

# 投資信託公開運用論

——投資信託の硝子張り運用はどうあるべきか——

今 西 庄 次 郎

## 本稿執筆の目的

我国の投資信託は、歴史が浅く、その組織、制度に未完成の点が多く、運用担当者も未経験、否未熟であった。それにしても収益に好成績をあげておれば、そのまゝで通用したかも知れない。併し池田内閣の高度成長政策の行詰りにより、遂に弱点を暴露するに至った。社会の厳しい批判に、委託業者も漸く反省し、制度の合理化と並んで、従来の俺達に任かしておけという運用態度を改め、運用の公開、硝子張りの運用という方針を謳うに至った。吾々からみて、投資信託——一般的に証券共同投資組織——の運用は本来公開的であるべきであり、この点、最近の我国投資信託の運用公開という方針は当然とるべきところと云ってよい。ただ投資信託の正しい公開運用とは如何にすることであるか必ずしも一般に理解されておらず、彼等が果して実のある公開運用を行うか疑問の余地が残るのである。こゝに、投資信託の公開運用は本来如何にあるべきかを明かにすることが甚だ有意義となる。勿論、小稿執筆の目的、動機もこゝにある。

## 一 共同投資組織は何故運用を公開しなければならないか

共同投資組織の運用が公開的でないといけない理由は、根本的には二つある。一つは、共同投資組織加入者に違算ならしめるためであり、他は、運用者の責任の条件をはっきりさすためである。この二つは互は関連がないでもないが、一応は別々の理由である。

先ず加入者に違算ならしめるためという理由の説明から入ろう。株式の直接投資の場合、投資者は、株式でありさえすればよしとし無差別的に投資するものでなく、必ず銘柄の取捨、選択をなす。そしてその選択は、何より株式の価値についてなされるが、それと共に、否それに先立ち、当該株式がどのような種類のものであるかをみるとする。所謂投資株であるか投機株（近頃の言葉では成長株）であるかの別、更には紡績株であるか、鉄鋼株であるか、海運株であるかなどの事業別の如し。今、共同投資組織への投資の場合も、このような株式直接投資の場合と同様、投資者はその投資組織がどのような性格、内容のものであるかを知らんとする。既に投資者がこのように投資せんとする投資組織の種類、特徴をはっきり知りたがっているとなれば、投資組織の設定運営者としては、提供せんとする投資組織の性格をはっきり明示してやることが何より必要とならざるを得ないのである。

一部の人は、共同投資組織は投資者が証券投資をエキスパートに任かす仕組であり、謂わば投資の白紙委任の組織としてみずから品定めをしないものというように考へんとする。共同投資組織投資者にこのような者のあるのは事実である。併しこれらは幼稚な投資者に過ぎない。投資者の知識が進めば、白紙委任の態度をやめ、みずから投資組織の種類、特徴を見究めなければ投資しないとなること、必定である。又一部の人は、我国の投資信託がはっきりした性格をもつものが少く、恰も目も鼻もない代物（モノ）みたいな存在であり、これでは種類、特徴をはっきり掴んで投資せんとしても出来ない相談だという。我国の投資信託が従来それぞれ特徴のなかったのは事実であるが、これも我国の投資信託投資者の知識が幼稚であったがため、設立者がそれに甘えてそうなったに過ぎない。卑しく

も投資者が自覚すれば投資信託の種類、性格に対する要求が強まり、特徴のあるものが作られる筈である。要言すれば、投資者が自覚するにつれ、特徴のある投資信託がつくられると共に、それらをはっきり認識して投資せんとする態度が強まらざるを得ないのである。勿論、その暁には、我国の投資信託投資も本来の姿に戻り、その種類、特徴をはっきり示し投資者に違算ならしめることが、何より必要、大切となるのだ。

