

J F 小型株オープン

第 10 期 運用報告書

(決算日：2003年6月30日)

●当ファンドの仕組みは次の通りです。

商品分類	追加型株式投資信託・国内株式型 〈中小型株型〉
信託期間	1993年7月30日から2013年6月29日 までです。
運用方針	わが国の株式の中から店頭株を中心 にその他小型株も組み入れ、積極的に 売買益の獲得をねらいます。
主要運用対象	わが国の証券取引所上場株式（これ に準ずるものを含みます。）としま す。
株式組入制限	制限を設けません。
分配方針	毎年1回（原則として6月29日）決 算日に基準価額水準・市況動向等を 勘案して、分配方針に基づいて行い ます。ただし、分配対象収益が少額 の場合は分配を行わない事がありま す。

平素は格別のご愛顧を賜り厚く御礼申し
上げます。

さて、「J F 小型株オープン」は、去る6
月30日に第10期の決算を行いましたの
で、期中の運用状況をご報告申し上げま
す。

今後とも一層のご愛顧を賜りますようお
願い申し上げます。

**J.P.モルガン・フレミング・
アセット・マネジメント・ジャパン**

〒107-6151東京都港区赤坂5丁目2番20号

お問い合わせ先 〈ヘルプデスク〉

TEL 03-6229-2350

(受付時間は営業日の午前9時～午後5時(半日営
業日は午前9時から正午))

◎最近5期の運用実績

決算期	基準価額			RUSSELL/NOMURA Small Cap インデックス (配当込)		株式組入率 比	純資産額
	(分配落)	税込み 分配金	期中騰 落率		期中騰 落率		
6期 (1999年6月29日)	円 10,007	円 3,330	% 114.5	6,472	% 26.4	% 99.0	百万円 4,577
7期 (2000年6月29日)	10,722	0	7.1	7,205	11.3	97.2	18,657
8期 (2001年6月29日)	7,196	0	△ 32.9	7,013	△ 2.7	97.2	11,748
9期 (2002年7月1日)	6,012	0	△ 16.5	5,945	△ 15.2	96.8	7,818
10期 (2003年6月30日)	4,887	0	△ 18.7	5,954	0.1	97.7	4,796

(注1) 基準価額の騰落率は分配金込みです。

(注2) 株式組入比率には、新株引受権証券を含みます。

(注3) 参考指数は、設定日の前営業日を10,000として指数化しています。(参考指数の指数化計算起点の変更に伴い再計算しました。)

◎当期中の基準価額と市況等の推移

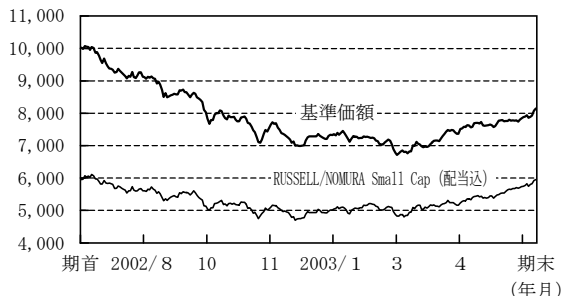
年月日	基準価額		RUSSELL/NOMURA Small Cap インデックス (配当込)		株式組入率 比
		騰落率		騰落率	
(期首) 2002年7月1日	円 6,012	% —	5,945	% —	% 96.8
7月末	5,583	△ 7.1	5,729	△ 3.6	94.3
8月末	5,385	△ 10.4	5,577	△ 6.2	98.2
9月末	5,157	△ 14.2	5,543	△ 6.8	97.3
10月末	4,680	△ 22.2	5,177	△ 12.9	91.8
11月末	4,629	△ 23.0	5,156	△ 13.3	94.7
12月末	4,369	△ 27.3	4,937	△ 17.0	97.5
2003年1月末	4,270	△ 29.0	4,897	△ 17.6	98.1
2月末	4,257	△ 29.2	5,041	△ 15.2	97.6
3月末	4,185	△ 30.4	5,033	△ 15.3	97.9
4月末	4,504	△ 25.1	5,229	△ 12.0	98.5
5月末	4,658	△ 22.5	5,491	△ 7.6	97.3
(期末) 2003年6月30日	4,887	△ 18.7	5,954	0.1	97.7

