

## 米国 OTC マーケットの活性化に向けた制度改革 －「日本版 OTC マーケット」創設への示唆－

岡田 功太、加藤 貴大

### ■ 要 約 ■

1. 米国最大級の登録銘柄数を誇る OTC マーケットにおいては、高頻度取引業者等のブローカー・ディーラーが、非上場企業約 1 万銘柄の気配を表示し、数多くの個人投資家が同銘柄を取引している。しかし、その中には、情報開示をしていない銘柄も含まれており、詐欺や相場操縦事案が散見される等、同市場をめぐる制度の見直しの必要性が生じていた。
2. 米国証券取引委員会は 2020 年 9 月、1934 年証券取引所法の規則 15c2-11 を改正し、ブローカー・ディーラーに対して、気配表示をするよりも前に、対象銘柄の開示情報が公開された現在のものであるかを継続的に確認すること等を義務付け、OTC マーケットの効率性及び透明性の向上や、投資家保護の強化を図った。
3. 改正規則 15c2-11 は、ブローカー・ディーラーに対して、OTC リンク ATS（OTC マーケットが運営する代替取引システム）等が公表する発行体情報の参照を容認した。これにより、ブローカー・ディーラーは、非上場株式の気配表示をするにあたって、発行体情報を取得する等の事務的負担を軽減することが可能となった。
4. 足元、日本においては、スタートアップ企業の育成や上場廃止企業の受け皿市場の必要性という観点から、「日本版 OTC マーケット」ともいべき非上場株式市場の創設の必要性が顕在化し始めている。米国の OTC マーケットの市場構造や改正規則 15c2-11 による対応を踏まえた上で、「日本版 OTC マーケット」の創設に向けた規制改革を積極化する必要があるのではないだろうか。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 岡田功太・片寄直紀「米国株式市場の競争を促す OTC マーケット」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号。
- ・ 岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組み－自衛力認定投資家の規制緩和を中心に－」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号。

## I 米国 OTC マーケットの投資家保護の強化に向けた規制改革

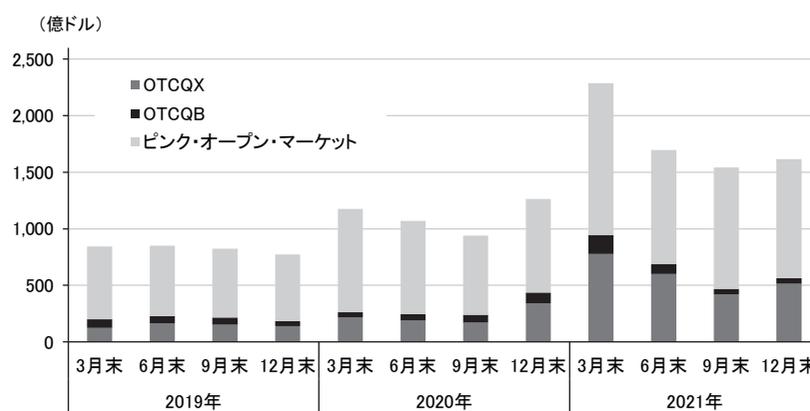
OTC マーケットは、米国最大級の登録銘柄数を誇る非上場株式市場である<sup>1</sup>。OTC マーケット・グループが運営する同市場においては、高頻度取引（HFT）業者等のブローカー・ディーラーが、非上場企業約 1 万銘柄の気配を表示しており、数多くの個人投資家が同銘柄を取引している。足元、OTC マーケットの取引ボリュームは概ね増加傾向にある（図表 1）。

従前、OTC マーケット登録銘柄の中には、十分な情報開示を行っていない非上場企業が含まれていたこともあり、詐欺や相場操縦事案が散見された。そこで、米国証券取引委員会（SEC）は、OTC マーケット登録銘柄の発行体情報に係る透明性の向上を図り、詐欺や相場操縦から投資家を保護する観点から、2020 年 9 月に 1934 年証券取引所法の規則 15c2-11 を改正し、2021 年 9 月に同改正規則を発効した。具体的には、ブローカー・ディーラーに対して、気配表示をするよりも前に、発行体の開示情報が公開された現在のものであるかを継続的に確認すること等を義務付けるものである。

このような改正の背景には、詐欺や相場操縦事案への対応が求められただけではなく、規則 15c2-11 が最後に改正された 1991 年と比べて、情報通信技術等の発展によって、発行体に関する情報の提供や更新、拡散が容易になり、非上場企業が発行した証券の取引がし易くなったことも影響している。つまり、改正規則 15c2-11 は、OTC マーケットの効率性及び透明性の向上や投資家保護の強化を目的としたものと言える。

本稿では、OTC マーケット及び改正規則 15c2-11 の概要を踏まえた上で、日本において非上場株式の市場形成を目的とした制度整備をする際の示唆について考察する。なお、規則 15c2-11 は気配表示を行うブローカー・ディーラー全体に対して適用されるが、本稿では OTC マーケット登録銘柄に焦点を当てて考察している。

