

資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究

我國資產管理業者落實盡職治理
之研究

S-F-I

2021年9月



財團法人中華民國

證券暨期貨市場發展基金會

SECURITIES & FUTURES INSTITUTE



S-F-I

資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究

我國資產管理業者落實盡職治理 之研究

計畫主持人

巫慧燕

研究人員

葉淑玲

陳恩儀

蔡佳育

S-F-I

2021年9月



財團法人中華民國

證券暨期貨市場發展基金會

SECURITIES & FUTURES INSTITUTE



S-F-I

目 錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究動機與目的	1
第二節 研究流程	2
第二章 國際盡職治理發展現況與趨勢	4
第一節 概述	4
第二節 英國	6
第三節 日本	26
第四節 新加坡	45
第三章 我國發展盡職治理之概況.....	56
第一節 發展歷程	56
第二節 我國機構投資人盡職治理守則	57
第三節 我國推動盡職治理之現況與發展趨勢	68
第四章 我國資產管理業者落實盡職治理之問題與挑戰.....	83
第一節 建構我國機構投資人盡職治理完善生態系	83
第二節 我國資產管理業者落實盡職治理之挑戰	92
第三節 我國落實盡職治理之可行策略	99
第五章 結論與建議.....	105
第一節 研究結論	105
第二節 研究建議	114
參考資料	120
附錄一「我國資產管理業者落實盡職治理之研究」訪談紀錄	123
附錄二「我國資產管理業者落實盡職治理之研究」期末諮詢會議紀錄	156

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

盡職治理守則發軔始於英國，2010 年基於其原有提供機構法人自願遵守的守則，發展成英國版的盡職治理守則（The UK Stewardship Code）。此後許多國家亦紛紛依據各國企業發展情況、市場規模及企業治理目標，研擬或訂定符合該國所需的盡職治理守則。此外，盡職治理原則也獲國際機構肯定，如經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development, OECD）於 2015 年發布公司治理原則修正時，便將盡職治理原則納入公司治理架構，期待結合公司內外力量共同提升被投資公司、機構法人及受益人價值，並在原則 IIIA 中明確規定，機構法人基於忠誠義務，應揭露與其投資有關的公司治理與投票政策，包括其所採行並用以決定其投票權的程序。

由於機構法人在各國集中交易所占交易比重逐步攀升，且掌握大量資金部位，對市場及被投資公司均帶來影響。因此，機構法人在投資或履行對股東或受託人義務時，即應基於資金提供者與受益人的長期利益，善盡善良管理人注意義務，對被投資公司營運狀況加以適當關注。此外，透過出席股東會行使股東權，甚至適當與被投資公司藉由議合（engagement）方式，強化被投資公司踐行公司治理之誘因。而這套協助機構法人履行其所擁有股權的原則，就是國際間為進一步強化公司治理所發展出的「盡職治理守則」（Stewardship Code）。以下臚列英國、日本、新加坡政策制定概況：

- （一）英國：由財務匯報局（The Financial Reporting Council, FRC）於 2010 年 7 月完成「英國盡職治理守則」（The UK Stewardship Code）制訂與公布，規範外部機構法人參與被投資公司事務時應遵循之良好作業規範。

(二) 日本：金融廳於 2013 年 8 月成立專家委員會，針對「盡職機構法人原則」(Principle for Responsible Institute Investor) 草案進行審議，並於 2014 年 2 月 26 日通過發布「盡責機構法人原則」。

(三) 新加坡：由智庫 Stewardship Asia Centre (SAC) 主導，編訂新加坡盡職治理守則 (Singapore Stewardship Principles, SSP)，共計七條指導原則¹，並已受到新加坡金融管理局 (MAS) 與新加坡交易所 (SGX) 支持。

在國際間強調機構法人盡職治理的風潮下，我國於 2015 年開始積極推動盡職治理守則之制訂，並於 2016 年正式通過。2020 年配合新版公司治理藍圖規畫，修正機構投資人盡職治理守則，包括擴大盡職治理範圍，除股票外，應擴展至債券、不動產、私募基金等，另應建立並揭露明確投票政策與揭露投票情形，如說明對重大議案贊成、反對或棄權原因等四大重點。然而我國機構投資人在落實盡職治理方面仍有挑戰，例如包括：盡職治理報告資訊揭露較為不足、國內機構投資人的年度揭露履行盡職治理之情形仍以僅揭露投票情形為主，缺乏遵循聲明及無法遵循原則的解釋、與被投資公司互動與對話等內容。另外，在利益衝突政策的揭露、議合活動的資訊揭露方面仍有改進空間，本研究以「我國資產管理業者落實盡職治理之研究」為題，藉研擬國外機構投資人盡職治理的發展趨勢與實務上實踐情況，作為國內落實盡職治理的基礎，另配合國情規劃適合國內的架構提供資產業者參考。

第二節 研究流程

本研究進行之方法與步驟如下：

一、研究小組討論會議

不定期召開研究小組討論會議，由計畫主持人指導研究人員關於研

¹ 1.Take a stand on stewardship；2.Know your investment.3.Stay active and informed.4.Uphold transparency in managing conflicts of interest.5.Vote responsibly.6.Set a good example.7.Work together.

究方向、報告架構與內容重點等，以利後續資料蒐集與研析。

二、徵詢外部專家學者意見

為使本研究報告更臻完善，擬邀請政府機關、業界及學術界人士與會，藉由研究發現召開產官學座談會，或訪談專家方式，提出分析意見，俾使本研究之建議方案更為切實可行。

三、撰寫文稿

由研究人員研讀文獻資料、整理國內外資料、召開產官學座談會或訪談後，歸納分析各相關議題，依研究主題範圍撰寫報告文稿內容並提出建議。本研究計畫之研究流程請參見下圖。

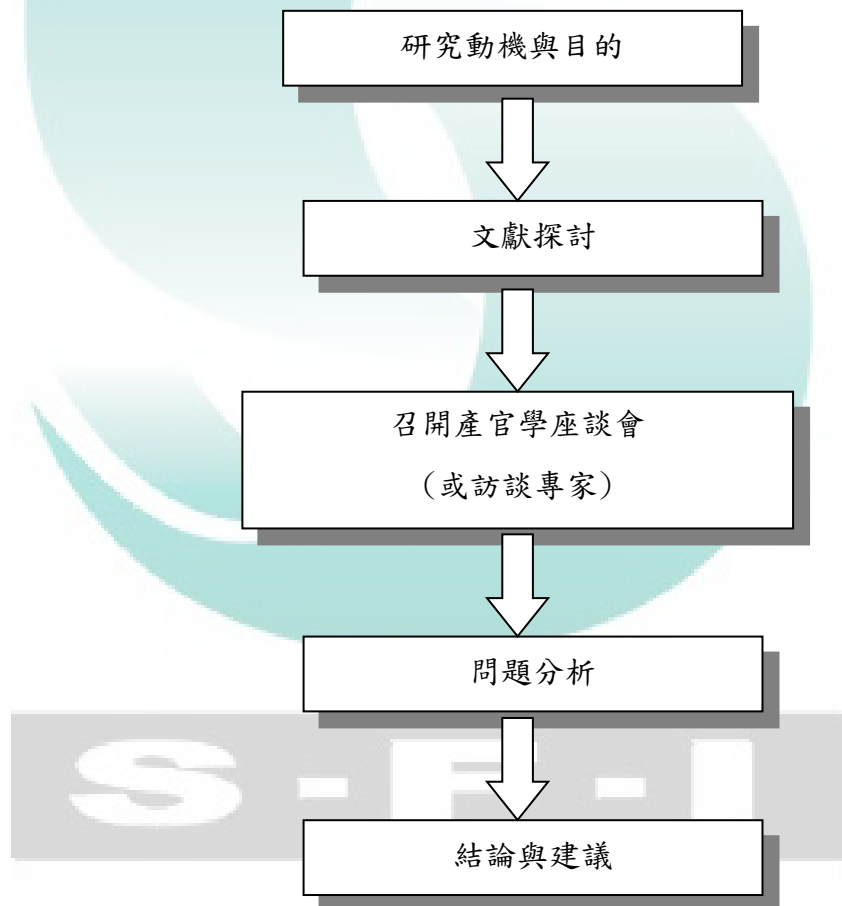


圖 1-1 研究流程圖

第二章 國際盡職治理發展現況與趨勢

所謂「盡職治理」(Stewardship)，主要是指對於他人資產所負擔的照顧管理責任。一個優良的機構投資人必須了解受益人的真正需求，藉此建立彼此間相互信賴關係，以最佳方式管理受益人的財務利益。另有認為，盡職治理的實質意涵，不僅限於機構法人參與股東會行使股東權，還包括機構投資人透過監督及議合(engagement)方式，參與公司策略、績效、風險、資本架構、公司治理、投資報酬等營運，並透過與公司進行建設性對話方式參與公司決策，謀求公司與股東最大利益，並落實公司治理目標。因此，盡職治理在國際間已成顯學，受到各國政府與法人的重視。

第一節 概述

「股東行動主義」(shareholder activism)指股東透過行使股東權，向公司經營階層提出策略或經營面的訴求，行使股東行動主義的股東被稱為「積極股東」或「行動股東」。過去十年來機構投資人愈來愈頻繁參與公司治理活動，最早始於行使股東提案權，並與公司管理階層進行談判，以達改善公司績效的目標。事實上，監管政策、法律體系的整體環境與機構投資人是否願意積極投入公司治理息息相關，當法律制度不完善、監督成本較高時，機構投資人往往採取簡單又有效的「用腳投票」策略，然而隨法律規範體系和制度要求不斷完善，機構投資人可利用投票權，以股東身分參加公司治理。

2011年 IRRC Institute (Investor Responsibility Research Center Institute) 進行研究，記錄美國公司中股東的參與行為，結果顯示：發行公司和投資人間的互動愈來愈普遍，無論在討論頻率和議題方面均增加，另外，該研究描述機構投資人對公司治理推動的作用如下：1. 金融危機後，機構投資人提高對被投資公司風險意識，導致董事會積

極監督管理階層；2.由於資訊揭露要求，促使股東更加關注公司資訊，公司亦主動提供財務可預測性、涉及董、監、經理人之潛在利益衝突、及薪酬管理等重大資訊；3.經營階層採取有利公司長期營運方式，如此有助公司儘早發現問題，並在事件爆發前處理。綜上所述，機構投資人對公司治理的重要性不言可喻。OECD 最早於公司治理原則即呼籲機構投資人「明智地利用其股東權利並有效行使其股東權權能」。

英國開風氣之先，2010 年基於其原有提供機構法人自願遵守的守則，發展為英國版的盡職治理守則。此後，許多國家亦紛紛依據各國企業發展情況，市場狀況與企業治理目標，研擬符合各國所需的盡職治理守則。例如荷蘭的公司治理平台 Eumedion 發展出「股權參與之最佳實踐」；瑞士訂有「機構法人治理公開有限公司行使參與權指南」；義大利版盡職治理守則亦於 2013 年 10 月發布；此外，部分歐盟國家採取國際標準，如聯合國責任投資原則（UN Principles for Responsible Investment, PRI），或 OECD 公司治理原則相關規定。除歐洲國家外，其他如南非、加拿大也制定類似準則。

而在亞洲，日本 2014 年 2 月發布「負責任之機構投資人原則」；馬來西亞證券事務監察委員會與少數股東監察組織（Minority Shareholder Watchdog Group）同年 6 月亦發布「馬來西亞機構法人守則」，大致採取英國版本規範原則。香港證監會（Securities and Futures Commission, SFC）2016 年 3 月發布「負責任的所有權原則」（Principles of Responsible Ownership）。至於其他亞洲國家，如南韓、新加坡、印度等也紛紛跟進²。以下分別介紹英國、日本與新加坡之盡職治理守則與發展現況與特色。

² 馮震宇，國際公司治理發展趨勢—以盡職治理守則（Stewardship Code）為例，載於集保雙月刊，2017 年 10 月，頁 30。

第二節 英國

一、發展概況

「英國盡職治理守則」的起源，可回溯機構股東委員會（Institutional Shareholders Committee, ISC）於 2002 年發布的「機構股東及其代理人責任—基本原則聲明」（The Responsibility of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles）為基礎發展而來。此外，另根據 2009 年提出的「沃克檢討報告」（Walker Review）³，建議加強對金融業者之公司治理，故最終由英國財務匯報局於 2010 年 7 月完成「英國盡職治理守則」（UK Stewardship Code）制定與公布。該守則於 2012 年 9 月進行過一次修訂，和前版本相同皆針對機構法人如何強化公司治理加以規範，主要包括七項機構法人應遵守的原則和相關配套準則。

近年來除公司治理外，環境（尤其是氣候變遷）和社會因素已成投資者做出投資決策和進行管理時須考慮的重要因素。此外，盡職治理更加強調「資產所有者」和「資產管理者」如何維護金融市場的正常運作，如將系統風險降到最低。2019 年初英國開始收集公眾意見並著手修訂，2020 年版本對 2012 年版進行重大修正，新守則確立更明確的管理基準，目的係為客戶和受益人創造長期價值，並為環境、社會等帶來永續發展利益，新守則於 2020 年 1 月 1 日生效。

二、英國盡職治理守則

（一）2012 Stewardship Code

根據 2012 年「英國盡職治理守則」的內容觀察，規範重點有三：1. 明確定義資產所有者及資產管理者之責任，並定義其選擇外

³英國政府委託 David Walker 爵士針對英國金融產業的公司治理進行評論及建議，以確定次貸風暴在公司治理層面對於英國的影響。

包的管理活動，使其更明瞭簽署守則後應遵循的責任內涵；2.在集體委任的情況下，須清楚解釋如何管理利益衝突及所使用的委託書投票機構；3.鼓勵資產管理者遵循守則以支持經獨立確認的管理原則，提供客戶更大保證⁴。

2012 年版英國盡職治理守則包括七項機構法人應遵守的基本原則如下：

1. 公開揭露如何履行其盡職治理的政策（publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities）；
2. 針對利益衝突管理訂定積極政策並揭露（have a robust policy on managing conflicts of interests in relation to stewardship and disclose this policy）；
3. 監督被投資公司（monitor their investee companies）；
4. 為保障及提升股東價值，制訂清晰準則說明何時及如何強化盡職治理活動的程度（establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value）；
5. 在適當時機願與其他投資人共同行動（be willing to act collectively with other investors where appropriate）；
6. 建立明確投票政策並揭露其投票活動（have a clear policy on voting and disclosure of voting activity）；
7. 定期報告盡職治理及投票活動（report periodically on their stewardship and voting activities）。

⁴ 國際公司治理發展簡訊第 55 期，2012 年 11 月 15 日。

(二) 2020 Stewardship Code

本守則分兩大部分：第一部分是資產所有者及資產管理者原則（原則 1 至原則 12）；第二部分為服務提供者原則（原則 1 至原則 6）。第一部分又細分四點：目標及治理（原則 1 至原則 5）、投資方法（原則 6 至原則 8）、議合（原則 9 至原則 11），及履行權利及責任（原則 12）。各原則內容詳述如後：

1. 資產所有者及資產管理者之原則（Principles for asset owners and asset managers）

(1) 目標及治理（Purpose and governance）

	內涵	行動	結果
<p>原則一</p> <p>簽署者的目標、投資信念、策略及文化能使盡職治理工作為客戶及受益人創造長期利益，並為經濟、環境及社會帶來永續利益。</p>	<p>簽署者須解釋：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 組織的目標，及其文化，價值、營運模式及策略的大綱； 2. 揭露投資信念，亦即何者為投資結果的重要考量因素及理由。 	<p>為確保投資信念、策略及文化，簽署者須解釋，應採取何種行動以使盡職治理有效。</p>	<p>簽署者須揭露：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 組織目標及投資信念如何導引盡職治理、投資策略及決策；及 2. 如何有效評估投資者與受益人的最佳利益。
<p>原則二</p> <p>簽署者應說明其履行盡職治理的相關治理資源和激勵措施</p>	<p>簽署者須解釋：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 治理架構及流程，使其能進行監督和問責； 2. 其擁有的適當資源進行盡職治理活動，包括： <ol style="list-style-type: none"> (1) 選擇的組織及員工結構； (2) 員工的資歷、經驗、資格、訓練與多元性； (3) 對於系統、研究和分析方面的投資； (4) 使用服務提供者的程度及所需服務 		<p>簽署者須揭露：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 他們所選擇的治理架構和流程，在履行盡職治理方面的成效；及 2. 將來該如何改善？

資料	項目。		
	3. 績效管理或獎勵計畫如何成為勞動力整合及投資決策誘因。		
原則三 簽署者管理利益衝突 ⁵ 時，應將客戶及受益人的最佳利益置於首位	簽署者須揭露利益衝突政策，以及該政策如何適用於盡職治理。	簽署者應解釋如何辨識和管理實際或潛在利益衝突的例證。	簽署者應揭露他們如何處理實際或潛在衝突的實例。
原則四 簽署者應辨識且回應全市場風險 ⁶ 及系統風險 ⁷ ，以增進金融體系的正常運行	簽署者須解釋： <ol style="list-style-type: none"> 1. 如何適當地辨識及回應全市場及系統風險； 2. 如何與其他利害關係人⁸合作，以持續改善金融市場功能； 3. 在其參與的相關產業中所扮演的角色，並舉例說明其貢獻及有效性評估；以及 4. 如何相應地調整投資。 		為促進金融市場健全運作，在辨識及回應全市場及系統風險方面，簽署者應揭露其如何評估有效性。
原則五 簽署者應檢視其投資政策，以確保其程序流暢並評估內容有效性 ⁹	簽署者須解釋： <ol style="list-style-type: none"> 1. 為確保盡職治理有效性，如何檢視其投資政策； 2. 採取哪些內外部的保證確信？以及選擇該種方法的理由。 3. 如何確保盡職治理報告的公允性。 		簽署者應解釋其檢視的程序及內容。

orting Council, The UK Stewardship Code 2020, 本研究整理。

⁵ 利益衝突的起因可能如下：1.股權結構；2.資產所有者和資產管理者之間的業務關係；3.資產管理者和客戶間關於盡職治理政策的差異；4.董事兼任(corss-directorships)；5.債券和股權管理的不同目標；6.客戶和受益人利益彼此分歧。詳參 The UK Stewardship Code 2020 p.10，

https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final-Corrected.pdf

⁶ 市場風險 (Market-wide risks) 是指導致財務損失或影響全市場整體表現的風險，包括但不限於：利率變動、地緣政治問題、匯率等。詳參 The UK Stewardship Code 2020 p.11.

⁷ 系統性風險是指可能導致行業、金融市場或經濟崩潰的風險，包括但不限於：氣候變遷、企業或企業集團的失敗。

⁸ 利害關係人包括：投資人、發行人、服務代理機構(service providers)、政策制定者、審計公司、非營利組織、監管者、協會等。

⁹ 就 FRC 審查英國盡職治理報告經驗，原則 5 在揭露部分較弱，許多公司甚至皆未提及，一般報告側重政策揭露 (特別是投票政策)，但較佳的報告須更廣泛說明相關政策流程，包括檢視了政策的那些要素、誰參與其中、以及最後產生了哪些影響。關於確信部分，尚未看到相關報告揭露採取哪些內外部的保證確信；此外，大部分報告皆未解釋如何確保盡職治理報告的公允及平衡。The UK Stewardship Code Review of Early Reporting, Stptember 2020.p.24.

(2) 投資方式 (Investment approach)

	內涵	行動	結果
<p>原則六 簽署者應考慮客戶及受益人需求，並向其揭露管理和投資的活動成果</p>	<p>簽署者須揭露：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 投資的計畫架構，例如，該計畫是信託，職業退休金，確定給付 (defined benefit) 或確定提撥 (defined contribution) 等； 2. 計畫中成員的人數與概況，包括成員平均年齡；或客戶類別 (機構法人或散戶) 或地理分布 3. 考慮客戶或受益人需求，所認定的投資期間及理由。 	<p>簽署者應解釋：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 如何探求受益人或客戶意見及採取此種方式的原因；或 2. 盡職治理工作如何反應受益人的需求，根據適當的投資時間範圍進行投資； 3. 如何根據盡職原則及投資政策管理客戶資產； 4. 已和受益人(或客戶)溝通符合需求的盡職原則及投資活動與成果，包括提供資訊的類型，溝通頻率及方法。 	<p>簽署者須解釋：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 為了解客戶或受益人需求，如何評估選用方法的有效性； 2. 如何考量受益人(或客戶)意見，及最後所採取的行動； 3. 若有未遵循盡職治理原則及投資政策而管理客戶資產，則須說明理由。
<p>原則七 為實踐社會責任，簽署者應系統性地整合盡職治理與投資內容，包括環境、社會及治理議題 (ESG) 以及氣候變遷</p>	<p>簽署者應揭露投資時的優先考量，特別應揭露 ESG 問題對他們的重要性。</p>	<p>簽署者須解釋：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 針對基金、不同資產類別及區域性，如何整合盡職治理原則與投資； 2. 如何確保下列事項： <ol style="list-style-type: none"> (1) 投標書 (tenders) 應將盡職治理整合至投資中，包括重大 ESG 問題；及 (2) 策略設計包括盡職治理和投資計畫 	<p>簽署者應解釋經由資訊蒐集如何透過盡職治理活動使他們做出指導或退出的決策，並如何為客戶或受益人提供最佳服務。</p>

	內涵	行動	結果
		皆能符合客戶和受益人投資時間範圍的要求。	
原則八 簽署者須對帳戶管理者及/或服務提供者盡到監督義務	簽署者須解釋他們如何監督服務提供者，以確保所提供的服務能滿足需求。 例如： 1. 資產所有者監督資產管理者和投資顧問，確保按照投資策略管理資產； 2. 資產管理者監督服務機構，確保在合理範圍內依據經營政策進行投票； 3. 監督數據研究的資料提供者，確保產和服務的質量與準確性。		簽署者須解釋：服務如何被提供及滿足需求； 或 在服務提供者所提供的服務尚未滿足需求時將採取的行動。

資料來源：Financial Reporting Council，The UK Stewardship Code 2020，本研究整理。

(3) 議合 (Engagement)

	內涵	行動	結果
原則九 簽署者與發行人進行議合，以維持或提升資產價值	簽署者須解釋： 與發行人議合所設定的目標及立場； 或 1. 如何選擇議合活動的優先順位； 2. 針對議合如何訂定明智地及精準的目標； 3. 曾使用過議合的方法及程度； 4. 參考原則一(位客戶和受益人創造長期價值)及原則六(考慮客戶和受益人需求)的揭露，選擇其方法的原因； 5. 針對基金、資產類別或區域，該如何議合？ 議合的方法包括但不限於以下方式： 1. 與主席或董事會其他成員會面； 2. 與管理階層舉行會議； 3. 寫信給公司表達關注； 4. 透過公司顧問提出關鍵議題。		簽署者須描述過去12個月中正在進行或已結束的議合結果。 例如： 1. 採取何種議合方式監督公司； 2. 發行人是否採取任何行動或改變； 3. 議合結果是否影響投資決定(買或賣)；以及 4. 議合的結果如何提升投資效益。
原則十 簽署者必要時可與其他機構合作參與議合以影響發行人	簽署者須揭露合作的議合活動及原因， 例如： 1. 為促成發行人特定行為改變，與其他投資人共同合作參與議合；或 2. 與更廣泛的利害關係人共同聯盟，致力於特定主題發起。		簽署者須描述共同議合活動的結果， 例如： 1. 發行人採取的行動或任何改變；

	內涵	行動	結果
	此外，簽署者應提供例證，包括發起主題涵蓋範圍，使用方法，及扮演的角色及貢獻。		2. 議合活動結果如何影響投資決策(買或賣)；及 3. 設定的目標是否達成。
原則十一 簽署者必要時應提升盡職治理活動以影響發行人	簽署者須解釋： 1. 他們對代表其提升盡職治理活動的資產管理者所設定的期望； 或 1. 為發展明智的提升目標，是如何選擇議題並排定優先順位； 2. 為提升議合活動所選用的議題及理由，須使用例證說明之； 3. 以上提升是否因基金、資產類別或地域而有區別。		簽署者須描述提升行為的結果，例如： 1. 發行人採取的行動或任何改變； 2. 提升結果如何影響投資決策(買或賣)； 3. 設定目標是否達成； 4. 透過議合是否有任何改變。

資料來源：Financial Reporting Council，The UK Stewardship Code 2020，本研究整理。

(4) 履行權利及責任 (Exercising rights and responsibility)

	內涵	行動	結果
原則十二 簽署者須積極履行其權利及責任（在此原則下，簽署者應報告對上市股票或固定收益投資的期望，並報告在其投資的資產類別中如何行使權利和負擔責任。）	簽署者應陳述對代表自己行使權利和責任的資產管理者的期望； 或 解釋如何履行權利及責任；以及在不同基金、資產類別或地域上的做法有何不同。 此外，針對上市股票資產，簽署者須： 1. 揭露投票政策； 2. 說明可接受代理顧問建議的程度； 3. 報告客戶能夠超越內部政策	針對上市股票資產，簽署者須： 1. 揭露過去一年已投票的股票比例及原因； 2. 提供投票紀錄資訊； 3. 特別針對下列情事解釋特定或所有投票決定的理由： (1) 投票反對董事會； (2) 反對股東所提特定議案 (3) 保留表決權； (4) 投票行使與投票政策不符；	對於上市股票資產，簽署者應提供過去 12 個月中投票通過的決議實例，非僅揭露投票政策

	內涵	行動	結果
	的程度； 4. 揭露允許客戶別分在分離帳戶及合併帳戶中直接投票的政策。	4. 解釋依據服務提供者意見行使表決權的程度，及如何代表簽署者監督相關議案。 針對固定收益資產，簽署者亦應說明其處理方式： 1. 尋求對契約或條款內容的修改； 2. 主動尋求契約中應提供的相關資訊； 3. 審閱公開說明書及交易文件。	

資料來源：Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code 2020, 本研究整理。

2. 服務提供者之原則 (Principles for service providers)

2020 Stewardship Code 針對服務提供者 (service providers) 亦訂定六項原則。所謂服務提供者包括但不限於：投資顧問 (investment consultants)、投票顧問機構 (proxy advisors) 以及數據及研究提供者 (data and research providers)。服務提供者在盡職治理工作的執行上扮演重要角色，其功能包括但不限於：議合、投票建議與執行、數據及研究規定；建議，以及報告架構與標準的訂定。

	內涵	行動	結果
原則一 簽署者的目標、策略及文化將提升盡職治理有效性	簽署者須解釋組織的目標、提供的服務、及組織的文化、價值、營運模式及策略的輪廓。	簽署者須解釋採取的行動得以確保組織的策略文化可提升盡職治理的有效性	為謀求客戶最大利，簽署者須揭露有效性的評估。
原則二 簽署者的治理、勞動力、誘因與激勵政策將提升盡職治	簽署者須解釋： 1. 採用的治理架構與流程能有效監督與問責，並說明選擇方式之理由； 2. 為提升盡職治理有效性，說明服務的		簽署者須揭露： 1. 服務提供者所選用的治理架構與流程如何

	內涵	行動	結果
理有效性	品質與有效性； 3. 其擁有的適當資源進行盡職治理活動，包括： (1) 選擇的組織及員工結構； (2) 員工的資歷、經驗、資格、訓練與多元性； (3) 對於系統、研究和分析方面的投資； (5) 如何適當激勵員工提供更好服務。 4. 確保服務提供索取費用適當。		支援客戶的盡職治理工作； 2. 後續如何改善提升。
原則三 簽署者定義及管理利益衝突 ¹⁰ 時，應將客戶及受益人的最佳利益置於首位	簽署者須揭露其利益衝突政策，該政策應將客戶利益置於第一位，當客戶間產生利益衝突時，應盡量避免或減少。	簽署者須解釋當利益衝突發生時，如何加以識別和管理。	簽署者應舉例說明如何解決潛在或實際的利益衝突。
原則四 簽署者應辨識且回應回全市場風險及系統風險，以增進金融體系的正常運行	簽署者須解釋： 1. 如何適當地辨識及回應全市場及系統風險； 2. 如何與其他利害關係人合作，以持續改善金融市場功能； 3. 他們在相關產業中扮演角色。		為促進金融市場健全運作，在辨識及回應全市場及系統風險方面，簽署者應揭露其貢獻以及如何評估有效性。
原則五 簽署者支援客戶投資與盡職治理活動的整合，將ESG議題納入考量，並交流目前所進行的活動	簽署者應揭露客戶類別，例如機構或零售、地理分布等。	簽署者須解釋： 1. 提供的服務如何有效支援客戶的盡職治理活動； 2. 是否徵詢客戶意見及回饋；以及採用方式之理由。 3. 與客戶溝通的方法與頻率。	簽署者須解釋： 1. 提供服務過程中，如何考慮客戶意見及回饋； 2. 與客戶溝通選用方式的有效性，並了解客戶需求與評估。
原則六 簽署者須檢視其政策並確保流程	簽署者須解釋： 1. 為確保支援客戶盡職活動的有效性，服務提供者須檢視其政策與活		簽署者應解釋，如何從回應中持續改善盡職治理實務。

¹⁰ 利益衝突的起因可能如下：1.股權結構；2.資產所有者和資產管理者之間的業務關係；3.資產管理者和客戶間關於盡職治理政策的差異；4.董事兼任(corss-directorships)；5.債券和股權管理的不不同目標；6.客戶和受益人利益彼此分歧。詳參 The UK Stewardship Code 2020 p.10，

https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final-Corrected.pdf

	內涵	行動	結果
	動； 2. 為支援客戶盡職治理活動，服務提供者所接收內部或外部保證；以及其所選用方式之理由； 3. 服務提供者如何確保提供的盡職治理報告是公正、衡平及可理解的。		

資料來源：Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code 2020, 本研究整理。

三、發展與成效

英國盡職治理守則新版生效未達兩年，推展效果或許尚不明顯。本研究參酌安永會計師事務所（Ernst & Young Global Limited）發展的方法論及模型，評估英國前 21 大的保險業者（資產所有者）及 18 家資產管理者 2019 年的相關盡職治理活動並加以評分，參考資料包括：盡職治理報告、ESG 報告、遵循 2020 年盡職治理之聲明、投票與議合報告、責任投資（PRI）聲明等。

安永會計師事務所區分盡職治理關注領域為八大面向——環境（Environment）、治理（Governance）、社會影響（Social impact）、公司報告（Corporate Reporting）、人力資本（Human Capital）、策略與績效（Strategy and performance）、稽核與確信（Audit and assurance）及信任及商譽（Trust and reputation），各關注領域下再細分子項目，共計 25 項進行評分（參圖 2-1），評分標準從 1~5，各分數意涵如下：

- 1.0- Emergent (發展初期)：並無證據或僅有限證據顯示投資者關注內容；
- 2.0- Developing (發展中)：投資者政策明確，或清楚提供議合的證據，但並非前述二者同時具備；此外，並無或僅有限證據顯示達到的成果；

- 3.0- Progressive (進步的): 投資者政策明確並有強烈證據支持議合活動；但並無或僅有限證據顯示達到的成果；
- 4.0- Advanced (先進的): 投資者政策明確並有強烈證據支持議合活動；並展現盡職治理活動成效的細節；
- 5.0- Leading(領先的): 投資者政策明確並有強烈證據支持議合活動；並展現盡職治理活動成效的細節；且有證據顯示具潛在創新及市場領導策略。

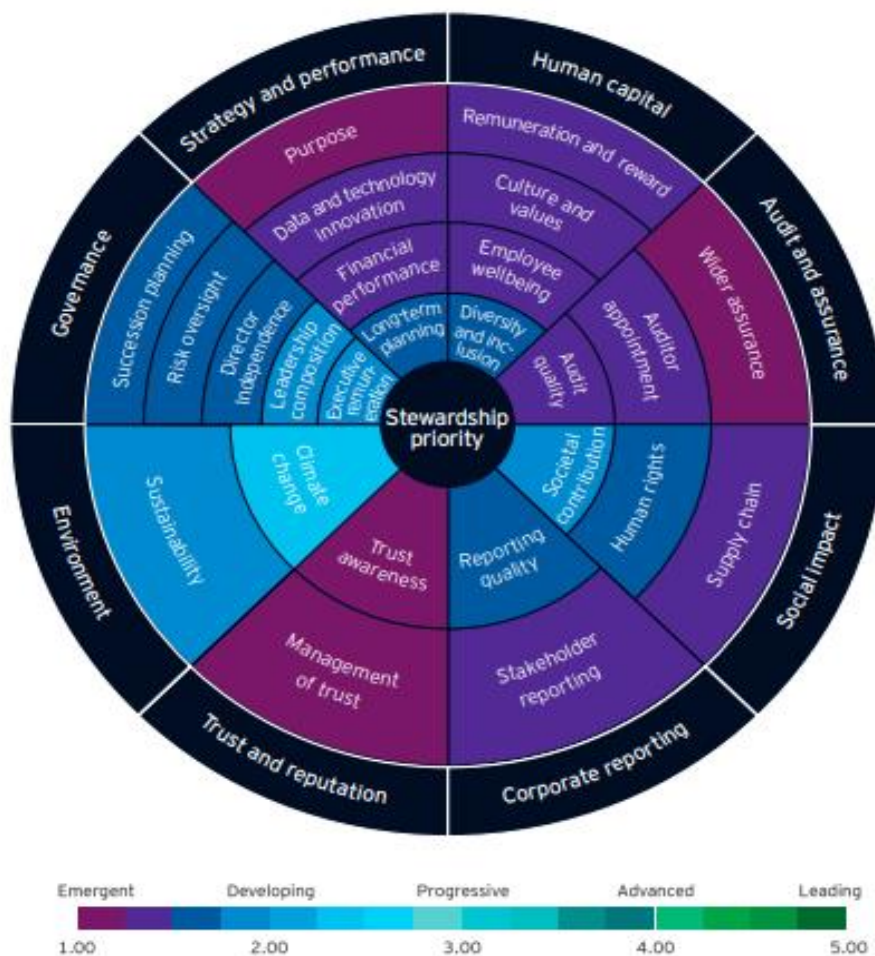


圖 2-1 Stewardship Priority Scale

資料來源：

file:///C:/Users/angel/Downloads/meeting-expectations-stewardship-report_v6%20(5).pdf

