

米国地ビール会社のインターネット・ ファイナンスをめぐる

ニューヨークの一地ビール会社が、インターネットを使って株式を公開したというニュースは、米国のみならず世界中の証券市場に衝撃を与えるものであった。それは、インターネットが、単なる情報通信手段にとどまらず、既存の証券取引システムにとって大きな脅威となる可能性を示唆するものと受け止められたからである。一部には、セキュリティゼイションが伝統的銀行業を衰退させたように、今度は、インターネットが証券業にとつてかわるのではないかとの懸念さえ生まれている⁽¹⁾。しかしその反対に、世を上げてのインターネットブームの中で生じた、一時的な話題の一つとの見方もありうるであろう。では今回のケースは、具体的にどのようなものだったのか、そしてそれはどのような問題を提起をしているのか、以下簡単に紹介してみたい⁽²⁾。

(1) Hal Lux, "The Cyberspace Threat - Will the Internet do to Wall Street what Wall Street did to the Banks?", *Investment Dealers' Digest*, June 3 1996.

(2) 米国証券市場におけるインターネット利用の全体像とその意味については、佐賀卓雄「インターネットは証券取引をどう変えるか—サイバースペースからの挑戦」『証券レビュー』第三八巻第八号（一九九六年八月近刊）を、またイギリスにおけるインターネット・デイリーリングについては、二上季代司「インターネット・シェア・デイリーリングのインパクト」

『証研レポート』一五二七号（一九九五年一〇月）を参照されたい。

事態の推移⁽¹⁾

ニューヨークはマンハッタンにあるスプリング・ストリート社 (Spring Street Brewing Company) は、一九九三年にアンドリュー・クライン (Andrew D. Klein) 氏によって設立された小さな地ビール会社である。クライン氏は、ハーバード・ロー・スクールを卒業後、クラブス・スワイン・ムーア法律事務所 (Cravath, Swaine & Moor) で証券法を専門とする弁護士として働いていたのであるが、妻の故郷であるオランダに旅行した際、そこで飲んだビールのおいしさに魅了され、自らオランダ風のビールを製造販売すべく、弁護士をやめて新たに会社を起したのであった。スプリング社の主力商品名は「ウィット・ビール (Wit Beer)」といい、小麦を原料としてオレンジビールとコリアンダーの風味がつけられているという。

ところが、九四年九月決算で売上高二九万八〇〇〇ドルに対して最終損益が四八万八〇〇〇ドルの赤字となるなど大幅な赤字が続いたため、同社は株式での資金調達を計画した。新興の中小企業としてそこまでは何ら珍しいことではなかったのであるが、九五年二月、同社は株式の発行に際してインターネット上の自社のホームページ (<http://plaza.interport.net/witbeer/>) を通じて投資家を募集するという方法をとったのである。結果的に同社は、証券会社に一セントの手数料を払うことなく、またベンチャーキャピタルに経営権への介入を許すこともなく、一株一・八五ドルで三五〇〇人の投資家から一六〇万ドルの資金を調達したのであった。

株式発行を完了した同社は、今年三月一五日 (金)、今度は投資家が自社株を手数料なしで売買できるよう、自社のホームページに「ウィット・トレード (Wit Trade)」と名づけた電子掲示板を作成したのである。実際に数件 (a handful of trades) の取引が成立したという。しかし、IPOに関しては何の介入もおこなわ

なかったSECが、三月一八日 (月) には社長のクライン氏を呼び出し、法律上の問題を検討する間「ウィット・トレード」を停止するよう要求、これでスプリング社の試みは頓挫したかに思われたのである。ところがSECは、投資家保護のためのいくつかの修正を加えることを条件に、「ウィット・トレード」の再開を認めるノード・アクション・レターを送付、結局、SECがインターネット・トレーディングにお墨付きを与えた格好になり、一躍、世界の注目を集めたのである。

事の推移は、おおよそ以上の通りであるが、では、こうしたスプリング社のケースに対して、法律上の規制はどうなっているのだろうか、また、同社のおこなったことのうち、どこまでが旧来通りでどこからが新しいのか、少し詳しく見てみよう。

