

# 信託法・制度の経済的機能に関する論説の整理

秀明大学総合経営学部教授 荒井 弘毅

## 目 次

1. イントロダクション
2. 先行研究
3. 「契約及び信託義務」について
  - (1) 概要
  - (2) 忠誠義務の理解
  - (3) 信託法批判の分析
  - (4) 忠実義務違反の利益の剥奪
  - (5) 「契約及び信託義務」への論評
4. 「受託者説明責任の経済学」について
  - (1) 概要
  - (2) 経済学の文献批評
  - (3) 法学的検討における経済学の視点
  - (4) Easterbrook and Fischel の議論
  - (5) 受託者説明責任について
  - (6) 結論
  - (7) 「受託者説明責任の経済学」への論評
5. 「信託法の経済分析」について
  - (1) 概要
  - (2) 構成
  - (3) エージェンシー・コスト・モデル
  - (4) 山中による論評部分
  - (5) 本論文の経済的機能に対する検討の評価
  - (6) その他の検討
6. 「忠誠の自由：共和主義信託法の理論」について
  - (1) 共和主義信託法の提言
  - (2) 共和主義法理論とは
  - (3) 共和主義法理論の形成と展開
  - (4) 構成と概要
  - (5) 論文の位置付けと批判的検討
7. 投資と信託の分析
  - (1) 投資契約と所有権の配分
  - (2) 信託について
  - (3) 信託の類型化と機能別分析
  - (4) 投資と信託
8. モデル分析
  - (1) 投資契約
  - (2) 信託契約
  - (3) 投資と信託
9. 結語

## 1. イントロダクション

信託とは、委託者が信頼できる者（受託者）に対して、金銭や土地などの財産を移転し、受託者は委託者が設定した信託目的に従って受益者のために信託財産の管理・処分などを

する制度である。この信託制度に関しては、平成18年に信託法が改正されるなど、その現代化が図られてきている。しかしながら、信託制度の経済的機能の説明に関しては、管見の限り、これまで多くの研究が蓄積されてきてはいなかった。このため、本研究は、法と経済学・法の経済分析の観点から、信託法・

制度の機能の経済分析を行い、今日における信託の果たす役割の大きさを支える理論的基盤の整理に資することを目的とする研究である。

本研究では、先行研究に関し、特に、Eassterbrook and Fischel (1993)、Flannigan (2007) 及び Sitkoff の一連の研究を取りまとめた山中 (2015) に着目してやや詳細に説明し、また、Criddle (2017) の研究を批判的に取り上げている。これによって、信託法・制度の経済分析に対する法学者の見方を把握し、既存研究で検討されてきた論点を整理しようとしている。その後、これらを踏まえた上で、信託の経済的機能に関する考え方を説明した後、基本的なモデルを用いて信託制度・機能を分析しようとしている。結論的には、信託の経済機能は特に受託者説明責任、機会主義規制、エージェンシー・コスト等検討の視点に留意すべきところは多いものの、財産の投資と管理の観点からの経済的分析を行うことで、一定の特徴が見いだせたと考えられる。

以下、本稿では、2.で先行研究のうち特に信託の経済分析に特徴的なものを幾つか取り上げた後、3.で Eassterbrook and Fischel (1993) の概要を説明し、4.で Flannigan (2007) を検討し、5.で山中 (2015) を取り上げて説明している。6.で共和主義の理論からの信託法の検討について、Criddle (2017) を検討する。その上で、7.で投資と信託の経済的機能からの分析を述べ、8.でその裏付けであるモデル分析を行っている。9.は結論である。

## 2. 先行研究

信託の経済的観点からの分析に関しては、例えば、Cooter and Friedman (1991) や Eassterbrook and Fischel (1993) のものが挙げられる。また、Sitkoff (2004)、(2008) 及び (2014) による一連の経済分析がなされ

ている。この Sitkoff の一連の研究に関しては、山中 (2015) により詳細に取りまとめられている。

これらを踏まえて検討された Flannigan (2007) は、経済的な視点からは、伝統的な信託の自己取引への責務にはほとんど議論すべきことは見当たらないとする。また、忠誠義務の受け入れられている機能は、契約へのアクセスを限定することでの機会主義のコントロールである。その法的義務は、間接的又は付随的に同種の機能を担う各種の経済メカニズムによって補完されている。残念ながら、伝統的機能に対して、一部の経済的あるいは法的研究では多くの概念的な混乱が見られると指摘している。この論文では、文献のレビューによって、自己利益に対する伝統的な禁止の分析上の誤りの指摘とその有用性の確認をしている。

我が国における信託の経済的機能の観点からの分析は、管見の限り、次の3つのものが特に興味深いものである。

神谷・金本 (2003) は、信託義務の2つの問題、信託義務の特有な構造及び信託義務が強行法規としての性格を有しているかを検討している。信託義務の特有な構造、信託義務が他の法律上の義務とどう違うのかに関しては、受任者（代理人）が本人の財産を横領するのを防止するために「利益の吐き出し」という消極的なインセンティブを用意しており、また、検証できる横領行為に対して裁判所が事後的な監視を行うことによって、信託義務特有の問題を克服しようとしたものであるとしている。また、信託義務が強行法規としての性格を有しているかに関しては、準則内容の明確性、準則の適用範囲の明確性が必要であり、ルールの一貫性が守られることによって節約される費用が、当事者が望まないアレンジメントを共生することで発生する費用を上回ってはならない基準に従う必要があると指摘している。他方、個別の信託関係についてはこの判断基準に基づいた具体的な検

討となるとするものである。信託義務について正面から取り組んだ研究であり、その時点までの基本的な考え方・欧米の研究動向も踏まえた有益なとりまとめと考えられる。

井上（2011）は、2000年代初めまでは信託は金融分野における商品と捉えられてきたことを挙げ、その後の信託業法・信託法の改正を経て信託の守備範囲が広がってはいるものの実質的には金融取引又は金融業務と親和性の高いものが多いと指摘している。すなわち、法制度上は信託の利用目的は様々なものであり得るが、実際のところは資金運用、資金調達及び資金保全・決済に集中しているとする。これは、信託の組成者・実質的所有者の倒産の影響を排除する必要が高く、かつ、組成時に予想できることをそのとおりに実行するために優れた特質を持つためだとしている。他方、ガバナンスが抽象的なものであるため、組成時に予想できない事態が発生することが通常で、その都度適切に対応することが必要なきには信託は使い勝手が良くないとしている。また、業法での健全性の担保から主として金融機関が信託の担い手となっているとしている。この検討は、信託の本質に目を配りながら、その実体的な機能を探ったものであり、この後のモデル分析でも活用できるとともに、インプリケーションを考える視点としても重要である。

森田（2014）は、相手方が特定少数の場合、信託を典型契約として捉え、特有の合理的なデフォルト・ルールを信託法で定めていると考えるとともに、強行規定の合理性を検討し、任意規定化のリスクを減らす点、消費者契約法的包括インセンティブ規制による費用節約の点を指摘している。相手方が特定多数の場合、適切な情報開示の方法等を定めることが望ましい可能性があり、情報開示の社会福祉性も考えられるとし、商事信託での規制をこれに位置付け、信託業法はこれとは別の区分での規制であることに触れている。また、相手方が特定されない不特定少数・不特定多数

の場合で特徴付け、それぞれについて通知の使用・登録オプションの採用を示している。その後、信託財産と受託者の固有財産との間での効率的なモニタリング分担の可能性を指摘し、負の外部性のコストを小さくする必要性を指摘している。この検討は、法と経済学の観点も踏まえ、信託のデフォルト・ルールの意義を、相手方の数とその特定性から分類して契約の性質を整理して適切な準備のために資する重要なものである。こうした機能ごとの検討も観点も後のモデル分析を検証する際に必要となると考えられる。

これらの研究に加え、Criddle（2017）において、共和主義法理論の観点から信託法が検討されていることは挙げておく必要がある。第Ⅰ部では、伝統的な独占主義を簡潔に説明し、伝統の独特な自由の概念を支配からの自由として要約する。第Ⅱ部では、信託法の古典的自由理論を紹介し、古典的自由主義理論が英米の信託法の発展をどのように形作っているかを説明する。また、この第Ⅱ部では、古典的自由主義（経済理論を含む）に基づく信託法の理論が、忠実の義務について説得力のある説明をしていない理由を説明する。最後に、第Ⅲ部では、共和主義論がどのようにして伝統的な忠実の信任義務を補強し明確にするかを示している。特に、共和主義理論は、信託法の規範的基盤について解釈的に説得力のある説明を提供している。信頼関係を特定するための簡単なテストを提供するものであり、それは忠実の信任義務を明確にしている。また、受託者の裁量的判決に対する司法裁量の原則的な正当性を提供する。これらの尊重のそれぞれは、共和主義が信任法の伝統的な特徴のための堅実な理論的基礎を築いているとする。これらは、自由の確保の視点の重要性を指摘するところで、新しい視点であり、これまでの論者に比較的意識されてきていなかったと考えられる。分析する手法の面でも、基本的なモデルに関する留意点として必要な要素を加えているものと考えら

れる。このため、本稿6.において、詳述することとしている。

### 3. 「契約及び信託義務」について

#### (1) 概要

本章では、Easterbrook and Fischel (1993)の概要を説明するとともに、そこで導入された信託の経済的分析の視点について簡潔に取りまとめる。信託の経済分析を最初に本格的に取り扱ったものであり、後の分析における基本的な参照文献となっていることから、ここでそのオリジナルな検討の内容を解説することは、以降の分析の出発点となると考えられる。

#### (2) 忠誠義務の理解

この論文では、何世紀にもわたって、裁判所は、受託者が自分の利益に捧げるのと同じ献身をもって受益者の利益を忠実に扱うことを受託者に要求してきたとし、この忠誠の義務は特別な関係を定義するものであるとしている。最近の2世紀の間、(米国の)裁判所は、この忠誠の義務とその救済措置を「信任」の義務の名の下で他の代理関係(保護者—被保護者、弁護士—顧客、銀行—借り手)に適用してきたとしている。

この忠誠の義務は、当事者の義務を完全に明記する書面による契約の不可能性への対応であることが、これ以前の研究で示唆されてきたとしている。すなわち、契約は全ての偶発事象をカバーすることはできないが、多くの場合、当事者は主要なものを処理できる。しかしながら、契約上の全ての問題を当事者間の取引の冒頭において網羅することは、困難である。契約の当事者は、目的(投資からの最大収入、訴訟への有利な結果)を望むかもしれないが、その目的がどのように達成されるかについての懸念もない。この目的を達成するための専門家(受託者、管理職、弁護士)が、自らの努力を貸すことに同意する。タス

クが複雑な場合、努力がかなりの時間を要する場合、プリンシパルがエージェントの努力を測定(又は評価)できない場合、結果の評価が測定努力の代用とはならない場合(結果は運が原因である可能性があるため)又は競合他社の優秀な努力といった、情報の相対的な不足が結論の達成を妨げる場合、詳細な契約はばかげたものとなる。具体的な取組の代わりに、代理人は目的を追求して忠誠を義務付け、履行上の義務を強いるものとなる。これは「信託」パッケージであるが、依然として何も定まってははいないことになる。「忠誠の義務」などの用語は何を意味するのか、契約はプロセス的なものとなることが冒頭に述べられている。

その上で、法律上の規則は、情報が不足していた当事者の成果を処方することによって、情報の希少性と取引コストの高い世界での契約上の努力の恩恵を促進できるとされている。取引費用のかからない世界で当事者自身が選択したルールを公共サービスとして提供することは、道具的かつ倫理的な目的を同時に促進するとし、これを踏まえて、「信託」関係は、特定化と監視のコストが非常に高いことを特徴とする契約上の関係であることが結論付けられている。

#### (3) 信託法批判の分析

こうした信託における忠誠義務に関して、第一に信託法は契約を無視又は無効にしているかどうかの観点、第二に非経済的アプローチは法的ドクトリンの優れた説明を提供するかどうかの観点からのそれぞれの批判に対する検討が行われている。

第一に、信託法の基本として、信託法の明示的な規定は、紛争の際の忠誠の義務を支配することが挙げられている。信託の清算人は、信託受託者が信託と競合することを認めてもよい。明示的な契約が許可されているということは、当事者が共同福祉の認識を促進するように法律が設計されていることである。信

託義務を推定契約条項として扱い、明示契約がない場合に当事者の福祉を促進することは避けられないものとなる。信託者は、そのサービスのために料金を請求することがある。受託者は、法律で要求される義務を履行するための追加費用、又は、何らかの異なるやり方で受益者の同意を得ていることのわずかなものをカバーすることで高い価格につなげる可能性がある。代理人からプリンシパルを保護するために裁判所は、契約アプローチを使用する必要がある。しかし、裁判所は、その力を弱めるために無駄な努力をして、誰もが損害を被る可能性もある。

