

# 信認義務とその動態性<sup>\*)</sup>

西 山 茂

## 要 旨

本稿はプリンシパル＝エージェント関係の概念を適用した信託における信認義務についての考察である。本稿は信託法による規定またはそれによって形成される信託制度上の機能の考察にとどまらず、こうした規定の合理的な解釈を捉えた信認義務の解明を意図する。その際に本稿では安定性のある一連の法原則を根拠としながら、時間を通して変化する解釈に従う動態的な概念として信認義務を理解し、その意義を捉え直す。こうした理解は端的に信認義務の動態性といえることができる。本稿は信認義務が有するこの動態性の考察に主眼を置きたい。本稿では信託法の規定に基づいて信認義務の意義と性質を一般的に把握したうえで、この義務が時間を通して変化する解釈に従う動態性を有することを示す。さらに信託におけるプリンシパル＝エージェント関係の形成とそこでの意思決定を一体化した考察により、信託の意思決定の帰属によって、直接には信託が能動信託と受動信託のいずれに設定されるかに基づいて、信認義務が対照的な性質を有し、その動態性もこれに従って形成されることが明らかにされる。

## キーワード

信託、信認義務、忠実義務、注意義務、プリンシパル＝エージェント関係、エージェンシー問題、能動信託、受動信託、信認関係。

---

\*) 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「プリンシパル＝エージェント関係としての信託：信託概念の経済学的構成」、  
研究種目：基盤研究 (C)、課題番号：19K01771。

## 序論

本稿は「財産 (property) に関する信認関係 (fiduciary relationship)」(Restatement Third, Trusts §2) と定義される信託の信認義務 (fiduciary obligation) に関するプリンシパル=エージェント関係の概念を適用した考察である。信託は「この関係を設定 (create) する意思表示 (manifestation of intention) から生じ」、さらに「財産の権原 (title) を有する者を公益 (benefit of charity) または少なくともそのうちの一名が単独受託者でない一名以上の者のためにこの財産を取り扱う義務 (duties) に従わせる」(Restatement Third, Trusts §2)。ここで「信託を設定する者」が設定者 (settlor)、「信託において財産を保有する者」が受託者 (trustee) であり、「その者の利益 (benefit) のために財産が保有される」対象となるのが受益者 (beneficiary) である (Restatement Third, Trusts §3)。この信託の定義において「財産の権原を有する者」に適用される「この財産を取り扱う義務」が「信認義務」として定式化される (Sitkoff 2014, 198)。

信認関係をその本質たるプリンシパル=エージェント関係として捉えると、「プリンシパル」は信認関係における受益者 (beneficiary)、「エージェント」は同じく受託者 (fiduciary) にそれぞれ相当するから、「財産に関する信認関係」である信託では前者が受益者 (名称としては同一)、後者が受託者であり、信託におけるプリンシパル=エージェント関係は受益者と受託者の間に形成される (Cooter and Freedman 1991, 1047 n5)。同様にプリンシパル=エージェント関係を適用するならば、追って明らかにされるように、信認義務はこの関係のなかで発生する「エージェンシーコスト」を伴う「プリンシパル=エージェント問題」または「エージェンシー問題」に対しての「抑止 (deterrence)」(Sitkoff 2014, 198) にほかならない<sup>1)</sup>。

だが同時に顧みるべきこととして、現代の信託においては厳格な規定が明文で定められている一方、西山 (2021) が考察しているように信託財産の管理は信認義務の規定に完全には即していない<sup>2)</sup>。受益者の利益のために設定され

る信認関係またはプリンシパル＝エージェント関係である信託においても基本的な信認義務の一つである忠実義務（*duty of loyalty*; *fiduciary duty of loyalty*）であっても、これと正反対の信託条項が企図され、Langbein（2005, 938）が述べるように「設定者が授権した利益相反」が発生している<sup>3)</sup>。信認義務はその適用において多様な解釈が可能であり、またこれが許容されていることをこの事実は示唆する。とすれば信託における信認義務の意義を理解するには、単なる信託法の規定またはそれによって形成される信託制度上の機能の考察だけでは不十分であり、こうした規定の合理的な解釈を捉えた解明が必要であろう。

こうした関心から本稿は信託における信認義務についてその動態性（Hawley, Johnson and Waitzer 2011）に着目し、信託法の解釈をも捉えた考察を提起する。Hawley, Johnson and Waitzer（2011, 7）によれば、端的に「信認義務は動態的な概念であり、「柔軟性のある一連の原則」である。とりわけ強調されているのはこの義務が「時間を通して変化する解釈に従う」と理解される点である。本稿はHawley, Johnson and Waitzer（2011）によるこの動態性に主眼を置いて信認義務とその意義を捉え直す。

以上が本稿の問題意識と課題である。この課題の検討を本稿は次の構成で進める。まず第Ⅰ節では*Restatement of the Law, Trusts*と*Uniform Trust Code*に主に依拠して信託法における信認義務の意義と性質について一般的に把握する。その際、もっとも基本的な信認義務の一つであり、内容が比較的明確な忠実義務に即して把握を進めることとしたい。第Ⅱ節ではHawley, Johnson and Waitzer（2011）による年金信託（*pension trust*）の考察に基づき、信認義務が相対的に安定した法原則を根拠とする一方で時間を通して変化する解釈に従うという動態性を有することを示す。さらに第Ⅲ節と第Ⅳ節でプリンシパル＝エージェント問題の観点から信認義務のこの動態性について考察し、以上の解明を理論的にさらに深化させる。第Ⅲ節でプリンシパル＝エージェント関係が信認義務をどのように必然化し、その内容と機能を規定するかを立ち入って明らかにした

うえで、最後に第IV節で信託におけるプリンシパル=エージェント関係の形成と意思決定の帰属を一体化した考察により、信認義務とその動態性がこの関係によってどのように規定されるかを明らかにする。第IV節では信託における意思決定の帰属によって、直接には信託が能動信託と受動信託のいずれに設定されるかに基づいて、信認義務が対照的な性質を有し、その動態性もこれに従って形成されることが解明されるであろう。

## I 信託法における信認義務

以下の考察に先立ってこの節では信託法における信認義務の意義と性質について、もっとも基本的な信認義務の一つである忠実義務に即して一般的に把握しておこう。*Restatement of the Law, Trusts*とUniform Trust Codeに基づき、諸概念の規定が明確なアメリカの信託法における規定を主に取り上げ、日本の信託法にも並行して言及していくこととする。

最初に*Restatement of the Law, Third, Trusts*により忠実義務について確認することとしよう。*Restatement of the Law, Third, Trusts*において忠実義務に関する明文の規定はRestatement Third, Trusts §78に与えられている。§78では第1項として「(1)信託条項に別段の定めがない限り、受託者は専一に(solely)受益者の利益のためにのみ、または専一にその公益目的の推進のためにのみ信託を管理すべき義務を負う」と定める。受益者の利益専一(sole interest)がまずここに明示的に規定されていること、忠実義務の内容が受益者の利益専一の規定(sole interest rule)によって与えられていることを見て取れる。また第2項は直接に利益相反(conflict of interest)行為に関する規定であり、「(2)裁量的な状況にある場合を除き、受託者は自己取引(self-dealing)を伴う取引および受託者の信認義務と個人的な利益との間で利益相反(conflict)を伴いまたはこれを引き起こすその他の取引に従事することを厳格に禁止される」と規定する。さらに第3項は「(3)受託者または個人の資格(capacity)のいずれにおいて行為する

かにかかわらず、受益者と取引する場合に、受託者は取引を公正に行う義務および当該の取引に関連して受託者が知りまたは知り得べかりしすべての重要な事実（material fact）を受益者に通告する義務を負う」としている。

次に *Restatement of the Law, Second, Trusts* ではどうか。こちらで忠実義務に関連する規定は *Restatement, Second, Trusts* §170 である。 *Restatement of the Law, Third, Trusts* と比較するとこの条文は明らかに簡潔になっており、第1項は「(1) 受託者は専一に受益者の利益のためにのみ信託を管理すべき義務を受益者に対して負う」と規定する。信託条項と公益に対する言及を欠いているが、利益専一の規定としては全く同じであり、受託者の忠実義務の内容がこれによって与えられていることも同様である。また第2項は「(2) 自己の計算において受益者と取引を行う受託者は、取引を公正に行う義務および当該の取引に関連して受託者が知りまたは知り得べかりしすべての重要な事実を受益者に通告する義務を受益者に対して負う」と定める。

