

作为商事组织的商业信托和公司: 比较法学者的研究课题*

史提芬·L. 舒尔茨**著 倪受彬***译

摘要:传统上被严格限定为无偿交易的信托,正作为一种商业组织形式在商业和金融交易领域广泛应用。本文将信托分为商业信托和民事信托,据此构建分析框架。本文认为,商业信托在特定的法律下可视为独立法人,商业信托是具有消极管理人的静态组织。商业信托具有组织法上的功能,在一定的情况下具有公司所无法具有的优势。

关键词:商业信托 公司 商业组织

在另外一篇文章中,我曾说过,虽然美国的法律几乎完全聚焦于无偿信托,但在实践中,信托应用至广的却是商事信托交易。为此我在本文中建构了一个分析框架,并尝试藉此分析下列问题:商业信托是否比公司更好的一种商事组织形式;是否

* 谨以此文纪念我亲爱的朋友和同事,哈伯特·L. 伯恩斯坦。

** 美国杜克大学法学教授,商学院联聘教授,杜克大学环球资本市场研究中心主任。

*** 上海对外贸易学院教授,法学博士,杜克大学法学院访问学者。

现有的法律已经足以处理商事信托问题。作者希望这个分析框架能为那些对考察商业信托感兴趣的律师和学者们所了解,并进而与他们本国的法律体系相比较并尽可能使之得以应用。

一、引言

在美国,传统上被严格限定于无偿交易场合的信托,^①正迅速地被作为一种商业组织形式在商业和金融交易领域中得到广泛应用。^②例如,在资产证券化交易中普遍使用信托工具,^③信托已经成为年金投资的首选,^④信托还成为结构性共同基金所偏爱的形式。^⑤但是,学者对信托的商业性使用却鲜有系统性的分析。^⑥

在美国以外,当事人同样会参与证券化交易,投资年金和共同基金并进入其他商业和金融交易之中,而在美国则人们采用信托的形式安排这些交易。^⑦于是就产生了以下问题:商业信托在这些美国法域之外是否也会有用武之地呢?对这个问题的回答比较复杂,其原因不仅在于人们对商业信托(与无偿信托相对而言)普遍缺乏认识,还在于,

① John H. Langbein,《信托法的合同基础》,105 YALE L. J. 625, 632 (1996)。

② John H. Langbein,《信托的秘密生命:作为商事工具的信托》,107 YALE L. J. 165, 172 (1997)(文中提到数以千亿美元的抵押、信用卡、汽车和学生贷款都通过信托的方式进行融资)。

③ 对资产证券化的介绍,请参见 Steven L. Schwarcz, 结构性融资:资产证券化指南(3d ed. 2002); Steven L. Schwarcz, 资产证券化炼金术,1 STAN. J. L. BUS. & FIN. 133 (1994)(后文简称“炼金术”)。

④ “美国的年金信托在1996年末从规模和重要性方面都达到了惊人的程度,其拥有四分之一的美国股权和大约一半的公司债”。John H. Langbein,前注2,第168~169页。

⑤ “在1997年5月,美国共同基金大约持有约4000亿美元的资产,而其中约一半甚至更多的共同基金是采取信托的形式”,可参考 Jeffrey M. Laderman,“共同基金指南”载《商业周刊》,1997年2月3日,第62页,“在1996年,大约2230亿美元交给股权和共同基金,这个数字大约相当于瑞典的生产总值了”。

⑥ Steven L. Schwarcz,《作为商业组织的信托:揭开其神秘面纱》,58 BUS. LAW. 559, 560 (2003)(后文简称“《揭开神秘面纱》”)。

⑦ 参见 Steven L. Schwarcz, 国际证券化的共同语言,12 DUKE J. COMP. & INT'L L. 285 (2002)(文章讨论了证券国际化问题)。

在除了英国、其他普通法系国家之外的法域,相对来说,信托法本身才刚刚起步。^⑧

尽管如此,至少我们开始直面这个问题,这点很重要。信托形式越来越被关注,信托或信托的其他“变体”在世界范围内被广泛采纳。例如,某些大陆法系和混合法系国家已经采用了信托形式。^⑨ 其他大陆法系国家正在开始采取“类信托”制度。^⑩ 那些没有引进信托法的国家和地区正在采取更为重要的努力以推进引进信托法的共识。^⑪ 一个大陆法系学者甚至声称信托法源自大陆法系,认为是在大法官对信托案件的司法管辖形成时期,信托被从大陆法系被引入英格兰。^⑫ 该学者

⑧ SYSTEMS 13 (J. M. Milo et al. eds., 2001) (文中发现,普通法系中的分割所有权的特征在大陆法系国家并不存在)。参见《信托法重述》(第三次)第一章引言,第3页称“信托是盎格鲁—美国法系的独特产物”。Maurizio Lupoi, *The Civil Law Trust*, 32 VAND. J. TRANSNAT'L L. 967, 969 (1999), 文章称在盎格鲁—美国信托中有一个共同的核心。

