

责任投资趋势下的养老基金信托责任

尹 迪

内容提要: 养老基金的责任投资是我国建设绿色金融体系的一部分, 受托人在面对不断变化的经济和社会条件下实施责任投资需要重新寻求对养老基金受托人信托责任的解释。现有养老基金信托责任的理论内涵虽然不再与责任投资理念相悖, 但其外延却不足以融贯养老基金责任投资的全过程, 进而会导致出现市场性与政策性要素重叠下的决策评价问题和多重法律关系复合下的委托代理问题。这些问题的根源就在于受托人的信托责任在构建时并未考虑其最初产生时的道德规范结构, 从而造成我国养老基金投资立法中受托人信托责任的部分缺失以及规范上的不足。将受托人的实践理性要素纳入到信托责任中, 厘清其制度表达, 是重申养老基金信托责任、促进受托人积极实施责任投资的破解之道, 也为构建一个涵盖新的披露规则、审慎的过程标准、灵活的任意性规范和避免不当干预的管理模式等监管与指引框架, 提供了理论层面的支撑。

关键词: 基本养老保险基金 绿色投资 信义义务 监管体系

尹迪, 华南理工大学法治经济与法治社会研究中心副研究员。

一 引 言

我国基本养老保险基金(下称“养老基金”)的投资策略及方向, 一直是养老基金入市之后被广泛关注的社会问题。随着国际上旨在考虑企业环境、社会与治理要素(Environmental, Social and Governance) 的责任投资(下称“ESG 投资”) 趋势的加强, 资本市场投资者的行为更加关注经济伦理维度。2018 年中国证券投资基金业协会正式发布了《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》, 旨在推动基金业承担社会责任、服务绿色发展。⁽¹⁾ 党

(1) 参见中国证券投资基金业协会、国务院发展研究中心金融研究所著《中国上市公司 ESG 评价体系研究报告》, <http://www.amac.org.cn/industrydynamics/guoNeiJiaoLiuDongTai/jjhywhjs/esg/202001/P020200407729883597404.pdf>, 最近访问时间[2020-06-20]。

的十九届四中全会也继续强调要“发展绿色金融”。在此背景下,养老基金作为长期性的机构投资者代表,兼具了资金优势与公信力优势,亟待制定积极顺应责任投资趋势,更好地引领其他机构投资者实施负责任的投资策略。

在当前的金融政策语境下,养老基金责任投资至少包含两个政策倾向:一是绿色投资。2016年中国人民银行、财政部等七部委共同印发了《关于构建绿色金融体系的指导意见》明确鼓励养老基金、保险资金等长期资金开展绿色投资;其后,中国证券投资基金业协会于2018年发布《绿色投资指引(试行)》鼓励为境内外养老基金、保险资金及其他专业机构投资者提供受托管理服务的基金管理人关注环境可持续性。养老基金的责任投资实际上是要求养老基金投资管理人发挥负责任投资者的示范作用,采用系统性绿色投资策略,督促被投资企业改善环境绩效并提高信息披露水平。二是履行社会责任。我国信托业、银行业均相继实行了本行业范围内的年度社会责任报告制度,保险业也于2015年出台了《关于保险业履行社会责任的指导意见》。2016年中共中央、国务院《关于深化投融资体制改革的意见》正式提出要完善全国社会保障基金、基本养老保险基金等机构资金对重大项目的投资机制。在这一层面上,养老基金的责任投资是强调养老基金作为资本市场的长期资金,履行其相应的社会责任,积极服务国家发展战略,推动完善所投资企业内部治理结构。总体而言,养老基金责任投资的内涵是,发挥养老基金作为一个稳定的机构投资者的作用,在追求经济利益的同时积极承担改善环境、公共服务等社会责任,实现经济、环境、社会层面的三重效益。

在投资决策上积极推动绿色投资抑或兼顾社会责任的履行,离不开相关法律制度的创新及支持,养老基金责任投资需要制度的激励与变革。我国养老基金投资采取了一个“沙漏型”的委托投资模式,⁽²⁾一种集合型投资下的分散式投资的投资权配置模式,但授权的逐层传递催生了多重委托代理风险,⁽³⁾各机构之间的担责及问责机制也逐渐弱化,⁽⁴⁾这些问题深刻地影响着养老基金责任投资实践的开展。相较于域外的制度激励框架,我国对养老基金的责任投资,无论是政策上的引导还是监管,都处于一种相对滞后状态。本文即是要探讨责任投资趋势下如何认识我国养老基金信托责任⁽⁵⁾以及如何从制度上设计相关监管与指引规则,使之契合具体操作中受托人信义义务的转向,进而激励受托人积极实施责任投资策略。

二 责任投资与养老基金信托责任之间的张力

责任投资要求受托人考虑促进多元利益的目标,而信托责任约束着养老基金受托人

(2) 参见郑秉文《全国社会保障基金理事会管理体制的转型与突破》,《辽宁大学学报(哲学社会科学版)》2017年第3期,第3页。

(3) 参见胡继晔《养老金监管的法经济学分析》,《政法论坛》2012年第4期,第70页。

(4) 参见熊锦秋《若新设养老金投管公司理应收短委托链》,《上海证券报》2018年1月24日第007版。

(5) 本文在此需要对文章各处所使用的责任一词作一个概念上的区分,信托责任中的“责任”概念乃是一个规范性概念,意指现存于我国立法中的受托人的义务及相关法律责任;而文章后面的信念责任、审议责任、行动责任与后果责任中的“责任”一词则仅作为一种描述性概念予以使用,属于学理上所探讨的职责的范畴。

仅能围绕受益人的利益行事,如何理顺二者之间的关系在域外的法律规范设计与实务操作中曾引起广泛的争论。我国《信托法》虽已在文本上打破了“只为受益人的利益规则”对受托人实施责任投资的限制,但在信托责任外延的解释上仍旧无法有效指引并规范养老金受托人实施责任投资的过程。而 2015 年出台的《基本养老保险基金投资管理办法》(下称“《投资管理办法》”)亦未对养老金受托人的信托责任的相关内涵进行细化,致使在养老金实施责任投资的运营管理上面临着诸多难题。

