

信托信义义务履行与社会责任 实现的平衡:受托人 ESG 投资的 法经济学分析*

[美] 马克斯·M. 尚岑巴赫**

罗伯特·H. 西特科夫*** 著

倪受彬**** 叶嘉敏***** 译

摘要:近来,信托受托人开始基于环境、社会 and 治理(ESG)等因素作出投资决策。由于 ESG 投资可能被认定违反信托义务,本文从法经济学视角考察了 ESG 投资,认为应将“附属利益”ESG 与“风险回报”ESG 区别开来,并就“风险回报”ESG 带来持续性增长回报可能性的理论和事实提供多维度评估机制。只有满足两个条件,才能基于信托法实施 ESG 投资:(1) ESG 投资将通过提高风险调整后收益直接使受益人受益;(2) 受托人进行 ESG 投资的唯一动机是获得这种直接收益。

* *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, Stanford Law Review, Vol. 72 (2020).

** 西北大学 Seigle Family 法学教授。

*** 哈佛大学 John L. Gray 法学教授。

**** 同济大学上海国际知识产权学院教授、博士生导师。

***** 华东政法大学经济法学院博士研究生。

关键词: ESG 投资 忠实义务 审慎义务 单一利益原则 最佳利益原则

引言

在养老金信托、慈善信托与私益信托中,受托人秉持信义义务,为他人提供数万亿美元的管理和投资服务。^[1] 忠实义务要求受托人须仅考虑受益人的利益,而审慎义务则要求建立多元化的投资组合,其风险和回报目标应合理地符合信托的目的。违反信义义务的受托人需进行损害赔偿或采取其他补救措施。^[2]

过去 10 年里,由于来自社会的压力日趋增大,受托人在做出投资决策时需考虑环境、社会和治理(ESG)因素,例如,从矿物燃料、烟草或军火公司撤资,或者被要求在作出投资决策时考虑社会或环境成本。由联合国召集的“负责任投资委托人”(PRI)小组,以及越来越多有影响力的学者和从业者,甚至认为诚信原则本身即要求受托人考量 ESG 因

[1] 简单起见,我们使用术语“受托人”表示任何在养老金信托、慈善信托或个人信托方面负有信义义务的决策者,而不考虑该决策者是否为受托人。我们使用该术语将包含受托人的代理人、慈善机构的董事会成员和高级职员。See Evan Criddle, Paul Miller & Robert H. Sitkoff, *Oxford Handbook of Fiduciary Law*, p. 170 - 172 (2019); John D. Morley & Robert H. Sitkoff, *Making Directed Trusts Work: The Uniform Directed Trust Act*, 44 ACTEC LJ 3, 32 - 35 (2018); Restatement (Third) of Trusts § 80 cmt. g (Am. Law Inst. 2007); Restatement of Charitable Nonprofit Organizations § 2.01 (Am. Law Inst. T. D. No. 1, 2016). 截至 2018 年年底,美国养老金和退休账户的总额达到了惊人的 292 万亿美元。See Inv. Co. Inst., *Release: Quarterly Retirement Market Data, Third Quarter 2018* (2018 - 12 - 20). 关于个人信托的数据是不完整的,这些信托是由私人协议产生的,没有公开的文件,但现有数据显示,这类信托基金总额超过 1 万亿美元。See Robert H. Sitkoff & Jesse Dukeminier, *Wills, Trusts, and Estates* 393 (10th ed. 2017).

[2] See Robert H. Sitkoff, *An Economic Theory of Fiduciary Law*; Andrew Gold & Paul Miller, *Philosophical Foundations of Fiduciary Law* (2014) (hereafter “Sitkoff, Economic Theory”); Robert H. Sitkoff, *An Agency Costs Theory of Trust Law*, 89 Cornell L. Rev. 621 (2004) (以下简称“Sitkoff, 代理成本”).

素。^[3] 然而,许多美国受托人继续明确抵制考量 ESG 因素,因为他们认为,这样做需要同时考虑第三方利益,违反了忠实义务要求的单一利益原则。^[4]

本文从法经济学的视角,对养老金信托、慈善信托或私益信托的 ESG 投资进行评估,对这些对立观点进行了调和。通常而言,养老金信托、慈善信托或私益信托的受托人仅在以下情况下才可采用 ESG 投资:(1)受托人合理得出结论,ESG 投资将通过提高风险调整后收益直接使受益人受益,且(2)受托人采用 ESG 投资的唯一动机是获得这一直接收益。

根据目前有关 ESG 投资的理论和事实,我们认为在适当的情况下,ESG 策略可满足这些条件。然而,特定的 ESG 策略未必符合信义义务的要求,而且,即使在特定情况下允许实施此种策略,也必须根据情况的变化予以定期评估和更新。此外,与诸多专家学者的观点相反,受托人不需要考虑 ESG 因素。因此,我们的观点与当前支持受托人进行 ESG 投资的观点有所不同。同时,我们的观点与 ESG 投资必然违反忠实义务这个普遍存在的本能认知亦有所区别。

从法经济学的视角阐明受托人的 ESG 投资是至关重要的。在涉及数万亿美元投资的情况下,相互矛盾的评论和建议(包括监管机构的评论和建议)需要回应。例如,劳动部(DOL)发布了一系列的公告,解决了养老金受托人进行 ESG 投资的合法性问题。^[5] 2018 年政府审计办公室(GAO)敦促 DOL 发布进一步的指导方针。^[6] 2019 年,总统命令 DOL 审查其现有的指导方针,“以确保与现行促进长期增长和 ERISA 计

[3] 关于 PRI, See United Nations, *Principles for Responsible Investment*, The Six Principles, <https://www.unpri.org/about/the-six-principles>.

[4] See CFA, *Environment, Social, and Governance Issues in Investing: A Guide for Investment Professionals* (2015), <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/102469/ccbv2015n111and33>(发现 22% 的不考虑 ESG 因素的投资专业人士是由于担心信托约束而不愿执行)。

[5] See DOL, *Interpretive Bulletins 2016 - 1, 2015 - 01, 2008 - 01, 2008 - 2, 94 - 1, and 94 - 2; Field Assistance Bulletin 2018 - 01*.

[6] See GAO Report 18 - 1398, *Retirement Plan Investing: Clearer Information on Consideration of Environmental Social, and Governance Factors Would be Helpful* (<https://www.gao.gov/products/GAO-18-398>).

划资产回报最大化的法律和政策的一致性”。与此同时,特拉华州于2018年修订了信托法,专门解决由受托人进行ESG投资的问题,成为全美第一个解决此类问题的州。^[7]然而,由于这一修正案偏离了传统的信托法,这对特拉华州以外地区的指导性并不十分强烈。放眼域外,英国和欧盟的监管机构也在讨论受托人的ESG投资问题,然而得出的结论与美国监管机构并不完全一致。^[8]

由于ESG投资日益普遍,受托人进行ESG投资的正当性饱受质疑。近2000家资产管理人签署了基于责任投资原则(PRI)的ESG投资声明,其中包括许多世界领先的机构投资者。^[9]数百个商业ESG指数规定了对特定公司的ESG评级,^[10]标普500的ESG指数也正在准备中。^[11]即使是由先锋集团和贝莱德管理的指数基金(传统上不会考虑公司特定因素),“从高管薪酬到气候变化”等问题也开始备受关注。^[12]用高盛集团的话来说,“曾经ESG投资是一种副业,现在已经成为

[7] See Del Code tit. 12, § § 3302(a), 3303(a)(4) (Amendment 2018).

[8] 例如, The Pensions Regulator, *A Guide to Investment Governance*, 2016-7-8 (UK) (说明“法律具有充分的灵活性,允许你考虑其他非财务方面的问题”); Sibhan Riding, *Brussels Warned Not to “Hardwire” ESG Into Fund Rules, Ignites Europe*, 2018-2-1 (注意到欧盟委员会的一份专家报告建议“明确要求基金公司在管理资金时考虑可持续性”问题)。

[9] 大多数签署群体(929个)位于欧洲国家;第二大群体(415个)来自北美(可从<http://annualreportunpri.org/signatorieshtml>查看)。

[10] See Bloomberg Professional Services, *ESG Indices Are Bringing Environmental, Social and Governance Data to the Fore* (July 29, 2016), <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-indices-bringing-environmental-social-governancedata-fore-asia-globally/>; See Michael T. Dieschbourg & Andrew P. Nussbaum, *Environmental, Social, and Governance Investing: No Place to Hide*; Thanks to Morningstar, Bloomberg, MSCI, and Multiple Global Data Providers, *Inv. & Wealth Mon.* 29 2017-11, 2017-12.

[11] See Maitane Sardon, *S&P Dow Jones Indices to Launch Sustainable - Investment Index*, *Wall St. J.* (2019-4-8).

[12] See Andrea Vittorio, *Bloomberg BNA, BlackRock, Vanguard Show Passive Investing's Activist Streak*, 2017-12-13.

主流”^[13]

对 ESG 投资进行精确定义似乎很难,但大致而言,它是一个包罗性术语,系指一种投资策略,强调公司的治理结构与公司对社会、环境的影响。ESG 投资源于 20 世纪 80 年代兴起的社会责任投资(SRI)运动。其于 20 世纪 80 年代一场针对南非种族隔离制度的撤资运动中出现。^[14]该实践的其他标签包括道德投资、经济定向投资、可持续或负责任投资以及影响力投资。根据当前流行的用法,我们在下文将统一使用术语“ESG 投资”^[15]

ESG 投资的最初动机源于道德或伦理因素,即基于第三方效应,而非投资回报。该动机与忠实义务相冲突,因为忠实义务要求受托人履行“单一利益原则”,意即受托人须仅考虑受益人的利益,而不考虑其他任何人的利益。然而,在 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初,SRI 的支持者通过增加公司治理因素(“ESG”中的“G”),将这一概念重新命名为 ESG,同时他们认为,ESG 投资可以提高风险调整后的收益,以便为投资者提供直接利益回报。例如,ESG 的支持者认为,避免投资于化石燃料行业,不仅是基于减少污染的考量,而且是由于金融市场低估了化石燃料全行业面临的日益严峻的诉讼和监管风险。因此,从这些行业果断撤出会提高风险调整后的预期收益。基于这一角度,ESG 投资是一种逐利行为,也是一种积极的投资策略,ESG 投资本身也符合忠实义务与审慎义务的要求。

根据 2005 年一份有影响力的报告(由 PRI 资助和国际律师事务所—富而德律师事务所编制),假设 ESG 投资可提供风险和回报收益,ESG 投资与信义义务的要求相一致。更重要的是,ESG 因素的考量“在

[13] Goldman Sachs, *What is Powering the ESG Surge?*, <https://www.goldmansachs.com/citizenship/environmental-stewardship/market-opportunities/cleanenergy/power-purchase-agreement/>.

[14] 那个时代的经典学术论述是 John H. Langbein & Richard A. Posner, *Social Investing and the Law of Trusts*, 79 Mich. L. Rev. 72 (1980)。

[15] 例如,在 2015 年 1 月和 2016 年 1 月 Interpretive Bulletins 以及 2018 年 1 月 Field Assistance Bulletin 中,DOL 从经济目标投资转向了 ESG,正如在其早期公告中的描述。

所有司法管辖区都是必需的”。^[16] 基于 2015 年的一份后续报告的信息, PRI 认为其已经“结束了关于 ESG 和信义义务孰重孰轻的辩论”, 并得出这一结论: 在整合 ESG 问题上, 受托投资者负有积极的责任,^[17] 其他论者也有同样的看法。^[18] 尽管如此, 美国仍有许多受托人对 ESG 投资持怀疑态度。

本文主要有四个贡献。第一, 我们将“ESG 投资”分为两大类来阐明 ESG 投资这一术语的包罗性特征。ESG 投资是出于道德或伦理上的原因, 或者是为了让第三方受益, 即所谓的 SRI(作为附属利益的 ESG)。我们将风险和回报收益型的 ESG 投资(提高风险调整后收益)称为“风险回报”ESG。这种基于动机来区分各种 ESG 投资的清晰分类, 通过对标同样强调动机的信托法中的忠实义务, 消除了现有的杂音和混乱。下文将指出, 根据慈善信托和私益信托的委托人或受益人授权的规则,^[19] 附属利益 ESG 违反了信托法的单一利益原则。相比之下, 风险回报型 ESG 投资, 可以被视为一种积极投资策略。而这种策略和任何其他为利润回报而行使的积极投资策略(发现市场定价错误而获利)或行使股东控制权(我们称为“积极股东主义”)获得收益一样, 都具有可行性。

第二, 由于风险回报 ESG 的合理性建立在其能够提供丰厚的风险调整后收益的主张之上, 我们针对该问题的现有理论, 是通过实施综合性评估和实证依据来检验的。我们认为, 确实有理论和证据支持风险回报 ESG。然而, 这种支持远远没有达到完全一致, 其与具体的交易场景相关, 并在各种情形下都可能发生变化, 特别是当市场调整以适应越来越多的 ESG 因素时, 这种不稳定性会加剧。风险回报 ESG 的支持者们

[16] UNEP Finance Initiative, A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment 13 (2005) (“Freshfields Report”).

[17] UNEP Finance Initiative, Fiduciary Duty in the 21st Century 9 (2015).

[18] 例如, 《机构基金统一审慎管理法》(几乎适用于每个州的慈善捐款的受托投资)的起草人 Susan Gary 认为, “一名谨慎投资者可以, 也应该把 ESG 因素作为稳健的财务分析考量因素的一部分”。See Susan N. Gary, *UNEP Finance Initiative, Fiduciary Duty in the 21st Century* 9 (2015); See Susan N. Gary, *Values and Value: University Endowments, Fiduciary Duties, and ESG Investing*, 42 J. C. & U. L. 247 (2016) (“Values and Value”).

