

スポンサーなしADR急増の理由

福本 葵

1 はじめに

日本企業のスポンサーなしADRの設定が急増している。バンクオブニューヨークメロンの調べでは、二〇〇八年一〇月以降にスポンサーなしADRが設定された国内企業は、二〇〇九年三月末で一〇八社に上る。⁽¹⁾同じくバンクオブニューヨークメロンによると、八月一日現在、スポンサーなしADRが発行されている日本企業は二〇九社に上る。⁽²⁾これは、スポンサーつきADR発行の企業が六一社であるのに比して圧倒的に多い。スポンサーつきADR、スポンサーなしADRを合わせると日経二二五対象企業の六七％に設定されていることとなる。

スポンサーなしADRの急増の原因は、昨年一〇月から施行されたSECの規則改正による。この改正の前は、スポンサーなしADRを発行するためには、原株の発行会社が、SECに紙ベースで登録免除適用申請を提出しなければならなかった。改正後は、原株の発行会社のインターネットのサイトに必要な情報が掲載されているだけで、スポンサーなしADRの設定が可能となった。つまり、原株の発行会社が関与しないところで、アメリカの預託銀行が原株発行会社のホームページをチェックし、要件が整っているととして、勝手にスポンサーなしADRを設定することが可能となった。

本稿では、スポンサーなしADRの急増のきっかけとなった昨年九月のSEC規則改正の内容、スポンサーなしADRが設定されることによって引き起こされるリスクについて考察したい。

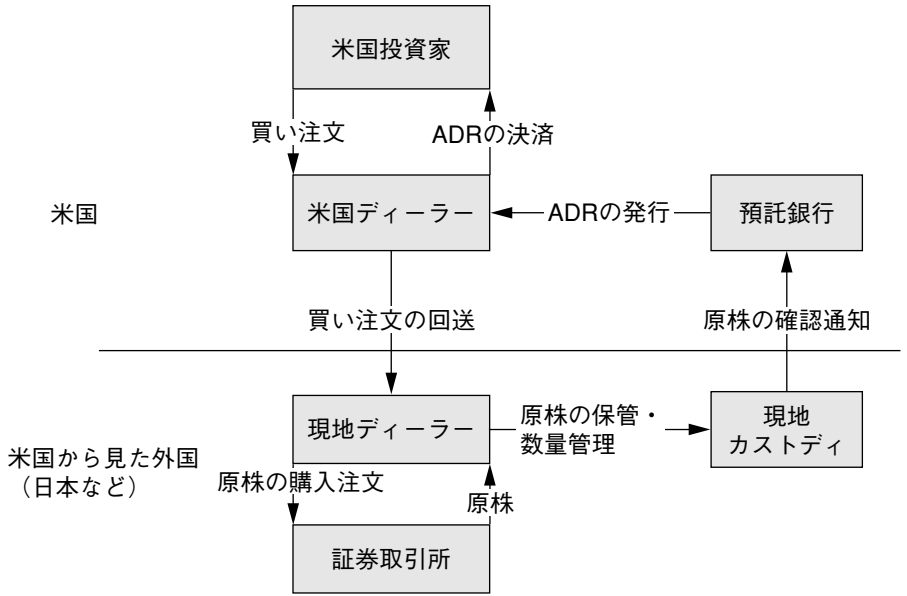
2 ADRとは何か

本題に入る前に、そもそもADRとは何かについて概観したい。ADRとは、American Depository Receiptの略称であり、外国企業・外国政府あるいはアメリカ企業の外国法人子会社などが発行する有価証券に対する所有権を示す、米ドル建て記名式譲渡可能預託証券をいう。

ADRの仕組みは、イギリスや日本などの現地カストディが原株を取得し、その後、これを保管、数量管理する。そして、アメリカの預託銀行が、カストディが取得・保管している原株を裏付けとした米ドル建の預託証券（ADR）を発行し、これが証券会社を通じて、アメリカ国内の投資家に販売され、流通する（図1）。アメリカの預託銀行の代表的なものが、バンクオブニューヨーク・メロン、シティバンク、ドイツエバンク、JPモルガン・チェイスなどである。

