

DISCUSSION PAPER SERIES

米国における「インターネットファイナンス」を
巡る動きについて

播本慶子

Discussion Paper 96-J-20

IMES

日本銀行金融研究所

〒100-91 東京中央郵便局私書箱 203 号

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

米国における「インターネットファイナンス」を巡る動きについて

播本慶子*

要 旨

米国の証券市場では、「インターネットファイナンス」と呼ばれる取引が注目を集めている。例えば、小企業、零細企業が、インターネットを利用し、投資家に対する直接発行の形で株式の新規募集を行ったり、ホームページに設置した「掲示板」により自社の株式を投資家間で売買するための情報を提供する的就是その例である。最近、一部の証券会社が手掛け始めた所謂「インターネットアンダーライティング」も、その範疇に入るであろう。

「インターネットファイナンス」は、証券会社、証券取引所等、従来の証券市場の担い手を容易にバイパスしうるものであることから、証券市場の構造的変質をもたらす可能性があるとして指摘されている。また、証券取引法制度でも、さまざまな問題を提起している。そもそもインターネットを利用した取引は、紙をベースに考えられていた現行の証券取引法制度が予定していないものである。インターネット上の発行開示情報は、基本的には世界中の誰もがみることができることから、証券発行規制において用いられてきた属地的管轄権や投資勧誘対象の属性・人数といった概念との整合性も問題となる。「掲示板」システムのような取引仲介機関の出現は、従来の流通規制の枠組みである取引所やブローカー・ディーラーの登録制度のあり方にも問題を提起しているといえよう。

本稿では、米国における「インターネットファイナンス」と規制当局の対応について具体的な事例を紹介した上で、証券取引法制度上の問題点を整理する。

* 日本銀行金融研究所研究第2課 (E-mail: harimoto@imes.boj.go.jp)

1. はじめに

米国の株式取引におけるインターネットの利用は、証券会社による投資情報の提供や顧客からの注文回送、顧客への取引報告といった、証券会社を主体とする株式取引の電子化というかたちで進展し、これに伴い、連邦証券取引委員会（Securities and Exchange Commission、以下「SEC」と省略）は、インターネットを通じた詐欺的投資勧誘行為の監視強化という観点から対応をとってきた。

しかし、昨年来、小企業や零細企業を中心に、企業自身がインターネットを利用し証券会社による引受を介さずに投資家に対する直接発行の形で株式の新規募集を行う例がみられ、また、こうして発行した自社の株式に流動性を持たせるため、当該株式を投資家間で売買するための情報を提供する「掲示板」をインターネット上のホームページに設置する企業も現れている。こうした状況を眺め、最近では、インターネット上で新規株式公募を行なった企業に関する情報を提供する業者や、インターネットを通じた開示書類の送付や株式購入申込といった所謂「インターネットアンダーライティング」業務を手掛ける証券会社が登場しているほか、株式をインターネット上で自動的にマッチングさせる私設電子取引所の設立に向けて準備を進める企業もみられている。

これまでも、直接発行の形で証券の公募を行う例はあったものの、最近の例では、インターネットを導入することによって投資家への情報伝達コストが大幅に圧縮されているところに特徴がある。また、インターネットの普及は投資家間の相対取引を容易化し、これがインターネット上の掲示板を通じた株式取引システム創設の背景となったといえよう。

このような、インターネットを利用した、引受業者を介さない株式発行や証券会社や取引所を介さない株式取引は「インターネットファイナンス」と総称されている。「インターネットファイナンス」は、特に小企業や設立間もない企業の一般投資家からの資金調達を容易化する一方で、従来の証券市場の担い

手をバイパスするものであることから証券市場の構造的変質の端緒となる可能性をもつものとして評価されている。また、瞬時に国境を越えて情報を伝達するインターネットの利用には、従来の属地的な証券市場法制では対応しきれない面があり、規制当局であるSECは重大な関心を寄せている。

わが国株式取引の電子化は米国と比較すればかなり初歩的段階にあるとはいえ、インターネットは国境を障害としないメディアであるが故に、日本においても対応を迫られることは確実であり、現在の米国での議論の方向を整理しておくことは意義あることであろう。そこで、本ペーパーでは、これまで述べてきたような事業会社によるインターネットを利用したエクイティファイナンスと「掲示板」方式の株式取引システムを巡る米国株式市場の動向、及びこれらに対する規制当局の対応について事実関係を整理するとともに、その法的問題点を指摘することとする。

2. 背景

インターネットファイナンス等の事例を紹介する前に、こうした事象の背景として、それまでの米国における株式の発行開示の電子化及びインターネットの活用状況を概観しておきたい。

企業が株式発行時に行う情報開示には、大別して、規制監督当局への届出及びその縦覧制度を通じた間接開示と、投資家に対する目論見書の交付等による直接開示の二つの側面があるが、米国においては、前者の規制監督当局への届出については既にEDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval) システム¹により概ね電子化が実現している。一方、直接開示はEDGARシステムの対象とはなっていないが、インターネットの普及を背景に、

¹ EDGARシステムの内容や動向については、神崎[1987]、石本[1995]、SEC EDGAR News (<http://www.sec.gov/edaux/ednews.htm>) 参照。

投資家に対する目論見書の交付を電子媒体を用いて行おうとする動きが現れ、SECがこれを公認したことが次節で述べるインターネットを用いたエクイティファイナンスの事実上の引き金となった。

以下では、インターネットファイナンスの先駆として知られる Spring Street Brewing 社によるインターネットを利用した株式公募（昨年3月）が行われる以前の動きとして、株式発行にかかる間接開示及び直接開示の電子化の動きを概観することとする。

（1）間接開示の電子化—EDGARシステムへのインターネット導入までの経緯

EDGARシステムは、1933年証券法(Securities Act of 1933)、1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)、及び1940年投資会社法(Investment Company Act of 1940)に基づくSECへの提出書類等²の受理・縦覧をコンピュータにより処理するものである。SECは1983年より同システムの開発を開始し実験システムを稼働してきたが、昨年1月からは本格稼働に段階的に移行し、本年5月以降は、SECに登録している全ての内国登録者(domestic registrants)³が、登録書類のEDGARシステムによる提出を義務

² EDGARシステムによる開示の対象となっているのは、発行時の登録届出書、目論見書、また、継続開示として要求される年次報告書、四半期報告書、臨時報告書、株主に配布される委任状勧誘書類等である。なお、1933年証券法の適用免除を受ける少額募集や私募証券は対象となっていない。

³ 「内国登録（発行）者」とは、1933年証券法上は「外国登録（発行）者以外の全ての者」（Rule100(a)(4)、902(d)）、すなわち「外国政府、外国の国民または外国の法律に基づき法人格を付与され、もしくは組織された株式会社またはその他の組織体（但し、①当該発行者の社外発行済議決権付証券の50%超が、当該発行者、その名義書換代理人、議決権信託受託者、被寄託等の名簿上、米国在住者により保有されている場合、②取締役の過半数が米国民または居住者である場合、③資産の50%超が米国内に存在する場合、④営業の主体が米国内にある場合には外国登録〈発行〉者とはみなされない）」（Rule902(f)）以外の全ての発行者を指すと定

付けられることとなった。具体的には、接続用ソフトウェアのセットと、システムにアクセスするために必要なパスワード及び認識コードをSECから事前に取得し、SECのコンピュータに通信回線を通じてファイルを送信する。

当初は、集められた情報はSECの本部、一部の地方事務所にある公衆縦覧室での端末を通じてしか閲覧できなかった。その後民間情報ベンダーが提供するオンライン検索サービスや商用オンライン・ネットワークでのアクセスが可能になったが、SEC自身が直接提供する情報は依然として公衆縦覧室での閲覧に限られていたため、本システムの目的の一つである投資家への間接開示の迅速化については完全に果たされていたとは言えなかった。

こうした難点は、民間団体（IMS<Internet Multicasting Service>）とニューヨーク大学ビジネススクールの共同プロジェクト（Town Hall Project）が政府補助金を得て1994年にインターネットによるEDGARシステムの情報提供をスタートしたことにより解消された。当プロジェクトへの補助金が停止された1995年10月以降は、SECが当事業の運営を引継ぎ、現在はSECのインターネットのWorld-Wide Web上のホームページ⁴上でEDGARシステムの情報閲覧・検索機能⁵が提供されており、投資家は基本的には無料で登録資料の閲覧及びダウンロードができる⁶。

義されており、また、1934年証券取引所法上もほぼ同様の定義となっている（Rule3b-4）。なお、外国企業にはEDGARシステムの利用は義務づけられていないが、任意で利用する例はみられている（例えば本邦企業ではソニーが1996年3月期決算から同システムでの開示を行っている<1996年10月3日、日経朝刊>）。

⁴ <http://www.sec.gov/>

⁵ <http://www.sec.gov/edgarhp.htm>

⁶ *BNA's Banking Report* Vol.65, The Bureau of National Affairs, Inc., August 28, 1995, p339

(2) 直接開示の電子化—SECによる電子媒体を用いた目論見書送付の容認

既に述べたように、EDGARシステムで電子化されたのは規制当局への登録及び縦覧制度を通じた間接開示のみであり、投資家への目論見書の交付といった直接開示は対象となっていない。また、少額募集や私募に関する情報開示も同システムの対象ではない。

EDGARシステムの定着化が進む中、企業の間では、直接開示にも電子媒体を用いることにより、仮目論見書及び目論見書の送付等の煩雑な事務を効率化しようとする動きが現れた。これに対しSECは、1995年2月、Brown & Wood 法律事務所の電子的な目論見書の交付の有効性に関する問合わせに答える書簡⁷の中で、「1933年証券法 Section 2(10)が定義する“prospectus”（目論見書）は、“electronic prospectus”（電子目論見書）を含み、投資家自身にダウンロードさせ、専用若しくは“common carrier”（共用通信媒体）を通じて送信する方法は、紙ベースの目論見書と同様の情報の開示といった一定の要件⁸を満たせば適法である」という解釈を明らかにした。

このようにSECは条件付ながら電子媒体を用いた目論見書の交付を容認し

⁷ SEC 企業財務局の 1995 年 2 月 17 日付け書簡 (Re : Brown & Wood Incoming letter dated February 16, 1995, 1995 SEC No-Act. LEXIS 281)

⁸ 具体的にはSECは以下の9項目を要件として示している。(1)紙の目論見書と同内容の情報を開示していること、(2)投資家が電子目論見書を受け取ることを事前に了承していること、(3)電子目論見書が入手可能となった段階で投資家に対して通知すること、(4)代理人を通じて送達する場合でも、目論見書を配布する当事者が投資家の同意及び投資家への通知を確認すること、(5)目論見書配布義務期間中、指定された電子システムを通じて継続的かつ無料でアクセス可能とすること、(6)紙の形態に転換可能か、投資家が保存していつでもアクセスできること、(7)投資家の要請があれば紙形態の目論見書を無料で送付すること、(8)購入の決定までに、最終目論見書をシステム上でアクセス可能とし、その旨を通知すること、(9)補足的な営業用資料を送付する場合は以下の要件を満たすこと。①目論見書が電子的に送付されたという事実を明確に示す、②電子システム内の目論見書へのアクセス方法を示す、③発行者または引受人から紙の形態の目論見書が無償で入手できる旨表示する。

たが、さらに同年10月に発出した解釈通達 (Interpretative Release)⁹において、電子媒体を用いた情報の「送達 (delivery)」の有効要件として、①電子媒体による情報配信の事実が投資家に「通知 (notice)」されること、②投資家がペーパーベースと同様の情報を当該電子通信手段によっても「入手 (access)」しうること、という二基準を示し、Brown & Wood 書簡で示した基本的概念を補完している。

当該二基準について敷衍すると、まず「通知 (notice)」の要件については、コンピュータのディスク、CD-ROM、オーディオテープ、ビデオテープ、または電子メール等により電子化された資料 (electronic document) が送付された場合は送付のみをもって通知の要件を満たすとされる一方、インターネットの World-Wide Web サイト上で情報提供する場合には、当該情報の入手がインターネットにより可能である旨を別途の手段により投資家に通知する必要があるとしている。

次に、「入手 (access)」の要件については、情報の受け手が過大な負担なくアクセスできるような媒体の利用を求めており、紙の文書が郵送された場合と同様な利用可能性、即ち紙のように保存したり、必要に応じて情報をとりだすことが可能となっていなければならない。また、システム障害時に備え、電子媒体により交付される情報については文書による交付も可能でなければならぬほか、投資家が要求すれば、電子媒体で既に送付していても改めて紙の文書を郵送しなければならないとしている。

