

【實務新知】



陳恩儀（證基會研究員）

壹、背景說明

「盡職治理」（Stewardship），是指對他人資產擔負的照顧管理責任。一個良好的機構投資人須了解受益人真正需求，以最佳方式管理受益人的財務利益。亦有認為，盡職治理的實質意涵，不限於機構投資人行使股東權，尚包括以監督、議合（engagement）方式，參與被投資公司策略、績效、風險、資本架構、公司治理、投資報酬等營運，經由與公司進行建設性對話參與公司決策，謀求公司與股東最大利益，並落實公司治理目標。

盡職治理守則發軔於英國，一開始以 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；另根據 2009 年提出的「沃克檢討報告」（Walker Review）¹，建議加強對金融業者之公司治理，最終由英國財務匯報局（The Financial Reporting

1 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。2009 年 7 月 16 日財政部發布「沃克評論報告」(Walker Review) 諮詢文件，在廣納各方意見後，並於同年 11 月 26 日發布該項研究的最終報告。黃淑君，英國金融市場改革計劃，全球金融危機特輯，中央銀行，頁 169，2010 年 3 月。

Council, FRC) 於 2010 年 7 月完成「英國盡職治理守則」(UK Stewardship Code) 制定與公布。此後許多國家紛紛依自身企業發展情況、市場規模及企業治理目標，研訂符合該國所需的盡職治理守則。

我國於 2015 年積極推動盡職治理守則之制訂，並於 2016 年正式通過。2020 年配合公司治理 3.0—永續發展藍圖規畫，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，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，本文欲借助英國機構投資人盡職治理近期的發展趨勢與實踐情況，提出可供師法借鏡參考。

貳、英國盡職治理守則概述

一、2012 UK Stewardship Code

英國盡職治理守則於 2012 年 9 月修訂，和前一版本相同，皆對機構投資人如何強化公司治理加以規範，主要包括七項機構投資人應遵守的原則和相關配套準則，規範重點包括：

- (一) 明確定義「資產所有者」及「資產管理者」責任，並定義其選擇外包的管理活動，使其更明瞭簽署守則後應遵循的責任內涵；
- (二) 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投票顧問機構；
- (三) 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²。

2012 年版英國盡職治理守則包括七項基本原則如表一：

2 國際公司治理發展簡訊第 55 期，2012 年 11 月 15 日。

表一 2012 年英國盡職治理守則七原則

2012 UK Stewardship Coed		
原則 1	公開揭露如何履行盡職治理政策	1. Publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities ;
原則 2	針對利益衝突管理訂定積極政策並揭露	2. Have a robust policy on managing conflicts of interests in relation to stewardship and disclose this policy ;
原則 3	監督被投資公司	3. Monitor their investee companies ;
原則 4	制訂明確準則說明何時及如何提升盡職治理活動，以保障及提升股東價值	4. Establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value ;
原則 5	適當時機與其他投資人共同行動	5. Be willing to act collectively with other investors where appropriate ;
原則 6	建立明確投票政策並揭露其投票活動	6. Have a clear policy on voting and disclosure of voting activity ;
原則 7	定期報告盡職治理及投票活動	7. Report periodically on their stewardship and voting activities .

資料來源：Financial Reporting Council，本研究整理

二、2020 UK Stewardship Code

邇來 ESG 已成投資者投資決策及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 年初英國著手修訂盡職治理守則，對 2012 年版進行重大修正。2020 年版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，並於 2020 年 1 月 1 日生效。

相較於 2012 年版英國盡職治理守則，2020 年新版擴增為 18 項原則，除 12 項「資產所有者及資產管理者之原則」（Principles for asset owners and asset managers）外，新增 6 項「服務提供者之原則」（Principles for service provider），列舉各原則綱要如表二：

