

21 世紀下機構投資人之受託義務 ——試論受託義務與 ESG 投資之調和

張景儒^{*}

摘 要

ESG 投資在近年來成為顯學，投入 ESG 相關金融商品的資金更是逐年成長。機構投資人作為投資人與公司間之中介角色，一方面有足夠的股份可以影響公司經營階層的決策，另一方面也需要回應客戶的要求，因此在 ESG 議題的實踐扮演著關鍵的角色。當機構投資人採行 ESG 投資時，其將有可能因為考量 ESG 議題，而未優先考量投資報酬率，這樣的作法與機構投資人的受託義務出現潛在的衝突。此緊張關係也導致部分機構投資人，因為受託義務之不確定性，對於 ESG 投資躊躇不前。是以，受託義務與 ESG 投資之間的關係為何，實為必須要面對的先決問題。對此問題，外國學說已有相當豐富之討論，惟我國學說之討論卻相對稀薄。有鑑於此，本文希冀能夠補足此一學術上之空缺，藉由探討受託義務之內涵，釐清受託義務與 ESG 投資之關係，使機構投資人能夠無後顧之憂地深化我國 ESG 投資，真正地達到改善環

^{*} 國際通商法律事務所律師；國立臺灣大學法律碩士。作者感謝邵慶平教授在本文寫作過程的指導以及兩位審查人的寶貴建議。本文第二及第六部分改寫自作者之碩士論文。本文初稿發表於 2022 年第二十六屆全國科技法律研討會。

投稿日：2022 年 12 月 20 日；採用日：2023 年 2 月 16 日

境、社會、公司治理之目標。此外，本文同時將探討我國機構投資人盡職治理守則對於受託義務之問題應如何做出調整，以使盡職治理守則能夠成為機構投資人實踐 ESG 投資的助力。

關鍵詞：ESG 投資、受託義務、機構投資人、盡職治理、責任投資

Cite as: 14 NYCU L. REV., March 2024, at 1

The Fiduciary Duties of Institutional Investors in the 21st Century: Harmonizing Fiduciary Duty and ESG Investing

Chin-Ru (Eric) Chang^{*}

Abstract

As more and more capital flows into ESG-related investments, ESG investing has become mainstream in recent years. Institutional investors, being the intermediary between the investors and companies, on one hand, have the shares to influence the company management decision-making; on the other hand, they have to respond to the needs of their clients. For this reason, institutional investors play a central role in ESG investing. However, when institutional investors practice ESG investing, ESG issues may sometimes be prioritized over investment returns. In such circumstances, tensions will arise between the institutional investors' fiduciary duties and their practice of ESG investing. The relationship between fiduciary duty and ESG investing is therefore a critical issue. This issue has been a topic of

^{*} Associate, Baker McKenzie Taipei Office; LL.M., National Taiwan University. The author wishes to thank Professor Ching-Ping Shao and two reviewers for their insightful advice. Parts two and six were partly based on the author's master's thesis. This article was first presented at the 2022 National Technology Law Conference.

great academic interest internationally, but it has rarely been discussed in Taiwan. To that end, this article aims to fill this gap in the academic literature. By discussing the contours of fiduciary duty and clarifying the relation between fiduciary duty and ESG investing, this article hopes to encourage more institutional investors to adopt ESG investing so that the goals of ESG investing can truly be achieved. This article also touches upon the potential revisions to the Taiwan Stewardship Principles in response to the issue of fiduciary duty, hoping that it can support the adoption of ESG investing among institutional investors.

Keywords: ESG Investing, Fiduciary Duty, Institutional Investor, Stewardship, Responsible Investing

1. 前言

ESG 投資在近年來成為顯學，投入 ESG 產品的資金逐年成長。然則，何謂 ESG 投資？若要一言以蔽之，所謂的 ESG 投資係指在投資時，將環境（environment）、社會（social）、公司治理（governance）之議題作為投資考量，而非單純將投資報酬率作為投資決策之唯一依歸。在近年社會日益重視氣候變遷與社會正義等議題的風氣下，公司是否有注重 ESG 議題，追求永續性、社會正義已經成為股東、投資人、員工、政府所關注的焦點¹。然而，公司經營階層若要實踐 ESG 之精神，則調整公司政策時不免會衝擊公司現有的營運狀況，甚至是影響到公司獲利情形。是以，若作為公司所有權人的股東並不支持公司追求 ESG 議題時，則經營階層將無法違抗股東之意志，否則將難逃被撤換的命運。故 ESG 之實踐並非僅止於公司經營階層的層次，而必須從更上位的股東層次出發，藉由股東的投票權改變公司經營階層。正是因為如此，往往是上市公司最大股東的機構投資人，被各界期待能夠在 ESG 議題上發揮改變公司經營階層的影響力。從另一方面來看，在越來越多人重視 ESG 議題的大趨勢下，機構投資人也因為要回應來自其客戶之壓力開始重視 ESG 投資。因此，機構投資人在 ESG 投資之發展與實踐上扮演著關鍵的角色²。

然而，當機構投資人採行 ESG 投資時，其將有可能因為考量 ESG 議題，而未優先考量投資報酬率，這樣的作法與機構投資人的受託義務出現潛在的衝突。此緊張關係也因此導致部分機構投資人對於 ESG 投資躊躇不前。是以，受託義務與 ESG 投資之間的關係為何，實為必須要面對的先決問題。

¹ 參見：高偉倫，什麼是 ESG？全面解析 ESG 核心定義、案例、檢測工具，一次讀懂 ESG 的行動指，2023 年 3 月 1 日，CSR@天下網站：<https://csr.cw.com.tw/article/43025>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

² Giovanni Strampelli, *Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' Role in Stakeholder Capitalism*, 11 HARV. BUS. L. REV. ONLINE 1, 4-5 (2020-2021).

對此問題，外國學說已有相當豐富之討論³，惟我國學說之討論卻相對稀薄⁴。有鑑於此，本文希冀能夠補足此一學術上之空缺，藉由探討受託義務之內涵，釐清受託義務與 ESG 投資之關係，使機構投資人能夠無後顧之憂地深化我國 ESG 投資，真正地達到改善環境、社會、公司治理之目標。

本文之架構如下：第二部分介紹機構投資人與 ESG 投資，回顧從 ESG 投資之起源到聯合國責任投資原則（Principles of Responsible Investment, PRI）之發展⁵，並說明機構投資人是如何將 ESG 議題納入投資策略中，藉此瞭解 ESG 投資之梗概。第三部分接續說明 ESG 投資所面臨到的挑戰，主要將著重於公司 ESG 資訊揭露以及 ESG 基金漂綠（greenwashing）兩大問題，並分別介紹國際上及我國作為解決方案被提出之相對應規範。第四部分則先點出受託義務為機構投資人實踐 ESG 投資之阻礙，接著回溯探討受託義務之發展與內涵，並參考美國信託法第三彙編（Restatement (Third) of Trusts），分析現行的受託義務在面對 ESG 投資之界限與不足。第五部分分別介紹 2005 年 UNEP FI（United Nations Environment Programme Finance Initiative）之 Freshfields Report 及 2019 年 PRI 之 21 世紀下之受託義務最終報告（Fiduciary Duty in the 21st Century Final Report），並以此二份報告為基礎，主張受託義務之內涵要求機構投資人在投資時將 ESG 議題入考量。第六部分

³ See generally Gil Yaron, *The Responsible Pension Trustee: Re-Interpreting the Principles of Prudence and Loyalty in the Context of Socially Responsible Institutional Investing*, 20 EST. TR. & PENSIONS J. 305 (2001); Jay Youngdahl, *The Time Has Come for a Sustainable Theory of Fiduciary Duty in Investment*, 29(1) HOFSTRA LAB. & EMP. L.J. 115 (2011); Bernard S. Sharfman, *ESG Investing Under ERISA*, 38 JREG BULL. 112 (2020-2021); Akio Otsuka, *ESG Investment and Reforming the Fiduciary Duty*, 15(1) OHIO STATE BUS. L.J. 136 (2021).

⁴ 方元沂，ESG 年代 機構投資人關鍵受託義務，經濟日報，2022 年 12 月 12 日，取自：<https://money.udn.com/money/story/5629/6831554>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁵ 由於 PRI 之縮寫可以指稱責任投資原則或其背後之組織，故以下本文以責任投資原則指稱該原則，PRI 指稱該組織，在此合先敘明。

則討論在受託義務要求考量 ESG 議題的前提下，我國機構投資人盡職治理守則應如何做出相對應的調整，以使盡職治理守則能夠成為機構投資人實踐 ESG 投資的助力。最後，第七部分回顧並總結全文。

2. 機構投資人與 ESG 投資

2.1 機構投資人之定義

首先，在此必須先定義何謂機構投資人。然而，對於機構投資人並不存在一個公認且簡單的定義，最接近的定義是機構投資人不是自然人而是法人的這項共同特徵⁶。雖然機構投資人為法人，但事實上其並沒有統一的架構，例如共同基金有可能以股份有限公司（投資公司）的方式存在，或是私募基金有可能是以有限合夥的方式存在，甚至主權基金可能是以特別法規範之方式存在⁷。而機構投資人因為通常是管理、投資其他投資人的資金，因此也常常跟中介投資人（intermediary investor）劃上等號⁸。

常見的機構投資人包含：共同基金、指數基金、ETF（exchange traded fund）、避險基金、私募基金、保險基金、退休基金、政府基金、銀行信託、投資信託等等。若依照我國機構投資人盡職治理守則之分類，則機構投資人可分為資產擁有人（asset owner）與資產管理人（asset manager）。資產擁有人係「運用自有資金或集結客戶、受益人資金進行投資」之機構投資人，例如保險基金或退休基金。資產管理人則為「協助客戶管理資金並進行投資運用」之機構投資人，例如投信或投顧⁹。不同類型的機構投資人因為其架構與運作方式各異，使得機構投資人作為股東時所採取的策略也會各自有

⁶ Serdar Çelik & Mats Isaksson, *Institutional Investors and Ownership Engagement*, 2013(2) OECD J. 93, 95-96 (2014).

⁷ *Id.* at 96.

⁸ 不過也有例外存在，例如主權基金可能就是由國家直接持有的資金組成，或是私募基金可能有負責管理投資之無限合夥人的投資。See *id.*

⁹ 機構投資人盡職治理守則，2023 年 7 月，臺灣證券交易所公司治理中心網站：<https://cgc.twse.com.tw/docs/stewardship1.pdf>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

所差異。換言之，機構投資人之間存在多元變化性，並無法將其視為單一類型的投資人，機構投資人僅是一種粗略的區分方式而已。因為任何類型的機構投資人都有可能採行 ESG 投資，因此本文中的機構投資人並沒有指涉特定類型的機構投資人，非自然人的中介投資人即足當之。

2.2 ESG 投資之起源與發展

ESG 投資之範圍相當廣泛，其源頭可以追溯到社會責任投資（social responsible investing, SRI）¹⁰。一般認為在猶太教及伊斯蘭教之教義中早已存在類似社會責任投資之概念。社會責任投資在美國最早可以回溯到兩百多年前，基督教循道宗（Methodist）創辦人之一 John Wesley 對信徒們提倡獲利應以不損害鄰居為前提，因而主張避免投資酒類、菸品、武器、賭博等事業¹¹。而社會責任投資在近代美國之發展則是起源於 1960-1970 年代的反越戰運動對軍火公司之杯葛，此外同時期的民權運動也同樣助長了社會責任投資。到了 1980 年，南非持續採行種族隔離政策（Apartheid），為了對由少數白人控制的南非政權施加壓力，個人與機構投資人紛紛將資金撤出在南非有經營業務的公司，此使得南非經濟出現動盪，也終於迫使南非終止了種族隔離政策¹²。伴隨著社會責任投資的觀念在全球擴散，ESG 議題也躍上世界舞台。ESG 一詞首次出現出現在聯合國在 2004 年發布的 Who Cares Wins 的報告中¹³，該報告提倡投資人在投資決策中應納入 ESG 準則，認為此可對社

¹⁰ Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, 72 STAN. L. REV. 381, 388 (2020).

¹¹ William Donovan, *The Origins of Socially Responsible Investing*, THE BALANCE (Apr. 30, 2022), <https://www.thebalance.com/a-short-history-of-socially-responsible-investing-3025578>.

¹² John Kong Shan Ho, *Regulating Environmental, Social, and Governance Disclosure by Listed Companies: A Comparison of Major Financial Markets*, 15 J. COMPAR. L. 133, 135 (2020).

¹³ THE UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT, WHO CARES WINS — CONNECTING FINANCIAL

會、金融市場甚至是個人投資組合產生正面之效果¹⁴。

金融市場順應 ESG 投資之趨勢推出了各類 ESG 的金融商品。由 400 間美國大型企業組成的 MSCI KLD 400 Social Index (Domini 400 Index) 在 1990 年推出，成為美國第一個將社會與環境議題作為篩選標準的股市指數¹⁵。而在 ESG 的股市指數相繼出現後，自然也伴隨出現了各種 ESG 主題的 ETF。ESG 主題的 ETF 在全球的管理資產總額 (Assets Under Management, AUM) 從 2006 年的 50 億美元到 2022 年已經達到 4,030 億美元¹⁶。除了在股票市場外，ESG 的風氣也擴散到了債券市場。歐洲投資銀行 (European Investment Bank) 於 2007 年推出了第一支綠色債券 (green bond)，總共發行 600 萬歐元替再生能源及有效率的能源計畫融資¹⁷。而在十年之後的 2017 年，全球已經發行超過 1,550 億美元由政府或企業發行的綠色債券，成長幅度相當驚人¹⁸。此一成長趨勢可見於所有 ESG 相關的金融商品中，在美國 2010 年由專業經理人管理的 ESG 投資金額為 3 兆美元，但到 2018 年時已經成長到了 12 兆美元，相當於每四塊錢的投資就有一塊錢是 ESG 投資¹⁹。根據彭博社的預測，到 2025 年時，全球投資於 ESG 之資產將

MARKETS TO A CHANGING WORLD (2004), https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf.

¹⁴ ESG 的過去、現在與將來，2019 年 11 月 1 日，臺灣證券交易所公司治理中心網站：<https://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/3434>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

¹⁵ Jason Fernando, *MSCI KLD 400 Social Index*, INVESTOPEDIA (Aug. 25, 2021), https://www.investopedia.com/terms/d/domini_400.asp.

¹⁶ *Global ESG ETF Assets from 2006 to November 2022*, STATISTA (Sept. 14, 2023), <https://www.statista.com/statistics/1297487/assets-of-esg-etfs-worldwide/>.

¹⁷ Adam Connaker & Saadia Madsbjerg, *The State of Socially Responsible Investing*, HARV. BUS. REV. (Jan. 17, 2019), <https://hbr.org/2019/01/the-state-of-socially-responsible-investing>.

¹⁸ *Id.*

¹⁹ *Id.*

突破 53 兆美元，占比超過總投資資產的三分之一²⁰。

至於 ESG 投資於我國之發展，根據「2023 臺灣永續投資調查」，我國 2022 年永續投資之資產總額達到新臺幣 19.9 兆元。其中，保險業投資最多，投資近 17 兆元，投信投顧業與政府基金則分別投資約 1.9 及 1.3 兆元²¹。投資方式以負面排除選股（screening）最普遍達到 15 兆元，ESG 整合選股（integration）則有 9.2 兆元，主題選股（thematic）也有超過 4 兆元。我國永續投資之 AUM 占整體 AUM 之 40.2%²²。在我國金融監督管理委員會（下稱「金管會」）大力推動綠色金融行動方案下（2022 年 9 月已發布至綠色金融行動方案 3.0），財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱「櫃買中心」）目前流通在外之綠色債券、社會責任債券、可持續發展債券及可持續發展連結債券分別達 100、27、40 及 5 檔，發行總額分別約新臺幣 3,100 億、591 億、1,141 億及 79 億元²³；境內 ESG 基金及境外 ESG 基金截至 2024 年 1 月分別發行了 48 檔及 83 檔，合計規模分別為新臺幣 4,572 億元及 881 億元²⁴。

總結來說，近年 ESG 投資推動的成果相當豐碩，在大規模的環保及社會正義運動之推波助瀾下，ESG 議題成為了各界關注的重點²⁵。在美國公司被

²⁰ Adeline Diab & Gina Martin Adams, *ESG Assets May Hit \$53 Trillion by 2025, a Third of Global AUM*, BLOOMBERG (Feb. 23, 2021), <https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/>.