- 調查結果顯示如下表：1.盡職治理各關注領域的整體平均分數，
2.區分資產所有者及資產管理者在各領域子項目的平均分數：



盡職治理關注領域	盡職治理子項目	資產所有者子項目平均	資產管理者子項目平均	整體子項目平均	整體關注領域平均
環境	氣候變遷	2.05	3.33	2.64	2.55
	永續性	2.00	3.00	2.46	
治理	管理階層薪酬	1.10	3.22	2.08	1.77
	領導組成	1.19	3.06	2.05	
	董事獨立性	1.00	2.44	1.67	
	風險監督	1.19	2.00	1.56	
	接班計劃	1.00	2.11	1.51	
社會影響	社會貢獻	1.76	2.33	2.03	1.65
	人權	1.19	1.94	1.54	
	供應鏈	1.00	1.83	1.38	
公司報告	報告品質	1.00	2.11	1.51	1.50
	股東報告	1.05	2.00	1.49	
人力資本	多元化及包容性	1.00	2.39	1.64	1.46
	員工福利	1.05	1.94	1.46	
	文化與價值觀	1.05	1.89	1.44	
	報酬及獎勵	1.00	1.61	1.28	
策略與績效	長期計畫	1.14	2.00	1.54	1.33
	財務表現	1.05	1.83	1.41	
	資料與科技創新	1.00	1.56	1.26	
	目標	1.05	1.17	1.10	
稽核與確信	會計師任命	1.00	1.89	1.41	1.26
	稽核品質	1.00	1.67	1.31	
	廣泛確信	1.00	1.11	1.05	
信任及商譽	信任管理	1.00	1.44	1.21	1.19
	信任意識	1.00	1.39	1.18	

資料來源：

file:///C:/Users/angel/Downloads/meeting-expectations-stewardship-report_v6%20(5).pdf

安永會計師事務所根據前述調查結果有以下觀察與洞見：

(一) 資產所有者

1. 趨勢--針對盡職治理活動須有更廣泛的陳述及政策

在盡職報告內容方面，保險公司和資產管理者有明顯區別，很少保險公司能完全免除盡職治理責任，為符合 2020 年守則更高期待，已有些公司著手規畫未來計畫，以達更有效的盡職治理。

2. 針對盡職治理關注領域，我們的分析並未涵蓋保險公司如何積極與資產管理者議合的有限證據，因為即使有盡職治理政策制定，對於特定活動的採行或反對仍不明確。而其揭露的成果多為質性 (qualitative)，不利於衡量對經濟、環境與社會的利益。
3. 多數保險公司將其盡職治理責任委任第三者，不符合新守則的期待

某些保險公司承認其將盡職治理責任委任給資產管理者，儘管不多，若有應解釋如何與資產管理者互動、對資產管理者的盡職治理活動如何問責。

4. 從保險公司的評分觀察，仍有很大改進空間

從上表顯示，保險公司分數最高前三的是氣候變遷(2.05)、永續性(2.00)及社會貢獻(1.76)，但普遍都低於資產管理者；另外，信任(Trust)在保險行業扮演關鍵角色，但上表保險公司在信任及商譽部分，平均分數只有 1.00 相對低，

(二) 資產管理者

1. 資產管理者盡職治理報告品質普遍改善

與前一年盡職治理報告的分數相比，資產管理者普遍進步，議合的成果更為透明。

2. 對盡職治理責任，資產管理者展現更強的意識

資產管理者傾向提供大量的報告與見解，特別在展現與被投資公司間良好盡職治理實務，在所有盡職治理關注領域，資產管理者的分數都比資產所有者高。

3. 環境與治理議題成為資產管理者優先關注對象

資產管理者的盡職治理報告著重氣候變遷（3.33）、管理階層薪酬（3.22）、領導組成（3.06）及永續性（3.00），以上項目皆有3分以上，達到進步的水準，顯示資產管理者在以上項目的積極議合行動。

四、 案例分析

以下就英國盡職治理實務較佳之機構投資人，分析其盡職治理活動值得借鏡之處：

（一） 原則三—利益衝突管理

簽署者管理利益衝突時，應以客戶利益為優先

1. **RPMI RAILPEN**：簡要說明利益衝突產生方式，並舉例說明利益衝突種類（RPMI Railpen. UK Stewardship Code 2020 - RPMI Railpen Compliance Statement. RailPen have given FRC permission to reproduce examples from the report shared privately.）

潛在利益衝突產生方式

- 涉及盡職管理與投資活動時，受託公司期待其外部資產管理者能制定有效政策防止利益衝突。在指定與監督服務提供者部分，我們也同樣考慮到利益衝突問題。
- 在行為準則（the Code of Conduct）要求下，Railpen 員工必須揭露在任何公司或其他法律實體中的任何利益，而前述公司或實體係由受託公司所持有。
- 受託公司的投票政策適用於所有上市公司，甚至該公司雇主參加鐵路產業退休計畫亦包括在內。（The Trustee

Company's voting policies are applicable to all listed companies, including without exception those that participate as employers in railway industry pension schemes.)

資料來源：The UK Stewardship Code Review of early reporting , 2020/09, p.19.

(二) 原則七—ESG 融入投資流程

簽署者應系統性地整合盡職治理與投資內容，包括環境、社會及治理議題 (ESG) 以及氣候變遷

1. **BRUNEL PENSION PARTNERSHIP**: 解釋氣候變遷如何影響公司及基金經理人並設定目標 (Brunel Pension Partnership.2020 *Responsible Investment and Stewardship Outcome*, p16.) 內容為例¹¹

我們期待公司及基金經理人有效識別與管理因氣候變遷所引發的財務相關風險，適應並緩減該風險，我們設定以下目標：

- 針對公司自身營運及供應鏈訂定具體政策與行動方案，在轉型低碳經濟過程減少風險，並將溫度變化控制在 2 度 C 內。
- 根據近期最佳實務 (如 TCFD)，揭露氣候相關風險與行動。
- 針對未來可能面臨甚或已出現的氣候變化風險，進行評估與情境分析。

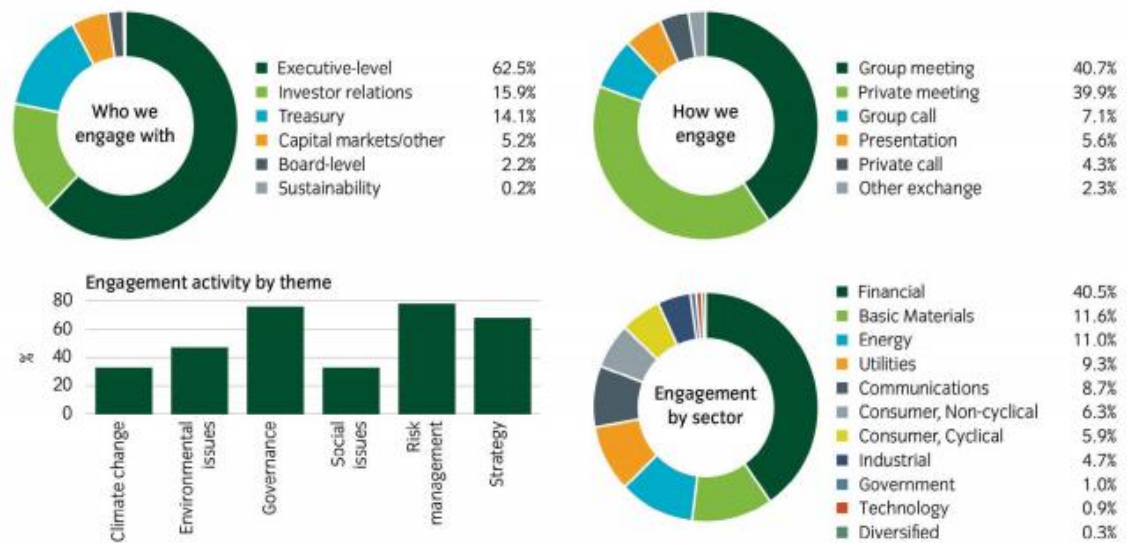
資料來源：The UK Stewardship Code Review of early reporting , 2020/09

(三) 原則九--簽署者與發行人進行議合，以維持或提升資產價值

1. **INSIGHT INVESTMENT**：有效使用圖表方式說明與被投資公司議合的情況，包括議合對象、議合方式、議合主題以

¹¹ The UK Stewardship Code Review of early reporting , 2020/09, p.30.

及議合部門等 (Insight Investment. *Responsible horizons annual report on responsible investment 2020*, p22) 。



資料來源：The UK Stewardship Code Review of early reporting , 2020/09, p.35.

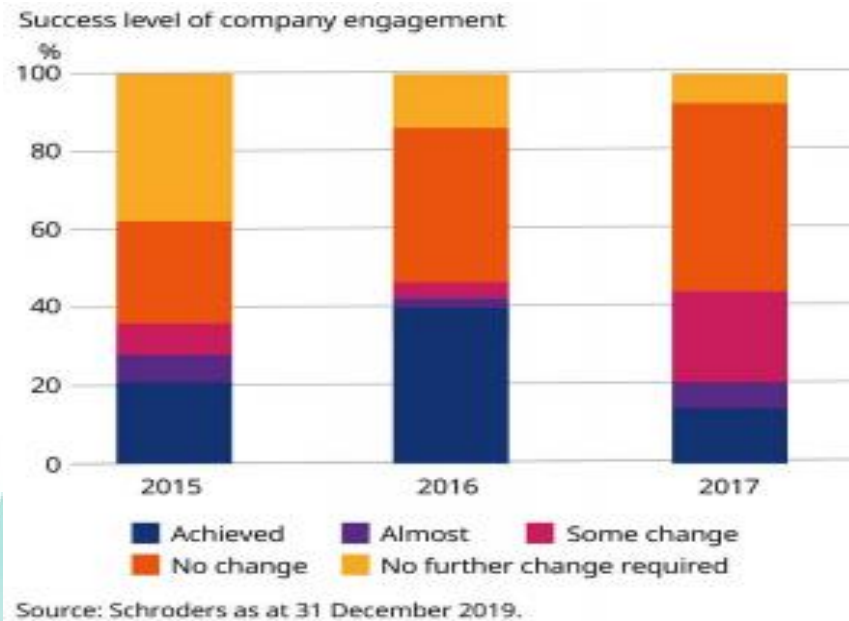
2. SCHORDERS：機構投資人清楚定義指標內涵，並以指標方式揭露與公司議合結果。(Schrodgers. *Sustainable Investment Report 2019 – Annual Report 2019*, p35)

Schorders 就 2015~2017 針對 ESG 議題與被投資公司議合的案例進行後續追蹤，追蹤結果分為五類：已達標

(Achieved); 近乎達標(Almost); 部分改善(Some change)；

未改善(No change)及無須改善(No further change required)，

結果參下圖。儘管被投資公司改善的驅動力不見得單純來自 Schrodgers 議合，但議合後的持續追蹤是非常重要的。



資料來源：The UK Stewardship Code Review of early reporting , 2020/09, p.36.

(四) 原則十一—共同議合

簽署者必要時可與其他機構合作參與議合以影響發行人

1. AVIVA INVESTORS’: 報告企業人權基準(Corporate Human Rights Benchmark, CHR B) 涵蓋有效案例的幾個特徵：清楚解釋議合方法與目標、並確認結果與下一步驟。此外，也解釋機構本身的參與及其他組織的貢獻。(Aviva Investors. *Global responsible investment annual review 2019*, p50)

企業人權基準 (CHR B)

2013年我們建立企業人權基準，希望透過市場競爭特質，激勵公司將人權議題納入組織，六年過去，此基準已廣泛被公司、政府、投資人及公民社會所接受。

CHR B 設立是基於 AVIVA 領先想法，針對農業、服飾及採礦公司的人權政策、實務與績效加以評級，我們使用此基準當作衡量工具，確認人權風險並指引人權投資策略。根據 2018 年 CHR B 結果，2019 我們針對目標公司訂定兩項目標：首先，提升對基準的認識，並設定投資人對人權的期待；

其次，影響目標公司加以改變。我們也將更新投票政策，對表現差的公司之董事會投下反對票。

與其他投資者聯盟（APG、Nordea）合作，我們共同寫信給排名前 101 的公司，除稱讚表現好的公司，亦標註表現差的部分，並邀請公司與投資人針對相關議題進行對話。在與聯盟共同合作下，我們參與了近 50 家公司，大致上都有正面回應，AVIVA Investor 直接與 13 家公司議合，從中我們接獲 10 家公司的回應，並與其中五家公司（Anglo American, ENI, General Mills, Kraft Heinz, Tesco）的投資人關係部門及永續團隊進行深入會議。

結論

議合後，ENI 宣布與 OECD 達成一項人權調查協議；Kraft Heinz 發布新的人權宣言。展望未來，根據 2019CHRB 結果，公司家數已從 101 家增至 200 家，並且涵蓋資通信產業（ICT），如 Amazon 及 Samsung，2020 年我們將持續與公司議合，並對表現差的公司投下反對票。

資料來源：The UK Stewardship Code Review of early reporting, 2020/09, p.41.

（五）原則十一——必要時簽署者應提升盡職治理活動影響發行人

1. **SCHRODERS**：倘對初步議合結果不滿意，施羅德列出後續提升公司關注的具體做法（Schroders. *Sustainable Investment Report 2019 – Annual Report 2019*, p28）

進行議合活動時，我們通常透過與分析師、投資者與 ESG 專業團隊定期會議解決相關疑慮，倘公司對我們疑慮未做出相關回應時，我們將採取進一步行動，首先會與公司管理階層舉行額外會議，增進我們了解公司立場，並讓公司知道我們的角色，此階段若仍失敗，將採取以下行動：

- 與獨立董事（nonexecutive directors）或董事長（chairman）溝通；
- 透過公司顧問或中介機構表達我們的問題；
- 針對管理階層拒絕支持或投票反對；
- 與其他機構投資人合作進行干預；

- 在股東會上提交決議；
- 要求召開臨時股東會；
- 出脫持股。

資料來源：The UK Stewardship Code Review of early reporting , 2020/09, p.43.

(六) 原則十二--簽署者須積極履行其權利及責任

簽署者應解釋如何履行權利及責任；以及在不同基金、資產類別或地域上的做法有何不同。此外，針對上市股票資產，簽署者須：1.揭露投票政策；2.說明可接受代理顧問建議的程度；3.報告客戶能夠超越內部政策的程度；4.揭露允許客戶別分在分離帳戶及合併帳戶中直接投票的政策。

1.BORDER TO COAST PENSIONS PARTNERSHIP 揭露基金

部分，對於管理階層投反對票的資訊；並提供所管理基金的規模等有用資訊。(Border to Coast Pensions Partnership.

Responsible investment and stewardship report 2019/2020, p10)



資料來源：The UK Stewardship Code Review of early reporting , 2020/09, p.51

第三節 日本

一、發展概況

「負責任之機構投資人原則」始於日本安倍內閣於 2013 年 6 月公布之「日本振興策略 (Japan Revitalization Strategy)」(即第三支箭)。該策略敘明應編纂機構投資人履行其託管責任 (例如透過對話促進公司中長期成長) 之原則，即日本版盡職治理守則。爾後，2013 年 8 月日本金融廳 (Financial Services Agency) 成立專家委員會，歷經六次開會審議及考量外界對草案之意見後，於 2014 年 2 月 26 日正式發布「負責任之機構投資人原則」(日本盡職治理守則)。

為持續改善及修訂盡職治理守則及公司治理守則，日本金融廳與東京證券交易所共同成立「關注日本盡職治理守則及日本公司治理守則的專家委員會」(the Follow-up Council of Experts concerning Japan's Stewardship Code and Japan's Corporate Governance Code, "Follow-up Council")，該委員會於 2017 年 5 月 29 日第一次修訂日本盡職治理守則，於 2020 年 3 月 24 日第二次修訂日本盡職治理守則。

日本盡職治理守則雖由日本政府所發布，但其並非法律或具法律效力的規章，日本盡職守則採原則基礎及「遵循或解釋」，若機構投資人認為守則中部分原則不適用，可選擇不遵循，但應解釋不遵循之足夠理由。依日本金融廳之統計，截至 2021 年 6 月 30 日共有 309 家機構投資人簽署日本盡職治理守則。

二、日本盡職治理守則

(一) 原始發布版本 (2014 年 2 月)

2014年2月發布之日本盡職治理守則主要參考2012年「英國盡職治理守則」制訂，亦由「原則」與「指引」構成，其包含之七項基本原則如下：

1. 機構投資人對其如何履行盡職治理責任應有明確政策並公開揭露（Institutional investors should have a clear policy on how they fulfill their stewardship responsibilities and publicly disclose it）；
2. 機構投資人對其如何管理盡職治理利益衝突應有明確政策並公開揭露（Institutional investors should have a clear policy on how they manage conflicts of interest in fulfilling their stewardship responsibilities and publicly disclose it）；
3. 機構投資人應監督被投資公司，以使被投資公司永續成長為導向適當地履行盡職治理責任（Institutional investors should monitor investee companies so that they can appropriately fulfill their stewardship responsibilities with an orientation towards the sustainable growth of the companies）；
4. 機構投資人應尋求與被投資公司共同取得瞭解，並透過與被投資公司建設性的議合解決問題（Institutional investors should seek to arrive at an understanding in common with investee companies and work to solve problems through constructive engagement with investee companies）；
5. 機構投資人應有明確之投票政策並揭露投票活動。投票政策不應由制式化的清單所組成；其應設計為有助於被投資公司永續成長（Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. The policy on voting should not be comprised only of a mechanical checklist; it

should be designed to contribute to the sustainable growth of investee companies) ;

6. 機構投資人原則上應定期向其客戶及受益人報告其如何履行盡職治理責任，包含投票責任 (Institutional investors in principle should report periodically on how they fulfill their stewardship responsibilities including their voting responsibilities, to their clients and beneficiaries) ;
7. 為對被投資公司之永續成長有正面貢獻，機構投資人應基於對被投資公司及其環境與永續考量之深度理解，且在與投資管理策略一致下，發展與被投資公司適當議合及對履行盡職治理活動作適當判斷所需之技能與資源 (To contribute positively to the sustainable growth of investee companies, institutional investors should have in depth knowledge of the investee companies and their business environment and skills and resources needed to appropriately engage with the companies and make proper judgments in fulfilling their stewardship activities) 。

(二) 第一次修訂版本 (2017 年 5 月)

第一次修訂並未更動原始發布之七項原則，而是新增九項指引並修正七項指引。主要修訂內容包括：

1. 強化資產擁有人之有效監督：例如規範資產擁有人於選擇資產管理人時應明定執行盡職治理活動時所要求之原則 (包括投票權之行使)，以確保有效之盡職治理活動¹²；資產擁有人應監督其資產管理人執行盡職治理活動時是否與資產擁有人之政策一致，且應強調資產管理人與被投資公

¹² 指引 1-4。

司間對話之「品質」，不得機械式地檢查開會次數及期間¹³等。

2. 強化資產管理人之治理及利益衝突管理：資產管理人應建立治理結構，例如就投票之決策制定或監督所設置之獨立董事或第三方委員會，以確保客戶之利益並防止利益衝突¹⁴。
3. 加強投票紀錄之揭露：規範機構投資人應就每一被投資公司按個別議案揭露投票紀錄，並鼓勵機構投資人宜明確說明投贊成或反對的理由¹⁵。
4. 規範資產管理人須進行自我評估：資產管理人應定期就其履行各原則、指引之狀態進行自我評估，並揭露對其治理結構、利益衝突管理及盡職活動之持續改善結果。

(三) 第二次修訂版本（2020年3月）

第二次修訂新增一項原則（原則8），修正原則7，並新增1項指引及修正12項指引。主要修訂內容包括：

1. 對服務提供者制訂新原則及指引：服務提供者（包含投票代理機構及退休基金顧問公司等）應針對如何有效管理利益衝突制訂明確政策、建立管理利益衝突之結構並揭露相關措施；服務提供者應發展適當及足夠之人力及管理資源以提供資產管理人基於正確資訊的投票建議；服務提供者於提供投票建議時，必要時應與公司交換意見¹⁶。

¹³ 指引 1-5。

¹⁴ 指引 2-3。

¹⁵ 指引 5-3。

¹⁶ 指引 8-1 至 8-3。

2. 機構投資人應將永續議題（包含 ESG 要素）納入考量：機構投資人應於其盡職治理政策中明定如何將永續議題納入考量，且與其投資管理策略一致¹⁷。
3. 盡職治理守則的適用範圍包含非權益之其他資產類別：盡職治理守則除了適用於機構投資人投資於日本上市公司股票外，亦適用於其他資產類別¹⁸。

日本盡職治理守則第二次修訂版本（目前最新版本）之八項原則及相應指引彙整如下：

原則 1	機構投資人對其如何履行盡職治理責任應有明確政策並公開揭露
指引 1-1	機構投資人應基於對被投資公司及其經營環境之足夠瞭解，以及基於對永續性（中長期永續性包含 ESG 要素）之考量，在與投資管理策略一致下，致力於透過有建設性之議合或目的性之對話，以改善並促進被投資公司之企業價值及永續成長，為其客戶及受益人增加被投資公司之中長期投資報酬。
指引 1-2	機構投資人對如何履行盡職治理責任應有明確政策（以下簡稱盡職治理政策）並公開揭露之。盡職治理政策應基於機構投資人於投資鏈為客戶及受益人向被投資公司進行投資之角色，涵蓋其如何定義盡職治理責任及如何履行該責任。 機構投資人應明定如何將永續議題納入盡職治理政策之考量，且與投資管理政策一致。
指引 1-3	資產擁有人在與規模及能力一致下，應鼓勵資產管理人在考量其觀點之同時，參與有效之盡職治理活動以確保受益人之利益。當資產擁有人直接管理基金及行使其投票權時，在與規模及能力一致下，應參與盡職治理活動，例如與被投資公司進行對話。
指引 1-4	資產擁有人於選擇或發行授權書予資產管理人時，在與規模及能力一致下，應明定執行盡職治理活動時所要求之議題及原則（包含投票權之行使），以確保有效之盡職治理活動。尤其是大型資產擁有人應積極考量及明定前述議題及原則，並謹記其定位及於投資鏈所處角色，而非未經驗證即機械式地認同資產管理人之政策。
指引 1-5	資產擁有人在與規模及能力一致下，應監督其資產管理人執行盡職治理活動時是否與資產擁有人之政策一致，例如進行資產管理人自我評估。資產擁有人於執行該等監督時，應強調盡職治理活動（例如資

¹⁷ 指引 1-2。

¹⁸ 前言 10。

	產管理人與被投資公司間對話等)之「品質」,而非機械式地檢查開會次數、開會期間及代理投票所投「贊成」或「反對」的比率等。
重點摘述：	
<ol style="list-style-type: none"> 1. 機構投資人應基於對被投資公司之足夠瞭解及永續性要素,制定並公開揭露盡職治理政策。 2. 資產擁有人應明定執行盡職治理活動時所要求之議題及原則,並監督其資產管理人執行盡職治理活動時是否與資產擁有人之政策一致。 	

原則 2	機構投資人對其如何管理盡職治理利益衝突應有明確政策並公開揭露
指引 2-1	機構投資人執行盡職治理活動不可避免地面臨利益衝突時(例如當投票事項同時影響機構投資人所屬集團及客戶或受益人時),應優先考慮其客戶及受益人之利益。機構投資人適當管理利益衝突相當重要。
指引 2-2	機構投資人針對如何有效管理可能利益衝突之主要種類,應落實並公開揭露。 尤其是,資產管理人應明定可能導致重大影響行使投票權之利益衝突之情況,與被投資公司對話,並訂定及揭露有效消除該等利益衝突影響之措施(包括避免該等衝突)之政策,以確保客戶及受益人之利益。
指引 2-3	資產管理人應建立並揭露治理結構(例如就投票之決策制定或監督所設置之獨立董事或第三方委員會),以確保客戶及受益人之利益,並防止利益衝突。
指引 2-4	資產管理人之管理階層應體認到,其於強化資產管理人之公司治理及管理利益衝突上扮演重要角色且負有重大責任,對該等議題應實際行動。
重點摘述：	
<ol style="list-style-type: none"> 1. 機構投資人應優先考慮其客戶及受益人之利益,落實並公開揭露其如何有效管理利益衝突之政策。 2. 資產管理人應建立並揭露治理結構,以確保客戶及受益人之利益,並防止利益衝突。 	

原則 3	機構投資人應監督被投資公司,以使被投資公司永續成長為導向,適當地履行盡職治理責任
指引 3-1	機構投資人應適當監督被投資公司,以使旨在提升被投資公司中長期企業價值與資本效率,並支持其永續成長下,履行盡職治理責任。
指引 3-2	機構投資人應持續監督被投資公司,並於適當時覆核監督之有效性。
指引 3-3	機構投資人監督被投資公司時,可能須考量各種因素(包括非財務因

	<p>素)，例如被投資公司之公司治理、策略、績效、資本結構、企業風險及機會（包含社會與環境事項產生的風險與機會），以及被投資公司如何因應等。該等因素的攸關性可能取決於每一機構投資人的投資策略，且可能依特定被投資公司而有所差異。機構投資人需基於其盡職治理責任，運用其專業判斷選擇著重之因素。機構投資人應致力於在較早階段即辨認出可能導致被投資公司價值蒙受重大損失之議題。</p>
<p>重點摘述：</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 機構投資人應適當監督被投資公司，以提升被投資公司中長期企業價值與資本效率並支持其永續成長為目標，履行盡職治理責任。 2. 機構投資人監督被投資公司時可能考量之因素包括被投資公司之公司治理、策略、績效、資本結構、企業風險及機會（包含社會與環境事項產生的風險與機會），以及被投資公司如何因應等。

<p>原則 4</p>	<p>機構投資人應尋求與被投資公司共同取得瞭解，並透過與被投資公司建設性的議合解決問題</p>
<p>指引 4-1</p>	<p>機構投資人應透過與被投資公司建設性的對話，旨在提升被投資公司中長期企業價值與資本效率，並促進其永續成長下，致力於與被投資公司共同取得瞭解。若透過監督及與被投資公司對話而辨認出企業價值可能損失之風險，機構投資人應要求被投資公司進一步說明，致力於取得對公司更深入的瞭解以解決問題。</p>
<p>指引 4-2</p>	<p>當機構投資人與被投資公司針對永續議題進行議合時，應自覺地以對話方式進行議合，且與其投資管理策略一致並使被投資公司中長期價值提升及永續成長。</p>
<p>指引 4-3</p>	<p>由於消極式管理提供出售被投資公司股份的有限選擇，而需促進被投資公司中長期價值的提升，機構投資人應積極進行議和並以中長期之觀點進行投票。</p>
<p>指引 4-4</p>	<p>機構投資人對於在各種可能情況下如何與被投資公司對話，應預先訂有明確政策。</p>
<p>指引 4-5</p>	<p>機構投資人除了與被投資公司獨立地議合以外，必要時機構投資人宜與其他機構投資人共同合作（共同議合）。</p>
<p>指引 4-6</p>	<p>原則上，機構投資人可基於公開資訊與被投資公司進行良好的建設性對話，而無須取得未公開資訊。「G20/OECD 公司治理原則」及東京股票交易所「日本公司治理守則」制定股東平等原則，該原則適用於處理未公開資訊。與被投資公司對話之機構投資人應認知到，被投資公司被預期遵守該等原則且於取得未公開資訊時應保持謹慎。</p>
<p>重點摘述：</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 機構投資人應透過與被投資公司建設性的對話，旨在提升被投資公司中長期企業價值與資本效率，並促進其永續成長下，致力於與被投資公司共同取得瞭解。

2. 機構投資人對於在各種可能情況下如何與被投資公司對話，應預先訂有明確政策。

原則 5	機構投資人應有明確之投票政策並揭露投票活動。投票政策不應由制式化的清單所組成；其應設計為有助於被投資公司永續成長
指引 5-1	機構投資人應尋求對所持有之全部股份進行投票。機構投資人應基於監督被投資公司及與其對話之結果，決定投票。
指引 5-2	機構投資人應有明確之投票政策並公開揭露之。機構投資人應試圖盡可能表達清楚投票政策。該等政策不應僅由制式化的清單所組成；其應設計為有助於被投資公司永續成長。
指引 5-3	<p>機構投資人至少應將投票紀錄彙整為各主要類型之議案，並公開揭露之。</p> <p>此外，為強化機構投資人投票活動與盡職治理政策一致性的能見度，機構投資人應針對個別被投資公司揭露個別議案之投票紀錄。如有合理理由認為因特定情況導致依個別議案揭露個別被投資公司之投票紀錄不適當者，應主動說明理由。</p> <p>機構投資人揭露投票紀錄時，宜明確說明投「贊成」或「反對」的理由。尤其是機構投資人應揭露其投「贊成」或「反對」的原則，其對於與被投資公司有建設性地對話之立場而言被視為重要，包含有利益衝突或基於機構投資人投票政策而需說明者。。</p>
指引 5-4	當機構投資人使用代理機構服務時，基於對投票建議過程之了解（包括投票諮詢機構之人力與營運資源）使用該等服務相當重要。機構投資人不應機械式地依照投票諮詢機構的建議行使投票，而應基於監督被投資公司及與其對話之結果，運用其自身之專業判斷，行使投票權。揭露投票活動時，使用代理機構服務之機構投資人應公開揭露投票諮詢機構之名稱及其作出投票判斷時如何運用該服務。
<p>重點摘述：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 機構投資人應有明確之投票政策並公開揭露之。 2. 機構投資人至少應將投票紀錄彙整為各主要類型之議案並公開揭露，機構投資人揭露投票紀錄時，宜明確說明投「贊成」或「反對」的理由，尤其是揭露其投「贊成」或「反對」的原則。 	

原則 6	機構投資人原則上應定期向其客戶及受益人報告其如何履行盡職治理責任，包含投票責任
指引 6-1	資產管理人原則上應定期向其直接客戶報告其如何透過盡職治理活動履行盡職治理責任。
指引 6-2	資產擁有人原則上應至少每年向其受益人報告一次盡職治理政策及

	如何實施該政策。
指引 6-3	向客戶及受益人報告時，機構投資人應基於收受者之同意及考量其便利性、相關成本，選擇報告之格式及內容，且應旨在表達有效及有效率之報告。
指引 6-4	機構投資人應維護盡職治理活動之清楚紀錄，包括投票活動，以履行盡職治理責任。
<p>重點摘述：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 資產管理人原則上應定期向其客戶及受益人報告其如何履行盡職治理責任。 2. 機構投資人應維護盡職治理活動之清楚紀錄，包括投票活動，以履行盡職治理責任。 	

原則 7	為對被投資公司之永續成長有正面貢獻，機構投資人應基於對被投資公司及其環境與永續考量之深度理解，且在與投資管理策略一致下，發展與被投資公司適當議合及對履行盡職治理活動作適當判斷所需之技能與資源
指引 7-1	為使與被投資公司之對話有建設性且有益於被投資公司之永續成長，機構投資人應基於對被投資公司及其環境與永續考量之深度理解，且在與投資管理策略一致下，發展與被投資公司適當議合及對履行盡職治理活動作適當判斷所需之技能及資源。 機構投資人對於適當議合及作適當判斷，應有必要之內部結構
指引 7-2	尤其是，機構投資人之管理階層應有適當之能力及經驗以有效履行盡職治理責任，且應獨立於集團關係人。 機構投資人之管理階層亦應認知到，其所處重要角色及負有執行盡職治理活動（例如強化與被投資公司對話）之責任，建置治理結構及發展人力資源，並對該等議題採取行動。
指引 7-3	與其他投資者交換意見及舉辦論壇可能有助於機構投資人與被投資公司間更佳之議合，並作出更好之判斷。
指引 7-4	機構投資人應透過於適當的時機檢視其實施各原則(包括指引)的情形，基於本守則及其盡職治理活動之品質，致力於改善其政策。 尤其是，資產管理人應就其實施各原則(包括指引)的情形，定期進行自我評估，揭露持續改善治理結構、利益衝突管理及盡職治理活動等結果，且與盡職治理活動(包括與被投資公司對話)之結果一併揭露。 資產管理人應認知到，此與投資管理策略一致，且導致被投資公司中長期價值增加及永續成長。
<p>重點摘述：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 機構投資人應基於對被投資公司及其環境與永續考量之深度理解，且在與投資管理策略一致下，發展與被投資公司適當議合及對履行盡職治理活動作適當判斷所需之技能及資源。 	

2. 資產管理人應就其實施各原則(包括指引)的情形，定期進行自我評估，揭露持續改善治理結構、利益衝突管理及盡職治理活動等結果。

原則 8	服務提供者應藉由適當提供機構投資人履行盡職治理責任之服務，致力於對強化整體投資鏈之效能有貢獻
指引 8-1	機構投資人之服務提供者（包含投票代理機構及退休基金顧問公司）應辨認可能導致利益衝突之特定情況，針對如何有效管理該等利益衝突制定明確政策、建立管理利益衝突之結構並揭露相關措施。
指引 8-2	投票代理機構應發展適當及足夠之人力及營運資源（包括於日本設立辦事處）以提供資產管理人基於對特定被投資公司正確資訊之投票建議。投票代理機構亦應揭露作出投票建議之過程，包括確保資訊透明度之前述措施。
指引 8-3	投票代理機構於提供投票建議時，應基於被投資公司之揭露，必要時應主動與被投資公司交換意見。 基於投票代理機構之建議向被投資公司請求相關資訊，被視為有助於確保其所作建議之基礎之資訊為正確，並提供機會確認該等資訊是否正確，因而提供客戶其建議。
重點摘述：	
<ol style="list-style-type: none"> 1. 服務提供者應辨認可能導致利益衝突之特定情況、制定明確之利益衝突政策、建立管理利益衝突之結構並揭露相關措施。 2. 投票代理機構應發展適當及足夠之人力及營運資源以提供投票建議。 	