第二に、受託者の職務に関する契約上の見解は、職務を特定し、代理人を特定するための高いコストを特徴とする。例えば、忠実なコーポレートマネージャーがしていることは、忠実な労働者のリーダーとは全く異なっている可能性がある。これが幾つかの例で検討されている。例えば、受託者/受益者（忠誠の義務は、受益者の排他的利益のために行動することを意味する。）、このほか、年金受託者/受益者、保護者/被保護者、弁護士/クライアント、不動産パートナー/パートナー、コーポレートマネージャー/投資家、過半数又は内部投資家/少数株主投資家、投資顧問/顧客、労働組合/従業員、貸し手/借り手、フランチャイザー/フランチャイジーのそれぞれについて検討されている。

その後、契約見解への批判者の一人であるデモットの、受託者の職務は単に公平と正直とを超えているとする主張が挙げられている。また、クラークによる、契約上の見解に依存しない信任義務についての肯定的な理論に触れられている。さらに、信託関係には他にも多くの理論があり、シェパードは幾つかの視点（不当な取得、信頼、財産、不平等な関係、パワーと裁量）を挙げていることが取り上げられている。

経済的考察は、多くの場合に健全な基盤を提供するとされている。非経済的又は反経済

的な研究者は、信頼関係について特別な何かを探しているが、特別なことは何もない。取引コストが特に高いレベルに達すると、契約関係を「信託契約」と呼ぶ者もいるが、これはその連続体を隠すこととなるものではないとしている。契約法には、履行義務の原則が含まれており、信任義務の正しい定義を探することは、特別なパズルではないとしている。

#### (4) 忠実義務違反の利益の剥奪

救済としての独特の手法は、忠実義務に違反して得られた全ての利益の剥奪といったところに見られる。この非忠実義務への無条件抑止を達成することを目指した救済策は、契約上の基準とはかけ離れたものであり、信託義務の契約上の理解を裏付ける議論があるとしている。

ここで、クーターとフリードマンによる議論が取り上げられている。ケア義務違反に対する損害賠償は、裁判所が適切な過失の定義を使用した場合に受託者が最適なケアを提供するようにする受益者の損失を一般的に反映している。対照的に、忠誠の義務違反は検出するのが難しいかもしれない。監視が難しいため、違反が検出されにくい場合、罰金は損失の適切な倍数でなければならない。厳格な義務と救済措置の両方は、当事者が取引費用なしの世界での契約によって提供されるものであるとするものである。

これに対しては、剥奪的救済は信任義務の普遍的な兆候ではないことが挙げられている。利益の逸失を裁定する裁判所は、受託者に企業努力の実質的な報酬を与えることによって、その救済をしばしば緩和している。裁判所は最初に全ての利益を受益者に返還するよう命令し、受託者の補償を指示した後の努力を「寛大な基礎で」と言うことになる。利益に基づく救済は取引を妨害し、取引のカテゴリを掘り起こすよりも、しばしば違反のリスクを受け入れる方が良い場合がある。この問題は、無条件抑止を求めている被告人の財

産が不足している救済措置がない場合に限り、義務違反のカテゴリを限定することだけによって回避することができる。

しかし、今日、受託者は取引に携わることから生じる有益な機会に決して関与してはならないと考えているとされている。今日の解約救済措置は、受益者又は約定者に、機会費用の発生額を控除した金額、すなわち受託者又は約束者が同等の時間と労力で他の機会費用ではなく、総利益よりも現金支出を控除した金額である。これまでは、賠償金と追加の罰金が、逸脱者に市場取引を行わせることとなるように、利益救済措置は当事者に明示的に契約を促す。それは、契約を挫折させるアプローチではなく、誘発する契約である。

ここで、実際の契約を促進する上での利益吐き出しの恩恵を強調することは、奇妙なことに思えるかもしれないともされている。信託関係の定義上の特徴として、非常に高い取引コストを使用することから始めた。ここでは、実際の取引を促進する手段として信託関係（及びその特有の救済手段）を使用する。人々の交渉を促すルールは、交渉にはコストがかかるが結果は明らかである場合は望ましくない。裁判所は事前に定められたルールを確立し、珍しい欲求や状況を持つ人たちに幾つかの異なるアプローチのための取引をさせることによって、取引コストを当事者に救うことができる。交渉のコストが高すぎることに伴う取引強制ルールは、事前に形成された契約があまりにも少ないときに役に立つ。自発的な取引は司法における推測よりも好ましい。取引を強制する救済策は、その解決を促進することになるのである。

このアプローチでは、信託義務と他の取引コストの場合とを区別するものはないことに注意が必要であるとしている。実際の契約が実現可能な場合、裁判所は当事者に交渉を誘導する。取引コストが高すぎると、裁判所は当事者の共同の厚生を最大限にするための推定ルールを確立する。契約と信任義務は、単

一の複雑なアルゴリズムではあるが、単一のものを使用すると最もよく理解される連続体上にあると指摘しているのである。

#### (5) 「契約及び信託義務」への論評

この論文は法と経済学のごく初期に位置付けられるものであり、法的現象について経済分析を用いて説明しようとするものである。忠誠義務に対する特別な意義を説明し、それを経済的に分析すると（特定化と監視のコストが非常に高い）契約と同様のものであると主張している。

特に、契約上の見解を様々な場合分けに基づいて批判する見解に対して、受託者は受益者の最善の利益を追求するよう行動するように義務付けられていること、受託者は受益者との利益相反を引き起こす行為を避けなければならないことが信託契約の主たる特徴であるが、様々な理由で裁量はその者の特性のためにコントロールされるべきである理論とまとめている。その上で、これらに対する、幾つかの視点も踏まえた後、経済学的考察に基づいて、これらの関係は仮説的契約のアプローチとして説明でき、それは判例で支持されてきたと適切に評価している。この部分は、モデルに基づく抽象化のみならず、様々な場面に応じた議論に対して、多角的な視点から対応していくとともに、現実の判例に基づく主張であることを示す議論は、特に法律家にとってなじみある主張と立証となっているとして、法と経済学の初期の展開における重要な立脚点となったものであり、高く評価できる。

#### 4. 「受託者説明責任の経済学」について

##### (1) 概要

続いて本章では、Flannigan (2007) の概略を説明するとともに、その中で詳細に説明されている文献を解説し、最後に若干の論評を加える。この論文は、信託の経済的機能に

ついて、文献をサーベイし、法学の観点から検討を加えたものであり、後述のSitkoffでの検討の前までの状況を把握するために有益なものと考えられる。

本論文では、信託規制の従来の役割に関し、アクセス制限協定における機会主義をコントロールすることであると、近年、他の考え方、例えば、裁量権の見直し、公平性の評価の観点の信託法の領域への導入が無節操に図られていることを挙げている。その上で、経済分析は、特定の種類の法規制を正当化するか、それに異議を唱えるために用いられる可能性のある多くの方法論の一つであるとして、他の方法論と同様に、経済分析を用いることは、公共政策が公然と持ち込まれることを可能にし、政策の内在する意味を隠す抽象的な法的推論であり、別途解決すべき疑問を生み出す概念プラットフォームであるとしている。しかし、それは機会主義をどのようにコントロールするかについての政策論に過ぎないのであり、「我々が機会主義的行動を制約するという目標を効果的に追求するために規制を設けることができるか、かつ、どのようにしてそれを設けるかを決定する」ために評価されるべきであるとしている。

機会主義に関しては、交換機会主義と生産機会主義とを対比している。そこでは、「生産機会主義が生産プロセス（管財人は財産を投資し、弁護士は顧客に助言し、親が子供を育てること）及びその境界域と関連している一方で、交換機会主義は、生産ユニット間での交換作用領域において起こるものである」としている。例えば、特殊性の問題は、当初の契約により、例えば、行為者が、独自の財又はサービスの生産に特に適した施設等特定の関係に特有である資産に投資することが求められる場合があり、一旦施設が設置されると、再交渉には費用が高むことになることが生産機会主義となる。しかし、生産機会主義と交換機会主義との違いは状況によるものであるとしている。これは、「交換機会主義の

場合、機会主義は行為者が今後の関係における条件を交渉するとき」に生じるものであり、「生産機会主義では、関係の創設又は更新は既に発生している」ことになる。その関係はある意味、アクセス制限協定であり、行為者はそのアクセス制限の目的に関係ない行動をしているのである。そして、「生産機会主義は厳しく規制されている一方で、交換機会主義は一般的には規制されていない」ことを指摘している。むしろ、交換機会主義は許容され、予期されており、契約交渉又は再交渉の段階での唯一の競争的行動であるとしている。他方、生産機会主義は、競争が市場経済では一般的に許容されるという理由により許容されているとしている。双方の戦略的な考慮から常に交渉は通知されるが、当事者が契約成立及び競争的行動（競争規則）において該当する制約（例えば、立場、強迫、不当な影響力、非良心性）の下にある場合、機会主義的衝動の法的効果は全く存在しないことになるとしている。

また、経済学者にとって特に興味深いと思われる機会主義の別の表現があるとしている。それは「怠業」と名付けられるエージェンシー費用であるとする。努力水準のより正確な測定を妨げる情報及び監視の不十分さゆえに、通常、この範囲又は領域の裁量的努力が存在することを指摘する。場合によっては、（シグナリング又は一方的な報酬調整メカニズムとして）明確にそれについて交渉することすら可能であるとしながらも、裁量権の範囲内において、怠業は単なる業績に過ぎないとし、そこには、契約上の違反はないとしている。少ない努力することを選ぶ利己主義にも関わらず、信託違反は存在しない。この怠業は、受託者が余暇又は事実上の昇給の形で不正な利益を得るために仕事上の協定を結ぶ、又は関係を築く場合にだけ信託違反となる。このような行動は生産機会主義に過ぎないとしている。

さらに、機会主義（忠実義務）を過失（注

意義)と区別することも必要であることを挙げている。忠実義務及び注意義務は、「区別される損害(機会主義及び注意不足)への潜在的な同時適用を行う独特な法律上の決まり文句である」としている。このほか、多くのその他の所見が順番に列挙されている。執行機会主義、利益相反又は義務相反、付帯的利益及び裁量権の善意の実践における利益が検討されている。

## (2) 経済学の文献批評

その後、新古典派経済理論(価格理論)は本質的に機会主義を無視しているとし、生産と交換は完全な情報、(全ての不測の事態に対処する)完全な条件での契約締結及び完全競争の条件においてモデル化され、その場合には、機会主義は成り立たないことが挙げられており、これらに対して、非現実的と述べている。機会主義はあらゆるところに潜在しているとし、経済学者による機会主義分析は一般に、少なくとも法曹界における「本人/代理人」又は「エージェンシー費用」の論評と関連しているとしている。経済学者にとって、問題は、「利己主義的な代理人にどのように動機を与えるか、情報は非対称かつ行動性のものであり、認知限界が存在し、そして、監視が現実的ではないことである」としている。また、経済学者は、全ての表明における機会主義に関心を寄せているとし、生産機会主義、交換機会主義及び怠業を実質的に区別しないとし、経済学者の主要な関心はエージェンシー問題を改善するかもしれない性質の分析、契約の限界及びその他のメカニズム(例えば、評判、市場、統合)であるとしている。

また、経済学の文献におけるチーム生産モデルの策定である Alchian and Demsetz (1972) が引かれ、「命令により問題を解決する権限によって、市場で入手可能なものよりも優れた懲戒処分によって特徴付けられる会社を見つける」ことは妄想的な考えであるとしている。彼らの見解について、会社を構成

する契約はその他の契約となんら異ならないということであるとしている。また、彼らは、個々のチームメンバーが回避を選択するチームの生産性を計量することの困難さに対処するために会社が生まれたと主張したとまとめている。その上で、互いを監視するために費用を負担しなければならないため、その業績を容易に監視することができる場合、又は、チームとして行動しなかったときよりもチームの一員として働く方が有利な場合以外には、それぞれの投入資金の所有者はより多くの回避誘因を持つことになるとしているとまとめている。そして、これを批判して、チームでの生産モードの弱点が多数存在することは明らかであるとし、現実の「命令」に基づいて、又は、中心となる代理人(というよりもチームメンバー)がいるときにこそ、通常、投資が開始され、投資家の共同資金を減らすことによってそれらの投資の資金調達をするという事実に対して、正当な評価を与えないことを指摘している。

次に、Jensen and Meckling (1976) が取り上げられ、「会社の「内部」の事柄(又は他の組織)をその「外部」にある事柄から区別しようとすることは、ほとんどあるいはまったく理にかなっていない」こと、「法的存在(会社)と、労働、原材料、及び資本投入の所有者と、生産物の消費者との間に多くの複雑な関係(すなわち、契約)が存在するに過ぎない」とする見解が取り上げられている。これらに対して、実際は、契約表明のネクサスが法律論評での不適當で未発展な開始の前提として頻繁に見られることではあるが、この考えは、信託問題の独立した分析の一部と実証されたことはないとし、調整が必要であること、繋がりに関与する必要があることという陳腐なラベルに過ぎないように思われることを挙げている。

