

ペニースtock取引に関する 1992年米国証券取引所法規則

——流動性に欠ける市場における規制——

青 木 浩 子

要 旨

わが国では98年に店頭市場の流動性を高めるためにマーケットメーカー制度が導入された。ところで米国では比較的流動性の低い店頭市場（ピンクシート市場など）で取引されるいわゆるペニースtockについて、市場の不透明性を悪用した詐欺が相次いだため、1990年に議会がペニースtock改正法制定を、また92年に証券取引委員会が証券取引所法規則の改正を行った。本稿では同法および規則の構造を第Ⅰ章で紹介し、規制の内容（店頭市場価格形成・取引リスクの啓蒙・報酬開示）を第Ⅱ章で分析する。うち第3の問題であるブローカーディーラー報酬開示については過去の裁判例、審決例ないし自主規則に遡って争点および規制方法を第Ⅲ章で吟味する。第Ⅳ章では報酬開示に限定して、関連する日本証券業協会規則の紹介および考察を行う。

目 次

- | | |
|------------------------|------------------------------|
| I. ペニースtock規制の背景 | 1. 概観 |
| 1. 問題の所在 | 2. 裁判所の見解 |
| 2. 法規の概観 | 3. 行政規制 |
| II. ペニースtock規制の内容 | IV. 店頭取引に際しての報酬に関する日本証券業協会規則 |
| 1. 92年規則の構造 | 1. 概要 |
| 2. 店頭市場価格形成に関する規則 | 2. 問題点 |
| 3. ペニースtock取引に伴うリスクの啓蒙 | |
| 4. 報酬開示 | |
| III. ブローカーディーラー報酬 | |
| —マークアップ・ダウンと実勢市場価格— | |

I. ペニーストック規制の背景

1. 問題の所在

取引所市場あるいはNASDAQのように整備された店頭登録市場の発達した米国でも、低価格かつ投機的な証券が流動性に欠ける店頭市場で取引される例は決して少なくない¹⁾。1990年の立法を受けて92年に証券取引委員会規則という形で具体化されたペニーストック規制（「92年規則」）は、このような証券の一部を規制するものである。

なぜ米国ではこの時期ペニーストック規制の気運が高まったのであろうか。いわゆるペニーストック市場は、1世紀以上も以前から、鉱物（金や冷戦期のウランウム）等に関連する投機取引の盛んな西部に数多く存在してきたものであり、規制の例も既にいくつかある²⁾。ただ1980年代半ばに至りペニーストック取引が量的にも地域的にも飛躍的に拡大し、またペニーストック取引を専業とするブローカーディーラーの数が急増した³⁾。これに伴い、証券取引委員会（「委員会」）へのペニーストック関連被害届出が急増し⁴⁾、新聞雑誌等でも特に流通市場における詐欺のケースが多数報ぜられるようになり、大掛かりな規制を要する重要問題として議会で取り上げられ⁵⁾、また1988年には証券取引委員会内にペニーストック問題検討部会が設けられるに至った⁶⁾。

ペニーストック関連取引で詐欺が生じやすい理由は、ペニーストックの流動性が一般に非常に低いため、「市場」に通常期待されるところに照らしてごく不完全にしか価格形成されないことに求められる（いわゆるピンクシート市場⁷⁾で取引されるものが多い）。すなわち、価格が

発行会社情報等を十分に反映せず（効率的市場といえない）、また特定の市場参加者による価格操作を簡単に許してしまう（完全市場といえない）。そのため、ブローカーディーラーが証券の価値ないし価格に関連して顧客を欺罔することが起こりやすくなる。

2. 法規の概観

（1）法源

「1990年証券救済およびペニーストック改正法」（「法」）⁸⁾は、証券取引所法の3条（a）項（51）号（ペニーストックの定義規定）および15条（g）項（ペニーストックを扱うブローカーディーラーに関する規則制定権限を委員会に授権）の追加という形を取る。同法を受けた証券取引委員会は、1991年に規則案および理由を含む提案リリース⁹⁾を発表し、各界の意見を照会の上、92年最終リリースで証券取引所法規則（「92年規則」）3 a51-1 および規則15g-1 から15g-6を採用した¹⁰⁾。この92年規則の構造については後に譲る。

（2）目的と規制対象

（a）目的

証券取引委員会は1989年当時の規制（発行者開示、顧客適格性に関するNASD公正慣習規則、証券取引法上の詐欺に関する一般規定）のみでは投資家保護に不足と考えていた¹¹⁾。立法調査を行った下院エネルギー通商委員会は、ペニーストック詐欺の特徴として（1）公開情報不足のため価格操作や投資判断不能がおこりやすい、（2）発行者やブローカーディーラーの関連者に証券法その他法律の累犯者が目立つ、と指摘した¹²⁾。そこでペニーストック市場における情報不足に対処するため、新たな開示義務

がペニースtockを扱うブローカーディーラーに課された¹³⁾。

ただし一口に開示といっても、92年規則には性質を大きく異にする規制が並存している。

従来、証券取引法で「開示」という場合には、投資判断能力を持つ投資家の判断に影響し、効率的市場において証券価格に直結する諸情報（典型的には財務諸表の数値やアナリストがインタビューで得る情報）の開示を暗黙のうちに念頭としてきたように思われる（「従来の開示」とする）。ところがペニースtock規制で「開示」というときは、投資家啓蒙あるいは公平のための情報提供とでもいうべき場合が多い（「投資家啓蒙のための開示」とする。後出Ⅱ.3.で見るリスク開示書類や月次報告、Ⅱ.4.で見る報酬開示などが相当しよう）。これらの情報は市場価格に折込済みと考えられ、開示によって市場価格に直接影響するとは考えにくい¹⁴⁾。従来の開示であれば問題となる内部者取引も投資家啓蒙のための開示情報では問題となるまい。また従来の開示では、個人投資家は開示情報を読まないことを前提に、いわゆる統合開示制度の導入や目論見書交付を売買締結と同時にを行うということを認めてきたが、投資家啓蒙のための開示では個人投資家が理解しやすい時期・方式によって情報提供することが不可欠である¹⁵⁾。

(b) 適用除外証券および取引

①概観

法および規則は、ペニースtockを定義する時点でペニースtock規制の範囲をまず画し（法3条(a)項(51)号とそれを受けた規則3a 51-1）、次いで対象となる取引形態を限定している（法15条(g)項(4)号とそれを受けた規則15g-1）。ちなみに法および規則が客観基準を与えたことを規制回避のために利用する行

動が相次いだことが報じられている（「最低取引価格5ドル超ならばペニースtockにあたらない」とする規則を受けて株式併合した例など）。その意味で92年規則の実効性は限られている。

②適用除外証券（ペニースtockの定義）

法および規則は以下のようにペニースtock規制の適用対象となる証券の範囲を定めている。まず法3条(a)項(51)号はペニースtockを、エクイティ証券であり、かつ(i)委員会の定める要件を満たす取引所に上場ないしその予定の証券、(ii)1990年より前に設立された自動気配制度登録(NASDAQのみ該当)につき(i)に準じる証券、(iii)投資会社法上の登録会社発行の証券、(iv)委員会の定める証券価格・発行者の純有形資産その他関連する基準、のいずれかを満たす証券、(v)委員会が規則により適用免除した証券、のいずれにも該当しないもの、と定義する¹⁶⁾。これを受けて証券取引委員会は規則3a 51-1を制定した。これはかなり入り組んだ規則だが、注目される除外類型は次の2つである¹⁷⁾。第1は、価格基準ないし発行者資産基準に従ってある証券をペニースtockではないとするもので、大まかにいえば、1株¹⁸⁾5ドル¹⁹⁾以上で取引される場合((d)項)²⁰⁾と、純有形資産200万ドル超の発行者が発行した証券の場合((g)項)等²¹⁾である。第2は、市場価格の形成に着目してペニースtockにあたらないとする。うち重要なものとして、全国市場制度に関連する証券情報処理につき規定する証券取引所法規則11Aa 3-1(a)(4)所定の「報告証券」基準を借用するもの((a)項)がある²²⁾。「報告証券(reported securities)」とは、大まかにいうと、取引完了報告書が回収・処理され、取引報告規定に従いその結果が取得

可能なものであり、具体的にはニューヨーク証券取引所、アメリカン証券取引所、これらの取引所の上場基準を満たす地方取引所、またはNASDAQ-NMSで取引される証券である。証券取引委員会はこのような品質および取引形態が認められる場合にはペニースtock規制の必要性は乏しいと判断したのである²³⁾。

