

财富管理：作为私法制度的金融受托人法

Managing Our Money: The Law of Financial Fiduciaries as a Private Law Institution

[以色列] 汉诺克·大甘 沙龙·汉内斯 著

Hanoch Dagan

Sharon Hannes

林少伟 译

LIN Shao-wei

【摘要】 金融受托人法是探索私法对个人自主权贡献的一项重要案例研究，错综复杂的世界，意味着我们管理自身财务和确保自身福利的能力面临日益严峻的挑战，而金融受托人法提供了将权力授予他人的选择权，但法律必须意识到授予该选择权本身所存在的权力滥用和疏忽大意的风险，因此，金融受托人法应调整其规则，从受托人与受益人入手。一方面，重新审视受托人薪酬结构，放弃对受托人薪酬的传统观念，使其不再被认为是外生于忠实义务，并为受托人提供最佳激励，维持甚至灌输将该等规则与信任和忠诚的美德相联系的社会规范。另一方面，确立符合受益人最佳利益的严格单一利益规则和多例外和免责情况，同时对受托人设计一系列黏性缺省规则，应对相对弱势和经验不足的受益人的需求，以实现富有挑战性的使命。

【关键词】 财富管理 金融受托人法 受益人 信义义务

【中图分类号】 DF438.2

【文献标识码】 A

【文章编号】 2095-9206 (2017) 06-0118-32

Abstract: Financial fiduciaries law is an important case study on the contribution of private law to our personal autonomy. In a complicated world, with increasingly complex challenges to our ability to manage our finances and secure our welfare, the law of financial fiduciaries offers the option of delegating the authority to do so to others. However, the law must appreciate the significant risks of abuse and carelessness inherent to the delegation of such discretionary authority. As such, financial fiduciary law should tailor its rules by two aspects. On the one hand, the law should realize the significance of revisiting the fee structure for fiduciaries and renounce its traditional treatment of fiduciary pay so that it is no longer considered exogenous to the duty of loyalty. In addition, the law should provide fiduciaries with optimal incentives while at the same time sustaining and even inculcating the social norms associating these rules with the virtues of trust and loyalty. On the other hand, the law should entrench a strict sole interest rule alongside many exceptions and exemptions that serve beneficiaries' best interests. Also, financial fiduciaries law should allow opt-outs but also design a range of sticky defaults that respond to the needs of relatively weak and unsophisticated beneficiaries.

Key words: Wealth management Financial fiduciaries law Beneficiaries Fiduciary duty

【收稿日期】 2017-05-08

【作者简介】 汉诺克·大甘，以色列特拉维夫大学法学院教授；沙龙·汉内斯，以色列特拉维夫大学法学院教授。

林少伟，男，1983年11月生，西南政法大学民商法学院副教授，特华博士后科研工作站博士后，研究方向为民商法。

【基金项目】 2017年国家社科基金“《公司法》私人执行之评估”（项目编号：17CFX072）；司法部2016年课题“遗嘱信托法律构造的困境及其出路”（项目编号：16SFB3035）；重庆市教委2016年课题“遗嘱信托法律制度研究”（项目编号：16SKJD15）。

我们感谢以下研究人员的帮助：Rick Brooks, DeborahDeMott, AvihayDorfman, Matthew Harding, Ron Harris, Adam Hofri-Winogradow, Shelly Kreiczer-Levy, Roy Kreitner, Shay N. Lavie, Amir Licht, YoramMargalioth, Daniel Markovits, Paul Miller, Ariel Porat, IritSamet, Rob Sitkoff, and Stewart Sterk for helpful comments, to Osher Ben-Ami, Dana Goldstein 以及 Guy Goldstein。同时也感谢 Cegla 跨学科法学研究中心的资助。

原文出自安德鲁·戈尔德和保罗·米勒主编的《信义法的法理基础》（2014年出版，2016年平装版）第一部分“信义关系”。

本文旨在发展一种调整金融受托人的法律理论（尤其是信托法）。我们对金融受托人法律的定义是：一项为强化个人自主权，授权人们将管理自身福利利益重要方面的权力安全委托给他人的私法制度。说该能力可强化自主性，是因为我们能够聘请他人，针对影响自身储蓄、养老金和可遗赠财产的事项，开展日益复杂的工作。将该任务安全委托他人，就能减轻我们的负担，从而可抽身专注于更具内在价值的项目。

我们认为，要实现这一目的（telos），应使金融受托人法与管理他人资金所产生的复杂激励结构相协调，由此便存在某种特别易受疏忽和滥用影响的自由裁量权。其还意味着，除制定最佳激励措施外，金融受托人法应尽量固化忠实义务的道德语汇，因为作为经济主体中道德主体的典型，受托人和与其类似的金融受托人的文化感知，对这一雄心勃勃的私法制度运行，发挥着虽属辅助但意义重大的作用。

将这些要求转化为法律技术，恰恰说明忠实义务理论传统结构的正当性，该结构由严格的单一利益原则及一系列例外和免责构成。然而，更重要的是，我们的分析表明，为了适当塑造金融受托人的投资政策，以及由此产生的注意义务的内容，立法者应重新评核其费用结构，并将受托人薪酬作为忠实义务的例外，予以仔细审查、定期重新评估。最后，我们的讨论指出，金融受托人法的规则虽不应强制适用，但应规定为黏性缺省规则，偏向位微言轻、不经世故的受益人（或委托人）。

导言

法院和评论人士援引受信义务的范围颇为广泛，各类关系不一而足，最密切的有之（父母和子女），最商业的有之（董事和股东），中间更是充斥着各类其他关系（包括律师、医生、代理人、受托人和监护人等）。〔1〕本文重点介绍一类受托人，即管理我们资金的受托人。这些金融受托人的典型是职业受托人，但其中部分可能既非职业也非受托人。〔2〕金融受托人负责管理个人储蓄、养老金和可遗赠财产。据估算，美国养老金系统的受托人单独管理大约14万亿美元的巨额资金，〔3〕对受托人和该巨额资金受益人之间的关系应予特别注意，即使本文的结论不适用于其他类型（当然同等重要的）信托关系。

与其他受托人相同，金融受托人亦受忠实义务约束，这通常（合理地）被视为信义

〔1〕 See, e.g., Paul B. Miller, *Justifying Fiduciary Duties*, 58 MCGILL L.J. 969, 971 (2013).

〔2〕 并非受托人的金融受托人包括遗嘱执行人、保管人、破产管理人以及破产法中的受托人（尽管头衔是受托人，但实质上他们并不是受托人），RESTATEMENT (THIRD) OF TRUST § 5 (1992)。

〔3〕 See Federal Reserve Statistical Release, Flow of Funds Accounts of the United States 113 (Dec. 6, 2012), available at <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1.pdf>. 我们认为，部分养老金账户持有者至少会做出一些自己的投资决定。但另一方面，正如本文所述，虽然由养老金受托人管理的基金可能是由受托人管理的所有基金之最大组成部分，但也有由金融受托人管理的其他基金，他们的组成和数量透明度较低。不管怎样，我们通过对比发现美国家庭直接持有的全部公司股份价值约为9万亿美元，他们所持不动产的市场价值经估为17万亿元，其中9.5万亿元存在抵押。Id。

法的基本特征之一（即使并非唯一特征）。〔4〕如受托人被认定为违反该项义务，其将被要求退回所得，该项救济亦被视为该领域法律的特征之一。〔5〕然而，尽管针对信义关系的核心内容及其潜在救济影响无可争议，但该法律体系的规范性基础以及众多具体学理问题，包括忠实义务的确切内容，远未得到解决。〔另一争议是，我们是否应将信义法视为类财产法、类合同法，抑或自成一体（*sui generis*），对此，我们先搁置一旁，原因随后说明。〕

我们指出，金融受托人法是一项旨在通过允许个人将其福利利益的重要部分安全地委托他人（通常是专业人士）进行管理以强化其自主权的私法制度。〔6〕在本文中，我们将解释，为何金融受托人和其所管理资金的（真正）所有者之间的关系，是就规范性而言颇具吸引力的一个概念。我们将说明，其如何囊括针对该领域部分现有路径的真知灼见，并探讨我们如何既阐明该原理精髓所在，又提出一些尖锐批判——重申某些争议规则并就其他规则提出改良建议。

第一部分简要概述我们所探讨问题的概念性和规范性框架：一套多元化制度的私法建构，旨在赋予个人能力，使其成为生活的主宰。第二部分从现有信义法的文献中提取部分理论基础：私法形式主义者坚持认为，我们应将信义法视为私法的一部分，由此应注重当事人之间的关系及其权利和义务，这不无道理；法经济学家提醒我们，人们寻求让他人管理其资金的主要目的从性质上说是功利性的，这入情入理；伦理学家则强调，忠实义务需要在培养诸如授权委托的复杂关系中扮演物质性和表意性角色，这也言之有理。

以此为鉴，在第三部分，我们继而发展自身理论：对金融受托人法律的启发性原则进行辩护，探讨其规则，并研究其理论含义。我们认为，安全授权他人管理资金是增强自主性的表现，因为其允许人们聘请他人完成这一日益复杂的任务，这样就可将自身时间和注意力集中在更具内在价值的项目上。我们进一步解释，实现资金管理的可靠授权，如何意味着要在（法经济学家强调的）物质效果和（伦理学家强调的）表意效果之间达成微妙平衡。金融受托人法必须予以调整，适应由管理他人资金这一特殊任务所产生的复杂激励结构，这意味着会产生某种特别易受疏忽和滥用的自由裁量权。但除实现最佳激励外，金融受托人法还应力求固化忠实义务的道德语汇，因为受托人和与其类似的金融受托人作为经济主体〔7〕中道德主体的典型，其文化感知对这一私法制度的运行，发挥着即使是辅助但也意义重大的作用。

将这些要求转化为法律技术，恰能够解释和说明忠实义务传统结构的正当性，其由严格的单一利益原则及一系列例外和免责构成。然而，更重要的是，我们的分析表明，

〔4〕 See, e. g., Ernest J. Weinrib, *The Fiduciary Obligation*, 25 U. TORONTO L.J. 1, 16 (1975).

〔5〕 See, e. g., HANOCH DAGAN, *THE LAW AND ETHICS OF RESTITUTION* 237 (2004).

〔6〕 可以肯定的是，不同于私法纯粹主义者，我们不主张与相关主体无关的担忧从来不是私法制度的合法考量。See HANOCH DAGAN, *RECONSTRUCTING AMERICAN LEGAL REALISM & RETHINKING PRIVATE LAW THEORY* ch. 5 (2013). 考量是微观经济学还是金融受托法的分配结果能达到这方面的合法性门槛超出了本文的范畴。Cf. Joshua Getzler, “As If”: *Accountability and Counterfactual Trust*, 91 B. U. L. REV. 973, 975~76 (2012).

〔7〕 See RITU BIRLA, *STAGES OF CAPITAL: LAW, CULTURE, AND MARKET GOVERNANCE IN LATE COLONIAL INDIA* 71 (2009).

为了适当塑造金融受托人的投资政策,以及由此产生的其注意义务的内容,立法者应评核其费用结构,我们进一步指出,应将受托人薪酬作为忠实义务的例外,予以仔细审查、定期重新评估。最后,根据我们的讨论,金融受托人法的规则虽不应强制适用,但应成为黏性缺省规则,偏向位微言轻、不经事故的受益人(或委托人)。

一、私法的结构多元化

通常,私法理论家努力针对财产、合同、侵权和赔偿制定涵盖范围广泛的单一规范理论。这些结构一元论的观点表明,在上述纷繁复杂的部门法的各项学说背后,存在(或应当存在)一项规范性原则,即一项价值或特定价值平衡。而结构多元论对这一主导范式表示异议,其支持私法的高度异质性,为表征其图景的多重形式喝彩。根据这一观点,多重性既非混乱的标志,亦非困惑的来源。恰恰相反:由于一元论试图将一个异质场(财产和合同等)的全部领域都归于一项规范原则,因此,在一元论看来毫无章法的,在结构多元化看来却是色彩斑斓的马赛克。而对于人们的自主权而言,这种马赛克极具价值,甚至不可或缺。^{〔8〕}

要了解原因,就得将自主权的概念理解为自我主宰,人们在某种程度上应是自我生活的主宰,选择有价值的生活规划,并有能力追求这些选择。正如约瑟夫·拉兹(Joseph Raz)所言,自主不仅需要适当的心智能力和独立性,还需要“充分的选择范围”。^{〔9〕}尽管在追求自主理想的社会中,可获得一系列广泛的社会形态(social forms),“如果这些为社会所支持的社会形态并没有为个人选择留下足够空间,那么自主也无法实现”^{〔10〕}。选择要有效,自主要有意义(在其他条件相等的情况下),必须要有“比可选择更有价值的选择,且其必须显著不同”,这样选择才意味着“权衡,需要为一项利益而放弃另一项利益”^{〔11〕}。因此,由于自主容许并且确实强调“存在各类千差万别追求的价值,个人可从中自由选择”,重视自主将不可避免地“导致支持道德多元论”。^{〔12〕}

考虑到自主个人能从中选择的可接受人类利益具有多样性,其构成价值亦各式各样,国家必须确认一组足够多样化的稳健框架,人们可据以组织其生活。而且,若非可行法律制度积极支持,众多该等价值亦难以实现,故私法应尽量确保该等便利制度广泛适用。因此,尽管一元论统领财产和合同等各私法领域颇引人注目,但法律囊括多套原则,继而发展多套相一致的原则,也是合理的,甚至是可取的。^{〔13〕}相应地,对于各主

〔8〕 下文总结了汉诺克·大甘(Hanoch Dagan)提出的争议问题, *Pluralism and Perfectionism in Private Law*, 112 COLUM. L. REV. 1409 (2012)。关于在财产法中的具体应用, see HANOCH DAGAN, *PROPERTY: VALUES AND INSTITUTIONS* (2011)。关于在合同中的初步应用, see Hanoch Dagan, *Autonomy, Pluralism, and Contract Law Theory*, 76 LAW & CONTEMP. PROBS. (2013) [hereinafter Dagan, *Contract Theory*]。

〔9〕 JOSEPH RAZ, *THE MORALITY OF FREEDOM* 372 (1986)。

〔10〕 *Id.* at 395。

〔11〕 *Id.* at 398。

〔12〕 *Id.* at 381, 399. Cf. ROBERT NOZICK, *ANARCHY, STATE, AND UTOPIA* 309 ~ 12 (1974)。

〔13〕 See JOSEPH RAZ, *The Relevance of Coherence*, in *ETHICS IN THE PUBLIC DOMAIN: ESSAYS IN THE MORALITY OF LAW AND POLITICS* 261, 281 ~ 82, 291 ~ 04 (1994)。

要类别的人类活动或互动，结构多元化的私法必须包括种类足够多样化的机制，每项机制都受一项独特规范原则（即不同价值或不同价值平衡）调整。各机制之间的界限也必须是开放的，让人们能够自由选择其目标、原则、生活形式和团体。