また、不完全な契約文書は現在、「財産権」アプローチと呼ばれる初期作業の一般化として発展したことに留意すべきであること



に関し、Grossman、Hart 及び Moore らの研究が紹介され (Grossman and Hart, 1983; 1986; Hart, 1995; Hart and Moore, 1999)、資産の所有権は、不完全な契約に関連する機会主義のリスクを減らすのに重要な要因であると主張していることがまとめられている。そこでは、資産に関する契約が不完全である場合、所有権がその資産を管理するための残余権を表しているため、所有権は重要となる。意思をコントロールする権利を持つことにより、関係特殊な資産の搾取に対抗することになるとしている。しかし、このようなアプローチには概念的弱点が存在することを指摘している。それは、会社外の人的資本を非現実的に配置しなければならないことであるとし、また、特定のコントロールが残りのコントロールよりも、実際の生産プロセスに対してはるかに重要であるということであるとしている。その上で、「より一般的には、財産権アプローチは従来の信託規制の効率性を説明していないことが明白である。それは、機会主義を潜在的に広く規制する、主に機会主義を変化させる別のメカニズム (残りのコントロール) を特定するに過ぎない。受託者説明責任は別個の規制メカニズムであり、重要なことは、それが目標とする機会主義の点で更に限定されたメカニズムであることである」としている。

最後に Hart が取り上げられ、信託義務の経済分析を試みてきた非常に少数の経済学者の一人であるとしている。しかしながら、彼の分析の難点は、利害関係者が信託義務を負うべきであるという評価において、信託規制のための過度に広範な役割を引き継いでいるという点であることを指摘している。それは法曹界では信託分析についての一般的な懸念であり、Hart は、この分析が何人かの法学者の研究の注釈であることを認めているとしている。例えば、Hart は、取締役が受益者の等級間の相反 (例えば、株主、債権者、株主/債権者の相反) を仲裁し、解決する方法

に関して信託義務を適用できると考えているように見えるとし、また、信託規制が様々な等級の受益者に利用可能な契約上の保護 (自助) に応じて変化する必要があるという興味深い見解を持っているようであるとしている。それらに対して、「このいずれも従来の義務に一致していない。従来の義務は、アクセス制限協定における機会主義のコントロールに向けられており、契約上の自助の判断には依存しない」としている。その結果、Hart の分析は、従来の地位を明確にする又は異論を唱えるのに役立つものではないとしている。

### (3) 法学的検討における経済学の視点

次に、米国法学は「信託」の傘下に注意義務及び忠実義務の両方を含むことにも早い段階で気付いていたとし、特に、想定される「信託」の論評が注意義務問題と大いにあるいは専ら関係する場合に、それは従来の地位を想定する理解をゆがめる可能性があるとするものであるとしている。

そして、Posner は、信託義務に簡単に言及しているに過ぎないとしている。そこでは、「債務不履行の受託者説明責任の目的は、その他の点で多くの情報を持っている他者に個人的に対処する際に発生する取引費用 (例えば、学習費用、先行価値) を節約することだと言っているように思われる」としている。また、代理人の機会主義に対する保護を提供することが目的であることを示唆しているとまとめている。

受託者説明責任に関しては、Manne の 2 つの受託者説明責任の経済分析が取り上げられている。経営行動は市場、特にコントロールのための市場によって制約されるということ、及び、「単なる非効率性」を管理する点で特に有効であり、このことは市場が劣悪な判断や意思決定の意味で経営上の弱点であるとして取りまとめている。市場の力は、「派生訴訟は間違いなく特別なニーズに応えるも

の、派生訴訟を行うよりもはるかに偉大な方法で経営者を制約する」とも彼は考えていたとしている。

Manne に続き、経済分析（及びそれに対する重大な反応）が会社法において広範囲に重要になり始めるまで10年かかったとされ、Winter の経営者が緩んだ経営規制（底辺への競争）を提供する領域を好むという考えに異議を唱える経済的検討が挙げられている。さらに、経済及び法律上の分析における更なる論争が配当金の支払いの妥当性の問題、取締役が会社の最大の利益でないと結論付ける敵対的買収の入札に抵抗する権利が取締役にあるという有力な想定に対抗する経済分析等を取り上げている。そこでは、「機会主義の問題なしに受託者責任は存在しない。Easterbrook と Fischel の分析に関して、取締役の買収役割をめぐる論争が続いている一方で、取締役の従来の受託者責任が簡略化されるべきであるという説得力のある議論は全く前進していない」としている。

その上で、企業の取引のコントロールについて、Easterbrook and Fischel (1982) は、委任（エージェンシー）の利益が機会主義の悪影響によって減少したことを述べていることが取り上げている。

#### (4) Easterbrook and Fischel の議論

この Easterbrook and Fischel の論文については、市場のコントロールは存在するものの、それらのコントロールは、完全機会主義の可能性を完全には排除するものではない、市場は費用を伴い、終盤の相互作用に対処するには不十分である、このため、本人による高額な直接監視に代わって、法律は、標準形式の罰則条項として説明される弾力のある信託原理の形で抑止力の尺度を提供しているとされていると紹介されている。そこでは、無償とする価格交渉が可能である場合、投資家と代理人が行う交渉に近似している場合、信託規則は社会的に最適なものであるとし、さ

らに、不透明な論理において信託原理の役割は投資家の福祉を最大にすることであると結論付けたと指摘している。

さらに、そこでは、狭義において解釈する場合は、この全てが許容されるとしてまとめられている。すなわち、その交渉は機会主義についての交渉である必要があり、契約の標準的な（既定の）条件について社会的合意を示す必要があること、また、義務は、コントロール機会主義の特定の意味だけで、かつ、アクセス制限協定だけにおいて、投資家の福祉を最大化するためのものである必要があることを指摘している。しかし、明らかに、Easterbrook と Fischel の説明はそれよりさらに広義に解釈することができるとして、この概念が様々な投資の相対的な利点についての取締役の意思決定の規制にまで及ぶことを示している。

また、Easterbrook と Fischel が実際に受託者責任の役割を特定したことには注意が必要であるとしている。説明責任の拡大とはなっているが、厚生を最大化する役割があることは明らかに彼らの主要な主張であるとしている。また、一組の標準形式の条件を提供し、取引費用を削減する仕組みであることを指摘したとしている。そこでの本質的な考えは、既定の法規則は一般的に、取引費用を削減するために全住民がアクセス可能な公共財であるということであると取りまとめている。しかし、全ての既定の規則がこの公益特性を有することが理解できるとしており、標準形式の役割は、特定の形式の法規制の具体的な内容ではなく、既定の立場自体に関連した汎用的なものとなること、それは、法律のその他の分野においてもそうであるように、それはどんなによく見ても付随的な役割であること、結果として、それは受託者説明責任についての独特の実質的な論理的根拠にはなり得ないことが挙げられており、Easterbrook と Fischel の考え方を批判している。

### (5) 受託者説明責任について

Easterbrook and Fischel (1993) では、受託者説明責任の説明についての研究に戻り、会社の契約におけるネクサスの見解による影響を明らかに受けて進化したとしている。彼らは、個々の義務としての受託者責任の1982年の認識を放棄して、「契約」条件における彼らの分析を再度実行又は再度解釈したとしている。彼らは、受託者責任が法規制の別個の形態であることを明示的に否定したとし、信託業務に関する独自のものは何も存在しないし、それらは一連の契約規則の一部に過ぎないものであり、信託義務は、法律又は経済学における独特の論題ではないとしたとしている。そこでの見解において、信託関係は詳細な説明と監視の異常に高い費用によって特徴付けられる信託契約であるとしている。

しかし、受託者説明責任は、それがネクサスの考え方のように完全に契約上のものであるという主張は、抽象化の非常に一般的な水準において機能するに過ぎないと批判している。それは、境界を検知すること、あるいは区別することに十分に敏感でないので、信託と契約上の義務との間のあらゆる境界を否定するものとなりかねないとしている。すなわち、「全ての信託義務は、受託者が義務を引き継ぐために、なんらかの形で同意する、狭義の意味での契約上又は合意上のもの」であるとし、「ほとんどの場合、受託者は、利他心の立場（代理人、取締役、親族）に合意する。それによって、自らの利益に奉仕しないように関連する既定の禁止事項を引き継ぐことになる」としている。

続いて、契約の一般法則及び信託義務の一般法則は、明確な社会的役割を担っていることを挙げている。契約法は、法律上の（執行できる状態の）義務を引き継ぐために、許可された協定を合法化するチャネルとして機能するとしている。そして、受託者説明責任はアクセス制限協定における機会主義をコントロールするように考案されていることを挙

げ、事業資産への接近に関連する機会主義を規制することによって契約上確立された（及びその他の）協定を支援しているとして取りまとめている。

さらに、信託における、利己主義について1つの一般的な禁止事項が存在し、その1つの禁止事項の様々な表明が、様々な特定の規則（例えば、本人との取引、彼らとの競合、機会の活用に対するもの）に表われていることを挙げている。それに対して、必ずしも全ての特定の規則がそれぞれの状況に適用されるわけではないが、それらは全て潜在的に適用可能であるとし、「幾つかの特異な制定法の例外があるが、一般的に、受託者説明責任は汎用的な働きをする」としていることを取りまとめている。

このEasterbrook and Fischel (1993) の貢献は、信託の適性又は相対的な有効性並びに経営行動をコントロールするための契約／市場メカニズムについての、1980年代の議論（例えば、投資家の富の最大化、利害関係者の利益、法的な権限を与える規則対必須規則、閉鎖的なコーポレートガバナンス）の総まとめであり、それに対する反応であるとしている。しかし、この仮説は非常に批判されてきたことを指摘し、特に、政治的側面が明示的に提起されたとしている。そして、「契約理論学派」は、「反契約理論学派」及び「共同体主義者」と対立したというラベルが貼られた。Branson、Butler、Ribsteinによってその10年後に発表された論文によって評価することができるとしている。ここでは、「全体的に、議論は広範な支持基盤を持ち、（経営裁量権の一般的なコントロールに反して）従来の受託者説明責任にしばしば直接対応していなかった。それが浮上した場合、従来の義務が変更又は排除されるべきだという真の議論は存在しなかった」ということが挙げられている。

## (6) 結 論

最後に、結論として、「受託者説明責任の経済学に神秘的なことは存在しない。」と述べられている。そこでは、共有される経験の一部は、不正な機会主義の帰結に耐えることであるが、これらの帰結を良いものとは見ていない。それらは、相互作用、依存関係、他者へ信頼を蝕むものであり、既定の信託規制の費用を負担することによって機会主義の費用を減らす選択を行ってきたことが挙げられている。そして、アクセス制限協定の完全性を維持することが必要であり、この選択に対して異論を唱える経済理論はないことが指摘されている。結果についての実証的データはないが、普遍的な想定としては、従来の忠実義務がアクセス制限協定において機会主義をコントロールするための効率的なメカニズムであるとしている。

## (7) 「受託者説明責任の経済学」への論評

本論文は、受託者説明責任に対して経済学からのアプローチを整理し、評価しようとしている。経済学での考え方に対して、現実的でないこと、実際の関係を説明しないことから採用できないことを、特に1980年代、90年代の文献について取りまとめて批判している。Easterbrook and Fischel(1982)と(1993)に対しては、受託者説明責任に関し、前者でその役割の特定と厚生最大化の役割であること、後者でネクサスの見解を含めた上で契約の社会的役割としての機会主義規制の制度的支援であると位置付けている。それらに対して、前者では、受託者説明責任の実質的な論理的根拠となるわけではないこと、後者でも、従来の受託者説明責任に直接対応するものでなく、従来の義務への変更ではないとする視点から批判されている。その上で、結論的に、不正な機会主義の帰結を規制するという信託規制の本質をうまく説明している経済理論が多くないと考えているようである。アクセス制限協定の完全性を維持することが必要であ

り、この選択に対して異論を唱える経済理論はないこと、従来の忠実義務がアクセス制限協定において機会主義をコントロールするための効率的なメカニズムであることが根本的な原理であるとする考えが示されている。

経済学のメカニズムによる検討を踏まえた上ではあるが、現実的要請については批判的な観点からの検討が先に立っていることが見て取れる。他方、これは、経済学への期待の裏返しになっている面でもあるとも考えられる。他方、機会主義の規制の様々なメカニズムの適用可能性については、特に様々な仮定を設定する必要があることから、直接有意義な結果は出てきにくい。このため、経済学を踏まえた検討を行う際にも、理論上のインプリケーションは踏まえながらも、現実との対応については更なる説明が必要とされていることがこの論文でのいろいろな指摘から裏付けることができよう。