三、發展趨勢與特色

（一）政府力量推動，簽署情形熱烈且逐年上升

日本為亞洲地區第一個制定機構投資人盡職治理守則的國家，有鑑於該守則是安倍政府經濟改革的一環，並由日本金融廳主導推動，幾乎所有的機構投資人都在短期內紛紛響應¹⁹，截至 2021 年 6 月 30 日簽署日本盡職治理守則的機構投資人高達 309 家，包含投信公司 199 家，退休基金 68 家，保險公司 24 家，信託銀行 6 家，其他機構投資人（例如服務提供者）共 12 家。

¹⁹ 「國際公司治理發展新趨勢—以盡職治理守則（Stewardship Code）為例」，馮震宇，TCDD

亞洲公司治理協會(ACGA)發布的評鑑報告「CG Watch 2018」亦提及，日本在亞太地區 12 個國家中「投資人」構面排名第 2，主要可歸功於日本金融廳於 2014 年發布盡職治理守則且積極鼓勵機構投資人簽署。值得注意的是，簽署名單中不乏出現非金融機構的退休基金，例如松下電器 (Panasonic)、SECOM 等，亦有投票代理機構，例如 Glass Lewis、ISS 等。

(二) 發布指引作為盡職治理守則的補充文件

日本金融廳於 2018 年 6 月發布指引「Guidelines for Investor and Company Engagement」作為日本盡職治理守則與公司治理守則的補充文件，該指引提供機構投資者與被投資公司於議合時可著重的議題項目，包含管理階層因應企業環境變化之決策、投資決策與財務管理政策、執行長委任/解任與董事會職責，以及其他特定挑戰（例如以視訊方式召開股東會時是否採取適當措施確保股東的權益及確保會議進行過程透明且公平等）。該指引後續於 2021 年 6 月配合日本公司治理守則之修訂，進行第一次修訂。

「CG Watch 2020」特別提及該指引使日本的公司治理守則與盡職治理守則兩者間產生更緊密的連結，所提出之議題相當切合日本在公司治理所遇到的現時挑戰。我國現階段在議合方面之發展仍有待改善，也許此舉值得作為我國未來借鏡及學習之處，主管機關可發展符合我國國情之議合議題指引，供機構投資人參考。

(三) 逐公司逐議案詳細揭露投票紀錄

日本盡職治理守則雖然主要參考 2012 年版英國盡職治理守則制訂，但也發展出具日本特色之指引。指引 5-3 除了規範機構投資人至少應將投票紀錄彙整為各主要類型之議案並公開揭露外，亦要

求須針對個別被投資公司揭露個別議案（逐公司逐案揭露）投票紀錄，除非特定情況顯示此舉不適當。

放眼英國、新加坡、台灣等國家的盡職治理守則，日本在投票紀錄的揭露規範上可說最為詳細且嚴格，根據守則的指引說明，該規範預期有效解決機構投資人機械式地投贊成而未實際考量被投資公司最終價值的作為。詳細的投票結果及說明有助於資產管理人強化其盡職治理活動的透明度，且有助於消除其未採取適當行動管理利益衝突的疑慮²⁰。證交所「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」亦將逐公司逐案揭露投票紀錄並逐案說明反對票原因列為評分標準，可見此為未來機構投資人的努力方向之一。

（四）資產管理人針對各項原則揭露自我評估情形

具日本特色之指引還有指引 7-4，該指引規範資產管理人應定期就其履行各原則、指引之狀態進行自我評估，揭露對其治理結構、利益衝突管理及盡職活動之持續改善結果，且將該等結果與其盡職治理活動（包括與公司之對話）結果一併揭露。資產管理人應認知到此與其投資管理策略一致，且導致公司價值中長期增加及公司永續成長。

現行其他國家的盡職治理守則大多規範定期向客戶或受益人揭露履行盡職治理之情形，而未規範須針對各項原則進行自我評估；指引 7-4 的規範預期可激勵資產管理人更重視未來在盡職治理活動上是否可持續改善，且透過持續檢討，預期對盡職治理責任之履行能有更佳的助益。

（五）守則成效—改變機構投資人投票行為及對 ESG 的重視層面

²⁰ 指引 5-3 註 23。

有學術研究²¹指出，過去日本的金融機構在扮演股東的角色上較為消極，投票時通常選擇與被投資公司管理階層立場一致或選擇不行使投票權。有鑑於日本盡職治理守則的原則 5 規範機構投資人透過行使投票權履行盡職治理，因此該研究透過統計 2010 年至 2016 年的股東會結果，探討 2014 年發布日本盡職治理守則後對股東投票決策是否產生影響。研究結果顯示，守則之發布改變了機構投資人的投票行為—在被投資公司獲利低於同業平均時，機構投資人傾向投票反對最高階管理階層的選任案。

另一方面，日本盡職治理守則的成效還可參考日本政府退休投資基金（Government Pension Investment Fund，簡稱 GPIF）每年的調查報告。GPIF 為全球規模最大的退休基金，有鑑於其不得直接投資被投資公司之特性，其透過監督所委託的資產管理公司執行投票或議合等工作履行盡職治理責任；為達到有效監督，GPIF 每年調查被投資公司如何看待資產管理公司在盡職治理方面所作的努力，根據 GPIF 針對 2021 年 1 月至 3 月所發布的第六次調查報告（守則第二次修訂後約一年）：

1. 50%的被投資公司認為機構投資人於投資人會議的態度較去年更令人滿意；
2. 78.1%的被投資公司認為 Covid-19 疫情期間與機構投資人間的對話有所改變，尤其是 ESG 中的 S（例如健康、安全及員工工作型態）較以往更受到重視；
3. 被投資公司對於 ESG 重視的層面更廣—除了「公司治理」維持為最重視的議題以外，重視程度提升最高的前三名為「氣候變遷」、「健康與安全」及「環境機會」。

²¹ 「The Impact of Japan's Stewardship Code on Shareholder Voting」，Yasutomo Tsukioka

此外，有鑑於盡職治理守則旨在增加被投資公司之中長期（medium- to long-term）投資報酬，該報告亦針對被投資公司對長期（long-term）願景的認知進行調查，結果顯示超過半數的被投資公司的認知為 10 年以上；該調查亦顯示有 61% 的被投資公司認為機構投資人較以往更有效使用被投資公司所發布的整合性報告（Integrated Report）。

四、 案例分析

以下就日本盡職治理實務較佳之機構投資人，分析其盡職治理活動值得借鏡之處：

（一）資產管理人之自我評估

Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation(三菱日聯信託銀行)

針對原則 1 的自我評估如下：

原則 1	機構投資人對其如何履行盡職治理責任應有明確政策並公開揭露。
政策	本公司建立盡職治理專責制度，並依據該制度執行盡職治理活動。
作為	<ul style="list-style-type: none"> ● 依據修訂後之盡職治理守則更新本公司政策 ● 修訂行使投票權之指引 ● 修訂責任投資政策 ● 改善辨認重大 ESG 議題之流程
自我評估	有鑑於 2020 年 3 月日本第二次修訂盡職治理守則，本公司於同年 5 月更新政策，闡明本公司議合及投資國內公司債之政策及國外股票投票結果之揭露。有關永續議題方面，本公司修訂責任投資政策以包含所有資產之 ESG 要素。本公司將持續致力於增加公司價值及增加中長期投資報酬。

Sumitomo Mitsui Trust Asset Management（三井住友資產管理）針對原則 3 及原則 4 的自我評估如下：

原則 3	機構投資人應監督被投資公司，以使被投資公司永續成長為導向適
------	-------------------------------

原則 4	當地履行盡職治理責任（對被投資公司之精確了解）。 機構投資人應尋求與被投資公司達成共識，並透過與被投資公司建設性的議合解決問題（與被投資公司對話）。
作為	<ul style="list-style-type: none"> ● 本公司透過由上而下（Top-down）的作法提升議合。 ● 本公司主要藉由深度分析議合公司進一步增加公司價值，且議合公司數量亦增加。 ● 本公司於網頁發布「因應新型冠狀病毒行使投票權及盡職治理活動之政策」。
自我評估	<ul style="list-style-type: none"> ● 本公司著重於議合氣候變遷之議題，以支持公司治理改革及加強資訊揭露。 ● 議合公司數量達 800 家。公司所採取與本公司表達意見一致之行動也在增加中。 ● 新型冠狀病毒之疫情可能導致公司經營方式重大改變，本公司實施因應疫情之計畫。

（二）議合案例

1. 個別議合

三井住友於其盡職治理報告中以表格的方式清楚揭露個案於議合過程中，三井住友的觀點、建議、被投資公司的回應及行動，以及三井住友對議合結果的評估與未來政策，整體呈現一目了然。

個案 2—B 公司 (電子業)	<ul style="list-style-type: none"> ● 加強 ESG 資訊揭露 ● 強化董事會獨立性及女性董事比例
三井住友觀點	
三井住友認為，為確保被投資公司未來永續成長，於管理過程中納入 ESG 考量日趨重要。	
三井住友建議	
儘管 B 公司對溫室氣體排放量已揭露至範疇三，惟未明確敘明其溫室氣體減量目標，建議應設定中長	B 公司的獨立董事共有 3 位，比例未達 1/3 且無女性董事及會計師，女性管理階層的比例也較低。建議

期溫室氣體減量目標。	應立即強化董事會的獨立性及多元化，並擴大女管理階層的人數。
B 公司回應	
中期環境目標尚在討論中，未來將增聘內部員工以因應 ESG 議題並致力於強化相關揭露內容。	將於下次股東會增聘獨立董事，並將公正遴選女性內部稽核。
B 公司行動	
B 公司於 2020 年 6 月的股東會遴選一位女性獨立董事。獨立董事比例超過 1/3。	
三井住友評估/未來政策	
本公司將持續鼓勵 B 公司設定增加女性管理階層的比例。此外，B 公司因應氣候變遷的計畫已延遲，本公司將鼓勵 B 公司盡早設立中長期目標並依 TCFD 揭露。	

2. 共同議合

Asset Management One (AMO) 為瑞穗金控的子公司，亞洲最大的資產管理公司之一，AMO 於 2020/2021 年盡職治理報告中以個案方式說明其與 Climate Action100+ (氣候行動 100+) 的共同議合過程，以下節錄其於 2020 年所參加與氣候行動 100+ 及鴻海的議合過程。

AMO 除了積極與氣候行動 100+ 的投資者討論外，AMO 於 2020 年 5 月及 11 月上旬更參與氣候行動 100+ 與鴻海的對話，該對話主要係尋求減少碳排放的具體計畫、設定相關目標及強化氣候相關揭露。AMO 樂見在與氣候行動 100+ 的議合後，鴻海宣布其與《巴黎氣候協定》目標一致且將於 2050 年之前致力於溫室氣體淨零排放目標的政策，鴻海也承諾進一步改善氣候變遷相關治理情形，並依氣候相關財務揭露建議 (TCFD) 規定報導。

鴻海於 2020 年 11 月 5 日所發布的「鴻海氣候行動 100+ 淨零排放目標與承諾」內容如下：

1. 遵守鴻海集團廠區當地政府的碳排放政策。
2. 鴻海集團價值鏈的溫室氣體排放與《巴黎氣候協定》目標保持一致並於 2050 年之前實現溫室氣體淨零排放目標。
3. 回應氣候行動 100+指導委員會提出的三大目標並採取行動：
 - (1) 強化氣候變遷治理；
 - (2) 針對鴻海集團價值鏈的溫室氣體排放採取行動；
 - (3) 依照氣候相關財務揭露建議(TCFD) 進行資訊披露。

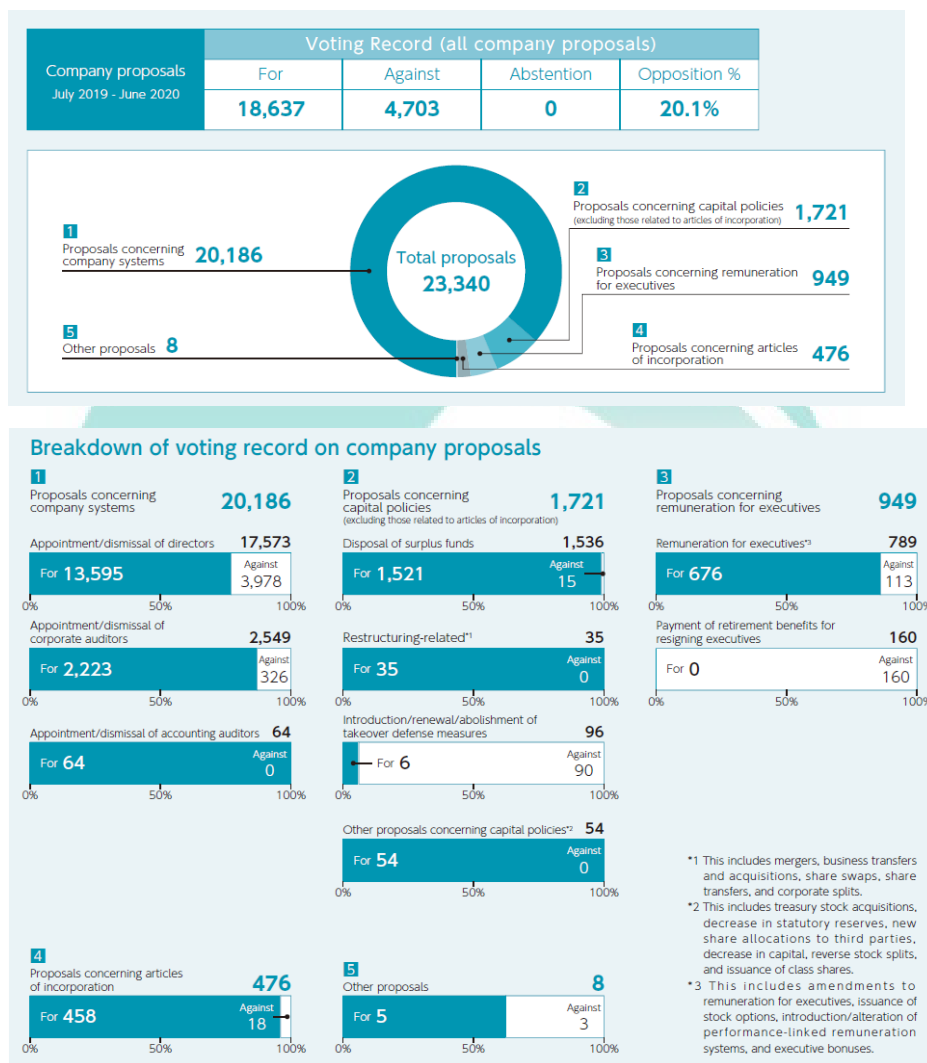
(三) 投票權之行使

三井住友於其盡職治理報告中充分揭露其對投票權之行使情形，包括將其行使投票權之投票紀錄分為「日本上市公司」與「國外上市公司」兩大類別，並依議案所處層級分為「公司議案」與「股東議案」，指引 5-3 規範機構投資人至少應將投票紀錄彙整為各主要類型之議案並公開揭露，三井住友將投票紀錄議案彙整為五項主要類型：

1. 與公司制度有關之議案：包括聘任或解任董事、聘任或解任簽證會計師等。
2. 與資本政策有關之議案：包括分配公司盈餘、收購與處分股權等與公司股權結構有關者、買回庫藏股、減資等。
3. 與高階管理人薪酬有關之議案：決定高階管理人紅利與薪酬、發行股票選擇權、支付退休福利等。
4. 與公司章程有關之議案：修改公司章程等。
5. 其他議案。

三井住友於盡職治理報告中揭露 2019 年 7 月至 2020 年 6 月投贊成、反對、棄權的議案數量及反對率，亦以圖表的方式清楚揭露五項

主要類型的議案數量，再針對各主要類型揭露各細項贊成與反對的數量，請詳下表。



(資料來源：三井住友 2020/2021 盡職治理報告)

指引 5-3 規範機構投資人應就每一被投資公司按個別議案揭露投票紀錄，三井住友於其網頁定期發布其就每一被投資公司按個別議案行使投票權之投票紀錄 (Results of Exercise of Proxy Voting Records at general meetings)，每三個月發布一次，格式如下：

公司代號	公司名稱	年度/臨時/特定會議	會議日期	公司議案/股東議案	贊成/反對	議案	主要理由/備註
XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX

由三井住友所揭露之個別議案投票紀錄可看出其對每一被投資公司的個別議案投贊成、反對或棄票之情形及其主要理由，預期有助於協助閱讀者充分了解三井住友投票權之行使情形。

因應指引 5-3 於 2020 年修訂版本所規範機構投資人應揭露基於與被投資公司積極對話之立場，其對重要議案(包括有利益衝突而須說明者)投贊成或反對的方針及理由，三井住友於盡職治理報告中額外揭露需進一步說明投票政策之議案如下：(節錄)

被投資公司：9301 Mitsubishi Logistics		
議案	投票紀錄	背景/理由
聘任董事	贊成	<ul style="list-style-type: none"> ● 董事會由 14 位董事所組成，包含三位獨立董事。 ● 所有三位獨立董事來自 Mitsubishi 集團，基於公司治理之有效性，董事會應涵蓋多元屬性的成員。 ● 基於前述情形，本公司針對此議案投「贊成」。

由此揭露得知三井住友基於與被投資公司 Mitsubishi Logistics 積極對話之立場，對重要議案投贊成或反對的方針及理由。



第四節 新加坡

一、發展概況

新加坡由智庫 Stewardship Asia Centre (SAC) 主導，編訂機構投資人盡職治理原則 (Singapore Stewardship Principles, SSP)，共計七條指導原則，已受到新加坡金融管理局(MAS)與新加坡交易所(SGX)的支持。

二、新加坡「盡職治理領導力 (Steward Leadership)」

新加坡盡職治理守則制訂機構 (SAC) 執行長 Rajeev Peshawaria 曾從字義探討不同時代下盡職治理觀念的演進；若端看字典對盡職治理的定義，其解釋大多著重於代為管理資本，例如 Merriam-Webster 對 Stewardship 的解釋為「謹慎負責地管理所被託付之物²²」，若在投資方面則可解讀為資本的管理者；爾後 Investment stewardship 開始將「鼓勵為公司股東創造長期價值」代入其字義²³，因此「負責管理被託付之物」及「為股東創造長期價值」形成早期人們對盡職治理的理解。

惟人們開始意識到，若為股東創造價值的同時將損害社會利益，此概念過於狹隘，而需重新以更長遠、廣泛的角度思考。因此綜觀英國盡職治理守則及新加坡盡職治理原則對盡職治理的解釋，皆灌注了對整個社會福祉的關注，亦即在創造股東價值的同時，需要確保對社會、環境而言不會造成損害。

據此，SAC 將盡職治理定義為：「藉由平衡所有利害關係人、社會大眾、未來世代及環境的需求，創造長期價值的思維與實踐

²² Merriam-Webster 字典對 Stewardship 的定義：「conducting, supervising, or managing of something especially : the careful and responsible management of something entrusted to one's care」

²³ Harvard Law School Forum on Corporate Governance：「Investment stewardship refers to engagement with public companies to promote corporate governance practices that are consistent with encouraging long-term value creation for shareholders in the company.」

(Stewardship is the mindset and practice of creating long-term value by balancing the needs of all stakeholders, society, future generations and the environment)」，SAC 為了激勵資產擁有者及資產管理者作出積極的選擇，而不僅是為了自身利益，因此新的領導模式應運而生—盡職治理領導力 (Steward Leadership)。

盡職治理領導力結合了「盡職治理」與「領導力」兩個理念，除了前述對盡職治理的定義，SAC 對領導力 (Leadership) 的定義為「對創造美好未來的真誠渴望與堅持 (Leadership is the genuine desire and persistence to create a better future)」，Rajeev 強調，結合此兩理念下，盡職治理領導力不僅是創造美好未來，而應延伸為創造所有利害關係人、社會大眾、未來世代及環境「共同」的美好未來。據此，盡職治理領導力應為「對創造共同美好未來的真誠渴望與堅持」(Steward Leadership is the genuine desire and persistence to create a collective better future)。

此外，SAC 提出盡職治理的實踐可透過採取以下步驟，創設盡職治理方針 (Stewardship Compass)，進而有效達成盡職治理：

1. 辨認企業最重要的價值觀；
2. 將企業的價值觀與以下四項盡職治理價值觀整合：
 - (1) Interdependence (相互依存)
 - (2) Long-term View (長期觀點)
 - (3) Ownership Mentality (責任心)
 - (4) Creative Resilience (創造彈性)
3. 基於以上價值觀，將盡職治理目的建構為針對不同利害關係人 (包含股東及社會大眾) 創造共同更美好的未來
4. 確保企業不論在平靜或動盪不安的時刻下，所採取的每一項行為皆與盡職治理方針一致。



三、新加坡盡職治理原則（Singapore Stewardship Principles）

新加坡盡職治理原則之七項原則彙整如下：

原則一	對盡職治理表達立場 Take a stand on stewardship
原則二	審視投資 Know your investment
原則三	保持主動積極並關注被投資公司 Stay active and informed
原則四	管理利益衝突並保持透明 Uphold transparency in managing conflicts of interest.
原則五	負責任地行使投票權 Vote responsibly
原則六	針對盡職活動建立良好範例 Set a good example
原則七	與其他機構投資人合作 Work together

資料來源：Singapore Stewardship Principles For Responsible Investors，November

2016

一、新加坡盡職治理原則相關指引

(一) 原則一：對盡職治理表達立場

指引	內 容
1.1	投資人應清楚闡明對股東負責的政策，該政策須在投資人網站上揭露。
1.2	盡職治理政策須揭露投資者確保投資活動（含外包）將依其選用方式進行管理。
1.3	該政策須解釋採用盡職治理方法的理由，包括如何提升和保護客戶及最終受益人價值，及在投資流程如何全方位適用。
1.4	為實現投資活動的盡職治理，投資人應採取適當步驟。

(二) 原則二：審視投資

指引	內 容
2.1	為使雙方互相了解及達成目標，投資人須有意義地、有效率地與被投資公司溝通，以創造長期價值、促進資本效率以及永續成長。
2.2	投資人須確保被投資公司的董事及董事會結構有效運作，且獨立董事能適時監督。
2.3	投資人與被投資公司的議合涵蓋面向廣泛，包括策略、長期表現、風險、財務、企業文化、薪酬及 ESG 等議題
2.4	投資人對於重大資訊揭露的管理須制定政策，該政策應表明特殊情況下是否願意成為內部人及相關機制。(The policy should indicate whether in exceptional circumstances they are willing to be made insiders, and the mechanism by which this could be done.)

(三) 原則三：保持主動積極並關注被投資公司

指引	內 容
3.1	投資人應時常檢視公司活動，以便及早發現問題並解決，才可避免投資價值損失。
3.2	對被投資公司的檢視須涵蓋財務及非財務因素，特別對非

	財務揭露部分應提高關注，直接與被投資公司溝通並尋求解決之道。
3.3	投資人若發現任何偏離公司治理實務的情況，針對此偏離應仔細考慮並加以解釋，評估原因，必要時須採取行動。
3.4	若有持續議合的需求，一開始最好是保密討論，若被投資公司未給予建設性回應，投資人應考慮升級行動(escalating their actions)，投資人針對議合活動升級應訂定政策。

(四) 原則四：管理利益衝突並保持透明

指引	內 容
4.1	資產所有者與資產管理者須有清楚管理利益衝突的書面政策，前述政策須明確揭露於投資人官網，為履行忠實義務，面對客戶/受益人利益，應強調資產所有者與資產管理者的職責。
4.2	當利益衝突情事發生，資產所有者及資產管理者應採取合理步驟將客戶/受益人利益置於其利益之上。
4.3	投資人應向服務提供者傳達揭露潛在利益衝突的需求，並解釋如何管理。

(五) 原則五：負責任地行使投票權

指引	內 容
5.1	投資人應積極參加被投資公司的股東會，並負責任地執行投票權。
5.2	投資人對其管理的投資，應清楚瞭解如何代理投票，投票政策包含一般及特殊投票議題政策，投資人須確保其投票是基於客戶/受益人最佳利益。
5.3	投資人針對投票執行應留存紀錄，任何偏離投票政策的投票須以書面紀錄。
5.4	投資人應有清楚的投票政策，如行使投票權、投票紀錄等。
5.5	投資人應留存投票結果紀錄

(六) 原則六：針對盡職活動建立良好範例

指引	內 容
6.1	資產所有者及資產管理者應主動通知其客戶，受益人及/或被投資公司其盡職治理方法，如何實現其盡職治理責任，以上資訊應每年或定期更新。
6.2	投資人應保留其履行盡職治理責任之紀錄，並揭露於投資人官網。

(七) 原則七：與其他機構投資人合作

指引	內 容
7.1	依據揭露規範，有時投資人與其他投資人合作，是與被投資公司議合最有效的方式
7.2	當被投資公司在重大事件發生、面臨經濟壓力或有生存威脅時，透過與正式或非正式團體共同議合，是讓公司意識到問題的適當方式。
7.3	共同議合究竟是否適當，投資人應揭露其合理理由，包括採取行動的情況。

二、 案例 JPMAM

新加坡盡職治理原則相當簡潔，機構投資人適用上可根據原則發展出一套公司內的標準，以 JP Morgan Asset Management (JPMAM) 為例²⁴，



²⁴

<https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/asiapacific/sg/en/policies/singapore-stewardship-principles-for-responsible-investors.pdf>

SSP	JP Morgan Asset Management
<p>1. 對盡職治理表達立場 Take a stand on stewardship</p>	<p>負責任的機構投資者應建立並闡明其盡職治理政策：作為忠實的受託人，我們的責任包括積極檢視被投資公司的策略、營運、風控及治理等面向；訂定投票政策；並衡量對公司永續發展的 ESG 架構，以上活動皆包含在我們盡職治理的作為中。</p> <p>JP Morgan 的公司治理原則及代理投票綱領中訂定以下準則：</p> <p>(1) 忠實優先 Fiduciary Priority 客戶委託我們管理資產，實現他們在特定風險範圍內的投資目標。因此每項投資決策採取的措施都必須與上述目標一致。</p> <p>(2) 盡職與議合 Stewardship and Engagement 定期與被投資公司聯繫至關重要，客戶期待我們用最高的治理標準檢視被投資公司的進度。</p> <p>(3) 代理投票 Proxy Voting 透過執行代理投票對投資人負責，我們有義務以客戶最大利益，以謹慎勤勉態度代理客戶執行投票權。</p> <p>(4) 永續性 Sustainability ESG 因子對投資績效有重大的經濟影響，我們期待所有被投資公司，以負責任態度履行其社會責任。</p> <p>(5) 持續承諾 Ongoing Commitment 我們承諾定期審視我們的治理政策，確保反映公司的最佳實務。</p>
<p>2. 審視投資 Know your investment</p>	<p>負責任的機構投資者應定期且有效率地與被投資公司溝通</p> <p>JPMAM 全球擁有 1,200 多名投資專業，負責分析有價證券及顧客的投資組合。為有效運作，分析師與基金經理人定期與被投資公司對話，確保了解被投資公司的營運細節，透過與被投資公司定期溝通，將協助雙方達成永續成長目標及創造長期價值。</p>

SSP	JP Morgan Asset Management
	<p>重大非公開訊息 (material non-public information, MNPI) 處理原則：</p> <p>議合過程中，有可能接觸到尚未公開的重大訊息，而 JPMAM 有完善的檔案管理流程確保這些尚未公開的資訊，對這些重要且尚未公開的資訊，無論是有意或無意獲悉，依公司規定須向法遵部門報告。在該重大訊息尚未公開揭露前，涉及此重大非公開訊息之公司相關有價證券，會被列入禁止交易清單。</p>
<p>3. 保持主動積極並關注被投資公司 Stay active and informed</p>	<p>負責任的機構投資者應主動檢視被投資公司主動檢視被投資公司表現與策略，是盡職治理工作的重要內容。JPMAM 每年皆參加數千場電話會議、面對面會議及實地訪視，此外，我們投入相當大的資源擴充研究能量，以致分析師、基金經理人等能對被投資公司有更深入的認識。</p> <p>資訊來源：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 從市場資訊及公司發布訊息獲取相關資訊； ➢ 從第三方研究機構獲取資訊，包括賣方中介機構、專業投資機構、ESG 團體，及投票代理顧問； ➢ 定期與公司管理階層會議，包括面對面、法說會或股東會溝通。 <p>議合活動：</p> <p>我們認為議合活動，須針對以下議題進行目標性對話：公司策略、營運績效、風險管理、管理階層薪酬、領導及公司治理。此外，與被投資公司議合須有清晰及精準的目標，方能保護與提升客戶經濟利益。因此，我們通常採取以下行動：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 透過公開資訊，及時瞭解驅動每家公司營運表現的主要因素； ➢ 就每家公司的策略優先選項向高階經理人提問，以確保未來計畫可得到管理與融資，且不會引起不必要風險；

SSP	JP Morgan Asset Management
	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 須充分了解公司業務的內外部風險，而該風險將影響公司前景或市場價值； ➤ 確認 ESG 問題得到解決並訂定相關政策。 <p>我們從前述活動獲得的任何訊息，皆用於做出前瞻性預測或公司價值評估，這是我們投資流程不可或缺的部分。所有的議合活動皆須有清楚紀錄，並留存於專有的資料庫中，以供全公司使用。</p> <p>針對我們關心的議題若未得到公司適切回應，將採取進一步行動，即與董事會代表會面議合，使該議題獲得關注，而我方也會請公司治理專家出席前述會議。</p> <p>有關議合活動的摘要，會定期於每季公司治理報告中揭露。</p>
<p>4. 管理利益衝突並保持透明 Uphold transparency in managing conflicts of interest</p>	<p>負責任的機構投資者應公開管理利益衝突方法</p> <p>JPMAM 隸屬於 JP Morgan 集團 (JPMC Group)，集團提供多樣金融服務，涵蓋銀行、投資等。JPMAM 雖隸屬集團之下，但在營運、功能上皆為獨立，因此與集團內之其他公司皆維持公平的商業關係。</p> <p>在一般情況下，集團內各子公司間不時會出現利益衝突情況。為防範利益衝突發生，JPMAM 建立一套正式防火牆 (包括實體與電子)，禁止資訊在集團內子公司間流用。JPMAM 的資訊，禁止集團保管銀行、證券經紀商及投資銀行使用，為實踐忠實義務，我們須確保所有投資決定僅單純為客戶利益獨立作成。</p> <p>舉一個典型利益衝突的例子，倘集團成員或利害關係人與被投資公司涉及相關交易，或有實質利益關係；甚或集團為被投資公司董事會成員之一，若有前述情況，當我們要作投票決定時，會徵詢公司內法遵部門或獨立第三方意見。</p> <p>為適當管理利益衝突，已訂定公司治理利益衝突揭露 (Conflicts of Interest Disclosure for Corporate Governance)，包含政策與執行流程，相關細節可參</p>

SSP	JP Morgan Asset Management
<p>5. 負責任地行使投票權</p> <p>Vote responsibly</p>	<p>官網。</p> <p>負責任的機構投資者應建立清楚的投票政策，並負責任地執行投票權</p> <p>JPMAM 每年在 70 個國家或地區參與超過 8000 個議案的投票，投票政策應基於客戶最大利益的合理判斷，以謹慎勤勉態度執行。在扮演盡職治理的角色上，投票是針對議案表達意見的重要部分。</p> <p>JPMAM 借重投票顧問服務如 ISS (Institutional Shareholder Service Inc.) 協助進行投票，ISS 會針對議案為廣泛建議，我們會加以參酌，但最終仍根據議合活動或我們的觀察加以決定。所有投票活動的紀錄皆完整保存於公司，任何與投票政策有所偏離的投票皆須加以說明，以確保代理投票適當執行。</p> <p>我們訂有公司治理原則與代理投票準則 (Corporate Governance Principles and Proxy Voting Guidelines)，此規範融和我們營運國家/地區的公司治理規定與實務，亞太區（日本除外）設有代理委員會(Proxy Committee)，職責係檢視 JPMAM 在亞太區被投資公司的治理實務，並就公司治理議題與投票提供更深度觀點。</p>
<p>6. 針對盡職活動建立良好範例</p> <p>Set a good example</p>	<p>負責任的機構投資者應定期揭露更新盡職治理活動為提升盡職治理活動的透明度，我們定期出版報告揭露相關內容。本公司每季均出版公司治理報告，其中持續揭露 1.代理投票紀錄；2.議合活動摘要，透過持續公開我們所進行的盡職治理活動，也會敦促整個團隊在資訊提供質與量上的提升。</p>
<p>7. 與其他機構投資人合作</p> <p>Work together</p>	<p>負責任的機構投資者在適當情況下可與其他機構投資人共同議合</p> <p>依照相關司法管轄區的法律與規範，JPMAM 願意與其他投資人共同議合，可能方式包括，直接與特定股東或股東團體合作，也可間接與產業協會合作如亞洲公司治理協會 (ACGA)。共同議合行動，僅在與被投資公司先前溝通後未獲良好回應時採</p>

SSP	JP Morgan Asset Management
	行。

資料來源：

<https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/asiapacific/sg/en/policies/singapore-stewardship-principles-for-responsible-investors.pdf>，本研究整理。



第三章 我國發展盡職治理之概況

因應國際紛紛制定盡職治理守則的趨勢，我國於 2016 年 6 月 30 日正式發布「機構投資人盡職治理守則」，後續於 2020 年 8 月 10 日修訂該守則，目前共有 152 家機構簽署「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，簽署情形分布如下：

四大基金	投信	保險	銀行	證券	其他 ²⁵	總計
4	39	40	35	28	6	152

第一節 發展歷程

一、原始發布

OECD「公司治理原則」自 1999 年發布以來，已被公認為國際間良好公司治理的架構，該原則於 2015 年修訂的版本新增「機構投資人、證券市場及其他中介機構」，建議機構投資人揭露與投資有關的投票政策，包括決定運用投票權的程序，以強化機構投資人參與公司治理的角色。