続いて *Uniform Trust Code* を参照しよう。 *Uniform Trust Code* で忠実義務は *U. T. C.* §802(a) に定められており、「受託者は専一に受益者の利益のためにのみ信託を管理しなければならない」とされる。明らかなように直上の *Restatement Third, Trusts* §78(1) および *Restatement, Second, Trusts* §170(1) と同様に受益者の利益専一の規定である。 *Uniform Trust Code* は引き続き受託者による利益相反に関する詳細な規定を与えているが、そのすべてに立ち入る必要はないので、一例として利益相反行為の一般的な制限に関する §802(b) を示しておこう。ここでは「信託財産の投資と管理に関連した売却、権利設定（encumbrance）またはその他の取引」について「受託者によって受託者個人自身のために実行される」場合とそうでない場合でも「受託者の受託者としての利益と個人としてのそれとの相反によって影響を受ける」場合には「当該の取引が信託条項によって認められている」などの具体的な要件を充足していない限り「当該の取引によって影響を受ける受益者によって取り消し得べきである（voidable）」と定められている。

他方、日本の信託法における忠実義務の規定は次の通りである。忠実義務は信託法第30条で定められ、「受託者は」「受益者のため忠実に信託事務の処理その他の行為をしなければならない」とされる。*Restatement of the Law, Trusts*と*Uniform Trust Code*における規定と異なり、受益者の利益に関する言及はない。ただし同第31条で利益相反行為の制限について具体的に定めており、第31条第1項で「受託者は、次に掲げる行為をしてはならない」として、「信託財産に属する財産」と「固有財産」とを相互に「帰属させること」、「信託財産に属する財産」を「他の信託の信託財産に帰属させること」、「自己が当該第三者の代理人となって行う」「第三者との間において信託財産のためにする行為」、「固有財産に属する財産のみ」で負担する「債務に係る債権を被担保債権とする担保権」を「信託財産に属する財産」に「設定すること」、「受託者又はその利害関係人と受益者との利益が相反することとなる」「第三者との間において信託財産のためにする」「その他」の「行為」を挙げる。また第31条第2項では「次のいずれかに該当するときは」これらの行為をすることができるとして「信託行為に当該行為をすることを許容する旨の定めがあるとき」を示している。日本の信託法では第30条による忠実義務の規定そのものはやや具体性を欠いているが、利益相反行為に対する第31条による制限の規定と併せて捉えることにより*Restatement of the Law, Trusts*と*Uniform Trust Code*と実質的に同じ内容を規定していることが把握できる。

信託法とともに信託業法でも信託会社の忠実義務等について第28条で規定している。まず一般的な忠実義務を第28条第1項で定め、「信託会社は、信託の本旨に従い、受益者のため忠実に信託業務その他の業務を行わなければならない」としている。「信託会社」とは当然ながら信託の機関受託者（institutional trustee）である。第28条第2項では「信託会社は」「信託の本旨に従い」「善良な管理者の注意をもって」「信託業務を行わなければならない」、第28条第3項では「信託会社は」「信託財産に属する財産と固有財産及び他の信託の信託財産に属する財産とを分別して管理するための体制」を初めとする「信託財産に

損害を生じさせ、又は信託業の信用を失墜させることのない体制を整備しなければならない」と定める。さらに信託業法第29条には忠実義務に関連する個別の禁止規定が置かれている。

なお日本の旧信託法では条文による規定がやや曖昧である。第22条で「受託者ハ何人ノ名義ヲ以テスルヲ問ハス信託財産ヲ固有財産ト為シ又ハ之ニ付権利ヲ取得スルコトヲ得ス」と利益相反行為の制限を定めていた。しかし忠実義務については明文の規定がなく、第9条「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」の解釈によって受託者がこの義務を負うとされていた。

以上、*Restatement of the Law, Trusts* と *Uniform Trust Code* によって、かつ日本の信託法をも併せて、忠実義務の規定について確認した。現行のいずれの規定においても受益者の利益専一がまず明示的または実質的に定められていた。ではこのような忠実義務に即して信託法における信認義務の性質と意義を一般的にどのように捉えることができるか。

忠実義務とは何よりもプリンシパルである受益者に対するエージェンタル受託者のもっとも基本的な信認義務の一つであって、その主たる内容は受益者の利益のために信託財産を管理することであり、より具体的には受託者に対して受益者と自己の利益が相反する行為をせず、またそうした立場に自らを置いてはならないとすることである。本節で逐条的に確認した *Restatement, Second, Trusts §170(1)*; *Restatement Third, Trusts §78(1)* にみられるように、こうした内容を有する忠実義務は端的に受益者の利益専一の規定として与えられていた。すなわち信認義務としての忠実義務は利益相反とそれによるプリンシパル＝エージェンタル問題を抑止する意義を有する。その際に受託者による利益相反行為が第一に対象となることは明らかであろう。「信託管理におけるいかなる利益相反であっても、すなわち受託者が当該の信託から個人的に利益を得るいかなる機会であっても、受益者に潜在的に損害を与える」(Langbein 2005, 934)からである。

序論において定義的に言及したように、信託は財産を巡って形成される信認関係であり、その本質はプリンシパル＝エージェント関係である。信認関係はプリンシパル＝エージェント関係の法的形態にほかならない。ここでの「プリンシパル」は信認関係における受益者、「エージェント」は同じく受託者にそれぞれ相当する。「財産に関する信認関係」である信託では前者が受益者、後者が受託者であり、ここでのプリンシパル＝エージェント関係は受益者と受託者の間に形成される（Cooter and Freedman 1991, 1047 n5）。Restatement Third, Trusts §2による信託の定義において「財産の権原を有する者」に適用される「財産を取り扱う義務」はプリンシパル＝エージェント関係に発生する「エージェンシーコスト」を伴う「プリンシパル＝エージェント問題」または「エージェンシー問題」に対する「抑止」の機能を有し、受益者の利益のために設定される信認関係またはプリンシパル＝エージェント関係である信託における「信認義務」（Sitkoff 2014, 198）として妥当する。信託法における信認義務の性質と意義は一般的に以上のように捉えることができるであろう。

## II 信認義務の動態性

前節では受託者の忠実義務に即して信認義務の性質と意義を一般的に捉えることができた。だが現代の信託においては厳格な規定が明文で定められている一方、信託財産の管理が信認義務の規定に完全に即しているわけではない。信認義務はその適用において多様な解釈が可能であり、またこれが許容されていると考えられる。単なる信託法の規定またはそれによって形成される信託制度上の機能だけでなく、こうした規定の合理的な解釈を捉えた信認義務とその意義の解明を本稿は意図する。

とすればここでHawley, Johnson and Waitzer（2011）による次の見解が顧みられるべきであろう。Hawley, Johnson and Waitzer（2011, 4）は信認義務が「数世紀にわたって存続してきた相対的安定性を有する一連の法原則に基づく」と

しながら、「信託原則の解釈は極めて動的であり得る」とし、今日は「信託義務の理解と評価が急速に進化する変曲点」にあり、「金融市場の最近の変化、経済の変化、資産管理業の変化に対応して」「20世紀から受け継がれてきた規範と信念」の妥当性がいま検証されていると述べる。信託義務を静的な概念と捉えず、このような見解のなかで強調されている論点が「時間を通して変化する解釈に従う」というその動態性にほかならない (Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 7)。この見解は年金信託に即して述べられており、具体的に最近数十年の傾向を辿ると、「受託者 (fiduciaries) によって管理される資金の地球的規模での集中」、金融市場における「市場の複雑性の高まり」、さらに「システムック・リスクと長期的リスクの存在」といった動きが特徴的に観察され、維持可能な年金基金の運営のために信託原則と信託慣行に対する再検討が求められているとしている (Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 4)。

