境を整備することに対して大きな寄与が期待できる。これにより、投資家の継続的な投資意欲も引き出され、証券市場参加者のためにもなる。投資者が投資活動のルールに絶望的であることこそ、証券市場の最大の悲哀であると言えよう。

## 八 メディアによる株主総会運営への監督

(1) 記者は上場会社の株主総会を傍聴することができるのかという問題が、「済南原動機付自転車株式会社」が株主総会取材しに来た記者を退場させたことによって提起されるに至った。

「中国証券報」2002年2月7日の記事によれば、当該新聞社の記者は2002年2月6日に「済南原動機付自転車株式会社」に駆け付けて、会社の2002年一回目の臨時株主総会を傍聴しようとした。その臨時株主総会の決議事項は、会社定款変更の承認、役員人事などであった。会社は連続して赤字を出しており、もうすぐ「ST株」<sup>1</sup>と宣告されそうであったため、臨時株主総会はとりわけメディアから注目されていた。しかし、記者の傍聴は会社の代表取締役にな断られ、株主総会から退場させられた。その会社は、以前にも記者を退場させたことがあるらしい<sup>2</sup>。

当該会社はなぜ記者の傍聴を拒否したのか。その理由は何か。実は、会社は株式を上場してから既に8年間経過していたのであったが、親会社に計25・8億円を貸し出していた。しかし、親会社が返済したのは、貸出額の僅か1割でしかなかった。会社は親会社およびその他のグループ関連会社のために6億円の担保を提供している。会社は8年間経過の後、上場当初の優良企業から巨額の債務を抱えた会社へと転落した。会社の内部事情に詳しい関係者は、このような結果をもたらした根本的な原因は、企業統治に関する法律が整備されていないのに加えて、会社の監督メカニズムが欠けており、会社の開示制度が整備されていないところにあると指摘している。会社の機関設置をはじめ、調達資本の用途などの面において多くの問題がある<sup>3</sup>。

この記事が報道された後、社会各界から多くの意見が寄せられ、メディアによる株主総会の監督を強化すべきであるという声が高まってきた。

(2) メディアによる株主総会の傍聴の権利は、これを認めるべきである。企業統治を改善し、株主権の保護を図るためには、社会各界が株主権を侵害した行為に対して監督することが不可欠である。メディアなどの輿論を通じて監督することは、コストが低く、影響力が強いといった特徴

を持っている。また、マスメディアは少数株主にとって会社情報の収集源であり、上場会社と株主との間に行われる情報交換の最も有効な場でもあり、上場会社の違法行為を監督するうえで大きな役割を果たすものである。したがって、株主権の保護におけるメディアの役割を強化しなければならない。

株主総会は、企業統治の最も基礎的な部分である。株主総会の運営が健全でなければ、良好な企業統治システムを構築することは期待できない。また、株主総会は株主が議決権や、会社経営情報を知る権利などを行使する場でもある。メディアが株主総会を傍聴することは、株主総会制度の運営を改善するうえで有意義なものであって、企業統治の改善や、株主権の保護にも寄与できるものである。

実務においては、株主総会の形骸化が深刻になっている。上場会社においては、個人株主は持株率が低くしかも各地に散在しているので、時間的に株主総会に出席する余裕がないうえに、出張費用なども相当の負担になるため、少数株主が株主総会に欠席することが目立っている。少数株主が自分で議決権を行使できず、または株主が他人に議決権の行使を委託したくない場合には、メディアによる協力が必要となる。メディアは株主総会を傍聴することによって株主総会の議題、進行状況などを少数株主に伝えることができる。このように、メディアによる監督は、株主の会社情報を知る権利を実現させる重要な手段の一つであり、上場会社の情報開示制度について補助的な役割を果たすものである。ほかに、メディアによる株主総会の傍聴は、株主の共益権、自益権の行使にも役立つ。

メディアの株主総会を傍聴する権利は、株主総会に単に列席するのみならず、株主総会において重要なニュースに関して客観的、かつ公平的に報道する権利、さらに質疑の権利を含むべきである。すなわち、新聞記者は株主総会の進行に混乱をもたらさない限り、取締役または監査役に対し質問することができ、取締役または監査役はそれに回答しなければならない。ただし、会社の秘密にかかわる問題や調査して初めて答えられる問題であれば含まれない。

中国の「会社法」や「上場会社の規範意見」においては、メディアの株主総会の傍聴に関する規定が置かれていない。「上場会社の規範意見」では、「株主（またはその代理人）、取締役、監査役、取締役会秘書、ハイレベル管理スタッフ、会社の顧問弁護士、取締役会から招聘された者を除いて、会社は、それ以外の者の入場を拒否することができる」と規定されている（28条）。ここにいう「招聘された者」には新聞記者が含まれていると解釈するべきであろう。

メディアが上場会社の企業統治において重要な役割を果たしている中国の実情に配慮して、会社の株主総会におけるメディアの傍聴を権利として会社法に明規することを提言したい。また、



CSRCもメディアによるこの権利の行使を支援するべきである。法改正に先だって、CSRCは、行政法規を制定し、上場会社の定款に新聞記者の傍聴に関する内容を記載することを求めるべきである。一方、上場会社の役員は、メディアによる株主総会の傍聴権について、これを単にメディアの権利として認識するのではなく、上場会社の情報開示義務の一環でもあり、会社情報を知るという株主権の重要な内容でもあると認識することが必要であろう。さらに長い目で見れば、メディアが株主総会を傍聴することは、会社の広報活動の一環でもあり、会社の役員が自社経営につき自信に満ちていることをも表している。上場会社の役員は、メディアからの批判やアドバイスに耳を傾ければ、公正かつ効率的な会社経営の実現にも寄与できると思われる。

実務においては、メディアによる株主総会の傍聴を積極的に受け入れ、新聞記者のために傍聴席を設ける会社が少なくない。たとえば、「小鴨電器株式会社」は会社が設立されて以来、株主総会を開催するたびに新聞記者を受け入れてきた。「佛山照明株式会社」は新聞記者を受け入れることを「会社の株主大会議事規則」に書き入れた<sup>4</sup>。

言うまでもないことであるが、メディアは責任をもって、客観的、中立的、かつ公正に真実を報道しなければならない。現在は、メディアによる監督が行きすぎているのではなくて、その監督の役割がまだ不十分であると言うべきであろう。

---

<sup>1</sup> 訳者注：2年間連続で欠損を出し、経営悪化した上場会社の株は、ST (Special Treatment、特別処理) 株と名付けられ、市場での取引に制限が加えられる。

<sup>2</sup> 辰雨「済南原動機付自転車株式会社が新聞記者を拒否する理由」中国証券報 2001年2月7日。

<sup>3</sup> 同上。

<sup>4</sup> 同上。

## 第6章

### 中国における独立取締役制度の導入

## 中国の独立取締役制度の導入とその際に留意すべき問題について

清華大学法学院 教授 朱 慈蘊

名古屋大学法学研究科 外国人特別研究員 虞 建新(訳)

### 目 次

- 一 中国における独立取締役制度の導入に関する基礎的な条件
- 二 独立取締役の積極的な役割
- 三 独立取締役の欠陥
- 四 独立取締役の条件について

最近、中国の上場会社における株主権利の保護および監督メカニズムの改善が関心を集めている。財産権と支配権との均衡をいかに取るか、内部者支配による消極的な一面をいかに抑えるか、経営者による権限濫用をいかに防ぐかといった課題は、当面における中国の企業統治を改善するための鍵となる。会社の各機関の間、あるいは一機関内部の相互牽制メカニズムや自己監督メカニズムを構築する面において、中国の会社実務は決して理想的なものではない。中国証券監督管理委員会(以下CSRCと略す)はすでに「上場会社における独立取締役制度の確立に関する指導意見」を發布し、上場会社に対し独立取締役制度を導入することを求めた。これは中国の企業統治を改善させるためになされた有益な模索であるには違いない。しかし、中国では、学界や実務において独立取締役制度の導入をめぐる論争が今もなお繰り広げられている。本稿では、中国において独立取締役制度を設ける客観的な基礎ができているのか、その制度を導入する意義はどこにあるのか、独立取締役制度は現行法に定められた監査役会制度にいかに結び付くか、といった問題に焦点を当てて考察する。

### 一 中国における独立取締役制度の導入に関する基礎的な条件

法学研究の視角からすれば、独立取締役制度の導入は一種の制度移植である。この制度を導入するに当たっては、中国においては独立取締役制度を受け入れる基礎的な条件が備えられている

のかを考えることが、まず第一に必要であろう。

### (一) 西側諸国における独立取締役制度導入の基本的原因

独立取締役制度は、英米法系の国々において広く取り入れられ、制度の誕生から制度の成熟期まで数十年が経過している。西側諸国においては、独立取締役制度は当初、非執行取締役制度からスタートした。非執行取締役（独立取締役）が独立性を求められて独立取締役に变身してきたのである。独立取締役制度が導入された背景には、以下のようにいくつか要素があった。

その一つは、20世紀の70年代に株主が経営破綻の会社につき、会社の取締役、取締役会あるいは会計監査人らに対して損害賠償を求める訴訟事件が多発したことである。そのような状況のなかで、多くの会社は監査委員会を置くという対策を実務上考えるようになった。1972年、SECは会社の監査委員会にのメンバーとして、社外から取締役を迎え入れるように呼びかけた<sup>1</sup>。1977年、NYSEはすべての上場会社に対して独立取締役から構成される監査委員会を設置することを義務付けた<sup>2</sup>。これによって、独立取締役の文言が上場要件を定める規定において言及された。

もう一つは、80年に企業買収が盛んになり、機関投資家が急増したことである。機関投資家による持株率が高くなると、機関投資家が株式を売却して離脱することは、それほど簡単にはできなくなる。多くの機関投資家は短期間の株式の値上がりを期待するよりも、会社の長期的な発展に関心を持つようになった。これらを背景に、権限の弱い取締役会のままでは会社を有効に監督することが期待できないがゆえに、米国ではいかに取締役会の権限を強化するかについて大いに議論されるようになった。多くの機関投資家は、取締役会の機能を強化するために、自ら企業統治の原則を作り、会社の取締役会の改造を促した。

三つ目の理由は、会社のCEOが株主からの質疑および株主総会との対立を避けたいがゆえである<sup>3</sup>。CEOおよび会社が直面する問題が複雑化するに伴って、CEOは、知識や才能のある取締役から構成される強力な取締役会や顧問の組織が必要であると考えられるようになった。当時、会社の取締役会に対するマス・メディアの関心度が高まり、会社の経営者が株主からの訴訟に恐怖感を覚え、そして良好な企業統治が投資者から求められるようになってきたため、会社は独立取締役による会社の監督機能の強化を図るようになった。

このように、英米では独立取締役制度は、会社内部における権力構造の均衡が崩れるという問題を解決するために見出されたものである。事実上、このような問題は中国の会社実務にも存在しているがゆえに、中国においても問題解決の一対策として独立取締役制度の導入を試みることは大いに有益であると考えられる。

## (二) 取締役会構成の現状：独立取締役が存在しうる客観的な条件

株式会社では、株式保有の分散が進むのに伴って、株主総会の位置が低下する。代わりに取締役会の地位が強まる。“取締役会中心主義”は近代株式会社の特徴の一つであると言われている。実際の実務においては、法律により賦与された取締役会の「強大」な権力は、想像されるように現実化されているわけではない。米国の学者であるロバート・ハミルトン教授(Robert Hamilton)が述べているように、「数億の資産を保有している大会社においては、取締役会に会社の日常経営管理のすべてを期待することは非現実的である。それは経営に当る者の職責である」<sup>4</sup>。米国の著名な会社法の専門家、アイゼンバーグ教授(Melvin A. Eisenberg)は次のように述べている。「取締役会に賦与された権限の多くは、実際には経営者によって握られている」<sup>5</sup>。一方、ハーバード大学ビジネススクールのメス教授は、実証的な調査の結果から、取締役会における取締役の基本的な職責は主として以下の三つであると指摘している。取締役会にアドバイスやコンサルティングをすること； 経営に当る者を監督し、あるいは経営者に対して取締役会への情報提供や経営決定についての説明を求めること； 非常時の決断。彼のこの結論は、学界から広く維持を受けており、取締役会に関する画期的な研究成果であると言われている。こうして、理論上は、取締役会の果たす役割が大きいはずであるにもかかわらず、実務においては、取締役の果たす役割が弱まっている。取締役会が果たす役割は理論から乖離している。

取締役会の内部では、権限の弱い非業務執行取締役と権限を独占している業務執行取締役に二分されている。英米では取締役会の構成員は、業務執行取締役と非業務執行取締役にはっきりと分かれている。業務執行取締役は会社の「内部者」であり、会社の経営情報の掌握や経営への影響について非業務執行取締役よりはるかに詳しい。彼らは通常、会社の業務執行を担当しており、会社の経営者らと共存共栄の利害関係を有している。たとえ異なる意見があったとしても、通常は取締役会においてその意見を述べない。こうして、取締役会は、実際には非業務執行取締役が主宰する会議となった。したがって、取締役会の役割や取締役会会議の会社意思決定への影響について考察すれば、現実には執行取締役によってコントロールされている取締役会では会社の意思決定に及ぼす取締役会の影響力が限定的であることが分かる。このようなことを背景に、英米では非業務執行取締役の独立性を求める改革が行われ、90年代の独立取締役革命が起こり、取締役会における非業務執行取締役がより多くの発言権を獲得するようになった。これによって、取締役会内部の二分化現象に歯止めがかかり、経営者を監督するメカニズムが働いて、取締役会における権限の均衡が取れるようになった。

### (三) 中国の取締役会における二極化の現象

中国では、学術上、取締役や取締役会は、実際に経営を担当している取締役とそうではない取締役を区別せず、総体的に捉えられてきた。それゆえに、会社の取締役会内部の分化現象はあまり注目されてこなかった。そのうえ、中国の会社法では、取締役会は合議体の機関として捉えられているため、1人の取締役としての職権が定められておらず、会社経営の重要事項に関して取締役会が決定を下す点が強調されている。こうして、取締役会において取締役間の対立は存在していないように見られている。しかし、会社の実態に目を向けると、ほとんどの会社においては、取締役は、経営を担当している者とそうではない者に分かれている<sup>6</sup>。すなわち、取締役の全員がすべて会社の経営に当たっているわけではなく、もっぱら取締役の職権を果たしている者と多くの会社の取締役を兼任している者、あるいは業務執行取締役と非業務執行取締役に分かれている。ある研究結果によれば、非業務執行取締役が多数を占めている取締役会は、調査対象となった会社の9割弱を占めていた<sup>7</sup>。これによって、取締役会の機能の弱体化と執行取締役による専断が並存するという現象が起こっている。兼任取締役が多数を占めている取締役会において、主導権を握っているのは業務執行取締役である。関係資料が示しているように、中国会社の取締役会の会合は平均して年に一回開かれているにすぎないため、取締役会の形骸化が深刻となっている。その一方で、業務執行取締役は掌握している権限を通じて会社を支配している。いわゆる、取締役会の内部者による支配という現象がしばしば生じている<sup>8</sup>。このように、業務執行取締役が非業務執行取締役から何ら有効な監督を受けずに、職権を利用して会社を支配していることこそ、中国の企業統治に問題が生じた原因の一つと言えよう。したがって、中国の会社の取締役会における取締役の機能分化という現象を正しく認識せず、単なる総体的な視角から取締役会を考察しているのであれば、形骸化した取締役会が会社を有効に監督していないという問題は依然として解決されないであろう。

会社実態に対する考察から分かるように、取締役会が会社を支配する面において果たしうる役割は限られている。取締役会の構成員の大多数が直接に会社経営を担当していないため、中国も西側諸国と同様に、取締役会が弱体化し、非業務執行取締役が形骸化しているという問題を抱えている。このような共通点があればこそ、西側諸国において取締役会の監督機能を強化するために取り入れられた独立取締役制度は、中国においても同様の問題を解決するためにこれを導入することが可能である。これこそが、中国の独立取締役制度を導入する現実的な基礎である。

## 二 独立取締役の積極的な役割

現在、独立取締役制度は世界の多くの国において広く取り入れられている。会社の取締役会に対して行われた調査結果が示しているように、独立取締役制度は企業統治を改善するのに有利である<sup>9</sup>。理論上、取締役会における独立取締役の人数の増加が会社の成長と直結していることが、実証的な研究によって裏付けられているわけではないにもかかわらず<sup>10</sup>、取締役会において独立取締役の果たす役割については、一致した認識が得られている。

### (一) 取締役会改造の促進

中国の企業統治における最大の問題は、何よりも内部者支配の問題であり、あるいは1人大株主が存在しているという株式構成のもとで大株主による間接的な支配が行われているという問題である。上場会社の株式構成は主として国家株と国有法人株が中心となっているため、上場会社の取締役会は実際には大株主から影響を受けており、大株主の指揮下に置かれた業務執行取締役の権限濫用に対して有効に監督するという機能が働かない。会社の非業務執行取締役は、十分な情報を得られないため、業務執行取締役を有効に監督することができない。そのうえ、非業務執行取締役の監督職能が明確化されておらず、取締役会は権限が弱く、会社の業務執行取締役の専断が横行している。これは中国の企業統治においてよく見られる現象である。独立取締役制度を導入することは、取締役会における非業務執行取締役の監督意識を高め、取締役会と業務執行の経営者を分離させるのに有利である。これによって会社の内部者に対する監督管理の強化を図ることができる。当然ながら、取締役会における独立取締役の人数の割合を高め、一定の水準に保つこともきわめて重要である。取締役会においては、独立取締役が多数を占めない限りでは、取締役会の決定に対する独立取締役の影響力は限定的であり、期待される役割を果たすことが困難であらう。

取締役会における独立取締役の人数が一定割合に達することを求めると、短期的には独立取締役の候補者の人数を満たすのが困難になるという問題が生じる。したがって、中国の会社における非業務執行取締役に対して改造を行うことが望ましい。すなわち、まず、非業務執行取締役の独立性を強調し、徐々に非業務執行取締役を一定の「独立性」を有する独立取締役に育成していく。一方では、取締役会の権限を強化し、とくに取締役会における業務執行取締役と非業務執行取締役との均衡が取れるように、独立取締役の権限を強化する。これによって、業務執行取締役と非業務執行取締役から構成される取締役会を形成させる。

## (二) 独立取締役の人数の増加、取締役会の監督機能の強化

英米では、会社機関が一元的な構造となっているため、従来から取締役会はその重要な職能として監督職能を果たしている。これに対して、伝統的な大陸法系の国々においては会社の機関が二元的な構造をとっているため、取締役会が監督職能を果たすことは強調されていない。中国の会社法では、取締役会の権限として監督権限が規定されていない。日本商法の第260条では、取締役会の権限として取締役の職務執行の監督が規定されている。近代の会社経営について専門知識がますます求められてくる中で、取締役会の内部分化によって経営の意思決定に関する取締役会の権限が弱まる反面、会社の経営者グループの会社を支配する権限がますます強まってきた。実務においては、取締役会としての経営の意思決定事項がますます少なくなって、形骸化が進んでいる。効率性を求める経営理念からすれば、具体的な業務について一々取締役会が決定することは、不可能であり、その必要性もない。これを背景に、取締役会の内部が分化している現実を踏まえて、取締役会、とくに取締役会内部の非業務執行取締役に一定の監督権限を与えてこそ、独立取締役は、取締役会において監督の役割を果たすことができる。それゆえに、会社の企業統治について取締役がお互いに監督義務を負い、非業務執行取締役が取締役会において会社の業務執行を監督する義務を負うと定めている国もある<sup>11</sup>。

