

米国のオンライン投資銀行

米国では、インターネットを活用しながら株式の新規公開（IPO）などの証券引受業務を展開するオンライン投資銀行が登場している。世界で初めてインターネットを利用した株式募集を行ったアンドリュー・クライン氏が設立したウィット・キャピタルやハイテク企業の IPO で知られるハンブレクト・アンド・クイストの創業者ビル・ハンブレクト氏が設立した WR ハンブレクト、有力オンライン・ブローカーの一つである E トレードが設立した E オフリングなどの活動が注目されている。

1. オンライン・ブローカーを組織化するウィット・キャピタル

1) ウィット・キャピタルの事業内容

ウィット・キャピタルは、1996年4月、世界で初めてインターネットを利用する本格的な株式募集を行ったスプリング・ストリート・ブルーイングの創業者であるアンドリュー・クライン氏によって設立された。99年4月現在、従業員数約120名、自己資本4,749万ドル、99年第1四半期の業務収益は390万ドルであった（収支は490万ドルの純損失）。

クライン氏が93年に創業した地ビール会社であるスプリング・ストリート社は、95年2月から自社ホームページ上で株式の公募に関する目論見書（*offering circular*）などの情報を公開し、一年間で3,500人の一般投資家から160万ドルの資金を調達することに成功した¹。更に同社は、株式公募が完了した96年3月には、インターネット上の株式取引電子掲示板「ウィット・トレード」を開設し、個人投資家同士が直接交渉して同社の株式を売買できる仕組みを整えた。ウィット・トレードは、証券法上問題があるとの証券取引委員会（SEC）による指摘を受けて開設直後に閉鎖されたが、その後、類似の仕組みがSECによる事実上の認可を得て稼働している。また、ウィット・トレードをめぐるSECとのやり取りがマスコミに大きく取り上げられ、クライン氏とスプリング・ストリートの知名度を一挙に高める結果となった。

クライン氏によれば、ウィット・キャピタル設立の目的は、スプリング・ストリートによる株式公募とウィット・トレードの試みによって実証されたインターネットの利用可能

¹ スプリング・ストリートのインターネット・ファイナンスとウィット・キャピタルの設立に至る経緯については、大崎貞和『インターネット・ファイナンス』（日本経済新聞社、1997年）参照。また、クライン氏自身の著書（Andrew D. Klein, *WallStreet.com*, Henry Holt, 1998）もある。

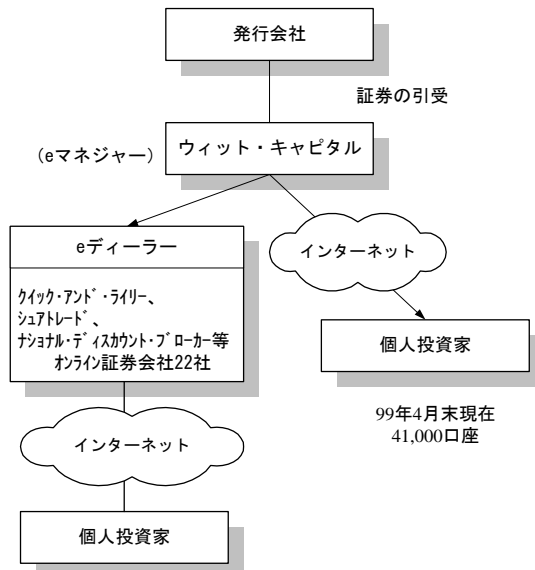
性を他の企業にも広め、資金調達者と投資家、投資家同士を直接的に結び付ける仕組みを作り上げることにある²。

ウィット・キャピタルは、こうした考え方にに基づき、現在、①インターネットを活用した投資銀行業務、②オンライン・ブローカー業務、③プライベート・エクイティ業務などを展開している。また、将来的には、④インターネット上の時間外取引システム業務、⑤富裕個人投資家向けのエンジェル・ファンド業務などをも手がけようと考えている³。

①インターネットを活用した投資銀行業務

ウィット・キャピタルは、IPO 等に際して、引受証券会社として主幹事証券会社から一定の株式数の配分を受け、自社の顧客に対して販売している。これは、通常の投資銀行が行っている引受業務そのものだが、ウィット・キャピタルの場合、投資家への販売チャネルとしてインターネットを活用し、通常は IPO のプロセスに参加できない個人投資家への販売を行う点に特色がある。また、自社の顧客のみならず、インターネット上で株式売買機能を提供しているオンライン証券会社を「eディーラー」として組織化し、それらの会社の顧客へも証券を販売するという仕組みを整えようとしている（図1）⁴。

図1 ウィット・キャピタルのオンライン投資銀行業務の仕組み



(出所) 野村総合研究所

² Klein, op. cit., Chapter 12.