為強化機構投資人在盡職治理方面的參與，除英國率先於 2010 年發布盡職治理守則外，亞洲國家亦陸續制定盡職治理守則，如日本於 2014 年 2 月發布「負責任之機構投資人原則」、馬來西亞於 2014 年 6 月發布「負責任的擁有權原則 (Principles of Responsible Ownership)」，以及香港於 2016 年 3 月發布「負責任的擁有權原則 (Principles of Responsible Ownership)」。

因應國際間重視盡職治理的趨勢，臺灣證券交易所協同臺灣集中保管結算所、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會及台灣金融服務業聯合總會，參酌英國、日

²⁵ 包含中華開發資本股份有限公司、Robeco、Federated Hermes、EOS at Federated Hermes、First Sentier Investors 及 BlackRock, Inc。

本等國家制定的盡職治理守則，最終於 2016 年 6 月發布我國「機構投資人盡職治理守則」。

二、 公司治理藍圖規劃提升守則簽署比率及資訊揭露品質

我國盡職治理守則採自願簽署方式，鑑於發布盡職治理守則後簽署比率並不高，我國於 2018 年 4 月發布為期三年之「新版公司治理藍圖（2018~2020）」計畫項目三「促進股東行動主義」下的策略目標 9「強化機構投資人對公司治理之影響」即包含「研議提升機構投資人盡職治理守則之簽署家數及其盡職治理資訊揭露品質」之措施，計畫於 2018 年至 2020 年逐步達成提升機構投資人簽署比率、公布較佳實務遵循之簽署人名單，以及研議辦理機構投資人盡職治理守則修訂事宜等目標。依公司治理藍圖的規劃，證交所於 2019 年 4 月發布「機構投資人盡職治理活動揭露情形與揭露建議」，總結我國盡職治理活動的揭露情形，建議機構投資人可使用個案討論方式揭露議合情形、運用統計圖表呈現投票紀錄，並彙整揭露較佳的範例提供企業參考。

三、 修訂

英國於 2019 年 11 月第二次修訂「英國盡職治理守則」，日本亦於 2020 年 3 月第二次修訂「負責任之機構投資人原則」，規範機構投資人應將 ESG 納入考量，並將服務提供者納入盡職治理守則的範圍。據此，我國參考英國及日本的修訂趨勢，並徵詢公司治理網絡（ICGN）及亞洲公司治理協會（ACGA）的建議，於 2020 年 8 月修訂盡職治理守則。

第二節 我國機構投資人盡職治理守則

一、 原始發布版本（2016 年版）

2016年6月發布之「機構投資人盡職治理守則」包含五章，內容彙整如下：

章節	章節名稱	內容摘要
第一章	機構投資人與其責任	<ol style="list-style-type: none"> 1. 機構投資人區分為「資產擁有人」與「資產管理人」兩類型。 2. 規範機構投資人應基於資金提供者之長期利益，關注被投資公司營運狀況，並透過出席股東會、行使投票權、適當與被投資公司之董事或經理人等經營階層對話與互動等方式參與公司治理。
第二章	守則目的	守則目的在於鼓勵機構投資人運用其專業與影響力，善盡資產擁有人或管理人責任，以增進本身及資金提供者之長期價值。
第三章	守則之簽署與「遵循或解釋」	<ol style="list-style-type: none"> 1. 遵循聲明至少應包含業務簡介、各項原則遵循情形概述、署名及簽署或更新日期。 2. 採「遵循或解釋」模式。
第四章	盡職治理之六項原則	詳下說明。
第五章	原則遵循指引	各原則下訂有相關指引，作為簽署人遵循原則之參考。
附件	「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明參考範例	提供遵循聲明之參考範例予機構投資人參考。

盡職治理之六項原則如下：

原則 1：制定並揭露盡職治理政策

原則 2：制定並揭露利益衝突管理政策

原則 3：持續關注被投資公司

原則 4：適當與被投資公司對話及互動

原則 5：建立明確投票政策與揭露投票情形

原則 6：定期向客戶或受益人揭露履行盡職治理之情形

除該守則外，證交所另於 2017 年 2 月 15 日發布「機構投資人盡職治理守則問答集」，針對常見的實務問題予以回應，茲摘錄重點如下：

1. **採用「遵循或解釋」模式之目的與效力**：本守則非屬法規，亦無罰則，簽署人對部分原則無法遵循者，需於其遵循聲明內，或併於其網站或營業報告書、年報等報告內提供合理解釋，惟相關揭露務須秉持誠信透明原則。
2. **對於持股不高的公司，盡職治理之程度是否得有差異**：機構投資人對被投資公司的關注、對話與互動程度得考量成本與效益而有所差異。本守則業於指引 2-5、3-2、4-1、4-2、5-1、5-3、6-3 等處納入重大性與成本效益之考量。
3. **履行盡職治理之情形相關紀錄與保存之規範**：簽署人得自行決定紀錄項目與留存時間，建議相關紀錄至少留存三至五年為宜。
4. **金控業者簽署守則的層級應為金控公司還是旗下各子公司**：本守則無特別要求，但須強調金控旗下各金融業之盡職治理相關政策可能有所差異。金控公司為集團母公司，若由旗下各子公司分別簽署並訂定相關政策，金控公司宜對各子公司盡職治理與揭露情形進行監督。
5. **指引 5-4 所謂各類議案之區分**：參考現行法規，股東會議案類型大致可區分為以下項目：
 - (1) 營業報告書與財務報告之承認；
 - (2) 盈餘分派或虧損撥補；
 - (3) 章程或作業程序修訂；
 - (4) 董監事選舉；

- (5) 董監事解任；
- (6) 解除董事競業禁止；
- (7) 發行限制員工權利新股；
- (8) 低於市價發行員工認股權憑證；
- (9) 庫藏股低於實際平均買回價格轉讓員工；
- (10) 公司解散、合併、收購、股份轉換或分割；
- (11) 增資(盈餘/資本公積/紅利分派轉增資或現金增資發行新股)；
- (12) 私募有價證券；
- (13) 減資/現金減資(彌補虧損或現金退還)；
- (14) 行使歸入權；
- (15) 其他。

二、 修訂版本（2020 年版）

2020 年 8 月修訂版本仍維持六項原則，惟為規範機構投資人應揭露投票政策及鼓勵簽署人公開揭露盡職治理資訊，故修改原則五及原則六，另新增 4 項指引、修改 4 項指引及酌修部分文字。修訂後守則共含六項原則及 24 項指引。主要修訂內容包括：

1. **盡職治理之資產範圍不限於股票**：於第五章下新增「原則遵循指引概述」，除重述盡職治理之定義（修訂前第一章已予以定義）外，亦敘明盡職治理涵蓋範圍除股票外，宜視投資之重要性擴展至債券、不動產、私募基金、另類投資等其他資產類型。
2. **兼顧被投資公司之永續發展**：為促進被投資公司之永續發展，機構投資人之作為包含下列兩個面向：

- (1) 將被投資公司 ESG 風險與績效納入考量：本次修訂新增指引 1-2、3-3 及修正指引 4-3，說明機構投資人宜將被投資公司 ESG 議題納入投資評估流程中，且宜以該等資訊關注、分析與評估被投資公司之相關風險與機會，亦得針對特定 ESG 議題參與相關倡議組織，共同發揮機構投資人之影響力，藉以強化 ESG 議題於盡職治理之重要性。
- (2) 與被投資公司進行建設性之溝通及互動等議合作為：本次修訂新增指引 4-4，強調機構投資人應注重互動、議合後所帶給被投資公司的影響，與擬定未來議合的規劃及關注事項，進而決定後續的投資決策。
3. **強化投票相關揭露**：修訂前條文規範機構投資人應建立投票政策，惟對是否須揭露該等投票政策未有明確規定，因此本次修訂於指引 5-3 新增文字敘明機構投資人應建立並揭露投票政策，並於指引 5-4 新增機構投資人應說明對重大議案贊成、反對及棄權之原因之規定。
4. **盡職治理情形之揭露與有效性評估**：本次修訂新增指引 6-2 規範機構投資人宜檢視其履行盡職治理之情形及評估其有效性，並修正指引 6-4 新增盡職治理報告宜包含之內容，例如公司對盡職治理所投入資源之資訊、議合次數統計、個案說明與被投資公司之互動情形等。值得注意的是，本次修訂原則 6 及指引 6-4 還有一項意義，就是鼓勵機構投資人於網站公開發布盡職治理報告，有別於以往與其他資訊一併揭露。

2020 年修訂版本之六項原則及其下指引如下：

原則 1	制定並揭露盡職治理政策
指引 1-1	機構投資人訂定盡職治理政策時，宜考量其位於投資鏈之角色、業務性質及如何保障客戶與受益人之權益。

指引 1-2	機構投資人宜將環境、社會、公司治理(ESG)議題納入投資評估流程，以善盡盡職治理責任，創造長期投資價值。
指引 1-3	盡職治理政策之揭露宜至少包含以下事項： 1. 業務簡介； 2. 對客戶或受益人之責任； 3. 盡職治理行動，例如關注被投資公司、與經營階層互動、參與股東會以及投票等之頻率與方式； 4. 盡職治理行動之委外辦理情形與管理措施； 5. 履行盡職治理情形之揭露方式與頻率。
<p>重點摘述：</p> <p>機構投資人應制定並揭露盡職治理政策，且該政策之揭露宜至少包含：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 業務簡介 ● 對客戶或受益人之責任 ● 盡職治理行動 ● 盡職治理行動之委外辦理情形與管理措施 ● 履行盡職治理情形之揭露方式與頻率 	

原則 2	制定並揭露利益衝突管理政策
指引 2-1	利益衝突管理政策之目的在於確保機構投資人基於客戶或受益人之利益執行其業務。
指引 2-2	利益衝突管理政策之揭露宜至少包含以下事項： 1. 利益衝突之態樣。 2. 針對各態樣利益衝突之管理方式。
指引 2-3	利益衝突之態樣可能包含以下狀況： 1. 機構投資人為其私利，而為對客戶或受益人不利之決策與行動。 2. 機構投資人為特定客戶或受益人之利益，而為對其他客戶、受益人或利害關係人不利之決策與行動。
指引 2-4	利益衝突之管理方式可包含落實教育宣導、權責分工、資訊控管、防火牆設計、偵測監督控管機制、合理的薪酬制度及彌補措施等。
指引 2-5	針對已發生之重大利益衝突事件，機構投資人宜定期或不定期向客戶或受益人彙總說明事件原委及處理方式。
<p>重點摘述：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 機構投資人應制定並揭露利益衝突管理政策，且該政策之揭露宜至少包含： <ol style="list-style-type: none"> (1) 利益衝突之態樣 (2) 針對各態樣利益衝突之管理方式 2. 針對已發生之重大利益衝突事件，機構投資人宜向客戶或受益人彙總說明事件原委及處理方式。 	

原則 3	持續關注被投資公司
指引 3-1	關注被投資公司之目的，在於評估相關資訊對被投資公司、客戶或受益人長期價值之影響，及決定機構投資人進一步與被投資公司對話、互動之方式與時間，作為未來投資決策之參考。
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、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。
<p>重點摘述： 機構投資人應持續關注被投資公司，以評估相關資訊對被投資公司、客戶或受益人長期價值之影響，及決定機構投資人進一步與被投資公司對話、互動之方式與時間。</p>	

原則 4	適當與被投資公司對話及互動
指引 4-1	機構投資人與被投資公司對話及互動之目的，在於針對所關注之重大議題向被投資公司經營階層取得更深入之瞭解及表達意見，以強化公司治理。
指引 4-2	<p>機構投資人宜考量投資之目的、成本與效益及所關注特定議題之重大性，決定與被投資公司對話及互動之方式與時間。機構投資人與被投資公司對話及互動之方式可包含以下項目：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 與經營階層書面或口頭溝通； 2. 針對特定議題公開發表聲明； 3. 於股東會發表意見； 4. 提出股東會議案； 5. 參與股東會投票。
指引 4-3	機構投資人判斷必要時，得與其他機構投資人共同合作，以維護客戶或受益人之權益，並提升被投資公司的永續發展。亦得針對特定環境、社會、公司治理(ESG)議題參與相關倡議組織，共同擴大及發揮機構投資人之影響力。
指引 4-4	機構投資人應注重互動、議合後所帶給被投資公司的影響，與擬定未來議合的規劃及關注事項，進而決定後續的投資決策。
<p>重點摘述： 機構投資人應針對所關注之重大議題，向被投資公司經營階層取得更深入之瞭解及表達意見，並於判斷必要時，得與其他機構投資人共同行動，以維護客戶或受益人之權益。機構投資人與被投資公司對話及互動之方式可包含：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 與經營階層書面或口頭溝通 	

- 針對特定議題公開發表聲明
- 於股東會發表意見
- 提出股東會議案
- 參與股東會投票

原則 5	建立並揭露明確投票政策與揭露投票情形
指引 5-1	機構投資人行使投票權，旨在針對被投資公司各項股東會議案表達意見，尤其對客戶及受益人之權益有重大影響之議案，機構投資人宜妥善行使其持有或受託管理股票之投票權。
指引 5-2	行使投票權應基於對被投資公司所取得之資訊，並考量議案對客戶、受益人及被投資公司共同長期利益之影響，避免機械式贊成、反對議案或棄權。若機構投資人已取得股權研究代理機構之投票建議報告，仍宜自行判斷如何履行投票權。
指引 5-3	機構投資人應建立並揭露投票政策，投票政策得包含以下內容： <ol style="list-style-type: none"> 1. 考量成本效益後設定之投票權行使門檻，例如針對持股達一定比率或金額者始行使投票權； 2. 行使投票權之前，應盡可能審慎評估各股東會議案，必要時得於股東會前與經營階層進行瞭解與溝通； 3. 定義機構投資人原則上支持、反對或僅能表達棄權之議案類型； 4. 聲明機構投資人並非絕對支持經營階層所提出之議案； 5. 取得與採納股權研究代理機構投票建議報告之情形。
指引 5-4	機構投資人宜妥善記錄與分析其依循相關政策履行投票權之情形，以利揭露投票情形。投票情形得採用彙總揭露方式，例如每年揭露對所有被投資公司各類議案所投贊成、反對及棄權之情形，並說明對重大議案支持、反對及棄權之原因。
重點摘述： <ol style="list-style-type: none"> 1. 機構投資人應建立明確投票政策，在考量議案對客戶、受益人及被投資公司共同長期利益之影響下行使投票權，避免機械式贊成、反對議案或棄權。 2. 機構投資人得採用彙總揭露方式揭露投票情形，例如每年揭露對所有被投資公司各類議案所投贊成、反對及棄權之情形，並說明對重大議案支持、反對及棄權之原因。 	

原則 6	定期揭露履行盡職治理之情形
指引 6-1	機構投資人宜妥善記錄其履行盡職治理之情形，作為評估並改進其盡職治理政策、行動與揭露之依據。
指引 6-2	機構投資人宜定期檢視其盡職治理、利益衝突政策、投票政策及履行盡職治理之情形，並評估其執行盡職治理活動之有效性。

指引 6-3	機構投資人若基於客戶或受益人之合約或要求，定期向客戶或受益人揭露履行盡職治理守則之情形時，相關內容得採書面、電子或其他容易取得與閱讀之方式提供。
指引 6-4	<p>機構投資人考量客戶與受益人眾多，或合約內並未明訂提供履行盡職治理之情形之內容與頻率者，宜每年於機構投資人之網站發布盡職治理報告或併於營業報告書、年報等報告內揭露履行盡職治理之情形，內容宜包含：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明及無法遵循部分原則之解釋； 2. 公司為落實盡職治理，所投入之內部資源、執行盡職治理之組織架構等資訊； 3. 議合次數的統計； 4. 個案說明與被投資公司對話及互動情形，議合成果與後續追蹤情形； 5. 與其他機構投資人合作的案例； 6. 出席或委託出席被投資公司股東會之情形； 7. 投票情形(如指引 5-4 所列內容)； 8. 客戶、受益人、被投資公司或其他機構投資人等利害關係人聯繫簽署人之管道； 9. 其他重大事項 (如過去一年發生之重大利益衝突事件等)。
指引 6-5	如投資或盡職治理活動非由簽署人直接進行，例如資產擁有人全權委託資產管理人管理資金，則在向客戶或受益人揭露履行盡職治理之情形時，宜說明其為確保受託人遵循盡職治理政策所採取的措施。
<p>重點摘述：</p> <p>機構投資人應定期揭露履行盡職治理之情形，宜每年於機構投資人之網站或併於營業報告書、年報等報告內揭露，內容宜包含：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 遵循聲明及無法遵循部分原則之解釋 ● 出席或委託出席被投資公司股東會之情形 ● 投票情形 ● 利害關係人聯繫簽署人之管道 ● 其他重大事項 	

三、國際與我國盡職治理守則比較分析

以下就英國、日本、新加坡及臺灣的盡職治理守則推動歷程與內容，進行簡要比較與分析，並提出我國可向國際借鏡之處。

(一)各國守則推動歷程與內容比較

	英國	日本	新加坡	臺灣
守則名稱	The UK Stewardship Code 2020	Principles for Responsible Institutional Investors «Japan's Stewardship Code»	Singapore Stewardship Principles	機構投資人盡 職治理守則
最新版本	2020/1	2020/3	2016/11	2020/8
制定機構	財務匯報局(FRC)	金融廳(FSA)	Stewardship Asia Centre(SAC)	證券交易所
原則	18 項原則	8 項原則	7 項原則	6 項原則
ESG 納入投 資決策	是	是	否 (註)	是
服務提供者	有	有	無	無
特色	1. 以內涵、行動及結果 (而 非指引) 解釋原則 2. 機構投資人須辨認及回應 市場風險及系統性風險	1. 逐公司逐案揭露投票紀 錄 2. 資產管理人針對各項原 則揭露自我評估情形	僅為自願性質的原 則，而非守則	針對盡職治理 資訊揭露設有 評比機制

註：新加坡盡職治理原則 (SSP) 的指引 2.3 雖提及「投資人與被投資公司的議合涵蓋面向廣泛，包括策略、長期表現、風險、財務、企業文化、薪酬及 ESG 等議題」，惟此僅代表 ESG 為議合的眾多議題之一，SSP 並未明確規範機構投資人應將 ESG 議題納入投資決策，因此有別於其他國家的盡職治理守則。

(二)我國盡職治理守則可借鏡之處

相較於其他國家，我國針對盡職治理資訊揭露設有評比機制，應為獨創之舉，惟我國盡職治理守則尚有可向其他國家借鏡之處，簡述如下：

1.制定服務提供者之原則

放眼國際盡職治理守則的制定情形，英國及日本分別於 2020 年 1 月及 3 月修訂守則，增訂服務提供者之原則，而我國於 2020 年 8 月修訂守則時並未跟進，維持守則僅適用於資產擁有人及資產管理人之機制。據此，我國主管機關考量投票顧問機構對投資產業鏈之影響力漸增，「公司治理 3.0—永續發展藍圖」已規劃參考國際規範，於 2023 年發布服務提供者相關專屬盡職治理守則規範。

2.於守則中納入逐公司逐案揭露投票紀錄

現行我國守則在投票紀錄的揭露上，僅提及投票情形得採用彙總揭露方式，也就是機構投資人可依各類型議案揭露贊成、反對及棄權的投票情形，無須逐案揭露。日本在投票紀錄的揭露規範上相較於其他國家最為詳細且嚴格，有鑑於逐公司逐案揭露投票紀錄為最高標準之作法²⁶，也許未來我國可將逐公司逐案揭露投票紀錄納入守則中。

3.提升盡職治理活動與共同議合

「CG Watch 2020」提及，亞洲許多國家盡職治理守則之內容與架構皆係參考 2010 年版英國盡職治理守則，即包含盡職治理政策、管理利益衝突、監督被投資公司、議合、投票政策與投票紀錄及定期報告等，惟其中有兩項要素在亞洲國家較難施行一提

²⁶ 詳證交所「機構投資人盡職治理資訊揭露情形與建議」

升盡職治理活動(escalation of stewardship)與共同議合(collective engagement)。

經比較各國盡職治理守則，英國及新加坡皆有類似「於必要時，機構投資人應提升盡職治理活動以影響被投資公司」的觀念(詳英國的原則十一、新加坡的指引 3.4)，惟日本及台灣的守則並無提及此觀念。

我國守則 4-3 雖有提及「判斷必要時得與其他機構投資人共同合作，以維護客戶或受益人之權益，並提升被投資公司的永續發展。」，即共同議合的觀念，惟該等文字較為概括性，未如新加坡單獨訂定原則七，闡明「當被投資公司在重大事件發生、面臨經濟壓力或有生存威脅時，透過共同議合，是讓公司意識到問題的適當方式」，並提及「共同議合究竟是否適當，投資人應揭露其合理理由，包括採取行動的情況」。

第三節 我國推動盡職治理之現況與發展趨勢

證交所公司治理中心設置「盡職治理守則」專區發布盡職治理相關資訊，除了公布最新版本之盡職治理守則外，亦包含我國機構投資人簽署名單、盡職治理報告範例、我國機構投資人盡職治理資訊揭露情形及「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」等資訊，供機構投資人參考；此外，集保結算所「公司投資人關係整合平台」提供兩大國際知名投票顧問 ISS 及 Glass Lewis 的台灣投票建議報告、相關盡職治理與 ESG 趨勢等分析報告供機構投資人學習與精進，亦提供「公司治理投資量表」，作為評量機構投資人盡職治理績效之參考。

以下簡述我國機構投資人盡職治理資訊揭露情形、證交所「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」及集保結算所「公司投資人關係整合平台」，

並提出相關分析與見解，最後概要說明主管機關推動我國盡職治理之未來發展趨勢。

一、我國機構投資人盡職治理資訊揭露情形

(一)證交所的觀察與建議

證交所於 2019 年 4 月及 12 月發布「機構投資人盡職治理資訊揭露情形與建議」，提出證交所對當時我國盡職治理資訊揭露情形的觀察與建議，重點如下：

1. **投票記錄的揭露多以集保結算所提供的制式表格表達：**目前國內簽署人，投票記錄的揭露仍以臺灣集中保管結算所提供的盡職治理投票統計功能為主，而多數都以表格方式表達投票紀錄的方式，對於讀者閱讀較不友善並顯得單調，或許可適度參考國外機構投資人於揭露投票彙總時，使用統計圖表的方式，建議良好的投票紀錄揭露做法包括：1.投票紀錄，解釋在特定情況下投票反對管理層政策的原因 2.以讀者友善的方式（例如按國家或問題）細分投票紀錄 3.解釋如何使用代理研究和代理投票服務。
2. **投票政策建議可納入公司治理原則之遵循：**更完整的投票政策建議可要求被投資公司遵循公司治理原則才對經營層提案給予支持，舉例來說，以 Robeco 之投票原則為例，包括原則性同意公司財務報告；原則性同意董事擔任審計委員會委員，除非其董事缺乏獨立性；原則性同意非執行董事的薪酬，除非該薪酬待遇超過產業或當地標準。諸如此類的公司治理原則，清楚條列於 Robeco 的投票政策之中，可做為國內機構投資人的參考。

3. **逐公司逐案揭露投票結果為最高標準之作法：**逐公司逐案揭露投票結果為最高標準之作法，亦為各國盡職治理守則最建議之投票揭露做法，例如 Hermes Investment，將每一家被投資公司各議案的投票結果都完整揭露，若投反對票，並說明投反對票的原因。
4. **思考如何提升網頁公布盡職治理資訊的便捷度：**網頁是機構投資人揭露盡職治理遵循聲明、投票紀錄、最主要的管道。機構投資人應思考在網頁設計上，如何提升使用者找尋盡職治理資訊時的便捷度，例如使用者是否可從網站上的單一頁面，就能找到其所需資料，包含投票紀錄、議合紀錄、盡職治理報告等。機構投資人在網站首頁放置盡職治理相關連結、區塊，除可方便使用者找尋相關資訊，另也可見機構投資人對於盡職治理的重視程度，並提升客戶對於盡職治理意識。

從以上證交所的觀察與建議，可發現 2019 年我國機構投資人在投票政策、投票紀錄的揭露及網站呈現上尚有改善空間，證交所亦已將前述建議納入「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」中，期透過評比機制，鼓勵機構投資人自發性提升盡職治理揭露的品質，惟證交所目前所發布最新的揭露建議與案例（2021 年 3 月版本）僅公布機構投資人較佳揭露案例供投資人參考，而未如 2019 年 4 月及 12 月提出明確的觀察與具體建議，據此，未來若能持續定期提供具體建議方向，想必有助於機構投資人持續改善與精進。

(二) 「CG Watch 2020」的觀察與建議

亞洲公司治理協會（ACGA）於 2021 年 5 月 20 日發布「CG Watch 2020」，針對 2019 年至 2020 年期間 12 個亞洲國家有關公

司治理的不同構面進行評比，其中我國「投資人」構面在 12 個國家中排名第 7，雖然分數有微幅進步，但仍屬中下的排名。「CG Watch 2020」指出我國在「投資人」構面得分相對較不佳的關鍵在於投資人活動及相關揭露的細節不足，茲摘錄「CG Watch 2020」的觀察重點如下：

1. **「機構投資人盡職治理守則」簽署數量持續上升且 2020 年版將 ESG 納入投資決策：**「機構投資人盡職治理守則」簽署數量持續上升，且大多數皆已更新為 2020 年 8 月修訂之版本；2020 年版守則要求機構投資人監督及評估 ESG 要素並將 ESG 納入投資決策中，機構投資人亦應了解被投資公司的永續發展策略。
2. **電子投票平台及守則皆有助於提升投票率：**集保結算所建置的股東會電子投票平台「股東 e 票通」的實施結合守則的推動，明顯對投票率的提升產生影響。
3. **盡職治理報告不易找尋且細節不足：**儘管投票率提升，我國機構投資人相當少投反對票，且盡職治理相關資訊揭露也相當少，尤其是極少揭露其在盡職治理方面的優先考量議題及付出的努力。此外，機構投資人所揭露的資訊多半僅有遵循盡職治理守則聲明，且使用者不易於機構投資人官網找到該等資訊。
4. **盡職治理資訊揭露不足，尤其是投票相關資訊：**機構投資人較少說明如何作盡職治理決策，其可能提供不予投資的排外公司或產業名單，但未說明如何監督及管理其已實際投資的公司；機構投資人有時表示其已制定投票政策，但卻缺乏更詳細的資訊或僅複製貼上守則的文字。

5. 「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」應有助於改善揭露：證交所參考公司治理評鑑制度，舉辦「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」，實為進步之舉且應有助於改善揭露。
6. 利益衝突多半著重於員工的利益衝突：許多盡職治理報告雖有說明利益衝突之管理，但多半著重於機構投資人員工的利益衝突，缺乏機構層級的利益衝突管理，例如資產管理公司與母公司（金控公司）間的利益衝突管理。

「CG Watch 2020」最後提出以下建議作結：

1. 投資人應盡量親自出席股東會並提出問題，出席情形的揭露應區分為參與投票與實際出席。
2. 機構投資人應訂定及揭露有意義的投票政策，並逐公司逐議案揭露投反對票的情形，主管機關可將此訂定於盡職治理守則中。
3. 機構投資人應重新檢討機構層級的利益衝突，例如金控公司下的投資公司是否避免與其母公司的主要客戶進行議合或投反對票？
4. 機構投資人應區分「實際議合」與「間接對話」（例如舉辦研討會等），並追蹤及揭露議合的主題、目標及產生的影響。有鑑於議合應為雙向溝通，機構投資人亦應對被投資公司有更多回應。

二、證交所「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」

證交所自 2019 年起舉辦「盡職治理守則較佳實務遵循名單評比」，2021 年起稱為「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」，期強化機構投資人盡職治理資訊之揭露。

(一) 評比機制

簡要說明如下：

評比對象	有簽署盡職治理守則之專業機構投資人，分國內組與國外組
評比範圍	「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明、盡職治理報告、股東會投票紀錄、其他有關盡職治理之資訊
評比方式	1. 機構投資人以問卷形式回覆相關內容檔案網址 2. 證交所進行初步評比，並提請諮詢委員會討論，以公布前段百分比或擇優或其他方式，分國內組及國外組公布較佳遵循名單
評比標準	1. 主要分類為「政策與遵循聲明」與「實務與揭露」兩大類，共 30 項標準，詳下方表格 2. 「政策與遵循聲明」包含盡職治理政策、利益衝突政策、投票政策 3. 「實務與揭露」包含盡職治理報告要素、議合個案執行與揭露、投票揭露及網站揭露
評分等級	1. 共分為三級： (1) 評比 A (得分 3 分)：完整且詳細說明評比標準內容 (2) 評比 B (得分 2 分)：僅說明部分評比標準內容 (3) 評比 C (得分 1 分)：無相關說明 2. 另設有「額外減分項目」：涉及違反盡職治理原則或經主管機關處分等重大情事

(二) 評比標準

評比標準及相關對應指引如下：

政策與遵循聲明	
(一) 盡職治理政策	
1. 盡職治理政策中，說明機構投資人有考量其位於投資鏈之角色、業務性質及如何保障客戶與受益人之權益。	指引 1-1
2. 執行盡職治理行動的內容項目，例如關注被投資公司、	指引 1-3

與經營階層互動、參與股東會以及投票等之頻率與方式。	
3. 投資流程是否融入 ESG 評估，以及採用 ESG 相關指標的程度。	指引 1-2
4. 說明如何對被投資公司進行風險評估，包含 ESG 相關之風險與機會，並解釋其評估方式。	指引 3-3
5. 盡職治理政策中，說明履行盡職治理情形之揭露方式與頻率。	指引 1-3

(二)利益衝突政策

6. 說明利益衝突管理政策之目的。	指引 2-1
7. 完整說明利益衝突態樣，包含但不限於公司與客戶間、公司與員工間、員工與客戶間、公司與其他被投資公司間、公司與關係企業間等利益衝突態樣內容。	指引 2-2、2-3
8. 說明利益衝突管理方式，包含落實教育宣導、資訊控管、防火牆設計、權責分工、偵測監督控管機制、合理的薪酬制度及彌補措施等。若機構投資人發生重大利益衝突事件，亦應彙總說明事件原委及處理方式。	指引 2-2、2-4、2-5

(三)投票政策

9. 投票政策說明出席股東會投票的原則，或考量成本效益後設定之投票權行使門檻，例如持股達一定比率或金額者始行使投票權。	指引 5-3
10. 投票政策說明機構投資人於行使投票權之前，評估各股東會議案，必要時得於股東會前與經營階層進行瞭解與溝通。	指引 5-3
11. 投票政策定義機構投資人原則上支持、反對或僅能表達棄權之議案類型，並列舉相關議案與說明理由。	指引 5-3
12. 投票政策聲明機構投資人並非絕對支持經營階層所提出之議案，以及反對議案的動機與標準。	指引 5-3

實務與揭露

(四)盡職治理報告要素

13. 盡職治理報告中說明報告期間(如該年度),機構投資人投入內部資源落實盡職治理之情形。	指引 6-4
14. 盡職治理報告提供客戶、受益人、被投資公司或其他機構投資人等利害關係人聯繫之管道。	指引 6-4

15. 以適當方式或衡量指標評估投資組合中被投資公司之永續表現，並揭露投資組合評等狀況。	無
16. 盡職治理報告提供盡職治理守則遵循聲明及無法遵循部分原則之解釋，並評估盡職治理活動的有效性，以及揭露盡職治理報告之核准層級。	指引 6-2、6-4
(五)議合個案執行與揭露	
17. 定期報告議合活動，以及相關摘要數據。	指引 4-2
18. 盡職治理報告說明如何評估是否需要與被投資公司互動、議合。	指引 4-4
19. 盡職治理報告說明互動、議合的執行是否符合其盡職治理政策。	無
20. 盡職治理報告說明與被投資公司互動的議題、原因、範圍等互動、議合內容。	指引 4-2、6-4
21. 盡職治理報告說明互動、議合後所帶給被投資公司的影響。	指引 4-4
22. 盡職治理報告說明與被投資公司互動、議合後，預計後續的追蹤行為，及對未來投資決策之影響。	
23. 盡職治理報告說明與其他機構投資人的合作行為政策與案例，及針對 ESG 議題參與的相關倡議組織，共同擴大及發揮機構投資人之影響力之相關案例。	指引 4-4 指引 4-3
(六)投票揭露	
24. 出席或委託出席被投資公司股東會之情形。	指引 6-4
25. 以讀者友善的方式，例如按 ESG 議題、以圖表揭露投票紀錄。	無
26. 若有使用代理研究和代理投票服務，說明如何使用，以及使用的情況與紀錄。	指引 5-3
27. 說明對重大議案贊成、反對及棄權之原因。	指引 5-4
28. 逐公司、逐案揭露投票情形，並說明反對議案之理由。	指引 5-4
(七)網站揭露	
29. 盡職治理守則遵循聲明、盡職治理報告、各年度股東會投票紀錄可在同一網頁看到。	無
30. 從機構投資人網站首頁有盡職治理相關連結，可容易且快速找到盡職治理相關頁面。	

由以上評比標準及對應指引可看出，絕大部分評比標準皆以我國盡職治理守則的各項指引為出發點，再以揭露的詳細程度評估得分情形，以評比標準 17「定期報告議合活動，以及相關摘要數據」為例，評比 A 為「提供議合數據、包含拜訪家次、發 E-mail、與被投資公司互動次數等」，評比 B 為「僅說明參與股東會次數」，評比 C 則為「無相關說明」，由此可見，該評比標準是否得分並非二分化，而係依機構投資人揭露的詳細程度不同而有所不同。

