

効果的・効率的な情報開示を目指す米国投信業界

我が国では、2000年12月より、投資信託の目論見書の交付が全てのファンドについて開始された。米国では、もとより、投信の販売時には目論見書の交付が義務付けられているが、98年、投信目論見書に関する大型の制度改革が行われ、「制度上の情報開示義務を満たすために配布される書類」を超えて「投資家が利用しやすく、真に投資家の理解を助ける文書」を目指す努力が続けられた。本稿では、これらの制度改革と、それを受けたここ数年の米国投信業界の情報開示をめぐる動向について紹介する。

1. 投資家が利用しやすい目論見書を目指す動き

米国投信業界では、急速な市場拡大の中で、90年代中頃から投資家が投信の目論見書を本当に読み、理解しているかに対する疑問が生じていた。目論見書に代表される情報開示は投信規制の柱である。その目論見書が難解等を理由に実際には投資家に読まれていないという指摘がなされるようになり、目論見書を投資家が利用しやすい形に改正する必要があるという認識が高まった。

目論見書の見直しは、83年のSAI (Statement of Additional Information、後述する)の導入、88年の手数料表、93年のマネジメントによるファンド・パフォーマンスの議論の導入といった形で、それまでも何度かにわたって行われており¹、いわば、古くて新しい課題であった。90年代半ば以降は、投資家に提供される選択肢やサービスが多様化し目論見書の説明が複雑にならざるを得なかった上に、投信投資家が急速に拡大するという状況の中、新たな危機意識と共に図表1にあるような形で制度改革の議論が進められた。以下で、90年代末に実行に移された一連の投信情報開示の制度改革、すなわち、ファンド・プロフィールの導入、正式な目論見書の様式改正、「分かりやすい表現」の義務付け、目論見書等の書類送付の「共有化」について順次紹介する。

¹ SEC Release 33-7512, "Registration Form Used by Open-End Management Investment Companies," March 1998

図表 1 投信目論見書の制度改革

94年10月	SECのLevitt委員長が目論見書改正を唱える。「分かりやすい」目論見書とファンド・プロフィールの導入を提案。
95年3月	SEC、投信のリスクに関する概念リリースを出し、広く一般に対してリスク開示のあり方を問う。
8月	ファンド・プロフィールのパイロットが始まる。Fidelity, Vanguard, Dreyfus, Scudder, T. Rowe Price, Capital Group, BankAmerica, AMEXの8社が参加。それぞれ3本のファンドのプロフィールを作成。試験的に1年間だけ利用が認められる。
96年5月	ICIがファンド・プロフィールのパイロットに関する報告書をまとめる。
11月	Securities Markets Improvement Actが成立。
97年1月	SEC、「分かりやすい表現」(Plain English) 規則案を発表。一般からのコメント受付を開始。
2月	SEC、投信目論見書様式の改正案とファンド・プロフィールの導入案を発表、一般からのコメント受付を開始。
11月	SEC、同一住所宛書類の「共有化」(Householding) 規則案を発表、一般からのコメント受付開始。
98年1月	SECが「分かりやすい表現 (Plain English)」規則を採択。
3月	SECが投信目論見書様式の改正とファンド・プロフィールの導入案を採択。
6月	ファンド・プロフィール規則発効。新しい投信目論見書様式も6月より発効、新規のファンドに適用される。新様式への移行期間が設けられたことにより、この時点では既存のファンドに関しては任意。
10月	「分かりやすい表現 (Plain English)」規則発効。
12月	以後、既存の投信も目論見書改訂にあたって、新様式への移行が義務付けに。
99年11月	SEC、同一住所宛書類の「共有化」規則を採択。
12月	同一住所宛書類の「共有化」規則発効。 投信目論見書の新様式への移行期間終わり。

(出所) 野村総合研究所作成

2. ファンド・プロフィールの導入

ファンド・プロフィールとは、通常 30 ページ程度あるミューチュアル・ファンドの目論見書を 5~6 ページ程度に短縮した簡易版である。98年6月に導入された。

ファンド・プロフィールには、投資目標、リスクとリターンの説明、手数料といった 9つの項目が証券取引委員会 (SEC) の定めた統一フォーマットに則り記載される。まさに必要最低限、投資家にこれだけは絶対に読んで欲しいという情報が凝縮された形になっている。また、文章には全て後述の「分かりやすい表現」(Plain English) 規則が適用され、平易・簡明な表現が義務付けられている。「誰でもあれ、これなら読めないはずはなかろう」という書類であると言っても過言でない。(ファンド・プロフィールのポイントは図表 2を参照)

プロフィールはまた、販売促進資料に匹敵する手軽さであるが目論見書なので、金融機関は投資家にプロフィールを送付すれば勧誘を行うことができる。実際に購入に至った投資家には正式な目論見書の送付が義務付けられるが、資料請求等に応じて目論見書を配布した投資家全員が実際にファンドを購入するわけではないことから、それらの潜在的な投資家に渡す目論見書をプロフィールにすれば相当なコスト削減が見込まれると考えられた。

図表2 ファンド・プロフィールのポイント

プロフィールを利用できるファンドは:

- ミューチュアル・ファンド(オープンエンド型投信)。プロフィール作成は義務ではないので、利用したいファンドのみが利用する。98年6月から開始。

プロフィールの交付方法:

