

変貌する米国の株式店頭市場 －OTC ブリテン・ボードの取引所市場化－

2003年1月29日、米国ナスダック市場の運営会社であるナスダック社と全米証券業協会（NASD）は、ナスダックや証券取引所に上場されていない株式の店頭取引が行われる場となっている OTC ブリテン・ボードに導入される電子取引システムの詳細に関する規則案を証券取引委員会（SEC）に提出した¹。この提案が承認されれば、現在の OTC ブリテン・ボードは、2003年の第4四半期にはナスダック市場と同じような上場手続き、取引システムを備えた事実上の取引所市場へと改組されることになる。

1. OTC ブリテン・ボードとは

1) OTC ブリテン・ボードの起源

米国には、多数の投資家が参加する組織的な株式取引が恒常的に行われる場として、ニューヨーク証券取引所（NYSE）を始めとする取引所市場とナスダック社（Nasdaq Stock Market Inc.）が運営するナスダック市場とがある。

歴史的にみれば、米国においても、組織的な株式取引の場は、証券取引所に限られていた。証券取引所の上場基準を満たさない企業が発行する株式は、ディーラー証券会社が顧客や仲介証券会社の要望に応じて売り買いの気配値を提示することで取引された。いわゆる店頭（over the counter）取引である。

1904年以降、店頭取引には「ピンクシート」と呼ばれる気配表が活用されていたが、実際の売買価格が気配表の記載内容と異なっていたり、ディーラー証券会社が不当に高いマージン（マーク・アップ）を得るなど、投資家保護の観点から問題とされるようなケースが後を絶たなかった。こうした店頭取引の在り方を改め、投資家の積極的な取引参加を可能にするために1938年、いわゆる「マロニー法」が制定され、店頭取引の自主規制機関としてNASDが設けられた。なお、ピンクシートは、その後も店頭取引に関する情報誌として存続した。現在では、Pink Sheets LLCが制作者となり、紙形態のほかインターネット上の情報サービスとしても利用されている²。

¹ File No.SR-NASD-2003-08, Execution System For The Bulletin Board Market, January 29, 2003. 新市場 BBX のサイト<<http://www.bbxchange.com/>>から入手できる。

² ピンクシートのサイトは、<http://www.pinksheets.com/> である。2003年2月から、ピンクシート掲載企業

NASD が監督する店頭取引は、1971 年の「全米証券業協会自動気配表示システム (National Association of Securities Dealers Automated Quotations: NASDAQ)」の稼働によって画期を迎える。店頭取引に関する情報を集約するシステムが導入されたことで、世界で初めての立会場を有しない組織的な株式取引の場である「ナスダック市場」へと変貌を遂げたのである。その後、ナスダック市場は、新興ベンチャー企業の株式新規公開 (IPO) の場として飛躍的な発展を遂げ、アップル・コンピュータ、マイクロソフト、インテル、シスコ・システムズ、サン・マイクロシステムズ等、世界的なハイテク企業を次々に輩出し、NYSE と並んで米国を代表する株式市場へと成長した。

ナスダック市場が成長を遂げる過程で、本来の店頭取引としての性格は次第に失われていった。取引対象とされるために満たすべき登録基準は、とりわけ規模の大きな企業の株式が登録される NMS 区分では取引所市場と変わらない厳しさとなり、取引規制も取引所市場と同じような水準に強化された。ナスダック・システムには部分的には自動化された注文執行機能が付加され、顧客と証券会社が相対で交渉をすることなく、注文が成立するケースも多くなっていった。ナスダック自身、市場への登録を「上場 (listing)」と呼んでおり、取引所と同等の市場であるという意識を明確にしている。こうした中で、ナスダック市場の登録基準を満たさない企業の株式は、引き続き、ナスダック・システムを利用しない店頭取引の形で取引されていた。

店頭取引の対象となる株式の大半は、時価が 5 ドル以下の、いわゆるペニー・ストックである。ペニー・ストックをめぐるのは、詐欺的な勧誘手法が横行し、多くの個人投資家が被害を受けるなど、投資家保護の観点から大きな問題が生じた。このため、1990 年 1 月には、1934 年証券取引所法の一部を改正する「ペニー・ストック改革法」が制定されることになった³。同時に、SEC は、NASD に対して、店頭取引の対象となる株式に関する価格情報の透明性を高めるためのシステムの開発を勧告した。

