

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^{*)}

西 山 茂

要 旨

本稿は信託における設定者の意思について若干の考察を行い、プリンシパル＝エージェント関係としての信託について理解を深めることを意図する。具体的に信託は設定者の意思によって設定されるが、信託そのものに設定者は直接入ることがなく、信託が設定された後にはその外部に置かれる。この点は信託を信認関係として捉える場合でも、通説上の一般的なプリンシパル＝エージェント関係をこれに単純に当てはめる場合でも同様である。ではこうした位置に置かれる設定者の意思は信託においてどのように妥当するか。本稿はプリンシパル＝エージェント関係として信託をより内在的に捉え直すことにより、設定者の意思に関するこの問題を考察する。その際、本稿では最近における信託に関する「法と経済学」研究の理論的成果を積極的に適用し、とりわけ受託者が関与して形成されるプリンシパル＝エージェント関係についての信託の独自性を捉えた把握を方法的な端緒とすることにより、設定者の意思とこれが信託においてどのように妥当するかについて、信託法によって形成されるフォーマルな制度を枠組みとしつつ、設定者の意思に伴うエージェント問題およびその可能性と関連づけて明らかにすることとする。さらに信託に関する将来的な研究に対してこうした把握が与える展望を示して総括する。

キーワード

信託、設定者の意思、プリンシパル＝エージェント関係、エージェント問題、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

信託をプリンシパル＝エージェント関係 (principal-agent relationship) またはその法的形態である信認関係 (fiduciary relationship) として捉えようとするとき、一つの論点となるのが設定者 (settlor) または委託者 (trustor) とその位置づけである。本稿はプリンシパル＝エージェント関係としての信託について理解を深めることを主眼として、最近の「法と経済学 (law and economics)」の成果を適用しつつ、信託における設定者の意思 (intent, intention) について若干の考察を行うことを意図する。

問題の所在と本稿の課題は以下のように整理することができよう。*Restatement of the Law, Trusts*によれば「信託」は「財産 (property) に関する信認関係」と定義される (*Restatement Third, Trusts* §2)。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「この財産の権原 (title) を有する者に対して公益 (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」とされる (*Restatement Third, Trusts* §2)。ここで「信託を設定する者」が設定者、「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)。いま *Restatement Third, Trusts* §2により信託を「設定する」「意思表示」に言及したが、後述するようにこれこそ「信託条項 (terms of the trust)」による「設定者の意思の表示」にほかならない (*Restatement Third, Trusts* §4, §4 Comment a)。

だが「財産に関する信認関係」である信託がこのように設定者の意思によって設定される (*Restatement Third, Trusts* §2, 13) 一方、この信認関係そのものに設定者は直接入ることがない¹⁾。実際 *Restatement of the Law, Trusts* の定義によれば、厳密かつ伝統的な意味において信託は受託者・受益者・信託財産を三つの要素としている (*Restatement, Second, Trusts* §2 Comment h; *Restatement*

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

Third, Trusts §2 Comment f)。この信認関係に通説上の一般的なプリンシパル＝エージェント関係を単純に当てはめるとしても同様であり、Cooter and Freedman (1991, 1047 n5) によれば、信認関係のプリンシパル＝エージェントモデルにおいて「プリンシパル」は受益者 (beneficiary)、「エージェント」は受託者 (fiduciary) 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ことが分かる。

このように設定者は信認関係としての信託に直接入ることがなく、信託が設定された後にはその外部に位置する。ではこうした位置に置かれる設定者の意思は信託においてどのように妥当すると理解されるか。例えば四宮 (1989, 341) によれば「信託の目的拘束の発効とともに委託者の意思は信託目的としていわば信託財産の内部に入り込んでしまう」ので設定者は「原則として固有の信託関係から離脱してもよい」とされる。また Patterson (2010, 905) は「伝統的に」信託において「受託者は」「信託条項に関連する設定者の意思を実現する義務」を有するとし、こうした「義務」に従う「受託者」によって信託財産の管理が進められるとする。実際、追って言及される Restatement, Second, Trusts §164, §164 Comment a; Restatement Third, Trusts, §§70 (a), 85 (1) (b) に明らかのように「受託者の義務と権限の性質と範囲」は「信託条項」によって定められ、設定者の意思が受託者の義務と権限を決定する。だがこれらの把握はそれ自体として適切ではあろうが、信託法によって形成されるフォーマルな制度が信託において設定者の意思が妥当する枠組みとして機能することを捉えているに過ぎない。

本稿は信託法とその機能に関するこうした理解を踏まえつつ、信託をプリンシパル＝エージェント関係としてより内在的に捉え直すことにより、このような制度的な枠組みのもとで設定者の意思が信託にどのように妥当するかを明らかにする²⁾。

その際、本稿では次の二つの研究史を前提とする。一つは最近におけるプリ

ンシパル＝エージェント関係としての信託に関する「法と経済学」研究に共通の理論的基盤となっているといえる Sitkoff (2004) の所論である³⁾。Sitkoff (2004, 623) は「信託法のエージェンシーコスト理論を発展させる」ことを自ら意図し、プリンシパル＝エージェント関係を適用した信託の厳密な分析を進めた。とりわけ本稿が重視する論点として、Sitkoff (2004, 640) によれば信託におけるプリンシパル＝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であるとされ、直上で Cooter and Freedman (1991) によって言及したような一般的なプリンシパル＝エージェント関係に単純に還元されていない。本稿ではこの把握を方法的に適用し、信託において設定者の意思がどのように妥当するかをそれに伴うエージェンシー問題およびその可能性と関連づけて捉えることとした。

もう一つは Uniform Trust Code (統一信託法典、2000年成立、2010年改正) とこの法典に関連する信託の研究である⁴⁾。追って詳しく言及されるであろうように、本稿の関心に即していえば Uniform Trust Code は「信託の歴史的な目的を明らかにする基準を首尾よく法典化」しており、「設定者の意思」はその諸規定のなかに見出される「優先的な原理」であるといえる。また Uniform Trust Code の「諸規定」は設定者の意思による支配 (control) を確立し、これによって「信託の歴史的な目的」を「法典化している」(Patterson 2010, 906, 929)。こうした Uniform Trust Code とその意義を受けて、この法典のもとでの設定者の意思に関する研究が進められており、設定者の意思に関する今日的な理解としてその成果を本稿でも取り入れる。なかんずく基本的な文献と考えられる Newman (2005)、Cooper (2008)、Patterson (2010) には本稿でも積極的に言及していく⁵⁾。

以下、本稿は次の構成で課題に接近する。第 I 節でまず *Restatement of the Law, Trusts* によって信託における設定者の意思の法的な意義と役割に関する基礎的な検討と確認を行い、同時に Uniform Trust Code において設定者の意思が

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

新たにどのように位置づけられているかを明らかにする。こうした信託法に即した理解を前提として、設定者の意思に関してプリンシパル=エージェント関係を適用した考察を深め、第Ⅱ節では上記のSitkoff（2004）の所論に基づき、設定者の意思に重点を置きつつ、プリンシパル=エージェント関係としての信託それ自体について検討を行う。ここでは信託法の基礎的な理解、信託概念とその理論的意義、信託におけるプリンシパル=エージェント関係とエージェンシー問題、エージェンシーコストの概念を用いた信託法の機能の分析が示され、そのなかで設定者の意思とその役割が一般的に明らかにされるとともに、受託者が関与して形成されるプリンシパル=エージェント関係の理解が本稿の考察の端緒として把握されるであろう。こうした考察と解明を踏まえ、第Ⅲ節では信託法によって形成されるフォーマルな制度を枠組みとして、そのもとでプリンシパル=エージェント関係としての信託に設定者の意思がどのように妥当するかを捉える。信託における設定者の意思がそれに伴って発生し得るエージェンシー問題およびその可能性と関連づけて明らかにされることとなろう。最後に本稿の考察に総括を与え、本稿の成果を踏まえたプリンシパル=エージェント関係としての信託に関する今後の研究の展望を示す。

