

プリンシパル＝エージェント関係における受益権^{*)}

西 山 茂

要 旨

本稿は信託における受益権についてプリンシパル＝エージェント関係の概念を適用した考察を提示する。まず受益者が有するさまざまな権利の総体が受益権であり、その基本的な権利が受益債権であること、さらに受益権が実績配当主義によって規定され、受託者の利益享受の禁止により信託財産から発生した利益をすべて取得する権利として妥当する一方、その物的有限責任により信託財産を限度とする制約を受けることを信託法に基づいて具体的に示す。次いで信認関係としての信託に即して受益権とその意義を捉え直し、受益権をめぐる受益者と設定者の関係および受益者と受託者の関係を検討する。ここでは信託法理上の論点として受益権と設定者の意思および受益権と受託者の忠実義務との関連に考察の重点を置く。この解明のうでで最近の「法と経済学」研究の成果を適用してプリンシパル＝エージェント関係としての信託の把握を示し、エージェンシー問題を抑止する信託法の理論的性格を明らかにするとともに、信託における所有権の構造を捉えた受益権の検討を提示する。以上を踏まえて、信託における受益権はそれ自体が残余財産請求権として妥当すると同時に、受益権の実効的な確保が信託における意思決定の帰属によって異なる信託当事者の機能となることを示し、その本質がプリンシパル＝エージェント関係としての信託における意思決定支配の配分にあることを明らかにする。

キーワード

受益権、実績配当主義、信託、信認関係、プリンシパル＝エージェント関係、能動信託、受動信託。

^{*)} 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

本稿はプリンシパル＝エージェント関係（principal-agent relationship）の概念を適用した信託に関する検討であり、とりわけ信託における受益権（beneficial interest）について考察することを意図する。

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受益者（beneficiary）は受託者（trustee）および信託財産（trust property）とともに信託の三要素の一つをなす（*Restatement, Second, Trusts* §2 Comment h; *Restatement Third, Trusts* §2 Comment f）。こうした受益者が有する各種の権利を総合した全体が受益権であって、信託の構造と機能の把握に際してその解明は基本的な論点の一つである。

信託は直接にはプリンシパル＝エージェント関係の法的形態である信託関係（fiduciary relationship）の一つをなす。実際 *Restatement of the Law, Trusts* によれば「信託」は「財産（property）に関する信託関係」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（settlor）または委託者（trustor）、「信託において財産を保有する者」が受託者であり、「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である（*Restatement Third, Trusts* §3）。本稿は信託法または信託制度に基づく理解に限定せず、その基礎にある受益権の実体的な解明を進めるため、方法的に最近の「法と経済学（law and economics）」の成果を適用したプリンシパル＝エージェント関係としての信託の把握に即して若干の考察を進めたい¹⁾。こうした考察によって、信託における受益権はそれ自体が残余財産請求権として妥当すると同時に、信託における意思決定の帰属によって受益権の実効的な確保が異

なる信託当事者の機能となることを示し、その本質がプリンシパル=エージェント関係としての信託における意思決定支配（decision control）の配分にあることが明らかにされるであろう²⁾。

I 受益権と受益債権

この第I節では信託における受益権そのものについてまず考察し、基本的な内容を明らかにする。具体的には主に日本の信託法によって与えられた定義に基づいて受益権がどのような権利であるかを捉えるとともに、受益権を規定する実績配当主義（performance-based benefit policy）の意義と主要な信託学説における受益権の把握について理解を深めたい。

信託における受益権とは信託受益権にほかならず、端的に「受益者が有する各種の権利の総体」（能見 2004, 173）ということができる。信託においてはいかなる「財産権」も「信託受益権という特殊な債権」に転化する（四宮 1989, 29）。ゆえに一般的に受益権とは信託という法律関係（Rechtsverhältnis）のなかで「財産権」が転化した「特殊な債権」であるということができる。当然ながらこの債権は「信託財産に対する給付請求権」（四宮 1989, 76）を意味する。信託におけるこうした「特殊な債権」たる受益権について、これを構成する権利を立ち入って明らかにすることにより、その基本的な内容を捉えることとする。

まず信託法による定義を具体的に参照しておこう。信託法2条7項によれば「受益権」とは「信託行為に基づいて受託者が受益者に対し負う債務であって信託財産に属する財産の引渡しその他の信託財産に係る給付をすべきものに係る債権」および「これを確保するために」信託法の規定に基づいて「受託者その他の者に対し一定の行為を求めることができる権利」をいう。特に前者の債権を「受益債権」と定義している。この定義に従うなら、受益権を構成する基本的な権利が受益債権であることを直ちに理解でき、また信託において財産権

が転化した特殊な債権が受益権であるという把握を権利の内容のうえで確認できる。このような意味で受益債権こそ受益権の「本体」をなすといえる（能見 2004, 127）。

受益者が受益債権または信託財産の給付請求権を有するというとき、「受益者の給付請求権は、通常、信託財産の元本または収益の特定の割合の部分に向けられて」いる（四宮 1989, 76）。同様の記述は新井（2014, 66）にもみられ、ここでは受益権が「自益権と共益権からなる複合的権利ないし包括的権利である」とされるとともに、前者の自益権は信託財産から「経済的利益を取得できる受益者の権利」であり、信託財産そのものの給付を受ける元本受益権と収益の給付を受ける収益受益権が具体的に挙げられている。能見（2004, 127）も同じ論旨である。

信託法における受益権の定義においては受益債権に関連した信託行為の意義が顧みられなければならないであろう。上に言及した信託法2条7項において受益債権は「信託行為に基づいて」「信託財産に属する財産の引渡しその他の信託財産に係る給付」を受ける権利と定義されていた。ここで受益の内容、すなわち受益者が何をどのように給付されるかは「信託行為に基づいて」決定される。能見（2004, 127-128）によって示せば、収益受益者は「信託行為によって収益の給付を受けるものと定められた受益者」であり、元本受益者は「信託行為によって信託財産そのものの給付を受けるものと定められた」受益者である。「受益権の取得は信託行為に基因するから」「信託行為の効力の影響を受けるのは当然である」（四宮 1989, 320）。このような意味で受益債権とその内容にとって信託行為は決定的な意義を持つと理解される。

ここで比較法的な観点から *Restatement of the Law, Trusts* と *Uniform Trust Code* によって受益権に関するアメリカ信託法の規定についても概観しておこう。受益権の定義は U. T. C. §103 「定義」に与えられており、ここで『『受益者の権利』（“Interests of the beneficiaries”）とは信託条項（terms of the trust）に定められた受益権（beneficial interests）を意味する』とされる。U. T. C. §103の定義では日

日本の信託法における信託行為に相当する信託条項の意義が強調される一方、日本の信託法2条7項と同様に受託者に対する対人的権利がこれに含まれ得ることは明らかであろう。またRestatement Third, Trusts §48によれば受益者は次のように定義される。「設定者（settlor）が当該の者に受益権を与える意思表示を行うならば、ある者は信託の受益者である。信託の履行から付随的に利益を得るだけの者は受益者でない。」みられるように受益者はこれに受益権を与える設定者の「意思表示」によって定められる。信託においては「信託条項」こそが「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); Restatement Third, Trusts §4）。Restatement Third, Trusts §48における「意思表示」も同様である。ゆえにここでも信託行為に相当する信託条項の意義が明示されているといえる。

さらにRestatement Third, Trusts §49では受益権の範囲（extent）について「法律または公序良俗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って表示された意思に従う」と規定しており、ここでも意思表示への明示的な言及により信託条項の意義が示されている。設定者の意思と受益権の関係には信託関係の観点から追って言及する機会があるので、ここでは信託条項の問題に触れるにとどめよう。すなわち受益権とその内容が信託条項によって決定されることは日本の信託行為と同様だが、アメリカの信託法においてはその意義が逐一明示され、より重視されていると捉えられる。同時に受益権の内容を定めるに際して信託行為の意義がこのように重視されるとすれば、受益権の性質は必然的に多様化せざるを得ない。実際Restatement, Second, Trusts §130は受益権の性質を次のように規定する。すなわちエクイティ上の転換（equitable conversion）が行われる場合を除いて「(a)信託財産権が人的財産権（personal property）であれば、受益者の権利は人的財産権である。(b)信託財産権が物的財産権（real property）であれば、もし受益者の権利がコモンロー上の権利（legal interest）であると仮定するとき人的財産権たり得るほどに権利の存続期間が制限されていない限り、受益者の権利は物的財産権である。」

この規定にはアメリカ信託法における受益権が明確に有するこうした多様性を見出せよう。これに相当するまとまった規定はRestatement Third, Trustsにないが、信託が「他者のための財産管理制度の一形態」（新井 2014, 82）であるからこそ信託財産権の性質が原則的にそのまま受益権に保存され、受益権の多様性として妥当するのであり、信託の本質に基づくこうした理解はアメリカ信託法に特に明確に看取できるといってよいであろう。

以上のような意味で受益権は「受益者が有する各種の権利の総体」（能見 2004, 173）であり、さらに信託において「財産権」が転化した「特殊な債権」（四宮 1989, 29）と捉えることができる。信託法2条7項によればこの「債権」は特に「受益債権」と定義され、受益権を構成する基本的な権利となっていた。こうした受益権の理解はこれを「信託条項に定められた受益権」とするアメリカの信託法においても妥当し得るといってよい。しかしアメリカの信託法においては信託行為に相当する信託条項の意義が強調され、受益権の性質も信託財産権に従うとする多様性が明示されていた。

こうした理解に立って受益権に関する若干の論点を検討しておこう。まず受益権の内容を規定する実績配当主義についてやや詳しく顧みる必要がある。

実績配当主義は実務的ではありながら信託の本質を捉えた原則である。実績配当主義は信託財産から発生する損益の受益者への完全な帰属という内容を有し、端的にいうなら信託財産の「運用成果がそのまま受益者に帰属する」という原則である。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と把握できる（新井 2014, 98）。具体的に述べれば、受託者の物的有限責任をその利益享受の禁止と一体化し、これを信託財産の運用損益とその帰属に即して「信託実務の文脈」（新井 2014, 320）で定式化した実務的な原則がこの実績配当主義であると考えられるであろう。

