

# 信託と金融機能分化<sup>\*)</sup>

—— 制度的・理論的考察（下） ——

西 山 茂

## 要 旨

本稿は科学研究費補助金による研究課題「信託制度の形成・発展と金融システムにおけるその機能」の成果を適用して、信託における金融機能分化について制度的かつ理論的に考察する。具体的には、信託機関が他の金融仲介機関から信託財産を受託することによってその金融仲介機能の一部を代位するもっとも単純で基本的な金融機能分化に重点を置き、信託において金融仲介機能がどのように分化するかを捉え、さらに信託機関が金融機能分化にどのように関与し、また自らにシフトされた金融仲介機能をどのように代位して遂行するかを明らかにする。

## キーワード

信託、信託機関、受動信託、金融機能分化、金融仲介機関、金融仲介機能。

---

\*) 本稿は以下の科学研究費補助金による成果の一部である。

研究課題「信託制度の形成・発展と金融システムにおけるその機能」、研究種目：基盤研究(C)、課題番号：19530297。

なお「信託と金融機能分化——制度的・理論的考察（上）」は『経営経済論集』第18巻第2号（2012年1月）、「信託と金融機能分化——制度的・理論的考察（中）」は『経営経済論集』第18巻第3号（2012年3月）にそれぞれ掲載されている。

## IV 若干のモデル分析

信託機関が関与する金融機能分化について、まず第Ⅱ節では「制度」の問題としてこれを考察した。ここでは信託が金融機能分化の「制度」的な枠組みとして妥当することを把握し、さらにこうした「制度」的な枠組みとその妥当性が信託それ自体に内在する「転換機能」に基づいていることを示した。これによって同時に信託という「法律関係」のなかで金融仲介機能がどのように分化するかを明らかにすることができた。こうした解明を前提として、第Ⅲ節では信託機関が金融仲介機関としてどのように金融機能分化に関与し、また自らにシフトされた金融仲介機能をどのように遂行するかを考察している。受動信託とその意義を適用することにより、金融機能分化に対する信託機関の関与を意思決定の帰属に即して捉え、信託機関が自己の意思決定によって行う資金の再移転と委託者である金融仲介機関の意思決定に基づいて行う資金の再移転とへの同時的関与を機能とすること、後者において委託者である金融仲介機関が実質的に遂行する間接金融——金融機能分化が実質的に発生していない間接金融——を金融機能分化の形態のもとに形成すること、さらに信託機関は間接金融における金融機能分化の実質的な有無を規定する機能を有すること、を明らかにした。

本節では以上の解明を承けて、信託機関が関与する金融機能分化を簡潔なモデルによって定式化し、分析することとしたい。この金融機能分化が理論的にどのように捉えられるかその基礎的な一端を示すことが主眼である。具体的には信託の「転換機能」を資産特殊性（asset specificity）によって把握することにより、Riordan and Williamson（1985）に基づいて金融機能分化に取引費用の概念を適用することとする<sup>19)</sup>。

### 1. 金融機能分化における取引費用

茲にまず第Ⅱ節と第Ⅲ節の考察を顧みるならば、金融機能分化に対する信託機関の関与を捉える際に、信託が有する「転換機能」の制度的・理論的意義の

把握が不可欠であった。具体的に信託という「法律関係」はそれ自体に内在する「転換機能」に基づいて金融機能分化の「制度」的な枠組みとして妥当する。さらに金融機能分化に対する信託機関の関与は委託者である金融仲介機能が本来自ら再移転すべき資金を信託財産として委託することによって形成される一方、この委託は「転換機能」とその効果を追求して行われていた。ゆえに第Ⅱ節と第Ⅲ節との考察を重ねることによって、「転換機能」は金融機能分化への信託機関の関与が有する「制度」的なあり方であると捉えることができた。