(一) 责任投资与受托人信托责任之间的冲突

早期养老金信托责任理论与责任投资之间的冲突主要存在于约束受托人的利益规则上。1974 年美国《雇员退休收入保障法案》(*Employee Retirement Income Security Act*)为养老金受托人确立了“唯一利益原则”的标准,明确受托人在履行其信托责任时仅以保障养老金计划参与人的利益为唯一目的。公共养老金计划受到美国《国内税收法典》(*Internal Revenue Code*)的约束,该法要求养老金计划的投资必须仅仅是为了参与者利益而进行。⁽⁶⁾ 这些规定实际上也成为养老金受托人选择多元目标的责任投资策略的阻碍。对此,养老金实务部门表示,《雇员退休收入保障法案》并没有要求,当受托人仅以符合受益人利益为基础进行决策而其他替代性投资的回报表现更为优秀时,受托人不能在投资中受任何社会性及相关附带目标的影响。⁽⁷⁾ 且公共养老金被排除适用该法案的一个重要原因就是,在决定适用这些养老金计划的法律规则时需要考虑更多其他必要的因素,因为公共养老金计划往往夹带着一些政府目的或公益目的。因此就公共养老金所受的税收法中关于“受益人利益唯一”的约束,从实务操作上看,无论是法院还是行政管理机构均未表现出要严格执行该规定的意愿。⁽⁸⁾ 最终,美国国家税务局重新解释了《国内税收法典》的相关条款,明确养老金的投资决策应将受益人的利益放在首位而非唯一的位置。⁽⁹⁾

上述转变与加拿大近十几年来的司法判例所展现出的对养老金信托应遵循的规则的思考趋势相契合。加拿大最高法院曾于 2006 年裁决了一个企业养老金信托案件,明确指出养老金信托这一具有混合性质的信托(hybrid trust)不同于传统的信托,养老金信托中蕴含的公共政策及公共利益因素决定了养老金信托需要适用不同的规则。⁽¹⁰⁾ 从随后一系列的养老金司法裁判来看,加拿大最高法院一直在尝试以更能实现特定公共政策目标的方式来阐释养老金的信托责任。⁽¹¹⁾

我国《信托法》虽在第 25 条明确了“为受益人的最大利益”行事的规则,但同样有学

(6) See I. R. C. § 401 (a) (2).

(7) See J. E. Zanglein, Pensions, Proxies and Power: Recent Developments in the Use of Proxy Voting to Influence Corporate Governance, 7 *The Labor Lawyer* 771, 777 (1991).

(8) See S. A. Baldwin, J. W. Tower & L. Litvak, *State of California Retirement System, Pension Funds and Ethical Investment: A Study of Investment Practice and Opportunities*, 2nd ed., Council on Economic Priorities, 1986, p. 139.

(9) See J. D. Hurchinson & C. G. Cole, Legal Standards Governing Investment of Pension Assets for Social and Political Goals, 128 *University of Pennsylvania Law Review* 1340, 1348 (1980).

(10) See *Buschau v. Rogers Communications Inc.*, [2006] 1 S. C. R. 973, 2006 SCC 28.

(11) See L. M. Duffy, The Implications of the Decision in *Nolan v. Kerry (Canada) Inc.*, for the Role of Trusts in Pension Law, 29 *Estate Trust & Pensions Journal* 17, 27 (2009).

者提出,基于政府自身偏好而进行的社会(责任)投资实际上违背了养老基金投资运营的“受益人利益最大化”这个单一的市场化目标,而以促进就业、发展地方经济支柱产业“偷换概念”。⁽¹²⁾ 这一争议彰显出对于应该如何解释并调整受托人信托责任范畴以契合责任投资的迫切需求。养老基金具有典型的多中心属性,⁽¹³⁾ 因而养老基金的信托投资需考虑到大量连锁的、相互影响作用的利益形态,其中既包括参保人的私人利益,也涵盖地区经济利益以及环境利益等,这也是针对受托人利益冲突问题的信托责任理论的转变趋势。

(二) 责任投资下养老基金信托责任履行面临的挑战

从受益人“唯一利益”到“最大利益”规则的转向虽然为养老基金实施责任投资设立了一个可行性前提,但仍未能解决养老基金受托人的信托责任在责任投资实施中所面临的认定及履行上的难题。

1. 市场性与政策性要素重叠下的决策评价问题

养老基金责任投资本质上是在政策引导下的一种市场化的投资,属于一种“社会敏感式”投资政策,即在经济回报率可比较的投资策略中基于一些非金融指标进行选择投资,既追求传统的受益人经济利益最大化目标,也寻求对非金融性的社会目标进行促进的投资策略,⁽¹⁴⁾ 这些具体的社会目标包括激励被投资公司成为更好、更有责任的法人,或是通过一部分社会资产的投资促进共同体经济的发展⁽¹⁵⁾ 等等。

作为一类“社会敏感式”投资,责任投资带来的第一个挑战就是如何确定受托人的谨慎义务履行标准的问题。无论是《信托法》还是《投资管理办法》,都明确了养老基金信托运营的投资管理人在行为时必须遵循谨慎投资规则,确保受托人任何一项决策均已经过深思熟虑且最大化地避免损失。此时,受托人对确定性和常规性的评价更高,其投资决策往往具有“常规性”的特征,即习惯于按常规管理而采取常见的投资决策,而无视一个非常见的资产配置策略的潜在回报,即便这个回报可能高于平均水平。⁽¹⁶⁾ 然而,养老基金的责任投资路径具有明显的非常规性。首先,在投资导向上突出了环境、企业治理、社会宏观管理政策等对养老基金投资的引导性,引导投资转向兼具生产与社会效益的领域以刺激区域经济发展和产业结构的升级优化。其次,在投资效果上注重长期性与社会责任性,追求长期的社会价值的创造与获益,如环境的改善、民生建设及公共服务水平的提高等。因此,与受托人传统上仅考虑市场指标下的经济收益因素做出的投资相比,养老基金责任投资显然涵盖了更多经济收益之外的社会性、政策性甚至是政治性因素的考量,其投资回报及可能获得的社会利益的提升可能更难被量化,受托人的谨慎投资标准也随之变得模糊。

因而,在现有的审慎投资规则下,责任投资往往较难成为受托人主动、积极的投资策略,投资管理人更偏向将养老基金进行常规的保守性的投资决策。此时若要实现养老基

(12) 参见倪受彬《公共养老金投资中的受信人义务》,《法学》2014年第1期,第19页。

(13) See E. E. Gilless, Two Decades after Schmidt: Where Has Pension Law Been and Where Is It Going, 19 *Canadian Labor & Employment Law Journal* 1, 12 (2015).

(14) See J. H. Langbein & R. A. Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 *Michigan Law Review* 72, 73 (1980).

(15) See J. A. Klaassen & G. R. Gay, Fiduciary Duty and Socially Responsible Investing, 10 *Philosophy in the Contemporary World* 49, 52 (2003).

