

WIAS Discussion Paper No.2015-005

米国の証券登録義務
The Registration of Securities in the United States

March, 29, 2016

湯原心一（早稲田大学高等研究所）

Shinichi YUHARA
*Waseda Institute for Advanced Study,
Waseda University, Tokyo, Japan*



1-6-1 Nishiwaseda, Shinjuku-ku, Tokyo 169-8050, Japan

Tel: 03-5286-2460 ; Fax: 03-5286-2470

米国の証券登録義務
The Registration of Securities in the United States

2015年9月1日

早稲田大学高等研究所
湯原心一

概要

本稿は、米国の1933年証券法 (Securities Act of 1933) 及び1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) における登録義務の海外民間発行者への適用についてその概要をまとめるものである。特に、本稿では、日本の会社が米国の登録義務に服する場合がどのような場合か、特に、日本の会社が望まないにも拘わらず、米国の登録義務に服さなければならない場合がどのような場合かを検討する。その後、望まないにも拘わらず、米国の登録義務に服した場合に、証券の登録を廃止することができる場合が、どのような場合かについて概観する。

JEL Classification: K22; G15; G30; G34

Keywords: securities regulation, mandatory disclosure, registration, termination of registration, foreign private issuer, exempt offering

Corresponding author: Shinichi Yuhara (shinichiyuhara@suou.waseda.jp)

1 序論

米国の証券法制の中で、おそらく、開示規制と責任制度が最も重要であろう。ここで開示規制の中心となるのは、証券の登録手続きの一部である登録届出書の提出及び投資家への縦覧であろう¹。そして、登録届出書の提出を要するか否かは、後述するように、実務でも重視されている。本稿では、日本の会社が米国の登録義務に服する場合はどのような場合か、特に、日本の会社が望まないにも拘わらず、米国の登録義務に服しなければならない場合はどのような場合かを検討する。その後、望まないにも拘わらず、米国の登録義務に服した場合に、証券の登録を廃止することができる場合が、どのような場合かについて概観する。

本稿では、海外民間発行者²に該当するわが国の会社が、1933年証券法（以下「証券法」という）³及び1934年証券取引所法⁴（以下「取引所法」という）における証券の登録に服するかを検討する。

本稿の議論は、次の通り進める。

- 登録義務の概観
- 会社買収取引における証券の募集
- 登録廃止

2 登録義務の概観

2.1 序論

海外民間発行者の登録義務について、取引所法12条(b)項⁵、同条(g)項⁶及び証券法5条⁷を概観する。これらは、それぞれ、証券の証券取引所への上場、外形基準及び証券の募集に対応する。これらの要件を満たす者は、継続開示義務であるところの報告義務 (reporting obligation) を負うことになる⁸。これらについて概観する前に、なぜ実務において登録義務が問題視されるのかについて簡単に言及する。

¹ 15 U.S.C. § 77f(d) (2014).

² 「海外民間発行者」(foreign private issuer)とは、外国政府以外の海外発行者で、その直前に終了した第2会計四半期の最終営業日において、①その発行済議決権付証券の50%超を直接的又は間接的に米国居住者により名簿上保有されている発行者、かつ②その役員又は取締役の過半数が米国民又は米国居住者である、その発行者の資産の50%超が米国内に存在する、又は発行者の事業が主として米国内で管理されているという条件のいずれかに該当する発行者を除いた発行者を意味する。17 C.F.R. § 240.3b-4(c) (2014). 2011年の時点で、海外民間発行者の数は合計で970社となっており、日本企業はその内27社を占めている。設立準拠法で多いのは、多い順に、①カナダ(347社)、②ケイマン(125社)、③イスラエル(74社)、④英国領バージン諸島(49社)、⑤英国(38社)となっている。上場は、全体としてみるとニューヨーク証券取引所が386社、NASDAQ Global Marketsが217社だが、日本企業に限ると、それぞれ18社及び3社である。Sec. & Exch. Comm'n, International Registered and Reporting Companies (Apr. 4, 2011), <http://sec.gov/divisions/corpin/internatl/companies.shtml> (last visited May 9, 2011).

³ Securities Act of 1933, 48 Stat. 74, Pub. L. No. 73-22 (1933) (codified at 15 U.S.C. § 77a *et seq.*).

⁴ Securities Exchange Act of 1934, 48 Stat. 881, Pub. L. No. 73-291 (1934) (codified at 15 U.S.C. § 78a *et seq.*).

⁵ 15 U.S.C. § 78l(b) (2014).

⁶ 15 U.S.C. § 78l(g) (2014).

⁷ 15 U.S.C. § 77e (2014).

⁸ JAMES D. COX ET AL., SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS 10 (7th ed. 2013).

証券登録の費用 上場に係る費用は、高額になりがちである。米国企業が株式を公開する場合、株式公開の費用は、平均して約 250 万ドル、公開企業として掛かる費用は年に約 150 万ドルであることが指摘されている⁹。

しかし、日本企業の場合、これよりも大きな費用が必要となるように思われる。実際、海外民間発行者にとって、登録義務の問題点は、その費用にあると言えよう¹⁰。例えば、組織再編に関連して、様式 F-4 を提出して株式を米国証券取引委員会（以下「証券取引委員会」という）に登録した住友信託銀行株式会社は、その後に金融庁に提出した有価証券報告書において以下の通り記載している¹¹。

当社は、米国証券法に基づく登録届出書「Form F-4」への記載を目的として国際財務報告基準に基づく連結財務諸表を作成するにあたり、監査公認会計士等に対して、当該連結財務諸表に係る監査を委託しております。当連結会計年度における「監査証明業務に基づく報酬」の金額には、当該監査に対して当社が支払った報酬の合計額 865 百万円が含まれております。

証券の登録に際して、一般的に、財務諸表を米国会計基準又は国際財務報告基準（IFRS: International Financial Reporting Standards）で作成することが求められ、この費用（同社の場合には国際財務報告基準）に 8 億円超を要したということである。これには弁護士費用や経理部の人員に掛かる費用等の会社内部の費用を含んでいないため、発行者が負担する費用の総額はこれよりも大きくなる¹²。また、登録後は、少なくとも一定期間継続開示義務等を課されるため、追加の費用を負担する必要もある。

初めから米国会計基準又は国際財務報告基準を採用している会社は、登録に掛かる費用が相対的に小さくなるし、会社の規模によって大きくも小さくもなりうるが、登録義務を課せられるか否かは、費用の観点から重要な問題であると言えよう。

2.2 沿革

1933 年証券法及び 1934 年取引所法 1933 年に証券法が公募に関する証券の登録義務を定めた¹³。1934 年に取引所法が制定された際に、登録義務は、取引所に上場される証券に係るもの

⁹ IPO TASK FORCE, REBUILDING THE IPO ON-RAMP 9 (2011), https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/rebuilding_the_ipo_on-ramp.pdf (last visited Sept. 20, 2015).

¹⁰ 米国企業と日本企業で必要な費用の違いとして、①日本企業の場合、新たに米国会計基準又は国際財務報告基準に乗り換えるか、財務諸表を追加で作成する手間が必要である、②米国への上場を考える企業は概して大企業であり、連結財務諸表の作成に費用がかかり、また、連結財務諸表に対する監査費用が高くなりがちである、③米国会計基準、国際財務報告基準、英語、法令準拠等を扱うことができる人材に限られており、外部のコンサルタントを雇う場合に、当該コンサルティングの費用が高額になるといった理由が挙げられる。

¹¹ 住友信託銀行株式会社「有価証券報告書」82 頁（平成 24 年 6 月 29 日）。

¹² 例えば、株式会社みずほフィナンシャルグループは「上場に伴う手続き費用だけで百億円を投じた」と報道されている。佐藤大和「みずほ FG, NY 上場へ——試される国際戦略、攻めのスピード焦点に（アングル）」日経金融新聞 1 頁（2006 年 11 月 2 日）。株式会社みずほフィナンシャルグループの費用が高額になる理由として、日本基準と米国での登録用に 2 つの会計基準に準拠する必要があることが挙げられる。See Takashi Tsukamoto, Comment Letter to the Sec. & Exch. Comm'n on behalf of Mizuho Fin. Group, Inc. (May 9, 2008), <http://www.sec.gov/comments/s7-05-08/s70508-29.pdf> (last visited Sept. 27, 2015); Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc., Comment Letter to the Sec. & Exch. Comm'n (May 7, 2008), <https://www.sec.gov/comments/s7-05-08/s70508-18.pdf> (last visited Sept. 27, 2015).

¹³ 15 U.S.C. § 77e(a) (1933).

だけであった¹⁴。この時点では、取引所法には、現在の同法 15 条 (d) 項は存在しなかった¹⁵。

1936 年取引所法改正 1936 年の取引所法改正で、現在の 15 条 (d) 項に見られるような、継続開示義務が導入された¹⁶。

1964 年証券法及び取引所法改正 その後、1964 年に店頭市場で取引される会社に登録義務を課す方法として、外形基準が導入され、一定の資産規模及び 500 人の株主を有する発行者が、登録義務及び継続開示義務に服することとなった¹⁷。この法律は、国法証券取引所で取引される会社とそうではない会社（登録義務や報告義務を課されていない、例えば、当時の店頭市場で取引される会社）との差異に関する懸念について、1963 年に議会で提出された報告書に基づいてなされた改正とされる¹⁸。

この 1963 年の報告書の中では、店頭市場で取引される株式の登録義務を要求する基準として、資産、発行済み株式総数、名義株主数、記録されている証券の譲渡の数等が検討されたようである¹⁹。この報告書の中では、名義株主数に加えて、資産額を基準として加える理由として、法令準拠の費用と、公の利益との衡量が挙げられている²⁰。

2.3 上場

取引所法 12 条 (a) 項 証券の流通を促進する方法として、取引所での取引を可能とするために、証券を上場することが挙げられる²¹。取引所法は、ブローカー＝ディーラーによる未登録の証券の国法証券取引所 (national securities exchange)²²での売買を禁じている²³。この規定があ

¹⁴ 15 U.S.C. § 781(a), (b) (1934). 当時から、店頭市場が存在したが、登録義務は、取引所へ上場される証券のみが登録義務の対象であった。A.C. Pritchard, *Revisiting "Truth in Securities" Revisited: Abolishing IPOs and Harnessing Private Markets in the Public Good*, 36 SEATTLE U. L. REV. 999, 1004 (2013).

¹⁵ 1934 年成立当時の取引所法 15 条は、ブローカー＝ディーラーが、国法証券取引所以外に、証券の売買に係る市場を形成 (make) し、利用してはならないこと、を定めていた。15 U.S.C. § 78o (1934).

¹⁶ Securities Exchange Act Amendment of 1936, § 3, Pub. L. 74-621, 74 Cong. Ch. 462, 49 Stat. 1375 (1936) (codified as 15 U.S.C. § 78o(d)). 久保田安彦「発行開示と継続開示の接続とその合理性——金融商品取引法二四条一項三号に関する一考察——」阪法 62 巻 3-4 号 237 頁 (2012), 金融商品取引法研究会『継続開示義務者の範囲——アメリカ法を中心に——』6 頁 (日本証券経済研究所, 2015) [飯田秀総報告]。

¹⁷ Securities Acts Amendments of 1964, § 3(c) (1964) (codified as 15 U.S.C. § 781(g)). 金融商品取引法研究会・前掲注 (16) 6 頁 [飯田報告], 久保田・前掲注 (16) 238 頁。

¹⁸ Sec. & Exch. Comm'n, Report on Authority to Enforce Exchange Act Rule 12g5-1 and Subsection (b)(3) *5 (October 15, 2012) (citing Report of Special Study of Securities Markets of the Securities and Exchange Commission, H.R. Doc. No. 88-95, pt. 1 at 3 (1963)).

¹⁹ *Id.* at 6 n.18.

²⁰ *Id.* at 6.

²¹ FRANK J. FABOZZI, FRANCO MODIGLIANI & FRANK J. JONES, FOUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS 283 (4th ed. 2010). 上場の会社側の利点として、(1) 流通市場が形成されることにより資金調達が可能になること、(2) 上場されることによる会社のイメージ改善、例えば、(2a) 信用度が増し、(2b) 優秀な人材を集めることができることが指摘され、投資家の利点として、適正な価格で円滑に売買ができることが挙げられている。河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』425 頁 (有斐閣, 2005)。

²² 取引所法は、取引所法第 6 条に基づく登録を証券取引委員会に行っている証券取引所である国法証券取引所 (National Securities Exchanges) を定義している。15 U.S.C. § 77f(a) (2014). 2015 年 9 月現在登録されているのは、18 の証券取引所である。Sec. & Exch. Comm'n, *Exchanges* (May 5, 2010), <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrexcanges.shtml> (last visited Sept. 21, 2015).

