

投資信託の目論見書制度を見直す米国 SEC

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国の証券取引委員会（SEC）は 2007 年 11 月 15 日、投資信託の目論見書制度を本格的に見直す規則改正を提案した。「要約目論見書」に関する規則案である。
2. 要約目論見書とは運用目的、手数料、投資リスクとパフォーマンス実績など、投資家が投資判断を下す際に最低限必要と思われる情報が盛り込まれた文書である。規則案では、現行の交付目論見書のオンライン提供など一定の条件を満たせば、要約目論見書の送付により、投信販売時の目論見書交付義務が果たされるとされた。
3. SEC は近年、投信を含むディスクロージャー制度全般についてインターネットの活用を積極的に推進してきた。今回の提案もインターネット活用の流れの中に位置づけることができる。
4. 要約目論見書の規則案が実現すれば、米国では 3~4 ページ程度の文書の交付による投信販売が可能になる。規則案へのコメント受付は 2008 年 2 月末までであるが、今後の議論が注目される。

I 「要約目論見書」により交付義務を満たすとする改革案

米国の証券取引委員会（SEC）は 2007 年 11 月 15 日、投資信託の目論見書制度の見直しを提案することを決定した。内容は、①目論見書の冒頭に「要約セクション」を設け、投資家にとって最も重要と思われる情報を簡潔に提示する、②この要約セクションと同じ内容の「要約目論見書」（Summary Prospectus）を新設し、要約目論見書の送付及びフルバージョンの目論見書等をオンライン上で提示することで、目論見書の交付義務を満たすことを可能にする、である¹。

今回の提案は、投信目論見書の簡素化と、情報技術、特にインターネットを活用したディスクロージャー制度の構築という、2 つの制度改革の流れの中に位置付けることができる。簡素化の動きの背景には、投資家が投資判断を下すに当たって最も重要な情報が確

¹ “Enhanced Disclosure and New Prospectus Delivery Option for Registered Open-end Management Investment Companies,” U.S. Securities and Exchange Commission, Release No. 33-8861, 11/21/2007.

実に投資家に交付され、残りの詳細は投資家の請求に基づく送付にとどめるという「階層的アプローチ」(layered approach)の考え方がある。この考え方の適用は、1983年にSECが目論見書を交付義務のあるパートA(以下、法定目論見書)と請求ベースで送付するパートB(Statement of Additional Information、以下、SAIとする)に分けた時に遡ることができる。今回はさらに、詳細情報の開示方法がインターネット技術の力を借りることで近代化されており、投資家が自分にとって最適なレベルの情報を効率的に入手できるようにすることが志向されている。

規則案に対するコメント受付は2008年2月末までであるが、実現すれば、米国では3~4ページの要約目論見書の交付による投信販売が可能になり、投資信託のディスクロージャーが大きく変わる可能性がある。

II 要約目論見書規則案の概要

1. 要約目論見書の内容

上述のように、要約目論見書の内容は、法定目論見書の冒頭部分に新設される「要約セクション」と同じである。具体的には、運用目的、手数料、投資戦略・リスク・パフォーマンス実績、保有銘柄(上位10銘柄)、運用会社及び運用担当者、購入・売却、課税、販売業者向けの報酬から成る(図表1)。いずれも、現行のディスクロージャー文書の何処かで開示されている内容であるが、その中から、投資家が投資判断に当たって最低限必要と思われる情報を列挙することが意図されている。

要約目論見書の項目はSECが指定した通りに、指定した順番で並べられる必要があり、省略も追加も不可とされた。これにより、ファンド間の横比較を容易にすることが意図さ

図表1 要約目論見書の記載事項

項目	概要
運用目的	・ 資産の維持・成長などの運用目的の記述。株式ファンド、債券ファンドなどの表記も可
手数料	・ 販売手数料、信託報酬及びその内訳、解約時手数料の一覧表 ・ 販売手数料の割引措置に関する説明 ・ ポートフォリオ回転率の提示
投資戦略・リスク・パフォーマンス実績	・ 基本的な投資戦略の説明、主要なリスクの説明 ・ パフォーマンス実績を示すグラフとデータの提示
保有銘柄	・ 直近の四半期末時点の上位10銘柄を、保有額が大きい順に表示
運用会社・運用担当者	・ 運用会社、サブアドバイザー、運用担当者の名前
購入・売却	・ 最低初期投資額・追加投資単位、購入・売却手続き
課税	・ 分配金が通常所得またはキャピタルゲイン課税の対象となることの表記
販売業者向け報酬	・ 運用会社から販売業者へ報酬が支払われる場合、販売業者の推奨内容に影響が及ぶることなどの表記

