



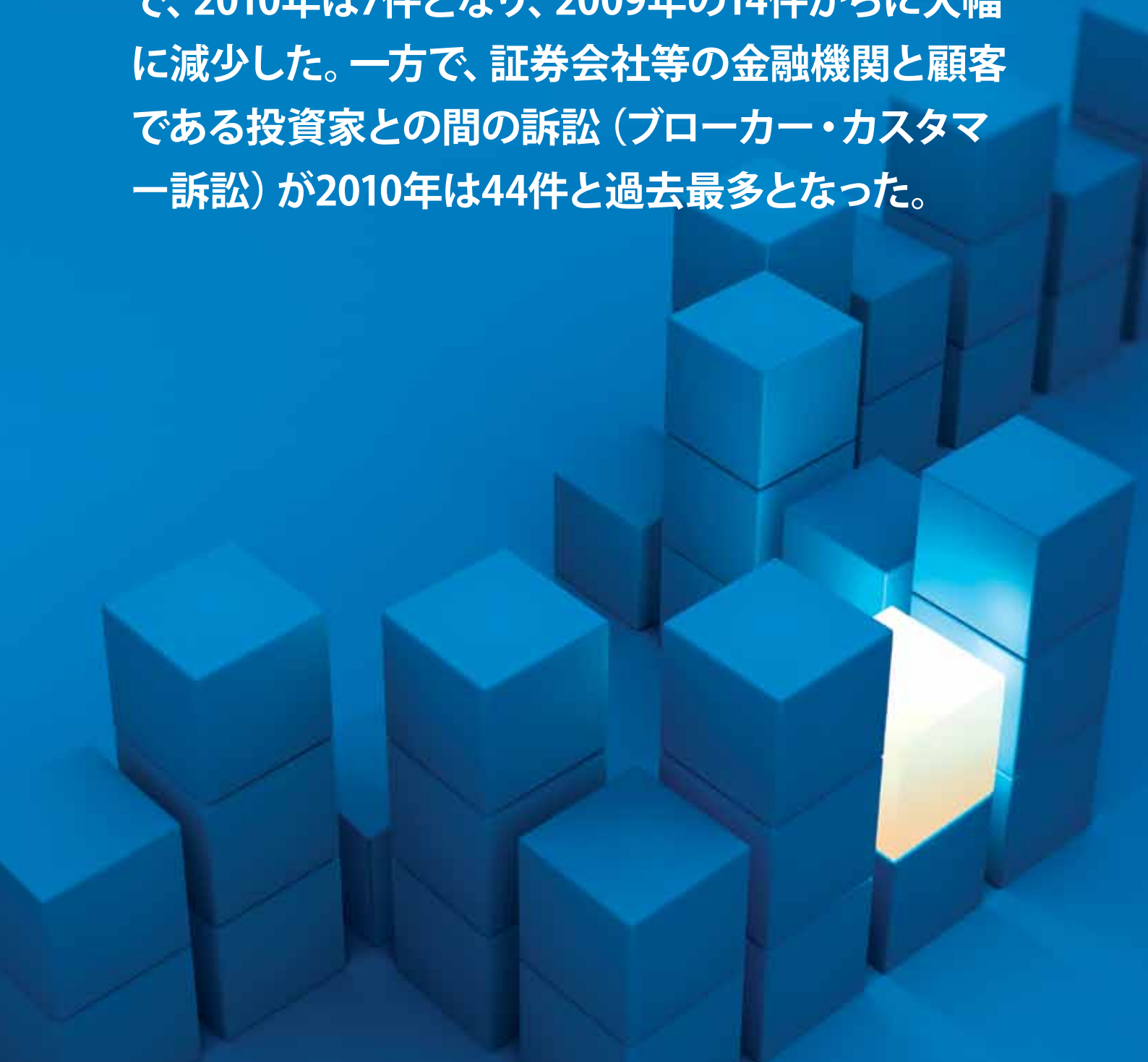
証券訴訟のトレンド： 2010アップデート

件数、金額とも虚偽記載訴訟が急減、ブローカー
・カスタマー訴訟は過去最高を記録

NERA Economic Consulting
ヴァイスプレジデント 池谷誠
コンサルタント 岸谷暁

2011年7月

虚偽記載に係わる損害賠償訴訟の判決数は、ライブドア事件や西武鉄道事件が収束に向かったことで、2010年は7件となり、2009年の14件から大幅に減少した。一方で、証券会社等の金融機関と顧客である投資家との間の訴訟（ブローカー・カスタマー訴訟）が2010年は44件と過去最多となった。



証券訴訟のトレンド:2010アップデート

件数、金額とも虚偽記載訴訟が急減、ブローカー・カスタマー訴訟は過去最高を記録

NERA Economic Consulting
ヴァイスプレジデント 池谷誠
コンサルタント 岸谷暁

2011年7月

概要

筆者らは、1998年以降の統計をベースとした証券訴訟の傾向分析に関するレポートを公表してきたが、このたび2010年について更新調査を行なった。虚偽記載に係わる損害賠償訴訟の判決数は、数多くの個人投資家や機関投資家を巻き込んだライブドア事件や西武鉄道事件が収束に向かったことで、2010年は7件となり、2009年の14件から大幅に減少した。一方で、証券取引等監視委員会による虚偽記載に係わる課徴金納付命令勧告件数は、2009年の9件から2010年は12件となり、これまでで最も高い件数となった。2010年は大型事件の収束により急減したものの、証券取引等監視委員会の勧告件数は将来の訴訟件数の先行指標となるから、虚偽記載事件の潜在的な増加傾向は今後も続くと考えられる。