²¹ 2023 臺灣永續投資調查，頁 14，國立臺北大學全球變遷與永續科學研究中心網站：https://cgcss.ntpu.edu.tw/lyadmin/pages/uploads/file/fl_xwk0lax0oc.pdf（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

²² 同前註。

²³ 永續發展債券，證券櫃檯買賣中心網站：<https://www.tpex.org.tw/web/bond/sustainability/publish.php?l=zh-tw>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

²⁴ ESG 基金數據專區，投信投顧產業 ESG 永續發展轉型專區網站：https://www.sitca.org.tw/ROC/SITCA_ESG1/ESG_Fund_Data1.aspx（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

²⁵ Ross Kerber & Simon Jessop, *Analysis: How 2021 Became the Year of ESG Investing*, REUTERS (Dec. 24, 2021), https://www.reuters.com/markets/us/how-2021-became-year-esg-investing-2021-12-23/?fbclid=IwAR1ydHehN22f06Z2l2xInB0FRnNwgC_XvQia23pF15V

提出關於社會或是氣候的股東提案，此些提案在股東會獲得的支持度在 2021 年達到 32%，較 2020 年的 27%與 2017 年的 21%有著顯著的提升，更與 1971 年時股東提案要求通用汽車（General Motors）因南非種族隔離政策撤出南非僅僅獲得 1%股東的支持呈現極大的對比²⁶。注重 ESG 議題的投資人在 2021 年也有幾場重大的勝利，包括成功撤換掉三名埃克森美孚（Exxon Mobil）的董事、否決奇異（General Electric）執行長 2.3 億美元的薪酬包裹以及成功要求聯合太平洋鐵路（Union Pacific）公開員工多元性的統計數據²⁷。而機構投資人也過往更加重視 ESG 議題，在 2021 年關於氣候的 49 項股東提案中，BlackRock²⁸支持了其中的 41%，較 2020 年提升了 10%，Vanguard 支持的比例也從 14%提升到 37%²⁹。

2.3 聯合國責任投資原則

若提到機構投資人的 ESG 投資，則不得不提到作為機構投資人 ESG 投資的重要推手 PRI。PRI 為與聯合國環境計畫（United Nations Environment Programme, UNEP）合作的一個獨立非政府倡議組織，為全球責任投資之主要推動機構。PRI 起源於 2005 年，時任的聯合國秘書長科菲·安南（Kofi Atta Annan）邀集全球大型機構投資人發展責任投資原則，此一倡議獲得來自 12 個國家 70 名投資產業代表、跨國機構代表、民間組織代表的支持。其成果於 2006 年在紐約證券交易所（New York Stock Exchange, NYSE）發表，即是所謂的「責任投資原則」³⁰，PRI 則作為負責管理責任投資原則的

U7q69HrDnbRPWbx0.

²⁶ *Id.*

²⁷ *Id.*

²⁸ BlackRock、Vanguard、SSGA（State Street Global Advisors）為美國三大指數型基金業者，一般稱為 The Big Three，合計在 ETF 市場的市占率達到 70%。See Dorothy S. Lund, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43(3) J. CORP. L. 493, 509 (2018).

²⁹ Kerber & Jessop, *supra* note 25.

³⁰ *About the PRI*, PRI, <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri> (last visited Feb. 26, 2024).

組織。

2.3.1 六大原則

責任投資原則從機構投資人之立場出發，宣示機構投資人作為簽署人對於 ESG 投資之承諾：「作為機構投資者，我們有義務為受益人的長期最佳利益行事。從受託人角度看，我們認為環境、社會和公司治理（ESG）問題會影響投資組合的績效，且不同公司、部門、地區、資產類別在不同時間受到的影響各異。」³¹責任投資原則由六大原則組成：1.將 ESG 問題納入投資分析和決策過程；2.成為積極的所有者，將 ESG 問題納入所有權政策和實踐；3.尋求被投資實體對 ESG 相關問題進行合理披露；4.推動投資業廣泛採納並貫徹落實負責任投資原則；5.齊心協力提高負責任投資原則的實施效果；6.報告負責任投資原則的實施情況和進展³²。不過責任投資原則仍明確指出機構投資人在實踐這些原則時，以不違反受託義務（受託人責任）為前提³³。

2.3.2 推行成效

責任投資原則並無強制力或法律拘束力，其僅係由機構投資人自願簽署以示遵循。責任投資原則的全球簽署人從 2006 年甫推出時的 100 個到 2021 年已經成長到超過 4,000 個，簽署人管理的資產總額超過 120 兆美元³⁴。儘管責任投資原則的規範相當寬鬆且不具有強制力，但外國有學者認為責任投資原則提供一個機構投資人合作的平台，降低機構投資人行動的障礙，並賦予機構投資人行動的正當性，因而有助於機構投資人採取共同行動，促成投資人與被投資公司經營階層間的長期對話管道³⁵。惟亦有學者認為儘管 PRI

³¹ 負責任投資原則，頁 6，PRI 網站：<https://www.unpri.org/download?ac=10968>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）（原文為簡體中文，由作者轉為繁體中文）。

³² 同前註。

³³ 同前註（責任投資原則原文：「因此，在符合受託人責任的情況下，我們作出如下承諾……」）。

³⁴ *About the PRI*, *supra* note 30.

³⁵ Jean-Pascal Gond & Valeria Piani, *Enabling Institutional Investors' Collective Action: The*

確實賦予了機構投資人採取責任投資的正當性，但是 PRI 的透明性及缺乏執行與問責機制，將成為責任投資成為主流與被採行的阻礙³⁶。面對這樣的質疑及後疫情時代的來臨，PRI 在 2021-2024 年的策略計畫中擬定了三大方向，分別為包括性（big tent）、說明責任（accountability）、擴張性（scalability）³⁷，以及 22 項主要計畫，並以「建立金融風險、機會、真實世界成果間的橋樑」為計畫主軸³⁸。

可惜的是，我國因為「非聯合國會員國的因素，台灣投資機構無法簽署 PRI，因此台灣金融業者大多自行遵循 PRI，發展自身的責任投資執行方式。」³⁹但我國機構投資人自行遵循 PRI 之決心仍彰顯在其盡職治理報告內，不少機構投資人將責任投資原則的說明納入盡職治理報告中⁴⁰。

2.4 將 ESG 議題納入投資策略

機構投資人有數種方式將 ESG 議題納入投資策略中。而 ESG 議題的考量並非僅存在於投資標的的選擇（active investing），其亦顯現於機構投資人

Role of the Principles for Responsible Investment Initiative, 52(1) BUS. & SOC'Y 64, 64 (2013).

³⁶ Taylor Gray, *Investing for the Environment? The Limits of the UN Principles of Responsible Investment*, at 3, SSRN (2009), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1416123.

³⁷ 因為此文件尚無官方中文譯本，翻譯部分參考官方日文譯本之漢字。參見：PRI の戰略的計畫 2021-24 年，2021 年 4 月，PRI 網站：<https://www.unpri.org/download?ac=14459>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

³⁸ PRI STRATEGIC PLAN 2021-24, at 4, PRI (2021), <https://www.unpri.org/download?ac=13269>.

³⁹ 程淑芬，責任投資與責任放貸——金融業的責任與機會，2019 年 11 月 22 日，風傳媒網站：<https://www.storm.mg/article/1972969?page=1>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁴⁰ 例如：2022 年機構投資人盡職治理報告書，頁 2，南山人壽網站：https://www.nanshanlife.com.tw/public_promotion/subject/ESG/pdf/investors2022.pdf（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

與被投資公司間的互動（active shareholding）⁴¹。機構投資人考量 ESG 議題之方式大概可以分爲三種：融入 ESG 議題（ESG incorporation）、積極行使股東權（active ownership）、政策議合（policy engagement）⁴²。融入 ESG 議題係指機構投資人將 ESG 之考量融入其投資分析與決策之過程中，投資決策融入 ESG 議題之方式又分爲整合（integration）、選股（screening）、主題式（thematic）。整合係利用 ESG 分數調整其投資組合，以減少其「衝擊」或「足跡」。若以被動基金爲例，整合將會參考特定面向的 ESG 分數對其追蹤指數之組成股進行持股比例的調整⁴³。選股則可以分爲正面（positive）、反面（negative）、規範基礎（norms-based）的選股。正面選股是在特定的產業或公司中，挑選 ESG 表現相較於同業優良的公司（best-in-class）；反面選股是將不符合 ESG 之產業、公司、行爲直接排除於投資組合；規範基礎股則是要求被投資公司必須符合特定的國際標準⁴⁴。選股是最常被使用的投資方式，其中又以反面選股最爲普遍，以反面選股投資的資產總額遠高於正面選股及規範基礎選股⁴⁵，此係因反面選股之成本低且簡便易行。最後，主題式投資則是以特定的主題選擇投資對象，例如以綠能科技或水資源作爲投資主題，主題式投資目的是爲了追求結構改變趨勢而產生的長期利益⁴⁶。

機構投資人除了透過在投資標的的選擇上追求 ESG 議題的實現外，其也可以透過積極行使股東權提升被投資公司之 ESG 表現。例如機構投資人可以將 ESG 議題納入與被投資公司的互動中，以鼓勵被投資公司採取行動提升

⁴¹ Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 10, at 390.

⁴² Toby Belsom et al., *How Can a Passive Investor Be a Responsible Investor?*, at 10, PRI (2019), <https://www.unpri.org/download?ac=6729>.

⁴³ *Id.* at 11.

⁴⁴ *Id.* at 11.

⁴⁵ *An Introduction to Responsible Investment: Screening*, PRI (May 29, 2020), <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834.article>.

⁴⁶ Belsom et al., *supra* note 42, at 11.

ESG 風險管理或是強化揭露。互動方式可以是在正式的股東會投票或是平時非正式的議合與溝通，不論何種互動方式或情境，機構投資人均可以在意見表達或投票的行動納入 ESG 議題的考量⁴⁷。此之積極行使股東權之概念與盡職治理相似。最後，政策議合則是指機構投資人與政府或主管機關對話，嘗試改變目前對於被投資公司的 ESG 規範或指引⁴⁸。融入 ESG 議題、積極行使股東權、政策議合此三種方式並不互斥，機構投資人亦時常同時採取數種方式，最終目標均是將 ESG 議題納入其投資策略之中。

3. 機構投資人 ESG 投資之問題與規範

近年來 ESG 投資備受機構投資人的重視，市場上採行 ESG 投資的機構投資人也越來越多⁴⁹。然而，儘管 ESG 投資已逐漸成為市場主流，但是對於機構投資人而言，實踐 ESG 投資依然有其困難與挑戰之處。其中一大困難為 ESG 資訊揭露不足與缺乏通用標準，而 ESG 揭露之問題又會連結到基金漂綠（greenwashing）此一另外的問題⁵⁰。當然 ESG 投資還有很多其他的問題，例如成本過高、搭便車問題、共同行動問題⁵¹，但因這些挑戰並非 ESG 投資所獨有，而是機構投資人盡職治理會出現的共通問題，故以下將著重於 ESG 資訊揭露及漂綠之問題。此外，機構投資人之受託義務也常常被視為 ESG 投資之阻礙之一，此問題將留待下部分進行深入的討論⁵²。

⁴⁷ *Id.* at 10.

⁴⁸ *Id.*

⁴⁹ See Garnet Roach, *ESG Increasingly Factored into Investment Decisions, Say Asset Owners*, IR MAG. (Oct. 4, 2023), <https://www.irmagazine.com/investor-perspectives/esg-increasingly-factored-investment-decisions-say-asset-owners>.

⁵⁰ See Chris Flood, *Investors Warned of 'Greenwashing' Risk as ESG-Labelled Funds Double*, FIN. TIMES (Apr. 24, 2023), <https://www.ft.com/content/79772342-d260-4dd5-b943-5e75bc27878c>.

⁵¹ Belsom et al., *supra* note 42, at 15-17.

⁵² Ho, *supra* note 12, at 136.

3.1 公司 ESG 資訊揭露之問題

3.1.1 ESG 資訊揭露不足與欠缺通用標準

公司財務資訊的揭露經過長時間的發展已經有一套國際通用的會計準則與規範，此使公司的財務資訊方便為大眾所取得外，取得資料後也可以跨時間或跨公司的進行比較。然而，ESG 的資訊揭露並非如此，由於國際間尚未形成通用的 ESG 揭露規則與規範，ESG 資訊的揭露目前主要仍仰賴公司自主揭露，僅有部分國家有強制揭露之規定。此使得 ESG 資料取得困難，特別在中小企業會有此情形，因為中小企業相較之下缺乏財力與相關專業⁵³。根據治理與當責研究所（Governance & Accountability Institute）的報告，雖然 S&P 500 指數中有 96% 及 Russell 1000 指數中有 81% 的公司已經有發布永續報告，但是因為沒有通用的揭露標準，投資人難以在不同公司間進行比較⁵⁴，使永續報告揭露資訊的利用價值受到限制。此外，根據安永會計師事務所（Ernst & Young, EY）之調查，有 50% 的資產管理人認為 ESG 的資訊揭露缺乏前瞻性的問題限制了 ESG 資料的價值，另外有 46% 的資產管理人認為 ESG 的資訊揭露缺乏即時性的問題也同樣地限制了 ESG 資料的價值⁵⁵。除了 ESG 資料的不足外，ESG 資料的內容也受到質疑。研究顯示大型公司的 ESG 評比分數高於中小型的公司，其可能原因是大型公司擁有較多的資源進行 ESG 資料的彙整與發布⁵⁶，因此評比分數的高低未必與實際的 ESG 表現有所

⁵³ SMU City Perspectives Team, *Why Is ESG of Difficult in Practice? Understanding the Challenges of ESG Disclosure*, SMU (Jan. 13, 2023), <https://cityperspectives.smu.edu.sg/article/why-esg-so-difficult-practice-understanding-challenges-esg-disclosure>.

⁵⁴ Daniel F. C. Crowley & Robert G. Eccles, *Rescuing ESG from the Culture Wars*, HARV. BUS. REV. (Feb. 9, 2023), <https://hbr.org/2023/02/rescuing-esg-from-the-culture-wars?fbclid=IwAR0xWQsXZoCRc4knrPcN4SwvsiJel8MCSCpm0Y4X6rWSsFcaOrCbJ9ZosfY>.

⁵⁵ Anthony Kirby, *Why Data Remains the Biggest ESG Investing Challenge for Asset Managers*, EY (July 5, 2021), https://www.ey.com/en_gl/financial-services-emeia/why-data-remains-the-biggest-esg-investing-challenge-for-asset-managers.

⁵⁶ Ovidiu Patrascu, *Index-Based ESG Strategies: Key Things to Look out for Sustainable*

關連。除此之外，因為 ESG 資料的揭露目前多屬自願性質，公司在 ESG 資訊揭露上存在報喜不報憂的現象，有研究發現在已知的負面 ESG 事件中，有 90% 的事件卻沒有被關連的公司揭露⁵⁷。

另外是 ESG 定義模糊與認定不一致的問題。目前對於 ESG 的定義仍然不夠明確，ESG 涵蓋了環境、社會、公司治理三個概念，而這三個概念排列組合後，基本上可以說是包山包海，任何問題均有可能被當作是 ESG 問題，且不同國家或文化間也可能出現互相矛盾的認定。例如核能或天然氣是否屬於綠能？此一問題在歐盟吵得沸沸揚揚，最終歐洲議會投票結果核能及天然氣在特定情形符合「歐盟永續分類標準」（EU Taxonomy）⁵⁸。又或是近年因為散布假新聞、影響美國總統大選、無視用戶心理健康、助長人口販賣而充滿爭議的 Facebook（母公司已改名為 Meta），是否符合 ESG 中的 Social 不無爭議，過去便曾有指數因隱私權問題將其剔除⁵⁹。除此之外，俄烏戰爭的爆發也變相的凸顯了 ESG 不易認定之問題。過去一般通念認為軍武產業不符合 ESG 之標準，但在戰爭爆發時防禦性武器卻是不可或缺的，因此 ESG 排斥軍武產業之立場開始動搖⁶⁰。而發動戰爭的俄羅斯受到國際之譴責與撻

Investment Team, at 3, SCHRODERS (2018), <https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/us/pdfs/index-based-esg-strategies-keys-to-watch-for.pdf>.

⁵⁷ Olivier Boiral, *Sustainability Reports as Simulacra? A Counter-Account of A and A+ GRI Reports*, 26(7) ACCT., AUDITING & ACCOUNTABILITY J. 1036, 1036 (2013).