³ 以下の記述に際しては、99年5月4日現在のウィット・キャピタル社株式発行届出書（フォーム S-1、登録番号 333-74619）を参考にした。

⁴ eディーラーの効率的な運営のためにはウィット・キャピタルと各eディーラーを結ぶ情報システムの構築が必要である。22のオンライン証券会社とのeディーラー契約は既に締結されているが、現在のところ、この仕組みは実際には稼働していない。なお、「eディーラー」はウィットの登録商標である。

ウィット・キャピタルに登録した個人投資家は、IPO 等の案件が発生する度に電子メールで案内を受け取ることができる。メールには、発行会社名、会社の簡単な事業内容、引受証券会社名、予想される販売株式数と価格のレンジなどが記載されている。関心をもった投資家は、ウィット・キャピタルのホームページに掲載されている仮目論見書をダウンロードし、購入申込みを行うことができる。但し、実際に購入するためには、ウィット・キャピタルもしくは e デイラーとなっている証券会社に口座を開設していることが求められる。

購入申込みに際しては、証券法規制及び顧客の信用リスクの観点から所定の審査が行われ、審査をパスした正式申込みは、原則として先着順で処理される。

ウィット・キャピタルは、97 年 9 月にオンライン投資銀行業務をスタートさせ、99 年 4 月までに 55 件の IPO を含む 70 件の株式募集のほか、4 月末時点で登録手続きが進行中の 13 件の募集に引受証券会社として参加した。このうち、いくつかの案件では目論見書の表紙に名称が掲載される共同幹事を務めている。ウィット・キャピタルは、共同幹事を務める場合には、自社の役割を「e マネジャー」と称しており、目論見書においてもそのように表記している⁵。

②オンライン・ブローカー業務

ウィット・キャピタルは、インターネットを通じてディスカウント・ブローカレッジ・サービスを提供するオンライン・ブローカーとしても活動している⁶。株式、個別株オプション、3,800 種類に上るミューチュアル・ファンドなどの商品を取り扱っており、標準的な手数料は、取引一件当たり成り行き注文の場合 14.95 ドル、指値注文の場合 19.95 ドルとしている。これは大手業者 E トレードなどと同じであり、オンライン・ブローカーとしては平均的な手数料水準と言える。99 年 4 月には、一日当たり平均 926 件の売買注文を処理した（オンライン注文全体の 0.2%弱）。

ウィット・キャピタルは、手数料水準から言えばいわゆるディスカウント・ブローカーだが、インターネット・ビジネス分野に特化した 9 名のアナリスト（アソシエイトを含む）からなるリサーチ・チームを擁し、独自の調査レポートを発行している。E コマース、オンライン薬局、といった特定のテーマを取り上げたレポートと個別銘柄に関する推奨レポートがあり、ホームページ上で公開されている。

なお、ウィット・キャピタルは、注文の執行や受渡・決済などの処理をフリート・ファイナンシャル・グループの子会社である US クリアリングに全て委託している。

⁵ 同社は、この名称の商標登録を申請中である。

⁶ 米国におけるオンライン・ブローカーの現状については、大崎貞和『インターネット証券取引の真実』（日本短波放送、1999 年）を参照されたい。

③プライベート・エクイティ業務

ウィット・キャピタルは、機関投資家やベンチャー・キャピタルを顧客として株式などの私募発行業務も手がけている。最近、米国では、こうしたプライベート・エクイティの市場が急速に拡大している⁷。

私募発行は、不特定多数の投資家を対象とする勧誘を伴わないことが条件となるため、インターネット上で目論見書を公開するといった手法をとることはできない。しかし、ウィット・キャピタルは、勧誘の対象となった投資家との情報のやり取りにインターネットを活用することなどによって、発行に伴うコストの削減と手数料の引き下げを図ることができるとしている。

