

ゴーン氏の役員報酬は「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」か？

梅本 剛正

1 はじめに

二〇一八年一月一九日、日産のカルロス・ゴーンCEO（当時）は金融商品取引法違反の容疑で突如逮捕された。その後ゴーン氏はレバノンに逃亡したが、共犯とされた日産元取締役のグレッグ・ケリー氏に対する刑事裁判は二〇二〇年九月に始まった。この裁判では、日産の有価証券報告書に記載されたゴーン氏の役員報酬が「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」かについて、裁判所の判断が示されることになる。

本稿では、有価証券報告書の虚偽記載における「重要な事項」（以下では便宜上「重要性要件」とも称する）に焦点を当てて若干の考察を試みることにしたい。重要性要件は学界において議論不在ともいえる状況であるが、その理由は、これまで問題となった虚偽記載事件が財務情報の虚偽記載、いわゆる粉飾決算がほとんどだったからではないかと推察される。粉飾決算の事案では、虚偽記載が「重要な事項」に当たるとは自明であり、論点として取り上げるに値しないと、みられてきたからであろう。

ケリー氏が罪に問われているのは、虚偽有価証券報告書提出罪の共犯である。金商法が定める同罪の構成要件は、有価証券報告書の「重要な事項につき虚偽の記載のあるものを提出した者」は、「十年以下の懲役若しくは千万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する」（金商法一九七条一項一号）であるため、裁判では有価証券報告書に記載されたゴーン氏の報酬が、虚偽記載に当たるか、虚偽だとして「重要な事項」に当たることが争われる

ことになる。⁽²⁾

虚偽記載か否かについては現在裁判で審理されており、現時点ではいずれとも判断することはできない。しかし、以下で詳述するように、有価証券報告書に記載されたゴーン氏の役員報酬がかりに虚偽であるとしても、「重要な事項」には該当しないため、共犯とされたケリー氏にも虚偽有価証券報告書提出の罪は成立しないと考えるべきである。

このような考え方に対しては、有価証券報告書に虚偽の記載をしながら、当該行為を罪に問えないのは道理に反するとの批判があるかもしれない。素朴な感覚として理解できないではないが、刑罰は法律に基づいて科されなくてはならない（憲法三一条）。ゴーン氏の役員報酬の虚偽記載がどれだけ悪質であっても、当該虚偽記載が投資者の投資判断に著しい影響を与えたものでなければ、罪に問うことはできない。金商法の虚偽有価証券報告書提出罪がそのように定められているからである。

⁽³⁾ところで、わが国においては、有価証券報告書等における記述情報の充実に向けた取り組みが進められている。後述するように、アメリカの判例は、重要性要件の定め方次第では、会社の情報開示に対する姿勢が変化することで、投資者が得られる情報の質と量が低下しかねないことに警告を与えている点が注目される。重要性要件のハードルを低く設定して虚偽記載の責任を認めやすくすると、その委縮効果により会社が型通りの情報しか開示しなくなるおそれがあるからである。アメリカの判例は民事責任を前提としたものであるのに対して、わが国の議論は刑事責任に関するものであり、重要性要件の設定次第では実務に対する委縮効果はより深刻ともいえる。わが国において役員報酬虚偽記載に重要性を認める見解は、この点に対する配慮が希薄であるようにみえる。重要性要件を検討するに当たっては、上場会社が法的責任に委縮せずに、投資判断に有益な記述情報を市場に提

供できざる環境を整備する必要があるという視点も忘れるべきではない。

以下では、わが国の金融商品取引法に見られる二つの「重要な事項」という文言の解釈を整理したうえで、記述情報の虚偽記載が問題となった先例である西武鉄道事件の裁判例において重要性要件がどのように解されているのかをしてみる(2)。次いでアメリカにおける重要性要件の判例を確認し(3)、それらを踏まえてコーン氏役員報酬事件において重要性要件を肯定する立場を批判的に検討し(4)、最後に本稿の結論をまとめる(5)。

