



# 證券市場「環境、社會和公司治理 ( ESG )」投資的發展

資金營運處

## 前言

人類從早期的農業經濟到工業經濟，區域化到自由化、全球化經濟活動趨勢演進，商業活動已從人與人或人與社會、環境間之簡單關係轉變成企業的一舉一動皆牽動大眾、社會及環境。在近幾世紀經濟、科技的快速發展下，環境嚴重受破壞及資源過度浪費，造成全球氣候異常、天災頻傳，使企業發展與社會責任之間的關係日漸密切。

2019 年全球各地陸續發生急遽的自然災害，如日本北海道出現 39.5°C，創 127 年來最高溫、澳洲及巴西亞馬遜發生歷年來最嚴重的叢林大火等，使全

世界集體覺醒「地球不能再等」，「企業良心投資」到「消費永續產品」，已成為全人類共同的呼籲。

近年氣候變遷對全球社會的影響愈來愈劇烈，根據美國研究顯示 2017 年哈維颶風估計總共造成 1,250 億美元的經濟損失、2019 年加州野火所造成的損害與經濟損失達 800 億美元。根據歐洲中央銀行的研究指出，2018 年所有保險損失的 80% 與天氣相關的災害相關。2020 年元月發布的世界經濟論壇《2020 全球風險報告》(The Global Risks Report 2020) 指出最可能發生的前五大風險，包括「極端氣候」、「氣

候行動失敗」、「天災」、「生物多樣性損失」與「人為環境災害」，皆為環境風險，若再以「風險衝擊性」的視角來看，排名前五的風險，除「毀滅性武器」之外，亦全為環境災害；同年初，國際清算銀行（BIS）提出新名詞—綠天鵝（green swan），來提醒各國政府、主管機關、企業及投資者氣候變遷將對金融穩定帶來挑戰。

「環境、社會和公司治理（ESG）」已儼然成為各國政府、主管機關、企業及投資者不可忽視的重要議題，《聯合國責任投資原則》（UNPRI）旗下 ESG 永續投資委員會共同主席表示 2020 年是「環境、社會和公司治理（ESG）」發展的關鍵年，放眼未來「用投資愛地球」將不再是口號，而將落實為具體行動。此外，「環境、社會和公司治理（ESG）」目前已成為國際投資界最流行的通關語，更一躍成華爾街的最新投資準則。臺灣也正快速感受到這股 ESG 風潮的崛起，從政府推動「限塑政策」及上市公司需編製與申報「企業社會責任報告書」，到民間團體自動發起淨灘活動等，都顯示 ESG 對投資業務的影響力及重要性正全面擴散，因此「環境、社會和公司治理（ESG）」投資為投資人必須了解之新課題。

目前市場推動「環境、社會和公司治理（ESG）」主要透過強化「資訊揭露」及「市場機制」等兩大面向措施。「資訊揭露」主要是透過要求公司

編製 CSR 報告書、年報揭露 ESG 相關資訊等方式來強化公司資訊揭露、深化企業社會責任觀念；「市場機制」主要是透過投資人重視 ESG 投資議題，來促使公司增進對 ESG 的重視。本篇將以市場機制端介紹「環境、社會和公司治理（ESG）」投資，並將投資範圍縮小至證券市場投資。

## ESG 發展與定義

### 一、ESG 發展

ESG 投資起源於社會責任投資（Socially Responsible Investment，SRI），而社會責任投資是因應企業社會責任（Corporate Social Responsibility，CSR）而產生的投資概念，下列將先介紹社會責任投資的起源，接著介紹 ESG 投資的出現與發展。

#### （一）社會責任投資的起源

社會責任投資，是指投資人在選擇投資標的時，除考量傳統的財務指標外，另將秉持永續發展原則的企業（遵守法律、尊重人權與消費者、對社會有貢獻或公司關注環保議題等的企業），納入作為投資標的，而社會責任投資的起源因不易追溯而使得眾說紛紜，但普遍認為萌生於早期的宗教活動中，使宗教在這個議題扮演關鍵角色。

根據 Louche & Lydenberg（2010）社會責任投資的起源與發展過程分為五個時期，以下將以 Louche & Lydenberg（2010）社會責任投資的起源與發展

為基礎，彙整其他相關文獻，重新將社會責任投資的起源與發展過程分為以下四個時期。

### 1. 18 世紀啟蒙期

1760 年衛理公會 (Methodists) 的創始者 John Wesley 牧師以「金錢運用 (The Use of Money)」為講道重點，強調教徒需做好金錢管理，不應以烈酒、色情和暴力等元素營商謀利。18、19 世紀，衛理公會及貴格會 (Quakers) 認為投資不單單只是一個動作，而是有隱含的價值，所以衛理公會開創退休養老基金及貴格會設立了名為 Quakers Friends Fiduciary 的資產管理機構 (至今仍管理著規模超過 4.8 億美元的混合型基金)，明確表示排除資金投資於製造、經營或販賣菸草、酒類、武器或博奕等從事「不道德」業務的公司，這種在宗教教義基礎上形成的排除性投資準則成了社會責任投資最初的雛形。

### 2. 1960 年至 1980 年末發展期

1960 年代至 1980 年末被視為現代社會責任投資的起源，此時的社會責任投資形成基礎和出發點從原本的宗教教義，逐漸轉變為提升大眾對企業社會責任及社會責任投資的意識，從而成爲了真正意義上的社會責任投資 (Sparkes, 2001)。

當時的社會責任投資從政治抗議運動中發展，尤其以越南戰爭和南非種族隔離兩個議題為主要推動當時的社會責任投資，在美國開始有人試圖以投資的方式，來反對越戰。此外，其他人權及女權追求和平議題及環境改善抗議運動，成爲遊說公司不道德議題的一部分 (Louche and Lydenberg, 2006)。兩位美國社會運動者 Ralph Nader 和 Saul Alinsky 開始於出席公司年度會議時行使股東權利，於會議上直接向公司管理層提出社會及環境問題，其模式成爲社會責任投資者的重要第二項工具。

在環保、反戰及追求和平等議題充斥歐美，具有現代概念社會責任投資型基金開始萌芽，1965 年瑞典發行世界最早的一支社會責任投資型基金；1971 年美國一群反對越南戰爭的基督徒們，集資成立世界和平基金 (Pax World Fund) 成爲美國第一支社會責任投資型基金，其聲明堅決不購買生產或販售軍火公司之證券，轉而支持生產提升人類生活品質產品及具有公平僱傭關係的企業，1972 年美國德雷弗斯信託投資公司 (Dreyfus Trust Company) 的第三世紀基金 (Dreyfus Third Century Fund)；1984 年英國第一支社會責任投資型基金 (Friends Provident's Stewardship Trust) 等。同時，許多

支持社會責任投資組織開始成立，如 1971 年的跨信仰企業責任中心（Interfaith Center on Corporate Responsibility, ICCR），1980 年美國社會投資論壇和 1983 年英國社會投資論壇，以及第一批專業社會責任投資評級機構，1983 年英國的 EIRIS 和 1988 年美國的 KLD Research & Analytics。此外，荷蘭 Triodos Bank（成立於 1980 年）等許多生態銀行在此期間成立。

### 3. 1990 年過渡期

投資人漸漸開始較少使用排除的方法實踐社會責任投資，許多國際組織、政府與非政府組織與金融機構開始合作嘗試將社會責任定義化、標準化、數據化及可分析化，社會責任（CSR）諮詢組織及社會評等機構開始蓬勃發展。

1990 年 5 月，由 Kinder、Lydenberg 及 Domini & Co. Inc.（三者合稱為 KLD）創立美國第一個以社會與環境性議題為篩選準則的指數 Domini 400 Social Index（現為 MSCI KLD 400 Social Index），以提供給社會責任型投資者一個比較基準，並可進一步瞭解社會責任性評選準則對財務績效上的影響有多少，其 1991 年 Domini 社會責任性股票型基金開始運作。

標準化製定的過程，較普遍的有 OECD 跨國企業指導綱領、全球

盟約（Global Compact）、世界企業永續發展協會（WBCSD）「永續發展報告書」和全球永續性報告綱領（GRI），以下將分別介紹。

#### (1) OECD 跨國企業指導綱領：

各國政府對企業營運行為的建議事項，為使企業能加強永續發展的議程中有關經濟、社會及環境方面的各項核心要素，企業界、勞工代表及非政府組織進行建設性對話後發展出來一符合相關法律規範的自發性商業行為及標準，有關指導綱領的內容及建議事項一直定期進行檢討與討論，並於 2000 年 6 月定案完成。

#### (2) 聯合國「全球盟約」（The UN Global Compact）：

1999 年 1 月 31 日，聯合國秘書長科菲·安南（Kofi Anan）在世界經濟論壇中首次提出全球盟約（Global Compact），此盟約主要是讓企業與聯合國機構、勞工和民間社會聯合起來，共同支持人權、勞工和環境領域中的 9 項原則（表 1-1）。

表 1-1 「全球盟約」( The UN Global Compact ) 的 9 項原則

|      |  |
|------|--|
| 人權部份 | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 在企業影響所及的範圍內，支持並尊重國際人權。</li> <li>2. 企業應確保公司內不違反人權。</li> </ol>   |
| 勞工部份 | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 保障勞工集會結社之自由，並有效承認員工的集體談判的權力。</li> <li>2. 消除一切形式的強迫性勞動。</li> <li>3. 有效廢除童工。</li> <li>4. 消除雇用及職業上的歧視。</li> </ol> |
| 環境部份 | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 支持對環境挑戰採取預防性措施。</li> <li>2. 採取善盡更多的企業環境責任之做法。</li> <li>3. 鼓勵研發及擴散環保化的科技。</li> </ol>                            |

資料來源：The UN Global Compact 及自行整理

(3) 世界企業永續發展協會 2000 年「永續發展報告書 (SDR)」：

SDR 定義為整合企業現有的年報或獨立發行以公開資訊的報告書，提供給公司內部以及其他利益相關者作為企業永續發展績效評估之參考。涵蓋的資訊包括明確的企業經營原則及價值、企業對經濟、環境及社會面之衝擊和績效資訊、管理者對績效的回應－改善的承諾及企業對社會永續發展之貢獻。

(4) 全球永續性報告綱領 (Global Reporting Initiative, GRI)：

由聯合國環境規劃署 (UNEP) 及美國非政府對環境負責之經濟體聯盟組織「喜瑞士」(Coalition for Environmentally Responsible Economies, CERES) 於 1997 年共同召集成立，是由多方利害相關者，包括企業團體、勞工、

人權、會計、環境及投資機構等組織所共同制定的報告書架構，目的為向各方利害相關者揭露與企業的永續資訊，其結合了經濟、環境及社會三方面的永續性觀點及原則，將企業永續性報告書的重要性與價值提升到與金融報告書相當，其自 2000 年發布第一個版本的《永續報告指南》(Sustainability Reporting Guideline) 之後，便成了企業與上市公司每年在編製企業社會責任報告書的主要準則。目前，GRI 永續報告綱領已成為標準化準則 (GRI Standards)。



#### 4. 21 世紀擴展期

社會責任投資開始主流於投資界並獲得認可，其拋棄了更多激進主義者的形象，成為更具商業可行性的嘗試（Déjean, Gond and Leca，2004；Louche，2004）。2000年英國社會責任投資養老金揭露規則頒布後，許多其他歐洲國家也開始紛紛遵循。2001年，挪威石油基金會採取了幾項責任投資政策，促使歐洲主要養老金基金也開始將責任投資政策納入其投資中。

隨著機構投資者的參與度越來越高，同類最佳的選股方法也越來越受到認可，此方法強調多元化（不完全淘汰產業）、正向的排名（僅包括每個產業中最好的公司）和量化衡量（對所有公司在永續性指標上進行評分），公司根據相對於同業的績效來評估的，其結果為相對而非是絕對，該方法促進了社會和財務的價值，同時鼓勵了企業之間的競爭以實現社會和環境目標。

#### （二）ESG 的出現

2004年在聯合國發佈的《Who Cares Wins》報告內文中首次出現 Environment、Social Responsibility、Corporate Governance 的縮寫 ESG，其報告提出將「環境」、「社會責任」與「公司治理」，納入投資決策或企業經營的評量基準，認為此舉可對社會、金

