

投信利用者からの提言  
～私たちが望む運用報告書とは～

2012年8月20日

投信の運用報告書と情報開示のあり方を考える会

## 【目次】

1. 7・20 緊急フォーラムの開催について
2. 緊急フォーラム開催要領
3. 緊急フォーラムでの意見交換の記録
4. “私からの提言”
5. 運用報告書記載事項に関するアンケート結果
6. 緊急フォーラムを終えて（座長報告）

### （付属資料）

緊急フォーラム参加者及び意見をお寄せ下さった方々のプロフィール

### （参考資料）

- （1）米国 SEC の 30 日イーールドに関するルール
- （2）米国 SEC のミューチュアル・ファンドにおける運用担当者情報の開示規制

## 1. 7・20緊急フォーラムの開催について

さる7月20日、「投信の運用報告書と情報開示のあり方を考える会議」と題する緊急フォーラムを開催させていただきました。

ご承知の通り、金融審議会の投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループが7月3日に中間論点整理を公表し、その中で「運用報告書の見直しを行うことが適当」との判断を示しました。それにより、まずは記載事項等について、投資家や市場関係者の意見を聴くなどして事務局（金融庁）が検討を行い、年後半に再開が予定されている同ワーキング・グループにおいて討議されると思われま

す。今回の緊急フォーラムは、こうした動きに先んじ、運用報告書の改善案の検討を金融当局や事業者任せにするのではなく、個人投資家や、個人投資家と事業者の間の情報格差を埋める役割を担う専門家等の意見を広く集め、金融庁や投信協会に届けることを目的として、開催を呼びかけさせていただきました。開催に当たっては、実現可能な提案を行うために、投信の計理や情報開示に詳しい有識者にもご参加をお願いいたしました。

急な呼びかけにもかかわらず、多くの方々が7月20日の夜にご参集くださいました。また、当日参加できなかった方々からもご意見をお寄せいただきました。お忙しい中、この緊急フォーラム開催にご協力くださいました方々に、この場を借りて心よりお礼を申し上げます。

改めて申すまでもなく、投資信託は投資の初心者が勧誘を受けて利用することの多い商品であり、利用者の半数近くが運用報告書を読んだことがない、という現実があります。この緊急フォーラムの提言が「普通の個人投資家でも読める・読みたくなる運用報告書」の実現に向けての第一歩となることを願ってやみません。

なお、このようなネットワーキングによる活動はフォスター・フォーラムとしては初めての試みでありましたが、良質な投資信託を育てたいという思いを同じくする方々と出会えたことは、私どもフォスター・フォーラムにとって大きな勇気となりました。今後も、このような機会を重ね、良質な金融商品を育てるための輪を広げていくことを予定しておりますので、引き続きご支援・ご協力のほどよろしくお願い申し上げます。

最後になりますが、今回の緊急フォーラム開催においては、投資信託事情の島田知保さんとファイナンシャル・ジャーナリストの竹川美奈子さんの絶大なご協力をいただきました。お二人に改めて深く御礼申し上げます。

フォスター・フォーラム（良質な金融商品を育てる会）

代 表 高 橋 伸 子

## 2. 緊急フォーラムの開催要領

- (1) 開催日時： 2012年7月20日（金）午後6時～8時
- (2) 開催場所： 東京都消費生活総合センター（飯田橋） 学習室G
- (3) 参加者：

投資信託には様々な投資家が参加している実状を踏まえ、個人投資家と接する機会の多いファイナンシャル・プランナーやジャーナリスト、評価機関のアナリストの他、投信実務に詳しい有識者や弁護士、ブログ等を通じて投信に関する情報を積極的に発信されている個人投資家等に参加を呼びかけた。会場のスペースの関係で、7月20日当日の出席者は20名。参加者のプロフィールについては(付属資料)を参照。

- (4) 主なテーマ：

前出の投信法 WG は、運用報告書を、(i)受益者全員に交付される「交付運用報告書」と電子的な開示による「縦覧運用報告書」の二段階化とすることを前提とした上で、(ii)それぞれの運用報告書に記載すべき事項の検討を行うこと、特に「交付運用報告書」は、知識・経験に乏しい受益者が参加していることを踏まえ、わかりやすい表示に特に留意して検討をすべきという提言をしていることを踏まえて、以下の質問項目を、参加予定者に事前に送らせていただいた。

### b. 質問項目

- ① 現行運用報告書が受益者に読まれないのはなぜか。
- ② 受益者がファンドの運用状況等を把握するためには、どのような情報の開示が必要か。
- ③ 運用報告書の二段階化という方向性をどう評価するか。
- ④ 知識・経験に乏しい受益者でも読んで理解し、投資判断に利用できる報告書とするためには、どのような改善が必要か。
- ⑤ ファンド・オブ・ファンズや仕組投信のような複雑な仕組みの商品が増えているが、投資家が運用状況を的確に把握できるようにするためには、どのような事項をどのように開示することが望ましいか。
- ⑥ その他、投信に関する意見や提案

### 3. 緊急フォーラムでの意見交換記録

7月20日の緊急フォーラムでは、事前にお送りした質問事項に沿って参加者に意見を求める方法で、意見交換を行いました。以下は、参加者の発言をできる限り忠実に再現したのですが、個別ファンドや個社に関する発言は編集の段階で削除させていただいております。発言者（敬称略）のプロフィールについては巻末の付属資料をご参照ください。

なお、4名の方が事前に質問事項に対して回答を寄せてくださいました。また、会の終了後に1名の方がご自身の意見をまとめたメモを提出されています。これらの意見は、当日参加できなかった方の意見と併せて4.（33ページ以下）で紹介させていただいております。

司会（永沢）

本日会合に先立って、4名の方が事前に回答してくださいました。この意見に対して質問や意見を出していただく形で、皆様の意見交換をスタートさせたいと思います。

まず、最初の質問ですが、大半の受益者が運用報告書を読んでいないという結果が、投信協会の調査からも報告されています。なぜ読まれないのでしょうか？、というものでした。この点についてお願いします。

島田

Aさんのご指摘はまさに投信実務に即したもの思うんですね。最初の、運用報告書は、投信計理の記帳上の数字を開示していて、一般の受益者には理解しづらい表現となっているというご指摘ですが、一つめの書き方が一定していないという点は分かるのですが、2つ目の、運用報告書に記載されている貸借対照表と損益計算書は投信計理特有のもので、目論見書の財務諸表と一致していないというご指摘の部分、皆が投信に関わっているわけではないので、分かるように、少しご説明をいただけませんか？

A

投信計理の立場からお話させていただきます。投信計理の貸借対照表というのは、期中に解約があるので、解約したところから、その分をP/L（損益計算書）から落としていくことになるので、その結果、前期からの繰越利益と次の期の最終の前期からの繰越の数字が一致しないということが起こる。この点について、受益者の方から、よく電話で質問をいただくんですね、連続性がないのはどうしてかと。とりわけ企業会計をご存知の方には、投信の財務諸表には違和感があるようです。

現在、投信協会でも運用報告書の見直しを検討していますが、総口数とか純資産総額だ

けを載せるという案が出ています。

島田

他の部分を載せなくても大丈夫なんですか。

A

交付運用報告書には、基準価額とか総口数、純資産総額のような最低限のものだけ残し、縦覧に今の通りのものを残して、見たい人はそこを見るということですね。

伊藤

ちょっと質問していいですか？ Aさんのおっしゃったことは、バランスシート上には資本の部があって、そこに資本金があるが、一般的には減資でもしない限り資本金は減少しないが、出資した人が解約するということは、普通の考え方だと資本金が減る、バランスシート上の資本金や資本剰余金が減るということになる。期中で解約があるたびに純資産額が減ることが、通常の人には分からないだろうという趣旨ですね。

A

そうですね。

司会（永沢）

これは最初から専門的なお話になってきましたね。別途議論することにするとして、他の方、いかがでしょうか。

立田

一番はじめに皆さんに聞きたいことは、利用者って誰なのですかということ。僕は個人向けセミナーをやっていると、まさにおじいちゃん、おばあちゃん、わかるのかなあという人がやってくる。これが、一番一般的な受益者の姿だと思うんですね。こうした人たちはテクニカルなこと、マニアックなことはわからないし興味もない。私はこれ（投信）でお金を増やしたいということに関心がある人が大半。ここ（運用報告書）に書いてあるようなことはほとんど気にならない。そんなことよりも、一番知りたいのはパフォーマンス、増えたのか減ったのか、なぜそうなったのか、誰が責任をとってくれるの、このまま持っていていいのかしらということ。そういうことだけを前半に簡単に書いてもらおうと読んでもらえるのではないかと思う。受益者のイメージを明確にした上で議論していかないと、何を伝えなくてはいけないかがズレていくように思う。今の議論を聞いても99.9%の人は分からないと思う。なぜなら見ない資料だから。何をどう書いたら読んでもらえるか、どうやったら受益者が見るものが作れるのかということに議論を集中した方がいいのではないか。

renny

今のお話、層が違うとこんなにも違うのかなと強く思いました。個人投資家が投信会社

の呼びかけで集まったところでは、皆さん個人投資家ですが、特に若い方の中には、細かなことを調べたいという投資家はたくさんいます。そういう人は、例えば一万口当たりの費用明細を、目を皿にして読んでいます。ここしか見ていないというと語弊はあるが、そういう投資家もいる。そういう投資家ばかりではないかもしれないが、投資家毎に、投資家の目線に合わせてそろえていくのが課題だと思います。

立田

すみません。僕が言いたかったのは、そこは後半に残しておいてもらっていいから、前半に、これまでなかったような分かりやすい冊子を用意していただくということなんです。そこを読めば一応は分かるというのが前半。前半と後半を用意していただく、読みたい人はどうぞ後半を読んでくださいということなんです。そうすれば両方とも充たされることになりますよね。問題は前半部分がないということなんです。目論見書は少し変わりましたよね。簡単な形に。

島田

運用報告書は当局に出すためのものであって、投資家の目線に立っていないということが大きな問題と言えます。

私がもう一つ気になっているのは、これは永沢さんとも話しているのですが、交付と縦覧に分けるということになっているが、この縦覧の意味です。目論見書は交付と請求になっているが、運用報告書は交付と縦覧。縦覧というと、置いておくから勝手に見てよねと言っているように聞こえる。EDINETに有価証券報告書を載せてしまえばそれでいいということにならないか、そこが心配なんです。

司会（永沢）

話が二段階化の話にも及んできましたね。島田さんの話を少し補足させていただきますと、中間論点整理のペーパーが出る直前までは請求という表現だったのに、最後で縦覧となった。この変更の意味するところはどこにあるのかを、私たちは気にしているのです。まさか、詳しいことを知りたい人はEDINETを見てくださいと言われてしまうのではないかと、密かに心配しているんです。

この請求と縦覧という文言、どう違うんでしょうかねえ。房前さんはどう思われますか？

房前

請求運用報告書とすると、実際には欲しいという人がたくさんでてくる。そうすると、投信会社にとっては二度手間になってしまう。だから、そういう表現にしたんだと思いますよ。

司会（永沢）

電子交付の請求報告書と電子的な縦覧報告書というのは実際には違いがあるのでしょうか。

房前

場所が動かせるものと動かせないものという違いはありますね。電子交付なら実態面ではそう違わないかもしれませんね。

長谷川

縦覧と請求が単なる言葉の違いなのかどうかは分からないが、EDINETのようなアクセスビリティの悪いところに開示するのであれば、誰にとってもいいことにはならないということは、意見としてはっきり言うべきではないでしょうか。

投信協会に余裕があるなら、投信協会に請求運用報告書のデータベースを用意してもらってもよし、請求目論見書のように各運用会社のウェブサイトに載せてもらってもよし。いずれにしても、EDINETのようなアクセスビリティの悪いところに開示するのはダメということではないでしょうか。

司会（永沢）

今EDINETの話が出ましたが、実際に使っている個人投資家っているのでしょうか？

renny

僕は使っていますよ。個人でも使えます。しかし最悪です。使い勝手が悪いです。

島田

個人がアクセスするのは難しいでしょうね。一つは検索するのが難しくてなかなかヒットしないとか、コードが特殊なので、きちんとメモしておかなくてはならない。しかも行ったり来たりしているとタイムアウトになってしまう。本当に使い勝手が悪いです。

司会（永沢）

いずれにしても、EDINETに開示したからイコール二段階の高度な方に対応できるとされてしまうと困るという意見をはっきり言うべきという長谷川さんのご意見に、皆さん反対はないということでよいでしょうか。

参加者

賛成です。

司会（永沢）

時間に限りがあるので、次の質問に移りたいと思います。運用報告書に記載されている情報で足りていますか、という質問です。

4名の方から意見を書いていただいています。これは違うとか、他にこれが必要でしょうというようなご意見はありませんか。まずFPの皆様からご意見を伺いたいと思います。

伊藤

例えば住宅ローンですと、米国では、APR という指標が法律上あって、住宅ローン本体プラス金利プラス手数料を金利になおしたものを年換算した指標ですが、これをどの住宅ローンでも表示しなくてはならないことになっている。APR を見れば手数料込みでどれだけコストがかかっているかが明確に分かるようになっている。日本の住宅ローンはそうになっていないし、投資信託も当然そうになっていなくて、統一した指標、比較情報的な統一した指標がない。投資信託の場合は、住宅ローンのように払う方の手数料だけ上乗せではなくて、リターンから引かれるものも当然ある。引かれるのは手数料と税金ですかねえ、実質的な年リターンがどうなっているのを、比較可能な方法で統一した指標でどの運用報告書でも開示するというのが、比較の入口としては重要ではないかと思うんですね。

司会（永沢）

今、米国の住宅ローンでは比較可能な統一指標が表示されているというお話がありましたが、米国では投信でも同様のことがあると、以前石川さんから伺ったことがあります。少しご紹介いただけますか。

石川

債券ファンドが基本だと思うのですが、米国では SEC ルールが 30 日イールドというものを運用報告書に開示しなくてはならないということを定めていて、すべての債券ファンドがそれを表示していて比較できるようになっています。

最近では、バンガードの株式ファンドでも 30 日イールドというものを開示するようになっています。計算式は SEC のルールブックに載っているので、それを使えば誰でも計算できるようになっています。日本のファンドでもそういう計算式がルールとして決められれば、どのファンドでも比較しやすくなりますね。

司会（永沢）

米国では統一して比較が可能なように、数字をそろえる為のルールを SEC が定めているということですね。この報告書を提出する際に、米国のそのルールを参考資料として報告書の巻末に付けて紹介してはどうかと思いますが、石川さんにこの件お願いしていますか。

石川

分かりました。米国の運用報告書や運用会社の HP には、30 DAY SEC YIELD という項目があり、SEC で定められた計算方法を用いた債券ファンドの直近利回りが記載されています。これにより債券ファンドの比較が容易になります。日本でも同じ指標を導入すべきだと考えます。

伊藤

先ほどの話に補足したいのですが、今、保険の世界では保険ショップというものがあって、お客様が相談に行くわけですが、そこでは検索ソフトがあるんですね。生命保険会社40社の最新のデータが日々更新されていて、それを見ると、何歳の人で死亡保障がいくらでと入れると、立ちどころにひと月いくらから安い順にずらっと並んでたちどころに見れるようになっていて、比較可能な情報が毎日提供されるようになっている。そういう意味では投信ではそういう比較可能な情報が提供されていませんね。

石川

それは民間が提供しているのですか。

伊藤

民間の会社がデータを保険会社40社から提供してもらってやっている。もちろん、それを取り扱う人は法律上政府に認められている人に限定されているが、それでもそういう情報が提供されるようになってきているということは前進したといえる。それと比べると、投信は比較情報がなく、相当遅れている感は否めない。

高橋（伸）

確かに保険は入口のコスト等の比較情報は相当充実してきたと思いますが、配当の状況など、入ってからの情報も含め比較可能になっているのですか。

伊藤

そこはまだ十分とはいえませんね。入口のところだけです。

司会

目黒先生、お客様の相談に応じられる立場から、こんな情報をこう開示してほしいとか、いかがでしょう。

目黒

まず、なぜ読まないかという点、数値データしか載っていないからだと思います。文章もあるけど、箇条書きになっていないからメリハリもなく字も小さいから読めない。表の羅列が何十頁もあるともう嫌ということになって、見る人はいなくなります。

一方、月次のレポートは見やすいと思うんですね。例えば、関心のあるファンドが5本あるとして、月次レポートは、毎月月末時点でのデータが提供されているので、例えば6月末現在で騰落率等が比較できる。これに対して運用報告書は、6月10日決算とか6月15日決算とか決算がバラバラで、同じ1年間でも数字の意味が違ってくるので、類似ファンドとの比較ができない。運用報告書から類似ファンドを比較しようとする大変面倒なことになってしまう。現状の月次レポートのイメージで、あれにもう少し情報を加える形だと見てもらえるのかもしれない。

運用報告書はすでにファンドを持っている方に対する情報開示ではあるが、投資を検討する人がどうしようかなと悩んだときに役立つ情報でもあるので、そのためには、実績が分かりやすく説明されていることが必要だが、さらに、運用方針があるわけで、その運用方針通りにやってきたのか、つまり約束通りにやっているのかを分かりやすく書いてもらうことが必要。運用方針を大きく書いて、その次に、市況だけでなく何をやってきたのかを具体的に書いてほしい。長々とでなくてよく、ポイントを押さえて箇条書きで、文字も大きくして、うまくいったこと、うまくいかなかったことを分かりやすく書いてほしいですね。