2010年に提起された具体的なケースとしては、東証マザーズに上場していた半導体製造装置メーカーのエフオーアイ、および東証一部上場の自動車部品会社フタバ産業の粉飾決算を巡って、株主から損害賠償訴訟が提起されている。エフオーアイの事件において、原告株主は同社が東証マザーズ上場時から売上の大部分を粉飾しており、上場審査時のチェック機能が働かなかったとして、経営者、公認会計士、幹事証券会社、東京証券取引所などに訴訟を提起している¹。同事件は、証券取引所が上場審査責任を問われる初のケースとして注目される。また、直近のケースでは、トヨタの米国株主が北米でリコールを起こしたトヨタ自動車に対して、リコールのリスクを十分に開示しなかったことは虚偽記載にあたるとして日本の金融商品取引法に基づいた証券集団訴訟の審議を請求したことが注目される²。審議請求が認められるか否かは明確ではないものの、認められれば損害賠償額が拡大する可能性がある。

虚偽記載以外の訴訟類型としては、証券会社等の金融機関と顧客である投資家との間の訴訟（ブローカー・カスタマー訴訟）が2010年は44件と過去最多となった。2010年の特徴は、サブプライム問題が顕在化した2007年中頃以降の証券市場の低迷を背景に、投信信託、仕組み債、債券等の取引における適合性原則違反、説明義務違反を巡るブローカー・カスタマー訴訟が増加したことである³。特に大手金融機関が被告となるケースが多い。

本レポートは、前回に続いて、近年増加している株式買取価格決定申立事件の動向についても分析した。株式買取価格決定申立事件の決定件数は前年に続いて高い水準にある。公正価値の算定方法に関する考え方はまだ確立される過程にあるといえるが、2010年10月には、インテリジェンス事件についての東京高裁決定が発表され、マーケットモデル⁴を用いた公正価格の算定が初めて認められたことは注目される。

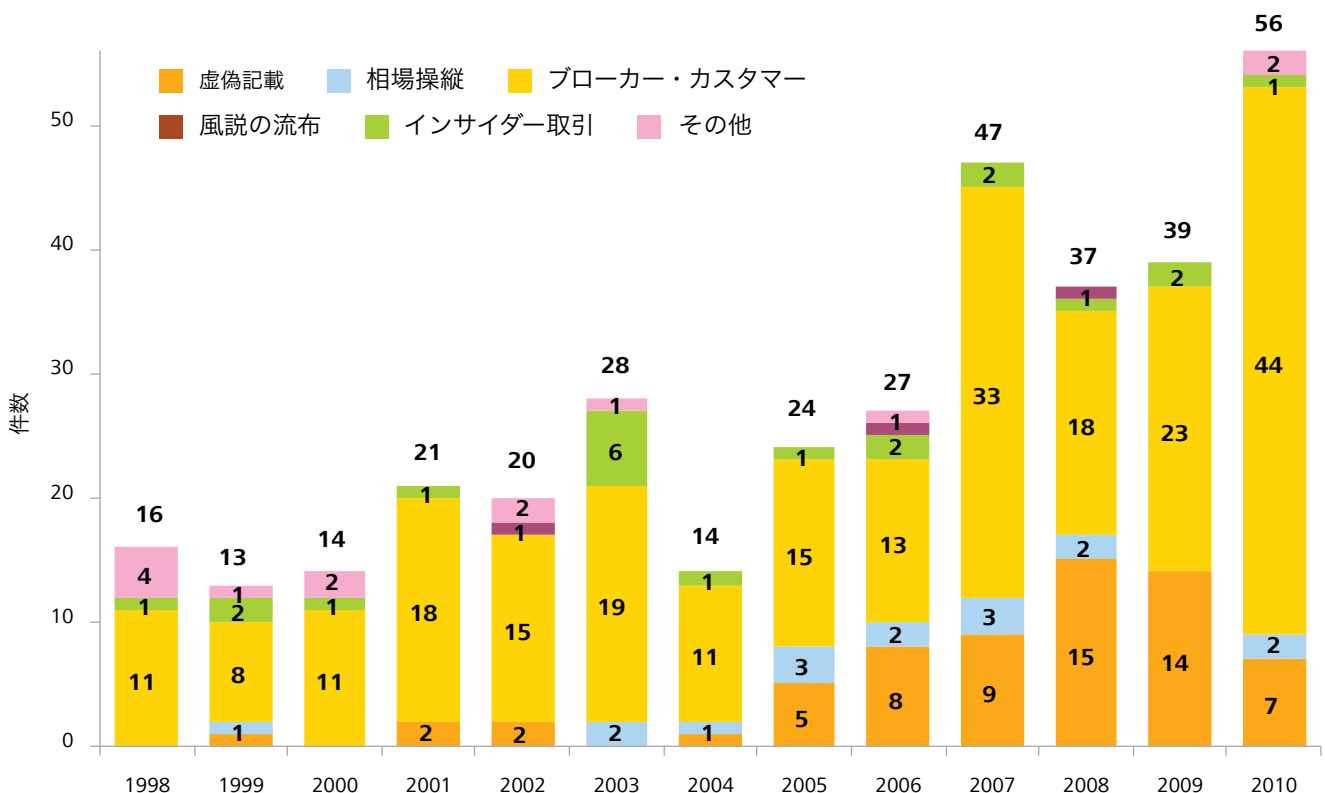
類型別訴訟件数のトレンド

金融商品取引法（旧証券取引法）に基づく証券訴訟⁵の統計的な動向を把握するために、裁判所で判決が下された証券訴訟について、データベースや新聞記事等から情報を収集し、統計にまとめた^{6,7}。1998年から2010年までの13年間の判決を調査したところ、合計356件の判決データが入手可能であった。さらに、類型別⁸の判決件数（民事および刑事事件）の時系列的トレンドを分析した結果、図表1のような結果となった。

