

中国における役員の株式インセンティブ報酬の返還制度

朱 大 明

- 一 問題の提起
- 二 中国における役員株式インセンティブ報酬返還制度の基本構造とその特徴
- 三 中国の役員株式インセンティブ報酬返還制度における問題点とその解決策
- 四 終わりに

一 問題の提起

中国では、一九九〇年代後半から、グローバル化の影響を受け、会社における専門的な経営者を引きつけ、会社業績向上へのインセンティブを引き上げるため、「役員株式インセンティブ報酬」が導入され始めた。⁽¹⁾

中国では、周知のとおり、九〇年代初め頃より本格的に計画経済体制から資本市場体制に変更された。このような背景のもとに、会社の経営者の報酬は、計画経済体制のもとでの画一的な体制から、徐々に差別化された制度へと移行していった。「会社の発展に大いに貢献した者に多くの報酬を付与すべきである」というのが中国社

会の共通認識となる。⁽²⁾これは九〇年代以降に中国において役員株式インセンティブ報酬制度が迅速に普及する内在的な要因であると考える。

一方で、会社法の理論では、中国では、上場会社において所有と支配が分離しているため、上場会社のコーポレートガバナンスにおいて高い代理コストが生じる。上場会社は、経営者に株式又はストックオプションを付与することにより、経営権を有する経営者と所有権を有する株主の利益を一致させることはできる。これにより、役員株式インセンティブ報酬制度は、所有と経営の分離により生じる高い代理コストを有効に減らすことと経営者がインセンティブ報酬を獲得するため努力することにより会社の経営業績を引き上げることにより会社の経営業績を引上げる重要な方法になると考えられている。⁽⁴⁾そして、政府により企業の発展を促進するために、役員株式インセンティブ報酬計画の実施が奨励されている。⁽⁵⁾このような状況のもとに、中国において役員株式インセンティブ報酬の導入は多くの会社に容認され、急速に普及されてきた。二〇二二年度、二〇二三年度、二〇二四年度の直近三年間において、中国の証券市場には役員株式インセンティブ報酬の計画を実施した会社の数は七六二社、六六六社、六一〇社となる。⁽⁶⁾

しかし、二〇〇八年アメリカの金融危機の発生以来、企業が破綻寸前に陥り壊滅的な打撃を受けているにもかかわらず、取締役等の経営者は、依然として、株式インセンティブ計画に基づいて高額な報酬を受受するため、株式インセンティブ報酬制度の合理性に疑問が呈されている。ほぼ同じ時期に、中国において取締役は相当でない報酬を含めて高額な報酬を獲得した事件も起きたために、経営者の高額な報酬には厳しい目が向けられ、相当でない報酬の返還制度が検討され始めた。⁽⁷⁾中国においては、相当でない報酬の所得を防止するために、比較的早期に株式インセンティブ報酬返還制度が導入された。⁽⁸⁾二〇一六年に成立した「上場会社株式激励管理弁法」によ

り役員の株式インセンティブ報酬返還制度について一回大きく改正され、比較的に整備した法律制度が形成されていると当時多くの者に評価されている。しかし、近年、中国における経済発展の速度が緩くなるにつれて、企業が破綻するとき、或いは経営の苦境に落ち込んでいるときに、取締役等の会社の役員が続けて巨額の報酬を得た事案（以下では、「相当でない報酬を取得する問題」という）が多発しているが、上場会社により役員に対してその獲得した相当でない部分の報酬の返還が請求されることは殆どない。このため、中国の管理弁法に定められている役員の株式インセンティブ報酬の返還制度はあまり機能していないのではないかと、中国の社会からしばしば厳しく批判されている。その影響を受けて、二〇二三年一月二月に行われた中国会社法の改正¹⁰⁾において、「相当でない報酬を取得する」ことを規律するために、上場会社は役員の株式インセンティブ報酬の評価体制を会社の定款に定めなければならないとの規定が新しく導入された（一三六条）。

本稿は、二〇二三年改正中国会社法に基づき、「相当でない報酬を取得する」問題を抑制する視点から、「相当でない報酬を返還する制度」を中心に検討する。また、役員インセンティブ報酬計画は非上場会社においても多く実施されているが、本稿の検討対象は上場会社のみとする。

二 中国における役員株式インセンティブ報酬返還制度の基本構造とその特徴

(一) 返還制度の基本構造

1 法律根拠

中国における役員の株式インセンティブ報酬の規制について、以下の三つの法令は重要な根拠となる。①中国会社法。会社法は資本市場の基本法であるため、当然、最も重要な法的根拠となる。②会社法以外に、二〇一六

