

论 ESG 投资与信义义务的冲突和协调

刘杰勇*

内容提要：新古典主义经济学与人性的碰撞更新了将利益最大化奉为主臬的传统投资理论。环境、社会和治理（ESG）投资最早可追溯至 19 世纪宗教团体的伦理投资理念，历经社会责任投资、企业社会责任与影响力投资等阶段衍化，逐渐成为备受青睐的投资理念。信义义务要求受托人、基金经理、投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商等受托主体仅为受益人利益管理信托财产，而非基于环境保护、社会责任与公司治理等非财务因素的考量。然而，信义义务本质上具有合同性质，受托主体可经由授权、核准与免责条款等途径参与 ESG 投资，而无需承担信托责任。换言之，受托主体原则上不得参与 ESG 投资，除非作为其义务来源的信托条款或合同文本明确允许。

关键词：ESG 投资 信义义务 冲突 协调

一、问题的提出

ESG 投资是一种在投资组合选择和管理中考虑环境保护（environmental）、社会责任（social）、公司治理（governance）等因素的可持续责任投资理念。ESG 投资最早可追溯至 19 世纪宗教团体的伦理投资理念，历经社会责任投资理念（socially responsible investing, SRI）、企业社会责任（corporate social responsibility, CSR）与影响力投资（impact investing, II）的发展与演变，逐渐成为国际机构投资者的主流投资策略。全球可持续投资联盟（Global Sustainable Investment Alliance）的最新报告显示：在美国，2020 年 ESG 投资基金的资产规模占全美专业资管机构管理资产总额的 33.2%；在欧洲，2020 年使用 ESG 投资理念的投资规模达到专业资管

* 刘杰勇，北京大学法学院博士研究生。

本文为 2020 年国家社科基金后期资助项目“大陆法系框架下信义义务的法理研究”（20FFB055）的阶段性成果。

机构管理资产总额的 41.6%；加拿大 2020 年可持续投资资产总额在专业机构所控资金中的占比高达 61.8%。^{〔1〕} 在中国市场，可统计绿色信贷余额 1478 万亿元人民币，泛 ESG 公募基金规模 5492.42 亿元人民币，绿色债券发行总量 16500 亿元人民币，可持续理财产品规模约 1368 亿元人民币，ESG 私募股权基金规模约为 2000 亿元人民币。^{〔2〕} 截至 2022 年 4 月，全球责任投资原则签署机构已达 3826 家，所管理资金超 121.3 万亿美元。^{〔3〕} 可见，未来在金融投资领域对 ESG 投资的考量将占据更大的权重。

然而，为规避和削减信托财产所有权和控制权分离所导致的代理成本，受托人、基金经理、投资顾问等受托主体需遵守信义义务，在资产管理过程中需以维护受益人利益为唯一行事目的（the sole interest of the beneficiaries），构建多元化投资组合，风险与回报应适当且合理，满足信托目的要求。违反信义义务的受托主体将通过损失赔偿等方式弥补委托人所受到的利益损失。近年来，受托主体面临越来越大的压力，不得不将环境、社会和治理（ESG）等因素放入其投资决策中综合考量，例如，从烟草公司、石油公司等暴利行业中撤资。联合国专门组织小组负责投资原则审查（the principles for responsible investment, PRI），与国际上不断发展壮大的具有影响力的学者和实践者共同致力于将 ESG 因素作为受托主体信义义务的组成部分应用。然而，此举遭到许多学者反对，原因在于，这样做使得受托主体将对第三方附带利益纳入投资考量，违反信义义务中忠诚义务的唯一利益规则要求。但不可否认的是，研究表明，ESG 投资表现较好的受托主体往往更稳定，绩效更好，当面临激烈竞争时，更容易得到市场青睐。^{〔4〕} ESG 投资与信义义务似乎成为不可调和的矛盾，如何协调二者之间的冲突，平衡信赖关系与社会责任，以使得受托主体进行 ESG 投资时符合信义义务要求，具有重要的研究价值。回顾当前国内关于 ESG 的相关文献，大都集中于 ESG 的概念内涵、财务表现、影响机理、信息披露等方面，对于 ESG 投资与信义义务之间关系仍付之阙如。^{〔5〕} 故而，本文拟在厘清 ESG 投资的历史演变过程的基础上，讨论 ESG 投资与信义义务的冲突问题，探寻 ESG 投资与信义义务的协调可能性。

二、ESG 投资的起源与发展

纵观全球投资历史趋势，投资行为所考量因素从单维度（经济利益）逐渐向多维度（环境保护、社会责任、公司治理等）发展，投资理念日渐多元化。经济效益虽仍是影响投资行为的首要

〔1〕 See Global Sustainable Investment Alliance (GSIA): Global Sustainable Investment Review 2020, p. 10, available at <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>, last visited on Jul. 23, 2022.

〔2〕 参见中国责任投资论坛：《2021 年中国责任投资报告》，第 2 页，载 <https://chinasif.org/products/csir2021>，最后访问时间：2022 年 7 月 23 日。

〔3〕 参见《中国责任投资论坛责任投资概览》，载 <https://www.chinasif.org>，最后访问时间：2022 年 6 月 26 日。

〔4〕 See Andy Green, Making Capital Markets Work for Workers, Investors, and the Public: ESG Disclosure and Corporate Long-Termism, 69 *Case Western Reserve Law Review* 909 (2019).

〔5〕 典型文献如：王波、杨茂佳：《ESG 表现对企业价值的影响机制研究——来自我国 A 股上市公司的经验证据》，载《软科学》2022 年第 6 期；邓建平、白宇昕：《域外 ESG 信息披露制度的回顾及启示》，载《财会月刊》2022 年第 12 期；耿建新、李志坚、吕晓敏：《关于上市公司加强资源利用信息披露的建议——基于中国资本市场 ESG 信息披露现状的探讨》，载《财会通讯》2022 年第 10 期。

因素,但非财务因素的影响力正慢慢占据越来越大的权重。ESG投资作为近年来备受欢迎的主流投资理念,其起源与发展同样备受关注。为此,下文拟系统介绍ESG投资理念的形成历史,并重点梳理促进ESG投资发展的主要政治、社会和文化事件。

(一) 变革:新古典经济学与人性的碰撞

历史上经济学家和投资者都认为投资行为仅受到两个因素的影响:投资风险与财务回报。该投资理念源自新古典经济学学派“经济人”(Homo Oeconomicus)概念,其主张“经济人”具有以下三种特征:(1)个人目的具有理性偏好;(2)个人最大化效用,企业最大化利润;(3)个人根据完整的相关信息独立行动。^{〔6〕}理解“经济人”是开启新古典经济学的关键,该术语专指理性、自利、永不满足和功利的经济个体。自亚当·斯密于1776年发表《国富论》以来,对人类普遍存在自利行为的看法没有改变。米兰·扎菲罗夫斯基(Milan Zafirovski)教授进一步将“经济人”描述为:没有复杂的相互依存关系、追求纯粹的自我利益、有远见的理性和准确的成本收益计算、市场均衡和帕累托最优、参数化的个人偏好、价值观、技术、社会制度和文化、利润的持续最大化、自由和完全竞争、自由放任的政府、充分的知识和完整的信息。^{〔7〕}换言之,理性选择理论是基于这样一种观点,即在同等情况下,每个人都会做出相同的决定以最大化自己的利益。然而,对于许多主张将心理学纳入经济分析中的学者来说,这种经济人模型并不令人满意。19世纪早期到中期,行为经济学理论开始崭露头角,用以调和和经济人的理性算计与经验行为之间的矛盾。行为经济学试图通过实验检验理性选择与具有不可预测性的人类决策心理之间的关系,将人类行为的心理分析还原到经济思想与实践。通过这一系列实验,行为经济学的倡导者证明人性在经济领域的影响,并进一步质疑个人仅基于自身利益最大化做出理性决策的假设,或者个人自利行为已固化的假设。换句话说,行为经济学的实验和测试至少证明两件事情:(1)自利行为并不总是理性;(2)自我价值实现涵盖比个体利益获取更广泛的领域。无论是哪种情况,19世纪中期的经济学领域学者都不约而同地在著述中讨论人性,承认其对市场运作的重要影响。