他方、金融機能分化が形成される根拠は一般に取引費用の削減に求めることができよう。取引費用の削減を根拠として金融仲介機能の成立を捉えることは理論的に確立しており、金融機能分化の把握に対して取引費用の概念を適用することもその一展開として成立し得る。このような取引費用の削減という根拠は信託機関が関与する金融機能分化にも妥当するであろう。「転換機能」とその効果を追求して進められる金融仲介機関と信託機関との間の金融機能分化によって間接金融がより効率的に実現されるのであれば、端的にはこうした金融機能分化において取引費用の削減という効果がなければ、信託機関が関与する金融機能分化に合理的な根拠は失われる。さらに自己の意思決定に基づいて行う資金の再移転と委託者である金融仲介機関の意思決定に基づいて行う資金の再移転とへの同時的関与、金融機能分化が実質的に発生しない間接金融の形成、間接金融における金融機能分化の実質的な有無の規定といった、信託行為による能動信託または受動信託の決定を通じて進められる諸機能においても同様であろう。

信託機関が関与する金融機能分化の解明を前提とすれば、信託の「転換機能」を資産特殊性によって捉えることにより、この金融機能分化に取引費用の概念を適用することが可能となろう<sup>20)21)</sup>。資産特殊性とは「生産的な価値を損失する場合を除き、代替的な用途に対して、または代替的な使用者によって再配置 (redeployed) され得ない特殊化された投資」(Williamson 1996, 377)をいい、また「資産が代替的な使用者によって代替的な用途に生産的な価値を損失

することなく再配置され得ない度合い」を意味する（Williamson 1996, 59）<sup>22)</sup>。具体的に、金融機能分化が「転換機能」とその効果を追求して行われる場合、金融仲介機関は間接金融を進めるために信託という「法律関係」を必要とする。「転換機能」は一般に信託の「共通の機能」であるとともに「独自の機能」であり、その具体的な諸機能は「民法上の財産管理制度では実現不可能な機能」（四宮 1989, 14-15; 新井 2008, 82, 85）にほかならないからである。「転換機能」がこのように独自性を有し、とりわけこの機能が他の「財産管理制度」では実現できない機能として妥当するとすれば、ここに「転換機能」の特殊性を見出すことができる。他方、「転換機能」が金融仲介機関によって追求される際、機能の内容によってはそれぞれの機能を遂行する固有な信託の形態が必要とされ、それに対応した信託行為が定められなければならない。例えば第Ⅱ節で言及した新井（2008, 96）による「転換機能」の一類型である「財産の集団的管理機能」に典型的に観察できる。「財産の集団的管理機能」は「複数委託者の信託財産に対する一括的な管理・運用という機能」であり、とりわけ「集団信託」の形態においてみられる機能であった。これは「個々の委託者から信託された特定の信託財産を個別的に管理する通常の形態」である「個別信託」とは異なる信託の形態である。対応する信託の形態と信託行為が個別的に必要なとなる「転換機能」がこのように存在するならば、「転換機能」を構成するさまざまな機能についてそれぞれに対応した特殊性が存在し、この特殊性は機能の内容に基づいた格差を有すると考えられる<sup>23)</sup>。

信託機関が関与する金融機能分化をこのような「転換機能」の特殊性に即して捉え直してみよう。信託という「法律関係」を形成して「転換機能」とその効果を追求するために、当該の金融仲介機関は本来自らが仲介して再移転すべき資金を信託財産として信託機関に委託する。特殊性の点からみるとこうした委託は外部の信託機関に対して一つの市場取引として行われる外部化された「転換機能」の調達（procurement）である。こうした外部化が完全である場合、資金の再移転は金融仲介機関から分離され、これは信託機関の固有な意思