²³ 15 U.S.C. § 781(a) (2014). 取引所法 12 条 (a) 項は、次の通り定めている。「第 12 条 (証券の登録要件) (a) 証券 (適用除外証券を除く) の国法証券取引所における登録が本法並びに本法及び規制に基づく規則によって効力を発生してい

るために、米国の証券取引所への普通株式の上場を目指す日本の発行者は、証券取引委員会への普通株式の登録が必要になる。

取引所法 12 条 (b) 項 国法証券取引所に関連する証券の登録に関する条文として、取引所法 12 条 (b) 項がある。同項は、「(b) 証券は、その発行者が申請書を国法証券取引所に提出（かつ、〔証券取引〕委員会が要求するその副本を〔証券取引〕委員会に対して提出）することにより、当該取引所における登録を受けることができる」と定める²⁴。登録を受けることが「できる」と定めており、これは、発行者は、証券を上場することを望む場合に登録が必要であることを意味し、わが国の発行者が登録を望まないのであれば、上場を回避することができる。

米国の企業が証券を登録する場合、新規株式公開により株式の募集（又は株主が同時に売出し）を行い、株式を同時に上場させることが一般的である。この場合、株式の募集（売出しを含む）に関して様式 S-1²⁵の登録届出書が証券法に基づく登録届出書として提出される。そして、株式の募集に伴って当該株式が上場される場合、様式 S-1 の他に、取引所法 12 条 (b) 項に基づく登録届出書として様式 8-A²⁶が提出され、これによって取引所法 12 条 (b) 項に基づく登録がなされる。日本の発行者では、株式会社 UBIC が 2013 年に様式 F-1 を用いた公募²⁷に加えて、様式 8-A を提出して、米国預託証券を Nasdaq Global Market に上場した²⁸。

他に、日本の海外民間発行者である場合、取引所法 12 条 (b) 項に基づく登録をする場合、様式 20-F を取引所法 12 条 (b) 項に基づく登録に係る様式として用いる例が見られる²⁹。

2.4 外形基準

外形基準は、株主数を基礎として、登録義務を課すものである。米国では、発行者が従業員等への報酬として株式やストックオプションを発行し、これが多数になる場合に問題となったことがある³⁰。しかし、日本の会社では、非上場会社が多数の者にストックオプションを付すというのは、めずらしいかもしれない。他の想定されるのは、株式を米国で上場としていないためこの点での登録義務を負っていないが、日本の証券取引所に上場しているために株式が転々流通し、株主数（特に米国に居住する株主）が増加する場合であろう。本稿では、まず、新興企業活性化法による法改正を概観し、次に、証券取引委員会による規則提案を、最後に、海外民間発行者への適用を概観する。

ない場合には、会員、ブローカー又はディーラーは、当該取引所においてその証券の取引を行ってはならない。…」
訳は、財団法人日本証券経済研究所（王子田誠訳）『新外国証券関係法令集アメリカ III——証券法・証券取引所法』169 頁（日本証券経済研究所、2008）による。

²⁴ 財団法人日本証券経済研究所・前掲注（23）169 頁。

²⁵ 17 C.F.R. § 239.11 (Form S-1) (2014).

²⁶ 17 C.F.R. § 249.208a (2014). 電磁的情報収集、分析及び取得システム (EDGAR: the Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system) では、様式 8-A12B と表示される。

²⁷ UBIC, Inc., Registration Statement (Form F-1) (Nov. 1, 2012).

²⁸ UBIC, Inc., Registration Statement (Form 8-A12B) (Apr. 18, 2013). UBIC 社は、登録届出書の提出にあたり、新興企業活性化法の新興企業としてのステータスを利用している。UBIC, Inc., Registration Statement (Form 424B4) (May 16, 2013).

²⁹ 例えば、コナミ株式会社 (KNM)、株式会社みずほフィナンシャルグループ (MFG)、及び株式会社三井住友フィナンシャルグループ (SMFG) である。Konami Corp., Registration Statement (Form 20FR12B) (Sept. 20, 2002); Mizuho Financial Group, Inc., Registration Statement (Form 20FR12B) (Oct. 19, 2006); Sumitomo Mitsui Financial Group, Inc., Registration Statement (Form 20FR12B) (Oct. 20, 2010).. これらの事例では、米国ニューヨーク証券取引所への上場に伴う株式の募集は、行われなかった。これらの例では、EDGAR 上で、様式 20FR12B と表示されている。

³⁰ Pritchard, *supra* note 14, at 1005-08 (Facebook 社の事例)。

2.4.1 新興企業活性化法による法改正

新興企業活性化法³¹501条及び601条は、取引所法の12条(g)項、いわゆる外形基準、の規定を修正する³²。この外形基準に関する修正について、従前の規制からの変更点という視点で検討する。ただし、改正された取引所法12条(g)項の規定ぶりや、新規事業活性化法のTitle VやVIの書き方は、どちらかという従前の規定を修正するという考え方よりは、外形基準を見直して一から書き上げた感もあるので、このような理解の仕方が適当ではないかもしれない。

従前、取引所法12条(g)項(1)号(B)は、外形基準として100万ドルの総資産及び500人以上の名義保有者(held of record)が存在する発行者に対して、取引所法に基づく登録義務を課していた³³。また、証券取引委員会は取引所法に基づき定めた規則12g-1において100万ドルという総資産の基準を、1000万ドルに緩和していた³⁴。改正された規制は、以下の通りである。

第一に、1,000万ドル基準を規則ではなく、法律上の規定として定める³⁵。

第二に、500名の基準については、以下の通り緩和する。

- まず、銀行(bank)及び銀行持株会社(bank holding company)について、特別の規制とし、2000名まで許容する³⁶。
- 次に、銀行及び銀行持株会社以外について、適格投資家(accredited investor)の人数を500名の計算から外す³⁷。ただし、適格投資家は1500人までとする³⁸。
- 新興企業活性化法の第3編(Title III)によるクラウドファンディングに基づいて取得した証券について、外形基準の規制の対象外とする³⁹。
- 証券法5条の登録が免除される方法で従業員報酬プラン(employee compensation plan)として受け取った証券は「名義保有者」(held of record)の計算から除外され、ひいては、外形基準の規制の対象外とする⁴⁰。

証券取引委員会によると、2011年の時点で、2,983社が取引所法12条(g)項に基づく証券の登録を行なっている。そのうち、証券取引委員会が名義保有者を把握している2,524社についてみると、318社(約13パーセント)のみが、2000名以上の名義保有者(株主)を有している⁴¹。

³¹ Jumpstart Our Business Startups Act, Pub. L. 112-106, 126 Stat. 306 (2012) [hereinafter JOBS Act].

³² 新興企業活性化法の303条も取引所法12条(g)項の改正に関するものであるので、検討している。

³³ 15 U.S.C. § 78l(g)(1)(B) (2002).

³⁴ 17 C.F.R. § 240.12g-1 (1996).

³⁵ JOBS Act, §§ 501, 601 (amending 15 U.S.C. §§ 78l(g)(1)(A), 78l(g)(1)(B)). 従前は、法律上の基準は、100万ドルであり、取引所法規則12g-1による総資産1,000万ドル以下の発行者に対する取引所法12条(g)項(1)号の適用の免除が重要であった。17 C.F.R. § 240.12g-1 (2011).

³⁶ JOBS Act, § 601 (amending 15 U.S.C. § 78l(g)(1)(B)).

³⁷ JOBS Act, § 501 (amending 15 U.S.C. § 78l(g)(1)(A)(ii)).

³⁸ JOBS Act, § 501 (amending 15 U.S.C. § 78l(g)(1)(A)(i)). すなわち、適格機関投資家と適格機関投資家ではない者を併せて、2,000名である。

³⁹ JOBS Act, § 303 (amending 15 U.S.C. § 78l(g)(6)). クラウドファンディングは、証券取引委員会の規則制定を必要とする。この規則は、新興企業活性化法制定後270日(2012年12月31日)以内に制定されることになっている。

⁴⁰ JOBS Act, § 502 (amending 15 U.S.C. § 78l(g)(5)).

⁴¹ Sec. & Exch. Comm'n, Report on Authority to Enforce Exchange Act Rule 12g5-1 and Subsection (b)(3), at *26 (Oct. 15, 2012).

2.4.2 証券取引委員会による規則提案

2014年12月18日、証券取引委員会は、新興企業活性化法の第5編及び第6編に関する規則を提案した⁴²。

証券法規則405条⁴³の外国民間発行者 (foreign private issuer) における議決権割合の計算方法、取引所法規則3b-4⁴⁴における議決権割合の計算方法、取引所法12条(b)項及び(g)項の詳細を定める同法規則12g-1⁴⁵、同規則12g-2⁴⁶、同規則12g-3⁴⁷、同規則12g-4⁴⁸、同規則12g5-1⁴⁹、取引所法15条(d)項に基づく継続開示義務の停止に関する同法規則12h-3⁵⁰が改正提案の対象となっている。

最終規則は、本稿執筆時点(2015年9月)で、制定されていない。

2.4.3 海外民間発行者への適用

序論 取引所法の規制では、株主数に注目しているだけで、その形式上、株主が米国に所在しているのか、米国外に所在しているのかを区別していない。このため、法律の文言だけを見ると、日本に所在する発行者の株主が一定数を超えるだけで、米国法上の登録義務に服することになってしまう。しかし、日本に所在する発行者の株主が日本にのみ所在しているのであれば、米国法上の登録義務を課すのは、過剰な規制といえるだろう。他方、設立準拠法が日本であるだけで、多数のほぼすべての株主が米国に所在するような場合は、米国法上の規制が正当化されやすいといえるだろう。取引所法規則では、米国外の発行者に対する取引所法12条(g)項の一定の適用免除を定めている。

取引所法規則12g3-2(a) 取引所法規則12g3-2(a)⁵¹は、米国株主の数が300名以下である海外民間発行者に対して、取引所法12条(g)項に基づく登録義務を免除している。

換言すれば、海外民間発行者が発行している証券は、米国に居住する当該証券を保有する株主が300人未満⁵²である場合、取引所法12条(g)項に基づく登録義務から免除される。一度、この登録免除を満たすと、当該登録免除の効力は、当該証券の保有者が米国において300人を超えた年度の年度末まで継続する⁵³。例えば、日本に所在する発行者の株主数が増加し、例えば、1万人に達したとしても、米国に居住する株主が300人未満であれば、取引所法12条(g)項の適用

⁴² Changes to Exchange Act Registration Requirements to Implement Title V and Title VI of the JOBS Act, Securities Act Release No. 9,693 (Dec. 18, 2014) (proposed rule).

⁴³ 17 C.F.R. § 230.405 (2014).

⁴⁴ 17 C.F.R. § 240.3b-4 (2014).

⁴⁵ 17 C.F.R. § 240.12g-1 (2014).

⁴⁶ 17 C.F.R. § 240.12g-2 (2014).

⁴⁷ 17 C.F.R. § 240.12g-3 (2014).

⁴⁸ 17 C.F.R. § 240.12g-4 (2014).

⁴⁹ 17 C.F.R. § 240.12g5-1 (2014).

⁵⁰ 17 C.F.R. § 240.12h-3 (2014).

⁵¹ 17 C.F.R. § 240.12g3-2(a) (2014).

⁵² 米国に居住する登録株主は、取引所法規則12g5-1に従って決定される。17 C.F.R. § 240.12g5-1 (2014)。ただし、米国に居住する顧客の為に、ブローカー、ディーラー、銀行及びその他名義人によって別途の口座で、名簿上保有されている証券については、米国において保有されていると看做す。発行者は、ブローカー、ディーラー、銀行及びその他名義人によって保有されている証券の数に関しては、当該名義人によって提供された情報に善意であれば依拠することができる。17 C.F.R. § 240.12g3-2(a)(1) (2014)。

⁵³ 17 C.F.R. § 240.12g3-2(a) (2014)。

を排除できるということになる。

この規則 12g3-2(a) は、実際に日本の発行者が意識的に用いることは少ないにしても、ほとんどの日本の会社（特に非公開会社）を取引所法 12 条 (g) 項に基づく登録義務から免除するものと思われる。なぜなら、日本の非公開会社は、300 人の株主を有していないことが多いであろうし、また、日本の上場企業でも 300 人の米国居住者である株主を有していない場合があるからである。

規則 12g3-2(a) は、米国に居住する株主が 300 名未満である場合の取引所法 12 条 (g) 項からの免除を定めている。これは、米国に居住する株主が 300 名以上である場合に、海外民間発行者に登録義務が課せられることを意味しない。この場合には、次に記述する、取引所法規則 12g3-2(b)⁵⁴を用いることができる。

取引所法規則 12g3-2(b) 取引所法規則 12g3-2(b)⁵⁵は、名義株主の数が取引所法 12 条 (g) 項の基準を超え、かつ、米国株主の数が 300 名を超えている場合でも、取引所法 12 条 (g) 項に基づく持分証券 (equity securities) の登録義務を回避できる⁵⁶。ただし、登録免除は、取引所法 12 条 (g) 項からの登録への免除に限定され、取引所法 12 条 (b) 項に基づく登録義務や取引所法 15 条 (d) 項に基づく継続開示義務を免除するものではない⁵⁷。この登録免除を享受するためには、主に、5 つの要件を満たす必要がある。

- 発行者が海外民間発行者であること⁵⁸。
- 対象となる証券が、持分証券であること。前述の通り、12 条 (g) 項に基づく登録義務は、持分証券を対象としている⁵⁹。
- 発行者が取引所法 13 条 (a) 項又は取引所法 15 条 (d) 項に基づく報告義務を負っていない⁶⁰。
- 発行者が、ある外国法域の一つ以上の証券取引所において適用除外の対象となる種類の証券の上場を現時点で維持し、それが単独で、又は他の外国法域における同一種類の当該証券の取引と合算して、当該証券の主要な取引市場 (the primary trading market)⁶¹を構成している⁶²。
- 発行者が、そのインターネットのウェブサイトで又はその主要な取引市場 (the primary

⁵⁴ 17 C.F.R. § 240.12g3-2(b) (2014).