値動きの分かりやすさも欲しいですね。グラフ等も多用して分かりやすく示してほしい。ベンチマークのあるものはそれとの比較が必要で、1年間とか5年間の運用実績についても、期首を1万円として、その間ベンチマークとファンドはどう動いたのかをグラフで示してくれると分かりやすくなるかなと思う。ベンチマークの設定のないものは、主な投資対象の動きを示す指標の動きも併せて示してもらいたい。そういうものが運用報告書に馴染むのか、販売用資料に類似してきてしまうかもしれないが、主な投資対象としているものの値動きとファンドの値動きが比較できるようなグラフが示されていると分かりやすい。

分配金が払われるものは単純な比較が難しく、再投資をしたことを前提として比較することになるが、そのためのデータが載っていないことが多いので、比較が難しい。エクセルシート等で元データを提供してもらえるとよいですね。運用報告書とは直接関係はありませんが、情報開示が進んでいる会社が即いい会社というわけではないが、情報開示に積極的な、わかりやすく伝えようとする会社が評価されるという形で意見発表していけたらいいですね。

司会（永沢）

他のFPの方のご意見も伺ってみましょう。竹川さんがいかがでしょう。

竹川

私は、目論見書と今回の運用報告書の改訂は本来セットで考えるべきと思っています。というのも、先ほど立田さんからもご指摘があったように、運用報告書を改定する目的と役割をはっきりさせないと、どこに向かってどう変えればいいのか分からなくなるのではないのでしょうか。目論見書は、投信の購入を検討している人に投信選びの物差しを提供することだと思うし、運用報告書については受益者が今持っているものを長く持っていていいのかを判断できるための物差しを提供することが、その役割だと思っているので、それに沿った内容に変えていくことが望ましいと考えています。そして、現在はそうならないと思っています。

よく機関投資家が運用会社やファンドを選ぶ時に使う「5つのP」、Philosophy（投資哲学）、Process（投資プロセス）、Portfolio（ポートフォリオ）、People（人材の資質）、Performance（投資成果）があります。本当は、投資哲学や投資プロセス、人材については目論見書に書いてあって、それに対して、先ほど目黒さんが言われたように、その通りに運用されているのか、そして、リターンやリスク、コストが実際にはどうなっているのかを確認できるように、運用報告書がなっているといいと思います。

人材に関しても、運用体制とか運用担当者の経歴開示が交付目論見書でなされていて、それに対して変更があった場合には運用報告書で報告される形になるとよいのではないのでしょうか。

また、運用実績については統一がなされていないことが問題で、共通の統一フォーマットにして比較可能なようにしていただきたいと思います。特にコスト、リスク、リターンについては開示基準を統一していただかないと比較できません。例えば、コストは「一万口当たりの費用」という項目ですが、これでは比較できません。米国のミューチュアル・ファンドのエクスペンス・レシオ（経費率）のように他のファンドとの比較ができるような総経費率の開示が求められます。現状では時系列の比較できないので、例えば過去5年など過去の開示もなされるとよいと思います。

現在はリスクについて記載してないファンドがあるが、統一した方法で開示されるべきです。リターンについても、統一基準を設けて、トータル・リターンなどを表示していただきたいです。

内容については、少なくとも、市況と運用担当者の取った行動とその理由、そして今後の方針の3つは分けて書いてほしいですね。

司会（永沢）

投信の評価会社の立場からのご意見も伺ってみたいと思いますが、いかがでしょうか。

高橋（忠）

最近認定を受けた評価会社です。まず投資信託を通常の一般の会社との比較で考えると、一般の会社では株主総会があって、そこで、取締役の是非、再選可能かどうか、審判に晒される時があるが、投信は基本的に運用報告書を送りっぱなしというか、そういう印象を感じます。誰を信じて託しているのかという、人の情報はまずきちんと出してほしいと思いますし、途中で代わるなら、その理由も運用報告書で示してほしいと思います。また、普通の会社の株主総会で示されるような中期経営計画、投信の場合は中期運用計画になりますが、このように考えてやっていこうと思っているので信じて託してくださいというようなもの、数字ではなく言葉で思いを伝えるようなものに運用報告書はなしてほしいとも思っています。

なので、今はワードで書いて PDF 化して最後は印刷していますが、極端なことを言えばパワーポイントで出していただいても、その方が見やすいのではないかと思います。

司会（永沢）

一般投資家向けに投信に関する情報の発信をされている立場から、石川さん、どうでしょうか。

石川

個人投資家として、ファンドの運用の一貫性がとれているかどうかを見ることは、運用報告書だけで判断するのは難しいのですが、フィロソフィーのしっかりした同じファンド・マネジャーがずっと運用していればそう大きくはぶれないと思います。一方で、ファンド・マネジャーが頻繁に変わるファンドについては一貫性に疑問がもたれます。米国では既に開示されているように、担当しているファンド・マネジャーの経歴と運用期間、そのファンド・マネジャーが過去に運用したファンド、現在他に運用しているファンド、運用期間等の情報も開示してほしいと思います。

もう一つ、大きなファンドについてはできたらファンド・マネジャーによる決算報告会を開催してもらいたいという思いがあります。というのも、個人投資家とファンド・マネジャーの間にファンド・アナリストや FP のような専門家が介在して、運用報告を聞いて理解して、それを咀嚼して株式の銘柄レポートのような形で分かる言葉にして、分析してファンドの運用が上手かったのか下手だったのかを明確にして出してもらいたいという思いがあります。できたら、例えば純資産総額が 500 億円以上のファンドについて義務づけるというような形にしていきたいと思います。

それから、繰上償還をする場合には、繰り上げ償還の運用報告書が出るのですが、なぜ繰上償還するに至ったのかを特に念入りに報告することを義務づけるようにしてほしいと思います。これは、少しでも安易な繰上償還に歯止めをかけたいという思いからの提案です。

竹川

一つ目の運用担当者の経歴とか経験は、目論見書ではなく運用報告書に開示するということですか。

石川

米国では SEC ルールで開示が義務づけられていますね。

司会（永沢）

目論見書ですね。これも先日石川さんから教えていただいたのですが、2009年3月に発効した SEC のファイナルルールでは、運用担当者の氏名、タイトル、運用担当期間を目論見書に開示することが義務づけられています。運用担当者に関する情報の開

示は、今回の中間論点整理では自主的な取組みが望ましいような書き方でしたが、本日はお見えになっていませんが、何人かの方が、それでは足りないのではないかとのご指摘をくださっています。少なくとも米国では SEC ルール<sup>1</sup>で開示を義務づけていますね。

投信情報の提供者という立場から、B さんはいかがでしょう。

**B**

運用会社の立場は自分もいたので分かるが、比較広告ではないが、同様のファンドの比較とかは出せないんですよ。したがって、先ほども指摘のあったように、パフォーマンスデータを統一しないと比較はできないわけですよ。そういう言い方で統一しなさいと当局に言うのが正しいのではないか。できないことはやらなくてもよろしい、そのかわりできる素材を提供しなさいということですね。

私は、いろんな数字が出ているが、2のところではベンチマークとの比較が全てだと思う。計算期間の月次毎の騰落率をベンチマークとの比較で出すのが基本。ベンチマークのないファンドは私は無視ですね。自信がないのでしょう。アクティブだと競争相手があるはず。ないと運用者はやりようがない。実際には社内的にはあるはずで、それを開示していないだけ。

先ほどの個人の名前や経歴はアメリカでは開示しているからやれというしかない。基本は、例えば年金なんかは運用会社に聞いてきたら全部書いているわけですよ。哲学もプロセスも全部。年金では当たり前のことを基本的には投信ではやらない。不特定多数だからという理由でやらない。年金の場合は特定者ですから。決定権限が専務理事にあって、マーサーなんかはチェックする。投信の場合は、採用するかしないかのチェックはない。年金の当たり前の開示が投信ではなされていない。やらないで済んでいるのは、サボっているからではなく、必要性を感じないからですね。

竹川

必要性がないのは、なぜですか。

**B**

経営がね。

竹川

個人相手だから出さなくてもいい、ということですか。

**B**

というよりも、どこに採用させるかを説得するためには、年金だと、他社にないものを

---

<sup>1</sup> 巻末の参考資料を参照。

開示しなくては採用されないが、同じことが公募投信で考えられるかというのと、すっとは考えられない。あった方がいいということはあっても。

個人に依存しているというのは、一時名前を付けて売るということが流行ったけれども、ブームが去ってしまうとああいうものは出てこない。かつて山手線に写真が配られたことがあったが、ああいうのは売るがために行うわけだから、視点が全く違う。

そういう意味では、年金と投信の差異を埋めるためには、強制的にやらせるしかない。米国がこうだから遅れるよ、TPP に乗り遅れるよという感じでやらせるしかない。

島田

一つ確認ですが、年金で当たり前のことは投信でも当たり前ということですね。

B

その通りです。

伊藤

ちょっとコメントさせてください。米国の場合は、投資会社法ができて、委託者は投資家だということで、委託者と受託者という関係で委託者が投資家なので、当然受託義務を受託者は負うから、法律上の責任として開示するという責任が生じて、そういうことだから株主総会で・・・ということになるが、日本の場合は、戦後の証券投資信託法では投資家は委託者ではない、単なる受益者とされてしまって、委託者は投信会社で受託者は信託銀行という関係にすり替わってしまった。本当はここが僕は基本的な問題だと思っているのですが、法律の基本を変えるという議論は別の話になってしまうので、ここでは、できれば、投資家が委託者であるというベースでの見直しをいろんな方法でしていくべきと思うんですね、そうすると信頼性が高まるのではないかなと思うんです。単なる受益者だから責任が不明確なままになってしまっているのが問題だと思います。信じて託すという言葉、FP もよく使うんですが、委託受託関係がないのに、そういうことを言うのは、本当は変な話なんですよ。

竹川

立田さんから、追加的に開示すべき事項について提案があるようです。

立田

金融審議会でも竹川さんも指摘されていましたが、米国では投資信託の運用者自身の保有金額をレンジで開示しているんですね、僕はこれが一番大事だと思っている。というのも、利害関係の一致なんです。人に売っておいて自分は全然持っていないというのが、大半の運用会社であり販売会社なんですよ。人にいいですよ、お褒めですよと言って買わせておきながら自分は全然持っていない。ファンド・マネジャーは持たなければインセンティブはないんですよ。正確ではなくていい、例えば500万から1千万の間と

というようなレンジでいいから開示するということが必要。

もう一つはインセンティブの開示です。大半の会社は、相対リターンの話があったが、ベース・フィー・プラス・コンペーション、それにインセンティブがあるが、インデックスに勝つか負けるかでインセンティブが決まっています、基本的にマイナスはないからプラス $\alpha$ ということになる。負けたら年々落ちるということになる。正確でなくてもいいから、何をインセンティブとしてこの人はやっているのか、何が起るとこの人はボーナスが上がるのかというような開示することが大事だと思うんですね。

それと、先ほどの意見とは少し違ってくるが、絶対リターンがすべてだと思うんですよ。なぜかという、お客さんは百人が百人、増やしてほしいから預けている。相対的に負けてもいいからと預けるなんていう人は、僕はあんまり聞いたことはない。もちろん偉い人もいるから一概には言えないが、しかし、大半のおじいちゃん、おばあちゃんは、増やしてくれないなら手数料を払ってまで預けるはずないじゃないと怒る。にもかかわらず、皆は相対リターンでしかインセンティブをもらっていないんですよ。このことと もっと知ってもらうためにもインセンティブを開示することが必要。商品設計とお客さんの認識がズレているんですよ。絶対リターンを出すつもりはない運用サイドと、絶対リターンを求めているお客様との間の認識の差を解消してくためにも、相対リターンでインセンティブをもらっているということをきちんと開示して、この人は相対リターンしか出さずつもりはないんですよということを理解してもらおう。そうでないなら、買ってはいけないということになる。

**B**

相対リターン、絶対リターンということですが、パッシブ運用以外は勝つ運用をやっているんですよ。

立田

ほとんどの運用がこの10年でパッシブ運用化してしまったことが問題で、本来のアクティブ運用が消えてしまったんですよ。だからインセンティブを含めて開示することが大切なんですよ。

竹川

立田さんのおっしゃっていることは分かりますが、開示の観点から考えたとき、日本株のアクティブ投信の開示をするときに、ベンチマークと併記で書くことには問題ないですよ。絶対リターンをめざす投信であっても、個人の場合は比較があった方が分かりやすいと思うのですが…。

立田

もちろんです。全くオーケーです。個人の場合は、プラスになったのかマイナスになっ

たのかが一番知りたいということなんです。

司会（永沢）

情報サービス関係ということでは、島田さんもそうですね

島田

いろんな細かい項目については、皆さんのご意見、もっとも思っているのですが、私からは一つだけ、大きな問題だと思っているファンド・オブ・ファンズの話をしたいと思います。今ファンド・オブ・ファンズがすごく増えてきていて、それらの開示が非常に分かりにくくなっている。あるファンドの中の組入ファンドの決算日がバラバラであったりすると、そのバラバラの基準で細かくは開示されているけれども、ある時点での、例えば決算日時点でのそのファンドの全貌が全然分からない。そういう分厚い運用報告書がいっぱいできているということが非常に大きな問題だと思っている。投資家としては、あくまでも持っているファンドの決算日時点での全貌が金太郎あめを切ったように分かるのが理想だと思います。

また、ファンド・オブ・ファンズの中には、投資しているファンドが海外のファンドなので日本と同じような基準では開示できないとか、上位10銘柄しか開示しませんというようなことも起きている。基本的には、投資家は日本の投信を買っているのだから、日本のルールに従って開示ができないようなものはあまり作ってほしくないし売ってほしくない。その意味で言えば、日本と同じように表現できないにしても、実質的にどんな状況かということ、例えば比率などで出していただくなどの工夫をしていただきたいと思います。

一番問題になってくるのは、外国投信を一つかませると、日本国内での投信計理では許されなかったような、インカムの収益としてオプション・プレミアム等を計上できるということ。それが分配金として外国投信から出てきた途端にインカムとしていくらでも分配できてしまうとか、さらに酷い場合には、いくらいくら毎月の分配金がほしいので、そういう投信を海外に作ってもらおうということも行われていて、後先が逆になっている状況が見受けられるので、そこは正常化しなくてはいけないと思っている。

正確な金額開示が難しいという事であれば、例えば、組み入れファンドのこのファンドに対する、トータル・リターンでの寄与率と分配に対する寄与率を個別に出してもらえれば、そこに長期にわたって大きな乖離があるようだとおかしいということは、誰の目にも一目瞭然となるので、そういうことをしていただければと思います。

あとは、仕組債だとか外国投信をかませることによって、実質的に何に投資をしているのかが、特におじいちゃんおばあちゃんには全くわけが分からなくなっているのが、実質的に何に投資をしているのか、どんな地域に実質的に投資をしているのか、どんな通

貨の為替リスクを実質的に被るかを分かりやすく表示をしていただければと思います。

司会（永沢）

それでは、続いて個人投資家の方々からお話を伺っていきたいと思います。質問項目にこだわらず、全般にご意見ををお願いします。

renny

2番で永沢さんが意見でお書きになっていることに似ていますが、誰が運用しているかについてもっと情報を増やしてほしいと思っています。この運用のチームに加わってどれくらいの経歴の人が何人携わっているのかとか、もっと極端なことを言えば、どういう人事ローテーションまで書いてもらってもいいぐらいです。

それから監査報告書なんですが、監査費用を投資家が負担しているんだっただどこかにつけるべきと前々から思っています。そもそもどんな監査法人がやっているのかも個々に知りたいし、監査費用が実際どんなものかにも興味があるところです。

全般に関して、ここにもコメントを書きましたが、運用報告書が読まれていない、見られていない理由は、ちゃんと見ている人がいないからだと思うんですね。ちゃんと見ている人を作るというか、そういう人がいるという立て付けを作ること、例えば、ちゃんとした運用報告書を作ったところを表彰してあげるとか、自主的に、こんなことまで聞いていないだろうというようなことまで開示しているところに拍手をしてあげるとい

うことをしていくと、周りも運用報告書に対する関心も高まると思います。確かに運用会社には負荷はかかるかもしれないが、情報開示とか、将来のお客さんを増やしていくというにつながるので、誰かが無理矢理見るといようなシステムを作っていくことがいいのではないかなと個人的には思っています。

長谷川

運用報告書というものがコミュニケーション・ツールになっていないということが一番の問題となっていると思います。それは誰が相手で誰が発信者という以前の問題で、表彰制度があれば変わってくるかもしれないけど、法定開示ということで、やらなければならない仕事となっていて、あまり前向きな仕事になっていないのではないのでしょうか。私個人は交付運用報告書は簡単なものでいいとは思っていて、内容的にはマンスリー・レポートにコスト程度が開示されていけばよくて、それ以外は縦覧でいいのではないかなと思っています。そう思う理由は、開示費用はファンドにつけられるんですね。サービスがよくなることはいいことなんですが、コストが増えるということになる。いいバランスを考えないと、とても美しい話だけを出してしまうと、業界に受け入れられない。採算が取れていないファンドが多くて、経営が苦しいところが多い中で、投信会社を追い込むことになってしまうと、ウイン・ウインの関係にならないと思うんですね。

もう一つ、ファンド・オブ・ファンズの件で先ほどお話がありましたが、実際には投資される側のファンドはファンド・オブ・ファンズと決算期が違っているのが実状なので、金太郎あめのように開示されるのは難しいと思います。また、日本の投信は決算をしなければ分配できない。そうでない外国がいいと言っているわけではないけど、ファンド・オブ・ファンズに合わせたタイミングで運用報告書を作るのは大変です。