④インターネット上の時間外取引システム業務

ウィット・キャピタルは、ホームページ上に開設された「注文板」に投資家が売買注文を入力することで株式の取引を行うシステムの開発を進めている。注文は、価格優先、時間優先の原則に従ってマッチングされる。いわば個人投資家が直接インターネットを通じて取引に参加する証券取引所である。同社は、このシステムをニューヨーク証券取引所や Nasdaq 市場の通常取引時間以外に稼働する時間外取引システムとしたい意向である。

ウィット・キャピタルが導入を検討しているコンピュータ・システムは、1995年にシカゴ証券取引所が機関投資家による事実上の取引への直接参加を可能にする新市場「シカゴ・マッチ」を開設した際のシステムを原型としている。シカゴ・マッチそのものは、十分な流動性を確保することができず失敗に終わったが、取引システムの性能は高く評価されている。

なお、ウィット・キャピタルの取引システムは、法規制上は、証券取引所としての登録義務を免除される代替的取引システム（ATS）として位置づけられることになる見込みである⁸。

⑤富裕個人投資家向けのエンジェル・ファンド業務

ウィット・キャピタルは、現在手がけているプライベート・エクイティ業務を発展させる形で、富裕な個人投資家から資金を集め、ベンチャー企業等に投資するエンジェル・ファンドを設定することも検討している。ファンドの投資先を決定するファンド・マネジャーが、投資家と意見を交換したり情報を集めたりするためのツールとしてインターネットを活用するという。最初のエンジェル・ファンドは、99年末にも設定される予定となっている。

⁷ 淵田康之「拡大する米国のプライベート・エクイティ市場」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

⁸ ATS規制については、大崎貞和「米国におけるATS（代替的取引システム）規制の導入」『資本市場クォーターリー』99年冬号参照。

2) 引き抜き戦略から IPO へ

ウィット・キャピタルは、上のような様々な業務を早期に軌道に乗せるために、積極的な経営戦略を展開し、業界の注目を集めてきた。

同社は、設立当初から、大手投資銀行やディスカウント・ブローカーの幹部を次々にスカウトした(表1)。中でも98年4月に会長兼CEOに就任したロバート・レッシン氏は、モルガン・スタンレーのパートナーに史上最年少で就任した後、ソロモン・スミスバーニーの投資銀行部門責任者を務め、副会長にまで上り詰めたという大物であり、その後のオンライン投資銀行部門の立ち上げに大きく貢献してきた。また、最近では、メリルリンチのインターネット関連セクター担当アナリストで”Institutional Investor”誌のアナリスト・ランキングにも名前が挙げられたジョナサン・コーエン氏をリサーチ担当ダイレクターとして入社させた。既に触れたリサーチ・レポートは、コーエン氏のチームが執筆しているものである。

一方、取締役会にも元SEC委員のエドワード・フライシュマン氏や元Nasdaq社長のジョゼフ・ハーディマン氏といった業界の大物を外部取締役として迎えている。

表1 ウィット・キャピタルの執行役員

氏名	役職	主な経歴
Robert H. Lessin	会長兼共同CEO	元ソロモン・スミスバーニー副会長
Ronald Readmond	副会長兼社長、共同CEO	元チャールズ・シュワブ副会長、元アレックス・ブラウン MD
Andrew D. Klein	副会長兼チーフ・ストラテジスト	創業者、証券法専門の弁護士
M. Bernard Siegel	副社長兼CFO	元ウォーターハウスCFO、公認会計士
Mark Loehr	投資銀行部門長	元ソロモン・スミスバーニー株式部門長
Alan Diener	副社長兼ブローカレッジ部門長	チャールズ・シュワブ、ケミカルバンク、シティコープに勤務
George M. Lieberman	副社長兼CIO	元メリルリンチ、テクノロジー戦略・企画部長
Everett F. Lang	社長、電子取引担当	元ナショナル・ディスカウント・ブローカー CE
Susan J. Berkowitz	副社長、マーケティング担当	インターネット関連のマーケティング業務に従事

(出所) 仮目論見書より野村総合研究所作成。

ウィット・キャピタルによれば、オンライン投資銀行の新しさは、あくまで販売チャネルとしてのインターネットの活用であり、有望企業の発掘と信頼関係の醸成、企業価値を高めるための的確な資金調達アドバイスの提供、公開価格の決定などの企業評価、主幹事証券会社との連携、といった伝統的投資銀行業務のノウハウと経験なしにはビジネスとしての成功はおぼつかないという。このため、投資銀行ビジネスのプロフェッショナルや有力アナリストを擁して体制を整えることが不可欠と判断したのである。

