

國立政治大學風險管理與保險學系

碩士論文

採 SASB 準則下 ESG 重大性議題與財務績效之
探討

A Study of Material ESG SASB Factors and Firm Financial
Performance

指導教授：黃泓智 教授

楊曉文 教授

研究生：施凱珍

中華民國 一一零 年 一 月

摘要

在過去數十年已有許多企業社會責任、ESG 以及財務績效間的相關研究。雖然許多研究已經探討了這個議題，但其結果仍不一致，而產生這些不同結果的其中一個潛在可能原因是，大部分先前的論文所採用的 ESG 資料並未依照產業區分對各公司而言哪些是較為重要的永續議題。故本研究以 2012 至 2018 年為樣本期間，先使用 Bloomberg 資料庫中的 ESG 揭露分數，探討 ESG 揭露分數與財務績效之關係，並以 Bloomberg 資料庫內的 ESG 項目，依照 SASB 準則分類對每個行業來說較為重要的 ESG 議題(即重大性議題)進行分類，重新計算出一個新的重大性議題分數(SASB 分數)後，探討 SASB 分數對財務績效之關聯性。

實證結果指出 ESG 揭露分數與財務績效無顯著關係，而 SASB 分數與財務績效 (ROA、ROE 以及 Tobin's Q) 呈顯著正相關，與 Khan et al.(2016)之結論一致，在重大性永續議題上表現良好的公司其財務績效明顯優於在這些議題上表現不佳的公司，這意味著公司以重大性議題為參考從事企業社會責任可提高公司的財務績效。

關鍵字：CSR，ESG，重大性議題，SASB，財務績效

ABSTRACT

In the past decade, there have been many related studies on Corporate Social Responsibility (CSR), ESG and financial performance. Although many studies have explored this issue, the results are still inconsistent. One potential reason for the mixed results is that the ESG data used in previous papers did not distinguish the sustainability issues that are critical to each company according to the industry. Therefore, our study uses the ESG disclosure scores in the Bloomberg ESG database as the sample for the period from 2012 to 2018 to explore the relationship between ESG disclosure scores and financial performance. We develop a material score (SASB Score) by hand-mapping data on Bloomberg ESG database classified as material for each industry into firm-specific performance data according to SASB standards to discuss the relationship of SASB scores and financial performance.

We find that ESG disclosure scores have no significant relationship with financial performance, while SASB scores are significantly positively correlated with financial performance (ROA, ROE, and Tobin's Q), which are consistent with the conclusions of Khan et al. (2016). The financial performance of companies that perform well on material issues is significantly better than companies that perform poorly on these issues. It means that companies that use material issues as a reference to engage in CSR can improve company's financial performance.

Keyword : CSR, ESG, material issues, SASB, financial performance

目錄

第一章 緒論.....	6
第一節 研究動機與目的	6
第二節 研究架構	12
第二章 文獻探討.....	13
第一節 企業社會責任定義與意涵	13
第二節 企業社會責任揭露(CSRD)與財務績效相關文獻	15
第三節 企業社會責任與企業財務績效相關文獻	16
第四節 SASB 相關文獻	20
第三章 研究方法.....	21
第一節 研究樣本	21
第二節 研究假說	22
第三節 變數衡量	22
第四節 實證模型	32
第四章 實證結果分析.....	33
第一節 敘述統計	33
第二節 相關係數	34
第三節 實證結果分析	36
第五章 結論.....	38
第一節 研究結論	38
第二節 研究限制與建議	39
第六章 附錄.....	41
第七章 參考文獻.....	45

表目錄

表 1 樣本分佈狀況表（依行業）.....	26
表 2 原物料與餐飲飯店產業重大項目比較.....	27
表 3 ESG 揭露分數以及 SASB 分數之歷年平均值.....	28
表 4 樣本敘述統計量.....	33
表 5 相關係數.....	35
表 6 ESG 揭露分數對財務績效之影響.....	36
表 7 SASB 分數對財務績效之影響.....	37
表 8 樣本公司.....	43