I 信託法における信託設定者の意思

本節では以下の考察の前提として信託における設定者の意思の法的な意義と役割に関する基礎的な検討と確認を*Restatement of the Law, Trusts*によって行う。同時に本節ではUniform Trust Codeにおいて設定者の意思がどのような位置づけを新たに与えられているかを明らかにする。全体として本節は設定者の意思について信託法に即した考察を提示することとなるであろう。

まず*Restatement of the Law, Trusts*による信託の定義に即して設定者の意思とその役割を確認する。*Restatement Third, Trusts* §2「信託の定義」は「信託」を端的に「財産に関する信託関係」とであると定義する。*Restatement Third, Trusts*

§2はまた信託が「この関係を設定する意思表示から生じ」、さらに「この財産の権原を有する者に対して公益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に従わせる」と定めている。

設定者の意思はこのように信託が設定される要件 (requirements) の一つとなっており、こうした要件として機能することがその第一の意義として指摘されなければならない。Restatement Third, Trusts §13「信託を設定する意思」においても「信託関係を設定する意思を設定者が適切に (properly) 表示する場合に限り信託は設定される」とこの意義が強調されている。すなわち設定者の適切な意思表示がなければ信託は設定されることがない。Restatement, Second, Trusts §23でも同様に「信託が設定される」のは「信託を設定する意思を設定者が適切に表示する場合」に限るとされ、さらに§25で「設定者が法的拘束力のある義務 (enforceable duties) を課す意思を表示しない限りいかなる信託も設定されない」とより具体的な内容が与えられている。Restatement Third, Trusts §13も基本的にこうした内容を有すると理解してよいであろう。また「設定者の意思」によってこれを示す「信託条項」が決定される⁶⁾。端的に「信託条項」は「設定者の意思の表示」を意味するといえる。ただし「信託条項」が示すのは信託の設定時における設定者の意思であり、その事後的な意思ではない (Restatement Third, Trusts §4, §4 Comment a)。

設定者の意思が持つ第二の意義として能動信託 (active trust) または受動信託 (passive trust) の選択を挙げることができる。西山 (2018, 16-24) によって詳細に明らかにされたように、能動信託または受動信託の選択は信託における意思決定の帰属を決定し、プリンシパル=エージェント関係としての信託が有する独自性を規定する⁷⁾。実際、信託条項によって受託者にどのような義務が課されるかに基づいて設定者の意思は両者のいずれかに信託を設定する。受託者が「履行すべき積極的義務 (affirmative duties)」を信託条項が具体的に定めることにより信託は能動信託として設定され、これを定めずその「唯一の

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義務」が「受益者による信託財産の享受 (enjoyment) を妨げないこと」である場合は受動信託となる (Restatement Third, Trusts §6 (1), §6 Comment c)。また *Restatement of the Law, Trusts* では能動信託を設定する意思を示す間接的な状況 (circumstances) についても詳細な言及がある (Restatement Third, Trusts §6 Comment d)。

また第三に設定者の意思は受益者の権利 (interests) の範囲 (extent) を規定する。「法律または公共政策によって制限される場合を除き」「信託受益者の権利の範囲は設定者により表示された意思に基づく」(Restatement Third, Trusts §49)。さらに信託の終了時に信託財産に残余がある場合に設定者の意思によって当該の残余財産が帰属する権利者も受益者に位置づけられる。その際、復帰信託 (resulting trust) の成立が認められ、当該の財産もこれによって保有される (Restatement Third, Trusts §8)。設定者の意思はまた復帰信託の推定に対する反証でもある (Restatement Third, Trusts §8 Comment f)

最後に設定者の意思は受託者の義務と権限を決定する。「受託者の義務と権限の性質と範囲」は「設定者の意思表示」を意味する「信託条項」によって定められる (Restatement, Second, Trusts §164, §164 Comment a; Restatement Third, Trusts §§70 (a), 85 (1) (b))。これは Restatement Third, Trusts §13に定める「信託関係を設定する意思」とその適切な表示、なかんずく「設定者が法的拘束力のある義務を課す意思を表示しない限りいかなる信託も設定されない」とする上記の Restatement, Second, Trusts §25とも整合するといえる。

Restatement of the Law, Trusts による設定者の意思の法的な意義と役割の検討と確認はおよそ以上のものであった。これを受けて Uniform Trust Code において設定者の意思にどのような位置づけが新たに与えられているかを続けてみてみよう。

Uniform Trust Code は「信託の歴史的な目的を明らかにする基準を首尾よく法典化」している一方、「設定者の意思」はその諸規定のなかに見出される「優先的な原理」の位置を占める (Patterson 2010, 906)。また Uniform Trust Code

の「諸規定」は「設定者の意思が支配すること」を確立しており、これによって「信託の歴史的な目的」を「法典化している」（Patterson 2010, 929）とされる。具体的にこうした「諸規定」には「信託証書における条項の大部分を提示する設定者の能力」と「設定者の意思に従って信託を管理する受託者の義務」、「設定者の意思を執行する司法的義務」が含まれる（Patterson 2010, 929）。歴史的に「受託者は」「設定者の意思を信託管理の指針（guide）」とみなしており、「ただ設定者のみがある受益者に最善に資する信託条項を決定すること」が「一般的な準則」である（Patterson 2010, 906）。これは *Restatement of the Law, Trusts* においても再追認されている（例えば *Restatement Third, Trusts* §74を参照せよ）。Patterson (2010, 927-928) によれば、現代において信託が高度に複雑化し、主に資産管理（asset management）にその目的が拡張されるなかで、Uniform Trust Codeは「受益者の利益（benefit）のために設定者の意思を遵守するというコモンローの原理を今日の信託法に組み込む」試みであるとされる。しかしここでの信託の「コモンローの原理」とは「設定者の意思が信託の諸規定を支配する」原理であり、このような内容を持つ原理としてUniform Trust Codeによって法典化された（Patterson 2010, 905）。しかしUniform Trust Codeにおいては同時に現代の信託を想定した「設定者の意思」の適切な位置づけが追求されていることも事実であり、これは「信託管理の問題に対する受託者の伝統的な姿勢」および「信託設定者と信託受益者の間の権限バランス」の再調整として捉えられている（Cooper 2008, 1182-1183, 1184-1185）⁸⁾。

Uniform Trust Codeにおいて設定者の意思は一般に以上のように位置づけられる。このように位置づけられる設定者の意思に関連したUniform Trust Codeの規定を現行の条文に即して具体的に概観することにより、本法典での設定者の意思の位置づけをさらに明確にしておこう。

まずUniform Trust Codeが「信託の歴史的な目的」を「法典化している」（Patterson 2010, 929）という基本的な認識についてである。実際Uniform Trust Codeにおいては、第一編「総則および定義（General Provisions and

Definitions)」でそれ自身定めているように、この法典が「受託者の義務と権限、受託者間の関係、受益者の権益 (rights and interests) を規定」するのは設定者の意思を示す「信託条項に別段の定めがない限り」であるとされている (U. T. C. §105 (a))。すなわち設定者は Uniform Trust Code が有する「任意規定の大部分に」[信託条項を通じて]「置き換わる (supersede) ことが認められている」(Patterson 2010, 911) のである。「強行規定」についても、これによって抑制されているのは「受託者による濫用」であり、「設定者の意思」そのものを抑制する意図はない (Patterson 2010, 911)⁹⁾。いうまでもなく Uniform Trust Code においても「信託条項」は「信託の規定に関する設定者の意思の表明」にほかならない (U. T. C. §103 (18) (A))。端的に Uniform Trust Code は「設定者の意思が信託法における支配要因 (controlling factor) たるべきであると制定している」(Patterson 2010, 913) といえる。

