

米国株式市場の競争を促す OTC マーケット

岡田 功太、片寄 直紀

■ 要 約 ■

1. OTC マーケッツ・グループは、1904年から続くピンクシートを出自とする米国最大級の非上場株式市場を運営する会社である。同社が運営するOTCマーケットは、証券取引所上場へのステップアップ市場であるとともに、上場廃止になった銘柄の受け皿でもあり、米国の株式市場において極めて重要な存在になっている。
2. OTC マーケットは、企業の開示や財務の状況等によって、OTCQX、OTCQB、ピンク・オープン・マーケットの3つの区分に分けられている。最も基準の高いOTCQXには、米国内の優良企業をはじめ、米国の投資家にアクセスしたいと考える海外の上場企業や、IR活動に積極的な米国の非上場地銀が登録されている。
3. 米国では、連邦法に加えて各州の法令にも証券規制が存在し、州当局への登録や州法に則った情報開示や株式の勧誘を行う必要があるため、コンプライアンスの負担が大きい。OTC マーケットは、OTCQX と OTCQB について州法の適用除外とするよう、州当局へ働きかけている。
4. 今後の成長戦略として、OTC マーケッツ・グループは近年、企業の IR 活動の場の提供や資金調達をサポート、投資家向けデューデリジェンス・ツールなどをオンラインで提供し、収益の拡大を図っている。また、米国外企業の誘致や海外への事業展開も積極化している。
5. OTC マーケッツ・グループは、上場市場に代わる株式流通等の選択肢を提供することで、証券取引所との垂直的な競争を生み出している。また、新型コロナウイルス感染症のパンデミックの影響で対面でのやり取りが限定的になる中、証券サービスのデジタル化を図っており、日本の株式市場や証券会社にとっても注目すべき存在であろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号を参照。
- ・岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号（ウェブサイト版）を参照。

I 上場及び非上場株式市場の活性化

米国の上場株式市場には、約 4,300 社の国内企業が上場しており、高い流動性を誇っているが、非上場株式市場には、それ以上に多くの企業が登録され、大きな市場を形成している。OTC マーケッツ・グループ (OTC Markets Group Inc.) が運営する OTC マーケットには、85 社以上のマーケット・メイカー (主にブローカー・ディーラー) が参加し、1 万社以上の非上場企業の値付けを行っている。

米国には、ナスダック・プライベート・マーケットやフォージ・グローバル (2020 年 5 月にシェアーズポストの買収合意を公表) 等の非上場株式市場が複数存在するが、その中でも OTC マーケットは最大級の登録銘柄数を誇っている¹。また、2019 年の IPO 件数はニューヨーク証券取引 (NYSE) が 28 件、ナスダックが 145 件であったのに対して、OTC マーケットに新規登録した銘柄数は 319 社であり、上場市場を上回っている。

OTC マーケットから証券取引所に移行 (上場) した企業数は、過去 5 年間で平均 63 社であり、OTC マーケットは上場のためのステップアップ市場としての役割を果たしている。また、OTC マーケットは、将来の上場企業の供給源であるだけでなく、上場を廃止した企業がその後取引される場でもあり、投資家に対して、非上場企業の流動性を創出することで、上場市場の受け皿としての役割も果たしている。

更に、OTC マーケットは、上場に関連する米国法令への対応が負担であるとする米国外の上場企業や米国地銀の登録を促すとともに、シタデル・セキュリティーズやバーチュ・ファイナンシャル等の高頻度取引 (HFT) 業者をマーケット・メイカーとして誘致することで流動性を維持している²。加えて、OTC マーケッツ・グループは、相次ぐ買収や提携によって、OTC マーケット登録銘柄に対して、オンラインによる IR 活動や資金調達のサポート等のデジタル・ソリューションの提供を強化しており、収益と取引金額の増大に成功している。

つまり、OTC マーケッツ・グループは、企業誘致及び流動性獲得の観点で、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) やナスダック等と競合している側面もあり、自身が運営する非上場株式市場と上場市場の両者を活性化させていることから、米国の株式市場において極めて重要な存在になっていると言える。

本稿では、OTC マーケッツ・グループの概要、OTC マーケッツ・グループが運営する各市場区分の概要、OTC マーケットの流通の仕組み、OTC マーケット登録銘柄に対する州の証券規制、OTC マーケッツ・グループの成長戦略について整理を図る。

¹ 詳細は、齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号を参照。

² シタデル・セキュリティーズの詳細は、岡田功太、杉山裕一「米国金融市場の構造変化の中で存在感を増すシタデル」『野村資本市場クォーターリー』2017 年夏号を参照。

Ⅱ OTC マーケット及び OTC マーケッツ・グループの概要

1. ピンクシートを出自とする OTC マーケット

OTC マーケットは、OTC マーケッツ・グループ（本社はニューヨーク）が運営する市場の総称であり、その歴史は 116 年前に遡る。当時、非上場株式はピンクシートを基に売買されていた。ピンクシートとは、1904 年に創刊された NQB（National Quotation Bureau）が出版する日刊の気配表であり、その名称は気配表が印刷されていた紙がピンク色であったことに由来する³。ピンクシートには、銘柄毎に気配を提示するマーケット・メイカー（主にブローカー・ディーラー）の名称及び電話番号が掲載されており、売買を希望する者はマーケット・メイカーに連絡して相対で売買を成立させていた。

その後、クロムウェル・カールソン氏（OTC マーケッツ・グループの現 CEO）が 1997 年に NQB を買収し、1999 年にピンクシートを紙の気配表から電子情報システムへと移行させた。更に、同氏は 2000 年に、インターネットの普及を背景に、ピンクシート・ドットコムというウェブサイトを立て、ピンクシートの気配表示を従来の一斉更新から、リアルタイム更新へと進化させた。これにより、NQB は、非上場企業向けの電子化された相対取引市場となった。

NQB は、2000 年にピンクシート LLC に社名変更し、2008 年にデラウェア州法に基づく LLC（Limited Liability Company）から株式会社（Corporation）に移行し、2009 年には自社の運営する市場で株式を流通させるようになった。2010 年に OTC マーケッツ・グループに名称変更している⁴。現在、OTC マーケッツ・グループの普通株式は、自身が運営する OTC マーケットに、OTCM というティッカーコードで登録されており、市場参加者によって売買されている。

