



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

金融商品取引法の最近の判例 — 日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件 —

2023年6月23日（金）15:00～16:58
大阪取引所5階取締役会議室及びオンライン開催

出席者（五十音順）

石田	眞得	関西学院大学法学部教授
飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
梅本	剛正	甲南大学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学人間社会科学研究科実務法学専攻特任教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
齊藤	真紀	京都大学大学院法学研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行澤	一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林	泰伸	早稲田大学大学院法務研究科教授

金融商品取引法の最近の判例

一日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件一

神戸大学大学院法学研究科教授

志 谷 匡 史

目 次

- | | |
|-------------|----------------|
| 1. 事案の概要 | 3) 取締役報酬の開示 |
| 2. 判決要旨 | 4) 報酬情報の重要性 |
| 3. 検討 | 5) 虚偽記載と不記載の区別 |
| 1) 本件の特徴 | 6) 結語 |
| 2) 取締役報酬の決定 | 討論 |

○川口 定刻になりましたので、今月の金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、神戸大学の志谷先生より、「日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件」と題してご報告をいただきます。

よろしく願いいたします。

○志谷 神戸大学の志谷でございます。今ご紹介がありましたように、私が報告いたしますテーマは「日産自動車有価証券報告書虚偽記載事件」です。判決の言渡日が東京地判令和4年3月3日でございます。判決文は資料版商事法務 458 号 123 頁以下に掲載されています。

1. 事案の概要

Y₁社は、自動車等の製造等を目的とする会社であり、その株券を東京証券取引所市場第1部（当時）に上場していました。Aは、平成11年

6月から平成30年11月まで同社の代表取締役の職にあり、同社の業務全般を統括していました。Y₂は、平成21年4月に同社のCEOオフィス（法務室及び秘書室等）等を担当する常務執行役員に就任し、平成24年6月から平成30年11月までは代表取締役の職にありました。Bは、平成19年9月に同社の秘書室長に就任し、取締役や執行役員の報酬の決定・管理等の業務の取りまとめ等に当たっていました。

Y₁社の取締役の報酬は、確定額金銭報酬と株価連動型インセンティブ受領権（一定の業績評価期間の経過後に行使可能数が確定する株価連動型金銭報酬）から構成されていました。このうち確定額金銭報酬については、本件当時（平成22年から平成30年までの間）、株主総会で定めた取締役全体の報酬総額の上限額（29億9,000万円）の範囲内で、他の代表取締役との協議を前提に、各取締役に対する配分をAに一任することとされ

ていました。

本件当時、Aは、年度末に新年度の自己の報酬に関する方針を秘書室長Bに指示し、これを受けて秘書室長らが、①所定の計算を行って機械的に算定された報酬総額、②有価証券報告書において開示することとした報酬額、③報酬総額から開示することとした報酬額を差し引いた残額である未払いの報酬額について、いずれも1円単位まで明記した報酬計算書を作成し、Aに提示していました。

そして、Aは、報酬計算書を確認し、必要があれば修正を指示するなどしたうえ、その報酬計算書を再度確認して新年度の報酬額の案を決定していました。秘書室は、同決定を踏まえ、A名義の報酬通知書を作成・交付し、月次の報酬をAに支払うとともに、上記③の報酬額をその後の年度において累積していくものとして継続的に管理していました。

本件当時、Y₁社では、Aの報酬額等を記載した「役員の報酬等」の項目の原稿が秘書室から経理部連結会計グループに伝達され、同グループにおいて有価証券報告書の案が作成されていました。そして、AやY₂らの決裁を経たうえで、関東財務局長に提出されていました。

レジュメ1～2ページの表は、「役員の報酬等」として開示されていたAの報酬額と、右側の「金銭報酬」欄で開示すべきであったと裁判所が認定したAの報酬額を比較した一覧表です。平成22年度から平成29年度まで挙げていますが、ご覧いただきますと、右側の「開示すべきであったと認定されているAの報酬額」は年々増加していることが分かります。一方で、左側の「実際に開示されていたAの報酬額」の方は、若干増減はありますが、ほぼ10億円前後で一定しています。

この両者の差額が、未払いの報酬額とされているものでありまして、平成22年度や23年度当時は、実際に支払っていた額と未払い額がほぼ同じぐらいかと思うのですが、その後はこの差が開いていきまして、実際に開示されていた報酬額を上

回る未払い額が年々累積していたということです。

Y₁社は、A、Y₂及びBが共謀のうえ、Y₁社の業務に関し、平成23年度から平成29年度までの各連結会計年度につき、Aの報酬等について「虚偽の記載」のある有価証券報告書を提出したとして起訴されました（金融商品取引法（以下「金商法」という）207条1項1号・197条1項1号）。また、Y₂は、A及びBと共謀のうえ、Y₁社の業務に関し、平成22年度から平成29年度までの各連結会計年度につき、上記の有価証券報告書を提出したとして起訴されています（金商法207条1項1号・197条1項1号）。

2. 判決要旨

本判決は、以下に述べるように、Y₁社について虚偽記載有価証券報告書提出罪の成立を肯定しています。またY₂については、平成29年度に関してのみ故意及び共謀が認められるとして、同年度に関して同罪の成立を肯定しました。以下では、Y₁社の虚偽記載有価証券報告書提出罪の成否を中心に、判旨を紹介していきます。

<1> Aの報酬額として開示すべきであった金額

「金商法や開示府令には『取締役の報酬について、いかなる決定がなされれば、会社は有価証券報告書に記載して開示しなければならないのか』という点について具体的な規定があるわけではない。

そこで検討すると、……権限がある者が決定したとしても、取締役の報酬の決定手続が全く履践されておらず、その権限者のみが取締役の報酬に関する情報を管理していて、取締役の報酬の管理を担当する部署が全く把握していないような場合には、会社としては開示義務を果たしようがないといわざるを得ない……。特に、未払の報酬は、現実に金銭等の動きがなく、その存在を把握することが困難であることから、当該年度に所定の手続に従ってその額が決定され、将来支払われるものとして継続的に管理されているものであれば、

これを開示することが必要であるというべきである。

これらの事情を踏まえると、会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について決定する正当な権限を有する者が、会社の所定の手続に従って取締役の報酬額を決定し、会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されている場合であれば、会社としては当然にその取締役の報酬額を開示すべきであると考えられる。」

「本件において、取締役の報酬について最終的に決定する正当な権限を有するAがY₁社の所定の手続に従ってAの報酬を決定し、その後もAの報酬は秘書室において継続的に管理されていたといえる。」

「以上によれば、本件において、Y₁社は、各連結会計年度において、Aが報酬計算書に基づいて決定した報酬額、すなわち報酬計算書に記載された実際に支払われた報酬額……と未払の報酬額……を合わせた報酬総額……を、当事業年度に係るAの報酬として開示すべきであったと認められる。」

「株主総会で定めた上限額を超える取締役の報酬等の決定がなされたとしても、その決定した内容をそのまま有価証券報告書において開示することが義務づけられているものと解される。」

< 2 > 報酬情報の重要性

「虚偽記載有価証券報告書提出罪の趣旨によれば、『重要な事項』とは、投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項をいうものと解される。」

「開示府令による『コーポレート・ガバナンスの状況』に関する情報開示の一環として、役員区分ごとの報酬等の総額開示に加え、一定額以上の報酬の支払を受けている役員の種類別の報酬等の額の個別開示を義務付けるに至った経緯及び背景事情によれば、役員報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な

手がかりとなるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項であるから、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項といえる。

よって、取締役の報酬等の額は、『重要な事項』に当たるといえるべきである。」

< 3 > 虚偽記載の意義

「金商法が両者を区別しているのは、不記載の場合は、投資判断における重要な事項について情報を投資者に提供しなかったにとどまる一方で、虚偽記載の場合は、投資判断における重要な事項について真実に合致しない情報を投資者に提供する点において投資判断を誤らせる危険性がより高いことから、悪質性が高く、刑事罰をもって抑制すべきと考えられるからである。