(一) 本節で、Lux.op.sit: "Microbrewery Uses The Internet to Post Circular on Its IPO", *Wall Street Journal*, Feb. 24 1995: "SEC Halts Bid to Trade Brewer's Stock on Internet", *W.S.J.* March 21 1996: "SEC Says Brewery May Use Internet to Offer Its Stock", *W.S.J.* March 26 1996 などによる。

スプリング社のIPOの方法

まず、スプリング社の株式発行について見てみると、法律上こうした発行が可能になったのは、一つには、「一九三三年証券法にもとづいて制定された規則 (General rules and regulations under the Securities Act of 1933)」の中の「小額発行条件付適用除外」を定めたレギュレーションA (規則二五二条と二六三条) が一九九二年に全面改正され、実効的なものとなったためであり、もう一つは昨年二月のSECのノード・アクション・レターによって電子媒体による目論見書等の交付が認可されたことによる。

改正されたレギュレーションAによって、年間で総額五〇万ドル以下の証券の発行の場合には、SECへの登録要件が通常よりも簡素化され、中小企業の資金調達が一層容易となった⁽²⁾。具体的には、①SECに提出する売付申込届出書 (Offering statement) への記載事項は、財務諸表が監査を受ける必要がないなど簡略化されている、②その提出先は、SECの地方事務所でもよく、ワシントン本部である必要がない、③登録手数料は五〇ドルに抑さえられている点などである。

その一方で募集・売付に関する制限は緩和されており、①届出書が提出されただちにテレビ・ラジオその他による広告をおこなうことができ、また、売付の申込を受け付けることもできる (ただし、売付そのものは、届出書が適格と認められ、かつ売付申込案内書 (Offering circular [目論見書に相当]) が投資家に交付されるまで認められない)、さらに、②売付先 (投資家) に関して制限はなく、③転売規制も存在しないのである。

スプリング社の株式発行は、このレギュレーションAの規定を活用したものであり、その限りでは珍しいものではない。それが、従来の発行と異なっていたのは、通常、紙に印刷し投資家に郵送されていた売付申込案内書を投資家にインターネットからダウンロードさせるという方法をとったところにある。これによってスプリング社は、投資家からの案内書郵送依頼への対応と、三五頁にのぼる書類の郵送という事務作業コストを節約することができたのである。そして、こうした実際の紙を使わない電子的な方法での書類の交付は、九五年二月のSECのノー・アクション・レターによって認められたものであった。

ブラウン・アンド・ウッズ法律事務所 (Brown & Woods) が、SECに対して、昨年二月二十六日付の書簡⁽³⁾で、一九三三年証券法第二条 (一〇) が定義する「目論見書 (prospectus)」概念は、コンピューターにダウンロードさせる方法 (電子目論見書 [electric prospectus]) を含んでいるのか、などについての法律解釈

上のアドバイスを求めたところ、SECの企業金融局 (division of corporation finance) は、翌日付のノー・アクション・レター⁽³⁾で、電子目論見書を容認するとの解釈を発表した。スプリング社のインターネット利用は、このノー・アクション・レターによって可能となったのである。

このように、スプリング社の株式発行は、九二年改正のレギュレーションAと九五年二月のSECレターの枠内でおこなわれたのであり、その限りで適法性に関する問題は一切生じず、事実、SECから何のコンタクトもなかったのである。

(1) 米国証券法規則は、「外国証券関係法令集アメリカII改訂版」日本証券経済研究所、一九九六年、に訳出されている。

(2) James E. Grand and Gary Lloyd, "Internet IPO: A potential oasis for small companies", *Upside*, July 1996.

(3) 1995 SEC No-Act. LEXIS 281.

