

金融商事法ワーキングペーパー・シリーズ

2015-2

「信託法の経済分析——Sitkoff 教授とその示唆」

東京大学大学院法学政治学研究科博士課程

日本学術振興会特別研究員

山中利晃

2015年4月

寄付講座「グローバル証券市場法」

東京大学大学院法学政治学研究科

2015-2

「信託法の経済分析——Sitkoff 教授とその示唆」

東京大学大学院法学政治学研究科博士課程

日本学術振興会特別研究員

山中利晃

2015 年 4 月

寄付講座「グローバル証券市場法」

東京大学大学院法学政治学研究科

東京都文京区本郷 7-3-1

<http://www.securities.j.u-tokyo.ac.jp/>

信託法の経済分析——Sitkoff 教授とその示唆¹

[要旨]

本稿は、ハーバード大学で信託法を講じる Robert H. Sitkoff 教授による研究成果のうち、「信託法の経済分析」の観点から特に興味深いと考えられる 3 編を選び、その内容を Sitkoff 教授自身の説明に沿ってやや詳しく紹介したものである。

Sitkoff 教授の第一論文ともいえるべき「信託法のエージェンシー・コスト理論」では、Macey 教授を始めとした先行研究を踏まえ、贈与的信託に主に焦点をあてつつも信託一般を念頭に、「エージェンシー・コスト」概念で信託法が分析された。また、経済学の枠組みから信託法の主要な当事者——設定者、受託者、受益者——の関係が整理され、「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・考察が加えられた。

次に、「アメリカにおける制定法上のビジネス・トラスト」は、制定法上のビジネス・トラストが主としてアメリカにおいて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に指摘するとともに、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いる。これは、Langbein 教授の問題設定を Sitkoff 教授がさらに発展させたものとも理解でき、日本の「商事信託の法理」のもとで信託が実際にどのように機能しているかを典型的・実証的に明らかにしようとする際の視点としても参考になりえよう。

最後に、「信託法の経済理論」は、信託法の経済分析に関するここ 20 年間の動向を踏まえ、経済理論を信託法に適用する際の議論を整理した簡潔な見取り図としての役割を果たす論稿となっている。Sitkoff 教授の一連の考察は、「信託法の経済分析」の観点から、日本法の研究に際しても重要な手がかりとなる。

¹ 本稿は、筆者が参加する研究会等（①「信託法第三次リステイトメント研究会」〔2014 年 9 月 12 日〕・②東京大学大学院における英語論文読書会〔商法専攻の助教・大学院生を中心としたもの、2014 年 9 月 7 日〕）における報告資料に加筆・修正を加えたものである。まず、②報告で「信託法の経済理論」（本稿Ⅳ）についてその概要を報告した後、①報告で同論文に加え「アメリカにおける制定法上のビジネス・トラスト」（本稿Ⅲ）についても検討を加えた。本稿は、これらの報告時の質疑応答等から示唆を得た。各参加者のほか、特に樋口範雄教授、加藤貴仁准教授に感謝申し上げる。また、神田秀樹教授、神作裕之教授からも貴重なコメントを得た。もちろん、本稿にあり得べき誤りは全て筆者のみに帰する。

なお、本稿は、公益信託甘粕記念信託研究助成基金の助成（2014 年度）による研究成果の一部でもある。

[目次]

I はじめに

- 1 信託法の経済分析
- 2 Sitkoff 教授による研究の展開
- 3 本稿の構成

II 「信託法のエージェンシー・コスト理論」(2004 年)

- 1 論稿の要旨
- 2 論稿の内容
- 3 若干のコメント

III 「アメリカにおける制定法上のビジネス・トラスト」(2008 年)

- 1 論稿の要旨
- 2 論稿の内容
- 3 若干のコメント

IV 「信託法の経済理論」(2014 年)

- 1 論稿の要旨
- 2 論稿の内容
- 3 若干のコメント

V おわりに

- 1 各論稿の概括
- 2 信託法の経済分析に関連する最近の研究
- 3 今後の日本法研究に向けて

I はじめに

1 信託法の経済分析

法と経済学 (Law and Economics) あるいは法の経済分析 (Economic Analysis of Law) と呼ばれる分析手法は、法律学の様々な領域で進展をみせたが、それは信託法 (Trust Law) や信託法 (Fiduciary Law) においても例外ではない。そのようなものとして、例えば、Cooter & Friedman 論文²や Easterbrook & Fischel 論文³が挙げられる。

日本では、信託法の全面改正 (2006 年 12 月改正、2007 年 9 月施行) を受けて、新信託法に関連する様々な研究書や解説書が既に公刊されているが⁴、「信託法の経済分析」については、海外における関心に比べ⁵、日本における進展は必ずしも十分でないといえよう。

本稿は、「信託法の経済分析」について、ハーバード・ロースクールにおいて信託法を講じる気鋭の研究者である Robert H. Sitkoff 教授⁶による研究成果のうち⁷、特に興味深いと考えられる 3 つの論稿を取りあげ、同教授自身の記述に即してこれをやや詳しく紹介するとともに、日本では必ずしも研究の進展が十分とはいえない「信託法の経済分析」という問題設定およびその手法について、今後の研究に向けた若干の示唆を得ようとするものである。

² Robert Cooter and Bradley J. Freedman, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, 66 N.Y.U. L. REV. 1045 (1991).

³ Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 J. LAW & ECON. 425 (1993).

⁴ 関連文献は枚挙にいとまがないが、ここでは、神田秀樹＝折原誠『信託法講義』(弘文堂、2014 年)、新井誠＝神田秀樹＝木南敦編『信託法制の展望』(日本評論社、2011 年)のみ言及するにとどめる。

⁵ 例えば、本稿執筆時点において筆者が滞在しているオックスフォード大学法学部・同大学院における信託法・信託法関連の講義・演習でも、本稿が紹介する Sitkoff 教授の論稿が度々参照されつつ、経済分析の視点が随所で意識されていることを付言する。

⁶ 同教授については、後述 I 2 を参照。

⁷ 日本では必ずしも十分に知られていないが、信託法・信託法に関する経済分析に取り組む研究者として、Sitkoff 教授以外にも、例えば、Daniel Markovits 教授 (イェール大学)、Richard R. W. Brooks 教授 (コロンビア大学)、M.W. Lau 博士 (実務家) などが存在する (後述 V 2 参照)。なお、Lau 博士によるまさに同名の書籍も存在する。M.W. LAU, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF TRUSTS* (OUP, 2011).

2 Sitkoff 教授による研究の展開⁸

まず、Sitkoff 教授の足跡を概観したい。同教授はシカゴ大学ロースクール (J.D.課程) を 1999 年に修了し、その後、翌 2000 年までロークラークとしての経験を積んだ上で、同 2000 年からノースウエスタン大学、2006 年からニューヨーク大学、2007 年からハーバード・ロースクール⁹でそれぞれ教えている。Sitkoff 教授の研究生生活は概ね 2000 年以降に開始されたものと考えられ¹⁰、本稿執筆時点 (2015 年) では約 15 年間と概算できるが、その考察は信託法・信託法に対する経済・実証分析を中心として既に多岐にわたる。教授はまた、ロースクールで用いられる教科書¹¹にも共著者として既に名を連ねているなど、現在および今後の動向が非常に注目される存在の一人であるといえよう。

教授の 15 年間の研究を概観すると、教授自身が挙げる論稿 (articles) のうち、最も初期に執筆されたものは、会社の政治的言論に関する 2002 年のそれ¹²である¹³。その直後である翌 2003 年には、資本市場との関係から信託法と会社法と比較考察する論稿を公刊¹⁴しており、信託法への Sitkoff 教授の関心が具体化したのはこの頃——研究生生活を開始して

⁸ 本節の記述は、ハーバード・ロースクールのウェブサイトにおける記述を参考にしている。同ウェブサイト (<http://hls.harvard.edu/faculty/directory/10813/Sitkoff/>) 参照 (最終アクセス: 2015 年 4 月 11 日 [以下同じ])。

⁹ なお、「同ロースクールの歴史上最も若くテニユア付きの教授職を得た」人物であるとのことである。

¹⁰ ただし、Sitkoff 教授には 2000 年以前に書かれた論稿も存在する (シカゴ大学ロースクールの学生時代である 1998 年に同ロースクールのローレビューに寄稿)。なお、同ローレビューの編集委員を務めた経験も有する。

¹¹ JASSE DUKEMINIER, ROBERT H. SITKOFF and JAMES LINDGREN, *WILLS, TRUSTS, AND ESTATES* (9th ed., Aspen Publishers, 2013).

¹² Robert H. Sitkoff, *Corporate Political Speech, Political Extortion, and the Competition for Corporate Charters*, 69 U. CHI. L. REV. 1103 (2002). (会社の政治的言論に対して法が長きにわたって否定的であったことの政策的な基礎を考察するとともに、会社の政治的言論を州法によって規制することを州間競争 [competition between the states] との関係でいかに理解すべきかを論じる。)

¹³ なお、本論稿に対する書評として、以下がある。Omri Yadlin, *Commentary on Sitkoff*, 69 U. CHI. L. REV. 1167 (2002). (Sitkoff の論稿は、Fred S. McChesney のあるモデル [political extortion model] を会社定款に関する州間競争市場の効率性に関する議論に適用しているところ、この点に関し、Sitkoff の議論に一定の限界があることを指摘する。)

¹⁴ Robert H. Sitkoff, *Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency*, 28 J. CORP. L. 565 (2003). (資本市場によるチェックを背景に会社のガバナンスが発展したが、信託のガバナンスはそうではない。公開会社と私的な贈与的信託の間におけるエージェンシー・コストの違いは、大まかには、①資本市場に対する立ち位置の違いや、②残余権者の退出の容易さに帰せられること等を論じる。)

間もない頃——であるとみて差し支えないであろう。この頃から、経済・実証分析手法に基づく信託法研究という同教授の方向性が徐々に定まっていくことが窺える。この流れの中で一つの嚆矢ともいえる初期の論稿が、本稿が紹介する「信託法のエージェンシー・コスト理論」(2004年)¹⁵である。また、同様の手法(「信託法の経済分析」)からこの他に注目されるものとして、「アメリカにおける制定法上のビジネス・トラスト」(2008年)¹⁶と「信託法の経済理論」(2014年)¹⁸が挙げられる。これらはいずれも当初の論稿に対して改訂が加えられたものであり、教授の問題意識が色濃く反映された中心的な論稿でもある。

3 本稿の構成

本稿は、以上の理解から、Sitkoff教授の論稿を最新版の公刊順に扱う形で、以下の構成をとる。まず、IIで「信託法のエージェンシー・コスト理論」²⁰を検討し、現在に通じる教授の基本的な問題意識を確認する。次に、IIIで「アメリカにおける制定法上のビジネス・トラスト」を、IVで「信託法の経済理論」を検討し、教授の基本的な問題意識が現時点までにどのように展開したのかを確認する。最後に、Vで、本稿全体の小括に加え、他の著

¹⁵ Robert H. Sitkoff, *An Agency Costs Theory of Trust Law*, 89 CORNELL L. REV. 621 (2004).

¹⁶ Robert H. Sitkoff, *The American Statutory Business Trust: A Research Agenda*, in THE REGULATION OF WEALTH MANAGEMENT, National University of Singapore 17 (HANS TJIO ed., 2008). 本論稿の存在については、「信託法第三次リステイトメント研究会」において樋口範雄教授からご教示を得た。

¹⁷ 本論稿(前掲注16)は、以下の論稿に若干の修正が加えられたものである。Robert H. Sitkoff, *Trust as "Uncorporation": A Research Agenda*, 2005 U. ILL. L. REV. 31 (2005).

¹⁸ Robert H. Sitkoff, *An Economic Theory of Fiduciary Law*, in PHILOSOPHICAL FOUNDATIONS OF FIDUCIARY LAW 197 (ANDREW S. GOLD & PAUL B. MILLER (eds.), OUP, 2014). 同論稿を含む同書全体(同書には20編の論稿が採録されている)の紹介については、拙稿「信託法の理論的基礎の確立に向けて」アメリカ法2015-1号(掲載頁未定)(2015年)を参照。

¹⁹ 本論稿(前掲注18)は、以下の論稿に加筆・修正が加えられたものである。Robert H. Sitkoff, *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 B.U. L. REV. 1039 (2011).

²⁰ 本論稿(前掲注15)以降、Sitkoff教授は信託法のエージェンシー・コスト理論に関連して以下の2つの論稿を公刊している。Jonathan Klick and Robert H. Sitkoff, *Agency Costs, Charitable Trusts, and Corporate Control: Evidence from Hershey's Kiss-Off*, 108 COLUM. L. REV. 749 (2008), Robert H. Sitkoff, *Trust Law as Fiduciary Governance Plus Asset Partitioning*, in THE WORLDS OF THE TRUST 428 (LIONEL SMITH, ed., Cambridge UP, 2013).

者によるものを含め、「信託法の経済分析」に関する最近の研究動向を概観しつつ、今後の日本法研究に向けた示唆を得ようとする。

II 「信託法のエージェンシー・コスト理論」(2004年)²¹

1 論稿の要旨

本論稿は、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²²。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、それは設定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、という規範的な主張を本論稿は行っている²³。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²⁴。本論稿の分析は、主に贈与的信託に焦点をあてるものではあるが、商事的信託 (commercial trusts) や慈善信託 (charitable trusts) にも拡張されうるものである²⁵。

2 論稿の内容

本論稿は、序論および結論に加え、4章から構成されている。以下、その内容を Sitkoff 教授自身の記述に即してやや詳しく紹介することとしたい²⁶。

²¹ Sitkoff, *supra* note 15. IIにおいて、以下「本論稿」という。

²² *Id.* at 621.

²³ *Id.* (at 621.)

²⁴ *Id.*

²⁵ *Id.*

²⁶ 以下、本稿では、II～IVで Sitkoff 教授自身の記述に即してその内容を詳しく——多くの場合は原文の表現と同様に——紹介しているが、和訳を企図したものではない。本稿は原文の注の多くを紹介していない一方 (II～IVで本文に注を付している場合は、「(紹介者注)」として特に明示していない限り、原文の箇所を明示あるいは原注の内容を紹介である)、原文の本文は原則としてその内容を紹介するとともに、原文を省略した箇所には省略記号 (・・・) を付すことでこれを明示し、参考に供することとした。また、IIでは、同教授自身の記述に即するのではなく、筆者による要約を用いた箇所もあり、この箇所については、カッコ () でこれを明示している。また、同じカッコ () は、原文に記載がない場合に、筆者による説明を補記する趣旨で用いた場合もある。

(1) 序論²⁷

企業に関するエージェンシー・コスト理論は、現代の会社の法と経済学において支配的である。一方で、会社がその淵源をたどれるところの私的な明示信託は、エージェンシー・コスト分析が行われないままであった。しかし、バーリとミーンズによる会社の「所有と支配の分離」(separation of ownership and control)についての有名な批判と類似するが、私的な明示信託の中心的な特徴は、それが「所有による利益を所有による負担から分離する」ことである。このことは、企業に関するエージェンシー・コスト理論——会社法の経済分析において頻繁に用いられるものである——によって提供される分析枠組みの多くが、信託法に関して未発展のままとなっている経済分析にも同様に適用できる、ということを示唆している。実際、[受託者が]怠け、[それを]監督するという問題は、エージェンシー・コスト分析を行うことへの関心に繋がり、そのような問題は信託の管理において豊富に存在する。このように、本論稿は、私的な贈与的信託に焦点をあて、信託法のエージェンシー・コスト理論を組織法として発展させるものである。この分析は、今後、商事信託と慈善信託とに拡張されうるものである。本論稿の貢献は、エージェンシー〔・コスト〕理論を贈与的信託に関する法に対し体系的に適用することにある。²⁸

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、設定者（「S」）によって事前に課される制約の下で、受益者（「B1」および「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設定者は受託者（「T」）との間で有効に締結する。それゆえ、法律学というよりも経済学の用語法で「代理」〔(エージェンシー)〕という語彙を用いると、TはSの代理人として捉えられうるが、同時にTはB1およびB2の代理人としても捉えられうる。信託の運用に関してSが欲していたであろうことをTが軽視あるいは無視するかもしれないという程度において、SとTとの関係においてエージェンシー・コスト問題が存在する。しかし、B1およびB2が信託の運用について欲することをTが軽視あるいは無視するかもしれないという程度において、危険を負担する者（ここではB1とB2）が運用者（ここではT）から分離されている際の一般的なエージェンシー問題が存在する。このように、会社形態では主にエージェンシー・コストについて1つの原因（株主と経営者との間における関係）が存在するのに対し、信託では2つのそれが存在する。このことは、信託法に関する経済分析の考え方が会社法についてのそれと仮に類似

²⁷ Id. at 623-627.

²⁸ Id. at 623-624.

したとしても、根底にある分析は異なるであろうということの意味する。贈与的な移転、商取引、資本市場における信託の固有の重要性に鑑みると、このことは驚くには値しないであろう。²⁹

プリンシパル—エージェント関係が存在するにもかかわらず S が B1 および B2 に対して移転を行うということは、エージェンシー・コスト分析を推進する〔ための〕重要な理解となる。本論稿の規範的な主張は、法は、管理権能を受託者 (T) に委ね、残余権を受益者 (B1 と B2) 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、設定者 (S) 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、設定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。³⁰

エージェンシー・コスト〔という分析〕手法は理論的にも実際的にも大変有益である。理論的には、それは信託法の経済分析にとってさらなる研究課題となる。受益者は、リスクを負うこととなる残余財産請求権者 (少なくとも贈与的信託の文脈において) としての役割〔を担うこと〕が前提となり、研究にとっての重要な問いとして、以下が含まれることとなる。いつ、そしてなぜ個人は、商事的にも贈与的にも、他の組織法ではなく信託の法を参照することで、自らの関係を構築するのであるだろうか？ 私的な信託の標準的なガバナンス構造の姿はどのようなものであり、なぜそのような姿が標準的であるのだろうか？ 法は、関係する当事者が十分な情報を持って少ない交渉コストで交渉するように良い条項をしっかりと提供しているのだろうか？ そして、この場合において、誰がその関係する当事者なのであるだろうか？ これらの全てにおいて、何が市場の役割——労働、生産、資本を含めて——なのであるだろうか？ 信託は主として州法によって規律されるがゆえに、州同士で規制上の競争はあるのであるだろうか？ そしてそうであるとするならば、いかなる目的のためであるだろうか？³¹

実際には、エージェンシー・コスト分析は、とりわけ、〔信託の〕変更³²と終了(modification

²⁹ Id. at 624.

³⁰ Id. at 624-625.

³¹ Id. at 625-626.

