

# SECのフォームF4に関連する問題

福本 葵

## 1 はじめに

平成二四年六月二〇日、全国の証券取引所が共同で発表する「株式分布状況調査」の平成二三年度の結果が発表された。<sup>(1)</sup>これによると、外国法人等の株式保有比率は二六・三%であり、日本株の平均四分の一を保有する投資部門となっている。このうち、最も多いのが米国株主であると考えられるが、米国証券法によって、米国市場に上場していない日本企業同士の事業統合や合併にもかかわらずSECにフォームF4という形式での登録が義務付けられる場合がある。近年、企業の大規模合併が続く中、フォームF4登録のための事務費用が増大し、登録書類作成の時間がかかるため、合併スケジュールが大幅に遅れるという事態も発生している。

また、既存株主保護などの理由から促進されているライツ・オフリングであるが、本格的な実施に関してはいくつかの問題点が指摘されており、そのうちのひとつにフォームF4に関するものが挙げられている。<sup>(2)</sup>

本稿では、フォームF4に関する問題を取り上げ、これを解決するためにどのような措置が講じられているかについて考察したい。

## 2 フォームF4に対応する国内企業の合併

平成二四年六月二〇日に発表された平成二三年度の「株式分布状況調査」によると、外国人株主等の株式保有

比率は二六・三％であり、三年ぶりに低下した。しかし、平成一七年からこれまで、二六％を切ったのは、平成二〇年の一年のみであり、外国人株主は、日本株の平均四分の一を保有する投資部門となっている。

また、近年、企業の大規模合併が増加しているが、米国の一九三三年証券法は、米国に居住する投資家を保護するため、米国市場に上場していない日本企業同士の事業統合や合併であっても、SECに登録が義務付けられる場合があることを規定している。この規定によって、合併等の際、フォームF4対応のための国内外の弁護士費用や米国会計基準に対応した会計資料作成費用等がかかる上に、合併スケジュールが大幅に遅れる事態が発生している。例えば、新日本石油と新日鉱ホールディングスは、当初二〇〇九年一〇月に予定していた共同持株会社の設立を、フォームF4対応のために、半年延期し、二〇一〇年四月とすると発表

表1 近年のフォームF4登録の国内企業同士の大型合併

社名	実施時期	経営統合・再編の方法
第一三共	2005年9月	三共と第一製薬が共同持株会社を設立(株式移転)
三菱UFJ	2005年10月	三菱東京FGがUFJを吸収合併
三井住友海上	2008年4月	三井住友海上が単独で持株会社を設立(株式交換)
三井住友海上・あいおい損保・ニッセイ同和	2010年4月	株式交換によって、経営統合
新日石・新日鉱HD	2010年4月	新日石と新日鉱HDが共同持株会社JXHDを設立(株式移転)
損保ジャパン・日本興亜	2010年4月	損保ジャパンと日本興亜が共同持株会社NKSJHDを設立(株式移転)
中央三井・住友信託	2011年4月	既に持株会社となっていた中央三井トラストHDが住友信託銀行と株式交換し、三井住友トラストHDに名称変更。次に中央三井トラスト傘下の信託銀行と住友信託銀行を合併
パナソニック・三洋電機・パナソニック電工	2011年4月	パナソニックによる三洋電機およびパナソニック電工の株式交換による完全子会社化
トヨタ自動車・関東自動車工業	2012年1月	トヨタ自動車株式会社の株式交換による関東自動車工業の株式交換による完全子会社化
三井住友フィナンシャル・グループ・プロミス	2012年4月	三井住友フィナンシャル・グループによるプロミスの株式交換による完全子会社化

(2009年3月31日日本経済新聞朝刊、2011年1月21日、日本経済新聞朝刊および各社プレスリリースにより作成)

した。<sup>(4)</sup> SECによる登録届出書のレビュー期間は、問題がなくても三ヶ月程度かかる。その他、SECに登録するとすると、日本の会計基準ではなく、米国会計基準 (U.S. GAAP) に対応した会計書類を作成する義務を負う。既に米国市場に上場している企業は、SECに対する登録の手続きについて、対応済みであるが、そうでない企業はこれらの対応を迫られる場合がある。

### 3 SECより提出を求められるフォームF4

では、日本企業同士の合併に際しても求められるSECのフォームF4とは、いかなるものであろうか。

米国の一九三三年証券法第五条Cは、すべての証券の募集 (offering) や売り出し (sales) は、SECに登録しなければならないことを規定している。これには、通常の募集や売り出しだけでなく、株式交換、株式移転や合併等で、存続会社または新設会社が、対価として株式を発行する場合も含まれる。

