

# アメリカ株式市場における情報開示制度と 公開会社の衰退

佐 賀 卓 雄

## 要 旨

アメリカ株式市場においては、1990年代後半から公開会社が半減している。それは、直接にはIPO（新規株式公開）の減少、M&A などによる上場廃止（delisting）の増加が原因であるが、他方では時価総額が10億ドルを越える非公開会社、いわゆるユニコーンが増加している。

これらの現象をもたらした構造変化については、これまでの研究成果としていくつかの説明仮説が提起されている。このうち、説得性が高いのは、①規制の強化によるコスト負担が公開のメリットを減退させた、②私募市場の規制緩和により資金調達が容易になり、非公開に留まる企業が増加した、そして③企業の無形資産の増加によって、競争上、公開にともなう情報開示に消極的になっている、である。

いずれの要因にも共通しているのは、公開会社と非公開会社に義務付けられている情報開示義務の負担の違いである。また、公開会社に対するほどの厳格な情報開示義務がないことを一因に、ユニコーンの不正行為が増加している。2010年代後半から、ユニコーンの不正が目立ち始め、SEC と法務省は非公開会社に対する法規執行を強化している。

しかし、他方で、公開情報の内容によっては、競争上の不利益を及ぼすものもある。特に、ICT 関連企業においては、ビジネスモデル、プログラム、アルゴリズムなどソフトを含む無形資産の重要性が高まっているから、こうした事情は切実である。

このため、現実には、情報開示には「重要性基準」(materiality standard) や、「情報の非開示」(redacted disclosure) が認められており、競争上不利になる情報開示を保留する手段が用意されている。

この意味では、この間の規制の見直しによって、公開にともなう負担と利点のバランスが揺らぎ、両市場の間で新たな均衡を模索している段階ともいえる。

## 目 次

- |                |                         |
|----------------|-------------------------|
| 1. はじめに        | 3.2 私募市場の拡大             |
| 2. 公募・私募区分     | 4. 情報開示制度の課題            |
| 2.1 「公開性」概念    | 4.1 ユニコーンの不正問題          |
| 2.2 情報問題       | 4.2 情報の非開示—重要性基準と非開示処理— |
| 3. 私募市場の拡大     | 5. 終りに                  |
| 3.1 私募に対する規制緩和 |                         |

## 1. はじめに

1990年代後半より、アメリカの株式市場では、中小会社を中心にIPOが大幅に減少したのに加え、M&Aの増加などにより、上場会社数がピークから半減している。他方では、ユニコーンと呼ばれる時価総額が10億ドルを越える非公開会社が増加している。また、2020、21年にはM&Aを目的としたSPAC IPOが増加した。

IPOの減少については多大な関心もたれ、多くの分析が積み重ねられてきた。それらの研究を総括したものが、Chemmanur *et al.* (2020) であり、5つの仮説に整理して、その妥当性を検証した<sup>1</sup>。それらは、①経済の弱体化により、IPOの候補となる企業数が減少、②製品市場での競争に対する敏感性、③非公開会社に対する豊富な資金の供給、④公開会社の金融的メリットの減退、⑤情報秘匿の重要性、である。その結果は、エグジットの基準を満たした非公開会社数は2000年以降はそれ以前よりも増加しており、平均的な質（TFP（全要素生産性）、売上高、雇用などでみた）も増加していることから、①の小規模企業の間でIPOの志向性が低下していることがIPO減少の原因ではないこ

とが確認できるという。そして、②、③についてはIPO減少の要因になっていること、④、⑤については、はっきりとした結果がえられなかったと結論している。そして、論題である「IPO消滅のパズル」は様々な次元での要因—特に、製品市場での競争環境の変化と非公開会社に対する資金供給の増加—によって引き起こされた複雑な現象であり、JOBS法のような立法措置によって回復することは望めないであろうと結論している。

この分析結果は全体として納得のいくものであるが、⑤の無形資産の増加にともなう情報の秘匿については判断が留保されていることから、公開会社化にともなう情報開示義務について、より立ち入った検討が必要である。この問題は、IPOにともなう情報開示義務が単に負担と効果の関連を越えて、競合者に有利な情報を与えることになるため、公開を忌避することにつながる可能性を示唆している。

しかし、他方で、SECは一部の情報について情報の非開示（redacted disclosure）を認めている。また、「重要性基準」により財務状況に大きな影響を及ぼさない情報は開示する必要がないことも認めている。従って、公開会社の情報開示義務についてより立ち入った検討が必

1 この内容については、佐賀（2021）、26-7頁を参照されたい。

要であろう。

本稿は、33年証券法と34年証券取引所法における「公募・私募区分」、「公開」の概念を踏まえて、両市場の情報開示の内容について検討し、公開会社の衰退と私募の拡大の背景、その意義と課題について検討する。

## 2. 公募・私募区分

### 2.1 「公開性」概念

1933年証券法は発行市場の規制、34年証券取引所法は流通市場の規制を目的とし、いずれも「情報による規制」という哲学に依拠して「公開性」(“publicness”)を規定しているが、その内容は異なる。33年証券法は発行市場の規制が目的であるから、公募と私募を規定している<sup>2</sup>。証券法4条(2)および5条は公募(public offering)を伴わない募集の登録義務の除外を規定しており、これが私募(private offering)を規定したものとされる。この判断はSECに任されてきたが、実務に携わる弁護士などからSECに対して法的不確実性を取り除く「セーフハーバー・ルール」の制定が求められ、1982年にレギュレーションDが定められた。

他方、34年証券取引所法は公開会社に対して継続開示を義務づけているが、制定時にはその対象は国法取引所上場会社であり、店頭市場で

取引される会社は含まれていなかった。その後、1964年の改正により、12(g)条が新設され、資産、株主数が一定水準の規模を越える会社は登録義務が課せられることになった。2012年にJOBS法が制定されるまでは、資産額1,000万ドル、株主数500以上であったが、同法によって株主数の上限は2,000(うち、非自衛力認定投資家(non-accredited investor)は499を越えてはならない)まで引き上げられた。従って、非公開会社がこの水準を越える場合には、公開会社になることが求められるのである<sup>3</sup>。