判決件数合計は2009年の39件から2010年は56件と大きく増加し、これまでで最大の件数となった。2010年の合計件数56件のうち、虚偽記載の件数は、2008年と2009年の水準から大きく減少し7件であり、このうち西武鉄道事件に係るものが2件、アーバンコーポレイション事件に係るものが3件あった。ライブドア事件や西武鉄道事件は個人投資家や機関投資家など原告グループごとに複数の訴訟が進行していたが⁹、前回レポート¹⁰で予想したように、これら大型事件収束に向かったことが判決件数減少の背景といえる。

虚偽記載に係る訴訟以外では、従来より証券会社等の金融機関と顧客である投資家との間の訴訟（ブローカー・カスタマー訴訟）が、日本の金融訴訟の重要な部分を占めている。件数ベースでは2010年がこれまでで最も件数が多く、44件であった。これら44件のうち、2009年に引き続き未公開株関連訴訟¹¹が12件と高い件数を示している。ブローカー・カスタマー訴訟の類型において、2010年の特徴は、サブプライム問題が顕在化した2007年

図表1 類型別判決件数



出所： WestLaw Japan, 新聞報道等

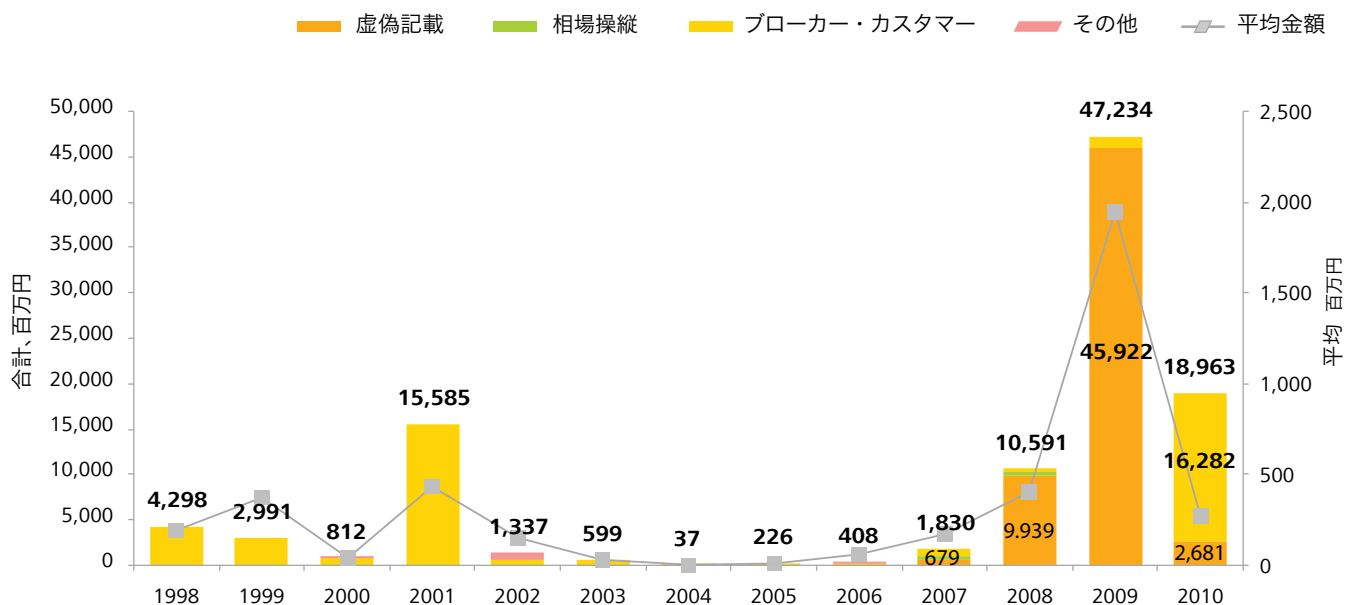
中頃以降の証券市場の低迷を背景に、投信信託、仕組み債、債券等の取引における適合性原則違反、説明義務違反を巡るブローカー・カスタマー訴訟が増加したことである。さらにブローカー・カスタマー訴訟について大手金融機関が被告となったケースが増加していることも特徴である。筆者らの調査によれば、大手金融機関が被告となったケース¹²は、2009年が5件であったのに対し、2010年は18件に増加している。

損害賠償金額のトレンド

2010年の証券訴訟の判決数は56件と過去最多であったが、判決において認められた損害額の合計は約190億円となり、2009年の約472億円からは大きく減少した。

虚偽記載については、ライブドア事件と西武鉄道事件に係る判決が多かった2009年の459億円から2010年は27億円と大きく減少した一方で、ブローカー・カスタマーについては2009年の13億円から、2010年は163億円と大幅に増加した。ブローカー・カスタマー訴訟における巨額な判決金額は、仕組み債への投資に際し、リスクの説明が不十分だったとして、全国小売酒販組合中央会が金融機関クレディ・スイス、およびその元社員、金融ブローカーなどに総額約160億円の損害賠償を求めた訴訟の判決が2010年に下されたこと要因である¹³。東京地裁は金融ブローカーのみに約151億4000万円の支払いを命じたものの、「中央会はブローカーの勧誘を受けて外債購入を決定しており、クレディ社と社員はその過程に関与せず、債券を預かっていたにすぎない」としてクレディ社と元社員に対する請求は棄却した¹⁴。

