



事務局説明資料

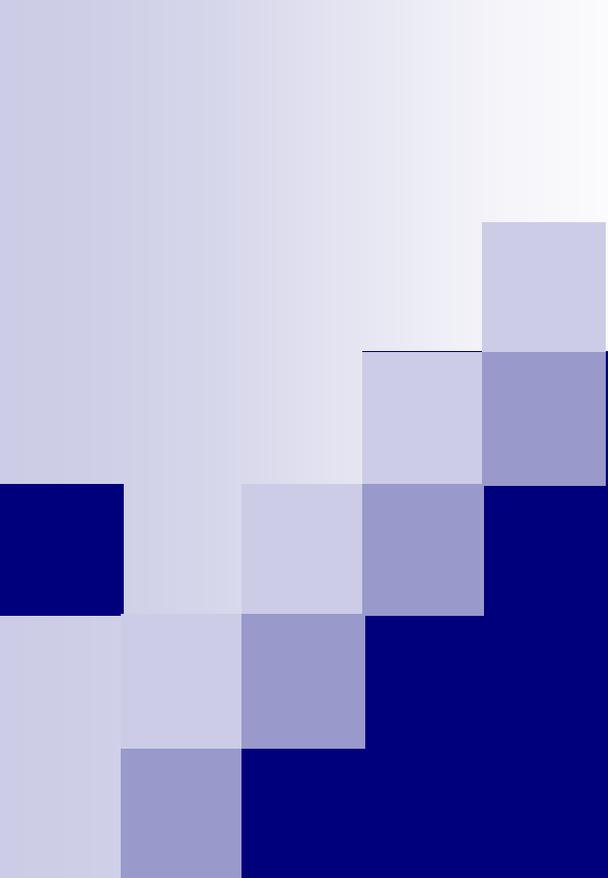
平成24年9月26日

(WG検討事項)

- 販売・勧誘時等におけるリスク等についての情報提供の充実
- 運用財産の内容についての制限(一定の種類のリスクに対する規制)

(事務局検討事項)

- 運用報告書記載事項等の見直し



販売・勧誘時等におけるリスク等について の情報提供の充実

中間論点整理

- 現在、法令において、交付目論見書にファンドの目的・特色、投資リスク等を記載することとされており、投資信託協会の規則において、その具体的な記載内容や記載方法等が定められている。
- 商品の複雑化・リスクの複合化(2. (1)②参照)が進行する中で適切に投資判断を行うためには、個々の商品の元本割れの可能性についての理解だけでなく、リスクの相対的な度合いの理解も重要と考えられる。こういった点を踏まえ、商品のリスクを投資家により分かりやすく情報提供する取組みを検討する必要がある。
- 例えば、欧州においては投資信託の収益額(分配金込み)の過去5年の平均値からの変動率(標準偏差)を7段階に階級表示する取組みが開始されており、こういった海外の取組み等を参考にすることも考えられる。他方、当ワーキング・グループの議論においては、
 - 段階や階級を用いた表示は、簡便であるがゆえに誤解を招きやすく、また、却って投資家自身がいかなる性質のリスクを保有しているか認識するという面でのリテラシーの向上を阻害するおそれがあること
 - 過去の変動率を基準に何らかの表示を行う場合、その計測期間によって表示が大きく変わることから、計測期間の定め方や投資家への説明方法につき慎重な検討が必要であること

等が指摘されている。今後、当該取組みの海外における動向や我が国の実務慣行等も踏まえ、引き続き検討を行うべきである。

欧州での取り組み

- UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) (注1)に関する欧州委員会指令においては、
 - 各ファンドの収益額(分配金込)の過去一定期間の変動率を標準偏差により計測(運用手法に応じて計測方法を補正)。
 - 計測された変動率の値を、7段階に区分けされたリスク階級に当てはめ、当該リスク階級をKII (Key Investor Information) (注2)に表示。
 - 変動率は継続して計測し、一定期間にわたり現在のリスク階級から外れた場合にはKIIの表示を修正。