[19] 参见下文第二(三)(四)部分。

夸大了 ESG 因素与公司业绩表现之间的因果关系,他们认为若二者之间存在因果关系,投资者即可以此获利。同样,他们未认识到,有关资产错配的学术理论尚不完备,有一定的可质疑之处。尽管如此,目前的理论和证据支持风险回报 ESG 提高风险回报的可能性。受托人可以通过积极投资来进行 ESG 投资,前提是受托人形成一套文本化的合理分析工具,据此预期回报收益可以抵销任何相关成本,并且受托人根据实际的成本和回报数据定期更新相关分析工作,我们提供了在积极投资行为中考虑采用 ESG 因素的评估框架。

第三,基于明确与合理的理由,我们反对 PRI 和其他人的如下主张。他们声称,风险回报 ESG 是受托人的强制性义务。然而事实上,对受托人而言,被动和反向投资策略都是被允许的,该投资策略也有重要的理论和实证的支持。此前文献中暗含一个深刻的反讽——推动风险回报 ESG 投资的逻辑也可能支持反 ESG 的投资策略,受托人若合理地得出某一结论——ESG 得分高的公司被高估,而 ESG 得分低的公司被低估,受托人可能会采取相反的做法,避开高 ESG 得分的公司,而偏爱 ESG 得分低的公司。美国最高法院也认为,受托人“可以合理地”得出结论且认为其“不太可能跑赢市场”,因此可以“谨慎地依赖市场价格”并采取被动策略。^[20]

第四,我们考虑在立法层面缓和慈善信托和私益信托(但不包括养老金信托)的单一利益原则,允许受托人在特定条件下考虑附属利益。原因在于,联邦养老金法中明文规定了养老金受托人的单一利益原则,没有例外情形。根据信托条款中的委托人授权,或者受益人的同意或责任免除,私益信托的受托人可以不同程度地考虑第三方利益。慈善信托的受托人也可以考虑第三方利益,只要第三人利益符合慈善的目的(可见收益不是附属的)。意即在符合慈善目的的情况下,通过投资计划追求第三方利益,在功能层面而言,这是对通过信托进行利益分配的替代性安排。我们类比是否允许向第三人分配的其他情形,以此得出结论:美国法律对信托施加强有力的保护,有些是强制性的,有些是任意性的,但都是基于健全的公共政策。然而,ESG 投资的各种原则尚没有足够的

[20] Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer 134 S. Ct. 2459,2471 (2014).

理据要求现有受信人有例外安排。

本文剩余部分作如下安排:第一部分总结了根植于 SRI 运动的 ESG 投资的兴起,注意到近期关注的焦点正从附属利益型 ESG 转向风险回报型 ESG。第二部分从法经济学的视角评估在忠实义务视域下受托人的附属利益与风险回报 ESG 投资。本部分注意到,ESG 投资在应用于养老金信托、慈善信托和私益信托时,三者之间有重要差异。第三部分从法经济学的视角评估在审慎义务视域下受托人的风险回报型 ESG 投资,从风险回报型 ESG 能够产生超额的风险调整后收益的主张中,梳理出 ESG 因素与公司业绩存在关系的经济学理论和实证依据。第四部分是简短的结论。

一、SRI、附属利益型 ESG 与风险回报型 ESG

(一) SRI 的兴起

今天的 ESG 投资现象可追溯到 SRI 实践,SRI 始于要求禁止对生产反社会产品的公司进行投资的呼吁。在 18 世纪的一次布道中,John Wesley(卫理公会教会的创始人)呼吁他的信徒禁止从损人利己的生意(尤其是酒精和奴隶交易)中获利或者从对其工人造成伤害的生意(如化工生产)中获利。^[21] 一些论者认为,这种劝诫实际上是投资筛选,就是 SRI 的最初应用。^[22] 随着金融市场的发展,一些共同基金将社交筛选应用于其投资项目中,这提供了一种以道德为由禁止某些业务的投资工具。第一支 SRI 基金——先锋基金成立于 1928 年,这是一家致力于

[21] See John Wesley, *Sermon 50: The Use of Money*, in 2 *The Works of John Wesley: Sermons* II 34-70, p. 266-267 (Albert C Outler ed., 1985). 有些人将 SRI 的起源追溯到 17 世纪的贵格会。See *What Is Social Investing? Who Are Social Investors?*, in *The Social Investment Almanac* 6 (Peter D. Kinder et al. eds., 1992).

[22] 例如, Russell Sparkes, *Socially Responsible Investment: A Global Revolution* 46-47 (2002) [将 Wesley 描述为“预见(社会投资的)现代形式的先驱”]。

实现社会正义的教会投资基金,至今仍然存在。^[23] 然而,先锋基金承诺禁止道德上有问题的投资,而非获得更好的风险调整后收益。^[24]

20 世纪 70 年代的越南战争,使这家避开国防企业的 SRI 基金获得了更多的关注。^[25] 从 20 世纪 70 年代末到 80 年代,南非种族隔离政府的政策使 SRI 更加引人注目。因为激进者呼吁抵制在南非营业的公司。一些激进分子呼吁所有在南非做生意的公司应全部撤资,^[26] 而其他人士则建议有条件地允许对这些公司进行投资,即同意在南非的行动中遵守某些非歧视原则(称为苏利文原则)。^[27] 这些替代方法反映了一个长期存在的争论,即发声还是退出才有助于推动变革。^[28]

(二) SRI 和诚信原则

随着 SRI 日益突出,以及养老金信托、慈善信托与私益信托对资本市场日趋重要,论者开始顾及受托人的忠实义务与审慎义务,考虑 SRI 是否恰当。忠实义务要求受托人为受益人的“单一”或“独占”利益行事,令人担忧的是,考虑南非受压迫的多数黑人的福利就是考虑受益人以外的利益。谨慎义务则要求一个多元化的投资组合,其风险回报目标与信托目的合理地匹配,令人担忧的是,从任何在南非做生意的公司全部撤资都将破坏多元化投资,因为如果撤资,势必使投资组合将从拥有国际业务的大型公司转向小型公司和某些国内行业。^[29]

[23] See Business Wire, *Pioneer Investments Commemorates 80 Years in Asset Management with the Closing Bell Ringing at New York Stock Exchange* (February 12, 2008), <http://www.businesswire.com/news/home/20080212005979/en/Pioneer-Investments-Commemorates-80-Years-Asset-Management>.

[24] See John C. Harrington, *Investing with Your Conscience: How to Achieve High Returns Using Socially Responsible Investing*, p. 47, 1992.

[25] See Sarah M. Gantz, Luther E. Tyson, *Applied Social Activism to Mutual Fund Investing*, Bos. Globe, 2008 - 5 - 22.

[26] See D. Hauck, M Voorhes & G. Goldberg, *Two Decades of Debate: The Controversy Over U. S. Companies in South Africa* (1983).

[27] Sullivan 最终赞成从南非全盘撤资。See Sullivan Principle's Author Hopes for Change, N. Y. Times, 1986 - 10 - 22.

[28] See Albert O. Hirschman, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (1970).

[29] See Richard MEnnis & Roberta L. Parkhill, *South African Divestment: Social Responsibility or Fiduciary Folly?*, 42 Fin. an J. 30 (1986).

大多数讨论者(最著名的是 John Langbein 和 Richard Posner)认为,受托人不能从南非境内的公司撤资。^[30] 一些投资经理对此表示赞同,^[31]甚至一些在道德上强烈支持撤资的学者也认为,根据现行法律规定,不允许全面撤资。^[32]

作为全面撤资的另一种选择,一些人依据在南非做生意的公司是否遵守苏利文的非歧视原则的事实主张“选择性撤资”。因为选择性撤资会把更少的公司排除在外,^[33]实证研究表明,这对搭配投资效率产生的损害较小。^[34]有基于此,一些学者认为,选择性撤资符合审慎义务。^[35]但这一结论回避了受托人为第三方利益考虑与忠实义务履行的冲突问题,而信托法层面的忠实义务通常不被理解为允许对不正当动机进行最小损害或无害的辩护。

[30] See Robert J. Lynn, *Investing Pension Funds for Social Goals Requires Changing the Law*, 53 U. Colo. L. Rev. 101 (1981); Robert H. Jerry & O. Maurice Joy, *Social Investing and the Lessons of South Africa Divestment: Rethinking the Limitations on Fiduciary Discretion*, 66 Or. L. Rev. 685 (1987); The South African Divestment Debate: Factoring Political Risk into the Prudent Investor Rule, 55 U. Cin. L. Rev. 201, 216 (1986) (认为受托人应考虑政治风险,这可能会使在南非的投资失去吸引力,从而得到 ESG 的风险回报点); Thomas A. Troyer, Walter B. Slocombe & Robert A. Boisture, *Divestment of South Africa Investments: The Legal Implications for Foundations, Other Charitable Institutions, and Pension Funds*, 74 Geo. L. J. 127, p. 148 - 149 (1985) (更传统的信托法表明,撤资的受托人违反其忠实义务,因其追求的是与信托目的无关的目标。然而,这一分析并未考虑到撤资可通过各种方式促进信托的慈善目的)。

[31] See A Wary Reception for the Sullivan Stand, *New York Times*, 1987 - 6 - 8, p. 26 (报告称,一些基金经理以信义义务为由,拒绝撤资)。

[32] See Joel C. Dobri, *Arguments in Favor of Fiduciary Divestment of South African Securities*, 65 Neb. L. Rev. 209, p. 233 - 336 (1986); JOEL C. DOBRI, SRI—Shibboleth or Canard (Social Responsible Investing), *That Is*, 42 Real Prop. Probate & Trust J. p. 788 - 790 (2008)。

[33] 发现只有 13% 的标普 500 指数会被苏利文原则排除在外。

[34] See Blake R. Grossman & William F. Sharpe, *Financial Implications of South African Divestment*, 42 Fin. Analysts J. 15 (1986)。

[35] See Maria Hylton, *Socially Responsible Investing*, 42 Am. U. L. Rev. 1, 43 (1992); Robert H. Jerry & O. Maurice Joy, *Social Investing and the Lessons of South Africa Divestment: Rethinking the Limitations on Fiduciary Discretion*, 66 Oregon L. Rev. 685, p. 746 - 748 (1987)。

(三)从 SRI 到 ESG

在种族隔离制度瓦解后,接下来的几十年里,围绕 SRI 的信托法问题在很大程度上只在法律文献中被论及。然而,随着 20 世纪 90 年代到 21 世纪初投资者对 SRI 的需求增加,投资专业人士对 SRI 重新产生了兴趣。^[36] 从 1995 年至 2005 年,大量 SRI 基金成立,且其管理的资产大幅增加。据估计,SRI 基金数量从 55 个增加到 201 个,其管理的资产总规模也从 120 亿美元增加至 1790 亿美元。^[37]

同时,SRI 的拥护者们以两种相关的方式改变了投资策略及营销方式。首先,SRI 基金开始明确将公司治理因素纳入其投资策略中,将良好的治理与其社会使命相结合,并将 SRI 重塑为 ESG。其次,SRI 基金开始通过宣称 SRI 基金在道德和财务层面都优于其他基金,提供更低的风险和更高的回报,从而激发投资者的道德意识。^[38]

20 世纪 90 年代,治理因素被广泛认为与公司价值相关。同时,世通公司、安然公司等大量企业的破产都与不当行为和治理不力有关,引起了人们对投资治理因素的进一步关注,随后监管改革被提上日程。^[39] 2003 年,保罗·冈珀斯(Paul Gompers)、乔伊·伊什(Joy Ishii)和安德鲁·梅特里克(Andrew Metrick)发表了一篇极具影响力的论文,其对公司治理指数进行研究,^[40]许多后续论文表明,可识别和可度量的治理因

[36] See Danny Hakim, On Wall St., *More Investors Push Social Goals*, N. Y. Times A1, 2001 - 2 - 11; Susan Sherriek, A Conscience Doesn't Have to Make You Poor, Bus Wk 204, 2000 - 5 - 1.

[37] See Social Investment Forum, Trends in Socially Responsible Investing 9 (2010) (可从 https://www.ussif.org/files/Publications/10_Trends_Exec_Summary.pdf 查看)。

[38] See Michael S. Knoll, *Ethical Screening in Modern Financial Markets: The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment*, 75 Bus. Lawyer 681, 682 (2002) (特别提出,通过宣称“同时使用社会和经济标准进行投资决策的投资者可以在改善世界的同时获得利润”,“SRI 行业正在稳步推进道德因素筛选”)。

[39] 最显著的改革是 2002 年由国会颁布的萨班斯—奥克斯利法案。我们有理由怀疑萨班斯—奥克斯利改革的有效性。See Roberta Romano, *The Sarbanes - Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 114 Yale L. J. 1521 (2005)。

[40] See Paul A. Gompers, Joy L. Ishii & Andrew Metrick, Gompers, Joy L. Ishii & Andrew Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 Q. J. Econ. 107 (2003)。

素对公司业绩有显著影响。^[41] 2007年的金融危机和大萧条促使人们寻找更好的风险防范措施,一些人认为ESG因素的合理考量能更好地防范风险。^[42]

(四) 区分附属利益 ESG 和风险回报 ESG

“ESG投资”既可用以获得附属利益(实际上是典型SRI),又可用来获取提高的风险调整后收益(重新命名为ESG),ESG投资如今被广泛地、令人困惑的同时涵盖这两种类型。^[43] 为明确起见,我们将向第三方或其他出于道德或伦理原因而提供利益的ESG投资统称为“附属利益”ESG,而将旨在提高风险调整后收益的ESG投资称为“风险回报”ESG,二者间的区别为投资者的动机。例如,加州公务员退休基金CalPERS最近回应外界批评称,它采用的是风险回报ESG,考量ESG因素“不是因为(ESG因素)让我们感觉良好,而是因为有足够的经济理由这样做”。^[44]

附属利益ESG通常作为投资活动的筛选手段,投资者有效规避了被其视为不道德或低于特定ESG阈值的公司或行业。例如,附属利益ESG投资策略禁止投资化石燃料公司,以获得减少污染的附带益处。附

[41] See Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Allen Ferrell, *What Matters in Corporate Governance*, 22 Rev. Fin. Stud. 783 (2009).

