

资产管理人ESG投资的省思与制度因应

——基于信义义务的分析

白牧蓉, 顾 民

兰州大学法学院, 甘肃 兰州

收稿日期: 2023年8月12日; 录用日期: 2023年9月21日; 发布日期: 2023年10月9日

摘 要

ESG投资以可持续发展、良好的公司治理及社会责任践行为价值导向, 基本理念与投资收益模式不同于传统的投资方向。ESG理念纳入资产管理人考量的投资要素时, 遭遇了与信义义务存在冲突的质疑。深入剖析可知, ESG投资并未偏离受益人利益最大化需求, 符合资产管理人信义义务的内在逻辑, 且能够实现与资产管理行业目标的一致性。有必要通过ESG披露与评级制度完善、资产管理人信义义务的体系化构建、资产管理人法律责任的明晰等举措促进资产管理人ESG投资的法治保障, 实现资产管理行业良性发展与经济高质量发展的共赢。

关键词

资产管理, ESG投资, 信义义务, 制度因应

Reflection and Institutional Response on ESG Investment by Asset Managers

—Analysis Based on Fiduciary Obligations

Murong Bai, Min Gu

Law School, Lanzhou University, Lanzhou Gansu

Received: Aug. 12th, 2023; accepted: Sep. 21st, 2023; published: Oct. 9th, 2023

Abstract

ESG investment is value oriented towards sustainable development, good corporate governance, and social responsibility practices. Its basic philosophy and investment return model are different from traditional investment directions. When incorporating ESG concepts into the investment elements considered by asset managers, there have been doubts about conflicts with fiduciary ob-

ligations. Through in-depth analysis, it can be seen that ESG investment has not deviated from the need to maximize the interests of beneficiaries, conforms to the inherent logic of the fiduciary obligations of asset managers, and can achieve consistency with the goals of the asset management industry. It is necessary to promote the legal protection of ESG investment by asset managers through measures such as improving the ESG disclosure and rating system, systematizing the fiduciary obligations of asset managers, and clarifying the legal responsibilities of asset managers, in order to achieve a win-win situation between the healthy development of the asset management industry and high-quality economic development.

Keywords

Asset Management, ESG Investment, Fiduciary Obligations, Beneficiaries, Institutional Response

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 问题缘起

在我国金融体系中, 由于从事资产管理的机构类型较多且受到分业监管和牌照化管理, 资产管理的核心法律关系至今仍未形成通说, 学界存在着信托说[1]、委托说[2]以及折中说[3]等观点, 也因此难以确定其上位法。相比之下, 信托法律关系更契合大部分资管活动的行为性质, 信托理念与法律的适用能够为资产管理行业的健康发展提供更为充分的保障, 更有益于保护投资者权益及提高资产配置效率。然而, 在资产管理全流程中, 并不是每个法律关系都符合大陆法系对信托关系设置的种种要件。英美法系视域下, 信托法、公司法、代理法、合伙法等法律所调整的均属信义关系。作为信托关系的上位概念, 信义关系可被定义为“一方主体有义务在关系范围内的事务上为另一个主体的利益行事的法律关系”[4], 主要由“高度信赖”“代为管理财产或事务”“自由裁量权”以及“脆弱性”等四项构成要件组成。因而, 以信托关系为主, 在资产管理场景中辨识不同的信义关系, 通过以《信托法》为代表的民商事基本法律进行规范, 辅之以监管规章的规制[5]是当前较具说服力的观点。同时, 《资管新规》等规范性文件的颁布实施亦标志着资产管理行业将回归信义关系的本源[6]。

上世纪 60 年代起, 人们开始意识到市场经济的负外部性给社会带来的不利影响, 日益重视环境保护、社会发展、代际正义等现实问题, 由此将该理念融入投资活动。全球报告倡议组织(GRI)于 1997 年成立, GRI 构建了综合环境、社会、管理和经济等问题的信息披露标准, 此后, 联合国责任投资原则组织(UN PRI)创造性地提出 ESG 理念(环境 Environment, 社会 Social 和治理 Governance), 并于 2006 年提出应将 ESG 作为重要考量因子纳入投资决策中, 具体指标如表 1 所示[7]。

Table 1. ESG investment reference factors

表 1. ESG 投资参考因素

环境(Environment)	社会(Social)	治理(Governance)
气候变化	人权	高管薪酬
资源消耗	现代奴役	贿赂和腐败
废弃物	童工	董事会多样性和结构
碳足迹和碳强度	工作条件	政治游说和献金
砍伐森林	员工关系	财务策略
	员工待遇	

