

金融商品取引法研究会
研究記録第 60 号

流通市場の投資家による 発行会社に対する証券訴訟の実態

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

流通市場の投資家による 発行会社に対する証券訴訟の実態

(平成 29 年 2 月 1 日開催)

報告者 後 藤 元
(東京大学大学院法学政治学研究科准教授)

目 次

I. はじめに	2
1. 我が国のこれまでの議論	2
2. 本研究の問題意識	4
II. 発行会社に対する証券訴訟はどの程度提起されているのか?	5
1. 公判裁判例	6
2. 課徴金納付命令・刑事告発を受けた東証一部上場企業に 対する提訴	8
III. 発行会社に対する証券訴訟はどのような投資家によって提起されて いるのか?	12
1. 機関投資家による訴訟	13
2. 弁護士の主導により形成された原告団による訴訟 (準クラスアクション)	14
3. 個別の投資家による訴訟	18
IV. 民事責任と公的エンフォースメントとの関係	18
V. 発行会社に対する証券訴訟による役員等の経済的負担	20
1. 発行会社と役員等の同時提訴	20
2. 発行会社による役員に対する責任追及	21
3. 経営者の株主としての利益	22
4. D&O保険による補填の可能性	23
IV. まとめ	25
討 議	26
報告者レジュメ	46
資 料	54

金融商品取引法研究会出席者(平成29年2月1日)

報告者	後藤元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
会長	神田秀樹	学習院大学法務研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加藤貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾健一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学大学院法学研究科教授
オブザーバー	岸田吉史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	鎌塚正人	SMB C日興証券法務部長
〃	陶山健二	みずほ証券法務部長
〃	本井孝洋	三菱UFJモルガン・スタンレー証券法務部長
〃	石黒淳史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	山本悟	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	富田英揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	増井喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

流通市場の投資家による 発行会社に対する証券訴訟の実態

前田副会長 定刻になりましたので、第16回金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

最初に、オブザーバーの交代がありましたので、ご紹介いたします。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券から、法務部長の本井孝洋様にご参加いただくことになりました。どうぞよろしく願いいたします。

本井オブザーバー 本井でございます。よろしく願いいたします。

前田副会長 本日は、既にご案内のとおり、東京大学の後藤元先生より、「流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態」というテーマでご報告をいただくことになっています。

それでは、後藤先生、よろしく願いいたします。

[後藤委員の報告]

後藤報告者 東京大学の後藤でございます。本日は、報告の機会を与えていただきまして、どうもありがとうございます。

まず、お手元の資料を確認させていただければと思いますが、議事次第と名簿の下にレジメと配付資料の目録がございまして、配付資料としましては、表が6種類です。それと、今回ご報告させていただきます内容は、江頭憲治郎先生の古稀記念論文集に寄稿させていただきました論文をもとにしております。少しだけアップデートしてはいるのですが、大半はこの江頭古稀記念論文集のものをベースにしておりますので、そちらをご参考までに配付させていただいております。細かい議論のところなどは、時間の関係でご紹介できないかもしれませんが、こちらをご参照いただければ幸いです。

I. はじめに

それでは、早速内容に入らせていただきますけれども、まず、何でこういうことをやろうと思ったのか、動機のようなところを最初にお話しいたします。

1. 我が国のこれまでの議論

皆様ご案内のとおり、平成16年の証券取引法の改正によって、現在の金融商品取引法21条の2が導入されました。これは、有価証券報告書等の法定開示書類について重要事項の虚偽記載等があった場合に、その書類を出した有価証券の発行会社に対して、流通市場の投資家に対する民事責任を課するという規定ですけれども、それまでは、法定開示書類の正確性を担保するということについて、民事責任の追及という形でエンフォースメントが行われることが少な過ぎたという認識を背景として、このような規定が導入されたわけでございます。具体的には、損害額の推定と、無過失の立証によって免責されることがないということで、無過失責任を定めていたということが特徴でした。

この21条の2の導入を契機としまして、我が国ではそれまでほとんど存在しなかった、発行会社の不実開示に関する民事責任を問う訴訟が次第に増加してまいりまして、裁判例も蓄積していきました。改めてご紹介するまでもないかと思いますが、西武鉄道やライブドア、アーバンコーポレイションなどで最高裁判決が出るに至ったところでございます。

裁判例の蓄積に応じて、学説も議論を深めていきました。いろいろな話がありましたし、この研究会でもたしか1年半ほど前に、太田先生から最近の動きについてのご紹介があったかと記憶しておりますが、特に、この規定に基づいて、発行会社が賠償すべき損害額をどうやって計算するのかということですか、また、発行会社に損害賠償責任を課すということは、果たして立法政策としていいのだろうかといった問題点などについて議論が行われたわ

けでございます。

学説を紹介するのが今日の目的ではありませんので、詳細は省略させていただきますが、特に立法論としましては、発行会社の利益は最終的に株主に帰属しますので、投資家に対して発行会社が損害賠償するということは、実質的には、発行会社の株主であった投資家に対して残った株主が賠償することになるのであって、これは株主間の利益移転にすぎないのではないかということ、また、発行会社自体は何かをするわけではなく、不実記載が行われる場合には、その背後に不実記載をした真の行為者がいるわけですが、その真の行為者に対して負担をさせないと、抑止効果が伴ってこないのではないかということが問題視されていました。

そのような中で、10年を経て、平成26年に金融商品取引法がもう一度改正をされまして、この21条の2に基づく発行会社の民事責任は、無過失責任であったものが、いわゆる過失推定責任と申しますか、発行会社側が無過失であることを証明すれば責任を免れることができる、証明責任の転換された過失責任に切りかえられたわけでございます。

非常にはしょってご紹介していますがけれども、この過程で、日本は主にアメリカの議論を参照してきました。アメリカではどういう議論があったかといいますと、これも皆様ご案内のとおり、証券クラスアクションに対する批判が一般的にあったところ、それを受けて1995年に証券民事訴訟改革法が制定され、一定の限定がかけられたということ、また、特に近年では、fraud on the market 理論に対する批判が高まって、それがどうなるかということが注目されたのが Halliburton 判決です。

このアメリカの議論の中で私が注目をしましたのは、例えば1995年証券民事訴訟改革法の前後には、証券クラスアクションがいわゆる strike suit、濫訴なのかどうか、実態を見ましようという議論が行われていたわけでありまして、また、最近の fraud on the market 理論への批判の中でも、fraud on the market 理論を使って発行会社に責任を課すことによって、抑止効果や、投資家に対して被害を補償する効果が実際にあるのかといったところが

見られていたわけでございます。その中でさらに、弁護士がどういうふう
に報酬を取っているのかとか、いろんな話があるわけですが、そういった証券
訴訟の実態面に関する実証研究が積み重なっているというのがアメリカの議
論の特徴です。もちろん、この分野に限らず、最近のアメリカの学会の傾向
でもありますけれども、そういったところが日本とは違うのかなという思い
がした次第であります。

そのアメリカの最近の実証研究のレビュー論文を1つだけ、レジюмеにご
紹介しておきましたけれども、こういうものがある中で、日本の議論を振り
返ってみますと、21条の2の導入を契機としまして、証券訴訟がふえた、
ゼロだったものがゼロではなくなったということはみんな認識しているの
ですが、どれぐらい変わったのかという実態に関する議論は余り行われてい
ないように感じます。

2. 本研究の問題意識

この話について個人的な経験を申し上げますと、アメリカで在外研究をし
ておりましたときに、日本にも最近こういうのがあるとアメリカの先生に話
したところ、どれぐらい訴訟が増えたのかと聞かれました。そこで答えに詰
まってしまう、少し恥ずかしい思いをしたということがあったのですが、で
は、どれぐらい増えたのか数えてみようというところから始まったのが、今
日お話しさせていただく研究ということになります。

証券訴訟の実態として何を見るかといいますと、まず、増えたと言われて
いる発行会社に対する証券訴訟はどの程度提起されているのか。そして、ど
ういう人が原告となって提訴しているのか。さらに、これらの証券訴訟の結
果はどのようなものか。特に先ほどの抑止効果に関する議論では、発行会社
ではなく、その背後にいる真の行為者に対する抑止効果があるのかどうかと
いうところに焦点が当たっているわけですが、そうすると、結局は発行
会社の役員等がメインになってくるかと思いますが、証券訴訟の結果とし
て、役員等に経済的負担が発生しているのかという点が実態として注目され

るところではないかと思えます。

これらの実態を確認した上で、発行会社の民事責任に関する政策的な議論が積み重ねられていくべきではないだろうかと思ひまして、まずは実態を確認するところから研究を始めた次第です。

究極的な関心は、発行会社の民事責任、21条の2が増えたことによって、不実記載に対する抑止効果は適切なものになったのかということにあるわけですが、残念ながら、この抑止効果を直接測定することは非常に困難であります。なぜかと申しますと、一番わかりやすいのは、この規定が入ったことによって、不実開示が減ったということが言えればいいのですが、不実開示が発覚した件数だけ数えても仕方がなく、現実到现在まで行われてきた不実開示が、発覚しなかったものも含めてどれだけあって、トータルでどれだけ減ったのかということを見なければいけません。しかし、発覚していないものは数えようがないのでわからないわけですし、また、これが入ったことによって、各発行会社がどれだけ注意をするようになったのかということも計測することはなかなか困難です。したがって、そこは諦めまして、仮に抑止効果があるとすれば、それは行為者に経済的負担が発生しているからだろうということで、大分間接的ではありますが、その負担がどれだけあるのかを見ることによって、抑止効果がどれだけあるのかを考える手がかりにしようというところがございます。

以上が前置きで、中身の話に入らせていただきます。

Ⅱ．発行会社に対する証券訴訟ほどの程度提起されているのか？

まず、Ⅱですけれども、発行会社に対する証券訴訟ほどの程度提起されているのかということでもあります。

1. 公判裁判例

出発点として、一番数えやすいものということで、公刊されている裁判例がどれだけあるのか見てみました。ほかにも、ある年に民事責任に関する判決が何件出たというようなレポートもあったりするのですが、何年に判決が出たかというのは余り重要な話ではありませんので、トータルでどれだけあるかということで見ております。判例データベースで、証券取引法と金融商品取引法の21条の2、さらにそれ以外の、22条ですとか、発行会社ではなく役員等の民事責任に関する条文についても、役員とセットで発行会社の責任も追及されていることがあり得るという想定のもとで条文をベースに検索をかけて、さらに、その上下審をたどったり、各種の判例評釈などで紹介されているものが漏れ落ちていたらそれを補充するというようなことをして、できるだけ網羅的にやったつもりですが、リサーチをしたところがまず出発点でございます。

その結果をまとめたのが表1です。昨年の8月15日現在で、発行会社が不実開示に関して、流通市場の投資家に対して責任を負うかどうかということが問題となった公判裁判例は、全部で58件です。そのうち、平成16年改正前に行われた訴訟は山一証券の破綻に関するものが1件あるだけで、残りの57件の裁判例は全て、平成16年改正が成立した後の訴訟に関するものです。

改正後の訴訟には、平成16年改正は成立しても、施行される前の時点の不実開示に関して、21条の2は直接適用されないのですが、それでも、改正が成立したことによって、こういうものも訴えていいんだという意識が世間に広まり、それによって訴えられた可能性があるもの（著名なものとしては西武鉄道事件）と、あとは、改正法が施行され、それによって責任が追及されているもの、この2種類があるわけですが、いずれも、事件番号を見ると平成17年以降のものばかりですので、平成16年改正成立の後で急に訴訟が増えたということは言えるのではないかと思います。

裁判例を数えますと58件あるわけですが、ただこれは、1つの訴訟の地裁、

高裁、最高裁、差し戻し高裁など全てを含めた、延べで数えた件数です。これを統合していくと、訴訟としては全部で31件あり、かつ、1つの発行会社の同じ不実記載に関して複数の訴訟が提起されていることもありますので、それを見ていくと、結局、被告となっている発行会社は全部で10社しかないということが言えるわけでございます。山一証券を除いて、平成16年改正成立後の訴訟で同改正の適用のない事案に関するものは、西武鉄道と日本システム技術、そして、アソシエントテクノロジーという大分地裁の判決ですけれども、その3社。平成16年改正が適用される事案に関するものは、ライブドア、ニイウスコー、アーバンコーポレイション、シニアコミュニケーション、IHI、オリンパスの6社です。

このうち、会社ごとに件数を数えていくと、最高裁判決まで行った西武鉄道、ライブドア、アーバンコーポレイションに訴訟が集中しておりまして、判決の数だけでいうと58件のうちの4分の3以上がこの3社に関するもの、訴訟の数でいっても3分の2以上がこの3社に関するものです。したがって、判例だけ見ていると事件が非常にふえたような気もしますが、公刊裁判例に限ると、特定の事件について一気に盛り上がったところはあるものの、民事責任追及訴訟が物すごく広がっていると言えるかということ、そうも言い切れない状況にあるように思われます。

ただ、これはあくまで公刊裁判例の数を数えただけで、世の中には公刊されていない裁判例もあるかもしれませんし、また、判決に至らず、和解で終了したものや、まだ係属しているものがあるかもしれません。それらは含めておりませんので、これだけで判断するわけにはいきません。特に、西武鉄道、ライブドア、アーバンコーポレイションの3件の最高裁判決によって、損害額に関する判例法理がある程度形成されてまいりましたので、今後はこれを前提とした和解というものが促進されていく可能性があるとする、やはり公刊裁判例を見ているだけでは足りないだろうと思います。

2. 課徴金納付命令・刑事告発を受けた東証一部上場企業に対する提訴

そこで、次に、公判裁判例ではなく、訴訟があるかどうかを見てみようということですが、アメリカでは、訴訟の提起が全て電子データとしてファイリングされているデータベースがあって、さらに、証券訴訟に関するものだけを集めたデータベースまで存在しているのですが、残念ながら、日本にはそういうものはありませんので、使うことができません。

では、どうやって数えようかと考えたのですが、この研究では、不実開示がどれだけあって、そのうちのどれだけについて訴訟が提起されているかを見たいということですので、まず出発点として、証券取引等監視委員会が課徴金納付命令の勧告または刑事告発の形で不実開示をしたと認定した会社のリスト、これは証券取引等監視委員会が出しておりますので、その中で提訴されているものがどれだけあるかを調べるというスタンスでやっております。ただ、それを全部やると単純に大変だということもありますので、公的エンフォースメントを受けた会社のうち、特に東証第一部に上場している企業に限って提訴の有無を、日経新聞のデータベース、各社のプレスリリース、またグーグルで、その会社の名前と、「訴訟」「提訴」「株主」「被害」といったキーワードを入れて検索するということをしております。

これはもちろん、世の中にある不実開示について全てカバーしているということではありませんが、まず、公的エンフォースメントがあるものに着目しました。21条の2は無過失責任でございまして、かつ、重要な不実記載のところの客観的な要件は、課徴金や刑事罰のほうが限定されております。逆に言いますと、公的エンフォースメントが出ていれば、それだけで客観的要件のところはクリアでき、かつ無過失責任ですので、主観面を何も立証する必要がないとすると、単純に証券取引等監視委員会が出してくれたものにフリーライドすれば、投資家は訴訟を提起できるということです。もちろん、それだけでは足りないわけですが、取っかかりとしては非常に楽になりますので、piggy backing、要はおんぶしてもらおうということですが、そういうやり方の訴訟が多くても不思議ではないということが言えるだろうと

思います。

ただ、提訴があったかどうかは新聞やネットの情報に頼っていますので、メディアのカバーがあるかどうかということが逆に問題になってまいります。東証一部の企業であればニュースバリューもあるでしょうし、また、株主数が多く、資力もあるでしょうから、ディープポケットとして訴える、そういうものとしても適しているだろうということで、この2つの絞り方をしているわけでございます。

ライブドアは東証一部ではなくてマザーズ上場企業でしたので、そういう重要な訴訟が抜け落ちてしまうのですが、訴訟が起きて一番おかしくなさそうな不実開示について、どれだけ訴訟が提起されているかを見てみようという趣旨だと理解していただければと思います。