圖目錄

圖 1 台灣歷年 CSR 報告書出版量.....	7
圖 2 SASB 永續重大性議題框架.....	10
圖 3 各產業歷年 SASB 分數分佈.....	29
圖 4 SASB 準則制定詳細流程.....	41
圖 5 重大性地圖（SASB MATERIALITY MAP®）.....	42

第一章 緒論

第一節 研究動機與目的

一、 研究背景與目的

由於經濟的迅速發展以及全球化所帶來的競爭之迅速變化促成了企業的發展，而企業的迅速發育也可能會造成環境的污染破壞，例如自然資源枯竭以及氣候變化，除了環境議題外，亦有社會上之問題，如安隆集團（Enron）的會計詐騙事件。因此近年來越來越多的公司開始關注並提倡企業社會責任

（Corporate Social Responsibility，簡稱 CSR），並且目前大多數大型企業每年都發布企業社會責任報告書，根據《KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2020》的調查，在 2020 年全球前 250 大的企業已有 96% 有編製 CSR 報告書。國際上已經有許多的權威機構都在推廣企業社會責任，其中包括了經濟合作暨發展組織（Organization for Economic Cooperation and Development，OECD）、聯合國貿易暨發展會議（UNCTAD）、亞太經濟合作會議（APEC）及歐盟等。企業社會責任亦受各國之重視，例如 1997 年的京都議定書（Kyoto Protocol），2009 年的聯合國氣候變遷會議（United Nation Climate Change Conference）等。

而台灣近年亦積極地推動企業社會責任，台灣政府金融監管委員會（Financial Supervisory Commission，簡稱 FSC）希望上市櫃公司參考國際上的揭露框架以及永續相關準則，並推動公司揭露永續的相關資訊。2013 年 12 月由主管機關、證交所與櫃買中心及非營利組織共同推動公司治理相關政策「2013 強化我國公司治理藍圖」（為期 5 年，2013 年至 2017 年），以鼓勵公司與投資者積極參與公司治理並提供指引。為了強化企業之社會責任與永續資訊

之揭露，金管會在於 2014 年 9 月發布「上市（櫃）公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」，食品業、金融業、化工業及總資本額達新臺幣 100 億元以上之公司應每年參考 GRI 發布之最新版永續性報告準則或參考其他適用之準則，編製並出版 CSR 報告書；並於 2015 年進一步調整門檻，要求資本額達 50 億元以上之公司自 2017 年起皆須出版 CSR 報告書。台灣證券交易所（Taiwan Stock Exchange, TWSE）於 2020 年 8 月公告，未來將參考氣候相關財務揭露規範（Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD）、美國永續會計準則委員會（Sustainability Accounting Standards Board, SASB）發布之準則，強化永續報告書揭露資訊，金管會也再度下修揭露門檻，要求實收資本額達 20 億元之上市櫃公司自 2023 年起應編製並申報 CSR 報告書。根據 CSOne 永續智庫數據資料庫的資料顯示，直到 2019 年已有 556 家企業出版 CSR 報告書，與 2013 年相比已有大幅度之增長。