図表2 損害賠償請求訴訟の合計・平均判決金額(100万円)



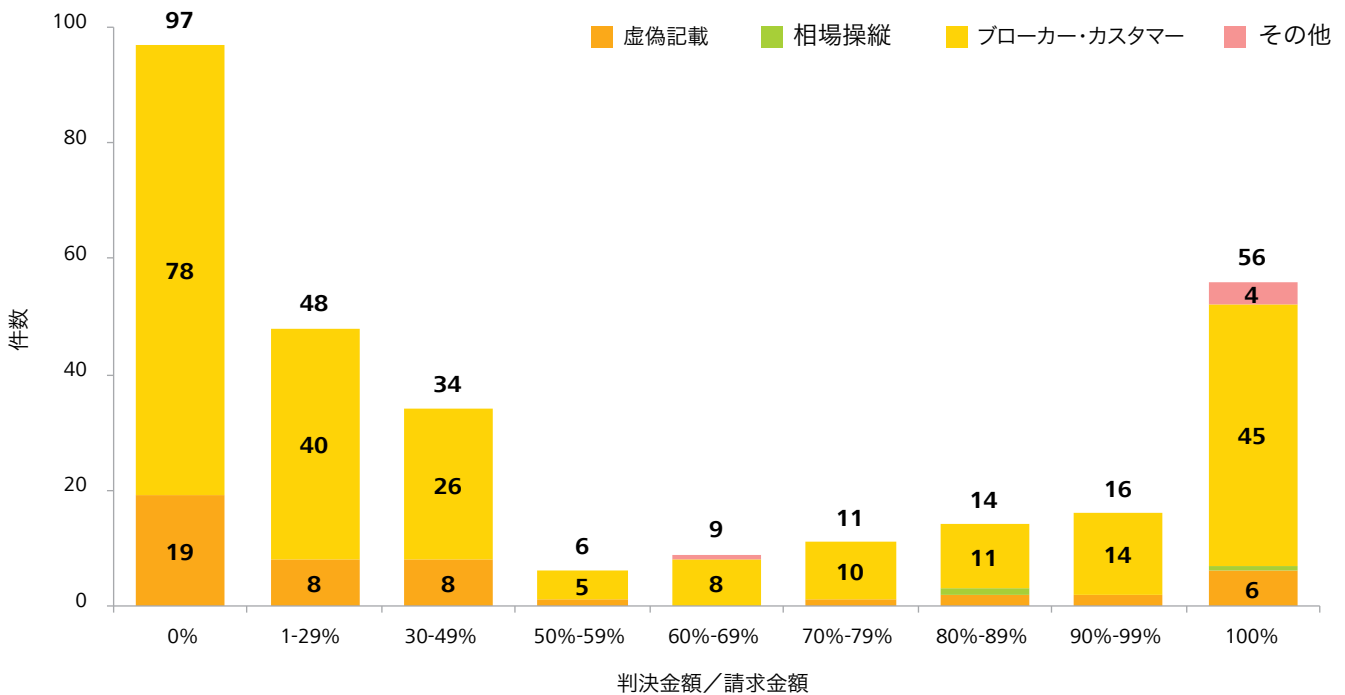
出所: WestLaw Japan, 新聞報道等

請求金額と判決金額

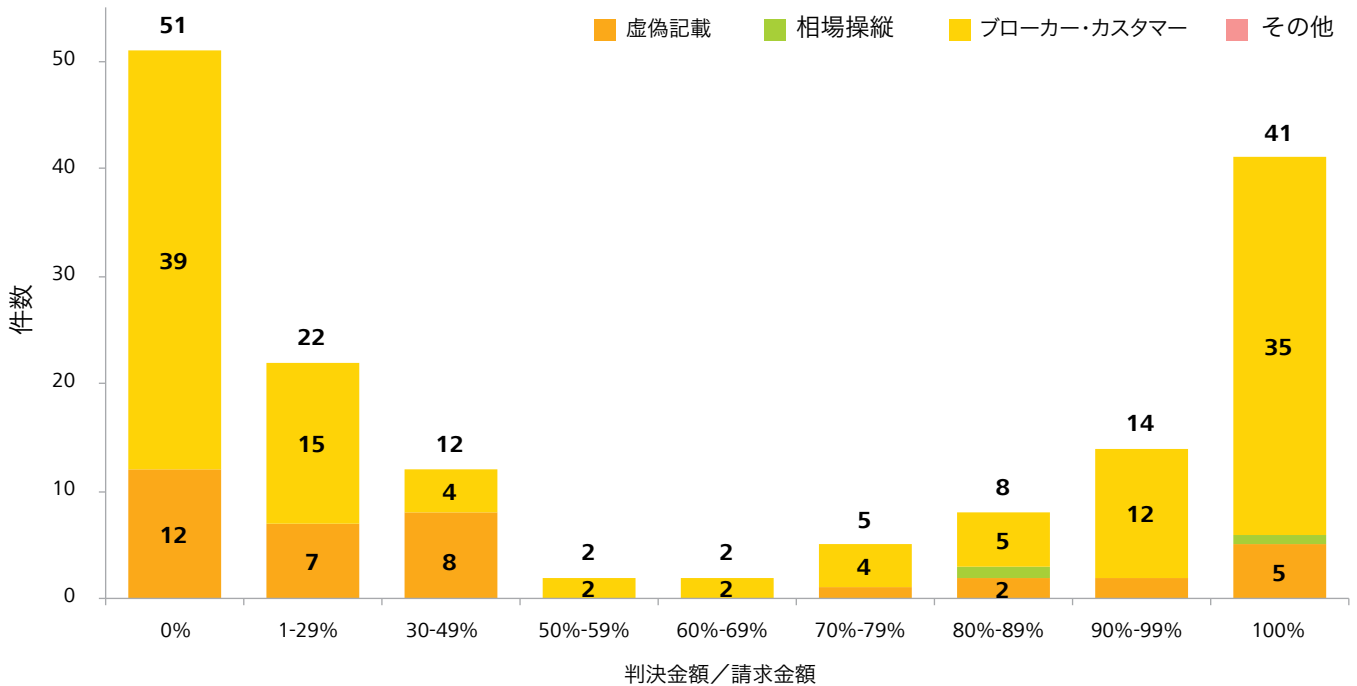
原告による請求金額と裁判における判決金額の割合の分布を示すことで、証券訴訟の類型別に原告の主張が裁判でどの程度認められるか、その傾向を示すことができる。図表3-1と3-2は、1998年から2010年、および2007年から2010年の期間について民事事件における請求金額に対する判決金額の分布を類型別に集計したものである。

