

# 投信バンキングの具体的なデザインに関する考察 (その2)

—流動性供給機能と投資信託—

吉田康志

## 1. はじめに

現行の銀行中心の金融システムでは、銀行取付を招くような潜在的可能性が個別銀行レベルで本来的に存在しており<sup>1</sup>、また、ひとたび銀行破綻が生じれば、それが金融システム全体に波及して金融システム危機を引き起こすリスク<sup>2</sup>もある。こうした諸問題の発生を防ぐためには、あるいは既に起きてしまった銀行の破綻処理を行うには多大な費用がかかる。投資信託バンキング（以下、「投信バンキング」という。）は、こうした費用の発生を回避または抑制するための金融制度改革に関する政策的な構想である。

この構想は、もともと米国の「シカゴプラン」<sup>3</sup>で提示された「ナローバンク」や「100%準備銀行」に関連するもので、その後、Cowen and Kroszner (1990)、Scott (1998)、Miller (1998) などで取り扱われたが、具体的な仕組みに関する検討は行われてこなかった。そこで吉田 (2015) では、投信バンキングの具体的なデザインを示したうえで、それを実現するための基礎的な条件について検討を行った。そこでは、主に投信バンキングが発行する投資信託受益権<sup>4</sup>が支払手段として用いられるための条件として、①均質な投資信託受益権の実現、②投資信託受益権の移動のための決済システムの構築の二点が必要であるとされた。しかし、これらは投信バンキングのシステムにおける支払手段の性質とそれを担保するための仕組みに関する基本的な条件であるため、これらを満たせば投信バンキングが実現するという性質のものではなかった。このため本稿では、支払・決済を担うシステムとしての投信バンキングの実現のために必須と考えられる流動性供給機能の実装には、どのような方式が可能であるかについて検討を行う。

<sup>1</sup> 銀行のバランスシートにおける資産側の長期の債権（貸出債権）と負債側の短期の債務（預金）に起因する期間ミスマッチがその主な原因となる。

<sup>2</sup> 顧客間の資金移動等に起因する銀行間の債権債務関係のネットワークでは、ひとつの銀行の経営破綻による不払いの発生は、連鎖的に他の銀行にも波及する恐れ（システムミックリスク）がある。

<sup>3</sup> 「シカゴ・プラン」については、Phillips (1995) 等を参照のこと。

<sup>4</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（投資信託の利益を受取る権利）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を含めるものとする。

本稿の結論は、考えうる投信バンキングの方式として二つの形（信託財産を安全な有価証券のみに限定するタイプAと信託財産を貸出債権とするタイプB）がありうるが、流動性供給機能や政策面での対応を考慮すれば、単一の投資信託ファンドによってタイプBの投信バンキングを導入する方式が望ましいというものである。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では支払手段の観点からみた投信バンキングの要件を示し、第3節では流動性供給機能に焦点を当て二つのタイプの投信バンキングについて検討を行う。最後に第4節で結論を述べ、本稿を締めくくる。

## 2. 投信バンキングのための前提条件

### 2.1 投信バンキングの概要

具体的な議論に入る前に、まず「投信バンキング」がどのようなものかについて、ここで再確認しておこう。「投信バンキング」とは、投資信託（ファンド）が投資家に対して発行する受益権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。より具体的には、「投信バンキング」が実現する支払決済のシステムは以下のようなものである。<sup>5</sup>

- ・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。（投資信託は別の投資信託から振込まれた受益権を受け入れる。）
- ・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通しうる。<sup>6</sup>

簡単にいえば、投信バンキングとは、現在、我々が銀行およびそれに関連する諸システム（以下、「銀行システム」という。）の下で享受している支払・決済に係る諸サービスが、投資信託の仕組みによって実現しているシステムを指す。ここでは、金融機関としての銀行が投資信託に、銀行が発行する預金通貨が投資信託の発行する受益権にそれぞれ対応する。したがって、投信バンキングでは短期の安全な運用手段が、銀行預金に代わって

<sup>5</sup> 投信バンキングの概要については、吉田（2015）に拠る。

<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。

投資信託の受益権という形で提供される。また、預金通貨で行われている振込や自動引落といった取引が、投信バンキングでは受益権の口座間の移動によって行われ、債権債務関係は受益権の引渡しによって清算することも可能となる。

投信バンキングの特徴は、その貸借対照表を銀行と比較することで明らかとなる。説明のために単純化した図式（図1）では、銀行の貸借対照表は、資産側に貸出債権や有価証券が計上され、その見合いとして負債・純資産側には預金がdebtとして計上される形で表される。これに対して投信バンキングでは、（投資信託の貸借対照表の資産側（信託財産）に何を計上するかは後に議論するとして）負債・純資産側には受益権がequityとして計上される<sup>7</sup>。

銀行の B/S				投資信託の B/S			
資産		負債		資産		純資産	
貸出債権	xxxx	預 金	xxxx	(資 産)	xxxx	受益権	xxxx
有価証券	xxxx						

