

金融商品取引法研究会  
研究記録第 40 号

# 米国 J O B S 法による 証券規制の変革

公益財団法人 日本証券経済研究所  
金融商品取引法研究会

## ま え が き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成24年11月22日開催の研究会における中村聡委員（森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士）による「米国JOBS法による証券規制の変革」と題するご報告と、それについての討論の議事録をお届けするものである。

中村先生からは、新興成長企業（Emerging Growth Company）等が資本市場へのアクセスを容易に行えるようにすることを主たる目的として、昨年、米国で成立したJOBS法（Jumpstart Our Business Startups Act）について、その制定経緯や主な内容をご説明いただいたうえで、わが国の金融商品取引法規制の将来に関し、適切な資本市場の発展を促進するという観点から、大変示唆に富んだご報告をいただいた。

このご報告をうけ、委員やオブザーバーの先生方からは、理論面のみならず実務面からも、様々な視点で活発かつ広範なご議論をいただき、誠に意義深い研究会となった。

ご報告をいただき、議事録の整理にもご協力いただいた中村委員に厚くお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた委員やオブザーバーの先生方に心から感謝申し上げる次第である。

平成25年1月

公益財団法人 日本証券経済研究所  
理事長 東 英 治

# 米国 J O B S 法による証券規制の変革

(平成 24 年 11 月 22 日開催)

報告者 中 村 聡  
(森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士)

## 目 次

|  |    |
|--|----|
| I. 米国 J O B S 法制定の経緯                     | 1  |
| 1. 背景                                    |    |
| 2. J O B S 法の構成と主な内容                     |    |
| II. 主要な改正内容                              | 4  |
| 1. I P O 途上段階の規制 ( I P O O n - R a m p ) |    |
| 2. 私募の活用による資本調達                          |    |
| 3. クラウドファンディング                           |    |
| 4. 小規模会社の少額免除取引による資本調達の拡充                |    |
| 5. 証券取引所法上の登録義務の株主数基準の引上げ                |    |
| III. 日本の金商法規制の将来に対する示唆                   | 21 |
| 1. 資本市場振興に対する意識の高さ                       |    |
| 2. 新興成長企業に対する規制緩和の可能性の検討                 |    |
| 3. 勧誘規制の見直し                              |    |
| 4. 規制・制度改革委員会での議論                        |    |
| 討 議                                      | 26 |
| 報告者レジュメ                                  | 40 |
| 資 料                                      | 65 |

金融商品取引法研究会出席者(平成24年11月22日)

報告者 中 村 聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

会 長 神 田 秀 樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授

副 会 長 前 田 雅 弘 京都大学大学院法学研究科教授

委 員 青 木 浩 子 千葉大学大学院専門法務研究科教授

〃 川 口 恭 弘 同志社大学大学院法学研究科教授

〃 神 作 裕 之 東京大学大学院法学政治学研究科教授

〃 近 藤 光 男 神戸大学大学院法学研究科教授

〃 中 東 正 文 名古屋大学大学院法学研究科教授

〃 山 田 剛 志 成城大学法学部教授

オブザーバー 古 澤 知 之 金融庁総務企画局市場課長

〃 永 井 智 亮 野村證券常務執行役員

兼チーフ・リーガル・オフィサー

〃 萩 野 明 彦 大和証券グループ本社経営企画部長

〃 藤 瀬 裕 司 S M B C 日興証券法務部長

〃 金 井 仁 雄 みずほ証券法務部長

〃 伊地知 日出海 日本証券業協会専務執行役

〃 廣 瀬 康 東京証券取引所総務部法務グループ課長

研 究 所 東 英 治 日本証券経済研究所理事長

〃 高 坂 進 日本証券経済研究所常務理事

〃 萬 澤 陽 子 日本証券経済研究所主任研究員

〃 末 吉 恵 日本証券経済研究所事務局次長

(敬称略)

# 米国 JOBS 法による証券規制の変革

**前田副会長** 金融商品取引法研究会の第 10 回会合を始めさせていただきます。

既にご案内のとおり、本日は、中村聡先生から「米国 JOBS 法による証券規制の変革」というテーマでご報告をいただきます。

では、中村先生、よろしく願いいたします。

**中村報告者** 中村でございます。

本日は、レジユメを 2 つお配りしておりますけれども、本体部分と別紙部分とがございます。別紙部分は、資料 1 の米国 JOBS 法の和文による概要となっておりますので、今回のご報告における JOBS 法の概要につきましては、別紙を参照しつつ説明させていただきたいと存じます。お手間をかけますけれども、どうぞよろしく願いいたします。

それでは、「米国 JOBS 法による証券規制の変革」と題しまして、私のほうからご報告申し上げます。

## I. 米国 JOBS 法制定の経緯

まず、米国 JOBS 法ですが、米国スタートアップ企業のジャンプスタートに関する法律 (Jumpstart Our Business Startups Act)、頭文字をとりまして「JOBS Act」と呼ばれます。この JOBS 法の主たる目的は、小規模の成長企業が資本調達を容易に行うことができるように改革を行うことにあります。

### 1. 背景

その背景といたしまして、まず最初のきっかけとなりましたのは、2011 年 1 月のオバマ大統領による Startup America Initiative の公表です。ここにおきまして、小規模成長企業が資本調達する可能性を高めるための改革を求めるといことが掲げられております。

それを受けまして、連邦議会におきましては、米国 IPO 市場の低迷に関しまして議員のほうから懸念が示されました。具体的には、下院の Oversight and Government Reform Committee のチェアマン、イッサ氏から SEC のチェアマン、シャピロ氏に対して、IPO 市場の低迷に対する懸念の表明がなされております。

ここで、レジュメ 11 ページの別表「米国の IPO 件数」をごらんください。図は、1991 年から 2011 年までの米国における IPO の件数を掲げております。黒塗り、それから灰色のところがありますけれども、これにつきましては金額規模で分けられております。

このグラフを見るとすぐにおわかりのとおり、1991 年から 2000 年までの IPO の件数に比べまして、2001 年以降、また 2008 年のリーマンショック（金融危機）以降の IPO 件数が激減していることが見てとれます。このような IPO 件数の激減を契機といたしまして、連邦議会におきましては、次のようなことが原因ではないかということで懸念が表明されております。

1 つは、次第に複雑になっていく SEC のルールメイキングを初めとする証券規制です。もう 1 つは、サーベンス＝オクスリー法遵守に伴う費用負担です。3 つ目が、ドッド＝フランク法のもとで現在進行中の SEC 規則制定作業により、規制の先行きが不透明であるという不安が発行会社に生じているということです。そのほか、IPO における開示に関連しまして、クラス・アクション訴訟のリスクがあるということもあります。また、全般的な規制、法律及び法令遵守の負担の増大ということが掲げられております。

SEC のシャピロ氏は、これに対して逐一反論を行いましたけれども、議会のほうはこれに対する反論に飽き足らず、レジュメ 2 ページの 1.2 「JOBS 法の構成と主な内容」に掲げられております（1）から（6）までの 6 つの法案が下院に提出され、審議されることになりました。

## 2. JOBS 法の構成と主な内容

下院における審議が始まっていたところで、2011 年 10 月、IPO タスク・

フォースから「Rebuilding the IPO On-Ramp」という提言がなされました。IPO タスク・フォースは、2011年3月の米国財務省が招集しました小規模企業のための資本市場へのアクセスというコンファレンスに参加した、ベンチャーキャピタリスト、起業家、弁護士、学者／会計士、投資家、投資銀行家からなるグループですが、このタスク・フォースによる提言は、高成長の新興企業による資本市場へのアクセスを改善することによって、米国の雇用創出の増大と経済全体の成長促進を図ることを目的としております。企業規模に応じた規制という既存のプリンシプルを用いまして、「On-Ramp」と米国では言うておりますが、新興成長企業に対して、成長途上段階に応じた規制を提供することが提言されました。

具体的には、IPO時に年間総収入が10億ドル以下の会社が、完全な証券規制の遵守を求められるまで5年間の猶予を与えるというものです。これによって投資家保護の原則を維持しつつ、新興成長企業に対し、法令遵守コストを削減し、また時間的な猶予を与えることとなります。もう1つが、IPO前後を通じて、投資家に対する新興成長企業に関する情報の提供を改善するものです。投資家への情報提供と市場における新興成長企業の存在感の維持のために、リサーチ・レポートに関する手続的な制約を緩和するという事です。

このIPOタスク・フォースによる提言を受けまして、レジュメの1.2に掲げられました下院に提出された6つの法案は、JOBS法という形で一本化されております。その後、下院で可決されまして、上院では(1)から(6)までのうち、3つ目のクラウドファンディングの登録免除に関連しまして、ファンディング・ポータルに業者としての登録を要求する修正がなされ、下院もかかる修正も受け入れて、オバマ大統領が2012年4月5日に署名して、JOBS法が成立することとなりました。

(1)から(6)の内容につきましては、具体的には現行のJOBS法に引き継がれておりますので、II「主要な改正内容」のところで逐一ご説明申し上げたいと思います。

## II. 主要な改正内容

ここで主要な改正内容についてご説明申し上げますので、別紙のほうも随時参照しながら、よろしく願いいたします。

### 1. IPO 途上段階の規制 (IPO On-Ramp)

まず、JOBS 法第 1 章は、IPO 途上段階の規制として、新興成長企業 (Emerging Growth Company : 「EGC」) につきまして、最長 IPO 後 5 年間は、法令遵守のためのコストと負担が大きい幾つかの証券規制の適用を除外することとなっています。

#### (1) EGC の定義

EGC の定義につきましては、別紙 Section 101 をご参照ください。

新興成長企業 (EGC) は、JOBS 法 101 条で、直前事業年度の年間総収益が 10 億ドル未満の発行会社と定義されております。そして、事業年度の期初に EGC であった発行会社は、箇条書きに掲げるいずれかの日まで引き続き EGC とみなされます。

その結果、IPO を行った後、ほかの事由に該当しない限り、IPO の 5 年後の応当日の属する事業年度の末日まで EGC として取り扱われ、IPO 後の 5 年間、IPO On-Ramp として規制緩和の恩恵を受けることが可能です。ただし、2011 年 12 月 8 日以前に、効力発生済みの登録届出書に基づく普通株式の最初の売付けを行った発行会社は、EGC の定義から除外されております。

#### (2) 役員報酬に関する規制の緩和

EGC に対する具体的な規制緩和の内容としまして、まず最初にあるのが、役員報酬に関する規制の緩和です。その 1 つは、ドッド=フランク法により追加された役員報酬ガバナンス・開示に関する規定の適用除外です。もう 1 つは、レギュレーション S-K に定められている役員報酬の開示方法について、簡潔な方法を許容することです。これらの内容につきましては、別紙 Section 102(a) をご参照ください。

ドッド=フランク法 951 条により、証券取引所法 14 A 条(a)及び(b)が追加され、役員報酬及びゴールデン・パラシュート報酬について、個別議案による株主承認を要求する規定が設けられております。これはご承知のとおり、英国で 2002 年に導入された Say-on-Pay の制度を参照して、役員報酬について株主による勧告的投票を義務づけるものでした。

この規制に対して、JOBS 法は、EGC について適用除外を設けることとしております。ただし、EGC であった会社が EGC でなくなった場合は、役員報酬について個別議案による株主承認を新たに求めなければなりません。

また、ドッド=フランク法は、953 条で証券取引所法 14 条(i)の追加とレギュレーション S-K アイテム 402 の改正を定めて、支払役員報酬と発行会社の業績の関係の開示や、従業員報酬と役員報酬の比率の開示を求める規制を導入しております。JOBS 法では、EGC について、これらの開示についても適用を除外することとしております。

また、ご承知のとおり、米国の公開企業は、レギュレーション S-K アイテム 402 によって相当詳細な役員報酬に係る開示義務を負っております。例えば、役員報酬に関する検討及び分析や、CEO、CFO 及びその他最も高額の報酬を得ている 3 名の役員報酬について、表形式などにより詳細な報告が求められております。かかる開示負担を EGC について軽減するため、非関連者が保有する普通株式の時価総額が 7500 万ドル未満である小規模発行会社に義務づけられるのと同様の、簡潔な役員報酬の開示を行うことが認められております。

### (3) 登録届出書に必要な監査済財務書類の 2 年度分への短縮

次の EGC に対する規制緩和は、登録届出書に必要な監査済財務書類の 2 年度分への短縮ということです。内容につきましては、別紙 Section 102(b) をご参照ください。

EGC については、普通株式の IPO の場合、登録届出書の効力発生のために、従来必要であった 3 年度分ではなく、2 年度分の監査済財務書類を提示すればよいこととなりました。それに合わせて、普通株式の IPO を行った後に

提出されることとなる発行開示の登録届出書につきまして、EGCはIPOに関連して表示した監査済会計年度より前の会計年度に係る財務データを表示する必要はないとされています。

したがって、監査されているより前の期間についての財務データの開示が不要となるため、監査対象ではないものの、その財務データを登録届出書において提示することを可能とするために行われていたこれまでの検証作業を省略することが可能となり、EGCにとって時間と費用と労力の節減につながります。

また、継続開示の関係でも、証券取引所法に基づく登録届出書その他の開示書類について、EGCは、最初の登録届出書において表示した監査済会計年度より前の会計年度に係る財務データを表示する必要はないとされています。

さらに、レギュレーションS-K アイテム 303 によって開示が求められている Management's Discussion & Analysis (MD&A) の対象年度についても、EGCは、開示済財務書類の会計年度に限定して検討を行えばよいとされており。

それに加えて、JOBS 法 108 条をご参照いただきたいと存じますが、EGCの負担軽減のために、レギュレーションS-Kにおける開示義務についてSECは検討を行うものとされており。SECは、JOBS法の成立後180日以内、すなわち10月2日までの間に、連邦議会にこの検討を行った調査報告書を提出されるものとされており、11月21日時点で、SECのウェブサイトには報告書は掲示されておりません。

#### (4) 監査法人による内部統制監査の適用除外

EGCに対する規制緩和の3つ目の内容は、監査法人による内部統制監査の適用除外です。別紙 Section 103 をご参照ください。

ご承知のとおり、サーベンス=オクスリー法 (SOX 法) 404 条により導入されました内部統制報告制度におきまして、経営者による財務報告に係る内部統制の評価につきまして、その会社の監査を行う登録会計事務所が証明

ないし認証し、報告する義務を負うとされております。

JOBS 法 103 条は、この SOX 法 404 条(b)を修正しまして、EGC を内部統制監査に係る対象会社から除外することとしております。その結果、EGC につきましては、IPO を行っても、EGC の定義を充足する限り、内部統制監査の対象から除外されることとなっております。これによって、SOX 法によって導入された制度の中で最も大きな費用と負担がかかると言われていた制度につきまして、EGC は適用除外を受けることができ、人的・資金的に余裕がないベンチャー企業にとっては意義が大きいと言われております。

(5) 公開会社会計監督委員会の監査に関する一定のルールからの適用除外

さらに、Section 104 におきまして、EGC は、公開会社に一般に適用される公開会社会計監督委員会 (PCAOB) の 2 つのルールが免除されることとなっております。1 つは、強制的な監査事務所ローテーションに関するルールで、もう 1 つは、監査及び発行会社の財務書類に関する追加情報を記載すべき監査報告書の補足事項に関するルールであります。

(6) EGC に関する情報入手機会の拡充

以上の EGC に関する規制緩和のほか、先ほど申し上げたとおり、EGC に関する市場の認知度を上げる観点から、EGC に関する情報入手機会の拡充という観点に立って、リサーチ・レポートの公表・配布の促進のための措置が JOBS 法によって設けられております。

JOBS 法改正前におきましては、レジュメに記載されておりますとおり、IPO に関与する投資銀行は、IPO に先立ってリサーチ・レポートを公表することが禁止されておりました。また、IPO の幹事会社は、IPO 後 40 日間、その他の引受会社・ディーラーの場合には 25 日間、リサーチ・レポートを公表することが禁止されております。また、ロックアップ契約の終了前 15 日間中のリサーチ・レポートの公表も禁止されております。IPO を行った公開会社につきまして、通常の募集後 10 日間のリサーチ・レポートの公表も禁止されております。さらに、ロックアップ契約終了後の一定のリサーチ・レポートについても公表が禁止されております。

このようにリサーチ・レポートにつきましては、公表・配布の制限期間 (quiet period) というものが設けられておりますが、先ほど申し上げました EGC に関するヴィジビリティをアップさせる観点から、JOBS 法による改正がなされております。その主な内容は、EGC に関するリサーチ・レポートの IPO 前の公表・配布の解禁と、もう 1 つは、証券アナリストにかかわるコミュニケーションの改善ということです。詳細につきましては、別紙 Section 105(a)、(b)及び(d)をご参照ください。

まず、EGC に関して規制が緩和されているリサーチ・レポートの定義ですが、これは、文書、電子的方法または口頭のコミュニケーションであって、発行会社の証券に係る情報、意見もしくは推奨、または、証券もしくは発行会社の分析を含むものをいうとされております。

次に内容面ですが、第 1 に JOBS 法 105 条(a)によりまして、証券法 2 条(a) (3)のオファーに関する定義が修正されております。これによりまして、証券法 2 条(a) (10) (prospectus の定義) 及び 5 条(c) (登録義務) の適用上、普通株式の公募に関しまして、登録届出書を提出予定・提出済みの EGC、あるいはかかる登録届出書の効力発生後の EGC につきまして、ブローカー・ディーラーがリサーチ・レポートを公表または配布することは、当該ブローカー・ディーラーが登録公募に参加している場合であっても、オファーに該当しないとみなされることとなっております。

その結果、EGC の行う公募前に公募に参加する投資銀行がリサーチ・レポートの公表または配布が認められることとなります。また、事後のリサーチ・レポートの公表または配布も認められておりますので、これらの規制緩和によって、EGC に関するリサーチ・レポートを通じて、投資家の EGC に対する情報へのアクセスの改善が図られると考えられております。

これらのリサーチ・レポートの規制の緩和によりまして、リサーチ・レポートを IPO 前に公表ないし配布することにつきまして、米国におけるガン・ジャンピングに該当する懸念が解消されることとなっております。他方、リサーチ・レポートの内容につきましては、ルール 10b-5 に基づく不実開示

に係る責任は依然として負っております。したがって、投資銀行が、実務上、これらのリサーチ・レポートを想定どおりに活用するかどうかは、現状のところでは不透明と言われております。

次に、証券アナリストのコミュニケーションですけれども、証券取引所法 15D 条が改正され、SEC または証券業協会は、EGC の普通株式の IPO に関しまして、次の 2 つの内容に関するルールまたはレギュレーションを採択し、または維持してはならないとされております。

1 つ目は、ブローカー・ディーラーまたは証券業協会会員の関連者、例えば投資銀行部門の者が、証券アナリストと潜在的投資者との間のコミュニケーションをアレンジすることの制限です。2 つ目は、証券アナリストが、証券アナリストでない投資銀行部門の者が同席する EGC の経営者とのコミュニケーションに参加することを制限するものです。

1 つ目のルールの撤廃は、証券アナリストと投資家との間の情報フローについての、煩瑣な手続的制約を解消するためのものです。例えば、アナリストがコンタクトする候補先として、投資銀行部門の者がクライアント・リストをアナリストに提供することは可能であると SEC は述べております。ただ、これらの情報フローを直接禁止する FINRA の規制はないようですので、具体的に撤廃されるルールはないようです。

2 つ目の規制につきましては、多忙なベンチャー企業経営者が、投資銀行部門の担当者と証券アナリストと別々に会議を持つことが煩瑣で負担であるということから定められたようです。これによりまして、IPO に関しましてアナリストが投資銀行部門の者が同席する EGC の経営者との会議に参加することが可能となりました。具体的には、FINRA の規制である NASD ルール 2711 が改正されており、2012 年 11 月付 Regulatory Notice 12-49 に公表されています。ただし、このルールにおきましても、アナリストは、従前どおり、その会議におきまして、発行会社に対して投資銀行業務に係る勧誘行為を行ってはならないということなどが定められております。

そもそもの FINRA による証券アナリストに関する規制の趣旨は、過去の

濫用的慣行を背景としまして、投資銀行が発行会社に有利なリサーチ・レポートを作成・提供する見返りに案件を獲得しようとすることを禁止することになりました。しかしながら、この利益相反排除のためのルールにつきまして、JOBS 法は、限定的ながら EGC についてその規制の一部を解除することとなっております。

なお、証券取引所のルールは、直接には JOBS 法の対象にはなっていませんが、FINRA のルール改正に合わせて、ニューヨーク証券取引所ルール 472 につきまして同様の改正がなされております。

第 3 に、JOBS 法 105 条(d) (募集後のコミュニケーション) によりまして、SEC または証券業協会は、EGC の普通株式の IPO に関しまして、ブローカー・ディーラー等が IPO 後の所定期間あるいはロックアップ期間中、リサーチ・レポートを公表、配布または公示することを禁止する内容のルールまたはレギュレーションを採択し、または維持してはならないことが定められました。その結果、EGC につきましては、IPO 後の一定期間、リサーチ・レポートの配布を制限する FINRA の規制を撤廃することとなりました。

他方、JOBS 法では、IPO ではなく、その後の募集に関するリサーチ・レポートやロックアップ期間経過後のリサーチ・レポートの公表に関する FINRA の規制を撤廃することは定められておりません。しかしながら、EGC につきまして、リサーチ・レポートの活用を促進するという JOBS 法の趣旨に従いまして、それらを含めまして FINRA のリサーチ・レポートの公表禁止期間に関する NASD ルール 2711 は EGC に適用されないように改正されております。また、同様の改正がニューヨーク証券取引所ルール 472 についてなされております。

#### (7) EGC の公募に関する機関投資家への事前調査の解禁

次に、EGC に対する規制緩和のうちで注目すべきものが、レジюме 2.1.7 の EGC の公募に関する事前調査 (testing-the-water) の解禁であります。Testing-the-water という用語は、水にザブンと入る前に温度を確かめてみるということから来ているようです。そこで、募集に先立ちまして、機関

投資家などの投資家を相手に、その募集が行われたとするならば関心があるかどうかについて、事前の意向調査を行うものという意味で、testing-the-water という表現が用いられております。

ご案内のとおり、米国証券法におきましては、5条(c)におきまして登録届出書提出前のオファーが禁止されており、また、オファーの解釈につきましては、幾つかフォーミュレーションはあるかと思いますが、発行体に対する投資家の関心を喚起するよう、あるいは、募集を予期して市場を整えるよう企図された行為は、オファーに該当すると広く解釈されています。したがって、募集に先立って、募集に係る関心の有無を投資家に打診することは違法となっております。

