

2009年3月27日 全7頁

# 日本企業のスポンサーなし ADR の発行急増と対応策

制度調査部  
金本 悠希

## 米国証券取引所法上の開示規制対象となる可能性あり

### [要約]

- 米国証券取引所法はエクイティ証券の登録義務を課しているが、SEC はこの義務を（米国から見た）外国民間発行体に免除する規則を定めている。
- 2008年9月、SEC はこの規則を改正し（2008年10月10日発効）、同時に ADR（米国預託証券）を発行する際に提出が求められる様式 F-6 の記載内容も改正した。その結果、一定の場合には外国民間発行体の同意なく ADR を発行することが容易になり、日本企業のスポンサーなし ADR が急増している（改正後 107 社について新たに発行（2009年3月16日時点））。
- スポンサーなし ADR の発行により、その発行体のエクイティ証券を保有する米国居住者が増加すれば、米国証券取引所法上の開示義務を負う可能性がある。
- これに対しては、スポンサーなし ADR を発行した預託銀行に対してその廃止を要請する、スポンサー付き ADR を発行することで預託銀行にスポンサーなし ADR を廃止させるといった対応策が考えられるが、いずれも預託銀行が合意するとは限らないという問題点がある。

## 1. 米国の証券取引所法規則の改正とスポンサーなし ADR の急増

### (1) 米国の証券登録規制とその改正

○米国では、ある発行体のエクイティ証券が以下の条件を満たす場合、その発行体は会計年度最終日から 120 日以内に、登録文書を提出するよう義務付けられる（1934年証券取引所法（"The Securities Exchange Act of 1934"）§ 12(g)、証券取引所法規則 12g-1）。

会計年度最終日において、登録保有者が **500 人以上** で総資産が **1000 万ドル超** の場合

○これは、我が国の発行開示規制に相当し、金融商品取引法 5 条の有価証券届出書の提出義務に相当するものである。

○このエクイティ証券の登録義務については、**外国民間発行体**（"foreign private issuer" たとえば、米国でエクイティ証券を発行している日本企業などが該当する）については、規則によって以下の**二通りの免除規定**が定められている。

大和証券グループ 株式会社大和総研 八重洲オフィス 〒104-0031 東京都中央区京橋一丁目2番1号 大和八重洲ビル

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。本レポートご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。株式レーティング記号は、今後6ヶ月程度のパフォーマンスが TOP 1 X の騰落率と比べて、1=15%以上上回る、2=5%~15%上回る、3=±5%未満、4=5%~15%下回る、5=15%以上下回る、と判断したものです。

- ①米国居住者である登録保有者が 300 人未満の場合
- ②「非米国ディスクロージャー文書」（後述）を開示しているなどの条件を満たす場合

#### (a) 米国居住者が 300 人未満の場合

- 一つ目の免除規定は、全世界ベースで登録保有者が 500 人以上いても、そのうち**米国居住者が 300 人未満**である外国民間発行体については登録義務を免除するという規定である（証券取引所法規則 12g3-2(a)）。

#### (b) 「非米国ディスクロージャー文書」の開示などの条件を満たす場合

- 二つ目の免除規定は、一定の情報（"non-U. S. disclosure documents"「**非米国ディスクロージャー文書**」）を「開示」しているなどの条件を満たす外国民間発行体に、登録義務を免除するという規定である（証券取引所法規則 12g3-2(b)）。

#### ◆規則 12g3-2 (b) の改正<sup>1</sup>

- この二つ目の免除規定を定めている証券取引所法規則 12g3-2(b)は、40 年以上前に制定された規定であり、「非米国ディスクロージャー文書」は**書面**の形式で SEC に提出することが求められていた。
- そこで、SEC は 2008 年 9 月 5 日に証券取引所法規則 12g3-2(b)を改正し（**2008 年 10 月 10 日発効**）<sup>2</sup>、外国民間発行体は「非米国ディスクロージャー文書」を、書面の形式で SEC に提出するのではなく、**自社ホームページ**又は電子的情報配信システム<sup>3</sup>で公表することとされた。
- また、改正により、免除を受けるために SEC に対して申請書を提出する必要がなくなり、条件を満たせば自動的に免除が受けられることとされた。
- 改正の結果、外国民間発行体は、以下の全ての条件を満たせば、証券取引所法 § 12(g)に基づくエクイティ証券の登録義務が免除されることとされた。