「ウィット・トレード」とSECの反応

スプリング社は、IPOが終了すると、「ウィット・トレード」を作成して自社株に流動性を与えようとしたのであるが、そのシステムは一〇の機能から成っていた⁽¹⁾。それは、①「ウィット・トレード」での取引方法の説明、②「ウィット・トレード」への投資家の登録、③最近の取引状況の閲覧、④最近のスプリング社の財務状況の閲覧、⑤「買い」の掲示板の閲覧、⑥「買い」の掲示板への参加の登録・訂正・削除、⑦「売り」の掲示板の閲覧、⑧「売り」の掲示板への参加の登録・訂正・削除、⑨売買契約書のE・メールによる受け取り、⑩売買契約書のダウンロード、である。投資家は、それぞれの機能を示すアイコンをクリックしていくことによって、電

子掲示板の気配を見ると同時に自分の注文をそこに出すことができ、さらに、望む気配を出している投資家にE・メールや電話で連絡することで、取引を契約することができるのである。受渡決済は、買い手は小切手を、売り手は株券を一旦スプリング社に郵送し、それを同社が相手側に回送するという方法がとられていた。

これに対して、SECは、株式発行の場合と異なりただちに反応し、適法性に関する検討をおこなう間、「ウイット・トレード」を停止するよう要請。そしてその一週間後、三月二日付でスプリング社社長のクライン氏宛てに書簡を送付したのである。その書簡から「ウイット・トレード」に対するSECの見解を見てみよう。⁽²⁾

SECはまず、「イノベーションと創造こそが、我が国証券市場の特長であり、それが、世界で最も効率的な資本市場を生み出してきた」と述べて米国証券市場における新機軸の重要性を強調し、そうした流れに沿った「ウイット・トレード」を高く評価している。また、「我々は、スプリング社が、『ウイット・トレード』に出された売買注文に対して、その交渉やクロッシングなどの執行サービスを提供しているわけではないことを理解している」としている。すなわち、「ウイット・トレード」は、電子掲示板という一種の気配表を提供しているのみであって、注文の付け合わせそのものは投資家同士が個別におこなっているものであるから、その限りで、「ウイット・トレード」はSECへの登録が必要なサービスを提供しているわけではないということであろう。

しかしながら同時に書簡は、「一定の修正がなされなければ、システムを利用する投資家が十分に保護されているとは言えない可能性がある」として、四点にわたる改善を要求している。

その一つは投資家の資金と株券の扱いに関するもので、SECは、「あなたは、登録ブローカー/ディーラーではないため、スプリング社が投資家の資金を扱うことがないようシステムを改めるべきである」と述べている。すなわち、「ウイット・トレード」では、投資家間の資金(小切手)と株券のやりとりがスプリング社を介して

おこなわれていたため、それは最低限、銀行その他の第三者機関を通じておこなうべきだとしているのである。

第二に、スプリング社の株式が流動性が低く投機的(speculative)であることを投資家に告知すべきであるとしている。具体的には、スプリング社の株式は登録取引所やナスダックでは取引されていないこと、購入価格での売却が保証されているわけではないことなどを明示すべきであるとアドバイスしている。第三の問題点は、投資家が電子掲示板に売り買い両方の注文を同時に掲示することは認められないということである。なぜなら、それはディーラー業務にあたり、証券取引所法にもとづく登録と、それにもなう業者規制に服する必要があるからである。第四に、SECは、「ウイット・トレード」における直近の取引価格と取引数量が、同システムによって投資家に明示されること、同時に、同システムにおけるすべての気配と約定されたすべての取引の記録が、いつでもSECに提出できるよう、記録保存されなければならないとしている。

こうした問題点の指摘はしかし、システムの不認可の根拠を示したのではなく、逆に、問題点が解決されれば再開してよいとのメッセージと解釈され、先に述べたように、事実上SECからのお墨付きを得た格好となったのである。⁽³⁾

その三ヵ月後、SECは、カリフォルニアの代替エネルギー製品販売会社リアル・グッズ社(Real Goods Trading Corp.)の、「ウイット・トレード」と同様の自社株売買システムに認可を与えている。⁽⁴⁾リアル・グッズ社の株式は、すでにパシフィック証券取引所に上場されているのであるが、SECとしては、インターネット取引所(もちろん取引所としての登録の必要はない)を抑制するのではなく、適切な投資家保護措置を手当てしたうえで、既存取引所との競争を促そうとしているものと考えられる。

(1) Gerard R. Boyce, "Offering and Trading Securities on the Internet", *New York Law Journal*, May 9

1996.

(2) 1996 SEC No-Act. LEXIS 435.