同通達では上記の「送達 (delivery)」の要件を満たしていることのエビデンスを確保することを求めており、その方法として、①投資家から電子媒体による情報の提供に関する同意を得る、②電子メールの受領メッセージ、投資家のアクセスが行われたことの記録、または、投資家による当該情報のダウンロード等、投資家が電子媒体により情報を入手した証拠の確保、③ファクシミリの

⁹ Release No. 33-7233; 34-36345; IC-21399, 1995 SEC LEXIS 2662 (October 6, 1995)

併用等を例示している¹⁰。

なお、1996年5月に、SECは、書面を前提として定められていた書式（開示書類の大きさや文字のフォント）を規定する規則を改正し¹¹、電子媒体の利用が可能となるよう手当を行なっている。

3. インターネットを利用した新規株式公募及び引受業の実例

冒頭でも述べたように、直接募集方式による株式発行は、新興企業の新規募集等に利用されてきたが¹²、引受業者への委託手数料の節約によるコスト面でのメリットは、自前で目論見書の印刷・郵送等を行うことによるコスト増により減殺される形となっていた。ところが、SECによる電子媒体を用いた情報送付の容認により、直接発行形式における投資家への情報伝達コストが大幅に低下したことから、Brown & Wood 宛書簡の発出直後から実際に企業が証券会社を介さずインターネットを利用して公募を行う例が出てきた。また、最近では、新規株式公募を行なった企業に関する情報をインターネット上で提供する企業や、こうした情報提供サービスや株式の購入申込の受付を証券会社がインターネット上で行う、言わば「インターネットアンダーライティング」の登場をみている。

以下では、Spring Street Brewing 社と Interactive Holdings 社のインターネットを用いた新規株式公募のスキームとそれらに対するSECの反応を紹介した上で、インターネットアンダーライティングについても言及することとする。

¹⁰ 本通達では、解釈基準に対する理解を得るため、52例に及ぶ個別事例を挙げて、それらが本通達の規定する「送達（delivery）」の基準を満たすか否かを解説している。

¹¹ Release No.33-7289; 34-37183; IC-21946, 1996 SEC LEXIS 1298 (May 9,1996)

¹² Jennings Marsh and Coffee[1992] p85 以下を参照。

(1) インターネットを利用した新規株式公募の実例とSECの反応

① Spring Street Brewing 社

インターネットを用いた株式の直接発行の初の試みとして知られているのが、昨年2月末¹³に行われた Spring Street Brewing 社の新規株式公募である。地ビール業を営む同社は、93年の設立以来大幅な赤字が続いたため、94年に株式での資金調達を計画したが、その際、経営権の維持の観点からベンチャーキャピタルの出資を仰ぐことには抵抗があった。こうした中、SECのBrown & Wood宛書簡により電子媒体を通じた直接開示が可能となったことから、売付申込案内書の印刷・郵送費用及び引受証券会社への委託手数料の節約¹⁴という効果を見込み、当書簡発出直後、インターネットを利用した新規株式公募に踏切った¹⁵。

当該新規株式公募のスキームは以下の通りである。同社は、World-Wide Webサイト上のホームページ¹⁶に自社の普通株の売付申込案内書 (Offering Circular)¹⁷のページを設け、これを投資家にダウンロードさせることにより交付を行なうという方式をとった¹⁸。売付申込案内書は、ホームページの画面では閲覧することができず、ダウンロードをしてはじめて閲覧することが可能となる仕組みである。購入を希望する投資家は売付申込案内書に添付してある応募約定書 (Subscription Agreement) をプリントアウトしサインした上で、購入代金相当の小切手と株式の募集について登録されている州¹⁹の居住者であることの証

¹³ Wall Street Journal, Feb 24 1995

¹⁴ Spring Street Brewing 社によれば通常引受手数料は募集総額の6～9%であることが多いとされている (Reuters Business Alert, February 28, 1996)

¹⁵ 伊豆[1996]p48

¹⁶ <http://plaza.interport.net/witbeer/>

¹⁷ 売付申込案内書とは Regulation A (小額発行条件付適用除外) に基づく募集の場合に購入予定者に交付される財務情報等を記載した開示書類 (1933年証券法 Rule253) であり、公募の際の目論見書に相当するものである。

¹⁸ 売付申込案内書は電子メールで申し込んで郵便で受取ることもできる (大崎[1996b]p83)。

¹⁹ 米国では、数州にまたがる新証券の発行による資金調達取引の場合、1933年連邦証券法に基

明書を同社宛に郵送する。会社側は、書類と小切手を確認してから株券を投資家に郵送する。

同社はもともと地ビール会社として自社製品の消費者層を中心に²⁰ある程度知名度があったほか、インターネットを利用した初の株式公募として、マスコミ報道等による宣伝効果があったこともあって、結局クローズイングまで1年を要しながらも約3,500名の投資家から約160万ドル（1株単価1.85ドル、844,581株を売却）の調達に成功した²¹。

Spring Street Brewing社による株式新規募集は、1933年証券法の小額発行条件付き適用除外を定めたレギュレーションA（総額500万ドル以下の証券の発行について同法の適用を除外しそれに代わる簡易登録手続きを定めたもの<1933年証券法Rule 251~263>）に基づいて行われたものである。レギュレーションAは、1992年に募集・売付に関する制限の緩和等を盛り込んだ大幅改正が行われたが、これによれば、SECに対する売付申込届出書(Offering Statement)の提出以降は、その適格承認前であっても、直ちにラジオ、テレビ等による一定の内容²²の広告を行うことができ、また、口頭もしくは予備的売付申込案内書(Preliminary Offering Circular)を投資家に交付した上で購入の申

づくSECへの登録のほか、募集対象となる州の証券委員会に対しても登録を行う必要がある。今次株式新規募集に際してSpring Street Brewing社はSECのほか22州の証券委員会に発行登録を行なっている。

²⁰同社のインターネットによる株式新規公募が成功した理由として、地ビール業は販売対象を特定の愛好家層に絞っているため既存顧客への訴求力が強く、従来から資金調達と自社製品の顧客層強化を狙った株式の直接発行がしばしば行われてきたという、同社の業種の特异性に求める見解もある（伊豆[1996]p55）

²¹ Wit Capital Corporationのホームページ上の、“LATEST NEWS AND DEVELOPMENTS”(http://www.witcap.com/cap_2.htm) より

²² 広告の内容は、予備的もしくは最終的売付申込案内書の入手先、及び、①証券発行者名、②証券の名称、売付申込金額および公衆に対する売付申込単価、③証券発行者の一般的な業種、④その財産の一般的な種類および所在地に関する簡単な説明、といった情報に制限されている（1933年証券法Rule251(d)(1)(ii)）。

込を受け付けることができる。そして、売付申込届出書の適格承認後は、投資家に売付申込案内書を交付し実際に売付を行うことができる。Spring Street Brewing社は、こうしたレギュレーションAに基づく発行手続きの中で、売付申込届出書提出後の広告にインターネット上のホームページを活用し、予備的売付申込案内書または最終版の売付申込案内書の交付を当該ホームページからの投資家によるダウンロードという手法とった初の企業となったわけである。

以上のように、当新規募集は、レギュレーションAとSECが示した電子媒体を用いた直接開示の有効要件をすべて満足したかたちで行われたみることができ、証券取引法上の問題は生じず、実際にSECからは何の措置もとられなかった。

② Interactive Holdings 社

Spring Street Brewing社に続き、相当数の小企業が同社の同様のスキームでの公募を試みてきたが、以下では、Interactive Holdings社の株式新規公募の例を、同社へのヒアリングの結果も踏まえつつ紹介したい（同社のホームページ上の当該公募関連部分のハードコピーを別添1として添付）。

テレビ制作会社である同社は、94年の創業以来大幅な経営赤字が続く中、銀行借入やベンチャーキャピタルの導入も困難な状態にあった²³が、昨年2月、SECのBrown & Wood宛書簡による電子媒体を用いた開示の容認を契機にインターネットを通じた株式の新規募集による資金調達に向け準備を開始し、本年2月、1株10ドルで20万株、総額200万ドルの新規株式公募を行う旨、株式売付申込届出書をSECに提出した。

Interactive Holdings社の公募方法とSpring Street Brewing社の当初スキームを比較すると、いずれもレギュレーションAに基づいて行われ、公募に関する広告と売付申込案内書の送付及び購入申込の受付にインターネットを利用したという点では共通しているが、詳細には相違点がみられる。まず、売付申

²³ Vestner, C., "Shares in Space", *Individual Investor*, August 1996 p100

込案内書の交付方法をみると、Spring Street Brewing 社の場合、前述のように投資家は売付申込案内書を各自のコンピュータにダウンロードし、ダウンロードしたファイルを開いて初めて当該案内書を閲覧することができる。すなわち、同社のインターネット上のホームページを開いただけでは、当該案内書は visible ではないのである。これに対し、Interactive Holdings 社の場合は、売付申込案内書のダウンロードを行うためのページも設けてはいるが、ダウンロードを行わなくても、ホームページ上で当該案内書を閲覧できるようになっている。また、応募の受付方法をみると、Spring Street Brewing 社の場合、応募約定書は売付申込案内書に添付されているため、インターネットのホームページ上で見ることはできない。投資家はまず同社のホームページからダウンロードした当該案内書の中の応募約定書の部分をプリントアウトし、それに必要事項を記入しサインした上で代金（小切手）とともに同社宛に郵送するという手順となる。一方、Interactive Holdings 社の当初のスキームでは、応募約定書はホームページ上に掲載されているため、投資家は売付申込案内書のダウンロードまたはプリントアウトを経なくても、当該約定書を用いて申し込むことができ、その際、当該約定書を郵送のほか、電子メールで送信することもできるようになっていた。

SECは、こうした Interactive Holdings 社の公募スキームに対し、応募約定書の受付方法を問題視し、①応募約定書をホームページ上に掲載するのはやめ、投資家が売付申込案内書とともにダウンロードすることを通じて入手可能となるようにすること、②当該約定書の受付は電子メールではなく、郵送によること、といった修正を求めた上で、本年3月に同社からの売付申込届出書の適格性を承認した。SECがこのような判断に至った理由は公表されていないため不明であるが、同社によれば、SECは、適切な開示とそれに基づいた投資判断の形成という原則に基づき、投資家がまず受付申込案内書に目を通し、当該証券のリスクファクター等をも理解した上で応募するといった手順の確保を求めたのではないかとしている。すなわち、第2章で触れたSECの昨年

10月に発出した解釈通達²⁴によれば、電子媒体を用いた売付申込案内書の送付が「送達(delivery)」の要件を満たしていることのエビデンスとして、投資家が売付申込案内書をダウンロードした証拠を確保するためには、前出の Spring Street Brewing 社のように、応募約定書は投資家が目論見書をダウンロードしてはじめて入手可能となるようなスキームの方が確実であると判断したとみられる。しかしながら、SECが、応募約定書の受付を「郵送」によるよう求める理由については、なお不明な点が残る。例えば、電子メールにより応募約定書の受付を行った場合でも、当該約定書が目論見書をダウンロードしてはじめて入手可能となる書式を用いたものであれば「送達(delivery)」の要件は満たされているように思われる。あるいは電子メールでは成りすまし等のリスクがあるので顧客からの有効な申込があったとすることは難しいと考えているのであろうか。そうであれば、電子メールを含む電子媒体による目論見書の送付を容認した前出のSEC通達と矛盾しているかにみえる。いずれにせよ、今後電子署名技術の発達により、電子メールでも紙ベースと同視しうる情報が伝達可能となった場合にも「郵送」の要件を維持し続けていくかは疑問である²⁵。

なお、今回の株式新規公募について同社は、「インターネットを利用しなければこれほどの資金は調達できなかった」とするなど、インターネットを用いた新規株式公募の効果を評価しつつも、それまで同社は殆ど無名に近かったこともあってか、詳細は不明ながら売付状況は不芳である模様である²⁶。

²⁴ 前出注9

²⁵ 同社はSECのほかに全州の証券委員会に届出を行ったが、ニューヨーク州、メリーランド州等が同社の公募方法に殆ど異議を唱えなかったのに対し、カリフォルニア州では先行き5年間の財政計画の提出を求めるなど、各委員会の反応は一様ではなかった模様。