(注1) 騰落率は期首比です。

(注2) 参考指数は、設定日の前営業日を10,000として指数化しています。

◎当期の運用状況と今後の運用方針（2002年7月2日～2003年6月30日）

〈基準価額とRUSSELL/NOMURA Small Cap (配当込)の推移〉



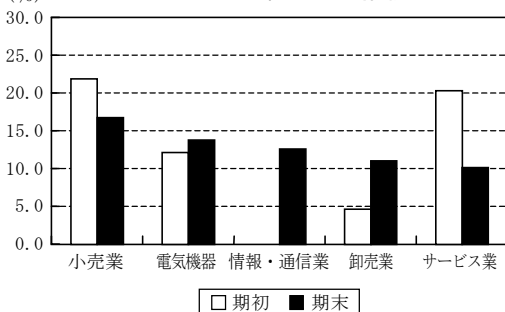
(注1) 基準価額は税引前分配金を再投資した数値としております。
 (注2) 参考指数は設定日の前営業日を10,000として指数化しております。

〈株式組入上位10銘柄〉

順位	銘柄	業種	比率 (%)
1	グッドウィル・グループ	サービス業	3.7
2	カップ・クリエイト	小売業	3.4
3	アーク	その他製品	3.2
4	小森コーポレーション	機械	2.9
5	トーマンエレクトロニクス	卸売業	2.9
6	ユニデン	電気機器	2.7
7	ミスミ	卸売業	2.6
8	エイチ・アイ・エス	サービス業	2.6
9	レオパレス21	不動産業	2.4
10	アリアケジャパン	食料品	2.3

* 期末現在 / 比率は対純資産

〈上位5位業種別組入推移〉



■市場概況

2002年6月以降、巨額粉飾決算に端を発した企業会計疑惑から米国株式市場が大幅下落した影響を日本株市場も大きく受けることとなりました。国内外で市場心理が悪化し、米国景気回復のスピードの鈍化、世界的な景気先行き懸念などから、株価は下落傾向に転じました。夏場を通じて投資家のリスク許容度は一層低下し、世界的に株式が売られる展開となりました。このような環境下、日本市場では金融システムに対する不安が広がったため、外国人投資家は日本株に対して売り圧力を強めました。主要指数の騰落率は、6月以降TOPIX指数が5ヶ月連続、東証2部指数、JASDAQ指数等は7ヶ月連続で下落し、第4四半期は2002年の安値水準で推移する結果となりました。また、秋以降、イラク情勢の緊迫化が世界経済に暗い影を落としました。2003年に入ると、市場は日銀総裁後任人事に絡んだ政策変更期待で反発して始まりました。しかし、年度末を控えての持ち合い解消、年金基金の代行返上によって売り圧力が強まり、需給は悪化の一途を辿りました。政府の景気回復対策に対する失望感、イラク情勢緊迫化・開戦も買い手控えムードを助長し、相場は大型優良株中心に下落傾向となり、日経平均株価・TOPIX指数は共にバブル後安値を更新しながら値を下げる展開となりました。この間、市況関連と中小型株は、主力株に比べ需給にしこりのないことが好感され、売られ過ぎの水準から買戻しが入ったことなどから相対的に堅調に推移しました。その後発表された3月決算においては日産の好決算に見られるように予想を上回るケースが多く、期末にかけて株価は回復してきました。外国人投資家も米国・欧州と比較して出遅れ感の強い日本株の買い手として復活し、今回の上昇局面の大きな牽引役となっております。期首からの騰落率は、TOPIX指数；▲12.2%、東証2部指数；▲0.6%、JASDAQ指数；3.1%、日経ジャスダック平均株価；▲5.3%となっております。

(*「日経店頭平均株価」は、2002年10月1日より「日経ジャスダック平均株価」に名称を変更しております。)

■運用状況

1) 基準価額の変動要因
 ・当期の基準価額騰落率は18.7%のマイナスとなりました。
 ・組入銘柄の中で、企業のファンダメンタルズは概ね堅調にもかかわらず、大塚家具やヤマダ電機のように、厳しい景気状況の中で、業績に対する不安が高まり株価が低迷した銘柄があったことが、パフォーマンスの足を引っ張る形となりました。
 ・富士ソフトABC、ベルシステム24のように業績下方修正によって株価が大きく下落した組入銘柄もありました。