- ①証券取引所法 § 13(a)、§ 15(d)に基づく報告書提出義務（※）を負わないこと
- ②主要な取引市場である外国法域の証券取引所に、証券を上場していること
- ③直近会計年度の最初の日から、英語で、以下の「非米国ディスクロージャー文書」<sup>4</sup>を、自社ホームペー

<sup>1</sup> 拙稿「米国の外国店頭企業等の登録免除手続きの改正」（2008 年 9 月 18 日付 DIR Legal and Tax Report）参照。

<sup>2</sup> SEC ホームページ参照（<http://www.sec.gov/rules/final/2008/34-58465.pdf>）。

<sup>3</sup> 主要な取引市場において、原則として公衆が利用できる、電子的に情報を配信するシステム。日本では、東京証券取引所が運営する TDnet が該当するのではないかと考えられる（北村雄一郎「SEC『外国発行体向け免除規定』改正に伴う留意点」経理情報 2009.2.10。）。

<sup>4</sup> 「非米国ディスクロージャー文書」には、少なくとも、①年次報告書、②中間報告書、③プレスリリース、④証券保有者に直接伝達されるその他の全ての通知（communications）及び文書が含まれる。また、「非米国ディスクロージャー文書」

ジ又は電子的情報配信システムで公表していること

- a. 外国民間発行体の設立 (incorporation) 地等の法律により、公表した<sup>5</sup>情報
- b. 外国の証券取引所の開示規制により、公表した<sup>6</sup>情報
- c. 外国民間発行体が証券保有者に通知した<sup>7</sup>情報

(※) 証券取引所法 § 13(a) は、継続開示書類の提出義務を課し、§ 15(d) は補完的・定期的な情報の提出義務を課している。

## (2) 様式 F-6 の改正とスポンサーなし ADR の急増<sup>8</sup>

○規則 12g3-2(b) の改正に伴い、様式 **F-6** という、ADR を発行する際に SEC に提出する書類の記載内容も一部改正された (**2008 年 10 月 10 日発効**)。この改正のため、米国で日本企業について「スポンサーなし ADR」が多数発行されることとなった。

### (a) ADR とは

○ADR (American Depositary Receipt, 米国預託証券) とは、「米国外企業の発行する有価証券を裏づけとし、米国内での流通を目的として設定される証券」である。

○たとえば、日本企業が株式を米国で流通させたいと考えるときに、株式自体ではなくその株式を裏づけとする ADR を流通させることによってその目的を達成する場合に利用される。

○ADR は、裏づけとなる有価証券発行会社の関与の有無により、スポンサー付 ADR とスポンサーなし ADR に区別される。

①スポンサー付 ADR	米国外企業が、預託銀行と正式に預託契約を締結して発行するもの。 米国外企業が ADR 発行の費用 (の全部または一部) を負担する。
②スポンサーなし ADR	米国外企業と預託銀行の間に、正式な預託契約がなく発行されるもの。 米国外企業は ADR 発行の費用を負担しない。

○この ADR を発行するためには、SEC に様式 **F-6** による登録届出書を提出しなければならない。

で公表が求められる情報には、①業務の結果、財務の業績、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経営陣又は支配関係の変更、⑥取締役又は役員 (officer) に対するオプションの付与その他の報酬の支払い、⑦取締役、役員又は主要な株主との取引など、外国民間発行体への投資判断のために重要な情報が含まれる。

<sup>5</sup> 公表することが求められる情報を含む。

<sup>6</sup> 注 5 参照。

<sup>7</sup> 通知することが求められる情報を含む。

<sup>8</sup> 旬刊商事法務「米国で急増したスポンサーなし ADR」No.1858 (2009 年 2 月 25 日号)。IFLR “ADRs for sale!” December/January 2009。河本一郎・大武泰南・神崎克郎編著「証券取引ハンドブック[第 4 版]」791 ページダイヤモンド社 (2000 年)。

### (b) 様式 F-6 の記載内容の改正とスポンサーなし ADR の急増

○先述のように、規則 12g3-2(b) の改正に伴い、様式 F-6 の記載内容も一部改正された。

○具体的には、**改正前**は様式 F-6 の提出者は、米国外企業が証券取引所法の継続開示会社である旨、または米国外企業が規則 12g3-2(b) に基づく書類を提出している旨を明示しなければならなかった。

