

## 日米の投信ディスクロージャー簡素化の動き

野村 亜紀子

### ■ 要 約 ■

1. 米国では、投資信託の要約目論見書を導入する規則改正案が証券取引委員会（SEC）により採択され、2009年3月31日に発効した。詳細な情報はウェブサイト等を通じて提供する「階層的アプローチ」の下、3~4ページ程度の目論見書の交付で投資信託の販売が可能になる。
2. わが国でも、金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループから2008年12月17日、投資信託の交付目論見書を簡素化する提言が出された。記載事項内容の標準化と内容の絞込みが提案された。
3. わが国では運用報告書についても、投資家に必要な情報が分かりやすく提供されているどうか課題とされている。先行する米国では、運用報告書の内容の簡素化と開示頻度の増加が2004年に行われているが、その経験に倣うと、保有銘柄の開示が一つのポイントとなると思われる。

### I わが国の投資信託交付目論見書簡素化

わが国では、2008年12月17日、金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループから、投資信託の交付目論見書の内容を大幅に簡素化するという提言を盛り込んだ報告書が出された<sup>1</sup>。

投資家が投資信託を購入する際には目論見書の交付が義務付けられている。交付目論見書と呼ばれ、投資家にとって重要な情報が記載された文書であるが、分量が多い、分かりづらいつらといった指摘が寄せられていた。そこで報告書では、記載事項の形式の標準化と、内容の絞り込みが提案された（図表1）。

交付目論見書から外された内容については、投資家の請求に基づき交付される請求目論見書に記載することが提案された。また、インターネット・アクセスに問題がある投資家がいる以上、書面による交付の必要性はあるとしつつ、投資家の利便性の観点からも、請求目論見書の電子交付の原則化が望ましいとされた。

<sup>1</sup> 金融審議会金融分科会第一部会「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告－開示諸制度の見直しについて」（平成20年12月17日）。投信目論見書の他に、「発行登録制度」及び「有価証券の売出し概念」について審議された。

図表1 新しい交付目論見書の記載事項

<p>&lt;共通記載項目&gt; ①形式的記載事項 ②実質的記載事項</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ファンド名、運用会社・受託者名、交付目論見書作成日、詳細情報の入手方法等</li> <li>・ ファンドの基本的性格に関する事項（ファンドの目的・特色、主たる投資戦略等、主要なファンド組み入れ銘柄・業種別割合等）について投資家が具体的にイメージできるような記載</li> <li>・ 手続きに関する事項（申し込み・解約（換金）手続きの概要、各種手数料・信託報酬・税金などの費用負担）</li> <li>・ 主たる投資リスク（リスクの内容・程度が分かるように工夫すべき）</li> <li>・ 運用実績に関する事項（分配・収益率の推移、基準価額の推移）</li> </ul>
<p>&lt;追加的記載事項&gt;</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>①ファンド・オブ・ファンズの元ファンドの投資対象やその割合の情報</li> <li>②証券化商品の裏付け資産の情報</li> <li>③複雑な仕組みを持つファンドの構造、仕組みの情報などが考えられる</li> </ul>

（出所）「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告－開示諸制度の見直しについて－」より野村資本市場研究所作成

## Ⅱ 米国の投資信託の「要約目論見書」

これに先立ち、米国証券取引委員会（SEC）は、2008年11月19日、投資信託の「要約目論見書」（Summary Prospectus）を導入する規則改正案を採択し、当該改正を反映したSECリリースを2009年1月13日に公表した。米国では、新規則の発効する2009年3月31日以降、3～4ページの文書の交付により、投資信託を販売することが可能になった。

### 1. 要約目論見書の内容

米国の投信目論見書制度改正も、わが国と同様、現行の投信目論見書が、内容が分かりづらい、分量が多い等の理由から、投資家に十分に活用されていないのではないかという問題意識の下で、2007年11月にSECにより提案された<sup>2</sup>。提案は、①フルバージョンの目論見書（以下、要約目論見書との区別のため「法定目論見書」とする）の冒頭に「要約セクション」を設ける、②要約セクションと同じ内容の要約目論見書を新設し、その交付による投信販売を可能にする、という内容だった。