期の大半は、景気の先行きに対する不透明感の高まりからリスク回避傾向が強くなり、市場でディフェンシブな銘柄が選好されました。また、投資家は、小型株に対し、その成長性ではなく財務の安全性を求めました。当ファンドでは、バリュエーションの割安な成長株に選別投資していますが、その意味ではここ3年間非常に難しい投資環境でした。このような相場環境を踏まえて、当ファンドではリスク管理と売却方針の改善に取り組みしております。ファンドの組入銘柄数を増やし、一銘柄に対する組入比率を引下げ、銘柄固有のリスクの軽減を目指しました。利食いや損切りの売却方針とプロセスの改善も行い、ファンドのリターン向上を目指しております。

2) その他主な売買等

当期の売買としては、市場が大きく下落する過程で、いくつかの割安な水準と思われる銘柄を新規に組入れました。中長期的な観点で保有する銘柄のほかに、市場のモメンタムや個別の材料から買付けた銘柄もあります。景気が全体的に落ち込む中、力強い成長を続ける企業も多く見られました。確かに、最近のニュースの中には、バリュエーションを注視し、これまで以上にファンダメンタルズを観察する必要性を痛感させるものもありました。しかし、市場が成長性を評価することに消極的とはいえず、当社が評価している企業は優れた製品や戦略を武器に事業を拡大できると思われれます。主な買い付け銘柄としては回転寿司のカップ・クリエイトが挙げられます。積極的に出店攻勢をかけており、既存店の売上も堅調に推移しています。規模の拡大により原価改善も達成し、1月に発表された中間決算では経常利益が前年比36%の増加となりました。一方、その他の銘柄としては、ドン・キホーテ（首都圏以外での新規出店期待）や豊田合成（LED-発光ダイオード関連）などが挙げられます。主な売却銘柄としては、ジャスダックから東証1部に上場し株価が上昇したプレナスを売却したほか、中期成長期待が高いながらも、バリュエーションに割安感の乏しいマップチモーターやイオン・クレジットの組入比率を引下げました。

かかる運用の結果、期末の基準価額は4,887円となりました。基準価額の水準等を勘案し、当期は分配を行わないこととしました。

■市場見通しと運用方針

日本の不良債権問題が抜本的に解決されるには、まだ時間がかかると思われます。日本の経済成長は、外需に依存しているという現在の市場コンセンサスには同意せざるをえません。他の主要国もそれぞれの経済問題に直面しており、当面の日本経済の先行きに対し、明るいシナリオを描くのは時期尚早といえるでしょう。

この様な環境下、日本株投資にあたり唯一有効とみられるのは、ボトムアップアプローチにより、優良企業と既に成長が鈍化している企業を見極め、銘柄選別を厳しくすることと考えます。当ファンドではこのアプローチに基づき、大型株の中にしばしば見られるような、経営戦略や経営基盤の硬直化、業績不振などに陥っている企業ではなく、景気が低迷する中でも業績拡大を続けている割安な中小型株に引き続き注目していきます。多くの場合、こうした銘柄のバリュエーションは非常に割安です。株式市場は景気に対し弱気になっており、このような割安株を見逃していることに気づくには時間がかかるかもしれませんが、中長期的にはこうした銘柄の株価は良好なファンダメンタルズを織り込んでいくと思われれます。

2003年に入ってから、持ち合い解消で大型優良株の地合いが悪いなか、出遅れ感のある小型株を物色する動きが見られます。単なる出遅れ物色で買うのではなく、個別銘柄にフォーカスし選別することがより重要な局面になってきたと考えています。最近の相場テーマでは、海外向け携帯電話の画面カラー化（液晶、LED関連）、携帯コンテンツの国際展開など中小型株が中心なものがあげられ、今後も個別銘柄発掘に引き続き努めてまいります。

今までポートフォリオ構成では、サービス関連の組み入れ比率が高い傾向にありましたが、最近の会社訪問では製造業でもリストラ、設備の買い替え需要等で回復の兆しが見られる会社もあり、新たにこの分野の銘柄も買い付けております。

日本経済については、明るい見通しを持ちにくいのが現状ですが、バリュエーションが割安な優良企業が数多く存在すると思われれます。こうした企業は利益成長を続ける傾向にあるため、最終的に投資家は株価上昇というメリットを享受できると考え、ボトムアップアプローチによる選別物色に注力してまいります。投資判断は、引き続き経営トップに対する頻繁な会社訪問をベースにチーム運用で行います。今後とも、ご愛顧のほどよろしくお願い申し上げます。