⁵⁵ 取引所法規則 12g3-2(b) について、Davis Polk & Wardwell LLP, Memorandum, Rule 12g3-2(b): The Foreign Private Issuer Exemption (Oct. 2009).

⁵⁶ ストックオプションの対象となっているクラスの証券が取引所法規則 12g3-2(b) に基づいて適用除外となっている場合、その報酬としてのストックオプションもまた、本条 (b) 項に基づいて適用除外の扱いを受ける。17 C.F.R. § 240.12g3-2(b) Note 3 to Rule 12g3-2(b)(1) (2014).

⁵⁷ 17 C.F.R. § 240.12g3-2(b)(1) (2014).

⁵⁸ 17 C.F.R. § 240.12g3-2(b)(1) (2014).

⁵⁹ 17 C.F.R. § 240.12g3-2(b)(1) (2014).

⁶⁰ 17 C.F.R. § 240.12g3-2(b)(1)(i) (2014).

⁶¹ 取引所法規則 12g3-2(b) の目的上、「主要な取引市場」とは、発行者の直近に終了した会計年度中において、本適用除外の対象となるクラスの証券取引の少なくとも 55% が、一つ又は二つの外国法域における一つ又は複数の証券市場において、若しくはその施設を通じて行われることを意味する。海外民間発行者が、本項の目的上、二つの外国法域における当該対象となる種類の証券の取引量を合算する場合、二つの外国法域のうち、少なくとも一つにおける証券の取引量が、当該発行者の同一種類の証券の米国内における取引量よりも大きくなければならない。本規定の下で発行者の主要な取引市場を決定するときは、取引所法規則 12h-6 に基づき、米国内及び全世界の 1 日当たり平均取引量を計算しなければならない。17 C.F.R. § 240.12g3-2(b) Note 1 to Rule 12g3-2(b)(1) (2014).

⁶² 17 C.F.R. § 240.12g3-2(b)(1)(ii) (2014).

trading market) において公衆が一般的に利用できる電子的情報配信システムを通じて、直前に終了した会計年度の初日から、一定の情報⁶³を英語で公表している⁶⁴。特に、規則 12g3-2(b) に基づき公表することを義務付けられている、①年次財務諸表が含まれるか、添付された年次報告書、②財務諸表が含まれる期中報告書、③プレスリリース、並びに④本適用除外に関連する各種類の証券の保有者に直接配布したその他全ての通信文及び書類が外国語（つまり英語以外）である場合には、海外民間発行者は、最低限、これらの書類の英訳を電子的に公表するものとされている⁶⁵。本稿では、取引所法規則 12g3-2(b) により課せられる情報開示の詳細について省略する。

小括 規則 12g3-2(a) によれば、米国証券法制では、米国人株主が一定数存在しない限り、登録義務を課す必要はないと考えているようである。また、その数を越えたとしても、規則 12g3-2(b) は、米国外で主に取引されている証券は、別途、米国の規制に服する理由がなく、また、英語で情報開示をして投資家の便宜を図る限り、米国において証券の登録という重い規制を課す必要はないという思想を有しているといえよう。登録という形式での情報提供と海外で公開されている情報の英訳に差異があるとしても、米国外の発行者であれば、問題ないと考えているのかもしれない。

2.5 証券の募集

2.5.1 規制の概観

序論 証券法 5 条は、証券の勧誘 (offer) 及び取得 (売付け) に関して、登録届出書の提出、それに添付される目論見書、登録された届出書の発効を要する旨規定している。証券法 5 条はガン・ジャンピング・ルール (gun-jumping rule) とも言われ、証券の勧誘、募集及び取得に関する規制である。

証券の登録において重要な証券法 5 条⁶⁶の条文は、(a) 項から (c) 項までであるので、これら 3 つの条文について概観する。

証券法 5 条 (a) 項 証券法 5 条 (a) 項において登録届出書が有効になっていない証券の売買 (証券法 5 条 (a) 項 (1) 号⁶⁷) 及び売買目的での交付 (証券法 5 条 (a) 項 (2) 号⁶⁸) が禁止される。

⁶³ 情報開示が求められる情報は、①発行者が設立若しくは法人化された国又は居住する国の法律に基づいて公表し、又は公表することを義務付けられている情報、②発行者が、その証券が取引されている主要な取引市場における主たる証券取引所に届け出た、又は届け出ることを義務付けられている情報で、当該取引所によって公開されている情報、及び③発行者が、その証券保有者に配布し、又は配布することを義務付けられている情報である。17 C.F.R. § 240.12g3-2(b)(1)(iii)(A)-(C) (2014)。また、規則 12g3-2(b) に基づき公表することを要求されている情報とは、対象証券に関する投資判断を行う上で重要な情報であり、①営業成績又は財務状態、②事業の変更、③資産の取得又は処分、④証券の発行、償還又は取得、⑤経営陣又は支配権の変更、⑥取締役若しく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、及び⑦取締役、役員又は主要証券保有者との取引が含まれる。17 C.F.R. § 240.12g3-2(b)(3)(i) (2014)。

⁶⁴ 17 C.F.R. § 240.12g3-2(b)(1)(iii) (2014)。

⁶⁵ 17 C.F.R. § 240.12g3-2(b)(3)(ii) (2014)。

⁶⁶ 15 U.S.C. § 77e (2014)。

⁶⁷ 15 U.S.C. § 77e(a)(1) (2014)。

⁶⁸ 15 U.S.C. § 77e(a)(2) (2014)。

証券法に基づく登録は、新規株式公開等で用いられる様式 S-1⁶⁹、既に登録済みの証券の募集等に用いられる様式 S-3⁷⁰、企業結合に関連して用いられる様式 S-4⁷¹がある。海外民間発行者の場合は、それぞれ、様式 F-1⁷²、様式 F-3⁷³、又は様式 F-4⁷⁴が対応する様式となる。

証券法 5 条 (b) 項 証券法 5 条 (b) 項において、登録届出書 (R/S: registration statement) を提出した証券に関し、目論見書が証券法 10 条の要件を満たさない限り、当該目論見書を送付 (すなわち、利用) (同法 5 条 (b) 項 (1) 号⁷⁵) してはならず、また、同法 10 条 (a) 項の要件を満たした目論見書を同時に交付する (accompanied) か又は事前に送付しない限り (preceded)、売買目的又は売買の後の証券の交付の目的で、証券を輸送することが禁止される (同法 5 条 (b) 項 (2) 号⁷⁶)。証券法 10 条の要件を満たす目論見書を他の目論見書と区別するために、法定目論見書 (statutory prospectus) ということがある。

証券法 5 条 (c) 項 証券法 5 条 (c) 項において、登録届出書を届出る以前に目論見書 (prospectus) 他を用いて証券の取得の勧誘 (募集) (offer to sell) 又はか購入の引合い (offer to buy) を行うことが禁止される⁷⁷。

小括 登録届出書提出と当該登録届出書の発効を基準として時系列に並べ直して考えると、期間を 3 つに区分できる。すなわち、登録届出書提出前を①登録届出書提出前期間 (pre-filing period) という。登録届出書を提出すると、次の期間となる。この登録届出書提出後、証券取引委員会が登録届出書に基づき証券の発効を認めるまで待たなければならないことから、当該登録届出書発効前の期間を②待機期間 (waiting period) という。登録届出書が発効すると次の期間となる。登録届出書発効後を③登録届出書発効後期間 (post-effective period) という。

上述の証券法 5 条 (a) 項ないし (c) 項を上述の期間に当てはめて考えると以下の通りとなる。

- 第一に、証券法 5 条 (c) 項が規制する登録届出書提出前期間 (pre-filing period) である。登録届出書を届け出る以前に目論見書他を用いて証券の取得の勧誘 (offer to sell) 又は購入の引合い (offer to buy) を行うことが禁止される。それゆえ、登録届出書を提出してから、勧誘を行う。
- 第二に、証券法 5 条 (b) 項 (1) 号が規制する待機期間 (waiting period) である。登録届出書を届出後、勧誘に際して、証券法 10 条の要件を満たす目論見書を利用する。実務では、証券法 10 条 (b) 項の要件を満たす仮目論見書 (preliminary prospectus) の利用ということになる。
- 第三に、証券法 5 条 (a) 項 (1) 号及び (2) 号が規制する登録届出書発効後期間 (post-effective

⁶⁹ 17 C.F.R. § 239.11 (2014).

⁷⁰ 17 C.F.R. § 239.13 (2014).

⁷¹ 17 C.F.R. § 239.25 (2014).

⁷² 17 C.F.R. § 239.31 (2014).

⁷³ 17 C.F.R. § 239.33 (2014).

⁷⁴ 17 C.F.R. § 239.34 (2014).

⁷⁵ 15 U.S.C. § 77e(b)(1) (2014).

⁷⁶ 15 U.S.C. § 77e(b)(2) (2014).

⁷⁷ 勧誘 (offer) という用語は、証券法 2 条 (a) 項 (3) 号で広く定義されている。15 U.S.C. § 77b(a)(3). *See also* Diskin v. Lomasney & Co., 452 F.2d 871, 875 (2d. Cir. 1971); Sec. & Exch. Comm'n v. Cavanaugh, 1 F. Supp. 2d 337, 368 (S.D.N.Y. 1998); *see also* Guidelines for the Release of Information by Issuers Whose Securities are in Registration, Securities Act Release No. 5,180, 36 Fed. Reg. 16506 (Aug. 16, 1971).

period) である。登録届出書が有効 (going effective) になった後、売買及び売買目的での証券の交付が可能となる。逆に、登録届出書が有効になるまで、証券の売買は、行うことができない。仮目論見書について定める規則 430 の適用範囲が「登録届出書の発効前」(prior to the effective date of the registration statement) と定められていることにより、仮目論見書の利用ができなくなり、最終目論見書を用いる⁷⁸。

2.5.2 レギュレーション S

序論 証券が登録される必要があるのは投資家保護のためである。証券取引委員会は、証券の募集に関して開示規制という形態での投資家保護が必要ない場合として幾つかの登録免除を定めている。例えば、1 百万ドル以下の証券募集の場合に利用できるレギュレーション D の規則 504⁷⁹や海外での証券発行に関するレギュレーション S⁸⁰等である。日本の会社が資金調達を行うために証券の募集を行うことは不可避であろうが、日本国内での資金調達目的の証券の募集の場合、レギュレーション S により、米国法上の登録義務を回避することができる。しかし、組織再編の対価として証券を用いる場合、一定の登録免除が存在するものの、これに該当しない場合、米国法上の登録を避けることができない。本稿では、まず、海外民間発行者に適用される⁸¹レギュレーション S を概観する。証券を対価とする組織再編については、後述する。

レギュレーション S⁸²は、米国外での証券の勧誘 (offers)、取得 (sales) 及び転売 (resale) に対する適用免除である⁸³。米国での転売については別途証券の登録か、登録免除が必要である⁸⁴。例えば、レギュレーション S を用いた証券の募集では、発行者からロンドン所在の引受人への取引がレギュレーション S に従って行われ、米国に所在する投資家への転売が、証券法規則 144A⁸⁵に従って行われる。

なお、レギュレーション S は、証券法 5 条に対する適用免除規定であるが、証券法その他の詐欺等に関する責任を免除するものではなく、また、証券法 5 条以外の登録義務の免除を与えるものでもない⁸⁶。また、州法に基づく法令準拠を免除するものではない⁸⁷。

⁷⁸ 17 C.F.R. § 230.430 (2014).

