



贵州民族大学法学文库

美国信托法中的 谨慎投资人规则研究

姚朝兵 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



贵州民族大学法学文库

美国信托法中的 谨慎投资人规则研究

姚朝兵 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

美国信托法中的谨慎投资人规则研究 / 姚朝兵著.

—北京:法律出版社,2016.10

ISBN 978-7-5197-0187-1

I. ①美… II. ①姚… III. ①信托法—投资—研究—
美国 IV. ①D971.222.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 260131 号

© 法律出版社·中国

责任编辑/刘琳

装帧设计/凌点工作室

出版/法律出版社

编辑统筹/法律教育出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京京华虎彩印刷有限公司

责任印制/沙磊

开本/A5

印张/8.875 字数/251 千

版本/2016 年 11 月第 1 版

印次/2016 年 11 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456 深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-0187-1

定价:26.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

目 录

导 论 / 1

- 一、选题理由与研究意义 / 1
- 二、国内外研究综述 / 7
- 三、研究方法与研究框架 / 16

第一章 谨慎投资人规则概述 / 23

第一节 谨慎投资人规则与美国信托法的变革 / 23

- 一、变革中的美国信托法 / 23
- 二、美国信托法变革的实现路径 / 26

第二节 从谨慎投资义务到谨慎投资人规则 / 30

- 一、信托法中的投资与谨慎投资义务 / 30
- 二、谨慎投资义务的制度化:谨慎投资人规则 / 33

第三节 谨慎投资人规则的性质与功能 / 36

- 一、谨慎投资人规则的性质 / 36
- 二、谨慎投资人规则的功能 / 42

第四节 谨慎投资人规则在美国有关各州的 采用 / 45

第二章 谨慎投资人规则的理论基础 / 48

第一节 衡平法基础:信义义务理论 / 48

- 一、信义义务的历史起源 / 48
- 二、现代信义义务的二元划分 / 56
- 三、信义义务与现代信托法 / 67
- 四、信义义务与谨慎投资人规则 / 73

2 目 录

第二节 经济学基础:现代投资组合理论 / 77

- 一、现代投资组合理论的产生 / 77
- 二、现代投资组合理论的基本观点 / 79
- 三、现代投资组合理论与谨慎投资人规则 / 92

第三章 谨慎投资人规则的历史沿革 / 96

第一节 从法定名录规则到谨慎人规则 / 96

- 一、法定名录规则的起源与盛衰:英国法的考察 / 96
- 二、谨慎人规则与法定名录规则的竞争:美国法的考察 / 101

第二节 从谨慎人规则到谨慎投资人规则 / 121

- 一、谨慎人规则的局限与异化 / 122
- 二、谨慎投资人规则的确立 / 132

第三节 谨慎投资人规则变迁的历史启示 / 141

第四章 谨慎投资人规则的具体展开 / 144

第一节 谨慎投资义务:总体要求 / 145

第二节 谨慎投资义务:判断要素 / 148

- 一、注意要素 / 149
- 二、技能要素 / 150
- 三、审慎要素 / 151

第三节 与谨慎投资义务的履行有关的具体规则 / 156

- 一、投资组合整体判断规则 / 157
- 二、风险收益权衡规则 / 159
- 三、分散投资规则 / 161
- 四、谨慎委托规则 / 169
- 五、成本控制规则 / 173
- 六、事前标准规则 / 176