決定によって進められる。すなわちこの場合の金融仲介機関から信託機関への資金の委託は能動信託によって行われ、信託機関はそれ自体の意思決定に基づく信託財産の処分権を行使することとなる。他方で同時に金融仲介機関は特殊性のある「転換機能」を内部化することも可能である。その際、追求される「転換機能」が四宮(1989, 16-17)の挙げる「財産権者の財産管理力・経済的信用力・自然人性等」の「転換」の一部に観察できるような抽象性または一般性の強い内容であれば、金融仲介機関は必ずしも信託によらず、「転換機能」に相当する効果が得られる代替的な機能を内部化すれば十分であろう。ここでは代替的な機能の遂行に必要な資産が金融仲介機関の内部に保有されることとなる。しかし新井(2008, 82)が「民法上の財産管理制度では実現不可能な機能」として指摘する具体的な諸機能を金融仲介機関が追求する場合には「転換機能」を完全に内部化することが要請されよう。このような内部化が行われるとすれば、信託が内部に制度化されて形成されなければならず、その際には信託部を金融仲介機関の一組織として内部に保有するか、金融仲介機関に信託子会社を設立する方法が用いられるであろう。さらに信託においては両者の中間的な位置を占める部分的な外部化が独自に存在する。これこそ信託機関に対する資金の委託が受動信託によって行われる場合にほかならない。この場合、金融仲介機関は外部の信託機関が遂行する「転換機能」を調達することとなる。だが第Ⅲ節でみたようにここで信託財産の管理と処分は受託者たる信託機関の意思決定によらず、委託者(単純化のため同時に受益者とする)である金融仲介機関により、またはその指図に基づいて行われる。すなわち意思決定は金融仲介機関に属するのである。金融仲介機関においては信託の「転換機能」は外部化した状態にあるが、「転換機能」のもとでの資金の再移転(とその際における「転換機能」の効果の追求)に関する意思決定は内部化している。ゆえに金融仲介機関はこの意思決定に際して必要となる資産を内部に保有していなければならない。

以上の三者のいずれが選択されるかは、信託の「転換機能」が有する特殊性

とそれによって発生する取引費用に規定される。「転換機能」の特殊性による取引費用は金融仲介機関が外部の信託機関に委託を行うその外部化の場合にまず発生する。具体的には信託機関が事後的に執り得る機会主義的な行動に対応するための対外的ガバナンス費用である。機会主義（opportunism）とは「誤解、欺瞞、惑乱、その他の混乱を惹起する計算された努力を含めて、悪計（guile）を伴う利己心の追求」（Williamson 1996, 378）であった。実際、信託機関の機会主義的行動は委託者または受益者との間の利益相反問題を引き起こすことから従前にも関心が寄せられており、Herman（1980）などの詳細な研究が生み出されている。他方、内部化が行われる場合においても取引費用の発生を免れることはない。この場合には「転換機能」または代替的な機能に関連する資産の保有、とりわけ完全な内部化に伴う金融仲介機関における信託部の組織化または信託子会社の保有によって、管理費用と間接的費用が不可避免的に発生する。これらは金融仲介機関の内部にガバナンス費用をもたらす。信託機関による機会主義的な行動に対応するための対外的ガバナンス費用は、内部化によって発生するガバナンス費用との相対的な関係を通じて、金融仲介機関による資金の委託とそのあり方、さらには金融機能分化とそのあり方を規定するといえるであろう。

以下ではこうした把握をRiordan and Williamson（1985）が示した資産特殊性の理論的解明に基づいて定式化し、信託機関が関与する金融機能分化の分析を行う。

## 2. モデル分析

いま市場型間接金融に従事する投資ファンド（investment fund）と信託機関が存在する。この投資ファンドは多数の投資家から資金の移転を受け、これを市場性の金融資産に運用し、利益を投資家に還元するとする。この投資ファンドは貯蓄超過主体から資金の移転を受け、本源的証券を取得することによって投資超過主体に資金を再移転しており、金融仲介機能を果たす金融仲介機関である<sup>24)</sup>。

このファンドが投資家から移転を受けた資金について信託の「転換機能」の対象とすることが要請されるとする。この「転換機能」は特殊性  $s \in [0, +\infty)$  を有するとする<sup>25)</sup>。このファンドが「転換機能」を追求して本来自ら仲介して再移転すべき資金を信託財産化する場合と「転換機能」または代替的な機能を内部化する場合のいずれについてもこの機能の内容に基づく特殊性  $s$  を有する取引として把握できる。

