

JONES DAY
COMMENTARY

米国証券法制の改正により 英文ウェブサイトを備えた日本の上場企業の スポンサーなし ADR が米国市場で増加

2008年10月以降、米国外においてのみ上場されているが、米国証券法制に基づく一定の英文での情報開示要件を充足している「外国民間発行会社（Foreign Private Issuers）」の株式に関し、「スポンサーなし」米国預託証券（American Depositary Receipt）（以下「ADR」といいます。）プログラムが新たに設定される事例が増加しています。これらの株式や関連する「スポンサーなし」ADRが米国の証券取引所に上場されるわけではありませんが、ADRはいわゆるピンクシート市場を含む米国内の店頭市場（これは、限定された、かつ比較的流動性の低い市場です。）において取引することができます。

2008年10月10日に施行された米国証券規制の改正により、これらのスポンサーなし ADR プログラムは、関係する外国民間発行会社の同意はもちろん、これに対する通知すら必要とすることなく、預託銀行により、これまで以上に容易に設定することが可能となりました。外国民間発行会社は、スポンサーなし ADR プログラムを運用する預託銀行との間で契約関係を有しな

いため、当該プログラムが自社のエクイティ証券の取引手段を提供することにより、自らの支配や影響力が及ばないところで、自社の IR 活動や株主構成が影響を受けうること懸念を抱く可能性があります。特に、当該プログラムは、発行会社の米国における株主（投資家）の数を増加させる可能性があります。かかる増加は、発行会社の株式に対する需要やその株価を上昇させる可能性があります。他方、その株主構成も変化させ、株主の議決権行使の行方に影響を与える可能性があります。さらに、かかる増加は、最終的に、外国民間発行会社に対し、米国証券法制に基づく一定の登録義務、報告義務その他の義務を課すこととなる可能性があります。

本稿は、かかるスポンサーなし ADR プログラムの増加をもたらしている米国証券規制の改正に焦点を当てるものです。本稿は、外国民間発行会社、その中でも特に日本企業が検討すべき、かかる増加に関連する法律上及びビジネス上の諸問題について論じています。

ADR プログラムに関する基礎知識

ADR には、「スポンサー付」と「スポンサーなし」とが存在します。スポンサーなし ADR プログラムは、預託銀行により、外国民間発行会社の関与なく（多くの場合は、その同意すらなく）、一方的に設定されます。スポンサー付又はスポンサーなし ADR プログラムにおいて、預託銀行は、投資家に対し、外国民間発行会社の株式に対する権利を表章する（そして預託銀行においてかかる株式と交換可能な）預託証券を発行します。かかる証券はドル建てで発行されるため、米国市場における取引を促進させることとなります。

預託銀行は、通常、ADR の所有者から一定の手数料の支払いを受けることと引き換えに、配当をドル建てで支払うなどの一定のサービスの提供を引き受けます。スポンサー付 ADR プログラムの預託銀行とは異なり、スポンサーなし ADR プログラムの預託銀行は、通常は、株主宛の情報を ADR の所有者に伝達したり、株主総会において ADR の所有者に代わり議決権を行使する義務を負いません。

より一般的には、外国民間発行会社は、スポンサーなし ADR プログラムの取引条件、サービス内容及び管理方法（これらは複数のスポンサーなし ADR プログラム間で異なる可能性があります。）に対する影響力を持ちません。また、外国民間発行会社には、スポンサーなし ADR プログラムを解除する権利がありません。

現在、米国証券取引委員会（SEC）は、同時に複数のスポンサーなし ADR プログラムが設定されることを認めています。スポンサー付 ADR プログラムは、ただ 1 つのプログラムのみ設定が認められます。スポンサー付 ADR プログラムが設定された場合、スポンサーなし ADR プログラムを設定することはできません。他方、1 つ又は複数のスポンサーなし ADR プログラムが既に存在する場合、外国民間発行会社は、預託銀行が当該スポンサーなし ADR プログラムの廃止に同意しない限り、排他的なスポンサー付 ADR プログラムを設定することはできません。かかる場合、当

