DF281
11

調書第拾四編

英國に於けるユニット・トラストの機構

財團法人 金融研究會

0029636000

0029636-000

DF281-11

英国に於けるユニット・トラストの機構

金融研究会

1937

ADI

OH-1123

調書第拾四編

英國に於けるユニット・トラストの機構

財團法人 金融研究會

DF281
(1)

財團法人 **金融研究會**

本會ハ、株式會社三井銀行ガ、大正拾五年九月、ソノ創立五拾年ニ達シタルヲ記念スルガ爲メ寄附シタル金壹百萬圓ヲ以テ、昭和貳年九月設立セラレタルモノナリ。

本會ノ目的竝ニ事業及役員左ノ如シ。

（イ）目的竝ニ事業（本會寄附行爲抜萃）

本會ハ金融業務ノ改善進歩ヲ圖ルヲ目的トス。（第三條）

本會ハ前條ノ目的ヲ達スル爲メ左ノ事項ヲ行フ。（第四條）

（一）金融業務ノ改善進歩ヲ目的トスル事業ニ出捐ヲ爲スコト。

（二）其他金融業務ノ改善進歩ニ必要又ハ有益ナリト認ムル事項。

國會圖書館
46.10.25
憲政資料室

023152

880113

（ロ）役員

評議員（イロハ順）

今井利喜三郎氏
大橋新太郎氏
米山梅吉氏
津島壽一氏
串田萬藏氏
万代順四郎氏
藤山雷太氏
深井英五氏
兒玉謙次氏
男爵 鄉誠之助氏
菊本直次郎氏

金原賢之助氏
結城豐太郎氏
男爵 三井高精氏
土方久徵氏
評議員會長 門野幾之進氏
評議員副會長 山崎覺次郎氏
評議員副會長 塩澤昌貞氏
理事長 万代順四郎氏
理事 小池正彪氏
理事 松田暢氏
理事 乳井龍雄氏
理事 松林才二氏
監事 内藤久寛氏

監　事　南　條　金　雄　氏
監　事　金　子　堅　次　郎　氏

昭和十二年十二月

東京市日本橋區室町貳丁目壹番地壹
財團法人　金融研究會

凡　例

一、本調書は、英國に於て、最近數年間に急速の發展を示したUnit Trustの機構をば概觀することを目的とせるものである。隨つて、記述する所は、之をUnit Trustの組織及び經營の一般的機構に限定し、其の現狀分析に迄は及んでゐない。隨つて、夫々の經營の態樣又は投資の內容等は、投資家に於ては實際上最大の關心が拂はれる所であるけれども、一般的機構の解明に必要とせざる限り、之に論及しなかつた。而して又、Unit Trustに關する最大權威書の一とせらるべき商務省調査委員會の報告書に就ても、右の目的よりして、其の論述の全般に亘り考察することをしなかつた。

一、Unit Trustは、極めて最近の發展に係り、英國に於ても、之に關する用語にして、統一を缺くもの、或は必ずしも適當であると思考し難いものが尠くない。隨つて、文字通りの譯語を使用することは、觀念の混亂を惹き起す虞れがあり、さればと

て、其の内容に適合する譯語を當嵌めることも、慣用され來たつた原語の印象を破る結果となる。此の故に、本文に於ては、二、三の用語に就き、強ひて譯語を考案することを避け、原語のまゝ使用することゝした。

一、本調書の起稿に當り、三井銀行倫敦支店に於ては、資料の蒐集に特別の配慮を與へられた。茲に、記して感謝の意を表する次第である。

英國に於けるユニット・トラストの機構　目次

一、ユニット・トラストの觀念……一頁
英國型投資信託の諸類型（五）
契約型投資信託（一）
固定的及び監督的單位型投資信託（一〇）
fixed trust 及び flexible trust（一六）
米國投資信託の諸類型（五）
契約型投資信託の單位型及び基金型（一〇）
英國に移植された契約型投資信託（一四）
包括的名辭としての "Unit Trust"（一七）
二、英國に於けるユニット・トラストの發展……二〇
Unit Trust の先驅（二三）
Unit Trust の發展過程概要（二四）
fixed trust から flexible trust への推移（二六）
參加證券の賣却現在高（三一）
株式取引所の調査委員會（三三）
商務省の調査委員會（三三）
Unit Trusts Association（三四）

三、ユニット・トラストの形成及び管理 ……三五
fixed trust の形成手續（三六）
形成過程からみた二類別（四三）
“unwinding”（四五）
投資證券の選擇及び管理（四八）
四、サブ・ユニット及びユニット ……五四
參加證券の樣式（五五）
units の賣出價格（六一）
loading charge 及び annual charge（六六）
loading charge の割合（七〇）
sub-units 及び units の買戻（七四）
sub-units 及び units に對する收益分配（七九）
flexible trust に於ける收益決定の問題（八一）
收益分配均等化の處置（八三）
flexible trust の形成手續（三七）
“open” 及び “closed”（四三）
Unit Trust の 豫定存續期間及び終止（四六）
fixed trust に於ける基本證券の摘除條件（四九）
sub-units の賣出價格（五七）
sub-units 及び units の買戻價格（六四）
“escrow fund”（七二）
loading charge の內容（七三）
買戻保證（七六）
“distributive type” 及び “cumulative type”（七九）
收益分配均等化の處置（八三）
manager の利益金に對する參加（八五）
sub-units 及び units 所有者の總會（八六）
五、經營會社……八九
manager の現況（八九）
manager の二重人格（九四）
manager の營業報告書（九九）
manager の任務（一〇二）
manager に於ける利益の源泉（一〇五）
Unit Trusts Association（一〇八）
六、受託者……一〇七
受託者の現況（一〇九）
受託者の利得（一一二）
トラストの勘定（一一三）
受託者の任務（一一〇）
信託契約書の所定事項（一一三）
七、商務省調査委員會報告書……一一九
附表　ユニット・トラスト一覽（一九三七年四月現在）

英國に於けるユニット・トラストの機構

一、ユニット・トラストの觀念

英國に於て發達した投資信託は、世界大戰後に至つて漸く米國に移植せられ、證券景氣の風潮に乘つて急速の發展を示したが、米國人の創意は、英國より移植せる所謂英國型投資信託の外に、類型の異る諸種の投資信託を考案した。最近數年來、英國の投資界に於て特別の注意を惹いてゐる所の、Unit Trust を名を以て總稱せらるゝ新型式の投資信託は、右の如くして米國に發生した新型式の投資信託が英國に逆輸入せられたものに他ならないのである。

英國型投資信託　英國に於ける從來の投資信託は、英國型投資信託の名によつ

ても知らるゝ如く、長い期間の經驗を經て、殆んど一つの類型に統一乃至標準化せられてゐる。卽ち、現在の英國型投資信託は、初期のそれの如く、一種の信託契約に基く任意的の投資信託組合を以てせらるゝものでなく、全べて會社法に據る會社企業として經營せられ、一切の權利義務の關係は會社法の定むる所に從ふのであつて、且つそこには、形式上に何ん等の信託關係も存在してゐない。而して、投資信託會社は普通株、優先株及び社債の發行によつて投資家から資金を受け入れ、之を有價證券に投資するのであるが、其の資本構成を觀ると、普通株と優先株との割合は額面に於て大凡そ四對六、社債發行額は株式拂込金額を以て限度とする、と云ふが如きものを例型としてゐる。之を英蘭及び蘇格蘭に於ける一九三三年末現在の投資信託會社百二十六社の平均に就て觀るに(一九三四年十二月一日附倫敦エコノミスト誌 "Investment Trust Supplement" に據る)、其の資本構成は普通株が二七・五%、優先株が三三・〇%であり、殘餘の三九・五%が社債(內短期債務が三・五%)であつた。此の割合はともかく、投資信託會社が、右の三種の證券の發行によつて、投資家から

資金を調達することは軌を一つにしてゐる。

投資信託會社は、斯くの如くして調達した資金をば、自己の計算に於て直接に、危險分散の原則に從ひ、各種の證券に投資するのであるが、會社の定款又は慣習上、一企業の株式又は社債に對する投資額は全投資額の一〇%を超えざること、未拂込金を有する株式への投資額は全投資額の五%を超えざる事等の制限がある外、投資證券の選擇は一切會社理事者の手に委ねられてゐる。併し乍ら、多年の經驗により、投資の態樣にも或る程度の定型を生じ、前記の倫敦エコノミスト誌附錄に據れば、大體次表の如き態樣にて、證券別、產業別及び地域別に分散投資されてゐるのである。

投資の地域的分散(九十七社)

	英本國	英帝國	米國	中南米	歐洲	其他	計
市場相場によるもの(四十一社平均)	四八・〇%	一一・三%	一一・八%	一一・七%	一一・六%	五・六%	一〇〇%
帳入價格によるもの(五十六社平均)	四〇・四	一三・二	一〇・二	一五・二	一三・一	七・九	一〇〇

投資の産業別分散(七十二社)

	政府及公共團體	鐵道	公益企業	工業其他	計
市場相場によるもの(二十九社平均)	一一・九%	一四・六%	一一・九%	六一・六%	一〇〇%
帳入價格によるもの(四十三社平均)	一二・八	一二・九	八・一	六六・二	一〇〇

投資の證券別分散(百十三社)

	債券	優先株	普通株	計
市場相場によるもの(四十六社平均)	三八・九%	二七・一%	三四・〇%	一〇〇%
帳入價格によるもの(六十七社平均)	三九・三	二二・二	三八・五	一〇〇

又、投資信託會社の投資證券は、證券の質的變化に從つて、隨時適宜に變更せられる。卽ち、會社理事者は、所有證券の確實性と收益性とを目標として、常に注意を怠らず、所有證券にして其の目的に添はざるものが生ずるならば之を處分し、他の適當なる證券に買換へるのであつて、斯くの如き所有證券の管理に關しては、何等の制限をも受けない。之を要するに、從來の英國投資信託は、會社法による會社企業として經營せられ、形式上に何等の信託關係も存在せず、會社は投資家より集めた資金をば、自己の計算に於て直接に投資し、又投資證券の管理に關しても、安全と收利を目標とし、積極的に所有證券の處分又は買換を爲すと云ふことを特徴としてゐる。

米國投資信託の諸類型　英國に於ける從來の投資信託が、右の如く、所謂英國型投資信託に統一され來たつたに反し、米國に於ては、投資信託の多くは尙ほ傳來の英國型投資信託に屬するものであるけれども、其の外に幾多の類型があり、雜然として統一がなく、其の明確な分類は困難であるが、大體に於て次の如きものに分つことが出來るやうである。併し乍ら、其の各々を指稱する名辭は必ずしも確定的のものでなく、且つ其の限界も劃然としてゐる譯ではない。

先づ、分類の基準を投資證券の管理關係にとると、次の三種に分たれる。第一は、任意乃至管理型投資信託(discretionary or management investment trust)と稱せられ、投資證券の選擇及び管理に關して何等の制限をも受けず、投資信託の經營者は、投資證

券の選擇及び買換をば任意に爲し得るものである。此の種の投資信託に於ては、投資家の出資せる資金の安全及び所得の大小は、全く投資信託經營者の投資に關する知識と經驗とに依存してゐる。第二は、限定管理型投資信託 (limited management investment trust) と云はれ、投資信託の經營者は任意に證券の選擇投資を爲し、且つ自發的に其の買換を爲し得るが、管理型投資信託に於ける如くに、全然任意的と云ふわけでなく、投資の對象に豫め限界が設けられてゐるものである。卽ち、此の種の投資信託に於ては、投資の對象が地理的に制限せられてゐるか、若くは特定の産業に、又は特定種類の證券に限定せられてゐる。例へば、外國債券のみを投資の對象とするもの、或は投資の對象が夫々化學工業、鐵鋼業、公益企業等の關係證券に限られてゐるものは、何れも限定管理型投資信託に屬してゐる。此の故に、限定管理型投資信託は、任意乃至管理型投資信託が一般型投資信託 (general investment trust) と云はるゝに對し、專門型投資信託 (specialized investment trust) とも稱せらるゝのである。要するに、限定管理型投資信託に於ては、投資證券の選擇及び證券管理の範

圍が狹小となり、隨つて投資家は豫め自己の資金が如何なる證券に投下せらるゝかを或る程度に知ることが出來る。第三は、固定型投資信託 (fixed investment trust) と稱せられ、當初に於て選擇投資せられた證券の內容は之を變更せず、換言すれば、絕對に證券の買換を爲さゞることを原則とし、積極的な證券管理の要素を全然含まないものであつて、隨つて投資家は自己の支出せる資金を以て購入せらるゝ證券をば明確に知り、且つ投下資金より生ずる所得をも豫め算定することが出來るのである。而して、固定型投資信託に於ては、當初に選擇投資せられた證券にして、配當支拂停止の如き、證券內容に於ける豫め嚴格に定められた一定の根本的變化を受くる場合には、當該證券をば摘除處分し、手取金は之を投資家に返還することとなつてゐる。

以上は投資證券の管理關係に基く分類であるが、更に其の組織の態樣よりすれば、之を二つに大別することが出來、而も此の點に最大の特色を有してゐる。前述の如く、英國型投資信託は會社法に據る會社企業として經營せられ、權利義務の關

係は全べて會社法の定むる所に從ひ、又株式及び社債の發行によつて投資家より調達した資金は、之を別に受託者の如き第三者を介在せしめず、投資信託會社が自ら直接に投資し、且つ積極的に所有證券の管理を爲すのである。米國に於ける投資信託の多くは、尙ほ斯くの如き英國型投資信託に屬するものであるが、之をば法定型投資信託 (statutory investment trust) 又は直接型投資信託 (direct investment trust) と稱してゐる。而して、法定型投資信託は、之を投資證券の管理關係よりみれば、任意乃至管理型投資信託たるか、然らずんば限定管理型投資信託に屬するものである。之に對し他の一つは、一種の信託契約によつて組織せられ、且つ之に基いて經營せらるゝものであつて、契約型投資信託 (contractural investment trust) と稱せられる。

契約型投資信託　契約型投資信託は、投資信託の經營者たる預託者及び投資證券の保管者たる受託者並に一般の投資家より成る三當事者の契約的創造物であり、投資信託の經營並に當事者の權利義務は、全べて當該契約の定むる所に從ふのである。而して、投資信託の創設者であり、且つ其の經營者たる預託者は、受託者との間に於て設定する一種の信託契約に基き、投資信託の基礎となる有價證券又は現金を受託者に信託し、然る後に、此の信託財產に對する均等的持分證券として自己又は受託者(通常受託者)の發行する參加證券をば一般投資家に賣出すのである。從つて、法定型投資信託に於て、投資信託の經營者たる會社が自己の計算で證券投資を行つてゐるのと異り、契約型投資信託に於ける預託者は、投資信託の創設者であり、且つ其の經營者ではあるが、結局に於て、投資家の計算で證券投資を爲す所の單なる投資の代行者に過ぎないのである。受託者は、通常信託會社又は銀行にして、預託者により受託者として指定せられたものであるが、預託者の信託する基本證券又は現金を保有し、之に對する參加證券を發行して預託者に交付する。卽ち、受託者は、受益者たる參加證券の所有者の爲めに、預託者より信託された證券又は現金の保有を爲すのであつて、此の關係は信託會社の一般信託財產に對する關係と異る所が無く、隨つて契約型投資信託は法律上普通信託として取扱はれる。一般の投資家は、右の參加證券を購入することにより、投資信託の契約當事者となる

のであつて、投資信託の究極の出資者であり、且つ其の受益者たるものである。

契約型投資信託の單位型及び基金型　契約型投資信託は次の二種に分たれる。其の一は單位型（unit type）であり、他の一は基金型（fund type）である。單位型は、參加證券の基礎として信託せられるゝ投資證券が、一つ宛の單位を構成するものであつて、換言すれば、契約により定められた一定種類、一定數量の投資證券を以て一單位を構成し、斯かる同種類の單位が次ぎ次ぎに形成せられ、各單位毎に、之に對する均等的持分證券として各單位の參加證券が發行せらるゝのである。ところが、基金型に於ては、參加證券の基礎たる基本投資財産として預託せらるゝものは、證券でも將た又現金でもよく、且つ是れ等が全體として一つの投資財産を構成するのであつて、單位型に於ける如く、一定種類、一定數量の投資證券が一つ宛の單位を構成して預託せらるゝと云ふのではない。

固定的及び監督的單位型投資信託　右の基金型は、之を證券の管理關係より觀れば、任意乃至管理型投資信託たるか、然らずんば限定管理型投資信託に屬するが、

單位型は正に前記の固定型投資信託（固定的單位型投資信託）に他ならないのである。卽ち、是れは豫め定められた單位の內容、換言すれば、一單位を構成する一定種類、一定數量の基本證券をば、投資信託が存續する間は、絶對に變更せざることを原則とするものである。而して、固定的單位型投資信託に於ては、基本證券の何れかにして一定の質的變化を受くるものが生ずる場合に於てのみ、當該證券を摘除處分し、其の手當金をば投資家たる參加證券の所有者に對し按分的に返還することゝなつてゐるが、右の處分手取金を以て、豫め指定せられた範圍內の他の證券に再投資することを許すものがある。之を特に、監督的單位型投資信託（supervised unit trust）と稱してゐる。

米國に於て固定的單位型投資信託の考案せられた所以は蓋し英國型投資信託に於ける自由なる證券管理の原則が濫用せられた結果、投資信託に對する投資家の信認が甚だしく失墜せられたからであつて、固定型投資信託は投資信託の經營から一切の人爲的管理を排除せんとする試みに出でたものに他ならないのであ

る。所で、斯かる固定型投資信託の特色は、當初に單位として組成せられた證券の內容をば、當該投資信託の繼續せらるゝ間は、絶對に變更せざることを原則とし、單位中の何れかの證券にして、配當停止等の投資證券に於ける根本的變化が實際に發生した場合に於てのみ、當該證券をば單位中から摘除せしむるのである。隨つて、固定型投資信託は、多くの管理型投資信託が濫用を避け得なかつた人爲的管理の要素を全面的に排斥せんとするものではあるが、其の證券固定の特質は、又自ら自由なる證券管理と對蹠的の缺陷を包藏する。卽ち、經濟界は絶えざる變遷を示し、當時に於ける優良會社も時には非運に遭遇することがあり、又各種產業部門間に於ける重要性の變轉と云ふこともあつて、優良投資證券にも屢〻變化が生ずるのである。尤も、固定型投資信託に於ても、單位中の何れかの證券にして、一定の不利益なる事情の發生せる場合には、之を單位中より摘除せしむることゝしてはゐるが、それは「配當が實際に停止された場合には當該證券をば摘除處分することを要す」と云ふが如く、甚だ限られた場合であり、且つ彈力性が無い。而して、右の

如き不利益が實際に發生せる場合に於ては、證券相場は遙か以前に之を見越して低落し、其の時には既に低落の底に達してゐるであらうから、其の處分は曾に著しく不利益であるばかりでなく、證券の處分自體が困難である。隨つて、投資信託から證券管理の要素を全面的に排除することは、投資信託の大成を期する所以のものではなく、一九二九年秋の株式市場崩落に際しては、從來の管理型投資信託にして破綻に陷るものが續出したが、之に代つて一時投資家の人氣を集めた固定型投資信託も、同時に其の弱點を暴露し、日ならずして不振に陷つた。蓋し、米國の固定型投資信託は、從來確實なる投資證券と目されてゐた鐵道及び公益企業關係の證券をば多く所有してゐたのであるが、不況の深刻となるに伴つて、鐵道及び公益企業の業績が著しく惡化し、配當の停止を爲すものが續出した結果、所有證券の尠からざるものを摘除し、著しく値下りした相場で處分せざるを得ないと云ふ事情に陷り、多大の損失を蒙つたからである。斯くて、證券固定の缺陷を緩和せんとして出現したものゝ一つは監督的單位型投資信託であるが、更に基金型の契約型投資

信託は、固定型投資信託に於ける組織上の特色、卽ち契約型投資信託たるの特色を維持し乍ら、管理型投資信託に於ける證券管理の特色をも逸することなからんとするものである。

英國に移植された契約型投資信託　以上によつて明かな如く、米國に於て考案せられた新型式の投資信託の、英國型投資信託に對する最も基本的な特色は、其の組織上の特色であつて、英國型投資信託の法定型乃至直接型たるに對し、契約型であると云ふ點にあるが、最近數年來、英國に於て急速の發展を示してゐる新型式の投資信託は、何れも右の契約型投資信託に該當するものに他ならないのである。而して、其の當初に形成せられたものは、大體米國に於ける固定的單位型投資信託に該當するものであつたが、投資に關する優れた知識を有し、七十餘年に亙る投資信託の經驗をもつ英國投資界に於て、證券固定の原則が其のまゝに墨守せらるゝことの無いのは蓋し當然のことであつて、證券摘除の條件が當初より著しく彈力的となつてゐる。卽ち、米國の固定的單位型投資信託に於ては、「基本證券の何れ

かにして實際に配當の停止せられた場合には、之をば單位中より摘除處分することを要す」とせられてゐるが、斯くの如き機械的條件を以てせず、投資信託經營者の判斷を活用することに重點を置き、「經營者に於て一定の不利益なる事情の存在を認むる場合には當該證券を摘除し得る」ことゝせられてゐるのである。併し乍ら尙ほ、右の如くして摘除せる證券は之を處分し、其の手取金をば參加證券の所有者に返還することを要することゝせられ、之を他の證券に再投資することは許されなかつた。而して其の後、證券摘除の條件は尙ほ一層緩和せられ、經營者の判斷が活用せらるゝ範圍は益々擴大せられたが、同時に、摘除證券の處分代金をば他の證券に再投資する、換言すれば、基本證券の買換を許す監督的單位型投資信託の發生をみるに至つた。投資證券管理の範圍が擴大せらるゝことは、米國に於ける先例によつても明かな如く、必然の成行きであり、隨て基金型投資信託の出現をもみるに至つたが、特に最近に於て形成せられてゐるものは、專ら基金型に屬するものとなつてゐる。

fixed trust 及び flexible trust　英國に於ける契約型投資信託は、新たに米國より導入せられ、僅々數ヶ年間に急速の發展を示したものであつて、最近に至る迄、之を指稱する用語は明確でなかつた。最近に於ける用例に從へば、fixed trust 及び flexible trust の二種に分たれ、前者は米國に於ける純粹の固定的單位型投資信託並に證券の買換を許す監督的單位型投資信託の兩者を包括指稱し、後者は專ら基金型の契約型投資信託を指稱するのであるが、之に對しては investment fund の語が用ひらるることもある。尤も、一般には未だ尙ほ此の區別が明確でないやうであつて、flexible trust の語が用ひらるゝに至つたのは、基金型の契約型投資信託が出現してから後の兩三年來のことであり、明かに fixed trust と區別して之を指稱せんとするものであるが、前述の如き兩者の組織上の差異は尙ほ充分に認識されず、專ら投資證券の管理關係に於ける差異に主眼が置かれてゐるのであつて、基金型の契約型投資信託をば flexible trust と稱するに至つた所以も、蓋し玆に存するのである。隨つて、一部では之を managing trust とも稱してゐる。一九三六年八月に公表された商

務省調査委員會の報告書(第六項)は、之に關して次の如く記述してゐる。卽ち、「吾吾は fixed trust の審議を命ぜられたのであるが、吾々の最初に確知せる事實の一つは、多くの トラスト に於ては尙ほ、基本證券の組成が固定せられてゐるか、乃至は彈力性の少い限られた條件の下に於てのみ變更せられ得るものであるけれども、經營者に基本證券變更の廣汎なる權能が存する所の、所謂 flexible trust を形成することが益〻增加の傾向にあると云ふことである。隨つて、吾々は吾々の審議が當然 fixed trust と共に flexible trust をも包含せねばならぬと定めた。」と。斯くの如く、商務省調査委員會の報告書も亦、fixed trust と flexible trust との區別を認め乍ら、其の根本的な組織上の區別を充分に認識せず、投資證券の管理關係に於ける差異に主眼を置いてゐるのであつて、是れが爲めに、同報告は若干の不備を免れ得なかつたのである。

