

米国の投信目論見書改革案に対する投資家の反応

(付：企業財務報告の XBRL 化と投信情報開示の関連)

平成 20 年 9 月 26 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

米国の投信目論見書改革案に対する投資家の反応
(付：企業財務報告の XBRL 化と投信情報開示の関連)

—要約—

昨年来、米国で検討されている投信目論見書の大改革（簡素化）に関連し、SEC（証券取引委員会）およびICI（投資会社協会）は、米国投資家の投信目論見書の利用実態、および今回の改革案に対する投資家の反応などを調査した結果を発表した。

それによると、現在、投信目論見書をよく読んでいる投資家は3分の1程度に過ぎず、読まれていない理由は「難しい」「内容が多すぎる」ことにある。したがって今回の簡素化案についての支持率は高く、またSECが考えている「目論見書交付にネットを活用する」ことの素地は整いつつある（投資家のネット利用率が高い）ことなどが判明した。

なお、SECが別途提案している企業財務報告のXBRL化に関連し、ICIは「投信に“割安”はない」ことなどから、ファンド財務諸表をXBRL化の対象から外すことに賛成の意見書を提出している。

米国の投信目論見書改革案に対する投資家の反応

(付：企業財務報告の XBRL 化と投信情報開示の関連)

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

米国 SEC (証券取引委員会) は 07 年 11 月に、投信目論見書の交付方法を合理化する (= 投資家に 3~4 ページ程度の要約目論見書を交付し、目論見書本体をネット上に掲載すれば、目論見書の交付義務を満たしたと認める) 規則改正を提案した¹。その提案に対するパブリックコメントの受付 (3 ヶ月間) を 08 年 2 月末に一たん終了し、各方面から 110 通を超えるコメントが寄せられた (ここまでの経緯は 08 年 3 月に本トピックス欄で「米・欧の投信目論見書改革のうごき」として紹介した)。

その後、この問題に関連し幾つかの動きがあった。先ず米国投信業界の団体である ICI (Investment Company Institute、投資会社協会) は、上記 SEC 提案について投資家の反応・意見およびインターネット利用率を調査した結果を 08 年 3 月に発表した (SEC 提案の妥当性が裏付けられる結果となった)。

一方、SEC も民間に委託して独自に二つの投資家調査を行った。一つは目論見書の使用実態について 1,000 人の証券保有者を対象とした電話インタビューであり、もう一つは今度の要約目論見書案について意見を聞くため 3 グループで実施したフォーカス・グループ・インタビュー²である。SEC は 7 月末にこの二つの調査結果を発表、これをふまえての各方面の意見を募るため、再び本件に関するパブリックコメントを 1 ヶ月間受付けた。

そこで、以上の動きの中から、米国における投信目論見書の利用実態、改革提案についての投資家の反応・意見を紹介するとともに、米国で別途検討されている企業財務報告の XBRL³化と投信ディスクロージャーの関連についてまとめてみた。

¹ “Enhanced Disclosure and New Prospectus Delivery Option for Registered Open-end Management Investment Companies”, SEC Release No.33-8861, Nov.21,2007

² ある問題についての人々の意向を詳しく把握するため、6-10 人程度の少人数の座談会形式でおこなう意見聴取方法。

³ eXtensible Business Reporting Language : データに属性情報を付すことで高度な利用 (企業間比較をおこなうにあたってデータを利用者のパソコンに直接取り込めるので再入力が必要としないなど) を可能とする、国際的に標準化された、財務諸表等に使用されるコンピューター言語。日本では金融庁 EDINET および東京証券取引所の TDnet に既に導入されている。

1. 07年11月のSEC提案の内容整理

先ず07年11月のSEC提案のポイントを整理しておく、次のとおりである。

(1) 投信目論見書の冒頭部分に「要約セクション」の設置を義務付ける。

投信目論見書の冒頭に最重要情報をまとめた「要約セクション」を設け、そこに次の7項目を記載する。記載にあたっては、次の配列に従うこと（配列変更は認めない）、分かりやすい表記（plain English）を用いること、簡潔に3～4ページに収めることを要求している。

- (イ) ファンドの投資目的
- (ロ) 手数料・報酬等の一覧表
 - (付) ポートフォリオ回転率
- (ハ) 投資戦略・リスク・パフォーマンス
 - パフォーマンスについては四半期ごとに更新する。
- (ニ) 組入れ上位10銘柄
 - パフォーマンスと同様に四半期ごとに更新する。
- (ホ) 投資顧問会社・サブアドバイザー・運用担当者（担当年数をふくむ）
- (ヘ) 購入・売却方法、税制
- (ト) 投信会社から販売会社への報酬支払いに関する記述⁴