依据前文分析, 资管活动的核心法律关系为信义关系, 资产管理人需履行由忠实义务和勤勉义务构成的信义义务, 依照委托人的意愿和受益人利益最大化进行投资决策及其他活动。目前资产管理市场中 ESG 投资已成为一种重要的投资策略, 有学者认为, ESG 投资的出发点并非为维护客户利益, 而是可持续性发展背景下的综合考量结果, 可能以牺牲投资者的财产权利为代价。当受托人面临外部压力而不得不将 ESG 因素纳入投资决策时, 实际上已违反了信义义务的题中之意, 且可能引发违法违规及侵害受益人的情形。概言之, 此类观点认定 ESG 投资与信义义务的法定内涵存在矛盾, 只有通过授权、批准、免责方式事前约定才能进行 ESG 投资[8]。然而, 适用 ESG 投资真的会牺牲收益、影响受益权实现吗? 资管行业对 ESG 投资策略的践行是否与信义义务的履行存在冲突? 有必要通过分析论证捋顺 ESG 投资与资管行业内部逻辑的关系, 并通过制度构建实现行业发展与国家战略的共赢。

2. ESG 投资与资产管理人信义义务的辩证统一

2.1. ESG 投资并未偏离受益人利益

其一, 资管机构基于泛 ESG 理念的投资策略并未抵触受益人利益最大化原则。ESG 投资理念及策略所涉内容繁多, 其内涵和外延可解释为狭义的核心 ESG 投资和广义的泛 ESG 投资。前者指把环境、社会、治理因素纳入投资目标、投资策略或投资原则; 泛 ESG 投资是将联合国 17 项可持续发展目标相关主题要素均纳入投资目标、投资策略或投资原则之中。目前, 各国资管机构进行的 ESG 投资指在资管产品组合投资中运用多种策略, 融入泛 ESG 理念进行综合考量作出决策, 根据 ESG 信号形成最优投资组合。如资管机构采用负面筛选策略与正面筛选策略, 综合考量组合投资产品要素的 ESG 绩效表现, 选择更为适合的投资产品, 适应可持续发展与高质量绿色发展背景, 实现收益最大化, 最终回归资管受益人利益的保障。具体内容见表 2。

Table 2. ESG investment strategy
表 2. ESG 投资策略

ESG 投资策略	内容
ESG 整合	投资管理人明确、系统地将 ESG 因素纳入传统的财务分析
负面筛选	投资组合按特定 ESG 准则剔除若干行业、公司或业务
正面筛选	投资 ESG 表现优于同类的行业、公司或项目
规范筛选	按照基于国际规范所制定的最低标准、商业管理筛选投资
股东参与	借助股东权力影响公司行为, 包括透过直接约见公司人员(例如与公司高管及/或董事会对话)、提交或共同提交股东建议, 以及按全面的 ESG 指引委派代表投票表决
可持续性主题投资	投资与可持续发展相关的主题或资产, 例如洁净能源、绿色技术或可持续农业
影响力投资	对特定项目进行投资, 旨在解决社会或环境问题, 向有明确社会或环境目标的企业提供融资

其二, 符合国家战略导向的 ESG 投资有利于受益人利益最大化。近年来, “创新、协调、绿色、开放、共享” 五大发展理念深入金融领域, 作为金融业的重要组成部分及直接融资的重要渠道, 资管行业应深层次贯彻落实 ESG 投资理念, 落实推进 ESG 投资策略的适用。实践中, 国家与地方层面对于践行 ESG 理念效果较好的企业多有补贴政策, 同时对于进行 ESG 投资的机构和项目亦有各种鼓励机制。因而, 资产管理人的 ESG 投资很可能因获得政策支持而取得更多更长远的利益, 符合投资者需求。

其三, ESG 投资有利于规避风险。2007 年, 高盛公司将投资者关注的环境因素、社会因素与公司治理因素进行整合, 丰富了 ESG 理念内容, 并将其纳入公司投资决策的考量因素之中。通过关注投资对象

E、S、G 三方面的表现, 降低投资过程中发生的非财务性风险。事实上, ESG 作为评价非财务绩效核心指标之一, 是可持续性发展理念践行的重要体现。ESG 表现优秀的企业大多都有较好的企业治理水平、企业文化、可持续性盈利能力和良好的现金流。资管行业理应充分利用自身优势, 在投资决策中优先考虑选择 ESG 评级优秀的企业, 可有效降低投资风险, 符合投资者的利益追求。

