

# 投信バンキングの具体的なデザインに関する考察

## —支払決済手段としての投資信託—

吉田 康志

### はじめに

金融危機の発生は、いかなる社会にとっても大きな痛手となる。このため、現代の経済では、金融危機の発生を未然に防ぐための様々な措置が設けられている。具体的にいえば、まず、金融危機の契機となる個別金融機関の破綻を防止するための金融監督当局による規制や中央銀行による「最後の貸手」機能の提供が挙げられる。そして万一、個別金融機関が破綻してしまった場合であっても、それによって一般の預金者の預金債権が保全されないような事態を回避するための預金保険制度が設けられており、さらには、個別金融機関破綻が他の金融機関に波及して金融システム全体に問題が拡大しないようにするため、政府は状況に応じて適時に金融機関に対する公的資金の注入を行う。これらはいわゆる「セーフティネット」と呼ばれるものであるが、その運営維持には当然のように費用がかかり、その費用は、結局のところ国民の負担に帰着することになる<sup>1</sup>。

こうしたセーフティネットの存在は、普段は人々の関心の対象にはなりにくいですが、実際に金融機関が破綻して金融危機が現実性を帯びるようになると、にわか一般の注目を集めるようになる。そしてそれと同時に、セーフティネットの運営維持に伴う費用の問題を念頭に置いた制度改革が議論されるようになる。こうした議論の例としては、古くは大不況下の米国で1933年に出された「シカゴ・プラン<sup>2</sup>」による制度改革提案が有名であり、近年の例でいえば、1980年代から90年代初頭にかけての米国における銀行破綻とその結果である預金保険基金の払底が契機となって制定された1991年のFEDICIA（連邦預金保険公社改善法）をはじめとする預金保険制度の改革関連の諸提案<sup>3</sup>などを思い起こすことができる。

こうした文脈のなかでセーフティネットに係る費用の問題を回避するためのひとつの案として構想されたものが「投資信託バンキング」（mutual fund banking、以下「投信バンキング」と

<sup>1</sup> 必ずしも中央銀行が政府機関だというわけではないが、例えば日本銀行の場合、日銀の当期剰余金は国民の財産として国庫に納付される（日本銀行法第53条）ことから、日本銀行の費用は剰余金の増減を通じて国民負担に影響を及ぼす。

<sup>2</sup> 「シカゴ・プラン」については、Phillips（1995）等を参照のこと。

<sup>3</sup> 高木（2006）pp164-167を参照のこと。

いう。)である<sup>4</sup>。投信バンキングは、投資信託を用いて支払決済の仕組みを構築しようとするもので、セーフティネットの費用問題と不可分な従来の銀行制度を代置しうる制度(Scott(1998)がいうところの alternative banking system)として検討されているものである。だが、これまでの文献では、投信バンキングについて大まかな概念が示されているだけであり、それがどのような仕組みに基づき機能するものなのかに関して具体的な検討はなされてこなかった。そこで本稿では、投信バンキングの基礎的な原理を踏まえ、その実装のために必要となる諸条件を詳しくみていくことによって、投信バンキングの機能や仕組みを明確にすることを目的としている。

ここで、結論を簡単にまとめると以下ようになる。投信バンキングによる支払決済システムを構築するにあたっては、まず最初の前提として支払決済手段(システム内の投資信託の発行する受益権)が均質であることが必要であり、それは投資信託ファンドの資産構成の統一と維持によって実現する。第二に、均質な受益権を経済主体間で円滑に授受するためのインフラストラクチャーとして決済システムが存在することが肝要である。この決済システムは、(i)決済用資産の移動を担う決済機関と、(ii)投資信託間の送金指図等を清算処理するクリアリングハウスによって構成される。

本稿の構成は次のとおりである。第2節では、投信バンキング構想の概要をいくつかの文献をふまえて紹介する。続く第3節で、投信バンキング実現のために必要となる諸条件について検討する。第4節では、結論をまとめるとともに第5節において残された論点について触れる。

## 2 投信バンキングとは何か

### 2.1 投信バンキングの意義

ここで、本稿で用いる用語としての「投信バンキング」の意味合いについて明確にしておく。投信バンキングとは、投資信託が投資家に対して発行する受益権<sup>5</sup>が支払決済手段として流通している状態またはその状態を可能とするシステムを指すものとする。より具体的にいえば、「投信バンキング」により実現する支払決済のシステムとは、概ね次のようなものである。

- ・投信バンキングのシステムには、独立して組成された複数の投資信託ファンドが参加している。
- ・参加している各投資信託は、投資家に対して個別に受益権を発行する。
- ・システム内の投資信託が発行した受益権は、同一単位数量であれば同一の価値を持ち、交換、合算等ができる。
- ・発行された受益権は、支払決済手段として口座間の振替の方法によって経済主体間を転々流

<sup>4</sup> これと似た構想として「ナローバンク(狭義銀行)」や「100%準備銀行」があるが、ナローバンク等については、比較的多くの文献(吉田(1993)、小早川・中村(2000)など)で取り上げられ議論の対象となっているため、本稿では取り扱わない。

<sup>5</sup> 受益権は契約型投資信託において投資家に対して発行される持分であるが、会社型投資信託の場合、これに相当するのは投資口である。以下本稿では、受益権といった場合には、会社型投資信託における投資口の意味合いを含めるものとする。

通しうる。<sup>6</sup>

もし「投信バンキング」が実現すれば、受益権が、銀行預金において実現しているのと同じレベルで支払決済手段として利用できるようになるだろう。例えば、商取引では現金での支払の代わりに（銀行振込のように）受益権を口座間で振替えることで決済ができ、給与支給は受益権口座への振込により完了し、公共料金の自動引落は受益権口座で行われ、ある投資信託ファンドの発行した受益権は別のファンドにおいても問題なく受領される等々の取引が可能になると想定される。

しかし、ここで注意が必要なのは、「投信バンキング」は、「バンキング」という言葉を使っているものの、「預金」、「貸出」、「為替」といった銀行固有の業務を投資信託によって総合的に実現するという点は企図されていない点である。むしろ投資信託によって「預金」と「為替」サービス機能だけを限定的に提供する状態を「投信バンキング」と称している<sup>7</sup>。なお、本稿では、「投信バンキング」により実現する支払決済システムに対比させる意味合いで、現行の銀行（および資金決済システム）によって実現している既存の支払決済システムを「銀行システム」と呼ぶものとする。