(2) 投信目論見書の交付方法について新しい選択肢を設ける。

上記の要約セクションを独立させた「要約目論見書」（“Summary Prospectus”）を作成して投資家に交付し、目論見書本体を投信会社のWebサイトに掲載すれば、1933年証券法が規定する目論見書の交付義務を満了したと認める（ただし、投資家から請求があった場合には目論見書本体を紙で送るか、またはe-mailで送付する）。

2. 投資家による現在の投信目論見書の利用状況・評価（SEC調査）

SECの投資家1,000人電話調査による投信目論見書の利用状況・評価は次のとおりであった。

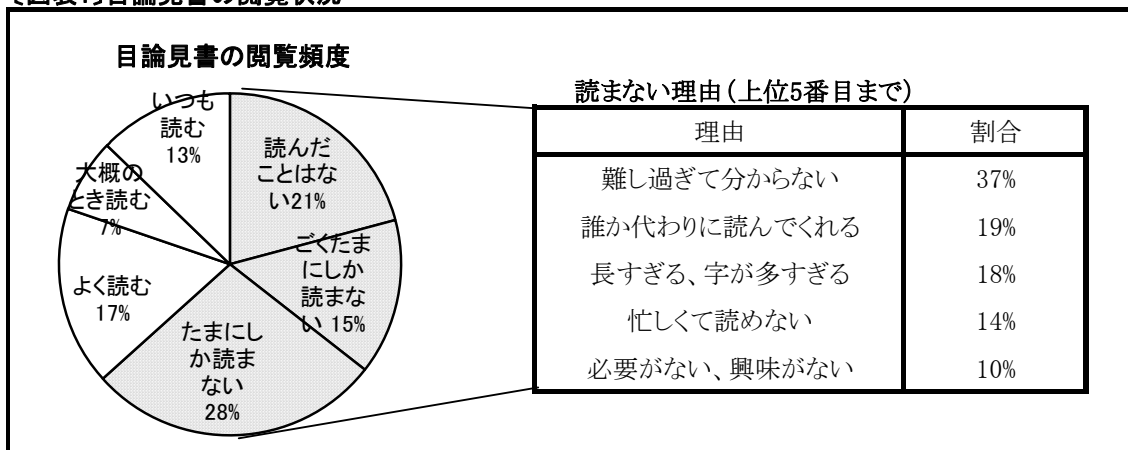
(1) 3分の2がよく読んでいない

先ず「目論見書を受け取ったときにどの程度読んでいるか」については、図表1のとおりである。約3分の2が「たまにしか読まない(28%)」、「ごくたまにしか読まない(15%)」、「読んだことはない(21%)」と答えている。そしてこの3分の2の投資家に読まない理由

⁴ (ト) は「投資家が証券会社や銀行などを通じてファンドを買う場合は、投信会社から販売業者へ販売報酬が支払われる場合があり、それは販売業者のファンド推奨に影響を与える可能性があること」の記載を義務付けようというものである。これは、数年前からSECが検討している「販売者と投資家間の利益相反の可能性（販売者が販売報酬の多いファンドを売ろうとして、投資家にとって最適のファンドを奨めない可能性）」の販売時点開示の一環である。