(注) 銀行は、株式会社形態であるため純資産として資本金を計上することになるが、ここでは単純化のため負債調達しか行わない形で示している。

図 1 銀行と投資信託バンキングのバランスシート

銀行では、資産の価値が様々な要因によって変動するにもかかわらず、それに対応する預金の価値がdebtであるがゆえに不変であることから、資産の価値が大きく棄損した場合には債務超過に陥り、銀行の破綻に繋がるリスクを本来的に孕んでいる。一方、投資信託では、受益権はdebtではなくequityであることから、たとえ資産の価値が変動したとしても、受益権の価値がそれに応じて変化するため債務超過となることはなく、したがって原理的に投信ファンドの破綻は生じえない。それゆえ、銀行システムにおいては銀行破綻のリスクとそれに伴う金融システム危機への対応のために必要となる預金保険制度や破綻処理等に係る政策上の費用が、投信バンキングにおいては大きく節約できることになる。そうした社会的費用面でのメリットの存在が、投信バンキングが金融制度改革のなかで政策的な選択肢のひとつとして検討されるようになった所以である。

## 2.2 投信バンキングにおける支払手段

このような投信バンキングを成立させるためには、投資信託ファンドが発行する受益権

<sup>7</sup> 実際の投資信託の貸借対照表には「受益権」の名称で計上されるわけではないが（実際には「元本」と表示）、ここでは議論の明確化のため「受益権」と表示している。

が支払手段として経済主体間を転々流通できる環境が整備されていなければならない。そのためには、銀行預金が持つ次の三つの特徴を投信バンキングでも受益権が備えることが必要となる。

- ①流動性：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：口座間の振替によって即時に資金移動が可能

これらを投信バンキングで成り立たせるためには、受益権の商品性の設計や契約内容も重要であるが、特に肝心な制度面での前提条件は、吉田(2015)によれば、次の二点である。

- (1)支払手段（＝受益権）が均質であること
- (2)支払手段（＝受益権）の円滑な移動の仕組みが存在すること

第一の点の「支払手段（＝受益権）が均質であること」は、複数の投資信託ファンドが別個に発行する受益権であっても、一様に表示する数量（金額）に応じた価値を持ち、同一数量（金額）の受益権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できるという状況が保証されているということの意味する。この条件が満たされなければ、受益権を支払手段として利用することは困難となってしまふ。なぜなら、特定の投資信託発行の受益権の交換価値が他のそれよりも相対的に高ければ、商取引において当該受益権ばかりが選好され、別の投資信託の受益権は受領されないことになってしまい、支払手段として備えるべき一般受容性が失われてしまうからである。そこで、受益権の均質性を確保するために最も単純な方法として考えられるのは、各投資信託ファンドの資産構成を同一にしてしまうことである。より具体的には、信託財産として保有すべき有価証券の銘柄とその割合を一義的に決めてしまうことである。その場合、一体誰がどのような権限で全ての投資信託の資産構成を決めることができるのかという問題が生ずるのであろう。しかし、そうした措置がとれないのであれば、銀行システムと同様に、監督当局が個々の投資信託の資産内容と質の決定に積極的に介入し、場合によってはその是正を求めるといった形で投資信託の資産価値を維持する制度を外部に設ける必要が出てくる可能性がある。

次に、第二の「支払手段（＝受益権）の円滑な移動の仕組みが存在すること」であるが、投信バンキングにおいて受益権が支払手段となるということは、財・サービスと交換に受益権（の所有権）を買い手から売り手に容易に移転できることを意味する。物理的な定在を持つ現金であれば、その引渡ししが所有権の移転となる。また、銀行預金のように電子的に価値が帳簿に登録されたブックエントリー型の支払手段の場合、支払指図は、手形・小切手、インターネットバンキングなど多様な方法がありうるが、原理的には帳簿上に記録された数量データの付替（口座間の振替）によって所有権を移転することができる。受益

権についても、基本的にはブックエントリー型の管理が前提となるため、その移動は口座間の振替によって実現されるであろう。もし、すべての受益権の発行体が単一のファンドのみであれば、当該ファンドにおける管理帳簿上での付替だけで受益権の移動は完了する。しかし、受益権の発行体が複数存在するのであれば、特定の投資信託の受益権口座から別の投資信託の受益権口座に対して受益権を移動する取引に対応できるような仕組みの構築が必要となる。その実現のためには、保有者間での受益権の移動指図等のデータ処理や清算処理を行うクリアリングハウス、ならびにこれら処理に伴うファンド間の決済を行うための決済機関からなる「決済システム」の整備が必須である。

### 3. 投信バンキングと流動性供給機能

前述の諸条件は、投信バンキングにおいて発行される受益権が支払手段であるという点に主眼を置くものであった。しかし、支払手段の部分だけではなく、投信バンキングのシステム全体としても考慮しなければならない点がある。それは、経済に対する流動性の供給主体としての役割である。本節では、この点について検討を行う。

#### 3.1 流動性供給機能の必要性

通常、投資信託の受益権は、投資家がファンドに対して払い込んだ資金（現金や預金通貨）の見合いに発行されるものである。だが、受益権がこうした形でのみ発行されている限り、受益権はドミナントな支払手段とはなりえず、したがって投信バンキングも銀行システムの代替物となることは困難である。なぜなら、そうした方法では支払手段に対する需要の変化に対して迅速かつ柔軟に受益権を発行できないからである。

支払手段に対する需要は、主に融資へのニーズとして現れるのが一般的である。経済主体が支払手段を必要とするのは、そもそもその時点で十分な量の支払手段を所有していないためであり、そうした支払手段の需要者が支払手段を獲得するためには、他の主体から支払手段を借り入れる以外に方策はない。よって、支払手段の提供者は、本来的に「貸手」ということになる。支払手段の貸手は、借手の需要に応じるために予め潤沢な支払手段を保有していることが望ましい。このため、貸手は支払手段を余分に保有している複数の主体から市場などを通じて広く調達した原資から貸し出すという方法がありうる。これは、金融会社（ノンバンク）が採用しているビジネスのやり方である。だが、この方法では、貸手は事前に調達した金額の範囲までしか貸出が出来ないし、そもそも経済全体に存在する支払手段の量が限定されていれば、貸手が事前に調達できる量にも上限があることになる。そこで、もっとも望ましいのは、貸手自身において自由に支払手段を創出する能力を

