

# インターネットの利用に関する米国 SEC の解釈通達

98年3月23日、米国の証券取引委員会（SEC）は、インターネットを通じて証券の公募、証券取引への投資勧誘、投資サービスに関する広告・宣伝、などを行っている者が、米国の証券法に基づく登録を要求されないために満たすべき条件を明らかにする解釈通達を制定した。インターネット上で発信される情報が、どこの国（あるいは法域）の規制に服するのかという問題に関する指針を与え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利用が普及するとともに、銀行や証券会社などの金融機関が、インターネット上のホームページや電子メールなどを利用して、投資サービスに関する広告・宣伝を行ったり、金融商品の取引を可能にしたりするケースが増加している。また、米国などでは、証券発行会社が、自らのホームページ上で目論見書などの書類を公開して証券を公募する「インターネット・ファイナンス」とも呼ぶべき現象もみられるようになってきた<sup>1</sup>。

こうした金融・証券取引におけるインターネット活用の拡大の中で、インターネット上で発信される情報が、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（管轄権）の問題が、注目を集めるようになってきている。インターネット上の情報は、どこの国でも見ることができるため、例えば、米国の証券会社がホームページ上に掲載している投資広告が、我が国の投資勧誘規制に触れるのではないかといった問題が生じる可能性がある。

## 2. これまでの対応

連邦制をとり、連邦政府による証券規制とともに州によって異なる規制が行われている米国では、こうした管轄権の問題は、早くから国内問題として認識されてきた。既に、一部の州では、一定の要件の下で、インターネット上の証券募集について州証券監督当局へ

---

<sup>1</sup> 金融・証券取引におけるインターネット活用については、大崎貞和『インターネット・ファイナンス』（97年6月、日本経済新聞社刊）参照。また、最近の動向については、大崎貞和「成長を続けるインターネット・ブローカー」『資本市場クォーターリー』本号参照。

の登録義務を免除する法律が制定されている<sup>2</sup>。

また、米国、カナダ、メキシコの州レベルの証券監督当局が加盟する北米証券監督者協会（NASAA）は、96年1月、インターネット上で証券公募が行われる場合、州内居住者に対して売り付けが行われるものではないことが明記され、実際に州内の特定の者に向けて売り付けが行われないことを条件として、州レベルでの証券発行登録を免除する規定を整備するよう求める決議を採択した<sup>3</sup>。

更に、97年4月には、インターネット上で投資勧誘や広告を行う証券業者が登録免除の対象となるために満たすべき要件を統一化するためのモデル解釈布告（interpretive order）を採択した（表1）。この布告自体は法的拘束力を有しないが、NASAAとしては、加盟各州の当局が、布告の内容に沿うような形で立法措置を進めることを期待している。

表1 NASAA モデル解釈布告の内容

<p>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には、以下の基準を満たす必要がある。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p>
--

（出所）NASAA ホームページ（<http://www.nasaa.org/>）

しかし、連邦レベルの証券市場規制監督機関である SEC は、この問題について明確な指針を示しておらず、国際的な問題については課題が残されたままであった<sup>4</sup>。

<sup>2</sup> 例えば、ペンシルベニア州の *In re Offers But Not Sales Effected Through the Internet that Do Not Result in Sales in Pennsylvania*, August 31, 1995.

<sup>3</sup> NASAA ホームページ（<http://www.nasaa.org/>）参照。この決議は、32州で立法化され、15州が立法化の以降を表明しているという。

<sup>4</sup> なお、英国では、証券先物監督機構（SFA）などの自主規制機関が、インターネット上で行われる投資広告の取り扱いに関する見解を明らかにしている。この点については、大崎貞和「インターネットを通じた投資広告の規制」『資本市場クォーターリー』97年夏号参照。