通过结构多元化积极促进私法多样性会遏制法律权力，但无损于其规范性（normativity）。法律制定者拥有看似平凡却可利用国家垄断权力实施其判断的能力，而单调划一和散乱无章的特征则会淡化法律强制力，两者相结合，便要求在授予立法者较大权力时应谨慎以对，因为立法者作为我们中的一员也会犯错，有时甚至会为私利而损公益。结构多元化便遵守了这一要求，因为其开放了选择的替代方案，而不是将所有人引向法律特许的一种可能性。因此，多元化的私法制度允许个人自行选择路径，绕开特定法律规定，避免其影响，并由此规避法律制定者的权力。

结构多元论对法律权力的严重关切不会导致其无视法律的规范性。^[14] 恰恰相反：结构多元化的私法才真正具有规范性。其每个范畴均包含一套内容明确的规则和信息充分的标准，由一项独特规范原则发展而成。尽管该等规则 and 标准仅起到缺省作用，一如其在以自主权为基础的私法制度中本应发挥的作用，但私法所促进的社会互动和合作的框架，必定在数量上受到限制，且其内容也相对标准化。该等特征使私法不但巩固了人们对主要人际关系类型的期待，还表达了法律针对该等类型社会互动的规范理想。

结构多元论主张私法理论应实现重大转向，这也是本文立论所在：我们不应针对财产、合同、侵权、赔偿以及整个信义法，寻求统一的规范性叙述，而应定位于恢复对具体私法制度的探究。因此，私法理论的主要任务是对体现在各类私法制度中的独特人类理想进行提炼，并阐明每项该等制度如何促进人类繁荣。可以肯定的是，尽管私法制度众多，法律常常无法实现其规范原则主张代表的人类理想。但是，该等差异不是为了挑战结构多元论，只是突显其作为批评和改革源泉的实际意义，迫使私法制度不辜负其内隐承诺，并推动立法者发展创新私法制度。

二、旧观念，新解读

我们对信义法的理解完全符合私法结构多元化概念。对我们而言，金融受托人法，作为本文所讨论的信义法的分支，是一项旨在通过将委托人福利利益的重要方面安全委托他人（通常是专家）以扩大其自主权的私法制度。与其他私法制度相同，充分阐明信义法的规范性原则可强化我们对这一重要法律制度的理解，亦可指出其改革路径。但在我们概述这一理解并探讨其理论含义前，有必要了解关于信义法的三个视角。虽然我们 cannot 全盘吸收，但其对我们自身理论建设也不无裨益。

（一）形式主义

针对受信义务和受信救济的“法律证立性”（juridical justification），保罗·米勒（Paul Miller）的讨论深入精微。米勒的理论并非将信义法视为“证立对象”（object of justification），而是“将信义法的法律性质视为证立源泉之一……”，寻求“揭示”嵌入

[14] 鉴于前者依赖合法的法律现实主义概念，是体现三对基本冲突的一系列动态制度，包括权力与理性、科学与工艺，以及传统与进步，那么结构多元化调整法律权力及其规范性亦不足为奇。See DAGAN, *supra* note 6, at chs. 1, 8, 9.

在该责任中的“法律概念或形式”的“内部组织原则”。^{〔15〕}由此,米勒声称,其形式说明“意味着在个人责任(特定基础)规范结构的一致性之上再无其他”,^{〔16〕}但他坚称,其的确“针对哲学证立具有分析优势”^{〔17〕}。

米勒主张,“受信义务与众不同,其基础源自信义关系的形式属性”^{〔18〕}。他将信义关系定义为“一方(受托人)针对另一方(受益人)的重大实际利益行使自由裁量权的关系”^{〔19〕}。具体而言,信义权力,作为“信义关系的构成特征”,是“一种源自构成另一人(通常是受益人)法律人格能力的权力形式”。^{〔20〕}该权力适用于“通常属于向受托人授予权力之人排他性法律能力范围内的各类决策对象”,从“缺乏法律能力的法人或自然人的人格方面”到法人和自然人的权利或福利问题,不一而足。在所有该等事项中,“受托人被赋予权力,可为受益人或代表受益人行事,或以其他方式为其利益服务”,提供“本应属非法的合法行为”。这一信义权力有三项重要特征:其“在性质上可自由裁量”,允许“被赋予权力之人在确定权力行使时拥有判断余地”;其与“特定个人或群体”具有“关联性”,是他人法律能力的“衍生”;其是“具体的”,而非“绝对的”。^{〔21〕}

考虑到上述“信义关系的形式属性”,就不难理解米勒将信义关系视为“他人法律人格不可或缺的一项能力”;对他而言,其也构成了忠实义务内容和功能的基础。信义权力通过允许受托人行使“受益人或捐赠人的法律能力”而使“有限形式的法律替代”合法化。这意味着“信义关系具有不对称的形式结构”,受托人处于“支配地位”,从而使依赖性和权力滥用(或疏忽行使)易损性成为该关系的固有特征。此外,“持有信义权力的目的”亦“隐含在该替代性中”。信义权力“使一人有目的地代表另一人行事”。更重要的是(至少对于我们来说),“赋予信义权力的能力……强化了个人有效实现其目的的能力,因为其在允许受托人代其行使某项能力时,便可使他利用受托人的资源(如技能、知识、经验和专业许可证)”^{〔22〕}。

米勒主张,信义关系的替代性证明了信义义务和违反该义务所造成典型后果的正当性。信义权力作为“其据以获得能力之人法律人格的延伸”,应被视为“源于且专于受益人”的一种手段,因此,“正当且排他地属于”受益人,且“仅为促进其利益而持有”。^{〔23〕}忠实义务“通过禁止受托人挪用该权力”以“确认受托人权力保持该状态”,^{〔24〕}从而确保受益人针对信义权力的主张“始终具有排他性”。^{〔25〕}换句话说,由于该主张源自受益人的人格,受托人不忠“就人仅被视为手段这一意义而言,意味着剥

〔15〕 Paul B. Miller, *Justifying Fiduciary Remedies*, 63 U. TORONTO L. J. 570, 582 (2013).

〔16〕 Miller, *supra* note 1, at 1023.

〔17〕 Miller, *supra* note 15, at 584.

〔18〕 Miller, *supra* note 1, at 1023.

〔19〕 Paul B. Miller, *A Theory of Fiduciary Liability*, 56 MCGILL L. J. 235, 262 (2011).

〔20〕 Miller, *supra* note 1, at 1013.

〔21〕 Miller, *supra* note 1, at 1019.

〔22〕 Miller, *supra* note 1, at 1020.

〔23〕 Miller, *supra* note 1, at 1021.

〔24〕 Miller, *supra* note 1, at 1020.

〔25〕 Miller, *supra* note 15, at 611.

削”。^[26] 米勒指出，这就是退还非法所得这一严厉的典型信义法救济原理所在。“因行使受托人权力而获得不当利益”的受托人将该权力视为“其自身所有”，而非仅为受益人的利益行使该权力。对受益人这一排他性权利的违反“必然延及与受托人行使该权力有关的收益”，因为该等收益“作为附属于其针对构成其人格权力的排他性主张”“属于”受益人。因此，对退还非法所得的恰当理解是，其只是为了通过向受益人返还“其因该权利及其法律证立性而有权获得的收益”以维护其权利。^[27]

米勒认为，其理论的解释力，因可阐明疑难案件而得以加强，当前这些案件可获得退还非法所得的救济，尽管“不法行为仅是技术性的”。例如，即使当受托人“深信其如此行事是为了受益人的最大利益”，米勒亦接受冲突规则的适用性。虽然受托人的“有益动机”可能“在道义和实际上对受托人和受益人意义重大”，严格来说，其不具有法律意义，因为“不会要求受托人仅因担心冲突判断可能造成潜在不利结果而避免冲突”，“原因是通过判断行事的权力本身是一种排他性地属于受益人的手段”。同样，如果“受托人从冲突中获益，但未对受益人造成损害，或甚至为受益人带来益处”，米勒仍支持严格适用退还非法所得，因为“结果对受益人获得该等利益的法律权利来说无关紧要”，其“根植于他对信义权力作为手段的排他性主张”。同理，米勒强调，其理论完美地解释了为何利益冲突规则关注的是“在执行授权期间产生的”个人利益，而非受托人“获得报酬的利益”，后者在“执行授权前已确定，且各方理解其执行授权将以受益人的利益为准”。尽管意识到针对薪酬的安排方式可能产生冲突，米勒似乎满足于其不属于冲突规则范围的传统观点。^[28]

米勒（几乎一笔带过地）提及信义关系的自主性强化功能，但其法律分析并不依赖于该目的。相反，其分析的动力在于主张，对于受托人权力，受益人必然拥有“独一无二和专制性的支配权”^[29]（引用布莱克斯通对财产概念的叙述，米勒不断援引作为类比^[30]）。他认为，声称受益人具有排他权必要性的原因，在于该权力从性质上说是受益人人格的延伸。

但如此解释受托人权力的确适当吗？米勒的说法似乎基于以下假设，即在信义法某些领域，受托人的权力与受益人的福利利益有关，而在其他领域，其关乎“权利问题”和“人格层面”。实际上，如果将所有该等性质迥异的利益必然地混在一起，可能需要对受益人针对受托人权力的主张进行“平衡”，以防止利用受益人作为受托人实现目的的手段。这样，排他性就可被理解为具有概念上的必要性。但是，至少以我们的结构多元主义角度来看，没必要（当然并非作为先验）假定，所有该等利益的委托只受一项单独监管原则调整。^[31] 相反，我们所了解的各类利益彼此之间存在实质性差异，应分别

[26] Miller, *supra* note 15, at 611.

[27] Miller, *supra* note 15, at 617.

[28] Miller, *supra* note 15, at 606.

[29] 2 WILLIAM BLACKSTONE, COMMENTARIES ON THE LAWS OF ENGLAND * 2 (Univ. of Chi. ed. 1979) (1765-69).

[30] Miller, *supra* note 1, at 1006; Miller, *supra* note 15, at 611.

[31] 该评论（正如该文段进一步详述的）也为艾维赫·多尔夫曼所采用，On Trust and Transubstantiation: Mitigating the Excesses of Ownership (in this volume)。

对待；也就是说，信义法可囊括多项不同私法制度。^{〔32〕} 我们一旦将关注点限于福利利益，就没有必要将受益人获得受托人权力的权利在概念上视为具有排他性。^{〔33〕} 当然，该结论并不表明，受益人并非排他性地有权获得受托人的权力，或米勒讨论的具体规则必然错误。但是，无法试图从该义务的法律形式中得出忠实义务的内容及不忠实的意义，意味着该等主张不应被视为给定内容。此外，米勒赞颂其理论可成功解释看似实质上有问题的规则，对此还应保持谨慎，因为，像其他法律理论将公认的裁判法视为其正当性来源一样，其信义法理论也易受到道歉的“职业危害”。^{〔34〕}

然而，尽管存在错误，米勒的论述有两个重要启示。其一，虽然形式（或法律正当性）比实质（或规范正当性）更具分析优势——或甚至能在排除实质的情况下对形式进行适当分析的说法具有误导性，但应该在私法框架内分析信义法（而非作为促进总福利或社会整体道德的手段）这一思想本身是有价值的。其二，尽管米勒的理论将信义法的目的搁置一旁有些不妥，但其提及信义法作为私法制度可促进善，同时又暗指其具有强化自主性的潜力，却大有裨益。

正如我们在第三部分所论，理解金融受托人法律并指引其适当解释和未来发展的关键是，弄清楚其在以自主权为基础的私法中的确切作用，并研究实现该功能的最佳途径。在开展这项工作时，为了避免过度抽象的“法律陷阱”（juridical trap），我们需留意本文关注的受益人利益具体类型。虽然我们的讨论始于作为私法终极价值的自主性，以及信义法律制度的动态价值，但我们也认真考虑了结构多元主义的要求，在其理论贡献范围内塑造私法制度。就信义关系的福利层面类型而言，这意味着我们以自主权为基础的观点必然对信义法的经济分析感兴趣，并应尽可能将其纳入其中。

（二）效率

传统经济分析将私法明示或默示地定义为一套促使潜在交易者最大化社会总福利的复杂激励措施，而这通常从偏好满意度的层面进行解释。^{〔35〕} 但是，信义法从经济层面进行的主流和最明显的阐释关注的是信义法预期的微观互动，而非其总体结果，因此有助于我们的分析。

弗兰克·伊斯特布鲁克（Frank Easterbrook）和丹尼尔·费舍尔（Daniel Fischel）提出了信义关系契约论，其他理论丧失立足之地：“信义义务不是特殊义务；不存在道德基础；且与其他合同承诺无异，均属同类义务，产生和实施方式相同。”^{〔36〕} 当某人寻求

〔32〕 Cf. TAMAR FRANKEL, FIDUCIARY LAW 8~10 (2011).

〔33〕 该评论响应的，当然是对布莱克斯通式财产观念的概念批判。See generally DAGAN, *supra* note 8, Part I.

〔34〕 Cf. ROBIN WEST, NORMATIVE JURISPRUDENCE: AN INTRODUCTION 26~27 (2011); Yishai Blank, *The Reenchantment of Law*, 96 CORNELL L. REV. 633 (2011).

〔35〕 See, e.g., ROBERT COOTER & THOMAS ULEN, LAW & ECONOMICS 307 (6th ed. 2011); WILLIAM M. LANDES & RICHARD A. POSNER, THE ECONOMIC STRUCTURE OF TORT LAW 58 (1987).

〔36〕 Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Contract and Fiduciary Duty*, 36 J. L. & ECON. 425, 427 (1993). See also RICHARD A. POSNER, ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 100-01 (3d ed. 1986); Henry N. Butler & Larry E. Ribstein, *Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians*, 65 WASH. L. REV. 1, 28~32 (1990); Brian R. Cheffins, *Law, Economics and Morality: Contracting Out of Corporate Law Fiduciary Duties*, 19 CAN. BUS. L. J. 28 (1991).