さて投資ファンドが「転換機能」を追求して資金を信託財産化する際には能動信託  $A$  による委託と受動信託  $P$  による委託があり得る。能動信託による委託は意思決定の帰属を含む完全な外部化であり、受動信託によるそれは信託財産の管理と処分の意思決定の帰属を金融仲介機関にシフトする部分的な外部化である。なおいずれにおいても信託機関は信託報酬  $F_t$  ( $t \in \{A, P\}$ ) を取得するが、投資ファンドにとってこれは費用となる。ただし意思決定の帰属を欠く信託の内容に基づき  $F_A > F_P$  を仮定する。

さらに投資ファンドには「転換機能」の特殊性に基づき、外部の信託機関に委託した場合に  $G(s)$ 、内部化した場合に  $I(s)$  のガバナンス費用がそれぞれ発生する ( $G'(s) > 0$ ,  $I'(s) > 0$ )。後者に先に言及すると、内部化の場合には「転換機能」またはその代替的な機能に関連する資産が投資ファンドの内部に保有されるため、ガバナンス費用  $I(s)$  をこのファンドが負担する。他方、前者については能動信託と受動信託の区別が必要である。信託機関への委託を能動信託によって行う場合、投資ファンドはこの費用  $G(s)$  をすべて負担することとなる。だが受動信託による場合に外部化は部分的であり、ファンドにおいて信託の「転換機能」は外部化する一方、「転換機能」のもとでの資金の再移転(と「転換機能」の効果の追求)に関する意思決定は内部化している。ゆえにこの意思決定に必要な資産をファンドは内部に保有しなければならない。「転換機能」または代替的な機能に関連する資産のうち、意思決定に必要な資産が  $\alpha$  ( $0 < \alpha < 1$ ) を占めるとすれば、受動信託による部分的な外部化においてはこの  $\alpha$  に相当する資産部分が内部化されることとなる<sup>26)</sup>。こうした資産の

内部化比率 $\alpha$ はガバナンス費用の負担にも必然的に影響を与えると考えられるので、受動信託による部分的な外部化ではこの比率が同時にガバナンス費用の負担割合としてもそのまま妥当とする。またここでは金融機能分化に対する信託機関の関与に取引費用の概念を適用することが主眼であるから、この投資ファンドはその内部組織としての信託部をも含めて信託機関との間に金融仲介機能の能力的な面で格差がないと仮定する<sup>27)</sup>。よって金融仲介機能の直接的な費用における格差は捨象できる<sup>28)</sup>。

以上の条件のもとで、当該の金融仲介機能において追求される「転換機能」が特殊性 $s = s^*$ を有するとする。するとこの投資ファンドが外部の信託機関に資金を委託した場合 $G(s^*)$ 、「転換機能」または代替的な機能を内部化した場合 $I(s^*)$ のガバナンス費用がそれぞれ発生する。いま同一の函数において比較可能にするために特殊性 $s^G = G^{-1}(I(s^*))$ を適用する。

「転換機能」または代替的な機能の内部化を行う場合、投資ファンドはガバナンス費用 $G(s^G)$ を負担する。だがその際このファンドが信託報酬を費用として負担することはない。これを基準にして信託機関との金融機能分化を捉えることができる。投資ファンドと信託機関との間に金融仲介機能の能力的な面での格差はないと仮定しているため、金融機能分化の有無による投資ファンドの利益の格差はそこのガバナンス費用に規定されるからである。

投資ファンドが本来自ら仲介して再移転すべき資金を外部の信託機関に委託する場合、受託者である信託機関が「転換機能」を遂行することとなる。ここでは対外的なガバナンス費用 $G(s^*)$ と信託報酬 $F_t$  ( $t \in \{A, P\}$ )が発生する。