²⁶ こうした資金調達の難航の要因としてについて同社では、自社経営陣における証券販売のノウハウの不在を挙げ、引受業者の必要性を再認識したとしている (Hubler, E., "Small Company Concludes Net Isn't Enough for its IPO", *SECURITY INDUSTRY DAILY*, April 10, 1996)。

(2) インターネットを利用した引受業者の事例

既に述べたように、SECによる95年2月のBrown & Wood宛書簡及び同年10月の通達で電子目論見書が容認されてから、インターネットのホームページ上で情報を開示し株式の直接募集を行う零細企業は相当数に上っているとみられるが、そもそもそうした零細企業は投資家の間で知名度が低いため、投資家によるホームページへのアクセスを効率的に高める必要がある。

こうしたニーズを背景に、最近では、インターネット上で新規株式公募を行なおうとする企業に関する情報を提供する業者が現れている。例えばIPO Data Systems社²⁷では、インターネット上で新規株式公募を行なおうとする企業や投資情報ベンダーのホームページにリンクを張り、開示書類等の各種情報を提供している。

さらに、既存の証券会社が、インターネット上に証券発行を希望する企業の墓石広告や仮目論見書を掲載するサイトを設け、目論見書のダウンロードや株式購入申込の受付等を行う、言わばインターネットアンダーライティングとも呼ぶべき事業を手掛ける事例がみられている。代表的なものとしては、フロリダ州の証券会社、ブリックスウェーバー社が、インターネットのサイト上で主に新興中小企業の小額発行株式に関する情報提供と購入申込の受付を行なっているほか、J.W.Gallagher社という証券会社が創設したIPO netは、インターネット上に証券発行を希望する会社の墓石広告を掲載し、投資家への目論見書の交付や投資家からの購入申込の受付を仲介する。なお、IPO netでは、投資家が仮目論見書に添付してあるクーポンまたはカードの書式に必要事項を記入して電子メールで返送することにより当該株式への関心の表示²⁸を行うと

²⁷ <http://www.ipodata.com/>

²⁸ 1933年証券法Rule134(d)によれば当該クーポンまたはカードによる関心の表示は、いかなる債務または拘束を伴うものではなく、いつでも取消が可能であり、こうした債務または拘束は、株式の登録届出書の発効後に別途株式の購入申込とそれに対する承諾があつて初めて発生する。

いうサービスを提供していたが、SECは、こうした電子クーポンまたは電子カードの利用は、クーポン又はカードによる証券に対する関心の表示を定める1933年証券法 Rule 134(d)に違反しないとする旨の No-action letter²⁹を発出した。

また、IPO net は、パスワードを有する一定範囲の投資家のみがアクセス可能な機能を設け、インターネットによる私募発行を可能としたことで大変注目を集めたが、これについては第5章で詳細に述べる。

4. インターネットによる新規株式公募のセカンダリー市場へのインパクト

前章でみてきたように、インターネットを利用した株式新規募集により、新興企業が引受証券会社を介さずに投資家から直接資金調達を行うことが容易になったが、売出された株式は未上場で、かつ店頭市場でも取引されていないため、投資家にとっては流動性に欠けるといった難点がある。そこで、インターネットによる株式の新規募集を行なった企業の中には、インターネット上のホームページに自社の株式を投資家間で直接売買するための「掲示板」を設置する例が現れた。その代表例が、前に述べた Spring Street Brewing 社が株式新規募集の翌月の本年3月に開始した自社株式の流通システム (Wit-Trade) である。

Wit-Trade³⁰の当初のスキームは概ね以下のとおりであった。まず、取引を希望する投資家は、インターネットのサイト上に設けられた掲示板に取引内容を登録するが、売却希望者用と購入希望者用の掲示板はそれぞれ独立して別のペ

²⁹ SEC No-Act. LEXIS 642 (July 26,1996)

³⁰ Wit-Trade は①取引方法の説明、②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-mail による受取り、⑩売買契約書のダウンロードといったページから構成されていた。

ージに設けてあり、各々、氏名、電話番号または電子メールアドレス、希望株数と希望株価を掲示するようになっている。システム自体は売買の付合わせは行なわず、投資家自身が電話または電子メールで連絡を取り、交渉・約定することになる。株式の受渡及び決済方法については、約定後、売手は株券を、買手は買取り総額を書いた小切手を Spring Street Brewing 社宛に送付する。そして同社は、買手から小切手を受領すると、売手から送付された株券を自社の資産として計上し買手に対しては株式を新規発行する一方、売手には自社振出小切手を送付する仕組となっていた。

Wit-Trade について、SEC は合法性調査のため非公式に当該システムを停止させた上で、以下の諸点につき修正を求める書簡³¹を同社に発出した。

まず問題となったのは、当該システムが 1934 年証券取引所法における取引所³²またはブローカー・ディーラー³³、1940 年投資顧問法(Investment Advisers Act of 1940)における投資顧問³⁴のいずれかにあたり、同法上の登録を要するの

³¹ SEC No-Act. LEXIS 435 (March 22, 1996)

³² 「取引所(exchange)」とは、1934 年証券取引所法 Section3(a)(1)において「法人格の有無にかかわらず、証券の購入者および売却者を集めるため、または他の株式取引所として一般的に解されているものにより通常行われている機能を証券に関して遂行するため、市場または施設を構成し、維持しまたは提供する組織、団体または人の集団を指す」と定義され、同法 Section 6 により SEC への登録を義務づけられている。

³³ 1934 年証券取引所法 Section3(a)(4)及び(5)において、「ブローカー(broker)」とは「他人の勘定において証券取引を遂行することを業とする者(但し銀行を除く)」を、また、「ディーラー(dealer)」とは「ブローカーを通じる等の方法により、自己の勘定において証券の売買を業とする者(但し銀行、または正規の業務の一部としてではなく個人的にまたは受任者としての資格で自己の勘定により証券を売買する者はこれに含まれない)」を指すと定義されており、いずれも同法 Section15 において SEC への登録が義務付けられている。

³⁴ 「投資顧問(investment adviser)」とは、1940 年投資顧問法 Section202(a)(11)において「報酬を得て、証券の価値、もしくは証券に対する投資、購入あるいは売却の可否に関して直接にもしくは出版物や文書によって他人に助言することを業務とする者、または報酬を受けて経常的業務の一部として証券に関する分析もしくは報告を刊行あるいは公表する者(但し、銀行、弁護士、会計士等を除く)」を指すとされており、同法 Section203 において SEC への登録が

ではないかという点であったが、当書簡の中でSECは、Wit-Tradeは、自社株式の流動性を高めるために無料で提供されているものであり、また、当システム自体が交渉、クロス売買や売買注文の付合わせといった投資家間の契約成立の為の行為を行なっているわけではないと認定し、こうした嫌疑を否定している。その上で、投資家保護の観点から、①資金の授受は銀行または第三者預託機関を通じて行い、また買手の小切手はSpring Street Brewing社ではなく売り手を名宛人として振り出され、直接売り手に送付されるようにすること、②投資家保護の観点から、同社の株式は流動性に劣りリスクが大きいこと等を明記すること、③システム利用者が売りと買いの気配を同時に「掲示板」に載せればディーラー行為に当たり、連邦証券法で定めるディーラーとして登録しなければならない旨注意を喚起すること、④投資家の投資決定を助けるために、最近の取引結果（値段や株数等）をシステム上で公表すること、株価操作を防ぐために、掲示された気配並びに過去の取引を全て記録し、必要に応じてSECに提供すること、といったシステム改善を求めた。

Wit-Trade自体は現在に至るまで再開されていないが、その後、インターネットのホームページ上に自社株式を取引するための「掲示板」を開設する例がいくつかみられている。例えば、本年6月、Real Goods Trading社が開設した株式取引システム（“Off the grid” trading system）は、株式の受渡し及び資金決済に第三者機関を介在させるなど、SECのWit-Trade宛書簡の内容に沿った形となっていたこともあって、証券取引上の問題はない旨のNo-action letter³⁵をSECからとりつけている。当該書簡の中でSECは、同株式取引システムが1934証券取引所法における証券取引所、または1940年投資顧問法における投資顧問としての登録を必要としないと判断するに至った理由として、同システムが無料で提供されていること、及び、同社が株式の売買交渉・決済への関与や株式の売買に関する助言といった仲介行為を行っていないことを挙

義務付けられている。

³⁵ SEC No-Act. LEXIS 566 (June 24, 1996)

げている。

こうした株式取引システムの出現を眺めて、株式取引用の掲示板作成の請負会社等も出現しているほか、Spring Street Brewing 社では、本年4月、インターネットを通じた株式公募を助け、また公募された株式の売り買いを自動的にマッチングさせるデジタル取引所機能を有する投資銀行兼証券ブローカー（Wit Capital 社）の設立計画³⁶を発表したが、これが投資家及び新規株式公募を企図する企業の間で高い反響を呼んだことから、同様の計画を手掛ける目的で Web Securities 社や Direct IPO 社といった企業の設立をみている³⁷。

なお、このようなインターネットを用いて企業と個人投資家、また投資家同志の直接取引を可能とするビジネスの誕生は、流通市場の伝統的担い手である証券会社や取引所に少なからず危機感を与えており、ディスカウンターの Jack White 社が従来機関投資家向けに提供されていたクロッシングシステムをインターネットを利用して個人投資家にも開放したり³⁸、アリゾナ証券取引所がインターネットを通じて個人投資家を取引に参加させる構想を打出す³⁹など、既存の証券会社や取引所がインターネットを通じて個人投資家を取込もうとする動きがみられつつある。

³⁶ *BNA's Banking Report* Vol.66, The Bureau of National Affairs, Inc., April 8, 1996, p596

³⁷ 佐賀[1996]p40

³⁸ "Leveling the Trading Field; Unlike institutions, retail investors have largely been unable to cross their trades...until now", *Investment Dealers' Digest*, Investment Dealers' Digest, Inc., August 26, 1996

³⁹ 雑誌のインタビュー記事によれば、アリゾナ証券取引所のウンシュ社長は、インターネットによる個人投資家の取引参加は市場の効率性及び透明性を促進するとして同構想の利点を強調している（"Arizona Stock Exchange courts retail investors", *Investment Dealers' Digest*, Investment Dealers' Digest, Inc., July 15, 1996）。

5. インターネットファイナンスの法的問題点

インターネット上の発行開示情報は、基本的には世界中の誰もがみることができる。こうしたインターネットの特性は、1933年証券法において用いられている地理的適用範囲や投資勧誘対象の属性・人数といった概念が予定していないものであり、実際にいくつかの規定についてインターネットを利用した株式発行への適用上の問題点が指摘されている。SECも、インターネットを利用した証券取引について、各種登録免除取引に該当すると判断することについて、比較的慎重な態度をとっており、SEC企業金融部の Cross 部長補佐は、「インターネットで公募された情報は、登録免除条項が前提としている概念とは相容れない場合がある。SECスタッフは投資家保護という目的と平そくがとれるような他のアプローチはないか検討しているところである」と述べている⁴⁰。

また、セカンダリー市場においては、前章で紹介したインターネット上の「掲示板」を利用した株式流通システムのような1934年証券法が予定していなかった仲介システムを通じた取引の増加が、従来のセカンダリー市場規制の枠組み、特に取引所やブローカー・ディーラーの登録制度の運用上の問題点を惹起している。

そこで本章では、1933年証券法における、私募証券への登録免除を定めたレギュレーションD及び米国外で発行される証券の登録免除を定めたレギュレーションSをインターネットを用いた株式発行に対して適用する際の問題として指摘されてきた点を考察したうえで、インターネット上の「掲示板」による株式取引システムに1934年証券取引所法を適用する上での問題点について考えてみたい。

⁴⁰ Childs[1996] p14 以下

(1) 投資勧誘対象の属性・人数を基準とする規制の問題点－私募免除

1933年証券法 Section4(2)によれば、同法上私募⁴¹とは、「公募を含まない場合」と定義されている。そして、同条に関するレギュレーションD (Rule 501~506) では、Rule506において、Section4(2)にいう非公募、すなわち私募に該当するものとして登録義務が免除されるための要件(セーフハーバー)⁴²を定めている。中でも、インターネットを利用した株式募集との関連で特に重要と思われるのは、①発行証券の購入者は全て「自衛力認定投資家(accredited investor)」であるか、または「自衛力認定投資家」を除いた購入者の数が35名以下であって、そのような購入者は投資リスクを判断できるに足る専門性(sophistication)を有する「有専門知識投資家(sophisticated investor)」であること、及び、②一般的な勧誘及び公告の禁止(Rule502(c))という二点が求められていることである。