年七月一三日に中国の証券市場の監督機関である中国証券監督管理委員会により制定・施行された「上場会社株式激励管理弁法」(以下では、管理弁法という)は役員株式インセンティブ報酬制度を詳細に規定するものとして、上場会社の株式インセンティブ報酬の規制として重要なものとなる。また、③二〇二五年一月一六日に中国証券監督管理委員会は「上場会社コーポレートガバナンス準則」(以下ではコーポレートガバナンス準則という)を改正した。改正後の「コーポレートガバナンス準則」において株式インセンティブ報酬について規定が設けられたので、この規則も役員株式インセンティブ報酬に関する重要な法的根拠となる。

役員株式インセンティブ報酬の返還制度は会社法に定められておらず、「管理弁法」と「コーポレートガバナンス準則」には規定が設けられている。

2 制度の変遷

中国において、役員株式インセンティブ報酬の返還制度は二〇〇五年二月三一日に中国の証券市場の監督機関である中国証券監督管理委員会が制定した「上場会社株式激励管理弁法(試行)」(以下では、試行管理弁法という)により導入された。試行管理弁法四六条によれば、役員株式インセンティブ報酬計画に違反して報酬が交付される場合は、責任がある取締役はその獲得した全ての利益を会社に返還しなければならないと定められている。

二〇一六年七月一三日に中国証券監督管理委員会は「試行管理弁法」を廃止し、「上場会社株式激励管理弁法」を制定・施行した。「管理弁法」において「役員株式インセンティブ報酬の返還制度」が改正された。改正のポイントは、役員株式インセンティブ報酬計画に違反して報酬が交付される場合は、「責任がある取締役」だけでなく、全ての対象はその獲得した報酬の全額を会社に返還しなければならないと改正された(六八条)⁽¹¹⁾。

この制度の詳細については、後述する。二〇一八年八月一日と二〇二五年二月一九日に中国証券監督管理委員会は二回「管理弁法」を改正した。改正後の管理方法において役員株式インセンティブ報酬の返還制度につき改正が行われていないため、役員株式インセンティブ報酬の返還制度はそのまま維持されている。試行管理弁法と管理弁法による役員株式インセンティブ報酬の返還制度の設計はアメリカ法の影響を強く受けたと考えられている。

また、上述したように、二〇二三年改正中国会社法の一三六条において、上場会社は役員株式インセンティブ報酬の評価体制を記載しなければならない（以下では、役員株式インセンティブ報酬の評価体制を評価体制という）と新しく定められたが、この「評価体制」の内容について何も定められていないので、不明確である。

さらに、二〇二五年一月一六日に中国証券監督管理委員会により改正された「コーポレートガバナンス規則」においては、役員株式インセンティブ報酬の返還は取締役が違法行為を行う場合の懲罰手段として利用することができる旨と定められ（六三条）、役員株式インセンティブ報酬の返還制度の適用範囲は拡大された。

3 返還制度の理論根拠

役員株式インセンティブ報酬の返還の理論根拠について、主な意見は不当利得説と忠実義務違反説等が存在する。「不当利得説」については、「役員株式インセンティブ報酬の計画」において、株式インセンティブ報酬の交付条件を約束しなければならない。上場会社の経営業績が「役員株式インセンティブ報酬の計画」に記載される交付条件に達した場合のみ、対象者（役員）は株式オプションを行使して株式インセンティブ報酬を獲得することになる。上場会社の取締役は、株式インセンティブ報酬のプランに記載される交付条件に違反して株式インセンティブ報酬を獲得した場合は、得るべきではないものを得たため、その得た株式インセンティブ報酬は

不当利得に当たるとする。したがって、不当利得の理論により、取締役はその得た利益を上場会社に返還しなければならぬ。⁽¹³⁾ 簡単に言えば、役員は株式インセンティブ報酬の返還の理論根拠は不当利得の理論に基づくものである。⁽¹⁴⁾ 「忠実義務違反説」について、上場会社の取締役は会社の経営権を持ち、取締役は株式インセンティブ報酬の交付条件に違反してインセンティブ報酬を獲得することは、取締役の会社に対する負う忠実義務に違反して上場会社の利益を損なったことに該当する。中国の会社法において、忠実義務に違反して得た収入は会社に帰属することとなる。したがって、役員は株式インセンティブ報酬の返還は「忠実義務に違反して得られる利益は会社に帰属する」に基づき設計されるものであると主張されている。⁽¹⁵⁾ 現在、「不当利得説」は多数説である。