2 金商法における重要性要件

虚偽記載の重要性要件については、投資判断への影響の大きさの有無という漠然としたメルクマールが示される程度で、判例・学説ともにほとんど議論不在といつてよい。そこで、記述情報につき、虚偽有価証券報告書提出罪の成立が認められた唯一の先例である西武鉄道事件判決において、具体的にどのような事実が重視されたのかを確認し、その手掛かりを得ることとしたい。

(1) 金商法の二つの「重要な事項」の解釈

その前に、金商法の条文にある二つの「重要な事項」という文言について解釈を整理しておく。金商法では、虚偽有価証券報告書提出罪につき定める一九七条に加えて、有価証券報告書などの記載事項を定める金商法二四条にも「重要な事項」との文言が使われている。これが重要性要件の解釈を厄介なものにしているのはたしかである。

有価証券報告書について、金商法二四条は「…当該会社の商号、当該会社の属する企業集団及び当該会社の経

理の状況その他事業の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため必要かつ適当なものとして内閣府令で定める事項を記載した報告書」と定めている。つまり、「…その他事業の内容に関する重要な事項」が企業集団や単体の経理の状況等と並んで記載事項とされているのである。

うっかりすると、有価証券報告書に記載される記述情報のすべてが虚偽有価証券報告書提出罪の重要性要件を満たすもののように読んでしまう。しかし、二四条の「重要な事項」とは、有価証券報告書に記載されるのは、投資者の投資判断のために必要なものを記載するという意味において、「重要な事項」という言葉を用いていると解釈すべきである。つまりここでは、有価証券報告書には投資者の投資判断に有益なものが記載されるといふ、当然のことを定めているに過ぎない。なぜなら、一九七条の「重要な事項」は、有価証券報告書に記載されているものの中で「重要な事項」が問題となるわけであり、そこでは重要性にさらに絞りが掛かっていると読むのが素直な解釈だからである。⁽⁴⁾ 法定開示書類のすべての記載事項が、投資判断に著しい影響を与えたり、株価の変動要因となったりするわけではないことを考えれば、むしろ当たり前の解釈といってもよい。

(2) 西武鉄道事件判決の記述情報の虚偽記載とバスケット条項

西武鉄道事件は、長年にわたり大株主情報を虚偽記載していたことについて、西武鉄道元会長の金商法違反の刑事責任が問われたものである。西武鉄道事件判決（東京地判平成一七年一〇月二七日LEXDB文献番号二八一三五〇四）は、記述情報の虚偽記載の罪につき初めて裁判所の判断が示された注目すべき判決である。

それと同時に、同判決では併合審理されたインサイダー取引規制違反において、虚偽記載された大株主情報に對してバスケット条項が適用されており、虚偽記載の「重要な事項」とインサイダー取引規制の「投資者の投資

判断に著しい影響」の双方について裁判所の判断を知ることができると点で興味深いものがある。

判決の「罪となるべき事実」においては、単に大株主の保有比率の違いを問題にしているようであるが、「情状理由」において、つぎのように述べている点が注目される。すなわち、「特定の企業の大株主の持株数及び持株比率は、投資者がその企業の経営への参加可能性や株式の流動性、八〇パーセントルールへの抵触可能性等を判断する上で重要な要素となるものである」としたうえで、「西武鉄道はコクドの子会社となっているほか、少数特定者持株数の割合も約八八パーセントと極めて大きく、一般投資者の経営参加の可能性及び株式の流動性はいずれも著しく低い上、上場廃止の可能性さえ認められる。したがって、これらを考慮すると、コクドの株式保有者が投資者の投資判断を大きく変え得る重要な事実となることは明らかである」。

ここでは、証券取引所の上場廃止事由に関わる虚偽記載である点が投資判断を大きく変更させる重要な事実として、⁽⁵⁾点が注目される。株式の集中度合いが流動性へ与える影響に触れるなど、大株主の保有比率自体が投資判断に影響を与えるかのごとき指摘があるものの、判旨の基本的な論理構造は、真正の開示がなされた場合と、虚偽記載が開示された場合とで、投資者の投資判断がどれほど大きな影響を被るかにより、「重要な事項」を判断するというもので、概ね妥当なものといえよう。