## 5. 「信託法の経済分析」について

### (1) 概 要

山中(2015)は、「信託法の経済分析」において、Sitkoff(2004)、(2008)及び(2014)を取り上げ、その内容を詳細に説明している。ここでは、その紹介及び論評部分に着目し、その批判的検討を行うこととする。Sitkoff(2004)は、「贈与的信託(donative trusts)に主に焦点を当てる形で、信託法のエージェンシー・コスト(agency cost)理論を発展させる試みである。法は、管理権能を受託者に委ね、残余財産請求権(residual claim)を受益者に委ねることに由来するエージェンシー・コストを最小化するべきであるが、それは委託者の事前の指示と一貫性を有する限りにおいてなされるべきである」と紹介されている。また、「このような文脈において、プリンシパル－エージェント問題に関する経済学と「企業の理論」(theory of the firm)についても考察を加え、財産法と契約法のど

ちらに信託法がより近いのかに関する進行中の議論にも貢献している」ともしている。

## (2) 構成

その後、全体に関して、次のとおり構成が紹介されている。

「I章で、現在の信託法研究を整理する。特に、I章では、信託法を組織法として位置づけ、組織法をエージェンシー・コスト分析に委ねるということが、私的な贈与的信託に関する初期の経済分析からの論理的な次の段階となることを主張している。対照的に、信託法が契約法あるいは財産法のどちらにより近いかという議論から生じる洞察としては、エージェンシー・コスト分析の実行可能性を示すこととなる。II章で、本論稿は、企業に関するエージェンシー・コスト理論とプリンシパル－エージェント問題の経済学とを簡潔にレビューしている。いずれも、本論稿における信託法に対するエージェンシー・コスト〔という分析〕手法の根底をなすものである。III章では、エージェンシー・コスト分析を通して、信託財産やその管理運用に利益を有する当事者について鍵となる関係を特定し、これに光を当てている。最後に、IV章は、以上に述べた、度々生じる問題を含む理論を例としながら、本論稿の実証的かつ規範的な主張を発展させる。このようにして、IV章は、他の組織法ではなく信託法をまず用いるということに関連する、信託内部のガバナンスについての考察に資することになるであろう。」

以下では、主として、経済分析に関連する部分として、III章の議論を取り上げる。その前のII章「経済学的基礎」では、企業のエージェンシー・コスト理論やプリンシパル－エージェント問題の経済学になじみのない読者に向けて、簡潔な概観を提供している。その目的としては、これらの概念を信託に対して適用するという次の分析の背景を提供することであるとしている。その後、企業の理論、代理の経済学及びエージェンシー・コストと

組織形態が簡潔に解説されている。

## (3) エージェンシー・コスト・モデル

III章「エージェンシー・コスト・モデル」では、会社法のエージェンシー・コストという分析手法と比較して、信託法のそれはより簡潔でありかつより複雑であるが、信託はより複雑ではない組織であるがゆえに、より簡潔であると述べられている。信託に利益を有する個人の行為が効率的資本市場からの価格情報によって測られるわけではないため複雑であるが、贈与的信託のしばしばパターンリスティックな機能として、残余財産請求権者としての受益者の利益よりも委託者の過去の利益を常に優先してきたとしている。その上で、信託は私的な当事者間における単純な契約以上のものであり、契約主義的な束であるとして、契約主義的な関係の集合に対する解釈を形成する役割を果たす事実上の存在としての信託、という概念で取りまとめている。

信託を、それを構成する関係に分解すると、仮定的交渉分析とプリンシパル－エージェント問題の経済学の適用可能性に関する見解に至るとし、時〔間〕的な(temporal)エージェンシー問題とリスク負担が管理運用から分離されている場合における伝統的なエージェンシー問題に区別している。それによってアメリカのアプローチの下では(しかしイギリスのアプローチの下では必ずしもそうではないが)贈与者(donor)の意図が支配するとしている。

また、受託者の職務として、信託の中で集積する様々な関係に対する中心を形作るものとしての役割を果たすとしている。これにより、債権者に関しては、受託者の同じ職務の中での交代や特定の受託者の個人倒産は、信託の継続には影響を与えないこと、他方、受託者の受益者に対する責任のルールは、全く異なっていること、内部の信託ガバナンスのルールは、とりわけ受益者、委託者、受託者の利益を決定するものであり、委託者に関し

ては、大部分は修正可能なものであることが指摘されている。

委託者の相対的な地位に関しては、委託者と受託者間の関係は実際のところ契約主義的であって、第一に、信託証書の下で受託者の義務を解釈する際、意図を探究する原則は規範的に望ましい、第二に、一方に信託を扱う反復的な法律家と機関たる受託者が、他方に委託者がいる場合で、この両者間における潜在的な情報の非対称性を仮定すると、時々に応じて情報を強制するデフォルト・ルールについて規範的な事項の余地が生じる、及び、第三に、会社や商事信託の設立者とは反対に、贈与的信託の委託者は、受託者と合意するところのガバナンスの取決めの質に関して直接的な価格情報を何も得られないとしている。

最後に、残余財産請求権者としての受益者について取り上げられており、受託者及び、受託者として受託者とともに事業を行う者は、信託の主要部分に対して確かな請求権を有し、それは一般的に受益者の請求権に対して優先すること、その結果、受託者は、手数料の期日や、自らの利益を保護するために設計された他の条項について自由に交渉することができ、信託財産に関する受託者とともにビジネスを行う者も、同様に契約によって自らを保護することが可能である。しかしながら、贈与的信託の受益者が最終的に得るものは、他の全ての請求がなされた場合に、信託財産のうち残っているものから信託財産が認める限りにおいて取得する、というように限定されている。すなわち、残余財産請求権者として、彼らは残余リスクを負担することが説明されている。

この後、モデルの適用について、具体例を題材に法的検討を経済学の概念を用いた検討がなされている。

#### (4) 山中による論評部分

この論文に対しては、「本論稿で、Sitkoff

教授は、エージェンシー・コストという経済学の分析手法を、主に贈与的信託に焦点をあてる形で、信託法にあてはめるという分析を行っているが、その示唆は、必ずしも贈与的信託に限られるわけではなく、より一般的な示唆を有するものである。」と評されている。加えて、本論文の位置付けとして、「本論稿では、経済学の分析枠組みから信託法の主要な当事者——委託者、受託者、受益者——の関係が明瞭に整理されている。また、「信託法の経済分析」に関する理論的な背景にも幅広く言及・考察が加えられており、今後の研究にとって参考になる。ただし、後の論稿で示される信託に関する実証分析（基礎的なデータの提供を含む）については、本論稿では特に示されているわけではなく、Sitkoff教授自身の今後のそのような分析に対する理論的基礎を準備した論稿であると理解することができる。」としている。

#### (5) 本論文の経済的機能に対する検討の評価

山中による本サーベイ論文では、基となる論文での簡潔な図式的説明には触れられているものの、原則としてプリンシパル—エージェンシー問題の経済学の適用可能性に関する見解がまとめられたものであり、整理されていて、見通しの良いものとなっている。特に、契約主義的な束であるとして、契約主義的な関係の集合に対する解釈を形成する役割を果たす事実上の存在としての信託概念であることを指摘していること、また、エージェンシー・コスト問題において、リスク負担が管理運用から分離されていることと信託の中で集積する様々な関係に対する中心を形作るものとして受託者の職務を考えていることとは、経済理論で検討する対象を性格に切り出し、また現実への適用可能性を踏まえたまとめであると考えられる。この部分を適切に取り上げていることも評価できよう。

このほか、信託の経済分析をする際の様々な留意点に関し、意図探求の原則、多数当事

者と取引のある者の取り扱い、贈与的信託など検討しにくい点を列挙してあることは、経済的機能検討に際して参考になるものと考えられる。

#### (6) その他の検討

これ以外にも、「アメリカにおける制定法上のビジネス・トラスト」(2008)及び「信託法の経済理論」(2014)の検討がなされている。前者は、事業組織の形態として、現代の「制定法上のビジネス・トラスト」を概観するものである。その中では、経済学との関連は、「信託形態と会社形態との間の競争をより実証的に理解することは、現在の均衡が、何らかの意義ある意味において非効率であるかどうかに関するより規範的な分析に繋がることとなろう。」としているとおり、デラウェア型の制定法上のビジネス・トラストは、経路依存性や関連するネットワーク外部性現象、現状維持バイアスのためにそれ〔(長所)〕と認識されていない実務上の長所があること、また、デフォルトから離れることによる取引コストに関して何らかの示唆を我々に与えることを指摘する部分である。他方、投資信託や仕組み金融の場面で重要であることを実証的な根拠を示しつつ指摘するとともに、今後の研究が求められること、またその方向性をも具体的に指摘してはいるが、経済学的な検討はそれほどなされていない。

後者は、Cooter & Freedman 論文及び Easterbrook & Fischel 論文以降の20年間の動向を踏まえ、信託法の経済理論を再考するものである。具体的には、①全ての信託関係の核心にあるエージェンシー問題を明確化すること、②信託ルールをその機能面に着目し、主要なものと同様のものに区別すること、③信託法の強行法規性を考察すること、という3つの課題を検討している。

①信託関係におけるエージェンシー問題の明確化に関しては、代理人は自らの利益が本人の利益と異なる時、自らの利益を優先す

る気になってしまうかもしれない。利益のこの不一致から生じる損失や非効率性、「エージェンシー・コスト」と呼ばれるものがあること、「不完備契約」、「取引コスト」、「モラル・ハザード」の問題を挙げて、「代理人が自己利益のために行う危険に本人の財産や利益をより一般的にさらすことによる、およそ代理関係が創出するもろさから、本人を保護」することである。それは、換言すれば、代理による利益を保護しつつエージェンシー・コストを最小化する、代理人関係に適用できる法の体系を設計することが課題であることを指摘している。

②信託ガバナンス戦略として、主要な信託ルールと付随的なそれとの間の機能的な区別に関しては、信託法の捉えどころのなさと呼ばれてきたものは、背景に応じた信託ルールの適用である、と把握することがより適切として、「信託義務の柔軟性は受託者のガバナンス戦略の成功を説明する。数十年にわたって、裁判所と立法者は、忠実と注意の一般的な義務を適用し、各場面におけるエージェンシー問題の特性に応じた特定の付随的な義務を作り出してきた」としている。

③信託法の強行的ルールとデフォルト・ルールに関しては、信託関係を、一方で単純不動産権から、他方で他のそのような取決めから、区別する境界を整えるものであるとし、登記が存在しない信託関係に関して最も強い説明であるとするが、会社や有限責任会社のように登記がなされる法主体に関しては、説得力が弱くなる。このため、「信託的な法主体の登記に関する強行的核心は、代理法や信託法よりも頑健ではなく、より論争的となる。」としている。

また、最後に、「今後の日本法研究に向けてとして、「信託法の経済分析」については、日本における研究の進展とは十分とはいえない」とし、「①日本における信託の実際の活用は定量的にどのようなものであるかを考察するとともに、②経済学的な枠組みからそ

れはどのように評価できるか——特に、事業形態としての信託はどう評価できるか——を考察することは有益な課題でありえよう。」と問題意識を示している。

## 6. 「忠誠の自由：共和主義信託法の理論」について

本章では、Criddle (2017) を取り上げ、その新しい視点を解説する。この論文は、共和主義の観点から信託法・信託義務を取り上げ、従前の信託法に潜む概念を古典的自由主義に由来するものであり、利益と義務の衝突を説明しきれていないと批判し、共和主義を適用することで、自由の確保を主眼に据えた法解釈を目指すべきと問題提起するものである。これまでの経済的機能からの法の目的と作用を分析する手法に対して批判的であり、信託の契約論での分析とは直接なじまないものであるが、信託法における新しい視点として簡潔に取りまとめる。

エヴァン・J・クリドル (Evan J. Criddle) は、ウィリアムアンドベリー大学ロースクール (William and Mary Law School) の Cabell Research Professor of Law であり、信託法に関するハンドブック、著作、論文を多数執筆しているとともに、国際公法、国際人権法、行政法、民事訴訟法の研究者でもある。

### (1) 共和主義信託法の提言

この論文は、社会通念では、忠実の信任義務は有害な機会主義を抑止し救済する予防的なルールであると考えられているとすることから始めている。このアイデアは、英国と米国の現代の信託法の幕開けに遡ることができ、法学者が経済的観点からロイヤリティの義務を説明し正当化するよう促してきたものであるとする。他方、それにも関わらず、この論文では、信託の忠誠の従来記述は、信託法の主要な特徴を適切に説明又は正当化しないため、放棄すべきであると主張している。