図表3-1が示すように、請求金額に対する判決金額の分布はU字型を描いた分布となっているものの、左右対称ではないことが分かる。1998年から2010年の累計では、請求金額に対する判決金額の割合が50%以下、すなわち原告の請求額のうち裁判で認められた金額が半分以下の割合が、虚偽記載では全体の74%であったのに対し、ブローカー・カスタマーでは61%であった。2007年から2010年の近年の傾向では、同様の割合が虚偽記載では73%とほぼ変わらないのに対し、ブローカー・カスタマーでは49%となり、左右対称のU字型分布に近づいている。2007年から2010年の期間で、ブローカー・カスタマーでは原告の請求が全く認められなかった割合が33%であったのに対し、原告の請求が100%認められた割合は30%となっている。

図表3-1 民事事件における類型別請求金額に占める判決金額の分布(1998-2010年)



図表3-2 民事事件における類型別請求金額に占める判決金額の分布(2007-2010年)

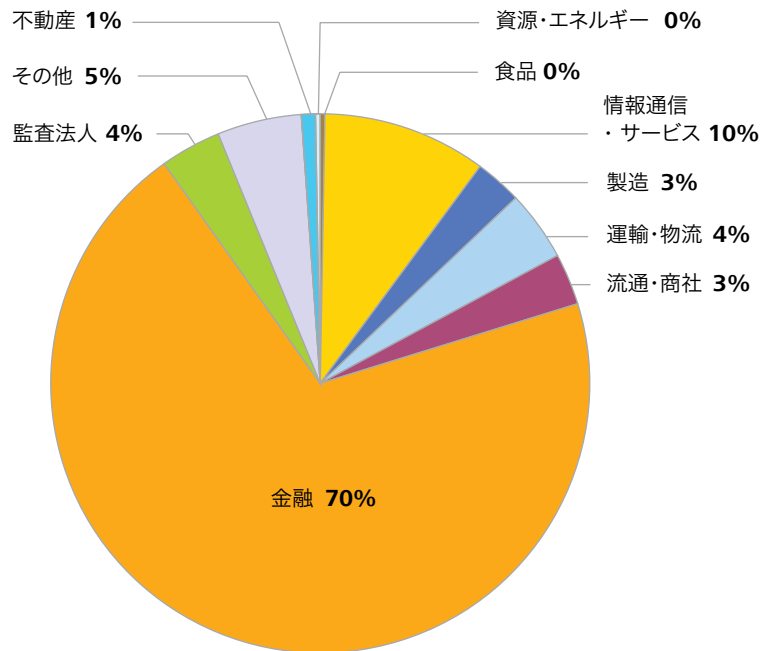


出所: WestLaw Japan, 新聞報道等

産業別動向

図表4は証券訴訟事件の被告の産業別分類を示している¹⁵。プロカー・カスタマー訴訟における被告は多くのケースで「金融」に分類される。このため当該業種が70%と証券訴訟の最も大きな割合を占め、次いで「情報通信・サービス」が10%、運輸・物流および監査法人が4%となっている。「情報通信・サービス」はライブドア事件に係る判決が多くを占めているが、それ以外にもメディア・リンクスとアソシエント・テクノロジーの粉飾決算事件、またコンサルティング・サービス会社による未公開株事件等も含まれている。

図表4 民事・刑事事件における被告の産業別分類(1998年-2010年)