[42] 比较 Karl V. Lins, Henri Servaes & Ane Tamayo, *Social Capital, Trust, and Firm performance: The Value of Corporate Social Responsibility During the Financial Crisis*, 72 J. Fin. 1785 (2017) (发现,在金融危机期间,ESG因素得分高的公司的表现优于其他公司,但在金融危机之外无明显差异); John Nofsinger & Abhishek Varma, *Socially Responsible Funds and Market Crises*, 48 J. Bank. & Fin. 181, 192 (2013) (经发现,SRI基金在危机期间表现优于非SRI基金,但非SRI基金在其他时期的表现更好); Pieter Jan Trinks & Bert Scholtens, *The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing*, 140 J. Bus. Ethics 193, 202 (2017) [经发现,几乎所有存在争议(低社会因素得分或“罪恶股票”)的投资组合在衰退期间的表现都优于市场中的其他投资组合]。

[43] See Douglas M. Grim & Daniel B. Berkowitz, *ESG, SRI, and Impact Investing, A Primer for Decision Making* 4.

[44] See CalPERS, *Slanted “Study” on the Role of ESG Falls Completely Apart*, <https://www.calpers.ca.gov/page/newsroom/for-the-record/2017/slanted-study-esg-falls-apart>; CalPERS, *ESG*, <https://www.calpers.ca.gov/page/investments/governance/sustainableinvesting/esg>.

属利益 ESG 也可以通过股东投票或参与公司治理予以实施,此举在提升投资者的风险回报之外,也旨在诱使公司改变其做法,以提供附属利益。

相较而言,风险回报 ESG 投资将 ESG 因素作为评估预期风险和回报的指标,从而以更低的風險获取更高的回报。典型的風險回报 ESG 投资策略是利用 ESG 因素选择股票或其他证券,根据这些因素来识别市場的不当定价,从而获得盈利机会,我们称为“主动投资”。例如,通过对一家化石燃料公司的風險回报 ESG 分析可得出结论,该公司的诉讼和監管風險在股价中被低估了,因此减少或规避对该公司的投资将提高風險调整后收益。風險回报 ESG 投资也可以通过股东投票或其他管理层参与的方式来实施,从而在提高公司业绩的同时提高投资回报,我们将其称为“主动管理”。

鉴于信托法强调受托人行为的动机,我们对附属利益 ESG 与風險回报 ESG 的分类是有意义的。筛选或其他形式的积极投资实际上无法在增加回报的同时获得附属利益,支持附属利益 ESG 筛选的理论是,通过避免投资效率低的 ESG 公司,投资者将提高此类公司的融资成本,引导他们改变其做法。但若这种策略取得成功,必然会以牺牲回报为代价。换言之,成功的附属利益 ESG 筛选策略取决于低 ESG 得分的公司提供更好的回报。

二、忠实义务与 ESG 投资

信托治理的核心是受托责任:受益人可随时要求受托人作出解释,其是否根据忠实义务与审慎义务的要求行事。^[45]《信托法重述(三)》将其描述为“信託管理的基本原则”,即“受托人所拥有的一切权力都必须按照信义义务原则行使”。^[46] 受托责任包括使受托人为受益人的利

[45] See Evan Criddle, Paul Miller & Robert H. Sitkoff, *Fiduciary Principles in Trust Law*, *The Oxford Handbook of Fiduciary Law* (2019).

[46] Restatement (Third) of Trusts § 70 cmt. a. (Am Law Inst 2007).

益承担利润返还责任、损害赔偿责任及采取其他救济措施后产生的代理成本返还责任。受托人的任何投资计划,无论是否依赖于 ESG 因素或其他因素,都必须符合信义义务的要求。

大多数情况下,信托法不仅针对信托管理,而且针对养老金管理与慈善捐赠也规定了类似信托的原则,如 1974 年的《雇员退休收入保障法》(ERISA)对大多数私人养老金和退休账户设置了强制性的信托结构,而广泛遵循的《机构基金统一审慎管理法》(UPMIFA)将信托投资法作为州法的一项内容应用于慈善捐赠。^[47]而在信托法与 ERISA 的适用纠纷中,法院通常将《信托法重述(三)》的规定视为权威。^[48]然而,信托管理、养老金管理与慈善捐赠的规范都存在细微但重要的不同。在本部分中,我们着重研究受托人遵循忠实义务的要求进行的 ESG 投资,本文第三部分将讨论受托人遵循审慎义务要求进行的 ESG 投资。

(一)“单一”与“最佳”利益

大体而言,忠实义务有两种类型,一种是须遵循“单一利益”规则。根据该规则,受托人必须“仅为受益人的利益管理信托”。^[49]单一利益原则有时也被称为“单一利益”或“专有利益”规则,^[50]根据这一规则,“受托人有义务不受任何第三人利益或者实现信托目的以外的其他动机的影响”。^[51]带有不纯动机的行为会引发“无可辩驳的过错推定”。

要证明受托人的违约行为,只需要证明受托人具备不纯动机即可。

[47] See UPMIFA § 3 (Unif. Law Comm'n 2006) (将信托法谨慎投资者规则应用于慈善捐赠); Uniform Law Commission, Prudent Management of Institutional Funds Act (<http://www.uniformlawsorg/Actaspx?title=Prudent%20Management%20of%20Institutional%20Funds%20Act>) (描述了各州的立法状况)。

[48] 关于普通信托事项, See Robert H. Sitkoff & Jesse Dukeminier, *Wills, Trusts, and Estate*, p. 387-391 (10th ed. 2017) (论述《信托法重述(三)》作为美国信托法来源的依据)。关于 ERISA 事项, See *Tibble v. Edison Int'l*, 135 S. Ct. 1823, 1828 (2015) [relying on the Restatement (Third) of Trusts]; *Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer*, 134 S. Ct. 2459, 2469 (2015) [relying on the Restatement (Second) of Trusts]。

[49] Restatement (Third) of Trusts § 78(1) (Am Law Inst 2007); Unif. Trust Code § 801(a). Unif. Law Comm'n 2000.

[50] See Daniel R. Fischel & John H. Langbein, *ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule*, U. Chi. L. Rev. 1105, 1108 (1998).

[51] Restatement (Third) of Trusts § 78(1) cmt. f. (Am. Law Inst. 2007).

在单一利益规则下,若除受益人的“单一利益”或“专有利益”外,受托人有任何其他动机,即使没有自我交易,受托人亦违反了忠实义务。受到自己或第三人利益影响的受托人是不忠实的,原因是受托人不再仅仅为受益人的利益行事。在未来,ERISA 项下单一利益原则也是强制性的。

忠实义务的另一类型是须遵循“最佳利益”规则。若单一利益原则被放弃,则可在信托法项下适用该原则——受托人没有被明确禁止在利益冲突的情况下行事,但是必须按照当事人的“最佳利益”行事(尽管存在冲突)。最佳利益规则通常通过“完全公平”测试予以实现,完全公平测试有时在公司法中表示为要求价格公平和交易公平。^[52] 同样地,即使放弃了单一利益原则,受托人仍必须“为了受益人的利益,公平、诚实地行事”。^[53]

单一利益原则完全不允许针对未经授权的冲突交易进行抗辩,相较而言,最佳利益原则允许受托人基于完全公平原则对有冲突的行为予以辩护。换言之,单一利益原则严禁对冲突交易是否公平这一价值判断实施“进一步调查”。^[54] 相比之下,最佳利益规则通过测试交易的公平性来规范冲突交易。不同规则适用于不同情境。

单一利益原则的预防政策适用于冲突交易不可能有利且受益人监督较弱的情形。即使在给定的情况下,一个未披露的冲突可能对受益人是公平的,但政策的判断是“此类交易经常是不受欢迎的,而根除整个交易(通常)的成本低于个案裁决成本(公平标准)”。^[55] 用《信托法重述(三)》的话来说,当一个受托人实际上已屈服于诱惑时,“信托法的政策(作为违约法)倾向于完全消除诱惑的场合,而非监督信托行为并试图发现和惩罚滥用行为”。^[56]

[52] See Evan Criddle, Paul Miller & Robert H. Sitkoff, Julian Velasco, *Fiduciary Principles in Corporate Law*, The Oxford Handbook of Fiduciary Law (2019).

[53] See *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A2d 701, 711 (Del. 1983); Evan Criddle, Paul Miller & Robert H. Sitkoff, Andrew S Gold, *The Fiduciary Duty of Loyalty*, The Oxford Handbook of Fiduciary Law (2019).

[54] Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. b. (Am Law Inst 2007).

[55] *Id.*

[56] See Robert H. Sitkoff, *Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency*, 28 J Corp L. 565, p. 573 – 574 (2003).

相比之下,适用最佳利益原则的政策判断是,冲突行动将符合受益人的最佳利益,且发生的频率足够高,^[57]与其绝对禁止受托人可能有利益冲突的所有交易,不如允许此类交易,同时要求其接受完全公平测试的司法审查。

(二) ESG 与 ERISA 法中的忠实义务

用计划资产直接投资、行使与计划资产相关的股东控制权或设计计划参加者可选择的投资(通常是共同基金)选项单时,养老金或退休计划的受托人必须遵循忠实义务的要求行事。^[58]因此,问题就产生了:在做出此类决定时考量 ESG 因素是否满足忠实义务的要求?

1. 仅仅是为了“财务”利益

ERISA 编纂了信托法的单一利益规则。^[59]在普通法中,其长期以来被理解为“受托人对受益人有义务不受任何第三人利益或者实现信托目的以外的其他动机的影响”。^[60]

根据职工退休所得保障条例的规定,最高法院认为,养老金受托人必须“专门地”为计划受益人追求“财务利益”。^[61]ERISA 受托人的“唯一目的”必须是“为参与人及其受益人提供利益”,同时“支付管理计划的合理费用”。上述条款中的“利益”一词必须被理解为受益人寻求财务利益,如退休收入。^[62]

因此,在最高法院的先例控制下,如果养老金受托人的行为不是为了受益人的经济利益,就违反了忠实义务,基于任何其他动机行事(即使没有直接的自我交易)也违反了忠实义务。事实上,即使计划的管理工具体条款规定了一个“具体的非金钱目标”,这样的规定也会违反 ERISA 的强制性信义义务,原因在于,信义义务的唯一目的是为计划的参与者

[57] Restatement (Third) of Trusts § 78(1) cmt. b. (Am Law Inst 2007).

[58] Tibble, 135 S. Ct. 1823, 最高法院确认选项单选择属于一种信托行为,与直接投资和行使股东权利遵循相同的诚信原则。

[59] ERISA § 404(a)(1)(A)(i), 29 U. S. C. § 1104(a)(1)(A)(i).

[60] Restatement (Third) of Trusts § 78(1) cmt. f. (Am Law Inst 2007).

[61] Dudenhofer, 134 S. Ct. p. 2468.

[62] ERISA § 404(a)(1)(A)(i) - (ii), 29 U. S. C. § 1104(a)(1)(A)(i) - (ii).

提供财务利益。^[63]

在 ERISA 对财务利益的排他性和强制性判断层面,美国的养老金法有别于英国的养老金法,后者对非金融投资因素考量的规范更为宽容。^[64] 美国的立场反映了一种家长式的公共政策,即保护退休工人的财务安全,使其免于遭受年轻时自己糟糕的支出和投资决策的影响。^[65] 这些储蓄的投资受到将财务回报作为“单一”目标的信托框架的约束。通过这种方法,美国规则也避免了在多参与者计划中对受益人偏好进行费钱费力的汇总。无论如何,不管这一立场在政策上有什么优点,^[66] 最高法院认为 ERISA 的文本规定了这一点。

2. 适用于养老金受托人的 ESG 投资

上述讨论指向了 ERISA 禁止养老金受托人进行附属利益 ESG 投资这一法律结论。根据最高法院目前对 ERISA 的解释,养老金受托人在做出任何投资决定(不论直接投资、代理投票还是行使与计划资产相关的控制权或设计计划参与者可选择的投资选项单)时不得考虑附属利益。根据定义,附属利益 ESG 需要考虑受益人财务利益以外的利益。因为受托人的动机是混合的(既谋求受益人的经济利益,又谋求附属利益),因此受托人违反了单一利益原则。有鉴于此,我们同意前一代学者的共识,这会违反忠实义务。^[67]

与附属利益 ESG 相比,风险回报 ESG 符合 ERISA 下的忠实义务要

[63] Dudenhoeffer, 134 S. Ct. p. 2468 – 2469; Central States, Southeast & Southwest Areas Pension Fund, 472 U. S. 559, 568 (1985) (信托文件不能免除受托人在 ERISA 项下应负的责任)。

[64] See Melanie L. Fein, *Social Investing in the United Kingdom (ESG)*, p. 2 (<https://ssrn.com/abstract=3091922>). 不同的法律框架使得 GAO Report 中的一些国外比较不恰当。

[65] See Ryan Bubb, Patrick Corrigan & Patrick L. Warren, *A Behavioral Contract Theory Perspective on Retirement Savings*, 47 Conn. L. Rev. 1317, p. 1337 – 1338 (联邦政府制定退休储蓄政策的主要动机是若放任自用,许多家庭就会在为退休做计划和储蓄时犯错误)。

[66] See John H. Langbein, *Social Security and the Private Pension System*, in *In Search of Retirement Security: The Changing Mix of Social Insurance, Employee Benefits, and Individual Responsibility*, p. 109, 112 (2005)。

[67] Restatement (Third) of Trusts § 87 cmt. c. (Am Law Inst 2007)。

求,条件是受托人的“单一”动机是通过提高风险调整后收益使受益人受益,此外,还必须满足审慎义务。

DOL 公告,包括最近的 2015 年、2016 年和 2018 年公告,与上述分析基本一致。^[68] 在每一个公告中,DOL 得出结论,由受托人提供的附属利益 ESG 通常是非法的。在其早期公告中也有如下陈述,“计划受托人对计划受益人的财务回报和风险的关注必须是最重要的……ERISA 不允许受托人牺牲计划参与者的经济利益”。^[69] 在 2018 年的公告中,DOL 再次重申,“计划受托人不被允许以牺牲投资回报或承担额外的投资风险为代价,来促进社会政策目标实现”。^[70]

同时,DOL 指出,风险回报 ESG 投资应与忠实义务的要求相一致。例如,在 2015 年公告中,DOL 阐明,由于“养老金受托人应适当考虑潜在影响风险和回报的因素”以及“环境、社会和治理问题可能与计划投资的经济价值有直接关系”,受托人可在风险与回报的框架内考虑此类因素。^[71] 在这些情况下,DOL 解释道,ESG 因素“是受托人对竞争投资选择的经济价值进行初步分析的适当组成部分”。^[72] DOL 强调,基于这种情况,受托人的行为“完全出于经济考虑”。^[73]

在 2018 年公告中,DOL 同样认识到,“当其他间接的 ESG 问题为公司带来重大的商业风险或机会时,公司管理人员和董事需要将其作为公司商业计划的一部分予以管理,合格的投资专业人士会根据普遍接受的投资理论将其视为经济考虑因素”。

3. 作为决定性因素的附属利益

然而,在一个重要方面,我们的分析与 DOL 不同。自从受到富而德律师事务所和其他机构的拥护后,DOL 采取了这样的立场:如果养老金受托人有两个风险和回报属性相同的投资选择,受托人可将附属利益视

[68] See DOL, Interpretive Bulletins 2016 - 1. 2015 - 01. 2008 - 01. 2008 - 2. 1994 - 1. 1994 - 2; Field Assistance Bulletin, 2018 - 1.