このような両者の差異に鑑みれば、真実に合致しない情報を提供したと評価される場合には『虚偽の記載』があるといえるものと解される。」

< 4 > 本件への当てはめ

Y₁社の有価証券報告書の役員の報酬等「の記載全体を読んだ投資者は、……Y₁社が支払う取締役の報酬には、確定額金銭報酬と株価連動型インセンティブ受領権があるものと理解すると考えられる。そして、後者の株価連動型インセンティブ受領権については、……注記により、未払の報酬であることが明らかであるから、投資者は、Y₁社が支払う取締役の報酬として、未払の報酬についても……（役員区分ごとの報酬等の総額等との標題の）一覧表に記載されているものと理解すると考えられる。そうすると、……（一覧表）の前提となる……『支払われた報酬』とは、既に支払われた報酬に限定する意味ではなく、未払の報酬をも含むものと理解すると考えられる。この場合、『支払われた』の意味は、『支払われることとなった』という意味に解釈することになる……。

また、……（一覧表の）記載を読んだ投資者は、Aには株価連動型インセンティブ受領権が割り当

てられておらず、Aの『総報酬』とは『金銭報酬』のみから構成されるものと理解すると考えられる。

したがって、本件有価証券報告書の『役員の報酬等』の項目を読んだ投資者は、Y₁社がAに支払う『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄には、既に支払われた金銭報酬と未払の金銭報酬のいずれもが記載されているとの認識を持つと考えられる。ところが、実際には、Aの『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄には実際に支払われた金銭報酬のみが記載され、未払の金銭報酬については、それがあってもかかわらず記載されていなかった。そうすると、……Aの『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄の記載は未払の金銭報酬を含むものであるとの誤った情報が投資者に提供されたと評価できる。」

「よって、本件有価証券報告書におけるAの『総報酬』欄及び『金銭報酬』欄の記載は、『虚偽の記載』に当たる。」

以上が本判決の判旨です。

したがって、Y₁社については虚偽記載有価証券報告書提出罪が成立するという結論です。また、Y₂については、前述のように、平成29年度に関してのみ同罪の成立を肯定するというのが地裁の結論ということでもあります。

3. 検討

それでは、以下、雑駁ではありますが、本判決について検討をしていきたいと思えます。

1) 本件の特徴

まず、本件の特徴を簡単に述べておきたいと思えます。

金商法197条1項1号は、重要事項につき虚偽の記載のある有価証券報告書を提出した者に対して所定の刑事罰を定めています。また、同法207条1項は、法人の業務に関連して虚偽記載のある有価証券報告書を提出した法人代表者等の刑事罰に加えて、当該法人に対して所定の罰金刑を定めています。本件では、法人であるY₁社、Y₁社の代表者であったY₂の刑事責任が問われました。

なお、Aは国外逃亡により起訴されていませんし、Bはいわゆる司法取引により刑事訴追を免れています。

本件は、取締役報酬という非財務情報の虚偽記載が争点となった事件です。これまで虚偽記載が争点となった事例はほとんどが財務情報に関するものであり、いわゆる粉飾決算が問題となった事例でした。非財務情報の虚偽記載が争点となった事件はごく限られていまして、大株主情報の虚偽記載が争点となった西武鉄道事件以来の公表裁判例です。それだけに、本件は未解明な論点を少なからず提起することとなりました。

以下、有価証券報告書の提出主体であるY₁社刑事責任を中心に検討をしていきます。

2) 取締役報酬の決定

後述するように、金商法は取締役等の役員の報酬情報を有価証券報告書の記載事項としています。ただ、判旨も指摘するように、金商法・開示府令はあくまで開示規制であって、会社から取締役に支給される報酬額を開示せよといっても、報酬額の決定手続等の実体的規律を金商法が定めているわけではなく、それは会社法に委ねていると考えられます。

Y₁社では、会社法の定めに従い株主総会が取締役報酬総額の上限を定めておき、その範囲内において、代表取締役のAに各取締役（Aも含めて）の配分額の決定を一任していました。このような報酬決定のプロセスは、ご案内のようにつとに批判されてはいるものの、現在に至るまで適法と解されてきました。

しかし、実際には、本件当時のAの報酬は、各年度に現に支給された報酬額とは別に、次年度以降に繰り越された未払い分があったため、会社法に抵触しないとしても、その開示の要否が問題化しました。また、現支給分と未払い分の合計金額は各年度の報酬総額の枠内に収まらないと、会社法の定めに対するという問題も生じます。

3) 取締役報酬の開示

周知のように会社法は、企業実務に配慮して、各取締役の各人別報酬額を明らかにすることまで強制はしていません。事業報告は取締役報酬の開示を定めますが、取締役の報酬を総額方式で開示するか、又は各人別方式で開示するかは会社の判断に委ねられています（会施規 121 条 4 号参照）。もっとも、現に支給された報酬額のみならず、「当該事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかとなった」報酬について金額の開示は求められます（同条 5 号）。

いずれにせよ、不実記載は、不記載・虚偽記載の別なく、取締役等に対して 100 万円以下の過料の制裁を科すにすぎません（会社法 976 条 7 号）。

これに対して、本件で問題となっています金商法の定めは、会社法とは異なるところがあります。本件当時の開示府令は、「報酬、賞与その他その職務執行の対価としてその会社から受ける財産上の利益であって、当事業年度に係るもの及び当事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかとなったもの（当事業年度前のいずれかの事業年度に係る有価証券報告書に記載したものを除く。）」を「報酬等」と定義したうえで、主要な連結子会社の役員としての報酬等を含むものを「連結報酬等」と定義し、有価証券報告書において、①取締役の報酬等の総額、②取締役の報酬等の種類別の総額、③各取締役の連結報酬等の総額、④各取締役の連結報酬等の種類別の額、などを記載すること（③と④は連結報酬等の総額が 1 億円以上の者のみ）を求めていました（平成 31 年改正前開示府令 15 条 1 項、第 3 号様式・記載上の注意（38）、第 2 号様式・記載上の注意（56）a(d)）。一部とはいえ、各人別報酬額の開示（連結ベース）を強制しています。

これは平成 22 年の開示府令改正によるものでありまして、当時の金融庁の担当官の方が商事法務誌に寄稿された解説によりますと（谷口義幸「上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する

開示の充実等のための内閣府令等の改正」商事法務 1898 号 22 頁(2010 年))、その趣旨として、「上場会社の株主その他の投資者がその会社のガバナンスを具体的に評価するに当たっては、人事と報酬が重要な要素になる。このうち、役員報酬についてのより具体的な情報は、会社または個々の役員の業績に見合ったものとなっているのか、個々の役員に対するインセンティブとして適切か、会社のガバナンスがゆがんでいないかなどの観点から、会社のガバナンスを評価し、投資判断を行う上で重要な情報であると考えられるため、有価証券報告書等において開示を求めることとした」と説明されています。

報酬情報がガバナンス評価の重要要素であることを基礎に、投資判断を行ううえで重要情報に当たるという理解です。この論理に従えば、各人別報酬額の開示を強制するに当たって、報酬金額の多寡は必ずしも問題ではないはずですが、取締役の貢献度と報酬のバランスを問題にしているのですから、報酬額が比較的小さい場合には、ガバナンス情報として各人別報酬額を開示する必要はないとは言いきれないからです。もっとも、現実には、各取締役の報酬額の開示は、総額が 1 億円以上の者に限定されています。

その理由ですが、「この 10 年の間に国内外において数々の企業不祥事や不正会計が発生し、国内外の多くの投資者が多大な損害を受けたことなどを背景として、国内外の投資者のコーポレート・ガバナンスについての関心は非常に高く、その情報は投資者が投資判断を行う際の重要な情報であると考えられる」（前掲 21 頁）という金融庁の担当者の認識から推測すると、企業不祥事の裏で一部の会社役員が過大な報酬を受け取っていたのではないかという疑惑が、基準額 1 億円の背景にあったとも考えられるところです。

いずれにせよ、開示府令には、どのような手続あるいは決定を経れば開示すべき報酬額となるかについて何ら具体的な定めはありません。したがって、それは解釈に委ねられていると解するほか

