

財務穩健，為何卻成為

股黑名單

牽動全球80兆美元，從上市櫃公司到散戶，都要搞懂的ESG投資革命

這是一場極具企圖心的革命。

揭竿起義的是聯合國，糾集的兵團是全球重量級投資機構，

武器則是資本市場80兆美元的重磅銀彈。

企圖，是讓投資人的選股不只看財報，也看企業的社會責任感；

是讓國際大廠要求供應鏈更加保護勞工、重視環境；

是讓金融機構的放款標準加上企業良知。

聽來瘋狂，但這場革命已經真實影響到全球與台灣的資本市場。

撰文·歐陽善玲、黃煒軒、勵心如 研究員·紀茗仁

這些公司獲利不俗、 外資大戶的 選

我們在你們的月報、季報和年報中，看不到各部門相關財務資訊的揭露？」

「我們在年報中讀到你的減排願景和承諾，但沒有看到計畫？」

「我們看到一份違法超時工作的報告，你們的勞工政策到底是如何執行的？」

「我們發現貴公司獨立董事在股東會的出席率，平均僅有四五%？」

六月二十二日，連串的提問炮火，猛烈對準一位台灣重量級的企業大老——鴻海董事長郭台銘。

當天，在鴻海的年度股東會上，投資鴻海八億美元、來自英國倫敦的資產管理公司Hermes董事周尚頤，針對鴻海集

團的財務透明度、氣候變遷因應、勞工權益、接班問題、獨董出席率等多面向領域，提出「超犀利十問」。

面對這十問，平時領導集團於全球開疆闢土、天不怕地不怕的老郭，回應時卻似有些不自在，不僅有兩題未直接回答，在涉及接班及獨董出席率等質疑上，也未直面問題核心。

大老闆們的新考卷！

評估企業永續發展的能耐 ESG掀浪潮

「我們對（鴻海）這樣的回答並不滿意。」周尚頤於近日接受《今周刊》訪問時指出。

滿意與否，涉及聽者的主觀判斷，沒有絕對標準，但無論如何，這些看似令郭台銘一時不易招架的提問，在不久的

什麼是ESG？

又稱責任投資或永續投資，指投資人在選擇投資的企業時，不只關注傳統財務指標，還著重企業在環境保護（E）、社會責任（S）及公司治理（G）三面向的表現，是一種更全面評估企業的投資方式。



全球主流資金挺ESG！不只看財報，也看

企業責任

2006年首度提出的ESG投資概念，要求投資機構在選股時，必須考慮企業對環境、社會、公司治理的重視度，2018年已有81.7兆美元資金接受ESG，台灣勞退基金也在今年加入。



註：數據統計至當年度4月底
資料來源：聯合國責任投資原則(PRI) 整理：黃煒軒、紀若仁

台灣也搭上狂潮——ESG大事紀

- 2005 聯合國邀請全球大型機構投資人參與制定「責任投資原則」(PRI)。
- 2006 4月27日，聯合國秘書長安南(Kofi Atta Annan)於美國紐約證交所宣布，聯合國開始鼓勵投資法人進行投資時，也須顧及對當地造成的環境與社會衝擊。
- 2009 彭博(Bloomberg)正式於終端機提供ESG數據。
- 2014 MSCI Inc.透過MSCI ESG研究公司，收購ESG評等與研究機構GMI Ratings。
- 2015 高盛資產管理公司購併專精ESG的投資公司Imprint Capital。
- 2016 基金評鑑機構晨星公司(Morningstar)發布「晨星永續投資評等」及「晨星永續指數系列」。
- 2017 12月18日，臺灣指數公司與富時集團(FTSE Russell)共同發布合編的「FTSE4Good臺灣指數公司臺灣永續指數」(FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index)。
- 2018 國內勞動基金響應責任投資，2018年釋出420億新台幣委外代操，主要投資「臺灣永續指數」60檔成分股。



投資概念「已經鋪天蓋地的廣泛受到外資機構買單。」

據統計，全球簽署聯合國ESG投資指導原則(PRI)的金融機構至今已超過兩千家，對應的資產管理規模更是超過八十一兆美元(約新台幣二五〇〇兆元)。其中，已表態「遵行」ESG投資邏輯的資金規模，則從二〇一二年的十三兆美元，大幅成長至一六年的二十二·九兆美元，超過全球總資產管理規模的四分之一；在歐洲，這一比重甚至高達五三%。

「這股以ESG為首的永續投資狂潮，已大到主流投資圈難以忽視。」《經濟學人》在去年底一篇探討ESG的專文如此評論；而這股狂潮也推進到了台灣。

去年底，臺灣指數公司與富時集團(FTSE Russell)共同發布「FTSE4Good TIP臺灣永續指數」，為全台灣第一個完整納入ESG投資原則的指數。今年初，勞動部勞動基金運用局宣布將投入達四二〇億元的代操資金，即以該指數為追蹤標的。

此外，自前年十月主管機關發布「機構投資人盡職治理守則」後，至今已有多達九十五家國內投資機構簽署。

全球投資機構之所以買單，除了企業責任因素驅動外，三份「重磅」報告的適時出爐，更

將來，恐怕是每一位上市櫃公司老闆都必須面對的日常考題。

這些考題，是為了讓投資機構填滿一張攸關企業投資評價的新考卷，考卷的名字，叫作「ESG」。

何謂ESG？它是Environmental(環境)、Social(社會)與Governance(公司治理)三者的縮寫，是全球近年興起的一股企業社會責任投資浪潮。

傳統上，在決定一家企業是否值得投資時，機構投資人多只會檢視其財務報表，以營收、獲利等指標來判斷投資價值。然而，在納入ESG的考量後，投資人所看的項目，將大幅擴展至各類影響公司未來發展的「非財務因子」。如企業在碳排放及能源使用的效率、供應鏈廠商生產線對環境的衝擊、員工培訓及勞動條件，以及利害關係人權益等面向。