そこでは、信託の忠実の規範的基盤は、共和主義法理論のレンズを通して見ると、より鮮明になるとされている。それは、共和主義の伝統と一致して、信託の忠実義務は、主として、受託者に委任された権限が委託者と受益者を支配することによってその自由を脅かさないようにすることに役立つものであるとする。共和主義の理論は信託法の従前の理論よりも大きな利点があり、それは信託忠誠の妥協のない要求、建設的な信用確保、乱用される慣習的な救済措置を含む法律の伝統的特徴をよりよく説明し正当化するからであるとする。

そして、近年、政治家、裁判官、法律学者は、信託の忠実性の2つの中心的柱、すなわち、利益と義務の衝突に対する範疇的禁止(衝突禁止ルール)と受託者が認められていない利益を放棄するという要件(非営利のルール)を区分して検討していることが挙げられる。そして、共和主義理論は、なぜ忠実の義務を縮小するそうした努力は、自由を守るために、抵抗されるべきかを説明するものであると取りまとめられている。

### (2) 共和主義法理論とは

続いて、この論文の主たる主張である、共和主義信託法理論について次のとおり説明されている。信託関係は、裁判官や法律学者は、信託義務がいつ、なぜ、どのように適用されるかを正確に説明するために苦労してきた。社会通念では、一方の当事者(元本)が別の者(受託者)に特別な信頼・確信を与え、それによって自分自身や他の人(受益者)が損害の危険性が高まる場合に、その関係によって忠実義務が引き起こされるということである。しかし、受託者—受益者、保護者—弁護士、弁護士—クライアントのような十分に確立された信頼関係を除けば、忠実の義務がどの程度広がっているかについてはかなりの不確実性がある。同様に厄介なことに、忠誠の義務の性質と範囲は激しい議論の問題となってい



る。これらの議論は、学術的解説から司法上の決定、法律、統一法への影響を始め、米国の信託法における不一致と不確実性をもたらしているものであるとしている。

その上で、この論文では、共和主義の法理論のレンズを通して見ると、忠実の信任義務が最も明確になると主張されている。共和主義の法理論の中心的なメッセージは、法律上の規範と制度は、他人による管理（裁定）に従属していると理解される「支配」から個人を守るために必要であるとするものである。受託者が元本及び受益者の「利益又は意見を参照することなく」行動することができれば、信託はこの意味で支配的となるとされる。忠誠の古典的な義務は支配と戦っている、とこの論文では主張しており、受益者の利益を追跡するために受託者の行動が合法的に要求されることを保証することによってそうしているのであるとまとめている。

### (3) 共和主義法理論の形成と展開

その後、この論文では、共和主義法理論の批判対象としての信託理論の古典的な自由主義理論について説明している。信託法は、英国裁判所が1726年に下した現代英米信託法を迎えることとなった Keech 対 Sandford から始まるものである。それはまた、最初の主要な米国信託法の事例である Davoue 対 Fanning において理論上の参照点が供給されている。それは、純粋に経済的な観点から受託者の法律を説明し、批判しようとする米国の法学者の世代に影響を与えてきた。それにも関わらず、信託法の解釈理論として、法の主要な特徴を内部的な観点から説明し正当化することを主張するものとして、古典的自由主義理論は説得力がないものなのであると述べている。

古典主義は、特に、ロイヤリティの信託的義務の2つの特徴を説明し正当化しようとしているとされる。すなわち、認められていない利益と義務の衝突に対する範疇的な禁止

（「衝突禁止ルール」）と、競合する取引によって得られた利益は受託者が放棄しなければならないことを要件とする（「非営利のルール」）である。しかし、このルールに疑問を呈する理由は、これらの規則が、損害の最小化だけを達成するように設計されているところである。より基本的には、古典的自由主義が抑止に焦点を当てているのは、時間の推移としての系列的な救済で、これは懲罰的救済ではなく、建設的な救済である。このため、信託法にとっては害をもたらすものである。したがって、古典的自由主義の規範的コミットメントを真剣に考えるならば、議員と裁判官に信託法を全面改正させ、信任義務と救済を根底から作り直すことが求められるものとなると、この論文では主張している。

そして、次のように述べている。このリエンジニアリング・プロセスは既に米国で進められていることは驚きではない。デラウェア州最高裁判所は、古典的な自由主義に触発され、法律での非紛争及び非営利の規則を、企業の無関心な取締役又は法人の利害関係のない取締役の同意なしに自己利益のある取引を結ぶことを可能にする「完全公正性」テストに置き換えた。過去20年間で、政府の法律や信託法の一部において、衝突禁止と非営利のルールを捨てる州が増えていることも見て取れる。信託法の従来の要件からのこれらの逸脱は、裁判所が受益者を重大な損害から救うために厳密に必要な場合だけ、信託関係に介入すべきであるという考えを前提としている。

これらを受けて、この論文で展開され共和主義理論についての説明がなされている。共和主義理論とは、伝統的な信念のルールと救済策を解体しようとする古典的リベラルの努力に挑戦しているものであるとされる。この論文が示すように、忠実の信任義務は、古典自由主義よりも共和主義の懸念を反映するものであるとされる。共和主義の信託法理論は、民法と公法の両方の法律で構成され、定義され、規制されている独特の地位を占めるとい

う由緒ある考えと共鳴するとされる。古典的自由主義とは異なり、共和主義は信頼と自信を前提とした非対称的な関係で起きる支配を防ぐ法律である。どのように中立化するかを示すことによって、伝統的な忠実の忠誠を補強するものである。受託者の権限（又は法律により委任された権限）は、支配権を生み出すが、信託法は受託者が指示及び受益者の利益を尊重するよう強制するものとなる。したがって、共和主義理論は、忠実の信任義務を、受託者に任意の権限を行使するための正式な法的能力を否定する、自由を守るセーフガードとして捉えている。米国の法律が、共和主義の自由の理想である支配からの自由であることを確信している限り、立法者と裁判官は信託法の伝統的な法的要件と救済手段を保存し、強化するよう配慮すべきであるとしている。

#### (4) 構成と概要

この論文の残りの部分では、幾つかの段階で信託法に関する共和主義の理論を発展させている。この論文では、信託法の伝統的な構造が共和主義の原則を反映すべきものであるとする論を展開している。今日、英国、米国、又は他の旧英国植民地の裁判官が、共和主義の原則を描くべきであるとし、また、共和主義によらなければ、信任義務に関わる全ての法律、規制、司法判断を説明したり、正当化したりすることができないことを示そうとしている。米国の信託法の一部の特徴、特に企業や他のビジネス業界を支配する法律の特徴は、共和主義理論からはっきりとかけ離れて漂っているとする。この論文では、忠誠の伝統的な信任義務は、共和主義での任意の権力に対する懸念に対処しており、信託法学は、共和主義の理想的な自由の理想とより深い関わりを持つものであるとしている。

「I. 共和主義法と政治理論：入門」と題する第I部では、「共和主義理論が信託法において、果たした、そして果たしている役割

を理解するためには、まず共和政の伝統を特徴付けるものを理解しなければならない。」とされ、支配からの解放としての自由という共和主義の理想について説明している。

続く第II部、「II. 英米信託法における古典的自由主義」では、信託法概念と共和主義の法律及び政治理論の間には長い間の関係があったにも関わらず、共和主義による説明はほとんどないことが挙げられている。受託者関係の特徴を定義する際に権力、信頼、支配、脆弱性などの要素について、衝突回避や非営利のルールを「予防的」措置として特徴付けることが多い。すなわち、有害な古典的自由主義に基づく機会主義への対応であり、共和主義に基づく支配を排除する自由を高めるセーフガードとしてではないとしている。

「A. 古典的自由主義と信任義務」では、現代の共和主義は、典型的には、「干渉がないものとしての自由」に焦点を当てた古典的自由主義の代替として自由のビジョンを典型的に提示している。古典的自由主義の支持者は、もしある者の選択が実際に別の者の制約を受けるならば、個人の自由が損なわれていると主張する。古典的な自由主義者によれば、人を自由にさせるのは、それ自体が他者のコントロールではなく、選択的な干渉の発生又はリスクである。その結果、実際に干渉することなく、別の人が実際に妨害したか、妨害する可能性が高い程度に限り、その人は損害を受ける可能性がある。古典的自由主義の観点から見れば、受託者の職務は、受託者が法的に特権的な選択を妨害することによって、その主体及び受益者に害を及ぼす可能性があることを守っている。古典的自由主義の支持者は、取引が本人の目的と一致し、受益者の重要な利益を損なうものでなければ、競合する取引に従事する受託者について本質的に不当なことは何もないと主張する。古典的自由主義は、競合する取引が実際に元本の選択を尊重し、受益者の最善の利益を促進するかどうか

かを識別する認識的挑戦への実用的な対応として、信託法の伝統的な紛争及び非営利の規則を提示するものではないとするものである。

「B. 近代信託法の台頭」では、信託法の古典的自由理論は、受託者が「自分の関心と義務が矛盾する立場に置かない」という“柔軟な規則”を支持したことを説明している。この規則の根拠に目を向けると、有害な機会主義に対する予防として、紛争と非倫理のルールに関する理論に基づくものであった。

「C. 現代の信任理論における古典的自由主義」では、今日、古典自由主義の規範的な約束を反映した信託法の理論を發展させ続けていること、受託者の職務は、プリンシパルの選択肢への忠実さを促進するように設計されていることが挙げられている。信託法に経済理論を適用する者は、実際に受益者の最善の利益を促進する自己利益のある取引を信託財産が追及することを阻止するため、紛争及び非営利のルールは過排除であるとする傾向にある。それにも関わらず、これらの規則の「予防的」性格は、受託者、受益者、及び司法の間の重要な情報の非対称性に対する必要な対応であると主張している。受託者の重要な利益に害を及ぼすことを防ぐために、ロイヤリティの抑止と保護機能の義務を強調する。

「D. 古典自由主義理論への挑戦」では、信託関係の幾つかの重要な特徴は、信託がしばしば元本の利益を巡って行使する裁量権を含む、干渉のない理想と自由の理想を兼ね備えたものであるとされ、伝統的なリベリズムが、伝統的な忠実の義務とそれに付随する救済措置について完全な正当性を提供することはできないだろうとしている。紛争や非営利のルールが実際に受益者の重要な利益を促進するかどうかは、純粋に経験的な問題としては不明であるとしている。

「Ⅲ. 共和主義信託法の理論」では、古典的自由主義とは異なり、共和主義は現代の信託法の伝統的な特徴を説得的に説明し正当化しようとしている。この部分が示すように、

米国の信託法の法的構造は、「信頼の侵害」が、支配を中和するために正確に算定された公平な救済に対する裁判所の信頼に特有の法的誤謬を構成するという考えから、共和主義の原則を反映している。古典的自由主義は過去数十年間、特にビジネス業界の信任義務に関して伝統的な信託ルールと救済策を欠いている。他方、米国の信託法は全体として共和主義の支配からの自由への規範的コミットメントを反映し続けている。

これらを述べた上で、この論文では、結論として、信託法は、「人は2人の主人に仕えることはできない」という考え方に基づくべきであるとする。ほぼ3世紀にわたって、モンローの世界の法律家は、古典的自由主義の自由に対するビジョンに基づいて、信託法は予防的機能を果たし、受託者の自己裁量を抑止し、信託の機会主義に起因する重大な害を救済すると主張してきたとする。しかし、この伝統の中で働いている学者が認識し始めたこととして、古典自由主義は、受託者が受益者と自分自身の2人の奉仕者から利益を得ていることが明らかになってきたとする。古典主義的自由主義は、建設的な信用と不調和が信託主義的な不平等に対する適切な救済手段である理由を説明するものでない。

最後に、伝統的な信託義務と救済措置の古典的自由批評がなぜ説得的でないかを説明している。信託法の独自の構造は、支配からの自由への共和主義のコミットメントを反映しているものである。受託者は、彼らの独占的利益のために行使されなかった受益者の自由を損なう可能性があるため、受託者は受益者と自分自身の2人の主人に仕える資格はないと述べられており、信託法は、民間当事者に権限を与え、それらを支配から解放することにより、信頼と信頼の関係における自由を守るものであるとして論文がまとめられている。

## (5) 論文の位置付けと批判的検討

この論文は信託法をこれまでのいわゆる「古典的自由主義」としてのリベラルな法理論から見のではなく、支配からの解放としての自由の実現を目指す共和主義理論の視座から捉え直すものであり、経済的機能からの分析とは別の視点から検討している。

この論文では、利益の衝突と義務の衝突(衝突のない規則)に対する範疇的禁止と受託者が認められていない利益を放棄するという要件(非営利のルール)を区分した検討を批判しているが、そうした分析的検討は、単一の目標に単一の手段で対処するのではなく、必要な目標の間のトレードオフを経済学的なモデルを用いて分析し、適切なバランスを取った方策こそがむしろ必要とされるものではないかと考えられる。すなわち、共和主義理論として、この論文で説明される信託法について自由を守るためのものとする単一の目標の下に位置付け、方策を検討するものは、今日においては単純すぎる切り口になると考えられる。自由を守る視点も、従前の視点に加えただで、それらを適切に確保するようモデルを組み立てて検討することが実際には必要となっていよう。こうした視点をこれまでの検討に加えてくれる観点からこの論文には一定の価値が見いだせると考えられる。