図表 1 OTC マーケットの各市場区分における取引ボリュームの推移



(出所) OTC マーケットより野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 米国の非上場株式市場には、OTC マーケット以外にもナスダック・プライベート・マーケットやフォージ・グローバルなどが存在する。詳細は、岡田功太・片寄直紀「米国株式市場の競争を促す OTC マーケット」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号、野村資本市場研究所「ベンチャー・ファイナンスの多様化に係る調査」2021 年 3 月 31 日を参照。

## Ⅱ 上場市場と類似した構造を有する米国 OTC マーケット

OTC マーケットでは、情報開示要件が異なる複数の市場区分が設けられており、上場銘柄と概ね同水準の開示要件が課されている区分もある。そうした銘柄の流通市場の仕組みは、上場市場と類似している側面がある。以下では、OTC マーケットの各市場区分の概要、開示要件及び流通市場構造を概観する。

### 1. 階層化された市場区分

OTC マーケットは、企業の開示や財務状況等によって、OTCQX、OTCQB、ピンク・オープン・マーケットの3つの区分が設けられている<sup>2</sup>。OTCQX では、米国内外の優良企業や米国地銀を含む 621 銘柄が取引されており、OTCQB では、米国内外の中小企業や連邦抵当金庫（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）を含む 1,250 銘柄が取引されている（図表 2）。ピンク・オープン・マーケットでは、上場廃止となった銘柄や、OTCQX や OTCQB の登録基準に適合しない銘柄が取引されている。

従前、ピンク・オープン・マーケットは、①ピンク・カレント（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）、②ピンク・リミテッド（過去 6 か月以内に開示した財務情報等が存在する）、③ピンク・ノー・インフォメーション（情報を全く開示していない、または 6 ヶ月よりも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た。

今般、規則 15c2-11 が改正され、ブローカー・ディーラーは、気配表示をするにあたって、事前に非上場企業の開示情報を確認すること等が義務付けられた。そこで、OTC マーケットは、ピンク・ノー・インフォメーションを廃止し、エキスパート・マーケットを新たに設けた。2021 年 9 月 27 日（改正規則 15c2-11 発効の前日）から同年 10 月 8 日に

図表 2 OTC マーケットの上場銘柄数

市場区分	銘柄数
OTCQX	621 銘柄
OTCQB	1,250 銘柄
ピンク・オープン・マーケット	9,901 銘柄
ピンク・カレント	5,435 銘柄
ピンク・リミテッド	4,466 銘柄
エキスパート・マーケット	4,019 銘柄
グレー・マーケット	1,149 銘柄

(注) 各銘柄数は、いずれも 2022 年 3 月 8 日時点のものを表す。

(出所) OTC マーケットより野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> OTC マーケットの各市場区分には、それぞれ情報開示要件だけではなく、コーポレート・ガバナンスに関連する基準等も設けられている。詳細は、前掲脚注 1 論文を参照。

かけて、ピンク・ノー・インフォメーションに分類されていた非上場企業のうち、発行体の情報が十分に確認することができない 2,247 銘柄がエキスパート・マーケットに移行し、発行体の情報が全く確認できない 1,757 銘柄がグレー・マーケットに移行した<sup>3</sup>。

エキスパート・マーケットとは、プロ投資家のみ気配閲覧が可能な市場である。ここでいうプロ投資家とは、1933 年証券法規則 144A(a)(1)が規定する適格機関購入者 (qualified institutional buyer)、1933 年証券法規則 501(a)が規定する自衛力認定投資家 (accredited investor)<sup>4</sup>、1940 年投資会社法が規定する登録投資会社、1940 年投資顧問法規則 203 が規定する登録投資顧問会社、銀行、銀行持株会社、ブローカー・ディーラー等を指す。

グレー・マーケットは、情報開示をしていない発行体が登録されている市場である。ブローカー・ディーラーは、グレー・マーケット登録銘柄の気配を表示できないため、投資家による同銘柄の取引は行われていない。このように、グレー・マーケットは、他の市場区分の登録基準に適合しなくなった非上場企業の受け皿市場と位置づけられる。例えば、ピンク・オープン・マーケット及びエキスパート・マーケット登録銘柄が、何らかの理由で情報開示ができなくなった場合、グレー・マーケットに分類される。逆に、グレー・マーケット登録銘柄が、情報開示をし始めることで、ピンク・カレントやピンク・リミテッド等の他の市場区分に分類されることもある。実際に、2021 年 9 月 27 日 (改正規則 15c2-11 発行の前日) から同年 10 月 8 日にかけて、グレー・マーケットに分類されていた非上場企業のうち、発行体情報を公表し始めた 1,119 銘柄が、ピンク・カレントまたはピンク・リミテッドに移行した<sup>5</sup>。