○そのため、改正前は ADR を発行するには米国外企業が一定の書類を提出していなければ、ADR を発行するには米国外企業にその書類を提出させる必要があった。

○しかし、**改正後**は様式 F-6 の提出者は、スポンサーなし ADR の場合は、合理的調査を尽くした上で (after exercising reasonable diligence) 、以下を記載すればよいとされた。

- ①米国外企業が、規則 12g3-2(b) の求める英文情報開示を行っている旨
- ②米国外企業のウェブサイトまたは電子情報配信システムのアドレス

○この改正の結果、預託銀行は米国外企業のウェブサイトで規則 12g3-2(b) の求める英文情報開示が行われていることを合理的調査を尽くした上で (after exercising reasonable diligence) 確認できた場合、その**米国外企業の同意なく**、スポンサーなし ADR を発行できるようになった。これが、スポンサーなし ADR が急増することとなった原因である<sup>9</sup>。

○様式 F-6 の記載内容の改正により、スポンサーなし ADR が増加することは改正時点で予想されていた<sup>10</sup>。そこで、SEC はパブリックコメント手続きにおいて、F-6 提出の際に米国外企業の同意を求めるか、少なくとも米国外企業に対して通知を行うことを求めるかどうか、意見を募集していた。

○しかし、提出された意見がそのような条件を課すことに反対しており、また、規則 12g3-2(b) を合理化する目的に反するという理由で、米国外企業の同意・米国外企業への通知は求められないこととなった。

## 2. スポンサーなし ADR の発行状況

○前述の改正の結果、日本企業についても、スポンサーなし ADR の発行が急増している。具体的には、以下の会社について、改正の発効 (2008 年 10 月 10 日) 後、スポンサーなし ADR が発行されている<sup>11</sup>。

<sup>9</sup> しかし、実際には、スポンサーなし ADR が発行された日本企業の中には、アニュアルレポートなど一部の英文情報開示は行っているが、規則 12g3-2(b) の求める条件を満たしていない企業も多く、これが 3 で述べる問題点の原因となっている。

<sup>10</sup> 注 2 資料 44 ページ。

<sup>11</sup> 米国店頭市場で ADR を流通させている日本企業のリストについては、たとえば、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン HP ([http://www.adrbny.com/dr\\_directory.jsp](http://www.adrbny.com/dr_directory.jsp)) 参照。

(2009年3月16日現在)