さらに、一九三三年証券法規則一四五には詳しい規定が置かれている。株式交換を伴う吸収合併、新設合併、株式移転、株式交換等で株主が承認の議決権を行使する場合や反対株主が買取請求権 (appraisal rights) を行使できるなど、株主による投資判断が可能な場合には、SECへの登録が必要な取引となる。<sup>(5)</sup>

### 4 フォームF4の適用除外条件・規則八〇二

前述のように、日本国内における株式交換による合併等の際でも、SECが求めるフォームF4登録を必要とする場合がある。<sup>(6)</sup> しかし、これには、一九三三年証券法規則八〇二条による免除条件がある。つまり、被買収会社の米国居住株主の比率が一〇%以下である海外民間発行体については、登録が免除される場合がある。<sup>(7)</sup> この免

除条件に該当するかどうかは、発行会社自身が調査しなければならない。この調査を一〇%テストという。米国所有者には、名義上の株主だけではなく、実質的所有者も含まれる。

規則八〇二は、海外民間発行体の募集または証券の交換を伴う企業結合等に関する例外である。規則八〇二により、一九三三年証券法五条に規定する海外民間発行体の企業結合に関する株式の交換やエクステンジ・オフ<sup>(8)</sup>における募集または売却であつても、以下の要件を全て満たせば、登録が免除される。

① 米国保有者の保有制限

米国保有者が発行済株式総数の一〇%以下である場合。

② 米国保有者に対する平等な取扱

規則八〇二の適用免除は、対象なる株式の他の保有者と同等以上の条件で、米国保有者が株式交換取引への参加が認められる場合に適用される。募集者は、登録および法的管轄地以外の株式保有者に対し、証券の提供をすることまでは求められていないが、それと代替する現金の提供する選択肢を提供しなければならない。

③ 情報を提供する文書

i. 情報提供者が株式交換や合併等に関する情報提供文書を当該株式保有者に対して発行または配布するのであれば、情報提供者は、発行または配布した日の翌営業日までにフォームCBの形式でSECに対し、その後の改正を含めその情報提供文書を英語で提出しなければならない。情報提供者が外国企業であった場合には、米国における手続きを遂行する代理人を選任するフォームCBの提示を行うと同時にSECに対し、フォームCB<sup>(9)</sup>を提出しなければならない。

ii. 情報提供者は、その後の改正を含め情報提供文書を英語で、その会社の本国において、株式保有者に提供さ

れる情報と比較可能な基準に基づき、米国株主に対し配布しなければならない。

iii. 情報提供者が自国において出版（例えば、プレスリリースや新聞）によって情報を配布するのであれば、米国においても、米国保有者に対し当該取引を告知することが合理的に意図される方法によって、その情報を出版しなければならぬ（英訳した同等の内容をプレスリリースや例えばウォール・ストリートなどの全国紙に対し提供する）。

④注意書き（レジエンド）

以下のレジエンド（注意書き）または同等の説明が、適用可能な範囲で、明確にかつ簡易な言語で、情報提供者が米国保有者に対して出版または配布する情報提供文書の表紙または特に目立った部分に記載されなければならない。

その内容とは、「株式交換または合併が外国会社の証券のためになされるものである。情報提供がアメリカとは異なる外国の情報開示要件の規制を受けている。文書に含まれる決算書がある場合には、アメリカの決算書に相当しない外国の会計基準によって作成されている。連邦証券法では与えられる要求や権利を実行することが難しい場合がある。なぜなら、発行会社は外国に所在しており役員または取締役の全てまたは一部が外国人であるからである。米国証券法違反によって外国の裁判所で外国の会社またはその役員または取締役を告訴することができない可能性がある。外国会社とその系列会社に米国の裁判所の判決を受けることを強要することは難しい場合がある。発行者が株式交換以外の方法で証券を購入するかもしれない（例えば公開市場で購入したり、個人的に交渉して購入する）ことを認識しておくべきである。（買収対象会社またはその役員に対し、米国証券法に基づく救済を求めることは困難である可能性がある）」というものである。

## 5 規則八〇二が求める一〇％テスト

### (1) 一〇％テストの概要

規則八〇二では、米国に居住する証券の所有者を意味する米国所有者が一〇％以下である場合には、フォーム F4 の提出が免除されることが規定されている。このため、米国所有者の保有割合が一〇％以下かどうかを調べるテストをする必要がある。ここにいう米国所有者とは米国に居住する証券の所有者を意味する。米国所有者によって保有されている株式のパーセンテージを算定する。所有は実質株主ベースで行う。