(16) 参见[英]高顿·L. 克拉克著《养老金基金管理与投资》,洪铮译,中国金融出版社2008年版,第113页。

金受托人的投资决策与责任投资的政策引导目标相一致,则涉及到如何明晰责任投资下受托人的谨慎义务的标准,以为受托人及投资管理机构的投资决策行为提供有效的激励与引导。

2. 多重法律关系复合下的委托代理问题

随着各类公募及私募证券投资基金如养老目标证券投资基金、政府出资的产业投资基金等逐步成为重要的养老基金金融产品,养老基金“投资链”随之延长,养老基金受托人因证券投资行为发生主体身份转换,在养老基金信托法律关系中的诸如忠实义务等在调整受托人新的法律身份时并不必然行之有效,此时养老基金责任投资将面临对可能出现的双重委托代理结构予以规制的问题。而双重委托代理结构主要存在于养老基金参与集合投资计划以及养老基金积极参与企业治理的过程。

在参与公司治理问题上,越来越多的机构投资者开始在“养老基金革命”“养老基金的社会化”的过程中践行“股东积极主义”策略。⁽¹⁷⁾ 养老基金投资管理人通过证券市场获得公司股东的法律地位后,此时投资管理人与该公司的实际管理层(董事)之间即存在着另外一层委托代理关系。投资管理人既作为养老基金信托的受托人,需要为参保人利益最大化管理监督整个投资过程,同时,投资管理人作为该上市公司股东,亦需要通过健全公司内部的利益平衡机制为公司谋求最优的发展策略。由此,双重委托代理结构实际上给投资管理人带来了在履行对养老基金委托人所负的信义义务上的利益冲突。一方面,投资管理人需要在两类基于身份的义务之间平衡行为目标,但以何种程度为履行标准与界限关涉受托人的审慎投资义务,在目前立法上缺乏明晰的规定和指引;另一方面,针对投资管理人的忠实义务也难以周延地调整投资管理人作为股东时的一致行动下的关联交易问题,2016年的“宝万之争”即为例证。

在参与集合投资计划问题上,以产业投资基金为例,根据2017年施行的《政府出资产业投资基金管理暂行办法》,无论产业投资基金采用公司制、合伙制还是契约制组织形式,其均可采用委托管理的方式将资金委托给专业基金管理机构进行投资并由托管机构托管资金,进而在产业投资基金运作中形成另一个完整的委托代理结构。然而现有立法对这一层委托代理法律关系的规制并不像对养老基金信托投资法律关系的规制一样严格,在主体资格、权义标准、信息披露等方面均有不同的规定。基于产业投资基金的私募股权基金本质,在对私募股权基金的监管上一般实施的是较为宽松的监管政策,例如基金及其管理人在一定条件下甚至可得到法律的豁免注册。⁽¹⁸⁾ 我国对于私募股权基金的发展虽然逐步加强了监管,于2014年出台了《私募投资基金监督管理暂行办法》,但在规制私募股权基金委托代理关系的核心问题——基金管理人义务上依旧未能形成一个逻辑清晰、完整融贯的规则体系。⁽¹⁹⁾ 且除去产业投资基金,目前集合型资产管理业务中的内部法律关系也呈现出“名实不符”的异化现象,如通道业务、刚性兑付等,尽管近年来的一系

(17) 参见赵万一著《公司治理法律问题研究》,法律出版社2004年版,第3页。

(18) 参见王荣芳《论我国私募股权投资基金监管制度之构建》,《比较法研究》2012年第1期,第52-53页。

(19) 参见许可《私募基金管理人义务统合论》,《北方法学》2016年第2期,第43页。

列资管新规均意在将各类资产业务管理业务纳入信托法框架予以规范,但实践中确实存在着非标准信托或委托关系的中间形态,内部权利义务配置更为复杂。⁽²⁰⁾ 在这种情况下,受托人是否应适度将其信托责任扩大——不仅在投资决策时尽职尽责,也对集合型投资计划的实施基于投资者的身份而负担一定的审查职责与义务,需要立法上的进一步明确。

三 缺失道德解释框架的养老基金信托责任制度

责任投资与养老基金受托人信托责任之间带有张力的关系表明,针对受托人信托责任的规定在内容及体系上未能系统地契合养老基金的责任投资策略以及并未实现周延的调整。而究其根源,即在于无论是信托法还是养老基金投资立法,均对信托责任的道德规范结构关注不足,进而使得养老基金受托人的信托责任在构成上存在一定缺失,相关义务标准也缺乏明确性与灵活性,难以为养老基金受托人实施责任投资提供有效的规范与激励。

(一) 信托责任的道德分析范式

1. 信托责任的道德结构渊源及规范框架

以信任为基础的信义关系本身即是在寻求对个人责任的道德超越,为使信托运行更为公平且内容不违背一般的道德而引入了抽象的信托责任要件。⁽²¹⁾ 从源头上看,受托人的信托责任来自于关于代理责任的两种道德结构:一是在犹太—基督教圣经著作中阐述的圣约的相互关系;二是由西塞罗和罗马法律安排发展而来的“官职”理论。⁽²²⁾ 前者为受托人理性行为所依凭的信任基础的成立提供了道德规范上的解释框架,后者则在前者的解释框架下为受托人职责明确和追责机制提出了可实践的规范结构。

在信任成立的层面,圣约关系中受托人基于宗教传统中的一些共同的因素——超然的道德权威的存在、对共同利益的暗示、一套职责或业绩要求以及因遵守道德权威带来的精神和物质利益等被赋予道德优先权,这些要素是受托人承担信托责任的起点。⁽²³⁾ 在维持信任的层面,西塞罗的官职理论强调受托人是一个特殊的职位,基于这样的身份而承担一定的职责。对于违反了信托的受托人,西塞罗在其相关著作中提到可以对其提起信托诉讼。⁽²⁴⁾ 这一“信托之诉”本质上属于诚信诉讼的范畴,⁽²⁵⁾ 这实际上也是将受托人主观层面的道德品质纳入到裁判中。

由此来看,衡平法正是基于构建持续性的“信任”这一伦理内涵而筑起信托责任的道德解释框架及规范体系,一方面赋予信托受托人更大的自由裁量权用以强化对受托人的信任,另一方面则认可受托人绝不是委托人的机械延伸,因而关注了受托人的非理性行为

(20) 参见缪因知《资产管理内部法律关系之定性:回顾与前瞻》,《法学家》2018年第3期,第100页。

(21) See David Johnston, *The Roman Law of Trusts*, Clarendon Press, 1892, pp. 14-15.

(22) See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford Press, 2011, pp. 90-91.

(23) See S. B. Young, *Fiduciary Duties as a Helpful Guide to Ethical Decision-Making in Business*, 74 *Journal of Business Ethics* 1, 1-15 (2007).

(24) See Fritz Schulz, *Classical Roman Law*, Oxford University Press, 1951, pp. 406-407.

