

米国における非上場株取引をめぐる制度の見直し

米国では、OTCマーケット（旧ピンクシート）で一般投資家も参加する非上場株の取引が活発に行われてきた。しかし、最近のSEC規則改正で発行者に関する最新の情報が入手できない銘柄の一般向け気配表示が禁止された。この制度見直しが非上場株の取引をどう変えるのか注目される。

SECの規則改正 —非上場株の売買気配公表を禁止

米国には、一般投資家が多様な非上場株を取引できる場として、非上場株の取引価格を示す気配表として知られてきたピンクシートの後身であるインターネット上の電子取引システムOTCマーケットが存在する。2021年9月28日、そのOTCマーケットの下位市場区分「ピンク・オープン・マーケット」で取引されてきた9千銘柄以上の非上場株のうち約2,200銘柄の売買気配表示が停止され、個人投資家による新たな買付けが不可能となった。これは、証券取引委員会（SEC）が、ブローカー・ディーラー（証券会社）による気配表示を規制する規則15c2-11を改正し、発行者に関する「最新の公表されている（current and publicly available）」財務情報等を入手できない非上場株の売買気配公表が禁じられることになったためである。

従来、OTCマーケットでは、発行者による情報開示が全く行われていないか、もしくは6ヵ月以上前に開示された情報しか存在しない「情報なし（No Information）」とされる非上場株が多数取引されていた。今回の規則改正にあたってSECが公表した説明文書によれば、2019年時点で気配表示が行われていた非上場株9,895銘柄のうち発行者に関する最新の財務情報が入手できた銘柄は70%にとどまり、約3千銘柄については公表情報がほとんどないまま気配表示が行われていたという¹⁾。発行者の財務情報など投資判断に必要な最低限の情報も入手できないような株式の取引では、詐欺的な投資勧誘や相場操縦行為などの不正行為が起きやすい。SECが今回の規則改正に踏み切ったのは、この点を

憂慮したためである。

実は改正前の規則15c2-11の下でも、証券会社は、非上場株の気配表示を開始する際には、目論見書や決算書類等を通じて財務諸表等を含む発行者に関する一定の情報を入手し、それらが重要な点において正確であることを合理的に確認しなければならないものとされていた。

もっとも、証券会社による情報確認手続きが求められるのは、市場で売買気配が初めて提示される際だけで、既に他の証券会社が気配を表示している銘柄についての気配表示を開始する証券会社は、改めて情報確認手続きをとる必要はないものとされた。しかも、情報確認手続きを実施する証券会社は、自主規制機関FINRAに発行者の基本情報を提出するのだが、提出した情報をアップデートしたり、定期的に確認し直したりする義務は課されていない。このため、発行者に関する最新の情報が入手できない銘柄についても売買気配の表示が自由に行われていたのである。

規則改正の影響 —ピンクからエキスパートへの移行

SECによる規制強化の動きを受けてOTCマーケットは、公表情報がほとんど存在しないまま気配表示が行われていた銘柄の発行者に対して最新の情報を提供するよう呼びかける一方、改正規則の施行後ピンク・オープン・マーケットでの気配提示の継続が困難になる銘柄の取引を自社が運営する参加者をプロ投資家のみ限定した取引システムである「エキスパート市場」で継続する方針を明らかにした。この結果、約2,200銘柄の取引が、ピンク・オープン・マーケットからエキスパート市場に移行し、プロでない一般投資家はそれらの銘柄の取引に参加できなくなったのである。

NOTE

1) <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10842.pdf>

おりから米国では、コロナ禍による「ステイホーム」の拡がりもあって、個人投資家による株式取引が空前の活況をみせている。非上場株取引の太宗を、個人投資家が手掛けているわけではないが、今回の制度変更は、一部の個人投資家には大きな影響を及ぼしたのは間違いない。

個人投資家の多くが株式の売買に利用するオンライン証券会社は、規則改正を受けて、改正規則の施行後は気配表示が行われなくなることが見込まれる非上場株について、保有銘柄の売り注文や空売りポジションの買戻し注文のみを受け付け、新規の買付けを停止するといった措置を講じた。例えば、TDアメリトレードは、7月20日にそうした規制措置の対象となる6,000銘柄以上のリストを公表したが、かなりの数の発行者が一定の情報開示を行ったとして、8月2日にはリストの掲載銘柄を3,500銘柄にまで減らしたという。

改正規則の施行後、『ウォールストリート・ジャーナル』は、「個人投資家を保護するためのSECのルールがカオスを引き起こした」と題する記事を掲載した。改正規則施行の前後に気配表示が停止されたり、停止される可能性の高まった銘柄の価格変動が極めて大きくなり、それを儲けのチャンスと捉えた個人投資家が証券会社に買い注文を出したものの取扱いを拒否されたなどと、今回の規則改正の影響が批判的に報じられている。

プロ投資家の非上場株取引の可能性

株式の売買が公正かつ円滑に行われるために、発行者に関する信頼できる最新の情報が必要とされるのは当然のことである。とはいえ、発行者に対して課される情報開示義務が過剰なものとなれば、「市場」から離脱する

発行者が増加し、幅広い投資家に提供される投資機会の多様性が損なわれることになりかねない。事実、米国で自主規制機関によって運営されてきた非上場株取引システムOTCブリテンボードは、最盛時には6千銘柄以上が登録されていたが、発行者に対して年次報告書の作成などの継続開示義務が課されたことで登録銘柄数が激減し、2021年10月1日には廃止が決定された。日本でも2018年3月まで日本証券業協会が運営していたグリーンシート銘柄制度は、登録銘柄にインサイダー取引規制が課されることとなり、発行者が適時開示を行う必要が生じたのをきっかけに取引や新規登録が減少して制度廃止に至った。

一般投資家の非上場株取引に対する制限が強化された米国だが、一方ではユニコーンと呼ばれる成長性の高い非上場企業の株式を取引する、プロ投資家だけが参加する取引プラットフォームが成長している。OTCマーケットの「エキスパート市場」も今後取引が増加する可能性を秘める。日本における非上場株取引の活性化を図るための制度改革でもプロ投資家である「特定投資家」による取引を促進することが検討されている。発行者による情報開示が不十分でもプロ投資家に参加が限定される場であれば非上場株を取引できるという枠組みが定着することになるのか、今後の動向が注目される。

(NRI公式Web掲載の「大崎貞和のPoint of グローバル金融市場」から転載)

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は金融法
focus@nri.co.jp