(三)證交所對改善盡職治理資訊揭露的期許

透過 110 年評比標準的修正差異可看出證交所目前對改善盡職治理資訊揭露的期許如下：

1. **完整說明可能發生利益衝突態樣的對象與層級：**有鑑於現行利益衝突態樣的揭露主要針對公司與員工間可能發生之利益衝突內容，證交所修正評比標準 7，鼓勵機構投資人更完整說明包含機構投資人與被投資公司、關係企業等公司層級間之利益衝突態樣。
2. **說明投資組合中被投資公司之永續表現評估方式及評等狀況：**證交所新增評比標準 15，鼓勵機構投資人於盡職治理報告中具體說明如何採用適當方法及衡量指標評估被投資公司永續表現，並揭露投資組合評等狀況（例如揭露有一定比率的被投資公司有獲得評等）。
3. **揭露盡職治理報告之核准層級：**證交所修正評比 16，鼓勵機構投資人揭露盡職治理報告之核准層級，此可說明盡職治理報告於公司內部之重視程度；至於盡職治理活動有效性的評估方式，亦透過適當修正鼓勵機構投資人說明盡職治理是否有專責人員

負責、目標達成是否具考核機制、內部或外部驗證、經理人薪酬是否與 ESG 績效連結等面向。

4. **逐案說明反對票原因**：證交所修正評比 28，明確鼓勵機構投資人逐案說明反對票原因。

(四)小結與建議

亞洲公司治理協會 (ACGA) 發布之「CG Watch 2020」特別讚許我國「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」實為進步之舉且成效良好，而從證交所配合國際趨勢修正評比標準及公布較佳揭露案例不難看出其對改善機構投資人盡職治理資訊揭露的決心。以下就現行評比標準提出未來可持續加強之處：

1. **重新考量部分機構投資人可能不適用的評比標準**：評比標準 26 為「若有使用代理研究和代理投票服務，說明如何使用以及使用的情況與紀錄」，此似不必然適用於全部機構投資人，據此，沒有使用代理研究及代理投票服務的機構投資人於此評比標準僅能自動得到評比 C，是否有失公平性將有待商榷。建議可參考我國公司治理評鑑，將此評比標準作為額外加分項目，保留鼓勵的機制但也不失公平性。
2. **無須羅列機構投資人之可能作法以避免限縮**：評比標準 8 為「說明利益衝突管理方式，包含落實教育宣導、資訊控管、防火牆設計、權責分工、偵測監督控管機制、合理的薪酬制度及彌補措施等。…」，其實該標準所羅列之七項利益衝突管理方式正是指引 2-4 已列舉的內容，建議無須贅述，且機構投資人亦無須僅限於採取該等方式管理利益衝突，機構投資人可自行考量管理規模及實際情況決定適合的管理方式。

三、集保結算所「公司投資人關係整合平台」

依金管會「新版公司治理藍圖」具體措施十四「整合股東所需資訊及行使權利之管道」之規劃，集保結算所需於 2018 年規劃增建公司投資人關係整合平台，以促進機構投資人與公司的溝通，並便利機構投資人查詢發行公司投資人服務暨公司治理資訊，證交所及櫃買中心則需於 2019 年要求上市櫃公司提供投資人關係相關資訊，以利該平台提供整合資訊。據此，集保結算所於 2019 年 3 月 15 日正式啟動「IR Platform 公司投資人關係整合平台」（以下簡稱 IR 平台），成功整合投資人相關資訊，提供投資人與發行公司良好的溝通管道²⁷。

(一)投資人關係聯絡窗口及法說會資訊

IR 平台整合了我國所有上市櫃公司的投資人服務資訊，包括公司基本資料、辦理股票過戶機構、發言人、投資人關係聯絡窗口，及上市櫃公司法說會的時間，有利於投資人快速查詢上市櫃公司的投資人服務資訊。

(二)ESG 資訊評分專區

IR 平台於 2020 年與 Sustainalytics、FTSE Russell 與 ISS 等全球主要的 ESG 評分機構合作，於 2020 年 6 月推出整合 ESG 資訊專區，提供我國上市櫃公司參考，後續於 8 月進一步開放機構投資人使用，有利於機構投資人瀏覽我國上市櫃公司的 ESG 評分表現作為投資參考，上市櫃公司亦可利用 IR 平台追蹤及管理自身之 ESG 評分表現，作為改善資訊揭露的依據²⁸。

²⁷ 參考網址如下：

<https://games.yahoo.com.tw/%E5%9C%8B%E5%85%A7%E8%B2%A1%E7%B6%93-%E9%9B%BB%E5%AD%90%E6%8A%95%E7%A5%A8%E5%89%B5%E6%96%B0%E5%B1%80-%E9%9B%86%E4%BF%9D%E7%B5%90%E7%AE%97%E6%89%80%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%BA%E9%97%9C%E4%BF%82%E6%95%B4%E5%90%88%E5%B9%B3%E5%8F%B0%E4%BB%8A%E5%95%9F%E5%8B%95-025933068.html>

²⁸ 參考網址如下：

目前 IR 平台已收錄四家國際機構的 ESG 評分（包括 Sustainalytics ESG 風險評分、MSCI ESG 評級、FTSE Russell ESG 評級、ISS 環境揭露評級、ISS 社會揭露評級）以及我國公司治理評鑑的結果區間，其中 Sustainalytics 就涵蓋台灣前 400 大上市櫃公司的 ESG 資料，約佔台股市值 9 成，此對於規模不大或投入資源有限的機構投資人而言，可說是相當可貴的資源分享；此外，IR 平台也不定期分享 ESG 相關統計資訊，例如 Sustainalytics 發布之 2021 年台灣市場 ESG 風險概況、台灣 ESG 評分展望等研究報告，此皆有助於機構投資人了解在不同評分機制下，我國上市櫃公司在 ESG 不同面向的評分表現，進而有助於機構投資人落實盡職治理時，有效將 ESG 納入投資流程的考量。

(三)國際投票顧問提供之投票建議

因應金管會「公司治理 3.0—永續發展藍圖」的計畫項目四之規劃，2021 年集保結算所於投資人關係整合平台提供國際投票顧問機構之年度投票政策及聯繫資訊，以強化我國發行公司與國際投票顧問機構之溝通管道。據此，IR 平台於 2020 年 12 月分別發布 Glass Lewis 及 ISS 的「2021 年台灣投票政策」，為有利於我國機構投資人參考，集保結算所進一步編譯為中文，推出該兩家機構的「2021 年台灣投票政策摘要」，該兩份文件的共同點與差異彙整如下：(節錄)

	Glass Lewis	ISS
獨立董事	1. 獨立董事比例須達 1/5 2. 獨立董事兼任不超過	1. 獨立董事比例須達 1/3 2. 獨立董事兼任不超過

	Glass Lewis	ISS
	3 席	6 席 3. 最近一年出席率須達 75%
董事遴選	1. 2022 年起至少須有 1 名女性董事 2. 針對最近一年出席率未達 75% 的董事候選人投反對票	在公司治理、盡職治理、風險管理、受託人義務有重大失當者，將投反對票
功能性委員會績效	若有以下情況將投反對票： 1. 審計委員會一年召開不足 4 次，成員不足 3 人 2. 薪酬委員會一年召開不足 2 次 3. 提名委員會前一年度未召開	無
員工權利新股	以下情形原則反對： 1. 取得期間短於 2 年 2. 執行價由公司決定 3. 設定有加速取得機制 4. 未揭露發放股數	以下情形原則反對： 1. 取得時間不滿 2 年 2. 現有大股東參加 3. 缺乏具挑戰性的績效指標
解除競業禁止	以下情形原則贊成： 1. 擔任子公司、母公司或合資公司職務 2. 代表同法人擔任其他公司董事	以下情形原則反對： 1. 資訊揭露不足 2. 採董事非提名制

此外，集保結算所的股東會電子投票平台亦推出「公司治理投資量表」，該量表係依公司治理評鑑等級分類並給予不同權重，再將機構投資人之投資標的依各評鑑等級權重進行給分，根據該量表可得知機構投

資人所投資之標的依公司治理評鑑結果的分布，而可提供評量機構投資人盡職治理績效之參考。

四、未來發展趨勢

金管會於 2020 年 8 月發布「公司治理 3.0—永續發展藍圖」，其中計畫項目四「接軌國際規範，引導盡職治理」即計畫於 2021 年至 2023 年擴大盡職治理產業鏈及引導機構投資人落實盡職治理，具體措施包括強化我國發行公司與國際投票顧問機構之溝通管道、研議訂定投票顧問機構之盡職治理守則、推動政府基金將投信公司落實盡職治理情形納入其委託代操之遴選標準等。

根據「公司治理 3.0—永續發展藍圖」所列的時程表，證交所將於 2022 年研議服務提供者的盡職治理守則，並預計於 2023 年發布，此部分應可參考英國及日本現行所發布服務提供者的盡職治理守則，至於我國盡職治理相關資訊揭露不足（尤其是投票政策及投票紀錄），以及利益衝突管理仍著重於員工層級等情形，從證交所近期修正評比標準可看出其對此方面的重視，希望透過評比機制，鼓勵機構投資人強化盡職治理資訊揭露。

此外，我國為使投信公司發行 ESG 相關主題投信基金時能有一致性的資訊揭露格式，金管會於 2021 年 7 月發布「證券投資信託事業發行環境、社會與治理（ESG）相關主題證券投資信託基金之資訊揭露事項審查監理原則」，希望強化此類基金公開說明書在 ESG 投資方針揭露事項之完整性。該監理原則除了要求投信公司於公開說明書說明 ESG 基金的永續投資重點及目標、所採用 ESG 標準或原則等，在盡職治理參與方面，亦要求投信公司說明該 ESG 基金所適用盡職治理政策及執行方式，以及投信公司盡職治理報告之查詢方法或途徑。由此可見，我國於 2020 年修訂守則後，仍持續重視機構投資人對 ESG 的考

量及對盡職治理責任的履行，期許我國在未來守則的持續推動、盡職治理評比機制的激勵下，盡職治理履行情形可持續進步及完善。



第四章 我國資產管理業者落實盡職治理之問題與挑戰

2016年我國首次發布「機構投資人盡職治理守則」，去（2020）年8月公告修正，檢視我國規範內容，與各國趨勢發展一致，規範重點包括：採「遵循或解釋」之彈性監理方式；要求機構投資人制訂盡職治理政策、利益衝突管理政策與投票政策；強調與被投資公司溝通與互動，以及向客戶或受益人揭露盡職治理情形等。簽署者涵蓋四大基金、投信、保險、銀行、證券等計152家機構投資人，其中四大基金及投信公司簽署比率為100%，銀行、保險及證券業的簽署比率也超過九成以上。為使機構投資人能有互動與學習之機會，證交所自2019年起舉辦「盡職治理守則較佳實務遵循名單評比」，2021年起稱為「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」，期強化機構投資人盡職治理資訊之揭露。

機構投資人為具體落實盡職治理責任，組織上須有相關編制並投入相應資源，經訪談資產管理業者專家，本研究特別針對國內投信業者，執行盡職治理活動上遭遇的問題或挑戰加以探討，從實務面觀點提出可行策略與相關建議，以供投信業者參考。本章首就完善的盡職治理生態系應具備角色及重要議題說明之，第二節則以完備的生態系架構檢視投信業者在各關鍵議題上的執行狀況及相關問題，並接續提出可行建議。

第一節 建構我國機構投資人盡職治理完善生態系

一、盡職治理生態系重要角色及功能

盡職治理生態系中相關重要主體，包括資產所有者（Asset Owners）、資產管理者（Asset Managers）、指數提供商（Index Providers）及投票顧問機構（Proxy Advisors），渠等角色及功能敘述如下，並參圖4-1。

（一）**資產所有者**：指投資於實體經濟的資產所有人，例如：養老金計劃、保險公司、官方機構、銀行、基金會、捐贈基金、家族辦公

室和個人投資者等。不同資產所有者各有不同的投資目標和限制，其可透過直接購買股票或聘請資產管理者進行投資管理，股東會投票權也可直接執行或委任資產管理者辦理。

(二) **資產管理者**：資產管理者是專業的投資公司，須以客戶的最大利益行事，資產所有人可聘請專業投資公司管理資產所有者的全部或部分投資組合。據估計，全球約四分之三的金融資產由資產所有者直接管理，約四分之一由資產管理者管理。由於資產管理者不是其管理資產（AUM）的經濟所有者，因此**資產所有者除了自行行使股東會投票權外，亦可能將投票權之行使外包予資產管理者，資產管理者以受託人身份代資產所有者管理資產。**

(三) **指數提供商**：指數通常被用來當作資產所有者投資組合、混合投資工具和獨立帳戶的績效參考，並由相關指數提供者授權給用戶——通常是資產所有者、資產管理者或其他金融中介機構。在選用指數時，資產所有者通常會考慮其投資目標和要求，目前資產所有者傾向將反映 ESG 資訊的指數作為構建投資組合的部分，針對此一需求，指數提供商開發相關 ESG 指數，包括 S&P 道瓊永續指數、FTSE4Good Indexes 及 MSCI ESG 指數。

(四) **投票顧問機構**：係以共同基金、退休基金、保險公司、儲蓄機構等機構投資人為主要服務對象，就公司股東會議案提出建議內容並就此收取費用之機構。投票顧問機構最早源自於美國，因美國上市公司股份集中於機構投資人之現象而興起，當機構投資人之投資組合分散而持有多家公司股份，將難以就各家投資組合公司之股東會議案逐一詳加研究，使機構投資人難以履行對資金提供者之受託義務，遂委託投票顧問機構研究，取得作成投票決定所需之資訊。因此，機構投資人相當倚賴投票顧問機構之股東議案投票建

議。

美國法上，投票顧問服務市場呈現高度集中狀態，以 Institutional Shareholder Services（以下簡稱「ISS」）市占率最高，Glass Lewis 次之，兩者合計市占率超過 90%，使得美國上市公司對於此二者之意見甚為重視。ISS 及 Glass Lewis 近年來亦關注於環境（environmental）、社會（social）及公司治理（corporate governance）等合稱為 ESG 之相關議題，最近則著力於促進董事會組織之多樣性，以其影響力促進公司治理環境之改變²⁹。

<p style="text-align: center;">資產所有者</p> <ul style="list-style-type: none">● 經濟上的資產所有者● 制訂資產分配及投資政策● 自行管理資產或將管理工作外包予資產管理者● 自行行使股東會投票權或將其外包予資產管理者	<p style="text-align: center;">指數提供商</p> <ul style="list-style-type: none">● 產生指數，包括建立納入指數的規則● 維護指數，包括定期重新平衡（rebalancings）● 主要指數提供商包括 S&P、MSCI、FTSE Russell● 可作為指數投資及主動投資的參考標準
<p style="text-align: center;">資產管理者</p> <ul style="list-style-type: none">● 以受託人身份代資產所有者管理資產● 遵循資產所有者明訂之規章● 投資組合常以指數績效表現衡量	<p style="text-align: center;">投票顧問機構</p> <ul style="list-style-type: none">● 向資產所有者及資產管理者就代理投票提供研究及建議● 提供代理投票服務● 對投票建議的依賴程度有很大的差異

²⁹ 黃朝琮，公司治理藍圖 3.0：投票顧問機構，2021/1/28，<http://www.anglo.com.tw/accounting/cross/post.aspx?ipost=4964>

- 投資盡職治理職能依不同資產管理者而有所不同
- 依整體組合價值賺取一定比例之收費

- 國際投票顧問機構：ISS、Glass Lewis

圖 4-1 盡職治理生態系主體

資料來源：Barbara Novick, BlackRock, Inc. 'Remarks at FTC Hearing on Competition and Consumer Protection in the 21st Century'

二、 盡職治理產業鏈關鍵議題

Stewardship 是管理、管家之意。所謂投資盡職治理（Investment Stewardship）是指與被投資公司議合，藉以創造股東長期價值，並達成公司治理目標，而議合與行使投票權即為股東表達意見的方式³⁰。

比較研析英國、日本、新加坡及臺灣盡職治理守則內容，係以資產管理者為中心，本研究歸納在盡職治理產業鏈中涵蓋以下關鍵議題包括：1.盡職治理政策；2.利益衝突管理；3.投票政策；4.與被投資公司議合；5.投資流程整合 ESG，以及 6.對受益人履行報告義務。

為進一步說明，茲舉日本瑞穗集團下之資產管理公司 Asset Management One 為例（圖 4-2），說明盡職治理生態系中之相關主體及關鍵議題。圖中主體有三：客戶及受益人（即資產所有者，如投資信託、退休金等）、資產管理者（Asset Management One）與被投資公司，其中「資產管理者」與「被投資公司」分別受「日本盡職治理守則」及「公司治理守則」規範。而三者兩兩間相互關係說明如下：

- （一） 客戶/受益人與資產管理者：客戶/受益人將資產委託資產管理者管理，資產管理者須訂定明確的**盡職治理政策**，並以客戶

³⁰ Barbara Novick, Michelle Edkins, and Tom Clark, BlackRock, Inc., The Investment Stewardship Ecosystem, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2018/7/24

/受益人利益為最優先，故**利益衝突管理**屬於關鍵議題。客戶/受益人對資產管理者有監督之責，而資產管理者有定期向客戶/受益人**報告之義務**。

- (二) 資產管理者與被投資公司：資產管理者在盡職治理產業鏈中居於樞紐，許多關鍵議題亦圍繞其延伸，以 Asset Management One 為例，組織上最上層為責任投資委員會，下設「權益投資部門」及「責任投資部門」；資產管理者主要任務就是投資，近來 ESG 議題蔚為風潮，將 **ESG 整合於投資流程**已成趨勢，而指數提供商編製的 ESG 相關指數便發揮極大參考價值。另外，為行使股東行動主義，資產管理者應積極與被投資公司進行**互動對話（議合活動）**，並行使**股東投票權**，而資產管理者可委託投票顧問機構針對股東會議案提供專業建議。
- (三) 被投資公司與客戶/受益人：透過盡職治理架構與運作，最終目的是希望被投資公司永續經營，以提升客戶/受益人長期利益。

S - F - I

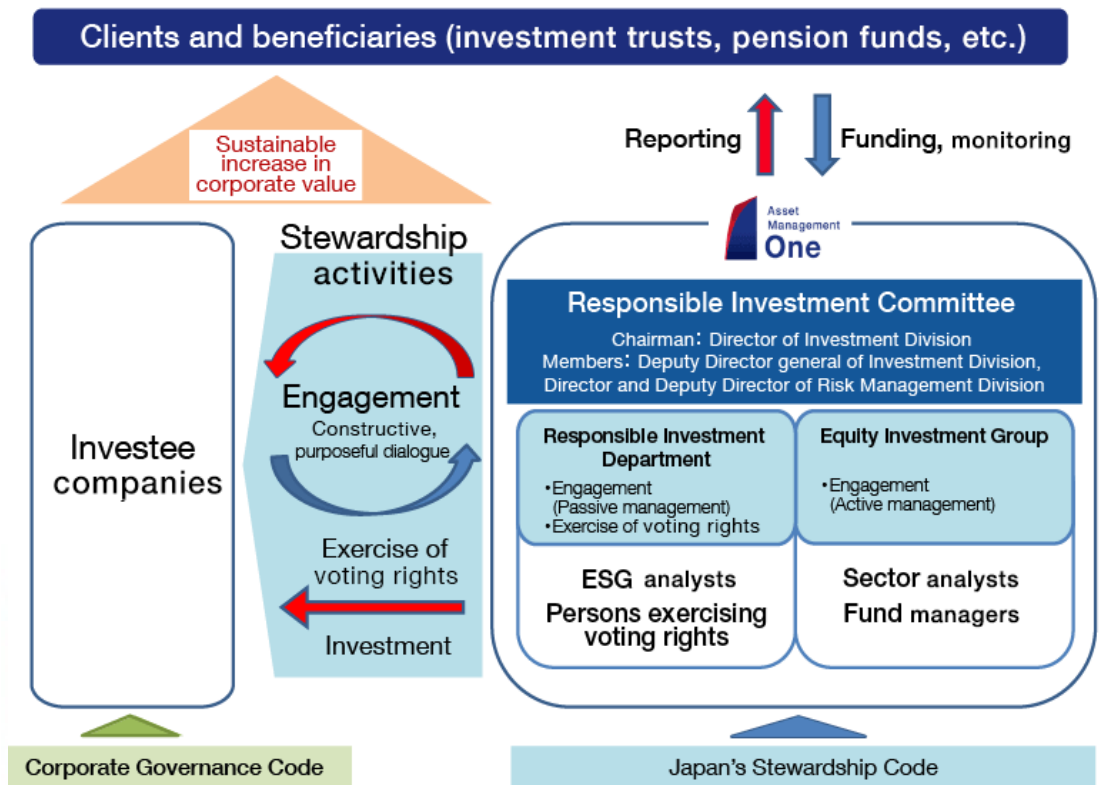


圖 4-2 Asset Management One 盡職治理與 ESG 投資圖

資料來源：

<https://www.mizuhogroup.com/sustainability/business-activities/investment/stewardship>

三、我國落實機構投資人盡職治理之努力

(一) 訂定「機構投資人盡職治理守則」並持續修訂

為促進股東行動主義，我國自 2016 年 6 月底發布「機構投資人盡職治理守則」，除持續提升金融機構簽署家數外，並強化盡職治理資訊之揭露品質，2020 年 8 月 10 日公告修正該守則，歸納四大重點：兼顧被投資公司永續發展、擴大盡職治理範圍、建立並揭露投票政策、加強投票紀錄揭露及提升盡職治理資訊揭露品質。



資料來源：機構投資人盡職治理守則，Deloitte

(二) 納入「公司治理永續發展藍圖」推動主軸之一

「公司治理 3.0—永續發展藍圖」共有五大推動主軸（參圖 4-3），第四為「接軌國際規範、引導盡職治理」，具體措施計五項，整理推動說明及推動時程如表 4-1。

金管會於2020/8/25發布公司治理3.0 - 永續發展藍圖 (2021~2023)



圖 4-3 公司治理 3.0—永續發展藍圖

資料來源：機構投資人盡職治理守則，Deloitte

表 4-1 接軌國際規範、引導盡職治理具體推動措施

	具體推動措施	推動說明	推動時程	
擴大盡職治理產業鏈	一、建立國際投票顧問機構與上市櫃公司議合機制	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 由於國際機構投資人須於短時間內針對全球眾多持股完成股東會投票，國際機構投資人多以採購投票顧問服務之方式，提升其投票決策效率。 ➢ 考量外資持有我國發行公司比例逐漸提高，國際投票顧問機構對我國發行公司之影響力也隨之提高，協助我國發行公司認識國際投票顧問機構之角色、瞭解其投票政策及建構我國發行公司與國際投票顧問機構之溝通管道，可提升我國公司治理與投資人關係。 	2021	1.集保公司於投資人關係整合平台提供國際投票顧問機構之年度投票政策及聯繫資訊，以強化我國發行公司與國際投票顧問機構之溝通管道。 2.集保公司辦理研討會，邀請國際投票顧問機構、ESG 研究機構或公司治理機構分享其公司治理政策關切議題，以利國內發行公司瞭解其關注重點。
			2022	集保公司於評估我國發行公司需求後，與國際投票顧問機構洽談取得建議報告相關資料授權，提供我國發行公司參考。
	二、參考國際規範研議訂定投票顧問機構(Proxy advisor)之盡職治理守則	考量投票顧問機構對投資產業鏈之影響力漸增，爰參考國際規範，針對服務提供者之產業特性，研議訂定相關專屬盡職治理守則，透過其影響力以提升公司治理品質，強化責任投資。	2021	由證交所蒐集國外服務提供者盡職治理守則(英國、日本)之實務情形。
			2022	由證交所研議服務提供者相關盡職治理守則。
			2023	發布服務提供者相關專屬盡職治理守則規範，並鼓勵服務提供者簽署或於符合我國盡職治理守則之相關原則下，提供遵循其他國家發布之相關守則之報告或聲明。
引導機構投資人落實盡職治理	三、鼓勵機構投資人揭露盡職治理資訊	透過鼓勵措施推動機構投資人編製盡職治理報告，提升盡職治理資訊的揭露品質，以發揮機構投資人影響力，促使上市櫃公司提升公司治理水平。	2021	請銀行公會、保險公會、證券商公會及投信投顧公會協助業者針對證交所辦理盡職治理較佳實務遵循評比得分較低項目，研提相關改善計畫。
			2022	修訂「鼓勵投信躍進計畫」核認標準，鼓勵投信業者提升盡

具體推動措施	推動說明	推動時程	
			職治理報告揭露品質。
		2023	請銀行公會、保險公會、證券商公會及投信投顧公會依所研擬輔導改善措施，追蹤業者改善盡職治理揭露情形。
四、設立機構投資人盡職治理公開評比機制	組成機構投資人盡職治理守則諮詢委員會，每年定期辦理較佳實務遵循名單評比，並公布較佳實務遵循名單，提升整體盡職治理水平。	2021	由證交所規劃組成機構投資人盡職治理守則諮詢委員會，每年定期辦理較佳實務遵循名單評比，並公布較佳實務遵循名單。
		2022	由證交所依據國內外機構投資人盡職治理實務，研議增修評比指標。
五、強化政府基金影響力，提升盡職治理	推動政府基金將投信公司落實盡職治理情形納入其委託代操之遴選標準，以提升其盡職治理。	2021	建議政府基金主管機關將證交所對機構投資人盡職治理較佳實務遵循之評比結果納入其遴選委外投資經理公司參考。
		2022	由證交所安排盡職治理評比等相關宣導講座，向政府基金宣導，以協助其提升盡職治理水平。

資料來源：公司治理 3.0—永續發展藍圖，金融監督管理委員會，本研究整理。

(三) 舉辦盡職治理資訊揭露評比，期改善揭露品質

證交所針對簽署盡職治理守則之專業機構投資人，分國內組與國外組由進行評比，國內組機構投資人之評比範圍為在國內執行之盡職治理活動、或與本國公司議合之盡職治理活動實務與揭露內容。簽署人應將相關檔案置於官網並公開，應揭露資訊包括：

1. 「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明及無法遵循部分；
2. 前一年度盡職治理報告；

3.當年度股東會投票紀錄(截至當年8月31日召開之股東會所有投票紀錄)；

4.其他(有關盡職治理之資訊)。

證交所依簽署人提供資訊進行初步評比，初評結果提請委員會討論，待諮詢委員會依評比初步結果，公布前段百分比或擇優或其他方式，分國內組及國外組公布較佳遵循名單。

觀察各國盡職治理實務，「盡職治理資訊揭露評比」為我國獨創，目的是希望簽署人間能有互動與學習，不在分數高低，而是揭露執行落實程度，透過良性互動讓盡職治理報告完整性與品質皆可提升。「CG Watch 2020」亦認為此實為進步之舉且有助於改善揭露。

(四) 完善盡職治理生態系，引進國際投票顧問機構

我國資本市場外資比重愈來愈高(110年5月底已達42.37%)，外資機構在投票決策上須借重投票顧問機構意見，而投票顧問機構的態度與思維影響發行公司甚大，故投票顧問機構在股東行動主義下扮演角色愈來愈吃重。

推動層面，今(2021)年5月19日集保結算所與Glass Lewis宣布策略合作關係，集保結算所於Glass Lewis出版對臺灣上市櫃公司之股東會投票建議報告時，無償提供該報告複本，予研究標的之上市櫃公司。

集保結算所亦將ISS、Glass Lewis投票政策與相關資訊置於投資人關係整合平台，並提供發行公司下載；年初集保結算所也邀請兩家機構與上市櫃公司當面溝通，目的在使上市櫃公司瞭解國際投票顧問公司的觀點及評估重點，而證交所將研議服務提供者相關盡職治理守則，也期待這些機構簽署，藉由其影響力能提升台灣公司治理品質。

第二節 我國資產管理業者落實盡職治理之挑戰

為了解機構投資人履行盡職治理責任與執行相關活動時的運作情

形及遭遇的困難，本研究採用訪談方式，計訪問 5 家資產管理者（投信業者）及 1 家資產所有者（勞動基金運用局），完整訪談紀錄詳附件一（其中 1 家投信業者未同意公開訪談紀錄，故未收錄）；此外，亦透過舉辦線上研討會方式--2021 資產管理前瞻系列論壇³¹（110.6.25），邀集產官學各界共同探討如何強化機構投資人盡職治理，以促進資本市場健全發展，彙整訪談問題與論壇議題如下：

	訪談問題 / 論壇議題
業者訪談	<p>一、請簡單描述 貴公司（機構）如何進行盡職治理工作（包括編製年度盡職治理報告、如何與被投資公司議和等）及投入多少資源？（包括人力、編制）</p> <p>二、請問 貴公司（機構）在投資流程部分如何落實盡職治理？如何解決「資產所有者」與「資產管理者」間利益衝突問題？另 2020 年版機構投資人盡職治理守則在投資範圍部分，放寬至債券、私募股權、多元資產等，請問 貴公司（機構）針對新標的執行上有無困難或具體建議？</p> <p>三、請問 貴公司（機構）是否將 ESG 觀念納入投資流程中？若已導入，請問執行細節與實際作法為何？如尚未導入，是否可分享原因及困難點？</p> <p>四、請問 貴公司（機構）如何透過投票機制影響被投資公司重大決策？是否可舉例說明和被投資公司的議和過程？是否曾有與其他股東（機構投資人）合作，共同影響被投資公司重大決策之經驗？</p> <p>五、請問 貴公司（機構）進行盡職治理工作時所遭遇的困難與挑戰？</p> <p>六、其他建議事項。</p>

³¹ 論壇實錄可參考：

https://weblinesfi.org.tw/download/resh_ftp/AMEDFund/20210708/%E5%BC%B7%E5%8C%96%E6%A9%9F%E6%A7%8B%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BA%BA%E7%9B%A1%E8%81%B7%E6%B2%BB%E7%90%86%E4%BF%83%E9%80%B2%E8%B3%87%E6%9C%AC%E5%B8%82%E5%A0%B4%E5%81%A5%E5%85%A8%E7%99%BC%E5%B1%95%E6%B4%BB%E5%8B%95%E5%AF%A6%E9%8C%84.pdf

	訪談問題 / 論壇議題
線上論壇	<p>專題演講(一) --落實盡職治理協助企業健全發展</p> <p>專題演講(二) --國際盡職治理發展新趨勢 Innovative Practice in stewardship -Government,management system and leadership -Practice and implementation</p> <p>專題演講(三) --如何運用專業影響力提升投資價值</p> <p>綜合座談 1. 促進股東行動主義之關鍵 2. 擴大盡職治理產業鏈之可行方式探討 3. 盡職治理報告要素與評比標準 4. 機構投資人如何透過互動與參與提升公司治理品質</p> <p>Q&A</p>

資料來源：本研究整理

本研究依第一節架構之盡職治理生態系關鍵議題為主軸，參酌業者訪談及論壇產討論，分析資產管理業者落實盡職治理責任遭遇的問題與困難：

一、欠缺具體盡職治理政策說明

關於守則要求機構投資人「訂定並揭露盡職治理政策」，發布指引 1-1~1-3，證交所「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」在盡職治理政策方面亦公布 5 項評比標準，臚列對照如下表

機構投資人盡職治理守則指引		盡職治理資訊揭露較佳名單評比標準	
指引 1-1	機構投資人訂定盡職治理政策時，宜考量其位於投資鏈之角色、業務性質及如何保障客戶與受益人之權益。	1	盡職治理政策中，說明機構投資人有考量其位於投資鏈之角色、業務性質及如何保障客戶與受益人之權益
		2	執行盡職治理行動的內容項目，例如關注被投資公司、與經營階層互動、參與股東會以及投票等之頻率與方式。

機構投資人盡職治理守則指引		盡職治理資訊揭露較佳名單評比標準	
指引 1-2	機構投資人宜將環境、社會、公司治理(ESG)議題納入投資評估流程，以善盡盡職治理責任，創造長期投資價值。	3	投資流程是否融入 ESG 評估，以及採用 ESG 相關指標的程度。
		4	說明如何對被投資公司進行風險評估，包含 ESG 相關之風險與機會，並解釋其評估方式。
指引 1-3	盡職治理政策之揭露宜至少包含以下事項：1.業務簡介；2.對客戶或受益人之責任；3.盡職治理行動，例如關注被投資公司、與經營階層互動、參與股東會以及投票等之頻率與方式；4.盡職治理行動之委外辦理情形與管理措施；5.履行盡職治理情形之揭露方式與頻率。	5	盡職治理政策中，說明履行盡職治理情形之揭露方式與頻率。

資料來源：本研究整理

機構投資人較少說明如何作成盡職治理決策，其可能提供不予投資的排外公司或產業名單，但未說明如何監督及管理其已實際投資的公司。

二、缺乏機構層級的利益衝突管理

原則上機構投資人皆訂有利益衝突防範政策，包括機構及機構員工不可因自己私利而為對客戶或受益人圖利的決策或行動；落實在投資流程上，也有相應利益衝突的管理方式，例如：基金經理人管理不同帳戶時，要分別做成投資決策進行交易；同一日不同投資帳戶間，若有必要須為相同標的之不同時間交易，經理人需以書面敘明不同時間交易的理由；另外，不同帳戶間，不可針對同一標的於同一日內為反向投資等。

然而，以上利益衝突政策著重在機構內部利益衝突的管理，至於機構層級的利益衝突政策少有涉及。「CG Watch 2020」也提出相同觀察：「許多盡職治理報告雖有說明利益衝突之管理，但多半著重於機構投資人員的利益衝突，缺乏機構層級的利益衝突管理，例如資產管理

公司與母公司（金控公司）間的利益衝突管理。」舉本研究第二章新加坡 JP Morgan Asset Management（JPMAM）利益衝突管理為例，就將機構層級的利益衝突納入考量，JPMAM 隸屬於 JP Morgan 集團（JPMC Group），集團提供多樣金融服務，涵蓋銀行、投資等。JPMAM 雖隸屬集團之下，但在營運、功能上皆為獨立，因此與集團內之其他公司皆維持公平的商業關係。為防範利益衝突發生，JPMAM 建立一套正式防火牆（包括實體與電子），禁止資訊在集團內子公司間流用。JPMAM 的資訊，禁止集團保管銀行、證券經紀商及投資銀行使用，為實踐忠實義務，須確保所有投資決定僅單純為客戶利益獨立作成。舉個典型利益衝突的例子，倘集團成員或利害關係人與被投資公司涉及相關交易，或有實質利益關係；甚或集團為被投資公司董事會成員之一，若有前述情況，當作投票決定時，會徵詢公司內法遵部門或獨立第三方意見，以上例子可供國內業者參考。

