

アジア太平洋地域の 上場企業と米国証券集団訴訟

隠れたリスクの可能性

アジア太平洋地域の上場企業は、米国で取引される ADR を引き金とする米国証券集団訴訟のリスクに直面している

米国外の企業が米国内の投資家から自社株への投資を呼び込むためによく用いられる手段の一つに、米国預託証券 (ADR) の発行があります。その中で最も発行基準が低いのが店頭で取引されるレベル 1 の ADR で、これらは ニューヨーク証券取引所や NASDAQ といった米国証券取引所には上場されません。しかし、先頃米国で下された裁判判決によって、米国市場で ADR を流通させている外国企業が、自らに米国内投資家に対する ADR 販売の意思がなかった場合であっても、米国の法廷に引き出される可能性があることが示されました。

現在米国の投資家は、1,000社を超えるアジア太平洋地域の企業のレベル1 ADRを購入でき、その大半が大型株です。ADRのスポンサーが企業自身ではなく、預託機関が単独で組成したものである場合、アジア太平洋地域の該当企業の取締役は、自らが米国の連邦証券法にさらされる可能性は低いと考えるかもしれません。しかし、自社がスポンサーではなかった日本の大手メーカーA社のADRに関する先頃の判決は、すべての上場企業の取締役に自覚と認識を求めるものとなりました。

カリフォルニア州において、A社と一部経営陣に対し、決算書類の不実または誤解を招く記載を主張する証券集団訴訟が提起されました。第一審裁判所では原告の主張が退けられたものの、控訴裁判所は一審判決を覆し、ADRは連邦証券法の趣旨における証券に該当し、A社のADR購入取引が米国内取引であることを立証する形での訴答の修正を原告側に認めるべきとの判断を下しました。この判決を受け、米国外企業を相手取ったADR購入者からの提訴が増加する可能性があり、その結果、自らが株式を米国の投資家に販売する意思がなかったにもかかわらず、アジア太平洋地域の企業の取締役が米国法廷に引き出される可能性は否定できません。

要点

- アジア太平洋地域の大型株式銘柄の大半は米国で取引される米国預託証券 (ADR) として発行されています。
- この ADR は米国証券取引所に上場されていないため、アジア太平洋地域の企業やその取締役、役員はこれら ADR を根拠に米国で集団訴訟を起こされるリスクをさほど重要視していないかもしれません。
- 先頃の米国における控訴裁判所判決では、ADR のスポンサーでなかったということは訴えを棄却する十分な理由にはならず、むしろ棄却する代わりに原告に訴答の修正が認められています。
- 本事案が差し戻された地方裁判所でも原告の訴えは棄却されず、訴訟は現在も進行中です。





米国預託証券 (ADR) とは

米国預託証券 (ADR)¹とは、米国外企業の特定株式数における受益権を示す譲渡性証券の預かり証券であり、米国の預託機関 (通常は銀行) が発行し、預託機関が米国外企業の株式を保有します。裏付けとなる外国株式が米国外で取引されるのに対して、ADRは米国内で取引されます。ADRには、配当金の支払いやADR保有者に対する議決権の付与など、株式と共通した特徴が数多くあります。

ADRには3つのレベルがあります。A社のADRが該当するレベル1は発行基準が最も低く、通常、1934年証券取引所法に基づく証券登録義務が免除されます。米国で購入が可能なレベル1 ADRが発行されているアジア太平洋企業は現時点で1,000社を超えています。

レベル1 ADRは店頭 (OTC) 市場で取引されます。つまり、ニューヨーク証券取引所やNASDAQなどの米国証券取引所での直接取引行われません。店頭 (OTC) 市場の場合、

- 1) 証券取引委員会 (SEC) が定める開示義務の一部が対象外であり、
- 2) 資本調達は認められておらず、
- 3) 購入者が直接購入するのではなく、通常、株式ブローカーが仲介します。

レベル1 ADRは、「スポンサーあり (スポンサーード)」と「スポンサーなし (アンスポンサーード)」に分けられ、アンスポンサーードADRとは、米国外企業が関与せず、場合によっては同意を得ることさえなく、預託機関が発行するADRです。つまり、該当米国外企業が、米国市場でのADR発行に関する意思決定をコントロールできない場合もあるとのこと。スポンサーードADRとは、該当米国外企業の求めと協力により発行されるADRです。

1. A社訴訟における裁判所の説明通り、ADRはADS (米国預託株式) の所有を証拠立てる預かり証券であるが、同裁判における解釈および用途、議論との一貫性を保つため、預かり証と株式に関してADRという頭字語を用いることとする。

ADR 制度によって米国市場での米国外株式の取引が容易になる

米国外企業は、米国証券取引所で直接取引されるレベル2 ADRおよび資本調達に用いることができるレベル3 ADRの発行も可能です。レベル2およびレベル3のADR発行者に対する証券訴訟件数も近年増加傾向にありますが、このレポートではレベル1 ADRのみに着目し、その動向を検討します。レベル1 ADRは従来、どちらかと言えば証券集団訴訟の標的ではありませんでした。