また最終リリースでは、上の要件を満たさない取引所上場証券 ((f) 項)²⁴⁾ やNASDAQ登録証券 (NMS以外のいわゆるスモールキャップ市場の証券) ((e) 項) で、取引の価格および量が即座かつ継続的に報告され²⁵⁾、その情報を情報提供を業とする者がNASD規則に従い取得できる場合も免除された。92年にNASDはその全登録証券に対し右の要件を満たすこととなる最終取引報告書 (last sale reporting) の提出義務を課したため、NASDAQ証券は (スモールキャップも含め) 原則としてペニースtockにあたらないこととなった²⁶⁾。

③適用除外取引

規則15g-1が要件を定めている。①ブローカーディーラーでその証券業務のうちペニースtockの扱いによる報酬総額が過去12か月を通じあるいは将来3か月を通じ全報酬比の5%以下であり、かつ取引したペニースtockのマーケットメイキングを過去12か月間行っていない者による取引 (規則15g-1 (a) 項)²⁷⁾、②顧客がレギュレーションDにいう自衛力認定機関投資家 (accredited institutional investors²⁸⁾) の場合の取引 ((b) 項)、③レギュレーションDの適用を受けるか、証券法4条2項の公募要件を満たさない (要するに私募²⁹⁾) 場合の取引 ((c) 項)、④発行者ないしその関連者等が証券を取得する場合 ((d) 項)³⁰⁾、⑤ブローカーディーラーから当該取引を推奨したのではない場合

((e) 項)³¹⁾、⑥委員会が公益および投資家保護に反しないと命令で認めた場合 ((f) 項)。

提案リリースの段階では、(a) 取引報告を回収・提供している全国証券取引所の上場証券および (b) NASDAQスモールキャップ証券、については15g-4および5 (報酬開示) のみ適用するという規則案が提案されたが、「中小企業の資金調達を妨げる」という批判が強く³²⁾、最終案では (a) ないし (b) は満たすが①から⑥までのいずれも満たさない場合も「ペニースtockにあたらない」として92年規則の適用が免除された³³⁾。

Ⅱ. ペニースtock規制の内容

1. 92年規則の構造

92年規則は一般的な適用免除規定である規則15g-1に引き続き、15g-2 (リスク開示書類)、15g-3 (気配値提示の条件)、15g-4 (ブローカーディーラーの報酬開示)、15g-5 (関連者の報酬開示)、15g-6 (月次報告書)、と5つ³⁴⁾の新しい規制を置いている。これらを区分することはなかなか難しい。

ペニースtock規制上の開示を従来型のものと投資家啓蒙型のものと2種類に区分する見方について本規則の目的に関連して述べた。この区分に従えば、規則15g-2および15g-6は典型的な投資家啓蒙型の情報開示といえよう。規則15g-4と15g-5は、後述するように、投資家に報酬の実際を知らせると同時に、報酬無開示に因る詐欺的行為の抑止を目的とする。したがって、投資家啓蒙的性格を持つと同時に市場の公正の維持をも志向している。残りの規則15g-3は店頭市場価格形成の公正を志向した規則であり、投資家啓蒙という要素ももちろんあるが³⁵⁾、前

二者に比べれば薄いように思われる。

そこで本稿では総則15g-2以下を3つに分けて検討したい。第1に、店頭市場価格形成に関する規則として規則15g-3を、第2に、ペニースtock取引に伴うリスクの啓蒙に関する規則として規則15g-2と15g-6を、第3に報酬開示に関する規則として規則15g-4と5を取り上げる（証券取引委員会はこのような分類をしていない³⁶⁾）。なお本稿第三章および第四章では本章中の第3の問題である報酬開示につき敷衍する。第1および第2の問題である「店頭市場価格形成に関する規則」および「ペニースtock取引に伴うリスクの啓蒙」の詳細については別稿に譲る。

2. 店頭市場価格形成に関する規則

(1) 前史

冒頭で述べたように、ペニースtock市場のほとんどは流動性の低い店頭市場である。店頭市場では複数ないし単独の証券会社がいわゆるマーケットメーカーとして買い気配および売り気配を発表する。この値は、たとえば取引所市場で形成される価格と比較して、効率的市場の観点からも完全市場の観点からも劣る。

議会は前述の1990年法により証券取引所法17B条を新設し、その(a)項でペニースtockに関する自動気配制度の整備の重要性を確認し、(b)項で証券取引委員会にそのような市場の設立を授權し、そのような市場の満たすべき最低の要件（とりわけマーケットメーカーによる確定気配の常時提示）について述べた。

また1991年に改正された証券取引所法規則15c2-11は、気配値をメディアに提供するブローカーディーラーに対して、価格に関連する所定の情報（発行者情報および証券情報）を調査の

上、その真正であること（accurate and current）につき合理的な根拠を得ることを求めている。この91年規則は、マーケットメーカーの調査を通じて気配値に市場情報をより良く反映させようとするものである。以下に紹介する92年規則はこれとは異なり、マーケットメーカーの気配値提示における裁量の余地を開示を通じて制限しようとするものである。

(2) 規則15g-3（気配提示の条件）

90年法制定に関与した下院委員会は「マーケットメーカーは、自身が提示する気配値とは異なる『実際の取引価格（actual price）』を顧客毎に交渉して取引することが多いため、気配値が実勢市場価格を反映しない」と指摘している³⁷⁾。つまり店頭市場の気配値は価格の機能を果たしていないというわけである。このような問題を解消するため、法15条(g)項(3)号(A)(i)および(ii)は、売買気配値およびその値での取引数量についてブローカーディーラーが取引に先立ち顧客に開示するよう、委員会に規則制定を義務づけた。

規則15g-3によれば開示すべき気配値は次のように決定される。ディーラー間気配（inside quotation）が適格気配市場で提供されていればそれに拠る。ない場合には、恣意的な気配値提示を抑制するため、ブローカーディーラー(B)が本人として顧客と取引する場合で①Bが自己の提示する気配に従って他のディーラーと過去5事業日にわたり一貫（ディーラー間取引の75%以上かつ最低3件）して取引しており³⁸⁾、かつ②現在の気配もBが他のディーラーと取引をする場合の価格を正確に反映するとBが考える場合には、Bの売買双方の気配値を開示することをBに義務づける。以上の条件が満たされ

ない場合、Bは①Bが自己の提示する気配値でディーラー間取引を行っているわけではないこと、および②Bが最後に当該ペニーストックを他のディーラーと通常に (bona fide) 売買した際の価格、を顧客に開示しなければならない。この場合、顧客は「市場は不活発あるいは未実験 (untested) のものであり、ディーラー間市場が確立していない」と推測するであろう^{39) 40)}。

Bが代理人 (またはリスクを取らない本人) として行う取引については、Bはディーラー間の売買気配の最も顧客有利な値 (合理的な注意をもって取得すれば可) を開示する。

3. ペニーストック取引に伴うリスクの啓蒙

(1) 概観

証券取引委員会は、個人投資家がペニーストックに顕著な投資リスクや固有の概念、たとえば市場支配による価格操作・売り気配ないし買い気配の意味・気配値乖離 (スプレッド)、を理解していないにも拘らずペニーストック投資に勧誘される現状を問題とする⁴¹⁾。提案リリースによると、委員会はかねて発行者および市場に関する情報の開示の必要性を認識しており、低額で投機的な証券に関する登録書類や報告書類の内容 (とくにリスク説明項目) は充実してきたと考えている⁴²⁾。ところが発行者情報の充実に比べてペニーストック市場そのものに関する情報の開示は遅れていた。そこで発行者ないし証券よりは市場そのものに重点を置いた開示義務が新たに課された。

(2) 規則15g-2 (リスク開示書類)