三、 投票政策與紀錄

（一） 機構投資人缺乏明確投票政策

完整的投票政策應納入公司治理原則，例如要求被投資公司遵循公司治理原則才對經營層提案給予支持，但國內機構投資人有時僅表示其已制定投票政策，但卻缺乏更詳細的資訊或僅複製守則上文字。

（二） 投票紀錄有待加強，票決結果理由揭露不足

目前國內簽署人，投票記錄揭露仍以集保結算所提供的盡職治理投票統計為主，多以表格方式表達投票紀錄，對讀者閱讀較不友善並顯得單調；另外，國內大部分機構投資人對於投票紀錄大多是彙總揭露，而非逐公司逐案揭露投票結果，特別在投反對

票的理由說明部分揭露不足。

(三) 股東會召開日期過於集中，機構投資人親自出席難度高

為履行盡職治理責任，機構投資人應儘量親自出席股東會並提出問題（CG Watch 2020 建議），但國內股東會召開日期過於集中，也影響機構投資人出席率。

(四) 投票統計資料使用不友善

有業者提出股東會相關統計數據，無法逐公司逐議案揭露，下載後讀取資料或分析時，使用上並不是很友善。建議是否可讓投信業者容易搜尋或整理，包括搜尋公司、議案或 ESG 議題等，或提供相關圖表等，便於投信業使用。

四、議合相關

機構投資人盡職治理守則原則四指引 4-2：「機構投資人與被投資公司對話及互動之方式，可包含 1.與經營階層書面或口頭溝通；2.針對特定議題公開發表聲明；3.於股東會發表意見；4.提出股東會議案；5.參與股東會投票」。

(一) 機構投資人行使股東提案權比例甚低

股東提案制度使少數股東有機會表達其對公司營運政策、董事人選或促進公益等意見，並說服其他股東於會議中支持其所提的議案，成為公司必須履行的政策，不但有助於提高股東參與公司業務的意願，也有監督公司經營者的間接功能。機構投資人欲在公司治理上扮演更積極的角色，應該善用股東提案制度。

然依據投保中心統計，機構投資人於我國上市櫃公司股東會行使提案權家數和提案件數甚少，以 108 年上市櫃公司受理的自然人股東及機構投資人的提案家數為例，上市公司僅 12 家、上

櫃有 9 家有股東提案；而列入議案的上市公司僅有 8 家、上櫃公司有 7 家，分別僅有 11 件及 7 件提案列入議案；以我國近 1,742 家上市櫃公司來說，在股東會提案的家數及案件數比例甚低，不到 1%³²。

（二）議合情況揭露較少採用個案說明方式

根據證交所舉辦「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」經驗，一般機構投資人在盡職治理政策聲明部分表現較佳，然而在議合揭露部分則尚有進步空間。

（三）國內機構投資人較少共同議合經驗

本次訪談的投信業者、機構皆有議合經驗，包括因環保或勞工人權議題與被投資公司溝通。例如某被投資公司製程中會產生鹼性廢水，甚至有缺水問題，機構投資人持續與被投資公司溝通，被投資公司也提出包括計畫如何改善廢水、缺水情況，後續也追蹤公司是否持續執行改善方案，最終製程中的廢水經處理，即符合法規排放廢水標準，並可有效處理酸性氣體，及藥劑用量等，該公司積極改善對環保上的影響，經過一連串互動議合，並後續追蹤公司執行行為，算成功的議合個案。但問及是否有與其他機構投資人共同議合以改變被投資公司決策等之情況，所有受訪者皆缺乏該等經驗。

五、ESG 納入投資流程，缺乏公信力和獨立客觀的資料庫

許多資深的基金經理人過去重視投資標的之基本面、技術面，但目前須將 ESG 納入投資流程，考量被投資公司的永續性，對基金經理人而言，思維改變是現階段面臨的一項難題。

ESG 納入投資流程，包括以下細節：

³² 2020.12.07 工商時報

(一) ESG 評分參考來源

1. 外部資料庫或第三方機構 ESG 報告：外部資料庫如 MSCI、Morningstar、ISS 等，此外，還可參考第三方機構的 ESG 評鑑報告；
2. 機構內部開發分析工具：某位受訪業者集團內自行開發 ESG 分析工具，此內部的資料庫可供基金經理人參考。

(二) ESG 綜合判斷

前述不同參考來源對同一家公司的 ESG 分數常有出入，但最終判斷還是要透過基金經理人對被投資的綜合判斷。某些情況下，雖然一家公司的 ESG 分數低，但不見得就不投資，仍會參考產業前景，或公司本身的經營能力與誠信等因素。

評估 ESG 需參考外部資料庫，但所費不貲，有些機構投資人不見得能負擔的起；且不同的資料庫對同一家公司的分數也南轅北轍，因此，機構投資人評估 ESG 時，遇到缺乏公信力且獨立客觀的資料庫之困難。

六、 盡職治理報告細節不足且未於官網揭露

「CG Watch 2020」觀察我國儘管投票率提升，但機構投資人相當少投反對票，且盡職治理相關資訊揭露也少，尤其是極少揭露其在盡職治理方面的優先考量議題及付出的努力。此外，機構投資人所揭露的資訊多半僅有遵循盡職治理守則聲明，且使用者不易於機構投資人官網找到該等資訊。

第三節 我國落實盡職治理之可行策略

綜觀國外盡職治理制度及實務並我國發展狀況，本研究提出落實盡職治理之可行策略如下：

一、 建議我國盡職治理守則增訂提升盡職治理活動（escalation of stewardship）與共同議合（collective engagement）

「CG Watch 2020」提及，亞洲許多國家盡職治理守則之內容與架構係參考 2010 年版英國盡職治理守則，惟其中有兩項要素在亞洲國家較難施行－提升盡職治理活動（escalation of stewardship）與共同議合（collective engagement）。經比較各國盡職治理守則，英國及新加坡皆有類似「於必要時，機構投資人應提升盡職治理活動以影響被投資公司」的觀念（詳英國的原則十一、新加坡的指引 3.4），惟日本及台灣的守則並無提及此觀念。

提升盡職治理活動與共同議合目的，就是使機構投資人用盡各種方式與努力，影響被投資公司的決策與行動，建議於盡職治理守則中增訂，使機構投資人的議合活動得以落實。

二、 訂定服務提供者守則並力促國際投票顧問機構簽署

投票顧問機構在股東行動主義下扮演角色愈來愈吃重，英國、日本分別於 2020 年 1 月及 3 月修訂守則，增訂「服務提供者」原則。舉日本為例，守則增加原則八：機構投資人的服務提供者，要致力於強化整體投資人功能，透過適當為投資人服務，履行盡職治理責任。另提供三項指引：1. 建立政策與機制，有效管理利益衝突及公開相關資訊；2. 服務提供者要有足夠人力資源，包括在日本設立業務機構與依據公司資源為機構投資人提供服務，投票建議，同時訂定投票建議過程，確保資訊透明；3. 投票顧問提供建議時，要依公司揭露的資訊與上市公司議合，提供上市公司確認資訊正確與否機會，讓上市公司意見可提供投票顧問。可看出各國對服務提供者漸漸關注，且要求服務提供者訂定相關盡職治理政策，ISS、Glass Lewis 對英國、日本的服

務提供者盡職治理守則也表達要遵循意願，但如何具體執行，仍有待這些國際投票顧問機構在盡職治理報告中說明與揭露。

我國雖於 2020 年 8 月修訂守則時未納入「服務提供者」原則，但「公司治理 3.0—永續發展藍圖」已規劃參考國際規範，於 2023 年發布服務提供者相關專屬盡職治理守則規範，在我國訂定服務提供者盡職治理守則規範前，機構投資人可先參考證交所公司治理中心網頁所提供之國際投票顧問 ISS 及 Glass Lewis 遵循其他國家盡職治理守則聲明。建議相關守則發布後，能積極引進投票顧問機構，並力促其簽署我國規範。

三、 建議投票政策具體說明公司治理原則

機構投資人應有具體明確的投票政策，此為履行盡職治理責任很重要部分，但國內機構投資人在此部分尚有進步空間，茲舉 Robeco 之投票政策為例，包括原則性同意公司財務報告；原則性同意董事擔任審計委員會委員，除非其董事缺乏獨立性；原則性同意非執行董事的薪酬，除非該薪酬待遇超過產業或當地標準。應將此類公司治理原則，清楚條列於 Robeco 的投票政策之中，可做為國內機構投資人的參考。

四、 強化揭露對個別議案投反對票或棄權之具體原因

日本盡職治理守則要求機構投資人逐公司逐案揭露投票紀錄，根據證交所「機構投資人盡職治理資訊揭露情形與建議」，逐公司逐案揭露投票紀錄為最高標準之作法，據此證交所透過「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」機制，鼓勵機構投資人逐公司逐案揭露投票紀錄，可見此為未來機構投資人的努力方向之一。

惟在我國實務發展上，我國機構投資人的投票政策尚有進步空間，各業者投入的資源也不同，若在現階段就仿效日本在準則中要求機構

投資人逐公司逐案揭露投票紀錄似乎操之過急。若機構投資人可充分揭露投反對票或棄權理由（例如基於違背何種公司治理原則、不符合公司所訂之何項投票政策等理由），將有助於強化投票紀錄的透明度，因此建議在短期目標上，我國可先朝強化揭露對個別議案投反對票或棄權的原因努力，待我國機構投資人在制訂投票政策及相關投票實務皆已發展一定程度後，始循序漸進將逐公司逐案揭露投票紀錄列為中長期目標。

五、 議合情況以個案方式撰寫，盡量以圖表、表格易讀方式呈現

目前國際上對盡職治理報告並無制式架構，以個案說明方式揭露盡職治理活動是國內機構投資人較缺乏者，透過個案撰寫揭露機構投資人與被投資公司互動背景緣由目標及成果，讓投資者充分了解機構投資人與上市公司議合的實際過程，個案內容包括議合執行是否符合盡職治理政策內容，另外互動議題為何，互動理由及互動內容，互動後帶給被投資公司的影響為何，之後追蹤被投資公司改善情況，個案撰寫可完整說明議合內容，也可展現盡職治理精神。建議機構投資人未來描述議合過程時，以個案方式撰寫，報告內容盡量以圖表、表格等易讀方式呈現。

六、 證券周邊單位、業者相關公會協力整合 ESG 資訊並共享

我國 2020 年 8 月修訂盡職治理守則，新增機構投資人宜將被投資公司 ESG 議題納入投資評估流程中，並關注、分析與評估被投資公司 ESG 議題之相關風險與機會。有鑑於關注被投資公司 ESG 議題需投入一定成本，業者資源有限，建議得由證券周邊單位、業者相關公會協力整合 ESG 資訊並適時共享，相信有助於機構投資人有效落實將被投資公司 ESG 議題納入投資評估流程中。

目前證交所公司治理中心已提供相關 ESG 資訊供投資人參考，包括上市櫃公司出具企業社會責任報告書情形、臺灣永續投資調查等；集保結算所 IR 平台亦已分享 Sustainalytics ESG 風險評分、MSCI ESG 評級、FTSE Russell ESG 評級、ISS 環境與社會揭露評級及我國公司治理評鑑資訊，協助投資人了解在不同評分機制下，我國上市櫃公司在 ESG 不同面向的表現。建議未來中長期發展下，除了證券周邊單位外，業者相關公會可統籌各家業者的資源，整合 ESG 資訊並適時共享，此將對規模較小或資源投入有限的機構投資人，產生不小的幫助。

七、由公正第三方建立在地化 ESG 資料庫

ESG 納入投資流程是國際潮流趨勢，訪談我國機構投資人發現，我國目前並無統整的 ESG 資料庫，業者在評估 ESG 時，鑒於國際資料庫所費不貲，運作上遭遇困難，建議得由公正第三方建置我國上市上櫃公司 ESG 資訊整合平台，提供公司 ESG 各面向資訊與表現，可便利機構投資人進一步比較分析投資標的是否符合篩選標準。

八、因應歐盟「永續金融揭露規範」(Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR)，國內業者應及早準備

2021 年 3 月 10 日歐盟「永續金融揭露規範」(Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) 正式上路，SFDR 規定，在歐洲設有營運據點或販售資商品的基金公司，須在公開說明書中標示「是否屬於 ESG 基金」；並根據投資策略不同，依「綠化」程度區分為符合第 6 條（泛 ESG 基金）、第 8 條（聚焦促進環境或社會特徵的基金）、第 9 條（具備永續投資目標的基金）之不同永續性類別基金。根據 Broadridge 分析數據顯示，2020 年採取主動式篩選管理的 ESG 基金如影響力基金、ESG

主題基金等，整體淨流入金額高達 1499 億歐元；相比之下，僅採用排除性篩選、ESG 集成等泛 ESG 方法的產品，淨流入金額則為 649 億歐元。因此，隨 SFDR 規範引導，永續投資產品將由 ESG 研究整合走向「深綠」的永續趨勢主題基金、與影響力投資基金，意即相關永續金融產品將轉向擁抱更積極、主動的投資方式，以發揮影響力。

反觀國內資產管理業者，被動式投資 ETF 成市場主流，如何學習國外發展經驗，由資產管理業者擔負主動管理之責，甚或提供相關誘因，是國內可加以思考的方向，在 ESG 潮流下，盼國內資產管理業者也能逐步跟上。



第五章 結論與建議

OECD「公司治理原則」自1999年發布以來，已被公認為國際間良好公司治理的架構，該原則於2015年修訂的版本新增「機構投資人、證券市場及其他中介機構」，建議機構投資人揭露與投資有關的投票政策，包括決定運用投票權的程序，以強化機構投資人參與公司治理的角色，因此，各國相繼發布機構投資人盡職治理守則(Stewardship Code)。

2016年我國正式通過「機構投資人盡職治理守則」，後於2020年修訂，要求機構投資人應兼顧被投資公司永續發展、擴大盡職治理範圍、建立並揭露投票政策，以及提升盡職治理資訊揭露，以落實機構投資人盡職治理。此外，集保結算所於2020年12月16日將國際投票顧問Glass Lewis發布之2021年台灣投票政策公布於「公司投資人關係整合平台(IR Platform)」，提供機構投資人參考，另證交所亦辦理建立機構投資人盡職治理公開評比機制，為落實評比後續將該評比結果納入四大基金遴選委外投資經理公司參考，在在顯示我國政府推動機構投資人盡職治理不遺餘力，為使國內資產管理業者了解盡職治理精神，並落實在投資流程中，本研究提出結論與建議如後。

第一節 研究結論

一、 盡職治理生態系主體與關鍵議題

盡職治理生態系中相關重要主體，包括資產所有者(Asset Owners)、資產管理者(Asset Managers)、指數提供商(Index Providers)及投票顧問機構(Proxy Advisors)。比較研析英國、日本、新加坡及臺灣盡職治理守則內容，係以資產管理者為中心，本研究歸納盡職治理產業鏈中涵蓋關鍵議題包括：1.盡職治理政策；2.利益衝突管理；3.

投票政策；4.與被投資公司議合；5.投資流程整合 ESG，以及 6.對受益人履行報告義務。

二、各國守則皆採彈性監理方式，提供誘因變得重要

綜觀各國盡職治理守則均採「遵循或解釋」(Comply or Explain)之彈性監理模式，表示機構投資人對守則或指引須予以遵循，若未遵循，則需解釋理由。而守則規範重點包括：要求機構投資人制訂盡職治理政策、利益衝突管理政策與投票政策；強調與被投資公司溝通與互動，及向客戶或受益人揭露盡職治理情形等。

英國及日本訂定守則之機構為政府機關，分別是財務匯報局(FRC)及金融廳(FSA)，新加坡則是智庫 Stewardship Asia Centre 發布，而我國由證交所訂定。由於守則不具強制性，未遵守並無罰則，因此若要落實須有相應之誘因，我國獨步全球辦理「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」，評比結果表現優異的機構投資人，可獲以下鼓勵：

- (一) 將評比結果納入四大基金遴選委外投資經理公司參考；
- (二) 規劃於 2022 年修訂「鼓勵投信躍進計畫」核認標準，鼓勵投信業者提升盡職治理報告揭露品質。

三、各國發展盡職治理特色與成效

(一) 英國

英國是最早訂定盡職治理守則(Stewardship Code)的國家，2020年修訂後由原來的7項原則擴增為18項原則，最大不同就是新增「服務提供者原則」。新守則分兩大部分：第一部分是資產所有者及資產管理者原則(原則1至原則12)；第二部分為服務提供者原則(原則1至原則6)。英國財務匯報局(FRC)為讓業者有所遵循，針對第一部分「資產所有者及資產管理者原則」

之各原則，提供較佳實務範例供業者參考（The UK Stewardship Code Review of Early Reporting）。

英國盡職治理守則新版本生效未達兩年，推展效果尚不明顯。本研究參酌安永會計師事務所（Ernst & Young Global Limited）發展的方法論及模型，評估英國前 21 大的保險業者（資產所有者）及 18 家資產管理者 2019 年的相關盡職治理活動並加以評分。區分盡職治理關注領域為八大面向—環境（Environment）、治理（Governance）、社會影響（Social impact）、公司報告（Corporate Reporting）、人力資本（Human Capital）、策略與績效（Strategy and performance）、稽核與確信（Audit and assurance）及信任及商譽（Trust and reputation），各關注領域下再細分子項目，共計 25 項進行評分，得到結果如下：

1. 針對盡職治理責任，資產管理者較資產所有者有更強的意識，各項分數均高於資產所有者。
2. 環境與治理議題為資產管理者優先關注對象：資產管理者的盡職治理報告著重氣候變遷（3.33）、管理階層薪酬（3.22）、領導組成（3.06）及永續性（3.00），以上項目皆有 3 分以上，達到進步水準，顯示資產管理者在以上項目的積極議合行動。
3. 保險公司（資產所有者）有很大進步空間：保險公司分數最高前三的是氣候變遷（2.05）、永續性（2.00）及社會貢獻（1.76），但普遍都低於資產管理者；另外，信任（Trust）在保險行業扮演關鍵角色，但保險公司在信任及商譽部分，平均分數只有 1.00 相對低。

（二）日本

日本為亞洲地區第一個制定機構投資人盡職治理守則的國家，鑑於該守則是安倍政府經濟改革的一環，並由日本金融廳主導推動，幾乎所有的機構投資人都在短期內紛紛響應。其特色與成效分述如下：

1.政府力量推動，簽署情形熱烈且逐年上升

截至 2021 年 6 月 30 日簽署日本盡職治理守則的機構投資人高達 309 家，包含投信公司 199 家，退休基金 68 家，保險公司 24 家，信託銀行 6 家，其他機構投資人（例如服務提供者）共 12 家。亞洲公司治理協會(ACGA)發布的評鑑報告「CG Watch 2018」亦提及，日本在亞太地區 12 個國家中「投資人」構面排名第 2，值得注意的是，簽署名單中不乏出現非金融機構的退休基金，例如松下電器（Panasonic）、SECOM 等，亦有投票代理機構，例如 Glass Lewis、ISS 等。

2.發布指引作為盡職治理守則與公司治理守則的補充文件

日本金融廳於 2018 年 6 月發布指引「Guidelines for Investor and Company Engagement」作為日本盡職治理守則與公司治理守則的補充文件，該指引提供機構投資者與被投資公司於議合時可著重的議題項目，包含管理階層因應企業環境變化之決策、投資決策與財務管理政策、執行長委任/解任與董事會職責，以及其他特定挑戰（例如以視訊方式召開股東會時是否採取適當措施確保股東的權益及確保會議進行過程透明且公平等）。「CG Watch 2020」特別提及該指引使日本的公司治理守則與盡職治理守則兩者間產生更緊密的連結，所提出之議題相當切合日本在公司治理所遇到的現時挑戰。

3.逐公司逐議案詳細揭露投票紀錄

日本盡職治理守則指引 5-3 除規範機構投資人至少應將投票紀錄彙整為各主要類型之議案並公開揭露外，亦要求須針對個別被投資公司揭露個別議案（逐公司逐案揭露）投票紀錄，除非特定情況顯示此舉不適當。

4. 資產管理人針對各項原則揭露自我評估情形

具日本特色之指引還有指引 7-4，該指引規範資產管理人應定期就其履行各原則、指引之狀態進行自我評估，揭露對其治理結構、利益衝突管理及盡職活動之持續改善結果，且將該等結果與其盡職治理活動（包括與公司之對話）結果一併揭露。資產管理人應認知到此與其投資管理策略一致，且導致公司價值中長期增加及公司永續成長。

5. 守則成效－改變機構投資人投票行為及對 ESG 的重視層面

有學術研究指出，過去日本金融機構在扮演股東的角色上較為消極，投票時通常選擇與被投資公司管理階層立場一致或選擇不行使投票權。該研究透過統計 2010 年至 2016 年的股東會結果，探討 2014 年發布日本盡職治理守則後對股東投票決策是否產生影響。研究結果顯示，守則之發布改變機構投資人的投票行為－在被投資公司獲利低於同業平均時，機構投資人傾向投票反對最高階管理階層的選任案。

另一方面，日本盡職治理守則的成效還可參考日本政府退休投資基金（Government Pension Investment Fund，簡稱 GPIF）每年的調查報告。GPIF 針對 2021 年 1 月至 3 月所發布的第六次調查報告：

(1) 50% 的被投資公司認為機構投資人於投資人會議的態度較去年更令人滿意；

(2)78.1%的被投資公司認為 Covid-19 疫情期間與機構投資人間的對話有所改變，尤其是 ESG 中的 S（例如健康、安全及員工工作型態）較以往更受到重視；

(3)被投資公司對於 ESG 重視的層面更廣—除「公司治理」維持為最重視的議題以外，重視程度提升最高的前三名為「氣候變遷」、「健康與安全」及「環境機會」。

（三）新加坡

新加坡由智庫 Stewardship Asia Centre（SAC）主導，編訂機構投資人盡職治理原則（Singapore Stewardship Principles，SSP），共計七條指導原則。SAC 將盡職治理定義為「藉由整合利會大眾、未來世代及環境需求下，創造長期價值的思維與實踐」，對領導力（Leadership）之定義為「對創造美好未來的真誠渴望與堅持」，結合此兩個理念的「盡職治理領導力（Steward Leadership）」，即對創造共同美好未來的真誠渴望與堅持，以因應同時存在的成長機會與嚴峻挑戰。

有關盡職治理價值觀，從 Covid-19 的經驗可得知，企業很難獨善其身；創造共同的美好未來是一場馬拉松，而不是短期衝刺，因此盡職治理領導應追求長期的思維；自我責任的心態則指盡職治理領導者必須發自內心做出真正的選擇，係盡職治理重要的一環；最後，創造彈性則使盡職治理領導者不論面對何種困難，仍會運用創造力找到創新的解決方法。SAC 預計於 2021 年推出「新加坡盡職治理守則 2.0」，目前的方向為維持非強制性的原則，且可能將新加坡金融管理局（MAS）所發布有關環境風險之指引納入守則中。

(四) 各國盡職治理守則比較

	英國	日本	新加坡	臺灣
守則名稱	The UK Stewardship Code 2020	負責任之機構投資人原則	Singapore Stewardship Principles	機構投資人盡職治理守則
首次發布	2010/7	2014/2	2016/11	2016/6
最新版本	2020/1	2020/3	2016/11	2020/8
制定機構	財務匯報局 (FRC)	金融廳(FSA)	Stewardship Asia Centre(SAC)	證券交易所
適用原則	遵循或解釋	同左	同左	同左
ESG 納入投資決策	✓	✓	×(註)	✓
服務提供者	✓	✓	×	×

註：新加坡盡職治理原則（SSP）的指引 2.3 雖提及「投資人與被投資公司的議合涵蓋面向廣泛，包括策略、長期表現、風險、財務、企業文化、薪酬及 ESG 等議題」，惟此僅代表 ESG 為議合的眾多議題之一，SSP 並未明確規範機構投資人應將 ESG 議題納入投資決策，因此有別於其他國家的盡職治理守則。

資料來源：本研究整理

四、國際機構對我國盡職治理表現之觀察

(一) 亞洲公司治理協會（ACGA）發布「CG Watch 2020」

亞洲公司治理協會（ACGA）於 2021 年 5 月 20 日發布「CG Watch 2020」，針對 2019 年至 2020 年期間 12 個亞洲國家有關公司治理的不同構面進行評比，我國「投資人」構面在 12 個國家中排名第 7，雖然分數有微幅進步，但仍屬中下排名。「CG Watch 2020」指出我國在「投資人」構面得分相對較不佳的關鍵在於投資人活動及相關揭露的細節不足，茲將「CG Watch 2020」的觀察重點如下：

優點	應改進項目
1. 「機構投資人盡職治理守則」簽署數量持續上升且 2020 年版將 ESG 納入投資決策。	1. 盡職治理報告不易找尋且細節不足。
2. 電子投票平台及守則皆有助於提升投票率。	2. 利益衝突多半著重於員工的利益衝突，應重新檢討機構層級的利益衝突。
3. 「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」應有助於改善揭露。	3. 投資人應盡量親自出席股東會並提出問題，出席情形的揭露應區分為參與投票與實際出席。
	4. 機構投資人應訂定及揭露有意義的投票政策，並逐公司逐議案揭露投反對票的情形
	5. 機構投資人應區分「實際議合」與「間接對話」（如舉辦研討會等），並追蹤及揭露議合的主題、目標及產生的影響。

資料來源：本研究整理

（二）國際投票顧問提供之投票建議

集保結算所 IR 平台於 2020 年 12 月分別發布 Glass Lewis 及 ISS 的「2021 年台灣投票政策」，該兩份文件的共同點與差異彙整如下：（節錄）

	Glass Lewis	ISS
獨立董事	1. 獨立董事比例須達 1/5 2. 獨立董事兼任不超過 3 席	1. 獨立董事比例須達 1/3 2. 獨立董事兼任不超過 6 席 3. 最近一年出席率須達 75%
董事遴選	1. 2022 年起至少須有 1 名女性董事 2. 針對最近一年出席率未	在公司治理、盡職治理、風險管理、受託人義務有重大失當者，將投反對票

	Glass Lewis	ISS
	達 75%的董事候選人投反對票	
功能性委員會績效	若有以下情況將投反對票： 1. 審計委員會一年召開不足 4 次，成員不足 3 人 2. 薪酬委員會一年召開不足 2 次 3. 提名委員會前一年度未召開	無
員工權利新股	以下情形原則反對： 1. 取得期間短於 2 年 2. 執行價由公司決定 3. 設定有加速取得機制 4. 未揭露發放股數	以下情形原則反對： 1. 取得時間不滿 2 年 2. 現有大股東參加 3. 缺乏具挑戰性的績效指標
解除競業禁止	以下情形原則贊成： 1. 擔任子公司、母公司或合資公司職務 2. 代表同法人擔任其他公司董事	以下情形原則反對： 1. 資訊揭露不足 2. 採董事非提名制

資料來源：本研究整理

五、我國落實盡職治理之努力

項目	說明
一、訂定「機構投資人盡職治理守則」並持續修訂	2020 年 8 月 10 日公告修正該守則，歸納四大重點：兼顧被投資公司永續發展、擴大盡職治理範圍、建立並揭露投票政策、加強投票紀錄揭露及提升盡職治理資訊揭露品質。
二、納入「公司治理永續發展藍圖」推動主軸之一	「公司治理 3.0—永續發展藍圖」共有五大推動主軸，第四為「接軌國際規範、引導盡職治理」，具體措施計五項： 1. 建立國際投票顧問機構與上市櫃公司議合機制 2. 參考國際規範研議訂定投票顧問機構(Proxy advisor)之盡職治理守則

項目	說明
	3. 鼓勵機構投資人揭露盡職治理資訊 4. 設立機構投資人盡職治理公開評比機制 5. 強化政府基金影響力，提升盡職治理
三、舉辦盡職治理資訊揭露評比，期改善揭露品質	證交所針對簽署盡職治理守則之專業機構投資人，分國內組與國外組由進行評比，國內組機構投資人之評比範圍為在國內執行之盡職治理活動、或與本國公司議合之盡職治理活動實務與揭露內容。
四、完善盡職治理生態系，引進國際投票顧問機構	集保結算所亦將 ISS、Glass Lewis 投票政策與相關資訊置於投資人關係整合平台，並提供發行公司下載；年初集保結算所也邀請兩家機構與上市櫃公司當面溝通，目的在使上市櫃公司瞭解國際投票顧問公司的觀點及評估重點，而證交所將研議服務提供者相關盡職治理守則，也期待這些機構簽署，藉由其影響力能提升台灣公司治理品質。

資料來源：本研究整理

第二節 研究建議

本研究提出對我國資產管理業者落實盡職治理之建議項目如下：

類別	挑戰與問題	研究建議
1. 盡職治理守則	(1) 目前尚未涵蓋「服務提供者」部分	1. 「公司治理 3.0—永續發展藍圖」已規劃於 2022 年由證交所蒐集英國、日本有關服務提供者之盡職治理守則實務，研議訂定我國服務提供者盡職治理守則，並預計 2023 年發布。 2. 我國訂定服務提供者盡職治理守則前，機構投資人可參考證交所提供之國際投票顧問 ISS 及 Glass Lewis 遵循其他國家盡職治理守則聲明的網頁。
	(2) 守則缺乏提升盡	1. 提升盡職治理活動與共同議

類 別	挑戰與問題	研究建議
	職治理活動與 (escalation of stewardship) 與共 同議合 (collective engagement)	合目的，就是使機構投資人 用盡各種方式與努力，影響 被投資公司的決策與行動， 建議於盡職治理守則中增 訂，使機構投資人的議合活 動得以落實。 2. 持續追蹤我國盡職治理守則 與國際間盡職治理守則的差 異，評估我國國情後適時考 慮是否修訂，以配合國際趨 勢並鼓勵國際機構投資人簽 署我國盡職治理守則。
	(3)仍有許多資產所 有者未參與簽署 盡職治理守則遵 循聲明	現階段我國簽署盡職治理守則 遵循聲明的機構投資人主要為 政府四大基金、銀行、保險、投 信及證券業，建議未來可鼓勵更 多資產所有者參與簽署，例如服 務提供公司、指數公司、職業退 休基金、基金會、捐贈基金 (endowment fund)、國家基金、 符合一定規模的慈善基金等，在 越來越多元化的機構投資人加 入簽署後，可進一步研擬如何對 不同類型的機構投資人進行差 異化管理，以提升其資金投資效 率。
	(4)2020 年修訂守則 後，盡職治理的資 產範圍不限於股 票，缺乏不同資產 類別的揭露範例	2020 年修訂台灣盡職治理守則 後，適用資產範圍由股票擴大至 債券、房地產、私募產品等，建 議可針對不同的資產類別，提供 國內或國際最佳範例、落實方法 和平台，提供業者參考和學習。
2.訂定並揭露 盡職治理政 策	機構投資人較少說 明如何作成盡職治 理決策，其可能提供 不予投資的排外公 司或產業名單，但未	建議機構投資人應訂定明確的 投票政策、利益衝突管理政策、 與議合政策等，且揭露於盡職治 理報告中，並透過評比機制，讓 表現優異的機構投資人可被納

類 別	挑戰與問題	研究建議
	說明如何監督及管理其已實際投資的公司。	入四大基金遴選委外投資經理公司參考名單；另在「鼓勵投信躍進計畫」中也當成審核標準之一。
3.利益衝突管理政策	著重於機構內員工利益衝突之管理，卻忽略集團內機構層級的利益衝突管理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 重新檢討機構層級的利益衝突態樣，例如檢討金控下的投資公司是否避免與其母公司的主要客戶進行議合或投反對票。 2. 建議得參考第一金投信公司訂定之利益衝突政策：「利益衝突態樣包括基金與全權委託帳戶之間、第一金投信與受益人(基金或全權委託帳戶)之間、員工與受益人(基金或全權委託帳戶)之間、第一金投信與員工之間、第一金金控及其所屬子公司與第一金投信之間」。 3. 實務運作可參考 JPMAM，其建立一套防火牆，JPMAM 的資訊，禁止集團（JPMC Group）保管銀行、證券經紀商及投資銀行使用，為實踐忠實義務，須確保所有投資決定僅單純為客戶利益獨立作成，倘集團成員或利害關係人與被投資公司涉及相關交易，或有實質利益關係；甚或集團為被投資公司董事會成員之一，若有前述情況，當作投票決定時，會徵詢公司內法遵部門或獨立第三方意見。
4.投票政策與紀錄	(1)機構投資人缺乏明確投票政策	<ol style="list-style-type: none"> 1.投票政策應納入公司治理原則。 2.建議機構投資人投票政策應闡明原則上投贊成票或反對票的

類 別	挑戰與問題	研究建議
		<p>議案類型，可參考集保 IR 平台提供之國際投票顧問(Glass Lewis、ISS)對台灣的投票建議，訂定機構投資人內部的投票原則。</p> <p>3.參考證交所公布之「機構投資人盡職治理資訊揭露建議與較佳揭露案例」。</p> <p>4.建議機構投資人引進投票顧問機構(Proxy advisors)的投票服務，不僅可解決缺乏明確投票政策；尚可解決股東會日期過於集中的問題。</p>
	<p>(2)投票紀錄有待加強，票決結果理由揭露不足</p>	<p>1.證交所已透過「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」機制，鼓勵機構投資人逐公司逐議案揭露投票紀錄，建議在短期目標上，先朝強化揭露對個別議案投反對票或棄權的理由努力，待發展一定程度後，始循序漸進將逐公司逐案揭露投票紀錄列為中長期目標。</p> <p>2.參考證交所公布之「機構投資人盡職治理資訊揭露建議與較佳揭露案例」，了解如何以圖表等較為友善的方式揭露投票紀錄。</p>
	<p>(3)股東會召開日期過於集中，機構投資人親自出席難度高</p>	<p>1.「公司治理 3.0—永續發展藍圖」已規劃逐步調降上市(櫃)公司每日召開股東常會之公司家數上限，以期改善股東會多集中於 6 月份問題，此措施應可提升股東會出席率。</p> <p>2.2021 新冠肺炎疫情嚴峻，金管會 2021 年 6 月 29 日宣布開放一定條件之公開發行公司得採實體股東會並以視訊輔助方式</p>