## 2. 市場区分毎に異なる開示要件

非上場企業が OTC マーケットで取引されるには、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、金融取引業規制機構 (FINRA) に対してフォーム 211 (対象銘柄の概要等を記載した申請書) を提出し承認された場合、ティッカー・コードが設定され、OTC マーケットにて気配表示が可能になる。

加えて、非上場企業が OTC マーケットで取引されるには、開示要件も遵守する必要がある (図表 3)。例えば、OTCQX、OTCQB、ピンク・カレントに登録されている米国非上場企業は、レギュレーション A をはじめとした募集制度が規定する開示要件の遵守が義務付けられており、EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval) システムを

<sup>3</sup> 改正規則 15c2-11 の発効時に、各市場区分に沿った情報開示を行うことで、ピンク・ノー・インフォメーションからピンク・カレントに移行した銘柄も存在すると推察される。詳細は、OTC Markets, “Amended SEC Rule 15c2-11 Impact – A More Transparent, Global OTC Markets –,” October 15, 2021. を参照。なお、改正規則 15c2-11 の発効後一定期間、OTC マーケットにおいては大きな混乱が生じた。例えば、従前、ピンク・カレントに分類されていたある銘柄が、2021 年 9 月 27 日にエキスパート・マーケットに移行し、同年 9 月 29 日にピンク・カレントに戻され、同年 10 月 5 日に再びエキスパート・マーケットに移行した。詳細は、“An SEC Rule Was Meant to Protect Individual Investors. Chaos Ensued,” *The Wall Street Journal*, October 8, 2021 を参照。

<sup>4</sup> 詳細は、岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組みー自衛力認定投資家の規制緩和を中心にー」『野村資本市場クォーターリー』2020 年秋号を参照。

<sup>5</sup> 前掲脚注 3 を参照。

図表 3 各市場区分における開示要件

	OTCQX	OTCQB	ピンク・カレント	ピンク・リミテッド	エキスパート・マーケット	グレー・マーケット
SEC の報告要件	レギュレーション A 等の SEC による報告要件が課される企業のうち、米国企業対象の OTCQX 規則の遵守及び EDGAR を通じた適時開示を行う	レギュレーション A 等の SEC による報告要件が課される企業のうち、OTCQB 基準の遵守及び EDGAR を通じた適時開示を行う	レギュレーション A 等の SEC による報告要件が課される企業のうち、EDGAR を通じた適時開示を行う	レギュレーション A 等の SEC による報告要件が課される企業のうち、過去に報告義務を怠ったものの、以下の期間内に公表された開示資料がある ・ SEC 関連の報告書: 報告期限から 180 日以内 ・ レギュレーション A: 年次報告書(会計年度末から 120 日以内)または中期報告書(対象期間末から 90 日以内)	レギュレーション A を含む SEC による報告要件が課されているが、報告義務を怠った企業で、ピンク・リミテッドに挙げられる期限内の情報開示を行っていない	以下のいずれにも該当しない企業
米国外企業に対する報告要件	米国外企業向けの OTCQX 規則の遵守及び英語による情報開示を行う	OTCQB 基準の遵守及び英語による情報開示を行う	米国外の証券取引所に上場し、英語による適時開示を行い、かつ以下のいずれかの要件を満たす ・ 英語による情報開示を求める米国外の取引所に上場している ・ 発行体が OTCIQ <sup>(注)</sup> 経由で証明書 (Certification) を発行している ・ 預託証券に係る銀行が証券 (Representation) を提出している	英語による情報開示義務のない米国外の取引所に上場し、現地で適時開示書類を発行している場合で、以下のいずれかの要件を満たす ・ 大企業要件が適用される銘柄で PBQ ( Proprietary Broker-dealer Quotes) が行われている ・ 大企業要件が適用されない銘柄で、非勧誘気配表示が行われている 英語での情報開示を求める米国外の取引所に上場しているものの、英語による情報開示が適時ではない(8~12 カ月前)	現地の取引所から上場廃止された、または発行体に関する財務情報が 12 カ月以上前である場合	・ 最初の情報レビュー、あるいはブローカーによるフォーム 211 の作成 ・ 大企業要件を満たす ・ ブローカー・ディーラーが非勧誘気配表示を行う

(注) OTCIQ は、OTC マーケットが提供する発行体が自らの情報を投資家に提供するためのツールである。

(出所) OTC マーケットより野村資本市場研究所作成

通じた適時開示も行う必要がある。レギュレーション A とは、登録免除募集の一種であり、1933 年証券法第 3 条(b)項に基づいて、小規模事業による資本形成を向上させることを目的とした規則である<sup>6</sup>。

他方、ピンク・リミテッド及びエキスパート・マーケットに登録されている米国非上場企業には、レギュレーション A 等の募集制度が規定する開示義務を怠った企業が含まれている。過去に年次報告書等を公表したことがある非上場企業はピンク・リミテッドに分類され、そうでない非上場企業はエキスパート・マーケットに登録される。