該スポンサーなし ADR プログラムの預託銀行との間の交渉、及び外国民間発行会社（又は、スポンサー付 ADR プログラムの預託銀行）から当該スポンサーなし ADR プログラムの預託銀行に対する一定の手数料の支払いが必要となるのが通常です。

スポンサーなし ADR プログラムの根拠：Rule 12g3-2(b) に基づく外国民間発行会社に対する米国における登録義務の免除

「スポンサーなし」ADR プログラムは、以下の要件を満たす「外国民間発行会社」を対象とします。

- ① （当該外国民間発行会社が）米国外の証券取引所で上場しており、当該証券取引所が当該外国民間発行会社の「主要取引市場（Primary Trading Market）」に該当すること
- ② （当該外国民間発行会社が）米国内において株式の公募をしたことがなく、かつ米国内において取引のための株式の登録をしたことがないこと
- ③ （当該外国民間発行会社が）投資家に対し、1934 年米国証券取引所法に基づく Rule 12g3-2(b) に規定される一定の要件を満たす英文での情報提供を行っていること

「外国民間発行会社」の定義

多くの日本企業は、外国民間発行会社の定義に該当することとなります。「外国民間発行会社」は、原則として、米国外で設立されたあらゆる会社を意味します（ただし、当該外国会社が、その議決権株式の 50% 超が記録上米国の居住者によって保有されており、かつ、米国との重要な結び付きを示す一定の基準（経営陣又は取締役の過半数が米国市民又は居住者であること、資産の過半が米国内に所在すること、又はその事業が主として米国内で行われていること）を満たす場合を除きます。）¹。かかる広範な定義を前提とする

¹ 1934 年米国証券取引所法（以下「証券取引所法」といいます。）Rule 3b-4(c) 参照。なお、かかる判定の基準日は、当該会社の直近の第 2 四半期における最終の営業日である点に注意が必要です。

と、日本企業の大半が「外国民間発行会社」に該当するといっても過言ではありません。

1934年米国証券取引所法に基づく Rule 12g3-2(b)

上記のとおり、スポンサーなし ADR プログラムの設定において重要な意味を持つのは、Rule 12g3-2(b) に基づく、外国民間発行会社に対する米国証券取引所法における登録義務からの免除です。当該 Rule は、スポンサーなし ADR プログラムに限って関係するものではなく、相当数の米国株主を有する日本企業に一般的に関係するものです。日本の上場企業に対する米国からの投資はかなりの額に達していることからすれば、多くの日本企業は、Rule 12g3-2(b)についてある程度理解しておく必要があります。当該 Rule は、登録義務からの免除に関する規定であることから、当該 Rule を理解するため、まず以下においては、外国民間発行会社及び米国の発行会社のいずれにも適用される、米国証券取引所法における登録義務についての概要を説明します。

Section 12(g) に基づく有価証券の一般的な登録義務

証券取引所法 Section 12(g) に基づき、全ての米国内及び米国外の発行会社は、ある種類のエクイティ証券についての登録された所有者が 500名以上であり、かつ、その総資産額が 1千万ドル超である場合、原則として、証券取引所法に基づき SEC に登録する義務があります²。登録義務のある発行会社は、Section 12(g)に基づき年次及びその他の報告義務を遵守しなければなりません。また、Section 12(g) に基づく登録がなされることにより、米国 2002 年サーベンス・オクスリー法（以下「SOX 法」といいます。）の一部を含む、コーポレート・ガバナンスに関する米国証券法制上の一

² 証券取引所法 Section 12(g)(1)及び証券取引所法 Rule 12(g)-1 参照。かかる登録義務は、州際取引（これには、米国のある州及び外国との間で行われるあらゆる取引を含みます。）を営む発行会社に適用されるものであることに注意が必要です。ただし、Section 12(g) に基づく登録義務は、米国の証券取引所に上場されているエクイティ証券又は債券には適用されず、従って、Section 12g3-2(b)に基づく免除は、かかる証券取引所に上場されている有価証券には関係しないこととなります。有価証券が米国の証券取引所に上場されている場合、証券取引所法 Section 12(b) に基づく、別の登録義務が適用されます。