今回の改善策では、もっと読んでもらうということについてまず一歩進むということにフォーカスした方がいいような気がしています。

川元

私は投信には長く関わってきたのですが、投信のこうした実務には全く関わってこなかった。今はX投信という新興の投信会社を手伝っていて、運用報告書に関わるようになってはいるんですが、知名度が低いので、私たちはあやしいものではない、ということに非常に力を入れて書いていかなくてはいけない。そうすると、運用報告書の基本が見えてくる。知名度が低いと、こんな経歴の私たちが、こんなことを考えて、こんなことをしました、あんなことをしましたということを書くことから始まる。報告書の基本が見えてくる。大きい会社にいると、知名度があるので、そういうことを忘れてしまうのではないのでしょうか。

今の方がおっしゃったように、実際に力が入っているのは月次報告書なんですよね。一年に一度見てもらうものよりも月次の報告書に力を注ぐことになってしまっているが、先ほどのお話を聞くと、それでいいかなとも思ってしまう。

司会(永沢)

ただ、月次報告書は全員がもらえるわけではないので不公平感がありますよね。運用報告書は全員に交付されるものなので、こちらが基本であるべきだと私自身は思っています。もちろん、追加情報をどんどん開示していくことは結構なんですけど。しかし、全員が要因分析を毎月知りたいわけではないですよ。それに、月次報告書はインターネット等でも開示されていますが、インターネットが使えない受益者も少なくない。追加情報サービスを受けていない受益者と追加情報サービスを受けている受益者の支払うコストが同じというのは何だか不公平なように思うのですが……。提供される情報サービスの内容によって支払う代行報酬が違えばいいと思うんですけどね。少し話がそれてしまいましたね。すみません。

B

分かりやすい言い方をすると、投信会社は財産が増えて行けばいい。運用報告書は成績表なので、それを見ても即戦力にならない。マンスリー・レポートの方が即反応があって、どっちかというとも月次が強くなってしまわないのかねえ。

司会（永沢）

マンスリー・レポートを基本にして、年次の運用報告書を廃止してしまえばいいという人もいるみたいですが。

長谷川

毎月分配は、今は運用報告書は6ヶ月に1回出せばいいことになったが、以前は毎月運用報告書を作成していました。死ぬほど大変でした。よほど大きなファンドでもない限り、採算はあわないですね。

司会（永沢）

すみません、話が横にそれました。坂本さん、いかがでしょうか。

坂本

私は執筆中心のファイナンシャル・プランナーで、少しずつ一般の素朴な投資家の方々を対象に勉強会をやったりもしています。そういう素朴な一般的な人たち、ごく普通の方がそこまで細かいことを求めているのかしらという思いがあります。もちろん、読みたい方が情報をちゃんととれるようになっている事が大切なんですけど、この一年の結果はこうでしたというような要約文のようなものが、これだけ読めば分かるというようなものが、言葉にしてあって、数字とかグラフが入ってもいいんですけど、それも短い時間で読めるようなものがあるといいですね。というのも、生活者はいろいろなことがあって、生活の一部としてわざわざ投資信託を買うということは、運用を託しているということですから、これ以上に時間を費やさなくてはいけないというのは厳しいかなあと思うんですね。情報を取りたい人には詳しいところまで書いてあるけど、時間がない人や読めない人のためのものが前段としてあったらいいのではないかと思ったりするんですね。

司会（永沢）

司会の私が横から割り入って恐縮ですが、私なんかは、分かりやすさを追求しすぎると、分かりやすさを求める流れの中で、本来提供されるべき情報がどんどん落ちていってしまうのではないかということが一番危惧しているんですね。分かりやすさは大切ですが、分かりやすさは次の段階ではないかなあと思ったりもするんですけど。

島田

だから二部制にするんだと思うんですね。二部制にして配るものの中では、運用報告書というのは運用会社が直接コミュニケーションをするものだという意識で分かりやすさが必要。その中でも最低限の数字は必要だと思いますが、何人かの方から指摘がありましたけど、数字とかグラフとか表を読みなれない方が圧倒的多数なので、そういう方でも、自分が投資をしたものが、言葉で見ても得をしたのか損したのか、どういう思いで

運用をしてくれたのかがある程度分かる、イメージで掴めるものがマストなんではないかと思うんですね。

伊藤

投信に投資してくれる投資家の認知水準、どの程度の理解度があるのかがまず前提にあって、その理解度に応じて運用報告書が書かれないと分からないということになると思うんですね。

投資家の認知水準ということでは、例えば、英国では大人向けの金融能力のフレームワークというのがあって、金融能力を3段階に分けているんですね。一番高い段階が高校水準ぐらいになっていまして、一番低い段階は、利率は年利ということも分からないレベルからあるわけですね。米国である調査をすると、金利が上がると債券価格が下がるということが分からない人が半分いるわけですよ。つまり、どのくらいの層に対して、この運用をしてもらうのかという問題があるわけで、とても民間ではできないということであれば、国の制度として作るしかないわけで、例えば英国では、今年の10月から中低所得者向けのパーソナル・アカウントという自動加入方式の確定拠出年金が始まるんですね。自動加入でほとんど選択しないからデフォルト・ファンドをしっかりと作るというもので、それは下の層は年金が足りなくなるから国がやるという制度。それではなくて、民間がやるのはそれよりも分かっている層を対象にしてやる必要があるから、どの程度の認知水準かということに対応するような書き方や作り方が必要だということが論点としてあるんですね。

そこで、ワーキング・グループというようなものをやる場合、専門家の意見プラス一般の人を対象にアンケート調査をして、認知水準を三段階ぐらいに分けて、どの認知水準ならどの程度は分かる、分からないという検証をした方がいいんじゃないか。先ほどおじいちゃん、おばあちゃんが増えてほしいとか、分からないという水準があって、客観的にどの水準か、それにどのように対応しなくてはいけないという検証が必要ではないか。

それから、英国ではアドバイザーは必須という位置づけになっていて、マネー・アドバイザー・サービスというものを国で予算を取ってやっているが、日本の場合はアドバイザーは必須という文化にはなっていないわけです。投資というのは心理的に動揺というバイアスがかかるので、そのバイアスをたださなくてはいけないという認識があって、知識だけでは動かないということをはっきりしている。そういうことも含めて客観的にどういう水準にあるのかという調査をして、それにあうようなことをしなくてはならない。そこから下に行く人は国の制度を本格的にもっと導入してやってもらわないという議論があってもよいと思うんです。

もう一つは、ある程度の水準の人がいれば、当然運用報告書とか決算報告会というのはすごくエデュケーショナルな場と思うんですよ。教育というものを意識して、育てていくという観点が大事で全体として求められていると思うんですよ。

立田

二者択一ではないんですよ。両方両立させればいいわけで、専門的な人も満足し、素人も分かりやすく、両方を満足すればいい。だから二通りある。

司会（永沢）

この議論も段階を踏んで積み上げていかななくてはいけない部分もありますね。

立田

まず読んでもらうこととありましたよね。ほとんどの人が最下層にいることは確かですよ。おじいちゃん、おばあちゃんと話すと分かりますよね。

司会（永沢）

それでは、ADRでご活躍されている坂先生からもご意見を伺いたと思います。

坂

私は投資家側の弁護士で、投資家側でトラブルをどう解決するかという観点で考えていまして、事業者側の弁護士の先生方はまた別の意見を持っているかもしれませんが、これまで皆さんの意見を聞いていて気づいたことについて二三の整理をして、情報提供について意見を述べさせていただきたいと思います。

まず、これまで皆さんからお話を聞いていて、情報には2種類あると思っています。一つは、読んでもらって理解しておくべき情報で、もう一つは見る状態にしておくべき情報、誰でもアクセスできる状態にしておくべき情報の二つがあると思います。前者はできるだけ分かりやすくすることが大事だが、見る状態にしておくべきものは細かい情報、できるだけ細かい情報を開示してもらうということが大事になる。二点目として、情報提供の意味ですが、これについても二つあると思います。一つは投資家に提供するもの、投資判断をするための情報ということになりますが、もう一つ意味があると思うのが、ガバナンスというか監視といいますか、そういう意味もあるのではないのでしょうか。中身が分かっている人がどれだけ沢山いるのかどうか、情報に接することができる人がどれだけいるのかどうか、監視の目がどれだけあるのかで、投信を作る人たちの意識も変わってくるのではないかと考えていまして、そういう意味も少し考えていかななくてはいけないのではないかと考えています。

もう一つ、三つ目に申し上げたいのは、基本的に今後ルールを考えていく上で、規格化ということを考えていかななくてはいけないと思うんですよ。出てくる情報が、例えば指標の基準が一致していないとか、送ってもらえる文書のフォームがバラバラというので

は、投資者の方が見ることは難しい。できるだけ指標とか、提供する情報の中身については、標準的な情報についてはできる限り規格化して、フォームなんかも共通化して見やすくしていくという考え方が大事ですね。規格化したあり方を広めていくというような考え方が大事なのではないでしょうか

それから、もう一言付け加えさせていただくと、最終的なことは金融審の方でやると思うのですが、最後は法律でやるのか協会自主ルールでやるのかという議論になっていくと思うが、どちらがいいかは言いにくいところもありますが、私は、基本的な定めというのは法律なり政省令である程度決めるのが望ましいと思っています。このところは議論がありうると思うので、ご意見等をいただければと思っています。

司会（永沢）

先生が法令で決めるのが望ましい部分があると思われる理由は何ですか。

坂

要するに規格化なので、バラバラになる、変わってしまうということは出来る限りない方がよいと思うからです。つまり、きちんと日本全国で同一の基準でやっています、また、そう簡単に変わるものではないというものにした方がいいということだと思います。

高橋（伸）

今の規格化の話でいえば、随分前から国際標準の話がありまして、ISOの消費者政策委員会で金融商品の規格化について検討が行われました。ドイツが主幹事国で、日本からも私を含め意見を出していったのですが、国ごとに状況が違うからということで暗礁に乗り上げ、今は金融商品について国際標準を作るという話は進んでいない状況にあります。

金融商品に限らず、規格化というものを考えていくとき、公的にデジュール標準を作るという方法と、さっきから出ているSECルールのように、みんながいいねというものを標準化していく、使う人が多くなるから当然に標準になっていくというデファクト標準という方法があって、個人的にはどちらかというところではデファクトの方が馴染むと思っています。とはいえ、最低限のことは法律なり政省令なりガイドラインで定めた方がいいところもあって、そこが提案できたらよいのかなと思っています。皆様のお話を伺っていると、最低必要なものとして、誰が運用しているのか、誰と同じ船に乗っているのか、ファンド・マネジャーはこのファンドを買っているのかとかいうことが出てきています。株式投資などでは当然投資の主体が誰か、その比率が日々分かるようになっていますが、投信ではそういうものがなかなか一般の人がアクセスできるようになっていなくて、最低何が分かればいいのかの検討が必要です。フォスター・フォーラムでも永沢さんとは

意見がぶつかる場所なんですけど、私はどちらかというと月次報告書派でして、目論見書と運用報告書をセットで検討、ということであれば、月次レポートも含め3つを俎上に置いた議論の方が合理的に話が進むのではないかと思います。

また、初心者ほど絞り込み情報が欲しくて、スキルのある人ほど自由に使える情報をどっかに置いておいてねということなので、そうすると自由に使える情報というのはおそらく電子化された情報になる可能性があって、そうなると、何を紙で開示して何を電子化するのかということになり、コストも大きく違ってきますので、この点も時間があれば後で議論できたらいいと思っています。

司会（永沢）

これまでのいろいろな要望が出ましたが、投信計理でご苦労されているAさん、房前さん、いかがでしょうか。

A

私は運用報告書も財務諸表も月次報告書も作成していますが、どれも皆切り口が違います。皆様のお話を伺っていると、月次レポートで出ているようなパフォーマンス分析だとか寄与度の分析、例えば毎月100円上がったうちのいくらはインカムでいくらはキャピタルゲインで、それひくコストはいくらという分析、そういうのを知りたいというお気持ちはすごくよく分かるんですね。

今ある運用報告書は、先ほどから出ていましたが、作らなくてはいけないものなので、できるかぎり労力をかけたくないというのが正直なところで、先ほど回っていましたが、カラーのものなんかは儲かっているファンドで、どんどん白黒になっている。読ませようという気持ちがあまりないと思うんですね。例えば今の報告書は費用の明細は載っていますが、費用の中には信託報酬は載っているが手数料は載っていませんね。ファンドにはいったい全部でいくらかかっているのか等、皆さんが本当に知りたい情報は載っていないと思います。そういう意味で報われない仕事だなといつも思うんですね。

私自身も転職してきて、この会社にはどんなファンドがあるのか知りたいときは月次報告書を見ているんですね。色々工夫されていて分かりやすいように出していると思います。それに比べると、今の運用報告書はアカウントティング・ブック・ベースのものをそのまま紙にしているだけ。運用報告書にも運用経過というものが二番目のところにちょこっとあるんですけど、簡単で、月次ベースのものを決算日にあわせて抜粋したものをあわせてだけというものも少なくないんです。本当に知りたいところはここだけなんですけど、そういうことになっているものも少なくないですね。

司会（永沢）

一つ質問ですが、米国でも日本みたいなマンスリー・レポートを出しているんですか。

マンスリーを合本してアニュアル・レポートにするというようなことが行われたりしているんですか。向こうではアニュアル・レポートはもっと心を込めて作っているように見えますが。

長谷川

マンスリーはありますね。ファクト・シートは出している。データ中心ですね。私はアニュアル・レポートのディア シェアホルダー（株主の皆様へ）という書き方が好きで、市況はこうで、私はどういう運用をして、最後は投資をしてくれてありがとうと書いてある。そういう1ページがあれば、自分のお金がどういう働きかたをしているかが簡単に分かります。書いている人も心を込めて書いている感じがしますよね。米国では、運用担当者がドラフトを書いてレビューして、少しお金のある会社はエディターが少し書き直して、コンプライアンスが見て、最後にファンド・マネジャーがサインしていますね。

司会（永沢）

日本ではサインがあるファンドは少ないですよ。

房前さん、いかがでしょうか。

房前

二つあります。

一つは、投信はかつては証取法の対象外だったが、規制がかけられてからは、投信は一番開示義務の重い有価証券になっているということ。それが投信会社にとっては重い負担になっているのは事実だと思うんです。投信だけ、投信法と金商法の両方で開示を求めているが、統一してほしいという思いがある。

もう一つは、先ほどから出ている分かりやすさ云々については、評価会社にフルに頑張してほしいと思っている。分からない人はデータの評価ができないんですよ。だから、いくらデータを提供しても無駄ということになります。僕は投信会社に評価させるというのは間違った発想だと思うんですよ。昔あったリスク・リターン（RR分類）がなくなったのは、投信会社が2とか3とかをつけるのはおかしいということですよ。善し悪しは評価会社をお願いしたいんですよ。投信会社は評価のための素材を提供すればいいということになれば、随分楽になると個人的には思いますよ。それに、ファンド・マネジャーに運用経過の説明等を書いてほしいということであれば、ファンド・マネジャーは書くと思いますよ。

石川

しかし、そうすると評価会社が出している数字をどう理解するかという問題が出てきませんか。

房前

確かに。でも、そこは、今は評価会社はいくつかあるので競争していただければいいと思うんですよ。

島田

評価会社がそれをするには規格が統一してはいけませんよね。

房前

そうですね。

定性評価もどんどんやってほしい。待っています。これまで評価会社の人が投信会社に定性評価に来たということはない。定量評価は出せと言われるが、定性評価はしてないですよ。

竹川

専門家の方に伺いたいのですが、運用報告書は今は法令や自主規制で定められた体裁で作らなくてはいけないことになっていますよね。これを、最低限の掲載事項を決めて、後は自由裁量に任せるということは許されないんですか。

房前

比較可能性の問題があるかもしれないが、私自身はその方がいいと思いますね、そこで競争が働くということであれば。さっきありましたよね、運用報告書で賞を出すというのは、まさに自由裁量の中でこそ出てくるんで、その部分で競うということになる。定量の部分は規格化して、定性の部分は自由裁量でということになるのではないのでしょうか。今はそういう自由裁量の部分はほとんどないですね。

定量の部分は規格化して横並びで出してもらって、定性の部分でアピールしてもらおうということなのではないのでしょうか。

竹川

定量部分については規格化は必要ですね。

高橋（伸）

投信の評価会社や情報提供の会社が投信会社に質問状を出していくということが行われて、ここはこういう風に出してくださいというのが、デファクト・スタンダードになっていくという世界ができていくといいと思いますね。

**B**

マンスリー・レポートの評価が高いことが分かったのですが、通常、載せた月以外はなくなっているんですよ。継続的に取ろうと思っても、実はそれができない。1年なり置いておいてくれれば比較して変化が分かりますね。

房前

協会のルールに保管期間の定めがないんですよ。

司会（永沢）

あと、各社、要因分析など数字をどんどん作って出していますが、計理基準などもはっきりしていないですよ。監査を受けていないものがどんどん出ていっていいんですかねえ。責任の所在どうなんですかねえ。

島田

内容も変わりますよね。分配原資が出ていたのに、ある時から記載がなくなったりということもありますね。

司会（永沢）

マンスリーは評価が高いので、業界として統一して管理してほしいですね。

島田

マンスリーの評価が高いのは、ダイレクトに最終受益者に対して出しているという意識で作っているから。運用報告書はそういう意識で作っていないから、訳の分からないものができているのではないですか。ただ、マンスリーは監査されていない。社内の金商法を向いたコンプライアンスを通すだけでいいし、万一なにか間違いがあっても翌月には誰も見られなくなってしまうという危うさがあります。作り手が購入者の方を向いているという点で、運用報告書もマンスリーと同じような意識で作ってほしいという趣旨ですね。