しかしながら、JOBS法はこの原則に対して大きな改正を行っております。すなわち、EGCの証券の募集を行う場合に、かかる証券の募集への関心の有無につきまして、次の機関投資家に対して、登録届出書の提出前に意向調査を行うことを解禁しております。

機関投資家の1つのカテゴリーが、適格機関購入者（qualified institutional buyers）である潜在的投資家であります。もう1つのカテゴリーが、認定投資家（accredited investors）である機関投資家であります。内容につきましては、別紙 Section 105(c)をご参照ください。

JOBS法105条(c)により、証券法5条に新たに(d)項が挿入され、EGCまたはEGCのために行為する権限のある者は、投資家に対して、想定される証券の公募に関心があるか否かについて判断するため、登録届出書の提出日の前あるいは後であるかを問わず、適格機関購入者である潜在的投資家または認定投資家である機関投資家との間で、口頭または文書によるコミュニケーションを行うことができることとなっております。

この改正によりまして、引受証券会社は、EGCの募集に関連しまして、機関投資家にどの程度の需要があるかにつきまして、登録届出書の提出前に把握することが可能となっております。したがって、発行会社にとりまして、例えば、登録届出書の提出はしたけれども、思うような数量あるいは価

格で販売できないため届け出を取り下げるなどのリスクを回避することが可能となります。

また、グローバル・オファリングがなされる場合に、欧州を中心とする日米以外の市場におきましては、ご案内のとおり、プレ・マーケティングの慣行があるため、正式な勧誘開始（ローンチ）に先立ちまして、投資家の証券募集に関する関心を調査し、価格を含め妥当な募集条件を設定するために、機関投資家に対する意向の打診が行われることが一般的であります。

この JOBS 法の改正により、米国におきましても、他市場と同様に、登録届出書提出前に EGC のオファリングにつきましては、一定の機関投資家に対して関心の事前調査をすることが可能となっております。したがって、この点、日本だけが厳しい規制のまま取り残されることとなっております。この点については、後ほどまた取り上げます。

#### (8) 登録届出書ドラフトの秘密提出による SEC スタッフの検討

EGC に対する規制緩和としましては、もう 1 つ、Section 106(a)によりまして、登録届出書ドラフトの秘密提出による SEC スタッフの検討も可能となっております。別紙 Section 106 条(a)をご参照ください。

EGC は、IPO の日、これは登録届出書による普通株式の最初の売却の日と定義されておりますが、この IPO の日より前に、登録届出書のドラフトを SEC に秘密提出して、SEC スタッフによる秘密で非公開の検討を受けることが可能となっております。ただし、秘密提出されたドラフト及びその訂正書類につきましては、EGC がロードショウを行うより 21 日前までに、公開の形で正式提出されなければならないとされております。このドラフトの秘密提出によって、SEC が受領または入手した情報につきましては、開示する義務を負わないものとされております。

このように、正式提出の前に SEC スタッフによる検討を受け、コメントをしてもらえることによって、正式提出後に開示内容の訂正をしななければならないリスクを避けることが可能となりますので、発行会社にとっても、開示に関する安心感を得られることとなります。

最後に、先ほど言及しましたように、Section 108 におきましては、EGC に対して、レギュレーション S-K の簡素化についての規則改正を検討することを命じております。

以上が EGC に対する規制緩和を定める第 1 章の内容です。

## 2. 私募の活用による資本調達

続きまして、これは EGC に限らない規制緩和ですけれども、レジユメ 2.2 「私募の活用による資本調達」につきましてご報告させていただきます。

### (1) ルール 506 及びルール 144A の私募における一般的勧誘の解禁

まず、現行制度におきましては、レギュレーション D のルール 506 における私募におきましては、認定投資家及び 35 名までのファイナンス・ビジネスに関する知識経験ある洗練された投資家向けの私募という位置づけがされております。そして、ルール 506 による私募におきましては、発行会社は、いかなる形態かを問わず、一般的勧誘または一般的広告 (general solicitation or general advertising) を行うことが禁止されております。

また、適格機関投資家のみ転売することを前提としたルール 144 A による私募におきましても、証券は適格機関投資家のみに対して、オファーまたは売却しなければならないとされております。したがって、ルール 506 と同様、実質的には、ルール 144 A の対象証券につきましても、一般的勧誘または一般的広告が禁止されております。

これに対して、先ほど述べました下院の小委員会の議長でありますイッサ氏が SEC に宛てたレターにおきまして、疑問の声が上げられております。すなわち、認定投資家または適格機関購入者向けの未登録証券に関して、認定投資家でない一般の投資家までが発行会社による広告を受け取ることによっていかなる害悪が実際に生じるのか、それについて SEC はきちんと検討しなさいという指示を行っております。SEC のシャピロ氏は、もちろんそれに対して反論しておるわけですが、下院では、JOBS 法に取り込まれることになった法案におきまして、以下の改正が行われております。

まず、ルール 506 におきまして、購入者が認定投資家のみであることを条件として、一般的勧誘または一般的広告を解禁することです。2つ目が、ルール 144 A におきまして、売却の相手方が適格機関購入者のみであることを条件としまして、オファーの相手方を適格機関投資家のみとする限定を削除しております。売却とオファーの段階で相手方を違えるということになっております。さらに、ルール 506 に関しまして、一般的勧誘または一般的広告を行った結果として、公募とみなされることはないことを確認する規定を創設しております。詳細につきましては、別紙 Section 201(a)、(b)をご参照ください。

JOBS 法 201 条(a)によりまして、まず、SEC は、JOBS 法の成立後 90 日以内にレギュレーション D 中のルール 506 を改正して、先ほど述べましたとおり、一般的勧誘または一般的広告の禁止を解禁することとされております。ただし、その条件は、証券の購入者の全員が認定投資家であることでありませす。また、当該ルールにおきましては、発行会社は、証券の購入者が認定投資家であることを SEC の決定する方法により確認する合理的な措置を講じなければならないものとされております。

同様に、SEC はルール 144 A (d) (1) を改正して、適格機関購入者であると発行会社が合理的に信ずる者に対してのみ証券が売り付けられることを条件としまして、適格機関購入者でない者に対してもオファーすることができるようルールを改正するものとされております。

これらの改正を受けまして、SEC は、JOBS 法の内容に沿ったルール 506 とルール 144 A の改正提案を 2012 年 8 月 29 日付 Release No.33-9354 において行っております。30 日間のパブリックコメントに付されましたけれども、11 月 21 日時点におきまして、ファイナル・ルールのリリースはまだ出ておりません。

これらの SEC ルールの改正がなされれば、購入者が認定投資家あるいは適格機関購入者またはそれらに該当すると合理的に考えられる者に限定されている限りにおきましては、基本的に、勧誘段階においては相手方の属性に

とらわれる必要はないということとなります。その結果として、インターネットをはじめとしてさまざまなメディアを活用することが可能となるため、ベンチャー企業による資本調達を促進することが期待されております。

なお、ルール 506 とルール 144 A による私募は、いずれも詐欺的行為防止規制の適用を排除するものではありませんので、詐欺的行為に対する責任追求は、これらの場合でももちろん可能です。

JOBS 法は、念には念を入れて、証券法 4 条に新たな確認規定を追加し、改正後のルール 506 に基づき適用を除外されるオファー及び売付けは、一般的勧誘あるいは一般的広告を行ったからといって公募とみなされることはないという規定を設けております。

#### (2) ルール 506 による私募に係るオンライン・プラットフォームのブローカー・ディーラー登録規制からの適用除外

さらに、私募の活用による資本調達の一環としまして、レギュレーション D のルール 506 による私募におきまして、オンライン・プラットフォームを提供する業者につきまして、ブローカー・ディーラー登録規制からの適用除外というものが Section 201(c) によって設けられております。別紙をご参照ください。

レギュレーション D のルール 506 を遵守して、オファー及び売付けが行われる証券に関しまして、別紙記載の (A) から (C) までの要件を満たす者は、次の 3 つのいずれかの行為を行ったことのみをもって、ブローカー・ディーラーとしての登録義務に服することはないとされております。

1 つ目は、ルール 506 に基づくオファー、売付け、買付け、交渉、または、一般的勧誘、一般的広告あるいは類似・関連する行為を、オンラインで行うことを可能とするプラットフォームあるいはメカニズムを維持することです。2 つ目は、証券に共同投資することです。3 つ目は、証券に関しデュー・ディリジェンスや標準的書面の提供に関する付随業務を提供することとされております。

(A) から (C) までの要件とは、報酬を受領しないこと、顧客の資金ま

たは証券を管理しないこと、また、条文にタイポがあるようですが、証券取引所法3条(a)(39)で定義される自主規制機関に係る法定欠格事由に服しないことで、これらの要件を満たすことが必要とされています。

この改正によりまして、発行会社と投資家との間のコミュニケーションや取引をオンラインで行うサービスを提供することは、それが売買に関連した手数料を収受せず、かつ、顧客資産を預からない限りは、基本的にブローカー・ディーラーの登録規制に服しないこととなっております。

### 3. クラウドファンディング

次に、JOBS法第3章は、クラウドファンディングについて定めております。

#### (1) クラウドファンディングとは

クラウドファンディングとは、主としてインターネットを通じまして、特定の目的を達成するために金銭拠出を募り、その趣旨に賛同して拠出された多数の人々からの金銭（典型的には個人による小口資金）をプールして、当該目的達成に充てる新しい資本形成手法を指します。例えば、途上国の人々にマイクロファイナンスを提供するために、資金拠出を募る Kiva というサイトがあったり、レジュメに掲げられているような著名なサイトが米国ではあります。また、日本でも、組合持分の勧誘という形で、クラウドファンディング的なサイトが実際に出てきております。

#### (2) JOBS 法制定前の規制上の問題

このクラウドファンディングにつきましては、すぐにお気づきのとおり、リターンを目的としない場合には特に問題はないということになりますけれども、その投下資本に対するリターンが、クラウドファンディングに参加する者に分配されるという仕組みになりますと、証券の募集という連邦証券規制の問題となります。

クラウドファンディングにつきまして、従来の登録免除規定が利用可能かということについての検討を、レジュメ 2.3.2 に記載しております。

レギュレーションAにつきましては、SEC への簡易な登録が必要で、日本語では offering circular も「目論見書」と訳すことが多いのですが、この米国法上の offering circular の形式による開示も必要となっておりますので、開示負担があるため、一般的にクラウドファンディングにつきましては利用困難ととらえられています。

また、レギュレーションDでは、3つの免除規定を置いております。ルール504は、12カ月間の募集総額が100万ドル以下の場合には利用可能ですが、一般的勧誘または一般的広告の禁止という要件の適用除外を受けるには、各州規制の遵守をすることが必要であるため、インターネットを通じて各州にまたがって勧誘を行うクラウドファンディングにつきましては利用困難というとらえ方がされております。

また、ルール505、ルール506におきましても、一般的勧誘または一般的広告の禁止という要件が課されているため、インターネットを利用することは困難ということで、利用されておられません。

このような背景のもとで、SEC が排除命令を出すという事案が起きました。これがレジュメに記載しております In the matter of Michael Migliozi II and Brian William Flatow という事件です。事案の詳細については割愛いたしますが、投資家の勧誘が2段階に分けて行われており、まず第1段階が出資約束の取りつけで、出資約束が会社の買収に必要な3億ドルに達したならば出資を履行するという第2段階が設けられ、結局、その3億ドルに達したならば、投資家は crowdsourced certificate of ownership という証書と投資額に見合う買収対象会社のピールを受け取ることができるとされておりました。ウェブサイトで広告がなされるのみならず、フェイスブックとツイッターでウェブサイトへの勧誘がなされておりました。

この試みにつきましては、第1段階の出資約束を取りつけるということは行われていましたが、最終的に第2段階まで進むことはなく、したがって投資家からの出資、金銭拠出というものは行われておりませんでした。しかしながら、このような仕組みにつきまして、SEC は、登録または免除を受け

ずに証券のオファーがなされたことは、証券法5条(c)の違反に該当すると  
して、排除命令を出しております。

このようなことを背景にしまして、クラウドファンディングにつきまして、  
小規模成長会社がインターネットを通じてこれを利用することができるよう  
に、適用免除を求める要望が強くなりました。その要望を受けまして、  
JOBS 法第3章は、クラウドファンディングの登録免除の要件について定め  
ております。クラウドファンディングに関する規制の内容につきましては、  
電子的取引を中心にご報告申し上げます。

### (3) JOBS 法による改正

JOBS 法第3章は、クラウドファンディングを対象しておりますが、  
Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-  
Disclosure Act of 2012 の頭文字をとった略称で、「クラウドファンド法  
(CROWDFUND Act)」と呼ぶことができるとされております。

そして、302条により、4つの要件を満たす発行会社による証券のオファー  
または売付けに係るクラウドファンディング取引が、証券法5条の適用除外  
として追加されております。

1つ目の要件は、12カ月間の売付総額が100万ドル以下であることです。  
2つ目は、いずれかの投資家に対する12カ月間の売付総額が一定の金額を  
超えないことです。投資家の年収または純資産が10万ドル未満の場合は、  
2000ドルまたは年収もしくは純資産の5%相当額のいずれか大きいほう、  
また、投資家の年収または純資産が10万ドル以上の場合は、年収または純  
資産の10%相当額（ただし、キャップが10万ドル）となっております。こ  
れらの金額を超えないこととされております。3つ目は、クラウドファンディ  
ング取引につきましては、新たに設けられました証券法4A条(a)の要件を  
遵守するブローカーまたはファンディング・ポータルを通じて取引を行うこ  
とが要求されています。4つ目は、発行会社が証券法4A条(b)の要件を遵  
守することです。

クラウドファンディングの適用除外取引において、仲介者として行為する

者は、JOBS 法によって追加された証券法 4 A 条(a)により、ブローカーあるいはファンディング・ポータルとして登録することが必要であり、適用ある自主規制機関に登録すること、また、SEC がルールにより定める開示内容を提供すること、さらに、各投資家が一定の投資リスクを認識していることを確認することなどの義務を負っております。詳細については、別紙記載の列挙事項をご確認ください。

また、発行会社も、クラウドファンディングの適用除外取引におきまして、証券法 4 A 条(b)に定める所定の義務を負っております。

これらのクラウドファンディング取引につきまして、JOBS 法 302 条(c)は、SEC に、法律制定後 270 日以内、すなわち 2012 年 12 月 31 日までに、クラウドファンディングに関するルールを発することを義務づけておりますけれども、11 月 21 日時点におきまして、ルール提案に関するリリースは出されておられません。

それとは別途、FINRA では 2012 年 7 月付 Regulatory Notice12-34 におきまして、クラウドファンディング業務に関する規制についての意見の募集を 8 月 31 日まで行っていましたが、11 月 21 日時点におきまして、具体的な規則制定案は公表されていないようです。

以上で設けられましたクラウドファンディングに関する免除に関連しまして、JOBS 法 304 条は、ファンディング・ポータルの登録制について定めております。先ほど申し上げましたとおり、仲介者につきましては、ブローカーであるか、あるいはファンディング・ポータルというステータスを持つことが必要です。

そのファンディング・ポータルについて、登録制が上院の修正によって追加されました。304 条によりまして、SEC は、一定の要件を満たす登録ファンディング・ポータルにつきまして、ブローカー・ディーラーとしての登録義務から適用除外とするルールを作成することを指示されております。

ここにおけるファンディング・ポータルとは、クラウドファンディングによる適用除外取引において、仲介者として行為する者をいい、証券取引所法

3条(a)(80)で列挙される行為、例えば、投資助言・推奨の提供、あるいは、買付け、売付けまたは買付けのオファーの勧誘、こういう行為を行ってはならないものとされております。したがって、ファンディング・ポータルとしてできる行為については制限がありますので、これらの制限がかからないようにするためには、ブローカーとして行う必要があります。

以上が、クラウドファンディングに関するご報告です。

#### 4. 小規模会社の少額免除取引による資本調達への拡充

次に、レジユメ 2.4「小規模会社の少額免除取引による資本調達の拡充」についてご報告いたします。

ご案内のとおり、米国法におきまして、証券法3条(b)に基づきまして、レギュレーションAの少額免除取引が設けられています。12カ月間における募集総額500万ドル未満の募集につきまして、正式な登録が免除され、簡易な登録制度が設けられております。

この少額免除の金額基準につきましては、1978年、連邦議会の法改正により200万ドルに改正したときには、SECは直ちにレギュレーションの金額基準をあわせて改正しました。しかしながら、1980年、連邦議会が法改正で500万ドルに上限を改正した後1992年に至るまで12年間、SECはレギュレーションAの改正を放置いたしました。

そこで、1980年に法改正された以降のインフレ率は約165%であること、また、レギュレーションAの利用件数が、1995年からの10年間で78件、2010年には3件にすぎないということで非常に低調であることから、レギュレーションAの金額基準等の改正の必要性が叫ばれました。

これによりまして、JOBS法401条により、新たな少額免除が証券法3条(b)(2)以下の追加という形でなされております。実質的には、レギュレーションAの金額基準を500万ドル(約4億円)から5000万ドル(約40億円)に増額されることとなっております。したがって、証券法3条(b)(2)以下で新たに追加された少額免除につきましては、「スーパーレギュレーショ

ンA」という呼び方がされることもあるようです。

## 5. 証券取引所法上の登録義務の株主数基準の引上げ

次に、JOBS法は、証券取引所法上の強制的な登録義務に係る株主数基準を引き上げております。これにつきましても、EGCに限定しない規制緩和となっております。JOBS法第5章及び第6章がこれにかかわります。

ご案内のとおり、JOBS法制定前に、証券取引所法12条(g)におきまして、外形基準による株式の強制登録義務は、直前事業年度における総資産1000万ドル超、株式名義上のheld on recordの保有者500名以上という基準が設けられておりました。これにつきまして、IPO前に広範な株主基盤を形成する必要があるということで、産業界から株主数基準引き上げの必要性が要望され、これを受けましてJOBS法においては、2つの場合に分けて株主数基準を引き上げております。

1つは、一般の場合ですけれども、名義上の保有者が2000名以上あるいは認定投資家でない者が500名以上という基準を設けております。もう1つは、銀行または銀行持株会社の場合ですが、名義上の保有者が2000名以上という形で基準が一本化されております。

また、登録義務の終了につきましては、銀行または持株会社の場合に、名義上の保有者を1200名に引き上げる改正がなされております。

以上、駆け足でJOBS法の具体的な内容について見てまいりましたが、これを踏まえて日本の金商法規制の将来について若干考えてみたいと存じます。

## Ⅲ. 日本の金商法規制の将来に対する示唆

### 1. 資本市場振興に対する意識の高さ

法律とは関係ないところですが、資本市場の振興に対する米国の意識の高さについては感銘を受けます。もちろん、投資者保護と資本市場振興とは、車の両輪であるわけですが、ともすれば投資者保護のみに傾きがちなところ

で、雇用創出、経済の発展、そういう観点から資本市場を振興するためにどうしたらよいか、そのために思い切った改革をする、こういう米国におけるダイナミックな動きは、日本においても参考になるものと存じます。

## 2. 新興成長企業に対する規制緩和の可能性の検討

具体的に、日本の新興成長企業に対する規制緩和の可能性につきましては、JOBS 法第 1 章、先ほどの IPO ON-Ramp というものを手がかりにすれば、内部統制監査の適用除外をはじめとする幾つかの論点が考えられるわけですが、その中で、着目したい論点は、勧誘規制の見直しです。

## 3. 勧誘規制の見直し

### (1) 事前勧誘禁止とプレ・マーケティング

今回の米国法の改正によりまして、日本の規制は、いわば 2 周遅れの勧誘規制となっているのではないかという感じがいたします。その心は、今からお話し申し上げますけれども、まず第 1 に、事前勧誘禁止とプレ・マーケティングの問題です。先ほどもお話し申し上げましたとおり、現状、日米を除いた主要市場では、正式の勧誘開始前の機関投資家向けプレ・マーケティングが実務になっており、投資家の需要動向の把握や適正な募集条件の設定に活用されております。

このたび米国でも、JOBS 法によって、一定の機関投資家向けの登録募集に係る事前打診が解禁されております。そこで、日本において現行規制を改正する必要があるのかどうかということにつきましては、幾つかのファクターを考えてみる必要があるかと存じます。

たとえば、日本市場における価格形成は、他市場よりもすぐれている方法なのか。また、発行会社は、募集条件の設定について他市場よりも実は大きなリスクを抱えているのではないか、募集条件が適正になされないために発行を撤回しなければいけない事態が発生するのではないか。また、グローバル・オファリングにおいて、欧州、米国では機関投資家向けの事前調査を行

うことができるのに対して、日本の市場ではプレ・マーケティングは行われ  
ない、また日本の機関投資家はプレ・マーケティングを受けないことがない、  
そういう形で阻害されることがあるのではないか。

これらの要因も勘案して、事前勧誘禁止に対してプレ・マーケティングを  
どういう範囲で認めるか、そもそも認めるべきかということについて考察し  
ていくことが必要かと思えます。

この点、参考になるのが、現行の日本証券業協会のプレ・ヒアリングに関  
する規則です。プレ・ヒアリングにつきましては、国内でも行うことができ  
ることを前提とする改正条文が初めはパブリックコメントに付されたわけ  
ですけれども、事前勧誘禁止に抵触する疑いが否定できないことによりまして、  
現行のプレ・ヒアリングに関する規定では、国内募集に係るプレ・ヒアリン  
グは原則として禁止するということになっております。

他方、注目されるのが第三者割当における事前調査です。ご承知のとおり、  
事前勧誘禁止に係る課徴金制度が導入された際に企業開示ガイドラインB  
2-12が改正され、割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者  
割当に係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合には、割当予定  
先の選定、または割当予定先の概況把握を目的とした割当予定先に対する調  
査、協議、これらに類する行為は、届出前に行う場合であっても、取得勧誘  
または売付け勧誘等には該当しないという行政解釈が示されており、課徴金  
がかけられることがないようにされております。

しかしながら、ご案内のとおり、プレ・マーケティングが行われる場合に  
は、その情報を取得した投資家によるインサイダー取引のリスクがあります。  
したがって、もしプレ・マーケティングを日本において認めていく場合  
であっても、インサイダー取引のリスクが限定された場合に限って、とりあ  
えずは解禁することになるのかなという感じがいたします。その例としまし  
ては、レジユメの箇条書きで掲げておりますけれども、ベンチャー企業の  
IPOや、未上場外国発行体による公募（Public Offering Without Listing）  
です。