表二 2020 年英國盡職治理守則 18 原則綱要

資產所有者及資產管理者之原則			
目標及治理 (Purpose and governance)		議合 (Engagement)	
原則 1	目標策略及文化	原則 9	議合
原則 2	治理資源及誘因	原則 10	共同議合
原則 3	利益衝突	原則 11	提升盡職治理
原則 4	提升市場正常運作	履行權利及責任 (Exercising rights and responsibilities)	
原則 5	檢視及確信		
投資方式 (Investment approach)			
原則 6	客戶及受益人需求		
原則 7	盡職、投資與 ESG 整合		
原則 8	監督管理者及服務提供者	原則 12	履行權利及責任
服務提供者之原則			
原則 1	目標策略及文化	原則 4	提升市場正常運作
原則 2	治理資源及誘因	原則 5	支持客戶的盡職治理
原則 3	利益衝突	原則 6	檢視及確信

英國盡職治理守則 2020 年版分兩大部分：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）。英國採「遵循或解釋」（comply or explain）原則，財務匯報局（FRC）針對每項原則的內涵、行動與結果訂定指引，使機構投資人或服務提供者有所遵循，各原則重要內容摘述如表三至表七：

（一）資產所有者及資產管理者之原則

1. 目標及治理 (Purpose and governance)

表三 2020 年英國盡職治理守則「資產所有者及資產管理者」原則 1~5

	內 容	作 法
原則 1 目標策略及 文化	機構投資人的組織目的、投資理念、策略等能使盡職治理工作為客戶及受益人帶來長期永續利益	機構投資人須揭露說明以下內容： 1. 組織目標及投資理念如何導入盡職治理活動、投資決策； 2. 如何評估客戶及受益人的最佳利益。

	內 容	作 法
原則 2 治理資源及 誘因	機構投資人應說明其支援盡職治理的相關資源和激勵措施	<p>機構投資人須解釋：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 治理架構及流程，使其能進行監督及問責； 2. 擁有進行盡職治理活動的適當資源，包括：(1) 選擇的組織及員工結構；(2) 員工的經驗、資格、訓練及多元性；(3) 對系統、研究、分析方面的投資；(4) 使用服務提供者的程度及所需服務。 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 3 利益衝突	機構投資人管理利益衝突時，須將客戶及受益人利益置於優先	<p>機構投資人須解釋說明：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 利益衝突政策，及該政策如何適用於盡職治理； 2. 如何辨識和管理實際或潛在利益衝突的例證。
原則 4 提升市場正 常運作	為提升金融體系正常運作，機構投資人須識別及回應市場及系統風險	<p>機構投資人須解釋說明：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 如何識別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. 參與的相關產業中所扮演角色，舉例說明貢獻及有效性評估； 4. 如何相應地調整投資。
原則 5 檢視及確信	機構投資人應檢視其投資政策，以確保其程序流暢並評估內容有效性	<p>機構投資人須揭露：</p> <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. 採取哪些內外部作法保證確信？及選擇該方法之理由。 3. 如何確保盡職治理報告的公允性。

2. 投資方式 (Investment approach)

表四 2020 年英國盡職治理守則「資產所有者及資產管理者」原則 6~8

	內 容	作 法
原則 6 客戶及受益人需求	機構投資人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>機構投資人須解釋：</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時，須說明理由。
原則 7 盡職、投資與 ESG 整合	為實踐社會責任，機構投資人應系統性地整合盡職治理與投資內容，包括 ESG 及氣候變遷等議題	<p>機構投資人須揭露：</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）應將盡職治理整合到投資流程中，包括重大 ESG 議題，及 (2) 盡職治理和投資計畫皆能符合客戶和受益人投資時間範圍的要求。
原則 8 監督管理者及服務提供者	機構投資人須對帳戶管理者及（或）服務提供者盡到監督義務	<p>機構投資人須解釋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：</p> <ol style="list-style-type: none"> 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，確保產品和服務的質量與準確性。

3. 議合 (Engagement)