(二) 开端:宗教与企业的发展(1800—1950年代)

其实在上述经济理论之外,一个更原始的投资框架早已建立。几千年来,宗教信仰者一直基于特定标准进行投资。从早期圣经时代开始直到现在,摩西律法中提供的犹太教徒指令明确规定进行符合道德标准的投资方法。在基督教时代,卫理公会教徒、贵格会教徒和其他各种以宗教信仰为基础的投资者有意识地避免投资他们称之为“罪恶股”的股票,其中包括一系列行业,比如酒精、赌博、烟草和与战争相关的材料行业,^{〔8〕}而这也与犹太教投资理念相似。儒家思想所倡导“重义轻利”的金钱观则是我国商贾群体形成道德性投资理念的文化根源。根据新古典主义经济学的观点,这些投资策略并非仅仅是为了实现经济利润或效用的最大化,而是遵循一套超越

〔6〕 See Ada Marinescu, Axiomatisation of the Neoclassical Economic Model. Logical Assessment of the Assumptions of Neoclassical Economic Model, 23 *Theoretical & Applied Economics* 47 (2016).

〔7〕 See Milan Zafirovski, The Rational Choice Generalization of Neoclassical Economics Reconsidered: Any Theoretical Legitimation for Economic Imperialism, 18 *Sociological Theory* 448 (2000).

〔8〕 See Mark Brimble & Ciorstan Smark, Financial Planning and Financial Instruments: 2013 in Review, 2014 in Prospect, *Australasian Accounting*, 7 *Business and Finance Journal* 1, 2 (2013).

个人经济利益的价值理念。该框架为探索和评估环境、社会和公司治理等因素对投资的影响力提供了经验基础。

1. 基督教投资观

约翰·卫斯理 (John Wesley) 在 1872 年的布道《金钱的使用》中阐释现在所知的社会责任投资的基本定义，即只在不妨碍或损害其他人机会的情况下使用资金。他认为，我们应该在不伤害邻居的情况下获得我们所能得到的一切；我们不能通过赌博吞噬他人土地和房屋，无论是出于生理上的原因，还是法律上的原因；所有的典当经纪业务都被排除在外。^{〔9〕}这篇讲道逐渐成为卫理公会进行社会责任投资的指导性文件。18 世纪的贵格会教徒根据这些原则采取行动，抵制运用针对特定问题筛选策略 (issue-specific screening strategy) 投资奴隶贸易行业。这与当时的社会共识背道而驰，当时的社会共识坚持认为奴隶制是美国南部文化和经济的必要组成部分。

2. 儒家投资观

儒家作为“三教”之一（儒、释、道），由孔子创立，始于古代春秋战国时期，是最具影响力的中国传统文化之一。就投资理念和金钱观而言，佛教、道教鼓励人们逃避现实，远离社会人群，为宗教自身发展和教徒切身利益而关心金钱收支问题。^{〔10〕}儒家则主张“利济天下”“利在惠民”。古代走上仕途的儒家官吏大都有这样的胸襟和情怀，正如白居易所言，“圣人非不好利，利在于利万人；非不好富也，富在富天下”^{〔11〕}，主张为官一任，造福一方。儒家还主张重义轻利。孔曰成仁，孟曰取义，认为“钱财如粪土，仁义值千金”。儒家文化的投资理念在于关心国计民生，强调“取之有道、用之有道，用之有度”的金钱观，即使在市场经济背景下，也不能一味追求利益。当义与利冲突时，主张以义制利，先义后利。“义以为上”“义然后取”。儒家不认可谋不义之财，鄙视唯利是图之人，甚至将“保利弃义”之人视为“至贼”“小人”。^{〔12〕}此处的“义”与“利”可以理解为市场经济中的非财务因素与财务因素，儒家文化在投资领域的表达为：非财务因素比财务因素重要得多。

3. 伊斯兰投资观

对《古兰经》的解读同样影响投资理念，并发展成为现在所称的伊斯兰投资。这种投资方式避免投资涉及赌博、酒精、烟草、猪肉相关产品、传统金融、国防、武器装备、赌场、音乐、酒店、电影和成人娱乐等行业。更准确地说，被投资公司需满足以下标准：（1）所投资公司的业务应为伊斯兰法律允许；（2）计息债务应低于总资产的 40%；（3）不符合伊斯兰教法的投资应低于总资产的 33%；（4）不符合伊斯兰教法的收入应低于被投资公司总收入的 5%；（5）非流动资产大于总资产的 20%，且每股市场价格应高于每股净流动资产。^{〔13〕}这些由伊斯兰教投资策略制定的基本投资筛选流程在整个 19 世纪和 20 世纪初持续更新和完善。

〔9〕 See John Wesley's Sermon 50 - On the Use of Money, available at <https://www.unitedchurchofsoro.org/john-wesleys-sermon-50-on-the-use-of-money/>, last visited on Jun. 26, 2022.

〔10〕 参见张树青：《儒、释、道的金钱观比较研究》，载《聊城大学学报（社会科学版）》2008 年第 1 期。

〔11〕 《策林二·不夺人利》。

〔12〕 参见《论语·里仁》。

〔13〕 See Sebastian Lobe, Felix Röble & Christian Walkshäusl, The Price of Faith: Performance, Bull and Bear Markets, and Screening Effects of Islamic Investing around the Globe, 21 *The Journal of Investing* 153, 154 (2012).

4. 企业社会责任的觉醒

随着这些宗教团体不断发展针对特定问题的投资屏障。企业社会责任概念及其作用开始在公共领域引发关注。许多投资者开始意识到,公司积极影响社会变革可能与投资组合构建、资产配置有关。^[14] 20世纪初,人们越来越关注商业道德和企业社会责任对财务绩效的影响。阿尔比恩·斯莫尔(Albion W. Small)教授于1895年发表研究报告《私营企业是一种公共信托》,主张经济学、心理学和社会学之间具有不可分割的关系。斯莫尔教授的著名论述:“在所有正式合同、法规或制度的背后,是一条不成文的文明法,即每个公民都应该是公共服务者。社会成长、停滞、衰败的循环总是不断说明对法律的遵守、忽视与违反。我们的政治、商业、公民、教育和教会秩序背后的假设是,确保每个社会成员都能提供最合适的劳动成果,以换取整个社会的服务。”^[15] 在这项开创性的研究中,斯莫尔教授断言,成为社会公仆是所有私营企业的基本责任。这一声明改变了人们对公共企业的期望。阿道夫·柏利(Adolf Berle)和嘉迪纳·敏斯(Gardiner Means)在《现代公司和私有财产》中支持了斯莫尔教授的观点,宣称公司不仅仅是简单的合法组织,而是“合作系统”,与封建制度具有类似程度的重要性,应被视为主要的社会机构。^[16] 该书清楚地描述了上市公司如何在涉及“直接公共利益”的经营活动中建立其最早的经济基础,例如修建收费公路、桥梁和运河、银行和保险公司的运营以及创建消防队。他们认为,以公众利益为主要关注点的公司,无论是在慈善事业还是在日常商业经营中都更富有社会责任感。受影响的约翰·戴维森·洛克菲勒(J. D. Rockefeller)在1913年捐赠1亿8300万美元用以创办洛克菲勒基金会。福特汽车公司的创始人亨利·福特(Henry Ford)也开始意识到自己的角色不应局限于赚取利润,“一个只会赚钱的企业是一种糟糕的企业”。经济大萧条和第二次世界大战时期,在公司经营策略中考虑财务之外因素的理念继续在商业公司中蔓延。社会责任的重担也很自然地从小公司开始转移到股东身上。因此,有许多人试图通过法律程序正式让这些巨头公司对社会负责,再加上贵格会和卫理公会投资筛选流程中引入非财务因素,社会责任投资理念逐渐纳入主流投资组合理论。^[17]

