

金融投資商品（投資信託）と 業際問題について

——第二次世界大戦下の投資信託導入顛末——

畠山 久志

【要旨】

わが国では、国民の可処分所得について明治以降、二宮尊徳に則る勤儉貯蓄を美徳な風紀として金融教育を進めてきた。現代でも金融教育は脈々と継続されている。こうした中で、例外的に国策として特定の金融投資商品が推奨された時期がある。第2次世界大戦期に導入された「投資信託」導入の経緯に注目するものである。

【キーワード】 投資信託，金融法制度，業法，業際問題，証券業

1. はじめに

わが国では、明治以降国民に「貯蓄」を推奨してきた¹。例えば、全国の義務教育に係る小学校の校庭などに二宮尊徳像²が置かれ、その報徳、勤儉貯蓄の思想などが讃えられてきた³。また、第二次世界大戦後では日本銀行が中心となり貯蓄増強中央委員会が設けられ、貯蓄を勧める国民運動が積極的に実践された⁴。総じて基本的に国民の可処分所得に関して「積小為大」を課し、勤儉貯蓄の思想を起程に貯蓄が美徳な風紀であるとして金融教育が進められてきた⁵。しかし、こうした貯蓄の推奨が特定の時代背景によって変質された時期がある。

1-1. 戦時体制

一つは、第二次世界大戦時である。わが国はドイツ、イタリアと共に三国同盟を締結し、アメリカ、イギリスなどの連合国側と覇権を戦うなかで、挙国一致体制のもと戦争遂行のため民間資金の供給が強く求められた。

戦時経済への移行は、軍関係の予算を担うことになる国債を消化する金融市場の様相を大きく変えた。直接的な軍艦、大砲や銃器の製造費を中心とした戦費調達に加え、生活関連生産力拡充の促進に向けた資金需要が激増し、金融市場においてこの二つの資金の獲得が激しく競合することとなった。そのため、一方では、

¹ 伝田功 (1978) 「貯蓄の社会経済史—柳田邦夫に関するノート—」『滋賀大学経済学部附属史料館研究紀要』第 11 号 69 頁

² 岐阜県各務原市教育委員会 稲羽西小学校「なるほどシリーズ 1 なぜ二宮金次郎の石像があるのでしょうか」なお、時節柄、現在では銅像はほとんど撤去されるか、存在していても歩きスマホの奨励に繋がるなどの危惧感から立像でなく、座像になっている

³ 木村壮次 (2019) 「日本的経済の再考—二宮尊徳と渋沢栄一の教えから—」『東洋学園大学紀要』第 16 号 105 頁 美土路昌一 (1909) 『二宮尊徳勤儉貯蓄法』成功雑誌社

⁴ 小泉達哉 (2022) 「特集 若者の金融リテラシー育成と金融教育」国民生活センター 1 頁 1952 年国民一体となって貯蓄を推進するために「貯蓄増強中央委員会」を設立

⁵ 現在の金融教育は日本銀行に置かれる金融広報中央委員会が中心となり、日本国民の暮らしに身近な金融に関する広報活動を、中立・公正な立場から行っている。

金融市場で生活関連生産力拡充資金との調整を図りながら国債消化資金の確保に努めるとともに、他方では、既往の金融市場以外に広く国民の資金を国債消化のために動員する対策が必要となった⁶。

政府がこの時期に推進した公債消化のための対策は、徹底した国民の可処分所得の吸収であった。消費規制、貯蓄奨励等により生じた国民の浮動購買力を直接吸収して、これを国債消化にあてる目的で種々の対策が講じられた。特に小額公債（戦時国債）を発行した。また日銀の公債売却先を金融機関のほか、公共団体、会社、商店へも拡張し、一般個人へも売却することにした。割増金付の貯蓄債券、報国債券も勧銀から売り出され、売上金は全部預金部に向けられた。こうして国民の預金は直接・間接に公債消化の資金源となった。加えて残された資金獲得のために、証券会社の営業力を頼る新たな投資商品の創生として工夫されたのが、金融投資商品の投資信託であった。銀行を通じた間接金融と証券会社を介する直接金融の拡大余力が逼迫する中で、これまで利用されてこなかった資金循環領域である市場型間接金融⁷を利用するためベークルとして投資信託に注目したものである。

1-2. 失われた10年

日本経済は第二次大戦後の高度成長が終了後石油ショック等もあったが、その後アメリカ経済の低迷に対応し日本やドイツに対する世界経済の牽引要請に対し、内需主導型の経済成長を図るため大幅な金融緩和を行った。その結果、実需で吸収できない余剰資金は、株式市場や不動産市場に流れた。過剰な活況ぶりに対し総量規制等が導入されバブル経済が崩壊した⁸。1990年代初頭からの10年間

⁶ 大蔵省財政金融研究所財政史室（編纂）（1998）「第6期戦時下の財政金融政策と大蔵省（昭和11年～昭和20年）第3章戦時体制の進展と財政金融政策」『大蔵省史 明治・大正・昭和 第2巻』大蔵財務協会 210頁

⁷ 池尾和人、財務省財務総合政策研究所編著（2006）『市場型間接金融の経済分析』日本評論社

⁸ 総量規制とは、1990年3月27日大蔵省から金融機関に対して行われた行政指導（大蔵省銀行局長通達「土地関連融資の抑制について」）。不動産向け融資の伸率を貸出し全体の伸び率を下回るよう求めた。1991年12月に解除されるまで、約1年9ヶ月続いた。

は不良債権を抱えた大手銀行、証券会社の経営破綻、大企業の倒産などが相次いだ。企業のリストラ増加、新規雇用の冷込などにより、新しい生産活動自体も低調となった。景気後退と長期不況が続いたため、「失われた10年」と呼ばれる⁹。こうした状況を打開するため2003年小泉政権時に金融市場向けに「貯蓄から投資へ」のスローガンにより証券優遇税制¹⁰が導入された。金融所得課税が一律20%であるところを特例として10%とした。しかし、効果はなく、個人金融資産割合は変わらず失敗に終わった。(表1でみる通り、2022年時点でもウエイトは変化のないままである。)一方10年間優遇したこともあり、証券業界の意向を受けて20%の原則に復する見合いとしてイギリスで行われていた少額貯蓄優遇制度を模倣し、2014年少額投資優遇税制のNISAを導入した¹¹。具体的には、投資信託の取得を推奨するもので、現在の岸田政権でも、2023年「資産倍増計画」の一つとしてNISAを拡充し投資信託の進展を進めている。

1-3. 本稿の対象

本稿ではこの二つの例外のうち、第二次世界大戦期に俄かに導入された投資信託について、金融業界における模索と投資信託業法の未整備、国策としての導入経緯を中心に検討するものである。特に、投資信託を戦時下の新金融投資商品とした当時の金融行政、金融法制度・業法体系の観点から検証する。

2. 業際問題——金融法制度と投資信託

わが国の金融法制度は、長く間接金融を基本に体系化されている。本稿で扱う第2次世界大戦時は、1927年(昭和2年)制定の銀行法¹²を中心とした個別の縦

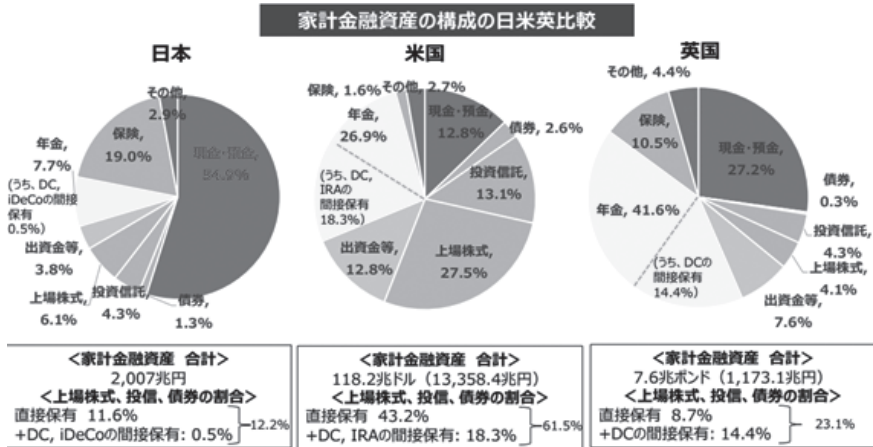
⁹ 橋川武郎(2003)「失われた十年と日本経済再生のシナリオ」『武蔵大学論集』第51巻第2号175頁

