

# 信託における実績配当主義と金融仲介<sup>\*)</sup>

—— 問題の所在と論点整理 ——

西 山 茂

## 要 旨

本稿は科学研究費補助金による筆者の研究課題「実績配当主義の基礎研究：信託におけるリスクの配分と負担」の端緒として、実績配当主義の考察に理論的な基礎を与え、金融機関論・金融制度論としてのその理論構築のための問題の所在を捉える。具体的には信託それ自体に内在して実績配当主義の概観を行い、信託法または信託制度における実績配当主義の意義を明らかにする。さらにこの実績配当主義のもとで信託機関の固有な金融仲介機能がどのような意義を新たに有するかを捉えるとともに、その理解を深めるために解明すべき論点を提示する。

## キーワード

実績配当主義、信託機関、金融仲介機関、金融仲介機能、リスク負担機能、リスク管理。

---

\*) 本稿は筆者を研究代表者とする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「実績配当主義の基礎研究：信託におけるリスクの配分と負担」、研究種目：基盤研究(C)、課題番号：24530381。

## はじめに

信託機関 (institutional trustees) は、自らの意思決定に基づいて行う本来の間接金融と意思決定がそれ自体に帰属しない事実上の直接金融とへの同時的な関与、また両者の間の転換と調整をその固有な金融仲介機能とする金融仲介機関である。この理解を基礎に、筆者は信託と信託制度 (trust institutions) の理論的な考察に取り組み、信託機関の金融仲介機能の分析を深めるとともに、金融制度としての信託制度の機能について、受動信託の金融的意義、信託の制度的規定が有する金融仲介への作用、信託における所有権のあり方と信託機関の金融仲介機能に対するその影響、などを明らかにしている。

こうした考察のなかで見出されたのは、信託が有する原則の一つであり、信託法にも根拠が与えられ、かつ信託機関の金融仲介機能にも必然的に影響を与える実績配当主義の問題であった。追って言及されるように、実績配当主義とは他者のための財産管理である信託にとって本質的な受託者の物的有限責任の帰結として信託財産の運用損益がそのまま受益者に帰属するという原則である。単純化のために委託者と受益者が同一の自益信託を想定し、委託者を貯蓄超過主体とすると、実績配当主義により信託財産の運用損益がそのまま委託者（同時に受益者）に帰属するので、こうした損益は運用過程で発生した取引費用を含めて最終的には貯蓄超過主体にシフトされる。信託機関は金融仲介機関としての高度なリスク管理 (risk management) によって信託財産のリスクの削減を図る一方で、受託者としてはリスクを負担しない。すなわち本源적証券のリスクは、一定の削減こそなされるにしても、間接証券である信託証券にそのままシフトされることとなる。リスクのこうしたシフトが生じるとすれば、実績配当主義が信託制度に内在する原則である以上、信託による金融仲介にはリスクの配分と負担に関する独自の論点が存在するのではないかと考えられる。これは同時に信託機関の金融仲介機能——特にリスク負担機能——に直接に関連する論点でもあろう。このような論点の解明は、信託の金融仲介機能を理解するう

えでも、金融制度としての信託制度の機能を理論的に把握するうえでも、不可欠の課題であろう。こうした関心から、筆者は自身によるこれまでの信託研究の成果を踏まえて、実績配当主義とそれとの信託の金融仲介機能について理論的に考察する研究課題「実績配当主義の基礎研究：信託におけるリスクの配分と負担」(科学研究費補助金、基盤研究(C)、課題番号：24530381)を構想した。

本稿はこの研究課題の端緒として実績配当主義の考察に理論的な基礎を与え、併せて金融機関論・金融制度論としてのその理論構築のための問題の所在を捉える。具体的には信託それ自体に内在して実績配当主義の概観を行い、信託法または信託制度における実績配当主義の意義を明らかにする。さらにこの実績配当主義のもとで信託機関の固有な金融仲介機能がどのような意義を新たに有するかを捉えるとともに、その理解を深めるために解明すべき論点を提示する。以下、第Ⅰ節で実績配当主義の概観を行い、第Ⅱ節において実績配当主義を捨象した信託機関の金融仲介機能についてまとめたうえで、第Ⅲ節で実績配当主義のもとでの信託機関の固有な金融仲介機能について問題の把握と論点の提示を行う<sup>1)</sup>。

## I 信託法および信託制度と実績配当主義

最初に本節で信託という法律関係(Rechtsverhältnis)に内在して実績配当主義について概観しておこう。これによって信託法または信託制度における実績配当主義の意義を併せて捉えることができる。

実績配当主義とは信託財産の「運用成果がそのまま受益者に帰属する」という原則であり、この原則は信託における受託者の物的有限責任の帰結である(新井 2008, 98)。具体的には受託者の物的有限責任を信託財産の運用損益とその帰属に即して定式化した実務的な原則であるといえる。いずれにせよこの原則は信託における受託者の物的有限責任と不可分に関連している。よって以下

ではこの受託者の物的有限責任についてまず明らかにし、これに基づいて実績配当主義とその意義を捉えることとする。

そもそも信託は「他者のための財産管理制度の一形態」である。ゆえに受託者は「法形式上は信託財産の名義人兼完全権者」であるとはいえ、その実質は「他者＝受益者のための財産管理人に過ぎない」。ゆえに信託財産から発生する「経済的な実質的利益ないし不利益」は「原則的にすべて受益者に帰属する」（新井 2008, 82, 312）。これは端的に受託者の物的有限責任といわれ、信託において本質的な原則の一つである<sup>2)</sup>。