4 お手盛りの防止体制

役員は株式インセンティブ報酬は会社に貢献したことと相当するものでなければならぬ。お手盛りを防止するために、管理弁法において多くの規定が設けられている。具体的には、その手続きについて、①役員は株式インセンティブ報酬の計画案は取締役会の承認を得なければならず(三三一条一項)、②当該取締役会の承認においてインセンティブ報酬の交付対象となる取締役及び関連関係がある取締役は議決権を行使することができないこと(三三一条一項)、③役員は株式インセンティブ報酬の計画の実施は株主総会の特別決議を得なければならぬこと(三九一条一項)、⁽¹⁶⁾ ④株主総会の承認において、役員は株式インセンティブ報酬計画の交付対象となる株主及び関連関係がある株主は議決権を行使することができないこと(三九一条二項)、⑤5%以上の株式を保有する株主以外の者の議決権行使状況を単独で統計しなければならないこと(三九一条一項)、⑥この議決権行使状況を開示しなければならないこと(三九一条一項)、⑦上場会社は役員は株式インセンティブ報酬計画が株主総会の特別決議により許可された日から六〇日以内に、同計画の情報開示をすること(四二条)、⑧証券決済有限会社に登記をしなければ

ばならないこと（四二条）、と要求されている⁽¹⁸⁾。また、株式インセンティブ報酬の相当性を保証するために、⑨ 監査役会は交付対象名簿を審査し、開示により得られる意見を聞かなければならないこと（三六条二項）、⑩ 監査役会は株式インセンティブ報酬計画に対して独立意見を発表しなければならないこと（三四条一項）、⑪ 社外取締役は株式インセンティブ報酬計画に対して独立意見を発表しなければならないこと（三四条一項）、⑫ 弁護士による法律意見書を提出しなければならないこと（三八条一項）、が求められている。また、株式インセンティブ報酬の計画に定められる報酬の金額の上限も制限されている。具体的には、⑬ 一人に付与する株式の上限は発行済株式の払込金額の10%を超えてはならず（一四二条二項）、かつ、⑭ 全ての対象に付与する株式の上限は発行済株式の払込金額の10%を超えてはならない（一四二条二項）、と定められている。さらに、⑮ 役員株式インセンティブ報酬の有効期限について、一〇年を超えてはならない（一三条）と定められている。

5 交付対象

役員株式インセンティブ報酬の交付対象については、取締役と高級管理職及び特定の従業員のみとされている（管理弁法二条）。高級管理職とは、会社の経理、財務責任者、上場会社の取締役会秘書及び定款に定められる者をいう（中国会社法二六五条一項一号）。特定の従業員とは重要な技術員と重要な業務担当者という（管理弁法八条一項）。交付対象の制限について、① 5%以上の株式を保有する株主及び会社の実質的支配者の配偶者、親、子供は交付対象になってはならないとされている（八条二項）。また、② 直近一二か月以内に証券取引所により認定される不適切な者、③ 直近一二か月以内に中国証券監督管理委員会により認定される不適切な者、④ 直近一二か月以内に違法行為を行ったため中国証券監督管理委員会及びその派遣機構に行政罰を科される者、⑤ 中国会社法に定められている取締役又は高級管理職に就任してはならない者、⑥ 法令により株式インセンティブ報酬を

獲得してはならない者、⑦中国証券監督管理委員会により認定されるその他の者、は交付対象になってはならないとされている(管理弁法八条二項)。

交付対象の範囲は、二〇一六年「管理弁法」が施行される前の状況と比べれば、適格要件に関して大幅に厳格化された。また、監査役と社外取締役は交付対象の範囲から除外されたことは注意するに値する。この監査役を除外する理由について、中国証券監督管理委員会は管理弁法を公布するとともに、「管理弁法の起草説明」が公開された。この中に、監査役が独立に監督権を履行することを保証するために、監査役が交付対象になってはならないと明確に定められた(三条)。社外取締役についても、「管理弁法の起草説明」において説明されてはいないが、監査役と同様な理由で交付対象から除外されたと考えられる。