¹⁰ 株式、株式投資信託の配当、キャピタル・ゲインなどの税率を金融所得課税一律20%から10%に引下げた。

¹¹ 金融庁ホームページNISAについて なお、当時証券関係総研幹部が、「NISA導入は自身が当局に働きかけた成果」と語っていたが、真偽は不明である。

¹² 1890年(明治23年)の銀行条例を引継ぐ

表1 家計金融資産構成の国際比較（2022年6月末）



資料：内閣官房新しい資本主義実現本部事務局

割業法体系であった¹³。銀行法の主務大臣は大蔵省であった。これはわが国の金融システムが、経済発展に必要な資金配分を、預金取扱の金融機関を強化することによって行ってきたという間接金融中心の法体系を形成したことによる¹⁴。特定の業種については、例えば1921年（大正10年）貯蓄銀行法、1922年（大正11年）信託法・信託業法、1915年（大正4年）の無尽法などが制定されている。

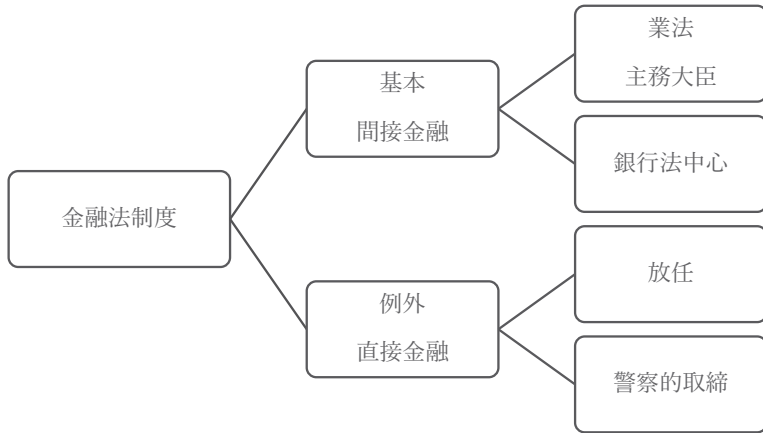
2-1. 業法による金融業の規制と業際の整理

金融業は、公共性の高い事業のため一般的に規制（禁止）されており、開業申請の申し出が資本等の要件が整う一定の場合にのみ個別具体的に解除し、事業遂行を監督官庁が許可（免許）する立て付けである。したがって、そうした個別の許可制度が組み込まれた業法が存在しない金融業は、一般的に違法であり営業は認められなかった。なお、行政による監督規制までは必要がないと考えられ、長

¹³ 木内宜彦（1989）『金融法』青林書院 23頁から34頁

¹⁴ 石井寛治（1999）『近代日本金融史序説』東京大学出版会 結果的に、直接金融の発達を遅らせたことに繋がっている。

表2 第二次世界大戦当時の金融法制度



期間放置された業種もあったが、少なくとも司法警察的な取締りは行われていた。

要するに法律・業法によって認められる業務があり、業種毎にそれぞれのテリトリー・棲み分け（業際の整理・デマケーション）が設けられていた。業務が競合するいわゆる業際問題は事前に解決されていた。その結果、他業種による競合は排除されていた。

監督官庁（主務大臣）も業法毎に異なっていた。業法では、主務大臣と規定されているだけで、主務大臣がどの官庁を指すのかは、天皇の官制大権に基づいて各省官制通則・各省官制といった勅令形式で決められていた。現在のような主務大臣を定める省庁設置法はなかった¹⁵。現在も業法に特定の主務大臣が予め指定されることはないが、設置法で客観的に定めることとなっている¹⁶。

2-2. 証券業の取扱い

当時証券業については、1893年（明治26年）の取引所法で取引所の取引員が

¹⁵ 原田久（2020）「各省設置法制の形成」『立教法学』第1103号立教法学会 76頁

対象とされるだけで、それ以外の証券業者を対象とする業法は存在していなかった。詐欺等の刑事法違反事件に該当する違法行為と認定されるものについては、司法警察が取締ることとしていた。

しかし、後述するが戦時体制に証券業界も例外なく取込まれることになり、金融業全般を包括的に政府の監督下に組入れるために取引所法に加えて有価証券の引受・売買を行なう証券業者も業法により規制・取締まることとなった。1938年（昭和13年）に有価証券業取締法¹⁷が制定され、有価証券業は商工大臣の免許を要することとなった。同時に有価証券引受業についても有価証券引受業法¹⁸が制定され、大蔵大臣の免許を要することとなった¹⁹。それまで詐欺等を除き司法警察の対象とされない証券業者の営業活動は自由であったが、改めて行政の監督下に入ることになった²⁰。

2-3. 戦時金融行政の改革

（1）臨時資金調整法

第2次世界大戦に臨み、わが国のこれまでの経済システムによる資金配分では戦争遂行に向けた資金需要を賄えなくなった。増加する軍需関連産業の借入金と国債へ重点的に配分されるための金融システムが求められた。そのために有力な手段となったのが1937年（昭和12年）に制定された臨時資金調整法である²¹。その代表的な施策は金融機関による設備資金貸付、前述したが有価証券引受業法

¹⁶ 現在では、グローバルな状況下で金融の高度複雑化やITやAI技術による金融環境の変化のため、従来の法律で対応できない金融取引や金融商品が登場している。そのため、一律に違法とは言えない状態となっている。隙間（OCEAN BLUE）ともいえる部分をどのように取扱うか困難な問題が乗じている。既往法の改正で対応する。政省令で読み込ませる。新法を作る。裁判所の判断（解釈）を待つなどが考えられる。

¹⁷ 1938年（昭和13年）法律32号13年3月29日公布、7月1日施行

¹⁸ 1938年（昭和13年）法律54号13年3月31日公布、7月1日施行

¹⁹ 鈴木竹雄 河本一郎（1968）『証券取引法』有斐閣法律学全集53有斐閣19頁

²⁰ さらに証券外務員の登録制を定めた有価証券外務員取締規則（昭和16年商工省令第61号、7月4日公布、7月10日施行）が制定された。

²¹ 大蔵省昭和財政史編集室編（1957）『昭和財政史第11巻—金融（下）—』東洋経済新報社67頁から

による有価証券引受業者による有価証券の応募・引受・募集取扱などを政府の許可制（免許）²²とすることであった。徹底的に政府の監督下に組入れるものであった。

さらに国内外情勢の悪化は、金融体制の根本的な再編成を求めている。政府資金の拡大超過が著増しているにもかかわらず、金融機関の預金、特に長期安定性預金の増勢は鈍化し、銀行の貸出増加率も低下傾向に転じ、産業充当向け資金の減退が注目された。普通銀行の貸出額は、特に1941年（昭和16年）、増加鈍化の傾向はいっそう顕著になった。資金の総合的配分計画の実施と金融制度の根本的改革とは喫緊の課題となってきた。

（2）財政金融基本方策要綱

そこで大蔵省は財政金融基本方策要綱を作成し、1941年（昭和16年）7月政府方針として発表した²³。同要綱では金融制度の改革、有価証券取引機構の合理化等が取りあげられている。金融機関の公債消化と証券業者を通じた産業資本の供給が、以下の様に定められている。

①金融制度改革²⁴

金融は国家資金に関する計画に基き計画経済の運営を確保するために資金が公債消化および物資、動力、労力の確保を可能にすることを主眼として流通するように公益的に計画的かつ統一的に行うべきものとする。

②有価証券取引方法等の合理化

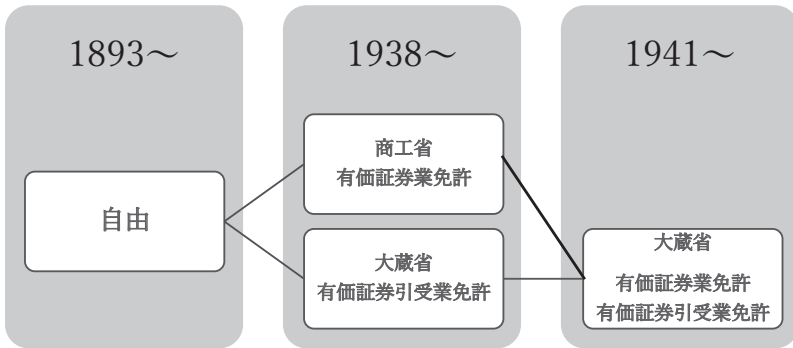
有価証券の価格の適正及安定を図りまた時局下必要なる有価証券の取引を円滑にさせ、よって産業資金の疏通と国民貯蓄の保護に資するための措置を講ずるとともにその取引の方法および機構を合理化する。なお、有価証券業者の業務に関する監督を一層嚴重にする。

²² 1938年（昭和13年）有価証券引受業法等の制定が臨時資金調整法により実施された。

²³ 大蔵省昭和財政史編集室編（1957）205頁から211頁 1941年7月11日閣議決定

²⁴ なお、旧仮名使い等を改めている。

表3 証券監督官庁の変遷



(3) 所管の交換・証券業の一元的監督

以上の政府方針等によって相互補完的な様々な制度改革が実施された。具体的に1941年（昭和16年）12月には、戦時体制に対応するため金融行政を統一し、一元化するために大蔵省と商工省は所管を改め交換した²⁵。商工省の所管にあった証券業（有価証券業取締法）が既に大蔵省の下にあった銀行業、信託業、有価証券引受業に加えられ、金融方針の整合性が図られることになった。

