

戦時投資信託について

深見泰孝

要 旨

本稿では戦時投資信託について取り上げた。それが創設される経緯とその背景を大蔵省、証券引受会社、信託業界の立場から検討し、次に、戦時投資信託の運営状況からその意義を検討した。まず、投資信託創設を巡っては証券、信託業界間の業際問題があり、両者が投資信託創設を望んだ背景には、馬場財政以来の国債大量発行に伴う低金利政策の強行による負の影響があった。そして、大蔵省がこの問題に一貫した行政方針で臨まなかったことも、我が国での投資信託創設を遅らせたのである。

ところが、日米開戦を控え、生産力拡充資金と国債消化資金の一層の供給を求められた大蔵省は、投資信託を新たな長期貯蓄手段の一つに位置付け、野村証券とその創設に向けた準備を始める。こうして戦時投資信託が創設されるわけだが、戦時統制下で作られた商品だけに、運用は政府の指導下に置かれ、生産力拡充資金や国債消化資金の供給への利用が目論まれた。ただし、大衆層の資金を預貯金から投資信託へシフトさせるには、高い利回りが必要だったことや、株価維持、生産力拡充資金の供給を目的に創設されたこともあり、その資金は株式に大きく配分された。そうすると価格変動リスクも大きくなり、リスク耐性の小さい大衆資金を吸収できないため、これを長期貯蓄手段として育成したい大蔵省は、認可条件として損失補償の実施を求めたことを明らかにした。

そして、その運用は、株式投資によって得た収益が、国債に再投資されており、戦時投資信託は主として株価維持、生産力拡充資金供給を目的とし、副次的に国債消化資金の供給にも活用されたと結論づけた。

目 次

- | | |
|--------------|-------------------------|
| I. はじめに | 2. 藤本有価証券投資組合 |
| II. 投資信託創設前史 | 3. 信託協会による投資信託創設計画 |
| 1. 第一証券トラスト | 4. 地方銀行、貯蓄銀行による共同投資会社設立 |

戦時投資信託について

計画

- Ⅲ. 証券引受会社による投資信託創設の背景
 - 1. 投資信託認可の背景
 - 2. 証券引受会社の事情
- Ⅳ. 証券業界による投資信託創設

- 1. 野村証券による投資信託創設
- 2. 証券引受会社による投資信託創設
- Ⅴ. 戦時投資信託の運営状況
- Ⅵ. むすびにかえて

I. はじめに

我が国では北支事変以来、軍需企業の生産力拡充のための資金需要は旺盛となり、一方で戦費調達を国債に依存したため、国債は増発に次ぐ増発が行われ、生産力拡充資金と国債消化資金の競合が起きた。したがって、政府にとっては競合する資金需要に対して資金を供給し、かつインフレをいかに抑止するかが課題となっていた。このため、政府は1938年度から国民貯蓄奨励運動を行い、各都道府県、各市町村、各金融機関などに貯蓄目標額を割り当て、「貯蓄報国」の名の下に、国を挙げて国民に節約と貯蓄を促したのである。

戦時体制の下では、新たな金融商品も誕生している。その一つが郵便貯金における定額貯金である。これは伊藤 [2017] によれば、対米開戦による国債増発に対し、郵便貯金の恒常的な増加がその消化には必要であった。ところが、1940年にはその増加が鈍化を始め、さらなる資金吸収のために、長期貯蓄に対して高金利というインセンティブを与えた定額貯金が創設されたとされる。本稿で取り扱う投資信託も、同時期に創設された。すなわち、1941年11月に認可された野村証券を委託者、野村信託を受託者とするものが、我が国の投資信託の嚆矢となる。

戦時投資信託に関する先行研究には、古川

[2001] と小林 [2011] がある。まず、先行研究を整理しておきたい。古川 [2001] は、服部 [1943] を基礎にして、藤本有価証券投資組合や戦時投資信託の募集実績、その投資利回り、償還状況を明らかにしている。他方、小林 [2011] では、戦時投資信託が創設されるまでの共同投資機関を中心とした歴史、藤本有価証券投資組合、戦時投資信託の仕組み、さらには満洲での投資信託の試みを取り上げた。そして、投資信託創設に時間がかかった理由を大衆投資家層の不在、証券市場行政が商工省と大蔵省に跨り、商工省に新たな証券商品への関心がなかったことに求め、一方でそれが創設されたのは、金融統制を進める大蔵省の証券市場行政への強い関与が始まったためとする。また、戦時投資信託に見られた損失補償も金融統制の一環とみれば、当然とも評価している。

このように戦時投資信託については、既にその創設に向けた沿革や背景、仕組みなどが明らかとなっているが、なぜ証券業者がそれを始めたのか、また大蔵省の行政方針がなぜ転換するのか、さらにはなぜ投資信託に損失補償条項が設けられたのかなどは明らかにされていない。本稿ではこれら諸点を明らかにするとともに、戦時投資信託の意義を検討したい。

II. 投資信託創設前史

我が国で投資信託の研究が始まったのは1923

年頃のこととされるが¹⁾、野村証券が野村信託と提携して投資信託を開始したのは1941年であるから、研究の開始から実現までには18年の月日を要している。この間まったく投資信託の創設計画が検討されなかったわけではない。では、なぜこれだけの時間を要したのか。まず、この間の経緯、すなわち投資信託創設前史から見えていこう。

1. 第一証券トラスト

我が国で初めて投資信託創設が計画されたのは1929年とされる²⁾。この計画の中心人物となったのは片山繁雄であった。片山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人物で、元日本銀行副総裁の木村清四郎や三井信託社長の米山梅吉、第一生命社長の矢野恒太、早川ビルブローカー銀行専務の早川芳太郎、服部時計店社長の服部金太郎などから支援を受けて、第一証券トラストの設立を計画した。この会社は資本金1,000万円で設立が計画され、その投資対象も当時設立が計画されていた東株証券投資会社とは異なり³⁾、広く国際的に投資することを特色とし、その投資資金は株式および社債発行による調達が予定されていた。

こうした計画を立てた片山は、訪米してナショナル・バンク・オブ・ザ・シティなどを訪問し、外国株式への投資に向けた下準備などを行い、会社設立に向けた準備を着々と進めていた⁴⁾。ところが、金解禁を公約とした立憲民政党の浜口雄幸内閣が成立し、金解禁に向けた緊縮財政が実行される。これによって、公共事業などが削減され、国内需要の引き締めにより日本経済は不況に陥り、それが原因となって予定

した資金調達が計画通り行えなくなる。それでも片山は、三井と協議して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⁵⁾。