包括的名辭としての "Unit Trust"　fixed trust 及び flexible trust は、何れも米國に於ける契約型投資信託に包括せらるゝものである。然るに、英國に於ては、其の包括

的名辭として、契約型投資信託の語は全然用ひられてゐない。而して、此の點に就て、商務省調査委員會の報告書は、右に引續き次の如く述べてゐる。卽ち、「吾々は、flexible trust に對して妥當せず、且つ配當率の一定せることを豫定せるが如くに思はるゝ "Fixed Trust" の語の代りに、より包括的であり、且つ曖昧を避け得る名辭として、"Unit Trust" の語を採用した。若し法律を制定することに決せらるゝ場合には、適當なる名辭を考案することが、議會に於ける法案起草者の責務であらう、」と。斯くて、是れ以後に於て初めて、fixed trust 及び flexible trust の包括的名辭として、Unit Trust の語が一般に用ひらるゝに至つたのであるが、Unit Trust なる語の外見よりすれば、寧ろ fixed trust の同意語たる米國の單位型投資信託を想起せしむるものがあり、必ずしも適當な名辭とは稱し難い。商務省調査委員會の報告書では、fixed trust 及び flexible trust の何れに於ても、投資家に賣却せらるゝトラストの各均等的持分が、後述の如く、夫々 sub-units 及び units と稱せらるゝ點よりして、假に Unit Trust の語が用ひられたものと考へらるゝのである。

本稿に於ける用語は、右委員會の用例に從ひ、包括的名辭として Unit Trust の語を使用し、米國の單位型投資信託に當るものに對しては fixed trust の語を、基金型投資信託に當るものに對しては flexible trust の語を用ふることゝした。

二、英國に於けるユニット・トラストの發展

Unit Trust 發展の基本的特質 Unit Trust の急速なる發展が、數年來の景氣恢復並に低金利及び株式高等の好條件にめぐまれ、且つ經營會社の廣告及び販賣政策に刺戟せられたものであることは、疑を容れない。だが、根本的には、投資手段としてのUnit Trust の特質が、投資家の嗜好に投じたものであることを看過し得ない。通常、Unit Trust の根本的特質として擧げらるゝ所は、小額投資家をして、取引所上場の株式に對し、而も危險分散主義に則して、投資することを可能ならしむると云ふ點である。而して又、證券の選擇投資及び投資證券の管理は、全べて專門家の手に委ねられ、投資家は單に基本證券を代表する參加證券を購入するだけで、株式に對する危險分散投資の利益を享受することが出來るのである。是れ Unit Trust が、小額投資家ばかりでなく、大資力の投資家からも歡迎せられた所以であるが、斯くの如き株式に對する危險分散投資の便宜は、從來の投資信託會社によつても與へられ來たつた所であつて、必ずしも Unit Trust によつて初めて考案せられたものではない。では、投資信託會社と異る點に於て、特に Unit Trust が小額投資家の嗜好に適合した所の特質は、如何なる點に存するのであらうか。

第一に、Unit Trust に於ては、其の參加證券が繼續して賣出されてゐる。隨つて、Unit Trust が、後述の如く、"open" である限り、投資家は何時でも自己の都合のよい時に、自己の好む參加證券を購入することが出來る。之に反して、投資信託會社では、其の株式は之を發行の時に應募しなければ、後に至つて之を購入せんと欲しても、自己の希望する證券が何時でも必ず入手し得らるゝとは限らない。第二に、Unit Trust に於ける參加證券の賣出價格は、當日に於ける基本證券の市場相場を基礎として定められてをり、隨つて參加證券の取得價格は、その收益の基礎たる基本證券の價値と直接の關聯をもつてゐると同時に、基本證券から生ずる收益は、そのまゝ直接に參加證券の所有者に歸屬する。然るに、投資信託會社の資本は社債、優先株

及び普通株より成り、隨つて會社の投資收益に於ける變化は、直接に同一程度の變化をば普通株主配當金に及ぼすと云ふ關係にあるものではない。のみならず、會社利潤の中、株主に配當せらるゝ割合は、會社理事者の判斷によつて決定せられる。第三に、投資信託會社の投資證券中には、市場性の少く、隨つて評價の不明確な證券が含まれてゐるが、Unit Trustの基本證券は、何れも株式取引所に上場せられ、評價の明確な著名の會社の證券を以てせられてゐる。又特に、fixed trustでは基本證券が一定し、參加證券の所有者たる投資家は、自己の資金が如何なる價値を有する證券に投資されてゐるかを明かに知ることが出來る。尤も、flexible trustへの發展に伴ひ、基本投資證券が明瞭であると云ふ特徴は次第に失はるゝ結果となるが、併し如何なる場合に於ても、參加證券の購入者が要求せらるゝ代價は、明示されてゐる基本證券の市場相場と直接の關聯をもつてゐると云ふ基本的特徴の失はれることはない。最後に、Unit Trustの參加證券は、所有者にして是れが處分を欲する場合には何時にても、基本證券の市場相場と關係を有する價格を以て買戻を受くること

が出來る。勿論、基本證券の市價が低落せる場合には、斯くの如き買戻の約定事項も、資本減損の危險に對する保障とはならないけれども、從來の投資信託會社の株式に比するならば、資產の流動性と云ふ點では、遙かに大なる利益を與へられてゐるものである。以上の如きUnit Trustの諸特質こそ、低金利と產業恢復の時に當つて、有利且つ安全なる株式投資を希求せる小額投資家の興味を喚起せるものであつたのである。

Unit Trustの先驅　英國に於ても、多くの株式を一括して受託者に引渡し、之に對して受託者が參加證券を發行すると云ふことは、必ずしも新たな考案ではなく、遙か以前に於て、英國會社の株式をば紐育株式取引所に上場する手段として行はれた所である。併し乍ら、それは單に一會社の多數株式を一括して預託するに止り、多數會社の諸證券を混合一括して預託すると云ふものではなかつた。又、一九三〇年には、米國契約型投資信託の參加證券が初めて英國で發賣せられ、更に一九三一年には、歐洲諸國の銀行業者が參加して、バーゼルに國際投資會社（Société Internatio-

nale de Placements) を設立したが、是れは米國式の固定型投資信託が初めて歐洲に導入せられたものであつて、此の參加證券も亦英國に於て發賣せられた。バーゼルの國際投資會社が發行した最初の參加證券は、基本證券をば歐米企業の株式より組成せるものであつて、關係者の意圖は、歐米に亙る全世界的株式を創造せんとする點にあつたが、時あたかも世界的信用恐慌の最中であつて、資本の國際的移動に對する制限が益〻强化せられた爲め、此の希望は遂に達せられず、最近に於て形成せられてゐるものゝ基本證券は、專ら瑞西國内の證券を以てせられてゐる。

Unit Trust の發展過程概要 是れ等の事例が英國に於ける Unit Trust の發生を促した直接の誘因であつたかどうかは兎も角、是れと相前後せる一九三一年四月に、英國最初の Unit Trust が形成せられた。是れ卽ち、Municipal and General Securities Co., Ltd. の手に成る First British Fixed Trust であつて、宛も米國の固定的單位型投資信託に相當する純粹の fixed trust であり、基本證券は二十四の著名なる一般事業會社の普通株を以て一單位を構成し、各單位に對して二千の參加證券が發行せられた。

而して、米國の固定型投資信託に於けると同樣に、基本證券の變更は許されてゐないが、證券摘除の條件に關しては、前述の如く、當初より余程の彈力性が與へられてゐるのである。所が、First British Fixed Trust の形成せられた時は、其の直後に歐洲金融恐慌が勃發し、英國も亦九月に金本位を離脫するが如き動搖期に當り、又一般に證券利廻も尙ほ高率であつたから、斯くの如き新たな考案も、一向に投資界の興味を惹く所とならず、殆んど進展をみなかつたのであつて、それより十四ヶ月を經過した一九三二年六月に至り、漸く第二の fixed trust, 卽ち National Fixed Investment Trust, Ltd. の手になる National Fixed Trust, Series "A" が形成せられ、又 Municipal and General Securities Co. も、二十ヶ月を經た一九三二年十二月に、漸く Second British Fixed Trust を形成したに過ぎなかつた。然るに、此の頃より、戰時公債借換工作を中心として、低金利が積極的に誘導され、他方國内產業も徐々に好轉に向ひ、投資界に於ても、漸くにして此の新型式の投資信託に注意を拂ふものが多くなつた。尤も、一九三三年に入つても、前半期に於ては、一の fixed trust が形成されたに止り、國内產業の

好轉が愈〻明瞭となつた後半期に於ても、四の fixed trust が形成されたに過ぎなかつた。併し乍ら、是れ等は疑も無く低金利の普及、財界の恢復と云ふ事情の下に促進されたものであつて、一九三四年以降に於ける急速なる發展の前驅をなすものに他ならなかつたのである。斯くて、一九三四年には二十四、一九三五年には二十一と一躍增加を示し、都合五十三を數へ、更に一九三六年に入つても、商務省調査委員會報告書の提出せられた七月迄に、十四の Unit Trust が形成され、累計六十七と、短期間に急速の發展を示した。而して、其の後は比較的に發展が緩慢となり、一九三七年四月迄に形成されたものは五に過ぎなかつたが、累計七十二の多きを數ふるに至つてゐる。

fixed trust から flexible trust への推移　Unit Trust の急速な發展過程に於て、最も注意すべき事柄の一つは、基本證券管理關係の推移であつて、それは純粹の fixed trust から監督的單位型投資信託、卽ち基本證券の買換變更を許す fixed trust へ、更に基金型投資信託たる flexible trust への推移に於て見られる。前述の如く、英國の fixed trust に於ては、基本證券摘除の條件が、當初より米國の固定型投資信託に比して余程彈力的となつてをり、而も斯かる條件は、其の後に於て益〻緩和せられ、最近に於けるものでは、參加證券の所有者に不利益を生ずるであらう事故の殆んど全べてが取り入れらるゝ如くになつてゐる。併し乍ら、當初の兩三年間に形成されたものは、何れに於ても、尙ほ摘除證券の處分代金をば參加證券の所有者に返還することを要し、是れが再投資すること、換言すれば、基本證券の買換變更を爲すことは許されなかつた。而して、一九三四年二月に、Investors Specialised Fixed Trust, Ltd. が形成せる Investors General Fixed Trust に於て初めて、基本證券の買換が認められたのであつて、トラストの經營者は、證券摘除に關して廣汎なる權限を有すると同時に、摘除證券の處分代金は、之を參加證券の所有者に返還するか、さもなければ單位中に含まれてゐる他の基本證券の何れか又は Trustee Securities に再投資し得るのである。基本證券の買換變更を認むる fixed trust は、米國の監督的單位型投資信託に相當するものであるが、上述の如く、證券固定の原則は必ずしも合理的でなく、隨つて斯か

る證券固定の緩和は、却つて fixed trust の人氣を昂むる所となつた。而して又、其の後間も無く、三月に入り、Allied Investors Fixed Trusts, Ltd. によつて形成せられた British Industries Fixed Trust, 1st Portfolio. に於ては、基本證券の外に、豫め十種の證券を指定し置き、基本證券の何れかにして摘除せらるゝ場合には、之を右十種の證券の何れかに買換へることゝせられてゐるのである。

基本證券の買換を認むる fixed trust は次第に增加したが、他方米國の基金型投資信託に相當する flexible trust も亦、一九三四年三月に、Municipal and General Securities Co. の手になる Foreign Government Bond Trust により端緒をつけられた。flexible trust に於ては、fixed trust の如く、基本證券が一定種類、一定數量を以て一つ宛の單位を構成するものでなく、參加證券の基礎たる基本財產は全べて一團として受託者に預託せらるゝのである。而して、Foreign Government Bond Trust に於ては、先づ參加證券の基礎として現金が預託せられ、然る後に於て、隨時所定範圍內の證券に投資せらるのであつて、隨つて基本財產は自ら現金及び證券の兩者から成ることゝなる。

是れに反し、同年六月に形成された flexible trust 卽ち、Trust of Insurance Share, Ltd. により形成せられた Trust of Insurance Shares に於ては、基本財產として預託せらるゝものは、當初より全べて所定範圍內の證券を以てせられ、如何なる場合に於ても、基本財產中に現金を含まない。前者を "cash fund method" による flexible trust と云ひ、後者を "appropriation method" による flexible trust と云ふのである。此の區別はとも角、flexible trust に於ては、所定範圍內の證券である限り、證券の選擇投資及び基本證券の買換に就ては、殆んど拘束を受けないのである。前記 Foreign Government Bond Trust に於ては、豫め百十六種の外國政府公債が指定せられ、此の範圍內に於て選擇投資並に買換の自由が與へられてゐる。併し乍ら、是れは其の投資證券が百十六種の外國政府公債に限られてをり、所謂專門型に屬するものであつて、斯くの如き專門型の flexible trust としては、前記の Trust of Insurance Shares, Ltd. が一九三四年六月に形成せる Trust of Insurance Shares、一九三五年九月に形成せる Trust of Bank and Insurance Shares 及び一九三五年十二月に形成せる Trust of Bank Shares 等があり、夫々

三十一、五十二及び四十の保險會社乃至銀行の普通株を指定し、其の範圍内に於て、證券の選擇投資及び買換の自由を與へてゐるものである。所が、一九三五年十一月に Municipal and General Securities Co. の形成せる Limited Investment Fund は、右の如き外國政府公債とか、銀行株又は保險會社株に限定された專門型ではなく、百五十七會社の普通株、優先株及び社債に投資せらるゝ一般型であつて、會社數に於て制限されてはゐるが、百五十七會社と云ふが如き多數であるから、實際上は殆んど制限と云ふ程のものではなく、此の點に於て殆んど管理型投資信託と異る所が無いのであつて、唯だ組織の態樣に於て相違するのみである。次で間も無く、一九三六年二月に、British General Fixed Trust, Ltd. の形成せる First Recovery Trust も、六十四會社の株式、優先株及び社債に投資する一般型の flexible trust である。斯くて、一九三五年末迄に形成せられた flexible trust は以上の五に過ぎなかつたが、一九三六年以降には、寧ろ flexible trust が優勢となり、七月迄に形成された二十三の Unit Trust の中、約半數の十一が flexible trust であつて、其の後一九三七年四月迄に形成された五の Unit Trust は全べて flexible trust である。斯くの如くして、Unit Trust の名を以て總稱せらるゝ新型式の投資信託は、純粹の fixed trust 及び基本證券の買換を認むる fixed trust と flexible trust の三種を含み、前記七十二の Unit Trust の中、純粹の fixed trust は三十一、基本證券の買換を認むる fixed trust は二十、flexible trust は二十一となつてゐるのである。

參加證券の賣却現在高　Unit Trust の急速なる發展に伴ひ、其の參加證券の賣却高は、一九三四年末に於て約二千萬磅に達するとみられてゐたが、商務省調査委員會の報告書に於ては、同報告書の提出當時に於て、既に五千萬磅を超ゆるものとせられ、又エコノミスト誌によれば、一九三七年二月末には七千百萬磅余に上ると推算されてゐる。而して、Unit Trust に對する投資額の激增が注意を惹き始めたのは、既に一九三四年の中頃のことであつたが、當時に於ては約一千萬磅と推算されてゐたのであつて、此の頃より、公益上の見地から、fixed trust の內容を明かにし、且つ之を監督統制するの必要が唱へられて來た。

株式取引所の調査委員會　一九三四年五月に、株式取引所に於ける　fixed trust 參加證券の賣買問題を中心として、倫敦株式取引所一般委員會(Committee for General Purposes of the Stock Exchange)中に、fixed trusts の調査に當る分科委員會が設けられたが、同時に fixed trust に對する監督統制の問題がとりあげられた。而して、fixed trust の經營者は通常小資本の有限私會社であるが、fixed trust 自體は會社でないのであつて、普通法に從はなければならないことは勿論であるけれども、會社法の規定によつて拘束を受くるが如きことはなく、隨つて之を監督統制する爲めに、特別の法規を必要とすると考へられたのである。然るに、此の問題に關して、政府は何等の確固たる方針をも示さなかつた爲め、取引所に於ける前記分科委員會の審議は徒らに遲滯し、同年十二月に至つて漸く中間報告書が提出せられたのである。此の報告書は、fixed trust の發展たるや、小額投資家をして株式に對する危險分散投資を可能ならしむるが如き投資手段に對する公衆の要望に基くものであることを認め、隨つて之を抑壓することは必ずしも公共の利益でないと斷じてゐる一方、此

の投資の方法は公衆の資金を蒐集するに拘らず、公衆に對する法律上の保護が講じられてゐないことを指摘し、從ては競爭の結果、不當なる條件を提供して投資の安全及び利益を犧牲にするものゝ生ずる虞れがあるから、公衆保護の爲めに、一切の fixed trust をして遵據せしむべき基準をば定むることが必要であるとなしてゐる。併し、報告書に於ては、單に取引所に於ける fixed trust 參加證券の賣買に關する規程の草案を提示せるのみであつて、且つ是れは株式取引所の關する限りに於て fixed trust を統制し得るに止ることを附言し、公衆に對する完全なる保護は、一般的强制力を有する法律によつてのみ達し得らるゝものにして、而も斯くの如き法律の制定は、株式取引所の關する範圍外にありとなし、之に就ては何等の積極的提案をも爲す所がなかつた。

商務省の調査委員會　然るに、其の後に於ける fixed trust の一層の發展に當面して、政府に於ても、公衆保護の立場から、之を看過し得ざることゝなり、遂に一九三六年三月に至つて、商務省に此の問題を調査審議す可き委員會を任命するに至つた

が、同年七月に其の報告書が提出せられた。此の報告書は、專ら公衆保護の立場から、Unit Trust の當否を考究し、是れが監督統制の具體案を進言せるものであつて、之に就ては、後に改めて論述する所である。

Unit Trusts Association　他方、Unit Trust 自體に於ても、一九三五年四月に、fixed trust の經營者の有志が鳩合して Fixed Trust Standing Joint Advisory Committee を設け、其の發意の下に、一九三六年三月に The Association of Fixed and Flexible Trust Managers が結成され、規約を定めて自主的統制を行ふに至つてをり、前述の商務省調査委員會の報告書が提出された後に於て、Unit Trusts Association と改稱せられてゐる。

三、ユニット・トラストの形成及び管理

契約型投資信託たる Unit Trust は、預託者、受託者及び投資家の三當事者の契約的創造物である。而して、投資信託の創設者たり、且つ其の經營者として、投資信託の中心的人格たる預託者は、何れも小資本の有限私會社(private limited company)であつて、manager 又は managing company と稱せられ、受託者には著名の銀行又は保險會社が指名されてゐる。Unit Trust の創設にあたり、最初に爲さる可きものは、預託者と受託者との間に於て取極めらるゝ信託契約書(Trust Deeds)の設定であつて、此の信託契約書に於て、投資信託の內容並に當事者の權利義務等、一切の必要な基本的事項が定められ、之に基いて投資信託が創設經營さるゝのである。トラストの基本證券乃至基本財產は、fixed trust では一つ宛の單位を構成し、各單位毎にそれが均等的持分に分割され、又 flexible trust では全基本財產が一體として均等的

持分に分割されるのであつて、右の如くにして分割される トラスト の均等的持分が投資家に賣却されるのである。斯かる トラスト の均等的持分は、fixed trust では subunits と云はれ、flexible trust では units と稱せられる。而して又、此の均等的持分を化體する トラスト の參加證券を、夫々 sub-units certificate 及び units certificate と稱するのであるが、本稿に於ては便宜上、特に必要の無い限り、sub-units 及び units をば、トラストの均等的持分に限らず、均等的持分證券たる トラスト の參加證券を指稱する場合にも、之を使用する。

fixed trust の形成手續 Unit Trust の形成せらるゝ手續は、大約次の如くである。先づ、fixed trust に於ては、最初に manager が、豫め信託契約書に於て定められてゐる所の、一單位を組成する一定種類、一定數量の證券を購入し、之を受託者に預託する。受託者は之に對して其の均等的持分證券たる參加證券を發行して預託者たる manager に交付し、manager は此の參加證券を一般に賣出すのである。sub-units の賣出價格は、後述の如く、當日に於ける基本證券の市場相場を基礎として、其の日毎

に定められるのであるが、賣出の當初に於ては、それが大體一磅程度に調整されてゐるのが普通である。而して、一單位の均等的持分たる sub-units の數は、各 fixed trust に於て夫々一定されてをり、最高一萬五千から最低二千の間にあつて、四、五千程度のものが最も多數である。隨つて、最初に一單位として組成せらるゝ基本證券の總價額は一萬五千磅乃至二千磅で、平均五千磅である。右の sub-units が賣却し盡くさるゝ場合には、前回と同樣に、manager は最初の單位と同種類、同數量の證券を購入して第二の單位を形成し、之をば受託者に預託して其の參加證券の交付を受け、一般に賣出すのであつて、右の如くして、sub-units の賣れ行きが好調である限り、引續き第三、第四の新たな單位が次ぎ次ぎに形成されて行くのである。

flexible trust の形成手續 fixed trust の形成手續は、大要右の如くであつて、何れの fixed trust に於ても全く軌を一にしてゐるが、flexible trust に於ては、"appropriation method" と "cash fund method" との二樣式がある。"appropriation method" による flexible trust の形成手續は、大綱に於て fixed trust のそれと殆んど異らない。卽ち、manager

は所定種類の範圍内に於て適當額の證券を選擇購入し、受託者に預託して之に對する參加證券の交付を受け、一般に賣出すのである。勿論、右の如くして預託せらるゝ證券は、fixed trust に於ける如く、一つ宛の單位を形成するものではなく、隨つて其れに對する均等的持分は、fixed trust に於て sub-units と稱せらるゝに反し、單に units と稱せられるのであつて、此の賣出價格も亦、當初に於ては一磅程度に調整されてゐるが、其の後は專ら當日に於ける基本證券の市場相場を基礎として決定せられる。而して、最初に發賣せられた units が賣却し盡くさるゝならば、manager は更に所定種類の範圍に於て適當額の證券をば選擇購入し、之を受託者に追加預託する。斯くて、flexible trust の基本證券はそれ丈增加し、その增加分に相當する units が manager により賣出されるのである。併し、此の場合には、次の事が最も重要のことである。卽ち、追加預託せらるゝ證券は、それが所定種類の範圍に屬する限り、最初に預託せられた基本證券と必ずしも同一種類の證券たることを要せず、又同一金額たることを必要としないが、追加預託せらるゝ基本證券の總價額は、最初に

預託せられた基本證券の其の時に於ける市場相場を以て算定せる總價額と、或る比率が保たるゝことを必要とし、而して基本證券の追加部分に對して賣出さるゝ units の數は、最初に賣出された units の數に對する右の比率を以てせらるゝと云ふことである。簡單なる一例を擧ぐれば、最初に金額二萬磅の基本證券が預託せられ、之に對して二萬の units が賣出されたとする。而して、假に一切の費用の加算を度外視すると、units の賣出價格は一磅である。次で、總價額五千磅の基本證券が追加預託せらるゝ場合に於て、證券の値上りにより、最初に預託された基本證券の總價額が時價二萬五千磅に騰貴してゐるとするならば、此の割合は五對一であり、基本證券の追加により賣出さるゝ units の數は二萬の五分ノ一、卽ち四千であつて、隨つて units の賣出價格は二十五志となるが、他方最初に賣出された units の價格も、證券の値上りにより二十五志に騰貴してゐるのである。右の如くして、次ぎ次ぎに基本證券の追加預託が行はれ、トラストが擴大せられる。