### 3. SEC 解釈通達の内容<sup>5</sup>

#### 1) インターネット上での証券発行と勧誘

「1933年証券法」によれば、米国において郵便その他の州際通商上の手段を用いて証券を募集する発行者は、登録免除規定の要件に該当しない限り、SEC に対して登録を行わなければならない（同法第5条）。

インターネット上のホームページ（Web site）上の情報は、情報提供者側でアクセスを制限するような特別な措置を講じていない限り、インターネットへのアクセスを有する者であれば誰でも入手することができる。従って、証券発行に関する情報が掲載された場合、それが形式的に証券の公募（offer）に該当することは明らかである。問題は、そうした公募が、「米国において」行われたものとされ、登録義務を課されるものであるかどうかという点にある。

SEC は、米国居住者が情報にアクセスすることのできる全ての証券公募に対して登録を要求するといったアプローチは、発行者や金融サービス業者によるインターネットの有効な活用を阻害するものだと退けている。基本的には、米国内で、あるいは米国居住者を対象として取引が行われていない限り、勧誘行為自体を取り締まる必要性は薄いという考え方である。すなわち、発行者や金融サービス業者が海外で行っている公募が、米国居住者に対して向けられたものとならないようにするための合理的な措置を講じることで、米国における投資者保護が確保されるものと判断している。

証券の公募が米国で行われている、あるいは米国居住者に対して向けられているとされないために講じるべき合理的な措置の内容は、個別具体的な状況に照らして判断される。一般的に、米国外の発行者が海外で行っている公募は、米国に対して向けられたものとはみなされないが、以下のような措置を講じておくことが望ましいとされる（表2）。

表2 米国に対して向けられた公募と見なされないために講じておくべき措置の例

- |  |
|--|
| <p>① ホームページ上に当該公募が米国以外の国のみに向けられたものである旨の担保文言（disclaimer）がはっきりと記されていること。例えば、証券やサービスが、米国内もしくは米国居住者に向けられた公募ではないと記すか、あるいは公募の対象となっている米国以外の特定の法域を明記するといった方法が考えられる。</p> <p>② ホームページの提供者が、米国居住者に対して販売が行われないよう合理的な予防的措置を講じておく。例えば、売り付けに先立って郵送先の住所や電話番号といった情報を入手することで購入者の居住地を確認することができる。こうした措置によって、米国内の住所や電話番号を有する者に対して証券、公募目論見書、サービスや商品などを送付あるいは引き渡すことを未然に防止できる。</p> |
|--|

<sup>5</sup> SEC, Release No.33-7516, 34-39779, IA-1710, IC-23071, International Series Release No.1125, March 23, 1998.

表 2 に示された措置は、限定的なものではなく、その他の措置も許容される。他方、こうした措置がとられていても、米国における所得税課税を回避することができるという事実を強調しているといった場合のように、内容から米国に向けられたものであると判断される場合には、「米国での公募」に該当するものと解釈するという。

米国外の発行者が、米国に向けられた証券公募に該当することがないよう合理的な措置を講じたとしても、米国居住者が海外の住所や海外のノミニーを利用して米国居住者でないかのように偽装する可能性は排除できない。従って、結果的に米国居住者が公募された証券を購入したとしても、それだけで、事後的に当該公募が米国に向けられたものであったと断定されることはない。但し、米国内の銀行から代金の支払いを受けたり、米国の社会保障番号が提示されたり、購入者自身が米国居住者であると述べているといったような場合には、購入者が米国居住者でないことを確認するために追加的な文書の提示を求めるといった予防的措置を講じるべきだとしている。

発行者や証券の引受人が、第三者のホームページを通じて証券公募を行う場合についても、上で述べたような予防措置が講じられている限り、米国に向けられた公募ではないものと判断されることになる。

但し、もともとインターネット上での証券公募を行うために設けられたホームページを利用する場合には、より注意深い対応が必要となるという。例えば、多数の米国居住者が利用している投資をテーマとしたホームページ上に公募目論見書や投資勧誘文書を置くといった場合や第三者が運営する投資をテーマとしたホームページから証券公募を行っている自分のページにハイパーリンクを張るといった場合には、目論見書や勧誘文書へのアクセスを米国居住者でないことを証明できる者のみに限定するといった対応が必要になるとしている。