99年4月には、大手投資銀行ゴールドマン・サックスが、ウィット・キャピタルに対して2,500万ドルを出資して話題を呼んだ。この背景には、モルガン・スタンレー、ソロモン・

ブラザーズという名門投資銀行が相次いでリテール証券会社との合併に踏み切る中で、強力なリテール販売網を有しないゴールドマン・サックスが、インターネットという新たな販売チャンネルに注目したという事情があったものとみられる。有力投資銀行との関係強化は、ウィット・キャピタルの知名度や信頼度の向上に大きく寄与したと言えよう。

99年6月4日、ウィット・キャピタルは、Nasdaq市場で760万株の公募を行い、株式を公開した。大手投資銀行ベア・スターンズとウィット・キャピタル自身が共同引受主幹事、モンゴメリー・セキュリティーズの創業者であったウィーゼル氏が99年に旗揚げしたばかりの投資銀行であるトーマス・ウィーゼル・パートナーズが共同幹事を務めた。公開価格は9ドル、銘柄シンボルはWITCで、登録基準の厳しいNMS銘柄として登録された。公開初日の高値は16ドル9/16、終値は14ドル14/16であったが、その後は11ドルから13ドル程度での取引が行われている。この株式公開によって、ウィット・キャピタルは、6,840万ドル（約82億円）の資金調達に成功した。

2. WR ハンブレクトとEオファリング

1) WR ハンブレクト

WR ハンブレクトは、ハイテク分野に強い投資銀行として知られるハンブレクト・アンド・クイストの創業者であるウィリアム・ハンブレクト氏が、1998年1月に設立したサンフランシスコに本拠を置く投資銀行である。

ハンブレクト氏は、1968年にジョージ・クイスト氏と共にハンブレクト・アンド・クイストを創業し、同社をロバートソン・スティーブンス（現バンクボストン・ロバートソン・スティーブンス）、モンゴメリー・セキュリティーズ（現在はバンク・オブ・アメリカの子会社ネイションズバンク・バンク・モンゴメリー・セキュリティーズ）などと並ぶ代表的なハイテクIPO専門投資銀行の一つに育て上げた。しかし、96年に退社し、新たな投資銀行の設立に踏み切ったのである。

WR ハンブレクトの最大の特色は、IPO銘柄の公開価格と配分先を個人投資家がインターネットを通じて参加するオークションによって決定するという「オープンIPO」システムを採用した点にある。従来、IPOの価格と配分先は、主幹事となった投資銀行が機関投資家に対するヒアリングを行う、いわゆる「ブック・ビルディング」を通じて決定されてきた。「オープンIPO」は、この決定過程に、より直接的な方法で市場原理を導入しようという試みであり（“Let the market set the price”がキャッチフレーズ）、個人投資家を機関投資家と同じ土俵に立たせようとするものである（“Level the playing field”というキャッチフレーズも掲げられている）。

「オープンIPO」の仕組みは以下の通りである。

- ① 投資家は、WR ハンブレクトまたは「オープン IPO ネットワーク」に参加している他の証券会社に口座を開設する⁹。
- ② WR ハンブレクト及び他のブローカーは、投資家の適合性や信用リスクの観点からオープン IPO への参加を制限することがある。また、「オープン IPO 参加契約」（書式は WR ハンブレクトのホームページ上に掲載）の締結を求められることがある。
- ③ 投資家は、WR ハンブレクトのホームページ上に掲載される仮目論見書を参考にしながら入札を行う。最低応札株式数は 100 株とされる。WR ハンブレクトは公開価格レンジを示すが、投資家はそれ以上でも以下でも入札することができる。発行会社による投資家向け説明会（ロードショー）もホームページ上で行われる。
- ④ 正式目論見書が発効し、オークションが完了する以前であれば、入札の変更・取消は自由とされる。また、十分な投資家数を確保するために、大口入札者への割当を一律に削減することもある。なお、入札内容は本人以外見ることができない。
- ⑤ 入札価格と数量の決定は、最低の落札価格を全体の価格として適用し、入札価格の高い順に希望数量を割り当てるダッチ・オークションによって行われる。