SECは、150件に上る一般からのコメント受付や、外部業者に委託しての投資家グループからの意見徴収を踏まえた上で、概ね規則案の内容を踏襲する形で最終規則を採択した。法定目論見書の要約セクション、すなわち要約目論見書の内容は、投資家に対し主要な情報を明快かつ正確な形で提供するという目的の下、現行の目論見書の記載事項から抽出された（図表2）。標準化による横比較可能性向上が重視され、省略・追加とも不可で、記載順の変更も認められないとされた。また、1933年証券法規則の定める「分かりやすい

<sup>2</sup> 規則案が出された背景及び議論については、野村亜紀子「投資信託の目論見諸制度を見直す米国SEC」『資本市場クォーターリー』2008年冬号を参照のこと。

図表 2 要約目論見書の内容

表紙	投資信託名、日付、法定目論見書が無料で入手可能である旨及びその入手方法（ウェブサイト等）などを記載する
記載事項	① 運用目的 ② 手数料（手数料表及び数値例、ポートフォリオ回転率など） ③ 主要な投資戦略・リスク、パフォーマンス ④ 運用会社・運用担当者 ⑤ 購入・売却方法 ⑥ 税に関する情報 ⑦ 販売業者向けの報酬
情報の更新頻度	情報は年に1回更新する
複数投信の記載	現行の目論見書は複数の投信の情報を記載できるが、要約目論見書は1本の投信の情報のみ記載可能。ただし、複数のシェア・クラスの情報を記載することはできる

（出所）SEC リリース 33-8998 より野村資本市場研究所作成

表現」（Plain English）<sup>3</sup>を用いて記述しなければならないとされた。分量に関する規定は設けられなかったが、SEC リリースには、3～4 ページ程度という目安が明記された。

## 2. 投信目論見書の交付義務

前述のように、要約目論見書の交付により、投信販売時における目論見書の交付義務は満たされることとなった。その際、要約目論見書、法定目論見書、SAI（Statement of Additional Information）<sup>4</sup>、直近の年次報告書・半期報告書が、要約目論見書の表紙に記載されたウェブサイトで、無料で入手可能にしておく必要がある。また、投資家がこれらの文書の紙バージョンを希望した場合は、無料で3日以内に送付しなければならない。

要約目論見書の交付は紙でも電子的方法でも可能である。電子的方法の場合は、投資家の明示的な合意を得ること、ウェブサイトへの掲載であれば別途通知を行うこと（例えば電子メール送付）、投資家が容易に閲覧できることなどを求める、従前の見解を適用するとされた<sup>5</sup>。

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、印刷のいずれの場合も読みやすいフォーマットにすること、②法定目論見書と SAI において目次から該当箇所へと自由な行き来が可能な形にすること、③要約目論見書の項目から法定目論見書及び SAI 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こと、といった要件が定められた。リンクによる情報の関連づけという、電子的方法による開示の特性を活かすことが目指された。

要約目論見書によるディスクロージャーのポイントの一つは、要約目論見書に、法定目論見書、SAI、株主向け報告書（年次報告書・半期報告書）の内容を「参照により組み込

<sup>3</sup> 日常用語の使用、図表の活用などにより、目論見書を分かりやすく記述することを義務付ける SEC 規則。

<sup>4</sup> 要約目論見書の導入前から、投資家からの請求により送付するとされていた目論見書。1983 年の制度改革により目論見書が 2 分冊化されるに伴い、導入された。

<sup>5</sup> 目論見書等の電子交付について SEC は 95 年及び 2000 年にガイダンスが出している。Securities Act Release No. 7233 (10/6/1995) 及び Securities Act Release No. 7856 (4/28/2000)。