本節ではHawley, Johnson and Waitzer(2011)に従い、信託義務に関する現代的な一論点としても検討が不可欠と考えられるその動態性について、とりわけ年金信託に即して検討することとしよう。信託義務が相対的に安定した法原則を根拠とする一方、時間を通して変化する解釈に従うという動態性を捉えることが本節の主眼である。

考察の前提としてまず年金信託それ自体について簡潔に確認しておこう。年金信託は夙にLangbein(1997)によって商事信託 (commercial trust) としてのその信託法上の意義が明らかにされている。Langbein(1997, 167-168)に基づいて定義的に示せば、ここで「商事信託」とは「贈与的移転 (donative transfer) と対照される相互的交換取引 (bargained-for exchange) を履行する信託」である。さらにLangbein (1997, 167-168)によれば、実際の信託のなかでも「贈与的移転として発生する」「公益信託 (charitable trust)」は除かれ、また信託と受託者の名称 (nomenclature) こそあれ実体を伴わない破産管財業務と遺産管財業務も除外される<sup>4)</sup>。そのうえでLangbein (1997, 168)は「個人信託との関連でもっともよく理解される商事信託の種類」として「年金信託」を挙げる。Langbein

(1997, 168-169) は私的（非政府）年金基金と州および地方政府年金基金の資産の大半が信託および実質的に信託である生命保険会社の特別勘定において保有されている事実に言及したうえで、受託者の機能に関する強行法規（rule of mandatory trusteeship）を定めた1974年「雇用者退職所得保障法」（Employee Retirement Income Security Act）が保険契約方式による場合を例外として雇用者給付制度（employee benefit plan）の全資産は一人以上の受託者による信託において保有されなければならないと定めている（§403）こと、同法が信託法における中心的な信認原則を成文化しており、年金信託は伝統的な（conventional）信託法に相当程度同化していることを指摘する<sup>5)</sup>。しかし年金基金に対する信託方式の適用を促進する連邦政府の政策はより古く、実際1921年「内国歳入法」（Revenue Act of 1921）において雇用者給付制度に対する信託の適用が事実上要求されていた（§219 (f)）<sup>6)</sup>。また1947年「労使関係（タフト・ハートレイ）法」（Labor Management Relations (Taft-Hartley) Act）は団体交渉による雇用者給付制度に対して同様の要求を課している（§302(c)）<sup>7)</sup>。こうした信託方式の適用が1974年「雇用者退職所得保障法」により一般的に制度化されたといえるであろう。

このような年金信託における受託者の信認義務についてHawley, Johnson and Waitzer (2011, 6-7) は「コモンロー法域（common law jurisdictions）の信託に適用される信認義務」の展開（evolution）をまず跡付ける。具体的に言及されているのは「量的基準」（quantitative standards）、「慎重なる者の基準」（prudent person standard）、「慎重なる投資家の基準」（prudent investor standard）であり、一般的な信認義務としては注意義務（duty of care; fiduciary duty of care）に相当する内容である。「注意義務」は「『合理性』または『慎重』の基準を確立することにより受託者の注意基準を規定」し、「忠実義務」とともに「第一次的（primary）な信認義務」として妥当する（Sitkoff 2014, 201-202）。Hawley, Johnson and Waitzer (2011, 6-7) に従って順次その内容を概観しよう。

最初の「量的基準」とは南海泡沫会社事件（South Sea Bubble）後の19世紀

初期イギリスで司法的に採択された受託者による信託財産の運用基準であり、受託者の投資対象を政府債と十分に担保化されたモーゲージに制限した。19世紀前半のアメリカでは、受託者の投資慣行について許容される投資対象を規定するのではなく行為に焦点を絞り、注意義務と忠実義務を課す客観的な行動基準を明確化した。しかしこの基準の柔軟性は19世紀後半に直ちに制限されることとなり、受託者による法人企業株式への投資を慎重でない（imprudent）と判断し、政府債とモーゲージ抵当証券への投資に限定する判例が出された。ニューヨーク州では信託設定者が容認した場合を除き、立法によって信託の投資対象を国債とモーゲージに制限した。この制限は1970年代まで受け入れられ、株式投資は受託者として慎重でないと広く認知された。

次の「慎重なる者の基準」とは時間を通した市場環境の変化、とりわけ1970年代以降における現代ポートフォリオ理論の受容の拡大に伴って非実践的となった「量的基準」による制限を代替して法定され始めた受託者の投資原則である。なかんずく1974年「雇用者退職所得保障法」は受託者に対する権限の制限から広範な管理上の裁量の付与へというこの法規範的転換（legal paradigm shift）を包括的な信託義務の範囲で明示している。金融資産の管理が複雑化し、受託者がその義務を履行するために専門職に権限を委任する必要性が高まっていることに対応して、この保障法は投資責任の履行委任を禁止する従来の規則を廃した。これは *Restatement of the Law, Third, Trusts* の修正にも反映されている（Rest. 3rd, Trusts (Prudent Investor Rule) §171）。

さらに「慎重なる投資家の基準」は「慎重なる者の基準」を現代化した発展的な位置を占め、個々の特定の投資について離散的に検討するのではなく、ポートフォリオ全体に基づいて慎重の当否を判断すべきであるという認識を反映する。こうした発展は現代ポートフォリオ理論に基礎を置く。規定上では1994年「統一慎重投資家法」（Uniform Prudent Investor Act）によって詳細に示され、今日ではUniform Trust Code（とりわけ受託者の義務と権限を定めたその第8編）にそのまま取り入れられている。この「統一慎重投資家法」の1997

年修正により、慎重なる信託投資の今日的な基準は、個々の投資でなくポートフォリオ全体に焦点を当てること、受託者はリスクとリターンのトレードオフに主たる関心を払うこと、投資の種類に関する概念上のあらゆる制限を撤廃すること、慎重なる投資に分散投資を一体化すること、投資管理に関する権限委任を認めること、を基本的な内容とすることとなった。またここでは「慎重なる専門職 (prudent professional)」の基準も確認され、受託者がより高度な技能を有する専門職である場合には相応の注意基準の適用が明確化されている。

Hawley, Johnson and Waitzer (2011, 7) は以上のような展開を根拠として「信託義務は動態的な概念である」とする把握を提示する。Hawley, Johnson and Waitzer (2011, 7) によれば、信託義務のこうした展開は「信託法が静態的な概念でなく」、「単一の投資理論に拘束されるものでもない」ことを示している。信託義務は「投資の意思決定を誘導する過程志向型の基準 (process-oriented standard)」であるとともに「時間を通して変化する解釈に従う」「柔軟性のある一連の原則」であり、これは *Restatement of the Law, Trusts* にも明示されている信託義務の動態性にほかならない (例えば *Rest. 3rd, Trusts (Prudent Investor Rule) §§227-229 Introduction to Topic 5, Chapter 7, 4*)。ただし同時に「注意義務」が有する「『合理性』または『慎重』の基準を確立することにより受託者の注意基準を規定する」(Sitkoff 2014, 201) という信託義務としての意義それ自体に本質的な変化はないことを看過してはならないであろう。

これまで「コモンロー法域の信託に適用される信託義務」(Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 6) である信託法上の注意義務に即して信託義務が有する動態性の把握を主眼にその展開を概観した。年金信託におけるその展開はとりわけ Hawley, Johnson and Waitzer (2011) が信託義務を動態的な概念として捉える現実的な根拠としても妥当していた。Hawley, Johnson and Waitzer (2011) によれば他の主要な信託義務である公平義務 (duty of impartiality; fiduciary duty of impartiality) と忠実義務についても次のような動態性が観察される。

まず公平義務である。この義務の動態性を捉える前提として、現代の金融資

産運用では短期的なりターンが重視され、ポートフォリオの回転率も明らかに上昇していることを理解しなければならない。こうした金融的な投資は将来的な成長から逸脱し、このために効率的な資本配分が歪められている。短期的なりターンの偏重的な追求は「長期的な価値を破壊し、市場の効率性を低下させ、投資リターンを減少させ、コーポレート・ガバナンスを強化する努力を阻害する」(Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 5, 8) 結果をもたらす。