(25) 参见史志磊《论罗马法中的与朋友信托》,《河南财经政法大学学报》2017年第1期,第25页。

的实践面向,在司法实务中考虑了诸多内在影响因素,例如对共同利益的追求以及主观层面的诚信等,对受托人施以信义义务的约束,用以维护这一信任基础。

2. 信托责任道德分析范式在普通法上的体现

责任投资与养老基金信托责任早期的契合性问题在加拿大也引起了广泛的争议。“受益人的最佳利益完全是他们财务上的收益”这一论断早期成为受托人对信托财产进行投资的不容置疑的前提。⁽²⁶⁾ 但这一论断在成文法上却几乎没有得到支持,只有英属哥伦比亚省的《公共福利标准法》(*Pension Benefits Standard Act*)及《公共部门养老基金计划法》(*Public Sector Pension Plans Act*)是仅存的要求计划管理者确保计划资产投资或贷款符合计划成员“最佳财务利益”的法案。⁽²⁷⁾ 而对于如何解释“受益人的最佳利益”本身也并不明确。在利益的界定问题上,受益人的态度已经发展到比以前更加复杂的程度。⁽²⁸⁾ 在受益人的支持问题上,即受益人需要多大程度的支持,才能允许受托人适用非财务标准实施投资。在受益人的范围问题上,法院曾指出,受托人可以考虑第三方的利益,只要后果是微小而无需介入的;⁽²⁹⁾ 此后 *Donovan v. Walton* 案更进一步明确,在第三方可能受益于投资决策的情况上没有设置额外的限制,只要第三方与计划的受益人的利益一致即可。⁽³⁰⁾

可以看出,就受托人信托责任下的忠实义务而言,其内涵丰富且具灵活性,法院对忠实义务内涵的解释及法律规范会根据社会变化(如受益人的日益成熟、受托人负责任等)进行调整。这体现出,普通法仍然是延续了对受托人信托责任进行阐述的道德分析范式,在多方面考虑信托主体德性的基础之上不断调整对受托人信托责任的解释与适用。

(二) 养老基金信托责任制度中的疏漏

大陆法系国家在移植信托制度时尝试以合同制度作为信托的基础,以通过合同确定受托人义务的方式改造信托制度本身,我国《信托法》在第 2 条明确将信托界定为具有人身信任关系的合同。然而,合同理论并不能全面地解释并体现信托制度的本质性特征,如受托人信义义务的法定性和信托的连续性等,信托制度运行规则与合同理论的冲突使得除了遗嘱信托以外的生前信托制度的成立基础与存续基础相分离,⁽³¹⁾ 受托人的信托责任规定自然也缺乏统一的理论基础。在对养老基金信托责任的阐述上,《投资管理办法》采取了与我国《信托法》类似的一种合同式的规范路径,强调委托人与受托机构、受托机构与投资管理和托管人之间的合同关系,并以此确定各主体的职责,但却忽视了信托责任本身蕴含的道德解释与规范框架,当前立法对养老基金受托人信托责任的规定在维护、强化养老基金信托投资的信任基础方面存在诸多疏漏,因而无法有效地指引并规范受托人实施责任投资的行为。

首先,关于信任基础的维护,忠实义务的规定在内容上有所欠缺。受托人以“为受益

(26) See *Cowan v. Scargill*, [1985] 1 Ch. D. 270, [1984] 2 All E. R. 750.

(27) See *Pension Benefits Standards Act*, S. B. C. 1999, c. 41, s. 44; *Public Sector Pension Plans Act*, S. B. C. 1999, c. 44, Sch. A, s. 5 (4), Sch. B, s. 18 (5) (a), Sch. C, s. 185 (1), Sch. D, s. 18 (5) (a).

(28) See Russell Sparkes, *SRI Comes of Age*, *Pension Investor* (July 2000).

(29) See *Evans v. London Co-operative Society Ltd.*, [1976] C. L. Y. 2059 (Ch. D.).

(30) See *Donovan v. Walton*, 609 F. Supp. 1221, 1245 (S. D. Fla. 1985), *aff'd*, 794 F.2d 586 (11th Cir. 1986).

(31) 参见刘正峰《信托制度基础之比较与受托人义务立法》,《比较法研究》2004年第3期,第65页。

人最大利益”为原则被施以一定的强制性义务,但这一核心规则的内涵在养老基金责任投资下因涉及到受益人范围、利益范围等问题因而较难被精确。《投资管理办法》对这一核心问题亦缺乏阐释,仅在第一条尝试对养老基金信托投资的受益主体进行明确,但却定位错误而使参保人主体地位虚化,^[32]更不用说受益人的支持问题。除此之外,现行忠实义务的相关规定也没有充分体现出受托人信托责任的灵活性特征,尤其是在养老基金信托投资中代理关系的不断传递与下移的情形下。一方面,针对投资管理人职责终止的强制性规定缺乏转向任意性规定的例外条款,难以应对受托人多重代理关系下行为动机的复杂性。另一方面,除去这些刚性规定,针对养老基金安全需求产生的受托人的义务并没有体现在现有的立法中,例如受托人是否应对分层信托计划下养老基金与其他投资者或资金的可约定的杠杆比例予以审查。

其次,之于信任基础的强化,受托人审慎义务相关标准不明确,致使司法适用与解释力弱化,实践中异象频出。对于受托人应该如何行使自由裁量权,域外司法裁判经历了从审慎人到审慎投资规则的转变,追责标准也由“抽象轻过失”标准转向以“重大过失”为标准,并确立了商业经营规则用以判断受信人是否履行了审慎义务。《投资管理办法》《信托法》《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》虽然都确立了概括性的原则如“谨慎勤勉”“有效管理”,但因为缺乏具体的标准而对实践的指引性较弱且极易造成纠纷解决时的偏差。司法实践中,法院通常是严格地按照信托合同中的约定条款来判断受托人是否存在不当行使自由裁量权之嫌,此时受托人的审慎或是注意义务被视为一项合同义务而予以审查,甚至有法院强调委托人的审慎义务,对信托损失在委托人与受托人之间以“公平原则”进行分担。^[33]这凸显出当前立法对于受托人自由裁量权行使的标准与审查缺乏更为明晰的指引性规定,法院只能用合同规则替代信托规则的适用。这也使得养老基金受托人对于责任投资策略的选择与适用在法律规范层面缺乏明确性,对市场要素与政策性要素共同作用下的投资结果也缺乏可预期性,而成为受托人实施责任投资的阻碍。此外,受托人自由裁量具体标准的不明确亦将投资风险的承担由信托财产内部转化到信托财产之外或转嫁给受托人,故而出现了养老基金投资中的“保底收益率”问题,而根源就在于在强化信任上规范不足,委托人欠缺对受托人的信任而靠保底承诺代替,反而扩张和异化了信托制度的功能。