持つことであろう。それが可能であれば、貸手は支払手段に対する需要の変化に対し迅速かつ柔軟に対応できるようになる。これが流動性供給機能の意味するところであるが、この点を銀行はどのように実現しているのだろうか。

まず、銀行システムにおける支払手段の供給、つまり銀行の貸出の方法について見てみよう。銀行が貸出を行う場合、借手に対する資金の提供は現金ではなく、必ず「要求払預金」（普通預金や当座預金などの流動性預金）の形で行われる。具体的には、当該銀行に予め開設してある借手の要求払預金口座に、銀行が融資する資金の相当額を入金記帳することによって貸出は実行されるのである。

これを銀行と借手の貸借対照表で、もう少し詳しく見ておこう。図2では、銀行が借手に対して100単位の資金の貸出を実行するケースについて、貸出前と貸出後の貸借対照表を掲げている。ここで銀行が行っているのは、借手の口座に貸し出す額の預金通貨を入金記帳するという行為だけである（別の第三者からの資金調達には行われない）。これにより銀行の貸借対照表の資産側には当該借手に対する貸出債権（貸出金100単位）が計上され、同時に負債側には銀行が借手口座に入金記帳した預金債務が同額（100単位）計上される。一方、借手の貸借対照表では、借手が銀行に保有する口座に対して貸し出された資金が入金記帳されるため、資産側に預金（債権）100単位が計上され、それと同時に負債側には当該借手の銀行に対する債務として借入金と同額（100単位）計上される。つまり、銀行においては自らの債務を貸し出すことが可能だという性質ゆえに、存在しなかったところから新たに支払手段（＝要求払預金）を創出し、それを借手の預金口座に入金記帳するだけで貸出というプロセスを実行できることになる。これを言い換えると、銀行は事前の資金調達という制約なしに貸出を実行することができるということである<sup>8</sup>。それは、銀行が借手の借入需要に迅速かつ柔軟に対応することができる（＝流動性供給機能を備えている）ということを意味している。

そこで、次に検討しなければならないのは、こうした流動性供給機能をいかにして投信バンキングにおいて実現するかという点である。

---

<sup>8</sup> これは飽くまで「理屈の上」での話であり、実際には貸出に伴う信用リスクや、準備預金制度による準備預金の中央銀行への積立義務、大口融資規制等の諸規制などを考慮すれば、銀行は無制限に貸出を拡大できるわけではない。

【初期状態】			
借 手		銀 行	
資産	負債	資産	負債
—	—	—	—

【銀行の借手に対する貸出】			
借 手		銀 行	
資産	負債	資産	負債
預金債権 100	借入金 100	貸出金 100	預金債務 100

・銀行は預金債務を発行し、その相当額を借手の口座に入金記帳することで貸出を実行。

図2 銀行による支払手段の供給（貸出）

### 3.2 2つの形態の投信バンキング

これまでの考察を踏まえて、ここでは、どのような投信バンキングの仕組みが可能かについて検討を行う。

#### 3.2.1 投信バンキング（タイプA）

まず最初に想定する投信バンキングの形態は、預金者が銀行に資金を預けて預金証書（通帳）を受け取るのと同じく、投資家が投資信託ファンドに資金を投資して投資信託の受益権（受益証書）を受け取る形態である。そしてファンドは、預けられた資金を公共債のような安全性の高い資産に投資し資産として保有する。他方、受益権を受け取った投資家は、それを支払手段として利用するので、受益権は転々流通しその所有者を変えることになる。このとき、受益権は紙の証書として流通するのではなく、預金のように、受益権の発行者の管理帳簿上に記録された電子的価値が口座間での付替という方式で移転する形となる<sup>9</sup>。こうした方式による投信バンキングを、ここでは「タイプA」と呼ぶこととしよう。

<sup>9</sup> 受益権の移動の仕組みについては、吉田（2015）の第3節で説明されているとおりであるが、現在、MRFやMMFなどで行われている証券会社を経由した有価証券の売買に係る買付代金の支払、売却代金や配当金の受取、および一部のMRF等で実現しているクレジットカード代金の引落は、投資信託受益権を一旦解約し、現金や預金通貨の形としたうえで決済を行うという仕組みになっているため、受益権そのものを支払手段としているわけではない。