次に第四編「信託の設定・有効性・変更・終了 (Creation, Validity, Modification, and Termination of Trust)」をみると、ここでは「設定者の意思を確認し、これと軌を一にする変更だけを行う義務」を司法が負うという見方が全編で展開されている (Patterson 2010, 911)。とりわけ信託の終了と変更については「設定者の意思を保持することが最優先であるという原則と整合する柔軟性」を促進するという目的が明示されている (U. T. C. Article 4 General Comment)。例証として、信託の効力が発生した後に設定者がこれを自由に撤回または変更する権利を留保していない撤回不能 (irrevocable) の非公益 (noncharitable) 信託に関して、U. T. C. §411は設定者と受益者の全員の同意によって変更または終了できることを定めている。また U. T. C. §412と§416は、設定者によって予見され得なかった不測の事態 (unanticipated circumstances) を理由とする信託の変更、設定者の税務上の目的を達成するための信託の変更をそれぞれ司法に認めている。こうした第四編の規定は「信託条項を変更する設定者・受益者・受託者の能力 (ability) を自由化している」ようにみえるが、Uniform Trust Code は上述のように「設定者の意思を確認し、これと軌

を一にする変更だけを行う義務」に司法が従うことを明確に示しているの
あり、上記のU. T. C. §412はとりわけ§412 (a)の規定でこの趣旨を明示している
(Patterson 2019, 911)。またPatterson (2010, 911-912) は信託の終了における信
託財産の分配に際しても同様の見方が示されていると論じる。

続いて第六編「撤回可能信託 (Revocable Trusts)」である。撤回可能信託は
遺言による遺贈と同様の効果を持つ「遺言代替物 (will substitute)」として今
日幅広く用いられており、こうした実態を反映してUniform Trust Codeのこの
第六編は「遺言の有用な等価物 (equivalent)」として撤回可能信託を扱ってい
る (Patterson 2010, 912)。U. T. C. Article 6 General Commentにも同じ論旨が与え
られている。さて第六編でまず顧みられるべきはU. T. C. §602であろう。U. T. C.
§602 (a)は「当該の信託が撤回不能であると信託条項が明示的に (expressly)
定めていない限り、設定者は信託を撤回または変更できる」とする。さらに
U. T. C. §602 (c)は「設定者」が「撤回可能信託を撤回または変更」する際の方
法を定めており、まず§602 (c) (1)により「信託条項に定められた方法の実質的
な順守によって」撤回または変更を行うとする。しかし「信託条項が方法を定
めていない場合」または「信託条項に定められた方法が明示的に唯一である
(exclusive) とされていない場合」には、信託に言及した遺言書による場合を
除き、§602 (c) (2)に基づき「設定者の意思に関する明白かつ確信を抱くに足る
証拠 (clear and convincing evidence) を表明する他の方法」によって撤回また
は変更を行う。さらに信託の撤回に際して「受託者は設定者の指図に従って信
託財産を交付しなければならない」(U. T. C. §602 (d))。同じくU. T. C. §603が
興味深い。ここでは「設定者の権限」が「取消権 (powers of withdrawal)」と
して示されている。まず「信託が設定者によって撤回可能である場合、受託者
は信託条項に反する設定者の指図に従うことができる」 (§603 (a))。これは設
定者が信託の部分的な撤回権を有すると理解できよう。他方「信託が撤回可能
であり、設定者が当該の信託を撤回する能力 (capacity) を有する場合、受益
者の権利 (rights) は設定者の支配 (control) に従い、受託者の義務は排他的

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

に設定者のみに対して保持される」 (§603 (b)) とされる。受益権の制限を設定者に認めることによりその意思を遵守するという論点は Patterson (2010) と必ずしも立場を同じくしない Newman (2005, 703-705) においても強調されている¹⁰⁾。

さらに第七編「受託者の地位 (Office of Trustee)」である。第七編は「受託者の地位を取り扱う一連の任意規定」を内容としており、設定者の意思すなわち信託条項によって変更され得る性質を持つ (U. T. C. Article 7 General Comment)。とりわけ受託者の地位に変更が生じる場合、そうした変更に関する設定者の意思が司法裁量においても十分考慮されなければならない (Patterson 2010, 913)。受託者による「重大な信託違反 (breach of trust)」や「共同受託者間の協力不足」が生じた場合における「受託者の解任 (removal)」 (U. T. C. §706) がその典型であろう。また Patterson (2010, 913) によれば「設定者の信託」は「受託者の裁量と判断」に「信任 (confidence)」を置くので、「受託者の選任」は重要な信託条項となり、これは「受益者によっても安易に変更されるべきではない」。ゆえにこの第七編によって示されている基準のもとでも「設定者による受託者の選定」には司法的に相当の重点が置かれている (Patterson 2010, 913)。

最後に第八編「受託者の義務および権限 (Duties and Powers of Trustee)」である。U. T. C. Article 8 General Commentによれば、第八編は受託者の義務と権限を規定しているとともに設定者の意思である信託条項が「信託法において最高位に位置する」 (Patterson 2010, 913) 見方を支持するといえる。まず「受託者はその職 (trusteeship) を引き受けた際に、信託条項および信託目的と受益者の利益に従って、かつこの法典に従って誠実に (in good faith) 信託を管理しなければならない」 (U. T. C. §801) とされる。また受託者はその基本的な信認義務と考えられる「忠実義務」 (duty of loyalty) に基づいて「専一的に受益者の利益のために信託を管理」 (U. T. C. §802 (a)) しなければならない、「受益者の利益を受託者のそれよりも上位に置かなければならない」 (Patterson 2010,

913) とされる。

Restatement of the Law, Trusts と *Uniform Trust Code* における設定者の意思は以上のように把握された。信託法に即した基礎的な検討と確認として、前者において設定者の意思は信託の設定要件の一つをなし、さらに能動信託と受動信託の選択、受益者の権利の範囲の規定、受託者の義務と権限の決定といった意義を持つことが把握された。また後者は「信託の歴史的な目的」を「法典化」しており、そのなかで設定者の意思は「優先的な原理」として位置づけられている。これは設定者の意思による支配という信託の「コモンローの原理」を法典化する意義を有していた。*Uniform Trust Code* におけるこうした一般的な位置づけはその条文に即して具体的に捉えられ、一層明確化されている。なかでも設定者の意思はこの法典が定める「任意規定の大部分に」「信託条項を通じて」「置き換わることが認められて」おり、また受託者は「設定者の意思に従って信託を管理する」「義務」を負うことがここで規定されている (Patterson 2010, 905, 906, 911, 929)。

II 信託におけるプリンシパル=エージェント関係

前節では *Restatement of the Law, Trusts* に即して信託における設定者の意思の法的な意義と役割を捉え、さらに *Uniform Trust Code* において設定者の意思が新たにどのように位置づけられているかを明らかにした。なかんずく Patterson (2010, 906) の考察を踏まえることにより、*Uniform Trust Code* によって「信託の歴史的な目的」が「法典化」され、そのなかで設定者の意思が「優先的な原理」としての位置を占めていることが確認された。

以下こうした信託法に即した理解を前提として、設定者の意思に関してプリンシパル=エージェント関係を適用した考察を深めたい¹¹⁾。本節では信託と信託法に関する最近の「法と経済学」研究に共通の理論的基盤をなしているといえる Sitkoff (2004) の所論に基づき、設定者の意思に重点を置きつつ、プリン