従って、インターネットによる勧誘に基づき私募を行う場合には、上記二要件を満たすため、一定の属性を有する投資家以外は当該私募証券の情報にアクセスできないようにする必要があるが、こうした仕組みを初めて開発したのが前章で紹介したIPO netである。

IPO netのスキームは以下のようなものである(同社のホームページの主要部分のハードコピーを別添2として添付)。IPO netを利用するためにはまず、一般会員(General Membership)としての登録を行わなければならない。そのためには、一定の資格審査があり、投資家はIPO netのホームページ上に掲載されているRegistration Formに必要事項を記入の上IPO netに送信し、当該審査をクリアすれば24時間以内に一般会員としてのパスワードが交付される。その上で、当該投資家が自衛力認定投資家(Accredited Investor)、有専門知識投資家(Sophisticated Investor)等に該当する場合には、同様の方

⁴¹ 神田[1991] p416 以下

⁴² 同条では、その他の要件としてRule502を準用し、6ヶ月以内の以内の複数の証券発行の通算、発行総額に応じた簡易開示、証券購入者に対する転売制限、を規定している。

法で別途資格審査を受けそのパスワードを得る⁴³。

こうして得たパスワードを用いて I P O net が提供する公募 (Public Offering) または、私募 (Private Placements) の仲介サービスにアクセスすることになるが、その際、公募の画面には I P O net の一般会員のパスワードがあればアクセスできるのに対し、私募の画面には、自衛力認定投資家、有専門知識投資家のパスワードを有している者のみがアクセスできるようになっている。

パスワードを利用しメニューを開くと、発行証券の墓石広告が一覧でき、当該墓石広告をダブルクリックすることにより仮目論見書の請求ができるほか、クーポンの電送により興味を示したり、購入の申し込みを行うことができる。

S E C は、I P O net に対し、上記のパスワードが与えられた自衛力認定投資家のみがアクセスできるインターネット上のページを用いた私募の手法は、Regulation D で要件とされている一般的勧誘広告の禁止に反しないとする旨の書簡⁴⁴を発出しており、今後このような投資家の属性の確認とパスワードを用いたアクセスの制限はインターネットを用いた私募を可能とする有力な手段となっていくとみられている。

(2) 属地的管轄に基づく規制の問題点－海外発行証券の登録免除規定

1933 年証券法⁴⁵は、Section 5 において S E C への登録を行わずに州際通商手段及び郵便を利用して証券の購入の勧誘または売付を行うことを禁止する一方、Section 4 において登録が免除される取引を規定しているが、同法上に、海外発行証券についての適用除外条項は存在しないため、証券取引の国際化に伴い、

⁴³ 自衛力認定投資家、有専門知識投資家等に登録するための画面には、一般会員のパスワードがなければアクセスできない。

⁴⁴ 前出注 29

⁴⁵ レギュレーション S については Jennings, Marsh and Coffee[1992] p1594 以下によるところが大きい。

外国の発行者のみならず、海外での証券発行手続きの簡素化を望む米国発行者からも、海外発行証券に関する第5条の適用免除が望まれるようになった。こうした要請に応え、SECは、1964年にユーロ債市場における米国発行者の起債を促進するため、「1933年証券法は主に米国投資家を保護することを目的とするもの」であり、「当該証券の募集が米国民に対する、または米国内での分売または再分売を意図するものではない場合には」、米国発行者は1933年法上の登録を免除される、との解釈通達⁴⁶を発出した。同通達で示されたSECの見解はその後長期間に亘り Policy statement や No-action letter において踏襲され、(1) 債券に関して90日間、株式について1年間の米国内または米国民への販売制限、(2) 米国民または米国住民に対し当該証券の販売を行わない旨の引受者による明示の同意を得る、といった手続きを求めることが一般化していった。しかしながら、こうしたアプローチをとる限り、米国内の機関投資家は海外での証券の募集に参画することができず、国際的なポートフォリオ分散を望む機関投資家から同通達の見直しを求める圧力が高まったことから、1990年、それまでの米国投資家保護を主眼とする「属人的(national)」なアプローチにかわり「属地的(territorial)」なアプローチをとる登録免除規定、レギュレーションS⁴⁷ (1933年証券法 Rule 901~904) と、特定の機関投資家間で行われる私募証券の転売規制を緩和する1933年証券法 Rule144A が制定され、両者を組み合わせることにより、海外で無登録で発行した証券は、米国内の一定の機関投資家に対してであれば保有期間の制約なく転売できるようになった。

レギュレーションSは、Rule 901において、1933年証券法 Section5にいう証券の売付申込および売付は、米国内で行われる申込及び売付をさすものとし、海外で発生する申込及び売付を含まないとした上で、Rule 903において証券発行者、分売人等による売付申込または売付に関するセーフハーバー⁴⁸を、また

⁴⁶ Securities Act Release No.33-4708 (July 9, 1964)

⁴⁷ 神崎[1992]p30以下を参照。

⁴⁸ 海外発行証券の米国内への販売制限期間は、米国市場に実質的利害関係を有しないとされる外国発行者の証券について撤廃され、またその他外国発行者の証券についても原則として40

Rule 904 において転売に関するセーフハーバーを規定している。

レギュレーション S では、Rule903 及び 904 に共通する general requirements として、①当該売付申込または売付が「オフショア取引(Offshore transaction)⁴⁹」で行われること、及び、②米国内において「意図的な販売努力 (directed selling efforts)」が行われないこと、といった二大要件を規定しているが、本稿で取上げたインターネットを用いた株式の募集との関連で特に重要と思われるのは、後者の「意図的な販売努力」の不在の要件である。

Rule 902(b)及びSEC通達⁵⁰によれば、「意図的な販売努力」とは、主にレギュレーション S に依拠して海外で募集された証券の米国市場における購入を勧誘する目的で行われる活動、またはそのような効果を合理的に期待される活

日に短縮されるなど、従来の還流制限規制は相当程度緩和されている。

⁴⁹ 「オフショア」については、Rule902(i)項に定義があり、証券の売付申込または売付が以下の各項を満たす場合にはそれは「オフショア」で行われたものとみなされるとしている。

(i)当該売付申込が米国内の者に対して行われないこと、かつ

(ii)以下の(A)(B)のいずれかが満たされていること

(A)買注文が発せられるときに購入者が米国外にいるか、または売手およびそのために行動するものが購入者が米国外にいると合理的に信じていること、

(B)次の2箇条それぞれの目的上以下の条件が満たされていること

① Rule903 (発行・分売) に関しては当該取引が、米国外にある、外国の証券取引所の物理的な(physical) 売買立合場で、またはそれを通じて行われること、

② Rule904 (転売取引) に関しては、当該取引が Rule902(a)に規定される指定オフショア市場(ユーロ・ボンド市場、アムステルダム、オーストラリア、ブリュッセル、フランクフルト、香港、UK 及びアイルランド、ヨハネスブルグ、ルクセンブルク、Borsa Valori di Milan、モントリオール、パリ、ストックホルム、東京、トロント、バンクーバー、チューリッヒの各株式取引所およびSECが指定する外国の証券取引所または非取引所市場)で、またはそれを通じて行われ、かつ売り手またはそのために行動する者も当該取引が米国内にいる購入者との間で事前の交渉が行われたとの認識をもっていないこと。

但し、上記に拘らず、当該証券の募集または売付が特定の米国民の集団に向けて行われた場合はオフショア取引とみなされない一方、それが同 Rule(o)(2)により「米国人(U.S.person)」の定義から除外される勘定を保有している者に対する売付はオフショアで行われたものとみなされる。

⁵⁰ Securities Act Release No.33-6863, 1990 SEC LEXIS 740 (April 24,1990)

動を指すとされ、このような活動には、例えば、レギュレーションSに依拠して行われる証券の売付申込を米国内で一般的に普及している刊行物に掲載することが含まれるとされている。そこで、インターネット上で発行開示が行われた場合、「刊行物」よりはるかに情報伝達力が高く、米国も含めた世界のあらゆる地域において閲覧可能なインターネットへの目論見書掲載が、米国における「意図的な販売努力」を包含するとみなされ、レギュレーションSによる1933年証券法の適用除外が否定されるのではないかという問題が生じる。

インターネット上の情報の非地域性は、米国における州による証券市場規制上も問題となっているのでここで紹介しておく。第3章でふれた Spring Street Brewing 社の場合、22州で株式の発行登録を行なったが、事実上同社の株式募集に関する売付申込案内書の取得は未登録の州でも可能であった。従って、株式の登録が行われなかった州の証券委員会は、同社のインターネットを用いた投資勧誘が適正な登録を経ずにそれらの州で行われたとみなすことも可能ではあったが、実際にはそうしたクレームはいずれの州からもなかった⁵¹。

発行企業サイドでは、こうした州レベルの証券市場規制の違いから生じる問題に配慮し、当該証券の募集が特定の法域の居住者のみを対象として行われている旨の担保文言(disclaimer)を明記する例が多くなっている。また、州規制当局サイドでも、インターネット上で募集される証券について州証券委員会への登録を義務付ける法律⁵²の中で、当該州の住民に対する投資勧誘ではないという担保文言が付されている場合は登録義務を免除する旨を規定する例⁵³がみられ

⁵¹ なお、Spring Street Brewing 社は、本年7月に行った公募増資に際しては、売付申込案内書を投資家にダウンロードさせるのではなく、電子メールで同案内書の送付依頼を受付け、依頼書上に記載された住所に同案内書を郵送するという形をとっており、これは同社が未登録の州で勧誘を行ったという嫌疑を避ける為の措置であるとの見方がある（大崎[1996a] p71、同社のホームページ上の売付申込案内書と同案内書郵送依頼書のハードコピーを別添3として添付）。

⁵² こうした立法を行なっている州は9月時点で15州に上っている。

⁵³ ペンシルベニア州、インディアナ州等

ているほか、N A S A A (North American Securities Administrators Association) は、各州の証券当局に対し、担保文言が付された場合に登録義務を免除する規定を置くことを推奨する決議を行なった。

SECは少なくとも現時点では、こうした担保文言の効力に関する州レベルの議論をレギュレーションSの運用方針に反映させてはおらず、インターネットを利用した場合には、たとえ当該証券の募集が米国内投資家向けではない旨の担保文言を付したとしてもレギュレーションSの適用はない、との見解を表明している⁵⁴。

(3) 取引所、及びブローカー・ディーラーの登録制度の運用上の問題点

1934年証券取引所法は、同法上の「取引所(exchange)」や「ブローカー(broker)」・「ディーラー(dealer)」の定義⁵⁵から分かるように、証券取引は、大掛りな装置や人を擁した立合場、または、取引仲介を業として行う専門家により担われることを予定していた。しかし、近年は、インターネットの普及に代表される情報通信技術の発達を背景とし、従来、取引所やブローカー・ディーラーが行っていた取引仲介機能が、人や大掛りな立合場のかわりに通信ネットワークを利用した取引仲介システムによっても担われるようになっている。そして、こうした従来の取引所及びブローカー・ディーラーの概念が予定しない新たな仲介機能の担い手の出現は、取引所及びブローカー・ディーラーの登録制度の運用上の問題を提起しており、かかる問題点は、インターネット上の

⁵⁴ 前出注 40。但し、前節で紹介した I P O net では、私募等 (Private Placements) の仲介サービスにおいて、海外在住投資家 (Foreign Investor) の資格審査を経てパスワードを得た者のみを対象として、レギュレーションSに基づく募集の引受サービスも提供している。これに対してSECは現段階では何の措置もとっていないことから、こうしたパスワードを用いた海外在住投資家に対する募集については、レギュレーションSに基づく登録免除が認められる可能性もあると思われる。

⁵⁵ 前出注 32、33

「掲示板」を利用した株式取引システムをめぐるSECの議論の中にもみとれる。

まず、「取引所(exchange)」の概念が通信ネットワークとの関係で最初に大きく取り上げられたのは⁵⁶、PTS (Proprietary Trading System)、すなわち、登録証券取引所及び登録証券業協会以外のものが運営する電子取引ネットワーク⁵⁷が1934年証券取引所法上登録を必要とされている「取引所(exchange)」にあたるかが問題とされた1991年の裁判⁵⁸である。裁判所からPTSの法的性質について検討するよう要請を受けたSECは通達⁵⁹を発出し、その中で、取引所を「取引を集中させ、売りと買いの気配を定期的にまたは継続的に提供し、その気配値に基づいて常に注文の執行が可能であると証券の売り手と買い手が合理的に期待できるような市場」であると定義した上で、具体的には、「取引所」の顕著な特徴としてmarket making機能を果たす者(典型的にはスペシャリスト)が存在することなどを挙げ、PTSは基本的に取引所には当たらないとした。こうしたSECの見解は、NYSE等既存の取引所から強い批判を受けたが、同裁判の判決⁶⁰では「取引所」の解釈に関するSECの広範な裁量権が認められ、これを受けて、多くのPTSは証券取引所としての登録を行わなくても1934年証券取引所法に違反しない旨のNo-action letterをSECから取付けた。

