

インターネット・ファイナンス

インターネットを通じた投資広告の規制

97年4月25日、英国の証券市場自主規制機関である証券先物監督機構（SFA）は、インターネットを通じた投資広告に対する規制や投資勧誘における電子メールの利用などについての見解を示す理事会通知（Board Notice）416号を発表した。証券市場規制におけるインターネットの位置づけを明確にするものとして注目される。

1. 問題の所在

世界的なコンピュータ・ネットワークであるインターネットの普及とともに、証券会社や金融機関が、インターネットのホームページを通じて投資に関する広告・宣伝を行ったり、金融取引サービスを提供したりするケースが増加している。こうしたインターネットの利用は、金融・証券規制上、複雑な問題を提起する。

第一に、インターネット上の情報がどこの国（あるいは法域）の規制に服するのかというジュリスディクション（法的管轄権）の問題である。インターネット上の情報は、世界中どこでも同じように見ることができる。従って、例えば、日本の証券会社がホームページ上に掲載した情報の内容が、米国の投資勧誘規制や広告規制に触れるとされる可能性が生まれるのである。

第二に、インターネット上で提供される情報が、従来の規制の枠組み上どのようなものとして分類されるかという問題である。例えば、インターネット上の情報が、従来の規制にいう「広告」にあたるのかどうか、届出義務、記録保管義務といった従来の規制をインターネットという新しいメディアを通じて提供される情報に対してどのような形で及ぼしていくのかといった点が明確にされなければならない。

2. SFAによる理事会通知の内容

今回SFAが発表した理事会通知416号は、このようなインターネットの利用が提起する規制上の問題点に一定の指針を与えようとするものであり、以下のような内容となっている。

- ①「1986年金融サービス法」の広告規制は、インターネット上の広告にも適用される¹。
- ②英国外で発行（issue）された投資広告であっても、英国内の人に向けられたものは、英国内で発行されたものと見なされる。例えば、インターネットのサーバーが国外に設置されていても、英国居住者に向けられた投資広告を掲載している限り、金融サービス法の規制に服する。英国の認可業者が、海外支店に設置されたサーバーを通じて投資広告を行う場合には、現地スタッフがSFAの規制の詳細を知らない場合もあり、英国内の責任者が内容を監督することが望ましい。
- ③金融サービス法やSFA規則の広告規制は、特定の投資家層を対象にした広告については、一般的な広告とは異なった扱いを認めている²。インターネット上の広告について、これらの例外規定を援用しようとする場合、当該広告の掲載されたサイトへのアクセスを特定の人だけに制限しておかなければならない³。
- ④インターネット上の投資広告には、広告規制で定められた投資リスクに関する警告文を付さなければならない。サイト上の全ページに同じ警告文を表記する必要はないが、投資家に分かりやすい形にしておかなければならない。また、他のページへのハイパー・テキスト・リンクを張る場合、認可業者のページから外へ出ることがはっきり分かるような表記をすることは有益である。
- ⑤インターネット上で提供されるサービスや広告についても、一般の記録保管義務が適用される⁴。記録の形態は自由だが、すぐにハード・コピーを提出できるようにしておかなければならない。電子媒体による広告の保管義務期間は3年であり、毎日変更されるような内容についても、全て保管しておかなければならない。
- ⑥投資サービス業者は、電子メールを利用して顧客に契約書、同意書、定期報告書等を送付することができる。但し、これらの書類は、顧客の特定の電子メールアドレスへ送付しなければならず、書類が正しく発送されたことの立証責任は、業者側が負う⁵。

¹ 金融サービス法第57条は、「認可業者でない者は誰でも、その内容につき認可業者の承認を得ているのでなければ、連合王国内において投資広告を出し、または出させてはならない」としている。

² 金融サービス法第58条(3)(c)は、「含まれるリスクを十分に理解する専門家であると国務大臣が認める者に対して出される広告」を広告規制の適用除外としている。また、SFA規則5-9(6)(a)は、個人以外の顧客だけを対象とする商品やサービスに関する広告を広告規制の適用除外としている。

³ SFAは、いわゆる非公認集合投資スキーム（公認ユニット・トラスト、インベスト・トラストなどでない投資信託及びその類似商品）のマーケティングを行う場合に、この措置が特に重要になると注意を喚起している。また、具体的なアクセス制限の方法としてパスワードの付与を上げている。