この委託が能動信託によって行われるためには、その際の対外的ガバナンス費用 $G(s^*)$ と信託報酬 $F_A$ の合計が「転換機能」または代替的な機能を内部化する場合のガバナンス費用 $G(s^G)$ を下回っていなければならない。すなわち

$$F_A + G(s^*) < G(s^G).$$

ゆえに

$$F_A < G(s^G) - G(s^*) \tag{1}$$

が成立しなければならない。

他方、受動信託による委託においては「転換機能」のもとでの資金の再移転に関する意思決定は内部化される。投資ファンドはそのために必要な資産を内部化比率 $\alpha$ によって保有しなければならない。仮定によりこの内部化比率はガバナンス費用 $G(s^*)$ と $G(s^G)$ の負担割合にも妥当する。このように負担を調整されたガバナンス費用と信託報酬 $F_p$ との合計が内部化のガバナンス費用 $G(s^G)$ と比較されることとなる。よって

$$F_p + (1-\alpha)G(s^*) + \alpha G(s^G) < G(s^G)$$

より、

$$F_p < (1-\alpha)[G(s^G) - G(s^*)].$$

ゆえに

$$\frac{F_p}{1-\alpha} < G(s^G) - G(s^*) \quad (2)$$

が得られる。

ガバナンス費用を捉えた(1)と(2)により、この投資ファンドと信託機関との間で形成される金融機能分化について以下のようにまとめることができる。まず(1)と(2)の一方が成立する場合、次の二つの結果のいずれかとなる。

(Result 1) 「転換機能」またはその代替的機能を内部化した場合のガバナンス費用が外部の信託機関に資金を委託した場合の対外的ガバナンス費用を上回り、その差額が能動信託における信託報酬より大きければ、能動信託に基づく金融機能分化が行われる ((1)が成立するケース)。これは金融仲介機関と信託機関とが間接金融における資金の移転と再移転をそれぞれの意思決定によって相互に独立して遂行する本来の金融機能分化である。

(Result 2) 「転換機能」またはその代替的機能を内部化した場合のガバナンス費用が外部の信託機関に資金を委託した場合の対外的ガバナンス費用を上回

り、その差額が資産の内部化比率によって調整された受動信託の信託報酬より大きければ、受動信託に基づく金融機能分化が行われる（(2)が成立するケース）。これは金融機能分化が実質的に発生しない間接金融である。すなわち金融機能分化は外的な形態に過ぎず、金融仲介機関が間接金融を実質的に遂行する。

さらに(1)と(2)の双方が成立する場合といずれも成立しない場合があり得る。前者においては  $F_A$  と  $\frac{F_p}{1-\alpha}$  が比較され、その大小関係によって能動信託または受動信託のいずれかが選択される。信託の内容に基づき  $F_A > F_p$  が仮定されているが、信託報酬そのものが直接比較されるわけではないため、信託行為がこの仮定のみによって規定されることはない。また後者においては「転換機能」（または代替的な機能）は投資ファンドに内部化される。よって

（*Result 3*）「転換機能」またはその代替的機能を内部化した場合のガバナンス費用が外部の信託機関に資金を委託した場合の対外的ガバナンス費用を上回り、その差額が能動信託の信託報酬と資産の内部化比率によって調整された受動信託の信託報酬の双方より大きければ、両者の信託報酬が比較され、その大小関係によって能動信託または受動信託のいずれかが選択される。前者が小さければ能動信託が選択されて本来の金融機能分化が行われ、後者が小さければ受動信託が選択されてこの間接金融に金融機能分化は実質的に発生しない（(1)と(2)の双方が成立するケース）。

（*Result 4*）「転換機能」またはその代替的機能を内部化した場合のガバナンス費用が外部の信託機関に資金を委託した場合の対外的ガバナンス費用を下回る場合、または上回っていてもその差額が能動信託の信託報酬と資産の内部化比率によって調整された受動信託の信託報酬のいずれよりも小さい場合、信託機関が関与する金融機能分化は行われぬ（(1)と(2)のいずれも不成立のケース）。

また(1)と(2)によって金融機能分化に対するガバナンス費用と「転換機能」の特殊性の影響を捉えることができる。

まず平均値の定理により、 $s^i \in (s^*, s^G)$  について

$$G(s^G) - G(s^*) = G'(s^i)(s^G - s^*) \quad (3)$$

である。 $G'(s) > 0$  より  $s^* < s^G$  であれば  $G(s^G) - G(s^*) > 0$  である。ゆえに  $s^* < s^G$  であるとき、対外的なガバナンス費用  $G(s)$  が逡増的であれば、投資ファンドが金融機能分化において追求する「転換機能」の特殊性が高い場合に対外的なガバナンス費用と内部化のガバナンス費用との格差は拡大する傾向を強め、この投資ファンドによる外部の信託機関への資金の委託が行われやすくなる（逆に逡減的であれば特殊性が低い場合にこれが行われやすくなる）。このことから