幸いなことに、CSRCは「上場会社における独立取締役制度の確立に関する指導意見」を公布し、独立取締役に監督権限を含む詳細な権限を与えている。

## (三) 監査役会の監督不足の補充

第一に、中国の監査役会の現状からすれば、独立取締役制度の導入が必要となる。前述のように、中国では会社機関が二元的な構造を取っている。このため、現行法のもとで監査役会が存在している以上、独立取締役制度を導入する必要がないと考える人が少なくないようである。監査役会制度は、理論上も実務上も、確かに会社内部権限の牽制メカニズムの強化、および会社従業員の監査役会への参加といったメリットがある。しかし、中国の現行法上および実務において、監査役会は様々な問題を抱えている。

たとえば、監査役会の構成員は皆会社の内部者であって、社内においては当然ながら、代表取締役や総経理の指揮下に置かれ、代表取締役や総経理の指示に従う立場に立たされている。それゆえに、「部下」である監査役は「上司」を監督することが難しい。近時、証券市場において摘発された一連の不祥事は、多くの上場会社において監査役会が有効に監督していないことを裏付けた。そのような会社の監査報告書からは、問題を何も発見することができない。



なお、独立取締役制度を導入するよりも、社外監査役制度を採用して監査役会の監督機能を強化した方がよいと主張する見解もある。確かに、これも会社の監督機能を強化し、企業統治を改善するための一方法である。しかし、社外監査役の権限は限られているため、独立取締役が果たす役割とは比較にならない。

第二に、独立取締役は、事前または即時の監督を行うが、監査役会は主として事後的な監督を行う。

「会社法」によれば、監査役会の構成員は取締役会会議に列席する権利を有するが、取締役会の決議事項につき議決権を有しない。このため、取締役会が意思決定をする過程においては、監査役会は、なにも監督することができない。ほかに、監査役は取締役会の構成員ではなく、会社の経営情報につき取締役と同様に受けられないため、経営の意思決定に対する監督が結局のところ形骸化され、適切な助言をなすことは困難である。監査役は議決権を有しないまま監督しても、事前に取締役会の決議を否決することができない。監査役は、事後的に審査したり、調査したりすることによって、取締役会または経営者達に対し決議を改めることを求めたり、関係者の責任を追及したりする。監査役会は主として取締役会や経営者の決議や経営結果を監督するため、事後的に監督するという性質を持っている。

これに対して、独立取締役は取締役会の構成員であり、取締役会の決議事項につき議決権を有しているため、取締役会会議に参加し、取締役会の決議がなされる過程において有効に監督することができる。このような監督は、事前に、または進行過程において行われるのが特徴である。その過程において、独立取締役は問題点に気づいたら、すぐに権限を行使することによって、違法行為の発生を阻止したり、会社の関係情報をタイミングよく開示したりする。こうして、少数株主の保護が図られる。そのうえ、独立取締役は大抵一定の知識を有する専門家であり、会社の意思決定につき議決権や意見の陳述権を有するため、有効に監督することが可能である。

独立取締役は、会社の意思決定の過程において監督できるのに対して、監査役会はそのような権限がない。これこそが企業統治における独立取締役と監査役会の位置付けの根本的な相違点である。

第三に、独立取締役は適法性監査と妥当性監査を行う。

独立取締役が監督するポイントは会社の長期的な利益の向上にある。独立取締役は専門知識を生かし取締役会の会議に出席して会社の経営意思決定に参加する。これによって、独立取締役は会社の意思決定の合理性や透明性の向上や会社の持続的な発展に寄与できる。これらはまた支配株主の機会的な行動を阻止し、業務執行取締役および経営者の権限の濫用を抑制するのに有利で

ある。したがって、独立取締役の監督については、適法性の監督はもちろんであるが、会社の意思決定の妥当性の監督がいっそう強調されている。専門知識を持つ独立取締役は、会社の内部者を監督できるのみならず、会社の経営業績をアップさせるのにも大きく寄与できる。これに対して、一般に言えば、監査役は会社経営の専門知識を持っていないため、会社の経営活動が妥当であるかを監督することが困難である。「会社法」は、監査役会は「取締役および経理が会社の職務を執行する際の法律、法規または会社定款に違反する行為について監督する」、「取締役および経理の行為が会社の利益を損なう場合は、取締役および経理に対して是正を求める」と定めている<sup>12</sup>。こうして、監査役会は適法性を基準にして取締役や経理の行為を監督するのである。これに対して独立取締役の監督は、取締役や総経理の行為の妥当性（適法性も当然含まれる）に力点を置いている。たとえば、「会社の重要な利益相反取引は、独立取締役の承認を受けた後に、取締役会の審議にかけられる」<sup>13</sup>。この過程においては、独立取締役は妥当性を基準に重大な利益相反取引を認可するかを判断する。

第四に、独立取締役は経営者の任免に直接に影響力を持っているので、経営者に対する監督が確実である。

監査役に比べれば、独立取締役が監督職能を行使することは実行可能なものであり、その監督機能は法的にも保障されている。「会社法」およびCSRCの「上場会社コーポレートガバナンスの準則（意見を求める原稿）」によれば、取締役会はCEOや高級管理スタッフを任免し、高級管理スタッフの業績評価、人事決定および収入の決定に直接に参加する。これこそが監督機能を働かせるために欠かせないものである。独立取締役が会社経営に及ぼす影響は大きく、その監督範囲も明確になっており、取締役会内部の相互牽制メカニズムも機能しやすいため、取締役会内部の相互牽制の範囲、強さ、効果などの面におけるメリットが顕著に現れる。とりわけ、監査役会よりも独立取締役の職権の方が明確に定められており、実行しやすい。たとえば、「会社法」によれば、監査役会は「臨時株主総会の招集提案権」を有する<sup>14</sup>のに対して、独立取締役は、それ以外に「株主総会が開催される前に、公開で株主から議決権の代理行使を勧誘することができる」<sup>15</sup>。したがって、監督の有効性からすれば、独立取締役の方が監査役に勝っていると言えよう。

総じて言えば、監督職権の行使については、独立取締役と監査役会は相互に対立するものではなく、それぞれ監督する側面が違うのみである。両者を並存させることは、会社の監督メカニズムを改善する上で、より効果的である。独立取締役制度を導入するからといって監査役会制度を放棄するのは、決して望ましくない。独立取締役制度自身にも回避し難い欠陥を有しているからである。たとえば、「独立性」といってもそれは絶対的なものではない。したがって、独立取締

役制度が導入された後も、独立取締役と監査役の役割を適切に分担し、取締役会の全体に対する監査役会の監督役割を強調することが必要であろう。

### 三 独立取締役の欠陥

独立取締役制度が企業統治を改善するうえで果たす役割は、肯定すべきであるが、決してそれを誇張してはならない。理論的にも実践的にも、独立取締役制度は企業統治を改善する万能のものではない。独立取締役制度が導入されたならば、上場会社の企業統治の問題がすべて解決されるというわけではない。独立取締役については、少なくとも以下のような欠陥を指摘できる。

#### (一) 独立取締役の精力および能力の限定

業務執行取締役に比べれば、独立取締役が会社の経営に気を配る時間は限られている。上場会社が招聘した独立取締役は、大抵各界で成功を収めた人物や著名人である。彼らは本職において多忙であり、上場会社の経営に関心を寄せる時間がない。そのうえ、独立取締役はたとえある分野の専門知識を持っているとしても、会社の経営分野には必ずしも詳しくない。

#### (二) 独立取締役の独立性保持の困難

独立取締役の最大の欠陥は、何よりもその独立性は相対的なものでしかない点である。独立性は、独立取締役にとって監督の役割を果たすために欠かせない前提であるから、独立性が確保できなければ、監督の役割を果たすことも期待できないと言われている。近頃の中国における独立取締役に関する論文を読む限りでは、独立取締役の独立性を強調するものが多数であり、独立性を保持するための方法も多く提示されている。そのようなものとしてたとえば、まったく独立した候補推薦委員会が株主総会に対して独立取締役の候補を推薦すべきことを提案している学者もいれば、独立取締役は会社から報酬を受け取ってはならないと主張する学者もいる。我々は、事実上、独立取締役の独立性そのものはあくまでも相対的なものであり、それを過度に強調してはいけなく考える。

##### 第一 候補指名の不十分さ

独立取締役の候補指名については、一般に厳格な選任手続きによってその独立性を確保することによって、その役割を十分に果たすことが保障されるものと思われる。しかし、取締役会によ

る指名、取締役による指名、会社の経営集団による指名および株主総会による指名のいずれを取るとしても、そして独立取締役を選任する手続をどのように厳格に定めようとも、独立取締役と会社の特定の機関とのつながりを根本的に切ることは無理であろう。理論的に考えれば、独立取締役の独立は、相対的なものでしかない。たとえ選任過程において絶対的な「独立」を実現したとしても、選任された後の任期中に、独立取締役と会社との関係が生まれることを阻止することは不可能である。もしも独立取締役が連続して選任されることが許されるならば、1期目には独立取締役の独立性が保持されたとしても、2期目以後は、任期中に絶対的な独立性を保持することはもはや無理であろう。諸外国の企業統治の経験からすれば、独立取締役の選任は、CEO（または代表取締役）、指名委員会または取締役会が候補を指名し、それらの候補者を株主総会が承認するという手続によっている。海外の2001年の調査結果によれば、調査対象会社の98%の会社では、独立取締役の選任方法について、前述の三つ方法のいずれかを採用している<sup>16</sup>。CEO（または代表取締役）が候補を指名する方法は45%を占め、指名委員会が指名するのは30%を占め、取締役会が候補を指名する方法は23%を占めている。このような結果が示しているように、独立取締役の選任手続きにつきいかなる方法を取るにせよ、選任された独立取締役は相対的な独立性という要件を満たしており、かつ株主総会の承認を受けるのであればよいといえよう。規定上、独立取締役の独立性の要件についてどのように厳しい内容を定めようとも、独立取締役の絶対的な独立性を実現することは不可能である。「独立性に関するいかなる定義も、独立取締役が会社の経営者たちと友人になり、または同一のクラブ、協会および慈善機構の活動に参加することを排除できない」<sup>17</sup>。

## 第二 報酬の受領と独立性保持との矛盾

独立取締役の独立性の保持という観点からは、報酬問題は独立取締役を苦境に陥れるものである。独立取締役は会社から報酬を受ければ、その独立性を維持することができるかが問われてくる。会社から報酬を受けなければ、独立取締役がその責務を果たす動機づけが働かなくなる。中国において市場経済が相当に浸透してきている今日、独立取締役に報酬を与えず、責任のみを負わせることは、客観的な市場原理に背くものである。したがって、独立取締役に責務を果たさせるためには、当然ながら、労働の報酬として一定の収入を与えるべきであろう。

独立取締役の報酬に関しては、海外の法制度に参考になるものが多い。米国では、独立取締役報酬の支払い方法として最も広く用いられているのは、独立取締役としての報酬（「聘用金」）、取締役会会議に出席する報酬（「出席費」）および委員会の委員としての報酬（「席位費」）である。招聘金は年に数千ドルから数万ドルまでであり、出席報酬は一回に数百ドルから千ドル超

程度までである。この二項目を合わせると、米国の取締役の年俸（1991年ベース）は招聘金および出席報酬を含めておよそ平均36000ドルである<sup>18</sup>。独立取締役が労働の対価として会社から一定の報酬を受けることは当然である。しかし、それは理論上、その独立した判断に影響を及ぼしかねないという面がある。両者の利害関係を考慮すると、やはり一定の報酬を支払う方法を取った方がよいと考える。

### 第三 独立取締役の構造的な偏見

独立取締役は、あくまでも取締役会の一員であるため、現実においては会社の経営者に同情する傾向がある。これもまた、独立取締役の独立性の相対性を表すもう一つの側面と言えよう。米国では、1981年デラウェア州のZapata Corp. v. Maldonadoの判例<sup>19</sup>が出た後、「構造的な偏見」（Structural Bias）、すなわち取締役は、形式的には独立しているが、思わず知らず経営者に偏りがちであることを指摘した学者がいる<sup>20</sup>。彼は、良きモラルと経済的な独立性は、独立取締役が有効に監督の責務を果たす重要な条件ではあるが、それだけでは不十分であると主張している。約63%の独立取締役は、その他の会社の業務執行取締役でもある。それゆえに、独立取締役は、会社経営につき業務執行取締役と共通の観念を持っており、会社経営につき取締役会からの干渉を望んでいない傾向がある<sup>21</sup>。現実においては、このような独立取締役の身分によって生まれる傾向に注意を払うべきであろう。独立取締役は、取締役や会社の高級管理スタッフの間に位置付けられ、場合によっては会社の経営者でもあるため、経営者の行為を容認しがちであることを避けられない。

したがって、我々は独立取締役にどのように期待をかけたとしても、独立取締役の独立性が相対的なものでしかないことは認めざるを得ない。そのような相対性を認めることは、独立取締役が会社業務について独立判断を下すことを決して否定するものではない。その相対性をはっきり認識することは、今後、独立取締役に關する法整備を行う際に独立取締役制度を改善するのに役立つであろう。

## 四 独立取締役の条件について

独立取締役制度を導入することは、中国の企業統治を改善するうえで有意義である。しかし、その制度が十分に機能するか否かは、制度的な基礎的条件が整っているかにかかっている。西側諸国においても、独立取締役は本質的に企業統治の一環であり、その他の諸制度と相俟って初め

て有効に機能する制度である。

### (一) 独立取締役を含む取締役責任制度の改善

第一に、取締役の責任規定をできる限り細分化する必要がある。中国の「会社法」は、取締役の義務について僅かな原則的な規定しか置いていない(59条~63条)ため、司法実務においてこれらの規定を適用することがなかなか難しい。一般的には、法律規定は要件、効果および制裁という三要素から構成されている。しかし、「会社法」の規定を見る限り、要件と効果は規定しているが制裁についてはなにも規定していない条項や、さらには要件のみの条項が少なくない。とりわけ、民事賠償責任に関しては、規定が少ないのに加えて、司法解釈さえない。それゆえに、上場会社が違法責任を問われることは稀である。取締役や監査役が法定の義務を履行しないため罰則に処せられた事例はほとんどない。中国の「会社法」は、取締役の責任を認定する規定を設けていないことが目立っている。米国では、取締役の責任につき有効に判定できるように、忠実義務や注意義務の内容が、大量の判例や立法によって細分化されているのに加えて、経営判断原則や安全港などの制度も設けられている。これらは、中国にとって大いに参考になるものであり、中国は一刻も早く司法解釈を充実させ、取締役の責任認定について詳細な規定を設けるべきである。

第二に、違法行為に対しては必ず責任を追及し、法律の執行を厳しくしなければならない。各国の会社法においては取締役責任の認定についてますます厳しくなる傾向が見られる。たとえば、米国では、取締役が責任を負う範囲は、必ずしも投資者が蒙った損害額に限度せず、それを超えてもよいとし、「侵害された当事者に利益の一部を請求する権利を与えるべきである」と指摘する学者がいる<sup>22</sup>。中国では、取締役の民事責任を確定する際には諸外国の経験を参考とすることができる。取締役が責任を負う範囲は実際に蒙った損害を超えないにものとするにしても、投資者に十分な補償を与えることを、取締役責任を確定する際の原則の一つとしてよいであろう。とりわけ、中国の上場会社において取締役が責任を負うという意識が弱まっているなかで、法律によって取締役の責任をきちんと定めることは、きわめて有意義である。このようにしてこそ、上場会社に対する法律の懲罰効果が現れ、会社の違法行為のコストを増加させ、そして少数株主利益を保護することにも寄与できる。

第三に、取締役の責任保険制度を導入するべきである。独立取締役を含めた取締役が権限を濫用し、会社に重大な損害をもたらすならば、会社および利害関係のある者に対して損害賠償をなすべきである。しかし、取締役は、個人的に保有している財産が限られているため、損害額の全

部を賠償することが困難である。これによって、権利を侵害された主体が十分な補償を受けられない状態が生じ得る。この場合には、司法手続きを踏まえても、被害者の権利主張は全面に認められるが、金銭的な賠償は保障されない。したがって、当事者の権利および賠償額の請求を確実なものとするためには、取締役自身が会社とともに保険をかけるという、取締役責任の保険制度を導入することが必要であろう。これはある程度独立取締役を牽制し、その権限濫用を防ぐためにも寄与できる。

## (二) 独立取締役の人材養成

CSRCが発布した「指導意見」によれば、国内の上場会社は1年以内に独立取締役を設置することが求められている。現在、上場会社は凡そ1100社余りで、これから株式を上場しようとする会社は500余りであると言われている。1社当たり少なくとも独立取締役が2名必要であるとすれば、全部で約3000名の独立取締役が必要となる。専門家が乏しい中国にとっては、これはそう簡単に養成できる数ではない。英米では、独立取締役の果たす役割が日増しに注目されつつあるとはいえ、適格な候補を招聘することが難しいと感じた会社が少なくないようである。独立取締役の選任資格がますます厳しくなるにつれて、取締役の候補を決定する際に会社の内部者や利害関係のある者を排除しなければならなくなるという要素を考慮に入れると、才能も時間もあり、経験に富み、しかも会社に奉仕する人を独立取締役の候補として見付けることがますます困難になっているという<sup>23</sup>。

中国では、専門知識を有する人材が乏しいため、上場会社の独立取締役は技術系の専門家が多数を占めている。人材養成は独立取締役のニーズをなかなか満たすことができていないのが現状である。独立取締役が最も期待されている監督の役割から考えれば、独立取締役は、単なる会社の主要業務に詳しいのみでは不十分である。とりわけ中国の上場会社の株主構成がそれほど合理的ではない現状のもとでは、上場会社が求めている独立取締役は、会社の経営方針について助言できる専門家であるのみならず、企業統治の構築、資本運営、企業管理などに関してもある程度知識を有する者である。適格な独立取締役をいかに養成するかは、中国が直面している緊迫な課題の一つである。

## (三) 独立取締役の会社情報を知る権利の強調

「光は最もよい防腐剤である」<sup>24</sup>。会社経営の過程において、独立取締役が会社の経営情報を把握することは、きわめて重要である。会社は、独立取締役が完全、かつ正確に会社の経営情報

を獲得できるように保障すべきである。そうでなければ、独立取締役が不十分な情報により判断を誤った場合には、会社がすべての責任を負わなければならない。法律は、独立取締役が会社運営状況報告、貸借対照表、市場のシェア、各委員会の議事録など重要な情報を獲得することを保障しなければならない。会社は独立取締役に対して、他の取締役と同様に情報を知る権利を保障すべきである。現行法は、規定上、独立取締役の情報を知る権利について対応する必要があり、独立取締役に対し会社経営の実態についての情報を充分、かつ遅滞なく獲得する権利を賦与すべきである。

#### (四) 企業統治の関連制度の構築

米国では、会社が重要な経営判断を正確、かつ公平に下すうえで独立取締役が客観的に役割を果たすために必要な措置を、法整備や実務運営の面において講じている。たとえば、独立取締役は、毎年独自にCEOの業績を評価し、会社の重要な経営判断および人事任免に対し異議を述べるといった特殊権限を有し、かつ議決権を有している。取締役会には、独立取締役と監査委員会の構成員から構成される報酬委員会が設けられ、合理的に報酬を分配する。