最后,养老基金立法与信托立法均缺失对信任基础成立时受托人信托责任的规范。受托人被施以信任是源于委托人对其道德品质的主观上的肯定,而这需要在法律层面上转化为可操作性的规范,来替代对受托人的主观判断。法院在裁判时通常会审视受托人是否怀有合理的信念为受益人最大利益行事,^[34]即考察受托人主观层面道德品质的状

[32] 参见尹迪《我国基本养老金“入市”的风险及法律应对》,《法学》2018年第2期,第79页。

[33] 参见“宋文洲诉渣打银行(中国)有限公司北京中关村支行委托理财合同纠纷民事判决书”[(2011)一中民终字第3221号]和“赖文静、广州财大投资管理有限公司委托理财合同纠纷二审民事判决书”[(2019)粤01民终23878号]。

[34] Gil Yaron, The Responsible Pension Trustee: Re-Interpreting the Principles of Prudence and Loyalty in the Context of Socially Responsible Institutional Investing, 20 Est. Tr. & Pensions J. 305, 388 (2001).

态。因此,融合了主观义务与客观义务的诚信义务逐渐独立于谨慎与忠诚义务而成为普通法上对受托人问责的另一个来源,其被认为是体现了受托人应有的道德品性的要求,⁽³⁵⁾具有填补受托人非理性行为的问责空隙的作用。⁽³⁶⁾我国《信托法》《公司法》和《投资管理办法》等均对此有相关表述,但其中的“诚实、信用”本质上仍为民法下的诚实信用之内涵,强调的是自我利益追求中应遵循的道德标准,但信托关系下的“诚实信用”是在利他层面确定的道德品质要求。⁽³⁷⁾这一主观层面信托责任的缺失,使得受托人在主观规范层面缺乏动力去实施为公共利益或是更广泛的受益人利益考量的投资策略。

上述规范层面上忽视受托人主观动机上的义务,在强化信任方面没有放开受托人可自由裁量的范围,在维持信任方面任意法特征不强,体现出当前养老金信托责任制度中道德规范框架的缺失。从起源上看,信托制度在域外的历史发展脉络为信托责任下主客观统一的义务体系的建立提供了坚实的经济与社会基础;且在更为科学的论述受托人信托责任方面,普通法因其个案裁判的灵活性与可变性而更具优势,这些或许能为我们思考中国养老金信托责任法律规范的疏漏提供一定启发。

四 实践理性下的养老金信托责任

健全养老金信托责任体系,使之成为受托人实施责任投资决策的制度保障与激励,是重述养老金信托责任在制度层面的最终落脚点。立足于对道德规范结构的补缺,养老金信托责任需要回归信托责任的道德特性。⁽³⁸⁾鉴于此,以受托人主观内部意志与客观外部行为的统一为视角,或可为重新梳理养老金受托人的信托责任、明确相关制度表达提供一个可行性路径。

(一) 受托人行为中的实践理性要素

信托责任最终是要督促受托人实现“理性行为”,这一“理性行为”区别于单纯的“受托人行为”的地方在于,后者倾向于展现受托人在实际操作层面的行动的标准模型,将受托人的理性理想化;而前者则关注于描述受托人实际实施行动的整个过程,包括以怎样的信念实施行为、遵循何种程序做出行动、以什么标准行动及行动的后果。受托人的“理性行为”本质上是强调动机与结果、主观内部的意志与客观外部的行为的统一,正是前述为构建起委托人与受托人之间“持续的信任”而在受托人行为与责任方面所提出的要求。委托人与受托人间的这种信任基础是一种非正式制度,从个体出发,介于感性与理性之间。⁽³⁹⁾因此基于信任而生的信托责任,也不可避免地带有从受托人个体出发的感性层面的规范色彩,这也是衡平法及普通法都保留了信托责任的道德规范结构的原因。受托人

(35) See Norman Veasey, Policy and Legal Overview of Best Corporate Governance Principles, 56 *SMU Law Review* 2135, 2135 (2003).

(36) See Filippo Rossi, Making Sense of the Delaware Supreme Court's Triad of Fiduciary Duties, *SSRN Electronic Journal* 1, 22 (2005).

(37) 参见朱圆《论信托的性质与我国信托法的属性定位》,《中外法学》2015年第5期,第1222页。

(38) See K. Darr, *Ethics in Health Services Management*, 4th Edition, Health Professions Press, 2005, p. 7.

(39) 参见徐化耿《论私法中的信任机制——基于信义义务与诚信义务的例证分析》,《法学家》2017年第4期,第34页。

所承担的信托责任是一种正式的法律规则,最终要以理性为归依,但在确定受托人的理性行为内涵时,应当考量客观层面外的影响因子。这也契合了黑格尔的观点。如果一个人的行为一连串的行为是具有实体性质的而不是无价值的,那么这个人的内部意志也是具有实体性质的,不是无价值的。⁽⁴⁰⁾

关注受托人行为的实践理性要素,是因为受托人的决策规则总是受到正式或非正式的实践符号的约束。例如在受托人决策框架中,回避损失、相似偏好等诸多习惯因素均会影响受托人实施行动。⁽⁴¹⁾在试图描述受托人行为的实践理性要素时,应该考虑到经济学家所观测到的决策环境(市场环境、组织维度等)与决策结构对受托人决策的影响,因此受托人行为中的实践理性可以用一个称之为“结构性理性”⁽⁴²⁾的概念来论述。用结构性理性的视角分析受托人的行为,可以提炼出的逻辑是,在受托人承担最终的后果责任之前,其行动往往受制于信念及权衡与审议过程的影响。其中,信念是作为行动的动机被抽象出来,审议可以看作是一个针对动机的权衡的过程,审议能力的具备使行为主体成为可负责的主体,且审议能力的大小通常会影响到后果责任的尺度。在考察受托人行为的逻辑中,所确定的这些结构性要素,均在一定程度上影响着受托人的具体行动,也逐一对应着受托人在承担信托责任时的每个职责面向。

(二) 养老基金信托责任的扩展

在结构性理性的实践面向下,受托人在信念、审议、行动及后果层面分别担负着一定的职责,决定着受托人信托责任的内在构成及其外延范围。

1. 受托人的信念责任

信念责任实际上解释了受托人职责中的“责任的自愿假设”这一重要特征,即受托人必须是自愿接受这一职位的要求。⁽⁴³⁾在成为受托人的同时,也代表他接受了作为受托人所应履行的具体的信义义务以及原则层面的行为标准,这一标准往往与受益人的利益有关。因而,信念责任可以看作是对受托人主观上的态度、动机或者说是“心理状态”上的任职要求,是一种利益上不背叛的最低要求和积极献身的高层次要求。⁽⁴⁴⁾因此,信念责任是受托人职责本身内含着的一个前提性的责任。

2. 受托人的审议责任

受托人行使自由裁量权的过程本质上就是受托人的审议过程——依照信托文件确立的管理财产目的确立行为的动机,并权衡选择如何实现这一动机,即如何做出具体的行动。从外部视角审视,受托人的审议过程被期望要符合超越自私的新的决策习惯,并具备相应的反思能力。⁽⁴⁵⁾因而法律通常要求受托人在审议过程中,应尽到合理的注意和谨慎。

(40) 参见[德]黑格尔著《法哲学原理》,范扬、张企泰译,商务印书馆1961年版,第145页。

(41) See D. Kahneman & A. Tversky, Prosper Theory: An Analysis of Decision under Risk, 47 *Econometrica* 263, 263-291 (1979).