⑨ 亨瑞·汉斯曼和乌戈马泰:《信托法的功能》,73 N. Y. U. L. REV. 434, 444 (1998), 文中引述混合法系法域包括路易斯安娜、魁北克、苏格兰,大陆法系法域包括日本、列支登士登、以色列、几个南美国家都采用了信托。

⑩ 汉斯曼和马太:《信托法的功能》,前注9,第435~436页。这些类信托机构包括为未成年人或无行为能力人的利益管理财产的特殊监护机构,前注9的442页(用了来自意大利法律的例子),以及具有信托某些特征的大陆法系上的合同法律关系,见前注9的第442~443页。后者被称为“罗马的信义交易”或者“信托”,在这个法律关系中,一方当事人将特定财产的所有权转让给经理人,后者然后根据作为转让方的代理人为管理人指定的第三人的利益管理这些财产。前注9,第443页。但是,这些法律关系的当事人并没有完全得到作为普通法当事人的保护。见前注9,第443~444页。(解释从经理处购买资产的人即使知道经理是恶意处置这些资产,其财产权也受保护)虽然一些民法法系国家的法律进化到允许恢复的原状,“但是其保护的范围总的来说没有信托提供的保护更宽。”(作者比较了瑞士法和意大利法,这些法律有限制性地允许恢复,而德国法则很少允许恢复)。因此,这些类信托关系没有不能完全充分地替代普通法的信托制度。

⑪ 汉斯曼和马太:《信托法的功能》,前注9,第435~436页,指《信托法律应用和承认海牙公约》,缔结于1985年7月1日(海牙国际私法会议, <http://www.hcch.net/e/conventions/text30e.html>),为非信托法国家能承认信托法提供了冲突规则,截至2000年6月6日,该公约已经被澳大利亚、加拿大、中国(只适用香港特别行政区)、塞浦路斯、法国、意大利、卢森堡、马耳他、荷兰、英国和美国, <http://www.hcch.net/e/status/stat30e.html> (2002年11月5日访问)。

⑫ Lupoi, 大陆法系信托, *The Civil Law Trust*, 32 VAND. J. TRANSNAT'L L. (1999), 第968~969页,讨论了大陆法系信托的存在。

还认为,信托与大陆法系不相兼容的观念^⑬反映出普通法和大陆法的学者没能认真分析信托的基础:信托法存在于大陆法系这个事实就证明了其与大陆法系之间根本不存在所谓的不相容性。为何人们对此有如此相反的成见?原因很简单,那就是普通法系的学者没曾试图比较研究大陆法系的法律制度,而大陆法系学者也没有试图比较研究信托制度。^⑭

一些大陆法系国家也通过推动立法的方式来证明信托法与他们的法律是相兼容的。据报道,许多欧洲国家都颁布了法律以保护信托财产以对抗共同基金和投资公司等组合投资管理(经理)等金融中介的请求权。^⑮日本和韩国也已引入类似的法律。^⑯

传统上,研究信托法的比较法成果几乎都集中于民事信托。^⑰这也难怪,因民事信托在历史上本就是信托的原型。即使在美国,商事信托的应用也才刚刚开始,^⑱但是,考虑到商事信托迅猛增长的势头,为

^⑬ Cf. 菲利浦·R. 伍德,国际破产法基本原则 36 (1995)。作者认为传统的大陆法反对信托可能是顾及信托对法律上所有人的债权人不公平,因为债权人相信他们能够对属于其债务人的财产主张债权。

^⑭ Lupoi, *The Civil Law Trust*, *supra* note 10, at 976.

^⑮ 汉斯曼和马大:《信托法的功能》,前注9,第458-459页(文中援引了法国、意大利、德国以及欧盟指令)。同样,可参见D. J. HAYTON, S. C. J. J. KORTMANN & H. L. E. VERHAGEN, *Principles of European Trust Law* (1999) (分析了将普通的信托法植入欧洲法的各种方法和途径)。但是,Dr. Joanna Benjamin(伦敦经济学院以及英国金融市场法律委员会委员)2002年10月9日给作者的电子邮件中可以发现,形成欧洲单一金融市场最大的挑战在于除了英国和爱尔兰外,欧洲各国缺乏整合这些大陆法系国家的各国国内信托法的基础。

^⑯ For Japan, see *Shintaku Ho* [Trust Law], Law No. 62 of 1922, art. 16, No. 1, translated in Eibun - Horei - Sha, *EHS Law Bulletin Series Japan Vol. 6, CD1* (1994); See also Kazuo Shinomiya, *Shintaku Ho* 183 (Yuhikaku 1989); Mitsubishi Shintaku Ginko Shintaku Genkyukai, *Shintaku No Homu to Jitsumu* 51 (Kinuzaiseijijyo Genkyukai, 3d ed. 1999). For Korea, see *Sintakbop*, Act No. 900 (1961), art. 22, *Translated In Korea Legislation Research Institute, Statutes of the Republic of Korea Vol. 3, 361* (1997).

^⑰ 迄今我发现比较法的文献中讨论商业信托的文献,虽然不多,但还是包括:汉斯曼和马大:《信托法的功能》,前注9,第466-469页,以及该书的第472-478页;David Hayton, Hugh Pigott & Joanna Benjamin, 国际金融交易中信托的使用, 17 *J. INT' L BANKING & FIN. L.* 23 (2002).

