

グリーンシート銘柄制度の検討に係る懇談会資料

米国における未公開株取引

2011年11月4日

株式会社野村総合研究所
未来創発センター 主席研究員
東京大学大学院法学政治学研究科客員教授

大崎 貞和

s-oosaki@nri.co.jp

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

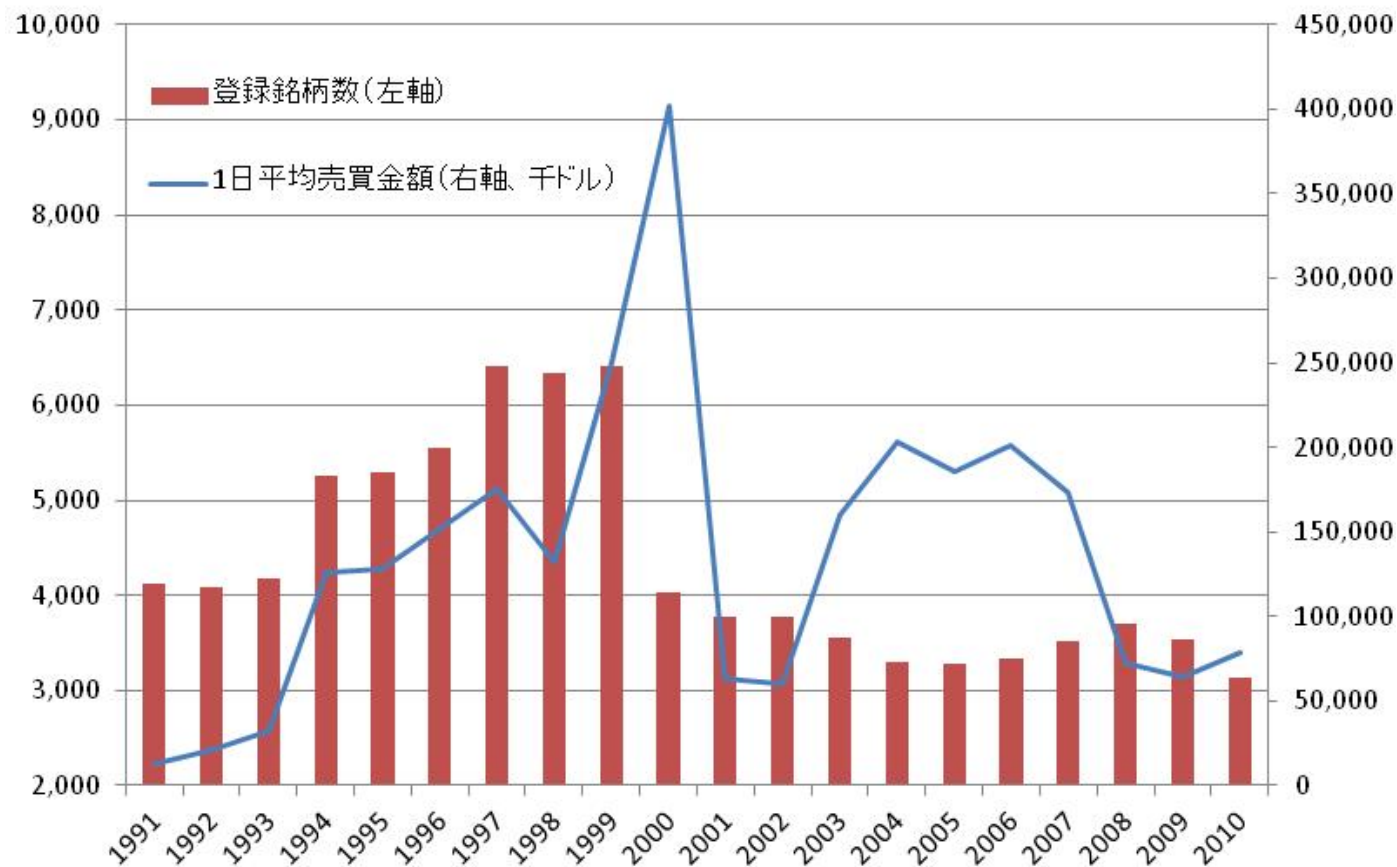
非上場株式をめぐる基本的な枠組み

- 株式新規公開 (initial public offering) とは、文字通り、株式の公募 (public offering) を初めて行うことであり、取引所市場への「上場」や株式店頭登録とは直接関係ない。
- 1933年証券法は、「公募」を行う場合の証券取引委員会 (SEC) への登録を義務づける。
 - 公募は通常、証券会社の引受を伴うが、例外的にDPO (direct public offering) もある。
 - 発行後の分売 (日本法では売出し) によっても登録義務が生じる (分売者に登録義務)。
 - 登録義務のない「私募」の方法の一つが、レギュレーションD (セーフハーバー・ルール) に依拠する自衛力認定投資家向けの発行。
 - 上場しない株式は、私募で発行され、譲渡制限を付されるのが一般的。適格機関投資家間で売買される限り登録免除となる規則144A (発行規制ではない) に依拠しながら分売され、流通する場合もある。
- 1934年証券取引所法は、SEC登録のなされない銘柄を取引所市場で取引することを原則として禁じる。
 - 株主数などの外形基準によっても証券取引所法上の登録義務が生じることがある。
- かつては全米証券業協会 (NASD) が、非上場株式の流通を円滑化するために店頭登録市場 Nasdaq を運営。
 - 登録基準自体がかなり厳しく、NMS (National Market System) 銘柄については上場株式と同様の報告義務等が課されたため、店頭登録と上場の違いはそれほど大きくなかった。
 - Nasdaq は2006年8月証券取引所となり、登録銘柄はすべて上場銘柄に。