ADRには、スポンサーつきADR（Sponsored ADR）とスポンサーなしADR（Unsponsored ADR）とがある。スポンサーつきADRとは、イギリスや日本などの

図1 ADRの仕組み



原株の発行会社がアメリカの預託銀行と預託契約を締結して発行するものであり、レベル1、レベル2、およびレベル3がある。レベル1は簡易な開示によるもので、OTCで取引されるものであり、レベル2は証券取引所に上場され、F-6様式による開示を必要とするものである。レベル3は、証券取引所に上場され、資金調達のための公募発行を行うことができるものである。スポンサーなしADRの場合には、預託銀行は、四行まで設定できるが、スポンサーつきADRは原株の発行会社と預託契約を締結した一つの預託銀行のみが発行できる。他の預託銀行は発行できない。スポンサーつきADRを発行する前に、既にスポンサーなしADRが発行されていることが多い。そのような場合には、発行会社は、預託契約を締結した預託銀行以外の預託銀行と、スポンサーなしADRの発行や流通を取り止めてもらうように交渉しなければならない。さらに、取りやめる預託銀行には将来発生する手数料の補償金を支払うのが通例であるとされる⁽³⁾。

一方、スポンサーなしADRとは、原株の発行会社が関与せず、アメリカの預託銀行が発行するものである。スポンサーなしADRの発行条件を管理するのはアメリカにおける預託銀行のみである。スポンサーなしADRは原株の発行企業の意思とは無関係に発行されるものの、一九八三年以降は当該企業の最低限のディスクロージャーは必要となった。

3 SECへの登録義務（一九三四年証券取引所法12（g））

昨年以来のスポンサーなしADRの急増は、二〇〇八年九月のSEC規則12（g）3—2（b）の改正によるものである。この規則は、一〇月一日より効力発生した。この規則はどのようなものであろうか。

まず、一九三四年証券取引所法は、12（g）1で、「州際通商もしくは州際通商に関係する事業を営む発行者また

はその証券が郵便もしくは州際通商に関する方法もしくは手段により取引されている発行者は、次に掲げる期間内に、次の規定に該当する持分証券を登録しなければならぬ。」とし、上場銘柄および一定の店頭銘柄の発行者は、SECに登録し、年次報告書や臨時報告書などを提出しなければならないことを定めている。

しかし、外国の発行者は、多くの場合、アメリカで証券による公募を行っていない。また、裁判管轄地もアメリカではないので、アメリカ法の適用を受けない。一九六四年に一九三四年証券取引所法が改正され、適用対象を店頭銘柄にも拡大する際、外国の発行者に対しては、開示義務の適用除外とする提案がなされたが、外国発行者に対して、米国発行者社よりも規制を緩和することに對する批判があつた。

そこで、一九三四年証券取引所法12(g)3は、「委員会は、外国発行者の証券を本項の適用除外とすることが公益に適合しかつ投資者の保護に資すると認めるときは、規則または規制により、または委員会の申立に基づき聴聞の告知および機会を与えた後に命令により、外国発行者の証券（その証券寄託証券を含む）を本項の適用除外とすることができる。」と規定した。つまり、SECに対し、「公益に適合しかつ投資者の保護に資すると認めるとき」は、外国発行者の証券を適用除外とすることができる権限が与えられた。⁽⁴⁾

外国発行者の証券は、原則は登録や開示義務の対象であるが、後述するいくつかの条件を満たし、SECが認める場合には、適用除外とすることができる。そして、スポンサーなしADRの発行者はこの適用除外外国証券発行者に該当する。

4 登録義務適用除外要件（SEC規則12(g)3—2）

一九三四年証券取引所法12(g)3—2を受け、SECでは、規則12(g)3—2を制定した。SEC規則12(g)