ところが、この計画は失敗に終わった。その要因は、投資信託法のような単行法が当時の我が国にはなく、信託会社以外が信託関係の発生する業務を行えば信託業法などに抵触するため、政府がこの事業に対して慎重な態度に終始し、業務開始が認可されなかったことにあった⁶⁾。

2. 藤本有価証券投資組合

第一証券トラストの蹉跌後も、生保証券や東新株買同盟などの共同投資機関の設立は検討されたものの、投資信託創設の計画はしばらく行われなかった。次に、この計画が行われたのは、藤本ビルブローカー証券が1937年にイギリスのユニット・トラストに範を取って設立した「藤本有価証券投資組合」である。

この組合が創設された端緒は、藤本ビルブローカー証券の三輪小十郎が、複数の知人から資金の寄託を受けたことにある。ところが、各々から寄託された資金が少額であったため、リスク分散するにはそれを糾合して合同で運用せざるを得なかった⁷⁾。そこで、藤本ビルブローカー証券は当時、株価が低迷していたことを好機と捉え⁸⁾、「少額投資家が一定金額を出資し、其資金で数多の有価証券に総合投資し、以て資産の有利安全な増殖を計らうと云ふ⁹⁾」目的で投資組合を結成したのである。

この投資組合は、我が国における実質的な投資信託の嚆矢とされる。それは、証券投資信託

戦時投資信託について

協会 [1966] などでも指摘されているように、一般投資家から集めた資金を糾合して合同で運用（合同運用）し、それを藤本ビルブローカー証券が代行（代行投資）する。そして、その投資先は複数の有価証券に分散（分散投資）されており、投資信託の特徴を備えているためである。では、なぜ組合形式を採ったのか。それは信託関係が生じると信託業法に触れるため、これを回避する必要があったからである。そこで、法曹界の権威であった松本丞治、毛戸勝元に指導を受け、民法上の組合として藤本有価証券投資組合は創設された¹⁰⁾。

藤本有価証券投資組合の仕組みは、まず藤本ビルブローカー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。出資金が10万円（投資証券は200口に分割し、1口は500円）集まるごとに民法667条に基づく組合を組織し、その運営は組合員が行わねばならないため、組合組成後、直ちに組合員総会を開催して、組合員から幹事を2～5名程度選任し、幹事会を組織する。ただ、組合運営を組合員（幹事）だけで行うことは困難であるため、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¹¹⁾。

そして、組合員から出資された資金は組合共有財産とし、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が規定されていた。そのため、組合組成後直ちに幹事会を開き、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、5～7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、社債および東京、大阪株式取引所に上場する有配当株式

とされ、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。そして、保有証券は日本興業銀行大阪支店に委託し、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藤本ビルブローカー証券が担当していた¹²⁾。

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¹³⁾。ところが、1940年6月25日に大蔵省から信託業法に抵触する恐れがあるため、新規募集を停止するよう指令が出される。この背景には藤本有価証券投資組合の開始直後から、信託業界は大蔵省に対してこの仕組みが合同運用信託に類似し、信託類似行為に該当するとの陳情を繰り返していたことにある¹⁴⁾。これに対して藤本側は、投資組合が小額投資でリスク分散を可能とする安全有利な貯蓄方法であり、1938年度から始まった国策である貯蓄奨励にも有益であることを訴え、事業継続を請願した¹⁵⁾。大蔵省としても貯蓄奨励運動を推進しているため、それに悪影響を与える判断は難しく、自由営業を認めてきたという経緯があった。

しかし、大蔵省は1940年6月に、信託側が主張していた法律上の疑義を認めて募集停止を命じるとともに、「今後は信託会社と連携し、委託者の募集の斡旋、信託会社の証券投資業務に関与するは差支はない¹⁶⁾」と判断し、信託会社を介した運営に変更することを求めた¹⁷⁾。つまり、藤本ビルブローカー証券が投資信託ではなく、投資組合とせざるを得なかった理由も、事業中止の理由も信託業界との業際問題にあったのである。

図表1 銀行預金、金銭信託財産の推移

(単位：千円)

	銀行預金		金銭信託	
	預金額	前年比	信託財産額	前年比
1937年末	4,310,587	—	1,886,416	—
1938年末	5,312,013	123.2%	2,037,582	108.0%
1939年末	7,058,598	132.9%	2,330,662	114.4%
1940年末	8,878,968	125.8%	2,601,930	111.6%
1941年末	10,927,304	123.1%	3,040,000	116.8%

〔出所〕 麻島 [1969] 441頁, 「全国各種銀行業務要覧」より作成

3. 信託協会による投資信託創設計画

信託業界は、藤本有価証券投資組合が信託業法に抵触すると、大蔵省に陳情を繰り返していたわけだが、投資信託についてどのような態度で臨んでいたのだろうか。信託業界でも、1932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醸成されていたとされる¹⁸⁾。しかし、それは株価下落に伴う元本割れが本業に及ぼす影響から忌避されてきた。そして、藤本有価証券投資組合の開始以後、信託業界の投資信託創設に向けた具体的な動きは、公には1940年9月17日に行われた信託協会理事会でその制度検討を開始するまで見られない。

では、なぜ信託業界は、大蔵省に藤本有価証券投資組合が信託類似行為に該当すると陳情したのか。それには、信託に類似した仕組みを採っていたことはもちろんあるが、それに加えて、馬場蔵相による国債大量発行と低金利政策の強行があった。これによって、預貯金や公社債は運用利回りが低下したのに対し、株式投資は利回りの良さに加え、インフレ対策としても有効であったため、投資妙味が増していた。金銭信託も収益配当率が押し下げられて競争力が

低下し、その増加率は銀行定期預金や貯蓄銀行預金を下回り（図表1）、信託業界の金融業界内での地位低下に直面したのであった。

そこで、新規事業の必要性が叫ばれ、再び投資信託¹⁹⁾に焦点が当てられたのであった。先述したとおり、信託業界は大蔵省に対して、信託業務は自らの業務分野であることを主張していた。大蔵省も国債消化資金と生産力拡充資金を必要としていたことから、信託業界に対して、野村証券に投資信託の認可を与える「数年前から研究を命じ²⁰⁾」、信託業界でも投資信託創設に向けた準備を始めていたのである。

こうして信託協会では、1940年9月の理事会で信託制度改善研究委員会に投資信託制度の検討が指示され、10月には同委員会に投資信託制度研究専門委員会が設置され、12月には「投資信託制度二関スル調査報告」が提出された。しかし、このときも投資信託の元本割れに伴う本業への影響が懸念され、1941年1月に検討は中止されたのであった²¹⁾。

4. 地方銀行、貯蓄銀行による共同投資会社設設計画

信託業界も低金利政策による収益配当率の低下に困窮し、投資信託創設の検討を行ったわけ

図表2 銀行の預貸率の変化

(単位：千円)