ここで「忠実義務の一部である公平義務」(Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 8) は相反関係にある受益者の権利を集約する際の信認義務として妥当する。この義務はU. T. C. §803に定められており、またRestatement Third, Trusts §79およびRestatement, Second, Trusts §§183, 232にみることができる。「受託者はさまざまな信託受益者に関して公平な方法で信託を管理する義務を負う」(Restatement Third, Trusts §79(1))。具体的に「公平義務」は複数の受益者がいる場合に「受益者のそれぞれの権利に対して適切な配慮 (due regard) を払い、信託財産の投資、管理、分配において公平に行為する」ことを「受託者」に義務づける(U. T. C. §803)。この義務が時間的に適用される場合、受託者は短期的および長期的な思慮の「衡量 (balance)」を要求されることとなる。年金信託において受託者は現行と将来の受給者を含む相異なる受益者層の相反利益を特定し、公平に思慮しなければならない (Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 8)。

このような信認義務として「公平義務は長期的な問題への注意を要求する」。多くの制度加入者にとって年金管理は特に世代間の観点でみて公平性を欠く結果となっている。こうした結果をもたらす一般的な管理手法は広く共有されていようから、この結果が注意義務に関連して法的に問題化することはないであろう。だが短期的なりターンへの偏重は受託者の公平義務において決して看過され得ることはない。「公平義務は長期的な価値創造とリスク削減に関して行為能力 (competence) を仮定する」のであり、短期的な見通しの当否ではなく、「関連する機会費用を含めてミッションとリスク調整後リターンとの思慮ある衡量」が問われる。受託者はその意思決定において当面するリターンと将来的

な価値創造の間で資本配分を衡量し、同時に世代間の潜在的なリスク移転を考慮しなければならない。世代間の富の極大化には信託財産に関する狭隘な運用基準を超えた多様な要因に関する積極的な思慮が求められる（Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 8）。

他方、忠実義務については次のように論じられる。受託者は「専一に受益者の利益のためにのみ」「信託を管理すべき義務」を負い、「自己取引を伴う取引および受託者の信認義務と個人的な利益との間で利益相反を伴いまたはこれを引き起こすその他の取引に従事すること」が厳格に禁止される（Restatement Third, Trusts §78）。この規定の妥協の余地なき厳格性は単なる形式でなく、あらゆる種類の年金信託において同様に適用される。また例えば注意義務と忠実義務が対立する場合、司法的には忠実義務を優先して利益相反を解決するのが一般的である。忠実義務は受託者が遵守すべき最低限の行為を表すためである（Laby 2004, 78）。

しかし受託者による専門職への権限の委任は「忠実義務によって受益者に付与される保護を侵食している」（Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 9）。Hawley, Johnson and Waitzer（2011, 8）はこれを「忠実義務の希釈（dilution）」と捉える。適格性を持つ専門職に義務の履行を委任することによって受託者は責任負担のリスクを転嫁できる。すると履行を委任された専門職が助言はしても最終的な意思決定に関与せず、または損失補償（indemnity）を要求して責任を回避する一方で、こうした専門職に責任の履行を委任するという歪んだインセンティブが受託者に生じる可能性がある。この結果、誰も責任を負担せず、エージェントの利益が受益者の利益に優先する「循環系（circular system）」に陥りかねない。忠実義務はこうした利益相反を管理する最終的な責任を受託者に課す（Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 9）ことによりその抑止を図っている。受託者から専門職への権限の委任が進んだ今日の忠実義務に求められる独自の内容であるとともにその動態性を示唆する結果といえるであろう<sup>8)</sup>。

以上、信託法上の規定にとどまらず、こうした規定の適用に際しての解釈を

考察の対象に入れ、とりわけその動態性を捉えて信託における受託者の信認義務について検討してきた。考察のなかで示されたように今日の信認義務は「数世紀にわたって存続してきた相対的安定性を有する一連の法原則に基づく」と同時に「信認原則の解釈は極めて動態的であり得る」(Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 4)。こうした論点は端的に信認義務の動態性として捉えることができ、金融市場の発展、現代ポートフォリオ理論の普及、金融資産の複雑化といった信託財産に関する運用環境の変化とこれに対する対応がその客観的な基礎であった。信認義務が時間を通して変化する解釈に従うという点こそこの動態性の内容であって、Hawley, Johnson and Waitzer (2011)によれば年金信託の注意義務に典型的に観察される。さらに公平義務と忠実義務といった主要な信認義務にも同様の性質を確認することができている。

### Ⅲ 信認義務のプリンシパル＝エージェント理論

これまで第Ⅰ節では*Restatement of the Law, Trusts*とUniform Trust Codeに基づき、もっとも基本的な信認義務の一つである忠実義務に即して、財産に関する信認関係たる信託におけるプリンシパル＝エージェント問題の抑止という信認義務の一般的な意義と性質を捉えることができた。第Ⅱ節では典型的な商事信託である年金信託に即して、時間を通して変化する解釈に従うという今日の信認義務が有する動態性を明らかにした。ここでは主要な信認義務に共通して同様の性質がみられることも確認している。

以上の解明を理論的にさらに深化させるため、第Ⅰ節において言及したプリンシパル＝エージェント問題またはエージェント問題の観点から信認義務とその動態性について考察する。その端緒として本節では、プリンシパル＝エージェント関係として信託を捉え、この把握のうえに信認義務の分析を進めたSitkoff (2014)に従って、プリンシパル＝エージェント関係が信認義務をどのように必然化し、その内容と機能を規定するかを立ち入って明らかにし

たい<sup>9)</sup>。本稿でこれまで具体的に言及してきた「忠実義務」と「注意義務」を Sitkoff (2014, 201) は「第一次的な信認義務」であると理解しており、この点からも本稿の問題意識に適っている。

では信認関係の分析から始めよう。Sitkoff (2014, 198) によれば、「信認関係」はさまざまな対象に適用されるが、その対象がどのようなものであってもこの関係は「プリンシパル=エージェント問題」または「エージェンシー問題」をその「核」に有する。これこそ信認関係の「共通的な経済的構造 (common economic structure)」というべき性質であり、信認関係はその「結果」として「共通的な法理の構造 (common doctrinal structure)」を備える。こうした「プリンシパル=エージェント問題」は当然「エージェンシーコスト」(Sitkoff 2014, 199) を伴う。信認関係を取り結ぶ「プリンシパルたる一者」が「エージェントたる他者」を用いて「プリンシパルの厚生に影響を及ぼす」「観察可能性が不完全な裁量的行為 (imperfectly observable discretionary actions)」の「引受」に従事させるいかなる場合においても「エージェンシー問題は発生する」(Sitkoff 2014, 199)。エージェンシー問題に直面する際、「自らの利益がプリンシパルのそれから乖離するとき、エージェントは自己の利益を優先する誘引を受けるであろう」。「利益のこの不整合から帰結する損失およびその他の非効率率はエージェンシーコストと呼ばれる」(Sitkoff 2014, 199)。

Sitkoff (2014) は続けて信認義務について述べる。「エージェンシーコスト」を伴う「プリンシパル=エージェント問題」に信認法は「抑止」を「機能的核心 (functional core)」とする「信認義務を課す傾向がある」(Sitkoff 2014, 198, 201)。実際、信託法では *Restatement of the Law, Trusts* が「信託管理の基本原則」(Restatement Third, Trusts §70 General Comment a) として「信託条項と信託目的を実行するために受託者は信託財産その他を管理する包括的な権限を推定的に有するが、受託者の資格において保有されるあらゆる権限は受託者の信認義務に従って行使さるべきまたは行使されざるべきである」と定めている。Sitkoff (2014, 201) は信認関係の適用に関係なく「信認義務の賦課には基礎にあるエー

ジェンシー問題を改善することが意図されている。信認関係のガバナンス戦略のもとで、幅広い裁量権を有するエージェントはその時々で行為するであろうが、プリンシパルはエージェントの行為が真に自分の最善の利益に副っていたかどうかを精査する誘引を事後的に受ける。法的な形式主義と道德化の修辞を剥ぎ取るなら、信認義務の機能的核は抑止である。なさざる場合の事後的な責任という脅威によってプリンシパルの最善の利益に副って行為するようエージェントは誘導される。この意味における抑止はエージェントの事前的な (ex ante) 信認義務への違反 (breach) に対するプリンシパルとの間の事後的な (ex post) 解決を意味する」と論じる。