(注1) UCITSとは、公衆から調達した資本を、リスク分散の原則に基づき、一定の譲渡可能証券その他の流動資産に投資することを唯一の目的とし、かつ、投資家の要求により、ファンド資産を用いて持分の買戻し、償還等を行う事業体を意味する(UCITS Directive Article 1(2))。

(注2) KIIとは、運用会社が作成する投資家にとっての重要情報を記載した短い文書で、契約前締結情報の一部(UCITS Directive Article 78、79)。



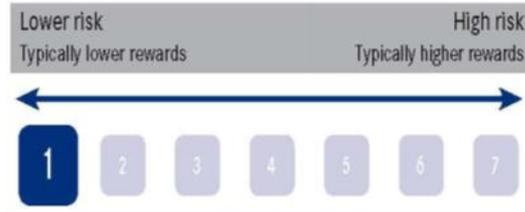
<基本的に標準偏差により計測>

$$\sigma = \sqrt{\frac{m}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_t - \bar{r})^2}$$

where r_t are measured over T non overlapping periods of the duration of $1/m$ years, and

$$\bar{r} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_t$$

Risk & Reward Profile



- ▶ This indicator is based on historical data and may not be a reliable indication of the future risk profile of the fund.
- ▶ The risk category shown is not a target or a guarantee and may change over time.
- ▶ The lowest category does not mean risk free.
- ▶ The risk indicator for this fund is set as one because:
 - Investments are subject to interest rate fluctuations which may affect both the amount paid to the fund by the issuer and value of a Fund.

欧州での取り組みに対する現地の反応

欧州でのリスク指標に関する取り組みについては、全面施行(本年7月)から時間が経過していないこともあり、まだ評価が定まっていないものの、欧州の運用会社・販売会社からは以下のような指摘がある模様。

- ① ファンドが抱えるリスクを表現するには簡素すぎる。ボラティリティのみをリスクと捉えているため、テールリスク^(注)を表現できていない(注:発生する確率は低い、ひとたび発生すると大損失になってしまうリスク)
(←むしろ、比較可能性と投資家の理解を向上させるために意図的に簡素にしているものであり、定性的なリスク説明も併記することで単一の指標による表示の限界を補完)
- ② リスク階級の設定が不適切なため、金融危機の状況ではほとんどのファンドのリスク指標が7段階中5以上に分類され、相対的なリスクを示すという目的を果たしていない
(←低位なリスク階級はMMF、中位は株式ファンド、高位はストラクチャード・ファンドというように、類型に応じたリスクが示されている)
- ③ 一定期間にわたって標準偏差が変化しないとリスク階級が変更されないため、市場環境の変化をリスク指標が体現しない
(←頻繁にリスク階級が変更されて投資家が混乱しないために指標の安定性が重要)
- ④ リスクばかりが強調され長期投資を阻害する
(←リターンは当局による規制がなくても販売会社により自主的に強調される)