3—2(a)は、アメリカで証券が流通するforeign private issuer（外国民間発行体）がADRやCertain Foreign Securitiesを発行する場合で、アメリカ国内において投資家が三〇〇名未満の場合には、登録除外となることを定めている。

次にSEC規則12(g)3—2(b)では、アメリカで証券が流通するforeign private issuer（外国民間発行体）がADRやCertain Foreign Securitiesを発行する場合で、アメリカ国内において投資家が三〇〇名を超える場合でも、SEC規則12(g)3—2(b)の示す免除条件を満たせば、登録義務免除となることを定めている。

今回このSEC規則12(g)3—2(b)の示す免除条件に変更があった。

5 改正前のSEC規則12(g)3—2(b)

では、これまでのSEC規則12(g)3—2(b)はいかなるものであり、どのように改正されたのか。

改正前のSEC規則12(g)3—2(b)では、登録の免除を受けるために、外国民間発行体自身あるいはその母国政府が、前年に母国で公表された情報であって、投資家にとって重要な情報の全ての情報が記載された報告書の写しを毎年SECに提出しなければならなかった。また、最初の提出の際、外国民間発行体はSECに対し、米国での証券の保有者の数と彼らが保有するパーセンテージを提出し、米国内の保有者がどのようにしてこれらの株式を得たかを簡潔に示す書類を併せて提出しなければならなかった。

つまり、外国の発行体自身が紙ベースの登録免除適用申請、情報の各項目が正本と同一であることを証明する目録をSECに提出する必要があった。⁽⁵⁾

6 改正後のSEC規則12(g)3-2(b)

(1) 改正後のSEC規則12(g)3-2(b)の概要

改正後のSEC規則12(g)3-2(b)は、外国民間発行体は以下の条件を満たすならば、規則12(g)の例外規定を適用すると規定されている。⁽⁶⁾

①発行体は一九三四年証券取引所法13(a)または15(d)における申請書類や報告書を要求されていない。

②発行体は現在、外国の裁判管轄地にある一つもしくはそれ以上の取引所において、対象のクラスの証券を上場維持している。その裁判管轄地は単独でもよいし、発行者の対象のクラスの証券がそれらの証券の主要な取引市場を構成する別の外国において取引されていてもよい。

③発行体は、インターネットウェブサイトで、または、通常、その主要取引市場の取引者が利用できる電子情報送達系によって、直近の会計年度の初日から英語で情報が開示される。そして、それは、

A. 公開されるかまたは、設立、組織、本拠地がある国の法に従って公開することが要求されている。

B. その証券が取引される主たる取引の場であり、その取引所によって情報が公開される主要な証券取引所に提出されるか提出することが要求されている。

C. そして証券の保有者に配布されるかまたは配布されることが要求される。

(2) 発行体に既存の報告義務がない

発行体は一九三四年証券取引所法13(a)および15(d)の報告義務を要求されていないとはどういうことか。

一九三四年証券取引所法13(a)は、登録証券の発行者に対し、SECへの情報文書および報告書の提出義務を

定めたものである。⁽⁷⁾ 報告書の提出が求められるのは、一九三四年証券取引所法12条の規定に基づいて登録されている証券の発行者であり、12条に基づく報告義務とは、証券が米国で上場されているか、全世界で五〇〇名を超える名義上の証券保有者が存在するかまたは米国で三〇〇名を超える名義上の証券保有者が存在する発行会社である。

次に、一九三四年証券取引所法15(d)とは、登録届出書を提出し、それが証券法に基づき法的効力を有することになった発行者に対する報告義務が規定されている。つまり米国内において登録を要する募集を行った発行者に対する報告義務について規定している。⁽⁸⁾