³² (紹介者注) なお、文書や字句の変更によって全体の改良を目的とする修正 (amendment) とは異なり、変更 (modification) は、本来の主題の一般的目的と効果には影響を及ぼすことなく、新たな要素の導入または部分的解除等により、実質的な変化を与えることであ

and termination)、設定者の当事者適格 (settlor standing)、信託訴訟 (fiduciary litigation)、信託投資法、公平義務 (duty of impartiality)、受託者の解任、いわゆる信託保護者 (trust protectors) の役割、浪費者信託 (spendthrift trusts) など、信託法においてしばしば生じる問題に対して新たな示唆を提供することとなる。これらや他の問題のうちいくつかは、アメリカ法とイギリス法との間で違いが存在する。それゆえ、エージェンシー・コスト〔という分析〕手法のさらなる利点は、英米において異なる見解を評価するための枠組みが提供されることである。³³

本論稿は以下のように構成される。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。³⁴

(2) I章「組織法としての信託」³⁵

本章は、信託法が、財産法と契約法の両方と類似した性格の混合であるとの主張を発展させるものである。これは、信託法が、組織法として適切に分類され、最もよく理解されるからである。本章は、それゆえ、信託法が契約法と財産法のどちらにより密接に関連するかに関する議論を参考にしている。この議論は100年以上にわたって続いてきたもので

る、とされている。鴻常夫＝北沢正啓『英米商事法辞典〔新版〕』（商事法務研究会、1998年）612頁（三笠禎介執筆部分）。

³³ Id. at 626.

³⁴ Id. at 626-627.

³⁵ Id. at 627-634.

あり、その初期の参加者は、Frederic Maitland（契約主義的な理解に立つ）、Austin Scott（私的財産であるという理解に立つ）、そして Harlan Fiske Stone（契約主義的な理解に立つ）を含む。より最近では、アメリカとアメリカ国外の両方において、コメンテーターはこの議論に新たな関心を示しており、特に John Langbein、Henry Hansmann、Ugo Mattei、Reinier Kraakman がこの議論を経済学により洗練させてきた。³⁶

A. 財産法としての信託法

信託法は財産法の一種であると分類されることが最も多い。例えば、・・・信託法第三次リステイトメントのうち最初の2巻は、最終版が2003年に公刊されたが、受益者が信託に有する利益は財産的な性格のものであるとの見解を維持している。³⁷

しかしながら、信託法を財産法としてたんに分類するだけであり、その分類が私的財産あるいは対物的な（in rem）信託の性格に対して機能的な分析を伴うものでないと、なぜ信託法がそのような形態をとるかについての実質的な理解を発展させることは少ないものとなってしまふ。³⁸

したがって、信託法の機能的な研究に向けた仕事としては、信託の対物的な、私的財産としての要素を特定した上で、それらがどのように対人的な（in personam）、契約主義的な要素と結合してきたかを明らかにすることであるべきであろう。³⁹

B. 契約主義者の挑戦

最近の重要な論稿において、John Langbein は信託法に関する機能的な考察を行っており、それは信託法の契約主義的な要素が優勢であることを主張することによって伝統的な見解に挑戦するものであった。Langbein によれば、「設定者と受託者との間の取引は、第三者と受益者との間の現代の契約から機能的に区別できないものである」⁴⁰。会社法や経済学の文献で用いられる用語としての「契約主義者」（contractarian）の意味と比べ、Langbein の契約主義的なアプローチは、企業のエージェンシー・コスト理論を示す「契

³⁶ Id. at 627-628.

³⁷ Id. at 628.

³⁸ Id. at 628-629.

³⁹ Id. at 629.

⁴⁰ John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 YALE L. J. 625, 627 (1995). . . .

約の束」(nexus of contracts) という比喻よりも契約法とより密接に関連するものである。この見解では、受益者の受託者に対する権利と救済の基礎——それは「信託ガバナンスの法」(the law of trust governance) というべきものであるが——が、設定者と受託者との間における、第三者たる受益者〔のための〕契約 (third-party beneficiary contract) として、広く理解されうるかもしれない。⁴¹

Langbein の分析は、信託法の役割として、設定者と受託者との間の取引における取引コストを最小化する、標準化された条項 (terms) のセットを提供すべきであるということを示唆する。信託の法を用い〔ることができる〕れば、設定者と受託者は自らの取引が標準的なガバナンスの枠組みからどれだけ離れるかを〔契約内容に〕記録するだけでよい。この見解は、2つの重要な規範的示唆を有する。第1に、信託法の標準的なガバナンスの枠組みは、最も重要なものとしては受託者の受益者に対する信託義務を含み、少ない交渉コストと十分な情報で当事者が交渉したであろうところの条件を反映するべきである。第2に、裁判所は、解釈する、という問題に関して、意図を探究するというアプローチを採用するべきである。それゆえに、内部の信託ガバナンスという問題に関して、Langbein は、契約と会社〔について〕の法と経済学の両方でよく知られた仮定的交渉分析 (hypothetical bargain analysis) の一種としての実証的かつ規範的な〔分析〕力を示している。⁴²

しかしながら、信託における主要な当事者と部外者の取扱いに関して信託法の適切さを理解するという目的にとっては、第三者たる受益者〔のための〕契約と機能的に同等であるとする信託のモデルは困難に直面することとなる。・・・⁴³

C. 財産分離 (asset partitioning) と組織法

信託法の私的財産としての特徴が機能的に適切であることについて考察した Langbein の論稿に続いて、Henry Hansmann と Ugo Mattei は「信託法の主要な貢献は、信託のまさに財産のような面である」⁴⁴と主張した。これは、Austin Scott のマントを拾い上げるということを彼らが主張するためではない。反対に、彼らは、「設定者、受託者、受益者の

⁴¹ Sitkoff, *supra* note 15, at 629-630.

⁴² *Id.* at 630.

⁴³ *Id.* at 630-631.

⁴⁴ Henry Hansmann and Ugo Mattei, *The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis*, 73 N.Y.U. L. REV. 434, 469 (1998).

間の関係が考慮されるという限りにおいて、信託法は契約法に付け加えるものがわずかしかないという点で、Langbein に同意する」⁴⁵。むしろ、彼らは、信託法の重要な貢献は、「主要な当事者が取引を行う債権者などの第三者と、主要な 3 当事者〔設定者、受託者、受益者〕との間の権利と責任を再構築するようにするという」⁴⁶能力であると主張した。Hansmann と Mattei は、特に「受託者の個人的な債権者からの請求から信託財産を保護するための信託法の利用」⁴⁷に言及する。⁴⁸

このようにして、Hansmann と Mattei は、信託法の「財産分離」機能の重要性を強調した。信託法による財産の分離は、受託者が、信託財産の債権者や、受託者自身の個人財産の債権者とは分離して信託財産を扱うことを可能とする。全ての債権者に関して、有効な信託の法（・・・）は、受託者を「2つの異なった法人格：自身のために契約をする自然人と、受益者のために行為する人為的な人格と」に区分する。この、2つの異なった法人格の創出は、明示的な契約によっては実行可能な形で再現できないものである⁴⁹。財産分離はそれゆえに、組織形態と単純な契約による取り決めとの間における重要な相違を示している。・・・⁵⁰

信託法の私的財産としての本質的な面に関し、機能的な説明と特定の性格付けを与えることによって、Hansmann と Mattei のプロジェクトは、Langbein の契約主義的アプローチと調和しうるものとなる。〔両者を〕あわせて考慮すると、他の組織法と同様に、信託の法は、対物的な性格と対人的な性格との慎重な融合であるということを示しているのである。このことは、さらに推し進めると、私的信託の法を研究することが他の組織形態を研究することとより密接に類似するべきであるということを示唆しており、それはエージェンシー・コスト分析〔の裏〕が豊富に存在する〔こととなる〕試みとなるろう。⁵¹

⁴⁵ Id. at 470.

⁴⁶ Id. at 472.

⁴⁷ Id. at 438. See, id. at 454-461.

⁴⁸ Sitkoff, supra note 15, at 631-632.

⁴⁹ See, Hansmann and Mattei, supra note 44, at 466. (契約によるそのような合意の形成を取引コストが妨げることを指摘する。)

⁵⁰ Sitkoff, supra note 15, at 632-633.

⁵¹ Id. at 633.

D. 事務執行型信託 (managerial trust) の興隆

私的信託の現代的な利用が他の組織形態の利用とますます類似しているという実証的な認識は、信託法を組織法として扱うことにとってさらなる支えとなろう。Langbeinなどが示したように、私的信託は、財産の所有者が、将来に向けて、また世代間にわたって、自らの富のプロフェッショナルな〔(職業的・専門的受託者による)〕管理運用を可能とする装置へと先祖の土地を継承し保存するためのヴィークルから進化したものである。信託の利用におけるこの進化は、遺贈の自由という〔形での〕自由化、土地の移転における封建的な制約の撤廃、現代の富が土地〔そのもの〕から分離してくるという変化、から生じたものである。⁵²

したがって、税の最小化や財産保護のように、古典的であるがなお適切な、背景に特化した理論的説明とともに、現代の贈与的信託もまたより一般的に用いられ〔るのであるが〕、それはポートフォリオ・マネジメントに投資資本を伴わせるためである。プロフェッショナルな〔(職業的・専門的)〕受託者の利用は増えていると報告されている。信託投資を規律するデフォルト・ルールはいまや現代ポートフォリオ理論と一貫した、総収益投資戦略 (total return investment strategy) のようなものを要求することとなる。……。この全てが、将来、信託法の研究が他の組織形態の研究とより密接に類似するべきであるという見解を支えるものである。これは現代の事務執行型信託におけるエージェンシー・コストの問題に関しておそらくは最も明確なものとなるであろう。⁵³

(3) II章「経済学的基礎」⁵⁴

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。⁵⁵

⁵² Id. (at 633).

⁵³ Id. at 633-634.

⁵⁴ Id. at 634-638.

⁵⁵ Id. at 634.

A. 企業の理論

1937年の論文である「企業の性質」⁵⁶の中で、Ronald Coaseは、経済活動の中には、なぜ、開かれた市場における取引ではなく、企業の中で生じるものがあるのかを考察した。Coaseの考えでは、企業の中で資源を配分することの期待費用が、開かれた市場における取引の中で同じ活動を行う場合の期待費用を下回る場合に、[それが]企業の中で行われる、というものである。Coaseは取引コストの優れた点をこのように示したのである。これを嚆矢として、企業の理論に関し、少なくとも3つの、異なった、しかし[相互に]補完的なアプローチが発展した。⁵⁷

取引コストアプローチは、Oliver Williamsonと最も密接に関連づけられるものであり、Coaseの論文のおそらくは最も直系の子孫であって、企業と市場との間の境界に焦点をあてるものである⁵⁸。・・・しかし、組織形態としての信託の中に集積する核心的関係は、一般的に、企業内における移転というよりも、開かれた市場における取引である。このことは、エージェンシー・コスト理論という現在のプロジェクトに対しては、取引コストアプローチと財産権アプローチの両方が、直ちに適切なものとなるわけではない、ということを示唆する。⁵⁹

企業のエージェンシー・コスト理論は、組織を、相反する利益を有する個人の間における、明示的、黙示的、そして比喩的な[意味での]契約の束であると捉える。この束の中心は、まとまった法的解釈である。このいわゆる「契約の束」アプローチの重要な洞察というのは、組織の研究にとってのプリンシパル—エージェント経済学の重要性を示すことであった。・・・企業のエージェンシー・コスト理論は、組織を構成するもの同士の関係における情報の非対称性から生じる怠惰とその監督という問題に焦点をあてるものである。それゆえ、[次に述べるように、]代理[(エージェンシー)]の経済学を簡潔にレビューすることが適切なこととなろう。⁶⁰

⁵⁶ R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *ECONOMICA* 386 (1937). Coaseの理論と企業に対する他の理論的なアプローチについては、Oliver Hart, *An Economist's Perspective on the Theory of the Firm*, 89 *COLUM. L. REV.* 1757 (1989).

⁵⁷ Sitkoff, *supra* note 15, at 634.

⁵⁸ See, OLIVER E. WILLIAMSON, *THE ECONOMIC INSTITUTIONS OF CAPITALISM: FIRMS, MARKETS, RELATIONAL CONTRACTING*, at 15-42 (1985).

⁵⁹ Sitkoff, *supra* note 15, at 634-635.

⁶⁰ *Id.* at 635.

B. 代理の経済学

法的というよりも経済学的な用語として「代理」という語を用いると、エージェンシー問題は当事者（代理人）が裁量と観察不可能な意思決定権限を有し、それが他の当事者（本人）の富に影響を与える場合において、完備契約が不可能であることから生じる。代理人の努力が観察不可能である場合、事前の交渉を事後的に強制することは、いかにそれが詳細なものでありえたとしても、実行不可能である。問題は、失望する結果を代理人の違反と外生的な要因とのどちらが引き起こしたかを本人が確かめることができないことである。それゆえに、代理人の努力とプロジェクトの観察可能な利得との間に完全な相関が存在しない限り、本人にとって、代理人による怠惰を防ぐことは難しい。これが「隠れた行為」（hidden action）という問題であり、とりわけ「モラル・ハザード」（moral hazard）と〔も〕呼ばれる。この問題は、契約後の情報の非対称性の一つである。⁶¹

不動産代理人は、文献において〔従来からよく知られた〕一般的な例である⁶²。

．．．⁶³

このような利益の誤った整理から生じる当事者の損失は、エージェンシー・コストと呼ばれる。Jensen と Meckling の定義は法律文献で頻出する：エージェンシー・コストは、本人の「モニタリング支出」（monitoring expenditures）という費用と、代理人の「絆を形成する支出」（bonding expenditures）という費用と、「残余損失」（residual loss）の合計であって、「残余損失」は、本人の利益と代理人の利益との間の相違の結果として「本人が享受する福利の減少と同等の金額」によって測定される⁶⁴．．．⁶⁵

C. エージェンシー・コストと組織形態

企業のエージェンシー・コスト理論に戻ると、Jensen と Meckling の契約の束モデルという著名な洞察は、組織形態の研究が、より具体的には、個々のプリンシパル—エージェンツ関係をひとまとめとして研究することを含むものである、というものであった。したがって、これに続く研究では、異なる産業組織の形態の内部でエージェンシー・コストを

⁶¹ Id. at 636.

⁶² Id. (at 636.)

⁶³ Id. at 636-637.

⁶⁴ Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308 (1976).

⁶⁵ Sitkoff, *supra* note 15, at 637.

最小化する、法的あるいはそれ以外の様々な装置の効率性を検討することとなる。本論稿は、異なる産業組織を相互に区別するガバナンス特性にもまた光を当てる。とりわけ、企業組織の文献は、経営者の労働市場、インセンティブ報酬、譲渡可能な残余権、柔軟な共有ルールと相互のモニタリング、会社支配権市場（すなわち企業買収市場）、開示ルール、また信認義務のような責任ルールを、エージェンシー・コストを最小化する装置として探索する。⁶⁶

信託は、そのような分析になじみやすいけれども、体系的なエージェンシー・コスト分析には同様には服してこなかった。⁶⁷

（４）Ⅲ章「エージェンシー・コストモデル」⁶⁸

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。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。このことは、エージェンシー・コスト分析と主要な当事者の仮定的交渉をより容易なものとする。しかしながら、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がゆえに、より複雑である。さらに、法は、贈与的信託のしばしばパターンリスティックな機能の行きすぎとして、残余財産請求権者としての受益者の利益よりも設定者の過去の利益を常に優先してきた。⁶⁹

A. 契約主義的な束

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る。それは対人的な面とともに対物的な面をも有する組織形態である。それゆえに、会社と他の組織形態のように、信託は、内部における対人的な契約主義的な柔軟性と、外部における対物的な財産分離とを混合するものである。信託の内部関係は契約主義的であり、それは、当事者がその周辺で契約できる標準的条項（default terms）を提供するという理由だけでなく、当事者の情報の非対称性から生じる、根底にあるガバナンス問題がプリンシパル－エージェント・モデルになじみやすいという理由からもそうなのである。⁷⁰

⁶⁶ Id. at 637-638.

⁶⁷ Id. at 638.

⁶⁸ Id. at 638-648.

⁶⁹ Id. at 638.

⁷⁰ Id. at 638-639.

契約主義者の比喩と受益者の地位との間にはまさに緊張が存在する。受益者は、事前の同意を与えるものとは通常は考えられておらず、典型的には受益者は交渉する地位にない。さらに、I章で論じたように、受益者が信託に有する利益が契約か財産権のどちらなのかということについての議論が残っている。しかし、受益者が仮に文字通り他の主要な当事者と契約しないとしても、また受益者の利益が学説上は契約的というよりも財産的なものであったとしても、契約主義的なプリンシパル—エージェント・モデルは、それにもかかわらず、受益者の福利(welfare)に関連したガバナンスの問題に光を当てるものとなろう。経済的な観点からすると、隠れた行為(またひょっとすると隠れた情報)は豊富に存在し、信託のガバナンスはインセンティブとリスク分担という両方の問題に直面するのである。

71

したがって、信託法の本質と機能に関するより大きな洞察は、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、という概念から得られることとなる。信託に関するこの見解は、Jensen と Meckling の企業に関する契約の束モデルと類似する。会社に対する彼らの分析がそうであったように、この信託概念は信託法のエージェンシー・コスト分析の実行可能性を示唆するものである。⁷²

イントロダクションで述べた信託の好例に戻ると、それは Bs [(B1 と B2)] の利益のために T を受託者として S によって設定されたもので、これを構成する関係は、以下に限定されるわけではないが、以下の者との間におけるそれを含むこととなる：

1. S と T、
2. T と Bs、
3. S と Bs、
4. T と T の債権者、
5. Bs と Bs の債権者、
6. S と S の債権者、
7. S と信託保護者 (後に説明される)、
8. Bs と信託保護者、
9. T と T の代理人 (T が授権した者)、
10. T が授権した者と Bs

⁷¹ Id. at 639.

⁷² Id. (at 639.)

主要な（そして時に相反する）関係が、S と T との間、そして Bs と T との間に存在する。

73

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。S と T との間における関係、また Bs と T との間における関係の両方がプリンシパル—エージェントの枠組みから捉えられる。前者は時〔間〕的な（temporal）エージェンシー問題を表し、それは信託法の経済分析を会社法のそれから区別する助けとなる。後者は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を表している。このことは、T の S に対する忠実と、T の Bs に対する忠実との間でかなりの緊張が潜在することを意味する。次章〔後述 II（5）IV章「モデルの適用」〕で検討するように、アメリカ法はこの緊張を、S によって課された事前の制約の範囲内において Bs の福利を最大化することを T に要求することで解決している。すなわち、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いうことである。⁷⁴

B. 受託者の職務

受託者の職務は実際には（フォーマルな形ではないけれども）受託者の人格から分離された存在（entity）である。この分離した存在のような（entity-like）効果は、信託の財産の分離から生じるものであり、信託の非当事者に対しても有効であるがゆえに対人的な力を有することを示唆している。受託者の事実上の職務は、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。⁷⁵

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。・・・⁷⁶

信託財産の債権者に対する受託者の責任を規律するルールは、設定者に関しては強行的であるが、受託者と、受託者と取引を行う者に関しては修正が可能であるという傾向がある。設定者に関して強行的であるのは、設定者についてはこれらのルールが対物的な質（非

⁷³ Id. at 639-640.

⁷⁴ Id. at 640.

⁷⁵ Id. at 641.

⁷⁶ Id. at 641.