表五 2020 年英國盡職治理守則「資產所有者及資產管理者」原則 9~11

	內 容	作 法
原則 9 議合	機構投資人與發行人進行議合，以維持或提升資產價值	<p>機構投資人須解釋，與發行人議合所設定的目標及立場；或</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 如何選擇參與活動及議合的優先順位（例如關鍵議題或持股規模）； 2. 針對議合如何訂定明智且精準的目標； 3. 曾使用過議合的方法及程度； 4. 參考原則 1（為客戶和受益人創造長期價值）及原則 6（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？ <p>** 議合方法包括但不限於以下：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 與主席或董事會其他成員會面； ➢ 與管理階層舉行會議； ➢ 寫信給公司表達關注； ➢ 透過公司顧問提出關鍵議題。
原則 10 共同議合	機構投資人必要時可與其他機構共同議合以影響發行人	<p>機構投資人須揭露合作參與的議合活動及原因，例如：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 為促成發行人特定行為改變，與其他投資人共同合作與議合；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。 3. 機構投資人應提供例證，包括發起主題涵蓋範圍，使用方法，及扮演的角色及貢獻。
原則 11 提升盡職治理	機構投資人必要時應提升盡職治理活動（escalate stewardship activities）以影響發行人	<p>機構投資人須解釋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</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 為發展明智的提升目標，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. 以上提升活動是否因基金、資產類別或地域而有區別。

4. 履行權利與責任 (Exercising rights and responsibilities)

表六 2020 年英國盡職治理守則「資產所有者及資產管理者」原則 12

	內 容	作 法
<p>原則 12 履行權利及 責任</p>	<p>機構投資人須積極履行其權利及責任（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。）</p>	<p>□ 針對<u>上市股票資產</u>，機構投資人須：</p> <ol style="list-style-type: none"> 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： <ol style="list-style-type: none"> (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； 4. 解釋依據服務代理機構意見行使表決權的程度，及如何代表簽署者監督相關議案。 <p>□ 針對<u>固定收益資產</u>，機構投資人亦應說明其處理方式：</p> <ol style="list-style-type: none"> 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。

(二) 服務提供者之原則

2020 UK Stewardship Code 針對服務提供者 (service providers) 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) 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、數據及研究建議，以及報告架構與標準的訂定。

表七 2020 年英國盡職治理守則「服務提供者」原則 1~6

	內 容	作 法
原則 1 目標策略及 文化	服務提供者的組織目的、策略及文化能提升盡職治理有效性	1. 服務提供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； 2. 服務提供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； 3. 為謀求客戶最大利益，服務提供者須揭露有效性的評估。
原則 2 治理資源及 誘因	服務提供者的治理、員工之專業能力及激勵政策、誘因應提升盡職治理有效性	服務提供者須解釋： 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，說明服務的品質與有效性。 3. 擁有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； (4) 如何適當激勵員工提供更好服務。 4. 確保提供服務收費適當。
原則 3 利益衝突	服務提供者定義及管理利益衝突時，應將客戶及受益人利益置於優先	1. 服務提供者須揭露其利益衝突政策，該政策應將客戶利益置於優先，當客戶間產生利益衝突時，應盡量避免或減少。 2. 服務提供者須解釋當利益衝突發生時，如何識別和管理。
原則 4 提升市場正 常運作	服務提供者應辨識及回應市場風險及系統風險，以增進金融體系正常運作	服務提供者須解釋： 1. 如何適當地辨識及回應市場及系統風險； 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. 其在相關產業中之扮演角色。
原則 5 支持客戶的 盡職治理	服務提供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，並交流所進行的活動	服務提供者須解釋： 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。

	內 容	作 法
原則 6 檢視及確信	服務提供者須檢視其政策並確保流程	服務提供者須解釋： 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. 如何確保提供的盡職治理報告是公正、衡平及可理解的。