そのような絞りをかけた結果が表2です。平成16年改正が適用される不実開示について、課徴金納付命令の勧告または刑事告発等の公的エンフォースメントを受けた上場企業はちょうど100社ありまして、そのうち東証一部の上場企業は23社ございました。この23社について、先ほど申し上げたような検索を試みたところ、もちろん、漏れがある可能性は排除できないのですが、私の調査によって提訴があると確認できたのは、IHI、アーバンコーポレイション、オリンパス、リソー教育、東芝の5社のみで、残りの18社については、発行会社の責任は追及されていないということが出てまいりました。23分の5ですから、これだけ見ると少ししか提訴されていないようにも見えるのですが、ひょっとしたら、何かしらの理由があって提訴がないのかもしれないということで、何か説明できる点があるだろうかというところを詳しく見てみたのが表2です。

提訴がなくてもおかしくないと一番簡単に言えますのは、発行会社が倒産をしてしまっているのです、発行会社の民事責任を追及しても大して返ってこないだろう、無駄なので提訴しないという場合で、これに該当するのが真柄建設です。ただ、不思議なことに、そのすぐ下にありますアーバンコーポレイションも民事再生手続に入っているわけですが、アーバンコーポレイシ

ンに対しては提訴がなされております。

その違いについても説明するとすれば、真柄建設は、ある支店の支店長が、自分の業績をよく見せるために売り上げを過大計上したことがわかったという事案であるのに対して、アーバンコーポレイションは、皆様ご案内のとおり、危ぶまれていた資金調達ことができましたというときに、裏で組んでいたスワップを開示しなかったという意味で非常に悪質な事案だったと言うこともでき、そういうときに投資家が怒って提訴してきたという側面があるのかもしれない。

また、発行会社が倒産していなかったとしても、不実開示の発覚によって投資家が全体として大して被害を受けていないのであれば、最終的に回収される額が限定されることになりますから、わざわざ訴えないということも考えられます。投資家全体が受ける損害というのは、発覚前の時価総額から結局どれだけ落ちたかということで代替できるとしますと、発覚直前の時価総額を見てもいい必要があります。ただ、調べ方がよくわからなかったもので、この表では発覚前の号の会社四季報に載っている数字を使っております、完全に正確ではないのですが、一応その数字と、あとは、不実記載に関する報道が最初に出たときの前の株価と、それがあがる程度下がって行って、それなりに落ちついたところまでどれだけ落ちたかというところを見ております。

不実開示が発覚しても株価が10%も落ちなかった企業は、日特建設、丸善、エムスリー、オービック、アゴーラホスピタリティグループ、新日本建設で、オービックに至っては、なぜか発覚した後も株価は上がり続けていました。

東芝については、どこで切るのかというのが非常に難しい事案なわけですが、とりあえず、最近の話は不実開示自体とは関係なからうということで、一定時期で切ると、下落率は20%ぐらいでしかありません。ただ、東芝は大企業ですので、発覚前の時価総額は2兆円を超えていて、そこから2割も落ちれば、それ自体でかなりの額になるわけですが、さきに挙げた会社はどれも時価総額がせいぜい数百億レベルの会社ですので、そういう場合

には投資家全体の損害は比較的小さいということが言えます。

逆に、時価総額自体が200億円より小さい企業というのも東証一部でも何社かあって、こちらも投資家全体の損害が小さいという観点から説明できるかと思います。ただ、提訴のあるリソー教育は、時価総額は300億円で大して変わらないのですけれども、下落率が50%を超えております。そうすると、落ち方が激しいので、被害を受けたと思う投資家も多かろうということで、そういう観点から提訴がなされているのかもしれませんが。

残りの企業についてはなかなか説明が難しいところもあるのですが、発行会社に対する証券訴訟は最近始まった動きでありますので、提訴する株主や投資家、また弁護士のほうも、どういうやり方をするか、最初は迷いがあったのかもしれませんが。この点について、フタバ産業、三洋電機、ビックカメラに対しては違う形の訴訟が提起されております。

特にフタバ産業につきましては、証券訴訟を提起したいので、株主名簿を見せろという申し立てをしたところ、拒絶事由に当たるということで却下され、そこで断念してしまった可能性があります。しかし、ほかの事件ではそういうことをやらずに、その後訴えることができますので、やり方次第ではできたのかもしれませんが。少なくとも最初はやる気はあったようです。

また、三洋電機とビックカメラにつきましては、証券訴訟ではなく株主代表訴訟が提起されておりますが、結果として、問題なしということで、代表訴訟自体が請求棄却されております。後でお話ししますが、三洋電機とビックカメラの代表訴訟を担当した原告代理人の弁護士は、その後、オリンパスに対しては証券訴訟を提起するというに切りかえておりまして、ここも最初からそういう戦略をとれば、証券訴訟が起きていたかもしれません。

結局、何で提訴がなかったのか客観的にうまく説明できないのは、日興コーディアルとOKIぐらいで、そのほかは、実は意外と説明がつきます。発行会社が倒産してなくて、不実開示による投資家全体の損害が比較的大きい場合には、それなりに証券訴訟が起きていると見ることもできるかもしれません。

ただ、投資家全体の損害、先ほど申し上げた株価下落率が10%ですとか、時価総額が200億円というのは、何となく説明できそうなところで私が恣意的に線を引いたものですので、この基準より下であっても、日本法の民事責任の客観的要件は公的エンフォースメントに包摂されていて、かつ無過失責任であるということを踏まえれば、もっと訴訟が起きていても不思議ではないという見方も可能かもしれません。このような見方をすると、何で提訴が少ないのかといえば、それはやはり、アメリカとは違ってクラスアクションという形がないために、提訴するインセンティブが少ないということになるのかもしれません。

Ⅲ. 発行会社に対する証券訴訟はどのような投資家によって提起されているのか？

では、誰が提訴しているのかを見てみようというのがⅢでございまして、こちらについては表3をごらんいただければと思います。

表3は、今までの作業で見つけた訴訟について、どういう人が原告となっているのかという観点から分類したものですけれども、3種類に分類することができると考えております。

まず1つ目は機関投資家で、年金基金やそれから受託している信託銀行などが原告になっているものです。

2つ目は、機関投資家以外の投資家が原告となっているものです。ただ、個人が1人でやっているというのではなく、ある企業の不実開示によって損害を受けた投資家の皆さんを募集しますということで、弁護士が主導して原告団を形成し、その原告団が提訴しているというものです。

この話をアメリカでしたときに、クラスアクションそのものではありませんけれども、弁護士が主導しているという意味で、少しキャッチーかなと思います、「準クラスアクション」という名前をつけさせていただいて、それをそのまま使っています。弁護士が主導であるということはアメリカにちょっと似ています。

第3の類型は、機関投資家でもなく、準クラスアクションでもなく、本当に個別の投資家がばらばらに訴えているものです。

1. 機関投資家による訴訟

順番に見てまいりますと、まず、機関投資家による訴訟が提起されている会社というのは必ずしも多くありませんで、西武鉄道、ライブドア、オリンパス、リソー教育、東芝の5社のみになっております。

この5社については、リソー教育がどれほどのインパクトがあった事件なのか、少し感覚がつかめずにあります。ほかは、一般紙の1面を飾るような、有名企業による大規模なスキャンダルで、社会的インパクトもそうですし、かつ、損害額もかなり大きかったのではないかと推測されます。機関投資家としても、背後の資金拠出者に対する説明責任として、訴えないわけにはいかなかったと言えるかもしれません。

また、西武鉄道やライブドアは上場廃止になっておりますし、オリンパスについても、上場廃止になるかもしれないということがしばらく取り沙汰されておりましたので、機関投資家は、そうなってしまうと困るので先に売却している可能性があります。そうすると、損害額が確定しますし、また、株主が自分で自分を訴えているような側面がなくなるというところもあるので、訴えやすかったのかもしれないかもしれません。ただ、上場廃止になっていれば、必ず機関投資家が訴えているというわけでもないのです。この辺は断定することはできませんが、どちらかという、大規模な、目立つ事案についてだけ訴えているような印象があります。

訴訟の規模については、機関投資家が訴えておりますので、請求額は数百億円、認容額もしくは和解額も数十億円から100億円レベルということで、かなり大きくなっています。

また、年末にオリンパスについての報道がありましたが、最近では和解をしている訴訟が幾つか出ております。機関投資家は、最高裁判例に従って損害額が計算されると、一定のところでもう和解するというをしているよ

うです。

原告代理人については、判決が出ているものしかわからないのですけれども、判決が出ているものは、なぜか森・濱田松本法律事務所が受任されていることが多いようです。ほかの訴訟がどうかわかりませんが、イメージ的には、機関投資家が普段からつき合いのある、大手の企業法務専門の法律事務所に委任をしているという側面があるのではないかと思います。

2. 弁護士の主導により形成された原告団による訴訟(準クラスアクション)

次に、2つ目の類型、準クラスアクションです。

こちらはもう少し多くの会社を訴えておりまして、西武鉄道、ライブドア、リソー教育、オリンパス、東芝のほか、IHIや、エナリスという新興の企業を提訴しておりますし、アーバンコーポレイションに対しても、準クラスアクションの一環と思われる訴訟がございます。どういうことかといいますと、アーバンコーポレイションは、元社長以下、役員に対する準クラスアクションが提起されておりまして、その準クラスアクションの担当事務所が代理人である訴訟が結構多いということで、準クラスアクションの一環としてやっているのではないかと思った次第です。つまり、機関投資家が訴えていないようなところまで訴えているというところに違いがあります。

訴訟の規模としては、機関投資家が入ってなくて、あくまで個人の集まりであるということで、それほど大きくありません。請求額は最大のもので、ライブドア株主被害弁護団の230億円です。認容額については、一審判決が出た後で一部の原告が和解し、また高裁の後で和解しということで次第に人が減っていつているので、誰が幾ら取ったかということは計算のしようがなく、トータルでどれぐらいになったかはなかなかわからないところがあるのですが、請求額だけ見ても、ライブドアだけが大きく、ほかはもう少し小さい規模になっています。

機関投資家による訴訟との違いは、少なくとも現時点では、第一審判決が出る前に和解で終結するという訴訟は存在していないようでございます。今

までについては、無過失責任ですので、重要事項の不実記載があるということさえ証明できれば、基本的にゼロになることはない、かつ、損害額がどれくらい取れるのかというところもはっきりしていなかったので、原告側としては、途中で和解するよりは、とりあえず判決までは行ってみるという傾向があったのではないかと思います。今後は、判例法理が固まってきたところで違いが出てくるかもしれませんが、今のところはそういう傾向がございませぬ。

原告代理人については、2種類あるように感じております。まず1つは、複数の中小規模の法律事務所に所属する弁護士が数人ずつ集まって連合を組んで、〇〇株主弁護団というようなものを形成するタイプで、今までも公害問題や消費者運動などの中で行われてきたのと同じような形です。西武鉄道を初め、ライブドア、オリンパス、I H I、東芝、また、発行会社に対する訴訟ではございませぬので除外しておりますが、最近判決が出ましたエフオーアイに対するものもこのグループと行うことができるかと思います。

興味深いのは、ライブドア株主被害弁護団というのが1つのソースになっていて、そこで経験を積んだ方が、また違う会社もターゲットにしていこうということがどうやらあるようです。ライブドア株主被害弁護団とほぼ同じ構成で、大半がかぶっているのがオリンパスですし、I H Iに対する訴訟でもかなりの人が重複しています。

そういうことが進む中で、2つ目のグループですが、弁護団としてではなく、ある法律事務所が単独で準クラスアクションを起こすということもふえており、かつ、それらの事務所がリピートプレーヤーになっているというものもございませぬ。

あおい法律事務所というのはリソー教育を訴えているところですが、アーバンコーポレイションの役員に対しても提起しています。その代表者はライブドア株主被害弁護団で活動していた方で、これはいけると思われたのかどうかわかりませぬが、それを事務所の1つの柱にしているようなところがあります。また、日比谷ステーション法律事務所も特別なウェブサイトをつくっ

ていろんな会社を訴えており、加藤&パートナーズ法律事務所は、たしか少し前までは違う名前をとっておられたのですけれども、オリンパスを提訴しています。この加藤&パートナーズ法律事務所は、先ほどちょっとご紹介しましたフタバ産業、三洋電機、ビックカメラなどを株主代表訴訟や株主名簿閲覧請求の形で訴えた事務所でございまして、こういった活動を継続的にやっておられます。

こういうものが今後どれだけ広まっていくかはわかりませんが、ある意味ではアメリカのクラスアクション・ローファームに近いような、これを1つのビジネスモデルとして展開していく人たちが出てきたというふうにも受け取れるのではないかと考えております。

準クラスアクションについては、おもしろいポイントがもう一つあります。被害を受けた投資家を勧誘して原告になってもらわなければいけないということで、大体皆さん、ウェブサイトを立てておられるのですが、そのウェブサイトで、弁護士報酬としてこれだけいただきますということを開示しています。訴訟が終わると閉じてしまうものもありますので、今現在、全て見られるかわからないのですが、この論文を書いた時点で調べられるだけ調べたものが表4です。

一つ一つはご紹介しませんが、着目すべきポイントとしては、まず、準クラスアクションといいますが、アメリカとは異なって、依頼時に皆さんしっかり着手金を取っておられるという点です。着手金がないものもあつたりするのですが、着手金がなかったとしても、実費は最初に預託してもらいますということで、手続実費の預託金というものを最初に預かる、つまり、最初に何かしらのお金を受け取るということをやっているというのが日本の準クラスアクションの1つの特徴かと思えます。

こういうことができるのは、アメリカのクラスアクションと違いまして、一人一人委任をしてもらうということで、お金を取る機会がまずそもそも存在するという点です。もう一つは、特に〇〇弁護団の方々が中小の法律事務所であるとすると、それほど資金力がないだろうということ。訴訟追行してい

くに当たってはやはりお金がかかるので、その分を最初にとっておかなければいけないというところから来ているのかもしれませんが。

この着手金の計算の仕方は、大体、個々の投資家の請求額や保有株式数に比例しております。このレートで計算した場合、仮にここに機関投資家が入ろうとすると、非常に多額の着手金が取られることになってしまいますので、機関投資家は敬遠するだろうと推察されます。

成功報酬のレートは、もちろん相対的な評価ではありますが、高くないと言うことができるのではないかと思います。アメリカでは、証券クラスアクションが和解した後で、弁護士報酬としてこれだけ取っていいということを経験者が関与して決めるわけですが、和解額に占める弁護士報酬の割合の中央値は25%であるという研究があります。一方、日本の準クラスアクションの弁護士報酬は、回収金額の10%と固定のレートで設定しているものが多く、認容額や和解額に応じたスライド制のレートを適用する場合には、金額が低い部分については最高で20%ということですので、巨額の和解額のうち25%を取ることが中央値だとするアメリカよりはかなり低いと言えます。

何でこんなに低いのかということですが、個別に委任をしてもらわなければいけないというときに、全体の25%とか3割を成功報酬としていただきますと言うと、がめつい弁護士だというイメージがついてしまいかねず、委任してもらえない可能性があります。したがって、これは投資家のために社会正義としてやっているんですというイメージ戦略でいくとすると、高いレートをそもそも設定しづらいということがあるのかもしれませんが、また、たしか日比谷ステーション法律事務所のレートだったかと思いますが、これは日弁連の旧報酬規定そのままでありまして、そこで設定されたレートがここを拘束している可能性がございます。逆に、成功報酬のレートがこれだけ抑えられているからこそ、着手金を取らないとなかなかやっていけないというところもあるかもしれませんので、この辺はセットで考えたほうが良いと思いますが、準クラスアクションという動きが広まってきているにせよ、少

なくとも現時点では、アメリカのクラスアクションとは弁護士報酬という点において大分違いがあると感じております。

3. 個別の投資家による訴訟

最後の第3類型は、個別の投資家による訴訟です。件数は非常に多くて、平成16年改正後に提起された公判裁判例のある訴訟のうち、半数はこれに当たります。かつ、個別の投資家しか訴えていない会社というのも幾つかございます。請求額は、個人ですので、数十万円レベルで訴えている場合もあれば、1億円超になっていることもあります。ただ、トータルとしては、機関投資家はもちろん、準クラスアクションに比べても請求額は小さく、それに応じて認容額も小さいということが言えるかと思います。一番最初に紹介した公判裁判例の数を見ますと、かなりあるように思えるわけですが、そのうちのかなりのものが個別投資家による訴訟だとしますと、インパクトとしては余り大きくないというふうに見たほうがいいのかもかもしれません。