2. OTC マーケッツ・グループの事業概要

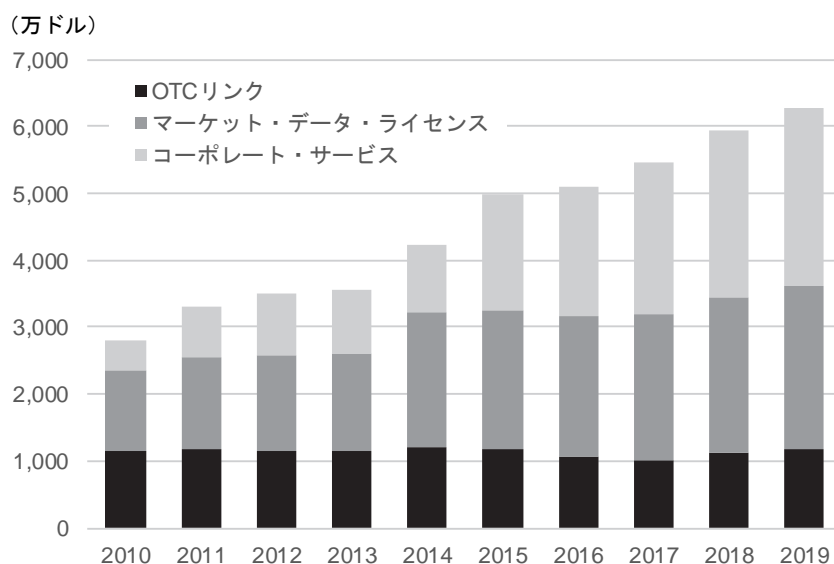
OTC マーケットに登録する非上場企業数は、2015 年の 9,850 社から、2019 年の 10,755 社に増加している。OTC マーケットの取引金額は、2015 年の 1,998 億ドルから、2019 年には 3,292 億ドルと、過去 5 年間で約 1.6 倍になっており、非上場株式の流動性の創出に成功している。

OTC マーケッツ・グループの事業は、①OTC リンク、②マーケット・データ・ライセンス、③コーポレート・サービスの 3 つに大別される。OTC リンクとは、OTC マーケッ

³ 詳細は、大崎貞和「市場区分を導入した米国ピンクシート—英国 AIM をモデルとした制度改革—」『資本市場クォーターリー』2007 年春号を参照。

⁴ 米国における LLC と株式会社はそれぞれ各州の法令に基づいて設立されるが、一つは課税体系に違いがある。株式会社では法人税と所得税の二重課税が行われるのに対して、LLC ではその社員（出資者）を納税主体とすることが認められている（いわゆるパススルー課税）。また、株式会社は株式が自由に譲渡されることを想定することが多いが、LLC では社員（出資者）としての地位が自由に譲渡されない仕組みとなっていることが一般的である。つまり、「所有の経営の分離」の観点でも違いが認められる。

図表 1 OTC マーケッツ・グループの事業別収益



(出所) OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

トの気配表示システムの呼称であり、主な収益源は、市場参加者であるマーケット・メイカーから取得する場口銭（市場参加者から売買取引高に応じて徴収する手数料）である。マーケット・データ・ライセンスは、リアルタイムまたは引け時の気配情報や取引データ、登録企業に関する財務情報データ、その分析ツール等の提供であり、コーポレート・サービスは、米国の非上場企業や米国外の上場企業の誘致、その IR 活動のサポート等である。

OTC マーケッツ・グループの総収益（Gross Revenue）は、2010年の2,804万ドルから、2019年の6,284万ドルと増加傾向にあり、中でも、コーポレート・サービスの総収益は、2010年の457万ドルから、2019年の2,672万ドルと、過去10年間で約5.8倍になっている（図表1）。

3. OTC マーケットと上場市場の関係性

OTC マーケッツ・グループは、NYSE やナスダック等の証券取引所と密接な関係にある。OTC マーケットから上場銘柄として証券取引所に移行（上場）した企業数は、2019年に57社、2018年に70社、2017年に61社であり、OTC マーケットは上場のステップアップ市場としての役割を果たしている。OTC マーケットから証券取引所への移行は、通常の新規上場のプロセスと変わりなく、対象銘柄が市場を移行しても投資家は売買を継続できる。

また、OTC マーケットは、上場廃止企業の受け皿でもある。上場企業が、上場廃止となった場合、金融取引業規制機構（FINRA）が、ブローカー・ディーラー（会員）に対して新しいティッカーコードを通知し、その翌日から当該銘柄は OTC マーケットの一つであるピンク・オープン・マーケット（詳細は後述）において取引される。つまり、証券

取引所の上場廃止日の翌日は、ピンク・オープン・マーケットにおける新規登録及び売買開始日となる。投資家は、これまでと同様に、自身が口座を有するブローカー・ディーラーのシステムを通じて、価格や気配等を確認することが可能であり、売買を継続できる。

つまり、OTC マーケットが非上場企業の流動性を創出することによって、投資対象企業の上場及び登録先市場が変更されたとしても、投資家による売買機会が確保され、企業は戦略的かつ機動的に上場したり、非上場化したりすることが可能である。結果的に、OTC マーケットは、米国株式市場全体の活性化に寄与していると言える。

III OTC マーケッツ・グループが運営する各市場区分の概要

1. 米国内外の優良企業や IR 活動に積極的な米国地銀が登録される OTCQX

1) OTCQX の登録基準の概要

OTC マーケッツ・グループが運営する OTC マーケットは、OTCQX ベスト・マーケット（以下、OTCQX）、OTCQB ベンチャー・マーケット（以下、OTCQB）、ピンク・オープン・マーケットの 3 市場から構成されている。その中でも、OTCQX は、最も厳格な開示基準及びコーポレート・ガバナンス基準を設けており、米国内外の優良企業向けの市場である。また、OTCQX に登録される銘柄の中でも、より高い財務基準を満たした企業は OTCQX プレミアとして分類される。

OTCQX への登録には、企業がスポンサー（OTC マーケッツ・グループが認めた法律事務所やブローカー・ディーラー等）を選任する必要があり、登録後も一定の継続開示が求められる。例えば、公開企業会計監視委員会（PCAOB）の監督下にある監査法人による監査済みの年次財務諸表や、米国会計基準（GAAP）に基づいて作成された半期財務諸表、重要な情報の適時開示等の公表が必要であり、それらは証券取引委員会（SEC）への報告基準等を満たしているものであることが義務付けられている（図表 2）。