OTC マーケットにおいては、米国外企業も取引されている。例えば、ロシュ、アディダス、BASF、BNP パリバ、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、三井物産等である。米国外企業のうち、OTCQX、OTCQB、ピンク・カレントは、米国外企業に対して、英語による情報開示 (適時開示を含む) を義務付けているが、ピンク・リミテッド及びエキスパート・マーケットは、英語による情報開示を行っていない、あるいは最後に英語で情報開示を行ってから一定期間以上が経過している米国外企業を登録対象としている。

<sup>6</sup> 詳細は、岡田功太「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 年冬号、野村資本市場研究所「ベンチャー・ファイナンスの多様化に係る調査」2021 年 3 月 31 日を参照。

### 3. 非上場株式の流通市場の構造と取引プロセス

OTC マーケット登録銘柄は、OTC リンク ATS において取引されている。OTC リンク ATSとは、OTC リンク LLC（OTC マーケッツ・グループの 100%子会社）が運営する代替取引システム（ATS）であり、証券取引所と同等の機能（上場及び規制監督機能を除く）を有している<sup>7</sup>。

OTC リンク ATS において、非上場企業の気配表示をしているマーケット・メーカーは、主に HFT 業者と呼ばれるブローカー・ディーラーである。例えば、シタデル・セキュリティーズ、GTS、ジェーン・ストリート、サスケハナ、バーチュ・ファイナンシャル等が著名である<sup>8</sup>。一般的に、これら HFT 業者は、上場株式や ETF（上場投資信託）の値付けを担っていることで知られているが、OTC マーケット登録銘柄のマーケット・メーカーでもある。

OTC マーケットにおける最大の投資家は、個人投資家である。米国では、ブローカー・ディーラーは、各州の証券法（ブルスカイ法）及びその免除規定に基づいて、個人投資家に対して、非上場株式の投資勧誘をすることができる<sup>9</sup>。例えば、チャールズ・シュワブ等のリテール・ブローカーは、米国に証券口座を有する個人投資家に対して、OTC マーケット登録銘柄の取引を勧誘しており、同銘柄の取引を発注することが可能である。

OTC リンク ATS に参加している HFT 業者は、まずリテール・ブローカー等から受託した取引注文を店内化（自己勘定注文と対当させること）することで執行しようとする。店内化できなかった場合、HFT 業者は、OTC リンク ATS に参加している他の HFT 業者等と取引することで執行する。その後、ブローカー・ディーラーあるいは証券決済機関である DTC（The Depository Trust Company）によって決済される。このように、OTC マーケットの流通市場の仕組みには、証券取引所と類似している側面がある。

## III 米国改正規則 15c2-11 の概要

改正規則 15c2-11 は、投資家保護の観点から、OTC マーケット登録銘柄の気配表示を行うブローカー・ディーラーに対して、発行体情報の取得を義務付けている。一方、情報取得の免除要件や適格インターディーラー気配表示システム（Interdealer Quotation System）等を通じた情報取得の容認により、ブローカー・ディーラーの実務負担の軽減も図っている。以下では、改正規則 15c2-11 の内容を紹介する。

<sup>7</sup> 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。

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> 前掲脚注 1 論文を参照。

## 1. 非上場企業の「重要な開示情報」の取得・確認義務

改正前の規則 15c2-11 は、ブローカー・ディーラーに対して、発行体の重要情報を確認することを義務付けていたが、その重要情報の詳細については規定していなかった。

今般、SEC は、改正規則 15c2-11 において、気配表示を行うブローカー・ディーラーが事前に確認すべき事項として、「公開された現在のもの (current and publicly available)」である「発行体の重要な開示情報」を新たに規定した<sup>10</sup>。このような確認義務を「情報レビュー要件」と呼称する。情報レビュー要件における「現在 (current)」とは、各募集制度に応じて規定されている期間を指す (図表 4)。例えば、1933 年証券法に基づく有価証券届出書については、気配表示から 90 日前までに発行されていれば「現在」の情報とさ