^⑱ 前注2,第188页。

更全面准确理解信托“图景”着实应该将商事信托也纳入进来一并考虑。

本文初步分析了发生在美国之外的交易中,是否可以使用商业信托。^①首先,通过对排除任何美国特殊性因素后的基本原则的提炼,藉此可以使我所建构的独立分析框架能为外国的律师和比较法学者所接受。^②这个分析框架区分了商业信托和民事信托,同时分析了诸如商业信托之所以胜于公司成为商业组织形式的此类基本问题,以及是否现有的信托法足以规范商业信托。^③这个分析框架显示商业信托和公司在美国会被视为满足不同投资者需求的组织形式。其实质性的区分表现在如何匹配资产和风险以满足剩余索取权者的期待。^④

然而,本文并不打算对商业信托进行真正意义上的比较分析,果如此,那非得需要从法律功能上予以展开。例如,会从确认美国商业信托中应用的所有类型着手,然后再将这些商业信托的特征与在其他法律体系中的同类交易所采用的相应的组织形式相比较。这种分析显然超出了本文的范围。

^① 笔者对商业信托能开展初步研究,要感谢 John Langbein 教授设立信托法的学术基金的有力支持以及对 Henry Hansmann 和 Ugo Mattei 教授对比较信托法的研究成果的借鉴。本文通篇都在引用他们的文章。我更有幸就最近的文章“揭开神秘面纱”一文得到他们宝贵的评论,本文就是在该文基础上的进一步研究。但是,这些学者却未曾回答商事信托与公司之间的本质区别何在这样一个问题。例如,汉斯曼和马太在其著作《信托法的功能》第 479 页中说:公司和信托形式之间的区别这一遗留问题无论怎样都是根本性的……虽然 Langbein 教授在“信托的秘密生命”一文认为,信托因为可以避免税因此更有吸引力,但是这个解释没有完全解释在税法改革后商业信托的持续活力。

^② 前注 6。

^③ 前注 6。

^④ 我是在经济学意义上使用剩余索取人、优先权和请求权人的。优先请求权人有权利要求在剩余索取人之前获得支付。剩余权利人的权利一般是与所有人联系在一起的,其行权的客体是优先权人获得足额偿付后的剩余价值。具体参见 Steven L. Schwarcz, *Rethinking a Corporation's Obligations to Creditors*, 17 CARDOZO L. REV. 647, 667 (1996)。

二、商业信托与公司的比较分析

信托是与财产相关的信义关系,产生于创设这种关系的明确意思表示。根据这个关系,拥有财产权利的人(受托人)有义务为了第三方受益人的利益处理这些财产。^⑳ 因此,这种关系就像公司一样,将所有权(剩余受益人)与管理(受托人)分开,并且给管理者设定了为受益人利益行为的义务。^㉑ 同样,就像公司那样,信托关系规定了有限责任:只要受托人不违约,信托受益人的权利只能指向信托财产而不能及于受托人的个人财产,^㉒同样受托人的自身债权人也不能要求受托人用信托财产来还债。^㉓

商事信托与公司有很多相同的特征。^㉔ 在无偿信托中,委托人将信托财产转让给信托后并没有获得任何补偿,^㉕而在商事信托中,委托人(通常是一个公司或金融机构)总是会因其向信托转让财产而获得

^⑳ 《信托法重述》(第三次)(Tentative Draft No. 1, 1996)(虽然,重述本身并没有特别提及商业信托)。

^㉑ 虽然有一种关于信托关系的解释说,受益人有衡平法上的权利,而受托人只有法律上的权利(历史上,衡平法和法律权利之间的区别可以追溯到英国法中普通法院和大法官的司法权力划分),RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 2 (Tentative Draft No. 1, 1996, 第3页的前言,),这个区分“尚没有成为普遍接受的概念”,Reporter's Notes on § 2,说到,例如 stating for “虽然日本的信托法条款总体上与信托法重述中所列的原则非常一致,但是在日本,信托法的概念还是建立并在义务基础上而不是在法律、衡平法财产权利的意义上进行讨论和认知”。还可参见 Shintaku Ho [Trust Law], Law No. 62 of 1922, art. 1。

^㉒ RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 204 (1959)(非违约情况下受托人的免责)。

^㉓ 根据《信托法重述》第(2)266条之规定,受托人的权利不能及于信托财产。此外,根据《信托的承认和执行的公约》(《海牙公约》——译者注)第266条2(a)之规定,一个信托的财产构成一个独立的基金,它不是受托人自身财产的一部分。

^㉔ 前注9,第472页,提到信托与公司明显具有相似性,“实际上,信托在十九世纪已经普遍被作为一种企业形式”。Langbein, *The Secret Life of the Trust*, supra note 4, at 188-189。

^㉕ Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, supra note 3, at 632。

对待给付。^⑳ 商业信托的委托人还会保留剩余索取权,该权利赋予委托人在商业交易一旦终了后可以获得剩余财产。^㉑ 而在无偿信托中,委托人并不一定会保留对剩余财产的索取权,商业信托在组织功能上便呈现出一定的适用上的优势。