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

シパル=エージェント関係としての信託そのものの検討を行う。Sitkoff (2004) は「信託法のエージェンシーコスト理論を発展させる」(Sitkoff 2004, 623) ことを意図し、プリンシパル=エージェント関係としての信託の細部に及ぶ分析を提示しながら、信託に対するエージェンシーコスト概念のより厳密な適用を進めている。ここでは本稿の関心に即して設定者の意思とその役割に関する検討に重点を置くとともに、プリンシパル=エージェント関係を適用した信託の理論的な考察を与え、とりわけ受託者が関与して形成されるプリンシパル=エージェント関係に関する Sitkoff (2004, 640) の理解を今後の考察の端緒として提示することとしたい。

さて上記のように Sitkoff (2004, 623) の理論的な意図は「信託法のエージェンシーコスト理論を発展させる」ことにあった。より直接には「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」(Sitkoff 2004, 623-624) をその具体的な課題としている。だが明示的にこそ贈与的信託に絞られているが、考察の対象はあくまでも私益信託である。同時に Sitkoff (2004, 623-624) 自身が自らの「分析」について「商事信託と公益信託」にも適用可能であると述べているように、Sitkoff (2004) は信託に関するプリンシパル=エージェント理論として相応の一般化が可能であることを前提としてよいであろう。

信託法のエージェンシーコスト分析について、Sitkoff (2004, 638) は関係当事者間の信認関係が信託法と同様に対象となる会社法との比較により、「会社法に対するエージェンシーコストによるアプローチと比較して信託法に対するそれはより簡単であるとともにより複雑である」とまず論じる。端的に信託は「より複雑でない組織であるため」分析も「より簡単」である。これは「エージェンシーコスト分析とプリンシパルである当事者の仮定的交渉をより容易にする」。同時に信託に適用されるエージェンシーコスト分析において「信託に利害関係を有する諸個人の行動が効率的な資本市場からの価格シグナルによって測定されない」ことから、信託は「より複雑」でもある¹²⁾。さらに信託法は

「残余財産請求権者としての受益者の権利」を「設定者の死手の権利 (dead-hand interests)」の下位に置くことを合法化しており、この「合法化」も信託をより複雑にするといえる (Sitkoff 2004, 638)。こうした Sitkoff (2004) の理解は、「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、また最もよく理解される」(Sitkoff 2004, 627) という立場に基づいている。この立場から資本市場の機能を適切に位置づけ、プリンシパル=エージェント関係としての信託に内在する論点を解明しているといつてよい。なかでも信託法を「組織法」に位置づける後者の理解は追って言及される信託におけるプリンシパル=エージェント関係とそこでのエージェンシー問題の独自性にも密接に関連する。

こうした基礎的な理解の提示に続けて Sitkoff (2004, 638-639) はプリンシパル=エージェント関係を積極的に適用して自らの信託概念を提示する。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 (in personam) な次元とともに対物的 (in rem) な次元を有する組織形態」であると信託を捉える。すなわち信託は「法人およびその他の組織形態と同様に」「外部での対物的な資産分割 (asset partitioning) を内部での対人的な契約上の柔軟性と混成する」。他方で「信託の内部関係は契約主義的である」。「信託法が任意規定 (default terms) を提供し」「当事者がそれを巡って契約可能である」だけでなく、「当事者における情報の非対称性から生じる基礎的なガバナンス問題にプリンシパル=エージェントモデルを適用しやすい」ためでもある (Sitkoff 2004, 638-639)。以上の考察に基づいて「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」に由来するとされる (Sitkoff 2004, 639)。Sitkoff (2004, 639) 自身が言及しているように、こうした見方は企業の「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「信託のこの概念は信託法のエージェンシーコスト分析の
実行可能性を含意する」のである（Sitkoff 2004, 639）。

さてSitkoff（2004, 640）によれば、こうした信託のプリンシパル=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。前者の関係は信託法の経済分
析を特徴づけ、会社法のそれとの区別を明確にする「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）。ここで「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
権利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（loyalty）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」（Sitkoff 2004,
640）に帰結せざるをえない。Sitkoff（2004, 640）は、プリンシパル=エージェ
ントモデルの適用により、アメリカの信託法は「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」としている。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）ためであると同時に贈与的
信託においてまさに「贈与者の意思が支配する」（Sitkoff 2004, 640）ことを示
している。さらにこうした「緊張」の「解決」は同時にエージェンシーコスト
分析が併せ持つ信託法の実証的な分析と規範的な分析の内容を規定するといえ
る（Sitkoff 2004, 648-649）。なお「贈与者の意思」（Sitkoff 2004, 640）の「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い。ここで両者は同義と理解
してよい。

信託におけるこうした重層的なプリンシパル=エージェント関係の把握を

前提とすることにより、続けて信託法の機能を明らかにすることができる (Sitkoff 2004, 648-683)。より具体的にみれば、信託法の機能を明らかにすることは、これを組織法と捉える立場から組織形態の選択に関連するエージェンシーコストの極小化と理解される「私益信託のガバナンスが持つ」「規定 (rules) の作用」を捉えることにほかならない (Sitkoff 2004, 650)。この解明に際しては受託者と受益者の間に形成されるプリンシパル=エージェント関係が主たる対象となり、Sitkoff (2004, 649-650) によれば「エージェンシーコスト分析」によって贈与的私益信託における「残余財産請求権者」としての受益者の立場が明らかにされなければならない。まず「関連する他の全ての当事者による信託財産への請求権」は通常「明示的な契約によって設定」され、「受益者の請求権より高い優先性を有する」。ここで「最も顕著であるのは受託者および受託者が受託者として取引する者」による請求権である。これを前提とすれば「他の組織形態における残余財産請求権者と同様」「贈与的信託の受益者はパフォーマンスの優劣によって生じる残余リスクを負担」する。こうした面で贈与的信託の受益者は他の組織形態における残余財産請求権者への近似を強めており、これは現代の信託一般に共通している。他方、同時に「今日の標準的な贈与的信託の受益者は」「設定者の蓋然的な (probable) 意思の推定に関連して」「他の組織形態の残余財産請求権者から区別される」「性質を有する」(Sitkoff 2004, 650)。「これらの性質」は「伝統的な信託学説に言語化された仮定的交渉」を基礎づける「重要な経験的仮定を反映」しており、さらに「ある者が組織形態を選択する際には」「リスク選好に関する初期の経験的仮定、残余財産請求権者の数、その他の関連要素」が「選択する者に固有な状態に最も近似する形態を探求する」。こうした「探求」によって「選択する者の特定の必要性に適合するように組織形態を変更する取引費用を極小化する」とみることができる。「これらの性質および関連するエージェンシーコスト分析」を踏まえると「信託当事者のあり得べき選好との整合性を備えた」「私益信託のガバナンスが有する三つの規定の作用」を明らかにできる (Sitkoff 2004, 650)。

Sitkoff (2004, 650-657) はこうした「私益信託のガバナンスが有する三つの規定」として、「公平義務 (duty of impartiality)」「総収益投資 (total return investing)」「リスク許容度 (risk tolerance) と注意義務 (duty of care)」を挙げ、受益者の性質を明らかにしつつそれぞれの作用を分析する。信託および信託法の考察としていずれも興味深いのが、以下では本稿の関心にに基づき、信託法の典型的な規定の一つであり、また「設定者の蓋然的な意思」とその「推定」について特に明確な言及がある「公平義務」(Sitkoff 2004, 650-652) を取り上げ、その内容を詳しく捉えることとしよう。