(42) 参见[德]朱利安·尼达-诺姆林著《理性与责任:实践理性的两个基本概念》,迟帅译,北京大学出版社2017年版,第115页。

(43) 参见[英]格雷厄姆·弗戈著《衡平法与信托的原理》,葛伟军等译,法律出版社2018年版,第525页。

(44) 参见梁爽《董事信义义务结构重组及对中国模式的反思》,《中外法学》2016年第1期,第208页。

(45) S. B. Young, Fiduciary Duties as a Helpful Guide to Ethical Decision-Making in Business, 74 *Journal of Business Ethics* 1, 4 (2007).

3. 受托人的行动责任

受托人信念设立、动机权衡完成后,即应呈现出一定的作为或不作为的状态。与信念责任、审议责任有所不同的是,此二者均是以影响受托人抉择的内在要素为视角,强调意志、审慎对其承担的信托责任的影响;而受托人在行动过程中则是会受到更多外在要素的影响,强调受托人根据社会外部共识性认识调整自我行动的可能。当然,这些社会外部的共识性认识可能并非是一项新的法律规则,而是基于能更好地促进有关各方的经济与社会利益的社会成员的集体行动,⁽⁴⁶⁾ 绿色发展理念、负责任投资理念就这样形成的外部共识。这也体现了前述信托责任的道德规范渊源中的“共同利益的暗示”要素,受托人在行动时被允许纳入非由委托人决定的获取社会利益的考量范围之内。

4. 受托人的后果责任

此处的“后果责任”不是法律规范意义上的消极的不利后果,而是职责意义上的针对信托财产价值的变化,受托人应该承担的义务。受托人的信托责任范围不仅涵盖处分、管理资产,还包括受托人所接手的信托财产自身的贬值或增值变化,受托人需要在一定程度上对财产价值的变化负责。而受托人对信托财产处理之后果的责任承担方式主要是防范性措施为主,不得以受托人自身的财产为信托财产可能发生的损失予以填补。

(三) 针对信托责任的制度表达

1. 信念责任: 信息披露制度的构建

在法律没有强制性规定的情形下,受托人虽然对选择何种行为标准为其管理信托财产的信念享有的一定空间,但在缺乏充分地描述其信念形成的方式与种类且没能全面地通报其信念决策时,其仍可能要对持有的“偏差”的信念导致的结果负责。⁽⁴⁷⁾ 在此意义上,受托人所可能要承担的法律上的消极责任往往被限制在明确的、外部化的、披露出来的信念的结果范围之外。这就意味着,当受托人在政策范围内选择一个行为标准作为其管理信托财产的动机时,最好将所选择的这一行为标准及依据予以公开披露,向委托人及利益相关者提供决策所需信息,以免受针对受托人信念前提的质疑,即以“诚信决嫌疑”。⁽⁴⁸⁾ 换言之,如果要想降低受托人对所选择的行为标准的犹疑,则可要求其将选定的“符合法律或政策规定、甚至是法律或政策予以鼓励的”行为标准的相关信息予以披露。这一点在养老基金受托人选择是否实施责任投资的决策上体现得尤为明显。要想使受托人超脱于以往的投资习惯,建立更为长期的、可持续的投资行为目标,或许从外部提供一个激励规则——自主的信息披露制度,⁽⁴⁹⁾ 能更好地免去受托人履行其信念责任的担忧。

2. 审议责任: 审慎标准与过程控制

法院对受托人权衡与审议能力的评价标准更强调审慎的过程性。受托人的审议过程

(46) 参见[德]马克思·韦伯著《经济与社会》(第二卷) 阎克文译,上海人民出版社2010年版,第892页。

(47) 参见[德]朱利安·尼达-诺姆林著《理性与责任: 实践理性的两个基本概念》迟帅译,北京大学出版社2017年版,第153页。

(48) 参见朱后锴著《董事问责标准的重构》,北京大学出版社2011年版,第23、35页。

(49) See Melvin A. Eisenberg, The Duty of Good Faith in Corporate Law, 31 *Delaware Journal of Corporate Law* 1, 42 (2005).

是否符合相应审慎标准主要体现在作出投资决策的过程中,即决策时是否遵循了审慎的做法,而非投资业绩。⁽⁵⁰⁾ 在法院针对受托人是否履行了其审议责任进行第三方审查与评估时,法院通常要区分决策过程和最终决定。只要受托人能够证明,他们在善意地追求受益人利益时采取了适当程度的勤勉,则法律便不会对本质上涉及商业风险平衡的事后判断进行检验。在这个层面上,受托人内部组织结构的优化及投资过程中相应的过程控制机制,也是其履行信托责任的重要部分。

3. 行动责任: 从禁止性规范到任意性规范

针对受托人行动的规则在规范层面上集中体现为受托人在行动中所应遵循的诸多禁止性义务,但随着信托法的完善与更新,在对受托人行动责任的规范上,目前已体现出由禁止性规范到任意性规范的转变趋势。⁽⁵¹⁾ 例如日本信托法就明确了忠实义务可以被免除的情形,实现了忠实义务广泛化、任意规定化的修改要求。⁽⁵²⁾ 整体而言,对于受托人行动责任的制度与规范均在向着更具灵活性与自治性的特点发展,在扩张或是重述受托人忠实义务方面建立可供选择的规则指引,或者是强化了信托合同中委托人与受托人自主约定的约束作用。

4. 后果责任: 由保底承诺到保障性规范的健全

回归信托本质的养老基金投资,受托人对投资结果承担的职责任,不应超过委托的养老基金总额。针对受托人信托责任中后果责任的制度设定,不应以信托财产市场价值发生变化的实际结果为标准。即使受托人在信托财产的管理中实现了良好运营,信托财产价值翻升数倍,受托人也应承担一些带有“预防”性质的职责,即,为了预防信托财产的运营损失与贬值而设置一些保障性规定,这也是增加委托人与养老基金受托人之间信任基础的另一种途径。例如有学者提出,受托人应提取技术准备金及自有资金,并提供后偿贷款,以应对养老基金投资的系统性风险。⁽⁵³⁾