融市場及個人投資組合產生正面影響。就此 ESG 這個名詞開始在市場上出現。

#### （三）給予 ESG 投資方向—聯合國責任投資原則（PRI）

2005年聯合國前秘書長 Kofi Annan 發起的一項倡議行動—制定責任投資原則，其統籌協調機關係由聯合國全球盟約（UN Global Compact）及聯合國環境規劃署的金融業與永續發展專案（United Nations' Environment Programme' s Finance Initiative，UNEP FI）所負責，2006年4月27日，於紐約證券交易所向全球正式推出「聯合國責任投資原則」（The Principles for Responsible Investment，PRI），並舉行簽約儀式。責任投資原則的目標是讓投資者了解永續性的意義，以促進將環境、社會和公司治理問題納入其投資決策和執行中。聯合國責任投資原則（PRI）共包括6大項原則及35項行動，其分別為：

#### 原則 1：將社會、環境與公司治理（ESG）議題納入投資分析和決策過程，可能的動作：

- （1）在投資政策聲明中納入社會、環境與公司治理（ESG）議題。
- （2）支持開發與社會、環境與公司治理（ESG）相關的工具、指標和分析方法。

- (3) 評估內部投資經理人整合社會、環境與公司治理 (ESG) 議題的能力。
- (4) 評估外部投資經理人整合社會、環境與公司治理 (ESG) 議題的能力。
- (5) 要求投資服務提供者 (如金融分析師、顧問、仲介商、研究公司或評級公司) 將社會、環境與公司治理 (ESG) 因素整合到不斷發展的研究和分析中。
- (6) 鼓勵就此主題進行學術研究和其他研究。
- (7) 提倡針對投資專業人員進行社會、環境與公司治理 (ESG) 的培訓。

## 原則 2：積極所有權的行使，並將社會、環境與公司治理 (ESG) 議題納入所有權政策和實踐中，可能的動作：

- (1) 制定並揭露符合 PRI 的所有權政策。
- (2) 行使投票權或監督對投票政策的遵守情況 (若委託投票)。
- (3) 發展參與能力 (直接參與或委託代理人參與)。

- (4) 參與政策、法規和標準的制定 (例如促進和保護股東權利)。
- (5) 提交符合長期社會、環境與公司治理 (ESG) 考量的股東決議。
- (6) 與公司就社會、環境與公司治理 (ESG) 議題進行互動。
- (7) 參與合作、參與議合 (股東行動)。
- (8) 要求投資經理人參與及報告與社會、環境與公司治理 (ESG) 相關的活動。

## 原則 3：要求投資機構適當揭露社會、環境與公司治理 (ESG) 議題，可能的動作：

- (1) 要求就社會、環境與公司治理 (ESG) 議題進行標準化報告 (如使用 GRI 等工具)。
- (2) 要求將社會、環境與公司治理 (ESG) 議題揭露於年度財務報告中。
- (3) 要求公司提供有關採用或遵守相關規範、標準、行為守則或國際倡議的資料 (如聯合國全球盟約)。
- (4) 支持促進社會、環境與公司治理 (ESG) 揭露的股東倡議和決議。

**原則 4：促進投資業界接受及執行 PRI，可能的動作：**

- (1) 在徵求提案時列入與原則相關之規範。
- (2) 相應地調整投資授權、監控程序、績效指標和激勵結構（如在適當情形，確保投資管理過程符合長期發展需求）。
- (3) 將社會、環境與公司治理（ESG）期望傳達給投資服務提供商。
- (4) 重新檢視未能達到社會、環境與公司治理（ESG）期望的服務提供商的關係。
- (5) 支持發展整合對社會、環境與公司治理（ESG）之衡量的工具。
- (6) 支持使本原則得以實施的監管或政策發展。

**原則 5：建立合作機制強化 PRI 執行之效能，可能的行動包括：**

- (1) 支持 / 參與網絡及訊息平台，以分享工具、集中資源並利用投資者報告作為學習的來源。
- (2) 共同致力解決相關的新興問題。
- (3) 制定或支持適當的協作計劃。

**原則 6：報告執行 PRI 之活動與進度，可能的行動包括：**

- (1) 揭露如何將社會、環境與公司治理（ESG）議題整合到投資實踐中。
- (2) 揭露積極參與所有權活動（投票、參與及 / 或政策對話）。
- (3) 向服務提供商揭露有關本原則的要求。
- (4) 與受益人就社會、環境與公司治理（ESG）問題和本原則進行溝通。
- (5) 使用遵循或解釋的方法，報告與本原則有關的進度和 / 或成就。
- (6) 確定本原則的影響。
- (7) 利用報告書提高利害關係人的意識。

2006 年在聯合國責任投資原則（PRI）給予 ESG 投資方向後，聯合國責任投資原則（PRI）從原本僅 63 家投資機構簽署承諾，所轄總資產為 6.5 兆美金，至 2020 年 7 月止，全球簽署的相關投資機構已逾 3,000 家，全球納入 ESG 因子的機構旗下所管理的資產規模逾總資產規模超過 100 兆美元。

## (四) 2016 年「聯合國 2030 永續發展議程」

2015 年 9 月聯合國正式通過並於 2016 年正式啟動，以人類、地球、繁榮、和平及夥伴關係五大面向為主軸的「聯合國 2030 永續發展議程 (Transforming Our World : the 2030 Agenda for Sustainable Development)」，提出 17 項永續發展目標 (Sustainable Development Goals, SDGs) 為核心，從環境 (Environment, E)、社會 (Social, S) 和公司治理 (Governance, G) 的永續發展三大面向來推展相關行動計畫，其 17 項永續發展目標分別為下：

1. 消除各地一切形式的貧窮。
2. 消除飢餓，達成糧食安全，改善營養及促進永續農業。
3. 確保健康及促進各年齡層的福祉。
4. 確保有教無類、公平以及高品質的教育，並提倡終身學習。
5. 實現性別平等，並賦予婦女權力。

6. 確保所有人都能享有水及衛生及其永續管理。
7. 確保所有的人都可取得負擔得起、可靠的、永續的及現代的能源。
8. 促進包容且永續的經濟成長，達到全面且有生產力的就業，讓每一個人都有一份好工作。
9. 建立具有韌性的基礎建設，促進包容且永續的工業，並加速創新。
10. 減少國內及國家間不平等。
11. 促使城市與人類居住具包容、安全、韌性及永續性。
12. 確保永續消費及生產模式。
13. 採取緊急措施以因應氣候變遷及其影響。
14. 保育及永續利用海洋與海洋資源，以確保永續發展。
15. 保護、維護及促進陸域生態系統的永續使用，永續的管理森林，對抗沙漠化，終止及逆轉土地劣化，並遏止生物多樣性的喪失。
16. 促進和平且包容的社會，以落實永續發展；提供司法管道給所有人；在所有階層建立有效的、負責的且包容的制度。
17. 強化永續發展執行方法及活化永續發展全球夥伴關係。

圖 1-1 聯合國 2030 的 17 項永續發展目標 (SDGs)



資料來源：Sustainable Development Global

根據聯合國貿易和發展會議 (UNCTAD) 研究指出如要於 2030 年前達成所有的 17 項永續發展目標 (SDGs) 總共需要 5~7 兆美元的資金挹注，而根據 2017 年的《PwC SDGs 全球大調查》指出到 2030 年每年將有 12 兆美元營收及 3.8 億就業機會與 SGGs 有關，永續發展目標 (SDGs) 使相關產業的成長需求，也帶動了如再生能源、電動車、水資源、教育、醫療等概念股的投資，加速全球 ESG 投資的發展。

#### (五) 專為投資人所設計的永續揭露框架—SASB 準則

美國永續會計準則委員會 (Sustainability Accounting Standards Board, SASB) 成立於 2011 年，因投資者及金融資本提供者越來越關注環境、社會和公司治理 (ESG) 因素對公

司財務業績的影響，進而制定並推廣永續會計標準，讓企業於追求永續進步時有跡可循，藉以改善績效，同時協助投資者做出相關決策。2018 年 11 月公布一套完整的行業特定標準的永續會計準則，為全球 79 個產業提供具可靠、可比性且與重大永續議題相關的指標，以及財務量化標準，該準則是以金融和投資業為主要的溝通對象，企業主動據以傳遞 ESG 與財務重大相關的資訊給投資人，而不是讓各種 ESG 指數和評級服務作為唯一的參考框架，其 SASB 準則與 GRI 準則不同於 GRI「兼顧多方利害關係人」的需求揭露他們感興趣的永續資訊，因此 GRI 準則在議題與讀者兩方面涵蓋範疇較為廣泛，而 SASB 則是針對「投資者」制定，所以聚焦在財務上具重大性與同業間可比較性的永續議題。2020 年 7 月 12 日，

全球報告倡議組織（Global Reporting Initiative，GRI）和永續會計準則委員會（Sustainability Accounting Standards Board，SASB）聯合發表一項最新合作聲明，未來基於彼此夥伴關係，將致力於說明兩種揭露標準之間的差異，以期在滿足不同利害關係人需求的同時，亦幫助其了解如何同時使用這些標準與資訊。

SASB 準則核心原則為在全球範圍內，各公司的信息應具有相關性、可靠性和可比性，因此美國永續會計準則委員會（SASB）推出重大性地圖

（Materiality Map）來辨識對企業財務狀況或營運績效造成影響的永續相關議題。

重大性地圖（Materiality Map）的評估議題包括了 5 大面向—環境（Environment）、社會資本（Social Capital）、人力資本（Human Capital）、商業模式及創新（Business Model & Innovation）、領導及公司治理（Leadership & Governance）及涵蓋 26 項子議題（表 1-2），並將 77 個行業分為 11 大產業，在依產業評估該議題對該產業的重要程度。

表 1-2 永續會計準則委員會（SASB）的重大性地圖（Materiality Map）之議題

| 評估議題                                     | 細項            |            |
|--|---------------|------------|
| 環境<br>(Environment)                      | 溫室氣體排放        | 水資源與廢水管理   |
|  | 空氣品質管理        | 廢棄物與有毒物質管理 |
|  | 能源管理          | 生態影響       |
| 社會資本<br>(Social Capital)                 | 人權與企業關係       | 產品質量與安全    |
|  | 客戶隱私          | 客戶福利       |
|  | 數據安全          | 銷售手法和產品標籤  |
|  | 可及性及可負擔性      |            |
| 人力資本<br>(Human Capital)                  | 勞工常規          | 員工健康與安全    |
|  | 勞工敬參與、多樣性和包容性 |            |
| 商業模式及創新<br>(Business Model & Innovation) | 業務模型彈性        | 氣候變化的實質影響  |
|  | 供應鏈管理         | 原料採購與效率    |
|  | 產品設計與生命週期管理   |            |
| 領導及公司治理<br>(Leadership & Governance)     | 商業道德          | 重大事件風險管理   |
|  | 競爭行為          | 系統風險管理     |
|  | 法律和法規環境的管理    |            |

資料來源：Sustainability Accounting Standards Board 及自行整理

## 二、 ESG 定義及介紹

### (一) ESG 定義

ESG 縮寫於 Environmental, Social and Governance，中文為環境、社會和公司治理，其並沒有全面的明確的解釋或定義，但普遍認為別於傳統僅就企業財務表現進行評估外，應再將環境、社會和公司治理等因素納入投資決策或者企業經營之考量，以達企業永續性發展。其所謂 E (Environment；環境) 即指對於環境的關懷，針對在人類社會發展發展過程中所引起的對大自然環境的一系列資源污染及破壞而採取的預防與治理措施，其層面考慮包括如生物多樣性、環境污染防治與控制、氣候變遷、水資源使用及資源枯竭等面向；S (Social；社會) 則是針對對社會的責任，其層面包括如員工工作條件、工作安全、健康及多元性、職員關係、人權、社區健康與安全、消費者保護、動物福利、與受產業影響之利害關係人的關係維繫、土地的佔用與非自願性遷徙、對於當地原住民之補償與照料及文化遺產保存等面向；G (Corporate Governance；公司治理)，則是針對公司治理的透明度及公司的行為，其層面包括董事會多元化、審計委員會的結構、高管薪酬、所有權及控制權、反賄賂和腐敗、政治遊說及捐款、檢舉人計劃、商業道德、稅務透明度及風險管理等。

