

# ESG投資與信託受託義務\*

周振鋒\*\*

## 要 目

### 壹、前言

- 一、ESG 投資與崛起背景
- 二、ESG 投資與信託受託義務  
契合問題

### 貳、美國法受託義務與ESG投資

- 一、忠實義務
- 二、審慎義務
- 三、公平義務

### 四、小結

### 參、我國信託規範下之解釋與適用

- 一、受託義務與 ESG 投資
- 二、受託義務應非強制性義務
- 三、可能的法制改革探索

### 肆、結論與建議

### 參考文獻

**關鍵字：**ESG 投資、信託、受託人、受託義務、忠實義務、審慎義務、公正義務、美國聯邦受雇者退休所得安全法

投稿日期：114 年 10 月 2 日；接受刊登日期：114 年 11 月 17 日

\* 本文初稿曾發表於 2025 年 9 月 13 日由政治大學法學院財經法學研究中心主辦之「2025 年財經法新課題與新趨勢（四）－ESG 下的社會與法制挑戰」研討會，感謝該場次主持人方嘉麟教授、與談人陳肇鴻副教授的指正，與兩位匿名審查人的寶貴意見，惟本文全部錯誤與疏漏悉歸作者。本文為受國科會專題研究計畫（112-2410-H-004-023-MY2）補助之部分研究成果，作者在此一併致謝。

\*\* 政治大學法學院教授，美國伊利諾大學香檳分校法學博士。

## 壹、前言

### 一、ESG投資與崛起背景

「環境、社會與治理」(Environmental, Social, and Governance, ESG) 未有明確定義，但至少應包含「環境」、「社會」與「治理」等面向有關之非財務資訊，該些資訊並可反映出經營與策略風險以及企業對主要利害關係人、資本來源的影響<sup>1</sup>。環境部分 (E) 涉及溫室氣體排放、水資源管理、再生能源、生物多樣性等；社會部分 (S) 涉及勞工權益、多元共融 (Diversity and Inclusion)、改善貧窮等；治理部分 (G) 則包含法令遵循、董事會性別多元、董事或經理人薪酬合理性等。因 ESG 可泛指影響企業財務表現之所有非財務指標，故可被投資者運用衡量企業永續經營之能力，而 ESG 投資 (ESG Investing) 即是強調運用企業公司治理架構或其產品、行為對環境、社會影響於投資策略之總稱<sup>2</sup>。

ESG 近年受重視之背景發軔於國際組織大力鼓吹，ESG 首見於聯合國在 2004 年發布的 Who Cares Wins 研討會報告，並於隔

---

<sup>1</sup> “The term ‘ESG’ extends beyond these three dimensions and refers broadly to a range of nonfinancial information that reflects business and strategic risk and the corporation’s impacts on its key stakeholders and sources of capital.” Virginia Harper Ho, “*Comply or Explain*” and the Future of Nonfinancial Reporting, 21 LEWIS & CLARK L. REV. 317, 318 (2017).

<sup>2</sup> “[I]t is an umbrella term that refers to an investment strategy that emphasizes a firm’s governance structure or the environmental or social impacts of the firm’s products or practices.” See Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, 72 STAN. L. REV. 381, 388 (2020).

年出版，將 ESG 整合在財務調查、分析與投資中<sup>3</sup>。另與聯合國環境計畫（United Nations Environment Program）合作之獨立非政府倡議組織發布責任投資準則（Principles for Responsible Investment, PRI）中將 ESG 指標納入投資評估<sup>4</sup>，獲得許多機構投資人的支持<sup>5</sup>。大型機構投資人也積極參與造就此波風潮<sup>6</sup>，有三巨頭之稱的貝萊德（Blackrock）、道富（State Street）、先鋒（Vanguard）陸續發布支持 ESG 的投資政策。2019 年美國商業圓桌會議（Business Roundtable）發布聲明改變原有股東利益最大化之立場，宣示公司存在使命非僅為股東而係為全體利害關係人利益<sup>7</sup>。全球最大資產管理公司貝萊德執行長 Larry Fink 於 2018 年給上市公司執行長（CEO）的信中亦明確表示公司除財務表現外，

---

3 INT'L FIN. CORP., THE GLOB. COMPACT & SWISS FED. DEP'T OF FOREIGN AFFS., *Who Cares Wins 2005 Conference Report: Investing For Long-Term Value I* (2005/08/25), <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/mgrt/whocareswins-2005conferencereport.pdf>.

4 PRI 第 1 條即要求簽署人將 ESG 納入投資分析與決策程序。*What Are the Principles for Responsible Investment?*, PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENT, <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment> (last visited 2025/09/07).

5 聯合國對 ESG 概念的發展與推廣相當重要。*See Mariana Pargendler, The Rise of International Corporate Law*, 98 WASH. U. L. REV. 1765, 1794 (2021).

6 機構投資人（Institutional Investor）係指為他人利益作投資決定之法律組織，型態可為投資銀行、共同基金、保險公司、退休基金以及大學校務基金等，不同組織各有不同目的、結構、特性以及監管法規。

7 “While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders.” *Statement on the Purpose of a Corporation*, BUS. ROUNDTABLE (2019/08/19), <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment>.

亦需顯示出其對社會的正面貢獻<sup>8</sup>。在眾多大型機構投資人、商業領袖引領下，使 ESG 影響層面越加擴大。尤其，在全球新冠疫情肆虐後，ESG 受關注程度更是史無前例，在投資界已蔚為主流<sup>9</sup>。據統計資料顯示，全球 ESG 投資之資產價值已自 2016 年之 22.8 兆美元上升至 2018 的 30.6 兆美元，且預期於 2025 年達 53 兆美元<sup>10</sup>。經調研機構訪問，回覆者中有百分之 42 的機構投資人表示投資決策時會納入 ESG 指標，另有百分之 12 表示未來會考慮採納<sup>11</sup>。在美國，2025 年 10 月共同基金（Mutual Fund）與指數股票型基金（ETF）以 ESG 指標投資也達 6,254,968 億美元<sup>12</sup>，且持續

---

<sup>8</sup> “[E]very company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society.”

Larry Fink, *Larry Fink's 2018 Letter to CEOs: A Sense of Purpose*, BLACKROCK, <https://www.BlackRock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter> (last visited 2025/09/15). 但有些論者認為該宣言並未產生實質改變，對企業執行長而言並未有任何誘因認真對待，仍會以股東利益為依歸。See Stephen M. Bainbridge, *Making Sense of the Business Roundtable's Reversal on Corporate Purpose*, 46 J. CORP. L. 285, 318 (2021).

<sup>9</sup> “Sustainable investing is by no means a new phenomenon [...] What is new, however, is sustainability's move into the mainstream of the investment world.” Daniel C. Esty & Quentin Karpilow, *Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information Regulation*, 36 YALE J. ON REGUL. 625, 648 (2019).

<sup>10</sup> Adeline Diab & Gina Martin Adams, *ESG Assets May Hit \$53 Trillion by 2025, a Third of Global AUM*, BLOOMBERG LAW (2021/02/23), <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum>

<sup>11</sup> See Amy Whyte, *More Institutions Than Ever Are Considering ESG. Will They Follow Through?*, INSTITUTIONAL INV. (2020/10/06), <https://www.institutionalinvestor.com/article/2bsx99jnq7snsu39eyr5s/portfolio/more-institutions-than-ever-are-considering-esg-will-they-follow-through>.

<sup>12</sup> See Release: *ESG Investing, September 2025*, INV. CO. INST.

在增加中。

ESG 涵蓋範圍較企業社會責任 (Corporate Social Responsibility, CSR) 更為廣泛。公司是否應負 CSR 責任雖曾有不少爭論，但現今大致能取得肯定之共識<sup>13</sup>。2018 年公司法修正時增訂第 1 條第 2 項「公司經營業務，應遵守法令及商業倫理規範，得採行增進公共利益之行為，以善盡其社會責任。」更是明文肯認之。換言之，公司經營不應以獲利最大化作為唯一目標，經營時亦應考量利害關係人之利益，甚至可以基於慈善目的無償捐贈公司資源予他人。但在 CSR 概念下，公司雖可以採取犧牲股東利益手段或措施，但仍不偏離以股東利益最大化為本位思考。例如，公司作慈善捐贈部分原因係認為其捐贈能提升公司形象進而有助長期獲利<sup>14</sup>。股東利益最大化在美國德拉瓦州法院判決中也有相當明確的闡釋<sup>15</sup>。CSR 指公司將致力於社會責任使命，但仍相當

---

(2025/12/01), [https://www.ici.org/research/stats/esg\\_investing](https://www.ici.org/research/stats/esg_investing).

- <sup>13</sup> 我國學者多數肯定公司獲利最大化並非公司所追求之單一目的。參閱王文字，公司法論，6 版，頁 32-35，2018 年；洪秀芬，德國企業社會責任之理論與實踐，萬國法律，164 期，頁 40，2009 年；陳彥良，企業社會責任與公司治理於股份有限公司中交錯實踐之可行性——德國股份法中企業利益對董事會職權影響之初探，台灣本土法學雜誌，111 期，頁 70，2008 年；游啟璋，從公司法的實踐看公司社會責任，台灣本土法學雜誌，93 期，頁 219，2007 年；楊岳平，公司治理與公司社會責任：企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護，頁 86，2011 年；賴英照，最新證券交易法解析，4 版，頁 155-156，2020 年。
- <sup>14</sup> 相關討論可參閱周振鋒，論公司社會責任與公司慈善捐贈，臺灣財經法學論叢，1 卷 1 期，頁 199-240，2019 年。
- <sup>15</sup> “Directors of a for-profit Delaware corporation cannot deploy a rights plan to defend a business strategy that openly eschews stockholder wealth maximization—at least not consistently with the directors’ fiduciary duties under Delaware law.” *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010).

抽象，難以正確衡量與評估，遑論進行公司間之比較，實際落實不易<sup>16</sup>。有鑑於此，CSR 逐漸轉發展為 ESG，ESG 藉由設定評量指標將公司評級（Rating），可作為投資人投資或採取行動時之重要參考，促使公司採取 ESG 政策與措施<sup>17</sup>。

承上述，ESG 投資風潮係因國際組織倡議與機構投資人鼓吹下而起，目前甚多機構投資人已將 ESG 所帶來之風險與機會納入投資評估。透過 ESG 評級，機構投資人傾向投資 ESG 評級較佳的公司，而特定公司即便是財務表現良好，可能因為其持續排放大量溫室氣體或因不當勞動爭議而減少投資部位，甚至捨棄投資<sup>18</sup>。又，ESG 涵蓋除公司自身業務與影響外，更包含上、下游業者與其員工與供應商之利益，如手機製造商蘋果公司（Apple, Inc.）即要求上游供應商重視其勞動者權益。另，投資顧問公司已發展一套整體評級 ESG 的指數編製系統（如 MSCI ESG Index、

---

16 “The primary difference in the terminology is that CSR describes broadly a company’s commitment to these goals. In contrast, ESG reflects a way to measure the societal impact by providing metrics. With its growing popularity, ESG proponents are in the process of developing metrics that can provide a way of measuring CSR achievements.” Thomas Lee Hazen, *Corporate and Securities Law Impact on Social Responsibility and Corporate Purpose*, 62 B.C. L. REV. 851, 854 (2021).

17 論者指出，以往 CSR 並未系統衡量與反饋，致使公司未必會重視，但近期資訊系統已建置完備，公司即會認真對待。See Lynn M. LoPucki, *Repurposing the Corporation Through Stakeholder Markets*, 55 U.C. DAVIS L. REV. 1445, 1445 (2022).

18 論者認為基於「機構投資人的持股如此龐大，降低了它們採行傳統華爾街準則（出售股票、以腳投票）之可能性」，對於機構投資人而言，「最佳策略就是憑藉其規模及股權集中度，發揮能力去監督及訓誡所投資公司管理階層，並協助公司發展健全公司治理架構。」參閱王育慧，機構投資人促進公司治理法制之研究，財產法暨經濟法，11 期，頁 69、97，2007 年。

FTSE ESG Index、Dow Jones Sustainability Index)，機構投資人、資產管理者可運用 ESG 指標評級被投資公司經營與影響，對評級較差的公司，機構投資人即可能運用股東提案權<sup>19</sup>、行使表決權、議合或訴訟<sup>20</sup>，表示其不滿意公司作為，直接或間接促請公司改善。投票顧問公司（Proxy Advisor）如 ISS、Glass Lewis 等也透過 ESG 指標，建議機構投資人應如何行使表決權。Glass Lewis 建議於 2022 年底，我國上市櫃公司董事會應至少設置一名女性董事，否則將建議其客戶不投票支持負責提名的董事<sup>21</sup>，透過對表決權的建議使公司重視董事會性別多元化議題<sup>22</sup>。

---

19 文獻指出近期股東提出社會議題數量增多，係因經營者決策時可能偏離股東政治或社會信仰與價值，而社會提案可降低代理成本（社會議題偏好）。See Roberto Tallarita, *Stockholder Politics*, 73 HASTINGS L.J. 1697, 1752 (2022).

