

# The asialaw

# ジャパンレビュー

asialaw

特別増刊

第4号

## 日本企業の事業統合に伴うSECへの登録手続について

日本企業の外国人持株比率が上昇している昨今の状況の下で、事業統合を実施しようとする日本企業が留意すべき、米国証券取引所委員会による規制とは何か。以下検討する。



広瀬 卓生

### はじめに

改めて述べるまでもなく、近年のわが国におけるM&A取引はまさにブームとも呼べる盛り上がりを見せている。メディアにおいては劇場型の敵対的買収とかくスポットライトが当てられがちではあるが、市場で行われている

M&A取引の大半を占めているのはあくまで友好的な買収・統合案件であり、とくに、大がかりな企業再編に伴い、過去には想像できなかった規模の大型企業統合案件が続出している。こういった状況が作出された最大の要因は、もちろん企業自身にそのニーズがあること、すなわち、各企業が国際市場での生き残りをかけて「選択と集中」を進める中で、そのような事業再編が不可欠とされたからに他ならないが、これを制度的に支え促進させてきたのは、平成11年の商法改正による株式交換・株式移転の導入を皮切りに行われてきた、かかる企業再編を容易にするような一連の法改正であるということと言えるであろう。

一方で、近年メディアにおいて指摘されているトレンドとして、国内上場企業の外国人持株比率の上昇傾向がある。日本企業の外国人持株比率は90年代から継続的に右肩上がりで上昇してきているが、ここ数年でその傾向はより強まっている。従来、外国人投資家に人気の高かったハイテク関連等の銘柄に限られず、投資対象も多様化してきている。上場有力企業の中で、外国人持株比率が3割を超える企業も、もはや珍しい存在ではなくなりつつある。

しかしながら、このような外国人持株比率上昇のトレンドは、事業統合を実施しようとする国内企業にとって、米国証券規制に関わるひとつの看過しがたい法的問題を生起することとなる。すなわち、米国証券規制上、一定の統合案件においては、当事会社である日本企業の株式を米国の証券および取引所委員会(Securities and Exchange Commission (SEC))に対して登録することが要求される場合があるということであり、本稿では、かかる手続が要求されることとなる根拠および要件と、必要な手続等について概観することとしたい。

### SECへの登録

日本の証券取引法は、もともと米国の1933年証券法(主に米国の証券発行市場を規制)および1934年証券取引所法(主に米国の証券流通市場を規制)を参考として制定されたとい

## asialaw ジャパン・レビュー 目次

日本企業の事業統合に伴うSECへの登録手続について

1

TK+YK スキームとノンリコースローン

6

欧州連合(EU)企業買収指令について

10

## 日本の戦略家

M&A取引のスケジュール 16

Legislative Update Partnership Taxation 17

法  
Asia Law  
& Practice

う経緯を有するため、両国の証券規制は多面において類似している。一般に、非米国企業が米国において証券の公募を行おうとする場合には、1933年法に基づき、SECに対してForm F-1ないしForm F-3と呼ばれる登録届出書(Registration Statement)(証券取引法上の有価証券届出書に概ね相当する)を提出し、当該証券の登録を行った上で募集を行う必要がある。

吸収合併や株式交換・株式移転の方法により事業統合が行われる場合、対象会社(吸収合併であれば消滅会社、株式交換または株式移転であれば完全子会社)の株主は、自らが統合前に保有している消滅会社または完全子会社の株式と引き替えに、対価として存続会社または完全親会社の株式の交付を受けることとなる。交付される株式の数は、当事会社間で合意された統合比率に応じて決定される。

上記のように統合対価として行われる株式交付については、証券取引法上、一定の場合に臨時報告書または有価証券通知書による開示が要求されるものの、このような株式交付が有価証券届出書の提出が要求される「募集」に該当するという考え方はとられていない。かかる株式交付は、合併や株式交換・株式移転に伴い商法上強制的に生じるものであり、株主による投資判断を要求するような「募集」にはあたらない、と