投資規模多大？

二千家金融機構 掌握逾81兆美元

簡單來說，ESG是評估企業永續發展的能耐，套用在投資領域，則被認為能夠「幫助投資人評估財報上看不到的風險」。類似鴻海股東會上的犀利提問，未來之所以會成為上市櫃公司經營者的日常考題，原因在於，「ESG

一張圖
看懂

ESG改變世界的完美劇本

2005年聯合國邀請全球大型機構法人研商擬定責任投資原則 (PRI)，將ESG融入投資決策中。以學術研究報告實證開始催化的ESG正向循環，這樣展開……。



扮演了催化的要角。

○四年，時任聯合國秘書長的安南 (Kofi Atta Annan) 致函給全球五十五家主要金融機構執行長，邀請加入由聯合國及世界銀行所發起、欲將「責任投資」導入資本市場的計畫。作為回應，隔年包含高盛、摩根士丹利及貝萊德等二十家知名機構法人，共同發布了一份名為「唯在乎，你才能贏 (Who cares who win)」的報告。

報告的結論相當明確：「一家公司若要在資本市場長期穩健營運，就不得不重視 ESG。」這份由華爾街大咖投資機構聯合推出的重磅報告，首度證實「ESG 與企業長期營運有正向關係」。

華爾街大咖帶頭響應！ 三份重磅報告 讓投資管理巨頭瘋 ESG

同年十月，聯合國與知名國際律師事務所富而德

(Freshfields) 合作，發表了一份以該事務所為名的《富而德報告》。報告一大重點，在澄清金融機構將 ESG 納入投資決策過程的適法性疑慮。

然而，全球資產管理業者對 ESG 投資的興趣開始狂飆，關鍵是在一五年三月，第三份重磅報告《從股東到利害關係人》(From the stock holder to the stake holder) 發表之後。

這份由牛津大學及英國九章資產管理公司 (Arbesque) 聯合發布的報告明確指出，ESG 與一家公司的中、長期股價存在顯著的正面相關。

三份重磅報告，鋪陳出「用 ESG 選股合情、合法、合理的完美架構，投資機構開始加速買單，一套始於「讓世界更美好」的投資思維革命，也就這麼快速展開了。

革命尚未成功，畢竟，ESG 試圖把原本無法量化的風險，翻譯成簡單易懂的數字評分，合理性與精準度必然會引起爭議與質疑，但擺在眼前、不容否認的事實是，這股投資新浪潮已經扎扎实實地影響了資本市場。

「不久前，我們曾向一家來自北歐的資產管理公司進行簡報……。」長期關注 ESG 發展的安侯永續發展顧問公司董事總經理黃正忠回憶，當時簡報主題是台灣科技產業，他一共準備了六十頁的內容。「對方看完第一頁的目錄後就跟我說，其他部分不用談，他們只要看其中的一頁：勞工政策與人權。」

「北歐資產管理公司非常看重企業人權及勞動條件，這在他們選股考量時比重占很高！」黃正忠的解讀，不只來自於他

家，列入「觀察」名單的也有二十三家，其中不乏美國沃爾瑪 (Walmart) 及中國中興通訊等知名企業。

進一步細看，台灣的長榮海運及年興紡織亦赫然在列。前者在今年一月遭基金移除；後者則在七月被列入觀察名單。被移出投資名單的長榮海運表示，挪威主權基金是對「舊船在海岸拆解」有意見，但受質疑的六艘船隻，有三艘是租賃船，早在一六年前即已退租，而長榮在舊船汰售的合約皆規定買方必須符合環保規範。

歐洲法人重勞權！ 龍頭企業財報即使好看 也會入黑名單

不僅是挪威主權基金，管理資產逾七三〇億歐元 (約新台幣二一·六兆元)、規模直逼全球最大對沖基金橋水的北歐最大私人保險公司 Storebrand，同樣基於 ESG 投資原則而列出一長串投資黑名單。其中，台灣企業多達九家，且不乏今年上半年獲利表現亮眼的亞泥、台塑、台

親身面對法人簡報的經驗，更多的是「白紙黑字」的直接證據，也就是一份份來自歐洲法人機構的「投資黑名單」。

其一顯例，來自全球最大、掌管逾八·四兆兆挪威克朗 (約新台幣三十一·七兆元) 資產的主權財富基金——挪威主權基金。攤開挪威主權基金的投資明細，因為「ESG 表現不及格」而被列為「拒絕往來戶」的全球名單，高達一四六

化及成衣大廠儒鴻等。

「這樣的判斷不盡合理，」一位本土法人表示，若從清單上個股的外資持股比率和股價變動來看，「其他評鑑機構不見得跟 Storebrand 有一致看法。」他以統一超商為例，明明是零售通路業，Storebrand 竟是以「販賣菸草」為由，將其列入投資黑名單，「明顯沒道理。」

嫌ESG
不夠好

這些龍頭企業，歐洲

大戶不投資

E 環境 S 社會 G 公司治理

北歐最大保險公司不買的股票

Storebrand是全挪威及北歐最大的保險公司，旗下管理金額達7160億挪威克朗（約新台幣2.6兆元）的資產，自2015年第四季起，每季公布「禁投資名單」。

獲利好、財報佳，9檔台股卻被列黑名單

企業	未達標項目	理由	列入不投資名單時間	外資持股變化(%)	股價漲跌(%)
亞洲水泥	E	永續性偏低	2015年Q4	8.53	44.34
儒鴻企業	E	永續性偏低	2015年Q4	-3.39	-19.29
長榮航空	E	永續性偏低	2015年Q4	5.15	-22.31
台化纖維	E	永續性偏低	2015年Q4	5.57	67.57
台灣肥料	E	永續性偏低	2015年Q4	-3.92	7.90
統一超商	E	販賣菸草	2015年Q4	3.89	68.37
潤泰紡織	E	永續性偏低	2016年Q1	4.58	11.51
台灣塑膠	E	永續性偏低	2016年Q2	3.19	45.89
中信金控	G	涉金融犯罪	2017年Q1	0.96	21.33