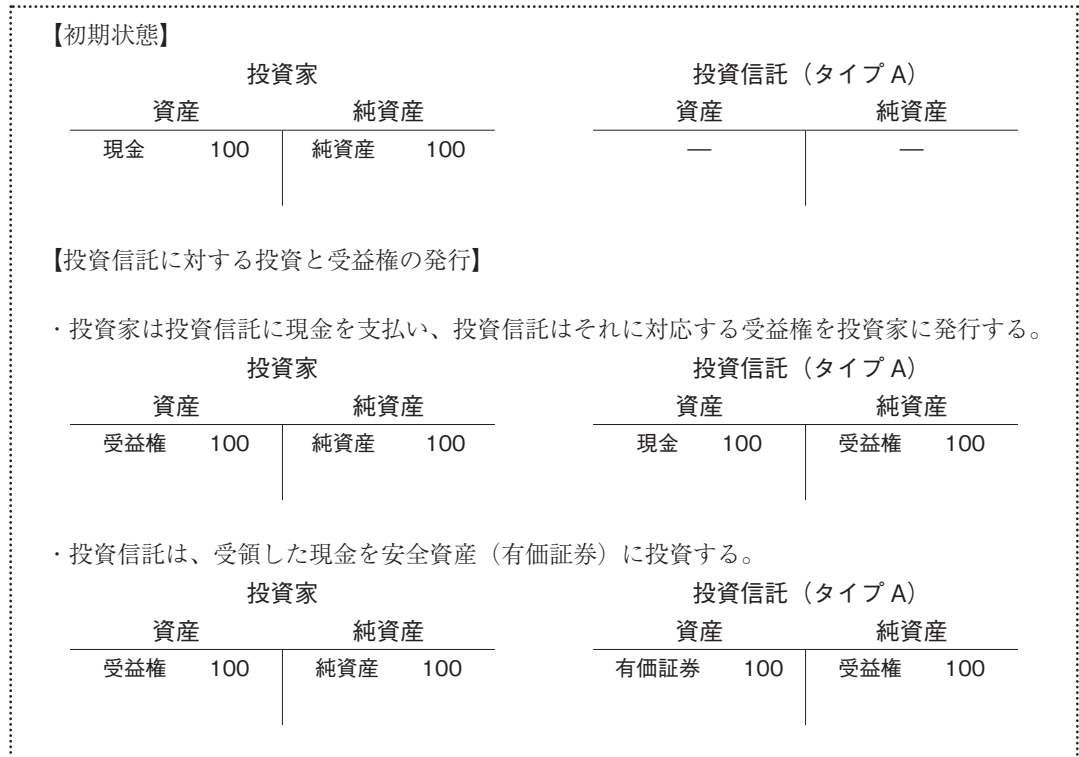


図 3 投信バンキング（タイプ A）

このタイプ A は、吉田（2015）で検討された投信バンキングの形態である。しかし、タイプ A では、3.1 でみたような流動性供給を行うことは想定されていない。それは、タイプ A のファンドの発行する受益権が、飽くまで投資家の現金支払の見合いとして発行されるものであって、それを支払手段として需要する者（借手）のニーズに対応して柔軟に発行できるような性質のものではないからである。また、タイプ A のファンドでは、受益権が安定した価値を持つ支払手段となることを踏まえ、信託財産は安全な公社債（典型的には国債など）に限定されている。仮に、タイプ A のファンドの信託財産が全て国債だとすると、受益権の発行額は国債の発行残高に制限され、一定以上の受益権を発行することは不可能となってしまふであろう<sup>10,11</sup>。したがって、タイプ A の仕組みでは、支払手段として受益権を必要とする経済主体があったとしても、それに対して受益権を迅速かつ

<sup>10</sup> 伊藤・柳川（1991）は、国債ファンドによる支払システムについて論じているが、このシステムでは支払手段の量は支払手段の需要によって変動しないとしている。

<sup>11</sup> 例えば、2016 年 7 月公表（最新公表値）のマネーストック残高（M3 平残）は、1,260.5 兆円であるのに対して、普通国債の発行残高（2016 年見込）は 837.8 兆円である。仮に投信バンキングが銀行システムを代替することになれば、この M3 の大層が受益権に変わることになる。このとき、ファンドは受益権発行の見合いとして受益権と同額の国債を信託財産として保有する必要があるが、現状の国債の発行状況では足りないことになる。



柔軟に提供することに困難が伴うことになる。

### 3.2.2 投信バンキング（タイプB）

タイプAのファンドにおける問題点を考慮して、投信バンキングに流動性供給機能を持たせるためにはどうすればよいだろうか。そのためには、銀行と同様の方式をとる必要がある。つまり、投資信託ファンドが発行する受益権が支払手段としての条件を満たすことを前提として、投資信託が、支払手段を必要とする者に対して受益権を以て貸出を行うということである。その際、借手の受益権口座に貸出す受益権の口数を記帳することによって貸出を実行する方式が望ましいだろう。この仕組みによる投信バンキングは、基本的な考え方がタイプAとは異なるため、区別のためこれを「タイプB」の投信バンキングと呼ぶこととしよう。

図4は、タイプBの投信バンキングにおいてどのように受益権が発行されるかを図示したものである。ここでは、投資信託は借手に対する100単位の資金の貸出というプロセスを、借手に対して受益権を発行するのと同時に、借手に対する貸出債権を取得することによって実行する。貸借対照表でいえば、投資信託の貸借対照表の資産側には当該借手に対する貸出債権（貸出金100単位）が計上され、同時に負債・純資産側には投資信託が借手の口座に入金記帳した受益権（純資産）が同額（100単位）計上される。一方、借手の貸借対照表では、借手が投資信託に保有する口座に対して貸出された資金が入金記帳されるため、資産側に受益権100単位が計上され、それと同時に負債側には当該借手の投資信託に対する債務として借入金と同額（100単位）計上される。

この方法を投資信託がとれば、存在しなかったところに新たに支払手段（＝受益権）を創出し、それを借手の受益権口座に入金記帳するだけで貸出が可能となるため、タイプBの投信バンキングは流動性供給機能を備えているといえることができる。