综上,养老基金信托责任重述的脉络及主要内容详见下表。

表 受托人信托责任的逻辑、结构与内容

道德规范结构	职责面向	信义义务(束)	针对受托人的具体规则的转向
信任基础的成立	信念责任	诚信义务	从利己到利他: 主动告知、信息披露义务
信任基础的强化	审议责任	审慎义务	由注重后果转向过程控制: 商业判断规则辅以重大过失标准
信任基础的维护	行动责任	忠实义务	由禁止性规范转向任意性规范: 忠实内涵的灵活化、自治性规则的引入
	后果责任	保障义务	从担保到保障: 准备金制度辅以投资路径“清单式”管理

(50) See S. Ober, *Fiduciary Responsibility: Liability and Consequences*, 18 *Journal of Financial Planning* 50, 50 – 62 (2005).

(51) 参见赵廉慧著《信托法解释论》,中国法制出版社2015年版,第306页。

(52) 参见[日]樋口范雄著《信托与信托法》,朱大明译,法律出版社2017年版,第109页。

(53) 参见张春丽《我国养老基金投资的审慎投资人规则》,《中国法学》2016年第5期,第255页。

五 养老基金责任投资的监管与指引规则的确立

监管是一项外部规制手段,而信托责任本身可以看作是一项自我规制手段。随着信托机制向商业领域的深入发展,监管在规范并激励受托人的理性行为方面发挥越来越重要的影响,受托人信托责任的履行也越来越需要通过外部的监管规则予以保障。为此,在厘清了受托人信托责任的构成及其制度表达的基础上,应针对性地设计相关监管与指引规则,保障养老基金责任投资的践行。

(一) 完善实施责任投资的披露规则

2015 年联合国负责任投资原则组织和联合国环境规划署金融行动机构等在一项针对信托责任的研究报告中指出,投资者应了解并纳入委托人和或受益人的 ESG 投资偏好,且应考虑披露上述投资所遵循的程序,监管者应在法律法规中明确提出养老基金受托人应披露其是否纳入 ESG 投资因素实施投资的要求。这一点被各国近年来的监管政策所采纳,2016 年加拿大安大略省相关养老基金标准法规就要求养老基金在投资政策中声明,是否在决策过程中考虑了环境、社会及治理因素以及如何将这些因素纳入其决策过程的信息。欧盟委员会也在 2016 年通过了《职业退休拨备机构行为与监管》指令,要求职业养老机构在规划养老基金投资时综合考虑环保、社会责任及治理问题。⁽⁵⁴⁾

目前,针对我国资本市场的机构投资者,监管机构已逐步对责任投资的实施进行政策及制度上的引导。2017 年中国证券监督管理委员会就与环保部签订了《关于共同开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》,推动建立和完善上市公司强制性环境信息披露制度。但在养老基金投资领域,监管机构还未提出专门的披露要求。披露规则的确立,旨在将养老基金受托人在考虑 ESG 问题上承担的信念责任明确化,增强其法律明确性。今后养老基金投资立法应将这一披露制度纳入到对养老基金投资管理人的监管中,可参考美国《投资顾问法》(*Investment Advisers Act*) 第 204 条确立的“宣传册规则”,在投资文件中写明投资管理人在实施责任投资方面的职责和义务。在实务操作中,可由全国社会保障基金理事会要求养老基金的各投资管理人对各自负责投资的养老基金的责任投资实践进行自我评估,并将相关信息予以公开,以促进投资管理人积极践行养老基金责任投资策略。

(二) 重申受托机构与投资管理人员的审慎标准

实务操作中,评价养老基金受托机构与各投资管理人往往是通过业绩推测其能力,而这最终导致了投资者的短视及对短期投资项目的偏好,⁽⁵⁵⁾进而使得责任投资在实务操作上无处落地。这也间接表明,在整个行业内部对于责任投资的良好或最佳实践标准缺乏共识,进而影响了对养老基金投资管理人如何践行审慎标准的判断。

(54) See Directive (EU) 2016/2341 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2016 on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision (IORPs) (OJ L 354, 23.12.2016, pp. 37-85).

(55) 参见韩燕、崔鑫《基金行业的委托代理关系与基金经理的短视行为研究》,《管理评论》2014 年第 9 期,第 35 页。

养老基金受托人的信托责任要求他们的选择要建立在长期风险与收益的衡量上。⁽⁵⁶⁾ 美国早期就有经济学者提出,在现代市场经济下,社会责任与经济收益二者间是更为兼容的,公共养老金可以找到同等的替代性投资选择,通过提供充足的资金回报来满足社会以及经济上的双重需求。⁽⁵⁷⁾ 为此,更需要发挥行业共同体作为行业自律性组织的职能,发布就社会和环境问题与投资绩效之间关系的标准化报告,明确 ESG 要素对投资机构财务的非负面影响。同时明确投资管理人实施责任投资策略下所负的审慎义务应兼具修正的客观性与过程性,矫正投资管理人在落实审议责任中的短视倾向。英国、日本和南非的投资行业就在这一基础上制定以及与投资机构共同制定了针对责任投资的自愿性管理守则,如英国财务报告委员会最新修订的《英国尽责管理守则》(The UK Stewardship Code 2020)以及日本金融厅于 2017 年修订的关于负责任机构投资者的准则《日本尽责管理守则》(Japan's Stewardship Code)均要求机构投资者要考虑被投资公司的环境、社会和公司治理表现,并关注受益人的中长期回报。相应地,监管机构可对此进行更多的法律上的解释,确立关于有效实施责任投资的广泛接受的原则。例如,美国国家税务局早期就曾将“公平的投资回报”和“充足的流动资金”作为其实施责任投资的标准与界限,⁽⁵⁸⁾ 以此来指引受托人更好的履行其审慎标准。

(三) 引入应对受托人利益冲突的任意性规范

解决多重代理关系下义务规范之间的冲突问题,涉及到落实受托人在责任投资策略下的行动责任。对此,实践中有两种路径可以选择,本质上都是尝试引入更多元的任意性规范,更加灵活的应对受托人投资身份的多重转变。

第一种路径是在养老基金投资立法中对投资管理人的信义义务进行优化与改良。例如引入尽责管理义务,以应对多重法律关系下传统信义义务调整不足的问题。⁽⁵⁹⁾ 从内容上看,其并非是强制的,企业可自愿遵守或签署此守则以履行该义务,对于未严格遵循该义务的资产管理者,仅会被金融监管机构要求作出相应解释,但同样可以激励更多的机构投资者作为受托人践行这一义务,进而在集合型投资工具中得到有效的适用。此外,域外一些国家资助的养老基金已经开始制定任意性规范层面的统一的代理准则,要求代理人对公司董事会的相对独立性、经验和能力进行评级,以便在提交股东决议时采取有效行动,这为应对公司治理层面上的多重代理问题提供了有益借鉴。

另一种路径是公司法的改革路径,主要是解决养老基金参与公司治理中的规则冲突问题。通常可以采用的是,给代理股东施加一般或特殊的信义义务,或是在集团内部的控制和被控制成员之间制定强制性规范。给代理股东施加一般或特殊的信义义务的方法主

(56) See S. P. Sethi, Investing in Socially Responsible Companies Is a Must for Public Pension Funds: Because There Is No Better Alternative, 56 *Journal of Business Ethics* 99, 109 (2005).

