

## 大きな課題を残した目論見書の電子交付解禁

2001年3月26日、インターネット等を通じて、証券会社や証券発行会社が、目論見書等の書面を投資家に対して電子的に交付することを可能にするための内閣府令が公布され、4月1日から施行されることとなった。残念ながら、その内容は、インターネットという仕組みの特性や利用実態を無視する現実離れしたものであり、4月以降、実際に証券会社が投資信託の目論見書を顧客に対して電子的に交付するといった展開はほとんど期待できない。

### 1. 待ち望まれていた目論見書等の電子交付解禁

#### 1) 書面の電子交付の必要性

証券取引をめぐるのは、①株式や債券の募集や売出し、投資信託の募集などにあたっての投資家への目論見書の交付、②証券会社が顧客からの委託を受けて取引を成立させた際の取引報告書の交付、③株式公開買付にあたっての公開買付説明書の交付、など様々な場面で、証券発行者や証券会社から投資家に対して一定の書面を交付することが義務づけられている。これらは、広い意味でのディスクロージャー規制の一環であり、投資家が自己責任の下で健全な投資判断を下していくために不可欠な書面である。

現在、こうした書面は、証券会社や発行会社から投資家の住所へ郵送することで交付されるケースが多い。しかしながら、60以上の証券会社がインターネットを通じて株式や債券、投資信託の売買注文を受け付け、ネット証券取引口座が業界全体で160万を超えるという状況の下、書面の交付を郵送ではなくインターネットを通じて行いたいというニーズが高まっている。インターネットによる書面の交付が可能になれば、証券会社等は、書面の印刷、郵送にかかるコストを削減できる。一方、投資家側では、大量の紙の書類を保管しておかなくとも、インターネット上で必要に応じて情報を参照したり、プリント・アウトして保存したりすることができるようになる。

インターネット利用の先進国である米国では、1995年2月に証券取引委員会（SEC）が発給したノー・アクション・レター、1995年10月と1996年5月に採択した二つの解釈通達によって、既に目論見書や取引報告書の電子的な交付が可能となっており、実際に広く活用されている（内容については後述する）。

米国では、目論見書の電子交付を通じて、企業がインターネット上で証券会社を介する

ことなく株式の公募を行って資金を調達するインターネット・ファイナンスとも言うべき手法も現実のものとなっている。ニューヨークの弁護士アンドリュー・クラインが1993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<sup>1</sup>。

このインターネット・ファイナンスは、情報の洪水とも言えるインターネット上で短期間に効率的に投資家を集めることが難しいといった事情からベンチャー企業の資金調達手段として定着するまでには至っていない。とはいえ、インターネット・ファイナンスという手法が、仲介者なしに企業が不特定多数から資金を調達する可能性を開いたことの意義は大きい。そして、インターネット・ファイナンスは、目論見書の電子交付が法的に可能でなければ、実現しなかった資金調達方法である。また、純粋なインターネット・ファイナンスとは言えないが、引受証券会社がインターネットを通じて目論見書などの情報を提供することで従来に比べて低コストのファイナンスを可能にするインターネット投資銀行は、一定の実績を上げている<sup>2</sup>。

## 2) わが国における法令整備の経緯

わが国においても、インターネット時代に対応して書面の電子交付を認める必要があることは早くから指摘されていた<sup>3</sup>。最近では、2000年4月に提出された金融監督庁（当時）の金融サービスの電子取引等と監督行政に関する研究会の報告書「金融サービスの電子取引の進展と監督行政」が、インターネット等の電子媒体による書面交付を行うことが必要であるとした上で、その具体的な方法について提言を行った<sup>4</sup>。

こうした中で、2000年5月に成立した証券取引法改正によって、インターネット上でのファイル送付といった方法で電子目論見書を投資家に交付することが認められることになった。すなわち、「目論見書を交付しなければならない者は、内閣府令で定める場合には、当該目論見書の交付に代えて、当該目論見書に記載された事項を電子情報処理組織を使用する方法その他の内閣府令で定める方法により提供することができる」との規定が盛り込まれ、その場合には、目論見書を交付したものとみなされることになったのである（証取法27条の30の9）。この規定は、2001年6月から2002年6月までの間で政令で定める日から施行されることとされた。

<sup>1</sup> スプリング・ストリーのインターネット・ファイナンスについて詳しくは、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。クライン自身の著書（Andrew D. Klein, *WallStreet.com*, Henry Holt, 1998、邦語訳は前田俊一訳『インターネット投資銀行』TBSブリタニカ、2000年）もある。