ここで運用者の責任の条件をはっきりさすためという理由の方に移ろう。共同投資組織の運用者は、投資会社組織の場合には会社の経営者であり、投資信託組織の場合は委託会社の経営者であること、但し多くの場合それらの経営者、所謂重役のみが運用に当るのでなく、投資会社では会社外部の投資顧問業者に運用を任かし、投資信託では委託会社の高級社員たるエキスパートにも運用に当たらし、結局、会社経営者と並んで投資顧問業者或は担当エキスパートが運用者となること、既に周知のところと思う。それは兎も角、これらの運用担当者が運用につき責任を負うのは当然であり、それは事業会社の重役が会社事業経営に責任を負うのと同様である。而してその責任の内容であるが、運用成績をあげるべく全力を尽くすということが中心となること、云うまでもない。尤も単に全力を尽くすというだけではそれは任務と呼ぶが相応わしく、責任とまではならない。責任とは責のかかっている任務であり、つまり運用成績がうまくゆかなかったとき責を負うのでなければならぬ。而してその責であるが、収益が不十分なとき、就中赤字のとき自分の私財を出して補うようなことは、共同投資組織の本質としてあり得ないしなればならない。しかし成績不十分なときは、彼等の受ける報酬が減ぜられ、甚しいときは職を去るというものであるべきである。以上、運用者の責任について述べたが、運用者の責任問題が上のまゝだとすれば、それははっきりしていて、特に確認する必要はないと云われるであろう。確かにそうである。一体、共同投資組織運用者は運用に責任を負うとして、それは無条件なものでない。改めて云うまでもなく、共同投資組織には色々な種類、即ち運

用目的、運用型があり、運用者はそれに従って運用すべく、否、それに従って運用すればよいのである。従って、彼等の運用成績はそれらに依じて批判されるべきである。例えば投資本位目的の共同投資組織にあつては、或る程度の収益は確保しなければならぬが、大きいキャピタル・ゲインを挙げなくても何等不成績とはならないが如くである。要言すれば、共同投資組織の運用者の運用責任は条件付きであり、こゝに彼等の責任を確定するため、運用条件となることを明瞭にすることが必要となるのである。

共同投資組織、就中我が国の投資信託が運用を公開、即ち公然としなければならぬ理由は、大体上述した通りである。処で、世間には、運用公開の理由として公明な運用ということを強調するものがあり、この考えは少くない。吾々も公明な運用ということが運用公開の根底に横たわることとは否定するものでないが、然もそれは運用公開の理由としては幾分的確性を欠くと思うのである。抑々公明な運用とは、運用者が所謂フェアな態度で臨むこと、つまり私利や自分達の都合を混えないことである。運用の内容を公開するによりそのような私利や都合を混える余地の少くなるのは事実であり、従つてそれは公開運用と結びつかないのではない。けれども公明な運用という目的を達するためには、運用を公開するだけでは駄目で、もっと根本的な所、就中運用担当者の所屬に手を施すことが必要となっているのだ。例えば投資信託の場合、投資組織の設立、運営をなす委託業者が株式仲買業者（我が国では証券会社であり、彼等は自己売買をも兼営している）であるような場合、運用者は証券会社の利益のために行動することゝなり易く、これを制約しなければならぬが如くである。これらの詳しいことは、共同投資組織の管理機構の問題に属しその場所で論述されるところであるが、今こゝで一応知つて貰い度いのは、運用の公明を達するには一層根本的な施策のあることである。何れにしても、公明な運用ということは、運用の公開のみによつて満たされるものでないという意味において、公開運用の理由としての確さを欠くと云わざるを得ないのである。

## 二 共同投資組織が公開すべき運用の諸点

共同投資組織は前段に述べたがような理由で運用を公開すべきであるとして、運用の如何なる点を公開すべきであるか。以下その主要な点を挙げ、それぞれ説明を加えてゆこうと思う。

### イ 運用目的と運用型

共同投資組織が運用につき公開すべきは、先ず運用目的と運用型（運用銘柄組合せ型）である。吾々はよく共同投資組織の運用方針という言葉聞くが、これは運用目的と運用型を含めたものと解釈してよい。そうだとすれば、運用目的と運用型の公開は、運用方針の公開と云ってもよいであろう。時として、当該共同投資組織がオープン・エンド型かクローズド・エンド型であるかも運用方針のうちに入れる人があるが、これは正しくない。蓋しオープン・エンド型にもクローズド・エンド型（我国ではセミ・クローズド・エンド型がユニット型の名で行われていること、周知の通りである）にも、同じ運用目的、同じ運用型があり得るのであり、つまりオープン・エンド型とクローズド・エンド型の別は、共同投資組織が活動、即ち運用に入る以前の組織の構造、制度に関する事態、問題であるからである。