OTCQX 登録企業は、コーポレート・ガバナンス基準や財務基準も満たす必要がある。100 株以上を保有する株主が 50 名以上であること、登録時の時価総額が 1,000 万ドル以上であること、2 名以上の独立取締役の選定し、独立取締役が過半を占める監査委員会を設置すること、株主総会 15 日前までの株主に対する財務報告を行うこと等である。更に、OTCQX 登録企業は、登録時に 0.25 ドル以上の買い気配があることや、登録後も 0.1 ドル以上の買い気配を維持することが求められている。

図表2 OTCQX 及び OTCQB の登録基準の概要

OTCQX	OTCQX インターナショナル	OTCQB
開示基準		
以下のいずれかに従った開示 1. SEC 報告基準 2. レギュレーション A 報告基準 3. その他の報告基準 OTCQX US バンクの場合 1. 銀行報告基準 2. SEC 報告基準	以下のいずれかに従った開示 1. 国際報告基準 2. SEC 報告基準 3. レギュレーション A 報告基準	以下のいずれかに従った開示 1. SEC 報告基準 2. レギュレーション A (ティア 2) 報告基準 3. 銀行報告基準 4. 国際報告基準 5. その他の報告基準
PCAOB の監督下にある監査法人による監査済みの年次財務諸表と、GAAP に従って作成された半期財務諸表の提出	監査済みの年次財務諸表の提出	内国企業の場合 PCAOB の監督下にある監査法人による監査済みの年次財務諸表の提出
重要な情報の適時開示	重要な情報等を 1934 年証券取引所法 12g3-2(b) に従って英語で開示	重要な情報の適時開示
コーポレート・ガバナンス基準		
1. 2 名以上の独立取締役 2. 独立取締役が過半を占める監査委員会の設置 3. 株主総会 15 日前までの株主に対する財務報告	—	その他の報告基準で開示している企業の場合 1. 2 名以上の独立取締役 2. 独立取締役が過半を占める監査委員会の設置
財務基準		
100 株以上を保有する株主が 50 人以上		
登録時の時価総額 1,000 万ドル以上 (登録後も 500 万ドルを維持)		—
登録時 0.25 ドル以上の買い気配 (登録後も 0.1 ドル以上の買い気配の維持) OTCQX US バンクの場合 1 ドル以上の買い気配の維持	登録時 0.25 ドル以上の買い気配 (登録後も 0.1 ドル以上の買い気配の維持)	0.01 ドル以上の買い気配の維持
OTCQX US バンクの場合 1. 総資産 1 億ドル以上 2. 株主資本 400 万ドル以上	—	原則として発行済み株式の 10% 以上が浮動株であること

(出所) OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

2) 米国地銀で構成される OTCQX US バンクの概要

OTCQX は 2014 年 5 月、新たに、OTCQX に登録済みの米国地銀で構成される OTCQX US バンクという区分を設置した。当初、米国地銀 10 行が、OTCQX US バンクに分類されていたが、2018 年末時点で 89 行に増加している。

これは、近年の米国証券法の規制緩和と関係している。2012 年成立の新規産業活性化法 (JOBS 法) では、非上場企業に対する報告義務を緩和することを目的に、SEC への登録義務の要件である株主数基準が、銀行及び銀行持株会社の場合に 500 名から 2,000 名に引き上げられた⁵。それ以前の米国地銀は、SEC 登録を避けるためには、株主名簿上の株主数を 500 名未満に管理する必要があったが、JOBS 法の成立によって株主数を 2,000 名まで増加させることができるようになった。また、SEC が 2015 年

⁵ 詳細は、淵田康之「リスクマネーの供給促進と投資者保護」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号、岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号、岡田功太、下山貴史「米国の IPO 活性化及びスタートアップ企業への投資促進に係る政策—JOBS 法 3.0 を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2019 年夏号を参照。

3月に、JOBS法の要請を受けて、レギュレーションAに係る規則を最終化したことにより、SEC登録及び転売制限なしで、年間5,000万ドルまでの私募による資金調達が可能になった。

これら2つの規制緩和により、OTCマーケットは、米国地銀にとって資金調達と株式の流通をする上で有力な市場となった。そこでOTCマーケット・グループは、OTCQX内に新たに米国地銀向けの区分を設け、銀行の報告基準を用いて同市場に登録することを認めて、株式の流動性向上を望む米国地銀の期待に応えた。2018年には、地方銀行15行が、ピンク・オープン・マーケット（詳細は後述）からOTCQXにステップアップしており、OTCQX USバンクへの集約が進んでいる⁶。

3) 米国外の上場企業が登録されるOTCQXインターナショナルの概要

OTCQXには、OTCQXインターナショナルという市場区分も設置されている。同市場には、OTCマーケット・グループが「適格外国取引所（QFE: Qualified Foreign Exchange）」と認定した約90の証券取引所（約60カ国にて運営）に上場する米国外企業が登録されている。例えば、アルゼンチン、オーストラリア、ベルギー、カンボジア、日本、カナダ、英国、南アフリカ等の証券取引所がQFEとされており、これらのQFEに上場するロシュ（スイス）、アディダス（ドイツ）、BASF（ドイツ）、BNPパリバ（フランス）等の普通株及びADRが登録されている。

OTCQXインターナショナル登録銘柄は、諸外国にて既に上場を果たしていることから、OTCQXインターナショナルとしては、QFEで求められる情報開示を英語でも行うこと、重要な情報などを1934年証券取引所法12g3-2(b)に従って英語で開示すること、登録時に0.25ドル以上の買い気配があること等を登録基準として定めている。

OTCQXインターナショナルは、米国の投資家にアクセスしたい一方で、コストの観点で、NYSEやナスダックに上場する程ではないと考える外国企業向けの市場である。NYSEやナスダック等の上場維持の開示・会計・リーガルコストは、年間100～200万ドルである一方で、OTCQXインターナショナルは年間で最大30万ドル程度と安価である。また、OTCQXインターナショナルへの登録は、SECに登録する必要がないため、サーベンス・オクスリー法が求める内部統制要件などの対応負担を回避できる⁷。

2. 多種多様な企業が幅広く登録されているOTCQB

OTCQBは、米国内外の成長局面にある中小企業向けの市場である。同市場は、株価が0.01ドル未満の企業や破綻会社については登録不可としているが、その基準はOTCQXよ

