

米国における証券クラスアクションの増加と 企業の D&O リスクの変化

主任研究員 堀田 周作

米国の会社役員賠償責任保険（D&O 保険）の保険料率が長期間に渡り上昇している。主な要因には M&A 訴訟などの証券クラスアクションの増加がある。また、ダイバーシティ、サイバーセキュリティ、気候変動など企業経営に関わる新たなリスクも顕在化してきた。本稿では、米国 D&O 保険市場で注目される近年の訴訟動向やリスクの変化について概括する。

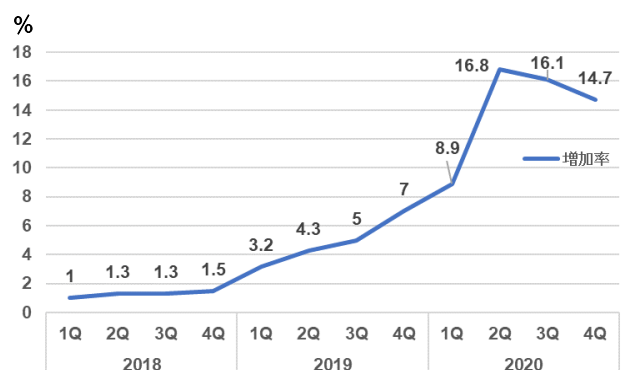
1. 米国 D&O 保険市場のハード化と証券クラスアクションの増加

(1) 保険市場の状況

《図表 1》は、2018 年 1Q 以降の米国 D&O 保険料の平均上昇率の推移を示したものである¹。2018 年は 1%程度の上昇率であったがその後ハード化が進み、2020 年 2Q には保険料上昇率は 16.8%に達した。それ以降も依然として高い水準で推移している。

長期化する保険料率上昇の影響で、企業の保険手配にも影響が出ている。Marsh によると、2020 年 4Q 中の保険契約更改において、95%の保険契約者の保険料が上昇し、15%の保険契約者は保険金額が減少した²。免責金額（自己負担額）の引上げや保険金額の削減など補償条件の見直しを余儀なくされる場合も少なくないようだ³。

《図表 1》D&O 保険料率の推移：2018 年～2020 年



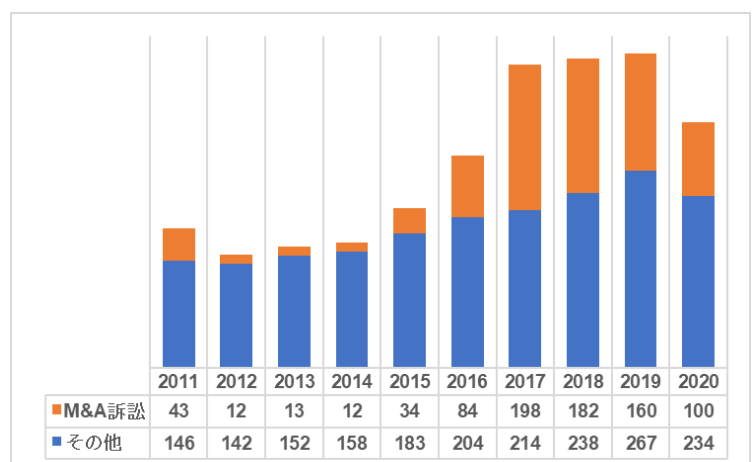
(出典) The Council of Insurance Agents & Brokers, "Commercial Property / Casualty Market Index Q4 / 2020"より当研究所作成

(2) 証券クラスアクションの件数

米国の D&O 保険では株主代表訴訟に加え、上場企業およびその役員を対象とする連邦証券法および州証券法に基づく訴訟（以下「証券訴訟」。集団訴訟の形態をとるものが多く、これを「証券クラスアクション」という。）による損害賠償金、弁護士費用等を補償の対象とするものが多い⁴。米国の D&O 保険料率上昇の主な要因は、証券訴訟の件数増加に伴う訴訟費用の増加にあるとされている。《図表 2》⁵は、証券クラスアクションの件数推移を示したものである。