### (二) ESG 投資篩選方式

本文以下統稱的「ESG 投資」在字面上其實有許多不同名詞的表達，但是都表示著相同或類似的投資理念，包括如社會責任投資 (Socially Responsible Investing/ Investment)、責任投資 (Responsible Investing/ Investment)、永續責任型投資 (Sustainable and responsible investment)、社會篩選投資 (Socially screened investing)、永續責任影響力投資 (Sustainable, responsible and impact investing)、綠色投資 (Greening investing)、雙重或三重底線投資 (double or triple bottom line investing) 及道德投資 (Ethical investing) …等用字，其經常互換使用。在「ESG 投資」名詞出現前，歐洲常使用永續責任型投資來表示；英國及澳洲，則常使用道德投資一詞來表達類似的概念，我們可以發現世界各地在「ESG 投資」名詞出現前，隨著各地文化、宗教的不同而有不同術語表示，但其投資理念大致相同或類似，即為「ESG 投資」。

全球永續投資聯盟 (Global Sustainable Investment Association, GSIA) 是由歐洲永續投資論壇 (The European Sustainable Investment Forum, Eurosif)、澳洲責任投資協會 (The Responsible Investment Association Australasia, RIAA)、責任投資協會 (The Responsible Investment Association, RIA；為加拿大的責任投資協會)、英國永續投資與金融協會 (UK Sustainable Investment and Finance Association, UKSIF)、美國 (US The Forum for Sustainable and Responsible Investment, USSIF)、荷蘭永續發展投資者協會 (Dutch Association of Investors for Sustainable Development, VBDO) 及日本永續投資論壇 (Japan Sustainable Investment Forum, JSIF) 所組成，根據全球永續投資聯盟 (GSIA) 於《2012 Global Sustainable Investment Review》中提到，ESG 投資主要有下列七種篩選方式：

### 1. 負向表列 / 排他性篩選

#### (Negative/Exclusionary screening)

負面表列 / 排他性篩選為最傳統且具有彈性的篩選，也是目前最普遍的投資方式，但容易因在不同國家文化中，投資人的偏好、對特定領域議題的看法不相同，而使相關市場投資有所而異。負面表列 / 排他性篩選為根據特定的 ESG 標準，將某些行業或公司從投資組合中排除，常見如煙草、製酒、武器製造或販賣及博弈等產業。

### 2. 正向表列 / 產業別最佳選股

#### (Positive/Best-In-Class Screening)

投資人以投資標的的 ESG 因子及財務績效作為判斷依據，然後在某個特定產業類別中挑選 ESG「表現最好的」，通常會以某個具公信力的永續指數規範來訂定量化標準，例如：道瓊永續指數 (DJSI)。

### 3. 以標準為依據選股

#### (Norms-Based Screening)

根據國際大型機構 (如 OECD、聯合國等) 發布的國際規範和標準對投資進行篩選。

### 4. 整合 ESG 因子

#### (ESG Integration)

在投資決策中對公司在環境、社會及公司治理 (ESG) 三個面向所面臨的風險與潛在機會有系統性的與財務評價和篩選過程做結合。

## 5. 永續相關主題投資 (Sustainability Themed Investing)

將資金投資於永續性相關（如再生能源的發展、永續農業或綠色科技等）的議題或是資產上。

## 6. 影響力 / 社區投資 (Impact/Community Investing)

投資目的是為對社會或環境產生正面影響力，將資本投入在那些可以對環境或社會發揮正向影響力的企業或資產。一般來說，投資人會先設定與相關利害關係人的環境或社會議題（如：社區投資、微型金融機構投資、永續農業、清潔能源等），再以標準化公式或是評價方法訂定財務與非財務目標。

## 7. 企業參與及股東行動 (Corporate Engagement and Shareholder Action)

機構投資人透過參與來影響被投資對象，包括通過直接的公司參與（即與高級管理層和 / 或公司董事會進行溝通）、於股東會的提議或共同提議及代理投票來影響公司行為。

## ESG 投資之各國概況

近年 ESG 投資蓬勃發展，根據 GSIA 發布的《2018 Global Sustainable Investment Review》報告指出，全球投資機構責任投資總資產從 2014 年僅 18 兆美元，至 2018 年已成長至近 31 兆

美元，其中歐洲投資金額約 14 兆美元，美國投資金額約 12 兆美元，日本投資金額約 2.18 兆美元，三個區域及國家已占全球 ESG 投資 9 成以上。以下先針對全球常見 ESG 評級機構評級方法進行介紹，接著介紹歐美 ESG 投資發展，再來介紹亞洲 ESG 投資發展，最後針對臺灣 ESG 投資發展進行介紹。

### 一、ESG 評級機構

以下將對 S&P Dow Jones、MSCI、FTSE Russell 及 Sustainalytics 等國際常見 ESG 評分機構的 ESG 評級進行介紹。

#### (一) S&P Dow Jones

S&P Dow Jones 的 S&P Global ESG Scores 已被應用逾 20 年，2019 年推出第二套 ESG 評分—S&P DJI ESG Scores，其兩套 ESG 評分皆基於 SAM 企業可持續性評估 (Corporate Sustainability Assessment, CSA) 收集的數據評定，故以下將先針對 SAM CSA 介紹，再介紹 S&P Global ESG Scores 及 S&P DJI ESG Scores。

#### 1. SAM 企業可持續性評估

SAM 企業可持續性評估 (CSA) 是由 RobecoSAM 所建立，因 S & P Global 收購了 RobecoSAM 的 ESG 評級和基準測試業務部門，從 2020 年 1 月 10 日起改由 S&P Global 管理及發布；其是一項基於規則而制定的調查問卷，對公司的

ESG 表現進行全方位評估，以下將介紹其特色。

- (1) CSA 主要資料來源為透過向 SAM 所分類的 61 個行業提供單獨的問卷調查，當中包括一般性問題及行業問題；問券由公司直接填寫，或由 SAM 的分析師團隊利用未參與直接填寫問券的公司所揭露的公開資料代為填寫；問券平均有 1,000 個數據點（公司文件、網站等）及平均有 100 個行業問題。
- (2) 每年重新審查問券問題及各個問題的評分權重，以保持足夠的數據範圍。其中問題評分權重視市場重要性或其他原因而調整，即使問券問題未改變，問題評分權重也可能改變。

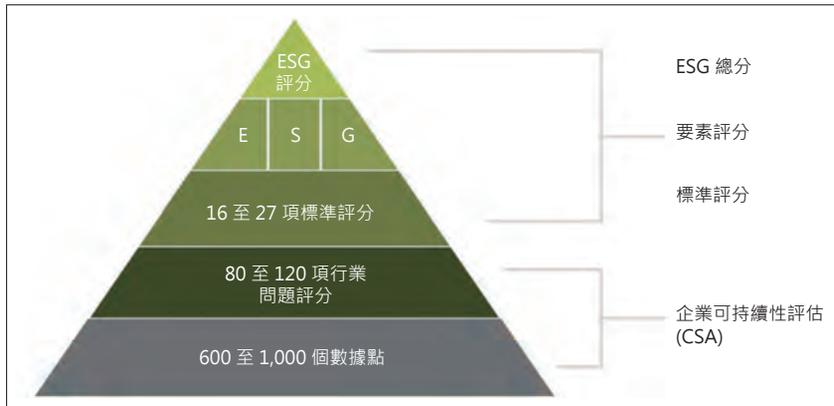
## 2. S&P Global ESG Scores 及 S&P DJI ESG Scores

2020 年 5 月 18 日，S&P Global 宣布推出 S&P Global ESG Scores（以前為 SAM ESG Scores，為提供道瓊可持續發展指數（DJSI）系列的基準），為金融機構提供了透明和靈活的深入研究環境、

社會及公司治理，評分分數可有效衡量企業的 ESG 風險和表現因子，並且公開評分公司的 ESG 分數，使全球投資人可透過網站（[https://www.spglobal.com/esg/csa/yearbook/ranking/#data-search\\*=%22tsmc%22%5D](https://www.spglobal.com/esg/csa/yearbook/ranking/#data-search*=%22tsmc%22%5D)）查詢，目前評分對象涵蓋超過 7,300 家公司，占全球資本市場市值 95%。S&P DJI ESG Scores 是由 S&P Global ESG Scores 補充，為提供 S&P ESG 指數系列的基準。

S&P Global ESG Scores 及 S&P DJI ESG Scores 皆基於 SAM CSA 收集的數據評定，再將數據按相應的行業權重計算匯總至標準評分、要素評分及 ESG 總分，為一個由下而上的研究過程，其流程詳如圖 1-1。ESG 總分中的要素評分為分別對環境、社會及公司治理評分，標準評分為要素項下的項目，項目內容為表 1-1，每項標準問題旨在評估公司的 ESG 因子對公司財務成功的重要性的認識程度、釐定公司 ESG 因子所面臨風險的潛在財務影響（即財務重要性）、執行策略管理 ESG 風險或透過與業務模式相一致的方式把握相關機遇、衡量與所列關鍵績效指標（KPI）相關的結果，以評估永續發展策略的成效、對所述結果進行驗證或外部審計及清晰地傳達企業永續發展策略以及既定目標的進展。

圖 1-1 S&P Global ESG Scores 及 S&P DJI ESG Scores 流程圖



資料來源：S&P Global 及自行整理

表 1-1 S&P Global ESG Scores 及 S&P DJI ESG Scores 要素評分的項目內容

| 要素 | 環境   | 社會  | 公司治理  |
|----|--|---|---|
| 項目 | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 生物多樣性</li> <li>◆ 建築材料</li> <li>◆ 氣候戰略</li> <li>◆ 協同處理</li> <li>◆ 發電</li> <li>◆ 環境政策與管理體系</li> <li>◆ 環境報告</li> <li>◆ 燃油效率</li> <li>◆ 基因改良生物</li> <li>◆ 低碳戰略</li> <li>◆ 礦物廢物管理</li> <li>◆ 運營生態效率</li> <li>◆ 包裝</li> <li>◆ 產品管理</li> <li>◆ 原材料採購</li> <li>◆ 回收策略</li> <li>◆ 資源節約與資源效率</li> <li>◆ 永續林業實踐</li> <li>◆ 輸配電</li> <li>◆ 水務</li> <li>◆ 與水有關的風險</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 解決成本負擔</li> <li>◆ 資產清算管理</li> <li>◆ 企業公民與慈善事業</li> <li>◆ 金融包容性</li> <li>◆ 健康成果貢獻</li> <li>◆ 人力資本發展</li> <li>◆ 人權</li> <li>◆ 勞工實踐指標</li> <li>◆ 業務運作對當地的影響</li> <li>◆ 職業健康和安全</li> <li>◆ 建立永續醫療保健的伙伴關係</li> <li>◆ 旅客安全</li> <li>◆ 內容責任</li> <li>◆ 對社區的社會影響</li> <li>◆ 社會融合與復興</li> <li>◆ 社會報導</li> <li>◆ 利益相關者參與</li> <li>◆ 改善獲取藥品或產品的策略</li> <li>◆ 人才吸引與保留</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 反犯罪政策與措施</li> <li>◆ 品牌管理</li> <li>◆ 商業行為守則</li> <li>◆ 遵守適用的出口管制制度</li> <li>◆ 公司治理</li> <li>◆ 客戶關係管理</li> <li>◆ 效率</li> <li>◆ 能源結構</li> <li>◆ 財務穩定性和系統性風險</li> <li>◆ 車隊管理</li> <li>◆ 健康與營養</li> <li>◆ 信息安全 / 網絡安全與系統可用性</li> <li>◆ 創新管理</li> <li>◆ 市場機會</li> <li>◆ 營銷實踐</li> <li>◆ 實質性</li> <li>◆ 網絡可靠性</li> <li>◆ 政策影響</li> <li>◆ 可持續保險原則</li> <li>◆ 隱私保護</li> <li>◆ 產品質量 and 召回管理</li> <li>◆ 可靠性</li> <li>◆ 風險與危機管理</li> <li>◆ 新興市場策略</li> <li>◆ 供應鏈管理</li> <li>◆ 永續建設</li> <li>◆ 永續金融</li> <li>◆ 稅收策略</li> </ul> |