こうした受託者の物的有限責任は信託法に明示的に規定されている。日本の信託法では、その第4章「受益者等」第2節「受益権等」第3款「受益債権」において、100条「受益債権に係る受託者の責任」として、「受益債権に係る債務については、受託者は、信託財産に属する財産のみをもってこれを履行する責任を負う」と定められている。同じ趣旨の規定は信託法21条「信託財産責任負担債務の範囲」にもみることができ、こちらでは「受益債権」が「信託財産責任負担債務」である（同1項1号）とされ、さらに「受託者」は「信託財産に属する財産のみをもってその履行の責任を負う」と規定される（同2項1号）。ここで「信託財産責任負担債務」とは2条9項によって「受託者が信託財産に属する財産をもって履行する責任を負う債務」と定義されている<sup>3)</sup>。なお受託者の物的有限責任に関する規定は旧信託法にすでに存在しており、その19条において「受託者カ信託行為ニ因リ受益者ニ対シテ負担スル債務ニ付テハ信託財産ノ限度ニ於テノミ其ノ履行ノ責ニ任ス」と規定されていた。信託法100条における受託者の物的有限責任はこの旧信託法19条の趣旨を踏襲していると捉えることができよう<sup>4)</sup>。

ところでこの信託法100条による受託者の物的有限責任が適用されるのは「受託者に義務違反が認められない場合に限られる」（新井 2008, 313）。また「受益債権に係る債務については」という文言の解釈上、100条の適用は「受託者と受益者との関係に限定」され、原則として受託者と第三者との関係には効

力が及ばない (新井 2008, 313)。さらに信託が「他者のための財産管理制度の一形態」であり、信託財産から発生する「経済的な実質的利益ないし不利益」は「原則的にすべて受益者に帰属する」ことから、こうした受託者の「物的有限責任」は受託者の「利益享受の制限」と表裏一体の関係で把握されなければならない (新井 2008, 312)。信託法 8 条「受託者は、受益者として信託の利益を享受する場合を除き、何人の名義をもってするかを問わず、信託の利益を享受することができない」との規定がそれである。旧信託法でも同様にその 9 条で「受託者ハ共同受益者ノ一人タル場合ヲ除クノ外何人ノ名義ヲ以テスルヲ問ハス信託ノ利益ヲ享受スルコトヲ得ス」と規定されている。

これまで受託者の物的有限責任について明らかにした。このような物的有限責任の帰結が「運用成果がそのまま受益者に帰属する」という信託における実績配当主義にほかならない。

四宮 (1989, 49 n2) の記述を参照しよう。「信託にあつては、受託者は信託財産の限度で履行の責に任ずれば足り」、「信託した元本に欠損を生じたり、予定した収益をあげることができなくても、受託者に過失のないかぎり、その結果はそのまま受益者に帰属するのが、建前である」とされる。この「建前」は、信託財産から発生する「経済的な実質的利益ないし不利益」が「原則的にすべて受益者に帰属する」という受託者の物的有限責任に基づいており、この意味で物的有限責任の帰結であることは明らかであろう。「受託者に過失のないかぎり」とあることから「受託者に義務違反が認められない場合」に限られることも同様である。受託者の物的有限責任を信託財産の運用損益とその帰属に即して定式化した実務的な原則が信託の実績配当主義であるといえよう。新井 (2008, 98, 312) はより端的に「運用成果がそのまま受益者に帰属する」「いわゆる実績配当主義が採用されている」としつつ、このように「信託が『実績配当』であるとされていることの根拠」が「受託者の受益者に対する物的有限責任を認め」た信託法100条 (旧信託法19条) にあるとしている。

実績配当主義が受託者の物的有限責任を信託財産の運用損益とその帰属に即

して定式化した原則であることを明確に把握するために、「信託業法」による規定をみておくこととしよう<sup>5)</sup>。信託業法24条1項4号では以下のように損失補填等の禁止を規定する。「信託会社」は「信託の引受けに関して」「委託者若しくは受益者又は第三者に対し、信託の受益権について損失を生じた場合にこれを補てんし、若しくはあらかじめ一定額の利益を得なかった場合にこれを補足することを約し、又は信託の受益権について損失を生じた場合にこれを補てんし、若しくはあらかじめ一定額の利益を得なかった場合にこれを補足する行為」を「してはならない」。損失補填等を禁止するこうした規定は信託の実績配当主義を「踏まえた規定」(新井 2008, 98)であるとともに、実績配当主義それ自体が信託財産の運用損益とその帰属に即した原則であることを明らかにしている内容となっている。

受託者の物的有限責任とその帰結としての実績配当主義は日本の信託法に即して以上のように捉えることができる。だがこのような受託者の物的有限責任と実績配当主義は信託に一般的に妥当する。その一端を捉えるために、Uniform Trust CodeとRestatement of Trustsによって、アメリカの信託法における受託者の物的有限責任と実績配当主義の規定を概観しよう。

アメリカの信託法における受託者の物的有限責任と実績配当主義の規定は、日本の信託法よりも一層明確に受益者に対する受託者の責任として定式化されている<sup>6)</sup>。まずUniform Trust Codeでは受託者の有限責任と実績配当主義が第10編「受託者の責任および受託者と取引する者の権利」に規定されている<sup>7)</sup>。具体的にはU. T. C. § 1003「信託違反なき場合における損害賠償」の次の二項である。「(a)信託違反なき場合でも、信託の管理から生じ、受託者によってもたらされたいかなる利益についても、受託者は影響の及ぶ受益者に対して〔その利益を帰属させる〕責任を負う。(b)信託違反なき場合、信託財産価値の損失もしくは減価について、または利益を生じなかったことについて、受託者は受益者に対して〔賠償を行う〕責任を負わない。」このうちa項は受託者の利益享受の制限、b項は受託者の物的有限責任をそれぞれ直接の内容としている一