[69] DOL, IB 2015 - 01, 80 Fed. Rev., p. 65135.

[70] DOL, FAB 2018 - 01, p. 2.

[71] DOL, IB 2015 - 01, 80 Fed. Rev., p. 65136.

[72] DOL, FAB 2018 - 01, p. 2.

[73] 关于 DOL 公告的影响, See Unif. Prudent Inv. Act § 5 cmt. (Unif. Law Comm'n 1994) (依赖于 DOL IB 94 - 1)。

为一种不违反忠实义务的决定性因素。例如,其 2015 年公告的立场是,受托人选择在适当时间范围内回报和风险相等的投资选择时,可将附属目标作为决定性因素。在投资选择相等的情况下,ERISA 不规范投资选择。2018 年公告重申了这样一种观点,即“当竞争性投资同样符合计划的经济利益时,计划受托人可以将此类附属考虑因素作为投资选择的决定性因素”。

这种平局决胜立场违背了控制法,且这在金融经济学层面是可疑的。就法律而言,这与严格的“单一利益”原则是不可调和的,因为在普通法中,该原则被理解为赋予受托人“一种义务……不受任何第三人利益或者实现信托目的以外的其他动机的影响”。^[74]同时,根据 ERISA 的相关规定和最高法院裁定,养老金受托人必须视“为信托受益人提供财务利益”为唯一利益。^[75]因此,正如其他评论员所指出的,鉴于其普通法背景,这一平局决胜立场与最高法院宣读的 ERISA 文本之间存在高度紧张关系。^[76]

不过,DOL 公告没有承认这种紧张关系,更不用说以一种有说服力的方式来进行处理。然而,作为一个法律问题,授权养老金受托人在作出信托决定时考虑附属利益,与授权受托人考虑美国总统、受托人的配偶或受托人自己心中的偏好没有什么不同,每一项都违反了单一利益原则。

此外,如果两种投资实际上具有相同的风险和回报属性,出于分散投资的考虑,投资者应该在这两方面都进行投资。^[77]如果两家公司有相同的预期风险和回报,但他们的经理和产品不同,从审慎责任所要求的搭配投资效率的技术意义上来说,同时投资两者的效率更高,^[78](联合投资有助于多样化,从而在不损失投资组合预期回报的情况下降低整

[74] Restatement (Third) of Trusts § 78(1) cmt. f. (Am. Law Inst. 2007).

[75] Dudenhoeffer, 134 S. Ct. p. 2468.

[76] 认为 ESG 作为决定性因素,背离了信托法的“唯一利益”标准,该标准禁止受托人考虑参与者和受益人利益以外的任何利益;Edward Zelinsky, *The Continuing Battle Over Economically Targeted Investments: An Analysis of the Department of Labor's Interpretive Bulletin* 2015 - 1, 2016 Cardozo L. Rev. De Novo 161 (2016)。

[77] See Zvi Bodie, Alex Kane & Alan J. Marcus, *Investments*, p. 194 - 221 (9ed. 2011).

[78] *Id.*, p. 195 - 202.

体投资组合风险)。因此,公告并没有考虑在打破平局规则下降低投资组合分散投资的经济成本,不过 ERISA 明确规定了多样化责任。

然而,假设一个受托人声称,其有两个相同的投资项目,但基于流动性或其他交易成本,他只能投资其中一个。我们仍然不允许受托人考虑用附属利益来打破所谓的僵局。原因在于,DOL 的平局决胜立场为受托人的不纯动机辩护打开了大门。这样的辩护违反控制法规和习惯法的预防政策。

此外,根据行政法,由于 DOL 公告是指导文件,而非通过正式的通知和评论程序产生的规则,其没有资格得到谢弗林(Chevron)的遵守。

(三) ESG 与信托法中的忠实义务

对于养老金信托,私人(个人)信托的受托人在直接投资、行使投票权或者行使与信托资产相关的股东控制权时,必须履行忠实义务。然而,不同于 ERISA(单一利益原则是强制性的,且相关利益是提供财务利益),根据信托法,单一利益原则在特定情形下是默认的,受益人的利益由委托人在信托条款中即予以规定了。

1. 默认的“单一”利益原则

根据信托法的既定原则,在默认情况下,受托人必须“仅为受益人的利益管理信托”^[79]。一个常见的涉及不纯动机的教学示例(存在利益冲突,但不涉及自我交易)是 *In re Estate of Rothko* 案。^[80]

基于这种情况,马克·罗斯科遗产的遗嘱执行人将近 800 幅罗斯科的画作出售或委托给了一家画廊管理。^[81] 因其中一位执行人是一个有寻求“强化地位”动机的画廊高级职员,另一位遗嘱执行人是有“巴结”画廊动机的艺术家,法院认定他们都有违反忠实义务的利益冲突。^[82] 法院认为“遗嘱执行人并非出于不纯动机而发生冲突”的说法是“纯粹的幻想”,并裁决以画作失去的升值价值作为损失,相当于解除交易。

在罗斯科案例中,遗嘱执行人的矛盾动机是自私的,然而即使他们

[79] Restatement (Third) of Trusts § 78(1) (Am. Law Inst. 2007) (emphasis added); Unif. Trust Code § 801(a) (Unif. Law Comm'n 2000) (same).

[80] 372 NE2d 291 (NY 1977).

[81] 遗嘱执行人与受托人遵守同样的忠实义务。

[82] 372 NE2d (296).

的不纯动机是善意的,甚至是值得称赞的,结果也会一样。不纯动机本身就违反了信托法的忠实义务。因此,假如一个受托人“不为个人利益行事”,而是“为了协助完成一项有价值的项目”,他仍然违反了忠实义务,因为这样的动机不是为了受益人的唯一利益。^[83] 同样,一项交易“可能是出于实现信托的最佳利益,甚至是出于履行审慎投资的义务”,但这并不能使受托人免于“违反忠实义务”的指控(前提是,受托人进行交易的动机不是为了受益人的唯一利益)。^[84]

2. 适用于私人信托的 ESG 投资

根据 ERISA 风险回报 ESG 投资可以与信托法的忠实义务相一致,前提是受托人的“单一”或“独家”动机是使受益人受益。同时,根据 ERISA 下的强制性单一利益原则,受普通信托法下默认单一利益原则约束的私人信托的受托人不得合法地使用附属利益 ESG。原因在于,附属利益 ESG 需要考虑受益人的单一利益以外的利益,其违反了普通信托法下的单一利益原则。

此外,《信托法重述(三)》规定附属利益 ESG 投资“通常”会违反单一利益原则:受托人必须完全为受益人的利益行事,禁止为其他目的投资。因此管理信托投资时,受托人的决定通常不得出于关于社会或政治问题的动机。^[85]

不过,单一利益原则不允许有例外。该规则不允许考虑其他利益(即使受益人的利益不是从属的或在回报方面没有减少),受托人不能以冲突没有损害受益人或其他动机值得称赞为由为不纯动机辩护。因此,受托人不会因考虑附属利益而遵守苏利文原则,和所有形式的附属利益 ESG 一样,这违反了单一利益原则——即使没有降低搭配投资效率——因为这种考虑包含不纯动机。

当然,与必须为计划受益人提供财务利益的 ERISA 计划相比,在私人信托中,委托人有广泛的自主权来规定信托的条款和目的。^[86] 因此,

[83] Conway v. Emeny, 96 A. 2d 221, 225 (Conn. 1953).

[84] Uzyel v. Kadisha, 116 Cal. Rptr. 3d 244, 276 (Cal. App. 2010).

[85] Restatement (Third) of Trusts § 90 cmt. c. (Am. Law Inst. 2007).

[86] See Robert H. Sitkoff, *Trusts and Estates: Implementing Freedom of Disposition*, 58 St. Louis L. J. 643 (2014).

除了搭配投资效率和提供最大财务利益外,信托条款可提供一种受益权。例如,信托的条款和目的可能允许以一种方案投资(如在一个信托中,持有一个家庭度假屋、家庭农场或其他供受益人使用的住宅)代替向受益人的分配。

因此,与 ERISA 的受托人不同,个人信托的受托人不必只考虑直接的“财务利益”。根据信托条款,受托人也可以考虑受益人的非财务利益。这样就产生了一个问题,个人信托的受托人是否可以合法地认为,一种由诸如附带环境利益驱动的投资策略是被允许的(因为受益人生活在地球上,因此其将间接受益)?我们认为至少以下两种情形不被允许。

首先,由于此类投资策略在功能上是直接分配的替代品,因此其应接受这样的检验。如果受托人不能符合信托条款,直接分配以实现同样的附带环境利益,不应允许受托人通过信托投资计划追求同样的目的来规避这一限制。在《信托法重述(三)》中有类似的表述“当受托人出于不正当的即使并非不诚实的动机而采取行动时(例如,以善意而非为促进信托目的而采取的行为时),其滥用了自由裁量权”^[87]

其次,即使在审慎义务下,投资符合这种分配替代检验(下面我们将对此进行更充分的讨论),受托人还必须进一步合理地得出结论,认为投资是向受益人提供特定利益的一种有效手段。但考虑到现代金融市场的深度和流动性,个人信托的受托人不太可能影响公司的资本成本,但很可能招致分散投资和交易成本。同样,由追求附带环境利益所推动的投资很可能不如为同样利益进行的直接支出。

3. 附属利益与信托条款

与 ERISA 不同的是,在普通信托法下,单一利益原则是默认而非强制的。正如《信托法重述(三)》所解释的那样,“受托人可根据信托条款明示或暗示的授权,从事绝对忠诚原则禁止的交易”^[88]。基于这种情况,忠实义务适用最佳利益原则而非唯一利益原则。正如《信托法重述(三)》所言,“无论信托的规定在授权从事涉及信托利益和个人利益冲突的交易方面可能有多宽泛,受托人不诚实或不公平的行为都违反了对

[87] Restatement (Third) of Trusts § 87 cmt. c. (Am. Law Inst. 2007).

[88] Id.

受益人的忠实义务”^{〔89〕}。

就此,回想一下之前引用的《信托法重述(三)》条款,即“受托人的决定通常不得出于关于社会或政治问题的动机”,^{〔90〕}下一句继续说道,“然而,此类考虑可能在信托条款允许的范围内适当地影响受托人的投资决定”^{〔91〕}。

因此,在信托条款授权受托人用信托财产投资的情形下,受托人考量 ESG 因素附带利益是不纯动机的体现。因此,受托人将接受最佳利益审查,以确定投资计划是否审慎、诚实、公平地为了受益人的最大利益。

如果信托条款授权甚至正式命令受托人从 ESG 投资中追求附属利益(即使这样做牺牲了搭配投资效率)——换言之,如果信托条款使受益人利益从属于附属利益,便会出现一个更难的问题,因为其与未解决的委托人自治和处置自由的限制问题相冲突。

根据传统法律,信托必须为了一个公认的慈善目的(慈善信托),或为一个或多个可确定的受益人。任何其他目的的信托都是无效的。因此,维护宠物或坟墓的信托缺乏确定的个人受益人且非慈善性质,这要求法官发明一种“荣誉信托”的概念,后来依照法规编成法典。

因此,棘手的问题是,一项将附带利益优先于受益人利益的规定,是否跨越了不被允许的非慈善目的信托的界限。基于这种情况的问题是,私人信托的委托人在何种程度上可以将非慈善目的(追求附属利益)置于受益人的利益之上。

普通法的答案区分了许可规定和强制规定。“普遍的观点是,如果不分散投资是不谨慎的,那么允许受托人保留单一投资组合并不能免除其责任……即使受托人有权保留资产(无论是否分散投资),该权力的行使也必须审慎,并符合受益人的最大利益”。同理,即使规定有授权附属利益 ESG 的信托条款,受托人仍需接受最佳利益忠诚度测试,若附属利益 ESG 计划通过实质上牺牲收益或增加风险而损害受益人利益,则

〔89〕 同前注〔87〕, § 90 cmt. c. (emphasis added), quoted supra text accompanying note.