第一に、独立取締役が会社の経営者を監督し評価する体系を確立する。業務執行取締役や管理スタッフの監督や評価を行うことは、独立取締役の職権を具体化させるための重要な措置の一つである。会社経営の分業化がますます進んでいる今日では、株主が会社の経営者の経営業績を知るために支払うコストが高くなる。一般の投資者は大量の財務諸表をどのように取り扱ったものかためらうであろうし、経営者の実際の経営手腕や業績などはほとんど分からないままとなる。これらにより、会社の内部者が支配するための隙間が残ってしまう。独立取締役が会社の経営者を監督し、評価する体系を確立することは、このような障壁を乗り越えるのによい方法である。会社の業務経営に対し関心を持つが、大量の財務諸表を読む能力のない一般投資者にとっては、経営者や管理スタッフに対する独立取締役の評価結果は、会社の経営実態を把握するための窓口でもある。もし独立取締役が行った評価の結果が開示されれば、客観的に会社の経営者を牽制するのに有利であるのみならず、独立取締役がより勤勉に職責を果たす励ましにもなる。

第二に、取締役会を改造し、そこに委員会制度を導入する。米国では、独立取締役の監督機能が働くことは、取締役会内の各委員会が設置されていることと緊密につながっている。したがって、中国でも独立取締役制度が十分に機能するように、英米の取締役会内の委員会制度を導入することが必要である。近時、CSRCが発布した「指導意見（意見を求める原稿）」では委員会設置の方向が示されている。これは独立取締役が職責を果たすためのメカニズムとして保障しようと



するものである。各委員会の職権を確定することは、独立取締役の職権を細分化させるための契機となる。会社の経営判断、会計審査、役員の指名、報酬および業績評価など各委員会の果たす役割を強調することは、中国の上場会社における企業統治の改善に大いに寄与するであろう。

第三に、独立取締役の社会的信用のメカニズムを確立する。我々は独立取締役の社会的信用のメカニズムを確立することに大いに力を入れなければならない。これによって独立取締役の適法な権益を保護して、彼らの業務遂行を支援することができ、独立取締役が自律的に職責を果たして、有効に監督職責を果たすような環境が確保される。実際には、独立取締役の自律性と社会的信用とは緊密に関連しているため、独立取締役の社会的信用のメカニズムを作りださなければならない。会員制の独立取締役協会を設置して、独立取締役の養成や教育に力を入れ、分業化された独立取締役の専門階層を形成させる。これは、独立取締役が監督の役割を充分に発揮するうえで最も有益である。米国では、独立取締役の候補は大抵独立した学術教育分野の専門家や経済界の著名人から構成されている。彼らは、独立取締役として職責を遂行する際に自己の社会的な名誉に責任を感じ、株主の利益を損ないそうな取締役の行動に異議を述べる気概がある。個人的には、独立取締役の法的責任が次第に明確化されるのに伴って、中国の独立取締役制度もこのような方向に向かうとよいと思う。

総じて言えば、会社の多数の株式が会社経営に参加しない株主に保有される状況のもとでは、会社の経営者が株主の声に耳を傾けることはきわめて重要である。西側諸国および中国の現実から見れば、取締役会においては、権限の弱い非業務執行取締役と経営の権限を独占している業務執行取締役という二極化のいずれもが、取締役会の本来の役割発揮を阻害し、さらには企業統治の改善を阻害してしまう。英米では、独立取締役制度を導入することによって取締役会を改造し、取締役会制度を蘇らせた。中国では、この制度を導入する過程において、英米と同様に、取締役会の内部改造に着目した企業統治の改善を図るべきであろう。独立取締役制度は、「内部者支配」の現象に企業内部から対抗してこそ、会社に対する投資者の信頼性を向上させることができ、企業価値の増大のためにも積極的な影響を与えることができる。独立取締役制度の導入が中国の経済体制の移行、企業統治の改善に大いに寄与するであろうことを心より期待している。

---

<sup>1</sup> R.I.Tricker, Corporate governance, Aldershot, Hants; Brookfield, USA: Ashgate, 2000,

---

Introduction.

<sup>2</sup> NYSE Listed Company Manual, sec.303.00.

<sup>3</sup> Ram Charan, *Boards at Work: How Corporate Boards Create Competitive Advantage*, 1st ed., San Francisco: Jossey-Bass, 1998, P.4.

<sup>4</sup> Robert Hamilton, *The Law of Corporations*, West Group, 1996, P.185.

<sup>5</sup> Melvin A. Eisenberg, *The Structure of Corporation*, Little Brown and Company, Boston and Toronto 1976, P.141.

<sup>6</sup> 張開平『会社権利構造』(中国社会科学院出版社、1999年)107頁~108頁。

<sup>7</sup> 林凌=董紅「法人の企業統治および経営成績:ハイテク上場会社からの実証的分析」郭峰ほか『会社法改正について』(法律出版社、2000年)216頁。

<sup>8</sup> 陳湘龍「株式会社の企業統治について」郭峰・前掲注(7)194頁。

<sup>9</sup> 1998年米国のビジネス週刊誌のある調査によれば、社外取締役は会社のコーポレートガバナンスの改善に寄与できるという結果が出されている。ベスト25取締役会の取締役の独立性は、平均して8.23点を獲得した。これに対して、ワースト25取締役会の取締役の独立性は、平均して2.54点を獲得した。後者の取締役会の失敗原因については、そのうちの12社では、会社の社外取締役の独立性が欠けていると指摘されている。See, John A. Byrne, *The Best and Worst Board: Our New Report Card on Corporate governance*, *Business Week*, November 25, 1996, P.84-85.

<sup>10</sup> See Sanjai Bhagat, Bernard Black, *The Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, edited by Klaus J. Hopt, *Competitive Corporate governance: The State of the Art and Emerging Research*, New York: Oxford university Press, 1998, P.281-302.

<sup>11</sup> 李哲松『韓国会社法』、呉日煥訳(中国政法大学出版社、2000年)435頁~436頁。

<sup>12</sup> 中国「会社法」126条2項、3項。

<sup>13</sup> 「上場会社における社外取締役制度の確立に関する指導意見」五(一)1項。

<sup>14</sup> 中国「会社法」126条。

<sup>15</sup> 「上場会社における社外取締役制度の確立に関する指導意見」五(一)6項。

<sup>16</sup> Korn/Ferry International, *Emerging Trends in Corporate governance*, Corporate Member 2001

---

Special Supplement, P.26.

<sup>17</sup> Gilson and Kraakman, Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors, 43 Stan.L.Rev., P.874-875(1991).

<sup>18</sup> Robert A.G. Monks, Nell Minow, Corporate governance, Cambridge, Mass: Blackwell Business, 1995, P.197.

<sup>19</sup> Del. Supr. 430 A. 2d 779(1981).

<sup>20</sup> See, Robert W. Hamilton, The Law of Corporations, West Group, 1996, P.396.

<sup>21</sup> 前掲注(17)。

<sup>22</sup> Janigan v. Tavlор. 344 F.2d 781,786(1<sup>st</sup> Cir1965), cert.denied,382 U.S.879.

<sup>23</sup> Changing Role for Boards of Directors in Entrepreneurial Companies, <http://www.grantthornton.com/content/10791.asp>.

<sup>24</sup> L.D. Brandies Other People's Money and How the Bankers Use it(ed.1967), P.62.

## 上場会社に関する独立取締役制度導入の評価について

中国人民大学法学院 教授 葉 林

名古屋大学法学研究科 外国人特別研究員 虞 建新( 訳 )

中国証券管理監督委員会（以下CSRCと略す）は、1997年に「海外上場会社の規範運営の推進および改革の深化に関する意見」を發布し、海外上場会社が徐々に独立取締役制度を導入すべきことについて初めての言及を行った。2001年8月には、「上場会社における独立取締役制度の確立に関する指導意見」（以下「指導意見」と略す）がCSRCによって發布され、上場会社における独立取締役制度の導入が明記された。これが契機となり、独立取締役制度の導入をめぐる議論が盛んに行われるようになった。

独立取締役制度を導入する趣旨は、独立取締役が会社の潜在的な利益相反取引に対して独立した判断を下すことによって、取締役会が支配株主に過度に依存することを軽減し、会社内部権限の再分配を実現させ、最終的には会社の全体利益を保護しようとするところにある。もしもこのような趣旨から独立取締役制度が導入されるのであれば、この制度に欠陥が存在しているということは困難である。そのうえ、英米諸国において独立取締役制度が幅広く取り入れられ、実効性が示されてきていることに着目するならば、我々は、独立取締役制度は必ずや積極的な役割を果たすであろうと確信するに違いない。しかし、われわれは次のような点にも注目しなければならない。すなわち、独立取締役制度は会社の潜在的な利害衝突を弱める手段の1つに過ぎず、その役割も局部的でしかなく、決して企業統治を改善する唯一の方法ではない。それゆえに、盲従的にその役割を誇張してはならない。現在の「会社法」の枠組みを維持したまま独立取締役制度を導入しても、その効果は限定的であり、むしろ制度の混乱を引き起こしかねない。したがって、現行会社法の理念を改めて認識することこそが、企業統治に関する問題を解決する鍵であろう。

第一に、独立取締役制度が果たす役割は局部的である。独立取締役の候補を決めるメカニズムによっては、独立取締役の独立性を保つことは困難である。「会社法」に従えば、取締役会の構成員は株主総会によって選任される。株主総会の多数決原則が働いている以上、独立取締役は、主要株主の意思によって選任されがちである。現実には、主要株主は何らかの古くからの関係を持つ学者や有名人を招聘し、彼らを独立取締役として選任する傾向が強い。このような現象は、

中国のみならず、独立取締役制度を採用している多くの国家や地域において避けられないものである。中国の上場会社においては、1人大株主が存在していることが目立った特徴となっているため、総経理などの経営者の選任も大株主からの影響を受けている。したがって、独立取締役制度は、上場会社の内部権限が過度に集中している現状を多少改善し、取締役会の内部的監督を強化するのに寄与するかもしれないが、果たして予想された通りその役割を果たすかどうかは疑わしい。

第二に、独立取締役制度の導入は本質的には制度の移植であるがゆえに、その他の制度的な要素を変えないままにそれを導入すると、何らかの抵抗が必ず出てくる。「会社法」が監査役会に賦与している権限は限られているとはいえ、監査役会は業務監査の役割を果たすものであることに何の変わりもない。現行法下の監査役会制度を残したまま独立取締役制度を導入すれば、会社の業務監査の機能が重なってしまう。取締役は、単に取締役会の一員として会社の重要事項の意思決定に参加するのみである。代表取締役が会社の法定代表者として会社を代表することを除けば、個々の取締役が独自に行動する法律根拠はどこにも見当たらないし、CSRCが公布した前述の「指導意見」において示された権限を独立取締役が行使する法的根拠もない。もしも取締役会において多数決原則に従い、かつ1人が1票の議決権を有するという現行制度の枠組みのもとで、独立取締役が「指導意見」に従って特定の場合に限って一定の権限を行使することが許されるとなれば、前述の平等原則を貫くことが損なわれがちとなる。このような問題は他にもまだ多くある。前述のような法的障害が多く残っているため、「指導意見」は期待される効果を上げられるのか、上場会社は自主的にCSRCの規定を遵守するのか、疑問である。これらの問題は、株式の発行審査および株式取引に関する規制におけるCSRCの特殊的な位置付けに直接に関連している。

第三に、「会社法」の改正が、独立取締役制度を導入する前提となる。我々は以下の二つの視角から独立取締役制度を考察してよいものと思われる。すなわち、現行制度のもとで独立取締役制度を導入することができるか。独立取締役制度を導入する際には、どの法律を改正しなければならないのか。さらに言えば、たとえ独立取締役制度を導入するとしても、その制度を全面的に導入するか、それとも部分的に取り入れるか、という選択肢もある。私個人の結論から言えば、独立取締役制度を導入するには重大な法的障害が存在しているため、現行法制度を維持したままでは、独立取締役制度を取り入れることができない。一方、独立取締役制度には理論上優れた点、および実務において証明されたメリットがある。それに鑑みて、どうしてもそれを導入するというのであれば、現行法を改正してからでなければならない。もっとも、法改正を行う際に考慮し

た方がよいのは、独立取締役制度の導入を企業が採りうる選択肢の1つとすることである。独立取締役制度を導入しない会社は、従来の制度の枠組みにしたがって監査役会の権限を強化すればよい。

1、いかなる制度であれその選択は、社会一般の観念から離れることはできない。中国の国民はようやく株式会社の監査役会制度に少し馴染んできた段階にある。その途端に、上場会社について独立取締役制度を全面的に導入し、会社統治のあり方に関して上場会社と非上場会社との間に根本的な差異が生じてしまうと、国民の独立取締役制度に対する理解は、独立取締役制度を取り入れる伝統のある国々とはまったく異なるものとなり、異なった効果が生じる恐れがある。

2、独立取締役制度が誕生した国々においては、たとえ独立取締役制度を取り入れた上場会社の割合が高いとしても、独立取締役制度は上場会社の唯一の選択肢ではない。これはある意味では、独立取締役制度に存在している欠陥が注目され、特定の会社に対しては制度が適合しないことやその役割が局部的であるという側面が注目されているからである。選択しうる唯一の制度として独立取締役制度が導入されると、会社統治のあり方について会社および株主の選択の権利および利益が無視されることになる。

しかし、独立取締役制度を選択可能な制度とするためには、立法者が、会社の定款は理論上契約的属性を持っていることを認識することが前提となる。株主総会は、企業統治の仕組みを決定する過程において、若干の法的基本原則に従うことを前提にして、定款に若干の相対的記載事項や任意的記載事項を記載する権利を有する。数年前に発生した“大港油田株式会社”が“エス株式会社”を公開買付した事例のなかで、定款の記載事項の有効性が争われた。すなわち、会社定款は果たして契約的な効力を有するか否かという問題が提起された。一方、CSRCが「上場会社定款ガイドライン」を発布した後、CSRCは果たしてこのような規則を発布する権利があるのかという疑問が、学者から出されている。

当然ながら、我が国では、株式会社制度が導入されてからまだ浅い歳月しか経過していないため、適切な監督機構を導入することが必要であり、またそうしなければならない。ただし、独立取締役制度の導入はあくまでも会社内部の権力牽制の一手段に過ぎず、唯一の手段ではない。そうであれば、独立取締役制度を唯一の選択肢としてすべての上場会社に強制的に導入させる必要はまったくないものと考えられる。

## 中国の国情および独立取締役制度改善に関する法理的思考

中国政法大学 教授 管 曉峰

名古屋大学法学研究科 博士前期課程 潘 姝蓉(訳)

### 目 次

- 一 序 論
- 二 独立取締役制度の由来
- 三 独立取締役制度に関する当面の主要問題およびその分析
- 四 独立取締役制度を改革するための法的対策
- 五 結びにかえて

### 一 序 論

上場会社の独立取締役とは、会社において取締役以外の職務を兼任せず、かつ招聘した上場会社および会社の主要株主との間において、独立した客観的な判断を下すのに影響を及ぼしうる関係を有しない取締役のことをいう<sup>1</sup>。現在、我が国の国民経済においては上場会社の果たす役割がますます重要になっている。株主は権利意識を強めており、自分自身の利益に関心を持つようになっている。中国では、監督の法的メカニズムが欠けているため、株式会社における内部者支配の問題が深刻になっている。このような事情のなかで、会社経営に携わらない株主は、会社の経営状況を容易に知ることができない。そこで、会社の少数株主の権利を保護するために、実務では独立取締役制度が導入され始めた。中国証券監督管理委員会（以下、CSRCと称）は実務において利用されている独立取締役制度の導入を容認し、そのメリットを肯定し、「上場会社における独立取締役の確立に関する指導意見」（以下、「指導意見」と称す）を發布した。「指導意見」は、独立取締役制度の由来、資格および権利義務などについて規定している。しかし、中国の国情から考えると、過去数年の間に上場会社に設置された独立取締役は、まるで飾り物のようになって、監督の役割を十分に果たせなかった。近年、CSRCから処分を受け、または証券取引所から注意された数十社の上場会社を見れば、取締役会の違法決議に対して独立取締役の監督機能はまったく働いていないことが分かる。たとえ、今後「指導意見」に従って独立取締役制度の導入が

一般化されたとしても、会社の内部者による支配という中国の実情を変えることは困難であろう。なぜなら、中国では、信用のメカニズムがきわめて不健全であるからである。事実を正直に認めてこそ、現実を変えることができる。信用を守らなくても何も拘束されないという国情を考えれば、責任を負わないあるいは軽い責任しか負わないという兼職独立取締役制度を改革する必要があるように思われる。すなわち、無限責任を負う常勤の独立取締役制度を構築するべきであろう。

企業統治を改善することは、各国の会社法制度における重要な課題の一つとなっている。各国にはそれぞれの事情があるので、中国の独立取締役制度を改善するためには、外国の独立取締役制度をそのまま導入すべきではなく、中国の事情に合わせて独自の独立取締役制度を構築していくべきであろう。

## 二 独立取締役制度の由来

独立取締役制度は、企業統治にとって欠かせないものであり、少数株主から関心が寄せられている制度でもある。多くの株式会社においては、取締役会が不当に権限を放棄し、会社の支配株主の指示にのみ従う取締役に操られているため、利益相反取引が絶えず起きている。その結果、会社の財産が支配株主の会社や個人のところへ移転されて、会社の資産流失を招いてしまった<sup>2</sup>。「会社法」によれば、会社の取締役会は、株主総会に対し責任を負い、会社の経営計画や投資プロジェクトなどについて決定権限を有する経営機関である。しかし、上場会社においては、取締役会が取締役会で決定すべき重要事項につき決定権限を放置したまま、大株主により選出された代表取締役に任せ切っている会社が少なくない。本来、会社の重要経営活動や重要な財貨事項は取締役会の決議をもって決定するべきであるにもかかわらず、取締役会はその権限を放棄している。その結果、代表取締役が1人で決めてしまい、会社の財産が大株主である会社や、会社役員と関係のある者の会社に移転されてしまう。その結果、少数株主は株式会社への不信を募らせている。企業統治が不合理であるために、中国の上場会社では、少数株主が信じられないほどに、特定の個人が実質的に支配権を握っている「準家族企業」、「模擬家族企業」であるといわれている。近代企業経営の実務から考えると、出資者が自ら経営する「家族企業」は、近代において競争の激しい環境に耐えられず、衰えていった。一方、出資者が経営に関する権限を経営者に授与したまま全く監督しない「準家族企業」あるいは「模擬家族企業」においては、企業としての財産が流用され、経営者の個人財産に転換されることが避けられない。このようなことを防ぎ、あ



るいは減少させるために、独立取締役制度が用いられるようになった。すなわち、会社と利害関係のない独立取締役に、取締役会において大株主を牽制し、その他株主の利益を損ないかねない会社取締役の行動を牽制することに大きな期待がかけられた。

### 三 独立取締役制度に関する当面の主要問題およびその分析

「指導意見」によれば、「独立取締役は、最大5社まで上場会社において独立取締役を兼任することができ、独立取締役としての職務を有効に履行するために必要な時間と精力を確保しなければならない」<sup>3</sup>。独立取締役は上場会社の事情を知っており、会社の役員による権限濫用を抑制し、株主の利益を保護することを大いに期待されている。しかし、独立取締役になれる者は通常比較的有能な人であって才能がいくらあるといっても、兼職を許され、しかも最大5社まで独立取締役を兼任することを許されるとなると、大抵は忙しくて独立取締役としての勤務時間を十分に確保できなくなる。また通常、独立取締役はかなりよい本職を有しているため、彼らにとって独立取締役を兼職する否かはそれほど重要ではない。社会の一般常識で考えれば、生活にそれほど影響をもたらさないことをするかどうかは興味次第であり、興味を持っていればやるが、興味を持っていなければやらない。倫理道德などに拘束されれば忠実にやるが、倫理道德などに拘束されなければ忠実にやらないという可能性がある。中国の現行制度からみれば、報酬のよい本職を持つ独立取締役は、独立取締役としての報酬を受け取っていない。したがって、上場会社において利益相反取引などによって少数株主の利益が害される場合、独立取締役は、動機付けが不十分で、会社経営に関する情報が不足しているため、果たして会社の取締役会の違法行為を阻止できるかは疑問に思われる<sup>4</sup>。独立取締役が会社法や定款に違反する取締役の行為を監督することは、事実上はかなり困難である。