西武鉄道事件判決において興味深いのは、元会長がコクドの取締役として、虚偽記載がなされた期間中に西武鉄道株式を売却したことから、インサイダー取引規制違反の罪も同時に問われている点である。インサイダー取引規制の定める重要事実とは、株価に関連する情報が列挙されており、そこで個別列挙されていない重要事実をカバーするのがバスケット条項である。西武鉄道の大株主情報のように個別列挙されていない事実についても、「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であつて投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」

(二六六条二項四号・八号)であれば、インサイダー情報とされるのである。

判決は「これが公表されれば、西武鉄道株式の株価が大幅に下落し、場合によっては西武鉄道株式の上場が廃止されることも予想されるものであり、投資判断に著しい影響を及ぼす極めて重要な事実」に当たるとは明らかである」とバスケット条項を適用している。

真正の開示内容がインサイダー取引規制の未公表の重要事実、すなわち、「投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」とされるなら、虚偽記載の重要な事項とほとんど同じ判断になるのが合理的であり、本判決はその意味においても注目してよい。

3 アメリカ法における重要性 (materiality) 概念

(1) リーディングケースとしてのTSCインダストリーズ事件判決

アメリカの証券規制の判例において、重要性 (materiality) が問題となる場面は少なくないが、その際に先例として引用されるのは、連邦最高裁判所判決のTSC Indus. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, (1976) (以下「TSCインダストリーズ事件判決」) である。同判決は、委任状勧誘書類の虚偽記載等が問題となったケースであり、委任状規則「a-9」違反の責任が問われたものである。ただし、アメリカの重要性要件の解釈については、他の開示書類の虚偽記載等における規則10b-5に基づく訴訟などでもこの判例が引用されている。⁽⁶⁾

同判決は、重要性要件について、「非開示とされた事実が開示されたなら、合理的な投資家にとって、利用可能な情報の総体 (total mix of information)⁽⁷⁾ を相当程度変更させたであろうと見ることができ、相応の見込み (likelihood) が存在しなくてはならない」と判示した。⁽⁸⁾ 株主の議決権行使や投資者の売買の投資判断を変更させ

たことが立証できるほどではないにせよ、その情報が重要であるというには、関係者の行動に影響を及ぼす高度の蓋然性が求められているということである。⁽⁹⁾

(2) 重要性規準を低くすることの問題 ～情報開示の委縮効果

本稿との関係では、重要性要件を低く設定することの問題点について、TSCインダストリーズ事件判決が次の通り述べている点は注目される。「規則」は違反の潜在的責任は極めて大きなものとなりうるので、重要性の基準が不必要に低いものとなれば、会社や経営陣が重要とはいえない不記載や虚偽記載について責任を負わされかねないばかりでなく、相当な責任を負いかねない経営陣の恐怖から、株主は些末な情報の雪崩の中に沈められることにもなりうる。結果的に情報に基づく意思決定に建設的とはいえないものとなる」⁽¹⁰⁾。

このように述べたうえで、裁判所は控訴審が示した重要性の規準、すなわち、重要な事実とは「合理的な株主であれば、重要と考えた可能性のある (material) あらゆる事実」を含むとの解釈を、責任を負わせる規準としてあまりに低すぎるものとして退けた。

(3) 重要性の予測可能な規準は設定できるか？

わが国の議論との関係でアメリカの判例についても一つ触れておくべきことがある。それは、重要性要件を事前に明確に定めることはできるのかという問題である。アメリカでは、予測可能性確保の見地から、重要性要件を客観的に線引きできないのか、という議論はしばしばなされている。実務上明確なルールが要請されることに基づくものであるが、ことの性質上、重要性要件に該当するか否かは当該状況において判断するほかない、逆

にいうと、ルールで細目を定めることになじまない概念であるという点ではコンセンサスがあるように思われる。たとえば、ベーシック事件判決 (Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988)) では、次のように述べられている。重要性に関する「明確基準のルール (bright-line rule) は、すべての事情を踏まえて判断する必要のある規準 (standard) に比べると遵守が容易である。しかし、単に適用が容易であるということは、証券諸法の目的や立法趣旨を無視してよい理由にはならない。重要性のように本来的に事実在即して認定すべきものについて、特定の事実や事象が常に決定的であるとするような、いかなるアプローチも、必然的に過小であるか過剰であるかのいずれかとならざるをえない」(at 236)。重要性要件は、個別具体的な文脈を無視して事前にルールを設定することができない、高度に事実在即した (fact-specific) 性質を有するのである。⁽¹¹⁾

