

米国証券法フォーム F-4 における経営統合取引の 登録(参考和訳)

2020年5月

はじめに

過去 10 年以上にわたり、日本国内における日本企業間の経営統合取引の多くが、当該取引に係る株主総会決議による承認に先立って、フォーム F-4 による米国証券取引委員会（以下、「SEC」といいます。）への登録が必要とされてきました。本メモランダムは、フォーム F-4 による登録のプロセス及びフォーム F-4 による登録が日本企業に及ぼす影響について説明するために作成されたものです。

- **典型的にどのような種類の取引において、「F-4」が必要となるか？** 日本国内における上場企業が関与する合併その他の株式を交付するストラクチャーによる経営統合取引¹。
- **フォーム F-4 とは？** フォーム F-4 は、経営統合取引に際して発行される証券を米国証券法に基づいて SEC に登録するに際して、日本企業その他の海外民間発行体 (Foreign Private Issuer。以下「FPI」といいます。)² が使用することのできる登録届出書の様式です。SEC に証券の登録を行っていない日本企業にとっては、登録手続きにおいて求められる情報は、当該企業が米国において IPO を行うとしたら必要となる情報と類似したものになります。
- **「10%テスト」とは？** 10%テストとは、合併その他の株式交付型の経営統合取引に係る SEC への登録義務に関して、米国証券法ルール 802 に基づく適用除外規定の利用可能性を簡易的に判定するためのテストです。この適用除外規定を利用するためには、当該経営統合取引における対象会社の株式を実質的に保有する米国株主の割合が、10%以下でなければいけません。

本メモランダムでは、主として、日本の FPI で、現状は SEC の報告会社でなく、また、経営統合取引に関連して必要となった場合に限り SEC への登録届出書のファイリングを行うこととなる発行体に適用される要件を中心に解説します。日本の経営統合取引では、一社又は複数の企業が、他の一社又は複数の企業の株式と引き換えに、自社の株式をオファーする取引が行われることがあります。本メモランダムにおいては、当該取引に際して株式を発行する会社を「**買収会社**」、当該取引の際に株式が取得される会社を「**対象会社**」と呼称します。また、SEC への登録義務は買収会社に適用されるのが通常であることから、本メモランダムにおいては、(文脈に応じて、)買収会社を「**登録会社**」と呼称する場合があります。

以下、パート I では、米国の証券法令上の重要な法源について説明した上で、これらの規制が米国外の企業間の経営統合取引においてどのように影響するかについて検討します。パート II では、SEC 登録の主要なポイント、タイミング及びプロセスについて説明します。パート III では、フォーム F-4 の開示要件を示し、パート IV では、フォーム F-4 の作成に関連して必要となる各種手続きについて説明します。パート V では、(フォーム F-4 の準備に直接関連するものではないものの、)SEC 登録会社となることにより適用される要件の一部について論じます。さらに、パート VI では、SEC 登録後に生じる義務について説明します。

¹ 本メモランダムは、金銭対価のみによる公開買付け又は非公開会社の買収取引を対象とするものではなく、日本国内における株式交付型の取引に関連して生じる米国法上の問題についてのみ説明するものです。本件その他のトピックに関するデービス・ポークのメモランダム(参考和訳を含みます。)については、当事務所東京オフィスのウェブサイト(<https://www.davispolk.com/tokyo>)の右下にある RELATED INSIGHTS をご参照ください。

² 「**海外民間発行体**」とは、全ての海外発行体(外国政府を除きます。)のことをいいます。ただし、直前に終了した四半期会計期間の直前四半期会計期間の最終営業日現在において、以下の事由に該当する発行体を除きます：(i) その発行済議決権付証券の 50% 超が、その名簿上、直接的又は間接的に米国居住者によって保有されており、かつ、(ii) (x) 当該発行体の役員もしくは取締役の過半数が米国国民もしくは米国居住者である場合、(y) 当該発行体の資産の 50% 超が米国内に存在する場合、又は(z) 当該発行体の事業が主として米国において管理されていること(1933 年米国証券法(その後の修正を含み、以下、「**米国証券法**」)といいます。)ルール 405 及び 1934 年米国証券取引所法(その後の修正を含み、以下、「**米国取引所法**」)といいます。)ルール 3b-4 をご参照下さい。)

目次

I. 背景	1
A. 米国証券法上の重要な法源	1
B. 経営統合取引にかかる規制	1
1. 登録義務が発生する可能性のある取引	1
2. 一般的に登録義務の対象とならない取引	2
3. 一般的に回避不能な米国管轄下の手段の利用	3
C. ルール 802 に基づく適用除外	4
II. SEC 登録の基本的事項、タイミング及びプロセス	4
A. 登録の主要なポイント	5
1. 重要な情報の開示	5
2. 重要な事実の不実記載又は欠缺に関する法的責任	6
3. 法的責任に対する抗弁とデュー・ディリジェンスによる調査	7
B. タイミング及びプロセス	7
1. 最初の公表その他の暫定的コミュニケーション	7
2. 財務諸表その他の財務情報	8
3. SEC によるレビュー・プロセス	8
4. 9 か月ルール	9
III. フォーム F-4 が必要とする開示書類の作成	10
A. リスクファクター	10
B. 経営統合取引の背景	10
C. 事業	11
D. 経営陣による財政状態及び経営成績の検討と分析	12
1. 概要	12
2. 重要な会計方針	12
3. 経営成績	13
4. 流動性及び資金源	13
5. トレンド情報	13
6. オフバランス取引	13
7. 契約上の債務	13
8. 市場リスクについての定量的及び定性的な開示	13
E. 重要な契約	14
IV. フォーム F-4 の作成に関連して必要となる措置	14
A. PCAOB 監査	14
B. 開示統制及び手続き	14
C. 米国連邦法及び州法における詐欺行為防止法	15
D. その他の法令に関する検討事項	15
1. 1940 年投資会社法	15

2. 受動的外国投資会社.....	15
3. 外国資産管理局.....	16
4. レギュレーション M.....	16
5. 第 12 条(g)項.....	16
6. 各州の証券法.....	16
V. フォーム F-4 登録届出書の効力発生に伴って適用される法律に関する準備	17
A. SOX 法に基づき遵守する必要の生じる条件.....	17
1. 文書保存方針.....	17
2. 内部通報者保護手続き.....	17
3. 経営陣に対する融資の評価.....	17
4. 倫理規定.....	17
5. 弁護士の職務上の行動規範.....	18
6. 非 GAAP 財務指標.....	18
7. 財務専門家.....	18
B. その他の米国法に基づき生ずる義務.....	19
1. インサイダー取引及び選択的開示.....	19
2. 海外腐敗行為防止法.....	19
3. 将来見通しに関する記載.....	19
4. フォーム 6-K による最新報告書 (Current Reporting).....	20
5. フォーム 20-F による年次報告書.....	20
VI. SEC 登録後に生じる要件.....	20

I. 背景

本パートでは、米国の証券法令上の核となる法源を紹介した上で、これらの規制が経営統合取引（日本の経営統合取引を含みます。）にどのように影響するのかについて説明します。

A. 米国証券法上の重要な法源

米国の証券法上の核となる法源は、米国証券法及び米国取引所法です。米国証券法は有価証券のオファリング及び販売を規制するものであり、また、米国取引所法はセカンダリー・マーケット及び公開会社による定期的な報告義務について規制するものです。SEC は、米国取引所法に基づいて設立された独立機関であり、米国証券市場の規制及び米国の証券法令の執行を担っています。また SEC は、米国証券法、米国取引所法その他の米国における連邦証券関連法令を施行するにあたってのルールや各法の解釈に関するガイダンスを公表しています。関連する他の法律として、2002 年米国サーベンス・オクスリー法（以下、「SOX 法」といいます。）があり、これについては後述します。

B. 経営統合取引にかかる規制

米国証券法第 5 条は、免除規定の適用がある場合を除き、有価証券のあらゆるオファー（offer）又は販売（sale）についての SEC への登録を義務付けています。また、同法ルール 145(a)により、「証券の交換（exchange of securities）」を伴う合併等の取引は、株主が当該取引の承認について議決権を行使する場合その他当該取引に関して株主としての投資判断が必要となる場合³には、上記のオファー又は販売に含まれると定められています。

また、米国証券法第 5 条は、米国外企業による米国外での有価証券のオファー及び販売をとりたてて適用除外とはしていません。しかし、こうしたオファー及び販売が、最低限の米国との関連性を有していない場合、SEC は、当該オファー及び販売を同条に基づいて規制する権限を有しないこととなります。この「米国との関連性」という同条件は、当該取引が「米国管轄下の手段（U.S. jurisdictional means）」の利用を伴う場合に満たされます。以下に説明する理由により、日本国内の上場会社間で行われる合併又はそれに類する株式交付型の取引においては多くの場合、当該「米国管轄下の手段」の利用は不可避であるため、当該取引は、米国証券法第 5 条の対象となるのが通常です。

一方で、金銭対価型の経営統合取引（金銭を対価とする公開買付け等）は通常、米国証券法第 5 条に基づく SEC への登録義務の対象となりません。これは、同条は有価証券のオファー及び販売を規制するものであり、金銭による有価証券の取得に係るオファーを規制するものではないことに基づきます。

1. 登録義務が発生する可能性のある取引

日本国内における経営統合取引のうち、以下に掲げる取引は、証券の交付を伴う取引に該当し、米国証券法第 5 条に基づく SEC への登録義務の対象となる可能性があります。以下、本メモランダムでは、このような取引を総称して「**株式対価取引**」と呼称します。下記の一覧は、SEC の登録義務の対象となる可能性がある典型的な株式対価取引の例です。

- **吸収合併** ある会社が他の会社に吸収される取引であり、消滅会社の株主に対して、存続会社の株式がオファーされます。

³ たとえば、公開買付けにおける応募、合併を承認する議決権行使又は反対株主の株式買取請求権の行使等の判断が含まれます。

- **新設合併** 複数の会社が合併により新会社を設立する取引であり、消滅会社の株主に対して、新設会社の株式がオファーされます。
- **共同株式移転** 複数の会社(以下、「**統合当事会社**」といいます。)がその発行済株式の全部を新たに設立する持株会社に取得させる取引です。統合当事会社の株主に対して、新設持株会社の株式がオファーされます。
- **(単独)株式移転** ある会社(以下、「**株式移転完全子会社**」といいます。)がその発行済株式の全部を新たに設立する持株会社に取得させる取引です。株式移転完全子会社の株主に対して、新設持株会社の株式がオファーされます。
- **株式交換** ある株式会社がその発行済株式の全部を株式交換により他の会社に取得させる取引です。対象会社の株主に対して、買収会社株式がオファーされます。
- **スピンオフ**: 親会社が、その株主に対して、既存の子会社又は新規分割事業に係る持分の 100%を交付する取引です(既存の子会社の場合は「**株式分配によるスピンオフ**」、新規分割事業の場合は「**分割型分割によるスピンオフ**」⁵といいます。)