当事者の権利に関係しうる)を有するからである。反対に、受託者と外部の債権者に関して修正が可能であるのは、これらの者にとってルールは対人的な事柄(内部者の権利のみが関係する)についてのみ関心を有するからである。当事者はお互いに対して自らの権利を修正することができるが、外部者の権利が関係する場合には、法は当事者の柔軟性を制約するのである。⁷⁷

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。しかし、これらの相違は組織形態に関する契約の束モデルから自然に生じるものであり、それは、受託者によって保有される財産を受託者として管理運用することに同意した者は受託者個人であるということを示唆するものである。それゆえ、受益者は、信託の違反に対して、受託者が職務に就いている間だけでなく、受託者がその職務から退いた後においても受託者個人に課金しうるのである。受託者が職務にあるうちに約束したことに対する違反について、受託者の個人責任を解任によって終わらせることにはならない。しかしながら、受託者の相続人に違反することは、以前の受託者の違反に関し受益者に対する個人責任を負うことにはならないが、それは、相続人が以前のその違反を発見して正すことができなかったということが非合理的でない場合に限ってである。しかし、この場合における責任は、相続した受託者自身が先人の誤りを正すことができなかったのが非合理である〔と考えられる〕ことに基づいている。⁷⁸

内部の信託ガバナンスのルールは、とりわけ受益者、設定者、受託者の利益を決定するものであり、設定者に関しては大部分は修正可能なものである。しかし、これらのルールの全てが修正可能というわけではないことは、信託ガバナンスの法の強行的な基礎が存在することを示唆している。実際、Langbeinが説明したように、設定者の個々の信託義務を除外することは可能であるが、その場合でも設定者は不誠実な(bad faith)受託を承認したり、信託法を完全に除外することはできないのである。⁷⁹

これら制約に対する説明の一部は、受託者に制約のない裁量を与えることが明らかなエージェンシー・コストとしての結果をもたらすことである。これらの制約は設定者に保護的で注意をもたらすような役割を果たし、設定者はそうでなければその受益者をエージェンシー・コストの沼地の中に飲み込まれてしまうかもしれない。しかし、この説明は不完

⁷⁷ Id. at 642.

⁷⁸ Id. (at 642.)

⁷⁹ Id. at 642-643.

全であって、保護的で注意をもたらすような役割というのは、おそらくはペナルティ・デフォルト（penalty default）⁸⁰によって成し遂げられるからである。⁸¹

これらの強行的な要素に対するさらなる正当化としては、受託者と取引を行う第三者は、受託者が所有している財産であって受託者個人に属しているものが、信託の形で保有されているのか、エクイティ上の担保（equitable charge）のような他の限定された形態で保有されているのかを容易に確かめることができる、ということを保証する必要からである。信託ガバナンスには、強行的でそれ以上削減できない最小限が存在し、それは換言すれば、保護的で注意をもたらすような機能を果たすだけでなく、この問題に関しては対人的なもの（すなわち内部ガバナンス）が対物的な（すなわち外部関係）ものと収斂するからである。デラウェアの最高裁判所が最近の意見の中で示している：「受託者に対して法的に制約される義務を何ら与えない信託は、名前だけの信託であり、さらに、絶対的不動産（absolute estate）あるいは単純不動産権という性質における財産の譲渡である」⁸²。⁸³

C. 設定者の相対的な地位

信託を作り出すという設定者の意思は、信託の形成にとっての前提条件である。このことは、Langbein の〔示したところの〕、設定者と受託者の間における第三者たる受益者〔のための〕契約が信託を行使する個々の関係の集まりにとっての引き金となるということである。設定者と受託者の間の関係は実際のところ契約主義的（contractual）であって、それは設定者と受託者が、実際には用いないとしても、例えば賠償（compensation）のように、信託の条項をめぐって様々な取引を行うからである。このことは、3つのポイントに導くこととなる。⁸⁴

第一に、信託証書（trust instrument）の下で受託者の義務を解釈する際、意図を探究

⁸⁰（紹介者注）ペナルティ・デフォルトについては、以下を参照。Ian Ayres and Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 YALE L.J. 87 (1989). 同論文に沿ってペナルティ・デフォルトに簡明に言及している日本語の文献として、例えば、組織形態と法に関する研究会『組織形態と法に関する研究会』報告書」金融研究 22 卷 4 号 1 頁、62 頁～64 頁（2003 年）がある。

⁸¹ Sitkoff, *supra* note 15, at 643.

⁸² *McNeil v. McNeil*, 798 A.2d 503, 509 (Del. 2002).

⁸³ Sitkoff, *supra* note 15, at 643.

⁸⁴ *Id.* at 643-644.

する原則は規範的に望ましいものである。・・・⁸⁵

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、他方に設定者がいる場合で、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こととなる。・・・⁸⁶

第三に、会社や商事信託の設立者とは反対に、贈与的信託の設定者は、受託者と合意するところのガバナンスの取り決めの質に関して直接的な価格情報を何も得られないこととなる。・・・⁸⁷

このうち、設定者が信託のガバナンス体制の質に関して利益を有しないと示唆するものはない。反対に、信託を設定するまず最初の共通の目的は、税の面での必要性和、〔法〕人格を支配しつつそばに置いておくということであり、受益者の福利を最大化することである。・・・。会社の契約〔の場合〕で関連する背景における条項に関する懐疑の必要性として、Frank Easterbrook と Daniel Fischel によって示された条件を繰り返すと、受益者の福利にとっての信託条項の結果は、設定者によっては「感謝されない」⁸⁸かもしれないのである。⁸⁹

受益者が残余財産請求権者である、と発言することは、管理運用に関する決定が、受益者を除く全ての関連する当事者にとって全く重要でないと言言することである。これは、受益者だけが信託違反 (breach of trust) に対して受託者を訴えることができるという撤回不能信託 (irrevocable trust) におけるルールについて、エージェンシー・コストの観点からの説明を提供しうることとなろう。同じ論理は、なぜ、受託者についての標準〔的ルール〕としての信託義務が、受益者の（それゆえに重要ではない）視点から信託を管理運用する誘因を受託者に与えるよう設計されているのか、ということも説明することとなろう。加えて、いまや信託形態は世代間の移転と先祖の土地の保存を超えて用いられており、信託受益者としての地位は、大きな潜在的危険と大きな潜在的報酬を伴うものである。

90

⁸⁵ Id. at 644.

⁸⁶ Id. at 644-645.

⁸⁷ Id. at 645-646.

⁸⁸ FRANK H. EASTBROOK AND DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW, at 31 (1991). . . .

⁸⁹ Sitkoff, supra note 15, at 646.

⁹⁰ Id. at 647.

前述に反して、私的信託の受益者は贈与的移転の受動的な受取人以上の者ではないがゆえに、Jensen と Meckling の契約の束という比喻は不適切であると論じられるかもしれない。実際、承諾 (acceptance) (黙示的なものでありうる) はあらゆる贈与の必要的要素であるけれども、信託受益者は、当事者が文字通りの契約的な関係に対して同意を与えるのと同じようにはその地位について同意を与えないであろう。しかし、契約の束モデルは、たんにそのようなモデルなのである。代理の経済学は、信託形態という組織によって表に出されるガバナンスの問題に対する法の標準的な解決策を理解するための助けとなる枠組みを提供するものである。⁹¹

D. 残余財産請求権者としての受益者

受託者および、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。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のである。⁹²

(5) IV章「モデルの適用」⁹³

例として適用場面を参照する形で、本章では、エージェンシー・コスト〔という分析〕手法の実証的かつ規範的な分析力を説明している。規範的な主張というのは、法は、管理権能を受託者に委ね、残余財産請求権を受益者に委ねることから生じるエージェンシー・コストを最小化するべきであるが、それは、設定者の事前の指示と一貫した限りでなされるべきである、というものである。これは、受託者〔にとって〕の主要な本人として、受益者よりも設定者を優先するものである。・・・⁹⁴

⁹¹ Id. (at 647.)

⁹² Id. at 646-647.

⁹³ Id. at 648-683.

⁹⁴ Id. at 648.

積極的な主張〔として〕は、少なくとも伝統的な理念に関して、法はこのような規範的主張と一致するべきであるというものである。信託法第三次リステイメントの主任起草者である Edward Halbach が最近指摘したが、現在の信託法における「テーマ」は、「設定者の法的に許容される目的の範囲内において、信託受益者の最善の利益を追求する際の柔軟性と効率性」⁹⁵である。⁹⁶

A. 残余財産請求権者としての贈与的受益者

エージェンシー・コスト分析は、贈与的信託の受益者を残余財産請求権者として分類することを促進する。他の全ての関連する当事者——最も注目すべきは受託者と、受託者が受託者として取引を行う相手方——による信託財産に関する請求は、多くの場合明示的な契約によって設定され、受益者の請求よりも優先される。他の組織形態における残余財産請求権者と同じように、贈与的信託の受益者は、それゆえに、良いあるいは悪いパフォーマンスの残余リスクを負担する。信託財産の管理運用に関する決定は、受益者を除く全ての者に対しては取るに足りないものである。事務執行型信託の登場は、さらに、受益者が負う潜在的な危険（risk）と報酬（reward）を拡大することとなった。この点において、現在の信託受益者は、かつての信託受益者よりも、他の事業組織における残余財産請求権者に、より密接に類似し始めているのである。⁹⁷

しかし、今日の典型的な贈与的信託の受益者は、設定者のあり得るべき意図を見分けることに関連して、そのあり得るべき意図を他の組織形態の残余財産請求権者から区別するという、興味深い性質を有している。これらの特性と関連するエージェンシー・コスト分析とに照らし、本節は、当事者においてありそうな選好と一貫したものとして、私的な信託ガバナンスにおける3つのルール的作用を説明するものである。これらの目立った特性は、それゆえに、伝統的な信託の考え方において示されている仮定的交渉の背景となる重要な実証的前提を反映するものとなる。組織形態を選択する場合には、リスク選好に関する標準的な実証的想定、残余財産請求権者の数、その者自身の状況に最も密接に類似する他の関連する要素から判断することとなろう。こうすることで、その者の特定の必要性に

⁹⁵ Edward C. Halbach, Jr., *Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century's End*, 88 CALIF. L. REV. 1877, 1881 (2000).

⁹⁶ Sitkoff, *supra* note 15, at 649.

⁹⁷ *Id.* at 649-650.

その形態を適合させ、取引コストを最小化するのである。⁹⁸

1. 公平義務

〔信託法は、お互いに反対方向の利益を有する残余財産請求権者の存在を支える面を有する。このため、残余財産請求権者の選好を集合させると、それらが相互に矛盾するかもしれず、効率的なガバナンスに対する課題となりうる。このように異なる階層に属する受益者の相反する利益を集合するための信託法の発展的応答が、公平 (impartiality) という信託義務である。この義務は、「信託財産の投資、管理、分配につき、受益者それぞれの利益に適切な注意を払い、公平に行動」⁹⁹¹⁰⁰することを受託者に要求するものである。自らの個々の欲求 (wants) というよりも必要性 (needs) に関する見通しを持って行為することを受託者に示すことで、信託の残余財産請求権者達の利益は実際に一貫したものとなってきた。すなわち、「均衡」を図ることが、公平義務による指示なのである。

このことは、設定者のあり得べき意図とも一貫していると考えられる。また、信託法の公平義務は、受益者という階層の内部と、階層間相互の両方において適用される。公平義務は信託ガバナンスおよび組織法としての信託法の決定的に重要な特性である。実際、裁判所も、異なる階層の残余財産請求権者の利益を均衡させるという問題に対し信託法を適用した経験をかなりの程度蓄積している。¹⁰¹

2. 総収益投資

〔総収益投資 (total return investing) への現代の傾向は、公平義務を補完するものである。現代ポートフォリオ理論 (modern portfolio theory) の示唆に触発され、総収益投資は、信託法の信託的注意義務の基底をなす、プルーデント・インベスター基準への改定の中で規定されてきた。その基本的な考えというのは、受託者は、(投資固有のというよりもむしろ) 全体としてのリスクと潜在的なリターンを考慮して多様化したポートフォリオを形成すべきである、というものである。

そのような改革は、「本人」(principal) と「収入」(income) の定義を改め、両者の間

⁹⁸ Id. at 650.

⁹⁹ 統一信託法典 803 条。・・・

¹⁰⁰ (紹介者注) 本引用箇所の記事については、大塚正民＝樋口範雄編著『現代アメリカ信託法』(有信堂、2002年) 219頁による。

¹⁰¹ Sitkoff, supra note 15, at 650-652.

における境界を設定した。また、「総収益投資」と、「本人」および「収入」のより柔軟な定義は、生涯にわたる受益者と残りの受益者との間における緊張を、その利益をより可視化する形でバランスすることを受託者に課す——すなわち、信託の総収益の享受を「本人」や「収入」に配分する——ことで緩和しうるものであった。

総収益投資への傾向は、公平義務のように、仮に交渉が実行可能であったならば当事者がおそらくは合意したであろうところの、エージェンシー・コストを最小化するルールの一つとして理解されうる。] ¹⁰²

3. リスク許容度と注意義務

[典型的な贈与的信託では、残余財産請求権者はリスク回避的 (risk averse) である (未亡人や孤児を考えてみよ)。信託の受益的利益に関しては十分に発達した市場が存在しないために、受益者は簡単にはその財産を多様化することができず、多様化ができない場合、標準的な経済学の考え方ではリスク回避的ということになる。しかし、プロフェッショナルな受託者への一般的な傾向があるおかげで、典型的な現代の受託者——信託法律家のように十分な知識を有する個人や銀行のような機関——は典型的な受益者ほどにはリスク回避的でないことになりそうである。

このことは、受託者がリスクに関して無関心であるとか、受益者がポートフォリオやハイリスク投資を好むことはないだろうと示唆することにはならない。むしろ、ポイントは、仮にあるとすれば、不確実性に直面する下で当事者が期待値に対して行う相対的なディスカウントに関してである。

制度のデザインから生じる、リスクに対する受託者と受益者の態度の不一致は、信託ガバナンスに対する課題を提出することとなる。信託義務や他の修正メカニズムが存在しない場合には、受託者はボラティリティに対して受益者よりもしばしばリスク回避的でなくなってしまうであろう。信託法が信託として注意義務に特に好意的であるのは、この課題に対する回答として理解できる。信託法における注意は、不法行為法 (tort law) における「客観的で合理的な者の基準」 (objective reasonable person standard) の機能的同等物である。

信託法における注意義務の作用と会社法におけるそれとの間のコントラストは、教訓的

¹⁰² Id. at 652-654.

である。信託法は、会社法と対照的に、受益者が資産やリスクを多様化していないことを前提とし、受託者の標準としての注意義務はより制限的な「合理的な者の基準」において設定されている。この形で考えると、会社法と信託法における注意義務に関する異なる理解は、内部あるいは外部の多様化に関する異なった期待を反映するものである。贈与的信託において、残余財産請求権者にとっての多様化はたいていの場合内部的になされるものである。

もちろん、異なった保有があれば、受益者の中には信託ポートフォリオと関係なく多様化を行う者もいるであろう。このため、現代のプルーデント・インベスター基準は、信託ポートフォリオを組成する際にはその信託の特定の受益者のリスク耐性を考慮することを受託者に対して要求しているのである。]¹⁰³

B. 設定者と受益者との間の緊張

両面におけるエージェンシー・コストの考慮を念頭に置き、本節は受益者の事後の選好と設定者の事前の意思とを法がいかに均衡させているかについての4つの例を検討することとする。先に例とした信託を再び考えてみよう。・・・¹⁰⁴

1. 修正と終了

〔設定者と受益者との間における利益の潜在的な相違は、期限が到来していない信託を終了させようとする場合に問題となる。この点、アメリカのルールは *Clafin v. Clafin* 事件¹⁰⁵に端を発し、修正と終了については好意的でないといえよう。*Clafin* 理論の下では、信託が期限到来前に終了されるのは、①設定者の合意がある場合か、②設定者の合意はないけれども信託の終了が信託の「重要な目的」(material purpose) に違反しない場合、のみである。実際には、受託者が同意していない限り、アメリカの信託は一度設定されると修正したり終了したりすることは難しい状況にある。

Clafin 理論のポイントは、設定者と受託者との間の利益を調整するのに役立つということである。このルールは、受益者の意思にかかわらず、設定者の当初の意思を保護することを受託者に認めるというものであり、*Clafin* 理論は設定者を主要な本人とするモデルと調

¹⁰³ Id. at 654-657.

¹⁰⁴ Id. at 657-658.

¹⁰⁵ 20 N.E. 454 (Mass. 1889). . . .

和するものである。

Claffin 理論の弱点は、受託者が自らを守ることを認めてしまい、受益者と受託者の間におけるエージェンシー・コストの一定の(最小限の)レベルを固定してしまうことにある。

このため、これらのルールを緩和する方向での議論があることは驚くには値しないであろう。信託法第三次リステイトメントも、このような見解に位置するものと理解できる。]

106

2. 受託者の解任

[設定者と受益者の利益が潜在的に衝突するもう一つの例が、受益者が受託者を解任することができる根拠に関してである。ここでの目標は、設定者によって課された事前の制約の下で、受託者と受益者の間のエージェンシー・コストを最小化することである。法のデフォルト・ルールは、不誠実(dishonest)な受託者や「深刻な信託違反」(serious breach of trust)を犯した受託者を解任することを裁判所に認めるというものである。こうしたデフォルト・ルールは、家族の土地を保存するという場面を念頭に考えられてきたものであるが、今日では、プルーデント・インベスター基準が、ポートフォリオ・マネジメントとしてより大きな裁量を認める姿となっている。このような変化に伴って、信託法は、受託者の権能を、受益者を主に保護する装置としてのそれに置き換えていった。統一信託法典や信託法第三次リステイトメントでは、より自由な解任を認めるルールとなっている。]

3. 設定者の当事者適格

[信託の条項をエンフォースするものとして、当事者適格の問題も、設定者と受益者との間の緊張を浮き彫りにする。伝統的には、信託の設定者は設定後には信託財産に関して法律上の利益を有しないものと考えられ、裁判所も撤回不能信託において受益者だけが受託者の義務違反に対する訴訟を提起する適格を有すると考えてきた。

しかし、この枠組みはあまりに単純すぎる。Langbein は、信託証書に異なる定めがない場合に、当事者適格に関するこうしたデフォルト・ルールは逆転されるべきであるとした。このことに関連して重要であるのは、設定者の当事者適格に関するエージェンシー・コスト分析からの示唆は必ずしも明らかではないということである。

¹⁰⁶ Sitkoff, *supra* note 15, at 658-663.

¹⁰⁷ *Id.* at 663-666.