- 媒体は問わない。ダイレクトメール、新聞・雑誌等のマスメディア、インターネットなど電子媒体等を利用可能。
- プロフィールの送付時に購入申込用紙を同封し、投資家に対し、プロフィールのみの勧誘を行っても良い。広告との違いがここにある。
- ただし、購入後、取引確認書の送付までに正式な目論見書を送付する。また、投資家が購入を決定する前に正式な目論見書を要求したら送付する。

プロフィールの内容:

- 記載項目、順番などは統一フォーマットをSECが定めるが、長さはファンドごとに任せる。SECのバーバッシュ局長(98年当時)は3~6ページが標準という見解を示した。

● 9つの記載項目:

- ① 投資目標
- ② (投資目標達成のための)主たる投資戦略
- ③ リスクとリターン(文章による要約、過去10年間のリターンの棒グラフ、リターンと市場指標を比較した表)
- ④ 手数料一覧(運用手数料、販売手数料、解約手数料など)
- ⑤ 運用会社、ポートフォリオ・マネージャー
- ⑥ ファンドの購入手続き(方法、最低投資額)
- ⑦ ファンドの売却手続き
- ⑧ 配当と課税
- ⑨ その他(顧客サービスなど、強調したい点)

- 401(k)プランなど加入者が投資の指示をする年金プラン向けのファンド・プロフィールについては、一部事項の省略を可とした。

プロフィールのSECへの登録方法:

- 初回は利用開始日の30日前までに、SECに紙と電子媒体で登録。その後の訂正については、訂正後5営業日以内に、電子的にSECに登録。

(出所) 野村総合研究所作成

98年6月の制度開始に伴い作成されたファンド・プロフィールを見ると、例えばストロング(米国投信業界32位)²の場合、ページ数は表紙を含めて6枚、9つの項目が「このファンドの運用目標は何ですか」、「このファンドの主な投資リスクは何ですか」といった質問形式で並べられてあった。

また、プロフィールは紙媒体に限られず、ウェブサイト上の配信でも構わない。例えばアメリカン・センチュリー(米国投信業界13位)のウェブサイトでは、プロフィールと目論見書の両方が掲載されており、プロフィールを選んだ投資家はプロフィールをその場で見る事ができる³。ウェブサイト上の文書ならではの特色としては、投資家がファンド名の下にある9つの項目をクリックするとそれぞれの内容に飛ぶことができる。また、この内容を見て投資することに決めた投資家は、ファンド名の右の「今すぐ投資(Invest Now)」というボタンをクリックするとオンライン投資のプロセスに入ることができる。

² 2000年9月末時点。運用会社の順位は以下、同じ。

³ <http://www.americancentury.com>

ファンド・プロフィールは、95年に投信運用会社大手の協力を得て試験版を出すなど、当初から投信業界の協力の下で実行に移された。規則改正に先立ちSECがコメントを求めた際の一般からの反応も良好で、作成するかどうかは運用会社に任せられるとはいえ、多くの運用会社が利用に踏み切るかと思われた。ところが、2000年秋の時点では、当初の予想ほど活発に利用されているとは言えないようである。投信運用会社大手の利用状況を見たのが図表3であるが、上位30社のうちプロフィールを作成しているのは7社だった。

図表3 大手投信運用会社のファンド・プロフィールの利用状況

	運用会社	プロフィールの登録	資産残高(百万ドル)
1	Fidelity Investments	有	873.1
2	Vanguard Group	無	561.2
3	Capital Research & Management	無	368.7
4	Putnam Funds	無	297.3
5	Janus	有	244.7
6	Merrill Lynch Investment Managers	無	208.9
7	TIAA-CREF	無	180.8
8	Franklin Templeton Investments	有	172.3
9	AIM Group	無	170.9
10	SSB Citi Asset Management	有	151.3
11	Federated Investors	無	143.0
12	Morgan Stanley Dean Witter Advisor	無	130.8
13	OppenheimerFunds/MassMutual	無	130.1
14	American Express Funds	無	125.9
15	MFS Investment Management	無	121.4
16	T. Rowe Price	有	117.5
17	Dreyfus Corporation	無	116.1
18	Scudder Kemper Investments	無	115.6
19	SchwabFunds	無	113.4
20	American Century Investments	有	109.3
21	Alliance Capital Management L.P.	無	99.5
22	Prudential Mutual Funds	無	95.2
23	Banc of America Advisors, Inc.	無	90.7
24	SEI Investments	無	82.6
25	Evergreen Funds	無	81.6
26	Goldman Sachs & Co.	無	70.4
27	One Group Mutual Funds	無	64.4
28	PIMCO Advisors L.P.	有	63.2
29	Wells Fargo	無	63.1
30	Van Kampen Investments Inc.	無	62.0

(注) 1.SEC登録ベース。1本でも登録していたら有りとした。2000年9月末時点。

2.資産残高は2000年6月末。

(出所) SEC EDGAR

利用が進まない理由は明らかではないが、ブローカー経由でファンドを販売する公販会社は相対的に関心が低い、情報開示が不十分とする投資家からの訴訟に対する懸念、データのアップデートが四半期に1回必要な点が面倒、などが指摘された。また、試験版プロ