証券クラスアクションの件数増は、株主が M&A の差し止めを求める訴訟（以下「M&A 訴訟」）の増加が影響している。M&A 訴訟は、M&A に関わる情報開示がなされたらすぐに提起されることが

《図表 2》証券クラスアクション件数推移：2011 年～2020 年



(出典) CORNERSTONE RESEARCH, "Securities Class Action Filings 2020 Year in Review"より当研究所作成

多く、買収価格や合併比率に対する不満や M&A に関する情報開示が不十分であること等を理由に株主から訴えを起こされる。集団訴訟を手掛ける弁護士が主導する訴訟が多く、Cornerstone Research が 2019 年に公表したレポートによると、買収金額が 1 億ドル以上の M&A のうち、82%が M&A 訴訟を提起されている⁶。また、2017 年における和解額の中央値は 600 万ドルであったが、2018 年以降は和解額の中央値が 1,300 万ドルとなっている⁷。

M&A 訴訟を除く証券クラスアクションでは、企業の情報開示に関連するもの（財務書類の不実表示、SEC 規則 10b-5 違反⁸、虚偽の将来予測に関する開示）が大半を占めている⁹。

2. 企業経営に求められる新たな責任とリスク

米国 D&O 保険市場では、M&A 訴訟等による証券クラスアクションの増加の他、株主代表訴訟や証券クラスアクションにおいて近年新たにみられる訴因やリスクが注視されている。

(1) ダイバーシティ

米国では、企業の人種的ダイバーシティの改善に対する要請が高まっており、取組が不十分な企業の取締役役に対して株主代表訴訟が提起されている¹⁰。代表的な事例として、Oracle の取締役役に対する、取締役会の人種的ダイバーシティが確保できていなかったことによる企業価値の毀損を理由とする株主代表訴訟¹¹を紹介する。同社は、2019 年に公表した文書において、従業員の多様性と包摂は経営トップから始まるとしていたが、取締役役にはアフリカ系やラテン系のアメリカ人はおらず、Vishal Sikka 氏¹²を除きアジア系アメリカ人やその他のマイノリティが存在しなかった。公表文書と実態が乖離し、株主に誤解を与えたとされ、訴訟では 3 名の役員を退任させ、2 名はアフリカ系アメリカ人、残りの 1 名はその他人種的マイノリティ層の役員を選任すること、役員報酬の返上、人種的マイノリティの雇用の数値目標の設定などが求められた。Oracle 以外にも、Facebook や Qualcomm などに対しても人種的ダイバーシティの改善を求める訴訟が提起されており¹³、今後の企業の対応や株主などのステークホルダーの動向が注目されている。

《BOX 1》役員会の人員構成要件を法律で規定する時代へ

一部の州では、人種的ダイバーシティの確保を企業の自主性に委ねるのではなく、役員会における人種的マイノリティ出身の人数を法律で規定する動きが見られる。

カリフォルニア州では 2018 年、企業の役員会に最低 1 名の女性役員を任命することを規定した Senate Bill No. 826（以下、SB 826）¹⁴が成立し、これに続き 2020 年 9 月には Assembly Bill 979（以下、AB 979）が成立している¹⁵。AB 979 は、SB 826 を強化したもので、カリフォルニア州に主要な業務拠点を構える上場会社に対し、2021 年 12 月 31 日までに役員会の規模に応じて人種的マイノリティや性的マイノリティを自認する個人¹⁶を役員に任命することを義務付けている。同法の対象となる企業は、州司法長官への報告が義務付けられており、違反した場合は、10 万ドルの課徴金が課せられる。カリフォルニア州以外では、コロラド州、イリノイ州、マサチューセッツ州、ニュージャージー州、ニューヨーク州などでカリフォルニア州と同趣旨の法律が成立、または協議中となっている¹⁷。

(2) サイバーセキュリティ

IT の利活用は企業の収益性向上に不可欠なものとなっている一方で、企業が保有する顧客の個人情報や重要な技術情報等を狙うサイバー攻撃は増加し、巧妙化している。企業戦略として、IT に対する投資やセキュリティに対する投資等をどの程度行うかなど経営者による判断の重要性がより高まっている。