これを受けて 1990 年 6 月に稼働した情報システムが、OTC ブリティン・ボード(掲示板、以下 OTCBB と略す) である。ナスダックの取引端末を通じてアクセスすることができ、各登録銘柄ごとに、気配を提示するマーケット・メーカー名と連絡先、売りと買いの気配値が表示される⁴。登録にあたっては、ナスダック市場への上場のような審査手続きは要求されず、マーケット・メーカーとなる証券会社が、一定の書類を NASD に対して提出するだけで足りる。なお、1993 年以降、OTCBB を通じた取引内容についても、ナスダック市場登録銘柄と同様に取引成立後 90 秒以内に NASD に対して報告することが義務づけられた。

が一銘柄、一月当たり 174.95 ドルの費用を負担すれば、インターネット上でリアルタイムの気配情報を流してもらうことが可能となった。

³ 同法の内容については、Louis Loss and Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, fourth edition, Aspen Law and Business, New York, 2001, pp. 1019-1023 参照。

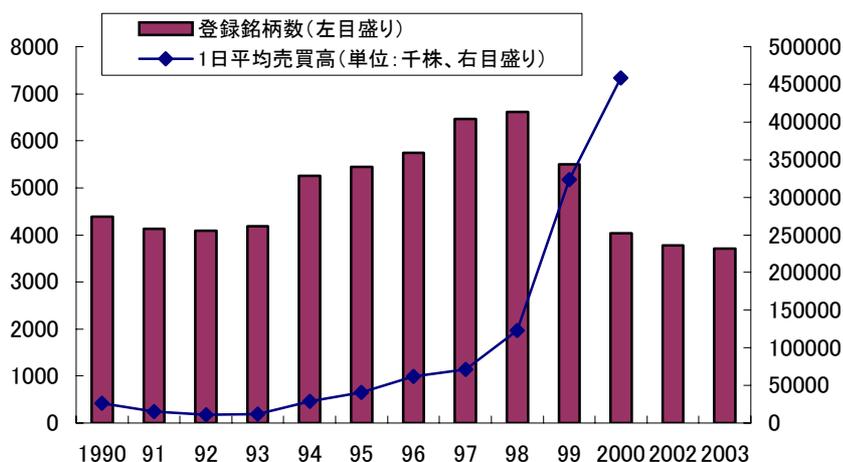
⁴ 売りが買い片方だけの気配を提示することや価格を決めずに「売買希望」とだけ表示することも可能。

2) OTC ブリテン・ボードの現状

2003年1月末現在、OTCBBには3,706銘柄が登録されており、証券会社268社が売り買いの気配値を提示するマーケット・メーカーとなっている。1月の月間売買高は125億株、売買代金は19.8億ドル（約2,376億円）であった。ナスダック市場の月間売買代金4,100億ドル（2002年9月）には遠く及ばないが、わが国のジャスダック市場（株式店頭市場）の2,046億円（2002年12月）を上回る取引規模である。

OTCBBにおける売買は、1998年以降急増した（図表1）。発表されているデータの関係上、最近の状況を過去からの連続性を維持しながら比較することはできないが、2003年1月についてみると、1日平均売買高は5.9億株と、2000年の1日平均売買高4.5億株を更に上回っている。いわゆる「ネット・バブル」の崩壊でNYSEやナスダック市場における取引が不振に陥っているにもかかわらず、OTCBBにおける取引は、以前よりも活発になっているようである。

図表1 OTCBBにおける登録銘柄数と取引高の推移



注) 2002年、2003年は登録銘柄数しかデータがなく1月末の計数。
 (出所) OTCBBホームページ掲載のデータより作成。

一方、OTCBBの登録企業数は、1998年末の6,613をピークとして、その後は減少を続けている。この背景には、1999年4月にOTCBBの登録適格に関する規則（NASD規則6530）がSECによって承認され、登録企業に対して、財務諸表などの継続開示書類をSECへ提出することが新たに義務づけられたという事情がある⁵。OTCBB登録株式のほとんどは、いわゆる公募形態で発行されたものであるため、規制強化以前も発行時に作成された財務諸表などの届け出書類はSECへ登録されていた。しかし、継続開示については、株主数が300

⁵ この制度改正については、大崎貞和「米国における株式店頭市場改革—OTCブリテンボードをめぐる規制強化の動き—」『資本市場クォーターリー』1998年冬号参照。また、規則承認時のリリースは、SEC, Release No. 34-40878; File No. SR-NASD-98-51, January 4, 1999である。