出所: WestLaw Japan, 新聞報道等

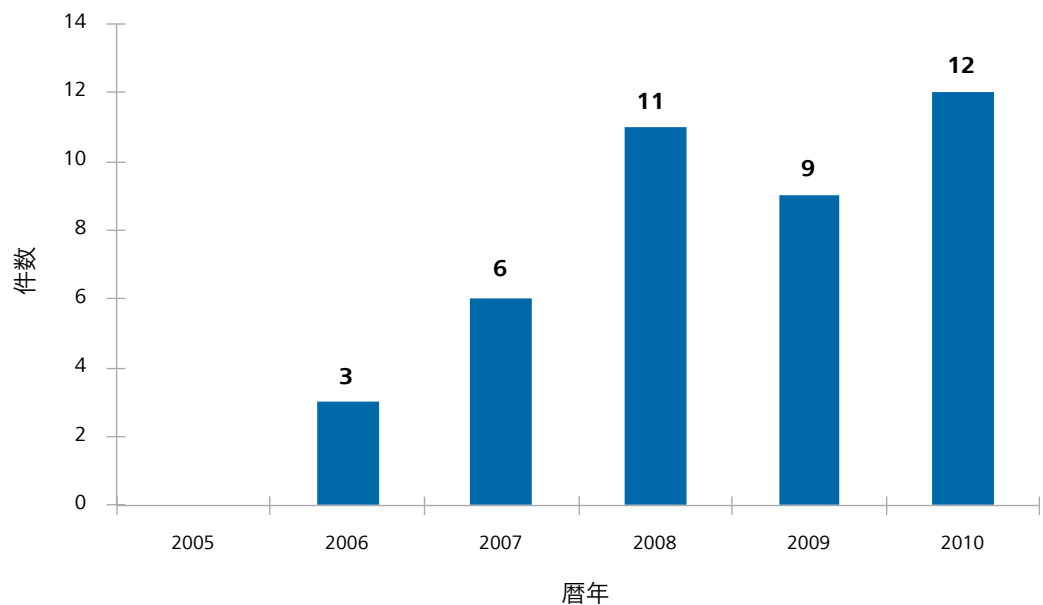
証券取引等監視委員会の執行状況

証券取引等監視委員会による、金融庁に対する課徴金納付命令の勧告数をみると、2010年は過去最多を記録している。虚偽記載に係わる課徴金納付命令を受けた企業の多くが訴訟の対象になっていないのは、多くが時価総額の小さい新興企業であり、クラスアクション制度がなく、原告にとっての訴訟コストが高い日本においては、十分な規模に達していなかったことが背景と考えられる。ただし、最近の訴訟においては、原告らによる虚偽記載の事実立証を目的とした、証券取引等監視委員会の検査報告書等文書の利用が可能となっている¹⁶。今後の訴訟動向を予想する上で、証券取引等監視委員会の執行状況は一定の先行指標としての役割を担っている。

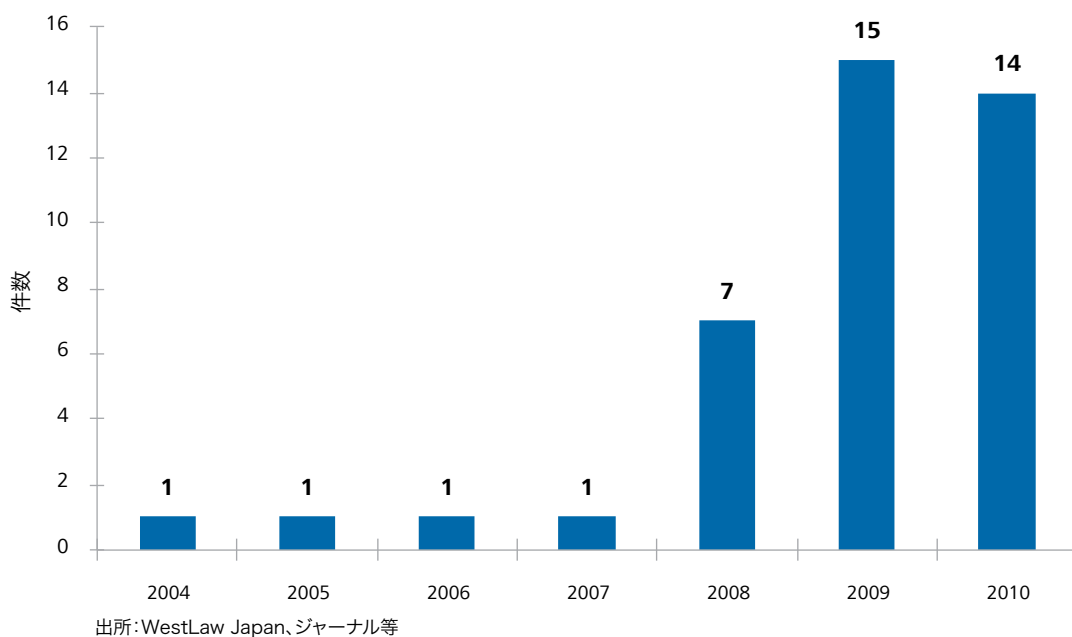
株式買取価格決定申立事件の動向

日本の会社法の下では、組織再編に反対する株主が会社に対し「公正な価格」で株式を買い取ることを請求する権利を認めており、両者の間で協議が整わない場合は、裁判所に価格決定の申立ができる。下記図表6は2004年から2010年までの株式買取価格決定申立事件の判決件数の推移を示している。株式買取価格決定申立事件は非訟事件であるため、開示されないケース、あるいは一定期間後に公表されるケースもある。2008年と2009年の決定件数は前回レポート作成時点で確認できた件数からそれぞれ1件および4件追加されている。判例データベースや新聞記事等で確認できた2010年の判決件数は14件と2009年と同様に高い水準で推移している。