一九三四年12(g)3-2(b)の適用除外を受けるためには、このような他の規定によって報告義務が課せられている対象ではない者であることが必要となる。

(3) 主たる取引市場が米国外であること

二つ目の条件は、その証券の主たる取引市場がアメリカではないことである。主たる取引市場については、SEC規則12(g)3-2(b) Note 1 to Paragraph (b)(1)に詳しい記述がある。主たる取引市場(primary trading market)とは、発行者の直近の事業年度における取引の少なくとも五五%が、一つまたは二ヶ国以上の米国外の裁判管轄地における証券取引所またはその設備を通じて行われることを意味する。外国民間発行者が、五五%の免除基準を達成する目的で、二ヶ国の外国法域における当該クラスの証券の取引量を合算する場合、二ヶ国のうち少なくとも一ヶ国における取引量がアメリカにおいて外国民間発行者が発行する同じクラスの証券のアメリカにおける取引量よりも多くなければならない。

(4) 電子開示要件

三つ目の条件が電子開示要件適用除外申請および電子開示要求適用除外維持である。電子開示要件適用除外申請の際には、法人格が付与された、設立または本店所在地の国の法律に基づき公表された情報または公表を要求されている情報、その証券が取引または発行された主たる取引所においてファイルされた、またはファイルすることを要求された情報、証券の保有者に対して配布されまたは配布することを要求された情報を開示しなければならない。

以上の情報開示は、改正前の適用除外要件と同様であり、その範囲に変更はない。改正後の規則では、さらに、以下に係する情報が当該株式の投資判断に重要である場合には、外国民間発行体はこれらの情報を電子的に公表することが要求される (b)(1) 項に関する注記三(3)(i)。

- ・ 業務結果および財務状況
- ・ 事業の変更
- ・ 資産の取得または処分
- ・ 証券の発行、償還、取得
- ・ 経営陣または支配権の変更
- ・ 取締役または役員に対するオプション付与、その他報酬の支払い
- ・ 取締役、役員または主要株主との取引

また、12(g)3-2(b) 免除維持するには、インターネットウェブサイトで、または、その主要な取引市場の電子情報送達系によって、以降の会計年度の間、先の会計年度において指定される同じ情報を発表することを発

行人に要求する。先の会計年度公表条件と同様、維持公表条件はその投資家と他の市場参加者が発行体の作成する英語以外の言語の文書に、投資判断となる文書に英語でアクセスすることを助ける。また、規則71と同様に、改正条文は発行体はその英語でない文書を、裁判管轄地における法律、または非アメリカ主要取引所のルール、株主総会または慣習に従って公表された後、直ちに自動的に公表することを要求している。⁽⁹⁾

改正前では紙ベースの提出が必要であったが、新たなルールでは、12(g)3-2(b)の条件を満たす文書をインターネットのウェブサイトまたは主要な市場の開示システムに電子的に発表するだけでよくなった。

(5) 英語による情報開示要件

改正後は、12(g)3-2(b)の適用除外申請およびその維持のために、外国証券発行体は、前述の重要な本国での開示情報だけでなく、以下の書類が外国語で書かれており、この適用除外が関係するクラスの証券への投資判断に重要である場合には、これらの書類の英訳も電子的に開示しなければならない。

開示対象の書類は、

- ・ 年次財務諸表を含む年次報告書
 - ・ 財務諸表を含む半期報告書
 - ・ プレスリリース
 - ・ 株主に直接配布される書類
- である。

7 スポンサーなしADRの原株発行会社のリスク

(1) 投資家の数による登録義務の発生

SECの規則改正により、スポンサーなしADRの発行会社数は急増した。このことは、ADRの原株発行会社によりのようなリスクをもたらすであろうか。

前述のSEC規則12(g)3-2(a)は、アメリカで証券が流通する外国民間発行体がADRなどを発行する場合で、アメリカ国内において投資家が三〇〇名未満の場合には、登録除外となることを定めている。スポンサーなしADRのアメリカにおける投資家(実質株主ベース)が三〇〇名以上になった場合、SEC規則12(g)3-2(a)の免除適用除外となり、SEC規則12(g)3-2(b)の免除義務を満たさなければ、登録義務が発生する。