方、後者においては「信託した元本に欠損を生じたり、予定した収益をあげることができなくても、受託者に過失のないかぎり、その結果はそのまま受益者に帰する」(四宮 1989, 49 n2) という実績配当主義の内容が不可分に含まれている。全く同じ趣旨の規定はRestatement of Trustsにも存在する。Restatement, Second, Trusts § 203「信託違反なき場合における利益についての責任」においては「利益が信託違反の結果として生じていなくても、信託の管理を通じて、または信託の管理から生じて受託者によってもたらされたいかなる利益についても、受託者は〔利益を帰属させる〕責任を負う」とされ、§ 204「信託違反なき場合における損失についての免責」では「信託違反の結果としてでない限り、信託財産価値の損失もしくは減価について、または利益の未発生について、受託者は受益者に対して〔賠償を行う〕責任を負わない」と規定されている。それぞれU. T. C. § 1003のa項とb項に対応することは明らかである。いずれにおいても、アメリカの信託法での受託者の物的有限責任とその帰結である実績配当主義の規定は、日本の信託法とほぼ同一の内容を有していることが把握できると同時に、これらが受益者に対する受託者の責任として定式化されていることから、受託者の信託違反の有無が条文に明示され、また受託者の物的有限責任が受託者の利益享受の制限と緊密に一体化されて提示されているといった特徴を看取できる。

以上、信託に内在して実績配当主義の概観を行い、信託法または信託制度における実績配当主義の意義を併せて捉えることができた。実績配当主義は信託財産の運用損益がそのまま受益者に帰属するという原則である。これは「他者のための財産管理制度の一形態」たる信託に本質的である受託者の物的有限責任の帰結であった。具体的には受託者の物的有限責任を信託財産の運用損益とその帰属に即して定式化した実務的な原則が信託の実績配当主義であるといえる。さらにこうした受託者の物的有限責任とその帰結としての実績配当主義は信託に一般的に妥当するのであり、その一端としてアメリカの信託法に日本のそれとほぼ同じ内容を有する規定を見出すことができる。

## II 実績配当主義を捨象した信託機関の金融仲介機能

第 I 節では信託に内在して実績配当主義を概観した。実績配当主義は信託財産の運用損益がそのまま受益者に帰属する原則であり、四宮（1989, 49 n2）によれば「信託にあっては、受託者は信託財産の限度で履行の責に任ずれば足り」、「信託した元本に欠損を生じたり、予定した収益をあげることができなくても、受託者に過失のないかぎり、その結果はそのまま受益者に帰する」という内容であった。本稿の主眼は実績配当主義の考察に理論的な基礎を与え、さらに金融機関論・金融制度論としてその理論構築を進めるための問題の所在を把握することにある。こうした問題把握のために、本節ではまず実績配当主義を捨象した信託機関の金融仲介機能についてまとめておくこととする。実績配当主義に関する第 I 節の概観と信託機関の固有な金融仲介機能について本節で得られた理解とに基づいて、実績配当主義のもとで信託機関の金融仲介機能がどのような意義を新たに有するかを捉える意図による。

信託による金融仲介を考察するとき、金融仲介機能の直接の担い手となるのは信託機関であり、信託という法律関係における機関受託者である。この意味で信託を通じた資金の移転と仲介は信託機関によって進められる。いま金融仲介を純粹に捉えるために委託者を貯蓄超過主体とし、また委託者が同時に受益者を兼ね、「委託者カ信託利益ノ全部ヲ享受スル」（旧信託法57条）自益信託を前提として、信託機関の金融仲介機能を把握する。繰り返すがここでは実績配当主義を捨象する。

まず委託者が受託者である信託機関に財産権（信託財産）を帰属させることにより、委託者から信託機関に信託財産が移転する。この移転によって信託機関が財産権の名義者となる。金融仲介としては、信託機関が発行する信託証書が非貨幣的な間接証券として機能し、委託者がこれを購入することによって貯蓄超過主体から金融仲介機関である信託機関に対して資金の移転が起こる。さらにこの信託財産は信託機関によって運用される。信託財産の運用は信託機関

による本源証券の購入にほかならないので、もって投資超過主体への資金の再移転が起こり、信託機関による金融仲介が完了することとなる。この信託財産の運用も信託法では信託機関の「管理行為の一種」である（四宮 1989, 219 n3）。

以上は信託における金融仲介の制度的な把握であった。これを理論的に分析するには金融仲介における意思決定とその所在を捉える必要がある。金融仲介における意思決定の所在は一般に次のように捉えることができよう。金融仲介機関は一方で間接証券を発行して貯蓄超過主体より資金を受け入れ、他方で投資超過主体の発行する本源証券を取得することによりこれに資金を供給する。この資金の受入と供給は金融仲介機関の固有な意思決定に基づいて決定され、また実際に遂行される。端的に金融仲介の意思決定は金融仲介機関に属するのである。

それでは信託の場合はどうか。金融仲介機関への意思決定の帰属というこの一般的な理解を信託機関に単純に適用することはできない。ここで受動信託（passive trusts）の概念がその意義と併せて顧みられなければならない。

