

戦時投資信託の誕生

小林 和子

要 旨

証券市場における有価証券といえは長い間伝統的な債券、株式、そして証券投資信託の3種類に限られたが、日本では前2種類の時代が長く、投資信託が登場するまでには60年以上の時間が経過した。その理由は中小大衆投資家層がなかなか形成されず、新金融商品の市場導入に作用すべき証券業者の力も弱く、また監督官庁が取引所・証券行政（農商務省系）と金融行政（大蔵省系）に分かれ、どちらも新金融商品の導入に積極的ではなかったためでもある。学者の議論としては少なくとも大正年代末期には投資信託が紹介されているが、これを日本市場で具体化する動きはなかなか生じなかった。

若干の先行形態（合同・代行証券投資）を見た後、昭和12年半ばに成立した藤本有価証券投資組合が日本の戦前期投資信託の嚆矢となった。ところがこの組合は大蔵省により3年後の昭和15年半ばに新規設定を中止させられ、翌年11月に信託法に基づく戦時投資信託が大蔵省により野村証券・野村信託に認可される。民法組合形式による投資方式を否定して、信託法方式で信託業と証券業との競合を回避させ、また証券引受会社統制会を大蔵省の機能の一部として活用しえたことが、戦時投資信託の成功の要因である。自由市場の最後の段階で誕生し、統制市場の下で開花したのが日本の投資信託であった。

目 次

はじめに

I. 日本における投資信託の定着

1. 戦前期

- 1) 合同・代行証券投資の発生
- 2) 藤本有価証券投資組合
- 3) 戦時投資信託の承認

2. 戦後期

- 1) 戦時投資信託の償還延期と額面償還

2) 新投資信託法制の模索

3) 戦後投資信託の創設

II. 合同・代行証券投資形態の発生

1. 大正期
2. 昭和4～6年ごろ
3. 昭和12年

III. 藤本有価証券投資組合の登場

1. 設立の経緯

2. 組合基本契約書
 3. 運営の実態
 4. 大蔵省による新規設定中止
- IV. 戦時投資信託の承認
1. 新方式による投資信託計画
 2. 野村系への新投資信託許可

3. 引受会社統制会5社への許可
 4. 戦時投資信託の運営
- V. 満州における投資信託の試み
1. 満州証券投資株式会社案
 2. 満州投資証券株式会社
- 結び

はじめに

1980年代に証券化商品が続出するまでの長い間、証券市場における有価証券といえは伝統的な債券、株式、そして証券投資信託の3種類に限られた。日本に関していえば、明治3年、近代日本最初の有価証券であり、債券であり、国債であり、外国公債であった9分利付英貨公債の発行により、近代的な有価証券が誕生し、これに続いて明治6年、第一国立銀行の設立により、日本最初の株券が誕生した。明治7年の株式取引条例はこれ等の他にいくつかの証券を想定したが¹⁾、株式取引所は設立されなかった。明治11年株式取引所条例は株券と公債を対象とし²⁾、同条例により設立された日本最初の株式取引所である東京株式取引所に現実に上場されたのも最初は公債、すぐに株券が加わって、取引所取引の中心になった。やがて債券の発行主体が地方自治体、株式会社、免許銀行、その他の金融機関と拡大し、株券を発行する株式会社も格段に増大したが、3番目の投資信託が登場するまでには60年以上もの年月が経過した。

I. 日本における投資信託の定着

端的に投資信託という名称の証券投資の形式

が登場するのは昭和16年以後、戦時投資信託の時代であるが、それ以前に昭和12年から藤本有価証券投資組合が存在し、これをもって日本の投資信託の淵源とすることが多い³⁾。しかし、これ以前にも投資信託的な思考方法の産物と思われる企図はいくつか存在した。昭和16年以後、昭和12年～15年、そしてそれ以前の、三段階に亘って、遡ってかなり詳細な概説を記したのが、服部文一『戦時株式投資論——国民貯蓄形態としての株式——』(昭和18年)である。投資信託の専門家による書下しの歴史や解説文はそれなりに多くあるが、中では藤本ビルブローカー証券で投資組合及び戦時投信の業務を実際に担当した服部の著書が群を抜いて包括的である。服部はまた『藤本ビルブローカー証券株式会社三十年史』(昭和11年)の編者でもある。『戦時株式投資論』はその書名が示すように直接には戦時の株式投資を論じたものである。大東亜戦争勃発以前であれば「株式が国民貯蓄の対象たり得るか」の設問はおそらく否定し去られたであろうが、勃発以後の今日では「否応なしに株式をこうした性質のものにする、改変する必要さえ存し」、「株式から投機を追放せよ」が絶対至上の要請である、と同書の「序」は述べた。株式が「国民貯蓄の対象」たりうるためには、その安定化、社債化、それを支える企業内容開示(の標準化)の方向性が必

要で、その方法は多様であり、同書はその研究の一端に過ぎないが、あえて一書と為したのは関係文献が徒に散逸することを恐れたため、という⁴⁾。殊に、「藤本有価証券投資組合に関する記録」は投資信託が新発足した昭和17年時点で、「公表するには最良絶好の機会」であるとされた。同書は前編および後編第1～3章で戦時下の株式直接投資を語り、第4～9章を投資信託の叙述に当てており、量的には投資信託関係が4割を超える。

1. 戦前期

1) 合同・代行証券投資の発生

昭和12年藤本有価証券投資組合の登場以前に若干の合同証券投資、代行証券投資の企図があった。後述のように古いものは大正中期に遡ることができる。多くの論者がこれらを非常にプリミティブではあるが後の投資信託につながるものとして見ている。しかし、具体的な資料は少なく、各種の歴史叙述の中に見出されるに止まる。

2) 藤本有価証券投資組合

日本における投資信託の「濫觴」「先駆的存在」「先駆」とされるのは、昭和12年に藤本ビルブローカー証券が創始し、昭和15年半ばに大蔵省によって新規設定を中止された藤本有価証券投資組合である。これに関しては前掲服部の著書に相当の資料が含まれ、また他書にもそれなりの記述が見られる。

3) 戦時投資信託

大蔵省により前掲投資組合が中止された後、信託会社側と証券会社側とでそれぞれに投資信託が企図されたが、これらが諸事情を解決でき

ず、具体化されないでいるうちに、野村証券と同系の野村信託が提携して信託法による投資信託を企図し、大蔵省に認可を申請した。昭和16年11月、大蔵省はこれを認可し、その後、他の信託会社側と証券会社側も提携の方策を見出して、野村方式に倣って、昭和17年8月大蔵省の認可を得た。これが、日本における最初の投資信託であり、戦時投資信託として開始されたことに大きな特徴があった。

2. 戦後期

1) 戦時投資信託の償還延期と額面償還

戦時投資信託の期間は3～5年であり、一部は戦時下に償還されたが、大半は戦後に残存し、運用資産の消滅・減価により損失を出し、「損失額の2割補償」特例により償還すれば証券会社が大きな損害を被る状態が明らかであった。このため、昭和21年から数回に亘り償還延期が承認され、その間に急激にインフレーションが進展して金融資産の価値が激落したために額面あるいはそれ以上の償還が可能となって、昭和24年3月～25年3月に償還が終了した⁵⁾。

2) 新投資信託法制の模索

証券市場の戦後改革の過程で、新・証券取引法の検討と制定に並行して、投資信託に関しても新法が検討された。特に会社型の法制が考究されたことは注目されるが、結局これは具体化されなかった⁶⁾。

3) 戦後投資信託の創設

戦時投資信託が償還された後、昭和25年になって別途、新たな法制が考究され、議員立法として提案され⁷⁾、成立したのが昭和26年6月4日公布施行の証券投資信託法である。同日、

大和・日興・野村・山一の各証券会社は投資信託委託会社として登録した。ここにおいて証券投資信託は初めて単独法を根拠として成立したが、法的な組織形式は戦時投資信託と同様に信託契約型であった。これに会社型が加わるのは平成10年（証券投資信託及び証券投資法人に関する法律に名称変更）であり、実に47年の経過を必要とした。その後、平成12年に投資信託の対象を有価証券に限定しないこととなり、法律の名称は投資信託及び投資法人に関する法律と再度名称を変更した。