さて運用目的であるが、勿論、これには投資本位目的と投資兼投機目的とあり、前者はインカム中心に収益をあげんとするもの、後者はインカムと併せてキャピタル・ゲインをも追求するものである。これらは投資組織運用の出発点であり、基本であるので、何より公開、明示しなければならぬこと、明らかである。而してその公開であるが、投資会社の定款、投資信託の約款の冒頭にその何れなるかを宣言し、掲げることである。出来得るならば、当該投資組織の称呼にその目的を表わす言葉を入れるようにすれば、一層徹底する。例えば、投資信託の場合、某

委託会社設定オープン・エンド型、投資本位何々運用型というが如くである。

共同投資組織の運用目的の公開を肯定しながらも、その方法は片方だけ行えば足るという提案をなすものがある。詳言すれば、共同投資組織には投資本位目的のものと投資兼投機目的のものとがあるが、多くのものは後者であり、投資本位目的のものは例外と考えてよい。従って投資兼投機目的のものは特にその目的を謳う必要はなく、投資本位目的のものに限りその旨を公開するようにすれば足るというのである。確かに共同投資組織らしい共同投資組織は投資兼投機目的のものであり、何れの国に於てもそれが多いのは事実である。たゞ投資大衆が臆病というか堅実を好む国では、投資本位目的のものも可成り存在することは忘れてならないところである。それにしても、右の提案は一理があり、若しその国の凡ての共同投資組織がそのルールを守る、つまり投資本位目的のものは必ずその目的を掲げ、名称にもそれを示すようになるならば、賛成してもよいと思う。

以上述べた共同投資組織の運用目的の公開の立場から我国の共同投資組織即ち投資信託は如何とみるに、殆んど実行されていないと云つてよい。我国の投資信託が殆んど値上り本位即ち投資兼投機目的のものであることは、吾々も認めるところである。このような状態では、一々目的を公開するに及ばぬと云われるかも知れない。併し、昭和三十六、七年の株界反動に投資信託の成績が軒並みに悪化するや、投資本位目的のオープン・エンド型投資信託も設定されるに至った。大型株ファンドなどと名付けられたものこれである。然もこれらのものが投資目的であることがはっきり宣言せられないのであった。一部の人は、大型株ファンドと云えばその運用目的が投資本位であることとおのずから表現されており、改めて宣言する必要はないと云う。確かに大型株は成熟した企業で収益の安定した会社株式であるに違いなく、我国で一般にそう認識されているのは事実である。併し大型株投資信託というのは本来共同投資組織の一つの運用型の名称たるに止まる。然も大型株の中にも長期間には可成りの相場変動をなすも

のがあり、その値上りを目差しての運用も決して不可能とは云えない。そうだとすれば、大型株中心の運用をなす型の場合も、投資本位目的のものは、その旨を宣言、公開するのが、矢張り正確となるであろう。

ここで運用型の公開論に移ろう。既に知れるところを繰返すが、共同投資組織の運用目的が投資本位の場合にもそれを達成しようとする銘柄を組合わす、つまり運用型に種々があり、投資兼投機の場合も同様である。<sup>(1)</sup> 勿論、何れの運用型をとるかにより収益をあげる状態にそれぞれ特色を齎すところである。従って、共同投資組織に於てはそれぞれ採る運用型を必ず決めねばならないのであり、それは恰も旅行において東へ行くか西へ行くかを決めた後（これは運用目的に該当する）、それぞれ色々なコースのうちどれを採るかを決めねばならないのと似ている。既述の、共同投資組織運用公開の理由から、運用目的に続き、この運用型をも公開されなければならないこと、贅言を要しない。

(1) 別の機会に論じたので茲には詳述せず結論だけを書くに止めるが、私は共同投資組織の運用型として次の種類を定めている。

投資目的のもの

- (一) 安定業種と成長業種 成るべく多くの事業に亘る 大型会社株と中型会社株
  - (二) 安定業種 成るべく多くの事業に亘る 大型会社株と中型会社株
  - (三) 安定業種 成るべく多くの事業に亘る 大型会社株
  - (四) 安定業種と公社債、優先株 成るべく多くの事業に亘る 大型会社株
  - 投資兼投機目的のもの
  - (五) 新興業種 特定事業又は小数の事業範囲 小型会社株
  - (六) 新興業種と成長業種 特定事業又は小数の事業範囲 小型会社株と中型会社株
- 投資信託公開運用論（今西）