借手		投資信託（タイプB）	
資産	負債	資産	純資産
—	—	—	—

【投資信託の借手に対する貸出】

- ・投資信託は受益権を発行し、その相当額を借手の口座に入金記帳することで貸出を実行。

借手		投資信託（タイプB）	
資産	負債	資産	純資産
受益権 100	借入金 100	貸出金 100	受益権 100

図 4 投信バンキング（タイプB）

タイプBの投信バンキングは、タイプAとは信託財産のあり方が異なっている。タイプAでは、信託財産は安全な公社債であることが想定されていたが、それは支払手段としての価値の安定を確保する目的であった。ところが、タイプBでは、流動性供給機能を投信バンキングに持たせるために、信託財産を借手から取得する貸出債権とする必要がある。このとき受益権の価値は、そのまま直接に貸出債権の価値を反映することになるため、もし貸出債権の価値が変動するようなことがあれば、受益権の価値もそれに依じて変動することになる。そうすると、受益権の価値は、各投資信託ファンドの保有する貸出債権の質によって区々になる可能性が出てくる。具体的にいえば、特定の投資信託ファンドの貸出先において経営上の問題が生じた結果、返済が滞ったり債務不履行となった場合には、貸出債権の質が低下して、それに対応して当該ファンドの発行した支払手段である受益権の価値が、他のファンドの受益権に対して相対的に価値が低下することになる。このように、タイプBの投信バンキングでは、発行したファンドごとに発行する受益権の価値が異なるような状態も想定されるため、受益権が支払手段としての性質を維持できなくなるという問題が生じうる。

### 3.3 投信バンキングに関する政策上の対応

ここでは、前述した二つのタイプの投信バンキングについて、その特徴と問題点を整理し（表1）、それぞれの政策上の対応について考えたい。

表 1 投信バンキングと銀行システムの特徴

	投信バンキング		銀行システム
	タイプ A	タイプ B	
支払手段	投資信託受益権	投資信託受益権	預金
性質	投資信託発行の equity	投資信託発行の equity	銀行発行の debt
見合い資産	安全な有価証券	貸出債権	貸出債権
価値の変動	あり（円換算）	あり（円換算）*	なし
流動性	あり	あり	あり
資金移動	口座間の移動	口座間の移動	口座間の移動
通貨単位表示	口/円	口/円	円（法貨と同一）
決済インフラストラクチャー クリアリングハウス	必要	必要	あり
決済機関	必要	必要	あり
セーフティネット			
預金保険制度	不要**	必要/不要***	あり
中央銀行の最後の貸手	不要**	必要/不要***	あり
政府による救済	不要**	必要/不要***	（状況による）
規制			
参入規制	不要**	必要/不要***	あり
検査・報告義務等	不要**	必要/不要***	あり
社会的費用	小～中規模	中～大規模	大規模
問題点	・流動性供給機能がない	・貸出資産の価値変動に伴い支払手段の価値が変動する可能性がある ・相応の社会的費用が必要	・制度維持のための社会的費用が大きい

(注)：\* 貸付信託のように契約で元本保証を付すことは可能。

\*\* 制度のデザインに応じて決定されるが、原則は不要と考えられる。

\*\*\* 必要か不要かは制度のデザインに応じて政策的に判断される。

### 3.3.1 支払手段としての性質

支払手段関連の検討事項としては、投信バンキングにおける支払手段の通貨単位の表示 (denomination) をどうするかという問題がある。銀行システムにおける支払手段である預金通貨は、法貨と同一の通貨単位表示を採用しており（わが国であれば「円」）、また預金通貨と法貨との交換比率も額面どおり一対一である。他方、投信バンキングでは、支払手段である受益権は、必ずしも法貨と同じ通貨単位表示を使う必要はなく、持分の最小単位を例えば「口」で表示することも可能である。このとき、「1口=1円」のような形で受益権と法貨の交換比率を固定する方法も考えられるほか<sup>12</sup>、両者の交換比率を固定せず

<sup>12</sup> 決済性の高い米国の MMF (Money Market Funds) では、持分 (share) の価値を 1 ドルとする基準価格が設けられている。また、この基準価格が 1 ドルを下回ること (元本割れ、「break the buck」) のないよう投資会社法 (Investment Company Act of 1940) 規則 2a-7 により、MMF の運用対象に制限が設けられている

におく方法もありうる<sup>13</sup>。

タイプAの投信バンキングの場合、信託財産が安全な有価証券となることから、資産価値が大きく棄損しないと仮定すれば、法貨の交換比率との交換比率を一对一（1口=1円）に固定してしまうことで、経済の中に複数の価格表示体系を設けないこともできるであろう。そうすることによって銀行システムと投信バンキングの併存や、前者から後者への移行もスムーズに行うことが出来るという判断も成り立つ。また、タイプAでは安全な有価証券のみに投資するとはいっても、経済環境によっては受益権の法貨換算での価値が変動し、「元本割れ」<sup>14</sup>という状況にもなりかねないため、受益権の「元本割れ」を回避するような仕組みも必要であろう。具体的には、元本割れの危険が生じた場合には、運用会社等が市場価格の低下した有価証券をファンドから合理的な価格で買い取ることを認める、ファンドの受益権（持分権）内で優先・劣後構造をつくり劣後部分の一定以上を運用会社等が保有する、といった方策が考えられよう。また、本来の投信バンキングの趣旨とは反するが、受益権の価値が一定割合以上低下した場合に、損失の補填（資本注入）を目的とした預金保険制度類似の制度を設けて受益権の価値低下を回避する方法もありうる<sup>15</sup>。