また、単純にプレ・マーケティングを解禁すればよいというものではなく、第三者割当の場合でも、割当予定先から転売されるおそれが少ないことが要件とされていますし、また、最近、証券業協会の規則が改正され、親引けに対する規制が緩和されておりますけれども、この親引けにつきましても、親引け先がロックアップを受諾することが必要とされています。したがって、プレ・マーケティングを解禁するとしても、当該適格機関投資家は一定期間、当該有価証券を保有することを確約するなどの要件を考案していくことが必要になると思います。

証券規制の目的は、投資家保護とともに適切な資本市場の発展でもありますので、証券会社の皆様にも、日本市場・日本企業のグローバル・オファリングにおけるプレ・マーケティングに関するニーズがありましたら、後ほどご教示いただけると幸いです。

## (2) 私募における投資家の属性限定と勧誘の広がり

勧誘に関するもう1つの問題点は、私募における投資家の属性限定と勧誘の広がりです。これは、私募に関する規制を勧誘段階でとらえるか、それとも購入段階でとらえるかの問題です。米国の議会の小委員会の委員長が言いましたとおり、プロしか取得できない証券について、プロ以外の者まで勧誘してしまうことは本当に害悪があるのだろうかという問題意識です。

この点につきましては、米国では、購入者の属性のみを基準とするという制度に移行することによって、私募といたしましてもルール 506 とルール 144 A ですけども、これらの私募におきましては、購入者の属性のみを基準とすることによって、勧誘規制の抵触リスクを低減することとしています。

しかしながら、ご承知のとおり、日本の勧誘規制は勧誘の相手方をベースにしております。その結果として、日本の発行会社は、資本調達のための勧誘（方法）が他市場よりも窮屈に制限されているのではないかと、勧誘規制に関する抜本的な枠組みの変化についても今後検討していく必要があるのではないかと感じいたします。

#### 4. 規制・制度改革委員会での議論

日本版 JOBS 法につきましては、規制・制度改革委員会でも議論がなされております。規制・制度改革委員会におきましては、お金を動かす観点から、多額の金融資産が投資につながるメカニズムの構築に取り組むということになっております。その検討課題の例として、起業促進の観点から見た証券規制のあり方の見直しが掲げられております。これを受けまして経済活性化ワーキンググループが設けられ、平成 24 年 11 月 5 日に議論がなされています。

日本ベンチャーキャピタル協会が提出した「成長マネー活性化に関わる規制・制度改革要望のご説明」という資料の中で、4 ページでは IPO 社数が大幅に減少したこと、また、6 ページでは JOBS 法による変革について言及しつつ、日本版 JOBS 法の導入を真に推進するべきということを 7 ページにおいて提言しております。

その日本版 JOBS 法につきましては、武井弁護士が提出した「日本経済の活性化に資する制度・規制設計のために（実務家としての私見）」と題する資料において、具体的な規制改革の提案として、流通市場における上場会社の損害賠償責任につきまして、会社の無過失責任を過失責任化すること、また、役員の実務責任につきまして、その役員が虚偽記載を防ぐための作為義務違反と相当因果関係がある範囲に限って損害賠償責任を負うという改正をすること、そして、もう 1 つの規制改革といたしまして、課徴金におけるデュープロセスに関する規定を盛り込むことが提言されております。

米国における JOBS 法の規制改革とは必ずしもリンクはしていないように思いますが、IPO 市場振興のために何らかの抜本的な取り組みをしなければいけないという問題意識に裏打ちされているものと考えられます。

私からのご報告は以上でございます。駆け足でのご報告となり、力及ばない部分、また、お聞き苦しい点もあったと存じますけれども、皆様より、実務の動向を含め、ご教示、ご意見を賜れば幸いです。

## 討 議

**前田副会長** 中村先生、どうもありがとうございました。アメリカの証券規制の最近の重要な改正について、大変貴重なご報告をいただくことができました。

それでは、ただいまのご報告について、どこからでも結構でございますので、ご質問、ご意見をよろしく願いいたします。

**山田委員** EGC の定義について先生のお考えをお聞きしたいんですが、SOX 法の規制が非常に厳しくて、特にベンチャー企業、IPO について非常にマイナスの方向に力が働いた、そこで規制緩和をしなければいけないという方向性は理解したんですけれども、EGC の定義を拝見しますと、2011 年 12 月 8 日以降に IPO を行って、かつ、直近に終了した会計年度における年間総収益が 10 億ドル未満と定義されております。その定義に該当する企業について、ただいまご説明があったような包括的な規制緩和を行うということかと存じますが、これを拝見しますと、企業の収益規模に着目した定義のように見えますが、果たしてそのような大きさだけの定義でいいのかということについて、中村先生にお考えをお聞きしたいと思います。

というのは、例えばフェイスブックという企業がございしますが、非常に大きな IPO でして、そうするとこれは該当しないのではなかろうかと。そうした場合に、非常に前途有望で、世界中に何億人も利用者がいるような企業はどこの国でも非常に必要とされている企業かと思いますが、その点、EGC という会社の大きさだけの定義について先生のお考えをお聞かせいただければと思います。

**中村報告者** 年間総収益 10 億ドルという基準につきましては、米国においてもこれが導入されていたならば、IPO の 9 割近くの会社がこの要件を満たすことができるであろうという基準だったと言われております。

おっしゃるとおり、フェイスブックのような大きな会社につきましては、該当しないということになるかと思いますが、日本においては、例えば参照

方式の利用適格会社で時価総額基準が用いられていることもありますので、時価総額基準みたいなものも考えられるのかなと思いつつも、なぜ米国法が売上高基準を用いたかということについて考えてみると、やはり SOX 法をはじめとする規制の費用負担能力の指標という観点から何が適切かということを考えて、その指標につきまして、売上高基準を一定程度に設定することが適切と恐らく判断したのだらうと理解しております。

**中東委員** 大変興味深いお話を、ありがとうございました。

JOBS 法ができた経緯などを考察なさっていて、基本的には EGC を主な対象にしているのはわかるのですが、ご報告にもありましたように、EGC に限らない規制緩和が随分と盛り込まれていて、最終的な目標というのでしょうか、あるいは問題意識は、どこまであって、どこまで達成されるべきであると考えられたのでしょうか。例えばイッサ氏にしても、EGC だけを意識なさっているのか分からない気がしまして、他の点も含めてもっと規制緩和してほしいという話のようにも思えます。先生のご提案も、必ずしも EGC に限った場面だけではないと思いますので、そのあたりを教えてくださいませんか。

**中村報告者** 余り整った回答を申し上げることができないのですが、法案の中核が新興成長企業に置かれていることは疑いがないのですが、他方で、連邦議会の議員に対していろんな改正提案が産業界からもたらされていたようです。それがタイトル II 以下のクラウドファンディングや私募の活用などで、その結果として 6 つの法案が各議員から出ていたようです。結局、関連するものは何でもやるというごった煮みたいなこととなり、統一的な目標を考えるとすれば、それは、資本市場に対するアクセスの機会を企業に対してより容易に提供することによって、雇用創出の増大と資本市場の発展を促進するということになるかと思えますけれども、実態はごった煮。理論はともかく、やれることは何でも突っ込むというのが多分実態だったのじゃないのかと思えます。

**近藤委員** ここには資本市場の健全な育成と投資家保護という 2 つ要請があ

と思うのですけれども、この法律によって EGC に関する情報入手の機会が拡充した、投資家にとって情報入手が可能になったということですが、4 ページの真ん中あたりに書かれていることですが、例えば、情報不正確なものにかかわるものであったときの責任問題というのはどういう扱いになっているのでしょうか。そこでは、責任追及が行われる可能性があるので活用されるか不透明だというご指摘があったと思われるのですけれども、一方で情報を充実させることと、他方で不正確な情報が提供されることに対する手当てというか考え方、そのあたりのバランスはとれているのでしょうか。

**中村報告者** 例えリサーチ・レポートは時期についてもだいたい規制緩和がなされていますし、また、アナリストと投資銀行部門との接触禁止に係る利益相反防止のためのルールも規制緩和はされていますけれども、投資家保護のための責任規定というところは従前どおり適用されます。そこで、せっかく法律改正によって規制緩和を行ったとしても、業者のほう規制緩和された措置を実際に利用するかどうかは、それなりに独自の思惑があるわけなので、利用するとは限らないということがあるようです。

今回のリサーチ・レポートにつきましても、法定目論見書と別途、リサーチ・レポートを交付する場合に、その内容について訴えられる可能性が利用者である証券会社のほうに生じますので、そのリスクを勘案した上で、証券会社自身がリサーチ・レポートを使うかどうか判断していくことになります。規制緩和がなされたからといって、投資家保護のための責任規定があるために、その規制緩和措置が十分に効果を発揮しない場合もあると思います。従来もそういう事例があったようですけれども、今回もそういう事例があるというのが、レジユメの4ページの中ほどに書かせていただいている趣旨です。

端的にお答えするとすれば、投資家保護規定のほうは変更がありませんので、責任自体は従来どおり負うことになるということだと思います。

**山田委員** 今の点なんですけれども、証券アナリストの業務について、今まで利益相反ということで、SOX 法以降、規制が非常に強化されてきたと思います。コフィー教授の話を書く機会があったんですが、コフィー教授が講

義中に力説されておられたのは、このような立場の人は、ゲートキーパーとして中立的な立場、独立性を尊重したほうがいい。例えばクラウドファンディングのようにインターネットで投資家を募るときに、むしろ中立的なリサーチアナリストもしくはアナリストの評価があったほうが、どちらかという投資家保護にも合致します。ごった煮というふうなご説明がありましたけれども、これは果たしてベンチャー企業の育成という目的につながるのかどうか、少し疑問があるんですけれども、いかがでしょうか。

**中村報告者** アナリストの利益相反問題に関しましては、実際に影響してくるのは105条(b)による改正にとどまっています。EGCに関するならばアナリストの中立性、独立性をゆるがせにしてもいいということではなくて、中立性、独立性に対する根本的なプリンシプルは尊重しつつ、アナリストと発行会社、あるいはアナリストと投資家との間のコミュニケーション、こういうものに投資銀行部門が関与することにつきまして、事務的な煩瑣という観点から手続的規制の部分を緩和しているという程度にとどまっているので、中立性、独立性の実体的な規制の部分は従来どおり維持されているということになっているようです。

**青木委員** 法律の話じゃなくて恐縮なんですけれども、JOBS法というのは半年前に通っていますが、これを使ってIPOは増えているのでしょうか。本法の目玉ですが、例えばクラウドファンディングははっきり言ってどうでもいい。レギュレーションDやレギュレーションAの要件緩和も、本来やるべきことを今まで放っておいたんだから、本質的な改正ということもないと思います。本質的といえそうなことは、SOXの免除やtesting-the-waterをやりやすくしていることかなと思います。実際にIPOを考えている人がそこをどう評価するかでしようが、仮にあまり利用しないというならば、立法として成功していないと思います。

それから、レジュメの1ページ目ですけれども、IPOが低迷している理由を色々と挙げていらっしゃいます。確かに国内企業については開示規制が重過ぎというのはそのとおりだと思うんですけれども、海外からの企業にとっ

てはクラスアクションがひどいというのが大きなファクターであって、SOXを（追加、期間限定で）免除してやってもさほど魅力でないような気がします。このように、どういうIPOについて意味ある改正かを、とくに利用者を明確にして評価すべきと思います。

もし利用者が余りいないのでしたら、アメリカIPO市場はここ半年、とくに悪かったわけでもないですから、本法の魅力が足りないと思うんです。資料3-1に、使う人がいないから改正しないというのは理由にならないとありますが、問題は結局、従来の規制が重過ぎ、例えばSOXを免除してもなお重過ぎ、であるからIPOが活発化しない、昔のNASDAQの栄光は戻らないというのであるならば、こういう改正を少々やっても仕方ないということ正面から認めるべきでないかと思うんです。IPOを本当にしたい企業がどこに行くかといったら、少なくとも日本では香港とかシンガポールとか韓国に行く傾向があるので、アメリカもひょっとしたらそうなるのではないかとお話を伺って思いました。

**中村報告者** 回答を求められている部分とそうでない部分がありますけれども、一番最初は、そんなことも調べていないのかと怒られてしまいましたが、JOBS法が4月5日に制定されてからの半年余りのIPOのデータにつきましては、勉強不足で今回は調べておりません。これは今後、何か機会がありましたら、その際に補充させていただきます。

2つ目の、外国の発行体から見た場合、米国市場の利用のしやすさという観点で何が障害になっているかというポイントとして、クラスアクションを挙げていらっしゃるけれども、グローバル・オフリングに携わっている実務家的な感覚からすると、弁護士を雇ってドキュメンタリー・デュー・ディリジェンスも含めてやってもらって、そこできちんと弁護士の費用を払える限りにおいては、そこが結構大きなハードルではあるんですけども、乗り越えられないわけではなくて、弁護士の費用よりはSOX法の負担のほうが多分大きかったのではないかというのが、実務家としての私の見立てです。

3つ目の、日本企業でも日本で公開が難しいんだったらほかに行ってしまうということについては、そういう動きは確かにあって、香港の直近の事例は別としても、シンガポールなどアジア市場に上場するという動きは実際に台湾、韓国も含めてありますので、日本の資本市場を他市場とのバランスも含めて考えたときに、魅力ある市場として日本企業と外国の発行体に対して提供するということでは、青木先生と問題意識は同じで、そのためにどういう方策をとるのかというのが今後の検討課題ということかと思えます。

**青木委員** ありがとうございます。自分の意見ばかり言って、質問になっていなくて申しわけありませんでした。お忙しい中、中村先生が直接仕事でないことをお調べになって考えてくださったことは大変ありがたいことと思っています。ですから、実際利用がどの程度あったかを調べていない、なんてことをお責め申し上げるつもりは全くないです。

それから、外国でIPOをするのは別に悪いことでもないのではないかと。例えばアメリカや日本のような国は、規制が重くなり過ぎているから、小さい企業は海外のやりやすいところに行って、いずれ帰ってくるぐらいでよいということになるのかもしれない。国内でIPOできないのは、必ずしも悪いことでもないような気がします。

最後に、クラスアクションの話ですが、中国企業が2年前ぐらいにアメリカにたくさん上場した。あのときに虫がたかるようになって言うては失礼ですけれども、公開した途端にほとんどが訴えられ大変な思いをしたようです。それで、外国企業にとって一番気が重いのは、やはりクラスアクションじゃないかなという印象があったので申しました。

**川口委員** 「ほとんど意味がないんじゃないか」と言われてしまったクラウドファンディングについての質問で恐縮ですが（笑い）、目新しい制度ということで、それを研究の対象にするのはそれなりに価値があるだろうと私は思っております。

質問は細かいことで恐縮です。クラウドファンディングは、その額に上限があり、また、投資家の属性に応じて出資額が限定されているという点に特

徴があります。年収が幾ら未満の場合は幾らまでしか投資できないとかいうものですね。それは、規制緩和をする一方で、投資家を保護する必要があるという趣旨と思われます。この規制は、発行される証券ごとに適用されるものかと思ひます。そうであれば、例えば、クラウドファンディングがたふさんできたときに、個人投資家がいろんなものを買ってしまったら、結局、一人の個人が、たふさん買えてしまうのではないでしようか。出資額を限定しても、その額を超えて買うことができる、そういう心配はないのかというのがお聞きしたかったことです。

もう1つは、そもそもファンディング・ポータル自体、私も見たことがないのですが、そこでは、助言や勧誘ができないということになっています。しかし、インターネット上にこういう証券がありますよということ載せただけで勧誘になるんじゃないでしようか。このあたりの、境目が難しいような気がしますが、その辺はどのように考えればよろしいでしようか。

**中村報告者** まず、1つ目のクラウドファンディング取引の適用除外の要件ですけれども、総額100万ドル以下というのは、ほかの免除取引とも平仄は合っているのかなと思ひます。2つ目の投資家個人をとって見た場合の基準ですけれども、こちらは原文に当たりたいと思ひます。「the aggregate amount sold to any investor by an issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12-month period」となっており、この免除取引を信頼したものは合算されるので、Aファンド、Bファンドに投資した場合は合算されるということで、投資家保護にはなっています。

**川口委員** その合算というのは誰がどうやってやるんですか…。

**中村報告者** これを遵守することについてのSECのルールメイキングが予定されておりますので、12月31日までに多分出てくるのだと思ひます。

**永井オブザーバー（以下OBS）** 私も、このクラウドファンディングは非常に興味深く感じました。クラウドファンディングの中でもファンディング・ポータルとして登録が必要な場合があるということは、定義の内容にもより

ますが、日本における今後の制度を考える上でも非常に興味深いと思います。いろいろな形式でインターネットを利用してお金を集める形態が既に登場してきている。グルーポンなどとはまた少し違うと思いますけれども、インターネットを利用して資金を集めることに対する規制の必要性がここでは議論されており、どこまでがセーフ・ハーバーで、どのようなものであれば登録が要るか、どのような場合には登録が要らないかということのある程度線引きをし始めたということだと思います。

ですから、日本でも、一定の規制が議論されなければならないのではないかと思います。ここで事件にも触れられていますけれども、被害に遭う方も考えられ、インターネットを通じて小口の資金を集めることを促進することも考えなければなりません。同時に、その規制をある程度議論していく必要もあるということかと思われ。もう少しアメリカでの議論を研究したいと思った次第です。

**中村報告者** ファンディング・ポータル規制について、ブローカーとしての登録からは免除するものの、やはり SEC の監督のもとに置きなさいというのが上院の修正の趣旨だったので、そういう意味で、業者規制をかけるというアプローチは、投資家保護という観点からは私も適切だと思っています。

日本においても、実際にクラウドファンディング的なサイトが幾つか出ています。私も、このあたりは目立つなというようなものを幾つかピックアップして見てみたんですけども、日本の場合には、そもそも株式について勧誘するのは一種業者しかできないので、株式についてのファンディング・ポータル的なものはないようです。

他方で、組合形式、匿名組合なんかですと、開示につきましては、所有者ベースで 499 名以下であれば私募ということになりますので、開示規制からは免れています。そうすると、業者のところを規制することによって投資家保護を図るということになるかと思われ。勧誘については、クラウドファンディングにおいてその趣旨を提示して、資金の出資を募る人、プロモーターというか、ジェネラルパートナーに相当する人というか、この

人については、ご案内のとおり、自己募集・私募という話になってまいりますので、二種業の登録が必要になってきます。インターネットを通じるというクラウドファンディングの特徴からいって、適格機関投資家等特例業務の登録免除は受けられないだろうということで、二種業の登録が必要になるかと思えます。他方、有価証券投資を行う組合でなければ、投資運用業としての登録は不要という形になろうかと思えます。

他方、ポータルを設けるウェブサイト開設者のほうですけれども、これは日本の規制上、私募の取扱いあるいは売買の媒介に係る二種業ということになってくるのかなと思えます。

実際に幾つかファンディング・ポータル的なサイトを見てみたところ、運営者の紹介というところで、二種業の登録を実はとっているというような事例は発見できております。

米国でファンディング・ポータル的な仕組みがはやっているので、日本でも実はいろいろありそうですが、一応、業者を通じた規制は図られているのかなという感じはしております。とはいえ、濫用事例が出てこないとは限らないので、今後の状況を注目しているところでございます。

**前田副会長** 先ほどの投資家保護という問題についてですけれども、JOBS法の適用がありますと、財務諸表の開示、役員報酬の開示など、いろいろな場面で、開示のレベルといいますか、開示の質は低下すると言わざるを得ないと思えます。

そうすると、証券を取得する一般投資者の側から見て、自分が取得しようとする証券についてはJOBS法の適用があって質の低い開示しかされていないこと、つまり、自分が危険にさらされているということ自体は、開示される仕組みになっているのでしょうか。現に自分で情報をとりに行けば、提供されている情報が少ないことに気づくかもしれませんが、情報をとりに行かなくても、開示のレベルが低い証券を取得しようとしていることは、わかる仕組みになっていなければならないように思うのです。

**中村報告者** ご指摘の問題意識は、おっしゃるとおりだと思います。具体的

な米国における EGC 企業の IPO 実務というものは、例えば目論見書等を手で見て検討できればいいんでしょうけれども、実務でやろうとするならば、先生がおっしゃったとおり、EGC に該当する前提で、EGC であるがゆえに、この点はこうなっていますというようなコーショナリー・ステートメント、注書きが開示書類の中にないと、販売する証券会社のほうもなかなか難しいのじゃないのかなと思います。ただ、IPO の 8 割、9 割が EGC になると、そういうものだというので、あつという間に投資家の間で周知されることにもなろうかと思います。

いずれにせよ、制度導入時期においては、先生がおっしゃったように、EGC であるがゆえに投資家はコーションしなければいけないということは必要になってくるかと思います。明示的に法律の中で義務づけられているわけではないようですけれども、それを確保するような手当てを業者としても多分行うのだろうと思われま。

**山田委員** そうすると、証券会社等が投資家に販売するときに、重要事項の中に、この有価証券とこの株式は JOBS 法の適用がありますよということも伝えて販売するということですか。重要事項に該当する可能性は高いんでしょうか。

**中村報告者** 日本風にやればそういうことになると思いますし、日本風と言わなくても、米国においても恐らく同じような形になるのだろうと想像していますけれども、現物を見た上での話ではないので、想像ということでお聞きいただきたいと思います。

**古澤 OBS** 金商法の将来に対するご示唆をいただいたので、3 点ほど質問です。

1 つは、今回ご報告いただいた JOBS 法の関係で、今もお話がありました EGC の testing-the-water につきまして、一定の機関投資家に対して登録届出書の提出前に移行調査を行うことを解禁するとありましたけれども、この改正の趣旨は、先生が後ろのほうで書いておられましたように、発行会社が条件設定に大きなリスクを抱えている、そのところが反映されている

のか。仮にそういうものが行われた場合、登録届出書には何か記載されたりすることがあるのか。これらの点について、もしわかりましたら教えてください。

2点目は、プレ・マーケティング、プレ・ヒアリングの問題ですが、先生の問題意識の中で、日本市場における価格形成は他よりもすぐれているのかあるいは、グローバル・オファリングで日本市場投資家が阻害されていないか。今、国内におけるプレ・ヒアリングの原則禁止は、日証協のルールでとめておりますが、海外で日本市場及び投資家が阻害されているというのは、実務家の目でごらんになって、具体的に阻害されている点などがありましたら教えてください。

最後に、ご示唆いただいている見直しの検討の方向性のところで、ベンチャーのIPOとPOWLを挙げていただいておりますが、現場の方に伺うと、日本の機関投資家は増資に必ずしも積極的に応じてくれないし、ベンチャーのIPOもなかなか買ってくれないというのがこの問題の表裏のような気もしています。一方で、我々から見ますと、ライツ・オファリングにつきましては制度整備も進めているので、優先度が高いのはむしろライツ・オファリングのようなところなのかなと想像しております。実務の現場との関係での優先度についてどんなイメージをお持ちなのか、もしありましたら教えてください。