名を下回って義務を免除されているといったケースが少なくなかったようである。

登録適格に関する規則が導入されて以降も、登録にあたって、取引所やナスダック市場への上場審査に相当するようなスクリーニング手続きはとられていない。また、登録の可否を判定する上で、上場基準のような数値基準や定性的な要件も設けられていない。単に、登録企業が所定の継続開示書類を提出しなかった場合、原則として30日の猶予期間を経て、登録が取り消されることとなっただけである。

なお、最近では、ナスダック市場において、株価低迷を反映して「1ドル以上の株価を維持する」という上場維持基準に抵触するケースが増加しており、OTCBBへの移行を強いられる企業がかなりの数に上る可能性もある。

2. 取引所市場化する OTC ブリテン・ボード

1) 登録基準の導入

2001年11月9日、NASDは、ブリテン・ボード取引所(Bulletin Board Exchange: BBX)に関する規則提案を作成し、SECに提出した⁶。提案の内容は、OTCBBの規則に代わる一連のBBX規則を制定し、登録基準や取引ルールを定めるというものである。提案によれば、BBXでは、最初の登録及び登録維持の条件として、99年に追加された継続開示書類の提出という要件に加えて、次のような要件を満たしているかどうかについての審査を行うことになる。

- ① 1社以上のマーケット・メーカーが存在すること。10日以上マーケット・メーカーが不在の状態となった場合には、30日以内に登録維持要件を満たす状態にすること(10日の不在の後、30日間で10日以上連続してマーケット・メーカーが存在すればよい)。
- ② 浮動株式(会社の役員、幹部の保有する株式、10%以上の大口株主の保有分を除く)が20万株以上あること。
- ③ 株主数が100名以上。
- ④ 最低1名の社外取締役が選任されていることなどガバナンスに関する一定の条件を満たすこと。
- ⑤ 適時情報開示などNASDの求める義務を遵守すること。

以上の要件は、浮動株式数100万株、株主数300人、マーケット・メーカー数3社、といったナスダックのスマール・キャップの上場基準よりは緩やかである⁷。とはいえ、マー

⁶ File No.SR-NASD-2001-82.

⁷ ナスダックの上場基準については、日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場 2002年版』(同所、2002年)、125頁参照。なお、ナスダック・スマール・キャップの上場基準は、1997年8月の改定までは、浮動株式数10万株、マーケット・メーカー数2社などとなっていた。BBXの浮動株式数基準は、かつてのスマール・キャップよりも厳しいことになる。

ケット・メーカーによる「勝手上場」の場であった OTCBB の性格を上場審査を必要とする取引所市場的なものへと改める重大な提案であった。

その後、2002年3月には、ナスダックが、OTCBB 登録企業に宛てた書簡を送り、BBX 開設の構想を通告した。5月には、BBX のウェブ・サイト (www.bbxchange.com) も開設され、投資家や発行企業向けの情報提供が始まっている。それによれば、BBX は2003年第4四半期に正式発足し、OTCBB 登録企業は所定の上場審査を経て、順次、BBX へ移管されることになる。BBX 発足後も、OTCBB は6ヵ月間存続する。6ヵ月の移行期間終了時に BBX 上場が完了していない銘柄については、ピンクシート等を通じた店頭取引による取引が行われることになる。既に、上場費用の概要も示されている。BBX 上場にあたっては、最低でも5,000ドルの当初賦課金と1,000ドルの審査手数料、年間4,000ドルの上場賦課金が課されることになる⁸。

2) BBX 取引システムの内容

次いで、2003年1月には、冒頭で述べたように、BBX の取引システムに関する規則提案が公表された。

今回公表された規則提案によれば、BBX の取引システムとしては、2002年10月からナスダック市場に導入された「スーパー・モンタージュ」が活用される⁹。従って、取引の仕組みや取引時間帯は、基本的にはナスダックの NMS、スモール・キャップとほぼ同じである¹⁰。提案では、その仕組みを次のように説明している。

- ① BBX のマーケット・メーカーは、ナスダック上場銘柄と同様に、売りと買い両方向の気配を常時提示することを義務づけられる。
- ② マーケット・メーカーの提示気配が気配表示画面に表示されるほか、マーケット・メーカーが提示する気配、ECN (電子証券取引ネットワーク) 上で出されている注文のうち、価格が最も有利なものから5本値までの価格、累積の数量 (気配の場合は取引を確約する株式数) が注文集計画面上に表示される。
- ③ マーケット・メーカーは、気配提示にあたって、「自社に帰属する気配 (attributable)」と「帰属しない気配 (non-attributable)」とを区別することが認められる。「帰属しない気配」として提示された場合、当該気配は、気配表示画面上では個々のマーケット・メーカー名とともに表示されず、最良気配である場合にのみ、「SIZE」という名の下に表示される。これにより、マーケット・メーカーが匿名性を保ったままで、取引に

