

米国における株式店頭市場改革

－OTC ブリティンボードをめぐる規制強化の動き－

全米証券業協会（NASD）は、97年12月11日、証券取引所非上場かつ Nasdaq 市場非登録の株式が取引される市場である OTC ブリティンボードについて、登録企業のディスクロージャー義務の強化などを柱とする改善策を打ち出した。株高が続く中で過熱する株式店頭市場に対する規制強化策である。

1. 規制強化の内容

NASD の規則改正

97年12月11日に開かれた NASD 理事会は、以下のような内容の規則改正を決定した。この改正は、証券取引委員会（SEC）による承認を経て正式に発効する。

- ①今後、OTC ブリティンボードに登録される株式は、SEC もしくは銀行監督当局、保険監督当局に最新の財務諸表等を報告している会社の発行するものに限られる。現在登録されている株式については、経過措置が認められる。一定期間経過後、新規則を遵守できない会社の株式は、登録取消となる。
- ②証券ブローカー・ディーラーに対して、店頭株式（非上場かつ Nasdaq 市場非登録の株式を指す。主として OTC ブリティンボード登録またはピンクシート掲載銘柄である）の売買を顧客に推奨する場合、事前に当該株式を発行する会社の最新の財務諸表を検討しておくという義務を課す。
- ③店頭株式を初めて購入する顧客に対しては、NASD が定める標準ディスクロージャー文書を交付しなければならない。この文書は、店頭株式とそれ以外の上場、登録証券との違いを強調したものである。

OTC ブリティンボードとは

OTC ブリティンボードは、91年に稼働した全米証券業協会（NASD）の店頭株気配表示システムであり、取引所非上場かつ Nasdaq 市場非登録の 6,800 銘柄を超える株式が登録されている。このシステムは、Nasdaq 取引端末上で情報を見ることができ、マーケット・メーカーの電話番号、気配値がリアルタイムで表示されている。実際の取引は、この情報を基に電話で行われる。

OTC ブリテンボードへの登録は、マーケット・メーカーとなる証券会社の申請に基づいて行われ、原則として発行会社の承認は必要とされない。

不十分なディスクロージャー

OTC ブリテンボード登録株式の多くは、いわゆる公募形態で発行されているため、発行時に作成された財務諸表などの届出書類が SEC に登録されている。しかし、発行後の継続開示については、名簿上の株主数が 300 名を下回った場合には開示書類の提出義務が免除されることから、行っていないケースが少なくない。また、レギュレーションDの規則 504 に基づいて発行されている株式の場合、発行時、発行後ともに特別な情報開示義務は課されおらず、発行企業に関する情報が全く入手できないという可能性もある¹。NASD の推定では、登録株式発行会社の半数近くが、継続開示を行っていないものとみられるという。

2. 改革の背景

90 年の規制強化

今回の規制強化の背景には、米国の株式市場が好調に推移する中で、一部の悪質なブローカーや発行会社による詐欺的商法が、株式店頭市場を舞台として横行していることに対する規制当局の懸念の高まりがある。

もともと、米国では、株式の店頭取引は、極めて緩やかに規制されてきた。それだけに、詐欺などの不正の温床ともなりやすく、90 年には、「ペニー・ストック改革法」が制定され、時価 5 ドル以下で取引所や Nasdaq 市場などで取引されしていない、いわゆるペニー・ストックに関する顧客への勧誘規制が大幅に強化された。OTC ブリテンボードも、この法律に基づく店頭市場改革の一環として導入されたものである。

こうした規制強化によって、90 年代半ばには店頭株式をめぐる不祥事は激減したと言われていた。ところが、近年、ニューヨーク市場の株高を背景とした株式投資熱の高まりに乗じた不正行為が多発するようになってきたのである。

ボイラー・ルームによる相場操縦

問題となっている不正の多くは、古典的な「ボイラー・ルーム」と呼ばれる手法によるものである。これは、証券業者がビルの一室から各地の投資家に電話をかけまくり、特定の小さな会社の株を投資家に推奨して大量の注文を出させ、一時的に株価をつり上げると