其四, ESG 投资并不意味着降低投资收益。ESG 投资是将“价值观”融入现有投资模式的策略, 在使用相关评估数值模型判断市场未来表现时, 可根据 ESG 因素进行修正和变更, 以此实现长期的资本增值目标。由于 ESG 评级、商誉价值、国家补贴、资本市场关注度等各类因素的影响, ESG 表现较好的公司往往具有高于同业的运营效率。梅饶兰(2021)的实证研究成果显示, ESG 因素与股票收益率之间存在正相关, ESG 理念的践行有助于企业及品牌影响力的提升, 对中长期收益影响更甚[9]。Dai Yuwen (2021)通过 Monte Carlo 模拟法模拟出若将 ESG 指数加入 A 股市场进行基准投资组合, 可以改善投资组合构成, 提升其风险调整回报率[10]。张小溪、马宗明(2022)构建了 ESG “101” 分析框架, 对我国上市公司相关数据实证研究得出 ESG 因素对股票收益率有正向影响, E 与 S 两因素的正相关性尤为显著, 指出 ESG 表现更好的企业可为投资者带来超额收益[11]。综上所述, 即使 ESG 投资对财务绩效产生负面影响, 该负面影响也只是暂时性的, 从中长期投资角度出发, 资产管理人采用 ESG 投资策略完全符合信义义务要求, 且投资更为安全、稳定。

2.2. ESG 投资符合信义义务的内在逻辑

任何资产管理的出发点都是“为委托人利益”“客户利益至上”。依据信义义务的题中之意, 资产管理人在投资决策中行使自由裁量权, 选择对资管收益有正向影响的 ESG 投资方向是职责所在。

一方面, 资产管理人作为受信人, 在投资决策方面应当具有较强的自主性。为充分发挥资管业务自由灵活的优势, 实现同时作为委托人、受益人的投资者利益最大化的目的, 法律对资产管理人的投资决策等资产管理行为少有强制性规定。无论是信义关系还是信托关系, 受信人或受托人都被赋予了信任和一定的自由裁量权限[12], 只要履行法定忠实与勤勉义务, 即可依照契约对信托财产进行独立经营、管理或处理。信托与基于信义关系的资产管理活动是外部性最强的财富管理方式, 管理人具有较为宽泛的财产管理权力, 因此, 只要资管合同未对资产管理人的管理行为作出额外的限制性约定, 资产管理人完全可以从投资收益保障角度出发, 根据自己的判断作出投资决策, 当 ESG 投资更有利于资管目的实现时, 完全可以自主采取相应的投资策略。

另一方面, 资产管理人作为受信人, 有义务选择最有利于资管目标实现的投资方向。信托的目的在于委托人意愿和受益人利益最大化的实现, 因此各国信托法律规范大多规定了情势变更的情形, 即信托财产管理过程中, 若信托文件规定的管理方式不利于实现信托目的, 则有必要变更管理方式。对于市场环境和投资政策等方面的情况变化, 委托人的了解远远不及受托人清楚, 出于信托目的和信义义务的内在逻辑, 受托人有义务为了受益人利益最大化而调整或建议调整管理方式, 资产管理信义关系中, 资产管理人亦应参照此类规定履行义务。信义义务中的勤勉义务源自英美法系“为受益人最大利益处理信托事务”的要求, 体现为“最大勤勉义务(Utmost Diligence)”, 与忠实义务对受信人的品格要求相比, 勤勉义务更强调受信人的技能。各国在信托法或信义法的制定中都规定了相应内容, 并对作为专业机构的受信人提出了更高的要求。在大力促进高质量发展, 强调可持续发展、绿色金融、公司社会责任践行及公司治理变革的背景下, 资管受托人可按市场走向与市场预测选择组合投资, 若投资涉及 ESG 领域相关事宜, 应以保障收益、满足资管目的为依据, 及时对管理方式作出调整, 这正是履行信义义务的表现。