II. 合同・代行証券投資形態の発生

日本における投資信託の「先駆」的存在として衆目の一致する藤本有価証券投資組合は信託法にも投資信託単独法にも拠らず、既存の法制としては民法に拠っただけの組合形式であるが、投資の専門家ではない複数の一般投資家の資金を糾合し（資金の合同）、証券取引の専門家である証券会社が呼びかけて組合を形成させ、その後の運用と管理を行う（運用の代行）ものであった。投資家側から見れば自己の資金を自らの判断で運用する直接投資ではなく、仲介者に運用を委託する間接投資であり、糾合される資金額と運用益の追及を行えば必然的に集中投資よりも分散投資に結果したものと思われる。1. 合同投資、2. 代行投資、3. 有価証券に対する分散投資の3点をこの組合の特徴と捉えて、これに先行する萌芽的な間接証券投資の形態を拾ってみよう。

1. 大正期

日本に信託業法ができたのは大正11年である

が、それ以前に信託業務そのものは存在した。明治33年設立の日本興業銀行法第9条第4号には「地方債証券、社債券及株券ニ関スル信託ノ業務」が挙げられ、また明治38年担保付社債信託法は法の名称に「信託」の語が入っている。とはいえ業務全体としてはそう大きなものではなかったようで、その間隙を突いて台湾銀行が同銀行法の一部改正に当って業務に「信託」を入れ、興銀同様に信託業務を行いうるようになったのが大正3年であった。その上で大正5年11月に東京支店で信託預金制度が開始された。同行「信託預金規定」によれば、第2条「信託預金は適宜の方法により之を投資し投資物より生ずる収入利息中第4条の信託料を引去りたる利益を預け主に配当するを以て目的とす」とされ、一口の最小限度は5000円、期間2年以上、投資先は台湾、支那、南洋等の事業の他、有利な証券投資、第5条に定められた利益配当最低保証率は年5分5厘乃至6分であった⁸⁾。この「信託預金」は高利率のため好評で、大正7年には総額ほぼ4000万円に達し、投資対象は支那政府関係借款、英仏公債、英国公債、製糖業などが大きかった⁹⁾。しかし、高利率で預金を誘引したことが銀行協定違反を疑われ、結局大蔵省に警戒されて、大正7年の法律で禁止された。流れは信託法制の整備の方向に向ったのである。

この「信託預金」を前述の投資組合の3特徴に照合してみると、資金の合同性は「規定」されてはいないが実質的に備えており、代行投資性は「規定」で銀行が投資の責任を採ることが明確である。有価証券への分散投資方針は「規定」されず、政府借款や事業投資が主で有価証券投資は従であったようだが、現実には有価証券を含めたある程度の分散投資に結果してい

る。日本における投資信託の原始的な形態の一つで、信託預金形式を活用した萌芽的な形態であったと見ることはできよう。

もう一つ、神戸信託株式会社による大正9年小口担保設定、10年第1回募集の不動産投資信託なるものがあった¹⁰⁾。土地購入者に売渡し形式で資金を融通し、また小口資金で土地思惑をしようとするものに便宜を図ったもので、好評だったが、1回の設定で終わった。投資信託という名称は使用したようだが、前述の3特徴に照合できるだけの資料はない。

2. 昭和4～6年ごろ

前掲服部著の第4章では、「英米の投資信託の盛行に刺激されて」昭和4、5年頃に投資信託の移植計画が2、3現れたとされる¹¹⁾。設立の動機は当時の有価証券価格の下落を食い止めようということにあり、いずれも失敗に終わった。例として、「東新株買同盟会組織」（中小投資家の一種の投資プール組織、最安値株に投資）と、「民衆シンジケート」（地方農民、官公吏、会社員、工場労働者等の階級者で組織、出資金を合同して株式利殖）が挙げられた。この記述の大半は昭和7年刊の江口行雄著『投資信託論——証券投資会社の研究——』に依存している¹²⁾。「民衆シンジケート」の出典は不明である。江口はこのあたりを「投資信託設立運動」と呼んだ。江口によれば「東新株買同盟会組織」（案）は出資金1口100円（3口まで）、50口で締切り東新株現物買入の資金とするなどの規定を持ち、「東新株買に投資信託の趣旨を応用したもの」と見ることができ、異なるのは分散投資がないのと短期的な点とである、とされた¹³⁾。株価激落を利用する案であるから昭和5～6年の金解禁恐慌（昭和恐慌）期である

う。

次いで、服部は昭和5年10月の生保証証券会社の設立を挙げ、長期保有証券の市価下落への対応策として妥当だと評価している。これは市場関係者としての評価で、江口は「生保会社の共同投資機関ではあるが、実質は、その従属会社若しくは従属的引受会社」とみた。生保証証券の設立には監督庁の大蔵省が絡み¹⁴⁾、一応の成功を見た。しかし、投資信託の原型と見るには、純粋な投資目的とは言いがたく、生命保険業界のための組織である点がネックになろう。また昭和6年に三菱信託各務社長がロンドンで設立したイースタン・トラスティーズ・リミテッドも東京海上火災保険、明治生命保険、日本郵船及び三菱信託4社の共同出資で、ロンドン市場における有価証券投資を目的とした、限定的なものであった¹⁵⁾。

この他、昭和4年1月、早川ビルブローカー銀行による投資トラスト設立の動き（会社型）、及び同年8月の東京電灯株式会社及び東邦電力株式会社の共同出資による資本金1000万円の北部証券会社設立の計画（東北電気事業の技術的資本的統制）などが、投資信託に近縁のものとして認識されている¹⁶⁾。

3. 昭和12年

服部著では最後に東株関係者による放資会社の発起が取上げられている。年次は明記されていないが、2千万円程度の資本金を以ってマージンとし、借入れを加えて1億円程度の株式放資（東株に相当程度集中）をしようというものであるから、「投資信託と僭称するも、寧ろ一種の冒瀆」で「投資会社」とするのが至当であったという。江口著にはないことと、この数字と表現を見れば、昭和12年、藤本有価証券投

資組合の成立直前に成立した大日本証券投資¹⁷⁾を指しているのではないかと思われる。とはいえ、この投資会社こそ株価維持を高く掲げた組織であり、「投資信託と僭称」したことは確認されていない。

服部著第6章では、投資信託の開始の可否は日本でも久しく懸案であり、信託業界では特に関心を寄せたと思われるのに成らなかったのは、「機が熟さなかったと同時に、政府当局が保守的であったため」とされた¹⁸⁾。信託業界の意欲と大蔵省の抑制的判断は、この後、藤本有価証券投資組合に対して大きな枷となって明示された。

Ⅲ. 藤本有価証券投資組合の登場

1. 設立の経緯

服部によれば「昭和12年7月突如」藤本有価証券投資組合が誕生したのは、当時の藤本ビルブローカー証券専務取締役三輪小十郎が知己などから零細資金（千円単位）の寄託を受けて、危険分散を行いうる合同投資の方法を考慮し、相談を受けた服部が約3ヶ月で成案を得たことによる¹⁹⁾。英米の投資信託事情を知識として知り、日本における失敗例の咀嚼の上に、株式投機中心で来たわけではない証券会社（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）の内部から、消極的ではあれ顧客の寄託に応える形でイノベーションが行われた、それがこの投資組合の考案であった。設立趣旨によれば、英米の投資信託とも、後の野村証券・野村信託の投資信託（信託法制による）とも異なるが、英国ユニットトラストの制度には近く、民法上の組合として、信託の発生はなかつ

た²⁰⁾。とはいえ、後に中止に至った経緯に信託会社側から信託類似行為であるという反対が絡んでいたことは、実際には若干の信託関係の発生を否定し得ないところがあったことを示している。この投資組合が成立するためには「有力な斡旋助長の機関が必要」であり、証券会社がその斡旋者の役割を担った。契約の内容には法曹界の権威、松本蒸治及び毛戸勝元両博士の指導を受けたという²¹⁾。

2. 組合基本契約書

同投資組合は民法上の組合であるから、組合契約こそが基本であり核心になるのであるが、残念ながらその組合の基本契約書の原文の全文を入手することはできなかった。戦前期の資料としても、また戦後に改めて記録されたものとしても、大和証券にも、投資信託協会にも保有されていないようである。いくつかの文献から組合契約の条文あるいは概略文を集めて組合わせてみたのが以下の組合契約（抄）であるが、第4、7、9～17、28、30条が欠けており、32条以下も欠けているかもしれない。全体で何条なのかも判らないのである。3年足らずの命脈では、恒常的に発行された有価証券商品という存在にまで至らず、藤本社内でも保存する動機がなかったのか、大蔵省による「新規発行停止」が禁止的処置として強く響いたのかは判らない。この形では停止されたにしても別の形での再開は社内でも当然検討されていたであろうから、結局は「営業」「販売」のためのその場限りの文書として処分されてしまったものであろう。証券引受会社の免許を受ける前に作成された文書として、監督庁がなく、提出義務もなかったことが裏目に出たともいえる。

