

推動機構投資人盡責管理 結合市場力量提升治理文化

文●林耿民 臺灣證券交易所公司治理部專員



前言

近年來，外資持有我國上市股票市值已近四成，法人在集中交易市場成交金額更占約五成，過去以散戶為主的市場結構已然改變；機構投資人如何發揮影響力、善盡責任保護客戶與受益人之長期利益，就更顯重要。在金融監督管理委員會指導下，臺灣證券交易所公司治理中心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，參酌國際推動經驗與我國實務，研議我國「機構投資人盡責管理守則」，鼓勵機構投資人透過對

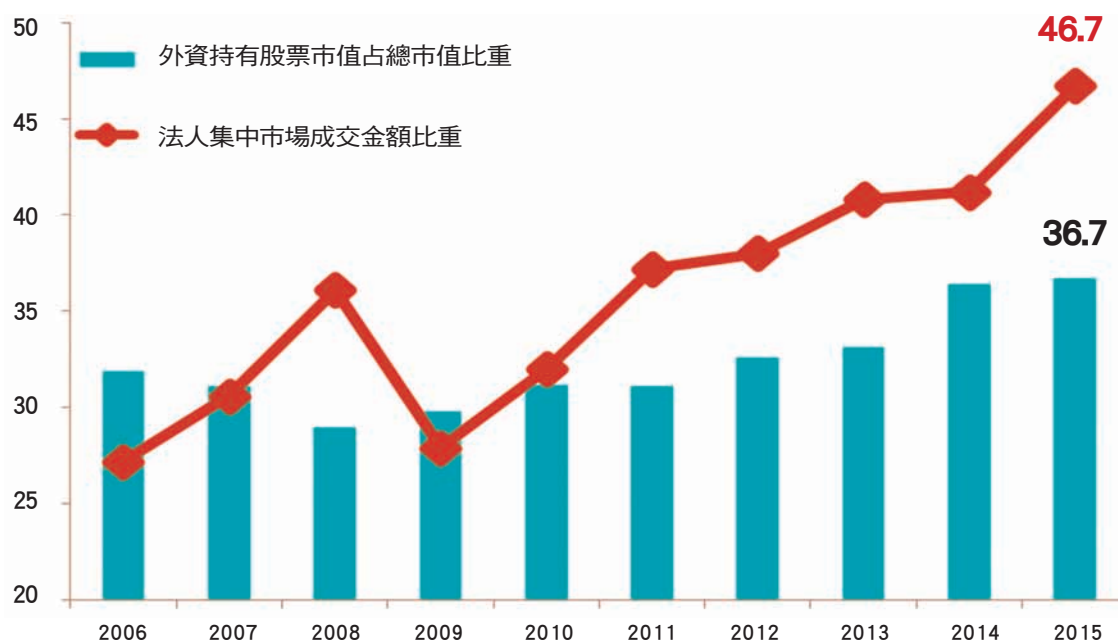
被投資公司的積極關注、溝通、互動，以提高長期的投資效益，為客戶與受益人之價值把關。

機構投資人的「盡責管理」

「盡責管理」在西方國家多稱為stewardship，可解釋為對資源盡心規劃管理之意；資金從一般民眾（資金提供者）輾轉挹注到企業（被投資對象）的過程，我們稱為投資鏈。隨著金融服務逐漸多元化，民眾除了直接進行相關資產（包含股票、債券等有價證券或其他資產）之交易買賣外，實務上通常會透過機構投資人之協助，以達成不同的投

資目的。舉保險為例，保險公司向民眾收取保費後，通常會將資金再委託數個投資信託機構代為操作，最後才會投入市場，流入企業。面對延長的投資鏈，民眾雖然是實質的資金提供者，但對投資哪些公司並不清楚，更不用說關心企業營運狀況。機構投資人或其他金融中介機構在此時便扮演相當關鍵的角色，他們一方面必須充分考量客戶或受益人對風險的認知與利益的期待，同時關注被投資公司各種資訊，並透過出席股東會、行使投票權、適當與被投資公司之經營階層對話與互動等，這就是機構投資人之「盡責管理」。