## 7. 投資と信託の分析

### (1) 投資契約と所有権の配分

これまでの章では、既存研究での信託法の経済分析の概要をやや詳細に説明し、その結果を検討した。本章では、信託の機能を金融契約の機能と比較して検討する。

ある金融契約として、投資家とエージェントが存在する場合、エージェントは投資家から資金を借り、ある特定の形で返済することを約束する。返済が履行される場合には、資産のコントロール権を維持できる、しかし、返済が履行されない場合には、コントロール

権は投資家に渡ることになる。

企業家と投資家を想定する不完備契約の状況を設定して考えることができる(Aghion and Bolton (1992)を簡略化したものであり、Hart (1995)及び伊藤(2003)を参考としている)。ここで、企業家は、投資家から貸し出された資金に基づいて事業を行うものとする。この事業にはある程度の支出が必要とされており、それを有していない企業家は投資家に一定額の融資を申し込むことになる。企業家は、事業を行うために特定の行動をとらなければならないとする。この行動は複雑な対応が必要なものであり、当初契約には記述できないものとする。

この事業では、検証可能な金銭的収益と検証不可能な個別収益が発生するとする。また、情報は対称的で、利率はゼロと仮定する。ここで行動の選択に際して、利害の対立が生じるとし、金銭収益は投資家、個別収益は企業家が受け取るものとする。

第一に、企業家に資金上の制約が生じず、任意の移転支払いを事後的に行うことができる状態(ファーストベストの状態)が起きたと考える。こうした状況下では、どちらが事業に対するコントロール権を有していたとしても、両当事者は総余剰を最大にする行動を選択し、移転支払いによってその余剰を分配することになる。

第二に、企業家に資金上の制約が生じる場合で、企業家が事業をコントロールしている場合を考える(例えば企業家が議決権付き株式を有し、投資家は配当が全額分配されることとなる議決権無しの株式を保有する場合として考えられる)。このとき、企業家は個別収益最大化を目指すことになる。この企業家の個別収益最大化の行動が採られる場合にも、投資家に一定の利益は分配されることにはなる。しかしながら、この場合、再交渉が行われることになる。企業家はファーストベストの行動(総余剰を最大にする行動)を選択することを申し出て、投資家から、ファー

ストベストのときに投資家が受け取るはずの利益から企業家が個別収益最大化行動をとったとき投資家が受け取れる利益との差額を受け取ろうとする。これによって、両当事者の利益としては、投資家はファーストベストの行動が採られたときに投資家が受け取れる利益から上記差額（再交渉で企業家に渡すこととしたもの）を減じたもの、企業家はファーストベストの行動が採られたときの利益に上記差額を加えたものを得ることになる。ここで、企業家が個別収益最大化行動を採った場合に投資家に分配される利益が、事業に必要とされる支出より大きい場合には、この再交渉が行われた後の分配がなされてファーストベストの状態が実現することになる。他方、企業家が個別収益最大化行動を採った場合に投資家に分配される利益が、事業に必要とされる支出より小さい場合には、投資家は出資を行わず、事業は行われなことになる。

第三に、企業家に資金上の制約が生じる場合で、投資家が事業をコントロールしている場合を考える（投資家が議決権付き株式を全て有する場合として考えられる）。この場合には、投資家は金銭収益最大化を選択し、企業家は金銭収益最大化行動時の個別収益を受け取ることになる。ここでは、企業家のどのような行動も、金銭収益最大化時の行動以上に金銭収益を増やすことはできないので、再交渉は起きない。金銭収益最大化時の行動で得られる利益が、事業に必要とされる支出より小さい場合には投資家は出資を行わず事業は行われなことになる。金銭収益最大化時の行動で得られる利益が、事業に必要とされる支出より大きい場合に投資が実行される。

したがって、企業家に資金上の制約が生じる場合で、企業家が個別収益最大化行動を取ったときに投資家が受け取る利益の方が、投資家による金銭収益最大化時の受け取る利益よりも大きくなる可能性があるときは、条件付きのコントロール権の分配がなされる方が双方の利益が大きくなる。条件付きのコント

ロール権の分配は、確率的所有権配分と呼ばれることもあるが、一定の条件の下でコントロール権を割り振るものである。すなわち、契約締結後、行動を取る前に経済状況が観察できる場合、企業家が個別収益最大化行動を取ったときに投資家が受け取る利益の方が、投資家による金銭収益最大化時の受け取る利益よりも大きくなる可能性があるときには、企業家にコントロールを渡し、そうでない場合には投資家がコントロールを有しておくことにすると、どちらか一方にコントロール権を配分するよりも期待利益が大きくなると考えられる。

## (2) 信託について

このモデルでの検討方法を信託制度に応用して考える。ここでの信託とは、委託者と受託者が存在し、委託者は金銭や土地などの財産を受託者に移転し、受託者は委託者が設定した信託目的に従って、受益者のために信託財産の管理・処分などをするものと考えられる。委託者が、所有権自体を移転することで、受託者は信託財産を使用、収益及び処分をすることができるようになる。受託者は受益者のための行為を行うが、受託者が信託の利益を享受することは禁止されている。この契約の内容には、受託者に善管注意義務、忠実義務、分別管理義務等が課され、委託者は信託行為に基づいて信託利益の給付を受ける権利（受益債権）を有することになる。この受益権を確保するために委託者は帳簿閲覧請求や信託違反行為差止め請求をする権利を有することになる。

ここでは、所有権が全体として受託者に移転されており、使用、収益及び処分が管理について、契約に基づき、受託者が効率的な利用を図ろうとしていると考える。(1)と同様に、受託者と委託者を想定する不完備契約の状況を設定して考えることができる。受託者は、委託者から信託された財産に基づいて管理を行うものとする。この財産管理によって、あ

る程度の受益が想定とされている。受託者は、財産管理を行うための行動を採らなければならないとする。この行動は複雑な対応が必要なものであり、当初契約には記述できないものとする。

この財産管理では、検証可能な信託での金銭等の収益と検証不可能な個別収益が発生するとする。また、情報は対称的で、利子率はゼロと仮定する。ここで行動の選択に際して、利害の対立が生じるとし、金銭等の収益は委託者、個別収益は受託者が受け取るものとする。

第一に、受託者に資金上の制約が生じず、任意の移転支払いを事後的に行うことができる状態（ファーストベストの状態）が起きたと考える。こうした状況下では、どちらが信託財産に対するコントロール権を有していたとしても、両当事者は総余剰を最大にする行動を選択し、移転支払いによってその余剰を分配することになる。

第二に、受託者が財産管理をコントロールしている場合を想定する。このとき、受託者は個別収益最大化を目指すことになる。しかしながら、信託においては、委託者の受託者に対する高度な信頼に基づき、財産の管理又は処分を委ねる制度である点から、受託者が広範な管理権限を有する一方、権限行使に当たっての厳しい義務と責任を負う形で設定されるものの中で考えることになる。すなわち、受託者は信託財産の管理権限を有するが、その目的は信託目的の達成であり、信託の本旨に従い信託事務の処理をしなければならないこととされている。このため、受託者の個別収益最大化の行動が採られることは考えにくい。受託者の信託事務を処理する費用が、信託管理に必要とされる支出より大きい場合には、受託者は信託の終了を求めることになる。

第三に、委託者が財産管理をコントロールしている場合を考える。この場合には、委託者は収益最大化を選択し、受託者は収益最大化行動時の個別収益を受け取ることになる。

ここでは、受託者のどのような行動も、収益最大化時の行動以上に金銭収益を増やすことはできないので、再交渉は起きない。収益最大化時の行動で得られる利益が、事業に必要とされる支出より小さい場合には委託者は出資を行わず事業は行われなくなることになる。収益最大化時の行動で得られる利益が、財産管理に必要とされる支出より大きい場合に投資が実行される。

したがって、確率的なコントロール配分は起きず、常に委託者による収益最大化行動が採られることとなる。これを金融契約の場合と比較すると、金融契約では、企業家に資金上の制約が生じる場合で、企業家が個別収益最大化行動を取ったときに投資家が受け取る利益の方が、投資家による収益最大化時の受け取る利益よりも大きくなる可能性があるときは、条件付きのコントロール権の分配がなされる方が双方の利益が大きくなるのに対して、信託契約では常に収益最大化行動が選択され、そのときに委託者が受け取る利益が最大化され、受託者には信託報酬が支払われることとなる。

金融契約との違いは、基本的に委託者がコントロールを有していることから、リターンは小さくなるもののリスクは小さくなる点とともに、信託報酬として大きくない財産管理費用だけを観念しておけば良い点である。

### (3) 信託の類型化と機能別分析

この概念を現在の信託実態に沿って、次の三つに区分・類型化して、それぞれの状況を検討する。第一に、財産の管理・承継に用いられる民事信託の類型である。この類型では特に財産管理に重点が置かれるものと見ることができる。第二に、主として財産の運用・投資に用いられる商事信託の類型である。この類型では、運用指図に基づく財産の管理が行われており、大口の資金を含む資金運用の手段となっている。第三に、その他のものをまとめたいわゆる事業型信託であり、様々な

新しい信託が含まれる。そこでは、信託目的に基づいた事業運営とそれに付随する価値の創出・維持・展開が行われている。

これを信託財産管理での報酬の面から考えると、例えば、民事信託の類型は一定の定額型報酬、商事信託の類型は定率型報酬、その他のものは事業収益型の報酬として考えることができる。この区分を次のとおり時間を通しての収益の推移の状況を考えて、信託の類型による財産管理がどのように選ばれるかを考えることになる。第一の類型では、信託契約により一定額の信託報酬を提供しつつ、安定的堅実な財産管理として、財産の運用前と後との関係は固定費に線形的な関係の財産運営を想定できる。第二の類型では、信託契約により、運用指図に基づく資金運用を狙いとした財産管理が行われることで、運用前と後とでは線形的な関係の財産運営に定率の信託報酬を提供するものが想定できる。第三の類型では、事業運営が一定の段階に至るまで財産管理による収益に類するものは発生しないことから、当初は財産に加わる価値はないが、一定の段階になると財産として価値が高まり、その段階に至って信託報酬が提供されるものが想定できる。

これらについて、それぞれの見込まれる利得の想定の違い(定式化の際の関数形の違い)が財産の信託(運用)の際に勘案されて異なった行動として表れてくることになる。例えば、定額型報酬は、ある閾値までは定率型のものよりも選ばれにくいだが、その閾値を超えると選ばれやすくなること、一定段階になると価値が高まる階段関数が想定される方式は、その不連続な閾値の値、それ以降の得られる利得等が勘案されて選択されるかどうかが決まることになる。

#### (4) 投資と信託

社会において一定の財産を活用する手法として投資契約と信託契約があるとすると(それ以外のものがあることを排除しているもので

はなく、またそれぞれに複雑な手法があることを捨象して、双方の中核的概念だけを考えている。)。一定の財産に関し、投資契約の下に活用する部分と信託契約の下に活用する部分とが、どのように配分されるかについては、それぞれに対しての需給が一致する限界的な価値(価格:利回り等)が等しくなるような水準に定まるものとなる。この均衡への到達に関しては、例えば、投資契約の方が高い価値を有するのであれば、投資契約に対する相対的な需要が増加し、供給が増えることで、その限界的な価値が低下する、これによって、均衡が実現することになる。これは、確率的な実現値であったとしても、いわゆる競争均衡モデルによる均衡と同様に考えることができる。

それぞれの相対価格は、投資契約での確率的所有権配分での期待値の限界的な価値と信託契約での信託報酬を差し引いた後の収益最大化行動時の限界的な価値とが等しくなるところで、限界代替率が等しくなるように定まる。投資契約は不確実性下の選択であり、信託契約はそうでないことから、財産活用主体が、危険回避的(中立的、愛好的)であるかが判断の要素となる。

## 8. モデル分析

この状況を定式化して検討する。ただし、この章は前節とこれまでの章で説明している内容をモデル化したものである。

### (1) 投資契約

こうした状況は、企業家をEとし、資金に基づいて事業を行う(以下、「プロジェクト」とする)。プロジェクト成功のためにはKの支出を必要とする。この支出を保有していないEは、投資家Cに融資を申し込むとする(Aghion and Bolton, 1992)。

ここでEは将来時点でプロジェクトを遂行するために $a \in A$ で示される行動を取らねば

ならない。ただし、この行動は複雑すぎて当初契約には記述することができないものとする。このプロジェクトには、金銭的収益  $y(a)$  (立証可能) と個別収益  $b(a)$  (立証不可能) が発生する。行動  $a$  の選択に当たって利害の衝突が存在する。情報は対称的で利子率は 0 と仮定する。今、C の収益を  $U_C$ 、E の収益を  $U_E$  とする。以後、金銭収益は投資家、個別収益は企業家に、全て分配されると仮定して問題を単純化する ( $U_C=y(a)$ 、 $U_E=b(a)$ )。