⁷⁹ 17 C.F.R. § 230.504 (2014).

⁸⁰ 17 C.F.R. § 230.901 *et seq.* (2014).

⁸¹ レギュレーション S は、米国の内国会社に対しても適用される場面があるが、これについては議論しない。

⁸² レギュレーション S に関する議論として、青木浩子「証券取引の国際化にともなう各国証券開示規制の展開 (二)」法協 115 巻 8 号 1084 頁 (1998)、西村総合法律事務所編『ファイナンス法大全 (上)』186-189 頁 (商事法務, 2003)、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』66-68 頁 (弘文堂, 2004)。

⁸³ 17 C.F.R. § 230.901. 米国証券規制の適用範囲は、州際通商 (interstate commerce) に限られるため、これを理由として、米国外の証券募集が、米国の証券規制に適用外となることはありえよう。連邦憲法は第 1 編 8 節 3 項において、州際通商を規制する権限を与えている。U.S. CONST. art. I, § 8, Cl. 3. 連邦証券法制は、これに基づいて制定されている。これはつまり、憲法上、連邦政府の証券規制に関する権限が州際通商を伴うものに限定されているということでもある。州政府が移譲した権限以外の権利は州に留保されている。U.S. CONST. amend. X (米国連邦憲法修正第 10 条は、「この憲法が合衆国に委任していない権限又は州に対して禁止していない権限は、各々の州又は国民に留保される」と定める)。連邦証券法制では、規定は常に、「州際通商又は輸送の手段」(instrumentality of interstate communication or transportation) に対してのみ適用となる。この条項は広く解釈されているために、現実の事件において、この条項の適応を回避することは難しいが、州法のみが特定の証券取引に当てはまるという場合もありえる。COX ET AL., *supra* note 8, at 250-57.

⁸⁴ 17 C.F.R. § 230.901, Preliminary Note 6 to Regulation S (2014).

⁸⁵ 17 C.F.R. § 230.144A (2014).

⁸⁶ 17 C.F.R. § 230.901, Preliminary Notes 1 and 3 to Regulation S (2014).

⁸⁷ 17 C.F.R. § 230.901, Preliminary Note 4 to Regulation S (2014).

カテゴリー 1 と 2 の共通の要件 レギュレーション S にはカテゴリー 1 からカテゴリー 3 までの 3 段階が存在する。発行者はどのカテゴリーを用いるかについて勧誘 (offering) 時まで決めなければならない⁸⁸。本稿では、海外民間発行者がレギュレーション S のカテゴリー 1 及びカテゴリー 2 を用いる場合の要件について概観する。カテゴリー 1 及びカテゴリー 2 に共通する要件として、オフショア取引の要件と米国向け売付努力が存在しないことが挙げられる。

- 第一に、勧誘 (offer) 又は売却 (sale) がオフショア取引 (offshore transaction) によって行われることである⁸⁹。オフショア取引要件は、①勧誘が米国内にいる者に対して行われず⁹⁰、かつ、②買注文を出す際に買い手が米国外にいること、若しくは、売主若しくは売主を代理する者が買い手が米国外に居ると合理的に信じていること (reasonably believe)⁹¹又は発行市場の取引に関して発行者が発行する際に米国外に位置する海外証券取引所 (foreign securities exchange) のトレーディングフロアを通じて行われ⁹²、若しくは、転売に関して指定オフショア証券市場 (designated offshore securities market) を通じて行われ、かつ、当該取引について米国内の買い手と事前に取り極め (arrange) たことを売主 (及びその代理人) が知らないことを要件とする⁹³。
- 第二に、米国内で、発行者、頒布人 (distributor)、若しくはその関係者又はそれらのものを代理するものが、米国向け売付努力 (directed selling efforts) を行わないこと⁹⁴である。

「米国向け売付努力」とは、レギュレーション S に依拠して募集されている証券に関し、米国における市場の潜在的な需要を喚起する (conditioning the market) 目的で実施される、又はその効果を有すると合理的に予想することができる活動をいう⁹⁵。レギュレーション S に依拠して行われる証券の募集に言及する「米国内において幅広く流通している」(with a general circulation in the United States) 刊行物における広告の掲載が含まれる⁹⁶。ここで言う「米国内において幅広く流通している」という用語は、規則 902 条 (c) 項 (1) 号において定義されている⁹⁷。

「米国内において幅広く流通している」刊行物とは、主として米国内での配布のために印刷されている、又は先行する 12 ヶ月間で、米国内において 1 発行当たり 15,000 部以上の平均的な流通があった刊行物であると定義されている⁹⁸。また、その米国版を考慮に入れないと当該刊行物が米国において幅広く流通しているとはいえない場合、米国版 (a separate U.S. editor) を印刷している刊行物の米国版のみを含むものとする⁹⁹。

明示的に米国向け売付努力にならないものとして、①法律及び当局の要請によるもの、②米国人の定義から外れている者に対する一定のもの、③一定の墓石広告、④投資家のための発行者の

⁸⁸ Sec. & Exch. Comm'n, Div. Corp. Fin., Compliance and Disclosure Interpretations of the Rules Adopted Under the Securities Act, at Question 277.01 (2009).

⁸⁹ 17 C.F.R. § 230.903(a)(1) (2014). 例外について、17 C.F.R. §§ 230.903(a)(2)-(4) (2014) 参照。

⁹⁰ 17 C.F.R. § 230.902(h)(1)(i) (2014).

⁹¹ 17 C.F.R. § 230.902(h)(1)(ii)(A) (2014).

⁹² 17 C.F.R. § 230.902(h)(1)(ii)(B) (2014).

⁹³ 17 C.F.R. § 230.902(h)(2) (2014). 米国外に居る軍隊等の米国外に居る一群の米国民に対する勧誘及び取得は、オフショア取引とは看做さない。17 C.F.R. § 230.902(h)(2) (2014).

⁹⁴ 17 C.F.R. § 230.903(a)(2) (2014).

⁹⁵ 17 C.F.R. § 230.902(c)(1) (2014).

⁹⁶ *Id.*

⁹⁷ *Id.*

⁹⁸ 17 C.F.R. § 230.902(c)(2)(i) (2014).

⁹⁹ 17 C.F.R. § 230.902(c)(2)(i)(ii) (2014).

施設の訪問，⑤海外のブローカー・ディーラーの相場 (quotation) の米国内への配信，⑥証券法上の規則 135 及び 135c に基づく通知，⑦証券法上の規則 135e に基づくジャーナリストへの情報提供並びに⑧証券法上の規則 138 条 (c) 項又は 139 条 (b) 項に従ったリサーチ・レポートの提供が挙げられる¹⁰⁰。

カテゴリー 1 の追加要件 カテゴリー 1 を用いるためには，前述の要件に加え，海外民間発行者で，相当の米国市場での関与 (substantial U.S. market interest) が存在しないことが要件となる。

相当の米国市場での関与は，レギュレーション S の規則 902 条 (j) 項¹⁰¹において，定義される。同項における規定は，持分証券 (equity securities) と負債証券 (debt securities) で規定が分かれている。持分証券において，相当の米国市場での関与が存在する場合とは，次の 2 つの場合のいずれかに該当する場合をいう。

- 第一に，前会計年度又は発行者の設立以降の期間のいずれか短い期間において，米国の証券取引所又はディーラー間での相場情報システムが最も大きな取引市場を構成している¹⁰²。
- 第二に，前会計年度又は発行者の設立以降の期間のいずれか短い期間において，米国の証券取引所又はディーラー間での相場情報システムにおいて 20 パーセントを超える取引がなされ，かつ，他国の各取引市場での取引が 55 パーセント未満である¹⁰³。

負債証券において，相当の米国市場での関与が存在する場合とは，次のすべての条件を満たす場合を言う¹⁰⁴。

- 第一に，負債証券が，合計して 300 名以上の米国人 (U.S. persons) の (取引所法規則 12g5-1 により定義される) 名簿株主によって保有 (held of record) される¹⁰⁵。
- 第二に，負債証券¹⁰⁶が，発行済みの額面 (principal amount outstanding)，清算時の優先配当額 (liquidation preference) 若しくは証券の額面 (per value) で 10 億ドル米国人によって保有され，又は，資産担保証券¹⁰⁷が発行額面 (principal amount) 又は残高で 10 億ドル米国人によって保有される¹⁰⁸。
- 第三に，負債証券が発行済みの額面，清算時の優先配当額又は証券の額面で，20 パーセント米国人によって保有され，又は，資産担保証券が発行額面又は残高で 20 パーセント米国人によって保有される¹⁰⁹。

¹⁰⁰ 17 C.F.R. § 230.902(c)(3) (2014).

¹⁰¹ 17 C.F.R. § 230.902(j) (2014).

¹⁰² 17 C.F.R. § 230.902(j)(1)(i) (2014).

¹⁰³ 17 C.F.R. § 230.902(j)(1)(ii) (2014).

¹⁰⁴ 本条件に該当するか否かは，証券法 3 条 (a) 項 (3) 号の登録免除を考慮しないで判断される。17 C.F.R. § 230.902(j)(3) (2014).

¹⁰⁵ 17 C.F.R. § 230.902(j)(2)(i) (2014).

¹⁰⁶ 規則 902 条 (a) 項 (1) 号に定義される。17 C.F.R. § 230.902(a)(1).

¹⁰⁷ 規則 902 条 (a) 項 (2) 号に定義される。17 C.F.R. § 230.902(a)(2).

¹⁰⁸ 17 C.F.R. § 230.902(j)(2)(ii) (2014).

¹⁰⁹ 17 C.F.R. § 230.902(j)(2)(iii) (2014).

カテゴリー 2 の追加要件 継続開示義務を負う海外発行者による持分証券の発行及び継続開示義務を負うか否かにかかわらず海外発行者による負債証券¹¹⁰の発行について、カテゴリー 2 では、共通要件に加えて、勧誘制限 (offering restrictions)¹¹¹及び取引制限 (transactional restrictions)¹¹²が課される。

勧誘制限として、次の 2 つの制限が課される。

- 第一に、頒布者 (distributor)¹¹³が、40 日間の準拠期間 (distribution compliance period)¹¹⁴の間、レギュレーション S の募集に関する規則である規則 903 の遵守に書面により合意することである¹¹⁵。
- 第二に、プレスリリース以外の勧誘及び販売に関する資料及び文書に、証券が証券法上の登録をされていないこと並びに米国内及び（頒布者を除く）米国人 (U.S. persons)¹¹⁶に対して登録又は登録免除なくして、勧誘又は販売してはならない旨の文言を含めることである¹¹⁷。

取引制限として次の 2 つの制限が課せられる。

- 第一に、40 日間の準拠期間の間、米国人に対して勧誘及び販売を行わないことである¹¹⁸。
- 第二に、他の頒布人、ディーラー、販売手数料等を受領する者に対して証券を販売する頒布人は、準拠期間の間、購入者が当該頒布人と同様の規制に服することの確認又は通知を送付すること¹¹⁹。

小括 証券の公募を行う場合、発行者は、証券を分売する範囲や地域を任意に選ぶことができる。特に、公募の範囲を米国外（例えば、日本のみ）に限定する等の要件を満たすことで、米証券法の適用を回避することができる。このため、証券の公募に関しては、日本の発行者は、米証券法の適用を回避するための十分な裁量を有しているといえよう。

2.6 小括

海外民間発行者が意図せず登録義務を課される可能性があるかという論点について纏めると、表 1 の通りとなる。

米証券法上、法の不知を別にして、意図せずして不可避免的に海外民間発行者に対して証券の登録義務が課されることは少ない。これは、おおむね登録義務を負うか否かが任意であり、また、証券の登録義務からの免除が存在しているからである。ただし、登録免除が適用される場合であっても、前述の通り、一定の要件に従わなければならないということは考えられる（例えば、取引所法 12 条 (g) 項に基づく登録義務を避けるために規則 12g3-2(b) に基づく一定の情報開示

¹¹⁰ 他に、米国の報告会社による負債証券の発行にも適用されるが、本稿の範囲外である。

¹¹¹ 17 C.F.R. § 230.903(b)(2)(i).

¹¹² 17 C.F.R. § 230.903(b)(2)(ii)-(iii).

¹¹³ 引受人等、契約によりレギュレーション S の募集に参加する者を意味する。17 C.F.R. § 230.902(d).

¹¹⁴ 準拠期間は、規則 902 条 (f) 項で定められる。17 C.F.R. § 230.903(f)

¹¹⁵ 17 C.F.R. § 230.902(g)(1)(i).

¹¹⁶ 17 C.F.R. § 230.902(k).

¹¹⁷ 17 C.F.R. § 230.902(g)(2).

¹¹⁸ 17 C.F.R. § 230.903(b)(2)(ii).

¹¹⁹ 17 C.F.R. § 230.903(b)(2)(iii).