の考え方が証券取引法上とられているからである。したがって、上記のような事業統合に伴って株式交付が行われたとしても、株主による投資判断を伴う「募集」において要求されるような開示義務が課されることはない。

しかしながら、1933年法は、この点につき異なったアプローチをとっていることに注意する必要がある。すなわち、1933年法は、証券取引法と異なり、事業統合に際して対価として交付される株式についても、株主は、当該統合について株主として賛同するか否か、または法律上反対株主に付与される株式買取請求権を行使して新会社の株式に換えて現金を得るか否か、という2つの意味において、一定の投資判断を要求されているものと捉えるのである。そのため、1933年法は、かかる株式交付も証券の「募集」に該当するとみなして、登録届出書の提出を要求する(1933年法の規則145)。

ここで重要なのは、かかる規制が適用されるのが、米国企業同士が米国内で統合を行う場合に限られず、たとえ非米国企業同士が米国国外で統合を行う場合であっても、当該非米国企業が米国に居住する株主を有する場合には、上記の規制が適用されうることである。その場合には、当該非米国企業は、一定の登録免除(下記で述べる規則802に

## ANDERSON MŌRI & TOMOTSUNE

### アンダーソン・毛利・友常 法律事務所

アンダーソン・毛利法律事務所と友常木村法律事務所は、2005年1月1日に合併し、アンダーソン・毛利・友常法律事務所となりました。合併により、より多くの業務分野において一層高度なリーガル・サービスを提供することが可能となり、M&Aやファイナンス取引、グローバル・オファリング、その他の国際的な投資案件などの超大型・複雑な取引に対応する体制を整えています。

現在、アンダーソン・毛利・友常法律事務所には約200名の弁護士が所属しております。当事務所の全ての弁護士は英語に堪能であり、また、パートナーおよびシニア・アソシエイトのほぼ全員が、米国、英国、オーストラリアまたは中国において、学位を取得し、研修を行っております。また、当事務所には、コモン・ロー法域における法曹資格を有する外国弁護士が10名以上、外国法事務弁護士(原資格法:米国ニューヨーク州)が1名、それぞれ所属しております。また、弁理士、中国律師も所属しております。当事務所は北京にも事務所を有しており、対中投資案件、紛争案件等を中心に、内外の依頼者に助言を行っております。

#### 主な業務分野

- |                   |                |        |          |
|-------------------|----------------|--------|----------|
| ・ M&A             | ・ キャピタル・マーケット  | ・ 金融法務 | ・ 商事取引法務 |
| ・ ストラクチャード・ファイナンス | ・ 訴訟・仲裁        | ・ 租税法  | ・ 知的財産権  |
| ・ 倒産法             | ・ 独占禁止法および競争法規 | ・ 労働法  | ・ 中国法    |

〒106-6036 港区六本木一丁目6番1号泉ガーデンタワー

Tel: (813) 6888 1000 Email: info@amt-law.com Website: www.andersonmoritomotsune.com

よる免除等)要件に該当しない限り、いわゆる「Form F-4」と呼ばれる登録届出書の提出を要求されることとなる。

### 提出義務の有無および提出義務者

Form F-4の提出義務を負う者は、原則として、問題となる証券の募集を行う者である。たとえば、吸収合併のケースでは、存続会社の株式が消滅会社の株主に対して合意された合併比率に応じて割り当てられることとなるが、この場合、Form F-4の提出義務を負うのは、消滅会社の株主に対して存続会社の株式を「募集」する者、すなわち存続会社となる。同様に、株式交換のケースであれば、完全親会社となる会社が提出義務を負うこととなる。共同株式移転のケースでは、完全保有持株会社が提出時点でまだ設立されていないことから、共同株式移転の当事会社が共同で提出義務を負うこととなる。

