



## 米国 JOBS 法: 米国外の企業にとっての意義

(注: 本コメントリーは 2012 年 8 月公表の英語版 Jones Day Commentary の日本語訳である。)

2012 年 4 月 5 日、オバマ大統領の署名により成立した Jumpstart Our Business Startups Act (以下「JOBS 法」という。) は、米国の成長企業の資本形成をいかに促進するか、という米国の国内問題への対策を意図した米国向け制定法である。同法は、迅速にかつ超党派の幅広い支持を得て成立したものであるが、それは、成長企業が、新規株式公開 (以下「IPO」という。) した場合には、M&A 取引により売却された場合と比べてより多くの新規雇用を創出するという主張が、議員にとって非常に魅力的であったことがその一つの要因であった。

JOBS 法には、IPO タスクフォースが財務省向けに作成した 2011 年 10 月 20 日付けの報告書「IPO 向けルート (IPO On-Ramp) の再構築: 成長途上にある新興企業と労働市場」(以下「本報告書」という。) の提言が数多く盛り込まれている。本報告書によれば、米国内の IPO 件数は、1990 年代は年平均 547 件であったが、その後の 10 年間は年平均 192 件にとどまったとされる。本報告書は、IPO の発行体に対する規制負担の均衡を議論すべく、「小規模」企業ではなく、「成長」企業を対象として、売上が最大

10 億ドル未満の新興成長企業 (emerging growth company) (以下「EGC」という。) という新しいカテゴリーを創設した。しかしながら、本報告書は、米国外の民間発行体 (foreign private issuers) (以下「FPI」という。) は対象としていなかった。本報告書では、海外市場との競合のほか、米国がもはや IPO のための「国際的な目的地として選択肢」ではない、との見方に言及する程度である。

しかしながら、JOBS 法は、米国市場にアクセスしようとする海外発行体にとって、重要な影響を与えられると思われる。それは、米国証券取引委員会 (以下「SEC」という。) に登録して行う IPO であるか、従来のルール 144A/レギュレーション S の下でのグローバル・エクイティ・オファリングであるか、そのいずれかを問わない。以下に記載するとおり、米国外の民間発行体は、SEC に登録して行う IPO において、既に重要な特例措置の便益を享受しており、SEC はすでに、EGC に該当する FPI は、JOBS 法に基づく特例措置と FPI に対する現行の特例措置のいずれかを選択してそのメリットを享受できることを明らかにしている。

また、今後の SEC によるルール制定次第ではあるものの、従来のルール 144A/レギュレーション S を利用したグローバル・エクイティ市場向けの情報伝達が自由化される可能性もある。8 月 22 日に公表予定の、ルール 144A の私募に関する一般的勧誘の禁止の撤廃にかかるルールがその鍵となる。JOBS 法のその他の部分（登録義務免除私募、クラウドファンディング（crowdfunding）及び登録義務の基準）は、米国内市場を対象としたものと思われ、外国企業及び海外市場に対して大きな影響を及ぼす可能性は低いと思われる。

本コメントリーでは、米国外の発行体にとって重要と考えられる事項を中心に解説する。

### なぜ JOBS 法が重要なのか

過去 18 か月間、米国外の企業、特にハイテク企業には、米国での登録を要する株式の公募を選ぶ傾向が見られる。この間、欧州に拠点を置く 40 社を含む 98 社の FPI が登録届出書を提出している。JOBS 法は、今後の施行状況次第ではあるものの、この傾向を強める可能性があると思われる。

FPI は、米国内の発行体と同様に、JOBS 法のメリットを享受するはずと思われる。このメリットは、

(i) IPO に関する情報伝達の自由化と(ii) 開示義務の軽減に大別される。開示義務の軽減には、二つのインパクトがある。JOBS 法による特例措置は、IPO 時の目論見書とともに、その後の「成長段階」（“on the on-ramp”）にある期間として最長 5 年まで、IPO 後の報告書提出会社（reporting company）に対して適用される。

