

アメリカ証券集団訴訟の最新トレンドとコーポレートガバナンス

社外取締役の増加、
情報開示の強化は訴訟リスク軽減に有効

NERAエコノミックコンサルティング
東京事務所代表/ヴァイスプレジデント
石垣 浩晶



アメリカの証券集団訴訟の案件数は停滞またはやや減少傾向にあるが、上場企業数はそれ以上に減少しているため、企業の訴訟リスクはむしろ高まっている。また、紛争解決手段は和解が主流であり、被告が負担する和解金額は長期的には増加傾向にある。このような訴訟リスクの存在は、コーポレートガバナンスの強化をもたらしているのかもしれない。

私的エンフォースメントとしての証券訴訟

一昨年、「オリンパス事件」「大王製紙事件」など日本企業のコーポレートガバナンスについて反省を促す事件が起こった。その後、公表された会社法改正要綱には、多重株主代表訴訟制度や監査・監督委員会設置会社制度等が盛り込まれている（ただし、国会提出は行われていない）。

企業内部における取締役会・監査役などの機関チェックの強化やコンプライアンスプログラムの導入が考えられる。わが国においては、金融商品取引法に基づく金融庁や金融商品取引所による規制や監視といった「公的エンフォースメント」が、このような会社の対応を促進する大きな役割を果たしてきた。

他方、情報開示規制の違反や不祥事によって財産上の損害を被った場合に、株主が取締役の民事上の責任を追及し損害賠償を求め、違法行為を是正する効果をもつ。しかし、こうした「私的エンフォースメント」は、わが国では限定的な役割しか果たしていない。近年、ライブドア、西武鉄道、オリンパス事件等にかかわる証券訴訟が提起されているが、大きな流れにはなっていない。

アメリカでは、クラスアクションという集団訴訟手続が存在し、訴訟において必要となる相手側の情報についてもデイスカバリー制度を用いて請求するこ

アメリカ証券訴訟の最新動向

筆者が所属するNERAエコノミックコンサルティングでは、半年おきにアメリカ証券訴訟の動向を解説するニュースレターを発行している。以下、2013年1月に作成されたニュースレターに基づき、アメリカ証券訴訟の最新トレンドについて解説する（注1）。

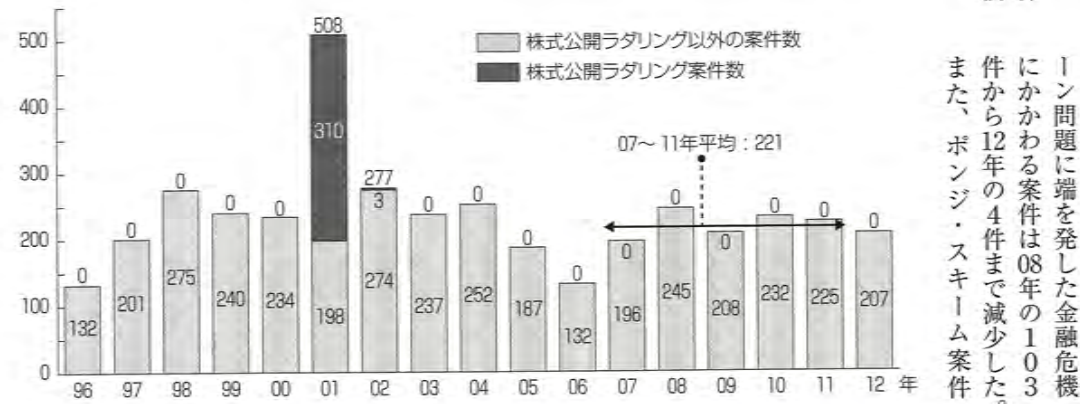
(1) 申立数のトレンド

12年におけるアメリカ連邦裁判所への証券関連集団訴訟申立数は207件であった。過去5年間の平均水準211件をやや下回り、07年以降の最低値であった。過去10～15年といった長期的な観点から見ると、申立数は横ばい、または微減といった