## 投資信託公開運用論（今西）

- |               |              |             |
|---------------|--------------|-------------|
| (乙) 成長業種      | 普通程度の数の事業に亘る | 小型会社株と中型会社株 |
| (丙) 成長業種と安定業種 | 普通程度の数の事業に亘る | 中型会社株と大型会社株 |

周知の如く、従来の我国の投資信託は、ただ手当り次第に多数の銘柄を寄せ集め、所謂分散的運用をなすに止まっていた。つまりそこには運用型は存しなかった。既に運用型がなかった以上、今それを公開しろと云っても仕方なく、我国の投資信託については、先ず運用型を決めその上に立っての運用をなすことが勧められ、公開はその上のことということになるわけである。最近に至り、我国の投資信託委託会社の中に、従来の運用方法と異なる、硝子張り運用の投資組織として運用銘柄を公開するというもの設立を始めた。共同投資組織の運用銘柄の公開は次第に取上げるところで、我国の新しい投資信託運用はこの公開に関する事態に属するようであるが、彼等としては、組入れ銘柄の公開はその運用型も同時に公開されていることになると考えるかも知れないのだ。一体、我国の投資信託の組入れ銘柄数は従来何れの投資組織でも百以上に及び夥多であったが、これは彼等が運用型の観念を合わせたさなかつたからに外ならない。蓋し卑しくも或る運用型の上に立ちそれに適するような銘柄を組入れる方針に従えば、組入れ銘柄数はあのように夥多とはならなかつた筈であるからである。最近、内容公開を唱えるに至つた投資組織の組入れ銘柄数をみるに、依然として多数のようである。これでは運用型は尚決められていないと云わざるを得ないのだ。そうだとすれば、銘柄は公開されても運用型は依然掴み得ないわけである。

## □ 運用組入れ銘柄

共同投資組織が運用銘柄を選択する方式に、当初決めた銘柄を最後まで運用し続ける固定方式、多数の候補銘柄を定め運用者がそのうちから適当に選択して運用するも機をみて随時他の候補銘柄と取換える差し替え方式、候補銘柄を定めず通用者が自由に選択する自由方式のあること、固定方式は今日殆んど採用されず、一般に採用される



のは差替え方式か自由方式であるが（我國の投資信託では殆んど差替え方式を採っている）、運用銘柄の公開が問題になるのも差替え方式又は自由方式で運用銘柄が選ばれた場合であること、等は、ここには既知とする。

さて、本題の運用銘柄の公開であるが、共同投資組織が運用に運用型を決めその型に相応わしい銘柄を選択するやり方をとっている国について論ずることとする。云うまでもなく、そのようなやり方で運用するのが共同投資組織運用としてオーソドックスであるからである。先ず何故運用銘柄を公開しなければならぬかであるが、一部にはそれを公開するに及ばないという見解もないではない。その云い分は、共同投資組織においては運用型が示されておれば運用の軌道は大体はつきりし、その軌道に載せる銘柄、即ち運用銘柄は運用者に任せば十分であり、投資大衆として一々知る必要もない、というところにある。恐らく、投資大衆としては運用担当者を信頼する限り、一々運用銘柄まで示して貰わなくても投資に連算を来さないのであろう。併し運用担当者の、運用の軌道に則して間違はなく運用していることをはつきりさせ度いという立場からは、運用銘柄を具体的に公開しなければならないとなるのだ。それによつて彼等の運用責任の条件は一段と明確化されるのであり、換言すればその明確化のために運用銘柄の公開は是非必要となるのである。

運用銘柄の公開は運用担当者の責任の条件を明確化するため必要であることを述べたが、世にはそのことを肯定しながらも、尚、銘柄の公開は共同投資組織の収益活動に不利益であると強調する人がある。運用銘柄の公開は、当該共同投資組織の持株状況を世間に曝け出し、市場から附け込まれ易くなるという認識に基づく。詳しく云えば、或る手持ち株が値上りしたので利喰しようとした場合、買手はじらす態度に出、おのずからそれほど高値で利喰出来なくなり、又逆に手持ち株式の価値の低下を察知しそれを売逃げようとした場合も、売投機筋の中にいち早く売叩きの態度に出る者があり、一段と安価でないと処分出来ないような破目になるのを恐れるのである。勿論、これ