上述这点从结构性金融这一典型的例子看得比较清楚:一个公司通过转让金融财产来创设一个信托,公司则获得信托受益凭证和对信托的剩余价值的期待利益。^㉒ 公司然后通过向资本市场投资者出售信托受益凭证来融资,^㉓ 而投资者购买受益凭证是希望信托资产能够产生充足的现金流以偿付他们的投资并加上受益凭证上规定的回报率。^㉔ 一旦受益凭证获得全部支付,剩余利益请求权使得公司(委托人)有权获得信托的剩余资产。^㉕

因此,这个当事人之间的交易安排,其间涉及所有当事人利益关系的博弈,达成交易所需边际成本之外的剩余利益公司断不会放弃。投资者作为信托的优先受益人得到投资本金和利息,^㉖ 公司作为剩余索取权人获得偿付。因为他把金融资产卖给了信托,在投资者获得全额偿付后,公司还获得这些资产的所有剩余利益。^㉗ 从经济学意义上看,这个交易安排特别类似于一个担保贷款:当贷款人一旦获得本金和利息,超额抵押物就被还给借款人。

^⑳ *Unraveling the Mystery*, *supra* note 8, at 562.

^㉑ *Id.*

^㉒ 信托凭证只是根据该书面证据上的规定持有者拥有的在信托财产中不可分割利益的书面证据。参见 Thomas S. Harman,《正在出现的共同基金的替代物:单位投资信托和其他固定收益多样化投资工具》,1987 DUKE L. J. 1045, 1053.

^㉓ 资本市场投资者是指在债券和股权等投资基金进行交易的场所内的投资者,包括私募股权和债权市场和有组织的市场和交易所。John Downes & Jordan Goodman, *Dictionary of Finance And Investment Terms* 59 (3d Ed. 1991) (资本市场的定义)。

^㉔ 虽然,在一些信托中,优先受益权凭证或债务工具直接向投资者发行(将所得的款项和剩余的信托凭证付给委托人用来购买金融资产),此间的区别不影响本文的观点。

^㉕ 这个剩余利益的数量可能会很大。为了确保获得偿付,资本市场的投资者通常要求转移进信托的财产远远超过偿付给投资者所需资产的最小值。Schwarcz, *Alchemy*, *supra* note 5, at 141. 在投资者获得偿付后,这些剩余索取权所对应的有价值的财产权委托人打算放弃。 *Id.*

^㉖ *Unraveling the Mystery*, *supra* note 8, at 563.

^㉗ *Id.*

为了建构一个完整的分析框架,我详细分析了商业信托的几种典型形式,^{③④}我发现,至少从表面上看,商业信托看来会成为分散风险以及常用来避税的消极实体。^③但是仅凭这些特征尚不足以创设一个分析框架,因为他们并非商业信托所独有的。例如,公司也可以通过限制其章程而成为一个消极主体,同时,公司也可通过发行不同类别的股份来分散风险。此外,大多数非公众的带有公司功能特征的交易主体,至少在美国现在也能够避免缴纳实体税了。^③

于是在我的分析框架中加入了分析反映商业实体的三个最根本特征:实体存在的目的(法律地位);该实体是如何治理的(治理机制)以及该实体对它周围的影响和周围环境对它的影响(外生性效果)。

(一) 法律地位

不是所有的商业信托都被当作独立的法律主体。^④确实,有些商业信托在特定的法律下被认可为独立法人,而在其他一些法律中却不是。^④相比较而言,公司几乎总被认为是一个独立的法律主体。^④当需要采用非法人实体来避税的地方,商人们总是青睐于信托形式。但是,如果信托没有独立的法律地位也会比较麻烦,因为受益人可能会关心公司一旦转移资产给信托以后,如果破产他们的利益如何保障。^④如果破产法不可信托的法律地位,转让给信托的资产将依然属于破产的公司。因此,在破产法引发的上述风险确定存在的情形下,商事信托或寻求在明确认可其主体地位的法域下创设,抑或就干脆采取公司的形式。^④

(二) 治理机制

从治理的角度来看,商业信托被看做有个消极管理人的静态组织

^③ See *id.* at 563 - 573 (考察信托作为特殊目的机构,或者称之为 SPVs, 在结构性金融交易中,信托被用作分散出借人风险的工具。

^④ *Id.*

^⑤ *Unraveling the Mystery, supra note 8, at 565.*

^⑥ 来自 Dr. Joanna Benjamin 的电子邮件,前注 15,邮件中说到,据她所知,在英国法中,信托从来没有被当作法人。

^⑦ 前注 3,第 574 页。

^⑧ 前注 3。

^⑨ 在美国之外的司法实践中,破产要适用破产法,我的上述分析适用于上述公司。

^⑩ 前注 3。

(信托的受托人)。^{④5} 这点迥异于商业公司,后者的管理层总是采取积极的和机会主义的方式以利用公司的商业组织形式,我相信这反映出公司和信托之间最根本的区别。

为了理解这个区别,我们发现,作为公司的剩余索取权表现形式的股票份额被出售给第三方的投资者(股东)。股东希望获得一定的投资回报以补充其自愿承担的投资风险。如果这个投资回报无法预期,他们将不会进行投资,果真这样,公司的股东融资体系就会崩溃。因此,本质的问题是公司参与商业风险来博取提高盈利的机会。相对来说,公司的优先级权益人(它的债权人)将会获得本金和利息(利息是合同约定的回报率),前提是公司有能力和偿付。但是,允许一个有支付能力的公司去从事商业风险投资以提高盈利水平对债权人没有任何利益,相反,风险投资的失败可能会带来破产的风险从而使债权人遭受损失。