藤本有価証券投資組合契約（抄）

昭和12年7月17日第1回組成

- 第1条 [当組合ハ藤本有価証券投資組合ト称ス]
- 第2条 [当組合ハ組合員ノ出資ヲ以テ有価証券ニ共同出資スルコトヲ目的トス。出資ハ1口500円、200口、合計10万円ヲ以テ1組合ガ成立ス]
- 第3条 [藤本ビルブローカー証券株式会社ハ、組合結成ノ幹旋者トシテ予メ組合ノ所有ニ適スル優良証券数種乃至10数種ヲ発表シ、組合成立10日以内ニ幹事会ノ決議ニ基イテ [ウチ5種乃至7種ノ] 証券ヲ選択購入スル]
- 第5条 [組合ハ組合員ニ対シテソノ持分ニ応ジテ記名式ノ出資証書ヲ発行交付スル、記名式ノモノハ代表幹事ノ名義トスル]
- 第6条 [コノ出資証書ハ他ノ組合員ノ同意ヲ得ズシテ之ヲ自由ニ譲渡スルコトヲ得 [藤本ビルブローカー証券ハ出資証書ノ買戻シヲ保証シナイガ、實際ニオイテ組合員ガ出資証書ノ売却ヲ希望スルトキハ、組合ノ所有証券ノ市場処分額ヨリ相当ノ手数料ヲ差引キタル価格ヲ以テ成ルベク買受クルコトトシテイル]]
- 第8条 [但シ藤本ビルブローカー証券ノ持分ハ、解約ソノ他止ムヲ得ナイ場合ヲ除キ、ソノ全部ノ譲渡ハデキナイモノトスル]
- 第18条 [投資証券ハ日本興業銀行 [大阪支店]・[後ニハ] 三和銀行ニ委託スル [保護預ヲ為ス] モノトス 但其ノ預ケ主名義ハ幹事連名ヲ以テス [証券ノ

銘柄、数量、単価等ハ組合員ニ通告スル]]

- 第19条 [藤本ビルブローカー証券株式会社ハ常ニ組合結成ノタメノ幹旋ヲ行イ、組合成立後ハ組合ノ委託ヲ受ケ、一定ノ手数料ヲ以テ一切ノ組合事務ヲ代弁スル、又同社ハ全テノ組合ニ組合員トシテ参加シ、規約ニ従ッテ次項ノ幹事ニ選任サレ、幹事ヲ代表シテソノ決議又ハ組合ノ規約ニ従ッテ事務ヲ執行ス]
- 第20条 [組合ハ組合員中カラ2名以上5名以内ノ幹事ヲ選任シ、ウチ1名ハ同社ヲ以テ當ツ]
- 第21条 [幹事会ハ契約ニ基キ組合事務ノ処理ニ関スル規定ヲ制定スル]
- 第22条 [幹事会ハ契約ニ基キ組合所有有価証券ノ売却ヲ行フ [実行スルノハ藤本ビルブローカー証券株式会社]]
- 第23条 [幹事会ハ契約ニ基キ組合所有有価証券ノ売却代金、若クハ投資証券ノ元本払戻ヲ受ケタ資金ノ再投資ヲ行フ [実行スルノハ藤本ビルブローカー証券株式会社]]
- 1、無配当株式ニ投資スルコトヲ得ズ
 - 2、国債、地方債、銀行債、社債及東西株式取引所上場銘柄
 - 3、公社債投資ニ代ル再投資ハ株式ヲ以テスル事ヲ得ズ
 - 4、株式ニ対スル投資ハ尠クトモ2種以上ノ事業ニ涉リ分散スルコトヲ要ス
 - 5、1会社ノ株式ニ対スル投資額ハ株式投資ノ5割ヲ超ユル事ヲ得ズ
 - 6、払込未済金アル株式ニ対スル投資額ハ株式投資額ノ5割ヲ超ユル事ヲ得ズ
- 第24条～第26条 [利益分配ニ関シテハ幹事会

ノ決議ニ依リ分配ノ時期並ニ予定収益率ノ範囲内ニ於ケル予定分配率ヲ定メ之ヲ分配シ [年4分乃至5分見当ヲ年2回ニ分ケル], 剰余金ハ繰越金ト為スモノトス]

第27条 [投資組合ノ存続期間ハ成立ノ日から満3ヶ年トシ, 期限ガ到来スレバ遅滞ナク所有証券ヲ処分シ, 組合員ニ分配スル。但シ所有証券ノ即時処分ヲ不利トスル事情アル時ハ幹事会又ハ出資10分1以上ニ当ル組合員ノ3分2以上ニシテ出資総額ノ3分2以上ニ当ル組合員ノ同意ニ依リ解散 [延期?] スル]

第29条 [期限前ト雖モ, 所有証券ノ全部ヲ処分シタル場合, 又ハ解散ヲ有利トスル事情アルトキハ幹事会又ハ出資ノ10分1以上ニ当ル組合員ハ解散ノ提議ヲ為シ得ルモノトス, 此ノ場合ニ於テハ総組合員ノ3分1以上ニシテ出資ノ3分2以上ニ当ル組合員ノ同意ニ依リ組合ハ解散ス。]

第31条 [但シ幹事会ノ決議ニ依リ元本ノ処理ニ依リ得タル利益及剰余金ハ臨時ニ分配スルコトヲ得]

[出所] 『大和証券60年史』, 雑誌『投資経済』第17巻第14号, 及び服部著に掲載された条文と思しきもの, 及び説明文を組合わせたもので, 必ずしも原文と一致しないが内容は合致すると考える。なお, 第27条に関し, 服部著には「解散延期中のもの」の記述あり。この他, 竹の号 (昭和12年11月15日組成) 組合契約の抄 (第6, 11, 19, 22, 23, 27, 31条) がある (石原宏一「藤本有価証券投資組合をめぐる」『証券投資信託会報』第17号)。

全文は揃わないが, 重要な条文はここに含まれているものと考えておく。第2条が記すようにこの組合は組合員による有価証券共同投資の仕組みである。1口500円というのは株式額面50円では10株に当り, 当時の最低売買単位10株と等しく, すなわち (額面を通例上回る) 時価による直接投資株式1銘柄を持つよりも低い金額であり, 2~3銘柄以上を持つのが通例の投資資金としては中小あるいは零細資金といえる。藤本ビルブローカー証券は組合結成の斡旋者として極めて能動的な役割を果たし, 組合員の一人として投資持分を持ち, 原則としてその持分の全部譲渡は行うことができない。同社は組合事務の委託を受け, 組合の「頭脳」である判断機能を集約する組合幹事会の一員となり, かつ投資証券の選択購入, 再投資などを行う。投資証券は銀行に保護預けをするが, 銀行の機能は他にはなく, また信託とは全く接点がない。この新金融商品の組成, 運用, 解散の過程は証券会社の独擅場であり, 藤本証券の担った機能は組成の斡旋者, (組成時から解散時までの) 組合員, 幹事, 運用者, 管理者と全面に亘った。信託行為ではないかという疑点はあったが, 当初から明確に指摘できるほどの根拠もなく, 金融・信託を監督する大蔵省としても当面は静観したようである。すなわちこの組合の基本構成はなかなかしっかりしていたのである。なお, 第21条が記すように組合事務処理に関する規定が存在したようだが, 入手はできなかった。

3. 運営の実態

藤本投資組合の組成状況は昭和12年7月から昭和15年6月末までの丁度3年間に組合数127, 金額1270万円, 募集回数54回, 加入者組合員数

は延べで1万2474名に上った。投資証券の原投資額は国債136万2千円、公社債51万5千円、株式129銘柄1068万4千円)と株式が中心であった。服部著が掲載した組合実績一覧表(予定分配率、投資証券銘柄を含む)と解散状況は他にない資料であろう。募集中止の事情は次節で述べる。投資組合の経営については、出資金総額約10万円(1口500円)、出資証書の売出形式(加入募集)、第14、15回の特例(売出式)、第38回の特例(集中投資、高利回り)、第35回以降の変化(公社債に重点)が注目され、出資証書は自由譲渡性、分配金の課税は第3種所得および付加税を組合が納税する、投資証券の再投資規定、存続期間3年などが定められた。藤本ビルブローカー証券株式会社「藤本金融証券週報」には同組合関係の営業広告(持分売出・加入者募集)及び解説文が掲載された²²⁾。同週報掲載、当時の専務三輪小十郎の発表とされる昭和13年1月「藤本有価証券投資組合に就て」によれば²³⁾、昭和12年中の第13回の募集は、北支事変直後の株価の激落とその後の回復により好成績を上げ、第14回募集から200口に達するごとに直ちに1組合を組成することを決めた、という。最後は昭和15年6月29日付募集で、すでに大蔵省の中止命令が出た後であるゆえか、「期間」について但書きで解散に触れられている。