本メモランダムにおいては、以下の会社を「**買収会社**」と呼称します。

- 吸収合併取引における存続会社
- 新設合併取引における消滅会社
- 共同又は単独株式移転取引における新設持株会社並びに統合当事会社及び株式移転完全子会社
- 株式交換取引における買収会社(株式交換完全親会社)

また、以下の会社を「**対象会社**」とします。

- 合併取引における消滅会社
- 共同又は単独株式移転取引における統合当事会社及び株式移転完全子会社
- 株式交換取引における対象会社(株式交換完全子会社)

新設合併又は共同株式移転もしくは単独株式移転における消滅会社又は統合当事会社もしくは株式移転完全子会社は、買収会社及び対象会社の双方に該当するとみなされます。

2. 一般的に登録義務の対象とならない取引

日本国内における以下に記載の統合案件は、**金銭のみを対価とする経営統合取引**であり、一般的には米国証券法第 5 条に基づく SEC への登録義務の対象にはなりません⁶。本メモランダムにおいては、これらの取

⁴ 当職らの理解では、以前は、日本法上の税制に基づく不利益な取扱いにより、会社分割及び現物配当としてストラクチャーされたスピンオフを実行することは実務上困難でした。しかし、日本における 2017 年 3 月の税制改正により、スピンオフ取引が一定の要件を満たす場合には、親会社及びその株主が当該税務上の不利益を被ることを避けることが可能となり、このようなストラクチャーによる取引を採用する日本企業も出てきていると認識しています。

⁵ スピンオフ取引が親会社による有価証券の「販売(sale)」とみなされる場合には、一般的には、スピンオフされる子会社の有価証券の交付に際して、SEC への登録を行うか又は米国証券法に基づく登録義務の免除規定を満たす必要があります。しかしながら、SEC スタッフは、当該取引に関するガイダンスを公表しており、一定の条件(親会社が、その株主及び流通マーケットに対して、当該スピンオフ及び新たにスピンオフされる事業体についての「適切な情報」を提供することを含みます。)を満たす場合には、当該スピンオフ取引は証券の販売に該当しないとしています。当職らは、スピンオフ取引を行う日本企業に対して、SEC ガイダンスの遵守に関するアドバイスを行っており、ご要望に応じて、同トピックに関するより詳細な情報をご提供いたします。

⁶ 金銭対価取引は、SEC に登録する必要はないものの、対象会社に米国居住株主が存在する場合、一般的な米国証券諸法の適用対象とはなりません。

引を「**金銭対価取引**」と呼称します。以下、典型的な金銭対価取引のストラクチャーの内容及び当該取引が、SECの登録義務の対象にはならないと考えられる一般的根拠について、概説します。

- **金銭対価の公開買付け** 他社の株式を、金銭を対価とする公開買付けを通じて取得する取引⁷であり、米国証券法第5条が定める有価証券の「オファー」又は「販売」に該当しません。
- **金銭対価の組織再編取引** 金銭を対価とする合併や株式交換の場合、対象会社の株主に対して、買収会社の株式ではなく金銭を交付することになるため、米国証券法第5条が定める有価証券の「オファー」又は「販売」に該当しません。
- **全部取得条項付種類株式を用いた完全子会社化取引** 段階的な資本再編取引であり、「償還可能株式手法」と呼ばれることもあります。この方法は、下記のスクイーズアウトの手法が利用可能となったことにより、利用される頻度が少なくなったものと理解しております。
- **強制スクイーズアウト⁸** 2段階式の現金対価公開買付けの第2ステップとして、対象会社株式の総議決権の90%⁹以上を(直接又は1社もしくは複数の完全子会社を通じて)保有する株主が、「特別支配株主」として、対象会社取締役会への通知及び当該取締役会からの承認をもって、少数株主が保有する残りの対象会社株式を金銭を対価として強制的に取得できるとするものです(法律に基づく条件付きのコールオプション)。当該取引は、米国証券法第5条が定める有価証券の「オファー」又は「販売」に該当しません。
- **株式併合** 米国証券法ルール145(a)(c)上、一般株主が端数株式と引き換えに金銭のみを受領する株式併合は、有価証券の「オファー」又は「販売」に通常該当しません。

3. 一般的に回避不能な米国管轄下の手段の利用

米国管轄下の手段を利用せずに株式対価取引を実行する場合には、米国証券法上の登録義務は生じません。しかしながら、かかる米国管轄下の手段(米国における通信手段や銀行システム等の利用)という概念はきわめて広く解釈されており、これを避けることは通常は不可能です。

また、上記のような手段が利用されない場合であっても、米国株主が保有する議決権の行使又は米国株主の参加が、当該株式対価取引の成就のために必要となる場合には、当該取引において米国管轄下の手段

⁷ 以前は、日本法に基づく税務上の不利益な取り扱いにより、日本企業による経営結合取引を自社株対価の公開買付けにより行うことは実務上不可能であったと理解しております。しかしながら、日本の会社法の2015年の改正(総議決権の90%以上を保有する株主によるスクイーズアウトを可能としたもの)及び2018年7月に施行された産業競争力強化法の改正(経済産業省から組織再編計画に対して事前の承認を取得することを条件として買収会社における税務上の不利益な取り扱いを回避することが可能となったもの)により、自社株対価の公開買付けを通じて日本企業の経営結合取引を行うことの利点について、日本の法曹界において既に議論が始まっていると理解しています。さらに、一部には、自社株対価の公開買付け(上記の経済産業省からの承認を得たもの)は、公開買付けの勧誘対象から米国株主が除外される場合には、フォームF-4によるSECへの登録の対象とならない可能性があるという意見もあります。ただし、当職らは、現時点においては、同改正後のルールに基づき実施された取引事例がないことから、こうした議論は推測の域を出ていないと考えております。

⁸ 2015年5月に施行された日本の会社法の改正により導入された制度です。

⁹ 2019年7月に施行された日本の会社法の追加の改正により、対象会社議決権の3分の2しか保有していない株主(又はコンソーシアムを形成する株主のグループ)であっても、追加的条件を満たせば少数株主に対するスクイーズアウトを実施することができるという新たなアプローチも提供されました。当該追加的条件とは、(i)単一の買収会社が発行済議決権の少なくとも50%を保有すること、(ii)当該取引の実行により買収会社の事業が今後3~5年間は確実に改善することとなる旨を記載した事業更生計画を提示し、担当省庁から承認を得ること、及び(iii)少数株主に対して交付される対価が財務的見地から公正である旨の報告書を買収会社が担当省庁に提出することです。

が利用されていると SEC が判断する可能性が高いです。SEC は、米国管轄下の手段を回避することを目的とした取引について、慎重に調査する意向である旨を表明しています。¹⁰

日本におけるほぼ全ての上場会社が、米国居住の実質株主を有しています。株式対価取引において日本における上場会社の株式が対象とされる場合には、米国管轄下の手段の利用を回避することはまず不可能です。日本法カウンセラーからは、株主の不平等な取扱いを禁じる日本の会社法上の株主平等原則により、日本の上場会社の米国株主をまとめて株式対価取引から除外することはできない旨の助言を受けております。それを遵守することによりコストの高い煩雑となる場合であっても、平等に取扱うことが義務付けられていると理解しています¹¹。

C. ルール 802 に基づく適用除外

米国証券法のルール 802 は、FPI による一定の株式対価取引に関して、米国証券法の登録義務に係る適用除外要件を規定しています。本メモランダムにおいては、ルール 802 に関しては、以下の 2 点を指摘するに留めます。

- 同ルールは、日本の上場会社による合併その他の株式交付型の取引において、利用可能な唯一の免除規定となる場合が大半です。
- 前提として、同ルールは、米国における実質株主が対象会社の発行済株式総数(自己株式を除きます。)の 10% 超を保有していない場合に限り適用されます¹²。

日本国外の法域においては、経営統合取引についての SEC への登録を回避するため、他の代替手段を検討することがあります。かかる手段の一つに、株式対価取引において米国保有者の参加を禁ずるとともに、同保有者に対しては、(株式を交付するのではなく)金銭のみを支払うように当該取引をストラクチャーする方法があります。前述のように、日本法上は株主平等原則に基づく株主の平等な取扱いが求められるため、株式対価取引において当該代替案を利用することは一般にできないと理解しています。他の方法としては、株式対価取引が米国証券法第 4 条(a)(2)項が定める私募の要件を満たすよう、参加する米国保有者の数及び属性を限定するための手続きを採用することがあります。ただし、私募による SEC への登録義務の免除は、日本の上場会社の株式の取得を伴う株式対価取引には通常利用できません。

II. SEC 登録の基本的事項、タイミング及びプロセス

ルール 802 に基づく免除規定が利用できない場合、株式対価取引は、通常 SEC への登録が必要となります。当該登録が必要となるため、登録会社は、当該取引の承認のために対象会社の株主に対して開示するのに先立ち、同社の英文による開示のスタンダード及びプラクティスが、適用のある米国スタンダードに合致するよう準備をしておく必要があります。もっとも、FPI である登録会社は、非 FPI(米国における公開会社等)と全く同じ開示スタンダードを満たす必要はありません。これは、FPI はより緩和されたルールを遵守することを、

¹⁰ Commission Guidance and Revisions to the Cross-Border Tender Offer, Exchange Offer, Rights Offerings, and Business Combination Rules and Beneficial Ownership Reporting Rules for Certain Foreign Institutions, Securities Act Release No. 8957, pg. 110 (Sept. 19, 2008) をご参照ください。(<https://www.sec.gov/rules/final/2008/33-8957.pdf> にて閲覧可能)

¹¹ 当職らは、SEC 登録を避けるために、「適格機関購入者(QIB)」であると合理的に信じられる者に米国株主の参加を限定している日本企業のライツオフアリングの事例が少なくとも 1 件あると理解していますが、当該アプローチは一般的なものとはなっておらず、株式対価取引における有効性も証明されていません。

¹² 事案によってはルール 802 を適用できるような方法で取引をストラクチャーすることも可能であると思われる。

SEC が許容しているためです。しかしながら、SEC に登録している他の日本企業による開示と一般的に合致している必要はありません¹³。

SEC への登録には多額の費用及び時間を要し、日本企業の経営陣による注力が必要となりますが、SEC 登録には潜在的なメリット(米国の証券取引所に上場しやすくなる、その後の株式対価取引において株式を買収対価として利用しやすくなる、資金調達の見込みが広がる、自社の有価証券に対する投資家の関心を高める、米国における知名度と評判を高めることができる可能性がある等。)もあります。これらのメリットが SEC 登録を継続することの説得的な理由とはならない場合には、日本の登録会社は、適切な計画をもって準備することにより、登録後約 1 年少々で SEC 登録を廃止することも可能です¹⁴。

A. 登録の主要なポイント

SEC 登録が必要となる場合、株式対価取引における各買収会社¹⁵は、当該取引を登録するためにフォーム F-4 をファイルすることが義務付けられ、それにより SEC 登録会社になります。

米国証券法上、当該有価証券についての登録届出書が SEC に公式に提出されていない限り、米国内で有価証券の「公募(public offer)」を行うことはできません。また、いかなる証券に関しても、以下の要件が全て満たされる場合を除き、米国内における有価証券の公衆への「販売(sale)」を行うことはできません。