信託はそもそも「財産管理制度」（四宮 1989, 7）にほかならない。立ち入って示せば「他者のための財産管理制度の一形態」（新井 2014, 82）である。したがって受託者は「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（新井 2014, 320）。ゆえに信託において受託者は信託財産から発生した利益を自ら取得することはできず、すべて受益者に給付しなければならない。だが同時に受託者は自身に過失のない限り信託財産に発生した損失を負担することがなく、受益者に対する給付は信託財産の範囲で履行される。明らかなようにこの両者は一体をなしており、いずれもが「財産管理の制度」たる信託において本質的な原則として妥当する（新井 2014, 320）。前者が受託者による「利益享受の禁止」であり、後者が受託者の「物的有限責任」の原則にほかならない。

受託者のこうした二つの原則は信託法においても明示的に規定されている。まず前者の利益享受の禁止は信託法8条に規定され、「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」とされる。こうした受託者による利益享受の禁止は旧信託法にも同様に規定されており、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」と定められていた。信託法8条の規定がこの旧信託法9条の趣旨を踏襲していることは明らかであろう。他方、後者の物的有限責任は信託法100条「受益債権に係る受託者の責任」がそれであって、ここで「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、ここでは「受益債権」に「係る債務」が「信託財産責任負担債務」（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）。「信託財産責任負担債務」は信託法2条9項によって定義され、「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」であった。受託者の物的有限責任が旧信託法にすでに規定されているのは利益享受の禁止と同様であり、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」と定められてい

た。信託法100条における受託者の物的有限責任がこの趣旨を踏襲していることも同様である。

受託者の利益享受の禁止と物的有限責任の二つの原則を信託法に即して明らかにした。信託が「他者のための財産管理制度の一形態」であり、受託者は実質的に「他者＝受益者のための財産管理人」であるに過ぎないことから、受託者の利益享受の禁止と物的有限責任の原則は一体化している。すなわちこの二つの原則に基づき、信託財産から発生した利益はすべて受益者に給付され、同時にこの給付は信託財産の範囲で履行されることとなる。この意味で信託法の8条と100条とは「表裏をなすといえる」（新井 2014, 320）。旧信託法でも同様に9条と19条とが「表裏」となっている。端的に示せば受託者による利益享受の禁止とその物的有限責任が一体となって、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 2014, 320）という原則として妥当するのである。信託財産から生じる損益はすべて受益者に帰属するという実績配当主義の本質的な内容にほかならない。実績配当主義とはこのような意味で物的有限責任の帰結であり、「信託が『実績配当』であるとされていることの根拠」は「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（新井 2014, 320）。

受託者による利益享受の禁止と物的有限責任とのこうした一体化は信託業法により信託財産の運用損益とその帰属に即して定式化されている。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 2014, 98）であり、その具体化として妥当する。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する内容ともなっている。

同様の把握はアメリカの信託法において一層明確であり、例えばUniform Trust Codeにおいて受託者の有限責任と実績配当主義は第十編「受託者の責任および受託者と取引する者の権利 (Liability of Trustees and Rights of Persons Dealing with Trustee)」に明示的に定められている。U. T. C. §1003「信託違反なき場合における損害賠償」において「(a)信託違反なき場合であっても、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」と規定される。このうちa項は受託者の利益享受の禁止、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、両者が一体化することによって実績配当主義に相当する内容が規定されている。受託者による利益享受の禁止とその物的有限責任を一体化した実績配当主義は信託に一般的に妥当するのであり、ここにその一端を捉えることができる。

このような実績配当主義を前提とするとき信託における受益権はどのように理解されるか。受託者の物的有限責任を規定した信託法100条「受益債権に係る受託者の責任」において受益債権の概念が用いられていた。同じ趣旨を有する21条「信託財産責任負担債務の範囲」でも同様である。こうした物的有限責任の規定は直接には受託者が「信託財産を受益者に『給付する義務』そのもの」(能見 2004, 127, 175)に関連する。他方この給付義務は「受益者からみれば受益権の本体」たる「受益債権」にほかならない。受益債権とは信託財産からの給付について「受託者の義務に対応する」「受益者の権利」であり、給付請求権である。とすればこうした物的有限責任の規定は受託者の給付義務に対してだけでなく、この給付義務に対応して受益者が有する信託財産の給付請求権すなわち受益債権にも同様に作用し、これを制約する。すなわち受託者の物的有限責任により「受益者の給付請求権は」「信託財産を限度とする」のである(四

宮 1989, 76)。さらに受託者の物的有限責任はこれと表裏をなす利益享受の禁止と一体となって、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 2014, 320) という原則に帰結した。信託財産から生じる損益がすべて受益者に帰属するこの原則こそ信託における実績配当主義である。「受益者が有する各種の権利の総体」(能見 2004, 173) である受益権からこの原則を捉え直すならば、受託者に対する利益享受の禁止により受益債権は信託財産から発生した利益をすべて取得する権利として妥当する。しかし同時にこの権利は物的有限責任により信託財産を限度とする制約を受けるのである。受益権は実績配当主義によってこのように制約的に規定されると考えられよう。

さらに以下の考察の端緒の一つとするために日本の有力な信託学説において受益権がどのように捉えられているかを簡潔に概観しておこう。受益債権の位置づけが主眼となる。

先に受益債権が受益権を構成する基本的な権利であることを指摘した。能見 (2004, 127) はこれを特に明確に示し、この受益債権こそ受益権の「本体」をなすとする。新井 (2014, 64-65) によれば能見 (2004) は日本における現行の信託法の基礎をなす学説の一つである。具体的に能見 (2004, 127-128, 175) は受託者の物的有限責任を規定した旧信託法19条「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」によって次のように述べる。「受託者は、信託行為の定めるところに従って、信託財産から受益者に一定の給付をする義務を負う。」これは「信託財産を受益者に『給付する義務』そのものであり、「受益者からみれば受益権の本体」ということができる」。すなわち受益債権とは信託財産からの給付について「受託者の義務に対応する」「受益者の権利」であり、給付請求権である。この能見の記述は直接には旧信託法19条に基づくものだが、現行の信託法100条においてもこの給付義務は「受益債権に係る債務」として明示されていることから、こうした把握はそのまま妥当するといえるであろう (例えば新井 2014, 233)。

受益債権を受益権の本体または基本的な内容と捉えるこうした理解は、これに対応する債務を受託者または実質的な法主体としての信託財産のいずれが負うかという点で異なる以外、信託学説の立場に関係なく共通しているといつてよい。

有力な二大学説による受益権の理解を具体的にみてみよう。まず「債権説の立場を基本的に支持する」新井（2014, 60-61, 65-66）は「当然ながら受益権の性質を『債権』として理解する」とする。しかし自らの立場を「新債権説」と主張するように、こうした債権を民法上の債権に単純に解消することはせず、「『信託法によって規定された（特別な）債権』」と捉え、「受益権とは信託法が創設した特殊な債権である」とし、次のように述べる。「受益権とは、株式会社における株主権と同様、自益権と共益権からなる複合的権利ないし包括的権利であると表現できると解される。」ここで「自益権とは、当該信託（信託財産）から経済的利益を取得できる受益者の権利（元本受益権、収益受益権）を指し、また「共益権とは、自益権を保護するための補足的ないし補充的な権利」をいう。前者の「経済的利益を取得できる受益者の権利」は信託法2条7項に規定される受益債権にほかならず、新井（2014, 66）自身が「この自益権に相当する部分は、まさに民法上の債権的性格が色濃いいといえる」と指摘している。さらに後者の「自益権を保護するための補足的ないし補充的な権利」は「民法上の一般的概念に還元し尽くすことのできない、信託独自色の強い、受託者に対する監督権限であり、同じ2条7項の受益債権を「確保するため」の権利に照応する。後者の具体的な内容は「書類閲覧請求権のような受託者を監督する権能」であり、「信託監督的権能」であるからである（能見 2004, 173）。以上のように新井（2014）には債権の概念について独自の言及が与えられながら受益債権を受益権の基本的な内容とする理解を見出すことができ、しかもこの理解は信託法の規定と明らかに照応している。

他方、実質的法主体性説を主張する四宮（1989）は受益権をどう捉えるか。四宮（1989, 63, 207）においては信託財産が「実質的にはそれ自体独立した主

体とならざるをえ」ず、信託は「この独立した信託財産を中心とする法律関係となる」とされる。さらに受託者は「信託財産の名義」を有し、信託財産について管理と処分をなす権限を有することとなる。こうした理解に立つ四宮(1989, 71-72)は旧信託法19条を示したうえで、これを「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」に過ぎないと指摘し、ここに規定される物的有限責任の規定を次のように理解する。「本条はまた物的有限責任を規定していて、受託者は固有財産で弁済する必要はないから、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というのは、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、意味するものと理解すべきである。」信託財産が負うこうした「債務と責任」に対応して、受益者は「信託財産に対する給付請求権すなわち債権を有する」(四宮 1989, 77) こととなる。端的に「受益権」は「一般に受託者に対する債権とされるが、実質的には信託財産に対する債権」であり、これを「基本」として構成される(四宮 1989, 315)。みられるように、受益者に対する信託財産の「給付義務」すなわち「債務」に対応して受益者が「給付請求権すなわち債権」を有すること、受益権はこうした「債権」を「基本」としていることが明示的に論じられている。ただし信託財産が「実質的にはそれ自体独立した主体」となる実質的法主体性説においては、こうした債務は受託者ではなく信託財産が負う「給付義務」または「債務」であり、また受益者が有する「給付請求権」すなわち「債権」は信託財産に対する権利として妥当する。同時に受益権とそれに対応する給付義務は「信託法が信託に対して現実に付与する法的効果」として分析され、信託財産に「それ自体独立した実質的法主体性」(四宮 1989, 70)を認める根拠ともされており、この意味では受益権のより積極的な分析が提示されているといえるであろう。