"appropriation method" による flexible trust の形成手續が、fixed trust のそれと類似せ

るに反し、"cash fund method" による形成手續は、全く趣きを異にしてゐる。而して、之には更に二つの様式がある。其の一は、manager と受託者との間に信託契約者が設定せらるゝと、先づ第一に、兩者の間で當初に賣出さるゝ units の賣出價格(大體一磅)が決定され、manager は最初に賣出さんとする五千或は一萬の units の總額に相當する金額を受託者に預託し、然る後に、之に對する參加證券の交付を受けて賣出すのである。他の一つは、manager と受託者との間で最初の units の賣出價格が決定せらるゝと、直ちに units が賣出され、其の賣却手取金が manager から受託者に預託さるゝのである。而して、何れに於ても、斯くの如くして預託せらるゝ金額は、總て manager により所定種類の範圍内の證券に向つて選擇投資せられる。トラストの擴大せらるゝ過程は、當初に於けるが如き相違はなく、何れも大體同樣であつて、而も至極簡單である。卽ち、次ぎ次ぎに新たな units が賣出され、其の都度受託者に之が報告せらるゝと同時に、其の手取金は自ら基本財産の一部として受託者に追加預託さるゝことゝなる。たゞ、注意すべきことは、新たな units の賣出價格が、

Name of Trust	Method of Commencement
Foreign Government Bond Trust	Deposit of cash equal to 5,000 units
Limited Investment Fund	Sale of units to public
Midland & Southern Investment Fund	Do.
Scottish & North Country Inv. Fund	Do.
Trust of Insurance Shares	Deposit of securities equal to 20,000 units
Trust of Bank & Insurance Shares ...	Do.
Trust of Bank Shares	Do.
First Recovery Trust	Deposit of securities equal to 10,000 units
Capital Securities Trust	Deposit of £2,500 plus brokerage, &c., for investment of this sum
Trust of British Transport.....	Deposit of £5,000 plus brokerage, &c., for investment of this sum
Bank, Insurance and Financial Shares Trust	Deposit of securities equal to 10,000 units
Electrical Industries Trust	Do.
Aviation & Universal Investment Trust	Deposit of securities equal to 16,430 units
Domestic Investment Trust	Deposit of securities equal to 11,000 units
Keystone Flexible Trust.....	Deposit of securities equal to 10,000 units
National Investment Group Certificates	Deposit of securities equal to 20,000 units

證券の値上り又は値下りに基く既存基本財産總價額の增減に伴つて變化することである。例へば、最初に賣出價格一磅の units 二萬が賣却され、而して右により受託者に預託された金額二萬磅の中、一萬五千磅が證券に投資されたとする。所が、次に新たな units が賣出さるゝ際に、證券の値上りにより、一萬五千磅を以て購入された基本證券の總價額が二萬磅に騰貴してゐたとすれば、トラスト の基本財産總價額は二萬五千磅に增加して units の價格は一磅から二十五志に騰貴し、隨つて新たに賣出さるゝ units の賣出價格も二十五志を以てせらるゝのである。倫敦フィナンシャル・ニューズ 紙の揭ぐる所により、十六の flexible trust に就て、其の創設方法を窺ふに、四十一頁に揭ぐる如くである。

形成過程からみた二類別 以上によつて明かな如く、Unit Trust の形成手續には、fixed trust と "appropriation method" による flexible trust 及び "cash fund method" による flexible trust との三樣式がある。而して、flexd trust と "appropriation method" による flexible trust とは、前者は單位型であり、後者は基金型であると云ふ類型上の相違に拘

らず、トラスト の基本財産として預託せらるゝものが、專ら證券を以てせらるゝ點に於て類似し、他方 "appropriation method" による flexible trust と "cash fund method" による flexible trust とは、何れも基金型であるけれども、トラスト の基本財産として預託せらるゝものが、前者は專ら證券に限られてゐるに反し、後者では現金を含んでゐると云ふ點に於て異つてゐる。Unit Trust の經營上、此の相違は單位型と基金型との相違以上の重要な差異を生ずるのであつて、此の差異に就ては隨處に論述する所である。

"open" 及び "closed" fixed trust に於て新たな單位の形成が續けられ、又 flexible trust に於て基本證券乃至現金の追加預託が行はれ、新たな sub-units 又は units が引續いて發賣せられてゐるが如き、トラスト の擴大過程にあるものをば、トラスト が "open" であると稱してゐる。所が、fixed trust の或るものでは、新たな單位の形成に豫め限度を設けてゐるものがある。例へば、sub-units の基礎たる單位の最大限を五百とし、單位の數が五百に達する場合には、新たな單位の形成を打ち切るので

あるが、此の最大限は殆んど四百、五百乃至六百の何れかゞ採用されてゐる。勿論、flexd trust の全べてが單位の最大限を豫め定めてゐるのではなく、或るものでは之に關して何ん等の定めを設けてゐないのであつて、斯くの如きものに於ては、sub-units の賣れ行きが思はしからざる場合に、manager は自ら進んで新たな單位の形成を打ち切るであらうし、又新たな單位の形成は受託者が單位を組成する基本證券の信託を引受くることにより成立するのであつて、受託者に於て新たな單位の形成が不適當であると認むる場合には、其の受託を拒絶するであらうから、之によつても新たな單位の形成が打ち切らるゝことゝなるのみならず、受託者の判斷により新たな單位の形成をば打ち切らしむることを特に定めてゐるものもある。

flexible units trust に於ても、基本財産に對して賣出される units の最大限を、二百萬、三百萬又は五百萬に限定してゐるものがあるが、然らざるものに於ては、fixed trust に於けると同樣に、或は manager の判斷により、或は受託者の意見により、基本證券又は現金の追加預託乃至新たな units の賣出が打ち切らるゝのである。而して、新たな sub-units 又は units の賣出が打ち切りとなつた場合には、斯かる トラスト を "closed" であると云ふ。トラストが "closed" となつた場合に於ても、基本證券乃至基本財産が引續き受託者に預託されてをり、且つ sub-units 又は units が其の購入者たる一般投資家の手許に保有せられてゐる限り、トラスト は尙ほ存續してゐるのであつて、fixed trust に於ては單位の數が、夫々豫定の最大限に達した爲め トラスト が "closed" となつた場合に於ても、基本證券乃至基本財産なつたものでない限り、假令一時は "closed" となつたトラスト に於ても、適當の機會が到來するならば、manager は再び新たな單位の形成又は基本證券乃至現金の追加預託をなし、トラスト をば "re-open" せしむることを妨げらるゝものではないのである。

"unwinding" トラストが "closed" となる場合には、最早新たな sub-units 又は units の賣出は無く、單に manager が sub-units 又は units の所有者から買戻を爲した sub-units 又は units の再賣却が爲さるゝのみとなる。而して、manager に於ける sub-units 又は units の買戻に就ては後述する所であるが、斯くの如き sub-units 又は units の買戻請

求が增加する一方、之に對する需要が少く、其の再賣却が困難となるならば、manager はトラストの基本證券を處分して、sub-units 又は units の買戻に應じなければならなくなる。斯かる狀態を、トラストが "unwinding" となつたと稱する。

Unit Trust の豫定存續期間及び終止　何れの Unit Trust に於ても、豫め其の存續期間が定められてゐる。而して、それは殆んど十年、十五年、又は二十年の何れかゞ採用されてゐる。併し乍ら、何れの Unit Trust に於ても、manager の發意により、且つ受託者の承認を得る場合には、トラストの豫定存續期間滿了前の何時にても、之を終止せしめ得ることゝなつてをり、又受託者に於て manager の行爲が sub-units 又は units 所有者の不利益となり、或は manager に經營の能力を缺くと認むる場合等には、受託者の發意によりトラストの終止を要求することが出來、更に例外的には、或る flexible trust の如く、units の所有者が其の總會を招集し、其の決議により トラストの終止を要求し得ることゝせられてゐる。而して又、flexible trust の或るものでは、豫定存續期間の四分ノ三、或は三分ノ二を經過せる場合、又は トラストの成立後一

ケ年を經過せる後に於て、units の現在數が十萬又は二十萬以下に降る場合等には、manager の判斷のみを以て、トラストを終止せしめ得ることが特に定められてゐるのである。

Unit Trust の豫定存續期限が到來し、又は豫定存續期間の滿了前にトラストが終止せらるゝ場合には、基本證券を處分し、其の手取金をば sub-units 又は units の所有者に拂戻すことを原則としてゐるが、時に應じて、當該 Unit Trust を其の儘に、又は新たな Unit Trust を形成して之に轉換せしめ、以て Unit Trust をば繼續せしむることを豫め定めてゐるものが尠くない。だが、此の點に就て最も興味あるものは、Unit Trust を投資信託會社に轉換せしめんとするものである。是れが端緒をつけたものは、一九三五年七月に Fixed Trust Investments, Ltd. の手により形成された British Empire Cumulative Trust であつて、豫定存續期間の滿了に當り、sub-units の所有者四分ノ三以上の同意ある場合には、夫々の sub-units をば managing company の株式に代へ、以て Unit Trust を投資信託會社に轉換せしめんとするものであるが、更に又、一九三五年

八月に Investors Specialized Fixed Trusts, Ltd. により形成された Investors Second General Trust では、豫定存續期間の三分ノ二、卽ち十ヶ年を經過せる後に於ては、manager は sub-units 所有者の總會を招集し、其の同意を經て Unit Trust を終止せしめ、之を投資信託會社に轉換することを得るこゝせられてゐる。斯くの如き Unit Trust を投資信託會社に轉換すると云ふ處置は、其の後若干の追隨者を出し、多大の興味を以てみられてゐる所である。

投資證券の選擇及び管理　Unit Trust の形成に當つて、最大の關心が拂はるゝ所は、投資證券の選擇である。云ふ迄も無く、Unit Trust に於ては、基本證券とせらるる證券の種類が豫め限定せられるのであつて、特に fixed trust に於ては、如何なる證券を以て單位を組成するかゞ、トラスト の成否を決定する要點である。だが、投資證券の選擇そのことは、Unit Trust のみに限られた問題ではなく、一切の投資に當つての最大關心事であらねばならない。隨つて、玆では單に、Unit Trust に於ける投資證券の選擇範圍が、其の性質よりして當然に、市場が廣く且つ評價の明確な證券に限られてゐると云ふことを指摘する丈に止める。而も、此の事こそ、既述の如く、從來の投資信託と異る特徴の一なのである。又、Unit Trust の發展過程に於て注意せらるゝことは、fixed trust から flexible trust への推移である。而して、flexible trust に於ては、基本證券の管理に關する限り、從來の投資信託と殆んど異る所が無く、唯だ flexible trust に於ては、投資證券の管理に就て特徴を有する限定せられてゐると云ふに過ぎない。隨つて、投資證券の管理に關する點である。

fixed trust に於ける基本證券の摘除條件　英國に於ける fixed trust では、既述の如く、米國の固定型投資信託と異り、基本證券の摘除條件は當初より彈力性が與へられてゐる。卽ち、米國の固定型投資信託に於ては、配當の支拂停止と云ふが如き、基本證券に於ける極めて少數の根本的變化に限られ、而も斯くの如き事實が實際に發生せる場合に於て初めて、當該基本證券をば摘除することを要すと云ふのであつて、著しく彈力性に欠けてゐるのである。是れに反し、英國の fixed trust に於ては、

或る一定條件の下に於て、基本證券の摘除を爲し得るとせられ、その實行がmanagerの判斷に委ねられてゐる。而して又、基本證券の摘除を爲し得る條件も、一々信託契約書中に列擧せられてゐるとは云へ、是れ亦次第に緩和せられ、此の點に就てもmanagerに於ける判斷の活用せらるゝ範圍が益〻擴大せられてゐるのである。今、基本證券摘除の條件として、信託契約書中に列擧せられてゐる代表的のものをとつてみると、次の如くである。

(一) 配當率が一定の過去數年間の平均より低下する場合

(二) 證券發行會社の利潤が減少しさうに思はるゝ場合。

(三) 配當が停止され、若くは停止されんとし、又はmanagerが配當の停止を豫想する場合

(四) 當該證券の株式取引所での取引が停止せらるゝ場合

(五) 當該證券を充分に購入することが不可能なる場合

(六) 株主の權利に根本的な變化が生ずる場合

東京市政調査會

(七) 證券相場が經濟的觀點に基く水準以上に騰貴する場合

(八) 證券相場の變化により、一會社の發行せる證券の全基本證券中に占むる割合が過大となる場合

(九) 會社の組織改造に基き、證券が根本的な變化を受くる場合

(十) 當該證券を保有することが損失の原因となる事實の發生し、又は發生しようとする場合

(十一) managerが當該證券の賣却をば參加證券所有者の最大利益と考へ、又はその保有を好ましからずと考ふる場合

(十二) 其の他の理由

併し乍ら、最近に於ては、證券摘除の條件として列擧する事項を次第に減少せしむる一方、「根本的な變化の生ずる場合」とか「賣却を適當とする妥當な理由のある場合」と云ふが如き文言を以て之に代ふるに至つてをり、又右の例に於てもみる如く、多くの場合では、最後に「其の他の理由」と云ふ一項を掲げてゐるのである。斯くて、

基本證券摘除の條件は、考へ得らる可き殆んど全べての事故を包含し、manager に於ける證券摘除の權限が著しく廣汎となるに至つてゐる。だが、manager は何時でも隨意に基本證券の摘除を爲し得ると云ふわけではない。勿論、證券摘除の發意は manager から爲さるゝのであるが、多くの トラスト に於ては、受託者に對して是れが拒否の權限を與へてゐるのである。例へば、或る トラスト に於ては、證券摘除の可否は之を manager と受託者との同意により決定さる可きものとしてをり、又 manager が受託者に對して摘除を要求し、是れが適當と認められるゝ場合には、受託者に於て摘除處分を爲すとしてゐるもの等もあるが、多くの事例では、manager が受託者に對して摘除を通告し、受託者の承認を經た上に於て、之をば實行するものとしてゐる。

基本證券にして摘除せられたるものは直ちに處分せられる。而して、處分手取金の處置に就ては、既述の如く、必ず之を參加證券の所有者に對し其の持分に應じて按分的に返還することを要するものと、所定の範圍内に於て他の證券に再投資

することを許すものとの二つがある。最近に於ては、後者の再投資を許すものが增加する傾向にあるけれども、現在に於ては、前述の五十一の fixed trust の中、再投資を許すものは二十であつて、尙ほ處分手取金の返還を必要とするものが過半を占めてゐる。

四、サブ・ユニット及びユニット

Unit Trust に於けるトラストの均等的持分は、前に述べた如く、fixed trust に於ては sub-units と、flexible trust に於ては units と稱せられる。而して、此の均等的持分を化體するものがトラストの參加證券(certificate)であるが、それは株式及び債券と全く性質を異にしてゐる。sub-units 及び units の所有者は、基本證券乃至基本財産の收益に對する請求權を有するは勿論、トラストの持分證券たる參加證券と共の持分に相當する基本證券乃至基本財産との引換を求むる權利、卽ち基本證券乃至基本財産に對する比例的な引換請求權を有してゐるのである。此の故に、投資家はトラストの參加證券を購入することによつて、基本證券乃至基本財産に對する均等的持分を取得すると同時に、sub-units 又は units の所有を欲せざるに至る場合は、何時にても、其の持分に相當する基本證券乃至基本財産との引換を請求することが

出來、實際上では、後述の如く、manager により當該持分に相當する基本證券の處分價格を以て其の買戻を受け得るのである。

參加證券の樣式 Unit Trust の均等的持分證券たる參加證券の樣式には、記名式(registered form)と無記名式(bearer form)との二種類があり、通常各トラストに於て何れかに一定されてゐるが、投資家たる sub-units 又は units の購入者の希望選擇に委ねる、兩者の何れをも發行してゐるものもある。記名式の參加證券は、宛も株券に類似せるものであつて、其の左端は臺帳として受託者の監督の下に manager の手許に保存されてゐる所の控紙に連絡してゐる。此の參加證券には、トラストの名稱が記載され、投資家たる sub-units 又は units の所有者の氏名が記入さるゝことは云ふ迄も無いことであり、而して又、トラストの基礎たる信託契約書の主要所定事項が明示せられるが、最も重要なる點は、參加證券の發行者たり、其の唯一の署名人たるものが受託者であると云ふことである。manager も亦之に署名せるものもあるが、單に附隨的のものに過ぎない。信託契約書の明示に加へて、fixed trust では一

單位をなす基本證券のリストが記載され、flexible trust では證券の選擇投資及び買換に關する manager の權限が記載されてゐるのが通常である。卷末に揭げられてゐる記名式參加證券の見本は fixed trust の參加證券であるが、その裏面の一部に基本證券のリストが記載されてゐる。又、其の裏面の他の一部には、sub-units の所有者が、manager に其の買戻を求め、トラストから脫退する場合に記入さるべき書式が示されてゐる。無記名式の參加證券は、利札の附せられた債券に類似し、記載事項は記名式と大同小異である。卷末に揭げられてゐる無記名式の參加證券の見本は flexible trust の參加證券であるが、manager の署名が附隨的に記入せられてゐるものゝ例であり、又裏面には信託契約書所定の主要事項が轉載されてゐる。

記名式參加證券と無記名式參加證券との利害得失は、一概に之を云ふことを得ないが、何れにしてもそれ程重要の問題ではない。一九三一年に形成された最初の fixed trust たる First British Fixed Trust では無記名式が、之に次で形成された National Group の fixed trust では何れも記名式が採用され、其の後に於ては、多くの場合に記名式が採用されてゐるが、最近では參加證券購入者の希望選擇に從つて、其の何れをも發行すると云ふものが、增加してゐる。唯だ、記名式に於て、其の讓渡を禁ずるが如きことがある場合には、問題となる。此の點に關しては、商務省調査委員會の報告書中、sub-units 又は units の賣出價格の公正を期する爲めに、參加證券の株式取引所上場を希望せる部分（第四十八項）に於て、次の如く述べてゐることが注意せられる。卽ち、「株式取引所に於ける自由取引は、其の他の理由はともかく、參加證券が無記名式であるか、或は若し記名式であるならば、一般會社の記名證券と同じく、容易に移轉せられ得るものでなければ不可能である」と。而して又、信託契約書中の强制的所定事項を指示せる部分（第六十七項）に於て、「强制的所定事項として提唱する所の一つは、參加證券の移轉性に關するものであるが、それは株式取引所に於ける自由取引の根本條件として、特に重要視するものである」と述べてゐる。

sub-units の賣出價格　Unit Trust の經營上に於ける最重要問題の一つは、sub-units 及び units の賣出價格の決定である。sub-units 及び units の賣出價格は、manager が當

該基本證券の取引所に於ける市場相場に基いて、其の日毎に之を決定し、公示する。概言すれば、sub-units 及び units の賣出價格は、それが賣却せらるゝ當日又は前日に於ける基本證券の、取引所での市場相場に基いて定められるゝのであつて、manager は之を評價するのでなく、單に算術的計算によつて之を算定するに過ぎないのである。然らば、sub-units 及び units の賣出價格は如何にして算定せらるゝのであるか。Unit Trust の經營上よりして、基本財產が專ら證券を以てせらるゝ fixed trust 及び "appropriation method" による flexible trust と、基本財產に現金を含む "cash fund method" による flexible trust との間に、重要な相違のある事は既に述べた。而して、此の區別は先づ賣出價格の決定に關して重要な差異を生ずる。

先づ、fixed trust に於ける sub-units の賣出價格算定方法に就て述べよう。云ふ迄も無く、取引所に於ける市場相場は、當該證券を取得するに要する全費用ではない。證券取得に要する全費用は、取引所での取引相場に取引所仲介人に對する手數料、印紙稅及び名儀書換料等の一切の費用を加へたものでなければならない。而し

て、右の如き諸費用は、何れも明瞭に算定せられ得るものであるから、實際に證券を取得するに要する費用も亦、容易に之を算定することが出來る。斯くて、先づ一單位を構成する基本證券の取得に要する費用が算定せられると、之に對して、各基本證券の經過利子乃至配當金が加へられる。此の理由は後述する所であるが、經過利子乃至配當金と云ふのは、トラストの收益が分配せらるゝ毎四半期末又は毎半期末から次の期末に至る間に於て、當該 sub-units の賣却せらるゝ日迄に、各單位の基本證券につき受け入れた利子又は配當金の事である。次で、右の金額に對し、之に對する一定割合の金額が、トラスト經營の費用及び報酬、即ち後述の loading charge 乃至 service charge として、加算せられる。斯くて算出された總金額をば、之に對して發行せらるゝ sub-units の數で以て除し、其の端數をば、通常三片（或は一片半）を刻みとして調整すると、玆に sub-units の賣出價格が得られるのである。倫敦エコノミスト誌一九三六年三月七日號附錄 "Fixed and Flexible Trusts, A Survey" 所載に係る Security First Trust の一九三六年二月十八日に於ける sub-units の賣出價格の算定方

Amount of Stock		Price	Total Cost £	s.	d.
£300	L.M. and S. Rly. Co. 4% Pref.	86½	259	10	0
£300	L. and N.E. Railway 4% 1st Pref.	70½	211	10	0
100	Allied Ironfounder £1 Ord.	38/-	190	0	0
£100	Powell Duffryn Steam Coal Ord.	21/-	105	0	0
200	Richard Thomas 6s. 8d. Ord.	15/3	152	10	0
£100	City of London Real Ptly. Ord.	7/32	90	12	6
£ 50	London Brick Co. and Forders Ord.	4	200	0	0
£100	Metropolitan Housing Corp. Ord.	1¾	175	0	0
50	Imp. Chem. Industries Ord.	39/3	98	2	0
£100	Imperial Continent Gas Stock	180	180	0	0
30	"Shell" Transport and Trading Ord.	4½	135	0	0
20	Bass Ratcliff and Gretton Ord.	7	140	0	0
£ 20	Distillers Ord.	103/-	103	0	0
£ 20	Imp. Tobacco Ord.	7 15/16	158	15	0
15	Geduld Prop. Mines £1	10 1/8	151	17	6
60	Govt. Gold Mining Areas (Mod.) 5 s.	2¾	165	0	0
80	Van Ryn Deep £1	2 5/8	210	0	0
£ 30	J. and P. Coats Ord.	3 5/16	99	7	6
50	International Tea Stores Ord.	35/6	88	15	0
200	Scribbans Ord.	23/6	235	0	0
50	Tate and Lyle Ord.	4 7/8	228	2	6
250	Amalgamated Press Ord.	24/3	303	2	6
200	Daily Mirror Newspapers Ord.	24/	240	0	0
			3,920	5	0
	Brokerage		34	14	6
	Stamp and fee		43	9	0
	Accrued dividends		40	6	7
	Trust commission, 7%		282	14	3
	Total		4,321	9	4

Sub-unit (4,000) Price, 21/9

法を一例として示すに、右表の如くである。

units の賣出價格　右は fixed trust に於け sub-units の賣出價格算定の方法であるが、flexible trust に於ても、"appropriation method" によるものは、是れと殆んど異る所がない。前に、トラストの擴大過程を說明する際に述べた所では、經過利子又は配當金及び loading charge 等を一應度外視したが、之を加算する方法は、fixed trust の場合よりして、自ら明かであらう。所が、"cash fund method" によるものでは、算定の方法が幾分異つてをり、又 units の賣出價格の算定が問題となるのは、主として擴大過程に於ける場合である。而して、新たに發行せらるゝ units の賣出價格は、次の如くして算定さるゝのであるが、それが賣却された手取金は、其の都度、基本財產に繰入れられるのである。基本財產は證券及び現金よりなる。先づ、基本財產中の證券價額が、當日に於ける取引所の市場相場を以て計算され、之に基本財產に保有されてゐる現金が加へられて、基本財產の總價額が算出される。之をばそれに對する units の數を以て除し、一 unit 當りの基本金額を算定した上、更に仲介人手數料、印紙