類別	挑戰與問題	研究建議
		召開股東會。採視訊方式召開股東會應為未來趨勢，因事涉公司法修正，主管機關研議中，預期可改善股東會召開過於密集的現象。
	(4)投票統計資料使用不友善	建議避免以集保提供之制式表格揭露投票結果，改以圖表等易讀方式揭露，並可參考證交所「機構投資人盡職治理資訊揭露建議與較佳揭露案例」。
5.議合相關	(1)議合情況揭露較少採用個案說明方式	以個案說明方式揭露盡職治理活動是國內機構投資人較缺乏者，建議透過個案撰寫揭露機構投資人與被投資公司互動背景緣由目標及成果，讓投資者充分了解機構投資人與上市公司議合的實際過程，個案內容包括議合執行是否符合盡職治理政策內容，互動議題為何，互動理由及互動內容，互動後帶給被投資公司的影響為何，之後追蹤被投資公司改善情況，個案撰寫可完整說明議合內容，也可展現盡職治理精神。
	(2)多半採個別議合，少共同議合經驗	國內有部分業者透過集團影響力(聯合證券、銀行、保險)與上市櫃公司共同議合，要求被投資公司注意氣候變遷等風險，可提供業者參考。
6.ESG 納入投資決策流程	(1)購買 ESG 資料庫投入成本高，並缺乏具公信力且獨立客觀的資料庫或評鑑	1.推動 ESG 發展係國際趨勢，除購買 ESG 資料庫外，機構投資人尚可自行蒐集被投資公司企業社會責任報告書資訊。 2.«公司治理評鑑»為具公信力且獨立客觀之評鑑機制，因此G(治理方面)可參考公司治理評鑑之評分。

類 別	挑戰與問題	研究建議
		<p>3.現階段可參考證交所公司治理中心及集保結算所IR平台所提供國際機構對上市櫃公司的ESG 評分，尤其是規模不大或投入資源有限的機構投資人而言，此可有助於落實盡職治理時有效將 ESG 納入投資流程的考量；未來在中長期發展下，建議業者相關公會可統籌各家業者的資源，整合 ESG 資訊並適時共享。</p> <p>4.證基會目前正研擬建置我國在地化 ESG 資料庫之可行性，未來或可參考。</p>
	(2)ESG 與績效報酬的取捨	<p>1.ESG 與短期績效報酬未必正相關，惟多項研究顯示，ESG 與企業長期績效報酬間有正向關係，為符合國際趨勢，建議基金經理人及投資人皆須改變過去思維，正視 ESG 帶來的長遠影響。</p> <p>2.建議多舉辦 ESG 相關教育訓練，使基金經理人了解 ESG 趨勢與發展，有利於投資決策納入 ESG 推動。</p>

資料來源：本研究整理



參考資料

一、 中文資料

1. 馮震宇，國際公司治理發展趨勢—以盡職治理守則（Stewardship Code）為例，集保雙月刊，2017/10
2. 國際公司治理發展簡訊第 55 期，2012/11/15
3. 證交所「機構投資人盡職治理資訊揭露情形與建議」
4. 黃朝琮，公司治理藍圖 3.0：投票顧問機構，2021/1/28
5. ISS、集保結算所編譯，ISS 2021 年台灣投票政策摘要
6. Glass Lewis、集保結算所編譯，Glass Lewis 2021 年台灣投票政策摘要
7. 金管會，公司治理 3.0-永續發展藍圖
8. 金管會，證券投資信託事業發行環境、社會與治理（ESG）相關主題證券投資信託基金之資訊揭露事項審查監理原則
9. 證交所，機構投資人盡職治理守則

二、 外文資料

1. Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code 2020
2. The UK Stewardship Code Review of early reporting, 2020/09
3. 「The Impact of Japan's Stewardship Code on Shareholder Voting」, Yasutomo Tsukioka
4. 「CG Watch 2020」, ACGA, 2021/5/20
5. Barbara Novick, Michelle Edkins, and Tom Clark, BlackRock, Inc, The Investment Stewardship Ecosystem, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2018/7/24
6. Financial Services Agency, Principles for Responsible Institutional Investors «Japan's Stewardship Code» -To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue-
7. Financial Services Agency, Guidelines for Investor and Company Engagement

8. Yasutomo Tsukioka , The Impact of Japan’s Stewardship Code on Shareholder Voting
9. Government Pension Investment Fund (GPIF) , Report of the 6th Survey of Listed Companies Regarding Institutional Investors’ Stewardship Activities
10. Mitsubishi UFJ Trust and Banking , Responsible Investment Report 2020
11. Sumitomo Mitsui Trust Asset Management , Stewardship Report 2020/2021
12. Sumitomo Mitsui Trust Asset Management , Results of Exercise of Proxy Voting Rights at general meetings
13. Asset Management One , Stewardship Report 2020/2021

三、 網站

1. 臺灣證券交易所(2019/2/27) , 我國 ESG 揭露表現亮眼 , 瀏覽日期 : 2020 年 8 月 5 日。
<https://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/2953>
2. 臺灣證券交易所公司治理中心 , 盡職治理守則簽署名單 , 瀏覽日期 : 2021 年 8 月 26 日。
<https://cgc.twse.com.tw/stewardshipList/listCh>
3. 臺灣證券交易所公司治理中心 , 證交所發布盡職治理相關資訊 , 瀏覽日期 : 2021 年 8 月 26 日。
<https://cgc.twse.com.tw/stewardshipInfo/listCh>
4. 臺灣集中保管結算所「公司投資人關係整合平台」, 瀏覽日期 : 2021 年 8 月 26 日。
5. PRI(2020/2Q), PRI Update, Retrieved June 11, 2020, from
<https://www.unpri.org/download?ac=10691>
6. https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Dec-19-Final-Corrected.pdf
7. file:///C:/Users/angel/Downloads/meeting-expectations-stewardship-report_v6%20(5).pdf

8. <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/asiapacific/sg/en/policies/singapore-stewardship-principles-for-responsible-investors.pdf>
9. <https://www.tdcc.com.tw/portal/zh/news/content/40289795741069bd01742d6a3bcc0005>
10. List of institutional investors signing up to “Principles for Responsible Institutional Investors” «Japan’s Stewardship Code» -To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue- (June 30, 2021)
<https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20160315.html>
11. Stewardship Asia , What is Stewardship
<https://www.stewardshipasia.com.sg/knowledge/what-is-stewardship>



附錄一「我國資產管理業者落實盡職治理之研究」

訪談紀錄

受訪機構	受訪者	頁碼
施羅德投信	謝誠晃總經理	p.129
元大投信	劉宗聖董事長 張明珠協理	p.135
勞動基金運用局	劉麗茹副局長	p.141
富蘭克林投信	黃書明顧問	p.145
國泰投信	張錫理事長 (書面回覆)	p.151

S - F - I

受訪者：施羅德投信謝誠晃總經理

時間：110年5月27日（星期四）下午2時

地點：台北市南海路3號9樓會議室電話會議

記錄：陳恩儀

- 一、請簡單描述 貴公司（機構）如何進行盡職治理工作（包括編製年度盡職治理報告、如何與被投資公司議合等）及投入多少資源？（包括人力、編制）

1. **盡職治理工作人力編制**：本公司總部設在倫敦，亞洲區股票團隊位於香港、債券團隊位於新加坡，台灣區人力配置如下：
 - (1) 基金經理人：8人（股票2人、債券2人、多元資產4人）
 - (2) 研究員：2人前述人員日常工作內容包括拜訪公司、會議討論、與被投資公司議合（過程及內容皆須紀錄），年中或年底則將上述內容納入盡職治理報告。
以區域來說，香港團隊管理新興亞洲股票，涵蓋亞洲許多國家，以與台積電議合為例，不光是台灣的基金經理人或研究員可進行，甚至香港地區的基金經理人也會與台積電議合。
2. **盡職治理報告**：每年出版施羅德臺灣盡職治理報告，證交所每年10月份進行盡職治理評鑑，本公司每年8至9月由股票投資團隊、投資長、法遵部門主管、行銷部門及總經理，以專案會議討論方式，將年度盡職治理報告更新，並參酌證交所公布之盡職治理最佳範例，將不足部分加以檢討並加強。

- 二、請問 貴公司（機構）在投資流程部分如何落實盡職治理？如何解決「資產所有者」與「資產管理者」間利益衝突問題？另2020

年版機構投資人盡職治理守則在投資範圍部分，放寬至債券、私募股權、多元資產等，請問 貴公司（機構）針對新標的執行上有無困難或具體建議？

1. 投資流程如何落實盡職治理

- (1) 建立盡職治理名單：本公司針對台灣上市櫃公司約有 200 多家股票池名單，基金經理人僅能投資名單內公司。至於如何篩選出名單，原則上 ESG 做不好的公司會被剔除，如曾發生工安問題，董事會或經營階層違法，違反食安或勞工人權等。
- (2) 基本面，財務面分析：基金經理人主要職責是發掘公司短中長期展望，再利用量化工具預估公司未來 EPS；另外經由當面訪視，可了解質化方面問題，包含訂單狀況、發言人對產業未來展望、供應鏈管理（是否遵循 ESG）等。
- (3) ESG 評分：除前述基本面、財務面之分析外，透過訪談最終會對被投資公司進行 ESG 評分。

2. 不同投資標的如何落實盡職治理？

(1) 股票：已有完整架構，與被投資公司議合行之有年。

(2) 債券：

A. **國外債券型基金**：如全球高收益債或新興市場債，依海外投資顧問（如倫敦固定收益團隊）訂定的流程執行。

B. **公司債**：因發行人為上市公司，執行上會與股票團隊交流看法，包括發行人在公司治理或 ESG、與其他利害關係人方面是否有需改進之處，之後再與發行公司聯絡窗口溝通反應。

C. **政府債、主權債**：執行上較有困難，特別是新興市場債券，開發中國家，對 ESG、企業社會責任等，缺乏明確架構或管道，可讓公債或主權債的投資人反應，因此，在主權債或公債部分要推動 ESG、治理是有難度。不過這是結構性問題，假以時日若全球投資人逐步要求推動，就會讓開發中國家聽取意見並願意改進。

(3) 多元資產：大部分是股票、債券，原則上遵循股票、債券的盡職治理流程。

(4) 私募股權：非本公司核心業務。

3. 利益衝突防止

(1) 全權委託：因客戶單一（如勞退基金），若委託我們做台股基金管理，就按照資產所有者(勞退基金)的規範進行操作與管理。

(2) 公募基金：資產所有者分散，原則上按證期局法規管理，但在執行上，公司內部訂有利益衝突防範政策，如基金經理人要從事個人投資，須遵守嚴格政策規範，例如需事前向法遵部門申報，法遵部門審核後才能投資，賣掉時也經同樣程序。審核標準主要是看個人投資與公司持股有無重疊，如有重疊可能就不會被核准，另外也會參考買進賣出時間點是否與基金買賣持股有關連。

三、請問 貴公司（機構）是否將 ESG 觀念納入投資流程中？若已導入，請問執行細節與實際作法為何？如尚未導入，是否可分享原因及困難點？

ESG 納入投資流程細節

1. ESG 評分參考來源

- (1) 基金經理人對被投資公司進行 ESG 評分：
- (2) 外部資料庫或第三方機構 ESG 報告：外部資料庫如 MSCI、Morning Star、ISS 等，此外，若對某家公司有興趣，不會只看該公司最後評鑑分數，還會參考第三方機構的 ESG 評鑑報告
- (3) 內部分析工具 SustainEx：由施羅德永續投資團隊**開發，例如各國環境法規愈趨嚴格，評估時如何被量化及對公司未來 EPS 的影響，此內部的資料庫可供基金經理人參考。

2. ESG 綜合判斷

最終對投資人負責的是資產管理者，前述不同參考來源對同一家公司的 ESG 分數常有出入，但最終判斷還是要透過基金經理人對公司的訪談。我要強調的是並不是一家公司的 ESG 分數低就不投資，仍會參考產業前景，或公司本身的經營能力與誠信。

** 永續投資團隊是集團內的獨立部門，該團隊負責維護 SustainEx 資料庫，提供給施羅德全世界各國家參考，該團隊編制約 14、15 人，主要集中在倫敦，但目前新加坡也有 2 位。

四、請問 貴公司（機構）如何透過投票機制影響被投資公司重大決策？是否可舉例說明和被投資公司的議合過程？是否曾有與其他股東（機構投資人）合作，共同影響被投資公司重大決策之經驗？

1. 議合案例

曾有某上市公司在股東公平對待方面的作法有爭議，而其他機構投資人也有類似看法，本公司台股投資團隊便與公司進行議合，建議改進否則將減碼持股，後續該公司的確有回應並改進。

2. 踐行股東行動主義之挑戰

國際性資產管理公司通常會參考 ISS 針對股東會議案的建議，因此上市公司股票投資部分，全球盡職治理架構算完整。但在台灣，股東會開會日期太過集中，對資產管理公司要踐行股東行動主義成為挑戰。同一天場次集中，無法針對每個議案發表意見，只能透過投票方式執行，若要更深入發言表達，就無法達成。電子投票只是表示贊成或反對，贊成的案子佔絕大多數，只有少數議案會投票反對，投票這件事倒不會因股東會集中而有困難，主要是股東會除投票外，還是股東可以陳述意見的場合，因此建議股東會召開日期應盡量分散。

五、 請問 貴公司(機構)進行盡職治理工作時所遭遇的困難與挑戰？

1. 股東會召開日期過於集中。
2. 台灣目前國內債券的主要參與者仍是壽險公司、中華郵政，因此在債券要動推盡職治理，對資產管理業者而言尚未有急迫性。

六、 其他建議事項。

無。

受訪者：元大投信劉宗聖董事長、元大投信張明珠協理

時間：110年6月3日（星期四）下午3時30分

地點：Cisco Webex 視訊會議

記錄：蔡佳育

一、請簡單描述 貴公司（機構）如何進行盡職治理工作（包括編製年度盡職治理報告、如何與被投資公司議合等）及投入多少資源？（包括人力、編制）

1. 元大投信在盡職治理方面進行的工作包括：

- (1) 簽署並更新「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明：元大投信於2016年簽署「機構投資人盡職治理守則」遵循聲明，並於2020年9月23日更新為109年版遵循聲明。
- (2) 訂定元大投信盡職治理政策：元大投信於2020年經董事會通過元大投信盡職治理政策。
- (3) 定期評估盡職治理情形：原則上會於第一季完成前一年度的盡職治理報告，並對盡職治理情形作說明，包括投資端建置之投資原則、資流程中導入的執行現況、基金持股的ESG風險分布，以及投資流程對ESG管控的方式等。

2. 元大投信在盡職治理方面的投入資源包括：

- (1) 元大為國內第一家與晨星(Morningstar)合作的投信公司，晨星 ESG 評鑑係以地球作為評比分數，5顆地球為最高評級，元大有14檔基金獲得最高評級5顆地球，規模合計超過3,000億以上，占總資產規模約40%。
- (2) 2020年採購ESG資料庫RepRisk供投資部門篩選符合ESG之投資標的。
- (3) 其他在盡職治理方面的投入包括出版書籍、發行相關產

品、教育訓練等。

3. 人力編制的部分，公司總人數約 300 人，投資研發團隊大約 80 人（含主動與被動、產品、外匯、國內國外、股票債券）。

二、請問 貴公司（機構）在投資流程部分如何落實盡職治理？如何解決「資產所有者」與「資產管理者」間利益衝突問題？另 2020 年版機構投資人盡職治理守則在投資範圍部分，放寬至債券、私募股權、多元資產等，請問 貴公司（機構）針對新標的執行上有無困難或具體建議？

4. 元大投信主要從股票開始做起，台股投資需符合證交所公司治理評鑑前 50% 公司才符合 ESG 可投資之範圍。產品的部分，2019 年元大投信推出台灣第一檔 ESG 的 ETF，連結臺灣指數公司與富時羅素合作編製的臺灣永續指數，目前 ESG 產品都發展得很好，尤其是股票加債券，投資的順序上主要為先被動再主動，先國內再國外。
5. 在落實股東行動主義的部分，元大去年代表基金受益人參加的股東會中，20% 親自出席，79% 電子投票，1% 則係委託出席。元大將盡職治理導入投資流程並非起步階段，已經導入了一段時間，也持續在擴大範圍中。

三、請問 貴公司（機構）是否將 ESG 觀念納入投資流程中？若已導入，請問執行細節與實際作法為何？如尚未導入，是否可分享原因及困難點？

1. 元大已將 ESG 觀念納入投資流程中，惟導入 ESG 不能保證投資績效一定好，雖然研究指出導入 ESG 對提升投資績效有一

定的效益，例如下跌的時候可能跌得較少，上漲的時候漲得較多，但就整體觀察 ESG 投資的期間而言，應還需要更長的時間。比如元大推出的「元大臺灣 ESG 永續 ETF(00850)」去年才推出，尚不滿兩年，其績效的強韌性、市場應變上，都還有待觀察。因此元大對於 ESG 的考量仍保持謹慎的態度，在選擇 ESG 商品原則和流程上持續滾動式調整。

2. 困難點及挑戰的方面：

(1) **基金經理人需改變思維**：由於很多資深的基金經理人過去主要重視投資標的之基本面，而現在要從基本面轉型到永續面，需考慮投資標的是否屬於高排碳產業，但從另一個角度來看，如果在選擇標的本身不多的情況下什麼都不買也非長遠之計。對於基金經理人而言，思維的改變是現階段面臨的一項難題，這代表現新世代的基金經理人恐怕需要重新接受教育訓練。元大花了很多時間和成本對相關人員進行教育訓練，例如目前準備出版第二本 ESG 的書籍，以及與師範大學合作成立指數和智能研究中心，也針對 ESG 研究委託師範大學教授針對國際對 ESG 的影響在股市中作相關研究報告，也邀請富時羅素、S&P、ICE、Nasdaq、iHS Markit 等指數公司擔任該中心國際顧問，希望不僅是從準則、流程面，而是針對整體 ESG 發展的面向進步到平台化，並能藉此培育人才。

(2) **投入資源有限**：另外就是現實面的問題，投入的人力、經費，很多資料庫都需要付出成本，不見得每家公司都有意願或足夠的資源可以投入。

(3) **不易找到適合的資料庫**：資料庫的準確度、涵蓋範圍、效

能是否符合成本效益的考量，所以面臨成本效益評估問題。

(4) **前、中、後台需互相配合**：其他挑戰還包括，除了前台負責投資的人員已因應法規改變選股流程、遵循的準則，中後台的法遵、風控、稽核、會計等部門是否亦有效因應盡職治理及 ESG 相關概念的導入。目前元大投信定期在內部會議上都針對 ESG 專題報告，讓公司所有管理階層都了解目前導入 ESG 情況，未來希望擴及整個前中後台皆符合 ESG。因此，不能僅有前台實行 ESG 而中後台仍維持傳統風控方法，所以如何全面導入 ESG 雖具挑戰，但也是有很多潛在的機會。

四、請問 貴公司(機構)如何透過投票機制影響被投資公司重大決策？

是否可舉例說明和被投資公司的議合過程？是否曾有與其他股東(機構投資人)合作，共同影響被投資公司重大決策之經驗？

1. 元大基於善良管理人職責，基本上表決一定尊重受益人的最大利益，通常不會介入公司派與市場派之爭，但如果有比較重大的案件需決策，元大投資團隊會進行專案會議討論，並留下會議紀錄與決策軌跡。
2. 元大的投資標的許多是市值大的公司，且主要規模在被動式的投資，由於市值大的公司通常 ESG 做得較完善，其實並不會需要太積極的議合動機，也不會過於強硬的主張因為 ESG 不夠好就把被投資公司從成分股拿掉，簡而言之，主動式的基金比較能充分發揮議合之強度和效果。
3. 股東議合有時候容易被誤解為被投資公司的 ESG 有待加強，所以如何展現兩造互信的程度就比較有難度。就臺灣現階段而

言，很多上市櫃公司在議合方面還沒有足夠的人力和資源。

4. 個人認為臺灣比較大的挑戰不是在治理（G）上，而是在環境（E）上，舉例來說，各國開始響應碳中和，但臺灣的碳管理還不完善，有資料顯示臺灣的碳排放高出全球平均，雖然循環經濟做得不錯，但臺灣在環境方面還沒有很完整的框架，加上疫情的關係，很明顯已經落後其他國家，未來碳排放、碳足跡等各種環境議題可能會是台灣在議合方面很大的挑戰。舉例來說，目前在全球趨勢下，ESG 已從 S、G 走到 E，當 E 的權重上升，臺灣在全球指數的 ESG 評分排名可能就會面臨嚴峻的挑戰，即使是公司治理表現比較好的金控或電子公司，未來在碳中和的趨勢下，如果沒有在 E 取得很好的成績，排名可能會相對下降，所以建議未來須多思考如何準備及規劃環境方面的因應措施。
5. 針對環境方面的因應措施，臺灣目前「公司治理 3.0—永續發展藍圖」主要著重於 G，而「綠色金融 2.0」比較接近 E，但還是較偏重於銀行的借放款方面，個人認為目前我國沒有很明確的碳中和國家發展方向，例如未來是否有「碳中和 1.0」？建議公司在投資管理上要針對碳足跡等方面積極因應，這才是在 ESG 浪潮下對接國際趨勢的作法。

五、請問 貴公司（機構）進行盡職治理工作時所遭遇的困難與挑戰？

除了前述所提到導入 ESG 的挑戰外，進行盡職治理工作所遭遇的最大挑戰應該是初期導入的時候，發現投資人結構有所改變—現在的投資人在選股時更偏好結合 beta 加上 smart，而 ESG 就是一種 smart beta，經過觀察，現階段我國年輕人對 ESG 的接受度

比較大。所以像「元大臺灣 ESG 永續 ETF(00850)」是綜合「元大台灣 50 ETF(0050)」大市值的特性與「元大高股息 ETF(0056)」高股息的特性，即受到投資人青睞，就像油電混合車一樣，「元大臺灣 ESG 永續 ETF(00850)」重視 S 和 G，惟未來如何引入 E 將是很大的挑戰。

六、其他建議事項。

建議可多留意碳中和的國際趨勢，要從 ESG 轉換為下一個 ESG 的階段的布局，希望本報告可以多一些未來的探討。

The logo consists of the letters 'S', 'F', and 'I' in a bold, white, sans-serif font, separated by hyphens. The letters are set against a dark grey rectangular background.

受訪者：勞動基金運用局劉麗茹副局長

時間：110年6月11日（星期五）上午10時30分

地點：Cisco Webex 視訊會議

記錄：蔡佳育

一、請簡單描述 貴公司（機構）如何進行盡職治理工作（包括編製年度盡職治理報告、如何與被投資公司議合等）及投入多少資源？（包括人力、編制）

1. 本局並未設置專責的盡職治理單位，相關盡職治理工作是由本局進行相關投資業務的投資組（包含國內組及國外組）進行。
2. 本局進行之盡職治理工作包括自 2014 年起每兩年發布一次社會責任報告書，並於 GRI 網站公布該報告供全球使用者參考；本局亦簽署證交所「機構投資人盡職治理守則」，及配合最新守則更新遵循聲明，自 2016 年起，每年發布履行盡職治理報告。
3. 有關國內投資的部分，很大部分的業務係採委外進行，本局會要求受託單位在每季檢討報告中說明盡職治理的辦理情形；有關國外投資的部分，自營投資（主要投資共同基金、ETF）有設專責人員定期檢討 ESG 商品的績效，委外投資則係透過國際顧問協助追蹤被投資公司對 ESG 的重視；由於當時遴選國際顧問時有特別考量其具有 ESG 評級的資料庫，目前國際顧問主要透過該資料庫提醒被投資公司持續提升 ESG 方面的努力。

二、請問 貴公司（機構）在投資流程部分如何落實盡職治理？如何解

決「資產所有者」與「資產管理者」間利益衝突問題？另 2020 年版機構投資人盡職治理守則在投資範圍部分，放寬至債券、私募股權、多元資產等，請問 貴公司（機構）針對新標的執行上有無困難或具體建議？

1. 有關國內投資的部分，主要的方針為：以投資收益為前提，視社會責任投資發展情況逐步促使企業履行社會責任。有鑑於本局人力資源有限，會借重外部資源作為投資選股之參考，例如參考中華公司治理協會所辦理公司治理認證、證交所公司治理評鑑前 50%名單、獲選為就業 99 指數、高薪 100 指數、臺灣永續指數成分股等，皆係參考具備專業與公信力的獨立機構所作之評鑑。參與股東會投票方面，2020 年於股東會行使投票權比例為 100%，共計參與 349 家公司股東會投票、4,362 項股東會議案。利益衝突方面，2020 年雖有發生局內相關人員涉及不法案件，惟因本局的內控機制有效，始能即時偵出及管控。國內發行債券的市場相對較不活絡，綠色債券的收益也較不如預期，加上本局對每項投資訂有限額下，所持部位不高。
2. 有關國外投資的部分，在遴選委外業者的時候本局都有要求將企業社會責任納入投資策略中，國際顧問亦有針對 ESG 進行相關考核，並透過法遵、稽核等部門層層把關，符合國際趨勢。

三、請問 貴公司（機構）是否將 ESG 觀念納入投資流程中？若已導入，請問執行細節與實際作法為何？如尚未導入，是否可分享原因及困難點？

1. 本局已將 ESG 觀念納入投資流程中。
2. 有關國內投資的部分，誠前所述，自營投資主要參考專業且具

有公信力之獨立機構評鑑結果作為擇股考量，截至 2020 年底，本局整體股票投資部位約有上兆元，其中約 96% 皆屬該等獨立機構的評鑑名單，可說已達相當高的比例。委外投資的部分，2020 年委外投資有採用「臺灣企業社會責任中小型指數」為指標，持續落實社會責任投資。

3. 有關國外投資的部分，遴選委外機構時就有要求受託機構說明如何考量 ESG 風險與機會，也有要求被投資公司主要投資標的不得投資嚴重違反社會責任之投資標的（例如邪惡基金）。此外，本局也透過與受託機構一同實地訪談，了解被投資公司 ESG 執行情形。

四、請問 貴公司（機構）如何透過投票機制影響被投資公司重大決策？是否可舉例說明和被投資公司的議合過程？是否曾有與其他股東（機構投資人）合作，共同影響被投資公司重大決策之經驗？

1. 本局每年例行性檢視被投資公司是否依法聘用足額的身心障礙者，如未達成，會發函要求改善。
2. 過去曾於電信公司股東會表達希望注重勞工問題，亦曾針對航空公司罷工事件發函敦請改善；本局曾針對被投資公司分配股息起算時間提出疑義，被投資公司後續根據本局意見修正。
3. 有鑑於本局的投資規模相對較大，較不傾向與其他機構法人共同議合，惟在進行盡職治理時，仍可透過提出意見激勵被投資公司更重視公司治理，目前本局並無與其他機構法人共同議合的經驗。

五、請問 貴公司（機構）進行盡職治理工作時所遭遇的困難與挑戰？

1. 第一個困難主要是議合立場上的不同，本局基於法人機構的立場，希望被投資公司可帶來長期收益，因此立場上會希望被投資公司能加強其企業社會責任報告書的深度及廣度，而較易於本局評估投資決策，惟被投資公司的立場尚須考量其股東、勞工，考慮的層面更廣，因此被投資公司須權衡各方立場始能作出其決策。此外，本局並不希望介入被投資公司經營，但基於規模較大，較難輕易以出脫持股或減碼等強硬方式表達意見，所以主要透過提出正面、良性建議等軟性作法，提醒被投資公司重視 ESG 議題，惟被投資公司不見得全盤接受本局的意見。
2. 第二個困難在於缺乏具公信力且超然獨立、公正客觀的評鑑機制。由於本局常需仰賴相關獨立機構的評鑑作為選股參考，惟各家機構評比的標準不一致，導致不同評鑑單位對同一被投資公司的評鑑結果可能截然不同，因此希望管理評鑑機構的主管機關可以協助將評鑑的標準一致化，如有具公信力且獨立客觀的機構評比可提供本局參考，在依循上可較有依據且值得信賴。

六、其他建議事項。

無。

受訪者：富蘭克林投信黃書明顧問

時間：110年6月16日（星期三）上午10時30分

地點：Cisco Webex 視訊會議

記錄：陳恩儀

- 一、請簡單描述 貴公司（機構）如何進行盡職治理工作（包括編製年度盡職治理報告、如何與被投資公司議和等）及投入多少資源？（包括人力、編制）

盡職治理是長期且持續的過程，也是機構投資人盡善良管理人責任的重要部分，近年不管政府或民間對 ESG 議題皆十分重視，本公司十分認同也將其納入投資決策流程。盡職治理除透過研究、分析評估被投資公司風險、機會與業務發展外，也必須透過互動與議合（涵蓋被投資公司上下游），另外近年積極行使股東會投票權，也能對被投資公司公司治理及營運產生正面影響，以上各面向皆為盡職治理的工作。本公司進行盡職治理工作投入資源：

1. **人力成本**：本公司進行盡職治理工作主要是投研部投資研究處，執行內容包括對被投資公司基本面評估、投資流程納入 ESG 議題、與被投資公司及相關上下游公司互動與議合、股東會議案評估及投票行動執行，估算約 50~60 人左右。
2. **購買資料庫**：包括 Bloomberg、MSCI ESG 分數、JPMorgan 債券指數每年投入預算約新台幣 85 萬元。

- 二、請問 貴公司（機構）在投資流程部分如何落實盡職治理？如何解決「資產所有者」與「資產管理者」間利益衝突問題？另 2020 年版機構投資人盡職治理守則在投資範圍部分，放寬至債券、私募股權、多元資產等，請問 貴公司（機構）針對新標的執行上有無困難或具體建議？

1. 投資流程落實盡職治理

本公司主要是公募基金與全委業務，以追求客戶最大利益為目標，本公司訂有盡職治理內容，包括對客戶、股東履行盡職治理義務，對被投資公司的關注事項，除財務表現、產業概況、營運展望等基本面外，還包括被投資公司的相關新聞，如環境保護、社會責任、勞工權利、經營策略及公司治理議題，都會被納入投資流程，另外公開資訊：如法說會、股東會、重大訊息揭露等資訊能及時取得，以便對公開訊息即時分析評價，提供經理人參考討論並形成投資決策。因此確保公司取得即時有效的資源，可提供投資決策良好基礎。

2. 利益衝突防範

為確保受益人利益優先，訂有相關法規及遵循政策，證券投資信託事業經理守則為防範利益衝突發生，訂定包括利益衝突防範原則、業務區隔與保密機制，人員兼任禁止，防範利害關係人利益衝突管理相關規範等，以避免資產所有者與管理者間的利益衝突問題。

3. 多元標的落實盡職治理

2020 最新盡職治理守則放寬投資範圍，目前本公司對 ESG 投資流程分兩階段，從較能掌握的台股基金開始，另外今年也計畫發行一檔新的債券型基金，以亞太 ESG 為投資範圍，以上為本公司 ESG 導入的起點，希望進一步擴增至既有的基金產品，不過投資邏輯與組合配置必搭配信託契約修訂，但要修改信託契約必須召開受益人大會，而受益人大會成功召開的比例很低，因此建議主管機關或相關單位能研議修約過程的放寬作法，例如先前有些信託契約的修訂，只需提供律師出具的法律

意見書，希望朝此方向努力。

4. ESG 資料庫建置

ESG 投資方面，建議有較為完整的資料庫提供機構投資人參考，由於 ESG 受全球重視，一方面要求機構投資人將 ESG 納入投資流程並放寬相關投資標的，但另一方面卻無有效工具可利用，會使落實效率不如預期。

三、請問 貴公司（機構）是否將 ESG 觀念納入投資流程中？若已導入，請問執行細節與實際作法為何？如尚未導入，是否可分享原因及困難點？

ESG 納入投資流程細節：

1. 廣泛蒐集被投資公司資訊

除蒐集經濟、投資環境、產業發展狀況，掌握被投資公司的財務、營運方向等基本面外，還會分析包括政治、金融等議題，同時依據信託契約與全委規範帳戶的投資範圍，做成相關的投資分析報告，並納入 ESG 因子分析評估，另參考其他專業機構的投資評估報告，並拜訪公司、參加法說會研討會等蒐集被投資公司資訊。

2. 定期檢視股票池標的

至少每季度檢視追蹤台股投資股票池相關投資的適當性，除財務指標外，也重視被投資公司 ESG 相關風險與機會，並參酌評鑑機構對被投資公司的評鑑結果，例如：根據證交所與櫃買 2021 年 4 月份公布的台灣公司治理 100 指數，其中有 68 家納入納入本公司台股投資股票池，櫃買中心的公司治理指數有 60

家，其中 27 家列入台股投資股票池，如此可檢視管理國內股票型基金 ESG 分布的狀況。

3. 建立股票池篩選基準

將被投資公司對環境保護的承諾實行、參與慈善公益及公司治理等納入考量，除採用被動刪除法，對公司透明度差、營運績效不佳、有誠信疑慮或重大違反社會責任等事由，則預先將該等公司從股票池中排除，另外也建立主動的正面篩選機制，導入 CMoney Credit Rating，每季依自行訂定的台股個股納入股票投資作業準則更新被投資公司，進行風險評估，以盡善良管理人責任，避免投資財務差或公司形象不佳的標的。同時會關注交易所申報 CSR 企業，經理人與研究員進行投資前會將 CMoney 信用評等因子納入投資決定，透過股票池作業準則，再加上傳統嚴謹由下而上的精選個股，以達整合 ESG 的投資流程，更全面評估企業投資價值。