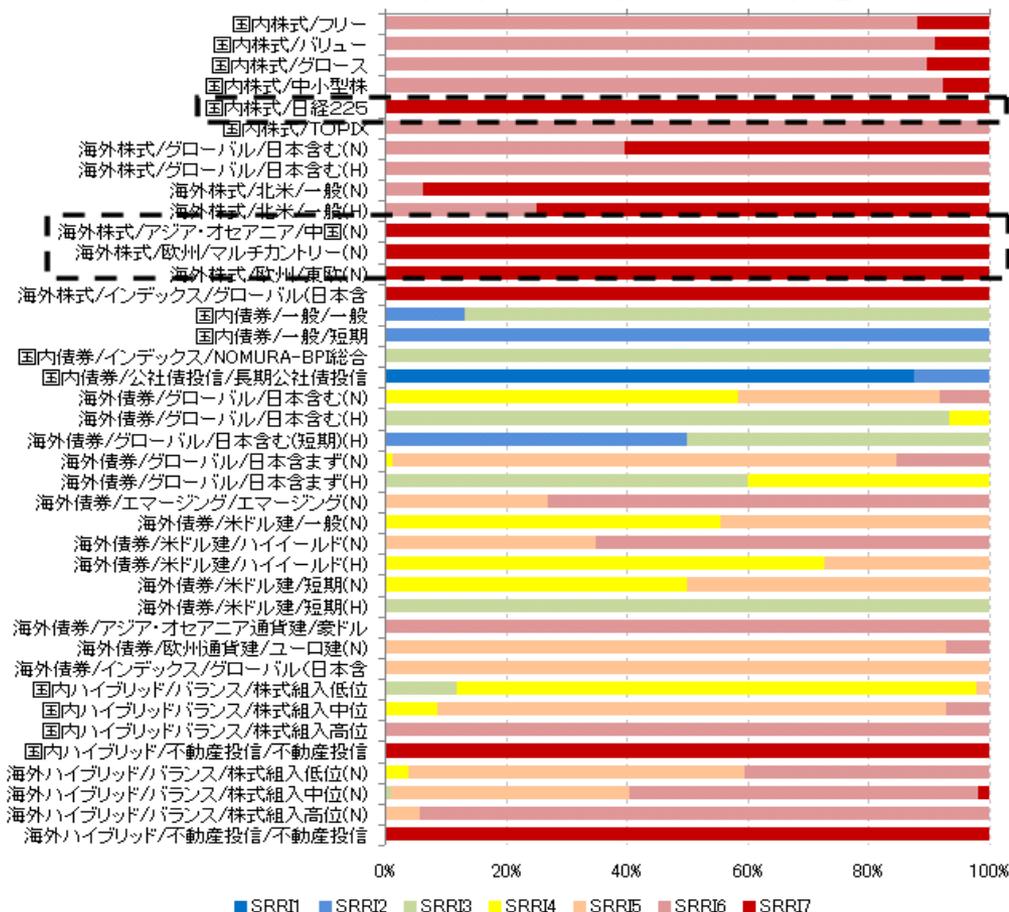
我が国投信市場に適用した場合の課題①

(仮に欧州規制 (UCITS) に従ってリスク指標を計算した場合のシミュレーション)

■ ボラティリティ(標準偏差)が一般的なリスク感覚を表現しているか

全ての日経225ファンドのリスク階級が7であるのに対し、ほとんどの国内株式アクティブ型ファンドのリスク階級は6となっている。また、新興国が属する地域の株式ファンドも全てリスク階級が7となっている。そのため、リスク階級のみを示されると、日経225ファンドは、国内株式アクティブ型ファンドよりもリスクが高く、新興国株式ファンド並みのリスクがあるように見えてしまう。

ファンド分類毎のSRRIの分布 (2012年6月29日)



(出典) 野村総合研究所
「理想的なリスク指標は存在するか
-投信のリスク指標に関する実証分析-」

我が国投信市場に適用した場合の課題②

(仮に欧州規制 (UCITS) に従ってリスク指標を計算した場合のシミュレーション)