參、英國盡職治理推動成效評估

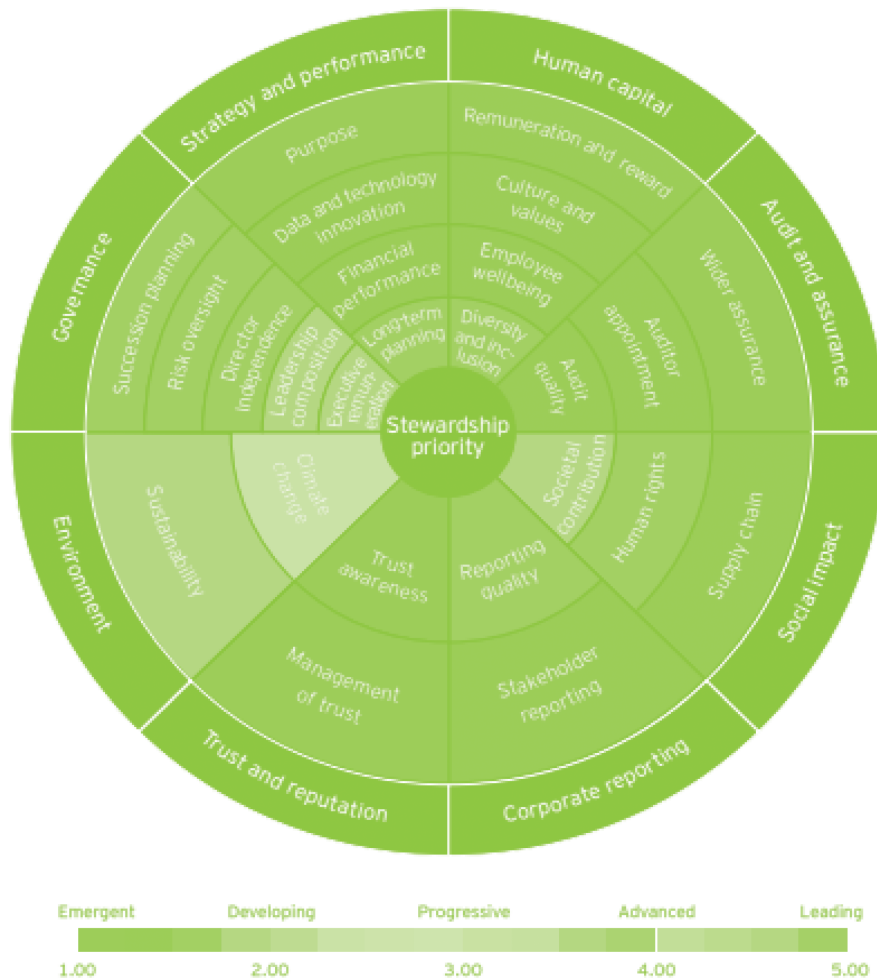
英國為全球第一個發布盡職治理原則的國家，各國對其推動成效及後續發展皆相當關注，本次 2020 新版守則生效未達兩年，推展效果尚待觀察，但依安永會計師事務所（Ernst & Young Global Limited）自行發展評分方法論及模型，其以 2019 年英國前 21 大保險業者（資產所有者）及 18 家資產管理者為對象，對相關盡職治理活動加以評分，評分資料包括：受評機構之盡職治理報告、ESG 報告、遵循 2020 年盡職治理之聲明、投票與議合報告及責任投資（PRI）聲明等。

安永會計師事務所將盡職治理關注領域分為八大面向一環境（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，計 25 項評分（參圖一），評分標準從 1~5，各分數意涵如表八：

表八 安永會計師事務所盡職治理活動評分標準

分數	等級	評分標準
1.0	Emergent 發展初期	無證據或僅有限證據顯示機構投資人關注內容。
2.0	Developing 發展中	1. 機構投資人政策明確，或清楚提供議合的證據，但並非前二者同時兼備； 2. 並無或僅有限證據顯示達到成果。
3.0	Progressive 進步的	1. 機構投資人政策明確並有強烈證據支持議合活動； 2. 並無或僅有限證據顯示達到成果。

分數	等級	評分標準
4.0	Advanced 先進的	機構投資人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	機構投資人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。



圖一 Stewardship Priority Scale

資料來源：Meeting great expectations—Analysis and insights of stewardship engagement and outcomes for asset owners.