(三) 发展: SRI 投资历史的里程碑示例 (1950—1990 年代)

20世纪50年代至90年代的激烈文化冲突增强了国家对个人社会责任的重视。社会责任投资(SRI)的发展建立在经济理论、宗教倡导和商业道德的基础之上。20世纪50年代至80年代的一系列重大历史事件为SRI投资繁荣发展创造有利的条件和环境。苏斯(Schueth)在其文章《美国的社会责任投资》中描述的20世纪60年代充满激情的政治气候,无疑提升了个人对社会责任的敏感性。^[18] 20世纪50年代和60年代的动荡时期,抗议和社会变革倡议重新引起人们对社会责任投资的兴趣。^[19] 第一次世界大战、美苏冷战和民权运动等事件进一步强化投

[14] See Luc Renneboog, Jenke Ter Horst & Chendi Zhang, Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior, 32 *Journal of Banking & Finance* 1723, 1725 (2008).

[15] Albion W. Small, Private Business is A Public Trust, 1 *American Journal of Sociology* 276, 285 (1895).

[16] See Adolf Berle & Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, 1932, p. 548.

[17] See Ronald Paul Hill, Thomas Ainscough, Todd Shank & Daryl Manullang, Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective, 70 *Journal of Business Ethics* 165, 167 (2007).

[18] See Steve Schueth, Socially Responsible Investing in the United States, 43 *Journal of Business Ethics* 189 (2003).

[19] 参见前引[17], Ronald Paul Hill、Thomas Ainscough、Todd Shank、Daryl Manullang文,第166页。

投资者承担社会责任意识。^{〔20〕} 在第一次世界大战后的几十年里，关于社会责任投资的话题从关注社会责任投资机会转变为倡导将非财务信息因素纳入投资策略。^{〔21〕} 投资者开始重新审视所应负担社会责任，将其从边缘关注点提升为主要关注点，并将 SRI 从小众市场战略转变为公共投资理念。^{〔22〕} 下文将列举 SRI 投资的若干区域性示例，以展现 SRI 投资日益扩张的影响力。

1962 年，马来西亚在东南亚成立了朝圣者基金（Lembaga Tabung Haji）。作为第一个伊斯兰投资基金，该基金有双重用途：提供投资机会和服务，帮助穆斯林节省资金，并为马来西亚穆斯林社区管理朝圣活动。朝圣者基金将资金用于广泛的投资组合，所有投资组合均需符合伊斯兰教法规定。^{〔23〕} 瑞典负责任投资基金（Swedon Aktie Ansvar Myrberg）成立于 1965 年的福里基科娱乐运动（the Frikyrko and Recreation Movement），旨在倡导避免投资与武器、烟草、色情制品或酒精有关的公司。美国和平世界基金（The Pax World Fund）系第一个现代社会责任投资基金，由路德·泰森（Luther Tyson）和杰克·科比特（Jack Corbett）于 1971 年 8 月创立，创始资金达 101000 美元，明确投资范围排除军事行业公司。路德和杰克创建该共同基金，将非财务因素纳入投资决策中，使投资者能够将其投资与个人信念保持一致。该基金的设立折射出 20 世纪 60 年代和 70 年代受到越南战争、冷战和当时政治气氛推动的新投资哲学，是美国第一家在投资组合构建中运用非金融筛选策略的共同基金。

值得注意的是，利昂·沙利文（Leon Sullivan）牧师于 1971 年提出著名的“沙利文原则”，具体内容包括：（1）在所有饮食和工作设施中不分种族；（2）所有员工平等和公平就业；（3）在同一时间段内从事相同或类似工作的所有员工同工同酬；（4）启动和发展培训计划，为大量黑人和其他非白人提供监督、行政、文书和技术工作；（5）增加黑人和其他非白人担任管理和监督职务的人数；（6）改善员工在工作环境之外的生活质量，如住房、交通、学校教育、娱乐和卫生设施。^{〔24〕} “沙利文原则”旨在指导南非的商业投资实践，协助制定全球范围内的 SRI 投资排除和筛选规则。这些规则逐渐成为反对种族隔离的宣言，并开始成为 SRI 投资的模糊定义。彼时，SRI 投资受到严重的概念限制，导致许多商人和投资者对这些做法不屑一顾，正如朗本（Langbein）和波斯纳（Posner）在文章《社会投资和信托法》中所说的那样：由于社会原则没有得到明确定义，因此很难规定投资者基于 SRI 投资需进行的投资组合调整，以及需遵循的投资规则。这种不确定性势必导致投资组合的多元化程度不高，与“非社会”投资策略可能产生的收益相比，风险高且回报率低。^{〔25〕} “沙利文原则”的出现开始打破僵局，为投资者提供更多关于 SRI

〔20〕 See Katie Gilbert, The Managers: Money from Trees Asset Managers Are Finding An Unlikely New Source of Alpha: Responsible Investing, 44 *Institutional Investor* 442, 444 (2010).

〔21〕 See Thomas C. Berry & Joan C. Junkus, Socially Responsible Investing: An Investor Perspective, 112 *Journal of Business Ethics* 707, 708 (2013).

〔22〕 See Christophe Revelli, Re-embedding Financial Stakes within Ethical and Social Values in Socially Responsible Investing (SRI), 38 *Research in International Business and Finance* 1, 3 (2016).

〔23〕 See Rushdi Siddiqui, Shari'ah Compliance, Performance, and Conversion: The Case of the Dow Jones Islamic Market Index, 7 *Chicago Journal of International Law* 495, 498 (2006).

〔24〕 See James B. Stewart, Amandla! The Sullivan Principles and the Battle to End Apartheid in South Africa, 1975 - 1987, 96 *Journal of African American History* 62, 70 (2011).

〔25〕 See John H. Langbein & Richard A. Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 *Michigan Law Review* 72, 73 (1980).