「ファーストベスト」は、E に資金制約がなく、任意の移転支払いを事後的に行うことができる状態として考えられる。このような条件下では、誰がコントロール権を持っていたとしても、当事者は交渉によって総余剰  $y(a)+b(a)$  を最大にする  $a$  ( $=a^*$ ) を選択し、移転支払いによってその余剰を分配することになる ( $a^*=\text{argmax}\{y(a)+b(a)\}$ ) (一意性を仮定する。)

「セカンドベスト」として、E に資金制約がある場合を考える。

最初に E がプロジェクトを運営コントロールしている場合を考える (例えば E が議決権付き株式を有し、C は配当が全額こちらに分配されることとなる議決権無しの株式を保有することとして考えられる。)。このとき、E は  $\text{Max}\{b(a)\}$  を実現しようとする、この最大化問題の解を  $a_E$  とする (一意性を仮定する。)。このとき C の利益は  $U_C=y(a_E)$  となる。しかし、この場合、再交渉が行われることになる。E はファーストベストの行動  $a^*$  を選択することを申し出て、C から  $y(a^*)-y(a_E)$  だけ受け取ろうとする。2 人の当事者の収益は、次のとおりとなる。

$$U_C=y(a^*)-(y(a^*)-y(a_E)),$$

$$U_E=b(a^*)+y(a^*)-y(a_E)$$

ここで、 $K \leq y(a_E)$  であるなら、E によるコントロールの下でファーストベストを達成できる。  $y(a_E) < K$  であるなら (ファーストベストが達成可能でないなら)、C が全てのコントロール権を持つことが必要になる。

次に、C がプロジェクトを運営コントロールしている場合を考える。このとき、C は  $\text{Max}\{y(a)\}$  を解くことになる。この解を  $a_C$  と置く (一意性を仮定する。)。再交渉がない場合、C の利益は  $U_C=y(a_C)$ 、E の収益は  $U_E=b(a_C)$  となる。このとき、E には資金がないので、C に何らかの行動を選択してもらえよう、補償を提示することができない。ここで  $K \leq y(a_C)$  を仮定する (これが満たされない場合、プロジェクトが遂行されない。)。このとき、E 及び C のそれぞれに正の確率でコントロール権を与える状態が最適となることがある。それは、 $\sigma$  が C について平均的に損益ゼロになるよう選択されるとしたときに、E が確率  $\sigma$  でプロジェクトを所有し、C が確率  $(1-\sigma)$  でプロジェクトを所有するものである。

$$\sigma y(a_E) + (1-\sigma) y(a_C) = K$$

ここで、プロジェクトの利益  $y$  は立証可能な要因  $\theta$  に依存するとする。この  $\theta$  は契約締結後、ただし行動  $a$  の選択前に判明するものとする。ここで、 $y(a, \theta) = \alpha(\theta)z(a) + \beta(\theta)$  とし、 $0 < \alpha$ 、 $\alpha' < 0$ 、 $0 < z$  とする。このとき、 $\theta$  がある閾値以上のとき、E がコントロールを持つこととなると考える。

すなわち、片方の当事者に資金制約がある場合には、一定の環境条件の下で相手方にコントロール権を移した方が好ましい状況が実現することが示される (Aghion and Bolton (1992)、Hart (1995) 及び伊藤 (2003) を参考)。

数値例で検討する。金銭単位は 1 ずつとする。100 の金融契約があるとする。ファーストベストの行動が採られると 160 の価値が実現すると考える。第一に、企業家に資金制約だけがある場合を考える。金銭収益最大化行動が採られると、投資家に 120、企業家に 10 の利益、個別利益最大化行動が採られると投資家に 110、企業家に 30 の利益が生じるとする。企業家にコントロールがあるとすると、個別利益最大化行動が採られ、その後再交渉



が行われ、ファーストベストの行動が採られて、投資家に121の利益、投資家に39の利益が生じることになる。投資家にコントロールがあるとすると、金銭収益最大化行動が採られて投資家に130の利益、企業家に20の利益が生じることになる。

第二に、プロジェクトの契約後、経済環境の面で、景気が良いか悪いかが判明し、それぞれにおいてプロジェクト実行時の企業家と投資家の利益が定まる場合を考える。ファーストベストでは、景気が良い場合は160の価値が実現、景気が悪い場合は140の価値が実現するとする。

景気が良い場合、第一の場合と同様に、金銭収益最大化行動が採られると投資家に125、企業家に20の利益、個別利益最大化行動が採られると投資家に120、企業家に30の利益があるとすると、景気が悪い場合、金銭収益最大化行動が採られると投資家に125、企業家に10の利益、個別利益最大化行動が採られると投資家に110、企業家に17の利益があるとするとする。

そうなると、契約後に、景気が良かった場合は、企業家にコントロールがあるとすると、個別利益最大化行動が採られ、その後再交渉が行われ、ファーストベストの行動が採られて、投資家に126の利益、投資家に34の利益が生じることになる。投資家にコントロールがあるとすると、金銭収益最大化行動が採られて投資家に125の利益、企業家に20の利益が生じる。景気が悪かった場合は、企業家にコントロールがあるとすると、個別利益最大化行動が採られ、その後再交渉が行われ、ファーストベストの行動が採られたとしても、投資家には122、企業家に18の利益が分配されることになる。投資家にコントロールがあるとすると、金銭収益最大化行動が採られて、投資家に125、企業家に10の利益が生じる。ここで景気が良い確率が60%とすると、景気が良いときは、投資家にとって、企業家にコントロールを任すと126の利益となるが、投

資家自らのコントロールだと125の利益しか得られない。他方、景気が悪いときは、投資家にとって、企業家にコントロールを任すと122の利益となるが、投資家自らのコントロールだと125の利益となる。このため、当初契約を60%の確率で、企業家にコントロールを任せ、40%の確率で投資家が自らコントロールを保持する形にしておくことが、期待値を最も大きくするものとなる。

## (2) 信託契約

こうした状況に関して、委託者を Tor (Trustor から) とし、Tor は受託者 Tee (Trustee から) に信託を行い、Tee はその信託財産の管理又は処分等で  $K$  の支出を行うこととなるとするモデルで考えることができる。Tee は信託財産管理のために  $a \in A$  で示される行動を取るが、ただ、この行動は複雑すぎて当初契約には記述することができないものとする。この管理又は処分等には、金銭的収益  $y(a)$  (立証可能) と個別収益  $b(a)$  (立証不可能) が発生する。行動  $a$  の選択に当たって利害の衝突が存在する。情報は対称的で利子率は 0 と仮定する。今、Tor の収益を  $U_{\text{Tor}}$ 、Tee の収益を  $U_{\text{Tee}}$  とする。ここで、信託財産からの収益が委託者 (= 受益者)、信託事務処理費用・信託報酬は受託者に分配されるとする ( $U_{\text{Tor}} = y(a)$ 、 $U_{\text{Tee}} = b(a)$ )。金融契約との違いは、信託行為は契約締結、遺言又は信託宣言により受託者が一定の目的に従い財産の管理又は処分等を行うことであり、受託者は信託の利益を享受することはできず、また、その注意義務は自己の財産に対するのと同じの注意では足りず、より高度な注意義務 (善管注意義務) を負うこととなるとされている点には留意が必要である (後にまた触れる)。

この信託行為の特徴を踏まえると、Tor が信託財産をコントロールしている場合に類似したものとして考えることができる。このとき、Tor は  $\text{Max}\{y(a)\}$  を解くことになる。こ

の解を $a_{Tor}$ と置く（一意性を仮定する。）。再交渉がない場合、Torの利益は $U_{Tor}=y(a_{Tor})$ 、Teeの収益は $U_{Tee}=y(a_{Tor})$ となる。このとき、Teeは信託管理に成功しなかった場合に、Torに何らかの行動を選択してもらえるよう保証することができないため、原則としては、Torが全てのコントロール権を有していることになる。

現在の信託実態に沿って、次の三つに区分・類型化して、それぞれの状況を検討すると、第一に、財産の管理・承継に用いられる民事信託の類型である。この類型では特に財産管理に重点が置かれるものと見ることができる。Teeは定額の収益を得るものとして考えることができる。第二に、主として財産の運用・投資に用いられる商事信託の類型である。この類型では、運用指図に基づく財産の管理が行われており、大口の資金を含む資金運用の手段となっている。Teeは定率の収益を得るものとして考えることができる。第三に、その他のものをまとめたいわゆる事業型信託であり、様々な新しい信託が含まれる。そこでは、信託目的に基づいた事業運営とそれに付随する価値の創出・維持・展開が行われている。この場合は、Teeは事業運営が可能になれば一定の収益が得られるが、それまでは収益が得られない収益関数が不連続の例えば階段関数となっていると考えることができる。

第一の類型では、Torの利益は $U_{Tor}=y(a_{Tor})-C_1$ 、Teeの収益は $U_{Tee}=C_1$ となる。第二の類型では、Torの利益は $U_{Tor}=(1-C_2)y(a_{Tor})$ 、Teeの収益は $U_{Tee}=C_2y(a_{Tor})$ となる。第三の類型では、Torの利益は $U_{Tor}=(1-\alpha)y(a_{Tor})$ 、 $a > C_3$ 、 $0 \leq a \leq C_3$ 、Teeの収益は $U_{Tee}=y(\alpha y(a_{Tor}))$ 、 $a > C_3$ 、 $0 \leq a \leq C_3$ となる。

### (3) 投資と信託

均衡において、投資と信託の限界収益は等しくなるため、民事信託と投資信託の割合を $t$ 、 $1-t$ としてそれ以外の信託を捨象して考

えると、

$$\frac{d}{da}(\sigma y(a_E) + (1-\sigma)y(a_C)) = \frac{d}{da_{Tor}}(t(y(a_{Tor}) - C_1) + (1-t)yC_2(a_{Tor}))$$

不確実性を $E[\cdot]$ で表すことにし、割引率を $\delta$ とし、各関数 $f_1$ 、 $f_2$ として整理すると、

$$f_1'(E[y(a)]) = f_2'(a_{Tor}, t, C_1, C_2, \delta)$$

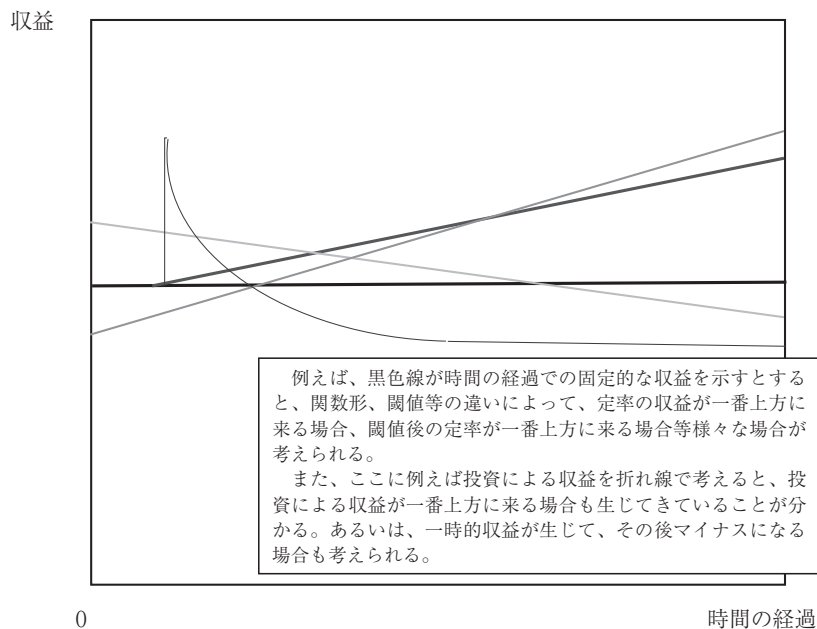
すなわち、割り引いた後の運用の収益を差し引いた後の信託の収益は、投資の収益の期待値と等しくなるところに決まってくることになる。

これは、例えば、様々な収益関数を時間の推移と得られる利得の関係をグラフにして、一番上に位置する曲線が、一番収益が高くなるようにした場合、どの形の信託での収益が一番上に来るかについては、曲線の形、傾き、初期値、閾値等様々な要素が関連して定まってくるものとなっていることが見て取れる（参考図）。

