

## 米国における投資信託の広告規制の改正について

2003年9月24日、米国証券取引委員会（SEC）は、投資信託の広告に関する規則改正案を採択した。法定目論見書に記載されていない情報についても、広告や販売用資料の中で使用することを認めたのが大きな改正点である。

### 1. 投信広告規則改正の背景

米国では、1933年証券法によって、投資信託（ミューチュアル・ファンド）を含む有価証券の公募の際に、勧誘の対象となる投資家に対して法定目論見書を交付することが義務づけられている。また、証券法で定める要件を満たさない「目論見書」の交付が禁じられている。ここでいう目論見書には、有価証券の売付の申込みもしくは確認をするための一切の広告その他の情報伝達が含まれており、文書だけでなく、ラジオやテレビを介する場合にも規制の対象となっている（1933年証券法2条(10)項）。

つまり、投資信託の販売にあたっては、原則として、法定目論見書と異なる内容の広告を使用することは認められない。但し、証券取引委員会（SEC）が制定した規則に基づいて、証券法が記載を義務づけている情報を省略または要約した目論見書（omitting prospectus）を使用することが認められるものとされている（同法10条(b)項）（図表1）。

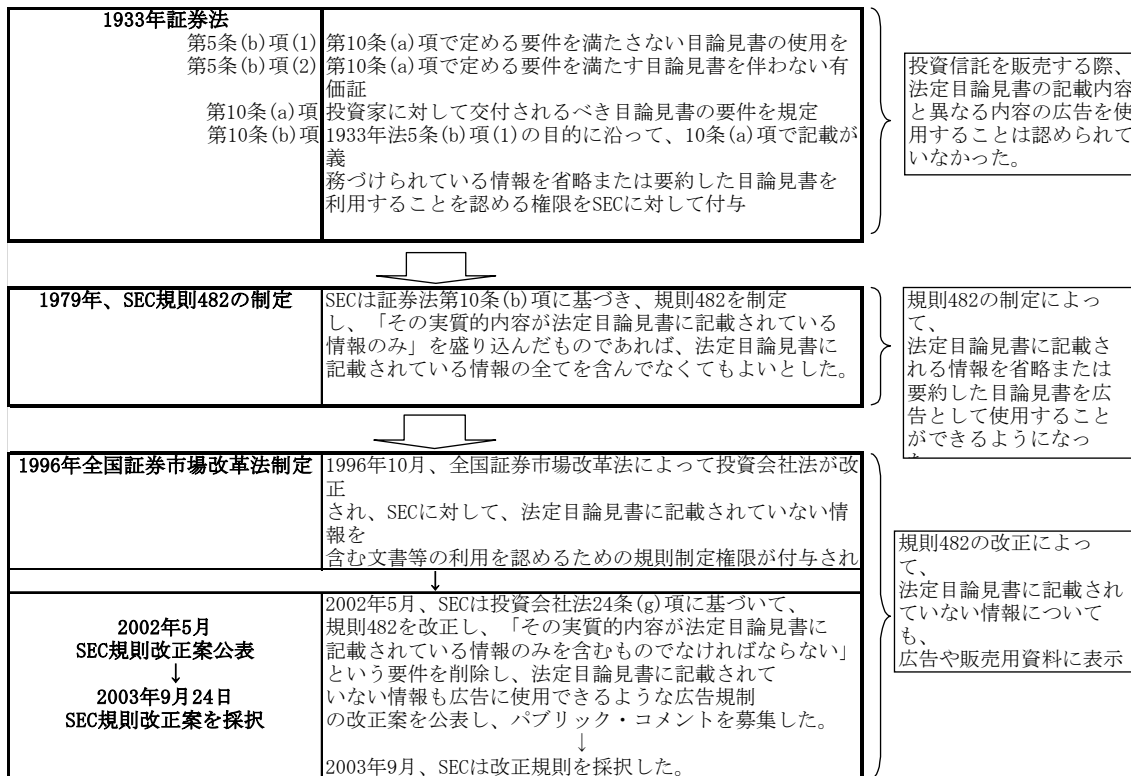
一般の証券発行体とは異なり、オープンエンド型投資信託は、投資家からの買い付け申込みがある度に、随時、受益証券を発行するという仕組みをとっているため、法的には、常に公募を行っている状態に置かれる。したがって、法定目論見書と異なる内容の広告や販売用資料の使用が認められないという法の規定を厳格に適用すれば、法定目論見書をそのまま交付する以外に、広告等を行うことは、事実上、不可能になってしまう。