**B**

マンスリーは、過去1年分とか5年分とか欲しいと言っても、ないんですよ。

房前

うちはありますよ。くださいと言っただく必要ありません。

**B**

ただ、投信会社に聞くと間違いもある。直近のものが正しいですね。そういう種類の性格のものなんですよ。先ほど出たようにオーソライズされた数字ではないのでね。12ヶ月分並べて、運用報告書が出たら比較しながらこの数字は正しいとか正しくないとかチェックする人はいないですよ。でも便利は便利ですね。

目黒

多分月次のレポートの評価が高いのは速報性に優れている部分もあると思うんですね。運用報告書は今から4ヶ月前の決算期のものが載っていて、ここ数ヶ月の間に大きな動きがあってもそれは反映されません。今さら数ヶ月前のものを見てもということもある。月次は毎月更新されているので、直近の動きまで押さえていて、アップ・ツー・デートなデータが入っている。

だから多分、僕も月次レポート・ベースで、あれを統一したフォーマットとする方向で、費用とか今は載っていないものの開示も義務づけるということを投信協会のルールにされてはどうか。ただし、ネットで見ると世界なので、ネットに繋げない人はどうするのか。販売会社が希望者には郵送するののかという話はあると思うが、そういうアクションを起こさない人についても受益者ですから、実際こういう運用をしていたということについては最低限送る必要がある。紙の報告書で、何ヶ月かに一度まとめて送るしかない。コストの話もあるけど、それって投資家の責任ではないと思うんですよ。過大な負担をかけると回り回ってコストが上がってパフォーマンスが悪くなるということはあるだろうが、コストがあがって運用会社の経営が悪くなってもそれは投資家の責任ではないですよ。粗製濫造したのは誰だという問題で、それでコストがかかって大変、本数が多くて管理が大変というのは、責任の所在が違う。投資家が同情してという議論は本末転倒だと思うんですよ。

月次ベースのものをルール化して情報を充実してということだと思うんですよ。そうすると読むようになる。本来ネットの開示の流れだとは思いますが、ネットを使えない人もいます。そういう人はそもそも数百ページもある分厚いものを送っても全く読んでもらえないですよ。

司会（永沢）

郵便受けに入らないということが、運用報告書を簡素化しようという話のきっかけになったという話も聞きますが、これも本末転倒な話ですよ。

全員に交付される運用報告書において、今は全保有銘柄が開示されていますが、これをやめれば薄くなるので、やめてはどうかという案もあるように聞きましたが、どう思われますか。例えば、交付には上位10銘柄だけの開示をして、後は縦覧でという案はどう思われますか。

伊藤

それは反対ですね。

一方で、今は電子書籍化がすすんでいますよね。端末が5千円とか6千円で買えるじゃないですか。金融商品の情報はこの端末で見られるというように集約すれば、紙は減るし皆が見られるしということになる。

きちんと開示する必要があるものは、きちんと開示してもらわないと、それはすごく問題になります。

司会（永沢）

それは、ファンド・オブ・ファンズでも投資先のファンドの保有する個別証券まで見ることができるようになるべきだというご意見ですか。

伊藤

そうですね。ただ、紙にしないで、できるだけさっき言ったみたいな工夫をしてもらうことはしてほしいですね。

renny

見たい人が見られるようになっていっている状態になっていけばいいのではないですか。そんなものどうでもいいという人もたくさんいらっしゃるでしょうから。ただ、それが見られない状態になってしまうのは著しく問題だと思いますが。

島田

ただ、そもそもアメリカ人が、日本では一本のファンドに50本のファンドが入っているというのに驚いたことがありましたね。本当にそんなファンドがあるのかと言われた。

石川

先ほどからファンド・オブ・ファンズについてお話がでていますが、ファンド・オブ・ファンズがあまりに多すぎますね。私は、目論見書でということになると思いますが、ファンド・オブ・ファンズという形態にした合理的な理由を書いてほしいと思いますね。

房前

それはファンド・オブ・ファンズという仕組みの合理的な理由ということですか。

島田

マザーでもよかったりダイレクトに投資できるのに、ファンド・オブ・ファンズにするものが見られるということがあります。ファンド・オブ・ファンズにした方がコストが安くなる、トラックレコードの優れた海外のファンドが買えるというような、合理的な説明があればいいですよ。

房前

それは目論見書で、ですね。

石川

そうですね。これまで自社運用していたのに、今回はFOFにするのであれば、それなりの理由を説明すべきだと思います。

司会（永沢）

そろそろ残り時間が少なくなってきましたが、投信協会も前向きにご検討をいただいているようですので、投信協会への要望なども是非ご意見として出していただけたらと思います。

A

投信協会では投信総合検索ライブラリーというものをリリースしているのですが、それについて話は出ていないんですか。

島田

そうですね、あの検索機能も最近は随分とよくなって並び替えでランキングができたり、工夫されていますが、あそこに載せたからいいということは違いますね。我々評価会社にとっては使い勝手がまだ悪いです。会社毎にダウンロードするとか、分類毎にダウンロードするとか、プログラムを書いてダウンロードできるようにするとか、情報を入力するのに作業を減くしなければいけません。投資家にとっても、カテゴリーごとに検索しても、例えばコスト情報の詳細は結局一本ずつ見ていくのでは比較しにくいですね。やはり評価会社が情報を得て、私たちが工夫をして見せるということができるようにならなければ開示していただかないと不便だなとは思いますが。確かに、目論見書や運用報告書を欲しい方があそこに行けば必ず見られるという意味の図書館的なものとして、もっと充実していただくと大歓迎です。

竹川

ファンド名が分かればいいのですが、個人の方が何も分からないところから探すのはなかなか難しい。あとは例えば過去分の運用報告書などがダウンロードできませんね。

島田

むしろ投信協会に期待したいのは、今はファンドの変更情報などが日経新聞に必ず掲載しなくてもよくなっているんですが、各社が変更情報をホームページに掲載しています。それでは、我々評価会社も見落とすことがあるので、各社の変更情報とか、このファンドにこういう新しい販売会社がありましたというような情報を一括して投信協会のホームページに掲載してもらえるとよいですね。

石川

あと、伊藤先生がおっしゃった検証という問題、是非投信協会にお願いしたいですね。運用報告書を集めて大学なんかの研究機関に委託してアクセシビリティ等を検証していただくということはしていただきたいですね。用語の統一はもちろんですが、専門用語の多用を避ける、フォーマットの統一、誤解を与える「〇〇型ファンド」といった言い回しを止めるということも必要です。米国の Plain English Rule のようなルールを日本でも導入すべきだと思います。

#### 4. “私からの提言”

緊急フォーラムに参加いただいた方々から個別にいただいた意見をご紹介します。質問事項に回答いただく形で寄せてくださった意見、参加後にご自身の意見をメモにして提出してくださったもの等あり、様式は統一されていませんが、そのまま掲載させていただきます。なお、掲載の順番は到着順です。

\*\*\*\*\*

##### 【事前提出意見】

##### ★尾藤峰男氏（ファイナンシャル・プランナー）

###### ① 運用報告書が読めない理由

一般の投資家は、たとえ簡単でも、そもそもこのような畑違いの書面の類は、読む気にならない。金融機関に無理やり勧められて投信を購入することがほとんどの高齢者は、読む準備ができていない、また数字や文章は苦手。どの年齢層も、もともと投信への知識や見識がないので、運用報告書に関心が向かない。また、短期売買目的が多く、上があれば売るというスタンスなので、本来大切な運用報告書を読むように行かない。投信は、長期の資産運用の大切なツールという概念をもっと浸透させるべき。

本論とはずれるが、根本的な問題は、販売会社が収益目的・手数料稼ぎのために投信を売るというところにあるのではないか。ここは、販売規制という枠でしぼらないとどうしようもないのではないか。

###### ② ファンドの運用状況を把握するために必要な情報について

- ・ 分配金込みで設定来の運用状況（設定来年率利回り等）がわかるようにしてほしい。
- ・ 分配金推移も、設定来の分配実績が必要。
- ・ 対ベンチマーク実績、コストの純資産に対する比率、売買委託手数料の純資産に対する比率、売買回転率が必要。
- ・ 見かけの分配金実績が示されているが、誤解を生むおそれもある。
- ・ 債券の利金や株の配当金でなく、債券や株の元本から出された部分の比率が必要。
- ・ その他に、設定来・一定期間移動平均の平均保有期間、組入れ資産回転率、設定来純資産額の推移等の開示も求めたい。
- ・ そもそも、運用報告書に入れるべき項目ではないと思われるが、以下の説明は、受益者あるいは購入を検討する人にとって何らかの形で開示をする必要がある。
- ・ 当該信託報酬が5年、10年、20年で運用に及ぼすインパクトをわかりやすく示すことも必要。

- ・ 当該投資信託のリスク度合いを示す。例えば、1標準偏差、2標準偏差の下がる%とその確率

③ 運用報告書の二段階化について

- ・ 二段階化自体は評価するが、タイトル（交付、縦覧）が固すぎる。難しく感じてしまい、かえって読む親しみをなくす。例えば、「お持ちの投信の運用状況のお知らせ（要約版）」「同（詳細版）」としてはどうか。
- ・ 一般の人は縦覧運用報告書はほとんど読まないだろう。
- ・ 交付運用報告書は読んでもらう仕組みづくりが必要（下記参照）。

④ 分かりやすい報告書とするために

- ・ 文字を大きく、カラー化、グラフ化、用語を素人にもわかる用語で、簡潔・コンパクトに。
- ・ 設定来運用実績（分配金込み）、コストがどう運用に影響しているか、内部の売買委託手数料の対純資産比率、純資産の推移は記載すべき。

⑤ 複雑な仕組みの投信の運用状況に関する情報開示について

仕組投信のような複雑な仕組みの商品は、そもそも運用会社がブラック・ボックスになることを認識して組成している商品。投機性が高くなりがちで、販売禁止も含め、出させない方向で規制をかけるべき。投資家にとっても意味のない商品が多い。例えば、〇〇投信会社の為替参照利回りは組入れ債券について開示すべき

ファンド・オブ・ファンズはコストが屋上屋でかかることを具体的に明示することが必要。コストが運用実績に与える影響について明示すべき。

⑥ その他

そもそも、ファンド購入者が運用報告書を読まないことに根幹の問題がありそう。いくらわかりやすくしても、ファンドの購入が、金融機関に勧められてなんとなく、というケースが多いので、ファンドの仕組や中身についてよく理解していない。このため、運用報告書をよく読むというように気持ちが向かないのだろう。

例えば、取扱い金融機関は、交付目論見書、請求目論見書、運用報告書などの見方のセミナーを定期的に関く、あるいは投信購入は受講することが条件くらいのことをやってみてはどうか。ある意味で、投資教育を金融機関自身にやってもらうということが必要。

**★A（投信実務家・投信会社計理部門勤務）**

① 運用報告書が読まれない理由

投信計理の記帳上の数字を開示しており、一般の受益者には理解しづらい表現となっ

ている。例えば、

- ・ 組入有価証券の銘柄名が英文あるいは略称であり、解りづらい。
- ・ 貸借対照表と損益計算書が投信計理特有のもの（目論見書の財務諸表とは一致しない。）解約処理によって期中に損益科目を控除するため、前期からの連続性が理解しにくい。
- ・ 多くの投信会社のシステムは銘柄の属性を一種類しか持てない。例えば業種などはファンドによって異なるものを開示しないとあまり意味が無い（テーマを絞った投資信託は業種などがある一業種に集中してしまう。）。
- ・ 運用報告書内の「運用経過等の説明」とその他部分で不一致がある場合がある。「運用経過等の説明」は運用の観点から、その他の部分は計理の観点で記載されている。

② ファンドの運用状況を把握するために必要な情報については、5. のアンケートにて回答

③ 運用報告書の二段階化について

運用報告書の二段階化には賛成だが、縦覧運用報告書の項目を再検討するべきと考える（運用会社では従来のものに加え、交付用書類の作成を行わなければならない負荷が発生するため）。

④ 知識・経験に乏しい受益者でも読んで理解できる報告書とするためには、

- ・ 文章を簡略化し、グラフや表を活用すること
- ・ 比較対象を示して違いを強調すること
- ・ 基準価額に対する寄与度の表示すること が必要。

⑤ 複雑な仕組みの投信の運用状況に関する情報開示について

原則、国内投信と同様の開示項目を義務付けるのが望ましい。特にファンド・オブ・ファンズは費用が重複して取られているが、この点が受益者には解り難い構造になっている。レイヤー毎に信託財産から期中にどれだけの費用や報酬が支払われたのかを開示すべき。

⑥ その他

早期に米国会計基準に則ったレベル分け開示をするべきと考える。

リスクに関しては文章で説明するより、レベル3の銘柄がどれだけ含まれているのかを示した方が理解され易いと思う。

## ★B（情報サービス機関勤務、元投信実務家）

① 運用報告書が読まれない理由

一般的に情報量が多く、保有ファンドを理解する上で何が重要かを把握できない。従

って、読む気にならないのではと思う。

② ファンドの運用状況を把握するために必要な情報として

各期間のファンドの騰落率と同期間のベンチマーク比較（数値情報）と市況推移と運用の対応について（文字情報）の双方が必要。

③ 運用報告書の二段階化について

特に分厚いファンド・オブ・ファンズにとっては朗報かと思う。

④ 知識・経験に乏しい受益者でも読んで理解できる報告書とするために

チャートやグラフなどの活用が必要。

運用結果だけではなく、購入前の投資判断の補助として、販売用資料などに記載されているようなファンドの仕組みや特徴の説明もあるといいと思う。

⑤ 複雑な仕組みの投信の運用状況に関する情報開示について

ファンド・オブ・ファンズを組入れているファンドの決算に開示情報を合わせる事が望まれます。特に、組入れ銘柄の開示になると決算日が大幅に違うことがある。組入れ銘柄の開示が無理でも日々の基準価額が算定されているのでその根拠となるデータの開示を求めたい。

仕組債ファンドは説明できなければ販売しなければ良いだけの話だろうか。

⑥ その他

数百ページの運用報告書。ここまできると誰も読みません。

★永沢裕美子（個人投資家、元投信実務家、フォスター・フォーラム事務局長）

① 運用報告書が読まれない理由

- 第一に、作成者が、読み手のことを考えて作成していない（できない）から。会社によっては工夫しているところも見られるが、個社の工夫にも限界がある。根本的な原因は、投信協会で決めているルールにある。抜本的な見直しをする必要がある。

- 第二に、財務内容の説明だから数字が中心となるのは当然としても、数字の意味を説明しようとする努力がなすすぎる。前期と比べてどうだったか、目論見書記載の方針と比べてどうだったかの説明があるだけで、数字が意味を持ってくる。

② 受益者がファンドの運用状況を把握するのに必要な情報

- 現行の協会ルールが必要開示事項としているものはいずれも、歴史の中で必要と判断されたものであり、不必要なものはないと思われる。不必要に見えるのは、それらの数字の意義を投資家が理解できていないからであり、数字の読み方のガイドを充実したり表示方法について改善することが必要。この点については④も

参照。

- 現状において、「人（運用責任者）・運用体制・運用会社」の変動の有無に関する情報開示が不足していると感じている。投資信託は、運用会社や運用担当者の専門性を信頼して資産運用を託すことを特徴とする商品であり、相場環境と違って他からこれらに関する情報を入手することができない。
  - 運用会社に監査意見が付いた場合に、できれば運用報告書で開示してほしい。有価証券報告書（EDINET）に開示されているようだが、一般個人（特に投信の投資家）がEDINETにアクセスすることは不可能に近い。開示されているのに市場に出てこない情報があるようで残念。
  - 「人（運用責任者）・運用体制・運用会社」の変動に関する情報を運用報告書に開示する前提として、目論見書等で基本情報の開示が行われるべきである。
- ③ 運用報告書の二段階化について
- 二段階化に反対するわけではないが、二段階化によって、これまで報告書上で開示されていた情報が“隠されてしまう”ことだけは避けなくてはならない。これまで報告書において開示されてきた情報には容易にアクセスできることが保障されるべきであり、そでが二段階化に進む際の大前提である。店頭等で投資家がリクエストした場合には「電子開示されているので、自分で見てください」ということは決して言わせてはいけない。受益者は、投信会社又は販売金融機関に対して、端末操作の補助または印刷物の交付を請求することができることが保障されるべきである。
  - 投信法WGの最終段階で「請求運用報告書」という文言が「縦覧運用報告書」という文言に変わったことに、一抹の危惧感を抱いている。この文言に書き換えた理由を当局にヒアリングしておく必要がある。縦覧＝EDINET上ということでは、大半の投資家はアクセスできなくなってしまう。
  - 二段階化の目的は、分厚い報告書を薄くするというような後ろ向きなものではなく、市場メカニズムを働かせるための情報開示であるべきと考える。情報量・分析力について事業者と投資家の間に大きな格差があるのが投資信託の特徴である。二段階化によって、評価機関やジャーナリスト、FPといった専門家の活躍の場が広がることを望む。縦覧報告書のみに記載される情報をどう一般投資家に伝えるか。格差を埋めるために、こうした専門家たちが活躍できるような基盤を作っていくことも、二段階化の目的であり課題であろう。
  - 保有銘柄リストについて交付報告書から外すという案もあると聞いているが、原則、交付報告書で全保有銘柄を開示すべきであり、例外的に、会社の判断で縦覧