- 登録届出書の効力が発生していること
- 目論見書が販売の約定に先立って又は同時に交付されること(もしくは、販売の約定が送付され、購入者がそれを受領する前に目論見書が SEC にファイルされていること)

登録された経営統合取引に関連してオファーされる有価証券の「販売」に付随する法的責任の対象となるのは、当該販売が行われた時点において対象会社の株主に提供された開示です。SEC スタッフによれば、登録された経営統合取引に関連してオファーされる有価証券の「販売」は、対象会社の株主が当該取引を承認するために議決権を行使する株主総会の時点で行われることとなります¹⁶。

1. 重要な情報の開示

米国の証券法令は、完全かつ公正な開示という原則に基づいています。当該開示原則の基本的前提となるのは、投資家が投資判断を行い、流通市場での取引を継続するために必要となる全ての重要な情報を投資家が受領しなければならないというものです。この基本的前提は、フォーム F-4 に基づいて登録される株式

¹³ SEC ガイダンスによれば、Jumpstart Our Business Startups Act (以下、「JOBS 法」といいます。)に基づく「新興成長企業」(Emerging Growth Companies。以下、「EGC」といいます。)の要件を満たす FPI は、同法に基づく EGC に適用のあるメリットを享受することもできます。ただし、株式対価取引を検討している日本の FPI の大半は、JOBS 法に基づく基礎的要件(EGC の直近会計年度に係る「年間総収益」が 10 億 7,000 万ドル未満(この基準にはインフレに基づいて調整されます。)であること。)を満たさないと考えています(なお、「年間総収益」とは、米国で一般に公正妥当と認められる会計原則(以下、「U.S. GAAP」といいます。)(又は FPI が財務報告において国際会計基準審議会により採択された国際財務報告基準(以下、「IFRS」といいます。))を使用している場合は IFRS)に基づく損益計算書上の総収益を意味します。)。FPI の財務諸表が米ドル以外の通貨建てで作成されている場合には、年間総収益は、直近に終了した会計年度の最終日における為替レートをを用いて米ドルに換算されなければなりません。現在の数値は、10 億ドルから 2017 年 3 月に調整されたものであり、SEC は 5 年ごとにインフレ調整を行います。

¹⁴ 登録廃止を行うのに先立ち、登録会社は、少なくとも 12 か月間は米国取引所法に基づく報告を継続的に行い、少なくとも 1 回はフォーム 20-F による年次報告書のファイリングを行わなければなりません。一日の平均取引数/米国株主数に関する追加的要件や過去 12 か月間における新たな SEC 登録による新たな公募に関する制約もあり、これらが登録廃止の可否に影響を与える可能性があります。詳細は、パート VI の登録廃止に関する議論及び下記脚注 35 をご参照下さい。

¹⁵ 前述のとおり、株式対価取引では登録会社が複数となる場合があります。たとえば、統合当事会社 2 社による共同株式移転取引においては、テクニカルには登録会社が 3 社となります。ただし本メモランダムにおける説明の便宜上、以下では一般的に、買収会社及び対象会社をそれぞれ 1 社として扱います。

¹⁶ 当職らに対する SEC による非公式の口頭でのガイダンスに基づきます。

対価取引を実施する際の買収会社による開示と及び買収会社によるその後の SEC への継続報告義務に係る開示に適用されます。

フォーム F-4 登録届出書において開示されるべき情報は、以下の「フォーム F-4 によって要求される開示書類の作成」の項目で説明します。SEC は、ルール、ガイダンス並びに各種の登録及び報告フォームの公表を通じて、SEC が重要であると考えられる情報についての詳細を解説しています。さらに、フォーム F-4 に係る規定（又は参照している規定）には、投資家にとっては重要でない情報であっても、遵守しなければならない多数の情報開示に関する要件が定められています。加えて、登録会社は、(フォームに定められているか否かにかかわらず)開示される情報が誤解を招くものでなく、又は、重要な情報が欠けていないことを確実なものにするのに必要なその他の情報についても開示しなければいけません。

米国の証券法令のレジームにおいては、重要な事実に係る不実記載又は(開示がなされた状況に照らして)誤解を招かないような開示とするために記載されるべき重要な情報の欠けがある場合責任が生じます。したがって、フォーム F-4 の作成にあたっては、重要な点において正確かつ完全な登録届出書とすることが肝要です。

米国の連邦証券法令上、重要性についての「明確な基準」はなく、ある情報が重要か否かの判断は多くの場合、個別の事情や状況に左右されます。米国の連邦最高裁判所によれば、合理的な株主が投資判断を行う際に、ある事実を重要であると考えらるであろう場合には、当該事実は重要なものであるとされます¹⁷。会社及びそのアドバイザーはしばしば、当該重要性の基準をより具体化するために、複数の経験則に依拠します。当該事実の内容に応じて、その情報を開示することによって当該有価証券の価格に影響を及ぼすかどうかを検討する場合もあるし、対象会社の純利益もしくは総資産に影響を及ぼす可能性があることから当該事象を開示すべきかどうかを検討する場合もあります。初期的分析の際には、一定の目安として 5% を基準として用いられることがよくありますが、SEC は、「全ての関連する検討事項の完全な分析についての代替」としてこの数値基準に依拠すべきではないと強く警告しています。すなわち、状況次第では、財務諸表上の数値にごくわずかな影響しか与えないような事実でさえも、重要であるとみなされる可能性があることを意味します¹⁸。

2. 重要な事実の不実記載又は欠けに関する法的責任

米国証券法上、以下の者が有価証券の購入者に対して登録届出書における重要な事実の不実記載又は欠けに関する法的責任を負う可能性があります。:

- 登録会社
- 当該登録届出書が提出された時点における登録会社の各取締役又は同等の職責にある者
- 当該登録届出書に署名したその他の者(すなわち、登録会社の最高経営責任者、最高財務責任者、最高会計責任者及び米国における登録会社の代表者)

¹⁷ TSC Industries v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976 年)。同裁判所は、さらに「ある事実が、利用可能な情報の「総合的な状態(total mix)」を大きく変えたであろうと合理的な投資家に判断される実質的な可能性」がある場合には、当該事実は重要であるとしています。この判断においては、不実記載又は欠けが投資家の投資判断を変えたであろうことを要件とはしておらず、適切な開示がなされていれば、合理的な投資家の判断において重要な意味を持つこととなったであろう実質的な可能性があることを要件としている点にご留意下さい。さらに、Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224, 231 (1988 年)において、同裁判所は、偶発的又は投機的な事象に関する重要性は、当該事象が発生する確率及びどの程度企業活動全体に影響を与えるかと予想されるかのバランスによって判断されるとしています。

¹⁸ SEC 職員会計広報第 99 号—重要性、リリース No. SAB 99 (1999 年 8 月 12 日)をご参照下さい。SEC により提示された、量的にはわずかな不実記載又は事実の欠けであっても重要であると考えられるものの事例として、正確な測定が可能であるアイテム又は正確性の低い見積りに起因するものである場合、業績その他のトレンドに変化を与える場合、アナリストの予想を裏切る結果となることを隠匿するもの、損失から利益に(又は利益から損失に)転じる場合、業務又は利益において大きな影響を与える事業のセグメント又はその一部に関わるもの、規制上の要件又はローンその他の契約上の義務の遵守に影響を与えるもの、経営陣の報酬を増額する効果があるもの、不正取引の隠匿に関わるもの等があります。

- 当該登録届出書において取締役又は取締役役に就任する予定の者として同氏の同意を得た上で氏名が記されている全ての者
- 登録会社の株式の所有その他を通じて登録会社を支配しているとみなされる者
- 当該登録届出書の記載項目を認証した会計監査人その他の専門家

3. 法的責任に対する抗弁とデュー・ディリジェンスによる調査

フォーム F-4 による株式対価取引の登録にあたっては、登録プロセスに関与する上記のの者（登録会社自身を除きます。）は、重要な事実の不実記載又は欠缺に対する「デュー・ディリジェンス」の抗弁を有しています。この抗弁は、フォーム F-4 における開示の十分性について合理的な調査を行ったことを被告が証明できる場合に成立します。調査の合理性は、フォーム F-4 登録届出書における「専門家による部分」(expertized material)と「非専門家による部分」(non-expertized material)とで異なる基準により判断されます。「専門家による部分」は、登録届出書において、専門家のオーソリティにより提供されたものとして記載されるものとされており、これには監査済み財務諸表が含まれます。

- 「非専門家による部分」については、情報が正しいものであると被告が積極的に信じていること、また、「合理的な調査」を経て、当該情報が正しかったと信ずる理由を有していたことが。
- 「専門家による部分」については、被告において当該情報が不正確であったと信ずる一切の理由を被告が有していないことが同抗弁のためには必要です。

B. タイミング及びプロセス

本セクションでは、フォーム F-4 による登録に関連して検討すべきタイミング上のいくつかの重要な問題について説明します。初めて SEC に登録する会社の場合、通常、フォーム F-4 登録届出書の作成は、フォーム F-4 の届出予定日の 6~9 か月前又はより早期に開始されます。フォーム F-4 は、株式対価取引の承認を求める株主総会に係る招集通知が対象会社の株主に対して送付される前に提出され、かつ、その効力が発生している必要があります。以下に詳説するとおり、U.S. GAAP 又は IFRS に基づく財務諸表及びこれに関する開示書類の作成が、SEC 登録において最も時間を要するものであり、全体のスケジュールに最も影響を与えると考えられる事項です。買収会社は、SEC の全ての基準を満たす財務諸表を作成するのに要する時間について、自社の監査法人と協議しておく必要があります。

1. 最初の公表その他の暫定的コミュニケーション

タイミングに関する諸問題のうち最初に検討すべきものの一つに、株式対価取引についての最初の公表（株式対価取引に関する基本合意の発表が含まれます。）があります。最終的なディール・ストラクチャー、対価の比率その他の取引条件が未定であっても、当該公表は、免除規定が利用できる場合を除き、SEC への登録が義務付けられる米国証券法第 5 条における証券の「オファー」に該当する可能性があります。このような初期の段階では、フォーム F-4 登録届出書をファイルする準備は済んでいないのが通常です。したがって、当該取引の公表その他のパブリック・コミュニケーションは、米国証券法第 5 条に抵触する有価証券のオファーとみなされない方法で行われる必要があります。

米国証券法のルール 425 は、SEC に登録される予定の経営統合取引に関連して行われるこのような初期的な公表資料その他の書面によるコミュニケーション（たとえばプレス・リリース、プレス・コンファレンス資料、投資家又は従業員に対するコミュニケーション及び投資家コミュニティからの質問対応）に関するセーフハーバーを定めています。ルール 425 を利用する場合には、当該取引の当事会社は、株式対価取引に関連する公表資料その他の書面によるコミュニケーションを、その公表日のうちに、英文で SEC に提出する必要があり、これらのコミュニケーションには、所定のレジェンドを記載しなければなりません。「書面によるコミュニケーション」は広く解釈されており、たとえば、当事会社のウェブサイトにおいて繰り返し使用される又はアクセス可能な音声録音又はビデオ録画も含まれます。当該提出は、SEC の電子データ収集分析検索システムである