法15条 (g) 項 (2) 号を受けた規則15g-2は、スケジュール15G (規則15g-8に続く付表)⁴³⁾ に

含まれる開示書類を顧客に予め (first)⁴⁴⁾ 交付して受領証を得ることなしにペニーストック取引を行うことを禁止する。規則の要求する開示内容は以下のとおりである。第1 (リスク開示部門) は、①ペニーストックリスクの専門的にわたらない説明、②顧客がブローカーディーラーの懲戒歴を問い合わせることのできる無料電話サービスについて、③委員会は証券を承認も却下もしておらず、また目論見書の内容審査を行っていないこと、第2 (顧客の権利の説明) は、④顧客に対するブローカーディーラーの義務、⑤ペニーストック関連の詐欺の場合の顧客の権利および救済⁴⁵⁾、また第3 (市場情報部門) は、⑥ペニーストック市場 (正確にはnon-NASDAQ market⁴⁶⁾) に関するキーワード、たとえば買い気配・売り気配、スプレッドなど、⑦その他投資家が知るべき重要な情報 (例、「支配された市場では裁量的非競争的な価格しか成立せず、転売不能なこともある」)、である。

スケジュール15Gの「記載上の注意」には様式に関する定めがあり、原則として、活字等を含め雛型を踏襲することが期待されている (特に内容の追加ないし省略は禁止される)。第1頁に全体の要約が与えられ、2頁以下に上記の内容が掲載される。スケジュール15Gの雛型のコピーを使用することも認められ、またひとたび交付すれば、規則の要件を満たす限り、複数の取引をカバーできる⁴⁷⁾。

(3) 規則15g-6 (月次報告書)

法15条 (g) 項 (3) 号 (B) を受けた規則15g-6は、ペニーストックを顧客に販売したブローカーディーラー (顧客に直接に証券販売する者に限り、寄託ないし清算サービスのみ提供する者は含まない) に顧客保有のペニーストッ

クに関する月次報告書の交付を義務づけている。90年法を制定した下院委員会によると、この月次報告書により、顧客は保有するペニースtockに関する正確で最新の情報を得ることができる⁴⁸⁾。

月次報告書の内容は、(1) 証券の状況および取引日時、ブローカーディーラーへの報酬一切を含む顧客の支払価格、(2) (ある場合) 価格および気配の情報で最近の売買ないし気配相場に関連するもの、に大別される。後者については「推定市場価格 (estimated market value of security)」があれば提示される。これは報告書作成の前5日間に10以上の当該証券の適格取引 (Qualifying purchase. ブローカーディーラーによる100株以上かつ発行済株式総数の5%以下の通常の (bona fide) 自己勘定取引) がある場合、その価格を数量で加重平均したものである。以上の数値は得られないが適格買い気配 (独立マーケットメーカーにより、ディーラー間気配システムに通常提示されるディーラー間買い気配) が同じ期間中に3以上提示されたという場合には、期間中の毎日の最終気配を平均したものを開示しなければならない。この数値も得られなかった場合には「推定市場価格なし」と表示する。

規則15b-6 (c) はタイプやフォントにより目立たせた文言を報告書に挿入することを求めている。文言の要旨は、市場が限定されたものであり、転売にあたっては手数料ないしマークダウンが徴収されること、また(1) 推定市場価格のある場合には算出方法の説明と、同価格で実際に処分できる保証はないということ、(2) ない場合には状況の説明、である。規則15b-6 (d) は、報告書掲載情報に関する記録の一定期間の保存を義務づけている。

月次報告書には各期末から10日以内に送付されねばならないが、ブローカーディーラーが顧客のためのペニースtock取引を6カ月にわたり行っていない場合、四半期毎に報告書を発行すれば足りる (ただし取引を再開した場合には月次に戻す)。

4. 報酬開示

(1) 概観

法15条 (g) 項 (3) 号 (A) (iii) は、ブローカーディーラーが顧客のためにペニースtock取引をなすにあたり、予め顧客に当該取引に関して自身が受けとる報酬を開示するよう、証券取引委員会に規則制定を義務づけた。90年法制定に関与した下院委員会は、顧客がブローカーディーラーが非常に割高な手数料を徴収していることを知らずにいることを問題とした。ブローカー資格で取引する場合には従来から報酬開示義務が課されていたが、ペニースtock取引の場合、ディーラー資格で顧客と取引する場合が通常なので、一般に報酬開示は行われてこなかった⁴⁹⁾。

顧客に提示される気配値は、取引所価格のような競争価格と異なり、少数のマーケットメーカーが恣意的に提示するいわば希望小売価格に過ぎないことがある。この気配値と実際のディーラー間取引価格との差異がいわゆるマークアップないしダウンである。マークアップないしダウンの形でブローカーディーラー報酬が徴収されると (公表された単一の取引所価格との比率で手数料を徴収する場合と異なり) 顧客は報酬額を知り得ない。報酬があからさまとならないため、割高な手数料が取られやすかった。のみならず、このような取引条件の不明朗さは、様々な詐欺的取引、たとえば高圧的勧誘や過当

取引（報酬率が良いので販売に熱心となる）あるいは内部者や架空取引を利用した価格操作を起こりやすくする。議会は、報酬を開示させることにより、これらの弊害を緩和しようとしたのである⁵⁰⁾。

本規則は典型的な違法行為というよりは不正な経済取引を規制しようというものであり、要件の設定に腐心したことが伺われる。要件の詳細については本稿第三章に譲り、ここでは規制の構造を概観する。

（2）規制の構造（規則15g-4および5）

規則15g-4は「報酬」を受領者の法的性格により3種に分類している（(c)項）。（1）代理人（agency）として行為する場合は、取引に際して顧客から受けとる報酬、（2）「リスクを取らない本人（顧客から注文を受けてから、その取引を相殺するために第三者に本人として注文を出す⁵¹⁾）」の場合には、顧客に対する価格と現在の価格の差、（3）それ以外の本人（具体的にはディーラー）として行為する場合、顧客に対する価格と「実勢市場価格（prevailing market price. 内容は第三章に譲る）」との差。実際には左の（2）ないし（3）の形態が取られることが多いようである⁵²⁾。これらの場合にはマーケットメーカーを兼ねる場合も少なくない。

以上のような「報酬」を、（A）売買を顧客と、ないし為になすに先立って口頭または文書で、また（B）締結報告書の交付と同時にないし先立って文書で、開示することが要求されている。

なお法15条（g）項（3）号（A）（iii）およびそれを受けた規則15g-5は、ブローカーディーラー関係者が受ける金銭報酬総額⁵³⁾についても同様に開示を求めている。同規則にいう「関

係者」とは、自然人で証券取引所法3条（a）項（18）号に定義する範囲の者で、具体的にはブローカーディーラー証券会社の役員ないし従業員である。このような者は投資家の投資判断に影響を及ぼすことが多く、またこれらの者への支払いがブローカーディーラー手数料開示規制の潜脱手段として使われる可能性があることを鑑み、「当該取引に関連して顧客と取引注文時点ないし以前に接触した」関係者につき規則15g-4に並べて規制したわけである。

Ⅲ. ブローカーディーラー報酬

－マークアップ・ダウンと実勢市場価格－

1. 概観

前章で第3の問題としたブローカーディーラー報酬の問題について敷衍したい。以下では裁判所の見解、行政規制とくに証券取引委員会の見解およびそれと92年規則との関係について紹介する。証券業協会の自主規則にも簡単に触れる。これらの各機関の見解の傾向について述べると、まず裁判所の判断は、報酬規制の根拠ないしブローカーディーラーの義務の範囲といった、比較的根本的な法律問題に重点を置いている。報酬算定の具体的方法等はむしろ証券取引委員会による行政審判で示されている。

報酬算定においては、基準となる実勢市場価格の決定と、実勢市場価格を所与とした場合の小売価格との乖離率（マークアップ、ダウン）が重要である。NASDおよび証券取引委員会は乖離率について明快な基準を示している。また証券取引委員会は実勢市場価格に関していわゆるオルステッド基準を発表している。

実勢市場価格の決定に際しては「価格を証明する」とあたかも客観数値が存在するような言

い方がされているが、実は主観的な決め方をしているといつて間違いないであろう。もっとも報酬算定の目的で採用することが妥当と思われる数値を模索する過程において、いかなる内容の数値が市場価格基準として適当かのルールが確立してきたといえるように思われる。

2. 裁判所の見解

そもそもなぜ裁判所は、ブローカーディーラーが報酬を多く徴収するという、いわば経済問題を法律問題として取り上げることができるのか。裁判所および証券取引委員会（行政審判）は1930年代から一貫して「ブローカーディーラーは『徴収する価格は、実勢市場価格（prevailing market price）と合理的に関連したものである』ことを黙示に表現しているものであり、過大なマークアップはこのような表現に矛盾する」という理論（看板理論（shingle theory））に基づき、詐欺に関する一般条項的な規定である証券法17条（a）項、証券取引所法10条（b）項（規則10b-5）などの民事責任規定を適用してきた⁵⁴。要するに独立当事者間取引における義務を上回る水準の義務がブローカーディーラーには課されるというわけである⁵⁵。また裁判所は、報酬算定に関して、同時期に実行された対ディーラー取引での支払価格を実勢市場価格と推定するという立場を一貫してとっている⁵⁶。

