米国 SEC による公募ファンド開示規制の改革

橋口　達

▌要　約▐

1. 米国では、個人投資家にとっての利便性・わかりやすさの向上を企図した、公募ファンドの情報開示に係る規制改革が進展している。
2. 米国証券取引委員会（SEC）が 2022 年 10 月に採択した規則は、ファンドの投資家報告書について、シリーズ／シェアクラス毎の作成・交付の義務化等により分量を大幅に削減した。同規則は、ファンド広告における手数料表示についても、表記法を標準化するなど厳格化した。
3. SEC が 2023 年 9 月に採択したファンド名称規則は、ESG（環境・社会・ガバナンス）やグロース／バリューなどの名称を持つファンドに対しても、資産の 80%以上をファンド名に冠した資産に投資するよう義務付けた。ESG については、いわゆるグリーンウォッシングへの懸念が背景にある。
4. いずれも個人投資家を念頭に置いた規制改革であるが、資産運用会社の負担増という側面もある。運用会社・販売会社のビジネス戦略や家計のファンド選択にどのような影響を及ぼすか、注視していきたい。

野村資本市場研究所　関連論文等

・野村亜紀子「日米の投信ディスクロージャー簡素化の動き」『資本市場クォータリー』2009 年春号。
・橋口達「米国民主党政権下の SEC によるコーポレートガバナンス規制改革」『野村サステナビリティクォータリー』2023 年夏号。
・板津直孝「ESG 投信の金融商品取引業者等向け監督指針の改正－日米欧のファンドの ESG ウォッシュ規制動向－」『野村サステナビリティクォータリー』2023 年夏号。

Ⅰ　ファンドの開示規制改革の背景

米国では、足元で、公募ファンド[1]の情報開示強化に関する規制改革が進められている。米国証券取引委員会（SEC）が 2022 年 11 月に採択した、ファンドによる議決権行使の状況に関する規則改正は、投資家による議決権行使に関する理解、分析の向上を目的に、議案の類型化などを通じて開示を強化するものである[2]。

加えて、SEC は、特に個人投資家にとっての利便性・わかりやすさの向上を企図した、ファンドの情報開示に係る規制改革も行っている。具体的には、SEC が 2022 年 10 月に採択したファンドの年次・半期報告書の簡素化及び広告に関する規則、並びに 2023 年 9 月に採択したファンド名称に関する規則が挙げられる。

年次・半期報告書は、投資家に対して、投資するファンドの状況を伝達するための、最も重要な書類である。しかし、その内容が冗長であれば、投資家は、自身の必要とする情報を発見する手間が生じ、投資を躊躇することにもつながりかねない。交付書類の作成コストは、ファンドの手数料を通じて投資家が負担することにもなる。

ファンド名称は、投資家がファンドを選別する際に、最初に目にする情報であるため、資産運用会社には、投資家の関心を集めるような名称を付ける動機が存在する。特に近年は、ファンドが、環境に配慮した発行体などへの投資を強調する名称を冠していながらも実態は異なる「グリーンウォッシング」の問題が顕在化したために、SEC は ESG（環境・社会・ガバナンス）ファンドに関する検査を強化してきた経緯がある。

日本でも、2024 年から開始する新たな少額投資非課税制度（NISA）によって、家計による投資信託の活用がさらに拡大することが期待されるところ、個人投資家にとっての利便性・わかりやすさの向上を企図した規制の動向は重要と思われる。そこで、本稿では、ファンド情報開示の改善を図る 2 本の SEC 規則の概要を整理し、注目される点を挙げたい。

Ⅱ　投資家報告書、広告規制の見直し

SEC が 2022 年 10 月に採択した規則は、①投資家の利便性向上を目指した、ETF を含むオープンエンド・ファンドの年次・半期報告書（以下、「投資家報告書」と総称）の簡素化と交付方法の見直し、②手数料の透明性向上を目的とした、ファンド広告における手数料表示に係る規制の厳格化から構成される。特に、①については、従前、平均で 100 ページを超えていた投資家報告書を 3～4 ページ程度へと大幅に削減するものである。