	1937年末			1938年末		
	預金	貸付金	預貸率	預金	貸付金	預貸率
国債シ団銀行	8,603,205	4,864,370	56.54%	10,061,289	5,968,977	59.33%
地方銀行	4,192,982	2,770,231	66.07%	5,149,077	3,075,154	59.72%

〔出所〕「全国各種銀行業務要覧」より作成

だが、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行われていた。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始まった1938年度から1945年度までの合計貯蓄目標額が1,980億円に設定され、その実績は2,166億9,800万円であった。このうち、銀行預金は約836億円を占め、国債シ団銀行の預金額は約2.2倍、地方銀行のそれは約2.7倍に上った。

図表2に示したように、国民貯蓄奨励運動の開始前後を比較しても、銀行預金総額(国債シ団銀行と地方銀行合計)は1937年末時点の127億9,618万円から、翌年末には152億1,036万円へ1.19倍の伸びを見せていた。一方、預貸率に注目すると、1937年末と1938年末のそれを比較すれば、国債シ団銀行はわずかに上昇していたが、地方銀行は大幅に低下していたのである。

このように、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るものの、それを運用する貸付先がなく、運用難に陥っていた。そこで、1938年に地方銀行、貯蓄銀行では投資幹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のである²²⁾。しかし、地方銀行の案に対しては、一部の都市銀行が投資幹旋を行うこととなり²³⁾、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。

Ⅲ. 証券引受会社による投資信託創設の背景

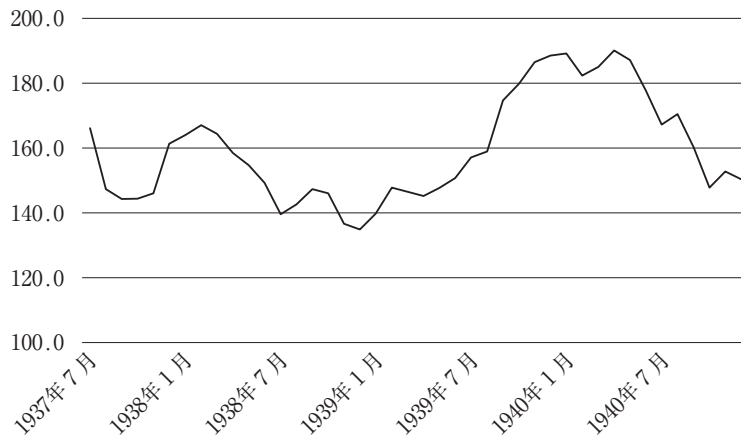
1. 投資信託認可の背景

ここまで我が国における投資信託創設に至る前史を見てきた。そこから明らかなことは、信託業法によって証券業者が単独でそれを行うことは難しいことと、一方で信託業界は低金利政策による競争力低下を背景に、投資信託への関心を示すとともに、大蔵省には業際問題を提起し、証券業者の参入を阻止していたのであった。ただ、信託業界は元本割れリスクを懸念し、それを創設できないでいた。

さて、政府公認の下で投資信託が最初に許可されたのは1941年11月14日、野村証券に対してであった。このことは、信託業界に投資信託を担わせるという従来の方針の転換を意味する。では、なぜ大蔵省が方針転換したのかを検討したい。

当時、政府にとって最大の関心は、生産力拡充資金と国債消化資金の供給にあった。前者については、対米開戦が現実のものとなる中、生産力拡充の必要性は高まっていた。ただ、増資をするには、当時の増資方法が額面割当を主としていたため、株価を額面以上に維持する必要があった。つまり、額面と時価の差額を株主に

図表3 東株大指数の推移



〔出所〕 東京株式取引所〔1938〕453-454頁より作成

帰属させることで、銀行からの株式担保貸付を受け易くし、発行会社が失権株の続出に困らないように配慮する必要があったのである。また、社債の発行条件の決定や募集を有利にするためにも、株価は重要な要因²⁴⁾であり、軍需企業への資金供給を円滑にするには、二重の意味で株価を維持する必要があった。

ところが、図表3に示した東株大指数の推移を見ると、1940年4月の190.1をピークに、その後漸落を続けて12月には150.4まで下落し、大蔵省と商工省が生保証券に株価維持を要請するまでに陥り²⁵⁾、株価維持は国策となっていたのである。そこで、証券界も1940年9月には日本証券投資を設立し、1941年1月にはさらに大規模な株価維持機関の設立を要請、3月には日本協同証券が設立されるのであった。1940年末には既にこのような状況に陥っていたのである。

一方の国債消化資金はどうだろう。1937年の北支事変以来、国債発行額は増加を続け、1937年の22億3,000万円が、1940年には68億8,450万円へと約3倍の増加を見た。当時、新発国債の6、70%は日銀引受によって発行²⁶⁾されたもの

の、その売却率は1940年下期に大幅な低下を見せており(図表4)、その一方で対米開戦を控えて国債の増発は避けられない状況にあった。つまり、生産力拡充に向けた株価維持、国債消化資金の獲得は喫緊の課題となっており、そのためには国民貯蓄の拡大が不可欠であった。

それゆえ、1938年度から始まった国民貯蓄奨励運動の目標額は1938年度が80億円、1939年度は100億円、1940年度には120億円と年々増加されていった。これに対し貯蓄額は、1938年度が73億3,300万円、1939年度は102億200万円、1940年度は128億1,700万円と皮相的には順調に増加していたように見える。ただし、これは大蔵省が天引貯蓄や買物貯蓄、料理屋貯蓄、お芝居貯蓄、誕生貯金などあらゆる所得、消費機会を捉えて貯蓄奨励を行った結果²⁷⁾であり、1940年9月以降、郵便貯金の増加率が鈍化を始めていたのであった²⁸⁾。そのため、1941年には高金利を特長とした定額貯金が新たに設けられたように、生産力拡充および国債消化に向けた、新たな長期貯蓄手段の創設は課題となっていたのであった。

図表4 日銀長期国債引受額とその売却額

(単位：百万円)

	引受額 (a)	売却額		純売却額 (b)	売却率 ((b)/(a))
		対民間	対政府		
1937年上期	135	126	8	99	73.3%
1937年下期	1,000	303	250	430	43.0%
1938年上期	1,530	1,191	439	1,409	92.1%
1938年下期	2,151	1,439	577	1,731	80.5%
1939年上期	1,550	1,563	781	1,654	106.7%
1939年下期	2,352	1,444	662	1,675	71.2%
1940年上期	1,865	1,651	706	1,777	95.3%
1940年下期	2,953	1,680	1,239	1,614	54.7%