<sup>2</sup> インターネット・ファイナンスの考案者であるクラインが創業したウィット・サウンドビューや私募証券を取り扱うオフロード・キャピタルなどが知られている。前者は、三菱商事等をパートナーとしてわが国にも進出し、ウィットキャピタル証券を設立している。

<sup>3</sup> 例えば、大崎貞和「インターネットが変える証券市場」『財界観測』1996年9月号。

<sup>4</sup> 本レポートの筆者は、委員として研究会の議論に参加した。

ところが、2000年11月、国会で「書面の交付等に関する情報通信の技術の利用のための関係法律の整備に関する法律」（いわゆるIT一括法）が成立し、電子目論見書の交付解禁は、2001年4月1日から前倒しされることになった。更に、当初の目論見書等に加えて、取引報告書や投資信託の運用報告書などの書面についても、新たに電子的な交付の対象とされることになったのである。

IT一括法は、森内閣が掲げるIT革命の推進を図るために、様々な法律に規定された「書面」をインターネット等を通じて電子的に交付したり送付したりすることを可能にすることを狙いとした。縦割り主義の各省庁による検討の検討に委ねていたのではインターネットの活用が進まないとの問題意識の下に、省庁間の垣根を越えた一括法となった点に大きな特色がある。

2001年1月には、関連政令が制定され、電子的な書面交付にあたっては、顧客の事前の同意を得る必要があることが明確化された。しかし、具体的な「交付」の方法については、新たに制定される内閣府令に委ねられることになっていた。

こうした経緯を経て、2001年3月26日、「書面の交付等に関する情報通信の技術の利用のための関係法律整備に関する法律の施行に伴う金融庁関係内閣府令の整備等に関する内閣府令」（内閣府令第18号）が公布された。この府令が4月1日から施行されることで、いよいよ目論見書の電子交付が現実のものとなることになった。

## 2. 内閣府令が示した電子交付の具体的方法とその問題点

### 1) 電子交付の方法

今回、制定された内閣府令は、証券会社や証券発行者が、電子的な方法を用いて目論見書等の書面を交付する際の方法について定めている。その方法とは、次の三つのいずれかである（ここでは目論見書の交付に関する府令の文言を示すが、他の書面についても方法は同じとなっている）。

①「目論見書提供者の使用に係る電子計算機と目論見書被提供者の使用に係る電子計算機とを接続する電気通信回線を通じて送信し、受信者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに目論見書に記載された事項を記録する方法」

具体的には、証券会社から目論見書の記載事項を掲載した電子メールを送信し、顧客が、自己のコンピュータのハード・ディスクに保存するとか、証券会社が目論見書をファイルとして電子メールに添付して送信し、顧客が当該ファイルを自己のコンピュータのハード・ディスクに保存する、といった方法が考えられる。

②「目論見書提供者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに記録された目論見書に記載された事項を電気通信回線を通じて目論見書被提供者の閲覧に供し、当該目論見書被提供者の使用に係る電子計算機に備えられたファイルに目論見書に記載された事項を記録する方法」

具体的には、証券会社のウェブ・サイト上で目論見書のファイル（PDF などが考えられる）を閲覧させ、それを投資家がダウンロードし、自己のコンピュータのハード・ディスクに保存する、といった方法が考えられる。

③「磁気ディスク、シー・ディー・ロムその他これらに準ずる方法により一定の事項を確実に記録しておくことができる物をもって調製するファイルに目論見書に記載された事項を記録したものを交付する方法」

具体的には、紙の書面ではなく、書面の記載事項がデータとして記録されたフロッピー・ディスクや CD-ROM を投資家の住所へ郵送するという方法が考えられる。

## 2) 内閣府令の問題点

### 顧客によるダウンロードが「交付」の要件

今回の内閣府令は、米国で既に 5 年以上前から実際に行われている目論見書等の書面の電子的な交付をわが国においても可能にする法令として、時期的には遅れをとったとは言うものの、画期的な意義を持ち得るはずのものであった。しかしながら、実際には、今回の府令に基づいて、証券会社や発行会社が、目論見書や取引報告書のインターネット上での交付を実際に行うことは考えにくい。その内容が、インターネットというシステムの特長や利用の実態を無視する現実離れしたものである。

すなわち、内閣府令では、投資家が証券会社から目論見書のファイルを電子メール添付によって受信したり、ウェブ・サイト上で閲覧したりしただけでは、「交付」が行われたとはみなされないとしており、自己の使用するコンピュータの「ファイル」（おそらくはハード・ディスク）に記録する（つまり保存する）ことをもって、初めて「交付」が成立するとしている。