報告書で開示するとしてよいとすべきであろう。もっとも、例外的に非開示とするファンドについては、目論見書においてその旨を開示させるべきである。

④ 交付運用報告書を分かりやすいものとするために

- 一般的な受益者を想定した上で、全体の構成・記載の順序、表示方法（文章、グラフ、表等）を検討すべきである。個人的には、些細なことだが、運用報告書は当期の運用について報告をするための文書なのに、設定来の運用成績から始まることには強い違和感を感じている。また、マザーファンドに投資したりファンド・オブ・ファンズ形態を利用するものが増えているが、パフォーマンスの最大の決定要因は資産配分であることを考えると、運用経過の説明において実質的な組入比率がどう推移したのかは必須のように思う。
- 数字の見せ方に工夫が必要。例えば、運用に関するコストについては、米国のミューチュアル・ファンドで行われているようなエクスペンス・レシオのような表示も併せて開示すべきである。時系列、他ファンドとの比較が可能となるように、比率等を用いることも必要。
- 運用報告書は、受益者が保有を継続するかどうかの投資判断のための書類でもあるから、目論見書に記載されたこととの対比ができるような配慮もお願いしたい。
- 運用報告書の最初に、社長ご挨拶でも運用担当者ご挨拶でもいいが、「受益者の皆様へ」と題したページがほしい。運用報告書の内容に誰が責任を持っているというものの開示もあるべきではないのか。

④ 複雑な仕組みの投信について

- ファンドの多層化は受益者に余分なコストの支払いを強い、また、運用のブラックボックス化の原因ともなるので、追加的な情報開示を法令または自主規制によって課すべきと考える。
- 仕組み債や外国投信の発行や運営に関わる関係会社について、投信会社や販売金融機関との資本や人的な関係の有無を分かりやすく開示させるようにしてほしい。販売金融機関の実質的な関係会社ということも少なくなく、販売金融機関にとって“何度も美味しい仕組み”となっているのではないか。このような疑念を払拭するためにも、こうした開示をお願いしたい。
- 私募の外国投信を組み入れなくてはいけない理由、私募の仕組み債を組み入れなくてはならない理由を目論見書等で開示させるようにしてほしい。

⑤ その他

- 投信会社の大半（全社？）が非公開会社であり、販売金融機関が100%実質的に支配しているものも少なくない。投資家の信頼を得るためには、ガバナンスや

利益相反を防ぐ仕組みづくりが必要。そのためにも運用会社に関する情報の一層の開示が望まれる。会社の経営状態や支配状態に関する情報ももっとアクセスしやすくすべき。

\*\*\*\*\*

【開催後提出意見】

★川元由喜子（個人投資家、元ファンド・マネジャー、投信会社勤務）

- ① 読みやすい運用報告書について
  - 数値情報としては、とにかくパフォーマンスが良かったのか悪かったのかが分かることが第一。ディスカッションでは統一基準の議論盛んになされていた。比較するためにはもちろん重要なことだが、報告書を読む個人にとっては、ベンチマークとなるインデックスと比較するのが分かりやすいだろう。その他、要因別に寄与度を表示するなどの工夫で、特徴を出すのも良いと思う。
  - 期中どういう考えのもとに何をやったのか、市況の説明と合わせて、実際に運用した担当者が、ファンドの保有者に語りかけることが必要。信頼に足る運用をしている、と説得し、アピールする場として運用報告書を作るべき。
  - とにかくグラフを多用する。多くの一般の投資家は、文字や数字がぎっしり詰まっているだけで敬遠する。
- ② 運用報告書に記載すべき内容
  - 例示されていた項目（6. のアンケート参照）は、どれも必要に思われる。
- ③ 二段階化について
  - 読みやすい運用報告書のためには、内容を盛り込みすぎない方がよいが、必要な情報を不足なく開示することは、それはそれで重要なこと。両者を同時に満たすために、二段階化の議論があると理解している。ディスカッションの場で、「わかってもらいたい情報」と「見られる状態にしておく情報」といった表現を使った発言者がいたが、まさにそういうことだと思う。
- ④ 目論見書の内容について
  - 運用者の経歴、運用チームの体制、インセンティブなど、人事に関わる情報を詳しく載せる。
- ⑤ 複雑な仕組みの商品の情報開示
  - 妙案はないと思う。ブラックボックス化が防げないような複雑な商品は、販売すべきではない。

### ★renny（投信ブロガー（個人投資家））

- 交付と縦覧とに分けることについては異論がありません。原則論として、「交付」は規格化してファンド間の比較がしやすいように整え、「縦覧」は詳細な情報を盛り込んだものにする、ということが良いように感じました。その際、担保したいのは「縦覧」にスムーズにアクセスするためのインフラです。EDINETの上に載せるのは絶対に反対です。（EDINET、そのものを何とかしてもらいたい！）
- 「交付」は規格化すべきだと思いますので、記載事項、様式は厳格に決められている必要があると思います。一方で「縦覧」はもう少し自由度を持たせても良いように思います。投信会社によって開示の仕方が違って、それが各社の姿勢の違いであることが分かる方がかえって良いように思うのです。テキトーな開示姿勢、やっつけ仕事な開示姿勢の運用報告書を続けているファンドは、投資家もそれでよし、運用報告書なんて興味なしとしている人が集まっている、そういう想像が働くのではないかと、思います。つまり、「縦覧」を見れば、投信会社と投資家との距離、間合いが想像できるようになる、ということです。
- 問題は、投信会社同士の申し合わせ、横並びを如何に排除するか。その意味で、「縦覧」運用報告書でユニークなもの、気合の入ったものを顕彰する試みをトライしてみても、と考えた次第です。志ある投信会社が「何を載せたらよいか、どんな情報が必要か」について投資家とコミュニケーションを図るようなことも出て来るかもしれません。
- その他報告書に記載すべき事項としては、ファンドの運用担当者の詳しい情報、監査報告書（それが期ズレであっても）は必須だと思います。

### ★坂勇一郎（弁護士）

#### <全体的な意見>

運用報告書のあり方の基本的な視点として、3点意見を述べたい。

第一に、運用報告として提供されるべき情報に、2種類の情報があると考えられる。ひとつは、「投資者に読んでもらう、理解してもらう情報」であり、もう一つは、「投資者の見れる状態にする情報、投資者が調べられる情報」。前者の情報の提供について目指すべき方向は「分かりやすく」、後者については「できるだけ詳しく」という方向と考える。

第二に、運用報告による情報提供の意義は、ふたつあるということ。ひとつは、「投資者に投資判断の材料を提供する」という意義。もう一つは、「投資信託のガバナンスを支える、投資者による投資信託の監視」という意義。特に、後者の意義について十分

に配慮すべきではないか。より多くの投資者が運用状況の内容を認識している、より多くの投資者が調べようと思えば情報にアクセスできるという状況は、業者の運用姿勢（や商品組成）のあり方に望ましい影響を及ぼすと考えられる。

第三に、情報提供の「規格化」ということ。投資者にとって読んでわかりやすい方向所という観点からは、指標、提供される情報、情報提供のフォーム等が、可能な限り「規格化」されることが望ましいのではないか。報告書を分かりやすくする工夫は各社にあってしかるべきであるが、指標、提供される情報等は規格化がされなければ比較ができないし、報告書自体も標準的な部分は程度規格化され投資者の共通の認識になってゆけば、投資者の理解に資するのではないか。

なお、ルール化の方法について、付言すると、投資者の理解のためには、運用報告書は出来る限り全国一律のあり方、しかも記載方法に安定性がある方が望ましいのではないかと考えられるところ、基本的な部分については、法律や政省令で定めることが望ましいのではないか。

〈事前質問に対する意見〉

#### ① 運用報告書が読まれない理由

前提として、受益者が現行の運用報告書を読めるためには、①商品内容についての正確な理解、②運用報告書の読み方などについての基本的な知識、③運用報告書を読むことの意義、などについて適切な理解が必要。これらがいずれも欠けているのではないか。

これらは勧誘のあり方の問題でもあるが、運用報告書の交付に際しても、こうした点についての理解を促す工夫がありうるように思われる。

#### ② ファンドの運用状況等を把握するために必要な情報

- 以下で十分かどうかはなお検証が必要であるが、主なものは次の項目ではないか。

（・ファンドの仕組み）

- ・基準価格はどう動き、どの水準にあるか。
- ・ベンチマークと比べてどうか。
- ・何に運用しているのか、リターンの源泉は何か。
- ・どのように運用しているのか（売買回転率等）。

（・デリバティブ取引によりどのようなリスクをどの程度負担しているのか。）

- ・ファンドの規模はどうなっているか。
- ・費用は何にどの程度かかっているのか。
- ・利益相反に関する情報。

- 運用の理解という点については、どれくらい収益があがっているかさえ分かればよいという考え方と、どこに投資されどのように収益があげられているのかが分

かる必要があるという考え方と、二つの考え方がある。この点、投資信託についての投資者の真の理解と投資信託のガバナンス・監視に資する観点からは、後者のあり方がとられるべき。(環境投資等への関心の高まり、社会的責任投資の議論などを考えると、後者のあり方が時代の流れなのではないか。)

③ 運用報告書の二段階化

- 二段階にするのであれば、「投資者に読んでもらう、理解してもらう情報」と、「投資者が見れる状態にする情報」を慎重に検討すべき。

前者はより分かりやすく、後者はより詳細を旨とすべき。

後者の情報であっても、投資者から情報へのアクセスはできるだけ容易に行うことができる必要がある。投資者の情報取得の方法は様々であり、投資者に高齢者も少なくないことに鑑みれば、ネットでの閲覧もさることながら、冊子として投資者に提供されることも必要。

なお、有価証券報告書が EDINET で縦覧されているが、有価証券報告書の記載は、運用報告書の記載よりも簡易であり、ファンド・オブ・ファンズなどは投資先のファンドの運用状況は必ずしも記載されていないのがみられる。このような有価証券報告書の記載は、詳細情報の提供としては極めて不十分である。

④ 交付運用報告書・縦覧報告書の記載事項や表示の方法等

- 運用報告書自体は、できるだけ規格化し、規格化された報告書の読み方を共通の認識にすること。

また、運用報告書の読み方の解説や、運用報告書の内容を図やグラフにしたものを付することなどが考えられる。

- 縦覧運用報告書にはできるだけ詳細な情報が記載されるべきと考えます。基本的には、現在の報告書に不足しているものは何かという観点から検討すべき。

⑤ ファンド・オブ・ファンズや仕組投信のような複雑な仕組みの商品について

- こうした商品については、そもそも経済的合理性を慎重に検討すべき。この点、日弁連が、複雑な仕組みの商品に関して商品規制を行うべきという意見を公表しているところが参考になるように思われる。

<http://www.nichibenren.or.jp/activity/document/opinion/year/2012/120615.html>

- このような商品を許容するのであれば、ブラックボックス化している現状は極めて問題。基本的には、本来、投資先の個々のファンドについて、一般と同様の情報開示が行われるべきではないか。
- なお、ファンド・オブ・ファンズについては、本来、投資先のファンドにおける費用・報酬も含めて、全体としてどれだけの費用がかかっているのかが、明らか

にされるべき。

★伊藤宏一（ファイナンシャル・プランナー、千葉商科大学大学院教授）

2015年、団塊の世代が65歳になりきる年を一つの画期として、公的年金給付額の飛躍的増大やマクロ経済スライドの導入、年金保険料を支払う層の減少など、公的年金を取り巻く状況は一段と厳しさを増す。それだからこそ、消費税増税の動きも現在行われている。こうした中で国民が自主的努力により、老後資金を系統的に形成していくことは、今までにもまして国民的課題となっている。ところがこの資産形成の中軸を担うべき金融商品である投資信託は、国民からの信認は低下し、パフォーマンスも良好とは言えず、老後資金の系統的形成という目的に合った商品開発が不十分と言わざるを得ない。こうした状況から見て、国民の安心した老後のためにも、証券市場の再生のためにも、投資信託を国民の目線からみた大きな見直しが不可欠かつ緊急であり、期間は限られていると考えられる。

こうした問題意識に立って、以下いくつか意見を述べる。

- 投資信託のわかりやすさの水準を客観的に検証するために、投資家に対するアンケート調査を実施し、分析すべきである。投資家の金融能力水準に関する問いにより、いくつかの認知水準が分析できるはずで、それらに応じた、わかりやすさを検証すべきである。
- 比較可能な定量的・定性的情報を掲載すべきである。米国の場合、住宅ローンには、手数料などを入れたローン金利の年率であるAPRという基準が法律で決められている。これと同様に、投信の場合には、手数料と税金を除いた実質リターンをまず表示すべきである。
- 米国等ではどのような基準や表示がされているか調査すること。米国の場合は、投資家は委託者であるが、我が国の場合も、抜本的には投資家を委託者、投信運用会社を受託者とする形での法律改正が必要と考える。少なくとも、投信運用会社は、投資家を委託者としてみて、受託責任があるという想定の下で、情報開示をすべきである。
- ファンズ・オブ・ファンズや仕組み系投信は、認知水準の低い顧客に販売すべきではない。基準を設けて規制を設けるべきである。
- 投資家の認知水準と心理バイアスからみて、投信の購入や運用経過のフォローなどに、中立的な独立系アドバイザー（FP）が不可欠。独立系アドバイザー向けを意識した詳細情報の提供や、中立的な独立系アドバイザーと連携した運用報告会などの開催を考えるべきである。

★房前督明（元投信実務家、コンサルタント）

いわゆる交付運用報告書の内容についてですが、受益者の投資知識に対するレベルを無視とした場合には、私は必要最小限でいいと考えています。

「運用経過等の説明」「期中の売買と取引の状況」「費用明細」と「お知らせ」だけでいいと思います。それ以外については、個社の判断で運用経過の説明のところに入れればいいでしょう。運用報告書を2つに分ける趣旨と意味はそういうことだと理解しています。

★高橋忠郎（投信評価機関（株）パワーソリューションズ取締役）

- ① 読みやすい運用報告書について
  - 受益者に読んでもらう前提で作成されていないからだと考えます。また、受益者が興味を持てる内容が記載されていないと考えます。
- ② 運用報告書に記載すべき内容
  - 信じて託しているそのファンドの運用に関わる人の情報（経歴や、誰が何に責任をもっているかの役割分担なども）は必要不可欠なものと思います。また、これからもこのファンドを保有してもらうために、改めて、このファンドの基本理念に絡めてのコメントであったり今後どのような運用を行う方針であるといった具体的な中期運用計画のようなものも開示し、次に運用報告書を読む際にきちんとそのファンドがその通りに運用され、結果どうなっている状態なのかを受益者が理解できるようにすべき。
- ③ 二段階化について
  - 運用報告書を作る側が受益者に読んでもらうという思いをもって作成することができない限り、二段階化することによって運用会社側の負荷が増えるだけで大きなメリットは享受できないと考えます。
- ④ 目論見書の内容について
  - 基本的にはファンドの運用に関わる人の情報が開示されることを望みます。また、そのファンドの理念がシンプルに開示されることを望みます。
- ⑤ 交付運用報告書について
  - PDCA サイクルが確認できるものであることを期待します。具体的には、どのような運用を行う方針であったか、その方針どおりに行えたのか、結果今どうなったのか、今後はどうしていくのか、がシンプルにパワーポイントのようなドキュメントで表現されることを望みます。

## ⑥ その他

- 運用報告書は、ファンドを購入してくれた受益者の方へのアフターフォローのツールにもなりえるため、電子交付であれば、初心者には、パーツ別に動画で分かりやすく解説を入れることや、分析したい受益者のためには、必要なデータを開示するなど、受益者が何が嬉しいか？を考えた結果の成果物になっていくことを望みます。

### ★坂本綾子（ファイナンシャル・プランナー）

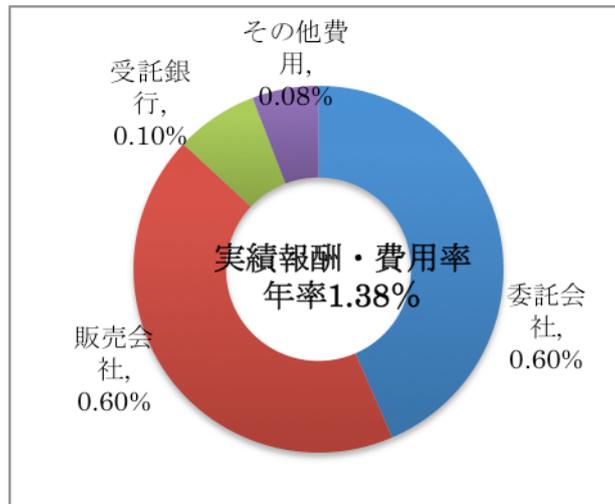
- 受益者がファンドの運用状況等を把握するために必要な情報として、投信協会の自主規制ルールで義務付けている項目は、すべて必要であると思います。自分が託したお金の運用について、詳細なことまで確認したい人にとっては、さらに追加すべき項目もあるかもしれません。
- ただし、私がセミナーや相談等を通して接している一般の方々（主に20代から50代の投資未経験者）の知識、感覚を考えると、理解できない部分が多いように思われます。専門用語が多く、すべての情報が並列に記載されているからです。
- そういった方に向けて、わかりやすく説明するためには、重要項目を抜き出してまとめた「要約文」的な解説を最初に記載してはどうでしょうか？ これがあれば、初心者のみならず経験豊富な個人投資家も、今期の全体像をつかんだ上で、自分の知りたい項目については詳細を読むことができます。
- その場合、「交付運用報告書の記載事項や表示の方法について知識・経験に乏しい受益者でも読んで理解し、投資判断に利用できる報告書にするために望ましいこと」にもかかわりますが、平易な文章であることが必須と考えます。
- わかりやすい文章とは、実際にどういった表現ならいいのか、可能であれば、いくつか見本を作り、理解できたかどうか一般の方からアンケートを取ってみるのも一案かと思います。

### ★長谷川攝（個人投資家、元投信会社勤務）

#### ① 運用報告書は受益者に読まれていない理由

- ファンド販売時に、交付目論見書と同様に投資家にとって大事な開示書類であるとの奨励が不十分である。
- 自主ルールの要件を満たすための開示資料として作られ、運用会社と投資家の間のコミュニケーション・ツールとして作られていない。
- 目次がなく、読み手に不便なケースが多い。
- 運用担当者から投資家へのメッセージを端的に伝えるページがない。