註：外資持股變化統計至2018年10月8日，股價漲跌統計至10月9日

世界級產業龍頭，也被打入冷宮

國家	企業	未達標項目	理由
美國	嬌生	S	基於人權與國際法考量
美國	波音	S	生產爭議性武器
美國	沃爾瑪	S	基於人權與國際法考量
中國	海螺水泥	E	永續性偏低
中國	吉利汽車	E	永續性偏低
中國	玖龍紙業	E	永續性偏低
中國	中興通訊	S	基於人權與國際法考量
韓國	現代汽車	S	基於人權與國際法考量
韓國	三星電子	G	涉貪汙與金融犯罪
日本	LAWSON	E	販賣菸草

註：上述名單僅列舉部分企業，完整名單中，美國共有40家入榜、中國24家、日本9家、韓國14家

挪威主權基金不買的兩檔台股

2017年底，挪威主權基金價值高達8.48兆挪威克朗（約新台幣31.7兆元）；今年陸續對2檔台股開刀。

公司名稱	未達標項目	類別	決定	發布日
長榮海運	E S	嚴重傷害環境/違反人權	排除投資	2018.01.16
年興紡織	S	嚴重違反人權	列入觀察	2018.07.10



長期因勞動條件不佳而備受爭議的沃爾瑪，遭挪威最大保險公司Storebrand以「基於人權與國際法考量」，列入投資黑名單。

資料來源：Storebrand保險公司（2018年Q1報告）、證交所挪威主權基金（統計至2018年7月）
整理：紀若仁、黃煒軒

事實上，本刊致電名單上的各公司，多數表示Storebrand從未主動接觸。中信金控則指出，一個月前得知Storebrand報告內容，即以電子郵件方式向對方發函抗議。

據中信了解，Storebrand是因十二年前的「紅火案」而降低中信的公司治理評分，但九月十二日台灣高等法院已判決確認中信金控未因此案受損，相關當事人亦被減刑或獲判無罪。惟對方在收到抗議信後，迄今尚未正式回覆。

業者普遍認為，在ESG浪潮下，公司必須加強對法人的溝通，但更希望對方能把公司需要改進的部分說明清楚的確，評鑑單位若提出具體改進方向，對於達成ESG

美麗願景才有更積極的效果。儒鴻發言人羅仁傑就指出，挪威方面曾來詢問公司東埔案廠員工識字率低，少有身分證的問題，「這其實與國家發展程度有關。」雖然說法未被接受，「但公司也意識到永續議題的重要性，第一份企業社會責任報告將在今年出爐。」

主管機關力推！
在港股掛牌上市 要看ESG夠不夠格

企業要面對的，不只是法人投資意願的問題，當這個投資故事把ESG與「長期營運」及表現相連結時，它的威力會更加擴大，甚至連資本市場、銀行放貸意願及產業供應鏈，都將因此迎來一波翻轉。

以香港為例，想在港股掛牌上市，夠格的ESG就是必要條件。一六年起，港交所強制要求所有上市公司都須遵守「環境、社會及管治報告指引」進行報告，若不遵守，則得公開解釋原因。

「部分發行人報告相關政策時，僅簡單陳述一句，如『我們設有防止貪汙政策』，卻完

出，ESG將重新改造銀行過往多只重視傳統財務指標的放款體系。

就像是一串懸吊在鐵桿上的鐵球，每個球上雖然有條獨立的繩索，但只要第一個鐵球動了起來，撞擊力道就是這麼快速綿密地傳遞下去。當ESG影響了法人投資意願、主管機關評價，乃至於銀行放款意願，那麼，就連產業供應鏈也將開始受到影響。

全未提及政策內容的任何細節。這類聲明內容空洞，對權益人全無用處。」港交所於其ESG年報中明白指出。

再看ESG對融資放款的影响。去年五月，台銀等國內九家銀行參與的一樁一二〇億元國際聯貸案爆發倒帳風波，聯貸對象是一家印尼木材、棕櫚油大廠，被發現原料大量來自違法濫墾所得，因此營運立刻陷入危機。這場風波，一來可作為「ESG能預防財報未見風險」的佐證，另一個效應，就是讓銀行放款時，更加重視放款對象的ESG。

不只如此，由於多數銀行也得「被打分數」，而放款對象的ESG同樣攸關銀行本身的分數高低。「人家評我，我如果分數低，長期投資人不想當我的股東，因此，我勢必也要評估放款對象及供應商。」國泰金控投資長程淑芬在受訪時明白點

在所有國際大廠中，對台灣最具動見觀瞻地位的當屬蘋果，SEMI國際半導體產業協會台灣區總裁曹世綸就表示：「蘋果對供應商都有一定程度的要求，每年會訂定相關數字和KPI（關鍵績效指標），數字都是逐年增加，範圍也愈來愈廣，甚至會對供應商的綠電使用訂定標準。」

產業鏈連鎖效應！
客戶要求合作廠商符合ESG 以免評分受牽連

不過，曹世綸對於國內業者的ESG評鑑甚具信心。他指出，半導體業者多半接軌國際客戶，進行ESG相關評鑑都是一步到位依循國際標準，且半導體協會早自十多年前就開始成立小組討論相關議題，「業者都希望獲得客戶信任，而