IV. 民事責任と公的エンフォースメントとの関係

ここまで、どういう訴訟があるかということを見てきましたが、残りの時間は、これらの訴訟による影響について見ていきたいと思っております。

不実開示に対するエンフォースメントとしては、民事責任以外に、先ほどもちょっと出てまいりましたけれども、課徴金や刑事告発というものもあります。こういった公的エンフォースメントとの関係はどうなっているのか、まず見たいと思っております。

アメリカにおきましては、証券クラスアクションがターゲットとしている会社と、SECによる公的エンフォースメントのターゲットとされる会社というのはそもそも違っているという研究がありまして、証券クラスアクションのうち、公的エンフォースメントの対象にもなっているものは2割もないというようなデータがございます。どちらがどう選んでいるかはなかなか難しいところがあるのですが、SECはたしか、比較的規模の小さいところを

ターゲットにすることが多い。逆に、証券クラスアクションは規模の大きなところ、要はディープポケットを狙っていく。それですみ分けて、補完的にエンフォースメントをしているというような評価もあり得るといことが言われています。

では、日本はどうか。最初にお断りしておかなければいけないのは、私の調査の仕方がそもそも公的エンフォースメントから出発していますので、当たり前と言えば当たり前ですけれども、証券訴訟の被告となった発行会社12社のうち、刑事告発も課徴金も受けていないのは、日本システム技術とアソシエントテクノロジーの2社のみで、かつ、これらはいずれも個別投資家による提訴です。たしかアソシエントテクノロジーは、課徴金制度がまだ導入されていない事案だったかと思しますので、そうすると非常に少ない。もちろん、先ほど申し上げた調査方法の制約がありますので、例えば準クラスアクションが起きたりしていないか探すために、「株主」「被害」「弁護団」というようなキーワードを入れてグーグルで検索してみたりしたのですが、ほかのものはヒットしなかったということで、恐らくこれでいいのではないかと考えております。残りの10社についても、ほとんどが課徴金の納付命令勧告が出た後に訴訟が起きております。

結局、何が起きているかという、日本の発行会社に対する証券訴訟というのは、大半が、公的エンフォースメントに対する後追いで起きていると言うことができるのではないかと思います。アメリカと違いまして、公的エンフォースメントが行われないような事案を証券訴訟でカバーしているという機能は、どちらかというところ、乏しく、公的エンフォースメントに対する上乗せとしての意義があると見ていることになるかと思います。

では、上乗せがどれくらいかという、会社に対する罰金・課徴金の額と証券訴訟の認容・和解額がわかるものについてだけまとめたのが表5です。

どっちが大きいと一概には言えないというようなことしか申し上げられないのですけれども、機関投資家が訴えてくると請求額も認容額も大きくなるというのが西武鉄道やライブドア、オリンパスなどの場合です。準クラスア

クションしかない、大分小さくなるといえます。課徴金のほうも、こちらはトータルの額しか見ておりませんが、不実開示中に発行すると、その分、計算方法によって課徴金額が増えますので、単純な比較はなかなか難しいところがあります。

ですので、公的エンフォースメントに対する上乗せ効果が大きいものもあれば小さいものもあるということですが、逆に言いますと、公的エンフォースメントが行われるような、つまり、監視委員会がこれは問題だと言ったようなものについてしか証券訴訟がないとしますと、勝訴の見込みのない、不実開示ではなかった事案に対する証券訴訟は非常に少ないということになりまして、いわゆる濫訴という状況ではない、勝訴の見込みがないのに提訴しているということは余りないと言っているかと思えます。

V. 発行会社に対する証券訴訟による役員等の経済的負担

では、そういう上乗せとしての証券訴訟が、最終的に、裏にいる真の行為者である役員等にどのような経済的負担を課しているかというところを見てまいります。

1. 発行会社と役員等の同時提訴

幾つかのルートがあるわけですが、まず、発行会社と役員等の同時提訴です。共同被告とされると、その責任が問題とされ、かつ、被告にされるということ自体がそれなりの負担であるとすれば、これによって経済的負担はかかってきます。西武鉄道とライブドアについてはほとんどの訴訟において、堤氏や堀江氏ほか、経営陣が被告とされていますが、これは、それらの人たちが主導したようなものだったからということで割と納得できる場所もあります。また、アーバンコーポレイションについては、役員に対する準クラスアクションが起きています。

しかし、それ以外では、役員等を余り共同被告としない傾向にあるようです。特に準クラスアクションでは、「誰を被告とするのですか」という FAQ

に対して、「訴訟の長期化を避けるために役員等は被告とはしません」とウェブサイトで宣言しているものがございます。少なくとも平成26年改正以前においては、発行会社を訴えるだけであれば、不実開示さえ立証できれば、あとは損害額の話だけであるのに対して、役員を含めると、過失の有無について訴訟が伸びるということになりますので、それを避けるために訴えないということです。オリンパスのように経営陣がかなり主導したと見られる事案についても、そういうことを言っている準クラスアクションが存在しておりました。東芝については、役員も含められていますので、一概には言えないのですが、どちらかという、役員等を被告にしない傾向にあるように思います。ただ、この点は、平成26年改正で発行会社の責任も過失責任とされることによって、ひょっとしたら変わってくるのかもしれませんが。

2. 発行会社による役員に対する責任追及

学説の中では、発行会社が責任を負ったとしても、発行会社が役員に対して求償すれば、それによって役員に対する経済的負担がいくことになり、発行会社を訴えたほうが投資家は回収できるので、インセンティブとしてはそのほうがいいのではないかという議論もあつたりするわけですが、では、求償がどれだけあるかということをもとめたのが表6です。

これを見ると、発行会社その後、役員を訴える、もしくは何らかの合意をするという形で、役員に何らかの金銭的負担を求めていることはかなり多いと言えます。その中身を見ていきますと、西武鉄道とライブドアにおいては、堤氏と堀江氏それぞれに対して、投資家に対して発行会社がこれだけ賠償したということを踏まえてかなり高額な求償をして、回収しています。やり方としては、保有していた株を出してもらおうといったことが行われております。これに対して、オリンパス、リソー教育、東芝、エナリスにおきましては、まだ証券訴訟が終わっていないにもかかわらず、求償しています。オリンパスなどでは、そもそものスキームの解明にかかった調査費用や課徴金を請求しているのですが、課徴金の全額でない事案もあつたりしまして、そ

ここで求償しておしまいという場合がございます。これらの場合には、投資家に対する損害賠償額は求償されていないことになります。

つまり、何が言えるかといいますと、発行会社が支払った損害賠償額は、結局、役員等の経済的負担につながっていない、上乘せになっていない場合が少なからず存在するということです。

ただ、経営者の辞任や報酬の減額はほとんどの場合で行われていますので、求償ではなく、辞任といった形での経済的負担は確かにあります。問題は、この辺の負担は、証券訴訟が起きたことによるのかどうかということです。これはなかなか難しいのですが、先ほどの、公的エンフォースメントを受けたけれども証券訴訟を提起されていない東証一部上場企業、残り18社についていろいろ見ていきますと、役員に対して何らかの負担を求めているのは5社しか存在しません。その5社は、日興コーディアル、フタバ産業、エムスリー、あとは小さな会社が2つですが、それも課徴金の一部を求償するにとどまっています。

また、不実開示が発覚した後に経営者が辞任したのは、半分もなくて、8社だけです。残り10社中8社も報酬減額などはしているところもありますが、証券訴訟の提起がある会社についてはほとんどが辞任しているということからすると、違いがあると言えなくもありません。ただ、問題は、証券訴訟が提起されたことの結果としてこういうことが行われているのかということ、必ずしもそうは言えないということでございます。相関関係はありますが、証券訴訟が提起されるのも、経営者が辞任するのも、悪質な不実開示について両方起きているというだけかもしれませんので、結局、証券訴訟が発行会社の役員に対する経済的負担にこういう形でつながっているとはなかなか言い切れないところがあるということです。

3. 経営者の株主としての利益

残るのは、経営者が大株主でもあって、発行会社が損害賠償をすると、発行会社からの資金の流出が大株主である経営者の負担になるという場合で

す。実は、これがかなりの会社について当てはまります。I H I、オリンパス、東芝は、株主が分散している大企業で、創業者もしくは創業家の方が経営者であるというわけではないのですが、西武鉄道、ライブドアを筆頭に、リソー教育、エナリス、アーバンコーポレイション、ニイウスコー、シニアコミュニケーション、アソシエントテクノロジー、これらは全てオーナー社長ですので、そういう場合には、発行会社が責任を負うと、持ち株価値の下落という形で経営者に負担がいつていることが多いとは言えるのかもしれませんが。

I H I、オリンパス、東芝については、そういうことは当てはまらないので、そうしますと、発行会社が損害賠償責任を履行した場合には会社財産が減るということで、それを防ごうとするインセンティブがオーナーではない経営者にどれぐらいあるかというところが問題になってくるかと思います。

4. D & O 保険による補填の可能性

論文に書いたのはここまでなのですが、論文で積み残した問題を1つだけでもカバーしなければと思ってやったのが、続く4からの部分です。今までは、発行会社が自分で払った場合にはどうなるかということを見てきましたが、発行会社がそもそも保険金をもらっていたら全て関係ないことになってしまいます。そこで、D & O 保険によって発行会社の責任がカバーされているかどうかということを見てみようということでございます。

ただ、証券訴訟の被告となった各社がD & O 保険に加入していたか、また、そこから補填を受けたかということは、残念ながら明らかになっておりません。したがって、多くの上場企業がD & O 保険に加入していると言われていたことを前提とし、かつ、東京海上日動さんの会社役員賠償責任保険の約款がネット上で公開されておりましたので、それに入っていると仮定した場合にどうなるかということを見てみました。

まず、D & O 保険は、基本的には、役員の損害賠償を補填するものと認識されているわけですがけれども、これには、情報開示危険担保特約条項を附帯

することができるかとされています。これは、不実開示があつて、発行会社が損害賠償請求を受けた場合、発行会社の賠償金と争訟費用をカバーするという特約ですけれども、法人またはその役員が法令に違反することを認識しながら、または認識していたと判断できる合理的な理由がある場合には、免責されるということになっております。

また、役員 of 民事責任に関する、普通保険約款の方では、被保険者が会社の役員としての業務につき行った行為（不作為を含む）に起因して損害賠償請求がなされた場合の賠償金と争訟費用をカバーするということですので、証券訴訟が提起される場合には、補償範囲に入るだろうと思われませんが、こちらについても、法令に違反することを被保険者が認識もしくは認識していたと判断される場合には免責される。また、記名法人、つまり発行会社から求償が来た場合にも免責されるという形になっております。

1つだけ注意する必要がありますのは、免責事由の判断の仕方です。役員 of 民事責任、普通保険約款のほうでカバーされている分につきましては、免責かどうかは役員ごとに判断されることになっております。ある取締役が不実開示に手を染めていたとしても、それに関与していなかった人は保険金を受けることができるわけですが、発行会社自身の情報開示危険担保特約のほうは、免責は個別に判断するとはされておらず、記名法人またはその役員が法令に違反することを認識しながらやってしまった場合に免責されるということですので、取締役の1人でも認識していたら、発行会社はそのカバーを受けられないということになります。

そのことを前提としますと、西武鉄道、ライブドア、オリンパス、ニイウスコーにおきましては、役員 of 不実開示に対する刑事責任が肯定されておりますし、また、小さな会社ですけれども、シニアコミュニケーションとアソシエントテクノロジーにおいては、民事訴訟の中で、もちろん保険の免責事由が問題になったわけではないですけれども、役員が不実開示を認識していたと認定されております。ですので、こういう場合には保険者は免責になるものと思います。また、リソー教育におきまして、第三者委員会が役員 of

認識を認定していますので、これらにおいてはD&O保険のカバーはありません。

他方、I H I の場合には、どこにもはっきり書いているわけではありませんが、免責事由に該当しない可能性がそれなりに高いのではないかと思います。

東芝については、まだ何とも申し上げにくいところですし、アーバンコーポレーションも、どういう開示にするかに関して弁護士と会社の間でやりとりをしているのですが、それが社長まで上がっているかという点、どうもそうではないようです。役員の誰かが法令に違反することを認識していたと判断できる合理的な理由はあるような気もしますので、される可能性もそれなりにあるところではございますが、何とも言えません。

ただ、これは、免責事由に該当する可能性があるということとして、保険会社が現実に関免責を主張するかどうかはわかりません。免責事由に該当するのに、免責を主張しないということが保険監督上許されるのかどうか、よくわかりませんが、そういう場合があるかもしれません。

役員に不実開示の認識があると、発行会社は保険のカバーを受けられないわけですが、そうするとD&O保険が出なくなってしまうので、アメリカでは、弁護士としては、そういうことにならないよう慎重に主張を組み上げ、かつ、判決で免責事由の判断がされないときには免責とならないというのがアメリカのD&O保険ですので、それを狙って和解していると言われております。しかし、日本では、どうやらそういうことは気にせず訴訟をしているようなところがあるように思われます。

IV. まとめ

最後に、結論というほどでもないのですが、一番の問題である役員等のインセンティブにどのような影響を与えているのかというところについて、簡単な感想を申し上げます。

西武鉄道やライブドアのようにオーナー経営者がいる場合には、発行会社

の賠償額を含めた求償も行われておりますし、保有株式価値の下落というものもありますので、それなりの抑止効果があると言えるのではないかと思います。しかし逆に、オーナーが存在しない分散保有の上場企業において、経営者が不実開示には関与していない場合には、発行会社の負担はD&O保険でカバーされることとなりますので、経営者が会社財産を維持しなければと思って、そこに熱心に注意するという事はないのかもしれませんが。これは結局、保険会社がどれだけコントロールを働かせることができるかという問題で、アメリカでは、それに対してネガティブな評価をしている研究もあつたりするわけですが、日本ではどうかという問題になるかと思います。

また、オーナーは存在しないけれども、経営者が不実開示に積極的に関与していたというのがオリンパスの事案ですが、そもそも経営者が自分からやっちゃっているもので、こういう場合には、恐らく刑事罰で対処するしかないのではないかと思います。

平成26年改正の影響としましては、発行会社の責任が無過失責任から過失責任に切りかわることによって、1つの可能性としては、役員等も共同被告に含めた上でやれば、証人として尋問もできますので、そういうふうになっていくのかもしれませんが。そうすれば、役員等に対する経済的負担が少しは増えることも考えられますが、他方で、訴訟が大変になるということで、証券訴訟自体が減少する可能性も存在しています。また、役員との関与がその中で認定されることによって、D&O保険の免責事由がどう判断されるかというところにも影響してくるようになりますので、そこを見ていく必要があります。ただ、残念ながらと申しますか、平成26年改正が適用される事案についての証券訴訟はまだ1件も起きておりませんので、そこは今後の課題とさせていただきます。

以上でございます。ご指導のほど、よろしくお願いいたします。

討 議

前田副会長 後藤先生、大変貴重なご報告をありがとうございました。

それでは、いつもどおりどこからでも結構でございますので、ただいまのご報告につきまして、ご質問、ご意見をよろしくお願いいたします。

中東委員 大変興味深くて、よくこれだけ膨大な研究をされたなと思って、感銘を受けて拝聴しました。

4ページの、機関投資家による訴訟が5社に限られているという理由についてお伺いできればと思います。ご報告にもありましたように、大規模なスキャンダルといった事情もあるのですが、大規模なスキャンダルだから機関投資家が受託者責任を果たす必要が生じることになって、提訴に踏み切るというストーリーが本当に成り立つのだろうか、やや疑問に思いました。むしろ機関投資家のポジションは様々であって、発行会社の株式を既に売却している場合もあれば、まだ持っている場合もあり、一部持っている場合もある。個別のシチュエーションを考えると、訴えたほうが得なのかどうか、株主間の富の移転との関係で決まり得るのかなとも思われました。そうすると、上場廃止あるいは倒産が目前になって、これは訴えざるを得ないだろうという判断に踏み込むというのがわかる気がしました。

ご論文でも、注37でお書きになられている西武鉄道とライブドアについて、機関投資家が既に持ち株を売却済みであった等々、これ以上はもう持ち切れない、だから売却しよう、提訴しようというストーリーがあれば経済的合理性の点でわかりやすいかなと思うんですけども、この点を教えていただけませんか。