⁶ OTCマーケット・グループのウェブサイト（<https://blog.otcmartets.com/2019/03/04/community-bank-regulations-should-foster-main-street-growth/#more-1437>）を参照。

⁷ 詳細は、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号（ウェブサイト版）を参照。

りも緩やかである。例えば、OTCQX は、非上場企業の登録時の時価総額が 1,000 万ドル以上であることを要件として規定しているが、OTCQB は時価総額に関する基準を設けていない。ただし、OTCQB は、SEC への報告基準等を満たすこと、100 株以上を保有する株主が 50 名以上であること、0.01 ドル以上の買い気配を維持すること、原則として発行済み株式の 10%以上が浮動株であること等を登録基準として定めている（前掲図表 2）。

OTCQB は、米国内外の成長局面にある中小企業向けの市場と位置付けられているが、その実態は、成長局面に限らず、多種多様な企業が幅広く登録されている。例えば、OTCQB には、政府支援企業である連邦抵当金庫（ファニーメイ）及び連邦住宅貸付抵当公社（フレディーマック）が発行した優先株が登録されている。また、OTCQB は、外国市場に上場する企業も取り扱っており、OTCQX インターナショナルでは QFE として認められていないマザーズ（東証）、マルタ証券取引所、ナイジェリア証券取引所、カタリスト（シンガポール証券取引所）等を QFE とし、それら証券取引所に上場する米国外企業が登録されている。

3. 9,000 社以上の企業が登録されているピンク・オープン・マーケット

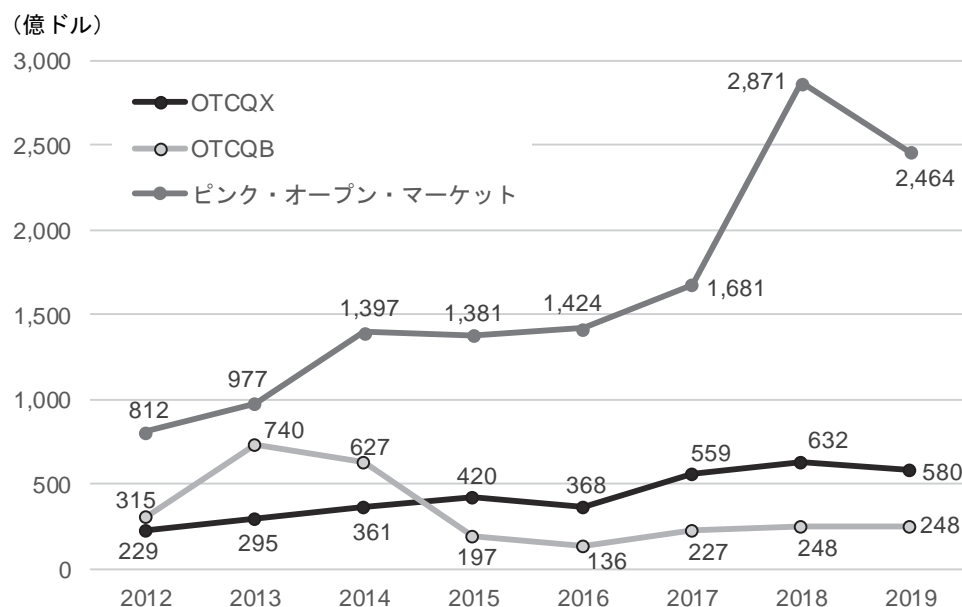
ピンク・オープン・マーケットは、マーケット・メイカーによる気配が提示されている非上場企業及び米国外の上場企業向けの市場であり、OTCQX や OTCQB のように、開示やコーポレート・ガバナンスに係る登録基準を設けていない。つまり、ピンク・オープン・マーケットは、OTCQX や OTCQB の登録基準に適合しない銘柄が自動的に分類される市場であり、ペニーストック（1 株当たり 1 ドル未満で取引される株式）やシェルカンパニー（実態のないペーパー・カンパニー）等も登録されている。

ピンク・オープン・マーケット登録銘柄は、継続開示の有無や直近の開示時期に応じて、適時開示（OTC マーケッツ・グループの情報開示ガイドラインに基づいて情報開示を行っている）、限定開示（過去 6 か月以内に開示した財務情報等が存在する）、非開示（情報を全く開示していない、または 6 か月以前の古い情報のみが存在する）の 3 つのカテゴリーに分類されている。そのため、ピンク・オープン・マーケットに投資する際には、投資判断に必要な情報を入手できないリスクがある。特に、情報開示が行われていない時価総額の小さな銘柄については、誤った情報を流布して株価を操作する行為が行われることがあり、SEC も注意喚起をしている⁸。

ピンク・オープン・マーケットの登録銘柄数は 9,307 社と、OTCQX の 489 社、OTCQB の 959 社よりも多く、図表 3 が示す通り取引金額も多い。特に、ピンク・オープン・マーケットは、上場廃止となった企業が登録されることになる市場区分として知られている。例えば、アメリカン・エアラインは、2012 年 1 月に NYSE において上場廃止となり、2013 年 12 月にナスダックに再上場を果たしているが、上場が廃止されていた間、同社株式は

⁸ SEC, “Microcap Stock: A Guide for Investors,” September 18, 2013.

図表 3 OTC マーケットの取引金額の推移



(出所) OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

ピンク・オープン・マーケットにおいて売買されていた。

更に、ピンク・オープン・マーケットには、米国外の上場企業も登録されており、日本企業については、258 銘柄の ADR と 278 銘柄の F シェアーズが取引されている（2020 年 3 月末時点）。F シェアーズは、米国外の上場企業の普通株であり、1 株単位で取引が可能である⁹。日本企業の代表的な F シェアーズは、トヨタ自動車、NTT、日本たばこ産業（JT）、コマツ、日立製作所、東京ガス、資生堂、アステラス製薬、三井物産、旭化成、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、任天堂、ファナック、キヤノン等である。

IV OTC マーケットにおける取引の仕組み

1. OTC リンク LLC が運営する気配表示システム

非上場企業が、証券取引所に新規株式公開（IPO）する場合、同企業（発行会社）は SEC に登録することが求められる。他方で、非上場企業が OTC マーケットで登録されるには、ブローカー・ディーラーによる SEC 申請が必要となる。ブローカー・ディーラーが、FINRA に対して、SEC 規則 15c2-11 に基づいてフォーム 211（対象銘柄の概要等を記載）を提出し、それを FINRA が承認することによってティッカーコードが設定され、