**中村報告者** まず1つ目、EGCのtesting-the-waterが解禁されたということですがけれども、まさに古澤さんをご指摘されたとおり、条件設定が適切になされるかというところで、実際に米国のIPOにおける大型案件において、条件設定が適切になされなかった結果として、登録届出書を撤回したという事例があったり、IPOに関する手続が遅延したりということがありました。もし事前に投資家の大きな需要動向が把握できていたら回避できたのではないかとということで、そういう事例を理由にしてtesting-the-waterが要望されたと各種の文献にはございました。

2つ目に、testing-the-waterを行ったかどうか登録届出書に書かれる

かどうかにつきましては、私が見た範囲では言及しているものはございませんでしたけれども、testing-the-water のときに使用したマテリアルについては、要請ベースで SEC に提出することを求められることがあるようです。

3つ目というか2つ目半なのかもしれませんけれども、日本市場の投資家がグローバル・ファンディングで阻害されているかどうかというところでは、日本において届出が必要になってくる募集を行う場合には、どうしても事前勧誘禁止の原則が効いてきてしまいます。ユーロでは、仮目論見書 (preliminary offering circular) によるローンチを行う前にプレ・マーケティングが行われたり、リサーチ・レポートが配布あるいは公表されたりするという慣行があるようです。このあたりについては、証券会社の方に実情をもっと詳しくご紹介いただければと思います。

ただ、日本で募集が必要になるかどうかというのは、やってみないとわからないところもあるので、将来、募集に該当する可能性があるとする、仮に私募という形におさまったとしても、そういう実情があるようなところでは、日本の投資家に対してサウンディングはしにくいということになり、日本の投資家は、募集による届出が必要な場合も、仮にそうでない場合であっても、阻害されている事例があるのではないかという感覚を持っております。この点も、もし証券会社の方が実務において感じられていることがありましたら、お教えいただければと思います。

最後に、第三者割当の延長戦としてどのあたりに取り組んでいくかというところですが、ライツ・オファリングはライツ・オファリングで取り組んでいただきたいと思うのですが、昨今の公募の事例においても、はめ込み先を探したいニーズがあるところで、事前勧誘禁止の原則があると頼めないということがあります。親引けのルールは改正されていますけれども、親引けに伴って勧誘することはできません。勧誘に該当するリスクがあるところでは、やはり動きがとれないところがあります。

第三者割当の場合も、実態にそぐわないこともあって行政解釈が出されたのだと思いますけれども、一定の場合の事前の投資家の意向打診をマーケッ

トでスムーズにやろうと思うと、規制が窮屈な場合があります。IPO や大規模なオファリングをするときに、投資家の事前調査ができたほうが発行会社にとってもありがたい場合もあるし、また、妥当な条件設定、もちろんプロの証券会社の方々がきちんと条件設定されているとは思いますが、もしも一定の範囲でプレ・マーケティングを解禁すれば、投資家のニーズをより反映した形でのプライシングの可能性も出てくるのかなと思います。それについては、規制の改正ということで、将来、我が国も検討していかなければいけないんじゃないかということで、今回、問題意識を披歴させていただいた次第です。

**前田副会長** まだ若干時間がございしますが、いかがでございましょうか。

**中村報告者** 1点だけ、私のほうから証券会社の皆さんに、プレ・マーケティングに関するニーズをどのようにお感じになっていらっしゃるか、教えていただけるとありがたく思います。

**金井 OBS** それについては、コンプライアンス・サイドは、プレ・マーケティングは禁止されているということでやっているんですけども、フロントからは、ヨーロッパのほうでは認められているのに何でできないんだという強い不満の声が上がっているのが現実だと思います。当社の場合はそうです。

**永井 OBS** 若干補足させていただきますと、IPO の場合は、予め上場の予定がマーケットに情報提供されますから、その会社に関しての事前勧誘の問題は生じずに、情報としての概要は割と流布されますが、PO（パブリック・オファリング）の場合は、日本では、個人投資家の方々が直接株式を購入されて投資されるケースが非常に多いので、これはユーロの市場やアメリカ市場で機関投資家とその多くを購入されるのとは少し違います。歴史的な背景もあり、個人の投資家の方々が直接、株式を購入され、投資信託を通じてというよりも直接個別の株式に投資されるという市場は、我々証券業者としては大事にしたいと思っています。機関投資家が募集と同時に買って募集期間をすぐに終わらせることで、発行会社としての資金調達ができれば良いとだけを考えてはいません。ある程度の募集期間を設けた上で公正な価格の形成

を見るために、安定操作のリスクも抱えながら募集が行われる、というのが現状です。個人の投資をむしろ大事にしたいという思いがあります。

**中村報告者** ありがとうございました。

**前田副会長** まだご議論があるかもしれませんが、そろそろ時間になりましたので、これで質疑を終了させていただきます。中村先生、どうもありがとうございました。

次回以降の研究会の開催予定をアナウンスさせていただきます。

次回、第11回会合は2013年1月24日（木）の午後2時から、近藤光男先生にご報告をいただきます。その次、第12回会合は、3月6日（水）の午前10時半から、黒沼悦郎先生にご報告をいただきます。

それでは、本日はこれで閉会とさせていただきます。どうもありがとうございました。

2012年11月22日

## 第10回金融商品取引法研究会

### 米国 JOBS 法による証券規制の変革

中 村 聡

#### 1. 米国 JOBS 法制定の経緯

##### 1.1 背景

2011年1月31日 オバマ大統領による Startup America Initiative の公表

→ 小規模企業が資本調達する可能性を高める改革

2011年3月 米国財務省、小規模企業のための Access to Capital Conference を開催

2011年3月 米国 IPO 市場の低迷に対する懸念の表明 (Letter from Chairman Issa of House Committee on Oversight and Government Reform to Chairman Schapiro of SEC (March 22, 2011))

- 次第に複雑になる SEC の規制
- SOX 法遵守に伴う費用
- ドッド=フランク法の下で進行中の SEC 規則制定作業により生じる不安
- クラス・アクション訴訟のリスク
- 規制、法律及び法令遵守の負担の増大

2011年10月 IPO タスク・フォースによる「Rebuilding the IPO On-Ramp」

- ベンチャーキャピタリスト、起業家、弁護士、学者／会計士、投資家、投資銀行家からなるグループによる政策提言
- 高成長の新興企業による資本市場へのアクセスを改善することにより、米国の雇用創出の増大と経済全体の成長促進とを目的とする。
- 規模に応じた規制という既存の考え方をを用いて、新興成長企業に対して成長途上段階 (On-Ramp) の規制を提供する (→IPO 時年間総収入が 10 億ドル以下の会社が、完全な証券規制遵守まで 5 年間の猶予を与える＝投資家保護の原則を維持しつつ、新興成長企業の法令遵守コストを削減する)
- IPO 前後を通じて投資家に対する新興成長企業に関する情報の提供を改善する (→リサーチ・レポートに係る利益相反の開示や投資銀行報酬参加の禁止などを維持しつつ、投資家への情報提供と新興成長企業の存在感維持のためリサーチに関する手続的規制を緩和する)

## 1.2 JOBS 法の構成と主な内容

下院に提出された 6 法案から構成されている（下院金融サービス委員会のブログ）。

- (1) 新興成長企業に対する米国資本市場の再開放（Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies）  
中小企業が株式を公開するコストを削減して、より多くの会社がより容易に資本市場を利用可能とするもの
- (2) 雇用創出者のための資本調達方法（Access to Capital for Job Creators）  
小規模閉鎖会社が投資家を勧誘するために広告を利用することを妨げている規制を撤廃するもの
- (3) クラウドファンディング（Crowdfunding）  
起業家が多数の少額投資家（SEC が定める認定投資家であるか否かを問わない。）から株式資本を調達することを可能とするため、「クラウドファンディング」を妨げている SEC の規制を撤廃するもの
- (4) 小規模会社の資本形成（Small Company Capital Formation）  
SEC 登録義務から免除される会社の募集総額基準を 5 百万ドルから 50 百万ドルに増額することにより、小規模企業が公衆から資本調達することをより容易にするもの
- (5) 閉鎖会社の柔軟性及び成長（Private Company Flexibility and Growth）  
証券取引所法上の強制登録義務の株主数基準を 500 名から 2000 名に引き上げることに  
より、小規模企業が資本形成する障害を除去するもの
- (6) 資本増強（Capital Expansion）  
すべての銀行及び銀行持株会社について、証券取引所法上の強制登録義務の株主数基準を 500 名から 2000 名に引き上げ、登録廃止に係る株主数基準を 300 名から 1200 名に引き上げるもの

## 2. 主要な改正内容

### 2.1 IPO 途上段階の規制（IPO on-ramp） = EGC についての規制緩和

新興成長企業（emerging growth company）（「EGC」）について、最長 IPO 後 5 年間は、遵守するためのコストと負担が大きい証券規制等の適用を免除する。

#### 2.1.1 EGC の定義

内容については、別紙 Section 101 参照

#### 2.1.2 役員報酬に関する規制の緩和

- ドッド=フランク法により追加された役員報酬ガバナンス・開示に関する規定<sup>1</sup>の適用除外

- 簡潔な役員報酬の開示方法の許容

内容については、別紙 Section 102(a)参照

#### 2.1.3 登録届出書に必要な監査済財務書類の 2 年度分への短縮

内容については、別紙 Section 102(b)参照

#### 2.1.4 監査法人による内部統制監査の適用除外

内容については、別紙 Section 103 参照

#### 2.1.5 公開会社会計監督委員会（PCAOB）の監査に関する一定のルールからの適用除外

- 強制的な監査事務所ローテーションのルール
- 監査報告書の補足事項に関するルール

内容については、別紙 Section 104 参照

#### 2.1.6 EGC に関する情報入手機会の拡充（リサーチ・レポートの公表・配布の促進）

□改正前の主な制度内容<sup>2</sup>

- IPO に関与する投資銀行による IPO に先立つリサーチ・レポートの公表禁止
- IPO の幹事会社による IPO 後 40 日間（その他の引受会社・ディーラーは 25 日間）のリサーチ・レポートの公表禁止
- IPO の幹事会社によるロックアップ契約の終了前 15 日間中のリサーチ・レポートの公

<sup>1</sup> 参考文献：松尾直彦「Q&A アメリカ金融改革法—ドッド=フランク法のすべて」（きんざい 2010）296 頁以下、松尾直彦=太田洋「公開会社の役員報酬ガバナンス—グローバルな潮流と今後の展望—」商事法務 1903 号 20 頁以下

<sup>2</sup> セオドア・A・バラダイス=杉山浩司「JOBS 法の成立による米国証券市場の新たな動き」商事法務 1969 号 24 頁参照

表禁止

- IPO の幹事会社による（IPO 後の）募集後 10 日間のリサーチ・レポートの公表禁止
- ロックアップ契約終了後の一定のリサーチ・レポートの公表禁止

□JOBS 法による改正 → NASD Rule 2711/NYSE Rule472 の改正

- EGC に関するリサーチ・レポートの IPO 前の公表・配布の解禁
- 証券アナリストに関わるコミュニケーションの改善

内容については、別紙 Section 105(a)(b)(d)参照

□米国実務上の意義

- リサーチ・レポートを IPO 前に公表・配布することについて、ガン・ジャンピング (gun jumping) に該当する懸念の解消
- リサーチ・レポートの内容については、ルール 10b-5 に基づく不実開示に係る責任を負う可能性の継続 → 実務上、リサーチ・レポートが活用されるかは不透明

## 2.1.7 EGC の公募に関する機関投資家への事前調査 (testing-the-water) の解禁

□改正前の制度

証券法 5 条(c)

登録届出書提出前のオファーの禁止

証券法 2 条(a)(3)に定義されるオファーの解釈

発行体に対する投資家の関心を喚起するよう、あるいは、募集を予期して市場を整えるよう企図された行為は、オファーに該当する

→ 募集に先だって、募集に係る関心の有無を投資家に打診することは、違法

□JOBS 法による改正

EGC の証券の募集への関心の有無について、以下の機関投資家に対して、登録届出書の提出前に意向調査を行うことを解禁

- 適格機関購入者 (qualified institutional buyers) (QIBs) である潜在的投資家
- 認定投資家 (accredited investors) である機関投資家 (institutional accredited investors) (IAIs)

内容については、別紙 Section 105(c)参照

## 2.1.8 登録届出書ドラフトの秘密提出による SEC スタッフの検討

内容については、別紙 Section 106(a)参照

## 2.2 私募の活用による資本調達 = EGCに限らない規制緩和

### 2.2.1 ルール 506 及びルール 144A の私募における一般的勧誘の解禁

#### □現行制度

##### ルール 506 による私募

認定投資家（+35 名までのファイナンス・ビジネスに関する知識経験ある投資家）向けの私募において、発行会社又はそのために行為する者は、いかなる形態かを問わず、一般的勧誘又は一般的広告（general solicitation or general advertising）を禁止

##### ルール 144A による私募

適格機関投資家のみ転売することを前提とした私募において、証券は適格機関投資家のみに対してオファー又は売却しなければならない

→ 実質上、一般的勧誘又は一般的広告を禁止

#### □疑問の声（Letter from Chairman Issa of House Committee on Oversight and Government Reform to Chairman Schapiro of SEC (March 22, 2011)）

認定投資家又は適格機関購入者向けの未登録証券に関して、認定投資家でない一般の投資家が、発行会社による広告を受け取ることによって、現実はいかなる害悪が生じるのか

#### □JOBS 法による改正 → SEC ルールの改正提案（2012 年 8 月 29 日付 Release No. 33-9354）

- ルール 506 において、購入者が認定投資家のみであることを条件として、一般的勧誘又は一般的広告を解禁
- ルール 144A において、売却の相手方が適格機関投資家のみであることとして、オファーの相手方を適格機関投資家のみとする限定を削除
- ルール 506 に関して、一般的勧誘又は一般的広告を行った結果として、公募とみなされることはないことの確認

内容については、別紙 Section 201(a)(b)参照

### 2.2.2 ルール 506 による私募に係るオンライン・プラットフォームのブローカー・ディーラー登録規制からの適用除外

内容については、別紙 Section 201(c)参照

## 2.3 クラウドファンディング

### 2.3.1 クラウドファンディング (crowdfunding) とは

主としてインターネットを通じて、特定の目的を達成するために金銭拠出を募り、趣旨に賛同して拠出された多数の人々からの金銭（典型的には個人による小口資金）をプールして、目的達成に充てる新しい資本形成手法をいう。

著名なサイト：Kiva、Kickstarter、40Billion、IndieGoGo、InvestedIn など

### 2.3.2 JOBS 法制定前の規制上の問題

必ずしもリターンを目的とする仕組みに限らないが、投下資本に対するリターンが参加者にもたらされる仕組みとなると、証券の募集という連邦証券規制の問題となる。

#### □レギュレーション A

SEC への簡易な登録が必要で、目論見書 (prospectus) に相当する募集書類 (offering circular) の形式による開示も必要 → 開示負担による利用困難

#### □レギュレーション D

##### ルール 504

12 か月間の募集総額が 1 百万ドル (約 8000 万円) 以下で利用可能だが、一般的勧誘又は一般的広告の禁止要件の適用除外をうけるには各州規制の遵守必要 → インターネット等の利用困難

##### ルール 505

12 か月間の募集総額が 5 百万ドル (約 4 億円) 以下、かつ、認定投資家以外の購入者は 35 名以下で、一般的勧誘又は一般的広告の禁止 → インターネット等の利用困難

##### ルール 506

認定投資家以外の購入者はファイナンス・ビジネスへの知識経験のある 35 名以下で、一般的勧誘又は一般的広告の禁止 → インターネット等の利用困難

→ クラウドファンディングについての適用免除を求める要望

In the matter of Michael Migliozi II and Brian William Flatow (Release No.33-9216 (June 8, 2011))

- 2009 年 11 月、それぞれ広告会社を経営する 2 人が、Pabst Brewing Company を買収する 300 百万ドルへの投資について、クラウドソーシングを通じて投資家を勧誘することを目的として、共同で BuyBeerCompany.com というウェブサイトを立ち上げた。クラウドソーシングとは、ソーシャル・メディア及びインターネットを利用して、共通の目

的（本件では資本調達）を達成するため、多数の集団の個人を組織することをいう。

- 投資家の勧誘は、出資約束（pledges）を取り付ける第1段階、約束が300万ドルに達したならば出資を履行する第2段階に分けて行われ、300万ドルの出資約束を得て履行されたならば、投資家は「crowdsourced certificate of ownership」及び投資額に見合う量のビールを受け取ることができるとされていた。ウェブサイトによって募集を公表するほか、フェイスブックとツイッターでウェブサイトの広告がなされていた。
- 最初の3週間で14.75万ドルの約束が取り付けられ、2010年2月のプレスリリースによれば500万人を超える人々から200万ドルを超える約束を取り付けたとされる。2010年3月に買収会社としてBuy a Beer Company LLCが設立予定であることが報じられたが、2010年4月にウェブサイトは閉鎖され、結局、LLCの設立及び投資家の出資は行われなかった。
- 登録又は免除を受けずに証券のオファーがなされことは、証券法5条(c)の違反に該当し、排除命令（cease and desist order）が出された。

### 2.3.3 JOBS法による改正

□クラウドファンディング法の名称

内容については、別紙 Section 301 参照

□クラウドファンディング取引の登録免除要件

内容については、別紙 Section 302(a)参照

□クラウドファンディング取引に係る規制

- 仲介業者（ブローカー又はファンディング・ポータル）の義務
- 発行会社の義務

内容については、別紙 Section 302(b)参照

□クラウドファンディング取引に係る SEC の規則制定義務

内容については、別紙 Section 302(c)(d)参照

□ファンディング・ポータル業者の登録制（ブローカーの登録制からの用除外）

内容については、別紙 Section 304(a)(b)参照

## 2.4 小規模会社の少額免除取引による資本調達への拡充 = EGCに限らない規制緩和

### 2.4.1 JOBS 法制定前のレギュレーション A

証券法 3 条(b) (改正後の(b)(1)) に基づくレギュレーション A

12 ヶ月間における募集総額 5 百万ドル未満の募集の登録免除 → 簡易な登録制度

cf. 証券法 3 条(b)の少額免除の金額基準の改正経緯

2 百万ドル 1978 年連邦議会の法改正 → 1978 年 SEC のレギュレーション A 改正

5 百万ドル 1980 年連邦議会の法改正 → 1992 年 SEC のレギュレーション A 改正

### 2.4.2 レギュレーション A 改正の必要性

- 1980 年以降のインフレ率が約 165%
- レギュレーション A の利用件数が低調 (1995 年から 2004 年まで 78 件、2010 年は 3 件)

### 2.4.3 JOBS 法による新たな少額免除の追加

証券法 3 条(b)(2)以下の追加 → 実質上、レギュレーション A の改正を求めるもの

- 金額基準 : 5 百万ドル (約 4 億円) → 50 百万ドル (約 40 億円) への増額
- 内容については、別紙 Section401 参照

## 2.5 証券取引所法上の登録義務の株主数基準の引上げ = EGCに限らない規制緩和

### 2.5.1 JOBS 法制定前

証券取引所法 12 条(g) → 外形基準による株式の強制登録義務

- 直前事業年度における総資産 10 百万ドル超 (改正なし)
- 株式の名義上 (held on record) の保有者 500 名以上

### 2.5.2 株主数基準引上げの必要性

- IPO 前の広範な株主基盤形成の必要性

### 2.5.3 JOBS 法による株主数基準の引上げ

□登録義務

- 一般の場合、名義上の保有者が①2000 名以上又は②認定投資家でない者が 500 名以上
- 銀行又は銀行持株会社の場合、名義上の保有者が 2000 名以上

□登録義務終了

- 一般の場合、名義上の保有者が 300 名未満 (改正なし)
- 銀行又は銀行持株会社の場合、名義上の保有者が 1200 名未満

内容については、別紙 Section501・601 参照

### 3. 日本の金商法規制の将来に対する示唆

#### 3.1 資本市場振興に対する意識の高さ

#### 3.2 新興成長企業に対する規制緩和の可能性の検討

JOBS 法による手がかかり

- 内部統制監査の適用除外
- 報酬開示の規制緩和(?)
- アナリストの独立性確保に係る一定の自主規制の緩和
- 勧誘規制の見直し

#### 3.3 勧誘規制の見直し

2周遅れ(?)の勧誘規制

##### 3.3.1 事前勧誘禁止とプレ・マーケティング (pre-marketing)

□ 現状

- 日米を除いた主要市場では、正式の勧誘開始 (launch) 前の機関投資家向けプレ・マーケティング (pre-marketing) が実務 → 投資家の需要動向の把握や条件設定に活用
  - 米国でも JOBS 法により、一定の機関投資家向けの事前打診が解禁
- 日本市場における価格形成は他市場よりもすぐれているか
- 発行会社は募集条件の設定について他市場よりも大きなリスクを抱えていないか
- グローバル・オフリングにおいて日本市場及び投資家は阻害されないか
- cf. プレ・マーケティングによる情報取得者のインサイダー取引のリスク

□ 国内におけるプレ・ヒアリングの原則禁止

日本証券業協会「協会員におけるプレ・ヒアリングの適正な取扱いに関する規則」

プレ・ヒアリング

法人関係情報を提供したうえで、当該募集に係る有価証券に対する投資者の需要の見込みに関する調査（第三者が当該協会員から委託若しくは法人関係情報の提供を受けて行う当該調査を含む。）

国内募集に係るプレ・ヒアリングの原則禁止（9条） ← 事前勧誘禁止との抵触への懸念

□ 第三者割当における事前調査

企業開示ガイドライン B2-12 ← 事前勧誘禁止に係る課徴金制度の導入

割当予定先が限定され、当該割当予定先から当該第三者割当に係る有価証券が直ちに転売されるおそれが少ない場合（例えば、資本提携を行う場合、親会社の子会社株式を引き受

ける場合等)

→ 割当予定先を選定し、又は当該割当予定先の概況を把握することを目的とした届出前の割当予定先に対する調査、当該第三者割当の内容等に関する割当予定先との協議その他これに類する行為は、取得勧誘又は売付け勧誘等には該当しない

□ 見直しの検討の方向性

機関投資家向けのプレ・マーケティングの許容の可能性

- ベンチャー企業の IPO
- 未上場外国発行体による公募 (POWL)

一定期間の保有確約などの要件の必要性

### 3.3.2 私募における投資家の属性限定と勧誘の広がり

- プロしか取得できない証券について、プロ以外の者まで勧誘してしまうことは悪か？
- 米国の私募でも、購入者の属性のみを基準とする制度に移行することによって、勧誘規制への抵触リスクを低減