1　本稿におけるファンドは、特に説明の無い場合、SEC に登録する投資会社（investment company）と事業開発会社（BDC）を指す。

2　詳細は、橋口達「米国民主党政権下の SEC によるコーポレートガバナンス規制改革」『野村サステナビリティクォータリー』2023 年夏号を参照。

１．従前の規制と規則案の概要

米国では、SEC が 2008 年に採択した規則により、オープンエンド・ファンドについて、従来の法定目論見書を簡素化した要約目論見書（以下、「目論見書」と総称）の交付によって、投資家への販売が容認されることとなった[3]。従来の目論見書が、内容が分かりづらい、分量が多いといった理由から、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があったためである。このとき、要約目論見書による開示と同時に、ウェブサイト上で法定目論見書や SAI（Statement of Additional Information）等のより詳細な情報を提供する「階層的アプローチ」が採られた。階層的アプローチにより、投資家は、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なった。2018 年末時点で、92％のファンドが要約目論見書を使用していることから、投資家と資産運用会社の双方に階層的アプローチが受け入れられてきたことが窺える。

一方で、日本の運用報告書に相当する投資家報告書については、分量が多い状況が継続していた。そこで、2018 年 6 月に実施した、ファンドの情報開示とその改善方法についての個人投資家への意見募集の結果も踏まえ、SEC は 2020 年 8 月に、従前の投資家報告書の内容に係る SEC 規則の改正を含めた規則案（以下、2020 年規則案）を公表し、2022 年 10 月に最終規則（以下、ファンド開示規則）を採択した。ファンド開示規則の主な内容は、①投資家報告書の簡素化と交付方法の規則修正、②ファンド広告における手数料開示の見直し、となっている[4]。

なお、2020 年規則案では、ファンド目論見書について、既存の投資家に対する年次交付と、手数料とリスク開示の見直しが提案されたが、いずれも最終規則における採択は見送られた。

前者の年次交付について、現行制度では、ファンドの既存の投資家が持ち分の追加購入をする場合、連邦証券諸法に基づき、最新の目論見書を交付する必要がある。多くのファンドでは、この交付要件を満たすうえで、個々の投資家の追加購入の状況を逐一確認せずにすむよう、最新の要約目論見書を、年次で投資家に送付している。

2020 年規則案では、新規の投資家には引き続き目論見書の交付が必要であるものの、既存の投資家に対しては、目論見書や SAI、投資家報告書をウェブサイトにて入手可能にしておく、重大な変更[5]があった場合に通知する、などの条件を満たせば、ファンドは年次の目論見書を交付せずに済むことが提案された。しかし、重大な変更の通知に関して、ファンド投資家数が多い場合に運用上の負荷が高くなるなどの指摘を受け、最終化は見送られた。

---

[3] 詳細は、野村亜紀子「日米の投信ディスクロージャー簡素化の動き」『資本市場クォータリー』2009 年春号を参照。

[4] SEC, 17 CFR Parts 200, 230, 232, 239, 249, 270, and 274, Release Nos. 33-11125; 34-96158; IC-34731; File No. S7-09-20, RIN 3235-AM52, Tailored Shareholder Reports for Mutual Funds and Exchange-Traded Funds; Fee Information in Investment Company Advertisements, October 26, 2022.

[5] ファンドの投資目的、年間の経費、主たる投資戦略、主たる投資リスクなどについての変更を指す。

後者の手数料やリスク開示については、投資家の理解促進を目的に簡素化が提案されたものの、かえって投資家の混乱を招くなどの反対意見があり、最終化されなかった。

２．投資家報告書の簡素化

１）階層的アプローチを前提とした年次・半期報告書の大幅な簡素化

ファンド開示規則は、現在、平均で 134 ページある年次報告書を 3～4 ページ程度へと大幅に簡素化するものである。ページ数の削減方法は、①シリーズ毎、シェアクラス毎の作成の義務化、②記載内容の簡素化から成る。

前者について、まず、ファンドに対してシリーズ毎に投資家報告書を作成・交付することを義務付ける。米国では、単一の投資会社として組成されているファンドにおいて、個別の投資目的や方針を有する運用商品が複数存在する場合、これら複数存在する個別の運用商品をシリーズと呼ぶ。従前は、ファンドが複数のシリーズを単一の投資家報告書にまとめることが容認されていたが、その結果、分量が嵩み、投資家が自身の投資するシリーズを見つけづらいといった懸念があった。例えば、XYZ ターゲット・リタイアメント 2040 ファンドと XYZ ターゲット・リタイアメント 2045 ファンドという 2 つのシリーズが単一の株主報告書にて扱われている場合、投資家が、投資していない方のシリーズの説明を誤って参照してしまうというリスクがある。