搞懂

ESG評鑑權威如何打分數？



指數」(FTSE4Good Index)，評鑑因採「公開資料」蒐集方式，對企業來說，或許就輕鬆許多。

臺灣指數公司研發部總監陳文練表示，所謂「公開資訊」包括企業官網、年報、企業社會責任報告書、公司治理報告書等，「當資訊蒐集完成後，公司會個別接獲通知，確認所有相關公開資訊無誤。如果公司想要提供補充資料說明，也必

須是以公開方式揭露ESG資訊，不接受公司私下傳送。」而這部分的補充說明管道，也包含接受媒體採訪的正式報導。

更貼近現實！

分析師與基層員工聊天掌握公司文化更準

值得一提的是，臺灣永續指數雖是與富時合作，「但有些國內企業已列入FTSE4Good新興市場指數成分股，卻不是臺灣永續指數成分股，原因是台股上市公司除了達到富時的評鑑標準外，還必須符合「近十二個月股東權益報酬率為正」的標準，才能納入臺灣永續指數。」

第三種ESG評鑑方式，是透過分析師實地走訪、深入面談，靠著第一手資料及現場觀察加以評分。類似這樣的評鑑單位，並非一般指數公司所為，而是訓練有素的資產管理公司ESG分析小組才能辦到，例如，在鴻海股東會中提問犀利的英國Hermes公司。

除了Hermes，不少投資機構都設有自身的相關研究單位，市場上也有專責評比ESG的機構，如在散戶與基金市場具有分量的Sustainalytics，共通點都是「靠分析師實地訪查」。

「相較傳統財務分析，ESG分析師必須能從多個學科中，找到投資想法及靈感，並將相關知識聯繫起來！」除了擔任公司董事，周尚頤也是Hermes亞洲市場及管理分析師團隊主管，她表示，Hermes的ESG研究小組成員，背景包括律師、會計師、氣候專家、前央行決策成員，在美國甚至還有退伍軍人。實際執行上，這群背景多元的分析師除了與管

且，這對企業本身形象也有幫助，企業營運風險也可以被控制。」

簡言之，這是一個正在「自我實現」的金融市場革命，只是，當前這場革命的一大缺陷，在於扮演關鍵要角的各家「打分數機構」未有統一評分標準，導致對同一家公司的評分可出現南轅北轍的情況。

對此，《華爾街日報》於近日的一篇專文中，即以特斯拉為例，質疑它在MSCI的評鑑中，被評為產業當中ESG表現最佳者，卻被另一評鑑機構富時(FITSE)評為最差。「特斯拉是家永續企業嗎？那可能要看你問誰了。」《華爾街日報》略帶諷刺地指出。

然而，這在長期關注企業社會責任、對ESG研究著墨甚深的台北大學商學院院長池祥麟眼中，再正常不過。「就像信評機構對一家企業評分往往不同，各機構偏好的議題重點不一樣，自然就有相應權重的差別。」池祥麟解釋。

資訊公開透明！

從官網、年報到媒體採訪均列入參考

於是，如何應對這股投資新浪潮的關鍵逐漸釐清，至少，你得搞懂「負責打分數的這群人在想什麼？如何評分？」

台達電企業永續發展部資深協理周志宏，過去面對無數次「ESG會考」，從最早開始「連題目都看不懂」，到現在

時，連題目在問什麼都看不懂；後來我們特地找人專門負責DJSI，發現問卷中有很多東西，原來我們根本沒有，整個集團才開始動起來。」

周志宏提醒，DJSI的題目大多是原則性內容，企業很難從個別題項中，釐清問題要表達的真正內涵。如「公司是否公開陳述、鑑別實質性議題的分析流程？」對初接觸的企業來說，填寫過程可說是挑戰艱鉅，解讀稍有偏差，導致資料提供錯誤，就可能使永續績效得分落後。

相較下，與臺灣指數公司有合作關係的「富時社會責任



電動車大廠特斯拉的永續評分，各重要機構看法不一；這種現象也讓ESG出現爭議。

成為資優生。他分享「應試」經驗，「其實，外界所有的評鑑機構，架構都不脫『道瓊永續指數』(DJSI)。」

道瓊永續指數成立於一九九九年，是全球第一個追蹤企業在ESG績效表現的指數，在永續發展評鑑上，算是老大哥。「因為評鑑做得最早，後進者就會拿DJSI的架構及方向做樣本。」

至於評鑑方式，則是採「受邀制」以取得問卷填答資格。每年，DJSI會寄發永續評比邀請，給全球至少前二五〇〇大企業的執行長，或總公司投資關係部門。若企業有意願參與，DJSI便會提供線上問卷讓企業填寫；之後再依據回覆內容，進行查證及評比作業。

「老實說，〇六年第一次拿到問卷

理者訪談，還會走到生產線，或者直接與基層員工聊天，「員工批評或抱怨愈多的公司，反而會有比較高的評分，因為這代表公司文化鼓勵員工提出問題，員工也敢講。」周尚頤說。

周志宏則分享，評鑑單位最愛問的問題是「這個目標是怎麼來的？」「公司上下是否形成共識？」接著開始反推，依據公司提出的方法，檢視是否具體可行。之後就逐步逐季去追，就像傳統分析師在追企業獲利，只要一季沒做到，就調降評等，ESG評分也是同樣道理。

投資人如何搶紅利？ 長線趨勢向上 G 對股價影響力最明顯

雖然因應這類的評鑑必須勞心費力，但周志宏也對這個趨勢表示肯定，「ESG紅利，有點像是企業遭遇『黑天鵝』時的保護傘，」他解釋，「天有不測風雲，企業難免遇到低谷，甚至員工不當行為，公司也得概括承受。平時若ESG表現較佳，長線資金持股穩定，遇到意外時，資本市場給予的包容也會較高，股價波動相對較緩。」