Sitkoff (2004, 650-652) によると、信託法は「相互に対立する権利 (interests) を持つ残余財産請求権者の設定」を助長する作用を持つ。しかしこうした残余財産請求権者の「権利に即して信託は管理されなければならない」。だがその際「相互に対立する権利を持つ残余財産請求権者」の「選好の集合」を捉えるとしてもそこに必ずしも一貫性がない。この点は有効なガバナンス体制を信託に構築するうえで必然的に困難をもたらすこととなる。異なる階層の受益者が持つこのような相反関係にある権利を集約する「信託法の進化的応答 (evolutionary response)」が「公平の信託義務 (fiduciary duty of impartiality)」である。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 にもみることができる。すなわち「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)。さらに「請求権者の個別の欲求 (wants) よりもその必要 (needs) を考慮して行為する指図を受託者に与えることにより」「信託の残余財産請求権者の権利」は事実上「一貫性を持つこととなる」。こうした「公平義務」の全体を包含する「指図」は「衡量 (balance)」であり、これは「設定者の蓋然的な意思」とも整合するといえる (Sitkoff 2004, 651)。

以上の内容をさらに明確にすべく Sitkoff (2004, 651, 652) では信託法と会社法の比較が提示されている。会社法において残余財産請求権者の「相互に対立する権利」は単純である。「会社法はすべての株主が利潤の極大化という基本的な目的を共有すると仮定する」からである。またこの仮定は議題操作 (agenda manipulation) と循環 (cycling) の問題を排除する意義を持つ。この結果、残余財産請求権者の異なる階層に関して「会社法」は「利益相反の場合」に「最大の残余財産請求権者を優先する」こととなる (Sitkoff 2004, 651-652)。しかし信託法の公平義務は「会社法と対照的に」「受益者の階層の内部と階層間相互の双方に適用される」。信託条項に特段の定めがない限り、受益者の特定の階層が優先されることはなく、またすべての階層が平等に扱われることもない。性質の異なる受益者の階層のいずれが優先されるかは「衡量」に基づき状況に応じて決定される。ゆえに「公平義務」を欠如する場合に残余財産請求権者の選好の集合は一貫性を備えることができず、同時に他の大部分の組織形態においてこの義務が任意法規的な信託義務 (fiduciary obligation) に明示的に含まれないことから、「信託のガバナンスの決定的な特徴」であるとともに「組織法としての信託法の際立った性質」をなすといえる (Sitkoff 2004, 651-652)。

Sitkoff (2004) に従ってプリンシパル=エージェント関係を適用した信託の考察は以上のものであった。プリンシパル=エージェント関係の適用が理論的かつ方法的に最も特徴的に見出せるのは信託が「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」であるとする Sitkoff (2004, 638-639) の信託概念であるといえよう。また信託において形成されるプリンシパル=エージェント関係それ自体についても内在的に分析が深められ、この関係を受託者が関与する「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」の二つの関係として重層的に捉え直し、それぞれに生じるエージェンシー問題の把握に基づいて「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」存在し得る「重大な緊張」を解決する信託法の機能を解明している (Sitkoff 2004, 640, 650)。信託におけるこうしたプリ

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

プリンシパル＝エージェント関係の理解は同時に受益者の性質を理論的にさらに分析することを可能にし、信託財産に対する請求権の優先性の比較から「他の組織形態における残余財産請求権者と同様」「贈与的信託の受益者はパフォーマンスの優劣によって生じる残余リスクを負担」する一方、「設定者の蓋然的な意思の推定に関連して」他の組織形態から区別される「性質」を持つという贈与的私益信託における「残余財産請求権者」としての立場が明らかにされた(Sitkoff 2004, 649-650)。後者の「性質」は信託法の機能の解明にも密接に関連しており、こうした「性質」のエージェンシーコスト分析を踏まえることにより、「信託当事者のあり得べき選好との整合性を備えた」「私益信託のガバナンスが有する三つの規定の作用」としてその解明が進められるとともに、こうした「規定」およびその「作用」と設定者の意思との整合性が確認されている。

Ⅲ エージェンシー問題としての信託設定者の意思

プリンシパル＝エージェント関係を積極的に適用する「法と経済学」の立場から、Sitkoff (2004) に従ってプリンシパル＝エージェント関係としての信託を前節のように捉えることができた。信託法の基礎的な理解、信託概念とその理論的意義、信託におけるプリンシパル＝エージェント関係とエージェンシー問題、エージェンシーコストの概念を用いた信託法の機能の分析が示され、そのなかで設定者の意思とその役割が一般的に明らかにされている。

本節では以上の考察と解明を受けて本稿の主たる課題を取り扱う。すなわち信託法によって形成されるフォーマルな制度を枠組みとして、そのもとでプリンシパル＝エージェント関係としての信託に設定者の意思がどのように妥当するかを捉える。その際、Sitkoff (2004, 640) が内在的に明らかにした信託のプリンシパル＝エージェント関係である「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を方法的な端緒とし、信託における設定者の意思をそれに伴って発生し得るエージェンシー問題およびその可

能性と関連づけて明らかにすることとしたい。

Sitkoff (2004) によるプリンシパル=エージェント関係の信託への適用は、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」という二つの関係としてこれが形成されることを捉え、前者に「設定者の本来の要望に対して受託者が忠実であり続けるか否か」という「時間的なエージェンシー問題」、後者に「受託者=管理権者が受益者=残余財産請求権者の最善の権利において行動するか否か」という「リスク負担が管理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」がそれぞれ発生することを示した (Sitkoff 2004, 640, 683)。またこの二つの関係が信託のなかで重層的に存在することは「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」をもたらすことから、「贈与者の意思」すなわち設定者の意思の「支配」として「設定者によって課された事前的な制約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」して「この緊張を解決する」ことが信託法の機能であると論じている (Sitkoff 2004, 640)。

さらに Sitkoff (2004) によれば、信託法を組織法と捉える立場から、信託におけるこうしたプリンシパル=エージェント関係の重層性は、私益信託における残余財産請求権者たる受益者の性質に基づいて、プリンシパル=エージェント関係としての信託に対する信託法の機能として、組織形態の選択に関連するエージェンシーコストの極小化と理解される「私益信託のガバナンスが持つ」[規定の作用] (Sitkoff 2004, 650) の分析を可能にする。Sitkoff (2004, 649-650) によって具体的にみると、「関連する他の全ての当事者による信託財産への請求権」は通常「明示的な契約によって設定」され、「受益者の請求権より高い優先性を有する」。その際「最も顕著であるのは受託者および受託者が受託者として取引する者」による請求権であった。「他の組織形態における残余財産請求権者と同様」「贈与的信託の受益者はパフォーマンスの優劣によって生じる残余リスクを負担」する。こうした面で他の組織形態における残余財産請求権者への近似を強める一方、「今日の標準的な贈与的信託の受益者は」「設定者

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

の蓋然的な意思の推定に関連して「他の組織形態の残余財産請求権者から区別される」「性質を有する」。「これらの性質および関連するエージェンシーコスト分析」により「信託当事者のあり得べき選好との整合性を備えた」「私益信託のガバナンスが有する三つの規定の作用」が明らかにされたのであった。

Sitkoff (2004, 650-657) によって示された「三つの規定」とは「公平義務」「総収益投資」「リスク許容度と注意義務」であり、なかでも「設定者の蓋然的な意思」との関連が明確に示され、本稿の関心にも密接であるのが「公平義務」(Sitkoff 2004, 650-652) であった。信託法は「相互に対立する権利を持つ残余財産請求権者の設定」を助長する。こうした残余財産請求権者の「権利に即して信託は管理されなければならない」が、「相互に対立する権利を持つ残余財産請求権者」の「選好の集合」に必ずしも一貫性がなく、有効なガバナンス体制を信託に構築するうえで困難をもたらす。「公平義務」は異なる階層の受益者が持つこのような相反関係にある権利を集約する「信託法の進化的応答」であった。この義務は受益者のそれぞれの権利に適切に配慮し、信託財産の管理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)。「請求権者の個別の欲求よりもその必要を考慮して行為する指図を受託者に与えることにより」「信託の残余財産請求権者の権利」は事実上「一貫性を持つこととなる」。こうした公平義務の全体を包含する「指図」は「衡量」であり、これは「設定者の蓋然的な意思」とも整合するとされた (Sitkoff 2004, 650-652)。