⁵⁸ Catherine Clifford, *Europe Will Count Natural Gas and Nuclear as Green Energy in Some Circumstances*, CNBC (July 7, 2022), <https://www.cnbc.com/2022/07/06/europe-natural-gas-nuclear-are-green-energy-in-some-circumstances-.html>.

⁵⁹ Alicia Adamczyk, *Your ESG Fund Might Be Invested in Facebook—And It Highlights a Major Issue with Sustainable Investing*, CNBC (Oct. 27, 2021), https://www.cnbc.com/2021/10/26/your-esg-fund-might-be-invested-in-facebook.html?fbclid=IwAR23Ei6-BFPP3P6y0foF2XtYCX77_CeC1b8tBmDAe7qUOoQVzWJgapUD_oY.

⁶⁰ Peggy Hollinger, *Ukraine War Prompts Investor Rethink of ESG and the Defence Sector*, FIN. TIMES (Mar. 9, 2022), <https://www.ft.com/content/c4dfe6a-2c95-4352-ab88-c4e3cdb60bba>.

伐之際，國際企業或因制裁或被輿論要求撤出俄羅斯，持續在俄羅斯經營業務被認為是不道德的，但是持續在俄羅斯經營業務的企業卻反而在 ESG 分數上勝過其他的歐洲公司⁶¹。另外，根據一份 2019 年的調查發現，不同的 ESG 評比單位對同一間公司所給的 ESG 分數相關性相當低，亦即不同的評比單位對同一間公司缺乏共識，此可能導因於不同的評比標準或是因為用以評比的資料不同⁶²。

ESG 資料的不一致性使得要建立一個 ESG 的基準（benchmark），乃至於採取追蹤指數的被動投資策略均相當困難。這些問題凸顯了建立完善的 ESG 資訊揭露制度對於 ESG 投資的重要性，以下即接續討論之。

3.1.2 ESG 資訊揭露之規範

目前世界主流國家對於上市公司資訊揭露之要求為揭露具有重大性（materiality）之財務資訊⁶³。然而，ESG 資訊是否為具有重大性之財務資訊，在現行法下不無疑義。若 ESG 資訊非強制揭露的內容，則 ESG 資訊僅能仰賴企業自願性的揭露，但即使企業願意自主揭露，其所揭露之 ESG 資訊缺乏統一標準導致利用價值有限⁶⁴。為了解決 ESG 資訊揭露不足與欠缺通用標準的問題，除了機構投資人對被投資公司要求揭露更完整的 ESG 資訊外⁶⁵，各國政府近年亦開始制定規範要求企業揭露 ESG 資訊。

⁶¹ Jurian Hendrikse et al., *The False Promise of ESG*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Mar. 16, 2022), https://corpgov.law.harvard.edu/2022/03/16/the-false-promise-of-esg/?fbclid=IwAR0Wqh4b6_ybkRBXKho9r_mGQhVxZzM5GC_OiJ_ic648gD8rb5z9q0_WZBs.

⁶² Belsom et al., *supra* note 42, at 13.

⁶³ 例如我國證券交易法第 36 條、美國 Regulation S-K 與 S-X 均要求上市公司定期資訊揭露。

⁶⁴ Susan N. Gary, *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, 90 UNIV. COL. L. REV. 731, 767-68 (2019).

⁶⁵ 例如 BlackRock 的 CEO Larry Fink 在給被投資公司 CEO 之信中要求各公司依照 SASB 與 TCFD 之標準揭露永續風險，參見：*Larry Fink's 2021 Letter to CEOs*, BLACKROCK (Jan. 14, 2020), <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry->

3.1.2.1 國際上 ESG 資訊之規範

對於要求上市公司揭露 ESG 資訊之問題，美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）於 2016 年 4 月公告修正 Regulation S-K 的 Concept Release 並徵求公眾評論，其中包含了 ESG 資訊揭露之要求⁶⁶。此 Concept Release 總共獲得超過 25,000 則的評論，足見其重要性與爭議性⁶⁷。惟 SEC 最終並未制定任何正式之規範，僅停留在研議階段，根據一位 SEC 委員，原因是 ESG 的定義涉及價值判斷且又屬重大的政治問題⁶⁸。雖然 SEC 因此有所卻步，但美國證券交易所對於 ESG 資訊揭露接受度仍然相當高，NYSE 及那斯達克（NASDAQ）均發布了關於 ESG 資訊揭露的指引與標準，引導上市公司進行 ESG 之資訊揭露⁶⁹。

而在 2022 年 3 月，SEC 公布強化及標準化氣候相關揭露之規則提案（The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors）並公開徵求意見⁷⁰。提案內容包括要求企業在定期報表中揭露氣候相關風險及應對該風險的管理措施。提案亦要求企業揭露直接排放（範疇一）及

fink-ceo-letter. 又例如管理 4.5 兆美元的機構投資人團體聯合向四大會計師事務所施壓，要求四大會計師事務所在對客戶公司之審計中納入氣候風險，否則將在明年股東會投票反對繼續聘用該事務所，參見：Simon Jessop & Carolyn Cohn, *Investors Tell Big-4 Auditors They Risk AGM Rebellion over Climate Accounting*, REUTERS (Nov. 3, 2021), https://www.reuters.com/business/sustainable-business/investors-tell-big-4-auditors-they-risk-agm-rebellion-over-climate-accounting-2021-11-02/?utm_campaign=trueAnthem%3A%20Trending%20Content&utm_medium=trueAnthem&utm_source=facebook&fbclid=IwAR37f1F7tsJWakjyjobQ0TqSZ9vdcgLC2p733zoJcYJ2Tf4YISW1YLXGtss.

⁶⁶ Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K, 81 Fed. Reg. 23,916 (proposed Apr. 22, 2016) (to be codified at 17 C.F.R. pts 210, 229, 230, 232, 239, 240, 249).

⁶⁷ Ho, *supra* note 12, at 141.

⁶⁸ Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 10, at 436.

⁶⁹ Ho, *supra* note 12, at 142.

⁷⁰ SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors, U.S. SEC. & EXCH. COMM’N (Mar. 21, 2022), <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>.

使用能源而間接排放（範疇二）之溫室氣體總量⁷¹。此外，提案亦要求企業揭露供應鏈上下游的溫室氣體排放量（範疇三），如果範疇三為重大資訊或是設定之排放目標包含範疇三⁷²。此提案公布後引發美國企業界反彈，企業界人士認為此一新規將增加企業的成本及負擔，且缺乏實際的必要性⁷³。在美國國會欠缺共識的前提下，果不其然地遭遇到共和黨的反對，除了共和黨議員要求 SEC 撤回提案外，亦有州檢察官（state attorney）矢言要對此提案提出訴訟⁷⁴。此提案的爭議性並不限於規範的內容，反對者亦主張 SEC 的提案已經逾越其規範公司揭露的權限⁷⁵。在可以預期通過提案後將招來的訴訟，特別是最高法院現由保守派大法官主導的現狀，SEC 開始評估是否要捨棄最具爭議性的範疇三揭露的規定⁷⁶。

其次，關於 ESG 資訊揭露欠缺通用標準之問題，永續會計準則委員會（Sustainability Accounting Standards Board, SASB）制定了橫跨 77 個產業對於永續議題的重大性標準，並且已於 2018 年底發布了最終版本⁷⁷。SASB 在不同的產業中列出該產業具有的財務重大性之 ESG 議題，提供了這些產業之

⁷¹ *Id.*

⁷² *Id.*

⁷³ Declan Harty, *SEC's Gensler Weighs Scaling Back Climate Rule as Lawsuits Loom*, POLITICO (Feb. 4, 2023), <https://www.politico.com/news/2023/02/04/sec-climate-rule-scale-back-00081181?fbclid=IwAR3fRayrQj1m41yfmjKIfWMcqSj-aYSp0AdLAHaMENoCA-71qqgVH4sDu4>.

⁷⁴ Shivaram Rajgopal & Bruce Usher, *What's Next for SEC's Proposed Climate Disclosure Regulation?*, BLOOMBERG L. (May 2, 2022), <https://news.bloomberglaw.com/environment-and-energy/whats-next-for-secs-proposed-climate-disclosure-regulation>.

⁷⁵ 美國最高法院於 2022 年 *West Virginia v. Environmental Protection Agency (EPA)* 一案中，適用 Major Questions Doctrine 判決 EPA 因欠缺國會授權而無規範溫室氣體排放的權限。在此案之後，一般認為最高法院將會從嚴審查行政機關的規範權限。

⁷⁶ Harty, *supra* note 73.

⁷⁷ *SASB Standards Overview*, SASB STANDARDS, <https://www.sasb.org/standards/> (last visited Feb. 26, 2024).

企業一套標準供其遵循並揭露予投資人⁷⁸。另外，由 G20 的永續金融委員會（Financial Stability Board）設立的氣候相關財務揭露規範專案小組（Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD）制定了關於氣候相關財務風險之揭露建議，使企業揭露採用同一標準且可比較的資訊予投資人、債權人、保險公司等利害關係人⁷⁹。2019 年，PRI 宣布 2020 年開始將強制簽署責任投資原則之機構投資人必須遵循 TCFD 之標準製作揭露報告⁸⁰。而在 2021 年底的在格拉斯哥舉行的聯合國氣候變遷大會（通稱為 COP26），國際財務報導準則基金會（IFRS Foundation）宣布成立「國際永續準則委員會」（International Sustainability Standards Board, ISSB）以推動永續資訊揭露框架，ISSB 之目標是在現有標準的基礎上，建立全球通用的強制性永續揭露標準⁸¹。透過通用會計準則與財務報告，不同公司間的財務報告採用統一的標準因而有可比較性，進而解決上述 ESG 資訊欠缺通用標準之問題。ISSB 於 2023 年 6 月 26 日公布了首個揭露準則 IFRS S1 及 S2，兩者均完全整合了 TCFD 之建議⁸²。IFRS S1 及 S2 於 2024 年 1 月 1 日開始生效提供企業自願遵循⁸³，故在 2025 年將可看到適用 IFRS S1 及 S2 之揭露報告。目前已有多國

⁷⁸ Download SASB Standards, SASB STANDARDS, <https://www.sasb.org/standards/download/> (last visited Feb. 26, 2024).

⁷⁹ Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD, <https://www.fsb-tcfid.org/> (last visited Feb. 26, 2024).

⁸⁰ Edward Baker & Senita Galijatovic, *FAQ on Mandatory Climate Reporting for PRI Signatories*, PRI, <https://www.unpri.org/reporting-for-signatories/faq-on-mandatory-climate-reporting-for-pri-signatories/5356.article> (last visited Feb. 26, 2024).

⁸¹ IFRS 成立新機構 ISSB，邁開強制企業永續揭露第一步！，2021 年 11 月 16 日，CSROne 網站：<https://csrone.com/topics/7159>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁸² ISSB Issues Inaugural Global Sustainability Disclosure Standards, IFRS (June 26, 2023), <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/06/issb-issues-ifrs-s1-ifrs-s2/>. IFRS S1 為永續相關財務資訊揭露之一般規定（General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information），IFRS S2 為氣候相關揭露（Climate-related Disclosures）。

⁸³ IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Informa-

主管機關計畫採行 ISSB 揭露準則，我國金管會亦已宣布上市櫃公司將自 2026 年起分階段適用 ISSB 揭露準則⁸⁴。

然而，可以發現的是除了國際間有在推動揭露標準外，各國也分別在國內之 ESG 揭露法規。儘管歐盟、美國、中國、英國、日本之主管機關間已經有在進行溝通試圖調和法規間之差異，但不同國家之法規依然難以達到完全相同，使得跨國企業出現無所適從的抱怨聲音⁸⁵。

3.1.2.2 我國 ESG 資訊揭露之規範

我國 ESG 資訊揭露之規範可以回溯到 2010 年左右金管會開始推動企業社會責任之揭露。臺灣證券交易所（下稱「證交所」）與櫃買中心於 2010 年發布「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」。其中第五章要求企業強化社會責任之資訊揭露，第 30 條並規定：「上市上櫃公司宜編製企業社會責任報告書，揭露推動企業社會責任情形。」證交所之後在 2014 年發布之「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」第 2 條規定符合特定條件之上市公司應編製企業社會責任報告書。在 2021 年底，遵循「公司治理 3.0——永續發展藍圖」規劃，企業社會責任報告書更名為永續報告書（Sustainability

tion, IFRS, <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/> (last visited Feb. 26, 2024); *IFRS S2 Climate-related Disclosures*, IFRS, <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/> (last visited Feb. 26, 2024).

⁸⁴ 魏喬怡、陳欣文，金管會拍板 2027 公布永續年報，2023 年 8 月 18 日，中時新聞網網站：<https://www.chinatimes.com/newspapers/20230818000139-260202?chdtv>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）；廖珮君、楊筱筠，永續揭露 119 家企業先行，經濟日報，2023 年 8 月 18 日，取自：<https://money.udn.com/money/story/5613/7377367>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁸⁵ Huw Jones & Simon Jessop, *Overlapping Rules to Curb Greenwashing May Only Add to Company Frustration*, REUTERS (June 17, 2022), https://www.reuters.com/business/sustainable-business/overlapping-rules-curb-greenwashing-may-only-add-company-frustration-2022-06-16/?fbclid=IwAR1y8B0Odr1POl2EJmnxkdmNlwKrZmHOu7fLfSbIgNjQ6exLQUUIADcq_Oc.

Report) 以加強我國公司非財務性資訊揭露之品質⁸⁶。根據公司治理 3.0 藍圖，永續報告書之內容則將參考 TCFD 與 SASB 發布之準則強化揭露資訊之內容，並推動擴大永續報告書第三方驗證範圍，以提升我國公司之揭露品質及與國際標準接軌，且 2023 年起實收資本額達 20 億元的上市櫃公司須編製永續報告書⁸⁷，20 億元以下上市櫃公司則自 2025 年起編製永續報告書⁸⁸。在我國 2023 年上市櫃的 1,813 家公司中，887 家已編製並申報 2022 年永續報告書，其中上市公司為 640 家，上櫃公司為 256 家⁸⁹。

此外，金管會在 2021 年底修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」，增訂 ESG 資訊揭露指引，引導公司揭露較為重要之環境及社會議題⁹⁰，要求公開發行公司於年報中揭露「推動永續發展執行情形及與上市上櫃公司永續發展實務守則差異情形及原因」⁹¹。之後金管會在 2022 年 3 月發布了「上市櫃公司永續發展路徑圖」，將依照實收資本額分階段要求上市櫃

⁸⁶ 證交所亦同步將「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」與「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」更名為「上市上櫃公司永續發展實務守則」與「上市公司編製與申報永續報告書作業辦法」。金管會提醒上市櫃公司及時因應 ESG 資訊揭露措施，2021 年 11 月 11 日，金融監督管理委員會網站：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202111110001&dttable=News（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁸⁷ 公司治理 3.0——永續發展藍圖，頁 21-22，金融監督管理委員會網站：https://www.fsc.gov.tw/fckdownndoc?file=/%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%863_0-%E6%B0%B8%E7%BA%8C%E7%99%BC%E5%B1%95%E8%97%8D%E5%9C%96.pdf&flag=doc（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁸⁸ 上市櫃公司永續發展行動方案（2023 年），頁 7，金融監督管理委員會網站：<https://www.fsc.gov.tw/uploaddownndoc?file=news/202303290815110.pdf&filedisplay=%E4%B8%8A%E5%B8%82%E6%AB%83%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B0%B8%E7%BA%8C%E7%99%BC%E5%B1%95%E8%A1%8C%E5%8B%95%E6%96%B9%E6%A1%88.pdf&flag=doc>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁸⁹ 上市櫃公司永續報告書，臺灣證券交易所公司治理中心網站：<https://cgc.twse.com.tw/front/chPage>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁹⁰ 金管會提醒上市櫃公司及時因應 ESG 資訊揭露措施，前揭註 86。

⁹¹ 公開發行公司年報應行記載事項準則之附表二之二之二。

公司於 2027 年前完成範疇一及範疇二溫室氣體盤查，並在 2029 年前完成溫室氣體盤查之查證⁹²。爲了配合永續發展路徑圖，金管會隨即在 2022 年底修正「公開發行公司年報應行記載事項準則」及「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」，要求企業於年報及公開說明書中揭露氣候相關資訊，包括氣候相關資訊之執行情形及溫室氣體盤查及確信情形⁹³。至於上下游供應鏈溫室氣體排放的範疇三，金管會發布之「上市櫃公司永續發展行動方案（2023 年）」目前仍是鼓勵上市櫃公司揭露範疇三，未來則可能視證交所及櫃買中心研議結果變爲強制揭露⁹⁴。最後，值得一提的是，我國跟進「歐盟永續分類標準」在 2022 年 12 月 8 日發布了「永續經濟活動認定參考指引」作爲永續經濟活動的判斷標準，企圖解決 ESG 或永續難以判斷或標準不一致的問題⁹⁵。