税等の證券取得に伴ふ費用及び loading charge を、一 unit 當りに就き算定して之に加算し、最後に價格の刻みを三片(又は一片半)に調整する。斯くの如くして、units の賣出價格が算定せらるゝのであるが、注意を要する點は、fixed trust に於ける如く、特に經過利子又は配當金が加算せらるゝことのないと云ふことであつて、其の理由は後述する所である。倫敦 エコノミスト 誌一九三七年四月十七日號附錄 "Unit Trust Survey" 所載に係る事例を次頁に示しておく。

右によつて明かな如く、sub-units 及び units の賣出價格の決定は、專ら基本證券の市場相場によるのであつて、manager は單に市場相場を基礎として之を算定するに過ぎない。換言すれば、sub-units 及び units の賣出價格の究極の決定者は株式取引所であり、manager は簡單なる算術的計算を取り行ふに過ぎないのである。だが問題は、此の賣出價格の決定に、manager が何ん等かの不當なる手加減を加ふるが如き事なきやと云ふ點である。現在の處では、未だ斯かる不當の手加減を加ふるが如きものはないやうであるが、商務省調査委員會の報告書に於ては、之を防止

Deposited Property Value

	£
Market value of securities (excluding Stock Exchage charges)	1,207,266
Cash	3,426
Total deposited property value	1,210,692
Gross proceeds of units sold	1,079,690
Appreciation, after writing off commissions, stamps and fees and preliminary charge, and administration charges to last half year	131,002 (12.13%)

Price Calculation

	£	s.	d.
1/1,000,000 (units in issue) of total fund	1	4	2.566
Brokerage, stamp duty and fees	0	0	5.235
Preliminary charge (2½ per cents)	0	0	7.650
Net price adjustment	0	0	2.549
Total price of unit	1	5	6

する爲めに、參加證券の株式取引所上場を希望してゐる。

sub-units 及び units の買戻價格　sub-units 及び units は、manager に對して其の買戻を請求し得るものである。此の故に、manager は基本證券の取引所相場に基いて、其の日毎に sub-units 又は units の賣出價格を算定し、公示する一方、其の買戻價格をも併せ公示する。理論上からするならば、此の買戻價格は、基本證券を處分して得らるゝ純手取金額(取引所に於ける實際取引相場から仲介人の手數料等を差引きたるものに、豫め徴收されてゐる loading charge の期限內未經過分を加算した金額を以てせらる可きである。而して、買戻價格が右の如くして算定せらるゝとするならば、賣出價格と買戻價格との開きは決して微少と云ふ事は出來ない。然るに、實際の示す所では、多くは賣出價格と買戻價格との開きが殆んど九片乃至一志に過ぎない。新たな單位が次ぎ〳〵に形成せられて、sub-units の新規發賣が續けられ、或は新たな units の追加發賣が繼續されてゐる場合の如く、トラストが擴大過程にあるもの、卽ち トラストが "open" であるものに於ては、sub-units 又は units に對する投資家の需要が引續き旺盛であつて、買戻請求の如きは比較的微々たるものであらう。而して、たとへ買戻請求があつたとしても、之をば直ちに再賣却する事が容易であるから、此の二重の取引に附隨する若干の手數料乃至費用をば賣出價格から差引いた價格を以て、買戻請求に應ずることが出來るのである。

だが、トラストが "closed" となつた場合には、sub-units 又は units の賣買價格算定の基礎は自ら "open" である場合と異らざるを得ない。トラストが "closed" となつた場合には、sub-units 又は units の買戻請求が增加して、是れが購入の希望よりも多くなり、manager が遂に基本證券を處分して之に應じなければならない狀態、卽ち "unwinding" の狀態となることがあり得る。斯かる場合に於ては、買戻價格は當然に基本證券の處分による純手取金額のみを基礎として算定せらるゝことゝならねばならない。他方又、斯かる場合に於ても尙ほ、manager が sub-units 乃至 units の再賣却を希望するならば、投資家に對して loading charge の如き餘分の負擔を課することは困難であらうから、其の賣却價格は loading charge を加算せざる純然た

る基本證券の取得價額のみを以て算定せるものたらざるを得ないであらう。

loading charge 及び annual charge　次に、sub-units 又は units の賣出價格の算定に重要なる關係をもつ loading charge に就て述べねばならない。loading charge 乃至 service charge は、トラストの經營に關する一切の經費及び報酬として、sub-units 又は units の購入者たる投資家に負擔せしめらるゝものである。而して又、loading charge は各トラストに於て、基本證券の總價額又は基本財產の總價額に對する一定の比率を以て豫め公示されてゐるが、それはトラストの豫定存續期間中に必要とされる一切の經費及び報酬が、sub-units 又は units の賣出價格中に包含せられて、投資家により前拂せらるゝものなのである。尤も、flexible trust に於ては、斯かる loading charge のほかに、基本財產の總價額に對する一定割合の金額をば、基本財產又は基本證券より生ずる每年の現金收益の中から、annual charge として徵收してゐるのであるが、兎も角 loading charge の最大特徵は、トラストの豫定存續期間中の經費及び報酬を、sub-units 又は units の賣却の際に、

前拂せしむると云ふことである。所で、トラストが豫定存續期間滿了前に終止せらるゝ場合とか、參加證券の所有者がその買戻の請求をなす場合に於て、前拂せられた loading charge の豫定存續期間未經過分の處置が當然に問題となるが、何れのトラストに於ても、sub-units 又は units の所有者が、其の返還を受け得ると云ふ保證はない。隨つて、右の如くトラストの期間が短縮さるゝ場合には、manager に對して不當の利益を與ふる結果となる虞れがある。だが、loading charge としては、トラストの創設に當つて必要とせらるゝ經費として支出され、トラストが完全に成立せる後に必要とさるゝ經費は、比較的に僅少であると云ふことを看過してはならない。尤も、是れは特に fixed trust に於て然りであつて、隨つて、絕えず基本證券の管理が行はるゝ flexible trust に於ては、トラストが成立せる以後の經費も、必ずしも僅少と云ふわけでなく、隨つて loading charge の外に、一定の annual charge が徵收されるのである。

"escrow fund"　loading charge が前拂せらるゝものたる點からして生ずる虞れの

ある危險は、參加證券の賣行が豫期に反して少いとか、或は manager に於ける經費の濫費等の爲め、徴收した loading charge の殆んど全部が、トラストの創設及び參加證券の賣出等に關する費用として支出され、其の後の豫定存續期間中に於けるトラスト經營の經費が涸渇すると云ふことである。斯かる場合には、manager は當該トラストの經營から却つて損失を蒙むるに至るが、他方 sub-units 又は units の所有者にとつても、多大の利害關係を有する所である。之に鑑みて、多くのトラストでは、loading charge として徴收せる金額の中から一部分を控除し、"escrow fund" として之を受託者に預託し置き、毎半期末又は四半期末に、其の間の經費及び報酬を支出すると云ふ方法が採られてゐる。而して、多くの場合に於て、"escrow fund" として控除せらるゝ金額には、manager の經費及び報酬並に受託者に對する報酬が含まれてゐるのであるが、loading charge の中、幾何を "escrow fund" として控除するかと云ふ點に就ては、必ずしも一致してゐないのであつて、其の割合を豫め明示してゐるものもあるが、多くは manager と受託者との約定に委ねてゐる。fixed trust に於て其の割合を明示せるものに就てみると、大體三分の一が控除せらるゝやうである。

loading charge が基本證券乃至基本財産の總價額に對する一定割合を以て前拂せられると云ふ點に關し、商務省調査委員會の報告書が述べてゐる所は、次の如くである。卽ち、「service charge をば、當年度の經營費と共に、毎年の收益から差引く代りに、資本の中から一纏めにして徴收する慣行は、(一)外見上の收益率を增加せしめ、(二)トラストの存續期間が短縮せらるゝ時に於て經營會社により多くの報酬を與へることゝなり、及び(三)不用意なる經營會社は、全額を數年間に費消し、其の後に於ける經營の費用として、參加證券の所有者に對し、更に其の上の支出を負擔せしむる虞れがあると云ふ批判を免れ得ない。」(第三十九項)。此の故に、「service charge の中、毎年の經費に當る部分は、毎年の收益を以て支拂はる可きであり、又經營並に受託者に對する報酬の爲めの費用を支出する妥當なる方法は、トラストの收益にして、sub-units 又は units の所有者に分配せらるゝ額の中より、之を控除する

ことである。」（第四十八項）と。

loading charge の割合　loading charge は基本證券乃至基本財産の總價額に對する一定割合を以てせられる。其の割合は、附表ユニット・トラスト一覽に示す如くであるが、それはトラストの內容、例へば基本證券の性質等によつて、自ら差等があり、全然一定せず、5%、6%又は7%とせるものが最も多いけれども、中には2½%に過ぎぬものもあると同時に、10%に上るものもある。尤も、右は名目上の loading charge であつて、sub-units 及び units の賣出價格が通常三片を刻みとして調整されてゐることの爲めに、實際上の loading charge は名目上より若干高率となつてゐる。例へば、前に揭げた Security First Trust の事例に於てみるに、總額四千三百二十一磅九志四片を四千の sub-units に分つと、一個の sub-units の價格は二十一志七片二九となるが、三片を刻みとして調整せる價格二十一志九片との間には一片七一の差額が生ずる。此の差額をば四千の sub-units を以て總計すると、二十八磅十志となり、是れは名目上の loading charge たる七%の金額二百八十二磅十四志三片に對し、其

の約一割に當るのであつて、隨つて實際上の loading charge は七·七%となるわけである。

一定割合の loading charge をば當初に於て支拂へばよい fixed trust に於ては、sub-units の購入者の負擔する所は常に明瞭であつて、loading charge が五%、トラストの豫定存續期間が二十年であるとすると、sub-units の所有者の負擔は、大凡そ年¼%であると云ふことが判然としてゐる。しかるに、當初の loading charge の外に、毎年一定割合の手數料を徵收する flexible trust では、しかく判然としたものではない。倫敦エコノミスト誌及びフィナンシアル・ニューズ紙の計算によれば、flexible trust に於ける units の購入者の負擔は、左表の示す如くであつて、最低〇·三七七五%から、最高一·四六〇七%となつてをり、甚だ雜然としてゐるが、大體の傾向として、豫定存續期間の長きもの程低率となつてゐることが看取せられる。それは當初に於て課せらるゝ loading charge が、より長い期間に割賦せらるゝ結果に他ならない。

Name of Trust	Life (yrs.)	Preliminary %	Annual charge %	Price adjustment to	Initial price s.	Initial price d.	Total annual charge as percentage of initial price
Foreign Government Bond Trust	21	5	0.375	3 d.	20	0	0.7934
Limited Investment Fund	21	2½	0.50	3 d.	20	0	0.7485
Midland and Southern I. F.	21	2½	0.50	3 d.	20	0	0.7485
Scottish and North County I. F.	21	2½	0.50	3 d.	20	0	0.7485
Trust of Insurance Shares	20	5	0.125	3 d.	19	9	0.5301
Trust of Bank and Insurance Shares	21	5	0.125	3 d.	19	3	0.5183
Trust of Bank Shares	21	5	0.125	3 d.	19	0	0.5188
Investment Trust Units	20	4	0.125	3 d.	17	6	0.4845
Scottish Bank, Ins. and Trust Shares	25	4	0.125	3 d.	18	6	0.4355
First Recovery Trust	10	5	0.25	3 d.	9	3	1.0122
Capital Securities Trust	5	4¾	0.25	1½ d.	8	6	1.4607
Trust of British Transport	20	5	0.333	3 d.	18	0	0.7142
Bank, Insurance and Financial Shares	20	7½	—	3 d.	18	6	0.5978
Electrical Industries Trust	20	5½	0.125	3 d.	19	0	0.5654
Metal and Minerals Trust	20	5½	0.25	3 d.	18	9	0.728
Aviation & Universal Investment Trust	10	5	½d. per unit	3 d.	10	0	1.1793
Domestic Investment Trust	10	5	½d. per unit	3 d.	10	0	1.1503
Keystone Flexible Trust	15	7½	—	3 d.	18	9	0.6833
National Investment Group Certs.	15	6½	—	1½ d.	17	1½	0.6174
British Empire First Units Trust	25	2½	0.125	3 d.	21	0	0.3775
Investors Flexible Trust	15	6½	0.125	3 d.	17	9	0.8135

loading charge の内容　倫敦エコノミスト誌によれば、fixed trust に於ける loading charge の構成要素は、大體次の如くである。

	%
Brokers' commissions	1.50
Advertising	1.25
Management over 20 years, office rent and initial charges	1.15
Trustees' fees	1.15
Preparation of dividend warrants, permanent staff, etc.	1.00
Managers' margin	1.45
	7.50

右の内譯の中、managers' margin はトラストの創設經營によつて、manager が取得する正常的收益であるが、それは百萬磅の sub-units の資上に對し一萬五千磅程度の利益であつて、決して多額であると云ふべきものではない。而して、sub-units の資上高にして、豫期の如き成績を擧げ得ない場合には、一切の經費を考慮すると、却

つて損失を蒙ることもあり得るのであつて、sub-units の賣上高が二、三十萬磅程度では、一切の經費を差引くと、manager に殘さるゝ所は皆無であり、賣上高が五十萬磅程度に達して初めて、最低限度に收支相償ふに至るものと推測されてゐる。一九三七年四月に於ける七十二の Unit Trust の sub-units 又は units の賣却現在高は、後述の如く、約七千百二萬五千磅と推算されてゐるが、之によつてみると、平均各 Unit Trust 當りの賣却現在高は九十八萬五千磅となり、而も各二百萬磅程度の賣却現在高を有する十大 Unit Trust を除くと、殘餘の Unit Trust の賣却現在高は平均八十二萬磅に過ぎないのであつて、此の點からのみすると、Unit Trust に於ける manager の正常的收益は、現在の所左程大なりと云ふことを得ない。

sub-units 及び units の買戻　Unit Trust の參加證券も亦、一種の投資證券である以上、其の市場性、の如何は、所有者にとつて多大の關係を有するものである。既述の如く、sub-units 及び units の所有者は基本證券又は基本財產に對する比例的引換請求權を有してゐる。だが、例へば fixed trust に於て、一單位に對する五千或は一萬の全 sub-units の所有者が、基本證券との引換を請求する場合には、何等の支障なく其の引換に應ずることが出來るが、十或は五十と云ふが如き部分的 sub-units の所有者に對しては、基本證券との引換に應ずることは事實上困難である。隨つて、實際に於ても、全部の sub-units の所有者に對しては、其の單位を構成する基本證券との引換に應じてゐるが、部分的 sub-units の所有者に對しては、專ら其の基本證券に對する持分に相當する金額を以て、其の買戻を爲すのである。sub-units 及び units の買戻價格に就ては、既に述べた所であるが、トラストが "open" にして、發展過程にある場合には、買戻を爲したる sub-units 又は units の再賣却が容易に行はれ得るから、manager に於ても其の買戻によつて困難を來たすことはない。所が、sub-units 又は units の買戻請求が增加する一方、是れが再賣却に困難を生ずる場合には、manager はトラストの基本證券を實際に處分して、買戻請求に應せざるを得なくなる。此の狀態をば、トラストが "unwinding" となつたと云ふことは、是れ亦前述の如くである。而して、斯くの如き場合は、通常證券市價に落潮が現れた時であつて、結局に於

て manager は基本證券の處分を爲さざるを得なくなるのであるが、實際に基本證券を處分する以前に於て、其の時々に於ける基本證券の市場相場を基礎とせる價格にて直ちに買戻に應ずることは、其の時から基本證券を實際に處分するに至る迄の間に於ける證券市價の一層の低落により、manager が尠からざる損失を蒙むるに至る危險がある。隨つて、斯かる傾向のある場合には、manager は出來る限り買戻の責任を回避しようとするかも知れない。だが、此の場合に於ては、manager は買戻に應ずる一方、當該證券を市場に空賣し置き、之によつて其の後に於ける證券市價の一層の低落から生ずる損失を免れ得るのであるから、manager が買戻の責任を回避する必要は無いのである。

買戻保證 sub-units 及び units の買戻は、manager の負擔する最大責任の一つである。而して、最近に於ける Unit Trust の急速なる發展につれ、自ら manager に於ける買戻の責任に多大の關心が向けらるゝに至つた。此の結果、一兩年來、何れのトラストに於ても、sub-units 及び units は之を基本證券の市場賣却純手取金を降らざる

價格を以て遲滯なく買戻に應ずる旨の文言を、廣告用パンフレット等に特記してゐるのである。之を買戻保證(assured repurchase)と稱してゐるが、此の買戻保證の文言に於ても、買戻價格をば買戻請求當日の證券市價による處分純手取金を以てするとか、或は買戻請求の日より一定期間內に證券を處分して得らるゝ金額を以てすると云ふが如く、買戻價格決定の重要なる基礎を明示してゐるものゝ少いことは、尙ほ問題を殘してゐるものであらう。兎も角、sub-units 及び unit の買戻は manager の負ふ最大責任の一つであつて、此の點に關する manager の組合、卽ち Unit Trusts Association の規約は、一考に値するものがある。卽ち、一定數の sub-units 又は units の所有者の要請ある場合は、關係基本證券の處分價額と、當該基本證券に關聯して生じ、而も證券相場中に含まれてゐない積立金との合計額から、賣却の爲めの仲介人手數料及び印紙稅を差引き、且つ各 sub-unit 又は unit 當り買戻價格の刻みを約一片半に調整せる金額を以て、其の買戻に應じる。而して、右證券の處分は、要請のあつた日又は manager の選擇により一定の最近日に、當該證券を上場せる英國內公

認株式取引所に於て爲される。又、一定數以下の部分的 sub-units 又は units の所有者に對しては、前記一定數の sub-units 又は units に就て算出さるゝ金額を基礎として、各 sub-unit 又は units 當り買戻價格を算定し、之を以て買戻に應じる。而して、部分的 sub-units 又は units に對する買戻の責任を保障する爲めに、manager は監査役の同意する額の準備金をば設くることを要する。但し、此の準備金は manager の有する資産の一部を以て之に充て、特に manager の一般資産から分離して設定する必要はない、と云ふのである。尙ほ參加證券の市場性に關しては、其の株式取引所上場問題がある。だが、問題が單に其の市場性のみに限らるゝならば、既に manager の買戻制度が確立せられてゐる限り、其の株式取引所上場問題は、大なる重要性をもつものではない。

sub-units 及び units に對する收益分配　最後に、sub-units 及び units の所有者に對するトラストの收益の分配に就て述べねばならない。基本證券乃至基本財産より生ずる配當金及び利子等の收益は、基本證券の保有者たる受託者に於て之を受け入れる。右の收益は、fixed trust 及び "appropriation method" による flexible trust に於ては、別勘定として積立てられ、毎半期又は四半期の末に至り、flexible trust の或るものでは、manager 及び受託者に對する經費及び報酬を差引いた上にて、sub-units 及び units の所有者に分配される。"cash fund method" による flexible trust に於ては、受託者の受け入れる收益は別勘定として積立てられず、其の都度基本財産の中へ繰入れられ、毎半期又は四半期末に於て、別に當該期間中に於ける收益を算定し、之を基本財産の中より units の所有者に對し分配するのである。

"distributive type" 及び "cumulative type"　所で、先づ問題は、配當金及び利子等の正常的收益以外の臨時的利得、卽ち基本證券に伴ふ bonus shares 及び新株引受權等の處置である。之に就ては二つの樣式がある。卽ち、"distributive type" 及び "cumulative type" の二つであつて、"distributive type" に於ては、是れ等は全べて換金したる上、sub-units 又は units の所有者に分配せらるゝのであるが、"cumulative type" に於ては、斯くの如き臨時的利得は、可能なる限り、之を トラスト の內部に留保せんとする

るものであつて、bonus share は其の儘に、或は換金したる上にて、豫め定められた範圍内の證券に投資し、又新株引受權は同樣に換金して所定範圍内の證券を買入れ、之を單位を構成する基本證券又は基本財産に組み入れることを原則とするのである。だが、兩者を折衷し、新株引受權は換金して之を分配するが、bonus shares は其の十分ノ一を分配し、それ以上は トラスト の内部に留保すると云ふが如き方法を採るものも尠くない。flexible trust では、殆んど全べてが "cumulative type" を採用し、"distributive type" は fixed trust に限られてゐるが、fixed trust でも "cumulativet type" を採つてゐるものが二三あり、又折衷法を採用せるものも尠くない。尤も、"cumulative type" を採るものに於ても、manager が適當と認むる場合には、トラスト の内部に留保せず、sub-units 又は units の所有者に分配することを得ることゝしてゐるものが多い。Protected Fixed Trust, Ltd. が一九三五年十一月に形成せる First Protected Fixed Trust に於て、資本減價に備へる爲め、"sinking fund" の設けられてゐることは尠からざる興味がある。此の "sinking fund" は、sub-units の賣却價格に二志を附加するこ

とによつて設置せらるゝのであつて、トラスト 存續期間滿了の時に於て、各 sub-unit 當り三志、即ち約十五％の資本減價を保障せんとする仕組であるが、manager は受託者の承認を經て、bonus shares 又は新株引受權の賣却代金を、"sinking fund" の增加に充つることが出來ることゝなつてゐる。

flexible trust に於ける收益決定の問題　トラストに於ける配當金及び利子等の現金所得は、全べて sub-units 又は units の所有者に分配せらるゝことを原則とする。だが、sub-units 又は units の所有者に分配さるる可き現金所得とは、如何なる範圍の所得である可きであらうか。此の問題は、fixed trust に於ては簡單である。即ち、fixed trust に於ては、基本證券は原則として固定的であるから、其の正常的現金所得は一定證券より生ずる配當金乃至利子の定期的所得から成り、是れが sub-units の所有者に分配せられ、又 "distributive type" を採用してゐるものに於ては bonus share 及び新株引受權の處分代金も分配せられる。之に反し、flexible trust に於ては、しかく簡單ではない。flexible trust の manager は、積極的に基本證券の買換を爲すことが出

來る。隨つて、證券をば利附又は配當落にて買ひ、利落又は配當落にて賣ると云ふ取引が行はれ得るのであつて、此の取引を通じ、利子及び配當收入をば人爲的に增加せしむることが出來る。だが、斯くの如くして得られた利子及び配當金を、全べて一期間內に於ける トラスト の收益として、units の所有者に分配するならば、基本財產の減損を避け得ないのであつて、隨つて斯くの如き所得に就ては、基本財產との關係に於て、適當の調整が行はれねばならない。Municipal and General Group の flexible trust 及び Investment Trust Units では、右の如き取引によつて得られた現金所得の全額をば分配することにより、基本財產に減損の生ずることを防止せんが爲め、豫め規定が設けられてゐるが、斯くの如き規定を信託契約書中に設けてゐるものは少く、多くの場合に於ては、manager の決定に委ねられてゐる。逆に、units の所有者に分配せらるゝものは、一期間中に實際に收得された現金所得のみに限らるゝ必要はない。前記 Municipal and General Group の諸 トラスト 及び Investment Trust Units では、期間內の經過未收利子乃至配當金を算定し、期末に於て之をも units の所有者に分配することゝなつてゐる。

收益分配均等化の處置　各 sub-units 又は各 units の所有者に對する分配金均等化の處置が、fixed trust 及び flexible trust の何れに於ても講じられてゐることは、特に注意せられねばならない。先づ、fixed trust に就てみよう。毎半期末又は四半期末の直後たる次の期間の當初に於ては、前期に於ける若干の分配未濟殘金があるの外、トラストには sub-units の所有者に歸屬する期間內の收益として何物も殘つてゐない。所が、期間の經過に從ひ、基本證券にして利拂期又は配當金支拂期の到來するものが生じ、トラストは遂次利子又は配當金の支拂を受ける。他方、利子又は配當の支拂期が過ぎると、證券相場は利落又は配當落相場となる。而して、若し sub-units の賣出價格をば、單に利落又は配當落相場を以て算定するならば、期末に於ける一率の收益分配は、購入の時期を異にする各 sub-units の所有者に對し、公平を失することゝなる。此の事情に基く分配金の不公平を是正し、何れの sub-units の所有者に對しても、實際の收益率の均等ならんことを期する爲めに、sub-units 賣出價