を聞いたところ、「難しすぎて分からない」という答えが一番多かった。

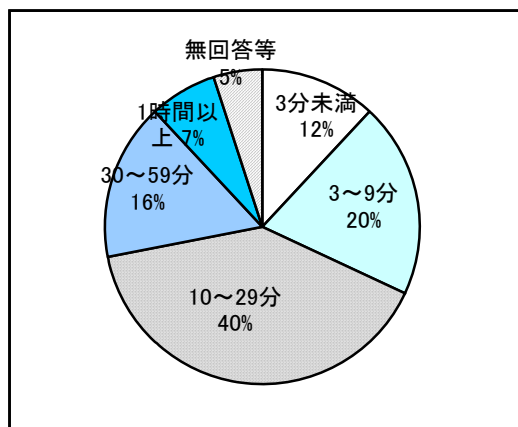
〔図表1〕目論見書の閲覧状況



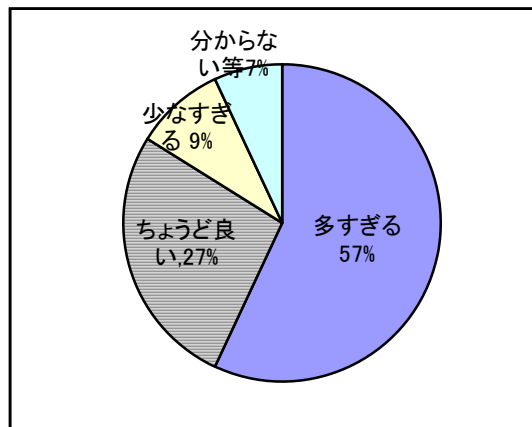
次に、今まで目論見書を読んだ経験のある投資家に対し、「平均どの位の時間をかけて目論見書を読んだか」を尋ねた結果は図表2のとおりである。「10分から29分」が40%を占めて一番多い。図表にはないが男女別では、男性の方が時間をかけて読む傾向が強い（「1時間以上」と答えた人の比率が女性の3%に対し男性では11%となっている）。

また目論見書に含まれる情報量については「多すぎる」と答えた人が57%おり、「少なすぎる」(9%)の6倍以上に達している。「ちょうど良い」と答えた投資家は3割弱である。

〔図表2〕目論見書を読むために費やす時間



〔図表3〕目論見書に含まれる情報量

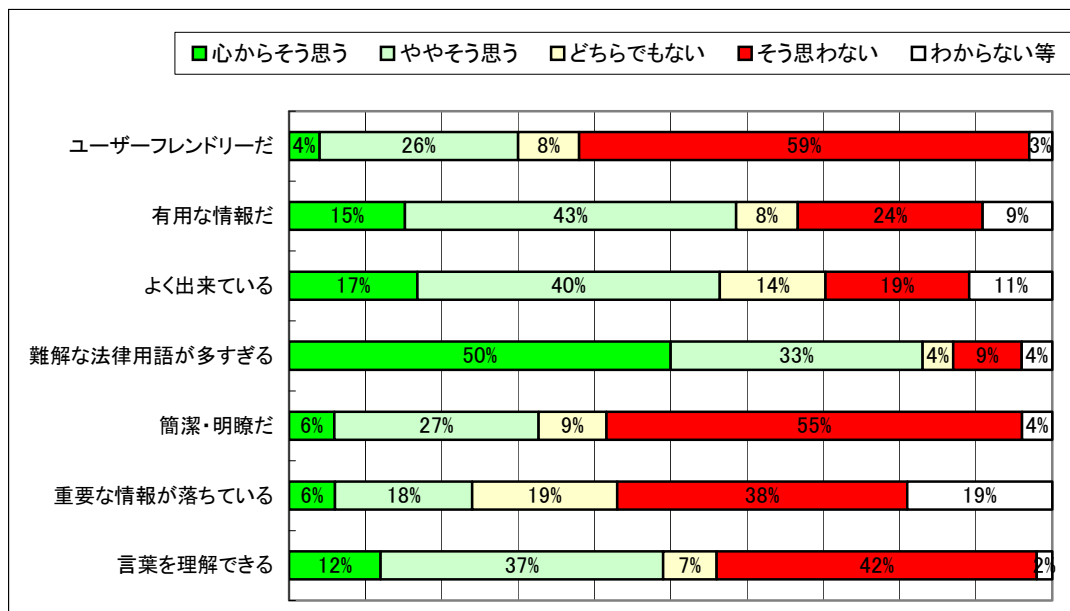


そして「投信目論見書を受け取ったことがある」と答えた全ての投資家に、投信目論見書の総合評価を聞いた結果が図表4のとおりである。

「有用な情報だ」との評価が58%、「よく出来ている」との評価も57%あるが、一方、83%の投資家は「難解な法律用語が多すぎる」と感じており、「ユーザーフレンドリーでな

い」と思っている投資家も 59%を占めている。

〔図表4〕投信目論見書に対する評価



3. SEC 提案に対する投資家の意見 (ICI 調査および SEC 調査)

07 年 11 月の SEC 提案について、ICI は 500 人の投資家の意見を聞いた。その結果は次のとおりである。

(1) 簡素化について圧倒的支持

先ず、投資家が受け取る目論見書を 3~4 頁程度の短いものにする事について、ICI は、投資家に SEC 提案の要約目論見書見本 (10~12 頁に掲載) を見せて意見を聞いたところ、図表 1 のように肯定意見が圧倒的に多かった。

〔図表5〕投資家は短い目論見書に大賛成

| | 強くそう思う | ややそう思う | 合計 |
|--|--------|--------|-----|
| このような短い文書にすれば、ファンド間の比較が容易になる | 65% | 29% | 94% |
| 私は、長くて詳しい文書よりも、このような短い文書の方が読みそうだ | 83% | 11% | 94% |
| 提案されている要約文書の3-4頁という長さは適当だ | 70% | 26% | 96% |
| (要求すれば詳しい文書も貰えるなら)この要約文書は投資家が投信を知るに十分だ | 69% | 25% | 94% |