4. 大蔵省による新規設定の中止

藤本有価証券投資組合の設立趣旨は「英国ユニットトラストに範をとり、我国情に適應するよう考案した証券投資の新しい仕組みで、我国に於て創めての試み」と意気軒昂であったが、しかしこの組合は商法や信託法には全く抛らず、何等の監督庁による管理・監督もなかつ

た。この点が後に問題になった。当初の信託業界及び大蔵省の対応はよくわからない²⁴⁾。

昭和15年6月25日付で、大蔵省から有価証券投資組合の新規募集を中止する指令が出された²⁵⁾。内容の第一は、現存組合は存続期間中は存続を承認されるが、新規募集は昭和15年6月限りで中止する。第二は、今後に関してで、(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、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の承認を得ることとされた。当局とは当然ながら、従来証券業者および取引所を監督してきた商工省ではなく、金融行政の大蔵省であった。

大蔵省が提示したこの今後の枠組みが示すものは、①信託契約を利用したユニットトラスト型の投資信託を認めること、②その事務処理を引受ける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、業法上の他業認可を得ること、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。裏を返せば、藤本の組合を「認められない」理由は、①信託契約を利用していない(信託会社を活用していない)、②証券引受会社であるのに有価証券引受業法による他業認可を受けていない、そして③当然ながら大蔵省から契約条件の細目などの承認も得ていない、というところにあった。昭和12年当時は何もいわれなかったのに、この時点になって、証券業者の自

由なイノベーションの結果としての投資組合は認められないが、大蔵省の監督下に信託会社と証券引受会社が提携する形のものであれば認めるといふ論理が打出されたのは、一つに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、いま一つには昭和13年3月公布・7月施行の有価証券引受業法が新たに出てきたゆえであった。藤本ビルブローカー証券はもはや単体として自由な創意工夫で突出しうる組織ではなく、横並びで大蔵省の管理監督を受ける証券引受会社であり、その大蔵省には古くから信託会社の管理監督機能が具備されていた。その結果であったとすれば、自由市場が金融統制に屈服させられたためであったともいえる。

この指令を受けて藤本社内では6月29日に専務取締役名で「枢要の職にある諸氏に特に内達」という達示を出した²⁶⁾。中止指令を「当社の創意的努力も遂に成果を見んとするに至り今後一段の発展を待望しうるは甚だ欣快に堪えざるところ」と受け止めた上で、今後はまず有力なる信託会社と提携して、合同投資の単位は増大させ、信託会社と提携するため手数料も低廉ではなくなるが、本邦初の新機構たる同投資信託には「その揺籃期には独り当社にのみ特許せらるる様其筋の内意も有之模範的に之が整備を期する所存に候」とした。現方式では中止されたとはいえ、大蔵省の認める新方式でも、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のである。なお、藤本の組合は昭和17年11月に63が現存した²⁷⁾。

IV. 戦時投資信託の承認

1. 新方式による投資信託計画

大蔵省が野村系の投資信託の申請を承認したのは昭和16年11月であり、前記藤本への中止から1年4ヶ月経過している。この間、藤本はもちろんのこと、野村以外の証券会社及び信託会社・信託協会は拱手傍観していたわけではない。

先行者としての誇りと自信を持つ藤本ビルブローカー証券は新方式、すなわち信託会社との連携による信託型投資信託の制度を具体化すべく検討した。しかし、連携すべき信託会社の側では別に独自の投資信託計画を考えていたために、連携先信託会社を探し出すことがなかなかできなかった²⁸⁾。東京地盤の大証券であった山一証券も戦時統制下に新規の営業分野開拓を図り、昭和15年9月には投資信託の研究を開始した²⁹⁾。『山一証券史』は「法律を根拠に信託会社を中心とするか、証券の運用が実質だとして証券業者を中心とするか、投資信託のいわば主導権をめぐって両者の意見は容易に一致しなかった」と書いているので、藤本と同じ状況で信託会社との連携はならなかったとみられる。後に山一証券と戦時合併する小池証券は、すでに昭和11年の役員の海外視察旅行で投資信託の資料を持帰り、検討したが、時期尚早として実施は見送っていたという³⁰⁾。川島屋証券はこの段階で特に検討はしていなかったようだ³¹⁾。

信託型で行くことが明示されたのであるから、信託会社を糾合する信託協会は当然ながら信託会社中心の投資信託の新計画を立てていた。信託協会の歴史記述によれば、同協会は昭

和15年12月末当時に「投資信託制度に関する調査報告」をまとめ「証券投資を主とした指定金銭信託の団による合同運用方式」を提案したが、翌16年1月、2月の理事会審議で「実施に踏み切る時期ではない」として検討は打ち切られた。同年10月6日の理事会で再度検討が開始され、「当局からの示唆もあり、野村証券＝野村信託による投資信託制度が検討のたたき台として活用され」て、「投資信託実行案」が作られ、10月28日に大蔵省当局に説明された³²⁾。これは信託の独自案であり、証券引受会社協会代表者から「共同出資の子会社に証券引受会社を参加させることを要望してきたが」重要事項の決定は信託会社側で留保することで意見が一致していたという。当時の新聞報道によれば、野村系に許可の方針が出された当時、信託会社のほうでは三井以下7有力信託会社が投資信託を組織し（受託者）、共同して委託者として新証券会社を設立し、損益は受益者に帰属せしめるという案であった³³⁾。

2. 野村系への新投資信託許可

現実には昭和16年10月29日発表の大蔵次官談によって、「ユニットトラスト式投資信託を、信託形式により導入すること」が明確にされ、この間に出されたさまざまな案はさておき、予ねて申請中であった野村証券と野村信託の提携による投資信託業務の創生が許可されるに至った³⁴⁾。野村証券と野村信託は10月23日に承認の申請を出していた。その直前と思われる一つの資料がある。野村証券東京支店が証券引受会社協会に対して提出した、あるいはその予定であった、投資信託業務創設に際しての定款変更等の「御届」である³⁵⁾。「主務官庁の許可あり次第左記の通り定款変更の上本業務を開始致度

所存」として、「投資信託ニ関スル業務」の追加を記したもので、年月日は入っていない、有価証券引受業法による兼業届けであった。藤本の組合が同様の兼業届けを出した記録はない。

大蔵次官談話は、第一にユニットトラスト式投資信託を特定金銭信託契約を根幹において設定し、株式に対する新たな固定的投資層を開拓し、株価の安定に資し、産業資金の疎通に役立つとし、第二に信託協会でも研究して一つの成案を得たが（前掲案か）、実行には時間がかかるので「差当り既に具体的に実行の準備を了している」野村証券と野村信託に認め、第三に政府は将来適当な指導監督を加える、とした。第一点は信託契約型の投資信託であることを明示し、第二点はこの形式で準備を終え認可を申請していた野村に先鞭を付けさせることを、第三点は今後の監督強化を展望したものである。第二点に関して言えば前出のように、前年6月に藤本の投資組合を中止させて後、信託協会は有力信託会社が共同で委託者となるべき証券会社を新設する案を作成し、その新設について協議中であり、また藤本も信託会社との提携を模索していた。しかしいずれも現実化しておらず、すでに同系に野村信託（休眠状態の藤田系大正信託を野村が譲受け昭和8年4月大阪信託として開業、13年野村信託と改称、1位株主は野村合名）を持ち、具体的な提携方式を作成して認可を申請していた野村証券が、一歩どころか完全に先んじたのである。因みに野村信託は（昭和18年5月に銀行の信託兼営が認められた後）昭和19年8月野村銀行に併合され、初の信託兼営総合銀行の一翼となった。信託契約方式が骨子になるとすれば、信託会社側からは証券会社が必要であり、反対に証券会社側からは信託会社が必要であるが、既存の信託と証券では