格の算定に當つては、單に基本證券の取得價額のみを基礎とせず、既述の如く、期間中の經過利子又は經過配當金を加算する。斯くて、sub-units の所有者は、其の購入の時期の前後に拘らず、期末に於ては、期間中に收得されたトラストの收益から一率の分配を受け、而も何等の不公平を生ずることがないのである。

flexible trust に於ても、"appropriation method" によるものは、fixed trust に於けると同樣の均等法が採られる。卽ち、トラストの收益は基本財産とは別個の基金として積立てられ、他方 units の賣出價格には經過利子又は配當金が加算されるのであるる。此の結果、右の賣出價格には二つの要素が含まれてゐることゝなる。第一は基本財産に對する均等的持分を取得する代價であり、他は當該 units が既に積立てられてゐる收益から受くる分配金に對して支拂はるゝものである。斯くの如くすることにより、期間の初めよりの units の所有者及び期間の途中から units を購入した者の何れに對しても、期末に於ては一率の收益金を分配し、何等の不公平をも生じない。併し乍ら、"cash fund method" によるものでは、既述の如く、豫め經過利子乃至配當金を加算するが如き特別の處置は講じられない。何となれば、トラストの一切の資產は、本來の基本財產たると、受け入れた利子又は配當金たるとの區別はなく、一括して一つの基本財產を形成するものであるからである。而して、此の基本財產の總價額を基礎として算定さるゝ units の賣出價格は、自ら經過利子又は配當金を考慮せるものに相當する額を含んでゐるのである。

manager の利益金に對する參加　sub-units の所有者に對する收益の分配に關し、特色のある事例となつてゐるものに、British Keystone Securities Trust, Ltd. の形成せる Keystone Certificates がある。卽ち、それは、manager の所得にして、トラスト經營の爲めの一切の經費を差引いた純益の中より、其の半額をばトラストの收益の分配に加へて、sub-units の所有者に分配すると云ふのである。而して、此の事は、他方 Keystone Certificates の存續期間が十年、之に對する loading charge が八%であつて、他のものに比較し loading charge の一年當りが勘からず高率を以てせられてゐると云ふ事實に對應するものである。それは兎も角、manager に於て偶發的に生ずる利益の一

部が、sub-units の所有者に分配せらるゝと云ふことは、Unit Trust の特質に鑑みて、奨勵さる可きことであらう。

sub-units 及び units 所有者の總會　sub-units 及び units の所有者が株式會社の株主又は社債權者と性質を異にすることは既に述べた。所が、此の點に關して、商務省調査委員會の報告書は、次の如く述べてゐる(第四十項)。即ち、「會社法に據り設立せられた會社の理事者は、自己に資本を委託せる株主に對して責任を負ふに拘らず、Unit Trust の經營會社は、特に flexible trusts の如く、manager がトラストの資金運用に廣汎なる權能をもつものに於ても、units の所有者から其の出資金の運用に關し責任を問はるゝことがない」と。而して更に(第四十八項)、「經營會社の sub-units 及び units の所有者に對する責任の缺除に關しては、信託契約書に於て、一定數の sub-units 又は units の所有者が經營會社の退任を要求し得る條項並に sub-units 又は units の所有者の總會に關する條項をば設く可きであり、又 sub-units 又は units の所有者に於てトラストの檢査を爲し得ることゝせらる可きである」と述べてゐる。

sub-units 又は units 所有者の總會に就ての同委員會報告書の具體案は、次の如くである(第九十項及び第九十一項)。即ち、株式會社に於て毎年定期的に株主總會が開催さるゝ如く、Unit Trust に於ても manager が毎年定期的に sub-units 又は units の所有者の總會を招集すべしと爲すものもあるが、是れは sub-units 又は units の所有者の數が甚だ多く、之に伴ふ經費の尠からざることよりして、必ずしも適當ならずとし、受託者乃至一定金額(例へば基本證券又は基本財産總價額の十分ノ一)以上の sub-units 又は units の所有者に對して、sub-units 又は units 所有者の總會を招集し、若くは manager に其の招集をば要求する權限を與ふ可きである、としてゐる。而して、右の總會に於ては、各 sub-unit 又は unit に就き一個の議決權が與へられ、sub-units 又は units の所有者總數の四分ノ一以上の出席と、其の投票總數の四分ノ三以上の贊成により、左の諸事項を爲す權限が與へられるのである。

(一) 受託者又は manager を退任せしむること。

(二) 新たに受託者又は manager を指定すること。

(三) トラストの監査役を退任せしめ、且つ新たに之を選任すること。

(四) 一人又は數人の sub-units 又は units の所有者が、全 sub-units 又は units の所有者に代つて、トラストの經營に對する檢査官の任命をば、商務省に申請することを許可すること。

(五) 基本證券に於ける議決權の行使に就て指圖すること。

(六) 幹事會を任命し、其の構成及び權限を定め、且つその經費をばトラストの資産又は收益から支出せしむること。

(七) 右幹事會の全員又は何れかを退任せしめ、他のものを補缺選任し、若くは幹事會を解散せしめること。

現在に於ても、sub-units 又は units の所有者の總會に就て何ん等かの定めを設けてゐるものとして、既に六つの flexible trust がある。併し乍ら、未だ一般化さるゝに至つてはゐない。

五、經營會社

manager の現況　Unit Trust の創設者たり、且つ經營者たる manager は、一、二の例外を除き、何れも一萬磅或は二萬磅と云ふが如き極めて小資本の有限私會社 (private limited company) である。一九三七年四月に於ける manager の數は二十三會社であつて、是れが七十二の Unit Trust を經營し、多きものは一社でもつて七又は八の Unit Trust を經營してゐる。而して、前記二十三の經營會社中には、同一資本系統に屬する姉妹會社たるもの、或は他の經營會社の子會社たるものもあり、是れ等の親子關係或は姉妹關係によつて夫々團體を構成してゐるのであつて、現在十二の團體に分れてゐる。是れ等の團體及び其の所屬經營會社並に各 manager の經營せるトラスト を示すに、次の如くである。

Investors Gas & Electric Fixed Trust Investors Gold Share Trust Provident Investors Trust Security First Trust Hundred Securities Trust Investors Flexible Trust	Fifteen Moorgate Unit Trust, Ltd. (formerly Investors Specialised Fixed Frusts, Ltd.)

Selective Group :—

Selective Fixed Trust, Unit "A" " Unit "B"	Selective Fixed Investments, Ltd.
Trust of British Transport	Trust of Transport Shares, Ltd.
Bank, Insurance and Financial Shares Trust	Proved Securities, Ltd.

Protected Group :—

First Protected Fixed Trust Second Protected Fixed Trust Third Protected Fixed Trust	Protected Fixed Trusts, Ltd.

F. T. M. Group :—

Aviation and Universal Investment Trust Domestic Investment Trust	F.T.M., Ltd., (formerly Aviation Trust, Managers, Ltd.)

Allied Group :—

British Industries Fixed Trust, First Portfolio " Second Portfolio " Third Portfolio " Fourth Portfolio Electrical Industries Trust Metals and Minerals Trust	Allied Investors Fixed Trusts, Ltd.

Bank and Insurance Group :—

Trust of Insurance Shares Trust of Bank and Insurance Shares Trust of Bank Shares Investment Trust Units	Trust of Insurance Shares, Ltd.
Scottish Bank, Insurance and Investment Trust Units	Scottish Bank, Insurance and Trust Shares, Ltd.

Provincial Group :—

First Provincial Fixed Trust, "A" Unit " "B" Unit " "Reserves" Unit	First Provincial Fixed Trust, Ltd.

British General Group :—

British General Fixed Trust, Series "A" " Series "C"	British General Fixed Trust, Ltd.
First Recovery Trust Capital Securities Trust	Unit Improving Scurities Trust, Ltd.

Municipal and General Group :—

First British Fixed Trust Second British Fixed Trust Third British Fixed Trust Fourth British Fixed Trust Foreign Government Bond Trust Limited Investment Fund Midland and Southern Investment Fund Scottish and North Country Investment Fund	Municipal and General Securities Co., Ltd.

National Group :—

National Fixed Trust, Series "A" " " " Series "B" " " " Series "C" " " " Series "D" Scottish Fixed Trust Century Fixed Trust National Investment Group Certificates	National Fixed Investment Trust, Ltd.
Commercial Fixed Trust Gilt-Edged Fixed Trust Universal Fixed Trust	Commercial Fixed Trust, Ltd.
Amalgamated Fixed Trust	Amalgamated Fixed Trust, Ltd.

Keystone Group :—

Gold Producers Deposit Receipts, First Series " Second Series " Third Series	Gold Producers Fixed Trust, Ltd.
Rand Fixed Trust	Rand Fixed Trust, Ltd.
Group Units Investment Trust :— "Brewery and Distillery" Certificates "Textile" Certificates "Iron, Coal and Steel" Certificates "Oil" Certificates "Home Rails" Certificates "Stores and Products" Certificates Keystone Flexible Certificates	Group Units Investment Trust, Ltd.
Keystone Certificates	British Keystone Securities Trust, Ltd.
Keystone Second Certificates	Second Keystone Fixed Trust, Ltd.

British Empire Group :—

British Empire Fixed Trust, Series "A" " Series "B" British Empire Cumulative Trust British Empire Comprehensive Trust	Fixed Trust Investment, Ltd.
British Empire First Unit Trust	Units Trusts, Ltd.

Fifteen Moorgate (formerly Dawnay Day) **Group :—**

Investor's General Fixed Trust Investor's Second General Trust	

manager の任務　manager は Unit Trust 經營の擔當者であり、トラスト の成否は、かつて manager に於ける經營の適否如何に存してゐる。manager の任務とする所は、既に隨處に之を述べた。トラスト の創設に際しては、基本證券の選擇投資、信託契約書の商議設定に任じ、次では sub-units 又は units の賣出價格の算定及び賣却に當り、トラスト の存續する間は、トラスト の收益算定及び其の分配に關する事務を取扱ふ。是れ等は何れの トラスト に於ける manager も擔當する通常の任務であるが、特別の任務として注意すべきものゝ一つは、基本證券の管理である。既述の如く、fixed trust に於ては、基本證券の摘除は全く異常時處置であるから、manager に於ける基本證券管理の任務は、左迄重要のものでなく、トラスト の創設の際に於て基本證券の選擇に意を用ふればよい。之に反し、flexible trust の manager は、絶えず基本證券の管理に注意を怠らず、證券の確實性と收益性とに基いて、基本證券の買換を爲す。隨つて、manager に於ける投資の知識及び經驗が重要視せられ、投資家は第一に manager 乃至經營會社の理事者が誰であるかを注意する。此の限りに於て、

flexible trust の manager は從來の投資信託會社の理事者と異らないが、fixed trust に於ては、一と度び トラスト が成立した曉には、異常の變化の生せざる限り、manager の任務は、引續き所定の單位を追加して sub-units の賣却をなすこと並に毎半期又は四半期に於ける收益分配の事務を取扱ふと云ふ、單に書記的任務に過ぎなくなる。manager の擔當する特別の任務の其の二は、sub-units 又は units の買戻の責任である。sub-units 又は units の買戻の責任が、manager の負擔する最大責任の一つである所以に就ては、既に述べた所である。而して、何れの トラスト に於ても、買戻保證が公約せられ、トラスト の成立後に於ては單なる書記的任務を擔當するに過ぎない fixed trust の manager も、此の買戻保證を實行すると云ふ點に於て、重大なる責任を負擔する。又、トラスト が "unwinding" となつた場合に於て、遲滯なく基本證券を處分し、手取金を sub-units 又は units の所有者に返還することは、買戻の責任と表裏して、manager が正確に實行しなければならない責任であり、更に トラスト の豫定存續期間が經過し、或は豫定期間滿了前に於ても一定の事情の發生する場合に

は、managerは トラストを終止せしむべき處置を取り行はねばならない。

managerの二重人格　managerの地位に關して、商務省調査委員會の報告書は、次の如き點に注意を喚起した(第三十六項及び第三十七項)。卽ち、「經營會社は sub-units 又は units の所有者から信任せられた代理人であると同時に、自ら、sub-units 又は units の所有者との取引によつて利益を得、又は損失を蒙ると云ふ、二重の役割を演じてゐる。fixed trust 及び或る種の flexible trust の經營會社は、sub-units 又は units が實際に賣却せらるゝ場合に於て、其の賣出價格算定の基礎となれる基本證券の市場相場よりも、安價にて基本證券を買入れる事により、尠からざる利益を得ることが出るのである。斯くの如くして得らるゝ利益は、經營會社の收益の重要部分を占め得るのであつて、斯かる利益が存在し得ると云ふことは、sub-units 又は units の賣出價格に含めらるゝ一定割合の金額が、經營會社及び受託者に對する報酬として、sub-units 又は units の所有者の支拂ふ全負擔であると云ふことゝ矛盾し、sub-units 又は units の賣出價格が基本證券の市場相場に基いて決定せらるゝと云ふ原則も、云ふが如くには嚴格に實行せられず、經營會社の損益は殆んど夫々の採用する特別の算定方法に依存してゐると云ふ批評、不平がある」と。以上は商務省調査委員會報告書の述べてゐる所であるが、或る種の flexible trust と云ふのは、"appropriation method" による flexible trust のことである。では玆で、Unit Trust の managerの收得する利益を吟味してみよう。

managerに於ける利益の源泉　managerの收得する利益の源泉は、次の四つの何れかより成つてゐる。卽ち、(一) loading charge、(二) annual charge、(三) sub-units 又は units の賣出價格の刻みを三片(又は一片半)に調整せる端數の金額、及び(四)基本證券の實際買入價額と sub-units 又は units の賣出價格算定の基礎となれる基本證券の市場相場との差額である。第一の loading charge は、既述の如く、基本證券乃至基本財產價額に對する一定割合を以て徵收せられる。而して、其れは sub-units 又は units の賣却に伴ふ廣告費及び手數料、事務費、受託者に對する報酬等の トラスト 經營の費用並に managerに對する報酬を含むのであつて、managerの利益として取

得するものは、一切の經費を差引いた殘額である。flexible trust に於ては、loading charge の外に、トラスト の基本財産又は毎年の收益から、基本財産に對する一定割合の金額を、annual charge として徵收してゐる。而して、annual charge の中、トラストの經費を差引いた殘額は、manager の利得とせられる。loading charge 及び annual charge から收得する利益こそ、manager の正常的利益である。而して又、sub-units 又は units の賣出價格の刻みを三片(又は一片半)に調整することから生ずる利益も、manager の正常的利益と看做し得るが、"cash fund method" による flexible trust の中には、これをも manager の利得とせず、基本財産に繰込んでゐるものがある。例へば、Municipal and General Group に於ける flexible trust の如きはそれである。

以上の三者は、何れも明瞭にせられてゐるものであつて、隨つて此の點からは殆んど問題を生じない。結局、問題とせらるゝ所は、manager が實際に基本證券を買入れた時と之に對する sub-units 又は units が賣却された時との間に於ける、基本證券の市場相場の變動から生ずる利益である。fixed trust 及び "appropriation method"

による flexible trust に於ては、先づ manager が自己の計算で基本證券を選擇購入し、之をば トラスト の基本財産として受託者に預託した後、之に對する sub-units 又は unit を賣却するのであつて、而して其の賣出價格は其の時々に於ける基本證券の市場相場を以て算定せらるゝのであるから、若し基本證券を預託した後に於て、其の市場相場が騰貴するならば、之に伴つて賣出價格が引上げられ、manager はそれ丈の利益を收め、逆に市場相場が低落するならば、それ丈の損失を蒙るのである。併し乍ら、此の事實のみを以て、直ちに sub-units 又は units の所有者の利益を害するものであると斷定することは妥當でない。sub-units 又は units の賣出價格が基本證券の市場相場に基いて嚴格に算定せらるゝ限り、sub-units 又は units の所有者は何等不當の不利益を蒙ることは無いのであつて、manager に於ける sub-units 又は units の賣出價格の算定が公正を失する場合に於て初めて、manager は不當の利益を收め、sub-units 又は units の所有者は不當の不利益を蒙ると云ふことが云はれ得るのである。"cash fund method" による flexible trust に於ては、units の賣却手取金は

其のまゝ直ちに基本財産に繰入れられ、然る後に證券に投資せらるゝのであるから、manager が units の購入者との取引から利益を得又は損失を蒙ると云ふことの生ずる餘地はなく、manager は全く投資の代行者たる地位に止るものである。だが、此の場合に於ても、manager が units の賣出價格の算定に公正を失するならば、それは manage に對しては何等の損益をも生せしむるものではないけれども、units の所有者にとつては不當の利害を受くることを免れ得ない。卽ち、units の賣出價格が實際の基本財産價額を無視して不當の高價に定められるゝならば、新たな units の購入者は不利益を蒙り、是れに反して從來の units の所有者はそれだけ利益を受くることゝなる。逆に、units の賣出價格が不當の安價に定められるゝならば、從來の units の所有者の不利益に於て、新たな units の購入者が利益を得ることゝなるのである。以上の如くであるから、要は sub-units 又は units の賣出價格の算定が、基本證券の市場相場を基礎として、公正になさるゝ可きであると云ふ點にあるのであつて、是れが公正になさるゝ限り、manager が sub-units 又は units の所有者との取引から利益を得又は損失を受くると云ふこと自體は、必ずしも重大なる問題であるとは考へられない。

manager の營業報告書　既述の如く、manager は何れも極めて小資本の有限私會社であり、而も二十三の manager が七十二の Unit Trust を經營し、七千萬磅餘に上る公衆の資金が之に託せられてゐると云ふことは、自ら、Unit Trust の manager に對する監督統制を要望せしむるものである。商務省調査委員會報告書の勸奬せる對策も、主として manager の監督統制に關するものに他ならなかつた。卽ち、同報告書の述ぶる所によれば(第五十條、五十一條)、「Unit Trust の manager の大部分は私會社であつて、會社法の下に於て會社に課せられてゐる勸定公表の義務を負はない。且つ又、sub-units 及び units の所有者は、manager の選任若くは トラスト の經營に關して、何等の支配力をも有せず、經營會社から報告を徵する權利さへも有してゐない。此の故に、Unit Trust 及び其の manager に對しても、現在に於て會社及び會社理事者に課してゐると同樣の監督統制をば加ふべきである」と。同報告書の勸奬せ

る監督統制の具體案に就ては後述する所に讓り、玆では同報告書が其の公表を要求せる manager の營業報告書の內容を示さう。蓋し、之によつて Unit Trust 經營機構の一班を窺ふことが出來るであらうからである。

manager が公表を要求せらるゝ營業報告書は、期末の貸借對照表並に一營業期間內の損益勘定及び sub-units 又は units 賣買勘定の三つに分かたれる。貸借對照表には、會社法の定むる諸項目の外、次の諸項目が示さるゝことを必要とする。(雛型A參照)

(一) トラスト豫定存續期間の未經過殘存期間に於ける報酬及び經費として留保されてゐる金額及び其の受託者に預託されてゐる額

(二) sub-units 又は units の賣却及び買戻に關聯して、經營會社が支拂を受く可き金額及び經營會社が支拂を爲す可き金額

(三) トラストの基本證券たらしむる爲めに購入したる證券の受渡に關し、經營會社が支拂を爲す可き金額

(四) 支拂總監 (Paymaster General) に供託せる金額

損益勘定に示さるゝ可き諸項目は次の如くである。(雛型B參照)

(一) sub-units 又は units 賣買勘定から移されたトラスト殘存期間に於ける報酬及び經費として留保せる金額に繰入れられた額及び右金額から支拂はれた額

(二) 手持の sub-units 又は units に對して支拂はれたトラストの分配金

(三) 會社法所定の理事者に對する報酬

(四) 受託者に對する報酬

(五) sub-units 又は units 賣買勘定に於ては、次の諸項目に就き、數量及び金額の兩者が示さるゝことを必要とする。(雛型C參照)

(一) 期初並に期末に於ける手持の sub-units 又は units

(二) 基本證券の購入及び賣却

(三) sub-units 又は units の賣却及び買戻

雛型 A

Balance Sheet

Share Capital			Land, Buildings, etc.		
Authorised :—	£		Furniture, Fittings and Office Equipment		
Issued :—			Funds in hands of the Trustee in respect of Remuneration and Expenses of the Management Company and Trustee Company during the unexpired periods of the Trusts :—		
Debenture			Cash		
Authorised :—	£		Investment		
Issued :—			Other Assets		
Creditors :—			Investments		
Repurchases of units (or sub-units)...	£		Units (or sub-units) in hand		
Purchases of Underlying Securities			Debtors :		
Sundries and Charges			Sale of units (or sub-units)...	£	
Reserve for Remuneration and Expenses of the Managing Company and Trustee Company during the unexpired periods of the Trusts			Sale of Investments		
Reserve			Sundries and Charges in Advance		
Profit and Loss Account			Cash at Bankers and in hand ...		
		£			£

雛型 B

Profit and Loss Account

To Amount transferred to Reserve for Remuneration and Expenses of Management Company and Trustee Company during the period under review (in respect of units [or sub-units] sold during the period).		By Balance from unit (or sub-units) dealings.	
" Directors' Fees		" Amount transferred from Reserve for Remuneration and Expenses of Management Company and Trustee Company during the period under review.	
" Advertising and Publicity		" Dividends from Investments, Distribution from units (or sub-units) in hand and other income.	
" Trustee Company's Remuneration ...			
" Management Expenses			
" Income Tax			
" Balance carried forward to Profit and Loss Appropriation Account			
	£		£

書類 C

Unit (or Sub-units) Dealings Account (Separate account for each Trust)

To		Units (or sub-units)		By		Units (or sub-units)		
	Units (or sub-units) in hand				Sales of units (or sub-units)			
"	Purchases of underling securities (including Brokerage and Stamps)				Price of underlying securities (including brokerage, stamps, and settlement duty)....			
"	Settlement duty and other stamp charges				Accrued dividends			
"	Accrued dividends or equalisation fund paid or to be paid to the Trustee Company. ...				Service charge			
"	Repurchases of units (or sub-units)...				Adjustment of prices to next higher multiple of 3d.			
"	Agents' Commission on Sale and Repurchase of units (or sub-units)...			"	Sales of underlying securities (less brokerage and stamps).			
"	Balance, carried to Profit and Loss Account			"	Share of commission and brokerage			
			£					£

(四) 代理店を通じて爲された sub-units 又は units の賣却及び買戻に就て支拂はれた手數料

(五) manager が自ら直接に sub-units 又は units の賣却及び買戻を爲したることにより收得した手數料の取前

(六) sub-units 又は units の賣却價格に含められた loading charge

右に列擧された諸項目を含む貸借對照表、損益勘定及び sub-units 又は units 賣買勘定の雛型として、同報告書の掲ぐる所は右の如くであるが、其の各項目の內容は、上來述べ來つた所からして、容易に之を判讀し得るであらう。而して之をば後述のトラスト自體の勘定と併せ考察するならば、Unit Trust 經營機構の要點が一層明瞭に諒解され得るであらう。所で玆に注意して置かねばならぬことは右に示された manager の諸勘定は、主に fixed trust 及び "appropriaton method" による flexible trust の manager が對象とされてゐるのであつて、"cash fund method" による flexible rust の manager に就ては、其の儘には適合しない。蓋し後者に於ては、manager は

單なる投資の代行者に過ぎず、全べての取引の結果は、直接トラスト自體に歸屬するからである。隨つて、"cash fund method" による flexible trust に就ては、後述のトラストの勘定が參考となるであらう。