投资的深度调查和定性衡量方法。1978年,《华尔街日报》刊发报道,详细介绍了码头工人和仓库工会决定避免将他们的储蓄基金投资于南非股票,以抗议种族隔离。^[26] 1979年10月,美国汽车工人联合会(United Auto Workers)要求他们与克莱斯勒公司(Chrysler Corporation)签订的劳动合同规定,新养老金的最高10%将投资于符合社会需要的项目,如学校、养老院和其他类似的公益项目。^[27]

随着投资者对社会和环境问题的日益关注,关于道德和负责任投资的潜在战略研究开始流行。波士顿的一位零售股票经纪人艾米·多米尼(Amy Domini)注意到市场中负责任投资趋势,并于1984年出版《道德投资》,倡议在投资组合中纳入SRI投资理念,受到投资者广泛关注。艾米·多米尼认为传统投资策略所使用的指标可以进行调整,以更准确地衡量可持续投资策略的有效性。为回应人们对SRI投资日益增长的兴趣,艾米·多米尼、彼得·金得(Peter Kinder)和斯蒂夫·雷登伯格(Steven Lydenberg)于1990年推出“多米尼400社会指数”,该指数跟踪400家积极参与社会和环境投资的大型公司,用以与“道琼斯工业平均指数或标准普尔500指数”(the Dow Jones Industrial Average or the Standard & Poor's 500)相对应,旨在确定投资于社会、环境与治理领域,以及其他纳入投资组合的非财务因素的经济效益,试图证明SRI投资可以提供与传统投资策略同等的优越回报。^[28] 1986年切尔诺贝利灾难、1989年埃克森美孚石油泄漏等事件使得用负责任投资因素补充传统投资战略变得更具吸引力,特别是对于那些具有宗教信仰或社会责任意识的投资者,他们与之前的犹太人、卫理公会教徒、贵格会教徒、伊斯兰教徒和其他宗教投资者一样,试图避免投资与其价值观背道而驰的某些行业或公司。1984年,前英国友诚人寿保险公司(Life Office Friends Provident Insurance Company)启动友诚管理基金,该基金遵循三项投资原则:(1)支持对社会有积极影响的公司;(2)避开对社会有负面影响的公司;(3)鼓励公司行为更具有社会责任感。这三项投资原则意义非凡,因为其见证了负责任因素纳入投资策略的发展过程。

(四) 成熟:20世纪90年代至今

多米尼400社会指数的创建,预示着社会责任投资时代的到来。1992年,迈克尔·詹奇(Michael Jantzi)成立简芝研究中心(Jantzi Research Associate, Inc.),将企业社会责任(CSR)细化为七项指标进行评判,包括社区问题、多样化的工作场所、员工关系、环境绩效、国际化、产品和商业实践等。2004年,联合国发布责任投资领域迄今为止最为重要的报告《2004年环境计划融资倡议报告》(the 2004 Environmental Programme Finance Initiative Report),首次将“环境保护、社会责任和公司治理”用于描述社会责任投资。这三个短语后来缩写为ESG投资。2006年,联合国进一步制定负责任投资规则(PRI),旨在为公司制定投资策略时提供参考标准,具体内容包括:(1)将ESG问题纳入投资分析和决策过程;(2)将ESG问题纳入投资政策和实践中;(3)将寻求投资实体适当披露ESG问题;(4)推动投资行业对负责任投资原则的接受和贯彻;

[26] See Peter Waring & John Lewer, The Impact of Socially Responsible Investment on Human Resource Management: A Conceptual Framework, 52 *Journal of Business Ethics* 99, 100 (2004).

[27] 参见前引[25], John H. Langbein、Richard A. Posner文,第72页。

[28] See Emiel Van Duuren, Auke Plantinga & Bert Scholtens, ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented, 138 *Journal of Business Ethics* 525, 531 (2016).

(5) 将共同努力提高执行负责任原则的有效性；(6) 将定期报告各自在实施负责任投资原则方面的活动和进展。目前，全球有超过 1600 个投资机构或经营实体签署 PRI。^{〔29〕}

2007 年，德意志资产管理公司（Deutsche Asset Management）建立第一个专注于气候变化主题的共同基金。构建主题投资组合迅速发展成为一种被称为“影响力投资”（impact investing）的常见投资策略。绿色投资（green investing）则成为一种常见的影响力投资模型，主要以降低环境风险为目标构建投资组合。亚洲国家和地区在 SRI 投资方面也有一定的发展，如 1999 年日本推出第一只社会责任基金——Nikko 生态基金；2000 年我国香港地区汇富环球基金管理公司率先推出了社会责任基金，我国在 2008 年也有了第一支社会责任基金——兴业社会责任基金。^{〔30〕}2015 年联合国气候变化大会（the United Nations Climate Change Conference）上，多个国家公开承诺将关注绿色投资以减少温室气体排放。自 1990 年代以来，许多研究试图通过衡量回报、波动性、整体投资组合绩效和其他投资指标来量化 ESG 投资策略的价值。联合国和美国劳工部以及许多独立的国家监管机构鼓励投资者将 ESG 投资策略纳入投资组合。美国劳工部在 2015 年发布退休计划中的经济目标投资指南（Economically Targeted Investment, ETI），该指南指出，环境、社会和治理因素可能与投资的经济和财务价值有直接关系。除财务收益外，投资者还可因创造社会福利而选择投资。2020 年 9 月，中国做出二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现“碳中和”的宏伟目标之后，“双碳目标”成为中国经济发展和金融工作开展的重要纲领。中国资本市场的责任投资开始加速发展，新的责任投资产品数量呈现指数级增长，ESG 也开始为市场所熟知，并得到主流投资机构认可。

几个世纪以来，ESG 投资的发展裹挟于财务因素与非财务因素孰轻孰重的论争中。投资者越来越相信其投资决策可以影响社会，并开始发展出这样的信念，即负责任投资因素可以成为公司长期财务业绩的正向指标。这种商业意识和投资情绪的结合使得 ESG 整合基金、ESG 筛选基金和 ESG 主题基金等 ESG 相关基金持续推出。这些基金在过去几年越来越受欢迎，并且已证明在长期时间范围内表现优异。正如《全球可持续投资评论》（the Global Sustainable Investment Review 2016）的数据所显示的那样，所有地区的投资机构的 ESG 投资权重都在增长。随着这种增长，投资者和学者有机会通过股票价格来调查 ESG 因素纳入程度在投资策略中的影响。因为这仍然是一个需要衡量和研究的相对较新的领域，所以在未来几年调查全球公司投资 ESG 产生更高财务绩效的可能性将会是重要课题。

三、ESG 投资与信义义务的冲突

支持 ESG 投资的受托主体（如受托人、基金经理、投资顾问和经纪交易商等）之所以在某些情况下违法，是因为其同时须遵循信义义务。我国《信托法》第 25 条规定信义义务的基本内容，即受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务，必须恪尽职守，履

〔29〕 See Darlene Himick, Relative Performance Evaluation and Pension Investment Management: A Challenge for ESG Investing, 22 *Critical Perspectives on Accounting* 158, 159 (2011).

〔30〕 参见周康：《中国社会责任投资的发展现状及策略》，载《当代经济》2010 年第 11 期。

行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。也就是说,信义义务要求受托主体为信托目的或受益人利益管理处分信托财产,而非基于环境保护、社会责任与公司治理等因素的考量。本部分内容将详细描述信义义务产生所依赖的合同理论,并解释信义义务对参与 ESG 投资受托主体的要求,以及由此产生的冲突。

(一) 信义义务的合同性质

关于信义义务是否具有合同性质的争议,是近年来各国学者和法官们普遍关注的话题。如果信义义务是合同性的,那么信托当事人可以在合同文本中约定禁止部分信义义务适用的条款,这也意味着,受托人即便从事 ESG 投资也可能不与信义义务要求相互扞格。

1. 信义义务的起源与性质

“fiduciary”(受托)一词来源于“fiducia”,拉丁语中的“信任”,^[31]自17世纪以来“Fiduciary”一直被用来代指在事先约定范围内为他人利益行事的人。最初,信托用于规避封建制度下的土地转让限制规定。这些规定阻止土地所有人在生前自愿转让土地,并强制执行长子继承制和征收高昂税负。也就是说,有且仅在土地所有人死亡时方能触发土地转让机制,由长子继承土地所有权。运用信托制度,土地所有人(委托人)可以在有生之年将其所有的不动产转让给另一个人(受托人),后者同意将土地转让给委托人选择之人。随着时间的推移,信托从一种转让土地的方法演变为一种财务管理工具。^[32]现代受托人的工作是积极管理信托资产。积极管理意味着现代受托人拥有不同于古代受托人、对管理这些受托财产的自由裁量权。伴随这种自由裁量权的扩张,代理成本也日益增长。为保护受益人免受受托人的自利行为影响,法律规定信托义务,要求受托人以受益人的最大利益行事,并谨慎管理资产。