なく、さきに少し触れたように、実体規律たる会社法を基礎に判断せざるを得ません。

この点、本判決は、「権限がある者が決定したとしても、取締役の報酬の決定手続が全く履践されておらず、その権限者のみが取締役の報酬に関する情報を管理していて、取締役の報酬の管理を担当する部署が全く把握していないような場合には、会社としては開示義務を果たしようがないといわざるを得ない……。特に、未払の報酬は、現実に金銭等の動きがなく、その存在を把握することが困難であることから、当該年度に所定の手続に従ってその額が決定され、将来支払われるものとして継続的に管理されているものであれば、これを開示することが必要であるというべきである。これらの事情を踏まえると、会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について決定する正当な権限を有する者が、会社の所定の手続に従って取締役の報酬額を決定し、会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されている場合であれば、会社としては当然にその取締役の報酬額を開示すべきであると考えられる」との判断基準を明らかにしました。

この判断基準を当てはめて、本判決は、「本件において、取締役の報酬について最終的に決定する正当な権限を有するAがY₁社の所定の手続に従ってAの報酬を決定し、その後もAの報酬は秘書室において継続的に管理されていたといえる」のであるから、「本件において、Y₁社は、各連結会計年度において、Aが報酬計算書に基づいて決定した報酬額、すなわち報酬計算書に記載された実際に支払われた報酬額……と未払の報酬額……を合わせた報酬総額……を、当事業年度に係るAの報酬として開示すべきであったと認められる」としました。

もっとも、会社法の観点からは、定款の定め、あるいは株主総会の決議を前提として、①会社における権限規定等に基づいて取締役の報酬について決定する正当な権限を有する者（すなわち各取締役の報酬額の配分を決定する権限を有する機関

ないし当該機関から配分権限を一任された者）が、②会社の所定の手続に従って各取締役の報酬額を決定しさえすれば、代表取締役が自己の配分額を決定する場合を含めて、適法な手続に従った処理と考えられます。代表取締役が担当部署に決定内容（各取締役ごとの配分額）を通知することまで会社法が要求しているわけではありません。代表取締役が総会及び取締役会から委任された配分権限を行使する限り、当該年度中に現に支給されるか、それとも決定されたが支給そのものは将来に繰り越されるかにかかわらず、取締役は会社に対して報酬請求権を取得することとなります（会施規121条5号参照）。これが金商法上開示すべき報酬額とされるということになるかと思えます。したがって、③会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されているとの要件は、いわば蛇足とも考えられるところです（伊藤靖史「判批」資料版商事法務459号127頁(2022年)）。

本件のAの報酬額においては、各年度の決定額のうち、支払われることなく長年にわたり累積した未払い分があり、しかも多額（現に支払われた報酬金額をはるかに上回る金額）に達していました。前述の一覧表に挙げた数字をざっと計算してみますと、未払い分について平成22年度から平成29年度までの累積額は総額91億3,300万円に上ります。ちなみに、実際にこの間Aに支払われた報酬総額は78億9,100万円ですから、12億4,200万円上回っていたこととなります。その事実、一部の人間だけが知るいわば「トップシークレット」であったようです。本判決は、この点に配慮し、Y₁社の開示義務履行可能性を要件とすることが現行法の妥当な解釈を導くと考えられたのではないかと思います（得津晶「判例セレクト」法学教室505号139頁(2022年)）。

すなわち、本判決の論理を推測するに、金商法197条1項1号の刑事責任を負うべき取締役は有価証券報告書の作成・提出の責任者と解されますから、本件の場合は、AやY₂の刑事責任については前述の①、②、すなわち会社における権限規

定等に基づいて取締役の報酬について決定する正当な権限を有する者が、所定の手続に従って各取締役の報酬額を決定したという要件と虚偽記載についての要件を満たせば、A、Y₂個人の刑事責任は成立するが、法人であるY₁社の刑事責任（金商法 207 条 1 項 1 号）を問う場合には、①、②に加えて③の要件を付加することが、法人両罰規定の過度に厳格な結果を回避するために必要とされたと考える余地があるかと思えます。これが本判決の論理ではないかと推測しました。

ただし、代表者個人が法人の業務に関して刑事責任を負うとき、当該法人もまた当然に責任を負うべきというのが両罰規定の趣旨に合致すると解するのであれば、本判決は例外的な処理をしたと解しておく方が適切かもしれません。

なお、本件では、平成 28 年度及び 29 年度には、A の報酬決定額を算入すると、Y₁ 社の株主総会が決議した取締役報酬総額の上限を超えていたようです。そうすると、両年度の A の報酬支給は、未払い分も含め、会社法上無効と解されることとなります。A だけではなく、その他の取締役報酬分も無効と解されます。これに対して本判決は、最判平成 17 年 2 月 15 日集民 216 号 303 頁を引用して、事後的に是正処理によって有効となり得ることを指摘し、金商法上開示すべき報酬額に影響しないとしました。

結論には賛成しますが、事後是正の可能性を持ち出すと、事後是正がなされない間はやはり無効と考えられ、開示すべき報酬額はなかった（報酬額はゼロ）ということになりかねません。会社法に依拠して開示すべき報酬額を決定すべしという解釈を徹底するのであれば、それも致し方なしと言えそうです。しかし、金商法の解釈としてガバナンス情報の重要性を強調するのであれば、会社法の解釈とは若干矛盾する結果とはなりますが、たとえ会社法上は無効であったとしても、会社内で支給を決定した限り、その金額を報酬として開示すべきであると考えます。無効な支給を決定するような会社の体質（ガバナンスの欠陥）を開示

することが、むしろ開示の趣旨にかなうと考えられるからです。

4) 報酬情報の重要性

虚偽記載有価証券報告書提出罪を肯定するためには、虚偽記載された情報が重要でなければなりません。本判決は、取締役の報酬情報の重要性を肯定しています。すなわち、「虚偽記載有価証券報告書提出罪の趣旨によれば、『重要な事項』とは、投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項をいうものと解される」「開示府令による『コーポレート・ガバナンスの状況』に関する情報開示の一環として、役員区分ごとの報酬等の総額開示に加え、一定額以上の報酬の支払を受けている役員の種類別の報酬等の額の個別開示を義務付けるに至った経緯及び背景事情によれば、役員の報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手がかりとなるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項であるから、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項といえる。よって、取締役の報酬等の額は、『重要な事項』に当たるといべきである」と説示しています。

まず、本判決は、重要な事項を「投資者の投資判断に影響を与えるような基本的な事項、すなわち、その記載内容によって投資者の投資判断が変り得る事項をいう」と定義しています。この定義を素直に読めば、もしも真実が明らかになれば投資者の投資判断を変える可能性がほんのわずかであっても、当該事実は開示すべき重要事項となるということになりそうです。法定開示事項は全て重要事項であるということになりそうです。

刑事責任に対する本判決の解釈を民事責任の領域に敷衍すると、金商法・開示府令において具体的に開示を求められている項目以外にも、投資判断へのわずかな影響を理由に、誤解を生じさせないために必要な事実とされ、開示すべき重要事項

に該当するという解釈につながりそうです（金商法 17 条本文参照）。開示義務をこのように幅広く解釈・運用することの妥当性が問われねばならないと考えます。

懸念されることとして、開示責任を問われる会社や取締役らは、安全第一とばかりに、開示情報の量をむやみに増やす可能性が指摘できます。そのような事態は、投資者にとって歓迎すべきこととは思われません。情報が多ければ多いほど投資者保護に資するという発想は、採るべきではないと考えます。むしろ、本判決の立場とは異なり、投資者の投資判断に必要な情報が提供されるよう保障するため、虚偽記載有価証券報告書提出罪との関連で、開示すべき重要事項は「その記載内容によって投資者の投資判断が変わる蓋然性が高い事項」をいうものと狭く考えるべきであろうと考えます（藤林大地「判批」金融・商事判例 1660 号 12 頁(2023 年)参照）。