20 例如，近期美國有股東訴訟提出指摘董事未盡受託義務，理由為未重視性別多元之董事會，造成董事會為老男人俱樂部（Old Boys Club）之現象。See Anat Alon-Beck, Michal Agmon-Gonnen & Darren Rosenblum, *No More Old Boys' Club: Institutional Investors' Fiduciary Duty to Advance Board Gender Diversity*, 55 U.C. DAVIS L. REV. 445, 448 (2021).

21 See GLASS LEWIS, GUIDELINES: AN OVERVIEW OF THE GLASS LEWIS APPROACH TO PROXY ADVICE: TAIWAN 5 (2021).

22 除機構投資人等推動外，證券主管機關的態度也是促使公司重視 ESG 的關鍵。如我國證券主管機關金融監督管理委員會（下稱金管會）也認為董事會性別多元化（Board Gender Diversity）對於董事會職能發揮將有正面助益。且為促進多元化的達成，金管會近年來採取一系列的具體推動措施，包括 2020 年「公司治理 3.0-永續發展藍圖」宣示推動董事會多元化資訊之揭露；2021 年 11 月修訂「公開發行公司年報應行記載事項準則」，明定揭露董事會性別、專長、年齡等分布情形及董事會多元化政策之具體管理目標與落實情形；臺灣證券交易所與財團法人櫃檯買賣中心修正「上市上櫃公司治理實務守則」建議上市櫃公司董事會成員中女性董事比率宜達董事席次三分之一；2023 年 3 月金管會「上市櫃公司永續發展行動方案」指出「我國目前仍有近 3 成公司未設置女性



在此壓力下，被投資公司經營者即須積極回應，以滿足機構投資人之期待。對被投資公司而言，也可藉明確宣示 ESG 目標吸引投資人<sup>23</sup>，因為投資人或許願意犧牲部分財務利益去滿足非財務性的偏好<sup>24</sup>，又或是其認為運用 ESG 指標能辨識出被市場忽略的風險與機會，而如此投資方式較能滿足其財務目標<sup>25</sup>。另公司致力於 ESG 指標時被認為可提升公司長期獲利能力<sup>26</sup>，ESG 支持者主張 ESG 基本是時間跨度問題（Time-horizon Problem），資本市場通常是短期主義，ESG 可以降低長期風險而能於未來協助公司創造穩健利潤<sup>27</sup>。且董事會經營決策受商業判斷法則保護，因

- 
- 董事，且女性董事達 1/3 之比率者尚低，為符國際趨勢……要求上市櫃公司 2024 年前委任至少一名女性董事，另倘女性董事席次未達 1/3，應於年報揭露相關事項。」
- <sup>23</sup> 股東雖可要求公司追求法規以外的 ESG 目標，但在商業判斷法則 (Business Judgment Rule) 的運用下，除非法規明文要求，否則董事會對 ESG 指標實踐上仍有極大的裁量空間。See Jonathan R. Macey, *ESG Investing: Why Here? Why Now?*, 19 BERKELEY Bus. L.J. 258, 265-68 (2022).
- <sup>24</sup> 如影響力投資 (Impact Investment) 不以打敗市場報酬為目標，且為其他目的而可犧牲財務報酬。See Brad M. Barber, Adair Morse & Ayako Yasuda, *Impact Investing*, 139 J. FIN. ECON. 162, 163-85 (2021).
- <sup>25</sup> ESG 投資的前身之一如社會投資 (Social Investing) 初始動機即在於涉及對第三人影響的道德理由，而非純為投資報酬。後續納入公司治理指標，支持者即認為可增進調整風險後報酬而可對投資人帶來利益。如此演變對於信託受託人為 ESG 投資時是否盡到忠實義務有差異化的影響，詳本文後述。See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 2, at 388-89.
- <sup>26</sup> 注重利害關係人利益只是獲取長期股東利益與提高對投資組合、被投資公司風險評估的方法。See Virginia Harper Ho, “Enlightened Shareholder Value”: Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide, 36 J. CORP. L. 59, 62 (2010).
- <sup>27</sup> See David F. Larcker, Brian Tayan & Edward M. Watts, *Seven Myths of ESG*, ROCK CTR. FOR CORP. GOV., STANFORD UNIV. SCH. OF LAW



而，只要經營決策合理地與公司獲利能力相關聯，縱然有考慮利害關係人利益、犧牲股東短期利益，似毋庸懼怕股東的訴迫<sup>28</sup>。論者即主張公司受託人並未被強制追求公司最大獲利，且得裁量犧牲公司利益並追求公共利益<sup>29</sup>。惟 ESG 評級需有相當充足且具可比性的資訊揭露為前提。揭露義務使公司關注特定議題，間接能影響公司行為<sup>30</sup>，而此方式獲得機構投資人支持<sup>31</sup>，亦有實證文獻顯示 ESG 有助於公司財務表現<sup>32</sup>，使要求 ESG 揭露更有正當

---

(2021/11/05),

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3956044](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3956044).

- <sup>28</sup> 雖然如此，也有質疑在股東與利害關係人產生利益衝突時，股東利益仍是優先，故主張應以損害基礎方法 (Harms-based Approach) 判斷。公司應設計契約以降低或免除對利害關係人的危險，即當履行契約對利害關係人有損害危險時，公司即應考慮其利益。See Kishanthi Parella, *Contractual Stakeholderism*, 102 B.U. L. REV. 865, 865 (2022).
- <sup>29</sup> “Corporate managers have never had an enforceable legal duty to maximize corporate profits. Rather, they have always had some legal discretion (implicit or explicit) to sacrifice corporate profits in the public interest.” Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U. L. REV. 733, 738 (2005).
- <sup>30</sup> 論者主張揭露是管制公司行為最重要的工具。See Robert B. Thompson & Hillary A. Sale, *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections Upon Federalism*, 56 VAND. L. REV. 859, 861 (2003); Ann M. Lipton, *Not Everything is About Investors: The Case for Mandatory Stakeholder Disclosure*, 37 YALE J. ON REGUL. 499, 509 (2020).
- <sup>31</sup> 大型機構投資人分散投資結果造成共同持有上市公司大量股份的現象，為降低系統性風險，故特別希望被投資公司重視 ESG 議題，此際，揭露即為檢視 ESG 的有效手段。See John C. Coffee Jr., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 602, 609-10 (2021).
- <sup>32</sup> See Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies*, 5 J. SUSTAINABLE FIN. 210, 210 (2015).

性。誠然，期待公司關注 ESG 指標須有可信賴資訊系統為前提，除避免公司漂綠行為（Greenwashing）外，亦可提供高品質資訊供潛在利害關係人判斷，而能對於公司長期利益有所助益。

在分散投資時，機構投資人可能認為促進利害關係人利益能與其投資人長期利益相契合，如降低氣候風險可提升整體投資組合之財務利益<sup>33</sup>。機構投資人雖能透過資產配置降低單一投資風險，但無法降低市場之系統性風險（如氣候變遷），ESG 投資間接使被投資公司重視 ESG 指標，將可能使系統性風險降低，進而能增進整體投資組合報酬<sup>34</sup>。換言之，促使特定公司注重 ESG 指標雖有可能短期增加經營成本而損害其財務利益，長期來說卻能增進整體投資組合報酬，機構投資人即有相當誘因導入 ESG 投資<sup>35</sup>。且因此波 ESG 投資風潮，機構投資人即有壓力定期將 ESG 指標納入風險與報酬分析，以回應其客戶<sup>36</sup>。近年來機構投資人

---

33 “[I]nstitutional investors’ climate activism is motivated by their desire to mitigate climate change risks and damages to their economy-mirroring portfolios” Madison Condon, *Externalities and the Common Owner*, 95 WASH. L. REV. 1, 6 (2020).

34 以氣候變遷為例，論者認為氣候因素已從道德考慮轉變為公司的財務風險，此際公司經營者應有義務加以考慮，始能合乎受託義務。“[T]he litigation elevates the risk profile of climate change from an ethical concern to a significant financial risk that directors are legally obligated to consider in order to comply with their directors’ duties under current corporate law doctrine.” Lisa Benjamin, *The Road to Paris Runs Through Delaware: Climate Litigation and Directors’ Duties*, 2020 UTAH L. REV. 313, 313 (2020).

35 如論者認為基於忠實義務，投資考慮性別平等可視為基金受益人的最佳利益，因為如此可以積極地影響整體投資組合（Portfolio-wide），但在 ERISA 將「單一利益原則」明訂為強制責任下（詳本文後述），恐會遇到難題。See Alon-Beck, Agmon-Gonnen & Rosenblum, *supra* note 20, at 481-82.

36 論者認為機構投資人對於其投資人亦負有受託人義務，須為其投

占資本市場比重逐步攀升，尤其是對大型公司。在 2009 年時，機構投資人已持有美國前 1,000 大公司共計約百分之 73 之股份，而機構投資人（尤其是三巨頭）挾大量持股與資金已對被投資公司行動產生重要影響<sup>37</sup>，被寄予厚望能協助邁向永續社會。

## 二、ESG 投資與信託受託義務契約問題

ESG 投資僅是投資策略總稱而無統一方法或形式。部分 ESG 投資並非以財務利益最大化為準則，而係納入其他環境或道德考量而決定投資標的，除透過選股（Stock Picking）方式外，負面排除（Negative Screening）亦是常見作法，如排除投資高溫室氣體排放之石化業或是有道德爭議的軍工業。但有些 ESG 投資策略並非放棄追求財務利益最大化為目標，而是在財務分析與投資決策時納入 ESG 因素，此稱 ESG 整合（ESG Integration），藉 ESG 因素辨識出潛在風險與機會進而選擇投資目標，期望追求財務利益的同時，也可以對環境或社會帶來附加利益。但機構投資人往往非資產實質所有人，而可能基於信託關係下管理財產進行投資。此際，受託人為他人管理財產應負審慎注意義務，並以受益人利益最大化為目標。但 ESG 投資因將非財務指標或第三人利益納入考量，即可能產生與受益人利益相悖之爭議，而有違反信託受託義務（Fiduciary Duty）疑慮。

為促進 ESG 投資，2005 年在聯合國工作小組（UNEP Fin.

---

資人之最大利益行事，著眼於此受託人責任，各國陸續頒布之盡職治理，即「要求機構投資人對其投資標的負擔一定程度的股東責任，以踐行其對基金投資人的受託人責任」，並認為此發展「在一定程度內避免其過度追求自身利益而犧牲目標公司整體利益」。參閱楊岳平，公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義，臺灣財經法學論叢，2 卷 1 期，頁 423-424，2020 年。

<sup>37</sup> See Yifat Naftali Ben Zion, *Ethical Investments: Correcting ERISA's Misinterpretation*, 57 CONN. L. REV. 945, 952-53 (2025).

Initiative) 支持下，由 Freshfields Bruckhaus Deringer 法律事務所出具一份具影響力之報告，結論認為 ESG 指標與財務表現連結已漸被承認，受託人倘為更可靠的財務表現預測而整合 ESG 指標至投資分析中應是可行，甚至是必要的<sup>38</sup>。2015 年該工作小組與 PRI 等組織合作再出具報告，肯定在受託義務下，投資人應整合 ESG 指標以降低風險，並辨識投資機會<sup>39</sup>。而此作法顯然見效，至 2025 年 9 月，共有 5,116 資產管理人簽署責任投資原則 (Principles of Responsible Investment) 擁抱 ESG 投資<sup>40</sup>，且 ESG 投資相關服務產業也如雨後春筍般出現，包括指數編製、評級指標、ESG 報告書編製諮詢或服務等。

儘管如此，前揭論述與主張於美國遇到挑戰。論者將 ESG 投資以目的為基準，類型化為「附帶利益 ESG 投資」(Collateral Benefits ESG Investing) 與「風險報酬 ESG 投資」(Risk-return ESG Investing) 二者，前者指動機為提供第三人利益或其他道德理由所為投資，後者則指受託人為提升風險調整後報酬 (Risk-Adjusted Return) 為主要目的之投資，其認為在信託忠實義務 (Duty of Loyalty) 要求下，受託人管理信託應以受益人之經濟利益為唯一考慮，從而前者違反受託義務，後者若藉 ESG 投資策略合理評估

---

<sup>38</sup> [I]ntegrating ESG considerations into an investment analysis so as to more reliably predict financial performance is clearly permissible and is arguably required in all jurisdictions.” UNEP FINANCIAL INITIATIVE, A LEGAL FRAMEWORK FOR THE INTEGRATION OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE ISSUES INTO INSTITUTIONAL INVESTMENT 13 (2005).