⁹ 日本に上場する企業の F シェアーズは、1 株単位で取引可能であることから、100 株を売買単位とする東証よりも、少額で取引できる。その詳細は、岡田功太、片寄直紀「上場株式の売買単位と個人向け証券取引のイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2020 年春号を参照。

OTC マーケットにて気配表示が可能となる。

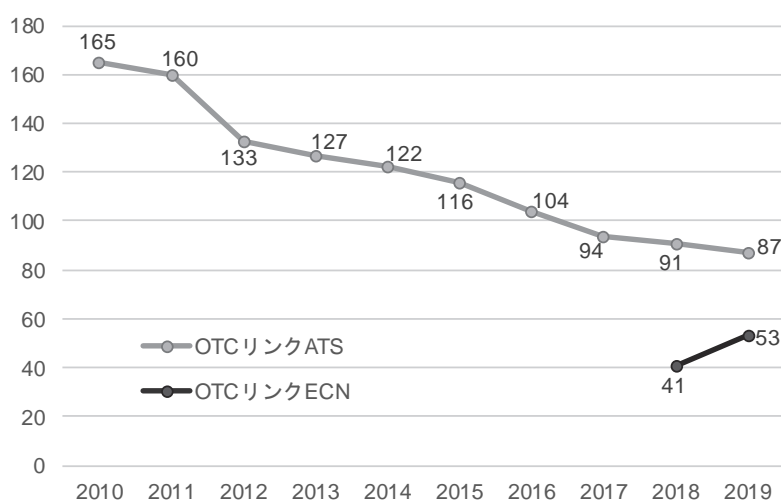
OTC マーケットの登録銘柄は、OTC リンク LLC (OTC マーケッツ・グループの 100% 子会社) が運営する「OTC リンク ATS」と「OTC リンク ECN」という 2 つの気配表示システムにおいて取引されている。OTC リンク ATS 及び OTC リンク ECN は、代替取引システムとして、SEC 及び FINRA の規制・監督下にある。代替取引システムとは、既存の証券取引所と同等の機能を果たすシステムのうち、利用者への規制・監督機能を持たないものを指す¹⁰。

OTC リンク ATS は、2 者間 (バイラテラル) で相対取引をするための気配表示のシステムであり、注文を出しているブローカー・ディーラー同士で直接コミュニケーションを取る仕組みである。OTC リンク ECN は、複数のブローカー・ディーラー間 (マルチラテラル) で自動かつ匿名で注文のマッチングを行う気配表示システムである。OTC リンク ECN に参加するマーケット・メイカーは、自身が使用しているユーザー・インターフェース等から、直接的に同システムにアクセスして発注することができるため、取引時間が短縮化されている¹¹。

2. OTC リンクに気配提示する高頻度取引業者

OTC マーケットの取引高は増加傾向にあるが、OTC リンク ATS に参加し、気配表示するマーケット・メイカーは、2010 年の 165 社から 2019 年の 87 社に減少している (図表 4)。これは、同市場の電子化と高速化が進展し、マーケット・メイカーがシタデル・セ

図表 4 OTC マーケットに参加するマーケット・メイカーの社数



(出所) OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

¹⁰ 詳細は、大崎貞和「米国における ATS (代替的取引システム) 規制の導入」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号を参照。

¹¹ OTC マーケッツ・グループのウェブサイト (<https://www.otcmarkets.com/otc-link/otc-link-ecn>) を参照。

キュリティーズやバーチュ・ファイナンシャル等の HFT 業者に集約された結果である。

OTC リンク ECN は、2017 年 12 月に運営が開始された比較的新しい気配表示システムであり、マーケット・メイカー53社が参加している。OTC リンク ECN は、自動かつ匿名で注文のマッチングを高速で行うことから、HFT 業者にとって活用しやすい気配表示システムとして位置づけられている。このように、HFT 業者は、NYSE 等の上場市場においても、積極的に気配提示をしており、上場銘柄の最大級のマーケット・メイカーとして知られているが、OTC マーケットにおいても一定の存在感を有している。

なお、OTC リンク LLC は、ブローカー・ディーラーとして FINRA の会員になっているため、自主規制に服しており、SEC に対する報告義務も課せられている。つまり、OTC リンク ATS 及び OTC リンク ECN において気配表示されている銘柄（SEC 登録を免除されている銘柄も含む）については、FINRA のルールで規定される相場操縦等の不公正取引の禁止や最良執行義務等が課されている。

3. NYSE と競合する OTC リンク ECN

OTC リンク ATS では、マーケット・メイカーは固定費（月会費や接続料等）及び変動費（ブローカー・ディーラー間のコミュニケーション量に応じた費用等）を OTC リンク LLC に支払うが、OTC リンク ECN は、メイカー・テイカー・モデルを採用している。メイカー・テイカー・モデルとは、流動性の増加（指値提示者の増加）を促すことを意図して設計される手数料体系である¹²。メイカー・テイカー・モデルを採用する取引施設（証券取引所及び代替取引システム）は、自市場で約定した取引について、新たに流動性をもたらした指値提示者（メイカー）にその対価（リベート）を支払い、その相手方となって指値に応じる注文の出し手（テイカー）から手数料（フィー）を徴収する。つまり、取引執行場所の収益は、テイカーフィーとメイカーリベートの差分となる。

OTC リンク ECN のメイカーリベートは、1株当たりの価格が1ドル以上の場合、月次の取引株数別に金額を設定している。テイカーフィーは1株当たり0.0029ドル、OTC リンク ECN にて取引が成立せずに、OTC リンク ATS に回送された場合は、1株当たり0.0035ドル、NYSE が運営する OTC マーケットであるグローバル OTC 等に回送された場合は、1株当たり0.004ドルである（図表5）。

なお、OTC リンク ECN で取引が成立せずに、注文が OTC リンク ATS 等の外部市場に回送された場合についても、注文の匿名性は保持される。

¹² 詳細は、岡田功太、齋藤芳充「米国株式市場のメイカー・テイカー・モデルを巡る議論—流動性向上策としてのリベートの功罪—」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