SEC は、このような軽減措置が、現行法上 FPI に与えられている既存の特例措置に加えて認められることを明らかにしている。従って、FPI である EGC は、米国内の EGC よりも簡便に、SEC 登録を伴う IPO という方法を使うことができるかもしれない。

### 二重の特例措置

以下の表は、(i) JOBS 法における特例措置、(ii) 従来の FPI に対する開示義務にかかる特例措置（フォーム 20-F による特例）、及び(iii) JOBS 法の下での米国内の EGC 又は従来のフォーム 20-F のメリットを受ける FPI のいずれと比べても FPI がより柔軟性を保てるように、JOBS 法及びフォーム 20-F のメリットをどのように組み合わせることができるかについて、それらを比較したものである。

	EGC/JOBS 法	EGC でない FPI (FPI に対する現在の特例措置)	EGC である FPI (FPI が EGC を選択した場合)
<b>IPO のための情報伝達</b>			
IPO 登録届出書の非公開レビュー	SEC による IPO 登録届出書の非公開レビュー。「ロードショー」("roadshow") 開始 21 日前に公衆縦覧できる形で公開での書類提出が必要	2011 年 12 月現在、SEC による FPI の IPO 登録届出書の非公開レビューは、(i) 米国外の取引所への重複上場 (dual listing)、(ii) 外国政府機関の民営化、(iii) 提出書類の公衆縦覧が外国法と抵触する場合には限定。また、「募集」開始前に提出書類の公衆縦覧必要	JOBS 法の下での EGC のためのプロセス、又は（その要件を満たす限り）SEC の FPI 向けポリシーのいずれかを選択可（ただし、SEC の FPI 向けポリシーを選択した場合、その他の JOBS 法による特例措置は利用不可）
「事前調査」 ("Test the Waters") 的なコミュニケーション	EGC 及びその代表者（引受人を含む）は、登録届出書の公衆縦覧前であっても、ロードショーに先立ち募集への需要調査のために、IAI 及び QIB（以下に定義）に対し、口頭及び書面での情報伝達可	登録届出書の公衆縦覧前の勧誘（口頭又は書面を問わない）は禁止、仮目論見書の作成前の書面による勧誘は禁止	JOBS 法による特例措置

IPOのためのリサーチ・レポート	シンジケートのメンバーは、禁止期間 (black-out period) の制限なく、EGCの株式募集の時期にリサーチ・レポートの公表可。	シンジケートのマネージャー及び共同マネージャーは、IPO後40日間(他のシンジケートメンバーは25日間)、又は追加募集 (post-follow-on offering) 後10日間、リサーチ・レポートの公表禁止	JOBS法による特例措置
<b>IPOにおける開示/継続開示</b>			
財務諸表	IPOには、2年分(従来は3年分)の監査済財務諸表が必要  IPO後の継続開示は、IPO時の監査済財務諸表から開始し、IPOから1年以内に、3年分の監査済財務諸表の開示	フォーム20-Fにより、(i)米国GAAP、(ii)国際会計基準審議会(IASB)で採択された国際財務報告基準(IFRS)、又は(iii)米国GAAPとの調整を経た母国のGAAPのいずれかに従って作成された3年分の監査済財務諸表が必要。外国規制当局/外国取引所により要求されない場合であって、複数の取引所に重複上場 (dual listing) する場合、IPO登録届出書において、最初の年度の貸借対照表を省略可。(i)米国GAAP、又は(ii)IASBで採択されたIFRSを採用したばかりの発行体は、2年分の監査済財務諸表	JOBS法に加え、IFRSを活用したフォーム20-F
特定の財務データ	監査済財務諸表の対象期間(2年間)の特定の財務データが必要。IPOから3年以内に、5年分の特定の財務データの開示	5年分の特定の財務データの開示	JOBS法に加え、IFRSを活用したフォーム20-F
経営者による検討及び分析(MD&A)(事業及び財務概況、以下「OFR」という)	監査済財務諸表の対象期間(2年間)の検討のみ必要。IPOから1年以内に、3年分の監査済財務諸表を対象としたMD&Aの開示	財務諸表3年分についての検討	JOBS法に加え、IFRSを活用したフォーム20-F
役員報酬	役員報酬の開示は、レギュレーションS-K402項の下で「小規模報告会社」("smaller reporting companies")に許容されるものと同程度に軽減  ドッド・フランク法(Dodd-Frank Act)による追加的开示義務は不適用	外国の管轄においてより詳細な情報開示が必要とされている場合その他の事由により公表している場合を除き、フォーム20-Fにより、役員報酬の総額の開示。ただし役員報酬について検討・分析は不要	FPIに対する特例措置
勧告型議決権行使("Say-on-Pay")	EGCに該当する期間及びその後3年間、役員報酬の勧告型議決権行使を免除	FPIは免除の対象	FPIに対する特例措置
404条(b)項の監査人による内部統制報告認証	EGCに該当する限り、監査人による内部統制報告認証義務は免除	IPO後2年目のフォーム20-Fによる報告書において監査人による内部統制報告認証義務	JOBS法による特例措置