3.2 ESG 漂綠之問題

ESG 投資的蓬勃發展伴隨而來的是漂綠的問題。所謂的漂綠係指政府或是企業對於其在 ESG 議題或是永續性的作爲或表現的誇大或誤導⁹⁶。近年來，ESG 基金在規模或數量上均迅速成長，但與此同時浮現了 ESG 基金

⁹² 金管會正式啟動「上市櫃公司永續發展路徑圖」，2022 年 3 月 3 日，金融監督管理委員會證券期貨局網站：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=95&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202203030001&dtable=News（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁹³ 金融監督管理委員會 111 年 11 月 25 日金管證發字第 1110384934 號。

⁹⁴ 上市櫃公司永續發展行動方案（2023 年），前揭註 88，頁 2-3。

⁹⁵ 金管會與環保署、經濟部、交通部、內政部共同公告「永續經濟活動認定參考指引」，鼓勵金融業協助企業朝永續減碳轉型，2022 年 12 月 8 日，金融監督管理委員會網站：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202212080003&dtable=News（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

⁹⁶ BBC News 中文，聯合國氣候峰會：漂綠（greenwashing）是什麼意思？怎樣才能識破它？，2022 年 11 月 4 日，風傳媒網站：<https://www.storm.mg/article/4591841?page=1>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

的漂綠問題⁹⁷。德意志銀行與高盛證券便因為漂綠涉嫌誤導投資人在 2022 年遭到 SEC 調查⁹⁸。面對漂綠的問題，我國金管會在 2021 年 7 月參考歐盟之 Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) 先針對國內 ESG 基金發布「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」⁹⁹。隨後並在 2022 年 1 月對境外 ESG 基金發布了「ESG 相關主題之境外基金資訊揭露事項審查監理原則」（以下合稱「ESG 基金審查原則」），使境內及境外 ESG 基金的監理一致化¹⁰⁰。

ESG 基金審查原則要求 ESG 基金應在其公開說明書揭露八大事項，分別為：投資目標與衡量標準、投資策略與方法、投資比例配置、參考績效指標、排除政策、風險警語、盡職治理參與、定期揭露¹⁰¹。不符合揭露要求的基金，其應在基金名稱後加註警語「本基金非屬環境、社會及治理相關主題之境外基金」，且如果基金名稱包含 ESG 或永續，並應調整基金中文名稱以避免誤導投資人。此外，金管會要求 ESG 基金投資 ESG 相關標的應至少達到基金資產淨值的六成以上，否則不得以 ESG 為基金之行銷訴求，不過金管

⁹⁷ See generally Dana Brakman Reiser & Anne Tucker, *Buyer Beware: Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds*, 41 CARDOZO L. REV. 1921, 1925-28 (2020); 新創暨社會創新法制小組，「ESG 基金之 ESG 相關資訊揭露規範之動向」，萬國法律，第 238 期，頁 103-104（2021）。

⁹⁸ *Deutsche Bank's DWS and Allegations of 'Greenwashing'*, REUTERS (June 9, 2022), <https://www.reuters.com/business/finance/deutsche-banks-dws-allegations-greenwashing-2022-06-09/>; Lananh Nguyen & Matthew Goldstein, *Goldman Sachs Is Being Investigated over E.S.G. Funds*, N.Y. TIMES (June 12, 2022), <https://www.nytimes.com/2022/06/12/business/sec-goldman-sachs-esg-funds.html>.

⁹⁹ 關於歐盟之 Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)，參見：廖淑君，「從歐盟金融服務永續揭露要求看我國永續金融之推動」，財金法學研究，第 4 卷第 2 期，頁 83-122（2021）。

¹⁰⁰ 發布環境、社會與治理（ESG）相關主題之境外基金資訊揭露事項審查監理原則，2022 年 1 月 12 日，金融監督管理委員會網站：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202201120004&dtable=News（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

¹⁰¹ 金融監督管理委員會 110 年 7 月 2 日金管證投字第 1100362463 號函。

會期待 ESG 基金應以國際標準的七成為目標¹⁰²。符合 ESG 基金審查原則的基金將被列入臺灣集中保管結算所建置的 ESG 基金專區，目前該專區總共有 48 檔境內及 84 檔境外 ESG 基金¹⁰³。這些規範旨在提供充足的資訊予投資人，使投資人足以理解基金 ESG 投資之真實狀況，避免基金濫用 ESG 掛羊頭賣狗肉誤導投資人。

而美國 SEC 也在 2022 年 5 月針對 ESG 基金漂綠的問題提出類似的提案¹⁰⁴。SEC 提案的主要內容有二：首先，要求基金至少有 80% 資產投資於 ESG 相關標的才能在基金名稱中使用 ESG 一詞；其次，要求基金在公開說明書及年報中揭露投資策略及更詳細的資訊¹⁰⁵。除此之外，SEC 近日開始對 ESG 基金出借股票的作法展開調查。基金有時會將手中持股出借給其他同業或是賣空的投資人（short-seller）來增加獲利，然而如果 ESG 基金出借股票給投資人操作賣空，此除了降低 ESG 基金透過投票權影響被投資公司的能力，更會出現 ESG 基金雖然看好被投資公司前景但卻又幫助不看好公司的投資人賣空的矛盾情形¹⁰⁶。是以，SEC 的調查著重於 ESG 基金出

¹⁰² 防境外基金漂綠 金管會要求 ESG 投資比重至少 6 成，2022 年 1 月 22 日，中央通訊社網站：<https://www.cna.com.tw/news/afe/202201120327.aspx>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

¹⁰³ 環境、社會及治理基金專區（ESG 基金專區），FUND CLEAR 基金資訊觀測站網站：<https://announce.fundclear.com.tw/MOPSonshoreFundWeb/ESG.jsp>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

¹⁰⁴ *SEC Proposes to Enhance Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About ESG Investment Practices*, U.S. SEC. & EXCH. COMM'N (May 25, 2022), <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-92>.

¹⁰⁵ *Id.* See also Emma Newburger, *SEC Unveils Rules to Prevent Misleading Claims and Enhance Disclosures by ESG Funds*, CNBC (May 25, 2022), <https://www.cnbc.com/2022/05/25/sec-unveils-rules-to-prevent-misleading-claims-by-esg-funds-.html>.

¹⁰⁶ Matt Robinson, David Voreacos & Silla Brush, *ESG Funds Face SEC Probe over Ceding Votes on Social Issues*, BLOOMBERG (Aug. 16, 2022), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-15/esg-funds-face-us-probe-over-ceding-their-votes-on-social-issues?fbclid=IwAR3yr6GIcvZdpMC8agU-P54S5PGXETb8IKFWD52BrDvS6GvA0>

借股票後是否有在投票日前收回股票，以及是否有對投資人揭露出借股票的狀況¹⁰⁷。最後，有鑑於不少 ESG 基金在投資策略十分仰賴 ESG 指數，導致 S&P Dow Jones 或 MSCI 此類市場指數提供者有相當大的影響力，因此 SEC 亦在考慮是否應將指數提供者視為資產管理人規範而非單純資料提供者，以防止基金透過 ESG 指數的漂綠¹⁰⁸。

4. 機構投資人之受託義務

雖然 ESG 投資正方興未艾，但機構投資人要完全投入 ESG 投資，一個須釐清的先決問題是受託義務與 ESG 投資間之關係。基金經理人若因為考量 ESG 議題而捨棄較高的投資報酬率將有可能被客戶控訴其違反受託義務。違反受託義務不僅要面對客戶損害賠償之民事責任¹⁰⁹，最嚴重的情形更可能會面臨特別背信罪之刑事責任¹¹⁰，儘管成罪可能性不高，但光是有刑事責任的存在即足以使人望而生畏，而使機構投資人有所顧慮。而這樣的顧慮並非空穴來風，在一份針對美國退休基金受託人之調查中，有 45% 的受訪者指出受

PL58T-wH_U.

¹⁰⁷ *Id.*

¹⁰⁸ Gina Heeb, *Market Indexes Seen as New Targets in SEC's Greenwashing Fight*, BLOOMBERG L. (Aug. 1, 2022), <https://news.bloomberglaw.com/securities-law/market-indexes-seen-as-new-targets-in-secs-greenwashing-fight>.

¹⁰⁹ 證券投資信託及顧問法第 7 條第一項規定如下：「證券投資信託事業、證券投資顧問事業、基金保管機構、全權委託保管機構及其董事、監察人、經理人或受僱人，應依本法、本法授權訂定之命令及契約之規定，以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務。」第三項規定如下：「違反前二項規定者，就證券投資信託基金受益人或契約之相對人因而所受之損害，應負賠償之責。」

¹¹⁰ 證券投資信託及顧問法第 105 條之 1 第一項規定如下：「證券投資信託事業、證券投資顧問事業之董事、監察人、經理人或受僱人，意圖為自己或第三人不法之利益，或損害證券投資信託基金資產、委託投資資產之利益，而為違背其職務之行為，致生損害於證券投資信託基金資產、委託投資資產或其他利益者，處三年以上十年以下有期徒刑，得併科新臺幣一千萬元以上二億元以下罰金。」

託義務使其沒有更積極地採行社會責任投資¹¹¹。是以，違反受託義務的法律風險可以說是機構投資人採行 ESG 投資上的一大阻礙。究竟在哪些情形下容許機構投資人考量 ESG 議題？在考量 ESG 議題時是否可以犧牲投資報酬率？這些問題均有待釐清。特別是機構投資人之客戶或受益人可能遍佈全球，若國際間對於受託義務之內涵沒有共識，則機構投資人採行 ESG 投資時可能面臨巨大的法律風險。

是以，以下將先說明受託義務之發展與內涵。不過在討論機構投資人之受託義務時，不得不先從信託之受託義務出發¹¹²。信託乃是受益人（beneficiary）將特定財產移轉給受託人（trustee），由受託人為信託財產的法律上所有人，並為受益人之利益管理信託財產。故信託係將信託財產之管理與風險承擔分離，由受託人負責管理，並由受益人承擔風險¹¹³。為了保護受益人不因受託人不當管理甚至盜用信託財產而受損害，信託法因此對受託人課予受託義務¹¹⁴。雖然今日機構投資人設立的基金架構已不限於信託，基金尚可能以投資公司或投資契約之型態存在，惟不論基金的組織型態為何，其基本架構均呈現事實上所有人與法律上所有人分離之情形，故信託法之受託義務的解釋也同樣可以被套用在基金與客戶間的關係¹¹⁵。由於信託起源於

¹¹¹ See David Hess, *Public Pensions and the Promise of Shareholder Activism for the Next Frontier of Corporate Governance: Sustainable Economic Development*, 2(2) VA. L. & BUS. REV. 221, 246 (2007).

¹¹² Jay Youngdahl, *The Basis of Fiduciary Duty in Investment in the United States*, in CAMBRIDGE HANDBOOK OF INSTITUTIONAL INVESTMENT AND FIDUCIARY DUTY 20, 20-21 (James P. Hawley et al. eds., 2015). 受託義務相關的國內文獻參見：王志誠、魏子凱，「從受託人觀點談臺灣信託法之問題與修正方向——以受託人義務為中心」，月旦財經法雜誌，第 16 期，頁 4-5（2009）。

¹¹³ Robert H. Sitkoff & Max Schanzenbach, *Did Reform of Prudent Trust Investment Laws Change Trust Portfolio Allocation?*, 50 J.L. & ECON. 681, 683 (2007).

¹¹⁴ Edward C. Halbach, Jr., *Trust Investment Law in the Third Restatement*, 27(3) REAL PROP. PROB. & TR. J. 407, 414 (1992).

¹¹⁵ 王育慧，「機構投資人股東權之行使——以公司治理為中心」，政大法學評論，第 97 期，頁 154（2007）。

普通法，故本章以下將以由美國法律學會（American Law Institute, ALI）整理的美國信託法第三彙編（Restatement (Third) of Trusts）為基礎介紹美國受託義務之發展與內涵，接著以 1974 年僱員退休收入保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974, ERISA）下的受託義務作為立法例的介紹，最後分析現行的受託義務面對 ESG 投資之界線與不足。

4.1 受託義務之發展與內涵

受託義務主要課予受託人注意義務（duty of care）與忠誠義務（duty of loyalty）¹¹⁶。除此之外，在特定情形下，受託人亦負有經由立法者或法院解釋注意義務或忠誠義務而衍生的補充義務，例如：保持紀錄義務、標註信託財產義務、告知受益人義務等等¹¹⁷。以下即以分別介紹受託人之注意義務及忠誠義務。

4.1.1 注意義務

4.1.1.1 審慎投資人原則之演變

注意義務的起步可以回溯到 18 世紀初的南海泡沫事件（South Sea Bubble）。英國國會在 1719 年時，授權信託受託人可以投資南海公司（South Sea Company）的股票。此後南海公司持續上漲一直到 1720 年泡泡破掉後，南海公司股價崩盤狂跌 90%，造成投資人損失慘重。為了因應本次慘劇，英國衡平法院（Court of Chancery）為信託制定了一份推定為合理投資的限制清

¹¹⁶ 美國信託法第三彙編（Restatement (Third) of Trusts）第 77 條及第 78 條將受託義務區分為審慎義務（duty of prudence）及忠誠義務（duty of loyalty），但本文參考我國信託法第 22 條及慣用翻譯將受託義務區分為注意義務（duty of care）及忠誠義務（duty of loyalty）。審慎義務（duty of prudence）之範圍涵蓋注意義務（duty of care），為美國法針對商業信託所發展出之受託義務，但二者在多數情形沒有太大差別而無強行區別之必要。另外，雖亦有將 duty of loyalty 翻譯為忠實義務者，但本文為避免與公司法上董事之忠實義務（fiduciary duty）混淆，故將 duty of loyalty 譯為忠誠義務。

¹¹⁷ Max M. Schanzenbach & Robert H. Sitkoff, *The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis*, 14(1) J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 129, 133 (2017).

單，此限制清單偏好政府債券、第一順位抵押權（first mortgage）等低風險投資，而排除風險較高的股票投資¹¹⁸。美國在 19 至 20 世紀初期，亦存在類似英國由法院¹¹⁹或立法者制定的「合法投資清單」（legal list）。合法投資清單透過限制受託人之決策權達到緩解代理問題的效果，惟此也同時限縮了受託人採取有利於受益人之行為的權限範圍，實則減損了信託之目的¹²⁰。

注意義務的標準一直到麻州最高法院（Massachusetts Supreme Judicial Court）1830 年之 *Harvard College v. Amory* 案¹²¹才脫離了合法投資清單，該案建立的「審慎之人原則」（Prudent Person Rule）改變了美國法受託義務之發展方向。審慎之人原則不同於合法投資清單的僵化標準，改採抽象且具有彈性的標準，要求受託人「要如同謹慎、有判斷力及智慧之人處理他們自己的事務那樣，不著眼於投機，而是著眼於信託財產的永久處置，並考慮資本之可能收益與安全性。」¹²²審慎之人原則在 20 世紀中葉後在美國被廣泛地接受，因此美國法律學會將之編入了信託法第二彙編（Restatement (Second) of Trusts）¹²³。美國大多數的州法也隨之捨棄了合法投資清單，改以審慎之人原則作為注意義務之標準¹²⁴。

審慎之人原則由於其是抽象的原則，因此需要法院依照個案事實進行判斷。然而，法院在案件中適用審慎之人原則之判決，被後來的案件援引為判決先例適用，長此以往導致審慎之人原則的適用日漸僵化，喪失其原本的抽

¹¹⁸ See John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 IOWA L. REV. 641, 643-44 (1996).

¹¹⁹ *King v. Talbot*, 40 N.Y. 76 (1869).

¹²⁰ See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 117, at 133.

¹²¹ *Harvard College v. Amory*, 26 Mass. (9 Pick.) 446 (1830).

¹²² *Id.* at 461 (“[T]o observe how men of prudence, discretion and intelligence manage their own affairs, not in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income, as well as the probable safety of the capital to be invested (citation omitted).”). 翻譯引自：王育慧，前揭註 115，頁 156。

¹²³ RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 227 (AM. L. INST. 1959).

¹²⁴ See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 117, at 133.