当該通達は今なお概ね踏襲されているとみられている⁶¹が、唯一、ウンシュ・

⁵⁶ Jennings, Marsh and Coffee[1992] p540-545

⁵⁷ Securities Exchange Act Release No.34-30920, 1992 SEC LEXIS 1650 (July 14, 1992)の定義による。

⁵⁸ Board of Trade of the city of Chicago v. Securities and Exchange Commission (United States Court of Appeals, Seventh Circuit, 1991. 883F.2d 525)

⁵⁹ Securities Exchange Act Release No.34-27611, 1990 SEC LEXIS 100 (January 12, 1990)

⁶⁰ Board of Trade of the city of Chicago v. Securities and Exchange Commission (United States Court of Appeals, Seventh Circuit, 1991, 923 F.2d 1270)

⁶¹ また、SECは、1994年1月に発表した報告書(Market 2000 Report, 1994 SEC LEXIS 130, January, 1994)の中でも、PTSは取引所としては機能しておらず、引続きブローカー・ディーラーとして規制することが望ましいとの認識を示し、その後、PTSその他のブローカー・

オークションシステムズ（現在のアリゾナ証券取引所）は、「取引所」に当たると認定され、その上で、1934年証券取引所法 Section5(2)の「取引量が限定されている取引所に対する登録免除」を受けた⁶²。なお、他のPTSとは異なり、同システムがどのような理由で「取引所」に当たるとされたかについては必ずしも明確ではない⁶³。

こうした中、SECは前章でふれた Real Goods Trading 社宛の No-action letter の中で、特に理由を詳細に示すこともなく、同社による「掲示板」方式の株式取引システムは1934年証券取引所法上の「取引所」には該当しないと認定した。

しかし、ここで注目されるのは、従来のPTSの提供者が、1934年証券取引所法上の取引所としての登録を免れても、ブローカーとしての登録は求められてきたのに対し、SECは、「掲示板」による株式取引システムの提供者は同法上のブローカーには当たらないとしていることである。すなわち、前章で紹

ディーラーによる取引システムの取引内容報告義務に関する Rule17a-23 を制定した。

⁶²Securities Exchange Act Release No.34-28899, 1991 SEC LEXIS 283 (February 20, 1991)

⁶³ PTSの中でウンシュ・オークションシステムズのみが「取引所」と認定された理由については、前出の通達（注59）で強調された組織面からいうと、同システムが必ずしも既存のPTSと異なっているようにも思われないため、両者の機能面の相違に求めるほかないように思われる。そこで両者の具体的な取引方法を比較すると、他のPTS（例えば Instinet や Lattice）では、参加者が主要市場の価格を参考にしてコンピュータ端末に売買の意向を入力し、応答のあった相手とスクリーン上で交渉を行い売買を成立させる、またはシステム内で売買をマッチさせるといった方法をとるものが多かった。これに対し、ウンシュ・オークションシステムズは、主要証券取引所の取引時間終了後午後5時までの間に参加者が端末に注文を入力し、その後、システム自体が、最も取引量が多くなるような単一の執行価格を決定するというものであった。このように、同システムでは、他のPTSと比較するとかなり特殊な株価決定方式をとっており、このことがSECの認定に影響した可能性もあるように思われる。もっとも、SECは認定の理由として、前出の通達における「取引所」の定義（「常に注文の執行が可能であると証券の買い手と売り手が合理的に期待できるような流動的な市場」）を引用しているに過ぎないため、前に述べたウンシュ・オークションシステムズの機能のどのような点を捉えて「取引所」に当たるとしたかについては不明である。

介した Spring Street Brewing 社及び Real Goods Trading 社宛の No-action letter において、当該システムが株式の売買交渉、クロス売買や注文の付合わせへの関与を行っていないことを理由として当該システムの提供がブローカー業務に当たらないと認定していることから、SEC は、1934 年証券取引法 Section 3(a)(4) で定義されたブローカー業務の中核をなす「証券取引を遂行する (effecting transactions in securities)」こととは、そこで列挙されたような仲介行為を指すと解釈していると思われる。

こうした SEC による取引所及びブローカー・ディーラーの認定基準については、以下のような問題点が指摘できる。まず、SEC は、取引所と認定されるための要件としてスペシャリストといった market making 機能を果たす者の存在を求めるなど、いわば取引所の伝統的な組織に着目したアプローチをとったが、こうした基準が情報通信技術が発達していく中で、どこまで実効性を保っていけるかは疑問である。通信ネットワークを用いたブローキングシステムや自社株取引システムには market maker は介在しないが、「証券の購入者および売却者を集める」という取引所の主要な目的に関しては、伝統的な取引所をはるかに上回る力を有しており、こうした取引の場の位置づけについては、今後再考の必要があると思われる。

また、ブローカー・ディーラーについては、SEC の基準に従えば、例えば通信ネットワークを用いて自動的に注文の付合わせを行うシステムを提供することはブローカー業務にあたる一方、投資家による通信ネットワーク上への気配値の提示まではシステム提供を通じて関与するが、交渉・約定の段階は投資家に相対で行わせることはブローカー業務には当たらないことになるが、両者の取引実体に、1934 年法上の登録の要否を決するほどの違いがあるかについては議論の余地があろう。

「掲示板」方式の株式取引システムの将来は現段階では計り知れないが、Spring Street Brewing 社のような、株式の公募を行なった結果多数の株主を持ちながら証券取引所には未上場の企業の株式が、従来こうした未公募株の取引に利用されていた OTC ブリティンボード、ピンクシート市場等に加え、自社株

取引システムを通じて取引されていく可能性はある。また、Real Goods Trading社の例にみられるように、上場企業の間にも自社株取引システムを設置する例はみられており、上場企業の知名度、信用度の高さに鑑みると、投資家が当該企業のインターネット上のホームページに設けられた「掲示板」を通じて取引を行う可能性は、未上場企業の場合よりむしろ高いようにも思われる。SECが現在示している基準によれば、「掲示板」方式の株式取引システムを通じて行われる取引は相対取引と同視されることになるわけであるが、このような取引の増加は、1934年証券取引所法が前提としている、取引所、ブローカー・ディーラー、機関投資家、その他の一般投資家、といったカテゴリーをその活動内容によって明確に分類することを困難にさせる。このような場合、取引所及びブローカー・ディーラーの登録制を通じた従来の規制体系がうまく機能していくかどうか疑問である。今後は、情報通信技術の発達による取引仲介機能の担い手の概念の変容を整理した上で、取引の公正の確保を通じた投資家保護といった1934年証券取引所法の保護法益に鑑みてどのような規制が必要となるか、登録制度を維持するとすればどのような要件を備える主体にそれを適用し、どのような行為規範を求めていくかについて議論することが是非とも必要となるだろう。

6. おわりに

前章では、インターネットファイナンスの法的問題点として、1933年証券法上の登録免除規定、また、1934年証券取引所法による取引所やブローカー・ディーラーの登録規制の運用上の問題を挙げた。既に述べたように、こうした問題は、インターネットが基本的には世界中の誰からもアクセス可能であり、取引所やブローカー・ディーラーといった既存の取引仲介業者を経由しない個人間の取引を可能とする高い情報伝達力を持つことにより生じたものであった。

そうだとすれば、前章でふれたようなインターネットの特質に起因する法律問題は、米国の証券取引法の問題に止まらないはずである。

前章において、米国外においてインターネットを利用して募集された証券についてはレギュレーションSの適用はなく、米国内で発行された証券と同様にSECへの登録義務が課される方向にあることを紹介したが、こうした問題は、およそインターネットの端末が存在する全ての国の証券法について生じうる。例えば、本稿でふれたSpring Street Brewing社やInteractive Holdings社の売付申込案内書は本邦を含む全世界で閲覧やダウンロードが可能であった。こうした状況についてわが国の証券当局はとくに見解を示してはいないが、仮にこうしたインターネット上の売付案内書を見た日本の投資家が応募する例が相当程度見られた場合、これを捉えてわが国においても「募集」が行われたとみなし、日本の証券取引法上の登録その他の規制の対象とするかが問題となる。一方、日本企業がインターネットを利用して株式を募集する場合についても、他国における証券取引法適用の可能性といった問題を考慮する必要がある。今後、多くの国において他国でのインターネットを利用して募集された株式についても同国の証券取引法上の規制が課される可能性が高いということになると、インターネットを利用したことにより多数国における証券の同時募集といった色彩を帯びることになり、発行開示の調整も問題となってくる。

これと似た問題は銀行法についても生じうる。わが国の現行銀行法によれば、日本国内において⁶⁴銀行業務を営む者は大蔵省から免許を取得しなければならず、開業後も当局による監督その他の規制を受けることとなっている。こうした「業務の属地性」を基準とした銀行法制がこれまで実効性を維持してきた要因として、居住者による海外預金に対する外為法上の規制⁶⁵もあって、日本の顧

⁶⁴ 小山[1992]p401 参照

⁶⁵ 居住者による海外預金については大蔵大臣の許可が必要（外為法21条1項1号）。海外金融機関に対する2億円相当額以下の外貨建預金（預入は本邦為銀を通じて送金する外貨の他は外貨証券の果実、償還金および処分代金、当該預金金融機関からの受入金に限る）等については許可不要とされている（外為省令別表第1第2号レ）が、当該預金からの支払いの原因とな

客は殆どの場合国内金融機関（邦銀あるいは外国銀行の本邦支店）を利用するほかなかったという事情がある。行政サイドとしては、国内金融機関さえ規制すれば、少なくとも預金者の保護という銀行法の目的の一つを事実上はたすことができたし、また、外国銀行としても、日本の顧客を対象に業務を行うには日本に支店を開くことがコスト面からみても合理的であった。

ところが、現在では、外国銀行は、日本に拠点を持たなくても、インターネット上の自行のホームページを通じて、日本の顧客にも自行のサービス内容を広告し、口座開設申込を受付けることは、技術的には十分可能である。本邦の顧客からみれば、インターネット上で簡単にかつ低コストで預金振替等の取引指図が可能となることは、海外の口座を通じた銀行取引の大きなインセンティブとなると思われる。こうした外国銀行からのインターネットを通じた勧誘とそれに呼応した本邦居住者による海外預金口座開設が頻繁にみられるようになった場合、わが国の銀行法としてどのように対処するか（例えば、当該外国銀行による日本国内での業務と同視しうる行為として規制対象に取入れて行くかどうか）といった本邦銀行法の問題が生じる。また、国際的なルール作りや規制当局の国際的協調の必要性も議論されることとなろう。

また、わが国の外国為替管理法に関しては、同法が支柱としてきた「為銀主義」を撤廃し、為銀のほかに「新たな担い手」にも外為業務を営むことを認める方向にあるようである。しかし、「為銀」であれ、「新たな担い手」であれ、クロスボーダーの資本取引やクロスカレンシー取引を業として行う者が「担い手」であり、業としない者は「エンドユーザー」であるという考え方自体は、およそ「担い手」を通じて規制を及ぼすという従来の規制手法を踏襲するものである。例えば外貨売買の例をとってみれば、本稿で紹介した「掲示板」方式の株式取引システムが米国証券法の規制対象とはならないように、今後、インターネットの利用により、「担い手」の概念で捕捉しきれないような仲介機能を創り出すことは外貨売買についても可能である。為銀主義が撤廃され、全て

る取引が届出等を要するものである場合に所要の手続きを経た上で支払いに充てる必要がある。

の資本取引について原則的に事後報告制に移行すれば、こうした新たな仲介機能を通じ「エンドユーザー」が手広く外貨売買を手掛けるといったインセンティブも高まりうるわけであり、こうした取引が広汎にみられるようになれば、「担い手」と「エンドユーザー」という区別自体が曖昧なものとなってしまう。また、今後、本邦居住者が、海外の金融機関等に自由にアクセスできるようになる中、日本国内の「担い手」のみを対象とした規制の枠組みが、どこまで実効性を維持していけるかは疑問である。