他人助其实现特定目标时,如任务足够简单,且付出的努力可充分观察和验证,双方可就此订立明确合同。但是,“如任务复杂、履行时间过长、委托人无法衡量(或评估)代理人努力程度、结果评估无法完全替代过程评价……,那么制定详尽合同的想法就有些愚不可及了”〔37〕。在这个充斥着不完备契约的世界,〔38〕如果对代理人努力和成就的监控难乎其难,信义义务便会取代明确合同约定。忠实义务中易于观察和验证的无冲突规则确保代理人致力于实现合同目的,〔39〕而注意义务确保其履行职责时表现良好。最重要的是,“由于该过程具有合同性——因为委托人和代理人做出(保证)的目的是为了获利,其规定应最大化该利益,再由缔约方进行分配”〔40〕。根据这一观点,法律决策者必须规定信义义务的内容是最大化当事人福利。这也是当事人在完备合同世界中会履行的义务,而不是遵循可能会挫败其意愿的任何道德考量。正如法律不能“通过要求所有公寓都有三间卧室以改善租户状况”〔41〕,其也不能通过使受托人承担高于其在假定合同中本同意承担的标准来增加受益人利益。将信义义务向前推进一步的努力都将注定失败,因为“如果受益人对新服务或更高忠实水平的估价不超过其所提供的成本,情况只会更糟,这也与法院的目标相左”〔42〕。

这种界定信义义务内容的方法,解释了不同类型信义关系的实质性差异。我们谈谈注意义务。在公司层面,该义务颇为松懈。管理者可免责做出商业决策,这得益于经营判断规则从理论和经验两方面使管理者免于承担责任,但极其恶劣的情况除外。〔43〕相反,在信托法中,注意义务相当严格。受托人应遵守相对严格的谨慎标准。〔44〕经济分析利用福利最大化的假定合同标准,为这一差异提供了理据。由于公司管理者需从事风险投资,当其决策失误时,必须免受法官和陪审团后见之明的判断。由于股东愿意管理者进行该等风险投资,其也会同意保护管理者免受该偏见。〔45〕相比之下,受托人通常可多样化其信托投资以保护受益人,且成本较低。〔46〕因此,注意义务间的差异,源自各项义务受益人的不同利益。

对伊斯特布鲁克和费舍尔来说,该例子说明,没有必要去寻找信义法独有且统一的特征:

〔37〕 Easterbrook & Fischel, *supra* note 36, at 426.

〔38〕 See generally Oliver Hart & John Moore, *Incomplete Contracts and Renegotiation*, 56 ECONOMETRICA 755 (1988); Oliver Hart & John Moore, *Foundations of Incomplete Contracts*, 66 REV. ECON. STUD. 115 (1999).

〔39〕 See Robert Cooter & Bradley J. Freedman, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, 66 N. Y. U. L. REV. 1045, 1074 (1991).

〔40〕 Easterbrook & Fischel, *supra* note 36, at 426.

〔41〕 *Id.* at 431.

〔42〕 *Id.*

〔43〕 See Bernard Black et al., *Outside Director Liability*, 58 STAN. L. REV. 1055, 1064 ~ 74 (2006).

〔44〕 See *infra* text accompanying notes 151 ~ 155.

〔45〕 See Hal R. Arkes & Cindy A. Schipani, *Medical Malpractice v. the Business Judgment Rule: Differences in Hindsight Bias*, 73 OR. L. REV. 587, 613 ~ 17 (1994); Jeffrey J. Rachlinski, *A Positive Psychological Theory of Judging in Hindsight*, 65 U. CHI. L. REV. 571, 574, 619 ~ 23 (1998).

〔46〕 我们回到这个争议点,并在三(二)3.部分中进行改善。

对经济学无感或反感的学者,在针对信义义务找寻统一方法过程中会遭遇困难,因为方向错了。他们要找的是信义关系的特殊之处,但并无特殊之处有待发现……这里根本不存在对象,基于其具有特殊性的假定而努力进行统一注定要失败。^[47]

该分析的重要意义之一在于其对易变性的强烈认可,这解释了为什么法经济学家通常将信义义务视为当事人可随意废除的一般缺省规则。^[48]

最后,通过关注代表信义关系的激励结构,经济分析为退还非法所得作为不忠救济提供了强有力的理据。正如罗伯特·库特(Robert Cooter)和布拉德利·弗里德曼(Bradley Freedman)所指,违反忠实义务的行为,与违反其他合同承诺不同,可能难以发现,原因是信义关系存在以下两项结构特征。^[49]其一,受益人的利益受制于受托人的酌处权。受托人负责控制和管理资产,服务于受益人的最大利益,且必须运用其专业知识和判断力。其二,管理相关资产涉及固有风险和不确定性,故不能轻易将不良结果与违反忠实义务相联系。在该等条件下,法律执行经济学表明,“违反忠实义务的最佳惩处必须超过受托人的获益”。^[50]信义法以退还非法所得的救济实现该要求,并以举证责任倒置规则和严格推定加以强化。^[51]

如此理解退还非法所得意味着,其可得性关乎威慑问题。这就可以解释为何在某些(特别是公司的)信义关系中,退还非法所得不太常见。在该等情境中,为了“激励受托人发现并利用机会”,^[52]威慑不足反而有益,因为市场机制为受托人提供了“激励补偿”以使其调整自身利益与(受益人)保持一致。^[53]当然,在众多(大多数?)信义关系中,建立最有效的救济措施是一项错综复杂的工作。但即使在这类情况下,关注各方激励措施有助于解释退还非法所得作为“惩罚缺省”规则的普遍性,促使受托人在合同中明确规定,受托人应与受益人商议确保其对表面上违反忠实义务的交易表示明确同意。^[54]

经济分析认为私法只是提高整体福利的一种监管方式,不能与其他监管制度区分开来,这便激起熟悉的讨论,即以总体偏好满意度定义公共善是否必要,以及与我们的目

[47] Easterbrook & Fischel, *supra* note 36, at 438.

[48] 例如,约翰·朗本曾全面讨论将该方法作为理解信托法的关键。John Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 YALE L. J. 625, 629 (1995). 伊斯特布鲁克和费舍尔将该原则当作信托法的基础之一, Easterbrook & Fischel, *supra* note 36, at 429. See also Henry Hansmann & Ugo Mattei, *The Functions of Trust Law: A Comparative Legal and Economic Analysis*, 73 N. Y. U. L. REV. 434, 447 (1998).

[49] See Cooter & Freedman, *supra* note 39, at 1046~47.

[50] Easterbrook & Fischel, *supra* note 36, at 426. See generally STEVEN SHAVELL, FOUNDATIONS OF ECONOMIC ANALYSIS OF LAW 351~54 (2004).

[51] See Cooter & Freedman, *supra* note 39, at 1053~55.

[52] See Easterbrook & Fischel, *supra* note 36, at 436.

[53] Roberta Romano, *Comment on Easterbrook and Fischel*, “Contract and Fiduciary Duty”, 36 J. L. & ECON. 447, 449~50 (1993).

[54] See Easterbrook & Fischel, *supra* note 36, at 445; Getzler, *supra* note 6, at 989. See generally Ian Ayres & Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 YALE L. J. 87 (1989); Lucian A. Bebchuk & Steven Shavell, *Reconsidering Contractual Liability and the Incentive to Reveal Information*, 51 STAN. L. REV. 1615 (1999).

的更相关，利用私法实现该集体主义目的是否合法。^{〔55〕} 此处没必要再梳理该争议。^{〔56〕} 上文已对信义法的经济分析进行概括，尽管其是由一些认为效率乃法律终极目标的最直率捍卫者所提出，但其却以完全不同的方式明确提出福利最大化。^{〔57〕} 此处，福利是一种工具性的善，其本身并不重要，而是因为其是利用金融受托人法之人的典型目的。以此为框架，福利主义分析为以自主权为基础讨论金融受托人法提供了重要数据，使该法同该制度可帮助人们获取的福利善相符合。因此，最要紧的是，法律为人们提供本来实际上难以获得的各项选择。说福利主义考量重要，原因在于，金融受托人法提供的相关选择取决于其产生福利主义结果的程度，以允许人们安全委托针对其福利利益重要方面的权力。

然而，信义法这一权威经济分析，强调信义关系并无特殊之处（“没有对象”），令人失望。首先，认为将信义关系视为一类合同的说法解决了我们的理论问题，这有所误导。正确的理解是，合同并非简单统一的原则体系，而是一个宽松的伞状结构，涵盖一系列种类繁多的合同类型。^{〔58〕} 合同法积极赋权，为合同各类相关领域的风险承诺提供范围广、多样化的背景制度（家庭、亲密关系、职场和商业），让人们达成自愿合作安排——时间可长可短，关系可亲可疏。因此，基于自主权的合同理论应注意结构多元化要求，为人们提供足够多样化的框架以组织其各项事业和人际关系。^{〔59〕} 那么，即使我们将信义法定义为合同形式之一——本文不做讨论，我们仍须考虑该合同类型的特征及其理论含义。

在该情况下，经济分析当然并非一无是处。对我们而言，其主要观点阐明了允许人们针对其重要份额财产进行授权以扩大自主权所固有的挑战——即权力易于被滥用。经济分析不无道理地告诉我们，在确定如何应对该挑战时，鉴于不同法律制度向各方提出的激励各式各样，我们应谨记所有相关各方的福利主义目的以及可能产生的不同后果。这一分析思路说明了忠实义务和退还非法所得救济的重要性。事实上，不同于与其相对应的形式主义，经济分析解释了受托人不忠情况下的典型救济，但未规定受益人权利的内容，由此，这为细化其详情提供了有用工具。^{〔60〕}

然而，由于不考虑信义法作为私法制度的独特性质，如主张“只要交易成本特别高，某些人就开始将特定合同关系称为‘信义’”^{〔61〕}，法律经济学家掩盖了，甚至可能破坏该法律体系的重要方面。要了解原因，回想一下，根据结构多元主义，私法制度有

〔55〕 See, e. g., ERNEST J. WEINRIB, *THE IDEA OF PRIVATE LAW* (1995).

〔56〕 该争论的简单回顾，see *supra* note 6, at ch. 5.

〔57〕 我们不可否认逆向阅读的可能性，在这种情况下，当事人的选择只有基于认识论的原因，才有意义，并作为确保总效用最大化的方式之一。

〔58〕 See Roy Kreitner, *Multiplicity in Contract Remedies*, in *COMPARATIVE REMEDIES FOR BREACH OF CONTRACTS* 19, 19~20 (Nili Cohen & Ewan McKendrick eds., 2005); Roy Kreitner, *On the New Pluralism in Contract Theory*, 45 *SUFFOLK U. L. REV.* 915, 915, 923~24 (2012).

〔59〕 See Dagan, *Contract Theory*, *supra* note 8; Hanoch Dagan & Michael A. Heller, *Freedom of Contracts* (2013) (未出版的手稿，在作者的存档中)。

〔60〕 See also Joshua Getzler, *Rumford Market and the Genesis of Fiduciary Obligations*, in *MAP-PING THE LAW: ESSAYS IN MEMORY OF PETER BIRKS* 577, 586 (Andrew Burrows & Alan Rodger eds., 2006).

〔61〕 Easterbrook & Fischel, *supra* note 36, at 438.

两项主要任务：稳定诉诸法律之人的期望，及表达我们针对私法制度的社会理念。忽视信义法的规范性核心会使这些功能失效，鉴于其相互之间的微妙作用，这尤其有害。正如梅兰妮·莱斯利（Melanie Leslie）所说，将信义义务剥离其道德内容可能会“冲淡机会主义行为的污名”。〔62〕 她认为，考虑到防止金融受托人权力滥用的其他手段（如威胁退出、相关方监督或市场惩戒）所具有的典型缺点，这一令人遗憾的表现性结果可能反过来又对实质性层面产生影响。〔63〕 削弱忠实义务的规范力不仅会损害金融受托人法的功能，还会减损其有效促进自主权的能力。因此，我们以自主权为基础的金融受托人法理论必须从对该制度的优点说明中获取些许真知灼见。

（三）美德

彼得·伯克斯（Peter Birks）曾建议，为了捕捉信义法（涉及金融受托人学说的典范）的显著特征，我们应根据其所蕴含的“利他程度”（degree of altruism）来组织“该法承认的主要责任”。〔64〕 一般来说，“法律慎之又慎，恪守极简主义”，〔65〕 仅要求我们“在合理注意便可防止发生合理可预见损害的情况下考虑他人，就要控制对自身利益的追求”。〔66〕 只有在“特殊情况”下，法律才会超越第一级消极的“法律强制利他程度”，并“要求我们采取积极行动，改善他人状态”。〔67〕 最终，“第三级即法律强制利他的最高程度”是受托人责任，因为其“必须不仅考虑他人利益，还要不存在任何利害关系”，〔68〕 即“不受其自身任何冲突利益影响”。〔69〕 的确，对伯克斯而言，“核心受托人责任（核心信义责任）是一项复合责任，既应积极注意，又不得存在任何利害关系”。〔70〕 该“颇为罕见的第三级利他责任可见于明示受托人”。〔71〕 与我们针对信义制度多样性的谨慎态度相一致，伯克斯补充说，尽管“受托人”一词可合理用以指代“处于受托人地位之人”，但我们应小心使用，因为该程度的利他主义“并不适于所有受托人”。〔72〕

莱昂内尔·史密斯（Lionel Smith）主张，伯克斯的“积极责任”方法“不完整”，〔73〕 应从两方面加以改进。首先，史密斯强调，应将信义关系理解为“以自愿承

〔62〕 Melanie B. Leslie, *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, 94 GEO. L. J. 67, 90 (2005). See also Joshua Getzler, *Fiduciary Investment in the Shadow of Financial Crisis: Was Lord Eldon Right?*, 3 J. EQUITY 1, 11 (2009).

〔63〕 See Melanie B. Leslie, *In Defense of the No Further Inquiry Rule: A Response to Professor John Lengbein*, 47 WM. & MARY L. REV. 541, 555~63 (2005).

〔64〕 Peter Birks, *The Content of the Fiduciary Obligation*, 34 ISR. L. REV. 3, 17 (2000). 伯克斯将利他主义定义为“为他人利益的行为或为他人利益行为的倾向。” *Id.* at 14.

〔65〕 *Id.* at 17.

〔66〕 *Id.* at 18.

〔67〕 *Id.* at 17. 当然，伯克斯在此所谈的是在此类典型案件中的救助义务。 *Id.* at 19~20.

〔68〕 *Id.* at 3. See also LEONARD I. ROTMAN, *FIDUCIARY LAW* 244 (2005) (“信义概念为法律设置了最高道德标准”）。

〔69〕 Birks, *supra* note 64, at 17. See also *Meinard v. Salmon*, 164 N. E. 545, 546 ~ 48 (N. Y. 1928) (per Cardozo, C. J.).

〔70〕 Birks, *supra* note 64, at 38.

〔71〕 *Id.* at 37.

〔72〕 *Id.*

〔73〕 Lionel Smith, *The Motive, Not the Deed*, in *RATIONALIZING EQUITY, PROPERTY AND TRUSTS* 53, 62 (Joshua Getzler ed., 2003).