らの人々はこの収益上の不利益を考へるならば、加入投資者との関係の明朗化を犠牲にしても、銘柄の公開は行ふべきにあらざると反対せんとするところである。然らばこの主張は尤もであり運用銘柄の公開は断念すべきであろうか。否である。確かに、この人々の指摘するが如き事態は絶対に起らないというのではない。併し一般的に云えば、それは当該共同投資組織の規模が過大であるか、投資組織の規模はそれほど大でないが或る銘柄を過大に組入れている場合その銘柄について起ることがあり得るに止まる。換言すればそれらについて適當とされる限度が守られているならば、そのような不利な事態の起ることは少いのである。而して、既に知られているところと思うが、何れの国に於ても、共同投資組織の運用については、組織全体の規模の大きさ、特定の銘柄の組入れ額など、それぞれ限度的なものが設けられている筈で、延いて今、共同投資組織は凡てこのような限度を守っていると云ふのである。そうだとすれば、懸念されるような事態を余り考えなくてもよく、運用銘柄は進んで公開すべきことが云われるのである。

(1) 拙稿「投資信託（証券共同投資組織）の運用規模」本誌第九卷第四号二三四頁

以上、運用銘柄の公開論はその必要なことを中心として論じたが、運用銘柄の公開とはどうすることであるかの本体は周知に近く、余り述べる必要はないと思う。たゞ念のため一言して置き度いのは、それは組入れ銘柄の種類だけでなく、夫々の数量をも示さねばならないことである。組入れ銘柄選択の自由方式に比べ差替え方式では候補銘柄が示されているので、これによつた場合、公開の必要は少いように思われるが、組入れ量をも示さねばならないというに於て、銘柄公開の必要と価値は、自由選択方式が採られた場合と変わらないこととなるのである。

我國の投資信託委託会社が最近投資信託の新しい運用方法として運用銘柄公開の挙に出たことは、既に前に触れた。彼等が新しい運用方法を唱へ出したのは、昭和三十八年末に至る我が株式界の反動に投資信託の運用成績が悪

化し、招いた大衆の不信を挽回するのが目当てである。それにしても、彼等が運用の公開に乗出したこと自体は賞めてよい。たゞ前段の終りにも評言した如く、それが単に運用銘柄の公開に止まったのは甚だ物足らないところで、運用型の決定と公開など仕事と問題は尚残されていることを云わざるを得ないのである。

#### ハ 運用担当者

前段の終りに、共同投資組織の公開運用としては運用銘柄の公開だけでは物足らず、尚外にもあることを云ったが、それとして最も大切なのは運用担当者の公開である。この運用者を公開しなければならぬのは、投資組織加入者がそれを要請するからであり、彼等がそれを要請するのは、投資組織の運用において運用担当者の如何が業績に影響をもつからであること、多く註釈するまでもない。

普通の事業会社において経営担当者である社長とか取締役、所謂重役の人物、手腕が会社業績を左右することは、周知の通りである。但し事業会社の場合、業績の良否を齎す要因としては、これら指揮棒を揮う重役だけでなく、会社の研究陣、技術陣、更には生産設備の如き物的ファクターも大いに働くところである。これに対し共同投資組織においては、物的な手段は余り貢献せず(電子機械など使われるかも知れないが、補助手段たるに止まる)、調査スタッフはもたねばならぬとしても運用担当者の謂わば手先たるに止まる。共同投資組織では運用担当者自らが調査員であり研究員たるのである。斯くて、共同投資組織に於ける運用担当者の地位は、事業会社に於ける重役に比べ一段と重要であり、彼等の独り相撲と云ってもよいほどである。前に運用者の如何が業績に影響すると云ったが、影響するところではなく、決定的と云った方が正しい。

共同投資組織で運用担当者が決定的な役割を演ずるとすれば、それとしてどういふ人物が当ればよいかその人選が極めて重要となること自明である。共同投資組織論としては勿論この問題を大いに取上げねばならないが、たゞ