この最近の例は、2004年のグーグルと2012年のフェイスブックのIPOである。両社とも証券取引所法が定める株主数の上限を越えそうになったため、上場に踏み切った。フェイスブックの主幹事のゴールドマン・サックスは、2010年後半に既に資産額が1,000万ドルを越えていた同社の非公開会社の状態を維持しようとして、ストリート・ネームを利用してこの株主数の上限に抵触しないように、株式を特定の機関投資家に販売しようとした。これを機に、同社はIPOによる公開会社化に踏み切る。議会では、フェイスブックが当面した事態、それに加えて他のハイテク企業も同様な事態を不安視していることを受け、2012年に新興企業の資金調達を促進することを目的とするJOBS法が成立するのである<sup>4</sup>。

2 両法の間を最初に本格的に検討したのはミルトン・コーエン(Milton Cohen)である。コーエンは、証券の公募を規制する証券法が証券取引所法と同時に、あるいはその後制定されていれば、公開会社の公募にともなう情報開示義務は必然的に継続開示義務に依拠したものになっていたであろうと指摘している。1980年代に、統合開示制度と一括登録制度が導入された時、その根拠となったのは、理論的には効率的市場仮説であり、法体系の整備についてはコーエン論文が根拠となった(Auerbach and Hayse (1986); 佐合, 入江, 佐賀訳(1988), 第6章, Thompson and Langevoort (2013), pp.1581-82, を参照)。

しかし、公募・私募区分をめぐる両法の間での差異については、特には言及されていない(Pritchard (2012))。

3 Pritchard (2012), Georgiev (2021), p.246

4 Langevoort and Thompson (2013), pp.338-39, Pritchard (2012)

## 2.2 情報問題

公開市場は2つの重要な情報を提供する<sup>5</sup>。

一つは、公開会社の事業内容と業績、資本構成、株主構成などの経営内容についての情報である。公開会社にすれば<sup>6</sup>、継続開示義務が課せられる。主要なものは、年次報告書（フォーム10-K）、四半期報告書（フォーム10-Q）、そして、重要なイベントがあった時に、それについての情報を開示する臨時報告書（8-K）、さらにサーベンス・オクスリー（SOX）法で義務付けられた内部統制報告書である。さらに、各取引所は上場会社規則を定めており、そのガバナンス規則などを遵守することが求められる。

開示すべき内容はレギュレーションS-Kに定められている<sup>7</sup>。それらは、(1)事業、資産、将来の計画、(2)事業と法的なリスク、(3)資本構造、(4)監査証明付きの連結財務諸表、(5)財務業績と将来計画についての内部（経営者）の分析、(6)内部統制、(7)ガバナンス（特に、経営者報酬と利益相反についての情報）など、である。

公開会社は投資家へのこれらの詳細な情報開示によって、それらを織り込んだ市場価格が形成される。その価格は投資家の発行会社についての現状と将来の見通しだけでなく、それを取り巻く環境についてのあらゆる情報を織り込

んで形成される。この価格情報がもう一つの重要な情報である。

公開会社は、相当の費用を負担してこれらの情報を提供しているのである。これらは誰でもアクセス、利用できる「公共財」である。このため、公開会社は「二種類の情報受領者問題」（two audience problem）に直面する。すなわち、一般の投資家はその情報により、より良い投資判断を行うことができるから、情報開示は効率的な市場価格の形成に寄与する。しかし他方では、その企業の競合者は、情報の内容によっては競争上優位に立つ可能性がある。これを回避するため、IPOを見合わせる可能性が指摘されている。

SECは、これを解決するために「情報の非開示」（redacted disclosure）を認めている。特に、コードやアルゴリズムなどのソフト情報などの無形資産が競争優位を決定するような産業では、この問題は決定的な重要性を持ち、非開示の手続きを採用する企業の割合が高い傾向がある<sup>8</sup>。

しかし、情報の非開示は効率的な価格形成を阻害し、ディスカウントにつながる可能性がある。これを避けるため、「情報の非開示」を選択する公開会社は、収益予想などの任意の情報開示を増加させる傾向があるという。現在では、ウェブなどの媒体を活用して、IR（投

5 de Fontenay (2017), pp.483-86. 公開企業の経営および財務などの企業情報の開示は競合する非公開会社に対しては一方的なものであり、前者から後者への「公的な補助」(public subsidy)ともいえる (pp.486-90)。しかし、取引価格については競合他社のケースを例示しているが、それ以外の場合には当てはまらないから、やや強引な説明であろう。

むしろ、この論文の発表以降に非公開株式の取引プラットフォームが登場し、取引参加者が限定されているという制約はあるものの、取引価格情報については両者の間での情報上の格差は大きく縮小している。これらの非公開株式の取引プラットフォームの実態は「準公開市場」というべきであろう。

6 厳密には、34年証券取引所法が求める継続開示は、(1)33年証券法に基づき登録された証券の発行、(2)国法取引所で取引される証券、(3)定められた規模を越えた資産と株主数、の場合に求められる(34年証券取引所法12(g)条)。これらを「報告会社」(reporting companies)と呼ぶ場合もあるが、本稿では公開会社と定義する。

7 Regulation S-K, 17 CFR § 229

8 Verrecchia and Webber (2005)

資家向けの広報活動)、アナリストとのミーティングなどの場で価格効率性に寄与すると考えられる投資家に情報を提供することが可能である。この意味で、情報開示義務と任意の情報開示には補完関係があると指摘されている<sup>9</sup>。

他方、非公開会社は情報開示の義務を免れているから、これらの情報をコストをかけずに一方的に利用可能である。また、特定の投資家に限定して情報を提供することも可能である<sup>10</sup>。

このように、公開会社と非公開会社の間には情報上の不平等が存在し、後者は「公共財」である情報を一方的に利用することができるのである。

### 3. 私募市場の拡大

私募については1980年代から新たなルールの導入など、度々、制度の見直しが行われているが、市場拡大の契機となったのは、スタートアップの資金調達を容易にするための二度の法律の制定と最終規則の採択である。