OTCブリテンボード

- OTC Bulletin Board (OTCBB)は、1990年6月開設。
 - 時価が5ドル以下の小型株(ペニーストック)をめぐる詐欺的勧誘が横行し、1990年1月のペニーストック改革法に基づき、開設勧告。
 - NASDによって開設され、現在はその後身であるFINRAが運営。
 - 登録銘柄ごとに気配を提示するマーケット・メーカーの名称と連絡先、売買気配が表示される。
- 1993年以降、約定後90秒以内の報告、1934年法に基づくSECへの登録と法定継続開示、が義務づけられた。
 - 法定開示の義務づけで3,000銘柄以上が登録廃止に。
 - 上場銘柄との本質的な違いは、情報開示のレベルではなく、上場基準及び発行会社自身による上場(登録)申請の有無。

(参考)OTCBBの登録銘柄数と売買金額の推移



(出所)FINRA資料より作成。

「ピンクシート」

- 1904年に創刊された気配表が起源。
 - 名称は紙の色に由来。債券のイエローシートもあった。
 - 非上場銘柄の気配を掲載するものだが、ナスダック登録銘柄も含まれていた。ナスダックに登録できない銘柄の取引の場というのは誤解。
 - 取引自体は、マーケット・メーカーとの電話等でのやり取りで行われ、取引システムは特に設けられていなかった。
- National Quotation Bureau が出版元となっていたが、1997年にCromwell Coulson氏によって買収され急速に変貌。
- 1999年以降、インターネット上の気配表示システムとなる。
 - 現在では注文執行機能も付加されている。
- 2000年6月、社名をピンクシートに変更。2008年4月、ピンクOTCマーケットツに変更。2010年11月、OTCマーケットツ・グループに変更。
 - 現在では「ピンクシート」は俗称とされている。
- 2007年3月以降、情報開示のレベルなどをベースとした銘柄区分を導入。
 - 2011年10月31日時点では、登録銘柄数10,121、一日取引金額5億ドル、約定件数66,782。

OTCマーケットの市場区分

OTC QX (287 銘柄)	OTC QX インターナショナル	<ul style="list-style-type: none"> • 外国の証券取引所に上場。 • 総資産 200 万ドル以上。 • 純資産 100 万ドル以上、純収入 50 万ドル以上、売上高 200 万ドル以上、時価総額 500 万ドル以上のいずれかに該当。 • 財務諸表及び適時開示情報を英語で開示。 • 米国連絡先 (PAL) を設置。 • S&P Corporation Record または Mergent Manuals に掲載。 <p>※ NYSE 外国企業上場基準を満たす場合は OTCQX インターナショナル・プレミアに分類される。</p>
	OTC QX US	<ul style="list-style-type: none"> • 実態のある事業を営み総資産 200 万ドル以上。 • 10 セント以上の買い気配を維持。 • 破産や組織再編手続中ではない。 • 普通株 100 株以上を保有する株主が 50 人以上。 • 売上高 200 万ドル以上、純資産 100 万ドル以上、純収入 50 万ドル以上、時価総額 500 万ドル以上のいずれかに該当。 • 監査済み財務諸表を OTCQX.com で開示 (SEC 登録がある場合は EDGAR で開示)。 • S&P Corporation Record または Mergent Manuals に掲載。 • 適切な適時開示を行う。 <p>※ ナスダックの上場維持基準を満たす場合は OTCQX US プレミアに分類される。</p>
OTC QB (3,660 銘柄)		<ul style="list-style-type: none"> • SEC または銀行監督当局に登録を受け、継続開示を行っている。 • 数値基準は特にない。 <p>※ OTCBB 登録銘柄が含まれ、約 30 銘柄については OTC マーケットのシステムでは取引できない。</p>
OTC ピンク (6,174 銘柄)	継続開示銘柄 (2,123 銘柄)	<ul style="list-style-type: none"> • OTC マーケット・グループのガイドラインに基づく情報開示を行っている。 • 営業実態のないシェル・カンパニー等でも登録可能。
	限定開示銘柄 (670 銘柄)	<ul style="list-style-type: none"> • ガイドラインに基づく情報開示は行わないが、過去 6 ヶ月以内に開示した財務情報等が存在。 • 破産手続中、経営再建中でも登録可能。
	非開示銘柄 (3,381 銘柄)	<ul style="list-style-type: none"> • 開示されている情報が存在しないか、存在しても 6 ヶ月以上前の情報のみ。

注) 各銘柄区分に属する銘柄数は 2011 年 10 月 31 日時点。

近年の動き

- セカンド・マーケット(Second Market)やシェアズ・ポスト(Shares Post)など、ベンチャーキャピタルやエンジェル投資家の保有する非上場株式を売買するための新たな仕組みも生まれている。
- セカンド・マーケットの運営会社はブローカー・ディーラーであり、ATSとしての登録を受けている。
 - 2008年の開設以降、550社以上の未公開株について7億ドル以上の売買を成立させたとしている。
- シェアズ・ポスト(2009年創業)は、単なる情報掲示板だとしてブローカー・ディーラーや取引所としての登録は受けていない。
 - 但し、登録ブローカー・ディーラーであるEmerson Equityが売買の媒介を行う。
 - フェイスブック、ツイッター、グーポンなど著名な会社の株式を非公開段階から売買。インデックスも発表。
 - 7万7千以上の機関投資家、エンジェル投資家が参加しているとする。