<sup>39</sup> “[T]here are positive duties on investors to integrate ESG issues.” RORY SULLIVAN ET AL., FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY 9 (2015).

<sup>40</sup> *Signatory Directory*, PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INV., <https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory> (last visited 2025/09/07).

能提升整體報酬，並以受益人利益為唯一目的時，仍可符合受託義務<sup>41</sup>。因此，雖然 ESG 投資已為全球投資界主流策略之一，但在信託關係下，似非所有類型的 ESG 投資策略或手段皆能符合受託義務之要求，而可能需個案檢視受託人納入 ESG 指標的動機為何，即受託人為 ESG 投資時是否僅基於受益人利益而為或考慮其他第三人的利益，並非如前揭國際組織報告所稱，受託人投資時皆應納入 ESG 指標。

我國信託法立法時係以日本法、韓國法為參考藍本<sup>42</sup>，而日本、韓國信託法亦是繼受自英美信託法而來<sup>43</sup>，因而美國法對於我國應有參考價值。信託法第 22 條規定，受託人應依信託本旨，以善良管理人之注意，處理信託事務，已明文注意義務。但並未有忠實義務的明文，但不少學者自信託本質<sup>44</sup>或自信託法第 34 條、第 35 條規範及立法目的<sup>45</sup>，甚至引民法禁止自己代理及雙方

---

41 See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 2, at 406. 亦有論者將 ESG 投資區分為：(1)ESG 整合，即整合 ESG 指標與傳統財務公式以追求更大的調整風險後報酬；(2)聚焦 ESG 策略 (ESG-focused Strategies)，即採納 ESG 指標支持財務與非財務的目標。See Jennifer B. Goode & Andrea L. Kushner, *Fiduciary ESG Investing: Navigating The New Frontier*, 57 REAL PROP. TR. & EST. L.J. 199, 202 (2022).

42 論者指出信託法立法時係以日本 1922 年信託法、韓國 1961 年信託法為主要參考藍本，另參考英美法判例學說，並配合我國之法律體系與社會實際需要而擬定。其中，信託法內容約有八成與日韓兩國相似。參閱葉賽鶯，信託法專論，2024 增修版，頁 23，2024 年。

43 參閱謝哲勝，受託人權利義務及責任，月旦法學雜誌，65 期，頁 116，2000 年。

44 學者楊崇森認為忠實義務乃信託關係本質義務，「由信賴關係而非由信託行為所派生」，即使信託文件無特別規定亦有此一義務。參閱楊崇森，信託法原理與實務，頁 174，2010 年。

45 學者王志誠認為「信託法已設有禁止受託人自己獲利及避免利益

代理法理加以肯認<sup>46</sup>。另外，信託業法第 22 條第 1 項「信託業處理信託事務，應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務。」有忠實義務一般性規定，且在同法第 25 條、第 27 條及信託業法施行細則第 14 條亦有忠實義務的具體規定。由此可知，受託人應負有注意義務與忠實義務無疑。

我國近幾年也在大力鼓吹 ESG，上至政府部門下至企業、投資人、消費者等<sup>47</sup>，皆對環境永續、社會與人道議題投入更多關懷<sup>48</sup>，但 ESG 如何與國內法制相契合並加以推動落實，似未有明

---

衝突等規定（信託法第 34 條、第 35 條），故在法理上應可導出受託人在我國信託法下，仍應負忠實義務。」參閱王志誠，信託之基本法理，頁 94，2005 年；學者方嘉麟指出「就受託人管理處分權限，以及與受益人間之交易，信託法設有特定限制，在相當程度內反映了忠實義務的色彩。」參閱方嘉麟，利害關係人交易問題探討——兼論信託財產運用之限制，月旦法學雜誌，90 期，頁 9，2002 年。另可參考信託法第 35 條第 1 項之立法理由：「一、本條係規定受託人之忠實義務，禁止受託人將信託財產轉為自有財產或於該信託財產上設定或取得權利，以避免發生信託財產之利益與受託人個人之利益衝突之情事。但如經受益人書面同意並依市價取得、由集中市場公開競價取得或有不得已之事由經法院許可者，即非屬忠實義務之違反，不在禁止之列。」

<sup>46</sup> 學者王志誠認為，民法第 106 條禁止自己代理及雙方代理規定得推論出民法有利益衝突禁止的法理，因而受託人處理信託事務應不得使自己獲利或第三人獲利。參閱王志誠，信託法，增訂 10 版，頁 250，2023 年。

<sup>47</sup> 例如，金融監督管理委員會於 2020 年 8 月發布之「公司治理 3.0-永續發展藍圖」，參酌 TCFD 建議及 SASB 準則強化其中之揭露內容，更將擴大永續報告書編製之公司範圍，及於實收資本額新台幣 20 億元以上未滿 50 億元之上市櫃公司，以強化永續報告書之揭露，希冀藉此提升企業透明度，將資金導引至符合 ESG 概念之企業中。金融監督管理委員會，公司治理 3.0-永續發展藍圖，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=992&parentpath=0,8,882,884>（最後瀏覽日：2025/11/10）。

<sup>48</sup> 例如，臺灣證券交易所發布「機構投資人盡職治理守則」，期待透



確解答<sup>49</sup>。我國信託法受到美國法影響甚大，國內學者不乏有援引美國法進行比較法研究<sup>50</sup>。近期該國對 ESG 議題有不少理論思辨以及法制改革，討論聲量之大前所未見，此一演進與發展正可提供我國法制良好的參考素材，並考慮加以借鏡。在我國信託受託義務規範下，受託人是否能進行 ESG 投資？以當前投資環境、氛圍甚至是政府政策而論<sup>51</sup>，似無人會加以質疑。但即使如此，

---

過機構投資人對被投資公司的股東影響力，交由資本市場來對公司治理表現不佳之上市櫃公司施加壓力，論者即認為此能強化資訊獲取之管道，而認為「如此『遵循或解釋原則』(comply or explain rule)背後之市場監督力量(如前所述含揭露及專業機構評鑑資訊揭露的品質)，即使在短期內顧慮修法強制不易的情形下，至少可某程度強化公司監督者(監察人、獨立董事、審計委員會)的獨立資訊獲取管道。參閱蔡昌憲，從公司法第一條修正談公司治理之內外部機制——兼論企業社會責任的推動模式，成大法學，36期，頁144、146，2018年。

49 例如，如何判斷 ESG 資訊是否具重大性而應予揭露？此問題不僅將影響 ESG 資訊揭露之範圍，並將決定相關的法律責任。國內論者有建議由既有之重大性標準確立合理投資人標準，並以此制定 ESG 資訊揭露規範，而能確保彈性和因應 ESG 風潮。參閱黃朝琮，環境、社會與治理(ESG)資訊揭露之規範——以重大性之判斷為核心，臺北大學法學論叢，122期，頁1-111，2022年。

50 國內論者甚至認為在我國法未有規範下，美國法原則或可以作為我國民法第1條所稱之「法理」而為適用。參閱李智仁、張大為，信託法制案例研習，10版，頁100，2025年。

51 當前政府政策明確鼓勵 ESG 投資也能作為重要參考。例如前述金管會之「公司治理 3.0-永續發展藍圖」將推動 ESG 列為重要目標之一，包括引導機構投資人落實盡職治理。臺灣證券交易所參考 2020 年英國盡職治理守則(The UK Stewardship Code 2020)，於 2020 年 8 月修正「機構投資人盡職治理守則」，明確宣示「機構投資人投資或履行受託人責任時，宜基於資金提供者(可能包含客戶、受益人或機構投資人本身之股東)之總體利益，關注被投資公司營運狀況(以下略)」具體如指引 3-2：「機構投資人宜考量投資之目的、成本與效益，決定所關注資訊之類型、程度與頻率；資訊之類型例如產業概況、機會與風險、股東結構、經營策略、



規範上是否能當然允許此種投資策略似仍有討論空間，尤其，受託人明顯出於環境或道德因素之投資決定<sup>52</sup>。雖然我國法下受託義務之解釋與適用非必然應追隨美國法，但我國信託法未有忠實義務一般性明文，防範受託人利益衝突規範也多有缺漏，更遑論具體指引受託人如何進行投資<sup>53</sup>。因而，美國法討論與發展似值得給予吾人深思機會，除可省思在我國法下應有的解釋與適用外，甚至對未來可能的法制改革提供一個方向，使受託義務更為完整。但應特別說明者，並非所有信託類型皆會涉及投資，本文擬探討者係受託人管理信託財產以投資為主要方法之信託。

我國面臨 ESG 此一全球性浪潮，不難想像會如同美國法般面臨理論辯論與法制革新，本文即擬以比較法的角度，參考美國法學術與實務發展，聚焦在受託義務下受託人進行 ESG 投資可能的法律爭議。本文討論除為我國推展 ESG 投資之理論奠定基礎外，並提出相關未來可能法制改革建議，為邁向永續社會盡一份心力。

## 貳、美國法受託義務與ESG投資

信託係為達成特定目的而將財產權移轉他人並授權他人管理或處分權限之法律關係<sup>54</sup>。由於信託財產置於受託人管領之下，

---

營運概況、財務狀況、財務績效、現金流量、股價、環境影響、社會議題及公司治理情形等。」指引 3-3：「機構投資人宜以環境、社會、公司治理（ESG）議題資訊，關注、分析與評估被投資公司之相關風險與機會，瞭解被投資公司之永續發展策略。」

52 固然政府政策傾向擁抱與鼓勵 ESG，但與如何解釋信託關係下之受託義務內涵與運作似無絕對關係，受託人行為亦無法以符合政府當前政策而能合法化其行為。

53 關於忠實義務詳細討論，參閱周振鋒，論民事信託關係下受託人之忠實義務，政大法學評論，171 期，頁 137-140，2022 年。

54 參考信託法第 1 條：「稱信託者，謂委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，

造成實際上有形式與實質所有權分離（Separation of Equitable Title and Legal Title）之現象，且為便利信託目的達成，廣泛授權受託人乃為執行信託任務所必需，因而代理問題為使用信託制度之必然現象<sup>55</sup>。為減緩代理問題而使信託制度得以遂行，美國法衍生出受託義務，要求受託人須忠於信託目的及為受益人利益管理信託<sup>56</sup>，包括忠實義務、注意義務或稱審慎義務（Duty of Prudence）在內，且所有受託人應盡之義務原則上皆為忠實義務、審慎義務所派生而來<sup>57</sup>。忠實義務要求受託人應以受益人之利益執行信託事務，並應避免利益衝突（Conflict of Interest）情事產生，以免受託人藉機侵奪信託財產或損害受益人利益；審慎義務則要求受託人以善良管理人之注意義務執行信託事務。而信託法是否能提供有效的控管機制而能減低代理成本應為委託人衡量是否使用信託所關心，主要方法即是將受託人與受益人利益相連結以降低代理成本<sup>58</sup>。因而在受託義務下，受託人應審慎管理信託財產，包括任何投資行為，皆應符合忠實義務、審慎義務以及公平義務（Duty of Impartiality）<sup>59</sup>，此三義務雖有不同內涵，且違

---

管理或處分信託財產之關係。」

- 55 代理問題係指本人（Principal）授權代理人（Agent）基於本人利益為特定行為，但經授權之代理人有相當寬的裁量權限，本人無法有效對其監督，且代理人行為結果將影響本人之財產利益。See Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308 (1976).
- 56 美國法之受託義務向來被認為係控制代理成本有用且適當的方法。See Larry E. Ribstein, *Fencing Fiduciary Duties*, 91 B.U.L. REV. 899, 919 (2011).
- 57 參閱王志誠，註 46，頁 228。
- 58 See Robert H. Sitkoff, *Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency*, 28 J. CORP. L. 565, 566 (2003).
- 59 但與公司法下本人（即公司）與代理人（即董事）之代理問題不同。信託關係因有三方當事人，代理問題可分為兩個面向，一為

反任一義務非必然推論出其他義務的違反，但有時也會彼此相關。另在探討受託人能否以 ESG 指標納入投資決定時，忠實義務尤為重要。茲分別討論如下。

## 一、忠實義務

### （一）基本原理

由於信託造成形式與實質所有權分離之現象，故忠實義務向來被認為係信託關係下受託人最為核心的義務，以及達成信託目的之重要關鍵<sup>60</sup>。由於受託人對信託財產擁有極大的管理與裁量權限，且於性質上甚難監督與衡量受託人表現<sup>61</sup>，若受託人遇有自己與信託財產利益衝突時將難以抗拒誘惑（Temptation）而犧牲受益人之利益<sup>62</sup>，產生圖己私利之危險<sup>63</sup>。因此，信託法要求受託人管理信託事務時只應考慮受益人利益<sup>64</sup>，不包括其他第三人之利益。換言之，不論自己或第三人與受益人利益有衝突時，受託

---

受託人是否持續忠於委託人意思執行信託之代理問題，二為受益人風險承受與受託人管理分離之代理問題（即受託人是否會依受益人最佳利益執行信託）。See Robert H. Sitkoff, *An Agency Costs Theory of Trust Law*, 89 CORNELL L. REV. 621, 683 (2004).

