

CAPITAL MARKETS LEGAL UPDATE

CONTENTS

- 1 JOBS 法による 1933 年証券法及び 1934 年証券取引所法の改正の目的
- 2 新興成長企業の新規上場に係る規制の緩和
- 3 規則 144A における一般的勧誘及び一般的広告規制の改正
- 4 実務への影響

米国 JOBS 法による 1933 年証券法 及び 1934 年証券取引所法等の改正

弁護士 広瀬 卓生 | 弁護士 谷澤 智章

2012年4月5日、米国において、1933年証券法(以下「証券法」という。)及び1934年証券取引所法(以下「取引所法」という。)を改正する「Jumpstart Our Business Startups Act」(以下「JOBS 法」という。)がオバマ大統領の署名を経て成立した。同法は、内外の新興成長企業による米国資本市場へのアクセスを容易にすることで米国における雇用拡大及び経済発展を図ることを主な目的として、米国証券規制を広範囲にわたって緩和するものである。本ニュースレターでは、JOBS 法による改正内容のうち、日本企業を含む外国民間発行体(*foreign private issuers*)が米国資本市場において資金調達を行う際に重要と考えられる点について概説する。

1 JOBS 法による 1933 年証券法及び 1934 年証券取引所法の改正の 目的

米国においては、証券法及び取引所法の下で、企業が米国資本市場において資金調達を行う場合の情報開示義務等につき、世界で最も厳格なレベルと言われる規制が定められている。その規制は、財務報告に関する内部統制の構築・運用とその自己評価を要請するサーベンス・オクスレー法や、役員報酬等の経営陣に関する一定の重要情報の開示を要請するドッド・フランク法により強化されてきた。しかしながら、長年にわたり強化されてきた証券規制は、米国資本市場における企業の資金調達に大きな負担を課すことにもなっており、近年の米国における新規上場件数の大幅な減少の一因であると評されるところでもある。

2012年4月5日に成立した JOBS 法は、新興成長企業による米国資本市場での資金調達に伴う負担を軽減することで米国資本市場へのアクセスを容易にし、企業を活性化させて雇用の創

出・拡大及び米国経済の更なる発展を図ることを主たる目的としているが、同時に、強化の一途を辿ってきた米国証券規制を広範囲にわたって緩和し、規制のバランスを図ろうとするものである。

日本企業を含む外国民間発行体にとっても、世界有数のアクティブな市場である米国資本市場において資金調達を行うインセンティブは大きい。JOBS 法による緩和が行われた規制の多くは、外国民間発行体が米国資本市場にて資金調達を行う場合にも適用されるため、日本企業を含む外国民間発行体による米国資本市場における資金調達が増加することが期待されている。

2 新興成長企業の新規上場に係る規制の緩和

JOBS 法は、証券法及び取引所法の中に「新興成長企業」(emerging growth company)という新たなカテゴリーを創出し、新興成長企業については、新規上場時のオフリングに適用される規制の緩和を図るとともに、上場後における証券法及び取引所法上の開示義務や報告義務の負担軽減を図っている。

規制緩和が適用される「新興成長企業」とは、直近会計年度の売上総額が10億ドル未満の発行体をいう。ある会計年度の初日の時点でこの要件を充たした発行体は、その後、年間売上総額が10億ドル以上となった場合や、直近3年間において総額10億ドルを超える非転換型負債証券(non-convertible debt)の発行を行った場合など、一定の除外事由に該当しない限り、証券法上の登録届出書(registration statement)に基づき普通株式(common equity securities)が最初に販売された日から5会計年度の間、「新興成長企業」と認められることとなる。上記のとおり、「新興成長企業」への該非判定にあたっては売上総額のみが要件とされ、会社設立からの経過期間や、売上高の成長率等は問題とされない。唯一の要件である売上総額についても、10億ドル未満という緩やかな基準が設定されているため、「新興成長企業」の定義には、文字通りの「新興」企業のみならず、相当の範囲の企業が該当しうると考えられる。

また、「新興成長企業」は米国企業に限られない。外国民間発行体が米国の証券取引所において上場を行う場合であっても、新興成長企業としての要件を満たしている限り、規制緩和のメリットを享受できることになる。

