

中島 良文  
ニューヨーク支店長

nakajima-yoshi@irjapan.co.jp  
1-646-495-5060

2005年12月、SECは米国市場撤退を容易にする新規則12(h)-6を提案した。これは米国市場で上場廃止後もSECへの報告義務が発生する現行規則を改め、一定基準を満たす企業については報告義務を免除する内容である。一方で、今回免除規定が明確化されたことにより、逆に外国人比率の高い日本企業にとっては法的開示リスクが高まる懸念がある。

本レポートでは新規則を解説するとともに、当該規則が日本企業に与える影響について考察した。

## ・ SEC が米国市場撤退を容易にする提案を発表

外国企業が米国市場へ上場し、資金調達や証券の売り出しを行う場合には、1934年証券取引所法(1934年法)12条に基づきSECへの登録を行い、同規則12(g)、13(a)、15(d)等に規定される様々な情報開示を行う必要がある。一方現在では、米国市場で上場廃止になった企業も、継続的にSECへの報告義務が課せられている。市場退出後も情報開示継続が要求される現状は、米国市場上場へのディスインセンティブともなっている。

現行規則では、SEC登録企業が上場廃止等によりその報告義務を終了する際、株主名簿上の全てのカस्टディ銀行やブローカー他、ノミニー名義人に対して問い合わせを行い、米国居住株主が300名未満(企業資産

が1000万ドルに満たない企業の場合、500名未満)であることを証明する必要がある。ただしこの基準が満たされたとしても、1934年法規則15(d)による年次報告書20F・半期報告書6-K等の提出については“一時停止”となるのみであり、その後米国居住株主が300名以上に増加した場合、再び報告義務が発生することになる。2002年のサーベンス・オクスレー法施行でコストや手続き面での負担増大が見込まれる中、欧州産業界を中心としてSEC登録規制の緩和を望む声が続いていた。これを受ける形でSECは昨年12月中旬、外国企業の米国市場撤退を容易にする新規則12(h)-6を提案した。同案は60日間パブリックコメントを受け付けたのち、修正を加え最終決定される。

## ・新規則12(h)-6の内容

今回の提案は、

**【新規則12(h)-6の適用対象企業】**

- 1) 過去2年SEC登録企業であり、過去2回の年次報告書提出を含む全ファイリングを行っている企業
- 2) 過去12ヶ月間、資金調達や証券の売り出しを行っていない企業
- 3) 過去2年間、本国市場で当該証券が上場されている企業

の全要件を満たす企業が、

**【新規則12(h)-6の判定基準】**

- A) 米国居住株主が300名未満である場合
- B) 米国居住株主の保有比率が、当該企業の“浮動株”<sup>\*\*\*</sup>の5%以下である場合
- C) 米国市場での日平均出来高が本国市場の5%以下、かつ米国居住株主による保有が“浮動株”の10%以下である場合<sup>\*\*\*</sup>

\*上記A)については従来通り、B)～C)の要件については今回新規設定

\*\*浮動株を算出する際には、“affiliate”と既定される関係会社による保有分を除く必要がある

\*\*\*著名企業(“浮動株”部分の時価総額が7億ドル以上の“Well-known seasoned issuer”)のみに適用

のいずれかを満たした場合に、フォーム15Fを提出し所定の手続きを経て、1934年法規則12(g)、13(a)、15(d)等で要求される様々な情報開示義務を今後“恒久的に”免除されるというものである。

これにより、米国市場で上場廃止となった外国企業は、当規則の要件を満たしている限り今後一切SECへの情報開示義務を負う必要がなくなる。また、現行の提案上では明らかではないが、米国株主の保有が少ない外国企業が、米国上場を維持したままSEC報告義務を免除

される可能性がある」と指摘する専門家もいる。一方で、基準となる株式保有比率が明示されたことで、米国市場での取引が少ないに関わらず、米国株主による保有が多い企業にとっては、上場廃止後もSECへの情報開示義務が課せられるリスクが高まったともいえる。外国人持ち株比率が上昇する日本企業にとっては、むしろ後者のリスクの方が高いと言えるであろう。

