



# 將ESG納入投資之分析流程

中國信託投信◎楊士醇

資產管理公司作為機構投資者，有義務在進行投資決策時考慮受益人或客戶的長期最佳收益，因此投資分析決策不僅只是考量傳統財務面的因子，在環境、社會與公司治理等會影響投資組合長期績效的因子，也必須涵蓋在內。

2004年，聯合國全球契約計劃（United Nations Global Compact）首次提出ESG（Environmental、Social、Governance, ESG）名詞和概念，認為此舉可對社會、金融市場以至個人投資組合產生正面影響。聯合國於2015年舉行聯合國發展高峰會中，也發布2030年永續發展目標SDGs（Sustainable Development Goals），列出17項人類永續生存發展目標，希望能改善全球各地在貧富差距、性別平等、環境保護等多方面的問題。

依據聯合國責任投資原則（United Nations Principles for Responsible Investment, UNPRI）統計，截至2022年上半年，徹底遵循責任投資的UNPRI簽署機構已超過5000家，總管理資產規模已達120兆美元，代表這些簽署機構認同將ESG議題納入投資分析和決策流程。ESG投資原則強調過往企業僅就財務表現進行評估，也應將環境、社會和公司治理等因子納入投資決策或企業經營之

考量，促進經濟可持續發展、履行社會責任等方面的貢獻。ESG包括環境標準、社會標準和治理標準。

就投資人而言，若僅考慮企業財務表現、獲利狀況進行評估，而忽略公司有無善盡企業社會責任，那麼投資人可能面臨很大的非財務因子所帶來的風險。若是企業因此爆發危機事件，長期投資績效可能難以挽回。因此，全球越來越多投資人認同將企業ESG因子納入投資分析決策流程，而臺灣的資產管理公司在做投資分析與決策時，也應將ESG因子整合入投資流程中，以維護投資人之權益。

## 臺灣市場永續發展與ESG投資現況

金管會在新版公司治理藍圖（2018~2020）中提及，2015年起要求特定上市櫃公司編制公告企業社會責任報告書（Corporate



## Cover Story

Social Responsibility, CSR報告書），接著為了深化公司治理文化、發揮董事會職能、提升資訊揭露品質、鼓勵外部股東參與以及強化法規之遵循等面向，而訂定五大計畫項目就包含深化公司治理及企業社會責任文化，並接在提升資訊揭露品質計畫中，訂立提升非財務資訊揭露品質之策略目標。

金管會為協助企業重視永續發展及引導其良性競爭，並提升企業非財務資訊之揭露品質，2014年9月起推動上市櫃公司編製CSR報告書，目前已要求金融保險業、食品工業、化學工業及實收資本額超過50億元以上之上市櫃公司編製申報CSR報告書，持續推動公司提升CSR報告書等非財務資訊內容之揭露品質，並將評估篩選投資人較為關注之非財務資訊於年報中揭露；根據臺灣證券交易所統計，已於公開資訊觀測站申報110年度CSR報告書之上市公司共271家，上櫃公司共62家，總計333家。另外，配合國際Global Reporting Initiative Standards（GRI Standards）發布，要求強制編製CSR報告書之上市櫃公司應依GRI Standards編製；另逐年分批檢視CSR報告書，提出改善措施及推動取得第三方驗證；並研議自CSR報告書中篩選屬投資人較為關注之非財務性資訊於年報揭露。

2020年6月，臺灣證券交易所旗下臺灣指數公司與櫃買中心，聯合中華民國企業永續發展協會，合作發布國內首檔以CSR為主題的上櫃股票指數，臺灣指數公司臺灣上櫃企業社會責任指數，其主要是篩選已上傳年度CSR報告書至公開資訊觀測站，並具有證

交所或櫃買中心公司治理評鑑結果的上櫃公司，並進一步運用永續會計準則（Sustainability Accounting Standards Board Standards, SASB Standards），及其永續產業分類的系統設計的企業社會責任評鑑模型，結合公司治理評鑑資訊，進行涵蓋ESG面向的企業社會責任評鑑分數評比；另外，臺灣指數公司亦同步發布臺灣指數公司臺灣上市櫃企業社會責任中小型股指數。臺灣期貨交易所於2020年6月上市臺灣永續期貨，交易標的為FTSE4Good臺灣指數公司臺灣永續指數，以滿足現貨市場避險需求及相關交易需求。