### (2) 一〇％テストの方法

一〇％の方法の詳細については、17CFR (C Code of Federal Regulations) § 8230.800 に規定がある。

#### ① 調査期間

M & A を公表した日の六〇日前から三〇日前までの期間における任意の日を基準日とする。また、この期間内においても計算ができない場合、公表の一二〇日前まで遡ることができる。

#### ② 対象証券

米国所有者の株式保有数を計算する際には、公開買付の対象となっている証券に転換または交換できる American Depositary Shares<sup>(10)</sup>も含める。ワラントやオプションのように、公開買付の対象となる他の証券の類型は計算に含まれない<sup>(10)</sup>。また、公開買付または合併において、買収者が保有する証券（自己株式）および対象会社が保有する株式は含まれない<sup>(11)</sup>。

③ 計算方法、対象者

保有判断を計算する際には原則として株主名簿に従う。また、取引所法下の規則 1230.822 に規定のある計算方法を用いる。<sup>(12)</sup>ただし、米国、買収対象会社の設立準拠法地、または買収対象会社の株式の主たる取引地のいずれかに所在するブローカー、ディーラー、銀行およびノミニーが名義上の株主となっている場合には、実質所有者として米国株主が存在するかどうかの調査につき、これらの名義上の株主に対して紹介を行う方法により、実質所有者の特定に関する合理的な調査 (reasonable inquiry) を行う必要がある。

④ 合理的な調査

合理的な調査を行っても米国の顧客口座に関する情報が得られなかった場合には、この規定の目的に従って、ノミニーの主たる営業所の住所を実質所有者の居住地であると仮定することができる。

⑤ 公の情報

実質的所有者についての公的に提出された報告または別の方法によって知りえた情報が、証券が米国居住者によって保有されていることを示す時、米国所有者によって所有される証券の保有比率を算定する。

⑥ 対象証券の発行人または対象会社との契約により公開買付を行うことができない関連会社以外の者によって証券法 230.822 に基づいて行われる公開買付に対しては、対象証券の発行人は、海外の民間発行人および米国所有者は 10% 以下の株式を保有するとみなす。

⑦ alternate test (代替テスト)

証券法に基づく株式公開買付を含む株主割当増資および合併の際に、発行会社が米国所有の分析を行うことができない場合、対象証券の主たる取引所が米国外にある限り、対象証券の発行会社は、一定の要件を満たせば、

外国民間人および米国所有者が10%以下の株式を保有すると推定できる<sup>(13)</sup> (i)の方法をalternate test<sup>(14)</sup> )。

## 6 ライツ・オフオリングにおけるフォームF4問題

### (1) ライツ・オフオリング発行会社のフォームF4登録義務の概要

平成二三年五月一七日、「資本市場及び金融業の基盤強化のための金融商品取引法等の一部を改正する法律」が成立した。この改正法には、新株予約権無償割当てによる増資(いわゆるライツ・オフオリング)に係る開示制度の整備に関する改正が含まれている。我が国においても、上場企業等の増資手法の多様化の一つとして、ライツ・オフオリングの発行を促進しようとするものである。

公募増資の場合、増資の発表から発行価格決定までの二週間程度は、ブックビルディングの期間として活用されている。しかし、この間にヘッジファンド等の売り浴びせを受け、発行会社の株価が下げられる事態が発生している<sup>(14)</sup>。公募増資以外の新株発行には、株主割当による新株発行や第三者割当があるが、第三者割当は公募増資と同じく、既存株主の経済的利益に影響を与える。しかし、株主割当による新株発行では既存株主からの払込がない場合、発行会社は必要な資金を得ることができず、また、払込を行わなかった株主の経済的利益を損ねることになる。そこで、これらの二つの問題を解決する方法として考えられる方法が、ライツ・オフオリングである。ライツ・オフオリングとは、既存株主に対する新株予約権の無償割当による増資である。ライツ・オフオリングを割当てられた株主は、これを行使し、行使価格の金銭を払い込むことによって新株を取得することができる。また、追加的出資を望まない株主は、ライツ・オフオリングを市場で売却することにより、利益を得ることもできる。

このような理由から利用が促進されているライツ・オフアリングであるが、新株発行よりも時間がかかるなど、実施には様々な問題が挙げられている。その一つにフォームF4についての問題がある。