公司股东(剩余索取权人)和债权人(优先受益人)他们的根本目标存在冲突。公司法通过允许管理层——只要不存在支付不能,公司的董事会就可以冒险以实现公司盈利最大化(因此股东回报也最大化)。^{④6} 从这个意义上讲,在公司正常支付的情形下,公司董事会只对股东负责而不对债权人负责。^{④7}

而信托法自无偿信托发展而来。在公司中,存在于公司中的优先受益人和剩余索取权人之间的冲突在无偿信托中不大可能会产生。因

^{④5} 前注3,第575页。

^{④6} 前注3,第576页。

^{④7} “虽然,通常我们说董事们对公司承担责任,法院往往在谈到公司董事责任的时候会扩大,说董事对公司及其股东负有责任。但是,法庭拒绝认可董事对债权人的受信人义务(也不包括对股东之外的其他利害关系人)。” Franklin A. Gevurtz, *Corporation Law* § 4.1.5, At 304-306 (2000) (Citations Omitted).

为在实践中，索取权人的期待总是趋于一致，即保存信托财产的价值。⁴⁸ 例如，没有索取权的信托因为只有优先受益人，自然不会产生冲突。当委托人就是唯一的索取权人时（例如，委托人为第三人利益设立一个生前权益信托时，剩余权利归于委托人），几乎不会产生冲突，因为通常委托人，不像公司的股东那样期望承受冒险行为来获得相应权益。⁴⁹ 即使剩余索取人是第三人的信托（例如，丈夫以财产为他的妻子为受益人设立的生前权益信托，剩余权利给孩子），也不会产生发生在公司股东和债权人之间的上述程度的冲突：孩子没有为其馈赠作任何付出，因此没有理由期待受托人仅为孩子回报的最大化就单独损害妻子的生前权益。虽然孩子可能会想让受托人为其财产保值，⁵⁰但是

⁴⁸ 例如，请参见 Iia Austin W. Scott & William F. Fratcher, *The Law of Trusts*, § 176, At 482 (4th Ed. 1987): “受托人为保护信托财产应尽注意和技能” *Accord, id.*, § 174, at 468 (“在进行投资时，受托人不仅有按照一个普通的谨慎投资者在处理自己财产时的注意和技能水平，而且他必须负有首先保护信托给他的财产的注意义务，这个义务要高于处理自身事务所要求的注意水平”); *id.* § 181, at 544-545 (即使受托人被授权去通过经营土地增加土地的生产能力，他也没有义务去租赁这个土地) *even where a trustee is “authorized to make...land productive by managing it, he is not under a duty to lease it”*); 信托法重述(第三次)(谨慎投资者规则) § 227, at 20 (“一般来说，在投资信托基金中，受托人的策略必须首先考虑信托财产的保值”); GEORGE T. BOGERT, *TRUSTS* § 106, 第 387 页 (1987 年第 6 版) (“受托人没有义务为了提高信托财产的真实价值进行投资。受托人不能用信托财产的本金进行投机性交易”); 大卫·海顿 Hayton 在《英国信义标准和信托法》，32 *VAND. J. TRANSNAT'L. L.* 555, 556 (1997) (讨论了在英国法中受托人避免投资的义务是与违法义务的危害相伴生的。) (quoting Lord Watson).

⁴⁹ 我并不是说此处没有冲突，二者的区别表现为冲突的程度不同。John H. Langbein 教授给作者的电子邮件(2002 年 8 月 10 日)中谈到，每一个有多重利益结构的信托，都内在具有利益冲突的因素；Edward C. Halbach, Jr. 美国信托法的重要趋势，32 *VAND. J. TRANSNAT'L. L.* 531, 550 (1999) (文中讨论了通过创造性的设计，可以避免赢利性要求和最佳整体回报目标之间冲突的技巧问题)。

⁵⁰ 同时，的确信托法要求受托人对剩余财产受益人(如剩余索取权人)有义务采取合理的注意来为信托财产保值，这个义务包括了保护信托财产的购买力。参见《信托法重述》(第三次)第 232 条的“谨慎投资者规则”。

信托目的不允许受托人损害信托财产安全原则去追求更多的收入。^{⑤①}相反,信托法规定了无差别待遇的责任:当有两个或两个以上的信托受益人时,委托人必须公正对待所有的受益人。^{⑤②}