データによると、IPO数と公開会社の減少は1997年から始まっており、この関連で1996年の証券市場改革法 (the National Securities Markets Improvement Act, NSMIA) が注目される。この法律は、州の証券法 (ブルースカイ法) と連邦法による二重の規制による負担を軽減することを目的に、前者の登録免除を拡大した。同時に、ベンチャー・キャピタル (VC) やプライベート・エクイティ (PE) の資本調

達を容易にすることによって、私募の拡大を促した。

その後、2012年のJOBS法 (the Jumpstart our Business Startups Act) により、新興成長企業 (emerging growth company, EGC) というカテゴリーが設けられ、資本調達手続きの簡略化が図られた。

さらに、2020年11月には私募市場に関する最終規則が制定され、緩和措置は一応の完了をみたといえる。

#### 3.1 私募に対する規制緩和

私募市場の拡大の最初の契機はNSMIAの制定である。同法は直接には1930年代以降の連邦証券諸法の制定にもかかわらず、それ以前から存在した州のブルースカイ法との調整が行われず、二重の規制が課せられていた状況を改善し、規制の効率性を高めることが目的であった。そして、それと同時に、VCやPEの資本調達の容易化を図り、スタートアップの資本調達環境を改善することを目指した<sup>11</sup>。

第一は、私募の適格証券発行者をブルースカイ法の適用除外としたことである。それまでは、証券の発行を計画するスタートアップ企業はSECへの登録に加えて、投資家の所在する州での登録が必要であった。この二重登録は発行体にとって煩わしいものであった。NSMIAは取引所上場証券を「対象」証券 (“covered” securities) としてブルースカイ法の登録免除としたが、レギュレーションDの規則506によ

9 Heinle *et al.* (2022)

10 2000年8月に採択された公正開示規制 (Regulation Fair Disclosure (FD)) によって、公開会社は特定のアナリストなどに未公開の情報を提供することを禁じられた。しかし、非公開会社は選択的開示 (selective disclosure) が可能である (Farre-Mensa (2017))。

11 Ewens and Farre-Mensa (2020), pp.5470-76。なお、NSMIA成立の背景と経緯については、Johnson (2010), Campbell (2016), (2017) も参照されたい。

る証券発行についてもブルースカイ法の適用除外とし、資本調達手続きを容易にした。現在まで登録免除発行として最も利用されているレギュレーションDの規則506(b)は、投資家が「自衛力認定投資家」であれば、調達額の制限なしに証券の発行が可能である。

第二に、NSMIAは1940年投資会社法(the Investment Company Act, ICA)の登録要件を緩和し、VCとPEはより多くの投資家から資本調達が可能になった。ICAは、SECに登録した投資会社に対して、保有する証券、レバレッジの制限など、様々な規制を課し、定期的な報告を義務付けた。特に、保有するポートフォリオの公正価値を含む情報開示を求めた。これはVCやPEのビジネスモデルにとっては重大な制約となる。第一に、ファンドの保有するポートフォリオの価値を定期的に公表することは競争相手に有利な情報を与えることになる。さらに、追加的な資本調達ラウンドのプライシングやエグジット(出口)の機会に重要な影響を及ぼす可能性がある。

これらの問題を回避できるように、NSMIA以前でも、ICA3(c)(1)条は投資家数が100以内のファンドの登録を免除した。NSMIAはICAに新たに3(c)(7)条を設け、投資家が適格購入者(qualified purchaser)であれば、この制限を引き上げた<sup>12</sup>。これが、PEファンドのスタートアップへの投資を増加させたことが実証的に明らかにされている<sup>13</sup>。

続いて、2012年のJOBS法は新たに新興成長企業(EGC、直前事業年度の年間総収益額10億

ドル未満の会社)というカテゴリーを設け、資本調達面での規制を緩和した。特に、私募による資金調達に関する規制を大幅に緩和した。

第一に、1990年に導入された適格機関購入者(Qualified Institutional Buyer, QIB)への転売を認めている規則144Aの規制緩和である。これはほとんどが債券の発行に利用されているが、PEファンドのオークトリー・キャピタル・マネジメント(Oarktree Capital Management, LLC)やアポロ・グローバル・マネジメント(Apollo Global management, LLC)の株式発行は、その後、ゴールドマン・サックスの非公開株式取引プラットフォーム(GS Tradable Unregistered Equity OTC Market, GSTrUE)で取引された<sup>14</sup>。JOBS法はこの転売制限を撤廃している。

第二は、レギュレーションAの改正、規制緩和である。レギュレーションAは、1936年に証券法3(b)条に基づき小規模発行者による資本調達が容易にすることを目的に制定された規則である。JOBS法は、レギュレーションAの発行上限額と12ヶ月以内の転売について、ティア1(州法の登録が必要、発行上限額2千万ドル、転売上限額600万ドル)、ティア2(州法の登録は免除、発行上限額5,000万ドル、転売上限額1,500万ドル)に区分した。どちらも、投資家の人数、一般的勧誘、転売などの制限は規定されていないため、ミニIPOとも呼ばれている。ティア2は、監査証明済みの財務諸表、および年次、半期、当期の報告をSECに提出することが必要である。

12 500以下、2012年のJOBS法はさらに2,000に引き上げた。

13 Ewens and Farre-Mensa (2020), pp.5484-89. NSMIAの直接の影響について示したものではないが、図表3は、2002年から2019年の間に、VCとPEの資金調達額がそれぞれ3.5倍と5.8倍に増加したことを示している。

14 Sjostrom (2008). Davidoff (2008)は、この二つのPEファンドの非公開株式取引プラットフォームへの「上場」を「資本市場で生じたパラダイム・シフトの象徴」と述べている(p.340)。

JOBS 法制定以前には、募集に先立って募集への関心の有無を投資家に打診することはオファーに相当するため禁止されていたが、いずれの発行に対しても機関投資家への事前調査 (testing the water) を解禁した。

第三は、レギュレーション D の改正である。まず、規則506では自衛力認定投資家 (accredited investor)<sup>15</sup>に対する一般的なマーケティングと勧誘 (general solicitation) の禁止を撤廃した。そして、規則505を撤廃し、規則506を506(b)と506(c)に分けた。両規則には上限額はないが、規則506(b)には非自衛力認定投資家は35人までという条件がある。また、転売制限がある。