3. 行政規制

（1）証券取引委員会

証券取引委員会は報酬算定に必要な実勢市場価格の決定基準について敷衍してきたほか、実勢市場価格の存在は所与として、それに対してどの程度までの報酬ならば可かについての見解を示している。

①マークアップ・ダウン率に関する10パーセントルール

証券取引委員会は「10%超の無開示マークアップないしマークダウンは詐欺的」という解釈をペニースtockを含むエクイティ証券一般について一貫して取っている⁵⁷。数値基準の充足は詐欺の成立に不可欠ではない⁵⁸。

②実勢市場価格に関するオルステッド基準⁵⁹

マークアップ（ダウン）算定の際の基準となる実勢市場価格（prevailing market price）について、証券取引委員会は原則として同時期のディーラー間取引価格（一般にcontemporaneous cost standardと呼んでいる）によるべきとする⁶⁰。その適用にあたっての解釈上の疑問の多くについて84年のAlstead審決⁶¹で指針が示され（オルステッド基準と呼ばれている）、一部は92年規則に盛り込まれている。オルステッド基準の内容は次のとおりである⁶²。

原則として⁶³、ブローカーディーラーである証券会社（本件では再審査請求人）を含む複数のマーケットメーカーが存在するピンクシート市場の気配は、当該ブローカーディーラーが同時期に⁶⁴他のディーラーに現実に支払った価格ないし受け取った価格（現実の取引価格）に証拠として劣後する⁶⁵ ⁶⁶。

しかし「活発な競争市場（active and competitive）」の存在が証明された場合には、ブローカーディーラー自身が現実に用いたディーラー間取引価格ないし（あれば）他のディーラーが用いた同時期の価格によることも認められる（これは規則15g-4（d）に取り入れられ、以下に見るみなし規定が設けられた）。このような価格も存在しない場合には、自身ないし他のディーラーの最低の売り呼値（offer quote）によることが認められる。ただし呼値を採用する場合

には、過去の実績すなわちそのディーラーの呼値による取引が相当の頻度で行われ（同時期である必要はない）、その際の呼値がディーラー間価格と整合的であったことが確認されねばならない。この確認に失敗した場合には、ブローカーディーラーのディーラー間市場での買値で当該取引の直前のものに拠る。

いわば仕入れ値（contemporaneous cost）よりはディーラー間価格（inter-dealer market price）のほうが報酬算定の露骨さが緩和されるためか、ブローカーディーラーには後者が好まれるようである。

要するに、現実の取引価格に原則として拠るが⁵⁶⁷⁾、「活発な競争市場」の存在を証明できた場合にはまずディーラー間価格、なければ買い気配、最後に過去の取引実例を採用できる、というわけである。

③オルステッド基準の92年規則への影響

提案リリースで「オルステッド基準による『実勢市場価格』をブローカーディーラー報酬算定で採用してはどうか」と意見照会したのに対する意見の多くは、同基準が主観的であり⁶⁸⁾適用が困難なことを理由として消極的であったという⁶⁹⁾。証券取引委員会は、主な意見を分析の上、それを92年規則にどう反映したかを最終リリースで報告している。うち特に重要な変更は、「活発な競争市場」の認定を規則15g-4の関係で客観化するため、「ブローカーディーラーが取引の前5事業日間に同種のベニーストック取引につき適格気配システムの報告する取引高の20%未満しか占めていない場合には、『活発な競争市場』である」とみなしたことであろう（規則15g-4 (d)。この要件を満たさない場合にも「活発な競争市場」と認定され得る）⁷⁰⁾。

(2) 全国証券業協会自主規則⁷¹⁾

全国証券業協会（NASD）は1943年以来、「合理的に証券の現在価格と関連していない証券取引は公正慣習規則に違反する」⁷²⁾という立場を取ってきており⁷³⁾、具体的にはいわゆる5%ルールを1943年以来採用している。これはエクイティ証券につき実勢市場価格から5%乖離した価格を不公正ないし不合理と推定するものである（ちなみに規則制定に際して行われた調査では対象取引中の47%が乖離3%未満、24%が3%以上5%未満、29%が5%以上だったという）。裁判所や証券取引委員会の10%ルール⁷⁴⁾と異なり、マークアップが無開示であったということは要件とされていない。またこの基準は違反の認定のために必要でも十分でもない⁷⁵⁾。

5%超の場合でも合理性ありと認められるのはどのような場合であろうか。マークアップないしダウンを加えるのは、小売に伴う費用やリスクをカバーするためであり、NASDはそれは5%で足りるのが普通と考えているわけである。したがって、通常の小売サービスにとどまらない、特別なレポートやファイナンシャルプランニングを提供したといった事情があれば、5%超でも合理性ありとされる可能性があるといわれている⁷⁶⁾。リスクについては、顧客に転嫁できるのは日々の価格変動幅の程度に限られ、当該証券保有による投資リスク全体を転嫁することは認められない⁷⁷⁾という。

IV. 店頭取引に際しての報酬に関する日本証券業協会規則

1. 概要

最後に、わが国規制の現状を第三章（ブローカーディーラー報酬）の内容に関連する限りで

簡単に述べておきたい。わが国店頭市場の状況は米国のそれとはかなり異なる。とくに近年の規制緩和の中で、株式店頭市場を取引所市場の補完的市場に留まらない競争的市場へ見直してゆくことを証券取引審議会報告書が提言した(1997年)のを受けて、諸種の改善策が導入された。流通市場改善策としては、それまでのわが国の売買方法(オークション方式といって、JASDAQ売買システムを通じた集中的売買を行う)に加えてマーケットメーカー制度(証券会社が気配および売買に応じることのできる株数を常時提示して、顧客ないし代理と直接価格交渉を行う)が1998年に導入された⁷⁸⁾。従来いわゆるオーダードリブン制が取られていたところに流動性不足の問題を緩和するためクォートドリブン制が導入されたわけである。

米国の92年規則との対応で見えていくと、現行の日本証券業協会規則ないし慣行は次のようなものである。なお資料としては日本証券業協会報告書「株式店頭市場の改革に向けて」(1998)〔報告書〕の記述によった。

第1に、気配提示の条件については、①マーケットメーカーは自社が行うマーケットメイク銘柄の売り気配および売り株数、買い気配および買い株数を継続的に常時発表する、②売買気配のスプレッドについて一定の制限を設けることはしていない。マーケットメイク銘柄売買の制限値幅も設けていない。マーケットメーカーは気配が上下に大幅に偏った場合で正当理由のある場合には協会に申請して気配発表を停止できる。協会はマーケットメイク銘柄につき、売買最高・最低価格および午後3時における直近の売買価格ならびに株数を公表する。

「証券業協会の開設するものに店頭市場を限る」という制度前提の上のことではあるが、米

国のローカル市場に見られるような、およそ実体の欠ける気配が時々しか提示されない、といった問題は生じにくいであろう。

第2のリスク開示書類および第3の月次報告書については、少なくとも店頭証券を意識しての個人投資家保護規制は未だ制定されていないようである。

第4の報酬開示については、報告書によると「マーケットメーカーが同一銘柄において大口取引と小口取引等で異なる気配を複数提示することが可能か否かについては、投資家のニーズおよびシステム面での対応を勘案し、今後検討することにする」とあるので、任意の率でマークアップ、マークダウンの上、小売顧客に価格提示することが禁止されているわけではないようである。ただし「マーケットメーカーは、自社が提示した売り・買い気配等について、会員間または対顧客間を区別せず最良の価格による売買義務を負うこととし⁷⁹⁾、売買に応じる株数は、マーケットメーカーがJASDAQ端末の情報伝達画面上に提示した株数とする」とあるので、マーケットメーカーは提示した気配に拘束されるところと考えてよいのであろう。マーケットメーカー以外の会員については「顧客との間でマーケットメイク銘柄の売買を行う場合、マーケットメーカーが気配を提示している間は、最良気配の範囲内の価格で行うこととする」とされる。ただし協会による「売買価格等の公表」には、マーケットメーカー間およびマーケットメーカーと他の会員との間並びにマーケットメーカーと顧客との間で成立した売買価格等を一括して公表する、とあるので、リテール価格とホールセール価格とが異なるということは当然と考えられているのであろう。