第二に、本判決は開示すべき情報を広く捉える立場に立つので、その結果として、取締役報酬の開示を、その虚偽記載は刑事責任の対象となる重要事項に該当すると解釈しました。その理由付けを見ると、「役員の報酬等に関する情報は、投資者が会社のガバナンスの状況を評価する重要な手がかりとなるものであり、その評価を基に投資判断を行うことが想定される事項」であることを指摘しています。これは前述した金融庁担当者の解説をそのまま取り込んだ見解であるように思います。もっとも、果たしてこのように言い切れるのか、疑問の余地があると思います。

確かに、前述したように平成 22 年改正は、リーマンショックの反省を踏まえ、コーポレート・ガバナンスに係る情報が開示すべき事項に当たるという認識の下、取締役の各人別の報酬額の開示を一定限度で実現しました。開示項目に規定された以上、会社は開示すべき義務を負います。高額報酬批判が妥当かどうかはともかく、各人別の報酬金額を太陽の光の下にさらせば、それなりに牽制効果があるのかもしれない。

もっとも、開示義務違反に対して刑事罰をもって臨む趣旨を、虚偽情報によって投資者の投資判断をゆがめ、適切な価格形成、資源配分を妨げる危険性に求めるのであれば、刑事罰が科される開示項目はおのずと限定されると解する余地があると思います。例えば粉飾決算に係る情報は、企業の経営成績に係る数値情報ですから、投資者の投資判断が変わる蓋然性が高い事項であり、したがって、その虚偽記載は刑事罰の対象となることにほぼ異論はないかと思えます。一方、開示項目に掲げられているとはいえ、コーポレート・ガバナンスに係る情報、あるいは今後開示が求められると予想される気候変動関連情報などは、一部の「意識の高い」投資者（一部の機関投資家等）はともかく、平均的な投資者にとって投資判断を変える重要な情報と言えるかどうか、慎重に検討しなければならないのではないかと思います。

端的に言って、A が支給されていた報酬金額と Y₁ 株式の投資判断の関連性が、報告者には明確とは言い難いところです。平均的な投資者の関心は、企業価値に直結する Y₁ 社の収益力や成長性、同社の経営戦略の成否ではないでしょうか。本判決は、報酬情報が重要情報であることを一応説明はしているものの、結局のところ、開示項目であることを根拠にストレートに重要事実という結論を引き出しているようには読めるわけですが、企業価値との関連性については言及はなく、疑問が残るところです。

この点、大株主情報の虚偽記載が論点となった西武鉄道事件において、かつて東京地判平成 17 年 10 月 27 日 LEXDB 文献番号 28135404 は、「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、80 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 88 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、コクドの株式保有数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」と説示しています。

上場廃止という深刻な事態を考慮すれば、真実が明らかにされることにより、虚偽記載の影響下にあった場合と比較して、投資者の投資判断が大きく変わることは当然予想されることです。投資者の投資判断に及ぼす影響を基礎に情報の重要性を判断したこの東京地裁の平成 17 年判決の判旨は、私には説得力があると思われま（梅本剛正「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？」証券レポート 1725 号 44—45 頁(2021 年)参照)。

5) 虚偽記載と不記載の区別

金商法 197 条 1 項 1 号は、刑事罰の対象を重要情報の「虚偽記載」に限定しています。不記載や、一応真実ではあるが全体として見ればミスリーディングな開示は、少なくとも刑事罰の対象とはしていません。この点、本判決は、「金商法が両者を区別しているのは、不記載の場合は、投資判断における重要な事項について情報を投資者に提供しなかったにとどまる一方で、虚偽記載の場合は、投資判断における重要な事項について真実に合致しない情報を投資者に提供する点において投資判断を誤らせる危険性がより高いことから、悪質性が高く、刑事罰をもって抑制すべきと考えられるからである。このような両者の差異に鑑みれば、真実に合致しない情報を提供したと評価される場合には『虚偽の記載』があるといえるものと解される」と説示しています。

もともと、不記載の場合も、投資者は記載されている事項のみが存在すると信じると考えられますから、その意味で「真実に合致しない情報を投資者に提供する」効果が認められ、虚偽記載と実質的に異なるところはないという反論は一理あります(藤林・前掲 10 頁)。そうすると、不記載は「投資判断における重要な事項について情報を

投資者に提供しなかったにとどまる」とは言えません。この点で、本判決の解釈には疑問の余地があります。

ただ、虚偽記載と不記載を区別している現行法の解釈としては、本判決が示唆するように、虚偽記載に該当するためには、単に真実に合致しない情報を提供したにとどまらず、虚偽の情報を積極的に市場に流布する行為の悪質性に着目し、当該悪質性が刑事罰に値すると考えるのが妥当ではないかと思ひます。

そして、記載事項の性質や虚偽の程度において投資者の投資判断に著しい影響を与えると評価できる場合に、そのような虚偽の記載が刑事罰の対象たる「重要な事項についての虚偽の記載」に当たると解すべきでありましよう(黒沼悦郎・金融商品取引法【第 2 版】(2020 年)212 頁)。不記載という不作為によって投資者の判断をゆがめることも刑事罰に値すると評価し得るわけですが、虚偽記載と不記載を区別することは立法政策に関わる問題でありまして、本判決の批評から外れるので、これ以上立ち入ることはいたしません。

ところで、仮に本判決が説示するように、A の報酬額の記載が投資者の投資判断に影響を与える重要事項であると解する立場に賛成するとして、そして投資者は、現に記載されている報酬額以外に A に対して支給される(ことが決定済みの)報酬額は存在しないと誤解させられたとすれば、これはもはや記載の欠落(不記載)にとどまることはなく、虚偽記載と解すべきことになるのでありましようか。

判旨のように、A の報酬欄を見たときに投資者が受け取る印象を問題とする場合、A は確定額金銭報酬のみ支給されていたことは開示されていたわけですから、そこに未払い分も合わせて開示されているはずだという認識を投資者が持ったという判旨の解釈は、不自然だと思われま。投資者の認識としては、A に現に支給された報酬金額が開示されているということであつたのではないでしようか。すると、投資者の認識と開示内容は

致していたということになりそうです。それでも、投資者がなお誤解させられたのであれば、その原因は未払い分の不記載にあるということにならないでしょうか。

もっとも、先ほど「事案の概要」で紹介した「所定の計算を行って機械的に算定された報酬総額」の「計算式」は、投資者には全く明らかにされていなかったうえ、Aの未払い報酬額は、前述のように長年にわたって多額に上っていました。しかも、今日ここではご紹介はしていませんが、蓄積された未払い報酬額は、いずれ何らかの方法をもってAに支払われることが関係者の間で画策されていたようです。これらの事実から見ると、事案の悪質性は重大であったと評価できそうです。

不記載ではなくて虚偽記載と判断された実質的な根拠は、このようにして不記載という評価にとどまらない本件の情報秘匿の悪質性にあったのではないかと考えます。本判決の立場に立って、報酬情報は重要情報であるということを前提とすれば、この虚偽記載罪成立は、本件の事案を見ればそれなりに説得力があるように思います。

6) 結語

本判決は、未解明な論点を含む重要事件に対して、裁判所として一定の解釈を示しました。ただし、判旨には肯定できる部分だけではなく、報告者には疑問の余地が残る部分も少なくありません。

雑駁な報告で大変恐縮ですが、以上で報告を終わらせていただきます。ご教示のほどどうぞよろしく願いいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○川口 志谷先生、ありがとうございました。それでは、残りの時間、どこからでも結構ですので、ご質問、ご意見があればお願いしたいと思

います。

## 【報酬情報の重要性】

○前田 貴重なご報告をいただき、どうもありがとうございました。

レジュメ8ページ以下の「報酬情報の重要性」について、私も、どれだけの額の虚偽記載かということに関わらず、ともかく報酬に関する情報は一律に重要事項であって虚偽記載に当たるとするのは、行き過ぎではないかと感じました。投資者の投資判断への影響が問題になるわけですから、実質的にどれだけの額の虚偽記載かということの問題にせざるを得ないのではないかと思います。