如今,受托人远非唯一承担受托责任的主体。律师是其客户的受托人,公司董事是其公司的受托人,代理人是其委托人的受托人,合伙人是彼此的受托人。^[33]这些职责的具体要求因当事人之间的关系而异。例如,受托人的注意义务要求高度谨慎,而律师对委托人的注意义务是普通疏忽标准。信义义务确实存在,但关于信义义务是否属于合同性质存在争议。坚持合同理论的学者认为,所有的信义义务都可以协商,而那些反对合同理论的学者则认为有些基本的信义义务不能免除。^[34]哪种观点更为合理对 ESG 投资来说至关重要。比如,如果投资顾问的忠实义务不能通过合同改变或删减,那么该顾问可能无法代表客户参与 ESG 投资。

弗兰克·伊斯特布鲁克(Frank Easterbrook)和丹尼尔·费雪(Daniel Fischel)是合同理论的忠实支持者。他们认为,尽管在讨论信义义务的许多案例中都使用道德性的语言,但实际上,信托关系不属于道德性质,而是合同性质。当合同文本部分条款由于缔约成本问题和知识性资源缺乏等原因而无法实现时,就会产生信义义务。具言之,合同具有不完备性,合同文本所预设当事人交易安排无法穷尽未来所有可能发生之情况。当合同文本所提供内容与现实情况之间存在太大差距时,将会产生信义义务。^[35]比如,房主与油漆工签订合同,由油漆工粉刷房主的房屋。

[31] See Benjamin J. Richardson, Fiduciary Relationships for Socially Responsible Investing: A Multinational Perspective, 48 *American Business Law Journal* 597, 597 (2011).

[32] See John H. Langbein, The Contractarian Basis of the Law of Trusts, 105 *Yale Law Journal* 625 (1995).

[33] See Scott FitzGibbon, Fiduciary Relationships Are Not Contracts, 82 *Marquette Law Review* 303, 306 (1999).

[34] See Arthur B. Laby, Fiduciary Obligation as the Adoption of Ends, 56 *Buffalo Law Review* 99 (2008).

[35] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, Contract and Fiduciary Duty, 36 *Journal of Law & Economics* 425 (1993).

这笔交易相当简单，几乎所有相关事项和突发事件，例如油漆颜色、付款、截止日期、不可抗力等，都可以在合同中说明。现在考虑投资顾问和客户之间的合同，客户与投顾签订合同，让顾问管理客户资金并使收益最大化。在这类长期性投资协议中，客户几乎没有能力监督投顾。以投资收益作为衡量投顾业绩可能并非一个好的衡量标准，因为某些情况下运气可能对投资收益影响巨大。现实生活中有太多可能性无法规定在合同中，故而，法院将包含忠诚和谨慎的信义义务强加给投顾，督促投顾以委托人最大利益管理处分资金。知识性资源的缺乏使得合同漏洞百出，但信义义务的存在能够填补漏洞。

2. 信义义务的合同性辨析

学界存在许多关于信义义务的起源与所依托理论的讨论。其中以合同理论最受关注，该学说不仅解释信义义务的起源，而且还解释了产生原因，即填补合同漏洞。当然，也有学者对合同理论持反对意见，最常见的批评是，合同理论无法解释合同为何不能改变信义义务的核心内容。亚瑟·拉比（Arthur Laby）教授将信义义务核心内容归结为，受托人有义务将委托人的目的视为自己的目的。^{〔36〕} 罗伯特·西特科夫（Robert Sitkoff）教授认为，委托人永远不能授意受托人失信行事，因此须将诚信作为信义义务核心内容。斯科特·费兹格本（Scott FitzGibbon）教授则认为，即使得到委托人的同意，律师也不能改变其避免与客户利益冲突的义务。^{〔37〕} 赵廉慧教授主张，信义义务的边界可以通过约定适当调整，但本质上属于法定义务。^{〔38〕} 大卫·约翰斯顿（David Johnston）教授则指出，信托创设之初，并非正式法律制度，不具有履行的法律约束力（法定或约定义务），至多是一种熟人之间的道德义务。^{〔39〕} 许德风教授认为，信义义务处于道德与合同之间。^{〔40〕} 上述所有观点可能都是合理的，但都未能支持这样的论点，即信义义务并不阻止信托当事人就任何不违法的特定行为达成协议。换句话说，信义义务的核心职责不定义协议内容；相反，协议内容定义信义义务的核心职责。

亚瑟·拉比教授认为，信义义务核心内容是受托人接受委托人的目的。该论点未能正确诠释信义义务核心内容。在上述两个假设合同中，一个是投资顾问和客户之间的合同，另一个是房主和油漆工之间的合同。顾问采用客户的利润目标和油漆工采用房主粉刷房子的目标。“顾问—客户”合同之所以包含默认的信义义务，是因为其性质与“房主—油漆工”合同不同，存在很多空白和漏洞。可见，信义义务作为缺省规则之一，核心内容在于填补合同空白与漏洞，而不是在于接受委托人目的。斯科特·费兹格本教授的论点同样薄弱。失信不是指脱离任何协议的具体行为，而是仅由合同文本赋予其实质内容的通用术语。故而，尽管受托人可以不失信行事，但实际上这不能禁止合同允许任何特定行为，因为合同本身决定失信的内容。至于律师，除非律师职业道德规范另有规定，否则律师和客户实际上可以约定放弃对利益冲突的禁令。赵廉慧教授的观点同样值得商榷，既然信义义务是法定义务，那么便不能经由协议约定调整，因为法定义务是由宪法和法律所规定的义务，具有强制性。大卫·约翰斯顿教授从法律史视角分析认为信义义务属于道德义务，并不具有令人满意的说服力。毕竟自信托创设至今已然

〔36〕 参见前引〔34〕，Arthur B. Laby 文，第 100 页。

〔37〕 参见前引〔33〕，Scott FitzGibbon 文，第 305 页。

〔38〕 参见赵廉慧：《论信义义务的法律性质》，载《北大法律评论》2020 年第 1 期。

〔39〕 参见〔英〕大卫·约翰斯顿：《罗马法中的信托法》，张湓纶译，法律出版社 2017 年版，第 30 页。

〔40〕 参见许德风：《道德与合同之间的信义义务——基于法教义学与社科法学的观察》，载《中国法律评论》2021 年第 5 期。

七八百年，^{〔41〕}法律体系早已更新换代，以信托创设时仅是一种道德义务来推测现代意义的信义义务也仅属于道德义务，这种论证方式实在不敢苟同。许德风教授关于信义义务的定性模棱两可，信义义务处于道德与合同之间，既可能两者皆是，也可能两者都不是，还可能自成为一种特殊的第三类义务，姑且不论。

从本质上讲，信义义务是填补合同漏洞与空白的工具。合同理论与反合同理论之间的一个重要区别在于，合同理论解释了为什么法院填补这些合同漏洞，而其他理论则专注于法院如何填补这些空白。将“如何”与“为何”混为一谈将导致反合同理论的错误思维，即存在填补合同漏洞的方法则需自动使用它，即便并非用于填补漏洞。实际上反合同理论的基本原则不是基于法律，而是基于道德。反合同论者一直对合同论者将伦理和道德简化为合同安排的观点存有异议，或许是因为当道德华服的装饰被剥除时，合同理论下人类对于有效经济收益的追求目标暴露无遗，而这份坦诚令人不安。但是，诚实本身是一种美德，是信义义务的核心职责之一。当合同当事人坦诚相待时更容易签订满意的协议，比如包含参与 ESG 投资条款。