そこで SEC は、2020 年規則案において、投資家報告書をシリーズ毎に作成・交付するよう義務付けた。これに対し、米国投資会社協会（ICI）や資産運用会社からは、ターゲット・デート・ファンドのようにシリーズが類似の投資戦略を採る場合は、投資家が自身の投資するシリーズと他のシリーズを比較できるよう単一の投資家報告書にまとめることを容認すべきである、シリーズ毎に投資家報告書を作成することで新たな手間が発生する、といった批判がみられた。しかし SEC は、複数のシリーズを束ねた投資家報告書は、投資家にとっての利便性向上のために簡素化した投資家報告書を作成するという SEC の目標と一致しない、などとして 2020 年規則案を維持することとした。

また、複数のシェアクラスを発行しているファンドについては、シェアクラス毎に投資家報告書を作成・交付するよう義務付けることとした。2020 年規則案の段階では、複数のシェアクラスを単一の投資家報告書に含めることを容認することとされていたが、投資家にとってのわかりやすさを追求する観点から、方針を転換したことになる。目論見書においては、複数のシェアクラスをまとめて作成・交付することが容認されていることから、今般の投資家報告書における改定は、一歩踏み込んだ内容といえる。

そのうえで、SEC は、投資家報告書の記載内容を、個人投資家が継続的にファンドを評価するうえで特に重要と考えられる情報に限定するよう、大幅に見直した（図表 1）[6]。階層的アプローチの下、大部分の個人投資家にとって重要性が低いが、より詳

[6] 図表 1 は年次報告書についての説明であるが、半期報告書に関しても、同様に大幅に簡素化されている。

図表 1　年次報告書における記載内容の改定

	構成／項目		従来の規則からの変更
新たな年次報告書の構成と項目	表紙又は冒頭	ファンド名称	追加
		ティッカーシンボル	
		（ファンドが ETF の場合）主たる取引所	
		年次報告書である旨	
		凡例	
		重大な変更があった場合はその旨	
	経費の例示		簡素化
	ファンドの運用実績に関する経営陣の説明		簡素化
	ファンドに関する各種統計		追加
	保有資産のグラフ表示		微修正
	重大な変更		追加
	会計士の変更と意見相違		簡素化
	追加情報の入手		簡素化
除外された従来の項目	財務諸表		・フォーム N-CSR へ移行 ・オンライン上で入手可能にし、投資家から請求があれば紙又は電子交付
	決算概要		
	ファンドの株主投票に諮られた議案		
	取締役、執行役員等に対する報酬		
	取締役会による投資顧問契約の承認の根拠に関する説明		
	経営陣に関する情報		・年次報告書から除外
	流動性リスク管理プログラムに関する説明		

（注）　流動性リスク管理プログラムとは、流動性リスクの評価や管理を目的に、OEF に策定が義務付けられている一連の計画を指す。
（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

細な情報を求める投資家にとって有用な項目は、ファンドが SEC に提出するフォーム N-CSR に移行し、ウェブ上で入手可能にしたうえで、請求があった場合は投資家に無料で交付するよう義務付けた。米国では、目論見書や投資家報告書の交付は原則として紙面にて行い、投資家が要請した場合にのみ電子交付が容認されているということもあり、今般の修正規則は、資産運用会社の負担軽減に一定程度、寄与するものと考えられる。

ファンド開示規則は、2023 年 1 月に施行されており、その大部分が 18 か月後に適用開始となる。今般、ファンド開示規則により、年次報告書の構成および記載が必要となった項目の概要は図表 2 の通りである[7]。ページ数と文字数に制限は設けられていないが、ファンド開示規則の文書に記載された同規則の費用対効果分析では 3～4 ページが前提とされている。また、ファンド間の比較可能性や一貫性を高めるべく、図表 2 の順番に沿って平易な表現で記載することなどが義務付けられている。

新たな年次報告書は、記載内容の項目を絞っただけでなく、例えば、従前は、ファンドが、CEO レターやポートフォリオ・マネージャーとのインタビュー、一般的な市況の解説など、規則で要求又は容認されている項目以外の情報（追加情報）を記載

[7] ファンド開示規則では、年次報告書において、同一住所宛送付書類の共有化に関する同意の撤回方法の説明を含めることが引き続き容認された。共有化の詳細は、野村亜紀子「効率的・効果的な情報開示を目指す明国投信業界」『資本市場クォータリー』2001 年冬号を参照。