そして、最後に2020年の最終規則の採択である。これは登録発行と登録免除発行との統合を目指した規則であるが、特に、レギュレーション A、レギュレーション D、およびレギュレーション・クラウドファンディング (CF) について規制の緩和が行われた<sup>16</sup>。

まず、レギュレーション A について、ティア 1 については年間調達額の上限額を据え置いたが、ティア 2 については5,000万ドルから7,500万ドルに引き上げた。また、転売の上限額についても1,500万ドルから2,250万ドルに引き上げた。

レギュレーション D の規則506(b)、規則506(c)とも上限はないが、規則504については500万ドルから1,000万ドルに引き上げた。

レギュレーション CF については、投資家が自衛力認定投資家であれば、所得および純資産

基準を撤廃した。また、年間調達上限額を107万ドルから500万ドルに引き上げた。

そして、発行体と投資家との間のコミュニケーションを促進するために、デモデーの開催や事前調査について、その要件を明確にした。

### 3.2 私募市場の拡大

私募についての規制の見直しおよび環境の整備により、その資金調達額は拡大し、公募による資金調達額を越えている。

2019年には、登録募集による資本調達額1兆2千億ドル (30.8%) に対して、登録免除による資本調達額は2兆7千億ドル (69.2%) に達した<sup>17</sup>。2010年以降、後者の発行額が前者のそれを上回る状態が続いている (両者の資金調達額の推移は図表1を参照されたい)。また、前者の2019年の内訳は図表2の通りである。

その内訳をみると、2019年にレギュレーション D の規則506(b)による調達が登録免除発行額の半分以上の54.7%を占めている。また、2009-19年の期間ではプライベート・ファンド (HF、PE ファンド、VC ファンド、およびその以外の投資ファンドの合計) がレギュレーション D に基づく発行の、件数の19%、金額の86%、を占めている<sup>18</sup>。この資金が、スタートアップ企業への投資に向けられ、資金面で余裕ができたため、IPO を急がなくなったと推定される。

スタートアップ企業の資金調達環境は大きく変化している。図表3は、その資金調達額と主要な資金供給源泉の推移について整理したもの

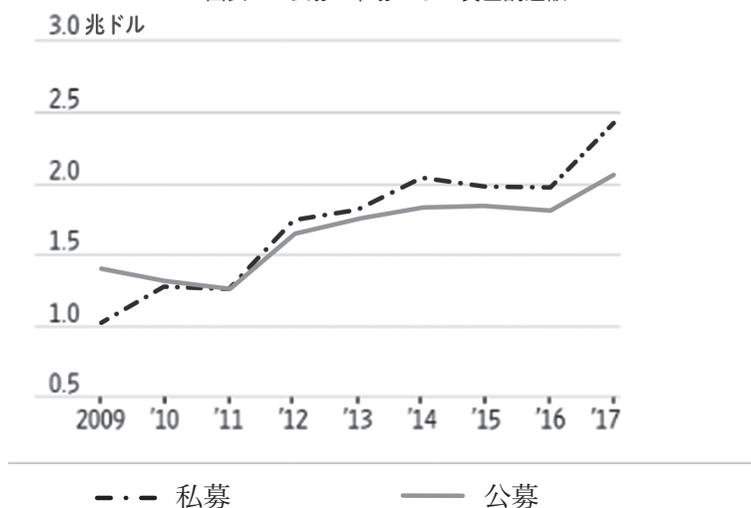
15 自衛力認定投資家の定義は規則501にある (17 CFR § 230.501)。

16 なお、レギュレーション D とレギュレーション A については、SEC の議会への報告書が市場規模、発行体の実態などについて詳細な分析を行っている (SEC (2020a))。

17 SEC (2020), *Final Rule, Accredited Investor Definition*, Release No.33-10824, 34-89669, August 26

18 SEC (2020a), p.43-44

図表1 公募・私募による資金調達額



(出所) CSR (2018), p.16

図表2 登録免除による資本調達額の内訳, 2019年

登録免除制度	報告または推計調達額 (10億ドル)
レギュレーションDのルール506(b)	1,492
レギュレーションDのルール506(C)	66
レギュレーションA:ティア1	0.044
レギュレーションA:ティア2	0.998
レギュレーションDのルール504	0.228
レギュレーション・クラウドファンディング	0.062
その他の登録免除発行	1,167
合計	2,726.332

(注) 「その他登録免除発行」は、証券法4条(a)(2)、レギュレーションS、ルール144による募集である。

(出所) SEC (2020b), *Final Rule: Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets*, Release No. 33-10884; 34-90300

である。まず、その資金調達額は2002年の289億ドルから1,182億ドルへと4.1倍に増加している。同期間に、VCファンド、PEファンドの資金調達額はそれぞれ3.6倍と4.6倍、年金基金、高等教育財団のVC/PE投資は3.5倍と3.6倍、エンジェル投資家の投資額（2008年から2015年まで）は4.4倍、MFまたはHFの投資額は6.5倍に増加している。わずかに数十年の間に、これだけスタートアップ企業への資金供給が増加し

たことで、IPO前の資金調達額も1.8倍に増加している。

非公開会社への資金流入が増加している背景には、リーマンショック前後の低金利政策の持続がある。機関投資家は公開株や債券などの伝統的投資では満足のいく運用利回りを実現できなくなっており、ハイリスク・ハイリターンへの投資を増加せざるをえない環境に置かれたのである。