受益権そのものについておよそ以上のように把握することができた。受益者が有するさまざまな権利の総体が受益権であり、その基本的な権利は受益債権

であった。この第Ⅰ節ではこの理解が信託学説に共通していることを併せて確認している。さらに受益権は実務的ながらも信託に本質的な原則である実績配当主義によって規定され、利益享受の禁止により信託財産から発生した利益をすべて取得する権利として妥当する一方、物的有限責任により信託財産を限度とする制約を受けることを捉えることができた。こうした実績配当主義は追って言及されるプリンシパル=エージェント関係としての信託における受益者の位置を規定する根拠としても妥当するといえよう。

Ⅱ 受益権をめぐる信認関係と信託法理

1. 信認関係における受益権

第Ⅰ節では信託受益権の基本的な内容を捉え、これが受益債権を本体とすることを明らかにするとともに、受益権が実績配当主義によって規定されることを示し、さらに主要な信託学説における受益権の把握に論及した。この第Ⅱ節から受益権についてより立ち入った考察と解明を進めていくこととしよう。すでに言及したように信託は「財産に関する信認関係」と定義される（Restatement Third, Trusts §2）。最初の着手として、財産に関して設定者・受託者・受益者の間に形成されるこの信認関係の観点から受益権をまず捉え直す。その際、受益権を保有する受益者と他の信託当事者たる設定者および受託者との関係に即して考察が進められる。これによって受益権に関連する信託法理上の論点についても検討が図られるであろう。ただしこの論点は必然的に多岐に及ぶので、主に西山（2020; 2021）の解明に基づき、信託におけるプリンシパル=エージェント関係を捉えたうえでの本質的な論点に絞る。具体的には受益権にも直接の関連を有する設定者の意思（intent, intention）と受託者の忠実義務（duty of loyalty）を取り上げることとしたい。こうした意図から以下では信認関係の明示的な規定を有するアメリカ信託法に主に基づいて検討を進めよう。

まず設定者との関係に即して受益権を捉える。受益権を保有する受益者と

設定者の関係を信認関係の観点から捉える場合、第一に論及されなければならないのは先にも言及した設定者の意思であろう。一般的にRestatement Third, Trusts §2「信託の定義」によれば、信託そのものが「この関係を設定 (create) する意思表示 (manifestation of intention) から生じ」るのであり、設定者の意思は信託が設定される要件 (requirements) の一つである。Restatement Third, Trusts §13「信託を設定する意思」においてもこの点は強調されている。こうした一般的な意義を前提としつつ、第I節で明らかにしたように設定者の意思は受益権を付与することによって受益者を確定し、かつ受益者の権利 (interests) の範囲 (extent) を規定するのである (Restatement Third, Trusts §§48, 49)。「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)。同様に設定者の意思によって信託の終了時に信託財産に残余がある場合にもこれが帰属する権利者は受益者となる。信託における設定者の意思について詳細に考察したPatterson (2010, 929) によって若干補論すれば、受益権を含めて信託に適用される信託法の「諸規定」は「設定者の意思が支配すること」を確立している。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))。また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によって成文化された (Patterson 2010, 905)。これは *Restatement of the Law, Trusts* においても再追認

されているといえる (Restatement Third, Trusts §74などに典型的に観察される)。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)。いうまでもなく Uniform Trust Code における「信託の規定に関する設定者の意思の表明」とは「信託条項」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) のである。

同様の規定はやや抽象的ながら日本の信託法においてもみられる。簡単に言及しておこう。日本の信託法で「受益権の取得」について規定した88条1項で「信託行為の定めにより受益者となるべき者として指定された者」は「当然に受益権を取得する」と定められている。旧信託法では「受益者の利益享受」として7条「信託行為ニ依リ受益者トシテ指定セラレタル者ハ当然信託ノ利益ヲ享受ス」と定める。明らかなように日本の信託法においても信託行為に明示された設定者の意思によって受益権が設定され、その内容も確定されることが一般的に把握できる。だが Uniform Trust Code のような立ち入った規定ではない。

アメリカの信託法によって具体的な一例を挙げておこう。受益権と設定者の意思とのこうした関係は Uniform Trust Code の第六編「撤回可能信託 (Revocable Trusts)」に特に明確に捉えることができる。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 (U. T. C. Article 6 General Comment)。本節の関心に従ってまず顧みられるべきは U. T. C. §603 であろう。§603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))。これは受益権に対する制限として妥当する信託の部分的な撤回権を設定者が有していると理解できよう。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) と必ずしも見解を同じくしない Newman (2005, 703-705) においても強調されている。

次に受益権をめぐる受託者との関係について検討する。受託者と受益者との関係において後者の権利はそのまま前者の義務として妥当するので、受益権に関連するほぼすべての論点は何らかの関連を有するといって過言でないが、ここでは信託関係において本質的といえる受託者の忠実義務を取り上げよう。

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」は「信託義務 (fiduciary obligation)」 (Sitkoff 2014, 198) として定式化される。「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) ので、信託義務としてみれば受託者による利益相反 (conflict of interest) 行為が抑止の直接の対象となるといえるが、受益者の利益のために設定される信託関係である信託においてはそのなかでも忠実義務が本質的な位置を占める。受益者に対する受託者の忠実義務の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にほかならない。こうした忠実義務の内容は信託法における利益専一の規定 (sole interest rule) によって与えられている。 *Restatement of the Law, Trusts* を参照しよう。ここで忠実義務に関する明文の規定は *Restatement Third, Trusts* §78 である。この §78 ではまず 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。受益者の利益専一がまずここに明示的に規定されており、忠実義務の内容が受益者の利益専一の規定によって与えられていることを見て取れよう。また2項は利益相反に関する規定で、「(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3項は「(3)受託者のまたは個人的な資格 (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。Restatement, Second, Trusts でこれに対応する規定はRestatement, Second, Trusts §170である。ここではより簡潔な条文になっており、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。しかし信託条項と公益に対する言及を除けば利益専一の規定としては同じ内容であり、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といえる。また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。

Uniform Trust Codeの規定も参照しておこう。ここで忠実義務はU. T. C. §802(a)に定められている。具体的に「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で参照したRestatement Third, Trusts §78(1)およびRestatement, Second, Trusts §170(1)と同じ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して具体的で詳細な規定を与えている。ここでそのすべてを列挙するのは少々煩に過ぎるので、一例として利益相反行為の一般的な制限に関する規定を示せば、§802(b)で「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。

関連して日本の信託法における忠実義務の規定を参照するならば次の通りである。忠実義務は信託法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。明らかなように *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具体的な言及はない。ただし同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、31条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いく」「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31条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30条による忠実義務の規定そのものはやや具体的でないが、31条による利益相反行為の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といつてよい。信託業法でも信託会社の忠実義務等について28条で規定し、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。

信託法における忠実義務とその内容たる利益専一の規定は以上のように整理

されよう。具体的に *Restatement of the Law, Trusts* と *Uniform Trust Code* の忠実義務の規定において、いずれも受益者の利益専一がまず明示的に定められており、この規定によって義務の内容が与えられている。「受託者は専一に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」 (*Restatement Third, Trusts* §78(1))。受益者と受託者の信認関係としての信託においては後者の受託者にこうした信認義務が課され、これを含めて形成される信認関係のなかで前者の受益権が妥当するといえる。

以上、信認関係としての信託に即して受益権とその意義を捉え直し、受益権をめぐる受益者と設定者の関係および受益者と受託者の関係を検討することができた。信託法理上の論点として受益権と設定者の意思との関連および受益権と受託者の忠実義務との関連についてもその一端を明らかにすることができている。

2. 信認関係からプリンシパル=エージェント関係へ

——受益権のさらなる分析

以上、受益権を「財産に関する信認関係」 (*Restatement Third, Trusts* §2) の観点から捉え直すことができた。受益権に関連する信託法理上の論点についてもその一端を検討することができている。しかし一般的に信認関係の実体はプリンシパル=エージェント関係にほかならず、前者は後者の法的形態である。ここで「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。「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 (例えば Cooter and Freedman 1991, 1047 n5)。言及された信認義務についても「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」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」に対しての「抑止 (deterrence)」で

ある (Sitkoff 2014, 198)。このような理解のもとで受益権とその意義を捉えるには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考察が不可欠である。以下ではこうしたプリンシパル=エージェント関係としての信託について、信託に関する最近の「法と経済学」研究に共通の理論的基盤をなすといえる Sitkoff (2004) によって主に考察し、併せて信託法の理論的性格を概観しておこう。この考察によって残余財産請求権者としての受益者の位置も明確にされるであろう。

では 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について理論的に捉える。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」ことにあり、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) をその主眼としている。明示的な主題は信託のなかでも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) 自身が述べるように、その「分析」は「商事信託と公益信託」にも適用可能であり、信託に関するプリンシパル=エージェント理論として一般化が可能であることを前提としてよい。

Sitkoff (2004, 627) によれば、「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」。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。よって信託は「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」に由来すると論じる (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」(Sitkoff 2004, 639)。

ではこうした「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」である「信託」においてプリンシパル=エージェント関係はどのように捉えることができるか。Sitkoff (2004, 640) によれば、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によって構成される。受託者とその信託義務もこうした重層的な関係に即して把握されなければならない。とりわけSitkoff (2004) が重視するのはその忠実義務である。同時に受益者は信託において「リスク負担を伴う残余財産請求者求権の役割」(Sitkoff 2004, 625) の担い手とされ、受益権は信託の残余財産請求権に位置づけられる。受益者が取得する信託の利益は受託者の信託報酬を始めとする確定した信託財産からの支出を控除して残る残余利益であるからである (Sitkoff 2004, 646-648)³⁾。なおこうした受益者の位置を制度的に基礎づける根拠が第I節で明らかにした実績配当主義にあることもここで指摘しておくべきであろう。

このような重層的なプリンシパル=エージェント関係を前提するとき、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、後者のそれは「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」（Sitkoff 2004, 640）を生み出さざるを得ない。Sitkoff（2004, 640）は信託法が「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」としている⁴⁾。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。「贈与者の意思」（Sitkoff 2004, 640）の「贈与者」が贈与的信託において設定者の位置を同時に占めることはない。

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して、続い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、信託法の機能の解明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。本稿の関心にも関連を有するのでやや詳しく言及しておこう。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」⁵⁾。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 (Sitkoff 2004, 650)。

Sitkoff (2004, 650) は続けて「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」を明らかにできると論じる。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⁶⁾。