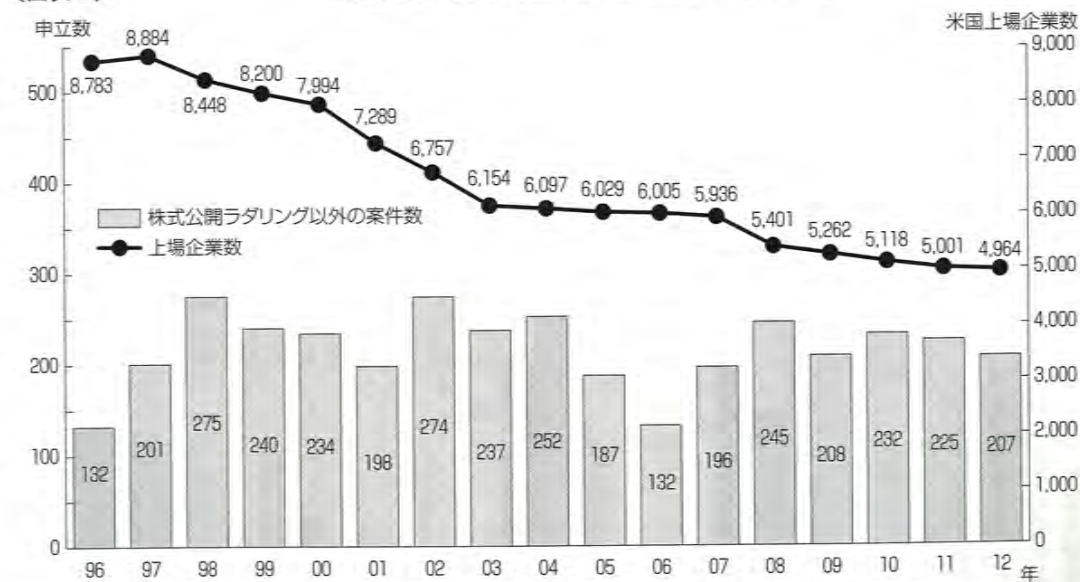
【特集】証券訴訟の日米比較

見方ができる（図表1）。02年7月には、エンロン事件やワールドコム事件等の大規模な会計不正事件を契機として、会計制度の改革、コーポレートガバナンスの強化、証券関連法の執行力強化を目的としたSOX（サーベンス・オクスレー）法が導入されている。これにより、確かに一時的には訴訟数が減ったのかもしれないが、06年以降、訴訟数は増加に転じている。また、長期的に申立数は横ばい・微減といったが、一方で1996年以降、上場企業数は明らかに減少傾向にある。12年も上場企業数は継続的に減少しており、96年の57%にすぎない。申立数を上場企業数で割ってみると、一企業当りの訴訟リスクはむしろ高まっている（図表2）。

【図表1】 申立数（96年1月～12年12月）



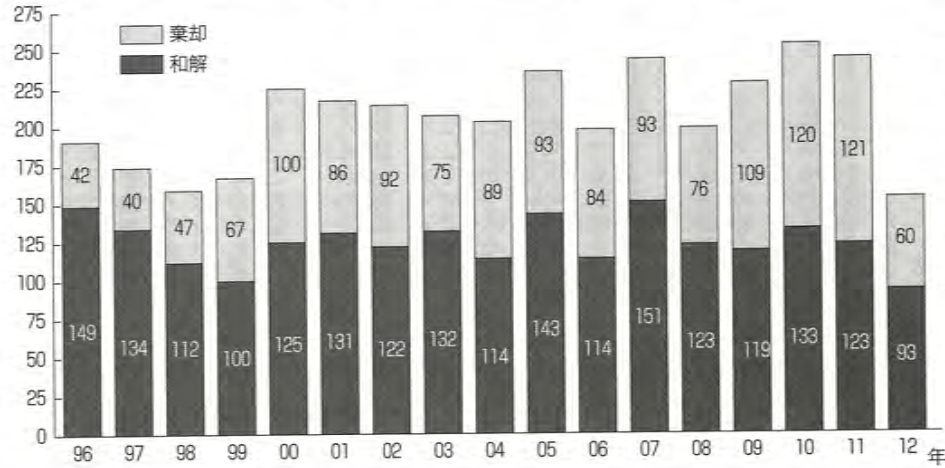
【図表2】 申立数と米国上場企業数（96年1月～12年12月）



（注） 株式公開ラダリング：引受証券会社がIPO銘柄割当ての条件として、流通市場での取引開始後、追加的な購入を顧客に約束させる行為をラダリングといい、SEC規制（Regulation M Rule 101/102）に違反した行為とされる。00年から01年にかけて株式公開後に株価が急騰した後に急落した件が相次ぎ、01年に数多くの証券集団訴訟が引き起こされたが、その後、件数は急減している。

（出所） 上場企業数：Meridian Securities Markets; 96年～11年の数字は年末時点。12年の数字は7月現時点。

〔図表5〕 解決された案件数: 棄却または和解 (96年1月～12年12月)