象性與彈性¹²⁵。法院再次將投資標的依照風險高低，區分為允許的投資（permissible）以及投機的投資（speculative），而投機的投資將被認定為不審慎，產生與合法投資清單相同的問題¹²⁶。此外，在判斷投資風險高低時，法院時常會有後見之明的偏差（hindsight bias），此偏差因為法院對個別投資標的單獨評估風險而非就整體投資組合評估而加劇，更與分散風險（diversification）的概念背道而馳¹²⁷。

單獨評估個別投資標的風險並不符合已被普遍接受的現代投資組合理論（Modern Portfolio Theory）。現代投資組合理論將風險區分系統性風險（systematic risk）與特定風險（specific risk，亦稱為非系統性風險（unsystematic risk））。系統性風險為市場固有之風險，無法透過適當的資產組合配置消除，反之特定風險則僅存在於個別投資的標的，可以透過適當的資產組合配置消除。是以，依據現代投資組合理論，信託的投資是否審慎應評估整體投資組合之風險與報酬。然而，在審慎之人原則下，各個投資標的被單獨評估，已不符合現代投資組合理論¹²⁸。更有甚者，若是依照傳統的審慎之人原則，當時已被廣為接受的投資實務將不被允許，以不合時宜的審慎之人原則規範信託投資不僅無法達成目的，更會適得其反¹²⁹。因此，審慎之人原則逐漸被「審慎投資人原則」（Prudent Investor Rule）所取代。以現代投資組合理論作為基礎，審慎投資人原則要求：首先，受託人的投資決策是否適合該信託應評估整體投資組合之風險與報酬；其次，受託人應分散投資風險，例外於受託人合理判斷在特殊情境中不分散風險才符合信託目的¹³⁰。美國信託法彙編於 1992 年更新時，採納了審慎投資人原則，各州也

¹²⁵ Halbach, *supra* note 114, at 410.

¹²⁶ See Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 117, at 133-34.

¹²⁷ *Id.* at 134.

¹²⁸ *Id.* at 134-35.

¹²⁹ Halbach, *supra* note 114, at 411-12.

¹³⁰ Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 117, at 135.

隨後相繼修法採納了審慎投資人原則¹³¹，至此審慎投資人原則已成為美國普遍的標準。

4.1.1.2 美國信託法第三彙編

1992 年時，美國法律學會局部更新信託法彙編時，審慎投資人原則被置於信託法第三彙編的第 227 條¹³²。之後 2007 年美國法律學會全面翻修信託法彙編時，審慎投資人原則整合後改列於信託法第三彙編的第 90 條¹³³。

由於信託的目的與組成相當多元，對於信託資產組合與配置的需求也會有所不同，記取過去合法投資清單與審慎之人原則的教訓，信託法第三彙編下的審慎投資人原則不再以風險限定允許的投資標的或方式，而是採取沒有任何投資本質上是不審慎（imprudent）的開放立場¹³⁴。惟此並不表示受託人可以忽略不同投資標的間的風險差異，僅是表示受託人應個案衡量投資是否符合信託目的¹³⁵。信託法第三彙編並非要建立放諸四海皆準的風險標準，而是在於要求受託人以合理的注意與技能做出符合信託目的之投資決策¹³⁶。本於此，信託法第三彙編以有彈性的原則規範何謂審慎，而這些原則可以被細分為五種義務¹³⁷：

4.1.1.2.1 風險對應義務（Duty with Respect to Portfolio Risk Level）

信託法第三彙編第 90 條第(a)項後段要求受託人投資時，應考量整體投資組合之風險與報酬是否適合信託。此義務隱含於注意及謹慎（caution）義務，受託人的投資決策應本於信託之分配條件及風險承受能力¹³⁸。因為每個信託所追求的報酬與風險不同，有可能追求高風險高報酬，亦可能是低風險

¹³¹ *Uniform Prudent Investor Act*, LEGAL INFO. INST., https://www.law.cornell.edu/wex/uniform_prudent_investor_act (last visited Feb. 26, 2024).

¹³² RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 227 (AM. L. INST. 1992).

¹³³ RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 (AM. L. INST. 2012).

¹³⁴ Halbach, *supra* note 114, at 434-35.

¹³⁵ *Id.* at 435.

¹³⁶ *Id.*

¹³⁷ 王育慧，前揭註 115，頁 160-162。

¹³⁸ Halbach, *supra* note 114, at 436.

低報酬，故受託人審慎與否應以受託人投資的合理性判斷，而非純然以投資的績效作為判斷依據。至於每個信託可被允許的風險則仰賴個案事實的解釋與合理判斷乃屬當然¹³⁹。

4.1.1.2.2 分散風險義務 (Duty to Diversify)

信託法第三彙編第 90 條第(b)項規定受託人有分散信託投資風險之義務，除非在分散風險是不審慎的例外情形下。此係因為根據現代投資組合理論，特定風險可以透過投資組合之適當配置予以消除，是以受託人有分散風險之義務應是相當直觀的規定。分散風險義務並非僅是注意風險是否過高的義務，分散風險義務係要求受託人以合理之注意與技能透過資產配置分散風險消除的沒有額外報酬的風險 (uncompensated risk)¹⁴⁰。而信託法第三彙編評論例示分散風險為不審慎的情境包含：將產生稅務上的不利益、賣出資產無法完全實現該資產在信託中的價值、資產與信託有特殊的關係、資產與受益人有合理相關之利益¹⁴¹。

4.1.1.2.3 公正義務 (Duty of Impartiality)

信託法第三彙編第 90 條第(c)項第(1)款規定投資信託基金之受託人有公正之義務。而公正義務於第 79 條另有一般性規定，要求受託人在不同受益人間應公正地管理信託¹⁴²。因為不僅是現在或未來的受益人間的利益會產生衝突，不同受益人對於風險、目的、稅務的考量均可能有不同的偏好，故受託人應公正地兼顧各個受益人之利益，公平對待每個受益人¹⁴³。

4.1.1.2.4 委任與代理義務 (Duty with Respect to Delegation)

信託法第三彙編第 90 條第(c)項第(2)款要求受託人應審慎地決定是否及

¹³⁹ *Id.* at 437.

¹⁴⁰ *Id.* at 441.

¹⁴¹ RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 227 cmt. g (AM. L. INST. 1992).

¹⁴² RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 79 (AM. L. INST. 2012) (“A trustee has a duty to administer the trust in a manner that is impartial with respect to the various beneficiaries of the trust....”).

¹⁴³ Halbach, *supra* note 114, at 441.

如何委任權限，以及再決定委任時審慎地選任及監督代理人。過去審慎之人原則及信託法第二彙編僅在無其他合理選擇時，始允許受託人將信託之義務委任他人¹⁴⁴。信託法第三彙編對於受託人委任他人採取較正面之態度，認為委任對於審慎投資有其必要性，或至少有所助益，特別是在特殊的投資或受託人欠缺相關專業時。惟受託人仍應親自決定或同意信託的投資策略與目標¹⁴⁵。

4.1.1.2.5 節約投資成本義務 (Duty to Be Cost-Conscious in Investing)

信託法第三彙編第 90 條第(c)項第(3)款規定受託人僅能花費合理且對投資適當之成本。要求受託人節約成本並非新概念，但審慎投資人原則著重的是受託人有義務採取合理的行為，並避免發生不合理或過多的費用。儘管審慎投資人原則肯定被動投資，且認為追蹤股市作為投資策略係適當的，但是其並沒有因此認為主動積極選股的投資策略是不被允許的¹⁴⁶。雖然主動的投資策略成本較被動投資高，但只要受託人係經過合理之判斷後而採取，即應不至於違反節約投資成本義務¹⁴⁷。

4.1.2 忠誠義務

受託義務除了以注意義務要求受託人審慎地為受益人之利益管理信託財產，受託義務另外以忠誠義務求受託人僅能受益人之利益管理，不得將自己或第三人之利益納入考量，此即是所謂的唯一利益原則 (sole benefit rule)¹⁴⁸。美國信託法第三彙編第 78 條對受託人訂有一般性之忠誠義務，不論是否為投資信託受託人均適用本條的忠誠義務。第 78 條第(1)項規定受託人只能為受益人之利益管理信託財產之義務；第(2)項嚴格禁止受託人自我交易，或是涉入或創造受託義務與個人利益之衝突；第(3)項規定受託人不不論是

¹⁴⁴ RESTATEMENT (SECOND) OF TRUSTS § 171 cmt. g (AM. L. INST. 1959).

¹⁴⁵ Halbach, *supra* note 114, at 446.

¹⁴⁶ *Id.* at 447-48.

¹⁴⁷ *See id.* at 448.

¹⁴⁸ Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 10, at 400.

以受託人或個人名義行為，均有義務與受益人公平地往來，並應將受託人知悉或應知悉的所有重大資訊告知受益人¹⁴⁹。

忠誠義務要求受託人不得將自己之利益納入考量，此限制相當容易理解，蓋受託義務本係在處理受託人與受益人間之代理問題。然而，忠誠義務要求受託人僅能為受益人之利益管理信託，不得將第三人之利益納入考量，則受託人在投資時考量 ESG 議題是否符合忠誠義務？如此是否符合忠誠義務所謂的僅能為受益人之利益投資？需說明的是，在此並非只有忠誠義務之問題，因為 ESG 投資亦須考量其風險與報酬，故同時也涉及注意義務之討論。ESG 投資與受託義務之關係，將留待以下章節進行更深入之探討。但一個可能的思考方向是，在受益人年齡分布廣泛之信託或基金，例如退休基金或保險基金，基於對受託人對於每個受益人均負相同的忠誠義務，受託人應得將 ESG 議題納入考量以追求信託的長期獲利，進而達到世代正義¹⁵⁰。

4.2 美國 1974 年僱員退休收入保障法（ERISA）下的受託義務

美國退休基金掌控了上兆美元的資產，而關於美國退休基金之受託義務最重要的規範非 ERISA 莫屬。在 ERISA 訂立之前，美國法律對於退休基金受益人幾乎沒有提供任何保護，但在一連串受益人失去其退休金的事件後，美國國會於 1974 年通過了 ERISA¹⁵¹。ERISA 並不在於規範退休基金的設立或提供的福利，而是在規範受託人如何管理退休基金¹⁵²，因此所有受 ERISA 規範的受託人均應適用 ERISA 第 404 條第(a)項規定的受託義務。惟應注意的是，並非所有退休基金均有 ERISA 之適用，ERISA 僅適用於部分的私人退休基金，例如美國最大的退休基金加州公務員退休基金（California Public

¹⁴⁹ RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 78 (AM. L. INST. 2012).

¹⁵⁰ Keith L. Johnson, *Introduction to Institutional Investor Fiduciary Duties*, at 8, IISD (2014), https://www.iisd.org/system/files/publications/fiduciary_duties_en.pdf.

¹⁵¹ See Youngdahl, *supra* note 112, at 23.

¹⁵² *Id.*

Employees' Retirement System, CalPERS) 即不適用 ERISA¹⁵³。ERISA 所規定的受託義務反映了本法兩個目的：一為保護退休基金受益人之利益，二為降低雇主對退休基金所負擔的成本，美國國會試圖在這兩個互相拉扯的目的間取得平衡¹⁵⁴。而 ERISA 受託義務之注意程度係以受託人是否審慎 (prudent) 為標準，其具體內容與美國信託法第三彙編雷同，要求受託人只能為受益人之利益管理 (第(A)款)，並應以一個審慎的人的注意、技能、勤勉管理基金 (第(B)款)，且應透過分散風險最小化投資風險 (第(C)款)，以及遵循規範退休基金之規章 (第(D)款)¹⁵⁵。

然而，即使在 ERISA 已有明文規定受託義務的情形下，美國勞動部 (Department of Labor, DOL) 對受託義務的解釋卻仍然在短短數年內反覆變更見解¹⁵⁶。針對退休基金之受託人在投資決策程序考量 ESG 議題是否會違

¹⁵³ See *id.* at 23-24.

¹⁵⁴ See Colleen E. Medill, *Regulating ERISA Fiduciary Outsourcing*, 102 IOWA L. REV. 505, 516-17 (2017).

¹⁵⁵ 29 U.S.C. § 1104(a):

(a) Prudent man standard of care

(1) Subject to sections 1103(c) and (d), 1342, and 1344 of this title, a fiduciary shall discharge his duties with respect to a plan solely in the interest of the participants and beneficiaries and—

(A) for the exclusive purpose of: (i) providing benefits to participants and their beneficiaries; and (ii) defraying reasonable expenses of administering the plan;

(B) with the care, skill, prudence, and diligence under the circumstances then prevailing that a prudent man acting in a like capacity and familiar with such matters would use in the conduct of an enterprise of a like character and with like aims;

(C) by diversifying the investments of the plan so as to minimize the risk of large losses, unless under the circumstances it is clearly prudent not to do so; and

(D) in accordance with the documents and instruments governing the plan insofar as such documents and instruments are consistent with the provisions of this subchapter and subchapter III.

¹⁵⁶ See generally Celia A. Soehner & Elizabeth S. Goldberg, *ERISA and the Challenges of Using ESG in Retirement Plan Investing*, REUTERS (Sept. 21, 2021), <https://www.reuters.com>.

反 ERISA 之受託義務此一問題，川普政府下的勞動部於 2020 年時修正 ERISA 下之規則，改變過去歐巴馬政府時代的見解，對 ESG 議題改採較嚴格之態度¹⁵⁷。該修正之規則要求受託人在投資時原則上只能考量財務因素（如投資之風險或報酬率），不得將非財務因素（如 ESG 議題）納入考量。例外僅能在存在多個在財務表現上完全相同的投資標的時，才能將非財務因素作為選擇平手的投資標的之依據（tie-breaker）¹⁵⁸。然而，再次政黨輪替後，拜登政府下的勞動部於 2021 年 3 月宣布將重新評估退休基金不得考量 ESG 議題之見解，使 ESG 議題之重要性能夠在投資決策之過程中被彰顯，而完成評估前勞動部將不會執行 2020 年修正之規則¹⁵⁹。勞動部隨後在 2022 年 11 月 22 日通過新修正的規則，已於 2023 年 1 月 30 日生效¹⁶⁰。此最新規則之目的在於釐清在 ERISA 的受託義務下選擇投資標的及行使投票權，並改變先前 2020 年規則採取的立場¹⁶¹，允許受託人選擇投資標的及行使投票權時考量 ESG 議題¹⁶²。美國勞動部在 ESG 議題的徘徊不定的立場除了足以彰顯 ESG 投資與受託義務間的不確定關係，更說明了 ESG 投資在美國是高度政治爭議性的燙手山芋¹⁶³。

com/legal/legalindustry/erisa-challenges-using-esg-retirement-plan-investing-2021-09-20/.

¹⁵⁷ Financial Factors in Selecting Plan Investments, 85 Fed. Reg. 72,846 (Nov. 13, 2020).

¹⁵⁸ Joseph Lifshits, *The Department of Labor's ESG-less Final ESG Rule*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Nov. 24, 2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/24/the-department-of-labors-esg-less-final-esg-rule/>.

¹⁵⁹ *US Department of Labor Releases Statement on Enforcement of Its Final Rules on ESG Investments, Proxy Voting by Employee Benefit Plans*, U.S. DEP'T OF LABOR (Mar. 10, 2021), <https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20210310>.

¹⁶⁰ Prudence and Loyalty in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights, 87 Fed. Reg. 73,822 (Dec. 1, 2022).

¹⁶¹ *Id.*

¹⁶² 方元沂，前揭註 4。

¹⁶³ Ross Kerber, Isla Binnie & Simon Jessop, *U.S. Finance Faces ESG Backlash, More to*

4.3 受託義務面為 ESG 投資之阻礙？

ESG 投資近年蔚為風潮，機構投資人前仆後繼地加入 ESG 投資的行列，然而機構投資人之受託義務的解釋卻仍沒有跟上 ESG 投資的發展。現行的受託義務是否允許 ESG 投資不無疑問，現行的受託義務面對 ESG 投資有其界限與不足，使得受託義務成為機構投資人採行 ESG 投資的一個阻礙。

如上所述，機構投資人之受託義務可以區分為注意義務及忠誠義務。注意義務主要係要求機構投資人以審慎投資人之注意、技能、謹慎標準進行投資，投資時應注意投資之風險與報酬，且應透過投資組合的適當配置分散風險。而忠誠義務則是要求機構投資人僅能單獨為受益人之利益管理資產，不得將自己或第三人利益納入考量，徹底避免利益衝突的出現。必須先說明的是，ESG 投資對於受益人是否有利尚無絕對定論，但 ESG 投資需要投入更多資源研究與篩選投資標的，並需要投入額外的時間與成本監督被投資公司或與之溝通，這些均會使 ESG 投資成本高於一般投資¹⁶⁴。除此之外，當機構投資人採行 ESG 投資之時，將可能因為考量 ESG 議題而錯失報酬率較高之投資標的，因而降低受益人之投資報酬率¹⁶⁵。若受益人同意將 ESG 議題納入投資考量，自然沒有受託義務之問題，因為 ESG 投資正是機構投資人所受託的事務。又或是已經確定 ESG 議題對於投資有重大的財務性影響，則機構投資人當然須為受益人之利益考量 ESG 議題。然而，在其他界線並非如此清楚的情境，若受益人並無同意，且 ESG 議題並無重大的財務性影響時，受託義務是否允許機構投資人考量 ESG 議題？

首先，機構投資人會面臨忠誠義務之問題。如前所述，考量 ESG 議題將可能造成投資成本提高或投資報酬率降低，不利於受益人。此外，因為考量 ESG 涉及受益人之利益以外的考量，亦即考量環境、社會、公司治理等其他

Come in 2023, REUTERS (Dec. 27, 2022), <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/us-finance-faces-esg-backlash-more-come-2023-2022-12-27/>.