EDGAR(日本における EDINET(Electronic Disclosure for Investors' NETwork)に相当するもの)を通して電子的に送達されなければなりません。EDGAR による(初回ファイリングの)提出を行うために必要なコードを SEC から取得し、これらのコミュニケーションの英訳文を作成した上で、文書ファイルを EDGAR フォーマットに変換するためには、一定の準備期間が必要となるのが通常です。当職らは、通常、株主総会までの期間、継続してルール 425 に基づくファイリングを行うことを提唱します。なお、一つの株式対価取引において、ルール 425 に基づくファイリングを多数回にわたり行うことが通例です。

2. 財務諸表その他の財務情報

上述のように、フォーム F-4 において必要となる IFRS 又は U.S. GAAP に基づく必要な財務諸表を当事会社が既に作成していない場合、当該財務諸表を初めて作成する作業には 1 年又はそれ以上の期間を要することもあるため、フォーム F-4 において必要となる財務諸表の作成及び監査に要する時間がスケジュールに影響することが頻繁にあります。議論の便宜上、財政状態及び経営成績という観点から買収会社と対象会社が同程度の規模であることを前提にすると、両社は、同程度の開示(財務諸表に関するものを含みます。)を行うのが通例です。各当事会社は、(i) IFRS、(ii) U.S. GAAP 又は (iii) 日本において一般に公正妥当と認められる会計原則に従いつつ、U.S. GAAP に対する適切な調整(reconciliation)を行ったもののいずれかに従って、最低 2 期分の連結年次財務諸表¹⁹を作成する必要があります。

フォーム F-4 に含まれる登録会社の年次財務諸表は、公開会社会計監督委員会(以下、「PCAOB」といいます。)基準に従った監査を経る必要もあります。過去、SEC に登録している日本企業の多くは、U.S. GAAP に基づく報告を行っていましたが、今日では、多くの日本企業が IFRS に基づいて SEC への報告を行っています。後述する SEC によるレビュー・プロセスは、通常、これらの PCAOB 基準による監査が完了するまでは開始されません。

当事会社の年次財務諸表に加え、取引の実行により予測される影響を反映したプロフォーマ財務情報の開示が求められます²⁰。

IFRS に準拠した財務諸表を既に準備している発行会社は、財務情報に関するフォーム F-4 の開示要件を格段に充足しやすくなります。しかしながら、SEC の要件は PCAOB 基準に従って監査された年次財務報告書及び上記のその他の財務諸表や財務情報の開示を求めているため、IFRS を適用している会社にとっても、引き続き手続上の負担となるものと思われます。

3. SEC によるレビュー・プロセス

フォーム F-4 の効力発生が宣言される前に、SEC が提出文書をレビューし、これにコメントするための時間が必要となる可能性があります。そのための時間を SEC に付与するため、F-4 の登録届出書を作成する会社は、効力発生予定日の 3 か月から 4 か月前に、フォーム F-4 の登録届出書の初稿を SEC に非公開ベースで提出することが一般的です。通常、かかる非公開ベースでの提出は、年次財務諸表の監査が完了し、フォーム F-4 の登録届出書が実質的に完成するまでは行われません(ただし、登録会社が公開ファイリングを行う際に開示する必要はないと合理的に考える年次及び期中の財務データは省略することができます。)

¹⁹ 2019 年 5 月、SEC は、事業の取得及び処分に関する財務開示要件の改正案を提案しました。これにより本メモランダムに記載の要件の一部が変更される可能性があります。SEC は、本提案に関してパブリック・コメントを募集しており、本メモランダムの日付時点では、当該改正は施行されていません。これに関する詳細は、当事務所メモランダム「SEC Proposes to Simplify Financial Disclosure for Acquisitions and Dispositions」(2019 年 5 月 7 日)をご参照下さい。

²⁰ フォーム F-4 において、その他の財務諸表(近時及び今後の買収事業又は一定の持分法適用会社に係る別個の財務諸表等)及び情報(当事会社が銀行、損害保険、石油・天然ガス及び採掘等の所定の業界に属する場合には、当該業界に係るインダストリー・ガイド情報等)の開示が必要となることもあります。

フォーム F-4 登録届出書は、SEC の企業ファイナンス部 (Division of Corporation Finance) に事前の届出 (非公開ベース) がなされると、当該登録会社が属する業種セグメントのファイリングを担当する SEC 内の特定の部局に割り当てられます。非公開ベースの初回届出時から 30 日前後経過後に、同 SEC スタッフは、SEC のコメント・レターを登録会社又はその米国法カウンセルに送付します。当該 SEC のコメント・レターにおいて、開示内容の修正や、既存の開示内容の十分性や会計上の論点に対するポジションを SEC が評価するために必要となる補足的な情報の提供を求めることになります。通常、当初の SEC からのコメントに対する対応のために 2 週間から 3 週間程度を要し、SEC のその後のレビューのためにさらに 2 週間程度 (場合によってはそれ以上) の期間が必要となります。さらにその後、SEC から追加のコメントを受領する可能性があり、1 週間以内に登録会社によって回答が行われる場合があります。こうしたコメントへの対応とレビューのやり取りが、さらに続く可能性もあります。これらの期間は、関連する論点の内容、企業、及びコメントへの対応に関して経営陣が適切に協力できるか否かといった点によって大きく異なります。SEC 登録をしていない FPI の場合には、SEC の事前届出 (非公開ベース) の制度を活用する機会が多いため、正式な公開ファイリング (EDGAR 経由で電子的に行われるもの) は、SEC からのコメントに全て対応し終わってから行われるのが一般的です²¹。

これまで、日本の発行体に係る株式対価取引において、非公開ベースでの初回の事前届出後に、SEC がフォーム F-4 のレビューを要しないと判断した事例が少数あります。しかしながら、SEC スタッフが、特定の取引のレビューを差し控えるか否かは事前に予測できないため、SEC スタッフによるレビューが行われることを前提として取引のスケジュールを立てることを推奨します。

フォーム F-4 は、対象取引を承認するための株主総会に係る招集通知及び目論見書 (フォーム F-4 に含まれます。) が対象会社の株主に送付されるのに先立ってファイリングされ、かつ、その効力が発生している必要があります。したがって、登録会社は、フォーム F-4 による当該登録届出書の効力発生を宣言することを求める正式なリクエストを、SEC に提出する必要があります。

4. 9 か月ルール

SEC は、監査済み財務諸表の対象期間に関する多くのルールを定めています。そのうち、フォーム F-4 の作成スケジュールに影響を及ぼす可能性があるのは「9 か月ルール」です。なぜなら、該当する場合には、期中の連結財務諸表を追加的に作成し、フォーム F-4 に追加する必要があるためです。直近の監査済み会計年度末から 9 か月経過した日よりも後に登録届出書の効力が発生する場合には、当該ルールに基づいて追加的な財務諸表の開示が要求されます²²。たとえば、3 月 31 日が会計年度末である登録会社の場合、対象会社の株主総会が、1 月 1 日から 6 月中旬 (最新の期末連結財務諸表が一般的に利用可能となる時点) までの間に開催される場合には、当該 9 か月ルールが通常適用されることとなります。

9 か月ルールにおいて要求される期中財務諸表は、適用のある SEC 基準 (すなわち、IFRS、U.S. GAAP 又は U.S. GAAP への適切な調整 (reconciliation) を行ったもの) に基づいて作成され、少なくとも会計年度の最初の 6 か月²³ を対象期間とし、かつ前年同期の比較数値が記載されている必要があります。期中財務諸表は、監査又はレビューを経る必要はありませんが、SEC は、当該期中財務諸表が会計監査人によってレビューされることが望ましいとしています。

²¹ 当初の登録届出書のドラフトの届出は非公開ベースで行われるものの、SEC による当該ファイリングのレビューが完了すると、SEC は、(登録届出書の効力発生が宣言されてから 20 営業日以降に、) EDGAR システム上でコメントレター及びそれに対する登録会社の回答内容を公表する点にご留意ください。

²² 実務的には、対象会社の株主が対象取引の承認を行う株主総会の開催日まで継続して登録届出書の効力が生じている必要があるため、(登録届出書の効力発生後、株主総会の開催日まで) 直近の財務情報を含んだ訂正登録届出書のファイリングを避けるために、株式対価取引においては、同日付は、かかる株主総会の開催日を基準に計算する必要があります。

²³ 登録会社が、いずれかの時点で、最初の 6 か月の期間よりも新しい期間に係る期中財務情報を公表する場合、(最初の 6 か月間の代わりに、) 当該新しい期間に係る期中財務情報を含める必要があります。

III. フォーム F-4 が必要とする開示書類の作成

次に、開示の観点から、フォーム F-4 の作成及びファイリングに関する要件について解説します。

フォーム F-4 は、以下の 3 つのパートから構成されます。

- **表紙** 登録届出書の最初のページです。表紙には、SEC が登録届出書の管理を行うのを容易にするための情報が含まれます。表紙は、SEC に対してファイルされますが、対象会社の株主に送付される情報(すなわち、後述の目論見書)には含まれません。
- **目論見書** 目論見書は登録届出書の中核であり、ファイリングにおける大半の開示事項及び財務情報が含まれます。目論見書は、フォーム F-4 による登録届出書の一部として組み込まれており、独立した文書として対象会社の米国株主に別途送付されます。
- **第 2 部** 登録届出書の第 2 部には、補償(indemnification)、登録会社による誓約(undertakings)、登録届出書の署名ページ及び添付書類、並びに財務諸表の付属明細書(financial statement schedules)が含まれます。登録届出書の第 2 部は SEC にファイルされるものの、対象会社の株主に送付される目論見書には含まれません。第 2 部に基づきフォーム F-4 と併せてファイルすることが求められる添付資料の中で、重要な契約書がおそらくもっともセンシティブなものになります。下記「重要な契約」における議論をご参照下さい。

フォーム F-4 登録届出書において開示すべき主要な情報について、以下で概説します。また、**添付資料 A** にて、フォーム F-4 の目次に記載される典型的な項目を列挙した上で、簡潔な説明を行っています。下記の議論は、主として登録会社に関するものですが、前述のとおり、買収会社と対象会社が財政状態及び経営成績という観点から同程度の規模であれば、両社は、同水準の開示書類を作成することが一般的には必要となります。

A. リスクファクター

目論見書の「リスクファクター」のセクションにおいては、登録会社又は同社が属する業種固有のリスクファクター及び当該経営統合取引を投機的又は高リスクなものとするようなリスクファクターを、具体的に開示する必要があります。リスクファクターは、とりわけ対象会社の株主の視点から見て、経営統合取引に係る潜在的な「ダウンスайд」となる事項に焦点を当てる必要があります。また、目論見書の他の箇所で詳細に説明されている内容を重複しただけ記載を避ける必要があります。SEC は、発行体に対し、リスクファクターの各項目について、発行体は重要なものから順に列挙するよう推奨しています。フォーム F-4 登録届出書におけるリスクファクターは、日本企業がその有価証券報告書等に記載するリスク要因等の記載と類似していますが、フォーム F-4 のリスクファクターにおいては、より詳細にリスクを記載することが多く、また、当該取引に固有のリスクについても記載することとなります。

