

ESG評鑑與實務



池祥麟

隨著企業社會責任（corporate social responsibility, CSR）與企業永續（corporate sustainability）的議題越來越受重視，頂尖財務金融國際期刊Journal of Finance呼籲學術界必須注重永續金融（sustainable finance）的研究議題（Starks, 2023），也必須重視永續投資產生的貨幣性價值（value）與非貨幣性價值（values），許多投資人也紛紛將環境（environmental）、社會（social）和公司治理（corporate governance）（簡稱ESG）納入投資與融資決策的重要考量，此種投資策略被稱為社會責任投資（socially responsible investing, SRI）、永續投資（sustainable investing）或ESG投資（ESG investing），融資策略則被稱為永續融資，從而評估公司ESG表現的ESG評鑑（或稱企業永續評鑑）成為投資人與金融機構倚賴的重要ESG資訊來源，而氣候變遷也是另一個使ESG評鑑在近年來受到重視的主要原因。

在美國和歐洲，許多主要機構投資人表明他們不再僅僅依靠財務績效來衡量公司績效，他們也重視企業在永續方面的發展，尤其特別會考量因氣候變遷讓氣候變得嚴峻且敏感時，公司是否會受到極大損失（Blackrock, 2020; Krueger, Sautner, and Starks, 2020），而且目前全球機構投資人之SRI管理規模已達30.3兆美元，佔管理資產（asset under management, AUM）的比重更達37.9%（不包括美國），且規模與比重仍在持續上升（GSIA, 2023）；我國銀行也致力推動永續融資，譬如就公股銀行而言，臺灣銀行2023年主辦及共同主辦的ESG聯貸案總額度就高達2,570億元，兆豐銀去年ESG聯貸案主辦暨管理行合計金額則達到1,548億元；合庫銀也約800億元。¹ 以上種種原因都使ESG評鑑在資本市場中扮演了重要的角色。

以下再從三個方面說明ESG評鑑與實務，分別從市場面誘因與法規面誘因說明為何企業ESG評鑑很重要，其次從ESG評鑑以了解ESG的範疇，最後則提出對於ESG評鑑的省思。

¹ 請參考工商時報（2024.01.05）「去年ESG聯貸 公股銀主辦逾五成」：<https://www.ctee.com.tw/news/20240105700168-439901>。

市場面與法規面誘因：為何企業ESG評鑑很重要？

從市場面誘因來看，近年來，ESG的學術研究受到學術界的重視，尤其是管理領域、會計領域與財務金融的頂尖國際期刊²，許多研究均致力檢視ESG是否能增進公司的財務績效。紐約大學史登商學院便於2022年整理2015年至2020年超過1,000篇學術研究（Whelan, Atz, Van Holt, and Clark, 2021），發現其中58%的文章支持ESG能增進公司的財務績效，只有8%的文章發現ESG會降低公司的財務績效；從投資人的角度而言，也發現類似的結果。這顯示出企業若能有好ESG表現，是很可能提升其財務績效而能兩全其美，從而企業ESG評鑑（或個別公司ESG研究報告），便能提供受評公司改善其ESG表現（同時能提升財務績效）之政策意涵；從投資人角度而言，如果能透過企業ESG評鑑掌握公司之ESG表現來進行投資決策，便有可能獲得較佳的報酬。如圖1所示。

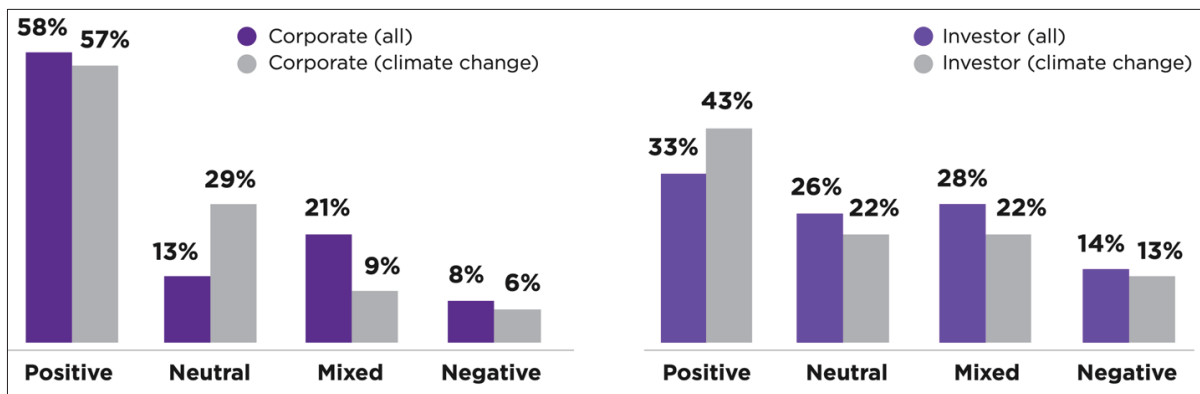


圖1、做好事有好報之學術研究證據；資料來源：Whelan, Atz, Van Holt, and Clark (2021)