<sup>60</sup> “[T]he duty of loyalty, perhaps the most fundamental duty of the trustee.” Unif. Trust Code §802 cmt.

<sup>61</sup> See Robert H. Sitkoff, *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 B.U. L. REV. 1039, 1040-41 (2011).

<sup>62</sup> “[I]t may be difficult for a trustee to resist temptation when personal interests conflict with fiduciary duty.” Restatement (Third) of Trusts §78 cmt. b (Am. L. Inst. 2007).

<sup>63</sup> 忠實（Loyalty）得以被界定為以他人利益為依歸之心理狀態與行為態度。忠實之人係指他人得以依靠、信賴，並相信其會將他人利益視為自己利益之人。參閱 Tamar Frankel（林鼎鈞、翁祖立譯），忠實法，頁 126，2016 年。

<sup>64</sup> “[A]dminister the trust solely in the interests of the beneficiaries.” Restatement (Third) of Trusts § 78(1) (Am. L. Inst. 2007); Unif. Trust Code § 802(a) (2010).

人應以受益人利益為依歸<sup>65</sup>，此稱為「單一利益法則」(Sole Interest Rule)。因而，受託人應以受益人利益管理信託，其他第三者之利益非其應考慮範疇，受託人行為若有混合動機 (Mixed Motives) 時，即會被認定為違反義務 (An Irrebuttable Presumption of Wrongdoing)<sup>66</sup>，即使缺少自我交易行為 (Self-dealing)<sup>67</sup>或實際上其行為對受益人利益未有任何減損時亦同。此際，受益人僅需證明受託人行為存在混合動機即可。

若是受託人有未經許可的利益衝突行為<sup>68</sup>，縱使該交易對信託財產未造成損害，甚至有增加利益，因有利益衝突的本質，自外觀即可推定受託人有不忠實且有侵奪信託財產的情事<sup>69</sup>。法院審理時即會適用「不再詢問法則」(No-Further-Inquiry Rule) 並撤銷交易，此時，法院將不審查交易之實質內容，縱使受託人執行該交易係屬善意 (Good Faith) 或有給付公平對價 (Fair Consideration) 亦同。該法則對受託人而言相當嚴厲，合理性在於受託人為利益衝突交易時即隱含潛在風險，且受託人因握有信

---

<sup>65</sup> See Andrew S. Gold, *The Loyalties of Fiduciary Law*, in: PHILOSOPHICAL FOUNDATIONS OF FIDUCIARY LAW 178 (Andrew S. Gold & Paul B. Miller eds., 2014).

<sup>66</sup> See Daniel Fischel & John H. Langbein, *ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule*, 55 U. CHI. L. REV. 1105, 1114-15 (1988).

<sup>67</sup> 自我交易指受託人自己、其代理人或其有實質財務利益的法律實體與信託進行交易。Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. d(1) (Am. L. Inst. 2007).

<sup>68</sup> 利益衝突指受託人為信託與其有緊密關聯的第三人或實體 (即關係人) 有互動的情形。Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. e (Am. L. Inst. 2007).

<sup>69</sup> See Robert Cooter & Bradley J. Freedman, *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, 66 N.Y.U. L. REV. 1045, 1055 (1991).

託管理權而可輕易隱瞞此類交易使受益人難以察覺，故預防性地（Prophylactic）全面禁止之<sup>70</sup>。如此一來即可降低受託人為利益衝突交易之誘因，並導引受託人為受益人最佳利益執行信託事務<sup>71</sup>。另可大幅減少受益人之監督成本<sup>72</sup>，由於受益人往往受限於資訊之時間差與不足、相關經驗與認知缺乏、監督受託人資源缺乏等原因，期待其監督受託人不當行為並無效率<sup>73</sup>，故信託法嚴格要求受託人以受益人利益為其行為準則<sup>74</sup>。

承上，雖然忠實義務規範重心在於利益衝突，但忠實義務亦禁止受託人以自己偏好凌駕受益人利益，包括受託人自身並未因此獲取任何財務利益在內。以 1980 年代「社會責任投資」(Socially Responsible Investing) 為例，受託人對在南非活動的公司進行撤資以間接杯葛該國實行之種族隔離政策，不論投資結果，因受託

---

70 該原則基礎原理在於「單一利益法則」，即以受益人最佳利益為準。但有學者指出忠實義務應最大化受益人利益，因此，自我交易雖有利益衝突而使受託人有得利之可能，倘受託人得證明該交易謹慎地執行而有助於受益人最佳利益時，交易效力應可維持。此時，法院即應審視交易之實質內容。See John H. Langbein, *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, 114 YALE L.J. 929, 932 (2005).

71 由於受託人侵奪信託財產所獲利益甚大，而受益人事後能於法院證明此侵害機率甚小，產生規範嚇阻問題 (Deterrence Problem)。法院為緩解此問題遂發展出以形式交易外觀即推論有侵奪之發生。See Cooter & Freedman, *supra* note 69, at 1074

72 論者表示受託義務是直接監督的替代。See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L. J. 698, 700-03 (1982).

73 Restatement (Third) of Trusts § 78 cmt. b (Am. Law Inst. 2007).

74 當受益人尚未出生、身心障礙甚至是單純消極等原因，致受託人得以輕易侵奪信託財產。因此，信託法忠實義務之預防規範甚至較公司法為嚴，以取代利害關係人之直接監督。See Fischel & Langbein, *supra* note 66, at 1114.

人主要以人道考慮而非受益人利益而為投資決定，即違反忠實義務。論者即指出，受託人為其他目標而犧牲受益人之財務利益違反忠實義務與審慎義務<sup>75</sup>。儘管如此，倘受益人利益無受損之虞時，忠實義務似無禁止受託人投資時考慮附帶利益<sup>76</sup>。準此，在 ESG 投資場合，受託人除非其合理認為考慮 ESG 因素將對整體投資組合的調整風險後報酬能有提升，否則不應考慮追求道德或社會需求等 ESG 因素<sup>77</sup>。但應注意者，單一利益法則僅為預設規定（Default Rule），委託人得在信託文件中載明特殊條款與信託目的，並容許 ESG 投資<sup>78</sup>，從而，受託人考慮其他非財務性利益時，並非當然被視為違反受託義務。此時，檢視受託人行為即自單一利益法則改為最佳利益法則（Best Interest Rule），受託人投資時仍應謹慎、善意且公平。但在信託關係下，信託條款無法授權受託人得犧牲受益人利益以追求第三人之利益，因此，縱使信託條款得運用信託目的與條款許可委託人所偏好的 ESG 投資，但僅免

---

75 “[A] trustee who sacrifices the beneficiary’s financial well-being for any other object breaches both his duty of loyalty to the beneficiary and his duty of prudence in investment.” John H. Langbein & Richard A. Posner, *Social Investing and the Law of Trusts*, 79 MICH. L. REV. 72, 96 (1980).

76 “Plainly, the wishes of third parties regarding trust administration ought not take precedence over the beneficiary’s interest. Yet, it is far from clear that the duty of loyalty prevents a trustee from considering collateral factors in circumstances where there is no possibility the beneficiary’s interests will be compromised.” Robert H. Jerry, II & O. Maurice Joy, *Social Investing and the Lessons of South Africa Divestment: Rethinking the Limitations on Fiduciary Discretion*, 66 OR. L. REV. 685, 704 (1987).

77 See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 2, at 453.

78 信託法規範多數屬預設規定性質，僅有極少數的強制規定。See John H. Langbein, *Mandatory Rules in the Law of Trusts*, 98 NW. U.L. REV. 1105, 1126 (2004).

除單一利益法則之適用而已，受託人管理信託、進行投資時仍應基於受益人最佳利益為之。

## （二）ERISA法下ESG投資之疑慮

美國聯邦受雇者退休所得安全法（Employee Retirement Income Security Act, ERISA）為保障私人工人退休生活，計畫由私人雇主提供，再由員工提撥資金，為計畫參加人及其受益人利益，由計畫受託人持有、管理與投資。ERISA 立法目的在於最大化計畫參加人於退休時的財富，且規劃其退休後之收入。為保護參加人退休利益，ERISA 採取信託架構約束受託人行為，要求退休計畫受託人也需對退休計畫參加人及其受益人負受託義務，且此一受託義務與普通法信託相似<sup>79</sup>。ERISA 將普通法下忠實義務條文化，要求受託人管理信託僅能為退休計畫參加人與其受益人單一利益而不受其他第三人利益影響，且僅能以達成信託目的管理信託<sup>80</sup>。論者指出，聯邦最高法院在 *Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer* 案中<sup>81</sup>，曾指出此單一利益係指財務利益（Financial Benefits）<sup>82</sup>。因而，受託人行為若是為追求信託目的（即僅為計

---

<sup>79</sup> “ERISA’s exclusive benefit rule ... imports into pension fiduciary law one of the most fundamental and distinctive principles of trust law, the duty of loyalty.” Fischel & Langbein, *supra* note 66, at 1108.

<sup>80</sup> Employee Retirement Income Security Act of 1974, § 404(a)(1), 29 U.S.C. § 1104(a)(1). “[A] fiduciary shall discharge his duties with respect to a plan solely in the interest of the participants and beneficiaries and--

(A) for the exclusive purpose of:

(i) providing benefits to participants and their beneficiaries; and  
(ii) defraying reasonable expenses of administering the plan [...]”

<sup>81</sup> *Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer*, 134 S. Ct. 2459 (2014).

<sup>82</sup> “Read in the context of ERISA as a whole, the term ‘benefits’ in the provision just quoted must be understood to refer to the sort of financial benefits (such as retirement income) that trustees who



畫參加人及其受益人之財務利益)以外之 ESG 目標或是混合目的即會違反忠實義務<sup>83</sup>。雖然受託人目的實際上不容易檢視，但至少外觀不能明白宣稱投資係以 ESG 指標為主要考量。有認為判斷時得以受託人投資篩選 (Portfolio Screening) 方法是否以非財務指標作為認定合格投資標的之範疇，如此可能會降低預期的調整風險後報酬，且增加特定領域權重也可能增加非系統性風險<sup>84</sup>。另應注意者，非如普通法下之信託，ERISA 下之受託義務為強制規定，無法經由委託人、計畫參加人及其受益人同意而減免責任，致使退休基金受託人在投資時納入 ESG 指標時恐有違法疑慮。但若是不偏離追求受益人利益目標或不損害其利益，而僅是對第三人造成附帶利益時，並不當然違反忠實義務。

倘受託人僅以追求受益人財務利益為目標，ESG 指標僅是其納入投資分析程序時，且 ESG 投資可能獲取最佳的報酬，即能符合忠實義務要求。如前述 ESG 整合，由於部分 ESG 指標可能會影響投資目標財務表現，故納入 ESG 指標分析僅是用以辨識投資風險與機會而已，受託人仍未偏離追求更高報酬的初衷，即無違

---

manage investments typically seek to secure for the trust's beneficiaries.” *Fifth Third Bancorp v. Dudenhoeffer*, 573 U.S. 409, 420-21 (2014). See Akio Otsuka, *ESG Investment and Reforming the Fiduciary Duty*, 15 OHIO ST. BUS. L.J. 136, 144 (2021); Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 2, at 403. 但持反對見解者細譯分析該判決認為，此利益非必然指財務利益，受託人投資時應可考慮道德因素。See Zion, *supra* note 37, at 978-88.

<sup>83</sup> 但有認為在 ERISA 下僅不造成財務成本增加或犧牲報酬時即可考慮其他因素。倘 ESG 指標具有財務重要性時，受託人投資時即應考慮 ESG 因素。See Susan N. Gary, *Conflicts and Opportunities for Pension Fiduciaries in the ESG Environment*, 74 OKLA. L. REV. 607, 642, 645-46 (2022).

<sup>84</sup> See Bernard S. Sharfman, *ESG Investing under ERISA*, 38 YALE J. ON REG. BULL. 112, 120, 123 (2020).