Unit Trusts Association　Unit Trust の發展は、結局に於て、manager の經營が適正なりや否やと云ふ點にかゝつてゐる。manager の組合たる Unit Trusts Association は「隨時、加盟員の行爲の基準をば規律することにより、一般投資家及び組合加盟員の利益を擁護する」爲めに設けられた所の、所謂自主的統制機關に他ならない。而して、前記十二の團體の中、二の團體に屬するものを除き、他は何れも之に加盟してゐる。加盟員は、其の經營する一トラスト毎に、加入費として二十五磅、年賦金として二十五磅並に sub-units 又は units の賣上高に對する或る割合の金額が徵收せらるゝ外、關係加盟員一團體毎に、二萬磅を受託者に供託することが要求せられてゐるのであつて、又トラストの經營に關する組合の規約は、後述の如く、Unit Trust 經營態樣の最も典型的なものを示してゐるものと云はれてゐる。

六、受託者

受託者の現況　Unit Trust の受託者は、何れも著名の銀行又は保險會社である。五大銀行に於ても、Barclays Bank 及び Westminster Bank は全然之に關與してゐないが、Midland Bank は其の子會社たる Midland Bank Executor & Trustee Co. Ltd., を通じて三十五の Unit Trust の受託者となり、又 Lloyds Bank は十四の Unit Trust の受託者となつてゐるのであつて、最も積極的態度をとつてゐる。七十二の Unit Trust の受託者となれる銀行及び保險會社は合計十を數へ、次表の如くである。

受託者が著名の銀行又は保險會社であると云ふことは、Unit Trust の發展に重大なる意義を有してゐる。Unit Trust が急速の發展を示した根本原因は、それが特に小額投資家の嗜好に適したと云ふ點にありはするが、啻にそれのみでは、僅か數年間に七千萬磅の多額に上る資金が之に投せられると云ふ程の好成績を上げ得な

British Empire Fixed Trust, Series "A"	
" Series "B"	
Investor Flexible Trust	
First Protected Fixed Trust	
Second Protected Fixed Trust	
Third Protected Fixed Trust	
Domestic Investment Trust	
British Industries Fixed Trust, "First Portfolio"	
" "Second Portfolio"	
" "Third Portfolio"	
" "Fourth Portfolio"	
Metals and Minerals Trust	
Trust of Bank and Insurance Shares	
First Provincial Fixed Trust, Unit "A"	
" Unit "B"	
" "Reserves" Unit	
Commercial Fixed Trust	National Provincial Bank, Ltd.
Gilt-Edged Fixed Trust	
Universal Fixed Trust	
Scottish Bank, Insurance and Investment Trust Units	Royal Bank of Scotland, Ltd.
Amalgamated Fixed Trust	Williams Deacon's Bank, Ltd.
Trust of Insurance Shares	
Trust of Bank Shares	Equity and Law Life Assurance Society
British General Fixed Trust, Series "A"	General Accident, Fire and Life Assurance Corporation
" Series "C"	
Aviation and Universal Investment Trust	
Electrical Industries Trust	
Investors Gas and Electric Trust	Royal Exchange Assurance
Investors General Fixed Trust	
Investors Gold Share Trust	
Investors Second General Trust	
Selective Fixed Trust, Unit "A"	
" Unit "B"	
Trust of British Transport	

Scottish Fixed Trust	Clydesdale Bank, Ltd.
First British Fixed Trust	Lloyds Bank, Ltd.
Second British Fixed Trust	
Third British Fixed Trust	
Fourth British Fixed Trust	
Foreign Government Bond Trust	
Limited Investment Fund	
Midland and Southern Investment Fund	
Scottish and North Country Investment Fund	
British Empire Comprehensive Fixed Trust	
British Empire Cumulative Fixed Trust	
British Empire First Unit Trust	
Security First Trust	
Hundred Securities Trust	
Investment Trust Units	
Provident Investors Trust	Martins Bank, Ltd.
Bank, Insurance and Financial Shares Trust	
First Recovery Trust	
Capital Securities Trust	
National Fixed Trust, Series "A"	Midland Bank Executor & Trustee Co., Ltd.
" Series "B"	
" Series "C"	
" Series "D"	
Century Fixed Trust	
National Investment Group Certificates	
Rand Fixed Trust	
Gold Producers Deposit Receipts, First Series	
" Second Series	
" Third Series	
Group Units Investment Trust:—	
"Brewery & Distillery" Certificates	
"Home Rails" "	
"Iron, Coal and Steel" "	
"Oil" "	
"Store and Products" "	
"Textile" "	
Keystone Certificates	
Keystones Second Certificates	
Keyston Flexible Certificates	

かつたであらう。寧ろ、小額投資家は受託者の名に對して資金を投じたと云ひ得るのである。

受託者の任務　受託者の任務乃至權利義務は、全べて manager との間に商議設定せらるゝ信託契約書の定むる所に從ふことは云ふ迄も無い。受託者の基本的任務は、基本證券乃至基本財産を保有し、之に對して sub-units 又は units を化體する參加證券を發行することである。參加證券に於ける受託者の負擔する基本的責任の表現に他ならない。卽ち、受託者は sub-units 又は units の所有者の爲めに、トラスト の基本證券又は基本財産を保有し、是れが善良なる保管の責めに任ずるのである。而して又、基本證券の利子又は配當金を受入れ、sub-units 又は units の所有者に對する收益分配の委託事務を取扱ふことは、何れの受託者もが擔當する通常の任務である。斯くの如き任務を別とすれば、受託者は全く Unit Trust 經營の監督者たるものであつて、Unit Trust の經營は全べて manager の發意により遂行せられ、受託者が積極的に其の經營を指導し、或は是れが遂行に當ると云ふことはなく、專ら manager の經營に對する監督に當るのである。監督者としての受託者の役割は、既に隨處に之を述べた。而して、受託者に於ける經營監督の權限も亦、全べて信託契約書の定むる所に從ふのであつて、隨つて監督權の內容が各トラストに於て異つてゐることは勿論であるが、信託契約書の所定事項それ自體は、manager と受託者との商議により定められるゝのである。

トラスト の擴大を制限すること、トラスト の豫定存續期間滿了前に之を終止せしめ又は其の終止に同意を求めしむること、fixed trust に於ける基本證券の摘除處分又は再投資及び現金以外の收益の處置に關し、一々受託者の承認を求めしむること等は、多くの トラスト の信託契約書所定事項とせられてゐるが、特に manager の交迭に關する受託者の監督權は注意せらる可き點である。大部分の受託者は、自ら sub-units 又は units 所有者の利益の爲めに必要なりと考ふる場合には、manager の退任を要求する權利が與へられてゐる。而して又、各種の理由により manager が交迭する場合に於て、新たに manager となるものは、受託者の承認を要することゝ

となつてをり、例外的には受託者が自ら新たな manager を選んで之に指定することを得るものもある。

受託者の利得　受託者に於ける正常的利得は、loading charge 及び annual charge から支拂はれる報酬である。併し乍ら、是れのみが受託者の利得の全べてではない。基本財産の一部として預託された現金は、利子を支拂ふことなく、之を運用することが出來、又往々自ら トラスト の取引銀行を兼ぬるばかりでなく、sub-units 又は units の賣却及び買戻を代行することにより、手數料を收得するのであつて、通常 sub-units 又は units の賣却には一%、買戻には½%の手數料が支拂はれるやうである。

信託契約書の所定事項　Unit Trust の經營は、一切を擧げて manager と受託者との間に於て商議設定さるゝ信託契約書に基いて遂行され、契約當事者たる manager 受託者及び sub-units 又は units の所有者たる一般投資家の權利義務も、全べて信託契約書の定むる所に從ふものであることは、屢〻述べた如くであつて、信託契約書

こそ實に Unit Trust の基礎たるものである。前述の如く、Unit Trusts Association の規約の中、Unit Trust の經營に關するものは、Unit Trust 經營の典型を示すものと云はれてゐるが、同規約は更に、次の二十三項目を擧げ、之をば信託契約書の所定事項として爲すべきことを要求してゐる。又、株式取引所に於ける fixed trust 調査分料委員會の中間報告書にも、信託契約書所定事項となすべき十九項目が擧げられてをり、是れ等は何れも、信託契約書所定事項の基準を示すものであると云ふことが出來よう。併し乍ら、後者は專ら fixed trust に關するものであり、又入手し得た Unit Trusts Association の規約も、flexible trust が未だ現在の如き重要の地位を占むるに至らなかつた一九三六年四月當時のものであつて、隨つて fixed trust が中心とせられてゐるから、不備の點も尠くはないけれども、如何なる事項が信託契約書に定められる可きか、隨つて United Trust 經營の要點が如何なる所に存するかを知る爲めには、一應の參考とするに充分である。左に揭ぐる所は、Unit Trusts Association の規約に擧げられたものであるが、理解の便宜上、若干の改變を加へた。

一、**受託者**　受託者は、王室特許狀、議會の特別法又は英國會社法に據り設立された保險會社又は銀行にして、信託業務を許されてゐるものであるか、若くは信託業務を許されてゐる會社にして、前記保險會社又は銀行の子會社であることを要す。

一、**基本證券の種類**　トラストの基本證券は、英國内公認株式取引所に上場せられてゐるものに限る。

一、**sub-unit 又は units の賣出價格**　manager は sub-units 又は units の購入者に對し、次の諸項目を基礎として算定せる賣出價格以上の金額をば要求することを得ず、之を超えて徴した額は、sub-units 又は units の購入者の請求次第、之を返還することを要する。

(イ) sub-units 又は units 賣却の時に於ける基本證券の市場相場

(ロ) 右基本證券の購入に伴ふ通常の費用

(ハ) 資本たると收益たるとを問はず、基本證券の市場相場中に含まれてゐない積

い積立金

(ニ) 信託契約書所定の loading charge 並に計理上の諸費用(但し sub-units 又は units の賣出價格の刻みを三片に調整せる差額は之を除く)

一、**sub-units 又は units の買戻**　(イ) manager は、トラストの豫定存續期間滿了前に於ては何時でも、信託契約書所定の最低數に達せる sub-units 又は units の所有者をして、其の參加證券と引換に、關係基本證券の處分價格及び基本證券の市場價格に含まれてゐない積立金の合計額から、右基本證券の賣却に伴ふ通常の仲介人手數料及び印紙稅を差引き、更に各 sub-unit 又は units 當り價格の刻みを一片半に調整せる差額を差引いた金額をば、現金にて取得することを得しむるが如き定めを爲すこと。

右に基く基本證券の處分は、要求を受けた日、又は manager の選擇により、要求を受けた日以後にして、各基本證券の英國内公認株式取引所に於ける取引が行はるゝ最近日に、之をば實行することを要する。

（ロ）manager は更に、トラストの豫定存續期間滿了前に於ては何時でも、信託契約書所定の最低數に達しない sub-units 又は units の所有者をして、其の參加證券と引換に、各 sub-unit 又は unit に就き、（イ）に揭げた金額の各 sub-unit 又は unit 當り金額をば、現金にて取得することを得しむるが如き定めを爲すこと。

右に關する manager の責任を保障する爲めに、manager は監査役の同意を得た金額を以て準備金を設定することを要する。但し、右の準備金は manager の一般資産と分離して之を設定する必要はない。

一、**收益**　回狀又は廣告に於て、sub-units 又は units の所有者に對する收益分配の事項が關說せらるゝ場合には、右の回狀又は廣告は、其の收益計算の方法を詳細に明示することを要し、且つ現金配當又は現金特別配當からの收益及び右以外から生ずる收益をば、各別に示すことを要するが、其の合計總額は之を示すことを必要としない。

一、**基本證券の買換**　manager が基本證券の何れかの處分手取金をば再投資することを得るものに於ては、manager は右の賣却及び再投資をば遲滯なく受託者に通告し、受託者の要求あらば其の詳細を呈示し、且つ sub-units 又は units の所有者に對しては、當期末の收益分配の際に之を告知するか、又は manager の選擇により、收益分配の期末に於ける投資狀態の報告書を交付すること。

一、**報酬基金**　manager 及び受託者の報酬が、sub-units 又は units の賣却の當初に於て徵收さるゝ所の loading charge から調達さるゝ場合には、右の loading charge の額は、之を信託契約書に定め置くことを要し、且つ、

（イ）右金額の中、manager と受託者との間に於て取極めらるゝ充分なる部分をば、トラスト存續期間內の各期に割當てゝ受託者及び manager に交付する爲め、之を受託者の名に於て銀行に預入れ又は投資し置くことを要し、若くは、

（ロ）トラストの存續期間中に於ける經費を確保する爲めに、受託者の承認す

る他の取極めが爲さるゝことを要する。

一、**受託者の基本證券保有**　受託者は、トラスト の基本證券、現金及び其の他の資産をば、信託契約書の定むる所に從ひ、sub-units 又は units の所有者の爲めに之をば保有することを特に宣示する。

一、**參加證券の署名**　參加證券は、受託者又は受託者の代理人の署名が爲さるるに非ざれは、之を發行することを得ず、且つ右の署名が爲さるゝに非れば、效力を有しない。　又參加證券は、受託者が必要なる基本證券を受取るか、若くは株式仲介人の爲せる右基本證券買入の契約證並に其の受渡の爲めに支拂ふことを要する現金を受取るか、若くは受託者が倫敦手形交換所組合銀行の何れかから、代金の支拂を爲さずとも、關係基本證券の引渡を受け得る約諾が與へらるゝに非れば、之を發行することを得ない。

一、**sub-units 又は units 所有者の同一權利**　sub-units 又は units の所有者は、トラスト存續期間中の如何なる時に於ても、參加證券發行後に於て爲さるゝ最初の

收益分配から差引かるゝ所得稅額を除き、全べて同一の權利を有するもので あることを保障する爲めに、適當の定めを設くる。

一、**sub-units 又は units の移轉**　sub-units 又は units の所有者の死亡又は破產の結果、若くは法律上の效果により、新たに sub-units 又は units の權利者となる者が、受託者の要求するが如き證憑を提出し、以て自ら其の所有者として登錄を受け、又は自己の指名する者が其の登錄を受け得ることを保障する爲めに、適當の定めを設くる。

一、**manager の變更**　manager の變更に際し、新たに manager となるものは、受託者の承認をば受くることを要する。

一、**manager の退任**　次の場合には、manager は退任することを要する。

（イ）manager が清算に着手し又は破產管財人の手に渡り、若くは受託者の意見に於て財政的困難に陷り若くは支拂能力を失ふと認めらるゝ場合。

（ロ）受託者に於て、sub-units 又は units の所有者の利益の爲め、manager の變更

が望ましい認むる正當且つ充分の理由があり、而して是れが manager に通告せらるゝ場合。

（ハ）全 sub-units 又は units の七五％信託契約書に於て是れ以下に定むるも可）の所有者が、manager の退任を決議する場合。但し、右の決議は、最初の參加證券發行の日より一箇年を經過せざる以前に於ては、之を爲さゞること。

一、**トラストの存續期間**　トラストの存續期間は、二十五箇年を超えざる一定期間を以てするか、又は fixed trust では各單位毎に其の存續期間を二十五箇年以内の一定期間とする。

一、**トラストの清算**　受託者により又は其の監督の下に爲さる基本證券の賣却又は分配を含む トラスト の繼續、轉換若くは清算の爲めにせらるゝトラストの終止に關しては、適當の定めを設くること。受託者は sub-units 又は units の所有者に對し、彼等の權利に就き通告する義務を負ふ。受託者は又、sub-units 又は units の所有者から、其れに對する權利の主張が爲されない基本證券をば

（若し可能ならば）、トラスト の終止後又は トラスト の豫定存續期間經過後一定期間内に處分し、且つ其の手取金は、それに對する權利の主張が爲さるゝに至る迄、之を保有する義務を負ふ。但し、十二ヶ月又は別に定むる期間内に、之に對する權利の主張が無い場合は、之を裁判所に拂込むことを得る。

一、**トラストの勘定**　受託者は毎半期に トラスト の勘定の決算を爲し、少くとも毎半期に、sub-units 又は units の所有者に對して收益の分配を爲す義務を負ふ。右の勘定は manager 及び受託者の承認する監査役により證明を受くることを要する。

一、**fixed trust の單位及び sub-units 又は units の限度**　信託契約書に於て、fixed trust の單位及び sub-units 又は units の現在數の限度を定め、若くは受託者に於て其の限度を定め得ることをば規定すること。

一、**基本證券の議決權**　基本證券の議決權を行使する方法及び之を行使する人に就き定めを爲すこと。

一、**全單位の所有者**　（イ）單位の全 sub-units を所有する者又は所定最低數の sub-units の所有者は、其の參加證券と引換に、必要なる經費を支拂ひ、單位を組成する基本證券又は所定最低數の sub-units に該當せる基本證券の移讓を受くる權利を有する。

（ロ）單位の全 sub-units を所有する者又は所定最低數の sub-units の所有者は、manager に對し、受託者に當該證券を處分して其の手取金をば自己に支拂ふ可く指圖することをば要求する權利を有する。右の處分手取金からは、通常の株式仲介人手數料及び計理上の諸費用が控除せらるゝが、受託者又は manager に對する報酬又は經費に關する控除は爲されない。

一、**基本證券の賣買**　基本證券の購入及び賣却は、全べて受託者により又は受託者の意向にて manager により爲さるゝものとする。

一、**現金以外の收益**　現金配當又は現金特別配當以外の、基本證券に關聯して生ずる bonus shares 又は新株引受の權利等の處置に就ては、明確な定めを設くること。

一、**基本證券の處分手取金**　基本證券の處分又は償還の手取金が再投資せらるゝか、若くは sub-units 又は units の所有者に分配せらるゝかの處置に就て、明確な定めを設くること。

一、**トラスト内容の公表**　受託者に於て、sub-units 又は units の所有者の要求次第、次の寫本及び情報をば提供することを保障する爲めの規定を設くること。

（イ）最近に於ける基本證券の構成の變化若くは manager の選擇により、當該情報提供の日前三日以内に作製せる投資狀態の報告書

（ロ）右の勘定作製の日以後に於ける基本證券の構成の變化若くは manager の選擇により、當該情報提供の日前三日以内に作製せる投資狀態の報告書

（ハ）信託契約書の寫本

トラストの勘定　商務省調査委員會の報告書は、經營會社と共に、受託者に對して、期末に分配され得る各期間内の收益勘定、sub-units 又は units の所有者の爲めに保有する期末基本財產勘定、並に預託財產勘定を、少くとも毎半期に作製し、公表すること。

ることを要求してゐる。而して、收益勘定に於ては、次の諸項目が示さるゝことを必要とする。（雛型D參照）

（イ）期間内に於ける各基本證券の現金配當及び現金特別配當の全額（租稅控除前の總額及び右控除額）。

（ロ）右以外の一切の收入（其の源泉及び資本的收入又は收益の區別）。

（ハ）受託者及び manager に對する報酬又は經費として控除せる額（資本から支出せるか又は收益から支出せるかの區別）。

（ニ）各 sub-unit 又は unit に分配せらるる可き純收入（資本的收入又は收益の區別）。

期末基本財産勘定には、證券投資及び其の他の財産を各別に示し、且つ有價證券は額面金額及び市場相場の兩者を示すことを要する。（雛型E參照）

預託財産勘定には、受託財産及び トラスト の殘存期間内の經費に關聯して受託者の保有する現金、投資及び其の他の財産の細目が示される。（雛型F參照）

右諸勘定の雛型は次に示す如くであるが、是れが判讀も亦、上來述べ來つた所よ

雛型 D

Statement of Amounts Distributable in respect of the Half-year ended, 19 , (or period from 19 , to 19).

	Gross.	Rate of Tax.	Tax.	Net.
Dividends and Interest				
	£		£	£
Sale of rights, bonus shares, etc. (Detailed)				
Proceeds of sale of securities and other Capital receipts not reinvested— (Detailed)				
Total				
Less: Charge for remuneration and expenses of Management Company and Trustee Company				
Net total for distribution				£

Equivalent to

Add: Amount brought forward from previous distribution ...	d. d.	per Unit (or sub-unit)
Less: Amount now distributed	d. d.	of which d. is in receipt of Capital.
Carried forward	d.	

雜型 E

Statement of the Funds held by the Trustee Company on , 19 , on behalf of Unit (or Sub-unit) Holders.

Description.	Mean Market Price.	Market Value.	Remarks.
(a) Stock Exchange Securities			
(b) Other Assets		£	
(c) Cash (other than cash to be distributed).		£	

雜型 F

Statement regarding the funds deposited with the Trustee Company (separate statement for each Trust).

(a) As regards Capital.

To Funds in hand at beginning of period		By Amount transferred to Income...	
Cash...		» Losses (less profits) on Investments sold	
Investments (mean market value £)		» Losses (less profits) on Other Assets sold	
Other Assets...		» Funds in hand at end of period...	
» Cash, Investments and Other Assets deposited by the Management Company.		Cash	
» Bonus shares, at par value... ...		Investments (mean market value £)...	
» Profits (less losses) on Investments sold...		Other Assets	
» Profit (less losses) on Other Assets sold			

(b) As regards Income.

To cash in hand at beginning of period		By Cash, Investments and other Assets released to Management Company	
» Dividends and Interest...		» Cash paid to Trustee Company...	
» Sale of rights		» Expenses (if any)	
» Amount transferred from Capital		» Cash in hand at end of period...	