企業のサイバーセキュリティ対策と情報開示で注目された事案として、2020年10月に提起された金融サービスグループである Capital One Financial Corporation に対する証券クラスアクションがある¹⁸。2019年、外部からハッキングを受け、約1億600万件の重要顧客データ（氏名、住所、銀行口座情報、社会保障番号など）が漏洩したことが判明した。Capital One Financial Corporation は、顧客の重要個人データを保護するための措置を講じておらず、公表文書の記載に実質的な誤りがあったと指摘されている。企業には自社の事業リスクを適切に評価・開示し、リスクに応じた内部統制を構築すること求められている¹⁹。

（3）気候変動

市民や NGO 団体、企業、地方政府などが原告となり、気候変動対策を実行しないことや気候変動リスクに関する情報の開示が不十分であること、一般市民の健康や生活に甚大な影響を与える気候変動に加担しているなどの理由により、企業や政府・行政機関に対して訴訟が提起されている。ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）のグランサム研究所が2020年に公表した報告書²⁰によると、1986年から報告書発行時点までで気候変動関連の訴訟の76%が米国で提起されている。そのうち約80%が、連邦政府・州政府などの行政機関に対する訴訟であるが、企業に対する訴訟も増加傾向にある²¹。企業に対する訴訟は、温室効果ガスを排出する企業に対する環境への悪影響を訴因とするものと気候変動に関わるリスクの開示が不十分であることを訴因とするものがある²²。気候変動が多くの企業の持続可能性に影響する重要問題となっており、企業および取締役に対して気候関連のリスクへの適切な対処や情報開示の要請が高まっている。

企業に対する気候変動リスクの情報開示に関する訴訟の代表的な事例として、総合エネルギー企業である ExxonMobil に対する訴訟がある。2019年10月、マサチューセッツ州司法長官が、同社の気候変動に関わるリスクを開示しなかったとして訴訟を提起した²³。また、ExxonMobil の取締役に対し、同社がビジネスに関する気候変動リスクについて株主に誤解を与えたとして、複数の株主代表訴訟が提起されている。

《BOX 2》新型コロナウイルス感染症に関わる証券クラスアクション

ダイバーシティ、サイバーセキュリティ、気候変動等の他に、2020年は新型コロナウイルス感染症に関わる19件の証券クラスアクションが報告されている²⁴。新型コロナウイルス感染症に関わる訴訟は、今後も提起されるとみられ、その動向が注目されている。

《図表 3》証券クラスアクションの事例：2020年1月～12月

提訴日	被告企業	訴訟事由
3月12日	Norwegian Cruise Lines	クルーズ船運航会社。クルーズを購入させるために、コロナに関して証明されていない誤った情報を顧客に提供し、顧客と従業員を危険に晒した。
4月29日	SCWorx Corp.	自社の株価を上げるため、大量のコロナ検査キットの発注を受けたと嘘のニュースを公表した。
8月24日	Vaxart, Inc.	ワクチン開発会社。意図的に株価を上げるため、他社と共同で開発したワクチンが政府のワクチン検証に選出されたと公表したが、後に選出されていないことが発覚した。

（出典）Stanford Law School Securities Class Action Clearinghouse のウェブサイトより当研究所作成
 < <https://securities.stanford.edu/current-topics.html#collapse1> >

3. おわりに

本稿では、ハード化が進む米国 D&O 保険市場の状況とその背景にある証券クラスアクションの増加、また企業経営に関わる新たなリスクとしてダイバーシティ、サイバーセキュリティ、気候変動等に関する訴訟の動向について紹介した。米国では、証券クラスアクションや株主代表訴訟を手掛ける弁護士が成功報酬型で株主に呼びかけて起こす訴訟が多く、企業経営に関わる新たな責任やリスクが訴訟となって顕在化している。実効性を伴わないリスク評価や情報開示は企業の信頼を損ねるだけでなく、訴訟リスクを惹起することは明らかである。企業および役員には、ダイバーシティや気候変動などの要請に的確に対応し、コミットメントなど社会からの厳しい目線に応えていく必要があるだろう。

¹ The Council of Insurance Agents & Brokers（保険代理店およびブローカー審議会）が四半期毎に公表している。

² MARSH, “Global Insurance Prices: 13 Consecutive Quarters of Increase”, Feb 2021.