具体的には大蔵省からアルコール専売、樟脳専売、外国為替管理の事務を商工省に移管し、商工省から保険業、取引所、有価証券業に関する行政事務を大蔵省に移管した。結果として証券業に関しては、包括して大蔵省の所管行政となっている。

こうした省庁間の業務移動は、利害が錯綜するため摺合に時間を要し、行政現場を担う職員の異動もあった。当時の事情を伝える記録として「商工省の監理局が名前もそのまま、200名の局員もそのまま大蔵省に移った。賀屋大蔵大臣がわざわざ商工省に来て、大蔵省に監理局の仕事が移る趣旨を局員を集めて話したので、みんな了承して移った」という経緯もある²⁶。

²⁵ 1941年（昭和16年）12月13日

3. 投資信託の模索

3-1. 多様な集団的投資制度

投資を集団的に行う形態としては、様々な仕組みが考えられる。事業主体としてみた場合には、典型的なのは現代経済社会の要となっている株式会社である。株式会社は出資者が提供した資金を集合し資本として、自ら工場設備や雇用、取引等に使用し、利益が生じた場合には、出資者に配当するものである。特に株式会社については、設立の準則主義、株式の自由譲渡、株主総会による意思決定、有限責任、財政状況の開示などが定められている。その他、持分会社として合同会社や合資会社、合名会社、民法上の組合などがある。

こうした事業を主体的に行うのではなく、知験のある第三者に集中的に資金提供し、その第三者に運用管理を任せ、得た利益の配当を受ける方式も考えられる。そうした方式としては、投資信託や投資会社、信託銀行、信託会社、ファンドなどがある。それぞれ業法により規制は異なるため、資金投資の視点である安定性、確実性、流通性の三要素について、各投資家が勧案し選択することになる。本稿では、これらのうち、投資信託について論及する。

3-2. 投資信託の嚆矢

投資信託の基本的特徴はイ. 小口資産の集合、ロ. 投資専門家による運用管理（証券投資）、ハ. ポートフォリオによる分散投資にある、とされる²⁶。金融史上最初の投資信託とは、何を指すのかについて見解が分かれている。

(1) オランダ説

アメリカ投資信託協会（Investment Company Institute : ICI）など海外の有力な立場は、オランダで1774年に設定された金融投資商品「Eendragt Maakt

²⁶ 大蔵省百年史編集室編（1969）『大蔵省百年史下巻』第6期第5章戦時下の大蔵省機構の諸問題4 監理局の移管 大蔵財務協会 155頁

²⁷ 江口行雄（1961）『投資信託発展史論』ダイヤモンド社 3頁

Magt（邦訳：団結が力を生む）」以下「EMM」とする）を投資信託の嚆矢であったと指摘する²⁸。当時オランダ国のスローガンであったラテン語の「Eendragt Maakt Magt」とするフレーズをそのスキームの商品名とする投資商品が最初の投資信託であると主張する。

18世紀後半のオランダは、イギリスとの同君連合から離れ、またオランダの黄金期（17世紀）と呼ばれた世界経済市場の覇権を失いつつあった。しかし、南北アメリカ大陸にあった海外領土を失い、主な植民地はオランダ領東インド（現インドネシア他）のみとなっていたものの、それまでの資本蓄積や中継貿易による物流・決済手段などは依然手中に収めていた。そのため、投資資金の預託が続けられており、国外投資先の資金需要、その貸付リスクなどを把握しており、国際金融市場における資金需給の仲介センターとしての立ち位置をなお維持していた。

そうした金融環境の中で1772年から73年にかけてアムステルダム有力貿易商人のアブラハム・ファン・ケトウィッチ²⁹の顧客となっていた大口投資家が、過大評価されていたイギリス東インド会社（IEI）株式の暴落により、巨額の損失を被った。市場心理として、分散投資とパッシブ運用が求められている状況がケトウィッチに浮かんだ。ケトウィッチは仲介戦略として、富裕層の大口投資家から市井の小口投資家にターゲットを切り替える方策を模索した。裕福なエリートではなく、オランダの平均的な市中の投資家をターゲットにした。オランダの国民は、他の国民に比べ所得水準が高かった。

確かに小口の投資家は自己資産の範囲では高額な証券をバランスよく取得することには限界があるため、個人の投資を集合させてその資金プール・ファンドで高額な証券をバランスよく買込みそのプールを各投資家に部分所有させることを考え付いた。言い換えると一般的な投資家が一枚1,000ギルダーの額面価格債券の相当数を調和的に積み上げ個人でポートフォリオを組むことは、極めて難しいが、それを相当程度の人数から集めた資金で分散的に積み上げ、投資家に各部分

²⁸ ICI (2021) INVESTMENT COMPANY FACT BOOK APPENDIX B

²⁹ Ketwich, Abraham van New (1912) "Dutch biographical dictionary. Part 2" The Digital Library for Dutch Literature DBNL

を所持として500ギルダーで売ることは可能である。買込んだ高額証券の重畳でポートフォリオを作りその部分所有・持分を販売することによって、小口投資家にとっては、分散投資となりリスクテイクを小さくすることに気付いた。また、そのファンドについて、後述するが運用する債券等について可能な限り均等な比率を維持することとし、パッシブ運用をすることにした。

この時代を先取りする「革新的」と指摘されるアイデアを思いつき、トンチン年金の繰上げ優先配当方式も加え小口投資家の投資リスクを軽減する債券の分散ファンド EMM を設立した³⁰。各投資家に渡された持分証書 (share certificate) は、基本的には目論見書 (negotiate) を印刷したものであり、ポートフォリオの形成、管理費、配当方針などの詳細が記載された条項が含まれている。その後1776年にユトレヒトで同様の投資ファンドが設立されている。しかし、これらの投資信託は、イギリスとの第4次英蘭戦争(1780年)により、償還に支障が生じ取扱われなくなり、またオランダの国際金融市場におけるステータスの縮小と共に終了した。

(2) イギリス説

わが国では、1868年にロンドンで設立された「Foreign and Colonial Government Trust」を上げる見解が多い³¹。オランダの EMM は、19世紀に終了していることなどを理由とする。ロンドンで設立されたこの投資信託は EMM と同様、外国の国債等に投資していた³²。投資商品の目論見書によると、その目的は「...適度な収入のある投資家に外国および植民地の国債に投資する際のリスクを軽減し、大資本家と同等のメリットを中堅の投資家に提供すること」としていた。これは、投資収益が配当を上回り、超過収益が予測されることを示しており、オランダの信託 EMM をモデルにしている。超過収益は企画された24年運用期間後

³⁰ K.Geert Rouwenhorst (2005) "The Origins of Mutual Funds" The Origins of Value Oxford University Press p254

³¹ 杉田浩治 (2019) 『投資信託の世界』 きんざい 40 頁

³² David Chambers and Rui Esteves (2012) "The First Global Emerging Markets Investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880-1913 p16

に持分 (shares) を清算するために使用される。ロンドンでは 1875 年までに 18 のトラストが設立された。

イギリスでは、19 世紀半ばから比較的裕福な市民階層の資金運用に向けた投資商品として投資信託が設定された。この投資信託の投資先は海外の債券や株式などであり、アメリカの鉄道事業などが主なものであった。イギリスでは、1862 年会社法の制定により、株式会社の設立が登録制となり、株式の自由譲渡、有限責任制度が導入された。これは、会社制度で最大の規制緩和と評価されている。その結果、法形式として株式会社形式で企業設立する金融会社が飛躍的に増加した。行過もあり、収支バランスを無視した信用供与を行う最大手の手形割引会社 (Overend・Gurney) が破綻し、銀行も連鎖して倒産したため、株式会社は危険であるとの風潮が広まった³³。

特に、投資信託は第三者に投資資金を託すとともに投資先の選定が第三者に任されるので、信用できる組織であることが求められた。

(3) 投資信託の法形式

そこで、イギリスの伝統的第三者利用法形式である信託制度が利用された。投資家を信託の委託者・受益者とし、第三者を受託者とする信託方式が取られた。ロンドンおよびスコットランドで盛んに設立された。しかし、こうした投資信託の中には株式に投資をする信託があったため、投資先の状況によって経営が不振となり、配当が出来ないものが出てきた³⁴。

当然であるが、大口投資家は投資資金の返還を求めて提訴を起こした。当事者の名前からサイクス対ビーデン事件 (Sykes v. Beadon) と呼ばれる。訴えの理由として、投資信託は、実は利益を追求する会社である。したがって、20 名以上から成る信託は、会社法 4 条の要件である会社登録をしていない違法な会社となる。違法な会社なので投資した資金を返す必要があると主張した。判決は、この投資信託は確かに信託契約を結んだ違法な会社であるとした³⁵。その結果、そ

