

Davis Polk

Davis Polk & Wardwell LLP (03) 5561 4421 tel
Izumi Garden Tower 33F (03) 5561 4425 fax
1-6-1 Roppongi
Minato-ku, Tokyo 106-6033

MEMORANDUM

日付: 2012年3月26日
送信先: 関係者各位
件名: JOBS法: 資本市場プロフェッショナル、IPO前企業及び私募に対する含意(参考和訳)

2012年3月22日、上院は、Jumpstart Our Business Startups Act(以下、「**JOBS法**」という)を可決した。この法案は、2012年3月8日に下院によって可決されたものと実質的に同じ形であり、投資家保護に関する懸念に対処するために法案の1~2百万ドルの「クラウドファンディング」募集に関連する部分のみが修正されたものである。JOBS法は、早ければ明日、承認のために下院に差し戻される。その承認後、同法が制定されるまでにはオバマ大統領の署名が控えているのみである。

JOBS法は、可決された場合、記憶の限り、株式の新規公開(IPO)の手続き及び公開会社の報告義務をめぐる制限の最も重要な立法上の緩和となる。

当事務所は、[3月9日付のメモランダム「Quicker to Market? U.S. House of Representatives Passes the Jumpstart Our Business Startups Act」](#)において、JOBS法の主要な条項の概要を示した。本メモランダムにおいては、以下に該当するものに焦点を当て、同法の規定の一部をより詳細に検討する。

- サーベンス・オクスリー法第404条の要件を最大5年間回避し、秘密裡にファイルを行うことができるようにし、かつ遵守しなければならない規則を少なくすることで、新興成長企業(emerging growth companies)(以下、「**EGC**」、すなわち年間総収益が10億ドル未満の企業をいう)によって行われるIPOに関連する規則を大幅に緩和するもの
- そのIPOの前後におけるEGCに関連する投資銀行によるリサーチの公表に対する制限を大幅に緩和するもの
- 全ての企業による私募に関連した広告を禁止する規則を大幅に緩和し、また、そのIPOに関連したEGCによるファイリング前募集を許可するもの
- 1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)に基づく公開会社登録の義務を生じさせる、株主に関する数値基準を引き上げるもの

I. IPO の促進及び公表すべき事項に関する要件の緩和

JOBS 法は、EGC にとっての IPO 手続きを以下のようないくつかの方法で緩和するものである。

- **ファイリング前マーケティング** EGCは、現在の募集前のコミュニケーションに対する制限に服することなく、「予備調査をする」(test the waters)のために、すなわち、募集前にその有価証券に対する投資家の関心を判断するために、適格機関投資家 (institutional accredited investor) 及び適格機関購入者 (qualified institutional buyers) との会議を開催することができる¹。
- **秘密裡のファイリング** EGC は、その IPO 登録届出書のファイリングについて、それが「ロードショー」(非常に広く定義される)の 21 日以上前に公開される形でファイリングされる限り、秘密裡かつ非公開ベースで、SEC によるレビューのためのファイリングをすることが許される。
- **監査済み財務諸表** EGC は、その IPO 登録届出書において、(現在の要件である 3 年分ではなく)2 年分の監査済み財務諸表を提供すれば足りる。さらに、過去の期間に関する「主要財務データ」(selected financial data)も要求されることはない。

JOBS 法はまた、以下のとおり、EGC に関するその IPO 後の最初の 5 年間の公表すべき事項に関する要件を緩和する(EGC が EGC の定義を引き続き満たしている限り)。

- **サーベンス・オクスリー法第 404 条(b)項** EGC は、その内部統制に関する監査人の証明報告書を提出することを義務付けられない。
- **役員報酬** EGC は、役員報酬に関する株主の勧告的議決を行うこと、又は、役員報酬と業績及び報酬中央値との比較などの他の企業に関して義務付けられている一定の役員報酬情報を開示することを義務付けられない。
- **新たな US GAAP に関する規則** EGC は、公開企業に適用される新たな GAAP に関する公的見解が、非公開企業にも適用されるまで、同公的見解を遵守することを義務付けられない。
- **新たな PCAOB 規則** EGC は、監査人の交代を義務付ける、又は監査及び財務諸表に関する追加情報を対象とした監査人の報告書に対する補足書を義務付けるいかなる将来的な公開会社会計監督委員会(PCAOB)規則への遵守を義務付けられない。