第四节 谨慎投资人规则中的忠实义务 / 177

第五节 对谨慎投资人规则的评价 / 182

- 一、学者的评价 / 183
- 二、本书的立场 / 186

第五章 受托人违反谨慎投资人规则的赔偿责任 / 190

第一节 概述 / 190

第二节 责任的性质 / 195

第三节 赔偿范围及其相关规则 / 197

一、赔偿范围 / 197

二、增值损害赔偿规则 / 200

三、反净值规则 / 204

第四节 免责事由 / 212

第六章 谨慎投资人规则与中国信托法改革 / 216

第一节 我国信托法规制受托人投资行为的制度框架 / 217

一、我国信托法的规范体系 / 217

二、法律文本的梳理 / 220

三、规范现状的述评 / 223

第二节 我国现行制度的实践考察与比较审视 / 229

一、现行制度的适用现状考察 / 229

二、现行制度与域外制度的比较审视 / 235

第三节 从谨慎投资人规则看中国信托法的改革 / 239

一、法制改革的路径考量 / 240

二、法制改革的模式选择 / 246

三、制度内容的取舍安排 / 248

四、具体方案的初步设计 / 255

结 论 / 258

参考文献 / 262

后 记 / 278

导 论

一、选题理由与研究意义

现代信托已然完美实现了从“财产转移”设计到“资产管理”工具的华丽转型,在资产管理和投融资中扮演着关键角色。除信托的滥觞之地英国至今仍然保留着以民事信托为主的传统之外,移植信托法制的其他国家和地区大多已形成了以商事信托为主导的信托产业格局,即使作为民事信托与商事信托并行发展之典型的美国,实践中信托应用至广的仍然是商事信托交易,^{〔1〕}这些商事信托主要以养老金信托、共同基金、不动产投资信托、法律事务所信托账户等形式存在。^{〔2〕}信托制度在我国的移植和发展可以追溯到第一次世界大战之后。改革开放以来,信托在我国复兴并取得长足发展,被大量运用于

〔1〕 参见〔美〕史提芬·L. 舒尔茨:“作为商事组织的商业信托和公司:比较法学者的研究课题”,倪受彬译,载《证券法苑》(第6卷),法律出版社2012年版,第410页。

〔2〕 参见〔美〕托马斯·加蓝尼斯:“美国信托法的新方向”,徐卫译,载《交大法学》2013年第3期。

商事交易领域。英国法律委员会在其关于受托人权利与义务的报告中指出:“多数信托的管理主要是有关信托财产的投资活动”,^[3]这一论断用来作为对我国信托发展现状的概括最恰当不过了。当前我国的信托制度仍然主要被用来作为财产管理(主要是投资)和融资的工具。新千年以来,信托在我国驶入了规范化发展的快车道,统计资料表明,全行业信托资产规模 2011 年年底高达 4.8 万亿元,到 2012 年的第一个季度则达到 5.3 万亿元,在 2011 年年底的基础上获得 10.19% 的增长。^[4] 2012 年年末,信托业资产规模正式赶超保险资产规模,信托业成为我国第二大金融行业。^[5] 截至 2016 年第一季度末,信托全行业管理的信托资产规模为 16.58 万亿元。^[6] 如今信托仍然稳坐金融业第二把交椅,与银行、保险、证券一道成为金融业的四大支柱。

信托作为一种由委托人将财产转移给受托人并由受托人为受益人的利益管理处分信托财产的制度设计,其良性有序发展离不开法律制度的支持和引导,受益人利益的保障也仰赖于法律对受托人管理和投资信托财产之行为的合理规制。2001 年颁布的《信托法》以及此后制定和修订的《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》和《证券投资基金法》奠定了我国信托法制的基本框架,为信托在我国的发展提供了制度支撑。但在上述法律法规中,规制受托人的管理和投资行为的规范基本上停留在“恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”或“恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎勤勉的义务”这一概括性和抽象性规定的层面。当前我国学者的基本共识认为上述概括性和抽象性规定构成了我国信托法关于受托人管理信托事务的谨慎义务的基础性

[3] 《信托法》(最新不列颠法律袖珍读本),文杰译,武汉大学出版社 2003 年版,第 263 页。

[4] 参见季奎明:“我国信托司法活动的实证考察”,载王保树主编:《中国商法年刊》(2012 年),重庆大学出版社 2013 年版,第 194 页。

[5] 参见刘伟:“信托坐稳金融业第二把交椅”,载《北京商报》2013 年 5 月 10 日,第 007 版。

[6] 数据来源于中国信托业协会网站:<http://www. txth. net/txth/analyze/42089. htm>, 2016 年 6 月 21 日最后访问。

