

投資広告規制のホームページへの適用

－英国 FSA の新たなガイドライン－

英国の証券市場規制・監督機関である金融サービス庁（Financial Services Authority: FSA）は、5月28日、インターネット上のホームページが、英国の金融サービス法が定める投資広告規制に触れないために満たすべき要件についての解釈を示すガイドラインを制定した。先に米国 SEC が発表した解釈通達に続いて、証券取引におけるインターネットの利用を促進しようとする監督当局の姿勢を示すものとして注目される。

1. ガイドライン制定の背景

1) インターネットがもたらす規制上の問題

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、証券会社が、インターネットを通じて証券取引の注文を受け付けたり、証券投資への勧誘を行った例が増加している。また、企業が、自社のホームページを通じて証券を募集するといった動きも現れた¹。こうした形でのインターネットの証券取引への活用は、取引コストの削減と新たな投資家層の拡大につながっているが、他方、従来の証券取引規制の在り方に大きな課題を投げかけている。

従来、各国（地域）の証券取引法制は、自国（地域）内で行われる証券発行や投資勧誘に対して、届出や登録を要求したり、免許や登録を受けた証券業者以外が行うことを禁止するといった形での規制を課してきた。ところが、インターネットには国境というものが無い。インターネット上の情報、特にワールド・ワイド・ウェブ（WWW）を通じて伝達される情報は、情報の発信地のみならず世界中どこでも同時に見ることが可能である。このため、例えば、WWW 上のホームページに証券投資への勧誘とみなされるような情報を掲載した場合、意図せずして、世界中で一般投資家に対して投資勧誘を行ったことになってしまいかねない。

もちろん、一見して詐欺的と分かるようなケースは別として、ある国の手続きに適正に則って行われていることが明白な証券発行や投資勧誘のホームページに対して、世界中の

¹ 金融・証券取引におけるインターネット活用の実際については、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』98年春号参照。

証券監督当局が、法令違反として摘発しようとするといったことは現実には考えにくい。とはいえ、そうした危険が、たとえ理論上のものに過ぎないにせよ排除されていないのは、証券取引におけるインターネット活用の広がりを阻害する要因になりかねない。

こうした観点から、米国では、各州の証券監督当局や証券取引委員会（SEC）が、主としてインターネット上で証券募集を行う場合の登録届出義務やインターネット上で投資勧誘を行う業者の登録義務といった観点から、法令上の手当てを進めてきている。これまでのところ、基本的には、米国（あるいは自州）内でアクセスできる情報全てに対して登録義務を課すといったアプローチではなく、掲載されている情報の内容や、当該情報が向けられている対象地に関する担保文言（disclaimer）の有無などから登録義務の有無を判断するという対応がとられており、米国外の業者や発行体が、米国証券法上の紛議を生じさせることなく、インターネットを活用できるよう配慮がなされている²。

2) 英国金融サービス法の投資広告規制

一方、英国では、このインターネット上の情報に対する証券法上の法的管轄（ジュリスディクション）の問題は、主として金融サービス法の投資広告（investment advertisement）規制との関連で検討されてきた。

「1986年金融サービス法」57条1項は、「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（in the United Kingdom）投資広告を出し（issue）、または出させてはならない」と定めている³。また、同法207条3項では、英国外で出された投資広告であっても、英国居住者に対して向けられたもの（directed at people in the UK）や英国居住者が利用できるもの（made available to people in the UK）は、英国内において出されたものとみなすことを規定している。但し、主として英国外で刊行され流通している定期刊行物や主として英国外で受容されるために放送されている音声もしくはテレビ放送は、この規定の例外とされている。

金融サービス法57条3項は、上の57条1項の規定に違反した者に対して、懲役もしくは罰金、または両者を併科するという刑事罰を定めている。また、同法61条の規定に基づき、57条1項違反は、民事上の差止請求もしくは不法利得返還請求の根拠となり得る。更に、57条5項及び6項は、57条に反して締結された契約の履行を強制することはできずとし、投資家はそうした契約に基づいて支払った金銭や財物の返還を請求し、損害賠償を求めるとしている。

² 詳しくは、大崎貞和「インターネットの利用に関する米国SECの解釈通達」『資本市場クォーターリー』98年春号参照。

³ この条項には、いくつかの重要な例外が設けられている。例えば、金融サービス法58条3項(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、証券先物監督機関（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。

この規定のインターネットへの適用をめぐっては、97年4月以降、証券先物監督機関（SFA）、投資管理規制機構（IMRO）、個人投資監督機関（PIA）の三つの公認自主規制機関（RSRO）が、相次いで会員通知を発出している。これらの通知は、会員がインターネット上で発信している情報は、たとえ英国外のサーバーから発信されている場合であっても、英国居住者に向けられたものであれば、国内で出された投資広告とみなされるという原則を確認した上で、広告規制の実際の適用にあたっての注意事項を定めている⁴。