当事務所では、JOBS 法によるこうした変更の全ては、小規模企業の米国資本市場へのアクセスを助け、公開企業となることに伴う負担をより受け入れやすくすると予想している。特に、こうした変更は、EGC にとって IPO に伴う実際の費用を減少させることとなると当事務所は考える。また、EGC は、IPO 前に適格機関投資家及び適格機関購入者との会議を開催し、秘密裡かつ非公開ベースでその IPO 登録届出書をファイルできる点により利益を得ることも考えられる。こうした選択肢により、EGC が競争相手を利する

¹「ロードショー」の非常に広い定義を前提にすれば、EGC が秘密裡かつ非公開のベースでその IPO 登録届出書をファイルすることを決定した場合、EGC が事前マーケティングを実施することができる能力と、次に述べられている 21 日の条件との間には、矛盾の生じる可能性がある。かかる定義には、EGC の経営陣によるいかなるプレゼンテーションも含まれるが、そのアドバイザーによるプレゼンテーションは含まれない。したがって、EGC が秘密裡かつ非公開ベースでその IPO 登録届出書をファイルすることを決定した場合、たとえ EGC のアドバイザーがその能力を制限されていなくても、その経営者が公的ファイリングの 21 日以上前に事前マーケティングを行うことができる能力は引き続き制限されることになる。当事務所は、今後 SEC がこの潜在的な矛盾を明らかにすることを期待している。

こととなるセンシティブな情報を市場に対して開示せずに IPO を模索し、かつ企業が IPO の中止を決定した場合にもその体面を守ることができる。主にサーベンス・オクスリー法第 404 条(b)項を遵守する必要がなくなることの結果として、EGC にとっては、IPO 後に公開企業となることに伴う経常費用が低減されるであろうと予想する。これらの理由から、JOBS 法によるこうした変更は、EGC の定義を満たす企業に歓迎されるものと予想している。

II. リサーチ

3つの重要な変更

現行法の下においては、ある IPO に参加している投資銀行は、その IPO に先立ってリサーチを公表することはできない。IPO の値決めが行われた後、かかる投資銀行のリサーチアナリストは、募集の 40 日後まで公表をすることはできず、また、いずれかのロックアップ契約の解除又は満了の 15 日前から 15 日後の期間中においては、公表を中止しなければならない。これらの規則に加え、リサーチを投資銀行業務から独立したものとし、投資銀行業務ビジネスを勧誘するために利用されないようにするため、その他多くの規則が存在している。

JOBS 法は、EGC の IPO 前後におけるリサーチアナリストの役割に関して、現行法(及びおそらくは現行の実務)に以下の 3 つの重要な変更を加えるものとなる。

- EGC によって計画されている IPO の前に当該企業に関連するリサーチレポートの公表を許可すること
- 金融取引業規制機構(FINRA)に対して、リサーチアナリストが投資銀行業務担当者と共に EGC との会議に参加することを制限する規則の廃止を義務付けること
- FINRA に対して、EGC の IPO 後又は IPO に関連したロックアップ期間満了後のいかなる特定の期間における EGC に関するリサーチを禁止する規則につき、その廃止を義務付けること

リサーチに関する責任事由の限定

連邦議会が現在 EGC に関連したリサーチを可能とするために歩んでいる法案策定の道筋によれば、投資銀行は、募集前リサーチを配布することが許されることになり、このリサーチは、連邦証券諸法に基づく投資家責任の最も厳格な形態である 1933 年米国証券法に基づく責任に服さないものとなる。JOBS 法は、誤解を招くリサーチ、特にシンジケートメンバーによって公表される誤解を招くリサーチに関し、投資家に対して米国連邦法上の救済策を与えないままとすることはないとと思われるが、投資家は、ルール 10b-5 に基づく訴訟を提起しなくてはならなくなる。その訴訟においては、シンジケートメンバーが故意に誤解を招くことを意図したこと、又は最低でも不注意であったことを証明することが必要となる。

少なくとも現時点では、投資銀行が、こうした柔軟性を活用するかどうかは明らかではない。ディール前リサーチは米国外では一般的であるものの、米国の訴訟環境は特殊である。1990 年代後半の「ドットコムブーム」後、投資銀行は、リサーチが虚偽表示を含んでいると主張するルール 10b-5 に基づく請求を解決するためにかなりの金額を支払った。ディール前リサーチが IPO において使用され、当該 IPO がその後市場においてパフォーマンスを示せなかった場合は、同様の訴訟を招くこととなる可能性がある。こ