りして、左程の困難を感ずることはないであらう。而して、前記の經營會社に於ける諸勘定と共に、Unit Trust 經營の要點をば窺知するに役立つ所があるであらう。

七、商務省調査委員會報告書

一九三六年三月に、商務省により fixed trust の調査委員會が任命せらるゝや、一部に於ては、當局が之に對して抑壓の手段に出づるのでは無いかと云ふ懸念があつた。併し乍ら、同年七月に提出された同委員會の報告書は、此の新型式の投資信託の價値を認め、之を抑壓するの態度に出なかつたが、是れが嚴重なる監督統制を必要とし、詳細なる監督統制の具體案を提示した。而して、それは各トラストの內容をば、公衆特に sub-units 及び units の所有者に對して、出來得る限り明かならしむると云ふ點に眼目を置き、其の具體的方法としては、大體に於て現行會社法の下に於ける株式會社と同樣の監督統制に服せしめようとするものである。是れ等の或るものに就ては、Unit Trust の一般的機構の諒解に役立つ限りに於て、既に隨處に關說した所であるから、左に同報告の末尾に記載されてる監督統制案の要約を記

述するに止めた。

（一）Unit Trustは何れも商務省の登記管理官(Registrar)に於て登記せらる可きこと。

（二）トラストの細目は登記管理官に届出で、公衆の閲覧に供すること。

（三）Unit Trustのmanagerは英國法人に限らる。

（四）managerは各トラスト毎に一定金額(例へば二萬磅)を支拂總監(Paymaster General)に供託すること。

（五）登記管理官の證明書を得たる後に非れば、sub-untis又はunitsの發賣を爲し得ざること。

（六）受託者に就ては、一定の制限を設くること。

（七）トラストの全勘定並に經營會社の諸勘定を届出で、sub-units又はunitsの所有者の要求あり次第、其の寫本を付與すること。

（八）受託者に對する補償にして、法律により認められたる所以上のものは、全べて之を明示すること。

（九）managerは、managerをして怠慢、懈怠、義務の違反又は信頼に對する違背の責めを免れしむるが如き、如何なる補償をも受くる可からざること。

（十）信託契約書所定事項として、sub-units及びunitsの移轉に關する條項を含む一定の强制的條項を定むること。

（十一）裁判所は、登記を受けざる私會社に對すると同樣の手續により、Unit Trustの終止をば命ずる權限を有す。

（十二）manager及び受託者の間に於ける共通の利害並に兩者の連接關係は、之を明示しおくこと。

（十三）sub-unitsの及びunitsの賣出には、トラストの規約及び經營の全細目を附隨せしめ、其の全べてを契約の內容たらしむること。

（十四）廣告に於ては、一定の最小限度の細目を示せば足り、賣買契約の內容には關係せしめず。

（十五）（イ）經營會社は、一切の取引に於て、公衆に對し一定の細目を示せる要綱を

明示し、(ロ) sub-units 又は units の購入者に對しては、トラストの規約及び經營の全細目をば明示すること。

(十六) 一切の回狀又は其の他の書類は、其の寫本をば登記管理官に屆出づること。

(十七) トラスト の創設並に擴大は、共に信託設定稅を課せらる。

(十八) sub-units 及び units の移轉は、創設及び賣出の場合並に消却の爲め manager に賣却する場合を除き、印紙稅を課せらる。右の移轉は文書を以てせらるゝこと。

(十九) 參加證券は必ず無記名式とすること。

(二十) sub-units 及び units の賣買契約證は印紙稅を課せらる。

(二十一) 新たに形成せらるゝ Units Trust の名稱は、會社法に據り設立せらるゝ會社の名稱に對すると同樣の制限が課せられ、且つ共の名稱には、"Fixed" 及び "Trust" の語を結合して用ふ可からざること。

(二十二) 經營會社の理事者及び共の他の利害關係者は、監査役となることを得ざること。

(二十三) 監査役の任命は受託者の承認を要し、受託者及び過半數の sub-units 又は units の所有者は、監査役の退任を命ずる權限を有すること。

(二十四) sub-units 又は units の所有者の總會は、監査役を任命する權限を有すること。

(二十五) 收益分配證には收益分配算定の方法を明示すること。

(二十六) 經營會社の理事者及び當該廣告を認證せる責任者は、廣告、回狀、冊子、其の他に於ける虛疑の記述の爲め、sub-units 又は units の購入者が蒙れる損失に對し責めを負ふこと。

(二十七) 受託者及び一定割合を占むる sub-units 又は units の所有者は、sub-units 又は units の所有者の總會を招集する權限を有すること。

(二十八) sub-units 又は units の所有者の總會は、受託者、manager 及び監査役を退

任せしめ、又は之を選任し、基本證券に於ける決議權の行使に就き指圖し、並にトラトス の經營に對する檢査を要請する權限を有すること。

(二十九) 基本財産から生ずる sub-units 又は units の所有者の決議權に就ては、トラストの案內書及び信託契約書に明記しおくこと。

(三十) 商務省の任命に係る檢査官をして、トラストの經營をば檢査せしむる機構を設くること。

(三十一) 裁判所をして、一九二九年會社法第百五十三條所定の、會社と社員又は債權者との間に於ける和解又は示談に關する裁判所の權限と同樣の手續を以て、Units Trust の規約變更をば認可する權限を有せしむること。

(三十二) sub-units 又は units の店舖外販賣は之を禁ず。

(三十三) sub-units 又は units の購入希望者に對しては、適當の料金を徵し、信託契約書の寫本をば付與すること。

(三十四) 外國及び自治領に於て形成せらるゝ Units Trust 並にそれ等の sub-units 又は units の發賣は、一般規則に遵はしむ。

(三十五) 一定の罰則を設くること。

東京市政調査會 昭和10年3月

附表

ユニット・トラスト一覽（一九三七年四月現在）

——倫敦エコノミスト誌に據る——

凡　例

1. Date formed
2. Manager
3. Trustee
4. Type of Trust and Character of Portfolio
5. Cumulative or Distributive
6. Number of Securities in panel
7. Treatment of Elimination
8. Life of Trust
9. Arrangements for termination, other than "normal" provisions for distribution of Trust property at end of life.
10. Maximum Size of Trust
11. Open or Closed
12. Number of sub-units to Unit
13. Minimum Purchase of sub-units or units; (A) Initial, (B) Subsequent
14. Certificates, Bearer or Registered
15. Loading or Service Charge
16. Management or "Escrow" Provision
17. Distribution Dates
18. Other Particulars

Municipal and General Group

First British Fixed Trust :—

1. April, 1931
2. Municipal and General Securities Co., Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Fixed; general industrial, utilities, oils.
5. Cumulative
6. 24
7. Distributed
8. 20 years
9. ——
10. 600 Units
11. Closed
12. 2,000
13. (A) 10, (B) 5
14. Bearer
15. No loading charge; all trust closed. Bid price based on realisable value of underlying securities, less expenses. Sub-units offered, when available, at turn over bid price.
16. Part of service charge placed with Trustee for trustee and management expenses. Escrow found, April, 1935, was £160,000. Fund distributed half-yearly for trustee and managers.
17. 15 June, Dec.
18. Business in all trusts in this group executed only through Stockbroker.

Seond British Fixed Trust :—

1. December, 1932
2. Municipal and General Securities Co., Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Fixed; general industrial, utilities, oils.
5. Cumulative
6. 26
7. Distributed
8. 20 years
9. ——
10. 550 Units
11. Closed
12. 4,000
13. (A) 10, (B) 5
14. Bearer
15. Similar to the First British Fixed Trust.
16. See under the First British Fixed Trust.
17. 15 Mar., Sept.
18. See under the First British Fixed Trust.

Third British Fixed Trust :—

1. December, 1933
2. Muninipal & General Securities Co., Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Fixed; general industrial, utilities, mines. oil.
5. Cumulative
6. 28
7. Distributed
8. 20 years
9. ——
10. 500 Units
11. Closed
12. 4,000
13, (A) 10, (B) 5
14. Bearer
15. Similar to the First British Fixed Trust.
16, See under the First British Fixed Trust.
17. 15 Feb., Aug.
18. See under thc First British Fixed Trust.

Fourth British Fixed Trust :—

1. February, 1934
2. Municipal & General Securities Co., Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Fixed; general industrial, utilities, oil, mining, finance.
5. Cumulative
6. 24
7. Distributed
8. 20 years
9. ——
10. 500 Units
11. Closed
12. 4,000
13. (A) 10, (B) 5
14. Bearer
15. Similar to the First British Fixed Trust.
16. See under the First British Fixed Trust.
17. 10 May, Nov.
18. See under the First British Fixed Trust.

Foreign Government Bond Trust :—

1. April, 1934
2. Municipal & General Securities Co.
3. Lloyds Bank
4. Flexible; free to invest in any government bonds including in panel.
5. ——
6. 111
7. Proceeds of sales and redemptions may be reinvested.
8. 21 years
9. Managers may terminate if less than 200,000 Bond units outstanding.
10. 5,000,000 Bond Units
11. Open
12. ——
13. (A) 10, (B) 5
14. Bearer
15. 5%, plus $\frac{3}{8}$ of 1% p.a. of average value of deposited property. Brokers charge commission on S. E. scale.
16. See under the First British Fixed Trust.
17. 1 Apr., Oct.
18. Investment in any one bond not to exceed 5% of First Fund, except British Govt. Securities. Normally at least 50 bonds will be held.

Limited Investment Fund :—

1. December, 1935
2. Municipal & General Securities Co.
3. Lloyds Bank
4. Flexible; free to invest in any fully paid securities of 157 companies in permitted list.
5. Cumulative
6, Stocks or shares of 157 companies and British Gevernment Stks.
7. Managers may change investment within permitted list.
8. 21 years
9. Managers may terminate after 15 years or after one year if number of units is less than
10. 400,000.
11. Open
12. ——
13. (A) 10, (B) 5
14. Bearer
15. Preliminary charge $2\frac{1}{2}$%. Brokers charge commission on S. E. scale. Annual charge $\frac{1}{2}$ of 1% p.a. of deposited property for Managers and Trustees,
16. $\frac{1}{8}$th of preliminary charge in escrow distributed half-yearly between Managers and Trustee.
17. 15 Jan., July
18. Investment in any one company not to exceed 5%, except British Govt. securities. Normally at least 40 securities will be held.

Midland and Southern Investment Fund :—

1. March, 1936
2. Municipal & General Securities Co.
3. Lloyds Bank
4. Flexible; free to invest in 255 Midland and South Country cos., or British Govt. stocks.
5. Cumulative
6. Stocks or shares of 255 Mid. or South Country cos., and British Govt. stocks.
7. Investment may be changed within permitted list.
8. 21 years
9. Similar to the Limited Investment Fund.
10. 2,000,000 Units
11. Open
12. ——
13. (A) 10, (B) 10
14. Bearer
15. Similar to the Limited Investment Fund.
16. Similar to the Limited Investment Fund.
17. 1 May, Nov.
18. Similar to the Limited Investment Fund.

Scottish and North Country Investment Fund :—

1. March, 1936
2. Municipal & General Securities Co.
3. Lloyds Bank
4. Flexible; free to invest in 183 Scottish or North Country cos., or Brit. Govt. stocks.
5. Cumulative
6. Stocks or shares of 183 Scot. or North Country cos., and Brit. Govt. stocks.
7. Investment may be changed within permitted list.
8. 21 years
9. Similar to the Limited Investment Fund.
10. 2,000,000 Units
11. Open
12. ——
13. (A) 10, (B) 10
14. Bearer
15. Similar to the Limited Investment Fund.
16. Similar to the Limited Investment Fund.
17. 1 Mar., Sept.
18. Similar to the Limited Investment Fund.

National Group

National Fixed Trust, Series "A" :—

1. June, 1932
2. National Fixed Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co., Ltd.
4. Fixed; general industrial, utilities, oil, etc.
5. Distributive
6. 27
7. Distributed
8. 20 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not stated
11. Closed
12. 4,000 Units
13. (A) 10, (B) 1
14. Registered
15. 5%
16. Provision made and agreed by Trustees and Auditors of Management Companies.
17. 15 May, Nov.
18. ——

National Fixed Trust, Series "B" :—

1. July, 1933
2. National Fixed Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co., Ltd.
4. Fixed; general industrial, transport, mines, oil.
5. Distributive
6. 20
7. Distributed
8. 20 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not stated
11. Closed
12. 4,800 Units
13. (A) 20, (B) 10
14. Registered
15. 5%
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 15 Feb., Aug.
18. ——

National Fixed Trust, Series "C":—

1. March, 1934
2. National Fixed Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co., Ltd.
4. Fixed; general industrial, preference only.
5. Distributtive
6. 20
7. Distributed
8. 20 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not stated
11. Open
12. 4,800 Units
13. (A) 20, (B) 10
14. Registered
15. 5%
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 15 Mar., Sept.
18. ——

National Fixed Trust, Series "D":—

1. July, 1934
2. National Fixed Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co., Ltd.
4. Fixed; general industrial, breweries, Mines.
5. Distributive
6. 22
7. Distributed
8. 20 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not stated
11. Open
12. 4,800 Units
13. (A) 20, (B) 10
14. Registered
15. 5%
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 1 Jan., July
18. ——

Commercial Fixed Trust:—

1. November, 1933
2. Commercial Fixed Trust, Ltd.
3. National Provincial Bank
4. Fixed; general industrial.
5. Distributive
6. 20
7. Distributed
8. 20 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not stated
11. Closed
12. 4,800 Units
13. (A) 20, (B) 10
14. Registered
15. 5%
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 15 June, Dec.
18. ——

Gilt-Edged Fixed Trust:—

1. February, 1934
2. Commercial Fixed Trust, Ltd.
3. National Provincial Bank
4. Fixed; British and Colonial Government Public boards and Railways fixed interest stocks.
5. Distributive
6. 19
7. Distributed except redemptions which are reinvested.
8. 20 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not stated
11. Open
12. 4,800 Units
13. (A) 20, (B) 10
14. Registered
15. 1½%
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 15 Jan., July
18. ——

Amalgamated Fixed Trust :—

1. April, 1934
2. Amalgamated Fixed Trust, Ltd.
3. Williams Deacon's Bank
4. Fixed; Government stocks, industrial preference and ordinary and mining.
5. Distributive
6. 30
7. Distributed
8. 20 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not Stated
11. Open
12. 4,800 Units
13. (A) 20, (B) 10
14. Registered
15.
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 15 Apr., Oct.
18. ——

Universal Fixed Trust :—

1. July, 1934
2. Commercial Fixed Trust, Ltd.
3. National Provincial Bank
4. Fixed; Government stocks, industrials, utilities, oil, mines.
5. Distributive
6. 74
7. Distributed, except redemptions which are reinvested.
8. 20 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not Stated
11. Open
12. 12,000 Units
13. (A) 20, (B) 10
14. Registered
15. 5%
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 1 Apr., Oct.
18. ——

Scottish Fixed Trust :—

1. May, 1935
2. National Fixed Investment Trust, Ltd.
3. Clydesdale Bank
4. Fixed; general industrial, iron and steel, utilities, mines.
5. Distributive
6. 20
7. Distributed
8. 20 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not stated
11. Open
12. 4,800 Units
13. (A) 20, (B) 10
14. Registered
15. 5%
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 1 June, Dec.
18. Power to omit any security in constitution of new units.

Century Fixed Trust :—

1. October, 1935
2. National Fixed Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co., Ltd.
4. Fixed; general industrial.
5. Distributive
6. 100
7. Distributed
8. 15 years
9. Distribution or conversion into other units.
10. Not stated
11. Open
12. 10,000 Units
13. (A) 20. (B) 10
14. Registered
15. 5%
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 1 May, Nov.
18. Power to omit any security in constitution of new units.

National Investment Group Certificates:—

1. July, 1936
2. National Fixed Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co., Ltd.
4. Flexible; banks, insurance cos., public utilities, industrial, mines.
5. Cumulative
6. Initial portfolio 40; 300 alternative investments, and trustee stocks.
7. Investment may be varied within permitted list.
8. 15 years
9. Distribution or conversion into other units
10. Not stated
11. Open
12. ——
13. (A) 50, (B) 10
14. Registered or Bearer
15. 6½%
16. Similar to the National Fixed Trust, Series "A."
17. 1 Mar., Sept.
18. Not over 5% in any one share. No holding over 5% of total issue of share. Not over 10% in any one branch of industry or commerce.

Keystone Group

Gold Producers Deposist Receipts, 1st Series:—

1. April, 1933
2. Gold Producers Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co., Ltd.
4. Fixed; Gold shares
5. Distributive
6. 15
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At discretion of Trustee and Managers
11. Closed
12. 1,500 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 10% added to cost
16. Managers have in each case set aside funds with Trustees to provide for Trustees' fees and future management expenses.
17. Feb., Aug.
18. Amortisation provision left to holders' judgment.

Gold Producers Deposit Receipts, 2nd Series:—

1. May, 1934
2. Gold Producers Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co., Ltd.
4. Fixed; Gold shares
5. Distributive
6. 10
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Open
12. 2,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 10% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Reciepts, 1st Series.
17. Feb., Aug.
18. ——

Gold Producers Deposit Receipts, 3rd Series:—

1. January, 1935
2. Gold Producers Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee, Co.
4. Fixed; Gold shares
5. Distributive
6. 20
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At descretion of Trustees and Managers
11. Open
12. 4,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 10% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. Feb., Aug.
18. ——

Rand Fixed Trust:—

1. February, 1934
2. Rand Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; Gold shares, 20 per cent in development stage.
5. Distributive
6. 20
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Closed
12. 2,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 10% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. Feb., Aug.
18. ——

Group Unit Investment Trust, "Brewery & Distillery" Certificates:—

1. March, 1934
2. Group Unit Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; brewery shares
5. Distributive
6. 14
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Closed
12. 2,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 5% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. May, Nov.
18. ——

"Textile" Certificates:—

1. March, 1934
2. Group Unit Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; textile shares
5. Distributive
6. 13
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Closed
12. 2,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 5% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. May, Nov.
18. ——

"Iron, Coal and Steel" Certificates :—

1. March, 1934
2. Group Units Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee, Co.
4. Fixed ; heavy industry shares.
5. Distributive
6. 15
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Closed
12. 2,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 5% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. May, Nov.
18. ——

"Oil" Certificates :—

1. March, 1934
2. Group Units Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executors & Trustee Co.
4. Fixed ; oil shares.
5. Distributive
6. 13
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Closed
12. 2,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 5% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. May, Nov.
18. ——

"Home Rails" Certificates :—

1. March, 1934
2. Group Units Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed ; rail stocks
5. Distributive
6. 18
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Closed
12. 2,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 5% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. May, Nov.
18. ——

"Store and Products" Certificates :—

1. March, 1934
2. Group Units Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee, Ltd.
4. Fixed ; industrial shares
5. Distributive
6. 17
7. Distributed
8. 10 years
9. Distributed
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Closed
12. 2,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 5% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. May, Nov.
18. ——

Keyston Certificates :—

1. September, 1935
2. British Keystone Securities Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed profit-sharing; general industrial, mines, iron and steel, stores, etc.
5. Distributive
6. 53
7. Distributed
8. 10 years
9. Distribution (1 year to sell securities); extension of existing Trust or exchange into Investment Trust
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Open
12. 7,500 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 8% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. Apr., Oct.
18. Sub-unit holders participate in profits, after payment of manager's expenses. Instalment purchase facilities available.

Keystone Second Certificates :—

1. December, 1935
2. Second Keystone Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; Similar to the Keystone Certiffcates.
5. Distributive
6. 50
7. Distributed
8. 10 years
9. Distribution; Similar to the Keystone Certificates.
10. At discretion of Trustees and Managers
11. Open
12. 10,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 8% added to cost
16. Similar to the Gold Producers Deposit Receipts, 1st Series.
17. Jan., July
18. Similar to the Keystone Certificates.

Keystone Flexible Certificates :—

1. April, 1936
2. Group Units Investment Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Flexible; ordinary and deferred shares of industrial companies.
5. Cumulative
6. 20 in intial portfolio; over 150 for additions and list may be extended subject to approval of Trustee.
7. Investments may be changed within permitted list, subject to veto of Trustee.
8. 15 years
9. Distributed
10. 3,000,000 units
11. Open
12. ——
13 (A) 25, (B) 5
14, Registered
15. Initial service charge of 7½%
16. Included in service charge
17. May, Nov.
18. Not over 7½% investment in any one company.

British Empire Group

British Empire Fixed Trust, Series "A":—

1. November, 1933
2. Fixed Trust Investment, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; general industrial, breweries, shipping, utilities, oil.
5. Capital bonuses up to 10% distributive; over 10% cumulative.
6. 25
7. Distributed
8. 20 years
9. ——
10. 500 Units
11. Closed
12. 5,000 Units
13. (A) 15, (B) 1
14. Registered
15. 5%
16. Provision made under control of Trustees.
17. 1 June, Dec.
18. ——

British Empire Fixed Trust, Series "B":—

1. February, 1934
2. Fixed Trust Investment, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; general industrial, breweries, oil, mines.
5. Capital bonuses up to 10% distributive; over 10% cumulative.
6. 25
7. Distributed
8. 20 years
9. ——
10. 500 Units
11. Closed
12. 10,000 Units
13. (A) 30, (B) 1
14. Registered
15. 5%
16. Provision made under control of Trustees.
17. 1 Mar., Sept.
18. ——

British Empire Cumulative Trust:—

1. July, 1935
2. Fixed Trust Investment, Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Fixed; general industrial, breweries, utilities.
5. Cumulative
6. 25
7. Distributed or reinvested in Trustee securities or securities already in panel. (a)
8. 20 years
9. Distribution or conversion into limited Investment Trust Company by ¾ths agreements, and without prejudice to dissenters.
10. 500 Units
11. Closed
12. 5,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 7%
16. Provision made under control of Trustees.
17. 1 May, Nov.
18. (a) But such investment must not increase one security by more than 25%.

British Empire Conprehensive Trust:—

1. October, 1935
2. Fixed Trust Investment, Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Fixed; general industrial, breweries, utilities, mines, rails, oil.
5. Cumulative. With discretion refractions. New issue rights sold and distributive.
6. 150
7. Distributed or reinvested in Trustee securities or securities already in panel. (b)
8. 20 years
9. Similar to the British Empire Cumulative Trust.
10. 500 Units
11. Open
12. 8,000 Units
13. (A) 25, (B) 5
14. Bearer
15. 7%
16. Provision made under control of Trustees
17. 15 Mar., June, Sept., Dec.
18. (b) No security to be increased by more than 5% by such investment. Power ceases when any 25 securities have been wholly or partially eliminated.

British Empire First Unit Trust :—

1. September, 1936
2. Units Trusts, Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Flexible; free to invest in large number of securities on permitted list; and trustee securities.
5. Cumulative
6. 50 in intial portfolio; over 420 in permitted list.
7. Investment may be changed within permitted list.
8. 25 years
9. Meeting of certificate holders can terminate Trust, or transform into Limited Investment Company.
10. Not stated
11. Open
12. ——
13. (A) 50, (B) 5
14. Registered
15. Initial charge 2½%
16. $\frac{2}{11}$ths of initial service charge. ¼% p.a. for Managers and Trustees.
17. 1 Apr., Oct.
18. Not over 5% investment in any one company. Not over 2½% of issued amount of original stock or share in any company.

Fifteen Moorgate Group

Investors General Fixed Trust :—

1. February, 1934
2. Fifteen Moorgate Unit Trust, Ltd.
3. Royal Exchange Assurance
4. Fixed; general industrial, utilities, breweries, mines.
5. Capital bonuses over 10% accumulated; smaller bonuses accumulated if practiable at Manager's discretion. New issue rights sold and distributed.
6. 24
7. Distributed or reinvested in Trustee securities, or securities already in panel. (a)
8. 20 years
9. Distribution or option of conversion into similar investment.
10. 400 Units
11. Closed
12. 4,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 5% (approx.)
16. Ond-third of loading charge set aside to cover Trustees' and Manager's expenses. Manager's propotion placed "in escrow" and released half-yearly.
17. 1 June, Dec.
18. (a) Provided total holding of any security does not exceed 10% of total value of unit.

Investors Second General Trust :—

1. August, 1935
2. Fifteen Moorgate Unit Trust, Ltd.
3. Royal Exchange Assurance
4. Fixed with flexible provision (b); general industrial, utilities, breweries, mines.
5. Similar to the Investors General Fixed Trust.
6. 27
7. Similar to the Investors General Fixed Trust (a) and in any similar security. (c)
8. 15 years
9. Distribution or after 10 years option to convert into Investment Trust Co., without prejudice to dissent.
10. 500 Units
11. Open
12. 4,800 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Bearer
15. 6½
16. Similar to the Investors General Fixed Trust.
17. 1 Mar., Sept.
18. (a) Similar to the Investors General Fixed Trust,
    (b) Power to vary or eliminate any security,
    (c) But not more than 3 in one year.

Investors Gas & Electric Trust :—

1. May, 1934
2. Fifteen Moorgate Unit Trust, Ltd.
3. Royal Exchange Assurance
4. Fixed with certain flexible provisions (b); gas and electricity equities.
5. Slmilar to the Investors General Fixed Trust.
6. 15
7. Distributed or reinvested in Trustee securities, in securities already in panel, or in similar securities. (d)
8. 20 years
9. Distribution or option of conversion into new units of similar character.
10. 500 Units
11. Closed
12. 4,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 5% (approx.)
16. Similar to the Investors General Fixed Trust.
17. 1 May, Nov.
18. (b) Similar to the Investors Second General Trust, (d) But not more than 2 in any one year.

Investors Gold Share Trust :—

1. March, 1935
2. Fifteen Moorgate Unit Trust, Ltd.
3. Royal Exchange Assurance
4. Fixed with flexible provision (b); gold, mining shares.
5. Similar to the Investors General Fixed Trust.
6. 14
7. Similar to the Investors Gas & Electric Trust.
8. 10 years
9. Distribution or offer to convert into similar investment.
10. 400 Units
11. Closed
12. 4,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 6%
16. Similar to the Investors General Fixed Trust.
17. 1 Oct., Apr.
18. Manageres prepared to advise as to amortisation. (e) Provided to total holding of any security does not exceed 20% of total. (b) Similar to the Investors Second General Trust.

Provident Investors Trust :—

1. November, 1935
2. Fifteen Moorgate Unit Trust, Ltd.
3. Martins Bank
4. Fixed with flexible provisions (b); general industrial, iron and steel, breweries, mines, rails.
5. Similar to the Investors General Fixed Trust.
6. 30
7. Similar to the Investors Gold Shares Trust.
8. 20 years
9. Distribution or after 15 years' option to convert into Investment Trust Co. without prejudice to dissent.
10. 600 Units
11. Open
12. 6,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Bearer
15. 7%
16. Similar to the Investors General Fixed Trust.
17. 15 Apr., Oct.
18. (b) Similar to the Investors Second General Trust.