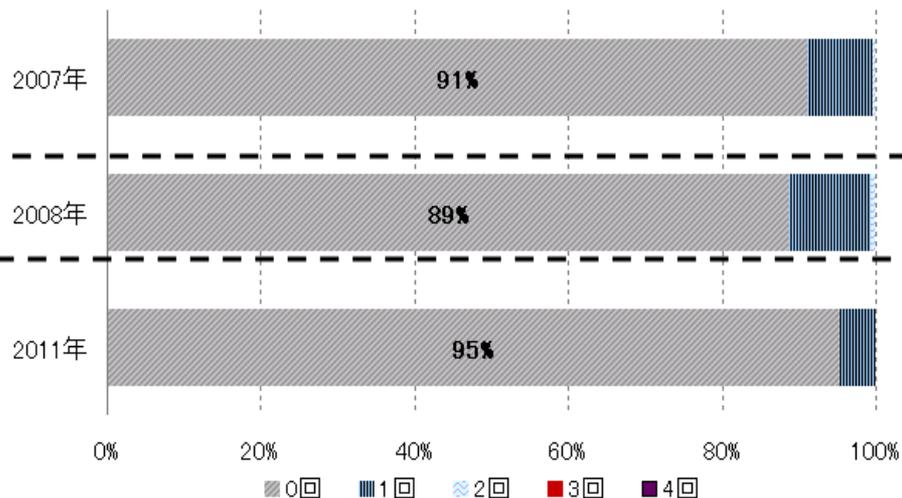
■ 頻繁なリスク階級の変化 ■

1年間で約1割のファンドについてリスク階級が変化することも

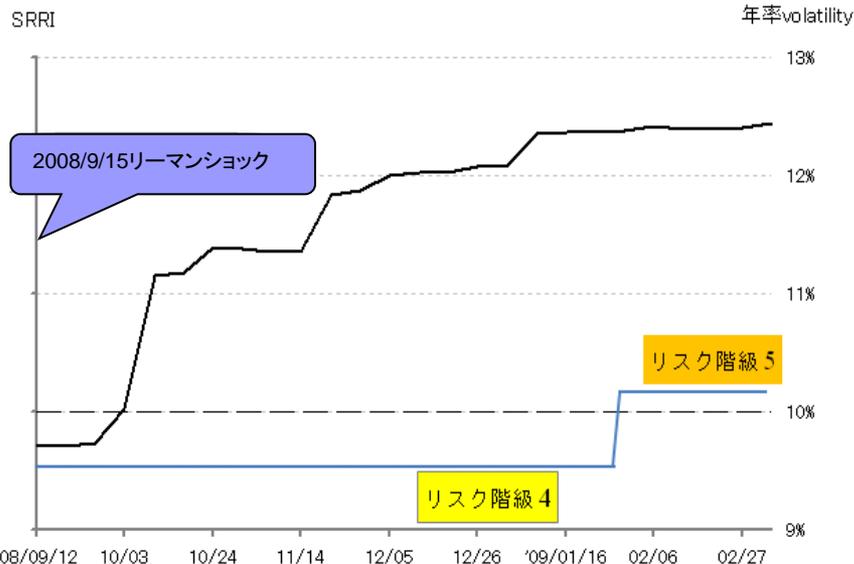
こうした問題に対して、欧州規制では、標準偏差の値がリスク階級間の閾値を越えてから一定期間の観察期間(4ヶ月)を経てはじめてリスク階級が変更となる。

観察期間中はリスク階級と標準偏差の大きさに乖離が生じる。

5年ボラティリティの変更頻度
(観察期間ゼロのSRRIの変更頻度)



(出典)前出



(出典)前出

◆ボラティリティに基づくリスク階級のみでは、投資家の誤解を招くおそれ。

⇒階級化せずに、過去の運用実績を基としたリスク量自体を表示する方が正確ではないか。また、他の代表的なアセットクラスのファンドのリスク量を併せて表示し、比較を可能とすることで、より投資家の理解に資するようなリスク表示とすることが考えられる。

具体案のイメージ

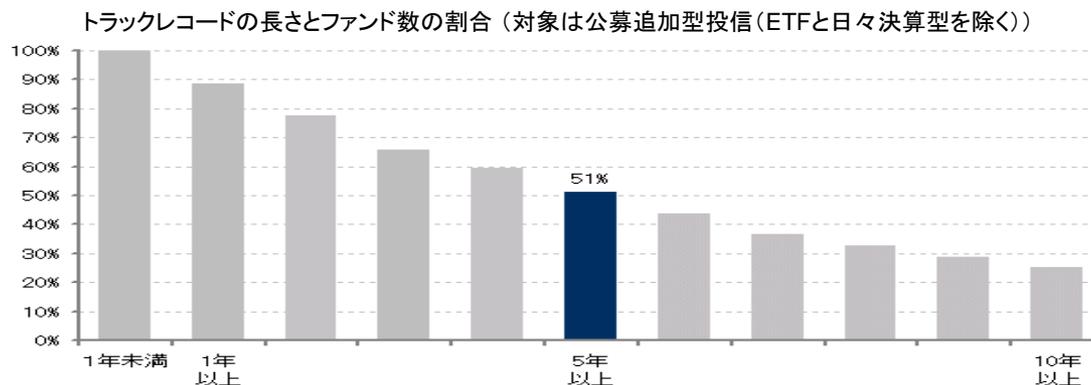
これまで同様、各投資信託に内包される主たる投資資産のリスクを定性的に説明することに加え^(注1)、リスクの定量的把握・比較ができるように、例えば、以下①～③の複合グラフを掲載することが考えられる。