信託のモデルとして、設定者の当初の制約の下で受益者の福利を受託者が最大化すべきであるということを念頭に置くと、設定者の当事者適格の問題は、全く異なる2つの形でエージェンシー・コストの削減に繋がることとなる。第一に、最初の例を用いると、Bsに加えてSも訴訟適格を有する場合には、Tはより適切に行為しそうである。第二に、Sも訴訟適格を有する場合には、Sによって課された事前の制約を回避するための副次的交渉をTがBsと開始することはより少なくなるだろうということである。] ¹⁰⁸

4. 信託保護者

[現代の事務執行型信託の特性として、信託「保護者」の任命ということがある。また、今日では、エージェンシー・コストを最小化するために役立つという観点から、通常の信託にも広まっている。信託保護者がエージェンシー・コストをチェックする能力は、比較的容易に理解されるであろう。信託保護者は、受託者の管理運用を監督する、信頼できる人間を任命することを設定者に認めるというものである。設定者の当事者適格がエージェンシー・コストを削減しうるのと同じ理由で、信託保護者の任命もエージェンシー・コストの削減に繋がる。他方で、信託保護者の任命が新たなエージェンシー・コスト——設定者と保護者の間、また受益者と保護者の間の関係において——に繋がりうるということもまた確かである。] ¹⁰⁹

C. 内部のガバナンスと外部の取引的権威

債権者をも対象とすると、事業形態としての信託のエージェンシー・コストモデルは、内部のガバナンスと、外部者と取引を行う内部者の権限の範囲との間における内部関係に焦点が当てられることとなる。内部の信託ガバナンスのルールの実質的な内容にふさわしい、エージェンシー・コスト面からの考察は、外部者と取引を行う主要な当事者の権限の範囲に関するものとなる。同様に、信託の内部者が信託財産に関して安全に権限を与えられる範囲は、内部のガバナンス構造の効率性とも関係する。それゆえ、本論稿で展開される、信託に対するエージェンシー・コスト〔という分析〕手法は、組織には一切境界がないというような、ある種の契約主義的なニヒリズムとして理解されるべきではない。むしろ反対に、このアプローチは境界の存在と財産分離（すなわち、信託について事実上分離

¹⁰⁸ Id. at 666-669.

¹⁰⁹ Id. at 670-671.

された法人格とその同等物——受託者を受託者として）が、信託法について決定的に重要な特性であると認識するものである。¹¹⁰

本節は、内部ガバナンスのルールは外部関係のルールと必ず関連づけられるべきとの主張を推し進めるものである。ルールに関するどのような変更も、関連する当事者が他のルールに関して合意したであろうところの条項について影響を有するであろう。したがって、信託法のエージェンシー・コスト分析は、内部ガバナンスと外部関係に関する事柄だけではなく、両者の相互関係についてもまた考察を加えることとなる。¹¹¹

1. エクイティ上の追及 (equitable tracing)

〔内部ガバナンスと外部に対する取引上の権限と相互関係に関する最も良い例が、エクイティ上の追及の原理である。標準的な考え方の下では、受益者は、受託者によって財産が移転され、それが受託者の第三者に対する信託違反となる場合、譲受人が善意の購入者ではないときは、受益者はエクイティ上のリーエン (equitable lien) を主張することができる。この見解と、組織形態としての信託のエージェンシー・コスト・モデルとの間には緊張関係は特に存在しない。契約による合意がない場合には、信託の内部ガバナンス装置に障壁を積み増すよりも、危険を外部者に負わせる形の方が効率的なものとなる。こうした分析は、エクイティ上の追及に対する機能的な説明を提供するだけでなく、信託法の改革について規範的な考察を提供することにもなる。〕¹¹²

2. 浪費者信託

〔内部ガバナンスと主要な当事者の外部との取引上の権限の範囲との相互関係の重要性に関するもう一つの例が、浪費者信託である。浪費者信託の背景にある政策の健全性に関する考察は多く存在する。このような浪費条項を導入することにはガバナンス上の利点があり、支払いが、強制的に安全になされるであろうということである。このことは、受託者の裁量を制限し、管理運用における潜在的なエージェンシー・コストの削減に繋がる。こうした制度が存在しなければ、破産した受益者の債権者から信託財産を保護したいと考える設定者は、イングランドにおいてそうであるように、裁量信託 (discretionary trust)

¹¹⁰ Id. at 671-672.

¹¹¹ Id. at 672.

¹¹² Id. at 672-674.

へと切り替えることとなろう。浪費者信託も裁量信託も、受益者が信託に有する利益を制限する形で設定者の利益に影響を与えうるが、両者のエージェンシー・コスト面での結果は異なっている。どちらが望ましいかという政策的な問いには十分に回答を与えないかもしれないが、エージェンシー・コスト分析は、全てのコモンロー法域において裁量信託が残っている理由を説明できることとなろう。] 113

D. 信託訴訟

贈与的信託にとって市場ベースのガバナンスの可能性は、信託における利益を譲渡するという受益者の能力と、受託者を交代させるという能力にとっての障害——そのパターナリスティックな機能にとって中心的なものである——によって制限されている。今日の信託では、受託者の権限に課された以前のような制限には、広い裁量を与えられており、これはガバナンスにとって負担になるものである。信託に対するエージェンシー・コスト分析が、Langbein の契約主義と最も密接に収斂するのはこの場面である：両者はいずれも、信託義務の基底をなす契約主義者的な仮定的交渉に向かうものである。実際、より一般的な信託関係に対する早期の経済分析で、Langbein は、「信託義務の神聖さに関するお説教じみた表現」¹¹⁴にもかかわらず、信託の法によって課される信託義務は、たんにマジョリティ・デフォルト・ルール (majoritarian default rules) であることを説得的に明らかにした。¹¹⁵

それゆえ、本節は、信託〔に関する〕信託法の契約主義的な基礎に関する議論に関与するわけではなく、信託法の信託義務の構造と私的信託におけるエージェンシー問題との間の調和に関して考察を加えるわけでもない（この点に関しては本論稿や他で既に議論を示しているけれども¹¹⁶）。その代わりに、本節は、なぜ信託義務が、管理運用におけるエージェンシー・コストを私的信託において確認する主要な手段として成功してきたように思われるのかに関する 2 つの回答を簡潔に提示している。質問に対する回答は、信託義務が、コーポレート・ガバナンスにおける同種の領域においてはあまり成功していないことが明

¹¹³ Id. at 674-677.

¹¹⁴ Langbein, *supra* note 40, at 629. . . .

¹¹⁵ Sitkoff, *supra* note 15, at 677-678.

¹¹⁶ 本論稿のIV章 A.1（公平義務を議論している）、IV章 A.3（注意義務を議論している）を参照。 . . .

らかであるという、広く支持された見解によって示される。¹¹⁷

1. 訴訟のインセンティブ

〔責任ルール (liability rules) がエージェンシー・コストの主要なチェック手段である場合、その組織がサポートできる残余財産請求権者の数には実際上の制約が存在する。その数が大きくなればなるほど、監督に対する個々のインセンティブは弱まることとなり、集合行為問題はより深刻となる。結果として、会社の信認訴訟の場合、実際に利益を有する当事者はしばしば法律家であるということになるのである。〕

しかしながら、贈与的信託の場合、典型的には残余財産請求権者の数が少ないため、訴訟へのインセンティブは異なることとなり、信託法における信認訴訟は会社法よりも利点が多く、促進されることになりそうである。

もちろん、信託受益者も訴訟への完全なインセンティブを有するわけではない。弁護士報酬を信託財産から支払うということが、裁判所の意図に反して、弁護士が自らの報酬を主目的として訴訟提起することを促進する可能性もある。受託者を監督する手段としての責任ルールに頼ることのもう一つの問題は、受益者は、まだ生まれていないとか、行為能力がないなどの理由から受託者を監督するのに適していないこともよくある。しかし、こうした課題にもかかわらず、信託に関する信認法、特に忠実義務は、他の組織形態における信認法よりも厳しく、さらに予防的な役割を果たしうる。

このような分析は、組織形態を選択する際に望ましい残余財産請求権者の数にも光を当ててくれるものとなろう。〕¹¹⁸

2. 信認的な副次ルール (fiduciary sub-rules)

〔閉鎖会社のガバナンスに関し、「行為規準としての信認義務の有用性は限定的である」¹¹⁹と示唆されてきた。信託法における信認的な副次ルールは、信託財産を保存しコントロールする義務、請求権を実現する義務、訴訟で防戦する義務、信託財産の分別管理、費用の最小化、受益者への情報提供、などを含む。〕

¹¹⁷ Id. at 678.

¹¹⁸ Id. at 679-682.

¹¹⁹ Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Close Corporations and Agency Costs*, 38 STAN. L. REV. 271, 291 (1986).

これらの副次ルール役割は、受託者に戦略的な行動を要求することなく、ルールという便益（基準と比較して）を提供することである。エージェンシー・コストをチェックするものとしての信託法の信託義務の効果は、様々な副次ルールを用いることによって高められ、それは、贈与的信託における管理運用の相対的な均質性から可能となったものである。〕¹²⁰

（6）結論¹²¹

贈与的信託に対する本論稿のエージェンシー・コスト〔という分析〕手法は、信託法が財産法と契約法のどちらにより近いかに関する現在進行中の議論を進展させることに役立つだけでなく、より重要なことであるが、信託法のさらなる経済分析に向けた豊かな実証的かつ規範的な枠組みを提供するものである。プリンシパル—エージェントの経済学は信託の法の本質と機能に関してさらなる洞察を提供する大きな可能性を有する。とりわけ、本稿のエージェンシー・コスト分析は、どのように、またなぜ、私的信託の利用が、リスク負担と管理運用が分離されている場合（受託者や管理者が受益者や残余財産請求権者の最善の利益のために行うかどうか）における通常の（usual）エージェンシー問題に加えて、時〔間〕的な（temporal）エージェンシー問題（受託者が設定者の当初の意思に忠実なままかどうか）を引き起こすのかを明らかにしている。¹²²

エージェンシー・コスト〔という分析〕手法は、とりわけ、修正と終了、設定者の当事者適格、信託訴訟、信託投資の法と公平義務、受託者の解任、いわゆる信託保護者の役割、浪費者信託などの度々生じる問題について新たな洞察を提供するものである。本稿の規範的主張は、法は、管理権能を受託者に委ね、残余財産請求権を受益者に委ねることから生じるエージェンシー・コストを最小化するべきであるが、それは、設定者の事前の指示と一貫した限りでなされるべきである、というものである。これは、受託者〔にとって〕の主要な主人として、受益者よりも設定者を優先するものである。積極的な主張は、少なくとも伝統的な理念に関して、法はこのような規範的主張と一致するべきである、というものである。¹²³

¹²⁰ Id. at 682-683,

¹²¹ Id. at 683-684.

¹²² Id. at 683.

¹²³ Id. at 683-684.

3 若干のコメント

以上、やや詳しく本論稿の内容を紹介した。本論稿は、Sitkoff 教授の現在にいたる約 15 年間の研究の展開の中で、「信託法の経済分析」という研究の方向性が明確に現れた初期の論稿であり、特に注目に値するものである。

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ふ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。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——設定者、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。

このような意味で、本論稿は、後の実証分析の基礎となる理論的な概念枠組みを準備した、「信託法の経済分析」に関する Sitkoff 教授の実質的な第一論文と理解できよう。

なお、本論稿とそれ以前の研究との関係について若干付言したい。本論稿自身も述べている通り¹²⁴、信託法のエージェンシー・コスト分析は、本論稿以前に全く存在しなかったというわけではない。特に重要なものとして、Macey 教授によるもの¹²⁵がある¹²⁶。Macey 教授は、同論稿¹²⁷を公刊した 1988 年時点において、便益が一方当事者（受益者）に属し、様々な障壁が他方の当事者（受託者）に帰せられる——両者の分離——という信託の特質を指摘し、そのような特質を踏まえて信託に対する経済学的観点からの分析を既に行っていた¹²⁸。Sitkoff 教授の分析は、このような先行研究の延長に位置づけられるが、Sitkoff 教授によれば、Macey 教授との間でトーンの違いも存在する。すなわち、信託に関するコモンロー裁判所の立場が、経済学的観点からも正当化できるかという点に関し、コモンロ

¹²⁴ Id. at 623 (note 3).

¹²⁵ Jonathan R. Macey, *Private Trusts for the Provision of Private Goods*, 37 EMORY L. J. 295 (1988).

¹²⁶ この点については、神田秀樹教授、神作裕之教授からご教示を得た。

¹²⁷ Id.

¹²⁸ Id.

一は総じて、また信託法は特に、効率性への傾向があると Posner 判事は指摘していた¹²⁹。これに対し、Macey 教授は、効率性に対する関心と、信託に関するコモンロー裁判所によって創出された結果とが調和している、という理解は一般的に誇張であるとする¹³⁰。

Sitkoff 教授の本論稿は、このような Macey 教授の理解と——少なくとも表面的には——緊張関係に立つ面があり、Sitkoff 教授は、法は全体としては、このような効率性を促進する役割を果たすことを認める立場にある¹³¹。このように若干の立場の違いはあるものの、Sitkoff 教授の分析は、Macey 教授によるものを始めとした先行研究の延長に位置づけられるものである。

III 「アメリカにおける制定法上のビジネス・トラスト」(2008年)¹³²

1 論稿の要旨

信託は、事業組織の形態として会社形態と長い間競争してきた。今日、会社形態は事業を運営する組織として信託よりも有力であるが、専門性が高い領域では会社よりも信託が有力である場合もみられる。これら分野の市場価値は、数兆ドルにも上る。現代のビジネス・トラストについて学術的な検討がなされ始めたのは最近でしかない。このことから、本論稿は事業組織の形態として、信託の研究——とりわけ現代の「制定法上のビジネス・トラスト」——を概観するものである。¹³³

2 論稿の内容

はじめに

本論稿の目的は、事業組織の形態として、現代のビジネス・トラスト——とりわけ制定法上のビジネス・トラスト——の研究のための研究課題を概観することである。資本市場における、また取引における著しい重要性にもかかわらず、現代のビジネス・トラストは十分に理解されているとはいえない。¹³⁴

ビジネス・トラストに対する無関心の例は豊富に存在する。会社以外の事業組織の形態

¹²⁹ RICHARD A. POSNER, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW*, 29-30, 481-485 (3rd ed., 1986).

¹³⁰ Macey, *supra* note 125, at 296-297.

¹³¹ Sitkoff, *supra* note 15, at 624-625.

¹³² Sitkoff, *supra* note 16. IIIにおいて、以下「本論稿」という。

¹³³ *Id.* at 17.

¹³⁴ *Id.* (at 17.)

に関してイリノイ大学で最近開催されたコンファレンスの宣伝資料を例として取りあげてみよう。¹³⁵

「過去 200 年の間、ビジネス法とその研究は会社という 1 つの組織形態によって支配されてきた。実際のところ、事業組織に関する研究はしばしば『会社法』と呼ばれてきたし、ビジネス弁護士もしばしば『企業法務弁護士』と呼ばれてきた。しかし、会社が優位であったこうした歴史は、終わりを迎えつつあるかもしれない。ここ 10 年で有限責任会社(LLC) や有限責任組合 (LLP) などの新しい事業形態が急速に発展してきた。我々はまた、有限責任組合 (limited partnership) やビジネス・トラストのような、既に存在する事業形態で柔軟性が高まったことも目にしている。これらの事業形態は、『非会社化』という新たな時代に導くかもしれない。」¹³⁶

新たな事業形態の出現と古い形態の復活とが、会社の覇権が終わる前兆となるかもしれない、という基本的な主張は確かにもっともらしく思える。しかしながら、ビジネス・トラストに関しては、2 つの重要な点で、主張に誤りがある。¹³⁷

第一に、会社が過去 200 年間優勢であったと特徴づけることは、ビジネス・トラストの歴史的な優位性を不当に低く評価するものである。・・・¹³⁸

第二に、今日のコモンロー上のビジネス・トラストは、コモンロー上のかつてのビジネス・トラストよりも柔軟であるというわけではない。・・・¹³⁹

・・・¹⁴⁰

2005 年のイリノイ大学のコンファレンスの宣伝資料を批判するのは、コンファレンスの目的〔自体〕を否定しようということではなく、むしろ、アメリカのビジネス法の研究者がビジネス・トラストに関して驚くべき無知にあることである。ビジネス・トラストに関しては、最近の学術的知見はごくわずかしかない。「事業組織」(business organizations) や「事業団体」(business associations) に関する主要なケースブックでビジネス・トラ

¹³⁵ Id.

¹³⁶ Id. at 17-18.

¹³⁷ Id. at 18.

¹³⁸ Id. (at 18.)

¹³⁹ Id.

¹⁴⁰ Id. at 18-19.

トをカバーしているものは全く存在しないのである。おそらくは皮肉となるが、他の事業組織形態に関するイリノイ大学のコンファレンスの宣伝資料における誤りは、より多くの症状の兆候であるといえよう。¹⁴¹

アメリカのロースクールのカリキュラムになじみのある読者は、「信託と遺産」(trusts and estates)は「事業組織」とは区別して教えられるために、ビジネス・トラストは「信託と遺産」の範囲となっていると想定するかもしれない。〔しかし、〕そうではない。「信託と遺産」は、無償での富の移転に関する一貫性のある分野として組み立てられている。「信託と遺産」の研究者は、無償での〔富の〕移転の手段として信託に焦点を当てており、事業組織の様式としてではない。「信託と遺産」の主要なケースブックは、信託法の商事的な利用は殆どあるいは全くカバーしていない。2つの主要な信託法条約のうちの1つや、新しい信託法(第三次)リステイトメントは、ビジネス・トラストを明示的に完全に排除している。第三次リステイトメントの主任起草者である Edward Halbach による「アメリカ信託法のトレンド」に関する最近の論稿は、贈与的信託のみを取りあげている。¹⁴²

このように、ビジネス・トラストは、アメリカの法学会における孤児のようなものである。・・・決定的に重要な問いは、ビジネス・トラストに対する学会の無関心が正当化できるものなのかどうか、ということである。¹⁴³

最近の重要な論文の中で、John Langbein は、この問いに対する答えは「否」であると説得的に示しており、これは、後に続く論文の中で、Steven Schwarcz によって支持された結論でもある。ビジネス・トラストは、資産証券化の実務において広く用いられており、全ての投資信託の半分より多くが信託として組成されている。これらの活動は、数兆ドルにも上る。何より、連邦法は従業員年金基金に対して信託形態を課しており、これもまた数兆ドルに上るものである。これらの数字を〔他の数字と〕比較すると、2001年のアメリカの上場株式市場の時価総額は15兆ドル未満にしかすぎないのである。¹⁴⁴

〔ビジネス・トラストの〕学術的研究が時宜にかなっていることをさらに示すものは、2003年に統一ビジネス・トラスト法(Uniform Business Trust Act)に向けた起草委員会が設立されたことである。・・・¹⁴⁵

¹⁴¹ Id. at 19.

¹⁴² Id. at 19-20.

¹⁴³ Id. at 20.

¹⁴⁴ Id. (at 20.)

¹⁴⁵ Id. at 21.