グラムに参加し支持を表明していたバンガード（米国投信業界 2 位）もプロフィールを出していないが、同社はその理由として、「コストの観点から利用に値しない」、「新様式の見書に加えてプロフィールを出すのは付加価値の低い支出となる」という理由を挙げた⁴。

当初の期待ほど利用が進まないことを受けて、SEC では、運用会社が既存の投資家に年に 1 回新しい見書を送付する際に、プロフィールを用いても良いとする制度改正を検討しているという発言が、2000 年 5 月、ポール・ロイ投資管理局長からあった⁵。

3. 投信見書の様式改正

プロフィールの導入とほぼ同時に、正式な見書も様式が改正された。見書の様式改正のポイントは、「リスク・リターン要約」の新設、内容の簡略化の 2 点である。以下では改正内容を列挙するのではなく、主要な点について、どのような議論がなされ、どのような形で一般からのコメントが反映されたかなどを指摘する。

1) リスク・リターン要約の新設

リスク・リターン要約は、ファンドの運用目標、投資戦略、リスクとリターン、手数料という 4 項目から成り、必ず見書の冒頭に位置することとされた。基本事項について 1 カ所にまとめ、投資家が見れば最低限のことが分かる「エグゼクティブ・サマリー」の役割を担う。要約なので他の箇所での開示と若干の重複もあり、そのことを指摘するコメントもあったが、要約することの利益が、重複を避けることによる簡略化の利益を上回ると判断された。また、SEC によると、定型フォーマットでの要約については一般からの強い支持があった。

リターンの説明では過去 10 年間のリターンを棒グラフで表示することとされたが、年間リターンでは短期的な価格変動のリスクを表現できないというコメントを勘案して、10 年間での最高、最低の四半期リターンを別途記載することとされた。また、ファンドごとに会計年度が異なることから、年度ではなく暦年ベースのリターンとすることで他ファンドとの比較を容易にした。

リスクの説明では、ファンド特有のリスクを中心に文章での解説を行うこととされた。例えば、大企業成長株に投資するグロース・ファンドであれば、株式投資一般のリスクに

⁴ “Few Funds Embrace Profile Prospectus,” *Mutual Fund Market News*, 4/14/1999

⁵ Paul Roye, “Success and Survival of the Mutual Fund Industry in a Changing World,” 2000 年 5 月 19 日のスピーチ。運用会社は、どの投資家に何年版の見書を送付したかの煩雑な記録管理を避けるために、毎年自動的に新しい見書を全ての既存投資家に送付しているのが実態である。

加えて、大企業成長株に投資するというスタイルゆえに市場全体とは異なる動きを示す可能性があることを説明するという具合である。標準偏差、ベータなど一般に用いられるリスク指標の中から SEC がどれかを指定するという考え方も議論の早い段階ではあったが、見送られた。

手数料については、投資家が負担する全ての手数料を一覧できることが強調された。

2) 記載内容の簡略化

今回の改正における目論見書の内容の簡略化について説明する前に、簡単に SAI (Statement of Additional Information) について触れておこう。米国の投信目論見書には、正確にはパート A とパート B があり⁶、投資家への配布が義務付けられているのがパート A、投資家からの要請があった場合にのみ配布が義務付けられているのがパート B である。現在、通常、目論見書と呼ばれるのはパート A のことであり、パート B が SAI (Statement of Additional Information) と呼ばれる。

このような2部構成になったのは、83年からだった。当時この問題が取り上げられた背景として、目論見書に記載される情報が過多であるという認識があった。また、目論見書のページ数が多いことに起因する印刷・郵送コスト負担も指摘された⁷。これらの解決策として、目論見書の記載事項に応じて優先順位を付け、必ず読んで欲しいものをパート A に、積極的に情報を要請する投資家が読めば良いレベルの情報はパート B である SAI へと分別するというプラグマティックなアプローチが取られた。SEC が SAI の導入提案の際に出したリリースを見ると、「現行の投信目論見書は網羅的な情報開示を行ってはいいるが、ほとんどの投資家にとって効果的な開示書類とはなっていない」、「目論見書の分量と複雑さが多くの投資家の読む意欲、理解する意欲を削いでいる可能性がある」、「ほとんどの投資家が、十分な情報を得た投資の意思決定を行うのに必要な以上の詳細な内容を含んでいる」⁸といった記述があり、当時の目論見書の実態と改革の必要性に対する SEC の認識が明らかにされていた。

今回の改正で、簡略化とは、目論見書 (パート A) の記載事項の一部を SAI に移すということの意味した。具体的な簡略化の検討項目としては、図表 4 のような事項が挙げられた。例えば、重要開示項目とされる運用手数料に関してであっても、サブアドバイザーへの手数料については SAI に移すとされた。理由は、投資家が他のファンドと比較検討する際に役立たない情報であるということだった。また、同じく重視されているファンドの取締役について、取締役の役割説明の部分は SAI に回すという判断がなされた。理由は、法

⁶ 投信の開示書類全体にはパート C もあり 3 部構成である。パート C には投資家への交付は義務付けられないが SEC への届出書に記載される事項が開示されている。

⁷ “Your Money; Mutual Funds’ Simplified Data,” New York Times, 5/12/1984.