図表 4 情報レビュー要件における「発行体の重要な開示情報」

<p>法令・諸規則により情報開示規制が課されている発行体</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>1933 年証券法に基づく有価証券届出書 (registration statement) で、気配表示から 90 日前までに発行されたもの</li> <li>レギュレーション A に基づく募集届出書 (offering statement) で、気配表示から 40 日前までに発行されたもの</li> <li>1934 年証券取引所法、レギュレーション A またはレギュレーション・クラウドファンディングに基づく適時開示義務が課せられている、あるいは 1934 年証券取引所法のセクション 12(g)(2)(G) に規定される証券の発行体による年次報告書 (annual report)</li> <li>規則 12g3-2(b) に準ずる 1934 年証券取引所法セクション 12(g) の規制が免除される海外のプライベート発行体による年次報告書</li> </ul>
<p>上記のいずれの情報開示規制も課されていない発行体 (その他発行体)</p> <p>以下①～⑤の情報</p> <p>① 気配表示から 12 ヶ月前までの以下の情報</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>発行体の名称及び過去 5 年間における前身法人 (predecessor) の名称</li> <li>発行体の本店所在地及び営業所所在地</li> <li>発行体及び過去 5 年間における前身法人の居所または登録を受けた州の名称</li> <li>証券の名称、アセットクラス及びティッカー・コード</li> <li>証券の 1 口当たりの価格または表示価格</li> <li>直近の会計年度終了時点における証券の発行数及び発行残高</li> <li>名義書換代理人の名称及び住所</li> <li>発行体の事業内容</li> <li>発行体が提供する商品またはサービスの概要</li> <li>発行体に関連する施設</li> <li>会社内部者 (company insider) の名称及び肩書</li> </ul> <p>② 以下の情報</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ブローカー・ディーラーまたはブローカー・ディーラーの関係者が、発行体と直接的または間接的に関連があるかどうか</li> <li>気配表示が他のブローカー・ディーラーの代わりに行うものか、そうである場合、そのブローカー・ディーラーの名称</li> <li>気配表示が、直接的または間接的に、発行体または会社内部者の代わりに行うものか、そうである場合、その者の名称及びその者の代わりに証券の販売が認められる法的根拠</li> </ul> <p>③ 直近の貸借対照表で、過去 16 ヶ月以内に発行されたもの</p> <p>④ ③の貸借対照表の作成日から過去 12 ヶ月以内に発行された損益計算書及び利益剰余金計算書</p> <p>⑤ 過去 2 会計年度分の③④と類似の財務情報 (前身法人がいる場合にはその情報を含む)</p>

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 230 and 240, Release Nos. 33-10842; 34-89891; File No. S7-14-19, RIN 3235-AM54, September 16, 2020.

図表 5 発行体の補足情報

・ 気配表示を依頼した者の名称、その者が発行体または会社内部者であるかどうか、依頼者から提供される気配表示を行う証券の取引情報
・ 気配表示から 12 ヶ月前までに発出された取引停止命令に関する記録または SEC による同命令に係る公表資料
・ 気配表示を行うよりも前にブローカー・ディーラーまたは適格インターディーラー気配表示システムが取得した発行体に関するその他重要な情報(不利な情報を含む)に関する資料

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

れる。他方で、「公開された (publicly available)」とは、EDGAR、州及び連邦政府、適格インターディーラー気配表示システム (詳細は後述)、FINRA のウェブサイト等で、パスワードや手数料等を要することなくアクセス可能な状態を指す。つまり、SEC は、規則 15c2-11 を改正することで、情報レビュー要件を厳格化し、気配表示を行うブローカー・ディーラーに対して、事前に確認すべき発行体情報のステータスを明確化した。

情報レビュー要件における「発行体の重要な開示情報」とは、各募集制度に応じて、詳細が規定されている (図表 4)。例えば、ある非上場企業が、レギュレーション A に基づいて非上場株式を発行し、OTC マーケットに登録したとする。その場合、ブローカー・ディーラーは同銘柄の募集届出書を取得する必要がある。ただし、OTC マーケットには、1933 年証券法やレギュレーション A の対象ではない証券も取引されている。そのような証券の発行体は、「その他発行体 (catch-all issuer)」と呼ばれる。ブローカー・ディーラーが、その他発行体の気配表示をする場合、発行体の事業内容や財務諸表、証券の発行残高など図表 4 下段の情報を取得する必要がある。

加えて、ブローカー・ディーラーは、情報レビュー要件を遵守するにあたって、発行体情報の正確性及び情報入手元の信頼性を確保すべく、発行体 (その他発行体を含む) の補足情報 (supplemental information) を記録・保管することが義務付けられている (図表 5)。

## 2. 情報レビュー要件の免除規定

規則 15c2-11 は、ブローカー・ディーラーの実務負担の軽減を図るべく、情報レビュー要件の免除規定を設けている。今回の改正では、従来からあるピギーバック (便乗) 免除要件 (piggyback exception) と非勧誘気配表示免除要件 (Unsolicited Quotation exception) における厳格化を含めた見直しに加え、新たな免除規定として大企業免除要件 (Large Company exception) と引受募集免除要件 (Underwritten Offering exception) を追加した。

以下本節では、これらの特例の概要及び改正内容について概説する。

### 1) ピギーバック免除要件

ピギーバック免除要件は、あるブローカー・ディーラーが、情報レビュー要件を遵守して、OTC マーケット登録銘柄の気配表示を既に行っていた場合、他のブローカー・ディーラーにおいては、自ら情報レビュー要件を遵守することなく、同銘柄の

気配表示を認めるという規定である。改正規則 15c2-11 は、あるブローカー・ディーラーが既に、OTC マーケット登録銘柄の気配表示をしている場合においても、他のブローカー・ディーラーは、図表 6 が示す発行体情報を取得しなければ、同銘柄の気配表示はできないとした。