資料來源：S&P Global 及自行整理

雖然 S&P Global ESG Scores 與 S&P DJI ESG Scores 的評分流程在基礎研究方法、數據收集和質素鑒證等多個方面

皆相同，但整個流程存在顯著差異，下表列有兩類評分之間的主要差異。

表 1-2 S&P Global ESG Scores 與 S&P DJI ESG Scores 的評分流程

|        | S&P Global ESG Score                            | S&P Dow Jones ESG Score  |
|--------|---|--|
| 基礎研究方法 | SAM 企業可持續發展評估 ( CSA ) 。                         |  |
| 計算媒介   | ESG 數據、評級和基準。                                   |  |
| 評審週期   | 每年。   |  |
| 數據收集   | 公司透過 CSA 直接參與或由 SAM 分析師評估已公佈數據。                 |  |
| 質素鑒證   | 根據 SAM 指引進行細緻、多層次的質素控制流程。研究和質素控制流程每年由獨立第三方進行鑒證。 |  |
| 問題評分   | 透過預先設定的 CSA 方法對數據點進行匯總。未作答的問題按 0 分計算。           | 透過預先設定的 CSA 方法對數據點進行匯總。未作答的非強制性問題不計算評分。未作答的強制性問題按 0 分計算。各行業的問題評分作歸一化處理。  |
| 問題權重   | 根據可持續發展因子對具體行業的財務重要性，由 SAM 釐定預先設定的行業 CSA 權重。    |  |
| 標準評分   | 問題評分匯總至標準評分。                                    | 問題評分匯總至標準評分。未作答的非強制性問題的權重新分配至標準內的其他問題，以維持標準權重。                           |
| 標準權重   | 根據可持續發展因子對具體行業的財務重要性，由 SAM 釐定預先設定的行業 CSA 權重。    |  |
| 要素評分   | 標準評分匯總至要素評分。                                    | 標準評分匯總至要素評分。若標準中的所有問題均未作答，則標準的權重將重新分配至要素 ( 環境、社會及公司治理 ) 內的其他標準。          |
| 要素權重   | 無論對標準問題如何作答，始終按最初的 SAM 權重計劃維持要素權重。              |  |
| ESG 總分 | 由所有標準和要素評分的加權總和得出的絕對評分，評分介於 0 至 100，100 代表最佳表現。 | 由所有標準和要素評分的加權總和得出的絕對評分。其後使用分佈標準化方法調整 ESG 總分，使評分介於 0 至 100 之間，100 代表最佳表現。 |

資料來源：標普道瓊指數有限公司及 Robeco SAM

## (二) MSCI

MSCI 公司的 MSCI ESG Ratings 於 2019 年 11 月 25 日開放社會大眾於網站 (<https://www.msci.com/esg-ratings>) 上查詢被投資公司的 ESG Rating。MSCI ESG Ratings 針對環境 (E)、社會 (S) 及司治理 (G) 三大支柱合計 10 項主題下的 37 項關鍵議題 (表 1-3) 個別評分，再將對關鍵議題得分的加權平均值進行匯總，並根據行業對公司得分進行標準化調整，最終行業調整後得分對應於最佳 (AAA) 與最差 (CCC) 之間的七種等級，其中以 AAA、AA

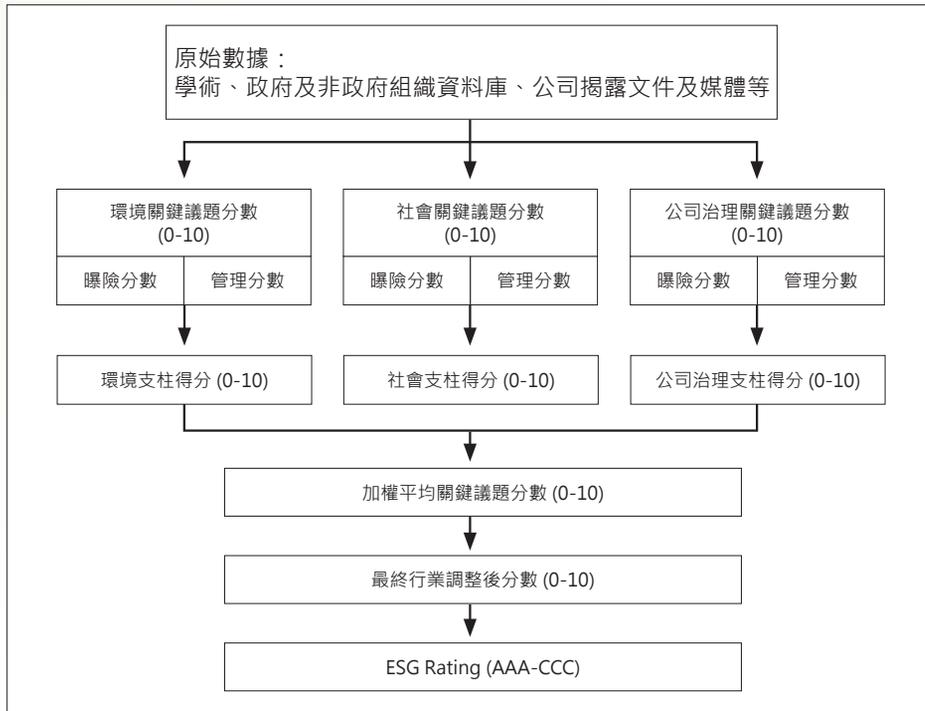
分類為公司永續的領導者 (Leader)，A、BBB、BB 為平均者 (Average)，B、CCC 則落後者 (Laggard)；其除提供 ESG 整體評級及評分外，也單獨提供 E、S 及 G 的評分。MSCI ESG Ratings 模型旨在回答有關公司及其行業面臨的最大 ESG 風險和機會是什麼、公司如何承受這些關鍵風險和 / 或機會、公司管理主要風險和機會的情況如何、公司的總體情況如何及與全球同行相比如何。ESG 評級流程 (下頁圖 1-2) 詳細介紹如下。

表 1-3 MSCI ESG Ratings 支柱、主題及關鍵議題

| 3 支柱 | 10 項主題 | 37 個 ESG 關鍵議題  |   |
|------|--------|--|---|
| 環境   | 氣候變化   | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 碳排放量</li> <li>◆ 產品碳足跡</li> </ul>                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 融資環境影響</li> <li>◆ 氣候變化脆弱性</li> </ul>                     |
|      | 自然資源   | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 水資源壓力</li> <li>◆ 原材料採購</li> </ul>                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 生物多樣性與土地利用</li> </ul>                                    |
|      | 污染與浪費  | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 有毒物排放及浪費</li> <li>◆ 電子廢物</li> </ul>                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 用於包裝的材料及浪費</li> </ul>                                    |
|      | 環境機會   | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 清潔技術的機會</li> <li>◆ 綠色建造的機會</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 可再生能源的機會</li> </ul>                                      |
| 社會   | 人力資源   | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 人力資源管理</li> <li>◆ 員工健康和 safety</li> </ul>             | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 人力資本發展</li> <li>◆ 供應鏈勞動標準</li> </ul>                     |
|      | 產品可信度  | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 化學物質安全性</li> <li>◆ 隱私和數據安全</li> <li>◆ 責任投資</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 產品安全與品質</li> <li>◆ 金融產品安全性</li> <li>◆ 健康與人口風險</li> </ul> |
|      | 股東否決權  | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 有爭議的採購</li> </ul>                                     |   |
|      | 社會機會   | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 溝通管道</li> <li>◆ 融資管道</li> </ul>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 衛生保健管道</li> <li>◆ 營養與健康的機會</li> </ul>                    |
| 公司治理 | 公司治理   | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 董事會</li> <li>◆ 薪酬</li> </ul>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 所有權</li> <li>◆ 會計</li> </ul>                             |
|      | 公司行為   | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 商業道德</li> <li>◆ 反競爭行為</li> <li>◆ 納稅透明度</li> </ul>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 貪污和不穩定性</li> <li>◆ 金融體系不穩定</li> </ul>                    |

資料來源：MSCI 及自行整理

圖 1-2 MSCI ESG Ratings 流程圖



資料來源：MSCI 及自行整理

### 1. 數據源

透過學術、政府及非政府組織資料庫、公司揭露文件（如：10-K、永續發展報告及年度股東大會結果等）及 2,100 個媒體來源等管道收集公開數據及文件。

### 2. 設置關鍵議題權重

為全球行業分類標準概述（Global Industry Classification Standard, GICS）子行業選擇關鍵議題後，將設置議題權重，以決定每個關鍵議題對總體評級的貢獻。每個關鍵議題通常佔 ESG 總評分的 5-30%。權重考慮了該行業相對於所有其他行業對環境或社會的負面或正面影響的貢獻，權重的高低主要考察兩個方面，一方面是該關鍵議題對於行業的影響程度，一方面則是預期風險 / 機會的時間範圍，詳如表 1-4。

表 1-4 MSCI 設置關鍵議題權重的框架

|          |               | 預期風險 / 機會的時間範圍 |               |
|----------|---------------|----------------|---------------|
|          |               | 短期<br>(2 年以下)  | 長期<br>(5 年以上) |
| 環境或社會影響度 | 行業中是主要的影響的貢獻者 | 最高重量           |               |
|          | 行業中很小影響的貢獻者   |                | 最低重量          |

資料來源：MSCI 及自行整理

### 3. 關鍵議題評估

#### (1) 風險及機會

MSCI 認為 ESG 各項關鍵評價議題將同時給公司帶來風險與機會，因此通過定量模型確定每個行業的重大風險和機會。

**A. MSCI 對 ESG 風險項評估同時衡量公司風險曝險 (Risk Exposure) 和風險管理 (Risk Management)。**

風險曝險評分 (Risk Exposure Score)，某項 ESG 關鍵議題在同一行業內部進行風險的定量化評價時，每一家公司的風險曝險大小通常有所不同，因此 MSCI ESG 評分通過對每一家公司進行業務拆解來考察該家公司面臨的風險曝險大小，具體來看包括對公司核心產品及業務所屬類別及性質的劃分、經營場所所在地、生產是否外包和對於政府合同的依賴程度等內容。最終公司風險曝險大小將被定量化為

0-10 分，其中 0 代表完全無曝險，而 10 代表面臨較高等級曝險。

風險管理分數 (Risk Management Score) 為將考慮公司製定策略的程度並顯示出在管理其特定風險或機會水平方面的好業績記錄。風險管理分數為 0-10 分，其中 0 分代表該公司並未顯現出任何的管理能力或管理政策未顯示出任何效果，10 分代表公司具有非常強的管理能力。另，最近三年內發生的爭議事項 (公司運營和 / 或產品據稱對環境、社會和 / 或公司治理產生負面影響的情況或持續性情況，其可能表明公司的風險管理能力存在結構性問題)，將相應扣減公司該項指標的管理項得分。

最終對於公司風險項的評分將 Risk Exposure Score 和 Risk Management Score 結合在一起獲得關鍵議題得分。關鍵議題分數為 0-10 分，其中 0 代表非常差，10 代表非常好。

B. 機會：

MSCI 對於 ESG 機會項的評估也同時考察公司管理能力及風險曝險大小，而與對於 ESG 風險項的考察類似，對於一家公司機會項的考察需同時評價該公司基於其地理位置及業務類別所面臨的機會大小以及該公司是否具備能夠準確抓住並合理運用該項機會的能力，但與 ESG 風險項的考察不同的是，當公司面臨相同機會時，具備卓越的管理能力將指向更高的機會項得分，一般的管理能力則指向一般得分，較差的管理能力將導致公司獲得較低的機會項得分。對於公司機會項的評分為 0-10 分，10 分為滿分。

(2) 公司治理項

2018 年 MSCI 引入了對公司董事會、工資薪酬、所有權、會計等四個方面的考察機制，並且每個公司都從滿分 10 分開始，並根據各項關鍵指標的評估結果進行分數的扣除，直至最低得分為 0 分。

4. 分數加總轉換成 ESG Rating

公司的最終評級得分在由以上各項關鍵指標分數按照權重加權計算後，還需要按照公司所處的行業進行調整。也就是說，每家公司的 ESG 評級得分並不是一項絕對的分值，同時也包含了這家公司相對於同行業公司的平均表現差異。根據行業調整後的 ESG 分數，按照分數區間最終給出公司從 AAA 到 CCC 的 ESG 評等結果（表 1-5）。

表 1-5 MSCI ESG 公司評級分數及等級劃分

| 總體表現 | 評分結果 | 最終產業調整後分數 |
|------|------|-----------|
| 領先   | AAA  | 8.6-10.0  |
|      | AA   | 7.1-8.6   |
| 平均   | A    | 5.7-7.1   |
|      | BBB  | 4.3-5.7   |
|      | BB   | 2.9-4.3   |
| 落後   | B    | 1.4-2.9   |
|      | CCC  | 0.0-1.4   |

資料來源：MSCI 及自行整理

### (三) FTSE Russell

FTSE Russell 的 ESG 評鑑模型為一完整結構性的計量評鑑模型，其分成環境、社會及公司治理三大支柱，5 個類型的環境主題、5 個類型的社會主題及 4 個類型的公司治理主題，共 14 個主題（表 1-6），各主題包含 10 至 35 個指標組成，全部超過 300 個指標；其評分計