规范。^{〔7〕}而有关规制受托人投资行为的系统性和具体化的制度规范尚付阙如。

由于我国现行信托法律制度中有关规制受托人投资行为的系统化、具体化的制度规范的缺位,信托实践中关于受托人如何对信托财产进行投资方属谨慎和适当只能将上述抽象规范作为判断标准。这使得在我国现行信托制度框架下,关于受托人对信托财产应当如何进行投资“缺乏明确具体的行为界限和标准”,“对受托人行为的衡量难免缺乏稳定性”。^{〔8〕}具体规则缺失的结果是实务操作中的无所适从,近年来一系列涉及信托投资失利的事件印证了这一点。在2001年的“银广夏”事件、2007年的“上电转债门”事件以及2013年的“中信信托三峡全通兑付门”事件和300ETF基金“换购门”事件等与信托投资有关的波及面甚广的重大事件中,除“上电转债门”事件和南方沪深300ETF基金“换购门”事件中的基金管理人被证监会认定为违反谨慎勤勉义务而承担赔偿责任之外,其他两起事件中的基金管理人并未因违反谨慎义务而承担责任。在“银广夏”事件中投资失利的基金管理人甚至以推卸责任的口吻声称自己已经进行了调查研究但仍未能识破投资对象精心设计的骗局。在上述典型事件中,一方面,尽管证监会认定作为受托人的某些基金管理公司违反谨慎勤勉义务,但其并未表明据以作出此种判断的具体法律依据;另一方面,当作为受托人的基金管理公司提出其已尽到合理的调查从而不应承担责任时,在缺乏具体规则的情形下,依靠“恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”或“恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎勤勉的义务”这一抽象的一般规定能否合理判定受托人的投资行为是否谨慎,并进而判定受托人是否应当对投资损失承担赔偿责任引起了学

〔7〕 参见何宝玉:《信托法原理研究》,中国法制出版社2015年版,第290页;刘韶华:《信托原理在民商事法律实务中的应用》,法律出版社2012年版,第191页;张军建:《信托法基础理论研究》,中国财政经济出版社2009年版,第189页;余卫明:《信托受托人研究》,法律出版社2007年版,第176页。

〔8〕 徐孟洲主编:《信托法》,法律出版社2006年版,第106页。

界的关注和质疑。^{〔9〕}

前述分析表明,在我国,信托主要以商事信托的形式存在,信托机构管理着数量庞大的信托财产并且以运用这些信托财产进行投资为主要业务,但信托法却并未与商事信托保持同步的发展,这集中体现为我国信托法中有关信托财产投资的专门规范之缺失,而有关信托管理的一般规定又流于过度抽象和概括。其结果是我国简陋的信托法规范与蓬勃发展的商事信托之间呈现出这样一种状态:法律规范的抽象化和不确定性使得受托人缺乏明确的行动指引以至于其行为预期处于不确定的状态,而信托投资实践的发展又迫切需要系统化、具体化、精细化的法律规则,这就使得信托投资实践将不可避免地处于所谓“规范饥渴”与“办法恐慌”的状态。^{〔10〕}与此相伴随的是,受托人的行为缺乏明确的规则指引使得投资者(受益人)的利益被置于无法合理预期和有效保障的境地。因此,深入研究信托投资法的相关理论与制度,积极构建应然层面的受托人谨慎投资义务的具体规则,已成为我国当前刻不容缓的任务。在此背景之下,本书的研究定位为比较制度研究,辅之以对具体制度的理论阐释,旨在为我国信托法中受托人的谨慎投资义务的制度规范之完善提出相对妥适的方案。换言之,本书的研究在总体取向上属于立法论范

〔9〕 如有学者就认为在“银广夏”事件中,根据现行的抽象规范,作为受托人的大成基金管理公司是否违反谨慎义务的判断就存在不确定性。参见张敏:《信托受托人的谨慎投资义务研究》,中国法制出版社2011年版,第154~155页。另一个学者则质疑300ETF基金“换购门”事件中的基金持有人在这一抽象规范下能否以受托人违反谨慎义务为由起诉作为受托人的基金管理公司,以及在缺乏谨慎义务的具体标准和内容的情形下基金持有者的请求会在多大程度上获得法院的支持。参见陈杰:“论商业信托受托人义务的演变及对我国的启示”,载《河北法学》2014年第3期。

〔10〕 参见税兵:《非营利法人解释——民事主体理论的视角》,法律出版社2010年版,第6页。

畴,旨在为立法者研拟新的制度方案。^[11]