诺担任法律对其附加信义义务的职位或……将他人利益置于自身利益之上为前提”。〔74〕这确保了信义法的预防性规则并非“与私法的内部合理性不一致”，即其适当关注“原告和被告之间的关系，及其引起诉讼的行为”，而非试图“影响他人将来的行为”。〔75〕其次，史密斯的第二项改进，忠实义务与其他义务在性质上存在差异。忠实义务“在性质上与众不同，而非只是其规定的超高标准”，〔76〕因此试图“从结果层面理解常常会以失败告终”。〔77〕忠实义务“是一种从属义务”，〔78〕注重“人的行事方式”。〔79〕受托人必须“以其认为符合受益人最大利益”的方式行使受托人权力。〔80〕因此，忠实义务的“真正核心”在于“动机的正当性”，〔81〕是“以正确动机作为（或不作为）的义务”。〔82〕

按照此种理解，信义法的预防性规则不是为了防止产生“任何特定结果”，而是为了保护“免受不忠影响，且不忠并非出于伤害本身，而是出于动机”。〔83〕当然，史密斯承认，判定该等义务（无冲突规则和无获利规则）的“不是动机，而是具体事件”；但他坚持，其“适当发展源于自愿承担忠实义务”。〔84〕触发该等规则的情况是，“因受托人面临相冲突的动机压力，由此特别难了解其行为动机”。〔85〕在该类情况下，“让受益人怀疑其是否不忠，或强迫其证明不忠”会与“忠实的承诺”“不相符合”。〔86〕

单独而论，从道德层面针对信义法进行论述似乎有所不妥。为何受益人负有最高程度利他义务（如伯克斯所述），或为何法律应特别关注信义关系中的动机（如史密斯所述），这尚不清楚。毕竟，正如安妮特·贝尔（Annette Baier）所言，在道德关系中，忠实是合乎道德的，而在不道德关系中，忠实是违背道德的，“破坏信托”实际上可能是“合乎道德的目标”。〔87〕虽然多数（也许大多数）信义关系都是合乎道德的，但伯克斯和史密斯都没有解释为何（如伯克斯所指）其道德标准要高于所有其他类型的人际关系。此外，尽管与其他部分私法制度（如婚姻财产和特定类型的关系合同）相似，信托

〔74〕 *Id.* at 61.

〔75〕 *Id.*

〔76〕 *Id.* at 62.

〔77〕 *Id.* at 65.

〔78〕 *Id.* at 73.

〔79〕 *Id.* at 65.

〔80〕 *Id.* at 70. See also Arthur B. Laby, *The Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends*, 56 BUFF. L. REV. 99, 135 (2008).

〔81〕 Smith, *supra* note 73, at 69.

〔82〕 *Id.* at 65. See also Laby, *supra* note 80, at 129.

〔83〕 Smith, *supra* note 73, at 74. 史密斯认为，这解释了为什么“这类疏忽从未违反忠实义务”。*Id.* at 73.

〔84〕 *Id.* at 75~76.

〔85〕 *Id.* at 74.

〔86〕 *Id.* at 76.

〔87〕 Annette Baier, *Trust and Antitrust*, 96 ETHICS 231, 232 (1986).

可被理解为该关系的本质内在价值组成部分，^{〔88〕} 在我们与资金管理人的关系中，不存在平行固有的公共善。该关系对我们而言纯属工具性，也就是说人们关心的是其财富，而不是管理人的美德。一项法律，如果（必须）尊重人们通常诉诸该私法制度的原因，也应同样尊重其应对该关系的方式。^{〔89〕} 因此，“受托人违反信义义务并不必然违反道德”，^{〔90〕} 也就不足为奇了。

但与效率分析一样，我们了解信义法的道德论述，不是将其作为独立理论，而是作为我们基于自主权论述的有益投入。该解读的出发点是史密斯的理论改进，其将信义关系构建为自愿义务的一种形式^{〔91〕}——我们称之为私法制度，特点是（甚至依赖于）强调受托人其他方面的要求。然而，为了理解为何“道德主题”（“忠实、尽责、信任和信用”）应构成该私法制度的“基本语汇”，^{〔92〕} 我们需要回顾针对信义关系中固有的反常激励进行经济分析的部分观点，并与莱斯利一道领会在应对该等激励方面忠实发挥的有益作用。^{〔93〕}

艾瑞特·萨梅特（Irit Samet）对因不忠而严格退还非法所得的论证强化了该点。她指出，受托人的酌情权易于滥用，原因是，受托人在发生潜在利益冲突时会面临利益诱惑，“极易自欺欺人，判断难免偏颇”。^{〔94〕} 这风险不小，她认为，“人们实在太容易对自身行为和动机赋予合理解释，由此危及任何基于信任和诚实的社会制度”。^{〔95〕} 自欺欺人“使善人为其不实狡辩”^{〔96〕} “因闭合内在良知，而让反道败德之行在自我意识眼皮下溜走”，^{〔97〕} “颠覆求证和斟酌，……误导人们将非法行为视为允许（甚至规定）”^{〔98〕}。萨梅特认为，该等情况下解决问题的唯一办法（或至少是办法之一）是“消除考虑过程”。也就是说，必须防止受托人“……自问一项交易符合其利益，是否也有利于其委托人”，这也正是法律明确规定无冲突原则的目的所在。^{〔99〕}

〔88〕 See respectively DAGAN, *supra* note 8, ch. 9; Ian Macneil, *The New Social Contract: An Inquiry into Modern Contractual Relations*, in THE RELATIONAL THEORY OF CONTRACT: SELECTED WORKS OF IAN MACNEIL 127, 136 (David Campbell ed., 2001).

〔89〕 因此，虽然我们赞同马修·哈丁所述，“信义法的一个主要目的应当是使人们能够形成、维持和发展以信任和信赖为特征的关系”，但我们坚信，在金融受托人背景下，当事人的态度仅具有工具价值，因此通过“效仿信托法世界的规范性”促使此种关系“疏离”亦非“憾事”。Matthew Harding, *Trust and Fiduciary Law*, 33 OXFORD J. LEGAL STUD. 81, 96~97, 100~02 (2013).

〔90〕 MATTHEW CONAGLEN, FIDUCIARY LOYALTY: PROTECTING THE DUE PERFORMANCE OF NON-FIDUCIARY DUTIES 108 (2010).

〔91〕 See also James Edelman, *When Do Fiduciary Duties Arise*, 126 LAW Q. REV. 302 (2010).

〔92〕 Tamar Frankel, *Towards Universal Fiduciary Principles* § 5 (2013) (未出版的手稿)。

〔93〕 该作用可能在受托人与受益人的关系仅由道德（法律之外）标准管理的时代中有其历史根基。See David J. Seipp, *Trust and Fiduciary Duty in the Early Common Law*, 91 B. U. L. REV. 1011, 1016 (2011)。

〔94〕 Irit Samet, *Guarding the Fiduciary's Conscience—A Justification of a Stringent Profit-stripping Rule*, 28 OXFORD J. LEGAL STUD. 763, 773 (2008).

〔95〕 *Id.* at 781.

〔96〕 *Id.* at 774.

〔97〕 *Id.* at 765.

〔98〕 *Id.* at 775.

〔99〕 *Id.* at 765. See also Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *Trust, Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law*, 149 U. PA. L. REV. 1735, 1785, 1787 (2001).

三、为自主权服务的金融受托人

(一) 金融受托人法的监管原则

我们对金融受托人法的主要主张源自对信义法形式、经济和道德论述的研究：如前所述，形式主义试图从信义法的法律形式中衍生出信义法的核心，我们排斥该做法；对所有信义类型必须符合同一原则的假设，我们也持谨慎态度。但我们支持应将金融受托人法作为私法制度加以分析的观点，并进一步接受，作为该制度的目的，金融受托人对受益人和/或捐赠人强化自主权的重要作用。^[100] 为此，我们亦赞同经济层面论述的主张，即金融受托人法必须符合援引该法之人的利益，从性质上说属福利主义：人们希望能够依靠他人的时间和专业来管理其福利利益的重要方面。这意味着，即使那些怀疑效率是私法终极目标的人也必须承认，经济分析在使我们理论尽可能有利于信义法受益人方面发挥着重要作用。然而，这一结论与法律经济学家所采取的简化论相去甚远，后者强调金融受托人法缺少能将其视为独立主体的特征，并驳斥其道德基础。正如前面结论所言，金融受托人法的道德语汇，如作为法律基础，可能招致批评。但考虑到信任和忠诚在该私法制度中所发挥的虽辅助但意义重大的作用，明确表达忠实要求位于我们讨论主题的核心亦绝非巧合。

要理解这些教训，我们需回到起点，即私法的作用是通过促进有利于人类繁荣的人际交往形式以增强其自主权。当然，人们无须诉诸任何该等私法制度，其只是人们在考虑项目和选择结果时可获得的自愿安排的各类可靠结构的集合。^[101] 我们认为，金融受托人法例证了结构多元化的一项主要原则，即法律是促进众多该等互动形式的重要工具。该等互动形式面临着局部性困难，如（对称和不对称）信息成本、认知偏差和机会主义行为的高风险，^[102] 以及更多文化障碍，让其难以想象未广泛认可和命名的互动形式。^[103] 特别是在现代，认可和命名的任务通常由法律完成。的确，私法强化自主权的功能很少通过针对合同自由的不干涉政策和接受性方法来实现。相反，法律必须积极赋权给其制度性安排，包括针对反机会主义行为的可靠保证。

[100] 正如文中所述，我们的解释涵盖了受益人自主性和捐赠人自主性间可能冲突的难题。该难题中尤其糟糕的方面，特别易发生在家庭和其他私人信托情况中，当然是这样的一种困境：“处置财产的个人自由不能同时允许和完全平衡。如果某一财产利益的捐赠欲限制受赠人处置该利益的自由，那法律系统在决定是执行或避免该限制中，必须落实它将维护何人的自由，是捐赠人还是受赠人。” Gregory S. Alexander, *The Dead Hand and the Law of Trusts in the Nineteenth Century*, 37 STAN. L. REV. 1189, 1189 (1985)。

[101] See JOSEPH RAZ, *The Functions of Law*, in THE AUTHORITY OF LAW: ESSAYS ON LAW AND MORALITY 163, 169~70 (1979); Steven D. Smith, *Reductionism in Legal Thought*, 91 COLUM. L. REV. 68, 72~73 (1991); cf. SCOTT J. SHAPIRO, LEGALITY 171 (2011)。

[102] See, e.g., Russell B. Korobkin & Thomas S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, 88 CAL. L. REV. 1051 (2000); Christine Jolls, *Behavioral Law and Economics* (2013) (未出版的手稿，由作者存档)。

[103] See, e.g., Michael Klausner, *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 VA. L. REV. 757, 766, 788 (1995) (讨论社会认知效用的累积成果及互联网的外部现象)。

金融受托人法是该等安排中特别有挑战性的类型之一，^{〔104〕}符合拉兹强化自主权的要求，因为其增加了一个有价值的选项：针对个人福利利益的重要方面可靠授予权力。权力授予支撑着自主权，因为其使我们能够获得出众的技能、知识和经验（以及由此可能做出的明智判断）或他人拥有的专业许可，以完成对我们多数人而言至关重要的任务，或影响今后我们自身财务状况（如储蓄和养老金），或影响我们保护所爱之人福祉或促进我们死后仍牵挂的事业（如众多信托）。允许该授权会增强自主权，还因为考虑到适当管理资金所需（时间和专业知识）资源，替代方案似乎令人生畏。能够将此任务安全委托他人，就能摆脱这些负担，让我们关注本质上有价值的项目。

为适当履行该双重自主权强化作用，金融受托人法必须响应援引该法的目的，即管理受益人（全部或大部分）资产。其必须适合由其固有情况产生的特别激励结构，其中酌情权极易受到疏忽和（甚至更突出的是）滥用的影响。因此，信托法公开预防不忠，不应被理解为（正如私法形式主义者常辩称）非法利用私法促进集体主义目的。^{〔105〕}相反，对这一脆弱人际关系的热望推进意味着，信托法的核心任务是以防止滥用的方式安排当事人之间的事前权利。^{〔106〕}

尽管受托人法的经济分析为金融受托人法完整性（实际上是可行性）的威慑意义提供了最深刻的说明，但如我们所见，令人惊讶地，其忽略了实现该威慑作用最重要的方式之一。由于放弃信义法的规范性，经济分析无法领会法律在维护、维持和强化社会规范方面的作用，而社会规范对该类信义关系的运行至关重要。^{〔107〕}法律，包括调整金融受托人的法律，不仅仅是一套激励措施，作为预测偏离或遵守其规定的某些或敌对或友好的外部反应的基础。哈特（H. L. A. Hart）曾对备受诟病的法律预测说提出批判，他指出，法律规范亦被作为索赔、主张和批评的基础，作为行为和判断的标准和指南。^{〔108〕}结构多元主义认真对待私法的规范性；事实上，除稳定预期外，如前所述，法律的这一表达性作用是结构多元主义赋予私法制度内部一致性以重要性的原因。^{〔109〕}因此，结构

〔104〕 Cf. J. E. Penner, *An Untheory of the Law of Trusts, or Some Notes Towards Understanding the Structure of Trust Law Doctrine*, 63 CUR. LEGAL PROBS. 653, 665 (2010). 彭纳以类似于我们定义的方式，将信托法界定为“一种特殊的法律服务，法律主体对其的运用本质上促使他们能追求难以追求之事业”。*Id.* at 665~66. 但在正确地坚持私法必须将自身视为提供善（或至少听起来是），而非仅仅可能时，彭纳亦认为便利服务（*id.* at 669），至少在法律设置中，对在法律核心原则争论中强调道德原则是毫无意义的。*Id.* at 666~67. 在该种意义上，我们通过金融受托法确立的便捷私法制度的释义，就像下两个文段强调的，完全不同于彭纳，因为我们强调它的内部规范基础，而不是轻描淡写。我们在下面对这些不同学说的评述可以视为一种阐述，即规范性争论可以也应该在现行的制度解释、阐明和发展中发挥作用。

〔105〕 See, e. g., Ernest J. Weinrib, *Restitutionary Damages as Corrective Justice*, 1 THEORETICAL INQUIRIES L. 1, 33~34 (1999). See also generally WEINRIB, *supra* note 55, at 212, 214.

〔106〕 See DAGAN, *supra* note 5, at 236. See generally *supra* note 6, at 5. 将史密斯与信义私法的预防性规范相比较，*supra* text accompanying notes 75~86.

〔107〕 对法律表达功能及其在增强适当社会规范方面的附随作用的忽略与法律经济分析不相符合。See Robert Cooter, *Expressive Law and Economics*, 27 J. LEGAL STUD. 585 (1998). 尽管如此，这似乎不是偶然，即法律解释及经济专家在二（二）部分中所论未能考虑到该作用：回避难以估计的此因素的意义可能是经济学家的职业危害。

〔108〕 See H. L. A. HART, *THE CONCEPT OF LAW* 79~88 (1961).

〔109〕 See *supra* text accompanying note 14.