- ① 基準価額(分配金再投資込)の過去データ(過去〇年間)^(注2)
- ② 当該投資信託を1年間保有したと仮定した場合のリターン(過去〇年間各月毎)
- ③ ②の振幅レンジ(最大値～最小値)を他の代表的なアセットクラスと比較

(注1) 交付目論見書において、投資リスクの記載が必要とされており、一般的には定性的な説明がなされている。

(注2) 運用期間が短い投資信託については、ベンチマーク等によるデータで代替することが考えられるか。その場合、以下の説明を求める必要があるか。

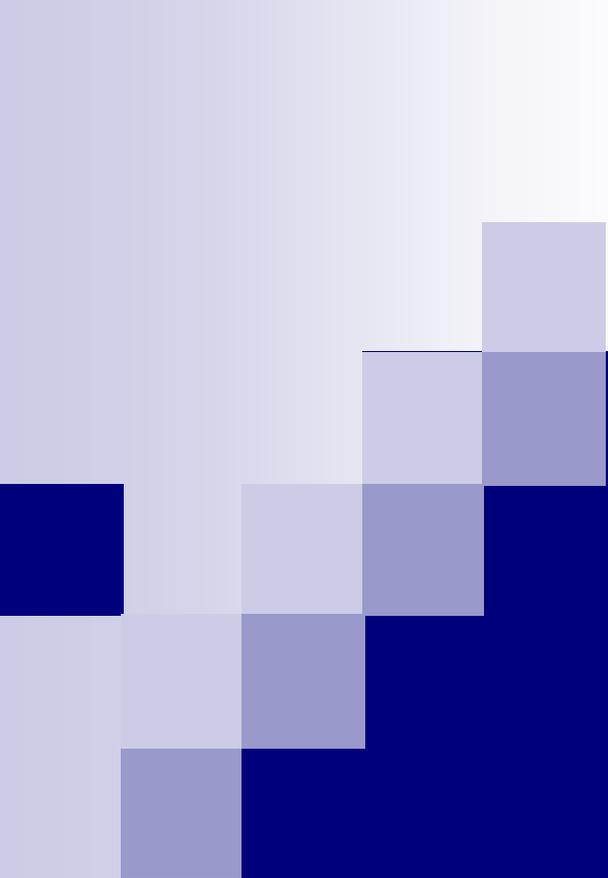
- ① 実際の値ではないこと、② 代替的に使用するベンチマーク等の内容やそれにより過去データを代替する根拠等、③ 仮に実際に運用していた場合に考えられるベンチマーク等の乖離要因又は運用が開始した後の運用結果とベンチマークとの乖離度合いとその要因



注) 2012年6月末現在

(出典) 前出

(注3) 国内投資信託だけでなく、我が国に持ち込まれる外国投資信託についても適用



運用財産の内容についての制限 (一定の類型のリスクに対する規制)