ある事業統合においてForm F-4の提出義務が生じるかどうかは、基本的に「米国株主(US holder)」に対する株式交付が行われるか否かによって決められるが、この点については、問題となる証券の募集対象者、すなわち、吸収合併のケースでは、存続会社からの募集を受ける消滅会社の株主について判断することとなる。同様に、株式交換または株式移転であれば、完全子会社となる会社の株主について判断される。なお、この「米国株主」とは、1933年法の規則上、「米国に居住する一切の株主(any security holder resident in the United States)」と定義される(1933年法の規則800)。

もっとも、対象会社の株主に米国株主が含まれていればいかなる場合にも提出義務が生じるということにはならない。端的に言えば、対象会社の総株主に占める米国株主の保有割合が10%を超えている場合のみ、Form F-4の提出が要求されることとなる(なお、保有割合の計算に際しては、以下に述べる特別なルールに従う必要がある)。1933年法の規則の構造上は、対象会社の株主に米国株主が1人でも含まれていれば原則としてForm F-4の提出義務があることにはなるものの、1933年法は所定の除外規定を設けており、以下の3つの要件のすべてを充足すればForm F-4の提出義務が免除される(1933年法の規則802)。

- 1 米国株主の保有割合が限定的であること(対象会社の米国株主が、事業統合において対象となっている有価証券を保有する割合が10%以下であること)。
- 2 平等的取扱いがなされること(米国株主が、対象会社の他の株主と少なくとも平等な条件で事業統合に参加できること)。
- 3 一定の情報開示がなされること(株主に対する一定の情報開示(Form CBの提出)その他の要件を当事会社が満たすこと)。

上記のうち、1がいわゆる「10%テスト」と呼ばれるものであり、Form F-4の提出義務の有無を判断するにあたり、実務上最も問題となる要件である。米国株主の保有割合の算定方法については、1933年法の規則において詳細な定めが設けられているが、以下はその概略である。

1933年法の規則上、10%テストを行うタイミング(算定日)については、事業統合に関する勧誘が開始される日の30日前の時点とされている。この「勧誘が開始される日」とは、一般に、事業統合承認のための株主総会に係る招集通知が発送される日であると解されている。もっとも、現実には、Form F-4の作成に要する準備期間を考慮すると、当事会社は算定日のかなり前の段階で暫定的に10%テストを行い、Form F-4の提出義務の要否を予備的に判断せざるを得ない。この計算の結果、Form F-4の提出が必要となる見込みが高いと判断された場合には、当事会社は、とりあえず提出を念頭に準備作業を開始した上で、後日改めて正式な10%テストを実施し、最終的に提出の要否を決することとなる。

米国株主数を調査する際に留意すべき重要な点としては、(1)自己株式、および大株主(保有割合10%超)または1933年法が定める当事会社の関係者が保有する株式については、10%テストの計算上除外しなければならないこと、(2)当事会社は、株主名簿上の情報に依拠するだけでは足りず、実質的保有者に関する一定の調査を要求されること、が挙げられる。

大株主による保有割合が比較的高い会社は、とくに上記の(1)について注意する必要がある。総株主に占める米国株主の保有割合が10%をかなり下回る場合であっても、大株主が計算から除外されることにより、容易に10%を超えてしまうことがあり得るからである。この場合、当事会社としては、事業統合に先立ち大株主に保有株式の処分を行わせることによって10%の基準を回避することも可能であると解されるが、たとえば、算定日後に当該大株主が株式を買戻せる旨の特約を付ける等、潜脱的と評価されうる株式譲渡を行った場合には、Form F-4提出義務の技術的回避(technical avoidance)として、当該譲渡が10%テストとの関係で無効とみなされる可能性があることに注意する必要がある。

日本の上場企業については、通常、半期毎に株主名簿および(株券保管振替制度が適用される株式については)実質株主名簿が作成されることとなるが、10%テストを行うにあたっては、原則的には、これらの名簿上に記載された株主の住所に依拠することが認められている。したがって、上記の算定日現在で最新の株主名簿および実質株主名簿を、10%テストにおける米国株主の把握のための基礎的な資料として用いることとなる。