³³ Bill Smith (2000) "Robert Fleming 1945-1933" Whittingehame p15

³⁴ Kam Fan Sin (1998) "The Legal Nature of the Unit Trust" Oxford p26

³⁵ Sykes v. Beadon (1879) 11 Ch. D.170

れまでの投資信託は、会社方式に法的ステイタスを改めることになった。また、判決以降に組成される投資信託は、会社形式とされた。なお、同様な別件訴訟の上訴審で、管理運用は任されているので会社法に違反していないと変更され、信託方式も合法となった³⁶。そこで、投資信託は、会社方式が殆どとなったが、信託方式も例外として存続した。

アメリカが債務国から債権国に転じた第一次大戦後（1918年）には、アメリカでも投資信託が盛んとなった³⁷。1929年の大恐慌を挟み、投資信託の管理運用に方式について変動があった。しかし、1940年の投資会社法の制定により、現在は会社型によるミューチャルフンドがアメリカの投資信託市場の大勢を占めている。

以上から、投資信託との呼称は、多くのこうした集団投資が会社法形式であることから名は体を著していないことに気が付く。間違いであるが、イギリスでは、会社方式に移行した後もトラスト・投資信託としての呼称をそのまま使用している³⁸。

4. わが国の投資信託移入動向（1929年～1947年）

こうした海外における投資信託の普及と事業展開³⁹は、わが国金融業界にも広く知られるところとなり、類似の取組構想が企画された⁴⁰。特に1929年、1930年

³⁶ Smith v. Anderson (1980) 15 Ch. D.247

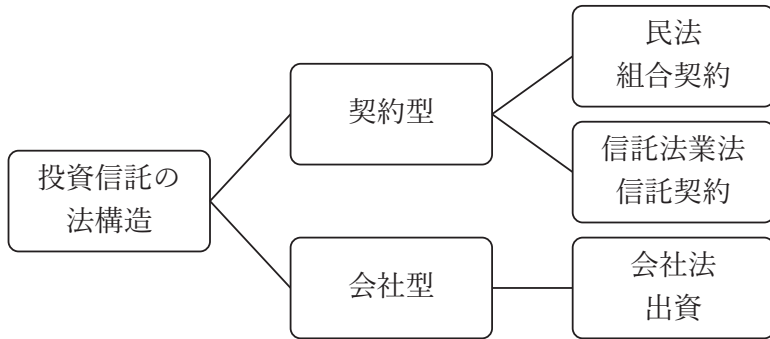
³⁷ 第一次世界大戦（開始1914年7月28日～終結1918年11月11日）

³⁸ Elaine Hutson (2003) “The early managed fund industry: investment trusts in 19th century Britain” University College Dublin p11

³⁹ 「投資信託の父」と呼ばれる Robert Fleming の Scottish American Investment Company などが有名である。Bill Smith (2000) “Robert Fleming 1845-1933” フレミングの業績、生涯が紹介されている。

⁴⁰ これらについては、優れた先行研究がある。日本証券経済研修所刊『証券経済研究』の三稿である。古川文久（2001）「戦前の投資信託」『証券経済研究』第32号、小林和子（2011）「戦時投資信託の誕生」『証券経済研究』第74号、深見泰孝（2021）「戦時投資信託について」『証券経済研究』第113号

表4 投資信託の法構造



（昭和4年，5年）の投資信託をわが国に移植しようとする企画（「投資信託設立運動」）は，イギリスやアメリカの投資信託の盛行に刺激されたものと指摘されている^{41, 42}。当時の資料が残されているものを次に紹介する。

4-1. 投資信託の企画例

（1）第一証券トラスト

1929年（昭和4年）になり「第一証券トラスト」の設立が企画された⁴³。計画は三井銀行の出身である片山繁雄⁴⁴が中心となり，財界等の支援を幅広く得ていた。株式や社債発行による資金調達をし，その資金を国際的に投資することを目的としていた。トラストの名が冠されている通り，イギリス等の方式を踏襲するものであった。

しかし，当時の日本経済は1927年（昭和2年）の金融恐慌が続いており，浜口雄幸内閣が緊縮財政を推し進め公共事業などが削減された。こうした国内需要

⁴¹ 江口行雄（1932）『投資信託論—国民貯蓄形態としての株式—』森山書店 447 頁

⁴² 服部文一（1943）『戦時株式投資論』清々書院 191 頁

⁴³ 深見泰孝第 113 号 2 頁

⁴⁴ 片山繁雄は三井銀行を振り出しに朝鮮銀行理事，三井信託副社長を歴任し，その後早川ビルブローカー銀行顧問を務めた。

の引締めにより日本経済は不況に陥り、予定した資金調達の見込みが立たなくなり、最終的に本計画は頓挫した⁴⁵。なお、中止された理由として、経済状況による市場性の欠如の他、こうした資金スキームを法的に規制保護する法律がないところにあったと指摘する見解がある⁴⁶。銀行法や信託業法があったが、小口の集団投資スキームを業界に免許規制する投資信託法制定の必要性に対する認識が止揚されておらず、整備されていなかった。

(2) 北部証券会社の設立計画

やはり、1929年（昭和4年）には東京電燈株式会社と東邦電力株式会社の共同出資（電気証券統合）による資本金1,000万円の証券投資会社を設立する企画があった。会社名を「北部証券会社」とするもので、結局は、計画倒れとなった。その設立目的が東北地方電気事業の技術的資本統制にあったので、証券投資会社とするが、むしろ持株会社の設立と考えられ、小口の資金集中などの投資信託の特徴を持つものではなかった⁴⁷。

(3) 生保証証券株式会社

1930年（昭和5年）10月に設立されたわが国生命保険会社の共同による証券投資会社「生保証証券株式会社」がある。1929年（昭和4）の世界恐慌に伴いわが国株価が暴落していく過程で、大打撃を被った生命保険会社32社が共同で設立した株式買支機関（PKO）であった⁴⁸。取引期間は第1次（1930年～1933年）と第2次（1935年～1943年）に分かれている⁴⁹。投資専門家による運用と資金の共同投資であるため、前述の投資信託の特徴を一部取り入れているものの、小口資

⁴⁵ 資本金を当初予定の1,000万円から200万円に減額し、その調達方法も一般公募ではなく、縁故関係者に限定した上で1930年春の開業を目論み、準備を進めていたが不首尾に終わった。

⁴⁶ 深見泰孝第113号3頁

⁴⁷ 大和証券（1963）『大和証券60年史』大和証券137頁

⁴⁸ 古川文久第32号114頁

⁴⁹ 深見泰孝（2012）「戦前の株価維持機関の活動—生保証券を中心に」『証券経済研究』第78号日本証券経済研究所2頁

金の集中ではなく、その設立目的は保険業界のための利潤追求という機能に限定された、と指摘されている⁵⁰。

（４）東新株買同盟会組織

次に、設立時期が明確ではないが⁵¹、中小投資家の向けの一種の投資組織・ファンドとして「東新株買同盟会組織」がある。出資金は1口100円、3口までとした少額のもので、50口を資金として株価下落の場合はナンピン買いし、上昇すれば利食いするもので購入証券は同盟名義としている。短期利益狙いのアクティブ投資なので、リスク分散を図る投資信託の特徴と大きく異なっている⁵²。

（５）イースタン・トラスティーズ・リミテッド

1931年（昭和6年）には、東京海上、明治生命、日本郵船、三菱信託の4社が共同出資し、「イースタン・トラスティーズ・リミテッド」という投資会社を設立している⁵³。ロンドン市場において有価証券運用を共同で行なうことを企図した会社であった。

信託受託者との名前を掲げた投資専門家による運用と資金の共同投資であり、冒頭の投資信託の特徴を一部取り入れているものの、一般投資家による小口資金の集中はなく、その設立目的は限定的であった⁵⁴。

（６）業界協会等による設立計画

①信託協会による投資信託導入計画

信託業界では、1932年（昭和7年）ごろには投資信託に対する研究熱が高まり、投資信託創設の機運も何度か高まった⁵⁵。大蔵省から信託協会に対して国債購入

⁵⁰ 古川文久第32号114頁

⁵¹ 小林和子第74号5頁

⁵² 服部文一（1943）191頁

⁵³ 山一証券株式会社投資信託本部編（1955）『証券投資信託論』至誠堂242頁

⁵⁴ 小林和子第74号5頁

⁵⁵ 深見泰孝第78号5頁 江口行雄（1942）「投資信託の回顧と展望」『信託協会会報』第16巻第1号信託協会

ツールとして投資信託の導入を打診され、また同協会側としても低金利政策による収益配当率の低下に困窮し、新規事業として投資信託創設の検討を行った。

しかし、投資信託は、債券だけでなく株式にも投資対象を拡大するので信託財産の運用リスクがある。株価下落により運用資産の元本割れを起こした場合信託会社として投資信託の購入者に対する元本補填が不可避となる。元本割れの補填による信託業勘定に及ぼす影響が大きいことも予測されたため、信託会社経営の健全性の観点から投資信託の企画は忌避された⁵⁶。