従前、SEC は、ピギーバック免除要件によって、事業の実態がないような非上場銘柄についても、気配が表示されており、詐欺や相場操縦事案の発生要因になっていたことを問題視していた。例えば、ある OTC マーケット登録銘柄が、当初は事業を行っていたが、その後、事業実態を伴わないような状態に陥ったとする。その場合、あるブローカー・ディーラーが、当初、事業の実態があった際に同銘柄の気配を表示していれば、他のブローカー・ディーラーは、同銘柄の事業実態を確認できなかったとしても、ピギーバック免除要件に基づいて、気配表示をすることができる。

そこで、SEC は先般、規則 15c2-11 を改正することで、ピギーバック免除要件を厳格化し、ブローカー・ディーラーに対して図表 6 が示す発行体情報の取得を義務付け、OTC マーケットの透明性の向上を図った。更に、改正規則 15c2-11 は、ブローカー・ディーラーに対して、ピギーバック免除要件の適用を受けるにあたって、発行体情報の取得だけではなく、図表 7 が示す 4 点を満たすことを義務付けた。例えば、あるブローカー・ディーラーが、ピギーバック免除要件に基づいて OTC マーケット登録銘

図表 6 ピギーバック免除要件の適用を受ける際に必要な発行体情報

必要な書類または情報	参照可能な期間または情報
1934 年証券取引所法に基づく報告義務が課された発行体に係る情報	報告期間末(例:会計年度末、四半期末など)から 180 日以内に提出された情報
レギュレーション A に基づく報告義務が課された発行体に係る情報	発行体の会計年度末から 120 日以内または会計年度の中期末から 90 日以内に提出された情報
レギュレーション・クラウドファンディングに基づく報告義務が課された発行体に係る情報	発行体の会計年度末から 120 日以内に提出された情報
免除海外プライベート発行体に係る情報	直近の会計年度の初日以降に、発行体の所在国における法令上の義務に基づいて公表された情報または発行体が上場する取引所に提出した情報
その他発行体に係る情報	年次で直近に公開された情報、気配表示から 16 ヶ月以内に発行された貸借対照表及び貸借対照表の発行から 12 ヶ月前までに発行された損益計算書と利益剰余金計算書

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

図表 7 ピギーバック免除要件の適用規定

他のブローカー・ディーラーが買い注文価格または売り注文価格のいずれかに基づいた気配表示 (one-way priced quotation) を行っていること
SEC によって取引停止命令が課された銘柄の場合、当該取引停止命令の満了から 60 営業日経過していること
発行体がシェルカンパニー <sup>(注)</sup> である場合、最初に気配表示が行われてから 18 ヶ月以内に気配表示を行うこと
ピギーバック免除要件に基づく気配表示が行われない日が、連続して 4 営業日以内であること

(注) シェルカンパニーとは、①実質的な業務を行っていない、かつ②実質的な資産を持たない、現金及び現金相当資産をほとんど持たない、あるいは③現金及び現金相当資産のみを保有している企業を指す。

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

柄の気配表示をする場合、他のブローカー・ディーラーが、同銘柄について、既に買い注文価格または売り注文価格のいずれかに基づいた気配表示を行っている必要があることが定められた。これは、買い注文価格または売り注文価格の気配が表示されていれば、OTC マーケットの価格発見機能が働くため、詐欺や相場操縦の可能性を抑止できるという考えに基づく規定である。

なお、気配表示されている OTC マーケット登録銘柄が、何らかの事由によって、ピギーバック免除要件を満たすことができなくなった場合、投資家に周知するための猶予期間が設けられている。すなわち、適格インターディーラー気配表示システムが、同銘柄がピギーバック免除要件を満たさないとの判断を公表してから 15 日間は、猶予期間として気配表示を継続できる。ただし、適格インターディーラー気配表示システムが、同銘柄について、ピギーバック免除要件を満たさなくなったと把握した日から 4 営業日以内に、その旨を公表しなかった場合、猶予期間は適用されない。

## 2) 非勧誘気配表示免除要件

一般的に、ブローカー・ディーラーは、投資家に対して情報提供と勧誘をし、投資家の意思決定に基づいて気配表示を行う。このような気配表示を PBQ (Proprietary Broker-dealer Quotes) と呼ぶ。他方で、勧誘を受けていない投資家が、電話やオンラインを通じて、自らブローカー・ディーラーにアクセスし、自身の投資意思決定を伝達することで気配表示をする場合もある。このような気配表示を非勧誘気配表示 (Unsolicited Quotation) と呼ぶ。非勧誘気配表示免除要件は、ブローカー・ディーラーが、OTC マーケット登録銘柄の非勧誘気配表示をする場合、情報レビュー要件の遵守が免除されるという規定である。