→ 適格機関投資家向け・特定投資家向け私募において一般的勧誘をした場合、価格形成あるいは投資者保護に悪影響が生じるか？

→ 日本の発行会社は、資本調達のための勧誘（方法）が、他市場よりも窮屈に制限されているのではないか

勧誘規制に関する枠組みの変化について検討する必要性

### 3.4 規制・制度改革委員会での議論

□ 今期の課題（平成 24 年 10 月 4 日委員会資料）

- お金を動かす観点から多額の金融資産が投資につながるメカニズムの構築
- 検討課題の例：起業促進の観点から見た証券規制の在り方が

□ 経済活性化 WG（平成 24 年 11 月 5 日 WG 資料）

お金の動きの活発化

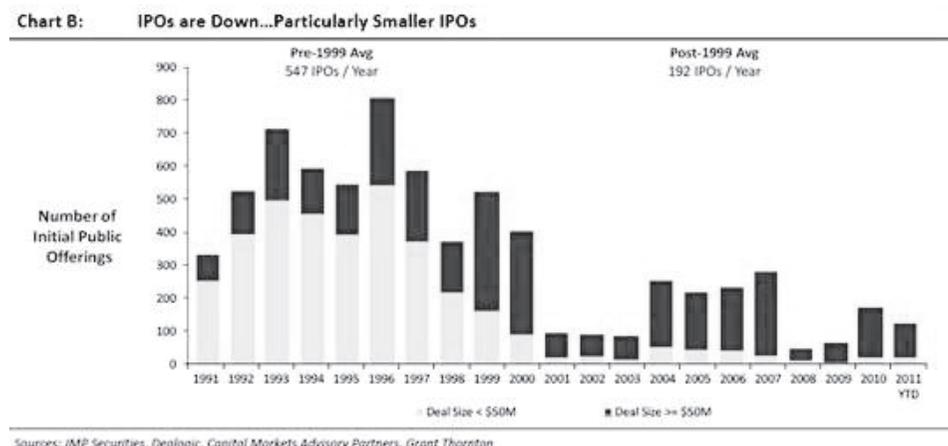
日本版 JOBS 法への期待（資料 3-2）

□ 日本経済活性化のための証券規制の改革の提言（資料 3-1）

- 流通市場における上場会社及びその役員の責任の見直し
- 課徴金における Due Process の確保

別表

米国の IPO 件数（出典：IPO Task Force 「Rebuilding the IPO On-Ramp」）



各国の IPO 件数（出典：SEC 「Report to Congress on Decimalization」 (July 2012)より抜粋）

| Country        | Percentage of IPOs \$50 million or below |           | Total Number of IPOs 1995-2007 |
|----------------|--|-----------|--------------------------------|
|                | 1995-2001                                | 2002-2007 |                                |
| Singapore      | 92%                                      | 81%       | 438                            |
| Australia      | 84%                                      | 89%       | 1,339                          |
| Hong Kong      | 80%                                      | 59%       | 756                            |
| Canada         | 84%                                      | 78%       | 1,599                          |
| United Kingdom | 75%                                      | 73%       | 1,676                          |
| Taiwan         | 68%                                      | 92%       | 461                            |
| China          | 98%                                      | 86%       | 1,109                          |
| United States  | 58%                                      | 26%       | 3,300                          |
| South Korea    | 90%                                      | 95%       | 923                            |
| Japan          | 82%                                      | 85%       | 1,934                          |
| Germany        | 64%                                      | 57%       | 581                            |
| India          | 86%                                      | 72%       | 291                            |

Source: IPO offer price and number of IPOs from Bloomberg.

## 別紙

### JOBES 法の概要

#### 米国スタートアップ企業のジャンプスタートに関する法律 (JOBES 法) (Jumpstart Our Business Startups Act (JOBES Act))

2012年11月22日  
弁護士 中村 聡

### Title I

#### 新興成長企業に対する米国資本市場の再開放 (Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies)

#### Section 101 (定義)

1933年証券法 (Securities Act of 1933) (「証券法」) 2条(a)(19)の追加

1934証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1933) (「証券取引所法」) 2条(a)(80)の追加

「新興成長企業 (emerging growth company) 」 (「EGC」) の定義を追加する。

- 直前事業年度の年間総収益 (total annual gross revenues) が 10 億ドル未満の発行会社

事業年度の期初に EGC であった発行会社は、以下の日まで、引き続き EGC とみなされる。

- 年間総収益が 10 億ドルとなった事業年度の末日
- 登録届出書による普通株式の最初の売却の日の 5 年後の応当日の後の事業年度の末日
- 過去 3 年間で転換できない負債証券の発行額が 10 億ドルを超えた日
- ルール 12b-2 で定義される「早期適用大規模提出会社」とみなされることとなった日

cf. ルール 12b-2 で定義される「早期適用大規模提出会社 (large accelerated filers) 」とは、事業年度末において、以下の要件を満たすものをいう。

- ・ 議決権付株式及び無議決権株式につき、直近第 2 四半期の最終営業日において、世界規模の時価総額が 700 百万ドル以上 (non-affiliates が保有するものに限る。) であること
- ・ 12 か月間以上、証券取引所法 13 条(a)又は 15 条(d)に基づく開示義務の対象となっていること
- ・ 1 回以上、1934 証券取引所法 13 条(a)又は 15 条(d)に基づく年次報告書を提出していること
- ・ 小規模会社の特例の適用対象外であること

#### EGC の定義の効力発生日

ただし、2011 年 12 月 8 日以前に、効力発生済みの登録届出書に基づく普通株式の最初の売却が行われた発行会社は、EGC の定義から除外される。

## Section 102 (開示義務)

### (a) 役員報酬 (executive compensation)

#### 証券取引所法 14A 条(e)(2)の追加

EGC について、証券取引所法 14A 条(a)及び(b) (役員報酬及びゴールデン・パラシュート報酬について個別議案による株主承認を要求する規定) の適用除外とする。

ただし、EGC であった発行会社が EGC でなくなった場合は、役員報酬について個別議案による株主承認を求めなければならない。

#### 証券取引所法 14 条(i)の修正

EGC を、2010 年投資者保護及び証券改革法 (Investor Protection and Securities Reform Act of 2010 (ドッド=フランク・ウォール・ストリート改革及び消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 第 9 章)) (「ドッド=フランク法」) 953 条(a)で追加された証券取引所法 14 条(i) (支払役員報酬と発行会社の業績の関係の開示を求める規定) の対象発行会社から除外する。

#### ドッド=フランク法 953 条(b)(1)の修正

EGC を、レギュレーション S-K アイテム 402 の改正を求めるドッド=フランク法 953 条(b)(1) (従業員報酬と役員報酬の比率の開示を求める規定) の対象発行会社から除外する。

#### その他の開示方法

EGC は、レギュレーション S-K アイテム 402 (一定の役員報酬にかかる開示義務) について、非関連者 (non-affiliates) が保有する普通株式の時価総額が 75 百万ドル未満である発行会社が開示するのと同等の情報を開示することによって、遵守することもできる。

### (b) 財務情報の開示及び公表会計基準

#### 証券法 7 条(a)(2)の追加

EGC は、普通株式の IPO の場合、登録届出書の効力発生のために、2 年度分を超える監査済財務書類を表示する必要はない。

普通株式の IPO の場合以外の登録届出書について、EGC は、IPO に関連して表示した監査済会計年度より前の会計年度に係る財務データ (selected financial date) を表示する必要はない。

EGC は、2002 年サーベンス=オクスリー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) (SOX 法) に定義する「発行会社」でない会社が、新しい又は改正された財務会計基準の適用を受けて、それに従うことが必要とされる日まで、当該基準に従う必要がない (確認規定)。

cf. SOX 法 2 条(a)(7)の定義する「発行会社 (issuer)」とは、証券取引所法 12 条に基づき登録された証券の発行会社、同法 15 条(d)に基づき報告書の提出が要求される発行会社、又は証券法に基づき効力未発生の登録届出書を提出する若しくは提出した発行会社をいう。

## 証券取引所法 13 条(a)の修正

証券取引所法に基づく登録届出書その他の開示書類について、EGC は、最初の登録届出書において表示した監査済会計年度より前の会計年度に係る財務データ (selected financial date) を表示する必要はない。

EGC は、SOX 法に定義する発行会社でない会社が、新しい又は改正された財務会計基準の適用を受けて、それに従うことが必要とされる日まで、当該基準に従う必要がない (確認規定)。

## **Section 103 (内部統制監査)**

### SOX 法 404 条(b)の修正

EGC を、登録会計事務所が、経営者による内部統制の評価について証明 (attest) し、報告する義務を負う対象会社から除外する。

## **Section 104 (監査基準)**

### SOX 法 103 条(a)(3)(C)の追加

EGC は、以下を要求する公開会社会計監督委員会 (Public Company Accounting Oversight Board) のルールから免除される。

- 強制的な監査事務所ローテーション
- 監査及び発行会社の財務書類に関する追加情報 (auditor discussion and analysis) を記載すべき監査報告書の補足事項 (supplement)

また、EGC は、上記委員会が今後採択する追加的なルールについても、EGC に対する適用が公益のために必要若しくは適切と SEC が判断しない限りは、免除される。

## **Section 105 (EGC に関する情報の入手機会)**

### (a) リサーチの提供

#### 証券法 2 条(a)(3)の修正

証券法 2 条(a)(10) (prospectus の定義) 及び 5 条(c) (登録義務) の適用上、普通株式の公募に関して登録届出書の提出予定・提出済み・効力発生後の EGC に関するリサーチ・レポートをブローカー・ディーラーが公表又は配布することは、当該ブローカー・ディーラーが登録公募に参加する場合であっても、オファー (an offer for sale or offer to sell a security) を構成しないものとみなす。

「リサーチ・レポート」とは、文書、電子的方法又は口頭のコミュニケーションであって、発行会社の証券に係る情報、意見若しくは推奨、又は、証券若しくは発行会社の分析を含むものをいい、投資判断の基礎とするために合理的で十分な情報を提供するものであるか否かを問わない。

## (b) 証券アナリストのコミュニケーション

### 証券取引所法 15D 条に新(c)の挿入

SEC 又は証券業協会は、EGC の普通株式の IPO に関して、以下の内容のルール又はレギュレーションを採択し又は維持してはならない。

- ブローカー・ディーラー又は証券業協会会員（「ブローカー・ディーラー等」）の関連者（associated persons）が証券アナリストと潜在的投資者との間のコミュニケーションをアレンジすることを、機能的役割に着目して、制限するもの
- 証券アナリストが、証券アナリストでない機能的役割を有するブローカー・ディーラー等の関連者が同席する、EGC の経営者とのコミュニケーションに参加することを制限するもの

## (c) 許されるコミュニケーションの拡大

### 証券法 5 条に新(d)の挿入

EGC 又は EGC のために行為する権限のある者は、投資家が想定される証券の公募に関心があるか否かについて判断するため、登録届出書の提出日の前であるか後であるかを問わず、適格機関購入者（qualified institutional buyers）である潜在的投資家又は認定投資家（accredited investors）である機関投資家との間で、口頭又は文書コミュニケーションを行うことができる。

## (d) 募集後のコミュニケーション

SEC 又は証券業協会は、EGC の普通株式の IPO に関して、以下の内容のルール又はレギュレーションを採択し又は維持してはならない。

- ブローカー・ディーラー等が、EGC の証券に関し、所定の期間（IPO 後の所定の期間又はロックアップ契約の期限前の所定の期間）、リサーチ・レポートを公表若しくは配布すること又は公示（public appearance）を行うことを禁止するもの

## **Section 106（その他の事項）**

### (a) 登録届出書のドラフト

#### 証券法 6 条(e)の追加

EGC は、IPO の日（登録届出書による普通株式の最初の売却の日）より前に、SEC スタッフによる秘密の非公開の検討のために、登録届出書のドラフトを SEC に秘密提出することができる。ただし、かかる秘密提出されたドラフト及びその訂正は、発行会社が「ロードショー」を行うより 21 日前までに、公開の形で正式提出されなければならない。なお、SEC は、SEC が受領又は入手した情報について開示する義務を負わない。

cf. ルール 433(h)(4)で定義される「ロードショー（road show）」とは、概ね、オファー（法定目論見書又はその一部を除く。）であって、発行会社の経営者による募集に係るプレゼンテーションを含み、かつ、発行会社、その経営陣及び募集証券のいずれか一つ以上に係るディスカッションを含むものをいう。

## (b) 呼値の単位 (tick size)

### 証券取引所法 11A 条(c)(6)の追加

SEC は、証券の取引及び値付けの単位を 1 セント刻みに移行すること、すなわち 10 進法化 (decimalization) について、検討するものとする。SEC は、本法の成立後 90 日以内に、連邦議会に調査報告書を提出するものとする。

SEC が EGC の証券の呼値の単位を 1 セント刻みよりも大きくすべきだと判断する場合、SEC は、係る証券についての呼値の刻みを 1 セントと 10 セントの間の刻みとすることを指定することができる。

### **Section 107 (EGC によるオプトインの権利)**

EGC は、本章に基づき与えられるいずれかの適用除外について、その適用除外を受けずに、EGC でない発行会社に適用される要件を遵守することを選択することができる。

ただし、EGC が、EGC でない発行会社が遵守するのと同じ範囲で、新しい又は改訂された財務会計基準を遵守することを選択する場合には、以下の義務を負う。

- 登録届出書その他の開示書類を最初に提出する時に選択して SEC に通知すること
- EGC でない発行会社が遵守するのと同じ範囲で、かかる財務会計基準の全部を遵守すること
- EGC である期間中、継続して、EGC でない発行会社が遵守するのと同じ範囲で、かかる財務会計基準を遵守すること

### **Section 108 (レギュレーション S-K の検討)**

SEC は、以下の目的のため、登録届出書の財務書類以外の部分に係るレギュレーション S-K について検討を行うものとする。

- 現在の登録要件について包括的に分析すること
- 登録手続を現代化し簡潔にするため、また EGC の費用その他の負担を軽減するため、現在の登録要件をいかに改訂できるかについて判断すること

SEC は、本法の成立後 180 日以内に、連邦議会に調査報告書を提出するものとする。

## **Title II**

### **雇用創出者のための資本調達方法 (Access to Capital for Job Creators)**

### **Section 201 (適用除外の修正)**

#### (a) SEC ルールの修正

SEC は、本法の成立後 90 日以内に、レギュレーション D 中のルール 506 を改正して、ルール 502(c)に含まれる一般的勧誘又は一般的広告 (general solicitation or general advertising) の禁止が、証券の購入者の全員が認定投資家 (accredited investors) であることを条件として、

ルール 506 に基づく証券のオファー又は売却に適用されないよう規定するものとする。また、当該ルールにおいて、発行会社は、証券の購入者が認定投資家であることを SEC の決定する方法により確認する合理的な措置を講じなければならないものとされる。

SEC は、本法の成立後 90 日以内に、ルール 144A(d)(1)を改正して、当該適用除外規定によって売却される証券について、発行会社又は発行会社のために行為する者が合理的に適格機関購入者であると信ずる者に対してのみ証券が売却されることを条件として、適格機関購入者（qualified institutional buyers）でない者に対しても、オファー（一般的勧誘又は一般的広告によるものを含む。）することができるように規定するものとする。

## (b) 解釈の平仄

### 証券法 4 条に新(b)の追加

改正後のルール 506 に基づき適用除外されるオファー及び売却は、一般的勧誘又は一般的広告の結果として、連邦証券法上、公募とみなされることはないものとする。

## (c) 適用免除規定の説明

証券法 4 条に新(b)の追加 [注：証券法 4 条に 2 つの新(b)が追加される形となっている。]

レギュレーション D のルール 506 を遵守してオファー及び売却が行われる証券に関し、以下の(A)から(C)までの要件を満たす者は、以下の事由だけによって、ブローカー・ディーラーとしての登録義務に服することはないものとする。

- 証券に係るオファー、売却、購入若しくは交渉、又は、当該証券発行者による一般的勧誘、一般的広告若しくは類似・関連する行為を、オンラインで、直接に又はその他の方法により、行うことを可能とするプラットフォーム又はメカニズムを維持すること
- その者又はその者に関連する者が当該証券に共同投資すること
- その者又はその者に関連する者が当該証券に関し付随業務（ancillary services）を提供すること

「付随業務」とは、以下のことをいう。

- 当該証券に係るオファー、売却、購入若しくは交渉に関連して、デュー・ディリジェンス業務を提供すること（ただし、当該業務において、別途報酬を得て、発行会社又は投資者に対する投資助言・推奨を行わない場合に限る。）、及び
- 発行会社又は投資者に対して標準化された書面を提供すること（ただし、その者が第三者のために発行条件の交渉を行わず、また発行会社が当該業務を利用する条件としてかかる標準化された書面を使用することが必要とされない場合に限る。）

上記の(A)から(C)までの要件とは以下のとおりである。

- (A) その者及びその者に関連する者が、当該証券の購入又は売却に関連して、報酬を受領しないこと
- (B) その者及びその者に関連する者が、当該証券の購入又は売却に関連して、顧客の資金又は証券を有しないこと
- (C) その者及びその者に関連する者が、証券法 [注：証券取引所法の誤りと思われる。] 3 条(a)(39)で定義される自主規制機関に係る法定欠格事由（statutory disqualification）に服しないこと

## Title III

### クラウドファンディング (Crowdfunding)

#### Section 301 (表題)

本章は、2012 年オンラインを通じた資本調達並びに詐欺及び非倫理的情報非開示の抑止に関する法律 (Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012) といい、略称をクラウドファンド法 (CROWDFUND Act) ということができる。

#### Section 302 (クラウドファンディングに係る適用除外)

##### (a) 証券法 4 条(a)(6)の追加

以下のすべての要件を満たす発行会社による証券のオファー又は売却に係る取引を、証券法 5 条の適用除外として追加する。

- すべての投資家に対して売却した証券の総額が、直前 12 か月間を合算して、1 百万ドル以下であること
- いずれかの投資家に対して売却した証券の総額が、直前 12 か月間を合算して、当該投資家の年収又は純資産が 10 万ドル未満の場合は 2,000 ドル又は年収若しくは純資産の 5%相当額のいずれか大きい方の額を、当該投資家の年収又は純資産が 10 万ドル以上の場合は年収又は純資産の 10%相当額 (ただし、10 万ドルを超えないものとする。) を、超えないこと
- 証券法 4A 条(a)の要件を遵守するブローカー又はファンディング・ポータルを通じて取引を行うこと
- 発行会社が証券法 4A 条(b)の要件を遵守すること

##### (b) 証券法 4A 条の追加

##### 証券法 4A 条(a) 仲介者の要件

証券法 4 条(6)に基づく他人の勘定による証券のオファー又は売却に係る取引において、仲介者 (intermediary) として行為する者は、以下の義務を負う。

- (1) ブローカー又はファンディング・ポータルとして登録すること
- (2) 適用ある自主規制機関に登録すること
- (3) SEC がルールにより定める開示内容を提供すること
- (4) 各投資家が、(A)SEC がルールにより設ける基準に従って投資家教育情報を検討し、(B) 投資全額を失うリスクを冒していることを理解していること及びかかる損失を負担することができることを積極的に確認し、かつ、(C)新興企業・中小企業への投資に一般的に伴うリスクの水準、流動性の欠如のリスク及び SEC がルールにより定めるその他の事項についての理解を示す質問対応を行うよう、確保すること
- (5) 詐欺のリスクを低減させるために SEC がルールにより設ける措置 (各役員・取締役・20%超保有株主の履歴・違反歴の入手を含む。) をとること
- (6) いずれかの投資家に対して証券が売却される最初の日より 21 日前の日以前に、発行会社が証券法 4A 条(b)に基づき提供する情報を、SEC 及び潜在的投資家に対して提供すること

- (7) SEC がルールにより定めるところにより、目標募集金額に達して初めて手取金額を発行会社に対して提供されるよう確保すること、及び、投資家が投資のコミットメントを撤回することを許容すること
- (8) いずれかの投資家が12ヶ月間に証券法4条(6)によりオファーされる証券の購入が同条(6)(B)所定の投資制限額を超えないことを確保するよう、SEC がルールにより定める努力をすること
- (9) 投資家から収集した情報のプライバシーを保護するために SEC がルールにより定める措置をとること
- (10) プロモーター、ファインダー又はリード・ジェネレーター (promoters, finders, or lead generators) に対して、潜在的投資家の個人特定情報を提供したことについての対価を提供しないこと
- (11) その業務を利用する発行会社について、自己の取締役・役員・パートナーが金銭的利益を有することを禁止すること
- (12) SEC がルールにより定めるその他の要件を遵守すること

#### 証券法 4A 条(b) 発行会社の要件

証券法 4 条(6)の適用上、発行会社は、以下の義務を負う。

- (1) 以下の情報を、SEC に提出し、投資家及びブローカー又はファンディング・ポータルに提供し、潜在的投資家が入手可能とすること
  - (A) 発行会社の名称、法的地位、住所及びウェブサイト
  - (B) 取締役・役員・20%超保有株主の名称
  - (C) 事業の内容及び事業計画
  - (D) 財務状態（目標募集金額に応じて、以下の内容を含む。）
    - 10 万ドル以下の場合、直近の所得税申告書及び CEO による証明付の財務書類
    - 10 万ドル超 50 万ドル以下の場合、独立の公認会計士がレビューした財務書類
    - 50 万ドル（又は SEC がルールにより定める金額）超の場合、監査済財務書類
  - (E) 発行目的及び目標募集金額に関する予定資金使途
  - (F) 目標募集金額、最終募集期限及び募集進捗状況の定期的更新
  - (G) 公募価格又はその決定方法（ただし、売却前に、各投資家に対して、最終価格及び必要なすべての開示内容を書面で提供し、またコミットメントを撤回する合理的な機会を提供するものとする。）
  - (H) 所有者の状況及び資本構成（以下の内容を含む。）
    - オファーされている証券及びそれ以外の発行会社の各種類の証券の要項
    - 主要株主の有する権利の行使によって、証券の購入者がいかにネガティブな影響を受けるのかの説明
    - 各種類について 20%超を所有する株主の氏名及び所有水準
    - オファーされている証券の具体的な評価方法及び将来の評価方法の例
    - 少数持分に係る証券の購入者のリスク及び増資、M&A、関連当事者取引等の会社の行為に伴うリスク
  - (I) SEC がルールにより定めるその他の情報
- (2) 募集の条件について広告（ただし、投資者をファンディング・ポータル又はブローカーに誘導する通知を除く。）を行わないこと
- (3) ブローカー又はファンディング・ポータルが提供するコミュニケーション・チャンネルを通じて募集を支援する者に対し、その者が対価の受領について明確に開示することを確保するために SEC がルールにより定める措置をとらずに、対価を支払うこと