算先將各公司在各題項進行評分，各題項分數在彙整為該主題的分數，再將同支柱內各主題分數與其曝險係數相乘後加總得出支柱分數，最後將各支柱分數與其曝險係數相乘後加總得到 ESG 總評分，ESG 總評分介於 0 至 5，5 代表最佳表現。

表 1-6 FTSE4Good 評鑑模型支柱及主題

| 支柱 | 環境面向<br>Environment<br>( 5 類型主題 )                           | 社會面向<br>Social<br>( 5 類型主題 )                              | 公司治理面向<br>Governance<br>( 4 類型主題 )       |
|----|---|---|--|
| 主題 | 1. 氣候變遷<br>2. 環境汙染及資源<br>3. 水資源使用<br>4. 生物多樣性<br>5. 環境保護供應鏈 | 1. 勞動基準<br>2. 健康與安全<br>3. 人權與社區<br>4. 消費者責任<br>5. 社會責任供應鏈 | 1. 公司治理<br>2. 風險管理<br>3. 稅務透明度<br>4. 反行賄 |

資料來源：FTSE Russell 及臺灣指數公司

FTSE Russell ESG 評鑑模型使用公開可取得的訊息進行評鑑，主要原因為為下：

#### 1. 資訊可取得之改變

早期從公開領域取得公司資訊非常少，但隨著時間的經過公司資訊揭露隨之改善且 FTSE 也設立得更嚴謹的標準，讓公司可依循，包括逐漸納入更完善的公開揭露標準，因此長時間下來有越來越多的資訊是由公司所揭露的，並且 FTSE 於 2013 年開始使用公開可取得資訊作為 ESG 評鑑及 FTSE4Good 指數系列的評鑑標準。

#### 2. 資訊可信度

當公司是私下提供資訊時，比起公開揭露資訊具有較低程度的盡職調查，因當公司資訊是公開可取得時，公司內部團隊會更加仔細檢查與確認揭露資訊的正確性。

#### 3. 法規

越來越多國家開始推動相關規範來達到公司資訊透明化。

#### 4. 客觀方法

會議、電話、面試與調查等對於主動式經理人或許是合適的，但存有主觀性，其為編製基準指數時必需避免的。

### 5. 降低複製度與問卷之勞煩

公司要處理許多從指數提供者、ESG 研究公司、賣方經紀人、資產管理者、資產擁有者、非營利組織及其他利益關係人等的大量資訊需求是非常困難的事情，因此若公司專注於特定的揭露標準，則更能確保公司資訊完善與正確以公開可取得的方式提供給大眾，進而公司處理資訊需求者的事情就會變得容易許多。

### 6. 促進全市場的進步

因 FTSE Russell 將 ESG 評鑑標準與方法納入其指數編製過程，促進公司在數據與資訊揭露上的改善，進而促進整個市場在取得公開資訊上的進步。

### 7. 未來發展

FTSE Russell 相信未來所有 ESG 指數皆會考慮要更倚賴透明的公開資訊。

### (四) Sustainalytics

Sustainalytics 是一家根據上市公司的環境、社會及公司治理績效對上市公司的永續性進行評級的公司，目前由晨星公司持有。2018 年 9 月 12 日宣布推出 ESG Risk Ratings，為該公司的下一代 ESG 研究和評價產品，旨在幫助投資者識別和了解其投資組合中與財務重大的 ESG 相關風險，同時並與 Yahoo Finance (<https://finance.yahoo.com/>) 合作，在 Yahoo Finance 上公布了其評鑑公司的 ESG 風險評級與 E、S 及 G 的個別評級；2020 年 7 月起於 Sustainalytics 網站 (<https://www.sustainalytics.com/esg-ratings/>) 開放查詢 ESG 評級。ESG 風評分等級為 0-100 分，其中 0 分最佳，100 分為最嚴重，ESG 風險評級又依風險程度，將公司風險分為 5 級，ESG 風險評級低於 10 分為無風險 (Negligible)、10 至 20 分為低風險 (Low)、21 至 30 分為中風險 (Medium)、31 至 40 分為高風險 (High)、高於 40 分為嚴重風險 (Severe)。

除上述 ESG 評分機構外，還有 Thomson Reuters ESG Scores、Refinitiv ESG Scores 等機構，然這麼多的 ESG 評分機構因缺乏標準化、透明性及可比性給投資者帶來了重大挑戰。根據 STATE STREET GLOBAL ADVISORS 《The ESG Data Challenge》顯示單個公司的評級在不同提供商之間可能差異很大，其使用 2017 年 6 月 30 日 MSCI 世界指數成份股為覆蓋範圍，檢查了四個主要數據提供

商（Sustainalytics、MSCI、RobecoSAM 及 Bloomberg ESG 的 ESG 得分）的橫段面相關性研究，其結果為表 1-7，然可看出 Sustainalytics 及 RobecoSAM 的相關性最高為 0.76，但其他評分機構的相關性則不高。造成各家評分機構結果不一致，主因各家評分機構的 ESG 數據、研

究和評分方法皆不同所致，其中 ESG 質量數據是分析的命脈，但目前世界各地的政府都沒有要求公司報告哪些 ESG 因素對其業務績效至關重要以及哪些信息需要披露給投資者，大多數是由公司自己決定，未標準化、透明性及可比性為現在 ESG 評分機構所面臨的挑戰。

表 1-7 Sustainalytics、MSCI、RobecoSAM 及 Bloomberg ESG 的橫段面相關性

|                | Sustainalytics | MSCI | RobecoSAM | Bloomberg ESG |
|----------------|----------------|------|-----------|---------------|
| Sustainalytics | 1              | 0.53 | 0.76      | 0.66          |
| MSCI           |                | 1    | 0.48      | 0.47          |
| RobecoSAM      |                |      | 1         | 0.68          |
| Bloomberg ESG  |                |      |           | 1             |

資料來源：State Street 《The ESG Data Challenge》

## 二、歐美 ESG 投資的發展

### （一）Domini 400 Social Index（現更名為 MSCI KLD 400 Social Index）

1990年5月，由Kinder、Lydenberg及Domini & Co. Inc.（三者合稱為KLD）創立，美國第一個以環境、社會及公司治理性議題為篩選準則的指數 Domini 400 Social Index，其編製 KLD 以 S&P500 指數成分股及被選為區域多元化與市場資本化的非 S&P500 指數的企業為基礎，進行第一階段排除性篩選，將涉及菸草與酒精（製造煙草產品或含酒精飲料）、博弈（收益有部份來自於博弈事業）、核能發電（核能電廠或是擁有核能發電

或營運公司股權）及軍火武器（毛利中有 2% 以上來自於販售軍火武器）的公司予以排除，第二階段進行量化性篩選，將環境績效（公司罰款、廢棄物處理、排放有毒物質、廢棄物減量、污染排放減量、資源回收成果、環保性產品及服務）、勞工關係（公司關於勞工事務的紀錄、職場安全、勞工福利及有意義的分享計畫）、多樣性（女性及少數民族的雇用與升遷、員工在工作及家庭上的福利狀況以及同性戀者的雇用方案）、公民義務（公司在慈善活動及一般社區關係建立上的紀錄）及產品相關議題（公司關於產品品質與安全性、行銷業務及品質保證）的各項準則進行績效高低排

序，篩選出 400 間公司成為指數。後來 Domini 400 Social Index 遵循 FTSE AWD USA Index 轉變為 FTSE KLD Index，於 2010 年 9 月 FTSE KLD Index 轉變為 MSCI ESG 指數，更名為 MSCI KLD 400 Social Index。

## (二) S&P Dow Jones Index

### 1. 道瓊永續性群組指數 (The Dow Jones Sustainability Group Index, DJSI)

1999 年 9 月 8 日道瓊指數 (現為標普道瓊指數，2012 年標準普爾指數和道瓊指數合併成為標準普爾道瓊指數) 與瑞士永續資產管理公司 (Sustainable Asset Management, SAM; 2006 年 SAM 收購荷寶 Robeco，於 2013 年改名為 RobecoSAM) 共同成立全球第一個永續性指數—道瓊永續性指數 (Dow Jones Sustainability World Index, DJSI World)，著重在企業永續性的觀念從經濟、環境及社會三個面向 (表 1-8)，去評等企業在策略、管理及產業特定要素等方面的永續性商機與風險，而量化出企業的永續性分數。DJSI World 以道瓊工業指數之成分股為基礎，挑選各產業在永續經營上表現最好的前百分之十，作為道瓊永續性指數的成分股，其包括五個集合指數 Dow Jones Sustainability World Index ex Alcohol、Dow

Jones Sustainability World Index ex Tobacco、Dow Jones Sustainability World Index ex Gambling、Dow Jones Sustainability World Index ex Armaments & Firearms 及 Dow Jones Sustainability World Index ex Alcohol, Tobacco, Gambling, Armaments & Firearms。

2001 年 10 月 15 日與 STOXX 公司合作推出歐洲區域性永續指數，以歐洲地區永續發展之企業為基礎，自 Dow Jones STOXX 600 Index 中的 600 家企業，挑選出永續經營表現為前百分之二十的企業為成分股，其包括兩個綜合型指數及兩個部分集合指數，兩個綜合型指數分別為歐洲區域永續發展良好的企業的指數—Dow Jones STOXX Sustainability Index (DJSI STOXX) 及歐元區域永續發展良好的企業的指數—Dow Jones EURO STOXX Sustainability Index (DJSI EURO STOXX)，四個部分集合指數為 Dow Jones STOXX Sustainability Index ex Alcohol, Gambling, Tobacco, Armaments and Firearms (DJSI STOXX AGTAF)、Dow Jones STOXX Sustainability Index ex Alcohol, Gambling, Tobacco, Armaments, Firearms and Adult Entertainment (DJSI STOXX All/AE)、Dow Jones EURO STOXX

Sustainability Index ex. Alcohol, Gambling, Tobacco, Armaments and Firearms (DJSI EURO STOXX AGTAF) 及 Dow Jones EURO STOXX Sustainability Index ex. Alcohol, Gambling, Tobacco, Armaments, Firearms and Adult Entertainment (DJSI EURO All/AE)。但於 2010 年 SAM 與道瓊指數公司中止與 STOXX 公司合

作，歐洲區域性永續指數也隨之終止。2010 年 8 月 4 日 SAM 與道瓊指數公司再推出新的歐洲區域性永續指數，其包括歐洲永續性指數 (Dow Jones Sustainability Europe Index, DJSI Europe) 及歐元區永續性指數 (Dow Jones Sustainability Eurozone Index, DJSI Eurozone)。

表 1-8 DJSI World 篩選面項及細項

| 面項  | 細項                 |
|-----|--------------------|
| 經濟面 | 公司治理               |
|     | 風險及危機管理            |
|     | 行為守則 / 合規 / 反腐敗和賄賂 |
|     | 特定行業準則             |
| 環境面 | 環境報告書              |
|     | 行業特定標準             |
| 社會面 | 人力資本發展             |
|     | 人才培育               |
|     | 勞工實務指標             |
|     | 企業公民 / 慈善事業        |
|     | 社會報告書              |
|     | 行業特定標準             |

資料來源：RobecoSAM 及自行整理

2005 年 9 月 23 日推出北美區域性指數，以北美地區永續發展之企業為基礎，其包含兩組概念指數，一為道瓊北美永續性指數 (Dow Jones Sustainability North America Index, DJSI North America)，另一個為道瓊美國地區永續性指數 (Dow Jones

Sustainability United States Index, DJSI United States)。

2015 年標普道瓊指數一系列 ESG 主題指數，包括標普 500 環境與社會責任指數、標普 500 天主教價值指數、標普無化石燃料指數系列及標普 ESG 泛歐發達主權債券指數。2017 年推

出道瓊拉美永續性指數 (DJSI MILA Index)。目前 DJSI 的永續性系列指數包括全球、區域和國家基準，其系列目前有 DJSI World、DJSI North America、DJSI Europe、DJSI Asia Pacific、DJSI Emerging Markets、DJSI Korea、DJSI Australia、DJSI Chile、DJSI MILA Pacific Alliance。

## 2. S&P ESG Index

2019 年標普道瓊指數公司發布新標普道瓊 ESG 得分 (基於 SAM ESG 數據)，並同時推出 S & P ESG 指數系列 (如 S & P 500 ESG, S & P Europe 350 ESG, S & P Global 1200 ESG 和 S & P Japan 500 ESG)，以新標普道瓊 ESG 得分進行評分，該系列旨在為希望將 ESG 因素納入其核心投資中，同時又不偏離標準普爾大盤指數整體概況的投資者設計。