(注) 株式公開ラダリング案件は分析対象外。棄却判決は訴え却下(dismissals without prejudice)と控訴棄却判決(dismissals under appeal)を含む。

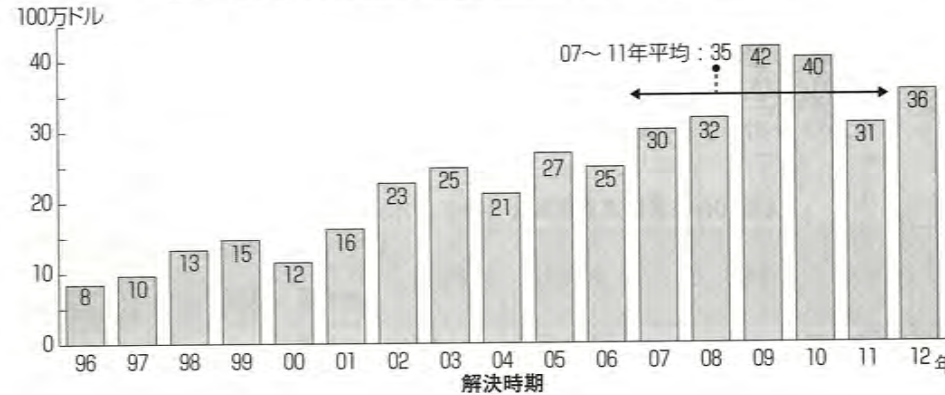
以上の減少と解決件数の減少原因は、12年年初における解決待ち案件数の減少と案件解決速度の低下と考えられる。

(5) 和解金額のトレンド
和解金額には短期的な増減があるが、長期的には増加傾向にある。金額が10億ドルを超える案件・株式公開ラダリング案件・合併異議案件を除くと、12年の和解金の平均金額は3600万ドルであり、過去

年比25%減少した。和解の内訳として、金銭的補償に合意した案件が65件、金銭的補償のない

案件が28件(すべて合併異議案件)である。棄却と判決された案件は60件であり、前年比50%

〔図表6〕 平均和解金額 (和解金額が10億ドルを超える案件・株式公開ラダリング案件・合併異議案件を除く、96年1月～12年12月)



5年レンジに入り、過去5年平均値をやや上回っている。12年の和解金額の中央値は1200万ドルであり、96年に比べ324%の増加となっている。インフレの影響を除いた場合、96年の和解金額中央値は550万ドルであり、12年までの増加率は218%となる(図表6)。

12年12月末時点における和解金額の総額ランキングをみると、エンロンとワールドコム事件が圧倒的であり、60億70億ドルに達している。最近の大規模訴訟としては、メリルリンチ買収に伴い、正しい財務諸表を開示していなかったことが問題視されたバンク・オブ・アメリカ事件があり、バンク・オブ・アメリカは24億ドルに及ぶ和解金を負担している(図表7)。

証券集団訴訟とコーポレートガバナンス
以上のようにアメリカでは、SOX法の導入後も証券集団訴訟の件数はそれほど減っておらず、

不正会計関連の案件(売上の虚偽記載など)は09年の44%から24%まで減った(図表4)。

(4) 解決タイプのトレンド
アメリカにおける証券集団訴訟の大半は和解または棄却により解決される。多くの場合、被告となる企業の経営者にとって

は、判決による損害賠償が多額になると予想される場合には、その危険を回避するために事前に原告側と交渉し和解を選択するほうが合理的である。また、訴訟になればデイスカバリー制度による情報開示が求められることが大きな負担となる。集団訴訟を起こす原告側にとっても、裁判が長期化するに敗訴するリスクを考慮すると、和解による解決を選択し、確実に損害額(弁護士

(出資金詐欺)も09年の30件から12年のゼロ件まで減った。一方で、合併異議のケースが多くなり、12年の総案件数の25%を占めている。12年の合併異議申立ての53件のなかで、証券取引所法第14章(登録証券の発行者

に対する委任状勧誘の際の情報開示や勧誘そのものについての規制。公開買付けや経営権争奪にかかわる案件で問題になることが多い)違反関連の案件は33件、受託者義務違反関連の案件は20件、連邦証券法違反の案件はゼロ件である(図表3)。