図表 2　ファンド開示規則における年次報告書の概要

配置／項目		主な内容
表紙	ファンド名称	・シェアクラスがある場合はその名称も表記
	ティッカーシンボル	―
	主たる取引所	・ファンドが ETF の場合に主たる取引所を記載
	年次報告書である旨	―
	凡例	・「この年次報告書には、[開始日]から[終了日]までの期間における[ファンド]についての重要な情報が含まれています。[ファンドのウェブサイト・アドレス]でファンドに関する追加情報を確認できます。また、[フリーダイヤルの電話番号、メールアドレス]にて当社にお問い合わせいただけます。」という文言を記載
	重大な変更があった場合はその旨	・「この報告書は、報告対象期間中にファンドに生じた変更を説明しています」といった文言を太字で記載
経費の例示		・期初に 1 万ドル投資した場合の、1 年間の経費と経費率を表形式で記載
運用実績に関する経営陣の説明		・①関連する市況や用いた投資戦略とテクニックなど、ファンドの過去 1 年間の運用実績に大きく影響した主な要因に関する説明を簡潔に要約 ・②ファンドと、適切かつ広範な証券市場指数に、それぞれ 1 万ドル投資した場合の 10 年間の運用実績を示す折れ線グラフを掲載 ・③過去 1 年間、5 年間、10 年間の平均年間トータルリターンを示す表を掲載。この表には、適切かつ広範な証券指数の平均年間トータルリターンと、販売手数料を含めた場合と含めなかった場合それぞれのファンドの平均年間トータルリターンを含めること
ファンドに関する各種統計		・純資産、保有銘柄数、ポートフォリオ売買回転率（MMF 除く）、運用報酬を記載
保有資産のグラフ表示		・期末時点の保有資産をカテゴリー（資産クラスや信用格付け、セクターなど）別に示す表、チャート、またはグラフを 1 つ以上示す。別途、組入れ上位 10 銘柄の記載も可能
重大な変更		・ファンドの名称、投資目的、手数料と経費、主な投資戦略、主な投資リスク、サブ・アドバイザー含む投資顧問に関して変更があった場合に、その変更について簡潔に説明
会計士の変更と意見相違		・辞任した又は解雇された会計士と意見の相違があった場合に、①辞任・再任拒否・解雇の別及び日付、②直近 2 会計年度における前任の会計士との意見の相違についての簡潔に説明。詳細な説明についてはフォーム N-CSR にて提出
追加情報の入手		・目論見書、財務情報、保有銘柄、議決権行使に関する情報など特定の追加情報がウェブサイトで入手可能な旨を説明。アクセス手段（ハイパーリンク、QR コード）も記載

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

することが可能であったが、今般の規則改定により、原則として追加情報の記載を禁止するなど、投資家報告書が冗長にならないよう留意している。

投資家報告書の簡素化に対しては、資産運用業界や投資家保護団体から概ね好意的な意見が寄せられたが、一方で、運用実績に関する経営陣の説明（Management's Discussion of Fund Performance、以下「MDFP」）における「広範な証券市場指数」の明確化については、反対意見が多かった[8]。SEC は元々、年次報告書での MDFP の記載を義務付けた 1993 年 4 月の規則において、「広範な証券市場指数」について、該当する株式又は債券市場全体の指標を投資家に提供するものとしたうえで、ファンドは柔軟に当該指数を選択できるとしていた。その結果、ファンドによっては、特定のセクターや業種、地域の指数を用いるなど、市場全体との比較を行うものとする SEC の認識とのずれが生じていた。そこで今般、全てのファンドが運用実績を該当する証

[8] 「適切」な証券市場指数とは、ファンドの関係会社、その投資顧問、または主たる引受人でない機関が管理するものを指すが、その指数が広く認知・使用されている場合はこの限りでない、とされている。

券市場全体の動向と比較するよう、「広範な証券市場指数」の定義を、「該当する国内又は国際の、株式又は債券市場全体を表すもの」と明確化した[9]。そのうえで、個別ファンドが対象とするセクターにより近い指数の記載も容認した。

これに対しては、オルタナティブ・ファンドなどにとって、市場全体を代表する指数との比較は有用ではなく、投資家に対して誤解を招く可能性がある、ファンドが指数提供会社に支払うライセンス手数料の増加につながる、などの批判があった。しかし、SEC は、投資家が、セクターだけでなく市場全体との比較を通じてファンドの運用実績を確認できるなどとして、ファンド開示規則に盛り込んだ。