ただ、志谷先生は、恐らく基本的にはそのようなお考えに立たれているとは思いますが、この判決は結局企業価値との関連性について論じていないということで、虚偽記載という判断をしたことについて批判的なお考えを示されました。

しかし、本件の場合は、未払い分の額は非常に大きくて、既払い分よりもむしろ多い。そしてこの開示制度の趣旨は、立案担当者が言っていますように、報酬に関する情報が、企業価値といえますか、直接に株価に影響を与える情報だから開示させるというよりは、むしろ投資者にとって会社のガバナンス状況を知ることが投資判断を行ううえで重要だからということだと思いのです。特に直接の企業価値だとか株価への影響は問題にしないでいいのではないのでしょうか。

そうすると、結局結論としては、本件のように巨額の未払い分があれば、重要事項と見ていいのではないかと思ったのですが、いかがでしょうか。

○志谷 ガバナンスに関する情報が投資者の投資判断にとって重要であるということ、私も一律に否定しているわけではありません。もっとも、意識の高い投資者の方であればそうなのかもしれないけれども、何が平均的なのかと言われると難しいかもしれませんが、一般の投資者を想定すると、本件のAに支払われた報酬額が投資判断に影響したのだと言われると、肯定しづらいところが

あるなというのが私の基本的なスタンスです。

確かに先生のおっしゃるように、市場に積極的に多額の未払い報酬額を秘匿しておいて、それで関係者の間ではそのうち何とかAに支払いをしようと画策していたようですから、そういうことを考えれば、投資者を、市場をだましたと、そういう価値判断の基にこの判決は書かれたというのであれば、そうかなとは思いますが、少し元に戻れば、当該情報の重要性が構成要件とされているわけですから、報酬額情報は重要情報にあたることをもう少し丁寧に論述していただいた方が理解しやすかったかなというのが私の感想です。

○前田 どうもありがとうございました。

### 【報酬とガバナンスとの関係】

○川口 最近「攻めのガバナンス」とか言われ、報酬はその中核になっています。この点の認識が昔よりも強くなっていると思うのです。例えばインセンティブ報酬を開示させるようになってきていますが、これは将来的に企業価値に影響してこないのでしょうか。インセンティブ報酬を与えることによって企業価値を上げるという方向性もあり、報酬が企業価値と関連性がないとは言いきれないという気もします。

○志谷 ただ、インセンティブ報酬を与えることが目的ではなくて、恐らくそれによって企業業績を上げるということが目的なのでしょうから、インセンティブ報酬を与えたけれども、肝心の業績は上がってませんねということであれば、それによって投資者が、この株は買いたというふうに考えるかどうかというのは、ちょっと私は慎重に考えたいなという立場なのですけれども。

○川口 インセンティブ報酬の付与によって、企業価値が上がり得るというふうに判断する投資家もいるのではないかと、その意味で、投資判断に影響するのではないかとということなのですが。

○志谷 なるほど。インセンティブ報酬が付与された事実を見て、あるいは積極的に評価をされる投資家もいるのかもしれませんが、イン

センティブ報酬の付与がどの程度会社の中長期的な業績に影響を与えるものなのか、疑問があります。いずれにせよ、報告の中で、報酬とガバナンスの関係についての本判決の論理を分析すべきだったですね。

○川口 別の視点ですが、これまでも、ストックオプションなどを大量に与えると過度に短期的なものに企業の経営が向かわないかということも懸念されてきました。このような観点からも、投資判断において重要で、報酬内容を開示させる必要があるという説明もなされていたと思います。この点からも、投資判断への影響は無視できないのではないかと思った次第です。

○梅本 ご報告ありがとうございました。

私は報酬情報の重要性について、志谷先生のご報告内容に賛成です。ガバナンス状況の開示が重要かどうかというお話ですけれども、投資者の投資判断ということであれば、真実の有価証券報告書と虚偽の有価証券報告書の両方を見比べて投資判断が変わるかどうかということではないかと思うのです。そうであれば、例えばインセンティブ報酬の開示がまったく重要でないとは申しませんが、その内容によって投資判断が変更されることはそうそうないと思うのですね。

ガバナンス情報の虚偽記載一般について基本的に重要な事項だと説かれる方がよくおっしゃるのが、虚偽記載をするというのはその会社のガバナンスがゆがんでいる証拠だ、だからこれは重要な事項なのだという理屈です。しかし、そういった判断の仕方というのは、私はおかしいのではないかと思うのです。そんなことをいえば、虚偽の程度が非常に軽微であっても「重要な事項」になってしまうのではないですか。

同じことになるかもしれませんが、志谷先生がおっしゃったことで全くそのとおりだと思いたしたのは、判旨が役員報酬が開示項目であることを根拠にストレートに重要事実という結論を引き出している点に疑問を提起された点です。197条1項1号は、有価証券報告書の記載事項の中で「重

要な事項」について虚偽の記載があることを構成要件にしており、ここは重要性にさらに絞りがかかっているはずだと思うのです。判旨のように言うのであれば、法定開示事項というのは全て重要な事項になってしまいおかしな解釈をしていると私は考えます。

#### 【非財務情報の開示への影響】

○梅本 あと、コメントなのですが、レジュメ 8 ページの下の方で志谷先生が指摘しておられますように、重要事項というもののハードルを過度に下げってしまうと、上場会社は重要かどうかは分からないから、とにかく開示しちゃえとなって、情報の洪水に投資者がのみ込まれてしまうことが懸念されます。これはベーシック事件判決で指摘されていた比喻だと記憶します。確かにそういう側面もあると思うのですが、現実には日本で問題になるとすると、非財務情報を充実させて分かり易く開示せよと言われているけれども、上場会社としては重要な事項について虚偽記載をしたと見られるのは嫌だから、なるべく少なく開示しようという、情報開示の萎縮効果の方が問題になるのではないかという気がします。

#### 【総会決議を超える報酬額の効力とその開示】

○梅本 最後に、藤林先生が説明しておられるところで一点、私はどう考えるべきか迷っているのですが、レジュメ 7 ページに書いておられるように、平成 28、29 年度の報酬は総会決議の枠を超えています。藤林先生は、もし真正の開示がなされていたならば、28 年度、29 年度については、投資家としては、Y<sub>1</sub> 社は総会決議を超えた報酬を取締役に対して支給しているとのメッセージを受け取ることになるのではないかと指摘されます。西武鉄道事件と同じに考えるのがいいのか、そうでないのかはよく分からないのですが、確かにそういう側面はあるなと考えているのですが、これが重要な事項に該当すると言えるのかどうか。ガバナンスのゆがみというか、総会決議を超える報

酬をもらっている、ということがどう評価されるのか分からないのですが、こここのところの先生のお考えをお聞かせいただければと思います。

○志谷 会社法の解釈を徹底してやったら、それこそ報酬額ゼロになってしまって、ゼロと開示するのが正しかったということかもしれませんが、むしろその超えた分を開示させるというのが、ガバナンス情報としての重要性ということを強調するのであれば、むしろこういう欠陥があるということが具体的に分かるようなところを開示させた方が、投資家にとっては、これは売りだというふうな投資判断につながるかなと思います。

○梅本 どうもありがとうございました。

○川口 確認なのですが、株主総会で決議した報酬額の上限を超えて報酬が支払われた場合、それは全部無効になるのですか。超過分が無効になるというのではなくて、全部無効になるわけですか。

○志谷 私は全額無効かなと思っていたのですが。

○川口 超過額が無効になるという考え方もあり得ると思いますが、皆さんいかがでしょうか。ゼロになるのですかね。

○前田 数量制限とか金額制限を設ける規制には、そういう問題がついて回りますよね。超えた分だけ効力を否定するのか、それとも一個の行為としてされたものは全部が無効になるのか、考え方は両方あるのでしょうか。