こうした理解のうえでSitkoff (2014) は信認義務の構成を次のように捉える。Sitkoff (2014, 198) によれば典型的に「利益相反を禁止し客観的な注意基準を規定する諸基準」に位置づけられる一般的な「忠実義務」と「注意義務」があらゆる信認関係に見出せる一方、「信認関係の特定の形態に共通的に再現する状況に対する忠実義務と注意義務の適用について詳細を定める規定」とされる「特定の補則的信認義務」が存在し、両者が合して「規則と基準の混合によるガバナンス」が整備される。

まず「忠実義務」と「注意義務」はともに「第一次的な信認義務」として妥当する (Sitkoff 2014, 201)。「忠実義務はプリンシパルの『最善の』またはそれにもまして『専一の』利益に立って行為することを受認者に求めることにより、背任を禁止し、利益相反を規制する」。また「注意義務」は「『合理性』または『慎重』の基準を確立することにより受認者の注意基準を規定する」。その際「受認者の注意基準は客観的であり、類似した状況における合理者または慎重者への付託 (reference) によって評定される」。「プリンシパルが当該の受認者を用いるに相応の専門的な技能を受認者が有する場合」「適用される注意基準はこうした技能を備えた合理者または慎重者のそれとなる」(Sitkoff 2014, 201-202)。

さらにSitkoff (2014) はこうした「忠実義務」と「注意義務」の意義に言及する。「エージェント問題は不完備契約から生じるため」「忠実義務および注意義務

の核心は一般的な文言によって表現される」(Sitkoff 2014, 202)。司法的な判断に即してこれらの義務を捉え、当事者が置かれた状況を考慮しつつ、「同じ状況を予見し得たとすれば合意したであろう内容に従って受認者が行為したか否か」についての司法的な判断の「基準」がこうした「忠実義務」と「注意義務」によって提供されることとなる。実際これらの「基準」は「当事者の契約を事後的に補完 (complete) する権限を裁判所に与える」。「かくして信認法は取引費用を極小化する」。「将来のあらゆる偶然事に対して事前に規定を定めるまでに至る努力を下す代わりに、明示的な規定の取引費用を正当化する頻度をもって起こり得るこうした重要な偶然事を当事者は特定するだけでよい」のである。「その他の一切の偶然事に対しては信認義務が間隙を埋める」からである (Sitkoff 2014, 202)。また「関連するすべての状況への考慮を見込んだ基準として」「忠実義務」と「注意義務」は誤判によって発生する社会的費用である「誤判費用 (error costs)」を極小化する。しかし「誤判費用のこの削減」は「不確実性」と「意思決定費用 (decision costs)」の増大を対価として生じる。こうした「基準」が有する「高い状況依存性 (highly contextual nature)」は「予測を一層困難にし、より集約的な司法の役割を要求する」のである。しかしこの問題は「信認案件に関する豊富な解釈判例 (interpretive authority)」の蓄積によって「忠実義務」と「注意義務」がさまざまな状況にいかにか適用され得るかについて「指導的なガイドライン」が提供され、「予測可能性」が改善されている (Sitkoff 2014, 202)。

「忠実義務」と「注意義務」は司法的な判断に際しての「基準」としても機能するとともに、このような「基準」としての両者の「義務」の本質から生じる「不確実性」は特定の「補則的規定」または同様の「施行規定」の「発展」によってさらに軽減される (Sitkoff 2014, 202)。こうした「補則的な規定」は再現する状況に対する忠実義務と注意義務の適用について詳細を定める効果を持ち、「意思決定費用を削減しながら」「条項に該当する事案への信認義務の適用を簡素化する」。とりわけ「意思決定費用」の削減は「戦略的回避行動の道

筋（roadmap）を提供することによって」「誤判費用を増加させることなく進められる」。他方「プリンシパルの利益には不利となるが、いかなる補則的な規定にも該当しない方法で受認者が行為するとすれば、プリンシパルは忠実基準と注意基準に訴える」ことができる。このように「一般的で第一次的な」「忠実義務」と「注意義務」は「特定の補則的規定」と重層的に機能することにより「規定が有する意思決定費用上の優位性」と「基準が有する誤判費用上の優位性」を提供することとなる（Sitkoff 2014, 202-203）。

信認義務とその動態性について考察する端緒として、プリンシパル＝エージェント関係が信認義務をどのように必然化し、その内容と機能を規定するかについて考察してきた。具体的にはSitkoff（2014）に従って「忠実義務」と「注意義務」を信認関係における「第一次的な信認義務」としておよそ次のように捉えることができた。Sitkoff（2014, 198-199）によれば信認関係はエージェンシー問題という「共通的な経済的構造」に基づく「共通的な法理の構造」を有し、「信認義務の賦課」は信認法による「エージェンシー問題」の改善と理解されている。ゆえに「信認義務の機能的核心」は「抑止」であった（Sitkoff 2014, 201）。こうした信認義務の理解を踏まえてSitkoff（2014, 201-202）は「第一次的な信認義務」に「忠実義務」と「注意義務」を挙げ、「忠実義務はプリンシパルの『最善の』またはそれにもまして『専一の』利益に立って行為することを受認者に求めることにより、背任を禁止し、利益相反を規制する」こと、「注意義務」は『合理性』または『慎重』の基準を確立することにより受認者の注意基準を規定する」ことが明らかにされた。こうした解明はプリンシパル＝エージェント関係としての分析を基礎とした信託の理論的な把握のうえに進められており、今日の信認義務が有する動態性の理解にも深く関連している。では以上の一般的な解明を前提として、信託に形成されるプリンシパル＝エージェント関係の理解を適用するとき、信認義務とその動態性についてどのように捉えることができるか。節を改めてこの考察に進むこととしよう。

#### IV プリンシパル=エージェント関係としての信託の独自性と信認義務の性質

プリンシパル=エージェント問題の観点から信認義務とその動態性について考察する端緒として、前節ではプリンシパル=エージェント関係が信認義務をどのように必然化し、その内容と機能を規定するかについて考察した。具体的にはSitkoff (2014) に従って、財産に関連する信認関係たる信託をプリンシパル=エージェント関係として捉え直すことにより、忠実義務と注意義務がそこにおける第一次的な信認義務であること、両者がエージェンシーコストを伴うエージェンシー問題という信認関係に共通する「経済的構造」を反映した「法理」であること、かかるエージェンシー問題に対する「抑止」をその機能的核心とすること、が一般的に明らかにされた。本節では以上の解明を前提として信託に形成されるプリンシパル=エージェント関係のさらなる把握を示し、その独自性を明確にするとともに、こうした把握と解明に基づいて信認義務とその動態性についてどのように捉えることができるかを考察する。

まず前節の考察を踏まえつつ、Sitkoff (2004) によって信託そのものをプリンシパル=エージェント関係として改めて定式化しておこう。「贈与的私益信託 (donative private trusts)」に「エージェンシー理論を体系的に適用すること」を直接の課題とし、同時に「信託法のエージェンシーコスト理論を発展させる」ことを意図したSitkoff (2004, 623-624) に従うなら、「信託法が財産法と契約法の双方に親和性のある諸特性を混成している」ことから、「信託法は組織法 (organizational law) として分類されるのが適切であり、またもっともよく理解される」。具体的にSitkoff (2004, 638-639) は「契約の束 (contractarian nexus)」の観点から信託が「私的な当事者間における単純な契約を超える」としたうえで、「対人的な次元とともに対物的な次元を有する組織形態」であると信託を捉え、「信託法の本質と機能のさらなる洞察」は「契約主義的な諸関係の集まり」にとって「組織的な構成体として働く事実上の法主体 (de facto entity) たる信託の概念」に由来すると論じる。Sitkoff (2004, 639) 自身が言及しているよ