タイプBの投信バンキングの場合、前述のように、受益権の価値を担保するのは貸出債権である。投信バンキングでは、支払手段である受益権がequityであるため、何らかの手段を講じない限り支払手段は法貨換算での価値変動から免れず、その頻度や規模はタイプAの受益権以上に大きくなると予想される。そこで、タイプBの投信バンキングでは、タイプAで講じている対策に加えて、わが国の貸付信託制度で行われていたように、受益権に元本補填契約を付すことによって元本保証とすることも考えられる<sup>16</sup>。

### 3.3.2 決済インフラストラクチャーの必要性

投信バンキングを実現するための基盤インフラストラクチャーとしては、吉田（2015）

---

ほか、元本割れのリスクが生じた場合には、運用会社等が必要な元本割れ回避策をとることが可能とされている（Gorton and Pennacchi(1993)、三宅（2008））。

<sup>13</sup> この場合、複数の二つの価格表示体系（円と口）が併存し、また、これら支払手段間の交換比率（為替レート）も表示されることになる。

<sup>14</sup> ここでいう投資信託の「元本割れ」とは、受益権の価格（法貨換算額）が投資した額（同）を下回ることを指すが、他方、受益権の通貨単位表示（口）が適用されている状況では、信託財産の法貨換算価値が低下したとしても受益権の数量は維持されるため、受益権表示での「元本割れ」は原理的に生じない。

<sup>15</sup> 銀行システムの預金保険制度が銀行からの預金の払出不能を回避するための制度であるのに対して、ここで想定する制度は（投信バンキングでは保有する受益権の払出自体は必ず保証されるため）受益権の価値低下を防ぐという趣旨のものとなる。

<sup>16</sup> わが国の信託業法では、信託会社が事前・事後に損失補てんおよび利益補足をを行うことを禁止しているが（信託業法24条1項4号）、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（兼営法）は信託兼営銀行については強固な財務基盤を有していることを理由に、損失補填等を行う契約を締結することを認めている（兼営法6条、兼営法施行規則37条）。また、損失補填契約を締結した場合は、補填に充てるための資金として信託の収益のうちから特別留保金を積立てることとされている（貸付信託法14条）。なお、現時点では新規に貸付信託の募集をしている信託銀行等はないとされている。

が指摘するように、支払手段としての受益権の移動を可能とするための決済システム（クリアリングハウスおよび決済機関）の整備が必要となろう。これは、電子的なデータとして価値が帳簿に登録されるブックエントリー型の支払手段のシステムを運営する以上は、投信バンキングでも銀行システムと相似の決済システムを持たざるをえないということである。その意味では、投信バンキングであっても決済システム整備に係る費用を節約することはできない。しかし、将来の技術的な進展によっては、この辺りの状況が変わる可能性も十分にある。例えば、Bitcoin等の仮想通貨の基幹技術とされているblockchainを用いてP2P（Peer to Peer）ベースによる支払手段の移動が可能となれば、クリアリングハウスの機能の一部（資金移動指図の集中管理や専用通信ネットワークなど）は不要となるかもしれない<sup>17</sup>。

### 3.3.3 セーフティネット

銀行システムでは、預金通貨という主要な支払手段の円滑な流通を確保するための制度的な装置としてセーフティネット（預金保険制度、中央銀行による最後の貸手機能、および場合によっては政府による救済機能など）や規制監督の制度が存在していると解釈できる。つまり、セーフティネットや監督当局による規制は、広い意味での銀行システムという支払決済制度を構成する重要な要素だということである。投信バンキングの場合、受益権がequityであり、法貨換算の価値は変動することが前提であるため、基本的には預金保険のような制度は馴染まないと考えられるが、受益権が支払手段であって急激な価値の変動は望ましくないと判断するのであれば、前述のように受益権の価値低下時に（預金保険制度類似の）資金注入を行う制度を設けることは十分に考えられる。

また、投信バンキングの受益権の価値低下時に、投資信託に対し中央銀行が信用秩序の維持を目的とした資金的な援助を行うことはありうるが、その場合は「最後の貸手」(debt holder)ではなく、出資者(equity holder)としての関与となるであろう。また、その必要性が検討されるのは、特にタイプBの投信バンキングにおいてということになる。

さらに、投信バンキングに参加する個別のファンド間で支払手段の移動が行われるのであれば、銀行システムと同様に、決済システムを通じて各投資信託ファンドの間で網の目のような債権債務関係が日常的に発生することになる。投信バンキングにおいて個別のファンドが他のファンドに対して債務を負い、それを決済するためには決済機関を通じた決済用資産のやり取りが必要であることを前提とすると<sup>18</sup>、極端なケース（信託財産の価

<sup>17</sup> その一方で、投信バンキングの受益権が投資信託ファンドのequityである以上、異なる投資信託ファンド間での受益権移動に際しては、別途必ず決済用資産の移動が必要となるため決済機関の機能まで不要となるとは考えられない。クリアリングハウスと決済機関の役割については、吉田（2015）を参照のこと。

<sup>18</sup> 吉田（2015）、3.3.3を参照のこと。

値低下時に決済債務が信託財産を超えるような場合）では、投資信託において不払いが発生する可能性もゼロとはいえない。もし、そうした不払いが決済システムの債権債務関係を通じて他の投資信託ファンドにも波及するようなことになれば、投信バンキングでも銀行システムと同様のシステミックリスクの可能性が存在することになる。こうした際の対応として、政府が問題のある投資信託ファンドに対して資本注入を行うことは、政策上の選択肢として十分にありうると考えられる。だが、このような政府の介入は、社会的費用を極力かけない金融システムを構築するという投信バンキング構想の趣旨に反することになる。