表1 海外民間発行者が意図せず登録義務を課される可能性があるか

| 法律 | 条文 | | 備考 |
|------|---------|--------------------|--|
| 証券法 | 5条 | 証券募集 | 米国での証券募集は任意であり、義務ではない。また、証券募集に関する登録免除を用いることができる。 |
| | 5条 | 組織再編の対価として証券を用いる場合 | 規則 802 に基づく登録免除がある。これを利用できない場合に、登録義務が課される。 |
| 取引所法 | 12条(b)項 | 上場 | 米国での上場は任意であり、義務ではない。 |
| | 12条(g)項 | 外形基準 | 米国株主が流通市場で増える場合、意図せずに取引所法12条(g)項に基づく登録義務の対象となる可能性がある。海外民間発行者であれば、規則 12g3-2(b)を用いることができる。 |

義務が課される場合である)。

証券法上、証券の募集や上場を行う際に、証券の登録が必要になる。証券の募集や上場は、意図的に行うものであり、意図せず登録義務を課されるという問題には、ならないであろう。後述する通り、海外民間発行者である日本企業にとって、登録義務が問題となるのは、日本国内同士の合併等で証券が対価として用いられるときである。このときに、米国での登録が必要な可能性は残る。次に、この点について概観する。

3 組織再編取引における証券の募集

3.1 序論

序論 米国証券法制¹²⁰の観点から日本企業による組織再編取引を見る場合、最も重要な点は、対価の選択である。対価が現金であれば、米国法上の登録は必要ない（ただし、公開買付や株主総会等に伴う、米国法上の考慮は必要になりうる¹²¹。証券取引委員会への書類の提出という面では、委任状勧誘書類¹²²、公開買付¹²³やこれらに関する情報¹²⁴が対象となりうる。

他方、組織再編の対価が株式である場合、買収対象となる会社が米国の会社である場合のみならず、日本の会社同士の組織再編であったとしても、米国法上の登録を要する可能性がある。

¹²⁰ 米国証券法の組織再編への適用に関しては、様々な、論考が存在する。例えば、新川麻=スティーブン・ポーラー=星明男「日本国内における M&A 取引への米国証券法の適用——1933 年証券法の登録届出書提出義務を中心に」商事 1815 号 35 頁 (2007)、セオドア・A・パラダイス、マイケル・T・ダン=杉山 浩司「米国証券法上のフォーム F-4 における組織再編取引の登録」商事 1890 号 40 頁 (2010)、兪東=西貝誠=小野美恵「日本企業の組織再編で留意したい米国証券法上の規定：証券の登録義務とその免除規定に関する Q&A」国際商事 39 巻 12 号 1711 頁 (2011)、柳明昌「米国における組織再編成に係る情報開示に関する法理の展開」関俊彦先生古稀記念『変革期の企業法』493 頁 (商事法務, 2011)、李政潤「会社法改正後の二段階買収実務と米国証券規制の適用」商事 2047 号 30 頁 (2014) である。

¹²¹ 特に、公開買付や株主総会に伴う一定の情報開示が必要になることが考えられるが、これらは証券の登録手続きではない。17 C.F.R. § 240.14a-6(a); 17 C.F.R. § 240.14d-2(b)(2)。

¹²² 17 C.F.R. § 240.14a-6(a), (b)。

¹²³ 17 C.F.R. § 240.14d-3(a)(1)。

¹²⁴ 17 C.F.R. § 240.14c-5(a); 17 C.F.R. §§ 240.14d-2(b)(2)。

対価の種類 対価の選択は結局の所、交渉次第¹²⁵ではあるが、証券を対価とする場合には、証券の証券取引委員会への登録が必要となり、ひいては米国法上の継続開示義務に服することになる。前述の通り、登録義務で最も問題となるのは米国基準又は国際財務報告基準に従って財務諸表を作成する義務である。米国基準又は国際財務報告基準の財務諸表の作成には費用を要するため、大抵の会社は組織再編のための登録義務を回避することになる。また、登録義務に伴う負担として、継続開示義務としての年次報告書の提出等だけでなく、2002年企業改革法(Sarbanes-Oxley Act)に基づく統治機構への制約等も発生する。

日本企業の米国企業買収の対価 結局、日本企業の場合は大抵が現金を対価として買収するということになる。実際、ほとんどの日本の会社が米国企業を現金で買収しているように思われる。買収の方法としては、現金公開買付後に少数株主の排除を行う事例(二段階買収)¹²⁶及び直接株主総会を行い現金を対価として買収する事例(一段階買収)¹²⁷がある。

¹²⁵ 課税される取引と非課税の取引を比較して、課税される取引(例えば、現金対価とする取引)の方が非課税の取引と比較して、買収対象会社の累積超過収益が高いという実証研究がある。ROBERT F. BRUNER, APPLIED MERGERS AND ACQUISITIONS, UNIVERSITY EDITION 548 ex.19.1, 568 ex.20.2 (2004)。つまり、課税を伴う現金買収では、対価の支払額が増加するため、非課税の株式を対価とする取引と比較して、対象会社と買収額で合意することが比較的難しいということになる。

¹²⁶ 近年では、例えば、①イーザイ株式会社(Eisai Co., Ltd.)によるMGI PHARMA, INC.への公開買付け、②武田薬品工業株式会社(Takeda Pharmaceutical Co. Ltd.)によるMillennium Pharmaceuticals, Inc.への公開買付け、③株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc.)によるUnionBanCal Corp.への公開買付け、④アステラス製薬株式会社(Astellas Pharma Inc.)によるOSI Pharmaceuticals, Inc.への公開買付け、⑤アステラス製薬株式会社(Astellas Pharma Inc.)によるCV Therapeutics, Inc.への公開買付け、⑥株式会社資生堂(Shiseido Co., Ltd.)によるBare Escentuals, Inc.に対する現金公開買付け、⑦株式会社エヌ・ティ・ティ・データ(NTT DATA Corp.)によるIntelligroup, Inc.への現金公開買付け、⑧旭化成株式会社(Asahi Kasei Corp.)によるZoll Medical Corporationに対する現金公開買付け、⑨株式会社エービーシー・マート(ABC-Mart, Inc.)によるLaCrosse Footwear, Inc.への現金公開買付け、⑩第一三共株式会社(Daiichi Sankyo Co., Ltd.)によるAmbit Biosciences Corp.に対する現金公開買付け、⑪大塚ホールディングス株式会社(Otsuka Holdings Co., Ltd.)によるAvanir Pharmaceuticals, Inc.に対する現金公開買付け、⑫富士フイルム株式会社(FUJIFILM Corporation)によるCellular Dynamics International, Inc.に対する現金公開買付けなどがある。E.g., Jaguar Acquisition Corp., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Dec. 21, 2007); Mahogany Acquisition Corp., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Apr. 11, 2008); Mitsubishi UFJ Financial Group, Inc., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Aug. 29, 2008); Sturgeon Acquisition, Inc. et al., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Feb. 27, 2009); Astellas Pharma Inc., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Mar. 2, 2010); Blush Acquisition Co., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Jan. 25, 2010); NTT Data Co., Tender Offer Statement (Schedule TO) (June 21, 2010); Asahi Kasei Corp., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Mar. 26, 2012); ABC-Mart, Inc., Tender Offer Statement (Schedule TO) (July 19, 2012); Daiichi Sankyo Co., Ltd., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Oct. 10, 2014); Otsuka Holdings Co., Ltd., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Dec. 12, 2014); FUJIFILM Holdings Corp., Tender Offer Statement (Schedule TO) (Apr. 3, 2015)。

¹²⁷ 近年では、例えば、①東京海上ホールディングス株式会社によるPhiladelphia Consolidated Holdingの買収、②サントリーホールディングス株式会社によるBeam Inc.の買収、③東京海上ホールディングス株式会社によるDelphi Financial Group, Inc.の買収、④第一生命保険株式会社によるProtective Life Corporationの買収、⑤旭化成株式会社によるPeregrine Semiconductor Corp.の買収、⑥旭化成株式会社によるPolypore International, Inc.の買収、⑦東京海上ホールディングス株式会社によるHCC Insurance Holdings, Inc.の買収、⑧明治安田生命保険相互会社によるStancorp Financial Group, Inc.の買収、⑨住友生命保険相互会社によるSymetra Financial Corporationの買収である。Philadelphia Consolidated Holding Corp., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A) (Sept. 26, 2008); Beam Inc., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A) (Feb. 19, 2014); Delphi Financial Group, Inc., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A) (Feb. 21, 2012); Protective Life Corp., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A) (Aug. 25, 2014); Peregrine Semiconductor Corp., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A) (Oct. 16, 2014); Polypore International, Inc., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A) (Apr. 8, 2015); HCC Insurance Holdings, Inc., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A) (Aug. 20, 2015); Stancorp Financial Group, Inc., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A) (Sept. 21, 2015); Symetra Financial Corporation, Current Report (Form 8-K) (Aug. 11, 2015)。なお、ソフトバンク株式会社によるSprint Nextel Corp.の買収は、一段階買収であるが、対価が現金のみではなく、新会社株式を含んでいる。Sprint Nextel Corp., Definitive Proxy Statement (Schedule 14A) (May 1, 2013)。

対価としての株式 株式を対価として米国の上場会社を買収する場合、組織再編の段階で株式の登録が必要になるだけでなく、組織再編後も米国における上場を維持することが想定されるため、当該株式の登録を維持する必要があるだろう。また、上場が維持されるのだから報告義務を負うことになり、さらに、企業改革法等にも一定程度で服することになる。すなわち、米国の上場会社を株式を対価として買収するということは、長期的に米国の証券規制に服することを厭わないということの意味しよう¹²⁸。

株式を買収の対価としうる会社は、例えば、①既に米国に証券を登録している会社¹²⁹、②米国に証券は上場していないが、米国基準又は国際財務報告基準に基づいて財務諸表を作成しており¹³⁰、証券取引委員会への登録を厭わない会社、③一時的に証券の証券取引委員会への登録を許容し、その後、登録廃止を求めることを許容する会社、④資金調達目的で証券の登録及び募集並びに継続的に米国内で証券の募集を行う等、証券取引委員会に証券を登録し、継続開示義務に服することを許容する会社、又は⑤米国の証券取引所への上場を目指しており、証券の登録に前向きな会社¹³¹が考えられよう。

海外民間発行者が証券を対価として組織再編を行う場合、証券取引委員会に様式 F-4 が提出される¹³²。2010 年以降について数件の同様式の提出が確認できるが、どれも米国企業を買収のためではないようである¹³³。

3.2 株式を対価とする組織再編

3.2.1 序論

米国連邦証券法上、株式を対価とする組織再編は、証券法上の勧誘 (offer)、取得の勧誘 (offer to sell)、取得のための勧誘 (offer for sale) 及び取得 (sale) に該当しうる¹³⁴。つまり、組織再編が証券法 5 条の適用を受けると言うことになる。これは、素直に考えれば、取得の勧誘を行う前に、登録届出書が提出されていなければならず (証券法 5 条 (c) 項¹³⁵)、登録届出書を提出した証券に関し、目論見書が証券法 10 条の要件を満たさない限り、目論見書 (広く解される) を利用してはならず (証券法 5 条 (b) 項 (1) 号¹³⁶)、また、証券法 10 条 (a) 項の要件を満たした目論見書を同時に交付する (accompanied) か又は事前に送付しない限り (preceded)、売買目的で証券

¹²⁸ ソフトバンクが米国においてスプリント社を買収した際に、子会社となるスプリントの上場を維持した例がある。

¹²⁹ 日本企業で言えば、NYSE に上場している会社、NASDAQ に上場している会社、様式 F-4 等で既に証券を登録しており、登録廃止の手続きを行っていない会社が考えられる。

¹³⁰ 理由は証券の登録において最も手間と時間の係る米国基準又は国際財務報告基準に基づく財務諸表の作成という困難から解放されているからである。

¹³¹ 米国の証券取引所への上場の前提条件として証券取引委員会への証券の登録がある。

¹³² 様式 F-4 を用いた組織再編について、Davis Polk & Wardwell LLP, Memorandum, Form F-4 Registration of Japanese Business Combinations with the U.S. SEC under the U.S. Securities Act (Feb. 2010)。

¹³³ PANASONIC Corp. & Panasonic Electric Works Co., Ltd., Registration Statement (Form F-4) (Oct. 1, 2010); PANASONIC Corp. & SANYO Electric Co., Ltd., Registration Statement (Form F-4) (Oct. 1, 2010); Chuo Mitsui Trust Holdings, Inc., Registration Statement (Form F-4) (Nov. 8, 2010); PANASONIC Corp., Registration Statement (Form F-4) (Dec. 13, 2010); PANASONIC Corp., Registration Statement (Form F-4) (Dec. 13, 2010); Toyota Motor Corp., Registration Statement (Form F-4) (July 13, 2011); Sumitomo Mitsui Financial Group, Inc., Registration Statement (Form F-4) (Nov. 8, 2011); PANASONIC Corp., Registration Statement (Form F-4) (Apr. 28, 2015)。