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はない。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「公平の信認義務 (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)。

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の考察を進めてきた。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」「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。

以上のように本節では信認関係としての信託に即して受益権とその意義を捉え直し、信託法理上の論点について検討した。さらに受益権のさらなる分析のために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の把握を示し、そこにおける残余財産請求権者としての受益者の位置を捉えるとともに信託法の理論的性格を明らかにした。

Ⅲ 受益権と所有権

これまで第Ⅰ節ではまず受益権の内容を明らかにし、受益権が受益債権を基本的な権利として構成されていることを捉えるとともに、この権利が実績配当主義によってどのように規定されるかを示した。さらに第Ⅱ節では信託において形成される信認関係の観点から受益権を捉え直し、設定者および受託者との関係に即して受益権について考察するとともに、そのなかでこの権利をめぐる信託法理上の論点に言及し、その一端を解明することができた。そのうえで信認関係としての信託の把握からより一般的なプリンシパル=エージェント関係としての信託の把握に入り、残余財産請求権者としての受益者の位置を明らかにしている。

しかし受益権は受益債権を基本としつつ、「信託財産（構成物）に対する物的

権利をも有する」(四宮 1989, 76)。実質的法主体性説に立つ四宮(1989)は受益権のこうした物権的性格について独自に深く検討し、受益権を「基本的には信託財産に対する債権」すなわち受益債権と捉えると同時に「信託財産(構成物)に対して物的相関関係をもつ物的権利」でもあると論じている(四宮 1989, 76-77, 80, 315など)。同様の記述は債権説の新井(2014, 65-66)にもみられ、債権説の立場から必然的に「受益権の性質を『債権』として理解することになる」としつつも、「ここにいう債権」は『信託法によって規定された(特別な)債権』として捉えるべきである」とし、受益権は「民法上の債権的要素と物権的要素の両者を併有した権利」であると主張する。アメリカ信託法においても受益権の性質が信託財産権に照応して規定され、受益権は人的財産権または物的財産権の性質を持ち得るとされていた(Restatement, Second, Trusts §130)。

この第Ⅲ節ではまず受益権が併せ持つこうした物権的性格に着目し、その性質と意義を立ち入って明らかにする。具体的には四宮(1989)に基づき、法律関係としての信託そのものに内在して受益権の物権的性格を捉え、併せてその信託法上の根拠を明示する。さらに受益権の物権性を前提として、信託が内的に有する所有権の構造を明らかにし、これを踏まえた受益権の一層明確な理解を提示したい。

1. 受益権の物権的性格

受益権が信託財産に対する物的権利たること、端的に受益権の物権的性格は、信託学説の立場を問わず、信託法または信託制度に関連する一論点として共有されているとあっていい。なかでも実質的法主体性説の立場から受益権の物権性を積極的に主張しているのが四宮(1989)であった。以下、法律関係としての信託に内在して受益権の物権的性格を捉えるべく、四宮(1989)による受益権の物権性の考察をやや詳細に取り上げてみよう。

最初に受益権の物権的性格に関する四宮(1989, 76-77)の考察の全体を概括的に示しておこう。実質的法主体性説に立つ四宮(1989, 63)によれば、信託

財産が「実質的にはそれ自体独立した主体とならざるをえ」ず、信託は「この独立した信託財産を中心とする法律関係」である。端的に信託は「法主体たる信託財産を中心とし、信託財産に対する受託者の義務と信託財産に対する受益者の権利とを両翼として構成される法律関係」（四宮 1989, 76）である。したがって信託における受益権は「実質的には信託財産に対する債権」（四宮 1989, 315）であり、受益者は「信託財産に対する給付請求権すなわち債権を有する」（四宮 1989, 76）。だが受益者はこうした信託財産に対する受益債権を有すると同時に「信託財産（構成物）に対する物的権利」（四宮 1989, 76）を持つ。受益権は債権であるとともに物権的な性格を併せ持つのである。四宮（1989, 77）はこの受益権の物権的性格を「信託財産に対する物的相関関係」として把握する。

四宮（1989, 76-77）によれば、「受益者の給付請求権は、通常、信託財産の元本または収益の特定の割合の部分に向けられており」、他方で信託法においては「信託財産を限度とする物的有限責任」が規定されている（旧信託法19条）。これは「不可抗力による信託財産の滅失・毀損の危険がもつばら受益者の負担に帰せしめられること」を示すものであり、さらに旧信託法14条の物上代位の規定により、「信託財産の変形によって『受託者ノ得タル財産』が、そのまま、受益権の客体でもある信託財産の構成部分となる」ことから、「信託財産は変動に応じてそのまま受益権の内容を規定することになる」。このように「信託財産の受けた変動が関数的に受益権の内容に反映することによって」信託財産が実質的に受益者の財産に属することが確保される。信託財産と受益権の間にはこうした函数的な関係が存在し、これこそ信託財産に対する受益権の「物的相関関係」といえる関係である。さらにこの「物的相関関係」は「公示の原則に服しながら」「第三者に対しても」「対抗しうることが認められている」（旧信託法3条および31条）。したがって「受益権は、請求権を基本としつつ、なお信託財産（構成物）に対する物的権利を含むものといえる」（四宮 1989, 76-77）とされ、信託における受益権はこのように「基本的には信託財産

に対する債権」でありながら、同時に「信託財産（構成物）に対して物的相関関係をもつ物的権利」（四宮 1989, 80）である。

受益権の物権性についての四宮（1989, 76-77）の考察は概略以上である。内容は一貫性を有しているが、新井（2014, 48-49）が「きわめて難解」と指摘するように、記述がやや簡潔に過ぎ、理解がやや困難であることも事実である。ゆえに難解の原因とも考えられる簡潔さを補い、特に四宮（1989, 76-77）において明示的に言及されていない論点を補足することによって論旨を明確化しておこう。その際、四宮（1989, 79 n7）自身が強調する「信託の構造」との関連にも重点を置く。また四宮（1989）はすべて旧信託法によっているので、以下では現行の信託法における関連の条文にも逐一言及することとしよう。

四宮（1989, 76）はまず「受益者の給付請求権」が通常の場合「信託財産の元本または収益の特定の割合の部分に向けられて」いることを指摘したうえで、信託法においても「信託財産を限度とする物的有限責任」が規定されるとし、これが「不可抗力による信託財産の滅失・毀損の危険がもつばら受益者の負担に帰せしめられること」を示していると述べる。四宮（1989, 76）は明示的に言及していないが、ここで必然的な論点となっているのは信託財産の「範囲」の問題である。「受益者の給付請求権」すなわち信託財産に対する受益債権が信託財産の「特定の割合の部分」に向けられているというとき、「特定の割合の部分」とは自ずと信託財産の全部または一部になろうが、いずれにせよこのような信託財産の「特定の割合の部分」を定めるには信託財産そのものの範囲が確定されていなければならない。信託財産の範囲が確定されているからこそ、信託財産に対する受益債権がその全部または一部に対して向けられるといえるのである。

また四宮（1989, 76）は旧信託法19条に基づいて受託者の「物的有限責任」に触れる。すでに論じたように「他者のための財産管理制度の一形態」（新井 2014, 82）である信託において、受託者は「法形式上は信託財産の名義人兼完全権者」であっても、実質的に「他者＝受益者のための財産管理人」であるに

過ぎない（新井 2014, 320）。ゆえに信託において受託者は信託財産から発生した利益を自ら取得することはできず、すべて受益者に給付しなければならない。しかし同時に受託者は自身に過失のない限り信託財産に発生した損失を負担せず、受益者に対する給付は信託財産の範囲で履行されるのである。この両者は一体をなしつつ、そのいずれもが財産管理の一制度である信託において本質的な原則として妥当している。前者が受託者による「利益享受の禁止」であり、後者こそが受託者の「物的有限責任」の原則であった。

このように物的有限責任が信託財産の範囲での給付の履行を内容としているのであれば、信託財産の範囲が決定されなければ、受益者に対する給付の履行範囲も当然ながら確定されず、受託者の物的有限責任はその前提を完全に欠如することとなろう。すなわち受益者に対する受託者の給付義務が履行されるためには信託財産の範囲が明確に定められていなければならない。これは受託者の給付義務に対応する受益者の給付請求権または受益債権としてこれを捉える場合においても全く同様である。ただし四宮（1989, 72）の実質的法主体性説の立場では、「受託者が受益者に対して給付義務を負うというのは」「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ない。ゆえに「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。

なお「物的有限責任」に関する四宮（1989, 76）の記述は旧信託法19条「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任ヲ負フ」に基づいており、ここで「信託財産ノ限度」として信託財産の範囲での受託者の物的有限責任が規定されていた。受託者の物的有限責任は現行の信託法においても明示的な規定があり、100条「受益債権に係る受託者の責任」にて「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、ここでは「受益債権」に「係る債務」が「信託財産責任負担債務」（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」とされている(同2項1号)。いずれも信託財産の範囲においての受益者に対する給付の履行が受託者の物的有限責任として規定されていた。「不可抗力による信託財産の滅失・毀損の危険」が「もっぱら受益者の負担に帰せしめられる」という給付の履行に関する受託者の物的有限責任(実質的法主体性説においてはあくまでも管理権者としてのそれであるが)は新旧の信託法に同じ趣旨をもって共通していることが把握できる。

以上、四宮(1989)の記述に即して捉え直した。「受益者の給付請求権」が通常では「信託財産の元本または収益の特定の割合の部分に向けられて」おり、さらに信託法においても「信託財産を限度とする物的有限責任」が規定され、「不可抗力による信託財産の滅失・毀損の危険がもっぱら受益者の負担に帰せしめられる」と四宮(1989, 76)がいうとき、明示的に言及されてこそのないが、信託財産の範囲がこのように必然的な論点となっていた。ではこうした信託財産の「範囲」はどのように決定されるか。これは「信託財産の変形によって『受託者ノ得タル財産』が、そのまま、受益権の客体でもある信託財産の構成部分となる」(四宮 1989, 76)という原則による。すなわち四宮(1989, 76)は信託財産の物上代位(dingliche Surrogation; real subrogation)の原則に根拠を見出す。信託財産の物上代位の原則は信託法において明文により定められている。信託法16条がそれであり、ここでは「信託行為において信託財産に属すべきものと定められた財産のほか」、「信託財産に属する財産の管理、処分、滅失、損傷その他の事由により受託者が得た財産」は「信託財産に属する」とされている。四宮(1989, 76)が依拠する旧信託法においても、その14条により「信託財産ノ管理、処分、滅失、毀損其ノ他ノ事由ニ因リ受託者ノ得タル財産ハ信託財産ニ属ス」と規定されており、現行の信託法の規定は旧信託法によるそれを踏襲し、基本的に同じ趣旨を保持している。四宮(1989, 76)の「信託財産の変形によって『受託者ノ得タル財産』が、そのまま、受益権の客体でもある信託財産の構成部分となる」との記述は受益権との関連を含めてこうした趣旨を旧信