(Result 5) 他の条件が同一であるとき、外部の信託機関に資金を委託した場合の対外的ガバナンス費用が「転換機能」の特殊性に関して逡増的（逡減的）に推移すれば、金融機能分化において追求される「転換機能」の特殊性が高い（低い）場合に金融機能分化が行われる可能性が高まる。

さらに「転換機能」の特殊性は信託財産化に際しての能動信託または受動信託の選択に資産の内部化比率を通じて作用する。より具体的には資産の内部化比率によって調整された受動信託の信託報酬の水準を規定することによる。投資ファンドがとりわけ「民法上の財産管理制度では実現不可能な機能」（新井2008, 85）としての「転換機能」を追求する場合、この「転換機能」は高い特殊性を有し、信託という「法律関係」以外では実現することができない。とすればこの「転換機能」に必要となる資産は特殊性の低いそれと比較して増大するため、意思決定に関連する資産がそのなかに占める割合は相対的に小さくなる<sup>29)</sup>。すなわち「転換機能」の特殊性が高い場合に資産の内部化比率  $\alpha$  は低下すると考えられる。以上から、金融機能分化において追求される「転換機能」

の特殊性が高い場合、(2)における  $\frac{F_p}{1-\alpha}$  は  $F_p$  に近接する。 $F_A > F_p$  の仮定、*Result 2* および *Result 3* をこれと総合すると、投資ファンドと外部の信託機関との間で金融機能分化が行われる場合、そこで追求される「転換機能」の特殊性が高いほど受動信託が有利となり、この選択が促進され得る。ゆえに、

(*Result 6*) 金融機能分化が行われる場合、追求される「転換機能」の特殊性が高いほど受動信託が選択され、金融機能分化が実質的に発生しない間接金融が形成される可能性が高まる。

### 3. 小括

小括しよう。本節では信託機関が関与する金融機能分化をモデルにより定式化し、若干の分析を行った。ここでは信託の「転換機能」が有する特殊性に着目することにより、金融機能分化に取引費用の概念を適用することができた。これにより金融機能分化の基礎的な理論の一端が示されたと思われる。具体的には、外部の信託機関に資金を委託する「転換機能」の外部化、「転換機能」またはその代替的機能の内部化、それぞれにおいて発生するガバナンス費用とその格差、ガバナンス費用の格差と信託報酬との相対的な関係などが、金融機能分化とそこでの信託機関の諸機能を捉えるうえで決定的な意義を有することを把握している。とりわけ受動信託を「転換機能」の部分的な外部化として適切に位置づけることができた。以上の分析の結果は *Result 1* から *Result 6* にまとめられている。

最後にこれらの結果に基づいて、金融機能分化における信託機関の諸機能を前提に信託報酬の意義について若干言及しておこう。ガバナンス費用の格差と信託報酬の相対的な関係に規定されて金融仲介機関が本来自ら仲介すべき資金の信託財産化が進められる。ゆえに信託機関がその信託報酬を裁量的に決定できるならば、自己の意思決定によって行う資金の再移転と委託者である金融仲介機関の意思決定に基づいて行う資金の再移転とへの同時的関与、金融機能分

化のもとで金融仲介機関が実質的に遂行する間接金融の形成、間接金融における金融機能分化の実質的な有無の規定といった諸機能は、信託報酬とその調整を通じて遂行されることとなる。この意味で信託報酬は優れて戦略的な意義を有する変数である。