〔出所〕 日本銀行〔1984〕251頁より作成

2. 証券引受会社の事情

このように1940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。したがって、政府は新たな長期貯蓄手段を必要としたが、信託業界は遅々として投資信託の創設ができなかった。そこで、大蔵省は従来の方針を転換し、証券業者にそれを担わせることにする。そのきっかけは1941年1月頃、大蔵省が野村証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尋ねたことにある²⁹⁾。これに野村証券は、投資信託の利用が一番よいと答えたことから、両者によるその創設に向けた検討が始まった³⁰⁾。

ただ、同時期には他の証券引受会社でも、投資信託創設に向けた動きはみられる。山一証券では1940年9月からその研究を始め³¹⁾、藤本ビルブローカー証券は1940年7月に、合同証券投資信託の制度案を案出している。このように、1940年から41年にかけて複数の証券引受会社で投資信託の研究が始められていたのである。な

ぜ、この時期に証券引受会社は投資信託創設の検討を進めていたのだろうか。

それには①起債市場における公募発行の不振、②地方銀行への社債割当額の増加や興銀債の優先割当による、債券業務の低迷があった。①については、1939年から預金の増加が鈍化する一方、公社債の発行は増え続け、1940年の公社債発行額（国債は除く）は34億8,600万円（1939年のそれは27億2,200万円）と前年に比べて増加していた。ところが、既にその消化は前年末から不振に陥っており、官庁引き取りやし団体引けを増加させて市場公募額を16億8,400万円（1939年のそれは17億6,980万円）へと前年に比べて8,580万円減額させていたのであった³²⁾。それでも、国債消化資金との競合によって、社債消化は厳しさを増していたため、政府も臨時資金調整法の再強化や銀行等資金運用令などで金融の計画化を進めるが、それだけでは事態の改善は見られなかった。

さらに、社債消化への地方銀行資金の活用が、証券引受会社の投資信託創設に向けた準備を始めさせた二つ目の要因である。地方銀行の預貸

率は1938年から低下を始め、資金運用難から共同投資会社の設立が計画されていたことは先に述べた。このとき、日本興業銀行や預金部は一定額以上の国債保有を条件に、地方銀行に対する引受社債の割当額増加や優先割当、保有社債の売却を行い、国債消化の拡大と地方銀行の運用利回りの改善を支えていたのであった。さらに、1940年には興銀債の特別割当や、事業債の特別引受なども地方銀行に対して行っていた³³⁾。

こうした地方銀行への社債などの特別割当や特別引受の実施は、証券引受会社の経営にも影響を与えていた。山一証券の企画委員会では、次のような議論が行われていた。以下にその内容を引用したい³⁴⁾。

新聞に報道されてゐる様に社債に付ても地方銀行への割当の話がある程であるから我々としては従来の如く金融機関にだけ依存してゐては駄目だ…これを打開するためどうしても大衆へ呼びかけて行く外なし…直接民衆に働きかけ、貯蓄となつて各金融機関に入る前に証券に吸収する事を考へねばならぬと思ふ。それには貯蓄組合などに着目する事も必要であり、殊に相当懐工合の良くなつた労務者方面には証券に関する知識がないからこの方面に証券に関する知識を普及させる必要がある。個々の大衆を相手にしては大変であるから、何か彼等の資金を包括的に集めることを考へてはどうか。

後に投資信託を開始する証券引受会社（川島屋証券、共同証券、小池証券、野村証券、藤本ビルブローカー証券、山一証券）は、そのルーツを公社債専門者に置くものであり、公社債の引受や売買が収益に占めるウェイトは大きかった。ところが、起債市場の低迷に加えて、得意

客である地方銀行に対して、預金部や日本興業銀行による社債などの特別割当や特別引当が実施されると、証券引受会社の地方銀行に対する公社債業務には当然マイナスの影響を与える。

このため、一般大衆に訴求する新たなビジネスの確立が急務となった。ところが、大衆の金融知識は乏しく、かつ数が多くて手間もかかることから、一般大衆の資金を包括的に吸収する方法が模索されていたのである。別の史料でも「証券の民衆化、固定的収入の確保³⁵⁾」が強調されており、藤本ビルブローカー証券でも「今の投資信託制度が出来る以前に、私共は大衆の投資代行制度として極めて小規模な投資組合と云ふ制度をやつて見た。…本来投資代行制度の対象とする投資者は、投資に関する知識、経験、能力、時間等の無い層で、此の層は大衆小口投資家層と所謂新興の大口有資家層とに分けて考へられるが、差し詰私共の投資信託の投資者層としての最初の狙いは前者³⁶⁾」と大衆層をターゲットにした業務の確立が目指されていたのであった³⁷⁾。

したがって、公募社債発行額の圧縮、地方銀行との公社債業務に代替する収入の必要性が、証券引受会社に大衆層向けビジネスの確立を促し、それが投資信託を開始させる背景であった。このように、政府は国民貯蓄の強化による国債消化ならびに生産力拡充資金の供給、証券引受会社は証券の民衆化、固定収入の確保という事情をお互いに抱えていたのであった。

IV. 証券業界による投資信託創設

1. 野村証券による投資信託創設

このように政府、証券引受会社はそれぞれの

戦時投資信託について

事情を抱え、さらに業際問題を主張している信託業界を含めた三者が、三竊みの状態となっていた。当初大蔵省は、信託業界の主張を受け入れ、投資信託の研究を彼らに命じたわけだが、遅々として成案が纏まらないため、大蔵省内部でもこれを証券業者の業務分野とすべしとの意見が台頭してきた。

そこで、先述したとおり1941年1月頃から、大蔵省と野村証券による投資信託の研究が始まった。そして、1941年11月14日、野村証券を委託者、野村信託を受託者とし、両者間で委託者を受益者とし、有価証券投資を目的とした特定金銭信託契約を結び、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³⁸⁾が認可された。

野村証券が創設した投資信託は、次のような仕組みであった。まず、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。そして、信託期間は3年または5年とし、投資証券は国債、地方債、社債、株式とされ、それへの資金配分は①国債への投資は信託財産の10%以上、②株式への投資は年4%以上の配当をするものに限られ、その比率は信託財産の70%以下とする。③株式投資額の50%以上は東京、大阪株式取引所上場銘柄とし、④株式1銘柄への投資は、信託財産の20%以下とすることとされた。

また、この投資信託には二つの特徴があった。その一つが組入証券の売却、買入、銘柄選定は大蔵省の許可を必要としていたことである。つまり、政府が投資銘柄の選定に介入できる仕組みとなっていた。もう一つは、信託期間中の買戻しによる一部解約は認められないが、当初元本に損失が生じた場合は、その20%を委託者（証券会社）が受益者（投資家）に補償す