定の義務が生じることとなります。米国における登録に関して生じる義務については、後述します。

しかしながら、たとえある会社が上記の登録所有者数及び総資産額の基準を上回り、その他 Section 12(g) に基づく登録義務が生じる場合であっても、「外国民間発行会社」³であって、ある種類のエクイティ証券についての米国居住者⁴である所有者が 300名未満である場合は、証券取引所法 Rule 12g3-2(a)に基づき、Section 12(g) に基づく広範な登録義務から免除されることとなります。したがって、Section 12(g)に基づく登録義務を免れたいと考える外国民間発行会社は、米国居住者である所有者 300名という基準を超えないようにする必要があります。

Rule 12g3-2(b) に基づく免除- 一般的要件

上記にもかかわらず、たとえ外国民間発行会社の米国居住者である所有者が 300名以上であっても、証券取引所法 Rule 12g3-2(b) に規定される免除の要件を満たす場合、当該外国民間発行会社は、上記 Section 12(g) に基づく登録義務からの免除を受けることができます。当該 Rule は、2008 年 10 月に SEC によって改正されたものです。

改正後の Rule 12g3-2(b) に基づく免除を受けるためには、以下の条件を満たすことが必要です⁵。

● 証券取引所法に基づく報告義務を負わないこと

当該外国民間発行会社は、米国内で上場されていなくてはならず、また、証券取引所法 Section 13(a) 又は Section 15(d) に基づく報告書の提出義務又は備置義務を負うものであってはなりません⁶。これは、本質的には、当該外国民間発行会社が、①米国内において有価証券の上場や公募を行っていないこと、又は②米国内における有価証券の登録を抹消

³ 「外国民間発行会社」の定義に関する上記本文箇所及び脚注 1 参照

⁴ 米国居住者である有価証券の所有者数の計算方法に関する下記本文箇所及び脚注 15 参照

⁵ 証券取引所法 Rule 12g3-2(b)全般参照

⁶ 証券取引所法 Rule 12g3-2(b)(1)(i)参照

したこと、を意味します。この要件については、上記改正による変更点はありません。

● 米国外における主たる上場

当該外国民間発行会社は、対象となる種類のエクイティ証券につき、1つ又は複数の米国外の証券取引所における上場を維持しなければならず、かつ、これらの証券取引所は、(単独で又は複数で)当該証券の主要取引市場を構成するものでなければなりません。「主要取引市場」とは、発行会社の直近に終了した会計年度において、対象となる種類のエクイティ証券の全世界における取引量の少なくとも55%の取引が、1つ又は2つの外国(すなわち米国外)における証券市場でなされたことを意味します⁷。かかる判定は、日次の平均取引量に基づいて行われます。

● 開示義務

改正後の証券取引所法 Rule 12g3-2(b)により、外国民間発行会社は、そのインターネットのウェブサイト(又はその主要取引市場において一般に利用可能な電磁的情報伝達システム)を通じて、「本国」において開示が要求されるか、又は開示を行っている一定の情報につき、英文で開示を行わなければなりません⁸。Rule 12g3-2(b)の下で開示が要求されるのは、発行会社の有価証券に対する投資

判断にとって重要な情報に限られています⁹。当該 Rule においては、外国民間発行会社は、当該 Rule に従って提出することが必要な限り、以下に掲げる書類の英訳を電磁的方法によって開示しなければならないとされています。

- ①財務諸表を含む年次報告書
- ②財務諸表を含む中間報告書
- ③プレスリリース
- ④その他、免除の対象となる各種の有価証券の所有者に対する通信、及びこれらの者に直接交付された書類の全て¹⁰

これらの情報は、開示後、又は開示義務発生後、速やかに、かつ、継続的にウェブサイトに掲載されなければなりません¹¹。

Rule 12g3-2(b) に基づく免除に関する主要な改正点

免除の自動的な適用 これまで、外国民間発行会社は、改正前の Rule 12g3-2(b)の要件を充足していることを証明するため、SEC に対し、申請を行い、書類を提出する必要がありました。近時の改正後は、外国民間発行会社は、かかる免除を受けるために、SEC に対して何らの書類も提出する必要はなくなり、自動的に当該免除を受けられることとなりました¹²。その結果、標準的な開示実務に従ってきた外国民間発行会社は、現在では、自らが追加的な行為をすることなく、(たとえ手続き的にそれを必要としない場合、又はそれを望んでさえいない場合であっても、)改正後の Rule