図表3 スタートアップ企業の資金調達環境

項目	年	2002	2008	2014	2015
VC投資スタートアップ企業の資金調達額 (10億ドル)		28.9	38.9	67.3	118.2
VCファンドの資金調達額 (10億ドル)		14.7	27.7	36.7	52.3
PEファンドの資金調達額 (10億ドル)		68.1	202.8	179	304
VCファンドの規模 (中位値) (百万ドル)		61.3	78.6	23.3	31.7
年金基金のVC/PEへの投資 (%)		2	4.1	5.4	7
高等教育財団のVC/PEへの投資 (%)		5.5	11.3	15	19.9
VCファンドの待機資金 (10億ドル)		122.6	115	103.5	233
成長企業へのPEファンドの投資額 (10億ドル)		6.6	13.2	30.3	51.8
アーリーステージの投資家数		1,552	1,352	2,029	2,524
エンジェル投資家の投資		n/a	709	3,657	3,125
アクセレレーター/インキュベーター数		111	248	787	1,078
VC数		1,008	975	1,450	1,854
レートステージの投資家数		1,480	1,275	1,484	1,960
MFまたはHFの投資		91	203	370	593
非伝統的投資家からのレートステージ投資に占める割合		53.9	56.2	68.30	72.8
ユニコーン数 <sup>注</sup>		0	5	57	130
VC投資スタートアップ企業のIPOまでの年数		3.83	8.19	7.2	6.3
IPO前の資金調達額 (中位数, 百万ドル)		80.7	57.5	108.6	148.7

(注) 2022年10月現在, 648社 (CB Insightsによる)

(出所) Ewens and Farre-Mensa (2022), Table 1より作成

公募と私募の区分に関連して注目されるのは、401(K)プランとミューチュアル・ファンド(MF)によるVCファンドと非公開株への投資である。ニューデール期に制定された連邦証券諸法の基本的理念は「情報による規制」であり、SECは、一般の投資家が参加する公開市場での取引については徹底した情報開示により投資家が適切な情報に基づく投資判断を可能にする一方、その義務が課せられない非公開市場には、リスク負担能力があると判断される、財産と所得が一定の基準を満たした「自衛力認定

投資家」に限定して参加を認めるという政策を基本にしてきた。従って、年金資産や投資信託のような小口の個人投資家が参加する投資資金が、非公開企業に投資されるのはこの基本的な前提を突き崩すことになる。

2000年前後からMFによる非公開会社への投資は増加している<sup>19</sup>。1995年から2010年の間にVCが投資していた企業に対して、そのIPO前にMFが投資していたのは5%以下であるが、この割合は年々増加し、2014年に19%、15年24%、16年36%と、3分の1に達している。

19 以下の数字は、Kwon *et al.* (2017) による。

また、MFのスタートアップ企業への投資はレートステージの企業への投資が多かったが、次第にアーリーステージの企業への投資が増加している。2011年から16年の間にMFが参加したラウンドでは、資金調達総額の平均33%（中位値では29%）をMFが提供している。この結果、MFの投資が非公開に留まる期間を2.4年長くしていることが明らかにされている。

401(K)プランやMFの投資家の多くは、老後に備えて貯蓄している小口の個人投資家である。この非公開株取引の「リテール化」(“retailization”)<sup>20</sup>はSECの規制の基本的スタンスを侵食しかねない現象である。

SECのアリソン・リー (Allison Herren Lee) 委員は、この透明性に欠け、潜在的なリスクの高い非公開株取引の「リテール化」に対して危惧を表明している<sup>21</sup>。

他方では、スタートアップ企業のイノベティブな活動が経済成長の源泉であり、従来から個人投資家にその成果が均霑されていないことに対する批判があった。実態はなし崩し的に個人投資家が参入するチャンネルが開かれつつあるということであろう。実態に即した早急な情報開示などの整備が必要である。

## 4. 情報開示制度の課題

IPO減少の主要な要因の一つとして、公開にともなう情報開示の負担の重さが指摘されてきた。確かに、SOX法導入の際には、内部統制システムの構築などの負担増加から、ゴーイング・ダーク（上場廃止、ピンクシートでの取引に移行）を選択する中小の上場企業が増加した。

他方で、私募に対する規制緩和により、その市場は拡大し、公募市場を凌ぐほどに成長した。もともと、公開会社と非公開会社の間には、情報開示義務について大きな格差が存在した。公開企業は、IPOの際に登録届出書 (Registration Statement) の提出が求められ、公開後は継続開示 (フォーム10-K, 10-Q, 8-Kの他、内部統制報告書の提出) が義務付けられる。これらの書類は、引受人や監査人の証明が必要である。また、NASDAQ、取引所は上場会社のガバナンス基準を定めており、それらを遵守することが必要である。

従って、公開会社が開示する情報はフィナンシャル・ゲートキーパーによってチェックされ、ガバナンスについてもチェックが行われている。しかし、非公開会社については、情報開示義務はなく、登録免除発行の際には、簡単な情報開示が必要だけである（最も利用されて

20 De Fontenay (2017), p.468. 例えば、2016年のシリコンバレー史上最大の詐欺事件といわれるセラノス (Theranos) 社に対する集団訴訟に加わった投資家の投資額は、1,500ドルから1,700万ドルの範囲に分布しており、零細な投資家も含まれていることが分かる (O'Brien (2020), p.426)。なお、セラノス社の創業からの歴史と詐欺事件の全容については、キャリールー (2021) が詳しい。

また、この時期には非公開株の取引プラットフォームがいくつか創設されているが、その一つであるシェアポスト (Sharepost) は2014年にクローズドエンド・ファンドとして「シェアポスト100ファンド」(SharePost 100 Fund) を提供している。このファンドは2,500ドルでそのクラスA株を購入してきた (O'Brien (2020), p.419)。なお、非公開株式流通市場については、佐賀 (2021) を参照されたい。

21 Lee (2021)

いるレギュレーションDに基づく発行の場合には、SECにフォームDの提出が必要である)。

私募に対する規制が緩和されても、両者の情報開示の格差は基本的に変化していない。このため、2010年代後半以降、非公開会社による虚偽の情報開示や詐欺事件が頻発している。また、公開会社の継続開示についても、競争環境の変化を考慮して一部の情報について非開示の措置が採られている。

#### 4.1 ユニコーンの不正問題

非公開会社、特にユニコーンの増加にともない、その不正行為も頻発している。SECが2016年以降、証券詐欺の疑いで法規執行(enforcement)した事例のリストはWinship(2020)に掲載されているが、シリコンバレーのユニコーンでは4社(Zenefits, Inc., Theranos, Inc., Mozido, Jumio, Inc.)が摘発されている<sup>22</sup>。この内、その規模、悪質さで話題となったセラノス社は、摘発前に7億ドルの資本調達を行い、時価総額は90億ドルに達していた。同社に9,600万ドル投資したVC(Partner Fund)のバリエーション(評価)どうりの時価評価となったのである<sup>23</sup>。