る損失補償条項が設けられていた点である³⁹⁾。なぜ、投資信託に損失補償が採用されたのだろうか。そのことを、当時、野村証券専務であった飯田清三が次のように話している。

証券引受会社が投資信託の仕事をやるには、日本の法律ではどうしても信託会社に片棒をかついで貰はないと出来ない。…五百円預つたものを、四百五十円返すと云ふことは、金融業者の信用上出来ないと云ふのが日本の金融業者の信条なんであります。…またこれを大蔵省の側から云へば日本の大衆と云ふのは、五百円預けたのに、四百五十円返すと云ふことにはまだ馴れない…そこで大衆が投資信託の意味をよくわかるまで或る程度補償して欲しいと云ふ意向があつた⁴⁰⁾

従来、野村証券が損失補償条項を設けたのは、新たな商品を定着させるための措置として考えられ、社内にあった「設定額が多くなれば負担できない」や「予測できない損失の負担は不当」との反対意見⁴¹⁾を、野村徳七が押し切って実施したとされてきた。

ところが、それが採用されたのは信託業界が元本割れに敏感で、それを回避する術がなければ提携ができなかったことが一つ目の要因であった。そして、預貯金以外の長期貯蓄手段を必要とした政府にとって、株式の組み入れが多いこともあり、確定利子に慣れた一般大衆に価格変動リスクのある投資信託を普及させるには、そのすべてを投資家に負わせることはできない。そこで、損失補償を認可の条件とし、その実施を迫ったのであった⁴²⁾。

損失補償は①信託会社の事情、②政府の意向によって行われたため、飯田自身も「初めのうちだけの極く過渡的な処置で…是は何時か撤

廃⁴³⁾」したいと考えていたようである。そのことは、山一証券の大神一も「野村の飯田社長もこれは適當の機会にとる方針だと云っている⁴⁴⁾」と、社内の企画委員会で語っており、野村証券では損失補償を一時的な措置と捉えていたようである。ただ、実際には戦前の投資信託はすべてに損失補償条項が付されていた。このため、戦後に訪れた償還の際に、期限通りに償還すれば5,285万円（当時の4社の合計資本金は6,625万円）の補償をしなければならなかった。このことが経営に与える影響は大きく、損失圧縮のために信託期間の延長を行い、株価上昇のタイミングを見計らって償還を開始している。それでも結果的には、約30%のユニットに償還差損が発生しており、それに対して損失補償が行われたのであった⁴⁵⁾。

2. 証券引受会社による投資信託創設

一方、野村証券に先を越された証券引受会社5社も、野村証券が投資信託を開始した1年後、その認可がされた。ただ、先述したとおり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。なぜ、藤本ビルブローカー証券や山一証券は、野村証券より開始が遅れたのだろうか。

山一証券の大神一によれば、大蔵省も「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、受託会社も相當の信託会社ならば許可する方針であつた⁴⁶⁾」とされる。これに呼応して藤本ビルブローカー証券、山一証券とも信託会社との提携を模索した⁴⁷⁾。ところが、「時既に信託会社側に於いては、信託会社は単独にて投資信託の受託会社とならぬ申合せが出来

て、多少の色気ある所からも止む無く断はられ⁴⁸⁾」ていたのであった。

それには、信託側が「其資本金及信用に物言はせ、投資信託実行の特殊証券会社設立の計画を持つに至つた⁴⁹⁾」ことが背景にある。すなわち、信託協会では既に、信託会社の共同出資によって子会社（興亜証券）を作り、これを委託者として投資信託を行う案が検討され⁵⁰⁾、1941年10月27日の理事会でこれを可決していたのであった⁵¹⁾。

これに対し、証券引受会社は、信託側が設立を計画していた興亜証券への参加を希望した⁵²⁾。しかし、信託側が証券引受会社の参加は拒否しないものの、運営上の主導権は信託側にあると主張したため、両者による共同運営も不成立に終わるのであった⁵³⁾。こうした状況に証券引受会社は信託業界に対抗し、証券引受会社が共同出資で信託子会社を新設し、投資信託業務を行うことが検討されるのであった⁵⁴⁾。

こうした証券、信託業界の対立は、政府にとって決して望ましいこととは言えなかった。それは、この頃になると、投資信託創設の背景にあった生産力拡充資金や国債消化資金の供給に加えて、それを急ぐ新たな事情が追加されていたためである。すなわち、株価維持を目的とした日本協同証券による株式買入が続いていたことである。少し時期がずれるが、1942年1月時点で同社の株式保有額は約3,898万円（日本証券投資の肩代わり分678万円を含む）に上っていた⁵⁵⁾。日本協同証券による株式買入れが続くことは、政府の民間企業への発言権拡大を意味するため、これに対する懸念が高まっていた。ところが、日本協同証券による保有株式の市場売却は、株価に悪影響を与えるため、これを投資信託に肩代わりさせることを大蔵省は企

戦時投資信託について

図⁵⁶⁾しており、資金規模を大きくするためにもさらなる認可の必要に迫られていたのである。

ただ、大蔵省は信託会社が投資信託を開始しても、「信託会社が受託してゐる指定金銭信託が投資信託に移動する惧れがあつて、新規貯蓄奨励政策としての効果が薄い⁵⁷⁾」と考えていた。このため、信託業界による証券会社新設を認可せず、信託会社側に共同出資の信託会社を設立させ、証券引受会社との提携による投資信託の運営を慫慂したのである。こうして1942年3月に、信託会社側は共同で休業状態にあった日加信託を買収の上、それを投資信託専門の日本投資信託とし、一方の証券引受会社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。

これにより、ようやく証券、信託業界の提携による投資信託の枠組みが整ったのであった⁵⁸⁾。このとき後発5社は、野村証券の投資信託に迫るだけでは、商品性で差別化ができない。そこで、松本丞治の助力を得て、途中解約の採用を目指した。しかし、これには大蔵省内部で賛否両論があつて許可を得られず⁵⁹⁾、野村証券のそれと同じ商品性で開始することとなった。

こうした経緯を経て、野村証券に続いて証券引受会社5社も、1942年8月に大蔵省から投資信託業務を認可された。ただ、これを機に、野村証券も含めて証券引受会社統制会の統制を受けることが求められた。これにより、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、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た。

そして、各証券に対する資金配分は、国債に

対する投資額は信託財産の10%以上とすることや、株式に対する投資額は信託財産の70%以下とすることとなった。また、投資対象株式は年4%以上の配当があるものに限定され、投資証券の売却も買入平均原価の10%以上の上昇、下落、もしくは投資証券の価値に著しい低下の恐れがあるときなどに限定された。こうして、業
際問題が起点となって遅々として進まなかった証券引受会社による投資信託創設は、大蔵省の裁定によって実現することとなった。