図表5 虚偽記載に係わる課徴金納付命令に関する勧告件数の推移¹⁷



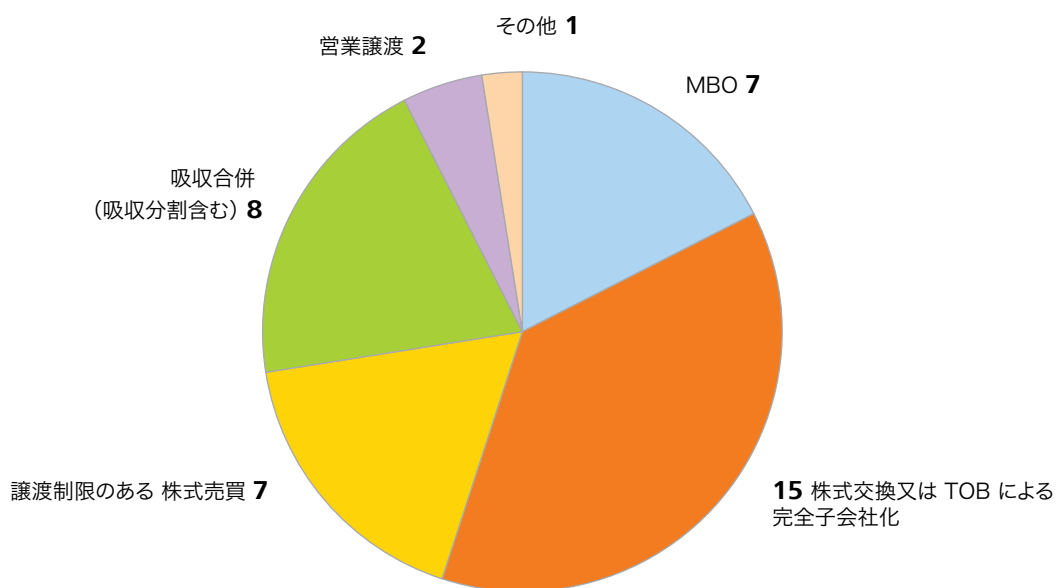
図表6 株式買取価格決定申立事件における判決件数の推移(2004-2010)¹⁸



下記図表7は2004年から2010年までの株式買取価格決定申立事件における組織再編の類型別内訳を示したものである。また、2010年の14件の決定件数のうち、上場企業が対象となったケースは13件と大部分を占める。こ

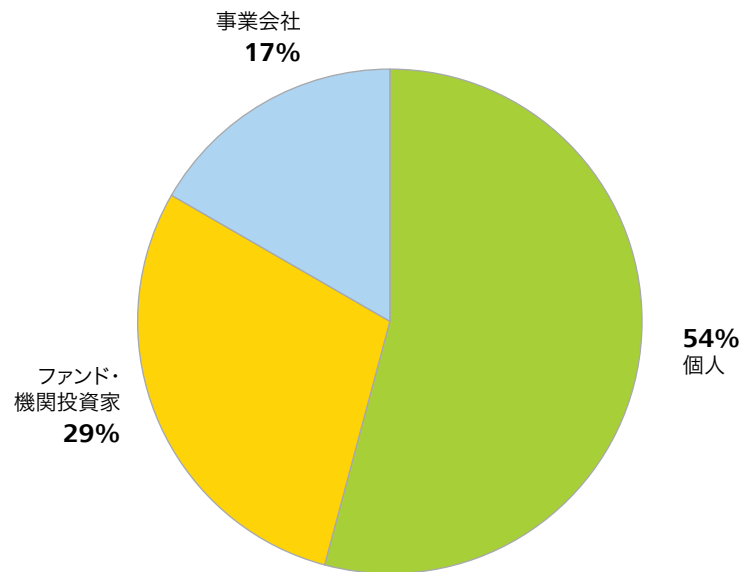
れら上場会社が評価対象の場合、再編計画公表日前一定期間の平均価格など市場価格に基づき公正な価値が決定される場合がほとんどであり、未上場株の場合に適用されるDCF法などの評価手法は採用されていない。

図表7 株式買取価格決定申立事件判決件数の企業再編別内訳 (2004年-2010年)



出所: WestLaw Japan、ジャーナル等

図表8 株式買取価格決定申立事件における申立人(少数株主側)の構成割合



出所: WestLaw Japan、ジャーナル 事件毎に申立人の類型別にカウントして集計。複数の個人による申立でも一つとしてカウント

上記図表では、株式買取価格決定申立事件における少数株主側の申立人の構成割合を申立人の類型別に集計したものである。申立人の約半数は個人株主であるが、ファンドや機関投資家による申立も大きな割合を占めている。

個別事例としては、インテリジェンス事件についての東京高裁決定¹⁹が注目される。インテリジェンス事件は、USENの完全子会社化されることに反対したインテリジェンスの少数株主が株式買取価格の決定を申立てた事件である。従来の事例では、株式買取請求に係る「公正な価格」は、組織再編計画が公表される公表日前一定期間の株価の平均として算定されていた。しかし、「公正な価格」を算定する基準日は計画公表日から数カ月経過した時点(本件高裁決定では組織再編の効力発生日と認められた)であることが一般的であるので、公表日前の株価平均値を公正な価格とすると、公表日後の市場・業界の一般的動向が公正な価格に反映されないことになる。特にインテリジェンス事件の場合、公表日と基準日の間にリーマン・ショックが発生し、株式市場が大きな影響を受けた期間と重なっていた。東京高裁はこのような市場・業界の一般的影響を補正する方法として、マーケットモデ

ルを含む回帰分析の手法が科学的根拠に基づく合理的な方法であるとして、同手法に基づき補正された組織再編の効力発生日前1カ月間平均価格を公正な価格として認めた。

株式買取価格決定申立事件における「公正な価格」の算定方法はまだ確立される過程にあるといえるが、上記決定は、日本の金融・商事訴訟でマーケットモデルを含む回帰分析の手法が認められた初の事例であり²⁰、今後、イベント分析に基づく損害算定など、資本市場をめぐる様々な法律的課題の解決に経済分析を利用することの可能性を広げる意味を持つといえる。