こうした考えから、本論稿では、信託——とりわけ、制定法上のビジネス・トラスト——の、事業組織の様式としての研究のための研究課題を概観している。制定法上のビジネス・トラストに焦点を当てるのは、〔それが〕実務においてコモンロー上のビジネス・トラストに取って代わったからである。この目的のために、本論稿は、将来の研究に向けて調査の方向性を5つ示している。¹⁴⁶

1. 事業組織の形態としての制定法上のビジネス・トラストの隆盛
2. 制定法上のビジネス・トラストに関する各州間での法域〔間〕競争 (jurisdictional competition)
3. 制定法上のビジネス・トラスト現象に関する実証研究
4. 会社法が利用できる現在においてもなぜ事業組織の形態として信託がとどまり続けているのか、また、柔軟性の高い信託法が既に存在する時になぜ会社が出現したか、に関する検証
5. 他のコモンロー世界の内部あるいは外部における、事業組織としての信託に関する比較分析¹⁴⁷

調査のこれらの方向性は、(特に項目1と4のように) 重なるものであるが、網羅的なものではなく、本論稿の残りで言及していく。しかし、本論稿は、これらの問いに関し、調査や議論の必要性を主張するものであるということは記憶されなければならない。本論稿はこれらのどの問いに対しても十分なものではないからである。¹⁴⁸

制定法上のビジネス・トラスト

調査の最初の方向性として示唆されるのは、事業組織の形態としての制定法上のビジネス・トラストの隆盛である。研究課題は豊富に存在する。まず始めに、ビジネス・トラストの制定法を集め、その上でそれらについて整理された分類を行うということであろう。先行研究は、一般的なビジネス・トラスト法を有する州の数を17から34の間としている。〔しかし、〕新たに電磁的な〔(パソコン等を用いた)〕検索を行ったところに基づき、私は

¹⁴⁶ Id. (at 21.)

¹⁴⁷ Id.

¹⁴⁸ Id.

現在では 30 であると数えている。最も古いものは 1909 年以降のマサチューセッツ州法であり、最も新しいものは 2003 年に施行されたヴァージニア州法である。加えて、統一法典が検討されており、類似の立法も他の州で進んでいるところである。¹⁴⁹

これら制定法の立法時期を確認すると、1960 年代初期に各州でビジネス・トラスト立法が盛んとなり、次に、1988 年にデラウェア州ビジネス・トラスト法 (Delaware Business Trust Act of 1988) が登場したという流れである。・・・¹⁵⁰

これらの立法の動機は何だったのであろうか？デラウェア法に関する主要な実務家の注釈書は、「[立法の] 主要な目的は、[制定法が、] 事業組織の代替形態として制定法上の信託を位置づけること」であるとする。なぜそれが望ましかったのであろうか。この主題に関する先行研究を参考とする限り、コモンローでは、「ビジネス・トラストは、潜在的に多くの法的な不確実性を発生させる」という。例えば、地方の会社法にとっては許しがたい浸食になるということ根拠に、ビジネス・トラストの妥当性を認めないこととした州もあった。¹⁵¹

もう 1 つの問題は、投資家の限定責任を認めることが制定法には欠けていたことである。ビジネス・トラストの適法性を認める法域においてさえ、裁判所は企業の負債に対して責任を負う者は受益的な所有者であると考えてきた。問いはこうして生じるのであるが、ビジネス・トラスト法はこれらの問題をたんに解決するものであるか、立法は法定の機会を [何らかの] 改善や改良のために用いたのであるか、ということである。¹⁵²

ここには、贈与的信託を研究する者にとって、信託を事業組織の形態として用いることに対する、明らかな皮肉が存在する。すなわち、信託法における、注意義務の概念に基づく伝統的な慎重さから、起業家活動 [において信託を用いること] が禁じられてきたことである。1959 年の第二次リステイトメントは、「取引や事業をなす際における信託財産の利用」は、信託証書によって明示的に授権されない限り、本質的に慎重さを欠くものである、としている。しかし、現代のビジネス・トラスト法の大部分は、制定法に定めがない場合や、信託証書との間に乖離がある場合に、信託のコモンローが適用されるとしている。実際、第二次リステイトメントにおける (デフォルト) ルールは、[信託形態で] 事業を行

¹⁴⁹ Id. at 21-22.

¹⁵⁰ Id. at 22.

¹⁵¹ Id. at 22-23.

¹⁵² Id. at 23.

うことに対して反対するものであったが、これは、より寛容な基準によって置き換えられた。しかし、それは〔あくまでも〕最近の発展である。一般的には、現代の制定法は、信託法の穴を埋めることによって、会社法の緩い規律の代わりにより厳しい信認基準を体現しているように思われる。¹⁵³

将来の議論では、贈与的な移転の場面において発展を遂げてきた伝統的な信託法と、企業組織の必要性との間における不整合という、より広い問題が提起されることとなろう。信認基準における違いに加えて、伝統的な信託法の下では、管理運用に関する行為をなすには受託者の全員一致が要求されてきた。すなわち、異なる階層の受益者に関して、受託者は公平に行うべきである、というものであり、また、〔連邦法が従業員年金基金に対して信託形態を課しているところ、〕終身年金を禁じるルールは（直接的ではないとしても）信託の存続期間に関する限界を設定する。これらの原則は、会社法において対応するルールと反対のものである。〔会社法では、〕経営に関する行為に全会一致はほぼ全く要求されていない。残余持分請求権者（residual equity claimants）は、大抵の場合、債権者や他の持分請求権者よりも優先される。そして、原則として会社は永久に存続する。¹⁵⁴

現代のビジネス・トラスト法は、派生訴訟や永続性など、これらの問題のいくつかに言及する条項を有している。しかし、乖離の全ての場合を制定法が解決しているとは考えにくい。反対に、贈与的信託の場面で発展してきた、信託法のより厳格な忠実義務と注意義務が、実際のところ、現代のビジネス・トラスト法によって参照される形で取り込まれているのである。前述したように、最近の制定法では、信託についてのコモンローが、特定の制定法上の規定や信託証書の条項によって置き換えられない限り、適用される。¹⁵⁵

この調査の方向性におけるもう1つの重要な仕事は、制定法上のビジネス・トラストが何のために用いられるかを確認することである。ビジネス法に関する主要な概説書は、「これらの信託を組成する動機の大部分は消滅した。このテーマの大部分は今日、歴史的な関心によるものである」と述べている。この概説書は、間違っている。¹⁵⁶

制定法上のビジネス・トラストが広く用いられるのは、投資信託（mutual funds）の組成においてである。多くのよく知られた投資信託、例えば、Vanguard や TIAA-CREF に

¹⁵³ Id. at 23-24.

¹⁵⁴ Id. at 24.

¹⁵⁵ Id. at 24-25.

¹⁵⁶ Id. at 25.

よるものは、制定法上のビジネス・トラストとして組成されている。他の利用は、仕組み金融（structured finance）取引——とりわけ、資産証券化の実務——においてである。いずれも、数兆ドルと見積もられる。¹⁵⁷

仮に仕組み金融と投資信託が制定法上のビジネス・トラストの主要な利用を代表するのであれば、現在の制定法上のビジネス・トラストは、1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）のように、連邦税、破産、そして証券法に適合するために用いられる、主として便宜的な存在ということになるように思われる。より一般的に言えば、制定法上のビジネス・トラストは、外部の規制による制約に服しつつ、資産やファンドに対する受動的なエクイティ上の参加権を発生させるために主として用いられるように思われる。規制面におけるそうしたさや取りは、制定法上のビジネス・トラストが数兆ドルに上るにもかかわらず、かつてそうであったように、デラウェアのビジネス・トラスト法の下で報告されている決定ただ1つだけを私が見つけることができた、という困惑する経験と整合的なものである。制定法上のビジネス・トラストに対する実質的な規制が実務では他の法によってなされているならば、判例法の欠如は驚くには当たらないであろう。¹⁵⁸

．．． 159

．．． 160

〔各州同士の〕法域〔間〕競争

〔本論稿において〕示唆される調査の次の方向性は、制定法上のビジネス・トラストに関する各州間での法域〔間〕競争である。法域〔間〕競争は、規制上の競争（regulatory competition）とも呼ばれ、支持が求められている事業に好意的な規制上の環境を提供することで、立法者が、自らの法域に事業を呼び込もうとする現象を指す。．．．法域〔間〕競争は、会社法においておそらくは最も有名な形で研究されてきたものであるが、それは、ごく主なものだけでも、証券、破産、環境、税、担保付取引、福利（welfare）、独占禁止法のような他の領域でも生じてきた。規制上の競争の理論を制定法上のビジネス・トラストに適用することは、実証的および規範的に2つの問いを生じさせる。¹⁶¹

¹⁵⁷ Id. (at 25.)

¹⁵⁸ Id. at 25-26.

¹⁵⁹ Id. at 26.

¹⁶⁰ Id. (at 26.)

¹⁶¹ Id. at 26-27.

1988年にデラウェアにおいてビジネス・トラスト立法が開始される中で、他の州の中には、デラウェア法をモデルとして立法を行った州もあった。しかし、〔会社法とは異なり、〕取るに足りない新規登録料（filing fees）を別にして、制定法上のビジネス・トラストは〔当該州に対する〕定期的な利用料（franchise fees）を発生させるものではない。それゆえに、制定法上のビジネス・トラストにおける法域〔間〕競争の背後にある動因を見分けることは、利用料に関する会社〔法〕の法域〔間〕競争における標準的な考察よりも微妙なものを含むのである。換言すれば、興味深い実証研究は、現在の制定法の政治経済〔的な成り立ち〕を確認することである。それは法律家によるものであることが明らかになるであろうと予想する者もいるかもしれない。報道によれば、法律家はビジネス・トラスト立法に向けてロビー活動をしてきたようである。今後を考え、興味深いもう1つの問いは、仮にあるとすれば、統一スタチュートリ・トラスト・エンティティ法¹⁶²（Uniform Statutory Trust Entity Act）がどのような役割を果たすであろうか、というものである。¹⁶³

法域〔間〕競争と、投資信託の組成におけるビジネス・トラストの利用とに関して、2つの付随的事項が言及に値する。第一に、ビジネス・トラストは、メリーランド（Maryland）州の会社とも競争するように思われることである。……。第二に、投資信託は、1940年投資会社法によって、連邦法による拡張的な規制に服している。このようにして、州の競争相手として正確には何が残っているのであろうか、という問いが生じるのである。これは、規範的分析にとって示唆を有する重要な実証的問いである。……。¹⁶⁴

規範的分析に移ると、最初の段階は、制定法上のビジネス・トラストが主として規制上のさや取り（regulatory arbitrage）の手段として用いられるという私の示唆が記述的に〔（事実として）〕正確であることを確認することとなるであろう。仮に私が正しければ、古典的な「頂上への競争」（race to the top）や「底辺への競争」（race to the bottom）という考察は、州がガバナンスの実質的なルールを提供するものではないために、適用できないであろう。究極的には、この見解は、規制に関して競争しあう形態を州が本当には提供しているわけではない、ということを示唆するであろう。¹⁶⁵

他方で、制定法上のビジネス・トラストに関する実質的な州法が仮に重要であったなら

¹⁶²（紹介者注）この訳語については、差し当たり、工藤聡一『ビジネス・トラスト法の研究』（信山社、2007年）181頁～182頁に従った。

¹⁶³ Sitkoff, *supra* note 16, at 27.

¹⁶⁴ *Id.* at 28.

¹⁶⁵ *Id.* (at 28.)

ば、(連邦法による規制の追加はおそらく完全には排他的ではない)、少なくとも2つの結果が伴うこととなろう。第一に、統一スタチュートリ・トラスト・エンティティ法〔の内容〕を設計する際の統一法律委員会 (Uniform Law Commission) の実質的な選択は、仮に法案が広く採用されたならば実質的にかなり重要なものとなるであろうというだけでなく、法案が採用されるかどうかという〔そもそもの〕最初の問いに対してもかなり重要なものとなろう。仮にその内容が重要である場合、規制上の競争を導く、関連する利益団体は法案の内容に大いに利害を有するであろう。¹⁶⁶

第二に、仮にその内容が重要であるならば、規範的な分析における違う調査〔手法〕としては、関連する立法者の動機を確認することとなるであろう。違う形で表現すると、ビジネス・トラスト法に関して立法への過程を後押しするような誘因とは何であろうか。仮に、制定法上のビジネス・トラストを公的あるいは私的な資本市場——例えば、資産証券化取引——において権利を売却する (sell interests) ために用いる者によってその〔立法への〕過程が引き起こされるならば、必ずしも「底辺への競争」が伴うことにはならないであろう。そうしたアクターは制定法上の条項に対するロビー活動を行うこと、また、自らの信託証書で投資家が好む規定を提供することに向けて強い誘因を有する。論争的な規定〔それは〕常に決定的に重要な資格〔に関するものであるが〕について投資家が仮に関心を払っているならば、彼らはしたがってそれらの規定による影響を受ける利益の分だけ〔ロビー活動における主張を〕割り引くこととなろう。¹⁶⁷

実証的な調査

調査の方向性の第三は、実証的なそれである。繰り返しになるが、研究〔すべき〕問題は豊富に存在する。制定法上のビジネス・トラストは、それが設定された州で登記が求められる。それゆえに、各州における制定法上のビジネス・トラストの数を各州の登記所から得ることが可能であろう。私が既に集め始め、今後の研究で発表するために改善をしているところのこれらのデータは、少なくとも2つの目的のために役立つであろう。¹⁶⁸

第一に、これらのデータは、多少加工が不足している部分もあるが、制定法上のビジネス・トラストに関して法域〔間〕競争〔という状況〕にある州の相対的な位置を測る最初

¹⁶⁶ Id. at 29.

¹⁶⁷ Id. (at 29.)

¹⁶⁸ Id.

の手段となることであろう。私がこれまでに集めたデータによると、デラウェア州がこの分野で完全に優越している。今後の改善点としては、信託の〔単純な〕数をその大きさとウエイト付けするとともに、どれだけが投資信託、仕組み金融、あるいは他の目的に用いられているかを分析することであろう。¹⁶⁹

第二に、登記所から得られるデータは、制定法上のビジネス・トラストや他の事業組織形態を比較する基本的な手段となろう。私のさしあたりのデータによれば、全体として、会社の数は制定法上のビジネス・トラストの数を大きく上回っている。このように、データは、制定法上のビジネス・トラストが、より一般的に企業の営業のためではなく、特定分野における資産プールの取り決めのために主として用いられるという見方と整合的なものである。¹⁷⁰

他の有用なデータとしては、制定法上のビジネス・トラストの形でなされるビジネスのドル建てでの合計金額を示すものがある。制定法上のビジネス・トラストの合計の数字〔金額〕が会社のそれと比較して仮に小さいものであったとしても、制定法上のビジネス・トラストのドル建て金額がわずかであるということには必ずしもならないであろう。反対に、**John Langbein** は、信託形態を利用した商事的活動が何兆ドルであることを特定した¹⁷¹。資産証券化と投資信託は、実際に大きなビジネスであった。¹⁷²

潜在的に実りあるこの他の実証研究としては、制定法上のビジネス・トラストにおける信託宣言の代表事例を精査することであろう。ここでの潜在的な問題は、個人〔が利用する〕制定法上のビジネス・トラストについて好例となる証書を取得することが難しいかもしれないということである。しかし、重要な利用のほとんどの場合——投資信託と仕組み金融——において、制定法上のビジネス・トラストは、上場持分 (*publicly-traded shares*) をしばしば発行するように思われる。結果として、多様な連邦証券法の下で、これらの形を取るという信託宣言は広く情報開示されていることになる。¹⁷³

これらの最初の調査方法から離れて、よりフォーマルな実証研究も可能かもしれない。

¹⁶⁹ *Id.*

¹⁷⁰ *Id.*

¹⁷¹ (紹介者注) **Langbein** 教授は、商事的信託全体で少なくとも 11.6 兆ドル以上であるとしている。John H. Langbein, *The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce*, 107 *YALE L. J.* 165, 178 (1997).

¹⁷² *Id.* at 30.

¹⁷³ *Id.* (at 30.)

投資信託に好まれる組織形態として、制定法上のビジネス・トラストがメリーランド州の会社と競争することを思い出してほしい。これらのうちどれを選択するかは、ファンドの価値におそらく影響を与えるであろう。特に、あるファンドがメリーランド州の会社からデラウェア州における制定法上のビジネス・トラストへと形態を変更したような事例が仮に存在した場合、もしあるとすれば、形態の選択がファンドの価値に及ぼす効果をフォーマルに検証することが可能となるかもしれない。¹⁷⁴

信託対会社〔の競争〕

調査の方向性の第四は、信託対会社の〔競争〕関係を検討することである。効果的で説得力のある会社法を発展させた後でさえも、なぜ信託が事業組織の形態として止まり続けたのであろうか？ 相当に柔軟な信託法を既に有した後で、なぜ会社法典が登場したのであろうか？ 会社は事業を運営する組織として、なぜ信託を打ち負かすのか？ 投資信託や仕組み金融のような特定の部分で、なぜ信託が好まれるのか？ これまでのところ、我々はこれらの問いに対して予備的な回答しか有しない。ただ、Henry Hansmann、Reinier Kraakman、Richard Squire が確認したように、「理論的には、会社、LLC、LLP あるいは LLLP として形成されるいかなる存在も、制定法上のビジネス・トラストとして形成されうる」のである。それゆえ、我々にとっては、企業を運営する組織として、会社、LLC、LLP あるいは LLLP がなぜ制定法上のビジネス・トラストに優越し続けるのか、という難問が残るのである。¹⁷⁵

他の者は、この問いに対して以下の点を指摘する。

- ・「事業組織の形態として信託が会社や組合よりも優れているかどうかという根本的な問いに対する明確な回答は存在しない」——Steven Schwarcz（2003年）。
- ・「信託の存在を前提とすると、なぜ会社形態を必要とするのであろうか」——Henry Hansmann と Ugo Mattei（1998年）。
- ・「この興味深い問題に対する究極の方策は、いつ、そしてなぜ、特定の商事利用によって信託が会社に優越するかを説明することである」——John Langbein（1997年）。¹⁷⁶

¹⁷⁴ Id.

¹⁷⁵ Id. at 30-31.

¹⁷⁶ Id. at 31.

これらの人々は、事業組織の代替的な様式としての信託と会社との間における競争の性質を理解することへの貢献をそれぞれなしている。しかし、さらなる研究が求められる。例えば、信託と会社との間で競争がなされ、それによる発展がなされてきたという説得的かつ実証的な考察を我々が行っていない。また、現在の均衡が効率的であるかどうかに関する規範的な考察も我々が行っていない。¹⁷⁷

信託対会社の〔競争の〕歴史に関する標準的な考察は、1800年代後期と1900年代初期に州会社法におけるさや取りとしての規制上の制約から逃れる手段として信託が用いられた、というものである。この信託の利用の形は、特に、会社による不動産所有を禁じたマサチューセッツ州で特になされたものである。実際のところ、「マサチューセッツ信託」という用語がビジネス・トラストの類義語として登場した。しかし、長きに亘って、会社法はますます利用しやすく任意性が高まっていった。会社法による規制の制約はなくなり、会社よりも信託を用いることへの動機もなくなっていった。¹⁷⁸

以上の考察における欠点は、会社形態の優越性を前提としていることである。信託は会社の不完全性のゆえにのみ用いられた。こうした不完全性が解決されるとすぐに、会社は普及した。この考察は会社の覇権が不可避であることを前提としているために、会社形態は企業を運営するためには普及したけれども、投資信託や仕組み金融のように信託が普及する様々なニッチ分野においてはなぜ会社形態が普及しなかったのか、ということについてはほとんど語るところがない。1920年代に始まった投資信託、1939年に現代の形態となった信託証書受託（indenture trusts）、第二次大戦後に生じた年金信託、1960年代に生じた不動産投資信託、1970年代に生じた資産証券化は、いずれも、なぜ会社の代わりに信託を選好したのであろうか。¹⁷⁹

より実りの多いアプローチは、おそらく、ビジネスを行う競合する存在として、信託と会社に関する進化論（evolutionary theory）を発展させることであろう。資本市場は淘汰の過程（selection process）として機能する。経営者が資金調達のために資本市場を活用するという程度において、経営者は、投資家の収益を最大化する組織形態を選択する誘因を有するであろう。違いとしては、州会社法、州信託法、連邦税法、連邦破産法などの関

¹⁷⁷ Id. (at 31.)