## 結語に代えて

以上、信託機関が他の金融仲介機関から信託財産を受託することによってその金融仲介機能の一部を代位するもっとも単純で基本的な金融機能分化に重点を置き、信託における金融機能分化について制度的かつ理論的に考察してきた。その際、そもそも信託において金融仲介機能がどのように分化するか、また信託機関がこれに対してどのように関与し、自らにシフトされた金融仲介機能の一部をどのように遂行するか、といった基礎的な論点の解明を主眼としていた。とりわけ科学研究費補助金による研究課題「信託制度の形成・発展と金融システムにおけるその機能」において得られた信託機関の固有な金融仲介機能、信託機関の金融仲介機能と信託制度との関連、また金融制度としての信託制度の機能に関する成果を適用することも併せて意図されていた。

これまでの考察によって、まず信託がそれ自体に内在する「転換機能」に基づいて金融機能分化を可能にする「制度」的な枠組みとして妥当していることを捉え、また信託機関は自己の意思決定によって行う資金の再移転と委託者である金融仲介機関の意思決定に基づいて行う資金の再移転とへの同時的関与を機能として有すること、後者において委託者である金融仲介機関が実質的に遂行する間接金融——金融機能分化が実質的に発生していない間接金融——を金融機能分化の形態のもとに形成すること、さらに信託機関は間接金融における金融機能分化の実質的な有無を規定する機能を有すること、を明らかにした。これらの考察を重ね合わせることにより、「転換機能」とは金融機能分化に対する信託機関の関与の「制度」的なあり方であることも併せて把握できた。

さらに信託機関が関与する金融機能分化についてのモデル分析を行うことにより、取引費用の概念を適用して、「転換機能」の外部化と内部化、ガバナンス費用とその格差、それらと信託報酬との相対的な関係などが有する意義を捉え、この金融機能分化の基礎的な理論の一端を明らかにした。

以上の成果は金融システムにおける信託と信託制度の機能に関するさらなる理論的解明に展開できよう。金融仲介機関を委託者として信託機関が信託財産を受託する信託は金融機能分化以外にも存在する。その分析に一つの基礎を提供できるであろう。本稿の成果を適用したさらなる解明は今後の課題としたい。

(完)

(注)

- 19) Williamson (1996, Chapter 3) にも同じ内容が展開されている。
- 20) いうまでもないことだが、「転換機能」を何らかの資産であるとしているわけではない。ここでは金融仲介機能とその遂行における特殊性を問題にしている。
- 21) さらに方法的にみると、信託機関とこれに金融仲介機能の一部をシフトする金融仲介機関との間に情報の非対称性を単純に想定することはできない。また金融仲介機能の格差を仮定することも同様に困難である。よってこれらを前提とする取引費用の適用は適切といえない。
- 22) Riordan and Williamson (1985, 367) においても再配置可能 (redeployable) と非特異的 (non-specific) とが同義で用いられており、これらの定義では再配置の可能性が強調されるが、当該の資産が特定の使用者によって特定の用途に使用される場合にのみ正の限界生産力を有するということが本質的である。
- 23) 他の例として、「倒産隔離機能」は信託に「制度上具備されている」機能 (新井 2008, 103) であるから、その特殊性はむしろ低いといえる。言い換えれば、どのような信託の形態であっても実現できる機能である。
- 24) ここでは抽象的な金融仲介機関としてのファンドを想定する。こうしたファンドは機関投資家としての諸機能を必然的に有するであろうが、具体的な形態は捨象する。当然ながら、証券投資ファンドにみられるような信託型または会社型といった法的な形態も不問である。
- 25) 特殊性が高まるに連れて  $s$  は増加する。特殊性が全くない場合は  $s = 0$  だが、これは追求される「転換機能」が完全に一般的または抽象的である場合である。実際、新井 (2008, 85) が示す「民法上の財産管理制度では実現不可能」な具体的な機能について特殊性が存在しないことはあり得ない。また信託は「どのような目的のためにも設定

されることが可能であり、「事例は無数にありうる」(四宮 1989, 15)。とすれば同じ信託とその「転換機能」が適用されたとしても、「事例」とその条件によって特殊性は変化し、その範囲を確定することは困難である。 $s \in [0, +\infty)$ の仮定はこれに基づいている。