¹ レギュレーションDとは、いわゆる少額公募や私募の形式で発行される証券に関する一連の SEC 規則である。中でも、規則 504 とは、投資会社（会社型投信）以外の会社が、12 カ月間に 100 万ドル以下の証券を発行する場合に利用でき、SEC への発行通知義務が課されるだけであり、売り付ける投資家の属性やその後の転売に関する制限などは一切ない。

いう手口である。ちなみに、「ボイラー・ルーム」という名称は、船のボイラー室のように狭いところに籠もって相場を過熱させることに由来するのであろう。

「ボイラー・ルーム」による相場操縦は、典型的には以下のような経緯をたどるといえる。

- ①投資家の手元にダイレクト・メールで、聞いたこともない小さな会社の活躍ぶりを紹介するパンフレットが送られてくる。多くの場合、投資顧問会社や調査会社が発行者となっており、証券会社の名前は表に出ていない。
- ②その後、証券ブローカーから投資勧誘の電話（いわゆるコールド・コール）がかかってくる。それは、偶々、つい先日見たパンフレットに掲載されていた会社の株式を推奨する電話である。
- ③投資家が薦められるままに株式を購入すると、大量の買い注文を受けたマーケット・メーカーが気配を引き上げるため、株価が急騰する。まだ売り時ではないというブローカーの助言に従っているうちに、ブローカーが売り抜け、株価は急落する。

コールド・コールに対する注意の喚起

97年9月、SECは、州レベルの証券監督当局の団体である北米証券監督者機構（NASAA）と連名で、個人投資家に対して不正取引につながるコールド・コールに対する注意を呼びかける文書を発表した²。

この文書は、コールド・コールが合法的な投資勧誘の手段であるとともに不正行為にも悪用されると述べ、コールド・コールを行う業者が守らなければならないルールの内容（電話をかける時間についての規制、氏名や住所を明らかにする義務、真実を告げる義務など）を説明した上で、様々な不正の手口を詳細に紹介している。不当なコールド・コールを受けた場合の苦情連絡先や電話を受けた場合に尋ねるべき質問項目なども説明されている。

ブリティンボードが注目された背景

今回の規制強化策の中で、特にOTCブリティンボードの問題が取り上げられた背景としては、次の二点が指摘できる。

第一に、OTCブリティンボードの運営主体がNasdaq市場と同じNASDであることから、「Nasdaq OTCブリティンボード登録」といった紛らわしい表現をしている会社が少なくない。しかし、これまでブリティンボード登録株式を発行する会社に対する規制は一切なかったため、こうした行為に対しても、NASDは警告文書を送付するだけであった。

第二に、Nasdaq市場の登録基準が大幅に強化されたため、今後、Nasdaq市場からOTCブリティンボードへの再登録を余儀なくされる会社が多数出てくる可能性がある（次頁参照）。こうした中で、NASDとしては、投資家のブリティンボード市場への信頼を損ないたくないと考えている。

² SEC, “Cold Calling Alert”, September 1997, <http://www.sec.gov/enforce/alerts/coldcall.htm>.

(参考) Nasdaq 市場の登録基準引き上げ

表1 Nasdaq市場の新旧登録基準比較

	新基準				旧基準		
	NMS			Small Cap	NMS		Small Cap
	基準1	基準2	基準3		基準1	基準2	
総資産(万ドル)	—	—	—	—	—	—	400
純資産(万ドル)	600	1,800	—	*1 400	400	1,200	200
最低買気配値(株価、ドル)	5	5	5	4	5	3	3
株式時価総額(万ドル)	—	—	*3 7500	*1 5000	—	—	—
浮動株数(万株)	110	110	110	100	50	100	10
浮動株時価総額(万ドル)	—	—	—	500	300	1,500	100
株主数(人)	400	400	400	300	400	400	300
営業経過年数(年)	—	2	—	*2 1	—	3	—
税引前利益(万ドル)	100	—	—	*1 75	*4 75	—	—
純利益(万ドル)	—	—	—	—	*4 40	—	—
マーケット・メーカー数	3	3	4	3	2	2	2
コーポレート・ガバナンス基準	適用	適用	適用	適用	適用	適用	不適用