(筆者注) SEC のフォーカス・グループ・インタビューにおいても、「短い要約目論見書」は多くの支持を受けている。

(2) 「項目別の重要度」に大きな差異

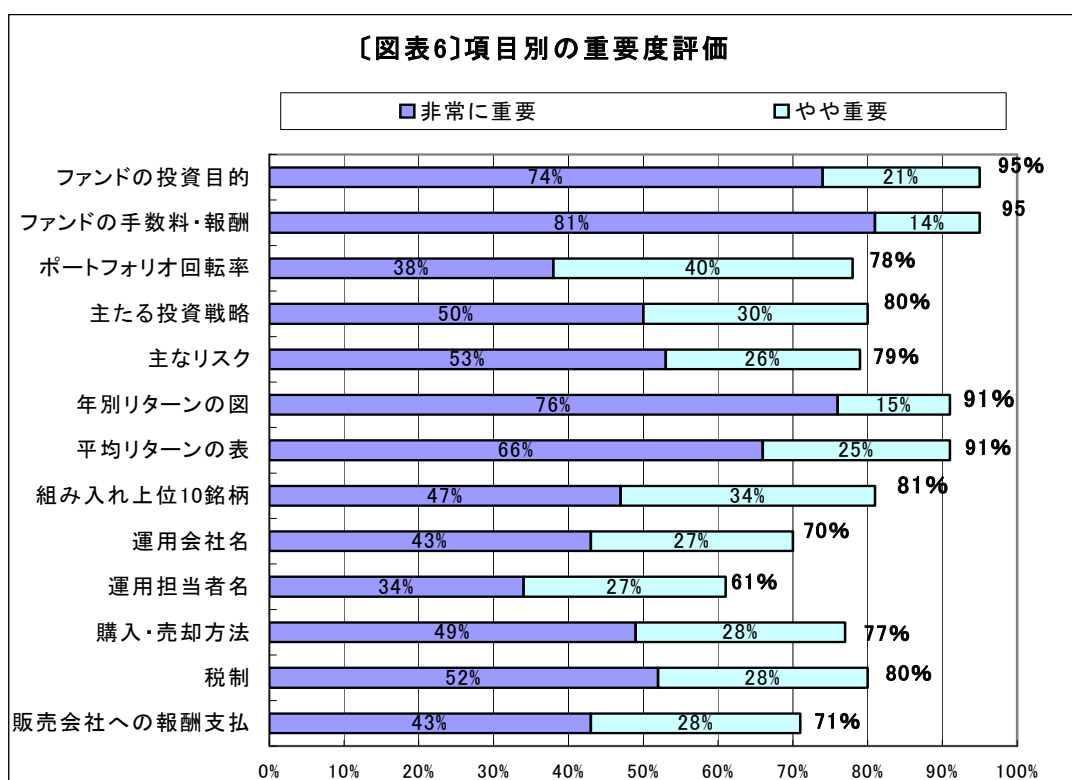
要約目論見書に載せる項目案（3頁に記載、具体的表示イメージは10～12頁に掲載）について、ICIが「投資家が重要と考える度合い」を聞いたところ興味深い結果が出た。

質問は各項目について「非常に重要であり要約目論見書に盛り込む必要がある」「やや重要でスペースがあれば入れるべきだ」／「有用だがネットまたは要求により入手できれば十分だ」「重要ではない、要約目論見書に入れる必要なし」のどれに該当するかを尋ねた。

図表2のように、各項目とも「非常に重要」または「やや重要」の評価を受けているが、その重要度の度合いについて大きな差が出ている。

3分の2以上の投資家が「非常に重要」と評価した項目は“ファンドの投資目的”、“手数料・報酬”、“年別リターン of 図”、“平均リターン of 表”である。これらの項目は「やや重要」を含めると90%以上の投資家が、要約目論見書に入れるべきだと考えている。次に半分程度の投資家が「非常に重要」と評価した項目は“主たる投資戦略”、“主なリスク”、“税制”である。

そして残りの項目は「非常に重要」だと考える投資家の比率が50%以下であった。残りの項目とは“ポートフォリオ回転率”、“組み入れ上位10銘柄”、“運用会社名”、“運用担当者名”、“購入・売却方法”、“販売会社への報酬支払い”である。しかし、50%以上の投資家は上記全部の項目について少なくとも「やや重要」と評価しており、スペースがあれば要約目論見書に盛り込むべきだと考えている。