さらに、金融法や外為法以外の法分野に目を転じても同様の問題が起こりつつある。例えば、最近、インターネットを利用した海外の通信販売業者からの個人輸入の増加に伴い、日本の訪問販売法等消費者保護法を海外の通信販売業者に適用しうるかといった問題だけではなく、日本の課税権に関する問題をも惹起していると指摘されている。国内に源泉を有する外国法人または非居住者の事業所得に対する日本における課税については、「恒久的施設なければ課税なし」(No taxation without permanent establishment)という原則が国内法上採用されており⁶⁶、また各国における租税条約上も一般原則となっている⁶⁷。ここでいう「恒久的施設」とは、支店・工場その他事業を行う一定の場所のことであるとされているが⁶⁸、通信販売の場合は必ずしも「恒久的施設」を日本国内に設けるとは限らないため、このような「恒久的施設」を持たない外国通信販売業者の本邦国内源泉所得に対しては本邦は課税できないことになる。インターネットの利用によりクロスボーダーの通信販売の取引量が拡大する中、こうした現行税法では捕捉できない部分も増加しつつあり、属地的管轄権に基づく課税体系の問題点を一段と増幅させているといえる⁶⁹。

以上のような議論は、情報通信技術の発展の下での現行の業法ないし規制法

⁶⁶ 法人税法 141 条 1 号ないし 4 号、所得税法 164 条 1 項 1 号ないし 4 号

⁶⁷ OECD 模範所得税条約 7 条 1 項、国際連合模範租税条約 7 条 1 項

⁶⁸ 金子[1996] p 303 参照。

⁶⁹ インターネットを利用した海外通信販売業者に対する課税問題に関する最近の事例研究としては、永峰[1996]参照。

一般の実効性について示唆を与えるものであると思われる。既に、およそインターネットの端末を有する全ての国の法制がこうしたインターネットのインパクトに晒されているとあってよく、先行するアメリカでの議論等を参考にしつつ、わが国でも議論を深めていく必要があるだろう。

以 上

【主要参考文献】

- 石本聡、「SECのエドガー・システムをめぐる最近の動向」、『商事法務』1386号、商事法務研究会、1995年4月
- 伊豆久、「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って」、『証研レポート』第1537号、日本証券経済研究所大阪研究所、1996年8月
- 大崎貞和、「米国におけるインターネットのディスクロージャーへの活用について」、『COFRIジャーナル』No.24、企業財務制度研究会1996年9月a
- 、「インターネットが変える証券市場」、『財界観測』、野村総合研究所、1996年9月b
- 金子宏、『租税法 第5版』、弘文堂、1996年
- 神崎克郎、「アメリカのエドガー・システム」、『証券取引の法理』、商事法務研究会、1987年
- 、「証券の国際的な募集・売出し」、『証券研究』第102巻、日本証券経済研究所、1992年8月
- 神田秀樹、「公募に係るディスクロージャー制度の適用除外取引について」『証券取引審議会報告—証券取引に係る基本制度の在り方について』、財団法人資本市場研究会、1991年
- 小山嘉昭、『銀行法』、大蔵財務協会、1992年
- 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36巻第8号、日本証券経済研究所、1996年8月
- 坂本正喜、「技術革新への米国監督当局の対応」、『証券レビュー』第36巻第8号、日本証券経済研究所、1996年8月
- 永峰潤、「インターネット利用で商品販売を行う場合の恒久的施設の判定」、『INTERNATIONAL TAXATION』Vol.16 No.9、1996年9月
- 日本証券経済研究所編、『外国証券関係法令集 アメリカI、II』、日本証券経済研究所、1977年7月、1996年4月
- 淵田康之、大崎貞和、「証券市場の競争力—空洞化論への視座—」、『財界観測』、野村総合研究所、1994年10月
- 宮武敏夫、『国際租税法』、有斐閣、1993年
- Childs, A.L., "The SEC begins to produce considered view on the Internet", *International Financial Law Review*, Euromoney Publications, August 1996
- Jennings, Marsh and Coffee, *Securities Regulation Cases and Materials 7th ed.*, Foundation Press, 1992
- Loss and Seligman, *Securities Regulation Vol.1 3rd ed.*, Little, Brown and Company, 1989

Interactive Holdings 社のホームページのハードコピー ——— 株式新規公募の墓石広告

INTERACTIVE  **HOLDINGS**

This announcement is under no circumstances to be construed as an offer to sell or as a solicitation of an offer to buy any of these securities. The offering is made only by the Offering Circular to which it relates.

New Issue

February 14, 1996

200,000 Shares (maximum), 5,000 Shares (minimum)



**INTERACTIVE
HOLDINGS
CORPORATION**



Common Stock, Price \$10.00 Per Share

(The minimum subscription is 100 shares (\$1,000.00). The offering price has been arbitrarily determined by the Company. The Offering will terminate on August 1, 1996, unless extended by the Company for up to an additional ninety (90) days (the "Termination Date"). The shares are being offered on a "minimum-maximum" basis: (i) 5,000 shares (the "Minimum Shares") (\$50,000) and (ii) 200,000 Shares (the "Maximum Shares") (\$2,000,000)

Copies of the Offering Circular may be obtained in any State or Jurisdiction in which this announcement is circulated from only the undersigned or such dealers or brokers as may lawfully offer these securities in such State or Jurisdiction.

INTERACTIVE HOLDINGS CORPORATION

244 Madison Avenue, #409
New York, New York 10016
[212] 396-0020 fax [212] 570-6823
For Information Call 1-800-527-9669

Complete Offering Circular available on The INTERNET at
<http://www.thevine.com/ihome.htm>

This announcement is under no circumstances to be construed as an offer to sell or as a solicitation of an offer to buy any of these securities. The offering is made only by the Offering Circular to which it relates.

New Issue -- -- -- February 14, 1996

200,000 Shares (maximum), 5,000 Shares (minimum)

INTERACTIVE HOLDINGS CORPORATION

Common Stock, Price \$10.00 Per Share

(The minimum subscription is 100 shares (\$1,000.00). The offering price has been arbitrarily determined by the Company. The Offering will terminate on September 1, 1996, unless extended by the Company for up to an additional ninety (90) days (the "Termination Date"). The shares are being offered on a "minimum-maximum" basis: (i) 5,000 Shares (the "Minimum Shares")(\$50,000) and (ii) 200,000 Shares (the "Maximum Shares")(\$2,000,000)

Copies of the offering circular may be obtained in any State or Jurisdiction in which this announcement is circulated from only the undersigned or such dealers or brokers as may lawfully offer these securities in such State or Jurisdiction.

Interactive Holdings Corporation

244 Madison Avenue, #409, New York, New York 10016
(212) 396-0020 fax (212) 570-6823, **For Information call toll-free 1-800-527-9669**
email = dlorin01@interserv.com

Complete Offering Statement available on The INTERNET

at <http://www.thevine.com/ihchome.htm>



PUBLIC STOCK OFFERING
DOWNLOAD INSTRUCTIONS

Interactive Holdings Corporation is currently offering to sell up to 200,000 shares of common stock. The Company intends to raise up to \$2 million to finance the production and distribution of its interactive INTERNET and Television programs.

Shares are being offered directly by the Company at \$10.00 per share. The minimum investment for the offering is \$1,000.00 (100 shares).

The offering has been qualified by the Securities and Exchange Commission and is lawful in the State of New York, and the Company plans to register these securities in other states, including California, Connecticut, Florida, Texas, Illinois and Massachusetts, and possibly others, depending upon investor interest.

Please note that the offering circular does not constitute an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy, shares in any state where the offer and sale of the shares is not lawful.

The offering is being made only by means of an official offering circular. A copy of the circular can be obtained as follows:

* e-mail, fax, phone or mail your request to receive a copy of the offering circular by first class mail.

To download the Offering Circular and Subscription Agreement via anonymous FTP, hold down your shift key and click on the format you wish to receive:

Word Perfect 6.0a uncompressed (232 KB)

MS Word 6.0a uncompressed (318KB)

← いずれかのフォーマットを選択し、クリックすると p5 以下の売付申込案内書と応募約定書をダウンロードできる。

If you would like us to provide other downloadable formats, please let us know which formats are most useful for you. You can also simply call the Company toll-free at (800) 527-9669 and leave a message placing your order for an offering circular.

As a result of the offering, the Company believes a significant number of INTERNET users and television viewers - especially single ones, initially - will become shareholders. The Company expects such broad based User/Viewer ownership of its stock will strengthen its marketing capabilities as the new shareholders actively promote the Company's programs to their friends, acquaintances and favorite local TV stations.

The Company plans to encourage shareholders to promote its programs by providing them special privileges including admission to special events and seminars, participation in contests, discounts of company programs and products, personalized reports on the Company's developments.

Company shareholders will receive priority consideration for appearances on Company television programs. In the case of *Men Across America*, for example, single men seeking the "woman of their dreams" would be given priority consideration for on-camera interviews; and ladies who are interested in becoming on-camera regional *Men Across America* Hosts would be given priority consideration, since the program would eventually require one or more Hosts in cities throughout the country.

Proceed to Offering Circular Table of Contents.

Return to IHC Home Page.

Interactive Holdings Corporation

244 Madison Avenue, #409, New York, New York 10016
(212) 396-0020 fax (212) 570-6823, **For Information call toll-free 1-800-527-9669**
email = IHcorp@worldnet.att.net

OFFERING CIRCULAR

INTERACTIVE HOLDINGS CORPORATION

A Delaware Corporation

200,000 Shares (maximum), 5,000 Shares (minimum)

INTERACTIVE



HOLDINGS

(Interactive Holdings Corporation (the "Company") hereby offers 200,000 shares of the Company's Common Stock (the "Shares") at a per share offering price of \$10.00 (the "Offering"). The minimum subscription is 100 shares (\$1,000.00). The offering price has been arbitrarily determined by the Company. The Offering will terminate on September 1, 1996, unless extended by the Company for up to an additional ninety (90) days (the "Termination Date"). The shares are being offered on a minimum-maximum basis: (i) 5,000 Shares (the "Minimum Shares") (\$50,000); and (ii) 200,000 Shares (the "Maximum Shares") (\$2,000,000))

9 East 38th Street, Suite 802
New York, New York 10016
(800) 527-9669

| | Price to public | Proceeds to issuer (1) |
|---------------|--------------------|---------------------------|
| Per Share | \$10.00 | \$10.00 |
| Total Minimum | \$50,000 | \$50,000 |
| Total Maximum | \$2,000,000 | \$2,000,000 |

- (1) Before deducting offering expenses payable by the Company, which are estimated to total \$50,000 in the case of the Maximum Offering (or 2.5% of gross proceeds) and \$10,000 (or 20% of gross proceeds) in the case of the minimum offering. (See "Use of Proceeds", herein.) The proceeds from the sale of Shares will be transmitted by noon of the business day following receipt to a bank account at a designated New York City bank and maintained by an escrow agent. (The Escrow Agent is Ms. Catherine Wald.) During the period of escrow, subscribers will not have the right to any return of subscriptions. Unless the Minimum Shares offered hereby are sold by the end of the Offering Period (i.e., by September 1, 1996, plus possibly an additional 90 days), all proceeds will be promptly returned to subscribers without deduction for commissions or expenses and without interest. If the Minimum Shares are sold, the remaining 195,000 Shares will continue to be offered until the earlier of the sale of all of the Shares being offered, termination of the Offering or until expiration of the Offering Period. (See "Plan of Distribution.")

The Shares are offered subject to prior sale and the Company reserves the right to reject any offer in whole or in part. The Company will send written confirmations by U.S. mail to notify subscribers of the acceptance of their subscriptions within ten (10) days of their acceptance (i.e., signed copies of the Subscription Agreement). Common Stock certificates will be delivered to investors by means of Federal Express or other delivery service within two weeks after the Minimum Shares have been sold, and thereafter within thirty (30) days of acceptance of the subscription by the Company.

THE UNITED STATES SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION DOES NOT PASS UPON THE MERITS OF OR GIVE ITS APPROVAL TO ANY SECURITIES OFFERED OR THE TERMS OF THE OFFERING, NOR DOES IT PASS UPON THE ACCURACY OR COMPLETENESS OF ANY OFFERING CIRCULAR OR OTHER SELLING LITERATURE. THESE SECURITIES ARE OFFERED PURSUANT TO AN EXEMPTION FROM REGISTRATION WITH THE COMMISSION; HOWEVER, THE COMMISSION HAS NOT MADE AN INDEPENDENT DETERMINATION THAT THE SECURITIES OFFERED HEREUNDER ARE EXEMPT FROM REGISTRATION.