多元主义认为,除追求妥善管理他人资金的最佳激励外,金融受托人法应继续灌输针对受托人和类似金融受托人的传统文化观念,将其作为“经济主体中道德主体的典型”。^{〔110〕}

履行这两种职能是金融受托人法的唯一主要(或至少是主要)挑战。^{〔111〕}考虑到该法据以援引的显著福利主义目的,这一私法制度基于自主权的概念不能低估其激励的重要性,而形式主义者和道德主义者却有此倾向。要尊重受托人法的做法——强化人们自主权的特定方式,负责决策者必须考虑其所规定规则对预期受益人的影响。但由于该等影响受到受托人自我角色定位调和,而自我角色定位又受法律表达的规范性内容影响,我们的理论也必须对激励的潜在反效果保持敏感,其可能削弱金融受托人法的规范性,从而破坏其实质功能。^{〔112〕}如何尽可能平衡该等影响,可能没有明确答案。因此,对金融受托人法律规制性原则的阐述,要以批判的眼光审视其主要学理特征,同时着眼于调整物质激励和表达性效果的需求,以及在任何特定学理结点可获得的法律技术。^{〔113〕}本文剩余部分将探讨该问题。

(二) 安慰和批判

1. 单一或最佳利益?

我们从信托法最重要的学说理论开始:受托人的忠诚标准。传统忠诚标准较为严格,规定“受托人负有仅以受益人的利益管理信托的义务”^{〔114〕},由此禁止牵涉受托人个人利益的任何交易,即使其能证明该交易符合受益人的最大利益。^{〔115〕}然而,该“单一利益”标准及其附带的“无须进一步询问”规则并非绝对。尽管法院大肆宣扬,但正如约翰·朗本(John Langbein)事无巨细地证明所示,单一利益规则受制于多项除外和绝对例外的情形。因受托人得益而具有瑕疵但仍符合受益人最大利益的一项或一组交易,如受托人获得信托创立人授权、受益人知情同意或法院事先批准,将被视为可接受。^{〔116〕}同样,法院和立法机构已豁免牵涉受托人自身利益的多项交易类别,^{〔117〕}向金融服务业

〔110〕 BIRLA, *supra* note 7, at 71. 我们当然不否认法律规范作用及其在特定情形中可能性的局限,未在有关的人群中确立和生效规则,法律干预显现内在动机可能适得其反。有关法律和文化的动态互动关系学说不一而足,而显然我们不打算在这里解决该问题。See Yuval Feldman & Tom R. Tyler, *Mandated Justice: The Potential Promise and Possible Pitfalls of Mandating Procedural Justice in the Workplace*, 2012 REG. & GOV'T 46. 然而,我们没有理由质疑这样的道德抗议,它会破坏金融受托法的传统表达作用发挥工具性有益作用。

〔111〕 我们没有说这是我们理论的唯一挑战。我们这里没有强调的另外一个重要挑战,是批判性探讨在信托法目前所推动的诸多便利中,是否存在一些便利削弱而非增强自主性。有助于这类研究的一个潜在主题便是禁止挥霍信托。See, e. g., GREGORY S. ALEXANDER & HANOC DANAGAN, *PROPERTIES OF PROPERTY* 306~07 (2012)。

〔112〕 Cf. LYNN STOUT, *CULTIVATING CONSCIENCE* 106~08, 249~52 (2011)。

〔113〕 在这方面,我们赞同彭纳将信托法定义为“一种规范性技术”——Penner, *supra* note 104, at 668——他赞赏完善法律运作的法律职业化,这“归功于其经验和在制度上传播记忆,使其在擅长的奋斗领域中更准确把握人类和自然的本真”。*Id.* at 670。

〔114〕 RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 170 (1) (1959)。

〔115〕 John H. Langbein, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, 114 YALE L. J. 929, 931~32 (2005)。

〔116〕 *Id.* at 963~65。

〔117〕 *Id.* at 968~79。

的机构受托人赋予特权,如可将信托基金存于与受托人集团内部交易有联系的金融机构。^{〔118〕}

从福利主义角度出发,郎本认为,传统的单一利益规则应被“最大利益”规则取代,尽管他仍要求由受托人承担某交易具有公平性的证明责任。^{〔119〕}他指出,这项改革将与公司法转向并行;考虑到现有一系列除外和例外情况均旨在激励能最大限度促进受益人利益的交易,其还将使信托法更为透明;最后,这项改革可适当保护善意非专业受托人,他们是传统规则的主要(出人意料的)受害者。^{〔120〕}我们赞成朗本提出的多项前提,与他一样,我们拒绝所谓的信托法道德基础,以及对单一利益标准试图提供概念基础。此外,虽然我们基于自主权理论的金融受托人法致力于制定能最大化受益人福利的法律,但我们不支持其改革建议。

朗本从公司法中汲取的经验缺乏其所被赋予的力度,原因有三。第一项原因与我们普遍强调的信义形式多样性相一致。虽然公司法认为高管、董事和控股股东均属受托人,但郎本的类比忽视了其与信托法项下受托人之间的重要区别。正如他人论证的那样,该等差异意义重大,可表明信托法相对苛刻的正当性,因为公司法提供了确保忠实的替代方案(特别是,股东退出的可能性和股东取代管理团队的能力),或者因为公司董事工作相对复杂。^{〔121〕}深入了解该等差异的影响超出了本文讨论范围,^{〔122〕}但足以说明问题的是应对这一类比持谨慎态度。触动公司法发展(特别是涉及股东和管理者间冲突)的,可能不是无害追求最大化股东福利,而是各州针对公司成立费用及声望竞相降低门槛(race to the bottom),并受拥有公司资金的管理者驱使。^{〔123〕}

最后,也许最具说服力的是,公司法的类比可能违反朗本的规范性要求,^{〔124〕}因为过去十多年的主导趋势是从“最大利益”转向“单一利益”。这发生在公司背景下利益冲突交易的重要(也许是最重要)领域:管理层贷款、高管薪酬和“排挤式”兼并。因此,本世纪初,管理人员滥用机会从公司借款,且愈演愈烈。美国公司大都对向高管提

〔118〕 *Id.* at 969, 979.

〔119〕 *Id.* at 980~82.

〔120〕 *See respectively id.* at 989, 987, 984~85.

〔121〕 *See, e.g., respectively*, Robert H. Sitkoff, *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 B. U. L. REV. 1039, 1045 (2011); Leslie, *supra* note 62, at 99~100. 并且,公司董事关于股东资金的决定涉及许多其他人,而我们的例子中缺乏这种复杂性。

〔122〕 是退出的前景还是更换管理团队的能力有力地保护了股东利益,这微不足道。在管理滥用的情况下进行的退出将以较低价格退出,因此没有提供太多保护。虽然许多股东退出的前景可以通过对管理人施压,影响他们的行为而获益,但这样的收购需要复杂的集体行为和相当大的成本,且常常受到现任管理人使用的反收购措施的阻止。*See Sharon Hannes, The Market for Takeover Defenses*, 101 NW. U. L. REV. 125 (2007)。

〔123〕 这是一个公认的有争议的主张。*Compare, e.g.,* Lucian Arye Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435, 1441 (1992) with Marcel Kahan & Ehud Kamar, *The Myth of State Competition in Corporate Law*, 55 STAN. L. REV. 679 (2002)。

〔124〕 我们承认朗本对公司法早期发展倾注了大量的研究,但为支撑他的争论,公司法不能回溯其偏好。*Langbein, supra* note 115, at 958~62。

供高额贷款习以为常,^[125] 这些贷款到底能产生多大效益,公众则无从得知。^[126] 鉴于权力滥用层出不穷,美国国会颁布了《2002年萨班斯—奥克斯利法》(2002 Sarbanes-Oxley Act),几乎无一例外地禁止公众公司向其高管贷款,即使符合股东最大利益^[127] (甚至经股东事先批准^[128])。类似发展如综合来看,似乎表明公司法“单一利益规则”的“光荣复兴”,包括新出现的立法要求,即管理层薪酬必须获得股东批准,^[129] 以及最近特拉华州法院针对排挤式兼并的转向,^[130] 由“对少数股东完全公平”标准^[131] (典型的宽松式最大利益规则)转为多数小股东事先批准的类单一利益要求。^[132]

该等发展正朝向信托法长期偏好的路径推进,尽管这一事实并不表示明确的改革,但其的确表明,在抛弃传统信托法原则前需稍加谨慎。在我们看来,金融受托人法项下的规范性原则也支持这点,其以传统信托法特有的各项例外规定拯救一项笼统规则看似别扭的规范性结构。

以服务受益人福利利益为主要目的的金融受托人法,应像信托法那样,积极寻求单一利益规则例外情况,以涵盖最大化受益人利益的同时允许受托人获得某些附带利益的

[125] See, e. g., PAUL HODGSON, MY BIG FAT CORPORATE LOAN 1 (2002).

[126] 伴随这些贷款产生的利益受制于这些表中的强制性披露,只有当贷款带来的利益低于“市场利率”,术语才能足够模糊来遮掩以贷款为基础的利息。See Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *Executive Pensions*, 30 J. CORP. L. 823, 824 n. 2 (2005). 并且,经营贷款通常全部或者部分为公司所免除——这是迄今为止管理人的另一福利。卡利和夏斯特里提出从1996年到2000年,12.6%的经营贷款被免除,且另有10.2%的利息被免除。Kathleen M. Kahle & Kuldeep Shastri, *Executive Loans*, 39 J. FIN. & QUANT. ANALYSIS 791, 798 (2004)。

[127] 常见的情形是通过贷款来满足管理人安置的成本或供他们购买公司的股份,从而使管理人和股东的激励一致。

[128] Section 402 of the Sarbanes-Oxley Act, which added section 13 (k) to the Exchange Act of 1934 (48 Stat. 894). Sarbanes-Oxley Act § 402 (a), Pub. L. No. 107 ~ 204, 2002 U. S. C. C. A. N. (116 Stat.) at 745, 787 (codified at 15 U. S. C. § 78m (k) (Supp. 2006)). 经营贷款的新禁止措施也结束了赋予管理人所谓的“保费分摊”人寿保险保险单的实践。保费分摊的安排意味着公司要对管理人的人寿保险保单清偿保费;保险费用被当作管理人贷款,只有在其获得保险金时才能返还。See BEBCHUK & FRIED, *supra* note 126, at 131 ~ 32。

[129] See *infra* text accompanying notes 210 ~ 214.

[130] 排挤式兼并是控股股东为了购尽公司的公众股份从而私有化而使用的策略。这也许是利益冲突交易的最极端的例子:它是公众公司股东的末路,后者所能获得的股份的对价是他们与控股股东之间的一场零和博弈。See generally SAMUEL C. THOMPSON, JR., BUSINESS PLANNING FOR MERGERS AND ACQUISITIONS 1009 ~ 11 (3d ed. 2008)。

[131] ROBERT C. CLARK, CORPORATE LAW 518 ~ 30 (1986)。

[132] See *In re Pure Resources, Inc., Shareholder Litigation*, 808 A. 2d 421 (Del. Ch. 2002); Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L. J. 2, 59 (2005). 的确,特拉华州仍然让控股股东在没有少数股东事先批准的情况下进行排挤式合并。但是特拉华州法院通过对控股股东施加繁重的负担来尽力阻止该实践,该负担也因法院相应的可疑态度而增强。See, e. g., *In re Emerging Communications, Inc., Shareholders Litigation* No. 16415, 2004 Del. Ch. LEXIS 79 (Del. Ch. May 3, 2004). 并且,从比较的角度来看,现代的公司法准则赋予了少数股东对重要的自我交易的否决权,包括排挤式兼并。RELATED PARTY TRANSACTIONS AND MINORITY SHAREHOLDER RIGHTS 30 ~ 36 (OECD 2012), available at <http://www.oecd.org/corporate/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/50089215.pdf>; Djankov et al., *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430, 437 ~ 38 (2008)。

各类情况。因此，不同于形式主义和道德主义对该学说的论述，我们的理论不为该等例外情况增多所动摇。事实上，由于赞成朗本针对善意非职业受托人所受待遇的批评，我们不愿与米勒一道支持与此相关的传统法律规定^{〔133〕}，相反却对新出现的判例赞赏有加，只因其对该等（相对罕见的）情况设定了新的例外情况。^{〔134〕}但是，郎本的严格经济学观点意味着，一旦单一利益规则的“刀子嘴”变成了“豆腐心”，^{〔135〕}其基线要求亦应被扭转，我们赞成以合理福利论述所要求的尽可能多例外规定补充单一利益基线的学理结构。我们对金融受托人法的论述表明，这一结合会形成一套与金融受托人法规范性原则的主要理论挑战相契合的法律体系。

信托法忠实义务的独特发展似乎巧妙地（可能不是故意地）利用了法律实质效果和其表达功能间的差距，以适应法律的表达和实质目标。由于金融受托人法通常针对的是能获得充分法律建议且富有经验的专业人士，多数学理规定很可能被转化为激励措施并产生相应行为结果。但学理规定却很少能引起广泛文化后果，因此更难以影响更大范围的社会规范。相反，可能影响人们偏好和价值观以及更大范围社会规范的是“更基本的法律概念和制度”。^{〔136〕}因此，尽管对单一利益规则有诸多改进，信托法坚持受托人是在道义上有义务仅为受益人服务这一概念，便强化了这一社会普遍观念，有助于（相对）促进安全地委托受托人福利利益。

在郎本看来，信托法忠实义务的现有结构和措辞的确显得令人困惑，但朗本没有考虑到受托人善良形象所产生的社会预期的有益价值，以及信托法对产生和维持该社会形象的潜在贡献。相比之下，我们的分析赞赏了法律的表达性作用，以及社会规范，连同其可能巩固的相应道德承诺和声誉考量，如何对金融受托人的行为产生令人满意的广泛影响。由此，我们警告不要丢弃现有理论设计，其完全符合金融受托人法的目的，即必须既巩固该社会规范，又在普遍服务受益人利益的情况下允许冲突交易。

信托法的独特结构还有另一好处——也是其应对的另一挑战，在郎本提议的改革面前也存在风险。将对单一利益规则的偏离视为例外情况，暗示有必要对其正当性进行审查。^{〔137〕}鉴于各类例外情况极易被滥用，金融受托人法作为一项强化自主权的私法制度要发挥作用，这就是持续威胁的来源，值得不断对可由此改善的各类例外情况（不论其数量多少）进行探讨，或许也是不可或缺的。

例如，考虑一下针对《统一信托法》2003年修订的辩论，该修订允许受托人从与其有关联的公司购买投资服务。^{〔138〕}这样，机构受托人便可投资于其关联公司管理的共同基金，并可由此获得所需费用和佣金。朗本主张，新规定言之有理，既然信托创立人选择受托人是因为其投资专长，也就必然希望从该受托人创建的投资工具（共同基金）

〔133〕 See *supra* text accompanying note 28.

〔134〕 Leslie, *supra* note 63, at 570, 574, 579.

〔135〕 Langbein, *supra* note 115, at 933.

〔136〕 DAGAN, *supra* note 8, at 133.

〔137〕 该理论设计类似于伯特所说的“响亮许可”，加强其基础广泛的禁令。Bert I. Haung, *Shallow Signals*, 126 HARV. L. REV. 2227 (forthcoming 2013)。

〔138〕 UNIF. TRUST CODE § 802 (f) (amended 2003).