そこで、1979年、SECは、上述の証券法10条(b)項によって与えられた権限に基づき、規則482を制定し、投資信託の販売に際して省略または要約した目論見書を使用することを認めた。もともと、規則482が認めたのは、法定目論見書に記載された情報を省略または要約して広告や販売用資料に使用することまでであり、もともと法定目論見書に記載されていない情報を表示することは禁じられていた。

1996年、全国証券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act）によって投資会社法が改正され、SECに対して、法定目論見書に記載されていない情報を含む文書等の利用を認めるための規則制定権限が付与された。この権限に基づき、2002年5月、SECは規則改正案を公表し、投信運用会社などから寄せられたコメントの内容を反映さ

せた上で、2003年9月24日、正式に採択した。

図表1 米国における投資信託の広告規制の変遷



(出所) 野村総合研究所

## 2. 規則改正の内容

今回の規則改正は、1) 法定目論見書に記載されていない情報を広告や販売用資料に使用することの容認、2) 過去の運用成績を広告の中で使用する場合に関する規制の見直し、の二つから成る。

### 1) 法定目論見書に含まれない情報の表示の容認

省略または要約した目論見書の使用を容認した規則482では、

- ①その実質的な内容 (substance of which) が証券法に定める法定目論見書に記載されている情報のみを盛り込んでいること、
- ②法定目論見書の入手方法が明確に記載されていること、

③買い付けのための申込用紙を伴わないこと、

などを条件に、法定目論見書に記載されている情報の全てを含んでいない書面等の投資家への交付が認められていた。

今回の規則改正では、上の要件のうち、①の部分が削除され、法定目論見書に記載されていない情報についても広告や販売用資料に使用することが認められた。これにより、直近の経済環境など、通常、法定目論見書には記載されないが、投資家の投資判断に資する情報を、広告等に用いることが可能になった。例えば、外国株投資信託の販売広告であれば、為替相場の動向など、投資家にとって有用な情報を広告に記載できるようになるものと考えられる<sup>1</sup>。

なお、規則 482 に基づく広告等には、買い付けのための申込用紙を付することができないので、投資家が実際に投資信託を購入する際には、改めて法定目論見書の交付が必要となる<sup>2</sup>。

## 2) 運用成績を使用する場合の表示情報の拡充

規則 482 に基づく広告等には、過去の運用成績が表示されることが、しばしばある。これは、運用成績の実際の数値が法定目論見書に記載されていない場合でも、運用成績の算定式が記載されていれば、「その実質的な内容が目論見書に記載されている情報」に該当すると SEC が解釈してきたためである。

ところが、1999 年から 2000 年にかけての株価上昇局面において、過去の運用成績を過度に強調し、投資家に対する誤解を与えかねないような事例が現れるようになった。例えば、SEC は、1999 年 9 月、ヴァン・キャンペンの行った商品広告が、組入れ銘柄のうち IPO 銘柄の株価急騰によって、例外的な好成績が収められた事実を表示していないとして、課徴金を科した。また、2000 年 1 月には、投資家に対して、投資判断に際しては過去の運用成績以外の情報にも注意を払うよう、異例の呼びかけを行った。

今回の規則改正では、以下で述べるように、運用成績を広告の中で使用する場合に表示が義務づけられる情報が拡充された。同時に、運用成績を表示しない場合も含めて、投信広告上の投資家に対する注意書き等についての規則改正も行われた。

<sup>1</sup> 従来、法定目論見書に記載されていない情報の記載が例外的に認められていたのが投資信託の「墓石広告」である。墓石広告では、SEC 規則が定める特定の情報のみを記載する限り、法定目論見書に記載されていない情報についても使用が認められる（規則 134）。墓石広告は単なる情報の告知に過ぎず目論見書とはみなされない。今回の規則改正により、規則 482 に基づく投信広告でも法定目論見書に記載されていない情報の使用が認められたことを受けて、投資信託の墓石広告は廃止された。

<sup>2</sup> 法定目論見書の簡易版であるが、買い付けのための申込用紙を付することができるのがファンド・プロフィールである。すなわち、プロフィールを交付した投資家に対しては法定目論見書の事後交付が認められる。ファンド・プロフィールについては、野村亜紀子・森早苗「効果的・効率的な情報開示を目指す米国投信業界」『資本市場クォーターリー』2001 年冬号参照。