2. 問題点

報酬開示の問題についてのみ、米国規制との比較から思い付かれる諸点を指摘する。

(1) 顧客に提示されるリテール価格はブローカーディーラー報酬を含んだ数値であり、その提示にあたっては報酬のみが別に表示されることはないように思われる。たしかに店頭で得られる協会発表のディーラー間価格を参照すれば、ブローカーディーラーの報酬が推定できるのかもしれない。しかし一般に投資家は報酬が徴収されたこと自体に気づいていないかもしれない。

また気配提示につき、マーケットメーカーについてはその提示した気配で売買するものとしているが、市場が競争的ではない場合には、従来用いられてきた「適正な価格」(直近の約定価格またはそれに準じた価格で、かつ最良気配の間の価格)の方が適当かもしれない(米国では気配提示にあたり追加開示が要求されるほか、報酬算定では現実のディーラー間取引価格が優先される)。

(2) マーケットメーカー導入にあたってスプレッド⁸⁰⁾をたとえば10%以内に抑えるべきかが議論されたが、結局そのような数値規制はなされないこととなった。わが国では報酬を価格の一定比率内に制限するという規制は取られなかったのである。スプレッド規制に反対する意見は次のようにいう⁸¹⁾。取引が少なく在庫保有期間が長い銘柄では、10%程度の値ざやでは価格変動リスクがカバーできない(しかしNASD規則に関連して述べたように、米国では価格変動リスクは5%超のマークアップないしダウンを正当化するリスクとして認められていない)から、マーケットメーカーがいなくなる恐れが

あり⁸²⁾、また手数料自由化の傾向に矛盾する。

(3) 証券業協会の報告書によるマーケットメーカー制度に違反した場合の制裁が明らかでないように思われる。

(4) 法律問題というよりは経済問題であるが、マーケットメーカーのなり手が少ないことが懸念されている。理由として、値付け業務を支えるシステム面の開発コストが現状の取引規模ではかなり負担であり、また借株市場の一層の整備が必要であるといわれている⁸³⁾。

(5) ちなみにエクイティ証券ではないが社債⁸⁴⁾や外国証券⁸⁵⁾については、従来「社内時価」に基づき顧客からの買取価格が決定されてきたが、その算定方式が開示されないため、現状ではブローカーディーラーの報酬額はわからない。

「わが国におけるマーケットメーカー実務は未だ試験的段階にあり、硬直的で市場原理に反しかねない実勢市場価格基準やマークアップ率上限などを設けるのは時期尚早である」という考えもあるかもしれないが、具体的な規制を先延ばしにするのは問題のように思われる。リスクの高い小型証券の取引が激増しているわが国の現状を鑑みると、「過大コミッションや店頭証券市場価格の不透明さを利用した詐欺は、店頭取引のさかんな米国固有の問題である」と片付けるのは楽観的に過ぎるように思われるからである⁸⁶⁾。

注

凡例 インターネット資料等で頁が打たれていない英文資料については、その脚注番号から特定するようにした(e.g., **** text accompanying n. 141)。

1) 1990年の時点で公に取引されている約55,000銘柄中、ニューヨーク証券取引所に上場しているものは約2240銘柄、アメリカン証券取引所に上場しているものは約1100銘柄、NASDAQに登録している証券は4970銘柄に過ぎ

- ない。Proposed Rules, *infra* note 9, n. 103参照。
- 2) H.R. Rep. No. 617, 101st Cong., 2d Sess. (July 23, 1990) [hereinafter House Report]. Proposed Rules, *Id.* n.14によると、気配値に関する規則は1940年代から繰り返して提案されている。1978年には、取引確認の段階ではあるが、ブローカーディーラーが本人として取引する場合はその事実、あれば単位未満取引特別手数料、マークアップないしダウンの額など、が顧客に開示されるようになった(規則10b-10)。また1988年には証券取引委員会によりペニーストック研究会(Task Force)が開設され、翌89年には適格性原則の具体的導入として、取引履歴のない顧客への電話等による勧誘(いわゆるコールドコール)が禁止された(旧規則15c2-6、現行規則15g-9)。また規則制定以外にも執行レベルあるいは啓蒙活動における規制機関の努力があった。Proposed Rules *Id.* text accompanying nn. 22-25参照。なお本文Ⅱ.2.で紹介する1991年改正規則Rule 15c2-11(気配値発表にあたってのブローカーディーラーの審査義務)も参照。
 - 3) Proposed Rules, *Id.* n. 7 and cited texts.
 - 4) Securities Exchange Act Rel. No. 27160 (Aug. 22, 1989), 54 Fed. Reg. 35469, n.9. なお注2で述べたコールドコール禁止規則と92年ペニーストック規制で規制範囲等が食い違うため、技術的調整(もっぱら後者の免除規定を前者に及ぼす)がProposed Rules *Id.* text accompanying nn. 209-210で提案され、93年に規則15c2-6の内容を規則15g-9に移動した際に調整された。Final Rules; amendments, Ex. Act Rel. No. 32576, 58 Fed. Reg. 37413 (July 12, 1993).
 - 5) Proposed Rules, *Id.* nn. 9-10.
 - 6) Penny Stock Task Forceはペニーストック取引の盛んな地方の証券監督機関と当初から共同して規則制定作業を進めたという。Joseph I. Goldstein & L. Delane Cox, Symposium: Penny Stock Markups and Markdowns, 85 Nw. U. L. Rev. 677, n.9 (1991) [hereinafter Goldstein & Cox].
 - 7) Proposed Rules *infra* note 9, n.15の説明によると、ピンクシート市場は正式名を全国気配相場サービス(National Daily Quotation Service)と言い、National Quotation Bureau, Inc.に設営される市場で、全国証券業協会のOTC Bulletin Boardを除けば唯一の全米的なディーラー間株式気配相場システムである。更に小規模な店頭市場としてはホワイトシートと呼ばれるローカル市場などがある。ピンクシート市場およびOTC Bulletin Board(リアルタイムでの気配提供システム。これによる相対取引の最終結果はNASDAQに逐次報告される)については今川嘉文「ペニーストックの取引規制と投資家保護(1)」経済研究43巻3号34頁から36頁(1998)参照。
 - 8) The Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990, Public Law 101-429, 104 Stat. 931 (1990)。本文にあげたほか、同法は証券取引所法15条(a)項(6)号(ブローカーディーラー関連者に対する委員会の制裁権限拡張)の改正、15A条(i)(ブローカーディーラーの懲戒記録照会のための無料電話サービス提供を証券業協会に義務づけ)の追加、17B条(ペニーストック店頭市場規制に関する原則)の新設、証券法7条(b)項(白地小切手会社(目的未定会社)の規制)の追加、の形を取っている。Proposed Rules *infra* note 9, text accompanying nn. 45-53。また90年法では同法を含む証券取引法違反一般の制裁措置として、民事罰・排除命令・役員解任命令の裁判所への請求等の矯正措置を新設した。Louis Loss & Joel Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation* 1230-33 (3d 1995)。ペニーストックに関する同法ないし規則違反に対する民事責任規定は特に設けていない。そこで過大報酬の返還額についてはかなり解釈上の不明が残されている。Goldstein & Cox, *supra* note 6 at 696-697.
 - 9) Penny Stock Disclosure Rules (Proposed rules), Exchange Act Rel. No. 29093, 56 Fed. Reg. 19165 (Apr. 25, 1991) [Proposed Rules].
 - 10) Penny Stock Disclosure Rules (Final rules), Exchange Act Rel. No. 30608, 57 Fed. Reg. 18004 (Apr. 28, 1992) [Final Rules]. スケジュール15Gの具体的内容については別のリリースが発されており(Ex. Act. Rel. No. 30917, 57 Fed. Reg. 31445 (July 16, 1992)), また最終規則の修正リリースが93年に発されている。Final Rules; amendments, Ex. Act Rel. No. 32576, 58 Fed. Reg. 37413 (July 12, 1993) (内容につき注4参照)。
 - 11) Securities Exchange Act Rel. No. 27160, 54 Fed. Reg. 35469, 35474 (Aug. 22, 1989) (Rule 15c2-6の採用リリース)。また翌90年に規則遵守につき調査を行っている。Proposed Rules *supra* note 9, n.34.
 - 12) House Report *supra* note 2 at 21。ブローカーディーラーの懲戒歴についての問い合わせサービスが設けられたゆえんである。
 - 13) ただし規制のかなりは証券取引委員会規則やNASDAQ規則ないし慣習として既に行われていた。Proposed Rules *supra* note 9 n. 43.
 - 14) 長期的に見ればこのような「開示規制」の有無によってペニーストック市場における証券評価が変わるということはあるだろう。ただそれは例えば発行会社に関する重要事実の発表がその株の価格に及ぼす、即座かつ明確な影響に比較して異質であることには変わりない。
 - 15) ペニーストック規制では取引前および確認時(確認書に包含することは可)に開示が要求される。証券取引委員会は、取引前の開示については口頭で行えること、またその時点では不明の情報については取引締結後速やかに提供する(かつ情報提供後1事業日間、理由に拘らず顧客は取引を解除できる)という選択案を提案リリースで提案した(Proposed Rules *supra* note 9, text accompanying nn.178-181)が、投資家保護に悖るといふほか、要件が不明確であるとして反対が強く、最終リリースでは削除された。Final Rules *supra* note 10, text accompanying nn. 192-195.
 - 16) 同条同項同号(B)は、本文中の(i)ないし(ii)の除外事由にのみあたるエクイティ証券で(i)ないし(ii)に規定する市場以外(たとえばピンクシート市場)でも取引されるものを証券取引委員会がペニーストックに再指定できるとする。Proposed Rules *supra* note 9, text accompanying nn. 55-56.