¹³⁴ ただし、一定の条件を満たす場合、組織再編を証券法の登録免除の下で実施することも可能である。例えば、規則 802, Regulation D, レギュレーション S, 証券法 4 条 2 項, 証券法 3 条 (a) 項 (9) 号, 3 条 (a) 項 (10) 号及び 3 条 (a) 項 (11) 号である。このうち、規則 802 について後述する。

¹³⁵ 15 U.S.C. § 77e(c)。

¹³⁶ 15 U.S.C. § 77e(b)(1)。

を交付することが禁止される（証券法 5 条 (b) 項 (2) 号¹³⁷）ということである。さらに、証券法 5 条 (a) 項において登録届出書が有効になっていない限り、証券の売買（証券法 5 条 (a) 項 (1) 号¹³⁸）及び売買目的での交付（証券法 5 条 (a) 項 (2) 号¹³⁹）が禁止される。

何らかの特則なくして、組織再編の文脈で証券法 5 条を遵守することは難しいであろう。例えば、A 社が T 社を株式を対価として買収するとプレスリリースをすることが、証券法上の勧誘になりうるが、プレスリリースの時点では、通常、合併契約を締結してはいても、登録届出書の提出まではしていないだろう¹⁴⁰。組織再編の文脈では、証券法規則 145 条が適用されるので、これを次に概観する。

3.2.2 規則 145

序論 証券法規則 145 の表題は、「証券の種類の変更 (reclassification), 合併, 株式移転 (consolidations) 及び資産譲渡 (acquisition of assets)」であり、組織再編に証券法上の規制を適用するという意味で、金融商品取引法でいうところの特定組織再編成発行手続き及び特定組織再編成交付手続の規定に類する規定である¹⁴¹。組織再編に関する登録届出書は、米国企業の場合、様式 S-4 になり、海外民間発行者の場合様式 F-4 になる¹⁴²。

証券法規則 145 は、証券保有者に証券を対価とした合併契約等の承認を迫る場合、対価として支払われる証券の「勧誘」(offer), 「取得の勧誘」(offer to sell), 「取得のための勧誘」(offer for sale) 及び「取得」(sale) が起こっているという前提に立っている。なぜなら、当該合併契約等の承認が、現在保有する証券に代えて別の証券を入手するという投資判断であると考えからである¹⁴³。米国では 1972 年以前、組織再編に関して証券が頒布される場合は、証券の販売が行われない (no sale) であるという点に鑑み、組織再編に伴う証券の登録は不要であるとの立場が取られていた¹⁴⁴。しかし、1972 年に証券取引委員会は証券法規則 145 を採択し、組織再編に伴う証券の募集にも証券の登録を要求するようになった¹⁴⁵。

規則 145 の適用範囲 証券法 2 条 (a) 項 (3) 号¹⁴⁶が証券法上の「取得」(sale, sell), 「取得の勧誘」(offer to sell), 「取得のための勧誘」(offer for sale), 「勧誘」(offer), 「購入の引合い」(offer to buy) の定義を定めている。このような定義に該当する行為を行う場合、証券法 5 条 (c) 項に該当することになり、登録届出書を提出しなければ当該行為を行うことができないということになる。これについて、規則 145 は、証券保有者及び会社について、法律の規定に基づいて又は定款

¹³⁷ 15 U.S.C. § 77e(b)(2).

¹³⁸ 15 U.S.C. § 77e(a)(1).

¹³⁹ 15 U.S.C. § 77e(a)(2).

¹⁴⁰ 証券法規則 145 条 (a) 項に定める組織再編に係る証券の登録が行われる場合、コミュニケーションは証券法規則 135 (証券の登録に関する通知)、証券法規則 165 (組織再編に関するコミュニケーションの証券取引委員会への提出) 又は証券法規則 166 (組織再編公表前のコミュニケーションの証券法 5 条 (c) 項からの免除) などに従って行うことになる。17 C.F.R. § 230.145(b).

¹⁴¹ 17 C.F.R. § 230.145

¹⁴² 17 C.F.R. § 230.145, Preliminary Note to Rule 145.

¹⁴³ *Id.*

¹⁴⁴ Notice of Adoption of Rules 145 and 153a, Prospective Rescission of Rule 133, Amendment of Form S-14 Under the Securities Act of 1933, and Amendment of Rules, 14a-2, 14a-6 and 14c-5 Under the Securities Exchange Act of 1934, Securities Act Release No. 5,316, Exchange Act Release No. 9,804 (Oct. 6, 1972) (final rule).

¹⁴⁵ *Id.*

¹⁴⁶ 15 U.S.C. § 77b(a)(3).

等の根本規則 (controlling instruments) に従い、証券保有者の投票又は同意に付される計画又は契約であり、以下のいずれかに該当する場合、「勧誘」(offer)、「取得のための勧誘」(offer to sell)、「売付の勧誘」(offer for sale)、「取得」(sale)があるものと看做され、証券法5条(c)項に従う¹⁴⁷。なお、目論見書の送付義務については、証券法規則153a¹⁴⁸に従う等、一定の例外が定められている。

- 第一に、資本構成の変更である。証券の分割、併合又は額面の変更以外の、会社及びその他の法主体の証券の種類の変更で、ある証券を他の証券に代えるもの¹⁴⁹。
- 第二に、合併及び株式移転である。合併若しくは株式移転又は同様の買収で証券保有者によって保有される当該会社又はその他の者の証券が、他の法主体の証券になるか又は交換されるもの(ただし、取引の目的が発行他の所在地(domicile)を米国内で変えるだけの場合を除く)¹⁵⁰。
- 第三に、資産譲渡である。ある会社又はその他の法主体の資産の他の法主体に対する譲渡で、対価が、当該他の法主体又はその関係会社の証券の発行によるものであり、①当該計画又は契約が、証券保有者の投票又は同意に付される当該会社又は当該法主体の解散を規定している、②当該計画又は契約が、投票又は同意に係る証券保有者に対する当該証券の比例配分又は同様の配分を規定している、③取締役又は同様の会社若しくは法主体の代表が、投票又は同意の一年以内に上述の解散又は証券の比例配分に類似した決議をする、又は④上述の解散、証券の比例配分又は取締役会の決議にも拘わらず、資産の譲渡が既存の証券の配布に関する計画の一部であるの何れかに該当するもの¹⁵¹。

3.3 組織再編に関する登録免除(規則802)

3.3.1 序論

前述の通り、日本の金融商品取引法が、証券を対価とする組織再編において証券の登録を求めているように、米国においても証券を対価とする組織再編行為は、証券法5条に基づく証券の登録が必要となる。日本における国内の会社同士の組織再編であっても、株式が米国に所在する投資家に対して発行されるような場合、米国法に基づく登録が必要か又は登録免除を適用することが可能かどうかを検討することになる。規則802¹⁵²は、株式を対価とする組織再編行為を行う場合に、証券の発行者による証券取引委員会への証券の登録義務(つまり、証券法5条における証券の勧誘及び取得における登録義務)を免除する。これにより発行者は、様式F-4を用いた証券の米国への登録を行わず、日本において組織再編を行うことができる。ただし、規則802を用いる発行者には、登録義務に代わり、内外の情報格差をなくすために、米国人向けの一定の情報提供を英語で行う義務が生じる¹⁵³。

規則802に定める証券の登録免除は、証券を対価とする組織再編取引である証券を対価とした

¹⁴⁷ 17 C.F.R. § 230.145(a).

¹⁴⁸ 17 C.F.R. § 230.153a.

¹⁴⁹ 17 C.F.R. § 230.145(a)(1).

¹⁵⁰ 17 C.F.R. § 230.145(a)(2).

¹⁵¹ 17 C.F.R. § 230.145(a)(3).

¹⁵² 17 C.F.R. § 230.802.

¹⁵³ また、証券法5条以外の責任を免除するものではない。2008年のクロス・ボーダーの組織再編取引に関する証券取引委員会規則改正提案に関して、福本葵「SECフォームF4に関連する問題」証研レポート(2013年2月号)、竹田絵美「米国SEC規則の改正と日本国内のM&A実務への影響」商事1860号19頁(2009)。

買付 (exchange offer) 又は企業結合 (business combination) を対象としている。また、規則 802 の対象及び利用するための条件は、規則 802 条 (a) 項で、①対象会社の米国証券保有者の割合が 10 パーセント以下であること、②米国証券保有者の平等な取り扱いをすること、及び③日本で開示される情報文書について、英語での開示を行うこと、が挙げられている。

3.3.2 規則 802

規則 802 に基づく登録免除を利用するためには、幾つかの前提条件を満たす必要があり、更に、幾つかの要件を満たす必要がある。詳細は後述するが、全体像を掴むために概要を述べると、前提条件及び適用の範囲は、以下の通りである。

- エクスチェンジ・オファー又は企業結合に適用となる¹⁵⁴。
- 発行者のみ利用可能であり、転売 (resale) には適用とならない。関係会社を含む発行者以外の者が、規則 802 に従って証券を取得する場合、転売には別途の登録免除が必要である¹⁵⁵。
- 証券が海外民間発行者のものである¹⁵⁶。
- 米国保有者が 10 パーセントを超えない¹⁵⁷。
- 米国保有者について平等な取り扱いをする¹⁵⁸。
- 米国保有者のために情報を開示する。例えば、様式 CB の様式で電磁的情報収集、分析及び取得システム (the Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system, EDGAR) 経由で証券取引委員会に送付し、日本で用いられた方法と同等の方法での開示及び出版が要求されている¹⁵⁹。
- 米国保有者への情報の送付に際して、所定の警句 (legend) を付する¹⁶⁰。

日本企業同士の組織再編を考えると、通常、組織再編において証券の交付を受ける会社の株主構成 (米国株主がどの程度存在するか) は所与であり、組織再編の合意の後に変えることができる類のものではない¹⁶¹。そこで、対象会社の米国証券保有者の割合が 10 パーセント以下であるという要件について、検討する。

3.3.3 10 パーセント要件

規則 802 を用いる場合、証券を対価とした買付又は企業結合における海外の対象会社 (foreign subject company) の米国保有者 (U.S. holders) が、10 パーセントを超えないという条件がある¹⁶²。

¹⁵⁴ 規則 802 を利用した取引は、他の未登録の取引と統合 (integrate) されない。17 C.F.R. § 230.800, General Note 7 to Rules 800, 801 and 802.

¹⁵⁵ 17 C.F.R. § 230.80, General Note 6 to Rules 800, 801 and 802.

¹⁵⁶ 17 C.F.R. § 230.802, ¶1.

¹⁵⁷ 17 C.F.R. § 230.802(a)(1).

¹⁵⁸ 17 C.F.R. § 230.802(a)(2).

¹⁵⁹ 17 C.F.R. § 230.802(a)(3).

¹⁶⁰ 17 C.F.R. § 230.802(b).

¹⁶¹ 組織再編等の公表によって株主構成が変わることは十分考えられるが、どのように変わるかを予測することも難しいように思われる。

¹⁶² 17 C.F.R. § 230.802(a)(1).

米国保有者の定義 米国保有者は、米国に居住する証券保有者を言う¹⁶³。当該米国保有者の割合を決定するために、以下の定めがある。同定義は、ライツ・オフアリング (rights offering)¹⁶⁴、証券を対価とした買付及び組織再編の文脈で用いられるが、本稿では、株式を対価とした合併や株式交換における文脈で用いられる場合に限定する。

計算の方法 米国保有者の計算の方法には取引所法規則 12g3-2(a)¹⁶⁵を用いる。ただし、米国保有者の証券保有数の問い合わせを行う際には、当該ノミニーが米国、対象会社又はその他の企業結合の当事者の設立準拠地及び対象会社の証券の主要な取引市場 (primary trading market) に限定することができる¹⁶⁶。

もし、合理的な問い合わせ (reasonable inquiry) の後に、米国に所在する証券保有者数の情報を手にいれることが出来無い場合、当該顧客はノミニーが主要な営業を行っている場所に所在していると仮定することができる¹⁶⁷。

米国保有者により、実質保有に関する報告が公にされている又はその他の情報が証券が米国在住の者 (U.S. residents) に保有されていることを示している場合、当該証券を計算に入れなければならない¹⁶⁸。

3.3.4 検討

規則 802 の要件に従うことができない場合、組織再編において株式を対価として用いることは、証券法上の勧誘規制に該当し、証券法上の証券の登録を要するということになる。例えば、ある日本の上場会社（買収者）が当該買収者の株式を対価として、他の日本の上場会社（対象会社）を買収する場合でも、対象会社の株主に米国保有者が 10 パーセント存在する場合には、規則 802 を用いることができない。

この場合、買収者は、株式を登録するか、組織再編を取りやめるかという選択に直面することになる。大企業の経営者同士が対等合併に合意し、既に公表している場合などで、組織再編を行うことが既成事実となっている場合、望まずとも已む無く米国法上の登録を行うということがあるかもしれない。

証券の募集に伴って証券を登録した場合、一定の要件を満たせばその後、登録を廃止することができる。この点について、次に概観する。

¹⁶³ 17 C.F.R. § 230.800(h).

