

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¹。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²。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³。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⁴。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⁵。

(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⁶。

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⁷。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、ある種の共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⁸。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⁹。

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¹⁰。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¹¹。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¹²。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¹³。

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¹⁴。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¹⁵。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¹⁶。

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¹⁷。

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¹⁸。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¹⁹、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、中国证券监督管理委员会は、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²⁰。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²¹。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²²。

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²³。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²⁴。

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²⁵。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²⁶。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。

¹ 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, 14th 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。

²⁴ 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。

²⁵ 朱 鋁『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。

²⁶ 前掲注（25）102頁。