- 17) このほか登録投資会社発行証券 (b) 項) やOCC発行のオプション (c) 項) も免除された。
- 18) Rule 3a51-1 (d) (1) . 単位取引や派生商品の場合の計算についてはFinal Rules supra note 10 text accompanying nn. 66-67.
- 19) Final Rules Id. text accompanying nn. 47-50によると、5ドルとした根拠は、その程度の価格になれば極端なスプレッド比率は取り難く、証券販売員が利益を短期に挙げることが困難となるからだという。額は、取引のない場合には買い気配を基準とする (Rule 3a51-1 (d) (1) (ii)) が、これは規則15g-6 (月次報告書) の場合のみ適用があり、以外の場合には取引価格を標準とする (Rule 3a51-1 (d) (1) (i)). Id. n. 65.
- 20) (a) 1取引当たりまたは (b) 取引所価格または最低3のディーラー間気配平均が5ドル以上の証券 (個別取引が可能な最小単位で計算し、ブローカーディーラー報酬は含まない)、である。算定の詳細については規則3a51-1 (d) 参照。ワラント等の派生商品の場合は行使価格で算定する。
- 21) 算定方法の詳細 (とくに類似の規則での例) については規則3a51-1 (g) およびProposed Rules supra 9, text accompanying nn. 92-98参照。これは3年以上営業活動を継続している場合の基準であり、以外の場合には500万ドルが要求される。同項2号によれば過去3年の平均収益が600万ドル以上という基準にも拠れる。NASDAQ証券よりも監督や価格開示が劣ることを考慮し、同登録基準よりも高めに設定してある。Final Rules supra note 10, n. 74. 算定資料は、規則S-Xに従い過去15か月以内 (外国発行者で米国で開示していない場合は自国の会計基準で可) に作成した監査済財務諸表による。Final Rules Id. text accompanying nn. 75-77.
- 22) 規則3a51-1 (a) および証券取引所法規則11Aa3-1 (a) 参照。
- 23) Proposed Rules supra note 9, text accompanying nn. 61-62. 提案リリースでは現実には低価格のNMS-NASDAQに登録されていない証券その他の非報告証券につき相場操縦等の弊害が多かったことから、ベニーストックの定義に含めたという。Proposed Rules Id. n. 64. 地方の取引所の上場基準は緩やかなため、注2で紹介した89年旧規則15c2-6の適用回避のため上場する例が見られたという。
- 24) 具体例につきFinal Rules supra note 10, n. 37.
- 25) 上場に加えこのような要件を課したのは92年規制回避目的の上場を牽制するためである。Final Rules Id. n. 40 and accompanying text. また規則 (e) (2) (上場証券) および (f) (NASDAQ証券) につき、上場しないNASDAQ登録しか免除根拠のない証券は規制潜脱目的のため上場しない登録した可能性が高いとして、法15条 (b) 項 (6) 号 (規則違反ないし犯罪歴のある者が関係者となることを制限) の関係ではベニーストックとする。
- 26) ただし限界線はかなり微妙であり、本稿では立ち入らない。See also id. n. 27 (アメリカン証券取引所上場の場合同につき)、n. 36 (NASDのBulletin Board証券につき)、n. 34 (新規発行の場合 (残額引受と買取引受で登録決定時点が異なる)) .
- 27) Proposed Rules supra note 9, text accompanying nn. 85-86によると、マーケットメークにあたり詐欺を行う可能性が高いと考えられるからである。それゆえベニーストックのマーケットメイクをした場合には数量に関わらず免除されない。
- 28) Proposed Rules Id. text accompanying nn. 101によると一般に個人投資家は投資判断情報を入手しにくいからと説明されている。
- 29) 個人投資家 (レギュレーションDの基準を満たすものに限らない) について、およそ免除の可能性がないのは問題であること、また発行市場では比較的問題が起りにくいことを理由に、私募免除規定が最終リリースで追加された。Final Rules supra note 10, text accompanying nn. 92-97.
- 30) Proposed Rules supra note 9, text accompanying nn. 104-05によると発行会社が特定の事業目的のために行うことが多く、またこのような者は発行した証券市場情報を得やすいからである。
- 31) Proposed Rules Id. text accompanying n. 103によるとベニーストック投資のリスクを理解の上で投資すると推定され、またベニーストック投資の経験がある場合が多いということによる。
- 32) 注26参照。なお議会も実質的にベニーストックであるが取引所ないしNASDAQ市場での取引のあることを理由にベニーストック規制を全部免除すべきか、それとも (大部分がピンクシート市場で取引される実情を鑑み) やはりベニーストックとして規制すべきかという問題を認識していた。House Report supra note 2 at 27.
- 33) Final Rules supra note 10, n. 22, III B (Rule 15g-1: Exempt Transactions).
- 34) 後に規則15g-8 (目的未定会社の証券の販売禁止) および15g-9 (コールコール禁止) が追加されたが、これらは従来から存在した規制と92年規則とを調整するための改正であり、また本稿で扱う規制が流通市場のものであるのに対してどちらかといえば発行市場規制であるので検討から割愛する。
- 35) 実際、15g-3について15g-4および5と共通する対顧客開示の方法・時期の定めが置かれている。また気配提示の条件に関するルールと報酬開示の算定の基礎とする実勢市場価格の採用ルールとは非常に似ている。発行市場の問題と流通市場の問題を分ける必要もあるのであろうが、とにかく本文中の分類は決して完璧なものではない。
- 36) 委員会リリースの解説は規則番号順に行われている。また解説の分量で見ると、規則15g-4と5に半分近くの分量が割かれ、次いで規則15g-6、15g-7 (案)、15g-2と続き、規則15g-3はごく簡単に扱われている。規制の担当官も15g-2から3、15g-4、15g-5から7、と3人が担当しており、解説にかなり重複があることから、証券取引委員会にはこれらの規制を分類して把握するという意識がないのかもしれない。
- 37) House Report supra note 2 at 29. また気配値と実勢市場価格の乖離の具体例につきProposed Rules supra note 9, n.136の例を参照。