(3) しかし、その後現在まで「サトマー・トレード」は再開されていないが、それは、クライン氏が、中小企業のインターネット・ファイナンスやトレーディング業務に本格的に乗り出すべく、システム的大幅なバージョンアップに着手しているためであると伝えられている。

その一方で、前回と同様の方法で、(ただし価格は前回の一株一・八五ドルに対して今度は二・七五ドルで)二二〇万株三三〇万ドルの増資をおこなう予定があると云う。"Spring Street Brewing Co. Additional Public Offering Planned Through Internet". W.S.J. July 9 1996.

(4) Hal Lux. "SEC approves stock trades on company's Internet site". Investment Dealers' Digest, July 1 1996; Gerard R. Boyce. "Internet Stock Trading and the SEC". New York Law Journal, July 11 1996. リアル・グッズ社の顧問弁護士からSECへの六月二二日付の手紙とそれへのSECからの六月二四日付返答(1996 SEC No-Act. LEXIS 566)によると、同社のシステム(RGTCシステム)は、投資家がシステムの電子掲示板に、①投資家の名前、住所、電話番号、E・メールアドレス、②希望する売り買いの別、③株数、④価格、⑤注文の入力日、を、E・メール等で掲示するというもので、取引は投資家同士が個別に直接おこない、リアル・グッズ社自身は取引、決済その他は一切関与しないことになっている。そこで同社はSECに対して、①投資顧問法第二〇三条(a)にもとづく投資アドバイザーとしての登録、②証券取引所法第十五条(a)にもとづくブローカー/ディーラーとしての登録、③証券取引所法第六条にもとづく取引所としての登録、④RGTCシステムによる売買の証券法にもとづく登録、が免除されるよう要請したのであるが、それに対して、SECの投資管理局(division of investment management)と市場規

制局(division of market regulation)と企業金融局が、そうした登録は求めない旨のフリー・アクション・レターを送付したのである。

提起された問題

では、今回のケースはどのような問題を提起しているのだろうか。株式公開と、流通市場の形成の二つにわけて、それぞれにおけるインターネットの役割について考えてみよう。

スプリング社の株式公開が注目された理由は、何よりもはじめてインターネットが使われると同時に、証券会社が関与しないまま株式の公開がなされたという点であろう。従来であれば、未公開会社への投資は、ベンチャー・キャピタルやエンジェルなどごく少数の投資家のみによってなされていたのであるが、今回は、アンダーライターが不在のまま三五〇名もの一般投資家への事実上の「公募」が成立したのである。

しかしながら、このことをもって「インターネットが証券会社にとってかわった」と理解するのは、どうだろうか。なぜなら、第一に、スプリング社による株式発行は、投資家の数においては確かに大きなものであるが、発行方法自体は、前述のようにレギュレーションAにもとづくものでそこにとさら新しい点は存在しない。ただ、九五年二月のノー・アクション・レターを根拠に、売付申込案内書(目論見書)を紙の郵送ではなくインターネットからのダウンロードという方法を取った初めてのケースであったところにコスト削減効果を上回る話題性が存在しただけである。

第二に、三五〇〇人という投資家を獲得できた点についてであるが、これについても、広告や書類交付媒体としてのインターネットの役割が過大評価されるべきではないであろう。スプリング社の株式発行のための広告は、

インターネットのみでおこなわれたのではない。同社は、地元新聞や、自社が販売するビール瓶のラベルにも広告を載せることによって、自社ビールの消費者層を中心に投資家を募ったのである。すなわち、不特定多数の個人投資家を集めたというより、自社製品の顧客という既存の関係を土台に、それをさらに強化する効果もねらった株式発行であったと言えるであろう。だからこそ、アンダーライターを欠いたままでの株式公開が可能だったのである。そして、このような自社の顧客をターゲットにした、すなわち資金調達と同時に自社製品へのいわば応援団育成を図ろうとする株式の直接発行は、スプリング社に限らず地ビールなどの差別化された消費財企業を中心にかなり頻繁になされており、米国全体で、九四年には二八件、九五年にはおよそ四〇件を数えるという⁽¹⁾。そしてそうした会社の多くは、カリフォルニアの地ビール会社 Mendocino Brewing や、ニュージャージーの衣料メーカー Blue Fish Clothing (素材には無農薬有機栽培の綿を使用し、柄は手描きされる) など、本業自体が顧客対象を特定の愛好家層に絞っているため、会社の既存顧客への訴求力は強く、そのことが、証券会社抜きでの公開を可能にした最大の要素ではなかったかと思われる。こうした特徴は、今回のスプリング社にもあてはまる点であり、それゆえ、スプリング社がインターネットをはじめ使ったといってもその果たした役割は、むしろ副次的なものだったのではないだろうか。