ただし、非勧誘気配表示には、不公正取引が行われやすいというリスクが伴う。例えば、ある個人が、自身の関係先である非上場企業の株式の売買をすべく、直接または他のブローカー・ディーラーを経由するなど間接的にブローカー・ディーラーに連絡し、不当に高い (あるいは低い) 非勧誘気配が表示されることも考えられる。そこで、改正規則 15c2-11 は、ブローカー・ディーラーに対して、(非勧誘) 気配表示をする前に、顧客が発行体の関係者や会社内部者 (company insider) ではないということを確認できなければ、非勧誘気配表示免除要件の適用を受けることはできないと規定した。ここでいう会社内部者とは、発行体の役員や取締役、実質的支配者で発行体の発行株式のうち 10%以上を保有する者等を指す。

なお、OTCQX、OTCQB、ピンク・オープン・マーケットにおいては、PBQ と非勧誘気配表示の両方が認められているが、エキスパート・マーケットにおいては、非勧誘気配表示のみが容認されている。すなわち、ブローカー・ディーラーは、プロ投資家側から連絡を受けた場合のみ、エキスパート・マーケット銘柄の気配を表示することができる。

### 3) 大企業免除要件

大企業免除要件は、ブローカー・ディーラーが、十分に流動性が高く、十分な資産を保有している発行体の気配表示を行う場合、情報レビュー要件の遵守が免除されるという規定である。具体的には、①ブローカー・ディーラーが気配表示を行う日から、過去 60 日以内における平均日次取引総額が 10 万ドル以上の証券であり、かつ②同証券の発行体の総資産が 5,000 万ドル以上であり、直近の会計年度の終わりから 6 ヶ月以内に発行された貸借対照表（監査済みで公開されているもの）において株主資本が 1,000 万ドル以上である場合に、同要件の適用が認められる。

このように SEC は、ブローカー・ディーラーが OTC マーケットに登録している大企業の気配表示をする場合、情報レビュー要件を適用する必要がないと判断した。これは、十分に流動性が高く、十分な資産を有する大企業であれば、詐欺や相場操縦事案が発生する可能性が低下するためである。

### 4) 引受募集免除要件

引受募集免除要件は、証券発行に係る有価証券届出書または募集届出書において、引受人として指定されたブローカー・ディーラーが、OTC マーケット登録銘柄の気配表示をしている場合、情報レビュー要件の遵守を免除するという規定である。ただし、①有価証券届出書の発行が気配表示を行う 90 日以上前に行われた場合、または②募集届出書の発行が気配表示から 40 日以上前に行われた場合、ブローカー・ディーラーは引受募集免除要件の適用を受けることができない。

引受人に指定されたブローカー・ディーラーは、証券発行に係る有価証券届出書及び募集届出書において虚偽表示等があった場合に法的な責任を負うため、発行体についてデュー・デリジェンスを実施し、証券発行に係る有価証券届出書及び募集届出書を正確に記載しようというインセンティブを有している。そのため、SEC は、引受人として指定されたブローカー・ディーラーであれば、情報レビュー要件の適用を免除しても良いと判断したわけである。

## 3. 適格インターディーラー気配表示システムの決定情報

改正規則 15c2-11 は、ブローカー・ディーラーの事務的な負担を軽減すべく、新たに、適格インターディーラー気配表示システムもしくは登録証券業協会（registered national securities association）が公表する決定情報（determination）を参照することを認めた<sup>11</sup>。適格インターディーラー気配表示システムとは、レギュレーション ATS の規則 300 の要件を満たす電子取引ネットワークである。OTC マーケットの場合は OTC リンク ATS が該当する。また、登録証券業協会には、FINRA が該当する。決定情報とは、①OTC マーケット

<sup>11</sup> 改正前の規則 15c2-11 は、適格インターディーラー気配表示システムもしくは登録証券業協会が決定情報を公表することや、ブローカー・ディーラーが決定情報を参照することを認めていなかった。

登録銘柄に関する情報が公開された現在のものであること、②発行体の情報が、情報レビュー要件の免除要件を満たしていること、③ピギーバック免除要件が規定する 15 日間の猶予期間が利用可能な状況であること、等である。ただし、改正規則 15c2-11 は、適格インターディーラー気配表示システム及び登録証券業協会に対して、決定情報を公表するよりも前に、①取得した発行体の情報が公表された現在のものであることの確認、②自身が公表している気配情報が、公開された現在の発行体情報に基づくものであることを示す書面の作成・保管等を義務付けた。

ブローカー・ディーラーに対して、適格インターディーラー気配表示システム及び登録証券業協会が公表する決定情報を参照することを容認したことにより、ブローカー・ディーラーは、決定情報が公表されている銘柄について、情報レビュー要件及びその免除要件の遵守に係る確認をすることなく、気配表示できるようになり、事務負担を大幅に軽減させることができるようになった<sup>12</sup>。

以上の規定により、OTC リンク ATS は、単なる非上場株式の取引システムというだけでなく、ブローカー・ディーラーにとって信頼できる情報源となり、米国最大級の非上場株式市場の中核的な基盤として位置づけられることになった。