2.3. ESG 理念契合资管行业目标

中国的 ESG 投资尚处于起步阶段, 但 ESG 理念所包含的环境保护、社会责任与公司治理要素则已

在《民法典》《环境保护法》《劳动合同法》《反不正当竞争法》《公司法》等多部法律及其实施中有所体现。其中尤为值得一提的是,我国《公司法》正处于修订过程中,目前的草案不仅强调了公司治理的相关内容,还就公司社会责任的相关规定进行了完善,要求公司在遵守法律法规的基础上,充分考虑利益相关者以及生态环境保护等社会公共利益,并鼓励公司公布社会责任报告。同时,《证券法》对于自愿性信息披露的相关规定亦衔接了 ESG 理念在上市公司的践行。在基本法律的规范引导下,监管部门发布了大量关于绿色金融、环境信息披露、上市公司治理等方面的规范指引文件,对资管 ESG 投资有基础指引作用。

在全球多个国家和地区,基于资本属性与公共属性的兼顾,ESG 投资已成为部分资管业务的法定投资方向。虽然 ESG 在我国起步较晚,但 ESG 理念已在一些特定领域生根发芽,且恰好符合部分细分资管行业的经营目标,其中尤以保险行业最为突出,保险资金长期投资、价值投资和审慎投资的特征与 ESG 投资理念相契合。2018 年,中国人寿保险公司成为国内第一家加入 UN PRI 的企业,并积极推出 ESG 投资产品,践行 ESG 投资理念,引领整个保险行业开展 ESG 相关投资。目前,ESG 投资已成为保险资管的重要投资方向。保险资管实践数据显示,尽管短期内 ESG 指数收益率与其他指数没有明显差异,但从长期看,与上证 50 和沪深 300 指数相比,ESG 100 指数和责任回报指数具有明显优势。同时,ESG 投资理念的实践有利于推进绿色经济的发展。2022 年 6 月,银保监会发布《银行绿色金融指引》,以促进保险业发展绿色金融,此后保险机构 ESG 产品发行数量不断增加,产品类型逐渐丰富。

3. 资产管理机构 ESG 投资的制度保障

3.1. 完善 ESG 投资相关制度,为资产管理人提供决策依据

根据前文分析,“泛 ESG 投资”的思路下,ESG 投资与资产管理人的信义义务内在逻辑并无冲突,但资管 ESG 投资真正的健康有序发展需要相对成熟的市场和较为完备的制度支撑。囿于 ESG 相关制度供给的不足,资产管理人进行 ESG 投资决策时可能发生错误。其一,ESG 投资制度体系的不完备影响了实践的发展水平,资产管理机构从业人员对 ESG 理念理解亦不够深入,此时容易出现投资方向与经济发展和国家战略的偏离[13]。其二,ESG 披露制度和标准的不足使得上市公司 ESG 披露的信息不够真实准确或有所遗漏,容易误导资产管理人,使之出现投资决策失误。其三,ESG 投资相关监管规制并不完善,存在一定的制度缺憾,资管机构作出决策时有可能借助现有的制度漏洞,通过 ESG 投资规避监管,进行监管套利。

ESG 信息披露应选择半强制制度,以此保障评级、监管与 ESG 投资的践行。目前,我国 ESG 信息披露以自愿披露为主,只有少部分企业需要强制披露。今后要逐步增强市场主体参与 ESG 信息披露的意愿,扩大 ESG 信息披露范围,应改自愿披露为半强制披露模式,这也是域外国家与地区主要采用的模式。我国交易所已经建立半强制披露的基础,现阶段实行半强制 ESG 披露体系具有合理性、必要性和可行性。具体运行中,可以选择大型公司提出强制披露要求,对主动披露者予以奖励,并广泛运用“不遵守就解释”原则,构建同行业的统一披露标准,授权董事会通过重要性评估来决定披露信息内容[14]。

以披露制度的构建完善为前提,评级体系和机制亦应作出相应改进。我国 ESG 评级起步较晚,未来的发展中,我国的 ESG 评级机构体系应进一步体现中国语境和中国的 ESG 发展需求,将高质量发展、反腐败、共同富裕等因素纳入评价指标体系中,同时要关注 ESG 风险因素的变化及估值的不确定等问题。通过披露与评级的制度完善,为资产管理人提供最真实准确的决策依据,有效指导其制定投资方案、全面实施风险管理活动。

