

## 米国の投資信託の保有銘柄開示をめぐる最近の動向

米国の投資信託は制度上、半年に1回、年次報告書と半期報告書の中で全保有銘柄を投資家に開示することが義務づけられている。この保有銘柄開示のあり方をめぐる議論が最近盛り上がりを見せており、米国証券取引委員会(SEC)の動向が注目されている。

### 1. SECの分かりやすい年次・半期報告書を目指す動き

SECは、1998年、投信の目論見書を投資家にとって分かりやすいものにする大型の制度改正を行った。目論見書改革が一段落した後、次なる課題として、投信の年次・半期報告書を分かりやすくするための見直しを行うとしてきた。

その中核となるとされたのが投信の保有銘柄開示で、全保有銘柄の一覧表が投資家にとって有用な情報開示と言えるのかという問題意識の下で、SEC内での議論が進められてきた。2001年5月には、ポール・ロイSEC投資管理局長から、米国投資会社協会(ICI)年次総会でのスピーチの中で、改めて以下のような検討項目が提示された。

年次・半期報告書での保有銘柄開示は上位銘柄のみとし、全銘柄開示は投資家からの要請ベースとする方が、平均的な投信投資家にとって有用か。

ファンドの保有銘柄を、産業セクター、地域、格付け、満期といった切り口で分類して説明する図表等は、保有銘柄一覧表を読みこなせない投資家に対して重要な情報を提供することになるか。

インデックス・ファンド、MMFなど、特定のファンドについては、保有銘柄開示の義務を免除すべきか。

### 2. 保有銘柄開示の頻度引き上げを求める動き

一方、保有銘柄開示の頻度を上げるべきだという主張も根強く、元SECスタッフが設立した投信投資家への情報提供団体であるファンド・デモクラシー、ファイナンシャル・プランニング・アソシエーション(FPA)、米国労働総同盟産別会議(AFL-CIO)、消費者団体であるコンシューマー・フェデレーション・オブ・アメリカといった団体が、ここ1年余りの間にSECに対して主に次のような規則改正の要請を行った。

月 1 回の開示義務：

保有銘柄の開示の頻度を月に 1 回とする。より頻繁な開示が引き起こしうる問題（下記 ICI の主張を参照）については、月末から 30 日、あるいは 60 日以内といった形で開示までに一定の時間を置くことで対応可能と考える。

分析等を行いやすい形の情報提供：

運用会社は自社ウェブサイト、投資家がダウンロードし分析等を容易に行えるファイル形式で、ファンドの保有銘柄情報を掲載する。インターネットへのアクセスのない投資家用に、同じ内容を紙ベースでも用意する。

FPA 等の団体が、保有銘柄開示の頻度を上げるべき理由として挙げたのは、スタイル・ドリフト（パフォーマンスの引き上げを目的に、投資方針上、不適切な投資を行うこと。）

ポートフォリオ・ポンピング（期末直前にパフォーマンスの引き上げを目的に、既保有の小型銘柄を大幅に買い増すこと。相場操縦の可能性がある。） ウィンドウ・ドレッシング（期末時点で好調な銘柄をしばしば高値で購入、低調な銘柄をしばしば安値で売却し、ポートフォリオの見栄えを良くすること。）といった行為が多くのファンドで半期末毎に見られることだった。開示の頻度を上げることにより、これらの行為を抑止する効果が期待できるという主張だった。

### 3 . ICI の強い懸念表明

ICI は、頻繁な保有銘柄開示はむしろ投資家に害をもたらす可能性があるとする書簡を 2001 年 7 月、SEC に対して送付した。ICI が特に強い懸念を表明したのは、頻繁な保有銘柄開示により、ファンド・マネジャーの売買発注を先読みして利益を得ようとする「先回り行為」が生ずること、本来、ファンド投資家のみに帰属すべき運用会社のリサーチや投資ノウハウが外部者にも読みとりやすくなり、運用会社の情報・人的資本投資への「ただ乗り」が生ずることだった。運用会社は現在、SEC に対して四半期に 1 回、運用会社全体ベースで、上場株式の保有一覧を提出しており、このデータは EDGAR を通じて公開されている。ICI によると、個別ファンド毎ではないものの、年次・半期報告書よりも頻度の高いこの情報開示を利用して、上述のような行為はすでに行われているということだった。

また、ICI が会員運用会社に対して行った調査によると、投資家から保有銘柄開示の頻度を上げてほしいという要請を受けたことのある会社はほとんど皆無である、かなりの大手運用会社が、すでに半年に 1 回を上回る開示を行っている、ということだった。開示の頻度引き上げのコストは、全て最終的には投資家が負担することとなり、そのような制度変更を行う根拠は薄弱であるという主張だった。

#### 4．今後の展望とわが国への示唆

SEC のロイ局長は、対立する主張を前に、SEC は「この問題を検討するに当たって、様々なタイプの投資家のニーズ、要求と・・・ファンドに不当な負担を強いたり、悪影響をもたらしたりすることとの間で、バランスを取らなければならない」という見解を示した。これは、「投信業界からの反対にも関わらず、SEC は投信の保有銘柄開示の頻度引き上げを検討している」といった報道につながった(2001年5月24日付のアメリカン・バンカー紙。同年8月13日付のニッキンでも同様の報じられ方をした)。今後のSECによる規則改正等の動きが注目される。

わが国でも、2001年8月8日、金融庁が発表した「証券市場の構造改革プログラム」の中で、「個人投資家にとって魅力ある投資信託の実現のための環境整備」の一つに「投資家にとってより分かりやすくするための目論見書の記載内容改善」が含まれている。このように、わが国投資信託の情報開示の改善が必要視され課題として挙げられている今、米国の議論、動向にも注意を払う必要がある。

(野村 亜紀子)