臺灣集中保管結算所為促進臺灣發行公司與投資人對ESG的重視，於2019年與知名ESG評等公司Sustainalytics與FTSE Russell等建立策略夥伴關係，並與股東會及公司治理研究聞名的Institutional Shareholder Services（ISS）在ESG領域擴大合作關係。同時配合金管會新版公司治理藍圖，推出投資人關係整合平台，以提升投資人與公司間資訊交流之品質與透明度。2020年6月，臺灣集中保管結算所成功推出全球第一個集保機構建置的綜合ESG資訊平台。初期提供ESG資訊予臺灣上市（櫃）公司參考，未來將逐步開放服務對象及投入更多ESG運用服務，持續推動企業永續發展和責任投資。

### 將ESG納入投資流程的原則

資產管理公司作為機構投資者，有義務在進行投資決策時考慮受益人或客戶的長期最佳收益，因此投資分析決策不僅只是考量



傳統財務面的因子，在環境、社會與公司治理等會影響投資組合長期績效的因子，也必須涵蓋在內；對此，2006年聯合國發布聯合國責任投資原則提出了以下六大PRI原則，並鼓勵全球投資人將ESG納入投資分析與決策流程。

- 1、將ESG議題納入投資分析和決策流程。
- 2、成為稱職的所有者，將ESG議題整合至所有權政策與實踐。
- 3、要求投資機構適當揭露ESG資訊。
- 4、促進投資行業接受並實施PRI原則。
- 5、建立合作機制，提升PRI原則實施的效果。
- 6、報告PRI原則實施的活動與進展。

## ESG資料與評等

開始進行ESG投資分析前，投資機構必須取得投資標的發行人的ESG資料與資訊，而資料品質將是投資分析結果的關鍵。一般而言，投資機構可透過三種方式取得ESG相關資料，第一種方式較為直接，即投資機構的投資研究人員直接對投資標的公司主體或發行人針對ESG相關議題進行訪談，包含：企業與政府相關部門等；第二種則是公開資訊，例如：公司CSR報告書與新聞媒體；最後，是透過外部ESG資料提供商取得，包含：ESG評等或評分報告、爭議性公司或發行人報告或其他ESG相關研究報告等。

### 外部ESG資料提供機構

根據環境資源管理公司SustainAbility在

Rate the Raters 2020報告中統計，自2013年以來，ESG對投資研究的影響力和複雜度都已大幅增加，包括ESG的指標、報告框架、資料提供商、評等等都已顯著擴增或更加完善，如此快速地發展趨勢也促使了傳統投資資料提供商和信用評等機構開始進入ESG的市場。

根據SustainAbility在Rate the Raters 2020報告中的調查，選擇ESG評等機構最重要的幾個因素包含：公司涵蓋範圍、資料品質、評等方法揭露、專注在對企業有實質財務影響性議題、資料來源可信度與研究團隊經驗等。目前全球知名的ESG資料提供商包括MSCI、Sustainalytics、Thomson Reuters等，每家ESG資料提供商都有自己的評分評等方式和研究方法。

根據Douglas等2017年在Journal of Environmental Investing的研究，依照資料提供商所涵蓋的資料種類，可以將ESG資料提供商分成三種，分別是市場型、ESG專門與特定議題資料提供商，請見表1。

#### 1、市場型資料提供商

市場型數據提供者包括Bloomberg、MSCI和Thomson Reuters，這類型市場資料提供者收集股票、固定收益、外匯和商品等全面市場數據，呈現市場趨勢並為投資者提供分析工具，以評估這些趨勢和投資績效。目前所有市場型資料提供商都將ESG研究、評級和指數等作為產品和服務，提供客戶ESG相關的資訊。