提携が困難であった。信託法制によるのであれば信託会社中心で、信託預金との競合の問題もある。実際の証券運用実務では証券会社の業務であり、証券会社が中心になって当然である。両者の既存利益の帰属の争いと共に、信託型方式で信託会社と証券会社の業務分担の関係、とりわけ一般大衆への勧誘・販売・途中換金・管理等の全過程における証券会社の機能が明確に認識されていなかったことが、提携の困難を招いたと思われる。「差当り」ということで与えられた野村系への許可は、時局上の役割の緊急性が決定的であったということであろう。

野村系への正式の認可は同年11月13日あるいは14日である。野村証券では、10月24日に募集要項を発表し、次官談話を経て、11月13日に業務開始の許可を得たとされる³⁶⁾が、『銀行通信録』の報道では14日とされる³⁷⁾。大蔵省による資料はなく、『銀行通信録』の記事では、「我が国最初の投資信託制度の実現をみること」になった、その実行例の内容、第1回の募集要項、及びその他の投資信託の計画に付いて触れている。信託協会理事会社（三井、三菱、住友、安田、三和、野村、織田、第一各信託の8社）の共同出資による新証券会社設立案と、証券引受会社協会の会員会社（山一、野村、藤本、共同、日興、勧業、小池各証券の8社）の共同出資による新信託会社設立案の2案で、「信託」対「証券」の並行・競願状態である。大蔵省としては斯業の発展を期待して野村に許可を与え、将来を展望していたが、信託と証券が対立することには賛成しなかった。大蔵省は金融恐慌³⁸⁾以後、信託会社には新設不認可の方針を採った³⁸⁾。臨時資金調整法の下では投信業務を行えるような大証券会社、すなわち証券引受会社の新設もおそらく無理であったろう。同年

11月段階では、年内に措置を決定する、「大体信託会社を中心とする計画を認可することになる」と見られていた。

野村系の投資信託の概要は英国ユニットトラストに範をとったが、日本の信託法制によって構成されたものである。すなわち、委託者（野村証券株式会社）と受託者（野村信託株式会社）間に委託者自らを受益者とし、有価証券投資を目的とする特定金銭信託契約を締結した後、委託者はその受益権を均等に分割し、受益証券売上の形式で一般投資家に有償で譲渡する。譲渡の後も委託者は投資代行上の指図を行い、受託者はそれに従って投資し、管理する。信託金額は1単位200万円、4000口に分割して1口500円、信託期間は3年乃至5年（後に5年に一本化）、投資証券の内容には1割以上の国債が入った。株式は8割以下である。藤本の前例と比べて投資家側の1口500円は同じだが、証券会社側の運用の1単位は20倍である。

昭和16年11月19日に野村系投資信託の第1次募集が行われ、それから3週間も経たない12月8日に、大東亜戦争が始まった。その直後に、第3次募集の前に出された「大東亜共栄圏への発展を目指す——理想的投資「野村の投資信託」」という資料がある³⁹⁾。第1次、第2次募集は「予想外に旨く行った」と考えられるが、それは次官談にあるように専門家の運用の妙と、大蔵省の行き届いた監督が、「投資信託の最も安全であり、妙味ある点」だと述べ、この国力の大発展期に愛国貯蓄、愛国投資の気持ちで申し込むように勧誘している。

3. 引受会社統制会5社への許可

他の証券引受会社も負けてはいられず、山一証券は昭和16年12月26日の第30回定時株主総会

で定款に「投資信託ニ関スル業務」を追加決定した⁴⁰⁾。藤本、小池、日興、共同の4社も前後して同様措置を取ったと思われる。昭和16年中には証券引受会社協会と平行線を辿った信託協会が日加信託の買収による新会社設立の方向に転換したのは昭和17年初めごろと推定されている⁴¹⁾。同年2月には同協会は買収の具体案を内定し、「投資信託取扱要項」も内定して、3月31日に「願書」と共に大蔵省に提出した。委託者としては証券引受会社5社が参加することになった。

昭和17年5月30日付の「セールスマン制度の再検、代理店乃至取次店設置の可否に関し答申」という山一証券社内の資料がある⁴²⁾。投資信託等の新業務開始に対応して如何に販売機構の強化を行うかを検討したもので、既存のセールスマン制度には歴史はあるが（昭和5年開始）人を得るかどうか、代理店の新設は引受業法に拠るも取締業法に拠るも主務大臣の認可が必要で実現の可能性は低い、各地・地域に取次者を試験的に設け、投資信託から始めるのがよいのではないかと、この提案である。前年12月からの半年間に、とりわけ17年2月以降に金融統制が急進展し、5月12日には信託統制会と証券引受会社統制会が設立され、大蔵省は信託と証券の個別の投資信託計画をいわば合体させ、信託統制会と証券引受会社統制会とを対等に、面子を立てて、競争を解決した。自由市場であれば市場に委ねられるべき業界の競争を統制組織が対等化したのである。もっとも、5月23日に成立したばかりの全国金融統制会の『全国金融統制会報』では、昭和17年6月20日の日本投資信託創立の報で、「旧信託協会内の信託業務改善委員会で研究中であった投資信託制度」は両統制会設立を機として歩み寄りが急速に実現、

「従来堅実を旨とし消極的立場を厳守した信託会社が、一步前進して投資信託分野に進出」と、信託側の計画の結実として評価している⁴³⁾。しかし、このたびの方式では、信託側は信託統制会会員20社の出資で信託会社を設立し、証券側は（すでに投資信託を開始している野村と、勤業債券販売に特化した日本勤業を除き）証券引受会社5社で任意組合を組織し、共同委託者となる、というもので、お互いに足らざる部分を補完しあう形で、対等な解決法であったといえる。すなわち、信託系が新たに同系証券会社を新設するのでも、証券系が新たに同系信託会社を新設するのでもなく、既存信託全社合意で（営業廃止しようとしていた）1社を買収して新設することを大蔵省が承認する形をとった。この点では、完全な新設ではないとはいえ、むしろ証券側の「信託会社新設」案が通ったともいえる。新会社は既存の日加信託（横浜）を買収して創立された日本投資信託である（資本金百万円）。受託された証券の受益権の一般売出しは、野村の例では野村証券が行ったが、本例では日本投資信託が行うこととなった。

山一証券では昭和17年8月19日に大蔵大臣宛に投資信託業務開始に当り「他業兼業許可申請書」を提出した⁴⁴⁾。これには投資信託実行要項（5項）と特定金銭信託契約書案（23条）並びに付属書類が付せられた。証券引受会社統制会5社（藤本、山一、川島屋、小池及び共同）に対する投資信託の認可は8月24日である。直後の8月26日、山一証券の大神一（常務取締役、投資信託の準備委員長から投資信託部長になった）が「山一の投資信託開始に就いて」の一文を残している⁴⁵⁾。これによれば、「一昨年来」（藤本の組合が中止された後を意味すると思わ

れる) 研究を重ねてきたが、昨年の野村証券に遅れをとり、実現に向けては信託会社で行き支えを生じた。「当時大蔵省の方針としては山一、藤本に対しては寧ろ積極的に勧奨し度き意向であり、受託会社も相当の信託会社ならば許可する方針であった様」であったが、前述のように信託会社は結局単独では受託会社とならず、特殊証券会社新設の計画を持つに至った。投資信託という業務は「信託会社」の分野か「証券会社」の分野かは、大蔵省内部でも意見が分かれたようであり、そうなると同系で既存の信託会社と証券会社の「提携」を具現した野村は、同系でまとめられた強みと実行力で勝ったということであろう。大神は、信託の証券会社新設案に対して「証券引受会社8社は協会に集まり、1、投資信託は証券引受業者の分野であること、2、証券引受業者は共同の運動をなすことで一致し、大蔵省と信託会社に呼びかけた」とする。その後、すでに実行していた野村はこの運動から降り、「日興証券、勸業証券は実行の意志なく」降りて、結局残る5社が直ちに実行運動に入り、奏功して大蔵省も投資信託は証券引受会社の分野であることに決定した。

この運動は野村に対する認可の後、昭和16年暮から17年初めにかけて行われた。信託会社からも一応の了解を得て、昭和17年3月24日に大蔵省に業務開始に関する願書を5社連名で出し、内諾を得た。山一・藤本両社が幹事として具体的な原案を作成し、松本蒸治博士の手を借りて成案を得た。原案では「野村と比較して何か新味を出し度いと苦心し、信託期間の中途に於て受益者の申出により一部部分的に解約できるやう考案した」が当局に賛否両論あり、同意を得ることができなかつたという。6月15日には信託会社側に約款を提出し、7月中旬に信託