企業名	預託銀行(注)	発行日	企業名	預託銀行(注)	発行日
JSR	CIT	2008年12月9日	大東建託	CIT, DB	2008年10月23日
JUKI	DB	2008年10月10日	ダイハツ工業	BNYM, DB	2009年2月4日
KDDI	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日	タカタ	BNYM, DB	2008年10月10日
SBIホールディングス	DB	2008年10月10日	武富士	BNYM	2008年10月10日
T&Dホールディングス	CIT, DB	2008年11月7日	田辺三菱製薬	DB	2008年10月10日
THK	BNYM, DB	2008年10月10日	千葉銀行	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日
あいおい損害保険	DB	2008年10月13日	中央三井トラスト・ホールディングス	BNYM, CIT	2008年10月15日
アイシン精機	CIT	2008年12月9日	中外製薬	BNYM, CIT, DB	2008年10月28日
アサヒビール	CIT, DB	2008年10月10日	中国電力	CIT, DB	2008年10月10日
アステラス製薬	BNYM, CIT, DB	2008年10月21日	中部電力	CIT	2008年12月9日
イー・アクセス	DB	2008年10月23日	ディー・エヌ・エー	DB	2008年11月3日
イビデン	DB	2008年10月10日	テルモ	CIT, DB	2008年10月10日
インデックス・ホールディングス	DB	2008年11月3日	東京ガス	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日
宇部興産	BNYM, DB	2008年10月20日	東京急行電鉄	BNYM, DB	2008年10月23日
大阪ガス	CIT, DB	2008年10月23日	東京建物	DB	2008年10月23日
小田急電鉄	CIT, DB	2008年10月10日	東京電力	CIT, DB	2008年10月10日
川崎汽船	CIT, DB	2008年10月23日	東芝	CIT, DB	2008年10月23日
関西電力	CIT, DB	2008年10月23日	東ソー	DB	2008年10月10日
キッコーマン	DB	2008年10月10日	東燃ゼネラル石油	BNYM, DB	2009年2月4日
協和発酵キリン	DB	2008年10月10日	東北電力	CIT, DB	2008年10月23日
クラレ	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日	豊田合成	DB	2008年10月23日
栗田工業	DB	2008年10月10日	豊田通商	CIT, DB	2008年10月23日
クレディセゾン	DB	2008年10月10日	トヨタ紡織	DB	2008年10月23日
ケネディクス	DB	2008年10月23日	ドン・キホーテ	DB	2008年10月10日
コカ・コーラウエスト	BNYM, CIT	2008年10月10日	西日本旅客鉄道	CIT	2008年10月28日
国際石油開発帝石	CIT, DB	2008年10月23日	日揮	DB	2008年10月10日
コニカミノルタホールディングス	BNYM, CIT, DB, JPM	2008年10月23日	日本ガイシ	CIT	2009年3月6日
サークルKサンクス	DB	2008年10月10日	日本製紙グループ本社	BNYM, DB	2008年10月10日
サイバーエージェント	DB	2008年11月10日	日本通運	CIT, DB	2008年10月10日
ジェイ エフ イー ホールディングス	BNYM, CIT, DB, JPM	2008年10月23日	日本特殊陶業	DB	2008年11月3日
ジェイテクト	DB	2008年10月10日	東日本旅客鉄道	CIT, JPM	2008年10月28日
塩野義製薬	BNYM, DB	2008年10月10日	久光製薬	DB	2008年10月10日
シチズンホールディングス	DB	2008年10月23日	日立化成工業	DB	2008年10月23日
住生活グループ	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日	日立キャピタル	DB	2008年10月10日
商船三井	CIT, DB	2008年11月7日	日立建機	DB	2008年10月23日
昭和電工	DB	2008年10月10日	ファーストリテイリング	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日
信越化学工業	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日	ファナック	BNYM, CIT, DB	2008年10月21日
信金中央金庫	DB	2008年10月10日	ファミリーマート	DB	2009年1月12日
新日本石油	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日	ベネッセコーポレーション	DB	2008年10月10日
スズキ	BNYM, CIT, DB	2008年10月28日	マツダ	BNYM, DB	2008年10月22日
スズケン	DB	2008年10月10日	三井化学	BNYM, DB	2008年10月10日
スタンレー電気	CIT	2008年12月9日	三菱UFJリース	DB	2008年10月10日
住友化学	BNYM, CIT, DB	2008年10月28日	三菱ケミカルホールディングス	CIT, DB	2008年10月10日
住友重機械工業	BNYM, DB	2008年10月23日	三菱自動車	CIT, DB	2008年10月22日
住友不動産	CIT	2008年12月9日	三菱マテリアル	CIT, DB	2008年10月10日
積水化学工業	BNYM, CIT, DB, JPM	2008年10月10日	村田製作所	CIT	2008年12月9日
セブテーニ・ホールディングス	DB	2008年10月10日	メディセオ・パルタックホールディングス	BNYM, CIT	2008年11月25日
セブン&アイ・ホールディングス	BNYM, CIT, DB	2008年10月17日	ヤフー	CIT, DB	2008年10月23日
双日	CIT	2008年12月9日	ヤマトホールディングス	CIT, DB	2008年10月23日
ソニーフィナンシャルホールディングス	CIT	2009年2月12日	ヤマハ発動機	DB	2008年10月23日
ソフトバンク	CIT, DB	2008年10月10日	ユー・エス・エス	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日
損害保険ジャパン	DB	2008年10月10日	ユニ・チャーム	CIT	2008年10月28日
第一三共	BNYM, DB	2008年10月22日	ローム	BNYM, CIT, DB	2008年10月10日
ダイキン工業	CIT, DB	2008年10月23日			

(注)DB:ドイツ銀行 CIT:シティバンク BNYM:バンク・オブ・ニューヨーク・メロン JPM:JPモルガン・チェース  
(出所)バンク・オブ・ニューヨーク・メロン ホームページ