〔90〕 同前注〔87〕, § 27。

〔91〕 同前注〔87〕, § 47。

受托人很可能无法通过最佳利益测试。^[92]

但是如果受托人被命令去追求 ESG 投资的附带利益呢?普通法对此的回答是,受托人必须遵守该命令,除非这样做会损害受益人。基于这种情况,受托人必须请求法院允许其偏离该规定。若符合约定将“对信托或者信托受益人造成实质性损害”,受托人“遵守信托条款(指导或限制受托人投资)的义务”取决于法院的认定。^[93]我们期望同样的规则适用于信托条款中的强制性指示,以考虑 ESG 投资的附属利益。

值得注意的是,上述分析根据的是《信托法重述(三)》中的现行普通法规则。但是,关于在受益人的利益与其他利益之间的平衡上,委托人的自由的界限究竟在哪里,法律和政策中都存在争议。评论员并不认为普通法取得了正确的平衡。^[94]美国的部分州(包括著名的信托州——特拉华州)^[95]已颁布了背离普通法的法令,允许强制执行委托人的指示,^[96]或者允许信托用于广泛的非慈善目的。^[97]在这些州中,公共政策赋予委托人更广泛的自由来平衡其他利益,包括可能会偏重 ESG 投资的附属利益,而非受益人的利益。

有鉴于此,特拉华州在 2018 年成为第一个通过法规条款处理授权 ESG 投资信托的州。经修订的特拉华州信托法规定了一项可执行的信托条款,该条款规定“可持续性 or 社会责任投资策略……而无论投资业

[92] See Uniform Prudent Investor Act § 5 cmt. (Unif. Law Comm'n 1994) [任何形式的所谓“社会投资”均不符合忠实义务(若投资活动需牺牲受益人的利益)].

[93] Restatement (Third) of Trusts § § 66(2), 91(b) (Am Law Inst 2003).

[94] 针对分散投资,比较 John H. Langbein, *Burn the Rembrandt? Trust Law's Limits on the Settlor's Power to Direct Investments*, 90 BU L. Rev. 375 (2010); Ffrey A. Cooper, *Dead Hand Investing: The Enforceability of Trust Investment Directives*, 37 ACTEC L. J. 365 (2011) Related Non - charitable Trusts; Adam J. Hirsch, *Trusts for Purposes: Policy, Ambiguity, and Anomaly in the Uniform Laws*, Fla St. UL Rev. 913, Vol. 26 (1999); Adam J. Hirsch, *Bequests for Purposes: A Unified Theory*, Wash & Lee L. , Rev. 33, Vol. 56 (1999).

[95] See Robert H. Sitkoff & Max M. Schanzenbach, *Jurisdictional Competition for Trust Funds: An Empirical Analysis of Perpetuities and Taxes*, 115 Yale L. J. 356 (2005).

[96] See Del. Code tit. 12, § 3303(a)(3).

[97] See Del Code tit. 12, § 3556; Adam J. Hirsch, *Delaware Unifies the Law of Charitable and Noncharitable Purpose Trusts*, 36 Est. Plan. 13 (2009).

绩如何”。^[98]从字面上看,这一条款与普通法有所不同,因为它允许或者授权信托为第三方利益或道德、伦理原因而牺牲回报,从而开展 ESG 投资。

4. 附属利益与受益人的授权

与 ERISA 的另一个重要区别是,根据普通信托法,受益人可授权受托人行为。^[99]受益人的适当授权使其“不能要求受托人对该违约承担责任”。^[100]此外,由于受益人授权涉及对受益人本身权利的放弃,因此其没有触及尚未解决的委托人自治限制问题。因此,受益人授权在概念层面比信托条款授权简单。

然而,鉴于信托关系的信托本质,以及受托人取得受益人授权的行为必然是一种冲突行为,信托法规定了实体和程序上的保障,以确保受益人放弃权利是知情和自愿的。只有当受益人“知道受益人的权利,以及受托人知道或应该知道的与该事项有关的所有重大事实和影响”,以及其“不是由受托人的不当行为引起的”,受益人对违反信托行为的授权方可执行。^[101]

在受托人的附属利益 ESG 投资视域下,至少在理论上,受益人没有理由不能同意授权,受托人因授权而免于承担责任。例如,《信托法重述(三)》明确指出,受益人可授权受托人进行附属利益 ESG 投资。^[102]不过,受益人有效授权附属利益 ESG 的困难是实际存在的。

第一个实际困难是需要得到所有受益人的授权。这一困难源于授权规则。^[103]鉴于现代信托实践中多重受益人的典型性,这是一个重要问题。为使这一点更清晰,假设使 A 终身受益的信托,剩余信托财产归 A 的女儿——B,并进一步假设 B 是未成年人,因此没有给予同意或免除的能力,即使 A 适当授权受托人牺牲回报以从 ESG 投资计划中获得

[98] Del. Code tit. 12, § 3303(a)(4).

[99] 用行话来说,在事实发生之前作出的受益人授权称为同意,在事实发生之后作出的受益人授权称为免除。See Restatement (Third) of Trusts § 97 cmt. b. (Am Law Inst 2012).

[100] Id.

[101] Id.

[102] Id. § 90 cmt. b.

[103] Id. § 97 cmt. b.

附属利益,受托人仍将对 B 承担责任(在 B 成年时)。基于这种情况,终身受益人 A 将不是约束剩余受益人 B 的合适代表。原因在于,A 要求受托人减少 B 的剩余权益以实现 A 的目标,这与 B 的利益相冲突。^[104]

第二个困难是授权的时间范围不确定。在承担附属利益 ESG 投资计划时,受益人授权能够保护受托人多长时间是一个有待解决的问题。在同意集中投资组合的情况下,尽管获得了集中的授权,但由于授权以来的时间过长,受托人仍对未能分散投资负有责任。^[105] 根据现有信息,由于这种不确定性,公司受托人对同意不进行多元化投资感到不安。我们预计,在附属利益 ESG 投资方面,同样也会出现这一问题。

最后,我们来看特拉华州。2018 年,特拉华州修改了信托法规定,考虑到受益人的需要,受托人可考虑受益人的财务需要以及受益人的个人意愿,包括受益人希望参与可持续投资策略。一方面,如果附属利益 ESG 是受益人的愿望,其可以被解读为受益人欢迎附属利益 ESG;另一方面,它只表示受托人“可以考虑受益人的个人意愿”。至关重要,该规定并未赋予这一特权——违背委托人所规约的信托条款和目的,而且修正案也并未涉及多个受益人的意见分歧。^[106]

(四) ESG 与慈善法中的忠实义务

慈善信托的特殊情况也值得考虑。由慈善捐赠受托人进行的 ESG 投资被归为特殊情况,原因有二:(1)慈善机构必须为慈善目的而非一个或多个独立的受益人,(2)慈善机构默认忠实义务追求的是“最佳利益”而非“唯一利益”。

1. “单独”利益原则和“慈善目的”

慈善信托或其他形式的慈善机构必须为慈善目的而设立,而该等慈

[104] See Unif. Trust Code § 304 (Unif. Law Comm'n 2000) (要求对特定问题或争议具有实质上相同的利益)。

[105] See *In re Saxton*, 712 NYS2d 225 (App Div. 2000)。

[106] Del Code tit. 12, § 3302(a)。

善目的必须是被认可的。^[107] 400 多年前,议会编纂的慈善目的许可清单^[108]包括“贫困救济、教育或宗教支持、健康促进、政府或市政项目发展、实现对社区有益的目的”。^[109]

慈善机构必须以慈善为目的运作,而非针对确切受益人,这是针对单一利益原则的应用的改变。私人信托或养老金的受托人必须“仅仅为受益人之利益”行事,^[110]而慈善信托的受托人必须“仅仅为促进其慈善目的实现”行事。^[111]

因此,若第三方利益符合慈善机构的慈善目的,则可以通过慈善捐赠以获得该利益。根据定义,该利益并不是“附带品”。相反,受托人的行为是基于实现慈善目的的“单一”利益。换言之,通过慈善机构的投资项目获得的符合其慈善目的的第三方利益,不属于“附带”利益,而属于符合该慈善机构目的的“单一”利益。

以从慈善机构的投资项目中获得第三方利益的方式去实现慈善目的,可以视为“任务相关的投资”或“项目相关的投资”,而这是慈善机构在此目的上产生的直接开支的替代品,且该替代品是被允许的。^[112] 例如,对于塞拉俱乐部(美国环保组织名)或其他以保护环境为目的的慈善机构,可根据替代直接支出的理论,从化石燃料公司撤资。慈善机构通过 ESG 投资(与直接支出没有区别)追求第三方利益,其要求是这些利益必须符合慈善机构的慈善目的,同时也必须遵守审慎义务。

[107] See Restatement of Charitable Nonprofit Organizations § 1.01 (a) (Am Law Inst TD 1, 2016).

[108] Statute of Charitable Uses Act 1601, 43 Eliz IC4 (Eng). 该法令被纳入美国法律, See *Vidal v. Girard's Executors*, 43 US 127 (1844); Steven P. Brown, *The Girard Will and Twin Landmarks of Supreme Court History*, 41 J S. Ct Hist 7 (2016).

[109] Uniform Trust Code § 405 (a) (Unif Law Comm'n 2000); Restatement (Third) of Trusts § 28 (Am Law Inst 2003); Restatement (Third) of Trusts § 28 (Am. Law Inst. 2003); Restatement of Charitable Nonprofit Organizations § 1.01 (b) (Am. Law Inst., T. D. No. 1, 2016).

[110] Restatement (Third) of Trusts § 78 (Am Law Inst 2007).

[111] See Gary, *Values and Value*, p. 268 - 271.

[112] The IRS agrees that a charity may give “Consideration [to its] charitable purposes...in properly managing and investing the organization’s investment assets.” IRS Notice 15 - 62.

2. “最佳”而非“单一”的利益原则适用于许多慈善机构

只要慈善机构的目的属经过批准的慈善目的范畴,那么该慈善组织的法律形式并不重要。“慈善组织可以是非营利的公司、信托、非法人组织,也可以是其他法律认可的合法形式。”^[113]所以,与 ERISA 约束的养老金信托不同,慈善机构可以为公司或其他法律实体,履行旨在实现“最佳利益”而非“唯一利益”的忠实义务。^[114]事实上,慈善机构更典型的组织形式是公司而非信托。

而这一差异的意义非同小可,因为最佳利益原则对不纯动机更加宽容,并且会对冲突行为进行公平测试,而非断然禁止。因此,对于一家公司形式的慈善机构,负责慈善捐赠投资的受托人可能会考虑附属利益——也许有不纯动机,而前提是这样做不会损害投资回报,且完全满足公平测试。回顾一下从南非撤资这一熟悉的情境,前一代评论员的注意力几乎都放在这上面。他们将撤资看作慈善机构的案例——其慈善目的并不包括促进南非的种族平等。即使在最佳利益标准下,对于完全公平测试,由于有证据表明全面撤资会损害搭配投资效率,所以仍然不允许全面撤资。相比之下,由于根据“苏利文原则”进行的选择性撤资对搭配投资效率的影响微不足道,所以选择性撤资更容易得到支持。

三、审慎义务与 ESG 投资

如前所述,信托法的忠实义务一般禁止附属利益 ESG,但允许风险回报 ESG。根据风险回报 ESG 定义,其目的是使受益人以更低的风险获得更好的回报。然而在美国,受托人行为还必须满足审慎义务要求,

[113] Restatement of Charitable Nonprofit Organizations § 1.02 (Am. Law Inst., Tentative Draft No. 1, 2016).

[114] See Evan Criddle, Paul Miller & Robert H. Sitkoff, *Lloyd Hitoshi Mayer, Fiduciary Principles in Charities and Other Nonprofits*, *The Oxford Handbook of Fiduciary Law* (2019); Restatement (Third) of Charitable Nonprofit Organizations § 2.02 cmt. b. (Am Law Inst TD 1 2016).

该义务要求受托人“像一名审慎的人那样行事”。^[115] 雇员权益保护法和慈善法同样要求受托人履行审慎义务。

以审慎者在类似情况下的行为为基础,审慎义务强加了一种客观的注意标准,类似于侵权法中的理性人检验。此外,由于信托法中没有与公司法的“商业判断规则”对应的东西,^[116] 信托法审慎义务要求受托人的所有行为都接受实质的司法审查。对于投资事宜,实质性审查的内容由“谨慎投资者规则”规定,该规则将植根于现代投资搭配理论的风险管理原则文化(以下第一部分)。^[117]

为了评估受托人的 ESG 风险回报投资是否符合谨慎投资者规则,我们对 ESG 规则的内在主观性(第二部分)作了强调,并对当前关于 ESG 投资的风险和回报效益的理论与经验证据进行平衡性审查。具体说来,对于 ESG 投资策略的风险回报投资收益,我们没有足够的经验和理论主张来应对不断变化的因素,但我们会考虑这些因素的经济结构和法律相关性。

我们特别注意 ESG 因素与公司价值之间存在的关系(第三部分),以及投资者是否可以通过积极投资(第四部分)或积极持股(第五部分)来利用这种关系获取利润。以此得出结论,风险回报 ESG 投资可以但不一定满足审慎义务的要求。此外,谨慎投资者规则并没有要求受托人使用 ESG 因素(第六部分),这与 PRI 和 ESG 投资的其他支持者观点是相违背的。

(一) 谨慎投资者规则

在信托审慎义务下,受托人采用风险回报 ESG 投资策略时,必须合理地得出结论,即该策略在风险相同或更小的情况下,实际上会提供更好的回报。换言之,受托人的 ESG 投资策略必须满足谨慎投资者规则。在谨慎投资者规则约束下,受托人必须采用“风险和回报目标与信托合

[115] Restatement (Third) of Trusts § 77(1) - (2) (Am Law Inst 2007); Uniform Trust Code § 804 (Unif Law Comm'n 2000).

[116] See Stephen M. Bainbridge, Corporate Law § § 6.2 - 6.3 (2d ed. 2009).