¹⁷⁸ Id.

¹⁷⁹ Id. at 31-32.

連する法律における変化という形を取るようになる。仮にその違いが、ある形態にとって縄張りを広げることにより適している、あるいは自らの縄張りを他から守ることにより適している場合、そうした違いによって、法律家（立法者あるいは法曹）は既存の均衡を脅かすことになるであろう。新たに出現する均衡は、関連する事業環境において、ある形態あるいは他の形態を利用することによる、相対的な費用と便益の新たなバランスを反映するものとして立ち現れる。このように考えると、信託と会社の相対的な立場は、両者の切り替えに要するコストを前提として、これらに本来的に備わる特性——連邦税法と連邦破産法による取扱いに加えた州法の下でのデフォルト・ルール——がどれだけ適切なものであるかということと、それらの利用の仕方とを反映することになる。¹⁸⁰

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る。他の場所におけるコンファレンスで議論されたように、現在の均衡は〔たんなる〕経路依存性（*path dependence*）の結果である〔にすぎない〕と示唆されている。しかし、あだ名や、髪をどちら側に寄せるかという好例のように、経路依存性は常に非効率をもたらすというわけではない。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。さらに、・・・この分析は、(おそらくは次善最適な) 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であろう。¹⁸¹

検証に値する他の要素〔として〕は、法的市場におけるエージェンシー・コストであり、〔それは〕おそらくは、ある法律家が、会社あるいはデラウェアの制定法（あるいはマサチューセッツ州のコモンロー）上の信託のどちらを利用するかについて決定した理由を特定することであろう。John Coates と Robert Daines がそれぞれ会社法の他の文脈において述べたように、法律家の選択は取引構造に対して重要なインパクトを有するのである。・・・¹⁸²

¹⁸⁰ *Id.* at 32.

¹⁸¹ *Id.* at 32-33.

¹⁸² *Id.* at 33.

比較分析

理想的には細部における違いがあるにもかかわらず、長期的な株主価値の重要性を含め、会社組織の本質や目的に関する世界的な合意が形成されてきている。この合意は、信託と会社の間における国内での競争が世界的な文脈の中でいかにして調和するかという興味深い問いを生じさせる。ここには、さらなる研究を保障する、少なくとも2つの潜在的な方向が存在する。¹⁸³

第一に、コモンロー世界において、信託と会社間の競争はどのようなものであろうか。ビジネス・トラストは、[アメリカ]国内でというよりも、イギリスとコモンウェルス諸国における研究の中でより優勢であったが、この優勢がこれら領域におけるより大きな利用を反映したものであるかどうかについては明らかではない。実際、歴史的な事柄として、Ron Harris は、イングランドにおいて、「会社形態を取らない会社という場面において、信託は、もはや全能の手段ではない。・・・それゆえに、[信託という]この組織形態をビジネスの世界における第一の選択〔肢〕とすることにはならない」と主張した。イングランドとコモンウェルス諸国における経験をさらに研究することは考えられるであろう。¹⁸⁴

第二に、信託は固有にアングロ・アメリカンである、としばしば言われるけれども、商事取引と贈与的移転における信託の明らかな有用性を前提とすると、固有性についてのこの主張には懐疑を持って接するべきであろう。実際、信託という装置——後継ぎ遺贈——はローマ法で存在した。コモンロー上の信託を発展させてきたイングランドの裁判官は、ドイツの「信託」(treuhand)から強く影響されてきた。ヒンドゥー法では、「benami」と呼ばれる信託のような装置を見出すことができる。イスラム法では「waqf」を見出すことができる。今日では日本の信託法が存在し、信託や信託のような装置を、大陸法の伝統に従う国など、他の多くの国で見出すことができる。さらに、1985年の信託の準拠法及び承認に関する条約(Hague Convention on the Law Applicable to Trusts and on their Recognition)¹⁸⁵は、信託法が元々存在しない法域における、信託に関する法の承認と選択に関するガイダンスを提供している。こうして問いが生じるのであるが、コモンロー世界の外部における信託や信託のような装置の利用は、主として贈与的なものか、商事的な

¹⁸³ Id. (at 33.)

¹⁸⁴ Id. at 33-34.

¹⁸⁵ (紹介者注) 本条約については、池原季雄編『国際信託の実務と法理論』(有斐閣、1990年) 153頁以下を参照。

ものか、その両方であろうか、というものである。仮に商事的多いのであれば、これらの装置は、当該法域における他の事業形態とどのように相互に作用しているのだろうか。特に興味深いのは、仕組み金融や投資信託に用いられる〔アメリカ〕国外における形態を比較することであろう。¹⁸⁶

結論

多くはデラウェア信託法のおかげで、コモンロー上のビジネス・トラストは制定法上のビジネス・トラストへと様変わりしてきた。1988年以降、7つの州がデラウェア型のビジネス・トラスト立法を行った。これ以外の州でも立法が進んでいる。これらの法律は、制定法上のビジネス・トラストの地位を、実行可能な事業組織の形態として固定化し、その地位は、投資信託と仕組み金融の分野においてかなり重要なものとなった。そのようなものとして、制定法上のビジネス・トラストは、資本市場と商事取引にとってかなりの重要性を有するものとなった。¹⁸⁷

しかしながら、実務上非常に重要であるにもかかわらず、制定法上のビジネス・トラストは学術的な研究が十分になされてこなかった。また、事業組織や信託法に関する標準的な教育素材にいつも含まれるということもなかった。ビジネス・トラストに対して現在普及している無関心は残念なことであるが、修正できるものである。このために、本論稿は、「非会社化」(uncorporation)の形態として、信託——特に、制定法上のビジネス・トラスト——の研究に向けた課題を概観したのである。¹⁸⁸

3 若干のコメント

本論稿は、Sitkoff教授が、制定法上のビジネス・トラストが主としてアメリカにおいて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た見逃せない論稿である。

アメリカにおける先行研究との関係では、ビジネス・トラストに関連して本論稿以前に

¹⁸⁶ Sitkoff, *supra* note 16, at 34-35.

¹⁸⁷ *Id.* at 35.

¹⁸⁸ *Id.* (at 35.)

存在した重要な考察として、Langbein 教授によるもの¹⁸⁹¹⁹⁰があり、本論稿は、Langbein 教授の問題設定を Sitkoff 教授が具体的にさらに発展させたものであるとも理解できる¹⁹¹。また、本論稿は、本論稿自身が冒頭で言及しているイリノイ大学におけるコンファレンス¹⁹²における Sitkoff 教授の報告を基礎に執筆されたものである。本論稿は、このような背景を有する。

ビジネス・トラストについては、日本における研究の蓄積が相応に存在する。すなわち、大阪谷公雄教授¹⁹³や海原文雄教授¹⁹⁴による先行研究があるほか、Sitkoff 教授が研究生活を開始するよりも以前に、神作裕之教授により信託法学会で既に研究報告がなされている¹⁹⁵¹⁹⁶。

最近では、アメリカにおけるビジネス・トラストは、資産流動化を中心に発達してきたという点で日本の商事信託と共通する面を有するとの理解を前提に¹⁹⁷¹⁹⁸、①ビジネス・ト

¹⁸⁹ Langbein, *supra* note 171.

¹⁹⁰ Langbein 教授によるアメリカの商事信託に関する考察については、日本語訳として、ジョン H. ラングバイン（新井誠訳）「米国の信託投資法——統一慎重投資家法（Uniform Prudent Investor Act）の主要テーマ」新井誠編訳『信託制度のグローバルな展開』（日本評論社、2014年）169頁以下がある。なお、同論稿は、Langbein 教授が1996年に日本で行った講演の訳出であり、信託188号72頁以下（1996年）が初出となる。

¹⁹¹ Langbein 教授によるもの以外としては、以下が既に存在した。Steven L. Schwarcz, *Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery*, 58 *BUS. LAW.* 559 (2003), Robert Flannigan, *Business Applications of the Express Trust*, 36 *ALTA. L. REV.* 630 (1998).

¹⁹² 「非会社化：新たな時代？」（“Uncorporation: A New Age?”）と題するシンポジウムで、その内容は、2005 *U. ILL. L. REV.* (2005) に収録されている。

¹⁹³ 大阪谷公雄「アメリカに於けるビジネス・トラスト」信託復刊6号2頁以下（1950年）等がある。

¹⁹⁴ 海原文雄「ビジネス・トラストの法的地位」信託復刊59号2頁以下（1964年）、同「ビジネス・トラストにおける受益者の有限責任」金沢法学10巻2号1頁以下（1964年）、同「ビジネス・トラストにおける受託者の責任」金沢大学法文学部論集法経篇12号1頁以下（1964年）、同「ビジネス・トラストにおける信託財産の責任」日本法学31巻2号42頁以下（1965年）がある。

¹⁹⁵ 神作裕之「信託を用いて行う事業——その可能性と限界——」信託法研究18号27頁以下（1994年）。本研究報告では、信託形式によって事業を行うことが許されるのかという問題に関し、アメリカ法とドイツ法を参考とした考察が加えられている。

¹⁹⁶ 比較的最近では、工藤聡一教授による研究報告も信託法学会でなされている。工藤聡一「アメリカ統一ビジネス・トラスト法の意義と課題」信託法研究31号53頁以下参照（2006年）。

¹⁹⁷ アメリカにおける「ビジネス・トラスト」は、日本における「商事信託」に対応する概念になっているとの理解がある。小出篤「工藤聡一著『ビジネス・トラスト法の研究』」

ラストの法律構成上の課題とされてきた受益者の責任に焦点をあてた研究がなされたほか¹⁹⁹、②両者がその法的性質においても共通する部分を有するかどうかという観点からの研究もなされている²⁰⁰。

Sitkoff 教授による本論稿に直接関係するものとしては、神作教授により、既に以下の紹介・指摘がなされている²⁰¹。事業を行う形態として会社形態がアメリカで圧倒的な優勢にあるにもかかわらず、特定の領域——投資信託、年金、証券化等——においてなぜ隆盛をおさめているのか、という問題意識から本論稿は出発する。この問題に対して、本論稿は1つの回答を提示しており、事業形態としての信託は、外在する規制法——連邦税法、破産法、証券諸法等——に関するエクイティ上の参加権を発行するために利用されてきた、とする説明である。その上で、次の問題として、これら特定分野で利用されてきたにもかかわらず、裁判例がほとんどみられないのはなぜか、という疑問が生じる。Sitkoff 教授による本論稿は、この問題に対しても1つの回答を提示しており、信託法の柔軟性が各種の業法的規制により補完されているため、法的紛争事態があまり生じなかったのである、とする説明である。

それでは、このような長所にもかかわらず、特定の領域以外に信託が進出できないのはなぜか。神作教授は、Sitkoff 教授の考察に即して、「会社法の分野においては、豊富な判例や学説の議論があり、法的安定性が高い半面、判例・学説が四囲の状況の変化に柔軟かつ適切に対応するという法の担い手に対する信頼感があるといった説明も可能であるかもしれ」²⁰²ず、「スタチュートリ・トラストが、アメリカにおいても、ビジネスとしての

信託法研究 32 号 129 頁以下、135 頁（2007 年）。

¹⁹⁸ 会社形態と信託形態のいずれが望ましいかということに関連し、アメリカにおける REIT が 1976 年の税制改正前まではビジネス・トラストとして設定されてきたことに言及する論稿として、以下がある。神田秀樹「アメリカにおける不動産の証券化に関する法的諸問題」金子栄作ほか『不動産の証券化』（東洋経済新報社、1988 年）169 頁以下、175 頁～177 頁。

¹⁹⁹ 工藤・前掲注（162）。

²⁰⁰ 木内清章『商事信託の組織と法理』（信山社、2014 年）。同書の紹介として、今泉邦子「木内清章著『商事信託の組織と法理』」信託法研究 39 号 123 頁以下（2014 年）がある。

²⁰¹ 本段落の記述について、神作裕之「事業信託としての自己信託の可能性」『トラスト 60 研究叢書 事業信託の展望』（公益財団法人トラスト 60、2011 年）29 頁以下、50 頁～51 頁参照。なお、同書は、公益財団法人トラスト未来フォーラム（「トラスト 60」から 2014 年 10 月に名称変更）のウェブサイト

（<http://www.trust-mf.or.jp/business/pdf/download/20130215052313.pdf>）から取得可能。

²⁰² 同書・51 頁。厳密には本論稿の前のバージョンに対する指摘であるが、内容は本論稿

法形態で圧倒的地歩を占めている『会社』という牙城を容易には突き崩せないという現実があることは、示唆的であり、その原因については、引続き検討が必要であろう²⁰³としていた。妥当な紹介・指摘であろう²⁰⁴。

ビジネス・トラストに関連する議論として、日本において、「商事信託という概念とそれを基礎としての類型論的アプローチ」の重要性——「商事信託の法理」——が指摘された²⁰⁵。アメリカにおける発生の時期の「ビジネス・トラスト」は、商事信託の法理における神田教授の分類では「事業型の商事信託」にあたり、近年の制定法で意識されている「ビジネス・トラスト」は、「運用型」あるいは「転換型」のそれにあたるとの理解もある²⁰⁶。

商事信託の法理の下では、実質的に何が行われているかという観点から信託を類型化して考察するというアプローチが重要であり²⁰⁷²⁰⁸、信託の運用の実態を定量的に考察するという Sitkoff 教授の論稿は、このようなアプローチにとっても参考になる面を有すると考えられる。日本の信託の姿に関する実証分析を行う際には、Sitkoff 教授の本論稿は参考になろう。

なお、本論稿で Sitkoff 教授自身が述べているように、アメリカを対象とした実証分析を同教授自身が継続しており、調査結果の公刊が待たれるところでもある。

とほぼ同様であり、本論稿に対しても妥当する指摘である。

²⁰³ 同箇所。

²⁰⁴ なお、この点（会社と信託との競争）に若干関係するものとして、Sitkoff 教授には以下の論稿があり、アメリカ国内における信託ファンド（trust funds）に関する州間競争が実証的に分析されている。Robert H. Sitkoff and Max M. Schanzenbach, *Jurisdictional Competition for Trust Funds: An Empirical Analysis of Perpetuities and Taxes*, 115 *YALE L. J.* 356 (2005).

²⁰⁵ 神田秀樹「商事信託の法理について」信託法研究 22 号 49 頁以下（1998 年）、最近では、同「商事信託法の展望」新井ほか編・前掲注（4）・497 頁以下。

²⁰⁶ 小出・前掲注（197）135 頁～136 頁。

²⁰⁷ 神田「商事信託法の展望」・前掲注（205）・506 頁。

²⁰⁸ なお、平成 18 年信託法は、商事信託という観点からも様々に重要な改正がなされたと評価できるが、信託法に直接の規定がなく、実質的な観点から考察を加えた上で妥当な解釈論を展開すべき場合が残っている。このような場合に、商事信託の法理は一層重要になると考えられる。神田秀樹「平成 18 年信託法と商事信託——理論的観点から」信託法研究 35 号 15 頁以下、25 頁～26 頁（2010 年）参照。

IV 「信託法の経済理論」(2014年) 209

1 論稿の要旨

本論稿は、信託法の経済分析について一時代を築いた Cooter & Freedman 論文および 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 つの課題に対する現時点における Sitkoff 教授の回答である。信託法の経済分析の観点から重要な問題設定を確認し、簡潔な見取り図を示す論稿である²¹⁰。

2 論稿の内容

イントロダクション

信託法の経済分析に関して大きな影響力を持った Cooter & Freedman 論文(1991年)、Easterbrook & Fischel 論文(1993年)——これらが〔現在〕普及する、信託法に関する経済学的な契約主義モデルの基底をなすこととなった——の公刊から 20 年近くが経過した。これらの論稿を動機づけたプリンシパル—エージェントの経済理論は、法と法制度に関する文献に一般的に浸透した。法と経済学の動きはさらに成熟し、新たな道具立てが開発され、これまでに適用された概念の理解が洗練されてきた。本論稿の目的は、〔信託法の経済分析に関する〕最新かつより良い総合を提供し、信託法の経済理論を再記述することである。²¹¹

信託法の経済理論を再考する中で、本論稿は、3 つの新たな貢献をなしている。第一に、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形で、先行研究をレビューしている。この共通する経済構造〔(エージェンシー問題)〕の結果として、異なる場面において信託原則を適用する場合に共通する理念的構造が存在する。しかし、この共通の構造の下で、信託義務の個別項目は、問題となっている信託関係におけるエージェンシー問題の個別項目と対応する形で異なってくる。この点は、信託理念 (fiduciary doctrine) に

²⁰⁹ Sitkoff, *supra* note 18. IVにおいて、以下「本論稿」という。

²¹⁰ 本段落の記述については、拙稿・前掲注(18)のうち、本論稿の紹介部分の記述を参照した。

²¹¹ *Id.* at 197.

関してよく言われてきた捉えどころのなさを説明するものである。それはまた、なぜ裁判所が、信認法を受託者や（法的）代理人に対してカテゴリーカルに適用するだけでなく、信用と信頼（trust and confidence）という、エージェンシー問題を生じる地位等の関係に対してもアドホックに適用するかをも説明するものである。²¹²

第二に、本論稿は、信認ルールのうち、主要なものと付随的なものとの間における機能的な違いとは何かを明確化している。全ての信認関係において、基準（standards）と典型的に評されてきた一般的な忠実義務と注意義務とを確認しつつ、それは、利益相反を禁じ（proscribe）、客観的な注意の基準を規定する（prescribe）ものであることを本論稿は示している。しかし、本論稿はまた、しばしば規則（rules）と評されてきた、特定の場面における付随的な信認義務についても確認し、信認関係の特定の形態において、忠実義務と注意義務を、一般的に繰り返される状況に対して適用するものであることも示している。これら全て、[つまり]一般的で主要な忠実義務および注意義務と、特定の付随的ルールが、それぞれの弱点を緩和しつつ、規則と基準との混合という形で、ガバナンスに対して両者の便益を提供するのである。²¹³

第三に、本論稿は、信認と考えられる関係において、なぜ、信認法は〔当事者間の合意によって解除されない〕強行的なルールを含むのか〔「信認法の強行法規性」〕、という難問について検討している。Easterbrook や Fischel のように、〔自らの立場に〕コミットしている経済学的な契約主義者達は、信認関係にある当事者達が、なぜ、完全な契約の自由を有するわけではないのかを説明することに困難を有していた。その答えは、信認法の強行的核心（mandatory core）は、信認関係の内部において、注意喚起的で保護的な機能を果たすからであり、第三者に対しては、権利を明確化するという外部の類型化機能を果たすからである。強行的な信認の核心の存在は、それゆえ、信認法の経済理論と調和しうるものである。²¹⁴

本論稿の残りは、以下のように構成される。I 節では、信認関係の核心にある、共通の経済構造であるエージェンシー問題を検証している。II 節では、そのような関係に含まれるエージェンシー・コストに対する信認ガバナンス戦略を検証している。III 節では、以前の経済分析を困惑させてきた、信認法の強行的核心を検証している。IV 節では、賠償によ

²¹² Id. at 198.