### (三) FTSE4GOOD 系列

2001 年 7 月 31 日，金融時報公司 (Financial Times) 及倫敦證券交易所 (the Stock Exchanges in London) 合作，在原來的倫敦金融時報指數 (FTSE) 外，另外創立了一群永續性投資指數，以英國、歐洲和美國市場為主，名為 FTSE4Good 指數，包括四個標竿指數 (FTSE4Good UK Index、FTSE4Good Europe Index、FTSE4Good US Index、FTSE4Good Global Index) 和四個可交易的指數 (FTSE4Good UK

50 Index、FTSE4Good Europe 50 Index、FTSE4Good US 100 Index、FTSE4Good Global 100 Index)。FTSE4Good 指數成分股的核心基礎是 FTSE 的 ESG Ratings model，專為客觀衡量全球企業的環境、社會和公司治理風險與表現而設計，包含三大支柱、14 個主題及 300 個以上指標。

### (四) Bloomberg SASB ESG Index

2019 年 9 月 18 日彭博推出 Bloomberg SASB ESG 指數系列，包含 Bloomberg SASB US Large Cap ESG Index、Bloomberg SASB US Corporate ESG Index、Bloomberg SASB US Corporate ESG Ex-Controversies Index、Bloomberg SASB US Corporate ESG Ex-Controversies Select Index、Bloomberg SASB US Large Cap ESG Select Index、Bloomberg SASB US Large Cap ESG Ex-Controversies Select Index、Bloomberg SASB US Growth ESG Ex-Controversies Select Index、Bloomberg SASB US Value ESG Ex-Controversies Select Index、Bloomberg SASB US Dividend Yield ESG Ex-Controversies Select Index 及 Bloomberg SASB Euro Corporate ESG Ex-Controversies Select Index，該指數系列使用由道富環球投資管理公司 (State Street Global) 開發的 ESG 評分—R-Factor™。

R-Factor™ 以主動及全面的方式衡量公司業務績效與財務上重大 ESG 相關的運營和公司治理行業面臨的挑戰；根據可持續發展會計標準委員會 (SASB) 制定的分析框架和行業特定標準設計，

然 SASB 標準於 2018 年 11 月才正式發布，許多公司尚未將此標準納入其報告慣例中，因此 R-Factor™ 利用四個數據源（Sustainalytics、ISS-ESG、Vigeo-EIRIS 及 ISS-Government），以提高整體覆蓋率並消除現有評分固有的偏見。

### 三、亞洲 ESG 投資發展

亞洲地區，2003 年日本發布「日本社會責任投資指數」，2009 年韓國交易所發展出「韓國社會投資指數」、上海證券交易所推出「上社會責任指數（SSE Social Responsibility Index）」、深圳證券交易所公布「深證社會責任指數（SZSE CSR Price Index）」，2010 年香港恆生指數公司發行「恆生可持續發展企業指數系列」，2014 年馬來西亞於與富時合作推出「FTSE4Good Bursa Malaysia Index」，2016 年新加坡推出「SGX Sustainability Indices」等，可看出亞洲各國對 ESG 證券市場投資議題更加重視，以下將介紹以亞太區域為主的 ESG 指數，並針對日本及中國 ESG 證券市場進行介紹。

#### （一）亞太區域性的 ESG 指數

##### 1. FTSE4Good 系列

- FTSE4Good Developed Asia Pacific Index
- FTSE4Good ASEAN 5 Index（旨在識別在東盟主要金融市場－馬來西亞交易所、印尼證券交易所、菲律賓證券交易所、新加坡證券交易所和泰國證券交易所－上市

的具有公認企業責任實踐的公司）。

##### 2. FTSE ESG Indexes 系列：

- FTSE Asia ex Japan ESG Low Carbon Emissions Target Exposure Index

##### 3. S&P ESG 系列：

- S&P Asia Pacific Developed ex Korea ESG
- S&P Asia Pacific Emerging Plus LargeMidCap ESG
- S&P Asia Pacific Emerging Large MidCap ESG
- S&P Asia Pacific Developed LargeMidCap ESG

#### （二）日本

##### 1. 日本社會責任投資指數

（Morningstar Socially Responsible Investment Index，MS-SRI）

2003 年 7 月由日本晨星（Morningstar）編製提出，是日本第一個社會責任相關的指數，其成分股篩選是先由東洋經濟新報社對日本約 4,000 家上市公司進行問卷調查，對公司治理、環境、社會貢獻、員工等領域綜合評價，先依據評價結果初步篩選約 1,000 家公司，再由日本晨星考量市場流動性及可交易性後，選擇 150 家公司股票作為成分股。

## 2. 標普 / 東證 150 ESG 指數 (S&P/ TOPIX 150 ESG Factor Weighted Index)

針對標普 / 東證 150 的成分股中，由 RobecoSAM 進行企業永續發展調查，透過問卷調查，其問卷範圍涵蓋環境、社會及公司治理，並給予 ESG 評分，再依據 ESG 評分調整權重，ESG 評分高的調高權重，ESG 評分低的調低權重。

## 3. FTSE Blossom Japan Index

2013 年 7 月 3 日編製提出，使用 FTSE4Good 指數納入的規則編制。

## 4. FTSE Japan ESG Low Carbon Emissions Target Exposure Index

旨在降低指數的碳排放量水平，並顯著提高 ESG 總體評級。

## 5. MSCI Japan ESG Enhanced Focus Index

2019 年 1 月 15 日編製提出，旨在最大程度地積極於環境、社會與公司治理議題，同時減少二氧化碳和其他溫室氣體的碳排放量，及對化石燃料儲備的潛在排放風險的暴露減少百分之三十。

## 6. S&P Japan 500 ESG

2019 年 5 月 6 日編製提出，旨在衡量符合 ESG 標準的證券的表現。

## (三) 中國

### 1. 上證社會責任指數

2009 年編製提出，以上證公司治理板塊中揭露社會責任報告的 A 股公司股票為樣本，將過去一年日平均成交金額在上海股市 A 股後 20% 者刪除，再依上海證交所《關於加強上市公司社會責任承擔工作的通知》中關於每股社會貢獻值的定義，對剩下的股票估算每股社會貢獻值，選取排名最高的前 100 位，編列為指數。

### 2. 深證責任指數

2009 年編製提出，以在深圳證交所上市滿 6 個月以上的 A 股且考察期內股價無異常波動，最近一年亦無重大違規、財務報告重大問題、經營異常、重大虧損等情事、在勞動者權益保護、誠信經營、產品質量與服務及節能環保等方面無重大問題，且公司已揭露社會責任報告，在上市公司治理綜合評分超過 75 分，或評分超過 70 分但在履行社會責任方面表現突出的公司為樣本，以公司為股東創造之淨利、為國家創造之稅收、向員工支付之薪資、向銀行等債權人給付之借款利息，計算四項總額與公司淨資產比值，並綜合考量公司在公益事業中之貢獻，將計算結果由高至低排序選取 100 檔為成分股。

### 3. 朗詩 · 中國 ESG 景氣指數 (China ESG Development Index , ESGDI)

2017年9月公布試行版，2018年公布正式版，通過科學的指數模型構建，運用先進的大數據蒐集方法，客觀地反映一定區域內（全國或各省市區）ESG的宏觀景氣狀態；ESG景氣指數中的環境指標主要關注環保政策、環境風險規避以及綠色企業發展；社會指標主要關注產品質量、生產安全、勞工問題以及扶貧工作；公司治理指標主要關注企業治理結構以及信息透明度。

## 四、臺灣 ESG 投資

### (一) 臺灣 ESG 指數及基金發展及現況

#### 1. 臺灣永續指數

2017年12月18日臺灣指數公司與FTSE Russell共同發布合編之「FTSE4Good臺灣指數公司臺灣永續指數」，基期日為2017年6月16日，其為國內首檔結合完整環境、社會及公司治理與財務指標篩選的投資型ESG指數，目前有66家成分股公司，此外，「臺灣永續指數」自發布以來陸續獲機構法人採用進行多項資產管理應用，截至2020年7月底止，連結該指數之資產規模超過新臺幣400億元。臺灣永續指數成分股每年6月及12月進行定期審

核，成分股數目不固定，其編製規則流程如下：

- (1) 篩選母體：臺灣永續指數屬於富時社會責任指數系列（FTSE4Good Index Series），以富時社會責任新興市場指數（FTSE4Good Emerging Indexes）成分股中的臺灣上市公司股票為篩選母體。
- (2) FTSE Russell ESG 評鑑模型評分：依 FTSE Russell ESG 評鑑模型計算各公司 ESG 分數後，非臺灣永續指數成分股的公司 ESG 分數若大於 2.5 分則予以加入，而為臺灣永續指數成分股的公司 ESG 分數若小於 2 分則予以刪除。
- (3) 再進行 ROE 及 CSR 報告書篩選：將通過 FTSE Russell ESG 評鑑模的上市公司，剔除最近 12 個月股東權益報酬率（ROE）小於 0 的公司或未通過出版企業社會責任報告書的公司，成為臺灣永續指數成分股。
- (4) 計算權重：市值加權個別股票權重上限為 30%。

#### 2. 元大臺灣 ESG 永續 ETF 基金 (00850.TW)

2019年8月15日元大證券投資信託股份有限公司成立「元大臺灣 ESG 永續 ETF 基金」，

以完全複製的指數化操作策略追蹤臺灣永續指數之績效表現，其投資於臺灣永續指數成分股票之總金額不低於元大臺灣 ESG 永續 ETF 基金淨資產價值 80%。

### 3. 臺灣永續指數期貨

2020 年 6 月 8 日臺灣期貨交易所股份有限公司推出第一檔 ESG 相關期貨商品—「臺灣永續指數期貨」，交易標的為臺灣永續指數。

### 4. 國泰台灣 ESG 永續高股息 ETF 基金 (00878.TW)

2020 年 7 月 10 日國泰證券投資信託股份有限公司成立「國泰台灣 ESG 永續高股息 ETF 基金」，以追蹤 MSCI 臺灣 ESG 永續高股息精選 30 指數 (MSCI Taiwan Select ESG Sustainability High Yield Top 30 Index) 績效表現為目標，其投資於國泰台灣 ESG 永續高股息精選 30 指數成分股票之總金額不低於元大臺灣 ESG 永續 ETF 基金淨資產價值 80%。

MSCI 臺灣 ESG 永續高股息精選 30 指數為 MSCI 公司所發布，旨在計算及衡量臺灣證券交易市場上市上櫃的普通股中，企業 ESG 評分達一定水準且提供高股息殖利率的公司之投資回報，其編製規則流程如下：

- (1) 篩選母體：以 MSCI 臺灣指數成分股為篩選母體。
- (2) 條件篩選：
  - A. MSCI ESG 評級 (Rating) 篩選  
MSCI ESG 評級為 AAA 或 AA 或 A 或 BBB 或 BB 的公司，排除評級
  - B. MSCI ESG 爭議分數 (Controversy Score) 篩選  
MSCI ESG 爭議分數 3 或以上的公司。
  - C. 規模與獲利性篩選  
市值相當於 7 億美元以上，且年度每股盈餘為正。
- (3) 殖利率篩選：篩選出合格樣本後，再計算出個股的股利分數 (股利分數 =  $0.25 * \text{近 12 個月年化股息殖利率} + 0.75 * \text{近三年平均年化股息殖利率}$ )，依照股利分數排序選出前 30 檔個股作為指數成分股，若合格樣本集合少於 30 檔，則全數納入。
- (4) 計算權重：個別股票權重上限為 15%。
- (5) 採半年度調整：於每年 5 月及 11 月重新針對現有指數成分股，進行 ESG 評級、市值、獲利性、殖利率等面向進行篩選，現有指數成分股若有不符上述標準者，將會被剔除。

## 5. 富邦台灣永續發展高股息基金

2020年8月12日富邦證券投資信託股份有限公司成立「富邦台灣永續發展高股息基」，以投資於「永續發展高股息」相關之有價證券，其永續發展之有價證券為符合以下任一定義：