4 役員報酬虚偽記載を重要な事項と見る見解の批判的検討

(1) 本件役員報酬虚偽記載に重要性を認める立場

役員報酬の虚偽記載について「重要な事項」と見る立場は、記述情報の虚偽記載は原則的に重要な事項であるからだと主張している⁽¹²⁾ようである。法律・政令で一億円以上の役員報酬の個別開示が求められているのは、それが「重要な事項」だから、という見解も同種のもの⁽¹³⁾と考えられる。

類似のものとして、役員報酬の虚偽記載は当該会社のガバナンスに対する信頼を害することになるため、重要な事項に該当するという主張もある。つまり、近年ガバナンスで重視されてきた役員報酬の虚偽記載をする会社はガバナンスが杜撰であることを意味し、それはとりもなおさず当該会社のガバナンスへの評価の下落を意味するため、重要な事項に当たるといえる⁽¹⁴⁾ものである。

(2) 投資判断への影響という視点の欠落

役員報酬虚偽記載を「重要な事項」であるとする見解の多くは、有価証券報告書の記載事項の虚偽記載であれば当然に重要な事項に当たるといつているようなものである。しかし、前述したとおり、有価証券報告書等に記載が求められる「重要な事項」と虚偽有価証券報告書提出の罪の要件である「重要な事項」とは異なるものである。

法令等により、重要性の客観的な規準を定めることができるのと前提に基づく主張であれば、それ自体が失当といえる。アメリカの判例・学説をみてもわかるように、事前に重要性要件を形式的・客観的に定めることは不可能であり、特定の情報が重要か否かは個別具体的な文脈で判断せざるを得ないからである。同じ事実であっても、具体的な文脈、あるいは評価の側面によって異なる投資判断となりうることは、金商法の世界において珍しいことではない。⁽¹⁵⁾

なによりも、「重要な事項」が投資判断に著しく影響のある事項であるにも拘わらず、役員報酬虚偽記載の重要性要件を肯定する見解が条文や立法趣旨だけしか根拠として挙げず、役員報酬の虚偽記載が投資判断に具体的にどのような影響を及ぼすのかという本質的な説明を欠いているのは、致命的な欠陥といつてよい。⁽¹⁶⁾

(3) 「重要な事項につき虚偽の記載のあるもの」の判断枠組み

虚偽記載が重要な事項か否か、すなわち、投資判断に著しい影響を及ぼすかは、真正の開示がなされた場合の一般的投資家の投資判断と、虚偽開示の場合の投資判断とを比較して、双方で大きな違いが生ずるか否かで判断するものと考えるべきであろう。

その際、虚偽記載が投資判断に影響を与える形については、①虚偽記載それ自体が企業価値の評価に影響を与

えるものと、②虚偽記載がもたらす帰結が投資判断に及ぼす影響を問題にするものの二つに区別することができる。

①は虚偽記載の典型例ともいえる粉飾決算がこれに当たり、売り上げや利益の水増しにより、真正の開示がなされていれば、投資者は異なる投資判断をしていたといえるものである。

②は、前述した西武鉄道事件の虚偽記載がこれに当たる。同事件では大株主の記載に虚偽が認められたが、大株主の虚偽記載は特別な事情がない限り、それ自体として西武鉄道の企業価値の評価を大きく変えることはない。しかし、真正の開示がなされていれば、それが東証の上場廃止基準に抵触し、通常の投資家であれば上場廃止のリスクがあることを認識できるため、投資判断に著しい影響を与えることはたしかである。このような虚偽記載も「重要な事項」といってよい。