## 2) 1933 年証券法に係わるその他の問題

### (1) 海外での公募と米国内での私募を同時に行う場合

米国外の発行体が、自国内やユーロ市場での発行と並行して、米国市場での資金調達を試みるケースは珍しくない。その場合、自国市場では公募発行を行っても、米国会計基準に沿った財務諸表の作成などに要する費用を嫌って、米国では登録免除の対象となるいわゆる私募を行うことが多い<sup>6</sup>。

既に触れたように、ホームページ上で証券発行に関する情報を提供することは、概念上「公募」に該当する。一方、私募に関する登録免除を定めた 33 年法第 4 条(2)は、「公募を伴わない取引」が登録免除の対象であると規定しており、私募に関するルールを定めた SEC のレギュレーション D でも、「一般的勧誘または一般的宣伝」は明確に禁止されている。

<sup>6</sup> 米国で私募の形で発行された証券を 34 年法規則 144A に基づいて適格機関投資家の間で流通させるといった方法が、一般的にとられている。

従って、米国での私募と並行してインターネット上で同じ証券の募集を行おうとすると、登録免除の要件に依拠しながら、実際には公募を行っているものと解される可能性が生じる。

SEC は、こうした問題を回避するためには、以下のような予防的措置を講じておくことが望ましいとしている（表 3）。

表 3 インターネット上での募集を米国での私募と並行して行うために講じるべき措置の例

①インターネット上での募集にあたって、先に触れた米国向けの公募と見なされないための措置を講じるとともに、インターネットを通じて募集に応じようとした者に関する記録を作成し、それらの者を米国での私募の対象から除外する。
②インターネット上での募集に関する情報へのアクセスに際して住所等の情報をまず入力させるようにし、米国居住者であることを示すような情報が入力された場合にはアクセスを拒否する。

なお、SEC は、アクセス制限を実施するために用いられるテクノロジーの具体的な内容については、意見を述べることを差し控えるとしている。SEC の基本的立場は、日進月歩の技術革新に対して規制当局は介入すべきでないというものであり、ここにも、そうした考え方が示されている。

## （２）米国の発行体による海外での発行

既に触れたように、SEC は、一般的に米国外の発行者が海外で行っている公募は米国に対して向けられたものとは見なされないという立場をとっている。逆に言えば、米国籍の発行体が海外で行う証券発行は、米国に向けて行われたものと解釈される可能性が強いということである。こうした SEC の姿勢は、①米国籍の発行体は米国とのコンタクトが強い、②米国籍の発行体が海外で発行した証券はその後米国内に還流する可能性が高い、③米国の発行体や投資家は国内発行体が行う証券発行が米国証券法に服するものと予想している、といったことから正当化され得る。

SEC によれば、米国の発行体が、インターネットを利用して海外で証券発行を行おうとする場合には、既に触れたような予防的措置を通じて「米国内での公募」と見なされる可能性を排除するとともに、パスワード等によってアクセスを制限する仕組みを設け、米国非居住者のみが証券募集に関する情報にアクセスできるようにしておかなければならないものとされる。

## （３）米国での発行届出を同時に行う場合

証券発行時の SEC への届出義務について定めた 1933 年証券法第 5 条は、登録届出書が効力を発する以前に売り付けにつながるような勧誘行為を行ったり、予備目論見書（red herring prospectus）以外の文書を説明のために使用したりすることを禁止している。従って、

米国で登録届出書を提出して公募発行を行う際に、並行して海外でインターネットを通じた証券発行を行うとすると、この規定に触れる可能性が生じる。

この点についての指針となるのは、予備目論見書に付加的に記載できる情報の範囲について定めた 33 年法規則 135 である。海外での証券発行にあたって、この規則によって認められた情報以外の情報をインターネット上で公開し、同時並行的に米国での公募発行手続きを進めている場合には、登録届出書発効前に違法な勧誘行為を行ったものと見なされる可能性がある。