(出所) SECリリース(No. 33-8861、11/21/2007)

れている。

記述に対しては「分かりやすい表現」(Plain English)の使用が義務付けられた。「分かりやすい表現」とは、目論見書を平易な言葉で記述することを義務付ける 33 年証券法規則で、短文・日常用語・能動態の使用、図表の活用、法律用語や専門用語・二重否定の不使用が求められる。現在、投信目論見書の記述の一部に適用されている。

要約目論見書の開示項目のうち、パフォーマンス及び保有銘柄情報は、四半期に 1 度の更新が義務付けられる²。ただし、保有銘柄は、要約目論見書の開示時点と直近四半期末データの間が 1 ヶ月未満の場合は、前四半期末データを使用しても良いとされた。運用の手口情報が明らかにされることによるフロント・ランニングへの懸念に配慮している。

なお、規則案には要約目論見書の長さに関する規定はないが、3~4 ページが想定されている。SEC が今回の規則案に付したサンプルも、合計 4 ページである。また、米国の投信目論見書には、しばしば複数のファンドが同居しているが、要約目論見書は、1 つのファンドにつき 1 つ作成することとされている³。

2. 要約目論見書の交付

SEC は今回の提案で、証券法規則 498 を改正し、要約目論見書の送付及び法定目論見書等のオンラインでの提供により、投信の目論見書交付義務は満たされるとした。要約目論見書には法定目論見書、SAI、直近の株主向け報告書(年次報告書及び半期報告書)の入手方法が明記される。投資家はまた、請求すれば法定目論見書等を希望の形態(紙、電子ファイルなど)で、無料で受け取ることができる。要するに、目論見書交付の新たな選択肢として要約目論見書が導入され、現行の法定目論見書は請求ベースに格下げされることになる⁴。

法定目論見書等のウェブサイト上での開示については、①オンライン上で読む、あるいは印刷して読む場合のいずれにも便利な形式とする、②法定目論見書の目次から該当箇所へと自由な行き来が可能な形にする、③要約目論見書の項目から法定目論見書の該当箇所または目次へと自由な行き来が可能な形にする、という規定が設けられた。②、③はオンライン上の開示の利便性を意識した規定である。

SEC はまた、要約目論見書において、法定目論見書、SAI、直近の株主向け報告書の「参照方式による組み込み」を認めるとした。要約目論見書は、それ自体が完結した文書ではなく、そもそも階層的なディスクロージャーの一部と位置づけられているので、これらの文書と一体のものとして扱われることに矛盾はない。また、要約目論見書から法定目

² 四半期ごとの情報更新は要約目論見書のみに対する義務付けで、法定目論見書の要約セクションには適用されない。

³ ただし、一つの投信が複数の手数料体系を用意している場合(いわゆるクラス・シェアを出している場合)、それらの情報の同居は可能とされた。

⁴ 要約目論見書の使用は義務付けではないが、法定目論見書への要約セクション設置は、全てのオープンエンド型投資信託に対する義務付けなので、運用会社は、いずれにせよ要約目論見書と同じ内容の記述を用意する必要がある。

論見書等、他の文書へとオンライン上で自在に行き来するような利用方法が想定できるほど、近年のインターネット環境が飛躍的に進歩したことも、「参照方式」容認の背景としてあった。

さらに、規則案では、要約目論見書に参照方式により組み込まれた情報は、要約目論見書の交付までに投資家に受領されたことになる旨が記された。要約目論見書における情報の省略を以て、投信の販売業者が重要事実の省略の責任を問われたり、詐欺防止条項違反を問われたりしないことの明確化が意図されている。

Ⅲ 投信目論見書の簡素化とインターネットの活用：これまでの経緯

1. 投資会社協会（ICI）の調査などによる現状把握

今回の規則案作成に当たって、SEC は、様々な情報源から、投信投資家による目論見書活用の現状把握を試みた。その一つが、投信業界団体である投資会社協会（ICI）が2006年に実施した「投資家の投信情報をめぐる嗜好」に関する調査報告だった⁵。同報告によると、投信投資家の目論見書の利用は活発とは言い難かった。すなわち、