反忠實義務。相較於傳統財務投資，ESG 整合投資著眼於未來，而非僅倚靠投資標的過去的表現。且重要 ESG 因素也可能因市場無效率而有錯價（mispricing）情形，受託人投資時即可利用此一機會創造高於市場的報酬。

但如何始能合法或有解釋空間，更有甚者，主管機關態度也有搖擺不定的情況。ERISA 主管機關聯邦勞工部（Department of Labor）在數次解釋公告（Interpretive Bulletin, IB）立場顯得搖擺不定，如 IB 94-1 認為社會投資（Social Investments）可作為經濟目標投資（Economically Targeted Investments, ETI），允許受託人可選擇對第三人具有經濟利益之投資，惟如此並非不計代價，仍應考量相關風險後創造市場水準之報酬<sup>85</sup>。IB 94-1 公告後引來不少批評<sup>86</sup>。後續公告 IB 08-01 取代 IB 94-1 增加 ETI 的難度，認為僅有在極少情況下始能考慮附帶經濟利益，要求受託人先進行質量分析，在兩個可比較的投資標的中以附帶經濟利益打破僵局選擇其一。在 2015 年，IB 2015-01 再取代 IB 08-01。IB 2015-01 認為

---

<sup>85</sup> IB 94-1 係指美國勞工部於 1994 發布的解釋公告，表示員工福利計畫受託人可以考慮 ETI，僅要該投資預期報酬率與類似投資相當。而 ETI 指退休基金在投資運用時，於基本的調整風險後報酬外，另附帶目的性地協助社會發展，嘉惠特定社區與居民的經濟福祉。ETI 提供資金給資金短缺的部門，協助其發展，如創造工作機會、可負擔的住居以及基礎建設計畫。See DOUG HOFFER, *A Survey of Economically Targeted Investments: Opportunities for Public Pension Funds* 2(2004/02/16), <https://www.vermonttreasurer.gov/sites/treasurer/files/Reports/2004/econTargetInvestReport20040216.pdf>. 另依據 IB 94-1 定義，ETI 係指除對員工利益計畫之報酬外，另創造他經濟利益之投資選項（“investments selected for the economic benefits they create apart from their investment return to the employee benefit plan.”）。

<sup>86</sup> See Edward A. Zelinsky, *ETI, Phone the Department of Labor: Economically Targeted Investments, IB 94-1 and the Reincarnation of Industrial Policy*, 16 BERKELEY J. EMP. & LAB. L. 333, 333 (1995).

忠實義務禁止受託人犧牲參加人及其受益人的利益成就無關的目標<sup>87</sup>，相對於同樣風險水平的可用替代投資倘預期報酬較低，或者相對於同樣報酬水平的可用替代投資倘風險較高之投資，係不合於審慎義務。但 IB 2015-01 指出 ESG 指標並非皆為附屬於經濟分析，也可能直接影響投資價值，因而，ESG 指標非僅只運用在打破僵局，亦能作為分析投資時的考慮<sup>88</sup>。

惟勞工部於 2020 年在川普政府時期發布「選擇計畫投資之財務指標」(Financial Factors in Selecting Plan Investments) 規則中，卻要求受託人投資時應僅考慮金錢因素 (Pecuniary Factors)。因此，ESG 整合投資應符合該規則要求，但以追求其他非財務附帶利益之 ESG 投資則否。惟此規則招來各界不小反彈，ESG 支持者認為將會形成寒蟬效應，不利企業永續經營，該規則於後續拜登政府並未執行。2022 年勞工部重新發布「選擇計畫投資與行使股東權之謹慎與忠實」(Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights，以下稱 2022 年規則)，雖重申受託人不得犧牲投資報酬或從事促進計畫參加人及其受益人利益無關的風險投資，但認為受託人應合理綜合有關風險與報酬因素，並得包含 ESG 因素，也允許受託人考量因時間所產

---

<sup>87</sup> “[P]rohibiting a fiduciary from subordinating the interests of participants and beneficiaries in their retirement income to unrelated objectives.” 29 C.F.R. § 2509.2015-01 (2015).

<sup>88</sup> “The IB also acknowledges that in some cases ESG factors may have a direct relationship to the economic and financial value of the plan’s investment. In such instances, the ESG issues are not merely collateral considerations or tie-breakers, but rather are proper components of the fiduciary’s primary analysis of the economic merits of competing investment choices.” U.S. DEPARTMENT OF LABOR, FACT SHEET, ECONOMICALLY TARGETED INVESTMENTS (ETIS) AND INVESTMENT STRATEGIES THAT CONSIDER ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG) FACTORS (2015/10/22).

生之附帶利益<sup>89</sup>。但相似地，2022 年規則同樣引來爭議，被認為超越 ERISA 的條文規定<sup>90</sup>。甚至，2022 年規則曾被國會決議否決其效力，後續時任總統拜登動用否決權始能維持該規則效力<sup>91</sup>，最終於 2023 年 1 月 30 日生效。

前述發展似乎意謂 ESG 投資已得到主管機關肯認，但實際上爭議並未結束。2022 年規則實施後不久，即有 26 個州對該規則提出訴訟，認為違反聯邦行政程序法（Administrative Procedure Act）與重要問題原則（Major Questions Doctrine）而爭執其效力<sup>92</sup>，目前（2025 年 11 月）程序並未結束。另就政策演變而論，對 ESG 持反對立場的川普政府也可能再變更 2022 年規則，仍存在不少變數。

### （三）其他爭議

另有問題者，受託人以最大化投資報酬為目標調查所有投資機會，若遇兩個投資選項經濟上難以區分（Economically Indistinguishable）時，受託人是否可以基於非金錢指標之 ESG 指標打破僵局（Tiebreaker），而選擇可以帶來附帶利益者？亦即，倘存有兩個具相同風險與報酬屬性之投資選項，受託人得否運用 ESG 之附帶利益來突破僵局？如前所述，勞工部在數次解釋公告中皆持肯定立場，僅要經濟利益相同，受託人即可以運用附帶利

---

<sup>89</sup> Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights, 87 Fed. Reg. 73866 (December 1, 2022) (to be codified at 29 C.F.R. § 2550).

<sup>90</sup> See Brandon Chesner, Note, *Another Major Question: The Department of Labor Should Retire the Tiebreaker Rule and Reemploy Pecuniary Language in ERISA*, 29 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 635, 635 (2024).

<sup>91</sup> See Zion, *supra* note 37, at 950.

<sup>92</sup> *Utah v. Walsh*, No. 2:23-CV-016-Z, 2023 WL 6205926, at \*1 (N.D. Tex. Sept. 21, 2023).

益來打破僵局<sup>93</sup>。在前述 2022 年規則中，勞工部再次允許在時間跨度間相同財務利益下得考慮其他附帶利益。而此舉似乎為 ESG 投資敞開大門，即便是受託人實際上可能出於混合動機將 ESG 因素納入考慮<sup>94</sup>。

承上，ESG 投資雖有機會不違反受託義務，但受託人仍需面對不確定的法律風險，或許在此情形之下，部分投資者寧選擇傳統財務投資策略<sup>95</sup>。而此不僅影響 ERISA 下之受託人，由於退休基金占機構投資人所管理資產之比例甚高，如此嚴格解釋自然也會連帶影響其他機構投資人之行動<sup>96</sup>。ESG 投資支持者就此種情形提出諸多批評，但見解也相當分歧。如有認為在單一利益法則下，受託人考慮 ESG 附帶利益將違反其受託義務，如此解釋過於嚴格而無法配合時代需求調整，在 ERISA 下甚至為強制規定，故主張應以受益人最佳利益法則取代單一利益法則。即使受託人未以受益人單一利益管理信託，仍允許其得證明其已審慎地基於受益人最佳利益而免責<sup>97</sup>。但也有論者認為並無需調整受託義務內

---

93 “[F]iduciaries may consider such collateral goals as tie-breakers when choosing between investment alternatives that are otherwise equal with respect to return and risk over the appropriate time horizon. ERISA does not direct an investment choice in circumstances where investment alternatives are equivalent, and the economic interests of the plan’s participants and beneficiaries are protected if the selected investment is in fact, economically equivalent to competing investments.” Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard Under ERISA in Considering Economically Targeted Investments, 80 Fed. Reg. 65,135, 65,136 (Oct. 26, 2015).

94 See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 2, at 410.

95 有研究指出法律不確定亦為機構投資人不致力於 ESG 投資的原因之一。See Rajna Gibson Brandon et al., *Do Responsible Investors Invest Responsibly?*, 26 REV. FIN. 1389, 1393, 1423 (2022).

96 See Zion, *supra* note 37, at 963.

97 See Otsuka, *supra* note 82, at 161.

涵，因 ESG 整合將 ESG 因素與傳統財務指標綜合評量，而 ESG 因素可辨識公司潛在機會與風險，故在評價公司競爭力時應擴大該些重大資訊，進而得到最佳的投資決定，因此，受託人得且應將 ESG 因素納入投資決定<sup>98</sup>。

對 ESG 投資所帶來的額外成本或可能創造之財務利益看法歧異，亦是論者有不同看法的原因之一。如有認為公司重視 ESG 目標將可能提高成本負擔而影響財務表現，但有則主張 ESG 整合可以辨識出投資風險與機會，且重視 ESG 公司財務表現也較佳。又 ESG 投資使用 ESG 指標在財務分析程序將會增加成本，如受託人需調查並評估市場未效率妥適反應個股之 ESG 指標。也可能因加減權重特定部位而使整體投資不夠分散，致投資風險超過整體市場風險。此際，考慮 ESG 指標即有必要以較高額報酬作為補償<sup>99</sup>。惟此些爭論並無確定解答，實證研究也無法完全支持特定一方<sup>100</sup>。

再者，目前對 ESG 揭露並未完全形成統一標準，且部分資訊仍是屬於自願揭露範疇，因而，ESG 資訊並不具可比較性<sup>101</sup>。但

---

<sup>98</sup> See Susan N. Gary, *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, 90 U. COLO. L. REV. 731, 745-46 (2019).

<sup>99</sup> See Sharfman, *supra* note 84, at 119.

<sup>100</sup> “[T]he financial benefit of ESG is debatable. While there is growing evidence that suggests that investors are interested in more than just maximizing returns, and are willing to pay for their preferences, the available empirical data remains limited.” See Zion, *supra* note 37, at 971.

<sup>101</sup> 論者指出實務面可能遇到的困境，包含過去之資深基金經理人對於全新的 ESG 考量，將面臨思維與決策方式的改變，以及評估 ESG 所需參考的資料庫可能價格不低，不同資料庫所做出的評估分數亦不相同，形同機構投資人可能缺乏具公信力與獨立客觀之資料庫。參閱陳恩儀，國際趨勢觀點——英國機構投資人盡職治理（Stewardship）近期發展與啟示，證券暨期貨月刊，39 卷 10 期，



支持者認為，此波 ESG 投資浪潮下，縱然未有法規或交易所的明確要求，公司亦受機構投資人的壓力自願發布 ESG 資訊。據 2020 統計，在美國已有百分之 92 之標準普爾 500（Standard & Poor's 500）公司與百分之 70 之羅素指數 1000（Russell 1000 Index）公司發布永續（ESG）報告書。甚至，論者主張應強制 ESG 揭露，因投資人需要及時、可信、穩定以及可比性之資訊，但自願揭露無法符合此些標準，且無法輕易地整合至公司之財務報告中，已不符合投資人的需求<sup>102</sup>。強制揭露的優點在於主管機關將設定揭露架構與標準，而非現行自願揭露得任意採取各種架構。當前 ESG 揭露主要係由非政府、非營利國際組織所提出，如 GRI 準則（Global Reporting Initiative Standards）、TCFD 準則（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）等<sup>103</sup>，欠缺標準化對發行人而言需要花相當多時間收集與彙整資料，投入資源可能已超過改善其營運符合 ESG 標準，投資人對 ESG 資訊也難以比較與評估。

如前所述，論者可能認為受託人基於受託義務為投資決定時根本不能考慮環境、社會因素等非財務性指標，且永續或責任投資將對投資組合有財務性減損可能。在 ESG 納入治理（G）因子後已非純粹「利他」，而是可能有助於改善被投資公司合規與效率經營，並創造報酬。因而，ESG 投資納入治理因素後仍得以標的公司財務指標為主，其他環境、社會因素僅是附帶考慮，仍不偏離對受益人利益最大化之目的。準此，受託人以 ESG 指標納入投

---

頁 39-55，2021 年。

<sup>102</sup> See Ho, *supra* note 1, at 320.