なお、後述するがその後1940年（昭和15年）になり、大蔵省の働きかけにより漸く信託協会理事会で投資信託の制度導入を検討開始することとなった⁵⁷。

②地方銀行、貯蓄銀行による共同投資会社設立計画

同様に銀行界でも戦時統制、低金利政策の影響を受けて、共同投資会社設立の計画が進められていた。大戦に向けた国民貯蓄奨励運動の下で、最も貯蓄を吸収したのが銀行であった。国民貯蓄奨励運動の実施によって、地方銀行には預金が集まったが、それを運用する貸付先がなかった。そのため、1938年（昭和13年）に地方銀行、貯蓄銀行では投資斡旋機関や証券投資会社の設立が構想され、そこを通じた公社債や株式への共同投資が計画された。結局、地方銀行の案に対しては、一部の都市銀行が投資斡旋を行うこととなり、一方の貯蓄銀行も理由は不明だが実現には至らなかった⁵⁸。

4-2. 業界による投資信託制度研究の実例

わが国における投資信託に関する調査報告書として挙げることができる代表的なものの一つとして三井銀行系の財団法人金融研究会⁵⁹が1937年（昭和12年）に刊行した「イギリスに於けるユニット・トラストの機構」の調査報告書がある。

調査報告書は、7章仕立てで、第1章ユニット・トラストの観念、第2章イギリスにおけるユニット・トラストの発展、第3章ユニット・トラストの形成およ

⁵⁶ 深見泰孝第78号5頁

⁵⁷ 深見泰孝第78号5頁

⁵⁸ 深見泰孝第78号6頁

⁵⁹ 1927年（昭和2年）設立

び管理，第4章サブ・ユニットおよびユニット（参加証券），第5章経営会社（Manager），第6章受託者，第7章商務省調査委員会となっている。

その趣旨はユニット・トラストの内容を一般投資家などに周知を図るものであった。

この調査によって，以下のことが判明している。投資信託はイギリスで開始され盛況となったこと。その法的仕組みの変遷として，法的形態が当初の信託契約型から1862年制定のイギリス会社法の関係で裁判所の判断に基づき，会社型に変更したこと。イギリスと同じくコモン・ローの体系を取るアメリカでは，会社型と信託契約型などが併存しており，金融恐慌の際クローズド・エンドを採用していた信託契約型ユニット・トラストが損失の割合が少なく，注目されたこと。そうした背景からイギリスではアメリカで当時利用されていた信託契約型の投資信託を再移入した。ただ，イギリスは投資信託先進国であり，再移入に加え既往の会社型をそのまま墨守することなく修正を加えていること。こうした事情について詳細に分析したものである。

なお，同報告書には当時イギリスでアメリカから再移入された信託契約型ユニット・トラストについて，同国商工省による調査とその結果に基づく規制案が含まれている（1936年3月公表）。当初，商工省の調査は，このユニット・トラスト方式を規制する狙いがあるのではないかと危惧されたが，結果として会社型で加えられている開示がこの方式にも徹底することを求めたものとなっている。規制内容としてはこれまでイギリスで一般的な投資信託の法形式である会社法型と同様であった。信託型，会社型の両形式に差異を設けるものではなく，均質のものであった⁶⁰。

（参 考）イギリス商務省調査委員会報告書の要点

1. ユニット・トラストは何れも商務省の登記管理官（registrar）において登記しなければならない
2. ユニット・トラストの細目は登記管理官に届出るとともに，公衆の閲覧に

⁶⁰ 報告書129-135頁 なお，旧仮名使い等を改めている。

供する

3. ユニット・トラストの運用管理者 (manager) はイギリス法人に限られる
4. 運用管理者はトラスト毎に一定金額 (例えば£2万) を出納長官 (paymaster general) に供託する
5. 登記管理官の証明書を得たる後でなければ, 参加証券 (sub-untis・units) の売買をしてはならない
6. 受託者に関しては, 一定の制限を設ける
7. トラストの全勘定並びに運用管理者の諸勘定を届出るとともに受益権保有者の要求があれば, 速やかにその写本を付与する
8. 受託者に対する補償で, 法律により認められた以上のものは, 全て明示しなければならない
9. 運用管理者は, 怠慢, 懈怠, 義務の違反又は信頼に対する違背の責めを免れることになる如何なる全ての補償を受けることを禁止される
10. 信託契約書所定の事項として, 参加証券の移転に関する条項を含む一定の強制的条項を定める
11. 裁判所は, 会社登記を受けていない私会社に対すると同様の手続きにより, ユニット・トラストを解散する権限を有する
12. 運用管理者及び受託者の間に於ける共通の利害並びに両者の関連性は, 明示しなければならない
13. 参加証券の売出には, トラストの規約及び経営の全細目を付属させ, その全てを契約の内容にすべきである
14. 広告では, 一定の最小限度の細目を示すこと. 売買契約の内容を全て含める必要はない
15. イ. 運用管理者は, 全ての取引で公衆に対し一定の細目を示す要綱を明示し, ロ. 受益証券の購入者に対してはトラストの規約及び経営の全細目を明示する
16. 一切の回状又はその他の書類は, その写本を登記管理官に届出る
17. トラストの創設並びに拡大には, 共に信託設定税を課せられる
18. 参加証券の移転は, 創設及び売出の場合並びに消却の目的で運用管理者に

- 売却する場合を除き、印紙税を課せらる。その移転は文書で行う必要がある
19. 参加証券は必ず無記名式とする
 20. 受益権の売買契約証は印紙税を課せられる
 21. 新たに設定されるユニット・トラストの名称は、会社法により設立される会社の名称に対すると同様の制限が課せられる。かつその名称は“Fixed”及び“Trust”の語を結合して用いてはならない
 22. 運用管理者の理事及びその他の利害関係者は、監査役となることを禁止される
 23. 監査役の任命は受託者の承認を要し、受託者及び過半数の受益権の所有者は、監査役の退任を命ずる権限を有する
 24. 参加証券の所有者総会は、監査役を任命する権限を有する
 25. 収益分配証には収益分配算定の方法を明示する
 26. 運用管理者の理事及び広告を認証する責任者は、広告、回状、冊子、その他における虚疑の記述のため、参加証券の購入者が被ることになった損失に対し責任を負う
 27. 受託者及び一定割合を有する参加証券の所有者は、受益権所有者総会を招集する権限を有する
 28. 参加証券所有者総会は、受託者、運用管理者及び監査役を退任させ、または選任し、基本証券による決議権の行使に関し、指図し、並びにトラストの運位に対する検査を要求する権限を有する
 29. 基本財産から生じる参加証券所有者の決議権については、トラストの案内書及び信託契約書に明記する
 30. 商務省が任命した検査官がトラストの経営検査をする機構を設置する
 31. 裁判所が、1929年会社法第153条規定の会社と社員又は債権者との間における和解又は示談に関する裁判所の権限と同様の手続きによって、ユニット・トラストの規約変更を認可する権限を認める
 32. 参加証券の店舗外販売はこれを禁止する
 33. 参加証券の購入希望者には、適当の料金を徴し、信託契約書の写本を付与する

34. 外国及び自治領において設定されたユニット・トラスト並びにその受益権の売買は、一般規則に則る
35. 一定の罰則を設ける

以上この報告書からは、イギリスとアメリカの投資信託について、わが国1930年代の金融業界では十分に特徴、法的構造、経営者と投資家の商品選好などを承知していることが計知ることができる。本書以外にも調査報告⁶¹が行われており、業界の目的に応じた切り口から識見の蓄積があったと推測される。

5. 藤本有価証券投資組合の設立

5-1 藤本有価証券投資組合の設立経緯

遂に1937年（昭和12）になり、現在の大和証券に繋がる藤本ビルブローカー証券がイギリスのユニット・トラストを模し「藤本有価証券投資組合」を設立した⁶²。組合設立の経緯は同証券の三輪小十郎が、知人から少額資金の寄託を受け、また株価の低迷状況も新業務の展開のチャンスと捉え進めたものであった。

ユニット・トラスト型として投資家側に対し資金を集める組織として民法上の投資組合を結成し、同組合が一般投資家から集めた資金を藤本有価証券が代行で合同運用投資をする構成とした。その投資先は複数の有価証券に分散されることとされた。

「藤本有価証券投資組合」とするパンフレットでは、投資信託開始宣言が次のように篤く語られている⁶³。「藤本有価証券投資組合は、英米両国に於いて小額投資家のための特殊の投資機関として最近数年間に著しき発達を遂げたフィック