- ・ 投資家は、手数料やパフォーマンスなど、投信購入前に様々な情報を入手するが、目論見書を参考にした人は34%にとどまった
- ・ 目論見書を全部読んでいる人は8%で、52%がほとんど読まないまたは全く読まないと回答した
- ・ 80%が簡潔な情報提供を、69%が叙述よりも図表を好むと回答した

同報告では、投信投資家のインターネット利用状況も示されたが、50%が1日に最低1回はインターネットを利用すると回答し、27%が1週間に1~5回利用するとし、全く利用しないと回答したのは17%だった。

2. ディスクロージャーの簡素化：ファンド・プロフィールの教訓

投信ディスクロージャーの簡素化に関して、SEC は約10年前に一度、要約目論見書に類似の制度改正を行っている。98年に導入されたファンド・プロフィールである。

ファンド・プロフィールは、運用目的、投資戦略、リスクとリターン、手数料、運用会社及び運用担当者、購入・売却手続き、課税などの情報を簡潔にまとめた文書である。導入当初は多くの運用会社が利用すると思われていたが、結果的にはほとんど普及を見なかった。その理由としては、①ファンド・プロフィールのみによる投資勧誘はできるが、購入段階で別途、法定目論見書の送付が必要なため、二度手間の感があった、②参照方式によ

⁵ Understanding Investor Preferences for Mutual Fund Information, Investment Company Institute, 2006.

る組み込みが認められなかったため、ファンド・プロフィールにおける情報の省略を理由に投資家に訴えられることの懸念が拭えなかった、などが指摘された。

今回の要約目論見書の提案は、前述の訴訟に関する懸念への対応など、ファンド・プロフィールをめぐる教訓に基づき行われている。98年には法定目論見書の改正も行われ、運用目的、投資戦略、リスクとリターン、手数料の4項目から成る「リスク・リターン要約」が目論見書の冒頭に設けられたが、要約目論見書の記載事項は、このリスク・リターン要約やファンド・プロフィールの内容を修正したものである。なお、要約目論見書の提案が通れば、ファンド・プロフィールはこれにより代替されることになる。

3. インターネットを活用したディスクロージャー

SECは近年、投信を含むディスクロージャー制度全般について、インターネットの活用を積極的に進めてきた。2005年には、XBRL（財務情報の作成・流通・再利用のために標準化されたコンピュータ言語）を使った財務情報提出の任意参加プログラムが開始された。投資信託もその対象だったが、投信についてはさらに、2007年8月、法定目論見書のリスク・リターン要約もXBRL使用の対象に含める形で任意参加プログラムの範囲が拡張された⁶。財務情報以外にXBRLを適用する初の試みであり、リスク・リターン要約は文章部分も多いことから、SECはこの経験を踏まえて、数値データのみならず文章情報にもタグを付す可能性を評価する予定である。

要約目論見書の提案は、このような一連のインターネット活用の試みと密接に関連した制度改正と位置付けられている。例えば、SECは2006年6月以降、「双方向データの活用に関するラウンド・テーブル」を3回開催したが、その第1回会合の議題として投資信託のディスクロージャーが取り上げられた。ラウンド・テーブルの議論では、投信業界関係者、消費者団体代表などの意見が表明され、目論見書の簡素化と投信ディスクロージャーにおけるインターネットの活用を支持する声が強いことが確認された⁷。

実は、投資信託を除く証券発行開示ではすでに、目論見書の交付義務を、投資家への物理的な目論見書送付ではなく、SECへの目論見書の登録により満たすことができるとされている。多くの投資家がインターネットへのアクセスを有するという認識の下で、2005年に実施された制度改正だったが、当時は、投資信託の扱いは別途検討すると先送りされた。今回の改革案は、投信目論見書について、簡潔版とはいえ投資家への送付にこだわりつつ、詳細はインターネット上のアクセス提供で足りるとする形で、2年前の保留事項へ

⁶ このためのXBRLタクソノミー（財務データの定義集）をICIが開発した。"Extension of Interactive Data Voluntary Reporting Program on the EDGAR System to Include Mutual Fund Risk/Return Summary Information," SEC release No. 33-8823, 7/11/2007を参照。