（二）受托主体的信义义务要求

本部分内容主要讨论涉及可能代表他人参与 ESG 投资的四类主体：受托人、基金经理、投资顾问和经纪交易商。各类主体的信义义务因来源差异而有所不同。为确定四类不同受托主体如何在不违反信义义务的情况下参与 ESG 投资，有必要厘清各类信义关系中信义义务要求的具体内容。

1. 受托人

受托人是为他人利益而持有财产所有权的人。受托人信义义务主要由注意义务和忠诚义务两部分构成，旨在确保受托人尽最大努力管理处分信托财产，并实现信托目的。注意义务要求受托人遵守审慎投资者规则，该规则要求受托人有责任像审慎投资者一样管理和处分信托资产，包括受托人必须在做出投资决策前运用在金融领域的知识性资源审查投资机会及其相关信息，并基于合理理由做出适当性投资决定。^{〔42〕}受托人可以将信托管理任务委托给第三方，但他们必须在选择、授权和监督第三方过程中谨慎行事。注意义务的目的在于根据信托合同和信托目的最大限度地提高信托的财务绩效。忠诚义务要求受托人仅为受益人的利益管理信托。即使受托人可以证明交易是在善意、公平条件下进行，并且受托人没有从中获益，受托人仍然违反忠诚义务，当然信托合同有特殊约定或法院授权的除外。^{〔43〕}此外，忠诚义务还禁止受托人为非受益人利益管理信托，这点与 ESG 投资尤其相关。

2. 基金经理

基金经理（fund manager）负责实施基金的投资策略并管理其投资组合交易活动。基金可以由一人管理，也可以由两人共同管理，也可以由三人或三人以上的团队管理。基金经理的工作报酬是基金平均管理资产的一定比例。基金经理通常在共同基金、养老基金、信托基金和对冲基金等基金管理领域工作。投资者在考虑投资基金之前，应充分审查基金经理的投资风格，选择合适

〔41〕 13 世纪至 15 世纪时期，英国民众为规避当时封建制度下的土地继承政策，设计的用益制度（Use），是为最初信托设计雏形。

〔42〕 See Restatement (Third) of Trusts § 90 cmt. d (2007).

〔43〕 See Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. b (2007).

的基金经理。虽然基金的业绩可能与市场力量有很大关系，但基金经理的技能也是一个促成因素。一位训练有素的基金经理人可以带领其基金击败竞争对手及其基准指数。这种基金经理被称为主动型基金经理，而那些采取退居二线做法的基金经理则被称为被动型基金经理。

基金经理通常监督共同基金或养老金，并管理其运作方向，负责管理一支投资分析师团队。这意味着基金经理必须具备出色的商业、数学和人际交往技能。由于基金经理需确保基金的顺畅运作，他们还必须研究公司，研究金融业和经济，及时了解行业趋势有助于基金经理做出与投资目标一致的关键决策。基金经理的基本义务包括：（1）负责实施基金的投资策略并管理其交易活动；（2）监督共同基金或养老金，管理分析师，研究并做出最有利于投资者的投资决策；（3）大多数基金经理需受过高等教育，拥有专业证书，并拥有管理经验。^[44] 需强调的是，基金经理虽与基金管理人（fund advisor）职责相似，所承担信义义务的要求基本相同，但后者是管理基金的机构，前者则是一个或若干个自然人。

3. 投资顾问

《1940 年联邦投资顾问法案》（Investment Advisers Act of 1940，以下简称“IAA 法案”）将投资顾问（financial advisor）定义为向他人提供投资证券建议并获取报酬的人。^[45] IAA 法案的第 206（1）和（2）条规定投资顾问禁止欺骗客户或潜在客户。第 206（3）条要求投资顾问告知客户购买或出售某支基金或证券将有利于投顾自己账户收益，或顾问其他客户账户收益。SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc. 案^[46]经常被引用来解释法案第 206 条（1）和（2）条，该案证明 IAA 法案对投资顾问施加信义义务，而美国证券交易委员会（SEC）在执法行动中依然遵循该规定。Capital Gains 认为在分析投资顾问履行职责时需遵循信托法，^[47] 就像委托人对于受托人一样，投资顾问必须以客户的最佳利益行事，充分披露所有实际与客户潜在利益相冲突的信息。许多因违反 IAA 法案第 206（1）和（2）条而对顾问提起诉讼的原因正在于此。投资顾问必须确保他们推荐的证券基金符合客户的最佳利益，而这需要审查每个客户具体情况并提供具有适当理由的投资建议。除 IAA 法案外，美国证券交易委员会（SEC）还发布《委员会关于投资顾问行为准则的解释》，要求人工投顾向客户提供谨慎的建议，这些建议是基于对客户的财产状况、投资风险、预期收益等情况的综合分析结果，遵循商业惯例且收费合理，并在合同服务范围内适当地对客户账户进行持续监控和管理。^[48]

4. 经纪交易商

经纪交易商（broker dealer）主要从事证券交易业务。在交易期间，经纪交易商对其客户负有确保交易执行的信托责任，但其信托责任是否超出该交易范围并不确定，因为经纪交易商与客

[44] 参见香港证券及期货事务监察委员会：《基金经理操守准则》（2018），第 5 页，载 <https://www.sfc.hk/-/media/TC/assets/components/codes/files-current/zh-hant/codes/fund-manager-code-of-conduct/fund-manager-code-of-conduct.pdf>，最后访问时间：2022 年 7 月 23 日。

[45] See 15 U. S. C. § 80b-2 (a) (11).

[46] SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 152. 375 U. S. 180 (1963).

[47] See Arthur B. Laby, SEC v. Capital Gains Research Bureau and the Investment Advisers Act of 1940, 91 *Boston University Law Review* 1051, 1073 (2011).

[48] See SEC, Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment Advisers, 17 C. F. R. § 276. pp. 12 - 21.

户之间关系并不总是明晰。可以肯定的是, IAA 法案并不适用于经纪交易商, 因为经纪交易商提供服务即便附带咨询服务, 该附带咨询服务也通常未得到特别补偿。故而, 经纪交易商不受 IAA 法案约束, 除非经纪交易商同时是投资顾问。

计算机技术的运用使得证券交易变得简单便捷, 但在 1930 年代, 证券交易却是一个繁杂过程, 需要经纪人和经销商的专业服务。经纪人直接在市场中为其客户买卖证券, 而经销商则是在自己的账户中为客户买卖证券, 而不是在市场上。因此, 美国《证券交易法》(1934) 将忠诚义务强加于经纪人, 而不是经销商。忠诚义务规定施行 6 年后, 国会颁布 IAA 法案, 希望将投资顾问与经纪人、经销商区分开来, 因为严格意义上讲, 经纪人与经销商仅扮演着“推销员”的角色, 而投资顾问运用知识性资源为客户提供专业性投资建议。与此同时, 技术进步在不同程度上减轻了市场对仅为促进证券交易而存在的专业人员的需求, 对传统经纪人和经销商职能的需求降低。这些变化迫使经纪人和经销商附带提供咨询服务。而确定经纪交易商是否负有信义义务的现代方法是查看诸如客户的成熟度、客户遵循经纪交易商建议的频率以及经纪交易商对客户资金的自由裁量权等因素。^[49]