○志谷 取締役全員の報酬も全てゼロになるというのは行き過ぎた解釈でしょうか。

○川口 超えた分の割合で減額されていくと考える方が、私は素直なような気がします。

○志谷 それは、全員にその分カットするという解釈ですか。

○川口 はい。

ほかに、今の点でも結構ですし、別のところでもご意見をいただければと思います。

#### 【虚偽記載と不記載の区別】

○久保 一点、レジュメの 11 ページになろうかと思いますが、報酬額の表示のところが確定額金銭報酬のみ支給されていたことは開示されていたのに、それに対して未払い額も含めて開示されているはずだという認識を投資者が持ったという判旨の解釈は不自然だという志谷先生のご見解は、私も賛成でして、ここでやられていることは、虚偽記載ではなくて、実は不記載なのではないかという気がするのです。

ただ、そうすると問題なのは、197 条で処罰の対象になっているのは虚偽記載だけでして、不記載と評価されるのだとすると、罪刑法定主義の問題が出てくる可能性があるのではないかという気がします。ところが、志谷先生は、最終的には判旨の結論やむなしみたいな判断をされているように見えるのですが、そうすると、実は不記載ではないかという問題をどういうふうに乗り越えて解釈すればいいのかという問題が出てくると思うのです。この点、志谷先生はどのようにお考えなのか、お聞かせ願えたらと思います。よろしくお願ひします。

○志谷 虚偽記載と不記載の違いというのは、結局虚偽記載というのは、虚偽の情報を積極的に市場に流すこと、その悪質性が、可罰性といえますか処罰の根拠になっているのではないかと思います。そうすると、この事案を見れば、まさに長年にわたって多額の未払い報酬額を秘匿していたということの悪質性、つまり、これだけしかAさんはもらっていないのだと言っていた額よりもずっと多い額が未払いで残っていて、しかもそれを何とか配分しようと関係者が動いていたというような悪質性を総合判断して、それは不記載ではとどまらなくて、虚偽情報を流布したのだというようにこの判決は判断したのではないかと思います。これは私の推測ですけれども。そして、そのように推測される判決の論理は、それなりに私は理解できるという立場です。

以上です。

○久保 分かりました。ありがとうございます。

#### 【総会決議を超える報酬額の効力】

○飯田 ご報告、ありがとうございます。

まず、川口先生がおっしゃっていた超過額のとときの処理の話ですけれども、私も超過額の部分だけが無効なのかなと思っていました。超過した部分を各取締役の報酬額の例えば割合とかで計算して割り振って、その分だけ減らせればいいと理解していました。

#### 【報酬に関する会社内部の意思決定】

○飯田 ご報告への質問は、レジュメ 8 ページの上の方のところで、限度額を超えていることについて会社法上無効だという話についての志谷先生の積極的なご意見として、金商法の解釈としてガバナンス情報の重要性があるというところを強調されているというふうに理解しました。それとの関係で、判決要旨の< 1 >のところでは、そもそも決定をする権限があるかどうか議論されていて、会社における権限規定等に基づいて決定する権限があるといった議論があると思うのですけれども、これは基本的には、株主総会決議を前提に取締役会決議を経て一任されているという会社法的に正当な権限があるというのを前提にしている、まさにこの人たちに決定権限があったのだという、そういう流れになっているわけです。しかし、株主総会決議で定めた報酬総額の枠を超えているというときに、このAさんは正当な権限を持っていたと言っているのでしょうか。ここも、会社法の観点から言ったときに、その枠を超えるようなことを決定する権限を持っていたとは言にくいような気がしまして、そうすると、金商法的な観点から、ここも修正しているというようなご理解をされるのかというのが質問です。

併せて、他方で検察官の主張だと、より実質的にみていて、実質的権限があれば、その人が権限者なのだということを検察官は主張したようなのですが、この裁判所は、そこまで行くと言き過ぎだというようなことで、金商法的に修正す

るという発想は必ずしも採っていないように思えて、そのあたり、志谷先生はどのようにご理解されているか伺えればと思います。

○志谷 私の理解はどうかということですが、裁判所は、基本的に会社法の解釈を基礎にしていると思います。ただ、先ほど申し上げたように、何か会社内部で継続的に管理されているというのは、会社法の視点から見たら要らぬことかなとは思ったのですが、そこを除けば、権限のある者がその権限を行使して配分を決めたのだから、会社法上は有効であると。ただ、その正当な権限というのは、総会の枠取りの範囲内でありますから、それを超えると、先ほど議論がありましたけれども、やはり無効という評価を会社法上はせざるを得ないと思います。

ただ、報告の中で申し上げましたように、会社法の解釈を貫くとすると、取締役には与えられた権限を超えて支給された報酬はそもそも開示すべきことになるのかどうかということもよく分からなくなってしまうのですけれども、そこは、金商法の趣旨で修正するのはありじゃないかというように私は考えました。

それから、検察官の主張ですが、会社法の解釈を基礎にするという裁判所の態度は私も共感するところでありまして、そうすると、検察官の主張はそれをも超えてしまうことになってしまい、賛成しかねると。これは金商法での問題だといっても、全く会社法の解釈を度外視して、金商法はかくあるべしということで行ってしまうというのは、行き過ぎではないかというのが私の立場です。

○飯田 よく分かりました。

#### 【両罰規定の解釈】

○黒沼 3つほど質問ないし意見があるのですが、まず第1点は、今も話題になっていた報酬の決定についてです。ここでは、会社の所定の部署において取締役の報酬が継続的に管理されているという要件を裁判所は書かせていて、それについて疑問もあるけれども、志谷先生は、法人の責任

を問うときにこれが必要になるから、これを付加したのではないかと分析されています。

私は、それ以前の①、②だけで足りると思っています。法人の両罰規定については、明文の規定はないのですが、法人を処罰するには少なくとも過失が必要であるというのが刑法での議論のようです。そうすると、権限のある者が決定したが、決定した者以外の取締役が知り得ないことであつたような場合は、③も要件にしてしまうと、当該決定した人も処罰の対象や開示義務の主体にはなくなってしまうのですね。それに対して、法人については、今のような場合には、過失がなかったということで免責させることができるように思うのです。そうすると、3つ目の要件は要らないのではないかと。これは意見かもしれませんが、もし先生のコメントがあればお願いしたいと思います。

#### 【総会決議を超える報酬額の効力】

○黒沼 第2点は、取締役の報酬額が限度額を超えていた場合、志谷先生は、判旨は、事後的に是正処理によって有効となり得るということを目指して、それを梃に金商法違反を導いているとされました。そして、ご自身のご意見としては、会社法上無効であっても、会社内で支給を決定した限り、その金額を法人として開示すべきであると言われました。しかし、この点は、裁判所もそのように述べているのではないのですか。

確かに、事後的に承認できるということも言っているのですが、その後の方で、取締役の報酬等の決定過程とその内容がガバナンスの状況を反映したものと言うべきであるから、その決定内容をそのまま開示することが金商法及び開示府令の立法趣旨・目的にかなうものと解されると言っているのですね。これは、報酬が無効であっても、開示義務の対象になるということ述べているのではないかと思います。だから、志谷先生と同じことを判旨は言っているのではないかと思うのですが、その点はいかがでしょうか。

### 【虚偽記載と不記載の区別】

○黒沼 第3点は、虚偽記載か不記載かという点です。この点は、まずこの事件では、「支払われた報酬額は次のとおりである」と記載されていたということから、被告人の側で不記載だという主張が出てきたのですが、その支払われた報酬の中に「報酬総額」と「金銭報酬」以外に「株価連動型インセンティブ受領権」の欄が設けられていて、この欄が設けられていたということは、誰か取締役で受け取った人がいるのでしょうかけれども、Y<sub>2</sub>については、それがゼロとか、横棒が引かれていたということなのですね。そして、その注に、このインセンティブ受領権の金額は支払いが確定されたものではないというふうに書いてあると。裁判所はこれを全体的に見て、これは、ほかの人はインセンティブ受領権のところ書かれているのだから、支払われる予定の額も含めてここに記載したものであって、そうすると、これは不記載ではなく、虚偽記載だというふうに判断したのだと思います。