独立取締役は、会社から独立している身分を持っているならば、ある程度は会社の内部者支配を抑えることができる。「指導意見」によれば、独立取締役は、上場会社との間に財務または親族などの関係を有してはならない<sup>5</sup>。独立取締役はまた、発起人あるいは大株主により派遣されるのであってはならず、財務および行政帰属関係による管轄を受けない。独立取締役は、その他の取締役と同様に権限を有し、議決権などを行使することによって、定款に合致しない議題を否決することができる<sup>6</sup>。

現在の体制のもとで登場した独立取締役は、本職を持っていながら独立取締役を兼任する者が

ほとんどである。独立取締役は、本職で忙しくなるときに、自ら上場会社の取締役会に出席できず、または他人に代理出席してもらう場合がある<sup>7</sup>。独立取締役の報酬については、多くの会社は独立取締役に交通費しか支払っておらず<sup>8</sup>、会社の経営業績と連動していない。このため、独立取締役は、名譽的なものに過ぎず、独立取締役が果たしうる役割は限定的となっている。一部の上場会社においては経営管理が不当なため、内部者支配によって会社の業績が悪化し、多額の損失が出た。さらに株価操作や会計書類の虚偽表示などの不正行為がなされた際にも、独立取締役はそのような問題を全く監督することができなかった<sup>9</sup>。實際上、独立取締役が果たしている役割は、国有資産管理部門や上場会社の投資者の期待に背いてしまっている。

近年の実務を見れば、独立取締役制度が機能しない原因として、以下の3点が上げられる。

企業統治においては、勤務時間、帳簿閲覧権など、独立取締役の職責や権限に関する規定が簡単すぎるため、独立取締役は議決権を有効に行使できない。また、その他の取締役や上級管理者が独立取締役を容易には受け入れないため、独立取締役は会社内部の情報を収集することが困難である。それゆえに、独立取締役は会社の真実の状況を把握できない立場に置かれ、取締役会の議題について独自の意見を述べることができない。

会社の経営業績が独立取締役の努力に連動していない。会社の歴史的経験からすれば、会社の役員が会社のために懸命に努力するようにする動機付けはおよそ二つあるように思われる。利益追求と、崇高なる理想追求である。しかし、中国の現実社会の現状からすれば、自分の労働成果を軽視し、またはそれを放棄して崇高なる理想追求のために努力するという人を求めるのは、余りにも非現実的であろう。したがって、独立取締役が報酬を受け取らず、手当てのみを受け取るのであれば、独立取締役が会社のために懸命に努力するインセンティブが働かない。仮に独立取締役が努力するとしても、長くは続かないであろう。独立取締役が会社において内部者支配を抑え、大株主の横行を牽制するといった国有資産管理局の期待は、結局のところ、片思いに過ぎない。

情報開示規定が欠如している。会社法、証券法およびCSRCの行政法規などにおいては、取締役会の決議状況を開示する義務が定められていないため、会社は取締役会の決議の結果を公表することを義務付けられていない。それゆえに、株主は当然ながら、会社の重要事項についての独立取締役の見解を知ることができない。逆にいえば、独立取締役は少数株主に対して責任を持たなくてもよいし、よく頑張ってもさぼっても結果は全く同様である。こうして独立取締役は名譽的なポジションとなってしまう、独立取締役制度を導入した当初の趣旨に背くことになってしまった。

#### 四 独立取締役制度を改革するための法的対策

現在の独立取締役制度をよりよく機能させ、独立取締役が企業統治において確実に大株主や会社の内部支配者を牽制する力となるようにしていくためには、「会社法」や「指導意見」などに定められた原則に従い、独立取締役の責任態様について現在の有限責任から徐々に無限責任制度に切り替えていくべきであろう。現在の中国の国情を考えると、例えば商事取引においては、当事者は無限責任を負わされると信用をきちんと守り、重視するようになるのに対して、有限責任を負わされると信用を重視しなくなる。このような状況に基づいて、会社と株主の利益を保護するために、無限責任を負う常勤の独立取締役を導入すべきであろう。このような考えに基づき、以下のような四つの面において独立取締役制度を改革していくことを提言したい。

##### (一) 独立取締役は常勤でなければならない。

独立取締役が上場会社において内部者支配を抑え、大株主の横行を牽制することができるようにするには、常勤の専門家が独立取締役を勤めなければならない。現在のような、社会的な著名人が独立取締役を兼任する制度を変え、上場会社のみならず非上場会社や一定規模の有限会社においても、常勤の独立取締役を導入すべきである。会社は株主全員の財産の集合体であり、会社の資産は常に変動していることに鑑みれば、取締役は会社の役員として会社の財産に対してとくに重大な責任を負うことになり、事実上、株主全員から委託を受けて会社財産を経営する保護者でもある。会社財産構成の合理性、資産の安全性が随時変化する可能性があるため、取締役は、会社利益の保護者として、年に数日間に取締役会に出席して会社の財産変化に注目するのではなく、随時会社財産の変化に注目しなければならない。事実上、独立取締役は、会社の財産状況を把握して初めて適切に権限を行使できる。しかし、人間は誰でも能力や精力に限界がある。会社の取締役は、仮に毎日会社で仕事をしていたとしても、会社の財産状況を必ずしもきちんと把握できるわけではない。独立取締役にとって、年に十何日間のみ出勤するのでは、社会の財産状況や経営実態を把握するのは困難である<sup>10</sup>。「指導意見」によれば、独立取締役は、原則として最大5社まで上場会社において独立取締役を兼任することができ、独立取締役としての職務を有効に遂行するために必要な時間と精力を十分に確保しなければならない、と規定されている(1条2項)。

しかし事実上は、独立取締役が1人で5社の独立取締役を兼任するとなれば、十分な時間をとって職務を遂行することは無理であろう。結局、独立取締役制度は形骸化が避けられなくなる。独立取締役が会社の経営実態を把握したうえ、適切にその職務を遂行するという少数株主の期待は

片思いに過ぎない。したがって、独立取締役は兼任とせず、常勤取締役として会社で真面目に勤務し、取締役としての職責を履行することを提言したい。

## **(二) 独立取締役は登録されている専門家でなければならない。**

会社が独立取締役を採用する趣旨は、独立取締役に会社の経営に参加させ、会社の財産を保護するために役立つことであって、以下の意味合いを含んでいるように思われる。

一つには、独立取締役は会社の製品、業務の流れ、性能、品質および価格などを知る必要があるところから、会社の事業に詳しい専門家でなければならない<sup>11</sup>。この点において、独立取締役は普通の取締役と異なってくる。普通の取締役は単に一部の株主を代表する者である。彼らが専門的な技術を有すべきか否かは、委任する株主の意思にかかっている。個人の大株主は、仮に自ら取締役を勤めるとしても、専門的な事務については自分で処理するより、業務執行の経理に任せる方が多い。したがって、彼らにとって、専門知識を有するか否かはそれほど重要なことではない。この態度は自己の投資に無責任であるかもしれないが、本人が自己の投資にそのような態度をとるならば、ほかの者は干渉できないであろう。これに対して独立取締役は、個々の株主または一部の株主の利益を代表するのではなく、会社全体の利益を代表するのである。会社の事情を十分に把握して初めて適格な判断を下し、取締役としての責務を遂行することができる。したがって、独立取締役は、会社の主要業務、およびそれにかかわる技術的な知識を基本的に理解することが求められている。

もう一つには、独立取締役は一定の会社経営管理の経験を有している専門家でなければならない。独立取締役は、会社の資産負債状況、税負担、社内の管理の仕組みおよび管理方法などにある程度詳しいことが求められる。

実際には、独立取締役は株主から期待されている上記の二つの条件を満たしてはじめて、技術的知識と経験を生かしながら独立取締役として職務を遂行することが期待できる。したがって、以上に考察したような一定の条件を満たした者、例えば公開で行われる技術関係の試験および法律試験を受けて試験に合格した者が、独立取締役の資格を取得するというように、独立取締役制度を調整した方がよいと考える。この資格の信憑性を保障するために、独立取締役の登録制を導入し、独立取締役の資格を取得した者は必ずそれぞれの業種の管理機構や協会に登録しなければならないとする。このようにしてはじめて、独立取締役は公信力のある専門家になる。

## **(三) 独立取締役の行為の透明性を向上させなければならない。**

独立取締役の権利行使を保障するために、「指導意見」は独立取締役の特別権限を定めている<sup>12</sup>。この特別権限を行使するには、独立取締役全員の半数以上の同意が要求されている。この特別権限の行使は、一般株主、とくに少数株主の利益と関係があり、少数株主の利益を保護する役割を果たす。独立取締役がこのような役割を演じるのは、社会一般から尊重され、そして賛美の評価を受けるためであり、また株主および社会一般から尊重され認められたいためである<sup>13</sup>。したがって、取締役会において独立取締役から提案があったにもかかわらず採択されなかった事実、あるいは取締役会において議決がなされる際に独立取締役が反対の票を投票した事実を、開示すべき情報として定めなければならない。このようにしてはじめて、取締役会における独立取締役の活躍ぶりが一般株主にも知られるようになる。これはまた、客観的に独立取締役を評価する基準にもなり、輿論や株主からの監督を受け、支援を得られることにも繋がる。これによって、大株主の横行および内部者支配の状況がある程度抑えられ、会社に損害をもたらす行為はそれだけ減少するであろう。したがって、会社の情報開示制度につき、以下のような規定を追加しなければならない。すなわち、「取締役会においては決議がなされた際に、独立取締役からの提案が採択されなかった場合、または独立取締役が決議事項について反対の意を表明した場合には、それを会社の重要事項として臨時公告をもって開示しなければならない、取締役会の決議事項も公開しなければならない」。

#### (四) パートナーシップ制の独立取締役事務所を設置すべきである。

パートナーシップ制の独立取締役事務所は、登録された独立取締役から構成されるものとする。独立取締役事務所は株主総会または国有資産管理部門から委託を受けて、会社との間で独立取締役の派遣について契約を締結する。契約書には、独立取締役の権利義務や派遣費用や独立取締役の報酬などが規定される。独立取締役の報酬については、独立取締役が事務所から受け取る基本報酬のほか、会社から会社の経營業績に連動した一定の報酬やストック・オプションが含まれる。独立取締役は真面目に職務を遂行すれば、任期が終了した後、会社から業績に比例して、一定のストック・オプションを受け取ることができる<sup>14</sup>。

我が国の民商法制度によれば、パートナーシップ企業の場合、社員は対外的に連帯して無限責任を負う。パートナーシップ企業は古くからの企業組織であって、今日でも多く利用されているのは、社員が連帯して無限責任を負うため、真面目に業務を遂行するからである。しかも責任態様が無限責任であるため、対外的な信用を維持することができる。現在、独立取締役制度は会社の財産を保護するために導入されたものであって、独立取締役の役割に大きな期待が寄せられて

いる。しかし、現行法の規定のもとでは、独立取締役がその職責を履行せず、または適切に履行しなかった場合に、会社が独立取締役の責任を追及することは非常に困難であり、かつ独立取締役の個人財産は限られているため、独立取締役に対して損害賠償責任を追及することも難しい。

結局、個人の信用維持が物質的に保障されないため、多くの場合、個人的なモラルおよび良心を頼りにするほかなくなっている。現行法のもとで、独立取締役に限られた個人的責任のみを負わせるのでは、独立取締役が真面目に職責を遂行するためのインセンティブにはならない。そうなると、独立取締役制度を設置する意味がなくなる。したがって、独立取締役は連帯して無限責任を負うという規定を置くべきである。

独立取締役が個人的に損害賠償責任を引き受ける能力は限られているので、弱者を組織して財産的な責任を引き受ける能力を強化することが図られるべきであろう。独立取締役については、登録制度のほかに、パートナーシップ的な組織も作らなければならない。

## 五 結びにかえて

現行法の規定を基礎としつつ、独立取締役に連帯の無限責任を負わせる制度をさらに導入すれば、独立取締役は、必要な専門性と経験を生かし、真面目に職責を履行し、国有資産管理局または一般株主のために、忠実に職務を遂行することができるようになる。これによって、独立取締役制度を導入する目的を実現させることができ、大株主の違法行為と役員による内部者支配の現象を抑制するのにも有利となる。

---

<sup>1</sup> CSRC「上場会社における独立取締役制度の確立に関する指導意見」1条1項。

<sup>2</sup> 江信証券研発部・王剣=王先根「我が国における独立取締役の機能を位置づける分析」  
<http://www.homeway.com.cn/1bi-bin/news/create/article.p1>。

<sup>3</sup> CSRC「指導意見」1条2項。

<sup>4</sup> 劉国慶・王耀輝「年末において独立取締役制度の導入を再議論する」人民日報（海外版）2001年12月2日。

5 独立取締役の独立性確保については、「上場会社における独立取締役導入の指導意見」3条で、次のように詳細に規定されている。

(一) 上場会社およびその会社の附属企業の従業員および配偶者と直系親戚、主要親戚(兄弟姉妹、義理の両親、嫁、婿、兄弟姉妹の配偶者、配偶者の兄弟姉妹など)は独立取締役になることができない。

(二) 上場会社の発行済株式の1%以上を直接あるいは間接にもっている自然人及びその配偶者と直系親族、上場会社の上位10位までの大株主の中の自然人およびその配偶者と直系親族は独立取締役になることができない。

(三) 上場会社発行済株式の5%を直接もしくは間接にもっているグループ会社に勤務している者、又は上場会社の上位5位までのグループ会社に勤務している者は独立取締役になることができない。

(四) 最近一年内に上記3項に該当していた者は独立取締役になることができない。

(五) 上場会社およびその附属企業の財務、法律などコンサルティング等の役務を提供している者は独立取締役になることができない。

(六) 定款で不適格と定めている者は独立取締役になることができない。

(七) 中国証券監督管理委員会が不適格と認定していた者は独立取締役になることができない。

6 「意見」5条は独立取締役に以下のような特別権限を付与している。

重大な利益相反取引(上場会社は会社関係者との間で、300万円を超える、又は上場会社の純資産額の5%を超える取引)に関する承認(「意見」5条1項1号前段)

独立取締役は判断に際し、法律事務所や会計事務所などの外部の専門家を利用でき、しかも、その財務顧問報告をもって、判断の根拠とすることができる(「意見」5条1項1号後段)。

取締役会への会計事務所の選任・解任の提案(「意見」5条1項2号)。

取締役会への臨時株主総会招集の提案(「意見」5条1項3号)。

取締役会開催の提案(「意見」5条1項4号)。

会社外部の審査機構・コンサルティング会社の利用(「意見」5条1項5号)。

株主総会が開催される前に、株主に議決権の代理行使を勧誘すること(「意見」5条1項6号)。

独立取締役は上記第1項の権限を行使する際に、独立取締役の過半数の同意を得なければならない(「意見」5条2項)。

独立取締役の上記権限が行使できない場合、上場会社は関連事情を公表しなければならない(「意見」5条3項)。

7 このようなことを避けるために、「指導意見」は次のように定めている。独立取締役が連続して3回自ら取締役会の会議に出席しなかった場合、取締役会は株主総会に対して当該独立取締役の解任を提案

---

することができる。しかし、実際には3回連続して取締役会の会議を欠席する独立取締役はほとんどいない。累積で計算しないと、この条文はあまり意味がないように思われる。

<sup>8</sup> 「意見」は上場会社の独立取締役の報酬について明確な条文を置いている。「上場会社は独立取締役に対し、適当な報酬を払わなければいけない。その基準については、取締役会で予算案を作って、株主総会で決議するものとし、かつ会社の年度報告書において開示しなければならない。独立取締役は会社・大株主・その他の利害関係人およびその関係者から上記報酬以外の未公開の利益を得てはいけない」（「意見」7条5項）。

<sup>9</sup> 尹永強「独立取締役は自覚した上で仕事をするべきである—鄭百文独立取締役は罰金されたことから考える」証券時報2001年11月1日。

<sup>10</sup> 「独立取締役は信任の危機に臨んでいる：勤勉で職務を果たすインセンティブは何か、忠実義務を果たさないと課せられるものは何か？」

<http://www.homeway.com.cn/1bibin/news/create/article.p1?270358> (2001年8月7日)。

<sup>11</sup> 吳学軍「中国の特色のある独立取締役制度を採用するべきである」中国証券法2001年6月12日。

<sup>12</sup> 「指導意見」5条。

<sup>13</sup> 吳学軍・前掲注(10)、鐘偉「独立取締役、会社外部者としての選択」財經時報(北京師範大学経済学院)2001年6月12日。

<sup>14</sup> 鐘偉「独立取締役、会社外部者としての選択」財經時報(北京師範大学経済学院)2001年6月12日。



## 第7章

### 日本・台湾における証券規制

## 日本における証券取引の監督

名古屋大学法学研究科 教授 小林 量

### 目 次

- 一 はじめに
- 二 証券取引の監督体制の推移
- 三 証券取引等監視委員会の概要
- 四 おわりに

### 一 はじめに

日本では、証券取引に関する法として、証券取引法が存在する。証券取引法は、公開市場を利用する企業に対して、市場の秩序を維持する上で必要な規制を加える。この証券取引法における規制手段については、民事責任や刑事制裁という規制もあるが、中心となっているのは行政による規制である。重要な規制手段である開示も行政による情報開示の完全性、正確性の審査という裏付けによって実現が図られている。同様に重要な役割を期待される自主規制も行政監督の裏打ちに支えられている。日常の市場監督は、証券取引等監視委員会によりなされ、違法行為については、内閣総理大臣の申し立てに基づく裁判所による緊急停止命令という手段もある。

このように、日本では、行政による規制が大きな役割を果たしているが、ここでは、証券取引に関する監督体制について述べる。

### 二 証券取引の監督体制の推移

戦後1948年にアメリカの証券取引法、証券取引所法にならった新しい証券取引法が制定された。そのときにはアメリカのSECにならい、証券取引を監督する独立の行政委員会である証券取引委員会が設置されたが、これは短命に終わり、1952年以後1992年の証券取引等監視委員会の設置まで、大蔵省の証券局において、証券関係の監督がなされることとなった。しかし、1991年の損失補填

事件を始めとする一連の証券不祥事がきっかけにして、証券行政のあり方が問われ、裁量を排した、より透明なルールに基づく事後監視型の行政への転換と、証券会社などの監督とルールの遵守を監視する役割との分離がもとめられることとなった。そこで、92年に「証券取引等の公正を確保するための証券取引法等の一部を改正する法律」が制定され、これにより公正かつ透明で健全な市場構築のための一連の措置が採られた。すなわち、監督行政部門から独立したルール遵守の監視役を置き、証券取引等に関するルール違反を的確に把握するための監視体制を充実するため、証券取引等監視委員会が大蔵省の下に設置されるとともに、証券取引所、証券業協会等の自主規制機関の機能強化、従来通達という形で出されていた証券取引に関するルールを明確化のため法律化するなどの措置が講じられた。証券取引等監視委員会は、その後所属先が金融行政に関する再編があったことから金融監督庁に移り、現在は、金融庁のもとに置かれている。このように、証券取引のルール遵守を監督する国家機関として、証券取引等監視委員会というものが存在する。