## 情報伝達

**IPOのためのSECへの非公開方式での提出**：EGCは、SECに対して、非公開の審査を前提としてIPO登録届出書を提出することができる。ただし、ロードショー開始の少なくとも21日前に公衆縦覧できる形での書類提出が義務付けられる。

**コメント**：2011年12月、SECは、(米国外の取引所にすでに上場され又は同時上場するFPIの場合、外国政府機関による民営化にかかるFPIによるIPOの場合、及び公開審査となった場合に適用ある外国法令に抵触する場合を除き)FPIによる登録届出書の非公開の審査を中止した(以下「2011年ポリシー」という。)。JOBS法は、この措置を再開するものであるが、EGCにも同時に該当するFPIのIPOのための登録届出書に限定して認めるものである。

しかしながら、FPIの一部には、2011年ポリシーの下で、現在も完全な非公開での審査の取扱いを受けることのできる発行体もある。2011年ポリシーの下で非公開での審査を受ける適格性を有するFPIには、公衆縦覧できる形での登録届出書の提出からロードショーの開始までに21日間の期間を確保しなければならないという義務は適用されない。SECは、かかるFPIのうち同時にEGCにも該当する発行体は、JOBS法による非公開での審査プロセスによるのか、又は2011年ポリシーによる非公開での審査プロセスによるのか、いずれかを選択しなければならないと表明している(なお、後者の場合、EGCに対する他の特例措置のメリットが失われる。))。

**ロードショー前の情報伝達の自由化**：JOBS法は「ガン・ジャンピング」規制を緩和し、EGC及びその代表者(引受人を含む)が、潜在的なIPOや追加募集等に先立ち、「適格投資家」(institutional “accredited investors”) (以下「IAI」という。))及び「適格機関購入者」(qualified institutional buyer) (以下「QIB」という。))との間での情報交換をすることを可能としている。

**コメント**：JOBS法は、このような「事前調査」(“test the waters”)としての情報交換をIPO前に実施できるようにすることで、他の市場において共通してみられる性質の行為(「試験的な実施」(“pilot fishing”)や「事前の需用調査」(“pre-sounding”)などとして知られるもの)を、米国でのIPOに関して利用可能とする。

**シンジケート・リサーチ・レポートの許容**：JOBS法は、IPOの募集期間の前後におけるリサーチ・レポートの公表を可能とする。

**コメント**：IPO前にリサーチ・レポートを米国で配布することは、FPIがルール144A・レギュレーションSにより登録を要しない募集行為を行う場合であっても、証券法5条違反の懸念及び開示に伴う責任にかかる懸念から、これまで慣行上制限されていた。JOBS法は、登録を伴う募集という文脈において前者への対応を講じているものの、後者を変更するものではない。リサーチ・レポートは、従前どおり、証券取引所法10条及びそれに基づくルール10b-5、並びに証券法17条の一般的な詐欺防止条項の適用を受ける。JOBS法が、レギュレーションD及びルール144Aに基づく募集行為にかかる一般的勧誘及び広告の禁止の例外を規定することは、これらの募集行為に関して、リサーチ・レポートの可能性を高める。