V. 戦時投資信託の運営状況

では、このようにして開始された戦時投資信託は、どのような顧客に販売され、どの程度の資金を集め、得た資金はどのように運用されていたのかを最後に見ていこう。

まず、投資信託を購入した顧客層であるが、1944年に行われた座談会⁶⁰⁾での発言から確認しよう。これによれば、野村証券では当初の1年間は圧倒的に都市部のインテリ層、名士による購入が多かったとされる。その後、農村への普及が進み、都市部と農村部の差はなくなっていくものの、どちらかと言えば大都市部に加入者は多く、職業別では医者が多かったとされる。また、平均加入口数は1人5口であったが、申込者の78%以上が4口以下の購入にとどまっていたとされ、株式投資家よりは公社債投資家の募集が多かったとされる⁶¹⁾。また、藤本ビルブローカー証券では、大衆小口有資産層をターゲットに販売を開始したものの、こういった層は預貯金で満足しており、両者の間に相当の利回り格差がなければ勧誘が難しかったとされる。

投資信託募集の転機となったのは、1944年4

図表5 投資信託設定状況

(単位：千円)

		野村	日興	山一	藤本
1941年	下半期	17,500	—	—	—
1942年	上半期	27,500	—	—	—
	下半期	14,000	7,000	9,200	7,000
1943年	上半期	18,000	6,500	13,000	15,000
	下半期	23,000	3,500	13,000	12,000
1944年	上半期	53,000	21,000	43,800	31,000
	下半期	62,000	15,000	34,000	18,000
1945年	上半期	33,000	5,000	14,500	7,000
	下半期	2,000	3,000	0	0
合 計		250,000	61,000	127,500	90,000

(注) 1941年は投資信託の募集が11月から始まったため、2ヶ月の合計額である。

〔出所〕証券投資信託協会 [1966] 5頁

月設定分から国民貯蓄組合の斡旋対象となったことである。これにより1人元本1万円までの購入に対しては、その収益が非課税となったため、免税の恩典を受けようと高額所得者の資金シフトが始まり、平均加入口数はそれまでの4口から8、9口へとほぼ倍増し、高額所得者や企業整備によって売却資金を得た人など資産家の投資が拡大していったとされる⁶²⁾。

では、投資信託にどれだけの資金が集まったのであろう。図表5によれば1941年は2ヶ月で1,750万円を集めた。一方、国債シ団銀行であった普通銀行10行（三井、三菱、第一、第百、安田、住友、三和、野村、愛知、名古屋銀行）の1941年の前年比平均預金増加額は、1億6,660万円であり、これを1ヶ月にすると1,388万円となるため⁶³⁾、大手銀行の平均預金増加額の約60%を野村証券は集めていたことになる。

その後、証券引受会社による投資信託の募集も始まり、図表5に示したように1942年には6,470万円、1943年には1億400万円、そして国民貯蓄組合の斡旋対象となった1944年には2億

7,780万円へと設定額を急拡大させている。結局、5年間合計で5億2,850万円を集めており、これは同期間の普通銀行定期預金増加額（約17億8,700万円）の約30%に相当⁶⁴⁾する資金を集めたことになる。

投資信託の開始時に、大蔵省で投資信託を担当していた山本菊一郎事務官は「成否の鍵は、主として投資信託の仕組とその眞の意義とをどれだけ中小投資家に理解させることが出来るかという点にかゝつてゐる⁶⁵⁾」と述べていた。平均加入口数を見ると、藤本有価証券投資組合のそれは1.9口であったのに対し、投資信託のそれは4口（後に8、9口へと拡大）と大口化していることや、既存顧客に販売している点、さらには国民貯蓄組合の斡旋対象となって以降、高額所得者や資産家の加入によって資産額を急増させていることを鑑みると、中小投資家への浸透を十分に果たしたとは言い難かったと言えよう。

次に、これらの資金をどの証券で運用していたのだろうか。運用銘柄の選定には大蔵省の許

戦時投資信託について

可が必要であり、国債は支那事変国債や大東亜戦争国庫債券であり、社債は大部分を政府保証債が占めていた。そして、株式は創設の経緯からも重化学工業に重点が置かれ、その中心は優良株に限定されていたとされる⁶⁶⁾。

また、野村証券による第1次募集分（第1回～第6回）の設定当初の組入証券と、1942年7月末時点でそれが組入れている証券の比率を図表6に、同社を含む証券引受会社6社が1942年

10月末までに設定された投資信託の設定当初の組入証券と、1942年10月末時点の組入証券の比率を図表7に示した。図表6によれば、野村証券が第1次募集分で設定した投資信託の組入証券の比率は、当初は株式を上限まで組み入れている。一方、1942年7月末のそれは、設定当初と比較して株式の組入比率が低下しているのに対し、国債のそれが13%程度増えている。そして、図表7によれば、6社の組入証券の比率も、野村証券と同じく株式の組入比率が低下する一方、国債のそれが増加している⁶⁷⁾。

そもそも戦時投資信託は株価維持、生産力拡充資金の供給を目的としていた。そして、募集を円滑にするには銀行預金を上回る利回りが必要であり、設定当初の組入資産は、株式のそれが低金利下で他を大きく上回っていた（図表8）ことから、株式への投資額が大半を占めざるを得なかった。また、その収益分配は、利子配当は半期ごとの分配金に充てられ、売買益や

図表6 野村証券の組入資産比率の推移（第1次募集分）

投資先	当初	1942年7月末
国債	10.0%	23.4%
社債	20.0%	18.6%
株式	69.8%	53.0%
預金	0.2%	5.0%
合計	100.0%	100.0%

〔注〕 平均簿価ベース

〔出所〕 証券投資信託協会 [1966] 7頁

図表7 6社合計の組入資産比率

投資先	当初	比率	1942年10月末	比率
国債	7,117,736	10.5%	9,591,138	13.4%
社債	11,133,259	16.4%	11,404,018	15.9%
株式	49,567,732	72.9%	37,252,621	51.9%
預金	181,273	0.3%	13,531,910	18.9%
合計	68,000,000	100.0%	71,779,687	100.0%

〔出所〕 全国金融統制会調査部 [1942] 17頁

図表8 各資産別平均利回り

	株式平均	国債	地方債	社債	定期預金（1年）平均
1941年	5.880%	3.689%	4.290%	4.320%	3.300%
1942年	5.380%	3.689%	4.297%	4.316%	3.300%
1943年	5.240%	3.689%	4.275%	4.296%	3.300%
1944年	5.360%	3.689%	—	4.290%	3.300%

〔出所〕 澤村 [1955] 116頁より作成

償還益は元本に組み入れて再投資することとなっていた。ただ、大蔵省から「国債、債券等の価格維持に関する示達（1941年5月16日）」が出されていたこともあり、株式の売却益の大部分は国債に再投資されていたのであった⁶⁸⁾。