しかしながら、株主名簿上の記載に依拠するという上記の原則については、いくつかの重要な例外が存在する。とくに、日本および米国の金融機関等の名義人(ノミニー)が名簿上の保有者として記載されている株式については、当事会社は、当該名義人に対し、米国に居住する顧客のために株式を保有していないかどうかについて照会を行う方法により、実質保有者についての合理的な調査を行わなければならないとされている。照会の結果、米国に居住する顧客のために株式を保有していることが判明した場合には、当該株式数は、10%テストの計算上、米国株主保有分として計算されなければならない。また、その他の例外として、公に提出された報告書その他の方法により当事会社が知ることとなった株主の実質保有動向についても、10%テストの計算上考慮することが要求されているため、証券取引法上の大量保有報告書により判明する情報や、株主調査会社等から受領した報告書から判明する情報についても、計算結果に反映しなければならない。

### Form F-4の作成

Form F-4の提出義務があると判断されるときは、当事会社は、統合議案承認のための株主総会に係る招集通知の発送日までに登録の効力が生じるようなスケジュールを策定して、Form F-4を作成しなければならない。

Form F-4の提出会社が1933年法の規則に基づきForm F-4中で開示を要求される事項は多岐にわたるが、その中核を占めるのは、事業統合の当事会社に係る企業情報と、事業統合そのものに関する背景的情報である。その中で、日本企業にとってとくに問題となる点を2つ挙げれば、(a)当事会社の財務諸表の開示と、(b)事業統合に関する詳細な開示、であろう。

当事会社の財務諸表が問題となるのは、いくつかの理由による。まず、SECは、当事会社が日本国内での開示用に作成したいわゆる日本GAAPに基づく財務諸表を、そのままForm F-4において開示することを認めていない。提出会社は、(i)米国GAAPに基づき作成された監査済み財務諸表を提出するか、あるいは(ii)日本GAAPの財務諸表に米国GAAPとの調整(reconciliation)を加えた財務諸表を提出するか、いずれかの対応を採ることが要求される。この米国GAAPへの対応問題は、Form F-4に固有の問題ではなく、米国においてSECへの登録義務を伴う公募を行っている日本企業に一般的にあてはまる問題であるが、このような場合、作業上の効率性およびマーケティング上の考慮から、一般に(i)が選択されるケースが多数を占めるように見受けられる。

さらに、財務諸表については、当事会社それぞれの財務諸表のみならず、いわゆるプロフォルマ、すなわち存続会社または事業統合による新設会社に関する見積財務諸表を開示することがSEC規則上要求される場合がある。例えば、近時の大型事業統合案件においてしばしば用い

られる共同株式移転の方法による持株会社設立のケースにおいては、株式移転により完全子会社となる各社の米国GAAPベースの財務諸表に加えて、株式移転により新設される持株会社の見積財務諸表の開示があわせて要求されることとなる。

これらの財務諸表の作成にあたっては監査法人を関与させることが不可避であるが、作業の完了までには相当の期間が必要とされることから、往々にして提出手続全体が大幅に遅延する要因となり得る。財務諸表の作成については、Form F-4の提出スケジュールを策定する上で、慎重に考慮する必要があるといえる。

また、SEC規則は、当事会社の交渉の経緯、事業統合に至った理由、統合比率の算定方法等について、詳細な開示を要求する。かかる項目について要求される開示の水準は、一般に、日本国内の開示ルール上要求されるところを超えるものとなることが多い。国内外における開示内容の格差にも配慮しつつ、米国での開示要件を充たす適正な開示を行うため、Form F-4における開示内容については、法律専門家を交えた当事会社による慎重な検討が必要となる。

### 提出手続

Form F-4のSECへの提出は、通常、2段階の提出手続を経て行われる。すなわち、まず、非公開ベースでの事前提出(いわゆるコンフィデンシャル・ファイリング)を行い、その後、SECによる登録届出書のレビューとコメントに服した上で、公開ベースの正式な提出(いわゆるパブリック・ファイリング)を行うこととなる。パブリック・ファイリングの効力が生じることにより、その時点から米国株主に対して株主総会の招集通知とともにForm F-4を交付することが可能となるわけであるが、登録の効力が生じるためには、SECから受けたすべてのコメントへの対応が完了していることが条件となる。