3.2. 构建资产管理人的信义义务体系,与法律责任妥善衔接

资管当事人之间非“委托-代理”关系,而是信义关系。资产管理人要为委托人利益进行投资决策,

其自身又需获利,二者利益之间难免存在冲突,这就需要信义义务进行规制约束。资管行业野蛮发展期间的乱象根源在于“行信托之实,否信托之名,逃信托之法”[15],《资管新规》对资管行业发展有重要的规范和促进作用,但仍未解决资管行业上位法明确界定的问题,也就难以全面根除行业乱象及其引发的负面影响。资管行业体系庞大,美国对资管领域的规制采多元化立法、监管和判例的模式进行体系化规制,我国不可能靠一部《资管新规》规范整个资管行业,但也不能完全依赖于《信托法》。首先,从事资管行业的机构众多,相应的《商业银行法》《证券法》《证券投资基金法》等法律其相关监管规定都应当充分发挥作用。其次,《信托法》属于民事立法,在监管领域作用有限,尚需辅之以其他规章。第三,《信托法》颁布实施至今已超过20年,在此期间我国信托行业、其他资管行业及金融市场都已发生了巨大变化,取得了明显进步,《信托法》的许多条文已经无法应对当前的问题,更无法全面规范资产管理活动。因而,需对《信托法》进行全面修订与完善,作为符合信托关系要件的资产管理活动的私法依据,辅之以其他信义法、相关监管类法律、各类监管措施规制及规范性文件[16]。

资管行业开展 ESG 投资的障碍不仅在于 ESG 制度供给的缺陷,更在于资产管理人信义义务的不明确。资管受托人可能以 ESG 投资为由逃避义务和责任,这也是部分学者认为 ESG 投资与信义义务有所抵触的重要原因,提出若无合同的单独约定,则不可进行 ESG 投资。然而资产管理人逃避责任的风险并不能证明 ESG 投资与信义义务的矛盾,而是凸显了信义义务相关规范的不足。学界所倡导的从大资管回归“大信托”,究其深意并非是对《信托法》的回归,而是对信义关系的回归。在分业监管向混业监管过渡的当前阶段,针对资管行业的监管由机构监管转向功能监管是更为合理且必要的改革方式,这需要将分散规定于不同规范性文件之中涉及信义义务的内容进行梳理,从而得出统一的标准,深化资产管理人信义关系的认定与落实。

资产管理人对委托人负有法定的信义义务,考量信义义务内涵及进行制度构建时需从其逻辑起点出发,并在各项监管法律法规中予以明确,实现体系化构建。具言之,资产管理人的信义义务除了相对明确的忠实义务之外,可以基本全面地划分为适当性管理义务、说明义务、禁止不当劝诱行为义务、谨慎投资义务、最佳执行义务、信息披露义务等内容。

当前关于信义义务规定散见于各项法律法规、部门规章及行业规定等多个层级的规范性文件中,今后应考虑将信义义务有关规定进行整合,找出共通点,形成资管行业统一的基本标准。在此基础上进一步实现横向与纵向的细化规定,横向维度,应依据资管机构的类型、特征及业务目标明确其具体职责;纵向维度,从募集、投入、管理、清算四阶段规定相应信义义务应有内容,对应 ESG 投资,募集阶段应当对相关事项及投资风险作出说明和提示;投入阶段需告知客户具体投入情况、占比、具体投向等事项;管理阶段如遇市场变化,要根据市场变化改变投资方向并告知客户,如 ESG 投资更有助于收益的实现,则需及时告知,调整组合投资方向及内容,并定期反馈;清算阶段需告知客户 ESG 投入及收益情况等相关信息,作出报告和汇总。概言之,应当将 ESG 理念与策略差异化适用于不同的资管业务,并落实到业务运行的每一阶段。

对资产管理人进行 ESG 投资进行限制的最重要原因在于避免其利用 ESG 投资的名义逃避投资亏损的法律责任。如果资产管理人在替委托人管理财产或事务时违反了信义义务,侵害了委托人利益,则必须承担相应民事责任,还可能涉及行政处罚乃至刑事责任[17]。因此,ESG 投资过程中若出现亏损,要判断资产管理人的责任,必须有一套较为明晰的标准。

从信义义务本质出发,资产管理人作出 ESG 投资决策需建立在能够搜集的全部相关信息的基础上,凭借专业能力谨慎判断 ESG 投资是否有利于保障资管委托人收益权的实现,对 ESG 投资价值进行衡量,对其成本收益进行预测。换言之,当包含 ESG 因素的投资出现亏损乃至纠纷时,资产管理人的责任承担应当以“最大勤勉义务”的妥善履行与否为判断标准,可参照公司法领域的商业判断标准。首先应当根