## ・判定要件：SECが株主判明調査をより重視

今回の新規則12(h)-6で示されている米国居住株主の保有比率を判定するに当たり、SECは以下の方法

による“look-through”ベースでの調査を要求している。

**【新規則12(h)-6の判定基準に関する調査方法】**

- ア) 米国・企業本国市場を国籍とするブローカー、カストディアン他ノミニー名義への問い合わせ\*
- イ) 実質株主の保有に関する公開情報データの入手\*\*
- ウ) “Independent Information Services Provider”による株主判明調査の利用\*\*  
\*上記ア)については、“全世界”のノミニー名義としていたところを“米国及び本国市場”に限定  
\*\*上記イ)～ウ)については、今回新規設定

ここでは、“Independent Information Services Provider”による株主判明調査情報が調査方法の一つとして採用されている。従来、SEC規則における米国居

住株主についての判定基準は、“300名”等、一定の株主数によるものであり、調査方法では株主名簿上のノミニー名義人への問い合わせが一般的であった。しかし

ながらSECは近年、株主名簿上の登録株主と実質株主が乖離する現状やノミニー名義人を通じた調査方法の限界を認識している。そのため判定基準を保有比率ベースに変更するとともに、“独立した”調査会社による株主判明調査データを活用する形へと変わってきている。この点についてSECは今回の提案でも以下のよ

うに述べている。“By allowing a foreign private issuer to retain an expert when making the determination of the extent to which its securities are held by U.S. residents, this proposed provision should help increase the accuracy of that determination.”

## ． 日本企業への影響 ： 1934年法規則12(g)3 - 2との関係

今回の新規則12(h) - 6は、直接的には上記1)～3)の要件を満たしたSEC登録下の外国企業にのみ適用されるものであるが、米国市場とは関係のない日本企

業も注意を払っておくべき点がある。第一点としては、1934年法規則12(g)3 - 2の今後の改正の可能性が挙げられる。

規則12(g)3 - 2は、外国企業によるSECへの情報開示免除規定である。

【規則12(g)3 - 2a】

- ・外国企業の米国居住株主が300名未満の場合に、1934年法12(g)による登録義務が免除される
- ・米国居住株主数の判定はカストディ銀行、ブローカー他ノミニー名義人への問い合わせによる

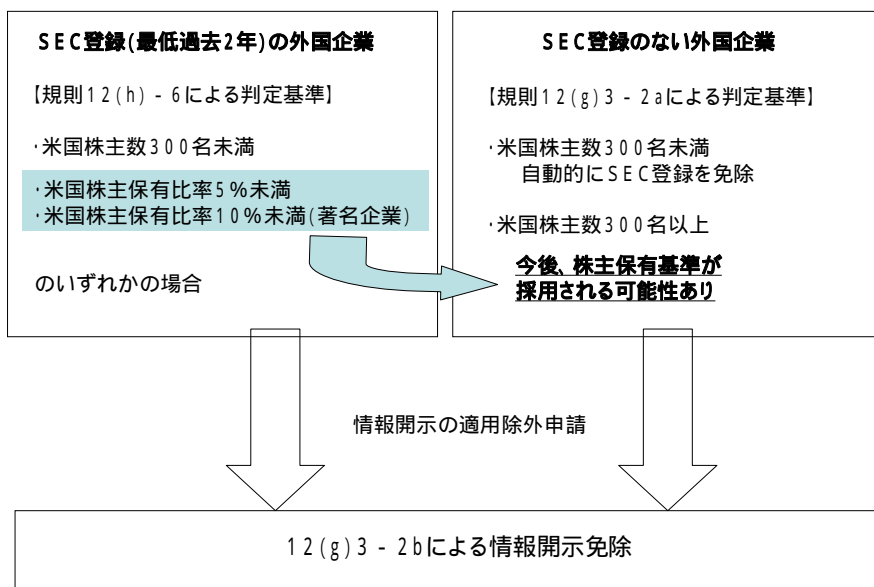
【規則12(g)3 - 2b】

- ・(米国居住株主300名以上の場合)、外国企業がSEC登録の“適用除外”を受けるためには、本国市場で開示しているプレスリリースや年次報告書、財務情報の簡易版の要約をSECに提出する必要がある

外国企業は、規則12(g)3 - 2aに基づき米国居住の株主数を判定することが求められ、300名未満であれば自動的に登録義務は免除される。ところが300名以上である場合は、規則12(g)3 - 2bで規定される諸資料を毎年提出し、SEC登録についての適用除外を改めて受ける必要がある。同規則は米国上場の有無に関係なく日本を含む全ての外国企業に適用されるが、このことは実はあまり知られていない。1990年代には、同条項に違反している日本企業が多いのではないかとの議論が高まり、外国人持ち株比率の高い一部日本企業が相次いで適用除外の申請を行った例も見られた。それ