む」<sup>6</sup>ことが可能であるとされた点である。同方式で組み込まれた情報は、投資家が要約目論見書と同時に受領したものとされる。これにより、要約目論見書を用いた運用会社や販売業者が、重要事実の省略の責任を問われたり、投資家から訴訟を提起されたりする懸念の払拭が意図された。

### Ⅲ 米国投信ディスクロージャー簡素化の争点

#### 1. 情報の更新頻度

米国投信業界団体の投資会社協会（ICI）をはじめとする金融サービス業界からは、提案当初より、要約目論見書に対する強い支持が表明された。SEC に寄せられたコメントを見ると、業界関係者以外も含めて、要約目論見書に対する単純な賛否という観点からは、賛成意見が反対意見を大きく上回った感がある。

賛意を表明した上での批判として最も目立ったのは、要約目論見書に記載されるパフォーマンス情報の更新頻度が、規則案で四半期に 1 回とされていた点だった。ICI、証券業金融市場協会（SIFMA）といった業界団体及び個別の運用会社から、コスト負担が多大であり運用会社の要約目論見書活用の意欲を削ぎ、結果的に要約目論見書の普及を阻害することになる、四半期ごとに更新データをウェブサイト上で開示するので十分であるといった意見が提示された。最終的にはこれらの意見が受け入れられ、上述のように要約目論見書の更新頻度は年 1 回にとどめられた。

#### 2. 投資対象の上位銘柄の開示

SEC の規則案では、投信が保有する上位 10 銘柄が、要約目論見書の記載事項に含まれていた。これについては、主に業界団体から、情報の陳腐化が速く無意味ではないかといった指摘がなされた。また、目論見書以外の様々な情報源から、この情報は取得可能という指摘もあった。SEC も、多くの投資家が上位銘柄に関心を示すことを認めつつ、この情報が結果的に誤解を招く潜在的可能性をも勘案して、要約目論見書への記載は求めないという判断を下し、上位 10 銘柄情報は、最終的に記載項目から外された。

これ以外の記載項目は、細かい修正は施されたものの、概ね提案通りとなった。また、投資家の理解と比較可能性を向上させるという観点から、要約目論見書の記載内容を一律化・標準化することについては、特に異論のないまま採択された。

なお、わが国では、ファンド・オブ・ファンズや複雑な仕組みを持つファンド等については投資対象のファンドに関する情報も必要など、記載項目の一律化は難しいという指摘が多数あったとされるが、米国では、この点は特に争点とならなかった。

<sup>6</sup> 契約書等の文書の中で他の文書を参照し、後者の内容を前者の一部として一体化すること。

### 3. 階層的アプローチと参照方式による組み込み

米国の規則改正では、簡素化された要約目論見書によるディスクロージャーと同時に、ウェブサイト上で法定目論見書等のより詳細な情報を提供するという「階層的アプローチ」が取られた。すなわち、要約目論見書は単独で完結するものではなく、階層的なディスクロージャーの一要素と位置付けられ、情報テクノロジーの積極活用により、投資家が自分の望むレベルの情報を自分の望む形式で入手できるようにすることが目指された。

要約目論見書によるディスクロージャーにおいて、SEC が決定的に重要としたのが、法定目論見書、SAI、年次・半期報告書の参照方式による組み込みだった。業者の責任限定以外のメリットが不明確だという批判が消費者団体から出されたが、SEC は、参照方式による組み込みを認めない限り要約目論見書の普及は難しいこと、投資者保護の観点からも問題ないと考えられることを指摘した。

## IV 終わりに

### 1. 簡素化された目論見書は活用されるか

米国の要約目論見書の作成は義務付けではないので、従来通り、投信販売に際して法定目論見書の交付を行うことも可能である。2つの方法の並立は投資家の混乱を招くので、要約目論見書の使用を強制すべきだという意見も SEC に寄せられたが、時期尚早として見送られた。