⁸ SEC Release 33-6447, “Registration Form Used by Open-End Management Investment Companies; Proposed Guidelines,” December 27, 1982.

律の内容を述べるのにとどまっているのが実態ということだった。

図表 4 投信目論見書の簡略化の検討項目

<p><u>ファンドの運用に関する項目</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・運用手数料について ・ファンド取締役について ・運用会社について ・ファンドの会社登録について ・株主議決権について ・クラス・シェアについて 	<ul style="list-style-type: none"> ・リスク・リターン要約の手数料一覧表と重複するが、敢えて載せる。 理由: サービスとの対比で手数料を説明するのは有用。 ・サブアドバイザーへの手数料は、SAIへ。 理由: 投資家が他ファンドと比較するのに役立たない。 ・取締役の役割の説明はSAIへ。 理由: 法律的要件を述べるのにとどまっているのが実態。 ・取締役の名前、報酬等の開示追加は見送り。 理由: 開示強化が必要な情報ではあるが、反対意見が強いので保留。 ・運用会社及びファンドを支配する人物についてはSAIへ。関連証券会社との取引についてもSAIへ。 理由: 法律的要件を述べるのにとどまっている。投資家の投資判断に貢献しない。 ・どの州で登録しているかなどはSAIへ。 理由: いくつかの限られた州で登録されているのが実態。ファンドの評価、他ファンドとの比較に役立たない。 ・投資家の投資会社株主としての権利の説明はSAIへ。 理由: 投資会社法が株主の権利について具体的に表記しているがゆえに、その種の一般的記述にとどまっておき、ファンドの評価、比較にほとんど無益。 ・他のクラス・シェアについての開示はSAIへ。 理由: 優先証券を出せないなど、法律上の制限を記述するというのが実態。
<p><u>株主のための情報の項</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ・NAVの計算方法について ・販売業者について 	<ul style="list-style-type: none"> ・SAIへの移動を提案したが保留。フェア・バリュー使用の影響に関する分かりやすい説明を追加。 理由: レギュレーションのNAVの計算方法をそのまま記載しており、長く技術的で投資家の理解促進をしていないのでSAIへの移動を提案したが、97年のフェア・バリューをめぐる混乱を経て開示が必要と考え直した。 ・販売業者を変える際にファンドを現物移転できないといった制限について開示を義務付けるべきか検討したが、見送り。 理由: ファンドと投資家というより、販売業者と投資家との関係についての事柄。ゆえに、ファンド目論見書で開示すべきとは考えない。SECとNASDで方法を検討する。
<p><u>加入者指示型の年金プラン</u></p>	<p>401(k)プランなど、加入者自身が投資対象を指示するタイプの年金プランで用いられるファンドは、販売・解約手続き、課税に関する開示を省略しても良い。 理由: 他の法規制(税法、ERISA)により規定される。</p>

(注) 主な項目を挙げており、網羅的ではない。

(出所) SEC Release 33-7512, "Registration Form Used by Open-End Management Investment Companies," March 1998 より野村総合研究所作成

簡略化の考え方を説明した SEC リリースを見ると、全体にわたって図表 5 のような表現が用いられていた。目論見書に記載されている情報は、平均的な投資家が、複数のファンドを比較して投資の決定をする際に不可欠なものという SEC の「情報の取捨選択」の考え方が見て取れる。

図表5 SECの簡略化の考え方

- | |
|--|
| <p>①平均的または典型的な投資家(average or typical investor)</p> <p>②投資家がファンドの評価、他ファンドとの比較を助ける
(help investors evaluate a particular fund or compare the fund to other funds)</p> <p>③投資の決定に不可欠(essential to an investment decision)</p> <p>④コメントの支持を得た、コメントを参照した
(Comments generally supported the proposed approach ...and the Commission is adopting it.)</p> <p>⑤該当する法律要件を再掲するだけの一般的な開示にとどまる
(typically results in generic disclosure that restates applicable legal requirements)</p> |
|--|

(出所) SEC Release 33-7512, "Registration Form Used by Open-End Management Investment Companies," March 1998 より野村総合研究所作成

3) 「分かりやすい表現」(Plain English)の義務づけ

正式な目論見書の様式改正と時を同じくして、投信に限らず有価証券全般の目論見書について表現を分かりやすくすることを規制レベルで義務付けるという動きがあった。「分かりやすい表現」(Plain English)の規則である。同規則によって、投信目論見書の表紙と裏表紙、リスク・リターン要約、ファンド・プロフィールは図表6の6つの基本原則を義務付けられた。また、従来の「明確、正確、理解しやすく」という規定に8つの方針が追加され、細かく具体化された。