⁴ SFA規則5-54は、認可業者の行う業務について、規制を順守していることを示すに足る十分な情報を記録し、保管しておかなければならないとしている。

⁵ このためSFAは、書類が顧客の手元に届いたことを確認するために、顧客に対して電子メールの返信機能を利用した受取確認を行わせることが望ましいとしている。

3. 米国及び我が国における対応

1) 米国

(1) ホームページと広告規制

米国では、自主規制機関である全米証券業協会（NASD）が、95年9月に出した会員通知（Notice to Members, 95-74）において、NASDのルールの中で用いられている「広告」及び「営業用資料(sales literature)」という用語の定義を改め、電子媒体を通じたもの(electronic)を含むことにした。NASDは、この改正によって、証券会社のホームページが広告に該当することが明確になったとしており、いわゆる電子掲示板での情報提供についても、広告に該当するという見解を明らかにしている⁶。

NASDの広告規制では、詐欺的もしくは誤解を与えるような表現を用いないことといった一般的なルールのほか、利用できるデータの種類、予測の内容などについての細かいルールを遵守することが求められている。広告の掲出や営業用資料の送付にあたっては、NASDが定める資格要件を満たした「登録主任者（Registered Principal）」（我が国の会員内部管理責任者に相当する）の許可が必要とされており、広告規制に従った内容となっているかどうかチェックされる。

投資会社（会社型投資信託）、リミテッド・パートナーシップ等の直接参加プログラム（direct participation program）、CMO（Collateralized Mortgage Obligations）、オプション関連、などの広告については、最初に掲出する10日前までにNASDに提出して事前審査を受けることが義務づけられている。NASDは、インターネットのホームページの場合、全てのページのハードコピーを提出させて審査を行っている。証券会社のページから他社のページへ張られているリンクの妥当性についても、この過程でチェックされている。

なお、広告については掲出後三年間の記録保管が義務づけられている。

(2) 約定報告書等の書類の取扱い

証券会社が顧客に送付する約定報告書などの書類については、96年5月にSECが出した解釈通達によって、インターネットなどを利用することが認められるようになった⁷。

(3) 電子メールの位置づけ

電子メールについては、その法的な位置づけをめぐって規制機関と業者が対立してきたが、現在では、営業用資料に該当するようリサーチレポートなどを電子メールを利用して送付する場合と外務員個人が作成する顧客へのメッセージを送付する場合などを区別し、

⁶ David M. Bartholomew and Dena L. Murphy, The Internet and Securities Regulation: What's Next?, *Securities Regulation Law Journal*, Summer 1997, pp. 177-202, at180.

⁷ Release No.33-7288; 34-37182; IC-21945; IA-1562.この解釈通達及び電子メールの問題については、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）、186～190頁参照。また、最新の動向については、Bartholomew and Murphy 前掲論文参照。

規制上異なった取扱いをすべきだという見解が有力になりつつある。NASD は、96 年 12 月、会員会社自身が、個々の電子メールの内容を見極めて取扱いを判断するという内容の規則改正提案を行った。また、ニューヨーク証券取引所の会員にとっては、顧客との「交信 (communications)」（電子的交信を含む）については事前に責任者の承認を得た上で最低三年以上保管することを義務づける規則の存在が、電子メールの活用を妨げていたが、この規則についても、96 年 11 月、営業用資料としての規制に服するリサーチレポートなどを除いて義務を緩和するという提案がなされた。

(4) ジュリスディクションの問題

インターネットのジュリスディクションについては、全米 50 州及びカナダ、メキシコ、プエルトリコの州レベルの証券監督当局が参加している北米証券監督者協会 (NASAA) が、97 年 4 月、モデル解釈布告 (interpretive order) を採択している。

これは、インターネット上で投資勧誘や広告を行う証券ブローカー・ディーラー、投資顧問業者などが、ある州で業務を営んでいると判断されないための基準を示したものである。具体的には、以下のような基準が定められている。

- ①当該州において、インターネットで提供した情報のフォロー・アップや個別顧客への対応がなされないこと。
- ②当該州内における見込み客との直接のコンタクトができないと合理的に判断されるような「ファイアウォール」その他の措置が、インターネットでのやり取りに関して講じられていること。
- ③インターネット上で提供される情報が、当該州においては、証券取引を執行したり対価を徴収して個別化された投資アドバイスを与えたりするものでなく、商品やサービスに関する一般的な情報を提供するのみにとどまっていること。

以上の基準を満たさないようなホームページを開設している業者に対しては、各州の規制に則って、証券会社登録もしくは投資顧問業登録が要求されることになる。

この解釈布告は、それ自体としては拘束力を有しないが、NASAA に加盟している各州において、立法化されていくことが期待されている。

2) 日本

我が国では、日本証券業協会の規則によって、インターネットのホームページなどが広告規制の対象となることは明白である⁸。広告の内容は、公正慣習規則の規定に従ったものでなければならず、原則として、会員会社の「広告に関する担当責任者」による審査が義務づけられる。広告の内容に関して、協会による事前審査が行われることはないが、内部審査にあたって疑義が生じた場合には協会に対して照会することができるとされており、