図表 5 OTC リンク ECN のメイカー・テイカー・モデルの手数料体系

月次の取引株数当たりのメイカーリベート（ドル）	
1 株から 999,999 株	0.001
1,000,000 株から 4,999,999 株	0.0012
5,000,000 株から 14,999,999 株	0.0017
15,000,000 株以上	0.0026
テイカーフィー（ドル）	
取引を執行した場合	0.0029
OTC リンク ATS へ注文を回送させた場合	0.0035
OTC リンク ATS 以外に注文を回送させた場合	0.004

(注) 1 株当たりの価格が 1 ドル以上の場合

(出所) OTC マーケッツ・グループより野村資本市場研究所作成

V OTC マーケット登録銘柄に対する州の証券規制

1. ブルースカイ法による証券規制の枠組み

米国では、証券規制は連邦法のほか、州法でも証券詐欺から投資家を保護する観点で規制が行われている。つまり、発行会社に対して投資を行う投資家が、複数の州（コロンビア自治区、グアム、プエルトリコ、ヴァージン諸島を含む）に所在している場合、連邦法に加えてそれぞれの州法（ブルースカイ法）に則って、証券の登録や投資勧誘等を行う必要がある。各州法における規制は、連邦法である 1956 年統一証券法、1985 年改正統一証券法、2002 年統一証券法等を参考にして制定されていることが多いため、その基本的な規制枠組みは多くの州で共通している。しかし、州法における適用免除の条件や開示基準等の運用は、各州に一任されている部分が大きく、投資勧誘に係る実質的な基準は州毎に異なる。

1996 年証券市場改革法は、上場証券や適格購入者（Qualified Purchaser）のみに募集・売付がなされる証券の場合には、ブルースカイ法の適用免除となることを統一的に明示した¹³。それに対して、OTC マーケットは非上場証券を取り扱っており、1996 年米国市場改革法で定められた適用除外証券に該当しないことから、OTC マーケット登録銘柄の投資勧誘は、原則として各州のブルースカイ法に準拠する必要がある、コンプライアンス負担が重くなる。

ただし、ブルースカイ法の適用除外となる証券は、連邦法に加えて各州の判断でも規定することが可能である。そこで、OTC マーケット登録銘柄が、各州の判断に基づいてブルースカイ法の適用を免除（Manual Exemption）されるか否かが重要になる。

¹³ 適格購入者（Qualified Purchaser）とは、①（配偶者との共同保有を含めて）500 万ドル以上の投資資産を持つ個人、②家族関係にある 2 人以上によって直接・間接的に保有される、500 万ドル以上の投資資産を持つ会社、③①、②、④に該当する者が出資し、受託者が決定権限を持つ信託、④自己または他の適格購入者の勘定で 2,500 万ドル以上の投資資産に裁量を有する形で保有する個人、のいずれかに当てはまる者。

2. 各州におけるブルースカイ法の適用免除

1956年統一証券法は、ブルースカイ法の適用免除基準として、「経営者の名前、直近18か月以内に作成された貸借対照表、直近もしくは最終事業年度の損益計算書が公表されている公認証券マニュアル（Recognized Securities Manual）」を利用するという規定を規定しており、その後も1985年や2002年に定義の厳格化が行われている。同法の規定は、OTCマーケット登録銘柄の中でも、公認証券マニュアルに情報が掲載された企業については、ブルースカイ法の適用が免除されることを容認している。

他方で、1956年統一証券法の規定を州法として採用するのか、また採用する場合に、具体的に何を公認証券マニュアルとして認めるかという点については、各州政府が規定する権限を有する。SECによると、2016年までは多くの州が、S&P、フィッチ、マーゼントが発行するマニュアル¹⁴に情報が掲載されている企業か否かを基準としていた。そして、当時は大部分のOTCマーケット登録銘柄がS&Pのマニュアルに情報開示していたので、ブルースカイ法の適用免除となるという仕組みであった¹⁵。

しかし、2016年にS&Pのマニュアルが廃止され、OTCマーケット登録銘柄が多くの州でブルースカイ法の適用対象となったため、ブローカー・ディーラーは同銘柄を投資勧誘しにくくなってしまった。そこで、OTCマーケット・グループ及び北米証券管理者協会（NASAA）は、OTCQX及びOTCQBを公認証券マニュアルとして容認するよう、各州政府に対する働きかけを開始した¹⁶。その結果、各州政府は、その提案を受け入れて、OTCQX及びOTCQBを公認証券マニュアルとするようになっている。近年、ブルースカイ法を適用免除とする州の数は増加傾向にあり、ブローカー・ディーラーの投資勧誘によって流動性の向上が図られている（図表6）。

なお、ピンク・オープン・マーケットには登録基準が設けられていないため、ブルースカイ法が適用されている。情報開示が限られていることが多いピンク・オープン・マーケット区分の企業については、ブルースカイ法に則った対応を行うことは極めて難しい。

図表6 ブルースカイ法の適用免除となっている州の数

	OTCQX	OTCQB
2017年3月	20	17
2018年3月	29	26
2019年3月	34	31
2020年3月	36	33

（出所）OTCマーケット・グループより野村資本市場研究所作成

¹⁴ Standard & Poor's Corporation Records, Fitch Investors Service, Mergent's Investor Service の3つのマニュアル。

¹⁵ NASAA, "Notice of Request for Public Comments Regarding a Proposed Model Rule to Designate Nationally Recognized Securities Manuals for Purpose of the Manual Exemption and a Proposed Model Rule to Exempt Secondary Trading in Securities Issued by Regulation A –Tier 2 Issuers," July 19, 2018.