図表6「分かりやすい表現」の義務づけ

- | |
|---|
| <p>●投信のみならず、有価証券全般の目論見書に関する規制改革。</p> <p>●目論見書の表紙・裏表紙と「リスク・リターン要約」、プロフィールは以下の6つの基本原則を満たすことが義務付けられる。(新規則の制定)</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 短い文章を使う ● 明確、具体的で、日常的に使われている表現を使う ● 能動態を利用する ● 複雑な表現には、可能な限り表や箇条書きを利用する ● 法的な専門用語、一般的ではないビジネス用語などを使わない ● 二重否定を使わない <p>●加えて、以下の8つの方針を満たすことが義務付けられる。(従来からあった「明瞭、正確、理解しやすく」の規定への追加)</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 明確で簡潔な節、段落、文章を使う。可能な限り説明文は短めに、箇条書きを利用する。 ● 説明的なタイトル、サブタイトルを利用する。 ● ほかの箇所 で定義される固有名詞、用語集などを多用しない。用語集は用語の意味が文脈からは不明確である場合にのみ使用する。用語集は開示情報の理解を促進すると判断される場合にのみ使う。 ● 法的な専門用語、高度に技術的なビジネス用語などは使わない。 ● 開示内容の理解を妨げるような法的な表現、特に複雑な表現を使わない。 ● 数通りの解釈ができるような曖昧な説明はしない。 ● 明確で簡潔な説明無しに、法文や規則などの複雑な情報を転記しない。 ● 書類が長くなるだけで情報の質の向上をもたらさないような、反復的な開示は行わない。 |
|---|

(出所) SEC Release 33-7497, "Plain English Disclosure," January 28, 1998 より野村総合研究所作成

SEC はさらに、98 年 8 月、目論見書書き直しに着手する際のヒント集として「分かりやすい表現ハンドブック」(A Plain English Handbook)を出した。同ハンドブックには改善前後の文章や目論見書が多数例示してある。

図表 7 ドレイファスのファンドの目論見書比較

	旧 式	新 式
ページ数	24ページ	20ページ
ページサイズ	縦21.5cm×横17.5cm	縦21.5cm×横14cm
1ページあたりの語数	約680語句	約250語句(図表のないページ)
レイアウト	<ul style="list-style-type: none"> ・ベタ打ち、項目間の行間無し。 ・目次にある大項目のタイトルは一回り大きいフォントのボルドタイプで中央寄せ。 ・小項目は同サイズフォントのボルドタイプで左寄せ。 ・フォントの種類はほとんど変えていない。 	<ul style="list-style-type: none"> ・1テーマが 1ページに収まるよう、工夫がされている。 ・ページをまたぐ文章はなく、前ページの最上部にそのページのテーマのタイトルがくるようになっている。 ・タイトルと本文では違うフォントと色を使っている。 ・図表、補論ボックスも多用しており、これらでも色や異なるタイプのフォントが活用されている。 ・段落の間の行間は、それ以外よりも広めにとられている。 ・全体的にスペースを取るよう配慮されており、白い部分が多い。
図表の有無	ファンド費用、ファンドの損益・運用成績等計算書以外の表は無し。なお、これら2つの表は制度上要求されるものである。図は全くなし。	全部で11の図表が掲載されている。法的に要求されるもの以外にも、口座の新規開設、ファンドの購入・売却についてまとめた表などが盛り込まれている。
色の利用	表紙だけが3色刷り	全ページが3色刷り
表現の例	<p><リスクについて></p> <p>「投資にあたっての留意点とリスクーファンドの純資産残高は上下することが予想されます。このファンドへの投資は全体の投資プログラムの補完手段として考慮するべきであり、また、このファンドに関するリスクをいとわない投資家のみに対して投資を奨めます。特定のリスクに関する詳細については、SAI(附属目論見書)の『投資目標と運用戦略』の項目をご覧ください。…」</p>	<p><リスクについて></p> <p>「主なリスクー株式は長期投資に最適であることが知られています。しかし、株価は上下に変動するものであるため、株式投資により損をする可能性もあります。…」</p>

(注) Dreyfus Large Company Value Fund の目論見書を比較したもの。

(出所) Dreyfus Large Company Value Fund の98年6月1日発行の目論見書、同ファンドの95年10月1日発行の目論見書のN-1A、その他 Dreyfus 投信の旧式目論見書等から野村総合研究所作成

「分かりやすい表現」の原則を適用して書き直された目論見書の例として、ドレイファス(米国投信業界22位)のファンドの新旧目論見書を比較すると、図表7のようになる。

同社は、制度改正に伴い他社に先駆けて目論見書を書き直したとのことである。「表現の例」にある文章にも表われているように、同じ内容が大幅に読みやすくなっていることが見て取れる。

ただ、全ての運用会社の目論見書が同様に著しく変化したというわけではない。例えばフィデリティは91年、自主的に外部から人を1人雇い、マゼランをはじめとする同社の目論見書を分かりやすく書き直したと言われる。目論見書を請求した投資家が、内容があまりに複雑なため読まずに捨ててしまっていることが分かったためだった⁹。同社のような直販会社の目に、これはビジネス機会の損失に直結する問題と映ったことは想像に難くない。実際、今回の改正前のフィデリティの目論見書を見ても、新規則に形式上対応していない点を除けば、分かりやすさ等については新様式として十分通用しそうな感があつた。

また、内容の簡略化と分かりやすい表現の導入（しばしば、文章の短縮化につながる）により、大幅なページ数の削減が実現されたかということ、その限りではないようである。上述のドレイファスの例では24ページが20ページに削減された。その他、例えばフィデリティ・マゼランの目論見書は95年のものが30ページ、2000年のものが26ページだった。また、バンガードのウィンザーIIは95年のものが25ページ、2000年のものは本体22ページに用語一覧1ページを加えた23ページだった。SAIを導入した83年の目論見書改革の際は、ページ数が半分以下に減った、投信業界全体で年間700万ドルの印刷・郵送費削減が見込まれたという報道もなされたが¹⁰、今回の制度改正では、ページ数の軽量化よりも投資家に分かりやすいと思われることに重きが置かれたようである。