「贈与者の意思」(Sitkoff 2004, 640) の「贈与者」は贈与的信託の設定者であり、両者は同義であるから、みられるように Sitkoff (2004) によってプリンシパル=エージェント関係としての信託が理論的に考察されるなかで設定者の意思とその役割が一般的に解明された。しかし同時にプリンシパル=エージェント関係の形成や信託法の機能の把握において本稿の関心にも合致する一つの重点がこれに置かれていることを見出せる。以下では Sitkoff (2004) のこうした理解を踏まえ、設定者の意思とその役割の解明に西山 (2018; 2019) による信託の独自性の把握を重ね、さらに Sitkoff (2004, 640) が明らかにした信託のプ

リンシパル＝エージェント関係である「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を考察の方法的な端緒に置くことにより、プリンシパル＝エージェント関係としての信託において設定者の意思がどのように妥当するかを捉える。とりわけ信託におけるエージェンシー問題およびその可能性と関連づけた把握を提示することができよう。以下この把握を進めることとしよう。

プリンシパル＝エージェント関係としての信託において、設定者の意思がどのように妥当し、どのようなエージェンシー問題の可能性を持つかを捉えるには、この論点に密接に関連する信託の意思決定の帰属を明確にしなければならない。西山（2018; 2019）によって明らかにされたように、この意思決定の帰属こそプリンシパル＝エージェント関係としての信託の独自性に本質的な一基礎となっている。具体的にプリンシパル＝エージェント関係においてエージェントは裁量的な意思決定が独自に可能であるのが通常である。だからこそ実際にエージェンシー問題が発生することとなる。では翻って信託の場合はどうか。信託におけるエージェントは受託者たる受託者である（Cooter and Freedman 1991, 1047 n5）。だが信託における意思決定は一般的な理解に単純に還元することができず、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するとはいえない。意思決定の帰属を規定する能動信託（active trust）と受動信託（passive trust）の概念を把握する必要がある（西山 2018, 20-21; 2019, 24-25）。

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する。第 I 節で設定者の意思が有する意義に関連して簡単に言及しているが、ここで *Restatement of the Law, Trusts* によってそれぞれの定義をもう少し立ち入ってみよう。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。

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

また「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))と定められる。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としている。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踏まえるとき、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これが能動信託として設定される場合に限られる。信託が受動信託として設定される場合、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。このように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能動信託または受動信託のいずれであるかによって異なる。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。

さらに受動信託における意思決定の帰属は実質的に Rest. 3rd, Trusts (Prudent

Investor Rule) §228で規定されている。ここ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暗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。また Rest. 3rd, Trusts (Prudent Investor Rule) §228 Comment on Clause (b) dによれば、「一般に受託者は信託条項によって明示的または暗示的に授権された財産に対し、信託条項によって明示的または暗示的に授権された方法により適切に投資をなし得る」と論じる。Restatement Third, Trusts §75; Restatement, Second, Trusts §185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、これに関連する規定であるといえよう。いま意思決定がSitkoff (2004) による重層的なプリンシパル=エージェント関係の内部で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¹³⁾。

さて信託におけるこうした意思決定の帰属と本稿の課題である設定者の意思の問題を一体化して考察する。その際、前節で示した信託におけるプリンシパル=エージェント関係についてのSitkoff (2004, 640) による理解を方法的に適用することができる。Sitkoff (2004, 640) で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」の二つの関係が信託のプリンシパル=エージェント関係として重層的に把握されていた。

では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、設定者の意思はどのように妥当すると捉えることができるか。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から、その信託財産の管理上の決定が設定者の意思と整合するか否かがまず直接に問題となる。これは「設定者と受託者との関係」において惹起され得るエージェンシー問題である。他方、設定者は受益者の利益 (benefit) を目的に信託を設定 (Restatement Third, Trusts §2) し、また受益者の権利の範囲は設定者の意思に規定される (Restatement Third, Trusts §49) のであるから、信託

に設定者の意思が妥当する基準は受託者によるこの意思決定が受益者の利益に寄与する結果となるか否かである。これは「受益者と受託者との関係」におけるエージェンシー問題の可能性をもたらす。このように能動信託において設定者の意思は受託者による管理上の裁量的な意思決定との整合性の存否によって妥当するか否かが決定され、同時に「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」の両者においてエージェンシー問題をもたらす可能性があると考えられる。Sitkoff (2004, 640) の理解に従えば、能動信託において設定者の意思は「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」の双方として現れるのである。

だが信託が受動信託である場合はどうか。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、ここで意思決定が帰属するのは設定者または受益者である。

まず設定者に意思決定が帰属する受動信託を考える。ここで受託者は裁量的な意思決定を行わず、設定者の意思に従って信託財産を管理することとなる。ゆえにプリンシパル=エージェント関係のうち前者の「設定者と受託者との関係」において妥当するのは設定者の意思だけであり、意思決定上の乖離は生じない。このうえで設定者の意思が妥当するか否かが問題化するとすれば、設定者の意思とこれに基づいて進められる受託者による信託財産の管理が受益者の利益に帰結するか否かにおいてである。とすれば設定者に意思決定が帰属する受動信託では、設定者の意思は後者の「受益者と受託者との関係」においてエージェンシー問題を生じさせ、これは「伝統的なエージェンシー問題」として発現する可能性を持つこととなる。

他方、受益者に意思決定が帰属する受動信託をみると、受託者は受益者の意思決定に直接に従って信託財産を管理することとなるので、設定者が受益者の利益を目的として信託を設定するとすれば、受益者による受託者の恣意的な解任といった「設定者と受益者の間の緊張」(settlor-beneficiary tension) が顕在

化しない限り（Sitkoff 2004, 657-658, 663-666）、設定者の意思は受益者の権利の範囲を通じて後者の「受益者と受託者との関係」に妥当するので、これに関連するエージェンシー問題は発生しない。したがって意思決定が受益者に帰属する場合、設定者の意思が妥当するか否かは受益者の意思決定に基づいた受託者による信託財産の管理がこれと整合するか否かに依拠することとなり、ここにエージェンシー問題の可能性が生じる。すなわちこの受動信託で設定者の意思は「時間的なエージェンシー問題」として前者の「設定者と受託者との関係」において発生する可能性を有すると考えられる。

前節で捉えたSitkoff（2004）の理解を踏まえ、受託者が関与するプリンシパル＝エージェント関係についてのその考察（Sitkoff 2004, 640）を方法的に適用しつつ、設定者の意思とその役割の解明に西山（2018; 2019）による信託における意思決定の帰属の考察を重ねることにより、プリンシパル＝エージェント関係としての信託において設定者の意思がどのように妥当するかについて、これに伴って発生し得るエージェンシー問題と関連づけて捉えることができた。具体的に二つの重層的なプリンシパル＝エージェント関係である「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」（Sitkoff 2004, 640）として信託を捉え直し、能動信託と受動信託のそれぞれにおける設定者の意思がここにどのように妥当するかを明らかにしている。すなわち能動信託において、設定者の意思が妥当するか否かは信託財産の管理に関する受託者の裁量的な意思決定との整合性に基づいており、「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」のそれぞれにエージェンシー問題を惹起する可能性がある。その際のエージェンシー問題は「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」の双方として現れ得る。他方、受動信託の場合、まず設定者に意思決定が帰属するならば、「設定者と受託者との関係」に妥当するのは設定者の意思だけであり、ここで意思決定上の乖離は生じない一方、「受益者と受託者との関係」では受託者による信託財産の管理が受益者の利益に帰結するか否かに基づいて設定者の意思がエージェンシー問題化し、「伝統的なエージェン