⁶¹ 野村証券株式会社調査部編（1942）『投資信託の実証的研究—その歴史・型式・経営』東洋経済新報社 その前編でイギリスのエコノミスト誌が1934年以来年1回投資信託に関する概観を刊行しているが、野村証券ではその翻訳等によりタイムリーに投資信託の研究をしていたことを示している。

⁶² 大和証券（1963）137頁

⁶³ 大和証券（1963）137頁

ス・トラスト〈Fixed Trust〉に範を執り、当社が昭和12年7月、我国に於ける最初の試みとして幹旋組合を開始したるものでありまして、多数の人の出資を以て数多の優良なる有価証券を購入所有し、それより生ずる利子配当金、及びその処分に依りて得たる利益金を組合員に分配することを目的とする共同投資の仕組みであります。日中戦争の開戦時でもあったことから「当社はかかる際こそ投資の好機会であると信じ、敢然として、組合の組成幹旋を続行したのである」。

5-2. 法的根拠

なぜ、敢えて民法にその法的根拠を求めたかについては、イギリスの様に信託関係を取り込もうとしてもわが国では信託業法で信託業務が行えるのは信託会社に限られていた。したがって、信託業の監督官庁である大蔵省から信託会社ではない証券業者に許可が出ないのは当然であった。また前述したとおり証券業の所管官庁は当時存在しておらず放任されているため、大蔵省と有価証券引受業会社との公式な協議ルートもなかった。結局は、行政監督庁との協議を経ず、業法に抵触しない手法として組合契約を投資信託の仕組み法とする選択をせざるを得なかった。

そこで、イギリス初期の投資信託の法的形態が一種の信託契約を利用する任意の投資信託組合であったことから民法の典型契約である組合（現在第667条）の法的組織と構成した。構成に際しては当時の商事法の権威である松本丞治博士、毛戸勝元博士⁶⁴に指導を受けている。

同証券の服部文一は、『戦時株式投資論』の中で同証券の前身が株式投機を中心としてはいなかった“真っ当な”証券会社⁶⁵であり、消極的ではあるが顧客の寄託に応える形でイノベーションを図ったのがこの投資組合（案）であったと強調する。また、国民貯蓄増強が現下の喫緊の課題であり、これまで株式投資はそれに逆行するものとされたが商品構造の変更・工夫により充分その要請に応えるものが投資信託組合であった、と心情を吐露している⁶⁶。

⁶⁴ 松本丞治博士は東京帝大教授、1934年（昭和9）斎藤内閣で商工大臣を務めた。毛戸勝元博士は京都帝大教授、弁護士、安田信託取締役

⁶⁵ 藤本ビルブローカー証券の前身は為替銀行、公社債業務に精通 小林和子第74号6頁

投資信託組合には、信託関係を組合契約・約款等に落とし込む手法が用いられた⁶⁷。概要は次の様なものであった⁶⁸。

その構成は、同証券が組合の組成に先立ち、予め組合の投資対象として適切な優良証券（数種類から十数種類）を発表し、投資家に組合加入を勧誘する。一組合10万円をユニット単位とし、200口に分割し1口を500円で販売し、一ユニット10万円が集まるごとに民法に基づく組合を組織した。

投資家は組合員となり、また出資された資金は組合共有財産となった。その運用先は組合組成後10日以内に幹事会で決めることを約款・規則で規定した。募集に応じた投資家・組合員に対しては、出資証券が手交された。資金は優良な有価証券に分散投資され、その収益は年2回組合員へ分配された。運用期間は予め3年と定められていたが、状況次第で期間延長や繰上解散も認められるなど弾力的であった。

運営は組合員から幹事を2名から5名程度選任し、幹事会を組織する。実際はすべての組合で藤本ビルブローカー証券が幹事となり、かつ幹事会を代表して組合組成の斡旋や運営を支援していた。有価証券は予め藤本ビルブローカー証券が選別し、公表していた優良証券の中から、5から7種類の投資対象銘柄、投資金額が決定された。運用対象は国債、地方債、銀行債、社債とされ、株式については東京株式取引所および大阪株式取引所に上場する有配当のものに限定された。株式への投資額は信託財産の50%以下とし、公社債への投資資金を再投資する場合、株式への投資はできなかった。なるべくリスクは避けるように設計された。そして、保有証券は日本興業銀行大阪支店に保管委託し、その後も保有証券の売却や再投資、組合員への分配額、支払時期などは幹事会ですべて決定することが規定され、解散時の清算事務も同証券が担当していた。こうして創設された藤本有価証券投資組合は、3年間で127組合を組成し、1,270万円を集めた。

⁶⁶ 服部文一（1943）193頁

⁶⁷ 小林和子第74号6頁

⁶⁸ 小林和子第74号5頁 詳細に解説されている。

5-3. 信託業界の反発

この営業に対し収益環境の厳しくなっていた信託業界は危機感を持ち、信託業の監督官庁である大蔵省に信託法上の疑義を繰返し申し立てた。同組合が民法上の任意組合として、信託関係の明示もないままに組合結成を斡旋しかつ運用を主導することが信託類似行為として信託業法に抵触する、という論拠に基くものであった⁶⁹。

しかし、大蔵省の動きは見られなかった。前述したが1937年（昭和12年）の藤本有価証券投資組合の設立当時、有価証券引受業について業法がないため大蔵省は所管を持たなかった。放任されていた。また信託と同様な法的仕組みは、英米の例でも見られるように民法上の組合や委託、商法⁷⁰の会社構成でも可能であり、さらに当時商法の両権威が認めたものを違法とは断じ難いとする寸度もあったものと思料される。

5-4. 大蔵省の中止指令

3年経過後の1940年（昭和15年）6月25日付で、大蔵省は有価証券投資組合の新規募集を中止する指令を発出した⁷¹。指令は、1938年（昭和13年）に大蔵省が有価証券引受業の監督官庁になっていたことから当該有価証券投資組合を有価証券引受業会社として捉え、①現存組合の存続期間中は存続を承認するが、新規募集は1940年（昭和15年）6月限りで中止すること、②今後に関し（有価証券引受会社が）信託会社と連携して信託会社の証券投資事務の処理の範囲内で、ユニット・トラストの形の投資信託に関与することは良い。その事務処理は「有価証券引受業法上所謂他業」と認められるので、有価証券引受会社は定款を変更し、会社の目的中に合同証券投資信託に関する事務処理（仮称）の1項を挿入する。各組の金額、存続期間、投資証券の範囲その他の具体的契約条件に付いては各組募集前に予め当局である大蔵省の許可を得ることとされた。

この指示は、藤本有価証券投資組合は①実質的に信託契約でありながら、形式

⁶⁹ 深見泰孝第113号4頁 澤村正鹿（1955）『投資信託の実際』実業之日本社108頁

⁷⁰ 当時は、商法の中に会社が規定されていた。

⁷¹ 服部文一（1943）249頁

上他の法形式の僭称をしている。また②有価証券引受会社は、他業を行う場合有価証券引受業法の他業認可を得る必要がある。さらに③他業認可には、契約条件の細目などの事前打ち合わせ承認が必要であることを意味していた。

言い換えると大蔵省の提示するものは、①信託会社を絡めるのであれば信託契約を利用したユニット・トラスト型の投資信託を有価証券引受会社に認めること、②認めるには有価証券引受会社は定款変更で会社の目的に投資信託業務を追加し、業法上の他業兼業認可（有価証券引受業法第4条但書⁷²⁾を得ること、及び③具体的な規約条件については事前に大蔵省の承認が必要であることであった⁷³⁾。

1937年（昭和12年）時点では大蔵省は放任しながら1940年（昭和15年）になって、証券業者の自由勝手なイノベーションである投資組合方式は認められないが、大蔵省の監督下に信託会社と有価証券引受会社が提携する信託契約形のものであれば認めるという方針転換をした。

5-5. 方針転換の評価

この方針転換について、一つは統制下の業務打開に喘いでいた信託会社側からの抵抗と1935年の有価証券引受業法制定が融合して出されたものとする見解がある⁷⁴⁾。監督先であった信託業界の窮状に対する救済策と、これまで放置された有価証券引受会社も大蔵省の監督下に入った以上規制業種として金融監督の指示を受けることを明確に示す必要性があったとするもので、「自由市場が金融統制に屈服させられたためであった」と指摘されている⁷⁵⁾。しかし、実情は戦時下の金融環境の変化に則った大蔵省による金融業界の調和、協調的發展を目指したのではないだろうか。