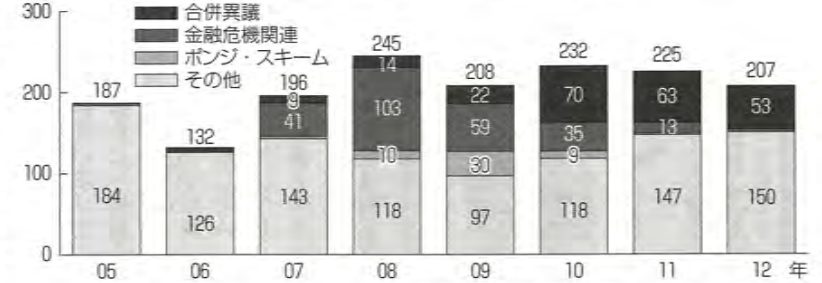
(3) 当事者の主張タイプのトレンド
12年の申立ての31%は受託者の義務違反案件(ブローカーが不適切な金融商品販売など)であり、前年とはほぼ同じである。詐欺的な業績予想案件(楽観的すぎる業績予想の開示が問題視される案件など)の割合は08年の21%から12年の29%まで上昇した。一方で、

不正会計関連の案件(売上の虚偽記載など)は09年の44%から24%まで減った(図表4)。

(4) 解決タイプのトレンド
アメリカにおける証券集団訴訟の大半は和解または棄却により解決される。多くの場合、被告となる企業の経営者にとって

であり、1996年以降最少である。前年と比べ37%減となり、棄却と和解の件数は両方とも減少した。和解は93件であり、11

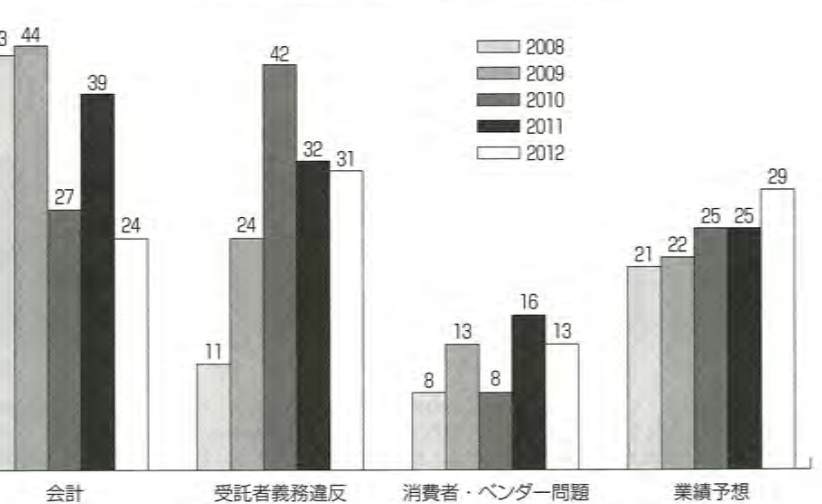
〔図表3〕 種類別申立数 (05年1月～12年12月)



(注) 合併異議: 買収対象となっている会社の株主が、買収条件に異議を申し立てて訴訟を起こす事例。たとえば、08年にはスイスの製薬会社Rocheによるアメリカの製薬会社Genetechの買収計画が株主の利益を損なうものとして訴訟が起これ、30億ドル程の和解金が支払われている。

は、判決による損害賠償が多額になると予想される場合には、その危険を回避するために事前に原告側と交渉し和解を選択するほうが合理的である。また、訴訟になればデイスカバリー制度による情報開示が求められることが大きな負担となる。集団訴訟を起こす原告側にとっても、裁判が長期化するに敗訴するリスクを考慮すると、和解による解決を選択し、確実に損害額(弁護士

〔図表4〕 疑惑種類別申立数 (08年1月～12年12月)



であり、1996年以降最少である。前年と比べ37%減となり、棄却と和解の件数は両方とも減少した。和解は93件であり、11

報酬におけるオプション部分は、証券集団訴訟の確率と相関関係にあることを示している。Tally and Johnsonは(注②)、経営者報酬のインセンティブ部分が1%増加すると、会社が集団訴訟の対象となる確率が0.3%上昇し、和解解決のための費用が340万米ドル増加することを発見している。これらの結果は、役員報酬体系を適切に設計することで、不正や証券訴訟のリスクを低下させることができることを示している。

規制当局に頼る日本のコーポレートガバナンス

アメリカにおけるコーポレートガバナンスと証券集団訴訟との関連の実証研究の結果をみると、コーポレートガバナンスの機能が弱い会社は、訴えられる可能性が高いことは明らかである。すなわち、アメリカ企業には、訴訟リスクを低下させるためにコーポレートガバナンスを強化する強い誘因が働いていると理解できる。