至於投資人該如何從ESG的浪潮中占到便宜？目前有不少統計證實，G（公司治理）表現較好的企業，平均報酬率會比表現差的企業更高。例如，○三年哈佛大學及賓州大學華頓商學院研究顯示，綜觀九○年代，較重視公司治理的企業，其股價平均年報酬率，可高出大盤約八·五%。

一六年，Hermes也發表報告，證明G做得好的企業，過去八年每月平均報酬率會比G做得差的企業多出○·○三%。MSCI指數公司更有資料顯示，○七年以來，在MSCI所有國家世界指數成分股中（ACWI Index），經ESG評分後二○%的公司歷經產業相關風險衝擊下，股價在三年內下跌九

散戶必看！

研究報告這樣牽動股價

E 對股價影響

美國伊利諾理工大學於2014年研究，追蹤1992至2011年間，E方面表現較好的公司，發現報酬率平均高出產業平均3%。

S 對股價影響

華頓商學院教授Alex Edmans以《富比世》公布的100家最佳雇主作為投資組合，統計自1984至2009年間，發現平均可創造3.5%的超額年報酬率，高出產業平均報酬率約2.1%。

G 對股價影響

哈佛大學及華頓商學院2003年的研究顯示，統計1990至1999年資料，公司治理表現較好的企業，平均年報酬率高出大盤8.5%。

綜合整理：黃煒軒



五%的機率，比前二○%成分股高出三倍。

當然，這些分析都是著眼長線，對於短期股價的參考性仍然有限。此外，諸多分析也證實，在E、S、G三項分類中，目前仍以G對股價影響力最為明顯。

不過，這畢竟還是一場未完成的革命，對股價的影響力也還在持續深化當中，就像Hermes在一六年的報告所說，「只要愈來愈多機構繼續加入，未來，E和S必定也會表現出影響力。」

這是一場基於讓世界更美好的革命，良善的出發點，不能透過資本市場的催化，進而打造完美世界，還要進一步觀察。只不過，無論你是上市櫃公司經營者、主管，或者是單純的散戶投資人，都不能不開始花些心思，認識這個正逐漸改變投資世界的新浪潮了。

簡單看懂ESG報告 不怕黑天鵝的好股長這樣



近年隨著ESG（環境、社會、公司治理）投資概念的漸趨普及，企業在ESG上的相關政策及作為，已成機構法人在進行投資決策時的重要參考依據。只是，目前市場上的各家ESG評估報告，大多只能付費取得，一般投資人若想了解一家公司的ESG細節分數，難免感到無所適從。

好消息是，現在已有一家知名評鑑機構的ESG分數報告，能夠讓每個投資人都隨手找到，並輕易上手。它是Sustainalytics，已成立二十六年，目前全球評比企業家數超過一萬一千家，橫跨逾四十個產業，市值規模小至二十億元、大至一百億美元的公司皆有涵蓋。Sustainalytics在責任投資獨立研究（IRRI）調查中，曾被連續三年評

為最佳ESG投資研究機構。其研究主要針對三個構面打分數，分別是準備面（preparedness）、揭露面（disclosure）以及績效評估（performance）。準備面部分，主要聚焦企業ESG風險管理制度與政策的評估；揭露部分，則評估企業報告是否符合國際間對資訊透明度的相關要求。績效評估方面，則有一系列量化及質化指標，評估一家企業在ESG管理的各方面表現。

今年二月，Sustainalytics和Yahoo Finance合作，在Yahoo Finance上公布了其評鑑公司的ESG評分，資料還可回溯至二〇一四年，其中台灣五〇中的主

**絕對分數無意義
同產業比較是重點**

「以礦業公司為例，因為能源密集，我們會看碳排放、水汙染程度、化學汙染或對周邊社區的衝擊等。然而如果是IT產業，我們就更重視資安。」杜賈爾登指出。

要三十檔權值股，如鴻海、台積電、中華電、大立光及統一等亦在其中，對想快速了解相關企業在ESG項目上表現的投資人，可謂一大福音。

如何操作？首先，點開Yahoo Finance的首頁，並在搜尋欄位輸入想了解的公司英文名稱或代號；以鴻海為例，輸入其代號二三一七後，選擇「2317.TW」的選項，即可看到鴻海的相關財務資料及股價等；而在頁面上方最右邊，可以發現有一個叫Sustainability（永續）的欄位。