(57) See J. Hopkins, Money Managers No Longer Blind to Social Investment, 54 *Pension World* 10, 10-13 (1992).

(58) See P. S. Cross, Economically Targeted Investments—Can Public Pension Plans Do Good and Do Well, 68 *Indiana Law Journal* 931, 946 (1993).

(59) 参见王心怡《我国机构投资者信义义务体系的反思与重构——以尽责管理义务的引入为视角》,《法商研究》2017年第6期,第131-132页。

要是一些没有正式的集团法的国家在使用,例如法国的滥用多数人规则,⁽⁶⁰⁾以此试图防止控股股东的“隧道效应”损害养老基金或其他非控股股东的利益;美国 2002 年通过的《萨班斯—奥克斯利法》(Sarbanes-Oxley Act)则对公司治理结构、董事独立性、首席执行官和其他公司官员的财务报告责任等方面进行了一系列根本性的改革。与在集团法中加入强制性规则相比,给代理股东所施加的一般或特殊的信义义务同样具有任意性规范的特征,通过一种更为自治的方式为代理股东履行其尽职责任提供规则,发挥协调养老基金信托责任与股东信义义务的作用。

(四) 健全避免不当干预的保障机制

我国养老基金的市场化投资受国家政策影响较大,养老基金信托投资当前仍处于逐步探索阶段,因此需要国务院层面的监管机构乃至一些必要的地方监管主体予以一定的政策扶持或是投资方向上的指引。但不可忽视的是,我国养老基金作为一类公共养老基金计划,在投资主体结构上同样存在一些政治性承诺。要避免养老基金投资成为各地方政府监管俘获的对象,首先需要厘清养老基金责任投资与地方经济社会发展的关系。从投资工具选择层面看,养老基金责任投资的实施不可避免地会具有一定的地区性,以地方性投资项目为载体,且投资结果可能会在一定程度上使地方发展受益,但养老基金责任投资本身并不以地方利益的增加为其目标,投资过程中亦要避免以委托人为代表的地区利益对社会整体利益的替换。

应对养老基金责任投资中地方监管主体的不当干预风险,有效路径之一就是责任投资实施“清单式”管理,降低操作中的不确定性。可由全国社会保障基金理事会出台相关操作指南,列明进行责任投资应考虑的因素及流程,建立年度可行性责任投资项目的清单,引导投资管理人在清单上的责任投资项目中进行选择。随着责任投资实践的成熟与发展,“清单式”管理可逐渐转向“负面清单”管理。对于清单的确定,可考虑引入外部咨询者,提高市场信息的精准度,为确定可投资的具有高回报收益的责任投资项目提供资讯咨询服务与独立的评估。对于咨询者的数量,可以基于地域因素综合予以考量,目的是为更大范围的责任投资项目提供有效的咨询与评价,使责任投资下社会整体利益分布得更为均衡。

六 结 语

在经济转型和结构调整的背景下,各大机构投资者都在强调实施责任投资,以适应经济增长方式由粗放型增长向资源集约型、环境友好型增长发展。养老基金受托人信托责任的履行在责任投资的语境下面临着规范层面的认定难题,是对养老基金信托责任予以重申的逻辑起点。依照信托责任起源时的道德解释框架与规范结构,以受托人主观层面的实践理性要素为视角,可将养老基金信托责任重申为信念、审议、行动、后果四个面向的

(60) See Conac, L. Enriques & M. Gelter, Constraining Dominant Shareholders Self-Dealing: The Legal Framework in France, Germany, and Italy, 4 *European Company and Financial Law Review* 491, 491 (2007).

职责,各职责层面对应于养老金受托人所担负的信义义务,在制度表达上可具体落实为决策信息披露制度、审慎的过程控制标准、任意性规范的引入以及保障机制,并可以此作为养老金责任投资的监管与指引规范确立的架构。

当下我国资本市场中各行业的机构投资者都在积极践行责任投资,但在规范层面确实存在着制度供给不足、职能机构监管与引导缺位等问题。随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》指明资产管理业务要回归信托本质,各行业主体的资产管理业务与养老基金的信托投资一样,都将受到《信托法》的调整与规制。在此意义上,各基金受托人的信托责任基础是相同的,故而在重述养老金信托责任的过程中,本文所提出的信托责任结构与制度表达以及相关监管框架,或许对其他行业机构投资者践行责任投资的规范与指引亦具有借鉴意义,同时也对推动信托责任理论由传统向现代的发展,更好地回归并发挥信托机制功能,实现信托法的现代化转型具有一定积极作用。

[本文为作者主持的2018年度中央高校基本科研业务费专项资金项目“养老保险基金信托法律问题研究”(2018BSXM22)的研究成果。]

[Abstract] The responsible investment of pension fund is a part of the construction of green financial system in China. To implement responsible investment in the face of changing economic and social conditions, it is necessary to re-interpret the fiduciary responsibility of pension fund trustees. Although the theoretical connotation of the existing pension fund fiduciary responsibility is no longer contrary to the concept of responsible investment, its extension is insufficient to integrate the whole process of pension fund responsible investment, thus leading to the decision-making evaluation problem under the overlapping of marketization and policy elements and the principal-agent problem under the combination of multiple legal relations. The root cause of these problems is that the fiduciary responsibility was constructed without considering the initially existing structure of ethics, which leads to the partial absence of fiduciary responsibility and the deficiency of standards in pension fund investment legislation. Incorporating practical rationality elements of the trustee into fiduciary responsibility and clarifying its institutional expression is a way to restate the trust responsibility of pension fund and promote the active implementation of responsible investment by the trustee. It also provides theoretical support for the construction of a regulatory and guidance framework covering new disclosure rules, prudent process standards, flexible voluntary norms and management models that can avoid inappropriate intervention.

(责任编辑:姚 佳)