[117] See Restatement (Third) of Trusts § 77 cmt. a (Am Law Inst 2007); Robert H. Sitkoff ed., *Other Fiduciary Duties: Implementing Loyalty and Care*, The Oxford Handbook of Fiduciary Law, p. 419 - 420.

理匹配的整体投资策略”,而且除特殊情况外,必须“使信托的投资多样化”。^[118] 谨慎投资者规则在金融经济学中又被称为“有效证券投资组合”要求,即在给定的市场风险水平下获得最大回报的投资组合。谨慎投资者规则同样适用于慈善信托和受 ERISA 约束的养老金信托。^[119]

制定谨慎投资者规则的核心目的是将受托人从“谨慎人规则”的约束中解放出来,该规则支持保守的投资,不支持各种投机的投资。^[120] 而在谨慎投资者规则下,“受托人可以投资任何类型的财产”,前提是投资符合多元化的整体投资策略,风险和回报目标与这一信托合理匹配。^[121]

然而,积极投资策略(无论是基于 ESG 因素还是其他因素)往往“需要调查和分析费用,并有增加一般交易成本的倾向”,^[122] 在谨慎投资者规则约束下,这些增加的成本必须由“实际评估的回报预期”来抵销。受托人必须合理地得出结论:预期收益的提高“可以合理地预期”抵销“额外的成本和风险”,“基于可信的基础,可以得出结论,受托人或某一特定活动的管理者拥有或者能够获得执行该计划所需的能力”。^[123] 审慎义务要求信托过程仅发生与信托财产、信托目的及受托人技能有关的合理费用,^[124] 并将成本和费用降到最低,为受益人保留信托资产。^[125]

审慎义务同时要求持续性监督。因此,谨慎投资者规则及其成本敏感性的附属原则,既适用于“受托人对新投资的决定”,也适用于受托人

[118] Uniform Prudent Investor Act § 2 (b), 3 (Unif. Law Comm'n 1994); Restatement (Third) of Trusts § 90(a) - (b) (Am. Law Inst. 2007).

[119] See Erisa § 404(a), 29 U. S. C. § 1104(a), as interpreted in 29 C. F. R. § 2550. 404a - 1(b), 将谨慎投资者规则强加于养老金受托人。几乎每个州都采用了信托法谨慎投资者规则,信托法谨慎投资者规则明确适用于慈善捐赠。

[120] See Restatement (Third) of Trusts § 90 pt. 6, ch. 17, intro. note (Am Law Inst 2007); John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 Iowa L. Rev. 641 (1996).

[121] Unif Prudent Inv'r Act, § 2 (b) (Unif Law Comm'n 1994).

[122] 注意,一项积极的投资策略“可接受较高度度的可分散风险”。

[123] Restatement (Third) of Trusts § 90 cmt. h(2) (Am Law Inst 2007).

[124] Unif. Trust Code § 805 (Unif Law Comm'n 2000); Unif. Prud. Investor Act, § 7 (Unif Law Comm'n 1996); ERISA § 404(a)(1)(A)(ii); 29 U. S. C. 1104(a)(1)(A)(ii) (ERISA 受托人应支付管理计划的合理费用)。

[125] See Dol Fab 2018 - 1, p. 4.

“对已经作出的投资的适当性的监督”。^[126] 正如最高法院指出,“受托人有监督信托投资和清除轻率投资的持续责任,持续责任与受托人审慎选择投资的责任是分开的”。^[127] 因此,无论基于 ESG 因素还是其他因素,受托人实施一项谨慎的投资计划之后,都必须继续监控计划的成本和回报,并根据实际表现调整计划。

最后,审慎义务要求受托人充分记录“信托管理”的过程,记录重要决定和作出这些决定的原因。^[128] 关于投资决策,基本操作是建立一份书面的投资决策声明。在积极投资计划的背景下,无论是 ESG 还是其他方式,受托人都需要记录其对预期风险和回报的分析,以及其与预期交易和分散投资成本的关系,并记录受托人此后的定期审查,包括随着时间推移调整项目的过程。当受托人未保留这些记录,那么审查法院有权“解决对受托人的疑问”。^[129]

(二) 识别和应用 ESG 因素

诚然,在 ESG 的核心因素层面大致达成了一种共识:不健康的产品和不良劳动实践是不好的社会因素,在环境和劳动法规方面有良好的合规记录就是良好的环境和社会因素。缺少激励和难以变更的管理是不良好的治理因素。然而,即使是在抽象层次上,投资者必须对 E、S、G 因素的权重做出主观判断。比如,一家注重环保的公司可能在公司治理上不尽如人意,或者有虐待自己员工的情况。总的来说,在 ESG 层面,这样一家公司究竟是好是坏,是值得讨论的问题。

当从抽象原则转向具体规则时,ESG 规则本身固有的主观性就变得非常明显。根据特许金融分析师专业协会的解释,“不存在关于 ESG 问题详尽无遗的清单”,^[130] 目前有数百家 ESG 评级服务机构和 ESG 主题

[126] See Uniform Prudent Investor Act § 2 cmt. (Unif Law Comm'n 1994); Restatement (Third) of Trusts § 90 cmt. e(1) (Am. Law Inst. 2007) (Am Law Inst 2007) (注意“在适当情况下进行投资组合调整”的责任)。

[127] *Tibble v. Edison Int'l*, 135 S. Ct 1823, 1828 (2015).

[128] Restatement (Third) of Trusts § 83 (Am Law Inst 2007); Muir, [ms] (ERISA 受托人必须“证明其决定的理由”)。

[129] See Restatement (Third) of Trusts § 83 cmt. a (1) (Am Law Inst 2007).

[130] CFA Institute, p. 4. 一家公司的 ESG 披露程度本身就是一些评级机构对该公司的 ESG 评分的一个因素。

的共同基金,它们时常产生分歧。例如,知名评级机构——晨星发现,在该机构自身的“可持续性”评估中,ESG 共同基金的得分与非 ESG 基金大致相同。

这里有一个说服力很强的案例——著名的电动汽车制造商——特斯拉汽车公司案。该案例有助于体现 E、S 和 G 的主观性。鉴于特斯拉创始人兼控股股东伊隆·马斯克的行为没有规律可循,同时考虑到马斯克与几位董事的密切关系,特斯拉的公开披露往往会受到限制,因此特斯拉在治理评级上的得分往往较低。^[131] 同样,特斯拉的社会评级也很低,这是由于特斯拉在工人待遇上出现问题。^[132] 特斯拉对环境的影响在很大程度上取决于人们如何衡量特斯拉企业的投入(尤其是稀土矿)和产出(小排量汽车)。因此,两项广泛使用的 ESG 指数对特斯拉的评估出现巨大分歧也是有根据的。摩根士丹利资本国际公司将特斯拉排在 ESG 指数的汽车行业榜首,而富时指数有限公司将特斯拉排在汽车行业的最后位置,其整体得分甚至低于埃克森美孚。关于特斯拉,还有一件讽刺的事:由于过于依赖对电动汽车买家的税收补贴,特斯拉还面临监管和政策风险。^[133]

总之,ESG 规则的易变性意味着对 ESG 因素的评估和应用将是高度主观的。正如任何形式的积极投资,ESG 风险回报投资在识别相关因素时必然涉及主观判断。从投资者的角度来评估 ESG 风险回报投资是好是坏,需要考虑到每个因素的权重。然而,这种主观性使得 ESG 投资的应用和评估既具有挑战性,也要视情况而定。最近,一些精明的评论员注意到,“这些因素整体上非常宽泛,而且比较模糊,不同因素会对不

[131] See James Mackintosh, *Is Tesla or Exxon More Sustainable? It Depends on Whom You Ask*, Wall St. J., 2018 - 9 - 17; Kevin Curran, *ESG Investors Aren't Riding High With Tesla While Elon is Driving*, The Street, 2019 - 3 - 22.

[132] See Russ Mitchell, *Tesla Stock Takes a Hit as GOP Unveils Tax Plan that Eliminates Electric Car Subsidy*, Los Angeles Times, 2017 - 11 - 2; Alex Schiffer, *Tesla's Sales Stall in Hong Kong as Tax Breaks End. Could the U. S. be Next?*, Wash. Post, 2017 - 7 - 10.

[133] See Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Charles CY Wang, *Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns*, 108 J Fin Econ 323 (2013); Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 Colum L. Rev. 1416 (1989).

同投资产生影响,因而这些因素无法作为投资指南而广泛使用”。

(三) ESG 因素和公司业绩

如果抛开 ESG 规则固有的主观性,确实存在一些合理的理论论证,可将各种 ESG 因素视为可能与公司业绩相关。

公司治理(G)因素与公司业绩有着直接关系。公司是否有控股股东、管理层的稳固性以及高管薪酬计划等都是积极投资者经常考虑的治理因素。一份具有说服力的实证文献证实,可识别的治理因素可以对公司业绩产生显著影响。另外,公司之间的异质性可能随之要求治理层面的异质性,对一家公司有利的 G 因素对另一家公司则未必有利。确实,公司法学的主流观点认为,G 因素应该进行差异化衡量。

其实,在积极投资策略中应用 G 因素时需要进行主观判断。例如,对许多公司来说,交错董事会是一个减分项,但对某些类型的公司来说,则可能是一个加分项。尽管投资者和学者通常对“毒药丸”(比喻公司为避免被对方兼并而向对方索取极高代价的阻挠措施)持敌对态度,但大多数人承认,“毒药丸”在某些情况下可能对股东有利,但这也取决于“毒丸”的设计和公司的具体情况。

虽然环境和社会(E 和 S)因素与企业价值的关系不如治理因素明显,但前者能够通过至少两种机制影响企业价值。首先,环境和社会因素的研究有助于确定具体的风险。其次,环境和社会因素可能代表管理质量。^[134] 善于遵守规章和管理环境、社会风险的公司一般可得到较好的管理和治理,使环境和社会因素成为良好管理的有用指标。^[135] 这种因果关系也有可能起反向作用。支持环保和履行社会责任的公司能够吸引更高质量的管理人员。

有一定的实证经验支持公司价值与环境、社会因素之间的理论关系。总体来说,通过对公司业绩的研究发现,环境和社会得分高的企业

[134] 调查证据表明,许多投资者认为 ESG 因素是管理质量的代用品。See CFA Institute, Environmental, Social, and Governance (ESG) Survey (2017)(报告显示,在运用 ESG 因素的人中,有 41% 的人将其作为管理质量的代用品)。

[135] See Allen Ferrell, Hao Liang & Luc Renneboog, Hao Liang & Luc Renneboog, *Socially Responsible Firms*, 122 J. Fin. Econ 585 (2016)。

比环境和社会得分低的企业享有更高的收益和更低的风险。^[136]此外,有证据表明,企业可以通过对社会负责的活动树立良好声誉,这可以保护声誉免受不利事件的损害。^[137]

然而这些实证结论并未被广泛接受。经理人可能会援引 ESG 因素,以牺牲股东利益为代价来制定他们自己的政策偏好,这一点值得担忧——对于这个代理问题,也存在一些经验证据。^[138]另一项担忧是,ESG 得分高的公司也可能面临政治和监管风险。例如,可能追求替代能源的公司在 ESG 因素上得分较高,但其由于严重依赖当前的政府政策,仍面临重大的政治和监管风险。^[139]

(四) 积极投资的 ESG 因素

ESG 因素与公司价值之间的关系是一个盈利的 ESG 主动投资策略的必要条件,而非充分条件。在概念层面,基于 ESG 因素的积极投资策略与其他积极投资策略没有区别。因为其他积极投资策略声称通过识别出定价错误的股票或其他证券,并通过对这些股票或证券进行押注,经风险调整后的超额收益随之产生。谨慎投资者规则对“不同市场的效率和无效率程度的差异”很敏感。^[140]

1. 市场效率的质询

在 ESG 风险回报投资的文献中,针对可预测的市场低效率提出了

[136] See John Peloza, *The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance*, *J Mgmt* 1518, 1521, Vol. 35 (2009) [回顾 159 项研究, 结果发现“大多数显示 CSP 与财务业绩之间存在正相关关系(63%), 22% 的报告显示中性或混合的关系”].

[137] See Paul C. Godfrey, Craig B. Merrill & Jared M. Hansen, *The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis*, 30 *Strat Mgmt J* 425 (2009).

[138] See Ronald W. Masulis & Syed W. Reza, *Agency Problem of Corporate Philanthropy*, 28 *Rev. Fin. Stud* 592 (2015) (发现企业慈善与 CEO 偏好相关, 并降低公司价值); Philipp Krüger, *Corporate Goodness and Shareholder Wealth*, 115 *J Fin. Econ* 304 (2015) (发现股东对积极的企业社会责任产生的负面反应).

[139] See Mark Chediak & Chris Martin, *Say Goodbye to Solar Power Subsidies*, *Bloomberg News* (November 5, 2015), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-05/say-goodbye-to-solarpower-subsidies>; Michael Kavanaugh, *A World Map of Subsidies for Renewable Energy and Fossil Fuels*, *Fin. Times*, 2017-07-25.

[140] *Restatement (Third) of Trusts* pt. 6, ch. 17, intro Note (Am Law Inst 2007).