まず受動信託の概念を把握しよう。受託者が信託財産を「積極的に管理・処分すべき」信託である能動信託（active trusts）に対して、受動信託とは「受託者に財産権の名義が移されるけれども、受託者が積極的に行うべき権利義務を有しない信託」である（四宮 1989, 9）。新井（2008, 126-129）によってさらに立ち入って示せば、受動信託は受託者の管理処分権の有無により「名義信託」と「狭義の受動信託」とに細分される。前者は「受益者が管理・処分をおこない、受託者はそれを容認する義務を負う信託」であり、後者は「受託者は受益者等の指図に従って行動するが、対外的には受託者が権利・義務を自ら行使する信託」である（新井 2008, 127）。

受動信託は日本の信託法だけでなく英米のそれにおいても見出すことができる。例えばRestatement, Second, Trusts § 185では「信託条項のもとで、ある者が一定の細目において受託者の行為を支配（control）する権限を有するならば、当該の権限の意図された行使が信託条項に違反しない限り、または権限を

行使する者が当該の権限の行使において従うべき信託義務（fiduciary duty）に当該の権限の行使が違反しない限り、受託者はかかる権限の行使に合致して行為する義務を負う」と規定されている。受託者に対する「ある者」の権限の行使、具体的には当該の信託における委託者または受益者の指図が厳格になされるこのような信託を指図信託（directory trusts）といい、これが受動信託（なかでも狭義の受動信託）に相当するといえる<sup>8)</sup>。

このような受動信託の概念を適用して、信託の金融仲介における意思決定の所在を捉え、信託機関による固有な金融仲介機能を把握する。金融仲介の意思決定は一般に金融仲介機関に属するが、この理解を信託機関に単純に適用することはできない旨を直上で指摘した。いま信託が能動信託として設定されていれば、金融仲介機関への意思決定の帰属が信託機関にもそのまま妥当し、一般的な金融仲介が進められるとあってよい。しかし受動信託である場合、信託機関自らによる金融仲介の意思決定とそれに基づく資金の移転は明らかに存在しない。「名義信託」と「狭義の受動信託」との細分に即して詳しくみよう。いま本稿では委託者が貯蓄超過主体であること、また委託者が同時に受益者である自益信託を前提しているので、受動信託が「名義信託」であれば貯蓄超過主体である委託者が運用を含む信託財産の管理と処分を自ら行い、受託者たる信託機関はそれを容認するにとどまることとなる。また「狭義の受動信託」であれば信託財産の管理と処分について貯蓄超過主体である委託者に指図権がある。ここで受託者である信託機関は管理処分権こそ有しているが、信託財産の管理と処分は委託者の指図に基づいて進められる。すなわち信託が受動信託である場合、「名義信託」と「狭義の受動信託」のいずれにおいても金融仲介機関である信託機関に意思決定が帰属することはない。意思決定の主体は貯蓄超過主体である委託者である。とすれば信託機関を通じて資金の移転が起きているとしても、受動信託ではこの資金の移転について信託機関による金融仲介が果たされているとはいえない。信託機関が何らかの本源証券を取得したとしても、それは機関受託者としてのその意思決定による取得ではなく、貯蓄超

過主体である委託者が当該の本源証券の取得を決定し、自ら取得を行って受託者である信託機関に対してそれを容認させたか、またはこれに指図して取得を行わせた結果であるからである。

このように捉えるならば、受託者が自己の意思決定によらずに、委託者（ここでは同時に受益者）により、またはその指図に基づき信託財産の管理と処分が行われる受動信託において、信託機関による金融仲介は外的な形態に過ぎない。すなわち形態的には信託を通じた資金の移転が起り、これは信託機関が金融仲介機能を担う間接金融として現れるが、受託した信託財産の運用は委託者またはその指図によって進められるため、ここでは貯蓄超過主体による意思決定に基づいた資金の移転が生じており、実質は直接金融に等しい。端的に信託機関は受動信託を通じて間接金融の形態で事実上の直接金融に経路を提供しているのである。以上のように信託機関は、能動信託により自らの意思決定に基づいて金融仲介を行う本来の間接金融に関与し、受動信託により意思決定の帰属しない事実上の直接金融に関与している。両者への関与は同時に並行して進められている。能動信託による本来の間接金融と受動信託による事実上の直接金融とへのかかる同時的関与は信託機関の固有な金融仲介機能であるといえることができる。

さらに信託機関の金融仲介機能を理解するうえで不可欠であるのは信託行為の意義である。信託行為とは「当事者間に信託という法律関係を成立させる」「法律行為」（新井 2008, 117）であり、日本の信託法では第1章「総則」の2条「定義」2項において定義され、3条「信託の方法」においてその方法が規定されている。

具体的に受動信託はこうした信託行為によって設定される。信託行為によって受託者に対する指図権を与えられた者の指図する行為は、受託者が行うことができ、また行わなければならない行為の一つをなす（四宮 1989, 212）。日本の信託法にこれについての明示的な規定はないが、例えば「投資信託及び投資法人に関する法律」2条1項によれば、「委託者指図型投資信託」は「委託者

の指図」に基づいて「信託財産」を「運用することを目的とする信託」である旨が定義として示されている<sup>9)</sup>。当然ながらこの「委託者指図型投資信託」は受動信託である。他方、Restatement of Trustsにはより具体的な規定が存在する。といっても英米の信託法には信託行為の概念がないため、Rest. 3rd, Trusts (Prudent Investor Rule) § 228では、信託基金 (funds of the trust) を投資するに際して、受託者は信託条項によって明示的または黙示的に付与された権限を有するとともに、「受託者による投資を指図または制限する信託条項に従う義務を受益者に対して負う」と定められている。Rest. 3rd, Trusts (Prudent Investor Rule) § 228, Comment on Clause (b) dはこの条文に注釈して、一般に受託者は信託条項によって明示的または黙示的に授權された財産に対し、信託条項によって明示的または黙示的に授權された方法により投資をなし得ると論じており、Restatement, Second, Trusts § 185とともに指図権を規定する条文であることを見出せる。