実際、役員 of 株式インセンティブ報酬の交付対象には全ての取締役が含まれることは極めて多い。

6 適用条件

役員 of 株式インセンティブ報酬の返還制度の適用条件については、概ね、①役員 of 株式インセンティブ報酬計画に記載される交付条件に違反してインセンティブ報酬を交付した場合、②取締役が違法行為を行った場合、の二つの場合に適用することができる。①について、さらに、㉠「役員 of 株式インセンティブ報酬の計画」に記載されているインセンティブ報酬の交付条件を満たさない状況のもとに、株式インセンティブ報酬を交付した場合、②インセンティブ報酬を交付した後に、上場会社の情報開示の書類に虚偽記載が発見されることにより、そのインセンティブ報酬の交付条件を満たさなくなる場合、の二つの場合に分けることができる。実務では、㉡は極めて少ない。①が殆どとなる。これにより、実際、中国の立法は①を中心に規制している。

しかし、①について、交付要件を満たさなくなることを齎す虚偽記載を判定することは難しい。役員 of 株式イ

ンセンティブ報酬計画に係る虚偽記載の範囲は財務に関する情報だけではなく、財務情報以外の情報も存在する。これによって、財務に関する情報の虚偽記載は会社の業績にかかわるため、株式インセンティブ報酬の交付要件に影響が与えられるが、財務情報以外の情報の虚偽記載は、株式インセンティブ報酬の交付要件に影響しないことは多いと考えられる。つまり、役員株式インセンティブ報酬計画に定められる交付要件を齎す虚偽記載は必ずしも株式インセンティブ報酬の交付要件に影響を与えない。このため、そもそも虚偽記載自体の判定は難しいし、役員株式インセンティブ報酬計画に係る虚偽記載に該当するとしても、必ずしも株式インセンティブ報酬の交付要件に影響を与えないわけではないため、①の適用に困難が齎されうる。

②は二〇二五年に改正された「コーポレートガバナンス準則」において新しく定められたものである。具体的には、上場会社は、取締役、高級管理職が義務違反により会社に損害を与えた場合又は財務諸表に不实記載、会社資金流用、違法な担保提供等を行った違法行為に過失がある場合は、その状況の嚴重さの程度に応じて、既に交付した一部又は全部の株式インセンティブ報酬の返還を請求することができる（六三三条）。この規定によれば、インセンティブ報酬の返還制度は、取締役と高級管理職が虚偽記載等の違法行為を行う場合に、一つの懲罰手段として適用することができることとなる。これによって、②は、上述した①の適用に関して、⑦「役員株式インセンティブ報酬計画に係る虚偽記載は株式インセンティブ報酬の交付要件に影響を与えてはならない」とすることができる。さらに、実際、④①の判断は難しいので、虚偽記載等の違法行為があれば、利益の返還を請求することができる点で、その適用の基準は非常に分かりやすい。この意味で、②は役員株式インセンティブ報酬の返還制度の適用において重要な意義がある。

7 返還義務を負う主体

管理弁法二〇条三項において、役員株式インセンティブ報酬の返還条件を満たす場合は、「役員株式インセンティブ報酬の計画」に記載される全ての交付対象はその得た利益を会社に返還する義務を負うと明確に定められている。⁽²⁰⁾

ここで注意しなければならないのは、返還義務を負う主体の範囲は全ての交付対象とされている点である。全ての交付対象には、①責任がある対象（交付条件に違反してインセンティブ報酬を交付される対象）と②責任がない対象（交付条件を満たしてインセンティブ報酬を交付される対象）に分けることができる。②はその得た利益を会社に返還した後、返還により被った損害（得た利益）を①に求償することができる（管理弁法六八条一項）。

そもそも、制度の設計からして、①に返還をさせることは合理的であるが、①だけではなく、返還義務の主体には②も含めると定める理由は、②を懲罰することにより、②から役員株式インセンティブ報酬計画の実施を監督することを図るためである（管理弁法六八条一項）。

8 返還すべき報酬の範囲

株式インセンティブ報酬の義務主体が会社に返還しなければならない報酬（利益）の範囲については、管理弁法において義務主体が獲得した全ての報酬（利益）であると明確に定められている（二〇条三項）。

懲罰的手段として株式インセンティブ報酬の返還制度を適用する場合、その返還報酬の範囲は「交付条件を超えて交付した部分」とされている（コーポレートガバナンス準則六三条）。両者の法的な効果を区別する理由は、両者の属性が異なるからである。前者の属性は不当利得の理論に基づくものであり、後者の属性は義務違反に基

づくものである。

実効性の視点からして、「交付条件を超えて得た報酬」の計算は難しいと否定することができない。

9 報酬の返還を請求する主体

報酬返還の義務主体が返還義務を履行しない場合は、上場会社の取締役会は義務主体に対しその獲得する報酬（利益）を会社に返還するよう請求することができる（管理弁法六八条二項）²¹。