两个相关论点,ESG 因素的积极投资策略可以利用这些论点。首先,ESG 投资的支持者指出,对于资本市场效率程度普遍存在分歧,因此存在一种可以盈利的积极交易策略的可能性。^[141] 其次,ESG 风险回报投资的支持者认为,就 ESG 因素而言,有可能持续出现市场失灵的现象。传统的风险衡量方法通常是向后看——根据历史股价方差(标准差)或当前公司财务特征。与之相反,ESG 策略希望预测的风险没有反映在历史差异或公司财务状况中。ESG 投资的支持者表示,这些因素能够在公司股价适应风险变化之前确定公司风险状况变化。^[142]

ESG 风险回报投资策略的一项特别关注点是所谓的“尾部风险”(极端风险)。^[143] 尾部风险系指概率低但影响大的事件,一些 ESG 投资的支持者认为,化石燃料公司的尾部风险包括灾难性的环境灾难——比如重大石油泄漏,或者清洁能源的突破性发现导致大量固定投资困境。^[144] 其他人认为,ESG 评级较高的公司不太容易遭遇尾部风险。一些经验证据表明,ESG 评级较高的公司在金融危机期间可能有更好的表现。然而并非所有证据都支持这一结论。^[145]

对一些投资者来说,注重尾部风险往往比传统的风险度量(方差回报)更合适。通常用标准差来衡量的回报方差或许是最典型的衡量风险的方法,但它并不是唯一的方法。^[146] 如果由于技术原因造成的潜在收益中包含许多极端事件,那么使用标准差来衡量风险就无法完全捕捉风

[141] See Gary, *Values and Value*, p. 274; 42 Am UL Rev. 1 (1992).

[142] See Christoph M Klein, *Integrating ESG into the Fixed - Income Portfolio*, CFA Inst Conf Proc Q 48 (2015) [将 ESG 因素融入投资过程,分析远远超出了传统的马科维茨方法,即只关注历史上的风险和回报。例如,公司对 ESG(关键绩效指标)深刻的理解可以使投资组合经理能够迅速对负面信息做出反应,在不良事件发生前、价格变动之前卖出证券]。

[143] See Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, 2007.

[144] See John Nofsinger & Abhishek Varma, *Socially Responsible Funds and Market Crises*, 48 J Banking & Fin. 1880 (2014) (表明在 2000 年和 2008 年的熊市中,使用 ESG 因素的基金表现更佳)。

[145] Bodie, Kane & Marcus, *Value at risk, expected shortfall, and lower partial standard deviation are other textbook measures of Risk*, p. 138 - 139.

[146] *Id.*, p. 136 - 140.

险。因此,纳入 ESG 因素可能会为特别厌恶尾部风险的投资者(如希望避免投资组合总市值大幅波动的投资者)提供特别的好处。

2. 筛选和选股

假设 ESG 因素持续经历错误定价,那么投资者应如何利用这种错误定价?总体说来,公共交易中,ESG 因素的使用有两大类策略:筛选和选股。^[147]

负面筛选策略包括应用 ESG 因素筛选 ESG 得分低的公司,避免得分特别“低”的行业,如化石燃料或酒精行业。投资者可以使用自己的筛选,或者可以投资一项 ESG 筛选基金——类似于一种指数基金,将 ESG 得分低的公司筛选出来。例如,这类基金可以购买 ESG 得分高于指定阈值的所有公司的股票。^[148]为了更好地进行分散投资,基金可能只购买 ESG 得分高于行业平均得分的公司股票,或者增持高 ESG 得分公司的股票。^[149]

筛选策略的有效性在理论上存在明显的限度:随着筛选策略的应用更加广泛与股价的调整,筛选策略的优势都将消失,这一点得到了 ESG 投资的支持者的认可。^[150]随着时间的推移,公司层面的 ESG 披露越来越多,^[151]实施 ESG 筛选已经越来越便宜,这导致竞争越来越激烈,减少了筛选策略所带来的回报。这一点不足为奇,大多数实证研究发现,在风险调整的基础上,采用 ESG 筛选机制的公司,其相应业绩与基准指数

[147] See GAO Report, p. 20.

[148] See Fidelity Launches Two ESG Index Funds, Investment News (May 15, 2017), <http://www.investmentnews.com/article/20170515/FREE/170519951/fidelity-launches-two-esg-indexfunds>.

[149] The Dow Jones Sustainability Index takes a best-in-class approach, See 2017 年道琼斯可持续发展指数评审结果, <http://www.robecosam.com/images/review-presentation-2017.pdf>; Mier Statman & Denys Glushkov, *The Wages of Social Responsibility*, 65 Fin. Analysts J 33, p. 41-42 (2009)。

[150] See PRI Academic Network; RI Quarterly 4-5 (October 13, 2015), https://www.unpri.org/Uploads/z/u/j/riquarterlyvol8_744947.pdf.

[151] See Benjamin R. Auer & Frank Schuhmacher, *Do Socially (Ir) Responsible Investments Pay? New Evidence from International ESG Data*, 59 Q Rev Econ & Fin. 51 (2016) (发现在美国, ESG 资金的高低对收益的影响微乎其微)。

大致相同或者更差。^[152]

ESG 投资者可能会考察一家公司的 ESG 因素,并在此基础上定性地评估这家公司的增长是良性还是恶性。或者,投资者可以使用一家公司的 ESG 评分作为三因子模型多因素分析的附加因素来预测回报。^[153]单纯依靠市场风险来预测回报是存在缺陷的。Eugene Fama 和 Kenneth French 通过观察资本资产评价模型(CAPM)制作了他们的模型。他们通过添加账面市值比和公司规模等额外因素创建了一种“三因素”模型,该模型具有更好的预测能力,可以更好地识别定价错误的证券,还会随着时间的推移添加其他因素。^[154]而 ESG 风险回报投资者有时会使用包括 ESG 因素的多因素模型,其中,最近关于责任投资原则的出版资料也支持这一种方法。^[155]一些经验证据表明,将 ESG 因素纳入 Fama - French 类型模型可以提高其准确性。

3. 关于选股的常见说明

一些理论和经验证据表明,积极投资者可以利用 ESG 因素来提高风险调整后收益。此外,适用于一般积极投资策略的标准警告在特定情况下也适用于 ESG 投资,我们特此强调这里的四项说明。

第一,在公开交易所交易很难赚到钱。尽管市场效率程度存在争议,但研究一致认为,通过积极投资于超出交易成本的业务来赚钱是困难的,而且要始终如一地做到这点更难。只有一部分积极管理的共同基金的表现定期优于基准指数,而大多数积极管理的基金通常的表现不如被动指数基金。^[156]正如主要的投资文本所说的,“轻易取得之财早

[152] 发现增持高 ESG 企业股权可以提高风险调整后收益,避免负面筛选的分散投资成本。See Kent Baker & John R. Nofsinger, *Nadja Guenster, Performance Implications of SR Investing: Past versus Future*, *Socially Responsible Finance and Investing* (2012).

[153] See PRI, *A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing* (2016) (可查看 <https://www.unpri.org/download?ac=10>).

[154] See Alex Edmans, *Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices*, 101 *J. Fin. Econ.* 621 (2011) (发现员工的高满意度与市场超额收益相关); Jeroen Derwall, *Eco - efficiency Premium Puzzle*, 61 *Fin. Analysts J.* 51 (2005) (发现企业能源效率在一多因子模型中造成了超额收益)。

[155] See *Presidential Address; The Cost of Active Investing*, 63 *J. Fin.* 1537 (2008).

[156] 但大量证据表明,任何本以为更好的投资策略应该打折扣或提供优惠。市场竞争异常激烈,只有差别显著的信息或洞察力才能赚钱;轻易取得之财早已让人收入囊中。

已让人收入囊中”。^[157]

第二,风险调整并不是一门精确的科学。通常情况下,风险调整依靠历史定价来预测未来变化和相互关系。然而,这种变化和相关性会随着时间而改变,而且削弱了历史数据的预测能力。关于 ESG 因素的市场无效率的质疑的一个关键部分是,对风险的回溯性度量不适用于这些因素,根据同样的逻辑,基于 ESG 的积极投资的风险调整也可能同样受到阻碍。此外,很少有尾部事件可以判断 ESG 因素在避免此类风险方面的表现。

评估投资多样性降低的成本是调整风险的一种特别的困难。^[158] 选股往往会产生多样化投资的成本,因为这种策略所涉及的投资组合要比整个市场的投资组合更加狭隘,而且可能涉及某些问题。^[159] 如果整个行业(如化石燃料或烟草)都被忽略,或者其他不稳定的行业(如高科技)被过度看重,分散投资有可能出现亏本出售的现象。

第三,积极的投资策略通常比消极的策略会引发更高的交易成本。这些成本不仅包括调查、分析和交易成本,还可能包括反映更频繁交易的附加税收成本。无论是基于 ESG 因素还是基于其他因素,如果选股策略要盈利,那么回报必须足够大,以抵销相关的交易成本。

第四,即使积极的投资策略一开始有利可图,越来越多的人熟知这一策略,其他投资者也可能会采用这一策略,价格也就会相应地调整,从而降低这一策略的收益。^[160] 发现资产错误定价的学术研究往往无法转

[157] See Jeremy Seigle, *Stocks for the Long Run: the Definitive Guide to Financial Market Returns & Long-Term Investment Strategies*, 6th ed., p. 49-52, 93-94 (2014).

[158] See Dylan B. Minor, *Finding the Financial Cost of Socially Responsible Investing*, 18 J. Investing 55 (2007).

[159] See Leonardo Becchetti, *Socially Responsible and Conventional Investment Funds: Performance Comparison and the Global Financial Crisis*, 47 App. Econ. 2541 (2015) (发现在2008年金融危机期间,SRI基金的表现突出,但在2001年股市下跌期间表现不佳,这可能是金融部门的监管原因致使的)。

[160] See David McLean & Jeffrey Pontiff, *Does Academic Research Destroy Stock Return Predictability?*, 71 J. Fin., Vol. 5, 8 (2016).

化为有利可图的交易策略,这一结果也在意料之中。^[161]同时,鉴于学术研究结果的公开性质,基于发表偏倚、分散投资和交易成本,人们倾向于夸大错误定价的程度和重要性。持续盈利的积极投资策略仍然比较缺乏。

毋庸置疑,这些警告都不是 ESG 风险回报投资所独有的,它们尤其与受托人的积极投资相关。根据信托法,有必要对现实的回报预期进行书面分析,以了解所有的分散投资与交易成本。信托法还规定了监督投资计划的持续责任,要随着环境变化(如积极投资策略的预期超额收益没有实现或随着时间推移而消失)对投资组合进行调整。^[162]

4. 反向投资和反 ESG 策略

考量 ESG 因素进行积极投资的逻辑——识别定价错误的资产,然后通过交易从中获利——同样也可支持反向、反 ESG 的投资策略。有关证据表明,反向投资策略也可以产生风险调整后的超额收益。比如,押注一家公司的股价下跌是一种对坏消息的过度反应。^[163]另有证据表明,所谓的“罪恶”或“邪恶”股票(涉及烟草、酒精、博彩和军火生产的公司被称为“罪恶公司”)在经风险调整后跑赢大盘。^[164]受托人可得出合理的结论:市场对一家烟草或石油公司的负面 ESG 因素反应过度,压低了该公司的股票价格,从而带来盈利机会。

在此,我们提出了两个不同的观点。第一,有理论和证据表明,所谓的“罪恶”股票或“邪恶”股票可能会因为被投资者厌恶而被低估。因此,受托人可以合理地得出结论,他应该采取一种反向投资策略,买入“罪恶”股票。第二,在 Fama - French 型多因素资产定价模型中加入

[161] 发表偏倚系指同行(专家)评审期刊的偏好。See Campbell R. Harvey, Yan Liu & He Qing Zhu, *The Cross - Section of Expected Returns*, 29 Rev. Fin. Stud. 5, p. 36 - 37 (2016); K. Houet et al., *Replicating Anomalies*, NBER working paper No. w23394 (2017) (未复制大多数超额收益的发现)。

[162] See Josef Lakonishok, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Contrarian Investment, Extrapolation and Risk*, 49 J. Fin. 1541 (1994)。

[163] See Harrison Hong & Marcin Kacperczyk, *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, 93 J. Fin. Econ. 15 (2007)。

[164] See Eugene F. Fama, *Finance at the University of Chicago*, 125 J. Pol. Econ. 1790, 1795 (2017) (讨论“因素模型退化为盲目的数据捕捞”的风险)。

ESG 因子是一把“双刃剑”。对于这种在数据驱动下的模型,^[165]可以得出这样的估计:ESG 得分高的公司估值过高,而 ESG 得分低的公司估值过低,这可能是由于市场对这些 ESG 得分的反应过度。

(五) 积极持股的 ESG 因素

与通过筛选或选股的积极投资不同,利用股东控制权或与管理层的接触也可以提高公司价值,我们称这种方式为积极持股(其他人称为管理^[166])。

对比选股,积极持股旨在改善公司政策或防止错误决策,以使积极股东在日后获得改善或至少保护股价的回报。要想提高投资回报,积极持股是必需的,只是投资者行动主义的预期收益应大于监督、调查、投票或其他成本。此外,积极持股不像积极投资那样需要分散投资成本,即使是指数基金经理也可以积极持股。

在过去的 20 年里,积极持股现象显著增加,^[167]部分是由监管改革和机构持股增加促进的,机构持股有利于股东之间的监督和协调。^[168]这些活动大多集中在治理因素层面——比如减少管理层的堑壕和高管薪酬。然而,人们也越来越关注社会和环境因素,比如董事会组成的多样性和“气候风险与环境”。^[169]

鉴于市场价格可能反映 ESG 因素,ESG 投资的突出倡导者(包括 PRI 主席)认为,基于 ESG 的积极持股策略将可能取代积极投资策略。^[170]

有关证据表明,即使是以不具约束力的决议或拒绝投票的形式,股

[165] Hermes Investment Management, *EOS Stewardship Services* (May 17, 2017), <https://www.hermesinvestment.com/us/stewardship>.

[166] See John C. Coffee, Jr & Darius Palia, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, 1 *Annals Corp. Gov.* 94 (2016).

[167] *Id.*

[168] See David Yermack, *Shareholder Voting and Corporate Governance*, 2 *Ann Rev. Fin. Econ.* 103 (2010).