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

シー問題」]として発現する可能性がある。また受益者に意思決定が帰属するとき、受託者は受益者の裁量的な意思決定に直接に従って信託財産を管理するので、設定者の意思は受益者の権利の範囲を通じて「受益者と受託者との関係」に妥当し、これに関連するエージェンシー問題は発生しない。この受動信託で設定者の意思が妥当するか否かは受益者の意思決定に基づいた受託者による信託財産の管理がこれと整合するか否かによるのであり、ここに「時間的なエージェンシー問題」]としてのエージェンシー問題の可能性が生じる。

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設定者の意思は、受託者が関与する重層的な関係のなかで、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、どのように妥当し、またエージェンシー問題とその可能性にどのように結びつくかが規定されていた。

この理解を前提とすれば、第 I 節で確認した信託の変更と終了、撤回可能信託の撤回、受託者の地位とその変更といった設定者の意思に関連する Uniform Trust Code の規定は、同時に設定者の意思に伴うエージェンシー問題を抑止する手段として、または他の信託当事者による裁量的な意思決定との関係のなかで設定者の意思を妥当する手段として機能することが指摘できる。Sitkoff (2004, 657-671) の「設定者と受益者の間の緊張」にも同様の言及があり、Uniform Trust Code でも取り上げられている信託の変更と終了、受託者の解任とともに、設定者の特に訴訟における当事者適格 (settlor standing) と管理型信託 (managerial trusts) における信託保護者 (trust protectors) を挙げ、それぞれによって設定者の意思がどのように妥当するかが簡単ながら示されるとともに、エージェンシーコストに対する効果も分析されている (Sitkoff 2004, 666-669, 670-671)¹⁴⁾。だがエージェンシーコストに基づくこの分析を深めるためには本稿と同様に信託における意思決定の帰属を捉えた考察が必要となることを指摘しなければならないであろう。

結語にかえて

信託法によって形成されるフォーマルな制度を枠組みとし、プリンシパル＝エージェント関係としての信託において妥当する設定者の意思について、本稿では以上のように捉えることができた。

信託法における設定者の意思の法的な意義と役割に関する基礎的な検討として、*Restatement of the Law, Trusts*において設定者の意思は信託の設定要件の一つをなし、さらに能動信託と受動信託の選択、受益者の権利の範囲の規定、受託者の義務と権限の決定といった意義を持つことが示され、さらにPatterson (2010)を踏まえ、Uniform Trust Codeにおいて設定者の意思は信託の優先的な原理として位置づけられていることが把握された。具体的にUniform Trust Codeが有する任意規定の大部分は設定者の意思によって置換可能であることが認められており、設定者の意思に従って信託を管理する義務が受託者に課せられることもここで定められている。

続いて設定者の意思に関してプリンシパル＝エージェント関係に基づく考察を深めるために、まずSitkoff (2004)により、プリンシパル＝エージェント関係を適用した「法と経済学」の立場から、信託法の基礎的な理解、信託概念とその理論的意義、信託におけるプリンシパル＝エージェント関係とエージェンシー問題、エージェンシーコストの概念を用いた信託法の機能の分析を理論的に示し、そのなかで設定者の意思とその役割を一般的に明らかにした。さらにSitkoff (2004, 640)が内在的に明らかにした信託における重層的な二つのプリンシパル＝エージェント関係を方法的な端緒とし、信託において設定者の意思がどのように妥当するかをそれに伴って発生し得るエージェンシー問題と関連づけて解明している。ここではとりわけ信託における意思決定の帰属を一体化することにより、プリンシパル＝エージェント関係としての信託における設定者の意思は、能動信託においてエージェントたる受託者による裁量的な意思決定との整合性に基づいて妥当し、「設定者と受託者との関係」と「受益者と受

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

託者との関係」の両者のそれぞれに「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」をもたらす可能性を持つことを明らかにした。また受動信託の場合、設定者と受益者のいずれに意思決定が帰属するかに応じて、設定者の意思は「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」の一方において意思決定上の乖離を惹起せず、他方において裁量的な意思決定またはそれに基づく受託者による信託財産の管理との関係を通じて妥当する。すなわち設定者の意思は前者または後者のいずれかのプリンシパル=エージェント関係において「時間的なエージェンシー問題」または「伝統的なエージェンシー問題」として発現する可能性を持つこととなる。

こうした理解に立つならば、設定者の意思に関連する Uniform Trust Code の規定は、同時に設定者の意思に伴うエージェンシー問題を抑止する手段として、または他の信託当事者による裁量的な意思決定との関係のなかで設定者の意思を妥当する手段として機能すると考えられる。同様の言及は Sitkoff (2004, 657-671) にもみられるところであり、今後のさらなる研究によって解明が進められるべき課題の一つであるといえようが、その際には Sitkoff (2004, 640) の提起する「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」が設定者の意思に関連してどのような内容を有するか、とりわけ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より立ち入った解明が求められよう。しかしこの問題を含めてエージェンシーコストに基づく設定者の意思の分析を深めるために、これまでの研究史の成果を踏まえつつ、プリンシパル=エージェント関係としての信託における意思決定の帰属とその効果を捉えた考察が進められなければならない。これは本稿と同様であろう。この意味で本稿は信託の将来的な研究の進展にとって一つの理論的かつ方法的基礎としての意義を併せ持つといえるであろう。

(注)

1) 同じ趣旨の記述は多くの文献に見出せる。例えば Cooper (2008, 1166-1168) を参照。

- 2) 潜在的にであれ対立的な性質を持つ規定が信託法に存在する。一例として「受託者の義務と権限の性質と範囲」が「信託条項」によって定められると同時に「受託者はただ受益者の利益 (interest) のためにのみ信託を管理する義務を負う」(Restatement, Second, Trusts §170 (1); Restatement Third, Trusts §78 (1)) ののである。このような信託法のもとで設定者の意思が信託にどのように妥当するかを捉えるには、信託法またはそれによって形成される制度的な枠組みの考察だけでは明らかに不十分であり、信託に内在するプリンシパル=エージェント関係に即した分析が不可欠である。
- 3) 西山 (2018, 2-5) は信託法とその基礎にある信託法に関する「法と経済学」の研究史に概観を与えている。信託法の研究史におけるSitkoff (2004) の意義についても言及がある。
- 4) 本稿で取り上げるUniform Trust Codeは最新の2018年修正を含む現行の規定による。したがって文中の引用文献によって言及されているUniform Trust Codeの条文と同じ趣旨であっても文言は必ずしも同一でない。特に条文の区分が異なる場合が多い。
- 5) 当然ながらこれらの研究もそれぞれ独自性を有する。本文で言及したように設定者の意思を重視し、Uniform Trust Codeにおけるその意義をもっとも強調しているのはPatterson (2010) である。Newman (2005) とCooper (2008) においても設定者の意思とその意義は詳説されているが、批判的な論調を併せ持つ。

例えばNewman (2005, 686-687) は「信託の設定」に即してUniform Trust Codeが「信託の設定に適用される伝統的な規定」に「変更」を加えており、こうした「変更」は「一般にコモンローによる制約を緩和し、設定者の意思に寄与する (intentserving)」と論じる。また「他の司法的な権限で設定された信託を有効にするこの法典の規定は信託設定者の意思をさらに進める」意義を持つとしている。しかし同時にNewman (2005, 653) はUniform Trust Codeについて「設定者が信託条項において異なる規定を与えない限りにおいて適用される任意規定を一般的に定める一方」、「この法典の規定に優先する設定者の能力 (ability)」は「強行規定によって明示的に制限されている」と強調する。