¹⁶⁴ Gary, *supra* note 64, at 756-57.

¹⁶⁵ Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 10, at 398.

因素，因此與忠誠義務之受益人唯一利益原則有所衝突。其次，ESG 投資是否符合注意義務也不無疑問。正如前文所述，ESG 尚未形成統一的標準，且 ESG 議題包含主觀的判斷¹⁶⁶，更可能會受國家或文化左右，若 ESG 議題並不會影響投資的財務表現時，則一個審慎的投資人是否會將 ESG 議題納入投資考量將有所爭議。此外，注意義務尚包含節約投資成本與分散風險之義務。將 ESG 議題納入投資考量，不論是在投資前的研究與篩選或是投資後的監督與溝通均會產生額外成本，難謂符合節約成本義務¹⁶⁷。而機構投資人因為考量 ESG 議題而不投資特定公司或產業將使機構投資人分散風險之效果降低，導致整體投資組合之風險上升，也難謂符合分散風險義務。此爭議便曾出現於 1980 年代杯葛南非之運動中，為了杯葛在南非有經營業務的大型跨國公司，機構投資人就只能投資較小型在地的公司，導致分散風險之效果降低，多數學者認為此將違反注意義務¹⁶⁸。

但如果認為 ESG 投資對於環境或社會有利，而受益人將因為環境或社會的改善得利，則 ESG 投資是否可謂符合受託義務？然而，姑且不論對於受益人之利益過於遙遠且不確定的問題，受益人若真有得利也僅是間接獲利，ESG 投資本質上仍然是將受益人以外之利益納入考量，依然不符合忠誠義務¹⁶⁹。又或者是在有兩個在所有財務表現上均相同的投資標的時，是否能將 ESG 議題作為投資決策之依據？即使在受益人沒有損害的情形下，忠誠義務一樣不允許考量其他人之利益¹⁷⁰。此外，若真的有兩個投資標的財務表現相同時，基於分散風險之要求，受託人應該要兩個都投資才符合注意義務¹⁷¹。對於在此提出之諸多問題，從傳統認知的受託義務並無法得到一個合理且令

¹⁶⁶ *Id.* at 433.

¹⁶⁷ *Id.* at 428.

¹⁶⁸ *Id.* at 394. See generally John H. Langbein & Richard A. Posner, *Social Investing and the Law of Trusts*, 79 MICH. L. REV. 72 (1980).

¹⁶⁹ Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 10, at 414.

¹⁷⁰ *Id.* at 413.

¹⁷¹ *Id.* at 414.

人滿意的答案，面對 ESG 投資現行的受託義務尚有其不足之處，因而需要有更近一步的發展。

5. 21 世紀下之受託義務

若期待機構投資人能透過 ESG 投資改善社會與環境，則釐清受託義務與 ESG 投資之關係成為迫切需要解決的問題。由於受託義務之發展早於 ESG 投資之發跡，機構投資人是否應該或是否可以採行 ESG 投資，在現行的受託義務下並不清楚，而被認為是機構投資人採行 ESG 投資的阻礙。面對時代與環境的變化，受託義務也須與時俱進的發展與蛻變，特別是受託義務與 ESG 投資之調和。本章即探討應如何調和受託義務與 ESG 投資，首先以下將先介紹 2005 年 UNEP FI 之 Freshfields Report 及 2019 年 PRI 之 21 世紀下之受託義務最終報告兩份報告。之後以這兩份報告作為基礎，探討應如何將 ESG 投資與受託義務之關係以及如何調和兩者。

5.1 2005 年 Freshfields Report

UNEP FI 下的資產管理工作小組（Asset Management Working Group, AMWG）委託英國之 Freshfields Bruckhaus Deringer 法律事務所研究法律是否允許機構投資人將 ESG 議題納入投資決策過程，研究結果於 2005 年 10 月公布發表最終報告，一般將其稱為 Freshfields Report¹⁷²。Freshfields Report 作成於 ESG 投資的討論開始逐漸熱絡的階段，然而即使 ESG 議題對於投資的財務面向有重大影響的證據越來越多，但仍有不少機構投資人因為擔憂法律不允許考量 ESG 議題而有所卻步。AMWG 為了釐清法律對於 ESG 投資的規定，Freshfields Report 所研究的問題即為：「以公共或私人退休基金之情形為主，以保險基金或共同基金之情形為其次，法律或規範是否允許、禁止

¹⁷² FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, A LEGAL FRAMEWORK FOR THE INTEGRATION OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE ISSUES INTO INSTITUTIONAL INVESTMENT (2005), https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf.

或要求將 ESG 議題納入投資策略（包括資產配置、投資組合的建立及股票、債券的標的挑選）？」¹⁷³

Freshfields Report 主要檢視了澳洲、加拿大、法國、德國、義大利、日本、西班牙、英國、美國的相關法規。以上這些國家中雖然有普通法也有大陸法的國家，但法律均有受託義務的存在，因為雖然受託義務起源於普通法，但大陸法國家透過制定法律也創造了有受託義務¹⁷⁴。報告接著說明 ESG 議題在兩個面向會影響投資決策，首先是 ESG 議題會影響投資之財務表現，因為已有相當之證據顯示 ESG 議題會影響投資之財務表現，因此投資決策者應在投資決策中至少某在程度上將 ESG 議題納入考量。但這並非表示 ESG 議題必須受到特別的考量或與其他因素受到同等考量，投資決策者可以認為 ESG 議題並不會對投資造成重大影響而不予考量¹⁷⁵。其次是 ESG 議題也會影響投資決策者追求之目標，投資決策者作為受託人只能考量受益人之利益，而不能將自己之利益或個人觀點納入考量，但投資決策者在以下情境仍然可以將 ESG 議題納入考量：第一，若合理判斷受益人將無異議地支持考量 ESG 議題時，受託人有義務考量 ESG 議題；第二，在數種投資標的的財務表現相同時，受託人得將 ESG 議題納入考量¹⁷⁶。

最終，Freshfields Report 之結論認為，ESG 議題對於投資之財務表現有影響時，法律允許甚至是要求受託人將 ESG 議題納入投資決策中考量。此外，ESG 議題在受益人有明示或默示之共識時應被納入考量，或是 ESG 議題在有多個財務表現相同之投資標的時得被納入考量¹⁷⁷。

¹⁷³ *Id.* at 6 (“Is the integration of environmental, social and governance issues into investment policy (including asset allocation, portfolio construction and stock-picking or bond-picking) voluntarily permitted, legally required or hampered by law and regulation; primarily as regards public and private pension funds, secondarily as regards insurance company reserves and mutual funds?”).

¹⁷⁴ *Id.* at 7-10

¹⁷⁵ *Id.* at 10-11.

¹⁷⁶ *Id.* at 11-12.

¹⁷⁷ *Id.* at 13. See also Joakim Sandberg, *Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty*:

5.2 2019 年 21 世紀下之受託義務最終報告

PRI 與 UNEP FI 於 2016 年啟動了為期 4 年的「21 世紀下之受託義務計畫」(Fiduciary Duty in the 21st Century Programme)，計畫之最終報告於 2019 年發表。此計畫之目的是釐清投資人受託義務與 ESG 議題之關係，並替受託義務是否禁止考量 ESG 議題之爭議劃下句點¹⁷⁸。報告中分析了澳洲、巴西、加拿大、中國、歐盟、法國、日本、南非、英國、美國等國之受託義務法規並提出未來發展之建議¹⁷⁹。此報告中提及受託義務之現代解釋可以追溯到 2005 年之 Freshfields Report，雖然 2005 年到 2015 年間受託義務之相關並無太大的變化，但在 2015 年後的數年卻有了重大的進展¹⁸⁰，故此 2019 年的報告正足以填補這段時間的發展。

就結論而言，報告認為受託義務要求受託人：第一，在與其投資期限 (time horizon) 相符之前提下，應將 ESG 議題納入投資分析與決策的過程；第二，應在被投資公司鼓勵高水準的 ESG 表現；第三，應瞭解並納入受益人或存戶對於永續議題之偏好，不論此偏好是否具備財務重大性；第四，應支持金融體系的穩定與韌性；第五，應報告其如何實踐以上這些承諾¹⁸¹。簡而言之，報告之結論認為受託義務下之忠誠義務與審慎義務要求受託人考量 ESG 議題，得到此結論之原因有三：首先，考量 ESG 議題已成為投資之慣習。在責任投資原則之簽署人持續成長中的同時，PRI 要求簽署人制定負責任投資的政策且至少要涵蓋總管理資產的 50%，並應依照 TCFD 的標準進行揭露，足見考量 ESG 投資已成為投資分析與決策必要之部分¹⁸²。其次，ESG

Putting the Freshfields Report into Perspective, 101(1) J. BUS. ETHICS 143, 146-47 (2011).

¹⁷⁸ PRI & UNEP FI, FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY FINAL REPORT 2, 9 (2019), <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report.pdf>.

¹⁷⁹ *Id.* at 24-25.

¹⁸⁰ *Id.* at 2.

¹⁸¹ *Id.* at 8.

¹⁸² *Id.* at 8, 19-20.

議題具財務重大性。學術研究與市場資料顯示 ESG 議題對於投資之價值有所影響，是以考量 ESG 議題已經成為審慎投資程序之核心步驟。忽略 ESG 議題的分析可能會造成風險評估錯誤或不適當的資產組合配置，因而不符合受託義務¹⁸³。第三，政策或法規架構的改變要求考量 ESG 議題。除了責任投資原則外，在全球 50 大經濟體中已經有超過 730 個硬法或軟法政策的修改（包含退休基金之規範、盡職治理守則、公司揭露之規範）支持、鼓勵或要求投資人考量長期利益，其中包括 ESG 議題。未考量 ESG 議題的投資人將違反其受託義務，且將更可能面臨到法律的挑戰。這些政策與法規架構的改變釐清了 ESG 議題與積極行使股東權均為受託義務之一環¹⁸⁴。

而報告除了釐清受託義務要求投資人考量 ESG 議題外，更點出了未來應繼續改革之方向。首先，政策或法規之修正應被有效的執行與實踐，此要求對於政策制定者與公司均有適用。其次，在 ESG 政策落後之國家，特別是美國，應盡快將考量 ESG 議題之要求明確化，以支持投資人考量 ESG 議題。最後，投資人與政策制定者應檢視投資人將永續議題納入考量會如何影響其投資決策程序。現行之法規框架僅止於要求投資人考量 ESG 議題會如何影響其投資決策，而未來下一個階段應推動要求投資人考量其投資決策會如何影響 ESG 議題¹⁸⁵。

5.3 受託義務要求考量 ESG 議題？

以上介紹的 2005 年 Freshfields Report 及 2019 年 21 世紀下受託義務最終報告奠定了國際上對於現行受託義務的理解，以下即以此二份報告之基礎上提出本文對於受託義務與 ESG 投資之淺見。由於 ESG 投資一詞定義不清楚，因此必須先釐清 ESG 投資之概念始能有意義地探討受託義務之問題。在討論 ESG 投資時，不論是為了附帶利益考量 ESG 議題（collateral benefits ESG）或為了投資報酬考量 ESG 議題（risk-return ESG）經常被混為一

¹⁸³ *Id.* at 8, 17-18.

¹⁸⁴ *Id.* at 8, 13-16.

¹⁸⁵ *Id.* at 9.

談¹⁸⁶。爲了附帶利益的 ESG 投資係指爲了倫理道德或第三人之利益而考量 ESG 議題，而爲了投資報酬的 ESG 投資則顧名思義是爲了提升調整風險後之報酬率而考量 ESG 議題。兩者之差異在於前者可以爲了 ESG 議題而犧牲投資報酬率，後者則不然，後者考量 ESG 議題僅是作爲投資報酬與風險之判斷因素¹⁸⁷。

這樣的差異在受託義務之考量中甚具意義，因爲忠誠義務要求受託人僅能爲受益人之利益管理資產，而爲了考量 ESG 議題而將投資報酬置於第二順位顯然違反了忠誠義務¹⁸⁸。美國信託法第三彙編亦採取相同之見解，認爲忠誠義務要求受託人爲了受益人之利益投資，不得爲了受益人以外任何人的利益爲之，故受託人在一般情形不得將自己對於社會或政治議題的想法納入投資考量¹⁸⁹。因爲受託人所管理之資產來自於受益人，故受託人之行爲必須符合受益人託付資產之目的，自然不得將自己單方的想法加諸於受益人，而擅自替受益人做出價值判斷而選擇犧牲投資報酬率。相反的是，若全體受益人均同意甚或是要求受託人在投資時考量 ESG 議題，則此時自然沒有違反忠誠義務之問題¹⁹⁰，蓋受託人是遵循受託人的指示而行動。得到爲了附帶利益的 ESG 投資原則上違反受託義務的結論並非難事，比較困難的問題毋寧是投資報酬的 ESG 投資是否違反受託義務？換言之，受託義務是否允許或要求機構投資人爲了投資報酬與風險考量 ESG 議題？

欲回答此問題，必須要檢視 ESG 議題與投資表現之關係，瞭解考量 ESG 議題對於投資表現究竟有何影響。在社會責任投資之初期，因爲資料有限使相關研究受限，而在經過數十年後的今日，相關研究已經越來越豐富且所研究的時間長度也隨之增長，透過這些研究使我們對於 ESG 投資可以有更

¹⁸⁶ Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 10, at 397-98.

¹⁸⁷ *Id.* at 389-90, 398.

¹⁸⁸ *Id.* at 390.

¹⁸⁹ RESTATEMENT (THIRD) OF TRUSTS § 90 cmt. c (AM. L. INST. 2007).

¹⁹⁰ Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 10, at 415.

多之認識¹⁹¹。要先說明的是，ESG 議題對投資表現的影響之研究至今可謂汗牛充棟，因此本文不擬亦無法在此全部介紹，僅能挑選具代表性的研究說明之。過去因為受到現代投資組合理論之影響，認為社會責任投資因為限制投資標的不利於風險分散，故對於投資表現有負面之影響¹⁹²。但此種看法並不受到研究結果的支持，在所有比較社會責任投資基金（SRI funds）與非社會責任投資基金（non-SRI funds）投資表現之研究中，大部分的研究發現社會責任投資對於投資表現有正面影響或至少沒有負面影響¹⁹³。另根據摩根史坦利（Morgan Stanley）之研究，在 2020 年永續股票基金之中位數報酬率較非永續基金高出 4.3%，而永續股票基金之中位數下檔風險（downside deviation）也較傳統基金低 3.1%，相似結果亦可見於永續債券基金¹⁹⁴。而在摩根史坦利 2015 年發表之長時間範圍研究中發現 MSCI KLD 400 Social Index 自 1990 年 7 月至 2014 年 12 月的長期報酬率較 S&P 500 指數高出 4.5%¹⁹⁵。而單看 2021 年一年的表現，MSCI World ESG Leaders' Index 成長率為 22%，高於 MSCI World Index's 的 15%¹⁹⁶。根據紐約大學史騰永續商業中心（NYU Stern Center for Sustainable Business）的研究報告，在 2016 年到 2020 年間的 245 份研究中，絕大多數的研究結果是 ESG 投資與財務表現有正相關或無關連，僅有非常少數研究結果是負相關¹⁹⁷。透過以上研究應可得

¹⁹¹ See generally PRI & UNEP FI, *supra* note 178, at 17-18.

¹⁹² Gary, *supra* note 64, at 750.

¹⁹³ *Id.* at 751-52.