(筆者注) 目論見書記載項目について、SEC の1,000人電話調査においては次のような結果が出ている。

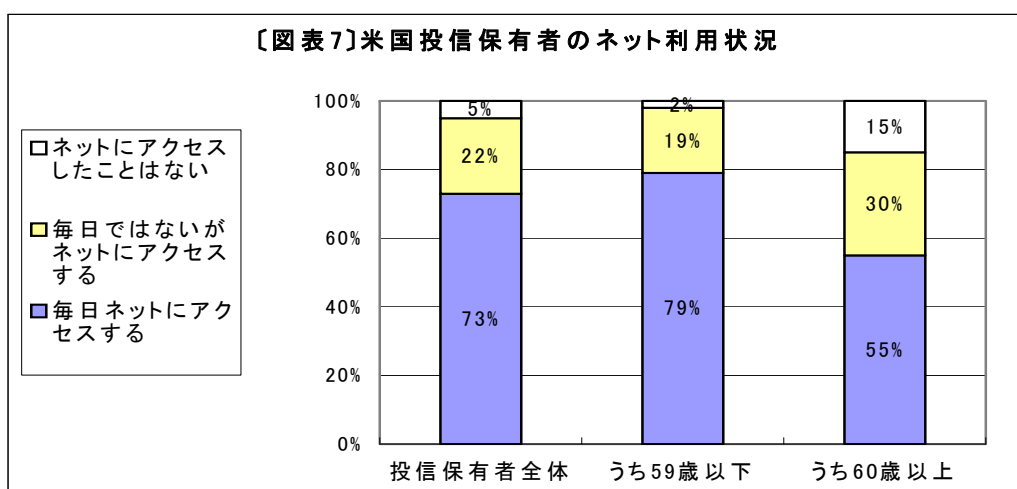
質問項目が ICI 調査とは若干異なるが、投資家が目論見書を閲覧する際に「探し求める項目」として上位に挙げたのは①「パフォーマンス」50%、②「投資目的・投資戦略」29%であり、次いで③「コスト」10%、「運用者」10%が続いている。10%未満の項目は「組み入れ上位10銘柄」8%、「財務諸表」7%、「リスク」4%、「購入・売却方法」1%、「ブローカーその他仲介者への支払い」1%であった。

一方、SEC のフォーカス・グループ・インタビューの報告書においては「組み入れ上位10銘柄の情報は必要だとする投資家が多かった」と結論づけている。これについて ICI (=SEC 提案のうち、「パフォーマンスおよび組み入れ上位10銘柄を四半期毎に更新すること」に反対を表明しており、今回の SEC 提案の是非に関する大きな争点になっている) は、8月29日に SEC へ提出した意見書の中で「フォーカス・グループ・インタビューは、①わずか25人の意見であり全米8,800万人の投信保有者の意向を反映しているとは思えない、②報告書のまとめ方が参加者の意見を正しく反映していない、③情報提供にともなうコスト・手間などの話をされないで意見を聞かれれば、投資家は「情報は多い方が良い」と答えやすい」などと反論している。

4. 投信保有者のインターネット利用率は95% (ICI 調査)

SEC 提案が「要約目論見書を投資家に交付し、目論見書本体を投信会社の Web サイトに掲載すれば、1933年証券法が規定する目論見書の交付義務を満了したと認める」となっており、ネットの活用を重視するものであることから、ICI は米国の投信保有者が実際にどの程度インターネットを利用しているかについても調査した。

図表3のとおり投信保有者の95%はネットを利用しており、73%は毎日ネットにアクセスしている。60歳以上の利用率は59歳以下に比べれば低い、それでも85% (うち過半数が毎日) がネットを利用している。