なお、今回新たに導入された「重大な変更」とは、ファンドの名称、投資目的、手数料と経費、主な投資戦略、主な投資リスク、サブ・アドバイザー含む投資顧問ファンドにおける変更を指す。従前も、目論見書などを通じて、投資家に対して重大な変更が通知されてきたが、周知を徹底するべく、簡素化された年次報告書に新たに追加された[10]。

2）投資家報告書の交付方法の見直し

投資家報告書の簡素化に伴い、その交付方法も見直された。SEC が 2018 年 6 月に採択した、1940 年投資会社法に基づく規則 30e-3 において、ファンドによる投資家報告書の交付について、いわゆる「通知・アクセス（notice and access）」方式が容認された。すなわち、投資家報告書をオンライン上で投資家が入手可能な状態にしたうえで、その旨を投資家に対して通知すれば、交付義務を果たしたと認められることになった。しかし SEC は、今般のファンド開示規則において、規則 30e-3 の対象からオープンエンド・ファンドを除外することにした[11]。これにより、今後、オープンエンド・ファンドは、投資家報告書を、紙面もしくは電子媒体で、直接的に投資家に交付する必要が生じる。

複数の資産運用会社や業界団体は、多くのオープンエンド・ファンドが、規則 30e-3 に依拠した運用を 2021 年 1 月に開始したばかりであること、コンプライアンス費用が既に発生していること、投資家が混乱する可能性があることなどを理由に反発した。しかし SEC は、簡素化して利便性が高まった、新たな投資家報告書による恩恵を全ての投資家が確実に享受できるようにするべく、規則 30e-3 からオープンエンド・ファンドを除外することとした。

---

[9] オープンエンド・ファンドは、年次報告書だけでなく目論見書でも MDFP を記載することが義務付けられている。このため、今般のファンド情報開示規則における広範な証券市場指数の定義の明確化は、目論見書にも反映される。

[10] 重大な変更の対象となる項目を SEC がリスト化したことに対して、過度に規範的であるなどの反対意見がみられた。なお、2020 年規則案の時点でリストに含まれていたポートフォリオ・マネージャーの変更については、投資家にとっての重要性が低いという指摘を受け、ファンド開示規則の採択においては、重大な変更のリストから除外された。

[11] 規則 30e-3 の対象となるのは、クローズドエンド・ファンドと BDC のみになる。

３．ファンド広告における手数料表示に係る規制の厳格化

近年、投資家に訴求するために、「経費ゼロ」など、経費率の低さを強調するファンドが増加している。しかし、投資家は、ラップ手数料やレンディング・コスト[12]など、ファンド経費以外のコストを負うことがある。経費率が低いのは、期間限定である場合もある。しかし、これまでの SEC によるファンド広告規制は、運用実績の表記に焦点を当てており、手数料や経費の表記については手薄だった[13]。

今般採択されたファンド開示規則におけるファンド広告規制は、新たに、①手数料と経費の表記法の標準化、②手数料と経費について著しく誤解を招く説明の省略の禁止、を導入するものである。

手数料と経費の数値を含む広告や販売用資料については、ファンド間の一貫性、コストの透明性を向上させる目的で、①ファンド持ち分の販売時／売却時の手数料（或いは、その他一度きりで発生する手数料）の最大額、②手数料免除や経費返金[14]を反映する前の年間総経費（グロス）を含めることが義務付けられた。また、①と②を表記していれば、他の数値を、①と②より目立たない形で表記することも容認された。加えて、広告に手数料免除や経費返金を反映した後の年間総経費（ネット）を含む場合は、これら取り決めの終了予定日も記載することが義務付けられた。

また、手数料や経費に関する表記について、重要な事実に関連する説明の省略が誤解を招く可能性があることを規定した。例えば、ファンドが、目論見書に記載される手数料のみに依拠して低コストを謳っており、ラップ手数料やレンディング・コストなど、他のコストが生じるにも関わらず記載していないといった場合は、重大な誤解を招くものとみなされる可能性がある。

このように、ファンド広告規制は、ファンドの手数料競争を反映した広告の増加を受け、投資家保護の強化、資産運用会社間の健全な競争を促す内容になっている。

Ⅲ　ファンド名称規則の近代化

SEC が 2023 年 9 月に採択したファンド名称に関する規則の背景には、グリーンウォッシングへの懸念があるが、その影響は広範に及ぶことが想定される。以下では、ファンド名称規則の概要とその背景を整理する。