⁸ BBX の正式発足までに上場申請をすれば、当初の賦課金は2,500ドル減額されるという。

⁹ スーパー・モンタージュについては <<http://www.nasdaqnews.com/about/supermontage/SuperMontage.html>> 参照。また、富田一成「ナスダックの新取引システム『スーパー・モンタージュ』の概要について」『証券』2000年10月参照。但し、システムの内容は富田論文刊行後、かなり変更されている。

¹⁰ スモール・キャップでは、小口注文自動執行システム (SOES) が利用できるといった違いもある。

参加することが可能となる。

- ④ 注文集計画面上に表示されている売買注文及び気配に対応する注文は、自動的に最良の気配または注文を出した取引参加者の元へ回送される。
- ⑤ 注文の一部を「保留 (reserve)」扱いとし、通常の注文が全て消化された後に初めて表示されるようにすることも認められる。
- ⑥ 気配の入力は東部時間 7:30 から可能であり、8:00 からは執行先を指定する注文の入力、回送が可能となる。通常の取引は 9:30 から 16:00 までである。

3) ナスダックの取引所化と OTCBB 改革

以上のように、OTCBB 改め BBX は、ナスダック市場（とりわけスモール・キャップ）とほとんど変わらない上場基準や取引システムを備えた組織された市場になる。名前も「取引所 (exchange)」と名乗るように、事実上の取引所市場となるわけである。

こうした変革が進められている背景としては、次の二点を指摘することができよう。

第一に、「ペニー・ストック改革法」以来の小型株市場における投資家保護強化の流れがある。法規制が強化されても、流動性が低く、発行企業に関する情報も入手にくい小型株の取引をめぐるのは、詐欺的な投資勧誘や相場操縦行為が後を絶たないのが実情である。そこで、小型株取引の場として相当な規模に成長している OTCBB の市場インフラを整備し、不適格な企業を排除するとともに、市場としての公正さや効率性を高めようとしているのである¹¹。

第二に、現在進められている改革には、OTCBB の運営主体であるナスダックが、自主規制機関である NASD の市場運営部門から独立した取引所へと自らを改組しつつあることが大きく影響している。

1994 年のナスダック市場におけるマーケット・メーカーの「談合疑惑」以後、NASD は、紆余曲折を経ながらも、市場運営機能を分離し、証券業者の自主規制機関としての機能に純化する方向へ進んでいる¹²。これは、グローバルな規模で展開する市場間競争という現実と直面し、大規模な投資や戦略的提携を進めるためにも自立した市場運営会社への脱皮を迫られているナスダック社の意図とも合致している。そして、ナスダックは、既に、国法証券取引所としての登録を SEC に対して申請しているが、取引所登録を認められるためには、OTCBB をナスダックが運営する市場の一つとして明確に位置づけておくことが必要不可欠であった。

今回、BBX 発足へ向けての道筋が明確になったことで、ナスダック市場の取引所化、公

¹¹ *The Wall Street Journal*, January 20, 2003 によれば、新上場基準と開示ルール適用を受けて、BBX へ移行できる企業数は、OTCBB 登録企業数の半数以下に留まるとの見方がある。