台灣歷年CSR報告書出版數量

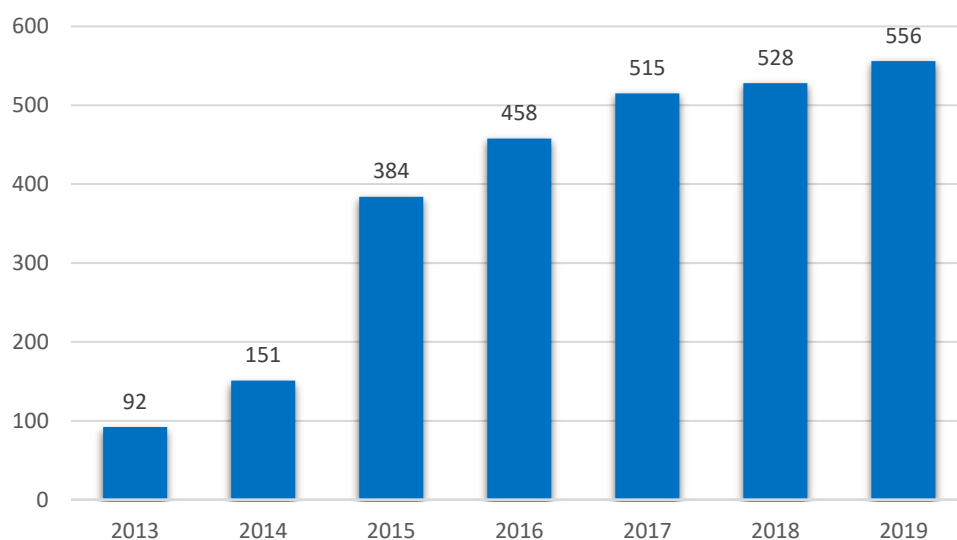


圖 1 台灣歷年 CSR 報告書出版量

資料來源：2020 臺灣暨亞太永續報告現況與趨勢

鑑於全球對企業社會責任的重視衍生出了許多從不同角度對企業社會責任與財務績效進行的研究。Friedman(1970)認為企業不應將資源投入到非股東財富極大化之活動。Pelozo(2009)之研究結果為企業社會責任與財務績效之間存在負面關係，該研究認為企業社會責任是一種代理問題，管理者自己卻以公司融資為代價來追求社會使命。Freeman (1984)所主張的利害關係人理論則認為，企業若能滿足企業各種利害關係人將能提高其公司績效。Preston & O'Bannon (1997)以利害關係人理論所衍生出的社會衝擊假說(social impact hypothesis) 則認為，良好的企業社會責任，在能滿足企業各種利害關係人情況下，將提升企業的聲譽，並帶來更好的財務績效。

其中德意志銀行資產管理部門 (Deutsche Asset Management) 與漢堡大學 (University of Hamburg) 於 2015 年合作之研究結果為企業的 ESG 永續指標與其財務績效具正向關係，這份研究涵蓋 2,200 個案例，更能貼近當前實際的現況。該研究結果為大約 90% 針對 ESG 與財務績效的研究呈非負向相關，其中以傳統投票法 (vote counting) 的研究結果中有 47.9% 為正向關係與 6.9% 的負向關係；而以整合分析法 (meta-analysis) 的研究結果則有 62.6% 為正向關係與 8.0% 為負向關係。

可以看到雖然許多研究已經探討了這個議題，但其結果仍然參差不齊，根據 Henriksson et al.(2019)中所提到，其中一個遇到的難題是沒有統一的標準來確保公司之間這些項目的可比性。根據 OECD(2020)的 ESG 投資報告書中亦提到，雖有多家 ESG 數據的資料庫，但是研究發現各 ESG 數據資料庫之間的相關性較低。此外，現在許多公司將永續發展議題視為一種投資策略，並以環境，社會和治理 (ESG) 數據的形式發布大量資訊及編制報告，然而這些永續報告書中攙雜了很多關聯性不大、非關鍵的資訊，使得企業花費許多成本編制永續報告書後，與利害關係人的溝通仍未有所進步，其財務績效表現並未因其

ESG 的揭露而有所提升，因為這些非關鍵、非重大性的 ESG 資訊從投資角度來看可能並不重要。

企業是否應該優先專注於與自身產業相關的 ESG 議題亦開始為眾人所關注。Griffin & Mahon (1977) 就曾提出每個產業中有社會利益“專業化”現象的存在，而 Robertson & Nicholson (1996) 之研究結果驗證了該現象，並提出企業執行 CSR 需要依據其產業進行調整。Eccles & Serafeim (2013) 亦曾提過不同的永續發展議題之重要性可能會在公司和行業之間發生系統性變化。US SIF(2016) 的美國永續、責任、影響力投資趨勢報告書中提到，許多投資者和其他利益關係人開始要求公司揭露重要且相關的 ESG 資訊，以分析 ESG 因子長期給公司帶來的風險和機會，這重要且相關之 ESG 資訊之概念即為重大性 (Material)。意識到此概念的永續會計準則委員會 (Sustainability Accounting Standards Board, 簡稱 SASB) 針對 11 個產業的 77 個特定行業進行編制，實施了一種確定哪些 ESG 項目對特定行業較為重要之衡量方法。而 Khan et al. (2016) 之研究中便依照了 SASB 永續會計準則的產業別重大永續議題，將 KLD 指數分類為重大及非重大分數後，分別以原始、重大、非重大 KLD 分數進行探討，實證結果發現企業社會責任績效與權益資金成本為顯著反向關係，且顯著性來自於投資於重大永續議題的企業社會責任績效。