指令を受けて藤本有価証券投資組合では中止されたとはいえ、大蔵省の認める

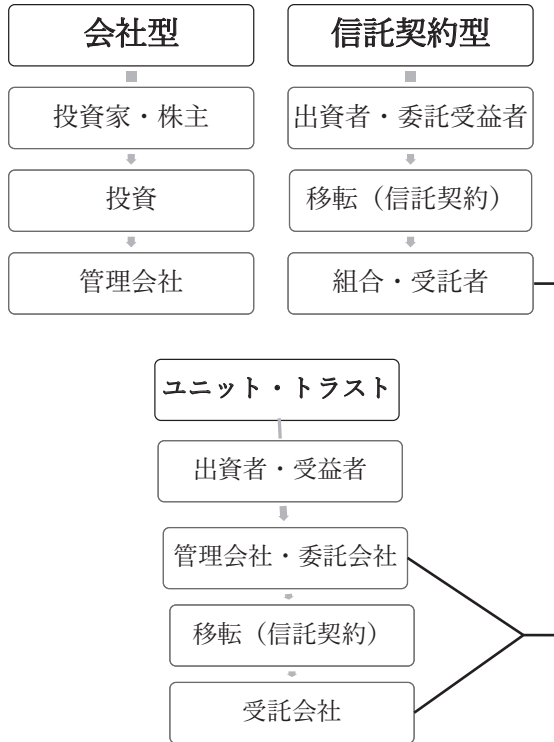
⁷²⁾ 有価証券引受業法第4条「第2条の免許を受けたる者（以下証券引受会社と称す）は有価証券引受業に付随する業務又は有価証券の売買若しくはその媒介の外他の業務を営むことを得ず但し主務大臣の許可を受るときはこの限に在らず」

⁷³⁾ 小林和子第74号10頁

⁷⁴⁾ 小林和子第74号10頁

⁷⁵⁾ 小林和子第74号10頁

表5 投資信託の基本類型



新方式でも、先行者としての優先権があり、当面「当社にのみ特許される」と極めて楽観的な展望を持っていた⁷⁶。しかし、信託会社との連携方式については、合意に向かったが最終的に両社の間で主導権争いが起こり、結局折り合わず投資組合は解散する方向となった⁷⁷。

⁷⁶ 大和証券（1963）145頁 1940年6月29日に専務取締役役名で「枢要の職にある諸氏に特に内達」という達示を出し同投資信託には「その揺籃期には独り当社にのみ特許せらる様其筋の内意も有之模範的に之が整備を期する所在に候」と記述している。

⁷⁷ 小林和子第74号10頁 深見泰孝第113号11頁 信託協会編（1985）『信託協会の歩み』信託協会8頁

6. 証券会社による投資信託

6-1. 野村證券への投資信託認可

(1) 信託検討の開始

1940年(昭和15年)は世界情勢が混迷を極め、日本はイギリス、アメリカと対立する枢軸国側に立ちドイツ、イタリアと三国同盟を締結するなど内外の経済状況が悪化した。日本では同年下半期に株価の大幅な低下や国債売却率が低下する一方、貯蓄の増加も鈍化を始めていた。前述したが特に1941年(昭和16年)普通銀行の貸出額は、増加鈍化の傾向はいつそう顕著になった。

政府は国民貯蓄の強化による国債消化ならびに生活関連生産力拡充資金の供給として新たな長期貯蓄手段を必要としたが、信託業界では長期的貯蓄獲得手段であった指定金銭信託があったため、それに代わる商品開発が進まなかった。そうした状況下で1941年(昭和16年)1月頃に、大蔵省が有価証券引受業者である野村證券に浮動購買力を吸収し、それを産業資金に振り向けるよい方法はないかと照会をし、野村證券は投資信託の利用と答えたので両者による投資信託の創設に向けた検討が始まったとされる⁷⁸。

ここからは、大蔵省が証券会社の営業力に期待し、業際問題を持つ信託業界も一体として加えた投資信託の構成を図る力技が見える⁷⁹。前述の「財政金融基本方策要綱」で取り上げている金融制度の改革、有価証券取引機構の合理化等を実践し、金融機関の公債消化と証券業者を通じた産業資本の供給を図るものに繋がっている。ユニット・トラストがイギリスやアメリカでも主要な投資信託の商品形態ではないにもかかわらず、本来であれば競合する二つの業界組織を一つの器に収まる仕組みであることから敢えて利用している⁸⁰。イギリスでは受託会社として銀行や保険会社を充てているが、わが国では信託会社としている。

二つの会社(委託会社(証券会社)と受託会社(信託会社))の間を規制する

⁷⁸ 深見泰孝第113号8頁 江口行雄(1942)5頁 瀬川美能留(1986)『私の証券昭和史』東洋経済新報社28頁

⁷⁹ 力技は、「●●する」とのお役所用語で一般的に呼ばれていた。

信託関係は、わが国の信託法が適用されている。役割分担については業態間の主導権に関わる問題であるためイギリスのユニット・トラストとは異なるわが国独自のローカル・ルールを採用している。

（２）異例な大蔵省事務次官談話

大蔵省が1941年（昭和16年）年10月29日他業兼業の認可を出す直前に、極めて異例なことであるが当時の谷口恒二大蔵省事務次官⁸¹が次の談話⁸²を公表している。

「ユニット・トラスト式投資信託をわが国において実行することについては、かねて大蔵省においても研究中のところ、今般次の方法によるその実行を認めることとした。

その方法は、委託者、受託者間に委託者自らを受益者とし、株式その他の有価証券投資を目的とする特定金銭信託契約（または、金銭信託以外の金銭の信託の契約）を締結した後、その受益権を均等に分割し、これを受益証券売上の形式において、一般に有償譲渡する方法によるものであってその資金は有価証券なかならず主として株式に投資するものである。従って、本制度は、株式に対する新たな固定的投資者層を開拓することにより、浮動株を減じて株価の安定に資し、株式投資の健全化に向って一步を進めるとともに、産業資金の流通にも役立つこととなろう。また、証券の民衆化、国民貯蓄の増強にも役立ち、さらに中小投資家が危険分散的に証券投資をし、また、証券投資について専門家的知識を利用し、かつその管理を専門家に委ねうることとなり、多大の便益があるものと考える。

投資信託については、信託協会においてもかねて信託会社の協同をもってこれ

⁸⁰ なお、証券会社と信託会社間の蟠り・両社の綱引きは、野村證券株式会社調査部編（1942）4頁で次のように語られている。「信託会社の社会的位置に対して経営会社（証券会社）の社会的信用の薄さを理由にして、投資信託業務対して受託会社の発言権を増大せんとするが如き傾向無きにしても非ず、もし今後投資信託運営に当たり、かように運営会社の地位権限を圧迫するにおいては、本邦投資信託は到底その独自の発達を期し得まい」と述べられており、大蔵省の認可後も根深く残っていた。

⁸¹ 谷口次官在任期間1941-1944年 1945年空襲で死亡

⁸² 野村證券投資委託株式会社（1970）『10年の歩み』野村證券投資信託委託2頁

を實行すべく研究のところ、このほど一つの成案を得たのであるが、これを實行に移すにはなお準備などのため多少時日を要する関係もあり、差当り具体的に實行の準備を終えている野村證券株式会社及び野村信託株式会社にこれを認めることとした。なお、政府としては、将来投資信託の業務に対し、適当な指導監督を加え、本制度がわが国においても健全な発展を遂げるよう努める方針である。」

認可の前提となる野村證券が同年10月23日に大蔵省に提出した「投資信託承認申請書」には、設立目的として、イ. 大衆の中小資金の集積、ロ. 浮動購買力吸収と国民貯蓄増強によるインフレ抑制、ハ. 証券民主化、ニ. 証券市場安定化と証券投資安全化、ホ. 有価証券引受会社の救済、という5項目が挙げられていた。

(3) 他業兼業認可

1941年(昭和16年)11月13日⁸³、現在の業法である投資信託法に相当する業法がなく、立法する時間的余裕もないところから大蔵省は有価証券引受業法第4条但書による他業兼業の認可を出した⁸⁴。イギリスの投資信託法形式としてユニークなユニット・トラストをモデルにしているが、わが国の信託法制を採り、野村證券を委託者、野村信託を受託者とし、両者の間で委託者を受益者とし、運用先を有価証券投資とする信託業法上の特定金銭信託契約(信託業法第4条1号金銭信託)を結び、その受益権を均等に分割して一般投資家に売却する投資信託が認められた⁸⁵。

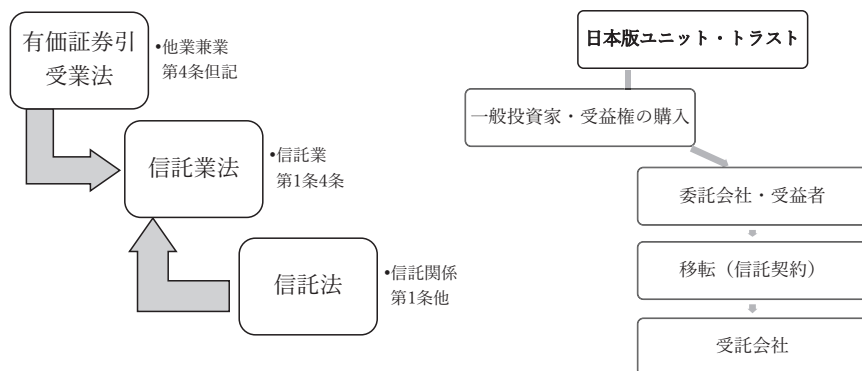
具体的には、信託金額は1単位200万円とし、その受益権を4,000口に分割して1口500円とした。信託期間は3年または5年とし、投資先証券は国債、地方債、社債、株式とされ、それらへの資金配分はイ. 国債への投資は信託財産の10%以上、ロ. 株式への投資は年4%以上の配当をするものに限られた。その組