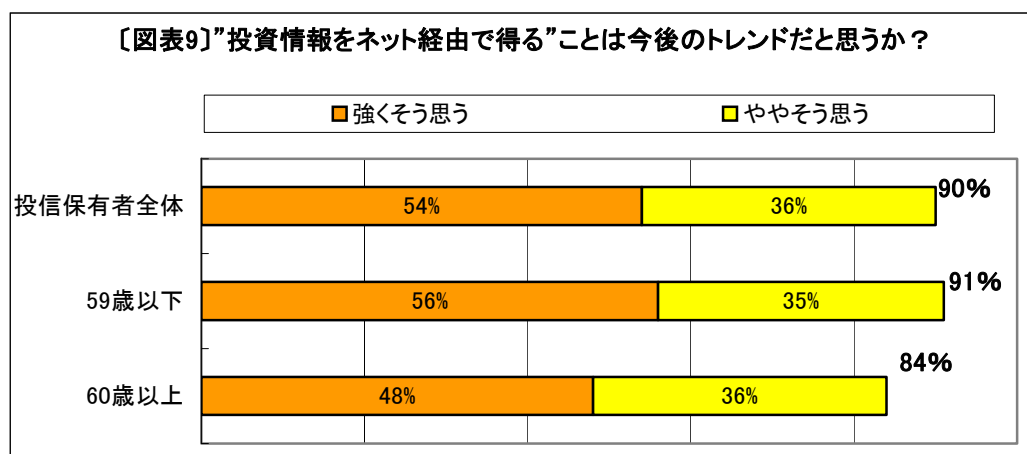
(筆者注) SEC の 1,000 人電話調査においても、インターネットにアクセスした経験のある投資家の比率は 90%に達していた。

次に ICI は投信保有者が「情報収集」のためにネットを利用しているかどうかを調べた。結果は図表 4 のとおり、ネット利用者のうち約 9 割が (60 歳以上でも 8 割以上が) ネットを情報収集のために利用している。一方、売買発注に利用している投資家は 3 割程度であった。

〔図表8〕 過去1年間に、おカネに関連してネットをどう利用したか(複数回答)

| | 投信保有者全体 | うち59歳以下 | うち60歳以上 |
|----------------------|---------|---------|---------|
| 貯蓄・投資情報の収集(下記①～④) | 88% | 89% | 84% |
| ①預金・投資口座の残高確認 | 82% | 84% | 74% |
| ②お金についてのチャット・ブログへの参加 | 11% | 13% | 4% |
| ③その他投資情報の収集 | 69% | 72% | 57% |
| ④投信会社ホームページ閲覧 | 55% | 56% | 52% |
| FPとのコンタクト | 23% | 21% | 28% |
| 売買の発注 | 32% | 31% | 34% |

そして今後の方向について尋ねたところ、9 割の投資家が「投資情報をネット経由で得ることは今後のトレンド」だと答えている (図表 5)。



以上のような調査結果から ICI は、目論見書交付にネットを活用することについて投資家の支持率は高いと結論付けている。

(付) 財務諸表報告等の XBRL 化と投信情報開示の関連

(1) 「ファンドの財務諸表を XBRL 化の適用除外とする」 ことについて投信業界は賛成 (「投信に “割安” はない」)

08 年 5 月 30 日に、SEC は米国上場の株式公開会社を対象に「財務諸表について、XBRL を使用した双方向型データ形態 (interactive data format) による SEC への届出と各社ウェブサイトへの掲載を義務づける」提案を行った。

ICI は、SEC が上記の提案対象からミューチュアル・ファンド (オープンエンド型投資会社) を外していることについて「賛成」との意見書を 8 月 1 日に SEC に提出した。その意見書の中で、ICI は「投信の財務諸表について XBRL 化のメリットは小さい」とし、その理由を次のように述べている。

「企業財務諸表の XBRL 化は、投資家や市場関係者が、企業の利益・キャッシュフロー・資産価値に比べ市場価格が割安な (“under-valued”) 株式を迅速・正確に見出すことに役立つ。しかしミューチュアル・ファンドの場合は、組入れ資産を時価評価した純資産価値そのものにより買付や解約が行われるのであるから、割安 (“under-valued”) はあり得ない。言い換えれば、ミューチュアル・ファンドについて投資家や評価機関が (特にパフォーマンスを測定するために) 重視する要素は、ファンドのトータル・リターンであり、それはファンドの財務諸表には含まれていない。」

(2) 「“リスク・リターン要約” の XBRL 化の義務付けは時期尚早」と投信業界は主張

一方、SEC はミューチュアル・ファンドについて、08 年 6 月に「目論見書の記載項目である “リスク・リターン要約” について XBRL 化を義務づける」提案を行った。

(筆者注：リスク・リターン要約とは、10 頁以下に掲載の「要約目論見書 (案) のイメージ」のうち、10 頁の「ファンドの投資目的」から始まって 12 頁の「平均リターンの表」までの部分である)。