IMPORTANT INFORMATION

INVESTMENT IN SMALL BUSINESSES INVOLVES A HIGH DEGREE OF RISK, AND INVESTORS SHOULD NOT INVEST ANY FUNDS IN THIS OFFERING UNLESS THEY CAN AFFORD TO LOSE THEIR ENTIRE INVESTMENT. SEE "RISK FACTORS", HEREIN, FOR THE RISK FACTORS THAT MANAGEMENT BELIEVES PRESENT THE MOST SUBSTANTIAL RISKS TO AN INVESTOR IN THIS OFFERING.

IN MAKING AN INVESTMENT DECISION INVESTORS MUST RELY ON THEIR OWN EXAMINATION OF THE ISSUER AND THE TERMS OF THE OFFERING, INCLUDING THE MERITS AND RISKS INVOLVED. THESE SECURITIES HAVE NOT BEEN RECOMMENDED OR APPROVED BY ANY FEDERAL OR STATE SECURITIES COMMISSION OR REGULATORY AUTHORITY. FURTHERMORE, THESE AUTHORITIES HAVE NOT PASSED UPON THE ACCURACY OR ADEQUACY OF THIS DOCUMENT. ANY REPRESENTATION TO THE CONTRARY IS A CRIMINAL OFFENSE.

THE U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION DOES NOT PASS UPON THE MERITS OF ANY SECURITIES OFFERED OR THE TERMS OF THE OFFERING, NOR DOES IT PASS UPON THE ACCURACY OR COMPLETENESS OF ANY OFFERING CIRCULAR OR SELLING LITERATURE. THESE SECURITIES ARE OFFERED UNDER AN EXEMPTION FROM REGISTRATION; HOWEVER, THE COMMISSION HAS NOT MADE AN INDEPENDENT DETERMINATION THAT THESE SECURITIES ARE EXEMPT FROM REGISTRATION.

INTERACTIVE HOLDINGS CORPORATION is a development stage company which has conducted limited operations in connection with its testing of certain interactive television programs, described herein.

This Offering is planned to be registered for offer and sale in the following states:

| State | State File No. | Effective Date |
|---------------|----------------|----------------|
| New York | 950830000192 | 8/30/95 |
| California | | |
| Connecticut | | |
| Florida | | |
| Texas | | |
| Illinois | | |
| Massachusetts | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |

SUMMARY

The following summary information is qualified in its entirety by the detailed information and financial statements appearing elsewhere in this Offering Circular. See "Risk Factors" for a discussion of certain factors that should be considered in connection with an investment in the Common Stock offered hereby.

The Company

Interactive Holdings Corporation was formed to produce and distribute *interactive* or *viewer participation* programs on broadcast television in the United States and on the Internet worldwide. The Company's first program, named *Men Across America*, has been developed, produced, distributed and tested on approximately 40 broadcast television stations, with a simultaneous version on the Internet's World Wide Web. (*Minimum proceeds would launch an immediate Internet only strategy.*)

The Company's first program, *Men Across America*, involves on-location interviews with single men - of all ages and with diverse backgrounds - who are seeking the *woman of their dreams*. Each carefully screened candidate is interviewed for approximately 20 minutes, and then the one minute or so with the highest television entertainment value is included in the half-hour program which delivers enough entertainment value that TV stations are willing to replace an existing program with *Men Across America* at no charge (not an "infomercial"). The Internet version offers cross-promotional opportunities as well as separate and distinct profit opportunities.

The standard 13 week test "series" produced results in several areas which are discussed in detail under the heading "Description of the Business", below at page 13. In summary, on the Internet, the program was the "most accessed" Web Page at a Web Site which included a dozen other topics ranging from "finance" and "job search" to "sports" and "entertainment." On television, the Company's sales staff sold the program to approximately 40 television stations in about 60 days. The stations were satisfied with the program and would be willing to broadcast it again. Viewers and TV critics liked the program. In the Philadelphia market, with no investment in promotion, the program generated ratings in a time period where no ratings had existed before.

Men Across America was selected as the Company's first program, because it demonstrated a higher "viewer response rate" than other concepts the Company examined and can be produced with a modest investment. The Company's second program is likely to be an opinion-based sweepstakes program, an area which has demonstrated significant response rates.

One unique feature of *interactive* or *viewer participation* programs is that in addition to the traditional revenue streams for television (cash license fees from TV stations and the sale of advertising time to national advertisers), additional revenue opportunities are created. In the case of *Men Across America*, for example, the Company sees opportunities to sell program videos, individual 20 minute interview videos, to charge fees to ladies for the opportunity to send messages to men who appear on the program and to charge fees to the men for the opportunity to reach potentially millions of women through television in their search for the *woman of their dreams*.

The Company is managed by David C. Loring, its President and Founder. Mr. Loring has been actively pioneering *interactive* television since 1988. Mr. Loring is a 1967 graduate of the Stanford Law School. He served as a Law Clerk to the Chief Justice of the California Supreme Court and has had corporate experience with The General Motors Corporation and the Atlantic Richfield Company.

TABLE OF CONTENTS

| | | <i>Page</i> |
|-----------------|---|-------------|
| | SUMMARY | 1 |
| | TABLE OF CONTENTS | 2 |
| | INVESTOR SUITABILITY | 3 |
| 1. | RISK FACTORS | 3 |
| 2. | DILUTION | 8 |
| 3. | PLAN OF DISTRIBUTION | 10 |
| 4. | USE OF PROCEEDS TO ISSUER | 12 |
| 5. | DESCRIPTION OF BUSINESS | 13 |
| 6. | DESCRIPTION OF PROPERTY | 22 |
| 7. | DIRECTORS, EXECUTIVE OFFICERS AND SIGNIFICANT EMPLOYEES | 23 |
| 8. | REMUNERATION OF DIRECTORS AND OFFICERS | 25 |
| 9. | SECURITY OWNERSHIP OF MANAGEMENT AND CERTAIN SECURITY HOLDERS | 26 |
| 10. | INTEREST OF MANAGEMENT AND OTHERS IN CERTAIN TRANSACTIONS | 28 |
| 11. | SECURITIES BEING OFFERED | 29 |
| 12. | LEGAL MATTERS | 30 |
| PART F/S | | |
| | FINANCIAL STATEMENTS | 30 |
| | Balance Sheet | 30 |
| | Statement of Operations | 31 |
| | Cash Flow Statement | 32 |
| | Statement of Stockholders' Equity | 33 |
| | Notes to the Financial Statements | 37 |
| | MISSION STATEMENT | 40 |
| | Index | 41 |
| | Subscription Agreement | 42 |

NOTE: This Offering Circular omits certain information contained in the Offering Statement filed with the Securities and Exchange Commission. Such omitted information includes, but is not limited to the following: Charter and By-laws and amendments thereto, certain Material contracts, consents of experts, opinion of legal counsel re: legality, "test the water" materials, and certain information pertaining to the Company's Internet test. All such information can be obtained directly from the company by making a request by phone, fax, mail or email (at "dlorin01@interserv.com"). All of this material, as well as this Offering Circular, are also available on the Internet's World Wide Web: (1) The Offering Circular is located at <http://www.thevine.com/ihchome.htm> (2) The "Tombstone" Advertisement is located at <http://www.thevine.com/ihchome.htm> (3) The Company's Internet "Home Page", which includes access to the complete Offering Statement, the Index of the Exhibits, as well as all of the Exhibits, are located at <http://www.thevine.com/ihchome.htm> (4) A demonstration of one episode of one of the Company's programs (including full-motion video) that was tested on the Internet (and is included in print form in the Exhibits to the Offering Statement) is located at <http://www.greatmen.com> (5) A video tape of one episode of one of the Company's programs that was tested on broadcast television (the full text of which is included in print form in the Exhibits to the Offering Statement) can be obtained directly from the Company by calling 1-800-527-9669.

Investor Subscription Agreement for INTERACTIVE HOLDINGS CORPORATION

Persons interested in purchasing shares of the Common Stock of **INTERACTIVE HOLDINGS CORPORATION** (the "Shares") must complete and return this Subscription Agreement along with their check or money order to **INTERACTIVE HOLDINGS CORPORATION**, 244 Madison Avenue, #409, New York, New York 10016.

If and when accepted by **INTERACTIVE HOLDINGS CORPORATION**, a Delaware corporation (the "Company"), this Subscription Agreement shall constitute a subscription for shares of Common Stock, \$0.01 par value per share, of the Company. The minimum investment is \$1,000 (100 shares). The maximum investment, subject to waiver by the Company, is \$50,000 (5,000 Shares).

An accepted copy of this Agreement will be returned to you as your receipt, and a stock certificate will be issued to you shortly thereafter.

Method of Payment: Check , Money Order or Wire Transfer payable to "Interactive Holdings Corporation".

I hereby irrevocably tender this Subscription Agreement for the purchase of _____ Shares at \$10.00 per Share. With this subscription Agreement, I tender payment in the amount of \$ _____ (\$10.00 per Share) for the Shares subscribed.

In connection with this investment in the company, I represent and warrant as follows:

- (a) Prior to tendering payment for the Shares, I received the Company's Offering Circular dated March 1, 1996.
- (b) I am a bona fide resident of the state of _____.

Please register the Shares which I am purchasing as follows:

1. **Individual(s)** -- if more than one owner, please issue as follows:

- Tenants-in-Common (all parties must sign -- each investor has an undivided interest)
 - Joint Tenants with Right of Survivorship (all parties must sign -- joint ownership)
 - Minor with adult custodian under the Uniform Gift to Minors Act in your state
(the minor will have sole beneficial ownership)
-

Investor No. 1 (print name above)

Investor No. 2 (print name above)

Street (residence address)

Street (residence address)

City State Zip

City State Zip

Home Phone

Home Phone

Social Security Number

Social Security Number

Date of Birth

Date of Birth

Signature

Signature

Date

Date

2. **Entity**

- Corporation (authorized agent of corporation must sign)
- Existing Partnership (at least one partner must sign)

Name of Corporation or Partnership

Federal Identification Number

Authorized Agent (print name above)

Business Phone

Title of Authorized Agent

The undersigned acknowledges under the penalties of perjury that the foregoing information is true, accurate and complete.

Street (business address)

Signature of Authorized Agent

City State Zip

Date

3. **Trust**

- Trust (all trustees must sign)

Trustee (print name above)

Street Address

Trust (print name above)

City State Zip

Date of Trust Agreement

Social Security Number or Federal Identification Number

Phone

The undersigned acknowledges under the penalties of perjury that the foregoing information is true, accurate and complete.

Signature

Signature

Date

Date

ACCEPTED BY: **INTERACTIVE HOLDINGS CORPORATION**

By: _____

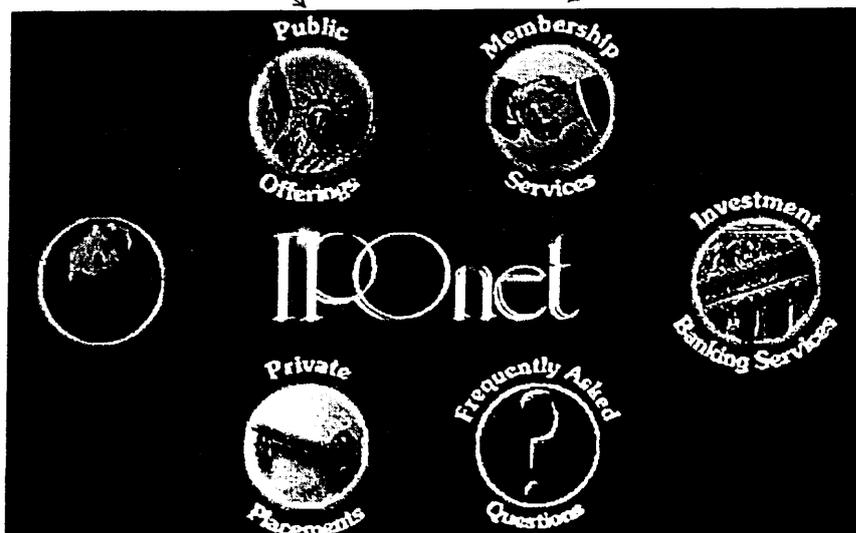
Date: _____

I P O net 社のホームページのハードコピー ———— メインメニュー

このマークをクリックすると

p6 の画面へ

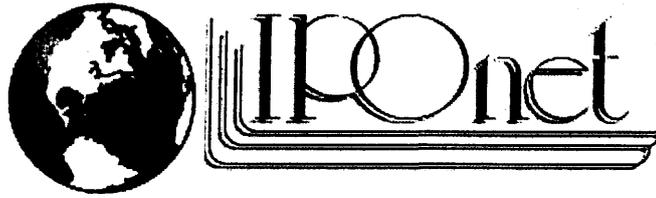
p2 の画面へ



p10 の画面へ

Public Offerings... Membership Registration & Services...Private Placements...