下一節將針對永續會計準則委員會 (Sustainability Accounting Standards Board, 簡稱 SASB) 進行詳細的說明。

二、 永續會計準則委員會 (SASB)

永續會計準則委員會 (Sustainability Accounting Standards Board, 簡稱 SASB) 成立於 2011 年，其致力於改善企業在最可能影響價值的環境，社會和治理問題上的績效，為企業從事永續相關活動時有所參考，能著重於最要緊的永續議題，並提高投資者可獲得的資訊的實用性，亦也讓投資者將資金用在真正需要的項目。SASB 編制之準則包含了環境、社會、以及經濟三個層面，並考量了長期的影響，以追求公眾的最大利益。SASB 自 2018 年 11 月起發佈準則後，其準則指南的下載量至今已超過 63 萬，並受總資產管理規模(Asset Under Management, 簡稱 AUM)超過 50 兆美元之投資人所關注。

截至 2020 年 SASB 已為包括 77 個行業在內的 11 個產業制定了準則。SASB 提供了一張涵蓋 11 個主要產業、77 個次級行業、5 大面向與 26 項 ESG 議題的「重大性地圖索引」 (Materiality Map)，「重大性地圖索引」之詳細資料附將列在附錄一，以便各產業看到符合自身的重大性議題，為企業從事永續相關活動時有所參考，能著重於最要緊的永續議題，下圖為 SASB 永續重大性議題框架：

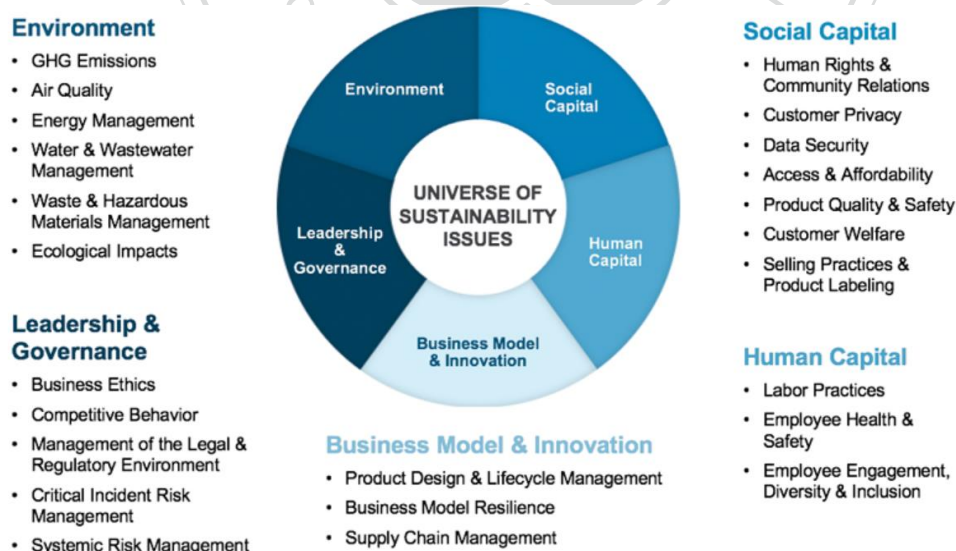


圖 2 SASB 永續重大性議題框架

資料來源：永續會計準則委員會 (SASB)