以上の議論を踏まえて、ゴーン氏の役員報酬の虚偽記載の重要性を判断してみよう。個別開示されたゴーン氏の各年度の役員報酬は約一〇億円とされていたが、かりにその開示が虚偽であり真正の開示では約二〇億円であったとしても、⁽¹⁷⁾投資者の投資判断が変更されたとは考えにくい。真正の役員報酬が開示されようとも日産の企業価値の評価に大きな影響もなければ、西武鉄道事件のように日産株式が上場廃止等の処分を受ける恐れもないからである。⁽¹⁸⁾つまり、ゴーン氏の役員報酬はかりに虚偽であっても重要な事項には該当しないと考えるべきなのである。

(4) 「虚偽記載」の評価と「虚偽記載を行う会社」の評価の混同

虚偽記載の重要性を論ずるに当たり、最も注意すべきは、「虚偽記載」に対する評価と、「虚偽記載を行う会社」に対する評価とを混同すべきではないということである。

役員報酬の虚偽記載が当該会社のガバナンスへの信頼を失わせるという見解は、虚偽記載そのものではなく虚偽記載を行った会社への評価を問題にするものにほかならない。先にみたとおり、重要性要件は真正の記載と虚偽の記載との違いが投資者の投資判断にどのような影響を与えるのかを問題とするものであり、虚偽記載を行った会社が投資者からどのような評価を受けるかを問題とするのは失当である。しかも、このような評価が許されるなら、軽微な虚偽記載であっても、会社への信頼が失墜するという理由で「重要な事項」含まれるという解釈を許容することになる。しかし、それでは法が有価証券報告書等の「重要な事項」に虚偽記載がある場合に罪が成立すると定めた意味が失われてしまい、⁽¹⁹⁾ 妥当ではない。

5 終わりに

以上論じたところから明らかなように、ゴーン氏の役員報酬はかりに虚偽記載であったとしても、重要な事項に当たらないため、虚偽有価証券報告書提出の罪は成立しないことになる。わが国の金商法における重要性要件は、長らく議論不在な中、著名経営者のスキャンダルで突然に争点となったためか、残念ながら混乱や偏りが見られ、その解釈論も皮相なものに留まっているようである。特定事件に目を奪われるのではなく、実務に与える委縮効果にも目配りしながら、冷静に議論することが求められているといえよう。ケリー氏の裁判を機会にわが国において重要性要件の議論が深まることを期待したい。

注

(1) 財務情報の虚偽記載において重要性が問題となった事案として、有価証券報告書等における期ズレの虚偽記載につい

て、期ズレ解消後の投資家に対して重要性要件を否定した、東京地判令和元年九月三〇日LEXDB文献番号二五五八一四七六参照。筆者は以前、過年度の虚偽記載ある財務書類に監査証明をした監査法人の直近投資家に対する責任が問われた事案において、当該監査証明が重要性要件を満たさないのでないかと疑問を呈したことがある（梅本剛正・判例時報二三九八号一四九頁）。民事責任であれば虚偽記載と損害との因果関係を問題とすることも可能だが、刑事責任であれば重要性要件の問題になると考えられる。

- (2) 裁判の冒頭陳述においてケリー氏側は、ゴーン氏の役員報酬の虚偽記載を否定するほか、かりに檢察の主張するような多額の報酬を支払う合意があったとしても、「記載すべき重要事項が欠けている」という状態にすぎず、刑事罰の対象にならない」と主張したようである（読売新聞二〇二〇年九月一六日朝刊）。しかし、ゴーン氏の役員報酬については、従前より有価証券報告書上に一億円以上の報酬額が記載されており、争われているのは記載すべき報酬額が多寡である以上、「重要な事項の不記載」という主張が認められる余地はほとんどないように思われる。

- (3) 二〇一八年六月公表の「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」を受けて開示府令が改正されるなど記述情報の充実へ向けて様々な取り組みが行われている。

- (4) そうでなければ、金商法一九七条の構成要件を単に虚偽記載した有価証券報告書を提出した場合とすれば足りたはずである。実際に、会社法の事業報告などの過料につき定める規定では、「重要な事項」という要件はなく、虚偽記載したこと自体に対して過料が課される規定となっている（会社法九七六条七号）。

- (5) 実際に当時の報道などを見ても、西武鉄道の大株主情報が虚偽記載されていたことが新聞等で公表された後は、上場廃止が視野に入ったことで、西武鉄道株式が投げ売り状態となり大きく値を下げた。「西武の「虚偽」市場動揺——株価急落、二〇年ぶり一〇〇〇円割れ」日本経済新聞二〇〇四年一〇月一五日朝刊参照。