¹⁹⁴ *Morgan Stanley Sustainable Reality Report Reveals U.S. Sustainable Funds Outperformed Traditional Funds by 4.3 Percentage Points in 2020*, MORGAN STANLEY (Feb. 24, 2021), <https://www.morganstanley.com/press-releases/morgan-stanley-sustainable-reality-report-reveals-u-s--sustainab>.

¹⁹⁵ Gary, *supra* note 64, at 753.

¹⁹⁶ Kerber & Jessop, *supra* note 25.

¹⁹⁷ Tensie Whelan et al., *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published Between 2015 – 2020*, at 2-4, NYU STERN CTR. FOR SUSTAINABLE BUS., <https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/ESG%20Paper%20Aug%202021.pdf?fbclid=IwAR1my0i5FjnXqq8nh->

到 ESG 投資對於報酬率有正面影響的初步結論。

雖然多數研究顯示 ESG 議題對於投資表現有正面影響，惟仍存在部分之研究及學者對此抱持著遲疑的態度¹⁹⁸。退步言之，即便認為 ESG 議題與投資表現之間的關係尚無定論，在有越來越多研究顯示 ESG 議題會影響投資表現，且公司 ESG 表現會影響其商譽及融資能力的之前提下¹⁹⁹，基於注意義務之要求，一個審慎投資人在投資時應該會考量 ESG 議題以提升其投資報酬率或規避相關風險。而此也符合忠誠義務，因為受託人係為了受益人之利益而考量 ESG 議題以替受益人帶來更高的投資報酬率，並非為了其他人之利益。惟應注意者是，考量 ESG 議題並不代表投資係為追求受益人以外的附帶利益而投資，而僅是代表投資時必須考量 ESG 議題對於投資表現之影響。因此，若受託人認為 ESG 議題不影響投資表現或甚至有負面影響時，當然可以選擇或甚至應該選擇不遵循 ESG 之建議方向。換言之，ESG 議題在此係作為財務性資訊進行評估，受託人應該要考量的是 ESG 議題對於投資表現之影響，而非對於附帶利益之影響。

總結以言，本文認為既然 ESG 議題存在相當機率會影響投資表現，則一個審慎投資人在投資時應會為了受益人之利而考量 ESG 議題。是以，注意義務的審慎投資人原則要求受託人將 ESG 議題納入投資考量，且因為是為了受益人之利益也不會違反忠誠義務，因此受託人考量 ESG 議題並不違反受託義務，反而是受託義務要求受託人為了受益人的投資報酬與風險應該要考量 ESG 議題。最後，附帶說明，即使肯認受託義務要求受託人考量 ESG 議題，並非代表受託人考量 ESG 議題就沒有其他限制。受託人考量 ESG 議題時仍須符合注意義務所包含之分散風險義務、公正義務、節約投資成本義

7_csnOBoHj2yX_TX-qIdiuNXMAXN7hXlqr3Vk3MA (last visited Feb. 26, 2024).

¹⁹⁸ Schanzenbach & Sitkoff, *supra* note 10, at 390.

¹⁹⁹ 例如永續連結貸款 (sustainability-linked loan) 係公司達到貸款契約所設定的永續表現目標 (sustainability performance target) 時，依照貸款契約公司將可以獲得利率減碼。See *Sustainability-Linked Loan Principles (SLLP)*, LSTA, <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/> (last visited Feb. 26, 2024).

務。受託人應注意投資組合的風險分散，在不同受益人間不得有差別待遇之情形，且 ESG 投資仍應考量投資成本。是以，釐清受託義務允許或要求考量 ESG 議題僅是一個開始，要如何更細緻地在受託義務之框架下操作，使 ESG 投資能夠與受託義務更加調和，仍有待未來實務與學界的持續發展與深化。

6. 對我國盡職治理守則下之啟發

證交所公司治理中心在金管會的指導下，於 2016 年 6 月 30 日發布了「機構投資人盡職治理守則」，希望以此促進機構投資人對被投資公司的盡職治理。盡職治理守則在 2020 年修正後，雖然並未將 ESG 議題置於原則之層次，但分別可見於指引 1-2「機構投資人宜將 ESG 議題納入投資評估流程」、指引 3-3「機構投資人宜以 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」、指引 4-3「得針對特定 ESG 議題參與相關倡議組織」，足見盡職治理守則在於推動 ESG 投資²⁰⁰。而誠如本文第二部分所討論，投資人考量 ESG 議題並非限於投資標的選擇階段，投資人亦可積極行使股東權（包括但不限於行使投票權、與被投資公司議合）時將 ESG 議題納入考量，因此機構投資人盡職治理亦可能涉及 ESG 投資。是以，若欲藉由盡職治理守則推動機構投資人 ESG 投資，應先釐清受託義務之內涵。

雖然盡職治理守則中有提及機構投資人的「受託人責任」²⁰¹，但是並未對受託人責任有詳細之說明。在證交所公司治理中心製作之問答集的其中一個問題為：「簽署本守則是否改變簽署人對客戶、受益人、股東或其他利害關係人既有之權利義務關係？」對此一問題的答案為：「機構投資人不因簽署本守則而增加、改變、限制或解除其對於客戶、受益人、股東或其他利害關係人既有之權利義務關係，亦不對機構投資人之任何投資決策（例如短期買賣有價證券賺取價差或出售被投資公司持股）作出限制。」²⁰²由此問答可

²⁰⁰ 機構投資人盡職治理守則，前揭註 9。

²⁰¹ 同前註，頁 1、3（第一章及第五章）。

²⁰² 「機構投資人盡職治理守則」問答集，2017 年 2 月 15 日，臺灣證券交易所公司治理

見，受託人責任或是受託義務之內涵為何，是否允許考量 ESG 議題，從盡職治理守則似乎無法得到明確的答案。若未釐清受託義務之內涵，則機構投資人將因顧慮違反受託義務而對 ESG 投資有所遲疑，因而成為 ESG 投資的重大阻礙之一。

承接前一部分之討論，本文認同 PRI 與 UNEP FI 的 21 世紀下之受託義務最終報告之見解，認為受託義務要求機構投資人應考量 ESG 議題²⁰³。前德拉瓦州最高法院院長及著名美國公司法學者 Leo E. Strine 甚至主張受託義務應對機構投資人課予額外的責任，並允許機構投資人考量受益人作為員工、父母、公民此類身分之利益，而非單純作為投資人之財務利益²⁰⁴。而此一主張看似激進，但實際上並不會與我國法律文字有直接衝突。信託法第 22 條規定：「受託人應依信託本旨，以善良管理人之注意，處理信託事務。」證券投資信託及顧問法第 7 條第一項規定：「證券投資信託事業、證券投資顧問事業、基金保管機構、全權委託保管機構及其董事、監察人、經理人或受僱人，應依本法、本法授權訂定之命令及契約之規定，以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務。」相似地，我國公司法第 23 條第一項前段規定：「公司負責人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務……。」究其根本，受託義務之概念源自於普通法，而普通法是經由案例法的累積發展而成，因此受託義務的概念隨著時空環境之改變而演進毋寧才是常態。因此，現行的受託義務也將可能因為 ESG 投資的出現而在內涵上產生改變。

中心網站：https://cgc.twse.com.tw/static/20191203/8a828e176ecadafb016ecb034fd60001_0000000059fe1668015a3f7e3f340012_%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%E5%AE%88%E5%89%87_%E5%95%8F%E7%AD%94%E9%9B%86_20170215.pdf（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

²⁰³ PRI & UNEP FI, *supra* note 178, at 8-9.

²⁰⁴ Leo E. Strine, Jr., *Toward Fair and Sustainable Capitalism* 15 (Univ. of Pa. L. Sch. Inst. for L. Econ. Rsch. Paper No. 19-39, 2019).

有鑑於此，盡職治理守則若欲提升推動 ESG 投資之效果，本文認為盡職治理守則應釐清受託義務之內涵，說明受託義務與 ESG 投資間的關係。盡職治理守則中對於受託義務內涵之說明，應要求機構投資人在客戶或受益人對 ESG 議題有明確的意見時，應遵循客戶或受益人意見而投資，例如 ESG 基金當然應遵循客戶或受益人之投資本意進行 ESG 投資，若投資時未考量 ESG 議題反將違反受託義務。若客戶或受益人並未有明確意見時，則因為 ESG 議題會影響投資之報酬與風險，機構投資人作為審慎的投資人且為了客戶或受益人之利益，應在投資時將 ESG 議題納入考量。盡職治理守則若對於受託義務有此說明，機構投資人對於受託義務之顧慮將因此緩解，並會因此更踴躍地考量 ESG 議題時，如此一來將可以達到對被投資公司施加壓力提升 ESG 表現之效果。即便盡職治理守則不採取機構投資人應考量 ESG 議題的強勢見解，盡職治理守則也應釐清機構投資人在投資時可以考量 ESG 議題，並不會因此違反受託義務，讓機構投資人得以無後顧之憂的進行 ESG 投資。盡職治理守則若能將釐清受託義務之內涵，將可為機構投資人 ESG 投資移除一大阻礙，更使盡職治理守則能夠成為機構投資人實踐 ESG 投資的助力。

7. 結論

進入 21 世紀後，全球環境與社會不斷地變動，ESG 議題已經是投資人不得不重視之議題。然而，有部分機構投資人因為受託義務而對 ESG 投資躊躇，惟受託義務不僅不應成為 ESG 投資之阻礙，更應成為 ESG 投資之助力，故實有重新檢視受託義務之必要。本文首先對機構投資人與 ESG 投資進行介紹，特別是國際上已被眾多機構投資人簽署的責任投資原則。接著說明受託義務可能為機構投資人採行 ESG 投資之阻礙後，針對受託義務之發展與內涵進行介紹。此後則接續討論受託義務與 ESG 投資間應如何調和，以 2005 年 Freshfields Report 及 2019 年 21 世紀下受託義務最終報告為基礎，本文參考外國學者將 ESG 投資區分為為了附帶利益而考量 ESG 議題及為了投資報酬與風險考量 ESG 議題兩種類型。前者原則上違反受託義務，而後者因為

ESG 議題對於投資表現有影響，因此審慎的投資人會將 ESG 議題納入考量，故注意義務要求受託人應考量 ESG 議題且不會違反忠誠義務。最後，在受託義務要求考量 ESG 議題的前提下，本文建議盡職治理守則應釐清受託義務之內涵，讓機構投資人 ESG 投資時不需顧慮受託義務，使盡職治理守則能夠成為機構投資人實踐 ESG 投資的助力。

參考文獻

中文期刊

- 王志誠、魏子凱，〈從受託人觀點談臺灣信託法之問題與修正方向——以受託人義務為中心〉，《月旦財經法雜誌》，第 16 期，頁 1-16，2009 年 3 月。
- 王育慧，〈機構投資人股東權之行使——以公司治理為中心〉，《政大法學評論》，第 97 期，頁 137-210，2007 年 6 月。
- 新創暨社會創新法制小組，〈ESG 基金之 ESG 相關資訊揭露規範之動向〉，《萬國法律》，第 238 期，頁 103-107，2021 年 8 月。
- 廖淑君，〈從歐盟金融服務永續揭露要求看我國永續金融之推動〉，《財金法學研究》，第 4 卷第 2 期，頁 83-122，2021 年 8 月。

其他中文參考文獻

- 「機構投資人盡職治理守則」問答集，2017 年 2 月 15 日，臺灣證券交易所公司治理中心網站：https://cgc.twse.com.tw/static/20191203/8a828e176ecadafb016ecb034fd60001_0000000059fe1668015a3f7e3f340012_%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%E5%AE%88%E5%89%87_%E5%95%8F%E7%AD%94%E9%9B%86_20170215.pdf（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。
- 2022 年機構投資人盡職治理報告書，南山人壽網站：https://www.nanshanlife.com.tw/public_promotion/subject/ESG/pdf/investors2022.pdf（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。
- 2023 臺灣永續投資調查，國立臺北大學全球變遷與永續科學研究中心網站：https://cgcss.ntpu.edu.tw/lyadmin/pages/uploads/file/fl_xwk0lax0oc.pdf（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。
- BBC News 中文，聯合國氣候峰會：漂綠（greenwashing）是什麼意思？怎樣才能識破它？，2022 年 11 月 4 日，風傳媒網站：<https://www.storm.mg/article/4591841?page=1>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。
- ESG 的過去、現在與將來，2019 年 11 月 1 日，臺灣證券交易所公司治理中心網站：<https://cgc.twse.com.tw/latestNews/promoteNewsArticleCh/3434>（最後點閱時間：

2024 年 2 月 26 日)。

ESG 基金數據專區，投信投顧產業 ESG 永續發展轉型專區網站：https://www.sitca.org.tw/ROC/SITCA_ESG1/ESG_Fund_Data1.aspx (最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

IFRS 成立新機構 ISSB，邁開強制企業永續揭露第一步！，2021 年 11 月 16 日，CSROne 網站：<https://csrone.com/topics/7159> (最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

PRI の戰略的計畫 2021-24 年，2021 年 4 月，PRI 網站：<https://www.unpri.org/download?ac=14459> (最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

上市櫃公司永續報告書，臺灣證券交易所公司治理中心網站：<https://cgc.twse.com.tw/front/chPage> (最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

上市櫃公司永續發展行動方案(2023 年)，金融監督管理委員會網站：<https://www.fsc.gov.tw/uploaddowndoc?file=news/202303290815110.pdf&filedisplay=%E4%B8%8A%E5%B8%82%E6%AB%83%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B0%B8%E7%BA%8C%E7%99%BC%E5%B1%95%E8%A1%8C%E5%8B%95%E6%96%B9%E6%A1%88.pdf&flag=doc> (最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

公司治理 3.0——永續發展藍圖，金融監督管理委員會網站：https://www.fsc.gov.tw/fckdowndoc?file=%E5%85%AC%E5%8F%B8%E6%B2%BB%E7%90%863_0-%E6%B0%B8%E7%BA%8C%E7%99%BC%E5%B1%95%E8%97%8D%E5%9C%96.pdf&flag=doc (最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

方元沂，ESG 年代 機構投資人關鍵受託義務，經濟日報，2022 年 12 月 12 日，取自：<https://money.udn.com/money/story/5629/6831554> (最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

永續發展債券，證券櫃檯買賣中心網站：<https://www.tpex.org.tw/web/bond/sustainability/publish.php?l=zh-tw> (最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

防境外基金漂綠 金管會要求 ESG 投資比重至少 6 成，2022 年 1 月 22 日，中央通訊社網站：<https://www.cna.com.tw/news/afe/202201120327.aspx> (最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

金管會正式啟動「上市櫃公司永續發展路徑圖」，2022 年 3 月 3 日，金融監督管理委員會證券期貨局網站：https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=95&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202203030001&dttable=News (最後點

閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

金管會提醒上市櫃公司及時因應 ESG 資訊揭露措施，2021 年 11 月 11 日，金融監督管理委員會網站：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202111110001&dtable=News（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

金管會與環保署、經濟部、交通部、內政部共同公告「永續經濟活動認定參考指引」，鼓勵金融業協助企業朝永續減碳轉型，2022 年 12 月 8 日，金融監督管理委員會網站：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202212080003&dtable=News（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

負責任投資原則，PRI 網站：<https://www.unpri.org/download?ac=10968>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

高偉倫，什麼是 ESG？全面解析 ESG 核心定義、案例、檢測工具，一次讀懂 ESG 的行動指，2023 年 3 月 1 日，CSR@天下網站：<https://csr.cw.com.tw/article/43025>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

發布環境、社會與治理（ESG）相關主題之境外基金資訊揭露事項審查監理原則，2022 年 1 月 12 日，金融監督管理委員會網站：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202201120004&dtable=News（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

程淑芬，責任投資與責任放貸——金融業的責任與機會，2019 年 11 月 22 日，風傳媒網站：<https://www.storm.mg/article/1972969?page=1>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

廖珮君、楊筱筠，永續揭露 119 家企業先行，經濟日報，2023 年 8 月 18 日，取自：<https://money.udn.com/money/story/5613/7377367>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

機構投資人盡職治理守則，2023 年 7 月，臺灣證券交易所公司治理中心網站：<https://cgc.twse.com.tw/docs/stewardship1.pdf>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

環境、社會及治理基金專區（ESG 基金專區），FUND CLEAR 基金資訊觀測站網站：<https://announce.fundclear.com.tw/MOPSonshoreFundWeb/ESG.jsp>（最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日）。

魏喬怡、陳欣文，金管會拍板 2027 公布永續年報，2023 年 8 月 18 日，中時新聞
網 網 站： <https://www.chinatimes.com/newspapers/20230818000139-260202?chdtv>
(最後點閱時間：2024 年 2 月 26 日)。

英文期刊

- Boiral, Olivier, *Sustainability Reports as Simulacra? A Counter-Account of A and A+ GRI Reports*, 26(7) ACCT., AUDITING & ACCOUNTABILITY J. 1036 (2013).
- Çelik, Serdar & Mats Isaksson, *Institutional Investors and Ownership Engagement*, 2013(2) OECD J. 93 (2014).
- Gary, Susan N., *Best Interests in the Long Term: Fiduciary Duties and ESG Integration*, 90 U. COLO. L. REV. 731 (2019).
- Gond, Jean-Pascal & Valeria Piani, *Enabling Institutional Investors' Collective Action: The Role of the Principles for Responsible Investment Initiative*, 52(1) BUS. & SOC'Y 64 (2013).
- Halbach, Edward C., Jr., *Trust Investment Law in the Third Restatement*, 27(3) REAL PROP. PROB. & TR. L. 407 (1992).
- Hess, David, *Public Pensions and the Promise of Shareholder Activism for the Next Frontier of Corporate Governance: Sustainable Economic Development*, 2(2) VA. L. & BUS. REV. 221 (2007).
- Ho, John Kong Shan, *Regulating Environmental, Social, and Governance Disclosure by Listed Companies: A Comparison of Major Financial Markets*, 15 J. COMPAR. L. 133 (2020).
- Langbein, John H. & Richard A. Posner, *Social Investing and the Law of Trusts*, 79 MICH. L. REV. 72 (1980).
- Langbein, John H., *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, 81 IOWA L. REV. 641 (1996).
- Lund, Dorothy S., *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43(3) J. CORP. L. 493 (2018).
- Medill, Colleen E., *Regulating ERISA Fiduciary Outsourcing*, 102 IOWA L. REV. 505 (2017).
- Otsuka, Akio, *ESG Investment and Reforming the Fiduciary Duty*, 15(1) OHIO STATE BUS.