### 3.3.4 規制

銀行システムでは、預金通貨の価値とその円滑な流通を確保するという目的で銀行業に対する参入規制の適用および銀行に対する金融検査や報告の義務付けなどが行われている。投信バンキングでは投資信託ファンドの破綻は生じないということを所与とすれば、規制の仕組みについては最低限で済むというのが投信バンキングの当初の構想であった。その一方で、支払手段の法貨換算の価値変動自体も抑制しようとするのであれば、投資信託の保有する信託財産の質に関しても監督当局が検査を実施する、バランスシート規制を課すといった形で積極的に関与すべきだという考え方もあろう。投信バンキングに対する規制のあり方については、システムの仕組みに対応して一意的に決定されるようなものではなく、政策的な判断に基づき決定する必要がある。

### 3.3.5 単一の投資信託による投信バンキングの可能性

先ほども触れたように、投信バンキングにおいても、決済システムとの関連でシステミックリスクが生ずる可能性がある。このシステミックリスクの発生を回避するためにはどのような対応が必要だろうか。考えられるひとつの案は、投信バンキングにおいて支払手段を発行する投資信託ファンドを単一にしてしまうという方法である。こうすることで、複数ファンド間の支払手段の移動に伴って発生していた債権債務関係は存在しなくなるからである。さらに、投信バンキングを単一の投資信託だけで成立させるのであれば、おそらく投信バンキングに関連するいくつかの課題は解決するだろう。もともと投信バンキングでは、複数の投資信託ファンドが個別に受益権を発行し、それが支払手段としてシステム内を流通する形が想定されていた。しかし、すべての支払手段（受益権）が単一の投資信託ファンドによって発行されているのであれば、受益権の均質性を担保するための諸方策<sup>19</sup>は不要となる。これに伴って、関連する監督当局の規制も簡略化することが可能

<sup>19</sup> 吉田（2015）では、そのための方策として、投資信託ファンドの資産構成の統一、および投資する有価証券

となる。また、複数のファンド間での支払手段移動がなくなれば、バランスシート上でも、ファンド間決済のために保有しなければならなかった決済用資産が不要となるほか、他のファンドに対する負債もなくなり純資産だけに特化することができる。さらに、支払手段としての受益権を流通させるためのインフラストラクチャーである決済システム（クリアリングハウスおよび決済機関）も不要となる。なぜなら、これらは異なる投資信託ファンド間の受益権の移動を前提としたものであり、ファンドがひとつしかない環境では、受益権の移動は全て単一の投資信託ファンドの帳簿システム上のみで処理可能だからである。<sup>20</sup>

### 3.4 投信バンキングの評価

以上を踏まえて、投信バンキングは金融システム改革の政策手段としてどのように評価すべきであろうか。まず、費用面について考えてみよう。銀行システムでは、セーフティネットの一部（特に中央銀行による最後の貸手機能や、政府による資本注入等の救済措置）や政府による規制（金融検査やモニタリング）に係る費用は、銀行（またはその利用者）が直接負担するのではなく、社会全体の負担となっている。タイプAの投信バンキングの場合は、支払手段としての受益権の価値がある程度安定していることから、セーフティネットや規制を整備・維持するための社会的費用を最小限に抑えることができる可能性がある。他方、タイプBの投信バンキングでは、受益権の価値安定の前提となる信託財産（貸出債権）の価値安定のためにセーフティネットを用意したり、銀行システム並みの厳格な規制を実施する必要があるかもしれない。このため、タイプBでは投信バンキング制度の運営に伴う外部費用は相応に大きくなる可能性があることに留意が必要である。

次に流動性供給機能についてはどうだろうか。銀行預金が法貨以上に幅広く利用され支払手段としてのドミナントな地位を保っているのは、銀行システムが預金形態の支払手段を迅速かつ柔軟に供給できるという流動性供給機能を備えているためである。流動性供給機能を投信バンキングにおいて実現するには受益権を貸出という方法で提供するタイプBの形態をとらざるをえないが、この場合、支払手段の価値が不安定となることから、それを安定化させるための装置としてセーフティネットや規制の制度が必要となる。そして、

---

の質の確保を挙げている。

<sup>20</sup> 単一のファンドによって実現する投信バンキングは、民営化する前の郵便貯金のあり方とある意味で似ているともいえる。郵便貯金では、貯金口座保有者間の資金移動が全国を網羅するネットワークを基盤とする郵便貯金内のシステムによって、外部の決済システム（内国為替制度が運営する全銀システム）に依存することなく実現していた。また、貯金によって調達した資金は、大蔵省（当時）資金運用部を経由して国債で運用されており、その点ではタイプAの投信バンキングに近い。その一方で、貯金は郵便貯金（国）の債務であってequityではなかったため、投信バンキングそのものとはいえない。これに関連して、郵政三事業の在り方について考える懇談会（2002）では、当時議論されていた郵政改革の方向性に関して、郵便貯金については将来的に「国債ファンド的なものに改組する」ことについて言及している。

そのことは必然的にシステム全体の維持のための社会的費用の増大を意味するが、それは投信バンキング構想の趣旨に反することになる。これに対して、社会的費用を抑制できるタイプAの投信バンキングでは、支払手段の価値は安定しているものの、資金を必要とする経済主体に対して迅速かつ柔軟に支払手段としての受益権を提供するという肝心の仕組みが備わっていない。