---

[12] ファンドは運用実績向上のために保有証券のレンディングをして収益を生もうとするが、そのためにはレンディング・エージェントへの手数料が発生する。レンディング・エージェントが関連会社であれば、当該運用会社と関連会社は、目論見書に反映されない方法で収益を得ることができるという潜在的な利益相反が生じ得る。

[13] 金融取引業規制機構（FINRA）の「公衆とのコミュニケーションに関する規則」では、手数料や経費の表記について、今般採択された SEC 修正規則と類似した内容の規制が整備されている。このため、ファンド広告における手数料と経費の表記に関する新たな SEC 規則は不要であるとの反対意見もあった。

[14] 手数料免除（fee waiver）とは、ファンド運用会社が投資家から徴収する手数料の一部を免除する取り決めを指す。経費返金（expense reimbursement）とは、ファンド運用会社が、既に発生した経費を投資家に返金する取り決めを指す。

１．ファンド名称規則とは

ファンド名称規則は、ファンド名が、特定の資産クラスや、産業、国・地域などに重点を置いて投資することを想起させる場合に、投資額の 80%以上をファンド名に冠した資産に投資する方針（以下、80%投資方針）を策定し、80%投資方針に則って運用するよう義務付けるものである。ファンド名称は、投資家がファンドについて最初に目にする情報であり、資産運用会社には投資家の興味を引く名称を付けようという動機が存在する。このため、投資家保護の観点から、ファンド名称と実際のファンド投資資産を整合させることが重要になる。

ファンド名称規則は、元々、2001 年 1 月に策定された規則（以下、2001 年ファンド名称規則）だが[15]、ESG 投資の拡大やデリバティブ活用の増加といったファンド業界の変化を受け、規則を近代化する必要性が高まっていた。そこで、SEC は、2020 年 3 月にファンド名称規則についてコメントを募集し、2022 年 5 月に 2001 年ファンド名称規則の修正規則案を公表、2023 年 9 月に最終規則（以下、2023 年ファンド名称規則）を採択した[16]。2001 年ファンド名称規則からの主な修正点は、①対象となるファンド名称の範囲拡大、②80%投資方針の運用に関する見直し、である（図表 3）。2023 年ファンド名称規則は、2023 年 12 月に施行され、原則として 24 か月後より適用開始となる。

図表 3　ファンド名称規則の概要

		2001 年ファンド名称規則	2023 年ファンド名称規則
対象		登録投資会社、事業開発会社	同左
概要・範囲		・ファンド名が、特定の①投資の類型、②産業、③国・地域に焦点を当てている場合に、投資額の 80%以上をファンド名に冠した資産に投資する方針（以下、80%投資方針）を策定するよう義務付け	・左の①～③に④固有の特性、を追加。グロースやバリュー、一つ以上の環境、社会、ガバナンス要素を投資の意思決定に組み込むことを示す場合などが該当
80%投資方針		・ファンドは、平時において、資産の 80%以上を、ファンド名で示した資産に投資するという方針（80%投資方針）を策定 ・ファンドは、80%投資方針を、基本方針（ファンド投資家の過半数の承認を得たときのみ変更可能な方針）とするか、80%投資方針のあらゆる変更について最低 60 日前に投資家に通知するかを選択	同左
	適用時	投資時	投資時、四半期レビュー
	80%を下回った場合	以降の投資は 80%投資方針を満たすように行う必要がある	左に加え、可及的速やかに、かつ長くとも 90 日以内に復帰する必要がある
	計算	―	デリバティブに関する計算方法の明確化
その他		―	ファンド名称に使用する用語の目論見書での定義づけ、フォーム N-PORT での説明事項追加など

（注）　1. 保証付きもしくは米国政府の承認付きであることを名称で示唆してはならないことも規定されている。
2.「非課税」を名称に用いる場合、該当する投資対象に資産の 80%以上を投資する、もしくはファンドの分配金の 80%が非課税扱いという方針を設ける必要がある。

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

[15] 1996 年に成立した全国証券市場改革法に基づいて 2001 年ファンド名称規則が採択されるまでは、SEC 職員が、誤解を招きうるファンド名称について都度、ガイドライン等を通じて見解を表明することで対応していた。

[16] SEC, 17 CFR Parts 230, 232, 239, 270 and 274, Release No. 33-11238; 34-98438; IC-3500; File No. S7-16-22, RIN: 3235-AM72, Investment Company Names, September 20, 2023.