实际上,商业信托也会避免优先级和次级受益人之间的冲突问题。虽然,委托人作为剩余索取权人的利益,理论上是和作为优先请求权人的受益人的利益是相背离的,因为每多支付给优先请求权一美元,相应地返给剩余索取权人的钱就少一美元。但是这一冲突实际上是不存在的,与公司股东不同,委托人一剩余索取权人一般并不希望为自己的利益回报冒很大的风险,相反,其商业目的仅仅是在信托财产中保留那份剩余利益而已。^{⑤③}只要没有作为第三方的剩余利益投资者,商事信托就不像公司那样受必须盈利的经济约束。^{⑤④}

因此,将资产按照何种风险进行配置以满足剩余权利人的期望是区分公司和信托的重要标志。虽然,信托的优先级和剩余权益人在理论上其利益并不一致,但是,只要资产保值就能达到这些请求权人的期待。因为保值通常是受托人的“题中之意”工作,受托人会秉承公正对

^{⑤①} *Id.* at 181-182. *Accord*, SCOTT & FRATCHER, THE LAW OF TRUSTS, *supra* note 50, § 227, at 18 (文中认为,虽然今天的信托法考虑到从发生实际或考虑通货膨胀因素后损失发生的复杂性,注意义务还是要求受托人谨慎管理相关风险。《信托法重述》(第三次)(谨慎投资者规则)规定,“注意义务反映在案例法和以前的信托法重述对投机和过分冒险行为的谴责之中。虽然拟议中的统一谨慎投资人法案用风险敏感度要求替代避免投机的指令,但是这个变化并不指望就此实质性改变风险/收益分配的范围”。具体参见 John H. Langbein:《统一谨慎投资人法案和信托投资的未来》, 81 IOWA L. REV. 641, 650 (1996)。

^{⑤②} 《信托法重述》(第三次) § 183, at 149 (对受益人无差别对待的责任)。为理解何谓“无差别待遇责任”,我们假设当下的信托有 50 万美元的资产,这是个为妻子利益设立的一个生前信托,现在有一投资商业交易的机会,该笔投资有 90% 使资产翻倍的机会,而也有 10% 资产全部损失的可能性。权衡此项事项的受托人应该考虑虽有 90% 的盈利机会从而会使孩子的剩余利益大幅度提高,但是同时有 10% 可能性招致妻子失去其全部的生前财产。尽管投资会获得很大的正收益,它也很可能构成过度风险。果如此,受托人的无差别对待的责任就阻止受托人进行此项投资。具体请参见海顿:《英国信义标准和信托法》,前注 48,第 556~564 页(讨论了英国法中的受托人责任)。

^{⑤③} *Unraveling the Mystery*, *supra* note 8, at 578.

^{⑤④} 如果信托的所有受益人都希望信托盈利,就像共同基金那样,理论上则连内在冲突都没有。受托人的义务的盈利责任反映出他“仅为受益人利益经营管理责任”。《信托法重述》(第二次), § 170(1) (忠诚义务)。

待的义务来运营财产。⁵⁵

而公司中的优先级和剩余请求权人其利益的分歧不可谓不严重:股东不仅仅追求公司价值的维持而是要求提高利润率,而债权人关注的则是为取得公司盈利所承受的风险是否足以导致公司破产。⁵⁶这种分歧使公司公正对待股东和债权人的义务很难兑现。⁵⁷作为这个义务的替代性制度安排,公司法要求在公司不存在破产的情况下,管理层对剩余索取权者即股东承担责任。这表明,当一个商业组织的剩余权利人不要管理将其利益置于优先权利人之上时,信托的组织功能优势正好有“用武之地”。⁵⁸

(三) 外生性效果

可从外生性效应这一视角来考察商业实体与周围环境之间的交互影响。在商业领域,最通常的外生性效应或许就是税收成本。一般来说,政府会对在税法上被视为一个独立商事主体的收入征税。因此,公司不能享受税收减免,必须按照实体税的要求缴税。⁵⁹

信托也会通过风险组合等方式来影响第三方当事人。但是,公司

⁵⁵ *Unraveling the Mystery*, supra note 8, at 578.

⁵⁶ 优先级和剩余权益请求权人之间期待利益的分化也解释了为何公司经理层通常比信托中的受托人更加的训练有素。

⁵⁷ 例如,请参见 *Schwarcz*:《反思公司对债权人的义务》, 17 *CARDOZO L. REV.* 647, 667 (1996), 第 672~677 页, 文中解释了破产公司的董事为何难以平衡其对债权人和股东利益的责任。

⁵⁸ 前注 9, 第 473 页, 文中讨论了信托法通过赋予受托人单一受信人地位这一方式以解决利益请求权人的利益冲突问题, 即受托人除了对受益人负责以外, 不受其他任何剩余索取权人的控制。前面的分析也可以解释为何在破产法中公司治理规则和信托法开始有趋同的迹象。参见 *Schwarcz*, 反思公司对债权人的义务, 17 *CARDOZO L. REV.* 647, 667 (1996), 第 667~668 页, 文中讨论了这种融合的趋势。当优先权价值面临着不获支付的风险时, 向商业机构主张的剩余索取权的价值接近于零。当机构破产时, 优先请求权事实上成了剩余索取权了。商业组织的管理层应对优先请求权人承担受信人义务。实际上, 破产公司的董事们对公司债权人(优先请求权人)和股东(剩余索取权人)都应承担受信人义务。有人甚至将公司受信人义务的变迁称为“信托基金定律”, 参见 *Laura Linn*: “公司破产时受信人义务的变迁: 公司董事们对债权人义务的适当性问题”, 46 *VAND. L. REV.* 1485, 1511-12 (1993), 文中提到“在公司破产时, 法庭认为公司董事们已经成为债权人的受托人, 公司财产作为信托财产由董事会为这些公司投资者的利益而持有”。