### 三 証券取引等監視委員会の概要

#### (一) 地位・構成

証券取引等監視委員会は、現在内閣府の元で金融に関する立案、監督を行うことを業務とする金融庁の審議会として置かれている(金融庁設置法6条)。このように同委員会は、審議会形式を採っているが、日常的に市場の監視を行っている点で特徴を有する。

同委員会は合議制の委員会である。すなわち、同委員会は委員長と委員二名で構成され、委員長と委員は独立してその職権を行うこととされている(金融庁設置法9,10条)。

委員および委員長は両議院の同意を経て内閣総理大臣により任命される(同12条)。任期は3年で、心身の故障等の一定の場合を除き、その任期中は罷免されない(同13条)とされ、独立性維持のための地位の保障がなされている。

また、同委員会には、その事務を処理するため総務検査課と特別調査課からなる事務局が置かれ、総務検査課は、検査、取引審査、及び総括の三部門からなる。検査部門は、証券会社の検査を行い、取引審査部門は、日常的な市場監視を行う。総括部門は、委員会の会議の運営や、勧告・建議に係る事務を行う。一方、特別調査課は、犯則事件の調査を担当する。また、地方組織として、各地財務局等に主として地方の証券会社を担当する証券取引等監視官が配置されている。こ

れらを全て合計した職員数は2001年度で265名であるが、今年は約99名増員という大幅な増員が予定されている。

## (二) 所轄事項

証券取引等監視委員会の所轄事務は、証券取引法、外国証券業者に関する法律および金融先物取引法上同委員会の権限とされたもの(金融庁設置法8条)であるが、証券取引法上のもは、犯則事件の調査(証券取引法210条以下)、有価証券の売買などの公正の確保に係る規定に関する事項についての証券会社・登録金融機関に対する報告徴取・検査権(同59条1、3項、65条の2第10項)、証券業協会に対する有価証券の売買などの公正の確保に係る証券業協会の業務に関する報告徴取・検査権(同79条の14)、証券取引所に対する有価証券の売買などの公正の確保に係る証券取引所の業務に関する報告徴取・検査権(同154条)<sup>1</sup>である。

具体的には以下のような活動を行っている。

### (a) 犯則事件の調査

犯則事件とは、有価証券の売買その他の取引等の公正を害するものとして政令で定めるもの(証券取引法210条)<sup>2</sup>であり、これに関する調査権限を同委員会は有する。

この調査に際しては、出頭要求、質問等の任意調査の他、裁判官が発行する許可状により搜索・差押等の強制調査もなしうる(同211条1項)。

なお、証券取引等監視委員会は、犯則事件の調査により犯則の心証を得たときは告発しなければならない(同226条1項)<sup>3</sup>。

### (b) 証券業者等の検査

証券取引等監視委員会は、公益または投資家の保護のため必要かつ適当と認めるときは、証券会社等、これと取引をなす者、その子会社に当該証券会社等の営業もしくは財産に関し参考となるべき報告または資料の提出を命じ、または当該職員をして、当該証券会社その子会社の営業もしくは財産の状況もしくは帳簿書類その他の物件を検査することができる(証券取引法59条1、3項、65条の2第10項)<sup>4</sup>。

### (c) 証券取引所、証券業協会に対する検査・報告徴取権

委員会は、公益または投資家の保護のため必要かつ適当と認めるときは、証券取引所もしくは当該証券取引所に上場されている有価証券の発行者に対し当該証券取引所の業務もしくは財産に関し参考となるべき報告もしくは資料の提出を命じ、または当該職員をして、当該証券取引所協会の業務もしくは財産の状況もしくは帳簿書類その他の物件を検査させることができる(証券取

引法154条)とされ、証券業協会に対しても、同様の報告徴取・検査権を有している(同79条の14)。

(d) 取引審査による日常的な市場監視(取引審査)

証券取引等監視委員会は、証券取引等の公正を確保し、投資者の保護を図ることを目的として、前述のように、証券会社などから有価証券の売買取引等に関する報告、資料の徴収等をなするので、これを通じて日常的に証券取引の審査を行っている。

(e) 調査・検査にもとづく勧告・建議

証券取引等監視委員会は、調査・検査の結果必要な場合には、証券取引等の公正を確保するため行うべき行政処分その他の措置について内閣総理大臣及び金融庁長官に勧告することができる(金融庁設置法20条1項)。この勧告を行つた場合、内閣総理大臣及び長官に対し、当該勧告に基づいてとった措置について報告を求めることができる(同条2項)。

また、検査の結果に基づき必要があると認められるときは、証券取引等の公正を確保するために必要と認められる施策について、内閣総理大臣、金融庁長官または財務大臣に建議することができる(同法21条)。

### (三) 自主規制機関との関係

証券取引の公正を確保するためには、知識・経験のある者があたることが望ましく、この観点からは自主規制機関による規制が望ましいといえる。また、証券取引等監視委員会は、常時、証券取引業務の実態・動きを把握し、理解しておく必要があるが、これも自主規制機関を通して行うのが肝要である。この点、証券取引所は従来から証券取引法上の自主規制機関であったところ、証券業協会については、92年改正前は自主規制機関ではあったが、証券取引法上の団体ではなかった。また、同協会は監督官庁の監督に服していたが、その監督については不十分な点があった。そこで、92年の改正法は、証券業協会を自主規制機関として強化することとし、同改正により同協会は証券取引法上の認可法人とされ、証券業務に関する自主規制機関であることが法律上明確にされるとともに、監督官庁による監督が強化されている<sup>5</sup>。

このように、証券取引等監視委員会は、これらの自主規制機関を通じて市場監視を行うとともに、前述の報告徴取・検査権を通じて、ルール違反をした業者に対して自主規制機関が厳正な処分を行っているかをチェックしている。

## 四 おわりに

このように、証券取引の監督については現在証券取引等監視委員会が大きな役割を果たしている。そして、その機能強化のため、本年度は人員が増員されるとともに、取引の複雑化に対応して民間専門家の登用する等、検査体制の強化が図られている。しかし、やはり現在の体制では手薄であるといわざるを得ず、今後証券市場が資本市場として健全な成長を続ける上で、同委員会の拡充が必要であろう。また、それにとどまらず、証券に関する監督全般を独立の行政委員会に統一することなども検討する必要がある。

### 資料 告発の実施状況 (平成13年6月29日現在)

証券取引等監視委員会Home page より

事務年度	4	5	6	7	8	9	10	11	12	合計
合計	1	1	3	1	5	7	6	7	5	36
有価証券 報告書等 の虚偽記 載等		1				1	1	3	1	7
風説の流 布・偽計			1		1			2	1	5
相場操縦	1						1	1	1	4
インサイ ダー取引			2		3	1	4	1	2	13
損失補填				1	1	5				7

事務年度は7月～翌年6月末まで

### 勧告の実施状況

#### 1、勧告件数

委員会発足以降	199件	うち13検査事務年度	11件
うち会社勧告	79件	うち13検査事務年度	4社

## 2、勧告実施件数一覧表

事務年度	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
勧告件数	2	13	5	10	11	40	36	37	34	11
検査結果に基づく勧告	2	12	5	9	11	36	34	37	33	11
うち委員会の行った検査に基づく勧告	1	7	0	2	1	7	4	12	11	3
うち財務局の行った検査に基づく勧告	1	5	5	7	10	29	30	25	22	8
犯則事件の調査に基づく勧告	0	1	0	1	0	5	2		1	

- ・ 単位：件数
- ・ 事務年度は7月～翌年6月末まで
- ・ 平成9年検査事務年度の勧告には、検査結果及び犯則事件の調査に基づくものを一つの勧告として行っていたものであり、これについては両方に計上したため、合計数と一致しない。

<sup>1</sup> 以上の権限の内、犯則事件調査権は証券取引等監視委員会の固有の権限であるが、その他の報告徴取・検査権は、証券取引法上内閣総理大臣が有し、同法において、これが金融庁長官に委任され、さらに金融庁長官から証券取引等監視委員会に再委任するものとされている(証券取引法 194 条の 6 第 1、2 項)。

<sup>2</sup> 証券取引法上のもは、証券取引法施行令 45 条において定められており、主なものとしては、重要な事項に虚偽記載のある有価証券報告書などの提出、損失保証・補てん、相場操縦、内部者取引等がある。

<sup>3</sup> 同委員会は行政組織法 8 条に基づく審議会であり、行政委員会ではない。したがって、行政処分を有しないことから、準立法権限や準司法権限が認められていない。このため、犯則事件について調査はな

---

しうるが、自ら行政処分をなしえない。そこで、犯則事件については告発を行ったり、後述の行政処分についての勧告・施策についての建議をすることができるものとされている。ちなみに独占禁止法上の公正取引委員会は行政委員会であり、準立法権限(独占禁止法76条)や準司法権限(同45条以下)を有している。

<sup>4</sup> なお、証券取引等監視委員会が有する検査・報告徴取権はこのように取引の公正確保に係る規定に関する部分だけである。したがって、その他のことに係る報告徴取・検査(例えば財務の健全性等に関するもの)は、金融庁の所轄事項である(金融庁設置法4条3号リ)。

<sup>5</sup> この改正後、証券業協会は、IOSCOで採択された証券会社の行為準則とほぼ同内容の倫理綱領を作成するとともに、これを具体化するための規則を制定している。また、98年の改正で店頭市場が法制化され、証券業協会が店頭売買有価証券市場を開設し、自主規制することとされ、同協会の自主規制機関としての役割は一層重要なものとなってきている。



## 台湾における企業情報開示制度 台湾の財務予測情報開示制度を中心に

台湾政治大学法学部 教授 林 国全  
名古屋大学法学研究科 博士課程 劉 星(訳)

### 目 次

- 一 序言
- 二 台湾の現行企業情報開示制度
- 三 台湾の財務予測情報開示制度

### 一 序言

証券市場で取引されている商品は有価証券である。有価証券自身は、実質的な経済価値を持たない。その価値は、当該証券を発行する企業の財務状況・業務状況により定められる。その価格の形成は、市場の需給原則に基づいており、供給量と需要量との間の相互作用および調整など諸要因に関わっている。しかし、証券市場における取引は「相対取引」ではなく、有価証券取引に関与する双方の当事者は、互いに取引の相手がどのような者かが分からない。したがって、取引成立前に、取引相手と取引商品の内容、価格決定などについて必要な説明や交渉を行った上で取引の決定を下すことができない。証券市場に関与する投資者は、各自に入手できる関連情報を基礎に、各自の分析能力と投資経験により投資判断をなすほかない。そのため、投資者が合理的な投資判断をなすのに必要な情報を作成し、開示すること、証券市場の取引に参加するすべての投資者に、当該情報を獲得する同等な機会を与えることが、証券市場関係者に求められている。これは、証券市場の運営が公平、公正、かつ合理的に行われるために不可欠な前提要件である<sup>1</sup>。

完備された証券市場情報開示制度は、有価証券を発行する企業が財務内容・業務内容を開示するという「企業情報開示制度」に加えて、会社の取締役、監査役、重要な職員、大株主などの内部者 (insider) が保有している持株情報の開示、委任状 (proxy) 関連情報の開示、経営権の争奪に関わる株式公開買付け (tender offer) 関連情報の開示、市場需給の変化に関わる取引情報の開示などを含んでいる。しかし本論文では紙幅の制約から、すべてを詳述することはできない。有価

証券の価格形成は市場需給などの諸要因につながっているが、有価証券の価値に対する判断は、最終的には、有価証券を発行する企業の財務状況・業務状況によるため、企業の情報開示は証券市場の情報開示制度の基礎となっている。したがって本論文では、以下の二つの側面から企業の情報開示制度を検討する。第一に、台湾の現行企業情報開示制度を概観する。第二に、台湾の企業情報開示制度において特徴的な「財務予測情報強制開示制度」を検討する。

## 二 台湾の現行企業情報開示制度

### (一) 規制システム

台湾の現行企業情報開示制度の規制システムは、証券取引法および、証券市場の規制機関である「証券および先物管理委員会」(Securities and Futures Commission, SFC)が証券取引法に基づいて制定した行政命令からなっており、実務上はそれらに加えて、証券取引市場を運営する台湾証券取引所(Taiwan Stock Exchange Corporation)および店頭市場(OTC)を運営する財団法人証券店頭売買センター(OVER-THE-COUNTER SECURITIES EXCHANGE)が制定した若干の規定も含まれている。後者の規定は、形式的には証券取引所あるいは証券店頭売買センターが、上場企業あるいは店頭登録企業と契約した内容であるが、実質的な意味では、準行政規制の性質も持っている。その他、会社法の若干の規定も企業情報開示制度の一環と見なされている。

企業の情報開示制度は、おおよそ発行市場における開示と流通市場における開示に分けることができる。発行市場における開示は「最初の開示」とも言われ、企業が有価証券を募集し、発行する時に、今回発行する有価証券の権利義務の内容、および企業自身の財務と業務状況について投資者に開示するものである。投資者は、これらの情報に基づいて株式を引き受け、または投資決定を下す。流通市場における開示はいわゆる「継続開示」であり、企業が有価証券を発行した後、発行された有価証券が市場で流通している限り、発行企業の財務状況・業務状況を引き続き開示しなければならないというものである。なぜならば、投資者は発行された有価証券を継続して保有するか、それを売り出すか、あるいは発行された有価証券を購入するかについて、当該有価証券を発行した企業の最新の財務と業務の情報開示に基づいてでなければ合理的な投資判断を下すことができないからである。

有価証券の発行開示については、会社法は、会社が募集設立により株式の新規発行を行う際、および会社設立後に新株または社債を発行する際に、発起人または発行会社に対して一定の事項

を公告すべきことを求めている (§133III; 273II; 252I)。証券取引法は、目論見書 (prospectuses) の作成および交付の義務を規定している (§30; 31)。

継続開示については会社法は直接に規定していないが<sup>2</sup>、証券取引法は、発行会社に対して定期開示および臨時開示を明確に義務付けている (証36I; II)。

## (二) 規制内容

企業の情報開示制度をよく機能させるためには、完全性、正確性、最新性および利用しやすさといった要求が満たされていなければならない。以下、これらの開示原則を基準として、台湾の現行企業情報開示制度を検証してみることにしよう。

### (1) 完全性の要求

企業情報開示の完全性とは、投資者が投資判断のために必要とする情報を、全部開示することである。問題は、会社に関わる多くの情報の中でどのような情報を、投資者の投資判断のために必要な情報として開示するものとするべきかということである。この問題に関する法制度上の対応については、会社法は前述のように、会社が募集設立により株式の新規発行を行う際、および会社設立後に新株または社債を発行する際に、発起人または発行会社が一定の事項を公告すべきことを求めている (§133III; 273II; 252I)。一方、証券取引法は、目論見書 (prospectuses) の作成および交付の義務 (§30; 31)、財務報告の定期公告および申告義務 (§36 I)、年報の送付義務 (§36III) などを明記している。ほかに、証券取引法は、「会社の有価証券の募集・発行に関する公開説明書記載事項についての準則」 (§30II)、「証券発行者の財務報告作成に関する準則」 (§14II)、「会社の公開発行の年報記載事項に関する準則」 (§36III) を発布する権限を証券管理委員会に授与している。これらの準則は、書類に記載すべき開示情報を列挙している。その他、「株主の権益または証券価格に重大な影響を与える」事実が発生したときはその日から二日以内に公告するとともに、証券規制機関に報告すべき旨の規定 (§36II) があり、証券取引法施行細則七条は一号から八号において具体的な臨時開示事項を列挙するとともに、九号においては「会社の継続運営に影響を及ぼすに足るその他の重大な事情」と規定している。

本論文は紙幅の制約もあり、これらの法令が定める開示情報について逐一検討することはできない。基本的にはそれらの内容はかなり詳細であるといえる。ここでは、以下の問題についてのみ若干の検討を行う。

#### (1.1) 証券取引法施行細則七条が定める臨時開示の内容の不明確さ

証券取引法施行細則七条が列挙する、株主権益または証券価格に重大な影響を与える事項であ

って、事実が発生した日から二日以内に公告し、かつ証券規制機関に報告すべき臨時開示事項の中では、第九号「会社の継続運営に影響を及ぼすに足るその他の重大な事情」という概括的な条項はもちろんのこと、個別的に列挙された事項においても、生産高の「嚴重」な減少、「主要」な設備（三款）、「重大」な影響を与える者（四号）、「重要」な契約、「重要」な内容（八号）など、抽象的な表現が良く使われている。それらの「重大」、「嚴重」、「主要」、「重要」の要件についてはそれらを明確化するための認定基準が定められていないため、実務上、上場会社を戸惑わせている<sup>3</sup>。この問題に関しては、米国は判例の蓄積を通じて開示すべき情報の「重大性」を判断する基準を確立してきた。これに対して、日本は「重大性」の判断基準を具体的に計量できるものにして直接に法令化した。二つの方式はそれぞれ長所と短所があるが、台湾の現状から見れば、日本のように法律上「重大性」の量的判断基準を示す方式をとり入れるべきであろう。それによって、執行上、紛争が避けられるからである。

#### （1.2）法令が規定する記載事項は限定列举かそれとも例示か

目論見書、財務報告書、有価証券報告書などの公表書類に記載すべき事項を法令によって明記することは、開示制度の完全性の達成に資する。しかし、具体的に法令に列挙する記載事項は、例示規定に限るべきである。法定の記載事項以外でも、開示をしなければ投資者の投資判断に影響を及ぼし、または投資者の投資判断を誤らせる可能性のある事項は開示しなければならない。これこそが、情報開示の完全性に適する。実際、前述の現行法令の中においても概括条項が数多く使用されており、これにより具体的な列挙の不足が補われている。例えば、前述の証券取引法施行細則七条九号における「会社の継続運営に影響を及ぼすに足るその他の重大な事情」、財務報告書編制準則六条二十二号における「使用者の誤解を避け、または財務報告書の公正な表現をなすために役立つその他の説明すべき事項」などである。しかし、これらの概括的な条項を適用するためには、具体的な事実について実質的な判断を行わなければならない。したがって、これらの条項は実務上の運営においては紛争を招きやすい。

#### （2）正確性の要求

企業情報開示の目的は、投資者が発行会社の開示した情報に基づいて、合理的な投資判断を下せるようにすることにある。しかし、その情報内容を偽ったり、あるいはそれに誤りがあると、この制度目的を達成できなくなるのみならず、投資者を誤った投資判断に導くことによって、詐欺や相場操縦の道具にもなりかねない。したがって、企業情報開示の正確性の要求は、制度目的を達成するための最も基本的な前提要件である。

現行法は、企業情報開示の正確性を確保するために、規制機関が開示された内容に対し審査権

を持つと規定するほか、発行会社の財務報告書は会計士である外部専門家による会計監査（audit）を受けなければならないと規定している。

開示内容に対する規制機関の審査については、会社法は「証券管理機関（審査許可）の知らせが到達した日から三十日以内に」公告しなければならないと規定している（133III; 273II; 252I）ため、会社情報が開示される前に、その情報の正確性についてすでに規制機関の審査を受けていることになる。