投信バンキングでは、受益権が銀行システムにおける預金とほぼ同じ機能を発揮するとはいっても、その性質は原理的に異なっている（両者の比較は表を参照）。個別のポイントについては後ほど検討するとして、ここでは、一点のみ付言しておくとして、投信バンキングの仕組みにもよるが、投信バンキングで発行する支払決済手段の *denomination* が必ずしも円ではないということには留意しておく必要がある。銀行預金の場合、*debt* であることから円換算での額面価値は固定で変動することがない。それに対して投資信託受益権は *equity* であり見合いの資産価値の変動に応じて経済的な価値も変動する。その受益権をどのように表示するかによって、支払決済手段としてのあり方も変わってくる。もしこれを円貨表示するのであれば、その額面数量は常に変動することになる。他方、投資信託独自の発行単位を用いる場合には額面上の変動はないが、円換算価値（為替レート）は変動する。

---

<sup>6</sup> 投信バンキングにおいてこうした状況が実現するのであれば、受益権による支払決済手段は、「投信マネー」と呼ぶべき極めて「通貨」に近い存在となる。そのためには、通貨発行に関する法規制（例えば、わが国では通貨と類似の機能を有する物の発行を禁ずる「紙幣類似証券取締法」などによる規制）がクリアされていることが前提となる。

<sup>7</sup> 少なくとも「投信バンキング」における貸出機能については、本稿では検討の対象とはしない。

表 銀行システムと投信バンキングの比較

	銀行システム	投信バンキングによるシステム
支払決済手段 位置づけ 見合い資産 元本保証 流動性 資金移動 denomination	預金（流動性預金） 銀行が発行する債務(debt) 貸出債権、有価証券等 あり（契約で保証） あり（一円単位で自由に払出し） 可能（口座間振替、決済システム） 円	投資信託受益権 投資信託が発行する持分(equity) 有価証券等 なし (あり) ※ (可能) ※ (円/投資信託独自の単位?) ※
セーフティネット	・預金保険制度 ・中央銀行の「最後の貸手」機能 ・政府資金	(不要?) ※ (不要?) ※ (不要?) ※
規制	銀行法等に基づく厳格な規制	(ゆるやかな規制?) ※

注) ※：制度のデザインに応じて決定される。

## 2.2 投信バンキング構想

投信バンキングの構想は、ナローバンクと同じく、本稿の冒頭で触れた1930年代の「シカゴ・プラン」に遡ることができる<sup>8</sup>が、近年の文献で投信バンキングのビジネスモデルを取り上げたものとして Cowen and Kroszner(1990)、Scott(1998)、Miller (1998)などがある。ここでは、こうした文献のなかで投信バンキングがどのように描かれているかをまとめておこう。

まず、投信バンキングの主体である投資信託の貸借対照表上の特徴を Cowen and Kroszner (1990)は次のように描写する。まず、資産側を構成するものとしては、株式、債券、CP、公債、オプション、先物といった市場性のある有価証券等が挙げられる。他方、銀行の預金に相当するものとして投資信託の負債側に計上<sup>9</sup>されるのは、資産ポートフォリオに対する請求権(claim)であり、請求権の名目価値は、対応する資産の価値の変化に応じて変動することになる。

また、これらの文献では、投資信託のなかでも特に既存のMMFs (money market (mutual) funds) が投信バンキングの実際の姿に近いと見なしている。例えば Miller(1998)は、小切手振出しが可能で現金の払出しが直接可能なオープンエンド型のMMFsは、銀行の当座預金と同等の機能を果たしていると評価する<sup>10</sup>。

さらにこれらの文献が共通して主張する投信バンキングの有利な点として、規制の費用が低い点が挙げられる。つまり、投信バンキングでは、投資信託の資産価値が低下したとしても原理的にはファンドは破綻することがないため、銀行のような取り付け(run)は生じず、したが

<sup>8</sup> Lewis and Davis(1987), p141。

<sup>9</sup> 実際は debt (負債) ではなく equity として計上される。

<sup>10</sup> その一方で、Scott(1998)は、流通面においてMMFsには銀行のような支店網がないため、その補完としてATM網への加入やインターネットを利用した電子マネー対応などが必須であり、当面はMMFsが銀行と競争するのは厳しいと指摘する。

って預金保険制度のようなセーフティネットは不要であるとともに、関連の規制の費用も低くなるとされる。正にこの点こそが投信バンキング構想の主眼といえる。

そして、今後、投信バンキングが実現するために必要となる条件整備に関して、決済システムへの関与を挙げている点も各文献で共通している。具体的には、投信バンキングに中央銀行の決済システムへのアクセス権限を与えることによって銀行システムと投信バンキングとの間の公平な競争条件を整備することが重要だと指摘する<sup>11</sup>。

### 3 投信バンキングが可能となるための諸条件

ここでは、投信バンキングを実現するためにはどのような条件が必要となるかにつき、いくつかの論点に関して検討を行う。

#### 3.1 銀行預金と投資信託受益権

現状の銀行システムが経済のなかで支配的な支払決済システムとして機能しているのは、銀行システムにおいて支払決済手段として流通している預金通貨が次の3つの特徴をもつためだと考えられる<sup>12</sup>。

- (1) 流動性——預金保有者の要求に応じて、即時に払出が可能
- (2) 元本の安全性・確実性——常に額面での払出が可能
- (3) 第三者への移転可能性——銀行口座間の振替によって即時に資金移動が可能

それでは、投信バンキングにおける支払手段である投資信託受益権には、預金通貨が備えるこうした性質を持たせることができるのだろうか、あるいは持たせる必要はあるのだろうか。

まず第一の流動性については、実際に受益権を支払いの場面で利用する際に技術的に可能かという問題と、制度的に可能かという問題がある。技術的な面については、ATM等のアクセスポイントの拡充や、既にMMFsで実現している一円単位での払出しの延長上で解決が可能であろう。また制度に関しては、銀行預金と現金との交換が個別銀行と預金者との間の預金契約で保証されているのと同様の方法で対応が可能である。

第二の点については、投信バンキングでは考慮する必要がない。なぜなら、投資信託においては支払決済である受益権は、銀行システムの預金通貨のような debt ではなく equity であるため、銀行における(流動的な)預金債務と(非流動的な)貸出債権との間に存在する価値の乖離の可能性が予め排除されており、したがって支払手段の単位数量(受益権の口数)という観

<sup>11</sup> これに加えて、Cowen and Kroszner(1990)は、(米国の制度を念頭に置いた上で)銀行による株式取引の解禁や、株式と負債の間にある税制上の取扱いの差の解消が必要だとしている。また、Scott(1998)は、銀行に対する補助金と同じ性質を持つセーフティネットを撤廃することが必要だとしている。

<sup>12</sup> 吉田(2009)第4章参照。

点での元本割れという事態は生じないからである<sup>13</sup>。

第三の点に関しては、第一、第二の点よりも慎重に検討する必要がある。投信バンキングにおいて支払決済を円滑に実施するためには銀行口座間における預金の移動のように受益権を振替えることができる仕組みが必須である。その前提として、振替えられる受益権は一定の特徴を持たねばならないが、それはどのようなものか。そして、そうした受益権を振替えるためにはどのような仕組みが必要か。以下ではこれらの点についてそれぞれ検討する。