安永會計師事務所整體調查結果顯示如表九，包括：1. 盡職治理各關注領域的整體平均分數，及 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。

表九 安永會計師事務所盡職治理活動調查結果

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：Meeting great expectations—Analysis and insights of stewardship engagement and outcomes for asset owners.

本次調查可歸納英國金融業者對新守則之遵循現況：

一、各項盡職治理活動處於發展初期至發展中階段

盡職治理關注的八大領域中，僅「環境」超過2分（2.55），屬發展中至進步中階段，

另外七領域都未達 2 分，表示處於發展初期到發展中的階段。

二、ESG 融入投資流程已具初步成效

盡職治理關注領域分數最高前三名分別是：環境（2.55）、治理（1.77）與社會影響（1.65），可見將 ESG 融入投資流程已初有成效。

三、資產管理者展現更強的盡職治理責任

- （一）資產管理者傾向提供大量的報告與見解，特別在與被投資公司間之良好盡職治理實務。
- （二）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³。
- （三）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、資產所有者（保險公司）進步空間仍大

- （一）被調查的 39 家業者中，資產所有者（保險公司）在 25 個子項目的平均分數皆低於資產管理者。
- （二）保險公司分數最高前三項是氣候變遷（2.05）、永續性（2.00）及社會貢獻（1.76）；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。

肆、借鏡與省思

一、我國盡職治理守則內容與英國 2012 年版相近

英國盡職治理守則 2012 年版僅 7 原則，2020 年版擴增為 18 原則，兩版本最大差異是 2020 年版訂有「服務提供者」之盡職治理原則；另外，「資產所有者與資產管理者」之 12 項原則分為四類：1. 目標及治理（原則 1~ 原則 5）；2. 投資方式（原則 6~ 原則 8）；3. 議合（原則 9~ 原則 11），及 4. 履行權利及責任（原則 12）。

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

我國 2016 年 6 月底發布「機構投資人盡職治理守則」，2020 年 8 月修訂仍維持 6 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 6 項原則及 24 項指引。

我國目前適用之盡職治理守則和英國 2012 年版本類似：包含機構投資人應訂定盡職治理政策、利益衝突管理、投票政策、監督被投資公司及報告義務等，但尚無包含服務提供者之相關規範。

二、英國「服務提供者」盡職治理等規範深具參考價值

「服務提供者」（service provider）概念在國內仍屬陌生，但卻在盡職治理產業鏈中扮演重要角色。而服務提供者一般包括：投資顧問、投票顧問機構及數據研究提供者等，其功能扮演則包括議合、投票建議與執行、數據及研究規定；建議及報告架構與標準訂定等。

我國資本市場外資比重愈來愈高，已超過市值四成，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。「公司治理 3.0—永續發展藍圖」第四大推動主軸「接軌國際規範、引導盡職治理」，其中擴大盡職治理產業鏈之具體推動措施之一，便是「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」。英國 2020 年版盡職治理守則針對服務提供者規範詳盡，深具參考價值，各原則摘述如下：

原則 1：服務提供者的組織目的、策略及文化能提升盡職治理有效性。

原則 2：服務提供者的治理、勞動力、誘因與激勵政策應提升盡職治理有效性。

原則 3：服務提供者定義及管理利益衝突時，應將客戶及受益人利益置於優先。

原則 4：服務提供者應辨識及回應市場風險及系統風險，以增進金融體系正常運作。

原則 5：服務提供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，並交流所進行的活動。

原則 6：服務提供者須檢視其政策並確保流程。

三、師法英國增列「提升盡職治理活動」指引，落實盡職治理

股東行動主義及議合（Corporate engagement and shareholder action）是國際機構投資人責任投資七大策略之一，所謂股東行動主義及議合就是投資人就上市公司的表現與該公司進行對話溝通，或透過股東會投票權對公司表態，甚至要求變革及提升永續作為。