Frequently Asked Questions...Investment Banking Services



REGISTRATION

IPOnet General Membership Registration ← この行をクリックすると p4
Qualified Investors may apply for free Membership. の画面へ
[See glossary]

Who May Invest in What

IPOnet has many different investor designations based on SEC designations

Wedbush Morgan Fed Funds Wire Transfer Address

Members with W.J. Gallagher & Company Inc. accounts may use our clearing firms wire transfer address.
[Member NYSE]

Electronic Indications of Interest

Members with funded accounts may make indications of interest via the internet.
[See glossary]

Accredited Investor Registration

Registered General Members may apply for Accredited Investor status.
[See glossary]

Sophisticated Investor Registration

Registered General Members may apply for Sophisticated Investor status.
[See glossary]

Foreign Investor Registration

Registered General Members may apply for Non-U.S. Resident Investor status.
[See glossary]

List of Associated NASD Member Brokers/Dealers

IPOnet intends to have many Broker/Dealers listed on our site .

Open a B/D Account to Purchase Securities listed on this Site

Members may make application for a cash account at W.J. Gallagher & Co., a NASD Member brokerage.

Securities Offered Through
W.J. Gallagher & Company, Inc.
Securities may also be offered by other Broker/Dealers
(Please see individual offering)

" W.J. Gallagher & Company, Inc. is not registered in the following states, therefore residents of these states may not receive sales material or, make indications through W.J. Gallagher & Company, Inc. or its representatives."

AR. AZ. DE. ID. MA. MN. ND. NH. NM. PA. RI. TN. VT. WV.

Information contained herein is subject to completion or amendments. A Registration statement relating to these securities has been filed with the Securities and Exchange Commission but has not yet become effective. These securities may not be sold nor may offers to buy be accepted prior to the time the registration statement becomes effective. This (communication) shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy nor shall there be any sale of these securities in any State in which such offer, solicitation or sale would be unlawful prior to registration or qualification under the securities laws of any such State.

Copyright © 1996 IPOnet All rights reserved.

IPOnet Membership Registration Form

PLEASE COMPLETE AND SUBMIT THE FORM BELOW.

Notes

1. You must be a QUALIFIED INVESTOR and leave a VERIFIABLE daytime phone number to become a member.
2. The Netscape Commerce Server software chews-up message headers. If you have not heard from us within 7 days, you probably entered the wrong e-mail address for yourself in the forms.
3. If you are using a browser that will support secure forms. Clicking the link below, will take you to our secure membership application. The key on the bottom left corner of your browser will complete, and your form will be in an encrypted enviroment.

Or, continue scrolling lower to the standard form.

[CLICK HERE FOR THE SECURE APPLICATION](#)

E-Mail us for help, if your browser will not support forms.

BY CHECKING "YES" BELOW, I CERTIFY THAT I AM A QUALIFIED INVESTOR?

No
Yes

Your Full Name:

State of Residence:

E-Mail Address:

Address: (No PO Box)

City:

State:

Zip:

Country:

Verifiable Phone:

COMPLETING THIS APPLICATION SHALL BE CONSIDERED A REQUEST FOR DELIVERY OF ELECTRONIC INFORMATION.

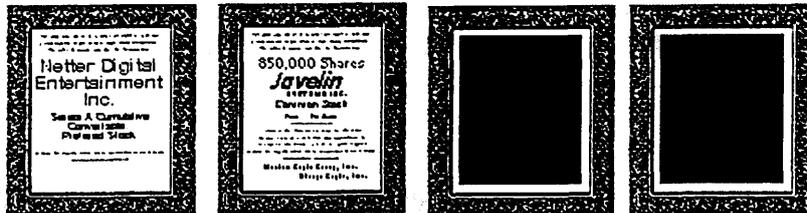
We hope to get your username and password out via e-mail within 24 hrs.
If you have not received a message from us within 72 hours. Please inquire.



PUBLIC OFFERINGS

ここをクリックすると p8 の

画面へ

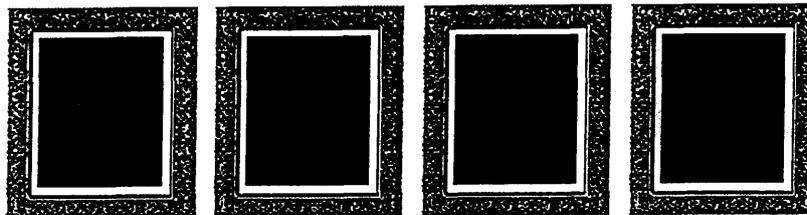


Preferred Offering

Completed Offering

New Financing

New Financing



New Financing New Financing New Financing New Financing

[Click an offering icon and a full page announcement will appear]

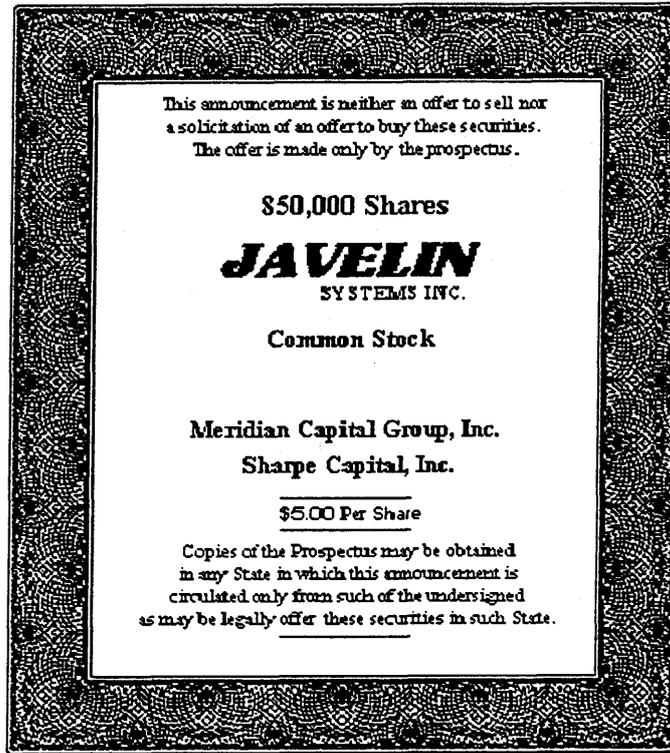
Securities Offered Through
W.J. Gallagher & Company, Inc.
Which Conducts its Investment Banking & Securities Business at
747 East Green Street, Pasadena, California 91101
Securities may also be offered by other Broker/Dealers
(Please see individual offering)

"W.J. Gallagher & Company, Inc. is not registered in the following states, therefore residents of these states may not receive sales material or, make indications through W.J. Gallagher & Company, Inc. or its representatives."

AR. AZ. DE. ID. MA. MN. ND. NH. NM. PA. RI. TN. VT. WV.

Information contained herein is subject to completion or amendments. A Registration statement relating to these securities has been filed with the Securities and Exchange Commission but has not yet become effective. These securities may not be sold nor may offers to buy be accepted prior to the time the registration statement becomes effective. This (communication) shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy nor shall there be any sale of these securities in any State in which such offer, solicitation or sale would be unlawful prior to registration or qualification under the securities laws of any such State.

Copyright © 1996 IPOnet All rights reserved.



墓石広告をダブルクリックすることにより目論見書を開覧することができる(その際は一般会員としてのパスワードが必要)

Registered members of IPOnet may view the prospectus by double-clicking the tombstone.

If you are not a member of IPOnet, please check the QUALIFIED INVESTOR definition and REGISTER.

W.J. Gallagher & Company, Inc., is not an underwriter of the securities of Javelin Systems Inc. but is authorized to accept customer orders for the purchase of the securities.

PLEASE REVIEW THE STATES LIST BELOW.

As of 10-21-96, the Javelin Systems Inc. offering may be circulated in the following States;

CA. CO. FL. GA. HI. NV. NJ. NY. OR. VA. UT. WA.

As of 10-21-96, the Javelin Systems Inc. offering is pending in the following states;

None

Securities Offered Through
W.J. Gallagher & Company, Inc.
Which Conducts it's Investment Banking & Securities Business at:
747 East Green Street, Pasadena, California 91101
Securities may also be offered by other Broker/Dealers
(Please see individual offering)

" W.J. Gallagher & Company, Inc. is not registered in the following states, therefore residents of these states may not

receive sales material or, make indications through W.J. Gallagher & Company, Inc. or its representatives."

AR. AZ. DE. ID. MA. MN. ND. NH. NM. PA. RI. TN. VT. WV.

Information contained herein is subject to completion or amendments. A Registration statement relating to these securities has been filed with the Securities and Exchange Commission but has not yet become effective. These securities may not be sold nor may offers to buy be accepted prior to the time the registration statement becomes effective. This (communication) shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy nor shall there be any sale of these securities in any State in which such offer, solicitation or sale would be unlawful prior to registration or qualification under the securities laws of any such State.

Copyright © 1996 IPOnet All rights reserved.



PRIVATE OFFERINGS

The Private Offering area is reserved for members, that have completed either the Accredited, Sophisticated, or Foreign Investor questionnaires, and qualified under one of the S.E.C. designations that exempts these investors from some restrictions placed on the general investing public.

DESIGNATED MEMBERS MAY CONTINUE HERE



次画面以降では、自衛力認定投資家と有専門知識投資家を対象とした私募、及び、海外在住投資家を対象としたレギュレーションSに基づく募集の引受サービスが提供されており、これらの投資家としてのパスワードを有する者のみが閲覧できる。

Securities Offered Through
W.J. Gallagher & Company, Inc.
Securities may also be offered by other Broker/Dealers
(Please see individual offering)

" W.J. Gallagher & Company, Inc. is not registered in the following states, therefore residents of these states may not receive sales material or, make indications through W.J. Gallagher & Company, Inc. or its representatives."

AR. AZ. DE. ID. MA. MN. ND. NH. NM. PA. RI. TN. VT. WV.

Information contained herein is subject to completion or amendments. A Registration statement relating to these securities has been filed with the Securities and Exchange Commission but has not yet become effective. These securities may not be sold nor may offers to buy be accepted prior to the time the registration statement becomes effective. This (communication) shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy nor shall there be any sale of these securities in any State in which such offer, solicitation or sale would be unlawful prior to registration or qualification under the securities laws of any such State.

Copyright © 1996 IPOnet All rights reserved.

Spring Street Brewing 社のホームページのハートコピ — 公募増資の基石広告

PUBLIC STOCK OFFERING

SPRING STREET BREWING COMPANY, INC.

AMERICAN MICROBREWER OF CLASSIC
BELGIAN-RECIPE BEERS,
INCLUDING WIT, AMBER WIT, AND NEW BLACK WIT

ANNOUNCES THE PUBLIC OFFERING OF UP TO 1,200,000
SHARES OF COMMON STOCK AT \$2.75 PER SHARE
MINIMUM PURCHASE 200 SHARES



THIS ANNOUNCEMENT DOES NOT CONSTITUTE AN OFFER TO SELL OR
THE SOLICITATION OF AN OFFER TO BUY THE SECURITIES. OFFERS
MAY BE MADE ONLY BY MEANS OF AN OFFICIAL OFFERING CIRCULAR.
A COPY OF THE OFFERING CIRCULAR MAY BE OBTAINED
BY CLICKING HERE.

YOU MAY ALSO CONTACT THE COMPANY DIRECTLY
BY CALLING (800) 948-8988

Go back to the Spring Street main menu 

Contact : witbeer@interport.net

Public Stock Offering

On July 5th the Company filed an Offering Circular with the SEC and select state securities agencies. Upon qualification, a final Offering Circular will be sent to you.



To receive the final Offering Circular, please fill out the form below:

Last Name:
First Name:
Address:
Address2:
City:
State:
Zipcode:
Day Tel:
Eve. Tel:
E-Mail:
Please click if you are an "accredited investor":

(Accredited investors include individuals with \$1 million liquid networth and/ or an income of \$200,000 in three consecutive years including the current year.)

Go back to the Spring Street main menu 

Contact : witbeer@interport.net