側が修正案を提出してきたが、「投資信託が証券会社の分野であること」その他にきわめて理解が薄く、意見は一致しなかつた。この「話し合い不能」状態から前へ進むことができたのは、証券引受会社統制会が引受業務のみならず投資信託に関しても監督権限を大蔵省から委譲されることになったため⁴⁶⁾、意見の相違点は直接交渉を避け大蔵省に裁定を一任した。統制会が正式に権限の委譲を受けた7月28日以後急速にことが運び、8月4日大蔵省より9月中旬に5社において投資信託業務の実行の意志ありや否やの問い合わせが、5社及び日本投資信託にあった。いまだ約款及び基本協定に関して大蔵省の裁定は下りていなかったが、その急速な裁定を条件として実行の旨を答申したのが8月7日、各社単独実行か共同実行かは13日に協議して、結局連帯保証問題と独自色の打出し希望により、各社単独結成で同時スタートし、販売では協力すると一致した。約款及び基本協定は8月18日に裁可された。

ここまでの準備過程を経て、昭和17年8月24日、証券引受会社統制会5社に正式に投資信託の開始が認可された。内容は野村証券に認められたものほとんど同一で、準備過程で考慮された新機軸は実行に移されなかつた。9月4日、大蔵省銀行局長は「証券引受会社5社ノ行フ投資信託ニ関スル件」を通牒した⁴⁷⁾。野村証券に対する兼営許可の通牒と同一の要旨であることが本文に明記されてある。内容は、厳守すべき事項5項目と契約証書(全23条及び特約、野村証券株式会社名のもの)である。この投資信託は証券引受会社統制会の統制下に営まれるもので、既存の野村の投資信託も同一の統制を受けた。委託証券会社は次年度の受益証券売出予定計画並びに四半期の月別売出予定額を統制

会に提出し、統制会理事長には関連する多くの事項を指示する権限が与えられた。戦時投資信託は「統制」投資信託であった。「損失補償」特約もこの脈絡で見るとべきものであろう。戦時投資信託には「信託ノ受益者ニ対シテ信託終了ノ際交付スベキ信託元本ニ達セザルトキハ其ノ不足額ノ2割ヲ補償スル事ヲ確約ス」の特約があった。服部著ではこれを「未だ過渡的発達の域にあるがため」と捉え、将来的には削除されて然るべきとしたが、制度がいまだ未発達であったがためではなく、大蔵省の全体的な金融統制の一環として、預金・公社債などに対する一定の保護と同様に、新たに誘い出した大衆投資家の資金に対して一定の保護を与えたものである。日本投資信託株式会社による第1回投資信託受益証券一口券ひな型があるが、これには委託者・受益者の名前はなく、信託期間の開始も「9月20□日」と空欄である⁴⁸⁾。現実には9月10日に共同で設定の予定を発表し、9月21日にそれぞれ各社別に単独で設定した。第1回山一第1次投資信託約款、第1回川島屋第1次金銭信託契約約書はそれぞれの社史に残されている⁴⁹⁾。

4. 戦時投資信託の運営

ここに山一証券に対する投資信託関係の認可・許可承諾書の一覧がある。昭和17年8月24日（投資信託許可書）から18年4月20日（第2次投資信託第1期決算承認書）に至るものである⁵⁰⁾。他の4社にも同様のものがあったと思われる。業務許可書の存在は当然として、投信銘柄承認書、利益交付率承認書、決算承認書等、投信業務が統制金融商品であったことを示す資料である。証券引受会社統制会「投資信託事業に就て」は5社投信開始後2ヶ月の時点で概要

を述べたものであるが、投資の7割を占める株式は株価が高騰を続け、順調な運用成績を示した。「大衆の中小資金の集団化」により「証券投資の大衆化と貯蓄の増強に資し、戦時経済の要望に即応」せんとするものだが、今後は公社債の割合の増加、課税上の不利の是正、受益証券の有価証券性の付与、結成時期その他の工夫、初期段階なので2割補償は必要、ある程度は株価対策の一手段として活用しうるように適切な運営が必要、投資信託単行法の必要などを展望している⁵¹⁾。山一証券の「投資信託勘定内訳」では、補償準備金の額や、損益、募集費内訳がわかるが（昭和18年1月～9月）、その他の月次の分は見出せなかった⁵²⁾。また資料「投資信託に割増金を付することの可否」は、山一証券の出したもので、本文は見つからなかったが、「割増金付新種投資信託案」の文字がある⁵³⁾。日本勧業銀行系の小額債券に前例がある割増金付債券を投信の新たな形態として考案しようとしたものらしい。

最後に、戦時投資信託の結成から償還までのすべてをまとめた野村証券の資料がある⁵⁴⁾。償還予定が決定した戦後の昭和24年にまとめられたものである。本文末尾には「3月11日を最終決算日と定め」最終値を算出中とあり、昭和24年3月下旬～4月上旬に同年中の償還予定を顧客8万人に知らせる順次償還することを徹底し、新たな戦後投資信託の設定に備えたものである。野村の投信は戦時投信設定総額の47%を占め、2位の山一のほぼ2倍に達した。この資料は首位の責務を果たしたものとさえいえる。戦時投資証券のうち、国債は額面100円に市価は75円程度、株式には時価不明のもの、許可なしでは処分しえない外地会社・制限会社もあり、社債もほとんどは市場性のない閉鎖機関・企業再

建整備会社の発行社債であった。投資資産を処分しようにもできない上に、損失補償特例の問題もあって戦後やむを得ず償還が延期されてきた戦時投資信託に、最終的な整理が付けられたのは、大蔵省の強い要望と、戦後の新投資信託開始の必要からであった。『野村証券株式会社四十年史』によれば償還は実際には昭和24年10月20日に完了した。

V. 満州における投資信託の試み

1. 満州証券投資株式会社案

前掲服部著には後編第6章第8節に「満州に於ける投資信託計画」という節がある⁵⁵⁾。満州暦康德6～7年(昭和15～16年)にかけて、満州で満州興業銀行を中心とした投資信託設立の動きがあったことが触れられ、「藤本の有価証券投資組合に刺激されたものと思う」とされている。満州には信託業法がなく、この計画では、受託者を満州興業銀行、信託事務処理者(経営者)を新設の満州証券投資株式会社とし、別に委託者を投資家とする三位一体関係であったようだ。これは実現したという記録は残っていない。藤本の組合に刺激されたことは確かであろうが、信託事務処理者として証券会社を考えている点では「藤本組合への新規募集中止」指令(信託事務処理者の用語を明示)以後に検討を開始したものといえよう。

2. 満州投資証券株式会社

これとは別に、満州投資証券株式会社に関する記録が若干あった。「投資信託」の範疇からはやや外れるが、一種の集団投資の満州における具体化として、判明する限りの資料を見てお

きたい。

満州投資証券株式会社設立要項は昭和16年のもので、大蔵・商工・外務・陸軍・海軍の5省及び対満事務局事務官会議の決議要項である⁵⁶⁾。方針は「日本生命保険団の対満投資を誘致する方策として」「日本の生命保険会社を投資者とする投資会社を設立し」「有価証券投資による満州国産業開発資金の供給に当らせよう」とするものであった。康德8年(昭和17年)満州国勅令第147号満州投資証券株式会社法に拠れば、政府が設立させる法人であり(第1条)、有価証券の売買及び公債、社債又は株式の応募又は引受に関する業務を営むことを目的とし(第2条)、資本金4億円(初回は4分の1以上募集)(第4条)、議決権なき株式の発行可(第5条)、同株式の払込金額に対し年5分の利子を政府は10年間保証(第9条)、同株式の保有者は10年の補給期間満了後1年間を限り払込金額で株式を買取るよう政府に請求する(第10条)、払込株金額の3倍まで社債募集可(第13条)であった⁵⁷⁾。一応満州国の会社法の適用を受けているが、経済部大臣の強い監督権の下にあるのは、「議決権なき株式」に対する政府の強力な保証の故である。同年6月2日制定の同社定款によれば、第1回の株式募集額は1億円で(第3条)、1株金額は1千円(第6条)、株式は2種に分け、甲種5千株(第8条)、乙種は優先株で年5%配当を優先(第9条)し、議決権はない(第10条)、株券は裏書譲渡できず(第14条)、書面による請求が必要であった(第15条)⁵⁸⁾。1億円募集ならば1千円で10万株、うち5千株が甲種(5%)、9万5千株が乙種(95%)である。その後の4回の募集を経て、康德11年(昭和20年)5月末現在の株主名簿では、甲種5千株の株主は財団法人