「リスク・リターン要約」の導入、内容の簡略化、「分かりやすい表現」の3点から成る正式な目論見書改革に対する一般の評価は、主要紙の報道を見る限り極めて高かった。例えば、99年5月3日付けのウォール・ストリート・ジャーナル紙は、「一つ一つの書き直しは些細に思えるかもしれないが、総合するとミューチュアル・ファンドの取引のされ方に影響を与えるほどの力を持っている」と指摘し、「分かりやすい表現の成果は着実に表れてきている。…投信業界全体にわたって、かつての数百語にわたる文章はすでに過去の遺物となりつつある」¹¹と評した。

また、「（アメリカン・センチュリーの目論見書の）読みやすさは折り紙付きである。18ページ、大きな文字、たっぷり余白を取っているなど、年を取りつつあるベビーブーマーの目にも優しい」¹²という興味深い賛辞も見られた。米国投信業界の発展にはベビーブーマー世代という投資家の存在が大きく寄与したと言われるが、資産を蓄積して今や重要顧客となった彼らへの配慮は、金融サービス業者としては欠かしてならない視点であろう。

⁹ “Plain-Language Experts Sift Out Tongue-Twisters in Fund Notices,” Wall Street Journal, 5/3/1999.

¹⁰ “Your Money; Mutual Funds’ Simplified Data,” New York Times, 5/12/1984; “Simplified Prospectuses May Omit Data...,” Wall Street Journal, 2/13/1984.

¹¹ “Plain Language Experts Sift Out Tongue-Twisters in Fund Notices,” Wall Street Journal, 5/3/1999.

¹² “Plain English Wins a Victory with Mutual-fund Rule,” Dallas Morning News, 8/27/2000

4) 次は年次報告書改革か

目論見書の制度改革を受けて次なる課題として浮上したのが、もう一つの情報開示書類である年次及び半期報告書だった。

年次・半期報告書は期末日から 60 日以内に投資家への送付が義務付けられている。主な内容は期末時点の財務諸表と保有銘柄一覧である。年次報告書の財務諸表は外部の公認会計士による監査証明を伴う必要がある。それらに加えて、期間内に株主総会が行われた場合はその報告、目論見書に記載されていない場合はマネジメントによるファンド・パフォーマンスの議論を載せることとなっている。

年次・半期報告書の見直しの議論では、専ら保有銘柄の開示のあり方に注目が集まっている。現在、年次・半期報告書では全保有銘柄の数量と時価の開示が義務付けられている。米国ミューチュアル・ファンドの保有銘柄数は平均約 170 であるが¹³、例えばバンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンドのように 3,430 銘柄保有しているファンドもある¹⁴。全てのファンドが保有銘柄全てを一覧することが、果たして投資家にとって真に有益な情報か、簡略化の方が効果的ではないかが問われているのだった。

保有銘柄一覧の簡略化は、97 年 3 月、SEC がファンド・プロフィール、正式な目論見書の様式改正、「分かりやすい表現」の提案リリースを立て続けに出した直後にすでに話題に上った。最近では、ロイ局長が 2000 年 6 月のウォール・ストリート・ジャーナル紙とのインタビューで、年次・半期報告書の全保有銘柄開示の簡略化が検討課題として取り上げられているとコメントした。具体的には、個別銘柄は上位のみを開示し、残りは図表を用いて説明するという方法が検討されているということだった¹⁵。

ただ、保有銘柄の開示の簡略化については反対意見も根強い。97 年当時も「ファンドが投資家を失望させた過去の例を見ると、問題の原因は上位銘柄にはなかった」、「上位銘柄のみの開示ではファンドの個性が失われる」といった反対意見が出されたが¹⁶、今回は、現行の年 2 回の開示では不十分であり、簡略化どころか、より頻繁な開示を義務付けるべきであるとする意見が一部から出された¹⁷。

その後、ロイ局長が 2000 年 12 月のスピーチで投信業界の課題の一つとして言及するなど、年次・半期報告書の保有銘柄一覧をめぐる議論は続いているが、具体的な動きには至っていない。

¹³ Morningstar Principia により算出。同データベースに掲載のファンド・オブ・ファンズを除く全ファンドの平均。2000 年 9 月時点。

¹⁴ 同ファンドの 2000 年 6 月半期報告書を見ると、1 ページ二段組で 31 ページにわたって保有銘柄一覧が掲載されていた。

¹⁵ “Are Mutual Fund Investors Better Served by Less Data?” Wall Street Journal, 6/28/2000.