### (1) 運用成績を毎月更新することの義務付け

これまでの規則 482 では、広告に表示される運用成績は、広告が使用される直前に終了した四半期末時点のものであることが義務づけられていた。しかし、それでは、広告が使用される日と、運用成績を算定した直近四半期末の間には、最大で3ヶ月近くのタイムラグが生じてしまう。

新規則では、広告に過去の運用成績を表示する場合には、①毎月最初の7営業日以内に、前月末時点の運用成績を確認し、フリーダイヤルもしくはウェブサイトのいずれかを通じて投資家が情報を入手できる態勢を整えた上で、電話番号やウェブサイトのアドレスを広告に表示するか、②または、更新された前月末時点の運用成績を広告に表示することが義務づけられた。

### (2) 投資家に対する注意書きや説明文の拡充

さらに新規則では、広告の中での投資家に対する注意書きや説明文として、以下の項目の記載が義務づけられた。

まず、過去の運用成績を表示する場合には、

- ・ 過去の運用成績は将来の運用成績を保証するものではないと注意を呼びかけること
- ・ 現時点での運用成績は、広告に記載されている運用成績に比べて、高い可能性も低い可能性もあると注意を呼びかけること
- ・ 以上2つの注意書きに添えて、更新された運用成績を入手するための電話番号や、ウェブサイトのアドレスを表示すること

が義務づけられた。

従来も、広告で運用成績を表示する場合、「広告で使用されている運用成績は過去の運用成績である。」「運用リターンと投資の価値は変動するため、投資家の受益証券は購入時に比べて上昇する可能性も、下落する可能性もある。」という2種類の文言の記載が義務づけられていたが、運用成績の、投資の判断材料としての限界をより明確に投資家に示すことが目指された。

次に、過去の運用成績の表示に関らず、

- ・ 法定目論見書をどこで入手できるかを説明すること
- ・ ファンドの運用目標や運用リスク、コストといった将来のリターンに影響する情報について、投資を決定する前に考慮するように投資家に対して促すこと
- ・ そのような情報やその他ファンドについての情報は法定目論見書に詳しく記載されているということを、投資家に呼びかけ、説明すること
- ・ 投資を決定する前に法定目論見書を注意深く読むように投資家に呼びかけること

が義務づけられた。

### (3) 公正な表示方法

上記のような注意書き等が、不当に小さく表示されたり、目立たない場所に表示されるのを防止するため、注意書き等についての表示方法の規制も改正された。すなわち、新規則では、表示が義務づけられている項目について、広告の主要部分で用いられている表示と同じくらい大きく、同じくらい目立つように表示することが義務付けられた。例えば、過去の好成績をことさらに強調する一方で、その背景となった例外的な状況についての説明文を不当に小さな文字で表示したり、離れた場所にある補足説明の中でしか触れないような広告は、公正な広告とはみなされないことになった。

また、運用成績を示す場合は、それに関する注意書きや補足説明などの関連情報を、近接して表示しなければならないとされた。

## 3. わが国における規制緩和の動き

わが国においても、投資信託の販売時には、法定目論見書の交付が義務づけられている。また、法定目論見書以外の投資勧誘の目的で使用される広告や販売用資料は、法令上、補助的販売用資料と位置付けられている。

補助的販売用資料については、証券取引法 13 条 5 項により、法定目論見書の記載と「異なる内容の表示」のない場合にのみ、法定目論見書の補足資料として作成し、使用することが認められている<sup>3</sup>。ここでいう「異なる内容の表示」とは、投資信託協会の指針によれば、投資勧誘に際して投資家に提供される表示と法定目論見書の記述との間に、「矛盾、虚偽、欠缺」があることをいう<sup>4</sup>。

このうち、「欠缺」については、法定目論見書のうち、証券取引法により要約または省略が認められた「要約仮目論見書」の記載項目を全て表示しなければ、欠缺に該当するとされている<sup>5</sup>。つまり、現在のわが国の投信広告規制には、米国の規則 482 に相当する制度は存在せず、要約仮目論見書以外に、法定目論見書記載事項を自由に省略または要約した書面等を使用することは認められていないのである。

しかしながら、2003 年 12 月 24 日、金融審議会第一部会が取りまとめた報告書では、「目論見書に記載される情報以外の価格形成に影響を及ぼす情報も投資家にとって有益な判断材料として開示を促す傾向が強まっている。こうした情報についても目論見書との矛盾や