このことから、戦時投資信託は株式投資によって収益を獲得し、それを副次的に国債消化資金に利用することにより、株価維持、生産力拡充資金の供給のみならず、金額的には微々たるものだが、国債消化資金の増強にも利用されていたと言えよう⁶⁹⁾。

VI. むすびにかえて

本稿では戦時投資信託について取り上げ、戦時投資信託の創設の経緯、それが創設された背景を大蔵省、証券引受会社の事情から読み解き、投資信託を巡って証券、信託業界で業際問題が起きていたことを述べた。そして、戦時投資信託の特色でもある損失補償条項がなぜ採用されたのか。さらには、史料が一時点しか発見できなかったため十分とは言えないが、戦時投資信託の運用面から、その意義について検討した。

まず、投資信託の創設が遅れた理由は業際問題にあり、これを引き起こしたのは国債大量発行に伴う低金利政策の強行が背景にある。これにより、金銭信託の増加率低下に直面した信託業界、主要業務の低迷に直面した証券業界ともに新たな商品を必要とし、それを投資信託に求めたのであった。当初、大蔵省は信託業界にそれをさせようとしたが、遅々として進まない状況に方針を一転させ、野村証券と戦時投資信託の仕組みを作り上げる。それには、北支事変以来、戦争の長期化、拡大により生産力拡充と国

債消化に対する資金需要が増加するのに対し、貯蓄の伸びは鈍化しており、新たな長期貯蓄手段を必要としたという背景があった。

そして、その運用は政府の指導下に置いて、生産力拡充資金や国債消化資金の供給が目指された。運用証券は設定当初、その多くを高い利回りが期待できる株式に主として配分され、それによって得た収益の再投資を通じて、国債投資額を拡大させていた。こうして生産力拡充資金と国債消化資金の拡大が目指されていたのである。つまり、投資信託は主として株価維持、生産力拡充資金の供給を目的とし、副次的に国債消化資金の供給にも活用されたと言えよう。

その一方で、リスク耐性のない大衆をターゲットとしながらも、投資信託は価格変動リスクがある商品であり、これを新たな長期貯蓄手段として育成しなければならなかった政府は、認可の条件として損失補償条項の採用を迫った。こうして、世界的にも珍しい投資信託への損失補償が組み込まれたのである。

注

- 1) 日本証券取引所 [1944a] 28頁
- 2) 日本証券取引所 [1944a] 28頁
- 3) 「読売新聞」1929年6月4日。ここでいう東株証券投資会社とは、東新株買同盟のことと思われる。これの仕組みは、出資金は1口100円（1人が出資できる最大口数は3口）とし、50口集まれば、その資金で東京株式取引所新株を購入することが計画されていた（江口 [1932] 448-449頁）。
- 4) 「中外商業新報」1929年7月27日
- 5) 「東京朝日新聞」1929年12月5日
- 6) 日本証券取引所 [1944a] 28頁
- 7) 服部 [1943] 218頁
- 8) 日本証券経済研究所 [2011] 703頁
- 9) 服部 [1943] 218頁。なお、引用にあたっては常用漢字に一部改め、長文引用にあたっては読点を付けた。
- 10) 服部 [1943] 222頁
- 11) 大和証券 [1963] 138-142頁
- 12) 日本証券経済研究所 [2011] 700-701頁
- 13) その投資先は国債が128.2万円、公社債が51.5万円、株式が1,068万円であった。（服部 [1943] 226頁）
- 14) 澤村 [1955] 108頁

戦時投資信託について

- 15) 日本証券経済研究所 [2011] 708頁
- 16) 服部 [1943] 250頁
- 17) 藤本ビルブローカー証券では、1940年7月に信託会社を受託会社とする合同証券投資信託制度案を作り、住友信託、安田信託に提携を申し込んだものの、両者は3割前後の評価損があることを理由にこれを断つたとされる(一宮 [1941] 18頁)。
- 18) 江口 [1942] 5頁
- 19) 猪木 [1940] p.24, 江口 [1942] 5頁
- 20) 山一証券 [1942]
- 21) 信託協会 [1985] 85頁
- 22) 東京銀行集会所 [1938a] 56頁
- 23) 東京銀行集会所 [1938b] 58頁
- 24) 志村 [1969] 220-228頁
- 25) 深見 [2012] 14頁
- 26) 大蔵省昭和財政史編集室編 [1954] 巻末資料26-27頁
- 27) 大蔵省財政金融研究所財政史室 [1998] 211-215頁
- 28) 伊藤 [2017] 28頁
- 29) このとき大蔵省が野村証券に相談を持ちかけたのは、野村信託が野村財閥内にあったことが理由と考えられる。
- 30) 江口 [1942] 5頁, 瀬川 [1986] 28頁
- 31) 山一証券株式会社社史編纂室 [1958] 763頁
- 32) 野村証券 [1951] 62頁
- 33) 深見 [2015] 29-34頁
- 34) 山一証券 [1941] 第5回委員会1941年5月1日開催
- 35) 山一証券 [1942]
- 36) 日本証券取引所 [1944b] 13頁
- 37) このとき、投資信託以外にも証券の割賦販売なども議論されていた(山一証券 [1941] 第1回委員会1941年1月21日開催)。
- 38) このとき、野村証券がイギリスのユニット・トラストを範としたのは、別会社を必要としない点にあったとされる(野村証券投資信託委託株式会社 [1970] 2頁)。
- 39) 元本割れの際はその20%を損失補償したのに対し、元本超過があればその10%を委託者が受け取ることとなっていた(野村証券投資信託委託株式会社 [1970] 4頁)。
- 40) 飯田 [1942] 22-23頁
- 41) 野村証券投資信託委託株式会社 [1970] 2頁
- 42) 大蔵省が投資信託に損失補償条項の採用を迫ったのは、指定金銭信託は本来実績配当商品のため、運用に失敗すれば元本割れが起こるのだが、当時のそれには元本補填契約がされており、このことが影響を与えたとも考えられる。
- 43) 飯田 [1942] 24頁
- 44) 山一証券 [1941] 第10回委員会1941年11月6日開催
- 45) 江口 [1961] 296頁
- 46) 山一証券 [1942]
- 47) 山一証券では、1941年10月の時点で安田信託か三和信託と提携し、投資信託の創設が検討されていた(山一証券 [1941] 第9回委員会1941年10月8日開催)。
- 48) 山一証券 [1942]
- 49) 山一証券 [1942]
- 50) 東京銀行集会所 [1941] 62頁
- 51) 信託協会 [1985] 88頁
- 52) 山一証券 [1941] 第10回委員会1941年11月6日開催
- 53) 信託協会 [1985] 88頁
- 54) 東京銀行集会所 [1941] 66頁
- 55) 柴田 [2011] 219-220頁
- 56) 東京銀行集会所 [1941] 62頁
- 57) 日本証券経済研究所 [2011] 712頁
- 58) これで両者の対立が完全に終結したわけでもなかった。その後も途中一部解約の実施や銘柄選定の方法などで対立が続き、その都度、大蔵省が裁定せざるを得なかったのであった(山一証券 [1942])。
- 59) 山一証券 [1942]
- 60) 日本証券取引所 [1944b] 12-14頁
- 61) 山一証券 [1943] でも、「社債所持者ヲ狙ツテ効果ヲ挙ゲテ居ル」「野村ハ国債ノ乗換ヲ勧誘シテ効果ヲ挙ゲテ居ル様ダ、当店モソレガ多イ」との記述が見られる。また、このほかにも江口 [1961] では、発足当時は浮動株を大量に保有していた事業会社が、それを投資信託に組み入れる代わりに購入していたため、事業法人の比重が高かったと指摘している。
- 62) 日本証券取引所 [1944b] 13頁。また、野村証券は幹旋前の平均加入口数が4.35口だったが、幹旋後は9.11口に増加している(野村証券 [1951] 94頁)。
- 63) 「全国各種銀行業務要覧」
- 64) 澤村 [1955] 117頁
- 65) 江口 [1942] 7頁
- 66) 野村証券の場合、終戦時の投資銘柄は造船機 (27.7%)、ガス・電気 (18.6%)、化学工業 (17.6%) の三業種が突出しており、それ以外では鉱業 (8.2%)、鉄鋼金属 (7.9%)、投資拓殖 (7.5%)、食品 (3.6%)、紡績 (3.2%)、鉄道・電鉄 (1.6%)、興行・百貨店 (1.3%)、運輸・通信 (1.2%)、窯業 (0.8%)、製紙 (0.6%)、取引所 (0.2%) であった(野村証券 [1951] 105頁)。
- 67) 1948年7月末時点の6社合計の組入資産比率は、帳簿価格ベースで国債に9.9%、内地株式が50.4%、内地社債は8.9%、内地閉鎖機関社債に1.8%、外地株式が16.1%、外地証券は2.6%、そして預金に10.3%とされる(証券投資信託協会 [1966] 9頁)が、その間の組入資産がどのように変化したかは不明である。
- 68) 全国金融統制会調査部 [1942] 17頁。なお、図表7で預金が大幅に増えているが、これは同史料に「預金高の多額に存せるは近く株式等に再投資せんとして留保せるもの」とあり、待機資金となっているものであった。
- 69) もちろん投資信託の資産額が大きくなれば、国債投資額も増えるため、国債消化資金の拡大にも利用できると政府は想定していたと考えられる。