中获益,而不是使用非由信托创立人选择的第三方提供投资服务。^{〔139〕}莱斯利并不同意,认为即使没有该项规定,信托创立人(或受益人)也可通过预先批准投资策略来获得该主张的利益,而新规定可能鼓励受托人投资劣质工具以获得额外费用,由此需要交易中的劣势方(信托创立人或受益人)在其认为必要时寻求保护。^{〔140〕}

我们并不认为可轻而易举地确定该新规则是否可取。恰恰相反,需仔细比较该创新例外的优劣。具体来说,先针对该规则积累充分数据,然后以实证研究受托人作为发起人的共同基金与独立共同基金的相对表现,以及受托人投资关联基金时受益人的投资组合回报(考虑扣除所有费用和佣金后的收益)与其他受益人收益相比的相对表现。规定允许受托人进行自利投资的例外情况会使其成为调查目标,而反转基线则可能掩盖主体的分析意义。^{〔141〕}

2. 投资政策

现在,我们转向受托人承担的第二项重要义务,即注意或审慎义务,重点关注受托人应代表受益人采取的投资策略。虽然忠实义务可能是信义法的最显著特征,但注意义务,更具体地说,其规定的投资政策,在使人们安全授权他人管理其经济资源的强化自主性允诺背景下,才至关重要。^{〔142〕}

可以预期,投资政策相关文献多为经济性质。但有趣的是,其起点与我们的方法一致,我们所讨论的效率意味着投资政策应符合特定受益人偏好。^{〔143〕}以此为背景,针对从2008年金融危机中汲取的关于受托人投资政策监管的经验教训,各家莫衷一是,我们在本节中也试图贡献一二。为了给讨论奠定基础,我们从一些传统观点入手,其认为,对不同类型的受托人而言,投资政策中满足注意义务的审慎标准是且应当是不同的。我们的结构多元化方法也对此表示支持,对受托人注意义务的说明,不应寻求统一的统一原则,必须仔细分析各类受托人实施的差异性工作。^{〔144〕}

一般人倾向于使消极投资多样化。^{〔145〕}他们无须坚持任何一项具体金融理论,就知道不能把所有鸡蛋放在一个篮子里。这一常识性概念与现代投资组合理论不谋而合,后者认为,多样化(在经济学上被称为“唯一的免费午餐”)允许投资者避免单项投资具

〔139〕 Langbein, *supra* note 115, at 976~78.

〔140〕 Leslie, *supra* note 63, at 570, 574, 579.

〔141〕 然而,我们承认以附有常生效例外规定的规则为基础的系统,会产生对不谙世事的主体施加额外负担的风险,他们是该复杂结构打算首要保护的。这个发现可能意味着金融受托法应当规定披露是至少一些例外规定适用的先决条件(就像这样,例如,当受托人使用他管理的投资工具时有相关双重委托所获得的利益,如共同基金,Leslie, *supra* note 63, at 576~77)。也强调了我们在三(二)3.部分中所讨论的黏性之意义。

〔142〕 投资责任仅是金融受托人积极义务的一部分——有时他们评估要分配多少给受益人和分配给谁——但毋庸置疑这确实是最重要的。

〔143〕 See Max H. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, The Prudent Investor Rule: A Theoretical and Empirical Reassessment 17 (2013) (unpublished manuscript).

〔144〕 回顾一下,这些差异也会影响注意义务的相关标准。See *supra* text accompanying notes 43~45.

〔145〕 当一个人管理自己的生意时,她就无法使自己的财富多样化。但考虑到被动投资和证券交易所等流动性市场,多样化可以以相对较低的成本实现。

有的特殊风险。^[146] 一段时间以来,公司管理层行事好似公司财富就是其自身财富,只不过是多样化“他们的”投资组合。由此,20世纪60年代和70年代规模庞大的集团企业横空出世,旗下控制着不同经济部门的多家公司。然而,实践证明,这种内部多元化战略尤其有害无益:随之产生的公司结构纷繁复杂、难以管理,中枢管理日常开支庞大,却无甚明显的管理价值。企业管理不透明,分析家不明就里,市场难以规范。此外,其促进交叉补贴逐步蔓延,集团企业中的亏损子公司获得健康子公司补贴,从而扭曲部门管理者的积极性,^[147] 而在其任期内亦不会受到具体经济部门发展低迷的影响。^[148] 这些集团企业(及其股东)随后遭受的损失导致“去集团化”过程贯穿上世纪整个80年代。^[149] 一旦市场意识到内部企业多元化的危害性,又会达成共识,认为公司管理层应坚守单一专业领域,让投资者自行或通过资金管理受托人服务,注意其投资组合多元化。

与企业受托人的最佳投资策略形成鲜明对比的是,资金管理受托人一般应多样化信托投资组合的资产,一如谨慎投资者通常对待其自身投资组合那样。可以肯定的是,至少在当前严格形式下,对金融受托人法来说,多样化要求仍相对较新颖。^[150] 传统普通法规则详尽地罗列了允许的投资形式,其中包括(极其)保险的投資形式,也明确排除风险证券。^[151] 随后,该标准在英国和美国逐渐转向所谓的(旧有)“审慎人”标准,取消了确定性投资列表,指示受托人坚持审慎市场投资者标准。^[152] 然而,法院继续偏爱较安全的投资。^[153] 由于传统的受托人薪酬体系并未赋予受托人在信托利润中分得一杯羹,而承担责任的风险威胁,无论多么轻微,都会让受托人在投资策略上高度保守。学

[146] See Harry M. Markowitz, *Portfolio Selection*, 7 J. FIN. 77 (1952). See also William F. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, 19 J. FIN. 425 (1964); John Lintner, *The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, 47 REV. ECON. STAT. 13 (1965).

[147] 具体来说,这样的交叉补贴能缓解可能积累在表现不佳的部门经理之上的压力,也能通过吸纳基金未来运作所需的资金来惩罚成功的部门经理。

[148] See David S. Scharfstein & Jeremy C. Stein, *The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment*, 55 J. FIN. 2537 (2000); Owen Lamont, *Cash Flow and Investment Evidence from Internal Capital Markets*, 52 J. FIN. 83 (1997).

[149] See generally Sanjai Bhagat, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Hostile Takeovers in the 1980: The Return to Corporate Specialization*, in BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY: MICRO-ECONOMICS 1 (Special Issue 1990); Steven N. Kaplan & Michael S. Weisbach, *The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures*, 47 J. FIN. 107 (1992). See also George P. Baker, *Beatrice: A Study in the Creation and Destruction of Value*, 47 J. FIN. 1081 (1992).

[150] 欲知本文描述的近期一个历史发展的分析, see Adam S. Hofri-Winogradow, *The Stripping of the Fund: From Evolutionary Scripts to Distributive Results* (2013) (未发表的手稿,由作者存档)。

[151] See Getzler, *supra* note 62, at 13~16.

[152] RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 227 (1959); BEVIS LONGSTRETH, *MODERN INVESTMENT MANAGEMENT AND THE PRUDENT MAN RULE* 12~13 (1986); Harvard College v. Armory, 26 Mass. (9 Pick.) 446, 461 (1830); *In re Speight*; *Speight v. Gaunt*, [1883] 22 Ch. D. 727 (C. A.); [1883] 9 App. Cas. 1; 48 J. P. 84; 53 L. J. Ch. 419; 50 L. T. 330 (H. L.).

[153] See generally Longstreth, *supra* note 152, at 5.

者们开始辩称,应修改法律,鼓励受托人根据现代投资组合理论为受益人进行高风险投资。^{〔154〕}最终,法律获得修订,主要集中在20世纪90年代,迈向现代“审慎投资者”标准。^{〔155〕}根据这项新标准,受托人获准自行酌情投资其认为合适的任何资产。尽管其仍需考虑信托创立人和受益人的风险偏好,但风险评估相对的是整个投资组合,而不是其具体投资。“应对所有资产进行整体评估”这一规则的原理是,任何具体投资风险,不论其危险程度,可能与其他投资风险无关;因此,将风险投资纳入投资组合在可能增加回报的同时,不会产生重大风险。实证研究表明,对法律的这一修订,虽然与其他先前标准一样只是一项缺省规则,但却改变了机构受托人实施信托的方式。实际上,一般信托投资组合投资于股票的比例提高了4.5%。^{〔156〕}

2008年股市大跌后,一些学者认为,最近这些变化并没有使受益人获益,应予以重新评估。乔舒亚·盖茨勒(Joshua Getzler)主要关注英国,认为应考虑回归——不但要回到审慎人标准,还要恢复至完全禁止投资公司股票等特定投资类型的“法院清单”规则。^{〔157〕}斯图尔特·斯特克(Stewart Sterk)也对新谨慎投资者标准不利于投资者表示担忧,但他提出了一项限制较少的建议。斯特克主张,应制定两项安全港规则:一项是在受托人将信托投资组合少于60%的份额投资于股票时,保护受托人免于因风险过度而承担责任。^{〔158〕}另一项是,在受托人将至少40%的投资组合投资于股票时,保护受托人免于因风险不足而承担责任。^{〔159〕}此外,为了防止受托人投资于具体高估资产(因为假定偶发性市场泡沫不可避免),斯特克会要求从事积极投资实践的受托人针对其投资失误向法院解释,其做出每项具体投资的原因何在。^{〔160〕}斯特克声称,一旦允许受托人随意投资,无须担心责任承担,他们就会考虑风险极高但回报颇丰的投资。获得高回报后,又通过对回报大肆宣传,对风险轻描淡写,吸引更多客户。^{〔161〕}斯特克进一步指出,在市场低迷期间,相互竞争的资金管理者根本不太可能宣传其回报,因此,高风险投资策略对受托人造成的风险甚微。^{〔162〕}斯特克认为,引入他的安全港规则将有助于降低该等过度风险水平。

马克斯·尚岑巴赫(Max Schanzenbach)和罗伯特·斯特考夫(Robert Sitkoff)拒绝了斯特克的提议以及现代审慎投资者标准的任何其他替代方案。^{〔163〕}他们辩称,首先,

〔154〕 See, e. g., John H. Langbein & Richard S. Posner, *Market Funds and Trust Investment Law*, 3 AM. B. FOUND. RES. J. 1 (1976).

〔155〕 UNIF. PRUDENT INVESTOR ACT § 2 cmt. (1994); RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 227 (1992); PENSIONS ACT 1995 § 34 (1); TRUSTEE ACT 2000 § 3 (1).

〔156〕 Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Did Reform of Prudent Trust Investment Laws Change Trust Portfolio Allocation?*, 50 J. L. & ECON. 681, 707 (2007).

〔157〕 Getzler, *supra* note 62, at 26~27.

〔158〕 Stewart E. Sterk, *Rethinking Trust Law Reform: How Prudent Is Modern Prudent Investor Doctrine?*, 95 CORNELL L. REV. 851, 888 (2010).

〔159〕 *Id.* at 891.

〔160〕 *Id.* at 896.

〔161〕 *Id.* at 882, 887.

〔162〕 *Id.* at 887.

〔163〕 Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 143.

没有证据表明替代投资方案会在近期发生的危机中更好地为受益人服务。^{〔164〕} 第二，他们提供自身实证研究，表明机构受托人在实施现代审慎投资者标准后信托投资大额增加，只能说明该等受益人适合承担额外风险。^{〔165〕} 最后，也是最重要的是，尚岑巴赫和斯特考夫声称，受托人在遵循特定指引规定的情况下便可免责的安全港规则，会导致其他受托人纷纷效仿：“提供安全港或创设‘可疑’股票类别必须与受托人—受益人关系中代理成本这一现实相权衡。只要受托人仅根据信托财产按比例获得报酬，他们增加收益的动机就微乎其微。”^{〔166〕}

辩论双方都有理有据，至少理论上如此。的确，正如尚岑巴赫和斯特考夫所指，旧制度并不鼓励充分冒险行为，而且“先前不受欢迎的资产”实际上可能是“多元化战略的重要组成部分”，只要其“不与其他资产类别完全关联”。^{〔167〕} 同样，尽管考虑到受益人偏好存在异质性，我们仍然不赞成对股权投资设定一般性立法刚性阈值（即使被设计为安全港）的想法，^{〔168〕} 斯特克认为，新的更具弹性的标准会驱使受托人过度冒险，特别是在存在市场泡沫和高估股票的时候。可以肯定的是，如果制定规则防止受托人过度宣传高收益以吸引客户，斯特克的部分担忧可（且应）得到缓解：受托人在宣传以往收益时必须提供长期信息，连同投资风险相关数据，如其股本投资比例。但该等措施是否可以充分克服对过度冒险的担忧，尚不得而知。

上述评论人员的关注既有理有据，也相互冲突，这在很大程度上归因于受托人（和信托顾问）传统报酬方式产生的有害影响，其报酬主要是以信托资产价值的固定年化百分比计算（“基于信托财产百分比的报酬”）。^{〔169〕} 如果能够将投机投资相对轻微的责任威胁与某种绩效薪酬相结合，允许受托人享受更多丰厚投资收益，审慎人标准可能效果更好。^{〔170〕} 同样，如果受托人能通过适当费用计算公式分担风险（或分享投资本身），也会减轻过度冒险的威胁。此外，如果市场存在泡沫，可轻易获得高估的投资机会，当前受托人费用结构造成的危害更难以估量。原因是，根据资产百分比费用结构，金融受托人的得失主要取决于获得市场份额的大小，这样会产生或强化羊群效应。这样，只要同行不会表现过于优秀，资金管理者即使表现差强人意，也几乎无甚损失。而且，要比市场上其他同行表现优异，上升空间同样相当有限，至少短期内是如此，那么，资金管理者常会选择简单模仿他人的投资策略。在出现市场泡沫时，这种羊群效应可能尤其危险，因为其会加剧泡沫化。由于这可能是最近金融危机

〔164〕 *Id.* at 2, 7.

〔165〕 *See id.* at 26~40.

〔166〕 *Id.* at 13.

〔167〕 *Id.* at 10.

〔168〕 就像本文所示，如果一种特定的投资是由监管机构，如养老金监管机构监督，那么由她设置情形依赖和服从定期修改的门槛似乎是合理的。

〔169〕 *See Robert C. Illig, The Promise of Hedge Fund Governance: How Incentive Compensation Can Enhance Institutional Investor Monitoring*, 60 ALA. L. REV. 41, 68 (2008).