そこで、金融庁では、ライツ・オフアリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係について検討を行うため、開示制度ワーキング・グループの下に、「法制専門研究会」が設置された。当研究会は、平成二三年九月一六日、「金融庁・開示制度ワーキング・グループ、法制専門研究会報告「ライツ・オフアリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係について」と題する報告書を発表した。

その中で議論されているが、日本企業により発行されるライツ・オフアリングが米国で公募として取り扱われるとフォームF4提出義務が生じるが、日本のライツ・オフアリング発行会社がフォームF4を回避するための方法としてはいくつかの方法が考えられる。まず、第一に前述の規則八〇二に該当する場合である。しかし、これを利用できるのは、前述の通り、米国居住者が一〇%以下である場合であり、それ以外の場合には適用されない。どのような会社でもライツ・オフアリングを利用するためには、欧州で行われているように、米国人株主による新株予約権の行使を一律不可とすることである。この方法によると米国証券法にいう、いわゆる「募集」が行われないために、登録義務は発生しない。しかし、米国株主に、一律ライツ・オフアリングを行使させない方法を採用すると、外国人保有割合の高い発行会社にとっては、十分な資金調達ができず、ライツ・オフアリングの成功を妨げる要因となりうる。また、会社法上の株主平等原則に違反しないかが問題となる。さらに、米国以外にも同様の規制が課される国がある可能性もある。

## (2) 株主平等原則

### ① 株主平等原則とは

ここで問題となる、会社法上の株主平等原則とは、いかなるものであろうか。

会社法一〇九条一項は、「株式会社は、株主を、その有する株式の内容及び数に応じて、平等に取り扱わなければならない。」と規定している。新株予約権は、株式ではないので当然には及ばないとも考えられるが、ブルドッグ・ソース事件最高裁判決では、新株予約権についての株主平等原則を判断した。ブルドッグ・ソース事件決定は、買取防衛策としての新株予約権無償割当であったが、ライツ・オフアリングにも一般に利用できるものと考えられる。ライツ・オフアリングについては、資金調達を円滑に実施するという正当な目的のために必要範囲での相当な取扱として、外国居住者について異なる取扱をしても、株主平等原則に反することには必ずしもならないと解することも不合理ではない。<sup>(15)</sup>

### ② 必要性と相当性

しかし、株主平等原則に抵触しないと解するためには、「資金調達手段として利用するための必要性」と「権利行使を制限される株主の利益との関係での相当性」を考慮する必要があると考えられる。「資金調達手段として利用するための必要性」とは、米国居住株主に一律、ライツ・オフアリングを行使させないとすると、米国証券法に基づく登録規制に抵触するおそれがある一方で、事務・コスト負担を要し、円滑な資金調達に支障をきたすおそれがある。従って、このような場合には、ライツ・オフアリングによる資金調達を行うために、行使制限を利用する必要性があるとするものである。

また、「権利行使を制限される株主の利益との関係での相当性」とは、新株予約権を市場で売却できるなど利

益を確保する手段が講じられている場合をいう。(ライツ・オフアリングの行使を制限されている米国居住株主のような) 特定株主が証券市場で株式を購入できる場合には、株式を購入することにより持分割合を維持することが可能である。

具体的にどのような状況となれば、相当性が認められるかについては、結果として経済的利益の回収がなされることまで必要であるとするものと、環境整備について発行会社が合理的な措置を講じていたといえれば足りるものとするものに意見が別れたとされる。<sup>(16)</sup>

どのような場合に相当性があると解するかについて、実務的には、親株の流通量を見て判断し、親株が十分に流動的であれば、今後発生するライツ・オフアリングの市場についても流動性があると判断されるであろう。

### ③株主総会決議は必要か

ライツ・オフアリングにおける権利行使に関して、株主総会の承認決議が必要かという問題も考えられる。

ブルドッグ・ソース事件の最高裁決定においては、株主総会における高い賛成を得て可決された。既存株主が差別的な扱いを行わない場合には、株主の共同利益を害することになるという判断であったが、必ずしも株主総会における決議が必要であるとは言及されていない。後のピコイ事件でも株主総会決議は必要となされていない。<sup>(17)</sup> 取締役会決議により差別的な新株予約権無償割当を行っている。

## 7 おわりに

近年、外国法人等日本株の平均四分の一を保有する投資部門となっている。このうち、最も多いのが米国株主であると考えられるが、米国証券法によって、米国市場に上場していない日本企業同士の事業統合や合併にもか

かわらずSECにフォームF4という形式での登録が義務付けられる場合がある。日本国内企業の大規模合併が続く中、登録のための事務費用が増大し、また、登録書類作成のために時間がかかるため、合併スケジュールが大幅に遅れるという事態も発生している。