一方、証券取引法は、「規制機関は有価証券の募集または発行を審査するに当たって、公益また投資者の利益を保護するために、発行者、証券発行の引受業者、その他の関係者に対し、参考資料などの提出を命じなければならず、かつ、それらの関連書類、会計帳簿を直接に検査しなければならない」（§38I）と規定している。そして、「有価証券が発行された後、規制機関は、発行者に対して財務報告書および業務報告書の提出を随時命じ、またはその財務および業務の状況を随時、直接に検査を行わなければならない」（§38II）と規定している。さらに、「規制機関は、発行者が申告した財務報告書およびその他の参考資料などを審査し、またはその財務報告書および業務報告書を検査する際に、法令の規定に適合していない事項があることを発見した場合には、改正を命じなければならず、かつ、この法律に基づいて処罰しなければならない」と規定している（§39）。

財務報告書の会計士監査について、証券取引法は、発行会社の年次財務報告書および半期財務報告書は会計士の会計監査を受けなければならないと規定している（§36I）。会計士が財務報告書の会計監査を行うための独立性と公正性を確保するべく、会計士法以外にも証券取引法は、会計士が発行会社の開示した財務報告書に対し会計監査を行うことについて証券規制機関の審査・認可を受けなければならないと規定したうえ、規制機関に「公開発行会社の財務報告書に関する会計士会計監査の審査・認可についての準則」<sup>4</sup>を制定し、証券管理委員会に会計士に対する処罰処分する権限を授権している（§37I; II）。

### （3）最新性の要求

投資者は、有価証券の「現在」の価値、つまり、発行会社の現在の経営状況に基づいて投資判断を行う。発行会社は、有価証券を発行する際には最新情報を開示しなければならないが、有価証券の発行後も、投資者が既発行有価証券につき合理的な投資判断を下しうるよう、継続的な方式により会社の財務と業務に関する最新情報を開示しなければならない。ここで注意すべきは、発行会社に対して会社の「現在」事実の開示を随時求めることは不可能であることである。したがって、開示内容の最新性といっても、開示される情報が現在の時点に最も近い事実であり、あ

るいは最も短期間に投資者の投資判断に影響する事実を開示することが求められる。

開示内容の最新性に関する要求については、「記載内容が適時性を持たなければならない」ことが基本原則として明記されている（目論見書準則2条2項、有価証券報告書準則3条1項）ほか、後発事象も具体的に注釈付きで列挙されている（財務報告書準則7条）。その他、証券取引法36条も開示内容の最新性についての制度上の要請に関するものである。同規定によれば、発行会社は、毎営業年度が終わってから4ヶ月以内、営業年度の上半期が終わってから2ヶ月以内、営業年度の第一・四半期および第三・四半期が終わってから1ヶ月以内、そして毎月の10日までに、それぞれ年次・半期・四半期の財務報告書および前月の運営状況について公告し、報告しなければならない。この規定は、継続開示規制の一環であり、発行会社に対して有価証券発行後に、投資者の投資判断に必要な情報を提供するように、定期的に企業の最新の財務業務内容を開示することを求めている。

同条二項は発行会社の臨時開示義務を規定している。これによれば、発行会社は以下の事実がある場合には、事実が発生した日より2日以内に公告し、かつ規制機関に報告しなければならない。すなわち、株主総会で承認された年次財務報告書と、公告し、かつ規制機関に報告した年次財務報告書とが一致していないとき、または株主の権益または証券価格に重大な影響を与える事項が発生したときである。この規定の主旨は、定期的な財務報告書だけでは株価に影響する重大な情報の適時開示ができないという不足を補うことにある。

#### **(4) 利用しやすさの要求**

企業情報の開示制度は一般の投資者を対象にするため、一般の投資者にとって利用しやすいことが求められる。利用しやすさは、以下の二つの側面で求められる。すなわち、開示される事実に関する一般投資者の「近付きやすさ」と、一般投資者の「理解しやすさ」である。

##### **(4.1) 開示内容への「近付きやすさ」の確保**

開示内容への近付きやすさは、情報の開示方法に関連する。法定されている現行の開示方法は二通りある。一つは、情報を直接に投資者に交付する方法である。例えば、有価証券を募集する際にあらかじめ株式引受人または応募者に目論見書を交付すべきこと（証券取引法 § 31 I）、あるいは発行会社が株主総会において株主に年次報告書を配布すべきことなどである（証券取引法 § 36 III）。もう一つは、情報を投資者が得やすい状況にしておき、投資者が情報を得るために積極的に行動してはじめて入手できるという方法である。例えば、公告すべきこと（会社法 § 133、252、273、証券取引法 § 3 III）、あるいは開示情報を公衆縦覧に供するために関連情報を証券取引所および証券店頭売買センターに届けること（証券取引法 § 36 IV）などである。情報の伝達効

果から考えれば、前者の方が優れている。しかし、すべての発行会社に対して開示情報を直接に投資者へ交付することを求めるのは実際には不可能である。このため、公告および公衆縦覧による間接的な伝達方式は依然として必要であり、しかも主要な開示方式である。

#### (4.2) 開示内容の理解しやすさの確保

開示制度の目的は、一般投資者が証券の投資価値を判断するための情報を提供することにある。情報の開示方式は一般の投資者に着目すべきであり、一般の投資者が理解しにくい長すぎる内容または分かり難い専門用語の使用は避けるべきである。したがって、現行の法令も理解しやすさを開示情報作成の基本原則にしている。例えば、「目論見書に記載される内容は、詳細かつ明確なものでなければならず、記述は簡単で、理解しやすいものでなければならず、虚偽または欠落の事情があってはならない」（目論見書準則§2）。また、「年次報告書は詳細かつ明確であるべく、文字の記述が簡単で、理解しやすいものであるように、統計図表、チャート、その他の図表を活用すべきである（以下省略）」（有価証券報告書準則§3）。発行会社の開示内容が「理解しやすさ」に適合しているかどうかについては、規制機関が具体的な事実を踏まえて審査を行う。

#### (三) 情報開示制度違反の責任

現行法は、前述のように規制機関による審査および会計士による会計監査などを制度上、企業情報開示の実効性を確保する事前的な予防措置とするほか、事後の制裁および救済措置として、企業情報開示の義務を怠った関係者に対して民刑事責任および行政責任を科すと規定している。

情報開示義務違反者に対して民事賠償責任を課すことは、発行会社が情報開示義務を良く果たさなかったことにより損害を受けた投資者を事後的に救済することに加えて、企業情報開示の関係者が民事責任を追及されるのを避けるために情報開示に関する関連法令を遵守するよう、間接的に注意を喚起するものでもある。したがって、情報開示義務違反に関する民事責任制度には、損害を蒙った者の損害を救済する機能のみならず、証券法規の執行を補助し、市場秩序を健全にするという積極的な機能も備わっている。

しかし、台湾の現行証券取引法における民事責任の規定はまだ完璧ではないため、実務運営上、そのあるべき機能が発揮できていない。その主な原因は、企業情報開示義務違反の民事責任に関する現行規定が、善意の相手方の受けた損害を賠償する責任を負うと定めている点にある（証券取引法§20III、31II、32I）<sup>5</sup>。言い換えれば、台湾は未だに大陸法における伝統的な損害賠償責任の原則を採用している。損害を蒙った投資者が損害賠償を請求しようとするれば、損害額を証明し

なければならず、かつ、企業情報の開示義務違反と蒙った損害との間に因果関係が存在することを立証しなければならない。このような挙証責任制度がとられている結果、損害を蒙った投資者が民事責任制度によって損害賠償を求めることは極めて難しくなる。

したがって、現在、情報開示義務を負う者がその責任を果たすことを督促しているのは、刑事責任と行政責任である。刑事責任については、以下のように規定されている。目論見書の交付義務に違反した者は、1年以下の有期懲役、禁錮、または単独もしくは他の刑罰と併用して10万元以下の罰金が科される（証券取引法 § 177）。発行者またはその責任者、職員であって、目論見書に記載される主な内容について虚偽または隠匿事情が発見された場合に、免責事由なき者（証券取引法 § 174 I）；発行者、公開買付人もしくはその関係者、証券業者もしくはその委託人、証券店頭売買センター、証券取引所または第18条で規定された事業者であって、規制機関の命令により提出した会計帳簿、図表、書類またはその他の報告資料の内容に偽りの記載をなした者（証券取引法 § 174 I）；発行者、公開買付人、証券業者、証券店頭売買センター、証券取引所または第18条で規定された事業者であって、法律に基づき、または規制機関が定める規則に基づいて作成した会計帳簿、図表、書類、財務報告書またはその他の関係業務書類の内容に偽りの記載をなした者（証券取引法 § 174 I）；および会計士または弁護士であって不実な会計監査をした者は、5年以下の有期懲役、禁錮、または単独もしくは他の刑罰と併用して20万元以下の罰金が科される（証券取引法 § 174 I）。また、規制機関は不実な会計監査を行った会計士または弁護士に対し、会計監査の業務執行停止の行政処分に処する（証券取引法 § 174 II）。

### 三 台湾の財務予測情報開示制度

#### （一）問題提起

伝統的な情報開示（disclosure）制度においては、開示が求められるのは「歴史的、確定的、またはハードな情報」（historical or hard information）であった。「予測的、またはソフトな情報」（forward-looking or soft information）の開示は原則的には禁止されていたのである。なぜならば、不確かな予測情報を開示するならば、投資者の依存心理を育むだけでなく、不適切に誤って投資者を導く可能性があるからである。しかし、1970年以後、まず米国で前述のような考え方が変わり始めた。すなわち、財務予測が合理的な基礎に基づくものであり、企業が誠意を持ってこれをなすのであれば、企業により開示された予測的な財務情報は投資者の投資判断に資するものに



なる。

台湾では、1991年から「財務予測情報開示制度」が採用され始め、1993年には台湾の証券規制機関である「証券および先物管理委員会」(SFC)が「公開発行会社の財務予測情報開示システムの実施要点」(以下「実施要点」という)を發布した。同「実施要点」は1997年に改正され、強制的な開示範囲および開示される情報の内容が広げられた。予測的な財務情報については、米国においては強制的に開示させるものではなく、開示を奨励するという原則が取られており、開示内容についても一部特定の項目に対して予測的な情報を開示することを求めているのみである。これに対して、台湾の「財務予測情報開示制度」は、企業に対して一定の状況の下で、全面的に財務予測情報を開示することを強制的に求めている。しかも、企業が開示する財務予測情報につき、会計士による監査を受けることも求めている。これは台湾に独特なものである。

以下、本論文では台湾の現行の「財務予測情報開示制度」を概観し、現行制度のいくつかの問題点を検討してみたい。

## (二) 台湾における現行の「財務予測情報開示制度」

### (1) 規範の根拠

台湾では、前述の「実施要点」が直接の規範とされている。財務予測情報開示に関しては、台湾の証券取引法および会社法は関連規定を置いていない。「実施要点」によれば、同「実施要点」の法的根拠は以下の二つである<sup>6</sup>(1条)。一つは、証券規制機関が証券取引法14条の授權に基づいて制定した「証券発行者財務報告書編制準則」(以下「編制準則」という)である<sup>7</sup>。当該「編制準則」の第三章が「財務予測」であって、第15条は「発行者は本会による審査許可を受けた者を除いて、財務予測を行わなければならない」と規定しており、第17条1項は「財務予測の編制および表現については、本会が制定した『実施要点』および財務会計準則公報16号の規定に基づいて行うべきである」と規定している。もう一つは、証券および先物管理委員会が証券取引法22条1項の授權に基づいて制定した「発行者の有価証券の募集および発行に関する処理準則」(以下「処理準則」と称す)である<sup>8</sup>。当該「処理準則」の第18条および第30条は、それぞれの第1項において、「上場会社または店頭上場会社が現金を対価に新株を発行する際には、本会の規定がある場合を除き」、および「転換社債を発行する際に」、発行申請年度の財務予測および次年度における株式利益の配当案の実行可能性について証券引受業者により評価されるべきであると規定している。またその規定の第2項において、「前項の財務予測は、本会の『実施要点』、財団法人中華民国会計研究発展基金会の發布した一般公認会計原則および一般公認会計監査準則に従って

編制し、審査・確認する」と定めている。その他、当該処理準則20条は、株式を上場していないか、または証券業者の営業所で売買されていない会社が株式の公募を行う際には、第18条の規定を準用すると規定している。

このように、「実施要点」は、法律の授権に基づいた授権命令によってなされた「再授権命令」であるため、その規範内容が法的根拠となる上層の規範を超える部分があるかどうかをめぐって、学界では見解が分かれている。この点については後述する。

## (2) 財務予測情報の強制開示の情況

「実施要点」の第2点は財務予測を行う場合を列挙しており、強制開示の場合〔一〕～〔三〕と、任意開示の場合〔四〕、〔五〕を含んでいる。また「実施要点」の第13点は、各場合における情報開示の期限について規定している。

そのうち、〔一〕が対象としているのは主として「上場会社または店頭上場会社」であり、財務予測情報開示が行われる場合およびその開示の期限について以下の通り規定している。

〔1〕現金をもってなす新株または社債転換の発行：発行申請または報告がなされた日から2日以内に公告し、報告すべきであり、立件申請の効力が発生した後、次年度においても継続して財務予測開示を行うべきである。

〔2〕同一任期内に取締役の人事変動が累計で取締役総数の3分の1以上に達した場合には、新任取締役が就任した日より1ヶ月以内に公告し、申告すべきであり、次年度においても継続して財務予測開示を行うべきである。

〔3〕会社法185条1項が掲げる重大な営業事項があった場合、株主総会の決議がなされた日より1ヶ月以内に公告し、申告すべきであり、次年度においても継続して財務予測開示を行うべきである。

〔4〕他の会社と合併する場合、合併が終了し、合併後の株主総会が招集された日より1ヶ月以内に公告し、申告すべきであり、次年度においても継続して財務予測開示を行うべきである。

〔5〕会社に重大な災害が発生し、または重大な生産販売契約の締結もしくは重要な生産部門の変動により、営業収入への影響について予測された金額が直近一年度の営業収入の30%以上に達した場合、発生した日より1ヶ月以内に公告し、申告すべきである。

〔6〕会社の直近1年の営業収入が前年度より30%以上減少した場合、営業年度終了後4ヶ月以内に公告し、申告すべきである。

〔二〕が規制の対象としているのは主として、上場も店頭上場もしていない会社である。上場していない会社および店頭で上場していない会社は、株式の分散保有を強制するのを内容とした

「処理準則」19条に従って、現金を対価に新株を発行するときは、現金を対価とする発行を申請しまたは申告した日から2日以内に公告しなければならない。

〔三〕が規制の対象としているのは、証券取引所や店頭市場に初めて上場した会社である。これらの会社は、証券取引所や店頭における上場申請に関する規定により財務予測を行う以外に、上場申請について規制機関から審査を受けて認可を得た年の次の年度から3年連続して財務予測を行わなければならない。

上述の財務予測情報の強制開示については、以下の場合にはその年度に限り財務予測を行い、それ以外の場合には、次の年度から継続的に開示を行わなければならない。すなわち、営業収入が大幅に減少した場合（〔一〕5）、未上場の会社が株式の分散保有を強制されたことにより現金で新株を発行する場合である。しかし、新規上場会社は、証券取引所や店頭で上場を果たした後、3年間連続して開示を行わなければならない。規定により継続して財務予測の開示を行うべき者は、証券取引法36条の規定に基づいて、営業年度が終了してから4ヶ月以内に、その年度の財務予測を公告しなければならない（「実施要点」第13点〔七〕）。

上記の場合を除いて、自主的に財務予測開示を行う者は、開示日から2日以内に報告しなければならない（「実施要点」第13点〔八〕）。

財務予測情報の開示方式については、前述の規定に従って公告し、かつ規制機関に報告する以外に、台湾証券取引所などの関連機構にその写しを届けなければならないと規定されている（「実施要点」第26点）。

### （3）財務予測編制において遵守すべき準則

「実施要点」によれば、財務予測の編制について「実施要点」の規定以外に、会計研究発展基金会により発布された財務会計準則公報16号「財務予測編制要点」（以下、「編制要点」という。）に従わなければならない（第3点）。

### （4）財務予測編制の基礎 基本原則および様式

「実施要点」によれば、「公開発行会社は、完備した書面予算制度を確立しなければならず、月別に、現金、生産、販売、コストおよび資本予算を編成し、これを財務予測編制の参考とする」（第4点）。

また、「財務予測の編制は、誠実信用原則に基づいて合理的かつ適当な仮設をおき、専門的な注意を払い、関連情報を適切に開示しなければならない。財務予算を編制した後、取締役会の承認を受けなければならない。もしも事情により取締役会の承認が間に合わなかった場合には、取締役会の追認を受けなければならない。」（第5点）。

「編制要点」によれば、「基本的仮設」とは、企業が将来の発展に最も結果をもたらすような決定要素についての仮設である。「決定要素」とは、今後の営業、投資および資産運用などに影響を与える重要な事項のことをいう（「編制要点」2〔2〕〔3〕）。企業は、編制プロセスにおいてまず運営に関連する決定要素を確認し、そのうえに合理的な仮設をおき、財務予測の基礎とする。例えば、労働力が会社運営の決定要素の一つと認められれば、労働力の需要、賃金率などに付き基本的な仮設をおかなければならない（「編制要点」13）。財務予測の良し悪しは基本的仮設の優劣により定まるため、財務予測は適切な基本的仮設に基づかなければならない。仮設は、合理的かつ適切な資料を根拠としなければならず、かつ妥当性について専門家による評価を受けなければならない（「編制要点」14）。企業は、市場調査の情報、マクロの経済指針および産業の景気状況、例年の運営推移などの資料を根拠にし、総合分析を行って仮設をおくことができる（「編制要点」15）。

さらに、「実施要点」によれば、「公開発行会社は、慎重かつ合理的に全年度の現金と資本の予算を作成し、それを財務予測編制の基礎にしなければならない（以下省略）。」（第6点）。

財務予測の様式については、「実施要点」は、「財務予測は歴史的基本財務報告書の完全様式を参照しなければならない、かつ直近2年度の財務報告書と本年度の財務予測を並べて、単一の金額で表現しなければならない。…（以下省略）。」と規定している（第7点1項）。

#### （5）財務予測において開示すべき内容

「実施要点」第8点によれば、「財務予測の内容について予測財務報告書のほかに、以下のような項目を含まなければならない」。

- 〔一〕財務予測編制の完成日付および編制目的
- 〔二〕企業の財務予測に対する評価、および将来必ず完全に達成できるとは限らないという声明
- 〔三〕重要な会計政策についての説明
- 〔四〕重要な基本的仮設についての説明
- 〔五〕営業収入、営業コスト、営業高および税引前の損益に関する各四半期の予測数については、実際の数字により示さなければならない。会社は、期間中に当該年度の財務予測を発表するときに、実際の数字により発表するまでの各四半期の資料を示さなければならない。
- 〔六〕前回の財務予測における予測損益表につき実際の達成状況：元予測数、修正数と実際数との対照比較、税引前の損益差が20%以上に達した場合の原因分析の説明、元予測数の開示日付、修正日付、修正原因およびその影響金額

〔七〕財務予測編制が完成するまでの前一四半期まで、本年度の財務予測の達成情況：もし前四半期の財務報告がまだ会計士の会計監査を受けていない場合には、自社で試算した数字を例示し、「まだ会計監査（あるいは査定）を受けていない」という文字を明記しなければならない。

そのうち、〔三〕の「重要な会計政策についての説明」は、「実施要点」第9点によれば、財務会計準則公報第16号「財務予測編制要点」の第23段の規定により取り扱う以外に、以下のような事項も十分に開示しなければならない。