後藤報告者 ご質問、ありがとうございます。いかんせん5社しかなくて、何とも断定的なことは申し上げにくく、あくまで推測になってしまうのですが、西武鉄道、ライブドア、オリンパスまでであれば、大きなスキャンダルか、上場廃止が取り沙汰されたということで、両方から説明できるのですが、リソー教育については、それほど大きなスキャンダルであったわけでもなく、また上場廃止の可能性も、一般に言われた話ではなかったような気がしております。また、会社の規模もそんなに大きいわけではない。機関投資家による訴訟が1件起きているだけです。これはただの例外だと言ってしまえ

ば済むのかもしれないのですが、訴訟があるのはなぜか、説明に詰まってしまうところはございます。

東芝は、今後の傾向を見なければいけないところがありますので、ちょっと置いておかなければいけないかとは思いますが。

機関投資家の提訴につながる主たる要因がスキャンダルなのか、株主間の移転を気にしなくて済むからなのかというところをもし判断しようとする、大スキャンダルではないけれども上場廃止になった会社というのは、実は東証2部以下に相当数ございます。そちらについて提訴があるかをもし見ることができて、上場廃止になっている場合には、東証2部以下でも機関投資家は訴えているということが言えれば、スキャンダルかどうかではなく株主間の移転を気にしなくて済むことの方が効いているということが言えると思います。ただ、単純に時間がなかったというところもあるのですけれども、東証2部、マザーズ、ヘラクレスなどで不実開示をした会社について、そもそも提訴があるのか。あれば、ありましたということは言えるんですが、ないということなかなか判断することが難しい。そういう会社はプレスリリースも余り出していないところがあったりしまして、難しいところがあります。

また、仮に提訴がなかったとしても、時価総額も小さいわけですので、機関投資家がわざわざ訴えるような額ではないという話になる可能性もございまして、最終的にその説明がなかなかつきにくいかなというところがございます。

歯切れが悪くて、非常に申しわけないのですが。

中東委員 ありがとうございます。よくわかりました。ただ、会社が大規模かどうかということだけで決まるのかなとも思えます。例えばリソーのことも説明が難しいというお話で、提訴した機関投資家は3億6000万円を請求しているだけで、機関投資家によってはもっと大きい金額になる数の株式に関わっているかもしれません。もしも株式を全部売り払っているのであれば、訴えるかなという感じもします。つまり、機関投資家としては株主間の富の

移転を考えなくてもよくなる状態になれば、あとは回収の可能性等を考えて、費用との見合いで訴えを起こすということになり、これは受託者の義務としてもともと求められているのではないのでしょうか。

後藤報告者 確かに上場廃止にならなくても、株を売却してしまえばそれまでということがありますので、機関投資家が訴えている場合には、全持ち株を売却しているのかどうかチェックをするというのが1つあるのかもしれませんが。可能かどうかは分かりませんが。特にリソ教育につきましては、和解したのかどうかもわからなくて、どういう投資家が訴えたのかもわからないところがございます。そこは追加で調べて、公表するときまでに補充できたらさせていただきたいと思います。

前田副会長 本日の後藤先生のご報告は、流通市場での発行会社の責任の場面を取り上げられたのですけれども、流通市場では発行会社の無過失責任はわずか10年くらいの歴史しかありませんでしたけれども、発行市場のほうの発行会社の無過失責任ははるかに長い歴史を持っています。確かに賠償額の捉え方が流通市場と発行市場とでは違うのですけれども、今日、後藤先生が分析されました、どういう投資家が訴訟を提起しようとするのかとか、あるいは行為者に果たして抑止力が働くかどうかというような問題は、共通して考えていいように私には感じられました。

本日のご報告に直接には関係しないことで恐縮なのですが、今日の先生の分析で、流通市場に特有の問題だと思われることはあるのでしょうか。

後藤報告者 まず言いわけになってしまいますが、流通市場についての学説上の議論がいろいろ起きたところから考え始めていって、ここにたどり着いたところがあるところがあって、発行市場の問題を深く考えずにやってしまったところはあるのですけれども、本質的に何か違いがあるかと言われますと、どういう人が訴えるかということもそんなに違いはないように思います。現に年末に地裁判決が出ましたエフオーアイの件も、あれは発行会社自体がもう潰れてしまっていますので、発行会社を訴えているわけではないという違いはありますが、準クラスアクションの形ですし、また、役員や東証、証券会社

に対して、機関投資家による訴訟も提起されていたと聞いております。エフオーアイは、IPOのときの不実開示の事案ですので、割とわかりやすく、どちらもIPOで買った人が訴えていたわけです。

しかし、ほかの事案では、上場後に不実開示をした場合に、その不実開示中に実施した発行について買った人はもちろんいるかもしれませんが、準クラスアクションであれば、流通市場の投資家と一緒に訴えていることが多いように思います。要は損害額の違いだけになってくるわけです。そのときにあえて発行市場の投資家だけで提訴するということをすると、ロットが小さくなってしまいますので、そういう訴え方をする弁護士は余りいないということなのかなと思います。結局、流通市場の投資家に対する責任が入ったことによって、潜在的な原告のベースが一気に広がったので訴訟がこれだけ起きたということなのかなと思います。何か本質的な違いがあるというわけではないのかもしれませんが。

岸田オブザーバー 機関投資家が訴えているのは少ないということで、私は証券会社の社員なので、直接は知らないのですが、投資信託の受託をしている野村信託銀行や運用会社の野村アセットマネジメントに、海外の業者から訴訟に乗りませんかという打診が結構来ているのは確かなようです。けれども、実際に訴訟を提起するというのは本当に限定的な場合で、ここに出ているのではオリンパスぐらいで、ライブドアについてどうしたか私はわからないのですが。

結局、機関投資家は、自分のお金じゃなくて、人のお金を預かって運用しているという立場で訴えるので、投資信託の保有者とか実際の投資家が実際にどれくらい訴訟を起こしてほしいか、そういうのを考えるというのもあると思います。あと、実際に訴訟提起するとなると、弁護士からの通知に従って、損害賠償の対象になる取引を抽出する必要があります。既に売却した株もありますし、今持っている株もあるんですけど、細かい条件に合わせてデータをそろえるのに相当なコストがかかるようです。弁護士費用については最終的にはファンドにチャージできると思いますが、その計算にかかった費用

とか、恐らく機関投資家自身が持たなきゃいけないということもあります。

それから、多分これが一番大事だと思うんですけど、訴えて、賠償金を取れたということは、当該発行会社については損が発生することになって、株式の価値を毀損することになるんですね。株式の価値を毀損させるということは、自分が持っているファンドの価値を下げるということなんで、そこまでしてやるべきかどうかというのを考慮する必要があります。そうなってくると、結構重大なものしか、最終的には訴えないことになると思うんです。

今のところ、東芝の場合は、GPIFとか個別のいくつか年金は訴訟を提起しているようですが、投資信託の運用会社などの訴訟はまだ実際には提起されてないようで、相当慎重に判断しているんだろうなと思います。

後藤報告者 外では聞けないようなお話を、どうもありがとうございました。最初に訴訟に乗りませんかという打診が結構来るというお話でしたけれども、誰から来るのでしょうか。

岸田オブザーバー 太田先生に補足していただいた方がいいかもしれませんが、2社くらい、海外の業者がいて、そこがしきりに勧誘してくるようです。弁護士法違反じゃないかという議論があるんですけど、その業者は最終的に代理人になるのは日本の法律事務所だから問題ないと言っています。でも機関投資家側は弁護士法上問題があるんじゃないかと思っていて、その業者には余り乗ってないようです。訴訟が実際に提起されているのは、機関投資家が普通に日本の弁護士に代理人を委任したもので、海外の業者と手を組んだケースじゃないんじゃないかと思うんです。ちょっと実情はわかりませんが。

後藤報告者 海外の業者というのは、海外の機関投資家というわけではなくて、海外のそういうことをやっているローファームというわけでもないということでしょうか。海外の業者というのは何なのだろうと。イメージがちょっとわきにくいのですが。

岸田オブザーバー 海外の業者は、1社は現地の弁護士が多分いると思うんですけど、もう1社は法律事務所でもないし、弁護士もいないところだと思っ

ています。

太田委員 そもそも機関投資家が訴えないのかということに関連してなんですけど、我々実務家とかですと、機関投資家の側から、これを訴えるべきという意見書を書いてくれないかですとか、コスト等も勘案して訴えたくないで訴えなくても大丈夫という意見書を書けるかなどと依頼されることはよくあります。基本的にまず機関投資家がそんなに訴えるケースがないのは、実は機関投資家は証券訴訟のターゲットとなるような会社の株式を余り持ってないからなんだと思います。単純に。オリンパスや東芝のような有名銘柄だと、大体、年金基金等の投資運用のポートフォリオに入っているんで、有報の虚偽記載で損害が生じたので訴えるということがあるんだと思うんですが、この報告で提訴を確認できないとされているような企業ですと、多くの場合にはそもそも機関投資家がそんなに持ってないというのが、提訴がなされない最大の要因ではないかと思います。

あと、アクティブ運用で持っているのか、パッシブ運用で持っているのかという問題もあって、パッシブですと、インデックスに組み込まれている限り、別に何があってもそのまま持っている、持ち続けるということが通常です。もちろん、運用対象から外すとか、そういうこともあり得ますが。他方、アクティブだと、やはり虚偽記載等が発覚すると積極的に運用対象から外しにいきますから、その結果損が出るので、アクティブで持っているとはやはり証券訴訟を提起する方向に働きやすいと思います。このように、パッシブで持っているか、アクティブで持っているかでも大分違うので、一概に機関投資家だからすべからく訴えなければいけないということにそもそもならないのではないかとこの点が指摘できるかと思います。

また、先ほどご説明がありましたけれども、損害額に関して、そもそも最高裁の判例が固まるまでの間は当然幾つか考え方があったわけです。そもそも、訴訟提起する・しないに関して取締役の善管注意義務に関する意見書を書く場合には、我々としては、基本的には例の三越のゴルフ場開発に絡む株主代表訴訟事件に係る判例である東京地裁平成16年7月28日判決に依拠し

て考えることになります。この判決の判断基準は、簡単に言うと、非常に常識的ではありますが、勝訴する高度の蓋然性があるか、債権回収が確実か、回収期待できる利益がそのために見込まれる諸費用等を上回ると認められるか、といったスクリーニングで判断せよ、というものです。そうしますと、株価の変動ですとか公表時期の問題とかもありますので、この判断基準で見た場合に、訴えた場合には費用等との比較で確実に利益が出ると言えるのは、やはり大規模な事案に限られてくるように思われます。小規模なものと、よほど大量にその株を抱えている機関投資家であれば、当然コストを上回るベネフィットが得られるかと思うんですけども、ポートフォリオの中のごく一部にだけ入っているものと、先程の判断基準に照らすと、確実に訴えなければいけないということにはまずなりませんし、むしろ訴えないという判断をしても取締役としての善管注意義務に反しないということは優に言える事案の方が多いた方が実情ではないかと思います。従って、先程の東京地判の判断基準に基づいてスクリーニングをしていくと、証券訴訟を提起すべき事案の数はかなり減るように思います。そして、結果的には、証券訴訟を提起すべきということになるのは、大規模な会社であって、多くの機関投資家が株をかなり大量に持っているようなところに絞り込まれてくるというのが、恐らく実情ではないかと思います。

また、海外の投資家とかからの証券訴訟提起の勧誘は実際にあるんですが、私が直接知っているのは、さすがに海外のローファームからで、日本の機関投資家はそういうのには余り乗りたがりませんから、個別に自分で判断しますという形で対応しているようです。日本の機関投資家の場合には、複数の機関投資家が株を持っているような、先ほど指摘のあったような大規模な不祥事の場合には、それら複数の機関投資家の中で持っている割合が最大の投資家がリードをとって、つまり、機関投資家のポートフォリオも大体互いに分かりますから、「あなたのところは相当持っていますよね」ということで、一番大きいロットを持っている投資家がリードして、弁護士事務所の選定等を行って提訴する、という手順で証券訴訟の提起に至っているように思いま

す。以上が大体の実情でございますので、ご紹介いたしました。

藤田委員 後藤先生のご報告の枠組みだと、証券訴訟による民事責任が認められ、それが最終的に役員の金銭的負担としてどれだけなるかということを検証して、それによる抑止効果ということでこの訴訟の存在意義を検証しようとしているわけですね。

その際、最終的な金銭的負担を考える場合、保険の免責もありますが、一番大きなネックは恐らく被告の資力だと思います。被告がオーナーの場合は保有株式の価値の下落という形の負担もあり別の考慮が必要ですが、そうじゃない人との関係だ、たとえば数百億の責任が認められても払えっこない。そうすると、課徴金が会社に課せられた後に、さらに会社に民事責任が課されることで、追加的な抑止効果がどれだけ増加するかというのは見えにくい。単に会社に責任があるかないかで抑止効果が変わるという話ではなさそうです。その観点も入れると、会社に責任が課された場合の役員にとっての追加的抑止効果の有無は、どう評価できるのでしょうか。

後藤報告者 損害賠償額分を含めずに求償するにしても、課徴金の一部とかいうことにしている会社が多いのは、先生ご指摘のとおり、恐らく払える分しか出させることができない。そのような限界があるので、そういう場合に、さらにそこに発行会社が負担した分というのは、発行会社によっても、そのことの意義はおそらく余らないということは言えるかと思います。

この先はいろいろ頭の中で考えただけで、現実には起きているという話ではないのですが、例えば今後、発行会社と役員とが一緒に被告として訴えられるように仮になっていったとすると、役員にも責任があるということが判決で認められた場合に、どれだけ変わってくるかということはあるかもしれませんが。この場合には、会社がまず賠償をするとしても、最終的には会社と役員とで和解をして役員の負担額を決めていることが多いかと思いますが、そのときに、役員を肯定する判決が出ていると、役員負担額がひょっとしたら増えることもあるかもしれません。

ただ、それは結局、マージナルかもしれない、なかなか難しいところです。

特にオーナー経営者ではない場合に、これによる抑止効果があるとは、正面切っては言いにくいというのが感想でございますが、他方で抑止効果が全くないと言い切れるかというところ、そこまで言っているのかは躊躇いもあり、今後どう変わっていくかを見る必要があるかというところでございます。

藤田委員 なお前のほうで触れられた話で、発行会社に何か違いがあるかというのは、求償するときは会社の損害が、発行開示の不実と流通市場をめぐる不実開示で、ひょっとすると違うかもしれないということもあります。違いがあれば、求償のメカニズムが変わるので、変わってくるかもしれない。ただし最終的にどれだけの役員の金銭的負担に反映して、抑止効果があるかという問題があるのは、こちらでも同じ問題があります。

ついでに言うと、保険がおりる・おりないも問題なのですが、現におりたかどうかをさることながら、事前の観点が重要なので、保険に関しても、どこまで抑止力を弱める役割があるかという問題があります。たとえば役員の誰かが知っていたら保険金がおりにないということがあっても、自分の全くあずかり知らぬ事情で保険がきかなくなる可能性があり、抑止力は相当働くんじゃないかという気がします。もちろん保険金が現実におりたかどうかも重要ですけど、事前の抑止効果はそれだけで決まるわけではない。上場会社の社外取締役になることのリスクということでは、この保険のメカニズムがいかどうかというところ、またこれは別の問題かもしれませんが。

後藤報告者 最後の、保険の事前の観点が重要だというのはご指摘のとおりで、ちょっと不十分だったかもしれません。

確認なんですけど、免責事由は、発行会社自体のカバレッジについては、誰かが知っていたらアウトなんですけれども、個人分については一応ばらばらに見ることになってはいますが、ただ、発行会社から求償というルートでくると、全部アウトになってしまうということですかね。確かにおっしゃるとおりかもしれません。

松尾（健）委員 今のところに少し関係するんですが、役員の経済的負担を考えたときに、課徴金を求償する、あるいは代表訴訟で損害賠償するという

ルートと、証券訴訟があるということでした。その関係について、ちょっとサンプル数が少ないかもしれませんが、表6を見ますと、ほとんどが証券訴訟が起きている事案で課徴金に関する賠償請求なり求償の合意、負担の合意がある。一方で表2には、課徴金を課された例がずっと出ているんですが、証券訴訟が提起されてない事案で課徴金等に関する何かの合意があったのは5件にすぎない。私はもっと課徴金についての負担の合意なり代表訴訟なりがあるものだと思っていたんですけども、これが余りないのはなぜなのか。金額が小さいということもあるんでしょうけれども、何かご説明をいただければと思います。