〔170〕 受托人在本金基础百分比薪酬结构下的收益是非常少的。例如，如果获得的年回报率是5%，本金百分比是1%，则受托人仅享有其管理的资产0.05%的好处。

(特别是次贷危机)发生的背景因素之一,^[171]我们认为,改变金融受托人的传统费用结构可能正当时。^[172]

就本文而言,没有必要详细讨论什么样的费用结构才能对货币管理者的投资政策产生最佳激励,但得出两项结论似乎是适当的。首先,我们主张,要分析财务受托人投资政策,必须重新审视其报酬结构。(该结论在一定程度上推动了我们上一节对受托人报酬和忠实义务之间关系的处理。)其次,尽管我们认为,建议按对冲基金经理的报酬计算金融受托人的报酬过于激进,因为可获取丰厚利润份额(通常是20%),^[173]但我们认为相信还是可以达成一项平衡安排。例如,费用结构可如同向公司管理者限制性授予股票那样,由此受托人将与受益人同甘共苦。^[174]这种费用结构是对称的,管理者可享受部分成果,但由其承担损失亦可防止其过度冒险。

3. 选择退出

我们开始忠实义务的学理研究——就像单一利益规则一样重申其传统内容,因为这是信义法的最大特征。除此之外,我们先前讨论了针对不忠的退还非法所得救济,^[175]刚论及了注意义务,对于金融受托人法的学理结构,我们已窥探一斑。我们接下来将探讨该学科现状:其是否正如典型经济分析所言,像其他缺省规则,“理所当然”可能与当事人约定相反,^[176]或者其应被视为不可变,一如忠实义务的道德论述所表明,至少如果这被认为是合乎逻辑的结论?^[177]我们认为其两样都不是。并非包含“只是”缺省或完全强制性规则,我们将金融受托人法理解为被两项标准——忠实义务和注意义务——包裹着的一系列黏性缺省规则,^[178]虽同样可以减损其效力,但不能完全无视。

我们的出发点是结构多元化对私法自主性强化作用的强调,这意味着缔约自由范围

[171] 对于次贷危机的一般描述, see Adam J. Levitin & Susan M. Wachte, *Explaining the Housing Bubble*, 100 GEO. L. J. 1177 (2012)。

[172] 即使如今,在投资顾问的激励计划中仍然存在非传统的收费结构。在一个指导性的信托基金中,可以将投资职能外包给一个投资顾问,指导受托人如何投资信托的资产。在这种情形下,为顾问找到成功的费用和非传统的费用安排是很常见的。有趣的是,目前还不清楚投资顾问在多大程度上符合信托法的要求。对于受指导的受托人的讨论以及投资顾问在信托基金中的作用, see JESSE DUKEMINIER & ROBERT H. SITKOFF, *WILLS, TRUSTS AND ESTATES* 654 (9th ed., 2013)。

[173] Illig, *supra* note 169, at 102.

[174] See Kevin J. Murphy, *Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There*, in *HANDBOOK OF THE ECONOMICS OF FINANCE* (George Constantinides et al. eds., forthcoming 2013), available at <http://ssrn.com/abstract=2041679> (手稿第十页)(体现在2010年,限制性股票奖励构成美国500强公司首席执行官平均报酬价值的32%)。

[175] See *supra* text accompanying notes 49~54.

[176] See Sitkoff, *supra* note 121, at 1045. See also text accompanying note 48.

[177] 我们谨慎的语言不是无意的。我们知道没有作者主张完全不变性,这实际上可能暗示了道德释义下信托法所面临的难题。

[178] 黏性缺省规则, see Ian Ayres, *Regulating Opt Out: An Economic Theory of Altering Rules*, 121 YALE L. J. 2032, 2084~88 (2012)。肯定的是,即使是“常规”默认规则也可能由于现状偏差导致一些黏性。See Russell Korobkin, *The Status Quo Bias and Contract Default Rules*, 83 CORNELL L. REV. 608 (1998)。

广泛。对多元论者而言,私法制度为核心人际关系类型提供了统一的规范化理想标准。根据该方法,人们应该能够考虑其特定需求和情况,根据其自身对善及实现善的必要方式的理解,从该等制度中做出选择。这种对自我主导的根本性承诺,伴随着对大权在握的立法者所实施的法律制度带有一定程度的谨慎,一般来说,要求人们不仅应该能够从各种私法制度中做出选择,还要能够在每项制度里做出选择。从这个角度来看,不变性有些麻烦,因为其不能容纳异质性,更不用说特性了,^[179]也无法充分容纳产生错误规则的可能性。因此,在不危及第三方负面外部性的情况下,私法不应强制适用其规则;相反,人们应该能够“根据自身选择,订立私人协议,变更相关制度规则,按照其对人际关系的偏好方式度身安排”。^[180]当然,在某些情况下,法律会合理监管,有时甚至严格审查该等选择退出,以保证其确实反映人们的知情和理性选择。尽管如此,私法应尽可能试图克服信息不对称和认知偏见等问题,方式是通过规定黏性缺省规则,而非通过强制性规则剥夺选择。^[181]

很难看出为何金融受托人法的任何具体规则不应受该等结论约束。^[182]毕竟关乎着受益人的重大福利利益,在分析现状和选择最佳解决方案方面,政府官员也不太可能必然会优于当事人。尽管私人当事人确实存在认知一行为偏见、意志力薄弱以及众多其他不足(这可有力证明黏性规则的适当性),公共官员也不一定就有免疫力,或就此而言,也会存在其他类似(有人认为更严重的)偏见。^[183]甚至忠实义务的表达功能也不能证明不变性相对于黏性具有正当性。可以肯定的是,我们并不否认,不变性可能发出明确且有力的信息,可以说,会支持和强化特定社会规范。我们也承认,在某些情况下,要

[179] Cf. JOSEPH RAZ, *Liberalism, Scepticism, and Democracy*, in ETHICS IN THE PUBLIC DOMAIN: ESSAYS IN THEMORALITYOFLAWANDPOLITICS82, 105 (1994): 因为自治性“同任何一种人们闭口不提的道德想象完全不符”,所以它必须停止并“使人能自由按照自身意愿生活”。

[180] Dagan, *supra* note 8, at 1436. 当然,有更多的理由支持缺省规则,虽然它们同本文提及的私法承诺背道而驰。不变规则没有留下实验的空间,因此阻碍了建设性的自下而上的法律进化的前景。它们还会妨碍当事人通过退出标准来表达自己的对法律不满的能力,从而迫使法律体系完善其运行。发送此类信号以及法院考虑该种反馈的可能性,是缺省规则的额外益处。See Sharon Hannes, *Business Judgment Rule*, 31 TAU L. REV. 313, 331~32 (2008) (in Hebrew). 有关该成果的著名公司法例子的讨论, see Henry N. Butler, *Smith v. Van Gorkom, Jurisdictional Competition, and the Role of Random Mutations in the Evolution of Corporate Law*, 45 WASHBURN L. J. 267 (2006)。

[181] See Dagan, *supra* note 8, at 1436. 必须承认,有时候不变性似乎是唯一可靠的解决办法。See SHAVELL, *supra* note 50, at 207~14.

[182] 管理授权投资决策的规则可以举例说明,但在本文中我们不详细讨论。投资决策不应由受托人委托的默认规则,优先于1994年统一谨慎投资人法案,但如果受托人决定委托,那他或她要对投资顾问的任何疏忽行为负责。考虑到增强责任多元化以及相反的,委托投资决策的更大需求,统一谨慎投资人法案第九部分变更了该默认规则,受托人目前只需要对疏忽选择投资顾问负责即可。Schanzenbach&Sitkoff, *supra* note 143, at 14, 赞同该改变,但斯塔克偏向旧的默认规则, *supra* note 158, at 898. 我们会选择一个中间立场的默认规则,对受托人施加责任,如果委托是给一个实体或自然人(1)不会专业性节约(2)缺乏财政资源或保险能满足潜在的责任。受托人在改变创设人或者获得受益人的许可后,可以选择退出该标准。

[183] See Christine Jolls et al., *A Behavioral Approach to Law and Economics*, 50 STAN. L. REV. 1471, 1543 (1998).

表达这一信息,没有其他可行方式(调整证券法内幕交易的法律制度可能就是这种情况之一^[184])。但我们争论的是,所有缺省规则,无论其结构和黏性程度如何,针对法律的表达性信息而言,不含有对规范性内容或信号的忽视。虽然漏洞填补和可选性的表述可能削弱该表达功能,^[185]但法律可对其原则加以调整,以保留、甚至灌输其认为有价值的社会规范,同时亦不牺牲人们选择退出其规则的能力。^[186]

金融受托人法可以——并且在某种程度上已经——既解决行为和表达问题,又避免了不变性。其重要方法之一便是将忠实和注意作为缺省规则。正如我们所言,在接纳传统单一利益规则的同时,该缺省规则,就注意义务而言,与其对应的合理性一样,起着重要的表达功能,特别是在一个越来越需要剥离例外和豁免的环境中。这些传统的缺省规则基于行为理由也具有正当性,这似乎与位微言轻、不经事故的当事人尤其相关。即使多数受益人宁愿选择不同缺省规则,与针对不经事故的受益人(和信托创立人)的更微妙缺省规则所产生的预期成本相比,选择退出单一利益规则似乎产生的预期成本较低。因此,即使证明多数信托关系选择退出单一利益缺省规则,如授权特定具有利害关系的交易,金融受托人法也不应以简单多数规则取代其较高要求的缺省规则。^[187]

第二种同样重要的法律手段,既能帮助金融受托人法在选择退出和表现性之间达到微妙平衡,也能妥善解决该等行为问题,就是“阻碍变更规则”(impeding altering rules)。^[188]我们与莱斯利的观点一致,坚持认为,虽然各方应当能够(并且实际上能够)“授权原本会违反(忠实)义务的特定行为”,但只能以“有限明确的初始弃权”方式允许,并且他们不应当(并且实际上不能)“同意完全免除责任”。彻底免责条款与金融受托人法作为私法制度的核心社会意义背道而驰,完全知情的信托创立人也不太可能同意。^[189]我们也同意莱斯利的主张,即对于专业金融受托人的注意义务,亦应该适用类似方法;^[190]或至少法律应诉诸“深思熟虑变更规则”,^[191]要求规定广泛免责条款允诺折扣的受托人,为两类服务提供不同价格。^[192]

^[184] 虽然该制度的某些方面是由缺省性规则来管辖,但总的来说,它是一个不变的法律体系。我们怀疑,在这种情况下,法律的表达功能可以证明使用强制性规范是正当的。内幕交易很难被发现,尤其是由私人来发现。因此,内幕交易法通常是由公共机构执行的,而且它们会执行严重的刑罚,以中和微小的发现几率。See THOMAS LEE HAZEN, SECURITIES REGULATION 334~35 (2011). 该策略也受到了谴责内幕交易的社会规范的支持。因此,法律在这里也有一个重要的表达功能;强制性规则可能可以证明法律的表达功能是正当的,因为违法者由于内幕交易而被定罪,即使公司被允许选择退出该类禁止行为,这可能看上去很奇怪。

^[185] See Leslie, *supra* note 62, at 69~70, 91, 116.

^[186] See Dagan, *supra* note 8, at 1436. But cf. Leslie, *supra* note 62, at 89.

^[187] Cf. Lucian Bebchuk, *The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 COL-UM. L. REV. 1395 (1989). Contra Langbein, *supra* note 48, at 660; Langbein, *supra* note 108, at 987~90.

^[188] Ayres, *supra* note 178, at 2086.

^[189] Leslie, *supra* note 62, at 112~13.

^[190] *Id.*, at 95~110. But cf. Hofri-Winogradow, *supra* note 150, at 529 (以有关创设者对免责条款态度的英国实证研究为基础,讨论“大部分创设者不太可能充分意识到这种条款的含义”)。

^[191] Ayres, *supra* note 178, at 2069~71.

^[192] Leslie, *supra* note 62, at 102.

其他阻碍变更规则可进一步使选择退出成为可能,不会淡化金融受托人法的规范力或冒次优选择退出的风险,特别针对那些涉世不深的当事人,可能被受托人法的表达功能似是而非地误导。莱斯利支持要求提出“可疑”免责(如投资自身投资工具由此获得双重佣金)的金融受托人至少将其利益冲突告知其受益人(如未被要求选择佣金类型),对此我们也表示赞成。^[193] 同样,金融受托人法可利用(如采取适当立法措施)“可逆性变更规则”(reversibility altering rule),以应对针对情势变更和倾向于受托人的规范变得过时的担忧,而受益人却往往难以适应。^[194] 这项规则可以采取落日条款的形式,要求受益人定期确认其仍对该等规定具有利害关系。^[195] 或者,可授权立法机关或法院,在发现市场出现广泛情势变更,对信托关系各方先前所做所有选择提出疑问时,创设新的面向未来的缺省规则。^[196] 这一独特的变更规则将推翻先前针对反信托规则的所有选择退出,但与此同时,允许各方重新确认其愿意再次选择退出以偏离缺省规则。

这些和其他合理措施均旨在确保当且仅当选择退出符合下列要求时,法院才会视其有效:(1)足够详细且提及受益人(或遗嘱人)可事前进行合理评估的情况(该要求意味着,不应总括性批准所有可能免责情况);和(2)以符合变更规则的方式进行,且变更规则应量身定制解决该类免责对位微言轻、不经事故的受益人可能提出的问题。^[197] 当然,关注后者才是对金融受托人法进行自主性分析最重要的要求(考虑到无法轻易将受益人进行分类)。^[198]

4. 受托人报酬

我们最后且非常关键的一个理论问题涉及受托人报酬。虽然从历史上看,典型的金融受托人都是有声望的家庭或社区成员无偿履行托管工作,现在,其已成为专业盈利性资金管理公司。^[199] 这一发展并不必然有害,事实上,考虑到所涉工作日益复杂,这也无可厚非。我们真切觉得令人担忧的是,信义法对受托人报酬向来兴味索然,尽管该报

^[193] See *id.* at 116.

^[194] See Ayres, *supra* note 178, at 2083~84. 艾尔斯没有提到我们推荐的那种类型的日落条款。他的可逆性改变规则——冷静期——产生允许复议最初是错误决定的影响,且对激进的营销技巧,尤其有效。日落条款对于允许人们根据改变后的情况纠正决定是很重要的,因为这些变化表明他们最初是错误的或者不再正确地服务于预期的利益。

^[195] 有关日落条款的例子, see Hong Kong law on prolonged interested party transactions, RELATED PARTY TRANSACTIONS AND MINORITY SHAREHOLDER RIGHTS, *supra* note 132, at 35, and similar legislation in Israel, Companies Law 5759~1999, 44 L. S. I. 119 § 275 (a1), § 121 (c) (1999)。然而,受益人再确认的要求可能在特定情形下产生阻碍问题,这一点值得谨记。

^[196] See Sharon Hannes, Corporate Stagnation: Discussion and Reform Proposal, 30 J. CORP. L. 51, 61~73 (2004)。

^[197] 有趣的是,我们可以发现公司法采取类似立场的案例。例如,当特拉华州允许公司免除董事违反注意义务的责任时,它保持了一个完整的责任违约,虽然正如预期的那样,绝大多数的公司立即决定退出,免除他们的董事。See Butler, *supra* note 180. 为了保护倾向于保留责任的股东,该少数主义标准可能是合理的,但会发现很难从反向的无责任标准中选择退出。

^[198] 我们致力于法治,这进一步意味着我们拒绝一种制度,应根据具体情况,来确定更改何种规则来适用。

^[199] See Leslie, *supra* note 62, at 86.