艾伦·沃森指出:“法律的核心在于其具有权威性,法律必须具有权威性。……在立法缺位的情形下,尤其是在私法领域立法缺位的情形下,法律的制定将相应遗留给从属的不具有法律制定权的法官与法学家担任。在此种情形下,法官与法学家必须证成他们的主张。……为此,他们必须寻求某种权威。当无法在其自身法律体系中发现这种权威之时,他们将从其他地方找寻这种权威。在其他地方仍然无法找到时,他们可能主观臆造一个权威或改造某种权威以适应自身的需要。”^[12]换言之,在上述比较法学者看来,移植和借鉴外国法律乃是基于寻求某种法律权威的需要。上述学者的观点也可以这样来理解:法律必须具有权威性,创造规则和制度时必然要寻求某种权威,此种权威可以从他处法律中寻找并用来满足自身的需要。这意味着,对于某种法律规则

[11] 应当说明的是,近年来有学者对立法论的研究取向提出了质疑,认为长期以来我国法学研究的重心在于立法论,即对现行法律的批判以及对未来法律的建构,这对于新中国法律体系的建立功不可没,但目前,我国社会主义法律体系已基本建成,法律制度的基础和背景已发生了根本变化,在这一背景之下,法学研究的任务和方法应当向解释论转型,即通过独立、深刻、系统的学术研究,为现行法规范的适用和解释提供合乎我国立法目的和法律基本原理的理论诠释,并通过对现行法运行状况的持续跟踪和世界法律发展动态的准确把握,为现行法律的渐进发展提供适应社会需求和时代发展的解释方法或理论依据。参见傅郁林:“法学研究方法由立法论向解释论的转型”,载《中外法学》2013年第1期。另一位学者则认为,我国的法律体系尚不完善,虽然我国已对外宣布到2010年年底中国特色社会主义法律体系已经形成,但国务院新闻办公室2011年发表的《中国特色社会主义法律体系》白皮书指出:“完善中国特色社会主义法律体系任重道远。”即使就较为成熟的民事法律体系而言,也仍然存在规范过于概括抽象的情形,亟待总结实践经验,并参酌其他国家和地区的立法、判例或学说,制定较为具体的法律规范。因此,在可预见的未来一段时间里,立法论问题依然是我国民法研究中的重要问题之一。参见朱广新:“民法研究范式转型与学术编辑选稿标准的转变”,载《河南社会科学》2013年第7期。笔者认为,解释论的基础在于规范体系的存在,在缺乏相应的规范体系的前提下解释的空间是极其有限的,在规范缺失或者未形成体系化之规范时以创制或者移植法律规范为旨归的立法论仍然是必要的,立法论在法学研究和法治发展中仍扮演着重要的角色。

[12] [美]艾伦·沃森:“法律文化 V. 法律传统”,魏磊杰、朱志吴译,载[比]马克·范·胡克主编:《比较法的认识论与方法论》,法律出版社2012年版,第5~6页。

和制度的创设,如果在他处存在可供借鉴和移植的制度规范,妥当的做法首先是通过借鉴此种制度规范来满足自身的需要,而不是贸然主观臆造某种所谓的权威。这不仅是因为移植和借鉴他处法律的做法更为容易实现,还是基于寻求某种权威的需要。就信托投资法而言,谨慎投资人规则作为由美国学界和实务界专业人士共同推动创设的规制受托人投资行为的规范体系,立足于实践需求并与当下的投资实践相契合,将当今被广泛接受且经实践检验证明有效的现代投资组合理论予以制度化和法律化,并因其为美国各州所广泛采纳而具有了某种权威性,以至于作为信托之母国并以其发达的信托制度为傲的英国也在其立法中借鉴了美国信托法中的这一规则的某些元素,来改造自身的信托投资法律制度。尽管美国信托法中的谨慎投资人规则与大陆法系国家信托法中有关规制受托人投资行为的规范体系判然有别,在英美法系也属独一无二,但该规则作为法律回应投资实践之需要的产物,其合理性和实用性已获得了广泛的认可,对大陆法系信托投资法的改革具有不可忽视的借鉴意义。此点正是本书选择美国信托法中的谨慎投资人规则作为研究对象,并试图借鉴该规则的制度精神改革我国信托法制,以构建具有中国特色的信托投资法律制度的主要原因所在。