◎ 1口当りの費用明細

項 目	当 期
(a) 信託報酬 (投 信 会 社) (販 売 会 社) (受 託 銀 行)	51円 (31) (15) (5)
(b) 売買委託手数料 (株 式)	12 (12)
(c) 保管費用等	1
合 計	64

(注1) 期中の費用（消費税等のかかるものは消費税等を含む）は、追加・解約により受益権口数に変動があるため、下記の簡便法により算出した結果です。

(a) 信託報酬＝期中の平均基準価額×信託報酬率

(b) 売買委託手数料、(c) 保管費用等は、期中の各金額を各月末現在の受益権口数の単純平均で除したものです。

(注2) 各項目ごとに円未満は四捨五入してあります。

◎ 期中の売買及び取引の状況

(2002年7月2日から2003年6月30日まで)

株 式

	買 付		売 付	
	株 数	金 額	株 数	金 額
国 内	千株 2,883 (207)	千円 4,090,915 (-)	千株 3,005	千円 5,362,322

(注1) 金額は受渡し代金です。

(注2) 単位未満は切捨てです。

(注3) () 内は株式分割、予約権行使、合併等による増減分、上段の数字には含まれておりません。

◎株式売買金額の平均組入株式時価総額に対する割合

項 目	当 期
(a) 期中の株式売買金額	9,453,237千円
(b) 期中の平均組入株式時価総額	5,336,474千円
(c) 売買高比率 (a) / (b)	1.77

(注) (b)は各月末現在の組入株式時価総額の平均です。

◎当期中の主要な売買銘柄
株 式

当				期			
買		付		売		付	
銘 柄	株 数	金 額	平均単価	銘 柄	株 数	金 額	平均単価
	千株	千円	円		千株	千円	円
豊田合成	126.5	220,780	1,745	ヤマダ電機	109	297,421	2,728
ドン・キホーテ	15.2	177,691	11,690	富士ソフトABC	102	255,095	2,500
カップ・クリエイト	21.15	139,008	6,572	豊田合成	104.8	204,329	1,949
レオパレス21	169	134,367	795	バンダイ	41.8	186,416	4,459
ユニデン	109	113,333	1,039	エネサーブ	38.5	182,287	4,734
パルコ	190	109,219	574	カルチュア・コンビニエンス・クラブ	50.1	161,856	3,230
ミスミ	30.7	104,161	3,392	イオンクレジットサービス	34.55	156,598	4,532
東洋水産	87	102,307	1,175	プレナス	46.12	156,152	3,385
ニチイ学館	17.1	101,574	5,940	グッドウィル・グループ	0.381	155,246	407,470
バンダイ	22.8	100,973	4,428	レオパレス21	269	154,316	573

(注1) 金額は受渡し代金です。ただし単位未満は切捨てです。

(注2) 株数が単位未満の場合は小数で記載しております。

◎利害関係人との取引状況 (2002年7月2日から2003年6月30日まで)

(1) 当期中の利害関係人との取引状況

区 分	当 期					
	買付額等 A	うち利害 関係人との 取引状況B	B A	売付額等 C	うち利害 関係人との 取引状況D	D C
株 式	百万円 4,090	百万円 367	% 9.0	百万円 5,362	百万円 493	% 9.2

(注) 金額の単位未満は切捨てです。

(2) 当期中の売買委託手数料総額に対する利害
関係人への支払比率

項 目	当 期
売買委託手数料総額(A)	14,003千円
うち利害関係人への支払額(B)	1,356千円
(B) / (A)	9.7%

(注) 利害関係人とは、投資信託及び投資法人に関する法律施行令第20条に規定される利害関係人であり、当ファンドに係る利害関係人とはJ.P.モルガン証券株式会社です。