特定の業種(銀行等)の会社については、特定のリスク(国際的制裁の対象となっている国々との取引に関連したリスク等)に関連する追加的な情報の開示を SEC から求められることがあります。かかる事情等に鑑みると、登録会社にとって、類似の業種に属している他の企業が開示しているリスクの内容を検討することは有益です。SEC は、あらゆる発行体又はあらゆるオフリングに共通して当てはまるようなリスクに関しては、登録会社がそれを開示することを控えるよう推奨しています。

B. 経営統合取引の背景

フォーム F-4 における目論見書で通常利用されるフォームでは、当該経営統合取引に関する内容が複数のセクションにわたって記載されるのが通例です。まず、目論見書の表紙及び内表紙に続き、当該経営統合取引及び対象会社の株主総会における株主の議決権行使手続きに関する Q&A セクションが設けられます。当該 Q&A セクションにおいては、当該経営統合取引に関して対象会社の株主が抱くと考えられる疑問のうち、主要なものについて明確かつ簡潔に答えることが想定されています。Q&A セクションの後には、サマリーセクションが続きます。当該セクションにおいては、目論見書の情報を要約して開示すると共に、より詳細な

説明がなされている目論見書の他の箇所へのクロス・リファレンスが行われるのが通例です。当該サマリーの後に、上述した「リスクファクター」セクションが続き、その後、主要財務データ、取引市場及び配当のセクションが続きます。

次のセクションには、当該経営統合取引を承認するために招集される対象会社の株主総会に関する情報が記載されます。このセクションには、反対株主の株式買取請求権、基準日、議決権の行使方法及び計算方法、取引の承認に必要な議決権数等の情報が記載されます。対象会社の株主に対して議決権代理行使の委任状、同意書又は承認権限の委任状を勧誘する場合、勧誘を行う者に関する情報及び委任状の取消可能性に関する情報を開示することが求められます。

その後続くセクションでは、当該経営統合取引についての説明がなされます。このセクションにおいては、当該取引又はこれに関連する取引に係る買収会社と対象会社間の接触が時系列に沿って記載されると共に、当該各接触における重要事項について説明する必要があります。当該セクションにおいては、当該各接触における主要な質問、議論された内容、至った結論及び当該取引がビジネス上の観点から実行するに値するものと当事会社が信じるに至った理由の説明がなされるのが通例です。また、このセクションにおいては、当該取引の会計上の取扱いに関する記載がなされると共に、フィナンシャルアドバイザーが対象会社の取締役会に提供したフェアネスオピニオンが目論見書において言及されている場合には、当該フェアネスオピニオンのサマリーが、その前提となった財務分析と共に開示されます²⁴。

また、本セクションの前に記述されていない場合には、通常、合併契約書等の内容を説明するための別セクションが設けられます。当該セクションでは、通常、対象取引のストラクチャー、当事会社による表明・保証及び誓約事項、当該取引の前提条件、クロージング日、並びに契約の解除及び効力発生後の事項に関する当事会社間の合意事項の概要が記載されます。

C. 事業

フォーム F-4 は、買収会社及び対象会社双方の事業についての説明を求めており、通常はそれぞれ独立したセクションが設けられます。事業の説明の目的は、当事会社の事業運営、当事会社が製造する製品又は提供するサービス及びその事業に影響を及ぼす要因に関する情報を開示することにあります。当該情報には、以下のような情報が含まれます。

- 当該会社の資産、工場及び設備の十分生及び適格性、並びにそれらキャパシティの追加又は削減に関する計画
- 自社の沿革及び基本的事項に関する情報(各会社の正式名称及び営業上の名称、設立年月日、住所及び電話番号、自社の事業展開における重要な事象並びに最近の M&A 活動に関する情報が含まれます。)
- それぞれの業務と主要な活動についての説明(直近 3 年間に於いて販売・提供した製品又はサービスの主要なカテゴリーに関する説明をします。)
- 各当事会社が属する主要なマーケット(地域別及び製品別)及び各事業の季節性に関する説明
- 原材料、販売チャネル、特許、契約及び製造工程に関する情報のサマリー(重要である場合)
- それぞれの当事会社の競争上の地位に関する見解の具体的な記載
- 当事会社の事業に重大な影響を及ぼす政府当局による規制についての説明

²⁴ 当該フェアネスオピニオンが、フィナンシャルアドバイザーに提供される財務予測に係る内部資料に依拠している場合、SEC からは、当該財務予測に係る開示を求められることが想定されます。そのため、当該開示を当初から行うことが実務上通例となっています。

- 当事会社が企業グループのメンバーである場合には、当該グループ及び当該グループ内における当事会社のポジションについての説明
- 両当事会社の子会社、不動産及び一定の有形固定資産についてのリスト
- 重要な事業拡大の計画に係る説明
- 重要な訴訟(行政手続きを含みます。)に関与している場合には、それらに係る説明

D. 経営陣による財政状態及び経営成績の検討と分析

フォーム F-4 では、対象会社の財務諸表が登録届出書に含まれることを前提として、買収会社と対象会社の双方の経営陣による財政状態及び経営成績の検討と分析(以下、「MD&A」といいます。)の開示を行うことが要求されます。こうした MD&A の開示は、通常、各会社ごとにセクションを分けて記載されます。MD&A を記載する目的は、投資家が当事会社の財政状態及び経営成績を理解するために必要な情報を開示することにあります。MD&A は、当事会社の財務諸表の内容を単に繰り返すものであってはなりません。むしろ、以下の 3 つの主要な目的を充足する開示内容でなければいけません²⁵。

- 投資家が当事会社を経営陣の目線で見られるように、当事会社の財務諸表の所定の項目について文章による説明及び分析を行うこと
- 財務情報全般の開示を補強し、財務分析を行うためのコンテキストを提供すること
- 当事会社の収益及びキャッシュ・フローの内容及び変動可能性を示すことで、過去の業績がどの程度将来の業績を示す指標となるかという点を投資家が確認できるようにすること

一般論として言うと、米国以外の法域においても本セクションと同様の概念が存在しますが、米国におけるその運用はより厳格であると多くの企業に受け止められることが多いです。

以下に述べるように、MD&A に関する開示は、通常、複数のサブ・セクションに分けられます。

1. 概要

MD&A セクションは、通常、財務運営の業績に影響を及ぼす諸要因の概説から始まります。当該諸要因は多岐にわたりますが、たとえば、経済環境全般、当事会社の製品のグローバル市場、主要な規制上の問題点、当事会社の戦略ストラテジーの変更、為替レートの変動その他対象期間において当事会社の業績全般に影響を及ぼし、また、継続的に影響を及ぼすと予想される類似の諸要因又は傾向等が含まれます。当該セクションには、通常、事業における主要なドライバー(すなわち、会社の業績に影響を与える最も重要な事業、市場及びその他の要因)に関する検討も含まれます。

2. 重要な会計方針

次に、重要な会計方針について説明します。(i) 発行体が、会計上の見積りを算出する上で不確実性の高い事項に関して何らかの仮定を行う必要がある場合で、(ii) 当該見積りは、合理的に選択可能であった他の複数の見積りの中の 1 つに過ぎず、かつ、(iii) 当該見積りの変更が発行体の財務情報の開示に重大な影響を与える場合には、発行体は、当該サブ・セクションにおいて以下の事項を開示する必要があります。

- 当該見積りの内容

²⁵ Securities and Exchange Commission, Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations, Securities and Exchange Commission, Securities Act Release No. 8350 (December 29, 2003) (<https://www.sec.gov/rules/interp/33-8350.htm>にて閲覧可能です。)

- 発行体が、当期において、他の見積り(それを選択することにより、財務情報の開示に重大な異なる影響を及ぼしうるもの)を選択することが可能であった理由
- 当該見積りの変更が開示内容及びセンシティブティ

3. 経営成績

経営成績に関するサブ・セクションは、通常、重要な会計方針の説明の後に記載されます。このサブ・セクションでは、発行体の利益に重大な影響を与えるような重要な要因(異常もしくは希少な事象又は新たな事業展開を含みます。)について説明し、当該要因によって、利益がどの程度影響(特にその前期と比較した場合の影響)を受けたかについて、説明する必要があります。当該議論が、MD&Aの概要における経営成績のドライバーに関する議論と相互に密接に関連していることが理想的です。セグメントごとの財務成績についても説明しなければなりません。

4. 流動性及び資金源

フォーム F-4 は、当事会社の流動性及び資金源についての説明を求めており、流動性のソースを記載するか、又は、既存及び既知の現金需要もしくは将来合理的に必要とされる現金需要に対処するための発行体の資金調達能力について、明確に記載することが必要となります。

5. トレンド情報

フォーム F-4 は、既知のトレンド、需要、コミットメント、事象又は不確定事項のうち、仮にそれが現実化した場合に財務状態、業績又は流動性に重大な影響を与えることが合理的に予測されるものに関する開示も要求しています。ただし、それらが現実化する可能性が低い場合はこの限りではありません。

6. オフバランス取引

当事会社は、重要なオフバランス取引を開示することが求められます。オフバランス取引には、当該会社と連結していない SPC その他の事業体の資産状況又は業績が悪化した場合に、当事会社が損失のリスクを負担することとなる全てのアレンジメントが含まれます。当該開示項目においては、各当事会社はその事業(財政状態、経営成績及び流動性を含みます。)に対して、現在もしくは将来重大な影響を与える又は与える可能性が合理的に高いと考えられるオフバランス取引を開示する必要があります。

7. 契約上の債務

各当事会社は、契約上の債務を表形式で開示する必要があります。当事会社の既知の契約上の債務及び営業上のコミットメントに関して、直近会計年度末の貸借対照表の基準日時点における契約上の金融債務に関する必要な情報を開示しなければなりません。

8. 市場リスクについての定量的及び定性的な開示

また、各当事会社は、市場リスクに関して一定の定量的及び定性的な開示を行う必要があります。このサブ・セクションにおいて説明されるべきリスクには、金利リスク、外国為替リスク、商品価格リスク(関連する場合に限り)及びその他の金融市場関連リスク(株式価値リスク等)があります。当事会社は、当該定量的な開示をセンシティブティ分析(sensitivity analysis)又はバリュー・アット・リスク開示(value-at-risk disclosure)により、表形式で表示することができます。

E. 重要な契約

前述のように、フォーム F-4 の第 2 部では、買収会社が契約当事者となっている、通常の業務過程の範囲内で締結したものの以外の重要な契約を添付書類としてファイルすること(すなわち、公表すること)が必要となります。これには、(i)登録届出書のファイリング日以降に、その全部又は一部が履行される契約及び(ii)登録届出書の提出日から遡って 2 年以内に締結された契約が含まれます。重要な、(単一の又は複数の関連した)契約が存在せず、添付書類として契約をファイルすることが必要とされない場合もありえます。また、重要な契約をファイルしなければならない場合であっても、その中に含まれる情報のうち、公表された場合に競争上不利となる可能性のある重要性の低い情報に限っては、当該情報部分を省略した契約をファイルすることも可能です²⁶。