## 3.2 均質な投資信託受益権の実現

### 3.2.1 銀行預金の均質性の確保

銀行システムにおいて、銀行が私的に発行した債務である預金が法貨に準じた支払決済手段としてあらゆる経済主体間を転々流通することが可能なのは、どの銀行が発行したものであれ預金通貨がおしなべて均質であるという性質をもつからである。

考えてみれば、預金は、財務状況、営業力、収益力、営業基盤など様々な条件が異なる銀行がそれぞれ独立した経営判断の下に発行する負債なのだから、社債と同様に発行体の信用力に応じて異なるリスクプレミアムが付いてもおかしくはない。また実際に格付機関による銀行預金に対する格付は銀行によって異なっているのが普通である。それにもかかわらず、どの銀行の発行した預金であっても、なぜ一様に額面どおりの価値を持ち、額面が同じであれば一対一の交換比率で必ず交換されるのか。なぜ格付の低い銀行の発行した預金通貨であっても格付の高い銀行の預金通貨と同様に商取引のなかで無差別に受け入れられるのか。その理由は、銀行の資産の質の高さにある。そもそも、銀行の預金（通貨）は、貸出債権や有価証券などの銀行の資産を見合いとして発行されている。したがって、貸出債権などの質が十分に高ければ、どの銀行の発行した預金通貨であっても額面どおりの価値が維持されるのである。だが、資産の質の高さは、各銀行が例えば貸出資産の質を高めようとする経営目標を設置したりコード・オブ・コンダクトを定めたりしたからといって容易に達成できる性質のものではない。そこで、外部から銀行に対して、資産の質を高め預金通貨の価値を維持するよう働きかけ、場合によっては強制力を以てその実効性を確保する存在が要請されることになる。それが金融行政当局をはじめとする規制監督関連の制度である。

まず第一段階として、銀行の個別の貸出債権あるいはポートフォリオとしての質を確保するために、他の業種では例を見ない程厳格な当局の検査や報告義務が預金通貨の発行者である銀行に対して課される。これによって個別の貸出債権に関して見込まれる損失については個別貸倒引当金が、またポートフォリオ全体において統計的に予想される損失については一般貸倒引

<sup>13</sup> 他方、投資信託では、受益権の価値を円換算した場合に、当初の投資額を下回るという意味での「元本割れ」が生じることはあり得る。投資信託の元本割れについては、福光（2002）を参照のこと。

当金が十分積まれているかどうかを確認される。また予期せぬ損失に関しては、これをカバーするための多目的なバッファーである自己資本（その規制上の必要額の基準は BIS 自己資本比率により与えられる）が所要自己資本額以上存在するかどうかを確認の対象となる。このように厳しい規制、監督を通じて、銀行の資産の質が高く預金の価値の毀損に至らないことが保証される。加えて、災害やその他の予期せぬ一時的ショックによって銀行が流動性の困難に直面するような場合には、第二の防護壁として中央銀行が「最後の貸し手」として必要な流動性を供給する役割を果たす。そして、もし銀行が最終的に経営破綻に至れば、預金者保護の仕組みとして預金保険制度が設けられている。

このように二重三重に設けられたセーフティネットは、通貨としての銀行預金の価値を護るための装置だといえる。これによって銀行の資産、そして銀行預金の価値が安定化し、格付の低い銀行の預金通貨であっても格付の高い銀行の預金通貨と交換、合算、相殺されうるし、だからこそ誰もがそれを支払決済手段として受け入れることができる。つまり、民間の銀行が発行した預金を社会的な信認を得た通貨という存在にまで引き上げるために、相応の社会的費用をかけた制度が銀行の外部に用意されているのである。

### 3.2.2 投資信託受益権の均質性の確保

銀行システムと同様に、投信バンキングにおいて受益権を支払決済手段として流通させるためには、どの投資信託のファンドが発行した受益権であっても、他のファンドの受益権との間で相互に（同一の単位数量であれば）一対一の交換比率で必ず交換され、必要に応じて合算や相殺が可能でなければならない。そのためには、投信バンキングにおいて発行された受益権は一様に均質であることが前提となる。

では、受益権の均質性を確保するためにはどうすべきか。投資信託のファンドにおいて受益権の価値は、それが equity であることから、貸借対照表の資産側に計上されている資産の価値にほぼ直接対応している。このため、受益権を均質にするということは、各投資信託ファンドの資産構成（投資する有価証券等の種類およびポートフォリオ中での配分割合）を同一にするということに他ならない。こうすることによって、投信バンキングでは、各投資信託の資産の価値が変動したとしても、受益権の価値は同方向に同じ割合だけ変化するため、システム内の投資信託間の受益権の相対価値が安定し、常に一対一の交換が可能となる。つまり、投信バンキングでは、システムに参加する投資信託のファンドにおける資産構成を統一し、その維持安定を確保すればいいことになる<sup>14</sup>。

<sup>14</sup> 投信バンキングでは、おそらく多くの場合、国債のように流動性が高くリスクの低い有価証券が高い割合を占めるような資産構成になると思われる。その場合、そうした有価証券の入手可能性の問題についても考慮する必要があるが、当面本稿ではその問題は取り扱わない。

このことを実効的たらしめるための手当てとしては何が考えられるだろうか。銀行システムのように外部に規制監督組織を設置して強制的な検査やモニタリングを実施することで資産構成の同一性を確保するという方法も考えられるが、銀行システムにおける貸出債権の質の把握に伴う銀行検査の困難さ<sup>15</sup>に比べると、投資信託のファンドにおける資産構成のチェック自体はそれほど複雑ではないため、投信バンキングでは大がかりな規制監督組織は不要であろう<sup>16</sup>。ただし、投信バンキングのシステム全体において受益権の価値が均質であったとしても、投信バンキングの支払決済手段総体の価値が他の財に対して安定的かどうかというのは別の問題である。少なくとも支払決済手段である以上は、その相対的な価値は安定している必要がある。そのためには、投信バンキングの投資信託の資産構成の同一性だけでなく、他の財や円通貨に対する相対価値を安定化するような形でシステム全体の資産（投資する有価証券等）の質も確保されなければならないし、そのためにはある程度強制的な措置も必要かもしれない。加えて、銀行システムと投信バンキングのシステムが併存するのであれば、受益権の円通貨（預金通貨を含む）との交換取引（為替取引）もありうるため、受益権の適時適切な交換レート of 管理も必要となろう。