<sup>103</sup> GRI 準則是全球報告倡議組織（Global Reporting Initiative）在 2016 年所推出了永續性報告的全球標準，提供一種公開非財務資訊的通用語言。TCFD 準則重視企業如何因應氣候風險，在 2015 年氣候相關財務揭露工作小組係由國際金融穩定委員會（Financial Stability Board）所成立。



資決定似有合理性。且 ESG 投資對信託財產長期報酬提升應有正面影響，且較能降低系統性風險。但特定公司之治理越佳者，其財務表現已可能被市場所知悉並反應。由於 ESG 投資藉主動投資，將 ESG 因素納入投資分析，期能發現被市場忽略的風險與機會，進而提升報酬，故市場是否真無法反應 ESG 資訊而能被受託人加以運用以提高報酬，難有定論。況且，ESG 指標彼此間或許也無法相互比較，例如，治理與環境指標應如何權衡，倘特定公司治理佳但處於之高溫室氣體排放產業，是否即應排除在投資之外，也難以評估。

## 二、審慎義務

受託人在投資決定時，程序上應如審慎投資人般施以合理注意、技術與警覺（Reasonable Care, Skill, and Caution）<sup>104</sup>。審慎義務核心不在受託人行為動機或目的，而係其專業且全面地檢視相關事實的謹慎程序下作出決定。受現代投資組合理論（Modern Portfolio Theory）影響，1990 年美國信託法律整編第三版（Restatement (Third) of Trusts，下稱「信託法整編」）採納「審慎投資人法則」（Prudent Investor Rule）。且在 1994 年統一法委員會（the Uniform Law Commission）公布統一審慎投資人法（the Uniform Prudent Investor Act, UPIA）<sup>105</sup>。依照該法則，在受託人為 ESG 投資時，該策略必須合理認定產生更多報酬並帶來相同或更少的風險。該法要求受託人管理投資資產須如審慎投資人般，且投資決定應考慮受益人利益以及信託目的。並且，受託人應透過投資組合管理風險與報酬，且符合信託目的<sup>106</sup>，除非在特殊情

---

<sup>104</sup> Restatement (Third) of Trusts § 77(1)-(2) (Am. Law Inst. 2007).

<sup>105</sup> 相較的，傳統信託法採取審慎管理人標準（The Prudent Man Standard），對投資較為保守，重視個別投資標的分析限制財務風險，但也同時限制財務報酬。

<sup>106</sup> See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 2, at 427.

形受託人合理地評估不為分散投資較符合信託目的。換言之，僅要分散整體投資組合，且整體風險與報酬合於信託條款與目的即能符合審慎注意義務。此際，受託人須留意整體投資組合而非單一投資標的風險，而分散投資即為通常做法。審慎投資人法則需要受託人主觀評估，在整體投資組合中追求利益時，並關注相應的風險。

受託人採主動投資策略時，如 ESG 投資，通常需附隨調查與分析費用而增加整體交易成本，且選股結果也可能降低股權分散。而此些成本增加必須與合理期待報酬相抵消。成本增加應與信託財產、信託目的以及受託人技術合理相關<sup>107</sup>，以保護受益人。審慎義務也要求受託人對已投資標的持續監督，視實際表現與環境變化調整，移除不合適的投資標的。受託人也需維護管理信託適合的文件，紀錄重大決策及其理由，包括預期風險報酬、交易成本與分散投資成本關聯性分析，與定期檢視既有投資。

論者認為利用 ESG 整合顯示出中立或增進報酬結果，且納入 ESG 資訊已為通常做法，面臨氣候變遷等系統性風險，忽略將其納入分析將致使投資組合有未補償的風險。且對長期投資來說，ESG 更具有明顯好處<sup>108</sup>。且審慎投資人需視整體投資環境與產業規範而變化，故審慎投資人標準要求受託人將 ESG 指標納入投資

---

<sup>107</sup> “[I]ncur only costs that are reasonable in relation to the trust property, the purposes of the trust, and the skills of the trustee.” Unif. Trust Code § 805 (Unif. Law Comm’n 2000).

<sup>108</sup> “The prudent investor standard requires a fiduciary to consider risks that affect the financial assets subject to fiduciary management, and the financial risks of climate change and social upheaval are increasingly relevant to protecting the value of those assets.” See Gary, *supra* note 98, at 801.

決策程序<sup>109</sup>。但亦有認為 ESG 投資與其他投資策略相同，即便有部分實證支持 ESG 指標與投資績效正相關，但適用法則並不因此有差別。在審慎投資人法則下，單一投資項目不應被視為審慎或不審慎，僅投資策略之風險與報酬合理地適合信託，受託人即得為任何投資<sup>110</sup>。但應注意者，由於不存在公認且持續性的財務理論或投資方法，故法院允許不同的謹慎投資方法，使受託人仍有相當裁量空間<sup>111</sup>。

### 三、公平義務

公平義務要去受託人在執行信託事務時應公平對待每一位受益人，尤其當信託有眾多世代或不同類型的受益人時，例如孳息受益人、剩餘財產受益人、附條件受益人等，因此受託人應公平對待不同世代或種類之受益人，使各自受益與信託條款、目的間盡可能一致。公平義務在信託涉及投資時尤為重要<sup>112</sup>。退休基金受託人通常面臨不同世代的受益人，受託人雖不須嚴格地公平對待每位受益人，但應考慮信託目的，考量現在與未來受益人的利益與需求。因而，受託人投資決定時不應只重視短期報酬，也應注意投資策略對長期報酬帶來的影響。雖 ERISA 未明文，但美國聯邦最高法院承認公平義務適用於 ERISA 下之受託人<sup>113</sup>。

以退休計畫而言，受託人應評估長期風險避免對未來受益人不公正，短期主義思維與投資策略可能即有疑慮。長期投資之績

---

<sup>109</sup> See Gary, *supra* note 83, at 613-14.

<sup>110</sup> See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 2, at 448-53.

<sup>111</sup> See Zion, *supra* note 37, at 975.

<sup>112</sup> 但論者指出，在我國信託多為投資型的自益信託，受益人種類有限，故不認為有必要處理不同類型受益人間的利益衝突。參閱方嘉麟、馬國柱、胡玉瑩、郭振陽，變動中的信託法制——從理論架構至家族企業傳承，頁 79，2025 年。

<sup>113</sup> *Varity Corp. v. Howe*, 516 U.S. 489 (1996).

效常受系統性風險影響，受託人也不能完全忽視。支持 ESG 投資（尤其是有附帶利益的 ESG 投資）主因在於可以找尋被市場忽略的風險與機會，而市場無效率通常需要相當時間發酵，故 ESG 投資以長期為宜<sup>114</sup>。投資忽略 ESG 因素雖可能有助於短期受益人，但對長期受益人可能產生不利結果。因而，有主張對未來長期受益人而言，受託人作為審慎投資人應將 ESG 納入考慮<sup>115</sup>，忽略重要長期資訊之受託人可能違反謹慎投資人與公平義務<sup>116</sup>。但如前所述，在審慎投資人法則下，實際上受託人對於如何投資仍有相當寬的裁量空間。

#### 四、小結

ERISA 雖非普通法之信託，但採信託架構，且明文受託義務內涵幾乎與普通法無異。因而，法院就該法下之受託義務所為闡釋與適用對普通法之信託亦為重要參考。惟如前所分析，ESG 投資可行性雖然有爭論，但若仍以受益人利益為主要考慮，不論是 ERISA 或普通法下信託並不禁止 ESG 投資。且受託人投資時需對相關重要因素保持警覺，對於已知且可能會影響投資標之重要 ESG 指標應列入考慮，始能滿足忠實義務與審慎義務的要求。另外，信託條款可以直接授權 ESG 投資且可以設計與受益人諮詢的機制，以減少受託人的疑慮。雖然 ERISA 為強制規定，但至少以目前主管機關規則與論者分析而論，僅要不犧牲受益人利益而追求第三人利益之投資，亦不致違反受託義務。整體而論，僅要受託人目標明確，且投資前經過仔細的質量分析，納入 ESG 指標並不致提高其法律風險。惟應不至如部分 ESG 倡議者所主張，受託人投資時有義務納入 ESG 分析，在審慎投資人原則下，受託人須

---

<sup>114</sup> See Goode & Kushner, *supra* note 41, at 214-15.

<sup>115</sup> See Gary, *supra* note 98, at 799-800.

<sup>116</sup> See Gary, *supra* note 83, at 616.

考慮分散投資與流動性需求、對相關成本保持敏感度，並留意其他投資選擇可能，並無偏好特定的投資策略，受託人應仍有相當大的裁量空間。

## 參、我國信託規範下之解釋與適用

### 一、受託義務與ESG投資

在我國法下，受託人進行 ESG 投資時亦可能產生類似疑問，即受託人將 ESG 指標納入其投資決定時是否符合受託義務？是否符合忠實義務、審慎義務或公平義務<sup>117</sup>？如前所述，現行信託法缺乏忠實義務一般性明文，相關規範僅於第 34 條<sup>118</sup>、第 35 條<sup>119</sup>將特定利害衝突情形加以禁止或符合相當條件時給予例外。在無忠實義務一般性明文與具體規範下，如何進行信託財產投資自無法發揮指引作用<sup>120</sup>。

信託業法第 22 條第 1 項則對忠實義務有一般性規定，即「信託業處理信託事務，應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務。」且在同條第 2 項授權下，中華民國信託業商業同業公會制定之「信託業應負之義務及相關行為規範」第 4 條有更仔細的規範，要求

---

117 公平義務雖未見於法律明文，但論者普遍自忠實義務原理導出受託人應負公平之義務。參閱李智仁、張大為，註 50，頁 108。

118 信託法第 34 條：「受託人不得以任何名義，享有信託利益。但與他人為共同受益人時，不在此限。」

119 信託法第 35 條第 1 項：「受託人除有左列各款情形之一外，不得將信託財產轉為自有財產，或於該信託財產上設定或取得權利：一、經受益人書面同意，並依市價取得者。二、由集中市場競價取得者。三、有不得已事由經法院許可者。」

120 論者指出英美信託法忠實義務強調「受託人應僅為受益人利益管理信託財產」，我國信託法固然就忠實義務有具體規範，但掛一漏萬。參閱方嘉麟、馬國柱、胡玉瑩、郭振陽，註 112，頁 78。

信託業應忠實執行信託業務，並應「為信託事務之管理，應盡力為受益人謀求利益」、「不得明知某項信託財產之投資運用或交易對委託人或受益人是顯不適當的，意圖為自己或第三人不法之利益，或損害委託人或受益人之利益，而故意建議委託人或受益人進行該項投資運用或交易，或如對信託財產有運用決定權時，為委託人或受益人執行該項投資運用或交易行為。」觀諸前揭使用「盡力為受益人謀求利益」、「意圖為自己或第三人不法之利益，或損害委託人或受益人之利益」等文字，意思雖然與單一利益法則內涵有差異，但本文仍認為信託法之忠實義務應與美國法應無本質、內涵上的差異<sup>121</sup>，即不得犧牲受益人財務利益而追求其他第三人之利益，也禁止受託人以追求自己偏好而減損受益人利益。因此，倘追求其他環境或社會目標，個案仍應以受益人利益或受託人投資目的為依據。申言之，倘符合 ESG 整合時，仍以追求調整風險後的報酬為目標，納入 ESG 指標僅為發現可能被市場所忽略的風險與機會而已，此並無違反忠實義務問題，但若其投資目的以追求第三人利益或有混合目的時則違反忠實義務的要求。

信託業法雖有前述一般性規定，但仍不夠精確與完整，例如，前開「信託業應負之義務及相關行為規範」將注意義務與忠實義務相混淆，且就忠實義務如何豁免適用單一利益法則之例外與違反之法律效果仍付之闕如。忠實義務具體性規定如信託業法第 25

---

<sup>121</sup> 本文認為美國法就忠實義務所建立之原則或規範似能以「法理」加以援用，協助解釋我國信託法規或填補我國信託法未規範之空缺。我國學者也甚多以美國法解釋我國之受託義務。可參閱方嘉麟，註 45，頁 8-33；王文宇，信託法原理與商業信託法制，臺大法學論叢，29 卷 2 期，頁 309-416，2000 年；謝哲勝，註 43，頁 114-136。



條第 1 項明定受託人不得為該項列舉之利害衝突交易<sup>122</sup>，同法第 26 條<sup>123</sup>、27 條第 1 項<sup>124</sup>亦有類似之禁止明文。雖然忠實義務規範較信託法完整，但仍欠缺對於如何豁免適用單一利益法則例外的具體指引，尤其，當受託人為投資行為時。應注意者，依信託業法第 25 條第 2 項，在信託契約約定信託業對信託財產不具運用決定權時，因該信託財產之運用方法與範圍已由委託人具體確定，受託人僅是依其指示辦理，並不會產生濫用信賴關係而違反委託人或受益人利益等情事，故無禁止受託人為同條第 1 項利害衝突交易之必要，故有論者認為就此類利害衝突交易受託人可免除忠實義務<sup>125</sup>，但為交易時受託人應依同條第 2 項後段就信託財產與信託業本身或利害關係人交易之情形，充分告知委託人，如受益人已確定者，並應告知受益人。

## 二、受託義務應非強制性義務

ERISA 下受託義務會被詳細討論係因為該義務為強制性，不

---

<sup>122</sup> 信託業法第 25 條第 1 項：「信託業不得以信託財產為下列行為：一、購買本身或其利害關係人發行或承銷之有價證券或票券。二、購買本身或其利害關係人之財產。三、讓售與本身或其利害關係人。四、其他經主管機關規定之利害關係交易行為。」

<sup>123</sup> 信託業法第 26 條第 1 項：「信託業不得以信託財產辦理銀行法第 5 條之 2 所定授信業務項目。」第 2 項「信託業不得以信託財產借入款項。但以開發為目的之土地信託，依信託契約之約定、經全體受益人同意或受益人會議決議者，不在此限。」