米国での募集に関してリサーチ・レポートの利用が普及し市場に受け入れられれば、米国におけるIPO実務が、IPO前のリサーチ・レポートが一般化している多くの他市場における実務に近づくこととなり、FPIによる複数の市場での募集という世界規模のアプローチを促進することにつながる可能性がある。これまで、米国での開示責任にかかる懸念から、これまで実務慣行上緩和の範囲は限定的であった。米国でのIPOの引受人は、一般に、マネジャー及び共同マネジャーの禁止期間(black-out period)を、他のシンジケート・メンバーに対して適用されてきたのと同様の25日間に短縮するにとどまっている。

## 開示：IPO 及び IPO 後の「成長段階」 （“ON THE ON=RAMP”）

**財務開示義務の軽減**：EGC の IPO 登録届出書では、2 年分の監査済財務諸表及び特定の財務データを超える開示義務は課されず、また、EGC の財務諸表以前の期間について、特定の財務データや経営者による検討と分析（MD&A）は強制されない。

**コメント**：EGC である FPI は、米国での開示義務が他国の法制下での義務よりも軽いと見るかもしれない。FPI は、2 年分の財務諸表の開示でよいだけでなく、国際財務報告基準（IFRS）による開示が認められる。

**監査人による内部統制報告認証義務の免除**：EGC は、サーベンス・オクスレー法 404 条(b)項の下での監査人による内部統制評価の認証義務が免除される。しかしながら、経営者は、従前どおり、404 条(a)項の下で内部統制の有効性の評価を報告する義務があり、最高執行役員（CEO）及び最高財務役員（CFO）は、従前どおり、サーベンス・オクスレー法の下で当該評価について証明する必要がある。

**コメント**：コンプライアンス・コストの観点で、サーベンス・オクスレー法で最も負担が重い規定と目されてきた義務が免除されることにより、米国の公開市場が FPI にとってより魅力的となる可能性がある。ただし、サーベンス・オクスレー法の遵守はすでに一般化しており、これらの義務がすべての企業にとって過重な負担とみられているわけではない。

**役員報酬規制にかかる特例**：EGC は、一定の報酬開示義務及びドッド・フランク法による”say-on-pay”（報酬についての勧告的議決権行使）の適用が免除される。

**コメント**：FPI は、引き続き自国の基準に基づく役員報酬の報告が認められ、米国の委任状勧誘ルールの適用が免除されているため、FPI はすでにこれらの義務の適用免除のメリットを得ている。

## 従来の 144A/レギュレーション S を利用 したグローバル・エクイティ

**私募**：JOBS 法は、SEC に対して、レギュレーション D の改正を義務付け、その最終的な証券の購入者が SEC の現行定義上の「適格投資家」（accredited investors）に該当する限り、ルール 506 に定める証券の勧誘・販売における一般的勧誘及び広告の禁止が廃止されるよう求めている。また、同法は、SEC に対して、ルール 144A にも同様の改正をすることを義務付け、QIB であると合理的に考えられる投資家のみが証券を購入する限り、QIB に該当しない者に対する勧誘を許容するよう求めている。これは、SEC ルールの内容によっては、関心を集めるトピックとなるだろう。SEC は、当該ルールに関する情報を 8 月 22 日に公表することになっている。

**コメント**：JOBS 法の規定は、ルール 506 及びルール 144A の下で行われる私募に対してのみ適用される。証券法 4 条(2)項（現 4 条(a)項(2)）の下で行われる募集行為（外国の発行体によるライツ・オファリングで頻繁に利用）及び 4 条 (1-1/2) 法理の下で行われる募集行為（ルール 144A が利用できない場合にブロック・トレードで頻繁に利用される。）は、従前どおり、一般的勧誘及び広告禁止の対象となる。