金融仲介における信託行為は一般に信託契約であり、この信託行為によって能動信託または受動信託のいずれであるかが決定され、また指図権の設定が行われるのであるから、受動信託は信託契約の過程で貯蓄超過主体である委託者と信託機関との交渉を通じて選択された結果である。この交渉において例えば信託報酬の水準によって信託財産の期待収益を増減させ得るとすれば、信託機関はこれによって能動信託または受動信託の選択に規定的な作用を及ぼすことができる。ゆえに信託機関は間接金融と事実上の直接金融とへの同時的関与とともに、信託行為を通じて両者の間の転換と調整を進めている。本来の間接金融と事実上の直接金融との間のこうした転換と調整も信託機関の固有な金融仲介機能の一部であり、信託機関の金融仲介機能はこれらの機能の全体として構成されているといえる。

信託における金融仲介はおおよそ以上のように捉えることができる。だが以上は信託の実績配当主義を捨象した把握であった。信託機関の金融仲介機能は実績配当主義を明示的に取り入れたときどのような意義を新たに有し、そこにど

のような論点が存在するか。これを次節で考察し、実績配当主義に関する理論構築のための問題の所在を把握する。

### Ⅲ 信託における実績配当主義と金融仲介

これまで第Ⅰ節では信託という法律関係に内在して実績配当主義を概観し、信託財産の運用損益がそのまま受益者に帰属する原則であることを示した。第Ⅱ節では実績配当主義を捨象したうえで信託機関の金融仲介機能を把握し、信託機関は本来の間接金融と事実上の直接金融とへの同時的関与とともに両者の転換・調整をその固有な金融仲介機能とすることが明らかにされている。以上の考察を重ねることにより、実績配当主義のもとでの信託機関の固有な金融仲介機能について、それがどのような意義を新たに有するかを捉え、その理解を深めるための論点を提示することができる。

端的に示せば、実績配当主義のもとでの信託機関の金融仲介機能は信託におけるリスクの配分と負担の問題として把握できると考えられる。いま第Ⅱ節の解明にしたがって委託者と受益者が同一の自益信託を想定し、委託者を貯蓄超過主体とすると、金融仲介機能の担い手である信託機関が委託された信託財産を運用することによって金融仲介が成立する。その際、実績配当主義に基づいて信託財産の運用損益がそのまま委託者（同時に受益者である）に帰属するので、こうした損益は運用の過程で発生した取引費用を含めて最終的に貯蓄超過主体にシフトされる。信託におけるリスクの配分と負担として捉えれば、ここで信託機関は金融仲介機関としてリスク管理に従事し、これによって信託財産のリスクの削減を図る一方、受託者としてはリスクを負担しない。すなわち本源的証券のリスクは、一定の削減こそなされるにしても、間接証券である信託証書にそのままシフトされることとなる。リスクのこうしたシフトが生じるとすれば、実績配当主義が信託制度に内在する規定である以上、信託機関の金融仲介機能は特にリスク負担機能において相応の修正を受けざるを得ない。これが問題把握の端緒をなす。

さらに実績配当主義のもとでの信託機関の固有な金融仲介機能について把握を深めるために、以下では金融仲介機関のリスク管理に着目して市場型間接金融の拡大に関する分析を提示したAllen and Santomero (1998) を考察に導入する。とりわけリスク管理と整合性を有するとされている参加費用 (participation costs) の概念 (Allen and Santomero 1998, 1482) を適用することにより、信託におけるリスクの配分と負担の問題としてこの金融仲介機能を理論的に掘り下げることができる。

## 1. 参加費用の概念

貯蓄超過主体または端的に投資家が金融市場において取引を行い、金融資産を取得・保有・処分するには参加費用を負担しなければならない。Allen and Santomero (1998, 1481) によれば、参加費用は金融市場に参加するための学習費用と日次ベースでの市場モニタリング費用からなると考えられる。具体的にある特定の金融資産について「市場がどのように機能するか、資産収益の分布 (distribution)、時間を通して変化をどのように監視するか」などを投資家は学習しなければならない、前者はそのために支出される費用である。後者は「ペイオフの期待分布がどのように変化するか、またポートフォリオがどのように修正される必要があるか」を捉えるために必要となるモニタリングの費用である。前者が固定的であるのに対し、後者は多大な限界費用として捉えられる。

Allen and Santomero (1998, 1481-1482) は貯蓄超過主体が完全な市場参加 (full participation in markets) を行わず、限られた数の金融市場にしか参加しないという限定的な市場参加 (limited market participation) の分析によってこの参加費用の概念を導出し、さらに金融仲介を理解するうえでの参加費用の重要性をこれに続けて強調する。具体的には金融仲介に観察される以下の特徴的な傾向が貯蓄超過主体における参加費用の低下の要請によって整合的に説明可能であることである。こうした傾向の第一はミューチュアル・ファンドを典型とする市場型間接金融の拡大である。実際、市場型間接金融の拡大はとりわけ売