託法によって端的に示したものであった。

では信託財産の範囲はこの物上代位の原則によってどのように決定されるか。まず物上代位の原則が信託財産に対して適用されるのはこの財産が内在的に有する信託目的に基づいている。信託においては、設定者が受託者に財産権（信託財産）を帰属させることにより、設定者から受託者への信託財産の移転が生じ、受託者は当該の財産を一定の信託目的に従って管理かつ処分する。その際、信託財産は「すべての関係当事者から独立した信託目的」による拘束を受け、それにより「内部的統一」を与えられる。すなわち信託財産に内在する「信託目的」が、それに属する個々の財産を総合し、信託財産を「統一」する（四宮 1989, 70）。ここで具体的に物上代位の原則が適用されるのであり、信託財産にはそれ自体に内在する信託目的による拘束が働き、信託行為において定められた信託財産以外に、「信託財産に属する財産の管理、処分、滅失、損傷その他の事由により受託者が得た財産」が内部的に「統一」され、「信託財産に属する」。すなわち「信託財産の変形によって『受託者ノ得タル財産』が」そのまま「信託財産の構成部分となる」。これを信託財産に即して捉えるとき、物上代位の原則の適用を通じて信託財産は信託目的によって内部的に結合された「統一性」を有する（四宮 1989, 175）。

このように信託財産における物上代位の原則は、信託目的による拘束に基づいて信託財産に適用され、その統一性を形成する意義を有している。だが同時に、物上代位の原則の適用によって、「個々の財産の変動によっても変わることはない」「自己同一性」が信託財産それ自体に付与される（四宮 1989, 175）。信託財産の統一性は信託目的による拘束を受け、物上代位の原則の適用を通じて形成される信託財産の内部的統一性であり、信託財産に内在する信託目的がそれに属する個々の財産を総合して信託財産を統一する。信託財産の自己同一性はその統一性の形成のなかで付与される信託財産の属性であり、信託財産に適用される物上代位の原則そのものによって直接に規定される。ゆえに信託財産の統一性はより抽象的で概念的である一方、自己同一性は信託財産の構成に

即したより具体的な意義を有するといえるであろう。

信託財産はこのような内容を持つその「自己同一性」によって他の財産（例えば受託者の固有財産）から区別される。信託財産の外延的な範囲はそれが有するこの「自己同一性」によって直接に画されるのである。以上をまとめれば、信託財産はそれに内在する信託目的の拘束に基づいてそれ自体に物上代位の原則を適用される。物上代位の原則は信託目的によって内部的に結合された信託財産の統一性を形成するとともに、それを構成する個々の財産の変動によっても変わらない自己同一性を信託財産それ自体に付与する。信託財産はこの自己同一性によってそれ自体の範囲を画される。このような意味で「信託財産の範囲」は「物上代位の原則」によって「決せられる」（四宮 1989, 174）。

以上で信託財産の範囲はその物上代位の原則によって決定されることが把握された。こうした信託財産の範囲の決定によって受益者に対する給付の履行範囲が確定し、もって管理権者としての受託者の給付義務が履行され、また同時に受益者の給付請求権すなわち受益債権が確保される。これを承けて四宮（1989, 76-77）は受益権について次のように述べる。物上代位の原則が適用される信託財産は受益権の対象でもあることから、この原則の適用により「信託財産の変形によって『受託者ノ得タル財産』が、そのまま、受益権の客体でもある信託財産の構成部分となる」。これによって「信託財産は変動に応じてそのまま受益権の内容を規定する」。すなわち物上代位の原則のもとでは、受益権の客体である信託財産の構成物の物的な変動または変形が受益権に直接的に影響を及ぼし、その内容に帰結するという意味で、信託財産と受益権との物的な関係が形成される。だがここでまさに同じく物上代位の原則によって同時に信託財産の範囲が決定され、受益権の本体である受益債権が確保されることはすでに明らかにした。物上代位の原則のもとで、一方では信託財産と受益権とに物的な関係が形成され、「信託財産の受けた変動が関数的に受益権の内容に反映する」こととなり、他方で信託財産の範囲が決定され、受益者の給付請求権すなわち受益債権が確保される。すなわち物上代位の原則とその意義を媒介

として「信託財産の受けた変動が関数的に受益権の内容に反映」し、これによって信託財産が実質的に受益者の財産に属することが確保されるといえる。「信託財産の受けた変動が関数的に受益権の内容に反映」しているのであれば、信託財産と受益権の間には前者がその変動に応じて後者の内容を直接に規定するという物的な連動的関係が形成されているのであり、これは取りも直さず物上代位の原則の適用の結果であるからである。

信託財産と受益権の間にはこうした物的な関係が函数的に存在し、これは信託財産に対する受益権の「物的相関関係」(四宮 1989, 77)である。さらにこの「物的相関関係」は「原則として公示の原則に服しながら」「第三者に対しても」「対抗しうることが認められている」。四宮 (1989, 77) のこの主張は旧信託法3条と31条によっているが、現行の信託法においても14条「信託財産に属する財産の対抗要件」と27条「受託者の権限違反行為の取消し」(とりわけ27条2項)にそれぞれ同じ趣旨が規定され、第三者に対する対抗が定められている。信託財産に対してこのような排他性のある「物的相関関係」を有する以上、受益権は単なる債権と考えられず、「請求権を基本としつつ、なお信託財産(構成物)に対する物的権利を含む」権利であると理解される(四宮 1989, 77)。

「受益権の物権性」が「信託財産に対して有する受益権の物的相関関係」(四宮 1989, 77)であるとすれば、受益権が併せ持つこうした物的権利は「財産に対する直接的支配権ではな」く、また受託者の「完全権を外部から制限する制限物権のようなもの」でもない。あくまでも「信託財産に内在する目的制限が受益者に反映して形成された特殊のもの」である(四宮 1989, 77, 78-79 n5)。こうした意味において受益権は「信託財産に対する債権」であるとともに、「それを基本としつつ信託財産(構成物)に対する物的相関関係を有する物的権利でもある」のである(四宮 1989, 315)。

以上、四宮 (1989, 76-77) による受益権の物権的性格の考察についてやや詳細に検討し、関連する論点を補足しつつ論旨の明確化を試みた。これにより法律関係としての信託に内在して受益権の物権的性格を捉え、また信託それ自体

におけるその意義を明らかにすることができたといつてよい。信託においては物上代位の原則とその意義を媒介として、信託財産の受けた変動が受益権の内容に直接に反映することによって信託財産が実質的に受益者の財産に属することが確保される。信託財産がその変動に応じて受益権の内容を直接に規定するという、物上代位の原則のもとで両者の間に形成される物的な連動的関係は、信託財産に対する受益権の物的相関関係といえる関係であり、受益権はこのような物的相関関係を有するという意味で物権的性格を持つ。この物的相関関係は第三者に対しても対抗し得る排他性を有し、信託財産に対してこのような物的相関関係を有する以上、受益権は単なる債権と考えられず、受益債権を基本としつつ、なお信託財産（構成物）に対する物的権利を含む権利であると理解される。こうした意味で受益権は「信託財産に対する債権」であるとともに、「それを基本としつつ信託財産（構成物）に対する物的相関関係を有する物的権利でもある」のである（四宮 1989, 315）。このように四宮（1989, 76-77）による受益権の物権性の考察は「信託の構造」（四宮 1989, 79 n7）の把握に基づいており、具体的には受託者の物的有限責任、信託目的とその拘束が有する作用、信託財産における物上代位の原則、信託財産の統一性、信託財産の自己同一性をそれらの信託法上の意義とともに明確に捉えた考察となっている。四宮（1989）の理解によれば、信託における受益権の物権的性格はその構造に規定された必然性を有するといえよう。

2. 信託における所有権の構造

この第Ⅲ節でまず着目したのは受託者または実質的に信託財産に対する受益債権を基本的な権利とする受益権が同時に信託財産（構成物）に対して併せ持つ物権的性格であった。具体的には四宮（1989）に基づき、法律関係としての信託そのものに内在して受益権の物権的性格を捉え、その信託法上の根拠と意義を明らかにした。四宮（1989）によるここでの受益権の物権性の理解は信託財産に対する受益権の物的相関関係を捉えたものであった。

このような物権的性格の把握を前提としつつ、受益権についてより深い説明を図るため、続いて信託が有する所有権の構造について立ち入って検討しよう。そのためにこれまでも言及したアメリカの信託法に主に端緒を求めることが有益であろう。四宮（1989, 35）がいうように信託は「英米法で育成せられた trust を継受」しているだけでなく、アメリカ信託法では信託における独自の所有権の構造がとりわけ明示的に捉えられ、信託について二重の所有権（double dominium, dual ownership）または所有権の二重性（duality of ownership）がその本質的な特徴として指摘されている。受益権の物権的性格から信託における所有権の問題へと考察を進めるには妥当な端緒であると考えられる。