（二）制度の特徴

中国の役員の株式インセンティブ報酬の返還制度において、最も重要な特徴は以下の三点である。第一に、役員の株式インセンティブ報酬の返還制度を明確に定めたことである。第二に、役員の株式インセンティブ報酬の返還の義務主体はインセンティブ報酬を受ける全ての交付対象とされていることである。第三に、役員の株式インセンティブ報酬の返還金額は交付対象が得た株式インセンティブ報酬の全額とされていることである。

三 中国の役員株式インセンティブ報酬返還制度における問題点とその解決策

（一）問題点

上述したように、中国においては詳しく役員の株式インセンティブ報酬の返還制度が定められている。しかし、実際に利用されたことは極めて少ない。中国の社会において上場会社の経営は苦境に落ち込んでいるにもかかわらず、役員が巨額のインセンティブ報酬を獲得したことはよくマスコミに報道されているが、中国の会社法理論

ではあまり検討されていない。役員の株式インセンティブ報酬の返還制度はあまり利用されない理由について、以下 1 ～ 3 の三つがあると考ええる。

1 役員の株式インセンティブ報酬計画の交付対象の人数は多い

本来であれば、役員の株式インセンティブ報酬計画の交付対象は厳しく限定されているため、交付対象の人数はさほど多くならないと想定できるが、中国の実務では、実際、役員の株式インセンティブ報酬計画の交付対象の人数は数千人程度とされたことも多いし、数十人程度と定められたことも少なくない。この点について、分かりやすく説明するために、例を挙げる。例えば、二〇二五年一月二日に公開された北方華創株式会社の役員の株式インセンティブ報酬計画において、その交付対象の人数は二三〇六名とされている。同年一月二〇日に公開された歌爾株式会社の役員の株式インセンティブ報酬計画の交付対象は五九四三人となる。これに対して、ほぼ同じ時期である、二〇二五年九月一八日に公開された通化葡萄酒株式会社の役員の株式インセンティブ報酬計画において、交付対象の人数は四四人とされている。⁽²²⁾これらの例から、中国の役員インセンティブ報酬計画において定められている交付対象の人数を覗くことができよう。交付対象の人数が極めて多い場合、上場会社の名譽や実際に実施するコスト等を考慮しなければならぬため、インセンティブ報酬の返還を發動することは困難になる。そして、なぜ、交付対象の人数が多く設定されるか。その原因については、二つある。第一に、インセンティブ報酬の性質について、激励型か報酬型を区別しないことである。実際、実施されるインセンティブ報酬は報酬型に該当することが多い。報酬型のインセンティブ報酬計画において交付対象の人数は多い。第二に、役員の株式インセンティブ報酬計画を監督する制度がないことである。中国において、役員インセンティブ報酬の計画以外に、従業員持株プランや高級管理職報酬計画等といったものも存在する。本来であれば、役員の株式イ

ンセンティブ報酬計画は従業員持株プラン等の目的や内容により大きく異なるが、役員株式インセンティブ報酬計画を監督する制度はないため、役員株式インセンティブ報酬計画と称するもののその内容は管理弁法に定められている役員株式インセンティブ報酬と大きく異なることもありうる。

2 取締役会はインセンティブ報酬の返還を発動する意欲が弱い

その原因については、主として以下三点ある。第一に、役員インセンティブ報酬の返還制度を発動する主体は上場会社であるが、実際は会社の取締役会となることである。中国の役員インセンティブ報酬計画において、全ての取締役が交付対象とされることが多い。全ての取締役が対象となる場合は、取締役により構成される取締役会の株式インセンティブ報酬の返還を発動する意欲は当然低い。第二に、上述した「役員株式インセンティブ報酬計画の交付対象の人数は多い」に関連して、上場会社の取締役会はインセンティブ報酬の返還を発動したいとしても、対象の人数が多い場合は、その返還を請求すること自体、複雑であるし、実施のコストも高い。第三に、多くの対象にインセンティブ報酬の返還を請求する場合は、会社の名誉にも悪影響が生じる。これらの要素は取締役会によるインセンティブ報酬の返還を発動する意欲に影響が生じる。

3 インセンティブ報酬の返還金額を計算することは難しい

2の第一と第三の理由で、実際、全ての対象に交付要件に違反して交付されるインセンティブ報酬全額の返還を請求する事件はあまりない。実際、インセンティブ報酬の返還を発動した場合は、一部の対象のみに、その受けた利益から交付すべきものを除いた部分を相当でない報酬として、返還を請求することがある。しかし、この場合は、そもそも交付要件が不明確である等といったことがあるため、相当でない報酬の金額を計算することは