２．ファンド名称規則の範囲拡大

2001 年ファンド名称規則は、その名称が、特定の①資産クラスや投資先企業の規模といった投資の類型（type of investment）、②産業、③国・地域、に重点を置くことを示すファンドを対象としてきたが、2023 年ファンド名称規則は、上記①～③に、④「固有の特性（particular characteristics）」を含むよう範囲を拡大した。SEC は、2001 年ファンド名称規則に服していたファンド数は、2022 年末時点でファンド全体の 60%に相当する 8,100 本であったところ、2023 年ファンド名称規則では、ファンド全体の 76%に相当する 10,300 本が対象になると推計している。

従前、SEC は、2001 年ファンド名称規則において、グロースやバリューといった投資目的や投資戦略、投資方針を示すファンド名称は、規則の範囲外であるという立場をとってきた。一方で、近年、ファンドの投資戦略は著しく多様化しており、テーマ型のファンドが増加していた。とりわけ、ESGファンドに関しては、グリーンウォッシングの問題が顕在化していた。SEC 検査部は、2021 年 4 月にリスク警告として ESG 投資レビューを公表し、ファンドが使用する ESG 関連用語が明確でないために投資家に混乱が生じていることなどを指摘した。SEC は、2022 年に入ると、複数の資産運用会社に対し、投資先企業の ESG に関する情報開示が不十分などとして、制裁金を課した。つまり、2001 年ファンド名称規則ではカバーされていないファンド名称において、投資家保護の観点から、問題が生じていた。

こうした背景から、2023 年ファンド名称規則は、「固有の特性」を追加することで、対象となるファンドの範囲を拡大した。SEC は、2023 年ファンド名称規則が将来にわたり有効であり続けることを目的に、「固有の特性」を定義づけなかったが、グロースやバリュー、ESGやサステナビリティ関連、テーマ型投資などを示す名称が該当すると説明している。資産運用会社・業界団体からは、規則を遵守するためのオペレーションが複雑になりコストが嵩む、2001 年ファンド名称規則よりも主観的で曖昧な基準となる、特にグロースとバリューという用語には明確な定義がない、といった反論もみられた。しかし SEC は、2001 年規則でも明確な定義が存在しない用語を対象としており、ファンド名称には一定程度の柔軟性が与えられていること[17]、投資家保護という目的からそうしたコストは正当化される、などとして規則案の規定を維持することとした。

ここで、「バランス型」「ターゲット・デート・ファンド」などは、特定の投資対象に重点を置くものではないため、2023 年ファンド名称規則でも引き続き対象外となっている。また、「グローバル」や「インターナショナル」といった用語も、「日本」や「欧州」といった特定の地域を指すものではないため、これらの用語のみに基づき、ファンド名称規則の対象に該当することはないと説明されている。

[17] SEC は、ファンド名称規則における「特定の地域」に該当する「ラテンアメリカ」を名称に含んでいても、ラテンアメリカ市場からの収益が過半である発行体への投資としたり、メキシコを除くラテンアメリカを本拠とし、収益の大半をラテンアメリカから得ている発行体への投資とすることもできる、と例示している。

なお、2023 年ファンド名称規則は、対象となるファンドに対して、ファンド名称に使用した用語の定義と、投資対象の選択で使用する基準がある場合はその基準について、目論見書で開示することを義務化した。また、ファンド名称で使用する用語が、投資家の理解度向上のため、平易な表現か、確立された業界用語でなければならないことも規定された。

３．80%投資方針の運用に関する見直し

2023 年ファンド名称規則においては、対象となるファンド名称の範囲拡大だけでなく、80%投資方針の運用に関する見直しが行われた。

ファンド名称に整合的な投資資産は、80%投資方針に従って、ファンドの資産（純資産と投資目的での借入総額の合計）の 80%以上を占める必要があることから、80%バスケットと呼ばれる。ファンドは、投資する際に、その投資対象が、80%バスケットに該当するか否かを決定するが、これを投資時テストと呼ぶ[18]。投資時テストは元々、市場変動や新規投資家からの資金流入などによって、80%の閾値を下回ったファンドがリバランスを行う事態を避けるために導入された。