歷來英國盡職治理守則版本，皆強調機構投資人須與被投資公司積極對話、溝通：2012 年版原則 2~ 原則 4，要求機構投資人監督被投資公司、提升盡職治理活動，及必要時與其他機構投資人共同行動；2020 年版更明確將議合列為一大主題，訂定議合、共同議合、及提升盡職治理活動⁴等規範。無論是共同議合或提升盡職治理活動，目的在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，以落實機構投資人盡職治理。

我國盡職治理守則原則 4（適當與被投資公司對話及互動）屬議合相關規範，2020 年 8 月版本修訂指引 4-3，並新增指引 4-4⁵。對照英國盡職治理守則，指引 4-3 具共同議合之意，但整體而言，尚無提升盡職治理活動（escalate stewardship activities）之相關內容。另在國內議合實務：1. 機構投資人少有共同議合經驗；2. 機構投資人缺乏以個案方式揭露盡職治理活動⁶。故建議於盡職治理守則指引中增訂提升盡職治理活動，並得於證交所舉辦之「盡職治理資訊揭露較佳名單評比」中，對於有共同議合經驗或以個案方式撰寫盡職治理活動之機構投資人給予額外加分。

4 茲舉施羅德永續投資報告為例，說明「提升盡職治理活動」，內容如下：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：

- 與獨立董事或董事長溝通；
- 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。「Schroders. Sustainable Investment Report 2019 – Annual Report 2019,

5 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。

6 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。

四、投資流程納入 ESG 議題國內外皆受矚目

英國盡職治理守則 2020 年版要求機構投資人整合盡職治理與投資內容，投資流程需考慮包括環境、社會及治理（ESG）與氣候變遷等議題（原則 7）。從本文前述安永會計師事務所之調查顯示，盡職治理關注領域分數最高前三名分別是：環境（2.55）、治理（1.77）與社會影響（1.65），可見英國將 ESG 融入投資流程初具成效。

我國最新盡職治理守則亦將 ESG 議題納入投資流程，相關指引包括：

- 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。
- 3-3：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。
- 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。

ESG 納入投資流程，實務面可能會遭遇以下困難：1. 許多資深基金經理人過去重視投資標的之基本面、技術面，但目前須考量 ESG 及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難題。2. 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，尚有缺乏公信力且獨立客觀的資料庫之困難。

目前集保結算所已建置「IR Platform」（公司投資人關係整合平台），主要提供投資人查詢上市櫃公司投資人關係聯絡窗口、法說會資訊及 ESG 相關資訊，其中納入 FTSE Russell、Sustainalytics、ISS 等 ESG 資訊，如：Sustainalytics 提供台灣前四百大上市櫃公司 ESG 的評分資料，約占台灣市值 9 成左右，這些免費資訊機構投資人可善加利用；更進一步，本文建議得由公正第三方建置在地化上市上櫃公司 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。

五、建議機構投資人發展自身盡職治理活動檢查表

安永會計師事務所將盡職治理的關注領域分為八大面向、25 個子項目，針對英國 39 家機構投資人進行評分，儘管評比結果不甚理想，因機構投資人大部分項目均處於

發展初期至發展中階段（未達 2 分），但此方法與模型具參考價值，可提供機構投資人進行盡職治理活動時有完整的檢查表（check list），提醒機構投資人應就被投資公司各面向進行審視。

我國機構投資人因業務類型、投資評估方式與投資哲學等，發展其盡職治理政策與活動，而「機構投資人盡職治理守則」亦非要求機構投資人關注盡職治理所有議題，機構投資人應依本身資源、能力，自行決定關注議題之優先順位與程度，建議可參考安永會計師事務所發展的模型構面，建構符合自身情況之盡職治理活動檢查表。

~ 投資 ETF 小提醒 ~

投資人應留意槓桿型 / 反向型 ETF 的商品特性及投資風險，主要是運用期貨契約來追蹤標的指數（當日）正向 2 倍 / 反向 1 倍報酬表現，並不適合投資人長期持有。