では *Restatement of the Law, Trusts* により信託財産（trust property）と所有権（ownership）の意味を確認することから始めよう。Restatement, Second, Trusts §2 Comment c および Restatement Third, Trusts §2 Comment c によれば、財産（property）とは物（things）に対する権利（interests）を意味するのが通常で、必ずしも物それ自体を意味しない。信託財産についてもこれと同様であり、信託財産とは信託において保有されている財産権（property interests）を意味し、保有されている物自体は信託の目的物（subject matter of the trust）として区別される。次に所有権であるが、その意味を捉えるにはこれと権原（title）との区別がまず明示されなければならない。Restatement Third, Trusts §2 Comment d によれば、ある権利を保有する者はその権利を自分自身の受益（benefit）のために保有する場合でも他者の受益のために保有する場合でも当該の権利に対する権原を持つ。これに対して所有権者（owner）とは自分自身の受益のために一つ以上の権利が確定している者である。よってある者が特定の財産に対して権原を保有するといっても、単にその限りであれば当該の権原保有者（title holder）がその財産を自分の受益のために保有するか受託者（trustee）として保有するかは示されない。この点は所有権者と異なる。Restatement, Second, Trusts §2 Comment d はこれをもう少し敷衍して、「所有権」は物とともに物に対する権利に根拠があるとす。物に対して完全な財産権（complete property）を持つならば、ある

者は「ある物の所有者」である。他方、他者の受益の権利を扱う義務を負わない場合に権原保有者がある物の所有者であるとすれば、その範囲における「物に対する権利の全体」が「ある物に対する権原」の内容である。

このように権利の保有およびその受益との関係が所有権を規定する。信託財産と所有権のこうした理解に立って信託の目的物に対するエクイティ上の権利 (equitable interest) とコモンロー上の権利 (legal interest) の分割 (separation) を捉える。これが信託における二重の所有権または所有権の二重性の内容をなす。ここで信託の目的物とは上記の通り信託において権利が保有される場合にその対象となる物に他ならない (Restatement, Second, Trusts §2 Comment c)。信託において受益者は「エクイティ上の権利」を有し、受託者は通常「コモンロー上の権利」を有する。「エクイティ上の権利」は「大法官裁判所 (court of chancery) によって発展させられた原則 (principles)、基準 (standards)、準則 (rules) に起源を持つ権利類」であり、「コモンロー上の権利」は「大法官裁判所とは区別されたものとしてコモンロー裁判所によって発展させられた原則、基準、準則に起源を持つ権利類」である (Restatement, Second, Trusts §2 Comment f)。さらに信託の受益者は「エクイティ上の権原 (equitable title)」を有するけれども、信託財産に対する受託者の権原は「コモンロー上の権原 (legal title)」または「エクイティ上の権原」のいずれでもあり得る。受託者が「コモンロー上の権原」を有するというのは通常正しいが、一部では受託者が「エクイティ上の権原」のみを保有する場合がある (Restatement Third, Trusts §2 Comment d)。

Restatement, Second, Trusts §2 Comment fおよびRestatement Third, Trusts §2 Comment dによれば、コモンロー上の権利とエクイティ上の権利の区別はこの二種類の権利が本来は異なる裁判所において異なる形式の訴訟手続によって実現 (enforced) されたという歴史的な状況に由来する。両者はなお幾つかの特徴的な違いを残している。とりわけある物に対するエクイティ上の権利は、善意有償の第三者 (purchaser for value without notice; bona fide purchaser) に対するそのコモンロー上の権利の移転によって消滅するのが慣例である。Restatement, Second, Trusts §2

Comment fによると、コモンロー上の権利とエクイティ上の権利の性質の多くは同じであるけれども、実現（enforcement）の方法を別としても両者には一定の違いが存在し、なかでも最も重要なそれは以下の内容であるとされる。第一にエクイティ上の権利が設定される方法は類似したコモンロー上の権利が設定される方法と異なることがある。第二にエクイティ上の権利は設定可能なコモンロー上の権利の種類と異なる種類のものとして設定され得る。第三にエクイティ上の権利者の第三者に対する関係はコモンロー上の権利者のそれと一定の範囲で異なる。第四にコモンロー上の権利の消滅に帰結しない取引によりエクイティ上の権利は消滅し得る。よって物に対するエクイティ上の権利は当該のエクイティ上の権利について善意である有償の第三者へのそのコモンロー上の権利の移転によって消滅する。当該の物に対するコモンロー上の権利が同様に消滅しない場合でもそうである。諸州において可決された不動産取引証書登録法の結果、未登録のコモンロー上の権利はエクイティ上の権利と同様に未登録の権利を善意有償で取得した第三者への移転によって消滅し得る一方、エクイティ上の権利またはコモンロー上の権利のいずれであれ、適正に登録された権利は移転によって消滅しない。こうした登録法が権利の消滅可能性に関する限りコモンロー上の権利とエクイティ上の権利の区別を重要でなくしている。

みられるように、コモンロー上の権利との比較によって、エクイティ上の権利の性質と意義が浮き彫りにされた。とりわけエクイティ上の権利はコモンロー上の権利を善意有償で取得した第三者に対して一般に対抗できないが、適正な登録によって保護されることから、第三者への対抗におけるコモンロー上の権利との区別が解消されつつある。とすればエクイティ上の権利はコモンロー上の権利を善意有償で取得した第三者以外のすべての者に対抗できる権利となっており、本質的に対物権（jus in rem）の性質を有する取扱を受けるといえる。

以上、*Restatement of the Law, Trusts*に基づいて信託における所有権とその構造を把握した。信託のもとでの二重の所有権または所有権の二重性は、信託の目的物に対するエクイティ上の権利とコモンロー上の権利の分割を内容として

いた。前者のエクイティ上の権利は受益者が保有する権利であり、後者のコモンロー上の権利は受託者に帰属する。さらに信託の受益者はエクイティ上の権原を有する一方、信託財産に対する受託者の権原はコモンロー上またはエクイティ上の権原のいずれでもあり得るのであり、通常は前者のそれであった。コモンロー上の権原が受託者に属するのが通常であっても、受益者は信託の利益を取得する権利をエクイティにおいて有する。受益権はこのように理解されるエクイティ上の権利であった。こうしたエクイティ上の権利は善意有償の第三者以外のすべての者に対抗できる対物権の性質を持ち、またコモンロー上の権利と多くの性質を共有することから、両者は無差別になりつつある。

3. 信託における所有権の統合と信託受益権

この第Ⅲ節ではこれまで信託受益権が有する物権的な性格を捉え、さらに信託に内在的に形成される独自の所有権の構造について検討した。それではこうした所有権の構造を前提とするとき、受益権についてさらにどのように理解することができるか。受益権とは信託の目的物に対するエクイティ上の権利にほかならなかった。これまでの解明を重ね合わせることにより、信託に内在的な二重性を持つ分割された所有権が信託の内部で統合され、これによってエクイティ上の権利である受益権が信託を構成する一つの権利として妥当するようになることが明らかにされるであろう。

まずこれまでの検討を顧みておこう。信託受益権は第Ⅰ節で明らかにしたように受益債権を基本的な権利として構成される一方、信託財産の構成物に対する物的権利として妥当し、物権的性格を併せ持つ。この節では受益権が有するこうした物権的性格にまず着目し、立ち入って検討した。具体的に言及されたのが実質的法主体性説に立つ四宮（1989）である。四宮（1989, 76-77）によれば受益権は実質的に信託財産に対する債権であり、同時に信託財産（構成物）に対する物的権利であった。四宮（1989, 76-77）によるここでの受益権の物権性の理解は、信託における物上代位の原則のもとで形成され、信託財産がその

変動に応じて受益権の内容を直接に規定するという、信託財産に対する受益権の物的相関関係を捉えたものである。とりわけこの物的相関関係は第三者に対しても対抗できる排他性を有する。受益権はこのような物的相関関係を有するという意味で物権的性格を持つ。さらに受益権の物権性に関するこのような考察が「信託の構造」(四宮 1989, 79 n7) を捉えている点が併せて顧みられなければならない。信託における受益権の物権的性格はその構造に規定された必然性を有するのであり、具体的に受託者の物的有限責任、信託目的とその拘束が有する作用、信託財産における物上代位の原則、信託財産の統一性、信託財産の自己同一性がそれらの信託法上の意義とともに明らかにされ、受益権の物権性をどのように基礎づけるかが四宮(1989)において明確に示されている。

そのうえでさらに本節では信託における独自の所有権の構造について考察し、アメリカ信託法を端緒とすることによって二重の所有権または所有権の二重性としてこれを明らかにした。とりわけ *Restatement of the Law, Trusts* に基づいてこの問題を立ち入って検討している。*Restatement of the Law, Trusts* によれば、所有権は権利の保有およびその受益との関係によって規定される。この理解に立つとき、信託における二重の所有権または所有権の二重性とは信託の目的物に対するエクイティ上の権利とコモンロー上の権利の分割に他ならなかった。受益者は前者のエクイティ上の権利を保有し、後者のコモンロー上の権利は受託者に帰属する。エクイティ上の権利はコモンロー上の権利を善意有償で取得した第三者以外のすべての者に対抗できる権利となっており、本質的に対物権の性質を有する取扱を受ける。二重の所有権のもとで受益権はこのように理解されるエクイティ上の権利であった。

では受益権の物権性と信託における二重の所有権に関する解明を前提とするとき、受益権についてさらにどのように理解することができるか。端緒として二重性を持つ所有権が信託という法律関係のなかでどのように統合されるかを検討する。第Ⅱ節で 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の把握を示した。信託における所有権の統合はこの把握に即して

考察することができる。Sitkoff (2004, 639) は「信託の概念」を「組織的な構成体として働く事実上の法主体」と捉え、「事前的な同意を与えるとは通常考えられず、典型的には交渉する地位にない」受益者が信託において有する利害関係の契約的または財産的な性格とは無関係に、契約主義的プリンシパル=エージェント関係の適用によって「受益者の厚生に関連するガバナンス問題を説明」できると述べた。さらにSitkoff (2004, 640) によれば、受託者は受益者と設定者に対する二つの重層的なプリンシパル=エージェント関係に同時に置かれ、「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」が生じる。この「緊張」は信託法が「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「解決」される。これは設定者の意思の支配に他ならない。設定者の「予想される意思」の推定において今日の標準的な受益者は他の組織形態の残余財産請求権者と区別される独自性を有することから、Sitkoff (2004, 650) は「信託当事者のあり得べき選好との整合性を有した私益信託のガバナンスが持つ三つの規定の作用」を提示する。具体的には公平義務、総収益投資、リスク許容度と注意義務がそれであった。リスク選好に基づく最適な組織形態の選択と変更のための取引費用というエージェンシーコストを最小化する観点から、第Ⅱ節では公平義務に即してSitkoff (2004, 650-657) による規定の分析の概要を示した。この分析は受益者のエクイティ上の権利と受託者のコモンロー上の権利との関係および両者の統合に同様に適用することができる。具体的に私益信託のこれら三つの規定はいずれも信託におけるエージェンシーコストの最小化をもたらす一方、受託者と受益者のプリンシパル=エージェント関係において受益者が有するエクイティ上の権利たる受益権を制度的に確保するものであった。公平義務が対立する権利を持つ複数の受益者の選好に事実上の一貫性を与え、相対的な得失を伴う信託財産の投資を排除することにより、信託財産からの利益を取得するエクイティ上の権利としての受益権を受益者の全体に亘って確保することは第Ⅱ節においても立ち入って示されている。「受託者はさまざま