後藤報告者 全体を説明できているかはわからないところもあるのですが、表6に載っている、発行会社が訴えられた場合としては、例えば西武鉄道、ライブドア、オリンパス、リソー教育もそのようなんですが、経営者が自分で不実記載に手を染めている側面がある事案が多いような気がいたします。そういう場合に、結局悪質であるということで発行会社が訴えられているんだとすると、そういう悪質なものについて発行会社に対する提訴と求償の両方があるという説明があり得るかと思います。

他方で、発行会社が訴えられていない残りの18件で求償がある事案としては、日興コーディアルが課徴金の一部の3億円を役員に求償しているんですけども、これも、役員が関与していた可能性があると言われていた事案だったかと思います。残りについても、例えばフタバ産業は、社長が不正融資をしていて、それをカバーするためにしていた不実記載だということが後日わかった場合に、不正融資分について求償するという話でした。結局、求償される人は、他人による不実開示の監視を怠ったというわけではなくて、自分で不実開示に関与した人であることが多いかと思います。逆に、自分で不実開示に関与した訳ではなく、他人による不実開示を見逃してしまったに過ぎない場合は、見張ることには当然限界もあるので、やむを得ないという判断をしているということかと思います。

平成26年改正までは21条の2は無過失責任ですので、発行会社自体を訴

えるには、経営者が関与したかどうかということは本来関係ないのですが、役員の不実開示への関与の有無が、発行会社に対する提訴の有無と、役員に対する求償の有無の両方に効いてきているという説明が、訴えられるかどうかという方についてははっきりしないところが残ってしまいますが、一番現実には近いのかなという気がしております。

山田委員 今の点に多少関連するかもしれませんが、レジュメの5ページで、民事責任と公的エンフォースメントの関係で、アメリカでは公的エンフォースメントと民事責任とがすみ分けができているとご説明されています。我が国ではサンプル数が少ないとこともありますが、すみ分けがなくて、逆に先に課徴金が課せられた事案で、後追いで証券訴訟が提起されている例が多いと思います。ここはなぜなのかということの後藤先生のお考えをお伺いできればと思います。

先ほど、課徴金がめぐりめぐって、役員に求償される事例のご説明がありました。そことの関連はあるのか。金融庁のホームページを見ると、28年度に38件、課徴金が課せられているということを先ほど見たんですが、そのうち、インサイダーのものがほとんどで、不実記載に関するものが5件ありました。そこに詳細に事案等の分析があつて、これがひょっとして証券訴訟において証拠として重要な役割を果たすのかどうかとも思ったんですが、後藤先生のお考えをお伺いできればと思います。

後藤報告者 まず、監視委が課徴金勧告を打ったものについて、それを手回りに訴えるということは、先生ご指摘のとおり、そこに資料があるのでそれに依拠すればいいということで、それは非常にわかりやすい話と思うんですね。

そういう公的エンフォースメントがない場合に、日本では訴えることは少ないのに対して、アメリカでは訴えることが多いのは、おそらく訴訟制度の違いによるものだと思います。アメリカでは、業績見込みの訂正などの開示の訂正の結果として、大幅に株価が下落した場合には、それだけで訴えてくる弁護士がいるということが言われるわけです。それでクラスが認定される

と、あとはディスカバリーまでいくかどうかという話が出てきて、それは大変でしょうということで和解をする。もちろん、95年法でプリーディング要件が強化されたことなどによって、こういう訴訟は難しくはなってきているんですけども、全体の仕組みとしては変わっていないわけです。

日本では、ディスカバリーが存在していないので、原告が独自に不実開示があるということを言わなければいけないので、公的エンフォースメントが存在しない場合に提訴することは容易ではない。日本がおかしいというよりは、アメリカが特殊な制度を前提にしてこういう機能をしているということです。日本の民事訴訟の仕組みを前提にすると、そうならないのは、ある意味、予想どおりということなのかなと思います。なので、そこが変わらない限り、日本で証券訴訟がふえたとは言っても、アメリカと同じように機能するわけではない。

藤田委員 アメリカでは19%くらいは公的エンフォースメントを伴っているということですが、公的エンフォースメントが行われれば、高い確率で民事訴訟が起きるといった関係はあるのでしょうか。日本の場合は、公的エンフォースメントがあるにもかかわらず、民事訴訟が起きなかったケースもあるということですけど、この点はどうでしょうか。

後藤報告者 ご紹介したのは、お配りした論文の注69の冒頭に書いている論文で、クラスアクションのうちどれだけ公的エンフォースメントがついているかというもので、逆側は見えていないものです。お尋ねの点に関連するのは、「また」で始まる文で紹介しているのがChoi and Pritchardの論文ですけども、こちらはSECが何らかのエンフォースメントをしたことではなくて、まず調査に入ったというところに着目して、SECによる調査があったケースのうち、証券クラスアクションを伴っていないものが462件、伴っているものが240件あるということを言っています。SECの行動で、クラスアクションの提起と同じくらいの認識なのは、とりあえず調査に行きますというものだろうという前提で比較をしているので、こういうものになってしまっています。SECがさらにインジャンクションか課徴金かに踏み切っ

た場合については、それと同等のものとして訴え却下の申立が退けられたかどうかを比較しており、クラスアクションの提起があったかどうかの件数は分からないのですが、訴え却下が認められたものが224件、認められなかった者が195件とのことでした。

青木委員 今日のお話の中でご指摘として特におもしろかったのは piggy back のところで、日本の場合は行政が先行しているというところですね。アメリカの場合は投資家がとにかく訴えて、かなりが和解に持ち込まれる。企業のほうはぬれぎぬ位に思っているけれども、判決が出るとどうなるかわからないから応じてしまう。そういう場合がたくさんあるから、そうなっては困ると思っていたところ、日本では piggy back の場合しかない。SEC（証券取引等監視委員会）が勧告したのなら、まあ仕方ないだろうと思いますし、そういう運用が続くのだんならば、乱訴ということもなく、大変結構なことだと思いました。

先生のレジユメの3ページ目の下のほうに、「公的エンフォースメントへの piggy backing が可能なことを踏まえると、なお提訴は少ないと見るか」という箇所、提訴が増えたほうがよみみたいなきもちもするのですが、本当にそうでしょうか。むしろ先ほど、余り経営陣を牽制する効果がないということをおっしゃっていましたが、さらに制度を活用としても費用対効果の面で好ましくない感じがいたします。

後藤報告者 ご指摘ありがとうございます。ちょっと言葉足らずのところがあったかもしれないのですが、3ページは、提訴が少ないので増やしましょうという趣旨ではなくて、単純に、もっと起きていても不思議ではないのに意外と起きていないという記述的な感想のようなものです。ですので、発行会社に対する訴訟は思ったよりも少ないので、言われているほど大きな問題ではないのではないかということは言えるかもしれませんが、もっと増やしましょうという規範的な主張をしているわけではございません。

また、先生にご指摘いただいた piggy back などであれば、とりあえず訴えているというわけではないので、アメリカよりは問題が少ないのではない

かということは確かに言えるかなと思います。ただ、最後に申し上げたように、余り効果がないのだとすると、piggy backですら、ない方がいいということはもちろんあり得るわけですが、そこまで言っているのかどうかというと、効果があるところもあるかもしれない、たとえばライブドアなどですが、でするので難しいというところなのですけれども、最後のところはそういう趣旨でございました。言葉足らずで申しわけございません。

神田会長 感想めいたことで質問の形で。1つは、今、議論になっている点と、あと2つ、細かい点です。まず、課徴金という制度も歴史は古いわけではないのですね。多分同じ年くらいに入ったと思います。そのときの認識は、課徴金もなければ民事責任もないので、エンフォースメントの不足ではないかということでした。刑事罰しかかけられないという状況だったんですね。これはインサイダー取引についても同じでしたが、まして開示については、刑事罰で当時有名な事件が1件くらいしかなかった。

課徴金と民事責任を導入した結果、どうなったかということ、本日のご報告のように、課徴金が課せられたものに民事責任が追及されているというので、それでインセンティブはどうかというのは非常に興味深く伺いました。本来は課徴金が課されないものについてもある程度民事責任追及の事案が起きなければおかしいのではないか。この感想は後藤さんも同じだと思います。いい悪いという話は別途あるかもしれないですけれども。

アメリカでは、インサイダー取引もそうだし、開示もそうですけれども、刑事罰がない、あるいは課徴金が課せられないものについて、クラスアクションが起きるわけですね。そうだとすると、もし日本が今後インサイダー取引について、明文の民事責任規定を置いたとしても、結局課徴金が課せられたものにしか発動されない。そういう国かなと。2件あるというお話ですけど、これをどう考えたらいいいのかというのは、ちょっと複雑な心境なんです。アメリカでは300件もあるので、確かに濫訴というものがあり得るのかもしれませんが、課徴金が先行するのだけではどうかなという気がします。これは大きい話です。

細かい点が2つあって、1つは、ごらんになっていて、不実の内容が日米でどうなんですかね。西武鉄道の事件での不実は非常に特殊な「不実」でして、アメリカにないと思うのですね。また、同じ会計不正であっても、いろんな違いがあると思うので、一言で不実と言っても。先ほど、悪質とかいう言葉がありましたが、それは関与の仕方のほうの話だったと思うので、不実の内容や程度について、例えば課徴金の対象にならないようなものでも虚偽というのはあり得ると思うので、その辺の感覚を日米の比較としてどう見ておられるか。

もう1点は、発行市場の話なのですが、発行市場についても訴訟はあって、同じようなパターンなのか。私の理解では、発行市場の場合はある意味確実に下落分は負ける場合が多い。先ほどの太田先生の話ではないけれども、流通市場の場合は1割くらいしか取れないで終わることが多い。そうすると、機関投資家の訴訟の場合は、発行市場のほうは基本的には和解するという実務で、流通市場はもちろんケース・バイ・ケースですけど、1割か2割あたりのところは取れる。逆に言えば会社からすれば8割とかは下落額から払わなくて済むなら、争うだけという態度になると思うのですね。もちろん、ケース・バイ・ケースで和解しているということはあると思うのですが、ですから、その意味でも日米の差が相当あるのか。アメリカは、流通も発行も全部トライアルに入る前に和解なのかというあたりはどう感じてもらえるか。

後藤報告者 最初の課徴金の点は何とも難しいところでして、1つの見方としては、監視委員会が非常によく頑張っているのだから、カバーすべきものを全てカバーしているので、その中でしか提訴がないとしても、それは全く問題ないということもひょっとしたらあり得るかもしれません。

アメリカのSECについては、SECの限られた資源をどう使うかというときに、クラスアクションを前提として、それがやっていないところをSECがカバーしましょうという議論になっているのですが、日本では逆向きになってしまっていて、SECよりもはるかに資源の少ないであろう日本の監

視委員会がどうしているのかという問題はあるように思います。ただ、それを解決するためには、公的エンフォースメントがないところも提訴できるようにする必要があり、責任のところだけではなくて、訴訟システム自体の話になってきて、それは大分大きな話になってしまうので、なかなか難しいのかなという気はしております。

二点目の不実とは何かとか、その程度はというのは、確かにご指摘のとおりで、ミスがありましたというようなレベルの不実開示と、故意でかなりひどいことをやっていたという場合とで、どうやら提訴の有無に違いがあるような気は、少なくとも日本ではしています。それがさっきのどれだけ訴えているのかということに恐らく多分リンクしているのではないかという気がします。アメリカで、今も本当にそうなのか、よくわからないのですが、株価が大きく落ちたらとりあえず訴えてみるという場合には、不実開示の内容は問わずに、株価が落ちただけ捉えているんでしょうけれども、日本はそうはなっていないというところをどう評価するのかというところで、それとセットなのかなという気がしております。

日米でどう感覚が違うのかというのは、また宿題とさせていただければと思いますが、現実には法解釈として不実開示をどう捉えているのかということと、弁護士さんの提訴の基準とは、ひょっとしたら違うのかもしれませんが。

最後の発行市場の点は、まずどれだけ訴訟があるのかということとはなかなか難しいのですが、今回、提訴があるかどうかということろしか見ていませんで、これらの訴訟で、原告の損害の主張の仕方で、発行市場で買った分とかいうのがどれだけ分かっているかというのは、調べられるものについてはフォローしてみたいと思います。

太田委員 幾つか感想めいたものがございまして、まずそもそも論として、神田先生ご指摘のとおり、不実の捉え方の問題というのが日本では大きいと思っています。典型的にあらわれているのが、アメリカの Form 20-F で各社が行っているリスクファクターの開示の程度が、アメリカと日本では全然違うわけです。従って、日本の場合に何が不実で何がミスリーディングかと

いうところについての先例が極めて乏しいこともあって、原告株主としては、お上がこれは虚偽だと言ったものは訴えるけど、そうでないものについて勝てるという確信が持てないという点がすごく大きなファクターではないかと思えます。その辺りの実務がまだ十分成熟してないということなのか、考え方が日米で少し違うのかどうかかわからないですけど、少なくとも実務の蓄積の面は大きいように思います。

かてて加えて、日本の場合には、piggy back をしようにも、例えば三洋電機の株主代表訴訟の事例ですとかビックカメラの代表訴訟の事例とかでは、SECから課徴金を賦課されたのにも拘らず、裁判所では虚偽ではないという判決が出て、最終的に役員の実務責任が否定されたりしている状態で、公的エンフォースメントがあったものですら、そういう結果になるわけですから、公的エンフォースメントがあったものよりも広く拡大して私的エンフォースメントが行われるということは、非常に考えがたいのではないかと思います。

あと、これは今の話と直接関係ないんですけども、証券訴訟の抑止効果を考えた場合、個人による損害賠償責任の負担を通じた事実上の抑止効果は余りないような気がします。例えば課徴金を課せられると、課徴金の金額について、株主代表訴訟が起きることもあるわけですけども、課徴金の金額を個人で負担しろと言われてただけでも、日本の上場会社の役員は、アメリカの上場会社の役員と比べてそんなに報酬を貰っていませんから、すぐ破産してしまうわけです。あとは野となれ山となれではないですけども、どれだけ証券訴訟で負けても、そんなにどのみち破産する以上は余り影響はないという感じもするので、やはり日本では公的エンフォースメントの役割が大きいように思います。

黒沼委員 感想めいたことを2点申し上げます。

1つは、課徴金事例しか訴訟が起こらずに、それがエンフォースメントとして十分なのかどうかということですが、これは難しい問題だと思います。証券訴訟について、消費者被害の特例手続法に載せるかどうかということが

議論になったときに、金融庁は、平成16年改正でかなり投資家に有利になっているので、そのバランスを崩すことは適当でないという立場のようでした。ということは、金融庁は、現在の状況といえますか、課徴金によるエンフォースメントがあれば十分だと考えているのではないかと思います。

平成26年の改正で、無過失責任から、立証責任の転換された過失責任に変えたときも、平成16年改正後に課徴金がきちんと執行されているので、投資者の被害としては問題ないんだ、そういう立場がそこからも見てとれると思います。

もう1点は、保険の話なのですけれども、発行者の民事責任についての特約条項というのは比較的最近に入ったものではないかと思うのです。この条項の解釈はなかなか難しいところがあると思いますけれども、これが今後適用されていくということになると、発行会社としては和解をしないと保険がおりないので、和解をするインセンティブが生じる。そうすると、原告側としては、和解狙いで訴訟を提起するというようなインセンティブが生じて、かえって訴訟提起は多くなるのではないかと私は予想しているのですけれども、これはどうなるか、よくわかりません。

後藤報告者 確かに最後の保険のところは、いつかはちゃんと調べられていないんですが、そんなに古いものでなく、少なくとも平成16年以降にできたものだと思います。おっしゃるとおり、アメリカでは和解をしないと保険金が出なくなるということですが、これは、約款上、正確な表現は忘れてしまいましたが、たしか終局判決において義務違反があったと認定されない限りは免責にならないという規定があるので、和解であれば問題ないということだったと思いますが、日本の約款を見る限り、客観的に認識していたかどうかで切っていますので、和解の場合にそういうところに一々触れるのかという問題がありますが、仮に触れなかったとしても、保険会社としては免責を主張する余地はあるということになると思います。もちろん、保険会社が営業上のことを考えて、そういうことを余りシビアに言わないということはあり得るのかもしれませんが、アメリカと全く同じ仕組みになるかという点と、