²¹³ Id. (at 198.)

²¹⁴ Id.

る救済 (compensatory remedies) と「利得の」吐き出しによるそれ (disgorgement remedies) に焦点をあて、信託法の救済の構造を検証している。続いて、簡潔な結論となる。²¹⁵

I 節 「信託関係における」 エージェンシー問題 「の明確化」

〔信託〕法は、「プリンシパル—エージェント」関係あるいは「エージェンシー問題」と経済学者が呼ぶ状況において信託義務を課す傾向がある。エージェンシー問題は、ある者、すなわち本人 (プリンシパル) が、他の者、すなわち代理人 (エージェント) に対して、完全には観察できない行為を引き受けさせる場合で、その行為が、本人の福利に影響を与える場合にはいつでも生じる。したがって、エージェンシー問題は、代理に関するコモナーによって規律される関係においてだけでなく、信託法、会社法、そして他の多くの状況においても生じるものである。²¹⁶

自らのために必要となる行為を全て行うことができる能力を有している者は存在せず、全ての引き受けは機会費用を有するがゆえに、エージェンシー問題は普及しているのである。代理人に仕事を委ねることで、本人は専門家によるサービスを得られることとなり、他の活動を自らが自由に引き受けうることとなる。しかし、これらの便益は、仮に代理人が裁量を与えられ、その裁量の嚆矢が容易には観察あるいは検証できない場合には、濫用されやすいというコストを伴うものである。そのような状況において、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は、「エージェンシー・コスト」と呼ばれる。²¹⁷

〔しかし、〕 エージェントの裁量を撤廃あるいは制限することは、エージェンシー問題に対する満足できる解決策とならない。〔なぜなら、〕 将来ありうる全ての状況においてエージェントがいかに行為すべきかをあらかじめ定めることは不可能〔だから〕である。この「不完備契約」 (incomplete contracting) 問題は、「取引コスト」 (transaction costs) — 全ての不測の事態を予見することが不可能であることと、予期される全ての状況に対する指示を記載するためには〔コストを〕削減できないことから生じる。加えて、多くの状況において、代理人が専門性を有しておくようにするというまさにその目的は、変化する

²¹⁵ Id.

²¹⁶ Id. at 198-199.

²¹⁷ Id. at 199.

状況に対して本人のために代理人が自らの専門性を用いる余地が〔代理人に対して〕仮に与えられていない場合、達成されなくなってしまう。代理人の権限を弱めることは、不当あるいは違法な行為から本人を保護するが、それはまた、本人にとって有益な行為を代理人が行えなくなってしまうことにもなる。²¹⁸

〔また、代理人の行為を〕積極的に監視すること（active monitoring）も、同様に、エージェンシー問題に対して満足できる解決策とはならない。ある特定の不測の事態において代理人がいかにつきかかを本人が仮に詳細に説明したとしても、本人は代理人が〔実際に〕その指示に従うかどうかを監視することができないかもしれない。・・・²¹⁹

代理人の支配が及ばない状況も結果に影響を与えうるという点で、代理人の結果を基礎として代理人〔の行為〕を判断することは、エージェンシー問題に対する不完全な解決策である。家の所有者の望む価格である家に対してふさわしい買い手を見つけることができない不動産〔販売〕業者を考えてみよう。家の所有者は、業者の失敗が業者の努力の欠如によるものか、家の所有者の設定した価格が高すぎたことによるものか、不況によるものか、を見分けることはまず不可能であろう。代理人の失敗の原因を評価する能力が家の所有者に欠如していることは「隠れた行動」（hidden action）あるいは「モラル・ハザード」（moral hazard）として知られる、契約後の情報の非対称性（post-contractual information asymmetry）の一種である。²²⁰

エージェンシー問題を改善するためのもう1つの可能性は、インセンティブに基礎を置く報酬である。不動産業者には、典型的には、売値を最大化するという金銭的なインセンティブを付与するために、売値の一定割合が支払われる。しかし、こうした合意では、業者が家を自分自身に対して売り、自己利益を追求するという利益相反の可能性を完全に排除できない。〔売値に対して〕5%の報酬で働く不動産業者を想定してみよう。そうした業者は売値を1,000ドル高くすることに対して100ドルの追加的な努力を引き受けるインセンティブは、業者の報酬が50ドル（1,000ドルの5%）だけであるため、持たないであろう。反対に、業者が家を所有していたならば、売値の1,000ドルの増加のために100ドルの追加的な努力を引き受けるであろう。しかし、家を代理人に売却する——エージェンシー関係を取り除く——形で「インセンティブ問題」（incentive problem）を解決する

²¹⁸ Id. (at 199.)

²¹⁹ Id.

²²⁰ Id.

ことは、しばしば実行不可能である。典型的な不動産業者は再販売を見越して顧客の家を〔自ら〕購入するという危険は冒さないであろうし（「リスク分担問題」(risk-sharing problem)）、彼の顧客は家の値付けに関して彼の誠実さになお依存するのである（「隠れた情報」(hidden information)あるいは「逆選択」(adverse selection)問題）。²²¹

要するに、法制度の設計にとって難しいことは、「代理人が自己利益のために行為する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」²²²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である。²²³

II 節 信認ガバナンス戦略〔主要な信認ルールと付随的なそれとの間の機能的な区別〕

A. 類型的な抑止と適時の抑止

エージェンシー問題は、受託者と受益者、後見人と被後見人、本人と代理人、取締役と会社、弁護士と顧客、といった、類型的な信認関係を区別する目印である。……。結果的に、類型的に、あなたは受託者であり、信認義務に従い、その裁量権は受託者としての資格において保持される。……。²²⁴

しかし、類型的な信認関係で潜在的なエージェンシー問題の領域が論じつくされるわけではない。エージェンシー問題は、状況によって、他の関係においても生じうる。したがって、裁判所は、エージェンシー問題を生じさせているが類型的には信認〔関係〕ではない場合に、「信用と信頼」の関係において信認義務を適時に課している。……。²²⁵

信認の〔類型的な適用と適時の〕適用の両方において、信認義務を課すことは、存在するエージェンシー問題を改善することを意味する。……。信認義務の機能的核心は「抑止」(deterrence)²²⁶である。代理人は、そうしなかった場合に事後的な責任を負うという脅威によって、本人の最善の利益のために行為するように方向づけられている。この意味に

²²¹ Id. at 199-200.

²²² 代理法第三次リステイメント 8.01 条 コメント b。

²²³ Sitkoff, *supra* note 18, at 200.

²²⁴ Id. (at 200.)

²²⁵ Id. at 200-201.

²²⁶ See Frank H Easterbrook and Daniel R Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L. J. 698, 702 (1982).

おける抑止は、代理人のいかなる「事前の」(ex ante) 信認義務への違反に対する本人による「事後の」(ex post) 〔条件〕設定を意味する。²²⁷

B. 忠実〔義務〕と注意〔義務〕

主要な信認義務は、忠実〔義務〕と注意〔義務〕である。「忠実」義務は、本人の「最善の」あるいは「専ら本人の」利益のために行うべきことを受認者に要求することで、〔権限の〕濫用を禁じ、利益相反を規制するものである。受認者は本人の同意を得ることができるかもしれないが、それは、手続的あるいは実質的な予防策を伴う限りにおいてのみ認められ、とりわけ重要であるのは受認者による十分かつ公平な情報開示である。その目的は、受認者に利益相反を回避させたり、あるいは、利益相反が受認者の判断にいかん影響しうるかについての重要な事実を開示し、それによって当該相反に同意を与えるかどうかを本人が情報に基づき判断することを可能とする。義務違反に対する利得の吐き出しによる法的救済 (disgorgement remedy for breach) の利用とともに、自己取引の予防的な禁止は、こうして「情報開示」(disclosure) や「啓発的な」(revelatory) 目的として機能する。²²⁸

注意義務は、「合理性」や「慎重さ」の基準を設けることによって、受認者の注意の基準を規定するものであり、それは、規範や慣行によって規定される。注意の信認基準は客観的なものであり、同様の状況において合理的なあるいは慎重な者であればどう行為するかを参照して判断される。仮に、受認者が、本人が認識する専門的な技能を有している場合、適用される注意水準は合理的なあるいは慎重な者がそうした技能を有するとした場合に応じたものとなる。²²⁹

エージェンシー問題は不完備契約から生じるがゆえに、忠実と注意という義務の核心は、一般的な用語によって表現される。これらの義務は、当事者が同じ状況を予見できたとすれば合意したであろうところにしたがって受認者が行為したかどうかを、全ての状況を勘案しながら裁判所が判断することを可能とする「基準」である。実際には、忠実と注意の基準は、当事者間の契約を事後的に完全なものとする力を裁判所に与えるものである。信認法は、こうして、「取引コスト」を最小化する。将来あり得る全ての状況を前もって規定

²²⁷ Sitkoff, *supra* note 18, at 201.

²²⁸ *Id.* (at 201.)

²²⁹ *Id.* at 202.

しようとする代わりに、当事者は、重要であり、しかも明示的に規定する取引コストに十分値するであろう不測の事態だけを特定しさえすれば良い。他の全ての状況に対しては、信認義務が間隙を埋める役割を果たすのである。²³⁰

全ての関連する状況を考慮するための基準として、忠実義務と注意義務は「エラーコスト」(error costs)を最小化する。しかし、(規則と比較して)基準に典型的なように、この「エラーコスト」の削減は「不確実性」(uncertainty)の増加と「決定コスト」(decision costs)の増加によって実現される。状況に高く依存するという基準の性質は、予測をより難しくし、司法の役割をより厳しく要求することとなる。²³¹

しかし、コモンローの標準的な発展過程は、信認に関する事項について、豊富な解釈の体系を作り出すことによってこの問題を改善してきた。この権威の集合体は、多様な状況において忠実義務と注意義務がいかに適用されるかに関する目安を提供することによって予測可能性を向上させてきた。それはまた、当事者が明示の合意によって〔標準的に課される〕信認義務をくつがえしうる程度と、義務違反に対する救済とを明らかにしている。²³²

C. 付随的あるいは修正的に用いられるルール

忠実義務と注意義務の本質から生じる不確実性は、特定の付随的ルールの発達によって修正される。信託法では、プルーデント・インベスター・ルール(合理的な投資家のルール)という形で注意義務は投資権能に適用する形で課せられる。この点は、おそらくは例を用いることによって最もよく説明されるであろう。²³³

信託法の領域では、注意義務(信託の用語では慎重さ〔prudence〕と呼ばれる)が、プルーデント・インベスター・ルール(prudent investor rule)という形で、投資機能に対して用いられてきた。・・・²³⁴

代理法では、忠実義務は、利益相反取引、本人との〔利益の〕競合、信頼の保護、に対してより特定された義務を課す形で課せられる。会社法では、会社の利益となりえたビジネスチャンスを取締役が我が物とする誘惑に対して会社の機会の法理(corporate

²³⁰ Id. (at 202.)

²³¹ Id.

²³² Id.

²³³ Id.

²³⁴ Id.

opportunities doctrine) を適用する形で忠実〔義務〕が課せられる。²³⁵

D. 異なる特徴を伴う共通の構造

・・・信認義務は分野に応じて変化する。例えば、信託法における信認義務は一般的に会社法よりも厳しいといえるが、そうした違いは、異なる背景を反映したものである。家族〔間における〕信託 (family trust) では、受益者に退出の機会が存在せず、また、簡単には変更できない会社たる受認者によって管理されているのに対し、上場会社では、〔ウォール・ストリート・ルールと呼ばれるように、²³⁶〕株主は厚みのある証券市場において株式を売却することによって容易に退出できるため、エージェンシー問題は両者で相当に異なっている。²³⁷

同様に、付随的な信認ルールの適用も、背景にあるエージェンシー問題の違いに応じて適用〔の姿〕が異なってくる。信託は財産に関する信認関係であるがゆえに、信認的な下位のルールは財産管理を対象としている。枠組みとして、(法的) 代理人は商事引き受け (commercial undertaking) において本人のために行為するがゆえに、代理に関する多くの信認的な下位のルールは本人との〔利益の〕競合や信頼の保護 (protection of confidences) に関心を有している。²³⁸

したがって、信認法の捉えどころのなさ (elusiveness) と呼ばれてきたものは、背景に特有な〔信認ルールの〕適用である、と把握することがより適切であろう。信認義務の柔軟性は受認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。²³⁹

Ⅲ節 〔信認法の〕強行的ルールとデフォルト・ルール

一般的にあって、信認義務は、当事者間における反対の合意に譲歩するものである。この原則は、当事者間の契約を事後的に完全なものとするを裁判所に認めることによっ

²³⁵ Id.

²³⁶ なお、この比喩は、ウェブサイト上で取得可能な草稿 (draft) には存在したが、本稿が参照している書籍版 (現時点における最新版) からは削られたものである。

²³⁷ Id.

²³⁸ Id. at 204.

²³⁹ Id. (at 204.)

て、エージェンシー・コストを最小化するための抑止の体系としての信認ガバナンスの性質に伴うものである。……。信認法は、多くの場合、当事者が異なる形で合意していない限りにおいて適用されるデフォルト・ルールから構成されるものである。²⁴⁰

忠実義務でさえも、当事者間の合意による修正が可能である。仮に、受託者によるある自己取引に対して本人が明示的な合意を与えていた場合、自己取引を規律するルールの合理的な基礎づけはなくなってしまう。そうした状況では、受託者は誠実義務 (good faith) に服し、取引が客観的に公正であり、本人の最善の利益となるように行為する、という条件の下に、特定された自己取引を行うことができるのである。²⁴¹

誠実義務、公正 (fairness)、最善の利益 (best interests) という修飾語によって示唆されているように、信認法には、当事者の合意によっては解除されない強行的なルールが存在する。それは信託法によく現れており、例えば、「自己取引や、受託者と個人の利益との間の相反を含む他の取引を行う権能を与える点で信託の条項がいかに広範となるかにかかわらず、受託者は不誠実あるいは不公正に行為することで、受託者は忠実義務に違反する」²⁴²のである。受託者は〔義務・責任から〕免除されうるが、それは「不誠実あるいは受託者の信認義務に対して無関係になされた信託違反、信託の条項や目的、あるいは受益者の利益に対して」ではない〔といえよう〕。²⁴³

より一般的に言えば、仮に受託者による自己取引を本人が認めた場合、信認法は、実質的かつ手続的な防衛策を課すものである。……。²⁴⁴

信認法の強行法的な核心の存在は、経済学的分析を行った前世代を困惑させた。〔自説にコミットする〕契約主義者は、信認関係にある当事者がなぜ完全な契約の自由を有しないかを説明することが困難であった。Easterbrook と Fischel は、信託法において「すべてのルールは事前の契約において変更可能である」と主張しさえした。〔この〕答えは、強行的な信認ルールの存在を否定するためではなく、それが、当事者の内部においては本人を保護し注意を喚起する機能 (protective and cautionary function) を有し、当事者の外部との関係では第三者を保護し当事者関係の性格を明確化するという類型化機能

²⁴⁰ Id.

²⁴¹ Id.

²⁴² 信託法第三次リステイトメント § 78 コメント c (2)。……

²⁴³ Sitkoff, *supra* note 18, at 204.

²⁴⁴ Id. at 204-205.

(categorization function) を有していることを示すところにある。²⁴⁵

当事者の内部における〔本人の〕保護と注意喚起機能に関しては、強行法的な核心〔の内容〕とは、当事者間の合意によっては解除されないと法が想定していたであろう信認義務を、十分な情報と知恵を有する本人から遮断するものである。・・・²⁴⁶

外部との関係における類型化機能に関しては、強行法的な核心とは、とりわけ第三者の情報コストを最小化するために法的関係の類型に明確な境界線を引く、という需要に応じるものである。・・・〔代理法第三次リステイトメントと〕同様に、信認義務を免除することへの「設定者の自由に対する制約が存在する」、「それによって、法によって承認される信託関係の基本的な信認的性格を保護する」²⁴⁷という表現を信託法第三次リステイトメントに見いだす〔ことができる〕。²⁴⁸

このように、信認法の強行的核心は、信認関係を、一方で単純不動産権 (fee simple) 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。ある者は、他の者に対して財産を与え、当該財産に関して当該他の者に気まぐれに行為することを認めることができる。しかし、移転のこの様式は、絶対的な贈与であり、財産を保持するこの様式は、単純不動産権である。・・・²⁴⁹

強行的核心に関する類型的な説明は、代理やコモンロー上の信託のように、それに対して登記 (public notice filing) が存在しない信認関係に関して最も強い〔説得力を有する〕説明である。この説明は、会社や有限責任会社のように登記がなされる法主体 (filing entities) に関しては、当該法主体を存在させる公的な登記が、その〔法主体の〕存在を示すとともに、法主体の性質を規定するため、〔説得力が〕弱くなる。この理由から、またそのような状況にある当事者は十分に情報を与えられ知恵を有するということに一層なりそうであるため、信認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。・・・²⁵⁰

²⁴⁵ Id. at 205.

²⁴⁶ Id. (at 205.)

²⁴⁷ 信託法第三次リステイトメント § 78 コメント c (2)。

²⁴⁸ Sitkoff, supra note 18, at 205.

²⁴⁹ Id. at 205-206.

²⁵⁰ Id. at 206.

IV節 賠償と利得の吐き出し (compensation and disgorgement)

受認者に義務違反が生じた場合、本人は、受認者の義務違反による全ての損失を埋め合わせる賠償による (compensatory) 救済や〔本来得べかりし〕機会損失を埋め合わせる補償か、あるいは、義務違反を理由として受認者が得た利益を受認者が「吐き出す」

(disgorgement) か、を選ぶ資格を有する。前者は、全ての賠償による救済、という標準的な手段である。後者は、原状回復的な救済であって、アメリカにおける伝統では、受認者が違反を犯すことによる不当利得 (unjust enrichment) を防ぐために、擬制信託 (constructive trust) によって一般的に修正されているものである。²⁵¹

賠償による救済の利用可能性は、通常の契約主義的な枠組みから容易に説明可能である。本人はその自らの交渉の便益〔を得ること〕に対する資格を有し、それゆえに、引き起こされた自らの損失や義務違反による逸失利益が彼自身に帰せられるべきである。しかし、賠償による救済は、受認者に対する義務違反によって得られる利得が本人の損失あるいは逸失利益よりも小さい場合にのみ、義務違反を思いとどまらせる〔ことができる〕。仮に賠償による救済だけが利用可能であって、かつ、違反による受認者に対する利得が本人に対する賠償による救済〔の額〕を上回る場合、受認者にとって、違反は効率的なものとなる。受認者は違反を慎む誘因を有さず、剰余利益の配分に関して交渉するために本人のところに帰ってくることとなろう。²⁵²

利得の吐き出しによる救済は、違反した受認者の利得を、本人が全体として利得の超過になる場合においても本人が享受することを認めるものであり、その利用可能性は、追加的な情報開示と抑止という信認法の目的とを反映するものとなる。受認者は、違反によって生じたいかなる利得を保持する資格を有しないがゆえに、そのような利得〔が得られること〕の可能性を開示する誘因を有し、剰余利益のどれだけが各当事者に分配されるかを本人とともに明らかにする誘因を有する。よりフォーマルで理論的にいえば、信認法の標準的ルールは、信認関係に伴って生じた全ての利得は、当事者が特別に別様に合意していない限り、本人に属する。このルールは、より十分な情報を有している当事者の選好とは反対のものであり、信認は、ペナルティ・デフォルトという意味における抑止を提供しているのである。この見解に基づくと、利益の吐き出しによる救済は、情報開示を引き出す

²⁵¹ Id. at 206-207.