#### 2、ESG專門資料提供商

與市場型資料提供商相比，ESG專門的



# Cover Story

表1、主要ESG資料提供商與涵蓋範圍目

Company	Indices <sup>1</sup>				Ratings <sup>2</sup>				Ranking <sup>3</sup>	Investment Funds	Proxy Voting
	ESG	E	S	G	ESG	E	S	G	ESG	Other Services	
市場型 ESG 資料提供商											
Bloomberg	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓			
FTSE Russell	✓	✓			✓	✓	✓	✓			
MSCI	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓			
Thomson Reuters	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
ESG 專門資料提供商											
Arabesque					✓	✓	✓	✓		✓	
Covalence	✓				✓	✓	✓	✓	✓		
CSRHub					✓	✓	✓	✓			
Ethos				✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
Inrate		✓			✓	✓	✓	✓			✓
Oekom (2018 年被 ISS 併購)	✓				✓	✓	✓	✓	✓		
RobecoSAM	✓	✓			✓				✓	✓	✓
Sustainalytics	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		
VigeoEIRIS	✓				✓			✓	✓		
特定議題資料提供商											
ISS/IW Financial					✓			✓	✓		✓
CDP		✓				✓					
RepRisk					✓				✓		

資料來源：Journal of Environmental Investing

<sup>1</sup> Index- 反映最高 ESG 評級的公司所組成的投資組合，使投資者可對永續發展因子曝險，並且可縮小對整體股權或固定收益市場的追蹤誤差。

<sup>2</sup> Rating- 根據獨特的方法對環境、經濟、社會或公司治理因子或整體 ESG 績效進行評估。

<sup>3</sup> Ranking- 根據選定的永續發展因子將公司排序。



數據提供商僅專注於ESG研究、評級和分析，例如：Covalence、CSRHub、Oekom research和Sustainalytics等均提供了全面的ESG資料，這些公司使用特有的方法來評估ESG議題。

### 3、特定議題數據提供商

第三類是特定議題的數據提供商，它們專注於ESG的一個或多個面向，而不是全部三個面向。例如：Carbon Disclosure Project（CDP）提供企業營運績效的資訊及評等，和對氣候變遷和水資源相關風險；Institutional Shareholder Services（ISS）是提供公司治理解決方案和代理諮詢服務的公司；RepRisk專注於公司名譽風險，每天從媒體，利益相關者和其他公共來源收集數據，並提供評估ESG議題對公司是否合規、財務和名譽風險的分析和指標。

## ESG資料提供商資料品質與限制

資料品質好壞與投資分析研究的結果密不可分，在ESG投資分析研究亦是。就資料品質的定義而言，發行人資料須具有一致性與可比性，是投資研究資料品質的必要元素。

### 1、資料品質仍無法達到財務數據的標準

目前，ESG資料品質仍無法達到財務數據的標準，原因在於發行人不會僅用一種標準去報告ESG績效，而且可以自行選擇報告對營運或供應鏈重要或不重要的ESG資訊。

### 2、不同的ESG評等機構的評等或評分通常不具有可比性

ESG資料提供商試圖利用外部來源和調查來擴充發行人的ESG評等報告，並追蹤ESG績效與財務績效之間的相關性來解決這些弱點。然而，不同的ESG評等機構的評等或評分通常不具有可比性，因為評等提供商往往專注於不同的ESG議題、指標和數據。有鑑於不同ESG評等機構的評等不具可比性，在利用外部ESG評等資料去建構投資策略時，必須先了解不同評等背後的標準與方法，包括資料來源、受評估的ESG議題與數據的加權方式等細節。

### 3、CSR報告書框架有助改善資料品質

如前述，ESG資料品質最大的問題是公司使用的指標不一致與揭露透明度。然而，國際上許多機構正設法改善這個狀況，並提供各自的永續報告框架，而使用最廣泛的報告框架包括Global Reporting Initiative（GRI）、International Integrated Reporting Council（IIRC）與Sustainability Accounting Standards Board（SASB）。

企業應用GRI、IIRC或SASB等報告框架可以改善企業永續發展報告品質，但其為自願性，因此有選擇性揭露的問題存在，企業可能只保留對其有利的訊息。不同報告框架對資料的一致性與可比性也造成了嚴重的損害，投資人將難以長期去比較各ESG因子對企業造成的影響，另外一個問題則是許多中小型企業可能沒足夠的資源去完成並揭露永續發展報告。