ここで念のため、可能性としては低いですが、投信バンキングのシステムに参加している投資信託がそれぞれ発行する支払決済手段（受益権）が均質ではないというケースについても触れておこう。このとき、各投資信託の資産構成は統一されていないため、市場での資産価格変動に伴って各投資信託の資産価値およびそれに対応する受益権の変化の方向と幅は区々となる。このため受益権一単位の価値は投資信託ごとに異なることになる<sup>17</sup>。いいかえると、発行体の異なる受益権は、それぞれが独立した価値体系、計算体系を持つということである<sup>18</sup>。そうした場合、これら支払決済手段（受益権）の交換、合算、相殺を単純に行うことはできない。これを行うのであれば、それぞれの受益権間の相対価値（為替レート）の適時適切な評価・管理を行う主体が不可欠であり、それを実効的なものとするための仕組みも必要となる。

### 3.3 投信バンキングのための決済システム

投信バンキングの実現のためには、受益権の均質化に加えて、その円滑な授受を可能とするための基礎的インフラストラクチャーとしての決済機関やクリアリングハウスといった機構が

<sup>15</sup> そもそも銀行システムにおいては、預金通貨が元本保証であるにもかかわらず、情報の非対称性（貸出先と銀行の間の）から貸出債権の価値が不透明であることが銀行に対する検査の難しさの原因がある。

<sup>16</sup> 場合によっては、自主規制団体によるルールやディスクロージャーの徹底、事後的なチェックといった程度の対応で足り、検査実施は不要となる可能性がある。

<sup>17</sup> 支払手段一単位の価値が発行体の信用度に応じて異なるという状態は、19世紀米国におけるフリーバンキング（当時、市中銀行が別個に発行した銀行券は、発行銀行の信用度に応じて割引率が異なっていた。高木（2006）p27を参照のこと。）を想起すればよい。

<sup>18</sup> 経済の中に複数の通貨体系が併存するような状態は、必ずしも特殊なものではない。現状でもわが国では、円通貨の他に外貨（円貨とは異なる通貨体系）による財・サービスの購入が可能であるし、また、江戸時代の幣制は、全く異なる体系の金貨・銀貨・銅貨が共存する「三貨制度」であった（三上、1989）。そもそも、投資信託受益権による支払決済手段自体が（たとえそれ自体が全体として均質であったとしても）、円（預金通貨を含む）とは異なる価値体系を持つ「通貨」である。

必要となる。これらを総称して投信バンキングの「決済システム」と呼ぶことができるだろう。以下では、そうした決済システムのありうべきデザインについて検討を行う。

### 3.3.1 受益権の移動の仕組み

均質な受益権を前提としたうえで、投信バンキングにおいて支払決済を円滑に実施するためには、支払決済手段である受益権の授受を管理帳簿上の口座間勘定付替によって完了させることのできる仕組みが必要である。この仕組みは、吉田（2012）が説明する銀行の決済スキームの発展と同様、投信バンキングにおいても単純な二者間の形式から複雑な多者間の仕組みに発展していくと思われるが、以下ではその流れを若干詳しくみていくこととする。

もし、同一の投資信託のファンド内に受益権を持つ者同士であれば、その移動は簡単である。投資家毎の受益権の保有数量を帳簿上で管理しているファンド運営者は、送金依頼人からの指図にもとづき、当該送金依頼人の勘定口座から依頼された数量の受益権を引落とし、それを受取人の勘定口座に入金記帳するだけで取引が完了するからである（図1）<sup>19</sup>。

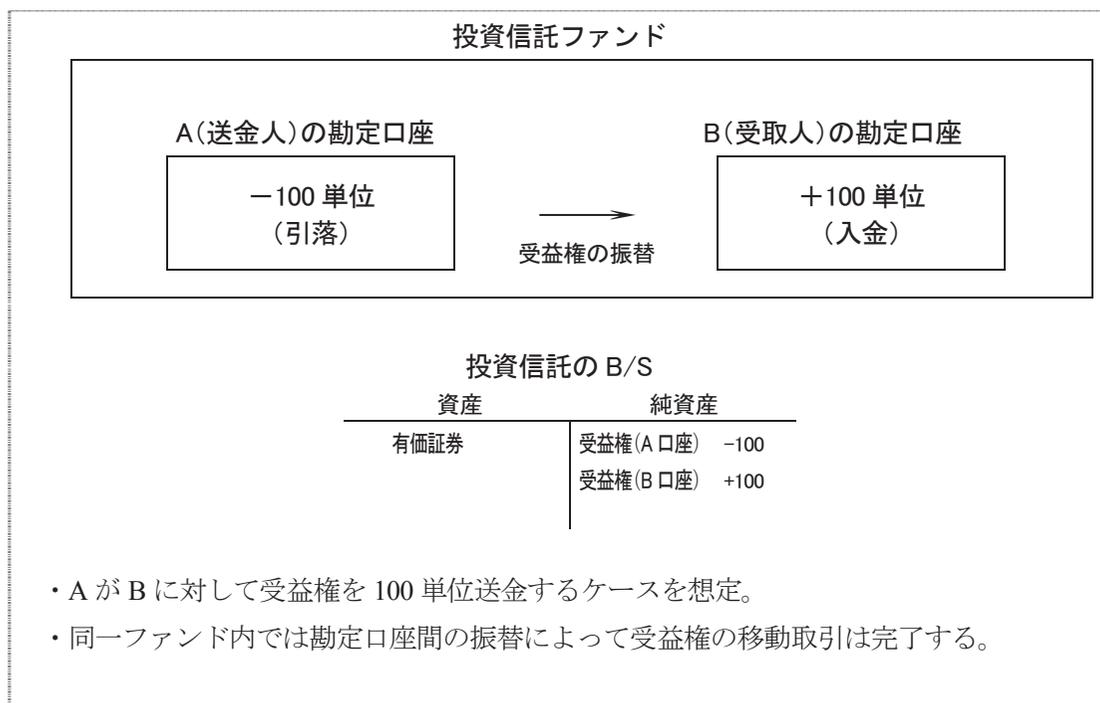


図1 同一ファンド内における勘定口座間の受益権移動（振替）

<sup>19</sup> 図中のB/S（貸借対照表）においては、取引に伴う限界的な変化分のみを表示している。以下同じ。

しかし、異なる2つの投資信託の勘定口座間で受益権の移動を行う場合、同一ファンド内での振替のように数字の付替えだけでは済まない。投資信託ファンド間で決済用資産の移動を可能とするために、以下で述べるような所要の手当<sup>20</sup>が必要となる。

### 3.3.2 コルレス勘定による方式

異なる投資信託ファンド間での受益権の移動方法としてまず考えられるのが、二つの投資信託が相互に（あるいは一方だけが）相手の受益権を保有し勘定口座（以下、「コルレス勘定」という。）を開設するというもの（以下、「コルレス方式」という。）である<sup>21</sup>。ここではもっとも単純なケースとして、投資信託Xに勘定口座を持つAから投資信託YのBの勘定口座に100単位の受益権を送る取引を考えてみよう（図2）。基本は先ほどの例と同様、投資信託XのA口座から受益権100単位を引落とし（減額記帳）、投資信託YのB口座に100単位を入金記帳することが目的である。