#### (4) 引受人の責任

以上のように、SEC は、インターネット上で証券発行に関する情報を公開する際の留意点を具体的かつ詳細に指摘している。こうした指摘に沿って、登録義務違反を生じさせないよう配慮することは、第一義的には発行体の責任だが、当該証券の引受や分売に関与する証券会社にも同じような配慮をする責任がある。例えば、発行体のホームページへのアクセスをパスワードによって制限すべきとされる場合には、当該証券の引受証券会社が掲載している発行証券に関する情報についても、同じようにパスワードによるアクセス制限を加えることが求められる。

### 3) インターネット上での投資会社持ち分の募集

1940 年投資会社法は、米国で公募を行う投資会社（会社型投資信託）に対して原則として SEC に登録するよう義務づけている（同法第 7 条、第 8 条）。このため、投資会社がインターネット上で持ち分募集に関する情報を公開する場合についても、前節でみた証券発行と同じような問題が生じることになる。SEC は、基本的には、インターネット上で行われる証券発行が米国での公募と見なされないために講じるべきとした措置と同じような配慮が、投資会社の場合にも求められるとしている。

### 4) インターネット上での投資顧問サービスの提供

1940 年投資顧問法は、米国で投資顧問業務を営む者に対して原則として SEC への登録を義務づけているが、米国外の投資顧問業者で米国内に 15 人を超える顧客を有しない者については登録義務を免除するとしている（同法第 203 条(a)項、第 203 条(b)項(3)）。従って、インターネット上で投資顧問サービスを提供する場合、米国内の顧客を 15 人以下に限定するよう合理的な措置をとっていれば、登録を要求されないことになる。

SEC は、具体的には、以下のような措置を講じることが望ましいとしている（表 4）。

表4 ホームページを開設する投資顧問業者が登録免除を受けるために講じるべき措置の例

① ホームページ上に提供される情報が誰に対して向けられたものであるかを示す担保文言 (disclaimer) がはっきりと記されていること。
② ホームページを開設する投資顧問業者が、14 人以下の米国内の顧客以外の米国居住者に対して投資顧問サービスに関する情報が伝達されないよう合理的な予防的措置を講じておくこと。例えば、情報の伝達に先立って住所や電話番号といった情報を入手することが求められる。

## 5) インターネット上での証券取引サービスの提供

### (1) 証券会社規制上の問題

1934 年証券取引所法は、米国に所在するかもしくは米国内の投資家との間で証券取引を行おうとする証券ブローカー・ディーラーに対して原則として SEC への登録を義務づけている (同法第 15 条、第 15B 条)。

SEC は、この点についても、証券発行の場合と同様に、米国外の証券業者が宣伝等を行っているホームページは、米国内の投資家との間での証券取引につながらないよう合理的な措置が講じられている限り、米国内の証券ブローカー・ディーラーとしての登録を要求しないという立場をとっている。具体的には、以下のような措置を講じることが望ましいとされる (表 5)。

表5 ホームページを開設する証券会社が登録免除を受けるために講じるべき措置の例

① ホームページ上にサービス対象となる国を限定するか、あるいは米国居住者がサービスの対象でないことを明記する担保文言 (disclaimer) がはっきりと記されていること。
② ホームページを開設する証券業者が、住所、郵送先住所、支払い方法その他の情報に基づいて、米国居住者であると信ずる事情がある場合には、証券取引サービスの対象顧客とすることを拒絶すること。