⁵⁹ 但是在美国, 由于近期税法改革的结果, 带有公司的功能性特点的非公众实体一般都能避免实体税法, 具体参见《揭开神秘面纱》前注 6, 第 565 页。

同样能够通过诸如发行不同种类的股票来组合风险,^⑥这种外生变量是中性的。同样,因为信托投资者(至少在美国)不用对信托自身的债务和其他义务承担责任,^⑦这与公司股东的有限责任相类似,这个外生变量也是中性的。

(四)分析框架及其应用

根据前面的分析提出分析框架如下:商业信托可能不会被认为是一个独立的法律存在,这一点可使信托能够避免实体税,而公司则要承担这些税收(虽然独立的法律地位在实现破产隔离目标时又很重要)。受托人只需为信托财产的受益人保留财产价值即可,这样管理所需的审慎程度和成本会很少。而与之相比,公司的管理者必须为剩余请求权人获取利润回报而积极管理资产。接下来,我将上述框架运用到在资产证券化交易中公司和信托这两种组织形式的应用上,分析为何以及在何种情况下信托形式会得到优先使用。

资产证券化交易看似既可采用信托,也可采用公司作为商业组织形式的适例。^⑧但从本框架的角度来看,我们发现信托和公司形式并不总是能够交互使用,具体是要视交易所基于的商业目的而定。

如上文所提及,首要的商业目标是减少甚至要避免实体税收,资产证券化交易同样如此。^⑨为此,在美国信托都采用特殊目的载体的形式。可以通过建立特殊目的载体来避税(至少直到最近的税法改革之前一直如此),^⑩而大多数公司实体则不能如此。

^⑥ See sentence prior to text accompanying note 41, *supra*.

^⑦ James M. Ginocchi & Kimberly A. Taylor, *How "Limited" is Pennsylvania's Limited Liability Company Act?*, 33 DUQ. L. REV. 613, 649 (1995).

^⑧ 在一个典型的资产证券化交易中,公司将产生现金流的支付请求权(如应收账款、贷款、租赁费)转让给一个SPV,而SPV反过来将这些权利转让给第二个SPV,后者再向资本市场的投资者发行证券。第二个SPV用发行募集的收入来支付第一个SPV相应出售金融资产的费用,第一个SPV则用这笔收入支付给公司。投资者购买这些证券,并从这些金融资产收取的利益中获得支付,但是所购买的证券价值是基于对金融资产本身的估值。Steven L. Schwarcz, 《判断证据的内在不合理性》, 52 STAN. L. REV. 1, 6 (1999)。

^⑨ SCHWARCZ, 《结构性金融:资产证券化原理和指南》,前注3, § 5:2.3, 第5-11页。

^⑩ See *supra* note 41.

一旦设立,SPV 使用筹自投资者的基金来从公司购买金融资产。但是,这个公司几乎总是保留对这些资产的剩余利益。⁶⁵ 这种利益保留使得如何解决“在公司走向破产时,谁真正拥有这些资产的所有权”这一问题复杂起来。⁶⁶ 在一些交易中,很多当事人准备接受这种模糊性。但是,在破产隔离(公司金融资产以“真实销售”的形式卖给了 SPV)对交易的成功变得必需时,⁶⁷当事人经常会寻求公司法来避免问题的模糊性。公司法通常提供了一个比信托法更发达的框架,因为在破产法中,公司是被认为有独立法律实体的商业存在。资产证券化通过采取双层交易的形式实现了破产隔离,在双层交易中的第一层金融资产出售给了一个公司制的 SPV。⁶⁸

当破产隔离不重要的时候,在资产证券化交易中,从治理准则的角度考量,信托要优于公司。这是因为信托 SPV 根据无差别待遇原则,不能在剩余权利人(委托人)和 SPV 的债权人之间偏惠于前者,而公司制 SPV 的董事则对作为剩余索取权的股东负有主要义务。债权人会关心,公司董事会可能会为了保护公司股东在公司中的“机会主义”的利益而将公司置入破产境地,会通过“拖延他们获得支付的权利或者对他们的权利造成折扣”⁶⁹而损害其利益。在美国,由于银行不适用联

⁶⁵ 参见 Schwarcz,《炼金术》,前注 3, Schwarcz,《证券化的法律和经济学》,NEW BUS. L. (JAPAN) issues 580 (Nov. 1, 1995, Part I at 35-38) and 581 (Nov. 15, 1995, Part II at 50-56).

⁶⁶ Unraveling the Mystery, supra note 8, at 581-582.