うに、こうした見方は企業組織の「契約の束」モデルと類似性を有し、Jensen and Meckling (1976) による分析と同様に「信託法のエージェンシーコスト分析の実行可能性を含意する」(Sitkoff 2004, 639)。

Sitkoff (2004, 640) によれば、「信託法のエージェンシーコスト分析」を可能にする「組織的な構成体として働く事実上の法主体」たる「信託」において、プリンシパル＝エージェント関係は受託者が関与する「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」という重層的な二つの関係とされる。本稿の問題意識に立つとき、受託者の信託義務もこれに即して把握されなければならない。具体的に前者の関係は信託法の経済分析を特徴づける「時間的な (temporal) エージェンシー問題」を惹起し、後者の関係は「リスク負担が管理 (management) から分離されている」もとでの「伝統的なエージェンシー問題」を引き起こす (Sitkoff 2004, 640)。信託義務に即して捉えるなら、「時間的なエージェンシー問題」は「設定者の本来の要望 (wishes) に対して受託者が忠実であり続けるか否か」を、「伝統的なエージェンシー問題」は「受託者＝管理権者が受益者＝残余財産請求権者の最善の利益において行動するか否か」をそれぞれ内容とする (Sitkoff 2004, 683)。だがこうした二つの「関係」は「設定者に対する受託者の忠実と受益者に対する受託者の忠実との間に重大な緊張が存在する可能性」を生み出さざるを得ず、信託法が「設定者によって課された事前的な制約 (ex ante constraints) のなかで受益者の厚生を最大化することを受託者に要求」し、これによって「この緊張を解決する」(Sitkoff 2004, 640)。この「解決」は「受益者が事前的な同意 (ex ante consent) を与えるとは通常考えられず」「典型的には交渉する立場にない」(Sitkoff 2004, 639) ためであり、同時に贈与的信託において「贈与者の意思が支配する」(Sitkoff 2004, 640) ことを示している。「贈与者」が贈与的信託の設定者であることはいうまでもなく、両者は同義に理解してよい<sup>10)</sup>。

プリンシパル＝エージェント関係としての信託は以上のように受託者自らが関与する重層的な二つの関係として理解され得る<sup>11)</sup>。また両者の間に生じる

緊張を解決する統合的な機能が信託法にあることも一般的に解明された。本稿の関心に従って信託義務について考察を進めるために、プリンシパル=エージェント関係としての信託の独自性を本質的に規定するその意思決定をこうしたSitkoff (2004) の解明と一体化する。具体的にプリンシパル=エージェント関係において通常のエージェントは裁量的な意思決定が独自に可能であり、これは信託にも同様に妥当するといえる。信託におけるエージェントは受託者たる受託者であり、それゆえに受託者にエージェンシー問題が発生することとなる。しかし信託の場合、プリンシパル=エージェント関係として正常に成立するそれにおいてもエージェントである受託者に裁量的な意思決定が必ずしも帰属しない。

信託における意思決定を明らかにするには、その帰属を規定する能動信託 (active trust) と受動信託 (passive trust) の概念を捉える必要がある (西山 2018, 20-21; 2019, 24-25)。そこでまず *Restatement of the Law, Trusts* と *Uniform Trust Code* に基づき、能動信託と受動信託の概念を明らかにしよう。*Restatement Third, Trusts* §6(1) によれば「履行すべき積極的義務を信託条項によって受託者が有するならば信託は能動的 (active) であり、受託者の唯一の義務が受益者による信託財産の享受を妨げないことであるならば信託は受動的 (passive) である」とされる。同時に「受動信託の受益者は当該の受益者のために受動的に保有される財産の移転を請求次第受ける権利を付与される」(*Restatement Third, Trusts* §6(2))。さらに「能動信託」と「受動信託」とのやや詳細な区別について、*Restatement Third, Trusts* §6 Comment on Subsection (1) c では「信託条項が受託者に積極的義務を課すならば」信託は能動信託であるとし、具体的な「積極的義務」として「地代と利潤の収受、信託投資の責任遂行、信託財産の全般的な管理」を挙げる。他方「受託者の義務」が「信託財産を使用し享受する受益者の権利を妨げない義務」のように「完全に消極的 (negative) であるならば」信託は受動信託である。同様の規定は *Uniform Trust Code* にも見出すことができ、U. T. C. §402「設定の要件 (Requirements for Creation)」に

は信託を設定する要件の一つとして「受託者が履行すべき義務を負う」ことが定められている (U. T. C. §402(a) (4))。これについて U. T. C. §402 Comment では「信託は受託者が履行すべき義務を負う場合に限り設定されるという標準的な法理を詳述している」とされる。受動信託については「受託者の義務は能動的であるのが通常」であるとしつつ、「有効とされる義務が受動的であることもある」とし、ここでは「受益者による信託財産の享受を妨げない義務を受託者が有する場合」のみが含意されるとしている。

以上の能動信託と受動信託の概念を前提とすると、信託においてエージェントたる受託者への意思決定の帰属はこれが能動信託または受動信託のいずれとして設定されているかによって異なる。一般的なプリンシパル＝エージェント関係のように信託においてエージェントたる受託者に固有な意思決定が可能であるのは、信託が能動信託として設定される場合に限られる。受動信託として設定された信託で、エージェントである受託者は積極的に行為すべき権利および義務を有しておらず、裁量的な意思決定も認められない。法的に何ら問題なく、信託はエージェントが裁量的な意思決定を行わないプリンシパル＝エージェント関係ともなり得るのである。では受動信託において意思決定は受託者以外のどの者に帰属するか。これは Rest. 3rd, Trusts (Prudent Investor Rule) §228; Restatement Third, Trusts §75; Restatement, Second, Trusts §185で規定されている。Rest. 3rd, Trusts (Prudent Investor Rule) §228で「信託の基金」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。すなわち「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権された財産に対し、同様に信託条項によって授権された方法により適切に投資をなし得る」(Rest. 3rd, Trusts (Prudent Investor Rule) §228 Comment on Clause (b) d)。Restatement Third, Trusts §75; Restatement, Second, Trusts §185でも「受託者の一定の行為を指図または他の方法で支配する権限」を定めており、より一般的な内容が規定されている。

いま Sitkoff (2004) が明らかにした重層的なプリンシパル=エージェント関係の内部で意思決定が進められるとすれば、受動信託においてこうした「指図」または「制限」を行う主体は必然的に受託者以外の信託当事者となる。すなわち受動信託における意思決定は設定者または受益者に帰属するのである。

受託者が関与する「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」という重層的な二つの関係からなる信託のプリンシパル=エージェント関係の把握に信託におけるこうした意思決定の帰属を一体化することにより、信認義務とその動態性が明らかにされる。

まず信託が能動信託として設定され、意思決定がエージェントたる受託者に帰属する場合、信認義務はどのように捉えられるか。Sitkoff (2004, 640) 自身が示唆する、比較的しやうしい受託者の忠実義務に即して整理してみよう。能動信託においてはエージェントたる受託者による裁量的な意思決定が可能である。ここで受託者は専一に受益者の利益のためにのみ意思決定を下し、かつ行為しなければならない。すなわちその信認義務において直接に求められるのは受益者に対する忠実である。受益者との関係において受託者の忠実義務を規定するのはその裁量的な意思決定が受益者の利益から乖離していないことにある。よってここでの信認義務が抑止するエージェンシー問題は「リスク負担が管理から分離されている」もとで「受益者と受託者との関係」において発生する「伝統的なエージェンシー問題」(Sitkoff 2004, 640) にほかならない。このような根拠を持つ信認義務は必然的に高い動態性を有すると考えられる。管理する信託財産の大規模化や金融市場の高度化といった金融的な変化がとりわけ劇的に生じる場合、そのなかで従来の信認義務を機械的に適用することは、裁量的な意思決定を含めて受託者の機能を強く制約し、受益者の利益を損なう結果をもたらす可能性が高いためである。Hawley, Johnson and Waitzer (2011, 4, 7) は信認義務が「数世紀にわたって存続してきた相対的安定性を有する一連の法原則に基づく」一方、その解釈は「極めて動的であり得る」のであり、この意味で信認義務は「時間を通して変化する解釈に従う」「柔軟性のある一連の