[169] See PRI, *ESG Does ESG Pay off Financially?*, p. 4 (注意市场价格根据 ESG 因素进行调整的可能性以及相应的“积极持股策略”的需要)。

[170] See Yonca Ertimur, Fabrizio Ferri & Stephen R. Stubben, *Board of Directors Responsiveness to Shareholders: Evidence from Shareholder Proposals*, 16 *J. Corp. Fin.* 53, 54 (2010) (发现大约 40% 的股东提议在之后被董事会采纳)。

东积极主义也能影响公司的决策。公司通常会采纳股东的提议,^[171] 如果没有获得大量选票,现任董事往往会辞职。^[172] 非正式的参与,可能与投票代理权角逐、拒绝投票相结合,这是常见的,也会影响公司的政策。^[173]

然而,无论是基于 ESG 因素还是其他因素,在现实和理论层面,积极持股都有一定的局限性。而核心的困难在于,股东仅从成功的股东行动中 获得按比例分配的利益,而积极股东则完全承担成本。结果导致集体行动和搭便车者(类似于享受其他国家最惠国待遇而不进行相应减让的国家)的问题困扰着积极持股^[174]——PRI 普遍认可这一观点。^[175]

确实,某些形式的积极持股成本较低。例如,投资者可以聘请机构投资者服务机构等代理咨询公司,就咨询公司预计可能对公司价值产生不利影响的 事项进行投票。^[176] 另外,投资者可能会直接与管理层对话,威胁如果不推行 ESG 或其他具体改革,将出售投资者的股份或投票反对

[171] See Jie Cai, Jacqueline L. Garner & Ralph A. Walkling, *Electing Directors*, 64 J. Fin. 2389, 2391 (2009) (得出结论,虽然董事会成员很少会通过投票被罢免,但投票总数过低会降低首席执行官的薪酬,增加营业额,但对股价没有影响); Diane Del Guercio, Laura Seery & Tracie Woidtke, *Do Boards Pay Attention When Institutional Investor Activists “Just Vote No”?*, 90 J. Fin. Econ. 84, 102 (2008) (得出结论,“投反对票”运动可以诱导董事会行动并更替 CEO,对股价产生积极影响)。

[172] See Willard T. Carleton, James M. Nelson & Michael S. Weisbach, *The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations*, 证据来源: TIAA - CREF, 53 J. Fin. 1335 (1998)。

[173] See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J. L. & Econ. 395 (1983)。

[174] See PRI, *Does ESG Pay off Financially?*, p. 5 (注意“无本获利的问题在于,所有投资者均能分享主动者的努力所带来的回报”)。

[175] See ISS, *Quality Score: Data - Driven Insights for a Complete ESG Risk Evaluation*, <https://www.issgovernance.com/solutions/qualityscore/>, 分析 See Stephen Choi, Jill Fisch & Marcel Kahan, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality*, 59 Emory L. J. 869 (2010)。

[176] See Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. Fin. 2905 (2016) (调查发现 ISS 和非正式讨论密切相关,42% 的受访者认为,退出威胁会影响管理); Franks M. Becht, Jr Franks & Rossi C. Mayer, *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U. K. Focus Fund*, 23 Rev. Fin. Stud. 3093 (2009) (案例研究的结论是,非正式业务产生了超额收益)。

现任企业在位者。有调查证据表明,这些形式的积极持股很常见,且其成本较低,并取得了一些成功。

然而,低成本的做法可能不足以驳回管理层的提议、撤换董事或通过股东决议。^[177] 投资者可以尝试与其他股东协调,但这需要更多的成本和风险,从而触发证券法披露规则或“毒药丸”(反兼并手段)。^[178] 投资者可以发起一场直接的代理权之争,要求所有股东投票同意投资者的意见,然而这需要支付投票代理权角逐的成本。^[179] 一种更激进但更昂贵的策略是增加投资者的投票权,比如从其他股东那里借股票,然后进行投票。^[180] 有一个最胆大的例子,一位激进的股东可以识别管理不善的公司或具有高环境和社会风险的公司,购买大宗股权,并试图改变公司章程。^[181] 但此举必须权衡这些更激进方法的成本和预期收益。

即使是有组织的集体投资者的积极持股,对是否实际上提高了公司价值这一问题的判断也是各有不同的。^[182] 成功的股东代理权之争可以提高公司价值,然而这种方法成本高、风险大,失败的争执会降低公司价值。股东提议和非正式谈判对公司业绩的积极影响非常小,一些研究甚至发现其具有消极影响。^[183]

[177] 股东选举董事并有权阻止诸如合并和修改公司章程等事宜,但股东实施积极变革的能力是有限的。See Stephen M. Bainbridge, *Corporation Law and Economics*, 193 n. 8 (2002).

[178] See John C. Coates IV, *Thirty Years of Evolution in the Roles of Institutional Investors in Corporate Governance*, Research Handbook on Shareholder Power (2015); Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 Michigan L. Rev. 520 (1990).

[179] 对冲基金最愿意发动代理权之争,但 TIAACREF(退休基金会)等养老金基金也发起了代理权之争,并取得了一些成功。

[180] See Henry TC Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 S. Cal. L. Rev. 811, p. 823 - 840 (2005).

[181] See Marco Becht et al., *Returns to Hedge Fund Activism: An International Study*, 30 Rev. Fin. Stud. 2933 (2017) (结果发现,在成功的激进主义行动中存在异常的正收益,而在失败的激进主义行动中存在异常的负收益)。

[182] See Matthew R. Denes, Jonathan MKarpoff & Victoria B. McWilliams, *Thirty Years of Shareholder Activism: A Survey of Empirical Research*, 44 J. Corp. Fin. 405, 407 (2017).

[183] Elroy Dimson, Oğuzhan Karaka & Xi Li, *Active Ownership*, 28 Rev. Fin. Stud. 3225 (2015) (在采纳 ESG 股东建议后,发现异常的正向回报,注意难以确定二者的因果关系)。

另外,积极持股可能会破坏一种具有其他可抵消利益的公司结构或规程。根据定义,积极股权打破了公司形式特有的所有权和控制权分离,而且会在降低管理决策质量的同时降低管理者激励。^[184]此外,股东和管理层可能会犯错,而且股东可能犯错更多,所有权和控制权分离的公司形式是一种有效的企业组织形式。

信托法强调需要对管理成本和收益进行有文件记录的分析,并定期更新,该法也考虑了积极持股产生风险调整后超额收益的可行性与不确定性。正如 DOL 的观察,受托人应该“对可能影响计划投资价值的问题进行投票代理”,但前提是“预期的对计划投资价值的积极影响保证大于投票的成本”。^[185]受托人也可以采取其他形式的股东参与管理,前提是受托人“得出合理的预期……与管理层进行沟通……在考虑了相关成本后,可能会提高计划对公司的投资价值”。^[186]

(六) ESG 投资是允许而非强制的

风险回报 ESG 在概念层面与其他形式的积极投资没有区别。仔细考察当前的理论和证据,你可能会发现风险回报 ESG 可以使受益人获得财务上的收益。然而,在给定的情况下,这不一定是正确的。这将取决于受托人的特定技能的质量、记录的分析 and 正在进行的战略评估。

虽然我们曾得出结论,受托人可以从事风险回报 ESG 投资,不过我们反对 PRI 和其他人(但不是 DOL)提出受托人必须考虑 ESG 因素的观点,^[187]因为这与法律和政策合理性相悖。尽管支持 ESG 投资的证据非常多,我们仍会得出这个结论。

根据法律,谨慎投资者规则的明确教义基础是“特定的投资或技术本身并非轻率为之的”,^[188]“受托人可投资于任何类型的财产”,只要该投资是“整体投资策略的一部分,其风险和回报目标适合该信托,且这一

[184] See Pierre Aghion & Jean Tirole, *Formal and Real Authority in Organizations*, 105 J. PolEcon 1 (1997); Mike Burkart, Denis Gromb & Fausto Panunzi, *Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm*, 112 Q. J. Econ. 693 (1997).

[185] 81 Fed. Rev. p. 95883.

[186] Id., p. 95880.

[187] See DOL FAB 2018 - 01, p. 2.

[188] See Restatement (Third) of Trusts § 90 cmt. f(2) (Am. Law Inst 2007).

点是有根据的”。^[189] 因此,在谨慎投资者规则下,并没有针对允许或不允许的投资绝对的规则。

谨慎投资者规则不同于优先谨慎人规则,优先谨慎人规则倾向于保守投资,而不倾向于其他投机性投资。而根据谨慎投资者规则,受托人有权进行任何类型的投资,只要最终产生的整体投资组合是多样化的,其总体风险和回报符合信托的条款和目的。^[190] 事实上,正是由于谨慎投资者规则灵活性强,受托人能够充分考虑 ESG 因素。其实,ESG 的规则稳定性差,以及 ESG 因素的应用过于主观的特性,使其适合于授权考量而非强制规定。从投资者的角度看,对于 ESG 因素是产生正面还是负面影响,以及不同的 ESG 因素应给予多少权重也缺乏共识。

那么,是什么让评论员得出 ESG 投资是由审慎义务所规定的这样的结论? 通常采用如下三段论的形式进行论证:(1) ESG 因素与公司的长期财务业绩有关;(2) 审慎义务要求受托人考虑重要的信息;(3) 因此受托人必须考虑 ESG 因素。^[191]

而这个三段论有很明显的错误。其将 ESG 因素和公司业绩的关系与投资获利机会混淆,确定这种关系不会带来有利可图的积极持股机会,除非能够证明在投资者扣除当前成本后,未来的回报率有所提高。该结论在金融文献中得到了丰富的理论和经验支持。

此外,上述三段论假设 ESG 因素总是被低估,因此与高回报更相关

[189] See Unif Prudent Inv'r Act § 2(b), (e) (Unif Law Comm'n 1994).

[190] See Unif Prudent Inv'r Act pref note (Unif Law Comm'n 1994) (已取消对投资类型的限制)。

[191] See *Freshfields Report*, p. 10 - 11 [在我们看来,决策者需要在他们所做的每一次决定中(在某种程度上)考虑 ESG 因素,因为有大量可信的证据表明这些考虑会在适当分析投资价值方面发挥作用]; *Fiduciary Duty in the 21st Century*, p. 9 (在投资实践中,如未考虑环境、社会和治理等长期投资价值驱动因素,则构成受托责任的缺失); Laura E. Deeks, *Discourse and Duty: University Endowments, Fiduciary Law and the Cultural Politics of Fossil Fuel Divestment*, 47 *Envtl. L.*, p. 335, 344 - 345, 418 - 419 (2017) (说明“考虑 ESG 因素是普遍投资者义务的一部分,而这并不是出于道义上的需要,而是因为这样做是出于风险管理和谨慎投资的需要”,而且信义法在处理回报的重大风险时,需要考量 ESG 因素); Gary, *Best Interests in the Long Term* (根据谨慎投资者标准,要求受托人考虑影响所管理金融资产的风险,而气候变化和社会动荡带来的金融风险与这些资产的价值日益相关)。

联。然而,和其他任何投资因素一样,ESG 因素两个方向都能起作用:市场也可能高估 ESG 因素而错误定价。如果受托人得出合理的结论,认为可能是因为市场对高 ESG 得分反应过度,导致 ESG 得分高的公司被高估,而 ESG 得分低的公司被低估,那么其可以合理地采用反 ESG 策略。事实上,根据 PRI 与相关人员的逻辑,受托人必须从 ESG 因素的积极使用中追求利润,而这样的分析将导致反 ESG 策略的强制执行。

概言之,即使研究者观察到的因素和投资回报之间的联系是根据历史数据或共识确定的,也不意味着受托人应在此基础上采取投资策略。不管有什么证据可以证实 ESG 因素的历史回报率,一名谨慎的受托人都可以决定不支持(或反对)这些因素,就像受托人不支持与股票回报相关的其他因素一样。

除此之外,投资期限因素也很重要。受托人必须依赖 ESG 因素的论点的一个关键理由是,这些因素能更好地评估长期风险。^[192] 但并不是所有的信托都有长期的投资期限。相反,一些信托的投资期限很短,比如即将结束的信托或养老金信托。以更严谨的角度观之,由于对 ESG 评分高的公司进行回报性投资需要很长时间才能实现,投资期限短的受托人或许应该青睐 ESG 评分较低的公司。

总之,在特定情形下,审慎的受托人可以选择一种相反的、反 ESG 的押注。或者,受托人也可以基于最高法院的意志得出结论,认为“她的业绩几乎没有希望优于市场表现”,因此应该“谨慎地依赖市场价格”。^[193]

四、结论

我们有两点核心结论。第一,风险回报 ESG 投资的条件与任何其他积极投资的策略相同;第二,基于忠实义务,禁止将附属利益 ESG 作为 ERISA 项下的规则,慈善信托和个人信托也应对之禁止使用。

[192] See Gary, *Best Interests in the Long Term*.

[193] Dudenhoeffer, 134 S. Ct, p. 2471.

因此,如果受托人能够合理地得出结论,对 ESG 因素的依赖将提供更高的风险调整后收益,那么受托人应该毫不犹豫地将这些因素加以运用。然而忠诚而审慎的受托人也可以得出另一种结论,反向、反 ESG 的投资策略也是合理的。其亦可能得出这样的结论,他会因为认为自己无法获得高于市场平均数的收益而采取被动策略。

本文的贡献包括:(1)从 ESG 中分离出风险回报型 ESG;(2)对当前的理论和经验证据进行冷静的评估,预测 ESG 投资在当前或长期是能够提供更高的风险调整后收益;(3)论证个人信托的授权与慈善信托如何改变对单一利益原则的适用。上述任何一项贡献都帮助解决了重要问题。

由于在 ESG 投资是否能够提供优越的风险调整后收益的观点上存在许多争论,我们坚持强调我们的结论——有理论和证据支持风险回报 ESG。然而,值得注意的是,这一支持并不是一成不变的,而是视情况而定。风险回报 ESG 的支持者往往将 ESG 因素与公司价值之间的关系以及其与投资者的获利机会之间的关系混淆,并夸大了 ESG 因素产生风险调整后收益的潜力。

(编辑:姜沅伯)