《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 第 913 条要求美国证券交易委员会 (SEC) 分析当前对经纪交易商的监管在保护消费者方面的有效性, 以及消除 IAA 之外其他法案对经纪交易商的影响。^[50] 该法案据称授权 SEC 设立一项适用于经纪交易商的信义义务, 该义务内容与投资顾问相似, 但并不意味着是已经存在的义务内容。该法案仅允许 SEC 对提供个性化投资建议的经纪交易商施加与投资顾问相同的标准, 并建议 SEC 可以利用其新权利要求此类经纪交易商记录和收集其所提供建议符合客户最佳利益的证据。但该法案将 SEC 的权力限制为仅在经纪交易商向客户提供个性化投资建议的情况下施加信义义务, 因此, 目前经纪交易商可以通过避免像投资顾问一样提供个性化投资建议来规避信托责任。

(三) 信义义务对 ESG 投资的影响

由于没有专门规定 ESG 投资的相关法律法规, 学者普遍认为 ESG 投资违反信义义务要求。然而, 2005 年联合国环境规划署委托 Freshfields Bruckhaus Deringer 律师事务所确定法律是否应禁止、允许或强制 ESG 投资。Freshfields 律所的报告称, 在三种情况下, ESG 投资是必要的: (1) 当社会因素对投资的财务表现产生重大影响时; (2) 当基金受益人一致认为社会因素应该在投资决策中占有重要地位时; (3) 当投资决策中涉及的所有其他标准都相同时, 受托人可以使用 ESG 投资作为决定要素。^[51] 许多学者认为这份报告已经解决 ESG 投资是否与信义义务冲突的问题。但是事实上, Freshfields 律所的结论是基于对 ESG 投资的误解和对判例法的误读。

首先, 如上所述, 基于财务绩效考虑所进行的投资不是 ESG 投资。因此, Freshfields 说当

[49] See Arthur B. Laby, Fiduciary Obligations of Broker-Dealers and Investment Advisers, 55 Villanova Law Review 701, 712 (2010).

[50] See 15 U. S. C. § 78o note; HR. 4173S 913 (c) (10).

[51] See UNEP Finance Initiative, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment 6 (2005), available at https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf, last visited on Jul. 23, 2022.

社会因素影响投资的财务业绩时受托人必须执行 ESG，其实际上根本不是在谈论 ESG。其次，Freshfields 在受益人之间达成共识的概念是不切实际的。社会问题往往是有争议的，所有受益人几乎不可能就其中任何一个问题达成一致。最后，当其他投资影响因素基本相同时 ESG 可能成为关键因素的想法也是不切实际的。正如乔金·桑德伯格（Joakim Sandberg）教授所说，两种选择几乎不可能区分。^[52] 如果选项看起来确实相同，那么这可能表明需要更多的时间和精力来发现二者之间的差异。即便两个选项完全相同，谨慎投资者可能会同时投资这两个选项以降低投资风险。

尽管 Freshfields 引用一些案例来支持其关于信义义务与 ESG 并不冲突的论点，但其对这些案件的解释主观且缺乏说服力。Freshfields 引用 Withers v. Teachers' Retirement System of the City of New York 一案^[53]来证明只要投资策略符合受益人的长期最佳利益，受托人就可以参与 ESG 投资。该案中，养老基金受托人为了防止城市破产而投资城市债券。城市是基金收入的主要来源，其破产将使得养老基金在十年内资不抵债。原告指控受托人投资这些无法上市的债券违反信义义务，但法院认定，受托人有充分理由相信债券投资是防止基金资产耗尽的唯一方法，投资城市债券符合信义义务。但该案并不表明错误的投资策略是好的投资策略，即便是为了受益人的长期最佳利益。投资城市债券与养老基金存续之间存在直接且显而易见的联系，而根据环境政策的财务效应投资一家公司需要两个几乎不可能获得的要素。首先，该公司的政策必须对环境状况产生明显影响；其次，这种影响本身必须对同一家公司的财务业绩产生积极影响。否则，这种以财务回报为基础的投资理念只是个梦想。

综上，受托人、基金经理、投资顾问和经纪交易商等受托主体不能合法地参与 ESG 投资，因为受托主体需要遵守审慎投资者规则的注意义务和仅为受益人最佳利益投资的忠实义务。但是，信义义务本质上具有合同性，可经协商约定进行调整。故而，如果信托当事人一致同意，参与 ESG 投资并不会违反信义义务。

四、ESG 投资与信义义务的协调

如上所述，既然信义义务具有合同性，那么原则上受托人、基金经理、投资顾问和提供个性化投资咨询建议的经纪交易商可经由授权或批准参与 ESG 投资。信托合同中的免责条款也可以允许受托主体参与 ESG 投资。^[54] 具体而言，授权指信托条款明确允许受托人从事 ESG 投资。批准指信托受益人对受托主体的作为或不作为明确表示同意，从而使受托主体不承担责任。免责条款指信托合同中消除受托主体特定行为责任的条款。鉴于信义义务的合同性质，受托主体可与客户协商后参与 ESG 投资。然而，我国《信托法》第 25 条仅对信义义务做笼统规定，并未涉及是否可经由协商约定进行调整。美国证券交易委员会（SEC）则发布警告，受托主体参与 ESG

[52] See Joakim Sandberg, Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective, 101 *Journal of Business Ethics* 143, 149 (2011).

[53] See Withers v. Teachers' Retirement System of the City of New York, F. Supp. 1248 (S. D. N. Y. 1978).

[54] 参见汪怡安、楼建波：《信托受托人免责条款效力探析——美国法的立场及其启示》，载《盛京法律评论》2020 年第 1 期。

投资不能依赖批准的方式,且委托人签订免责条款时需谨慎。^[55]因此,下文将重点阐释受托主体在不违反信义义务的基础上分别经由授权、批准和免责三种方式参与 ESG 投资的可行性。

(一) 授权

信托设计本身决定受托主体的职责和权利。基于信义义务具有合同性质的讨论前提,原则上明确的信托条款可以允许受托主体从事任何违反信义义务的行为。在 *United Mine Workers of America v. Robinson* 一案^[56]中,一项集体谈判协议决定增加丈夫去世时已领取养老金的寡妇的福利,但不增加丈夫在退休前去世的寡妇的福利。原告辩称,区分丈夫去世时领取养老金的寡妇和没有领取养老金的寡妇与信托没有正当联系,因此是非法的。初审法院支持该论点,但最高法院认为,因为信托条款规定受托人必须执行集体谈判协议中规定的福利水平,与协议是否合理并无关联。美国判例法表明,只要信托条款不授权他人进行违反公共政策的非法活动或行为,那么就可以依约执行。这是源自判例法的基本授权原则,并且该原则允许受托人参与 ESG 投资,只要该投资不是非法行为或违反公共政策。由于信义义务本质上属于合同性质,投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商同样可以类似方式获得授权。投资顾问和经纪交易商需向其客户充分披露 ESG 投资的风险,基金招股说明书或发行备忘录中详细描述 ESG 投资如何适用于该基金及其对投资者可能构成的风险,并确保客户了解后在合同中明确同意其参与 ESG 投资。