でも2005年6月現在、SECから適用除外を受けている日本企業は73社に留まっている(2004年6月では66社)。

今回の提案では、新規則12(h) - 6によりSECでの報告義務を終了した外国企業は即、規則12(g)3 - 2bによる情報開示の適用除外が受けられることとなった。このため、規則12(g)3 - 2bが適用される判定基準としては、従来からSEC登録をしていない一般外国企業向けの12(g)3 - 2aと、今回の12(h) - 6が並存することになる(下図参照)。



ただし、注目されるのは今回SECが、規則12(g)3-2aについても、米国株主300名に代わる新しい要件を導入すべきかどうかについてパブリックコメントを求めていることである。先に述べたように、SECは株主数による判定基準が時代遅れであることを認識しており、規則12(g)3-2aの判定基準にも今後、一定の株主保有比率が加えられる可能性が高いといえる。この場合、外

国人持ち株比率が上昇している日本企業にとっては、同規則に抵触し、SECへの適用除外の申請を行わざるを得ないという法的リスクが増大することになる。日本企業は、規則12(g)3-2による法的リスクを再認識し、今後この判定基準が株主保有比率ベースとなる可能性に注意を払っておく必要がある。

## ・ 日本企業への影響 : 1933年証券法(1933年法)規則802との関係

米国市場に上場していないにも関わらず、米国株主の保有比率によりSECへの登録義務が発生する規則は既に存在している。事業統合に関する情報開示について定めた1933年法規則145及び802である。規則145では、株式交換等による企業の合併・統合の際に行われる株式交付を、“証券の募集”に該当するものと見なし、当該企業のSEC登録を求めている。一方、規則802においては、外国企業の事業統合に対する一定の登録免除要件が定められている。

【規則802による外国企業への情報開示免除の要件】

- ・対象となる外国企業\*において、米国居住株主が10%以下\*\*であること
  - ・米国居住株主に本国及び他地域株主と平等の条件で事業統合参加の権利が与えられること
  - ・事業統合に関して、本国での開示情報を英文にし、米国においても一定の情報開示がなされること
- \*吸収合併の場合は消滅会社、株式交換の場合は新株式を受け取る対象会社  
\*\*10%を判定する際には、企業の発行済株式の中から“affiliate”と既定される関係会社による保有分に加え、10%以上保有の大株主(機関投資家も含む)の持分を除いて計算する必要がある

事業統合の際、存続会社の株式を対価として受け取る企業で米国居住株主が10%を超えていると、フォームF-4をSECへ提出する義務が課せられる。フォームF-4とは、統合企業の財務諸表(米国会計基準)から事業統合の背景等まで詳細にわたり記述した資料である。こうした開示義務は、事業統合が米国市場とは関係のない日本企業同士のものであっても適用される。このため、一定の外国人持ち株比率がある日本企業は全て、事業統合を行う際、米国での法的開示リスクを既に負っていると言える。なお、10%の判定(いわゆる10%テスト)は新規則12(h)-6と同様、株主判明調査によるデータ収集も行われ、その計算に当たっては、“affiliate”と呼ばれる関係会社持分だけでなく、10%以上保有する大株主の持分も控除することが求められる。これを考えると、一見、外国人持ち株比率が低い会社であっても、関係会社間での安定株主比率が高い企業や一部大株主が存在する企業でも、米国株主10%超のリスクは存在していることになる。

実は、今回SECが提案した緩和策、規則12(h)-6は、規則802に従いフォームF-4を提出した企業にとって大きな矛盾を抱えるものである。事業統合によりSECへの情報開示を余儀なくされた企業は、通常米国上場企業が準拠する1934年法規則12(g)でのSEC登録

はなく、規則15(d)による年次報告書、半期報告書の提出義務を負うのみである。先に述べたとおり、規則15(d)での義務は、米国居住株主が300名未満であると証明されれば、“一時停止”される。事業統合後、最初の決算期でこれが証明されれば、その後SECに対して20-Fや6-Kといった情報開示義務は即時停止される(ただしその後も、米国株主300名未満の要件を毎年証明し続ける必要がある)。