⁸³ 野村證券投資委託株式会社(1970)3頁。しかし、14日とする説もある(小林和子第74号12頁)。野村證券株式会社調査部編(1942)515頁は11月中旬としている。

⁸⁴ 日本証券経済研究所編(1966)『日本の投資信託』千倉書房10頁。小林和子第74号11頁

⁸⁵ 小林和子第74号12頁

表6 他業兼業認可



第一回投資信託受益証券



資料：野村グループ

入比率は信託財産の70%以下とする。ハ、株式投資額の50%以上は東京株式取引所および大阪株式取引所の上場銘柄とし、ニ、株式1銘柄への投資は、信託財産の20%以下とする、とされた⁸⁶。また、現行の証券投資信託と比較して大きな相違である受益権購入者の損失に対する委託者の補償規定（元本の20%）があった⁸⁷。この補償規定に関して運用成果は全て受益者に帰属するとされる投資信託

⁸⁶ 深見泰孝第113号10頁

の本来的制度趣旨に反するものであり、主催する証券会社の財務体質からも課題が大きいものであるが、当時、預貯金に慣れている国民に対して投資信託への安心感を深めるために大蔵省側が特に要望し、証券会社では一過性のことと理解し、甘受した⁸⁸。

野村証券の資料による⁸⁹と、終戦を迎えた1945年（昭和20年）に入っても結成は順調に行なわれたとするが、戦災が日本全土におよび、戦局が悪化してきたために、募集は困難の度を増し、終戦による混乱に直面したために、募集を途中で中止し、戦前の投資信託の募集は終りを告げたとしている。

（4）野村証券投資信託の評価

続いて、野村証券が取扱いした投資信託の評価としては、この間3年9ヵ月で合計結成額は2億5千万円に達した（表7）。これは後述の5社等を含めた全社投資信託結成総額5億2,850万円の47.％を占め、かつ1941年から1945年（昭和16年から20年）に至る普通銀行定期預金増加額が約17億円であったことと比べると、野村証券の投資信託の発展が速く、非常に大きな役割を演じていることを指摘されている⁹⁰。また、2億5千万円に達する結成額の申込者は延べ8万5千人に達したが、全回を通じての申込者の口数別比率（件数比）をみると、1口22.9％、2口25.3％などを中心に5口以下で72.4％を占めたことから、小口の申込みが圧倒的に多かったとしている⁹¹。

⁸⁷ 古川文久第32号118頁 その他の相違 イ. 組入証券の売却、購入、銘柄選定は大蔵省の許可を必要 ロ. 買戻し及び部分解約の規定なし ハ. 受益証券がすべて記名式 ニ. 受益証券の発行者は受託会社

⁸⁸ 野村証券株式会社調査部編（1942）530頁 また同5頁では当時の野村証券専務であった飯田清三は、「証券報国こそは野村証券の職域奉公の実体」と野村家長が判断したと述べている。

⁸⁹ 野村証券投資委託株式会社（1970）10頁 古川文久第32号120頁

⁹⁰ 古川文久第32号120頁 深見泰孝第113号13頁

⁹¹ 古川文久第32号120頁

表7 投資信託設定状況表

(単位：百万円)

年度	野村	日興	山一	藤本 (大和)	合計
1941	17.5				17.5
1942	41.5	13.5	9.2	22	86.2
1943	41	24.5	26	43	134.5
1944	115	20	77.8	25	237.8
1945	35	3	14.5		52.5
合計	250(47%)	61	127.5	90	528.5

資料：証券信託協会編「証券投資信託十年史」⁹²

6-2. 5 社有価証券引受会社による投資信託創設

動きに敏感な業界であるため同時期に他の証券会社でも、投資信託創設に向けた企画が進められていた。野村証券に先を越された有価証券引受会社5社には、1年後の1942（昭和17）年8月に認可が出された。藤本ビル・ブローカー、山一、小池（後に山一に合併）、川島屋、共同⁹³の証券5社が、日本投資信託⁹⁴を受託者として、投資信託業務に進出している（設定は同年9月）。

認可が出されるまでの経緯としては次のようなものであった⁹⁵。藤本ビルブローカー証券は、1940年に合同証券投資信託のスキームを作って、信託会社とも提携交渉を始め、山一証券も1940年9月には投資信託の研究を始めていた。それにも拘らず遅れた理由としては、次の事情があった。当時大蔵省の方針は信託会社が受託会社として信託業務に参入することを適当であるとしていた。しかし、信託会社側では、単独で受託会社となることに消極的な取決めをしていたため、証券会社の申し出を受けなかった。そこで、1942年（昭和17年）3月には、信託会社側が協調し共同で休業状態にあった日加信託を買収の上、有価証券引受

⁹² 証券投資信託協会編（1963-1966）「証券投資信託十年史」本編・統計編 証券投資信託協会 深見泰孝第113号13頁

⁹³ 川島屋と共同は後に合併して日興証券となる

⁹⁴ 信託業協会に加盟する信託会社が共同出資して設立した株式会社

⁹⁵ 深見泰孝第113号11頁12頁 設立までの経緯について詳細に解説されている。

会社の意向に合わせ投資信託受託専門の日本投資信託とすることにした。有価証券引受会社5社も日本投資信託を投資信託の受託会社とすることで合意した。

6-3. 第二次世界大戦時の投資信託終焉

1945年（昭和20年）8月の終戦によって多くの証券の価値が喪失したこともあり、3割近くのユニットは元本割れとなった⁹⁶。元本補償の負担などから、終戦後2年間の償還延長措置が講じられた。1949年から1950年（昭和24年から昭和25年）にかけて野村證券も含め各社は、戦後ハイパーインフレがあったこともあり、全ユニットの償還を行った。ここに戦前の投資信託は完全に終了している。

まとめ

以上のことから、第二次世界大戦時の投資信託はイギリスやアメリカで行われていた一般的投資信託の特徴とは大きく異なり、異質の出自を持つものであった。国策の下で投資信託を金融投資商品とし証券市場に導入した進め方は、各業界などの資料をみると戦時の特殊事情により投資信託の導入が「報国」、「挙国一致の国策」として半ば義務的に慫慂されたことから業界意向や慣行とは乖離した形で結実している⁹⁷。業法である投資信託法を制定することもなく、証券業界と信託業界の業際問題を解消する手段としてイギリスで投資信託の方式としてメジャーではないユニット・トラスト制度を外枠として使い、投資信託として一つのツールの中に両業界を二頭立てプレイヤーとして仕組んでいる。2社の関係は基本的に証券会社社が主となり運営し、信託会社は運用債券等の管理に限られている。両業界は、内側である役割分担について綱引きを行い、イギリスでは受託者が受益権を発行するが日本では、委託者である証券会社が受益者として受益権を発行するなどの変更を加えている。その妥協として信託会社の健全性と信用のため2割の元本保証を証券会社が受け入れている。

⁹⁶ 古川文久第32号123頁

⁹⁷ 野村證券株式会社調査部編（1942）2頁「投資信託業務の国策的使命を完遂いたしたき所存である」

特記すべきは1942年（昭和17年）「金融統制団体令」が出された⁹⁸。戦争遂行のため、全ての業態が計画的統一的に金融を実施しようとするもので、有価証券引受会社統制会も設立された。国家統制として、野村證券他の証券会社も有価証券引受会社統制会の統制を受けた。投資信託業務を行う各社は、毎年、次年度の受益証券売出予定計画や、四半期ごとの月別売出予定額の統制会への提出が義務付けられた。そして、有価証券引受統制会理事長が必要と認めれば、投資銘柄の選定、投資額、投資期間、売買時期や条件などを各社に指示できることとなっていた⁹⁹。

その結果、投資信託がイギリスやアメリカでみられたように、本来的特性として備えるべき属性が失われた。一般市民の投資口として専門家の識見によって効率的な投資を行うとともにリスク分散を図り、投資資金の安全性を確保することにより経済社会の健全な発展に寄与する目的は捨象された。端的に戦争体制下で求められる国策上の資金配分に適う投資行動として、投資信託という新しい投資商品がタイミングよく使われてしまった。

（以上）

⁹⁸ 1942年（昭和17年）4月18日公布（勅令第440号）

⁹⁹ 深見泰孝第113号14頁15頁