Security Fixed Trust :—

1. July, 1935
2. Fifteen Moorgate Unit Trust, Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Fixed with flexible provisions (b); general industrial, iron and steel, breweries, mines, rails.
5. Similar to the Investors General Fixed Trust.
6. 23
7. Similar to the Investors Gold Shares Trust, but only in securities included in panel. (f)
8. 20 years
9. Similar to the Provident Investors Trust.
10. 600 Units
11. Open
12. 4,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Bearer
15. 7%
16. Similar to the Investors General Fixed Trust.
17. 1 Feb., Aug.
18. (b) Similar to the Investors Second General Trust. (f) Restrictions on disproportionate investment. No re-investment after 8 securities eliminated.

Hundred Securities Trust :—

1. October, 1935
2. Fifteen Moorgate Unit Trust, Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Fixed with flexible provisions (b); Government securities, iron and steel, transport, utilities, stores, breweries, mines and miscellaneous industrial.
5. Similar to the Investors General Fixed Trust.
6. 100
7. Similar to the Investors Gold Shares Trust, and in similar securities. (g)
8. 15 years
9. Similar to the Provident Investors Trust.
10. 600 Units
11. Open
12. 15,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Bearer
15. 7% (approx.)
16. Similar to the Investors General Fixed Trust.
17. 15 June, Dec.
18. (b) Similar to the Investors Second General Trust.
    (g) But not more than 5 in one year and 50 during trust period. Restrictions on disproportionate investment.

Investors Flexible Trust :—

1. August, 1936
2. Fifteen Moorgate Unit Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Flexible; banks, mines, industrial & commercial and Trustee securities.
5. Cumulative
6. Over 260
7. Investment may be varied within permitted list.
8. 15 years
9. After 12 years managers can obtain authorisation of transfer of holdings to Investment Trust.
10. Not stated
11. Open
12. ——
13. (A) 50, (B) 5
14. Registered or Bearer
15. Initial service charge, 6½%
16. Annual charge, ⅛% of value of Trust Fund.
17. 22 Mar., Sept.
18. Not over 5% in any one company. Not over 2½% of amount of any one issue.

Selective Group

Selective Fixed Trust, Unit "A" :—

1. May, 1935
2. Selective Fixed Investment, Ltd.
3. Royal Exchange Assurance
4. Fixed; industrial, transport, stores, breweries, mines.
5. Bonuses distributed up to 10%, may be retained or distributive over 10%.
6. 26
7. Distributed or re-invested in panel or Trustee securities.
8. 15 years
9. Distributed, or alternative offer.
10. Limited by Trustee
11. Closed
12. 4,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 6%
16. One-third of service charge set aside and placed with Trustee.
17. 15 May, Nov.
18. ——

Selective Fixed Trust, Unit "B" :—

1. May, 1935
2. Selective Fixed Investment, Ltd.
3. Royal Exchange Assurance
4. Fixed; industrial, transport, stores, breweries, mines.
5. Similar to the Selective Fixed Trust, Unit "A."
6. "
7. "
8. "
9. "
10. "
11. "
12. "
13. "
14. "
15. "
16. "
17. 15 Feb., Aug.
18. ——

Trust of British Transport :—

1. March, 1936
2. Trust of Transport Shares, Ltd.
3. Royal Exchange Assurance
4. Flexible; air, road, rail, water, transport and manufacturing cos., and trustee securities.
5. Cumulative
6. Over 160
7. Investment may be varied within permitted list.
8. 20 years
9. Meeting called by one-tenth of certificate holders, by managers, or trustee, can terminate Trust at any time.
10. Not stated
11. Open
12. ——
13. (A) 30, (B) 5
14. Registered
15. Initial charge, 5%
16. Annual charge, ⅓% of capital value of Trust Fund. One-fifth of initial charge with Trustee.
17. 15 Mar., Sept.
18. Not over 5% in any one company. Not over 2½% of shares of any issue, except Trustee Investments.

Bank Insurance and Financial Shares Trust :—

1. July, 1936
2. Proved Securities, Ltd.
3. Martins Bank
4. Flexible; banks, insurance, investment trust.
5. Cumulative
6. Initial portfolio 38; over 120
7. Investment may be varied within permitted list.
8. 15—20 years
9. Life of Trust variable
10. 2,000,000 units
11. Open
12. ——
13. (A) 50, (B) 5
14. Registered or Bearer
15. Initial charge 7½%
16. Included in service charge
17. 15 Feb., Aug.
18. Not over 5% in any one company. Not over 5% of amount of any one issue.

Protected Group

First Protected Fixed Trust :—

1. November, 1935
2. Protected Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; building, iron and steel, transport, oil, rails, mines, industrials.
5. Fully Cumulative
6. 29
7. Either applied to sinking fund, re-invested in panel or distributed.
8. 20 years
9. Distributed
10. Not stated
11. Open
12. 6,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 7½%
16. 26% of service charge deposited with Trustee.
17. 31 Mar., Sept.
18. Price includes 2s. capital redemption premium producing 3s. per sub-unit at end of period. Bonus shares added to Sinking Fund or panel.

Second Protected Fixed Trust :—

1. February, 1936
2. Protected Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; building, iron & steel, transport, oil, rails, mines, industrials.
5. 100% Cumulative
6. 29
7. Reinvested in panel, capital redemption polities and Trustee Securities.
8. 20
9. Distributed
10. Not stated
11. Open
12. 6,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 7½%
16. 26% of service charge deposited with Trustee.
17. 30 June, 31 Dec.
18. Similar to First Protected Fixed Trust without capital redemption policy.

Third Protected Fixed Trust :—

1. June, 1936
2. Protected Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed ; industrial, mines, oil, building, foodstuffs, foreign bonds.
5. Cumulative
6. 50
7. Underlying securities may be changed by managers, subject to veto of Trustee, within range of 14 further companies.
8. 15 years
9. Distributed or alternative offer.
10. 800 Units
11. Open
12. 4,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered
15. 7%
16. Included in service charge
17. 31 May, 30 Nov.
18. Not over 5% in any single investment, not over 2½% of total of any one security.

F. T. M. Group

Aviation and Universal Investment Trust :—

1. March, 1936
2. F. T. M. Ltd.
3. General Accident, Fire and Life Assurance Corporation
4. Flexible ; aviation & associated companies, also other industrial companies.
5. Cumulative
6. 68 in initial portfolio
7. Permitted list of investments includes any securities quoted on the London Stock Exchange.
8. 10 years
9. Meeting of unit-holders may authorise formation of Investment Trust Co. any time after 7 years from formation of Trust.
10. No., may be limited by Managers in consultation with Trustees.
11. Open
12. ——
13. (A) 50, (B) 10
14. Registered
15. Initial service charge of 5%
16. Annual charge of ½d. per unit.
17. 15 May, Nov.
18. Not over 7½% in any one company ; not over 5% in any one class of security, except British Government stocks.

Domestic Investment Trust :—

1. July, 1936
2. F. T. M., Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Flexible ; companies producing domestic requirments, and Trustee securities.
5. Cumulative
6. 102 in initial portfolio
7. Securities of a similar nature may be added, or eliminations made subject to veto of Trustees.
8. 10 years
9. Similar to the Aviation and Universal Investment Fund.
10. Not stated
11. Open
12. ——
13. (A) 50, (B) 10
14. Registered
15. Initial service charge of 5%
16. Annual charge of ½d. per unit.
16. 1 Feb., Aug.
18. Not over 5% in any single company, with exception of Trustee securities.

Allied Investors Group

British Industries Fixed Trust, 1st Portfolio :—

1. March, 1934
2. Allied Investors Fixed Trusts, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; with flexible provisions (a); general industrial, mines, rail.
5. Share bonuses up to 10% distributed; fully accumulated over 10%.
6. 25 and alternative panel of 10.
7. Reinvested in alternative panel.
8. 20 years
9. Distribution or new trust
10. At Trustees' discretion
11. Open
12. 5,000 Units
13. (A) 20, (B) 5
14. Registered or Bearer
15. 6%
16. Provision made by deposit of Trustee securities with Trustees.
17. 31 Mar., Sept.
18. (a) In all four portfolios managers may eliminate any security and replace it from alternative panel of 10 securities in each case.

British Industries Fixed Trust, 2nd Portfolio :—

1. November, 1934
2. Allied Investors Fixed Trusts, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; with flexible provisions (a); general industrial, mines, oil, breweries.
5. Similar to the British Industries Fixed Trust, 1st Portfolio.
6. 〃
7. 〃
8. 〃
9. 〃
10. 〃
11. 〃
12. 〃
13. 〃
14. 〃
15. 〃
16. 〃
17. 30 June, Dec.
18. (a) Similar to the British Industries Fixed Trust, 1st portfolio.

British Industries Fixed Trust, 3rd Portfolio :—

1. November, 1935
2. Allied Investors Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed, with flexible provisions (a); general industrial, insurance, mines, utilities.
5. Similar to the British Industries Fixed Trust, 1st Portfolio.
6. 〃
7. 〃
8. 〃
9. 〃
10. 〃
11. 〃
12. 〃
13. 〃
14. 〃
15. 〃
16. 〃
17. 10 May, Nov.
18. (a) Similar to the British Industries Fixed Trust, 1st Portfolio.

British Industries Fixed Trust, 4th Portfolio :—

1. November, 1935
2. Allied Investors Fixed Trust, Ltd.
8. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed, with flexible provisions; general industrial, oils, mines.
5. Similar to the British Industries Fixed Trust, 1st Portfolio.
6. 〃
7. 〃
8. 〃
9. 〃
10. 〃
11. 〃
12. 〃
13. 〃
14. 〃
15. 〃
16. 〃
17. 10 Aug., Feb.
18. (a) Similar to the British Industries Fixed Trust, 1st Portfolio.

Electrical Industries Trust :—

1. March, 1936
2. Allied Investors Fixed Trust, Ltd.
3. General Accident, Fire and Life Assurance Corp.
4. Flexible; investment permitted in companies on panel; electric supply cos. and equipment manufacturing cos.; trustees securities.
5. Cumulative (Recuring capital bonuses distributed at discretion of Managers.)
6. 41
7. Investment may be varied within list of permitted securities.
8. 20 years
9. Managers may terminate Trust after 15 years if ~~this appears~~ in interest of holders.
10. Limited by provisions shown under "Other Particulars."
11. Open
12. ——
13. (A) 50, (B) 5
14. Bearer (Registered if required)
15. Initial service charge of 5½%
16. Annual charge of ⅛% of market value of Trust Fund.
17. 31 Jan., July
18. Not over 5% in any one security, not over 5% of capital of any one company to be held.

Metals and Minerals Trust :—

1. December, 1936
2. Allied Investors Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Flexible; gold, diamonds, iron & coal, oil, other metals.
5. Capital bonuses under 10% distributive at discretion of Managers.
6. 40 companies, in initial portfolio, 47 as alternative investments.
7. Reinvestment in alternative cos.
8. 20 years
9. Distribution or new trust. Managers can terminate Trust after 15 years if in interest of holders, or after 1 year if fund under 100,000 units.
10. At Trustees' discretion
11. Open
12. ——
13. (A) 50, (B) 5
14. Registered
15. Initial service charge of 5½%
16. Annual charge ¼% of market value of Trust Fund.
17. 1 June, Dec.
18. Not over 5% in any one company, not more than 5% of issue of any one security.

Trust of Insurance Group

Trust of Insurance Shares :—

1. June, 1934
2. Trust of Insurance Shares, Ltd.
3. Williams Deacon's Bank
4. Flexible; free to invest in Insurance stock or shares in panel and British Govt. and Trustee securities. (a)
5. Cumulative
6. 31 Insurance Companies (b) and British Govt. and other Trustee securities.
7. Reinvested
8. 20 years
9. Distribution shares or cash or option continue Trust.
10. Limited by proportions shown under "Other Particulars"
11. Open
12. ——
13. (A) 10, (B) 1
14. Registered or Bearer
15. 5% plus ⅛ of 1% per annum on mean market value of funds.
16. Provision made to satisfaction of Trustees, and for deposit to meet possible B.O.T. requirements.
17. 31 Jan., July
18. (a) Not more than 10% of funds to be in any one Co. and not more than 5% of any company's issued share capital may be held.
    (b) Unpaid liabilities covered by Trustee securities.

Trust of Bank and Insurance Shares :—

1. September, 1935
2. Trust of Insurance Shares, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Flexible; free to invest in Bank, Discount and Insurance securities in panel and Brit. Govt. and Trustee securities. (c)
5. Cumulative
6. 52 Insurance, Bank and Discount, Brit. Govt. and Trustee securities. (e)
7. Reinvested
8. 21 years (d)
9. Distribution shares or cash or option continue Trust.
10. See under "Other Particulars."
11. Open
12. ——
18. (A) 10, (B) 1
14. Registered or Bearer
15. Similar to the Trust of Insurance Share.
16. "
17. 30 Apr., Oct.
18. (c) Not more than 7½% in any Co. and not more than 5% of issued capital of any Co. to be held. At least 35% of funds must be in Insurance Cos.
    (d) May be ended after 18 years.
    (e) Unpaid liabilities covered by Trustee securies, cash, insurance or otherwise.

Trust of Bank Shares:—

1. December, 1938
2. Trust of Insurance Shares, Ltd.
3. Equity and Law Life Assurance Society
4. Flexible; free to invest in Bank and Discount securities in panel and Brit. Govt. and Trustee securities. (f)
5. Cumulative
6. 40 Banks and Discount issues and Trustee securities.
7. Reinvested
8. 21 years (d)
9. Similar to the Trust of Insurance Shares.
10. See under "Other Particulars."
11. Open
12. ——
13. (A) 20, (B) 1 (5 if bearer)
14. Registered or Bearer
15. Similar to the Trust of Bank and Insurance Shares.
16. 〃
17. 15 Mar., Sept.
18. (d) Similar to the Trust of Bank and Insurance Shares.
    (f) Not more than 7½% in any Co. and not more than 5% of issued capital of any Co. to be held by Trust.

Investment Trust Units:—

1. March, 1937
2. Trust of Insurance Shares, Ltd.
3. Lloyds Bank
4. Flexible; investment trust shares, Trustee Securities. (g)
5. Cumulative
6. 63 Investment Trust Cos. Additional Trust Cos. of states defined by Trust Deed; and Trustee Securities.
7. Reinvested
8. 21 years (d)
9. Similar to the Trust of Insurance Shares.
10. See under "Other Particulars."
11. Open
12. ——
13. (A) 20, (B) 1
14. Registered or Bearer
15. 4% plus ⅛ of 1% per annum on mean market value of funds.
16. Similar to the Trust of Insurance Shares.
17. 31 May, 30 Nov.
18. (d) Similar to the Trust of Bank & Insurance Shares.
    (g) Not more than 7½% of funds of Trust in any one Co.; not more than 7½% of capital or debentures of any company to be held by Trust.

Scottish Bank, Insurance & Iuvestment Trust Units:—

1. January, 1937
2. Scottish Bank, Insurance and Trust Shares, Ltd.
3. Royal Bank of Scotland
4. Flexible; Scottish bank, insurance and investment trust shares. English banks, insurance & investment trust (i), Trustee securities.
5. Cumulative
6. 59 Insurance Cos., Banks and Investment. Additional Shares of status defined by Trust Deed; and Trustee Securities.
7. Reinvested
8. 21 years
9. Similar to the Trust of Insurance Shares.
10. See under "Other Particulars."
11. Open
12. ——
13. (A) 20, (B) 1
14. Registered or Bearer
15. Similar to the Investment of Trust Units.
16. Similar to the Trust of Insurance Shares.
17. 15 Feb., Aug.
18. (i) Not more than 7½% in any company. Not more than 7½% of any one class of issued capital to be held. Not less than 15% in insurance or banks shares respectively. Not less than 25% in investment trust shares.

Provincial Group

First Provincial Fixed Trust "A" Unit :—

1. March, 1934
2. First Provincial Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; industrial, preference only.
5. Distributive
6. 26
7. Distributive (a)
8. 20 years
9. Realisation and distribution within three months.
10. Not stated
11, Open
12. 5,000 Units
13. (A) 25, (B) 1
14. Registered
15. 5%
16. Proportion of service charge vested in Trustees.
17. 20 Feb., Aug.
18. (a) If manager thinks fit.

First Provincial Fixed Trust "B" Unit :—

1. November, 1934
2. First Provincial Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; Govt. securities, utilities, transport, mines, general industrial.
5. Distributive
6. 31
7. ——
8. 20 years
9. ——
10. Not stated
11. Open
12. 5,000 Units
13. (A) 25, (B) 1
14. Registered
15. 5%
16. Proportion of service charge vested in Trustees.
17. 16 Dec., June
18. ——

First Provincial Fixed Trust "Reserves" Unit :—

1. January, 1936
2. First Provincial Fixed Trust, Ltd.
3. Midland Bank Executor & Trustee Co.
4. Fixed; general industrial, iron and steel, oil, mines, utilities.
5. Cumulative if practicable
6. 51
7. Distribution or reinvested in panel. (b)
8. 20 years (c)
9. Distributed, or continue Trust, or Investment Trust Co.
10. Not stated
11. Open
12. 8,000 Units
13. (A) 25, (B) 1
14. Registered
15. 7%
16. Proportion of service charge vested in Trustees.
17. 15 Mar., Sept.
18. (b) Total holding of any one security not to exceed 2½% of the total issued.
    (c) Prior termination, if number of sub-units falls below 100,000

British General Group

British General Fixed Trust, Series "A":—

1. June, 1934
2. British General Fixed Trust, Ltd.
3. General Accident, Fire and Life Assurance Corp.
4. Fixed; industrial, iron and steel, oil, mines.
5. Cumulative
6. 23 and alternative panel of 10 (a)
7. Reinvested in alternative panel
8. 20 years
9. Distribution
10. 500 Units
11. Open
12. 4,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 6½%
16. Provision made with Trustee
17. 15 Jan., July
18. (a) Manager may increase portfolio with consent of 75% of sub-units holders.

British General Fixed Trust, Series "C":—

1. October, 1935
2. British General Fixed Trust, Ltd.
3. General Accident, Fire and Life Assurance Corp.
4. Fixed; industrial, iron and steel, oil, mines.
5. Cumulative
6. 27 and alternative panel of 10 and Trustee Secs.
7. Reinvested in alternative panel
8. 20 years
9. Distribution
10. 500 Units
11. Open
12. 4,000 Units
13. (A) 10, (B) 5
14. Registered
15. 6½%
16. Provision made with Trustee
17. 15 Apr., Oct.
18. Note:—Series "B" closed. Series "C" has identical panel.

First Recovery Trust:—

1. February, 1936
2. British General Fixed Trust, Ltd.
3. Martins Bank
4. Flexible; investment permitted in any security of companies included in panel.
5. Cumulative
6. Securities of 64 companies. (b)
7. Reinvested within panel
8. 10
9. Distribution or option to exchange into Investment Trust Co. shares.
10. Not stated
11. Closed
12. ——
13. (A) 100, (B) 5
14. Bearer
15. 5% and ⅛ of 1% of mean market value of Trust
16. Provision made with Trustee
17. 15 June, Dec.
18. (b) Not more than 7½% to be invested in any Co., and not more than 7½% of capital of one company.

Capital Securities Trust:—

1. April, 1936
2. Improving Securities Trust, Ltd.
3. Martins Bank
4. Flexible; British industrials, North and South American stocks, rubber, Trustee securities.
5. Cumulative (Managers have power to distribute)
6. 138 in initial portfolio; 23 alternative cos.
7. Investment may be varied within permitted list.
8. 5 years
9. Trustee or 10% of unit holders can call meeting to consider termination of Trust.
10. 2,000,000 units
11. Open
12. ——
13. (B) 50, (B) 5
14. Bearer
15. Initial service charge, 4¾%
16. Annual charge, ⅛% on value of Trust Fund.
17. 31 Mar., 30 Sept.
18. Not more than 5% in any one security, not over 2⅛% of capital of any Co. No shares carrying any liability to be held.

ÓN

8

5

2

No.

20 UNITS

CAPITAL SECURITIES TRUST.

20 UNITS

TRUST CERTIFICATE

This is to Certify that the bearer of this Certificate is the holder of

TWENTY UNITS

in Capital Securities Trust, each Unit representing an undivided interest in the Trust Fund as defined in the Trust Deed referred to below.

This Certificate is issued pursuant to the terms of a Deed (hereinafter called "the Trust Deed") dated the 25th day of April, 1936, and made between Improving Securities Trust Limited (herein referred to as "the Managers") of the one part and Martins Bank Limited (herein referred to as "the Custodian Trustee") of the other part. A copy of the Trust Deed can be inspected by the holder of any Certificate at the principal office of the Managers or of the Custodian Trustee in London. The principal provisions of the Trust Deed are briefly summarised on the back hereof. The holders from time to time of the Certificates and coupons issued and outstanding thereunder are deemed to have assented to and agreed to be bound by all the terms and provisions of the Trust Deed as therein set out, and whether correctly and sufficiently summarised on the back hereof or not.

The selection of the investments forming the Trust Fund and of any reinvestments of proceeds of sale thereof rests with the Managers and the Custodian Trustee is not entitled to exercise any discretion with regard thereto nor does it accept responsibility for the selection so made.

This Certificate is to be transferable by delivery and is to be treated as negotiable and the bearer of this Certificate or of the coupons appertaining thereto shall be the only person to be recognised by the Custodian Trustee or the Managers as having any right title or interest in or to such Certificate or coupons. The Custodian Trustee and the Managers may recognise the bearer of this Certificate or of any of such coupons as the absolute owner thereof and shall not be bound by any notice to the contrary and shall not be bound to take notice of or to see to the execution of any trust or save as in the Trust Deed expressly provided or as by some Court of competent jurisdiction ordered to recognise any trust or equity or other interest affecting the title to any Certificate or coupon or the rights thereby represented.

Dated this _____ day of _____ 19__

Countersigned for and on behalf of

IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED

Signed for and on behalf of MARTINS BANK LIMITED

Certificate or coupon or the rights thereby represented.

Dated this _____ day of _____ 19

Countersigned for and on behalf of
IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED

A. L. Barwell.

Signed for and on behalf of MARTINS BANK LIMITED.

BRADBURY WILKINSON & CO LP NEW MALDEN SURREY

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **10**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 31ST MARCH, 1941

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED, 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **9**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 30TH SEPTEMBER, 1940

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED, 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **8**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 31ST MARCH, 1940

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED, 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **7**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 30TH SEPTEMBER, 1939

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED, 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **6**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 31ST MARCH, 1939

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED, 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **5**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 30TH SEPTEMBER, 1938

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED, 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **4**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 31ST MARCH, 1938

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED, 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **3**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 30TH SEPTEMBER, 1937

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED, 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **2**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 31ST MARCH, 1937

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED, 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.

CAPITAL SECURITIES TRUST — COUPON No **1**

CERTIFICATE No C — REPRESENTING 20 UNITS

MATURING 30TH SEPTEMBER, 1936

AGAINST SURRENDER OF THIS COUPON AT THE OFFICE OF MARTINS BANK LIMITED 68, LOMBARD STREET, LONDON, E.C.3 OR AT ANY PAYING AGENCY DESIGNATED BY THE CUSTODIAN TRUSTEE OF THE TRUST DEED HEREINAFTER MENTIONED THE BEARER HEREOF WILL BE ENTITLED SUBJECT TO THE TERMS AND CONDITIONS OF A TRUST DEED DATED THE 20TH DAY OF APRIL 1929 BETWEEN IMPROVING SECURITIES TRUST LIMITED AND MARTINS BANK LIMITED TO RECEIVE THE DISTRIBUTION THEN DUE IN RESPECT OF TWENTY UNITS AS PROVIDED BY THE SAID TRUST DEED.