⁶⁷ 阅读时请将 Schwarcz:《炼金术》,前注 3,第 135 页(文中注意到投资者可能会为了盈利而让公司冒破产之风险)与 Schwarcz 所著的《国际证券化的共同语言》相比较,前注 9,第 291 页(文中认为,在司法过程中,当相应的法律确定被担保的债权人能够对抗抵押权利人时,真实销售可能并不是必需的)。

⁶⁸ 即使在一个结构性金融中,用信托来发行资产支持证券,作为中介的公司型 SPV 常常被运用来作为设立人第一次转让资产的载体(SPV 再将资产转让给信托),这个 SPV 就实现了破产隔离。其部分原则在于在商业信托实际运用中信托的法律地位尚不确定使然。纽约律师协会破产和公司重组委员会:《结构性金融技术》,50 BUS. LAW. 527, 571 n. 130 (1995)。同样可以参见 Schwarcz:《炼金术》,前注 3,第 142 页(文中讨论了双层结构问题)。

⁶⁹ Schwarcz, *Rethinking A Corporation's Obligations to Creditors*, supra note 24, at 684.

邦破产法,^⑩涉及银行的证券化业务往往采取信托的形式。^⑪

三、结论

通过上述对于商业信托的考察揭示了信托和公司他们各自固有的引人入胜的特点(这些与特定的法律体系无关)。因商业信托不被当作一个独立的法律实体,从而可以避税。当有避税要求但不无破产隔离必要的情形下,商业信托可以替代公司。

除此以外,信托形式的主要吸引力还在于其表现出来的治理特征。信托的运营通常要遵守非歧视义务,这会限制作为信托的管理者—受托人为了剩余权利人获利采取的冒险行为(以可能损害优先受益人为代价)。而与之相比,公司的董事会通常首先对剩余权利人(股东)承担受信人义务,董事会因而会积极采取有可能获益的冒险行为,即使这可能会造成债权人损失。因而,信托会更适合于(是否更有效率则有争议)剩余索取权人并不期待很高回报的商业实体,而公司则更适合于剩余索取权人期待高回报率率的商业组织。

因为上述原因,采取信托还是公司的商业实体形式的效率可能决定于商业资产的性质。如果像证券化中使用的 SPV 那样,如果该业务大部分是金融资产,其价值又可提前精确预测,价值也不会大幅度提高,优先级和剩余索取权人将会更集中于保护他们的利益。信托形式会便于于这种资本结构,因为“无差别待遇”的责任会有效和低成本保护所有投资者的利益;而如果,商业组织大多数的资产是非金融性质的,因此资产价值也很难事先精确计算,潜在的优先级投资者则会要求一个高抵押率来避免损失,并有机会可能带来很多的剩余价值。^⑫ 那

^⑩ 11 U. S. C. § 109.

^⑪ 在破产隔离并不重要和不直接的双层结构交易中有时也直接采用集合信托的形式,既需要破产隔离来分散风险,又通过发行不同回报和风险的证券,因而可以实现筹资最大化。

^⑫ 超额抵押是指用来支付给投资者的资产总量超过支付实际所需的确切的资产数量。Schwarcz 所著《炼金术》,前注 3,第 144 页。

些希望承受高风险获得高回报的投资者就可能希望投资这些剩余权益。公司形式更适合于这种资本结构,因为优先级投资者已经通过合同保护了其自身利益,而剩余索取权人则会希望董事会尽力使剩余价值最大化。^③

我知道,上述这些观察源自美国的商业信托的经验。对在法律、经济和文化系统上不同的外国法域并不必然如此。然而,提出美国的上述经验,对揭示之所以采用商业信托作为商业组织形式其背后商业实践的本质还是有用的,而这反过来可能会为有兴趣将商业信托运用于其自己的法律体系的外国律师和比较法学者提供一个进一步分析的起点。

^③ 在这种情况下,人们可能会想,如果市场力量要求信托将剩余利益出售给第三方又将如何。(如我在很有限的情况下,如在 CDO 交易中的剩余请求权信托证书就是被卖给第三方)。信托中的剩余利益请求人,就像公司股东一样他们可能需要一定的投资回报来补偿他们自愿将资金投入而产生的风险,从而便产生了一种与优先投资者的利益冲突问题。这反过来可能会促使信托法发生变革,或许降低受托人违反信托而承担违约责任的注意程度,即允许受托人自我判断而不受公司法上的商业判断原则的约束,或者直接创设类似于董事对股东那样的受托人对剩余利益第三方的责任。在 *Terrydale Liquidating Trust v. Barness*, 611 F. Supp. 1006 (S. D. N. Y. 1984) 一案中,法庭重点讨论的是,房地产信托投资的受托人是否违约的判断标准到底是公司商业判断原则还是更严格的信托法标准。法庭的结论是“判断房地产信托受托人的信义责任一般来说都适用公司的信义标准”。法庭的理由在于“房地产信托的受托人在功能上更类似于公司董事而不是普通的受托人”。(Citing 16A *Fletcher Cyclopedia of the Law of Private Corporations* § 8249, At 619 (R. Eickoff Rev. Ed. 1979)).