なお、SEC は、証券会社のホームページが、実際の取引執行につながる機能を有しているかどうかで異なる取り扱いをするといった考え方はとっていない。一般的な市場情報、リアルタイムもしくは遅延した株価情報、リサーチ情報、手数料体系についての情報、店舗網や連絡先、といった情報のいずれについても、ブローカー・ディーラーが、潜在的な顧客に対して、証券取引を行わせようとする意図の下に行う宣伝であり、米国内の投資家に向けられている限り、証券ブローカー・ディーラー登録を要求されることになるのである。

このことは、米国外の証券会社が、勧誘によらない証券取引を受け付ける場合に問題となる。34 年法規則 15a-6 によれば、米国内の投資家が、勧誘を受けることなしに、直接海外の証券業者による証券取引サービスを受けるようになった場合には、当該証券業者は、米国における登録を要求されない。上述のように、ホームページの開設は、それ自体が投

資勧誘行為と見なされるため、ホームページを開設している証券会社が、規則 15a-6 を援用して登録義務を免除されるためには、取引相手である米国内の投資家が自社のホームページに一度もアクセスしていないことを確認しなければならないものとされる。

## (2) 証券取引所規制上の問題

34年証券取引所法は、取引所が、「証券取引を行うためまたは当該取引を報告するため、合衆国内にあるまたはその管轄に属する取引所の施設を利用する目的で、直接または間接に、郵便または州際通商の方法及び手段を利用する」場合には、SEC への登録を義務づけられるとしている（同法第5条）。現在、SEC は、海外の市場が、この規定に基づく登録を要求される可能性について検討を進めており、米国内に発注端末を設置する場合などについては規制の対象となる可能性がある<sup>7</sup>。

しかし、SEC は、今回の解釈通達では、インターネット上で投資情報を提供したり市場へのアクセスを可能にしたりしている海外市場が、米国居住者が当該市場にアクセスすることがないように合理的な措置を講じている限り、登録義務の対象とはならないという見解を明らかにした。具体的には、以下のような措置を講じることが望ましいとされる（表6）。

表6 ホームページを開設する海外市場が登録免除を受けるために講じるべき措置の例

①ホームページ上に、取引所のサービスが受けられる国を限定するか、あるいは米国居住者がサービスの対象でないことを明記する担保文言（disclaimer）がはっきりと記されていること。
②取引所の会員もしくは直接参加者となろうとする者に対して、住所、郵送先住所を申告させること。
③取引所が何らかの理由から米国居住者であると信ずる者に対しては、ホームページを通じた直接取引を拒絶すること。
④取引所会員を通じて米国居住者が間接的にホームページ上の取引機能を利用することがないように措置を講じること。

<sup>7</sup> 97年5月にコンセプト・リリースが出された。その内容について詳しくは、淵田康之「電子取引システムをいかに規制するか -SECの新しい提案-」『資本市場クォーターリー』97年夏号、pp.55～68、特に65頁以下参照。

## 4. SEC 解釈通達の意義

### 1) 証券法上の意義

今回の通達は、米国証券法上のインターネットの取り扱いについて、以下の三点を明確にしたと言える。

- ①インターネット上で公開された情報は、誰でもが自由にアクセスできるという性質を有する以上、一般向けの投資勧誘や情報開示に該当する。
- ②しかし、このことが直ちに米国における各種の登録義務につながるわけではない。米国外の発行体、証券業者、投資顧問業者などが開設するホームページについては、米国向けでない旨を明らかにしておけば、基本的には、米国の証券規制に触れる恐れはない。米国外の発行体や業者にとっては、簡単に米国法上の問題の発生を回避することができる。
- ③一方、ホームページの開設者が米国の発行体である場合には、単なる担保文言の掲載でなく、実効的に米国投資家によるアクセスを拒否する手段を講じておく必要がある<sup>8</sup>。

これらの点（特に①、②）は、従来、州レベルの規制において示されてきた考え方とほぼ足並みを揃えたものだと言える。また、SEC が具体的な措置の例を示したことは、実務上大いに助けとなるであろう。