IV. フォーム F-4 の作成に関連して必要となる措置

続いて、必要とされる開示書類の作成とは別に、フォーム F-4 の作成及びファイリングに伴って必要となる所定の措置について解説します。

A. PCAOB 監査

前述のように、フォーム F-4 による登録が必要となる経営統合取引の当事会社は、SEC 基準に準拠した少なくとも 2 期分の年次連結財務諸表を作成し、登録届出書にこれを含めて開示する必要があります。登録会社(及び、多くの場合には対象会社)は、当該財務諸表が PCAOB の監査基準に準拠して監査されるよう手配しなければなりません。会計監査人が、当該監査に関して SEC の基準に基づき適格と認められるためには、会計監査人は発行体から独立していなければなりません。したがって、会計監査人の独立性要件について初期的な段階で検討した上で、その独立性がその後も確実に維持されるよう、必要となる手続きを実行する必要があります。

会計監査人の独立性に関する要件は、監査意見書に署名する監査法人だけでなく、その関連会社及び監査に関与するその他のファームに対しても適用されます。会計監査人は、発行体から独立しているだけでなく、発行体の全ての連結子会社からも独立している必要があります。

B. 開示統制及び手続き

フォーム F-4 による登録が必要となる経営統合取引の当事会社は、有効な開示統制及び手続きを社内に確立する必要があり、かつ、その一部を構成する内部統制において重大な欠陥がないことを確認する必要があります。当事会社において、日本における年次報告義務に対応するために既に詳細な内部統制手続きが確立されている場合も多いと思われるが、その場合でも、SEC 要件に準拠するための追加的な手続きを必要に応じて確立することが必要となります。

SEC 登録会社は、SEC ルールに定められた期間内に、業務執行を担う役員の関与の下で、開示を求められる情報が確実に記録、処理、要約及び報告されるように開示統制及び手続きを確立しなければいけません。SEC は、開示統制及び手続きのプロセスの便宜のために、上級役員によって構成される開示委員会を組織することを推奨しています。CEO 及び CFO は、当該プロセスに密接に関与している必要があり、また、フォー

²⁶ 2019 年 4 月に SEC が採択したレギュレーション S-K の Item 601(b)に関するルールにより、登録会社は当該情報部分を省略した契約をファイルすることが可能となりました。ただし、ファイルされた添付書類(契約)の中で当該情報が省略された箇所(登録会社が、(省略された箇所の適切性を判断してもらうために)SEC に対して事前に非公開ベースの取り扱いを求めなければならなかった箇所)について特定する必要があります。SEC は、今後もコンプライアンスの観点から登録会社のファイリングをレビューすると表明しており、また、当該ルールにおいて、SEC が登録会社から補足情報の提供を求めること又は登録会社に対してファイリングを訂正するよう求めることができる旨規定されている点にご留意ください。

ム F-4 の署名者²⁷としての責任を負うこととなるため、フォーム F-4 による登録届出書の内容に納得している必要があります²⁸。

C. 米国連邦法及び州法における詐欺行為防止法

登録会社並びにその役員及び取締役は、フォーム F-4 に含まれる開示内容に関連してなされた重要な不実記載及び欠陥について法的責任を負う可能性があることを認識した上で、かかる不実記載及び欠陥を回避するための適切な対策を講じなければなりません。

D. その他の法令に関する検討事項

以下は、フォーム F-4 を提出するにあたって、一般的に必要となるその他の事項であり、通常、これらの項目の多くは米国法カウンセルによって担当されることとなりますが、その対応のためには、クライアントからの多大なインプットと協力が必要となります。

1. 1940 年投資会社法

米国法カウンセルは、経営統合取引に際して、登録会社が、1940 年投資会社法（以下、「投資会社法」といいます。）に基づく投資会社に該当するか否かの判定を行う必要があります。投資会社法上、同法に基づく登録をしていない投資会社は、米国において証券のオファーを行うことを認められていません。しかしながら、FPI は、同法に基づく登録を行うことができません。したがって、登録会社が投資会社に該当する場合、想定していた取引を完了することができない可能性があります。投資会社法上、「投資会社」とは、主に証券及び貸付に関する投資事業に携わっている会社又は証券及び貸付資産が全資産の 40% を超えている会社とされています。登録会社が投資会社であるか否かの判定をすることは、困難かつ複雑であり、登録会社（及び多くの場合にはその子会社）の資産及び収益源の分析を要します。

2. 受動的外国投資会社

米国法カウンセルは、登録会社が受動的外国投資会社（Passive Foreign Investment Company。以下、「PFIC²⁹」）といいます。）に該当するか否かを確認する必要があります。登録会社が PFIC に該当する場合又はその可能性がある場合には、その旨をフォーム F-4 において開示する必要があります。米国連邦所得税法の定めにより、PFIC に該当する非米国企業の株式を所有する米国人は、特別なルールの適用対象となります。当該ルールは、必ずしも収益の全てを現時点において配当しない非米国企業に対して投資することにより、米国連邦所得税の繰延効果が得られることを一般的に防止するために定められているものです。当該ルールの適用によって、非米国企業によって支払われる配当や非米国企業の株式の売却及び交換に関する米国人への課税取扱いに悪影響が生じる可能性があります。

²⁷ 以下の者がフォーム F-4 登録届出書に署名する必要があります。(i) 登録会社の主たる経営責任者、(ii) 登録会社の主たる財務責任者、(iii) 登録会社の監査責任者又は主たる会計責任者、(iv) 登録会社の取締役会の構成員の少なくとも過半数、及び (v) 米国における登録会社の授権された代表者。

²⁸ フォーム 20-F による年次報告書をファイリングする際に署名するのと同様、CEO 及び CFO は、財務諸表及びそのフォーム上のその他の情報の正確性と適合性、開示統制及び手続きの適切性、内部統制手続きの変更（もしあれば）、内部統制手続きの脆弱性及びある者による詐欺行為に関する会計監査人及び監査役会に対する開示の内容に関して証明する証明書に署名しなければなりません。

²⁹ 一般的に、非米国企業は、以下のいずれかの要件に該当する場合、PFIC に該当します。(i) 課税年度の総収益の 75% 以上が配当又は利息等の受動的収益 (passive income) である場合又は (ii) 当該企業が保有する資産の（資産の四半期ごとの価値の平均に基づく）総価値の少なくとも 50% が、受動的収益を生み出す資産又は受動的収益を生み出すために保有されている資産である場合。

3. 外国資産管理局

米国家カウンセルは、外国資産管理局 (Office of Foreign Assets Control。以下、「OFAC」といいます。) が管理する米国の経済又は通商制裁措置の対象である国々、特定の個人又は事業体との各当事会社の取引の程度 (もしあれば) について検討する必要があります。当該取引が重要である場合、フォーム F-4 において、当該取引に係る一定の開示が必要となります。

4. レギュレーション M

レギュレーション M は、所定の制限期間内において、対象有価証券の分売に関与している者が当該証券についての一定の値付け行為又は購入を行うことを禁止しています。フォーム F-4 により登録される日本の経営統合取引において、「分売」が行われたとみなされる可能性があります。特に当事会社又はその代理を務める者が、当該取引の賛成票を勧誘するにあたり特別の販売努力 (special selling efforts) を行った場合又は特別の販売方法 (special selling methods) に関与した場合には、その可能性があります。ただし、その該当性については、一般的には、米国家カウンセルにより各取引について個別に判断される必要があります。「分売」があるとされた場合、フォーム F-4 で登録される日本の経営統合取引に係る制限期間は、株主総会の招集通知の発送日の前日に開始し、対象会社の株主総会における取引の承認 (又は不承認) 時に終了するとみなされる可能性が高いと考えられます。

5. 第 12 条 (g) 項

フォーム F-4 により経営統合取引を登録する FPI は、米国取引所法第 12 条 (g) 項に基づき、同社のエクイティ証券に関して米国取引所法上の登録届出書を SEC にファイルするように求められる可能性があります。登録会社の直近会計年度末時点において以下の要件の全てを満たす場合には、当該登録届出書の提出が求められることとなります。

- その総資産が 1,000 万ドル超であり、かつ
- 名簿上に 2,000 名以上又は認定投資家 (accredited investors)³⁰ 以外の株主が 500 名以上登録されており、いずれの場合においても米国の実質株主数が 300 名以上である場合³¹

一般的に、これに該当する場合であっても、米国取引所法に基づく登録届出書をファイルする義務が生じることによって、案件スケジュールに重大な悪影響が生じたり、フォーム F-4 による登録に適用のある開示その他の要件が大きく変わることはないと思定されます。

6. 各州の証券法

フォーム F-4 で登録される経営統合取引は、米国の 1 つ以上の州証券法 (いわゆる「ブルースカイ」法) に基づく登録義務又はファイリング義務の対象となる可能性もあります。多くの州においては、合併に関して当該州証券法の適用除外を認めていますが、いくつかの州では、当該州に居住している株主がいる場合に、ファイリングの通知が求められる可能性があります。米国家カウンセルは、対象会社の株主が居住する州の州証券法が適用されるのか否かについて検討する必要があります。

³⁰ 「認定投資家」とは、レギュレーション D のルール 501 において定義される用語であり、利益、純資産、資産規模、規制の遵守状況又は専門的知見に関する一定の要件を満たす個人又は事業体をいいます。銀行、銀行持株会社又は貯蓄貸付持株会社 (savings and loan holding company) は、認定投資家の数を考慮する代替的な基準を利用できません。

³¹ この基準において、米国証券法に基づく登録を免除された取引における従業員報酬プランに基づいて株式を受領した従業員は算入されません。

V. フォーム F-4 登録届出書の効力発生に伴って適用される法律に関する準備

次に、フォーム F-4 の準備に直接的に関連するものではありませんが、SEC 報告会社となることにより適用される SOX 法及びその他の米国法に基づき遵守する必要の生じる主要な条件について解説します。登録会社は、通常これらの条件遵守に対応するために、特別な内部手続きを確立する必要があります。さらに、登録会社並びにその取締役、役員及びその他の経営陣は、当該条件として定められる又は当該条件に起因する義務を遵守する責任があり、またその義務違反に関して法的責任を負う場合があります。

A. SOX 法に基づき遵守する必要の生じる条件

以下の条件は、全て SOX 法に定められているものです。なお、前述した会計監査人の独立性要件や開示統制及び手続きに関連する要件の多くについても、SOX 法が規定していることにご留意下さい。

1. 文書保存方針

SEC 登録会社は、文書破棄に関する法的責任が生じることを避けるために、法令遵守手続きの一環として、文書保存の方針を作成する必要があります。SOX 法は、一定の調査又は手続きを阻害する目的で文書の変更又は破棄を行うことを禁止しています。当該禁止規定は、フォーム F-4 登録届出書が SEC にファイルされる以前から、登録会社及びその社員に適用されます。たとえば、当該禁止規定は、SEC によるコメント期間中に SEC スタッフから指摘された開示の問題点に関連する文書を破棄した場合にも適用される可能性があります。