⁷ 例えば、アメリカ消費者連合のBarbara Roper氏は、同連合が簡略版の開示書類による投信販売に対する従前の反対を撤回したこと、インターネットの活用は支持しつつも、インターネットの利用に抵抗を感じる投資家の存在に留意する必要があることを指摘した。（SEC Interactive Data Roundtable, 6/12/2006の議事録）

の答えを提示したと言える⁸。

4. POS ディスクロージャー規則案との関係

近年の投信ディスクロージャー制度改革の中で、もう一つ看過できないのが、2003 年秋以降の投信不正事件に対応した一連の規則改正である。ほとんどの改正事項が 2 年程で決着したが、未だに積み残しとなっているものの一つが「POS (point-of-sale、販売時) ディスクロージャー」規則案である。

POS ディスクロージャー規則案は、投資信託などの販売業者が抱える利益相反の開示に関する提案である。例えば、運用会社が販売業者に対し奨励金を支払う代わりに、同社の投信を推奨リストに載せてもらうといった取り決めがなされている場合、販売業者は投資家に対し中立的な立場にあるとは言えない。このような潜在的利益相反の存在を投資家に伝える最も効果的なタイミングは「販売時」と考えられたことから、POS ディスクロージャー規則案が出されたが、2005 年 2 月に一般からのコメントを反映した再提案が行われて以降、未決着だった。

要約目論見書の記載事項にも、販売業者への支払いに言及する箇所があるが、販売業者の推奨内容に影響を及ぼす可能性があることなどを指摘する簡単な文言にとどまる。SEC によると、今回の規則案は、POS ディスクロージャーとは別扱いで、この問題については別途、2008 年初にも提案を出したいとしている⁹。

IV おわりに

要約目論見書を使った新しいディスクロージャー制度について、実現すれば採用を検討すると回答した運用会社が 90%以上という調査結果もあり¹⁰、今回の提案に対する投信業界の反応は好意的と言ってよい。ICI は早々に、「何千万人にも上る米国の投信投資家に対し、より効率的に情報提供を行う大胆な一歩である」と称賛するコメントを出している¹¹。また、折しも米国では、401(k)プラン手数料のディスクロージャー拡充が模索されており¹²、要約目論見書は、同プランの主要な投資対象である投資信託について、加入者向けのディスクロージャーを改善するのに有効ではないかと期待されている。

⁸ なお、旧全米証券業協会 (NASD) が 2005 年 4 月に出した「プロフィール・プラス」提案は、ファンド・プロフィールに近い内容の文書をウェブサイト上で提示し、同文書に法定目論見書へのリンクを貼ることにより目論見書交付義務を満たすことができるというものだった。SEC によると、これも今回の規則案作成時に参照された。

⁹ “SEC Proposes Changes to Mutual Fund Disclosure,” *Wall Street Journal*, 11/15/2007.

¹⁰ “SEC Mulling Rule for Shorter Prospectuses,” *American Banker*, 11/16/2007.

¹¹ “ICI Applauds SEC Proposal to Simplify and Strengthen Mutual Fund Disclosure,” ICI statement, 11/15/2007.

¹² 401(k)プランの運用商品手数料の一部が運営管理サービス業者に支払われる取り決めについて、事業主や加入者の理解不足が問題視され、効果的・効率的なディスクロージャーの方策が模索されている。野村亜紀子「米国 401(k)プランの手数料をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2007 年夏号を参照。

他方、提案内容についての留意点も指摘されている。例えば、ファンド・プロフィールの教訓に基づき今回の規則案に盛り込まれた参照方式が、重要情報省略の責任問題に対する懸念を払拭するのに十分か、といった点である。また、全ての投資家がインターネットを活用できるわけではないことが、改めて問題視される可能性もないとは言えない。元SEC 投資管理局長のバリー・バーバッシュ氏は、2003年の投信不正事件のような「業界の危機」が起きないことと、大手運用会社が率先して要約目論見書を活用することが、この制度改革の実質的な成功のために必要とコメントしている¹³。米国の投信ディスクロージャーのあり方を大きく変える制度改革が実現するのか、今後の議論の展開が注目される。

¹³ “Daunted by Data? See Prospectus Lite,” *New York Times*, 1/13/2008.