¹⁶ OTCQX及びOTCQBが公認証券マニュアルの機能を果たしている理由として、OTCQXとOTCQBに登録する銘柄は情報開示が求められており、またその開示内容もOTCマーケットによってモニタリングされ、適時の開示が行われていない銘柄はこれらの区分から除外されることが挙げられている。

3. ブルースカイ法の適用免除基準の統一を巡る議論

米国の各州政府は、それぞれ異なる手段を用いて、ブルースカイ法の適用を免除している。例えば、デラウェア州政府は規則¹⁷を策定し、コネチカット州政府はノー・アクション・レターを発行¹⁸することで、ブローカー・ディーラーはブルースカイ法の適用を受けずに OTCQX 及び OTCQB の登録銘柄の投資勧誘が可能となっている。

それに対して、SEC の中小新興企業に係る諮問委員会は 2017 年 5 月、現在のブルースカイ法の適用基準が、株式流通市場における流動性向上を阻害し、中小新興企業の円滑な資金調達に阻害されている可能性があると指摘した¹⁹。具体的には、レギュレーション A のティア 2²⁰に基づいて発行された証券は、株式発行時には州への登録が求められていないが、株式を流通させるためには州毎のブルースカイ法の適用を受けることや、OTCQX や OTCQB の登録銘柄も含めてブルースカイ法の適用基準が州間で統一されていない点を問題視した。

上記の指摘を踏まえて、NASAA は 2018 年 3 月に、モデル・ルールにおいて、①OTCQX 及び OTCQB 登録会社、②レギュレーション A のティア 2 に基づいて発行された証券について、ブルースカイ法の適用免除とすることについて、パブリックコメントの募集を行った²¹。モデル・ルールとは、NASAA が 1989 年 4 月に制定したものであり、州がブルースカイ法適用免除基準を策定する際の参考事例として位置づけられている²²。NASAA は 2019 年 5 月にモデル・ルールを改正し、上記②についてはブルースカイ法の適用免除とすることを定めた²³。NASAA のモデル・ルールを採用するかについては、あくまでも各州政府が裁量を有するが、基準統一に向けた機運は高まっていると言える。

他方、SEC は 2019 年 6 月に、私募発行に関する規制の簡素化に係るコンセプト・リリースを公表した。その中で、ブルースカイ法の適用免除を望む発行会社は、フィッチまたはマージェントのマニュアルに情報を記載しなければならないが、そのためにはコストがかかるため、発行体の負担が大きくなることを問題視している²⁴。今後、SEC を中心に、州毎に異なるブルースカイ法の適用免除基準の統一に係る議論が進展していく可能性があり、その結果として、OTC 登録銘柄が勧誘しやすくなり、非上場企業の流動性が高まることが期待されている。

¹⁷ Rules 508(a) Pursuant to the Delaware Securities Act.

¹⁸ コネチカット州政府のウェブサイト (<https://portal.ct.gov/DOB/Securities-Bulletin/2018/Spring-2018-Securities-Bulletin>) を参照。

¹⁹ Securities and Exchange Commission Advisory Committee on Small and Emerging Companies, “Recommendation Regarding Secondary Market Liquidity for Regulation A, Tier 2 Securities,” May 15, 2017.

²⁰ レギュレーション A のティア 2 とは、JOBS 法に基づいて、2015 年 6 月に導入された制度であり、12 か月間で 5,000 万ドルまでの資金調達を行うことを可能とするもので、転売制限も付されない。

²¹ 前掲脚注 15 を参照。

²² NASAA, “Uniform Limited Offering Exemption,” September 21, 1983. (最終改定は April 29, 1989)

²³ NASAA, “Model Rule to Provide a Transactional Exemption from Registration for Transactions in Securities of Issuers That Comply with Ongoing Reporting Requirements under Tier 2 of Regulation A,” May 19, 2019.

²⁴ SEC, “Concept Release on Harmonization of Securities Offering,” June 18, 2019.

VI OTC マーケッツ・グループの成長戦略

1. オンラインによる IR 活動及び資金調達をサポート強化

OTC マーケッツ・グループは、今後の成長戦略として、第一に、コーポレート・サービスの強化を挙げている。同社は 2019 年 1 月に、PR ニュースワイアーからバーチャル・インベスター・カンファレンシーズ (Virtual Investor Conferences) を買収した。同サービスは、オンライン会議の形で、企業の経営者が個人及び機関投資家に対してプレゼンテーションを行うことができるものである。OTC マーケッツ・グループは 2019 年に、同サービスを活用し、IR イベントを 18 回開催し、213 社の OTC マーケット登録企業と約 14,000 名の投資家が参加した。2020 年 3 月には米国地銀のカンファレンスを開催し、約 10 行が 30 分ずつ投資家に対してプレゼンテーションを行う場を設けるなど、時間効率が高い IR 活動をサポートしている。

また、2019 年 10 月には、ノース・キャピタル・インベストメント・テクノロジー (North Capital Investment Technology Inc.) と提携した。ノース・キャピタル・インベストメント・テクノロジーは、企業がレギュレーション A やレギュレーション D 等に基づいて私募の資金調達を行う場合に、オンライン上で、その業務フローやスケジュール、顧客確認 (KYC)、マネーロンダリング対応等をサポートする。つまり、ノース・キャピタル・インベストメント・テクノロジーとの提携は、OTC マーケット登録会社の資金調達ニーズに応じて、円滑な資金調達をサポートする狙いがあると言える。

2. 地銀のリスク分析及び登録銘柄のデューデリジェンス・ツールの提供

第二に、マーケット・データ・ライセンスの収入増大である。OTC マーケッツ・グループは 2019 年 2 月に、キャラバン (Qaravan Inc.) を買収した。キャラバンは、5,000 を超える銀行のリスク・パフォーマンス分析を行っているウェブ・ベースのソフトウェアを提供する。OTC US バンクに区分されている米国地銀だけではなく、OTC マーケットに登録されている約 550 行の米国地銀と、その投資家が、キャラバンのデータベースにアクセスすることにより、銀行業界全体のリスク分析や他行との業績比較等を行いやすくなる。キャラバンは 2020 年 2 月に、米国の銀行持株会社に係るデータを OTC マーケッツ・グループのウェブサイトにて公表し、米国地銀セクターの透明性及び流動性の向上に寄与することを目指している。

更に、OTC マーケッツ・グループは 2019 年 4 月に、カナリ (Canari) というコンプライアンス分析ツールの提供を開始している。カナリは、ペニーストックへの該当性、ホット・セクター (麻薬や暗号資産等) 関連銘柄か否か、名称や体制変更が頻繁に行われているか否か、流動性の変化等、19 種類のリスクファクターを用いて、銘柄ごとの総合的な

スコアを算出し、投資家に対して警告を発出するツールである。すなわち、カナリは、OTC マーケットの投資家向けのデューデリジェンス・ツールと言えるものであり、2020年3月末時点で42社が活用し、OTC マーケッツ・グループのマーケット・データ・ライセンス収入に寄与している。