◎組入資産の明細
国内株式

2003年6月30日現在

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千円
建設業 (1.9%)			
日本コムシス	289	143	87,516
食料品 (4.7%)			
ヤクルト本社	108	—	—
アリアケジャパン	—	31.4	112,412
東洋水産	—	87	106,053
繊維製品 (0.3%)			
三陽商会	—	22	15,972
化学 (2.4%)			
日本酸素	—	120	46,320
大倉工業	—	44	24,728
ミルボン	16.6	16.9	40,813
有沢製作所	0.7	—	—
医薬品 (1.5%)			
沢井製薬	—	22.1	70,941
ガラス・土石製品 (1.7%)			
フジインコーポレーテッド	—	28.6	78,650
機械 (8.6%)			
オーエスジー	—	46	26,312
三井海洋開発	—	3.2	3,200
ユニオンツール	24.5	14.7	47,481
小森コーポレーション	194	112	140,112
マースエンジニアリング	—	8.2	27,060
アルゼ	8.9	—	—
サンデン	—	40	22,840
日本精工	—	138	52,716
ツバキ・ナカシマ	—	14	12,082
日本トムソン	—	77	44,429
THK	—	17.2	27,795
電気機器 (13.5%)			
エネサーブ	59.7	21.2	91,796
マブチモーター	17.2	5.6	51,408
ピクセラ	—	15	15,450
ホシデン	118	68.3	61,196
ユニデン	—	109	129,710
光波	—	18.7	54,604

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千円
シチズン電子	1.8	—	—
ジオマテック	—	24.7	46,683
デンセイ・ラムダ	60.5	45	40,095
フェニックス電機	—	8.6	9,460
ユウ・エム・シー・ジャパン	—	0.469	60,032
山一電機	73.4	—	—
新光電気工業	—	31.3	73,242
輸送用機器 (4.0%)			
東海理化電機製作所	109	—	—
田中精密工業	19	22	37,840
日信工業	—	20.2	48,177
トビー工業	—	185	48,655
豊田合成	—	21.7	51,320
精密機器 (—%)			
フォトニクス	0.091	—	—
フォトニクス(新)	0.273	—	—
その他製品 (4.5%)			
セガトイズ	—	38.2	17,572
アーク	58.1	36.8	154,192
亜細亜証券印刷	84	64	37,632
日本写真印刷	62	—	—
バンダイ	19	—	—
コクヨ	58	—	—
陸運業 (1.1%)			
日本梱包運輸倉庫	—	58	49,532
倉庫・運輸関連業 (0.3%)			
軽貨急配	37	14.9	15,198
エイチ・アイ・エス	101.8	—	—
情報・通信業 (9.3%)			
新日鉄ソリューションズ	—	5.2	23,452
ジー・モード	—	0.092	28,060
フェイス	—	0.135	92,070
ジグノシステムジャパン	—	0.09	21,870
イーシステム	—	0.269	29,590
ワークスアプリケーションズ	—	0.08	46,400
フューチャーステムコンサルティング	—	0.108	30,348

銘柄	期首(前期末)	当 期 末	
	株 数	株 数	評 価 額
	千株	千株	千円
オービックビジネスコンサルタント	—	3.7	14,763
大塚商会	—	41	74,169
コナミコンピュータエンタテインメント東京	—	49.4	75,088
卸売業 (7.9%)			
ネクストコム	0.09	—	—
ネットワンシステムズ	0.152	—	—
トーメンエレクトロニクス	18.3	37.7	137,228
ドッドウエル ビー・エム・エス	75.8	154	75,922
ドッドウエル ビー・エム・エス(新)	75.8	—	—
三益半導体工業	—	24.5	31,801
ミスミ	—	30.7	125,870
小売業 (18.5%)			
アスクル	—	17.4	64,380
ゲオ	—	0.073	40,150
カッパ・クリエイト	13.5	27.8	164,020
良品計画	—	16.3	50,204
ドン・キホーテ	—	4.5	27,135
ドン・キホーテ(新)	—	4.5	27,720
ゼンショー	—	14.8	45,140
ユナイテッドアローズ	—	4.1	12,833
京都きもの友禅	—	0.074	18,426
大塚家具	106.2	44.9	101,025
バルコ	—	149	63,325
ケーズデンキ	52.9	23.6	33,630
ヤマダ電機	41.8	41.3	109,445
マツモトキヨシ	7.1	—	—
ブレナス	41.1	—	—
ベルーナ	58.9	22.2	108,780
証券業 (0.9%)			
三菱証券	115	59	42,952
その他金融業 (3.4%)			
三洋電機クレジット	51.1	—	—
イオンクレジットサービス	49.1	16.4	62,320
ニッシン	210.8	128.5	63,864
ジャックス	—	68	32,572
SFCG	5.97	—	—