中間論点整理の記述

- 現在、運用財産の内容についての制限としては、内閣府令におけるデリバティブ取引に係るリスクの制限、投資信託協会の規則における投資対象等への一定の制限に限られている。
- 商品の複雑化・リスクの複合化が進行する中では、適合性の原則を踏まえた説明義務に係る負担が重くなっており、また、その説明内容も必ずしも十分でないとの懸念が指摘されている。一方、投資信託商品が多様なニーズに応えるとの観点からは、商品組成の自由度が過度に拘束されることは適当ではないとの意見もあった。また、特定の投資信託商品の類型やスキームそのものに着目した規制も必ずしも適当ではない。
- こうしたことを踏まえ、適合性の原則の下で説明が尽くされても、突発的・不連続に発現する可能性があり予測しにくいリスクが内包されている場合等、説明義務に依存するだけでは投資者保護が不十分であると考えられる場合につき、運用財産の内容についての規制により当該リスクを一定限度にとどめることが考えられる。米国や欧州において、信用リスクの集中回避のための投資制限やデリバティブ取引に起因するリスク量の規制といった一定の類型のリスクに対する規制が導入されている事例も研究し、引き続き検討を行うべきである。
- また、上記の規制は、あらゆる投資信託に適用することを念頭に置くのは適当ではなく、どのような受益者が投資する投資信託を規制の対象とすべきか、その受益者の範囲についても併せて検討を行うべきである。

信用リスクの集中回避のための投資制限

我が国の投資信託法制においては、現在のところ、企業支配禁止の観点から、投資先株式の議決権の50%超を取得してはならないという規制が存在するのみ(従って債券は対象外)。

米国規制(1940年投資会社法等)

- 各ファンドは「分散型」「非分散型」の別を開示。
- 「分散型ファンド」とは、総資産の75%について、
 - ・ 一発行体への投資を総資産の5%以下とし、
 - ・ かつ当該発行体の発行済有議決権証券の総数の10%以下とすることが要件(分散型から非分散型への移行には投資家の承認が必要)。
- (分散型・非分散型を問わず)上記とは別途、税制上の恩典を受けるためには、各四半期末の総資産の50%以上について、上記分散型ファンドの要件と同様の要件を満たしておく必要。

欧州規制(UCITS)

- 同一事業体の譲渡可能証券又は短期金融資産への投資は原則としてファンドの資産の5%以下。
- 同一事業体への預金はファンドの資産の20%以下。
- 同一事業体を取引相手とするデリバティブ取引はファンドの資産の5%以下(取引相手が銀行の場合は10%以下)
- 上記の各カテゴリーを通算した、同一事業体に対する総エクスポージャーはファンドの資産の20%以下。

- 株式だけではなく、債券への投資やデリバティブ取引等にも、特定の発行体、取引相手への信用リスクの集中といった投資家から見えない「突発的・不連続に発現するリスク」が発現しうる。そのため、投資対象となる資産・取引を広くカバーした形で、信用リスクの集中を排除する必要があるのではないか。
- その際、規制の実効性を確保しつつ、商品組成の自由度を過度に制限することのないように配慮すべきではないか。

デリバティブ取引のリスクに対する規制

法令上は、「合理的方法により算出した発生し得る危険に対応する額」が運用財産の純資産額を超える場合のデリバティブ取引は禁止されている(金商業府令130①Ⅷ等^(注))

(注)金商法42条の2第7号が定める投資運用業者による禁止行為の一つとして規定。

「合理的方法により算出した発生し得る危険に対応する額」の算出方法は、投信協会ガイドライン等において「デリバティブ取引に係る評価損」又は「VaRやストレス・テスト等を活用して算出したリスク量」とされているにとどまり、合理的方法による限り各社の裁量に任されている。

米国規制(1940年投資会社法等)

デリバティブ取引を行う場合は、

- ・ カストディアンに設定した分別勘定に当該デリバティブ取引より生じるレバレッジ相当額の流動資産を保持するか、又は
- ・ レバレッジを相殺する取引を行う必要。

欧州規制(UCITS)

ファンドの特性に応じて、リスク・エクスポージャーの算定方法と上限値を規定。

手法の区分	制限内容
Commitment Approach	デリバティブ取引の想定元本の総和が純資産額以内
Relative VaR Approach	想定最大損失額(VaR)が、デリバティブ取引の影響を除去した場合のその2倍以内。
Absolute VaR Approach	想定最大損失額(VaR)がファンドの純資産総額の20%以内