の点に関し、SEC は、2005 年、銀行に対して、IPO を市場で売り込むために「自由書面目論見書」(free writing prospectuses)を使用することを許可したが、銀行は、全般的にこの柔軟性を活用しなかった。

FINRA はその規則の緩和を義務付けられる

FINRA は、現在、リサーチアナリストの活動を制限する多数の規則を施行している。こうした規則には、特に、投資銀行業務ビジネスを勧誘する取組みへのリサーチアナリストの参加の禁止、IPO 又は後続の募集後及び関連するロックアップ期間満了後の特定期間におけるリサーチレポートの公表又は配布の禁止が含まれる。こうした規則は、リサーチアナリストの慣行及び投資銀行業務ビジネスの獲得における彼らの役割に関する 2002 年及び 2003 年のいくつかの注目を浴びた調査を受けて実施された。これらの規則の意図は、特に、投資銀行が好意的なリサーチをベースにしてビジネスを獲得しようとすることを禁止することで、利益相反を排除することにあった。

しかしながら、JOBS 法により、アナリストは、EGC に関して、これらの投資銀行業務との分離に関する規制に服することなく、投資銀行業務スタッフと同席して会議に参加することができるようになる(メアリー・シャピロ SEC 委員長をはじめとして、関係者の中でも JOBS 法のこの側面を声高に非難する声がある)。

とはいえ、JOBS 法は EGC に関連するリサーチについての全ての制限を廃止するものではない。たとえば、リサーチアナリストは、投資銀行業務ビジネスを勧誘する取組みへのリサーチアナリストの参加の禁止をはじめとする、FINRA のリサーチに関する規則の中でも JOBS 法の影響を受けない規定、及びリサーチアナリストに対してそのリサーチレポートにおいて表明する見解はその個人的見解を正確に反映するものであることの証明を義務付けるレギュレーション AC を遵守する必要がある。JOBS 法による SEC 及び FINRA のリサーチに関する規則の強制的な変更により、包括的リサーチ和解(Global Research Settlement)の今後の状況がどうなるかは不明である。包括的リサーチ和解が依然として適用される場合、これには事前マーケティングへのリサーチアナリストの参加の禁止などの制限が含まれることから、包括的リサーチ和解の当事者である企業が JOBS 法に含まれる柔軟性の一部を活用することが制限される可能性がある。いずれにせよ、JOBS 法による SEC 及び FINRA 規則の修正は、EGC による募集及びロードショー前のリサーチに対する制限を緩和するものとなるはずである(リサーチに制限を課している NYSE のルール 472 は、テクニカルには JOBS 法による影響を受けないが、当事務所は、NYSE が FINRA のリサーチに関する規則に対する変更と整合するよう、ルール 472 を修正する可能性が高いと考えている)。

考えられる SEC の反応

上述したように、SEC 委員長は、リサーチに関連するものをはじめとする JOBS 法の一定の側面に対する批判を表明した。JOBS 法の制定に対応して、SEC がどのような措置(あるとすれば)を講じる可能性があるかは不明であるが、当事務所は、SEC が JOBS 法に関係しないリサーチに関する規則について銀行に再認識させるガイダンスを発行する可能性が高いと予想している。さらに、SEC と FINRA は、いずれかが選択すれば、JOBS 法によって取り上げられていない事項について、リサーチをめぐる規則を課す権限を留保するだろう。こうした規則には、たとえば、EDGAR 上でリサーチをファイルする義務といったものを含む可能性がある。

III. 私募に関する一般的勧誘及びその他の帰結

JOBS 法は、有価証券の実際の全ての購入者が(レギュレーション D のルール 506 に基づく)適格投資家(accredited investor)又は(ルール 144A に基づく)適格機関購入者(QIB)である限り、1933 年米国

証券法に基づくレギュレーション D 又はルール 144A に依拠した私募における広範囲な広告及びその他の形態の「一般的勧誘」を認める。現在、広告は、私募においては許されておらず、SEC に登録されている公募においては(広範に利用されてはいないものの)許されているが、その区別はもはや重要でなくなる。JOBS 法のその他の側面とは異なり、この変更は全ての発行体に適用される。

理論的には、これにより、購入者が最終的に全て適格投資家又は適格機関購入者という結果となる限りにおいて、私募における投資家を探すために、企業及びそのアドバイザーが、新聞、インターネット又はテレビ広告を含む広告業界のツールのほとんどを利用することができることとなる。当事務所は、こうした事態が少なくとも近い将来において生じるとは予想していないが、直ちに以下のようないくつかの実務的な影響が生じることとなると予想している。