ところが、証券会社側で、顧客が受信したり閲覧したりした目論見書のファイルを実際に自己のディスクに保存したかどうかを確認することは困難である。一つの方法として、証券会社がインターネット上で売買注文を受け付ける場合、インターネット上で「目論見書ファイルをダウンロードしましたか」と尋ね、「はい」というボタンをクリックした顧客だけが実際の取引を行えるようにするといった方法も考えられる。しかし、顧客が、うっかり「はい」というボタンをクリックし、実際にはファイルをダウンロードしていなかったといった場合には、ファイルがダウンロードされていない以上「交付」は有効に行われておらず、証券会社が目論見書を交付せず取引に応じたという事実は否定できないよ

うに思われる。

また、顧客にとっての利便性という観点からも問題がある。投資信託や新規公開株式の目論見書は、紙形態で 100 ページ以上に及ぶことがあり、そのファイルはかなり大きなものとなる。顧客のインターネット環境によっては、ダウンロードに相当の時間を要する可能性もあり、ダウンロードを好まない顧客も多いものと考えられる。

### 米国ではダウンロードは「交付」の必要条件ではない

そもそも、投資家が目論見書のファイルをダウンロードしなければ「交付」と言えないとする考え方が正しいかどうかは大いに疑問である。

米国では、既に触れたように、1995 年 2 月に SEC が発給したノー・アクション・レターにおいて、電子目論見書を有効に「交付」するための要件が明らかにされた<sup>5</sup>。SEC が示した要件とは、次の 9 項目である。

- ①紙の目論見書と同じ情報を開示すること。
- 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、投資家に対してその事実を通知すること。
- ④（証券会社などの）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（証券発行者）が、投資家の同意及び投資家への通知を確認すること。
- ⑤目論見書配布が義務づけられている期間中、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が可能となるようにすること。
- 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ようにしておくこと。
- ⑦投資家から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投資家が証券を購入するかどうかの意思決定を行うまでに、最終目論見書をシステム上でアクセス可能とし、その旨を投資家に通知すること。
- ⑨目論見書と併せて補足的な営業用資料を送付する場合には、以下の三つの要件を満たすこと。(1)営業用資料には、目論見書が既に電子的に送付されたという事実を明確に示す。(2)電子システム内に収められている目論見書へのアクセス方法を示す。(3)発行者または引受証券会社から紙の形態の目論見書を無料で入手できる旨を表示する。

この要件は、その後出された解釈通達においても、より整理された形で、ほぼ踏襲されている<sup>6</sup>。すなわち、通達は、電子目論見書等が交付されたとみなされるためには、紙形態の目論見書等の交付と同視できることが不可欠であるという観点から、①電子目論見書等を送付したという事実が、電話、ファックス、手紙、電子メールなどで投資家に対して別

<sup>5</sup> *Re: Brown & Wood*, February 17, 1995, SEC No-Act. LEXIS 281.

<sup>6</sup> *Use of Electronic Media for Delivery Purposes*, SEC Release, No. 33-7233; 34-36345; IC-21399 (October 6, 1995). この通達の意義については、中村 聡「インターネットを利用した株式募集」『旬刊 商事法務』1454号（1997）参照。また、紙形態の書面を前提とする文言の技術的修正などの規則改正は、Release No.33-7234 (October 6, 1995) で提案され、Release No.33-7289 (May 9, 1996)で採択された。

途、通知されること、②投資家にとって情報へのアクセスが可能となっていること、という二つの要件が満たされなければならないとした。このうち、通知については、投資家の事前の同意を得て目論見書等が書き込まれたCD-ROMやフロッピーディスクなどを郵送したり、電子メールに電子目論見書等のファイルを添付して送付したりする場合には特に必要ないとされる。しかし、インターネットのWWW上で目論見書等のファイルをダウンロードできるようにした場合には、ダウンロードが可能になった旨を別に通知しなければならないとされる。

一方、アクセスについては、紙の文書が郵送されてきた場合と「同等の利用可能性」が与えられる必要があるとされる。つまり、受け取った情報を保存したり、必要に応じて保存した場所から取り出したりすることが可能になっていなければならない。しかも、投資家が要求すれば、電子目論見書等を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される。

この解釈通達には、52に上る具体的な仮想事例が付されており、証券発行者や発行者の代理人となる証券会社が実際に利用しやすいように配慮されている。それらの例の中には、投資信託会社がミューチュアル・ファンドの目論見書のファイルをインターネット上に掲示し、ダウンロードやプリントを可能にしている場合、投信会社側が、投資家が実際に目論見書ファイルにアクセスしたことを合理的に立証できるようになっていれば、「交付」が有効に行われたと言えるという記述もある（35番目の例）。