從法規面誘因來看，金管會自2017年以來持續推出一系列的永續金融相關政策，鼓勵金融機構積極進行永續投資，亦即必須將企業（被投融資公司）執行ESG及因應氣候變遷等情形列入考量因素，這也顯示出企業ESG評鑑的重要性。首先，金管會在2017年先推動「綠色金融行動方案 1.0」，並於2020年8月接續推動「綠色金融行動方案2.0」。方案1.0主要著重於鼓勵金融機構對綠能產業的投融資，方案2.0則是擴大範圍至整個ESG面向，鼓勵金融機構擴及至對綠色及永續發展產業之投融資，促使企業重視並落實ESG，進一步建構完善的永續金融生態圈。金管會於2022年9月26日發布「綠色金融行動方案3.0」，並於2022年12月8日與環保署、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」，期能積極運用金融業授信及投資的力量，進一步推動並強化整體產業及社會淨零轉型，並希望整合資

² 譬如Academy of Management Review, Academy of Management Journal, Strategic Management Journal, Management Science, Organization Science, Journal of International Business Studies, Harvard Business Review, Accounting Review, Journal of Finance, Journal of Financial Economics等等。也請參考池祥麟（2017）。

料及數據建置ESG資料平台及與相關單位研議優化氣候相關資料庫。以上顯示出主管機關對於永續投融資以及ESG（與氣候變遷風險）相關資料與數據的重視程度。^{3, 4} 另外，金管會於2022年3月8日發布「證券期貨業永續發展轉型執行策略」，5大目標，擬定3大推動架構、10項策略及27項具體措施。⁵ 其中策略六第15項具體措施為「強化證券期貨業支持永續發展及ESG推動之誘因及獎勵機制」，便鼓勵投信業於投資流程及風險管理等內部控制機制納入ESG考量及積極採取議合等盡職治理行動，這都顯示出企業ESG評鑑的重要性，亦即投信業在進行永續投資策略（譬如ESG整合、負向篩選或企業議合）時，企業ESG評鑑（或個別公司ESG研究報告）便是最重要的基礎。

從ESG評鑑了解ESG的範疇

ESG評鑑：以道瓊永續性指數（DJSI）為例

國內外眾多企業ESG評鑑機構中，採用CSA（Corporate Sustainability Assessment, CSA）評鑑方法論的道瓊永續指數（Dow Jones Sustainability Index, DJSI）之評鑑品質持續受到實務界肯定（目前已經併入標普全球S&P Global）。其評鑑方式為先根據CSA建構61個產業的問卷，然後發放問卷邀請全世界超過13,000家大型企業進行回覆（以2023年為例），企業回覆問卷時必須附上佐證文件以提升其回覆的真實性。若公司拒絕回覆問卷之邀請，但該公司又是資本市場投資人感到興趣的投資對象的話，DJSI會透過公開資訊去評估該公司的永續表現。根據2022年DJSI評鑑準則（以銀行業為例），共分成三大構面，每個構面下有不同的子構面，可從中了解ESG的範疇：

1. 治理與經濟（Governance and Economic）：包括公司治理、重大性、風險與危機管理、企業倫理、政策影響、稅賦政策、資訊安全/網路安全與系統可用性、永續金融、打擊犯罪政策與指標、金融穩定與系統性風險等10個次構面。
2. 環境（Environmental）：包括環境報告書、營運生態效率、去碳化策略、氣候策略等4個次構面。
3. 社會（Social）：包括社會報告書、勞工行為指標、人權、人力資本發展、人才吸引與留任、企業公民與慈善、職業健康與安全、金融包容性（普惠金融）、顧客關係管理、隱私保護等10個次構面。

³ 請參考金融監督管理委員會「綠色金融行動方案3.0」：<https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=616&parentpath=0,7>。

⁴ 請參考金融監督管理委員會「上市櫃公司永續發展路徑圖」：<https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=1024&parentpath=0,2,310>。

⁵ 請參考金融監督管理委員會「證券期貨業永續發展轉型執行策略」：https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202203080002&toolsflag=Y&table=News。