また、資金調達の多様化として促進されているライツ・オフリングであるが、本格的な実施に関してはいくつかの問題点が指摘されており、そのうちのひとつにフォームF4に関するものが挙げられている。

経済産業省が発表した「日米投資イニシアティブ報告書」においても数年に渡り、迅速な組織再編の阻害要因除去（フォームF4）として、日本からアメリカへの要望がなされていた。<sup>(18)</sup>

ライツ・オフリングについては、米国居住株主に対し、一律行使を制限する方法でフォームF4登録を回避するようであるが、株式交換や合併等については、回避できない場合もある。発行会社が米国市場に積極的に上場しているわけではなく、米国人にスポンサーなしADRを保有されている場合にも適用されるなど、近年外国人株主が増加している日本企業にとっては、時間的にも費用的にも負担の大きな規定である。

注

- (1) <http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7g1e600000508d-att/bumpu.pdf>
- (2) 外国法人等とは、外国の法律に基づき設立された法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、並びに居住の内外を問わず日本以外の国籍を有する個人をいう。
- (3) 「金融庁・開示制度ワーキング・グループ報告「新株予約権無償割当てによる増資（いわゆる「ライツ・オフリング」）に係る制度整備について」平成二十三年一月一九日。

- (4) 日本経済新聞、二〇一一年一月二二日。
- (5) Kab Lae Kim "A STUDY ON RULE 145 OF THE SECURITIES ACT OF 1933: HOW TO PROVIDE CLARITY AND PREDICTABILITY IN RULE 145 TRANSACTIONS", Akron L. Rev., 2007, pp149
- (6) フォームF4登録をしなければならない場合については、セオドア・A・パラダイス他「米国証券フォームF4における組織再編取引の登録」、商事法務一八九〇号、四〇～四八頁。
- (7) 大阪証券取引所と東京証券取引所の合併の場合、大証が消滅会社、東証が消滅会社となる。大証を消滅会社（被買収会社）、東証を存続会社とした場合、大証の外国人持ち株比率が六六・一％となっているため、フォームF4提出義務が生じていた可能性が高い。
- (8) 対象会社の株式を対価とする株式公開買付。
- (9) 新川麻他「日本国内におけるM&A取引への米国証券法の適用―一九三三年証券法の登録届出書提出義務を中心に―」商事法務一八一五号、三五～四六頁。フォームCBは当該組織再編取引に関連して公表した、または買収対象者の株主に交付した「情報提供書類」の英訳を添付するものであり、F4よりも作成が容易な開示書類である。フォームF4は米国内における送達用代理人を選任するための書類である。これらの書類は一般に、EDGARシステムを通じて提出する。
- (10) オプションやワラントなどは対象会社の株式に交換され得る証券なので計算に含まれない。
- (11) 二〇〇八年規則改正前は、一〇％超を保有する大株主を計算から除外するという規定があったが、二〇〇八年改正によってこの取扱は排除された。
- (12) 規則12g3-2(a)は、取引所法第12(b)に基づく一定のクラスの証券の登録義務について、そのクラスの証券の米国保有者

が三〇〇名より少ない場合に適用除外を与えるもの。当該米国保有者には、名簿上の保有者のみならず、実質的保有者も含まれる。

- (13) alternate testの規定は、二〇〇八年改正によって加えられたものである。一定の条件を満たす場合には、M & A取引についての公表日の六〇日前を終期とする一二ヶ月に渡る全世界での対象会社株式の一日平均取引高であるAverage daily trading volume test (ADTV) に対する割合に基づいて、米国所有者の保有比率を推定することが認められている。

- (14) 日本証券業協会、証券市場の新たな発展に向けた懇談会、第二回マーケット・インフラ分科会の議事録。
- (15) 鈴木克昌他「ライツ・イシューの実務上の諸問題〔下〕」、商事法務一八九七号、四四頁。
- (16) 小長谷章人・有吉尚哉「ライツ・オフアリングにおける外国証券規制への対応と株主平等原則の関係―法制専門研究会での審議と報告書の概要―」、商事法務一九四四号、三四頁。
- (17) 判例タイムズ二二八二号 二七三頁。金融・商事判例二二九八号、四八頁。
- (18) 二〇〇九年日米投資イニシアティブの報告書、[http://www.meti.go.jp/policy/trade\\_policy/n\\_america/us/data/2009invreport\\_j.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/trade_policy/n_america/us/data/2009invreport_j.pdf)

(ふくもと あおい・客員研究員)