Aからの送金依頼があった場合、投資信託XはAの口座から受益権100単位を引き落とすと同時に、送金指図の情報（B口座に100単位を入金）を適宜の方法で投資信託Yに対して伝達する必要がある。なお、投資信託XでA口座から100単位引落とすということは、投資信託Xに対するAの持ち分が100単位分減ることなので、投資信託Xでは、資産が受益権に比べて100単位だけ多くなってしまふ。一方、投資信託Xから振込指図を受け取った投資信託Yは、B口座に100単位を入金記帳するが、これにより投資信託YにおけるBの持ち分が100単位増えるので、投資信託Yでは受益権に比して資産が100単位分足りないことになる。こうした過不足を解消するため、受益権が投資信託Xから投資信託Yに移動するのと同期して、移動した受益権と同価値の決済用資産を投資信託Xから投資信託Yに移動しなければならない。つまり、投資信託Xと投資信託Yとの間での決済（セトルメント）が必要となる。この決済を、コルレス方式ではコルレス勘定における振替で実現する。具体的には、投資信託YはB口座に100単位を入金記帳すると同時に、投資信託Xの口座（コルレス勘定）から100単位を引き落とす処理を行う。これにより、投資信託Xの貸借対照表では投資信託Yに対して持っていた受益権が100単位減少するとともに、投資信託Yの貸借対照表では投資信託Xの受益権が同量減少する。結果として、投資信託Xから投資信託Yに対して決済用資産が移動したことと同じ効果が生ずる。

コルレス方法については、二つの投資信託間の受益権移動に限って利用するのであれば大きな問題はない。しかし、投信バンキングのシステムが二つの投資信託のみで実現するとは考え

<sup>20</sup> 実際に投信バンキングを開始するにあたっては、当然、事務面や契約面、制度的な手当など様々な準備が必要となるが、以下本稿では、原理的に必要となる仕組みに限定して検討を行う。

<sup>21</sup> なお、コルレス方式を可能とするためには、投信バンキングにおける投資信託の資産として同投資信託の受益権を保有することが認められていなくてはならない。また、投資信託の資産構成が統一されているのであれば、決済用資産（投資信託受益証券）が資産に占める割合も予め一定に決定されていなければならない。これは、送金取引の量は決済用資産を超えることができないという点で投信バンキングの支払決済機能に制約を与えるものである。

られず、現実的には多数の投資信託間での取引を前提としなければならない。だが、多数の投資信託を想定した場合のコルレス方式には致命的な欠陥が存在する。つまり、投信バンキングのシステムに参加するすべての投資信託との間でマルチラテラルにこれを実施するためには、各投資信託は他のすべての投資信託に対して自らの口座を開設して、それぞれに決済用の受益権を保有するか、あるいは自らのファンド内に他のすべての投資信託の口座を開設して投資を受け入れるかのいずれかの措置が必要となる。そうすると、投資信託の資産構成は、決済用資産（他の投資信託の受益権）だけで相当の割合を占めてしまい、投信バンキングへの参加投資信託が増えるほどその割合は大きくなる可能性がある。これでは、安全な資産に投資することによって安定的な支払決済サービスを提供しようとする投信バンキングの当初の目的から離れ、支払決済サービス実現のために投資信託間で受益権を相互に持ち合うという歪んだ状況になってしまうだろう。したがって、コルレス方式は投信バンキングの実装には適さない方法だと評価せざるをえない。

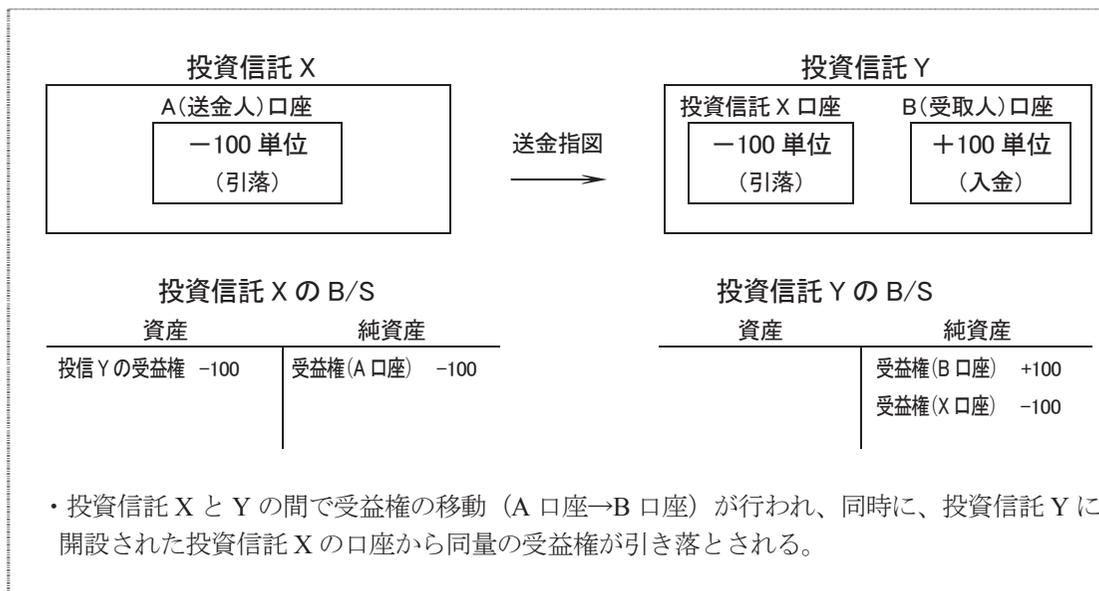


図2 コルレス方式による受益権の移動

### 3.3.3 決済機関による方式

多数の投資信託ファンドが参加する投信バンキングでは、マルチラテラルな受益権の移動が前提となるが、上述のようにコルレス方式では事実上対応ができない。そこで、マルチラテラルな取引を可能とする仕組みとして考えられるのが決済機関による方式である。ここでいう決済機関とは、受益権の移動と同時に必要となる投資信託ファンド間の決済用資産の移動を専門

的に扱う第三者のことである。決済機関は、予め各投資信託から決済用資産の預託を受けて帳簿上で管理しておき、受益権の移動に伴って決済用資産の移動が必要となれば、帳簿上の投資信託ファンドの預かり口座の間で数字を付け替えることによってそれを実現するものである。

決済機関における業務の概念は図3のとおりである。送金人Aから受取人Bに対する受益権100単位の移動は、先の例と同様、投資信託XのA口座からの引落とし、投資信託YのB口座への入金記帳で完了するとしよう。このとき必要となる投資信託Xから投資信託Yへの決済用資産の移動については、決済機関であるZに開設された投資信託Xと投資信託Yの決済用資産の預かり口座の間の振替により行われる。