買費用 (trading costs) が大幅に低下しているもとで直接金融の減少と並行して進行しており、情報の非対称と取引費用に基づく従来の金融仲介の理論では明らかにできず、参加費用の増大によってこそ整合的な理解が可能である。第二は金融仲介機関におけるリスク管理のためのデリバティブの多用である。金融仲介機関によるデリバティブの多用はその中心的な役割が相対的に安定的な収益分布を有する金融資産の創造であることを示唆している。こうした金融仲介機関の機能によって投資家は自らの資産保有に対するモニタリングの頻度を相対的に低下させることができる。これは参加費用の削減に寄与する。さらに第三に貯蓄超過主体による債務証券または債務類似証券 (debt-like) の保有の拡大を指摘できる。債務証券はデフォルトの可能性以外に時間を通したモニタリングを行う必要がなく、また市場に関する学習費用も低いことから参加費用が小さく、貯蓄超過主体によるその保有が促進される。

以上から、「参加費用に基づく金融仲介の理論」は「金融仲介機関」が大規模に「リスクを取引し、またリスク管理を引き受けている事実」と整合する。収益の分布が安定した金融資産を創造することにより、金融仲介機関は貯蓄超過主体の参加費用を引き下げる。極端な場合これは低リスクの債務の創造を伴うであろうが、よりリスクの高い金融資産についても時間を通したポートフォリオの修正に要する費用を極小化するうえで収益の分布の安定は重要である (Allen and Santomero 1998, 1482)。

## 2. 参加費用と信託機関の金融仲介機能

Allen and Santomero (1998) によって参加費用の概念と金融仲介におけるその意義を把握した。これを実績配当主義のもとでの信託機関の固有な金融仲介機能に適用して、その新たな意義を捉える。

本節の初めに実績配当主義のもとで信託機関の金融仲介機能は特にリスク負担機能において相応の修正を受けざるを得ない点を指摘した。参加費用の概念の適用によって信託機関の金融仲介機能についてさらに次のように把握するこ

とができる。本稿では委託者が同時に受益者となる自益信託を想定しているので、参加費用を負担するのは貯蓄超過主体である委託者である。信託による金融仲介が本来の間接金融として行われる場合、金融仲介機関たる信託機関がリスク管理に従事し、安定化した収益分布を有する間接証券たる信託証書が金融資産として供給され、貯蓄超過主体のモニタリング費用を削減し、もって参加費用を低下させる。貯蓄超過主体が委託者として支出し、信託機関が取得する信託報酬は少なくとも部分的にはこうしたリスク管理に対する報酬であると考えられる。同一の水準の収益を前提すれば、この信託報酬とリスク管理によって削減された参加費用との合計が直接金融に関与する場合の参加費用を下回るとき、貯蓄超過主体は委託者として信託機関に財産権（信託財産）を帰属させるであろう。

他方、信託機関の固有な金融仲介機能は、自らの意思決定に基づいて行う本来の間接金融と意思決定がそれ自体に帰属しない事実上の直接金融とへの同時的な関与、また両者の間の転換と調整にあった。いまここでは後者の機能が重視されなければならない。信託財産の運用損益がそのまま受益者に帰属する実績配当主義のもとでは、事実上の直接金融はもちろん、本来の間接金融においても貯蓄超過主体である委託者（受益者）への完全なリスクのシフトが発生する。リスク面における両者の相違は金融仲介機関としての信託機関がリスク管理によってリスクの削減を進めるという点だけである。とすれば、実績配当主義のもとでの間接金融と事実上の直接金融との間の信託機関による転換は、委託者（受益者）のリスク調整として機能していると考えられる。こうしたリスク調整機能は、信託機関の固有な金融仲介機能が実績配当主義のもとで進められることによって成立する機能であり、実績配当主義に規定された信託機関におけるリスク負担機能の独自のあり方と考えられる。

こうしたリスク調整機能に主眼を置くことにより信託機関の金融仲介機能に関連した若干の論点を捉えることができよう。

まず本来の間接金融と事実上の直接金融のいずれにおいてもリスクの最終的

な負担は貯蓄超過主体である委託者（受益者）が行う。しかし両者においてリスク管理を行う主体は異なり、前者においては信託機関、後者においては委託者自身である。ゆえに両者の間の転換はリスク管理の主体を転換する機能としても妥当することとなる。これによって能動信託と受動信託の信託報酬にはリスク管理の主体の相違による料率格差が発生すると考えられる。しかしこうした信託報酬の水準は信託財産の期待収益を増減させるため、能動信託と受動信託の選択に规定的な作用を及ぼし、両者の受託比率に影響を与えざるを得ない。すなわち実績配当主義のもとで信託機関の固有な金融仲介機能はリスク調整機能と同時にリスク管理主体の転換という機能を併せ持ち、さらに信託報酬に対する作用を通じてこの金融仲介機能そのものが本来の間接金融と事実上の直接金融の比率を規定する意義を有する。

また以上の分析を踏まえれば、実績配当主義のもとでの信託行為について独自の意義を見出すことができよう。信託行為における交渉を通じて間接金融と事実上の直接金融との転換が生じていた。実績配当主義のもとでのこの転換が委託者（受益者）のリスク調整として機能していることを前提とすれば、信託行為はリスク調整をその経済的な実体とするとともに、異なるリスク選好を有する経済主体間での社会的リスクシェアリングの機能を有すると考えられる。信託行為のこうしたリスクシェアリング機能は信託機関による金融仲介機能の独自の展開として分析の俎上に上せられるべきであろう。