運用担当者は共同投資組織の管理と関係があり、その人選論は管理機構論で取上げるべしとされている。処で、今、投資組織加入者としては、その人物に関心を払うところで、自分の加入せんとする投資組織の運用者が如何なる人物であるかを知らんとする。尤もこの要請は加入投資者の投資知識のレベルに依存し、その低い所ではそれほど強くない。例えば従来の我国などそれであり、投資信託委託会社側の専門家に任せよという心臓の強い宣伝に圧倒されたこともあろうが、投資者の要請は甚だ弱かった。併し投資者の投資知識が向上するにつれ、特にそのレベルの既に高い所では運用者の人物を知らんとし、否、その人物をみて投資組織加入を決めんとするほどである。斯くて、加入投資者に違算ならしめるためには運用者の人物は是非公開してやらねばならないのである。

上來述べたところは、共同投資組織の運用において運用担当者の人物如何が決定的なファクターとなることから、運用公開の一事項としなければならぬという説明である。けれども運用担当者の公開は他の方向からも必要とされることを知らねばならない。この事情は共同投資組織が我国の如く投資信託制を採用している所に起るといってもよい。既に知れる如く、投資信託組織は委託業者によって設立せられるところで、一つの委託業者が複数、否多数の投資単位、即ち投資信託を設定することが出来る。（後の共同投資組織管理論で取上げられる筈であるが）投資エキスパートの少い国では、どうしてもエキスパートを多数の投資組織に関係せしめ彼等をフルに活用さす必要があり、従って委託会社が多数の投資組織を運用下に置くことは、必ずしも悪いとは云えない。併しそれにしてもその運用下の投資組織の単位数には自ら限度があり、余りに多いと各個の投資組織に対する関係は手薄となる。その結果、どうしても熱心な、周到な運用は出来なくなり、好成績は挙げ難くならざるを得ない。恰もそれは、親の愛情は子供がいくら多くても変わらぬとしても、親らしい愛育の出来るのは二、三名ぐらいのところ、数名、十名近い子供をもてば、各子供に対する愛育は手薄となり不十分となるのを免れないのと似ている。斯くて、投資

信託組織に於て加入投資者に対し責任のもてる運用をなさんには、委託会社の重役や少数の高級スタッフだけで多数の投資信託を受持つが如きことは許されないのであり、各単位の投資組織毎にそれぞれ相当数のエキスパートが専任の担当者となつて運用することを行わねばならないのである。勿論、このような良心的な運用は、委託会社としてもそのよいことを知らないのではないが、そのためには多数のエキスパートが必要となり自ら経費が嵩ばらざるを得ず、結局彼等の多くは、安易な道というか不十分な数の担当者で運用を賄わんとする。而してこの安易な道を通用さんには、運用担当者を公開しないのが都合よしとされる。蓋し運用担当者の公開は、担当者が少く非良心的なものの内容を忽ち曝露するからである。要言すれば、担当者の公開は投資信託をして不十分な、片手落ちな運用をなすことを困難ならしめ、良心的な運用に踏み切らざるを得なくするのである。

周知の如く、アメリカの投資会社においてはその重役、運用を依頼した顧問業者など運用担当者の氏名は広く発表され、<sup>(1)</sup>重役についてはその略歴、特徴まで説明することが一般化している。これに反し、我国においては投資信託の運用に当る委託会社の重役、高級スタッフの氏名は全く公開されておらず、謂わば覆面の姿である。先にも一言した如く、従来我国の投資者が幼稚で、投資信託の業績が運用担当者の人物により決定づけられるに拘らず、その公開を要請することの弱かったことが、その主たる原因であること否めない。併し、かの投資信託委託会社として運用責任の条件をはつきりさすという立場からは、委託会社の方から進んで、各単位投資信託毎にその運用担当者の氏名を公開し、それぞれ無責任な運用は決して行つていないことを明示することが、何より要請されるところとなるのだ。

(1) 投資会社の年鑑、例えばウィーゼンベルガーの「インベストメント・カムパニー」をみても、各投資会社毎に、背景 Background として運用陣の人物を画き、更に役員 Officers、管理会社 Management Company の氏名を列挙している。