酬由受益人承担已是老生常谈，但这却被认为是忠实义务的外生性问题。^{〔200〕}

对此解释有二。米勒认为，由于忠实义务关注的是受托人对受益人命令的执行，其无法从概念上涵盖报酬安排，这是在受托人任职前就确定的。^{〔201〕}莱斯利提供实际支持，得出同样令人欣慰的结论：“允许信托创立人向专业受托人支付报酬，会对信托产生明显益处，不存在抵消风险。”^{〔202〕}我们认为上述观点均无法令人信服。也许当前普遍的报酬安排确实瑕不掩瑜，但这是一个偶发性结论；重要的是要知道，将受托人报酬视为属忠诚义务范围之外是误导的，甚至具有潜在破坏性。这可能是我们讨论最具理论意义之处。

如果信义法中有一个领域能从公司经验中获益，那就是受托人报酬，因为对过去十多年间发生的两次超大金融危机而言，现代高管薪酬制度的作用不容小觑。公司经验表明，受托人报酬不能被视为信托关系的暂时性外在因素，因为报酬通常要在这一长期关系持续期间进行调整。事实上，四十多年来，针对高管薪酬的调整急速上升。^{〔203〕}此外，正如卢西恩·别布丘克（Lucian Bebchuk）和杰西·弗里德（Jesse Fried）所言，高管薪酬发生上升转变，部分原因是管理者能影响其所得薪酬金额。^{〔204〕}该“管理权假说”（managerial power hypothesis）令人信服，其在信托环境中也意义重大，因为受托人报酬同样是在关系存续期间确定，由此也受受托人影响。然而，似乎传统公司法也难辞其咎，促成了该不合理趋势。尽管我们批判传统上受托人报酬与信义关系相脱离，但美国公司法并没有将确定薪酬视为利益冲突交易，因此也没有规定适当的保障措施。^{〔205〕}

这一告诫说明所依赖的事实是，莱斯利请恕我直言，薪酬计算标准会产生利益冲突，这些冲突的潜在影响既严重又难以在初期进行预测。由此，公司经验又提供了另一令人不安的教训：旨在强化受托人激励措施并使其利益与受益人利益保持一致的薪酬标准可能加剧代理问题，并加重受托人滥用该权力的可能性。因此，公司高管薪酬激增，在很大程度上可归因于向高管授予股票期权的显著增长。^{〔206〕}此外，实证研究

〔200〕 See *supra* text accompanying note 28.

〔201〕 Miller, *supra* note 15, at 606; see also *supra* text accompanying note 28.

〔202〕 Leslie, *supra* note 63, at 568.

〔203〕 按通货膨胀因素调整后，美国最大公司的首席执行官的平均薪酬收入从1970年的110万美元上升到2000年的1770万美元；然而，在2010年，该数据跌至1020万美元。Murphy, *supra* note 174, at 14. 首席执行官平均薪酬总额的增加在1993年至2000年期间更惊人地从3700000美元增加到多于17000000美元。Lucian A. Bebchuk & Yaniv Grinstein, *The Growth of Executive Pay*, 21 OXFORD REV. ECON. POL'Y 283, 285 tbl. 1 (2005); see also Brian J. Hall & Kevin J. Murphy, *The Trouble with Stock Options*, 17 J. ECON. PERSP. 49, 51 (2003).

〔204〕 BEBCHUK & FRIED, *supra* note 126, at 80; Lucian A. Bebchuk et al., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, 69 U. CHI. L. REV. 751 (2002).

〔205〕 See CLARK, *supra* note 131, at 192.

〔206〕 在1985年，认股权仅代表美国最大公司首席执行官平均薪酬总额价值的8%。Linda J. Barris, *The Overcompensation Problem: A Collective Approach to Controlling Executive Pay*, 68 IND. L. J. 59, 64 (1992). 然而，他们在1990年以薪酬为中心又快又稳地增长，在2000年和2001年达到巅峰，即78%和76%。Bebchuk & Grinstein, *supra* note 203, at 290 tbl. 4; see also Murphy, *supra* note 203, at 848. 为了理解该转变的重要性，要注意2000年首席执行官报酬的薪金构成平均为100万美元，而同年给予首席执行官的认股权平均价值超过1200万美元。Murphy, *supra* note 174, at 13~16.

有力地证明, 股权薪酬具有负面影响, 随着工资与选择权或(更一般地)与奖金相形见绌, 这一影响会愈演愈烈。^[207] 股权薪酬恰巧是所有形式公司虚假陈述的主要催化剂, 从违反会计裁量洗白或粉饰有害披露, 到敷衍了事、公然欺诈。简单地说, 一旦管理者薪酬与股价挂钩, 就很难将其改善公司的动机与人为虚报公司业绩的动机相分离。^[208] 因此, 即使在2001—2002年多起会计丑闻和其造成的严重影响后, 国会已制定法律使管理层难以从事投机行为,^[209] 但有害激励薪酬在实践中仍无削弱之势。股票期权和年终奖会产生不对称收益: 顺风顺水则利润丰厚, 东窗事发也惩罚轻微。因此, 高管薪酬的这一特征被广泛认为造成风险过度, 最终酿成金融危机之果, 也就不足为奇了。^[210]

最终, 国会不得不改弦易辙, 认识到高管薪酬应仔细应对, 由此将“薪酬话语权”纳入《多德—弗兰克法》(Dodd-Frank Act)。^[211] 尽管股东表决结果目前在美国仅具有请求性,^[212] 但可能很快就会在国外具有约束力。对于薪酬话语权要求, 英国比美国经

^[207] 回顾有关的文献, see Sharon Hannes & AviTabbach, *Executive Stock Options: The Effects of Manipulation on Risk Taking*, 38 J. CORP. L. 533 (2013)。

^[208] See John C. Coffee, Jr., *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, 89 CORNELL L. REV. 269 (2004); Oren Bar-Gill & Lucian Bebchuk, *Misreporting Corporate Performance* (Harvard Olin Discussion Paper No. 400, 2003), available at <http://www.hbs.edu/units/am/pdf/imo2003papers/Olin.No400.June2003.R.pdf>; Oren Bar-Gill & Lucian A. Bebchuk, *The Costs of Permitting Managers to Sell Shares* (2003) (未出版的手稿), available at http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/03.Bar-Gill.Bebchuk.costpermitting.pdf。

^[209] See Sarbanes-Oxley Act of 2002, H. R. 3763, 107th Cong. (2002); Sharon Hannes, *Compensating for Executive Compensation: The Case for Gatekeeper Incentive Pay*, 98 CAL. L. REV. 385 (2010)。

^[210] See, e. g., SanjaiBhagat& Roberta Romano, *Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-Term*, 26 YALE J. ON REG. 359 (2009); Lucian A. Bebchuk & HolgerSpamann, *Regulating Bankers' Pay*, 98 GEO. L. J. 247 (2010); Lucian Bebchuk et al., *Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000—2008*, 27 YALE J. ON REG. 257 (2010); Sudhakar Balachandran et al., *The Probability of Default, Excessive Risk, and Executive Compensation: A Study of Financial Services Firms from 1995 to 2008*, at 4 (2010), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1914542; Haley Barton & Judith A. Laux, *Executive Pay Inefficiencies in the Financial Sector*, 26 J. APPLIED BUS. RES. 65 (2010); Ing-Haw Cheng et al., *Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk-Taking* (July 2010) (未出版的手稿), available at <http://www.nber.org/papers/w16176>。有些评论家甚至在当代危机之前就发现了现存报酬实践的内在潜伏危害。See, e. g., LAWRENCE E. MITCHELL, *THE SPECULATION ECONOMY: HOW FINANCE TRIUMPHED OVER INDUSTRY 1* (2007); LAWRENCE E. MITCHELL, *CORPORATE IR-RESPONSIBILITY: AMERICA'S NEWEST EXPORT* (2001)。

^[211] Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act § 951 (codified as section 14A of the Securities Exchange Act of 1934, 15 U. S. C. § 78a) (“股东赞同高管薪酬信息披露”)。

^[212] 针对股东反对的董事薪酬议案, 股东为此而提起的对抗董事的诉讼一再失败。See, e. g., *Raul v Rynd*, No. 11-560-LPS, 2012 U. S. Dist. LEXIS 25256, at 28~32 (D. Del. March 14, 2013)。然而, 尽管股东投票具有咨询性质, 实证证据表明, 超过一半的公司通过与投资者接洽和修改他们的薪酬计划来应对不利的股东投票。See, YoncaErtimur et al., *Shareholder Vote and Proxy Advisors: Evidence from Say on Pay* (2013), available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2019239。许多其他公司努力通过适应股东预期的愿望, 在开始时避免该后果。

验丰富,当前正转向股东表决对高管薪酬具有约束力。^[213]在美国,股东批准薪酬的新要求与传统信托法利益冲突交易的结构〔即单一利益规则和与其相配的受益人(此处为股东)批准交易例外情况〕不谋而合,绝非偶然。因此,薪酬安排不得因其明显违反单一利益规则而被视为本质上超出忠实义务的范围。最近,特拉华州衡平法院(背离先前判决)在公司股东已一般性批准股票期权计划的情况下,判决对一名董事的股票期权计划进行审查,看其是否违反忠实义务,该案由此确认了上述重要认识。^[214]

这些变化是由最近金融危机产生的巨大影响所触发,但其背后却是活生生的人,信任遭受背叛,财富被掏空。公司法必须经历悲剧后方能切身体会,应将公司高管薪酬视为单一利益规则的例外,因此,高管薪酬计划非经事先批准和仔细审查,不得生效。在这一方面,受托人薪酬并无不同,金融受托人理论要与寻求强化自主权之人的最高利益相协调,就不能忽视这些教训(也不能因下列事实而摇摆不定,即导致受托人激励失真的补偿计划,并不必然违反道德,也不牵涉受益人的人格方面)。在这一点上,金融受托人薪酬很可能是该私法制度无法避免的。因此,有理由成为单一利益规则的例外情况。但将其视为外生于信托关系,是错误的,且正如我们所见,其后果可能是毁灭性的。将受托人薪酬视为该规则的例外,就意味着制定或实施薪酬计划的人必须牢记受益人的利益。其还保留了下列假设,即该类交易——考虑到受托人在其中的个人利益——应予以仔细审查并定期重新审查。

总体来说,该结论具有前瞻性:当前,金融受托人的典型薪酬计划还未遭受最严重问题的折磨,而公司领域却深受其害。但如前所述,^[215]更复杂的薪酬结构可能正在成形,需要特定保障措施。因此,目前,养老金计划受托人的费用结构,基于其所监管资产的固定年度百分比,^[216]不会刺激短期主义或激进冒险行为。恰恰相反:在该计划下,不但资金管理人无法从短期收益或过度风险投资中立即获利,而且她还可以期望获得长期成功的回报。因为一旦绩效可以评估,更多资金就可能流入最佳资金管理人之手,由此,按其所管理资产的特定比例计算的费用也会增加。但考虑到该传统费用结构对金融受托人投资策略会造成重大扭曲(上文提及),^[217]这一公式会最终改变。如果发生这种情况,要牢记更复杂薪酬结构可能产生的利益冲突。将监督受托人薪酬作为单一利益规则的例外,并为了经济和其养老金、存款和遗产恐有不测的受益人利益定期重新审查其影响,其重要性便系于此。

最后,即使时至今日,资金管理受托人的传统薪酬方案亦牢不可破,但需谨记的是,其薪酬只不过是单一利益规则的例外。这也是仔细审查及我们从公司法中得到首个

[213] 英国一个政府资助的草案旨在应对这一转变。Dep't for Bus. Innovation & Skills, Enterprise & Regulatory Reform Bill: Directors' Pay, <http://discuss.bis.gov.uk/enterprise-bill/files/2012/11/12-1255-enterprise-regulatory-reform-bill-directorspay.pdf>。

[214] Seinfeld v. Slager, Civ. No. 6462-VCG, 2012 WL 2501105 at * 32 (Del. Ch. June 29, 2012). Cf. *In re 3COM Corp. Shareholders Litigation*, No. C. A. 16721, 1999 WL 1009210, at * 1 (Del. Ch. Oct. 25, 1999)。

[215] See *supra* text accompanying notes 171~174.

[216] See *supra* text accompanying notes 169.

[217] See *supra* text accompanying notes 169~174.

教训的正当性所在：受托人薪酬通常并非公平交易。^{〔218〕} 能说明该问题的一个案例是 *Jones v. Harris*，^{〔219〕} 该案围绕法院针对共同基金顾问（基金的实际资金管理人）薪酬的审查标准展开，而根据法律该基金顾问“应被视为针对所获薪酬承担受托人义务”。^{〔220〕} 伊斯特布鲁克（Easterbrook）法官拒绝审查顾问薪酬的“合理性”，^{〔221〕} 波斯纳（Posner）法官对此表示强烈异议，认为“本案的特别关注点是，顾问向其专属基金收取的费用，是独立基金的两倍多”。^{〔222〕} 波斯纳的意见强调了顾问对其自身薪酬设定机制的影响力，并主张应更仔细地审查顾问薪酬安排的范围，^{〔223〕} 这点显然更可取。此外，由于受托人薪酬应同单一利益规则其他类似偏离情况一样，遵循相同规范，波斯纳的方法应适用于非由市场机制或其他可靠机制规定受托人薪酬的所有情况。

结论

金融受托人法是探索私法对个人自主权贡献的一项重要案例研究。世界错综复杂，我们管理自身财务和确保自身福利的能力面临日益严峻的挑战，金融受托人法提供了将权力授予他人的选择权。为了使该选择权切实可行，让我们能专注于内在有价值的项目，法律必须意识到授予该酌情权所固有的权力滥用和疏忽大意的风险，同时牢记受益人的福利目的。因此，金融受托人法应调整其规则，为受托人提供最佳激励，同时，维持甚至灌输将该等规则与信任和忠诚的美德相联系的社会规范。

本文赞赏传统金融受托人法的结构，其通过确立符合受益人最佳利益的严格单一利益规则和多项例外和免责情况，以期实现富有挑战性的使命。同时，也为改革提供了方向，进一步促进法律履行该任务的能力。金融受托人法应允许选择退出，也应设计一系列黏性缺省规则，应对相对弱势和经验不足的受益人的需求。法律还应意识到重新审视受托人薪酬结构以及重新审查其投资政策规定的重要性。最后，也是最重要的，是应放弃对受托人薪酬的传统观念，使其不再被认为是外生于忠实义务。

（责任编辑：缪因知 赵建蕊）

〔218〕 See *supra* text accompanying notes 204~205.

〔219〕 *Jones v. Harris Assoc. L. P.* , 527 F.3d 627 (No. 07~1624) (7th Cir. May 19, 2008), *reh'g denied* , 537 F.3d 728 (7th Cir. Aug. 8, 2008).

〔220〕 INVESTMENT COMPANY ACT OF 1940 § 36 (b), 15 U.S.C. § 80a~35 (b).

〔221〕 *Jones* , 537 F.3d at 733.

〔222〕 *Id.* at 731.

〔223〕 *Id.* at 731~32.