注) *1 いずれか1つを充足。

*2 または時価総額5,000万ドル。

*3 総資産または総収入7,500万ドルでも可。

*4 登録直前期または登録前三期中二期において充足。

(出所) Nasdaq資料より作成。

Nasdaq 市場の運営主体である The Nasdaq Stock Market Inc.は、これまでも登録基準を形式的に満たしている企業でも株式の登録を拒否するなど、市場の質を維持するために厳しい登録審査を行ってきたが、最近になって、更に登録基準そのものの大幅な引き上げを行った。

新しい登録基準は、97年8月22日付けでSECによって承認され、3月3日に遡って施行された(表1)。また、新たな登録維持基準は、98年2月から実施されることになっている。

今回の基準改定では、純資産基準、浮動株式数基準などの数値基準が大幅に引き上げられた。中でも浮動株式数基準は、Small Cap の場合、10万株から100万株へと一挙に十倍に引き上げられた。これは、浮動株式数が少ないと、機動的なマーケット・メイクが困難になる一方、相場操縦の対象となりやすいことを考慮したものとみられる。

加えて、従来、NMS 銘柄に対してのみ適用されていた、会社の経営管理体制に関する「コーポレート・ガバナンス」基準が、Small Cap 銘柄にも適用されることになった。独立の外部取締役がいること、監査委員会が設置されていること、などが要求される。更に、従来、原則として二社で足りるとされてきたマーケット・メーカーが、三社以上(新たに設けられたNMS 銘柄の選択基準3の場合四社以上)必要とされることになった。

この基準が全面的に実施されると、少なくとも数百社の株式が登録取消となり、OTC ブリテンボードやピンクシートを通じた取引へ移行せざるを得なくなるものとみられている。

3. わが国への示唆

取引所非上場、店頭市場非登録の株式をめぐる規制のあり方は、難しい問題をはらんでいる。こうした株式の発行、流通を容易にすることは、ベンチャー企業による資金調達手段や投資家の運用手段の多様化を可能にし、株式市場全体の活性化にもつながる。わが国においても、そのような観点から、97年7月、いわゆる「未公開株」の取引解禁などの規制緩和が実施された³。他方、こうした株式は、知名度が低く時価総額も小さいことから、不正取引の対象となりやすい。

今回のNASDによる規制強化の内容が、わが国における規制緩和の内容と期せずして一致したことは注目に値する⁴。すなわち、財務諸表などのディスクロージャー情報の確保、投資推奨する場合の財務情報の事前チェック、投資家への説明もしくは確認、がなされていないならば、店頭株式への投資を勧誘してはならないというわけである。こうした最小限の規制によって、投資家保護と資金調達活動の自由とのバランスが維持されていくのであろう。

わが国では、昨年新たに設立された証券会社ディー・ブレイン証券が運営する「VIMEX」を通じた株式の売買が始まるなど、「未公開株」の発行や流通が本格化しようとしている。今後、わが国においても、米国が経験したような不正取引の横行といった事態があり得ないと言ふことはできない。しかし、米国が規制強化によって到達しようとしている地点に、わが国は規制緩和によってようやく到達したばかりである。この彼我の差違を十分に認識した上で、生まれたばかりの「未公開株」市場の展開を見守っていくという姿勢が求められている。

(大崎 貞和)

³ 大崎貞和「動き出す『未公開株』取引」『資本市場クォーターリー』1997年秋号参照。

⁴ わが国の「未公開株」取引規制については、上掲レポート参照。