ルール 506 の下で販売された証券は、（連邦）証券法に規定される、米国の州法である「ブルー・スカイ」法の適用免除の関係上「対象証券」（covered securities）に該当するが、ルール 144A による取引で発行された証券は対象証券ではなく、州法であるブルー・スカイ法の規制対象となり、当該規制によって、ルール 144A による募集行為に関して一般的勧誘又は広告禁止が適用される可能性がある。米国の州法であるブルー・スカイ法への懸念が原因で、ルール 144A による募集行為に JOBS 法による特例措置を利用できないという問題に対処すべく、州規制当局又は SEC により今後対策が講じられることが求められる。

## その他

**少額募集の免除**：レギュレーション A は、現在、500 万ドル未満の少額募集について、SEC への完全な登録を要しない代替的な公募制度を規定している。

JOBS 法は、SEC に対して、12 ヶ月間の期間中における募集額が 5,000 万ドルまでの募集についての適用免除を認めるほか、SEC への提出が要求されるすべての募集時の開示書類及びその後の継続開示書類における開示内容を定めるルールの制定を義務付けている。証券は一般大衆に対して売却することが認められ、転売規制の適用上「制限された証券」とは取り扱われない。義務付けられている SEC ルールの策定に関して、期限は設定されていない。

**コメント**：FPI は、単に少額募集にとどまらず、大規模なグローバル・オフリングの一部である米国向けの募集に関して、拡張された適用免除を利用できる可能性がある。このため投資家に対して転売制限の付されていない証券が販売されることになるが、発行体としては、一定の範囲で SEC の開示・報告書提出義務に服することになるとともに、ルール 144A による私募の場合よりも厳格な詐欺防止規定の適用を受けることになる。米国向けの私募において許容される情報の公開性 (publicity) という意味での「公開」という性質は、SEC がルールを修正しない限り、レギュレーション S の下での米国向け販売努力の禁止規定による制約を受ける可能性がある。

**クラウドファンディング**：JOBS 法は証券法を改正し、クラウドファンディング、すなわち企業が証券法の下で募集の登録をすることなく、投資家から一定額の資金調達を実施すること、を可能とする。発行体は、適用免除に依拠して、12 ヶ月間の期間につき、

100 万米ドルを上限として、資金調達をすることができるが、個々の投資家に対して販売される額については、投資家の年収及び純資産に基づく上限が規定されている。クラウドファンディング取引において発行される証券は、転売制限付きの証券となる。

**コメント**：外国の発行体はクラウドファンディングの適用免除を利用することができない。従って、クラウドファンディングの適用免除の利用を希望する FPI は、米国法人へと組織変更する必要がある。

**登録基準**：JOBS 法は、証券取引所法の下での登録基準を変更し、株主名簿上に記載された株主数の上限を 500 名から 2,000 名まで引き上げ、または代替的に、IAI でない株主数を 500 名までとする。従業員報酬制度に基づいて株式を取得した発行体の従業員の数、及び JOBS 法のクラウドファンディングにかかる適用免除の下で株式を取得した投資家の数は、当該計算上除外される。

**コメント**：現在、証券取引所法の登録基準は、FPI にとってあまり問題となるものではなく、当該変更は、大半の FPI にとってほとんど影響がないはずである。過去に米国で公募を実施せず、米国で上場していない FPI は、自国の開示が利用可能となるためのルール 12g3-2(b)の要件を充足することにより、証券取引所法の登録義務を回避することができる。上記変更は、12g3-2(b)により求められる開示を希望しない FPI、又はその FPI としての地位を喪失した FPI にとって有用となる。SEC への継続開示書類提出義務の消滅 (及び米国での上場廃止) を求める FPI は、FPI 向けに SEC 登録の廃止のためのルールとして 2007 年改正により導入された、代替的な取引高テストに依拠することができる。