- L.J. 136 (2021).
- Reiser, Dana Brakman & Anne Tucker, *Buyer Beware: Variation and Opacity in ESG and ESG Index Funds*, 41 CARDOZO L. REV. 1921 (2020).
- Sandberg, Joakim, *Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective*, 101(1) J. BUS. ETHICS 143 (2011).
- Schanzenbach, Max M. & Robert H. Sitkoff, *The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis*, 14(1) J. EMPIRICAL LEGAL STUD. 129 (2017).
- Schanzenbach, Max M. & Robert H. Sitkoff, *Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee*, 72 STAN. L. REV. 381 (2020).
- Sharfman, Bernard S., *ESG Investing Under ERISA*, 38 JREG BULL. 112 (2020-2021).
- Sitkoff, Robert H. & Max Schanzenbach, *Did Reform of Prudent Trust Investment Laws Change Trust Portfolio Allocation?*, 50 J.L. & ECON. 681 (2007).
- Strampelli, Giovanni, *Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' Role in Stakeholder Capitalism*, 11 HARV. BUS. L. REV. ONLINE 1 (2020-2021).
- Yaron, Gil, *The Responsible Pension Trustee: Re-Interpreting the Principles of Prudence and Loyalty in the Context of Socially Responsible Institutional Investing*, 20 ESTS. TRS. & PENSIONS J. 305 (2001).
- Youngdahl, Jay, *The Time Has Come for a Sustainable Theory of Fiduciary Duty in Investment*, 29(1) HOFSTRA LAB. & EMP. L.J. 115 (2011).

英文論文集

- Youngdahl, Jay, *The Basis of Fiduciary Duty in Investment in the United States*, in CAMBRIDGE HANDBOOK OF INSTITUTIONAL INVESTMENT AND FIDUCIARY DUTY 20 (James P. Hawley et al. eds., 2015).

其他英文參考文獻

- About the PRI*, PRI, <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri> (last visited Feb. 26, 2024).
- Adamczyk, Alicia, *Your ESG Fund Might Be Invested in Facebook—And It Highlights a Major Issue with Sustainable Investing*, CNBC (Oct. 27, 2021), <https://www.cnbc.com/2021/10/26/your-esg-fund-might-be-invested-in-facebook.html?fbclid=IwAR>

23Ei6-BFPF3P6y0foF2XtYCX77_CeC1b8tBmDAe7qUOoQVzWJgapUD_oY.

An Introduction to Responsible Investment: Screening, PRI (May 29, 2020), <https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834.article>.

Baker, Edward & Senita Galijatovic, *FAQ on Mandatory Climate Reporting for PRI Signatories*, PRI, <https://www.unpri.org/reporting-for-signatories/faq-on-mandatory-climate-reporting-for-pri-signatories/5356.article> (last visited Feb. 26, 2024).

Belsom, Toby, Catherine Chen, Kris Douma, Marisol Hernandez & Felix Soellner, *How Can a Passive Investor Be a Responsible Investor?*, PRI (2019), <https://www.unpri.org/download?ac=6729>.

Clifford, Catherine, *Europe Will Count Natural Gas and Nuclear as Green Energy in Some Circumstances*, CNBC (July 7, 2022), <https://www.cnbc.com/2022/07/06/europe-natural-gas-nuclear-are-green-energy-in-some-circumstances-.html>.

Connaker, Adam & Saadia Madsbjerg, *The State of Socially Responsible Investing*, HARV. BUS. REV. (Jan. 17, 2019), <https://hbr.org/2019/01/the-state-of-socially-responsible-investing>.

Crowley, Daniel F. C. & Robert G. Eccles, *Rescuing ESG from the Culture Wars*, HARV. BUS. REV. (Feb. 9, 2023), <https://hbr.org/2023/02/rescuing-esg-from-the-culture-wars?fbclid=IwAR0xWQSXZoCRc4knrPcN4SwvsiJel8MCSCPm0Y4X6rWSsFcaOrCbJ9ZosfY>.

Deutsche Bank's DWS and Allegations of 'Greenwashing', REUTERS (June 9, 2022), <https://www.reuters.com/business/finance/deutsche-banks-dws-allegations-green-washing-2022-06-09/>.

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

Donovan, William, *The Origins of Socially Responsible Investing*, THE BALANCE (Apr. 30, 2022), <https://www.thebalance.com/a-short-history-of-socially-responsible-investing-3025578>.

Download SASB Standards, SASB STANDARDS, <https://www.sasb.org/standards/download/> (last visited Feb. 26, 2024).

- Fernando, Jason, *MSCI KLD 400 Social Index*, INVESTOPEDIA (Aug. 25, 2021), https://www.investopedia.com/terms/d/domini_400.asp.
- Flood, Chris, *Investors Warned of 'Greenwashing' Risk as ESG-Labelled Funds Double*, FIN. TIMES (Apr. 24, 2023), <https://www.ft.com/content/79772342-d260-4dd5-b943-5e75bc27878c>.
- FRESHFIELDS BRUCKHAUS DERINGER, A LEGAL FRAMEWORK FOR THE INTEGRATION OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE ISSUES INTO INSTITUTIONAL INVESTMENT (2005), https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf.
- Global ESG ETF Assets from 2006 to November 2022*, STATISTA (Sept. 14, 2023), <https://www.statista.com/statistics/1297487/assets-of-esg-etfs-worldwide/>.
- Gray, Taylor, *Investing for the Environment? The Limits of the UN Principles of Responsible Investment*, SSRN (2009), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1416123.
- Harty, Declan, *SEC's Gensler Weighs Scaling Back Climate Rule as Lawsuits Loom*, POLITICO (Feb. 4, 2023), <https://www.politico.com/news/2023/02/04/sec-climate-rule-scale-back-00081181?fbclid=IwAR3fRayrQj1m41yfmmjKIfWMcqSj-aYSp0AdLAHaMENoCA-71qqgVH4sDu4>.
- Heeb, Gina, *Market Indexes Seen as New Targets in SEC's Greenwashing Fight*, BLOOMBERG L. (Aug. 1, 2022), <https://news.bloomberglaw.com/securities-law/market-indexes-seen-as-new-targets-in-secs-greenwashing-fight>.
- Hendrikse, Jurian, Elizabeth Demers, Philip Joos & Baruch I. Lev, *The False Promise of ESG*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Mar. 16, 2022), https://corpgov.law.harvard.edu/2022/03/16/the-false-promise-of-esg/?fbclid=IwAR0Wqh4b6_ybkRBXKho9r_mGQhVxZzM5GC_OiJ_ic648gD8rb5z9q0_WZBs..
- Hollinger, Peggy, *Ukraine War Prompts Investor Rethink of ESG and the Defence Sector*, FIN. TIMES (Mar. 9, 2022), <https://www.ft.com/content/c4dfe6a-2c95-4352-ab88-c4e3cdb60bba>.
- IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, IFRS, <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/> (last visited Feb. 26, 2024).

IFRS S2 Climate-related Disclosures, IFRS, <https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/> (last visited Feb. 26, 2024).

ISSB Issues Inaugural Global Sustainability Disclosure Standards, IFRS (June 26, 2023), <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/06/issb-issues-ifrs-s1-ifrs-s2/>.

Jessop, Simon & Carolyn Cohn, *Investors Tell Big-4 Auditors They Risk AGM Rebellion over Climate Accounting*, REUTERS (Nov. 3, 2021), https://www.reuters.com/business/sustainable-business/investors-tell-big-4-auditors-they-risk-agm-rebellion-over-climate-accounting-2021-11-02/?utm_campaign=trueAnthem%3A%20Trending%20Content&utm_medium=trueAnthem&utm_source=facebook&fbclid=IwAR37f1F7tsJWakjyjobQ0TqSZ9vdcgLC2p733zoJcYJ2Tf4YISW1YLXGtss.

Johnson, Keith L., *Introduction to Institutional Investor Fiduciary Duties*, IISD (2014), https://www.iisd.org/system/files/publications/fiduciary_duties_en.pdf.

Jones, Huw & Simon Jessop, *Overlapping Rules to Curb Greenwashing May Only Add to Company Frustration*, REUTERS (June 17, 2022), https://www.reuters.com/business/sustainable-business/overlapping-rules-curb-greenwashing-may-only-add-company-frustration-2022-06-16/?fbclid=IwAR1y8B0Odr1POI2EJmnxkdmNlwKrZmHOu7fLfSbIgNjQ6exLQUUIADcq_Oc.

Kerber, Ross & Simon Jessop, *Analysis: How 2021 Became the Year of ESG Investing*, REUTERS (Dec. 24, 2021), https://www.reuters.com/markets/us/how-2021-became-year-esg-investing-2021-12-23/?fbclid=IwAR1ydHehN22f06Z212xInB0FRnNwgC_XvQia23pF15VU7q69HrDnbRPWbx0.

Kerber, Ross, Isla Binnie & Simon Jessop, *U.S. Finance Faces ESG Backlash, More to Come in 2023*, REUTERS (Dec. 27, 2022), <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/us-finance-faces-esg-backlash-more-come-2023-2022-12-27/>.

Kirby, Anthony, *Why Data Remains the Biggest ESG Investing Challenge for Asset Managers*, EY (July 5, 2021), https://www.ey.com/en_gl/financial-services-emeia/why-data-remains-the-biggest-esg-investing-challenge-for-asset-managers.

Larry Fink's 2021 Letter to CEOs, BLACKROCK (Jan. 14, 2020), <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

Lifsics, Joseph, *The Department of Labor's ESG-less Final ESG Rule*, HARV. L. SCH. F. ON

- CORP. GOVERNANCE (Nov. 24, 2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/11/24/the-department-of-labors-esg-less-final-esg-rule/>.
- Morgan Stanley Sustainable Reality Report Reveals U.S. Sustainable Funds Outperformed Traditional Funds by 4.3 Percentage Points in 2020*, MORGAN STANLEY (Feb. 24, 2021), <https://www.morganstanley.com/press-releases/morgan-stanley-sustainable-reality-report-reveals-u-s--sustainab>.
- Newburger, Emma, *SEC Unveils Rules to Prevent Misleading Claims and Enhance Disclosures by ESG Funds*, CNBC (May 25, 2022), <https://www.cnbc.com/2022/05/25/sec-unveils-rules-to-prevent-misleading-claims-by-esg-funds-.html>.
- Nguyen, Lananh & Matthew Goldstein, *Goldman Sachs Is Being Investigated over E.S.G. Funds*, N.Y. TIMES (June 12, 2022), <https://www.nytimes.com/2022/06/12/business/sec-goldman-sachs-esg-funds.html>.
- Patrascu, Ovidiu, *Index-Based ESG Strategies: Key Things to Look out for Sustainable Investment Team*, SCHRODERS (2018), <https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/us/pdfs/index-based-esg-strategies-keys-to-watch-for.pdf>.
- PRI & UNEP FI, *FIDUCIARY DUTY IN THE 21ST CENTURY FINAL REPORT* (2019), <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/10/Fiduciary-duty-21st-century-final-report.pdf>.
- PRI STRATEGIC PLAN 2021-24, PRI (2021), <https://www.unpri.org/download?ac=13269>.
- Rajgopal, Shivaram & Bruce Usher, *What's Next for SEC's Proposed Climate Disclosure Regulation?*, BLOOMBERG L. (May 2, 2022), <https://news.bloomberglaw.com/environment-and-energy/whats-next-for-secs-proposed-climate-disclosure-regulation>.
- Roach, Garnet, *ESG Increasingly Factored into Investment Decisions, Say Asset Owners*, IR MAG. (Oct. 4, 2023), <https://www.irmagazine.com/investor-perspectives/esg-increasingly-factored-investment-decisions-say-asset-owners>.
- Robinson, Matt, David Voreacos & Silla Brush, *ESG Funds Face SEC Probe over Ceding Votes on Social Issues*, BLOOMBERG (Aug. 16, 2022), https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-15/esg-funds-face-us-probe-over-ceding-their-votes-on-social-issues?fbclid=IwAR3yr6GIcvZdpMC8agU-P54S5PGXETb8IKFWD52BrDvS6GvA0PL58T-wH_U.
- SASB Standards Overview*, SASB STANDARDS, <https://www.sasb.org/standards/> (last visited Feb. 26, 2024).

SEC Proposes Rules to Enhance and Standardize Climate-Related Disclosures for Investors, U.S. SEC. & EXCH. COMM'N (Mar. 21, 2022), <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46>.

SEC Proposes to Enhance Disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies About ESG Investment Practices, U.S. SEC. & EXCH. COMM'N (May 25, 2022), <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-92>.

SMU City Perspectives Team, *Why Is ESG so Difficult in Practice? Understanding the Challenges of ESG Disclosure*, SMU (Jan. 13, 2023), <https://cityperspectives.smu.edu.sg/article/why-esg-so-difficult-practice-understanding-challenges-esg-disclosure>.

Soehner, Celia A. & Elizabeth S. Goldberg, *ERISA and the Challenges of Using ESG in Retirement Plan Investing*, REUTERS (Sept. 21, 2021), <https://www.reuters.com/legal/legalindustry/erisa-challenges-using-esg-retirement-plan-investing-2021-09-20/>.

Strine, Leo E., Jr., *Toward Fair and Sustainable Capitalism* (Univ. of Pa. L. Sch. Inst. for L. Econ. Rsch. Paper No. 19-39, 2019).

Sustainability-Linked Loan Principles (SLLP), LSTA, <https://www.lsta.org/content/sustainability-linked-loan-principles-sllp/> (last visited Feb. 26, 2024).

Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD, <https://www.fsb-tcfd.org/> (last visited Feb. 26, 2024).

THE UNITED NATIONS GLOBAL COMPACT, *WHO CARES WINS — CONNECTING FINANCIAL MARKETS TO A CHANGING WORLD* (2004), https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf.

Uniform Prudent Investor Act, LEGAL INFO. INST., https://www.law.cornell.edu/wex/uniform_prudent_investor_act (last visited Feb. 26, 2024).

US Department of Labor Releases Statement on Enforcement of Its Final Rules on ESG Investments, Proxy Voting by Employee Benefit Plans, U.S. DEP'T OF LABOR (Mar. 10, 2021), <https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20210310>.

Whelan, Tensie, Ulrich Atz, Tracy Van Holt & Casey Clark, *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published Between 2015 – 2020*, NYU STERN CTR. FOR SUSTAINABLE BUS., https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/ESG%20Paper%20Aug%202021.pdf?fbclid=IwARlmy0i5FjnXqq8nh-7_csnOBoHj2yX_TX-qldiuNXMAXN7hXlzqr3Vk3MA (last visited Feb. 26, 2024).