しかし、同社は投資家には2014年は1億ドルの収益を報告していたが、後に実際には10万ドルに過ぎなかったことが明らかになった。

同社の虚偽の、あるいは誇大な情報提供は2010年頃に4,500万株を発行した時から始まった。貧弱な財務状況を隠蔽し、投資家には社内の予測の5倍から12倍の楽観的な見通しを提示することによって、時価総額は90億ドルに達し

た。この間、セラノス社は公開会社ではないためSECへの継続開示はなく、投資家はセラノス社が提供する情報の他は、定款や登録免除発行のレギュレーションDを利用する際に提出が義務付けられているフォームDの情報しかなかった。もちろんこれらは引受人や監査人によるチェックを受けていない情報である。

従って、セラノス社が公開会社であれば、この詐欺はたぶんもっと早期に露見したであろうという評価は納得のいくものである<sup>24</sup>。もっとも、公開会社の情報開示による方法が万全だという訳ではない。歴史的には、エンロン社を始めとして公開会社の粉飾などの不正行為は枚挙に暇がないのは周知の通りである。むしろ、引受業者や監査人の監視をかいぐるために、手口がより複雑巧妙になる可能性もあり、その限界を認識する必要もあろう。

スタートアップ企業の不正行為の頻発を受けて、SECのサンフランシスコ事務所とスタンフォード大学のロックセンターは、2016年に共同でIPO前の非公開会社をめぐる規制問題を討議する「シリコンバレー・イニシアティブ」と呼ばれる会議を開催した。SECのホワイト(Mary Jo White)委員長はその基調報告で、証券取引の詐欺防止規定である証券取引所法10(b)条と規則10b-5は公開、非公開の関係なく適用されることを強調した<sup>25</sup>。これを機に、法務省とSECは非公開会社に対する法規執行に積極的になるのである。

法規執行は不正行為の事後的な摘発であり、抑止効果は期待できるにしろ、事前的な予防策ではない。このため、特に研究者からは、公開

22 Winship (2020), pp.724-29, Appendix, p.687, Chart 1

23 O'Brien (2020), p.423

24 O'Brien (2020), p.423

25 White (2016)

会社に準じた規制の必要性<sup>26</sup>、ユニコーンのリスクを低減するような情報開示の強化の必要性<sup>27</sup>、あるいは内部通報者（whistleblower）制度の強化<sup>28</sup>など、規制強化を求める声が上がっている。

## 4.2 情報の非開示—重要性基準と非開示処理—

連邦証券規制の基本的な哲学は、ルイス・ブランドアイスの情報開示哲学である。要するに、証券取引を大衆の監視の下に置けば不正行為を予防できるということで、そのために公開会社には様々な開示義務が課せられてきた。

しかし、問題がない訳ではない。一つは、「重要性基準」（materiality standard）に関わる問題である。もう一つは、「情報の非開示」（deducted disclosure）の問題である。順に取り上げよう。

そもそも企業情報を開示させることによって企業活動を監視下に置くとしても、必要かつ重要な情報についての基準が必要である。些末で役に立たない情報についてまで開示義務を負わせても、企業の負担が大きくなるばかりで、投資家の投資判断の役に立たない。開示基準を示すのが、レギュレーションS-K（非財務情報）、およびレギュレーションS-X（財務情報）である。ここで採用されている基準の一つが、「重要性基準」である。

重要性基準とは、開示すべき情報の基準を示したもので、レギュレーションS-Kの項目303は、ポジティブ、ネガティブにかかわらず、企

業に重要な影響を及ぼすすべての請求、委託、イベント、不確実性を開示することを求めている<sup>29</sup>。しかし、これはプリンシプル・ベースの規則であるため、具体的な数値基準が示されていない。SECは経験則（rule of thumb）として、収益あるいは資産に対して5%以上の影響を及ぼす事例を閾値として示しているが、ウォール街では3%から10%の範囲が基準になっているという<sup>30</sup>。

このため、公開会社の規模が大きいほど情報開示の裁量の余地が大きくなるという問題が生じる。Georgiev（2017）は、このような事例として、マイクロソフト、パークシャー・ハサウェイ、グーグル、ESGについての情報開示を検討し、投資家の投資判断に影響を及ぼす可能性のある情報が開示されていないことを指摘している。例えば、マイクロソフトは、2006年9月1日から2016年8月31日までの10年間に、76社の非公開会社を買収（公開会社を含めれば、80社）しているが、フォーム8-K（臨時報告書）に記載されたものはゼロである。プレスリリースは1社についてだけで、SECへのファイリングの中では買収価格が示されたケースはなかった。

76社の中には、2011年5月のスカイプ（Skype）の買収も含まれているが、その買収金額は85億ドルで、マイクロソフトの資産総額の7.8%を占めていた。

パークシャー・ハサウェイが抱える係争事件、グーグルのR&D投資についても、開示されていない。このように、公開会社の規模が大

26 Pollman (2020)

27 Fan (2016)

28 Winship (2020)

29 Regulation S-K, Item 303, 17C.F.R. § 229.303

30 SEC (1999), *Staff Accounting Bulliten*, No.99-Materiality, Georgiev (2017), p.622

きくなるほど、開示される情報が過少になる傾向があり、投資家保護の観点から問題がある。

もう一つの問題は、情報の非開示である。これは、1966年7月に成立した情報自由法 (the Freedom of Information Act) の適用除外である「取引上の機密」(trade secret) を根拠として定められた、33年証券法規則406および34年証券取引所法規則24b-2により、競争者に有利となるような情報の非開示を認めたものである。これらは、取引価格、テクニカルな仕様などについての情報が典型的なものである。情報の非公開を希望する公開会社はSECに「機密扱い」(confidential treatment, CT) を申請し、審査の上、承認か却下かが決定される。期間は1年から10年で、更新も可能である。技術革新のスピードを考えれば、これだけの期間にわたり重要な情報が非公開にされれば、確かに財・サービス、無形資産についての情報を競合者に遺漏することを危惧しなくて良いが、投資家保護の面では重大な問題を生じるであろう。SECの監察官報告書も、「重大な情報が投資家に開示されないかもしれない」という懸念を表明している<sup>31</sup>。