- デリバティブ取引のリスク量管理を精緻化するべく、現在各社が独自に定めている「合理的方法により算出した発生し得る危険に対応する額」の計算方法につき一定の枠組みを提示することが必要ではないか。
- その際、各社のリスク管理の高度化の程度に応じた規制となるよう、複数の算出方法を認めるなどの柔軟な枠組みが必要ではないか。

具体案のイメージ(信用リスクの集中回避のための投資制限①)

株式に限らず投資対象となる資産・取引を広くカバーした形で、特定の発行体、取引相手への信用リスクの集中を回避するため、下記のようなルール整備を図ることについてどう考えるか。

- 以下の各カテゴリー別に同一者へのエクスポージャーは純資産総額の一定比率以内(例えば10%以内)
 - ・ 株式
 - ・ 債券・その他有価証券
 - ・ デリバティブ、レポ取引等、委託者が指図可能なその他の取引



- 上記カテゴリーを通算して、同一者へのエクスポージャーは純資産総額の一定比率以内(例えば20%以内)

(注)ファンドオブファンズは、投資先ファンド毎に上記の各計算を充足していれば足りるとすればよいか。

具体案のイメージ(信用リスクの集中回避のための投資制限②)

商品組成の自由度を過度に制限することのないように
投資家が信用リスクの集中を当然容認しているといえるような下記類型のファンドでは
一定の適用除外を定めてはどうか。

指数連動型投信(ETFを含む)において指数の構成銘柄に投資することにより指数連動させる
場合の指数構成銘柄に投資する場合(運用にあたって参照するベンチマークが存在する場合に
右ベンチマークを開示した上、ベンチマーク構成銘柄に対して投資している場合を含む)、各構
成比率の範囲内については、信用リスクの規制対象から除外。

純資産に比して一定比率以上の集中投資となることが想定される発行体の名称を、投資信託の
名称において明確に記載(例えば「豪ドル国債オープン」など)した場合、当該集中投資先へのエ
クスポートージャーについてのみ信用リスクの規制対象から除外。

商品組成の自由度を過度に制限することのないよう、本規制の実効性を害しない
ように配慮しつつ、上記の他にも適用除外を規定する必要がないか、制度実
施までに実務的に更に検討する必要。



具体案のイメージ(デリバティブ取引に起因するリスク量の規制)

- ①簡便ではあるがリスク量を比較的高めに算出することで慎重に判定する計算方法
②高度であり適正なリスク量を算出することが期待できる計算方法 など
複数の計算方法を提示し、各社がリスク管理体制に応じて選択するという制度を採ることによって
デリバティブ取引に起因するリスク量管理の精緻化を図ってはどうか。

■具体的には、デリバティブ取引を利用している投資信託においては、ポートフォリオ全体に関し、リスク量を下記の手法のいずれかにより計算し、各手法に対応する上限値以内に抑制することが考えられる。

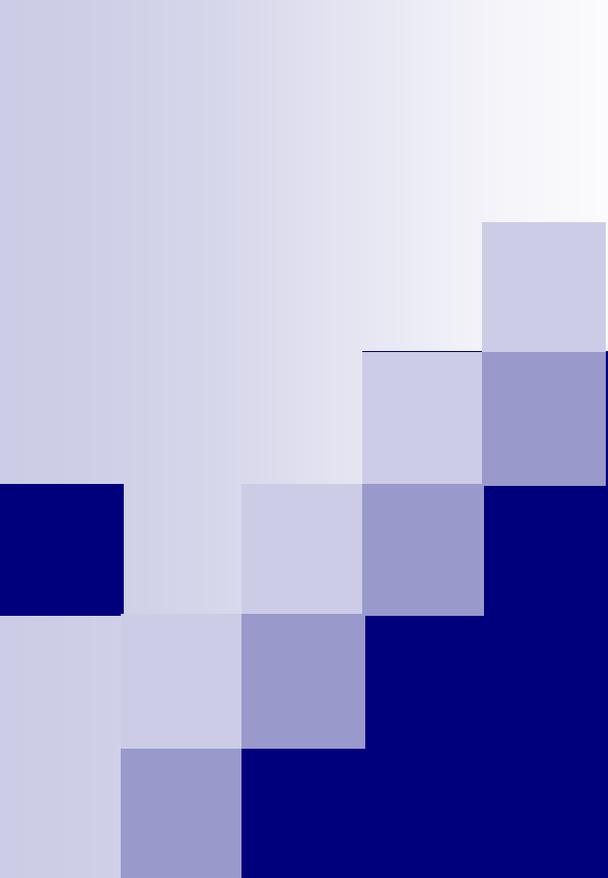
- 各デリバティブ取引の想定元本の合計が純資産総額以下。
- 投資している各資産に掛け目(リスクウェイト)^(注1)をかけて得られた額の合計の1.2倍^(注2)が純資産総額以下。
- 内部管理モデルで想定最大損失額(VaR)を算出し、右モデルの精度に応じた掛け目(リスクウェイト)^(注1)を乗じて得られた額の1.2倍^(注2)が純資産総額以下。