- (1) 指數編製公司所發行，具備永續發展、企業社會責任、公司治理等相關定義之指數成分股。
- (2) 參考目前市場具知名度或公信力之公正機構、法人機構、財團法人或政府機關所遴選具備永續發展、企業社會責任、公司治理等相關定義之優良企業名單。
- (3) 臺灣證券交易所股份有限公司所出具最近一年上市、上櫃公司治理評鑑結果前 50% 之公司，透過經理公司研究團隊根據實地調研，參考第三方資訊提供者評鑑或經理公司出具永續發展評估報告書，篩選出致力環境保護、社會責任、公司治理等三大面向，以永續發展為經營目標的公司。

### (二) 臺灣其他 ESG 投資的發展及現況

近年，從政府、企業到社會各界對環境保護、社會責任和公司治理的重視度逐步攀升，也使臺灣 ESG 評鑑分數有顯著的增長，臺灣從 2015 至 2019 年 ESG 評鑑分數成長 1.2 分，為亞太主要國家中成長最為快速的國家，2019 年整體亞太國家企業 ESG 評鑑平均分數為

2.61 分，臺灣企業 ESG 分數為 2.93 分，在 ESG 評鑑分數具優異的表現。

2020 年臺灣集中保管結算所（下稱集保結算所）推出全球第一個多元 ESG 資訊平台—公司投資人關係整合平台（IR 平台），旨在促進臺灣發行公司與投資人對 ESG 的重視。集保結算所與 Sustainalytics、FTSE Russell 與 ISS 等全球主要的 ESG 評分機構建立夥伴關係，在 IR 平台上提供一站式服務，使臺灣上市（櫃）公司可同時取得自家及各家 ESG 資訊，另為倡議國內專業機構投資人支持責任投資與一般投資人重視 ESG 相關議題，其於今（2020）年 8 月 26 日 IR 平台免費開放投資人使用，使一般投資人皆可查詢各上市（櫃）公司 ESG 評級分數。

從主管機關透過「資訊揭露」端要上市櫃公司訂定企業社會責任相關實務守則，供企業遵循，及透過「市場機制」端推動機構投資人簽署證交所發布「機構投資人盡職治理守則」（截至 109 年 7 月底，已有 151 家機構投資人簽署守則聲明，包括政府四大基金、40 家保險業、34 家本國銀行、39 家投信公司、28 家自營證券商，及 6 家其他機構）到近年一般投資大眾積極參與 ESG 相關 ETF 基金等商品外，到學界也加入 ESG 投資的浪潮，其台灣大學於 2019 年宣布校務基金投資將優先分批處份之高污染產業持股，成為亞洲首間承諾撤資高污染產業的大學，並於 2020 年建立「國內股票永續投資篩選原則」，以永續穩健

經營及善盡社會責任之企業為優先投資標的，目前參考天下雜誌編制 CSR 排名前 50 名之企業為優先投資標的，中期投資將納入責任投資原則 (PRI)，充分整合投資決策與環境、社會與公司治理 (ESG) 考量為目標。2020 年 8 月 10 日國立臺灣師範大學與元大投信進行產學合作，將大學社會責任 (USR) 鏈結永續 (ESG) 指數投資。

### 投資報酬率相關研究文獻

#### 一、ESG 投資的報酬率優於一般投資

Mallin and Saadouni (1995) 的文獻中創建一個 matched pairs test，將基金規模和成立日期進行配對後，利用 Jensen's alpha 來衡量是否 ESG 基金有異常報酬，得到 ESG 基金的表現優於其他基金。Waddock and Samuel (1997) 的文獻顯示 DSI (MSCI KLD 400 Social) 較 S&P 500 有較佳的績效表現。Schueth (2003) 的文獻顯示無論人們喜歡使用哪種篩選程序，ESG 基金的年化報酬率都遠高於傳統基金平均年化報酬率。Eccles, Ioannou and Serafeim (2012) 的文獻顯示從長期來看，無論是在股票市場還是在財務業績方面，ESG 優良之公司的表現都遠超過了同業。Vanita and Bhandari (2015) 的文獻表明，在印度某些 ESG 基金的報酬率明顯高於其他基金和基準指數。Tripathi and Bhandari (2012; 2015) 的文獻，發現印度的 ESG 投資組合表現並不遜色於其他市場投資組合，此外發現在股市為熊市時期，ESG 投資組合的表現

優於市場投資組合。Hussein and Omran (2005) 的文獻通過將一段期間分為兩個時期進行研究，以便追蹤在牛市和熊市下的報酬率，其研究 1995 年 12 月至 2003 年 6 月的道瓊伊斯蘭指數 (遵循伊斯蘭教法的投資規則，其禁止投資於傳統的金融服務業或以利息或額外收益賺取財務回報的產業，及涉及伊斯蘭教法禁止的活動/產品的產業，如酒精飲品、與豬肉相關的產品、賭博事業、色情事業、武器及軍事防備設備、煙草業，以及涉及人類/動物基因工程的生物科技業務) 的表現，其發現伊斯蘭指數在整個時期和牛市時期都能提供正的異常收益，但在熊市時期的表現卻不及同類指數。

#### 二、ESG 投資的報酬率劣於一般投資

Renneboog, Horst and Zhang (2008) 的文獻分析公司對 ESG 執行及對利益相關者治理造成貨幣管理行業的風險調整後績效的影響，其發現許多歐洲、北美和亞太國家的 ESG 投資基金績效的表現明顯落後於其基準投資組合績效，但是 ESG 投資基金和傳統基金之間卻沒有統計學上的顯著差異。Tippet (2001) 的文獻顯示 ESG 投資基金績效的年均表現遠遜於所有普通股指數。

而 ESG 投資報酬劣於一般投資的原因，根據 Renneboog, Horst and Zhan (2008b) 的文獻認為 ESG 型投資表現不佳的主要原因在於 ESG 篩查的實施限制了其全部分散潛力；Gil-Bazo, Ruiz-

Verdu and Portela (2010) 的文獻認為 ESG 基金表現不佳的一個原因可能是因為在篩選過程中產生勞動密集成本，其成本部分被轉嫁給投資者所致；Bauer et al. (2007) 的文獻亦提出 ESG 基金報酬率較差的原因可能為投資機會將只侷限在特定標的上，因此投資者勢必需要放棄一些風險分散的機會和利益，或公司內部發展 ESG 型投資篩選標準需進行極多的時間與花費，而這些成本將會反映在 ESG 型投資報酬率上。

### 三、ESG 投資與一般投資報酬率無明顯差異

Diltz (1995)、Guerard (1997)、Kurtz (1997)、Sauer (1997)、Goldreyer, Ahmed and Diltz (1999)、Cummings (2000)、Bauer, Koedijk and Otten (2005)、Bauer, Otten and Rad (2006)、Bauer, Derwall and Otten (2007)、Izquierdo and Saez (2008)、Renneboog, Horst and Zhang (2008b) 及 Cortez, Silva and Areal (2009) 的文獻，分別針對美國、加拿大、英國、西班牙、德國、義大利、澳洲、印度、中國等國的 ESG 投資與傳統投資的報酬率進行研究，其研究皆發現 ESG 篩選的投資和未經過 ESG 篩選的傳統投資在報酬率上並沒有出現統計上的顯著差異。根據 Asmundson and Foerster (2001) 的文獻發現，ESG 篩選的投資的報酬率雖在統計上沒與傳統投資出現顯著差異，但有一些薄弱的證據顯示 ESG 投資的風險相對傳統投資較小。

Bauer, Koedijk and Otten (2002) 的文獻，亦顯示英國及美國經過 ESG 篩選的基金與傳統基金的風險調整後報酬率之間並沒有顯著差異，且在引入 Beta 後，隨著時間的變化，將導致經過 ESG 篩選的基金表現明顯較傳統基金差；此外還發現若投資環境經過一段時間的蕭條後，推出較久的 ESG 篩選基金將會迎頭趕上傳統基金的報酬率，而推出較新的 ESG 篩選的基金仍落後於指數和傳統基金的報酬率。

許多學者將 Jensen's alpha 作為「衡量 ESG 投資基金是否有獲得異常報酬」的工具，例如：Hamilton, Jo and Statman (1993) 和 Statman (2000) 比較了美國 ESG 投資和非 ESG 投資基金的報酬率，S&P500 指數和多米尼社會指數的報酬率，得出的結論是 ESG 投資和非 ESG 投資基金的風險調整後報酬率不存在統計上的顯著差異。除依據 Jensen's alpha 進行測試外，Goldreyer and Diltz (1999) 另外進行 Sharpe 和 Treynor 比率的測試，其亦發現 ESG 篩選不會以任何系統的方式影響 ESG 投資基金的投資績效。

Diltz and David (1995) 將環境、慈善捐贈、高層管理人員中的女性比例、高層管理人員中的少數民族比例、軍事業務經營或轉投資、動物測試、信息揭露、社區外展、核能事業經營或轉投資、南非業務活動、家庭福利議題進行單獨條件及將這些單獨條件組合配對使用 Jensen's alpha 及異常報酬的檢測研究中得出，在絕大多數的投資組合配對中，ESG 表現良好的與 ESG 表現較差的投資組合報酬率之間沒有出現統計學上的顯著差異別，但若投資組合配對中有軍事業務經營或轉投資和核能事業經營或轉投資的條件情況下，ESG 評級為好和差的投資組合 Jensen's alpha 間則會出現統計學上的顯著差異；然在某些情況下，異常報酬產生的結果表明，ESG 投資的篩選可能會增強或阻礙其投資組合的績效，其增強的性能來自環境和慈善捐贈方面，負面性能則來自於家庭福利。

#### 四、ESG 投資報酬的其他現象

除了上述三種靜態的分析外，有文獻指出 ESG 投資和一般投資的報酬率比較並非一個固定關係，而會隨著時間改變。Bauer et al. (2002) 的文獻，顯示成立較久的 ESG 基金，其報酬率優於新成立的 ESG 基金。Haigh and Hazelton (2004) 的文獻顯示 ESG 基金的報酬率雖在短期上與一般投資的報酬率沒有不同，但從長期來看則有優勢。

亦有文獻顯示篩選方式與策略的不同，也將影響 ESG 投資報酬率。Ullman (1985) 及 Griffin and Mahon (1997) 的文獻表示 ESG 投資報酬率的研究結果出現矛盾，主要因為篩選方法上的差異所致。根據 Auer (2016) 及 Trinks and Scholtens (2015) 的文獻顯示負面篩選方式不會增加或破壞投資組合的價值。Barnett and Salomon (2006) 及 Pena and Cortez (2017) 的文獻發現進行 ESG 投資篩選時，隨著 ESG 篩選的因子增加，投資績效報酬率會逐漸遞減，但是當篩選因子逐漸增加至一個平衡時，投資績效報酬率又將從低點回升，ESG 投資篩選的因子數量與 ESG 投資績效報酬率兩者間呈現一條 U 型曲線關係。

Benson and Humphrey (2008) 的文獻指出 ESG 基金相較於一般共同基金，ESG 基金流動性對於基金報酬率的變化較不敏感，代表投資者較不會因報酬率的變動而進行贖回，且同時投資者也更願意將獲利再投入原基金中，推測可能是因為投資者較難從市場上尋得其他可替代之投資標的，以滿足投資者對非財務上的需求。

此外，除了從報酬面來探討 ESG 投資的績效報酬外，亦有學者從風險層面來探討，Kneader, Gray, Power and Sinclair (2001) 的文獻發現在相同的報酬率下，40 個國際 ESG 型基金之風險較非 ESG 型基金的風險程度低。

## 結論

2020年金融市場因新冠肺炎疫情影響出現高波動，但並未澆熄 ESG 發展趨勢。根據晨星（Morningstar）資料顯示，在首季新冠肺炎疫情爆發初期，投資者急於撤出資金，但採用 ESG 為主要投資策略的永續型基金，淨流入 457 億美元，而同時間其餘非 ESG 基金是淨流出 4,304 億美元，至第二季永續基金繼續資金淨流入達 711 億美元，比第一季再成長 72%，足見 ESG 投資日益獲市場青睞。

在投資人最在乎的報酬方面，並沒有明顯證據顯示 ESG 投資一定能提高投資報酬率；在公司報告方面，目前世界各地的政府都沒有要求公司報告哪些 ESG 因素對其業務績效至關重要以及哪些信息需要披露給投資者，大多數是由公司自己決定，公司可能隱藏某些類型的 ESG 信息，使的公司報告質量不穩定；ESG 評分機構方面缺乏標準化指標，ESG 數據、研究和評分方法不同，使的相同企業在不同評分機構有不同分數，目前雖「環境、社會和公司治理（ESG）」已成為國際投資界最流行的通關語，但其發展仍面臨挑戰。