點進去後，即可看到鴻海在Sustainability評比下的ESG總分，以及E、S及G的個別分數。

依據Sustainability評比，鴻海總分是六十八分，在滿分一百分的情況下，這

ESG報告一查上手 3要點找出長線好股

—Yahoo Finance 公司評分頁面（以鴻海為例）

要點1

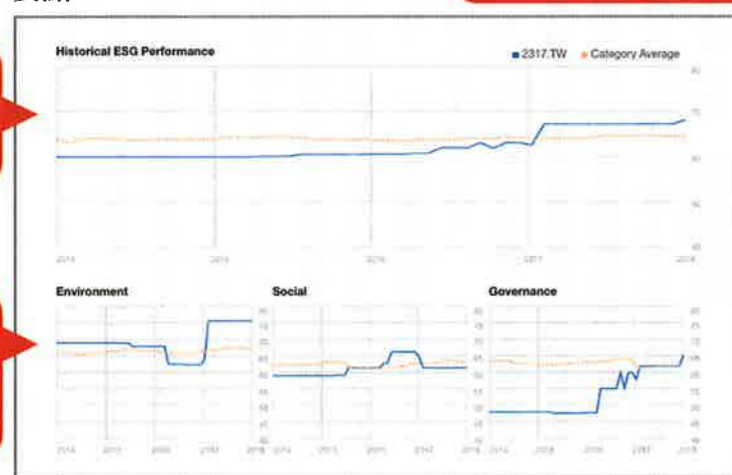


68分為公司總分（右側71st percentile代表該分數贏過71%的同業）

公司在ESG三項目相對同業的表現（藍點為鴻海分數，黃色三角為同業平均分數）

紅色條狀圖為一公司涉及爭議事件的嚴重程度，依情節輕微至重大分別給予1到5的分數（鴻海被評為3分，已達顯著爭議程度）

要點2



公司近5年ESG的分數（可以看出鴻海近5年整體ESG表現有緩步向上的趨勢）

公司在ESG三分項的近5年分數（鴻海在E及G上近年都有改善，特別在G的部分進步幅度最大）

要點3

Name	Total ESG score	E	S	G
034220.KS LG Display	68	70	68	67
2357.TW ASUSTEK COMPUTER INC	68	74	64	65
2317.TW (this company) HON HAI PRECISION INDUS...	68	76	61	65
SE7.MU SEIKO EPSON CORP.	67	75	64	56
MUR1.MU MURATA MFG	66	72	65	59

公司同業中（含公司本身）5家指標性企業的ESG分項及整體分數，以鴻海為例，可以看到其同業如韓國LG、華碩及日本愛普生等在ESG分項指標及總體的得分



得分乍看似乎顯得偏低，但該指標的一大重點，不在於其絕對分數的高低，該數值必須和同產業比較後，才有意義。

為何要與同產業比較？Sustainalytics日本分部的管理總監杜賈爾登（Loic Dujardin）受訪時解釋，進行評比時，會視產業別的不同有不同的指標，即使相同指標，也會設定不同的產業風險權重。事實上，與同產業、同類股相比，是所有評鑑機構不斷強調的應用重點。

「以礦業公司為例，因為能源密集，我們會看碳排放、水汙染程度、化學汙染或對周邊社區的衝擊等。然而如果是IT產業，我們就更重視資安。」杜賈爾登指出。

點進去後，即可看到鴻海在Sustainability評比下的ESG總分，以及E、S及G的個別分數。

依據Sustainability評比，鴻海總分是六十八分，在滿分一百分的情況下，這

擁40檔成分股 台灣永續價值指數漲贏大盤、台灣50

台灣永續價值指數 (TWSI) 成分股：

中鋼、中華電、台灣大、聯電、聯發科、遠傳、台達電、
富邦金、中鼎、台積電、國泰金、信義、友達、玉山

註：成分股總共40檔，目前僅公布三分之一

3大指數10年來報酬率



資料來源：台灣永續能源研究基金會

經回溯過去10年數據發現，台灣永續價值指數在投資績效上，全面優於大盤、台灣50指數。



此外，在各評分項的下方，我們可看到公司近四年的評分。再度以鴻海為例，可以發現鴻海從一四年至今的評分相對穩定，一七年以前的分數，雖略低於同業平均，但一七年後即高於同業。若看各細項指標，在環境面上，鴻海在一七年之前領先或落後同業的情

況皆有，惟兩者差距皆不大，但一七年後，鴻海在E的得分即大幅拉高到七十六分，顯著領先同業平均的六十七分；至於在社會面上，鴻海得分平均來說與同業亦步亦趨，在一六年到一七年間曾短暫領先同業。特別的是G的部分，在一七年之前，鴻海的G分數基本上大幅落後同業平均，同業平均約六十二到六十三分，鴻海相對僅有四十八分。然而在一六年初，鴻海的得分開始快速攀升，到一七年初時已追上同業，在最近一次一八年初的評比上，更已些微超前同業三分。

這代表什麼意義？「有沒有改善的具體行為及意願，這對機構投資人的重要性，遠大於絕對分數的高低。」現任瑞銀集團(UBS)管理總監暨企業永續委員會秘書的萊茨(Christian Leitz)受訪時指出。也就是說，對於一家企業的分數表現，縱使其個別指標分數偏低，投資人更應重視的是，其在長期趨勢上是否有所改善。以鴻海來說，其在G的分數儘管未與同業平均有太大差

異，但進步的程度明顯，凸顯出其已正視公司治理的重要性，並投入相應資源改善。看到這條緩緩向上的趨勢線，應該就會讓外資機構寬心一些。

G重要性高於E和S 重大事件指標具關鍵地位

另一方面，投資人須留意的是，儘管機構將ESG三個面向個別評分，以凸顯企業不可偏廢任何一者；然而，許多學術及產業的研究結果皆顯示，G與投資績效的相關性，要相對高於E和S。比如根據一份來自哈佛大學及賓州大學華頓商學院○三年的研究，其統計一九九○到九九年間，若投資人投資那些於公司治理指標(如股東權益)表現較好的公司，相較大盤，其平均每年報酬率可高出約八.五%。

對此，杜賈爾登指出，Sustainalytics內部在做評比時，它們會把G相關指標權重設得更高，如董事會對風險的管理能力、效能以及男女董事的比例等。「公司治理是我們評分的一切基準，它橫跨各產業，是體現公司營運展望最核心的部分。」杜賈爾登表示。

除了為個別ESG面向評分，Sustainalytics的分析師團隊在追蹤一家公

對公司利害關係人構成顯著風險。以鴻海為例，其在爭議部分得三分，遠高於同業平均的一.五分，顯示其在處理重大爭議事件上，仍有相當改善空間。

根據同樣引用Sustainalytics資料進行基金持股分析的晨星解釋，「爭議程度」分數雖然獨立於E、S、G三大面向之外，但重要性不可小覷，它會是分析師未來十二到二十四個月調整ESG總體評分的重要基礎。

著眼長線 避險意義大於獲利機會

這個現象，一方面說明ESG選股與傳統財務分析選股的確有所不同，此外，根據回溯過去十年的數據分析，「台灣永續價值指數」也要拉長到五年以後，才能與加權指數分出明顯高下，代表ESG選股必須著眼長線。