- 投資やファンド計理の専門用語が多用されており難解である。
  - 図解や%表示活用による一見性が重視されていない。
  - ベビーファンド、ファンド・オブ・ファンズ、仕組み商品などの運用報告書は、投資家が保有するファンドの実質的な情報に重点を置くなどの開示方法の工夫が不足している。
- ② ファンドの運用状況等を把握するために必要な情報については、アンケートで別途書かせて頂きました。
- ③ 運用報告書の二段階化について
- 是非実施すべきである
  - 交付運用報告書は平易・一見性を重視すべきであるとする
  - 交付運用報告書については、一般的に適時開示として発行されている月報に記載されている項目や見せ方を参考にすべきとする
  - ただし、ファンドの十分な透明性を確保するために、ファンドの詳細情報の開示（縦覧運用報告書）については、だれでも容易にアクセスできるよう配慮すべき。例えば、運用会社のウェブサイト、投信協会のウェブサイトなどの利用など。
- ④ 目論見書等によって開示することが望まれる情報について運用担当者名と略歴。
- 直近決算時の実績 TER(Total Expense Ratio)。
  - 運用報告書（交付および縦覧）の入手先。
- ⑤ 交付運用報告書の記載事項や表示の方法等について、考えられる工夫
- 目次を付ける。
  - サマリーページを冒頭に置く。
  - 運用担当者から投資家へのメッセージを署名付きで載せる。
  - 情報の詰め込み過ぎを避け、マーケティング・ツールとして読みやすさ・見やすさを配慮したレイアウトにする。
  - 図解や%表示を多用する。
  - 直近 TER(Total Expense Ratio)を開示する（開示方法案）。



- 脚注で補うより文中で極力平易な一般的な日本語を使う。
  - 平易な言葉で表現出来ないものについては、巻末に語彙集を付ける。
  - 保有上位 10 銘柄とその概略を記載する。
  - 計理情報の開示よりも、ポートフォリオの説明に重点を置く。
  - ベビーファンド、ファンド・オブ・ファンズなどの報告書では、投資家が保有するファンドの実質的な情報に重点を置いて開示する。
- ⑥ 縦覧運用報告書に記載すべき事項、その方法等について
- 縦覧運用報告書は、既に現行の運用報告書や有価証券報告書など詳細情報を分析する経験のある投資家などが縦覧すると割り切ることにより、運用報告書作成に伴い発生しファンドが負担するコストを抑制する。
- ⑦ 複雑な仕組みの商品について
- ブラックボックス化を解消するには、ポートフォリオの保有ファンドや仕組み商品の詳細をすべて投資家が保有するファンドと同じ基準（タイミングや計算方法等々）で入手することが必要になるが、これは多くの場合困難である。こういったファンドは設定時から設定後の開示透明性が低くなることが予想されている可能性があり、一般投資家に適合せず、提供自体に問題があるのではないかと思料する。
  - また、上述のような開示には膨大なコストが発生するが、運用報告書は法定開示であるため、このコストはファンドに計上され、投資家がファンドを通じて負担することになり、開示コスト倒れも懸念される。

★立田博司（(株)ポータルフォリア代表取締役社長）

まずは、受益者の平均的な像を明確にして、大きな前提を構築することが必要

- 大半の受益者は、自分で運用することができないからこそ投資信託を購入する、という金融リテラシーが低い、高齢者が中心だと想定すべき。FP や評価機関等が必要とするプロフェッショナルな情報を得たいと考えている受益者は少ない。
- こうした受益者を前提にすれば、大半の難しい業界用語は顧客視点とは言えない等、顧客視点を根本的に考え直す必要がある。

これを前提に、

① 読まれていない理由、読みやすい運用報告書

- そもそも読んでもわからないような書き方しかされていないから、読む気がしないし読まないということではないか。
- 巻頭に、運用者からのメッセージを設けるのは賛成
- 一番には、資産が増えたのかどうか、という結果についての記載『資産は増えたのか』。基本的には期中のトータル・リターンを開示。運用によるリターン（分配金込、%）からかかったコスト（手数料や監査費用等）を差し引く形で、残った実際のリターンを%で表示。ベンチマークは参考として付記したほうがいいとは思いますが、受益者が本当に欲しいのは何よりも結局いくら儲かったのか、ということ。以上を簡潔に明確に示す。寄与度分析等は後半に持ってくるとよいか。
- 二番目には、こうしたトータル・リターンがなぜ出たのか『そのためにどうしたのか』。市況といった細かいことはともかく、どんな前提でどんなことをしてうまくいったのか、うまくいかなかったのか、という主要ポイントだけを明確に。
- 三番目には、『誰が』責任を持って運用しているのか。それほど頻繁に担当者が変わるとは思わないが、責任を明確にして再認識してもらうためにも、運用担当者・チームメンバーのプロフィール、担当ファンド数・金額、当該投信保有金額（100万円～1,000万円といった範囲で）、運用担当者のインセンティブ体系（何によって増えるのか）を再認識を記載。
- 受益者にとって最低限必要な情報を、優しい言葉で簡潔に開示することが肝要。必要な情報は後半、または縦覧運用報告書に記載。

② 運用報告書に記載すべき内容、二段階化について

- 受益者全員に交付する「交付運用報告書」は、受益者が読んで理解し納得することが目的であるから、上述の内容を前段において、後半はこれまで通りでもよいのではないか。
- 一方で誰でも見られる「縦覧運用報告書」については、受益者よりも興味がある方々

が見に来ることを考えると、これまで通りの内容について議論が出ていた「規格化」されたものを記載するのが妥当。どこに置くのがよいのかは、使い勝手を考えてだが、要望を挙げて実現してもらおう方法がベターではないか。

③ 目論見書の内容について

- これまでの目論見書でも十分な内容だと思いますが、上述の考え方と同様に、受益者にわかりやすい部分においては、より簡潔かつ優しい言葉で語りかける必要がある。また上述の運用の人材に関する項目も同様。

④ 交付運用報告書縦覧運用報告書について（①参照）

⑤ 複雑な仕組みの商品の情報開示

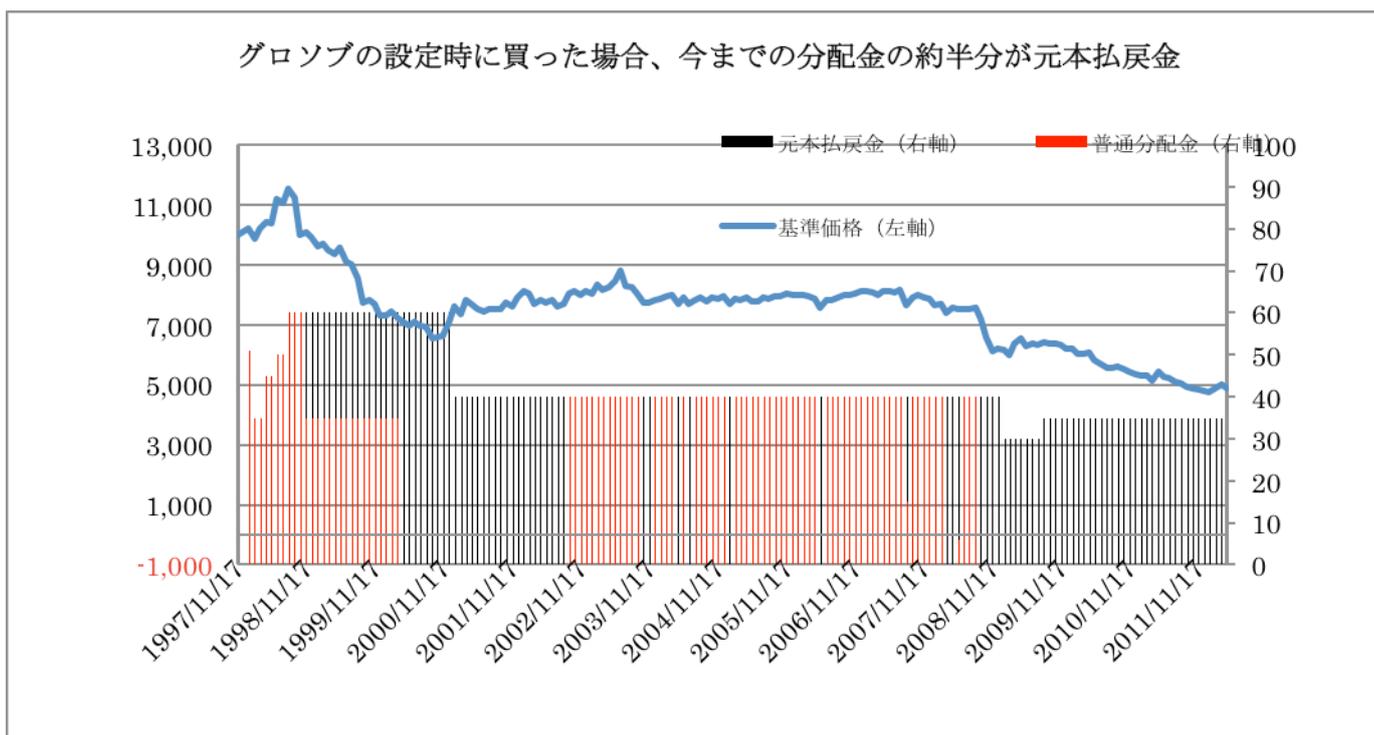
- 抽象的なリスクの開示ではなく、具体的にどのようなことが起こると資産にどのくらいのインパクトがあるのかを個別具体的に開示することが望ましい。また運用担当者だけでなく、投信委託会社や販売会社も含めて投信保有金額を開示するのが望ましい。

★C (ジャーナリスト)

大きく4点です。

① 読みやすい運用報告書について

成績に関しては、文字は付屬的にし、グラフでひと目でわかるようにする。あくまで一例ですが、過去の分配金の内訳も、数字ではなくこのような形ならわかりやすいと思います。購入時期ごとにこうした内訳を示すのは簡単です。



## ② 二段階化について

二段階化は、「わかりやすい運用報告書」という大義名分のもとで、実際には業界へのコスト減という恩恵供与のような印象があります。二段階化でたとえば縦覧運用報告書はネットで見るということになるなら、コストを減らすことができた投信は、その分信託報酬を例えば10パーセントくらい減らすなど、コスト減は投資家に還元されるべきです。（もちろんこれは法規制での対応ではなく運用会社に自主的に取り組んで欲しい姿勢という趣旨です）。

## ③ 目論見書の内容について

運用責任者の経歴、運用チームの体制などを載せる。いつから運用しているのかも。運用責任者が変われば、早期に投資家にわかるようにする。

## ④ 複雑な仕組みの商品の情報開示

開示の充実で投資家にわかってもらうのは事実上不可能と思います。例えば通貨選択型は、なくせとはいませんが、一般には売らないなどの規制ができないでしょうか。かつて信用取引ができる人のハードルが高かったように、選別がやむを得ないと思います。商品の線引きが難しいですが、バックテストで標準偏差が一定以上のものを対象にする、一定のデリバティブを使ったものを対象にする、など、やりようはあるのではないのでしょうか。

## ★竹川美奈子（LIFE MAP, LLC 代表/ファイナンシャル・ジャーナリスト）

### ① 運用報告書が読まれない理由

- 受益者に向けて説明するという視点が欠けていることが原因だと思います。具体的には、数値の羅列で手にとって面白みがないこと、運用会社、投信ごとに、データの表記等が統一されていないため、商品ごとに比較・検討ができないことなどです。

### ② 運用報告書の二段階化について

- 交付と縦覧に分けることは基本的に賛成です。
- 「交付運用報告書」は統一基準を定めて「規格化」し、投信間の比較ができるようにすること。「縦覧運用報告書」については詳細情報を盛り込むこと、投信各社の自由裁量を認めることも検討してほしいです。

### ③ ファンドの運用状況を把握するために必要な情報について

- 交付運用報告書については、リスク、リターン、実質的なコストを統一基準で表示。定量部分は統一表記することで投信間の比較ができるようにしていただきたいです。

- リターン・リスクについては記載する基準を統一。例えば、基準日を末日に統一してトータル・リターン、リスクを開示。
  - 運用によるリターン（分配金込）から実際にかかった手数料を差し引く形で実際のリターンも併記。
  - グラフにはベンチマークも併せて記載。ベンチマークのないものについても参考指標を記載。
  - なぜそうした成績になったのか、（その期に）運用担当者がどういう行動をとったのか、今度の運用方針などは運用担当者の言葉で伝えてほしいです。
  - コストは、現在の期中の「1万口当たりの費用明細」のみの表示ではファンド間の比較、時系列の比較がむずかしい。米国のエクスペンス・レシオ（経費率）のように「%」表示で統一し、実質的な総コストを開示してはどうか。その際、過去分（例えば過去5期など）も併せて記載すると時系列の比較も可能です。
  - 「だれに運用を託しているのか」は受益者が知りたい情報。現在は運用会社や人に関する情報が少なすぎます。運用体制や運用担当者の名前、運用経験、ファンドへの投資の有無などは（目論見書への記載でも可）。運用体制や運用責任者の変更などについては運用報告書で必ず報告していただきたいと思います。
  - 「縦覧運用報告書」については、従来の運用報告書にあった情報はすべて盛り込む形にしてほしいです。詳細情報を掲載すること、個人や評価機関などがアクセスできる環境を整えることの2つが重要だと感じます。そういう意味では、EDINET への掲載ではなく、各運用会社、投信協会のHPからアクセスできることが必要だと感じます。
- ④「目論見書」によって開示することが望まれる情報について
- 想定されるリスク水準やリターンを開示
  - 継続的に実績リターン・リスクを開示。目標数値と比較することで、目標を確実に実行している会社とそうでない会社を判断することができます。
  - 「運用担当者の経歴の開示（経験年数・役割など）」「トップの経歴」「両者の投信の保有状況の開示（保有金額・比率）」「運用担当者の報酬体系」「委託会社の株主構成」などの情報は公開してほしいです。
- ⑤ファンド・オブ・ファンズについて
- 投資先の投信の細かい情報を載せる前に全体像を把握できるようにしてほしいです。例えば、資産配分（地域、資産、通貨）、リスク、リターン、投資先の投信を含めたトータルの経費率などを表示していただきたい。また、ファンドごとの基準価額への寄与度なども必要だと思います。

- サブファンドの組入れ銘柄などは交付ではなく、「縦覧」への記載で十分だと感じます。

★目黒政明（ファイナンシャル・プランナー）

現行の必要記載事項以外に交付運用報告書に記載すべき事項・方法として、以下を提案します。

- 設定来、および期中の運用実績を示すに当たっては、基準価額のみならずベンチマーク  
ベンチマークの設定がないファンドについては、主要投資対象の指標  
数値情報のみならず、値動きを比較しやすくするため、計算開始日を基準として  
指数化したグラフも合わせて掲載する。
- 決算時点におけるファンドおよびベンチマーク等の騰落率（1ヵ月、3ヵ月、6ヵ月、1年、2年、3年…、設定来）
- 運用経過等の説明については、運用方針を明記した上で、運用方針の下、具体的にどのように運用してきたのかを記載するようにする。
- 1口当たりの費用明細については、金額のみならず、計算方法を統一した上で比率も記載する。

★D（元投信実務家）

目論見書は「投資判断する前になにを知っていなければならないか」に対して、運用報告書は「購入されている投資家が、何のために何を知っているべきか」という視点で整理されると、投資家のためになるように思います。

★上地明德（元投信実務家、大学教員）

運用報告書が読まれない理由について、本来、運用報告書、目論見書は受益者のために書かれるものでありますが（あたりまえのことですが）、当局による過剰なまでのコンプライアンス介入と当局の目しか気にしない金融機関の姿勢によって、顧客重視ではなく当局重視になっていることがすべての原因だと感じています。

★イーノ・ジュンイチ（個人投資家） )

- 運用報告書が読まれていない理由は、内容についてと、形態についての2つに分かれると思います。  
まず内容については、使われている用語が身近でないこと、そしてそもそも投資

信託がどのようなスキームであるのか理解していることが前提で書かれているため、それを知らない人には意味が分からないことが挙げられると思います。

形態については、そもそも字が小さく図もそっけなく、分かりやすく説明しようという姿勢で書かれていないことが挙げられます。

そもそも分かりやすい姿勢で書かれてこなかったのは、規制当局に決められた必要な情報が記述されていればよく、投資家がそれをどう受け止めているのかという評価の機会が存在しなかったことが大きな要因ではないかと思います。

評価機関および一般投資家から、運用企業発のドキュメントについても何らかのフィードバックの仕組みが存在するのが望ましいのではないのでしょうか。

- ファンドの運用状況等について正しく把握するために必要不可欠な情報については、大きく3つが重要ではないかと思います。

1つは当然ながら基準価格の変化です。

もう1つは月ごとの資金の流入、流出、運用にかかったコストです。

3つ目は、上記2項目に対する運用担当者の解説です。

概説は上記3つ、詳細はネットで見られればいいのではないかと思います。

- 運用報告書の二段階化について、全員配布の紙では概要、詳細はネットで、というのはよいと思います。ネット公開もパスワードなどで受益者のみが見られる形態ではなく、一般公開され、受益者以外にも広く公開されていることが購入前の評価などの観点で必要だと思います。
- 縦覧運用報告書に記載すべき事項、その方法等については、データそのものが分かりやすく表現されることは当然だが、今後さらに重要になるのは第三者によってきちんと分析検証可能な状態でデータが提供されること、例えば売買回転数をエクセルでグラフ化して受益者が運用状況を分析する、といったことが可能であることが重要である。
- その他、運用報告関連データの電子化は今後重要で、なぜ重要であるかといえば電子化により第三者の検証や分析がより容易になることで、より緻密に運用の評価、監視が可能になるためだ。単に電子文書として閲覧できるようになるというのでは不十分である。