原則」であると述べた。この見解に即していえば、能動信託における信認義務では後者が強く顕在化し、「時間を通して変化する解釈に従う」「柔軟性のある一連の原則」として妥当するといえるであろう。

しかし信託が受動信託である場合はどうか。受動信託においてエージェントである受託者には意思決定が帰属しない。いま信託当事者すなわち Sitkoff (2004) のプリンシパル=エージェント関係の内部における意思決定を対象とし、関係の外部におけるそれは捨象しているので、意思決定が帰属するのは設定者または受益者である。受託者は裁量的な意思決定を行わず、設定者または受益者の意思に従って信託財産を管理することとなる。分析を容易にするために Sitkoff (2004, 640) によるプリンシパル=エージェント関係の把握に基づいて設定者に意思決定が帰属すると想定しよう<sup>12)</sup>。すると受託者が信認義務によって要求されるのは第一に設定者に対する忠実であり、意思決定が帰属する設定者による指図を忠実に実行することがその内容となる。受託者は設定者の意思に直接に従って信託財産を管理するのであるから、ここで信認義務として問題となるのは受託者が設定者の意思に従っているか否かであり、信認義務が抑止するエージェンシー問題は「設定者と受託者との関係」において生じ得る「時間的なエージェンシー問題」であると考えられる。同時にこの信認義務は受託者の指図を実行することによって直ちに履行されるので、信託財産の管理と処分における新たな条件が受託者に対して直接に問題化することはない。ゆえに受動信託において受託者が有する信認義務は極めて安定的であり、その動態性は低いといってよいであろう。相対的に安定した法原則を根拠としつつ、時間を通して変化する解釈に従うという動態性を有する信認義務は、受動信託において前者として妥当し、「数世紀にわたって存続してきた相対的安定性を有する一連の法原則に基づく」(Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 4) 義務として受託者とその信認関係を規定する。

以上のようにプリンシパル=エージェント関係としての信託における受託者の信認義務は、受託者が関与する重層的な関係のなかで、受託者への意思決定

の帰属によって、直接には信託が能動信託と受動信託のいずれに設定されるかに基づいて対照的な性質を有していた。具体的にエージェントたる受託者に意思決定が帰属する能動信託において、受託者の信認義務は「受益者と受託者との関係」におけるエージェンシー問題に関連し、これは「伝統的なエージェンシー問題」として顕在化する可能性がある。さらに管理する信託財産の大規模化や金融市場の高度化といった変化がとりわけ劇的に生じる場合、そのなかで従来の信認義務を機械的に適用することは、裁量的な意思決定を含めて受託者の機能を強く制約し、受益者の利益を損なう結果をもたらす可能性が高いことから、ここでの受託者の信認義務は「時間を通して変化する解釈に従う」(Hawley, Johnson and Waitzer 2011, 7) 高い動態性を有すると考えられる。他方、受動信託においてはエージェントである受託者に意思決定が帰属しない。Sitkoff (2004) によるプリンシパル=エージェント関係の把握に基づいて設定者に意思決定が帰属すると想定すると、受託者は信認義務によって設定者に対する忠実を第一次的に要求される。ここでの信認義務が抑止するエージェンシー問題は「設定者と受託者との関係」において生じ得る「時間的なエージェンシー問題」である。さらにこの信認義務は受託者の指図を実行することによって直ちに履行されるので、管理上の新たな条件は受託者に対して直接に問題化せず、受動信託において受託者が有する信認義務の動態性は低いと考えられる。Hawley, Johnson and Waitzer (2011, 4) に従うなら、ここでの信認義務は安定的な法原則に基づく義務として妥当する。能動信託と受動信託において忠実義務の内容と意義は異なり、他の信認義務との関係も同じではないことから、信託における意思決定の帰属によって規定されるこうした信認義務の対照的な性質はLaby (2004, 78) が主張する信認義務の優劣性にも必然的に影響を与えることとなるであろう。

## 結語にかえて

プリンシパル=エージェント関係の概念を適用した信認義務とその動態性に関するこの度の考察は以上のものであった。

本稿ではまず第Ⅰ節で信託法における信認義務の意義と性質についてもっとも基本的な信認義務の一つである忠実義務に即して一般的に把握した。財産に関連して形成され、受益者と受託者の間のプリンシパル=エージェント関係を本質とする信認関係たる信託において、信認義務とは「財産の権原を有する者」に適用される「財産を取り扱う義務」(Restatement Third, Trusts §2)であり、プリンシパル=エージェント関係に発生する「エージェンシーコスト」を伴う「プリンシパル=エージェント問題」または「エージェンシー問題」に対する「抑止」の機能を有していた (Sitkoff 2014, 198)。次に第Ⅱ節で Hawley, Johnson and Waitzer (2011) による年金信託の分析に基づき、信認義務は時間を通して変化する解釈に従うという動態性を持つことを示した。ここではとりわけ年金信託における「量的基準」から「慎重なる者の基準」を経て「慎重なる投資家の基準」に至る注意義務の展開が考察の対象とされた。

以上の解明を理論的にさらに深化させるため、本稿ではプリンシパル=エージェント問題の観点から信認義務とその動態性について考察している。その端緒として第Ⅲ節で、プリンシパル=エージェント関係として信託を捉え、この把握のうえに信認義務の分析を進めた Sitkoff (2014) に従って、プリンシパル=エージェント関係が信認義務をどのように必然化し、その内容と機能を規定するかを立ち入って明らかにした。最後に第Ⅳ節では Sitkoff (2004, 640) に基づき「信託法のエージェンシーコスト分析」を可能にする「組織的な構成体として働く事実上の法主体」たる「信託」において、受託者が関与する「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」という重層的な二つの関係からなる信託のプリンシパル=エージェント関係を捉え、信託における意思決定の帰属 (西山 2018; 2019) をこの把握に一体化することにより、信認義務と

その動態性を明らかにしている。プリンシパル＝エージェント関係としての信託における受託者の信認義務は、受託者が関与する重層的な関係のなかで、受託者への意思決定の帰属によって、直接には信託が能動信託と受動信託のいずれに設定されるかに基づいて対照的な性質を有する。信認義務の動態性もこれに従って形成されていた。エージェントたる受託者に意思決定が帰属する能動信託において、受託者の信認義務は「受益者と受託者との関係」におけるエージェンシー問題に関連するとともに、高い動態性を有すると考えられる。他方、エージェントである受託者に意思決定が帰属しない受動信託においては、信認義務が抑止するエージェンシー問題は「設定者と受託者との関係」において生じるが、ここで受託者が有する信認義務の動態性は低いと理解される。

西山（2021）は信認義務とその意義についてのさらなる研究に際してSitkoff（2004, 640）による「時間的なエージェンシー問題」と「伝統的なエージェンシー問題」がどのような内容を有し、どのようなエージェンシーコストを発生させるかについて一層立ち入った解明が求められるであろうことを示唆した。本稿は信託における意思決定の帰属とその意義に関する考察を一体化することによってこうした解明の一端をなし得たものといえよう。同時に本稿の理論的・方法的成果はこれまでの信託に関する考察にも論点を提起するはずである。例えば1974年「雇用者退職所得保障法」が想定する信認関係と意思決定の帰属にも再考の必要性を与える可能性があり、この理解が正しければ同法の意義もまさに信認義務の観点から再検討されなければならないであろう。

(注)