#### IV 「日本版 OTC マーケット」の創設に向けた課題

足元、日本においては、多様な金融商品の流通の円滑化に係る議論が進展しており、投資家による成長資金の供給を促進するとともに、非上場株式に投資する機会を創出する観点から、私設取引システム（PTS）を含めた制度の見直しが進められている<sup>13</sup>。また、非上場株式市場は、ベンチャー・キャピタルをはじめとする投資家に対し、投資回収の手段として IPO 以外の選択肢を提供する点で有効であるという指摘もある<sup>14</sup>。更に、東京証券取引所は、上場市場の区分を見直すことで、従前に比べて上場基準を厳格化する。今後は、上場を廃止する企業が増加する可能性も考えられる中、受け皿となる市場の形成が必要となり得る<sup>15</sup>。このように、日本においては現在、米国の OTC マーケットと同様な機能を有する、「日本版 OTC マーケット」ともいふべき非上場株式市場の創設の必要性が顕在化し始めているといえよう。米国の OTC マーケットの市場構造や改正規則 15c2-11 への対応を踏まえると、「日本版 OTC マーケット」を創設するには、以下のような論点を含む制度整備が必要になると考察できる。

<sup>12</sup> これ以外にも、適格インターディーラー気配表示システムに対して、あるブローカー・ディーラーが情報レビュー要件に従って行った気配表示を他のブローカー・ディーラーに提供することを認めることで、ブローカー・ディーラーの事務的な負担の軽減を図っている。

<sup>13</sup> 金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（第 14 回）、事務局説明資料（市場インフラ機能の向上）、2022 年 1 月 21 日。

<sup>14</sup> 日本経済団体連合会「スタートアップ躍進ビジョン～10X10X を目指して～」2022 年 3 月 15 日。

<sup>15</sup> 日本経済新聞「東証、上場廃止株に取引機会 社長『受け皿市場検討』」2022 年 1 月 12 日。

- ① 「日本版 OTC マーケット」の運営者は、PTS としての要件及び情報レビュー要件を満たすこと
- ② 「日本版 OTC マーケット」登録銘柄の気配表示をする金融商品取引業者に適用される、情報レビュー要件及びその免除要件を整備すること
- ③ 「日本版 OTC マーケット」の運営者（PTS）が、決定情報を公表している銘柄については金融商品取引業者に対する情報レビュー要件の適用を免除すること
- ④ 金融商品取引業者が、規制監督機関に対象銘柄の概要等を記載した申請書を提出し承認された場合、「日本版 OTC マーケット」において対象銘柄の気配表示が可能になるよう、登録プロセスを整備すること
- ⑤ ある時から十分な情報を開示することができなくなった非上場企業等についても、その後、開示を再開する可能性があることを鑑みて、「日本版 OTC マーケット」の市場区分は開示等の要件に応じて階層化すること
- ⑥ 少なくとも、適時開示情報閲覧サービス（TDnet）に有価証券報告書等を提出している非上場企業の発行証券については、株式等振替制度の対象にすること<sup>16</sup>
- ⑦ 非上場株式の投資勧誘を禁じている日本証券業協会規則の関連項目を改廃し、個人投資家による非上場株式の取引を容認すること<sup>17</sup>
- ⑧ 特定投資家私募制度（日本版レギュレーション D）をはじめとする私募制度を拡充・整備し、非上場企業による証券発行及び継続開示義務を前提とした流通市場の形成を促進すること<sup>18</sup>

米国の OTC マーケットは、豊富な流動性を生み出すことで、米国企業に対して、戦略的な上場または非上場の選択肢を提供している。同市場は、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することで、米国株式市場全体のダイナミズム創出に貢献している。翻って、日本においては、長年にわたって、成長マネーの供給促進やスタートアップ企業の育成等の必要性は指摘されているが、「日本版 OTC マーケット」と呼べるような非上場株式市場は存在しない。日本の資本市場が活性化し、経済成長を担う企業や投資家にとって、より魅力的な存在になるためにも、「日本版 OTC マーケット」の創設に向けた規制改革を積極化する必要があるのではないだろうか。

<sup>16</sup> 現在、非上場企業が発行する証券は、株式等振替制度の対象ではない。

<sup>17</sup> 日本証券業協会は、2021 年 6 月に公表した報告書の中で、同協会の規則のうち非上場株式の投資勧誘を禁止している項目の見直しを論点の一つとして挙げている。詳細は、日本証券業協会「『非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会』報告書」2021 年 6 月 15 日参照。

<sup>18</sup> 日本証券業協会は、脚注 17 の報告書において、特定投資家私募制度（日本版レギュレーション D）を整備する際の主旨として、「非上場株式の投資勧誘禁止の例外として特定投資家向け取得勧誘、特定投資家向け売付け勧誘等及び既存株主による売付けに係る勧誘を認め、証券会社等による特定投資家私募の取扱い等を可能とすること」を挙げている。