2. 内部通報者保護手続き

内部通報者に対する不利益的取扱いに関する法的責任が生じることを避けるため、フォーム F-4 等による SEC 登録会社は、特別な内部通報者手続きを確立しておく必要があります。SOX 法は、「内部通報者」(すなわち発行体による潜在的な違法行為に関して経営陣又は当局に対して注意を喚起する従業員等)に関する規定を定めています。SOX 法上、内部通報についての登録会社による調査は、同法第 806 条に準拠しなければならないとされています。同条では、内部通報に対する調査にあたり、「公開会社又は当該会社の役員、従業員、契約先、下請業者もしくは代理人は、従業員が法律に従って行った行為を理由として、解雇、降格、停職、脅迫、いやがらせ又はその他の雇用条件に関するいかなる差別もしてはならない」と規定しています。

3. 経営陣に対する融資の評価

SOX 法は、一般的に、登録会社が取締役等に対して融資を行い又はそのアレンジをすることを禁止しています。登録会社は、フォーム F-4 における登録届出書が SEC に対して公にファイルされる前に、禁止されている経営陣に対する融資を見直す必要があります。また、禁止されている経営陣に対する融資がこれ以上行われなければならないための仕組みも構築しなければなりません。

4. 倫理規定

フォーム 20-F によって初めて年次報告書を提出する時点から、SOX 法に基づくルールにより、SEC 登録会社は、SEC にファイルする各年次報告書において、主たる経営責任者、財務責任者、会計責任者もしくは監査責任者又はこれらと同種の職責を果たす者に対して適用される倫理規定を採択しているか否かについて報告する必要があります。採択していない場合には、その理由を説明する必要があります。

5. 弁護士職務上の行動規範

登録会社は、弁護士の職務上の行動規範について認識した上で、これらの規範を社内の弁護士に周知する手続き、及び報告事項を内部もしくは外部の弁護士と共に処理する手続きを確立する必要があります。SOX法に従い採用されたSECのルールは、連邦証券法に関連する事項のアドバイスをを行う弁護士の行為を規制しています。当該ルールでは、対象となる弁護士に対し、いわゆるアップ・ザ・ラダー(up the ladder)報告義務を課しています。このアップ・ザ・ラダー報告義務は、米国の証券法令に対する重大な違反、信認義務の重大な違反又はこれに類似する違反の証拠を有している弁護士に対して課されます。かかる証拠は、登録会社のCLO(Chief Legal officer)又は適格な法令遵守委員会のいずれかに提出される必要があります。登録会社が適格な法令遵守委員会を設立していない場合であって、弁護士がCLOから合理的な期間内に適切な回答を得られない場合には、取締役会に対して、当該証拠に関するさらなるアップ・ザ・ラダー報告を行うことが必要となる可能性があります。

6. 非GAAP財務指標

レギュレーションG及びレギュレーションS-KのItem 10(e)は、SECに登録している発行体が、SECに対するファイリングやその他の口頭又は書面による開示に際して使用する非GAAP財務指標に関するSECのルールを定めています。レギュレーションGとレギュレーションS-KのItem 10(e)で定められる「GAAP」とは、通常、登録会社がU.S. GAAPに従って報告している場合にはU.S. GAAPを意味し、登録会社がIFRSに従って報告している場合にはIFRSを意味すると解釈されます。「非GAAP財務指標」という用語は、単にGAAP以外のあらゆる財務指標を意味するものではなく、より限定的に定義されています。具体的には、ある企業に関する過去又は将来の財務成績、財政状態又はキャッシュ・フローの数量的指標(最も類似するGAAP指標において、通常含まれている数値を除外しているか、又は通常除外されている数値を含んでいるもの)であると定義されています。当該非GAAP財務指標の例として、フリー・キャッシュ・フロー、EBITDA又は「非経常的」項目を除外した調整営業利益等が挙げられます。登録会社は、その開示において非GAAP財務指標を使用することを禁止されてはいませんが、当該非GAAP財務指標と最も直接的に比較可能なGAAP財務指標を記載するとともに、当該非GAAP財務指標から当該GAAP財務指標への調整表(reconciliation)を開示する必要があります。U.S. GAAPもしくはIFRS、SECのルール又は日本もしくはその他日本政府関連当局のルールもしくは規制によって登録会社が開示する必要のある自己資本や引当金等の財務指標は、「非GAAP財務指標」の定義には含まれていません³²。

7. 財務専門家

非米国企業は、監査役会又は監査委員会の構成員に少なくとも一人の「財務専門家」(SECルールが指定する一定の基準を満たしている必要があります。)が含まれるかどうかについて、フォーム20-Fとして提出する年次報告書において開示しなければなりません。その構成員に財務専門家が含まれている場合、当該会社は、当該財務専門家の氏名及び当該財務専門家が「独立」しているか(当該用語は適用される上場規則において定義されています。)について開示しなければなりません。米国の証券取引所に上場しない新規の登録会社は、米国内のいずれかの証券取引所(U.S. national securities exchange)又は米国内のいずれかの証券協会(U.S. national securities association)の規則において定められる財務専門家の定義を、どれでも採用す

³² フィナンシャルアドバイザーに対して提供され、経営結合取引に関して使用された財務予測に含まれる財務指標も「非GAAP財務指標」の定義には含まれません。ただし、「非GAAP財務指標」の定義から除外されるためには、当該財務指標が、経営結合取引に重要な点において関連する意見書を作成するためにフィナンシャルアドバイザーに提供されており、当該財務予測がレギュレーションM-AのItem 1015に準拠して開示されている必要があります。非GAAP財務指標に関するSECによる遵守及び開示に関する解釈における質問内容101.01、101.02及び101.03をご参照下さい(<https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongAAPinterp.htm>にて閲覧可能)。

ことができます。仮に非米国企業の監査役会又は監査委員会の構成員にこうした財務専門家がない場合には、その旨及び理由を開示しなければなりません。

B. その他の米国法に基づき生ずる義務

以下において説明する義務は全て、SOX 法以外の法律に基づくものです。

1. インサイダー取引及び選択的開示

SEC 登録会社は、インサイダー取引及び選択的開示ルール違反を防止するための内部手続きを確立する必要があります。重要な非公開情報を有している者が有価証券の売買を行うことは、米国証券法令に違反します。さらに、重要な非公開情報を有している者が他人に当該情報を提供し、証券の売買を推奨する行為(いわゆる tipping)も違法です。

- **インサイダー取引** 役員及び取締役は、公表前の時点で会社の業績に関する非公開情報を有しているため、インサイダー取引への関与を疑われないようにする観点からは、当該業績を公表する少し前の時点で役員等が自社の証券を売買することは通常望ましくありません。本国において上場しているほとんどの FPI は、既に、自社並びにその役員、取締役等及びその他の社員が、本国のインサイダー取引規制に関して、訴追又は捜査の対象となることを防止するために、役員又は取締役のためのインサイダー取引に係る制限規程又は全面禁止規程を採用しています。
- **選択的開示** インサイダー取引に関する法的責任を回避するためには、登録会社内の担当者が、重要な非公開情報の選択的開示に関する米国法上の規制について理解している必要があり、また、投資業界との関係を必要に応じて変更する必要が生じる場合もあります。

2. 海外腐敗行為防止法

海外腐敗行為防止法(Foreign Corrupt Practices Act。以下、「FCPA」といいます。)は、米国取引所法に基づき証券が登録されている企業又は米国取引所法に基づく定期的な報告義務の対象となっている企業に適用されます。したがって、FCPA は、フォーム F-4 により経営統合取引を登録する非米国企業に適用されます。FCPA により、企業又はその役員、取締役、従業員もしくは代理人が、以下の目的で一定の外国公務員に対して金品の提供又は支払い等を行うために、米国における州際通商(interstate commerce)の手段を用いることは違法とされます。

- これらの者の決定に影響を与える又はその者が他の職員へ影響を及ぼすように誘導する目的
- 当該会社又は他の会社もしくは他人に対する不適切な事業上の優位性を確保する目的

さらに、FCPA に基づき、登録会社は、正確な会計帳簿及び記録を保持し続ける必要があり、また、(資産に対する説明責任を果たし続けること及び正確な財務諸表を作成することを合理的に保証するレベルに)十分な内部会計管理システムを維持する必要があります。これに違反した場合には、罰則、罰金及び禁固刑が課される可能性があります。

3. 将来見通しに関する記載

会社は、年次報告書及び中間報告書、プレスリリース及びその他の文書において、将来見通しに関する記載のためのセーフハーバー規定を利用することにより、米国における法的責任を回避することが可能です。登録会社が、プレスリリース、株主への報告又はその他の公表文書において、財務予測のような将来見通しに関する記載(forward-looking statements)を行う場合は、常に警告文言をその文書内に記載する必要があります。当該警告文言においては、将来見通しに関する記載内容と大きく異なる結果をもたらす可能性のある重要な要因を特定して記載する必要があります。当該文言は、特定の将来見通しに関する記載のために個別に作成される必要があり、定型的な警告文言では十分ではありません。口頭による将来見通しに関する声

明であっても、以下の双方の条件を満たす場合には、米国証券諸法上、将来見通しに関するセーフハーバー規定の保護の対象となりえます。

- 実際の結果が、将来見通しに関する記載において予測されているものと大きく異なる可能性があるという旨表明していること
- 異なる結果をもたらす可能性のある要因に関する追加的情報が容易に入手可能で、かつ、具体的に特定された文書に記載されていること

SEC 登録会社は、SEC への提出書類、プレスリリース及びその他の公表文書に関して、将来見通しに関する記載にかかるセーフハーバー規定が利用できるような仕組みを構築しておく必要があります。

4. フォーム 6-K による最新報告書 (Current Reporting)

FPI は、フォーム 20-F による年次報告書の提出に加えて、フォーム 6-K による「最新」期中報告を行わなければなりません。フォーム 6-K においては、SEC に登録している FPI が、本国市場で公表する重要情報を SEC に英語で提供しなければなりません。したがって、FPI は、以下のいずれかに該当する情報を開示する必要があります。

- 当該企業の自国の法律に従って公表された情報
- 証券取引所に提出され、当該証券取引所によって公表された情報
- 当該企業の株主に配布された情報

5. フォーム 20-F による年次報告書

米国証券法又は米国取引所法に基づき登録された種類の証券を発行している米国外企業は、通常、フォーム 20-F を使用して、SEC に年次報告書を毎年ファイルすることが必要となります。SEC の開示システムに基づく当該フォームの目的は、SEC にファイルされている情報を毎年更新することにあります。フォーム 20-F 上の年次報告書に記載される情報（財務情報を含みます。）は、フォーム F-4 に登録会社が記載する情報と極めて類似しています。登録会社は、フォーム 20-F の年次報告書と共に提出する必要のある開示統制及び内部統制に関する CEO 及び CFO の証明書を取得するために必要となる手続きを確立しておく必要があります。