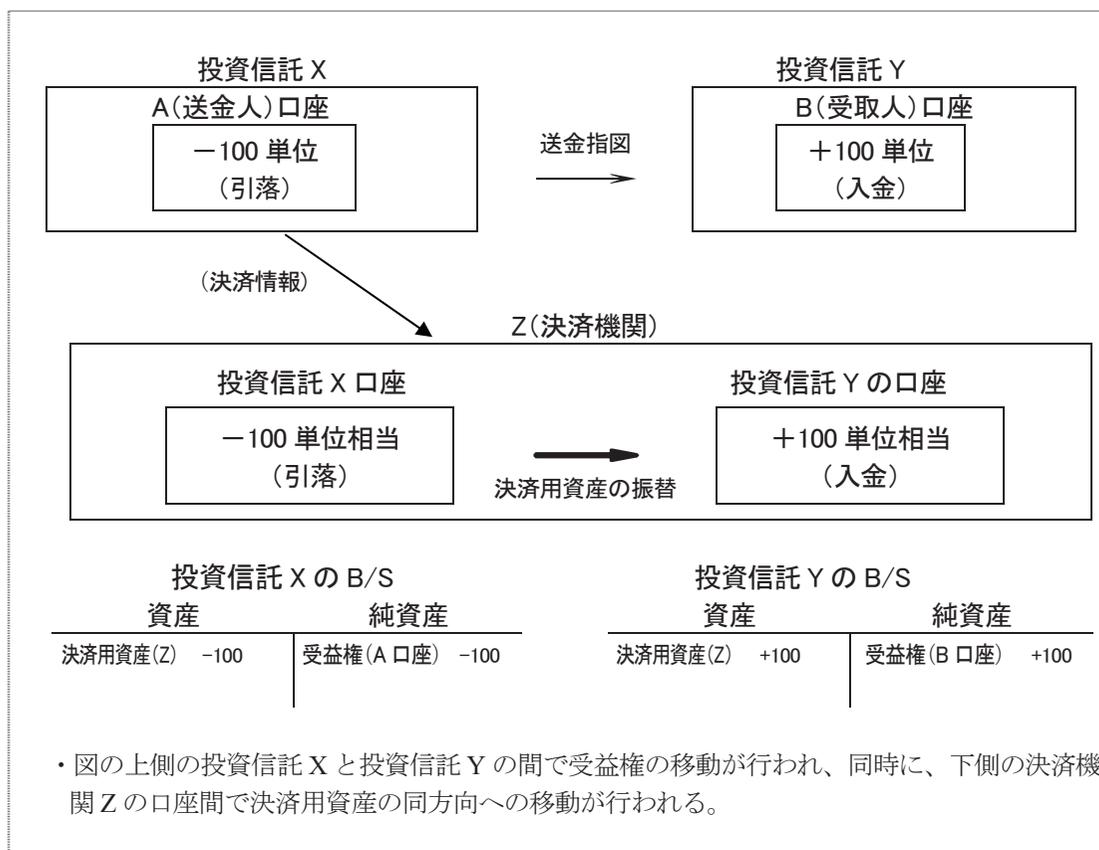


図3 資金決済機関方式による受益権の移動

決済機関方式は、受益権の移動を扱う投資信託間の決済用資産の移動を第三者（決済機関）にアウトソーシングするというものである。このとき、各投資信託がそれぞれ異なる決済機関を指定するよりも、全投資信託が統一して単一の決済機関に決済業務を委託し、そこにすべての決済を集中的に行わせる方がより効率的であることはいままでもない。したがって、決済機

関方式は多数の投資信託間で行われるマルチラテラルな受益権の移動に適した仕組みだといえる。また、決済資産の保有についていえば、コルレス方式では決済用資産として他のすべての投資信託の受益権を保有する必要があるなどの問題点があったものの、決済機関方式では決済機関に係る決済用資産のみを保有すれば足りるので、その点からもマルチラテラルな投信バンキングの実現にふさわしいと考えられる。

ところで、上記の説明では、決済用資産の種類や性質について具体的に指定していなかったが、決済用資産をどのように考えるかによって投信バンキング全体のデザインは変わってくる。実際の銀行システムにおける決済機関の役割は、中央銀行が担っていることが多い。それは、市中銀行が中央銀行に当座預金口座を開設し当座預金を預け入れており、その当座預金を銀行間の資金移動に伴う決済用資産として利用することができるからである。このため、投信バンキングにおける決済用資産に関するひとつの考え方は、銀行システムの仕組みをそのまま適用し、各投資信託の決済用資産を特定の「銀行」に対する預金債権とすることである。つまり、「銀行」が投信バンキングの決済機関となるわけだが、ここでいう「銀行」は、通常の銀行の場合もありうるし、制度的に可能であれば中央銀行であってもかまわない。さらにいえば、実際の銀行ではなく、決済用資産振替のためだけに設立された専門のデポジトリ機関<sup>22</sup>とすることも考えられる。この場合、投信バンキングに参加する投資信託の貸借対照表では、資産側に一定の当座預金（決済機関にとっての debt）を決済用資産として計上する必要がある。

第二の方法は、決済用資産を他の特定の投資信託ファンドの受益権とすることである<sup>23</sup>。この場合、ファミリーファンド方式において複数のベビーファンドがひとつのマザーファンドに投資するように、各投資信託は決済機関としてのマザーファンド（投資信託）に投資し、その貸借対照表の資産側にマザーファンド発行の受益権（equity）を一定量保有することになる。決済機関のマザーファンドでは、各投資信託の口座を管理し、投資信託間の決済が必要となった場合には、マザーファンドの受益権を投資信託の口座間で振替えることで決済を行う。これは3.3.1で説明した、同一投資信託内における勘定口座間での顧客の受益権移動の仕組みが、そのまま上位の決済機関（マザーファンド）でも行われるということである。

第三の可能性としては、投資信託が資産として所有する有価証券そのものを決済用資産として利用する方法である。この場合、各投資信託は自ら所有する有価証券（の一部）を決済機関に預託し、決済機関ではその有価証券をカスタディアンとして保護預かりしたうえで、有価証券の所有権を登録機関（レジストリー）として記録し管理する。そして、投資信託間における

<sup>22</sup> これは、米国において市中銀行が共同で設立し、銀行のみを顧客としてコルレス銀行業務のみを行う銀行である「バンカーズ・バンク」と位置づけが似ていると考えられる。（高木（2006）p234を参照のこと。）

<sup>23</sup> この方式は、Harper(1998)がScott(1998)に対するコメントの中で述べた、投信バンキングではクリアリングハウス（決済機関）自体が投資信託ファンドである必要があるとした考え方に沿ったものであるが、Harper(1998)はその根拠について、必ずしも明確に述べているわけではない。