タイプAかタイプBかの選択は、支払手段としての利便性と社会的費用との間のトレードオフの問題でもある。タイプAの投信バンキングは、おそらく現行の銀行システムを全面的に代替するような規模で普及することはないであろう。それは、前述のとおり流動性供給機能がないためである。しかし、銀行機能の部分的な代替としての送金手段、または安全な貯蓄手段を提供するという意味で銀行システムと共存することはありうる<sup>21</sup>。あるいは、銀行システム全体が危機に瀕した場合に、資金の一時的・部分的な逃避先としてタイプAの投信バンキングが選択される可能性も否定できない。他方、相応の社会的費用がかかることを見越したうえでタイプBの投信バンキングを導入するという選択肢はどうか。タイプBは、理屈の上では、銀行システムを機能的に代替することができるだろう。しかし、ある程度の問題はあるもののこれまで機能してきた銀行システムを捨てて、新たにタイプBの投信バンキングに乗り換えることについて、積極的な意義を見つけることが可能だろうか。単純に制度移行のための諸費用だけを考慮しても、その選択肢は合理的ではない可能性がある。

それでは、投信バンキング構想は、そもそも検討に値しないということなのだろうか。投信バンキング実現のためのひとつの可能性として考えられるのは、先に触れたように、タイプBの方式を単一の投資信託ファンドで実現することである。前述のとおり単一の投資信託ファンドだけで投信バンキングを作ることによって、決済システムの構築の費用が不要となるほか、貸出債権を信託財産とすることによる受益権の価値変動の問題に関して、規制の対象が単一になることから規制制度に係る費用も大きく削減することが可能となる。また、利用者の立場からすれば、受益権の貸出に応じてくれる投資信託がひとつしかなければ、どの投資信託が安全かということに頭を悩ませる必要はなくなるだろう。そして、支払手段の迅速かつ柔軟な供給は、タイプB方式をとることによって担保されるであろう。こうした点から、タイプBの投信バンキングを単一のファンドで構築する方式は十分検討に値するものと考え<sup>22</sup>。だがその一方で、事業者が単一となることの当然の帰

<sup>21</sup> わが国では民営化以前の郵便貯金制度（タイプAに近い性格を持つ）が、独自の資金移動の仕組みを備え、銀行システムと併存していたことを思い起こすことができる。

<sup>22</sup> 同時に、複数のファンドが参加する投信バンキングは、その実現に際して大きな困難が伴うということでもある。このことは、2.1冒頭で示した投信バンキングのあり方とは異なっており、留保付きの投信バンキングの実現ということになる。



結として、支払・決済サービスの独占に伴う弊害の排除についての対応は、別途政策的に考慮されなければならない。

#### 4. まとめとむすび

本稿では、吉田（2015）での議論を前提としたうえで、投信バンキングを銀行に代わる「もうひとつの（alternative）」支払・決済システムとするためにはどのような方法が可能かについて検討を行い、二つの方法（信託財産を安全な有価証券のみに限定するタイプAと支払手段である受益権を貸出のプロセスの中で供給する（信託財産を貸出債権とする）タイプB）を提示した。また、これら二方法の特徴についてもそれぞれ考察を行い、タイプAでは迅速かつ柔軟に流動性を供給する機能がなく、タイプBでは流動性供給機能は備えているものの導入に伴う社会的費用が大きいという問題点を指摘した。そして以上を踏まえ、投信バンキング実現の方式としては、（留保付きではあるが）単一の投資信託ファンドでタイプBを採用する形が考えられることを示した。

しかし、本稿の提案は理屈の上で可能となる投信バンキングのデザインを提示したに過ぎず、未だフィージビリティの点で問題なしとはいえない。なぜなら、支払・決済システムを単一の投資信託に独占的に委ねることに関する経済学的な、あるいは公共政策上の諸問題について十分な検討がなされていないからである。さらにいえば、既存の銀行システムに加えて、似てはいるが原理の異なる支払・決済システムを追加的に維持・運営することの意義や、今日の経済システムにおいて二つの価格表示体系（法貨と投資信託）を同時に持つことの是非についても多面的な議論が必要であろう。しかしながら、これらの点について本稿では立ち入って検討することはできなかった。したがって、これらについては今後の検討課題としたい。

以 上

## 〈引用文献〉

- Cowen, T., & Kroszner, R. (1990). Mutual fund banking: a market approach, *Cato Journal*, 10(1), 223-237.
- Gorton, G., & Pennacchi, G. (1993). Money market funds and finance companies: are they the banks of the future?, In M. Klausner & L. J. White (Eds.), *Structural change in banking* (pp.173-214), New York University Salomon Center.
- 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.
- 伊藤元重、柳川範之（1991）「貨幣の機能と決済システム：理論的考察」『三田学会雑誌』84（2）, 7-31.
- 三宅裕樹（2008）「米国のMMFの元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」『資本市場クォーターリー』2008年秋号, 野村総合研究所.
- 郵政三事業の在り方について考える懇談会（2002）「郵政三事業の在り方について考える懇談会 第7回 討議参考資料」2016-8-27 検索,  
<http://www.kantei.go.jp/jp/yousei3jigyou/dai7/7siryou1.html>
- 吉田康志（2015）「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—」『商大論集』66（3）, 1-18.