これまでも SEC は、インターネットの証券取引への活用を促進するために、インターネット上での目論見書の公開や証券業者による約定報告書の送付などに関する取り扱いを明確にすべく、解釈通達を発表してきた<sup>9</sup>。今回の通達は、95年10月、96年5月に次ぐ三番目のものであり、技術革新の賜物であるインターネットの活用を阻害しない証券規制体系を構築しようとする SEC の一貫した政策を反映しているものと評価できよう。

また、とりわけ、インターネットをめぐる技術革新が急激に進んでいるという現実を踏まえ、テクノロジーの具体的内容について規制当局が口出しすることは適切でないとして意見を差し控えている点や現状では実際に行われていないインターネットを通じた証券取引所への直接発注という近未来的な問題についても具体的な見解を明らかにしている点などは、SEC の積極的姿勢を如実に示している。

今回の通達は、国際的にみても、インターネットの性質に内在する最も困難な問題とされてきたジュリスディクションの問題への現実的なアプローチを体系化したものとして画期的な意義を有する。現在、証券監督者国際機構（IOSCO）では、インターネット利用の

---

<sup>8</sup> なお、*Investment Dealers' Digest*, March 30, 1998 は、SEC が示した措置の具体例は、「この募集は、それが違法とされる法域に向けられたものではありません」といった文言を入れておけば足りるとする従来の慣行を無視したもので規制を強化しようとするものだとの意見を紹介している。

<sup>9</sup> Release No.33-7233; 34-36345; IC-21399, "Use of Electronic Media for Delivery Purposes", October 6, 1995 Release No.33-7288; 34-37182; IC-21945; IA-1562, "Use of Electronic Media by Broker-Dealers, Transfer Agents, and Investment Advisers for Delivery of Information", May 9, 1996.

国際的規制の在り方に関する検討が進められているが、この通達に示された考え方が一つの拠り所として参考にされることとなろう。

なお、今回の通達は、発信される情報がどのような言語で記されたものであるかによって取り扱いに区別を設けるという考え方は明示的に打ち出さなかった。しかし、例えば、日本語、ポーランド語、モンゴル語といった言語で作成されたページが、米国の投資家に向けられたものである蓋然性は極めて低いものと考えられる。この点については、今後更に検討が深められる必要があるだろう。

## 2) 我が国への示唆

これまでのところ、我が国の証券発行会社や証券会社を作成したホームページが、米国の投資勧誘規制等に触れるといった指摘を具体的に受けた事例はない。しかしながら、ホームページ作成の現場では、特に英語情報を発信したり、他のページへのリンクを張ったりする場合に、そうした潜在的な問題の可能性が議論されたことは少なくなかったようである。今回の通達によって、明確な担保文言を記載することで問題の発生が回避できることが明確にされたという意義は大きい。

なお、勧誘を伴わない米国投資家との取引の取り扱いについては、若干の注意が必要である。例えば、これまでコンタクトのなかった米国の機関投資家から我が国の証券会社が直接発注を受けるといったケースでは、当該投資家が過去に自社のホームページにアクセスしていないことを確認する必要が生じるものと考えられる。

一方、我が国の証券取引法上、海外の証券発行会社や証券会社を作成したホームページがどのような取り扱いを受けるかは、必ずしも明確ではない。しかし、オーストラリアの証券会社が、日本語で、「日本の投資家向け」と明記したホームページを作成しているといった現実もある<sup>10</sup>。我が国においても今回の SEC 通達のような形で、こうした問題に関する見解が明確にされる必要があるだろう。

もっとも、法的な位置づけが明確にされたとしても、相手国の規制に触れることを承知の上で行われるインターネットを通じた不正な投資勧誘などを排除することは容易でない。これは規制の考え方というよりも不正摘発を如何に進めるかというエンフォースメントの問題であり、こうした側面においても、国際的な協力の進展が期待されよう。

(大崎 貞和)

---

<sup>10</sup> 例えば、<http://www.onthenet.com.au/~hemhem/wilsonhtm.htm>。