〔一〕予測結果に相当に敏感で、差異の生じる可能性が高い重要な基本的仮設：例えば、為替、利率、主要原材料コストなどに対する敏感度の分析

〔二〕会社製品の販売量、販売価格およびコストなどの基本的仮設に関して、その根拠となる資料の入手ルート、関連した比例数字

〔三〕長期投資において権益方法で評価された予測投資損益について、その投資された会社名、持株率、予測投資の損益金額および投資損益の根拠となるもの。各投資損益の金額が予測された税引前の損益の20%に達し、かつその影響がありそうな金額が1000万元（新台幣元）以上に達した場合には、投資された会社が財務会計準則公報の第16号に基づいて財務予測を編制しているかどうかを開示しなければならない。

〔四〕予測的処分の長期投資あるいは不動産損益の金額が、予測された税引前の損益の20%に達し、かつその影響がありそうな金額が1000万元（新台幣元）以上に達した場合には、予測処分の長期投資項目あるいは不動産の位置、会計帳簿上の原価、処分価格の決定根拠、契約の締結または買付申請の状況、本年度の予測収益の具体的な根拠などの情報を開示しなければならない。

〔五〕現金による増資が見こまれる場合、その年度における予測支出および収益が財務報告の関連項目に与える影響について開示しなければならない。

その他、〔五〕における売上高に関して、「実施要点」では、特殊な業種で売上高という科目がない場合、営業利益がこれに取って代わると規定されている（第22点）。財務予測については、親子会社の連結財務予測報告の編制を免除することができる（「実施要点」第10点）。

「実施要点」第8点〔八〕、〔九〕は、財務予測事項の更新および修正について次のように開示すべきことを規定している。

〔八〕財務予測の更新を編制する場合には、以下の項目を追加しなければならない。

〔1〕項目ごとに、更新前後の基本的仮設の変動情況およびその原因

〔2〕売上高、営業損益および税引前損益への影響

〔3〕更新前後の売上高の変動が20%以上に達した場合、その主な製品項目ごとに価格および

## 数量の分析を行うこと

〔九〕修正財務予測を編制する場合には、その過ちの原因、性質、売上高、営業損益および税引前損益への影響について説明しなければならない。

「実施要点」第14点は、財務予測の公告内容には少なくとも以下の各項を含むべきことを規定している。

〔一〕会計士の監査報告の説明および結論

〔二〕財務予測（修正数字と元の予測数字を含む）、および前期の歴史的な資料には、少なくとも財務会計準則公報第16号「財務予測編制要点」の第20段に掲げられている第〔1〕から第〔9〕までの項目を含まなければならない。

〔三〕取締役会で承認された日付。取締役会の承認が言及されていない場合には、「今回の財務予測がまだ取締役会の承認を受けていない」という文字を明記し、その原因および予定されている取締役会の承認を受ける日付について説明しなければならない。

〔四〕「当該資料は予測的なものであり、詳細な内容について重要な会計政策および基本的仮設に関するまとめを参照すべきである」という文字を明確に表示しなければならない。

〔五〕財務予測について更新（修正）し、または改めて編制する場合、その更新（更正）または再編制の原因および予測情報への影響について説明しなければならない。

## （6）会計士による監査

「実施要点」第11点は、財務予測は会計士が会計監査準則公報19号「財務予測監査要点」に基づいて行う監査を受けなければならないと規定している。第12点は、財務予測の監査を行った会計士は財務報告書に署名した会計士と同じ人物でなければならないと規定している。（ただし会計士事務所の内部で調整が行われた場合には、この限りではない。

## （7）財務予測の修正

「実施要点」によれば、財務予測をすでに行った会社が、その財務予測について間違いを発見し、その予測の利用者を間違いさせる恐れがあると判断した場合には、間違いを発見した日から2日以内に、元の財務予測編制の完成日付、会計士による監査日付、間違いの発見により開示された元情報を使用することが適当でなくなった事情およびその影響を公告し、報告しなければならない。かつ間違いを発見した日から10日以内に、修正し、会計士の監査を受けた財務予測を公告し、報告しなければならない（第16点1項）。

## （8）財務予測の再編制

「実施要点」は、財務予測の再編制について以下のように規定している（第17点1項）。財務予

測をすでに行った会社は、以下の事情の一に該当する場合には、財務予測を再編制し、かつ会計士の監査を受けた後、公告し、報告しなければならない。公告・報告の手順については第16点の規定を準用する。財務予測が公告・報告された日付が、編制された日付から1ヶ月以上経過しているとき、署名する会計士が変わったとき。ただし会計士事務所の内部で調整が行われた場合には、この限りではない。本「実施要点」第2点により財務予測を公開しなければならない場合。第2点の規定によれば、「財務予測編制の根拠となる基本的仮設に重大な変動が生じていない場合に、会社の取締役会が基本的仮設が有効であるという声明を出し、かつ基本的仮設に重大な変動が生じていないかについて会計士から意見が出された後、事実が発生した日から10日以内に公告・報告した場合、前項の規定に従って財務予測を再編制することが免除される。」。

#### (9) 財務予測の更新

「実施要点」第18点1項は、財務予測の更新義務と基準を規定している。それによれば、「財務予測がすでになされた会社は、敏感度の高い基本的仮設の変動が財務予測の結果へ及ぼす影響を随時評価すべきである。財務予測の編制の根拠となる決定要素または基本的仮設に変動が発生し、税引前損益金の金額の変動が20%以上に達し、かつ影響を受けた金額が三千万円（新台幣元）および実際に払い込まれた資本額の千分の五に達した場合には、会社は規定に基づいて更新した後の財務予測を公告・申告すべきである」。さらに、「実施要点」第19点によれば、「財務予測の編制が行われた際に合理的に企画されず、編入できなかった偶発的な項目が生じた場合（例えば、重大な災害損失などである。）に、その偶発的な項目の財務予測の結果に与える影響が財務予測更新の標準に達したときは、規定の手順に従って財務予測を更新しなければならない。」財務予測更新の公告・報告の手続については、「実施要点」第18点2項により、第16点が定める更正財務予測に関する公告・申告の手順が準用される。

#### (10) 財務予測内容の定期的および事後的な検査

「実施要点」第15点によれば、本年度の財務予測をすでに行った会社は、四半期、半年度および年度財務報告を公告する際に、予測損益計算書が編制された日付、それまでの修正がなされた日付および当期財務報告までの目標達成率を同時に公告しなければならない。第20点は、四半期ごとの検査義務を規定する。すなわち、財務予測をすでに行った会社は、四半期を単位として税引前損益の実際の数字と予測の数字を比較し、当期の四半期までの両者の差異が20%以上に達した場合には、当期の財務報告を報告する際に、更新されていない財務予測の根拠、そしてその依拠の合理性についての会計士の意見を合わせて報告しなければならない。さらに、第21点は、営業年度終了後の検査義務を規定している。すなわち、「財務予測をすでに行った会社は、営業年

度終了後、損益計算書の実際の数字と予測の数字を比較し、税引前損益の差異が20%以上に達した場合には、その原因を分析し、その原因分析内容の合理性について会計士に意見を求めなければならない。営業報告書内容の一部として、原因分析の内容および会計士の意見を年度財務報告書とともに株主総会に提出しなければならない。

## (11) 財務予測情報開示制度違反の責任

### (11.1) 規制機関の是正権

財務予測情報開示制度に違反した場合の処理については、「実施要点」第23点において、規制機関に是正権が賦与されている。すなわち、財務予測をすでに行った会社は、以下の事情の一つに該当する場合には、それを是正しなければならない：本「実施要点」に従って財務予測を適時に更新または修正しなかったとき、財務予測の基本的仮設について合理的な評価を行わなかったとき、財務予測について正当な理由なくして取締役会の承認を受けなかったとき、本「実施要点」に従って関連書類を報告しなかったとき。

### (11.2) 過料の制裁

「実施要点」第24点は、行政処分を規定している。すなわち、発行者が以下の事情の一つに該当する場合に、行政管理当局が、発行者に対し証券取引法178条の規定により処分しなければならない。かつ、証券取引所および証券店頭売買センターに知らせ、関連規定に従って処分する。本「実施要点」に従って財務予測を編制、更新（修正）しなかったときおよび改めて編制しなかったとき、本「実施要点」の第16点2項および第18点3項の規定に照らして、重大な誤りまたは漏れがあったとき、本「実施要点」に違反し、本会による改善または補正の通知にもかかわらず、期限が切れても改善または修正しなかったとき。証券取引法178条の規定による処分は、「12万元以上60万元（新台幣元）以下の過料」である。さらに、同条2項によれば、継続して処分することができる。すなわち、「前項2款から4款までに掲げられている事情に該当した場合には、規制機関は過料に処し、かつ期限内に是正するよう命じることができる。期限内にまだ処理しない者に対しては、処理するまで、継続して期限内にその処理を命じることができ、そのように命じる度に24万元以上、120万元（新台幣元）以下の過料に処すことができる。

### (11.3) 民事責任と刑事責任

「実施要点」第25点によれば、会社の取締役会は、誠実信用の原則に基づいて、合理的な基本的仮設により財務予測を適時に編制し、または更新しなければならない。故意または重大な過失により、財務予測内容に偽りまたは隠匿があった場合には、証券取引法174条の規定により処罰される。すなわち、「5年以下の有期懲役、もしくは禁錮に処せられ、または単独でもしくは他の刑



罰と併用して240万元以下の罰金に処せられる。」また、これにより、当該有価証券の善意取得者または売出人が受けた損害につき、証券取引法20条に従って賠償責任を負わなければならない。すなわち、「発行者が公告し、または報告した財務報告その他の関連業務書類は、内容的に偽りまたは隠匿（隠し）があってはならない（第2項）。前二項の規定に違反した場合には、当該有価証券の善意取得者または売出人が受けた損害に対して、賠償責任を負わなければならない（第3項）。

### （三）台湾の「財務予測情報開示制度」に関する検討

台湾の会社財務予測情報開示制度について、一部の学者は次のように評価している。すなわち、この制度の基本的な枠組みは、米国の会社将来予測制度に類似している。両者はともに誠実信用原則を強調し、「合理的な基本的仮設」に基づいて予測を編制し、かつ財務予測の即時更新または修正の義務を強調しているからである。その他、両者は、財務予測において警告的な言葉を掲げることが求めており、投資者に対し企業の財務予測が単なる予測にすぎず、将来に必ず達成できると限られないことを注意させている。すなわち、台湾の財務予測情報開示制度は「リスク要素」（risk factors）および予測の根拠となる「仮設の基礎」（assumptions）の開示を求めることを重視している。会社が将来の財務と業務に関する予測を行って、投資者の最良の投資判断のためにそれを提供すると同時に、予測の根拠となる基本的仮設、および予測結果の変動に影響を及ぼしそうな「リスク要素」も開示することが求められている。これによって投資者が評価予測の正確さを明確に把握するのを助けることができる<sup>9</sup>。

しかし、台湾の財務予測情報開示制度は、以下の問題点について検討する余地がある。

#### （1）財務予測情報開示制度の法源について

前述のように、「実施要点」は、「編制準則」および「処理準則」という二つの授權命令により、さらに授權された命令である。一部の学者は、以下のような理由に基づき、「実施要点」における財務予測情報開示に関するすべての規定はその上層規範を越えていると主張している<sup>10</sup>。一つには、証券取引法14条により規制機関は「財務報告編制準則」を制定することが授權されているとはいえ、証券取引法36条の規定を見る限り<sup>11</sup>、財務報告はすでに営業実績を持つ財務報告を指している。すなわち、「過去の財務に関する報告」に限られているのであって、財務報告に「将来の財務への予測報告」が含まれていることは明確には規定されていない。もう一つには、「処理準則」は以下の3種類の有価証券について財務予測情報の開示を求めている。すなわち、a. 上場会社または店頭上場会社の現金により発行された新株、b. 上場または店頭上場していない会社が新規に発行した株式、c. 上場会社または店頭上場会社が発行した転換社債である。これに対

して、「実施要点」では、財務予測情報の開示範囲が会社合併や財務上の重大な変化があった場合などにまで拡大されている。

以上のような評価には、筆者としては賛成し難い。まず、財務報告は、証券取引法36条が規定する年度財務報告や四半期財務報告に限られない。証券取引法14条1項の規定によれば、発行者、証券業者および証券取引所が法令の規定に従い、定期的に編制し、規制機関に送付する財務情報のすべてが、証券取引法上の財務報告であると考えられる。さらに、証券取引法36条の条文から見ても、財務報告の内容が歴史的な情報に限られるべきであり、予測的な財務情報を含むべきではないということは、明確に規定されているわけでない。次に、「処理準則」と「編制準則」はそれぞれ発行市場および流通市場を規律したものであり、「実施要点」の規定により開示すべき財務予測の場合は、「処理準則」に規定されているものより広いとはいえ、「編制準則」を根拠にすべきであり、「処理準則」の規定を超えてはならない。

「実施要点」がその上層規範を超えるかどうかについては、換言すれば次のような点が問題になる。すなわち、「編制準則」15条に定められている「発行者は、本会の審査許可を受けた者を除いて、財務予測を開示すべきである」という規定は、原則として強制的であるが、例外として免除されている場合がある。これに対し、「実施要点」は財務予測情報を開示すべき場合を具体的に列挙しており、「特定場合には強制する」という規範方式を取っている。これに限って言えば、「実施要点」は「編制準則」に違反しているように見える。

この問題に関しては、筆者は、以下のように解釈すればよいのではないかと考える。すなわち、「実施要点」は規制機関が「編制準則」に基づいて制定したものである以上、「実施要点」で具体的に列挙され、開示されるべきではないものの場合は、規制機関の審査・許可を得て、財務予測を開示しなくてもよい場合であると認識するべきであろう。ただし会社財務予測情報制度に関しては、台湾の会社法または証券取引法のいずれにおいても直接の規定が置かれていないため、明確にされていない。それゆえに、一部の学者は、証券取引法36条に、「株式を公開発行している会社の財務予測制度の実施に関して、その規則および違反者に対する処罰は、規制機関が命令をもってこれを規定する」という項目を追加すべきであると主張している<sup>12</sup>。筆者もこの見解に賛同したいと考える。

## (2) 専門家である第三者による財務予測情報の確認

「実施要点」は、企業の開示する財務予測情報は専門家の第三者による確認を受けるべきことを定めている。すなわち、第11点は、財務予測は会計士が会計監査準則公報19号「財務予測監査要点」に基づいて行う監査を受けなければならないと規定している。

会計士の監査とは、通常の財務報告の監査と同様に、会計士が提供する会計監査サービスの一つである。監査の目的は、会計士が監査手続に従って監査した結果に基づいて、財務情報について準則や規定に違反する事実があったか、重要な修正を行う必要があるかについてコメントすることである。しかし、監査を行う際に用いられる方法は、通常の財務報告の監査手続きより簡略的である。そのため、監査によって提供される確信度は、財務報告の監査によって提供される確信度より低い。会計士が財務報告を審査する際に提供するのは「高度ではあるが、絶対的ではない」確信度であり、監査は「中程度の確信度」しか提供できない。同時に、会計士が財務報告を監査する際に、「積極的かつ確信的な文字で意見を表現すべき」であるのに対して、この場合の監査手続においては、会計士が「消極的かつ確信的な文字」で意見を表現することのみが求められている。言い換えれば、企業の開示する財務予測情報は、会計士の監査のような専門家である第三者の確認を経るものの、それによって提供される確信の程度は通常の財務報告の監査によって提供される確信度より低い。

より大きな問題は、「実施要点」が、会計士は会計検査準則公報19号の「財務予測監査要点」に基づいて財務予測情報の監査を行うことを求めているということである。当該「監査要点」によれば、会計士が監査を行う際には、以下のことを判断しなければならない。すなわち、a. 財務予測は「財務予測編制要点」に基づいて編制されたかどうか、b. 財務予測の基本的仮設は、合理的な資料を根拠にしたかどうか（第2条）。前者は、予測の表現形式が既定の様式に適合しているかどうかという形式的な判断であるため、その結論が比較的客観的である。これに対して、後者は、財務予測情報の性質から考えれば、それは将来的な情報であり、不確実性が極めて高く、しかも、各産業の異なった複雑な要因も考慮しなければならない。したがって、会計士が企業の設定した基本的改訂が合理的であるかを判断する能力を備えているかどうかは疑わしい。企業の開示する財務予測情報は専門家である第三者の監査を受けるべきであるとされるが、会計士が専門とするのは、財務予測に用いられた会計政策が歴史的な財務報告書と一致しているかどうか、その計算が正確であるかどうかなどに対して結論を付けることである。これによって、財務報告書などの使用者の情報使用リスクを減少するのに資するのである。ところが現行の規範に従えば、会計士は企業の設定した基本的改訂の合理性まで評価し、判断することが求められている。これは、会計士にその専門的能力以上の負担を負わせているのみならず、投資者を迷わせる恐れもある。すなわち、情報の使用者が会計士の監査した情報に対して過大な信頼を寄せてしまうからである。したがって、筆者は、現行の規範を修正し、財務予測基本的仮設の合理性について評価し判断する会計士の義務を免除すべきであろうと考える。

### (3) 財務予測情報開示の様式と内容

「実施要点」第7点は、財務予測は歴史的な基本財務報告書の完全な様式を参照し、単一の金額で表現しなければならないと規定している。歴史的な財務報告は、すでに確定された事実であるため、当然に単一の金額で表現されているはずである。しかし、財務予測情報は、将来を予測するものであり、しかも未確定のソフトな情報であるため、単一の金額で表現されると、それを閲覧する者は、会社の年度運営結果がその金額を達成すべきであると誤認して、予測目標達成の不確定性を軽視してしまうという状況が生まれがちである。したがって、米国の制度を取り入れて、企業が「区間評価」、すなわち可能性のある最大の金額と最小の金額を表現する方式を取ることを認めれば、財務予測情報の本質に最も叶い、閲覧者に対しても財務予測が未確定な情報であるという特性について注意を喚起できる。

ほかには、「実施要点」で列挙された、企業の財務予測情報を編制し、それを開示する状況には、発行市場における企業の資金調達、営業継続中における重大な変動（例えば、合併、営業収入の大幅増減など）などの状況が含まれている。それぞれの状況において情報使用者が関心を持つ内容は、必ずしも一致していない。例えば、発行市場における資金調達を行うために財務予測を編制する際には、投資者の獲得しようとする情報は、会社が調達した資金をどのように運用するか、その潜在的な効果などに偏るはずである。これに対して、企業が重大な災害に遭遇したため財務予測を編制する際には、投資は、この重大な災害が会社の財務状況および経営成果にどのような影響を与えるかということに関心を寄せるはずである。しかし、「実施要点」は、このような異なる目的を区分せず、財務予測は歴史的な基本財務報告書の完全な様式を参照し、編制すべきことを一律に求めている。開示情報の内容も、異なる目的に対応して特別に規定されているものではない。したがって、情報使用者は、各自の目的に応じて当該財務予測を自分にとって必要な様式や内容に還元せざるを得なくなる。このような開示方式は、情報の使用者にとって親切なものであるとはいえない。筆者は、理想的なやり方としては、企業が異なる事情における情報使用者の需要に応じて、財務予測を編制することを認めれば、財務予測情報の利用しやすさと有効性を高めることができると考える。もちろん、この理想的なやり方は、有効かつ合理的な法規範として現実のものにすることは相当難しいであろうところから、財務予測情報開示制度の有効性および合理性を改善するための長期目標としてならざるを得ないかもしれない。

### (4) 財務予測の更正、再編制および更新の義務

「実施要点」第16点から第19点は、それぞれ財務予測の更正、再編制、更新の義務について規定している。文末に添付した公式統計数字から分かるように、2001年度に、財務予測の誤りによ