除了上述由公司主動回覆問卷之外，DJSI還會透過第三方的「媒體與利害關係人分析（Media and Stakeholder Analysis, MSA）」進行企業爭議分析，針對多項永續議題，辨識有關不良企業政策、架構及實務的爭議與損害，以期達到對於企業「聽其言也觀其行」的目的。MSA是CSA的一個重要組成部分，使標普全球能夠透過MSA以評估當前可能對聲譽或財務產生負面影響的爭議，持續監測公司的永續發展績效。值得一提的是，標普全球是“每天”使用來自媒體和利益相關者團體的新聞報導來監測被評估公司的永續表現，因此資料頻率是日，而且這些新聞報導係與RepRisk公司合作，由後者對新聞進行彙編和預先篩選。MSA分析涵蓋的新聞報導包括一系列問題，如經濟犯罪或貪腐、欺詐、非法商業行為、人權問題、勞資糾紛、工作場所安全、災難性事故或環境違法行為。⁶最後，DJSI再根據上述表現給予公司企業永續評等的分數，然後再依照該公司相對於同業的分數表現，決定是否將該公司納入成為DJSI的成分股。建議也可以參考其他ESG評鑑機構的方法論（如Sustainalytics、MSCI ESG、ISS、FTSE Russell等等）⁷與國際永續揭露標準（如永續會計準則理事會準則（SASB Standards）、國際財務報導準則（IFRS）第S1號「永續相關財務資訊揭露之一般規定」與第S2號「氣候相關揭露」等等），將更能深入了解多元之企業ESG評鑑範疇。⁸

ESG評鑑：以臺灣永續評鑑為例

國立臺北大學自2016年開始進行企業永續評鑑，並發布與國際CSR評鑑接軌之我國第一支企業社會責任指數。2019年11月28日，改由國際知名指數公司S&P Global對臺灣永續價值指數（Taiwan Sustainability Value Index; TWSVI）進行嚴謹計算與維護，正式公布於S&P官方網頁、Reuters與Bloomberg。在此基礎下，該校商學院於2018年設立「企業永續發展研究中心」，獨創SEED企業永續評鑑系統以建構「臺灣永續評鑑」模型及相關模組，分為4大構面（社會（S）、經濟（E）、環境（E）、揭露（D）），22類次構面、92類子分類、332類題項。⁹透過國內學術機構進行企業ESG評鑑的優勢，除了方法論能掌握國際永續趨勢並融入國內外學術研究發現之外，對於中文資訊與國內永續相關法規能有更高程度的掌握度與解讀能力，對於企業的問題也更能即時回應，從而能夠接軌國際並貼近在地。2020年該中心與國泰證券合作發布ESG個股研究報告，作為機構投資人進行企業議合的重要基礎，國泰證券也根據臺灣永續評鑑建構APP，讓投資人可以透過圖像化了解自己持股標的有多少永續影響力，讓散戶也可以直接參與永續投資。自2021年10月18日起，該中心已經與臺灣指數公司合

⁶ 請參考Media & Stakeholder Analysis: Methodology Guidebook Corporate Sustainability Assessment 2021: https://www.reprisk.com/media/pages/home/modules/did-you-know/3664730936-1704362745/msa_methodology_guidebook.pdf。

⁷ 也可以參考集保結算所公司投資人關係整合平台（IR Platform）所揭露之國內外評鑑機構對我國上市櫃企業ESG評鑑之結果。

⁸ 建議參考財團法人中華民國會計研究發展基金會—永續準則專區：<https://www.arfd.org.tw/sustainable.html>。

⁹ 請參考臺灣指數公司臺灣永續評鑑方法論：<https://taiwanindex.com.tw/indexes/IX0183>。

作發布12檔ESG指數，而且7檔指數已經商品化，目前基金總規模已超過新台幣240億（請參考表1），成為目前國內唯一通過金管會認可發行ESG金融商品之本土ESG評鑑學術機構。2023年1月1日起，也已有數家金融機構與知名大學採用臺灣永續評鑑資料庫進行永續投融资、企業議合、學術研究與教學之重要參考。

表1、臺北大學全球變遷與永續科學研究中心與臺灣指數公司合作發布7檔ESG指數商品化規模（迄至2024.01.03）

| 基金名稱 | 新臺幣：億元 |
|-------------------------------|-------------|
| 1. 華南永昌臺灣環境永續高股息指數基金 | 2.48 |
| 2. 群益臺灣ESG低碳50ETF基金 | 120.33 |
| 3. 中國信託上櫃ESG30ETF基金 | 6.19 |
| 4. 永豐臺灣ESG低碳高息40ETF基金 | 21.25 |
| 5. 兆豐臺灣ESG永續高股息等權重ETF基金 | 38.5 |
| 6. 台新臺灣永續高息中小型ETF基金 | 43.6 |
| 7. 元大特選上櫃ESG龍頭報酬指數指數投資證券(ETN) | 9.48 |
| 總 計 | 241.83 (億元) |

