

信託法・制度の経済分析

荒井 弘毅

秀明大学総合経営学部

要旨

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。先行研究に関しては、特に、Flannigan (2007)と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、その後、信託の経済的機能を説明した後、モデルを用いて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分析を行うことで、一定の特徴が見いだせることが示された。

キーワード：信託法、受託者説明責任、機会主義規制

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して、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、Flannigan (2007)と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、その後、信託の経済的機能を説明した後、モデルを用いて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分析を行うことで、

一定の特徴が見いだせることが示されたと考えられる。

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Flannigan (2007)を検討し、4. で山中(2015)を取り上げて説明している。5. で投資と信託の経済的機能からの分析を述べ、6. でその裏付けであるモデル分析を行っている。7. 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ため、ここでは、それを参考に必要な部分について4. で論評している。

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観点からの分析は、管見の限り、次の2つのものが特に興味深いものである。

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と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もしている。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。

3. 「受託者説明責任の経済学」について

3.1 概要

本章では、Flannigan (2007)の概略を説明すると共に、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ている。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、再交渉には費用が嵩むことになることが生産機会主義であるとしている。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」のであり、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としている。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(注意義務)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、付带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。

3.2 経済学の文献批評

その後、この論文では、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、非現実的と述べられている。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のは、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發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が指摘されている。

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發展したことに留意すべきであることに、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。ここでは、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。

3.3 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。ここでは、「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。

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。

3.4 Easterbrook and Fischelの議論批判と受託者説明責任

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。

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」であり、「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ン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, and 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。

3.5 この論文での結論部分

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されている。

3.6 「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高精細代価の役割であること、後方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こととしている。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が、経済学への期待の裏返しになっている面でもありと考えられる。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各種指摘から裏付けることができよう。

4. 「信託法の経済分析」について

4.1 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、されている。

その後、モデルについて、「図式化された例を考えてみよう。標準的な贈与的信託においては、委託者 (「S」) によって事前に課される制約の下で、受益者 (「B1」及び「B2」, まとめて「Bs」) の最善の利益のために資産を運用するという契約を委託者は受託者 (「T」) との間で有効に締結する。」とする図式的検討の部分が取り上げられている。内容的には、深入りはなされず、「法は、管理権能を受託者に委ね、残余権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、というものである。このことは、受託者にとっての主な主人 (principal) として、委託者を受益者よりも優先させることとなる。この積極的な主張は、少なくとも伝統的な見解に関しては、法とも整合的なものである。」

4.2 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、本章は簡潔な概観を提供する。その目的は、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。

4.3 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ナリスティック

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、委託者と受託者の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、この両者の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。

4.4 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。」とされている。

4.5 本論文の経済的機能に対する検討の評価

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、原則としてプリンシパル-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、エージェント・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。

4.6 その他の論考

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ト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、主要なものと付随的なものとに区別すること、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ト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とき、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、「エージェント・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ト・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ト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。」と問題意識を著している。

5. 投資と信託の分析

5.1 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、検証可能な金銭的收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、事業は行われないことになる。

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いことになる。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。

5.2 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となる。

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。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。

5.3 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、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段階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。

5.4 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(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。

6. モデル分析

梗概集では文章はできるだけ平易にし、過度な数学的展開はさけ、文章による説明にこころがけることとされている。ここでは、こうした状況を、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)の枠組みで検討したことだけを記すものとする。

7. 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、Flanningan (2007)と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ている。信託の経済的観点からの分析に関しては、例えば、CooterとFriedman (1991)やEasterbrookとFischel (1993)のものが挙げられる。我が国における信託の経済的観点からの分析として、井上(2011)と森田(2014)を取り上げ、前者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り、後者は、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。

その後、Flanningan (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」への論評を行っている。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ている。

次に、山中(2015)「信託法の経済分析」を取り上げ、概要、構成、エージェント・コスト・モデル及び山中による論評部分を説明している。そして、本論文の経済的機能に対する検討の評価に関し、エージェント・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ている。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、ここまで挙げてきたものに加え、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、手法を経済学を組み込むと共に、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、実証分析が期待される場所である。

参考文献

- 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.
- Danese, Giuseppe, and Mittone, Luigi. (2015) Trust and Trustworthiness in Experimental Organizations. CEEL Working Paper 1-15. <http://www-ceel.economia.unitn.it/papers/papero15_01.pdf>
- Easterbrook, Frank, H. and Fischel, Daniel, R. (1993) Contract and Fiduciary Duty. *Journal of Law and Economics*, Vol. 36, 425.
- Flannigan, Robert. (2007) The Economics of Fiduciary Accountability. *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, Vol. 32, No. 2.
- 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. 691.
- Grossman, Sanford J. and Hart, Oliver D. (1983) An Analysis of the Principal-Agent Problem, *Econometrica* Vol. 51, 7
- Hart, Oliver. and Moore, John. (1999) Foundations of Incomplete Contracts, *Review of Economic Studies*, Vol. 66, 115.
- 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, 305.
- Sitkoff, Robert, H. (2004) An Agency Costs Theory of Trust Law. *Cornell Law Review*, Vol. 89, 621.
- 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.
- 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
- 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