アンスポンサーード ADR と A 社のケース

A社は日系多国籍企業であり、普通株式は東京証券取引所で取引されています。ADRの登録・発行は4つの投資銀行によって行われており、A社には店頭市場で取引されるアンスポンサーードレベル1 ADRがありました。2015年、A社は過去の決算報告における大幅な不正会計の事実を公表し、2008年から2014年にかけての税引前利益と自己資本を修正しました。その結果、同社の株価は40%以上下落し、A社と一部の経営幹部を相手取り、米国連邦証券法違反を申し立てた証券集団訴訟がカリフォルニア州中部地区連邦地方裁判所 (以下「カリフォルニア地裁」) で提起されました。A社側は、連邦証券法はA社のアンスポンサーードADRの店頭取引には適用されないとして訴えを棄却するよう申し立てを提出し、2016年、カリフォルニア地裁は訴えの棄却を認めました。この判決は2つの重要な結論に基づいています。

- 1) 店頭市場は米国証券取引所ではないこと。
- 2) A社と原告との間に米国内での取引はなかったこと。



**A社訴訟は、レベル1 ADRのみが
発行されている外国企業であっても
米国法の対象になり得ることを示している。**

原告は、判決の破棄を求めて第9巡回区控訴裁判所に控訴しました。両裁判所ともに、A社訴訟において原告が根拠としている1934年証券取引所法(以下「証券取引所法」)が域外取引所で証券が取引されている米国外企業に適用されるか否かを争点にしていた連邦最高裁判所のMorrison v. National Australia Bank, Ltd.²判決を該当判例に挙げ、このMorrison判決では、最高裁が証券取引所法は(1)米国証券取引所に登録されている証券の売買、または(2)米国証券取引所に登録されていない証券の米国内取引に関してのみ適用される、との判断を下しています。

第9巡回区控訴裁判所は、まず、ADRが証券取引所法の趣旨における「証券」に該当するとしたうえで、A社のADRが取引された店頭市場は米国証券取引所ではなく、よってMorrison判決における第1の基準は該当しないとの判断を下し、次に、A社のADRの店頭販売が「その他の証券(米国証券取引所に登録されていない証券)の米国内取引」であったか、すなわちMorrison判決の第2の基準に該当するかを検討しました。第9巡回区控訴裁判所は、Morrison判決において最高裁判所はその証券取引が「米国内」であるかどうかの判断基準を示してはいないと指摘したうえで、Absolute Activist Value Master Fund Ltd. v. Ficeto訴訟³において、取引当事者に「取消不能の義務」が生じた場合に証券取引が存在する、とした第2巡回区控訴裁判所の判決を判断材料に採用しました。よって、その証券の対価の支払いについて

買い手に米国における取消不能の義務が発生したこと、またはその証券の受け渡しについて売り手に米国における取消不能の義務が発生したこと、のいずれかを原告側が立証できるならば、Morrison判決における証券の「米国内取引」の十分な証拠になり得るとしました。

A社にとっての若干の希望は、裁判所が原告の申し立てにはA社と当該取引との関係についてより具体的な特定が必要であると確かに認めている点ですが、ただし、この点については申し立ての棄却ではなく、訴答の修正という原告側への救済策が示されました。結果的に、訴えは原告側に必要な特定性を加えることが認められたうえで地裁に差し戻されました。

その後、A社は連邦最高裁判所に対して、証券取引所法の域外適用が争点となっている本事案について判断を下すよう申し立てを行い、また、複数の国際的な業界団体や英国政府がA社の主張を支持し証券取引所法の域外適用に反対する意見書を提出しました。本事案の重大性を認識した日本の経済産業省も最高裁に次の内容の意見書を提出しています。

「第9巡回区控訴裁判所判決は、当該取引が米国内で行われたことを条件に自社株がアンスポンサードADR(スポンサーなし米国預託証券)の裏付けとして用いられた外国企業に対して、当該ADRの発行または取引に関与していない場合でも証券取引所法が適用されると認めています。この判決が認められるのであれば、ADRの発行または取引に関与しているか否かにかかわらず、日本企業およびその利害関係者がまったく予想し得ない高額賠償請求の対象になるという大いに不利な状況に置かれる可能性があります。日本企業自身が関与しない日本の上場銘柄が関係するアンスポンサードADRの発行および取引は米国において多数行われており、よって、この判決が日本企業、利害関係者および日本経済に与える影響は甚大であると考えられます。」

しかしながら、最高裁は本事案を取り上げないという決定をし、その後、地裁はA社が再度求めた原告の訴えの棄却を認めなかったため、裁判は継続されることになりました。A社訴訟において原告が最終的に勝訴する保証はありません。しかしながら、このケースはレベル1 ADRのみが発行されている外国企業であっても米国法の対象になり得ることを示しています。従いまして、米国での訴訟根拠になり得る種類の証券を取引しているアジア太平洋地域企業は、今後も米国内での法令や法解釈の動きに注目するべきでしょう。

2. 561 U.S. 247 (2010).