#### ★水瀬ケンイチ（投信ブロガー（個人投資家））

- 運用報告書が読まれていない理由：  
専門用語が多い。  
企業の財務諸表のように法的に定められた文書なのか、投資家へのメッセージな

のか位置づけがハッキリしない。

必要最低限の項目を記載するだけで、読んでもらおうという意図が感じられない。

- ファンドの運用状況等について把握するために必要な情報として、  
(投信協会ルールに規定されている) 基本事項に加えて、  
トータル・エクスペンス・レシオ (信託報酬だけでなくその他の費用を合計したもの)  
期待リターンとリスク (標準偏差)  
ファンド・マネジャーの経歴 (過去の担当ファンド、パフォーマンス、当該ファンドへの投資金額 等)
- 運用報告書の二段階化については、よいと思います。保有銘柄一覧等を入れると、無用に運用報告書が分厚くなってしまう。
- 目論見書等によって開示することが望まれる情報については、トータル・エクスペンス・レシオは難しいかも知れませんが (費用の実費が事前にはわからないため)、「期待リターンとリスク (標準偏差)」「ファンド・マネジャーの経歴 (過去の担当ファンド、パフォーマンス、当該ファンドへの投資金額)」は加えてほしい。
- 知識・経験に乏しい受益者でも読んで理解し、投資判断に利用できるようにするためには、コスト、リターン、リスク (標準偏差) が明確に分かるようにパーセント表記すること (「1 万口における金額」などのように投資家に計算を求めるような表現はしない) が必要。
- 全保有銘柄は、交付運用報告書に記載する必要はないが、縦覧運用報告書に記載すべき。
- 複雑な仕組みの投信について  
現在の運用報告書で、投資家が運用状況を的確に把握できないような商品は、そもそも出すべきではない。

#### ★沖雅之 (個人投資家)

- 現行運用報告書が読まれていない理由：  
文字が多くてどこを重点的に読めばいいのかわかりにくいため。
- ファンドの運用状況を把握するために必要な情報：  
月次リターン、月次リスク、ポートフォリオ  
売買行動に関するファンド・マネジャーのコメント (大まかに)
- 運用報告書の二段階化について：  
グラフなどでわかりやすい情報に制限した簡易版をつくることには賛成。主に運

用パフォーマンスとコスト情報が記載されていれば良いと思う。

- 目論見書等によって開示することが望まれる情報について：  
一口あたりの費用明細  
ファンドの想定リスク、想定リターン、想定決定係数
- わかりやすい報告書とするために：  
項目ごとに文章ではなく、表形式にすることである程度集約されて読みやすくなるのと、パフォーマンスに関してはグラフをできるだけ使って欲しい。  
また、他のファンドと比較するためにも決算日基準での月次データだけではなく、カレンダーどおりの月次パフォーマンスも棒グラフなどで表示することでわかりやすさが増すと思う。
- 縦覧運用報告書に記載してもいい/すべき事項、その方法等について：  
ファンド・マネジャーの名前、運用経験、ファンドへの投資の有無  
また、マザーファンドの運用状況についてはほぼ同じ内容が続くため、簡素化してもよいと思う。  
ファンドのリスク、決定係数
- 複雑な仕組みの商品について：  
ファンド毎の基準価額への影響度の記載が望まれる。
- その他：  
運用報告書が定型文の集まりではなく、運用者が受益者に報告するという意味合いから、売買行動やその背景、運用哲学に則った運用が行われたのかが判断できるような内容を記載して欲しい。

★島田知保（投信評価機関、投資信託事情主宰者）

- ① 現行運用報告書が読まれていない理由  
法定書類のため、素人にわかりにくい。
- ② ファンドの運用状況を把握するために必要な情報  
トータル・リターン（パフォーマンス）、純資産額の推移、資金の流出入状況、分配金の推移  
コスト情報、信託報酬だけでなく、トータル・コスト（特にファンド・オブ・ファンズの場合は組入れ投資信託の費用も含む）および総経費率（トータル・エクスペンス・レシオ）  
期中の運用（売買や市場変化に応じた対応）についての、運用担当者または運用担当部署責任者のコメント。

利益相反が懸念される売買や運用内容についての説明

一般の伝統的投資対象ではない投資についての説明（デリバティブを用いた運用、為替取引など）投資の目的とリスク、期中損益、期末残高

今後の運用方針（形式的ではなく、投資家にわかりやすくコミュニケーションをする目的で）

交付ではなくてよいので、期末時点のすべての組入れ銘柄。ただし、ファンド・オブ・、可能な過去時点（前期末または半期前など）での全銘柄開示でも可。

運用報告書の二段階化について、ご意見、ご提案をお聞かせください。

単に薄く、簡易なコストダウンできる運用報告書ではなく、一般に理解しやすく、かつ必要十分な情報が開示される交付運用報告書を作成・配布する目的での二段階化に賛成。

また、この機会にぜひ、日本で販売されている外国籍投資信託についても、基本的には同じ基準をあてはめる（外国籍投資信託であるために同じ基準での開示が出来ない場合はその項目と、開示できない事由を記載する）。購入している高齢者にとって、国内籍投信か外国籍投信かの区別はつかない。販売現場でもその違いについて詳しい説明はしていない。その中で、現在のように外国籍投資信託の情報が評価機関やファイナンシャル・プランナーなど投資家との情報のなかだちをする者がアクセスしにくい、など開示の状況に大きな差があることは不適当。

③ 目論見書等によって開示することが望まれる情報

ファンドのリスク水準の目安。7段階は日本人にはわかりにくいかもしれない。むしろ、その投資対象の指数のリスク・リターン水準を他の資産との比較で見せるなどの工夫がよいかもしれない。

標準偏差は一般にはわかりにくい、といつまでも言っているのはリスク資産への投資を拓げられない。「標準偏差の意味するところくらいは感覚的に投資家に理解してもらおう」意気込みが投資信託に関わるプロには必要ではないか。

④ 分かりやすい交付運用報告書の実現のために

数値データだけではなく、なるべく普通の言葉で文章と図表などを用いて記載する。例えば、実質的に投資している、資産の内訳（株・債券・キャッシュなど）、通貨の内訳、投資地域の内訳、などを帯びグラフないしは円グラフなどを用いて、全体像として把握できるようにする。

分配金だけではなく、分配金込みの期間収益率（例えば各期の1年ごとのトータル・リターンの設定来の棒グラフなど）をグラフで示すなど。

⑤ 縦覧運用報告書について

現在運用報告書で開示されている事項について不足なく開示されるべき。また開示方法については、比率など他の投資信託との比較可能な形を採用すべき。アクセシビリティが悪化しないこと。

⑥ 複雑な仕組みの商品について

基本的には、決算時の情報を一般のファンドと同じ基準で開示すべきと考える。投資家に関係があるのは、その投資対象に投資することによる損益である。したがって、コストとパフォーマンスについては特に分かるように開示すべきである。コストについては、実績を記載。特殊の事由（外国籍投資信託、仕組債など）によってパフォーマンスなどが開示が出来ない場合は、基準価額および分配金に対する寄与率を開示。

⑦ その他

運用報告書は、運用者と投資者をつなぐコミュニケーション・ツールであり、投資判断、今後保有し続けるかどうかの判断などをするための資料。たとえ法定書類であっても、一般の投資者、しかも投資信託において圧倒的多数の保有者である比較的年齢の高い、金融・経済知識があまり無い人に送付され、読まれる書類であることを前提に、それら投資者にも「読む気になる」そして「読んで最低限の必要事項を理解できる」ものを作るべき。

データについては、類似投資信託と比較可能となるよう、一定の共通形式で開示し、一方投資者とのコミュニケーションを深めるためには、運用者（運用部署責任者）の生の声と、期中の判断、今後の見通しなどを、なるべく自由な文章の記述によって行なう。

この改正によって、いままで開示されてきた情報が開示されなくなる、またはアクセスしにくくなる、といった情報開示における後退がないよう、十分に注意をしなければならない。

★吉井崇裕（ファイナンシャル・プランナー、ファンド・アナリスト）

①運用報告書が受益者に読まれていない理由

- ・ 字が小さい。数字が多い。（パッと見ただけで、「見てもわからないな」という気持ちになるそうです。）
- ・ 専門用語が多く、大半の投資家の知識レベルと著しく乖離した内容となっている。（頑張って読んだとしても理解できないとのことです。）

運用会社全般にとっては、法定開示資料という位置付けなので、そもそも投資家に「伝える」という意識が欠けているのだと思います。まずは、個人投資家（投信残高）の大

半は「お年寄り」だということを認識した上で、そのレベルに合わせた表現、内容の取舍選択をする必要があると思います。

## ②ファンドの運用状況を把握するために必要な情報

交付運用報告書は金融リテラシーが低い一般の投資家が読むためのもの、縦覧運用報告書は専門家、アドバイザー、少数のリテラシーが高い投資家が読むためのものという位置付けが良いと思います。

### <交付運用報告書>

- 運用担当者、運用会社からのメッセージ（自由裁量、巻頭または巻末）
- 設定来のトータル・リターン（グラフ）とその要因（表、原資産、為替、コスト）
- 設定来の分配金累計額の内訳（面グラフ、利子配当、売買益、準備積立金、収益調整金）
- 当期のトータル・リターン（グラフ）とその要因（表、原資産、為替、コスト）
- 当期の分配金額の内訳（表、利子配当、売買益、準備積立金、収益調整金）
- 当期のパフォーマンスおよび分配金に関するコメント

（市況とその影響→上がったのか、下がったのか）

#### <記載例>

原資産はいくら（または何%）上がりました or 下がりました。

為替はいくら（または何%）上がりました or 下がりました。

運用コストはいくら（または何%）かかりました。

その結果、いくら（または何%）上がりました or 下がりました。

分配金はいくら出ました。

うち、利子配当、売買益等からはいくら出ました。

収益調整金等からはいくら出ました。

※収益調整金から出ていることの意味を必ず明記。

※あるいは、期初（6期前の末日）に購入した投資家にとって当該期間の分配金が普通分配だったのか元本払戻だったのかを明記

- 今後の見通し（市況とその影響→上がるのか、下がるのか）

#### <記載例>

～という見通しのもと、原資産は上がる or 下がると思います。

～という見通しのもと、為替は上がる or 下がると思います。

以上を踏まえて、ファンドのパフォーマンスは上がる or 下がると思います。

交付運用報告書は、できるだけ平易な内容でシンプルな構成にすることが重要と考えます。そういう意味で、ある程度規格化することも検討する必要があると思います。

「お年寄り」が知りたいのは「なぜ上がったのか、下がったのか」と「今後、上がるのか、下がるのか」です。指数に対する超過リターン、その要因といった横比較するための定量情報、投資行動とその背景、コストの内訳といった細かい情報は割愛したほうが良いと考えます。

日々、実際の相談現場で感じることは、大半の投資家はこうした情報にあまり興味がないということです（聞いてもよくわからないし、知りたいとも思わない。いくら細かく丁寧に説明してもほとんど響きません。そういった細かいことはプロが見て、判断し、選んでほしい、というのが投資家の本音のようです）。

また、投資家を繋ぎとめるための方策として、運用担当者や運用会社からのメッセージ、所感などを自由裁量で挿入するのは良いと思います。この部分は各社オリジナルティを出すことで投資家とのコミュニケーションを図るのが良いのではないのでしょうか。

<縦覧運用報告書>

以下、交付運用報告書の内容に加えて、特に重要と思われるものだけ列挙

- 運用方針および運用哲学。商品性、ポートフォリオ特性などの概要。
- 設定来のトータル・リターンとベンチマークまたは参考指数の比較（指数を上回ることを目標としていない場合でも、参考指数を必ず設定すること）
- 暦年（直近5年程度）・四半期ベース（直近1年程度）のトータル・リターン比較（対ベンチマークまたは参考指数。基準日を統一すること。）
- 上記期間における超過リターンの要因分析（運用戦略別の寄与度。年金向けのディスクロなどを参考に資産クラス別に項目を規定するのが良い。）
- ベンチマークまたは参考指数との差異に関するコメント（指数を上回ることを目標としていない場合でも、差異が生じた理由、たとえば商品性やポートフォリオ特性等、その傾向を説明すること。最低限、参考指数対比でモニタリングすることを義務付けること。）
- ポートフォリオの設定来の推移および前期末比のポートフォリオの変化（図示。ポートフォリオの情報は月報などを参考に資産クラス別に項目を規定するのが良い。）
- 前期末比のポートフォリオの変化に対するコメント（投資行動による変化の場合は、その背景について言及する）
- 総経費率（トータル・エクスペンス・レシオ。業界統一基準が良い。）
- 重大な変更事項（運用方針、運用責任者、運用プロセスの変更等。その他・当局からの重大な指摘事項等。）
- 一定期間（直近5年程度）の月次資金流出入状況をヒストリカルで図示。

- 運用担当者の投信保有額またはシードマネーの金額。(現状、あまり意味のないものになると思われるが、今後、自己投資額が増えることを願って。)
- その他は、従来の運用報告書の掲載内容で十分かと思います。

縦覧運用報告書の内容は、比較可能な情報とするため、資産クラス別に項目を規格化、データ基準日の統一などが求められます。運用担当者のメッセージなど、オリジナリティのある情報を入れてほしいとのご意見もあるようですが、私個人としては、そういった情報は雑音になりかねないので、できるかぎりフラットな情報が良いと思います。ファンドの個性や色は、データの推移や投資行動とその背景を開示してもらえれば、判断できるのではないかと思います。

### ③運用報告書の二段階化について

二段階化については賛成です。交付運用報告書は一般投資家向け、縦覧運用報告書はプロ、マニア向けという位置付けが良いと思います。縦覧運用報告書は、運用会社、取扱販売会社のHPはもちろんのこと、投信協会で(過去分も含めて)掲示・検索できることを切望します。

### ④目論見書等によって開示することが望まれる情報について

ベンチマークのないファンドについても、参考指数を設定することを義務付けたほうが良いと思います。また、参考指数に対して乖離が大きい場合は、その理由(商品性、ポートフォリオ特性等)を説明することが重要です。

- 運用担当者(運用経験、略歴)、運用体制(人員、役割)等の情報
- リスクレベル情報(長い実績のあるものについては実績標準偏差で5%刻みでレベル分け。実績のないものについては参考指数またはバックテスト、類似ファンド等のリスクレベルを提示するのが望ましいですが、ミスリードも予想され難しいかもしれません。)

### ⑤複雑な仕組みの商品について

- サブファンドのパフォーマンスについては、基準日を統一し、暦年・四半期ベースでベンチマークまたは参考指数と比較・確認できるようにすること。
- ポートフォリオの状況については、ベビーファンドの決算日に合わせることを望ましいが、変化の推移がわかれば十分なので、各サブファンドの決算日基準でも良いと考えます(ベビーファンドの決算日に合わせるのは実務的に難しいケースがあると思います)。
- 通貨選択型やオプション・プレミアム型のサブファンドの分配金については、何らかの規制が必要だと思います。
- 複雑な商品があること自体は悪いとは考えません。複雑な商品は、基本的に投資

家に確認書を求めることで規制するのが現実的だと思います。より手続きを煩雑化、（投資経験ではなく）より高い知識レベルを要求し、それをクリアした（それでも投資したい）人だけが投資できるといった方法を取るのが良いのではないのでしょうか。最近、為替ヘッジ型の債券ファンドを単体で設定する会社が複数見受けられますが、通貨選択型の円コースで確認書を取るのが面倒だという販社からの要望があったことで、同様のファンドを単体で設定することになったようです。規制を強化することで、よりシンプルな構成の商品に生まれ変わった良例だと思います。

## 5. 運用報告書記載事項に関するアンケート結果

同報告書が二段階化された場合を想定して、参加者にアンケートを実施いたしました。

### 【質問】

[1] 現行協会ルールが定める運用報告書に記載すべき事項について、「引き続き交付報告書に記載すべき事項」には○、「縦覧報告書にのみ記載すればよい事項」には●を記入してください。「どちらとも言えない、分からない事項」には無印（空欄）で結構です。

	項目	目黒	renny	高橋忠	坂本	房前	A	B	C
(1)	設定以来の運用実績	○	○	○	○		○	○	○
(2)	基準価額と市況推移	○	○	○	○		○	○	○
(3)	運用経過等の説明	○	○(2)	○	○	○	○	○	○
(4)	一口当たりの費用明細	○	○		○	○	○	○	○
(5)	売買及び取引の状況	●	○			○		○	○
(6)	派生商品の取引状況	●	○					●	
(7)	株式売買比率	○	○					●	○
(8)	主要な売買銘柄	●			○			○	○
(9)	利害関係人との取引	○						○	○
(10)	自己取引の状況及び支払われた手数料の総額	●						●	○
(11)	自社ファンド自己取得の有無、理由、処分状況	●	○					○	
(12)	組入銘柄リスト	○(1)					○	○(3)	○
(13)	信用取引の状況	●	○					●	
(14)	債券空売りの状況	●	○					●	
(15)	証券貸付及び借入状況	●	○					●	
(16)	信託財産の構成(比率)	○	○					○	○
(17)	特定資産の価格調査	●	○				●	●	
(18)	BS、基準価額、PL	●	○					○	○
(20)	分配金等の表示	○	○		○		○	○	○
(21)	お知らせ	○				○			