(注1) 金商業者の自己資本規制における掛け目を準用

(注2) 120% = 金商業者の最低自己資本規制比率

考えられる信用リスク・デリバティブリスクに対する上記規制の適用範囲

- ① 公募投資信託(含ETF)に適用(私募投資信託の場合も各社が定める合理的な方法により算出・管理することが必要)
- ② 外国投資信託を我が国で販売する場合にも適用
(我が国投資信託が外国投資信託を組み込む場合、我が国投資信託のリスク算出時に当該外国投資信託分も含めて計算)
- ③ 十分な経過期間において、①②の既存ファンドにも適用



運用報告書記載事項等の見直し

中間論点整理の記述

- 運用報告書の二段階化を前提とした上で、受益者が運用状況等を正しく把握するために必要な情報を提供する観点から、これらの記載事項等の見直しにつき事務的に検討すべきである。
- その際、投資家・市場関係者の意見も聴きながら検討を行うべきであり、また、交付運用報告書の記載は、知識・経験に乏しい受益者がいることを踏まえ、わかりやすい表示とすることが重要である。

見直しの方向性

- 運用報告書の全体版はインターネット掲載によって、受益者がいつでも見られる状態としてはどうか。その上で、全ての投資家に読んでもらい理解してもらうべき「運用状況に関する極めて重要な事項」については、原則書面(事前の同意がある場合には、電磁的方法での交付も可能)での交付を求める。
- 前者(運用報告書全体)は詳しく記載、後者(交付運用報告書)はわかりやすく記載。
- 運用報告書全体については「いつでも見られる」ように
 - 運用会社ホームページでの掲載等、アクセスのしやすい媒体での提供(受益者からの請求時は紙ベースでの交付)。
- 「わかりやすい」交付運用報告書
 - グラフや図を活用しながら、(数字の羅列ではなく)平易かつ簡潔な日本語で文章による解説
 - 比較可能なデータの掲載(当該ファンドの過去の状況との比較、類似ファンドとの比較)

交付運用報告書の記載事項

■ 交付運用報告書に記載することが必要と考えられる事項の例

- 運用方針の概要
- 直近5年間の基準価額の推移
- 期中の資産の運用の経過(基準価額とベンチマークとの差異とその差異発生要因、基準価額変動の主な要因、基準価額と市況等の推移、投資環境の主な変化要因、ポートフォリオの推移(主要な資産・ファンドの組入比率) など)
- 分配金(金額とその決定根拠、分配留保益の運用方法、分配原資の内訳など)
- 今後の運用方針
- ファンドのデータ(主たる組入資産の内容(例えば上位10銘柄、通貨別配分)、期中の売買及び取引の状況、一万口当たりの費用の明細(金額及び比率)、純資産額など)
- 運用報告書全体版が掲載されている運用会社ホームページアドレス、受益者が運用報告書全体版を請求した場合には交付する旨及び請求先

など

(注) 仮に上記の事項を交付運用報告書に記載した場合のイメージにつき、参考資料参照