¹² 大崎貞和・吉永秀樹「自主規制機能への純化を進める全米証券業協会 (NASD)」『資本市場クォーターリ』2002 年夏号参照。

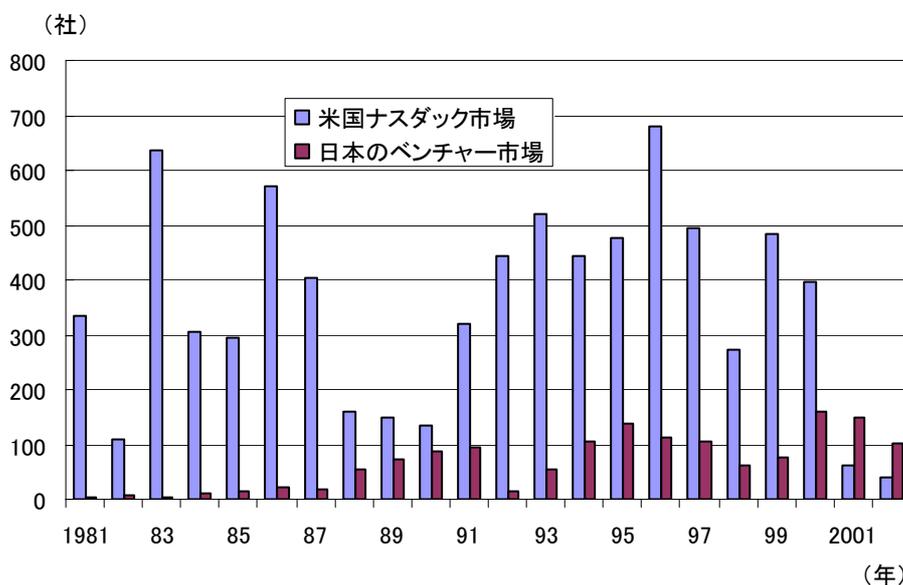
開会社化への展望も一層開けてきたと言ってよいだろう。

3. おわりに

わが国においても、1980年代以降、①取引システムや不公正取引規制の強化などベンチャー企業向け株式市場としての株式店頭市場のインフラ整備、②赤字企業でも株式が公開できるような緩やかな公開基準の導入、③マーケット・メイクの導入など流動性向上策、④店頭公開基準を満たさない企業の株式が取引されるグリーンシート市場の整備、など様々な制度改革が進められてきた。

とりわけ、近年では、1999年6月に発表されたナスダック・ジャパン構想が、東証マザーズの開設やジャスダック市場（株式店頭市場）の改革といった動きを誘発し、ベンチャー企業の株式公開が活発化している。2001年以降、米国で「ネット・バブル」が崩壊し、ナスダック市場における株式公開が急減したこともあり、わが国のベンチャー株式市場における新規公開社数が、米国ナスダック市場を上回るという状況が続いている（図表2）。

図表2 日米の株式公開社数比較



- (注) 1. 米国ナスダックの2002年の計数は、11月までの実績と12月の見込みによる。
 2. 日本のベンチャー市場は、1998年までは株式店頭市場の計数。99年以降は、東証マザーズ、大証ナスダック・ジャパン（ヘラクレス）市場、株式店頭市場の合計。
 (出所) 各取引所資料より野村総合研究所作成

こうした中で進められているOTCBBをめぐる制度改革を、わが国における市場改革と対比してみると、いくつかの興味深い点が見受けられる。

第一に、わが国では、ベンチャー株式市場をめぐる制度改革は、常に、株式新規公開の活発化、容易化を目的として進められてきた。これに対して、米国の改革には、株式公開社数を増加させるという観点が欠落している。むしろ、投資家保護の観点から、広く株式を流通させることが適切でない企業を市場から排除しようとする意図が感じられる。

第二に、上の点とも関連するが、わが国では、公開基準の見直しにあたって、「赤字でも公開できる」といった「間口の広さ」が重視されてきたのに対し、米国では、浮動株式数やマーケット・メーカー数といった市場としての流動性の向上につながる観点が強調されている。

第三に、米国の制度は、市場での流通にふさわしくない銘柄を排除しようとする一方で、「市場」とは言えない店頭取引を通じた株式の自由な流通に対しては、非常に寛容である。この点は、今回の OTCBB 改革でも変わっておらず、OTCBB を BBX という「市場」として組織化する一方で、BBX の基準を満たさない銘柄については、一般的な不公正取引規制を除けば、放任に近い態度が堅持されている。これに対してわが国では、現在のグリーンシート制度につながった 1997 年の「店頭取扱有価証券」制度の見直しまで、取引所未上場かつ店頭未登録の株式（「未公開株」と通称される）については、証券会社による投資勧誘を自粛することが要請されるなど、「市場」の管理下に置かれていない株式の流通を事実上不可能にする制度がとられてきた。そして、最近のグリーンシート改革をめぐる議論においても、「投資家保護の面を中心に流通機能の制度整備を図っていく」として、グリーンシート銘柄を、いわば「市場」の基準を満たさない株式として自由に取引させていこうというよりは、グリーンシートそのものの「市場」としての組織化を図るという方向性が強く伺われる¹³。

(大崎 貞和)

¹³ 1997 年の制度改革については、大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000 年）、168～171 頁参照。グリーンシート改革については、日本証券業協会「独自性を発揮したグリーンシートの発展をめざして」2002 年 10 月、参照。