- (4) 少なくとも年 1 回、SEC がルールにより定めるところにより、経営成績に係る報告書及び財務書類を、SEC に提出し、投資者に提供すること
- (5) SEC がルールにより定めるその他の要件を遵守すること

#### 証券法 4A 条(c) 重要な情報の不実開示に係る責任

証券法 4 条(6)により適用除外とされた取引において証券を購入した者は、発行会社に対し、当該証券の取得対価及びその利息相当額（当該証券から得た利益額を控除する。）の回復のため又は（当該証券を既に所有していない場合は）損害額について、管轄裁判所に、訴訟を提起することができる。

当該訴訟において、「発行会社等（issuer）」は、州際通商の手段を用いて、証券法 4 条(6)により適用除外とされた取引における証券の募集又は売却につき重要な情報の不実開示を行った場合（ただし、購入者が不実開示を知らないことを条件とする。）、不実開示について知らず、かつ合理的な注意を用いても知ることができなかつたことについての証明責任を果たさないときは、責任を負うものとする。

証券法 4A 条(c)において、「発行会社等（issuer）」とは、発行会社の取締役、パートナー、CEO、CFO、会計役又は CAO 及び証券法 4 条(6)により適用除外とされた取引において証券のオファー又は売却を行う者を含む。

#### 証券法 4A 条(d) 州への情報提供

SEC は、証券法 4A 条(b)記載の情報及び SEC がルールにより定めるその他の情報を、各州の証券委員会に提供するものとする。

#### 証券法 4A 条(e) 売却制限

証券法 4 条(6)記載の取引により発行された証券は、以下の場合を除き、その購入日から 1 年間、譲渡することができないものとし、また、SEC がルールにより設けるその他の制限に服するものとする。

- 発行会社に譲渡される場合
- 認定投資家に譲渡される場合
- 登録募集の一部として譲渡される場合
- 家族に対して譲渡される場合又は死亡、離婚若しくは類似の事由に関連して譲渡される場合（SEC の裁量による。）

#### 証券法 4A 条(f) 適用

証券法 4 条(6)は、以下の発行会社が行う証券のオファー又は売却を伴う取引に対して適用されないものとする。

- 米国の州法を準拠法としないもの
- 証券取引所法 13 条又は 15 条(d)に基づく報告義務に服するもの
- 1940 年投資会社法 3 条に定義される投資会社であるもの
- SEC がルール又はレギュレーションにより定めるもの

#### 証券法 4A 条(g) 解釈方法

証券法 4A 条又は 4 条(6)は、発行会社が 4 条(6)記載以外の方法により資本調達することを妨げるものと解釈されてはならない。

#### 証券法 4A 条(h) 一定の計算方法

SEC は、5 年に 1 回以下の頻度で、証券法 4 条(6)及び 4A 条(b)の金額基準について見直し、公表するものとする。証券法 4 条(6)(B)の収入及び純資産は、認定投資家のそれらの計算に関する SEC のルールに従って計算するものとする。

#### (c) 規則制定

SEC は、本法制定後 270 日以内に、証券法 4 条(6)及び 4A 条を実施するために必要又は適当と判断するルールを発するものとする。

#### (d) 欠格

SEC は、本法制定後 270 日以内に、発行会社が証券法 4 条(6)によって証券をオファーする適格がないこと及びブローカー又はファンディング・ポータルが証券法 4 条(6)による取引の実行又は参加をする適格がないことについて定める欠格の規定をルールにより設けるものとする。

### **Section 303 (株式保有の上限規制におけるクラウドファンディングの投資者の除外)**

#### 証券取引所法 12 条(g)(6)の追加

SEC は、証券法 4 条(6)に基づきなされた募集により取得した証券について、ルールにより証券取引所法 12 条(g)の適用除外とするものとする。SEC は、かかるルールを本法成立後 270 日までに発するものとする。

### **Section 304 (ファンディング・ポータル規制)**

#### (a) ファンディング・ポータルの適用除外

#### 証券法 3 条(h)の追加

SEC は、ルールにより、以下の要件を満たす登録ファンディング・ポータルについて、証券法 15 条(a)(1)に基づきブローカー・ディーラーとして登録する義務を適用除外とするものとする。

- SEC の検査、エンフォースメントその他の規則制定権限に引き続き服すること
- 登録証券業協会の会員であること
- SEC がルールにより定めるその他の要件に服すること

証券法 15 条(b)(8)及び 15A 条の適用上、SEC が別途ルールに定める場合を除き、ブローカー・ディーラーとはファンディング・ポータルを含み、登録ブローカー・ディーラーとは登録ファンディング・ポータルを含むものとする。

## (b) ファンディング・ポータルの定義

### 証券取引所法 3 条(a)(80)の追加

ファンディング・ポータル (funding portal) とは、証券法 4 条(6)のみに基づく他人の勘定による証券のオファー又は売却に係る取引において、仲介者 (intermediary) として行為する者であって、以下の行為をいずれも行わないものをいう。

- 投資助言・推奨の提供
- 自己のウェブサイト又はポータルで提供又は提示される証券について、購入、売却又は買付のオファーの勧誘
- 従業員、代理人その他の者に対し、かかる勧誘について又は自己のウェブサイト又はポータルで提示又は言及される証券の売却に応じて、報酬を支払うこと
- 投資家の資金又は証券を保有、管理、占有又はその他の方法により取り扱うこと
- SEC がルールにより定めるその他の行為

## **Section 305 (州法との関係)**

### (a) 証券法 18 条(b)(4)(C)の挿入

州又は地方自治体の法令又は行政処分の対象とすることができない証券に、証券法 4 条(6)に基づき登録免除される取引に係る証券を追加する。

### (b) 証券法 18 条(c)(1)の修正

州が保持する調査権又はエンフォースメント訴訟の提起権に、証券法 4 条(6)に基づく取引に関連した詐欺及びブローカー・ディーラー、ファンディング・ポータル又は発行会社の違法行為を追加する。

### (c) 証券法 18 条(c)(2)(F)の追加

証券法 18 条(b)(4)(B) [注：(C)の誤記と思われる。] により州又は地方自治体の法令又は行政処分の対象とすることができない証券に関し、書類提出又は手数料を求めてはならない。

### (d) 証券取引所法 15 条(i)に新(2)の挿入

州又は地方自治体は、以下の場合をのぞき、登録ファンディング・ポータルに対し、登録ファンディング・ポータルとしての業務に関し、法令又は行政処分の執行をすることができない。

- 登録ファンディング・ポータルの事業の本拠地の所在する州又は地方自治体による検査又は法令若しくは行政処分の執行 (ただし、かかる法令若しくは行政処分は、SEC の設ける要件に追加又は相違するものであってはならない)

## Title IV

### 小規模会社の資本形成 (Small Company Capital Formation)

#### Section 401 (一定の証券を適用除外とする権限)

##### 証券法 3 条(b)(2)の追加

SEC は、以下の条件に従って、ルール又はレギュレーションにより、ある種類の証券を適用除外として追加するものとする。

- (A) オファーされた証券及び過去 12 ヶ月間に本項による適用除外により売却された証券の募集総額が 50 百万ドルを超えないこと
- (B) 証券が公募・公売できること
- (C) 証券が制限付証券とならないこと
- (D) 証券法 12 条(a)(2)の民事責任規定が当該証券のオファー又は売却を行う者に適用されること
- (E) 募集書類の提出前に、SEC が定める条件により、募集への関心を引く (solicit interest) ことができること
- (F) SEC が、発行会社に対し、毎年の監査済財務書類の提出を要求すること
- (G) SEC が定めるその他の条件又は要件 (以下のものを含むことができる。)
  - SECが定める様式及び内容による募集書類及び関連書類を発行会社が作成し、電子的に SEC への提出及び潜在的投資家への配布を行うという要件
  - 発行会社又は一定の関係者に対して適用除外が利用できなくなることを定める非適格の規定

##### 証券法 3 条(b)(3)の追加

証券法 3 条(b)(2)により採択されるルール又はレギュレーションに基づき適用除外される証券は、以下の種類の証券に限られる。

- エクイティ証券
- 負債証券 (当該証券の保証を含む。)
- エクイティ持分に転換又は交換可能な負債証券 (当該証券の保証を含む。)

##### 証券法 3 条(b)(4)の追加

SEC は、ルール又はレギュレーションにより、証券法 3 条(b)(2)により適用除外とされる証券の発行会社に対して、発行会社、その事業、その財務状態、そのコーポレート・ガバナンスの原則、投資家の資金の使途その他の事項に係る定期的な開示事項を、投資家に提供し、SEC に提出することを要求することができる。

##### 証券法 3 条(b)(5)の追加

2011 年小規模会社資本形成法 (Small Company Capital Formation Act of 2011) の制定後 2 年以内に、またその後 2 年ごとに、証券法 3 条(b)(2)(A)記載の募集総額の制限額を見直し、適当と判断するときは増額するものとする。増額しないと判断するときは、議会の委員会に増額しない理由を報告するものとする。

## 証券法 18 条(b)(4)に新(D)の挿入

州又は地方自治体の法令又は行政処分の対象とすることができない証券に、証券法 3 条 (b)(2)により採択されたルール又はレギュレーションにより登録免除される取引に係る証券であって、証券取引所において又は SEC が定義する適格購入者 (qualified purchaser) に対してオファー若しくは売却されるものを追加する。

## **Section 402 (レギュレーション A 募集に対する州の証券規制法の影響調査)**

米国連邦会計検査院長 (Comptroller General) は、レギュレーション A に基づきなされる募集に対する州の証券規制法の影響について調査を行い、本法の制定後 3 か月以内に連邦議会の委員会に報告書を提出するものとする。

## **Title V**

### **閉鎖会社の柔軟性及び成長 (Private Company Flexibility and Growth)**

## **Section 501 (登録に関する基準)**

### 証券取引所法 12 条(g)(1)(A)の修正

証券取引所法 12 条(g)(1)に基づく登録義務の要件について、発行会社の総資産の基準を 10 百万ドル超とし、エクイティ証券 (適用除外証券を除く。) の名義上の保有者の基準を 2000 名以上又は認定投資家でない 500 名以上とする。

## **Section 502 (従業員)**

### 証券取引所法 12 条(g)(5)の修正

証券取引所法 12 条(g)(1)に基づく登録義務の要件の適用上、「名義上の保有 (held of record)」の定義には、証券法 5 条の登録義務が免除される取引で、従業員報酬プランにより証券を受け取った者は含まないものとする。

## **Section 503 (SEC の規則制定)**

SEC は、証券取引所法 12 条(g)(5)に従って、名義上の保有の定義を見直すものとし、また、証券法 5 条の登録義務が免除される取引で、従業員報酬プランにより証券を受け取ったかどうかを判断するに際し、発行会社ができるセーフ・ハーバー規定を採択するものとする。

## **Section 504 (ルール 12g5-1 に基づく執行権限についての SEC の調査)**

SEC は、名義上の保有に係るルール 12g5-1 に含まれる脱法防止規定を執行するために新たな執行手段が必要かどうかについて判断するため、当該ルールを執行する SEC の権限について検討し、本法制定後 120 日以内に連邦議会にその推奨案を提出するものとする。

## **Title VI**

### **資本増強 (Capital Expansion)**

#### **Section 601 (登録に関する株主基準)**

##### 証券取引所法 12 条(g)(1)(B)の修正

証券取引所法 12 条(g)(1)に基づく登録義務の要件について、銀行又は銀行持株会社である発行会社の総資産の基準を 10 百万ドル超とし、エクイティ証券（適用除外証券を除く。）の名義上の保有者の基準を 2000 名以上とする。

##### 証券取引所法 12 条(g)(4)及び 15 条(d)の修正

登録義務の終了について、名義上の保有者が 300 名未満という一般の基準に加えて、銀行又は銀行持株会社である発行会社の場合に 1200 名未満という基準を追加する。

#### **Section 602 (規則制定)**

SEC は、本法の制定後 1 年以内に、本章の規定を実施するための最終レギュレーションを発するものとする。

## **Title VII**

### **法改正に係る啓蒙活動 (Outreach on Changes to the Law)**

#### **Section 701 (SEC による啓蒙活動)**

SEC は、本法による改正について、オンラインで情報提供するとともに、中小企業、女性所有企業、退役軍人所有企業及びマイナリティ所有企業に周知するための啓蒙活動を行うものとする。

本法の成立年月日：2012 年 4 月 5 日

## 配布資料

資料1 Jumpstart Our Business Startups Act

資料2 セオドア・A・パラダイス、杉山浩司「JOB S法の成立による米国証券市場の新たな動き」商事法務 1969 号 22-33 頁（2012 年）

資料3-1 「日本経済の活性化に資する制度・規制設計のために（実務家としての私見）」

資料3-2 一般社団法人 日本ベンチャーキャピタル協会「成長マネー活性化に関わる規制・制度改革要望のご説明」（2012 年 11 月）

（注）上記のうち、資料1のみ掲載。

H. R. 3606

# One Hundred Twelfth Congress of the United States of America

AT THE SECOND SESSION

*Begun and held at the City of Washington on Tuesday,  
the third day of January, two thousand and twelve*

## An Act

To increase American job creation and economic growth by improving access to the public capital markets for emerging growth companies.

*Be it enacted by the Senate and House of Representatives of the United States of America in Congress assembled,*

### SECTION 1. SHORT TITLE.

This Act may be cited as the “Jumpstart Our Business Startups Act”.

### SEC. 2. TABLE OF CONTENTS.

The table of contents of this Act is as follows:

- Sec. 1. Short title.
- Sec. 2. Table of contents.

#### TITLE I—REOPENING AMERICAN CAPITAL MARKETS TO EMERGING GROWTH COMPANIES

- Sec. 101. Definitions.
- Sec. 102. Disclosure obligations.
- Sec. 103. Internal controls audit.
- Sec. 104. Auditing standards.
- Sec. 105. Availability of information about emerging growth companies.
- Sec. 106. Other matters.
- Sec. 107. Opt-in right for emerging growth companies.
- Sec. 108. Review of Regulation S-K.

#### TITLE II—ACCESS TO CAPITAL FOR JOB CREATORS

- Sec. 201. Modification of exemption.

#### TITLE III—CROWDFUNDING

- Sec. 301. Short title.
- Sec. 302. Crowdfunding exemption.
- Sec. 303. Exclusion of crowdfunding investors from shareholder cap.
- Sec. 304. Funding portal regulation.
- Sec. 305. Relationship with State law.

#### TITLE IV—SMALL COMPANY CAPITAL FORMATION

- Sec. 401. Authority to exempt certain securities.
- Sec. 402. Study on the impact of State Blue Sky laws on Regulation A offerings.

#### TITLE V—PRIVATE COMPANY FLEXIBILITY AND GROWTH

- Sec. 501. Threshold for registration.
- Sec. 502. Employees.
- Sec. 503. Commission rulemaking.
- Sec. 504. Commission study of enforcement authority under Rule 12g5-1.

#### TITLE VI—CAPITAL EXPANSION

- Sec. 601. Shareholder threshold for registration.
- Sec. 602. Rulemaking.

#### TITLE VII—OUTREACH ON CHANGES TO THE LAW

- Sec. 701. Outreach by the Commission.

## TITLE I—REOPENING AMERICAN CAPITAL MARKETS TO EMERGING GROWTH COMPANIES

### SEC. 101. DEFINITIONS.

(a) SECURITIES ACT OF 1933.—Section 2(a) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77b(a)) is amended by adding at the end the following:

“(19) The term ‘emerging growth company’ means an issuer that had total annual gross revenues of less than \$1,000,000,000 (as such amount is indexed for inflation every 5 years by the Commission to reflect the change in the Consumer Price Index for All Urban Consumers published by the Bureau of Labor Statistics, setting the threshold to the nearest 1,000,000) during its most recently completed fiscal year. An issuer that is an emerging growth company as of the first day of that fiscal year shall continue to be deemed an emerging growth company until the earliest of—

“(A) the last day of the fiscal year of the issuer during which it had total annual gross revenues of \$1,000,000,000 (as such amount is indexed for inflation every 5 years by the Commission to reflect the change in the Consumer Price Index for All Urban Consumers published by the Bureau of Labor Statistics, setting the threshold to the nearest 1,000,000) or more;

“(B) the last day of the fiscal year of the issuer following the fifth anniversary of the date of the first sale of common equity securities of the issuer pursuant to an effective registration statement under this title;

“(C) the date on which such issuer has, during the previous 3-year period, issued more than \$1,000,000,000 in non-convertible debt; or

“(D) the date on which such issuer is deemed to be a ‘large accelerated filer’, as defined in section 240.12b-2 of title 17, Code of Federal Regulations, or any successor thereto.”.

(b) SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.—Section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)) is amended—

(1) by redesignating paragraph (77), as added by section 941(a) of the Investor Protection and Securities Reform Act of 2010 (Public Law 111-203, 124 Stat. 1890), as paragraph (79); and

(2) by adding at the end the following:

“(80) EMERGING GROWTH COMPANY.—The term ‘emerging growth company’ means an issuer that had total annual gross revenues of less than \$1,000,000,000 (as such amount is indexed for inflation every 5 years by the Commission to reflect the change in the Consumer Price Index for All Urban Consumers published by the Bureau of Labor Statistics, setting the threshold to the nearest 1,000,000) during its most recently completed fiscal year. An issuer that is an emerging growth company as of the first day of that fiscal year shall continue to be deemed an emerging growth company until the earliest of—

“(A) the last day of the fiscal year of the issuer during which it had total annual gross revenues of \$1,000,000,000 (as such amount is indexed for inflation every 5 years by the Commission to reflect the change in the Consumer Price Index for All Urban Consumers published by the Bureau of Labor Statistics, setting the threshold to the nearest 1,000,000) or more;

“(B) the last day of the fiscal year of the issuer following the fifth anniversary of the date of the first sale of common equity securities of the issuer pursuant to an effective registration statement under the Securities Act of 1933;

“(C) the date on which such issuer has, during the previous 3-year period, issued more than \$1,000,000,000 in non-convertible debt; or

“(D) the date on which such issuer is deemed to be a ‘large accelerated filer’, as defined in section 240.12b-2 of title 17, Code of Federal Regulations, or any successor thereto.”

(c) OTHER DEFINITIONS.—As used in this title, the following definitions shall apply:

(1) COMMISSION.—The term “Commission” means the Securities and Exchange Commission.

(2) INITIAL PUBLIC OFFERING DATE.—The term “initial public offering date” means the date of the first sale of common equity securities of an issuer pursuant to an effective registration statement under the Securities Act of 1933.

(d) EFFECTIVE DATE.—Notwithstanding section 2(a)(19) of the Securities Act of 1933 and section 3(a)(80) of the Securities Exchange Act of 1934, an issuer shall not be an emerging growth company for purposes of such Acts if the first sale of common equity securities of such issuer pursuant to an effective registration statement under the Securities Act of 1933 occurred on or before December 8, 2011.

#### SEC. 102. DISCLOSURE OBLIGATIONS.

(a) EXECUTIVE COMPENSATION.—

(1) EXEMPTION.—Section 14A(e) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78n-1(e)) is amended—

(A) by striking “The Commission may” and inserting the following:

“(1) IN GENERAL.—The Commission may”;

(B) by striking “an issuer” and inserting “any other issuer”; and

(C) by adding at the end the following:

“(2) TREATMENT OF EMERGING GROWTH COMPANIES.—

“(A) IN GENERAL.—An emerging growth company shall be exempt from the requirements of subsections (a) and (b).

“(B) COMPLIANCE AFTER TERMINATION OF EMERGING GROWTH COMPANY TREATMENT.—An issuer that was an emerging growth company but is no longer an emerging growth company shall include the first separate resolution described under subsection (a)(1) not later than the end of—

“(i) in the case of an issuer that was an emerging growth company for less than 2 years after the date

of first sale of common equity securities of the issuer pursuant to an effective registration statement under the Securities Act of 1933, the 3-year period beginning on such date; and

“(ii) in the case of any other issuer, the 1-year period beginning on the date the issuer is no longer an emerging growth company.”.

(2) PROXIES.—Section 14(i) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78n(i)) is amended by inserting “, for any issuer other than an emerging growth company,” after “including”.

(3) COMPENSATION DISCLOSURES.—Section 953(b)(1) of the Investor Protection and Securities Reform Act of 2010 (Public Law 111–203; 124 Stat. 1904) is amended by inserting “, other than an emerging growth company, as that term is defined in section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934,” after “require each issuer”.

(b) FINANCIAL DISCLOSURES AND ACCOUNTING PRONOUNCEMENTS.—

(1) SECURITIES ACT OF 1933.—Section 7(a) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77g(a)) is amended—

(A) by striking “(a) The registration” and inserting the following:

“(a) INFORMATION REQUIRED IN REGISTRATION STATEMENT.—“(1) IN GENERAL.—The registration”; and

(B) by adding at the end the following:

“(2) TREATMENT OF EMERGING GROWTH COMPANIES.—An emerging growth company—

“(A) need not present more than 2 years of audited financial statements in order for the registration statement of such emerging growth company with respect to an initial public offering of its common equity securities to be effective, and in any other registration statement to be filed with the Commission, an emerging growth company need not present selected financial data in accordance with section 229.301 of title 17, Code of Federal Regulations, for any period prior to the earliest audited period presented in connection with its initial public offering; and

“(B) may not be required to comply with any new or revised financial accounting standard until such date that a company that is not an issuer (as defined under section 2(a) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (15 U.S.C. 7201(a))) is required to comply with such new or revised accounting standard, if such standard applies to companies that are not issuers.”.

(2) SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.—Section 13(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78m(a)) is amended by adding at the end the following: “In any registration statement, periodic report, or other reports to be filed with the Commission, an emerging growth company need not present selected financial data in accordance with section 229.301 of title 17, Code of Federal Regulations, for any period prior to the earliest audited period presented in connection with its first registration statement that became effective under this Act or the Securities Act of 1933 and, with respect to any such statement or reports, an emerging growth company may not be required to comply with any new or revised financial

accounting standard until such date that a company that is not an issuer (as defined under section 2(a) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (15 U.S.C. 7201(a))) is required to comply with such new or revised accounting standard, if such standard applies to companies that are not issuers.”

(c) OTHER DISCLOSURES.—An emerging growth company may comply with section 229.303(a) of title 17, Code of Federal Regulations, or any successor thereto, by providing information required by such section with respect to the financial statements of the emerging growth company for each period presented pursuant to section 7(a) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77g(a)). An emerging growth company may comply with section 229.402 of title 17, Code of Federal Regulations, or any successor thereto, by disclosing the same information as any issuer with a market value of outstanding voting and nonvoting common equity held by non-affiliates of less than \$75,000,000.