⁷ 証券取引所法 Rule 12g3-2(b)(1)(ii) 及び 同 Note 1 to Paragraph (b)(1) 参照

⁸ 具体的には、当該 Rule により、以下に掲げる情報が、直近に終了した事業年度の初日から開示されていることが必要です(証券取引所法 Rule 12g3-2(b)(1)(iii)参照)。

- ①設立地、組成地又は所在地の法律に従い、発行会社が開示したか、又は開示することが求められる情報
- ②その有価証券の主要取引市場における主要な証券取引所に対し、発行会社が提出したか、又は提出することが求められる情報のうち、当該証券取引所によって公表されたもの
- ③その有価証券の所有者に対し、発行会社が配布したか、又は配布することが求められる情報

したがって、例えば、外国民間発行会社に該当する日本企業のうち、そのウェブサイトにおいて、日本法及びその主要な証券取引所の規則等に基づき開示する情報については、定期的な英文での開示を行っている会社は、その開示方針によっては Rule 12g3-2(b)に基づく免除の要件を満たす可能性があり、その結果、近時の規則改正によって、スポンサーなし ADR プログラムの候補とされる可能性があります。

⁹ これには、以下に掲げる事項に関する情報が含まれます(証券取引所法 Rule 12g3-2(b)(3)(i)参照)。

- ①経営成績又は財政状態
- ②事業上の変化
- ③資産の取得又は処分
- ④有価証券の発行、償却又は取得
- ⑤経営陣又は支配権の異動
- ⑥取締役又は役員に対するオプションの付与又はその他の報酬の支払い
- ⑦取締役、役員又は主要株主との間の取引

¹⁰ 証券取引所法 Rule 12g3-2(b)(3)(ii)参照

¹¹ 証券取引所法 Rule 12g3-2(b)(2)参照

¹² SEC の 2008 年 9 月 5 日付リリース (No. 34-58465; International Series Release No. 1309) (<http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58465.pdf>) (以下「本リリース」といいます。)の 16 頁、17 頁及び 33 頁参照

12g3-2(b) の条件を充足している可能性があります。現在では、これまで Rule 12g3-2(b)に基づく免除が適用されなかった多くの外国民間発行会社に対して、当該免除が適用される可能性があります。

預託銀行による誠実な信頼 (Good Faith Belief)

預託銀行が SEC に対する ADR の登録を行う際に提出することが求められる登録届出書 (Form F-6) についての関連する改正に伴い、預託銀行は、合理的な調査を尽くした上で、発行会社が Rule 12g3-2(b) の要件を満たすと合理的かつ誠実に信じる場合は¹³、たとえ当該発行会社が当該免除の適用を申請しない場合であっても、一方的にスポンサーなし ADR プログラムを設定できるようになりました。このことが、スポンサーなし ADR プログラムの大幅な増加につながりました。

外国民間発行会社である日本企業にとってのスポンサーなし ADR プログラムに関連する諸問題

近時の米国証券法制の改正及びそれによるスポンサーなし ADR プログラムの急増に関連して、米国外では上場しているものの、米国内では上場していない外国民間発行会社である日本企業は、以下の点について検討することを望むかもしれません。

当社株式に関する有効なスポンサーなし ADR プログラムは存在しますか。

外国民間発行会社が、既にスポンサー付 ADR プログラムを設定している場合、預託銀行は、スポンサーなし ADR プログラムを設定することはできません。他方、スポンサーなし ADR プログラムが存在する場合、外国民間発行会社は、当該スポンサーなし ADR プログラムが解除され、同プログラムにおける預託株式がスポンサー付 ADR プログラムにおける預託銀行に対して移転されない限り、スポンサー付 ADR プログラムを設定することができません。スポンサーなし ADR プログラムを解除するためには、多くの場合、外国民間発行会社は、預託銀行に対し、一定の手数料