### 電子金融研究会の考え方

わが国においても、既に触れた電子金融研究会の報告書では、電子媒体による書面交付にあたっては、交付された情報について、①書面により交付された場合と同等の利用可能性が確保される、②「書面」を用いることによる明確性・確実性・保存性が電子媒体による交付においても確保される、という二つの要件が満たされる必要があるとしている。その上で、一般的には金融サービス業者のホームページに掲載された「書面」の情報にアクセスしただけでは有効な交付とは言えず、電子メールによるファイル送付が必要であるとしながらも、「書面」の性質によっては、ホームページへの掲載によって足りるとする余地があると論じている。その具体例としては、目論見書のような「情報提供機能」を担う書面があげられており、「例えば、顧客が情報をダウンロードしなければ有価証券を購入できないようにすること、募集期間中は当該目論見書をダウンロードできるようにすること等につき検討する必要があると考えられる」と指摘している。

この報告書の考え方は、個々の書面の機能に着目し、どのような場合に「交付」が行われたと言えるかを具体的に検討すべきとする点で一貫している。また、ダウンロードという方法に注目している点で内閣府令の規定に近いように見えるが、報告書では、府令が採用したダウンロードが完了しなければ「交付」が有効に行われたと言えないといった硬直的な考え方はとっていない。この点は、やはり「ダウンロードが行われた」という事実と

ともに「ダウンロードできる」という機能を重視している SEC の解釈通達も同じである。

## おわりに

今回の内閣府令をめぐっては、省庁横断的に、様々な書面交付の電子化を一挙に実現しようとしたため、個々の書面の目的や意義、実務上の取り扱いなどを考慮することなく、一律に書面被交付者の利用に係るコンピュータのファイルへの保存をもって「交付」の要件としたとの指摘がある<sup>7</sup>。

確かに、同時に制定された府令、省令をみると、ほとんどの場合、「交付」の要件として同じ文言が盛り込まれている。もっとも、旅行業法施行規則では、「旅行者の使用に係る電子計算機に記載事項を記録するためのファイルが備えられていない場合に、旅行者等の使用に係る電子計算機に備えられたファイル（中略）に記載された記載事項を電気通信回線を通じて旅行者の閲覧に供する方法」が認められている（第 25 条の 4、1 号ハ）。この理由は定かでないが、目論見書の交付に関する内閣府令についても、もっと柔軟な検討が可能だったのではなかろうか。

もちろん、投資家保護という観点から、単に目論見書ファイルのダウンロードが可能になることと実際にダウンロードが行われたこととの間に全く違いがないわけではない。例えば、証券会社のサイトに目論見書ファイルがアップロードされているだけでは、証券会社によるファイル改ざんの危険性があり、投資家によるダウンロードを事実上強制することでファイルが改ざんされていた場合には投資家がダウンロードしたファイルを改ざんの事実の証明として提出できるという考え方もあるかも知れない。

しかし、これは、かなり極端なケースを想定しており、それだけでインターネット上で目論見書交付による利便性向上を困難にする理由にはなりにくいのではないかと。しかも、目論見書については、個々の投資家によって内容が違う取引報告書等とは異なり、仮にネット上で改ざんが行われ、その事実を証券会社が隠蔽しようとしたとしても、改ざんされた目論見書を読んだりダウンロードやプリント・アウトしたりした他の投資家の証言や証拠を提出することなどで改ざんを立証することは不可能ではないだろう。

また、今回の府令をめぐり議論の中で、技術の進歩によってインターネット上でのファイルのダウンロードが容易になるので、府令の文言でも投資家にとっての利便性を損なうことはないとの説明もなされたようである。そうした考え方が成り立たないわけではないが、半面、今後、インターネットへの常時接続が一般化するとともに、目論見書のように情報提供機能を有する書面は、いちいちダウンロードしなくとも何時でも参照できるようにしていれば十分と考える投資家が一層増えていくことも予想される。時代の流れに逆ら

<sup>7</sup> 例えば、塚本奈津美「実態無視の新ルール、投資家の利便性望めず」『日経公社債情報』2001年3月19日付け。

■ 資本市場クォーター 2001年 春

うような今回の内閣府令が、本当に投資家保護に資するものとは到底思えない。柔軟に対応できるという良い意味での「朝令暮改」となるよう、早急に改正作業に着手することが求められている。

(大崎 貞和)