3. 米国外企業の誘致や海外への事業展開の積極化

第三に、米国外上場企業の誘致と海外展開である。OTCQX インターナショナル及びOTCQB には、多くの米国外企業が登録されており、ピンク・オープン・マーケットには2,000銘柄以上のFシェアーズ等が登録されている。米国における投資家層の拡大や株式の流動性の向上を目指す米国外企業にとって、SEC登録は負荷が大きいと、母国市場で上場していればSEC登録が不要なOTCマーケットへの登録は魅力的な選択肢となり得る。実際に、OTCQXに登録した米国外企業は、登録以前と比べて母国市場での流動性が26%向上し、米国での流動性についても67%向上すると共に、株価を押し上げる効果や米国投資家による保有の拡大効果もあったという調査も公表されている²⁵。

そこで、OTC マーケッツ・グループは、米国外企業の誘致や、海外への事業展開を積極化している。同社は2017年10月に、カナダ証券取引所と提携し、米国及びカナダの両市場において、企業によるOTCマーケットへのアクセスを向上させることを目指している²⁶。また、同社は2018年10月に、OTC マーケッツ・グループ・インターナショナルという子会社を設立し、英国に初の海外拠点を設けて、欧州の上場企業の登録誘致を開始している。

VII OTC マーケットの成長を踏まえた日本の株式市場への示唆

1. 健全な水平的・垂直的な競争環境を創出する OTC マーケット

OTC マーケットは、非上場企業に対して、コスト効率の高い流動性を提供している。米国では、証券取引所への上場維持費用や、それに伴うサーベンス・オクスレー法が求める内部統制要件の遵守等、上場にかかる負担が大きいことが指摘されており、米国の上場企業数は過去20年で半数になっている。それに対して、OTC マーケットは、登録費用が安価であり、SEC登録も不要であるにもかかわらず、HFT業者による値付けやIR活動のサポート・ツール等が充実しているため、登録企業が流動性を享受するにあたってコスト効率性が高い。OTC マーケットは、IPOを検討している企業とっては、コスト効率の高い代替案として位置づけられていると言える。

また、OTC マーケットは、投資家保護と投資勧誘の適切なバランスを保持していると

²⁵ OTC Markets, "OTCQX: The US market of choice for international companies," December 2019.

²⁶ Canadian Securities Exchange, "OTC Markets Group and the Canadian Securities Exchange to Announce Strategic Alliance," October 2, 2017.

評価することもできる。ピンク・オープン・マーケットには、全く情報開示していない企業も登録されており、投資家はリスクに留意しつつ自己責任で投資することができる。他方で、OTCQX や OTCQB には、米国外で上場している優良企業も登録されており、非上場株式市場でありながらブルースカイ法の適用が多く、州で免除されているため、その場合はブローカー・ディーラーが投資家に対して投資勧誘しやすい。つまり、OTC マーケットは、市場区分ごとに異なる登録基準を設けることで、非上場株式の投資家保護の枠組みを柔軟に構築することを目指している。

米国には、14 の証券取引所と、50 以上の代替取引システムがあり、流動性を獲得すべく投資家に対してより優良なサービスを提供することで、水平的な競争をしている。それに加えて、OTC マーケットにおいては、上場市場の 2.5 倍以上の企業が登録されており、企業は戦略的に上場または非上場を選択できることため、証券取引所と OTC マーケットとの垂直的な競争も激しい。OTC マーケットは、上場市場へのステップアップ市場であると同時に上場廃止企業の受け皿としても機能しており、米国株式市場全体のダイナミズムを生み出している。

2. 日本においても整備が求められる非上場株式市場

OTC マーケットを中心とした米国の非上場株式市場を巡る動向は、日本の株式市場の在り方を考える際に、示唆に富むものと言える。現在、東京証券取引所の市場構造の見直しに係る議論の進展を受けて、各上場市場の上場維持基準の変更が示されている。そのため、今後、上場企業による市場間の移行や、証券取引所からの退出が活発化する可能性があり、上場維持基準に抵触したために上場廃止になるような企業や、上場コストの負担を回避するために戦略的に非上場化する企業が増加することも考えられる。その際、日本においても、非上場化した企業の受け皿として非上場株式市場の形成が求められる。

実際、日本では、株主コミュニティ制度等を用いて、非上場株式市場を整備すべく議論が進展している。OTC マーケットのように、上場廃止企業だけではなく、日本国内外の優良企業を誘致することができれば、証券取引所との垂直的な競争を生むことにもつながるであろう。また、日本において非上場株式市場が発展すれば、同市場で流動性を獲得した日本国外の上場企業が、次のステップとして、日本の証券取引所に上場することも考えられ、上場企業の誘致につながる可能性もある。

日本の上場企業にとって、自社の株式の流動性を保つには、上場を維持して証券取引所において取引される必要がある。しかし、株式保有構造がリレーン重視の政策保有からインカムゲイン・キャピタルゲイン重視の純投資主体による保有へと移り、主たる投資家層が変化することで、企業が「株主」対応を見直すことが求められており、上場の費用対効果の検証が必要になってきている。その際、OTC マーケットのように、日本に非上場株式市場が整備されていれば、戦略的に非上場化することも経営方針の選択肢の一つとなり得る。

3. 日本の株式市場の参加者に対するデジタル・ソリューションの提供の必要性

OTC マーケッツ・グループの台頭は、証券会社をはじめとする株式市場の参加者に対してデジタル・ソリューションの活用を促す側面もある。同社は、相次ぐ買収や提携によって、オンラインによる登録企業の IR 活動や資金調達をサポート、投資家が投資判断をする際のデューデリジェンス・ツールの拡充に注力している。同社の成長は、マーケット・データ・ライセンスとコーポレート・サービスが牽引してきた経緯があるが、今後も、投資家及び発行体向けのオンライン・サービスを拡充することで収益の増加が期待されている。

つまり、OTC マーケッツ・グループは、非上場株式を取り扱う証券会社としての機能も有していると言える。これは、日本において、非上場株式市場が発展した場合、同市場の運営者は、日本の証券会社と一部の事業において競合関係になり得ることを示唆している。特に、新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）の影響で、投資家と発行体が対面で会うことが叶わない中、オンラインによる IR 活動、資金調達、投資判断等をサポートするデジタル・ソリューションの提供は欠かせなくなっている。すなわち、米国における OTC マーケッツ・グループの成長の経緯を踏まえれば、日本における非上場株式市場の発展は、証券会社の IR 活動、資金調達、投資判断等に関連するサービスのデジタル化を必要としているとも言える。今後の日米の非上場株式市場巡る競争の活性化とサービスの革新を巡る動向は注目に値しよう。