この「オープン IPO」は、99 年 2 月、WR ハンブレクトの初の単独主幹事案件となったレイベンスウッド・ワイナリーによる 100 万株の募集に際して初めて実施され（公開は 4 月）、その後、サロン・ドット・コム、グレートフード・ドット・コムの二社による募集に際しても行われている。WR ハンブレクトは、「オープン IPO」の引受手数料率を 5% 程度としており、通例の 7% に対してディスカウントしている。

多くの場合、入札期間は 6～10 週間とされる。現在、入札が行われているグレートフード・ドット・コムの場合、SEC への仮目論見書提出が行われた 5 月 21 日から入札の受付が始まっており、7 月 2 日からロードショー開始、7 月 9 日から 16 日にかけて入札が締め切られる予定となっている。

ちなみに 99 年 6 月 22 日に公開されたオンライン雑誌会社サロン・ドット・コムの場合、1 株 10.5 ドルの公開価格に対して公開初日の終値は 10 ドルに下落した。他のインターネット関連銘柄の多くが、公開初日から大幅に値上がりしているのとは対照的な結果となったわけである。「オープン IPO」第一号となったレイベンスウッド・ワイナリーの株式も公開価格 10.5 ドルに対して、公開から二ヶ月経った現在、株価は 10.625 ドルとなっている。こうした結果に対しては、個人投資家の需給を反映した価格決定が行われているためだとして評価する声と大幅な値上がりが見込めず取引が盛り上がりを欠くのは価格決定方法に問題があるからだとして失望する声の双方がみられるようである¹⁰。

WR ハンブレクトの試みは、創業者ハンブレクト氏の知名度の高さもあって、大きな注目を集めている。99 年 5 月には、代替的取引システム（ATS）と呼ばれる取引所外電子取

⁹ 99 年 6 月現在、ロンバード・セキュリティーズ、インベストレード、トレードスター・エクスプレスの 3 社が「オープン IPO ネットワーク」に参加している。

¹⁰ New York Times, June 23, 1999.

引システムの最大手であるインスティネットが、同社の取引システムを利用する機関投資家の「オープン IPO」への参加を可能にすることを一つの狙いとして 2,000 万ドルを出資することで合意した。また、6 月には、ミューチュアル・ファンド運用会社最大手のフィデリティも出資を決定した。フィデリティが出資に踏み切った背景は明確でないが、自社のオンライン取引サービスの顧客に対して IPO 銘柄を提供するといった狙いもあるものと推測されている。

2) E オファリング

E オファリングは、インターネットを通じて株式などのオンライン取引サービスを提供するオンライン・ブローカーとして大手である E トレードが、ロバートソン・スティーブンス（現バンクボストン・ロバートソン・スティーブンス）の創業者であるサンディー・ロバートソン氏らの投資家グループと共同で 1999 年 1 月に設立した投資銀行である。ベンチャー企業に強い投資銀行として知られたクラッテンデン・ロスの創業者であるウォルター・クラッテンデン氏、ベンチャー企業に投資するエンジェル投資家として知られたフランク・カトラー氏の二人が共同創業者となって E オファリングをスタートさせた。

E オファリングの基本的な戦略は、オンライン口座数約 70 万、オンライン取引件数一日平均 6 万 4 千件という E トレードの顧客基盤を活用しながら、効率的な IPO 案件の獲得を進めていくことにある。E オファリングが IPO や公開後の増資に際して引受ける株式の 50% 程度までが、E トレードの顧客に割り当てられることになっている。

E オファリングは、99 年 6 月 17 日に完了した Nasdaq 市場登録会社ファースト・シエラ・ファイナンシャルによる公募増資の主幹事を務めたほか、現在進行中の 4 件の IPO 案件において共同幹事を務めるなど、着実に実績を重ねつつある。同社は、インターネット・ビジネスを中心としてアナリストによる調査機能なども充実させつつあり、顧客に対するリサーチ・レポートの配布なども行っている。

3. オンライン投資銀行の意義と展望

アンドリュー・クライン氏のスプリング・ストリート・ブルーイングが先鞭を付けた、発行会社がインターネットを通じて直接投資家から資金を集めるという形のインターネット・ファイナンスは、一部の小規模なベンチャー企業によって実践されているものの、企業の資金調達手段として重要な位置を占めるまでには至っていない。