しかし、いずれのRSROの会員にもなっていない英国外の業者がインターネット上で発信する情報については、明確な考え方が示されていなかった。もちろん、認可業者でない者が、明確に英国居住者に向けて投資広告を発信することが認められないことは、当然である。問題は、インターネット上の情報が、ほとんどの場合、英国居住者にとって「利用可能（available）」であるため、金融サービス法の規定ぶりからすれば、「投資広告」に該当する全てのインターネット上での情報発信について、認可業者による承認を必要とするという極端な解釈も成り立ち得ないわけではないという点にある。それだけに、監督当局による解釈の提示が待たれていた。

2. FSA ガイドラインの内容

1) 金融サービス法の規定に対する FSA の解釈

今回制定されたFSAのガイドラインは、「海外のインターネットWWWサイト上にある連合王国においてアクセス可能ではあるものの連合国内の投資家に対して向けられたのではない情報資料の取り扱いについて」と題されており、これまでのRSROの会員通知ではカバーされなかった問題を正面から取り上げている⁵。

FSAは、インターネットを通じて発信される広告が、直接または間接に、人に投資契約（すなわち投資商品の売買や投資サービスの提供に関する契約）の締結を呼びかけたり、投資契約の締結につながるような情報を提供したりする内容を含んでいる場合には、金融サービス法にいう「投資広告」に該当するとしている。

その上で、英国外で出された投資広告の位置づけについて定めた金融サービス法207条3項の規定について、以下のような見解を明らかにした。

- ① 何らかの形で情報へのアクセスが制限されており、英国居住者は見ることができないように措置が講じられているインターネット上の情報は、「利用可能」なものとは言えない。従って、金融サービス法違反の問題は生じない。

⁴ 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。

⁵ FSA, Guidance Release 2/98, "Treatment of material on overseas Internet World Wide Web sites accessible in the UK but not intended for investors in the UK", 28 May 1998.

② 英国居住者が情報を実際に見ることができる場合でも、「英国向けではない」といった担保文言が付されており、英国居住者から申し込みがあっても取引を受け付けないといった措置が講じられている場合には、投資家保護の観点からは問題は少ない。しかし、こうした措置が施されただけでは、金融サービス法の解釈上、「利用可能」でないとまでは言えない。従って、形式的には法違反の問題が生じ得る。

すなわち FSA は、英国居住者にとって「利用可能」な「投資広告」がインターネットのホームページ上に掲載されている場合、金融サービス法の規定の文言上、法律に触れないと判断することはできないという見解を示したのである。

2) 違反摘発に関する FSA の方針

しかしながら、FSA は、金融サービス法の文言に関する上の解釈が、直ちに、インターネット上に掲載されている英国居住者に「利用可能」な全ての「投資広告」に対して、違反摘発行動に踏み切ることにはまではつながらないとしている。FSA は、実際の違反摘発行動の必要性は、あくまで個別の状況に照らして、英国の投資家保護上問題があるかどうかという観点から判断されるとした。そして、具体的な判断に際しては、次のような要素が考慮されるという見解を示した。

- ① 当該WWWサイトのサーバーが、英国外に設置されているかどうか。
- ② 当該サイトを通じて広告されている投資商品、投資サービスが、英国の投資家にとって利用可能なものであるかどうか。英国の投資家が、それらの商品、サービスを他のチャネルを通じて利用できるかどうかも判断基準に含まれる。
- ③ 当該サイトを通じた広告の結果として、英国の投資家が投資サービスを利用しないようにするために、どれだけの具体的手段が講じられているか。口座開設や追加的な情報の入手を試みる者がどこの国（地域）の居住者であるかを確認する仕組みがあるかどうかといった点が判断基準に含まれる。
- ④ 当該サイトを通じて発信される広告が、どの程度まで「英国居住者に対して向けられた」と言えるか。
- ⑤ 当該サイトへのアクセスを制限するために、どれだけの具体的手段が講じられているか。この場合の具体的手段の例としては、サイトの利用者に事前の登録を要求してパスワードを交付することなどが考えられる。

つまり、①サーバーが英国外に設置されており、②英国の投資家が通常購入できないような投資商品や享受できないような投資サービスに関する広告であり、③投資家に対して住所の登録を要求するといった仕組みを備えており、④「英国居住者に対して向けられた」とは考えにくいような情報が掲載されており、⑤英国外の投資家にだけパスワードが与えられるような仕組みを備えている、といったサイトは、FSA による違反摘発行動の対象と

はならないことになる。もちろん、これら全ての要素が必須要件というわけではなく、いくつかの要素が満たされていなくとも、個別の状況に応じて判断が下されることになる。

また、FSA は、以上の要素のうち、「英国居住者に対して向けられた」ものかどうかという点については、次のように、より具体的な判断基準を明らかにしている（表1）。

表1 英国居住者に対して向けられた情報であるかどうかの判断基準として示された項目

当該サイトに掲載されている情報の中身に関する項目

- ① 広告されている投資商品、投資サービスが特定の国（地域）でしか利用できないことを示したり、商品やサービスの性質上そうした制限はないとしても合法的な認可を受けた国（地域）でしか利用できない旨を示すような担保文言が付されていること。
- ② それらの担保文言を当該サイト上の他の情報を見る場合に必要なブラウザの設定と同じフォーマットで読むことが可能であること⁶。
- ③ 当該サイト上の情報の中身が、英国の投資家に向けられたものでないことを明確に示すような形をとっていること。例えば、金額の単位が英ポンド以外の通貨となっていること、利用者の居住地を選択入力させる場合に英国が選択肢に入っていないこと、などが考えられる。