り更正された事例は3件であり、財務予測の再編制は僅か1件であった。しかし、財務予測情報を開示した744社のうち、財務予測を更新した企業は380社に達しており、そのうち72社が二次更新を行い、3社が三次更新を行った。

一般投資者はしばしば企業が財務業務状況を最もよく知っているから、その企業が作成した財務予測の品質は一般の市場アナリストの予測より良いはずであると認識している。その上に、前述のように、制度上、企業の開示する財務予測情報が専門家である第三者によるチェックを受けることが求められているため、企業の開示した財務予測に関する情報は投資者にかなり高い信頼感を持たせている。実証研究によると、企業の財務予測情報の開示または更新は、証券価格の変動に影響する効果がある<sup>13</sup>。司法実務上、企業が財務予測を開示し、更新することは、基本的に証券価格に重大な影響を与えうる情報であると見られるため、それらの情報を開示する前に、会社内部者が自社の発行した証券を売買することは、インサイダー取引に該当するものと見られる<sup>14</sup>。

財務予測情報の更新は、財務予測情報の正確性と信頼性を維持するために必要である。しかし、長い間、台湾の企業は、財務予測更新の頻度が高い一方、企業が財務予測情報の開示や更新をすることによって不当なインサイダー取引を行っているのではないかと、または株価を操縦しているのではないかとという投資者の疑念を招いてきた。したがって、規制機関は企業の財務予測更新後の審査・確認を強化し、インサイダー取引などの不正取引を予防するために、不当な財務予測情報更新を行った企業に対して、不当なインサイダー取引または相場操縦を行っているかを調査しなければならない<sup>15</sup>。

#### (5) 財務予測情報開示制度の違反の責任

前述のように、「実施要点」は、財務予測情報開示制度の違反に対して行政責任、民事責任および刑事責任を規定している（「実施要点」第23点～第25点）。民事責任や刑事責任を負う行為者の主観要件については、「故意」以外に、「重大な過失」があったことも要求している。これに対して、一部の学者は、証券取引法174条および20条が定める刑事責任と民事責任のいずれもが、行為者の「故意」のみを主観要件として求めているのに、「実施要点」は、主観要件に「重大な過失」を新たに入れた。これは、刑事責任の追及における罪刑法定主義に違反し、民事責任の追及においても、行政命令を用いて法律上明確に規定されていない請求権の基礎を作り出しているがゆえに、妥当ではなく、そのようなやり方は是正すべきであると主張している<sup>16</sup>。筆者はこのような見解に賛同する。財務予測は不確定性という本質を持っているため、情報開示者が虚偽不実を知りながらも故意に財務予測情報の更新または修正に怠ったことを立証し、さらに、情報開

示者がその虚偽不実の情報により情報の使用者に間違った投資判断をさせる意図があることが推断された場合は別として、情報開示者は、そういった行為をしていない限り、情報開示者に刑事責任または民事賠償責任を負わせることは適当ではないと考える。

その他、現行法令の規範の下で、財務予測内容の虚偽または隠蔽に対して民事賠償責任を負うと規定されているが、筆者は、このような民事賠償責任の規定は、台湾の証券取引法における多くの民事賠償責任の規定と同様に、実務的な運営において形式的なものに過ぎないと思う。なぜならば、台湾の証券取引法の民事賠償責任に関する僅かな規定、例えば157条の1第2項（インサイダー取引）、43条の2第2項および43条の3第2項（公開買付）は、損害賠償金額の計算公式を明文化している。民事賠償請求に関してそれ以外の規定を適用する際は、やはり民法における一般の民事賠償原則に従う。言い換えれば、請求者は、蒙った損害額、すなわち請求金額、および賠償義務を負う不法行為者の行為と請求者の蒙った損害との因果関係について举证責任を負わなければならない。しかし、証券市場では、証券価格の変動に影響を及ぼす要素が複雑であるため、訴訟の実務上において前述の举证責任を果たすのは極めて困難である。それゆえに、台湾証券取引法の施行後30年以上が経過しても、民事賠償請求が証券取引法に従って成功した事例はまだ1件もない。

#### （6）財務予測情報の強制開示

台湾の財務予測情報開示制度に関して最も検討すべきであるのは、強制開示問題である。流通市場における「企業情報の継続開示」の部分、および財務予測情報開示に関する「編制準則」の主旨は、規制機関の審査・許可による例外を除けば、原則として強制を求めている。そして、発行市場における「発行開示」および「処理準則」では財務予測情報を強制的に開示すべき事情が三つ列挙されている。これに対して、「実施要点」は、法源的にこの二つの授權命令により再授權された命令であるにもかかわらず、企業が自発的な財務予測情報開示を許可する以外に、三号をもって財務予測情報を開示しなければならない事情を八種類列挙している。

これに対して、前述のように、米国では、企業財務予測情報の開示に関して僅かな一部の特定な項目は例外として強制開示が求められるものの、原則としては「奨励的であって強制はしない」という方針が貫かれている<sup>17</sup>。日本では、基本的に企業予測情報を強制的に開示する方針を取っていない。したがって、日米のやり方に比較すれば、台湾の財務予測情報の全面強制開示というやり方は独特なものであるといえよう。

台湾の証券規制機関が企業の財務予測情報の開示を強制するのは、「企業が自身を最もよく把握しており、企業のなした財務予測の正確性が比較的高いため、企業に財務予測開示を強制して

いる」という考え方に基づいているものと考えられる。実際にも従来の実証的研究で示されたように、事後の正確さを検証すれば、正確さについて確かに、会社の開示した財務予測のほうが一般の証券アナリストのなしたものより高い。しかしまた、実証研究では以下のようなことも示されている。すなわち、企業の開示した財務予測が比較的正確であるのは、単純に企業が自身を知っているからというわけではなく、企業が利益管理の手段を用いて損益を操縦し、それによって開示した財務予測情報の正確性を高めることができるからである<sup>18</sup>。

前述のように、財務予測情報の開示と更新は、不正に利用され、証券価格に影響し、またはインサイダー取引を行うための手段になりがちである。財務予測の強制開示が求められている現状の下で、企業および企業関係者が財務予測情報の開示または更新を利用して、証券価格に影響を与え、またはインサイダー取引を行っているかを追及することは極めて困難である。なぜならば、当事者がその財務予測情報の開示または更新は、その他の不当な意図がなく、ただ法律に付与された義務を果たしているだけであると容易に詭弁することができるからである。逆にいえば、財務予測情報は企業が自発的に開示したものであれば、企業に対し比較的高い注意義務を課して、さらに企業が財務予測情報の開示または更新を利用して、証券価格に影響し、またはインサイダー取引を行っているという意図があるかを追及できるはずである。

したがって、筆者は、台湾現行の財務予測情報の全面強制開示という制度は、決して妥当なものではなく、むしろそれを廃止するべきものである。少なくとも、財務予測情報の強制開示の範囲を次第に縮小し、企業の財務予測情報の自発的な開示を奨励するという方向に転じれば、財務予測情報開示制度により期待される機能を働かせることができるであろう。

---

<sup>1</sup> ここで特に強調しなければならないのは、情報開示制度の目的は、すべての投資者が投資判断に必要とする同一情報の取得を確保することではなく、投資者が当該情報を取得しようとする場合に、当該情報がすべての投資者にとって同等に入手できるような状態にあるということである。個々の投資者が実際にこの情報を取得するかどうか、この情報を利用して投資判断するかどうかについては、投資者の個人の自由であり、法律は関与しない。そのために、証券市場におけるいわゆる「情報平等」は、すべての投資者が同等な情報を保有するという意味ではなく、投資者がこの当該情報を取得するチャンスは平等であることを意味する。

<sup>2</sup> 多数の台湾の学者は、会社法 228 条から 230 条までの、会社が年度終了後財務報告を編制し、株主総会に提出し、承認を受けるべきとする規定は、会社法における企業情報の継続開示に関する規定であると主張している。しかし筆者は、上述の会社法の規定は、株主と会社債権者の権益の保護を主な目的としたものであり、一般投資者の保護を立法の目的とする企業情報開示制度とは違いがあり、かつ、会社法による制度の執行の結果は間接的には企業の情報開示の助けになるかもしれないが、企業情報開示制度に関する直接的な規定ではないと考える。

<sup>3</sup> この問題についての詳細な検討は、台北市証券商同業公会に依頼し、作成した「証券取引法 36 条 2 項 2 款における『重大性』及び『事実発生日』の定義に関する研究」報告を参照されたい。研究者は、林国全、陳錦（王施）、蓋華英である、1995 年 10 月。

<sup>4</sup> この審査許可の規定によれば、公開発行会社の財務会計検査は、主管機構に許可された公開発行会社の財務会計検査業務を取り扱える 2 人の会計士が必要である。会計士が主管機構の許可を獲得できるかどうかについては、基本的に当該会計士が属する会計士事務所の規模の大きさにより決まる。その基本的な論理は、より大きな規模を持つ会計士事務所は、取引先からの不当な要求に対する抵抗能力がより強い、そして会計士の会計検査の品質も確保できるという。このような規定が、独立営業の会計士或いは小型会計士事務所に属する会計士の労働権利を侵害しているかどうかについて、台湾憲法における人民の労働権の保障に違反しているのではないかという争論を起こした。しかし、台湾で憲法の解釈権を持っている大法官会議は釈字 222 号解釈（1988 年 2 月 12 日）により、現行規定を支持した。

<sup>5</sup> 証券取引法 20 条 3 項によれば、「前 2 項の規定に違反した者は（発行者がその財務報告をその他の関連業務文書を申告または公告する際に、その内容が証券取引法 20 条 3 項によると）当該有価証券の善意獲得者と売出人がそのために受けた損害に対して、賠償責任を負わなければならない」。

証券取引法 30 条 2 項によれば、「前項規定に違反した者（有価証券を募集する際に、事前に株式引受人または応募者に公開説明書を交付しなかった者）は、善意の相手方がそのために受けた損害に対して、賠償責任を負わなければならない」。

証券取引法 32 条 1 項 1 号によれば、「前条の公開説明書において、その記載すべき主要内容に偽りがあり、または隠匿事情のある者は、善意の相手方が、そのために受けた損害に対して、会社と連帯賠償責任を負わなければならない・・・（以下一四号を省略）」。

<sup>6</sup> 実施要点第 1 点によれば、公開発行会社が、「証券発行者財務報告編制準則」15 条および「発行者の有価証券の募集及び発行に関する処理準則」17 条、20 条及び 27 条の規定により、財務予測を公開する際に、この要点に基づいて処理すべきである。なお、処理準則はその後改正されたため、実施要点第



1 点に挙げられた処理準則 17 条、20 条及び 27 条は、それぞれ第 18 条、20 条及び 30 条に変更された。

7 証券取引法 14 条 1 項の規定によれば、「本法にいう財務報告とは、発行者、証券業者及び証券取引所が法律規定に従い、定期的に主管機構に編制・送付すべき財務報告のことである」。また第 2 項によれば「前項財務報告の編制準則は主管機構の命令により定められるべきである」。

8 証券取引法 22 条 1 項によれば、「有価証券の募集と発行は、政府債権または財政省が審査許可したほかの有価証券を除き、主管機構の審査許可を通し、あるいは主管機構に申告した後に効力が発生したもの以外は、行ってはならない。その処理準則は主管機構により定められる」。

9 劉連七 120。

10 陳櫻一 53。

11 第 36 条：「本法により有価証券をすでに発行した会社は、営業年度が終了した後 4 ヶ月以内に、会計士の監査・裏書きを受け、取締役会が採択し、かつ監査役の承認を得た年度財務報告を公告し、主管機構に報告しなければならない。

発行会社は主管機構の審査許可を受けて以下の事項を行わなければならない：

一 営業年度の半期が終了した後 2 ヶ月以内に、会計士の監査・裏書きを受け、取締役会が採択し、かつ監査役の承認を得た財務報告を公告し、報告すること

二 営業年度の第一・四半期と第三・四半期が終了した後 1 ヶ月以内に、会計士の監査を受けた財務報告を公告し、報告すること

三 毎月 10 日までに、先月の運営状況を公告し、報告すること」

II 前項の会社が以上の事情の一つに当たれば、事実発生の日から 2 日以内に公告し、主管機構に報告しなければならない。

12 劉連七 120。

13 財務予測情報と証券価格の変動に関する実証研究については、以下の論文を参考されたい。陳東良、「志願的予測の時間特性に関する研究」、政治大學会計研究所修士論文、1996 年。林芳妃、「利益予測と内部関係者取引との関係に関する研究」、政治大學会計研究所修士論文、1998 年。

14 例えば 1999 年には、会社が過去に開示した財務予測情報を更新、または適用停止する前に、会社内部者が自社の発行する株を売買したため、証券取引法 157 条の 1 の内部者取引に関する規定に基づいて監察官に起訴された案件が 2 件あった。太欣半導体会社の案件と精英コンピューター会社案の案件である。その起訴文書の号は、台湾台北地方裁判所検察署 1999 年偵字第 20296 号、1999 年偵字第 11068 号である。この二つの案件は未だに裁判所の審理段階にある。

---

<sup>15</sup> それを除いて、発行市場の管理における処理準則12条3項3号の規定により、新株を募集し発行する予定のある会社が、「申請年度及び前2年度に、その開示した財務予測に対し本会の矯正が2回以上に至ったか、又は任意1年度の財務予測の更正（更新）が2回を超えた会社」である場合には、この会社に対し、審査手続の中で、申告効率発生制ではなく相対的に厳格な審査許可制を適用すべきである。

<sup>16</sup> 劉連七 118 - 119。

<sup>17</sup> その理由は四つある。a. 志願的制度を採用した後に一時期をすぎてから、強制的な制度をとるかどうかについて考え始めれば良い、b. 一部会社にとって、予測開示がもたらした財務及び行政上のコストは、予測開示のもたらす利益をはるかに超えている可能性がある、c. 会社は予測の不正確性によって法的責任を招くことを極めて恐れている、d. 運営経験の欠乏または個別産業の条件に制限されるため、会社は合理的な予測を提示できない可能性がある。 See House Comm. On Interstate & Foreign Commerce, Report of the Advisory Comm. On Corp. Disclosure to the SEC. 95#Cong., 1<sup>st</sup> Sess. 347-65 劉連七 114 から所引。

<sup>18</sup> 周必修、「わが国上場会社における財務予測情報の強制的、志願的及び二重の開示の間の利益操縦の強烈度と良いニュースとの比率に関する研究」、東海大学管理科学研究所修士論文、1996年。胡永純、「利益予測と利益管理との関連性に関する研究」、国立中興大學会計学研究所修士論文、1996年。郭伯彊、「強制的財務予測修正の政策決定と利益管理との関係に関する研究」、国立政治大學会計学研究所修士論文、1995年。廖仲協、「強制的財務予測、利益操縦及び株投資報酬に関する実証研究」、国立政治大學会計学研究所修士論文、1994年。

**北京大学金融法研究センター春季フォーラム  
シンポジウム  
アジアのコーポレート・ガバナンスおよび資本市場の監督管理**

**主催：** 北京大学法学院、名古屋大学法学研究科  
**協賛：** 上海三 公司、日本在中国商工会議所  
**期間：** 2002年3月22日～23日  
**会場：** 北京大学英傑交流センター

**\*\*\* プログラム \*\*\***

**3月22日（金）**

---

**オープニング・セッション**

コーディネーター：**羅 培新** 北京大学法学院博士課程大学院生

開会挨拶 **吳 志攀** 北京大学副総長

基調報告：「中国における企業統治に関する法制度の位置付け」

中国政法大学 教授 **江 平**

**第1セッション：日本、台湾地区における会社法の改正**

コーディネーター：**王 保樹** 清華大学法学院 教授

報 告：「日本における会社法改正の動向」

名古屋大学法学研究科 教授 **浜田 道代**

「台湾における企業統治法制の回顧と展望」

台湾大学法学部 助教授 **王 文字**

コメンター：**盛 傑民** 北京大学法学院 教授

**顧 功耘** 華東政法学院 教授

**劉 俊海** 中国社会科学院法学研究所 研究員

**質疑応答**

**記念撮影**

## 第2セッション：独立取締役とコーポレート・ガバナンス

### その一

コーディネーター： 顧 功耘 華東政法学院 教授

報 告： 「中国の独立取締役制度の導入とその際に留意すべき問題について」

清華大学法学院 教授 朱 慈蘊

「上場会社に関する独立取締役制度導入の評価について」

中国人民大学法学院 教授 葉 林

コメンター： 管 曉峰 中国政法大学 教授

伊 向氷 尚公法律事務所 弁護士

虞 建新 名古屋大学法学研究科 専任講師

### 質疑応答

### その二

コーディネーター： 劉 瑞 北京大学法学院 教授

報 告： 「日本企業を取り巻く環境変化とコーポレート・ガバナンスの今後」

日本経済同友会副代表幹事

花王株式会社経営諮問委員会 特別顧問 渡邊 正太郎

「日本における監査役活動の実態と監査役協会」

日本監査役協会前会長

トヨタ自動車株式会社 常勤監査役 井上 輝一

コメンター： 顧 功耘 華東政法学院 教授

王 文字 台湾大学法学部 助教授

張 憲初 香港大学法学院 教授

### 質疑応答

レセプション（日本在中国商工会議所協賛）

3月23日(土)

---

### 第3セッション：市場管理監督、情報開示および少数株主の保護

#### その一

コーディネーター： **甘 培忠** 北京大学法学院 教授

報 告： 「日本における証券取引の監督」

名古屋大学法学研究科 教授 **小林 量**

「台湾における企業情報開示制度」

台湾の財務予測情報開示制度を中心に

台湾政治大学法学部 教授 **林 国全**

コメンター： **董 安生** 中国人民大学法学院 教授

**李 尚公** 北京尚公法律事務所 弁護士

**井 涛** 華東政法学院 助教授

#### 質疑応答

#### その二

コーディネーター： **劉 劍文** 北京大学法学院 教授

報 告： 「中国証券市場の情報開示制度における若干の問題について」

中国人民大学法学院 教授 **郭 峰**

コメンター： **林 国全** 台湾政治大学法学部 教授

**陸 文山** 上海証券取引所 副総監督

**趙 威** 中国政法大学 教授

#### 質疑応答

### その三

コーディネーター： **管 曉峰** 中国政法大学 教授

報 告： 「株主平等原則について」

華東政法学院 教授 **顧 功耘**

「企業統治のグローバル化と経済体制移行国家の教訓」

中国企業統治問題との関連において

香港大学法学院 教授 **張 憲初**

「株主権保護の法体系の構築について」

中国社会科学院法学研究所 研究員 **劉 俊海**

コメンター： **中東 正文** 名古屋大学法学研究科 助教授

**王 衛国** 中国政法大学 教授

**葉 林** 中国人民大学法学院 教授

### 質疑応答

### クロージング・セッション：総 括

総括者： 名古屋大学法学研究科 教授 **浜田 道代**

台湾政治大学法学部 教授 **林 国全**

香港大学法学院 教授 **張 憲初**

北京大学法学院 教授 **吳 志攀**

### レセプション

© 2004 名古屋大学法政国際教育協力研究センター 無断転写禁止

*CALE*叢書 第3号 2004年4月

発行 国立大学法人 名古屋大学法政国際教育協力研究センター・大学院法学研究科  
〒464-8601 名古屋市千種区不老町

Tel:052-789-2325 Fax:052-789-4902 E-mail:cale@nomolog.nagoya-u.ac.jp

編集 国立大学法人 名古屋大学法政国際教育協力研究センター・大学院法学研究科

発行年月日 2004年4月30日

印刷 名古屋大学消費生活協同組合印刷部