これに対し ICI は 08 年 8 月に「リスク・リターン要約の XBRL 化の義務付けは、時期尚早である」との反対意見書を SEC に提出した。

その理由として ICI は「①SEC が 07 年 11 月におこなった目論見書改革提案の結論がまだ出ていない (結論の出方によってはリスク・リターン要約の内容・配列が変わってしまう可能性もある)、②XBRL 化のためのタクソノミ (専用フォーム) やツールの検討がまだ不十分である、③XBRL 化のコスト対便益についての情報が不十分である」などを挙げている。そして「SEC は先ず目論見書改革についての結論を早く出すことに全力を注ぐべきだ」と述べている。

(参考) SEC が提案している「要約目論見書」案のイメージ

(1 ページ目)

Hypothetical Summary Prospectus – Prepared By SEC Staff – For Illustrative Purposes Only

THE XYZ BALANCED FUND

(Class A and Class B Shares)

SUMMARY PROSPECTUS

November 1, 2007

Before you invest, you may want to review the Fund's prospectus, which contains more information about the Fund and its risks. You can find the Fund's prospectus and other information about the Fund, including the statement of additional information and most recent reports to shareholders, online at [Web address]. You can also get this information at no cost by calling 1-800-000-0000 or by sending an e-mail request to [e-mail address]. The Fund's prospectus and statement of additional information, both dated April 27, 2007, and most recent report to shareholders, dated June 30, 2007, are all incorporated by reference into this Summary Prospectus.

ファンドの投資
目的

Investment Objective: Income and capital growth consistent with reasonable risks.

手数料・報酬等の
一覧表

Fees and Expenses of the Fund: The tables below describe the fees and expenses that you may pay if you buy and hold shares of the Fund. You may qualify for sales charge discounts if you and your family invest, or agree to invest in the future, at least \$25,000 in XYZ Funds.

| Shareholder Fees (fees paid directly from your investment) | | |
|---|---------|---------|
| | Class A | Class B |
| Maximum Sales Charge (Load) Imposed on Purchases (as percentage of offering price) | 5.75% | None |
| Maximum Deferred Sales Charge (Load) (as percentage of the lower of original purchase price or sale proceeds) | None | 5.00% |

| Annual Fund Operating Expenses (ongoing expenses that you pay each year as a percentage of the value of your investment) | | |
|---|--------------|--------------|
| | Class A | Class B |
| Management Fees | 0.66% | 0.66% |
| Distribution (12b-1) Fees | 0.00% | 0.75% |
| Service (12b-1) Fees | 0.23% | 0.23% |
| Other Expenses | 0.28% | 0.46% |
| Total Annual Fund Operating Expenses | 1.17% | 2.10% |

Example

The Example below is intended to help you compare the cost of investing in the Fund with the cost of investing in other mutual funds. The Example assumes that you invest \$10,000 in the Fund for the time periods indicated. The Example also assumes that your investment has a 5% return each year and that the Fund's operating expenses remain the same. Although your actual costs may be higher or lower, based on these assumptions your costs would be:

| | 1 year | 3 years | 5 years | 10 years |
|--|--------|---------|---------|----------|
| Class A (whether or not shares are redeemed) | \$687 | \$925 | \$1,182 | \$1,914 |
| Class B (if shares are redeemed) | \$713 | \$958 | \$1,329 | \$1,974 |
| Class B (if shares are not redeemed) | \$213 | \$658 | \$1,129 | \$1,974 |

(参考) SEC が提案している「要約目論見書」案のイメージ

(2 ページ目)

Hypothetical Summary Prospectus – Prepared By SEC Staff – For Illustrative Purposes Only

ポートフォリオ
回転率

Portfolio Turnover

The Fund pays transaction costs, such as commissions, when it buys and sells securities (or “turns over” its portfolio). A higher portfolio turnover may indicate higher transaction costs. These costs, which are not reflected in annual fund operating expenses or in the example, affect the Fund’s performance. During the most recent fiscal year, the Fund’s portfolio turnover rate was 63% of the average value of its whole portfolio.

主たる投資戦略

Principal Investment Strategies: The Fund invests mainly in common stocks, bonds, and notes of U.S. and foreign companies.