### 3. スポンサーなし ADR の問題点

- スポンサーなし ADR が発行され、その発行体の証券を保有する米国居住者が増加すれば、米国証券取引所法上の開示義務を負う可能性が生じる<sup>12</sup> <sup>13</sup>。
- 具体的には、（スポンサーなし ADR の発行などにより、）登録保有者である米国居住者が 300 名以上となった場合、前述の規則 12g3-2(b)の条件を満たさない限り、米国証券取引所法の開示義務（年次報告書などの SEC への提出など）<sup>14</sup>を負う。
- つまり、登録保有者である米国居住者が 300 名以上となった場合、規則 12g3-2(b)の条件を満たすべく、「非米国ディスクロージャー文書」を自社ホームページ等で公表するか、年次報告書などの SEC への提出などを行わなければならない。
- このうち前者（「非米国ディスクロージャー文書」を自社ホームページ等で公表）の方が負担は軽いと考えられるが、その場合であっても、業績結果・事業の変更・証券の発行・経営陣の変更等の情報を英語で公表することが求められる。そのためには、年次報告書（に該当する文書）やプレスリリースその他必要な文書を用意して英文に翻訳する必要がある（注 4 参照）。

### 4. スポンサーなし ADR への対応策

- スポンサーなし ADR を発行された企業には、以下のような対応策が考えられる<sup>15</sup>。

- ① スポンサーなし ADR を発行した預託銀行に対する廃止要請
- ② スポンサー付き ADR の発行によるスポンサーなし ADR の廃止

#### (1) スポンサーなし ADR を発行した預託銀行に対する廃止要請

- 一つは、スポンサーなし ADR を発行体に無断で発行した預託銀行に対して、スポンサーなし ADR を廃止

<sup>12</sup> ほかに、スポンサーなし ADR の発行などにより、その発行体の証券を保有する米国居住者の保有割合が 10%を超えれば、その発行体を対象会社とする M&A を行う場合に開示義務が生じる場合がある。

<sup>13</sup> 預託銀行がいわば勝手に発行したスポンサーなし ADR によって、裏付け証券の発行体である日本企業が開示義務を負う（可能性が生じる）のは奇妙にも思える。しかし、この点について注 3 北村は、IR コンサルティング会社の代表者の見解として「預託銀行がアン spons ード ADR の流通企業に、間接的に Rule 12g3-2(b)の義務を課したことになる」という見解を紹介している。開示義務を負うという見解がある以上、開示を行うか、4 で述べるようにスポンサーなし ADR の廃止を検討するのが安全と考えられる。

<sup>14</sup> 様式 10-K による年次報告書、様式 10-Q による四半期報告書、様式 8-K による臨時報告書等を SEC に提出することが求められる。

<sup>15</sup> なお、スポンサーなし ADR の存続を認めることも考えられる。その場合は、3 で述べたように、登録保有者である米国居住者が 300 名以上となった場合は、規則 12g3-2(b)の条件を満たすべく、「非米国ディスクロージャー文書」を自社ホームページ等で公表するか、年次報告書などの SEC への提出などを行わなければならない。

するよう要請することである。

○この対応策は、その発行体のウェブサイト等の情報開示が規則 12g3-2(b)の条件を満たしていない場合は、望ましい選択肢と考えられる。

○しかし、預託銀行がこの要請に応じるとは限らない。また、この対応策では、他の預託銀行が新しいスポンサーなし ADR を発行することを防止することはできない。

○そこで、ウェブサイト上に、そこで提供している情報は規則 12g3-2(b)の条件を満たすのに十分でないことを記載することが考えられる。

○ただし、このように記載することは、IR に与える影響を慎重に検討する必要があるだろう。

## **(2) スポンサー付き ADR の発行によるスポンサーなし ADR の廃止**

○もう一つの方法は、スポンサーなし ADR がスポンサー付き ADR と並存することが認められていない<sup>16</sup>ため、発行体がスポンサー付き ADR を新たに発行することにより、スポンサーなし ADR を発行している預託銀行にスポンサーなし ADR を廃止させるという方法である。

○しかし、この場合、スポンサーなし ADR を発行した預託銀行がこの契約に合意することが必要であり、預託銀行が合意するとは限らない。

○仮に合意したとしても、その際、廃止に伴うコスト・損失を補償するよう求める可能性もある。また、合意後スポンサー付き ADR を発行すれば、その管理コストも生じる。

---

<sup>16</sup> 注 8 旬刊商事法務・IFLR 参照。