- 26)  $\alpha = 1$ は「転換機能」またはその代替的な機能に関連する資産をすべて内部化する場合である。「転換機能」が「民法上の財産管理制度では実現不可能な機能」である際のその完全な内部化に相当する。 $\alpha = 0$ は内部化が全く行われない能動信託による委託であるといえる。
- 27) 投資ファンドが内部に信託部を保有する場合における能動信託と受動信託の区別に言及していないが、問題は内部化とそれによって発生するガバナンス費用にあるので、ここに立ち入る必要はない。
- 28) Riordan and Williamson (1985, 369) および Williamson (1996, 67-69) における「生産費用」に対応する。
- 29) このように特殊性の高い「転換機能」を内部化する場合を考えれば明確であろう。この場合は制度的にも信託部を保有する完全な内部化が必要となる。

## References

- 新井誠. 2008. 『信託法』第3版, 有斐閣.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. 2011. *Flow of Funds Accounts of the United States: Annual Flows and Outstandings, 2005-2010*. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation). 2005. *2005 FDIC Trust Report*. Washington, D.C.: Federal Deposit Insurance Corporation. Referred to at <http://www.fdic.gov/bank/individual/trust/report2005.html>.
- Haight, G. Timothy, Stephen Otis Morrell and Glenn E. Ross. 2007. *How to Select Investment Managers and Evaluate Performance: A Guide for Pension Funds, Endowments, Foundations, and Trusts*. Hoboken, New Jersey: John Wiley and Sons.
- Herman, Edward S. 1980. "Commercial Bank Trust Departments." In *Abuse on Wall Street: Conflicts of Interest in the Securities Markets*. Westport: Quorum Books.
- 法務省民事局参事官室. 2005. 「信託法改正要綱試案補足説明」法務省民事局参事官室. Referred to at <http://www.moj.go.jp/content/000011802.pdf>.
- 金融法委員会. 2001. 「信託法に関する中間論点整理」金融法委員会. Referred to at <http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication08-j.pdf>.
- Langbein, John H. 1997. "The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce." *Yale Law Journal* 107, 165-189.

- 西山茂. 2011. 「金融的信託観の確立のために」『経営経済論集』第17巻第3号, 129-144.
- 能見善久. 2004. 『現代信託法』有斐閣.
- North, Douglass C. 1990. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Princeton: Princeton University Press.
- Riordan, Michael H. and Oliver E. Williamson. 1985. “Asset Specificity and Economic Organization.” *International Journal of Industrial Organization* 3, 365-378.
- 四宮和夫. 1989. 『信託法』新版, 有斐閣.
- 海原文雄. 1998. 『英米信託法概論』有信堂高文社.
- Williamson, Oliver E. 1996. *The Mechanisms of Governance*. New York and Oxford: Oxford University Press.

## ABSTRACT

Financial Trust Institutions and Financial Unbundling: An Institutional and Analytical Perspective

Shigeru Nishiyama

(Department of Business Administration, Kyushu International University)

Financial unbundling is known as a restructuring process of financial intermediation, which involves the splitting off of the intermediation function of financial intermediaries. It is also well known and widely recognized that trusts can be effectively applied to arrange the scheme of financial unbundling, significantly increasing their importance. This paper provides an institutional and analytical study on financial unbundling led by trust institutions, as an application of the concepts and methods developed in my research project “The Formation and Development of Trust Institutions and Their Function in the Financial System” funded by JSPS Grant-in-Aid for Scientific Research (C). Specifically, the paper examines the legal characteristics of trusts with the intention of grasping their function as providing an institutional framework for financial unbundling, and analyzes the economic effect they have on financial unbundling from the perspective of their distinctive function of financial intermediation. While the paper focuses on simple unbundling between a financial intermediary and a trust institution, generated by the settlement of loanable funds as trust property transferred to the institution as an institutional trustee, the emphasis is placed on the role and significance of active and passive trusts in financial unbundling, clarifying that they essentially determine the existence and execution of financial unbundling based on the location and shift of decision-making power between trust parties. Furthermore, special attention is paid to the modeling of the two categories of trusts, by means of introducing the concept of asset specificity.

**Keywords:** Trusts; Institutional trustees; Passive trusts; Financial unbundling; Financial intermediaries; Financial intermediation function.