⁸ 広告及び景品類の提供に関する規則 (公正慣習規則第 7 号) 第 2 条は、「広告」の定義に「ファクシミリ、パソコン等の通信網を利用した送信」(3 号) を明示している。

規制内容の統一が図られている⁹。

電子メールを通じた投資勧誘や約定報告書の送付については、今のところ位置づけは明確とは言えない。

4. 英国の対応の意義

今回の SFA による理事会通知は、証券会社によるインターネットの利用に伴う規制上の問題点について、一つのガイドラインを示したという点で高く評価できる¹⁰。内容的には、米国で NASD や SEC がこれまでに明らかにしてきた見解とそれほど大きく違わないが、英国外に設置されたインターネットのサーバーから発信された情報であっても英国民に向けられたものである限り、金融サービス法による規制に服するとして、いわゆるジュリスディクションの問題に一つの方向性を明示した点は、特に注目される。

金融サービス法の投資広告に対する規制は「連合王国内において (in the United Kingdom)」出された広告に対してのみ適用される (第 57 条) が、今回の理事会通知は、「英国居住者に向けられた (directed at people in the UK)」広告は、国内で出されたものと見なすことを明確にしており、事実上の域外適用を認めている。

もっとも、今回のガイドラインでは、インターネットのホームページが、どのような場合に「英国居住者に向けられた」と判断されるのかについては、明確な基準が示されていない。むしろ、英国系の証券会社や金融機関が、海外向けのホームページを英国外で開設するといった場合には、厄介な問題を生じかねないという懸念もある。また、実際に広告規制に反する内容のホームページが英国外に設置された場合にどのような形で取り締まりを行うのかというエンフォースメントの問題は、未解決のまま残されていると言わざるを得ない。

既に、オーストラリアの証券会社が、外国証券業者に関する法律に基づく支店免許を得ることなく、日本人投資家を意識的にターゲットとしたホームページを開設している¹¹。我が国の証券取引法や外証法が、「国内で」行われる証券取引行為のみを規制しているとなれば、これ自体が直ちに違法であるとは断定しにくい。国内の投資家保護という観点からは、問題がないとは言えないであろう。逆に、日本の証券会社等がホームページを作成する場合、現場レベルでは、海外の規制に触れるとして問題視されるのではないかといった懸念が生じ、判断に迷うケースがあるのが実状である。

⁹ 広告及び景品類の提供に関する規則第 6 条。

¹⁰ 英国では、96 年初めに証券投資委員会 (SIB) が、インターネット・プロバイダー等が金融サービス法の投資業者認可を要求される可能性について見解を提示したことがある。この点については、大崎貞和「インターネットが変える証券市場」野村證券『財界観測』96 年 9 月、92 頁参照。

¹¹ 例えば、ウィルソンエイチティーエム証券のホームページ。アドレスは、<http://www.onthenet.com.au/~hemhem/wilsonhtm.html>。

インターネットのジュリスディクションをめぐる問題は切実である。今年五月に「電子開示研究懇談会」がまとめた報告書では、こうしたクロスボーダーのジュリスディクションの問題については、「国際的な場で議論がなされ、各国の監督機関の間で合意がなされることが望ましい」との指摘がなされたが、早急に具体的な検討が開始されることが期待される。

最近になって、英国証券投資委員会（SIB）のウィンクラー専務理事は、各国の規制当局が協力して、一定の基準を満たし、所定の担保文言を記載した金融サービス関連のホームページに 共通の目印（“regulatory kitemark”）を付けてはどうかというアイデアを明らかにした¹²。いわば国際的なマル適マークのようなものであろう。インターネットをめぐる国際的な問題に対する一つの解決策となり得る可能性はある。

なお、SFA に続いて、ファンド・マネジメント業界の自主規制機関である IMRO が、同じような内容の会員通知を發した。IMRO の通知は、会員がインターネット上で行う広告について広告主を規制監督しているのが IMRO である旨を明記するよう求めているなど、SFA の通知をより詳細にしている面がある。また、個人投資家向けサービスを行う投資業者が加盟する PIA も 7 月末までにインターネットの利用に関するガイドラインを制定するとされている。PIA の動きが、他の二つの自主規制機関に比べて遅れているのは、実際にインターネットを活用している会員が少ないためだという。

（大崎 貞和）

¹² Financial Times, 1997-6-20.