企業ESG評鑑的省思

英國經濟學人（The Economist）於2022年發表一系列對於企業ESG評鑑與永續投資的省思文章，非常值得閱讀與思考。其中幾個重要的觀點包括：第一，企業ESG評鑑各構面的抵換關係不清楚，而且彙集了一系列令人眼花繚亂的目標，當這些目標之間相互抵換而不能多元其美時，將無法為投資人和公司提供條理分明的指引；第二，公司不遵守ESG可以讓成本外部化，所以會比較賺錢，也就是說ESG越好的公司應該越不賺錢，所以投資人和公司沒有誘因重視ESG；第三，企業ESG評鑑有衡量的問題，包括評鑑分歧（ratings split）與評鑑可能容易被公司（或機構投資人）操弄（亦即可能會有漂綠的問題）。因此，英國經濟學人認為除了透過政府作為（更高的碳價）加上明確和一致的ESG揭露之外，應該鬆綁ESG，因為多重目標等於沒有目標，亦即要專注於E的揭露，讓E僅代表容易標準化的emission（碳排放）即可。¹⁰

針對上述省思，本文認為，透過對於企業ESG各構面（與次構面）進行財務重大性（financial materiality）分析，便是因應ESG評鑑各構面的抵換關係不清楚的有效方法之一；其次，根據本文之前所言，大部分的學術界發現ESG確實能讓公司財務績效提升，因此ESG越好的公司越不賺錢的說法其實與學術研究發現不符；第三，根據學術研究發現，ESG評鑑分歧確實會提升公司的資金成本，因此公司不能忽視ESG評鑑分歧帶給公司的負面效果，而

¹⁰ 請參考The Economist (2022), ESG: Three letters that won't save the planet, <https://www.economist.com/weeklyedition/2022-07-23>。

應該要與評鑑機構進行議合，以降低不必要的評鑑分歧，而投資人在面臨ESG評鑑分歧時，可以透過計算評鑑平均數的方式來進行永續投資決策，仍能獲得良好的投資報酬；第四，透過良好設計的ESG評鑑題項是有可能看出公司漂綠的程度，而成為ESG評鑑的扣分題，而主管機關推動相關政策，包括如SFDR、EU Taxonomy、IFRS S1&S2、IOSCO對於ESG評鑑機構之規範，以及要求機構投資人在進行企業議合時必須追蹤與展現實際可衡量的成效等等，都是降低公司與機構投資人漂綠的方法；第五，企業ESG評鑑應該要見樹也見林，碳排放確實是很重要而且容易衡量的指標，但是其他指標（包括社會面與公司治理面）也不容忽視，因為每種指標的重要性都可能隨著使用者偏好的不同或時間與空間的不同而改變；最後，企業ESG評鑑確實尚不完美，但我們不能因噎廢食，而應該要共同努力持續精進企業ESG評鑑，促進我國永續金融生態圈的良好發展。



參考文獻

- ◆ 池祥麟（2017年12月）。企業社會責任—行為財務學的觀點。證券市場發展季刊30卷第4期，63-104。科技部:105-2410-H-305-041。本人為第一作者、通訊作者。（第九屆聯電經營管理論文獎優等獎）（TSSCI）。
- ◆ Blackrock, 2020, 2020 Global Sustainable Investing Survey, <https://www.blackrock.com/uk/about-us/blackrock-sustainability-survey>.
- ◆ GSIA, 2023, Global Sustainable Investment Review 2022, Global Sustainable Investment Alliance, <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>
- ◆ Krueger, Philipp, Zacharias Sautner, and Laura T Starks, 2020, The Importance of Climate Risks for Institutional Investors, Review of Financial Studies, 33 (3), 1067-1111, <https://doi.org/10.1093/rfs/hh137>.
- ◆ Starks, Laura T., 2023, Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Issues - Value versus Values, Journal of Finance, 78 (4), 1837-1872.
- ◆ Whelan, T., U. Atz, T. Van Holt, and C. Clark, 2021, ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015 – 2020, Center for Sustainable Business, NYU Stern.



池祥麟

現任

國立臺北大學財務暨永續發展副校長
國立臺北大學全球變遷與永續科學研究中心主任
國立臺北大學商學院金融與合作經營學系特聘教授
中華公司治理協會企業永續發展委員會委員

精專

科技部專題研究計畫連續18年，並為Asian Journal of Business Ethics評審委員會委員，近年與團隊陸續編制七支ESG企業永續相關指數，並且進行臺灣永續評鑑（目前有864家上市櫃公司）超過8年。