スケジュール策定上注意すべきは、コンフィデンシャル・ファイリング後に行われるSECによるレビューの所要期間であり、これには、ケース・バイ・ケースではあるが、通常、2ないし3ヶ月程度を要するとされている(主に、案件の複雑性、提出されたドラフトの完成度、SECによるコメントの量等の要素により所要期間が左右される)。コンフィデンシャル・ファイリングの段階で提出するForm F-4は草案ベースで足りるとはされているものの、実際には、その段階で記載できない箇所(たとえば、最終契約に関する情報等)以外についてはほぼ完成した状態となっている必要がある。また、一般に、SECは、ドラフトに含める米国GAAP対応の財務諸表につき、コンフィデンシャル・ファイリングの段階において既に完成され監査済みの状態となっていることを要求する。

### 提出義務違反

Form F-4を提出すべき事業統合であったにもかかわらず、提出義務を負う会社がその義務を怠った場合、1933年法との関係では、かかる事業統合は、無届(無登録)の違法な募集を構成することになってしまう。そのような場合には、提出義務違反の会社およびその役員等は、同法が定める一般的な制裁に服するほか、米国株主との関係で当該事業統合を取り消すこと(すなわち、米国株主からすべての株式を買い取ることを求められる可能性がある。また、Form F-4の中に虚偽または不実記載が含まれていた場合には、1933年法および1934年法に基づく一般的な民事および刑事上の責任を負う可能性がある。

### Form F-4提出後の継続開示

Form F-4を提出した会社は、1934年法が定める諸々の継続開示義務に服することとなる。継続開示義務を負う会社は、同法に従い、各事業年度の終了後120日以内に年次報告書(Form 20-F)を提出し、また、報告事由が生じた都度、臨時報告書(Form 6-K)を提出しなければならない。

### 結び

Form F-4の提出手続について上記のとおり概観したが、日本企業として注意しなければならないのは、日本国内で行われる日本企業同士の事業統合であるにもかかわらず、SECへの登録義務が生じてしまうとい

う点にある。Form F-4の提出義務についての認知度は、今のところ必ずしも日本企業の間において高いとは言い難い状況にあるように思われるが、とくに外国人持株比率の高い企業においては、かかる手続を看過して事業統合を実行した場合、米国証券規制との関係で潜在的な法的リスクを抱えてしまうこととなる。そのようなリスクを回避するため、事前に法律および会計の専門家を交えた入念な検討が行われることが望ましい。

本稿の執筆にあたっては、シャーマン アンド スターリング外国法務弁護士事務所(<http://www.shearman.com/tokyo/>)のカウンセラーであるケネス・J・レブラン弁護士より多くの有益な助言を得た。ここに謹んで謝意を表したい。

### 筆者について

広瀬卓生

アンダーソン・毛利・友常法律事務所パートナー弁護士(日本国およびニューヨーク州)。東京大学法学部法学士、ノースウェスタン大ロースクール法学修士(LL.M.)を取得。シャーマン アンド スターリング法律事務所のニューヨーク事務所および東京事務所における執務経験あり。証券取引法および会社法を専門とし、キャピタルマーケットおよびM&A案件を中心に扱う。

- Reach Asia's leading trademark owners
- Target the world's largest IP owners
- Stand out as a leading IP practitioner

## Participate in IPPROFILES 2006

Published in April 2006, the next edition of IPProfiles is your premier opportunity to reach new clients. Your firm should be included.

Yes, please send me more information about including my firm in the 2006 edition of IPProfiles.

Company name: .....

Contact person: ..... Nature of business: .....

Telephone: ..... Fax: .....

E-mail: ..... Website: .....

Address: .....

**Fax to +852 25218900 or email: [profiles@alphk.com](mailto:profiles@alphk.com)**



法  
Asia Law  
& Practice

[www.asialawandpractice.com](http://www.asialawandpractice.com)