**SEC. 103. INTERNAL CONTROLS AUDIT.**

Section 404(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (15 U.S.C. 7262(b)) is amended by inserting “, other than an issuer that is an emerging growth company (as defined in section 3 of the Securities Exchange Act of 1934),” before “shall attest to”.

**SEC. 104. AUDITING STANDARDS.**

Section 103(a)(3) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 (15 U.S.C. 7213(a)(3)) is amended by adding at the end the following:

“(C) TRANSITION PERIOD FOR EMERGING GROWTH COMPANIES.—Any rules of the Board requiring mandatory audit firm rotation or a supplement to the auditor’s report in which the auditor would be required to provide additional information about the audit and the financial statements of the issuer (auditor discussion and analysis) shall not apply to an audit of an emerging growth company, as defined in section 3 of the Securities Exchange Act of 1934. Any additional rules adopted by the Board after the date of enactment of this subparagraph shall not apply to an audit of any emerging growth company, unless the Commission determines that the application of such additional requirements is necessary or appropriate in the public interest, after considering the protection of investors and whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation.”

**SEC. 105. AVAILABILITY OF INFORMATION ABOUT EMERGING GROWTH COMPANIES.**

(a) PROVISION OF RESEARCH.—Section 2(a)(3) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77b(a)(3)) is amended by adding at the end the following: “The publication or distribution by a broker or dealer of a research report about an emerging growth company that is the subject of a proposed public offering of the common equity securities of such emerging growth company pursuant to a registration statement that the issuer proposes to file, or has filed, or that is effective shall be deemed for purposes of paragraph (10) of this subsection and section 5(c) not to constitute an offer for sale or offer to sell a security, even if the broker or dealer is participating or will participate in the registered offering of the securities of the issuer. As used in this paragraph, the term ‘research report’ means a written, electronic, or oral communication

that includes information, opinions, or recommendations with respect to securities of an issuer or an analysis of a security or an issuer, whether or not it provides information reasonably sufficient upon which to base an investment decision.”

(b) SECURITIES ANALYST COMMUNICATIONS.—Section 15D of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78o-6) is amended—

- (1) by redesignating subsection (c) as subsection (d); and
- (2) by inserting after subsection (b) the following:

“(c) LIMITATION.—Notwithstanding subsection (a) or any other provision of law, neither the Commission nor any national securities association registered under section 15A may adopt or maintain any rule or regulation in connection with an initial public offering of the common equity of an emerging growth company—

“(1) restricting, based on functional role, which associated persons of a broker, dealer, or member of a national securities association, may arrange for communications between a securities analyst and a potential investor; or

“(2) restricting a securities analyst from participating in any communications with the management of an emerging growth company that is also attended by any other associated person of a broker, dealer, or member of a national securities association whose functional role is other than as a securities analyst.”

(c) EXPANDING PERMISSIBLE COMMUNICATIONS.—Section 5 of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77e) is amended—

- (1) by redesignating subsection (d) as subsection (e); and
- (2) by inserting after subsection (c) the following:

“(d) LIMITATION.—Notwithstanding any other provision of this section, an emerging growth company or any person authorized to act on behalf of an emerging growth company may engage in oral or written communications with potential investors that are qualified institutional buyers or institutions that are accredited investors, as such terms are respectively defined in section 230.144A and section 230.501(a) of title 17, Code of Federal Regulations, or any successor thereto, to determine whether such investors might have an interest in a contemplated securities offering, either prior to or following the date of filing of a registration statement with respect to such securities with the Commission, subject to the requirement of subsection (b)(2).”

(d) POST OFFERING COMMUNICATIONS.—Neither the Commission nor any national securities association registered under section 15A of the Securities Exchange Act of 1934 may adopt or maintain any rule or regulation prohibiting any broker, dealer, or member of a national securities association from publishing or distributing any research report or making a public appearance, with respect to the securities of an emerging growth company, either—

(1) within any prescribed period of time following the initial public offering date of the emerging growth company; or

(2) within any prescribed period of time prior to the expiration date of any agreement between the broker, dealer, or member of a national securities association and the emerging growth company or its shareholders that restricts or prohibits the sale of securities held by the emerging growth company or its shareholders after the initial public offering date.

**SEC. 106. OTHER MATTERS.**

(a) **DRAFT REGISTRATION STATEMENTS.**—Section 6 of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77f) is amended by adding at the end the following:

“(e) **EMERGING GROWTH COMPANIES.**—

“(1) **IN GENERAL.**—Any emerging growth company, prior to its initial public offering date, may confidentially submit to the Commission a draft registration statement, for confidential nonpublic review by the staff of the Commission prior to public filing, provided that the initial confidential submission and all amendments thereto shall be publicly filed with the Commission not later than 21 days before the date on which the issuer conducts a road show, as such term is defined in section 230.433(h)(4) of title 17, Code of Federal Regulations, or any successor thereto.

“(2) **CONFIDENTIALITY.**—Notwithstanding any other provision of this title, the Commission shall not be compelled to disclose any information provided to or obtained by the Commission pursuant to this subsection. For purposes of section 552 of title 5, United States Code, this subsection shall be considered a statute described in subsection (b)(3)(B) of such section 552. Information described in or obtained pursuant to this subsection shall be deemed to constitute confidential information for purposes of section 24(b)(2) of the Securities Exchange Act of 1934.”

(b) **TICK SIZE.**—Section 11A(c) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78k–1(c)) is amended by adding at the end the following new paragraph:

“(6) **TICK SIZE.**—

“(A) **STUDY AND REPORT.**—The Commission shall conduct a study examining the transition to trading and quoting securities in one penny increments, also known as decimalization. The study shall examine the impact that decimalization has had on the number of initial public offerings since its implementation relative to the period before its implementation. The study shall also examine the impact that this change has had on liquidity for small and middle capitalization company securities and whether there is sufficient economic incentive to support trading operations in these securities in penny increments. Not later than 90 days after the date of enactment of this paragraph, the Commission shall submit to Congress a report on the findings of the study.

“(B) **DESIGNATION.**—If the Commission determines that the securities of emerging growth companies should be quoted and traded using a minimum increment of greater than \$0.01, the Commission may, by rule not later than 180 days after the date of enactment of this paragraph, designate a minimum increment for the securities of emerging growth companies that is greater than \$0.01 but less than \$0.10 for use in all quoting and trading of securities in any exchange or other execution venue.”

**SEC. 107. OPT-IN RIGHT FOR EMERGING GROWTH COMPANIES.**

(a) **IN GENERAL.**—With respect to an exemption provided to emerging growth companies under this title, or an amendment made by this title, an emerging growth company may choose to

forgo such exemption and instead comply with the requirements that apply to an issuer that is not an emerging growth company.

(b) SPECIAL RULE.—Notwithstanding subsection (a), with respect to the extension of time to comply with new or revised financial accounting standards provided under section 7(a)(2)(B) of the Securities Act of 1933 and section 13(a) of the Securities Exchange Act of 1934, as added by section 102(b), if an emerging growth company chooses to comply with such standards to the same extent that a non-emerging growth company is required to comply with such standards, the emerging growth company—

(1) must make such choice at the time the company is first required to file a registration statement, periodic report, or other report with the Commission under section 13 of the Securities Exchange Act of 1934 and notify the Securities and Exchange Commission of such choice;

(2) may not select some standards to comply with in such manner and not others, but must comply with all such standards to the same extent that a non-emerging growth company is required to comply with such standards; and

(3) must continue to comply with such standards to the same extent that a non-emerging growth company is required to comply with such standards for as long as the company remains an emerging growth company.

#### **SEC. 108. REVIEW OF REGULATION S-K.**

(a) REVIEW.—The Securities and Exchange Commission shall conduct a review of its Regulation S-K (17 CFR 229.10 et seq.) to—

(1) comprehensively analyze the current registration requirements of such regulation; and

(2) determine how such requirements can be updated to modernize and simplify the registration process and reduce the costs and other burdens associated with these requirements for issuers who are emerging growth companies.

(b) REPORT.—Not later than 180 days after the date of enactment of this title, the Commission shall transmit to Congress a report of the review conducted under subsection (a). The report shall include the specific recommendations of the Commission on how to streamline the registration process in order to make it more efficient and less burdensome for the Commission and for prospective issuers who are emerging growth companies.

## **TITLE II—ACCESS TO CAPITAL FOR JOB CREATORS**

#### **SEC. 201. MODIFICATION OF EXEMPTION.**

(a) MODIFICATION OF RULES.—

(1) Not later than 90 days after the date of the enactment of this Act, the Securities and Exchange Commission shall revise its rules issued in section 230.506 of title 17, Code of Federal Regulations, to provide that the prohibition against general solicitation or general advertising contained in section 230.502(c) of such title shall not apply to offers and sales of securities made pursuant to section 230.506, provided that all purchasers of the securities are accredited investors. Such rules shall require the issuer to take reasonable steps to verify

that purchasers of the securities are accredited investors, using such methods as determined by the Commission. Section 230.506 of title 17, Code of Federal Regulations, as revised pursuant to this section, shall continue to be treated as a regulation issued under section 4(2) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77d(2)).

(2) Not later than 90 days after the date of enactment of this Act, the Securities and Exchange Commission shall revise subsection (d)(1) of section 230.144A of title 17, Code of Federal Regulations, to provide that securities sold under such revised exemption may be offered to persons other than qualified institutional buyers, including by means of general solicitation or general advertising, provided that securities are sold only to persons that the seller and any person acting on behalf of the seller reasonably believe is a qualified institutional buyer.

(b) CONSISTENCY IN INTERPRETATION.—Section 4 of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77d) is amended—

(1) by striking “The provisions of section 5” and inserting

“(a) The provisions of section 5”; and

(2) by adding at the end the following:

“(b) Offers and sales exempt under section 230.506 of title 17, Code of Federal Regulations (as revised pursuant to section 201 of the Jumpstart Our Business Startups Act) shall not be deemed public offerings under the Federal securities laws as a result of general advertising or general solicitation.”.

(c) EXPLANATION OF EXEMPTION.—Section 4 of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77d) is amended—

(1) by striking “The provisions of section 5” and inserting

“(a) The provisions of section 5”; and

(2) by adding at the end the following:

“(b)(1) With respect to securities offered and sold in compliance with Rule 506 of Regulation D under this Act, no person who meets the conditions set forth in paragraph (2) shall be subject to registration as a broker or dealer pursuant to section 15(a)(1) of this title, solely because—

“(A) that person maintains a platform or mechanism that permits the offer, sale, purchase, or negotiation of or with respect to securities, or permits general solicitations, general advertisements, or similar or related activities by issuers of such securities, whether online, in person, or through any other means;

“(B) that person or any person associated with that person co-invests in such securities; or

“(C) that person or any person associated with that person provides ancillary services with respect to such securities.

“(2) The exemption provided in paragraph (1) shall apply to any person described in such paragraph if—

“(A) such person and each person associated with that person receives no compensation in connection with the purchase or sale of such security;

“(B) such person and each person associated with that person does not have possession of customer funds or securities in connection with the purchase or sale of such security; and

“(C) such person is not subject to a statutory disqualification as defined in section 3(a)(39) of this title and does not

have any person associated with that person subject to such a statutory disqualification.

“(3) For the purposes of this subsection, the term ‘ancillary services’ means—

“(A) the provision of due diligence services, in connection with the offer, sale, purchase, or negotiation of such security, so long as such services do not include, for separate compensation, investment advice or recommendations to issuers or investors; and

“(B) the provision of standardized documents to the issuers and investors, so long as such person or entity does not negotiate the terms of the issuance for and on behalf of third parties and issuers are not required to use the standardized documents as a condition of using the service.”.

### TITLE III—CROWDFUNDING

#### SEC. 301. SHORT TITLE.

This title may be cited as the “Capital Raising Online While Deterring Fraud and Unethical Non-Disclosure Act of 2012” or the “CROWDFUND Act”.

#### SEC. 302. CROWDFUNDING EXEMPTION.

(a) SECURITIES ACT OF 1933.—Section 4 of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77d) is amended by adding at the end the following:

“(6) transactions involving the offer or sale of securities by an issuer (including all entities controlled by or under common control with the issuer), provided that—

“(A) the aggregate amount sold to all investors by the issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12-month period preceding the date of such transaction, is not more than \$1,000,000;

“(B) the aggregate amount sold to any investor by an issuer, including any amount sold in reliance on the exemption provided under this paragraph during the 12-month period preceding the date of such transaction, does not exceed—

“(i) the greater of \$2,000 or 5 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, if either the annual income or the net worth of the investor is less than \$100,000; and

“(ii) 10 percent of the annual income or net worth of such investor, as applicable, not to exceed a maximum aggregate amount sold of \$100,000, if either the annual income or net worth of the investor is equal to or more than \$100,000;

“(C) the transaction is conducted through a broker or funding portal that complies with the requirements of section 4A(a); and

“(D) the issuer complies with the requirements of section 4A(b).”.

(b) REQUIREMENTS TO QUALIFY FOR CROWDFUNDING EXEMPTION.—The Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a et seq.) is amended by inserting after section 4 the following:

**“SEC. 4A. REQUIREMENTS WITH RESPECT TO CERTAIN SMALL TRANSACTIONS.**

“(a) **REQUIREMENTS ON INTERMEDIARIES.**—A person acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the account of others pursuant to section 4(6) shall—

“(1) register with the Commission as—

“(A) a broker; or

“(B) a funding portal (as defined in section 3(a)(80) of the Securities Exchange Act of 1934);

“(2) register with any applicable self-regulatory organization (as defined in section 3(a)(26) of the Securities Exchange Act of 1934);

“(3) provide such disclosures, including disclosures related to risks and other investor education materials, as the Commission shall, by rule, determine appropriate;

“(4) ensure that each investor—

“(A) reviews investor-education information, in accordance with standards established by the Commission, by rule;

“(B) positively affirms that the investor understands that the investor is risking the loss of the entire investment, and that the investor could bear such a loss; and

“(C) answers questions demonstrating—

“(i) an understanding of the level of risk generally applicable to investments in startups, emerging businesses, and small issuers;

“(ii) an understanding of the risk of illiquidity; and

“(iii) an understanding of such other matters as the Commission determines appropriate, by rule;

“(5) take such measures to reduce the risk of fraud with respect to such transactions, as established by the Commission, by rule, including obtaining a background and securities enforcement regulatory history check on each officer, director, and person holding more than 20 percent of the outstanding equity of every issuer whose securities are offered by such person;

“(6) not later than 21 days prior to the first day on which securities are sold to any investor (or such other period as the Commission may establish), make available to the Commission and to potential investors any information provided by the issuer pursuant to subsection (b);

“(7) ensure that all offering proceeds are only provided to the issuer when the aggregate capital raised from all investors is equal to or greater than a target offering amount, and allow all investors to cancel their commitments to invest, as the Commission shall, by rule, determine appropriate;

“(8) make such efforts as the Commission determines appropriate, by rule, to ensure that no investor in a 12-month period has purchased securities offered pursuant to section 4(6) that, in the aggregate, from all issuers, exceed the investment limits set forth in section 4(6)(B);

“(9) take such steps to protect the privacy of information collected from investors as the Commission shall, by rule, determine appropriate;

“(10) not compensate promoters, finders, or lead generators for providing the broker or funding portal with the personal identifying information of any potential investor;

“(11) prohibit its directors, officers, or partners (or any person occupying a similar status or performing a similar function) from having any financial interest in an issuer using its services; and

“(12) meet such other requirements as the Commission may, by rule, prescribe, for the protection of investors and in the public interest.

“(b) REQUIREMENTS FOR ISSUERS.—For purposes of section 4(6), an issuer who offers or sells securities shall—

“(1) file with the Commission and provide to investors and the relevant broker or funding portal, and make available to potential investors—

“(A) the name, legal status, physical address, and website address of the issuer;

“(B) the names of the directors and officers (and any persons occupying a similar status or performing a similar function), and each person holding more than 20 percent of the shares of the issuer;

“(C) a description of the business of the issuer and the anticipated business plan of the issuer;

“(D) a description of the financial condition of the issuer, including, for offerings that, together with all other offerings of the issuer under section 4(6) within the preceding 12-month period, have, in the aggregate, target offering amounts of—

“(i) \$100,000 or less—

“(I) the income tax returns filed by the issuer for the most recently completed year (if any); and

“(II) financial statements of the issuer, which shall be certified by the principal executive officer of the issuer to be true and complete in all material respects;

“(ii) more than \$100,000, but not more than \$500,000, financial statements reviewed by a public accountant who is independent of the issuer, using professional standards and procedures for such review or standards and procedures established by the Commission, by rule, for such purpose; and

“(iii) more than \$500,000 (or such other amount as the Commission may establish, by rule), audited financial statements;

“(E) a description of the stated purpose and intended use of the proceeds of the offering sought by the issuer with respect to the target offering amount;

“(F) the target offering amount, the deadline to reach the target offering amount, and regular updates regarding the progress of the issuer in meeting the target offering amount;

“(G) the price to the public of the securities or the method for determining the price, provided that, prior to sale, each investor shall be provided in writing the final price and all required disclosures, with a reasonable opportunity to rescind the commitment to purchase the securities;

“(H) a description of the ownership and capital structure of the issuer, including—

“(i) terms of the securities of the issuer being offered and each other class of security of the issuer, including how such terms may be modified, and a summary of the differences between such securities, including how the rights of the securities being offered may be materially limited, diluted, or qualified by the rights of any other class of security of the issuer;

“(ii) a description of how the exercise of the rights held by the principal shareholders of the issuer could negatively impact the purchasers of the securities being offered;

“(iii) the name and ownership level of each existing shareholder who owns more than 20 percent of any class of the securities of the issuer;

“(iv) how the securities being offered are being valued, and examples of methods for how such securities may be valued by the issuer in the future, including during subsequent corporate actions; and

“(v) the risks to purchasers of the securities relating to minority ownership in the issuer, the risks associated with corporate actions, including additional issuances of shares, a sale of the issuer or of assets of the issuer, or transactions with related parties; and

“(I) such other information as the Commission may, by rule, prescribe, for the protection of investors and in the public interest;

“(2) not advertise the terms of the offering, except for notices which direct investors to the funding portal or broker;

“(3) not compensate or commit to compensate, directly or indirectly, any person to promote its offerings through communication channels provided by a broker or funding portal, without taking such steps as the Commission shall, by rule, require to ensure that such person clearly discloses the receipt, past or prospective, of such compensation, upon each instance of such promotional communication;

“(4) not less than annually, file with the Commission and provide to investors reports of the results of operations and financial statements of the issuer, as the Commission shall, by rule, determine appropriate, subject to such exceptions and termination dates as the Commission may establish, by rule; and

“(5) comply with such other requirements as the Commission may, by rule, prescribe, for the protection of investors and in the public interest.

“(c) LIABILITY FOR MATERIAL MISSTATEMENTS AND OMISSIONS.—

“(1) ACTIONS AUTHORIZED.—

“(A) IN GENERAL.—Subject to paragraph (2), a person who purchases a security in a transaction exempted by the provisions of section 4(6) may bring an action against an issuer described in paragraph (2), either at law or in equity in any court of competent jurisdiction, to recover the consideration paid for such security with interest thereon, less the amount of any income received thereon, upon the tender of such security, or for damages if such person no longer owns the security.

“(B) LIABILITY.—An action brought under this paragraph shall be subject to the provisions of section 12(b) and section 13, as if the liability were created under section 12(a)(2).

“(2) APPLICABILITY.—An issuer shall be liable in an action under paragraph (1), if the issuer—

“(A) by the use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails, by any means of any written or oral communication, in the offering or sale of a security in a transaction exempted by the provisions of section 4(6), makes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact required to be stated or necessary in order to make the statements, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, provided that the purchaser did not know of such untruth or omission; and

“(B) does not sustain the burden of proof that such issuer did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omission.

“(3) DEFINITION.—As used in this subsection, the term ‘issuer’ includes any person who is a director or partner of the issuer, and the principal executive officer or officers, principal financial officer, and controller or principal accounting officer of the issuer (and any person occupying a similar status or performing a similar function) that offers or sells a security in a transaction exempted by the provisions of section 4(6), and any person who offers or sells the security in such offering.

“(d) INFORMATION AVAILABLE TO STATES.—The Commission shall make, or shall cause to be made by the relevant broker or funding portal, the information described in subsection (b) and such other information as the Commission, by rule, determines appropriate, available to the securities commission (or any agency or office performing like functions) of each State and territory of the United States and the District of Columbia.

“(e) RESTRICTIONS ON SALES.—Securities issued pursuant to a transaction described in section 4(6)—

“(1) may not be transferred by the purchaser of such securities during the 1-year period beginning on the date of purchase, unless such securities are transferred—

“(A) to the issuer of the securities;

“(B) to an accredited investor;

“(C) as part of an offering registered with the Commission; or

“(D) to a member of the family of the purchaser or the equivalent, or in connection with the death or divorce of the purchaser or other similar circumstance, in the discretion of the Commission; and

“(2) shall be subject to such other limitations as the Commission shall, by rule, establish.

“(f) APPLICABILITY.—Section 4(6) shall not apply to transactions involving the offer or sale of securities by any issuer that—

“(1) is not organized under and subject to the laws of a State or territory of the United States or the District of Columbia;

“(2) is subject to the requirement to file reports pursuant to section 13 or section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934;

“(3) is an investment company, as defined in section 3 of the Investment Company Act of 1940, or is excluded from the definition of investment company by section 3(b) or section 3(c) of that Act; or

“(4) the Commission, by rule or regulation, determines appropriate.

“(g) RULE OF CONSTRUCTION.—Nothing in this section or section 4(6) shall be construed as preventing an issuer from raising capital through methods not described under section 4(6).

“(h) CERTAIN CALCULATIONS.—

“(1) DOLLAR AMOUNTS.—Dollar amounts in section 4(6) and subsection (b) of this section shall be adjusted by the Commission not less frequently than once every 5 years, by notice published in the Federal Register to reflect any change in the Consumer Price Index for All Urban Consumers published by the Bureau of Labor Statistics.

“(2) INCOME AND NET WORTH.—The income and net worth of a natural person under section 4(6)(B) shall be calculated in accordance with any rules of the Commission under this title regarding the calculation of the income and net worth, respectively, of an accredited investor.”

(c) RULEMAKING.—Not later than 270 days after the date of enactment of this Act, the Securities and Exchange Commission (in this title referred to as the “Commission”) shall issue such rules as the Commission determines may be necessary or appropriate for the protection of investors to carry out sections 4(6) and section 4A of the Securities Act of 1933, as added by this title. In carrying out this section, the Commission shall consult with any securities commission (or any agency or office performing like functions) of the States, any territory of the United States, and the District of Columbia, which seeks to consult with the Commission, and with any applicable national securities association.