したがって、要約目論見書が活用されるかどうかは、運用会社や販売業者などが新たな開示書類作成のコストに見合うメリットを見出すかどうか、情報の省略による投資家からの苦情や訴訟に対する懸念は払拭されるか、といった点にかかってくる。コストについては、要約目論見書と同じ内容の、法定目論見書の要約セクションは作成が義務付けなので<sup>7</sup>、要約目論見書の作成は二度手間とはならない。上述の通り四半期毎の更新が取り下げられた点も、コストの観点からはきわめて重要と考えられる。また、投資家による訴訟の懸念は、参照方式が認められたことにより大幅に緩和されたようである。ただ、記載内容の分かりやすさなどは多分に主観的な問題であり、規則で完全に不安を払拭するのは難しいと思われる。

わが国でも交付目論見書と請求目論見書を同時に交付することは可能であり、他方、交付目論見書の記載情報の簡素化に対して、投資家がどのような反応を見せるのかは未知数である。また、交付目論見書が数ページというほどスリム化されるとなると、外された情報の受け皿である請求目論見書に対してどの程度のニーズが生ずるのか、すなわち請求目論見書をどのくらい用意しておけばよいのかも予想しづらい。ただ、請求目論見書のロジ

<sup>7</sup> 2010年1月1日以降に提出される目論見書は、要約セクションに関する改正を遵守する必要がある。

スティックスの問題は、インターネットなど電子的方法での請求目論見書交付が進めば、対応可能になるとも考えられる。米国は今回の制度改正で、インターネットの普及が10年前と比べて飛躍的に増したことを理由に、要約目論見書を中心とする階層的なディスクロージャーを導入した。情報テクノロジーの活用が、投信ディスクロージャー簡素化の今後を規定すると言ってもよい。

## 2. 運用報告書をめぐる論点

金融審ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告では、目論見書以外の開示書面として、運用報告書の内容及び交付方法についても、「投資判断に必要な情報が投資家に対して分かりやすい形で確実に提供されるよう工夫が行われていくべきである」とされた。ファンド・オブ・ファンズ形式の投資信託などで、運用報告書が数百ページにも上る場合があることなどが、念頭に置かれていると思われる。

米国では2004年に、投資信託の年次及び半期報告書（わが国の運用報告書に相当）における運用内容の開示が改正された。保有銘柄の開示について全銘柄ではなく上位銘柄のみに簡素化することが認められると同時に<sup>8</sup>、四半期ごとの全保有銘柄のSECへの報告と、図表を用いて運用内容をカテゴリー別（セクター、地域、格付など一般的なカテゴリー）に示すことなどが義務付けられた。当時、保有銘柄情報開示を半年に1回よりも頻繁に行うべきだという議論がある一方で、上位銘柄のみの開示の方が投資家にとって理解しやすく意味があるという指摘もなされていた。ディスクロージャーの頻度増加と内容簡素化という2つの要請に応えたのが、2004年の改正だった。

この時もSECは階層的アプローチに基づき、全投資家に対し全保有銘柄を半年に1回一律に開示する方法を改め、投資家が自分のニーズに合った形で必要な情報量を得られるようにすることを目指した。これによりファンド・オブ・ファンズ複数本が1パッケージのライフサイクル・ファンドなどであっても、数十ページの運用報告書で収めることが可能になっている<sup>9</sup>。

ディスクロージャー文書の分量を考える際に、保有銘柄情報の扱いは一つのポイントとなる。米国では階層的アプローチの下、運用報告書、要約目論見書のいずれにおいても、全投資家に対し必ず提供される事項からは外された。わが国の運用報告書の見直しに際しては、投信の保有銘柄について、ディスクロージャー文書以外の方法で投資家がタイムリーな情報を取得できるか、インターネット経由での情報アクセスはどの程度普及しているかといった事項が一つの論点となろう。

<sup>8</sup> 投資家からの請求があれば全銘柄を開示することなどを条件に、上位50及び純資産残高比1%超の銘柄のみを年次・半期報告書に記載することが可能とされた。

<sup>9</sup> ファンド・オブ・ファンズの投資先ファンドの保有銘柄情報開示は行われていない。