さらに通常の金融仲介機能はリスク負担機能以外に情報生産機能と資産転換機能によって構成され、信託による本来の間接金融においても同様である。信託機関の情報生産機能と資産転換機能が実績配当主義のもとでどのような意義を有するかを捉え、また独自のあり方を持つリスク負担機能との関連が明らかにされなければならない。ここでは情報生産機能について言及しておこう。理論的に想定される金融仲介機能は情報の非対称を前提としている。他方、信託による金融仲介においては実績配当主義のもとで本源的証券のリスクが間接証券である信託証書にシフトされ、貯蓄超過主体である委託者が最終的にリスク

を負担する。ここでは貯蓄超過主体も相応の参加費用の負担を免れない。とりわけ貯蓄超過主体の情報生産機能が低いとこの費用は増加する。とすれば貯蓄超過主体の情報生産機能が過度に低い場合、これと投資超過主体との間における情報の非対称を根拠に金融仲介機関の高度な情報生産機能に基づく金融仲介が成立すると捉えられていたにもかかわらず、貯蓄超過主体における参加費用の過大な負担のために、信託による金融仲介は阻害される。この理解が正しいとすれば、実績配当主義のもとでの信託機関の情報生産機能に基づく金融仲介にはまさに信託におけるリスクの配分と負担が根拠となって理論的に想定されるモデルが単純に妥当しない。これに対しては独自の分析が必要であらうし、この機能とリスク負担機能との関連もその際の論点となろう。

参加費用の概念と金融仲介におけるその意義を実績配当主義のもとでの信託機関の固有な金融仲介機能に適用し、信託におけるリスクの配分と負担の問題として以上のような論点を把握できた。だが一般に信託機関の金融仲介機能は信託制度のなかで進められ、これらは相互的な作用を有する。実績配当主義のもとでの信託機関の金融仲介機能についても信託制度とその機能を視野に入れた把握が必要とされよう。最後にこの点に触れておこう。

### 3. 実績配当主義のもとでの金融仲介機能と信託制度

実績配当主義のもとで信託機関の金融仲介機能が有する新たな意義を基礎として、信託制度とその機能を視野に入れた以下のような論点を捉えることができる。これによって信託制度とその機能の問題として実績配当主義の理論的な説明を進める端緒を見出せる。

まず信託制度それ自体の機能としての実績配当主義の分析である。実績配当主義は「他者のための財産管理制度の一形態」である信託に本質的な受託者の物的有限責任の帰結であり、信託法にも根拠が与えられていた。とすれば実績配当主義が信託機関の固有な金融仲介機能に対して有する作用は信託制度の一機能として捉えることができる。これまでの分析で信託制度とその機能は捨象

されていたが、実績配当主義を通じた信託制度と信託機関との間の相互作用を捉えることによって、これらを内生化した分析が可能となる。さらにこうした相互作用の把握により、信託におけるリスクの配分と負担の観点から、信託機関の固有な金融仲介機能に対応した最適な信託制度の構築を理論的に解明できると考えられる。このためには実績配当主義のもとでの信託機関とその金融仲介機能において信託制度の発展を促進する要因がどのように形成されるかを捉える必要がある。

次に金融システムにおける信託制度の機能の考察である。信託制度は金融システムに包摂されることにより一つの金融制度として機能する。信託制度は実績配当主義とその機能を内在する制度として金融構造にどのような作用をもたらすかを明らかにする。これは信託行為が有する社会的リスクシェアリングの機能を基礎として解明が進められよう。とりわけ異なるリスク配分とリスク負担機能を有する金融制度と金融仲介機関が金融システムに併存することから生じる効果の分析が焦点となると考えられる。具体的な論点としては、信託制度と銀行制度との制度間競争と相互補完、信託制度と他の金融制度の統合形態としての金融コングロマリットの意義、市場型間接金融とそれを通じて信託制度が金融市場（特に証券市場）に与える影響、などである。

最後に以上の考察に基づいて、市場型間接金融を前提とした金融仲介と金融制度におけるリスク管理の問題の解明に向けて実績配当主義の理論的な一般化を追究することができよう。実績配当主義とそのもとでの信託機関と信託制度の分析を基礎として、市場型間接金融における金融仲介機関のリスク負担機能とその意義、金融仲介機関によるリスク管理と貯蓄超過主体による最終的なリスク負担との関連などを理論的に考察することが可能となろう。信託のさらなる理論的研究を捉えつつ、一般的な金融仲介の理論的考察（市場型間接金融における金融仲介機関のリスク管理の考察を主眼として）に展開することが想定される。

#### 4. 小括

以上、本節では実績配当主義のもとでの信託機関の固有な金融仲介機能について、それがどのような意義を新たに有するかを捉え、その理解を深めるための論点を提示した。

ここでは実績配当主義のもとでの信託機関の金融仲介機能を信託におけるリスクの配分と負担の問題として把握するという理解のもとに、Allen and Santomero (1998) による参加費用の概念を適用した考察を進め、本来の間接金融と事実上の直接金融との間の転換が実績配当主義のもとで委託者（受益者）のリスク調整として機能し、信託機関におけるリスク負担機能の独自のあり方と考えられる点を指摘した。さらにこうしたリスク調整機能が同時にリスク管理の主体を転換する機能として妥当すること、能動信託と受動信託の信託報酬に対する作用を通じて信託機関の金融仲介機能そのものが本来の間接金融と事実上の直接金融の比率を規定する意義を有することを示し、さらに信託行為が有する社会的リスクシェアリング機能、リスク負担機能以外の金融仲介機能が実績配当主義のもとで有する意義、などを論点として提示している。さらに信託機関の金融仲介機能が有する新たな意義を基礎として、信託制度とその機能を視野に入れ、信託制度それ自体の機能としての実績配当主義の分析、信託機関の固有な金融仲介機能に対応した最適な信託制度の構築、金融システムにおける信託制度の機能、市場型間接金融を前提とした金融仲介と金融制度におけるリスク管理の問題としての実績配当主義の理論的一般化の追究、といった論点を捉え、信託制度とその機能の問題として実績配当主義の理論的な解明を進める端緒を見出すことができた。