受益権の移動に伴って決済用資産の移動が必要となると、決済機関は登録された有価証券の所有権を書換えることによって投資信託間の決済を完了させる。このとき決済機関で行われている処理は、証券決済において証券決済機関（CDS: Central Securities Depository）が実際に行っている証券の保護預かりと証券決済サービスと同様である<sup>24</sup>。なお、この方式では、預託した有価証券は決済機関に所有権が移転されないため、個別の投資信託は貸借対照表上に決済機関の発行する debt や equity を計上することはない。

決済用資産の取扱いに係る上記三方式のうち最も設立が容易と思われるのは、第一の決済機関を「銀行」とする方法である。この方法であれば、既に広範に行われている銀行口座間の振替により簡単かつ確実に決済用資産の振替が可能となるため、投信バンキングの運営に適していると考えられる。だが、そもそも銀行システムを代替するものとして構想されている投信バンキングが結局のところ「銀行」の仕組みに依存せざるを得ないという点を問題視するのであれば、第二、第三の方式が選択されることになる。

### 3.3.4 クリアリングハウス

投信バンキングにおける受益権の移動を可能とする原理的な仕組みは 3.3.3 で説明したとおりであるが、これを現実の経済のなかに実現するためには、さらに清算関連業務を行う機構としてのクリアリングハウスの設置は不可欠である。クリアリングハウスの具体的な機能としては、以下の3点が挙げられる。（図4）

- (1) 投信バンキングに参加する投資信託間における受益権移動に係る送金指図を送信する（投資信託相互間および投資信託とクリアリングハウスの間）。
- (2) 多数の送金指図をネッティング（差引計算）するなどして各投資信託の決済額（決済機関において振替が必要となる決済用資産の額）を算出する。
- (3) 算出された決済額に基づき決済機関に対して決済用資産の振替指図を送信する。

上記のうち、(2) が清算機能に相当し、これがクリアリングハウス業務の中核をなす。もし、多くの送金指図が複数の投資信託間で授受されるのであれば、個々の送金指図のたびに一件ずつ決済用資産の振替を行ってはいは、クリアリングハウスおよび決済機関における事務処理が煩雑となりシステムが非効率となってしまう可能性がある。そこで、ある程度の送金指図を一定量まとめて扱い、それらをネッティングした結果算出した決済額を決済機関において振替える等といった清算処理が必要となるのである<sup>25</sup>。

<sup>24</sup> わが国では、国債については日本銀行が、国債以外の有価証券等については株式会社証券保管振替機構が CSD となり、証券会社、銀行、清算機関等の参加者口座を開設して決済業務等を実施している。したがって、例えばこの方式を前提としたうえで、投資信託の決済資産としての有価証券を国債に限定するとした場合には、自動的に決済機関は日本銀行が担うことになる（何らかの制度的な手当は必要であろうが）。CSD の機能や制度については、中島・宿輪（2008）を参照のこと。

<sup>25</sup> クリアリングハウスが採用するネッティングの方式としては、債権・債務の取扱いに応じてペイメントネッティング、オブリゲーションネッティングなどがある。また、クリアリングと決済に関連して、クリアリングハウスが参加投資信託に対するセン

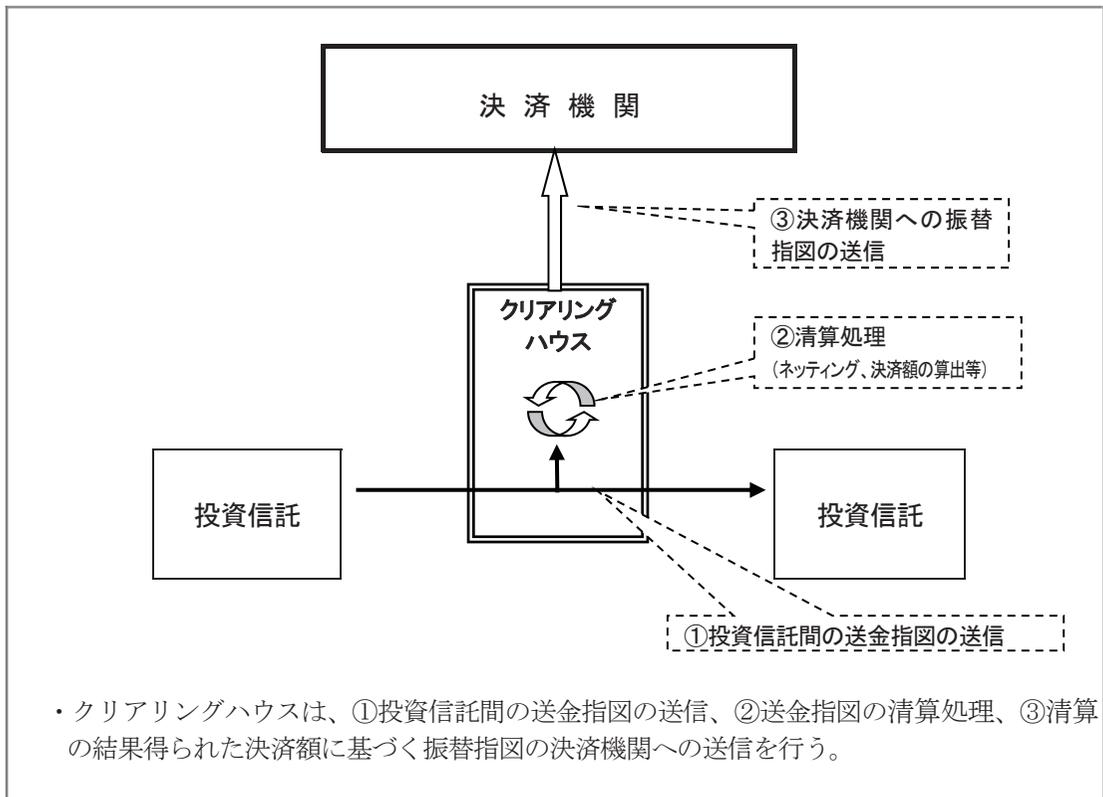


図4 投信バンキングにおけるクリアリングハウスの機能

#### 4 まとめ

投信バンキングとは、投資信託の発行する受益権が支払決済手段として経済の中を広範に転々流通する状態を実現し、それによって従来の銀行システムには不可欠だったセーフティネット構築・維持に伴う費用を削減しようとする構想であった。その実現のためには、これまで述べたように、まず第一に、システム内の投資信託の発行する受益権が均質であることを保証するため、投資信託の資産構成の統一と維持が欠かせない。そして第二に、均質な受益権を経済主体間で円滑に授受するためのインフラストラクチャーとしての決済システム(具体的には、(i)システム内の投資信託間での決済用資産の移動を口座間の振替によって実行する決済機関、および(ii)投資信託間や決済機関を結んで受益権の送金指図や決済資産の振替指図を送信するとともに、送金指図に基づく決済額を算出し、必要に応じてネットィング等を行うクリアリングハウス)が必須となる。