アメリカ国内における投資家が三〇〇名以上になったかどうかは、SECの“look through”ルールによる。“look through”分析は、アメリカ国内における、当該発行体の裁判管轄地および業務複合取引においてはその参加者の裁判管轄地における、アメリカに居住する実質的株主の口座を特定するために、主要な取引市場において、ノミニーによって保有されていると記録のある証券を調査することを要求している。また、合理的な調査を行った後も、実質的な所有者を特定できる情報が得られない場合には、規則は取得者がビジネスの主要地をもつノミニーと同じ裁判管轄下にある居住者であると仮定することを認めている。

具体的には、これらの調査は、独立した調査会社(Independent Information Services Provider)によるカスタマイズ銀行やブローカー他ノミニー名義人への問い合わせによって行われる。

(2) 訴訟リスク

また、ホームページに誤解を招くような英訳が掲載されている場合など、スポンサーなしADRの原株発行会社がその開示書類による責任を追求される可能性がある。この根拠条文は、一九三四年証券取引所法第10(b)それに基づくSEC規則10(b)―5である。SEC規則10(b)―5は、相場操縦的または欺瞞的な策略の採用を定めたものである。⁽¹⁰⁾このうち、「文書が作成された状況に照らして、誤解されないようにするために、具体的な事実について真実ではないことを述べ、または具体的な事実について必要な陳述を省略すること」という文言がある。例えば、ホームページ上の文章で重要な事実を省略した場合には、この条文によって訴訟が起される可能性は否定できない。証券訴訟はクラスアクションとなるために、その損害賠償責任額は多額である。

(3) 海外不正行為防止法 (FCPA、Foreign Corrupt Practices Act)

さらに、ADRの原株の発行企業が海外不正行為防止法(FCPA)の適用対象となる可能性がある。FCPAは海外不腐行為防止法とも訳される法律である。これはロッキード事件をきっかけに一九七七年アメリカで制定された。一九九七年のOECDの賄賂禁止条約を反映し、修正・拡大され、現在は日本企業も適用対象となる。

FCPAの会計処理条項および賄賂禁止条項(Anti-bribery Provisions)は、一九三四年証券取引法12条に基づき証券を登録した、または同法15(d)に基づき定期報告義務のある発行者に対して適用される。司法省およびSECは、一般的に、米国において株式を発行している、または、米国の取引所で売買されている特定のADRを通じて自国の株式を取引している米国籍ではない会社は、FCPAの対象となるという立場を取っている。つまり、NYSEやNASDAQで取引されているレベル2、レベル3のスポンサーつきADRはその対象となる。⁽¹¹⁾

レベル1のスポンサーつきADRやスポンサーなしADRは、その対象とならないこともありえ、その危険性の度合いは低くなるが、SECが明確に対象から外すと述べている訳ではない。

(4) M & Aの買収者となった場合の発行会社のリスク

また、公開買付をする場合、日本企業同士であっても、米国保有者が一定以上の場合には、SECに対し、Form F-4登録を行わなければならない。この根拠となる条文は、一九三三年証券法5条、それに基づくSEC規則145（事業統合などの株式交換も募集とみなし登録届出書を必要とするもの）である。これには、SEC規則801および802では、上記登録の例外が規定されている。

規則802による外国企業への情報開示免除の要件とは、

- ・ 対象となる外国企業において、米国居住株主が一〇%以下であること
- ・ 米国居住株主に本国およ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である。

一つ目の条件の一〇%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、一〇%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（規則800（h）（自己株式や役員等の持ち株も除く。このため、アメリカ国内における株主が一〇%以下であっても、一〇%以上保有する大株主がいる場合には、例外が当てはまらない場合もある）。

スポンサーなしADRも一九三三年証券法上の証券に該当するので、この規定が適用される。

8 対応策をとる必要があるか

昨年九月にアメリカにおいて、外国民間証券発行体の開示義務免除要件を定めたSEC規則12(g)3-2(b)が改正され、一〇月から施行された。これによって、アメリカにおいて、スポンサーなしADRの発行が急増している。このたびの改正は、SECが自国の預託銀行の要請に応じたために、日本を含め外国企業にとつては、少々厄介なものとなった。