同时,本书选择美国的谨慎投资人规则作为研究对象,以期从该规则中寻找找到改革和完善我国信托投资法的有益经验,还基于如下考虑:其一,与美国相似,信托在我国主要以商事信托的形态存在,受托人的主要职责是对信托财产进行投资以实现信托财产的保值增值。实践基础的趋同性为彼此之间法律制度的移植和借鉴提供了可能,而此种移植和借鉴首先应当奠基于对拟移植和借鉴的法律规则的深入研究和深刻理解,如此才能做到取舍有度,避免逾淮为枳的尴尬。其二,谨慎投资人规则对判例法的原理原则进行总结并以法典化的方式呈现出来,在某种程度上契合了我国尊崇法典化的传统,为我国移植和借鉴该规则、完善我国信托投资法提供了法律制度模式上的便利。

总而言之,在我国信托法中有关规制受托人投资行为的具体规范缺失的背景之下,本书旨在对美国信托法中专门规制受托人投资行为的谨慎投资人规则展开系统研究,系统考察该规则的理论基础、制度内容及其运行实效,并在比较研究的基础上探索该规则一般化的必要性和可能性,同时,对我国移植和借鉴该规则的必要性和可能性以及如何批判地吸收该规则中的合理成分改革我国信托法予以具体展开,其意义在于:一方面,对我国当前有关美国谨慎投资人规则的理论 and 制度的系统专门研究起到某种“补缺”的作用;另一方面,通过对域外有关受托人的谨慎投资义务的理论 with 制度的比较研究,为我国信托投资法的体系化、精细化改造提供比较法上的经验,并对我国信托投资法律制度的构建提供可资借鉴的参考方案。

二、国内外研究综述

谨慎投资人规则是美国一批深谙现代投资组合理论之精髓的理论界与实务界人士(主要是银行家、律师和信托法学者)在投资理论的深刻变革和投资实践的现代转型背景下共同推动美国信托法进行制度变革的产物。国外学者对谨慎投资人规则的研究大致始于20世纪70年代对谨慎人规则的批判,我国学者对谨慎投资人规则的研究则主要是21世纪以后的事情,现将我国及国外学者对谨慎投资人规则的研究现状分述如下。

(一) 国外研究现状

国外对谨慎投资人规则展开研究的主要是美国学者,主要分为三个阶段:第一个阶段是20世纪70年代至80年代,主题是批判谨慎人规则的保守性及其与现代投资组合理论之间的格格不入,并在此基础上提出谨慎投资人规则的初步设计;第二个阶段是20世纪90年代,主题是对谨慎投资人规则的内容进行系统阐释并对谨慎投资人规则的可能影响进行预估;第三个阶段是2000年至今,主题是围绕谨慎投资人规则的妥当性的争鸣和相关实证研究。

大致从20世纪70年代中期开始,学界和实务界开始展开对谨慎人规则的批评和质疑,以 John H. Langbein、Richard A. Posner、Austin Flem-

ing、Bevis Longstreth 以及 Jeffrey Gordon 等为代表的众多深谙现代投资组合理论且深具影响力的学者对谨慎人规则的缺陷展开了批评,主张在信托投资法中引入现代投资组合理论的成熟经验,并提出了改革谨慎人规则的具体方案。1976 年 John H. Langbein 和 Richard A. Posner 两位学者在其合作的开创性论文中对现代投资组合理论进行了系统阐述,并呼吁法学界和从事实务工作的律师关注经济和金融理论。这两位学者的贡献在于将现代投资组合理论的内容整合进对信托投资法的阐述之中,强调应当对投资组合进行整体考察而不是对构成投资组合的成分资产进行单独评价,并对谨慎人规则禁止受托人将选择投资的事务委托他人执行提出了严厉的批评。^[13] 1977 年 Austin Fleming 在其文章中指出,谨慎人规则的严格限制阻碍了尽责的受托人倾其所能进行最佳投资,而把受托人的投资限定于那些“绩优五十”(favorite fifty)的投资清单或类似的投资标的上,总体而言其所存在的不足在于:对“损失的认定方式”(the treatment of loss)不正确,其不应当单从个别投资的角度认定是否有损失,而是应当把个别投资作为整体投资组合的一部分来评价;不重视保存信托财产的实际购买力,即未考虑通货膨胀的问题;未能有效处理投资分散化的问题;不允许受托人进行新型种类的投资,使得在新型的投资类型出现时受托人无法及时反映这种变化。^[14] 继 Austin Fleming 之后,又陆续有几位学者对谨慎人规则提出了批评,其中影响较大并最终促成谨慎人规则向谨慎投资人规则转型的是 Jeffrey Gordon 和 Bev-

[13] See John H. Langbein and Richard A. Posner, *Market Funds and Trust – Investment Law*, 1 American Bar Foundation Research Journal 1, pp. 18 – 24 (1976).