4. 新產品設計融入 ESG 概念

如上所提計畫發行的一檔新的債券基金，規劃將 ESG 分數納入參考，以取得藍色債券或綠色債券納入標的參考依據，也算將 ESG 導入投資流程的相關做法。

四、請問 貴公司（機構）如何透過投票機制影響被投資公司重大決策？是否可舉例說明和被投資公司的議和過程？是否曾有與其他股東（機構投資人）合作，共同影響被投資公司重大決策之經驗？

1. 行使股東行動主義理念

在行使股東行動主義部分，共同基金的策略不同於 PE

Fund，PE Fund 是要介入公司經營改革，本公司以共同基金為主要業務，還是會尊重被投資事業的經營專業，希望能促其有效發展，經營階層提出的議案，原則上都表支持，除非有礙被投資公司永續發展，違反公司治理情事（如財報不實、董監酬勞不當、對環境或社會具負面的議案（汙染、人權））等違反公司治理原則才不予支持，否則對公司董事會提出的董監事候選人都會支持，公司經營階層若有不盡責而有害股東權益，經權責主管決議投廢票或反對票處理。此外，還有另一個出清持股的做法，以保障受益人權益。

2. 議合案例

曾有一家台灣 IC 載板廠商，製程複雜且具高度危險性，有可能發生火災等工安意外，其中牽涉汙染與勞工安全問題，我們就與公司就公安預算及汙染處理等事項進行溝通，該公司也增加執行預算，以減少工安事件的發生，短期內雖降低公司部分獲利，但對工安事件減少的確產生助益，除可提升公司 ESG 的分數外，也可提升公司形象。

3. 共同議合

無此情事，本公司主要業務係以共同基金為主，屬於被動財務投資，較不會介入公司重大決策，若公司有相關負面事件，原則上可採取出清持股策略。

五、 請問 貴公司（機構）進行盡職治理工作時所遭遇的困難與挑戰？

1. 被投資公司不見得配合

公司治理是重要漫長的過程，需長時間累積觀察評估，依不

同狀況作出最新回應，應該是產官學全民要有共識，我們發布機構投資人盡職治理守則做出架構性規範，還是要透過公司落實，一般公司在考量商業利益與成本下，有時的確無法立即遵循法規，這也和台灣產業偏重中小型企業有關，若是家族企業第一代創業家，其熟悉的公司經營環境和現在不同，但現在有很多新創科技產業公司，較年輕的創業者可能會將社會責任或 ESG 等觀念植入公司中，因此從企業所有者型態觀察，還是有推動成本的考量。

2. 機構投資人持有被投資公司股份比例有限

台灣上市公司股權較為分散，機構投資人的股權也不如其他公司，尤其在中小型企業，機構投資人能夠影響公司的程度有限。

3. 投資人教育

政府近年對民眾教育也投入相當心力，如何讓一般投資人更加關注公司治理議題，而非只看中公司每股 EPS，若從投資人角度能營造重視公司治理氛圍，也會讓企業感受到這議題的重要性而願意主動遵循。

六、其他建議事項。

S - F - I

受訪者：國泰投信張錫理事長

訪談方式：書面回覆

一、請簡單描述 貴公司（機構）如何進行盡職治理工作（包括編製年度盡職治理報告、如何與被投資公司議合等）及投入多少資源？（包括人力、編制）

國泰投信 2016 年率先響應政府推動之「機構投資人盡職治理守則」，成為簽署遵循聲明並揭露遵循內容之投信業領導者。這四年來，在盡職治理資訊揭露上與時俱進、精益求精，2020 年初榮獲臺灣證券交易所肯定，入選「機構投資人盡職治理守則較佳實務遵循名單」。評比主要分為「政策與遵循聲明」及「實務與揭露」二大構面，國泰投信秉持責任投資的核心原則，盡職治理報告中充分揭露 ESG 資訊使用情形、投資決策過程中 ESG 相關評估條件及 ESG 具體執行方案，期以專業機構投資人的角色，帶動產業、經濟及社會整體向上發展。今年起，同時編製英文版盡職治理報告，提供海內外投資人參考。

二、請問 貴公司（機構）在投資流程部分如何落實盡職治理？如何解決「資產所有者」與「資產管理者」間利益衝突問題？另 2020 年版機構投資人盡職治理守則在投資範圍部分，放寬至債券、私募股權、多元資產等，請問 貴公司（機構）針對新標的執行上有無困難或具體建議？

1. 簽署機構投資人盡職治理守則：

我們在 2016 年簽署了機構投資人盡職治理守則，並且依照守則中的精神，持續投入人力與研究資源，強化國泰投信的責任投資能量。

2. 不可投資名單：

自 2013 年開始在國內投資實施排除名單，台股基金及全委代操導入負面表列機制（不可投資名單），例如博弈、食安問題等相關個股。每年依「關注領域標準」篩選出具高度風險環境、社會、及公司治理風險之「投資與放貸排除名單」，如有疑慮者，將列入不可投資標的名單並輸入電腦控管，經理人不得買進，若有持有部位則須限期出清。此外，也討論近期上市櫃公司中是否有嚴重違反勞工權益、環境保護、職場倫理等相關法令之標的，如有上述情事，經決議後亦列入不可投資名單。

海外	爭議性產業	國內	賭博、博弈
	爭議性國家		軍火買賣
	爭議性行為		煙、酒、毒品
			違反人權
			違反勞動法規
			雇用童工
			色情行業

3. 可投資名單

對於積極正面篩選之選股機制而言，針對有編製 CSR 報告書且符合各項指標的企業，將不受其市值不在 500 大之限制，優先由投資部門出具台股風險評估報告，改列入可投資股票名單，我們也正研擬納入證交所公司治理評鑑，進一步提升可投資名單的篩選門檻。

4. 利益衝突相關規範

我們訂定了以下利益衝突相關規範：

A. 不得損及受益人權利

本公司不得有為公司、負責人、受僱人或任一受益人或客戶之

利益，而損及其他受益人或客戶權益之情事。

B. 善良管理人角色

本公司負責人、從業人員均屬受有報酬之善良管理人角色，必須善盡善良管理人之職責來維護客戶利益，當遇有利益衝突時，應以客戶之利益為優先考量。

C. 全委的獨立性與機密性

本公司兼營全權委託投資業務，應建立職能區隔制度，維持各業務之獨立性及機密性，並將資訊予以適當控管，並不得將證券投資信託基金或全權委託投資資產之運用情形傳遞予非業務相關人員、股東或關係企業外，於從事資訊交互運用時，不得有損害受益人或客戶之權益之行為。

D. 內部資訊之區隔

為維護決策獨立性及業務機密性，避免不同部門或不同職務人員之間不當傳遞業務機密，或為防止其與股東或關係企業之間相互傳遞業務機密，應建立公司內部資訊之區隔。特定資訊因業務或風險控管等需要傳遞，應先經部門主管核准。

E. 董監事及經理人之有利害關係

本公司董監事及經理人需於每年年初重新簽署聲明書告知本公司與其有利害關係之公司或個人，嗣後有異動時需隨時以書面通知本公司。

5. **針對新標的執行上有無困難或具體建議**

A. 債券

一般投資機構的責任投資都是先從股票開始，因為其他資產較難對應到真正發行公司。例如很多公司發行債券時，會先設立紙上公司，利用紙上公司發行債券。若只單看此紙上公司，很

難追到母公司的實際 ESG 狀況，處理資料的難度會增加。

B. 私募股權

私募股權多為未上市公司，此種公司的盡職治理資料難以取得。若是以個別投資案做單獨分析，會提高處理資料的難度，能增加的覆蓋率範圍也有限。

C. 多元資產

多元資產像是房地產、REITs...等。若是針對特定建築物做 ESG 分析，則要從不同角度切入，除了盡職治理資料難以取得外，以個別投資案做單獨分析，能增加的覆蓋率範圍也有限。

D. 具體建議

建議先從投資金額比重高的資產著手，努力去找出多元資產發行的母公司、相關公司或多元資產保證公司。

資料方面，建議參考聯合國支持的責任投資原則組織(UNPRI)官方網站，PRI 會從多元資產面向做分析，能幫助投資人找到遵循方向。

三、請問 貴公司(機構)是否將 ESG 觀念納入投資流程中？若已導入，請問執行細節與實際作法為何？如尚未導入，是否可分享原因及困難點？

1. 投資流程納入 ESG 觀念之措施：

我們自 2014 年開始 ESG 相關正面篩選，有發行企業社會責任年度報告之台灣上市櫃公司，有較高機會進入可投資股票池中。相關措施包含：導入 ESG Score、使用國際級 ESG 資料庫、啟用 ESG 整合投資流程。我們相信透過 ESG 政策制定，加上嚴謹由下而上精選個股的研究方法，以期達到完整的 ESG 整

合投資流程，在傳統基本面外，更全面性的評估企業投資價值。

2. 納入投資流程之執行細節和做法：

一般投信既有的投資流程是所謂四大投資流程:投資分析、投資決定、投資執行、投資檢討，我們將 ESG 整合在投資分析階段，所有經理人/研究員撰寫投資分析報告時，均加入 ESG 分析區塊，而在這 ESG 分析區塊中，我們嵌入從不同 ESG 資訊源截取的資訊，因此最後的買入/賣出投資決策都整合入 ESG 的考量，此外我們更加入以下做法，使經理人/研究員更容易較完整的了解被投資公司的 ESG 現況與 ESG 的投資理念。

A. ESG 資訊平台

我們整合多項資訊集結成一個 ESG 資訊平台，資訊平台包含多項國際 ESG 資料庫、台灣公司治理評鑑等，加上國泰投信制定的爭議性產業個股清單，個股風險管理指標。協助其在充分資訊下，做出更完整投資決策。

B. ESG 投資組合分析

我們利用國際知名 ESG 資料庫，為符合責任投資範疇的共同基金、代操投資組合製作 ESG 現況分析報告。經理人能藉此了解每檔持股的 ESG 評比現況，是否在過去被調升調降，掌握重要 ESG 資訊，以便在最終能結合其他基本面資訊，做出最後的投資決策判斷。

C. ESG 教育訓練

2020 年國泰投信共計 365 人次參與課程與外部研討會，每人平均受訓時數達 1.3 小時；為了加速形成相關的企業文化，更請國外專家進行 ESG 分析教育訓練，國泰投信責任投資小組也對投資團隊發送 ESG Highlights 電子報，定期更新 ESG 趨

勢、ESG 政策發展、公司 ESG 作為、ESG 投資研究分析等關鍵訊息；藉由這些配套措施，將 ESG 逐步融入投資團隊工作中！

四、請問 貴公司(機構)如何透過投票機制影響被投資公司重大決策？是否可舉例說明和被投資公司的議合過程？是否曾有與其他股東(機構投資人)合作，共同影響被投資公司重大決策之經驗？

1. 透過投票機制影響被投資公司重大決策：

A. 網站揭露代理投票結果

自 2015 年開始，每年於網站揭露我們的代理投票結果，國泰投信為謀取客戶／受益人／股東之最大利益，積極進行股東會議案投票，實施投票前我們會舉辦會議討論投票議案，若議案有可能影響公司治理，我們並非絕對支持經營階層所提出之議案。

B. ISS 投票研究服務

自 2020 年開始使用 ISS 投票研究服務，參酌 ISS 投票建議，並與研究團隊研商出對客戶最有利的選項，投票反對相關統計將自 2021 年於盡職治理報告呈現。

C. 投票反對負面影響之議案

本公司關注被投資公司 ESG 表現，對於被本公司認定不符合公司治理精神，或本公司認定對環境、社會具負面影響之議案，投票反對，透過投票機制影響被投資公司重大決策。

2. 與被投資公司的議合過程：

A. 議合主軸

我們的議合主軸包含「氣候變遷」與「提升企業 ESG 評比」

一 氣候變遷是造成近年極端氣候主因，更進而造成企業營運的實體風險或是潛在的政策風險，同時藉由提升企業對 ESG 重視程度，也可提高其投資價值/降低風險。

B. 議合過程

議合過程中，我們除了對被議合企業提供協助，亦主動擔任被議合企業與其他國際機構投資人溝通的橋樑，讓被議合企業更快地了解國際 ESG 趨勢以及國際機構投資人注重議題；國泰相信只要被議合公司最高管理層認同此價值觀，在對國際倡議、氣候變遷議題有所了解後，多能針對各自面臨的問題做出改變，企業因應氣候變遷而做出的過渡管理將有機會降低被投資企業面臨氣候變遷的風險，甚至成為未來產業轉型升級的契機。

C. 議合舉例

I. 議合過程：2017 年 12 月國泰投信與國泰人壽成為 A 公司的主導議合投資者(Lead Engagement Investor)。為利推進後續議合，首先拜訪 A 公司企業總部，獲得總部正面認同後，開始多次會議溝通，會議拜訪對象除了 A 公司總經理外，也包含環境安全部門等執行單位。國泰投信在會議上表達 CA100+倡議活動訴求及公司需達成的目標，會議中並分享 TCFD 內容及國際同業已採取的減碳因應作為，期許企業能採取氣候行動；議合期間，亦密集透過電話或 email 交流，協助 A 公司了解 CA100+相關資訊，以加速內部溝通及推動流程。此外，國泰邀請 AIGCC 總監拜訪 A 公司廠區，讓國際組織了解企業實際運作，也讓 A 公司了解 CA100+對企業的減碳期望，雙方並進一步溝通各種減碳的

可能性。

II. 公司進展：議合過程中，A 公司維持良好互動並提高與會層級至總經理，相較於議合前 A 公司對於揭露資訊相較謹慎，開始議合後，我們看到 A 公司增加揭露資訊及積極回覆問卷，CDP 氣候變遷問卷分級自 2017 年的 C，2018 年改善至 B，2019 年更持續進步到 A-，在全球同產業中達到前 1/4！儘管議合方向側重在氣候變遷問卷，我們欣然見到其水資源問卷分級也自 2017 年的 B 進步到 2019 的 A-！此外，在 A 公司 2019 年的 CSR 報告中，已簡略納入氣候風險及機會管理章節，參照氣候變遷風險鑑別方法 TCFD 報告建議，擬定風險情境時，考量轉型風險(政策和法律/市場/科技/聲譽)及實體風險(慢性及急性)，並對可能發生之事件，做出風險說明。

3. 與其他股東（機構投資人）合作，共同影響被投資公司重大決策：與被投資公司互動是 ESG 投資流程中重要的一環，國泰投信除定期安排與被投資公司，公司拜訪外，也聯合國泰金控與子公司，更進而加入國際投資者聯盟以進行聯合議合活動；此外，我們舉辦大型論壇，增加與上市上櫃企業接觸的機會，以機構投資人的力量推動被投資公司注重 ESG、強化社會資本。

A. 聯合國泰金控與子公司強大影響力

與被投資公司互動是 ESG 投資流程中重要的一環，不過若僅單槍匹馬，在被投資企業須面對全球眾多投資者下，難以彰顯我們的影響力，因此國泰投信除定期安排與被投資公司，公司拜訪外，也聯合國泰金控與子公司，更進而加入國際投資者聯

盟以進行聯合議合活動。

B. 加入 Climate Action 100+倡議(CA100+)

國泰投信於 2017 年 12 月加入 Climate Action 100+倡議 (CA100+)，是台灣唯一加入的本土投信；CA100+督促佔全球超過 80%的碳排放的 161 家企業重視氣候變遷風險對企業營運的影響，並依循「氣候相關財務揭露建議書」(TCFD)架構，改善對氣候變遷風險的管理、減少溫室氣體排放，加強氣候變遷相關資訊揭露。參加倡議的機構投資者皆為希望透過群體的持股力量，擴大各自的影響力。

C. 加入 AIGCC

AIGCC 為 Climate Action 100+的亞洲分支，國泰投信從 2017 年底開始參與 AIGCC 的定期議合會議，並且由國泰金控投資長擔任 AIGCC 現任主席。我們實際參與聯合議合，其中在台灣我們擔任了大型石化集團的主導議合投資者，以及一家國際級電子企業的協助議合者，以正向議合的態度，提供前述企業在 ESG 的國際趨勢與資訊，協助其找出能改善的策略與方向。在我們的協助下，這兩家企業都投入了更多資源，因此從國際評比與自身的資訊揭露上，都顯示出成效。

D. 國泰氣候變遷年度論壇

國泰每年舉辦氣候變遷論壇，舉辦目的是提供受邀企業掌握國際與亞洲趨勢、台灣政策方向及企業氣候變遷管理實務的機會，2020 年舉辦第四年，論壇影響力持續擴大，本屆特色：

- 加入「永續金融」議題與「氣候變遷」議題，邀請董總級講者以最高的視野談永續金融及氣候變遷；
- 國泰與台北大學合作發布睽違六年、台灣最接軌國際的永

續投資調查，掌握台灣永續投資市場全貌；

- 論壇與會者擴大到產官學重量級人物，包括金管會、鴻海、貝萊德投信、台積電、台泥等重棒雲集，且吸引超過 500 人，逾 200 家企業報名，出席公司市值逾台股總市值七成以上，活動迴響空前熱烈。

五、請問 貴公司（機構）進行盡職治理工作時所遭遇的困難與挑戰？

1. 尚無統一 ESG 揭露準則

目前國際上 ESG 準則眾多，且官方尚未規定要揭露的 ESG 項目、ESG 報告規格，法令尚不完善。導致市面上有各式各樣的 ESG Report，在分析不同報告同一項目時，難以量化比較。

2. ESG 資料庫缺失

即使整合 MSCI、Bloomberg、Eikon 各式的資料庫，還是無法完整覆蓋所有上市櫃公司的 ESG Data。國泰投信為台灣第一大資產管理公司，其中投資金額以台股為最大宗，但是 ESG 資料庫對於台股覆蓋率低，原因有兩點：1.台灣市場佔全市場的份額小。2.台灣較少公司主動揭露 ESG Report，資料庫就很難納入或估計從未揭露 ESG Data 的公司。

3. ESG 與績效報酬的取捨

目前公司基金經理人的報酬是以投資績效為依據，而多數人都是以高投資績效為唯一目的。若要使基金經理人主動加入 ESG 因子，勢必會影響到原本的投資績效，執行上會有難度。

4. ESG 文化的建立

ESG 文化是組織中存在的價值觀和行為體系，它決定著管理層和員工的 ESG 決策。而使公司內部貫徹 ESG 文化，是需要花長時間的培養和建立。

六、其他建議事項。

希望台灣在法令方面可以更完善，強制統一上市櫃公司的 ESG 準則。一方面方便上市櫃公司遵循，一方面使投資公司能做量化比較。



附錄二「我國資產管理業者落實盡職治理之研究」

期末諮詢會議紀錄

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會召開

「我國資產管理業者落實盡職治理之研究」

期末諮詢會議紀錄

時間：110年8月26日（星期四）上午10時

地點：Webex 視訊會議

主席：施羅德投信巫董事長慧燕

出席：金管會證期局古組長坤榮

國立政治大學風險管理與保險學系王教授儷玲

永豐投信聶副總經理廷一

臺灣證券交易所謝組長兆恩

集中保管結算所汪經理明琇

列席：臺灣證券交易所楊副理麗貞

臺灣證券交易所于專員沛帆

集中保管結算所曲專員華葳

本基金會研究處葉處長淑玲、陳副處長莉貞



紀錄：陳恩儀、蔡佳育

壹、主席致詞：(略)

貳、引言簡報：(略)

參、與會人員發言摘錄

● 主持人巫董事長慧燕

請各位長官及先進就本研究案的報告，包括方向及內容，尤其是結論與建議，從產官學的角度一起集思廣益，看看我們如何可以做得更好。

- **證期局古組長坤榮**

- 一、簡報第 61 頁及 62 頁提到目前國內機構投資人欠缺盡職治理政策說明，國外機構投資人盡職治理報告在利益衝突政策、議合政策、投票政策揭露較為完整，國內業者對前揭盡職治理政策制定最佳實務較為陌生，為能引導國內投信制定盡職治理政策能與國際接軌，建議研究單位可以參考國外做法，研提適用於國內投信揭露盡職治理報告之最佳實務參考範例，或擬訂投信自我評估項目表，供業者撰寫盡職治理報告的參考。
- 二、簡報第 44 頁我國機構投資人盡職治理守則，由證交所協同投信投顧公會等單位共同發布，而非信託公會，此部分建議更正文字。

- **永豐投信聶副總經理廷一**

- 一、各家業者對 ESG 投入的資源不同，規模的差異也很大，加上我國國民個性因素，不管是實際議合還是間接對話，專業程度上要求很高與內線交易只一線之隔，自然在共同議合的部分更是困難重重。
- 二、若在公開資訊的部分，建議未來投信投顧公會可以嘗試建置在法遵委員會³³下設 ESG 資源小組，整合環保、勞動議題等 ESG 公開資訊議題，業者可自願性參與，如此一來不論業者

³³ 全名為「法遵稽核及基金事務委員會」。

的規模為何，皆可以共享 ESG 相關資訊並參與議題討論，相信有助於業者落實共同議合。

● 證交所謝組長兆恩

- 一、簡報第 12 頁 2020 年版英國盡職治理守則原則 5 的重點摘述提及，機構投資人須解釋採取哪些內外部的作法保證確信？以及選擇該方法的理由。我國鼓勵企業社會責任報告書取得第三方確信，例如 ISAE3000 或 AA1000 等，希望提升非財務資訊的揭露品質，但在盡職治理報告取得確信的部分，目前還需要向國外的經驗學習，希望證基會的研究團隊可蒐集英國在盡職治理報告取得確信的相關資訊，提供給國內機構投資人作為參考。
- 二、簡報第 22 頁安永會計師事務所的調查結果指出，資產所有者的盡職治理責任分數比資產管理者差，有關此部分是否可進一步了解原因，以及如何提升資產所有者及資產管理者改善資訊揭露的誘因？希望證基會的研究團隊可蒐集國外的分析報告，供各界參考。
- 三、簡報第 69 頁有關業者對於「我國盡職治理守則目前尚未涵蓋服務提供者」的挑戰，證交所公司治理中心已將國際知名投票顧問機構 ISS 及 Glass Lewis 遵循其他國家盡職治理守則聲明的網頁連結置於服務提供者專區中，供各界參考。
- 四、我國 2020 年修訂守則，增訂將 ESG 納入投資流程，由於機構投資人的規模及所投入的資源不同，希望證基會的研究團隊可蒐集國外作法，以供國內機構投資人參考。

五、簡報第 69 頁提及「我國盡職治理守則缺乏提升盡職治理活動與共同議合」，我國盡職治理守則指引 4-3³⁴及 4-4³⁵雖無直接提及提升盡職治理活動與共同議合，但其意涵已涵蓋兩者概念。

● 集保結算所汪經理明琇

- 一、有關「投票統計資料使用不友善」的挑戰，集保電子投票平台提供投資人下載投票資料的統計 Excel 檔案，立意在於機構投資人可自行妥善運用該等資料於揭露或其他用途，因此機構投資人可進一步編製成圖表或以更生動的呈現方式揭露投票情形，例如富邦投信就有運用平台的統計資料，對投票進行逐案揭露。
- 二、簡報第 53 頁有關集保 IR 平台 ESG 資料評分專區的部分，除了 FTSE Russell、Sustainalytics、ISS 外，今年也將加入 MSCI 的 ESG 資訊，在整合 ESG 資訊予投資人參考這方面，集保在國際上應可算是先驅者。
- 三、此外，集保有推出「公司治理投資量表」，該量表結合公司治理評鑑分數與機構投資人的投資組合，目前已有公教退撫基金及國泰世華銀行將該量表納入盡職治理揭露中，此統計數據將有助於機構投資人對盡職治理情形的揭露。由於目前 ESG 中有關 E（環境）的資訊較為不足，集保也持續與國內金控及大專院校的研究團隊，探索碳數據的資訊揭露及共同

³⁴ 指引 4-3：機構投資人判斷必要時，得與其他機構投資人共同合作，以維護客戶或受益人之權益，並提升被投資公司的永續發展。亦得針對特定環境、社會、公司治理(ESG)議題參與相關倡議組織，共同擴大及發揮機構投資人之影響力。

³⁵ 指引 4-4：機構投資人應注重互動、議合後所帶給被投資公司的影響，與擬定未來議合的規劃及關注事項，進而決定後續的投資決策。

進行研究的機會，希望在國內外 ESG 資訊的取得上可持續進步。

四、簡報第 69 頁有關「機構投資人可參考集保結算所 IR 平台提供之國際投票顧問對台灣的投票建議」的研究建議，可納入簡報第 71 頁對「機構投資缺乏明確投票政策」的研究建議中。

● 政治大學王教授儷玲

- 一、機構投資人因為規模不同，我國目前盡職治理上遇到一個很大的問題就是 ESG 資料庫的缺乏，所以不論是國外資料平台的資源分享，或是我國 ESG 資料庫的建立，建議可納入本研究案的研究建議，包括如何更細緻化的分工，列出短、中、長期各單位的計畫。
- 二、建議可參考現有資源及國內在盡職治理方面經驗較豐富的公司的流程，建立明確化的具體流程，包括思考如何透過證基會的力量（例如舉辦培訓或活動等），協助在盡職治理方面尚處於起步階段的公司能更具體的落實盡職治理。認同聶副總所提到建置資源小組整合 ESG 資訊的部分，透過互相分享被投資公司的資訊，例如針對被投資公司在一段時間內各構面的表現如何，建立白名單或黑名單，應可有助於共同議合的實行。
- 三、有關取得第三方認證的部分，應提供更多的參與誘因。此外，今年台灣永續能源研究基金會於 2021 年首次辦理「永續投資典範機構獎」，邀請金控、銀行、保險、證券等機構投資人參加，可看出機構投資人在落實 ESG 方面差異性很大，由於目

前市面上有各種不同的 ESG 評比，如未來若能將認證與 ESG 評選流程納入評分，相信有助於有效提升機構投資人的盡職治理情形。

- 四、在人才培育的部分，建議可思考如何透過培訓或活動加強人才的培育，且不再僅限於單向演講的方式，例如可包含由在盡職治理方面經驗較豐富的公司帶領尚處於起步階段的公司，相信可帶來相當大的幫助。
- 五、最後，建議在本研究案的研究建議中，彙整今天各單位代表所提出的意見，並提出更為明確化的目標（包括短、中、長期），以及更細緻的項目式作法，可考慮透過產學合作的方式，持續努力及進步。

● **主持人巫董事長慧燕**

以下問題就教各位先進：

- 一、代理投票（proxy voting）：國外代理投票機制，借重投資顧問投票建議，扮演積極角色，甚至主動檢視被投資公司 ESG 可強化部分，國內政策方向上是否考慮引進？
- 二、研究報告各國守則比較部分，新加坡並無 ESG 相關規範，建議研究團隊進一步確認。據我所知，新加坡作法上並非採取訂定 Stewardship Code 方式，而是強調 Leadership，從整個公司經營團隊、法規上啟動，當成原則性（principle）規範，因此沒有過多細節，建議報告內容可強化新加坡盡職治理精神。
- 三、研究報告提及股東會紀錄，建議仿效日本逐公司逐案揭露，國內是否可行就教各位？尤其前面曾提到許多機構投資人資

源不足，若要逐公司逐案揭露是否有困難？若真要仿效有無循序漸進的步驟？步驟為何？

四、我國新修訂盡職治理守則適用投資範圍擴及債券、另類投資、私募股權等，針對該等資產類別如何評估盡職治理？櫃買中心曾舉辦中小型公司如何落實盡職治理，永續報告如何揭露研討會，未來將由現行 50 億股本調降至 20 億，不論是 ESG 或永續，雖是挑戰，也是契機，或許將有新的 business model、新產品，請教集保的 IR 平台對中小型公司有何建議？

五、從國外經驗觀察，永續是由機構投資人主動推動，歐洲今年已實施永續金融揭露規範（Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR），所有上架基金都要將 ESG 因素納入考量，甚至細分 Article 8³⁶（聚焦促進環境或社會特徵的基金）、Article 9³⁷（具備永續投資目標的基金），國外許多責任都是由資產管理業者承擔，歐洲永續基金 75% 是主動式管理基金，美國為 60%，台灣反而是被動式 ETF，國內金控集團下的資產管理業者就算有資源、能力，但卻缺乏推動力，國外已形成完整的生態圈，國內該如何建立？另外，針對機構投資人仍建議差異化管理，市場需提供誘因鼓勵機構投資人（投信）主動承擔責任，國外私募股權甚至可進駐被投資公司董事會直接要求，我認為這是可學習的方向。

● 集保結算所汪經理明琇

³⁶ 具備永續投資策略，透過一定程序，挑選有意致力於環境社會與公司治理的企業為標的之基金。

³⁷ 以實現 ESG 結果為目標的基金，如影響力基金，並規範基金的各項投資皆不能對環境社會及治理等目標造成重大損害。

- 一、 集保電子投票平台提供機構法人股東會議案下載功能，分兩類：部分機構法人不願逐案揭露，可下載統計資料，包括分類中（15 項股東會議案類型，及依 15 項議案類型延伸之 42 項分類）之贊成、反對或棄權統計數據，並可做成相關圖表，便利相關盡職治理資訊揭露；另一種直接下載電子投票逐案資訊。機構法人除少數較為爭議公司親自出席股東會外，大多使用電子投票，因此在逐案揭露議題上，機構投資人可多加使用集保功能以減省資源，若認為集保功能上須改進者，歡迎和我們聯繫。
- 二、 參照國外經驗，逐案揭露主要是投反對票時解釋原因，國內機構法人對逐案揭露有諸多考慮。前述提及相關改進措施包含議合、資源投入、產生黑名單、白名單等，若投入相關資源，甚或有明確的投票政策，才可能逐案揭露說明投反對票的理由，因此有待主管機關、公會、證交所等透過鼓勵或分享方式，逐步強化機構法人投票揭露方式。
- 三、 有關中小型公司如何揭露 ESG 相關資訊，IR 平台有無扮演相關角色？IR 平台已收納 FTSE Russell、Sustainalytics、ISS 等 ESG 資訊，Sustainalytics 涵蓋台灣前 4 百大上市櫃公司 ESG 的評分資料，大約占台灣市值 9 成，但規模較小公司便不是國外評分機構關注焦點。因此，台灣中小型企業發展 ESG，就我所知，部分學校對此領域有興趣（已研究碳足跡等揭露資訊），將來或許可形成本土 ESG 的評分體系，發展本土特色 ESG 評量是很好方向，使機構法人購買相關資訊時，可節省相關成本，並得到當地更深入的資訊，而非完全仰賴國外評分機構。此外，如何鼓勵國內公司揭露 ESG 相關資訊，有

待標準建立，除公司治理 3.0 永續發展藍圖外，綠色金融行動方案亦牽涉 ESG 資訊，期待國內公司強化揭露，主管機關也積極朝此方向努力，未來結合民間力量，規畫出具體化步驟。

- 四、 SFDR 是很重要的國際趨勢，歐洲機構投資人 2023 年就要符合相關規範，特別是重大負面因子數據，機構投資人對其投資部位需有具體行動或政策方向，期待國內腳步跟上，建議研究團隊在報告相關部分補充強化。
- 五、 建立相關生態圈、路徑圖與鼓勵機制，甚至是政府基金委外代操部分，鼓勵機構投資人在行動主義等是很好策略，集保過去和四大基金接觸上，發現政府基金也注意到此趨勢，值得報告中多呼籲。

● 證交所謝組長兆恩

- 一、 有關是否仿效日本逐案揭露投票紀錄問題，考量國內實務發展，目前仍透過評比機制，鼓勵機構投資人積極揭露。
- 二、 主管機關於「公司治理 3.0-永續發展藍圖」中規畫：(一) 下修強制編製永續報告書門檻至資本額 20 億元以上，以上市公司為例，未來將有超過四成的上市公司編製永續報告書，(二) 永續報告書強制取得第三方驗證之上市櫃公司產業類別擴大至化工、金融業。且目前透過公司治理評鑑指標引導，許多公司自願取得第三方驗證。相信永續報告書未來取得第三方驗證比例提高時，資訊揭露的品質也會提升。
- 三、 不同評比機構因評估方法不同，致對同一家公司的 ESG 資訊，評比結果或會有很大差異。「公司治理 3.0-永續發展藍圖」已

規劃要求編製永續報告書之公司 2023 年須參考 SASB 揭露規範，研議依上市櫃公司產業別，揭露具備公司財務重大性及投資人投資決策有用性之 ESG 相關資訊。SASB 對指標衡量方法有明確指引，提高可比性，且 74% 指標屬於量化資訊，未來機構投資人取得 ESG 相關資訊部分，即使未購買 ESG 資料庫，透過公司揭露 ESG 永續資訊，可與同業比較或與同一公司不同時期比較，皆可彌補 ESG 資訊取得困難或無可比性之缺失。

● 政治大學王教授儷玲

- 一、為落實股東行動主義，是否引進投票顧問制度？我認為整體制度及配套有待主管機關態度，另外業者也建議公會將資訊整合後，設置小組協助機構投資人進行議合等，例如國泰金控集結保險、投信、證券子公司力量，但我認為應要跨出同一家公司，若針對某些重要議題進行倡議（如碳排放），可透過股東行動主義增加影響力。
- 二、除股票外，債券 PE Fund 等如何進行盡職治理？我認為還是回到資料庫，或資訊平台如何分享上，是否可先從一些黑名單、白名單或比較重要項目的分享，例如從債券、PE Fund 之公共建設項目接軌。
- 三、個人很認同推動永續基金主動管理部分，目前推動的永續投資機構典範或政策上是否有更多誘因導引機構主動管理，關鍵在於有無足夠資源落實，實務上會從大公司開始，未來應從被動轉為主動，再由主動轉為落實。
- 四、集保提供的 ESG 資訊能覆蓋市值 9 成，應廣大眾知悉並使用，我建議透過課程活動方式或典範分享。

- 證期局古組長坤榮

建議引進國際投票顧問機構部分，研究單位可提出建議以利研議。

散會（上午 12 時 15 分）