ですから、この注の読み方が実はすごく問題になっていて、被告人側は、それは支払われた報酬ということの例外をなしている記載なのだと言っているのですけれども、注の記載と本文とが矛盾していて、それを全体としてどのように評価するかということかなというふうに思います。

ただ、今の点は、不記載か、虚偽記載かというのは、ご報告の中で私のテキストも引用していただいているのですが、その引用していただいた箇所は、虚偽記載の重要性について書いたものであって、重要な不記載は虚偽記載になるという趣旨で書いたものではございません。やはりこの両者は分けなければいけないと思うのですけれども、それはやはり有価証券報告書の報酬欄の記載を全体として観察したときにどう解されるかということから解釈していくのが王道かなというふうに感じています。

いずれも質問というよりもコメントのようなも

のになってしまって申し訳ないのですが、よろしくお願いします。

### 【両罰規定の解釈】

○志谷 まず最初のお話ですけれども、法人両罰規定で法人の過失が問題になるのだというお話でした。法人の過失をどのように捉えるかについて、例えば法人の使用人が虚偽記載の主体である場合は、当該使用人に対する法人の監督が十分になされていたかどうか問題となるでしょう。もっとも、この事件では、代表者のAやY<sub>2</sub>が虚偽記載の主体でしたので、法人の過失を考える実益がないようにも思えます。

そうすると、結局は、AやY<sub>2</sub>が提出の責任者ですから、その人たちにまず罪が成立してしまえば、それに引きずられて法人も一緒に両罰規定で罰金という結論になりはしないでしょうか。

○黒沼 そこは、またさらに議論が分かれるところで、報酬について管理がされていなかったとか、あるいはその部分については管理されていなくて一部の経営者が暴走したというようなときに、法人の過失が否定される場合もあるのではないかと私は思います。

○志谷 それは、代表取締役が暴走していても、過失なしという解釈につながるということでしょうか。

○黒沼 そうですね。事案次第だろうと思うのですけれども。

### 【総会決議を超える報酬額の効力】

○志谷 それから、2点目のご質問については、事後的に有効とし得るという最高裁の判例が引用されていたので、私は、事後救済の可能性があるのだから、たとえ総枠を超えていても、開示すべき金額に含まれていたのだというのが裁判所の判旨かなというように理解しております。先ほど黒沼先生から、その後別のことを言っているよとご指摘があったので、ちょっと今、それは見落としていたのかどうか、もし見落としていたら申

し訳なかったのですけれども、結局、裁判所は事後救済の可能性をやはり主として考えていたというように私は理解しておりました。

○黒沼 事後救済の可能性は、会社法と金商法では異なって解釈することがあり得るとい根拠として挙げられていて、そして裁判所は、金商法の解釈に照らして判断すべきものと考えたうえで、今のように会社法上無効であっても、金商法上は開示義務の対象になるというふうに言っていると、私は理解しました。

○志谷 なるほど。結局それは、金商法の趣旨から判断するという立場だということですね。

○黒沼 そうですね、はい。

### 【虚偽記載と不記載の区別】

○志谷 3点目のご質問についてですが、私は、先ほど報告でも述べましたように、Aに対して支払われていた報酬は確定金銭報酬だけだと開示されていたということと、そのほかの取締役についてはインセンティブ報酬も付与されていたということから、Aについてもそのような未払いの額が本来はあるはずだけれども、書いていないのは、その種の未払いの額はないのだと投資家は受け取るだろうという本判決の解釈は、不自然じゃないかと指摘をしました。そして、先ほども言いましたけれども、所定の計算式の計算式とは何かというのは不明ですけれども、むしろ投資家はAにはインセンティブ報酬は与えられていないのだと認識していたのではないかと。その認識どおりの開示がされていた、しかしそれは多額の未払い報酬を秘匿した悪質なうそだったということで、不記載ではなく、虚偽記載が成立するという理屈になるのではないかと思うのですが。

○黒沼 分かりました。ありがとうございました。

○川口 ところで、志谷先生が最後におっしゃった、不記載なのだけれども、情報秘匿の悪質性があると、虚偽記載になるというのは、一般的な考え方なのでしょうか。

○志谷 いや、それが一般的な考え方かどうか自信はないですけれども、この判決を読んだ私の印象としては、やっぱり事案の悪質性が最後まで裁判所の判断に影響をしたと思います。だから刑事責任を負うべきだという結論になっているんじゃないかと思ったわけです。だから、悪質性があれば、本来は不記載でも虚偽記載になるのかと言われても、はっきりしたことは申し上げられません。ただ、この裁判所の解釈は、単なる不記載に止まらない、積極的に秘匿しているというか、要するに本来開示すべきであったものが開示されず意識的に秘匿されていたのだという線で虚偽記載という評価がなされたということです。

○川口 不記載と虚偽記載は異なると解されていますので、不記載で何があれば虚偽記載になるのかという点が知りたかったところです。背景には悪質性がみられる場合に、判決は、少し、ねじ曲げた解釈をしているのではないかということですかね。

○志谷 ねじ曲げられたとまでは言わないけれども、無理な解釈ではないかとは思いました。

○川口 分かりました。

### 【事業リスクの開示】

○石田 不記載と虚偽記載に関して、本件の事案とは離れてしまって申し訳ないのですが、気になっていたのが、事業等のリスクといった開示項目がありますけれども、例えば会社としてはゴーイング・コンサーンに関わるような重大な事実だけれども、これを発表すると、投資家の判断は大きな影響を受けるだろうということでもちょっと出せないなど。そこで、「なし」とか、「事業等のリスクはございません」というような記載をした場合、こういうのはやはり虚偽記載と評価してよろしいのでしょうか。それとも、こういうのも不記載と評価されてしまうのでしょうか。

○志谷 そのリスクというのは、まさにケース・バイ・ケースなんでしょうけれども、コクドと西武鉄道の関係は、これ、事業リスクと言えば

リスクですよ。88%も特定の者に握られていて、これが明らかになったら廃止ですよ。そのような場合は、これはもう重要情報の虚偽記載だという話になるのではないのでしょうか。

でも、リスクっていろいろとあるわけだから、開示しなかったから直ちに虚偽の情報開示になるのか、あるいはそこまでいなくて不記載と評価されるのか。それは民事では責任になるかもしれないわけですが、刑事責任を負わされてしまうのかどうか、私、現時点で自信を持ってお答えできないですね。

○石田 分かりました。また考えてみます。

### 【会社法上の効力と記載義務との関係】

○齊藤 本日は貴重なご報告をいただきまして、ありがとうございます。大変勉強になりました。

私の方からは、2点ないし3点ご質問いたしたく存じます。

1つ目は、議論になっている会社法上の効力と記載義務との関係でございますが、会社法上の行為の有効性が有価証券報告書の開示義務をかならずしも左右すると考える必要はない、と考える余地はないのでしょうか、というご質問です。今回のケースであれば、当事者がこれは有効な報酬だと認識して支給したら、報酬として記載しなければならないのであり、それが事後的に、あるいは客観的に実体法上有効でないとなれば、それに応じた事後処理をすることになるわけで、またその時点でその事後処理について開示をするべきことになる、と考えるわけにはいかないのでしょうか。そのようにしていきませんと、有価証券報告書の非財務情報にかかる記載事項には、様々に実体法上の効力が問題となるものはありうるわけですが、最終的にそれが有効かどうかは司法で判断してもらわなければ誰も確定的に言えないという点とうまく折り合いをつけられないのではないかと、思われるのです。

当事者が有効な行為であると思って行っているのであれば、その旨を市場に報告することで必要

十分なのではないか。有価証券報告書は、行為の効力について登記官によるチェックがあり、一定の法的効力と結びつけられる登記とはまた違う制度で、当事者が市場が必要とする情報を報告し、その内容について事前に公的なチェックは受けないのですから、先ほどのような考え方も、あり得るように思われるのですが、いかがでしょうか。