本項では、当該規則およびスポンサーなしADRが発行されることによる、アメリカ国外の原株の発行会社のリスクについて述べた。これらのリスクは、スポンサーなしADRに限定されたものではない。FCPAの適用を受ける可能性は、レベル1のスポンサーつきADRとスポンサーなしADRとに差はないと考えられる。しかし、レベル2やレベル3のスポンサーつきADRになると適用の可能性は増す。

これらのリスクを完全に回避する最も簡単な方法は、英文開示を一切取りやめてしまうか、または、完全な英訳が要求されている書類の一部の英訳を掲載せず、スポンサーなしADRを設定できないようにしておくことである。しかし、この方法は、IRや顧客サービス、海外の顧客の拡大を阻害する可能性があることは否めない。

その他、リスクを完全に回避するためには、アメリカの預託銀行に働きかけて、スポンサーなしADRの発行を取りやめるよう交渉するなどして、スポンサーなしADRの発行をなくさなければならぬ。

また、リスクは残るが、アメリカにおける投資家を把握するためやADRの発行を管理するためには、スポンサーなしADRから、一つの預託銀行と預託契約を締結するスポンサーつきADRに変更する方法が考えられる。レベル1であれば、比較的成本安であると考えられるが、⁽¹²⁾預託銀行に支払うコストには英訳などのチェックが含まれてはならず、ホームページに掲載する英訳が正しいかなどは、別途費用を払って翻訳会社などと契約

をしなければならぬであろう。

ところで、スポンサーなしADRの取引の実態は、投資家が三〇〇名以上となるほど活況なのであろうか。ADRがスポンサーつきであれば、預託銀行は発行会社から預託契約にかかる手数料を徴収することが可能であるが、スポンサーなしADRの場合は、発行費用や配当などの事務手数料を価格に上乘せしなければならなくなる。スポンサーなしADRは、顧客にとっては割高な商品であると考えられる。

そもそも、預託銀行はなぜスポンサーなしADRを発行するのであろうか。投資家からの要請による場合もあるだろうが、スポンサーなしADR発行をする預託銀行の主たる目的は、外国の発行会社との預託契約の締結であることは推測される。そのため、預託銀行は、このたびの規則改正をビジネスチャンスと捉え、四行しか発行できないのであれば早いうちに、スポンサーなしADRを発行しておこうとしたのではないか。

リスク回避の観点から、自社の株式にスポンサーなしADRが発行されているかを把握することは、必要であるかもしれないが、これまでのスポンサーつきADR発行企業のような外国人投資家を増やしたい、海外向けにも知名度を上げたいとする企業とそうでない企業とでは、おのずと対応が異なってくると考えられる。

(付記) 本項は平成二二年度日本学術振興会科学研究費基盤研究(C)一般による研究成果の一部である。

注

(1) 二〇〇九年四月一六日、日本経済新聞朝刊

(2) http://www.adrbnymellon.com/dr_directory.jsp

(3) 「米国で急増したスポンサーなしADR」、商事法務一八五八号、二八～二九頁

(4) Thomas Lee Hazan and David L. Ratner, Securities Regulation 9th Edition, Thomson West, p. 324 (2006)

(5) これらの書類に英訳の義務は課せられていなかった。

(6) <http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58465fr.pdf>

(7) 一九三四年証券取引所法13条(a)「本条第12条の規定に基づいて登録されている証券の発行者は、投資者の適正な保護および証券の公正な売買取引の確保のため、委員会が必要または適当と認めて定める規則および規制にしたがって、次の各号に掲げる情報文書および報告書を委員会に提出しなければならない。