JOBS 法により緩和された新規上場手続きのうち、主要な点は以下のとおりである。発行体としての日本企業から見た場合、おそらくは⑤が最も注目される点であろう。

- ① 登録届出書のコンフィデンシャル・ファイリング——米国 Securities and Exchange Commission (以下「SEC」という。)に対する登録届出書の提出時において、SEC とのやりとりに基づく訂正を公表ベースで行うことを要求される提出者の負担が増加しているとされていたが、新興成長企業が新規上場の際に提出する登録届出書については、コンフィデンシャル・ファイリング(≒未公表の事前相談)が認められることとされた。
- ② 登録届出書における開示負担の軽減——登録届出書においては、通常3年分の監査済財務諸表の記載が要求されるが、新興成長企業については、2年分で足りるとされた。主要財務データ(Selected Financial Data)も、通常要求される直近5年分ではなく、監査期間である2年分のみで足りるとされた。
- ③ 適格機関投資家とのコミュニケーション——新興成長企業については、オフリング時に通常適用される厳格なコミュニケーション規制が緩和され、登録届出書の提出の前後を問わず、適格投資家である機関投資家(institutions that are accredited investors)及び適格機関購入者(qualified institutional buyers)に対して、予定されているオフリングについて興味があるかについて、コンフィデンシャル・ベースで、口頭又は書面によるコミュニケーションを行うことができる。これにより、当該オフリングに関する一定の需要予測を事前に行うことができ、より円滑なマーケティングが可能になるとされる。

- ④ リサーチ規制の緩和——新興成長企業については、登録届出書の提出の前後を問わず、投資銀行が当該企業についてのリサーチ・レポートを発行することができるなど、リサーチ規制が緩和される。非公開企業として一般的にマーケットにおいて十分に情報が流通しているとはいえない新興成長企業について、投資家がリサーチ・レポートを参照することにより証券の価格の目安を把握しやすくし、オフリング時のプライシングを容易にするとともに、新規上場後の適正な株価形成を促進すると期待される。
- ⑤ 内部統制関連の義務等の免除——新興成長企業は、上場後においても、サーベンス・オクスレー法に基づき上場会社一般に求められている財務報告に係る内部統制に関する監査人の認証義務が免除される。米国における内部統制関連の規制が、新規上場及び上場維持における発行体への大きな負担となっていることは言うまでもないが、新興成長企業については、新規上場から最大で5会計年度という期限付きではあるものの、この負担が軽減されることとなる。また、役員報酬の開示義務についても、新興成長企業には軽減されたルールが適用される。

なお、外国民間発行体については、JOBS 法の制定以前より、新規上場の際の一定の規制緩和が特例措置として設けられており、一定の場合に登録届出書のコンフィデンシャル・ファイリングが認められる点や、新規上場から1年間は監査人による財務報告に係る内部統制に関する監査人の認証義務が免除されている点等について緩和が図られていたところである。新興成長企業に該当する外国民間発行体は、JOBS 法による新興成長企業としての規制緩和の適用を受けるか、従前からある外国民間発行体としての特例措置の適用を受けるかを、任意に選択することができる。

3 規則 144A における一般的勧誘及び一般的広告規制の改正

(1) 規則 144A による私募と、一般的勧誘及び一般的広告規制

外国民間発行体が米国資本市場において資金調達を行うには、米国市場に証券を上場し、SEC に登録届出書を提出して行う公募、いわゆる registered offering を行う方法のほかに、かかる登録義務の適用除外を受ける私募(private placement)として行う方法がある。証券法の規則 144A は、登録届出書による開示が行われることなく購入された証券が適格機関購入者間で転売される限り、登録届出書の提出義務を不要とするものであり、規則 144A に依拠したオフリング(以下「規則 144A オフリング」という。)は、証券法上認められた私募の一手法である。米国市場も含めた資金調達を実現したいものの、様々な負担を生じる registered offering は敬遠したいという日本企業にとって、規則 144A オフリングは、米国投資家へのアクセスを確保する手立てとして従来から広く利用されてきた。

規則 144A オフリングと認められるためには一定の要件と制約に適合する必要があるが、とくに、マーケティング方法に関する制約として、証券の勧誘が適格機関購入者以外になされることのないように、証券の「一般的勧誘」又は「一般的広告」を行うことは認められない、との解釈がかねてから示されてきた。一般的勧誘又は一般的広告とは、例えば、新聞・雑誌広告、テレビやラジオにおける宣伝、参加者を一般募集するセミナーや、ウェブサイトにおける勧誘などの行為を指すとされている。

(2) JOBS 法による規則 144A の改正要求と、SEC の改正案

JOBS 法は、SEC に対し、規則 144A オフリングにおいても、適格機関購入者(又は証券の売手が合理的に適格機関購入者だと信ずる者)に対して証券の売付けが行われる限り、一般的勧誘又は一般的広告を行うことが許容されるよう、規則の改正を行うことを義務づけている。