(二) 批准

即使受托人的行为未经授权,如果受益人在行为发生前明确表示同意该行为,受托人则无需对该行为承担信托责任。^[57]然而,需注意的,受益人仅仅不反对并不代表同意,以及受益人可以在失信行为发生前撤回同意。如果有多个受益人,解除受托人责任必须得到所有受益人的同意。为使此类批准生效,受益人应了解所同意行为涉及的所有重要事实及受托主体在该事项中的权利,并且不得阻止其行使这些权利。在 *United States v. Henshaw* 案^[58]中,被告是代表破产客户的律师,试图使用同意作为辩护理由。客户拥有一个债务人持有账户 (debtor-in-possession account, DIPA),法院要求其开设另一个单独账户,用以存储应纳税销售收益。客户并未遵循法院命令,而是将账户资金继续存入 DIPA 中。被告要求客户从 DIPA 账户中支付律师费,即使客户未经法院批准不得提取资金。事后,法院责令被告归还这笔款额。被告辩称,法院未能回应破产人早先将资金从财产账户中非法转移到 DIPA 的行为,意味着法院默许后来的违规行为。但是,法院表示,批准原则的适用前提是仅在受益人知道所有重要事实的情况下。法院作为法律意义上的(税收)受益人之一,并不知道客户的非法转移支付律师费等重要事实行为。故而,被告律师不得以批准原则抗辩。

根据批准原则,若信托所有受益人都了解 ESG 投资,并明确表示同意,则参与 ESG 投资的受托主体不会因违反信义义务而承担责任。但“同意”不能像 *United States v. Henshaw* 案中那

[55] See Letter from Kenneth C. Fang, Senior Counsel, SEC, to Heitman Capital Management, LLC (Feb 12, 2007), available at <http://www.sec.gov/divisions/investment/noaction/2007heitman021207.pdf>, last visited on Jul. 23, 2022.

[56] See *United Mine Workers of America v. Robinson*, U. S. 562 (1982).

[57] See Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. c (3) (2007).

[58] See *United States v. Henshaw*, 388 F.3d 738 (10th Cir. 2004).

样仅仅不反对即可，而必须得到所有受益人明确表示同意。需强调的是，与受托人不同，投资顾问和经纪交易商无法通过批准方式参与 ESG 投资，因为二者根据合同法规则而不是信托法规则行事，合同法规则中并没有类似于信托法中的批准原则。除非投资顾问或经纪交易商与客户修改合同或签订新合同，否则投资顾问或经纪交易商不能参与 ESG 投资。因此，投资顾问或经纪交易商在参与 ESG 投资前，应确保在合同文本中明确允许其参与 ESG 投资。

（三）免责

正如《信托法第二次重述》所言，如果免责条款仅仅提供了受托主体不承担责任的一般性陈述，那么免责条款不能免除受托主体的信义义务。^[59] 仅有在明确约定何种类型的违反信义义务行为不会使受托主体承担责任的情况下，法院承认该免责条款的法律效力。在 *Perling v. Citizens & Southern National Bank* 案^[60]中，信托受益人诉称，受托人持续购入价值大幅下跌的信托股票，违反受托人的注意义务。受托人辩称，信托合同中有特定条款允许其持有股票，并免除其信托责任。法院据此驳回原告诉求。管辖法院是否支持免责条款的基本原则是，只要该条款是关于允许特定行为且具有法律效力即可。具言之，关于受托人一般注意义务的免责条款无效，而免除受托人参与 ESG 投资造成损失的责任的条款将得到法院支持，因为其明确适用于某特定行为（如参与 ESG 投资）。值得一提的是，投资顾问和经纪交易商还应考虑 SEC 的警告，即免责条款可能违反 IAA 法案的反欺诈条款，如果此类条款可能使客户认为他们已放弃对投资顾问或经纪交易商的重大过失或故意不当行为提起诉讼的权利。可见，信义义务与 ESG 投资之间的平衡点在于，受托人原则上不应参与 ESG 投资，除非作为其职责和义务来源的信托文本或合同条款明确允许。

综上，基于信义义务的合同性质，受托人、基金经理、投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商等受托主体经由授权、批准和免责等形式参与 ESG 投资具有可行性，并不违反信义义务要求。我国《信托法》未明文规定受托人可经由授权、批准和免责等方式违反信义义务要求管理处分信托财产，更未涉及该类约定条款的效力问题。不同于英美法系国家主要以衡平法作为信托救济依据，我国信托法规则几乎不适用于信托案件纠纷中。法院通常对《信托法》仅作原则性引用，极少直接引用其中具体条款作为裁判依据，信托法规则的适用存在被合同法规范和合同性裁判思维取代的倾向。^[61] 我国商业实践中遗嘱信托、宣言信托大都不被承认，现阶段所有信托几乎都是通过缔结合同方式设立。如此，受托人参与 ESG 投资问题适用合同法的相关规则并无不妥，比如《民法典》第 506 条对合同免责条款的无效情形有相应规定。具言之，信托当事人缔结合同遵循契约自由原则，所预设交易安排完全基于当事人意思自治，则受托主体经由授权、批准和免责条款等方式参与 ESG 投资合法合理，当然违背公序良俗和强制性规定的除外。

五、结 论

近年来，在各国政府持续完善绿色发展相关法规、推动绿色经济发展的大背景下，ESG 投

[59] See Restatement (Second) of Trusts § 117 - 127cmt.

[60] See *Perling v. Citizens & Southern National Bank*, 300 S. E. 2d 649, 674 (Ga. 1983).

[61] 参见杨秋宇：《〈信托法〉的合同法化适用倾向及其应对》，载《湖南农业大学学报（社会科学版）》2018 年第 6 期。

资理念逐渐成为主流。尽管信义义务在默认情况下阻碍受托主体参与 ESG 投资,但经由授权、批准以及免责条款等方式允许受托主体参与 ESG 投资。此外,信义义务的合同性质使得授权适用于投资顾问和提供个性化投资建议的经纪交易商,只要在与客户的合同中明确约定允许参与 ESG 投资。授权同样允许受托人在信托文书明确约定允许参与 ESG 投资。批准和免责条款也可以免除受托主体参与 ESG 投资的信托责任。

前文对 ESG 投资起源与发展的系统性介绍,以及对 ESG 投资与信义义务冲突与协调路径的探寻,至少可以给我们提供三点启示。(1) 许多人参与 ESG 投资的动机已经从努力遵守所奉行的道德准则转变为更为宏大的改变他人行为方式。虽然经济学文献和统计数据显示,ESG 投资对整个社会影响很小,但对规制不道德、危害社会的投资活动来说仍然很有价值。(2) 风险与回报虽仍是影响投资行为的决定性因素,但诸如 ESG(环境保护、社会治理和公司治理)等非财务因素对投资行为的影响日益增长。在坚持经济利益至上的前提下,适当提倡 ESG 投资,是目前投资行业心照不宣的共识。(3) 信义义务具有合同性质,是 ESG 投资与信义义务经由授权、批准和免责条款等方式协调适用的理论基础。如果承认信义义务的核心内容无法通过当事人协商删减或修改,如诚实善意(good faith),那么上述协调方式将无法正常使用,或者说至少将增加更为严苛的适用条件,比如投资顾问经由授权参与 ESG 投资,应定期真实和完整地披露与 ESG 投资相关的重要信息。

Abstract: The collision between neoclassical economics and human nature updates the traditional investment theory which takes the maximization of interests as the standard. Environmental, social and governance (ESG) investment can be traced back to the ethical investment concept of religious groups in the 19th century. After stages of social responsibility investment, corporate social responsibility and impact investment, it has gradually become a popular investment strategy. Fiduciary duty requires trustees, investment advisers, investment brokers, and dealers who provide personalized investment suggestions to manage and dispose of trust property only for the interests of beneficiaries, rather than based on non-financial factors such as environmental protection, social responsibility and corporate governance. However, the fiduciary duty is contractual in nature, the trustee could participate in ESG investment through authorization, approval and exemption clauses without assuming trust responsibility. In other words, the trustee shall not participate in ESG investment in principle, unless explicitly permitted by the trust terms or contract text as the source of its obligations.

Key Words: ESG investment, fiduciary duty, conflict, coordination

(责任编辑:周游 赵建蕊)