- 1 日本証券新聞、2010年9月30日
- 2 産経新聞 東京本社版、2011年5月28日
- 3 訴訟件数のデータは申し立てベースではなく、判決ベースである。従って2010年における判決数は、2010年ではなく、訴訟が提起された過去の経済状況を反映している。
- 4 過去の一定期間における対象株式の変動とTOPIX等市場インデックスとの相関関係から、市場の一般的要因のみに基づく対象株式の変動を予測する回帰モデル。
- 5 金融商品取引法及び証券取引法上の不法行為に基づく損害賠償訴訟等の民事責任及び刑事事件の裁判事例を証券訴訟と定義
- 6 判例データベースとしてはWest Law Japanを利用した。検索基準は平成10年1月1日以降に判決が下された事件で、「金融商品取引法」又は「証券取引法」及び「違反」のキーワードを含む事件とした。なお、同データベースには和解に至った事例は含まれていない。抽出された判例のうち、①著作権法、特許法、労働法、租税法等に関連したもの、②M&A関連訴訟、③取締役の注意義務違反に関連した株主代表訴訟等は除外した。ただし、監査契約違反等金商法上の不法行為を背景としなくとも、虚偽記載に関係する事件は含む。訴訟件数は判決ベースであり、同じ事件の一審と控訴審、上級審はそれぞれ1件とカウントしている。また、同データベース以外でも新聞記事等で確認できるものについては、統計に含めたが、これにより全ての証券訴訟が網羅されているかは保証の限りではない。
- 7 NERA東京オフィスアナリストの井田京子が調査の主要部分を担当した。
- 8 証券訴訟として定義した類型の説明について「証券訴訟のトレンド：1998-2008」を参照
- 9 日本にはクラスアクション制度がないため、同一の被告に対して、異なった原告や原告団からそれぞれ訴訟を提起することが可能である。
- 10 「証券訴訟のトレンド：2009アップデート」を参照
- 11 未公開株関連訴訟は、証券業未登録会社から「近く上場予定であり値上がり確実である」と未公開株式勧誘を受け、売買契約を結んだ被害者が実際には上場の予定がなかったとして訴えた事例が大部分を占めている
- 12 ここでいう大手金融機関は、上場している金融機関およびそのグループ会社、また外資系金融機関として定義している
- 13 平18(ワ)18333号
- 14 2010年12月1日、四国新聞朝刊
- 15 図表の産業別分類は、証券コード協議会が定める33業種を17業種に集約した東京証券取引所のTOPIX-17シリーズにおける産業分類をベースに、「監査法人」を加えて作成した。
- 16 「事例研究証券訴訟-不実開示の法的責任」清文社、第一東京弁護士会、総合法律研究所、金融商品取引法研究部会編著（2011年5月）、5-6頁
- 17 証券取引等監視委員会公表資料を元に暦年ベースに修正
- 18 判例データベースとしてはWest Law Japanを利用した。検索基準は平成12年1月1日以降2010年12月31日までに判決が下された事件で、「非訟」事件をキーワードとし、検索されたものから株式買取価格決定申立事件を抽出した。件数は判決ベースであり、同じ事件の一審と控訴審、上級審はそれぞれ1件とカウントしている。また、同データベース以外でもジャーナル等で確認できるものについては、統計に含めたが、これにより全ての事件を網羅したかについては保証の限りではない。
- 19 東京高決平成22年10月19日
- 20 2011年4月の最高裁決定(最決平成23年4月19日)において基準日(評価時点)についての判断の違いから本件は東京高裁に差し戻しとなったが、上記の統計的手法の合理性は引き続き認められた。

NERAとは

NERA エコノミックコンサルティング (www.nera.com) は、経済学、ファイナンス、統計学の原則を応用して、複雑なビジネス・法律の問題に取り組むエキスパートで構成される、国際的に展開するコンサルティングファームです。NERAのエコノミストたちは、半世紀にわたって政府系機関や世界中の主要な法律事務所、企業向けに戦略策定や調査研究、報告書の作成、専門家による法廷証言、政策提言を行ってきました。厳格な経済学の理論や客観性、実務の経験をもとに、競争や規制、公共政策、戦略、財務・金融、訴訟などから発生する問題に対応しています。

最先端のアプローチを適用し、明確で、説得力のある議論を展開するNERAの能力や、客観的な分析結果を提供することに対するコミットメント、サービスの質や独立性についての高い認知度は、クライアントから高く評価されています。世界最大規模のエコノミック コンサルティング ファームとして、NERAは信頼性の高いリサーチ部門を有し、エコノミストと各分野の専門家により構成されるNERAのチームは、理論の一貫性や高度な分析スキルを背景に、顧客からの信頼を得ています。NERAはニューヨークにメインオフィスを置き、北米や欧州、アジア太平洋地域に20ヶ所以上の拠点を展開しています。

コンタクト

このレポートに関するご質問等は、下記コンサルタントまでお問合せください。

池谷 誠

ヴァイスプレジデント
+81 3 3500 3560
makoto.ikeya@nera.com

岸谷 暁

コンサルタント
+81 3 3500 3299
satoru.kishitani@nera.com



NERAの活動分野および
世界各地のオフィス所在地
については、www.nera.com
をご覧ください。

© Copyright 2011
ナショナル エコノミック
リサーチ アソシエイツ, インク

本誌掲載の記事・表・イラスト
などの無断掲載を禁じます。