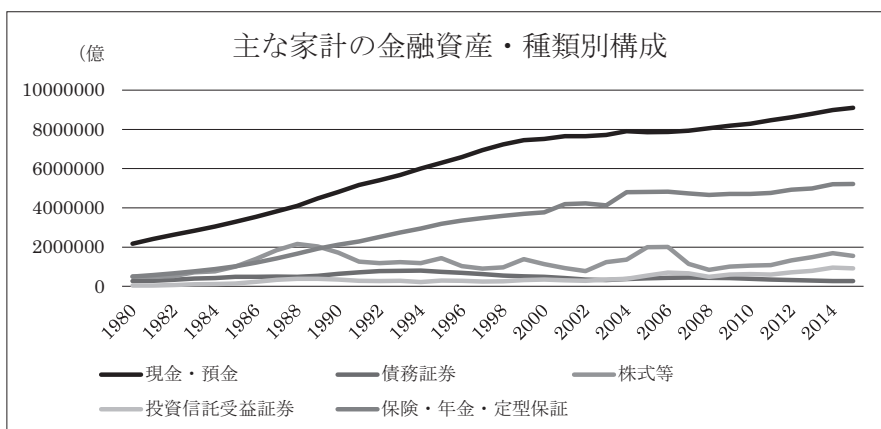
すなわち、所有権の確率的分割に基づく期待値の限界収益が信託費用を差し引いた後の限界収益と等しくなるところで資産の分配が定まる。実際には、この分配に関しては、様々な条件に基づき変動するものであり、理論的な検討で特徴付けができる部分と実際の配分に関しては実証的な研究が必要となっている部分とが存在する。この図式的な枠組みの中で投資契約も位置付けることができ、特徴を見ることができる。典型的な投資契約と信託契約との違いは、投資契約が例えば時間の経過に応じて収益が大きくなったりする場合には、危険中立的な主体は投資契約を選ぶことが考えられ、他方、確実性を重視する者は信託契約を選ぶと考えられる。その均衡点は、時間経過を考え、また、不確実性を加味した上での投資契約と信託契約の限界代替率が等しくなるところになると考えられる。ただし、信託契約も多様な類型が存在していることから、実際に財産の投資か管理かの局面になったときには、実証的な問題となっていると考

えられる。

(参考図)

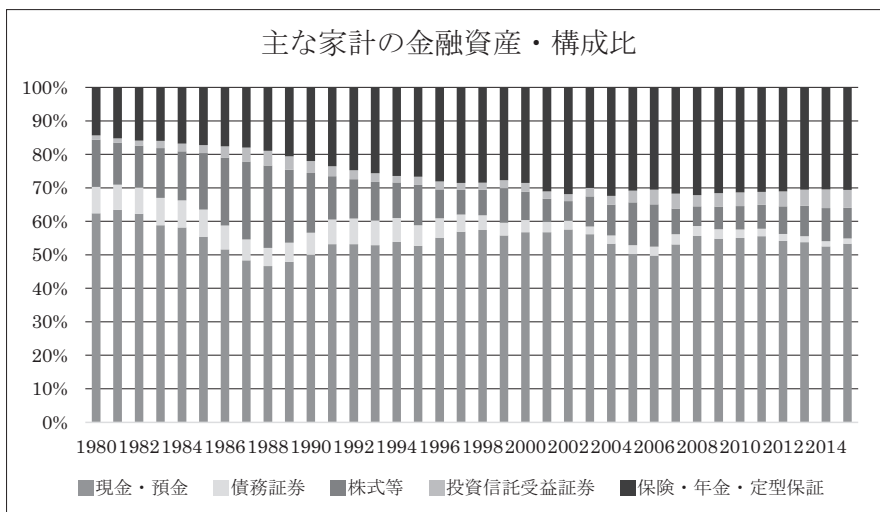


また、現実の日本の家計金融資産は、次のグラフの推移をたどっている。



(出所：日本銀行資金循環勘定)

近年になるにつれて信託受益権は減少しているものの投資信託が増加している。これを、構成比で見ると、次のグラフとなる。



多少、金融情勢に応じて構成の変化は見られるものの、未だ信託の割合は小さい様子が見て取れる。

なお、信託契約においても、受託者が不法行為を行い自らの便益を高める場合を考えるべきとする見方がある。しかしながら、金融契約において生じる不確実な事態は、不法行為によって生じるものは通常含めず、不確実な状況から生じるものだけを考慮しているものである。このため、原則としてここでは違法行為等において生じる不正な利益は考慮しないモードを考えている。

## 9. 結 語

本稿は、法の経済分析の観点から、信託法・制度の機能の経済分析を行い、今日における信託の果たす役割の大きさを支える理論的基盤の整理に資することを目的とする研究であった。本研究では、まず、先行研究に関し、特に、Easterbrook and Fischel (1993)、Flannigan (2007) 及び Sitkoff の一連の研

究を取りまとめた山中 (2015) に着目してやや詳細に説明した。信託の経済的観点からの分析に関しては、我が国における信託の経済的観点からの分析として、①神谷・金本 (2003)、②井上 (2011) 及び③森田 (2014) を取り上げ、①神谷・金本 (2003) は、信託義務に法と経済学の考え方を応用した初期の研究として重要であること、②井上 (2011) は、法制度上は信託の利用目的は様々なものであり得るが、実際のところは資金運用、資金調達及び資金保全・決済に集中しているなど、信託の本質に目を配りながら、その実体的な機能を探ったものであることを示したものであること、③森田 (2014) は、信託を典型契約として捉え、特有の合理的なデフォルト・ルールを信託法で定めていると考えることなど相手方の数とその特定性から分類して契約の性質を整理して適切な準備のために資する重要なものであることを示した。

その後、Easterbrook and Fischel (1993) に関して、信託の経済分析を最初に本格的に取り扱ったものであり、後の分析における基

本的な参照文献となっていることに触れ、忠誠義務の理解として、契約の不可能性への対応である位置付けとともに契約のプロセス性と踏まえた「信託」関係は、特定化と監視のコストが非常に高いことを特徴とする契約上の関係であることが結論付けられていることをまとめた。さらに、信託法批判の分析が行われ、丁寧に反論が述べられていること、忠実義務違反の利益の剥奪がなされていることが交渉のコストが高すぎることに伴う取引強制ルールは、事前に形成された契約があまりにも少ないときに役に立つものであることとまとめ、法と経済学のごく初期の展開における重要な立脚点となったものとして評価した。

次に、Flannigan (2007) の「受託者説明責任の経済学」について、概要、経済学の文献批評、法学的検討における経済学の視点、Easterbrook and Fischel (1993) の議論、受託者説明責任について及び結論を説明し、その後、「受託者説明責任の経済学」への論評を行った。そこでは、経済学を踏まえた検討を行う際にも、理論上のインプリケーションは踏まえながらも、現実との対応については更なる説明が必要とされている指摘への留意を特に取り上げた。

その次に、山中 (2015) 「信託法の経済分析」を取り上げ、概要、構成、エージェンシー・コスト・モデル及び山中による論評部分を説明した。そして、本論文の経済的機能に対する検討の評価に関し、エージェンシー・コスト問題において、リスク負担が管理運用から分離されていることと信託の中で集積する様々な関係に対する中心を形作るものとして受託者の職務を考えていることとは、経済理論で検討する対象を正確に切り出し、また現実への適用可能性を踏まえたまとめであると考えられるものであり、この部分を適切に取り上げていることを高く評価した。

その後、Criddle (2017) について、共和主義の観点から信託法・信託義務を検討しているものとして、自由の確保を主眼とする法

解釈を目指すべきという視点の重要性を指摘するものとして紹介している。

そして、投資と信託の分析について、投資契約と所有権の配分から説明し、信託についても同様のモデルに基づいた考え方を解説した。そして、信託の類型化と機能別分析を行った後、投資と信託の関係に触れた。そこでの内容は、次の章のモデル分析に基づいたものであり、投資契約、数値例及び信託契約に関して、模式的な考え方で、理論的な検討結果を示している。ただし、そこで特徴付けができる部分と実際の配分に関しては実証的な研究が必要となっているものであったことを最後に示した。

本研究を踏まえたインプリケーションと今後の研究の展望に関しては、ここまで挙げたものに加え、2つの最近の進展を含めた研究が考えられる。第一に、行動経済学の知見に基づく、理論的・実証的、そして、実験的研究が期待される。行動経済学は、心理学の理論、手法を経済学に組み込むと共に、実験を用いて研究を検証することができるという利点を有している。このため、信託における契約論の活用の側面として、類型別の信託行動と投資行動の選ばれ方を実験的に確認することが考えられる。この実験デザイン、実際の被験者を用意しての遂行には時間を要すると考えられるが、様々な経済理論を検証する有意義な方法と考えられる（例えば、Danese and Mittone, 2015を参照されたい）。第二に、信託の類型別の計量的把握である。事業形態としての信託に関しては、山中 (2015) の中でも今後の評価が待たれるとしており、特に法改正後数年を経てデータがそろいつつある中で、更なる実証的な分析が期待される場所である。

#### 【参考文献】

Aghion, Philippe and Bolton, Patrick (1992)  
An Incomplete Contracts Approach to  
Financial Contracting. The Review of

- Economic Studies, Vol. 59, No. 3, 473-494.
- Alchain, Armen A. and Demsetz, Harold. (1972) Production, Information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review*, Vol. 62. No. 5. 777-795.
- Cooter, Robert D. and Freedman, Bradley J. (1991) The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences. *New York University Law Review*, Vol. 66. No. 4. 1045-1075.
- Criddle, Evan J. (2017) Liberty in Loyalty: A Republican Theory of Fiduciary Law. *Texas Law Review*, Vol. 95. No.5. 993-1061.
- Danese, Giuseppe, and Mittone, Luigi. (2015) Trust and Trustworthiness in Experimental Organizations. CEEL Working Paper 1-15.  
<[http://www-ceel.economia.unitn.it/papers/paper015\\_01.pdf](http://www-ceel.economia.unitn.it/papers/paper015_01.pdf)>
- Easterbrook, Frank, H. and Fischel, Daniel, R. (1982) Corporate Control Transactions. *The Yale Law Journal*, Vol. 91, No.4. 698-737.
- Easterbrook, Frank, H. and Fischel, Daniel, R. (1993) Contract and Fiduciary Duty. *Journal of Law and Economics*, Vol. 36. No. 1. 425-451.
- Flannigan, Robert. (2007) The Economics of Fiduciary Accountability. *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 32, No. 2. 393-429.
- Grossman, Sanford J. and Hart, Oliver D. (1986) The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Lateral and Vertical Integration. *Journal of Political Economy*, Vol.94. No. 4. 691-719.
- Grossman, Sanford J. and Hart, Oliver D. (1983) An Analysis of the Principal-Agent Problem, *Econometrica* Vol. 51. No. 1. 7-45.
- Hart, Oliver. and Moore, John. (1999) Foundations of Incomplete Contracts, *Review of Economic Studies*, Vol. 66. No. 1. 115-138.
- Hart, Oliver. (1995) Firms, Contracts, and Financial Structure 24-27.
- Jensen, Michael C. and Meckling, William H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior; Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3. No. 4. 305-360.
- Sitkoff, Robert, H. (2004) An Agency Costs Theory of Trust Law. *Cornell Law Review*, Vol. 89. No. 3. 621-684.
- Sitkoff, Robert, H. (2008) The American Statutory Business Trust: A Research Agenda, in the Regulation of Wealth Management, National University of Singapore 17. (Hans Tjio ed.)
- Sitkoff, Robert, H. (2014) An Economic Theory of Fiduciary Law, in *Philosophical Foundations of Fiduciary Law* 197 (Andrew S. Gold and Paul B. Miller eds.) OUP.
- 伊藤秀史 (2003) 『契約の経済理論』有斐閣
- 井上聡 (2011) 「信託と金融」『信託法制の展望』新井誠・神田秀樹・木南敦編2011年日本評論社
- 神谷高保・金本良嗣 (2003) 「信託義務の構造——法と経済学の観点から——」CIRJE-J-98. <http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/dp/2003/2003cj98.pdf>
- 森田果 (2014) 「財産権・契約・信託」『信託の理論と現代的展開』水野紀子編著2014年商事法務
- 山中利晃 (2015) 「信託法の経済分析——Sitkoff 教授とその示唆」金融商事法ワーキングペーパーシリーズ2015-2. [http://www.securities.j.u-tokyo.ac.jp/w-papers/2015-2\\_Yamanaka.pdf](http://www.securities.j.u-tokyo.ac.jp/w-papers/2015-2_Yamanaka.pdf)

**【注】**

(\*) この研究は、一般社団法人信託協会の助成を受けて取りまとめたものである。また、公益財団法人トラスト未来フォーラムからの助成を受けた「信託法・制度の経済的機能に関する分析」を踏まえ、新たな知

見を加えて取りまとめたものである。ここに記して感謝の意を表したい。

また、本研究の中間段階のもの2016年法と経済学会での報告におけるチェア・討論者の安藤至大先生からの有益なコメントに感謝の意を表したい。

(あらい こうき)