そして、実態はその趣旨から乖離しているようである。まず、この制度の利用状況をみると、1996年から2011年の間に行われたIPOでは、その40%近くが一部の情報を非公開にしていた<sup>32</sup>。また、別の分析では、2001年に15%以上が情報の非公開を行い、85%以上が過去に少なくとも

一度は非開示を行っていたという<sup>33</sup>。

SECの監察総監室 (Office of Inspector General) は、企業金融部門 (the Division of Corporation Finance) が年1,500件のCTの申請を受け、その95%を承認していることを明らかにしている。2008年1月から2010年4月には、却下されたCT申請は1件だけで、積極的な審査 (robust review and examination) が行われていないと警告している<sup>34</sup>。また、2019年の新陸上交通授権法 (Fixing America's Surface Transportation (FAST) Act) によって、CT申請の正当な理由をSECに提示する必要がなくなった。このため、SECの監視が緩くなったため、情報が価格に織り込まれるスピードが遅くなり、インサイダー取引が増加していることが指摘されている<sup>35</sup>。さらに、この制度がネガティブ情報の露見を遅らせることに利用されているという指摘もある<sup>36</sup>。

このように、情報開示制度も実際の運用についてはいくつかの構造的な問題を抱えており、非公開会社の情報開示のあり方と併せて、総合的な見直しが必要であろう。

## 5. 終りに

非公開会社、中でもユニコーンの増加、そして私募市場の拡大は、新たな規制問題を提起している。これを、「公開市場中心の20世紀型資本市場モデル」<sup>37</sup>から、公開市場と非公開市場

31 SEC OIG (2010)。なお、CT申請書のコピーは、IPOがBoone *et al.* (2015) のInternet Appendix Bに、継続開示 (フォーム10-Q、フォーム8-K) がBao *et al.* (2021) のAppendix Cに掲載されている。

32 Boone *et al.* (2015)

33 Verrecchia and Weber (2005)

34 SEC, OIG (2010), p. v

35 Thompson *et al.* (2022)

36 Bao *et al.* (2021)

37 Pollman (2020), p.358

の併存する21世紀型資本市場モデルへの「パラダイム・シフト」<sup>38</sup>と呼ぶこともできる。その中心的課題は、SECのミッションである、投資家保護、フェアで秩序ある効率的市場の実現、資本形成の促進、をバランスよく追求することであろう<sup>39</sup>。

このパラダイム・シフトの震源を探っていくと、「情報による規制」というSECの証券規制に関する基本的な理念・哲学に辿り着く。企業スキャンダルの露見の度に情報開示の質量が増加し、その負担と効果の関係から公開を逡巡する傾向が強まった。他方で、登録免除発行が多様化、規制緩和され、またそこに流入する投資資金が増加するにつれ、伝統的なエグジット（出口）であるIPOを急がなくなる傾向が強まった。その中から、人気のある非公開会社は時価総額が10億ドルを越えるユニコーンに成長したのである。

また、公募・私募区分によって、一般の個人投資家（つまり、自衛力認定投資家以外）は後者には参入できない仕組みを構築していたが、年金基金や投資信託（MF）の投資を介して、事実上、この区分けは侵食され始めている。

従って、これらの併存する市場を統括する規制原理が求められているが、これまでに積み重ねられてきた情報開示制度の見直しが現実的な方向であろう。

現実には、スタートアップ企業の資本調達力の強化を目的として、登録免除発行が多様化、拡大される一方で、情報開示の面では弛緩化し、投資家保護は後退しているように思われる。情報開示制度そのものの再構築が喫緊の課題である。

## 引用・参考文献

- 岡田功太 (2021), 「米国の私募市場の発展を支える包括的な制度改革」, 『野村資本市場クォータリー』 2021 Winter
- 佐賀卓雄 (2019), 「アメリカ株式市場における公募・私募の境界の曖昧化について」, 『証券経済研究』 (日本証券経済研究所) 第108号, 12月
- (2021), 「アメリカにおける非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）について」, 『証券経済研究』, 第114号, 6月
- 若園智明 (2021), 「米国における私募市場へのアクセス改善：小口募集取引規制の見直し」, 『証券経済研究』 第115号, 9月
- Auerbach J. and Hayes, III, S.L. (1986), *Investment Banking and Diligence*; 佐合紘一, 入江恭平, 佐賀卓雄 (1988), 『投資銀行業の変貌——括登録制の導入とその影響——』 同文館
- Bao D., Kim Y., and Su L. (2021), “Do Firms Redact Information from Material Contracts to Conceal Bad News?” October 21 (<http://ssrn.com/abstract=3942259>)
- Boone A.L., Floros I.V., and Johnson S.A. (2015), “Redacting Proprietary Information at the Initial Public Offering”, May 15 (<http://ssrn.com/abstract=2348184>)
- Campbell, Jr. R.B. (2006), “Regulation A: Small Businesses’ Search for ‘A Moderate Capital’”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.31
- (2011), “The Wreck of Regulation D: The Unintended (and Bad) Outcomes for the SEC’s Crown Jewel Exemptions”, *The Business Lawyer*, Vol.66, August
- (2016), “The Role of Blue Sky Laws after NSMIA”, *Duke Law Journal*, Vol.66: 605
- (2017), “The Case for Federal Pre-Emption of