フォーム 20-F の年次報告書は、各会計年度の終了後 4 か月以内に提出しなければなりません。実質的な情報を提供することが求められるだけでなく、U.S. GAAP 又は IFRS に準拠した財務諸表を提出する企業は、SEC ルールに基づいて、当該財務諸表の全てについて、eXtensible Business Reporting Language、すなわち「XBRL」³³ と呼ばれる双方向データフォーマットに沿った形式の財務諸表を添えて提出する必要があります。当該ルールには、発行体が、（フォーム F-4 による初回の登録届出書の時点ではなく）フォーム 20-F による最初の年次報告書を提出する時点から XBRL に沿った形式の財務諸表の提出を開始できるようにするための猶予期間が規定されています。

VI. SEC 登録後に生じる要件

SEC 登録後、登録会社はフォーム 20-F による年次報告書の提出義務、フォーム 6-K による最新報告書の作成義務及び SEC 登録後に適用されることとなる米国の法律の遵守等、数多くの継続的な義務を負担する

³³ さらに、SEC は、2018 年 6 月 28 日、全ての提出者（FPI を含みます。）に対し、SEC にファイルする書類の本体に XBRL データを直接埋め込むことを義務付けるルールを採択しました。「Inline XBRL」を採用すべきとする当該義務は、提出者のタイプに応じて段階的に効力が発生しますが、2021 年 6 月 15 日までは全ての FPI に対して適用されます。

こととなります。これらの義務は、登録会社の SEC 登録が廃止されるまで継続します³⁴。登録の廃止を適時に行わない場合には、SOX 法第 404 条にどのように対応するのかについて検討する必要があります。SOX 法第 404 条においては、フォーム 20-F による年次報告書に含まれる財務報告に関する内部統制の適切性に関する経営陣の証明書及び独立監査報告書が一般的に必要となります。もっとも、SEC による FPI に対する便宜により、SOX 法第 404 条の当該義務は、フォーム 20-F による登録会社の最初の年次報告書には適用されません。したがって、適切に事前の計画を立てることにより、登録会社は、通常 SEC 登録を行ってから 1 年ちょっとで SEC 登録を廃止することが可能であり、SOX 法第 404 条の義務の適用を避けることも可能です³⁵。

しかしながら、SEC 登録の廃止が適時に完了しない場合には、SOX 法第 404 条の要件をどのように遵守するのかについて検討する必要があります。この場合、登録会社のフォーム 20-F による 2 回目の年次報告書の対象となる会計年度の終わりまでに、SOX 法第 404 条の要件を遵守する必要があります。ただし、当該要件を満たすためには、実務上当該会計年度末のかなり前の時点から必要となる手続を準備しておく必要があります。

³⁴ 登録廃止を行うためには、米国における登録会社株式の一日平均取引量 (average daily trading volume。以下、「ADTV」といいます。) が登録会社の全世界での ADTV の 5% 以下であるか又は米国に居住する株主が 300 名を下回っていない必要があります。米国取引所法に基づく報告義務を終了するためのフォーム 15F のファイリングの前までに、登録会社は、少なくとも 12 か月間継続して報告義務を遵守しなければならず(また、当該期間中に義務付けられるすべての報告書をファイリング又は提出していなければならず)、かつ、少なくとも 1 度フォーム 20-F による年次報告書のファイリングを行わなければなりません。さらに、登録会社は、それ以前の 12 か月間、日本において上場を維持していなければならず、また、(一定の限定的な例外を除き) 米国における登録オファリングにより株式の販売を行うことができません。

³⁵ しかしながら、米国取引所法のルール 12g3-2(b) に基づく登録免除によるメリットを享受しようとする登録会社は、SEC 登録廃止後も英語で電子的に開示文書を公表し続ける必要があります。

おわりに

フォーム F-4 による登録は煩雑であり、プロセスも複雑に見えるかもしれませんが、これまでに多数の日本企業や千を超えるその他の米国外の発行体が SEC 登録を行っています。また、当初の登録には多大な労力を要するものの、IFRS のみで報告を行う日本の登録会社が、当該 SEC 登録を維持する場合の負担は、そこまですごく大きくありません。本メモランダムに関連する追加情報又はその他米国証券諸法に関する追加情報をご希望の方は当職らにご連絡ください。

以上の事項についてご質問、ご意見がありましたら、以下の担当者にご連絡ください。

ケン・レブラン

phone: 03 5574 2631
email: ken.lebrun@davispolk.com

ジョン・グレイ

phone: 03 5574 2667
email: jon.gray@davispolk.com

クリス・コダマ

phone: 03 5574 2668
email: christopher.kodama@davispolk.com

ルーカス・アダムス

phone: 03 5574 2661
email: lucas.adams@davispolk.com

佐々木 知洋

phone: 03 5574 2658
email: chihiro.sasaki@davispolk.com

茉莉・フォスター

phone: 03 5574 2655
email: mari.foster@davispolk.com

ポール・ジュン

phone: 03 5574 2656
email: paul.jun@davispolk.com

アレックス・コーリー

phone: 03 5574 2662
email: alexander.coley@davispolk.com

森 遥香

phone: 03 5574 2664
email: haruka.mori@davispolk.com

フォーム F-4 の目次において典型的な項目

本添付資料においては、日本の経営統合取引に関連して発行される有価証券の登録のためにファイルされるフォーム F-4 の目次で典型的に見られる項目を列举の上、簡潔に説明しています。買収会社及び対象会社とその財政状態及び経営成績という観点から同程度の規模であることを前提にすると、通常、両社において同水準の開示が必要となります。

セクション	必要とされる開示
Registration Statement Cover Page (登録届出書の表紙)	SEC が登録届出書を管理するのを容易にするための情報が記載されます。このページは SEC に提出されますが、対象会社の株主には送付されません。
Prospectus Cover Page (目論見書の表紙)	登録会社名、オファーされる証券の名称・数、合併等の比率、日付及び取引に関するその他の基本的情報。
Prospectus Inside Cover Page (目論見書の内表紙)	目次及び目論見書に参照形式で組み込まれている情報の写しを請求する方法に関するインストラクション。
References to Additional Information (追加情報の参照)	対象会社の株主が取引に関する追加情報を入手する方法について記載。
Forward-Looking Statements (将来見通しに関する記載)	将来見通しに関する記載内容と実際の結果が大きく異なる実際の結果をもたらしうる重要な要因を特定する旨の警告的記載。
Questions and Answers About the Transaction (取引に関する Q&A)	対象会社の株主に対する、取引内容及び議決権行使方法に関する基本的な情報についての平易な英語による Q&A 方式での説明。
Summary (サマリー)	目論見書情報のサマリー及びより詳細な開示がなされている目論見書の他の箇所へのクロス・リファレンス。
Risk Factors (リスクファクター)	取引を投機的又はリスクが高いものとする最も重要な要因に関する、対象会社の株主の視点からの説明。
Selected Financial Data (主要財務データ)	買収会社及び対象会社の主要財務データの提示。
Unaudited Pro Forma Condensed Consolidated Financial Information (主要な未監査プロフォーマサマリー連結財務情報)	取引による影響を示すプロフォーマサマリー連結財務情報の提示。
Selected Historical and Pro Forma Per Share Data (過去及びプロフォーマの主要な 1 株当たりデータ)	過去及びプロフォーマの主要な 1 株当たりデータの提示。
Market Price and Dividend Information (市場価格及び配当情報)	買収会社及び対象会社の株式の取引市場の特徴に関する情報及び配当に関する情報。
General Meeting of Target Shareholders (対象会社の株主総会)	対象会社の株主総会、議決権及び反対株主の株式買取請求権に関する所定の情報。
The Transaction (案件概要)	買収会社及び対象会社間の全ての契約又は取決めに関する記載(取引に関する会議の履歴、その中で協議された議題、取引を行う理由及び第三者のフェアネスオピニオンの概要(もしあれば)を含みます。)

セクション	必要とされる開示
The Transaction Agreement (取引契約書)	取引契約書に記載される内容のサマリー。
Business Goals and Strategies of Registrant (登録会社の事業目標及び戦略)	買収を行うにあたっての登録会社の事業目標及び戦略の提示。
Business of Acquiror (買収会社の事業)	この事業に関する提示の目的は、買収会社の事業運営、買収会社が製造する商品及び提供するサービス並びに買収会社の事業に影響を及ぼす要因に関する情報を提供することです。
Business of Target (対象会社の事業)	この事業に関する提示の目的は、対象会社の事業運営、対象会社が製造する商品及び提供するサービス並びに対象会社の事業に影響を及ぼす要因に関する情報を提供することです。
Acquiror's Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations (買収会社の経営陣による財政状態及び経営成績の検討と分析)	投資家が、経営陣目線で、買収会社の財務状態、財務状態の変動及び経営成績を理解できるようにするために必要な情報。
Target's Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations (対象会社の経営陣による財務状態及び経営成績の検討と分析)	投資家が、経営陣目線で、対象会社の財務状態、財務状態の変動及び経営成績を理解できるようにするために必要な情報。
Directors and Management of Registrant Following the Transaction (取引後の登録会社の取締役及び経営陣)	取引後の登録会社の取締役、経営陣及び重要な従業員に関する氏名、経験及び職務内容等の情報。
Major Shareholders (主要株主)	買収会社及び対象会社の株式を実質的に5%以上保有する株主の一覧。
Description of Registrant's Common Stock (登録会社の普通株式についての記載)	発行済株式数、発行可能株式数、未発行株式数、発行済オプション、株主の権利に関する情報等。
Exchange Controls (為替管理)	対内投資もしくは対外投資、又は国外に居住する登録会社の証券保有者に対する配当の送金に影響を与えうる日本の規制に関する記載。
Comparison of Shareholders' Rights (株主の権利の比較)	買収会社の株主の権利と対象会社の株主の権利との間の重大な差異の説明。
Taxation (税制)	米国株主が服する税金に関する情報(源泉徴収及び関連する租税条約に関する情報を含みます。)
Experts (専門家)	目論見書上の情報を提供した専門家のリスト。仮に専門家(会計監査人、場合によってはフィナンシャルアドバイザー)が成功報酬ベースで雇用されている場合、相当数の会社株式を保有している場合、又は会社もしくは取引に対する経済的利害関係を有している場合、当該事実を開示する必要があります。
Legal Matters (法務に関する事項)	取引を担当する弁護士の氏名を記載します。それらの弁護士のいずれかが成功報酬ベースで雇用されている場合、相当数の会社株式を保有している場合又は会社もしくは取引に対する経済的利害関係を有している場合には、当該事実を開示する必要があります。

セクション	必要とされる開示
Where You Can Find More Information (その他の情報の参照先)	登録会社とその報告書及びその他の情報を、どこに対してどのようにファイルするか、また投資家がそれらをどのように入手できるかに関して記載します。
Enforceability of Civil Liabilities (民事責任条項の適用)	登録会社及びその取締役に対する米国証券諸法上の民事責任条項の適用が制限される可能性に関する説明。
Index to Financial Statements (財務諸表の一覧)	登録届出書へ盛り込むことが要求されている財務諸表の一覧表であり、その後その一覧表に沿った財務諸表が記載されます。
Appendices (付属書類)	登録届出書に盛り込むことが要求されている付属書類のリスト。
Exhibits (添付書類)	登録届出書に盛り込むことが要求されている添付書類のリスト。