在臺灣部分，金管會主委黃天牧表示「金融業資金是來自社會大眾、具公眾性」，銀行、保險、證券及投信等金融業未來投資與授信會以 ESG 為基準，並研議要求機構投資人將 ESG 議題納入投資評估決策流程、強化與被投資公司對 ESG 議題的對話與互動等，促使上市

櫃公司追求永續發展。此外，金管會於今（2020）年 8 月 18 日發布「綠色金融行動方案 2.0」，期望能透過金融機制，引導企業及投資人重視環境、社會及公司治理（ESG）議題，促成投資及產業追求永續發展之良性循環，藉由公私協力合作達成我國減碳及永續發展目標；並於 8 月 25 日宣布「公司治理 3.0—永續發展藍圖」正式啟動，將更強化公司 ESG 的揭露，將採用永續會計準則委員會（SASB）的準則，即揭露 ESG 對其財務影響的一致性指標，數據將有可比較性；不同產業會有不同的特定指標，更清楚知道各產業的永續經營成效，不再只是作公益、作門面、慈善捐款這麼簡單的事。在臺灣從政府主管機關到民間及學界都積極參與 ESG 議題，ESG 投資在臺灣已成為顯學。

～本文由馬睿君提供～

— 參考資料 —

一、中文文獻

1. 潘景華 (2004)。社會責任投資 (SRI) 在台灣發展之芻議。證券暨期貨月刊, 22 (12), 23-50。
2. 2020 年 3 月。ESG 永續金融。台灣銀行家, 123, 8-89。
3. 台灣永續投資趨勢今研討 (2020 年 8 月 25 日)。工商時報。  
<https://www.chinatimes.com/newspapers/20200825000351-260206?chdtv>
4. 黃天牧: ESG 投資將蔚為風潮 (2020 年 8 月 11 日)。工商時報。  
<https://ctee.com.tw/news/finance/316291.html>
5. 金管會: 金融業投資授信, 將以 ESG 為基準 (2020 年 8 月 11 日)。工商時報。  
<https://ctee.com.tw/news/finance/316296.html>
6. 金管會推動「綠色金融行動方案 2.0」, 公私協力合作建構永續金融生態系 (2020 年 8 月 18 日)。金融監督管理委員會。  
[https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news\\_view.jsp&dataserno=202008180003&dtable=News](https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202008180003&dtable=News)
7. 金管會挺責任投資雙管齊下 (2020 年 7 月 28 日)。經濟日報。

<https://money.udn.com/money/story/121486/4735403>

8. 金管會正式啟動「公司治理 3.0- 永續發展藍圖」(2020 年 8 月 25 日)。金融監督管理委員會。  
[https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=95&parentpath=0,2&mcustomize=multimessage\\_view.jsp&dataserno=202008250004&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap\\_root,o=fsc,c=tw&dtable=News](https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=95&parentpath=0,2&mcustomize=multimessage_view.jsp&dataserno=202008250004&aplistdn=ou=news,ou=multisite,ou=chinese,ou=ap_root,o=fsc,c=tw&dtable=News)
9. 元大投信攜台師大產學合作智能與指數化投資研究中心負重任 (2020 年 8 月 10 日)。工商時報。  
<https://m.ctee.com.tw/livenews/aj/20200810002558-260410?area=>

二、英文文獻

1. Asmundson, P., and Foerster, S. (2001). Socially responsible investing: Better for your soul or your bottom line? *Canadian Investment Review*, 14 (4).
2. Auer, B.R. (2016). Do Socially Responsible Investment Policies Add or Destroy European Stock Portfolio Value? *Journal of Business Ethics*, 135 (2), 381-397.
3. Bauer, Bob & Koedijk, Kees and Otten, Rog er. (2002). International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style. *Journal of Banking & Finance*, 29 (7), 1751-1767.

4. Bauer, R., Koedijk, K., and Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking and Finance*, 29, 1751-1767.
5. Bauer, R., Otten, R., and Rad, A. (2006). Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty? *Pacific-Basin Finance Journal*, 14 (1), 33-48.
6. Bauer, R., Derwall, J., and Otten, R. (2007). The ethical mutual fund performance debate: New evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, 70, 111-124.
7. Benson, K. L., & Humphrey, J. E. (2008). Socially responsible investment funds: Investor reaction to current and past returns. *Journal of Banking & Finance*, 32 (9), 1850-1859.
8. Carroll, Archie. (2008). A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices. In *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility* (pp.19 – 46). UK: Oxford University Press.
9. Cortez, M., Silva, F., and Areal, N. (2009). The performance of European socially responsible funds. *Journal of Business Ethics*, 87, 573-588.
10. Cummings, L. (2000). The financial performance of ethical investment trusts: An Australian perspective. *Journal of Business Ethics*, 25, 79-92.
11. De'jean, F., J.-P. Gond, and B. Leca. (2004). Measuring the unmeasured: An institutional entrepreneur's strategy in an emerging industry. *Human Relations*, 57, 741-764.
12. Diltz, David J. (1995). Does social screening affect portfolio performance? *The Journal of Investing*, 25 (1), 23-36.
13. Eccles, R. G., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2012). The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance. *National Bureau of Economic Research*, W17950.
14. Gil-Bazo, J., P. Ruiz-Verdu and A. A. P. Portela. (2010). The performance of socially responsible mutual funds: the role of fees and management companies. *Journal of Business Ethics*, 94 (2), 243-263.
15. Goldreyer, F., Ahmed, P., and Diltz, J. (1999). The performance of socially responsible mutual funds: Incorporating sociopolitical information in portfolio selection. *Managerial Finance*, 25 (1), 23-36.

16. Griffin, Jennifer J., and John F. Mahon. (1997) . The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate : Twenty-Five Years of Incomparable Research. *Business & Society*, 36 ( 1 ) , 5–31.
17. Guerard, J. (1997) . Is there a cost to being Socially Responsible in Investing? *The Journal of Investing*, 6 ( 2 ) , 11-18.
18. Haigh M. and J.Hazelton. (2004) . Financial Markets : A Tool for Social Responsibility? *Journal of Business Ethics*, 52 ( 1 ) , 59-71.
19. Hamilton, S., H. Jo and M. Statman. (1993) . Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 49 ( 6 ) , 62–66.
20. Hussein, K., and Omran, M. (2005) . Ethical investment revisited : Evidence from dow jones Islamic indexes. *Journal of Investing*, 105-124.
21. Izquierdo, A., and Saez, J. (2008) . Performance of ethical funds in Spain : Sacri ce or Premium? *Journal of Business Ethics*, 81, 247-260.
22. Joana Pena , Maria Céu Cortez Pena, J. ; Cortez, M.C. (2017) . Social Screening and Mutual Fund Performance : International Evidence. Unpublished work.
23. Kneader, N., Gray, R.H., Power, D.M., Sinclair, C.D. (2001) . Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds : a matched pair analysis. Working paper
24. Kurtz, Lloyd. (1997) . The Impact of Social Screening on Growth-Oriented Investment Strategies. *The Journal of Performance Measurement*.
25. Latapí Agudelo, M.A., Jóhannsdóttir, L. and Davídsdóttir, B. (2019) . A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4.
26. Louche, C. (2004) . Ethical investment : Processes and mechanisms of institutionalisation in the Netherlands, 1990–2002. Rotterdam : Optima Grafische Communicatie.
27. Louche, C., and S. Lydenberg. 2006. Socially responsible investment : Difference between Europe and

- United States. Working Paper. Vlerick Leuven Gent Management School.
28. Louche, C., and S. Lydenberg. (2010). Responsible investment. In J. R. Boatright (Ed.), *Finance ethics : Critical issues in financial theory and practice* (pp. 393–418). New York : Wiley
29. Mallin C.A. and B. Saadouni R.J. (1995). *Briston The Financial Performance of Ethical Investment Funds. Journal of Business Finance & Accounting*, 22 (4) , 483–496.
30. Renneboog, L., Horst, J., and Zhang, C. (2008). The price of ethics and stakeholder governance : The performance of socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance*, 14, 302-322.
31. Renneboog, L., J. T. Horst and C. Zhang. (2008b). The Price of Ethics and Stakeholder Governance : The Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Journal of Corporate Finance*, 14 (3) , 302–322.
32. Sauer, A. (1997). The impact of social responsibility screens on investment performance : Evidence from the Domini 400 social index and the Domini equity mutual fund. *Review of Financial Economics*, 6 (2) , 137-149.
33. Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of business ethics*, 43 (3) , 189-194.
34. Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds,. *Financial Analysts Journal*, 56 (3) , 30–39.
35. Tippet, J. (2001). Performance of Australia’ s ethical funds. *Australian Economic Review*, 34 (2) , 170-178.
36. Tripathi, V., and Bhandari, V. (2012). Green is good in Indian Stock Market. *Colombo Business Journal*, 3 (2) , 27-45.
37. Tripathi, V., and Bhandari, V. (2015). Socially responsible stocks : A boon for investors in India. *Journal of Advances in Management Research* (Forthcoming) .
38. Trinks, P. J. and Scholtens, B. (2015). The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics*, 1-16.
39. Ullman, Arie E. (1985). Data in Search of a Theory : A Critical Examination of the Relationships

among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms. *Academy of Management Review*, 10 (3), 540-557.

40. Vanita Tripathi and Varun Bhandari. (2015). Do Ethical Funds Underperform Conventional Funds? – Empirical Evidence from India. *International Journal of Business Ethics in Developing Economies*, 4 (2), 10-19.
41. Waddock, S. A., and Samuel, B. G. (1997). The corporate social performance financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18 (4), 303-319.

### 三、網路資源參考

1. 富邦台灣永續發展高股息基金  
<https://etrade.fsit.com.tw/case/event/TWSDHD/index.html>
2. 臺灣證券交易所公司治理中心  
<https://cgc.twse.com.tw/>
3. 臺灣指數公司  
<https://www.taiwanindex.com.tw/index/index/F4GTTE>
4. 臺灣永續期貨  
<https://www.taifex.com.tw/cht/2/e4>
5. 國泰台灣 ESG 永續高股息 ETF 基金  
<https://www.cathaysite.com.tw/funds/introduction/info.aspx?fc=CN>
6. 國立臺灣大學 2019 年社會責任報告書  
<https://oir.ntu.edu.tw/ntusdg/wp-content/uploads/2020/06/2019-NTU-USR-Report-CH.pdf>
7. 中國責任投資論壇  
<https://www.chinasif.org/>
8. 上海證券交易所  
<http://www.sse.com.cn/>
9. 深證證券交易所  
<http://www.szse.cn/>
10. 元大臺灣 ESG 永續 ETF 基金  
<http://www.yuantaetfs.com/#/Products/1198>
11. 資誠企業永續發展新訊  
<https://www.pwc.tw/zh/publications/sustainability-news.html>
12. Bloomberg Professional Services  
<https://www.bloomberg.com/professional/>
13. CSRone：永續溝通與知識平台  
<https://csrone.com/>
14. ESG Investing Lab  
<https://medium.com/esg-investing-lab/global-trends/home>
15. FTSE Russell  
<https://www.ftserussell.com/>
16. GSIA  
<http://www.gsi-alliance.org/>

17. GSIA 《The Global Sustainable Investment Review 2018》  
<http://www.gsi-alliance.org/trends-report-2018/>
18. International Finance Corporation 《Who Cares Wins — Connecting Financial Markets to a Changing World》  
[https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/sustainability-at-ifc/publications/publications\\_report\\_whocareswins\\_wci\\_\\_1319579355342](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci__1319579355342)
19. Morningstar  
<https://www.morningstar.com/company/esg-investing>
20. MSCI  
<https://www.msci.com/>
21. RobecoSAM  
<https://www.robecosam.com/en/about-us/>
22. State Street Corporation  
<https://www.statestreet.com/home.html#>
23. Stockfeel 股感知識庫  
<https://www.stockfeel.com.tw>
24. Sustainability Accounting Standards Board  
<https://www.sasb.org/>
25. Sustainable Development Global  
<https://www.un.org/sustainabledevelopment/>
26. S&P Dow Jones Indices  
<https://www.spglobal.com/spdji/en>
27. S&P Global  
<https://www.spglobal.com/esg/csa/indices/>
28. State Street Global Advisors. (2019, March) The ESG Data Challenge.  
<https://www.ssga.com/investment-topics/environmental-social-governance/2019/03/esg-data-challenge.pdf>
29. UN Global Compact  
<https://www.unglobalcompact.org/>
30. UN PRI  
<https://www.unpri.org>