## 弁護士へのコンタクト

更に詳しい情報をお求めの場合は、最寄りの事務所の代表者又は以下に掲げた弁護士にお尋ね下さい。一般的な E メールでのメッセージは、www.jonesday.com からご覧頂ける” Contact Us” フォームを利用して送信頂けます。

本コメントリーの日本語訳作成者

**清原 健** パートナー  
kkiyohara@jonesday.com

**片平 享介** アソシエイト  
kkatahira@jonesday.com

**足立 昌聡** アソシエイト  
madachi@jonesday.com

### **Daniel Bushner**

London  
+44.20.7039.5208  
dbushner@jonesday.com

### **Eric Stuart**

London  
+44.20.7039.5199  
estuart@jonesday.com

### **Drew Salvest**

London  
+44.20.7039.5115  
dsalvest@jonesday.com

### **Marie Elena Angulo**

London  
+44.20.7039.5246  
mangulo@jonesday.com

### **Linda A. Hesse**

Paris  
+33.1.56.59.38.72  
lhesse@jonesday.com

### **Manoj Bhargava**

Singapore  
+65.6233.5987  
mbhargava@jonesday.com

### **Joseph E. Bauerschmidt**

Singapore  
+65.6233.5533  
jbauerschmidt@jonesday.com

### **Benedict Tai**

Beijing / Hong Kong  
+86.10.5866.1185  
btai@jonesday.com

### **Alexander A. Gendzier**

New York  
+1.212.326.7821  
agendzier@jonesday.com

### **Boris Dolgonos**

New York / London  
+1.212.326.3430 / +44.20.7039.5464  
bdolgonos@jonesday.com

### **Richard M. Kosnik**

New York  
+1.212.326.3437  
rkosnik@jonesday.com

### **S. Wade Angus**

New York / São Paulo  
+1.212.326.3755 / +55.11.3018.3914  
swangus@jonesday.com

### **Timothy Curry**

Silicon Valley / San Francisco  
+1.650.739.3987 / +1.415.875.5721  
tcurry@jonesday.com

### **Robert T. Clarkson**

Silicon Valley  
+1.650.739.3996  
rtclarkson@jonesday.com

### **Thomas C. Daniels**

Cleveland  
+1.216.586.7017  
tcdaniels@jonesday.com

### **Christopher M. Kelly**

Cleveland / New York  
+1.216.586.1238 / +1.212.326.3438  
ckelly@jonesday.com

外国法共同事業 ジョーンズ・デイ法律事務所

〒105-0001

東京都港区虎ノ門四丁目1番17号神谷町プライムプレイス

電話 03-3433-3939

FAX 03-5401-2725

WWW.JONESDAY.COM

ジョーンズ・デイの出版物は、特定の事実関係又は状況に関して法的助言を提供するものではありません。本書に記載された内容は、一般的な情報の提供のみを目的とするものであり、当事務所の事前の書面による承諾を得た場合を除き、(なお、かかる承諾を付与または撤回するか否かは当事務所の任意裁量に属します)、他の出版物又は法的手続きにおいて引用し、又は参照することはできません。当事務所の出版物について転載の許可を希望される場合は、当事務所のウェブサイト(www.jonesday.com)にある“Contact Us”の箇所にある所定のフォームをご利用下さい。本書の郵送その他の送信は、弁護士と依頼者との関係を構築することを意図するものではなく、また本書の受信により、そのような弁護士と依頼者との関係が形成されるものではありません。本書に記載された意見は、執筆者の個人的な見解を示すものであり、当事務所の見解を反映したものではありません。

訳注：本コメンタリー（原文は英語版）の作成後、2012年8月22日に、SECは“Jumpstart Our Business Startups Act Frequently Asked Questions About Research Analysts and Underwriters” (<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/tmjbsact-researchanalystsfaq.htm>)を公表した。