しかしそれと対照的に、ごく小規模ながらも、株式流通システムが提供されたという事実は、証券市場のありかたを考える上でより大きな意味をもつものと思われる。これまで、流通市場におけるインターネットの利用は、E*Trade や Net Investor など (ディープ) ディスカウント・ブローカーによる、顧客からの受注業務には限られていたと言えよう。それは、来店・外交、郵便、電話・ファックスなどの場合と、コストやリスク管理面さらには営業活動のありかた全般に違いをもたらすのは当然としても、機能的には証券会社・顧客間の連絡手

段の一つにすぎず、流通市場のありかたに本質的な変化をもたらすものではない。しかし、「ウィット・トレード」は、取引所や証券会社を一切関与させることなく自社株に流動性を付与しようとするものであり、その機能は、証券会社の受注コスト削減を目的としたインターネット利用とは大きく異なっているのである。

それは、むしろ PPTS (Proprietary Trading System) と呼ばれる私設の市場外売買システムに近い性質をもつが、しかし、PPTS は、①機関投資家を対象とし、かつ、そもそも②インターネットを用いない、という二点において、「ウィット・トレード」と大きく異なっている。そして、機関投資家はすでに専用回線を確保しており、市場間においては NMS (National Market System) のもとで、気配情報の集約・公表は CQS (Composit Quotation System) で、取引注文の回送は ITS (Intermarket Trading System) で、取引情報 (直近に成立した売買価格と株数) は CTS (Consolidated Trading System) で伝達されるのである。インターネットを利用する必要性が存在しないのである。また、こうした第三市場や第四市場と言われる従来の新市場の誕生 (市場の分裂) が、情報通信技術の発達を前提にしていたとはいえず、機関投資家の台頭という取引主体の変化を主たる原因としているのに対して、「ウィット・トレード」は、インターネットという技術革新そのものによってもたらされたところに大きな違いがあると言えよう。

しかしながら、既存の取引システムがインターネットを利用する必要があるということとは、ここではむしろ、二つのシステムが代替的であること、類似した機能を備えていることを暗示している。なぜなら、インターネットは、多対多で、リアルタイムで情報をやりとりする機能をもっているからである。例えば、電話やファックスは、リアルタイムであっても、一対一でしか使うことができないために「市場」足り得ることができない。逆に、顧客から証券会社への発注に使われているインターネットが電話と基本的に異ならないのも、それが一対一でし

か機能していないからである。ところが、「ウィット・トレード」のシステムが示しているように、多対多で、かつリアルタイムで情報がやりとりできるようになった時には、気配を集約・公表し、注文を集め、かつ取引情報を伝えるという、NMSそのものと同様の機能をインターネットは果たすことができるのである。しかもそれは、特別の回線やソフト開発・購入を必要とせず、かつ二四時間全米（どころか全世界）に開かれており、無数の個人投資家からアクセス可能なのである。

インターネット・マーケットには、専用回線でないことによるハッカー対策、投資家の直接参加システムであることによる顧客の信用リスク管理、登録取引所でないことによる価格の公正さの監視や受渡決済の問題など、様々な課題が残されており、現在の規模については言うまでもないとはいえ、その可能性については、無視できない点が存在するのではないかと思われる。

(1) "Tiny Firms Offer Stock 'Direct' Public", W.S.J. May 20 1996.

(2) 広告宣伝、市況情報・企業情報伝達の媒体としてのインターネットの利用も、それがリアルタイムであるという点での革新性とその影響の大きさはもちろん否定できないが、しかしそれも一人から多数への「一対多型」情報発信であるという点では、新聞・テレビなど既存のマスメディアと機能上の違いはない。

(伊豆)