一応形の上ではそこまでにはなっていないので、ちょっと運用を見守らなければいけないかなという気がしているところでございます。

山田委員 先ほど、課徴金納付命令を前提として民事訴訟が起きる場合が多いという話で、その場合、SESCがかなり強制力を持って調査して、その結果を公表したと。それはある意味、非常に強い推定になり得るんじゃないかということは理解したんですが、昨年の9月1日に、課徴金納付命令が取り消された事例が1件あった。ただ、これは金融庁が控訴中ということですのではっきりしたことは申し上げられませんが。そういうことを前提に考えると、課徴金イコール民事訴訟の前提と考えるのは多少危険なのではないか。ですから、あくまでも証拠の1つではあるんですけども、その点はイコールというか、そこまでいってしまうと、かなり危険な面があるのかなということで申し上げました。

後藤報告者 課徴金があれば民事責任訴訟を起こしてよいということを申し上げるつもりも全くないのですが、ただ課徴金納付命令が取り消されたものが初めて出たというレベルだとすると、今後急に裁判所の監視委員会のやり方に対するスタンスが厳しくなるといっているのであれば別かもしれませんが、基本的な傾向は変わらないとすれば、それがいいかどうかというのは全く別の問題として、客観的な基準は一緒である以上、トータルとしては、課徴金納付命令が何だかんだ言って前提になることには恐らく変わりはないのではないかなという気がしています。ただ、今後は、免責の余地が出てくるというところが一番大きな違いでして、それらを含めた上で今後判断されていくのかなという気はしております。

前田副会長 まだご議論があると思えますけれども、時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。後藤先生、どうもありがとうございました。

次回の研究会は、お手元の議事次第にございますように、3月29日（水）の午後2時から、萬澤先生よりご報告をいただく予定になっています。

それでは、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態

東京大学 後藤 元

1. はじめに

1. 我が国のこれまでの議論

- 平成16年改正による現金融商品取引法21条の2の導入
従来は民事責任の追及という形でのエンフォースメントが過少
損害額の推定、無過失責任
- 裁判例の蓄積
西武鉄道事件、ライブドア事件、アーバンコーポレイション事件など
- 学説の展開
 - 損害額の算定方法
取得時差額説の当否
不実開示による社会的損失は何か
 - 発行会社に損害賠償責任を課すことの問題点
株主から株主への利益移転
真の行為者に対する抑止効果
- 平成26年改正により、証明責任の転換された過失責任化
- Cf. アメリカの議論
 - 証券クラスアクションへの批判と1995年証券民事訴訟改革法
 - fraud on the market 理論への批判と Halliburton II 判決
 - Cox & Thomas, *Mapping American Shareholder Litigation Experience: A Survey of Empirical Studies of the Enforcement of the U.S. Securities Law*, 6 *European Company and Financial Law Review* 164 (2009)

2. 本研究の問題意識

- 証券訴訟の実態は？
 - 発行会社に対する証券訴訟はどの程度提起されているのか？

- どのような原告が提訴しているのか？
 - 発行会社に対する証券訴訟によって、その役員等に経済的負担は発生しているのか？
- 抑止効果を測定することは困難

II. 発行会社に対する証券訴訟はどの程度提起されているのか？

1. 公判裁判例

- LEX/DB と Westlaw Japan において証券取引法・金商法の民事責任に関する条文（+会社法 350 条&粉飾決算等のキーワード）で検索
- 公判裁判例は全部で 58 件、発行会社 10 社に対して 31 件の訴訟（2016 年 8 月 15 日現在）：表 1 参照
 - 平成 16 年改正成立以前の訴訟は 1 件のみ（山一証券）
 - 平成 16 年改正成立後の訴訟で、同改正の適用のない事案に関するものは 9 件（西武鉄道、日本システム技術、アソシエントテクノロジー）
 - 平成 16 年改正成立後の訴訟で、同改正の適用のある事案に関するものは 21 件（ライブドア、ニイウスコー、アーバンコーポレイション、シニアコミュニケーション、IHI、オリンパス）
 - 西武鉄道・ライブドア・アーバンコーポレイションに関するもので、公判裁判例の 77.6%、訴訟件数の 67.7%
- これまでの公判裁判例は特定の事件に集中している
 - ただし非公判裁判例、和解で終結した訴訟、係属中の訴訟の存在
 - 判例法理がある程度形成されたことにより和解が促進される可能性

2. 課徴金納付命令・刑事告発を受けた東証一部上場企業に対する提訴

- 証券取引等監視委員会による課徴金納付命令勧告・刑事告発または金融庁による課徴金納付命令を受けた東京証券取引所第一部上場企業に対する提訴の有無を、日経テレコン・各社プレスリリース・グーグルで検索
 - 公的エンフォースメント：piggy backing の可能性
 - 東証一部上場：株主数の多さ、資力の大きさ、ニュースバリュー

- 平成16年改正が適用される不実開示について公的エンフォースメントを受けた上場企業100社のうち、東証一部上場企業は23社（2016年8月15日現在）
 - このうち提訴を確認できるのは IHI、アーバンコーポレイション、オリンパス、リソー教育、東芝の5社
 - 提訴を確認できないのは日興コーディアルグループ、東日カーライフグループ、日特建設、三洋電機、丸善、真柄建設、フタバ産業、ビックカメラ、日本ビクター、JVC ケンウッドホールディングス、エムスリー、メルシャン、OKI、オービック、三栄建築設計、アゴラホスピタリティグループ、ジャパンベストレスキューシステム、新日本建設

- 提訴の有無を説明できるか？（表2参照）
 - 発行会社が倒産している場合：真柄建設
Cf. アーバンコーポレイション：不実開示の悪質さ？

 - 不実開示発覚による投資家全体の損害（発覚時の株価下落率 x 発覚前の時価総額）が大きくない場合
 - 不実開示発覚後の株価下落率10%未満：日特建設、丸善、エムスリー、オービック、アゴラホスピタリティ、新日本建設
Cf. 東芝：下落率21.9%、時価総額2兆円強
 - 不実開示発覚前の時価総額200億円未満：東日カーライフ、日特建設、真柄建設、三栄建築設計、アゴラホスピタリティ、ジャパンベストレスキューシステム
Cf. リソー教育：時価総額308億円、下落率52.0%

 - 別形式の訴訟の提起：フタバ産業、三洋電機、ビックカメラ

- 発行会社が倒産しておらず、不実開示による投資家全体の損害が大きい場合には、それなりに提訴されていると見るか
- 公的エンフォースメントへの piggy backing が可能なことを踏まえると、なお提訴は少ないと見るか
 - クラスアクションがないことの限界？

Ⅲ. 発行会社に対する証券訴訟はどのような投資家によって提起されているのか？

- 表3参照

1. 機関投資家による訴訟

- 西武鉄道、ライブドア、オリンパス、リソー教育、東芝の5社のみを提訴
 - 有名企業による大規模なスキャンダル？
 - 上場廃止またはその可能性が取り沙汰された事案？
- 訴訟の概要
 - 請求額は数百億円、認容額・和解額は数十億円から百億円
 - オリンパスでは一審判決前に和解した訴訟もある
- 原告代理人：企業法務専門の大手法律事務所が受任している傾向

2. 弁護士の主導により形成された原告団による訴訟（準クラスアクション）

- 西武鉄道、ライブドア、リソー教育、オリンパス、東芝、IHI、エナリスの7社を提訴＋アーバンコーポレイション？
- 訴訟の概要
 - 請求額は最大のもので230億円、ほかは数千万円から十数億円
 - 第一審判決前に和解で終結した訴訟は今のところ存在しない
- 原告代理人
 - 複数の中小法律事務所所属弁護士の緩やかな連合とその発展
 - 西武鉄道株主弁護団
 - ライブドア株主被害弁護団➡オリンパス株主被害弁護団、IHI粉飾決算被害株主弁護団、(エフオーアイ被害株主弁護団)
 - 東芝事件株主弁護団
 - 単独の法律事務所のリピートプレイヤー化
 - あおい法律事務所：アーバンコーポレイション役員、リソー教育
 - 日比谷ステーション法律事務所：オリンパス、リソー教育、エナリス、東芝も？
 - 加藤&パートナーズ法律事務所：オリンパス株主弁護団、フタバ産業株

主名簿閲覧請求、三洋電機株主代表訴訟、ビックカメラ株主代表訴訟

- 弁護士報酬：表4参照
 - 原告を勧誘するためのウェブサイト上で報酬体系を開示
 - 着手金または「実費の預託金」を依頼時に請求
 - 着手金は個々の投資家の請求額・保有株式数に比例
 - 成功報酬のレートは高くない
 - 回収金額の10%の固定レートか、認容額・和解額に応じたスライドレート（最高で20%）
 - Cf. アメリカでは和解額に占める弁護士報酬の割合の中央値が25%
 - 受任のためのイメージ戦略と旧日弁連報酬規程の影響

3. 個別の投資家による訴訟

- 平成16年改正後に提起された公判裁判例のある訴訟30件のうち15件
 - 日本システム技術、アソシエントテクノロジー、ニイウスコー、シニアコミュニケーションに対しては個別投資家による訴訟のみ
 - 請求額は数十万円のものから1億円超のものまで様々
 - 本人訴訟も

IV. 民事責任と公的エンフォースメントとの関係

- アメリカ：1990-2003年に成立した証券クラスアクション389件のうち、SECによる公的エンフォースメントを伴うものは73件（18.8%）のみ
- 日本で証券訴訟の被告となった発行会社12社のうち課徴金・刑事告発を受けていないのは日本システム技術とアソシエントテクノロジーの2社のみ（いずれも個別投資家による提訴）、残り10社もほとんどにおいて課徴金が先行
 - 公的エンフォースメントのない事案をカバーする機能は乏しく、公的エンフォースメントに対する上乘せ
 - 民事責任額と罰金・課徴金額の多寡は事案によって異なる（機関投資家による提訴の有無や不実開示中の資金調達の有無等の影響）（表5参照）
 - 勝訴の見込みのない訴訟が乱発されているとは言えない

V. 発行会社に対する証券訴訟による役員等の経済的負担

1. 発行会社と役員等の同時提訴（表3参照）

- 役員等が共同被告とされている事案
 - 西武鉄道・ライブドア：経営陣の不実開示への関与の報道
 - アーバンコーポレイション：役員に対する準クラスアクションあり
- 準クラスアクションでは訴訟長期化を避けるために役員等を被告としない傾向
 - 平成26年改正による過失責任化の影響？

2. 発行会社による役員に対する責任追及（表6参照）

- 不実開示に関与した役員に対する求償
 - 西武鉄道・ライブドア：投資家への賠償額を踏まえ求償
 - オリnpas・リソー教育・東芝・エナリス：証券訴訟の終決を待たずに求償、調査費用・課徴金額（の一部）にとどまる
- 経営者の辞任・解任
 - ニイウスコー（前経営者辞任後に発覚）以外では、不実開示発覚後に経営者が辞任
- 公的エンフォースメントを受けた東証一部上場企業で被告となっていない18社
 - 課徴金等の損失についての役員等の提訴・損失負担合意は5社
 - 不実開示後の経営者辞任は8社、残り10社中8社は報酬減額・退職金返上

3. 経営者の株主としての利益

- IHI・オリンパス・東芝以外には創業者・創業家出身の経営者が存在

4. D&O 保険による補填の可能性

- 証券訴訟の被告となった各社がD&O保険に加入していたか、そこから補填を受けたかは不明
- Ex. 東京海上日動火災保険株式会社の会社役員賠償責任保険
 - 不実開示についての発行会社の民事責任：情報開示危険担保特約条項
 - 1・2条：開示書類記載不備に起因する記名法人に対する損害賠償請求

による法律上の損害賠償金と争訟費用をカバー

- 同4条①：記名法人またはその役員が法令に違反することを認識しながら（認識していたと判断できる合理的な理由がある場合を含む）行った開示書類記載不備については免責
- 不実開示についての発行会社役員のみ責任：普通保険約款
 - 1条：被保険者が会社の役員としての業務につき行った行為（不作為を含む）に起因して保険期間中に被保険者に対して損害賠償請求がなされたことによる法律上の損害賠償金と争訟費用をカバー
 - 5条③：法令に違反することを被保険者が認識しながら（認識していたと判断できる合理的な理由がある場合を含む）行った行為に起因する損害賠償請求に起因する損害については免責。免責事由の有無は被保険者ごとに判断。
 - 8条：記名法人からなされた損害賠償請求についても免責
- 上記の約款が適用されると仮定した場合の保険者免責の可能性
 - 役員が刑事責任が肯定されている西武鉄道、ライブドア、オリンパス、ニウスコ、および、民事訴訟において役員の不実開示の認識が認定されているシニアコミュニケーション、アソシエイトテクノロジーでは保険者免責。リソー教育も第三者委員会が役員を認定。
 - IHIはおそらく免責事由に該当せず
 - アーバンコーポレイション、東芝、エナリスは法令違反の認識までであったと言えるか不明
 - 刑事・民事訴訟において役員が法令違反の認識が認定されていない場合に保険者が免責を主張しようとするか

VI. まとめ

- 発行会社に対する証券訴訟の役員等のインセンティブへの影響
 - 発行会社の賠償額を含めた求償が行われているのは、オーナー経営者が不実開示に関与していた場合（西武鉄道、ライブドア）。保有株式価値の下落も含めて、それなりに抑止効果は期待できるか？
 - オーナーが存在しない会社で、経営者が不実開示に関与していない場合（Ex. IHI）には、D&O保険でカバーされるとすると、経営者の会社財産維持・増大のインセンティブに与える影響はそれほど大きくない？

- オーナーが存在しない会社で、経営者が不実開示に関与していた場合（オリンパス）はどうか？

- 平成26年改正の影響
 - 役員等を共同被告とすることが増える可能性
 - 一方で提訴自体が減少する可能性も
 - 役員に関与が認定されることによるD&O保険の免責事由への影響

資 料

【配布資料】

表 1. 発行会社の責任に関する公判裁判例

表 2. 不実開示により課徴金納付命令を受けた東京証券取引所第一部上場企業

表 3. 流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟

表 4. 準クラスアクションの弁護士報酬

表 5. 発行会社に対する公的エンフォースメントと証券訴訟による責任額

表 6. 発行会社の役員に対するサンクション

(参考) 流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟の実態

表1: 発行会社の責任に関する公判裁判例

発行会社	判決の数	訴訟の数	平成16年改正
山一証券	1	1	改正前
西武鉄道	23	7	改正後施行前
日本システム技術	3	1	改正後施行前
アソシエントテクノロジー	1	1	改正後施行前
ライブドア	8	5	施行後
ニイウスコー	4	3	施行後
アーバンコーポレイション	14	9	施行後
シニアコミュニケーション	1	1	施行後
IHI	1	1	施行後
オリンパス	2	2	施行後
合計	58	31	