¹⁶⁴ ライツ・オフアリングに関する論考として、鈴木克昌＝峯岸健太郎＝根本敏光＝前谷香介「ライツ・イシューの実務上の諸問題（上）」商事 1896 号 4-13 頁（2010）、鈴木克昌＝峯岸健太郎＝根本敏光＝前谷香介「ライツ・イシューの実務上の諸問題（下）」商事 1897 号 43-50 頁（2010）、太田洋＝柴田寛子「ライツ・オフアリングの規制緩和と第三者割当増資に関する規律（上）」商事 1951 号 20-28 頁（2011）。ライツ・イシューの文脈で米国証券法の規制に言及したものとして、石塚洋之＝伊藤昌夫「新株予約権証券の上場制度を利用したライツ・イシューの考察」商事 1902 号 24 頁（2010）。

¹⁶⁵ 17 C.F.R. § 230.800(h)(3); 17 C.F.R. § 240.12g3-2(a).

¹⁶⁶ 17 C.F.R. § 230.800(h)(3).

¹⁶⁷ 17 C.F.R. § 230.800(h)(4).

¹⁶⁸ 17 C.F.R. § 230.800(h)(5).

4 登録廃止

4.1 序論

証券法に基づく登録により継続開示義務が発生する。この継続開示義務は、登録を廃止することにより消滅する¹⁶⁹。上述の通り、米国において登録義務は、①証券の上場、②外形基準及び③証券の公募の3つの文脈で課せられる。登録廃止の前提条件は、証券が上場されていないことである。証券が上場されている限り、継続開示義務は課せられる。証券が上場されていない場合、一定の条件を満たすことにより、証券取引委員会に対して様式 15¹⁷⁰又は様式 15F¹⁷¹を用いて登録廃止の手続きを取ることができる。ただし、取引所法 15 条 (d) 項に基づく継続開示の内国会社に対する義務は、廃止 (terminate) ではなく (一時) 停止 (suspend) のみ可能との規定になっている¹⁷²。このため、内国会社は、取引所法 15 条 (d) 項に基づく廃止をすることができない¹⁷³。この点、海外民間発行者は、2007 年の規則改正により、取引所法 15 条 (d) 項に基づく継続開示を廃止することが可能になった。

様式 15 は登録廃止手続きに原則として用いられる様式である。海外民間発行者について、2007 年から様式 15F を用いた登録廃止手続きが設けられた¹⁷⁴。様式 15 を用いる登録抹消 (deregistration) は、取引所法規則 12g-4¹⁷⁵及び 12h-3¹⁷⁶に規定があり、様式 15F を用いる海外民間発行者の登録抹消は規則 12h-6¹⁷⁷に規定がある。

まず、登録から登録抹消までの具体例として、三井住友海上グループホールディングス株式会社の例を概観する。

4.2 登録から登録抹消までの例

米国証券取引委員会に証券を登録する場合、証券の登録を行う日本の発行者は、次の2つに分類が可能であろう。

- 第一の類型では、発行者は、米国の資本市場を用いるために証券を登録し、米国市場に留まることについて長期的なコミットメントを行うことを厭わない。典型的には、米国の国法証券取引所に株式の上場及び登録を行う場合である。証券の登録を廃止することがあるとすれば、①当該発行者が買収され、完全子会社化される場合や②米国の国法証券取引所での売買高及び米国国内での株主が僅少であるために、上場廃止の手続きをとった後で、登録廃止にするということであろう。本稿では、この点は詳しく検討しない。
- 第二の類型では、発行者は、証券取引委員会への登録を避けたいものの、登録免除を用い

¹⁶⁹ 米国における海外民間発行者の登録廃止を議論した論文として、例えば、Craig Doidge, G. Andrew Karolyi & René M. Stulz, *Why Do Foreign Firms Leave U.S. Equity Markets?*, 65 J. FIN. 1507 (2010) 参照。

¹⁷⁰ 17 C.F.R. § 249.323.

¹⁷¹ 17 C.F.R. § 249.324

¹⁷² Termination of a Foreign Private Issuer's Registration of a Class of Securities Under Section 12(g) and Duty To File Reports Under Section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, Exchange Act Release No. 55,540, 72 Fed. Reg. 16934, 16934 n.11 (Mar. 27, 2007) (final rule) [hereinafter, *2007 FPI Registration Termination*].

¹⁷³ *Id.* at 16944 n.125.

¹⁷⁴ *Id.* at 16934.

¹⁷⁵ 17 C.F.R. § 240.12g-4.

¹⁷⁶ 17 C.F.R. § 240.12h-3.

¹⁷⁷ 17 C.F.R. § 240.12h-6.

ることができないために、最低限度の範囲で、証券の登録を行い、可及的速やかに登録を廃止する場合である。典型的には、様式 F-4 の提出及び証券の登録が必要になり、様式 F-4 の提出により継続開示義務を負う場合である。

本節では、様式 F-4 に基づく証券の登録及び登録抹消について検討する。すなわち、証券取引委員会への証券の登録をした後に、①証券の登録を抹消できるのか、②証券の抹消までどれくらいの期間が必要なのかという点である。そこで、日本企業が株式移転で証券取引委員会に登録した後に登録抹消する際の例示的なスケジュールとして、三井住友海上グループホールディングス株式会社の例を挙げる。様式 F-4 の例として、2007 年から 2008 年にかけて三井住友海上火災保険株式会社が三井住友海上グループホールディングス株式会社を設立するために行った、単独株式移転である。なお、三井住友海上グループホールディングス株式会社は、2010 年 4 月 1 日に MS&AD インシュアランスグループホールディングス株式会社に商号変更を行っている。

- 2007 年 12 月 19 日に、様式 F-4 が提出され¹⁷⁸、同日発効した¹⁷⁹。
- 2008 年 1 月 31 日に株式移転のための株主総会を開催した。
- 2008 年 4 月 1 日に持株会社を設立した。様式 F-6EF 及び様式 8-K15D5¹⁸⁰を提出した。東京証券取引所で持株会社の株式が取引された。
- 2008 年 4 月 3 日に、三井住友海上火災保険株式会社が様式 15-15D¹⁸¹を提出した。以後の証券取引委員会宛の提出は、三井住友海上グループホールディングス株式会社が行った。
- 2008 年 9 月 30 日に、三井住友海上グループホールディングス株式会社が年次報告書として様式 20-F を提出した¹⁸²。
- 2009 年 4 月 1 日に、三井住友海上グループホールディングス株式会社が様式 15F-15D を提出した¹⁸³。この例の場合、登録廃止の為の最後の条件は当該登録にかかる証券の上場後 1 年後に満たされる。なぜなら、持株会社の成立と同時に登録に係る証券（持株会社株式）が上場されたものと考えられるからである。

次に、登録廃止に用いられる様式 15F について概観する。

4.3 様式 15F

様式 15F¹⁸⁴は、海外民間発行者が規則 12h-6(a) に基づいて、取引所法 12 条 (g) 項の登録を抹消したい場合又は 13 条 (a) 項又は 15 条 (d) 項に基づく継続開示義務を終了させたい場合に利用可能である。同様式が用いられる場合は、①持分証券の登録抹消、②負債証券の登録抹消、③継続開示義務の引き継ぎ及び④過去に様式 15 による継続開示義務の停止を行った者が継続開示義務を終了させる、という 4 通りあり得る。

本稿では、持分証券について概観する。すなわち、持分証券 (equity security) について取引所法 12 条 (g) 項の登録を抹消し、12 条 (g) 項に伴い課せられる 13 条 (a) 項の継続開示の義務を終

¹⁷⁸ Mitsui Sumitomo Insurance Company, Limited, Registration Statement (Form F-4) (Dec. 19, 2007).

¹⁷⁹ Mitsui Sumitomo Insurance Company, Limited, Notice of Effectiveness (Form EFFECT) (Dec. 19, 2007).

¹⁸⁰ Mitsui Sumitomo Insurance Group Holdings, Inc., Current Notice Report (8-K15D5) (Apr. 1, 2008).

¹⁸¹ Mitsui Sumitomo Insurance Company, Limited, Suspension of Duty to Report (Form 15-15D) (Apr. 3, 2008).

¹⁸² Mitsui Sumitomo Insurance Group Holdings, Inc., Annual Report (Form 20-F) (Sept. 30, 2008).

¹⁸³ Mitsui Sumitomo Insurance Group Holdings, Inc., Suspension of Duty to Report (Form 15F-15D) (Apr. 1, 2009).

¹⁸⁴ 17 C.F.R. § 249.324.

了する又は 15 条 (d) 項の規定に従い、13 条 (a) 項と同等の継続開示を行う義務を終了する場合である¹⁸⁵。

この場合、海外民間発行者は、様式 15F を用いて① 1 年間継続義務に服していたこと、②その間継続開示義務を果たしていたこと及び③少なくとも一度は年次報告書を提出したこと¹⁸⁶を証し (certify) しなければならない。

また、④様式 15F に先立つ 12 ヶ月に米国内で証券を登録した公募を行っていないこと¹⁸⁷、⑤米国外で過去 12 ヶ月間、米国での登録廃止に係る証券を上場していること¹⁸⁸、及び⑥米国での取引高が全世界比で 5% 以下又は米国での保有者が 300 人以下であること若しくは全世界での保有者が 300 人以下であること¹⁸⁹を条件とする。①、②、③及び④は、登録して一定期間で満たすことができる。日本で上場しており、米国で上場していない場合、⑤及び⑥（特に、米国での取引高が全世界比で 5% 以下という要件）を満たすことが容易であるように思われる。そうであれば、様式 F-4 に基づく登録義務を課されたとしても、一定期間後に登録を廃止することはある程度予定することができるように思われる。

5 結論

本稿では、日本の発行者に対して、米国連邦証券法上の登録義務を課せられる場合があるかを検討した。登録は、取引所法 12 条 (b) 項、同条 (g) 項及び証券法 5 条に基づいてなされる。取引所法 12 条 (b) 項は、上場に関する規定であり、上場するか否かは、発行者が任意に決定できるため、発行者が強制的に登録義務に服することはない。同条 (g) 項に定める外形基準については、規則 12g3-2(b) という適用除外があり、情報開示等の義務を課されるものの、登録義務を回避することができる。証券法 5 条に定める公募については、レギュレーション S 等の登録免除があるが、問題となるのは、組織再編の対価として証券が用いられる場合である。特に、米国保有者が 10% を超える場合、証券の登録義務が課されることになる。証券の登録義務を課される場合でも、一定期間の後に、登録を廃止する余地があることを概観した。

¹⁸⁵ 17 C.F.R. § 240.12h-6(a).

¹⁸⁶ 17 C.F.R. § 240.12h-6(a)(1).

¹⁸⁷ ただし、①従業員への証券の交付、②売出人による引受を伴わない売出し、③ライツ・オフリング、④配当利子再投資計画 (dividend or interest reinvestment plan) 又は⑤転換社債若しくは新株予約権の行使を除く。17 C.F.R. § 240.12h-6(a)(2)(i)-(v).

¹⁸⁸ 17 C.F.R. § 240.12h-6(a)(3).

¹⁸⁹ 17 C.F.R. § 240.12h-6(a)(4).