他方Cooper (2008) は次のように述べる。「歴史的に設定者の意思は信託法における決定的な力 (defining force) であった」。このような「設定者の意思が有する伝統的な最高位 (primacy)」は「判例法」によって繰り返し再確認されている一方、信託法の研究を顧みると「信託受益者の必要 (needs)」がますます強調されるようになってきている。Uniform Trust Codeはこうした「信託法における不確実性の高まり」を解決せず、「そのまま映し出している」(Cooper 2008, 1171-1173)。以上の理解のうえでCooper (2008, 1173-1174) は「信託と信託条項はその受益者の利益 (benefit) のために存在しなければならない」とするU. T. C. §404の規定を重視し、John H. Langbeinの考察に依拠しつつ、Uniform Trust Codeのこの規定が信託法における重大

なシフトをもたらすとしている。本文でも追って言及するように、こうした立場からCooper (2008, 1182-1183, 1184-1185) では「信託管理の問題に対する受託者の伝統的な姿勢」および「信託設定者と信託受益者の間の権限バランス」の再調整といったUniform Trust Codeの独自の意義が捉えられている。このようなCooper (2008) の見解の基礎には、Patterson (2010) と異なり、信託の伝統的な理解において「信託はその受益者の利益のために管理されなければならない」という点を重視する立場があると思われる。いずれにせよUniform Trust Codeとその意義を評価するにはこれらの所論を総合する観点が必要となるであろう。

- 6) Franke and Moody (2014) は設定者の意思に関する外部証拠について論じており、関連する*Restatement of the Law, Trusts*の規定にも詳細な言及がある。ただし本稿では過度に深入りすることになるので指摘するにとどめる。
- 7) こうした能動信託または受動信託の選択とこれを通じた信託における意思決定の帰属は本稿の課題の解明にも密接に関連する。追って第Ⅲ節で言及する機会がある。

本文でも指摘したが、能動信託または受動信託の選択とこれを通じた意思決定の帰属はプリンシパル=エージェント関係としての信託の独自性を規定しており、設定者の意思はこの独自性そのものに深く関与しているといえる。設定者の意思に関するこの観点からの検討は本稿でできていないので今後の課題の一つとしたい。とはいえその際にも本稿は考察の一基礎を提供できるであろう。

- 8) 注5) および後出の注9) を参照。
- 9) Patterson (2010, 930-931) はCooper (2008, 1184-1185) の見解に批判的であるが、その際の根拠の一つがここにある。だがUniform Trust Codeにおける強行規定が有する設定者の意思への効果に議論を限定せず、この法典の全体を通じた設定者の意思の位置づけがより詳細に検討されなければならないであろう。例えばU. T. C. §411は信託の変更と終了に対する受益者の権限を規定している意義を併せ持つのであり、このような諸規定を総合的に捉える観点が求められる。なお研究史に関する注5) を併せて参照せよ。
- 10) このNewman (2005, 703-705) の所論を捉える際にも注5) および9) の内容を顧みる必要があろう。
- 11) 以下の記述は西山 (2019, 12-20) に一部基づいている。ただし西山 (2019) が主眼とする課題と問題意識は本稿と当然異なるため相応の加筆等を行っている。
- 12) 例えばCooper (2008) においても資本市場の機能に言及がある。だがCooper (2008) にはプリンシパル=エージェント関係としての信託の分析が基礎にあるわけなので、Sitkoff (2004) のように理論的に顧みるべき内容には遺憾ながら乏しい。
- 13) 日本の信託法に関する文献では、例えば四宮 (1989, 9) や新井 (2014, 127) にみられるように、特に根拠も明示せず指図権が委託者または受益者に帰属すると断定的に論じられるが、信託において指図権の帰属は意思決定の帰属と一体である

と考えられるので、これは適切といえない。本文で*Restatement of the Law, Trusts*によって示したように、そもそも意思決定がいずれかの信託当事者に帰属するとは規定されていない。なお海原（1998, 26-27, 124-126）の記述は正確である。

付記すれば、日本では新旧の信託法（平成18年（2006年）法律第108号および大正11年（1922年）法律第62号）に受動信託に関する明示的な規定がなく、信託業法（平成16年（2004年）法律第154号）に「管理型信託業」において引き受けられる信託として関連する規定があるのみである。ただし指図権については後者に明確な規定がある。信託業法第2条第3項、第65条、第66条を参照。

14) 設定者の当事者適格についてはCooper（2008, 1167, 1167 n4）に言及がある。文献も若干ながら指示されている。

References

- 新井誠. 2014. 『信託法』 第四版, 有斐閣.
- Cooper, Jeffrey A. 2008. “Empty Promises: Settlor’s Intent, the Uniform Trust Code, and the Future of Trust Investment Law.” *Boston University Law Review* 88, 1165-1216.
- 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.
- Franke, Fred and Anna Katherine Moody. 2014. “The Terms of the Trust: Extrinsic Evidence of Settlor Intent.” *ACTEC Law Journal* 40 (1), 1-55.
- 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.
- Newman, Alan. 2005. “The Intention of the Settlor under the Uniform Trust Code: Whose Property Is It, Anyway?” *Akron Law Review* 38, 649-705.
- 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.
- Patterson, Benjamin D. 2010. “The Uniform Trust Code Revives the Historical Purposes of Trusts and Reiterates the Importance of the Settlor’s Intent.” *Creighton Law Review* 43, 905-944.
- 四宮和夫. 1989. 『信託法』 新版, 有斐閣.
- Sitkoff, Robert H. 2004. “An Agency Costs Theory of Trust Law.” *Cornell Law Review* 89, 621-684.
- 海原文雄. 1998. 『英米信託法概論』 有信堂高文社.

ABSTRACT

The Intent of the Settlor and Its Effectiveness in Trust as a Principal-Agent Relationship^{*)}

Shigeru Nishiyama

(Department of Regional Economics, Kyushu International University)

This paper addresses the intent of the settlor and its effectiveness in trust as one of the forms of principal-agent relationship. The intent of the settlor is traditionally established as a controlling factor in trust and its management and, on account of this characteristic, her intent is set forth as the overriding principle in the provisions of today's trust law, including the Uniform Trust Code, which allows the settlor, through the terms of the trust, to replace most default rules therein. However, upon the simple, commonly-held view, while a trust is created by the settlor in accordance with the terms of the trust, the fiduciary relationship of the trust is formed between the trustee and the beneficiary after its creation, with the settlor herself existing outside the relationship. After examining the legal background of the intent of the settlor, the paper analytically investigates her intent in the light of the recent development of the law-and-economics approach and evaluates its effectiveness based on how and to which extent it is substantively accepted by the other trust parties forming the principal-agent relationship under trust law, which institutionally governs the trust as its formal constraints. Paralleled with the above investigation and evaluation, by means of focusing on the details of the principal-agent relationship inherent in the trust, the paper also formulates the settlor's intent and its effectiveness as agency problems and their possibility in every fiduciary relationship involving the trustee within the trust. Finally, the paper presents and emphasizes the distinctive characteristics of trust as among the main issues for its further research from the perspective of the principal-agent relationship, including the distribution of discretionary power between trust parties as well as its outcomes on the intent of the settlor and its effectiveness as agency problems.

Keywords: Trust; Intent of the settlor; Principal-agent relationship; Agency problems; Active trust; Passive trust; Fiduciary relationship.

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