主なリスク

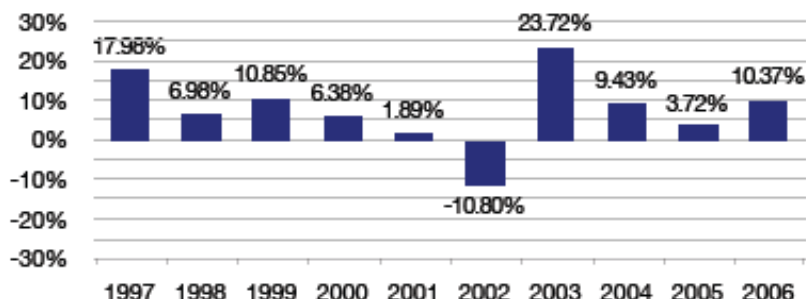
Principal Risks:

- You could lose money by investing in the Fund.
- Risk Number Two –
- Risk Number Three –
- Risk Number Four –
- Risk Number Five –

年別リターンの
図

Annual Total Return: The following bar chart and table provide some indication of the risks of investing in the Fund. The bar chart shows changes in the Fund’s performance from year to year for Class A shares. The table shows how the Fund’s average annual returns for 1, 5, and 10 years compared with those of a broad measure of market performance. The Fund’s past performance (before and after taxes) is not necessarily an indication of how the Fund will perform in the future.

Sales charges are not reflected in the bar chart, and if those charges were included, returns would be less than those shown.



Best Quarter (ended 6/30/03): 12.08%. Worst Quarter (ended 9/30/01): -11.06%. The year-to-date return as of the most recent calendar quarter, which ended September 30, 2007, was 7.03%.

(参考) SEC が提案している「要約目論見書」案のイメージ

(3 ページ目)

平均リターンの
表

Hypothetical Summary Prospectus – Prepared By SEC Staff – For Illustrative Purposes Only

| Average Annual Total Returns for Periods Ended December 31, 2006 | | | |
|---|--------|---------|----------|
| | 1 Year | 5 Years | 10 Years |
| Class A (Return Before Taxes) | 4.04% | 5.72% | 7.26% |
| Class A (Return After Taxes on Distributions) | 2.48 | 4.52 | 5.05 |
| Class A (Return After Taxes on Distributions and Sale of Fund Shares) | 2.30 | 4.34 | 4.90 |
| Class B (Return Before Taxes) | 4.38 | 5.62 | 7.12 |
| S&P 500 Index (reflects no deduction for fees, expenses or taxes) | 15.79% | 6.19% | 8.42% |

The after-tax returns are shown only for Class A shares and are calculated using the historical highest individual federal marginal income tax rates and do not reflect the impact of state and local taxes. Actual after-tax returns depend on an investor's tax situation and may differ from those shown. After-tax returns are not relevant to investors who hold their Fund shares through tax-deferred arrangements, such as 401(k) plans or individual retirement accounts.

組み入れ上位
10 銘柄

| Top Ten Portfolio Holdings (percent of total net assets) as of September 30, 2007 | | | |
|---|-------------------------|------|----------------------|
| Rank | Security | Rank | Security |
| 1 | XYZ, Inc. (3.0%) | 6 | The DEF Co. (1.3%) |
| 2 | The ABC Co. (2.3%) | 7 | The NOP Corp. (1.3%) |
| 3 | XYZ Growth, Inc. (1.7%) | 8 | HIJ Co. (1.1%) |
| 4 | The TUV Corp. (1.6%) | 9 | ABC Corp. (1.0%) |
| 5 | QRS Co. (1.4%) | 10 | OPQ, Inc. (0.9%) |

運用会社名

Investment Adviser: XYZ Management Company, LLC

運用担当者名

Portfolio Manager: John E. Smith, CFA, Vice President and Equity Portfolio Manager of XYZ Management Company, LLC. Mr. Smith has managed the Fund since 2005.

購入・売却方法

Purchase and Sale of Fund Shares: You may purchase or redeem shares of the Fund on any business day online or through our Web site at [Web address], by mail (XYZ Funds, Box 1000, Anytown, USA 10000), or by telephone at 800-000-0000. Shares may be purchased by electronic bank transfer, by check, or by wire. You may receive redemption proceeds by electronic bank transfer or by check. You generally buy and redeem shares at the Fund's next-determined net asset value (NAV) after XYZ receives your request in good order. NAVs are determined only on days when the NYSE is open for regular trading. The minimum initial purchase is \$2,500. The minimum subsequent investment is \$100 (or \$50 under an automatic investment plan).

税制

Dividends, Capital Gains, and Taxes: The Fund's distributions are taxable, and will be taxed as ordinary income or capital gains, unless you are investing through a tax-deferred arrangement, such as a 401(k) plan or an individual retirement account.

販売会社への
報酬支払

Payments to Broker-Dealers and Other Financial Intermediaries: If you purchase the Fund through a broker-dealer or other financial intermediary (such as a bank), the Fund and its related companies may pay the intermediary for the sale of Fund shares and related services. These payments may influence the broker-dealer or other intermediary and your salesperson to recommend the Fund over another investment. Ask your salesperson or visit your financial intermediary's Web site for more information.