整體而言，即使市場評鑑機構百家爭鳴，評鑑分數百種，惟當下投資人僅須謹記：同產業比較、注重長期趨勢變化而非當下評分，並留意公司在治理指標的表現，那麼，除了更能抓到「沒有黑天鵝基因」的長線好股，也有機會參透外資機構的長期持股思維，跟著當個ESG浪潮下的新贏家。

同時，皆會緊盯該公司的新聞動態，一旦公司發生重大爭議，團隊即會在四十八小時內予以評估，並依嚴重程度給出一到五分之分數。

對應Yahoo Finance的網頁，若我們看ESG分項頁面的右邊，可以看到一個叫「爭議程度」(Controversy Level)的分數。若被列為三分以上，將被認為

必須注意的是，目前多數投資機構在運用ESG評分資料時，多半將其視為「財務指標之外的輔助選股標準」，一位基金經理人直白指出，「ESG表現好的公司，不見得股價一定走強，但，公司遭遇黑天鵝事件的機率應該會降低許多。」換句話說，至少到目前為止，ESG評分對投資人的「避險」意

企業接招

重視環境、社會責任 才能贏得外資青睞

撰文·歐陽善玲

不永續 就淘汰 台灣供應鏈未來生存指南



「曾」有些高碳排傳產公司，自我解嘲說要顛覆現況，因為產業的高污染特性，讓它們在校園徵才時，攤位人潮就是比別人少！」國泰金控投資長程淑芬，從千禧世代角度開場：

「現在年輕人求職，考量的已不只是薪水，還包括企業價值理念、國際觀、如何對待員工等等。」

高污染、高耗能產業不重視或拿不出環境因應對策，長期難吸引到好人才，是企業無可迴避ESG（環境、社會、公司治理）議題的原因之一；但更迫切有感的是，恐怕是未來台灣供應鏈，可能將因此被國際大廠拔除。程淑芬分析，因為氣候變遷，地球狀況嚴重惡

化，國際投資人已相當重視企業的環保政策，上市櫃公司必須正面回應。

教戰守則一 回歸本業，確立目標並真正落實

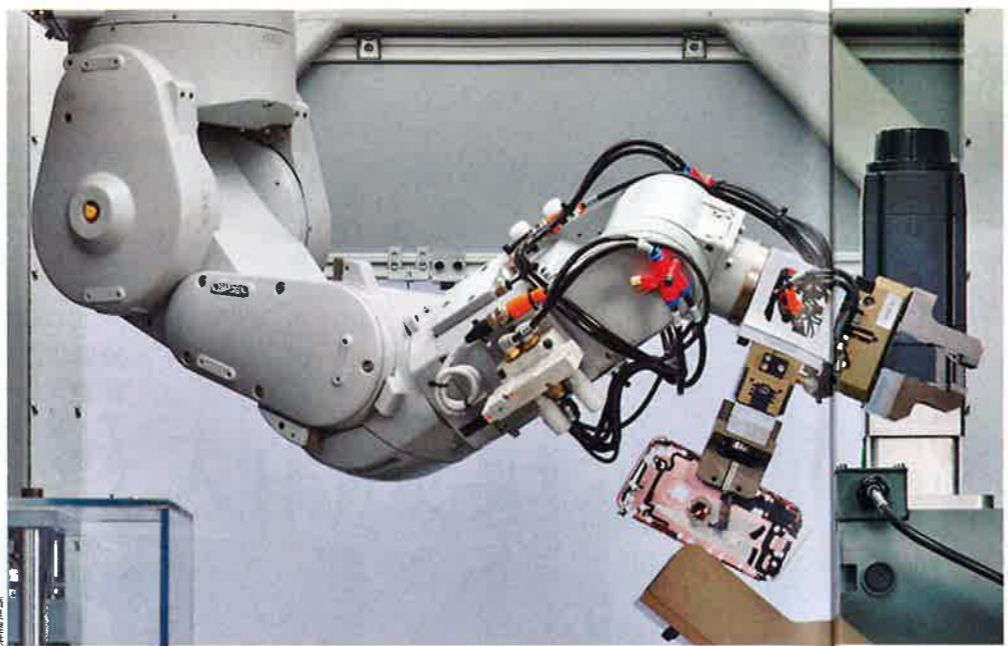
「因此企業談ESG，恐怕已不能說是『沽名釣譽』，從另一角度，確實也有『選美大賽』味道。」作為國泰金控投資長，程淑芬一方面必須跟上「ESG投資」的國際潮流，同時也得面對公司本身（國泰金）受到評分的挑戰。她坦言，現在國內企業在面對ESG議題上，態度極端，有些公司會刻意把小事放大，到處宣傳；有些公司則根本不屑，懶得理會。

到底企業該怎麼做才適當？程淑芬的答案是「回歸本業，確立企業目標並

真正落實」。

安侯永續發展顧問公司董事總經理黃正忠也有相同解答，長期輔導國內上市公司進行國際ESG評鑑的他舉例，「台灣有一家大公司，三年前就做了CSR（企業社會責任）報告書，但內容只是行禮如儀，雞毛蒜皮占了大量篇幅，真正重要的內容很少，報告就沒有太大意義，因此受到外資挑戰。」此外，CSR報告書的關照面向不夠，例如並未像「合併財報」會納入子公司，也是外資經常表示不滿的問題點。

他指出，ESG評鑑要看的，是公司究竟有沒有真切意識到「非財務面」的世界風險，而企業將風險雷達打開後，是否又能與公司核心業務做連結、做整合。消極地看，是為了規避營運風



今年蘋果發表機器手臂，回收工業金屬，不但呼應環保議題，更降低了未來公司營運風險。

至此，這支機器手臂與投資風險有所連結：基於減碳目標，電動車將是未來趨勢，而鈷是車用電池的重要原料，未來自是兵家必爭。

另一方面，鈷的最大產地是非洲剛果民主共和國，這裡又有童工、囚工等「衝突礦產」問題，「鈷的穩定供應與否，是蘋果手機未來風險，當蘋果以資源回收的環保目的出發，開發回收鈷原料的技術，不但降低未來營運風險，也呼應了人權、環保等議題。」