[14] See Austin Fleming, *Prudent Investments: the Varying Standards of Prudence*, 12 Real Property, Probate and Trust Journal 243, pp. 247 – 251 (1977).

is Longstreth 的研究。^[15] 1986 年 Jeffrey Gordon 的论文扩大了 Fleming 的批评内容并且深入探讨了在普通法制度下, 规制受托人投资行为的谨慎人规则如此受限而仍然不知改变的原因。^[16] Jeffrey Gordon 将 19 世纪 40 年代复兴以后的谨慎人规则称之为“受限规则”(constrained rule), 并认为谨慎人规则之所以变得如此受限应归咎于 Scott 的诠释, 包括三点内容: 一是 Austin Wakeman Scott 将原来 *Harvard College v. Amory* 案的判决中要求的“信托财产的永久处置”(permanent disposition of their funds) 解释成“信托财产的保存”(preservation of the estate); 二是, 把如同一个谨慎之人“处理自己的事务”(conduct their own affairs) 解释成“保护他人的财产”(safeguarding property for others); 三是, Scott 试图在投机(speculation)与谨慎(prudence)之间划定一条明确的界限。上述诸多的限制, 事实上造成了许多实质上的投资清单的出现。^[17] 最后, Jeffrey Gordon 建议改革谨慎人规则以使之适应现代投资组合理论的要求,

[15] 其他批评者主要是 Kenneth L. Hirsch 和 Leslie Joyner Bobo。Kenneth L. Hirsch 认为在通货膨胀时期, 谨慎人规则是不适当的, 因为进行具有高现金收益的投资或者保障余产受益人财产的实际购买力都可能使受托人承担责任。See Kenneth L. Hirsch, *Inflation and the Law of Trusts*, 18 Real Property, Probate and Trust Journal 601, p. 603 (1983)。Leslie Joyner Bobo 认为, 谨慎人规则所允许的投资既不能抵御通货膨胀, 又不能保障余产受益人财产的实际购买力, 因为从总收益(total return)的角度来看, 通货膨胀远远跑在传统投资收益的前面, 而试图保障受益人抵御通货膨胀的尽责的受托人可能因其投资于有风险的投资被认为不谨慎而被迫承担责任。See Leslie Joyner Bobo, *Nontraditional Investments of Fiduciaries*; Re - Examining the Prudent Investor Rule, 33 Emory Law Journal 1067, pp. 1093 - 1094 (1984)。

[16] 该文完成于 1986 年, 最早被收录在 Bevis Longsteth 于 1986 年出版的《现代投资管理 与谨慎人原则》(Modern Investment Management and the Prudent Man Rule)一书的附录 B, 后来 Gordon 对该文进行修改并于 1987 年发表在《纽约大学法律评论》上, See Jeffrey N. Gordon, The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule, 62 New York University Law Review 52 (1987)。

[17] See Jeffrey N. Gordon, The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule, 62 New York University Law Review 52, pp. 59 - 61 (1987)。

并对此种改革进行了初步的讨论。^[18] Bevis Longstreth 在 Jeffrey Gordon 对 Austin Wakeman Scott 的批评的基础上指出了谨慎人规则与投资实践之间的格格不入;在谨慎人规则盛行的时代,受托人被要求根据谨慎人规则进行投资,而其所所处的投资环境事实上确是依照现代投资组合理论进行投资。与此前的学者不同的是,Bevis Longstreth 针对受托人投资行为的规制提出了一个其认为可以符合当代投资市场及投资理论的规范标准,并称之为“谨慎的现代典范”(modern paradigm of prudence)。^[19]

总体而言,这一时期的谨慎投资人规则研究主要集中于对谨慎人规则的批判与谨慎投资人规则的建构,John H. Langbein 和 Richard A. Posner 开启了对谨慎人规则的影响深远的批评,并促使日后批评浪潮的出现,Bevis Longstreth 的著作则直接促成了谨慎人规则向谨慎投资人规则的转型。^[20]