	項目	長谷川	永沢	坂	島田	吉井
(1)	設定以来の運用実績	○	○	○	○(6a)	○(7a)
(2)	基準価額と市況推移	○	○	○	○(6b)	○
(3)	運用経過等の説明	○	○	○	○(6c)	○(7b)
(4)	一口当たりの費用明細	○(4a)	○	○	○(6d)	●(7c)
(5)	売買及び取引の状況	○(4b)	○		●	●(7d)
(6)	派生商品の取引状況	○(4b)	○		○(6e)	●
(7)	株式売買比率	○(4b)	○	○	○(6f)	●
(8)	主要な売買銘柄	○(4b)	○		○(6g)	●
(9)	利害関係人との取引	●	●	○	●	●
(10)	自己取引の状況及び支払われた手数料の総額	●		○(5a)	○	●
(11)	自社ファンド自己取得の有無、理由、処分状況	●		○(5b)	○	●
(12)	組入銘柄リスト	○	○	○	●(6h)	●(7e)
(13)	信用取引の状況	○(4b)	○	●	●	●
(14)	債券空売りの状況	○(4b)	○	●	●	●
(15)	証券貸付及び借入状況	●	○	●	○(6i)	(7f)
(16)	信託財産の構成(比率)	○(4c)	○	○	○(6j)	●(7g)
(17)	特定資産の価格調査	●	○	○	●(6k)	●
(18)	BS、基準価額、PL	●	●	○	○	●
(20)	分配金等の表示	○	○	○	○	○(7h)
(21)	お知らせ	○	○		○(6l)	○(7i)

(備考)

- (1) 上位 30 銘柄程度でよいのではないか。
- (2) 簡単な運用経過を記載する。
- (3) ファンド・オブ・ファンズはファンド名まで、ファンド内の個別銘柄は縦覧が良い。
- (4) (a) ただし、%表示の円グラフ等に記載方法を変えるべき。(b) ただし、交付版には文中に触れるにとどめ、詳細は請求報告書に。(c) ただし、一口当たりより費用率(%)に変えるべき。
- (5) (a) 手数料の総額のみでも。(b) 期末残高と比率(3期分)。

- (6) (a) トータル・リターン&分配金、(b) ベンチマークまたは参考指数と一緒に。資金の流入額・流出額の月ごとの合計額棒グラフも。(c) 運用担当者の生の言葉でわかりやすく。(d) 表示が中途半端。間接的に負担する費用をすべて開示。(e) 詳細は縦覧でよいが、どんな派生商品に何の目的で投資していて、決済後の損益の状況はどうか、決算時の建て玉の残高、などは交付に掲載したほうがよい。(f) いわゆる「売買回転率」として、株式に限らず、投資内容のターンオーバーを開示。(g) 今期組入れた銘柄と外した銘柄、ファンド・マネジャーのコメントとともに。(h) 電子情報で開示でよい。XBRLでの開示が望ましい。(i) 貸株代金の徴収など投資家にも関わる情報なので。(j) 帯グラフか円グラフなどをつけて視覚的にもわかるように。(k) それらに投資をしている場合は、対象資産と投資している旨は交付報告書でも開示すべき。(l) 名称・愛称変更、運用会社の合併、運用担当者の交代などファンドに係る重要事項について変更があった場合。
- (7) (a) 原資産、為替、コストなど要因別の表も必要、(b) できるだけ平易な内容でシンプルな構成に。(c) トータル・エクスペンス・レシオ、(d) 外貨建て資産は為替を円換算すること、(e) 金額だけでなく組み入れ比率の表示もあれば尚良い、(f) パフォーマンスへの影響は軽微なので、投資家に対する開示は不要と思料、(g) 表に加えて、ヒストリカルで図示、(h) 当期および設定来の内訳をヒストリカルで図示、(i) 運用方針、運用担当者、運用プロセス等の変更、その他当局からの重要指摘事項

[2] 現行の運用報告書には必要記載事項とされていないが、記載が必要と思われる事項がありましたら、挙げてください。(記載されたコメントをそのまま掲載しているため、重複があります。)

〈目黒〉

- 設定来、および期中の運用実績を示すに当たっては、基準価額のみならずベンチマークも記載する。ベンチマークの設定がないファンドについては、主要投資対象の指標を記載する。数値情報のみならず、値動きを比較しやすくするため、計算開始日を基準として指数化したグラフも合わせて掲載する。
- 決算時点におけるファンドおよびベンチマーク等の騰落率を記載する(1ヵ月、3ヵ月、6ヵ月、1年、2年、3年…、設定来)
- 運用経過等の説明については、運用方針を明記した上で、運用方針の下、具体的にどのように運用してきたのかを記載するようにする。
- 1口当たりの費用明細については、金額のみならず、計算方法を統一した上で比率も記載する。

〈B〉

- (2) は、月次騰落率とベンチマーク騰落率を対比して見れるようにする。ベンチマークの指定がない場合でも騰落率の推移でファンドの性格がある程度分かるようにする。
- (20) ファンド・オブ・ファンズの分配金について配当等収益の寄与度が大きい組入れファンド名と額を開示する。又、毎月分配型ファンドは分配可能額とその内訳を開示させる。

〈長谷川〉

- 目次
- サマリーページ
- 運用経過等の説明に運用担当者の署名
- 保有上位10銘柄と概略
- 語彙集（業界共通で良いと思う）

〈坂〉

- 株式以外の金融商品についての売買比率
- 期末におけるデリバティブ取引の具体的内容
- (当該商品の基本的仕組み)
- (基本的用語の解説)

〈島田〉

- 実質的な投資対象通貨や投資対象地域（投資比率を円グラフ等で分かりやすく）
- ファンド・マネジャーの名前、経歴、
- 総経費率（トータル・エクスペンス・レシオ）（計算方法を協会等で定め、全ファンドで統一的に開示。ファンド・オブ・ファンズのコストなども実績に基づきすべて含める。）
- ファンド・オブ・ファンズの場合、投資したファンドの①期間のトータル・リターンへの寄与率、②期間の分配金への寄与率を開示する。
- 縦覧報告書では、国内籍投信か外国籍投信かに係らず統一の表示基準を用い、外国籍投信であるためその基準を満たせない場合はその事由を記載する。
- 短くてよいので運用担当者または、それが適切でない場合は運用担当部署の責任者の、サインいりのコメント（形式的なものではなく、一般投資家へのコミュニケーションとして）を掲載する。
- 期中の資金増減（資金流入）月次グラフ

〈永沢〉

- ファミリー・ファンド方式やファンド・オブ・ファンズ型の場合、実質的な資産組入

比率（又はキャッシュ比率）。

- 監査法人の名称と監査意見

〈吉井〉

縦覧運用報告書に記載すべき事項として、

- 運用方針とベンチマークまたは参考指数（何を目標としているのかを明記。指数を上回ることを目標としていない場合でも、参考指数を必ず設定すること）
- 暦年または四半期ベース等のトータル・リターンと比較（ベンチマークまたは参考指数と比較）
- ベンチマークまたは参考指数との差異に関するコメント（指数を上回ることを目標としていない場合でも、差異が生じた理由（商品性、ポートフォリオ特性等）または傾向を説明すること）
- ポートフォリオの推移（図示）と変化（投資行動）に関するコメント（ポートフォリオの情報は資産クラス別に必要項目を規定し、それに準拠する。前期末から当期末の変化を図示し、その変化の理由（市場変動、投資行動とその背景等）について言及すること）

[3] 目論見書に追加して記載すべき事項がありましたら、挙げてください。

〈長谷川〉

- 運用担当者名と略歴
- 直近決算期現在の実績 TER（報酬・費用対純資産総額比率）
- 運用報告書（交付および縦覧）の入手先

〈永沢〉

- 投信会社の経営状況等に関する情報の入手先

## 6. 緊急フォーラムを終えて

この度の緊急フォーラムは、運用報告書の利用者自身が利用者の声を集めて、金融当局や投信協会に提出することを目指して企画、開催された。7月20日の意見交換会には18名が参加、“私からの提言”への寄稿者も合わせると、26名が本フォーラムに参加した。個人投資家だけでなく、ファイナンシャル・プランナーやファンド・アナリスト、ジャーナリストや弁護士、投信計理の実務担当者等、実に様々なバックグラウンドの方々が参加し、それぞれの立場や視点から提言を行った。これまでにない新しい取り組みであったと評価できよう。

本フォーラムに参加し、優れたファンドが投資家によって選択され育っていく市場を育てるための鍵が情報開示であり、受益者が読める・読みたくなる運用報告書づくりは、その第一歩であると再認識した。本報告書が、運用報告書制度の見直しに関わる方々に広く読まれ、さらに活発な意見交換が行われることを希望する。

本フォーラムの延長として、参加者有志による「運用報告書案」の提示も予定されていると聞いている。本フォーラムの今後の展開についても多いに期待している。

最後に、本フォーラムの企画、開催、本報告書の取りまとめに尽力されたフォスター・フォーラムの皆さん、ご苦労様でした。

座長 横山 利夫

\*\*\*\*\*

<参加者からの提言の要旨>

大半の受益者が運用報告書を読んでいない現状があるが、その原因として、次の3点を指摘する声が多く聞かれた。

(1) 作成者である投信会社の問題として、顧客（受益者）目線の欠如。顧客よりも当局やコンプライアンスが優先されている。

(2) 読み手である受益者の問題として、運用報告書の読み方等についての基本的な知識が備わっていない。また、運用報告書を読むことの意義を理解していない。

(3) 報告書の形式の問題として、字が小さい、数字の羅列、専門用語の多用、説明がない等。

多くの受益者に読んでもらえる運用報告書を実現するためには、これらの問題を解決していくことが必要。(1)はともかく、(2)は教育、(3)は協会ルールの見直しによって解決を図ることができると思われる。

運用報告書制度のあり方について、

- (1) 運用報告として提供されるべき情報に「投資家に読んでもらい理解してもらう情報」と「投資者が見られる状態にしておくべき情報」の二種類があるという視点が重要である。運用報告書の「二段階化」が行われる場合には、前者の情報は「分かりやすく」「交付運用報告書」に、後者の情報は「できるだけ詳しく」「縦覧運用報告書」に記載するという方向で整理されることが望まれる。
- (2) 「縦覧運用報告書」は電子的な方法によることが予定されているが、一般投資家でも容易にアクセスし負担なく閲覧できるものであることが大前提。
- (3) 情報提供の「規格化」が必要。投資商品の情報開示においては比較可能性が必要かつ重要であり、リターンやリスク、コスト等の定量情報については比較可能な形で情報提供が行われる必要がある。また、投資家にとっての「分かりやすさ」という点から、情報提供のフォーム（記載項目や順序、グラフや表等）についても、できる限り規格化していくことが望まれる。

「交付運用報告書」のあり方についても数多くの提案があった。詳しくは“私からの提言”を見ていただきたいが、その一部を紹介すると、

- (1) 平均的な受益者は、金融リテラシーが低い人、資産運用にあまり時間をかけることができない人であり、こうした受益者を前提とすれば、冒頭に要約ページを新設し、必要最小限の情報を平易な日本語で記載させるのが望ましい。
- (2) 分かりやすくするために、「規格化」の他に、表やグラフの活用、「平易な日本語ルール」の導入が考えられる。その際、平均的な受益者の理解力の調査や検証の実施が望まれる。
- (3) 運用を託している相手の情報は投資判断に必要不可欠。運用担当者や運用体制に関する情報を目論見書と運用報告書で開示するようにさせるべき。
- (4) 運用報告書は、目論見書に記載された運用方針通りに運用されているかどうかを確認するための書類でもあるから、目論見書に対応した記載とすることが必要。特に(3)について、中間論点整理では投信会社の自主的な取組みに委ねるとされたが、米国 SEC のように開示の義務づけが強く望まれていることが分かった。

利用者による主体的な集まりだからこそその提言も数多く聞かれた。例えば、

- (1) 個人投資家から、運用報告書を読んでいる人がいることを投信会社に知らせることが運用報告書の改善に繋がるのであって、優れた運用報告書を作成した投信会社を表彰する仕組みを民主導で創設してはどうか、という提案があった。投資信

託を育てたいという思いを共有する人々が自主的に集まったフォーラムであるからこそ出てきた提案であり、高く評価できよう。

- (2) 受益者側の金融リテラシーの向上は取り組むべき課題ではあるが、ファンド・アナリストやファイナンシャル・プランナー、ファイナンシャル・ジャーナリスト等の専門家が介在し、情報を咀嚼し伝達する役割を果たしていくことの必要性・重要性を再認識する意見も多く聞かれた。こうした専門家が活躍できるような環境整備として、提供情報の「規格化」や運用報告書の見直しは必要不可欠。本フォーラムにおいて提案のあった運用報告会の開催等も有効と思われる。

以 上

(付属資料) 緊急フォーラム参加者及び意見をお寄せ下さった方々のプロフィール

	氏名等	属性等
1	石川 由美子	投信情報サイト『投信資料館』主宰者、市民グループ「フォスター・フォーラム」メンバー
2	伊藤 宏一	ファイナンシャル・プランナー、千葉商科大学大学院教授
3	川元 由喜子	個人投資家、元ファンド・マネジャー、投信会社勤務
4	坂 勇一郎	弁護士
5	坂本 綾子	ファイナンシャル・プランナー
6	島田 知保	投信評価機関、『投資信託事情』発行人
7	高橋 忠郎	投信評価機関 (株) パワーソリューションズ
8	高橋 伸子	個人投資家、生活経済ジャーナリスト、市民グループ「フォスター・フォーラム」代表
9	竹川 美奈子	ファイナンシャル・ジャーナリスト、LIFE MAP,LLC 代表
10	立田 博司	投信実務家、(株) ポートフォリア代表取締役社長
11	永沢 裕美子	個人投資家、元投信実務家、市民グループ「フォスター・フォーラム」事務局長
12	長谷川 攝	個人投資家、元投信実務家
13	房前 督明	投信実務家、ファンドコンサルティングパートナーズ代表
14	目黒 政明	ファイナンシャル・プランナー、生活設計塾クルー代表取締役
15	横山 利夫(座長)	個人投資家、元投信実務家
16	renny	投信ブロガー (個人投資家)
17	A	投信実務家 (計理担当)
18	B	情報サービス機関
19	イーノ・ジュンイチ	個人投資家
20	沖雅之	個人投資家
21	上地 明德	元投信実務家、大学教授
22	尾藤 峰男	ファイナンシャル・プランナー、びとろファイナンシャルサービス (株) 代表取締役
23	水瀬 ケンイチ	投信ブロガー (個人投資家)
24	C	ジャーナリスト

25	D	元投信実務家
26	吉井 崇裕	ファイナンシャル・プランナー、ファンド・アナリスト、ガイア（株）

※1～18 までが 7・20 緊急フォーラム参加者

(順不同・敬称略)

(参考資料)

(1) 米国 SEC の 30 日イールドに関するルール

FORM N1-A <http://www.sec.gov/about/forms/formn-1a.pdf> の P 48 の (4) Yield Quotation

SEC Yield Formula Interest Income (including both Interest Distributions + Changes In Bond Values Attributable To Bonds Moving Towards Maturity ) for the last 30 days Minus fund expenses, then Compounded To Provide An Annualized Return

**((Interest Income For The Last 30 Days – Expenses) / NAV ^6-1) x 2 = SEC Yield**

(2) 米国 SEC の ミューチュアル・ファンドにおける運用担当者情報の開示規制

<http://sec.gov/rules/final/2009/33-8998.pdf>

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION

17 CFR Parts 230, 232, 239, and 274

[Release Nos. 33-8998; IC-28584; File No. S7-28-07]

RIN 3235-AJ44

ENHANCED DISCLOSURE AND NEW PROSPECTUS DELIVERY OPTION FOR REGISTERED OPEN-END MANAGEMENT INVESTMENT COMPANIES

f. Management

We are adopting, as proposed, the requirement that the summary section include the name of each investment adviser and sub-adviser of the fund, followed by the name, title, and length of service of the fund's portfolio managers.<sup>138</sup> A fund will not be required to identify a sub-adviser whose sole responsibility is limited to day-to-day management of cash instruments unless the fund is a money market fund or other fund with a principal investment strategy of regularly holding cash instruments.

139 Also, a fund having three or more sub-advisers, each of which manages a portion of the fund's portfolio, will not be required to identify each sub-adviser, except that the fund will be required to identify any sub-adviser that is (or is reasonably expected to be) responsible for the management of a significant portion of the fund's net assets. For this purpose, a significant portion of a fund's net assets generally will be deemed to be 30% or more of the fund's net assets.<sup>140</sup>

The portfolio managers required to be listed will be the same ones with respect to which information is currently required in the prospectus.<sup>141</sup> Several commenters opposed requiring funds to disclose portfolio managers.<sup>142</sup> Two of these commenters argued that the identity and length of service of portfolio managers do not rise to the level of importance necessary to warrant inclusion in the summary.<sup>143</sup>

However, the Commission continues to believe, along with other commenters,<sup>144</sup> that investors in a fund should be provided basic information about the individuals who significantly affect the fund's investment operations. Some commenters noted that funds are often managed by teams and that disclosing the individuals making up such teams would make the summary section too long and would not add substantive disclosure.<sup>145</sup> We note that, as is currently the case, disclosure will be required only with respect to the members of a management team who are jointly and primarily responsible for the day-to-day management of the fund's portfolio.<sup>146</sup>

We agree with other commenters that investors have the same interest in the identity of the individuals who are primarily responsible for management, regardless of whether a fund is managed by an individual portfolio manager or a team.<sup>147</sup>

※ 本報告書に関するお問い合わせ先：

フォスター・フォーラム（良質な金融商品を育てる会）事務局長 永沢裕美子

[yumiko.nagasawa59@gmail.com](mailto:yumiko.nagasawa59@gmail.com)

本報告書の無断転載は固くお断りします。引用等される場合は、上記問い合わせ先まで  
ご一報ください。