SASB 各產業準則的流程制定是通過多方利益關係人共同完成的，該流程由 Bloomberg 技術、數據和分析工具協助研究的進行，首先由研究小組（由約 1/3 為公司方，1/3 市場參與者和 1/3 其他利益相關者組成，以提供有關 SASB 永續會計標準草案的反饋）針對各行業進行研究並提出準則草案，並對於每個主題，SASB 之員工研究和行業工作組皆會進行重大性測試（該測試包含三個部分：利益證據、財務影響證據和前瞻性影響調整），再由行業專家組成的行業工作組提供意見，由制定證券法、環境法、指標以及會計方面等專家組成的獨立準則委員會對結果進行辯論和審查後，將會把該草案發佈至其網頁上並提供為期 90 天公眾意見徵詢評論期，委員會將會再進行最後的審查、修改與調整後，才會將該行業之準則最終版本正式公佈於其官網上，附錄二標準制定流程的詳細流程。

因此，本研究以 2012 至 2018 年台灣市場為樣本，首先使用 Bloomberg 資料庫中的 ESG 揭露分數，探討是否企業揭露越多 ESG 項目公司其財務績效越好，其次，以 Bloomberg 資料庫中的 ESG 項目，依照 SASB 準則對各產業重新計算分數後，探討 ESG 重大性議題與財務績效之間的關聯性。

第二節 研究架構

本文共分為五章，研究架構如下述：

第一章 緒論

第一章可分為兩小節，第一節為研究動機與目的，第二節則說明了本論文之研究流程。

第二章 文獻探討

第二章可分為四節，第一節為企業社會責任的定義與意涵，第二節為企業社會責任揭露(CSRD)與財務績效相關文獻，第三節為企業社會責任、ESG 以及財務績效之文獻探討。第四節為目前 SASB 與財務績效之相關文獻。

第三章 研究方法

第三章為研究方法，包括了研究樣本、研究假說以及變數衡量。

第四章 實證結果分析

第四章為實證結果分析，包括了各變數的敘述統計量、相關係數以及實證的結果與其分析。

第五章 結論

本章第一節針對本研究之結果提出結論，第二節為研究限制以及針對未來研究的方向建議。

第二章 文獻探討

第一節 企業社會責任定義與意涵

對於企業社會責任之定義與意涵，學術界和實務界皆有不同的看法。企業社會責任之概念最早是由英國學者 Oliver Sheldon 於 1924 年所提出，其將企業社會責任與企業營運方以滿足產業內外各種類型的人群所需要的責任相互連結。Howard Bowen (1953) 則提出企業應追求符合社會價值觀並滿足社會之活動。Friedman (1970) 提出企業社會責任是為股東爭取最大利潤外，仍應符合道德的最低規範。Carroll (1991) 將企業的社會責任區分為經濟、法律、倫理和慈善等四個層面。經濟責任是指企業要致力於減少成本、創造利潤和帶動社會經濟發展。法律責任是指企業可以遵守法律規定。倫理責任是期望企業的行為，可以合乎公平、正義與避免傷害的原則。慈善責任是希望企業可以提供資源來改善社區的生活品質與群體福祉。McWilliams & Siegel (2001) 提出在非法律要求的前提下，企業社會責任不僅促進公司的利益，亦會促進某些社會利益。Matten & Moon (2008) 則認為企業社會責任可以分為顯性與隱性。顯性企業社會責任描繪符合社會利益的企業活動、自願性的企業方案和策略以及由不同利害關係人所驅動的誘因和機會。隱性企業社會責任則強調由正式與非正式機構所形成的社會利益與顧慮、符合要求的價值觀、規範和原則以及社會共識所形塑的正當期待。Matten & Moon (2008) 之研究中亦說明了國家體制結構 (national institutional framework) 和組織場域是如何影響顯性和隱性企業社會責任的實踐。Dahlsrud (2008) 以次級資料為主，將 37 個有關企業社會責任的定義，透過內容分析，將企業社會責任的內涵，主要分成環境 (environmental)、社會 (social)、經濟 (economic)、利益關係人 (stakeholder) 和自願 (voluntariness) 等五個構面。利益關係人維度是指組織