困難である。インセンティブ報酬の返還制度の実施に困難が齎される。

4 小 結

上述した問題を踏まえて、中国の役員の株式インセンティブ報酬の返還制度の利用状況を考えれば、二〇一六年の管理弁法の規定を中心に構築された役員の株式インセンティブ報酬の返還制度の目的は実現していないと言わざるを得ない。特に、制度を制定する当初の「全ての交付対象を処罰することにより、期待されている責任がない取締役からインセンティブ報酬計画の実施を監督する」機能はあまり発揮されていない。今後、どのように現行の役員の株式インセンティブ報酬の返還制度を改善すべきか検討する必要がある。

(二) 解決策

上記の問題点を巡って、二〇二三年改正中国会社法に導入された「評価体制」の意義を検討したうえで、これからのように法整備を行うべきかを検討する。

1 評価体制を構築する意義

前述の通り、二〇二三年改正中国会社法の一三六条によれば、上場会社の定款に役員の株式インセンティブ報酬の評価体制を記載しなければならない。この「評価体制」の詳細については会社法において何も定められていない。但し、会社法に「評価体制」の構築を要求すること自体には、重要な意義があることを肯定しなければならない。

「評価体制」の構築について、役員の株式インセンティブ報酬計画に基づき、その評価する主体、評価方法及

び評価する法的効果等を会社の定款に明確に定める必要があると考えられる。具体的にはどのように設計するかは、当事者たる会社の自由であるが、役員株式インセンティブ報酬計画を詳細化することが強制される点は、重要である。

「詳細化」（評価する方法等を定めることが強制される）と法定化（会社法に要求されている）は、取締役会が役員株式インセンティブ報酬返還を請求する権利の行使を規制・促進するに資すると考える。

2 法整備の方向

中国における役員株式インセンティブ報酬の返還制度の整備について、どのように取締役会の権利行使の活性化を実現するかという点から、①外部監督体制を改善すること、②内部の監督機能を改善すること、の両面を検討する必要がある。

（1）外部監督体制を改善すること

中国の役員株式インセンティブ報酬計画の実施について、会社内部での厳しい手続きが課されているが、内部関係者の規制が機能しないと、厳格な手続きの意義は大幅に減退する。したがって、厳格な社内手続きを重視するだけでは、その制度設計上のバランスはよろしくない。厳格な社内手続きを定めるとともに、外部からの監督、特に事前監督の制度を構築する必要がある。外部の監督について、最も重要な証券市場の監督機関である中国証券監督管理委員会による監督の権限を強化する必要がある。具体的には、二〇一六年管理弁法の制定により廃止された役員株式インセンティブ報酬計画の許可制を復活すればよいと考える。すなわち、役員株式インセンティブ報酬計画を実施する際に、上場会社はその草案を中国証券監督管理委員会に届出なければならぬと定めればよいと考える。その理由について、二〇一六年以降の状況からして、会社内部の監督体制が機能してい

ない状態のもとに、中国証券監督管理委員会が役員株式インセンティブ報酬計画の実施に対する許可権限を持たず、外部から許可権を行使することにより役員株式インセンティブ報酬計画の実施を直接に監督することができるだけでなく、会社内部の監督体制を牽制する機能もあるので、役員株式インセンティブ報酬の実施に対する監督体制のバランスの構築に良い効果が生じると考える。

(2) 内部監督体制を改善すること

内部監督体制を改善することについて、①取締役会の権利行使により環境を整備すること、②取締役会による利益返還を請求する制度を改正すること、の二点から制度の改善を行う必要がある。①について、「評価体制」の構築により大幅に改善することが期待できよう。②について、二点の改正を行うべきであると考えている。第一に、現行法では、取締役会に利益返還を請求する権限を持たせるといふ制度設計の工夫をしている。しかし、取締役会の構成員である取締役は最も重要な交付対象となるため、取締役会に対して積極的に相当でない報酬の返還を発動することは期待できない。中国の役員株式インセンティブ報酬制度において、監査役は交付対象になつてはならないため、監査役(監査役を設置しない会社の監査委員)に交付対象が獲得した相当でない報酬の返還を請求する権利を与えたほうが良いかと考える。その理由は、監査役(監査役を設置しない会社の監査委員会の監査委員)は会社の監督機関であり、監査役(監査役を設置しない会社の監査委員)が相当地でない報酬を交付対象に対して、会社に返還するよう請求することは自然であり、現制度より合理的であると考える。第二に、取締役により告発する制度を設ければよいと考える。具体的には、二〇一九年改正中国証券法一七六条⁽²⁴⁾によれば、告発制度が認められている。この制度を利用して、取締役又は監査役は上場会社が役員株式インセンティブ報酬の交付要件に違反してインセンティブ報酬を交付したことを発見したときに、その違法行為を中国証券監督管理委員会又は証券取引所に告発することにより、中国証券監督管理委員会は当該取締役又は