### 【虚偽記載と不記載の区別】

○齊藤 2つ目ですが、不記載と虚偽記載に関する点ですが、私自身も非常に難しい問題だとは思いながらお聞きしておりました。今回のケースは、確かに一部記載されていないに留まるのは事実だけれども、虚偽記載として捕捉したかったという裁判官の考えも分からないわけではなく、その根拠として、悪質さなどの要素を加えて一般的な不記載と区別する必要があるのかもしれないという点について、なるほどなと思いました。

その点について2点質問がありまして、1つ目は、その悪質さというのは、客観的に、例えば全体として見れば誤解を生じさせるような記載になっているというものなのか、あるいは誤解をさせる意図まで要するのかという点です。例えば今回の場合に、Aが巨額の報酬を自分が手にする地位にあるということを市場に知らせたくなかったという主観的な事情ゆえに、記載事項を操作したというようなことが認められて初めて虚偽だと言えるということなのか、先生はどのように捉えていらっしゃるかお聞きしたいというのが後半のご質問の1点目です。

2点目は、不記載という場合に、例えばある項目の記載が全く落ちていると、投資家としてはその情報が欠けている、その点について何も情報が提供されていないということを知ることができるわけで、そういう意味で不記載というものに対する可罰性は低いといえるかもしれません。しかしながら、一部だけ開示をする、しかしその全体像を理解するために決定的に重要な一部は非開示にするという操作が行われますと、投資家はある情報が多少

でも開示されている以上、不記載を知り得ず、開示されるべきものは全てそこに開示されているように、期待ないし誤解するわけで、このような場合には、一部の不記載ではなく、虚偽記載として捉えるという考え方はあり得るように思われるのですが、この点についていかがでしょうか。

#### 【会社法上の効力と記載義務との関係】

○志谷　まず最初のご質問ですけれども、例えば今回で言えば会社法上の手続は一応横に置いて、当事者がこれはAの報酬だと決めたら、それは開示したらよろしいというお立場だと理解したのですが、私としては、どうしても会社法の手続にこだわりたい方なので、それは一切なしで、Aが自分の報酬はこれだ、10億だとか言って決めて、支給したのであるから、だからそれを開示するとかいうところまでは、私自身はそこまで割り切れないという立場です。通常ではない異常なケースを念頭に、会社法の手続に捉われないで金商法の開示をすべきだと考えるのではなく、むしろ通常のケースを念頭に、会社法の手続に従って支給額が決まり、支給額を開示すれば金商法上も適法になる。会社法上の効力と記載義務との関係を、以上のように考えております。

#### 【虚偽記載と不記載の区別】

○志谷　2つ目の質問の最初の方ですけれども、悪質さというちょっとつかみどころのないようなことを申し上げたのですが、基本は客観的なものじゃないでしょうか。

例えばこの事案で言えば、やっぱり9年ですか、長きにわたって、私の計算が正しいかどうか分からないけれども、90億も隠していたというそのことの悪質さというのがやはり客観的にまずあって、そのうえでAが、自分がそれをもらっているのがばれると都合が悪いなという主観的な面ももちろんあったのでしょうかけれども、基本はやはり客観的なところでまず押さえたらよろしいのではないかというのが、私の立場です。

それから、もう一つの不記載と虚偽記載の違いで、一部開示だと、ところが決定的に重要な事項が隠されていたと。これは虚偽記載ではないのかというご質問かと思いました。

確かに、そのようなことをする会社が出てきそうなのだけれども、一部しか開示されていなくて、全体として見ると投資家をミスリーディングしてしまうというのは、本件で問題としている虚偽記載とは違うのではないかと。例えば金商法17条の文言のような民事の責任だと、それも責任の根拠にはなるだろうけれども、197条の文言から言うと、それは採れないなというのが私の今の立場です。また考えてみたいと思います。ありがとうございました。

○齊藤　ありがとうございました。

○行澤　先生方のご質問でさらに考えさせられたわけですが、そもそも裁判所が虚偽記載なのか不実記載なのかということについて述べているところで、レジュメ3ページの<3>で、不記載と虚偽記載の違いというのは、不記載は、投資判断における重要な事項について情報を当事者に提供しなかったにとどまるもので、虚偽記載は、重要な事項について真実に合致しない情報を当事者に提供することだと言っているのですが、重要事項について情報を当事者に提供しなかったという不記載というのは、基本的には、情報全体として真実に合致していない、真実ではない情報を総体として述べていることになるのではないかなと思って、そういう意味では、この裁判所の判断基準で不記載と虚偽記載が明確になったとすることができるのかなということがちょっと疑問でした。すみません、志谷先生、その点についてお答えいただければと思います。

○志谷　これは決して明確になったとは言えないのではないかと思います。投資家に対する効果としては、不記載も、やはりミスリードしたという点では違法性がある行為だろうと思います。ただ、現行法は虚偽記載と不記載とを区別しております。その立法政策の是非は、ここで私が申し上げ

げる立場ではございませんので、何も申し上げませんけれども、この点判旨は、虚偽記載と不記載を区別しようと判断基準を一応立てたとは言っても、理論的に見て両者を明確に区別できたとは言えないと思います。

#### 【開示すべき報酬等の意義】

○行澤 ありがとうございます。

もう一つ、5ページ、金商法上、特に当時の開示府令で言えば、「財産上の利益であって、当事業年度に係るもの及び当事業年度において受け、又は受ける見込みの額が明らかになったもの」が「報酬等」ということになっていて、そういう意味では、報酬等ということに関するAさんの報酬欄についてはやっぱり不正確というか、見込みの部分というのが書かれていないわけですね。そうすると、開示書類に既に支払われた金額がこれこれであると書いているところが確かにミスリーディングだと思うのです。それを不記載と言うのではなくて、虚偽記載だというふうに持つていくための論理として、志谷先生は悪質性とかいろいろ要るんじゃないかということですが、そこはどうなのでしょう。ここは虚偽記載として、本当に虚偽記載にふさわしいものになっているのでしょうか。

○志谷 行澤先生が今読み上げていただいたところで言えば、いつ支給されるかはともかくとして、支給される見込みが決まっています、それが累積していたと。それを開示していなかったということになると、不記載になってしまいそうですね。

○行澤 そうですね。それが虚偽記載になるかどうかですけれども。

○志谷 裁判所は、積極的に投資家をだましたと、そして虚偽記載になると判断したわけですが、私はその理屈が不自然じゃないのかなと思ったのです。その上で、裁判所が言うように、なお不記載ではなくて、可罰性のある虚偽記載だと言おうとしたら、プラスアルファで何か事件全体の持つ

性質というか、虚偽記載の事情といったものを加味しないと、そうしなければハードルを飛び越えられないのだらうと思ったというのが、先ほどの報告の趣旨でございます。

○行澤 そこは私も共感できるところで、そもそも、「既に支払われたもの」という書き方がおかしいんじゃないですか。

○志谷 なるほど。

○行澤 そういう書き方がこの開示府令の精神というか趣旨と合っていないということですよ。ただ、それをもって可罰的である、刑事責任を問う、と。それが私にはもう一つ腑に落ちないのですけれども、よくわかりました。

以上です。

#### 【虚偽記載と不記載の区別】

○前田 不記載か虚偽記載かについて、簡単に感想だけ述べさせていただきます。

裁判所が不記載ではなく虚偽記載だと言った背景としては、Aの悪質性のようなものが影響したのであろうというご説明はよく分かったのですが、やはり理論的には、すでに議論にありましたように、一覧表でインセンティブ受領権の方は未払いのものであるにもかかわらず記載されていた、という事実が重要だったのではないかと思います。

未払いなのに、インセンティブ受領権の方は記載されていたわけですから、投資者にとっては、確定額金銭報酬についての未払い分、これは形のうえでは記載はなかったのですけれども、実質的にはゼロと記載されていたのに等しく映る。裁判所がこのような記載の全体を見て、確定額金銭報酬の未払い分については、投資者はゼロと記載されているのと同じように受け取った、すなわち虚偽記載があったと判断したことは、私は説得力を感じました。

○川口 それでは、今月の研究会は閉じさせていただきます。

活発な議論をありがとうございました。志谷先生、ご報告ありがとうございました。