### 4、公司參與（Company Engagement）

當公司報告不透明或不完整時，通常需



## Cover Story

要通過公開資訊搜索或直接參與公司活動來獲得更深入詳盡和補充資訊。公司參與可以透過資料驗證來幫助ESG評等機構或投資人更深入了解評等與評分的過程及被評等企業對ESG議題的管理策略，但是同時也會帶來主觀上偏見。大多數ESG資料提供商在發布評等或評分之前都會與被評等公司共享其評級結果。因此，專注於企業聲譽相關議題研究的公司Covalence表示，他們在資料收集過程中會積極與公司合作外，並從多種新聞媒體報導中獲取資訊來減輕主觀上的偏見。

由於ESG領域的資料具不透明性，投資者應首先尋求第三方的保證，即資料提供符合行業標準。其次，檢查ESG資料供應商與被評價的公司之間的獨立性；第三，了解監督和投訴機制，以確保過程公平。

### 將ESG納入投資分析與決策流程

聯合國責任投資原則組織（PRI）與CFA Institute（Chartered Financial Analyst Institute, CFAI）在2018年聯合發表的ESG整合框架（ESG Integration Framework）中，集合全球多個領先的投資機構的ESG整合方法與實務案例，可幫助投資人了解如何將ESG整合進投資流程，此框架提供投資機構一個將ESG納入投資流程參考。

與傳統的投資流程並沒有重大的改變，最大的不同點在於ESG投資流程加入了影響發行人（公司、產業或國家）的ESG議題分析，彌補以往傳統分析缺少對潛在非財務面

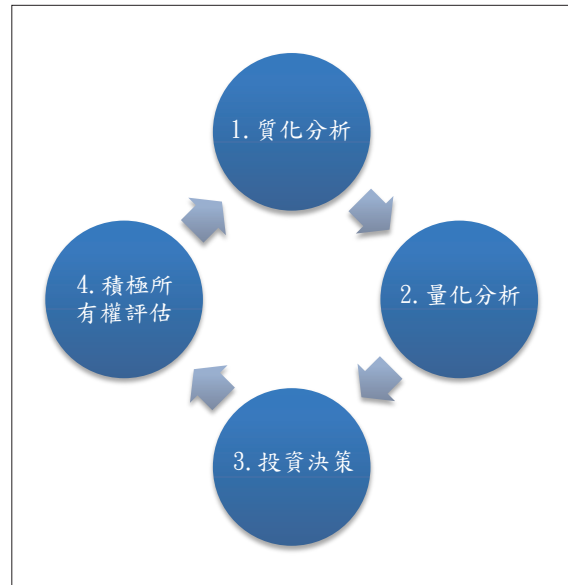


圖 1、ESG 整合模型步驟  
資料來源：PRI, CFA Institute

因子的考量，使研究人員在投資研究分析與決策上更加全面且完整。

ESG整合模型在投資策略中的步驟，可分為以下四個投資分析階段，參見圖1。

- 1、質化分析：投資人從多方來源（包括但不限於公司報表和第三方投資研究），蒐集相關資訊，並識別出影響公司的實質性因素。
- 2、量化分析：評估重大財務指標對投資組合以及對投資範圍的影響，並適當調整其財務預測和/或評價模型。
- 3、投資決策：由1和2階段進行的分析導入至投資決策，分成買入（增持）、持有（維持權重），或賣出（減持）。
- 4、積極所有權評估（Active ownership assessment）：識別實質財務因子、投資分析和投資決策能夠引起企業的溝通和/



或通知投票。後續透過額外取得的資訊、企業溝通結果與投票活動將會持續影響未來的投資分析與決策。此步驟將促使企業經理人改善其ESG績效。

另外，有別於一般股票投資分析，固定收益投資人更專注於影響發行人償債能力的潛在信用風險，例如：政府或企業貪汙腐敗與環境保護等ESG議題，這些潛在非財務事件發生時，將會對公司名譽或營運等造成極大的負面影響。