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))。「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)。かくして「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」。「公平義務」は異なる階層の受益者が持つ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(Sitkoff 2004, 650-652)。こうした受益権に対する効果は公平義務に限らず、総収益投資およびリスク許容度と注意義務という他の二つの規定についても同様である。すなわち Sitkoff (2004, 650) が強調する「三つの規定」の効果によって、より一般的にはこうした規定を有する信託法の機能によって、プリンシパル=エージェント関係としての信託のなかでエクイティ上の権利である受益権が制度上最適に確保されるのである。これは所有権の二重性という「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」に存在する「重大な緊張」(Sitkoff 2004, 640)を信託法が設定者の意思の支配に基づいて「解決」しているといえる。信託という法律関係において生じた所有権の二重性という「重大な緊張」がプリンシパル=エージェント関係または信認関係としての信託において「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「解決」が図られているといえることができる。

以上、本節では信託における所有権の観点から受益権についての考察を提示した。本節ではまず受益権が併せ持つ物権的性格に着目し、信託それ自体におけるその意義を立ち入って分析した。さらに信託における所有権の二重性と信託の内部におけるその統合という観点から受益権についてさらに検討し、Sitkoff (2004) が解明した信託法の機能に基づいて考察を進めることができた。ここではプリンシパル=エージェント関係としての信託におけるエージェント問題を抑止する信託法が信託に固有な権利である受益権を補完し、妥当な

権利として構成する機能を果たしていることが明らかにされている。

IV 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益権

本節ではプリンシパル=エージェント関係としての信託における受益権についてさらなる考察を提示する。プリンシパル=エージェント関係の概念を適用して企業の組織構造を解明したFama and Jensen (1983a; 1983b)に基づき、プリンシパル=エージェント関係として厳密に把握された信託における受益権とその一般的性質を明らかにしたい。こうした考察はSitkoff (2004)による信託の解明を一層深める結果をもたらすことができるであろう。

「信託法のエージェンシーコスト理論を発展させ」ることを試みたSitkoff (2004, 623)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」。具体的にSitkoff (2004, 638-639)は「契約の束」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)。

このように「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」である「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、前者の関係は信託法の経済分析を特徴づける「時間的な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)。受託者の忠実義務に即して捉えるなら、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)。プリンシパル＝エージェント関係としての信託を Sitkoff (2004) に従って捉え直すことにより、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これを理解することができた。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。

以下ではこのような「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 Fama and Jensen (1983a; 1983b) による組織構造の把握を重ね、そのさらなる分析を提示する。まず Fama and Jensen (1983a; 1983b) によるプリンシパル＝エージェント関係の組織構造への適用は次のようであった。主に Fama and Jensen (1983a) によって提示された基礎的な概念に即して整理しておこう。Fama and Jensen (1983a; 1983b) は Sitkoff (2004, 639) でも言及されている Jensen and Meckling (1976) の成果を受け継ぎ、組織を「契約の束 (nexus of contracts)」であると捉え、いかなる組織においても「残余財産請求権 (residual claims) の性質」と「エージェント間における意思決定過程の手順の配分」の二者が契約によって特定され、これによって組織の構造が決定されると論じる (Fama and Jensen 1983a, 302)。本稿の理論的関心に基づいて注目すべきは後者である。Fama and Jensen (1983a, 303-304) によれば組織における「意思決定過程の手順」は四つの手順からなる。

まず資源の利用についての提案を発する「発案 (initiation)」、次いで実行されるべき意思決定発議を選択する「承認 (ratification)」、さらに承認された意思決定を遂行する「実行 (implementation)」、最後に意思決定エージェントのパフォーマンスを計測し、報酬を付与する「監視 (monitoring)」である。こうした四つの手順のうち意思決定の「発案」と「実行」、同じく「承認」と「監視」はそれぞれ同一のエージェントに配分されるのが典型的であり、前者を「意思決定管理 (decision management)」、後者を「意思決定支配 (decision control)」と名付けることができる。Fama and Jensen (1983a; 1983b) に従って「残余財産請求権の性質」と「エージェント間における意思決定過程の手順の配分」を特定する契約の束が組織にほかならないと指摘したが、より厳密にいうなら、「残余財産請求権」の他、「意思決定管理」と「意思決定支配」に関連する「契約の束」が組織の本質であり、企業をはじめとする組織の構造はこの三者によって規定される。Fama and Jensen (1983a; 1983b) では実際にこの考えを適用して企業の組織構造について立ち入った分析が示されている。

ではSitkoff (2004) とFama and Jensen (1983a; 1983b) の以上の成果をプリンシパル=エージェント関係としての信託に適用してみよう。その際、西山 (2018; 2019) によるプリンシパル=エージェント関係としての独自性を捉えた信託の解明を併せて前提とする。これによってより厳密なプリンシパル=エージェント関係としての信託における受益権とその一般的性質が理論的に明らかにされるであろう。「信託法は組織法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」というSitkoff (2004, 623) の問題意識に従えば、受益権が信託において有する組織構造上の意義を捉えることができる。

プリンシパル=エージェント関係としての信託に関する西山 (2018; 2019) の把握はそのなかでの意思決定の帰属に関連しており、これこそプリンシパル=エージェント関係としての信託の独自性を本質的に規定しているといつてよい。具体的に信託におけるエージェントは受認者たる受託者であった。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り、それゆえにこそエージェンシー問題の可能性が生じる。これは受託者についても同様である。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) の概念を把握する必要がある (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。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これ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。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、信託条項によって明示的または黙示的に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。

信託における意思決定の帰属について西山 (2018, 2019) によって以上のよう理解された。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=エージェント関係に関する Sitkoff (2004, 640) の把握と、「残余財産請求権」と「意思決定管理」、「意思決定支配」に関する「契約の束」が組織の本質であり、企業をはじめとする組織の構造はこの三者によって規定されるとする Fama and Jensen (1983a; 1983b) の解明を、信託におけるこうした意思決定の帰属と総合することにより、プリンシパル=エージェント関係としての信託における受益権とその一般的性質が明らかにされる。なおここで再確認しておくならば、受益権は信託において残余財産請求権に相当し、受益者は信託の残余財産請求権者である。前節でも立ち入って言及した Sitkoff (2004, 646-648, 649-650など) の所論によって明らかであろうが、第 I 節で明らかにしたように受益権が実績配当主義によって規定されることもその有力な根拠となるであろう。

それ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、受益権はどのように捉えられるか。能動信託においては信託財産の管理と運用について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、意思決定管理と意思決定支配のすべてが受託者に帰属する。まず設定者と受託者との関係においては受託者による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その妥当性の基準となり、これが直ちに忠実義務の内容となる。その際に不実 (disloyalty) による信託義務違反が発生すれば、それは「設定者と受託者との関係」において惹起され得る「時間的なエージェンシー問題」である。他方、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ということである。ここでの義務違反は直接に受益者の利益を侵害するので、「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」(Sitkoff 2004, 640) にほかならない。このように能動信託においては残余財産請求権である受益権を受益者が保有していても意思決定管理と意思決定支配のすべては受託者に集中しているため、能動信託における受託者の忠実義務は、その管理上の裁量的な意思決定と設定者の意思との整合性、また受益者の利益か

らの意思決定の乖離の有無によって「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」の両者において同時的に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、能動信託において忠実義務に関連する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」の双方として同時的に現れるのである。

さらに四宮 (1989, 76-77) によって明らかにされたように、信託財産がその管理を通じて「受けた変動」が「関数的に受益権の内容に反映することによって」信託財産が実質的に受益者の財産に属することが確保される。信託財産と受益権の間にはこうした「物的相関関係」といえる連動的な関係が存在する。受益権は「請求権を基本としつつ、なお信託財産（構成物）に対する物的権利を含む」（四宮 1989, 76-77）のであり、信託における受益権はこのように「基本的には信託財産に対する債権」でありながら、同時に「信託財産（構成物）に対して物的相関関係をもつ物的権利」（四宮 1989, 80）である。このような受益権の物権性に関する理解を踏まえるならば、その確保は信託における意思決定支配の制約を受けざるを得ず、能動信託において受益権の確保は信義義務という法的な形態のもとに受託者の専一的な機能に含まれるといえる。

しかし信託が受動信託として設定されている場合はどうか。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。ここで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。ここでは意思決定管理と意思決定支配が分離する。

まず設定者に意思決定が帰属する受動信託を考える。受託者は直接的に設定者の意思に従って信託財産を管理かつ運用する。Fama and Jensen (1983a) による意思決定過程の分析に即していえば、意思決定管理は受託者に配分されるが、意思決定支配は設定者に配分される。受託者は意思決定を発案し実行するが、それには設定者による承認と監視を受けなければならない。受託者は設定

者の意思に従って信託財産を管理するので、ここで忠実義務として直接に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、受託者の不実によ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。同時に設定者は受益者の利益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、設定者に対して忠実義務違反があれば、その帰結において受託者は設定者との関係を媒介に受益者に対して不実となる。これは直接的ではなくまた帰結においてではあるが「受益者と受託者との関係」において生じる「伝統的なエージェンシー問題」である。だがいずれにおいても受託者は設定者の意思に従って行為する以上、意思決定支配には関与せず、意思決定管理の担い手であるに過ぎない。よって受動信託における「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」は意思決定管理に関連する問題として発生する。ゆえに設定者に意思決定が帰属する受動信託では、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」において忠実義務が妥当し、意思決定管理に関連して「時間的なエージェンシー問題」を直接的に発生させる一方、この関係に媒介されて「受益者と受託者との関係」において「伝統的なエージェンシー問題」に帰結する可能性を持つ。同時にその物権性を前提として受益権を捉えるなら、この受動信託における受益権の確保は設定者による意思決定支配によって制約され、その実効的な確保は設定者の機能に属する。