3. 677 F.3d 60 (2d Cir. 2012).



こうした種類の訴訟は、多くの企業が自らレベル 1 ADR (スポンサーありなしにかかわらず) を組成するわけではないにもかかわらず、米国証券法の対象になり得るという意外な事実を示している。

レベル 1 スポンサーード ADR の場合

レベル 1 ADR のスポンサーである企業は、米国裁判所に出廷を求められる可能性を認識する必要がある一方、アジア太平洋地域企業の取締役は、この類の訴訟が近年増加傾向であることに気づいていないかもしれません。2010 年の Morrison 判決を受け、米国外企業に対する米国証券集団訴訟は減少するであろうと当然見込まれていましたが、実際は、判決前の数年に比べて増加しています。レベル 1 ADR を根拠とする個々の証券訴訟が横行を認められるかどうかの法廷判断はそれぞれであり、裁判所は個々の訴訟事実に基づく判断を下しています。米国外企業に対する近年の米国証券訴訟をいくつか挙げますと、ドイツの自動車メーカー B 社(排ガス不正)、英国の小売業 C 社(不正会計)、日本の自動車メーカー D 社(不正会計、役員報酬問題) など、いずれもレベル 1 ADR を根拠に訴訟が起こされています。こうした種類の訴訟は、多くの企業が自らレベル 1 ADR(スポンサーありなしにかかわらず) を組成するわけではないにもかかわらず、会社やその取締役・役員が米国証券法の対象になり得るという意外な事実を示し、結果として、レベル 1 ADR が発行されている外国企業が米国証券集団訴訟に伴うコストと複雑さを回避しようとすみやかな和解に動くケースが複数みられます。

アジア太平洋地域上場企業の取締役および役員にとって、近年の動きに伴い、米国で訴訟を提起されるリスクがあるという事実を認識するとともに、会社役員賠償責任保険 (D&O 保険) の加入など適切な予防策を講じておくことは極めて重要です。

専門家による訴訟対応の必要性

AIG は、世界規模で D&O 保険を販売しており、米国証券訴訟から会社と取締役・役員を守ってきた確かな実績があります。店頭取引 ADR に関して企業が訴えられる事例が全般的に増加する中、経験豊富な専門家による会社役員賠償責任対応の必要性がかつてなく増えています。AIG の損害サービス担当者には幅広い経験と、この数年に全世界で 100 件を超える証券集団訴訟を取り扱った実績を備えています。証券弁護を専門に手掛ける大手事務所を含め、米国内に広範な弁護士事務所パネルを抱え、当社の D&O 保険加入者を支援します。米国の集団訴訟で闘うには、米国法および地方裁判所に精通した経験豊富な弁護人が必要不可欠です。

www.aig.com

David Ho

会社役員賠償責任保険・金融機関向け賠償責任保険
アジア太平洋地域担当責任者

Tel: +852 3555 0067

david.ho@aig.com

AIG 損保

このレポートは、AIG Asia Pacific Insurance が作成・発行した「Asia-Pacific Public Companies and US Securities Class Actions」を日本語に翻訳し、その後の訴訟の進展を反映してアップデートしたものです。実際の事故発生時に適用される補償は各事案、ならびに個々の保険契約の内容によって決まります。日本で販売している保険商品の内容につきましては、AIG 損害保険株式会社の取扱者までお問い合わせください。

AIG グループは、世界の保険業界のリーダーであり、80 以上の国や地域でお客さまにサービスを提供しています。1919 年に創業し、現在では、損害保険、生命保険、退職給付およびその他の金融サービスを幅広く提供しています。AIG グループの商品・サービスを通じた多岐にわたるサポートは、法人および個人のお客さまの資産を守り、リスクマネジメントおよび確かなリタイアメント・セキュリティをお届けします。持株会社 AIG, Inc. はニューヨークおよび東京の証券取引所に上場しています。詳細は、ウェブサイト www.AIG.com をご覧ください。

AIG 損害保険株式会社

〒105-8602 東京都港区虎ノ門 4-3-20

S047443 (21-037004)