を支払うことが必要となります。スポンサーなし ADR プログラムが存在しない場合、外国民間発行会社は、防衛策として、排他的なスポンサー付 ADR プログラムを設定することを検討するかもしれません。これにより、かかる排他的なスポンサー付 ADR プログラムの存続期間中は、スポンサーなし ADR プログラムの設定を阻止することができます。

当社は、当社株式に関する有効なスポンサーなし ADR プログラムが存在するか否かについて注意を払うべきですか。

スポンサーなし ADR プログラムは、それにより発行会社の有価証券についての米国における所有を拡大することで、①株価を下支えする、②当該発行会社の株主を多様化させる、③米国株主の割合が一定の基準（すなわち 10% 及び 40%）を超えた場合、米国における公開買付規制の適用除外が利用できなくなり、その結果、買収防衛的な効果をもたらす可能性があります。しかしながら、これらの潜在的な利点は、スポンサーなし ADR プログラムが外国民間発行会社にもたらす可能性がある以下の欠点と比較衡量する必要があります。

- 当該発行会社の SR（株主関連）活動に対するコントロールが弱まること
- その他の事情と相まって、（ADR の預託銀行がその議決権行使を棄権することにより）株主総会の定足数の維持が妨げられること¹⁴
- 上記のとおり、米国証券取引所法に基づく規制の適用をもたらす（例えば、証券取引所法 Rule 12g3-2(b)に基づく免除の要件を満たす必要性がある）こと

いずれにせよ、外国民間発行会社は、その米国株主の数、及び米国における登録義務からの免除の要件を充足していることを監視する必要があります。

¹³ 本リリースの 43 頁から 45 頁参照。

¹⁴ 通常は、スポンサーなし ADR プログラムの規模は限定的であり、スポンサーなし ADR プログラムの存在が株主総会の定足数欠如の主因になることはありません。しかしながら、限界事例においては、スポンサーなし ADR プログラムの存在が定足数不足の一因になることがあります。

米国居住者である株主が 300 名以上存在するか否かにつき、どのように判断すればよいのですか。

証券取引所法 Rule 12g3-2(a)に基づき、発行会社は、米国居住者である「登録」株主の数を判断するため、「十分な調査による (look through)」分析を行うことが求められます¹⁵。実質株主のためにブローカー、ディーラー、銀行又は名義人を通じて保有されている有価証券については、当該有価証券を保有する個々の口座の数だけ、米国で保有されているものとして計算されなければなりません。かかる計算は、外国民間発行会社が、翌事業年度において、300 名という基準を超える米国居住株主を有しているとみなされるかどうかを決定するために、各事業年度の末日を基準時として行われます。実務上、かかる計算には、相当の労力及び費用が必要となることがあり、かかる計算を専門とする外部専門家を用いることが必要となることも珍しくありません。

当社が 300 名以上の米国居住株主を有している場合、Rule 12g3-2(b)に基づき、Section 12(g)に基づく株式の登録義務からの免除を受けることはできますか。

上記のとおり、米国株主が 300 名未満である外国民間発行会社は、Rule 12g3-2(a)に基づき、登録義務からの一般的な免除が認められます。ADR プログラムは、米国株主の数を大幅に増加させる可能性があります。米国株主数が 300 名以上となった場合、別の免除（通常は Rule 12g3-2(b)に基づく免除）が適用されるかどうかを検討することが必要となります。この点、重要な投資情報につき、既に、ウェブサイトにおいて英文で即時に開示を行っている外国民間発行会社は、既に Rule 12g3-2(b)に基づく開示要件を概ね充足している可能性があります。しかしながら、念のため、（特に、重要であると判断される情報の一部について、英語による投資家への情報提供がなされていない場合は、）外国民間発行会社の実際の開示内容を検討することが賢明であるといえます。

当社の有価証券に関するスポンサーなし ADR プログラムが既に存在することを発見したが、当社株式がかかる方法によって米国において取引されることを望まない場合、当社はこういった対応を取ることができますか。