JOBS 法による改正要求を受けて、SEC は、2012 年 8 月 29 日付けで、規則 144A の改正案を公表した。ここでは、現在の規則 144A(d)(1)が規則 144A オファリングの要件として「適格機関購入者のみに対して証券の『勧誘又は売付け』がなされること」という定めを置いているところ、この「勧誘」の文言を削除する形での改正が提案されている。すなわち、改正後の規則 144A(d)(1)は、適格機関購入者に証券の「売付け」がなされることのみを要求することとなるが、これを裏から読めば、「勧誘」については、適格機関購入者以外の者に対して行うことが規則上許容され、そのため、一般的勧誘又は一般的広告の形態をとることも差し支えない、と解釈できるということになる。

かかる改正案については、パブリック・コメントが募集され、現在、新規規則の採択に向けて調整が行われている。改正の内容は未確定ではあるが、改正案と同等の内容で採択された場合は、投資家に対してより柔軟なマーケティング上のアプローチを採ることが可能になると期待されている。

(3) レギュレーション S との関係

レギュレーション S とは、米国外で行われる証券の勧誘及び売付けが、米国証券法に基づく登録義務の適用を免れるための要件を定めたセーフ・ハーバー・ルールである。レギュレーション S は、証券の売付けが米国外で行われることを要求しており、とりわけ、「米国に向けた販売努力」(directed selling efforts)が行われていないことが必要である。米国に向けた販売努力とは、レギュレーション S に依拠して販売される証券に関し、米国市場における需要を喚起する行為であるとされる。

レギュレーション S に依拠するオファリング(以下「Reg S オファリング」という。)の際、規則 144A オファリングが同時に行われることは少なくない。例えば、日本企業が海外市場において株式による資金調達を行う場合に、米国市場においては規則 144A オファリングの形で販売を行い、同時に、米国以外の海外市場においては(米国証券法上の登録義務を惹起しないよう)レギュレーション S に依拠した形で販売を行うケースがそれである。この点、改正後の規則 144A に基づき米国で一般的勧誘又は一般的広告が行われる場合は、同時に行われる Reg S オファリングにおいて禁止されている「米国に向けた販売努力」が行われたとみなされてしまうのではないかと、という懸念があった。SEC は、これを受けて公表したリリースにおいて、「改正後の規則 144A において一般的勧誘及び一般的広告がなされる場合であっても、同時に並行して行われる米国外での Reg S オファリングを排除するものではない」との見解を示し、Reg S オファリングと並行して行われる規則 144A オファリングにおいても、レギュレーション S の要件の欠失を懸念することなく、一般的勧誘又は一般的広告を行うことができる解釈を明らかにした。

4 実務への影響

豊富な投資家層と全体の規模とを考えたとき、資金調達の場としての米国資本市場が、魅力のある市場であることには疑いがない。しかし、上記のとおり、証券規制の厳しさゆえに、日本企業にとってはやや敷居の高い市場であると認識されてきたこともまた事実である。

JOBS 法による一連の改正のうち、新興成長企業に係る規制緩和については、5 年間という期限付きではあるものの、「慣らし運転」の期間をより長く確保できることによる、発行体にとっての事実上の負担軽減効果は小さくない。適用対象企業の範囲が広いこともあいまって、日本企業による米国での新規上場や registered offering のハードルを下げる効果は期待できよう。

一方、規則 144A に係る上記の改正は、発行体である日本企業に直接適用されるものというよりは、米国での販売を行う引受証券会社にとって、より柔軟な販売・マーケティング手法をとることができるという点において意味を持つ。具体的な案件レベルにおいて活用されることにより、ひいては日本企業による米国資本市場へのアクセスそのものを活性化する効果が期待される。

- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の広瀬卓生 (takuo.hirose@amt-law.com) までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。

- Capital Markets Legal Update
担当パートナー： 多賀大輔、広瀬卓生、吉井一浩
本ニュースレターの配信またはその停止をご希望の場合には、お手数ですが、cm-newsletter@amt-law.com までご連絡下さいますようお願い申し上げます。

- 本ニュースレターのバックナンバーは、
<http://www.amt-law.com/bulletins10.html> にてご覧いただけます。



CONTACT INFORMATION

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

〒106-6036

東京都港区六本木一丁目 6 番 1 号
泉ガーデンタワー38 階(総合受付)

Tel: 03-6888-1000 (代表)

Email: inquiry@amt-law.com

URL: <http://www.amt-law.com/>