監査役の行政責任を免除又は軽減することができるとい制度を定めれば、役員は株式インセンティブ報酬の返還を發動する権限を有する取締役会の権利行使を牽制して、取締役会の意欲を引き上げることができる。

また、取締役会が役員は株式インセンティブ報酬の返還を利用して役員が獲得した相当でない報酬を会社に返還するよう請求しない行為については、会社法の理論において、少なくとも業務執行取締役及び監査役は忠実義務・注意義務に違反するため、これによって会社が被った損害に対して賠償責任を負わなければならないと解釈すべきである。

四 終わりに

本稿は単純な視点から役員は株式インセンティブ報酬の返還制度に着目して制度の整理と改善策を検討した。役員は株式インセンティブ報酬の理論に関して賛成説も反対説も多数存在しており、役員は株式インセンティブ報酬制度は法理論においてこの制度に対する認識を統一し、制定したものであるというわけではない。ある意味で、役員は株式インセンティブ報酬制度の導入は法政策が選択する結果であるといえることができる。このため、制度の本質からして、株式インセンティブ報酬は株主の利益保護及び、よいコーポレートガバナンスの構築に資するか、等の根本的なところから複雑な場面を検討する必要がある。これらの複雑な問題の検討は役員は株式インセンティブ報酬の返還制度の設計にも影響を与えられうる。そうはいつても、最も重要な制度の基礎として、役員が獲得した相当でない報酬を会社に返還すべきという点は基本原則として堅持すべきであり、会社の利益を守ることは揺るぎない制度設計の基礎となる。

- (1) 例えば、一九九四年に深圳市政府は「企業の董事長と総経理の年俸制試行方法」を制定・施行した。
- (2) 周建波・孫菊生「経営者株式インセンティブ報酬の効果研究」経済研究二〇〇三年五号、七四頁。
- (3) 役員の株式インセンティブ報酬の理論に対して、反対する学説も多数存在している。その主要な理論について、例えば、高額報酬が支払われたとしても、会社業績の上昇は顕著ではないとの実証研究があり、取締役等の役員の個人の努力は会社業績の向上に対して積極的な作用を發揮していないことから、役員の株式インセンティブ報酬の実効性に疑問を持っている者も存在する。また、経営者ないし従業員間の報酬格差が拡大することは、かえって会社業績に負の影響を及ぼしうるとの主張も存在する。また、インセンティブ報酬を獲得するために、取締役は相場操縦や虚偽記載等の違法行為を行う可能性が高まるという制度のデメリットもあると指摘されている(何静等「上場会社における株式インセンティブ報酬制度の現状」『財政と金融』二〇二五年二八号、三四頁)。
- (4) 羅培新「制度の欠陥と法律による対応の限界——アメリカ法の経験分析を中心に」法学二〇一二年一二号七二頁。
- (5) 例えば、二〇二三年に国有企業における役員の株式インセンティブ報酬の導入を促進するために、國務院国有資産監督管理委員会は「国有企業責任者の経営業績評価暫定方法」を制定・施行した。
- (6) 上海証券報二〇二五年五月二九日。
- (7) 樊健「上場会社役員インセンティブ報酬の返還制度の研究」商事法論集二二卷、八四頁。
- (8) 中国では、役員の株式インセンティブ報酬返還制度は二〇〇五年の「試行管理方法」により導入されたため、その導入の時期は比較的早い。
- (9) 例えば、最近の事例として、中国恒大集団会社の情報開示によれば二〇二〇年度に一・九五万億人民元の負債、二〇二一年度二・五八万億人民元の負債、二〇二二年度二・四三万億人民元の負債があったのに、業務執行取締役・総裁は二〇二〇年、二〇二一年にそれぞれ二億人民元を超える巨額の報酬を得、二〇二二年でも、二〇〇〇万人民元を超える報酬を得た取締役が二人あった。
- (10) 二〇二三年改正中国会社法は二〇二四年七月一日より施行されている。