## 二 収益分配の方針

共同投資組織の収益の状況、つまり損益の計算や、その損益の処分は、本来彼の運用活動に入らない。一部の人は、共同投資組織の運用ということを広く解釈し、収益の分配までその中に入れようとするが、これは広過ぎると云わねばならない。損益の計算、収益の分配は飽くまで運用活動の結果であり、運用活動そのものでない。従って、それらの公開は勿論必要であるとしても、その問題は共同投資組織論としては運用論のあとで取上げるのが方法的に正しいとなる。併し、収益分配の方針は運用活動の結果でなく、運用に先立つ事項である。素より運用に先立つ事項であるとしても、それが運用活動そのものに影響を及ぼすことでなければ、今、運用の公開、つまり運用論で触れるに及ばないとなる。然らばこの点如何であろうか。凡そ共同投資組織の収益分配の方法としては（これの詳細は後章の問題であるが）、毎期の収益は出来るだけ配当する分配本位主義と収益を出来るだけ積立てる積立主義（これは有期限存在の投資信託にみる）があり、前者には更に平均主義と収益一杯分配主義とあるが、これらの如何は運用活動そのものに余り影響を与えるものでない。運用目的の、投資本位か投資兼投機目的かの相違が、採用する運用型に相違を来し、延いて運用組入れ銘柄を特徴づけるのに比べると、その影響は問題にならない。然らば運用に対し全く関係をもたないかというに、僅少ではあるが、或る程度の影響を齎さないものでもない。例えば一部の運用担当者は、収益分配方針の如何により組入れ銘柄を考慮するが如くである。斯くて、今、運用の公開論で、これまでの諸点の終りに、収益分配方針をも公開すべき事項として加えることは、必ずしも失当ではなく、寧ろ丁重だと云つてよいとなる。

収益分配の方針も運用内容と並んで公開すべき事項となしてよいとしても、それが投資組織の設立に際し一般に宣明されているならば、改めてその公開を強調するに及ばないわけである。而して實際をみるに、その公開は殆ん

ど実行されていると云ってもよいくらいとなっている。恐らくこれは、そうしなければ幼稚な投資大衆も承知しないからであろう。併し従来 of 事例をみると、現実の運用成績や収益分配の報告公開に比べ、運用に先立っての収益分配方針の約束公開は、あいまいなケースがないでもなかった。特に我国でそうであった。アメリカの如く投資会社制では、収益の分配は結局は株主総会で決められ、予め分配方針を宣明することはそれほど必要でないが、我国の如く収益の分配も運用担当者に任かされる投資信託制を採っている所では、その方針をはっきりさせることは加入投資者に違算なからしめるために大切だとも云い得る。何れにしても、我国などでは運用上公開すべき諸点に収益分配方針をも一枚加えて然るべしというところである。

### 三 運用公開の方法

共同投資組織の運用を公開すべき根拠、公開すべき諸点を論じたので、最後に公開の方法について述べることにする。既に運用目的などについては一部その公開方法に触れたが、茲で纏めて述べようと思うのである。尚、収益分配方針の公開方法も、運用内容の公開方法に準じて取扱うてよいこと、最早想像されると思う。

さて、公開の方法であるが、何より大切なことは、凡て事前に行われるべきことである。即ち共同投資組織の出發——投資会社の設立、投資信託の設定——に当り公開すべきである。処で、事前といつても、運用目的、運用型、運用担当者並びに収益分配方針は、初めから決められるところである。そのことは可能となるが、運用組入れ銘柄は、固定方式の場合には兎も角、差替え方式の場合には候補銘柄が決められているだけで、実際の運用銘柄はそのうちから追々組入れるので当初は決まっておらず、自由選定方式では候補銘柄すらないと云われよう。素より実際に組入れられていない銘柄は、公開のしようがない。併しこれらの場合も運用銘柄はいつかは決まる筈で、つまり組入れられ

たときに直ちに公開するようにすべしとなるのである。

次に公開の形式であるが、これは投資会社の場合には定款、投資信託の場合には約款に上すのを原則とすべきである。たゞ、運用担当者は通常定款や約款に入れない習慣をとる国が多いが、これらの国に於ては定款或は約款の附則として附記するようにすればよいと思う。運用担当者よりも厄介なのは、運用銘柄の公開形式である。運用銘柄固定方式のときの採用銘柄、差替え方式のときの候補銘柄は定款或は約款に入れられ、入れらるべきであるが、差替え方式に於ける実際の組入れ銘柄、自由選択方式に於ける組入れ銘柄は時により変更せられるのであり、これらを定款や約款に入れることは出来ない。然らばこれらの公開形式は如何にすべきであるか。