トラル・カウンターパーティ (CCP) としての立場をとることも考えられる。しかし、ここではそうした決済に伴う法的な議論には立ち入らない(こうした諸論点に関しては、久保田(2003)を参照のこと)。なお、受益権移動の取扱件数が少ない場合やクリアリングハウスおよび決済機関における情報処理能力が十分に高い場合には、ネットィングによる決済(ネット決済方式)ではなく一件ごと決済機関で振替処理するRTGS(即時グロス決済処理)方式を採用することも考えられる(ネット決済方式、RTGSについては、中島・宿輪(2005)を参照のこと)。

このようにして構築される投信バンキングのシステムは、おそらく図5のようになるであろう。つまりこの形は、決済システム部分をハブとし、これとシステムに参加する各投資信託を結ぶ通信回線をスポークとする「スター型ネットワーク」である。そして結局のところ、これは現在の銀行システムが実現しているネットワークの形態にきわめて近い形となるだろう。

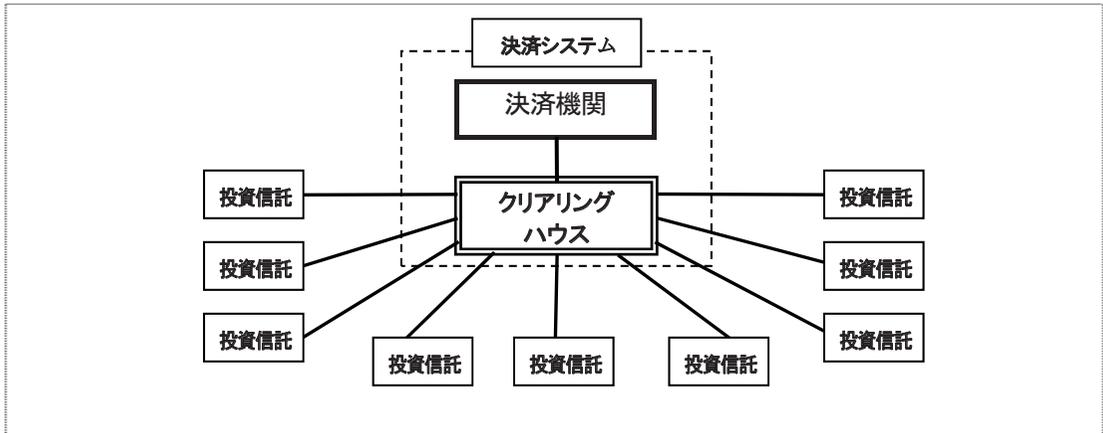


図5 投信バンキングのシステム概念図

その一方で、決済用資産に何を用いるかによって決済機関の性格は変わりうるし、クリアリングハウスに関しても清算処理の方式は技術条件や市場の状況に依存するため、決済システムの具体的な形態は一意的に定まっているわけではない。さらに、決済機関とクリアリングハウスの関係についていえば、必ずしも専門に設立された機構がクリアリングハウス機能を担わなければならないというわけではなく、状況によっては、決済機構がクリアリングハウス機能を併せ持つといった形態も考えられる。つまり、実装上の決済システムのデザインがどのようなものになるかについては、既存の制度・法制、競争状態など様々な条件や環境要因を考慮したうえで決定されることになるだろう。

## 5 むすび

本稿では、現状機能している銀行システムと同水準で投信バンキングが支払決済システムの機能を担うとした場合の最低限必要となるであろう諸条件を提示した。しかし、これによって、「投信バンキングは既存の銀行システムを代替することができる」であるとか、あるいは「代替すべきだ」ということを主張しようとしたわけではない。むしろ、本稿は、従来は不明確であった投信バンキングのデザインをある程度具体的に描くことによって、今後の制度改革の議論のための検討材料を提示することを企図している。

さらにいえば、本稿では支払決済という側面に着目してありうべき投信バンキングの考察を

行ったが、今ある銀行システムの機能や存在意義については、支払決済の観点のみで説明が尽くされているわけではないということも強調しておく必要がある。もし、銀行システムの本質が経済に対して流動性を供給する機能にあるとするならば、本稿の検討はまだ不十分だといわざるを得ない。よって、次の課題としては、流動性供給という観点から投信バンキングを見直すことが是非とも必要であろう。

また、本稿では触れられなかったが、投信バンキングについては、貨幣機能との関連、ナローバンク構想との比較、金融システム全体の中でのあり方、金融政策への影響、金融規制との関連といった部分でもまだまだ取り上げるべき論点が残っていると思われる。したがって、投信バンキングの実現可能性や今後の課題に関しては、引き続き多面的な考察が望まれる。

以 上

## 参考文献

- Cowen, T. & Kroszner, R. (1990). Mutual fund banking: a market approach, *Cato Journal*, 10(1), 223-237.
- Harper, I. R. (1998). Mutual funds as an alternative banking system: comment, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154, 105-108.
- Lewis, M. & Davis, K. T. (1987). *Domestic and international banking*, First MIT Press.
- Miller, G. P. (1998). On the obsolescence of commercial banking, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154, 61-85.
- Phillips, J. R. (1995), *The Chicago Plan and New Deal Banking Reform*, New York: M.E.Sharpe.
- Scott, K. E. (1998). Mutual funds as an alternative banking system, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154, 86-96.
- 久保田隆 (2003) 『資金決済システムの法的課題』 国際書院.
- 小早川周司 中村恒 (2000) 「ナロー・バンク論に関する一考察—実務的・理論的サーベイ—」 『金融研究』 19(1), 17-48.
- 高木仁 (2006) 『アメリカの金融制度 改訂版』 東洋経済新報社.
- 中島真志, 宿輪純一 (2005) 『決済システムのすべて (第2版)』 東洋経済新報社.
- 福光寛 (2002) 「公社債投資信託の元本割れをめぐって」 『成城大学経済研究所研究報告』 31.
- 三上隆三 (1989) 「江戸期貨幣制度の一考察」 『立命館経済学』 28(4,5), 373-396.
- 吉田暁 (1993) 「金融システムの安定性とナローバンク論」 『金融』 1993年10月号, 4-10.
- 吉田康志 (2009) 『銀行の特殊性と政策的諸論点の検討—銀行の流動性供給機能とその政策上の含意—』 中央大学総合政策研究科博士論文.

吉田康志（2012）「決済スキームの発展と流動性管理の観点から見たネット決済方式の効率性」  
『商大論集』64(1), 1-28.