2023 年ファンド名称規則では、投資資産が 80%バスケットに該当するか否かを決定するタイミングとして、投資時テストに加えて、四半期レビューの導入を決定した。例えば、ファンドは投資対象 A を購入する際、投資対象 A が 80%バスケットに含まれるか否かを決定する（投資時テスト）。その後、投資対象 B を購入した際、ファンドは投資対象 B が 80%バスケットに含まれるか否かを決定する（投資時テスト）。この時、ファンドは投資対象 A の資産価値を考慮する必要があるが、投資対象 A が 80%バスケットに含まれるか否かを再テストする必要はない。そして、四半期ごとに、ファンドは投資対象 A、B それぞれが、80%バスケットに該当するか否かを再テスト（四半期レビュー）する必要がある。

80%バスケットの資産価値が、ファンド資産価値の 80%という閾値を一時的に下回る場合についての対応も厳格化された。元々、2001 年ファンド名称規則においてファンドは、80%の閾値を下回った場合、以降の投資は再び閾値を上回るように行う必要がある、と規定されていた。これに加え、2023 年ファンド名称規則では、市場の急変動や大規模な資金流出入といった有事の際に 80%の閾値を維持できなくなった場合や、投資時テストや四半期レビューを通じて 80%の閾値を下回っていることが判明した場合は、可及的速やかに、かつ長くとも 90 日以内に、再び 80%の閾値を上回ることが義務付けられた[19]。四半期レビューの追加と併せて、ファンド名称が継続的に投資資産と整合することを目的としている。

[18] SEC は、投資資産が 80%バスケットに該当するか否かについて、ガイダンスを提供している。例えば、特定の産業に焦点を当てたファンドの場合、投資する有価証券の発行体の売上か収益の 50%以上が、当該産業に由来するものであれば、該当するなどと説明している。

[19] なお、2023 年の修正規則では、ファンドのローンチ時に関しては、オペレーション開始日から 180 日以内であれば 80%投資方針を充足せずによいことなども規定された。

また、ファンドがデリバティブを活用する場合の、投資資産と 80%バスケットの価値の計算方法も見直された。2001 年ファンド名称規則ではデリバティブに関する計算方法が明記されていなかったが、デリバティブを活用するファンドの増加を受け、2023 年ファンド名称規則では、原則として市場価値でなく想定元本を使用することを義務付けるなど、計算方法や扱いを明確化した。

加えて、2023 年ファンド名称規則は、ファンドの保有銘柄に関する SEC への月次報告であるフォーム N-PORT にて、①各投資資産が 80%バスケットに該当するか否か、②80%バスケットの資産価値と対ファンド資産の比率、③ファンド名称に使用する用語の定義と投資対象選択の基準を報告することを義務付けた[20]。

このように、2023 年ファンド名称規則は、対象となるファンドの範囲を拡大したことに加え、80%投資方針の運用を厳格化するものである。資産運用会社は、これまで以上に、ファンド名称を熟考することが求められるといえる。

Ⅳ おわりに

投資家報告書については、SEC がさらなる簡素化を図るために、内容の見直しだけでなく、シリーズ毎、シェアクラス毎の作成・交付を義務付けた点が注目される。投資家にとっての利便性を向上するための一歩踏み込んだ措置と言えるが、資産運用会社にとっては分冊化という手間が生じることになる。新たな投資家報告書が、投資家にとっての理解向上につながるのか、定期的な確認が必要になろう。

ファンド名称規則については、SEC が既存の規制枠組みを更新する形でグリーンウォッシングへの対応を図った点が注目される。2023 年ファンド名称規則は、ESG ファンドに限定せずに、資産運用会社に対して、ファンド名称が投資資産の性格を正確に反映しているか、入念に検討するよう規律付ける規制アプローチと捉えられる。注目度の高いグリーンウォッシングに留まらず、ミスリーディングなファンド名称を巡る広範な問題へも対応できるものとなる。他方で、資産運用会社の負担が増すことに加え、例えば、これまでにない切り口のファンドの登場を阻害し得ることなどは懸念材料となる。

個人投資家にとっての利便性とわかりやすさを重視した、今般の SEC のファンド開示に関する規制改革が、ファンドの運用会社・販売会社のビジネス戦略にどのような影響を及ぼすか、家計によるファンド選択ないし資産形成に貢献していくか、今後の動向を注視していきたい。

[20] BDC と MMF はフォーム N-PORT の報告義務対象でないため除かれる。