義済会会長鮎川義介、乙種37万5千株は18社の日本の生命・徴兵保険会社の役職者（会長、社長、取締役）で、計19名の構成であった⁵⁹⁾。同社は満州進出路線を探った新興財閥の鮎川が、満州国政府による優遇を掲げて保険会社資金を糾合した特殊会社であった。同社理事長の三保幹太郎は鮎川の腹心の部下であった⁶⁰⁾。

保険会社による株式金額払込についてはある種のからくりが利用された。保険会社各社が保有する外貨邦債を満州投資証券に売却し、その買入れ資金を保険会社が同社に貸し付ける契約書がある（第1次、昭和16年12月）⁶¹⁾。この借入金は1年後の第3回乃至第5回株式募集案内状によれば、同株式募集の払込金とされたことが判る⁶²⁾。そしてこの代替として再び貸借金の契約が行われた（第2次、昭和17年11月）⁶³⁾。その他の資料を加味して見ると、結局保険会社各社は保有外貨邦債に買入資金を付けて同社に出資したようなもので、その外貨邦債の種類は国債・地方債・社債、米貨債・英貨債・仏貨債のすべてに及んだ。同社の営業報告書で入手できたのは第8期（昭和20年上半期）⁶⁴⁾のみで、すでに東京支社も罹災したが「投資事業たる緊急軍需会社の哺成に努め」投資先の会社の成績もよく、同社の業績も順調だとしている。資産合計約7億3千万円のうち有価証券保有高6億1千万円（本文中）、純益1千万円、株主配当金年5分2厘を示した。同株式会社法により、5分を超えていれば政府保証ではない。とはいえ保有株式に関する説明書⁶⁵⁾によれば、有価証券のうち本邦内投資が95.7%、満州国内は4.3%に過ぎず、当初の目的とはかなりずれていたことが判ろう。最大の投資先は日本鉱業株式（同社の1位株主の満州重工業開発に比してはるかに少ないが2位株主）で約3割を占めた。満州

重工業開発の総裁はいわずと知れた鮎川義介である（昭和17年12月辞任）。満州重工業及び鮎川の研究では、満州投資証券は鮎川の「満州撤退の第2の方策として設立され」「日系会社の株式の資金化と、その経営権の満業からの奪回を目的」とした、とされる⁶⁶⁾。しかし、資金の満州への再投下は叶わなかった、といえる。

戦後、昭和20年の9月に、同社の理事長及び主要株主（保険会社6社）の連名で陳情書が用意されたが、日付が空いているので提出されなかったと思われる⁶⁷⁾。同社の事業はすでに4年の運営を経過し、（新規資金の導入という）主たる使命を完了して、有価証券保有の「持株会社」の地位に帰着した。終戦を迎えた今日、同社株主も投資先事業もほぼすべてが日本帝国の事業会社であれば、従来満州国政府が与えてきた保護と監督は帝国政府が受け継いで特別の措置を願いたいという内容であった。ここまでに見てきた資料の一部はこの陳情書の添付書類である。同社はその戦時経済活動から閉鎖機関に指定され、清算過程に入った⁶⁸⁾。

満州投資証券株式会社は服部著が触れた満州証券投資株式会社案とは関係がない。満州国における投資信託の導入案は、会社法はあれども信託法制のない基盤ではおそらく困難と考えられ、満州興業銀行による満州証券投資株式会社案は開花しなかった。日本において証券会社主体の投資組合を中止させたのに、満州の地とはいえ銀行主体で証券会社を新設する案は肯定されなかったのであろう。これに対して、同じ会社法のみを基盤として満州投資証券株式会社が成立し、一応の運営が可能であったのは何故か。同社は投資信託の形式を採らず、満州国政府の保護がある証券会社であり、実質は投資会社であったこと、投資家が有力保険会社グルー

ブであったこと、そもそもこれだけのシステムを成り立たせるだけの鮎川の政治的力があったことによるともいえよう。

とはいえ、投資会社と持株会社に、また投資会社と投資信託に、明確な区別があるわけではない。株式に限った投資会社であれば持株会社との差異は投資期間、及び動静的か静的かの投資方針に収斂されるであろう。投資会社はまた株式会社型の投資信託でもありうる。日本においては、市場の危機に際しての市場関係者等による投資プール、あるいは一時的投資会社の例が先立ち、その経験の上に藤本有価証券投資組合のような一般投資家の資金を集中する投資信託の仕組みが考案されたとみることができよう。満州においては、鮎川・新興財閥が介在したことにより、投資先の偏った投資会社が形成された。その投資先が実際にはほぼ日本企業であった点に注目すれば、同社は、株式会社型で投資家を保険会社に特化した一種の「私募投信」であったとみることできる。こうみるならば戦時下の株価の安定という任務が国内投信の主要任務と共通するのをもまた当然であった。

結び

最初に見たように、明治26年の商法会社法施行時には伝統的な有価証券のうち2種類（債券、株式）はすでに日本の市場に定着していた。これに対して、投資信託証券が登場するのはかなり遅く、この商法施行時から40年以上も経過してからであった。これは、一つには中小大衆投資家層がなかなか登場しなかったこと、いま一つには証券市場に対する監督庁が主として農商務省・商工省の系列にあり、既存の取引対象の取引方法を厳しく管理監督はしたが、新

た証券商品の導入には積極的な関心を持たなかったことによる。金融行政を司り、戦時統制下に国民経済全体の効率化を図る中で金融統制を進める機能を果たした大蔵省が関与して初めて、信託会社と証券会社との競合を連携に変えさせ、大蔵省管轄下の戦時投資信託として、日本の投資信託は制度として正式に導入されたのである。

さりながら、制度がない時代に、いや制度が作られる直前に、証券会社内部からのイノベーションとして創設され、自らは新規募集を中止されたが、その後の制度制定を市場の側から要望し、準備したものとして、藤本有価証券投資組合の果たした役割はきわめて大きい。まさに日本における投資信託の先駆といえる。これ以前の、プレ投資信託ともいふべき合同投資の評価は、同投資組合に比べればはるかに低くならざるを得ない。株価の危機に遭遇したときの一時的な対応策が仮に功を奏すれば、ある目的で結集された合同投資が相当の期間を経て株価が上昇し利益につながった、と見ることができるかもしれないが、それがビジネスとしての投資信託を準備したといえる資料はない。

さて、藤本有価証券投資組合（民法上の任意組合）にしても、戦時投資信託（信託契約型）にしても、戦前期にはなぜ会社型投信が考えられなかったのか。学者のレベルではすでに大正末期から昭和の初めには株式会社形式の投資信託（投資会社）が日本にも紹介されている⁶⁹。おそらくは、先進諸国市場の各種の合同投資形態の中から歴史の長い英国のユニットトラストが主流として選択され、その日本語訳として採られた「投資信託」が、用語として先行し、実体を形成するときに強く作用したものではないか。藤本の投資組合では「投資信託」なる語は

使用せず、「総合投資」「共同出資」を行う「投資組合」としているが、これを禁止する大蔵省の指令では今後に関して「信託会社と連携し——ユニットトラストの形における投資信託に關与することは差支えなし」「定款を変更し、会社の目的中に合同証券投資信託に關する事務処理（仮）の1項を挿入する」などの文言が入った。この禁止と制度化の経緯に既存の信託会社の関与が大きくあり、また大東亜戦争開戦を控えて緊迫した状況にあったことを考えれば、既存の信託法を活用する信託型以外の方法を検討する余裕がなかったことも明らかであろう。このことが、後に、戦時の制約が消失したときになって、会社型への過大な期待を形成したと筆者は考えている。

すなわち、信託契約型で、大蔵省による裁可を経て、戦時投資信託として制度化されたところに、日本の投資信託成立時の特徴がある。元来、日本の金融行政は大蔵省、取引所（及び証券）行政は農商務省・商工省と別の系統が担ってきた。証券行政の端緒は取引所行政であり、その取引所には江戸時代以来の歴史を持つ物産・商品取引所と明治に入って新設された株式取引所（有価証券）が並存し、兩種取引対象を併営する取引所も多かった。物産・商品の取引対象は米穀と生糸が2大種類であり、当然に農務省系の管轄になる。そこに事業会社を管轄する商務省系が合体した農商務省、やがては商工省が、長く株式取引所を管轄することになったのである。金融行政と取引所・証券行政とは大正後半期から昭和に入り、少しずつ交錯するようになる。大正7年有価証券割賦販売業法（銀行を含む業者を大蔵省が監督）、昭和2年銀行法による銀行業務の純化（証券業務を切り離し、証券系銀行の証券專業化を強制）、昭和8