(1) 第12条の規定に基づき提出される申請書または登録届出書に記載または添付することを要求される情報または文書ができる限り現在の事実と合致させるため委員会の要求する情報または文書(およびこれらの写し)。ただし、一九六二年七月一日以前にその全部が履行済の重要な契約に関するものであって、委員会が提出を要求しないものは、この限りではない。

(2) 委員会が定める年次報告書(およびこれらの写し)。ただし、委員会が規則および規制により要求する場合には独立の公認会計士の証明を受けたものならびに委員会が定めうる四半期ごとの報告書(およびこれらの写し)。国法証券取引所に登録されている証券のすべての発行者は、また、前各号に定める情報、文書および報告書の副本を取引所に提出しなければならない。

(8) 一九三四年証券取引所法15条「一九六四年証券諸法改正の制定日以前に効力をもった本項に基づいて有効なまたは有効になる確認書を含む登録届出書を提出した各発行者および、当該日以後に改正される一九三三年証券法に基づいて効力をもつ登録届出書を提出しなければならない各発行者は、本法第12条に基づき登録されている証券に関し本法第

13条に基づいて要求されるものと同じ補足のおよび定期的情報、文書および報告を、委員会が公益または投資者保護のため必要または適当と認めて定める規則および規制にしたがって、委員会に提出しなければならない。本項に基づく提出義務は、当該発行者の証券の発行が本法第12条によつて登録される場合には、自動的に停止されるものとする。また、本項に基づく提出義務は、当該登録届出書が効力を発生した会計年度以外のすべての会計年度の初めにおいて、当該登録届出書の関係する各種類の証券の名簿上の所有者が三〇〇人未満である場合には、自動的に停止されるものとする。本項の適用にあたり、「種類」には、発行者の証券で実質上同じ性格をもち、その保有者が実質上同じ権利と特権を享受することができるすべての証券を含むものと解釈しなければならない。委員会は、本項の適用にあたり、本項の回避を防止するために、委員会が公益または投資者保護上必要または適当とみなす「名義上の保有者」という用語を規則または規制により定義することができる。本項は、外国政府またはその行政上の下部組織によつて発行される証券には適用されない。」

(9)

現在のSECのルールと同様、「直ちに」はその文書を英語に翻訳するのにかかる時間による。

(10)

いかなる者も直接または間接を問わず、州際通称の方法もしくは手段、郵便または国法証券取引所の施設を利用して、以下に掲げる行為を行うことは、違法である。

- a. 詐欺的行為を行うこと
- b. 文書が作成された状況に照らして、誤解されないようにするために、具体的な事実について真実ではないことを述べ、または具体的な事実について必要な陳述を省略すること
- c. 証券の売買に関係して、それがいかなる人に対しても詐欺的行為として作用するか、もしくは作用する可能性があるといかなる行為、慣習、または営業の課程に係わること

(11) SEC Litigation Release No. 15164 (一九九六年一月二日) ほか

(12) Joseph Velli, 'AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS: AN OVERVIEW', 17 Fordham Int'l L. J. 38 (1994) に於て「スポンサーなしADRはコストゼロ。スポンサーつきADRレベル1で一九三三年法F-6登録は五〇〇〇ドル。一九三四年法20-Fは、二二万ドル。レベル2のF-6登録のものは、二〇万ドル。一九三四年法20-Fは、五〇万ドル。レベル3の一九三三年F-1は、四〇万ドル。一九三四年法20-Fは九〇万ドルのコストがかかる」とされている。資料は一九九三年当時のものであるため、現在では、コストも上昇していると考えられる。

参考文献

- ・北村雄一郎「ADR(米国預託証券) 流通企業必読! SEC「外国発行体向け免除規定」改正に伴う留意点」、旬刊経理情報、二二〇六号、三三〜三六頁、(二〇〇九年二月一〇日)。
- ・大橋宏一郎「米国預託証券(ADR) に関する最近の改正が日本企業に与える影響」、金融財政事、六〇(一四)(二八三二)、三四〜三八頁、(二〇〇九年四月六日)。

(ふくもと あおい・客員研究員)