*LEX/DBインターネットおよびWestlaw Japanから筆者作成

表2. 不実開示により課税金納付命令を受けた東京証券取引所第一部上場企業

会社名	発行会社に対する証券訴訟	課税金納付命令発令日	課税金額	最初の報道: 会社発表等	最初の報道等の掲載誌	発覚後の指産	発覚後の組織再編等	発覚後の株価の変動	下落率	発覚後の株価の回復	不実開示の内容	株主・投資家による発行会社に対する証券訴訟以外の訴訟提起	
日興コーディアルグループ	×	2006/12/18	9億円	2006/12/16: 証券取引等監視委員会が会計処理について虚偽および誤謬とある旨の報道。2016/12/18: 有価証券報告書の訂正を発表	1兆2926億円	×	2007/4/26: システムエラーが原因と発表。2008/1/29: 完全子会社化	詳細データ入手不能(2006/12/18: 1419円) → 12/19: 1219円 → 2007/1/31: 1004円 → 3/6: 1350円でのTOB発表 → 3/13: TOB価格を1700円に引き上げ	23.6% (2006/12/18 → 2007/1/31)	3ヶ月後	100%出資の特定目的会社の損失不計上。経営陣の認識あり	×	
東日キャリアグループ	×	2007/7/18	800万円	2006年12月: 販売子会社での不正会計発覚(経理時点での日本経済新聞での報道なし)。2007/7/18: 虚偽監査の可能性ありと経理システム担当者	140億円	×	×	2006/12/1: 323円 → 2007/1/4: 314円 → 1/5: 275円	12.4% (2007/1/4 → 1/5)	82ヶ月後	子会社の経理課長による経理監査等の不適切会計処理	×	
日特建設	×	2007/11/20	349万9999円	2007/8/27: 子会社における不適切な会計処理を公表	65.6億円	×	2007/11/16: 投資ファンドに大規模第三者割当て	2007/8/27: 121円 → 9/28: 116円 → 7/12: 120円	4.1% (2007/8/27 → 9/28)	1週間後	子会社取締役によるリース資産の過大計上	×	
三洋電機	×	2007/12/25	830万円	2007/2/23: 証券取引等監視委員会が子会社株式評価額の過少計上の疑いで調査中とある旨の報道。2011/12/25: 過年度決算訂正を発表	3145億円	×	2008/11/7: パナソニックによる子会社化の計画を発表。2009/12/11: 子会社化。2011/4/1: 完全子会社化	2007/2/22: 229円 → 2007/2/23: 181円 → 2007/12/25: 187円 → 2007/12/28: 154円 → 2008/1/28: 122円	34.8% (2008/12/25 → 2009/1/28)	2ヶ月後	子会社株式評価額増の過少計上	株主代表訴訟(大阪地判平成24年9月28日判時2169号10頁は賠償額を定めたが、このことが違法とは言いにくい請求棄却)	
丸善	×	2008/3/14	165万9999円	2007/1/19: 不適切な会計処理を発表	229億円	×	2007/7/13: 大日本印刷との資本提携を発表(25%の筆頭株主に)、2008/8/20: 子会社化	2007/1/19: 215円 → 2007/1/22: 197円	8.4% (2007/1/19 → 1/22)	回復せず	幹部社員による売上の隠蔽(計上)等による連結営業利益の過大計上	×	
IH	○	2008/6/19	15億9457万9999円	2007/9/29: 決算訂正の可能性を表明。2007/12/11: 決算訂正申込み発表。監理システム担当者	5721億円	×	×	2007/9/29: 361円 → 2007/10/2: 264円	26.9% (2007/9/29 → 10/2)	67ヶ月後	事業部門の見積り甘じらぬによる売上げ過大計上	×	
真柄建設	×	2008/7/3	2499万9999円	2007/12/20: 不適切な会計処理を発表。2008/2/4: 有価証券報告書の訂正を発表	63.3億円	×	2008/7/7: 民営再生申立	2007/12/20: 110円 → 2007/12/21: 70円	36.4% (2007/12/20 → 12/21)	回復せず	一支店での売上げ過大計上。本社は把握せず	×	
アーバンコーポレイション	○	2008/11/7および11/28に納付命令)	1231万円(合計)	2008/8/13: 前年6月26日の取締役会発行による売却スワップ契約(約10億)とまでしていたとを開示	1385億円	×	2008/8/13: 民営再生申立	2008/8/13: 322円 → 2008/8/14: 322円 → 2008/8/15: 6円	90.3% (2008/8/13 → 8/15)	回復せず	19ヶ月前の監査士事務所と先売りのスワップ契約(東京地判平成24年9月22日金判137号30頁は約10億)の買戻しを認めないことにより、約10億の買戻しを認めない請求一部認容	投資家が元社長を提訴(東京地判平成24年9月22日金判137号30頁は約10億の買戻しを認めない請求一部認容)	
フタバ産業	×	2009/6/23	1816万9998円	2008/10/15: 決算訂正の可能性を表明。2008/12/10: 決算訂正詳細な見込みの報道	1235億円	×	×	2008/10/15: 1105円 → 2008/10/16: 900円 → 2008/12/10: 326円 → 2008/12/12: 191円	82.7% (2008/10/15 → 12/12)	回復せず	計上と報告の両方ともし等による連結損益の過大計上。2009/6/15: 前社長および経理担当役員らによる特別用途資金による不正な買戻しを公表。不適切な会計処理は、その無意目的であったとされる	会社の倉庫法上の責任追及を目的とした株主集団による特別用途資金から買戻しを認めない請求(東京地判平成24年6月18日金判198頁)	
ビックカメラ	×	2009/6/26	2億5353万円	2008/12/25: 決算訂正を発表。証券取引等監視委員会による調査を受けている旨の2009/1/16: 決算訂正の影響額を発表	483億円	×	×	2008/12/25: 28590円 → 2008/12/26: 25590円。2009/1/16: 29920円 → 2009/1/18: 29920円 → 2009/1/26: 16750円	42.1% (2009/1/16 → 1/26)	4ヶ月後	社長が実質的に支配している特別目的会社に対する不適切な売却の計画を計上	株主代表訴訟(東京高判平成24年4月24日金判451号8頁により、問題の会計処理は違法であったといえない請求棄却)	
日本ビクター	×	2010/6/21	7億760万円	2010/2/8: 不適切な会計処理の可能性を表明	—	×	発覚時点でJVCエンタテインメントの子会社	—	—	—	海外販売子会社での損失計上の先送り等	×	
JVCケンウッドホールディングス	×	2010/6/21	8億3313万円	2010/1/4: 子会社日本ビクターの海外事業の損失処理について調査委員会を設立。2010/2/8: 子会社日本ビクターにて結合前年の不適切な会計処理の可能性を表明。2010/3/12: 過年度決算の訂正を発表	392億円	×	×	2010/1/4: 44円 → 2010/1/5: 43円、2010/2/8: 36円 → 2010/2/9: 33円、2010/3/12: 43円 → 2010/3/15: 37円	14.0% (2010/3/12 → 3/15)	3週間後	結合前の海外孫会社での損失計上の先送り等	×	
エムスリー	×	2010/12/10	1200万円	2010/3/16: 前年4月に買戻し手戻りによる不適切な会計処理の調査を発表	870億円	×	×	2010/3/16: 318000円 → 2010/3/17: 314000円	1.3% (2010/3/16 → 3/17)	一貫して上昇傾向	子会社経営層による買戻し手戻りによる損失計上	×	
メルシャン	×	2011/2/1	1000万円	2010/5/26: 監理取引の可能性を調査委員会に報告。2010/6/11: 監理取引を発表	239億円	×	2010/8/2: 親会社のキリンによる完全子会社化を発表	2010/5/26: 179円 → 2010/5/27: 172円 → 2010/6/11: 170円 → 2010/6/14: 157円 → 2010/8/27: 163円	12.3% (2010/5/26 → 6/14)	回復せず	幹部従業員による経理取引を虚した売上げ過大計上	×	
オリエンタル	○	2012/4/13	7億円(刑事罪)	2011/10/14: 社長解任。2011/10/17: 解任された新社長が、過去の企業買戻しに付いた買戻し金返却を拒否したことが原因と主張している旨の報道。2011/11/8: 社長解任を発表	6033億円	×	×	2011/10/13: 2462円 → 2011/10/14: 2045円 → 2011/10/17: 1555円 → 2011/11/7: 1034円 → 2011/11/8: 734円 → 2011/11/11: 460円 → 2011/11/24: 1019円	71.5% (2011/10/14 → 11/11)	16ヶ月後	経営陣主導による投資家の経営方針と専任監査委員の損失計上を回避し、過大計上した買戻し金の返却の穴埋め	前社長の解任について株主代表訴訟(2012/1/17提訴)、会社による取締役・監査役に対する損害賠償請求に共同訴訟参加	
OKI	×	2013/4/26	1680万円	2012/8/8: 海外子会社における不正会計処理の調査を発表。2012/9/11: 損失額を発表	804億円	×	×	2012/8/8: 122円 → 2012/8/9: 81円 → 2013/4/8: 122円	33.6% (2012/8/8 → 8/9)	9ヶ月後	海外子孫会社の前社長による経資産・利益の過大計上	×	
オビエック	×	2013/6/21	884万9999円	2012/11/10: 投資有価証券の過剰による過年度決算訂正(2011/9/10に特別損失として計上済)	1663億円	×	×	2012/11/10: 14400円 → 2012/11/13: 14110円 → 2012/11/16: 16020円 → 2012/11/12: 16000円	2.0% (2012/11/16 → 6/13)	一貫して上昇傾向	投資有価証券の評価額の過大計上	×	
リソー教育	○	2014/3/7	4億1477万円	2013/12/16: 会計処理の誤謬調査のための第三者委員会報告書の公表。2014/2/10: 売上高過大計上を発表	309億円	×	×	2013/12/16: 667円 → 2013/12/17: 567円 → 2013/12/19: 463円 → 2014/2/7: 551円 → 2014/2/14: 320円	52.0% (2013/12/16 → 2/14)	回復せず	売上げを重視する創業者の経営方針と専任監査委員の買戻し手戻りによる買戻し金の返却の穴埋め	×	
三栄建設設計	×	2014/6/5	7896万円	2013/5/25: 社長に対する倫理・経理調査の報道。2014/6/4: 社長の保有株式の過少記の報道	191億円	×	×	2013/5/24: 1379円 → 2013/5/27: 1079円 → 2013/6/27: 728円 → 2014/6/4: 820円 → 2014/6/5: 829円	47.2% (2013/5/24 → 6/27)	-1.1% (2014/6/4 → 6/5)	30ヶ月後	上場準備を完了した目的での社長保有株式の過少計上	×
アダーホスピタリティグループ	×	2015/6/19	1億3791万円	2014/12/17: 買戻した海外資産の評価額に関する不正会計処理の調査を発表	123億円	×	×	2014/12/17: 46円 → 2014/12/18: 47円 → 2015/3/23: 45円	2.2% (2014/12/17 → 2015/3/23)	ほぼ変化なし	実質的親会社の関係者から取得した海外資産の過大評価等	×	
ジャパンベステス・システム	×	2015/10/16	1億8500万円	2014/5/2: 子会社の会計処理に関する第三者委員会報告書の公表。2014/5/2: 買戻し手戻り訂正	160億円	×	×	2014/5/2: 387円 → 2014/5/7: 307円 → 2014/5/12: 234円 → 2015/6/4: 295円	39.5% (2014/5/2 → 5/12)	回復せず	子会社での買戻し手戻り計上。買戻し手戻り名の認識あり	×	
東芝	○	2015/12/7	73億7350万円	2015/4/3: 不適切な会計処理の可能性につき特別調査委員会報告書の公表。2015/5/8: 業績予想取り下げ。2015/5/19: 9月の不適切な会計処理に関する第三者委員会報告書の公表。2015/7/20: 第三者委員会報告書の公表	2兆876億円	×	×	2015/4/3: 512円 → 4/6: 487円 → 5/11: 403円 → 5/18: 416円 → 7/21: 400円	21.9% (2015/4/3 → 7/21)	回復せず	経営陣からの業績目標達成を背景にした買戻し手戻りによる買戻し金の返却の穴埋め	会社が提訴していない現物取引(株主代表訴訟(2016/5/20提訴)、2億円の損害賠償を請求。買戻し手戻りによる買戻し金の返却の穴埋め(2016/7/19、約15億円の損害賠償を請求)	
新日本建設	×	2016/3/29	1600万円	2015/4/16: 会計処理の疑義に関する第三者委員会の調査を発表。2015/4/16: 第三者委員会報告書の公表。業績予想を撤回。2015/5/29: 過年度の有価証券報告書を訂正	271億円	×	×	2015/4/16: 488円 → 4/17: 460円 → 5/15: 445円 → 5/18: 478円 → 5/26: 520円	4.9% (2015/4/16 → 5/15)	1ヶ月後	会社が依頼した不動産鑑定業者の過大な鑑定額による経資産・営業利益等の過大計上	×	

日経子レポート、各社プレスリリース、会社四季報、Yahoo!ファイナンスおよび「株主データサイト」(www.td-db.com)に基づき調査が作成。

*時価総額は、不実開示に関する最初の報道等の最初に発行された会社四季報に掲載の数値に基づいている。

*株価情報は基本的にYahoo!ファイナンスから取得し、既に上場廃止されている三洋電機、丸善、真柄建設、アーバンコーポレイションおよびメルシャンについては「株主データサイト」(www.td-db.com)を利用した。同サイトもデータがない日興コーディアルグループについては、新聞報道中の数値を用いている。

表3:流通市場の投資家による発行会社に対する証券訴訟

発行会社名	原告のタイプ	原告数	原告代理人	請求額	認容額・和解額	その他の被告	出典
1 西武鉄道	機関投資家	4	森・濱田松本法律事務所(山岸良太、金丸和弘、斎藤尚雄ほか)	12,097,884,247	1,921,261,231	旧コクド、元社長	東京高判平成26年3月27日
2 西武鉄道	機関投資家	6	森・濱田松本法律事務所(山岸良太、金丸和弘、斎藤尚雄ほか)	3,887,413,112	825,421,657	旧コクド、元社長	東京高判平成26年6月25日
3 西武鉄道	機関投資家	16	森・濱田松本法律事務所(山岸良太、金丸和弘、斎藤尚雄ほか)	24,874,221,973	2,918,495,280	旧コクド、元社長	東京高判平成26年8月28日
4 西武鉄道	機関投資家	1	篠塚野田法律事務所(篠塚力ほか)	136,552,126	86,689,028	旧コクド、元社長	東京高判平成26年7月16日
5 西武鉄道	準クラスアクション	290	竹橋正明ほか	1,322,699,965	*原告一部勝訴	旧コクド、元社長	東京高判平成26年1月30日
6 西武鉄道	個別投資家	1	川合善明ほか	17,179,000	0	旧コクド、元社長	東京地判平成19年8月28日
7 西武鉄道	個別投資家	1	なし	56,492,000	0	旧コクド、元社長	東京地判平成20年2月21日
8 ライブドア	機関投資家	6	森・濱田松本法律事務所(金丸和弘、斎藤尚雄ほか)	10,903,817,119	9,905,230,416	なし	最終平成24年3月13日
9 ライブドア	準クラスアクション	3345	ライブドア株主被害弁護団(米川長平ほか)	23,072,237,007	*原告一部勝訴	取締役・監査役10名、監査法人	東京高判平成23年11月30日
10 ライブドア	準クラスアクション	409	ITJ法律事務所(戸田泉ほか)	4,435,392,397	*原告一部勝訴	取締役・監査役6名、監査法人	東京地判平成21年7月9日
11 ライブドア	準クラスアクション	20	ITJ法律事務所(戸田泉ほか)	84,577,140	*原告一部勝訴	取締役2名	東京地判平成21年7月23日
12 ライブドア	個別投資家	2	近畿中央法律事務所	151,056,802	58,778,682	取締役・監査役7名、監査法人	東京地判平成21年6月18日
13 オリナス	機関投資家	1	不明	不明	4,360,000,000	不明	発行会社プレスリリース(平成26年12月26日)
14 オリナス	機関投資家	86	不明	37,674,068,436	11,000,000,000	不明	発行会社プレスリリース(平成27年3月27日)
15 オリナス	機関投資家	61	不明	8,933,259,474	4,000,000,000	不明	発行会社プレスリリース(平成28年12月26日)
16 オリナス	機関投資家	6	不明	27,914,567,399	訴訟係属中	不明	発行会社プレスリリース(平成26年4月9日)
17 オリナス	準クラスアクション	11	オリナス株主弁護団(加藤真朗ほか)	33,774,940	20,850,568	なし	大阪地判平成27年7月21日
18 オリナス	準クラスアクション	146	オリナス株主弁護団(加藤真朗ほか)	約580,000,000	訴訟係属中	なし	原告代理人ウェブサイト
19 オリナス	準クラスアクション	4	オリナス株主弁護団(加藤真朗ほか)	45,065,240	訴訟係属中	不明(おそらくなし)	原告代理人ウェブサイト
20 オリナス	準クラスアクション	100	オリナス株主被害弁護団(米川長平ほか)	911,240,790	訴訟係属中	不明(おそらくなし)	原告代理人ウェブサイト
21 オリナス	準クラスアクション	不明	日比谷ステーション法律事務所	不明	訴訟係属中	不明(おそらくなし)	原告代理人ウェブサイト
22 オリナス	個別投資家	1	星出光俊	111,772,009	48,180,000	なし	東京地判平成27年3月19日
23 オリナス	個別投資家(船井電機)	1	不明	1,514,700,000	970,000,000	不明	発行会社プレスリリース(平成27年12月16日)
24 リソー教育	機関投資家	2	不明	367,434,930	訴訟係属中	不明	発行会社プレスリリース(平成27年3月20日)
25 リソー教育	準クラスアクション	不明	日比谷ステーション法律事務所	不明	訴訟係属中	不明	原告代理人ウェブサイト
26 リソー教育	準クラスアクション	7	あおい法律事務所(荒井哲朗ほか)	約18,000,000	訴訟係属中	不明(おそらくなし)	原告代理人ウェブサイト
27 東芝	機関投資家	1	不明	約1,262,000,000	訴訟係属中	不明	発行会社プレスリリース(平成28年8月26日)
28 東芝	機関投資家	1	不明	11,992,617,778	訴訟係属中	不明	発行会社プレスリリース(平成28年8月26日)
29 東芝	準クラスアクション	454	東芝事件株主弁護団(佐野隆久ほか)	約1,900,000,000	訴訟係属中	取締役5名	原告代理人ウェブサイト
30 東芝	個別投資家	1	不明	約56,000,000	訴訟係属中	不明	発行会社プレスリリース(平成28年8月26日)
31 東芝	個別投資家	1	不明	約57,000,000	訴訟係属中	不明	発行会社プレスリリース(平成28年8月26日)
32 IHI	準クラスアクション	192	IHI粉飾決算被害株主弁護団(大川原栄ほか)	418,546,253	48,176,110	なし	東京地判平成26年11月27日
33 エナリス	準クラスアクション	不明	日比谷ステーション法律事務所	不明	訴訟係属中	なし	原告代理人ウェブサイト
34 アーバンコーポレイション	準クラスアクション?	1	あおい法律事務所(荒井哲朗ほか)	410,850	197,900以下(差戻審不明)	同一代理人による取締役・監査役14名に対する別訴あり	最終平成24年12月21日
35 アーバンコーポレイション	準クラスアクション?	1	あおい法律事務所(荒井哲朗ほか)	132,500	77,592	同一代理人による取締役・監査役14名に対する別訴あり	東京高判平成24年3月29日
36 アーバンコーポレイション	準クラスアクション?	1	あおい法律事務所(荒井哲朗ほか)	56,170,000	22,299,200	同一代理人による取締役・監査役14名に対する別訴あり	東京地判平成23年2月7日
37 アーバンコーポレイション	準クラスアクション?	288	あおい法律事務所(荒井哲朗ほか)	不明	*原告一部勝訴	同一代理人による取締役・監査役14名に対する別訴あり	東京地判平成23年4月11日
38 アーバンコーポレイション	個別投資家	1	なし	45,500,000	2,615,000以下(差戻審不明)	なし	最終平成24年12月21日
39 アーバンコーポレイション	個別投資家	1	村松豊久	2,915,000	481,368	なし	東京地判平成22年1月12日
40 アーバンコーポレイション	個別投資家	1	なし	762,400	216,000	なし	東京地判平成22年1月13日
41 アーバンコーポレイション	個別投資家	1	なし	250,000	40,000	なし	東京地判平成22年3月26日
42 アーバンコーポレイション	個別投資家	1	鈴木章ほか	2,332,000	1,200,000	なし	東京地判平成23年8月29日