年銀行・信託・保険による無担保社債発行抑制の申合せ（担保付社債発行時の証券会社の従属性に加えて、無担保社債に関して証券会社の既存業務を失わせる）、そして昭和16年の信託業務と証券業務との連携型棲み分け（戦時投資信託）であった。

この投資信託に付された2割補償の特例は戦時金融統制（配当抑制、低金利、個人貯蓄保護）の一環としてみれば当然ともいえる。有価証券に対する戦時統制は自由市場でリスクのある取引が当然の「本来の有価証券性」を抑制するものであり、これが投資信託では損失補償の形で表現されたものである。実務を担った証券業者は「初期段階だから」と認識したが、自由市場における本来の投資信託に補償が付されたわけではないことを確認しておく。

なお、服部著は最後に早晚投資信託業法の制定の必要を見通したが⁷⁰⁾、戦時下の昭和18~20年にはその方向性は無論出てこなかった。戦後の新投資信託制度の準備過程で初めて、会社型投信の議論も、単独法制も、正面から取り上げられたのである。

注

- 1) 明治7年株式取引条例第1条第2節が売買の対象としたものは「日本政府ヨリ発行シタル或ハ将来発行スヘキ公債証券其他借金ノ証券ニテ譲渡ヲ公認シタル手形官許ヲ得テ創立シタル商業工業ノ株式又ハ証券売買ヲ許シタル抵当証券鉄道郵船電信瓦斯水道鉱山等ノ如キ諸会社ノ株式類等」である。日本証券経済研究所「日本証券史資料」戦前編第1巻所収。
- 2) 明治11年株式取引所条例第1条が売買の対象としたものは「日本政府ノ諸公債証券及日本政府ノ条例ヲ遵奉シテ発行シタル銀行並諸会社ノ株券等」である。同書。
- 3) 藤本有価証券投資組合に対する評価は、野村証券株式会社調査部「投資信託の実証的研究」昭和17年、東洋経済新報社、p.514では、「投資信託と同様の目的を民法による組合組織に依って達せんとするものもあった」、山一証券株式会社投資信託本部「証券投資信託論」昭和30年、至誠堂、p.242では、「更に多くの点で投資信託としての要件を具備した組織が出現している」、江口行

- 雄『投資信託発展史論』昭和36年、ダイヤモンド社、p.290では、「わが国における投資信託の濫觴は——「藤本有価証券投資組合」ということができるであろう」、『大和証券60年史』昭和38年、p.135では「投資信託の先駆としての藤本有価証券投資組合」、社団法人証券投資信託協会『証券投資信託二十年史』昭和50年、p.156では、「投資信託の先駆的存在として「藤本有価証券投資組合」を挙げることができる」、となっている。野村証券と山一証券では高い評価を与えていないが、研究者の江口による「濫觴」の表現以来「先駆者」としての評価が定まったといえよう。
- 4) 服部文一『戦時株式投資論——国民貯蓄形態としての株式——』昭和18年、青々書院、序 p.1~4。
 - 5) 『山一證券史』昭和33年、p.419。
 - 6) 日本証券経済研究所『日本証券史資料』戦後編第5巻、参照。
 - 7) 同、第1巻、参照。
 - 8) 『台湾銀行史』昭和39年、p.429~435。大正15年の呉文炳『投資信託の研究』久我書房では、この信託預金に投資信託につながる評価は与えていない。
 - 9) 『台湾銀行四十年誌』昭和14年、p.212。
 - 10) 『大和証券60年史』昭和38年、p.137。原資料藤尾幸一「不動産投資の機会均等方法」『信託』第3年第2号、大正10年。
 - 11) 服部、前掲書、p.191。
 - 12) 江口行雄『投資信託論——証券投資会社の研究——』昭和7年、森山書店、p.447。
 - 13) 同書、p.448。
 - 14) 小林和子「戦前期市場における株価維持機関」『証券経済研究』第70号、参照。
 - 15) 山一証券株式会社投資信託本部『証券投資信託論』昭和30年、至誠堂、p.242。
 - 16) 『大和証券60年史』p.137。
 - 17) 小林、前掲論文、参照。
 - 18) 服部、前掲書、p.217。
 - 19) 同書、p.218~219。
 - 20) 同書、p.219~220。及び「投資の革命——藤本有価証券投資組合の創成」『大阪朝日新聞』昭和12年7月12日付、参照。
 - 21) 同書、p.222。
 - 22) 『藤本金融証券週報』は大和証券所蔵。
 - 23) 同週報、第16号。
 - 24) 該当する大蔵省『昭和財政史』第11巻、金融(下)には何の記述もない。
 - 25) 『大和証券60年史』p.145。
 - 26) 同書、p.145。
 - 27) 服部、前掲書、p.227。
 - 28) 同書、p.152。
 - 29) 『山一証券史』p.763。因みに、このとき山一証券では投信と並んで有価証券の割賦販売も取り上げたが、後者は当局が難色を示したという。
 - 30) 同書、p.869。
 - 31) 『日興証券株式会社十年史』昭和29年には、この期間について特別の記載がない。
 - 32) 社団法人信託協会『信託協会のあゆみ』昭和60年、p.85~88。
 - 33) 昭和16年10月29日付『大阪毎日新聞』。
 - 34) 大蔵次官談(大蔵省発表)は野村証券『投資信託の実証的研究』p.515~516。
 - 35) 山一証券株式会社資料による。
 - 36) 『野村証券株式会社二十五年史』p.70~71。
 - 37) 『銀行通信録』第112巻第671号。
 - 38) 社団法人信託協会『信託協会のあゆみ』昭和60年、巻末年表による。
 - 39) 日本証券経済研究所証券図書館所蔵資料(資料室2-3864)。
 - 40) 資料『山一証券株式会社』による。
 - 41) 社団法人信託協会、前掲書、p.88~89。昭和16年末には一流信託は共同で「興亜証券」を設立しようとしていた。『大和証券60年史』、p.152。
 - 42) 資料『山一証券株式会社』。
 - 43) 昭和17年8月『全国金融統制会報』。
 - 44) 資料『山一証券株式会社』。
 - 45) 同前。
 - 46) 証券引受会社統制会の性格については、小林和子「公社債業者団体の形成と戦時金融統制」『証券経済研究』第73号、参照。
 - 47) 当所所蔵資料(資料室4-388)。
 - 48) 資料『山一証券株式会社』。
 - 49) 『山一証券史』昭和33年、p.765~769。『日興証券株式会社十年史』昭和29年、p.682~688。
 - 50) 資料『山一証券株式会社』。
 - 51) 証券引受会社統制会「投資信託事業に就て」『全国金融統制会報』昭和17年12月。
 - 52) 資料『山一証券株式会社』。
 - 53) 同前。
 - 54) 当研究所杉田専門調査員(元野村証券)より寄贈を受ける。
 - 55) 服部、前掲書、p.270~271。
 - 56) 日本証券経済研究所証券史資料室所蔵資料。
 - 57) 同前。
 - 58) 同前。
 - 59) 同前。
 - 60) 鮎川は三保のことを「私の対外秘書役」と書いている。「私の履歴書」経済人9、昭和55年、日本経済新聞社、p.70。
 - 61) 当所、所蔵資料。
 - 62) 同前。
 - 63) 同前。
 - 64) 同前。
 - 65) 同前。
 - 66) 宇田川勝「満業コンツェルンをめぐる国際関係」『法政大学産業情報センター紀要』6、1997年3月。
 - 67) 当所所蔵資料。
 - 68) 閉鎖機関整理委員会「閉鎖機関とその特殊清算」昭和29年では、まだ清算過程にある。
 - 69) 信託の専門家である呉文炳の『投資信託の研究』大正15年、久我書房、p.120~121では、投資信託には「信託会社だけでなく、どこが関わっても良い」「民法上の組合から、商法上の株式会社等まで、いずれの形式も自

由であり、信託会社の支配を受けるものではない」とした。また石川忠治『投資信託要論』昭和5年、保険経済社、の第4章法定投資信託は会社型を意味する。

70) 服部, 前掲書, p.334~335。

参 考 文 献

服部文一『戦時株式投資論——国民貯蓄形態としての株式——』昭和18年, 青々書院

東京大学経済学図書館所蔵資料『山一証券株式会社』極東書店

『大和証券60年史』昭和38年

『野村証券株式会社二十五年史』昭和26年

『山一証券史』昭和33年

江口行雄『投資信託論』昭和7年, 森山書店

(当研究所主任研究員)