当該サイトの存在を知らしめるための宣伝活動に係わる項目

- ④ 当該サイトに掲載されている情報内容に責任を持つ者や当該サイトを通じて投資商品、サービスを提供している者が、英国のサーチ・エンジンや世界的なサーチ・エンジンの「英国セクション」に自らのサイトの存在を知らせているかどうか。
- ⑤ 当該サイトに掲載されている情報内容に責任を持つ者や当該サイトを通じて投資商品、サービスを提供している者が、当該サイトに電子メール、ニュースグループ、電子掲示板、チャットルームなどの機能を付加し、それらの付加的機能が英国における投資の宣伝に利用されているかどうか。
- ⑥ 当該サイトに掲載されている情報内容に責任を持つ者や当該サイトを通じて投資商品、サービスを提供している者が、当該サイトの存在を英国国内において印刷物や放送を通じて宣伝しているかどうか。この場合、主として英国外で受信されるテレビ、衛星放送等を通じて流される宣伝は、重要な判断根拠とはならない。

注) ①～⑥は、あるサイト上の投資広告が英国居住者に対して向けられたものであるかどうかを判断する基準の例であり、限定的に列挙されているものではない。

3) 投資業者としての認可取得義務との関係

英国外の業者が、インターネット上で投資商品や投資サービスを提供する場合、英国金融サービス法との関係では、英国内で投資商品の売買などの投資業務を営んでいると判断

⁶ 設定を変えなければ担保文言を正しく読めない場合には、利用者に対する警告として十分に機能していないものと判断される。

され、投資業者としての認可取得義務違反に問われる可能性も否定できない。この点について、FSA は、インターネット上で、上で述べたような基準に照らしても投資広告規制違反に該当するような行為を行っている業者に対しては、英国に営業拠点を有しない者については認可取得義務を課さないとする条項（金融サービス法付属文書 1 の 26 項、27 項）の恩恵を及ぼさないとしている。つまり、金融サービス法上の投資広告規制違反として摘発の対象となるようなサイトを運営している英国外の業者は、同時に、認可取得義務違反にも問われることになるというわけである。

3. FSA ガイドラインの意義

今回の FSA ガイドラインは、従来の証券規制に関する法令の規定をインターネットの利用という現実に対応させるために当局が行ったクリエイティブな法解釈の例として、先に米国 SEC が示した解釈通達と並ぶ大きな意義を有するものであると評価できよう。

これまで、我が国の証券会社や投信会社が、英文のホームページを作成する場合、その内容次第では、米国や英国の証券規制上問題とされ得るのではないかという懸念が一部で指摘されていた。先に出された SEC の解釈通達に続いて、英国 FSA の法解釈が明確にされたことで、そうしたトラブルを未然に防止するために留意すべき点が、ほぼ明らかになったと言えよう。両者を通じて言えることは、**英国や米国の投資家に向けて投資への勧誘を行っているのではない旨を明示する（あるいは逆に日本国内の投資家向けであることを明示する）ことや、実際の取引を可能にするような機能を付する場合には、問い合わせや申込みへの対応を慎重にすることが重要だ**ということであろう。

このように、両者の実際上のスタンスには共通点が多いが、法解釈の技術という面では、かなり異なったアプローチがとられている。

米国の場合、米国内で行われる募集行為に対して証券法上の登録義務が課されていることから、SEC の解釈通達では、インターネット上で行われる証券発行等が、「米国での公募」に該当するかどうか問題とされた。そこでは、一定の要件を満たす場合には、インターネット上で行われた行為が「米国外で行われた」ものとされ、そもそも登録義務違反の問題を生じ得ないとする解決方法がとられた。

これに対して、英国の FSA が置かれた状況は、より複雑なものであった。すなわち、金融サービス法の投資広告規制は、広告が英国国内で出されたものであるかどうかではなく、英国居住者にとって利用可能かどうかを問題にする規定の仕方をとっている。インターネット上のほとんどの情報が、英国居住者にとって利用可能であることには疑問の余地がないため、「英国居住者にとって利用可能な投資広告が認可業者の承認を経ないで出された」という違法な状況が存在することを一応肯定しつつ、そうした違法な状況に対して、投資家保護の観点から違反摘発行動を起こす必要があるかどうかを検討するという解決方法を

とらざるを得なかったのである。

証券取引のボーダーレス化が進む今日、投資家保護の実効を上げるためには、金融サービス法の投資広告規制のように、国内投資家に影響を及ぼすような国外で行われた行為を規制対象とする立法は、なくなっていくことはあるまい。他方、そうした立法の結果、インターネット上で行われる宣伝や勧誘活動が、意図せずして法令違反に問われることは好ましくない。FSA のガイドラインは、そうした現実の要請に応え、インターネットがもたらす証券規制上の問題に対して、バランスのとれた解決を示したと言えよう。

(大崎 貞和)