²⁵² Id. at 207.

ペナルティ・デフォルトである〔と考えられる〕。²⁵³

しかし、受認者の隠れた利益を本人が見つめることができないかもしれないとみなす悪賢い受認者についてはどうであろうか？そのような信認違反に対する懲罰的損害賠償

(punitive damages) が現代の法において承認されているのは、そのような事案の抑止に向けた動きのサインである。例えば、信託法第三次リステイトメントは、「類似する違法行為を発見すること」²⁵⁴の必要を、懲罰的損害賠償を与える基礎として認めている。²⁵⁵

結論

各当事者が自ら〔自身〕に自由に奉仕することのできる独立当事者 (arms-length) 関係と対照的に、信認関係において法は、その関係の代理構造に由来する濫用の可能性から、受認者について異なる考察をなすことを求めている。異なる考察をなす、ということの意味は、一般的な第一義的な忠実と注意の信認義務と、特定の付随的な信認義務とによって定義される。信認義務は当事者間の合意によって修正されるが、それは受認者が本人に対して誠実義務を果たし、本人の最善の利益のために行為する限りにおいてである。代理理論、特にそれが情報の非対称性という状況下における機会主義の問題に対処していることは、これらの信認原則の基本的な輪郭を説明するものである。²⁵⁶

信託法の経済理論を再考する中で、本論稿は、3つの新たな貢献をなしている。第一に、全ての信認関係の核心にあるエージェンシー問題を明確化する形で、先行研究をレビューしている。この共通の経済構造〔(エージェンシー問題)〕という事実は、〔異なる〕信認関係にまたがる共通した理念的構造を説明するものである。しかし、〔この共通の構造の下で、〕信認義務の個別項目は、問題となっているエージェンシー問題の個別項目と対応する形で異なってくる。この点は、信託法に関してよく言われてきた捉えどころのなさに加え、なぜ裁判所が、信託法を、信託、代理、会社法においてカテゴリカルに適用するだけでなく、信用と信頼などの、エージェンシー問題を生じる関係に対してもアドホックに適用するかということをも説明するものである。²⁵⁷

第二に、本論稿は、信認義務のうち、主要なものと同付随的なものとの間における機能的

²⁵³ Id. (at 207.)

²⁵⁴ 信託法第三次リステイトメント § 100 コメント d。

²⁵⁵ Sitkoff, *supra* note 18, at 207.

²⁵⁶ Id. 207-208.

²⁵⁷ Id. at 208.

な違いとは何かを明確化している。異なる信認関係において、基準と典型的に評されてきた一般的かつ主要な忠実義務と注意義務とを確認しつつ、それは、利益相反を禁じ、客観的な注意の基準を規定するものであることを本論稿は示している。本論稿はまた、特定の場面における付随的な信認規則についても確認し、信認関係の特定の形態において、忠実義務と注意義務を、繰り返される状況に対して適用するものであることも示している。これら全て、〔つまり〕一般的で主要な忠実義務および注意義務と、特定の付随的ルールが、それぞれの弱点を緩和しつつ、規則と基準との混合という形で、ガバナンスに対して両者の便益を提供するのである。²⁵⁸

第三に、本論稿は、信認と考えられる関係において、なぜ、信認法は〔当事者間の合意によって解除されない〕強行的なルールを含むのか〔「信認法の強行法規性」〕、という難問について検討している。その答えは、〔信認法の〕強行的核心は、信認関係の内部において、注意喚起的で保護的な機能を有するとともに、外部において、第三者に対する権利を明確化し、〔当該〕関係に応じた明快な境界線を提供するという類型化機能を有するからである。

259

3 若干のコメント

信認法は、信託であれば設定者と受託者、会社であれば会社と取締役、といったように、様々な場面に適用されうる一般的なルールである²⁶⁰。

本論稿は、このような性格から、しばしば難解で全体像も見えやすいとはいいがたい「信認法」の領域において、明快な共通の視点——経済分析——の観点から、信頼性と汎用性の高い簡潔な見取り図としての役割を果たす論稿といえる。既に言及した通り²⁶¹、本論稿は、2012年に別のジャーナルに掲載された後、若干の加筆を経て2014年に信認法に関する

²⁵⁸ Id. (at 208.)

²⁵⁹ Id.

²⁶⁰ このような適用範囲の広さから、例えばイギリスでは、企業買収の場面においてポイズンピル形式での取締役による買収防衛が信認法の枠組みから争われたこともある。また、そのような形で形成された一般的なルールが、取締役の義務として制定法に取り込まれたという経緯もある。この点については、拙稿「正当目的ルールによる取締役に対する規律——英国2006年会社法を踏まえて」金融商事法ワーキングペーパー・シリーズ（東京大学大学院法学政治学研究科寄付講座「グローバル証券市場法」）2014-9（2014年）を参照（同寄付講座ウェブサイト

〔http://www.securities.j.u-tokyo.ac.jp/w-papers/2014-9_Yamanaka.pdf〕参照。

²⁶¹ 前掲注（19）。

る論文集の1章となったものである。

本論稿は、3つの点を「新たな」(fresh) 貢献であるとしている。すなわち、①エージェンシー問題の明確化による先行研究の拡張、②信認義務の主要なルールと付随的なルールとの区別、③信認義務の強行法規性の根拠、である。これら3点については、既に指摘されてきたこともあるが、このところ——本論稿の表現を借りれば20年間——影響力のある知見が新たに積み重ねられたともいいがたい。このような認識から、本論稿は、このところ議論が静まっていた問題に対する「新鮮な」(fresh) ——時期的にも新しい——問題提起と手法の提示をなしたものとも理解できる。

「信認法の経済理論」という視点自体が示唆に富むものであり、信認法にかかわる領域——とりわけ会社法における取締役の忠実義務や信託法における受託者の注意義務——を検討する際には、本論稿が指摘する切り口を念頭におくことも有益でありえよう。Sitkoff教授自身が今後どのように信認法の経済分析を行っていくのかも、興味深いといえる。

なお、本論稿²⁶²に関して、オックスフォード大学のJoshua Getzler教授²⁶³は、以下のように言及している²⁶⁴。信認法は、受託者の能力に制約を課し、また、事後的な要求——受託者は自らの幅広い権限を、受益者の最善の利益のために用い、あるいは受益者の最善の利益と相反する行動を少なくとも慎むように用いるべきである——を課すことによって受益者の権限を弱める戦略として捉えられてきた²⁶⁵。この理解を擁護するのが、Matthew Conaglen教授²⁶⁶である。Sitkoff教授も、本論稿において、このような理解を法と経済学の観点から見事に再現した。しかし、この理解は、おそらくは、歴史的な〔理解の〕修正(historical tweaking)を過度に要求するものである〔(歴史的な展開とそぐわない面を有する)〕。イングランドの法は、〔受託者の〕能力の欠如や権限に対する制約について伝統的に言及してきており、Mansfield卿の時代〔(18世紀後半)〕には、そのような行為の妥当

²⁶² 厳密には、本論稿の前のバージョンに対する言及であるが、趣旨は同じである。なお、Sitkoff教授の前のバージョンとGetzler教授の論稿は、同じ91 B.U. L. REVに採録されている。

²⁶³ 一般論として、イギリスの信託法学においてGetzler教授に対する信頼が厚いという点については、溜箭将之教授からご教示を得た。なお、この点については、紹介者(本稿の筆者)自身もその後オックスフォード大学における在外研究を経て同様に認識している。

²⁶⁴ Joshua Getzler, "As If." *Accountability and Counterfactual Trust*, 91 B.U. L. REV 973, 985 (2011).

²⁶⁵ *Id.* (at 985.)

²⁶⁶ See, MATTHEW CONAGLEN, *FIDUCIARY LOYALTY: PROTECTING THE DUE PERFORMANCE OF NON-FIDUCIARY DUTIES*, at 1-6 (Hart Publishing, 2010).

性を法的に保護する適切な権限行使のための〔過度に〕多くのテストが既に作り出されていた。そこで問題となった取引〔(ないし行為)〕は、受益者による訴訟において、エクイティ上、法律効果が認められない (avoidance) 場合があるものと考えられてきた²⁶⁷。

敷衍すると、信託法は、①受託者に広い権限と裁量を与えられているという認識と、②受託者は受益者の最善の利益のために行うべきであるという規範とを前提として、問題となった受託者の行為の妥当性を裁判所が事後的に判断する枠組みである。信託法に関するこのような理解——それは必ずしも特異というわけではない——を Sitkoff 教授による分析も前提としているが、エクイティの歴史を振り返ると、受託者の裁量は実際には相当程度制約されている面があり、受益者の側から受託者に対して訴訟を提起することも可能である。このように考えると、信託法の歴史は、Sitkoff 教授による整理からは捉えきれない面——特に、受託者の権限行使はそれがなされる以前に実際には制約されていること——を有するのではないか、という趣旨の指摘であろう。

経済学的な分析は、一定の前提をおくため、その前提次第では、導かれる結論が必ずしも多様な実態にそぐわないということも生じうる。多様かつ豊富な事実から導き出される法的知見に対して経済学的な分析を行う際には、経済学的な分析から導かれる結論が法的にも妥当なものであるかを併せて考察することが有益でありえよう。Sitkoff 教授による本論稿は、「信託法の経済分析」が乏しい中であって、このような観点からも参考になる面を有すると考えられる。

V おわりに

1 各論稿の概括

以上、Sitkoff 教授自身の記述に即して「信託法の経済分析」に関する同教授の考察をやや詳しく紹介してきた。

まず、その研究の方向性が明確に現れた初期の論稿であり、「信託法の経済分析」に関する Sitkoff 教授の第一論文ともいえるべき「信託法のエージェンシー・コスト理論」(2004年)では、Macey 教授を始めとした先行研究を踏まえつつ、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作業が行われたが、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

²⁶⁷ Getzler, *supra* note 264, at 985-986.

的な示唆を有するものであった。同論稿では、経済学の分析枠組みから信託法の主要な当事者——設定者、受託者、受益者——の関係が明瞭に整理され、「信託法の経済分析」に関する立法上・理論上の背景にも幅広く言及・考察が加えられている。その規範的な主張は、法は、管理権能を受託者に委ね、残余財産請求権を受益者に委ねることから生じるエージェンシー・コストを最小化するべきであるが、それは、設定者の事前の指示と一貫した限りでなされるべきである、というものであり、示唆に富む。

次に、「アメリカにおける制定法上のビジネス・トラスト」(2008年)を検討した。同論稿は、制定法上のビジネス・トラストが主としてアメリカにおいて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 Sitkoff 教授が指摘するとともに、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たものである。同論稿は、Langbein 教授の問題設定を Sitkoff 教授が具体的にさらに発展させたものであるとも理解でき、日本の「商事信託の法理」との関係では、その法理のもとで求められる類型論的アプローチとの関係で、信託が実際にどのように機能しているか、何が行われているのかを典型的に考察する際の実証的な視点のあり方としても参考になると考えられる。

最後に、「信託法の経済理論」(2014年)では、信託法の経済分析に関するここ20年間の動向——目立った知見の深まりがみられないとの認識——を踏まえ、そのようなアプローチを信託法に適用するという新鮮な論稿であった。このようなアプローチによって、豊かな法現象の全てが説明できるわけではないとしても、論理的な説明のあり方や切り口として、参考になる。

このような Sitkoff 教授の考察は、信託法の改正以降に信託法研究への関心が低下したとも指摘される²⁶⁸日本にとって、とりわけ経済・実証分析の観点から、参考になる²⁶⁹。

2 信託法の経済分析に関連する最近の研究

本稿では、以上のように、「信託法の経済分析」に関して Sitkoff 教授の考察に焦点をあ

²⁶⁸ 能見善久＝新井誠「対談 信託法のこれからを語る」信託フォーラム1号5頁以下、10頁～11頁〔能見善久教授発言〕(2014年)。

²⁶⁹ なお、既に日本に紹介されているものとして、Sitkoff 教授には以下の論稿も存在する。Max M. Schanzenbach and Robert H. Sitkoff, *Perpetuities or taxes?: Explaining the Rise of the Perpetual Trust*, 27 CARDOZO L. REV. 2465 (2006). 同論文に関する紹介として、岡村忠生「永久信託増加の原因——永久支配か税負担軽減か？」アメリカ法2009-1号147頁以下(2009年)がある。

てたが、このような観点から研究を進める碩学は同教授のみに限られない。例えば、特に注目される研究者として、イエール・ロースクールの Daniel Markovits 教授²⁷⁰や、コロンビア・ロースクールの Richard R. W. Brooks 教授²⁷¹²⁷²が挙げられる²⁷³。

Markovits 教授は、「期待値の共有と実現値の共有：信認関係の非契約主義的な基礎」²⁷⁴と題する論稿を公刊している。本論稿は、信認関係における非契約主義的な基礎について論じるものであり、以下のことを指摘している²⁷⁵。契約当事者は期待値 (ex ante) を共有するのに対し、信認法では契約とは異なり効率的違反 (efficient breach) は認められず、信認関係にある当事者は実現値 (ex post) を共有する。当事者がお互いに利益を得ると期待するがゆえに契約が締結され、契約における誠実義務 (bona fides) は当事者の権利を保障する。契約が不完備でも当事者が期待値を共有することは可能であり、契約は当事者

²⁷⁰ Markovits 教授は、1992 年に LSE から計量経済学・数理経済学の修士号を取得した後、1999 年にオックスフォード大学から哲学（博士論文は“Toleration”に関するもの）の博士号を取得、その後でイエール・ロースクール（J.D.課程）を 2000 年に修了するという形で多様な関心が窺える。このような関心を反映して、抽象的にいえば、同教授の論稿には哲学的な問題設定に経済学的な手法が反映されたものがみられ、興味深い。イエール大学ウェブサイト (<http://www.law.yale.edu/faculty/DMarkovits.htm>)、オックスフォード大学ウェブサイト (<http://solo.bodleian.ox.ac.uk/>) 参照（なお、後者で、“thesis D.Phil.”と検索すると、オックスフォード大学における博士論文の所在が確認できる）。

²⁷¹ Brooks 教授は、日本ではあまり知られていないように思われるが、Sitkoff 教授と同様に信認法の経済分析を行う碩学の一人であり、同教授と同じシカゴ大学ロースクール（J.D.課程）を同教授よりも 1 年早い 1998 年に修了している。また、同年にカリフォルニア大学バークレー校から経済学の博士号を取得している。信認法の経済分析という Brooks 教授のアプローチは、このような背景も関係していると考えられる。コロンビア大学ウェブサイト (http://www.law.columbia.edu/fac/Richard_Brooks) 参照。

²⁷² 数式によるフォーマルな分析を行った Brooks 教授の論稿（共著）として、例えば、以下が挙げられる。このようなフォーマルな分析は、経済学的な分析手法を数式による経済学の言語で直接に適用する一例として、非常に興味深いものであるといえよう。See, Richard R. W. Brooks and Alexander Stremitzer, *On and Off Contract Remedies Inducing Cooperative Investments*, 14 AM. LAW & ECON. REV. 488 (2012). 他方で、同論文より少し以前に公刊された論稿では、いわば言語化された経済学の視点で分析を行ったものもある。See, Richard R. W. Brooks, *The Efficient Performance Hypothesis*, 116 YALE L. J. 568 (2006).

²⁷³ 両教授は、2014 年に公刊された論文集（GOLD & MILLER (eds.), supra note 18）の中で Sitkoff 教授とともにいずれも信認法の経済分析に関する論稿を発表している。

²⁷⁴ Daniel Markovits, *Sharing Ex Ante and Sharing Ex Post: The Non-Contractual Basis of Fiduciary Relations*, in GOLD & MILLER (eds.), supra note 18, at 209.

²⁷⁵ 本段落の記述は、拙稿・前掲注（18）のうち、Markovitz 教授による論稿の紹介部分の記述を参照した。

の意思の産物である。これに対し、信認関係にある当事者は実現値を共有することが実際には難しく、不断に変化する状況に対して受認者が忠実義務を果たしつつ適切に対応することが求められる点で、信認関係は法と裁判所による産物であるという面を有する。

Brooks 教授は、「信認関係における knowledge」²⁷⁶と題する論稿を公刊しており、契約主義的な枠組みを信認法に適用する議論を紹介しつつ、プリンシパル—エージェント・モデルを基礎とした knowledge（「知識」）の取扱いを示している²⁷⁷。まず、①本人、代理人、第三者という 3 者を想定し、高低 2 つの努力水準と当事者を取り巻く外的環境という 2 変数による関数として、本人が得る価値を把握する。その上で、②これら 2 変数のみからは当該価値が一義的には決まらないが全ての実現値を予見、記述できる場合、③全ては予見、記述できない場合（不完備契約）、を整理する。「契約としての信認」論者は実際の知識を問題とするが（③の場合）、信認法が捉える knowledge にはこれに付加される要素——その秘匿と開示など——があるとす。最後に、情報を扱う受認者（information fiduciary）と knowledge との関係を整理し、信認における合理的な knowledge が、経済学的論理と信認法の双方において重要であるとする。

このように、Sitkoff 教授の論稿²⁷⁸と同じ論文集に掲載された最近の研究でも、信認という面で「信託法の経済分析」に関係しうる様々な考察がなされている。

3 今後の日本法研究に向けて

信託法に関しては、最近でも様々な研究がなされているが²⁷⁹、「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いがたい。Sitkoff 教授の研究はこの観点から参考になる。すなわち、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

²⁷⁶ Richard R. W. Brooks, Knowledge in Fiduciary Relations, in GOLD & MILLER (eds.), *supra* note 18, at 225.

²⁷⁷ 本段落の記述は、拙稿・前掲注（18）のうち、Brooks 教授による論稿の紹介部分の記述を参照した。

²⁷⁸ Sitkoff, *supra* note 18.

²⁷⁹ 日本におけるごく最近の研究で Sitkoff 教授に言及するものとして、例えば、姜雪蓮『信託における忠実義務の展開と機能』（信山社、2014 年）391 頁～397 頁がある。また同書の紹介として、樋口範雄「姜雪蓮著『信託における忠実義務の展開と機能』」信託法研究 39 号 115 頁以下（2014 年）がある。

ありえよう。また、やや広く信託法に対する経済分析として、Sitkoff 教授は見逃せないアップデート（本稿Ⅳ）を行っている。こうした Sitkoff 教授の考察は、信託における受託者の注意義務や、会社法における取締役の忠実義務を考察する際にも参考になる。

以 上