その最大の理由は、証券発行会社が自社ホームページ上で株式募集を行っていても、何百万というサイトが存在するインターネット上では、短期間のうちに調達を希望する金額を出資してくれる投資家を募ることが容易でないという点にある¹¹。この問題を解決するための一つの手段は、直接募集に関する情報をリンクするサイトの開設だが、それとても、機動的な資金調達を保証するものではない。

これに対して、オンライン投資銀行のサービスは、従来の投資銀行と同じように、一定の期間内に一定数の株式の発行を保証するという引受機能を伴っており、インターネットの活用はあくまでも投資家への情報伝達や価格形成の効率化という目的のみにとどまっている。このため、企業にとっては、インターネットを通じた直接募集に比べて安定した資金調達が可能になるというメリットが大きい。しかも、機関投資家への個別ヒアリングや全米各地のホテル等でのロードショーの開催といったコストのかかるプロセスが、インターネットによって代替されることで、引受手数料の引き下げにつながっている。

オンライン投資銀行の強みは、急増するインターネットを通じたオンライン証券取引サービスを利用する個人投資家を引受証券の販売先として押さえている点にある。既存の投資銀行も、オンライン取引の投資家には注目しており、ソロモン・スミスバーニーとフィデリティ、CSFB、JP モルガン、ハンブレクト・アンド・クイストとチャールズ・シュワブ、バンクボストン・ロバートソン・スティーブンスと E トレードといった提携関係を通じてオンライン・ブローカーの顧客を販売先として組織化しようとしている¹²。オンライン専門投資銀行を標榜する会社が更に増加するかどうかはともかくとして、こうしたオンライン・ブローカレッジ顧客への IPO 銘柄提供の動きは、今後とも拡大していくことが予想される。

とはいえ、オンライン投資銀行の活動が、投資銀行と機関投資家の強固な結びつきをベースとした米国 IPO 市場の構造を根本から変革していくという可能性はそれほど大きくないであろう。

十分な実績のないベンチャー企業への出資には大きなリスクが伴い、事業性の評価や企業価値の判断には高度な専門的知識を要するのがふつうである。個別銘柄のリスクを吸収できるだけの分散投資が可能となる資金力、ベンチャー企業の将来性を評価できる専門能

¹¹ 大崎貞和『インターネット・ファイナンス』110頁以下参照。

¹² 逆に、オンライン・ブローカーにとっては、投資銀行との提携による IPO 銘柄の提供は、他社に対する差別化要因となる。大崎貞和『インターネット証券取引の真実』99頁以下参照。

力を備えられるのは、やはり個人投資家というよりは機関投資家である。今後とも、IPO のプロセスにおける機関投資家の役割の重要性が失われるとは思われない。

また、WR ハンブレクトが進める「オープン IPO」をとってみても、「投資銀行ではなく市場が価格を決める」というキャッチフレーズは耳障りがよいが、価格に関する情報が十分に存在しない新規公開株に「市場が価格を決める」という原理が単純に適用できるかどうかは疑問である。入札による公開価格決定が株式公開制度の問題点の一つとして指摘され、ブック・ビルディング方式への転換を図ったという経験を有する我が国からみれば、画期的な試みというよりは難しい課題を内包しているように思われる¹³。

我が国においても、証券会社 28 社がインターネットを通じたオンライン取引サービスを提供するなど本格的なインターネット証券取引時代の到来が予感されるようになっている。一部のオンライン証券会社が、インターネット上で株式募集に関する情報を公開するという計画を進めているともいわれる。IPO 市場をめぐる環境が米国とは大きく異なる我が国においては、米国のオンライン投資銀行のビジネス・モデルがそのまま妥当するとは考えにくい。今後、インターネットを補助的なチャネルとして活用しながら引受ビジネスを展開する動きが本格化することも十分に予想される¹⁴。

(大崎 貞和)

¹³ もっとも、我が国の場合、公開株式の一部についてのみ入札を適用したことや配分株式数を厳しく制限したことが需給を正確に反映しない価格決定につながったという見方もあり、公開株全体について入札を行い、機関投資家による参加も可能で配分株式数に関する制限もそれほど厳しくない「オープン IPO」は、より良く機能するかも知れない。

¹⁴ なお、オンライン投資銀行に関する邦語文献としては、伊豆 久「オンライン投資銀行をめぐる」『証研レポート』No.1569、1999 年 4 月がある。