圖1：外資持有股票市值與法人集中市場成交金額變動趨勢



機構投資人之「盡責管理」在提升公司治理品質上有重大意義。傳統的公司治理議題多著重於提升董事會效能以降低代理成本，但其實早在1999年世界銀行提出的公司治理架構，已將公司治理分為內部管理及外部管理；經濟合作暨發展組織（OECD）於2015年發布G20/OECD公司治理原則，於原則III更將機構投資人之參與納入公司治理架構之一環。綜觀整個投資鏈，機構投資人的資金來自其客戶或受益人，這些人都是被投資公司的「利害關係人」，而利害關係人權益的保護，正是公司治理必須重視的面向之一。因此，許

多國家（如英國、日本等）同時訂有公司治理守則（Corporate Governance Code）以及盡責管理守則（Stewardship Code），日本學者更形容該兩個守則是「車之二輪」，將成為日本推動與落實公司治理與保障股東權益最重要的基石，可見公司治理（著重董事會）與盡責管理（著重投資人）是相輔相成的。

盡責管理守則之國際發展

機構投資人形形色色，業務種類各有不同，為了使守則保有足夠彈性，國際上通常採用「原則基礎架構（principle-based

approach）」，相較於我國較為熟悉的「法規基礎架構（rule-based approach）」而言，得以允許較多差異，減少非黑即白的判定，以避免過度形式化的遵循；為了配合原則基礎架構，各國相關守則的監理措施多兼採「遵循或解釋（comply or explain）」模式，公開簽署本守則之機構投資人，針對部分原則無法遵循者，只要提供合理解釋，不涉及任何罰責。雖然「遵循或解釋」的監理強度較低，但對於激發更好的實務作為大有幫助，也難怪廣為各國採納；當然，相關揭露仍須秉持誠信透明原則。

綜觀各國盡責管理相關原則，通常不脫以下三大重點：

首先是政策。守則要求機構投資人制定並揭露盡責管理政策以及利益衝突管理政策，目的在於為一系列的關注、對話、互動與揭露建立準據，在制定政策時，宜考量機構投資人本身位於投資鏈之角色、業務性質，最重要的，是要站在客戶與受益人的角度設想，基於客戶或受益人之利益執行業務，因此在盡責管理政策當中，利益衝突管理往往被特別強調。機構投資人可以透過落實教育宣導、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方法來降低利益衝突的風險。

再來是行動。為了持續提升所管理資產的長期價值，機構投資人理當該持續關注被投資公司，所關注的資訊類型除了財務績效與股價，也該留意產業概況、股東結構、經營策略，甚至是環境影響、社會議題及公司治理情形等。針對所關注之重大議題，機構投資人可以透過進一步對話與互動，向被投資公司經營階層取得更深入之瞭解及表達意見，甚至



有的機構投資人會與其他機構投資人共同行動，以維護客戶或受益人之權益。參與股東會並投票當屬盡責管理活動最具代表性的一種，妥善履行投票權是對公司政策表達支持或反對的手段之一，因此機構投資人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。

最後是揭露，資訊揭露一向是資本市場運作的必要元素，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責管理守則之情形，才能讓利害關係人了解機構投資人確實積極在關注公司運作，善盡其職責。另外，如投資或盡責管理活動非由本身

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責管理之情形時，宜說明其為確保受託人遵循盡責管理政策所採取的措施。

總結

機構投資人的盡責管理，呼應公司治理藍圖「促進股東行動主義」的措施，從市場面出發，運用機構投資人的影響力，連結資金提供者與被投資公司的長期利益，若市場參與者們積極帶動盡責管理文化，勢必能導引資金流向優質企業，提升被投資公司的治理品質、為大眾創造長期價值，同時健全投資產業的發展，創造三贏