当該預託銀行との間で、スポンサーなし ADR プログラムを解除するよう交渉を行うことが 1つの選択肢ですが、上記のとおり、預託銀行は当該 ADR プログラムを解除する義務を負いませんし、当該預託銀行に対し、解除に関する手数料を支払うことが必要になる可能性はあります。米国居住者である株主数が 300 名未満である外国民間発行会社であれば、預託銀行による当該 ADR プログラムの継続を妨げるため、Rule 12g3-2(b)の要件を意図的に充足しないようにすることを検討するかもしれません。例えば、外国民間発行会社は、その財務諸表の英訳を作成しないことを選択するかもしれません。しかしながら、多くの外国民間発行会社は、既存の外国株主に対する財務諸表の英訳の提供をやめることには消極的であろうと思われます。米国の専門的な弁護士であれば、一定の分析の後、スポンサーなし ADR プログラムを解除させるための、より望ましい別の選択肢を提示することができるかもしれません。

当社株式につき、Section 12(g)に基づく登録を行うことを決定した場合、当社が主に注意すべき点は何ですか。

株価の上昇、資金調達範囲の拡大、米国公開会社の株式取得の可能性等の利点をもたらすため、非常に多くの外国民間発行会社が、米国における上場及び登録を行うことは有益であると考えてきました。しかしながら、かかる利点と同時に、当該外国民間発行会社は、（Rule 12g3-2(b)に基づく免除の要件を満たさない限り、）300 名以上の米国居住者である株主を有する外国民間発行会社が遵守しなければならない以下の義務を負うこととなります。すなわち、Section 12(g)に基づく登録義務を負う外国民間発行会社は、証券取引所法 Section 12 に基づく定期的な報告義務、米国海外腐敗行為防止法（Foreign Corrupt Practices Act）、及びその他の米国証券法制上の規制を遵守する必要があります。

¹⁵ 米国居住者である株主の数の算定方法に関する証券取引所法 Rule 12g3-2(a)(1)及び(2)参照

ます。例えば、米国 SOX 法のうち、主として、独立監査委員会に関する規定（当該会社が米国の証券取引所に上場していることを前提とします。）、並びに内部統制に関する経営陣及び監査人による監査証明に関する規定が適用されます。また、登録発行会社の株主は、証券取引所法 Section 13 に基づき、株式所有に関する報告義務を負います。さらに、外国民間発行会社の株式につき証券取引所法 Section 12(g) に基づく登録がなされているか否かにかかわらず、米国の域外管轄権及び証券取引所法に基づく詐欺防止規定（Rule 10b-5 等）は適用される可能性があります。しかし、そのリスクは、登録されていない外国民間発行会社より、登録されている外国民間発行会社の方が大きいと言えます。

担当弁護士等

本テーマに関するより詳細な情報は、貴社を担当している弁護士又は下記の弁護士等にご連絡ください。

スティーブン・J・デコセ（Stephen J. DeCosse）
東京
+81-3-6800-1819
sdecosse@jonesday.com

アンソニー・J・ルナ（Anthony. J. Luna）
東京
+81-3-6800-1807
aluna@jonesday.com

Richard M. Kosnik
New York
+1-212-326-3437
rkosnik@jonesday.com

Ted Kamman
New York
+1-212-326-3906
tkamman@jonesday.com

ジョーンズ・デイの出版物は、特定の事実関係又は状況に関して法的助言を提供するものではありません。本稿における議論は、一般的かつ導入的なものであり、これらの諸問題の包括的な分析や法的アドバイスではなく、かつ、そのようなものを意図するものではありません。関係する法規制はその本質上、技術的なものであり、外国民間発行会社である特定の日本企業の実際的事実関係に基づく適切な法的アドバイスが必要となります。本書に記載された内容は、一般的な情報の提供のみを目的とするものであり、当事務所の事前の書面による承諾を得た場合を除き、（なお、かかる承諾を付与し又は撤回するか否かは当事務所の任意裁量に属します。）、他の出版物又は法的手続において引用し、又は参照することはできません。当事務所の出版物について転載の許可を希望される場合は、当事務所のウェブサイト（www.jonesday.com）にある“Contact Us”の箇所にある所定のフォームをご利用下さい。本書の郵送その他の送信は、弁護士と依頼者との関係を構築することを意図するものではなく、また本書の受信により、そのような弁護士と依頼者との関係が形成されるものではありません。本書に記載された意見は、執筆者の個人的な見解を示すものであり、当事務所の見解を反映したものではありません。