<sup>124</sup> 信託業法第 27 條第 1 項：「信託業除依信託契約之約定，或事先告知受益人並取得其書面同意外，不得為下列行為：一、以信託財產購買其銀行業務部門經紀之有價證券或票券。二、以信託財產存放於其銀行業務部門或其利害關係人處作為存款或與其銀行業務部門為外匯相關之交易。三、以信託財產與本身或其利害關係人為第二十五條第一項以外之其他交易。」

<sup>125</sup> 參閱方嘉麟、馬國柱、胡玉瑩、郭振陽，註 112，頁 78-79；王志誠，註 46，頁 253；參閱李智仁、張大為，註 50，頁 104-105。



能經由信託條款或受益人同意而調整，且此涉及龐大受託基金如何投資，動見觀瞻。由於我國信託法並無如美國法有 ERISA 強制規定的問題，故仍可透過信託條款授權受託人得參考 ESG 因素作為投資策略<sup>126</sup>，或以委託人對 ESG 思維訂立客製化的信託目的<sup>127</sup>，以避免產生爭議。但應注意者，在金融消費者保護法（下稱金保法）規範下，若受託人為信託業或銀行兼營信託業務<sup>128</sup>，且提供商品或服務對象為金融消費者時，依金保法第 7 條第 3 項「金融服務業提供金融商品或服務，應盡善良管理人之注意義務；其提供之金融商品或服務具有信託、委託等性質者，並應依所適用之法規規定或契約約定，負忠實義務」，且依前揭責任不得預先約定限制或免除，違反者約定無效（金保法第 6 條）<sup>129</sup>。

<sup>126</sup> 但我國信託法下何者為強制規定或預設規定？得減輕或免除至如何程度？並非容易判斷。信託法並未明文忠實義務之下，信託關係人如何減輕或免除受託人責任亦成疑問。國內學者多肯認在民事信託減輕或免除受託人責任條款，除受定型化契約條款相關規定限制外（如民法第 247 條之 1），此類條款應為有效。參閱王志誠，註 46，頁 271-272；楊崇森，註 44，頁 173；謝哲勝，信託法，7 版，頁 31，2023 年。

<sup>127</sup> 學者王文字認為「信賴義務雖為信託關係中重要的核心，但依英美信託法，它並非不得由信託當事人以特約排除之。信賴義務本質上應屬『任意規定』（Default Rule）」參閱王文字，註 121，頁 338；學者王志誠則主張，基於尊重當事人意思、信託架構之彈性化，除有公共政策或公益考量，否則應將信託法定位為任意規定，其進而認為受託人義務係屬任意規定，而可加重或減輕受託人責任。參閱王志誠，信託法之二面性——強行法規與任意法規之界線，政大法學評論，77 期，頁 170、189-190、195，2004 年。

<sup>128</sup> 應注意者，金保法第 3 條第 1 項：「本法所定金融服務業，包括銀行業、證券業、期貨業、保險業、電子支付業及其他經主管機關公告之金融服務業。」並無明定信託業。但我國實務上，並無專營信託業者，絕大部分由銀行兼營信託業務，因此仍適用金保法相關規定。

<sup>129</sup> 學者進一步認為信託業法第 22 條第 1 項：「信託業處理信託事務，

惟如本文分析，即使允許受託人為 ESG 投資，信託法忠實義務仍禁止受託人犧牲受益人利益而追求三人利益，倘信託條款或目的允許受託人投資時納入 ESG 因素，解釋上仍符合受益人利益而無限制忠實義務之情事。但倘信託條款授權受託人投資時可優先考慮受益人以外之第三人利益時，則違反信託的本質，該條款應為無效。相似地，美國勞工部即使在 2022 年規則允許 ESG 投資，但仍堅持受託人為投資決定時不得犧牲受託人利益。又，前舉受益人利益為「財務利益」係於適用 ERISA 相關的判例所作成，有其特殊立法之目的，即是保護退休計畫參加人與受益人於退休後有穩固的收入支持其生活，故法規嚴格要求受託人僅能以參加人及其受益人財務利益為依歸，甚至不應聽從參加人及其受益人意思。但金保法並無此等考慮，似無必要作相同解釋。因而本文認為，信託當事人對信託目的或利益應如何約定，仍有相當的自治空間，受託人即便是信託業或銀行兼營信託亦同。更何況，如前所述，在受託人對信託財產不具運用決定權時，信託業法另有排除部分忠實義務適用的規範<sup>130</sup>。

### 三、可能的法制改革探索

本文認為，忠實義務既然為受託人最核心之義務，仍應以法律明文為妥。忠實義務內涵與違反態樣相當開放（Open-ended），無法完全被類型化，信託法目前僅有信託法第 34 條、第 35 條規範，似有不足，其他涉有受託人利益衝突情形應如何解釋與適用，不甚明確，故信託法明文建立一般性原則應有必要<sup>131</sup>。由於忠實

---

應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務。」性質上為強行規定，當事人不得特約減輕或免除受託人責任。參閱王志誠，註 46，頁 234。

<sup>130</sup> 信託業法第 25 條第 2 項、第 27 條第 2 項。

<sup>131</sup> 學者指出我國信託法「立法方式由於欠缺原則性的規範，就信託法中未加以明文禁止或限制的行為，則形成規範上的漏洞。」參

義務無法以文字涵蓋所有類型與可能情境，故法院事後填補當事人意思的功能向來相當重要<sup>132</sup>，至少，忠實義務之基本原則與重要類型仍應以法律明定較妥，否則，法院即可能缺乏明確依據而難以發揮填補之功能。

ESG 雖然已成投資界之主要策略之一，但是否與忠實義務違背仍有模糊、解釋空間，而可能使受託人躊躇不前。為促進 ESG 投資，2018 年美國德拉瓦州信託法修正，明文規定得依信託授權受託人為 ESG 投資，除受益人財務需要外，亦包括受益人對 ESG 的個人價值<sup>133</sup>。信託條款得變更受託人義務，受託人投資時得考慮或不考慮投資表現下使用永續或社會責任投資策略<sup>134</sup>。因而，

---

閱王文字，註 121，頁 342。論者亦認為利益衝突千變萬化，現行信託法有掛一漏萬的缺失。參閱方嘉麟、馬國柱、胡玉瑩、郭振陽，註 112，頁 77-78。建議信託法增設忠實義務一般性規定，參閱王志誠，註 46，頁 246。

<sup>132</sup> 忠實義務賦予法院於審視個案情況後決定當事人在知悉有此情狀時應該會如何之合意，此時，法院即擔任填補當事人不完整契約的功能。當事人對重要事項（無意由法院協助填補者）自然會選擇置入信託條款中，而能減低當事人磋商所有條款之交易成本。See Sitkoff, *supra* note 61, at 1044.

<sup>133</sup> “(a) [...] when considering the needs of the beneficiaries, the fiduciary may take into account the financial needs of the beneficiaries as well as the beneficiaries’ personal values, including the beneficiaries’ desire to engage in sustainable investing strategies that align with the beneficiaries’ social, environmental, governance or other values or beliefs of the beneficiaries.” Del. Code Ann. tit. 12, § 3302(a).

<sup>134</sup> “(a) Notwithstanding any other provision of this Code or other law, the terms of a governing instrument may expand, restrict, eliminate, or otherwise vary any laws of general application to fiduciaries, trusts, and trust administration, including, but not limited to, any such laws pertaining to: [...] (4) The manner in which a fiduciary should invest assets, including whether to engage in 1 or more sustainable or socially responsible investment strategies, in addition

受託人得視受益人個人價值觀，從事永續投資策略而與受益人 ESG 信念相符。德拉瓦州為美國第一個州直接明文允許得以信託條款（但仍以委託人與受託人所定信託條款與目的為依據）授權受託人進行 ESG 投資時得犧牲受益人財務利益而追求第三人利益或道德目的<sup>135</sup>，已偏離普通法規範。前述修法對 ESG 投資法制發展具有指標性意義，後續喬治亞州（Georgia）、奧勒岡（Oregon）、新罕布夏（New Hampshire）以及伊利諾州（Illinois）也修訂其審慎投資人條款明文授權 ESG 投資。但如此修正也可能衍生後續爭議，如受益人偏好與信託條款與目的如何權衡、不同受益人若有分歧時如何解決等<sup>136</sup>。

此外，就 ESG 投資態度各州發展可說大不相同，有些州則明確採取否定立場。如在 2023 年印第安那州（Indiana）仍維持傳統單一利益法則立場，並以立法明文禁止退休計畫受託人投資時考慮 ESG 指標<sup>137</sup>。即使在法無明文禁止的州，由於目前普通法仍採單一利益法則，從而將 ESG 指標納入考慮是否違反受託義務，仍需個案認定。

## 肆、結論與建議

我國隨著企業社會責任與環保意識的抬頭，公司目的與經營

---

to, or in place of, other investment strategies, with or without regard to investment performance” Del. Code Ann. tit. 12, § 3303(a)(4).

<sup>135</sup> See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 2, at 417-18.

<sup>136</sup> See Laurel R.S. Blair, *Fiduciary Considerations in ESG Investing*, 38-AUG PROB. & PROP. 18, 20 (2024).

<sup>137</sup> See Kristen Parrish, Note, *Sole Interest vs. Best Interest: Modeling Future Anti-ESG Legislation off of Indiana Code § 5-10.2-14-2 to Protect the Fiduciary Duties Owed by Trustees by Requiring Sole Interest Ideology*, 58 IND. L. REV. 475, 476 (2024).

在追求股東利益最大化與需兼顧利害關係人利益間權衡，目前以後者占多數意見，且在 2018 年修正公司法時更於第 1 條第 2 項將企業社會責任明文化。信託法雖沒有類似規定，但仍可從公司法前開修正窺見立法者的態度。政府政策也屢屢強調 ESG 於永續社會的重要性。

由於信託法並未有類似美國 ERISA 對受託義務之強制規定，因而信託委託人在設定信託時，似乎可透過信託條款或信託目的允許受託人進行 ESG 投資。此時，檢驗受託人行為即自單一利益法則改為最佳利益法則，但受託人投資仍應謹慎、善意且公平。如前所論，信託條款無法授權受託人得犧牲受益人利益以追求第三人之利益，因此，縱使信託條款得運用信託目的與條款許可委託人所偏好的 ESG 投資，僅免除單一利益法則之適用而已，受託人管理信託、進行投資時仍應基於受益人最佳利益為之。如此一來，鑑於運用 ESG 指標對投資造成影響甚難確定，積極為 ESG 投資之受託人或會受到受益人的質疑，甚至面臨不確定的法律風險。

更何況，我國信託法尚缺乏忠實義務一般性明文、例外及其法律效果，更加劇此種情形。例如，信託受託義務關係得否預先以信託條款加以調整或免除受託人特定義務與責任？似不明確。雖然契約為信託行為類型之一，但信託法究給予當事人多廣之自治空間？是否與一般契約相同或較為限縮？尚無法完全確認<sup>138</sup>。而立法明文除得使信託當事人得以藉信託法規範作為其預設之契

---

<sup>138</sup> 國內學說受美國法影響認為信託屬契約，且信託受託人義務規範多屬任意規範性質而得以經信託條款加以減輕或免除。但上開解釋無法契合我國法制架構所在多有，造成法律適用上的疑義。詳細討論，參閱周振鋒，初論信託受託人義務規範之性質，月旦法學雜誌，342 期，頁 90-100，2023 年。

約框架，於爭議發生時，即能提供法院實定法依據以補充當事人意思。因而，立法明文忠實義務、例外及其法律效果應為當務之急，至少，在信託目的或條款使受託人有為 ESG 投資裁量空間時，受託人可以無所瞻顧。此外，我國信託法宜明定公平義務，對於以投資為主要目的且涉及不同種類與族群的受益者而言，受託人是否按信託條款或目的公平地將信託利益分配給受益人亦相當重要，也連帶影響受託人如何為 ESG 投資<sup>139</sup>。

最後，倘社會各界對 ESG 投資聚集足夠共識時，或可考慮以德拉瓦州為模範，將 ESG 投資授權以及責任減免加以明文化。例如，明文允許信託條款得授權受託人為 ESG 投資，且投資目的除因受益人財務需要外，亦包括受益人的個人價值。又，明文允許信託條款得變更受託義務，受託人投資時得考慮或不考慮投資表現下使用永續或社會責任投資策略，而不對投資結果負責。如此除能避免信託關係人間發生爭議外，也能促進更多的資金投入重視 ESG 指標的各產業或企業，協助社會永續發展。惟即便如此，也不難想見未來縱使有明文授權，因 ESG 指標廣泛且多元，加上目前未有可信賴、可比較的資訊揭露機制，如何尋找具 ESG 重要性的指標，仍是相當困難的任務。況且，各指標彼此也有相互衝突、如何權重等問題，如何妥適設計信託目的與投資條款應為未來預防爭議的必要工作。