- (11) 二〇一六年に中国証券監督管理委員会は「管理弁法」を制定するときに、「寛進厳管」という監督管理理念を採用するため、二〇〇五年の「試行管理弁法」に採用されていた多くの事前審査制度が撤廃され、事後監督制度が強化された。市場加入の制限が大幅に緩和され、実質審査は行われなくなった。
- (12) 二〇二三年八月末に中国会社法改正の三回目の草案が審議された際に、人民代表（日本の国会議員に相当する）の安立佳氏により、役員が相当でない報酬を獲得した問題を会社法で対応すべきであることが指摘された。会社法改正の四回目の草案に「上場会社は役員株式インセンティブ報酬の評価体制を記載しなければならない」の条文が学会の検討を得ずに、突然、追加された。この条文は安立佳氏の発言から影響を受けて急に制定されたものであると推測されている。この条文は二〇二三年二月末に全国人民代表大会常務委員会に可決された会社法の草案に維持されている。
- (13) 劉俊海『現代会社法』（第三版）法律出版社二〇一五年、五一九頁。
- (14) 中国における役員インセンティブ報酬の返還義務対象は全ての交付対象であるとされ、責任がない取締役は自分が獲得した報酬（利益）を吐き出して、会社に賠償責任を負った場合は、責任がある取締役に求償することができる。とされている。このような損失を補填する賠償モデルは、不法行為において純粋な経済的利益の損害を追償することと類似すると主張されている者も存在する（葛雲松、純粋経済損失の賠償と一般不法行為条項、『中外法学』二二巻〇五期、六八九、七三五頁（二〇〇九年））。
- (15) 羅宏等「中国における役員報酬返還制度の制定」会計之友二〇一五年一五号、四五頁。
- (16) 中国の会社法において、株主総会が全ての取締役の報酬総額を決定しなければならない。実務では、各取締役の具体的な報酬金額を取締役会又は社長に一任することが多いと言われている。
- (17) 証券決済有限会社とは、中国において証券取引所で行われる株式取引の登記機関である。
- (18) 上場会社の取締役の具体的な報酬金額を開示しなければならないとされている（「公開発行証券の会社情報開示内容と様式の規則第二号―有価証券報告書の内容と様式」三一条）。
- (19) 「交付」が何を指すかについては、その基準は不明確である。この問題について、中国では、アメリカ法における実質的な違反基準を参考して基準を設けるべきであると主張する者が存在する。アメリカ法における「実質的違反

基準」とは、従来の解釈では、違反の結果が自社の株価に与える影響が5%を超える場合を指す。しかし、現在の司法解釈では、投資家の投資行動に影響を与えるものであれば、「実質的違反基準」を満たすと解されている (James J. Park, *Assessing the Materiality of Financial Misstatements*, 34 *J. Corp. L.* 513 (2009))。

(20) この点について、アメリカ法を参考したと考えられる。

(21) 中国の役員の株式インセンティブ報酬返還制度において、その報酬の返還を請求する主体は会社とされている。この点について、アメリカ法の経験を参考にしたうえで設計されたと言われている。具体的に言うと、二〇〇二年のサーベンス・オクスリー法 (SOX法) の三〇四条において報酬の返還制度を発動する主体は証券取引委員会 SEC とされ、この効果があまりよくないと批判されている。二〇〇五年に成立した「試行管理方法」はアメリカの経験を参考にして、報酬の返還を請求する主体は会社と定められた。二〇一〇年にアメリカのドッド・フランク法案では、返還制度を発動する主体は会社と規定されている。この規定の影響を受けて、二〇一六年制定の管理弁法では、報酬の返還を請求する主体は会社と定められていると言われている。

(22) 上海証券報二〇二五年九月二〇日。

(23) 二〇二三年改正中国会社法によれば、中国における株式会社と有限会社は監査役会又は監査役を設置せず、取締役会に監査委員会を設置することができることとなる。このモデルは日本会社法における監査等委員会設置会社と類似するものである。

(24) 中国証券法一七六条は以下の通りである。

証券に係る違法、規定違反の疑いのある行為に対しては、いかなる団体及び個人も、国務院証券監督管理機構に通報する権利を有する。

重大な違法、規定違反の疑いのある行為の手がかりに関する実名通報が、調査の結果、事実であった場合、国務院証券監督管理機構は、規定に従い通報者に報奨を与える。

国務院証券監督管理機構は、通報者の身元情報につき秘密を保持しなければならない。