### 1、將ESG因子分析納入固定收益投資分析與決策流程

步驟與股票投資相似，首先，蒐集ESG資料，來源包括公開資料、內部資料與外部資料提供商；其次，進行適當的ESG因子篩選及判斷其重要性，之後評估發行人ESG評分與其相對重要性；接著，標注有ESG風險警示的發行人並進行內部討論與實質信用影響性評估（ESG風險警示代表該ESG風險可能在未來會轉變為信用風險）；最後，做投資決策或建構投資組合與定期監控。參見圖2。

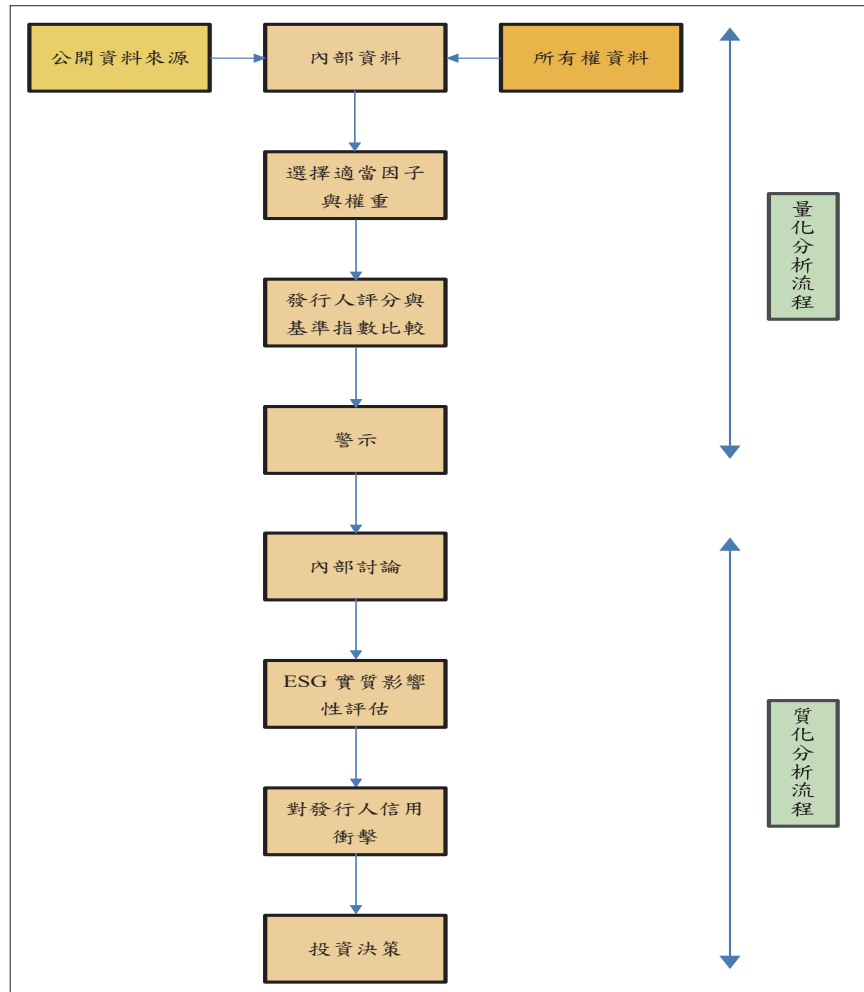


圖2、整合 ESG 分析進入固定收益投資流程  
資料來源：PRI, CFA Institute

### 2、納入ESG因子分析與建構固定收益投資組合

ESG分析可與現行的傳統投資流程並行，投資機構在面對不同投資策略時，建構ESG相關的投資組合時的方法也不同，例如：如要發行性別平權基金就該專注投資在展現高度性別平權的發行人或國家。針對這點，聯合國PRI亦歸納與整理了利用ESG因子分析建構不同固定收益投資組合的三種方法，請見表2。