今後米国市場への上場を意図しない限り、当然フォームF-4提出企業は、新規則12(h)-6に基づきSECへの開示を“恒久的”に終了することを望むであろう。しかし、同規則が適用されるためには“過去2年SEC登録企業であり、過去2回の年次報告書提出を含む全ファイリングを行っている企業”としての要件を満たさなければならない。つまり、“恒久的”な情報開示免除を受けるためにフォームF-4提出後も、最低2年間は20-Fやその他必要な情報開示を継続しなければならないという問題が起きるのである。この意味で規制緩和を意図した今回の新規則は、こうした企業にとっては情報開示規制にかかるリスクを増大させる結果となっている。

## ． 最後に

昨年から大きく回復した日本市場の原動力のひとつは、いうまでもなく外国人株主の買い越しである。日本企業の外国人持ち株比率は、2005年秋には50%以上の企業が10社超、30%以上の企業も100社を超える水準となり、多くの企業において過去最高の比率を記録している。また、一方では会社分割や株式交換制度

などを始めとして、企業再編を促す商法改正も行われ、今後も企業の大型再編が続くことが予想される。こうした環境下で今回の新規制の発表は改めて、日本企業が自国市場だけではなく、米国市場においても法的開示リスクが存在しており、またそのリスクが増大しているという点をかえって際立たせる結果となった。

【新規則12(h) - 6がクローズアップした点】

1934年法12(h) - 6:

保有基準の明確化により、

米国株主比率が低い米国上場企業は情報開示義務が緩和される。

一方、外国人持ち株比率が上昇している日本企業(米国上場)では、反って開示義務継続リスクが高まる。

1934年法12(g)3 - 2:

現在でも米国居住株主数を判定し、300名以上の場合SECへの情報開示免除を受ける必要を再認識。

12(h) - 6同様、株主保有比率での判定基準が採用される可能性がある。これが実現されれば外国人持ち株比率が上昇している日本企業(米国非上場)では、SECへの開示免除申請が必要となるリスクが高まる。

1933年法規則802:

米国居住株主が10%超の場合、日本企業同士の事業統合でもSECへの情報開示義務が課せられる場合があることを再認識。

フォームF-4によるSECへの情報開示後も、追加的に開示継続となるリスクが高まる。

こうした潜在的なリスクを判定するその鍵は、株主保有比率である。定期的に株主の実態を調べ、把握しておくことは、日頃のIR活動やSR活動への利用だけが目的ではない。いつ網にかかるか知れない米国のSEC規則。突然海外から架せられる法的情報開示リスクを回避するためにも、実質株主構成は、第一に企業が把握しておくべき重要課題であることを改めて肝に銘じておきたい。

#### エグゼクティブ・サマリー

米国上場廃止も情報開示が要求される現状を見直し、SECは2005年12月、米国市場撤退を容易にする新規則12(h)-6を提案した。

提案では、過去2年間SEC下で情報開示を行い、過去1年間資金調達・証券売り出しがなく、かつ本国で過去2年上場を維持している企業が、

- ・米国居住株主が300名未満
- ・米国居住株主による浮動株の保有比率が5%以下
- ・著名企業(時価総額7億ドル以上)で、米市場での日平均出来高が本国市場の5%以下、かつ米国居住株主による浮動株の保有比率が10%以下

のいずれかを満たした場合に、SECへの情報開示を終了することが認められる。

判定基準が明示されたことで、米国株主の保有比率が高いSEC登録企業では上場廃止後の情報開示継続リスクは反って高まる。

同判定基準は、一般外国企業(日本企業)への情報開示免除規則12(g)3-2にも今後適用される可能性が高い。この場合、外国人持ち株比率の高い日本企業に対して法的開示リスクが高まる懸念がある。

外国企業同士の事業統合に関する情報開示免除規則802でも、米国株主保有10%との判定基準が設けられている。事業統合についてSECへの情報開示を余儀なくされた日本企業は、今回の新規則によりSECへの開示終了を希望する場合、最低2年間は米国基準で作成した年次報告書の提出が必要となる矛盾が生じている。

SEC規則の判定基準に関しては、Independent Information Service Providerによる共同保管名義(ノミニー名義)に対する調査が有効とされている。日本企業においては、共同保管名義(外国人名義、国内資産管理信託名義)が上昇する中、SECの開示義務基準を明確にしておくためにも、調査において独立性が確保される専門機関を通じた株主判明調査の実施がより重要度を増している。

#### LEGAL INFORMATION

本レポートは信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当社は、本レポートに含まれる情報を利用したこと起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。本レポートに含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は当社に帰属します。当社からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。