- (6) John C. Coffee, Jr., Hillary A. Sale, *Securities Regulation: Cases and Materials* 1286 (11th ed. 2012).
- (7) たとえば、情報がすでに公知であるなど、一般に共有されているような場合には、当該非開示とされた情報は重要とはいえない趣旨である。
- (8) 委任状勧誘における一定事実の記載の欠落が問題となっているため、議決権行使において違いが生じたか否かを問われているが、他の開示書類における規則10b-5違反を根拠にするものであれば、投資判断に影響を与えたか否かが問われることになる。たとえば、*Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)を参照のこと。
- (9) 投資判断との関係では、合理的な投資者にとって著しい影響がある虚偽記載であれば、事実が公表されたときに株価も変動すると考えられ、実際に多くの裁判所は、当該事実を除いて株価に影響する事実が他に存在しない場合に、公表後の株価変動を重要性の要件の有効な証拠として扱っているようである。James D. Cox et al., *Securities Regulation: Cases and Materials* 605 (9th ed. 2020)。しかし、様々な要因に基づき変動する株価を特定情報と関連付けることができるかという根本的な問題は残る。
- (10) *TSC Indus.*, 426 U.S. 448-49.
- (11) *Matrixx Initiatives, Inc. v. Siracusano*, et al. 131 S. Ct. 1309 (2011).
- (12) 証券取引等監視委員会『開示検査事例集（令和二年八月）』四八頁参照。
- (13) 弥永真生「日産自動車事件から考える有価証券報告書の虚偽記載罪」*ビジネス法務*一九卷三号八三頁
- (14) 「特捜部は、役員報酬を企業統治の健全さを判断する「重要な要素」とみなし、虚偽記載は株主や投資家を欺く行為として調べている」朝日新聞二〇一八年一月二三日朝刊総合面参照。
- (15) インサイダー取引規制では、一定の重要事実が軽微基準が設けられているが、当該軽微基準に該当したとしても、バ

スケッチ条項において「投資判断に著しい影響を及ぼす事実」と評価されうること（日本商事事件最高裁判決・最判平成一一年二月一六日刑集五三卷二号一頁）は、周知のとおりである。

- (16) 証券取引等監視委員会「課徴金事例集・木公正取引編」（令和二年六月）では、バスケット条項の適用事案については、「：通常の投資者が上記事実を知った場合、A社株式について当然に「売り」の判断を行うと認められることから」等、各事実が投資者の判断材料として売り材料か買い材料か等について丁寧に認定がなされている（九四頁以下）。これに対して、有価証券報告書の虚偽記載における「重要な事項」については、単に「重要な事実にあたる」としかされていない（証券取引等監視委員会「日産自動車株式会社における有価証券報告書等の虚偽記載に係る課徴金納付命令勧告について」令和元年一二月一〇日）。証券取引等監視委員会が、両者を異なるものと判断しているのかは不明である。

- (17) 日産自動車が令和元年五月一四日に提出した訂正有価証券報告書参照。

- (18) 日産自動車株式は、東証から改善状況報告書の提出を求められたものの、多くの粉飾決算会社を受ける処分である特設注意市場銘柄の指定は受けなかった。虚偽記載といっても粉飾事案などとは性質の異なるものと取引所が判断したのはたしかである。

- (19) 近年ESGを重視する投資家が存在感を高めているが、かかる投資家にとってガバナンスの虚偽記載は重要な事項となりうるとの反論があるかもしれない。しかし、重要な事項か否かは通常の投資家を基準に判断すべきであり、特定の投資手法に基づく投資家を基準にするのは失当である。加えて、日産はMSCIのESG格付けが最低に評価され、ESG投資の対象外だった。「環境・社会・ガバナンス格付け、日産は「最低」九月に指摘」日本経済新聞二〇一八年一月二二日朝刊参照。いずれにしてもゴーン氏の役員報酬の記載は「重要な事項」には当たらなかったといえる。

(つめもと) よしまさ・甲南大学教授