38 Davidoff (2008)

39 SEC, INV gov., *The Role of SEC*

- State Blue Sky Laws”, in Michel N.J. (ed.), *Prosperity Unleashed: Smarter Financial Regulation*, The Heritage Foundation
- Carreyrou J. (2018), *Bad Blood: Secrets and Lies in Silicon Valley Startup*; 関 美和, 櫻井裕子訳 (2021), 『シリコンバレー最大の捏造スキャンダル全真相』集英社
- Casella S., Lee H., and Villalvazo S. (2023), “Disclosure Regulation, Intangible Capital and the Disappearance of Public Firms”, FRB, *Finance and Economics Discussion Series 2023-050*
- Chen G., Tian X., and Yu M. (2022), “Redact to Protect? Customers’ Incentive to Protect Information and Suppliers’ Disclosure Strategies”, *Journal of Accounting and Economics*, 74
- Congressional Research Service (CRS) (2018), *Capital Markets, Securities Offerings, and Related Policy Issues*, July 26
- Chemmanur T., He J., Ren X., and Shu T. (2020), “The Disappearing IPO Puzzle: New Insights from Proprietary U.S. Census Data on Private Firms”, (<http://ssrn.com/abstract=3556993>) October
- Davidoff S.M. (2008), “Paradigm Shift: Federal Securities Regulation in the New Millennium”, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Vol.2, Issue 2
- Davydova D., Fahlenbrach R., Sanz L., and Stulz R.M. (2022), “The Unicorn Puzzle”, National Bureau of Economic Research (NBER), *Working Paper*, 30604
- De Fontenay E. (2017), “The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company”, *Hastings Law Journal*, Vol.68: 445, April
- Ewens M. and Farre-Mensa J. (2020), “The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs”, *The Review of Financial Studies*, Vol.33
- \_\_\_\_\_ (2022), “Private or Public Equity? The Evolving Entrepreneurial Finance Landscape”, February 2
- Fan J.S. (2016), “Regulating Unicorns: Disclosure and the New Private Economy”, *Boston College Law Review*, Vol.57
- Farre-Mensa J. (2017), “The Benefits of Selective Disclosure: Evidence from Private Firms”, March 15
- Georgiev G.S. (2017), “Too Big to Disclose: Firm Size and Materiality Blindspots in Securities Regulation”, *USLA Law Review*, 602
- \_\_\_\_\_ (2021), “The Breakdown of the Public-Private Divide in Securities Law: Causes, Consequences, and Reforms”, *NYU Journal of Law & Business*, Vol.18, No.1, Fall
- Griffith G. (2020), “Proving Equal Access to Capital in the Age of the Startup: The Case for Federal Pre-Emption of State Blue-Sky Laws”, *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, Vol.13, Issue 2
- Heinle M., Samuels D., and Taylor D. (2022), “Disclosure Substitution”, January (<http://ssrn.com/abstract=3173664>)
- Johnson J.J. (2010), “Private Placements: A Regulatory Black Hole”, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol.35
- Jones R.M. (2017), “The Unicorn Governance Trap”, *University of Pennsylvania Law Review Online*, Vol.166: 165
- Keller S (2022), “Integration of Private and Public Offerings 2022”, Locke Lord, March 31
- Krause D.S. (2023), “A Comprehensive Study of Regulation A Offerings Since Implementation of the JOBS Act”, April 5 (<http://ssrn.com/abstract=4410884>)
- Kwon S., Lowry M., and Qian Y. (2017), “Mutual Fund Investments in Private Firms”, April 20
- Langevoort D.C. and Thompson R.B. (2013), “‘Publicness’ in Contemporary Securities Regulation

- after the JOBS Act”, *the Georgetown Law Journal*, Vol.101: 337
- Lee A.H. (2021), “Going Dark: The Growth of Private Markets and the Impact on Investors and the Economy”, *Remarks at the SEC Speaks in 2021*, October 12
- Li X. (2010), “The Impacts of Product Market Competition on the Quantity and Quality of Voluntary Disclosures”, *Review of Accounting Studies*, September
- O’Brien T. (2020), “The Bleeding Edge: Theranos and the Growing Risk of an Unregulated Private Securities Market”, *University of Miami Business Law Review*, Vol.28, Issue 2, September
- Pan Y. and Huang P. (2020), “New Entry Threats and Corporate Disclosure: Evidence from the U.S.High-Tech Sector”, June 16 (<http://ssrn.com/abstract=3606515>)
- Pollman E. (2020), “Private Company Lies”, *The Georgetown Law Journal*, Vol.109
- Pritchard, A. C. (2012), “Facebook, the JOBS Act, and Abolishing IPOs”, *Law & Economics Working Papers*, 56
- Securities and Exchange Commission (SEC) (2019a), *Concept Release on Harmonization of Securities Exemptions*, Release No.33-10649; 34-86129, *Federal Register*, Vol.84, No.123, June 26
- \_\_\_\_\_ (2019b), *Final Rule: FAST Act Modernization and Simplification of Regulation S-K*, Release No.33-10618, 34-85381
- \_\_\_\_\_ (2020a), *Report to Congress on Regulation A / Regulation D Performance As Directed by the House Committee on Appropriations in H.R. Rept. No.116-122*, August
- \_\_\_\_\_ (2020b), *Final Rule: Facilitating Capital Formation and Expanding Investment Opportunities by Improving Access to Capital in Private Markets*, Release No.33-10884; 34-90300, November 2
- \_\_\_\_\_, Office of Inspector General (OIG) (2010), *Assessment of Corporation Finance’s Confidential Treatment Processes and Procedures*
- Sjostrom Jr.W.K. (2008), “The Birth of Rule 144A Equity Offerings”, *56 UCLA Law Review* 409 (<http://ssrn.com/abstract=1104706>)
- Thompson A.M., Urcan O., and Yoon H. (2022), “Do Companies redact Material Information from Confidential SEC Filings ? Evidence from the FAST Act”, October 5 (<http://ssrn.com/abstract=3224697>)
- Thompson R.B. and Langevoort D.C. (2013), “Redrawing the Public-Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising”, *Cornell Law Review*, Vol.98, Issue 6, September
- Verrecchia R.E. and Weber J. (2005), “Redacted Disclosure”, December 13
- Warren III, M.G. (2015), “The False Promise of Publicly Offered Private Placements”, *SMU Law Review*, Vol.68, Issue 3
- White C.M.J. (2016), “Keynote Address at the SEC – Rock Center on Corporate Governance Silicon Vally Initiative”, *Speech*, March 31
- Wilhelm M.W. and Byrne M.T. (2023), “Silent Treatment: the Increase in Confidential Treatment Redactions in SEC Filings”, *Wake Forest Law Review Online*, Vol.13
- Winship V. (2020), “Private Company Fraud”, *University of California, Davis*, Vol.54

(当研究所名誉研究員)