- 38) 以上の要件充足を確認 (validation) する場合の要件につき, Final Rules supra note 10, text accompanying nn. 136-138. 最終案改正リリースは, 売買の一方の気配のみ「確認」できる場合には, その一方については数値を開示し, 他の方については気配値不明の場合の例によるものと指示している。Final Rules; amendments, Ex. Act Rel. No. 32576, 58 Fed. Reg. 37413 (July 12, 1993).
- 39) Final Rules supra note 2 text accompanying nn. 127-128.
- 40) 証券取引委員会は単独マーケットメーカーによるマーケットメークの弊害 (詐欺の温床となりやすい・証券の処分可能性が限られる・競争者がいないのでスプレッドを大きく設定することにより小売顧客から多額の報酬を徴収できる) の解消のため, 法15条 (g) 項 (5) 号 (90年法ではない) を受けて規則案15g-7を提案リリースで提案し, 単独マーケットメーカーに, その事実および証券市場に重要な影響を及ぼしうること, を契約締結前に開示することを求めた。ところが同案に対しては, とくに持株会社形式で多くの支店を持つブローカーディーラーの場合, ある証券につき他のマーケットメーカーが存在するか, また自社が実質的に単独かどうか判断できない場合があるという批判があった。委員会は最終リリースの段階で「議会の要請を直接に受けた他の規則の遂行が優先する」として本案を削除した。ちなみにスケジュール15Gは顧客にマーケットメーカーの数についてブローカーディーラーに照会するよう勧めている。
- 41) Proposed Rules supra note 9, text accompanying n. 121.
- 42) Id. text accompanying n. 122-24.
- 43) スケジュール15Gその他の資料の翻訳を千葉大学法学論集 (15巻4号2001年1月) に掲載する予定である。スケジュール15Gについては「商品先物契約 (17 CFR 1.55, Rule 1.55) の場合のように短く, 1枚の書面にしたほうがよい」という意見が強く (Final Rules supra note 10, nn. 110-111), 当初の案よりかなり短縮されたが, それでも翻訳でいえば400字原稿で20枚近くの分量になる。
- 44) Proposed Rules supra note 9, n. 124にあるように, 書類の交付は取引条件に顧客が合意する時点で先立って行われねばならない。したがって, 電話で連絡をとってから郵送しても必ず違法となるわけではない。
- 45) 90年法により改正された証券取引所法29条 (b) 項の顧客からの解除権がとくに重要である。
- 46) 地方ディーラー間市場 (local or regional interdealer quotation system) やNASDのBulletin Boardはここに含まれる。Final Rules supra note 10, text accompanying nn. 113-114.
- 47) Id. text accompanying nn. 107-108.
- 48) House Report supra note 2 at 30.
- 49) Id. at 12. マークアップ (顧客に対する販売価格と市場価格との差) には実勢市場価格の10倍といったものすらあるという。
- 50) Proposed Rules supra note 9, text accompanying nn. 147-48. またたとえ詐欺につながなくても, ペニーストックの手数料が例えば上場証券の場合よりも高ければ, 前者の販売圧力が強くなる (結果として適格性原則に反する推奨がなされる) 可能性を顧客が知るといわれている。Id. n. 169.
- 51) 開示が必要となる時点よりも「リスクを負わない本人」か否かが判定する時点の方が遅くなりがちという問題がある。Final Rules supra note 10, nn. 168-172.
- 52) 未開示の極端なマークアップ・マークダウンについては従来から証券取引委員会もNASDもこれを詐欺防止規定違反ないし公正慣習規則違反と捉えてきた。具体例および制裁につき参照, 本稿第3章およびProposed Rules supra note 9, text accompanying nn. 153-154.
- 53) 提案リリースでは金銭外の報酬一般の開示も提案していたが, ブローカーディーラーの負担となる割には規制の実効性に欠けるとして最終段階で削除された。Final Rules supra note 10, text accompanying nn. 185-189.
- 54) Goldstein & Cox, supra note 6 at 677 n. 8に1991年時点での判例を整理した文献が与えられている。E.g., Trost & Co., Inc., 12 S.E.C. 531 (1942) (10.6%から40.5%にわたる非開示マークアップ6例で, このマークアップの一部を利用して顧客からの買上げでのマークダウンを小さくしたという主張が却下された例); Shearson, Hammill & Co., 42 S.E.C. 811 (1965) (証券会社の売り気配を元にすればマークアップは5%以内であるが, 実勢市場価格 (ディーラー間取引で当該証券会社が他会社に売った直近価格で最高値あるいはディーラー間売値で最低値, の低い方を採用すべきとする) を元にした場合には数値はそれよりも高いものとなると判断); Chasins v. Smith, Barney & Co., 438 F.2d 1167, 1170-72 (2d Cir. 1970) (自身がマーケットメーカーを務める証券を推奨する場合にはその旨を開示する義務がある); Ettinger v. Merrill, Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 835 F.2d 1031, 1033 (3d Cir. 1987) (ゼロクーポン債で過大マークアップの非開示は連邦法違反となりうるとして差戻)。
- 55) Goldstein & Cox, supra note 6 at 678.
- 56) E.g., Barnett v. United States, 319 F.2d 340, 344 (8th Cir. 1963). 証券取引委員会審決も同様である。See Final Rules supra note 10, n. 151.
- 57) LSCO Securities, Inc., Securities Act Rel. No.28994 (March 21, 1991) (5%超はともかく10%超のマークアップはペニーストックの特殊性を考慮しても過大にすぎると判断), 48 SEC Doc. 759; James E. Ryan, Securities Ex. Act Rel. No. 18617 (Apr. 5, 1982) (同時期の調達費用を元に算定した場合で半数以上の取引につき20%超のマークアップを徴収), 24 SEC Doc. 1859; First Pittsburgh Securities Corp., Securities Exchange Act Rel. No. 16897 (June 16, 1980) (11.1%から37.5%のマークアップ); Costello, Russotto & Co., 42 S.E.C. 798 (1965) (乖離率や基準価格の選定につき詳細に判示。結論としてNASD規則違反を認定); J.A. Winston & Co., 42 S.E.C. 62 (1964) (価格基準が後のAlstead基準に類似した審決で, 乖離率は5%前後なら許容の余地があるが10%以上は原則違反とする従来の例を踏襲)。
- 58) E.g., Shearson, Hammill & Co., 42 S.E.C. 811 (1965) (5.2ないし7.7%の場合, 「過大でない」と証券会社が主張する必要があるとした)。
- 59) Proposed Rules supra note 9, text accompanying nn.