<sup>3</sup> 補助的販売資料は購入申込用紙を同封して、単独で投資勧誘を行うことは認められておらず、購入に至った投資家に対しては、予めまたは同時に法定目論見書を交付することが義務付けられている。本文・図表 2 を参照。

<sup>4</sup> 投資信託協会「投資信託等に係る目論見書以外の投資勧誘資料等の指針」

<sup>5</sup> わが国では法定目論見書には、届出目論見書、届出仮目論見書・要約仮目論見書の 3 種類がある。要約仮目論見書とは、証券取引法 13 条 3 項によって届出目論見書の内容を省略または要約することが認められたものである。

## ■ 資本市場クォーターリー—2004年冬

虚偽がなければ、民事責任を問われることなく販売用資料として活用できるよう、ルールの明確を図るべきである」として、規制の見直しが提言された。この提言内容が実現すれば、「異なる内容の表示」に該当しないための要件から「欠缺」という厳しい要件がはずされることになり、法定目論見書の記載事項を必要に応じて省略した資料や目論見書に記載されていない情報を含んだ資料を自由に使用することが可能になる。

今後、わが国においても、市場環境に関するタイムリーなデータなど、必ずしも目論見書の法定記載事項には該当しない投資判断に有用な情報が提供され、投資信託が投資家にとってより身近な金融商品になっていくことが期待される。

(大原 啓一、野村 亜紀子)

(参考) 日米の広告、販売用資料の対比

<p><b>SEC 規則 482 「省略または要約した目論見書」</b> 表示項目：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>表示することができる情報はその実質的内容が法定目論見書に記載されている情報に限定されていたが、<u>今回の改正で法定目論見書に記載されていない情報も表示することができるようになった。</u></li> </ul> <p><u>目論見書交付義務との関係：</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>買い付けのための申込用紙を付して規則 482 広告のみでの勧誘を行うことは認められていない。目論見書請求用紙を付することが認められているのみである。</li> <li>法定目論見書が投資家に対して交付された後でないと、販売は認められていない。</li> </ul>	<p><b>証券取引法 13 条 5 項：補助的販売用資料</b> 表示項目：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>証券取引法 13 条 5 項により、法定目論見書の記載と「異なる内容の表示」（矛盾、虚偽、欠缺）のないものに限られる。欠缺の認められない点が「省略した目論見書」との大きな違いであった。</li> <li>投信協会の指針により、法定目論見書のうち、要約仮目論見書の記載内容を全て表示していない補助的販売用資料は、原則として欠缺に該当するとされている。</li> </ul> <p><u>目論見書交付義務との関係：</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>買い付けのための申込用紙を付して補助的販売用資料のみでの勧誘を行うことは認められていない。目論見書の請求を促すことができるのみである。</li> <li>購入に至った投資家に対しては、予め又は同時に法定目論見書を交付することが義務付けられている。</li> </ul>
<p><b>SEC 規則 498 「ファンド・プロフィール」</b> 表示項目：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>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 SEC の定めた統一フォーマットにより記載される。</li> </ul> <p><u>目論見書交付義務との関係：</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>プロフィールの送付時に買い付けのための申込用紙を付し、投資家に対し、プロフィールのみの勧誘を行うことが認められている。<u>広告との違いがここにある。</u></li> <li>ただし、販売後、取引確認書の送付までに法定目論見書を交付しなければならない。また、投資家が購入を決定する前に法定目論見書を請求したら交付しなければならない。</li> </ul>	<p><b>証券取引法 13 条 3 項：要約仮目論見書</b> 表示項目：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>要約仮目論見書に記載できる情報は、法定目論見書に記載されている情報に限定される。</li> <li>証券取引法 13 条 3 項、内閣府令によって、募集要項に関する事項等最低限表示しなければならない 4 項目が定められている。投信協会の指針では、必要記載事項は 7 項目に増やされている。</li> </ul> <p><u>目論見書交付義務との関係：</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>買い付けのための申込用紙を付して要約仮目論見書のみでの勧誘を行うことは認められていない。目論見書の請求を促すことができるのみである。</li> <li>要約仮目論見書の交付によって目論見書交付義務が免除されるわけではなく、販売に際しては、販売会社は予めまたは同時に法定目論見書を交付しなければならない。</li> </ul>

(注) ファンド・プロフィールについては脚注 2 を参照  
(出所) 野村総合研究所