- レギュレーション D のルール 506 又はルール 144A に依拠して実施される私募に関するプレスリリースにおいて、最初の証券取得者又は販売代理人の名称を記載することができるようになる。
- 公募を行う企業は、広告に関する制限への配慮なく、同時に私募を実施することができるようになる。その結果として、企業は、登録ベース、私募ベース又はその双方のベースで、これまで利用することのできなかった資本調達における柔軟性を持つこととなる。

JOBS 法は、私募における監査済み財務諸表に関する市場慣行を変える可能性がある。過去においては、登録募集における要件に従って、ルール 144A 募集要項(offering memorandum)に 3 年間分の監査済み財務諸表を記載することが強く好まれていた。JOBS 法により、EGC に対してその登録届出書において監査済み財務諸表を 2 年間分のみ提供することが許されることから、私募ベースで募集を実施する発行体(EGC ではない発行体を含む)に関する募集要項に 2 年間分のみを記載する方向に市場慣行が移行する可能性がある。

IV. 公開企業報告に関する株主数値基準の引き上げ

JOBS 法はまた、発行体のあるクラスの持分証券が、記録上、2,000 名の株主又は適格投資家ではない 500 名の株主のいずれかによって保有されるまで、SEC への登録を義務付けられないことを規定することにより、IPO を完了していない企業に関して公開企業の報告義務を生じさせる株主数の基準を引き上げることとなる。JOBS 法は、従業員報酬プランに従ってその有価証券を受け取った株主を計算から除外する。さらに、改革の試みにかかわらず、DTC を通して証券を保有する数千名にも及ぶ可能性のある実質保有者は引き続き計算に入れられないものとし、DTC 及びその直接参加者に関する規則は変わらない。

この変更は、EGC でない大規模発行体を含む発行体に、より長期間にわたり非公開であり続け、IPO を実施する前により大規模な株主基盤を生み出す上で柔軟性を与えることになる。非公開企業の株式の流通取引市場において、この変更による影響があるとすれば、いかなる影響が生じることとなるかは不明である。ただし、この柔軟性は、EGC がファイリング前マーケティングを行う上記の柔軟性と相まって、SecondMarket 及び SharesPost などの非公開流通市場における取引の大幅な増加をもたらす結果となり、非公開企業株の流通市場取引のさらなる発展につながると当事務所は予想している。

V. 有効性

JOBS 法の EGC に関連する部分の適用は、1933 年米国証券法に基づく有効な登録届出書に従ったその「普通持分証券」(common equity securities)の「最初の販売」(first sale)がいつ生じたかにかかって

いる。この最初の販売が 2011 年 12 月 8 日又はそれ以前に生じた場合、企業は EGC としての適格性を有しない。これは、企業が現在 SEC に登録を行っているが、その IPO がいまだ値決めされていない、又は 2011 年 12 月 8 日以降にその IPO 価格が値決めされた場合には、当該企業は、その他の EGC の定義を満たしていることを前提として、JOBS 法に基づく緩和された要件を利用することができることを意味する。

JOBS 法の私募に関連する部分に関し、SEC は、JOBS 法が成立して以降 90 日以内に、かかる変更を実施するためにその規則を改定することが義務付けられる。

* * *

JOBS 法は、小規模企業にとっての米国資本市場へのアクセスをより魅力あるものとする多くの改革の結果として、ホワイトハウスからの支持をはじめ、引き続き、広範囲な超党派的支持を受けている。その結果、早ければ明日にも、下院及び上院が統一法案に合意した後直ちに、JOBS 法は大統領によって署名されて法律となるだろうと当事務所は予想している。

* * * * *

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。

セオドア・A・パラダイス

電話: 03-5561-4430

eメール: theodore.paradise@davispolk.com

マイケル・T・ダン

電話: 03-5561-4433

eメール: michael.dunn@davispolk.com

杉山 浩司

電話: 03-5561-4564

eメール: hiroshi.sugiyama@davispolk.com

本メモランダムは、一般的な情報提供のみを目的としたサマリーであり、本件に関する完全な分析ではなく、またリーガル・アドバイスとして依拠されるべきものではありません。また、本文は英語原文の参考和訳であり、本文と原文の内容に相違がある場合には原文が優先します