参 考 文 献

- 麻島昭一 [1969] 『日本信託業発達史』有斐閣
飯田清三 [1942] 「投資信託に就て」『経済倶楽部講演 昭和17年 第2輯』, 東洋経済新報社出版部
一宮生 [1941] 「投資信託の誕生するまで」『投資経

- 済』投資経済社, 11月
- 伊藤真利子 [2017]「戦時期の郵便貯金」『ゆうちょ資産研究』第24巻, ゆうちょ財団
- 猪木正道 [1940]「投資信託の一考察」『信託協会会報』第14巻第6号, 信託協会, 12月
- 江口行雄 [1932]『投資信託論－証券投資会社の研究』森山書店
- 江口行雄 [1942]「投資信託研究の回顧と展望」『信託協会会報』第16巻第1号, 信託協会, 2月
- 江口行雄 [1961]『投資信託発展史論』ダイヤモンド社
- 大蔵省昭和財政史編集室編 [1954]『昭和財政史』VI, 東洋経済新報社
- 大蔵省財政金融研究所財政史室 [1998]『大蔵省史－明治・大正・昭和』第2巻, 大蔵財務協会
- 勝田貞次 [1942]「現価の金融情勢とユニット投資信託」『経済倶楽部講演 昭和17年 第2輯』, 東洋経済新報社出版部
- 小林和子 [2011]「戦時投資信託の誕生」『証券経済研究』74号, 日本証券経済研究所, 6月
- 澤村正麿 [1955]『投資信託の実際』実業之日本社
- 柴田善雅 [2011]『戦時日本の金融統制－資金市場と会社経理－』日本経済評論社
- 志村嘉一 [1969]『日本資本市場分析』東京大学出版会
- 証券投資信託協会 [1966]『証券投資信託十年史』信託協会 [1985]『信託協会のあゆみ』
- 瀬川美能留 [1986]『私の証券昭和史』東洋経済新報社
- 全国金融統制会調査部 [1942]『全国金融統制会報』第1巻第5号, 12月
- 大和証券 [1963]『大和証券60年史』
- 東京株式取引所 [1938]『東京株式取引所史』第3巻
- 東京銀行集会所 [1938a]『銀行通信録』628号
- 東京銀行集会所 [1938b]『銀行通信録』630号
- 東京銀行集会所 [1940]『銀行通信録』
- 東京銀行集会所 [1941]『銀行通信録』667号
- 日本銀行 [1984]『日本銀行百年史』第4巻
- 日本証券経済研究所 [2011]『日本証券史資料 戦前編』第8巻
- 日本証券取引所 [1944a]『日本証券取引所調査月報』第7号, 1月
- 日本証券取引所 [1944b]『経済新誌』第1巻第5号, 7月
- 野村証券 [1951]『野村証券株式会社二十五年史』
- 野村証券投資信託委託株式会社 [1970]『十年の歩み』
- 服部文一 [1943]『戦時株式投資論』青々書院
- 深見泰孝 [2012]「戦前期の株価維持機関の活動－生保証券を中心に－」『証券経済研究』78号, 日本証券経済研究所, 6月
- 深見泰孝 [2015]「戦時期の起債市場と社債保有構造」『証券経済研究』89号, 日本証券経済研究所, 3月
- 古川文久 [2001]「戦前の投資信託」『証券経済研究』32号, 日本証券経済研究所, 7月
- 山一証券株式会社社史編纂室 [1958]『山一証券史』
- 山本菊一郎 [1941]「投資信託の将来」『投資経済』第17巻第13号, 投資経済社, 11月
- 山一証券 [1942]「山一の投資信託開始に就いて」
- 山一証券 [1941]「昭和十六年一月企画委員会議事録」
- 山一証券 [1943]「本支店連絡会議」
- 「東京朝日新聞」
- 「中外商業新報」
- 「読売新聞」

(駒澤大学経済学部准教授・
当研究所特任研究員)