---

<sup>139</sup> 學者認為我國信託法雖無公平義務相關規定，但仍可透過忠實義務防止第三人利益與受益人利益衝突之精神導出。參閱李智仁、張大為，註 50，頁 108。



## 參考文獻

### 一、書籍

- Tamar Frankel（林鼎鈞、翁祖立譯），忠實法，2016 年。
- 方嘉麟、馬國柱、胡玉瑩、郭振陽，變動中的信託法制——從理論架構至家族企業傳承，2025 年。
- 王文字，公司法論，6 版，2018 年。
- 王志誠，信託之基本法理，2005 年。
- ——，信託法，增訂 10 版，2023 年。
- 李智仁、張大為，信託法制案例研習，10 版，2025 年。
- 楊岳平，公司治理與公司社會責任：企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護，2011 年。
- 楊崇森，信託法原理與實務，2010 年。
- 葉賽鶯，信託法專論，2024 年增修版，2024 年。
- 賴英照，最新證券交易法解析，4 版，2020 年。
- 謝哲勝，信託法，7 版，2023 年。

### 二、期刊論文

- 方嘉麟，利害關係人交易問題探討——兼論信託財產運用之限制，月旦法學雜誌，90 期，頁 8-33，2002 年。
- 王文字，信託法原理與商業信託法制，臺大法學論叢，29 卷 2 期，頁 309-416，2000 年。
- 王志誠，信託法之二面性——強行法規與任意法規之界線，政大法學評論，77 期，頁 163-205，2004 年。
- 王育慧，機構投資人促進公司治理法制之研究，財產法暨經濟法，11 期，頁 69-103，2007 年。
- 周振鋒，初論信託受託人義務規範之性質，月旦法學雜誌，342 期，頁 90-100，2023 年。

- ，論民事信託關係下受託人之忠實義務，政大法學評論，171 期，頁 99-146，2022 年。
- ，論公司社會責任與公司慈善捐贈，臺灣財經法學論叢，1 卷 1 期，頁 199-240，2019 年。
- 洪秀芬，德國企業社會責任之理論與實踐，萬國法律，164 期，頁 37-63，2009 年。
- 楊岳平，公開發行公司之公司治理、機構投資人與股東行動主義，臺灣財經法學論叢，2 卷 1 期，頁 385-430，2020 年。
- 蔡昌憲，從公司法第一條修正談公司治理之內外部機制——兼論企業社會責任的推動模式，成大法學，36 期，頁 89-153，2018 年。
- 黃朝琮，環境、社會與治理（ESG）資訊揭露之規範——以重大性之判斷為核心，臺北大學法學論叢，122 期，頁 1-111，2022 年。
- 陳彥良，企業社會責任與公司治理於股份有限公司中交錯實踐之可行性——德國股份法中企業利益對董事會職權影響之初探，台灣本土法學雜誌，111 期，頁 49-72，2008 年。
- 陳恩儀，國際趨勢觀點——英國機構投資人盡職治理（Stewardship）近期發展與啟示，證券暨期貨月刊，39 卷 10 期，頁 39-55，2021 年。
- 游啟璋，從公司法的實踐看公司社會責任，台灣本土法學雜誌，93 期，頁 209-220，2007 年。
- 謝哲勝，受託人權利義務及責任，月旦法學雜誌，65 期，頁 114-136，2000 年。
- Alon-Beck, Anat, Agmon-Gonnen, Michal & Rosenblum, Darren, *No More Old Boys' Club: Institutional Investors' Fiduciary Duty to Advance Board Gender Diversity*, 55 U.C. DAVIS L. REV. 445-511 (2021).
- Bainbridge, Stephen M., *Making Sense of the Business Roundtable's*

*Reversal on Corporate Purpose*, 46 J. CORP. L. 285-319 (2021).

- Barber, Brad M., Morse, Adair & Yasuda, Ayako, *Impact Investing*, 139 J. FIN. ECON. 162-185 (2021).
- Benjamin, Lisa, *The Road to Paris Runs Through Delaware: Climate Litigation and Directors' Duties*, 2020 UTAH L. REV. 313-381 (2020).
- Blair, Laurel R.S., *Fiduciary Considerations in ESG Investing*, 38-AUG PROB. & PROP. 18-25 (2024).
- Brandon, Rajna Gibson, Glossner, Simon, Krueger, Philipp, Matos, Pedro & Steffen, Tom, *Do Responsible Investors Invest Responsibly?*, 26 REV. FIN. 1389-1432 (2022).
- Chesner, Brandon, *Another Major Question: The Department of Labor Should Retire the Tiebreaker Rule and Reemploy Pecuniary Language in ERISA*, 29 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 635-694 (2024).
- Coffee Jr., John C., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 602-650 (2021).
- Condon, Madison, *Externalities and the Common Owner*, 95 WASH. L. REV. 1-81 (2020).
- Cooter, Robert & Freedman, Bradley J., *The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences*, 66 N.Y.U. L. REV. 1045-1075 (1991).
- Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R., *Corporate Control Transactions*, 91 YALE L. J. 698-737 (1982).
- Elhauge, Einer, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U. L. REV. 733-869 (2005).
- Esty, Daniel C. & Karpilow, Quentin, *Harnessing Investor Interest in Sustainability: The Next Frontier in Environmental Information*

*Regulation*, 36 YALE J. ON REGUL. 625-692 (2019).

- Fischel, Daniel & Langbein, John H., *ERISA's Fundamental Contradiction: The Exclusive Benefit Rule*, 55 U. CHI. L. REV. 1105-1160 (1988).
- Friede, Gunnar, Busch, Timo & Bassen, Alexander , *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies*, 5 J. SUSTAINABLE FIN. 210-233 (2015).
- Gary, Susan N., *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, 90 U. COLO. L. REV. 731-801 (2019).
- Gary, Susan N., *Conflicts and Opportunities for Pension Fiduciaries in the ESG Environment*, 74 OKLA. L. REV. 607-652 (2022).
- Goode, Jennifer B. & Kushner, Andrea L., *Fiduciary ESG Investing: Navigating The New Frontier*, 57 REAL PROP. TR. & EST. L.J. 199-235 (2022).
- Hazen, Thomas Lee, *Corporate and Securities Law Impact on Social Responsibility and Corporate Purpose*, 62 B.C. L. REV. 851-904 (2021).
- Ho, Virginia Harper, *"Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide*, 36 J. CORP. L. 59-112 (2010).
- Ho, Virginia Harper, *"Comply or Explain" and the Future of Nonfinancial Reporting*, 21 LEWIS & CLARK L. REV. 317-355 (2017).
- Jensen, Michael C. & Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305-360 (1976).
- Jerry, Robert H., II & Joy, O. Maurice, *Social Investing and the Lessons of South Africa Divestment: Rethinking the Limitations on Fiduciary Discretion*, 66 OR. L. REV. 685-751 (1987).
- Langbein, John H. & Posner, Richard A., *Social Investing and the*

*Law of Trusts*, 79 MICH. L. REV. 72-112 (1980).

- Langbein, John H., *Mandatory Rules in the Law of Trusts*, 98 NW. U.L. REV. 1105-1128 (2004).
- Langbein, John H., *Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest?*, 114 YALE L.J. 929-990 (2005).
- Lipton, Ann M., *Not Everything is About Investors: The Case for Mandatory Stakeholder Disclosure*, 37 YALE J. ON REGUL. 499-572 (2020).
- LoPucki, Lynn M., *Repurposing the Corporation Through Stakeholder Markets*, 55 U.C. DAVIS L. REV. 1445-1512 (2022).
- Macey, Jonathan R., *ESG Investing: Why Here? Why Now?*, 19 BERKELEY BUS. L.J. 258-292 (2022).
- Otsuka, Akio, *ESG Investment and Reforming the Fiduciary Duty*, 15 OHIO ST. BUS. L.J. 136-163 (2021).
- Parella, Kishanthi, *Contractual Stakeholderism*, 102 B.U. L. REV. 865-923 (2022).
- Pargendler, Mariana, *The Rise of International Corporate Law*, 98 WASH. U. L. REV. 1765-1820 (2021).
- Parrish, Kristen, Note, *Sole Interest vs. Best Interest: Modeling Future Anti-ESG Legislation off of Indiana Code § 5-10.2-14-2 to Protect the Fiduciary Duties Owed by Trustees by Requiring Sole Interest Ideology*, 58 IND. L. REV. 475-501 (2024).
- Ribstein, Larry E., *Fencing Fiduciary Duties*, 91 B.U.L. REV. 899-920 (2011).
- Schanzenbach, Max M. & Sitkoff, Robert H., *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, 72 STAN. L. REV. 381-454 (2020).
- Sharfman, Bernard S., *ESG Investing under ERISA*, 38 YALE J. ON REG. BULL. 112-132 (2020).

- Sitkoff, Robert H., *Trust Law, Corporate Law, and Capital Market Efficiency*, 28 J. CORP. L. 565-588 (2003).
- Sitkoff, Robert H., *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 B.U. L. REV. 1039-1049 (2011).
- Sitkoff, Robert H., *An Agency Costs Theory of Trust Law*, 89 CORNELL L. REV. 621-684 (2004).
- Tallarita, Roberto, *Stockholder Politics*, 73 HASTINGS L.J. 1697-1760 (2022).
- Thompson, Robert B. & Sale, Hillary A., *Securities Fraud as Corporate Governance: Reflections Upon Federalism*, 56 VAND. L. REV. 859-910 (2003).
- Zelinsky, Edward A., *ETI, Phone the Department of Labor: Economically Targeted Investments, IB 94-1 and the Reincarnation of Industrial Policy*, 16 BERKELEY J. EMP. & LAB. L. 333-355 (1995).
- Zion, Yifat Naftali Ben, *Ethical Investments: Correcting ERISA's Misinterpretation*, 57 CONN. L. REV. 945-1014 (2025).

### 三、專書論文

- Gold, Andrew S., *The Loyalties of Fiduciary Law*, in: PHILOSOPHICAL FOUNDATIONS OF FIDUCIARY LAW (Andrew S. Gold & Paul B. Miller eds., 2014).



## 摘 要

「環境、社會與治理」(ESG)已為投資界的主流概念。投資人運用 ESG 指標選擇標的可達成其財務目標，並能對第三人帶來附加利益。但由於 ESG 投資涉及第三人利益或其他道德理由，與信託忠實義務要求受託人管理信託僅能考慮受益人利益或有違背。因此在信託關係下，受託人投資時是否能把 ESG 指標納入？似有疑義。近年來，我國上至政府部門下至企業、投資人、消費者等皆大力鼓吹 ESG，信託受託人是否能夠為 ESG 投資？似無人會加以質疑。即使如此，規範上是否能當然允許此種投資策略仍有探討空間，尤其是，受託人明顯出於環境或道德因素之投資決定。本文擬以比較法為方法，先介紹與梳理 ESG 投資在美國法下之爭議與討論，並探討我國法的解釋與適用，再於文末就未來法制改革提供一個可能方向。

# ESG Investing and Trust Fiduciary Duty

Cheng-Fong Chou\*

## Abstract

Environmental, Social, and Governance (ESG) considerations have become a prevailing paradigm within contemporary investment practice. By employing ESG metrics in the selection of investment targets, investors are not only able to pursue their financial objectives but may also generate ancillary benefits for third parties. Nevertheless, because ESG Investing may implicate considerations beyond the interests of beneficiaries—such as broader social or ethical concerns—it raises potential tensions with the fiduciary duty of loyalty, which traditionally requires trustees to manage trust solely for the benefit of the beneficiaries. The question, therefore, arises as to whether, and to what extent, trustees may legitimately incorporate ESG factors into their investment decisions within the framework of trust law. In Taiwan, the normative debate appears to have been muted in practice. Over the past several years, ESG has been vigorously promoted across multiple constituencies, ranging from government agencies to corporations, investors, and consumers. Within this context, the legitimacy of ESG investing by trustees is almost unchallenged. Yet it is still unclear whether Taiwan's existing legal framework allow investment strategies which are explicitly premised upon ESG considerations. This article employs a comparative law methodology. It begins by examining the

---

\* Professor, College of Law, National Chengchi University. J.S.D., University of Illinois, U.S.A.

controversies and debates that have arisen under U.S. law regarding the permissibility of ESG investing by trustees, then turns to an analysis of the interpretive and practical implications under Taiwanese law. The article concludes by offering tentative reflections on possible directions for future legal reform.

**Keywords:** ESG Investing, Trust, Trustee, Fiduciary Duty, Duty of Loyalty, Duty of Prudence, Duty of Impartiality, Employee Retirement Income Security Act (ERISA)

中原財經法學