¹⁶ “SEC May Ease Regulation on Mutual Fund Disclosure,” New York Times, 3/18/1997. モーニングスターの反対意見。

¹⁷ 運用会社の MetaMarkets.com は、ファンドのポートフォリオ・マネージャーの取引状況をウェブサイト上で随時流している。同社やファンドの情報開示促進を主張する団体 Fund Democracy が、より頻繁な開示を求める動きの先頭に立っている。

4. 投資家への情報開示の効率化を目指す動き

投信目論見書の情報開示を投資家に利用しやすいものにするための動向について紹介してきたが、開示の内容ではなく方法をより効率的にし、運用会社の負担軽減、ひいては投資家のコスト削減につながる措置が 99 年に導入された。同一住所宛送付書類の「共有化」(householding) を認める制度改革で、99 年 12 月から開始された。

「共有化」の制度のポイントは図表 8 の通りだが、一定の条件を満たせば共通の住所宛に送付される目論見書及び年次・半期報告書を 1 本にしてもよいとする内容だった。投信に限らず、有価証券全般の目論見書及び年次・半期報告書に対する規制緩和だったが、ファンドの目論見書が既存投資家に向けて毎年更新・送付されるといったことから、投信業界に対するインパクトが多大とされた。また、ここで言う共通の住所には、実際の居所に加えて電子メール・アドレスも含まれるとされ、オンラインでの情報開示にも対応済みであることが示された。

図表 8 「共有化」の制度のポイント

- 1つの「共有住所」(shared address)で複数の人物が同じファンドに投資している場合、投資家の同意を得た上で、目論見書、年次・半期報告書の送付を1本ずつに限定してよい。
(例:夫と妻、それぞれの401(k)プランでフィデリティ・マゼランに投資している。)
- 同じ人物が、複数の口座で同じファンドに投資している場合も、同様。
(例:通常の証券口座と会社の401(k)プランの両方でフィデリティ・マゼランに投資している。)
- 「共有住所」は、共有の電子メール・アドレスでもよい。ただし、この場合は投資家からの書面での同意が必要。
- 投資家から、書面での同意または暗黙の同意を得る必要がある。暗黙の同意については以下の4つの条件を満たす必要がある。
 - ①投資家が同じ姓を名乗っているか、同じ家族のメンバーであると合理的に考えられる、
 - ②共有化が開始される60日前までに投資家が書面の通知を受け取り、共有化を撤回できるようにする、
 - ③投資家がこの60日間に共有化に反対の意思表示をしない、
 - ④自宅または局留めの住所に送付される。
- ミューチュアル・ファンドの場合、少なくとも年1回、共有化の撤回ができることを投資家に通知する。(例えば目論見書、年次報告書、ニューズレターなどに記載。)
- 年次報告書については、目論見書と基本的に同じ。(年次・半期報告書送付については、ノーアクション・レターに基づく共有化を行っているファンド運用会社もすでにある。)

(出所) SEC Release 33-7766, "Delivery of Disclosure Documents to Households" (99 年 11 月 5 日) より野村総合研究所作成

導入の議論では、運用会社が共有化を実施するに当たっての、投資家からの同意の取り方が一つの争点となった。投資家一人一人から個別に同意を得ないと共有化ができないというのでは、制度の利用が難しいということから、投信業界は、運用会社が共有化をする

旨、通知を行い、投資家からの反対の意思表示がなければ同意を得たとする「暗黙の同意」が主張され、図表 8 にもあるように一定の条件下で認められることとなった。

SEC は「共有化」の導入を提案するリリースで、「共有化」が投信業界にもたらしうるコスト削減の試算を行った。それによると、目論見書の共有化による年間のコスト削減は、97 年、業界全体で 610～1,840 万ドル、同様に年次・半期報告書の共有化による削減は 1,770～5,320 万ドルに上り、最大で合計 7,170 万ドルのコスト削減が予想された¹⁸。

同じ試算を 99 年について行くと、目論見書の共有化が 820～2,460 万ドル、年次・半期報告書が 2,370～7,100 万ドルとなり、最大で年間 9,560 万ドルのコスト削減が期待できた。年次・半期報告書については一部の運用会社がノーアクション・レターを根拠に共有化をすでに開始していることから、実際の削減額はこれを若干下回ると考えられるものの、口座数 2 億超、国民の半数が投信投資家という米国では、少なからぬコスト削減が期待できることがうかがわれた。

また、キャピタル・リサーチ（米国投信業界 3 位）は、同社について保守的に見積もっても年間 60 万ドルのコスト削減になるとした上で、重複した目論見書や報告書が送られてくるといふ投資家の苦情に対応できて喜ばしいというコメントを SEC に対して行った。

2000 年に出された運用会社大手の目論見書を見ると、その多くで共有化についての投資家への通知が行われている。図表 9 では一例としてバンガードの目論見書を挙げたが、フィデリティ、キャピタル・リサーチなども同様で、共有化が最終的には投資家の負担するコスト削減につながることを、別々に送付して欲しい場合はフリーダイヤルに連絡して欲しい旨などが書かれている。

図表 9 バンガードの目論見書にみる「共有化」

To keep each Fund's costs as low as possible (so that you and other shareholders can keep more of the Fund's investment earnings), Vanguard attempts to eliminate duplicate mailings to the same address. When two or more Fund shareholders have the same last name and address, we send just one Fund report to that address-instead of mailing separate reports to each shareholder. If you want us to send separate reports, notify our Client Services Department at 1-800-662-2739.