#### 結語にかえて

本稿は科学研究費補助金による筆者の研究課題「実績配当主義の基礎研究：信託におけるリスクの配分と負担」の端緒として、実績配当主義の考察に理論

的な基礎を与え、また金融機関論・金融制度論としてのその理論構築のための問題の所在を捉えることを主眼としていた。具体的な意図としては、まず信託それ自体に内在して実績配当主義の概観を行い、信託法または信託制度における実績配当主義の意義を明らかにすること、さらにこの実績配当主義のもとで信託機関の固有な金融仲介機能がどのような意義を新たに有するかを捉えるとともに、その理解を深めるために解明すべき論点を提示することであった。本稿によって明らかにされた問題の所在と論点は第Ⅲ節に提示されており、これこそがこの研究課題において重点的に取り組む内容となるであろう。

(注)

- 1) 本稿における日本の信託法とは平成18年(2006年)法律第108号である。旧信託法は平成18年(2006年)法律第109号による改正前の信託法で、大正11年(1922年)法律第62号を指す。
- 2) 四宮(1989, 71-72)によれば、こうした物的有限責任は受益者との関係において信託財産の実質的法主体性を主張する根拠となる。  
旧信託法19条の規定は「受託者が受益者に対して給付義務を負う形を採っている」が、同条による物的有限責任の規定により「受託者は固有財産で弁済する必要はなく、「受託者個人は全然責任を負わない」。「受託者が受益者に対して給付義務を負う」のは、「受託者を信託財産の名義者としたために」「その債務も受託者の名義とするにすぎず」、実は「信託財産が債務と責任を負い、受託者はその履行について管理権者として履行の責任を負う」ことを意味する。旧信託法19条については直下で言及する。
- 3) 新井(2008, 389-390)は、「規定振りについての疑問」として、21条2項1号と100条との「条文関係」について、「両者の差異は文理上皆無であり、「両者の関係」あるいは「100条の存在意義」は「不明であるといわざるを得ない」としている。ただし新井(2008)において「受託者の物的有限責任の原則」について言及される際には主に100条によっている。
- 4) 法務省民事局参事官室(2005, 132)は「受益債権についての物的有限責任について」として以下のように論じている。「現行法第19条の規定の趣旨は、受益者の有する給付請求権の対象を限定し、信託財産に対してのみ執行できることを規定したものであると解される。しかし、同条においては、『信託財産ノ限度ニ於テノミ』と規定されており、その文理からは、信託財産の金額の限度において固有財産に対しても執行できるということを規定しているかのような誤解を生じかねない。そこで、同条の規定の趣旨を明確にするため、『信託財産のみをもって』と規律するものとした。」み

られるように信託法100条は旧信託法19条の趣旨を明確にしたものであることが明らかにされている。なおここで「現行法」とは旧信託法を指す。

5) 平成16年(2004年)法律第154号。

6) 受益者に対する忠実義務に由来する。U. T. C. § 1003 CommentおよびRestatement, Second, Trusts § 203 Comment aに言及がある。

7) 補足として、U. T. C. Art. 10, General Commentによれば、受託者と取引する者 (persons dealing with trustee) とは具体的に受益者以外の第三者を指す。

8) 海原(1998, 26-27)によれば、近代の信託は「古典的な信託とは異なり」、「受託者に積極的な活動の権限が付与されると同時に、運用収益をあげることが受託者の最大義務とみなされ」、裁量信託化が強まっている。したがって「伝統的な家産保護を中心とする旧来の受動信託」は今日ではあまり顧みられず、「大部分の信託が能動信託に属」しており、英米の信託法で受動信託として設定される信託はこの指図信託であると理解される。また海原(1998, 124-126)には英米における指図信託の適用について具体的な言及がある。

9) 平成12年(2000年)法律第97号による改正。

#### References

Allen, Franklin and Anthony M. Santomero. 1998. "The Theory of Financial Intermediation." *Journal of Banking and Finance* 21, 1461-1485.

新井誠. 2008.『信託法』第3版, 有斐閣.

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>.

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.

## ABSTRACT

### Performance-Based Benefit Policy in the Light of the Risk-Bearing Function of Financial Trust Institutions

Shigeru Nishiyama

(Department of Business Administration, Kyushu International University)

This paper is presented as the first step in the author's new research project "An Analytical Investigation of Performance-Based Benefit Policy: From the Perspective of Risk Bearing and Shifting by Financial Trust Institutions" funded by JSPS Grant-in-Aid for Scientific Research (C). Performance-based benefit policy, according to which trustees benefit their beneficiaries as part of their duty of loyalty, is the practical consequence of the limited liability of trustees as one of the intrinsic principles governing modern trusts. This paper examines the institutional characteristics of performance-based benefit policy as a legal concept, and provides an outline of the major issues to be discussed in the project to clarify the economic effect the policy has on financial intermediation under the trust scheme. Among these issues, the risk bearing and shifting between trust parties necessitated by performance-based benefit policy and institutional trustees' functions relevant thereto are particularly emphasized.

**Keywords:** Performance-based benefit policy; Institutional trustees; Financial intermediaries; Financial intermediation function; Risk-bearing function; Risk management.