# Cover Story

表2、利用ESG因子建構固定收益投資組合的方法

構建投資組合時考量 ESG 議題			與發行人互動
利用 ESG 因子建構投資組合的三種方法			固定收益資產持有人為發行人之重要關係人，因此須鼓勵發行人進行 ESG 風險管理與發展長期的經營規劃。
整合法	排除 / 篩選	主題式投資	合作參與
在投資分析與決策流程中納入 ESG 因子，強化風險調整後報酬。在固定收益投資上，ESG 分析主要運用在管理下行風險。	利用 ESG 準則，過濾發行人或有價證券潛在投資清單。	主要專注在環境與社會的議題，例如：綠色債券。	獨自或與其他投資者合作與發行人討論 ESG 議題，亦包含揭露 ESG 資訊。雖然固定收益資產投資者不具股東權力，對公司管理層的滲透度也不同，仍必須時常進行跨資產討論，而主權債與公司債的參與方式也不同。

資料來源：PRI, CFA Institute

PRI針對上述三種可將ESG納入固定收益投資組合的方法，分別是整合、排除/篩選和主題式投資，並給了明確的定義。

### (1)、整合法

與前述將ESG因子納入投資分析與決策流程，對一個發行人、有價證券或投資組合做投資決策時，除了分析傳統財務因子外，並確認及評估實質有重大影響性的ESG因子。在固定收益投資中，關鍵在於有效管

理下檔風險，投資人可應用ESG的資料與分析工具對還沒有被發現的風險進行辨認及評估。

### (2)、排除/篩選

排除/篩選利用給定的標準，例如：ESG評等或評分、國際準則或標準等，對發行人、產業或國家等進行過濾，一般分成三種方式，如表3。

表3、過濾投資範圍的三種方式

負面刪除	依標準排除或挑選	正面挑選 ( 留下最好的 )
依據特定 ESG 準則，排除特定產業、發行人或同產業 ESG 績效表現較差的證券。	依據國際準則或標準，對發行人進行篩選。常用的標準包括：聯合國條約、聯合國安全理事會制裁名單、聯合國人權宣言與經濟合作暨發展組織 (Organization for Economic Cooperation and Development, OECD) 準則等。	在同產業或同領域中，投資於 ESG 績效相對較好發行人或產業。

參考資料：PRI, CFA Institute



### (3)、主題式投資

主題式投資是識別與配置資本到特定主題或與環境及社會議題的資產上，例如：再生能源、能源效率或永續農業等。另外，綠色債券亦是主題式投資的一環，主要是對環境保護計畫進行融資；綠色債券通常會根據國際標準和框架去做發行，包括：綠色債券原則、綠色貸款原則、氣候債券標準或地方標準等，發行人包括公司、國家、超國家組織和地方政府等。其他主題式債券投資還包含社會債券、永續債券與伊斯蘭債券等。

### 結論與建議

本文目的為建議國內投資機構，應在現有投資流程中加入ESG因子分析，不僅涵蓋原有傳統財務因子分析，亦考慮非財務面的ESG因子，使投資研究團隊在做投資分析與決策流程時，考慮面相能更加完善，降低非財務因子所帶來的風險，也能保障受益人或客戶的長期最佳利益。然而，投資機構在進行ESG整合的投資流程時，必須考慮到許多面向；首先，國內投資機構在做ESG投資分析時，常會面對公司ESG資訊缺乏或資料未經審核等問題。

另外，受限於地理與成本考量，投資機構常需透過ESG評等或評分機構取得ESG相關的研究資訊，目前市場上的ESG評等機構繁多，且採用的指標與方法論均不同，投資機構將會面臨資料一致性與可比性的問題。因此，建議選擇及採用ESG外部研究報告或

評等時，必須徹底了解ESG評等機構的研究方法外，同時須比較ESG研究機構之資料品質與來源，例如：指標是否符合SASB Standards、研究報告更新的頻率和不同ESG評等機構的優缺點與差異，才能選擇最適合的外部ESG研究資源，並確保ESG投資分析結果的品質。

近年來，我國主管機關與證券/期貨交易所等機構在面對國際ESG投資的潮流，亦不斷努力推進ESG在國內金融市場的改革。因此，除了投資機構需將ESG因子納入投資分析流程中之外，亦須時時了解主管機關推出或發布的相關法規或服務，除了主動響應政府政策，亦能增強本身投資研究的能力與替投資人或客戶控管投資風險，維護長期最佳報酬。