銘柄	期首(前期末)	当 期 末		
	株 数	株 数	評 価 額	
	千株	千株	千円	
不動産業 (2.4%)				
レオパレス21	274	174	113,622	
リロ・ホールディング	18.5	—	—	
サービス業 (13.1%)				
ダヴィンチ・アドバイザーズ	—	0.161	23,989	
TAC	—	17.1	19,494	
ケネディ・ウィルソン・ジャパン	—	0.011	2,090	
秀英予備校	—	10.6	15,211	
ラウンドワン	—	0.183	55,266	
グッドウィル・グループ	0.761	0.38	178,600	
東京個別指導学院	23.5	33	28,380	
カルチュア・コンビニエンス・クラブ	50.1	—	—	
大塚商会	62.5	—	—	
コナミコンピュータエンタテインメント東京	54.4	—	—	
インテリジェント ウェイブ	0.071	—	—	
フルキャスト	—	0.088	49,280	
エイチ・アイ・エス	—	75.1	124,590	
ベルシステム24	4.92	—	—	
トランス・コスモス	—	16.4	31,488	
CSK	36.7	—	—	
富士ソフトABC	70.3	—	—	
ニチイ学館	—	14.6	87,600	
合 計	株数・金額	千株	千株	千円
	銘柄数・<比率>	3,039.928	3,125.013	4,685,391
		50銘柄	82銘柄	<97.7%>

(注1) 銘柄欄の()内は、国内株式の評価総額に対する各業種の比率です。

(注2) 評価額欄の< >内は、純資産総額に対する評価額の比率です。

(注3) 評価額の単位未満は切捨てです。また株数が単位未満の場合は小数で記載しております。

(注4) —印は組入れなしを表わしています。

◎投資信託財産の構成

2003年6月30日現在

項 目	当 期 末	
	評 価 額	比 率
株 式	千円 4,685,391	% 94.2
コ ー ル ・ ロ ー ン 等 、 そ の 他	289,137	5.8
投 資 信 託 財 産 総 額	4,974,528	100.0

(注) 金額の単位未満は切捨てです。

◎資産、負債、元本および基準価額の状況

(2003年6月30日)現在

項 目	当 期 末
(A) 資 産	4,974,528,242円
コ ー ル ・ ロ ー ン 等	83,976,095
株 式(評価額)	4,685,391,400
未 収 入 金	185,459,170
未 収 配 当 金	19,701,575
未 収 利 息	2
(B) 負 債	177,933,788
未 払 金	143,313,858
未 払 解 約 金	8,354,253
未 払 信 託 報 酬	25,765,436
そ の 他 未 払 費 用	500,241
(C) 純 資 産 総 額(A)-(B)	4,796,594,454
元 本	9,814,160,000
次 期 繰 越 損 益 金	△5,017,565,546
(D) 受 益 権 総 口 数	981,416口
1口当り基準価額(C/D)	4,887円

◎損益の状況

当期 自2002年7月2日 至2003年6月30日

項 目	当 期
(A) 配 当 等 収 益	59,990,637円
受 取 配 当 金	59,988,718
受 取 利 息	1,919
(B) 有 価 証 券 売 買 損 益	△1,093,457,446
売 買 損 益	886,448,867
売 買 損	△1,979,906,313
(C) 信 託 報 酬 等	△ 61,872,008
(D) 当 期 損 益 金(A+B+C)	△1,095,338,817
(E) 前 期 繰 越 損 益 金	△7,567,437,384
(F) 追 加 信 託 差 損 益 金	3,645,210,655
(配 当 等 相 当 額)	(358,684,039)
(売 買 損 益 相 当 額)	(3,286,526,616)
(G) 計 (D+E+F)	△5,017,565,546
(H) 収 益 分 配 金	0
次 期 繰 越 損 益 金(G+H)	△5,017,565,546
追 加 信 託 差 損 益 金	3,645,210,655
(配 当 等 相 当 額)	(358,684,039)
(売 買 損 益 相 当 額)	(3,286,526,616)
分 配 準 備 積 立 金	797,976
繰 越 損 益 金	△8,663,574,177

(注1) 損益の状況の中で(B)有価証券売買損益は期末の評価換えによるものを含みます。

(注2) 損益の状況の中で(C)信託報酬等には信託報酬に対する消費税等相当額を含めて表示しています。

(注3) 損益の状況の中で(F)追加信託差損益金とあるのは、信託の追加設定の際、追加設定をした価額から元本を差し引いた差額分をいいます。

<約款変更のお知らせ>

平成15年3月12日に、受託者である「みずほ信託銀行株式会社」の合併及び商号変更に伴い、信託約款に所要の変更を行いました。