こゝで明らかにしなければならないのは、公開と公表 *Publication (Announcement)* の関係である。今更、公開の意義でもないが、公開 *Opening to the public (especially to the Investor)* とは一般の人々に隠さず公然とさすことである。処で、この公開には二つの方法がある。一つは公開者の方から一般に周知さす処置を構する方式である。これ所謂公表である。併し公開は公表だけでなく、公開者の方で特に発表する手段をとらず、知り度いと思つている人の方から聞かれた場合隠さず知らすのも公開である。公開者が公表しても知らされる人が知らうとせずそのため知らないまゝになることもあり得るが、公開の方式として一般に公表の方が徹底的であることは疑いなく、延いて特に公表を必要とする公開についてはその旨をはっきりさゝねばならない。

公表の形式にも色々あるが、投資会社が定款に、投資信託が約款に定めるのは、共同投資組織の運用内容の公表の最も正式な方式である。前に、運用目的や運用組合せ型を定款や約款に上すべきこと、又運用担当者をそれらの附則とすべきことを云つたのは、それらの公開は公表たるべしというわけである。処で、今、運用組入れ銘柄の実際の採用銘柄の公開に就いては公表するまでもないのである。勿論、公表しても差支えないが、それまでしなくて



もよいのだ。しかし運用銘柄は公開すべき事項であるので、加入投資者が知り度いと思ひ要求したときは、公開者はそれを知らすべきである。それは、恰も、事業会社において株主が工場參觀を求めたとき経営者は常にそれを認めるべきが如くである。尤も毎日毎日加入者が投資運用銘柄の公開を求めて来たときは、公開者としては煩雑になるので、適当に限定する、例えば我国として毎月一回、一定の日を定めて公開することにしても差支えない。

共同投資組織の公開すべき運用内容のうち差替え方式の場合の候補銘柄は、発足のとき定めた銘柄を何時までも継続しなければならぬものでなく、途中変更するが得策となるケースがあり得る。無期限存在の投資組織において斯かるケースの生ずるのは寧ろ自然だとも云われる。尤も一時に多数変更しなければならぬような事例は稀で、性質上少数に止まるが、斯かる場合、変更されたことを公開しなければならない。この変更公開は、候補銘柄が定款或は約款に記載すべきこととなっているので、その手続により公表すべきこと当然である。併しこの変更は定款、約款に記載するだけでは不十分で、新聞紙などに広告する必要がある。蓋し新規に加入する投資者は加入に当り定款或は約款をみるべきで変更された現在の候補銘柄を知り得るが（定款、約款を検討せずに加入するのは見るべきものをみないのであり、その人の怠慢である）、既加入者は定款、約款を常に点検しなければならぬ程のものでなく、又通常注意して眺めていないからである。つまり運用担当者の運用責任の条件を確定し、既加入者に投資上違算なからしめるためには広告という公表手段は是非とるべしとされるのだ。

次に、途中変更の起る運用内容として運用担当者がある。運用担当者の中に死亡其他健康上の理由により任を果し得ない者、都合で職を辞めんとする者が生じ得るのみならず、投資顧問業者、投資エキスパートで運用担当者に選ばれた者が能力に欠けるところが暴露し解囑されることもあり得る。これらの理由による担当者の交代が行われるときは、彼等の氏名が定款、約款の附則としての記載事項である以上、当然その手続をとり公開しなければなら

ない。処で、共同投資組織が投資会社制の場合、それらの更迭は殆んど株主総会で決定せられるがゆえ、現在の投資者は株主として通知を受け、又新規加入者は定款を自分でみるべきであるがゆえ、右の手續以外に公表するに及ばない。けれども投資信託の場合には、運用担当者の交迭、即ち新しい担当者の顔触れは新規加入者は約款をみ知るべきであるがゆえ、約款記載以上の手續の必要なしとして、現在加入者のため更に周知の方法をとってやらねばならないのである。こゝに新聞紙等に広告することが要件となる。投資会社制では必要がないのに投資信託制でその必要ありとすれば、運用内容の公開の問題は、投資信託の場合一段と重要であると云つても過言でないとなるわけである。

### あとがき

以上、私は投資信託の正しい公開運用を述べると共に、その都度我國の投信委託会社がやり始めた公開運用を批判したが、人々は、投信委託会社が行わんとしている公開運用が如何にもお粗末であることを知ったと思う。彼等が単に口先だけでなく、真に硝子張りの運用を行うといふのであれば、吾々の述べたようにもっと徹底してやって貰い度いところである。