(d) DISQUALIFICATION.—

(1) IN GENERAL.—Not later than 270 days after the date of enactment of this Act, the Commission shall, by rule, establish disqualification provisions under which—

(A) an issuer shall not be eligible to offer securities pursuant to section 4(6) of the Securities Act of 1933, as added by this title; and

(B) a broker or funding portal shall not be eligible to effect or participate in transactions pursuant to that section 4(6).

(2) INCLUSIONS.—Disqualification provisions required by this subsection shall—

(A) be substantially similar to the provisions of section 230.262 of title 17, Code of Federal Regulations (or any successor thereto); and

(B) disqualify any offering or sale of securities by a person that—

(i) is subject to a final order of a State securities commission (or an agency or officer of a State performing like functions), a State authority that supervises or examines banks, savings associations, or credit unions, a State insurance commission (or an agency

or officer of a State performing like functions), an appropriate Federal banking agency, or the National Credit Union Administration, that—

(I) bars the person from—

(aa) association with an entity regulated by such commission, authority, agency, or officer;

(bb) engaging in the business of securities, insurance, or banking; or

(cc) engaging in savings association or credit union activities; or

(II) constitutes a final order based on a violation of any law or regulation that prohibits fraudulent, manipulative, or deceptive conduct within the 10-year period ending on the date of the filing of the offer or sale; or

(ii) has been convicted of any felony or misdemeanor in connection with the purchase or sale of any security or involving the making of any false filing with the Commission.

**SEC. 303. EXCLUSION OF CROWDFUNDING INVESTORS FROM SHAREHOLDER CAP.**

(a) EXEMPTION.—Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78l(g)) is amended by adding at the end the following:

“(6) EXCLUSION FOR PERSONS HOLDING CERTAIN SECURITIES.—The Commission shall, by rule, exempt, conditionally or unconditionally, securities acquired pursuant to an offering made under section 4(6) of the Securities Act of 1933 from the provisions of this subsection.”.

(b) RULEMAKING.—The Commission shall issue a rule to carry out section 12(g)(6) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c), as added by this section, not later than 270 days after the date of enactment of this Act.

**SEC. 304. FUNDING PORTAL REGULATION.**

(a) EXEMPTION.—

(1) IN GENERAL.—Section 3 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c) is amended by adding at the end the following:

“(h) LIMITED EXEMPTION FOR FUNDING PORTALS.—

“(1) IN GENERAL.—The Commission shall, by rule, exempt, conditionally or unconditionally, a registered funding portal from the requirement to register as a broker or dealer under section 15(a)(1), provided that such funding portal—

“(A) remains subject to the examination, enforcement, and other rulemaking authority of the Commission;

“(B) is a member of a national securities association registered under section 15A; and

“(C) is subject to such other requirements under this title as the Commission determines appropriate under such rule.

“(2) NATIONAL SECURITIES ASSOCIATION MEMBERSHIP.—For purposes of sections 15(b)(8) and 15A, the term ‘broker or dealer’ includes a funding portal and the term ‘registered broker or dealer’ includes a registered funding portal, except to the extent that the Commission, by rule, determines otherwise,

provided that a national securities association shall only examine for and enforce against a registered funding portal rules of such national securities association written specifically for registered funding portals.”.

(2) RULEMAKING.—The Commission shall issue a rule to carry out section 3(h) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c), as added by this subsection, not later than 270 days after the date of enactment of this Act.

(b) DEFINITION.—Section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)) is amended by adding at the end the following:

“(80) FUNDING PORTAL.—The term ‘funding portal’ means any person acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the account of others, solely pursuant to section 4(6) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77d(6)), that does not—

“(A) offer investment advice or recommendations;

“(B) solicit purchases, sales, or offers to buy the securities offered or displayed on its website or portal;

“(C) compensate employees, agents, or other persons for such solicitation or based on the sale of securities displayed or referenced on its website or portal;

“(D) hold, manage, possess, or otherwise handle investor funds or securities; or

“(E) engage in such other activities as the Commission, by rule, determines appropriate.”.

**SEC. 305. RELATIONSHIP WITH STATE LAW.**

(a) IN GENERAL.—Section 18(b)(4) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77r(b)(4)) is amended—

(1) by redesignating subparagraphs (C) and (D) as subparagraphs (D) and (E), respectively; and

(2) by inserting after subparagraph (B) the following:

“(C) section 4(6);”.

(b) CLARIFICATION OF THE PRESERVATION OF STATE ENFORCEMENT AUTHORITY.—

(1) IN GENERAL.—The amendments made by subsection (a) relate solely to State registration, documentation, and offering requirements, as described under section 18(a) of Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77r(a)), and shall have no impact or limitation on other State authority to take enforcement action with regard to an issuer, funding portal, or any other person or entity using the exemption from registration provided by section 4(6) of that Act.

(2) CLARIFICATION OF STATE JURISDICTION OVER UNLAWFUL CONDUCT OF FUNDING PORTALS AND ISSUERS.—Section 18(c)(1) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77r(c)(1)) is amended by striking “with respect to fraud or deceit, or unlawful conduct by a broker or dealer, in connection with securities or securities transactions.” and inserting the following: “, in connection with securities or securities transactions

“(A) with respect to—

“(i) fraud or deceit; or

“(ii) unlawful conduct by a broker or dealer; and

“(B) in connection to a transaction described under section 4(6), with respect to—

“(i) fraud or deceit; or

“(ii) unlawful conduct by a broker, dealer, funding portal, or issuer.”

(c) NOTICE FILINGS PERMITTED.—Section 18(c)(2) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77r(c)(2)) is amended by adding at the end the following:

“(F) FEES NOT PERMITTED ON CROWDFUNDED SECURITIES.—Notwithstanding subparagraphs (A), (B), and (C), no filing or fee may be required with respect to any security that is a covered security pursuant to subsection (b)(4)(B), or will be such a covered security upon completion of the transaction, except for the securities commission (or any agency or office performing like functions) of the State of the principal place of business of the issuer, or any State in which purchasers of 50 percent or greater of the aggregate amount of the issue are residents, provided that for purposes of this subparagraph, the term ‘State’ includes the District of Columbia and the territories of the United States.”

(d) FUNDING PORTALS.—

(1) STATE EXEMPTIONS AND OVERSIGHT.—Section 15(i) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78o(i)) is amended—

(A) by redesignating paragraphs (2) and (3) as paragraphs (3) and (4), respectively; and

(B) by inserting after paragraph (1) the following:

“(2) FUNDING PORTALS.—

“(A) LIMITATION ON STATE LAWS.—Except as provided in subparagraph (B), no State or political subdivision thereof may enforce any law, rule, regulation, or other administrative action against a registered funding portal with respect to its business as such.

“(B) EXAMINATION AND ENFORCEMENT AUTHORITY.—Subparagraph (A) does not apply with respect to the examination and enforcement of any law, rule, regulation, or administrative action of a State or political subdivision thereof in which the principal place of business of a registered funding portal is located, provided that such law, rule, regulation, or administrative action is not in addition to or different from the requirements for registered funding portals established by the Commission.

“(C) DEFINITION.—For purposes of this paragraph, the term ‘State’ includes the District of Columbia and the territories of the United States.”

(2) STATE FRAUD AUTHORITY.—Section 18(c)(1) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77r(c)(1)) is amended by striking “or dealer” and inserting “, dealer, or funding portal”.

## TITLE IV—SMALL COMPANY CAPITAL FORMATION

### SEC. 401. AUTHORITY TO EXEMPT CERTAIN SECURITIES.

(a) IN GENERAL.—Section 3(b) of the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77c(b)) is amended—

(1) by striking “(b) The Commission” and inserting the following:

“(b) ADDITIONAL EXEMPTIONS.—

“(1) SMALL ISSUES EXEMPTIVE AUTHORITY.—The Commission”; and

(2) by adding at the end the following:

“(2) ADDITIONAL ISSUES.—The Commission shall by rule or regulation add a class of securities to the securities exempted pursuant to this section in accordance with the following terms and conditions:

“(A) The aggregate offering amount of all securities offered and sold within the prior 12-month period in reliance on the exemption added in accordance with this paragraph shall not exceed \$50,000,000.

“(B) The securities may be offered and sold publicly.

“(C) The securities shall not be restricted securities within the meaning of the Federal securities laws and the regulations promulgated thereunder.

“(D) The civil liability provision in section 12(a)(2) shall apply to any person offering or selling such securities.

“(E) The issuer may solicit interest in the offering prior to filing any offering statement, on such terms and conditions as the Commission may prescribe in the public interest or for the protection of investors.

“(F) The Commission shall require the issuer to file audited financial statements with the Commission annually.

“(G) Such other terms, conditions, or requirements as the Commission may determine necessary in the public interest and for the protection of investors, which may include—

“(i) a requirement that the issuer prepare and electronically file with the Commission and distribute to prospective investors an offering statement, and any related documents, in such form and with such content as prescribed by the Commission, including audited financial statements, a description of the issuer’s business operations, its financial condition, its corporate governance principles, its use of investor funds, and other appropriate matters; and

“(ii) disqualification provisions under which the exemption shall not be available to the issuer or its predecessors, affiliates, officers, directors, underwriters, or other related persons, which shall be substantially similar to the disqualification provisions contained in the regulations adopted in accordance with section 926 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (15 U.S.C. 77d note).

“(3) LIMITATION.—Only the following types of securities may be exempted under a rule or regulation adopted pursuant to paragraph (2): equity securities, debt securities, and debt securities convertible or exchangeable to equity interests, including any guarantees of such securities.

“(4) PERIODIC DISCLOSURES.—Upon such terms and conditions as the Commission determines necessary in the public interest and for the protection of investors, the Commission by rule or regulation may require an issuer of a class of securities exempted under paragraph (2) to make available to investors and file with the Commission periodic disclosures regarding the issuer, its business operations, its financial condition, its

corporate governance principles, its use of investor funds, and other appropriate matters, and also may provide for the suspension and termination of such a requirement with respect to that issuer.

“(5) ADJUSTMENT.—Not later than 2 years after the date of enactment of the Small Company Capital Formation Act of 2011 and every 2 years thereafter, the Commission shall review the offering amount limitation described in paragraph (2)(A) and shall increase such amount as the Commission determines appropriate. If the Commission determines not to increase such amount, it shall report to the Committee on Financial Services of the House of Representatives and the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate on its reasons for not increasing the amount.”.

(b) TREATMENT AS COVERED SECURITIES FOR PURPOSES OF NSMIA.—Section 18(b)(4) of the Securities Act of 1933 (as amended by section 303) (15 U.S.C. 77r(b)(4)) is further amended by inserting after subparagraph (C) (as added by such section) the following:

“(D) a rule or regulation adopted pursuant to section 3(b)(2) and such security is—

“(i) offered or sold on a national securities exchange; or

“(ii) offered or sold to a qualified purchaser, as defined by the Commission pursuant to paragraph (3) with respect to that purchase or sale;”.

(c) CONFORMING AMENDMENT.—Section 4(5) of the Securities Act of 1933 is amended by striking “section 3(b)” and inserting “section 3(b)(1)”.

**SEC. 402. STUDY ON THE IMPACT OF STATE BLUE SKY LAWS ON REGULATION A OFFERINGS.**

The Comptroller General shall conduct a study on the impact of State laws regulating securities offerings, or “Blue Sky laws”, on offerings made under Regulation A (17 CFR 230.251 et seq.). The Comptroller General shall transmit a report on the findings of the study to the Committee on Financial Services of the House of Representatives, and the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs of the Senate not later than 3 months after the date of enactment of this Act.

## **TITLE V—PRIVATE COMPANY FLEXIBILITY AND GROWTH**

**SEC. 501. THRESHOLD FOR REGISTRATION.**

Section 12(g)(1)(A) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78l(g)(1)(A)) is amended to read as follows:

“(A) within 120 days after the last day of its first fiscal year ended on which the issuer has total assets exceeding \$10,000,000 and a class of equity security (other than an exempted security) held of record by either—

“(i) 2,000 persons, or

“(ii) 500 persons who are not accredited investors (as such term is defined by the Commission), and”.

**SEC. 502. EMPLOYEES.**

Section 12(g)(5) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78l(g)(5)), as amended by section 302, is amended in subparagraph (A) by adding at the end the following: "For purposes of determining whether an issuer is required to register a security with the Commission pursuant to paragraph (1), the definition of 'held of record' shall not include securities held by persons who received the securities pursuant to an employee compensation plan in transactions exempted from the registration requirements of section 5 of the Securities Act of 1933."

**SEC. 503. COMMISSION RULEMAKING.**

The Securities and Exchange Commission shall revise the definition of "held of record" pursuant to section 12(g)(5) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78l(g)(5)) to implement the amendment made by section 502. The Commission shall also adopt safe harbor provisions that issuers can follow when determining whether holders of their securities received the securities pursuant to an employee compensation plan in transactions that were exempt from the registration requirements of section 5 of the Securities Act of 1933.

**SEC. 504. COMMISSION STUDY OF ENFORCEMENT AUTHORITY UNDER RULE 12G5-1.**

The Securities and Exchange Commission shall examine its authority to enforce Rule 12g5-1 to determine if new enforcement tools are needed to enforce the anti-evasion provision contained in subsection (b)(3) of the rule, and shall, not later than 120 days after the date of enactment of this Act transmit its recommendations to Congress.

## **TITLE VI—CAPITAL EXPANSION**

**SEC. 601. SHAREHOLDER THRESHOLD FOR REGISTRATION.**

(a) AMENDMENTS TO SECTION 12 OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.—Section 12(g) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78l(g)) is further amended—

(1) in paragraph (1), by amending subparagraph (B) to read as follows:

"(B) in the case of an issuer that is a bank or a bank holding company, as such term is defined in section 2 of the Bank Holding Company Act of 1956 (12 U.S.C. 1841), not later than 120 days after the last day of its first fiscal year ended after the effective date of this subsection, on which the issuer has total assets exceeding \$10,000,000 and a class of equity security (other than an exempted security) held of record by 2,000 or more persons,"; and

(2) in paragraph (4), by striking "three hundred" and inserting "300 persons, or, in the case of a bank or a bank holding company, as such term is defined in section 2 of the Bank Holding Company Act of 1956 (12 U.S.C. 1841), 1,200 persons".

(b) AMENDMENTS TO SECTION 15 OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.—Section 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78o(d)) is amended, in the third sentence, by striking "three hundred" and inserting "300 persons, or, in the case of bank or a bank holding company, as such term is defined

H. R. 3606—22

in section 2 of the Bank Holding Company Act of 1956 (12 U.S.C. 1841), 1,200 persons”.

**SEC. 602. RULEMAKING.**

Not later than 1 year after the date of enactment of this Act, the Securities and Exchange Commission shall issue final regulations to implement this title and the amendments made by this title.

**TITLE VII—OUTREACH ON CHANGES TO  
THE LAW**

**SEC. 701. OUTREACH BY THE COMMISSION.**

The Securities and Exchange Commission shall provide online information and conduct outreach to inform small and medium sized businesses, women owned businesses, veteran owned businesses, and minority owned businesses of the changes made by this Act.

*Speaker of the House of Representatives.*

*Vice President of the United States and  
President of the Senate.*

## 金融商品取引法研究会名簿

(平成 24 年 11 月 22 日現在)

|        |         |                               |
|--------|---------|-------------------------------|
| 会 長    | 神 田 秀 樹 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授             |
| 副 会 長  | 前 田 雅 弘 | 京都大学大学院法学研究科教授                |
| 委 員    | 青 木 浩 子 | 千葉大学大学院専門法務研究科教授              |
| 〃      | 太 田 洋   | 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士           |
| 〃      | 川 口 恭 弘 | 同志社大学大学院法学研究科教授               |
| 〃      | 神 作 裕 之 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授             |
| 〃      | 黒 沼 悦 郎 | 早稲田大学大学院法務研究科教授               |
| 〃      | 近 藤 光 男 | 神戸大学大学院法学研究科教授                |
| 〃      | 中 東 正 文 | 名古屋大学大学院法学研究科教授               |
| 〃      | 中 村 聡   | 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士          |
| 〃      | 藤 田 友 敬 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授             |
| 〃      | 松 尾 直 彦 | 東京大学大学院法学政治学研究科<br>客員教授・弁護士   |
| 〃      | 山 田 剛 志 | 成城大学法学部教授                     |
| オブザーバー | 古 澤 知 之 | 金融庁総務企画局市場課長                  |
| 〃      | 永 井 智 亮 | 野村證券常務執行役員<br>兼チーフ・リーガル・オフィサー |
| 〃      | 荻 野 明 彦 | 大和証券グループ本社経営企画部長              |
| 〃      | 藤 瀬 裕 司 | S M B C 日興証券法務部長              |
| 〃      | 金 井 仁 雄 | みずほ証券法務部長                     |
| 〃      | 伊地知 日出海 | 日本証券業協会専務執行役                  |
| 〃      | 平 田 公 一 | 日本証券業協会常務執行役                  |
| 〃      | 三 森 肇   | 日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長         |
| 〃      | 廣 瀬 康   | 東京証券取引所総務部法務グループ課長            |
| 研 究 所  | 東 英 治   | 日本証券経済研究所理事長                  |
| 〃      | 高 坂 進   | 日本証券経済研究所常務理事                 |
| 〃      | 萬 澤 陽 子 | 日本証券経済研究所主任研究員                |
| 〃      | 末 吉 恵   | 日本証券経済研究所事務局次長                |

(敬称略)

**[参考] 既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」**

- |   |          |
|---|----------|
| 第1号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」<br>報告者 森田章同志社大学教授   | 2003年11月 |
| 第2号「システム障害と損失補償問題」<br>報告者 山下友信東京大学教授  | 2004年1月  |
| 第3号「会社法の大改正と証券規制への影響」<br>報告者 前田雅弘京都大学教授   | 2004年3月  |
| 第4号「証券化の進展に伴う諸問題(倒産隔離の明確化等)」<br>報告者 浜田道代名古屋大学教授                                       | 2004年6月  |
| 第5号「EUにおける資本市場法の統合の動向<br>—投資商品、証券業務の範囲を中心として—」<br>報告者 神作裕之東京大学教授                      | 2005年7月  |
| 第6号「近時の企業情報開示を巡る課題<br>—実効性確保の観点を中心に—」<br>報告者 山田剛志新潟大学助教授                              | 2005年7月  |
| 第7号「プロ・アマ投資者の区分—金融商品・<br>販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編—」<br>報告者 青木浩子千葉大学助教授                    | 2005年9月  |
| 第8号「目論見書制度の改革」<br>報告者 黒沼悦郎早稲田大学教授   | 2005年11月 |
| 第9号「投資サービス法(仮称)について」<br>報告者 三井秀範金融庁総務企画局市場課長<br>松尾直彦金融庁総務企画局<br>投資サービス法(仮称)法令準備室長     | 2005年11月 |
| 第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題<br>—委任状争奪戦(proxy fight)の文脈を中心に—」<br>報告者 太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士 | 2005年11月 |
| 第11号「集団投資スキームに関する規制について<br>—組合型ファンドを中心に—」<br>報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士             | 2005年12月 |
| 第12号「証券仲介業」<br>報告者 川口恭弘同志社大学教授  | 2006年3月  |

- 第 13 号「敵対的買収に関する法規制」 2006 年 5 月  
報告者 中東正文名古屋大学教授
- 第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」 2006 年 7 月  
報告者 戸田暁京都大学助教授
- 第 15 号「新会社法のもとでの株式買収請求権制度」 2006 年 9 月  
報告者 藤田友敬東京大学教授
- 第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」 2006 年 12 月  
(TOB、大量保有報告関係、内部統制報告関係)  
報告者 池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長
- 第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」 2007 年 5 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」 2007 年 6 月  
報告者 三井秀範 金融庁総務企画局市場課長
- 第 19 号「特定投資家・一般投資家について」 2007 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授
- 第 20 号「金融商品取引所について」 2007 年 10 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」 2008 年 1 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
- 第 22 号「大量保有報告制度」 2008 年 3 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 23 号「開示制度（Ⅰ）－企業再編成に係る開示制度および  
集団投資スキーム持分等の開示制度－」 2008 年 4 月  
報告者 川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授
- 第 24 号「開示制度（Ⅱ）－確認書、内部統制報告書、四半期報告書－」 2008 年 7 月  
報告者 戸田 暁 京都大学大学院法学研究科准教授
- 第 25 号「有価証券の範囲」 2008 年 7 月  
報告者 藤田友敬 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」 2008 年 10 月  
報告者 近藤光男 神戸大学大学院法学研究科教授
- 第 27 号「金融機関による説明義務・適合性の原則と金融商品販売法」 2009 年 1 月  
報告者 山田剛志 新潟大学大学院実務法学研究科准教授
- 第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」 2009 年 3 月  
報告者 中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

- 第 29 号「金融商品取引業の業規制」 2009 年 4 月  
報告者 黒沼悦郎 早稲田大学大学院法務研究科教授
- 第 30 号「公開買付け制度」 2009 年 7 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」 2011 年 3 月  
報告者 藤本拓資 金融庁総務企画局市場課長
- 第 32 号「金融商品取引業における利益相反  
—利益相反管理体制の整備業務を中心として—」 2011 年 6 月  
報告者 神作裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授
- 第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」 2011 年 9 月  
報告者 青木浩子 千葉大学大学院専門法務研究科教授  
松本讓治 S M B C 日興証券 法務部長
- 第 34 号「ライツ・オフリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」 2011 年 11 月  
報告者 前田雅弘 京都大学大学院法学研究科教授
- 第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」 2012 年 2 月  
報告者 太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士・NY州弁護士
- 第 36 号「格付会社への規制」 2012 年 6 月  
報告者 山田剛志 成城大学法学部教授
- 第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」 2012 年 7 月  
報告者 松尾直彦 東京大学大学院法学政治学研究科客員  
教授・西村あさひ法律事務所弁護士
- 第 38 号「キャッシュ・アウト法制」 2012 年 10 月  
報告者 中東正文 名古屋大学大学院法学研究科教授
- 第 39 号「デリバティブに関する規制」 2012 年 11 月  
報告者 神田秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。  
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ <http://www.jsri.or.jp/> にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録 第40号

米国 J O B S 法による証券規制の変革

平成25年1月29日

定価（本体500円＋税）

編者 金融商品取引法研究会  
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所

東京都中央区日本橋茅場町1-5-8

東京証券会館内 〒103-0025

電話 03(3669)0737 代表

URL: <http://www.jsri.or.jp>

ISBN978-4-89032-656-3 C3032 ¥500E