据合同约定、法律法规以及监管等既有规定判断受托人的行为是否明显违法违规或违约, 其次判断资产管理人与该项投资是否存在利益冲突, 若这两项均无问题, 则需判断资产管理人在作出投资决策时的状态, 包括是否具有与该项投资相契合的专业能力, 是否充分获得了全部相关信息并对 ESG 报告及评级结果等信息进行了充分比对剖析, 是否运用专业知识进行了投资风险与收益的综合研判, 是否以投资者利益最大化等资管目标作为投资决策的核心目的, 出现亏损信号时是否在第一时间采取了止损措施等等, 当这些条件全部满足时, 资产管理人可以免责。否则, 资产管理人需根据其行为性质、过错程度及投资者利益损失承担相应的责任, 若其违反的是法定信义义务, 需根据法律规定承担侵权责任, 若其违反的是合同约定的义务, 则需承担违约责任, 若其违反的义务属于信义义务且已在合同中有所约定, 资管委托人可以选择自身的请求权类型及法律依据, 要求资产管理人承担相应责任。

4. 结论

放眼国际资管市场, ESG 投资以可持续发展、良好的公司治理及社会责任践行为价值导向, 发挥着越来越重要的作用, 业已成为一种重要的投资策略。实证研究证明, ESG 投资符合对资产管理人履行信义义务的要求, 且与资管业务内部逻辑一致, 契合资管行业目标。符合战略导向的 ESG 投资有利于受益人利益最大化, 同时能够有效降低投资风险, 推动资管产业绿色高效发展。但目前国内 ESG 投资起步较晚, 以政府引导为主, 投资类型较为单一, 处于发展初期阶段。为推动我国资管业务 ESG 投资策略的使用, 今后从完善 ESG 披露与评级制度、构建资产管理人信义义务体系、明确资产管理人法律责任等多个方面入手, 确保资管业务 ESG 投资在法治轨道运行, 切实保障投资者合法权益, 实现资管产业高质量、可持续性发展。

基金项目

本文系 2020 年度国家社科基金青年项目“我国区域营商环境协调发展的法治化路径研究”(20CFX048) 的阶段性研究成果。

参考文献

- [1] 章晟, 李士岩. 资产管理业务信托属性分析及其法律监管制度研究[J]. 江汉论坛, 2016(3): 129-133.
- [2] 高民尚. 审理证券、期货、国债市场中委托理财案件的若干法律问题[J]. 人民司法, 2006(6): 27-37.
- [3] 缪因知. 资产管理内部法律关系之定性: 回顾与前瞻[J]. 法学家, 2018(3): 98-112.
- [4] Garner, B.A. (2009) Black's Law Dictionary. Thomson West, Oversea Publishing House, 1402.
- [5] 刘燕. 大资管“上位法”之究问[J]. 清华金融评论, 2018(4): 25-28.
- [6] 白牧蓉, 李其贺. 去刚性兑付时代资产管理人信义义务的回归[J]. 开发研究, 2021(4): 98-108.
- [7] UN PRI (联合国责任投资原则组织)网站相关数据[EB/OL]. <https://www.unpri.org>, 2022-11-12.
- [8] 刘杰勇. 论 ESG 投资与信义义务的冲突和协调[J]. 财经法学, 2022(5): 162-178.
- [9] 梅饶兰. ESG 投资对上市企业股票收益率的影响分析[J]. 江苏商论, 2021(12): 118-121.
- [10] Dai, Y. (2021) Can ESG Investing Beat the Market and Improve Portfolio Diversification? Evidence from China. *The Chinese Economy*, 54, 272-285. <https://doi.org/10.1080/10971475.2020.1857063>
- [11] 张小溪, 马宗明. 双碳目标下 ESG 与上市公司高质量发展——基于 ESG “101”框架的实证分析[J]. 北京工业大学学报(社会科学版), 2022, 22(5): 101-122.
- [12] Gordon Smith, D. (2002) The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty. *Vanderbilt Law Review*, 55, 1413-1414, 1438-1450. <https://doi.org/10.2139/ssrn.339100>
- [13] 段兵. 大资管时代银行理财的特色化发展[J]. 中国金融, 2022(17): 28-30.
- [14] 白牧蓉, 张嘉鑫. 上市公司 ESG 信息披露制度构建路径探究[J]. 财会月刊, 2022(7): 90-99.

- [15] 王涌. 让资产管理行业回归大信托的格局[J]. 清华金融评论, 2018(1): 82-84.
- [16] 刘燕. 大资管“上位法”之究问[J]. 清华金融评论, 2018(4): 25-28.
- [17] 郭雳, 彭雨晨. 新发展格局下资管业务管理人信义义务研究[J]. 江汉论坛, 2021(7): 137-144.