43	日本システム技術	個別投資家	1	なし	860,000	0	なし	最判平成21年7月9日
44	アソシエントテクノロジー	個別投資家	2	横川英一ほか	15,873,700	15,873,700	取締役	大分地判平成20年3月3日
45	ニイウスコー	個別投資家	1	松葉知幸ほか	156,398,000	5,866,020	なし	東京地判平成21年2月9日
46	ニイウスコー	個別投資家	1	鈴木章	24,090,965	7,788,355	なし	東京地判平成21年12月3日
47	ニイウスコー	個別投資家	1	松葉知幸ほか	155,198,921	153,788,127	子会社	東京高判平成23年4月13日
48	シニアコミュニケーション	個別投資家	1	クレド法律事務所	18,765,413	2,596,239	取締役4名	東京地判平成25年2月22日

*原告団全体の認容額・和解額の総額は不明

**オリンパスに対しては、上記の他、不実開示期間中に第三者割当てによりオリンパス株を取得したテルモによる訴訟および米国ADRが提起されている(和解済)。

表4：準クラスアクションの弁護士報酬

発行会社	原告代理人	着手金	成功報酬	その他
ライブドア	ITJ法律事務所	5万円	勝ち取った額の15%	不明
		なし	勝ち取った額の20%	不明
オリンパス	オリンパス株主被害弁護団	1万円+ 株式取得額と売却額の差額（売却済の場合）もしくは株式取得額の半額（保有中の場合）の1%	回収金額の10%	なし
	オリンパス株主弁護団	1万円（100株以下） +100株ごとに2000円（1万株まで） +100株ごとに1000円（1万株超）	回収金額の10%	なし
	日比谷ステーション法律事務所	請求額の 6%（300万円以下） 4%（300万超-3000万円以下） 2%（3000万超-3億円以下） 1%（3億円超）	認容額・和解額の 10%（300万円以下） 8%（300万超-3000万円以下） 4%（3000万超-3億以下） 3%（3億円超）	手続実費の預託金として請求額の2%（3000万超の部分は1%）、手続終了後に清算
		なし	認容額・和解額の 20%（300万円以下） 15%（300万超-3000万円以下） 9%（3000万超-3億以下） 6%（3億円超）	手続実費の預託金として請求額の2%（3000万超の部分は1%）、手続終了後に清算
リソー教育	日比谷ステーション法律事務所	請求額の 8%（300万円以下） 5%（300万超-3000万円以下） 3%（3000万超-3億円以下） 2%（3億円超）	認容額・和解額の 16%（300万円以下） 10%（300万超-3000万円以下） 6%（3000万超-3億以下） 4%（3億円超）	手続実費の預託金として請求額の5%、手続終了後に清算
	あおい法律事務所	3万円+取得額（一売却額）の2%	回収金額の10%	なし
東芝	東芝事件株主弁護団	4万円+1株当たり5円	回収金額の10%	なし
エナリス	日比谷ステーション法律事務所	請求額の 10%（100万円以下） 8%（100万円超-300万円以下）、 6%（300万超-1000万円以下） 5%（1000万円超-3000万円以下） 4%（3000万超-5000万円以下） 3%（5000万円超）	請求額の 20%（100万円以下） 16%（100万円超-300万円以下）、 12%（300万超-1000万円以下） 10%（1000万円超-3000万円以下） 8%（3000万超-5000万円以下） 6%（5000万円超）	手続実費の預託金として請求額の5%、手続終了後に清算

*各原告代理人のウェブサイトから筆者作成

表5:発行会社に対する公的エンフォースメントと証券訴訟による責任額

会社名	会社に対する罰金・課徴金の額	証券訴訟の請求額	証券訴訟の認容・和解額
西武鉄道	2億円	423億9244万2423円	(少なくとも)57億5096万7196円
ライブドア	2億8000万円	386億4708万0465円	(少なくとも)99億6400万9098円
オリンパス	7億円	(少なくとも)777億1844万8288円	203億9903万0568円
リソー教育	4億1477万円	(少なくとも)3億8543万4930円	訴訟係属中
東芝	73億7350万円	約152億6761万7778円	訴訟係属中
IHI	15億9457万9999円	4億1854万6253円	4817万6110円
エナリス	2億5848万円	不明	訴訟係属中
アーバンコーポレイション	1231万円	(少なくとも)1億847万2750円	5066万2060円以下
日本システム技術	なし	86万円	0円
アソシエントテクノロジー	なし	1587万3700円	1587万3700円
ニイウスコー	なし(役員に対する刑事罰あり)	3億3568万7906円	1億6744万2502円
シニアコミュニケーション	5049万円	1876万5413円	259万6239円

* 複数の罰金・課徴金が課されている場合や、複数の訴訟が提起されている場合には、その合計額を記載している。

表6:発行会社の役員に対するサクション

会社名	会社による役員の提訴等	経営者の辞任・報酬減額	その他
西武鉄道	株主への賠償費用309億円のうち請求額の元本全部と遅延損害金の一部として255億円を親会社前会長から回収	親会社の持株比率の過少記載発覚後に創業家一族である親会社会長がグループの全役職から辞任	親会社会長に刑事罰(懲役2年6ヶ月、執行猶予4年、罰金500万円)
ライブドア	元社長ら旧経営陣7人に363億円(事業停止による損害や投資家への賠償分など)を請求、元社長と208億円(同社株式の引渡および未払配当金との相殺等)で和解、残り6名と約7億6千万円で和解	社長、財務担当役員らが証券取引法違反による逮捕後に辞任	元社長および元取締役3名に刑事罰(元社長は懲役2年6ヶ月、元役員は懲役1年2ヶ月、懲役1年6ヶ月・執行猶予3年、懲役1年・執行猶予3年) 元社長等を被告とする訴訟で請求一部認容(ライブドア株主被害弁護団による準クラスアクション(会社と共同被告)、ITJ法律事務所による準クラスアクション(会社と共同被告)、個別投資家による訴訟(対取締役のみ、約9200万円))
オリンパス	損失隠しによる少なくとも859億円の損害(損失隠しスキームの構築・維持・解消費用、信用毀損、違法配当・自己株取得によるもの)の一部として36億1千万円を現旧取締役・監査役24名に賠償請求、損失隠しに関与・認識していなかった取締役・監査役との間で和解成立(総額約8500万円)、残りの取締役6名・監査役1名について訴訟係属中	損失隠し発覚後に損失隠しを主導したとされる会長兼社長、副社長、監査役が辞任	元社長、元副社長、元監査役に刑事罰(元社長および元監査役に懲役3年・執行猶予5年、元副社長に懲役2年6ヶ月・執行猶予4年)
リソー教育	課徴金4億円強等による損害の一部として3億円を前社長・常務に賠償請求、その後請求認諾	不適切会計の発覚後に不適切処理を主導したとされる社長が辞任、1年後に創業者である会長も辞任	—
東芝	課徴金(74億円弱)や過年度決算修正に係る会計監査人への報酬(20億円強)の一部として32億円を歴代3社超を含む5名に賠償請求、訴訟係属中	不適切会計発覚後に社長・副会長・相談役が辞任	会社が提訴していない現旧役員11人に対する株主代表訴訟(約27億円を請求)、訴訟係属中
IHI	不明	決算の大幅下方修正後に会長が辞任、社長が半年間報酬カット	—
エナリス	第三者委員会の調査費用(4800万円)、東証の上場違約金(2400万円)および将来の課徴金額を前社長・前会長が負担する合意	不適切会計処理発覚により社長辞任	前社長とその親族の持株比率を10%未満に低下させる旨の合意に基づき、持株を業務提携先に売却
アーバンコーポレイション	不明	社長は民事再生手続申立時(不実開示発覚前)に辞任を発表、再生計画に基づく再建スポンサーへの第三者割当後に辞任	元社長らに対する準クラスアクションによって約3億3千万円の賠償責任(東京地判平成24年6月22日金融商事判例1397号30頁)
ニイウスコー	不実開示中の違法配当分として約25億6千万円を旧経営陣に賠償請求	不実開示発覚前に、経営再建のために会長ほか全取締役が退任	元会長に刑事罰(懲役3年、罰金800万円)
シニアコミュニケーション	法的措置を含めて検討中との報道	不正会計に関与した社長および副社長が辞任	不実開示中の保有株式の売りつけについて役員に課徴金142万円
アソシエントテクノロジー	不明	利益操作を主導した社長ほか常勤取締役が辞任	—

* 日本経済新聞による報道および各社のプレスリリースから筆者作成

金融商品取引法研究会名簿

(平成 29 年 2 月 1 日現在)

会 長	神 田 秀 樹	学習院大学法務研究科教授
副 会 長	前 田 雅 弘	京都大学大学院法学研究科教授
委 員	青 木 浩 子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	飯 田 秀 総	神戸大学大学院法学研究科准教授
〃	太 田 洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	加 藤 貴 仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	川 口 恭 弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神 作 裕 之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒 沼 悦 郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	後 藤 元	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
〃	中 東 正 文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中 村 聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤 田 友 敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松 尾 健 一	大阪大学大学院法学研究科准教授
〃	松 尾 直 彦	東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・弁護士
〃	山 田 剛 志	成城大学大学院法学研究科教授
幹 事	萬 澤 陽 子	専修大学法学部准教授・当研究所客員研究員
オブザーバー	齋 藤 馨	金融庁総務企画局市場課長
〃	岸 田 吉 史	野村ホールディングスグループ法務部長
〃	森 忠 之	大和証券グループ本社経営企画部法務課長
〃	鎌 塚 正 人	S M B C 日興証券法務部長
〃	陶 山 健 二	みずほ証券法務部長
〃	本 井 孝 洋	三菱 U F J モルガン・スタンレー証券法務部長
〃	山 内 公 明	日本証券業協会常務執行役自主規制本部長
〃	石 黒 淳 史	日本証券業協会政策本部共同本部長
〃	山 本 悟	日本証券業協会自主規制企画部長
〃	富 田 英 揮	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研 究 所	増 井 喜 一 郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大 前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(敬称略)

[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

- | | |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」
報告者 森田章同志社大学教授 | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」
報告者 山下友信東京大学教授 | 2004年1月 |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」
報告者 前田雅弘京都大学教授 | 2004年3月 |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」
報告者 浜田道代名古屋大学教授 | 2004年6月 |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向
—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」
報告者 神作裕之東京大学教授 | 2005年7月 |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題
—実効性確保の観点を中心に—」
報告者 山田剛志新潟大学助教授 | 2005年7月 |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」
報告者 青木浩子千葉大学助教授 | 2005年9月 |
| 第8号「目論見書制度の改革」
報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授 | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」
報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法(仮称)法令準備室長 | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題
—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」
報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について
—組合型ファンドを中心に—」
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」
報告者 川口恭弘同志社大学教授 | 2006年3月 |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)
報告者 池田唯一 金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について―自主規制業務を中心に―」 2007 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について―村上ファンド事件を中心に―」 2008 年 1 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」 2008 年 4 月
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」 2008 年 7 月
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 40 号「米国 JOBS 法による証券規制の変革」 2013 年 1 月
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
- 第 41 号「金融商品取引法の役員の責任と会社法の役員の責任
—虚偽記載をめぐる役員の責任を中心に—」 2013 年 3 月
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 42 号「ドッド=フランク法における信用リスクの保持ルールについて」 2013 年 4 月
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 43 号「相場操縦の規制」 2013 年 8 月
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

- 第 44 号「法人関係情報」 2013年10月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
 平田公一 日本証券業協会常務執行役
- 第 45 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2014年6月
 報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局企画課長
- 第 46 号「リテール顧客向けデリバティブ関連商品販売における民事責任 2014年9月
 —「新規な説明義務」を中心として—」
 報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 47 号「投資者保護基金制度」 2014年10月
 報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 48 号「市場に対する詐欺に関する米国判例の動向について」 2015年1月
 報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 49 号「継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—」 2015年3月
 報告者 飯田秀総 神戸大学大学院法学研究科准教授
- 第 50 号「証券会社の破綻と投資者保護基金 2015年5月
 —金融商品取引法と預金保険法の交錯—」
 報告者 山田剛志 成城大学大学院法学研究科教授
- 第 51 号「インサイダー取引規制と自己株式」 2015年7月
 報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 52 号「金商法において利用されない制度と利用される制度の制限」 2015年8月
 報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科
 客員教授・弁護士
- 第 53 号「証券訴訟を巡る近時の諸問題 2015年10月
 —流通市場において不実開示を行った提出会社の責任を中心に—」
 報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 54 号「適合性の原則」 2016年3月
 報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 55 号「金商法の観点から見たコーポレートガバナンス・コード」 2016年5月
 報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 56 号「EUにおける投資型クラウドファンディング規制」 2016年7月
 報告者 松尾健一 大阪大学大学院法学研究科准教授
- 第 57 号「上場会社による種類株式の利用」 2016年9月
 報告者 加藤貴仁 東京大学大学院法学政治学研究科准教授

第 58 号「公開買付前置型キャッシュアウトにおける 2016年11月
価格決定請求と公正な対価」

報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 59 号「平成26年会社法改正後のキャッシュ・アウト法制」 2017年1月

報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第 60 号

流通市場の投資家による発行会社に対する
証券訴訟の実態

平成 29 年 3 月 21 日

定価（本体 500 円 + 税）

編 者 金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内 〒 103-0025
電話 03 (3669) 0737 代表
URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-676-1 C3032 ¥500E