参考文献

- [1] ABC-Mart Inc., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (July 19, 2012)... 15
- [2] Asahi Kasei Corp., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Mar. 26, 2012)... 15
- [3] Astellas Pharma Inc., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Mar. 2, 2010)... 15
- [4] Beam Inc., *Definitive Proxy Statement (Schedule 14A)* (Feb. 19, 2014)... 15
- [5] Blush Acquisition Co., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Jan. 25, 2010)... 15
- [6] ROBERT F. BRUNER, *APPLIED MERGERS AND ACQUISITIONS*, UNIVERSITY EDITION, Wiley (2004)... 15
- [7] Chuo Mitsui Trust Holdings Inc., *Registration Statement (Form F-4)* (Nov. 8, 2010)... 16
- [8] JAMES D. COX, ROBERT W. HILLMAN & DONALD C. LANGEVOORT, *SECURITIES REGULATION: CASES AND MATERIALS*, Aspen Publishers (7th ed. 2013)... 1, 10
- [9] Daiichi Sankyo Co. Ltd., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Oct. 10, 2014)... 15
- [10] Davis Polk & Wardwell LLP, *Memorandum, Rule 12g3-2(b): The Foreign Private Issuer Exemption* (Oct. 2009)... 7
- [11] Delphi Financial Group Inc., *Definitive Proxy Statement (Schedule 14A)* (Fed. 21, 2012)... 15
- [12] Craig Doidge, G. Andrew Karolyi & René M. Stulz, *Why Do Foreign Firms Leave U.S. Equity Markets?*, 65 J. FIN. 1507 (2010)... 21
- [13] FRANK J. FABOZZI, FRANCO P. MODIGLIANI & FRANK J. JONES, *FOUNDATIONS OF FINANCIAL MARKETS AND INSTITUTIONS*, Prentice Hall (4th ed. 2009)... 3
- [14] FUJIFILM Holdings Corp., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Apr. 3, 2015)... 15
- [15] HCC Insurance Holdings Inc., *Definitive Proxy Statement (Schedule 14A)* (Aug. 20, 2015)... 15
- [16] IPO Task Force, *Rebuilding the IPO On-Ramp* (2011)... 2
- [17] Jaguar Acquisition Corp., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Dec. 21, 2007)... 15
- [18] Konami Corp., *Registration Statement (Form 20FR12B)* (Sept. 20, 2002)... 4
- [19] Davis Polk & Wardwell LLP, *Memorandum, Form F-4 Registration of Japanese Business Combinations with the U.S. SEC under the U.S. Securities Act* (Feb. 2010)... 16
- [20] Mahogany Acquisition Corp., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Apr. 11, 2008)... 15
- [21] Mitsubishi UFJ Financial Group Inc., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Aug. 29, 2008)... 15
- [22] Mitsubishi UFJ Financial Group Inc., *Comment Letter to the Sec. & Exch. Comm'n* (May 7, 2008)... 2
- [23] Mizuho Financial Group Inc., *Registration Statement (Form 20FR12B)* (Oct. 19, 2006)... 4
- [24] NTT Data Co., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (June 21, 2010)... 15
- [25] Otsuka Holdings Co. Ltd., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Dec. 12, 2014)... 15
- [26] PANASONIC Corp., *Registration Statement (Form F-4)* (Apr. 28, 2015)... 16
- [27] PANASONIC Corp., *Registration Statement (Form F-4)* (Dec. 13, 2010)... 16
- [28] PANASONIC Corp., *Registration Statement (Form F-4)* (Dec. 13, 2010)... 16
- [29] PANASONIC Corp. & Ltd. Panasonic Electric Works Co., *Registration Statement (Form F-4)* (Oct. 1, 2010)... 16
- [30] PANASONIC Corp. & Ltd. SANYO Electric Co., *Registration Statement (Form F-4)* (Oct. 1, 2010)... 16
- [31] Peregrine Semiconductor Corp., *Definitive Proxy Statement (Schedule 14A)* (Oct. 16, 2014)... 15
- [32] Philadelphia Consolidated Holding Corp., *Definitive Proxy Statement (Schedule 14A)* (Sept. 26, 2008)... 15
- [33] Polypore International Inc., *Definitive Proxy Statement (Schedule 14A)* (Apr. 8, 2015)... 15
- [34] A.C. Pritchard, *Revisiting "Truth in Securities" Revisited: Abolishing IPOs and Harnessing Private Markets in the Public Good*, 36 SEATTLE U. L. REV. 999–1026 (2013)... 3, 4
- [35] Protective Life Corp., *Definitive Proxy Statement (Schedule 14A)* (Aug. 25, 2014)... 15
- [36] Div. of Corp. Fin. Sec. & Exch. Comm'n, *Compliance and Disclosure Interpretations of the Rules Adopted Under the Securities Act* (2009)... 11
- [37] Sec. & Exch. Comm'n, *International Registered and Reporting Companies* (Apr. 4, 2011)... 1
- [38] Sec. & Exch. Comm'n, *Guidelines for the Re-*

- lease of Information by Issuers Whose Securities are in Registration, Securities Act Release No. 5,180, Fed. Reg. (Aug. 16, 1971)... 9*
- [39] Sec. & Exch. Comm'n, *Exchanges* (Aug. 30, 2012)... 3
- [40] Sec. & Exch. Comm'n, *Changes to Exchange Act Registration Requirements to Implement Title V and Title VI of the JOBS Act, Securities Act Release No. 9,693* (Dec. 18, 2014)... 6
- [41] Sec. & Exch. Comm'n, *Report on Authority to Enforce Exchange Act Rule 12g5-1 and Subsection (b)(3)* (Oct. 15, 2012)... 3, 5
- [42] Sec. & Exch. Comm'n, *Notice of Adoption of Rules 145 and 153a, Prospective Rescission of Rule 133, Amendment of Form S-14 Under the Securities Act of 1933, and Amendment of Rules, 14a-2, 14a-6 and 14c-5 Under the Securities Exchange Act of 1934, Securities Act Release No. 5,316, Exchange Act Release No. 9,804* (Oct. 6, 1972)... 17
- [43] Sprint Nextel Corp., *Definitive Proxy Statement (Schedule 14A)* (May 1, 2013)... 15
- [44] Stancorp Financial Group Inc., *Definitive Proxy Statement (Schedule 14A)* (Sept. 21, 2015)... 15
- [45] Sturgeon Acquisition Inc. et al., *Tender Offer Statement (Schedule TO)* (Feb. 27, 2009)... 15
- [46] Inc. Sumitomo Mitsui Financial Group, *Registration Statement (Form F-4)* (Nov. 8, 2011)... 16
- [47] Sumitomo Mitsui Financial Group Inc., *Registration Statement (Form 20FR12B)* (Oct. 20, 2010)... 4
- [48] Symetra Financial Corporation, *Current Report (Form 8-K)* (Aug. 11, 2015)... 15
- [49] Toyota Motor Corp., *Registration Statement (Form F-4)* (July 13, 2011)... 16
- [50] Takashi Tsukamoto, *Comment Letter to the Sec. & Exch. Comm'n on behalf of Mizuho Fin. Group, Inc.* (May 9, 2008)... 2
- [51] UBIC Inc., *Registration Statement (Form 8-A12B)* (Apr. 18, 2013)... 4
- [52] UBIC Inc., *Registration Statement (Form 424B4)* (May 16, 2013)... 4
- [53] UBIC Inc., *Registration Statement (Form F-1)* (Nov. 1, 2012)... 4
- [54] 青木浩子「証券取引の国際化にともなう各国証券開示規制の展開 (二)」法協 115 巻 8 号 (1998) ... 10
- [55] 石塚洋之＝伊藤昌夫「新株予約権証券の上場制度を利用したライツ・イシューの考察」商事 24 頁 (2010) ... 20
- [56] 太田洋＝柴田寛子「ライツ・オフアリングの規制緩和と第三者割当増資に関する規律 (上)」商事 1951 号 20-28 頁 (2011) ... 20
- [57] 河本一郎＝大武泰南『証券取引法読本』(有斐閣, 2005) ... 3
- [58] 金融商品取引法研究会『継続開示義務者の範囲—アメリカ法を中心に—』(日本証券経済研究所, 2015) ... 3
- [59] 久保田安彦「発行開示と継続開示の接続とその合理性—金融商品取引法二四条一項三号に関する一考察—」阪法 62 巻 3-4 号 215-256 頁 (2012) ... 3
- [60] 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法』(弘文堂, 2004) ... 10
- [61] 佐藤大和「みずほ FG、NY 上場へ—試される国際戦略、攻めのスピード焦点に(アングル)」, 日経金融新聞 (2006 年 11 月 2 日) ... 2
- [62] 財団法人日本証券経済研究所(王子田誠訳)『新外国証券関係法令集アメリカ III—証券法・証券取引所法』(日本証券経済研究所, 2008) ... 4
- [63] 新川麻＝ステイーブン・ボーラー＝星明男「日本国内における M&A 取引への米国証券法の適用—1933 年証券法の登録届出書提出義務を中心に」商事 1815 号 35-46 頁 (2007) ... 14
- [64] 鈴木克昌＝峯岸健太郎＝根本敏光＝前谷香介「ライツ・イシューの実務上の諸問題 (下)」商事 1897 号 43-50 頁 (2010) ... 20
- [65] 鈴木克昌＝峯岸＝健太郎＝根本敏光＝前谷香介「ライツ・イシューの実務上の諸問題 (上)」商事 1896 号 4-13 頁 (2010) ... 20
- [66] 住友信託銀行株式会社「有価証券報告書」(平成 24 年 6 月 29 日) ... 2
- [67] 竹田絵美「米国 SEC 規則の改正と日本国内の M&A 実務への影響」商事 1860 号 19-25 頁 (2009) ... 18
- [68] 兪東＝西貝誠＝小野美恵「日本企業の組織再編で留意したい米国証券法上の規定：証券の登録義務とその免除規定に関する Q&A」国際商事 39 巻 12 号 1711-1719 頁 (2011) ... 14
- [69] 西村総合法律事務所編『ファイナンス法大全 (上)』(商事法務, 2003) ... 10
- [70] セオドア・A・パラダイス＝マイケル・T・ダン＝杉山浩司「米国証券法上のフォーム F-4 における組織再編取引の登録」商事 1890 号 40-48 頁 (2010) ... 14
- [71] 福本葵「SEC フォーム F4 に関連する問題」, 証研レポート (2013 年 2 月号) ... 18
- [72] 柳明昌「米国における組織再編成に係る情報開示に関する法理の展開」『関俊彦先生古稀記念変革期の企業法』493-524 頁 (商事法務,

- 2011) ... 14
- [73] 李政潤「会社法改正後の二段階買収実務と
米国証券規制の適用」商事 2047 号 30-41 頁
(2014) ... 14
- [74] *Diskin v. Lomasney & Co.*, 452 F.2d 871 (2d.
Cir. 1971)... 9
- [75] *Sec. & Exch. Comm'n v. Cavanaugh*, 1 F. Supp.
2d 337 (S.D.N.Y. 1998)... 9

目次

| | | |
|-------|---------------------|----|
| 1 | 序論 | 1 |
| 2 | 登録義務の概観 | 1 |
| 2.1 | 序論 | 1 |
| | 証券登録の費用 | 2 |
| 2.2 | 沿革 | 2 |
| | 1933年証券法及び1934年取引所法 | 2 |
| | 1936年取引所法改正 | 3 |
| | 1964年証券法及び取引所法改正 | 3 |
| 2.3 | 上場 | 3 |
| | 取引所法12条(a)項 | 3 |
| | 取引所法12条(b)項 | 4 |
| 2.4 | 外形基準 | 4 |
| 2.4.1 | 新興企業活性化法による法改正 | 5 |
| 2.4.2 | 証券取引委員会による規則提案 | 6 |
| 2.4.3 | 海外民間発行者への適用 | 6 |
| | 序論 | 6 |
| | 取引所法規則12g3-2(a) | 6 |
| | 取引所法規則12g3-2(b) | 7 |
| | 小括 | 8 |
| 2.5 | 証券の募集 | 8 |
| 2.5.1 | 規制の概観 | 8 |
| | 序論 | 8 |
| | 証券法5条(a)項 | 8 |
| | 証券法5条(b)項 | 9 |
| | 証券法5条(c)項 | 9 |
| | 小括 | 9 |
| 2.5.2 | レギュレーションS | 10 |
| | 序論 | 10 |
| | カテゴリー1と2の共通の要件 | 11 |
| | カテゴリー1の追加要件 | 12 |
| | カテゴリー2の追加要件 | 13 |
| | 小括 | 13 |
| 2.6 | 小括 | 13 |
| 3 | 組織再編取引における証券の募集 | 14 |
| 3.1 | 序論 | 14 |
| | 序論 | 14 |
| | 対価の種類 | 15 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 日本企業の米国企業買収の対価 | 15 |
| 対価としての株式 | 16 |
| 3.2 株式を対価とする組織再編 | 16 |
| 3.2.1 序論 | 16 |
| 3.2.2 規則 145 | 17 |
| 序論 | 17 |
| 規則 145 の適用範囲 | 17 |
| 3.3 組織再編に関する登録免除（規則 802） | 18 |
| 3.3.1 序論 | 18 |
| 3.3.2 規則 802 | 19 |
| 3.3.3 10 パーセント要件 | 19 |
| 米国保有者の定義 | 20 |
| 計算の方法 | 20 |
| 3.3.4 検討 | 20 |
| 4 登録廃止 | 21 |
| 4.1 序論 | 21 |
| 4.2 登録から登録抹消までの例 | 21 |
| 4.3 様式 15F | 22 |
| 5 結論 | 23 |
| 参考文献 | 24 |
| 目次 | 27 |