[18] Jeffrey N. Gordon 的这些改革建议包括:(1)受托人的谨慎义务应当要求其运用合理的注意,但应当允许受托人运用任何投资工具或投资技术,只要该投资工具和投资技术对于在适当的风险水平下实现收益的最大化是可以合理预期的;(2)放弃禁止某些证券的投资收益与其他证券的投资损失之间相互抵销的反净值规则(anti-netting);(3)强制要求分散投资,除非在特定情形下不分散投资将降低大额损失的风险;(4)改变本金与收益之间的配置规则。See Jeffrey N. Gordon, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, 62 *New York University Law Review* 52, pp. 96-112 (1987).

[19] Bevis Longstreth 所提出的新的规范标准纳入了现代投资组合理论的考量,此种新的规范包含如下考量因素:(1)投资品种或投资技术在整个投资组合中的预期角色;(2)个别投资在整个投资组合中所扮演的角色是否被合理设计,是否服务于投资组合的目的,是否考虑与投资产品和投资技术有关的损失风险和获利机会(包括税收影响、发起、监督和终止的信息成本);投资组合的分散化和系统风险;(3)受信人(fiduciary)或其所选择的代表运用投资品种或投资技术的能力;(4)如果涉及事务委托,此种委托的条款和条件的合理性,薪酬结构的考虑,监督机制以及终止委托的条款。See Bevis Longstreth, *Modern Investment Management and the Prudent Man Rule*, New York: Oxford University Press, 1986, pp. 156-157.

[20] See Martin D. Begleiter, *Does the Prudent Investor Need the Uniform Prudent Investor Act—An Empirical Study of Trust Investment Practices*, 51 *Maine Law Review* 27, p. 42 (1999).

在整个 20 世纪 90 年代,随着 1990 年《第三次信托法重述:谨慎投资人规则》草案的完成并于 1992 年由美国法学会正式通过,以及 1994 年《统一谨慎投资人法》的颁布,学界对谨慎投资人规则的研究转向了对该规则的梳理和阐释、该规则对投资实践的可能影响的预估,旨在推动该规则在各州的接纳,代表性学者有 Edward C. Halbach, Jr.、John H. Langbein、W. Brantley Phillips, Jr. 及 Martin D. Begleiter 等。Edward C. Halbach, Jr. 等学者在《第三次信托法重述:谨慎投资人规则》制定后率先对该规则的内容进行了全面的梳理和分析,在梳理谨慎人规则的发展演变及其所遭致的批评的基础上,对谨慎投资人规则的特色和目标、适用范围、基本的信义标准(basic fiduciary standards)、谨慎投资的基本原则(组合投资、分散投资、审慎及公平义务、委托义务、成本控制义务)以及与受托人的法律责任有关的特殊问题展开了系统阐述。^[21]此外,某些学者在阐述某些州采纳谨慎投资人规则的理由时也对谨慎投资人规则的核心内容进行系统阐述。^[22] John H. Langbein 认为谨慎投资人规则的适用使得受托人从谨慎人规则的限制中解放出来,该规则将在如下方面对信托投资实践产生影响:受托人将更多地投资于权益类证券、集合投资工具、国际投资、金融衍生品;注重对受托人投资过程的审查;注重对委托人的不经济的指示的审查;允许受托人将其投资和管理事务委托他人代为执行;对本金和收益的重新诠释。^[23] W. Brantley Phillips, Jr. 在阐述谨慎投资人规则的核心内容及各州对该规则的采用情况之后,认为谨慎投资人规则较传统规则而言具有相当大的先进性,在该规则下受托人能够在变动不居的全球市场上自由地保障信托投资组合以抵御市场波

[21] See Edward C. Halbach, Jr., *Trust Investment Law in the Third Restatement*, 27 Real Property, Probate and Trust Journal 407, pp. 407 - 465 (1992).

[22] See Christin V. Adkins, *Oklahoma Uniform Prudent Investor Act and Its Influence on Oklahoma Trust Investment Law*, 22 Oklahoma City University Law Review 1235 (1997).

[23] John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 Iowa Law Review 641, pp. 654 - 669 (1996).