アメリカの状況と比べれば、現時点では、わが国の証券訴訟

上場企業数の減少を考慮すればむしろ訴訟リスクが高まっている状況にあり、和解で解決するとしても膨大な損害賠償の負担が生じうる。このような訴訟リスクの存在は、コーポレートガバナンスの強化をもたらしているのかもしれない。この問題に対しては、会社のコーポレートガバナンスをなんらかのかたちで定量化し、証券集団訴訟にかかわるなんらかの指標との関連性について検証しなければ明確な回答を与えることができない。

また、証券集団訴訟の案件数はコーポレートガバナンス強化以外の要因によっても影響を受けることにも注意する必要がある。このような観点から行われたアメリカにおける証券訴訟とコーポレートガバナンスとの関係の実証研究をみると、一般的にはコーポレートガバナンスが弱い企業は不正行為が生じる可能性が高く、訴訟リスクが高まる関係があるとされている(注③)。

Farberは(注④)、不正が明らかになった企業は、他の企業と比べるとコーポレートガバナンスが弱いことを明らかにしている。Bohn and Choiは(注⑤)、外部取締役が相対的に少ない企業は、証券集団訴訟に巻き込まれる確率が高いことを明らかにしている。外部取締役が株主に不利益が発生する事態を未然に防

止する監視役として有効な働きができるという前提に立てば、コーポレートガバナンスが弱い企業が訴訟に巻き込まれる可能性が高いことを示している。

Mohanは(注⑥)、経営状況を示す定量的なデータをより開示している会社の方が、訴訟に巻き込まれる可能性が低いことを発見している。

経営者への報酬形態と訴訟リスクとの関係についての関心も高い。アメリカでの実証分析では、経営者の報酬を業績連動にすることによって、不正な会計情報の開示や根拠のない業績見通しが示される傾向が強まり、訴訟の対象となる可能性が高まる(注⑦)ことが明

らかにされている。たとえば、Peng and Roellは(注⑧)役員

【図表7】 上位10件証券関連集団訴訟 (12年12月31日時点) (単位 100万ドル)

ランキング	案件名	和解時期	和解金額	共同被告人との和解金額 (該当する場合)		
				金融機関	会計事務所	原告側弁護士 の料金と支出
1	ENRON Corp.	2003~2010	7,242	6,903	73	798
2	WorldCom, Inc.	2004~2005	6,196	6,004	103	530
3	Cendant Corp.	2000	3,692	342	467	324
4	Tyco International, Ltd.	2007	3,200	共同被告人なし	225	493
5	In re AOL Time Warner Inc.	2006	2,650	共同被告人なし	100	151
6	Bank of America Corp.(注)	2012	2,425	共同被告人なし	共同被告人なし	未知
7	Nortel Networks (I)	2006	1,143	共同被告人なし	0	94
8	Royal Ahold, NV	2006	1,100	0	0	170
9	Nortel Networks (II)	2006	1,074	共同被告人なし	0	89
10	McKesson HBCO, Inc.	2006~2008	1,049	10	73	88
総額			29,764	13,259	1,040	2,736

(注) 暫定和解

現行の規制を前提とする限り、証券取引等監視委員会が積極的な違反取締りを行うことにより、事件摘発を受けて私的エンフォースメントの実効性が高まる(注⑨)ことが期待されている。

Dr. Renzo Comolli, Dr. Ronald Miller, Svetlana Star-ykh, and Sukhna Klein, Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2012 Full-Year Review, NERA Economic Consulting, January 29, 2013.

James D. Cox and Randall S. Thomas, "Mapping the

Dr. Renzo Comolli, Dr. Ronald Miller, Svetlana Star-ykh, and Sukhna Klein, Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2012 Full-Year Review, NERA Economic Consulting, January 29, 2013.

James D. Cox and Randall S. Thomas, "Mapping the

SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=956499, 2006.

Lin Peng and Alisa Roell, "Executive Pay and Shareholder Litigation," Review of Finance, Vol. 12, Number 1, pp. 141-184, 2008.

Eric Talley and Gudrum Johnson, Corporate Governance, Executive Compensation and Securities Litigation, USC Law and Economics Research Paper No.04-7, 2004.

いしがき ひろあき
独占禁止法/知的財産/証券・金融の分野や、さまざまな商事紛争における訴訟・規制対応を目的とした経済分析によるコンサルティングを提供。証券・金融の分野では、おもに証券訴訟における損害賠償額の算定を行っている。立命館大学経済学部准教授、公取委企業結合調査官主査を経て現職。米国パデュー大学経済学博士。