³ Harvard Law School Forum on Corporate Governance, “Challenging Times: The Hardening D&O Insurance Market”, Jan 29, 2020.

⁴ 証券訴訟による企業の責任は、D&O 保険の SideC カバーの対象とされる。

⁵ 《図表 2》における M&A 訴訟の件数は、連邦証券法における M&A 訴訟のみが含まれており、州証券法における M&A 訴訟の件数は含まれていない。

⁶ CORNERSTONE RESEARCH, “Shareholder Litigation Involving Acquisition of Public Companies Review of 2018 M&A Litigation”, Sep 17, 2019

⁷ NERA ECONOMIC CONSULTING, “Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2020 Full-Year Review”, Jan 25, 2021.

⁸ 米国証券取引委員会（SEC : Securities and Exchange Commission）が規定した規則。詐欺を働くための策略等を用いること、重要な事実について不実表示すること、または誤解を避けるために必要となる重要な事実の表示をしないこと、詐欺もしくはその恐れのある行為等を禁止している。

⁹ CORNERSTONE RESEARCH, “Securities Class Action Filings 2020 Year in Review”, Feb 3, 2021.

¹⁰ Woodruff Sawyer, “INSIGHTS Corporate Diversity Disclosures and Board Accountability”, Jul 29, 2020.

¹¹ RANDRE KLEIN, derivatively on behalf of ORACLE CORPORATION and ORACLE AMERICA, INC., vs. ORACLE CORPORATION and ORACLE AMERICA, INC.,

¹² Vishal Sikka 氏は、インド出身で、AI スタートアップ企業の Vianai Systems の創業者兼 CEO である。Vianai System を創業する前は、SAP の経営幹部、Infosys の CEO を歴任し、2019 年 12 月から Oracle の取締役を務めている。

¹³ 前脚注 10

¹⁴ STATE OF CALIFORNIA, “Senate Bill No. 826”.

¹⁵ STATE OF CALIFORNIA, “Assembly Bill No.979”.

¹⁶ 人種的マイノリティを「黒人、アフリカ系アメリカ人、ヒスパニック系、ラテン系、アジア系、太平洋諸島系、ネイティブ・アメリカン、ハワイ先住民もしくはアラスカ先住民であると自ら認識しているか、または、LGBT を自ら自認している個人」と定義している。

¹⁷ Harvard Law School Forum on Corporate Governance, “States are Leading the Charge to Corporate Boards: Diversity!”, May 12, 2020.

¹⁸ MARCUS MINSKY, Individually and On Behalf of All Others Similarly Situated, Plaintiff, v. CAPITAL ONE FINANCIAL CORPORATION, RICHARD FAIRBANK, and R. SCOTT BLACKLEY,

¹⁹ Allianz Global Corporate & Specialty SE, “DIRECTORS AND OFFICERS (D&O) INSURANCE INSIGHT 2021”, Dec, 2020.

²⁰ Joana Setzer and Rebecca Byrnes, “Global trends in climate change litigation: 2020 snapshot”, Jul 3, 2020.

²¹ Benjamin Berringer, “Securities-Based Climate Litigation in the United States: What is the Status?”, May 4, 2020.

²² CLIFFORD CHANCE, “CLIMATE CHANGE LITIGATION TACKLING CLIMATE CHANGE THROUGH THE COURTS”, Oct, 2019

²³ COMMONWEALTH OF MASSACHUSETTS v. EXXON MOBIL CORPORATION

²⁴ Stanford Law School Securities Class Action Clearinghouse のウェブサイト（visited Apr 5, 2021）

< <https://securities.stanford.edu/current-topics.html#collapse1> >