次に受益者に意思決定が帰属する受動信託ではどうか。この受動信託で受託者は受益者の意思決定に従って信託財産を管理することとなるので、その意思に従って行為し、関与するのは意思決定管理のみである。またその忠実義務違反は直接的に受益者の利益を損ない、エージェンシー問題としては「受益者と受託者との関係」において生じ得る「伝統的なエージェンシー問題」となる。だが同時に設定者は受益者の利益を目的として信託を設定するため、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」を規定している。とすると受益者との関係における受託者の不実は、その意思決定管理に関連して「受益者と受託者との関係」において直接的に「伝統的なエージェンシー問題」を引き起こすとともにこの関係を媒介に「設定者と受託者との関係」において「時間的なエージェンシー問題」に帰結する可能性があるといえる。明らかであろうが、ここで受益権は受益者自身による意思決定支配によって制約され、また確保されることとなる。

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益者の受益権は、それ自体が残余財産請求権として妥当すると同時に、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、すなわち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異なる信託当事者によって実効的に確保される。プリンシパル=エージェント関係としての信託での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、受託者の忠実義務は「設定者と受託者との関係」と「受益者と受託者との関係」の両者で同時にエージェンシー問題をもたらし、「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」の双方が生じ得る。ここで受益権は専一的に受託者によって確保される。しかし受動信託においては受託者に意思決定が帰属せず、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。この受動信託において受託者は意思決定が帰属する設定者または受益者に対して忠実義務を有し、前者との関係で「時間的なエージェンシー問題」または後者との関係で「伝統的なエージェンシー問題」を直接的に惹起する可能性がある。しかしいずれにおいても受託者は意思決定支配に関与しておらず、そのためこうしたエージェンシー問題はその意思決定管理に関連して発生していた。さらに意思決定が帰属する一方の信託当事者との直接的なエージェンシー問題だけでなく、その帰結として他方の信託当事者との関係において前者との関係を媒介にエージェンシー問題が生じる可能性を受託者はその意思決定管理に関連して併せ持

つ。受動信託のエージェンシー問題が設定者と受益者に対する受託者の関係の双方において発生することは能動信託と変わらないが、その発生が受託者の意思決定管理に限られていること、二つのエージェンシー問題が能動信託のように同時的でなく、一方が直接に発生し、他方がそれに媒介された帰結として発生することにおいて異なっている。こうしたエージェンシー問題の発生は設定者と受益者のどちらに意思決定が帰属するかによって規定される。これは受益権の確保に対しても同様であって、意思決定が帰属する信託当事者が同時に意思決定支配を配分され、まさにそれ自身の意思決定支配によって受益権が実効的に確保されるのである。このように信託に内在するプリンシパル＝エージェント関係の独自性が受益権の一般的な性質を規定する。信託法を組織法と捉える Sitkoff (2004, 623) の問題意識に従うなら、これは同時に受益権が信託において有する組織構造上の意義でもある。

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託受益権の考察は以上のものであった。

本稿では信託における受益権そのものについてまず考察し、受益者が有するさまざまな権利の総体が受益権であり、その基本的な権利が受益債権であることを明らかにした。さらに受益権は実績配当主義によって規定され、受託者の利益享受の禁止により信託財産から発生した利益をすべて取得する権利として妥当する一方、その物的有限責任により信託財産を限度とする制約を受けることを示している。次いで信認関係としての信託に即して受益権とその意義を捉え直し、受益権に関連する信託法理上の論点として設定者の意思と受託者の忠実義務について検討した。このうえで Sitkoff (2004) に従って信託における信認関係を分析し、プリンシパル＝エージェント関係としての信託の理論的な把握を提示するとともに、そこに占める受益者の位置とエージェンシー問題を抑

止する信託法の理論的性格を明らかにしている。さらに信託における所有権の観点から受益権の考察を提示し、信託において発生する所有権の二重化が信託法の機能を通じて統合されることを示し、これによって受益権が妥当な権利として構成されることを解明した。以上の考察を前提として、最後にプリンシパル＝エージェント関係としての信託における受益権の考察を進め、受益権はそれ自体が残余財産請求権として妥当すると同時に、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、すなわち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異なる信託当事者による実効的な確保を受けることを示した。Fama and Jensen (1983a; 1983b) を適用することによって、この結果がプリンシパル＝エージェント関係としての信託における意思決定支配の配分に基づくことを併せて明らかにしている。

本稿はプリンシパル＝エージェント関係の概念を適用して受益権の考察を進めることにより、以上のような解明を果たすことができた。またこの解明のなかで能動信託と受動信託が受益権に対して有する新たな意義を示すことができている。この理解はプリンシパル＝エージェント関係としての信託のさらなる解明に向けた一つの端緒となると考えられる。この端緒を捉えた理論的な考察を展開できる可能性は特に受託者の信認義務について想定できるが、これについては今後の課題としたい。

(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。本稿の問題意識に即していうなら、以下でもしばしば言及されるが、信託に関する最近の「法と経済学」研究に共通の理論的基盤をなすといえるSitkoff (2004) について特筆すべきであろう。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、この概念を厳格に適用した信託法の分析を示した。Sitkoff (2004) 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) を直接の主眼としている。主題こそ贈与的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り、さらにはSitkoff (2004, 623-624) 自身が述べるように、その「分析」は「商事信託と公益信託」にも適用

可能である。信託に関するプリンシパル=エージェント理論として一般化が可能であるといえる。

なお本稿と同じ科学研究費補助金による研究課題の成果の一部（西山 2018; 2019; 2020; 2021）で明らかにされた論点に以下で論及する際、これらを部分的に利用している場合がある。

また原語の提示が必要な場合、本稿では原則として初出時に示すが、重要な論点に関連する引用においてはこの限りでなく、重複もいとわない。

- 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) 信託報酬について日本の信託法に基づき若干補足しておこう。日本の信託法では受託者の信託報酬について54条1項により定めている。この規定によると、商法（明治32年（1899年）法律第48号）512条による報酬請求権の規定が「信託の引受け」に対して適用される場合と「信託行為」によって「受託者が信託財産から」「信託報酬」を受ける旨が定められている場合に限り、受託者は信託財産から信託報酬を受けることができる。また旧信託法では35条により原則として「受託者ハ」「報酬ヲ受クルコトヲ得ス」とされるが、「営業トシテ信託ノ引受ヲ為ス場合」と信託に「特約アル」場合を例外とする点は現行の信託法と同様であるといえる。
- 4) この論点のさらなる解明には設定者と受託者との契約の問題について考察する必要がある。差し当たり基本文献であるLangbein（1995）の所論を参照。また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としてSitkoff（2004, 629-631）を併せて参照。
- 5) 信託が受益者の利益のために設定される信認関係である以上、受益者が一般的な残余財産請求権者と区別されるこうした独自性はより詳しく分析されなければならない。Sitkoff（2004, 650）の指摘も「設定者の蓋然的な意思」とその「推定」に関連した信託に固有な論点であることに十分注意しておく必要がある。しかし残余財産請求権者としての受益者の位置がこれによって左右されるような内容でないことは自明である。
- 6) 公平義務は受益者の種類に関係なく妥当する信認義務であり、Restatement Third, Trusts §79もこの旨を定める。Sitkoff（2004）において重視されているのはまさにこの点である。ただし家族間での相続に関連したLangbein（2005, 938-939）の事例に即していえば連続受益者（successive beneficiaries）に関する公平義務が直接の問題となり、これはまた新たな論点として検討が必要とされよう。なおRestatement, Second, Trustsでは§183において一般的な公平義務を規定し、特に連続受益者に関するそれを別に§232で定める。連続受益者についてはSitkoff（2004）でも言及があるが、本稿ではこれ以上立ち入らない。

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.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen. 1983a. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics* 26 (2), 301-325.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen. 1983b. "Agency Problems and Residual Claims." *Journal of Law and Economics* 26 (2), 327-349.
- 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.
- Langbein, John H. 1995. "The Contractarian Basis of the Law of Trusts." *Yale Law Journal* 105, 625-675.
- Langbein, John H. 2005. "Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?" *Yale Law Journal* 114, 929-990.
- 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.
- 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.
- 能見善久. 2004. 『現代信託法』 有斐閣.
- 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.
- 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

Beneficial Interest in the Light of the Principal-Agent Relationship^{*)}

Shigeru Nishiyama

(Department of Regional Economics, Kyushu International University)

This paper addresses a law-and-economics analysis of beneficial interest in trust property from the perspective of the principal-agent relationship. Beneficial interest is relevant to the interest in the economic benefit of trust property, essentially held by the beneficiary, who is one of the crucial parties to trust and whose beneficial ownership in the trust property is separate from the legal ownership, while these two owners will not necessarily be the same as each other. First, the paper examines the institutional and legal features of the beneficial interest in the light of Japanese and U. S. trust laws, clarifying the role and significance of the performance-based principle of benefit, which is inherent and formally essential to trust as “asset management for others” on trustee’s limited liability and on the complete prohibition against the enjoyment of trust property. Second, the paper presents the effect of the beneficial interest on the fiduciary relationship, which also provides a conceptual benchmark for the principal-agent analysis of trust, chiefly focusing on its interaction with the intent of the settlor as a core of the trust arrangement and with the duty of loyalty as one of the primary fiduciary duties of the trustee. Third, the paper investigates the characteristics of agency problems surrounding the beneficial interest and their economic consequences on the trust parties under the principal-agent relationship on the basis of the allocation of decision control or the distribution of discretionary power among them as its legal form by the choice between active and passive trusts as a key determinant for the decision-making process in the administration of trust.

Keywords: Beneficial interest; Performance-based principle of benefit; Trust; Fiduciary relationship; Principal-agent relationship; Active trust; Passive trust.

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