- 1) プリンシパル＝エージェント関係の概念を適用した信託法に関する研究史の概観は西山（2018, 2-5）に与えられている。西山（2023, 52-53 n1）でも本稿に関連する文献への言及がある。またLau（2011）も参考になる。
- 2) 以下で日本の信託法に言及する際、現行の信託法は平成18年（2006年）法律第108号、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号である。また信託業法は平成16年（2004年）法律第154号である。
- 3) 日本の信託法においても第31条第2項に同じ規定がある。「信託行為に当該行為をすることを許容する旨の定めがあるとき」には第31項第1項に定める利益相反行為の制限が適用されない。
- 4) Langbein（1997, 168）は、その根拠として、破産に際して受託者の選任に至ることはごくまれであること、また設定者の意図を推定する意図信託（intentional trust）のもとでの受託者と異なり、破産受託者は本質的に裁判所成員であり、破産に至るまでの先行する商取引の多数について契約条項を否認する制定法上の根拠のもとで行動することを挙げる。管財に際して受託者に類似した基準を課せられる人格代表者（personal representatives）、後見人（guardians）、財産管理者（conservators）も同様とされる。こうした厳密な区別は制度上の問題にとどまらず、プリンシパル＝エージェント関係としての信託の分析に際しても相応に留意されなければならない。
- 5) 正文はAct of September 2, 1974, 88 Stat. 829; Public Law 93-406.
- 6) 正文はAct of November 23, 1921, 42 Stat. 227; Public, No. 98.
- 7) 正文はAct of June 23, 1947, 61 Stat. 136; Public Law 101.
- 8) 忠実義務の適用に際しての利益専一規定に関連する問題はLangbein（2005）によってさらに深く検討されている。現代の信託法に関連する重要な論点として、英米とりわけアメリカのそれにおいて受託者の忠実義務が緩和される傾向を観察できる。具体的には誠実性の有無を問わず利益相反から生じる利得に対して受託者の責任負担を定める厳格かつ伝統的な忠実義務の再検討にほかならない。こうした再検討が生じたのは、信託財産の大規模化、信託財産における金融資産の拡大、専門職としての機関受託者の一般化、信託業務の多様化と複雑化といった推移を基礎としており、こうしたなかで旧来の厳格な忠実義務を機械的に適用することは受託者の機能を強く制約し、受益者の利益をかえって損なう結果をもたらすためである。具体的にLangbein（2005, 939）は受託者の受け取る「合理的な報酬」としての信託報酬にすでにその端緒が窺えるとしている。またLangbein（2005, 938）によれば「利益専一の規定が任意規定であること」が基礎的な原因として妥当し、忠実義務に反する信託条項が存在しても正当化される。ここに「設定者が授権した利益相反」が発生する。

なお利益相反としてしばしば問題化する機関受託者による自行預金については西山（2021, 11-13）でも考察している。関連する信託法の規定としてはRestatement Third, Trusts §78を見よ。とりわけRestatement Third, Trusts §78 Comment on Subsections (1) and (2) c (6)に注意すべきである。信託義務に対するこうした規定の効果についてはLangbein（2005, 970）にも言及がある。

- 9) Sitkoff（2014）は信託法（fiduciary law）を直接の主題とするが、信託法にもしばしば言及している。特にSitkoff（2014, 200-201, 204-206）などでまとまった見解が示されている。
- 10) プリンシパル＝エージェント関係の立場からの設定者の意思に関する考察は西山（2020）を参照。本稿に密接に関連する論点にも言及している。
- 11) 設定者と受託者および受益者と受託者のいずれの関係においても、関係を形成する設定者と受託者との契約の意義を無視することはできない。受託者が機動的なそれである場合なおさらであろう。信託関係を形成する契約の意義については差し当たり基本文献であるLangbein（1995）を参照せよ。これに対するプリンシパル＝エージェント理論からの批判はSitkoff（2004, 629-631）に見出すことができる。なおこの問題の考察に端緒を開いたEasterbrook and Fischel（1993）はCooter and Freedman（1991）とともに信託関係に関する経済分析の基礎を確立した意義をも有する。
- 12) 意思決定が受益者に帰属するとしてもプリンシパル＝エージェント関係における本質的な意義は変わらない。こうした意思決定の帰属は本来的に設定者の意思によって定められているからである。受託者に裁量的な意思決定が帰属せず、信託財産の管理について受託者が直接的に受益者の意思決定に従うのは、前提として設定者の意思決定に従っているのである。

意思決定の帰属に関する理論的な考察をさらに進めるには、本質的な関係を明確にするために、設定者が同時に受益者を兼ね、「委託者力信託利益ノ全部ヲ享受スル」（旧信託法57条）単純な自益信託を前提することも方法的に可能である。ただしその際には受託者が関与する重層的な二つのプリンシパル＝エージェント関係（Sitkoff 2004, 640）の詳細な分析が不可欠であろう。

## References

- Cooter, Robert D. and Bradley J. Freedman. 1991. "The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences." *New York University Law Review* 66, 1045-1075.
- Easterbrook, Frank H. and Daniel R. Fischel. 1993. "Contract and Fiduciary Duty." *Journal of Law and Economics* 36 (1), 425-446.
- Hawley, James, Keith Johnson and Ed Waitzer. 2011. "Reclaiming Fiduciary Duty Balance." *Rotman International Journal of Pension Management* 4 (2), 4-16.

- Jensen, Michael C. and William H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Laby, Arthur R. 2004. "Resolving Conflicts of Duty in Fiduciary Relationships." *American University Law Review* 54 (1), 75-149.
- Langbein, John H. 1995. "The Contractarian Basis of the Law of Trusts." *Yale Law Journal* 105, 625-675.
- Langbein, John H. 1997. "The Secret Life of the Trust: The Trust as an Instrument of Commerce." *Yale Law Journal* 107, 165-189.
- Langbein, John H. 2005. "Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?" *Yale Law Journal* 114, 929-990.
- Lau, M. W. 2011. *The Economic Structure of Trusts*. Oxford: Oxford University Press.
- 西山茂. 2018. 「信託における信認関係の形成——『法と経済学』からの接近」『紀要』（九州国際大学社会文化研究所）79, 1-30.
- 西山茂. 2019. 「信託の比較分析の基礎」『紀要』80, 1-31.
- 西山茂. 2020. 「信託におけるプリンシパル＝エージェント関係と設定者の意思」『紀要』81, 1-33.
- 西山茂. 2021. 「信認義務の経済的基礎——プリンシパル＝エージェント関係と受託者の忠実義務」『紀要』82, 1-29.
- 西山茂. 2023. 「プリンシパル＝エージェント関係における受益権」『紀要』84, 1-55.
- Sitkoff, Robert H. 2004. "An Agency Costs Theory of Trust Law." *Cornell Law Review* 89, 621-684.
- Sitkoff, Robert H. 2014. "An Economic Theory of Fiduciary Law." Chap. 9 in *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, edited by Andrew S. Gold and Paul B. Miller. Oxford: Oxford University Press.

## ABSTRACT

### A Law-and-Economics Analysis in Fiduciary Duty as a Dynamic Concept in the Light of the Principal-Agent Relationship<sup>\*)</sup>

Shigeru Nishiyama

(Department of Regional Economics, Kyushu International University)

A trustee, once he has accepted appointment, is in a fiduciary relation to his beneficiaries. It is essential for a trust that the trustee's fiduciary power is to be exercised with a high regard for the interests of the beneficiaries, while the trustee is also subject to fiduciary duty to work on behalf of the beneficiaries. This paper addresses a law-and-economics investigation of fiduciary duty as a dynamic concept with the characteristic of a flexible set of relevant principles which have been subject to varying interpretations over time. The financial trends and changes around pensions and commercial trusts over the past few decades have revealed that the interpretation of fiduciary obligations can be quite dynamic, while they have been intact as a relatively stable set of legal principles. The law-and-economics analysis applying the principal-agent relationship associated with agency costs offers new insights into the general nature and effect of the trustee's fiduciary duty with evolving interpretations, clarifying how it shapes the economic structure and efficiency of the trust as a fiduciary relationship. Among the major results of the paper are that the trust in analytical perspective fundamentally emphasizes fiduciary duty particularly in the light of the exercise of high discretionary power in the management of its properties to achieve the purpose of the trust as provided for by its terms, and that the distribution of this power between trust parties determines the content and characteristics of agency problems deterred by the trustee's fiduciary obligations and leads to the presence of the dynamic nature of the obligations in accordance with the fiduciary relationships involving the trustee, modeled on the principal-agent scheme.

**Keywords:** Trust; Fiduciary obligation; Fiduciary duty of loyalty; Fiduciary duty of care; Principal-agent relationship; Agency problem; Active trust; Passive trust; Fiduciary relationship.

\*) This work has been financially supported by JSPS Grant-in-Aid for Scientific Research (C), No.19K01771.