教戰守則二 做有意義的事，評鑑原則不照單全收

訂下永續發展目標，並設法與本業營運結合，這樣具體作為的另一面，則是一「國際組織要求的評鑑原則不必照單全收」。

「像國際組織會要求，董、總不應該是同一人。總經理須具備高度專業及產業實務經驗，董事長則扮演精神領袖……。」程淑芬認為，這樣的準則不見得放諸四海皆準。她舉例，國外還會特別保障女性獨董席次，「在男女平權觀念進步的台灣，這部分也未必有道理。」

她分享，「永續評鑑最典型、分析

師最愛問的一道題目是：公司獨立董事有沒有過半？但這部分我不太在意。主要是有經驗、有時間了解產業又夠專業的獨董並不好找，台灣資本市場畢竟還在『養獨董』的過程，要求過半其實相當勉強。特別是強調『女性獨董』，還不如關注『女力』來得有意義。」

以國泰金控為例，集團內部根據重大性議題分析結果，列出十二項要點，包括資訊安全、綠色金融、責任投資與放款、風險管理等，至於前面提到國外機構愛問的獨董、女性平權問題，反倒沒有太過著力。儘管沒有照單全收，國泰金控仍連續四年入選道瓊永續指數「新興市場指數」成分股，今年更成為道瓊永續指數「世界指數」的成分股。

教戰守則三 懲罰不如軟硬兼施，引導企業改變

黃正忠指出，國外機構法人看ESG報告，重點之一是檢視企業有沒有有一個滾動式的機制，能逐步墊高解決問題的能力；「就算現在表現欠佳，但未來有改善的想像空間，法人仍會投資。」這一點，與ESG投資開始走向「積極股東行動主義」的趨勢有關，也就是「短時間內雖不認同公司作法，但

險，積極地看，則是抓住未來商機。

黃正忠以他口中「近年產品創新有限，但永續模式進展可觀」的蘋果電腦為例，蘋果過去三年發行了兩檔、共二十五億美元的綠色債券，其中一個重要目的，是開發自行拆解手機、回收材料的技術。今年四月，蘋果發表一款名為Daisy的機器手臂，宣稱每小時可拆解兩百支不同型號的iPhone，並將零件分類，「於是，蘋果可以自行回收鋁、金、鈷等金屬。」

衝突礦產

在武裝衝突及侵犯人權情況下所採的礦物，尤指在剛果民主共和國東部省份礦區。

通過永續發展評鑑 日月光自己也不敢相信

2013年12月，高雄市環保局對半導體大廠日月光高雄K7廠廢水汙染事件開罰，「當時每位員工都能感受企業正遭遇重大危機。隔年2月，公司成立永續中心，在兵荒馬亂下，我們開始著手了解ESG。」日月光集團企業永續中心處長易維綺，回想一路走來的歷程。

她表示，「過去工廠營運繁忙，這種花成本又看不到績效，甚至一般認為與生產力無關的要求，初期推動起來挑戰頗高。」易維綺說，光是每個廠區必須配合、匯集所有永續發展績效相關資訊，都有難度，此時只能借助「軟實力」。

日月光連續3年入選DJSI，將危機化為轉機。圖為永續中心成員。



日月光提供

目前，永續中心共有9名成員，「老闆可能有刻意挑選形象清新又善於溝通的可愛女生，這樣跟各廠區要所有績效資料時，工廠配合度就變高了。」易維綺笑說，在外部有顧問協助、內部自我學習下，日月光鴨子划水了兩年，2016年才敢踏出第一步，接受DJSI（道瓊永續指數）評鑑。

「不要說外界不相信，就連公司內部也很驚訝，第一次參與就獲得肯定！」她坦言，通常「專案」進行兩年，難免會後繼無力，但2016年獲獎後，第二波壓力就來了，「因為公司必須證明，自己是真的有心改變。」

至2018年，日月光已連續3年入選DJSI，並蟬聯「全球半導體及半導體設備產業組」產業領導殊榮。「對經營者來說，永續指標其實是很好的管理工具，例如在『生態效益（營業額／廢棄物產生量）』部分，近期高層就下達命令，各事業處必須設法達標，且每月檢視績效，檢討落實程度。」

先是一根棍子，逼得日月光必須面對環境問題；再來是一根蘿蔔，讓日月光有維持「優等生」的動力。企業形象要脫胎換骨，仍是一條漫長且不容一絲失誤的路，但至少以這3年的國際永續評價來看，日月光絕對是最具張力的經典案例。

（歐陽善玲）

卻不會立刻賣出持股，而會聯合其他股東試著改變公司」，並且給予一段觀察期。

黃正忠表示，ESG終極目的畢竟是要改變企業，在這樣的前提下，與其立刻賣掉手中持股「懲罰」企業，有時的確不如「軟硬兼施」，利用股東身分，在股東會董監改選時給予壓力，或

要企業展現出「從善如流」的誠意，外資往往還是會給予肯定的評價，陪伴企業改變。

「以前，台灣企業還具成長性，外資總得配置一定比例，但現在少了成長誘因，如果ESG揭露又不夠透明，就

直接勸說經營者改變腦袋。有了緩衝空間，只

會成為被外資拒絕的對象。」程淑芬以此提醒國內業者。

她用更加認真的語氣強調，過去中型企業或許認為，不必為了爭取外資進駐而費心於永續報告，反正還有內資相挺；「但現在，就連國內投信、保險公司都簽署了『責任投資準則』，不在意ESG的公司，未來恐怕連內資都無法支持。」