ファンドのコストを可能な限り低くするために(そうすることで、投資家の皆様に可能な限り多くのファンドの投資収益を還元するために)、バンガードは同じ住所への重複した郵便物の送付をなくすことを目指しています。同姓の投資家が2人以上、同じ住所で登録されている場合、バンガードは、各投資家に報告書を送るのではなく、その住所に宛てて1部だけ送ります。別々に報告書を送って欲しいとご要望の場合は、顧客サービス部にお電話下さい(1-800-662-2739)。

(出所) バンガード目論見書

なお、目論見書と年次・半期報告書に続いて、2000 年 12 月から委任状についても共有化

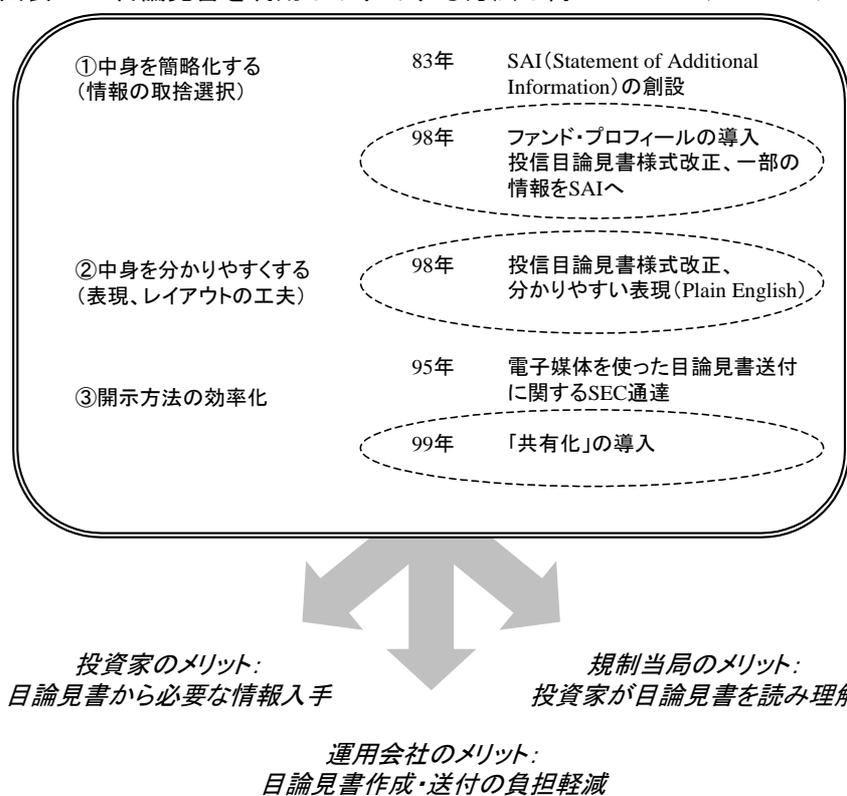
¹⁸ 次のような前提条件を用いて試算された。①投信運用会社 2 社からの情報により目論見書の印刷・郵送代は 1 部 0.45 ドル、年次・半期報告書の印刷・郵送代は 1 部 0.52 ドルと推定。②共有化による送付部数削減は 10～30%と推計。③97 年の投信口座数は約 1 億 7000 万、このうち 80%が毎年、最新の目論見書の送付されると仮定。

を可能とする制度改正が実施された。

5. 効果的・効率的な情報開示に向けて

最後に、投信目論見書をめぐる制度改正を「投資家にとって利用しやすくする方法は何か」という視点から整理すると、①中身を簡略化する、②中身を分かりやすくする、③情報開示方法の効率化、の3つの形で改革が行われてきたことが分かる。(図表 10)

図表 10 目論見書を利用しやすくする方法は何か：3つのアプローチ



(出所) 野村総合研究所作成

中身を簡略化するとは、開示情報の取捨選択であり、優先順位の低い情報は場合によっては開示義務から外すことである。83年のSAIの創設、98年のファンド・プロフィールの導入、同年の正式な目論見書様式改正で一部の記載事項がSAIに移されたのは、まさにこれに当たる。

表現やレイアウト等の工夫により中身を分かりやすくする制度改正としては、98年の投信目論見書様式改正でのリスク・リターン要約の導入、「分かりやすい表現」の義務づけ

などが挙げられる。

情報開示の方法を効率化する動きとしては、本稿では触れなかったがインターネット等の電子媒体の活用、99年の書類送付の「共有化」のような制度が整備され、運用会社の情報開示コスト抑制が図られた。それが最終的には投資家のファンド投資のコスト低減につながるという考え方である。

我が国でも新規設定のファンドについては、98年12月よりすでに目論見書交付が義務付けられてきたが、これまでに出了された主立った指摘は、専門用語が使われていて分かりにくい、細かい文字が並び読みにくいといったものである¹⁹。原因として挙げられたのは、記載事項が受益証券説明書に比べて増えたこと、それらを全て記載しようとするると細かい文字にならざるを得ないといったことだった。

より分かりやすい情報を、より効率的な方法で配布することには誰からも異論はないであろう。投信残高7兆ドルの米国でも、そのための改革は現在進行形であり、試行錯誤の連続である。我が国投信の情報開示の今後においても、米国の動向は参考になろう。

(野村 亜紀子、(協力) 森 早苗)

¹⁹ 例えば、「投信購入の『必需品』、目論見書読んで“納得投資”コスト注目」（日本経済新聞2000年3月19日）