- 156-167.
- 60) Alstead, Strangis & Dempsey, Inc., 47 S.E.C. 1034 (1984) ; First Pittsburgh Securities Corp., 47 S.E.C. 299 (1980) ; Samuel B. Franklin & Co., 38 S.E.C. 908, 910 n.4, aff'd, Samuel B. Franklin & Co. v. SEC, 290 F. 2d 719 (9th Cir.), cert. denied, 368 U.S. 889 (1961). NASD規則もこのような立場をとっているという。NASD Manual (CCH) para. 2154, at 2056 (未参照) . オルステッド基準はエクイティ証券以外の、たとえばゼロクーポン債の販売についても及ぶことがリリース等で確認されている(ディーラー間市場でもマーケットメーカーが単独なことが普通なので、価格としては小売の買取価格からマークダウン分を調整したものを用いる)。Sec. Ex. Act Rel. No. 24368, 52 Fed. Reg. 15575 (May 5, 1987) ; Amicus Brief of the Securities and Exchange Commission, Elysian Federal Savings Bank v. First Interregional Equity Corp., 713 F. Supp. 737 (D.N.J. 1989) (現物未参照。抵当付モーゲージ証券に5.3ないし7.39%, 投資信託証券17.84ないし21.27%の手数料を無開示で徴収した例。証券取引委員会によると、5%ルールは債券には直接には適用されないものの、類似性のある場合の準用は妥当である。ただし新種金融商品については業界慣習も重要であり、慣習内でのマークアップは一応合理的と推定される。その他の考慮される要因は市場の流動性、取引規模、単価(一株あたりの額が低いほど高い報酬率が正当化されやすい)、ディーラーの業種、債券の場合には満期、入手の困難さの程度、等である)。具体例につき Goldstein & Cox, *supra* note 6 at 682-683.
- 61) 事案は、残額引受で幹事を務めたAlstead, Dempsey & Co.証券会社(A)が発行額中95.7%を自己の顧客に販売しマーケットメーカー(Aを含め3社だがAの扱いが通年で97.8%を占めており、またAは証券保有者の情報を持っているため供給を管理できた)となったというもので、問題となっている期間については、他のブローカーディーラーおよび上とは別の顧客との取引量が86%を占めていた。
- 62) Final Rules *supra* note 10, text accompanying nn. 153-161 (92年規則の前提とするためにAlstead審決をリステートしている)。
- 63) 例外としては投売りや大量売買の場合などが考えられる。In re Bennett Johnson, 45 S.E.C. 278, 280 (1973).
- 64) 委員会によると、「同時期」とは当日であることが望ましいが、市場の変化があるという証明がなければ、取引の前5日間までの価格を採用できるという。LSCO Securities, Inc., Securities Ex. Act Rel. No. 28994 (March 21, 1991), 48 SEC Doc. 759. See also Final Rules *supra* note 10, n. 159.
- 65) 同時期の買値(cost)が適当でないという主張立証責任はブローカーディーラー側に課されることにつきFinal Rules *supra* note 10, n. 158.
- 66) E.g., Peter J. Kisch, 47 S.E.C. 802, 808-09 (1982) (Alfred 審決でcontemporaneous costの解釈の先例とされている事件で、その事案ではディーラー間でも必ずしも呼値で取引していないので現実価格を採用すべきと判示)。
- 気配値は交渉可能なことが多く、またその価格での取引量が限られているためあてにならないとして、証券取引委員会は気配値を用いることには相当に慎重である。See Final Rules *supra* note 10, n. 158.
- 67) 実は、第1順位の現実取引価格とディーラー間価格とのどちらを原則と扱うかについて、論理矛盾と内容変更とまではいかににしても、ニュアンスの変化が見られる。裁判所や古い審決例(e.g., Kenneth B. Stucker Investment Securities, 42 S.E.C. 910 (1966) (NASDの懲戒処分の可否を判断))はprevailing market priceとして、ディーラー間市場価格を第1に、ただしその市場が実質不存在(たとえば当該ブローカーディーラーがマーケットメーカーを兼任しており(integrated dealerという)、市場価格を支配している場合など)の場合には次善策として当該ブローカーディーラーの実際の取引価格(「実際の取引価格」)を採用するという順序で論じる。ところが、1992年規則関連リリースやKisch審決等の比較的最近の証券取引委員会の説明などではむしろ、実際の取引価格を第1に、しかし信頼できる市場が存在していると思われる場合にはそちらによる、という順序の説明になっている。たしかに問題となるケースの多くはマーケットメーカーの詐欺が並存し、ブローカーディーラーがマーケットメーカーを兼務して価格形成に支配的役割を果たしたと見られる場合がほとんどなので、実勢市場価格という場合、原則は実際の取引価格を採用する、という順序のほうが実質的であるし、また乖離率を算定するにあたっては現実の取引価格を用いる場合が圧倒的である。
- 68) 「活発かつ競争的」で「支配されていない」という主観的基準に代えて、客観数値たとえば取引所法17Bの要求する取引情報や報酬最高額といった客観数値を採用すべきという意見が出された。
- 69) Final Rules *supra* note 10, text accompanying nn. 162-163. 具体的には平均原価法を希望する意見が出されたが、証券取引委員会は顧客に売却した特定の証券の購入価格は簡単に知れる上に平均法では結果が分かれるからとして採用しなかった。
- 70) Final Rules *Id.* text accompanying nn. 165-167.
- 71) 証券取引所法15条(b)項(8)号は登録ブローカーディーラーに証券業協会への加入を義務づけており、NASDが現在唯一の証券業協会であることから、ペニーストックに関連するブローカーディーラーはすべてNASD規則を遵守する義務を負う。
- 72) Final Rules *supra* note 10, n. 150の引用する Interpretation of the Board of Governors, NASD Manual (CCH) para. 2154, at 2056 (1943) (未参照) に述べられている。
- 73) NASD Manual, Rules and Fair Practice (CCH) P2154, at 2054 (現物未参照。番号の変更があるようである)は「店頭取引では、証券の上場の有無を問わず、ディーリングに際してはすべての関連する要素(当時の市場の状態や費用の内容)を斟酌した公正な価格で取引し、またブローカレッジに際してはすべての関連する要素(当時の市場の状態や取引執行の費用および経験知識に基づいたサ

- ービスの価値)を鑑み公正な手数料ないしサービス料以上に徴収しないように、しなければならない」としたという。Goldstein & Cox, *supra* note 6 at 680.
- 74) 証券取引法の詐欺防止規定違反を規制根拠とするので、いくら報酬が大きくても開示するのであれば法律違反とは言いにいくからである。Id. at 692.
- 75) E.g., Thill Securities Corp., 42 S.E.C. 89, 92-95 (1964) (5%前後のマークダウンの事例で、5%以下も過大としたNASDの判断を支持。ブローカーディーラーは特別サービスを提供した費用であると主張したが、主張されたサービスは乖離を正当化するものではないと判断)。
- 76) Goldstein & Cox, *supra* note 6 at 682. 宣伝費は特別費用に該当しないとする審決例が多い。このほかにホールセールとリテールとを兼営する場合 (integrated dealers) で、ホールセールでの買取価格を基準とした場合などは5%を超えることも認められるであろうといわれている。Id. at 686.
- 77) Id. at 683.
- 78) 河本一郎＝大武泰南・証券取引法読本226頁以下 (第4版 2000)。1961年に発足した店頭売買銘柄登録制度は84年に気配、株式数の報告問い合わせのコンピュータ化が図られ (店頭株式情報伝達システム)、91年にはJAS-DAQシステムが稼動した。1997年には未登録株・未上場株の投資勧誘の緩和、(マーケットメイクに不可欠な)登録銘柄借株制度、ブックビルディング方式による株式公開等が導入され、また登録銘柄の信用取引や発行日取引が導入された。1998年には証券業協会の開設する市場を店頭売買有価証券市場であると定義し (米国のピンクシート市場やローカル市場のような自然発生の市場はこの定義にあたらなない)、流通市場の改善策としてのマーケットメーカー制度を導入し、また登録取消基準の厳格化、株券貸借取引制度の制定があった。
- 79) 報告書によると、マーケットメーカーがマーケットメーカー銘柄の売買を執行する場合、現行において店頭登録銘柄の売買執行時に適用されている理事会決議「株式流通市場における売買取引について」の「適正な価格」(直近の約定価格又はそれに準じた価格で、かつ最良気配の間の価格)は適用しない。マーケットメーカー銘柄以外の銘柄についても「適正な価格」を不適用とするかについては今後早急に検討するとされている。
- 80) ここにいうスプレッドは顧客に対する買い気配と売り気配との差額のことで推測される。米国の場合には実勢市場価格からの差異をマークアップ、マークダウンと定義し、その比率を問題にしているので、仮にわが国でスプレッド10%以下という基準がとられたとしても米国の10%ルールないし5%ルールと内容が同じというわけではないように思われる。
- 81) 「改革論議、各論論議、活性化へ規制撤廃を」日経金融新聞16頁 (1998年3月24日)。
- 82) これは経済事実の判断の問題であるが、たしかにわが国では米国にくらべてマーケットメイキングを業として行うことが難しい事情 (市場の小ささ、不活発さ、ブローカーディーラーの不慣れや初期コストの負担) が幾つか重なっているのかもしれない。
- 83) 「変更なるか株式店頭市場 (水曜ゼミナール)」日経金融新聞9頁 (1998年11月25日)。
- 84) 公社債等の店頭気配等の発表及び売買値段に関する規則 (公正慣習規則第3号) 14条1号 価格情報の提示 (自社店頭取引提示価格を提示し、また小口投資家の要求があれば証券取引所における直近の上場価格 (又は最終気配) 又は協会が発表する基準気配を提示する)、13条取引公正性の確保。
- 85) 外国証券の取引に関する規則 (公正慣習規則第4号) 18条および19条。同18条4項は「取引価格の算定方法等について顧客の求めがあった場合には、口頭又は書面の方法により、その概要について説明するものとする」としているが、「外国株券等及び外国債券の国内店頭取引における公正性確保のためのガイドラインについて」(1998年)によると、協会は「取引価格を決定するにあたり一定の算式を説明する、又は、自社の手数料相当額 (自社の得るべき利益) の数字を説明することまで求めている」と明言している。
- 86) 「店頭値付け銘柄50超す一市場間競争の武器に、専門証券などの充実課題」(1999年12月14日) 日経金融新聞19頁によると、日証協は値付け制度 (マーケットメイク) を他のオークション型を取る新市場との競争上有利とみているが、課題としてマーケットメーカーの質の充実および発行体企業に対するマーケットメイキング制度の啓蒙があるといわれている。また「特集—活気戻る店頭株、先行する米市場手本に、相場けん引役米と類似、ナスダック」日本経済新聞朝刊13頁 (99年5月5日) は、日米店頭市場の歴史や規模の差異のほか、たとえば値付け銘柄の売買がシステムではなく電話で行われているなど、基盤整備の遅れを問題とする。

(千葉大学 助教授)