如何與其員工、供應商、客戶、社區和利益相關者進行交互。社會層面是指公司考慮其決策對社區的全面影響。經濟維度是指為經濟發展做出貢獻並保持盈利能力。自願性維度是指公司的道德價值觀，並確保其符合法律義務。最後，環境方面是指公司從事業務運營時需要注意的環境問題。

而從實務觀點，一些國際組織與非政府團體，也已經針對企業社會責任，發展出相關的標準和規範如全球盟約（Global Compact）、跨國企業行為準則（The OECD Guidelines for Multinational Enterprises，簡稱 OECD Guidelines）、永續性報告指南（Sustainability Reporting Guidelines）和世界永續發展委員會（World Business Council for Sustainable Development, 簡稱 WBCSD）標準等。歐盟委員會(European Commission)將企業社會責任定義為“企業對其社會影響的責任”。世界永續發展委員會（WBCSD）亦有定義企業社會責任，其認為 CSR 為：「一種企業為求得經濟永續發展，共同與員工、家庭、社區與地方、社會營造高品質生活的承諾」。

第二節 企業社會責任揭露(CSRD)與財務績效相關文獻

Anderson & Frankle (1980) 以公司的市場價值作為財務績效的衡量指標，探討其與企業社會責任揭露(Corporate Social Responsibility Disclosure, 簡稱 CSR)之關係，研究表明與未報告企業社會責任的企業相比，投資者更傾向於投資於具有進行企業社會責任揭露的企業。Sinclair & Power (2001) 研究了英國最大公司的 CSR 與財務績效之間的關係，但發現股票報酬與 CSR 之間沒有顯著關係。Richardson & Welker (2001) 以加拿大公司為樣本評估了 CSR 與股本成本之間的關係並得到了正向的結果，該研究認為 CSR 可以起到類似於財務揭露的作用。Lyon (2007) 以紐西蘭公司為樣本，探討了製造業和服務業的企業社會責任報告與財務績效之間的關係，該研究使發現公司對 CSR 報告與財務績效之間存在正向關係。該研究得出的結論是，公司的行業會影響 CSR 報告與公司績效之間的關係，而製造業將從 CSR 報告揭露中收益更多。Ntiamoah et al. (2014). 認為更好的 CSR 帶來更強的企業形象，進而提高其公司價值。Yeganeh & Barzegar (2014)認為企業針對 CSR 的揭露會增加其財務績效。Yu et al. (2017) 則以企業的財報透明度 (Transparency) 來提升其競爭力，因而 CSR 的營運透明度面向可增加企業價值。

目前針對 CSR 與財務績效間的研究較無一致的結果，Yeganeh & Barzegar (2014) 之研究中有提到的可能的原因是，首先針對不同的產業的研究會有不同之結果，例如有罪的產業在企業社會責任上的揭露可以減少面對利害關係人時的壓力，因此針對此類的研究中較為正向顯著的關係，另該文作者亦提到不同地區之國情不同亦可能產生不同之結果。

第三節 企業社會責任與企業財務績效相關文獻

有多個研究探討了企業社會績效與財務績效之間的關係，然而至目前並無一致性的結論。如 Friedman(1970)認為企業不應將資源投入到非股東財富極大化之活動；Bragdon & Marlin (1972)則指出企業投入社會責任行為會使得成本提高，進而影響產品的發展、競爭力降低等。反之，有部分學者提出企業在營運的過程中應當要承擔社會責任，例如 Parket & Eibert (1975)與 Soloman & Hanse(1985)等學者提出企業在承擔社會責任其效益是高過於成本的付出，對於公司之績效有正向性的影響。

其中德意志銀行資產管理部門 (Deutsche Asset Management) 與漢堡大學 (University of Hamburg) 於 2015 年合作之研究，揭露了企業的 ESG 永續指標與其財務績效具正向關聯，這份研究涵蓋 2,200 個案例，更能貼近當前實際的現況。該研究結果為大約 90% 針對 ESG 與財務績效的研究呈非負向相關，其中以傳統投票法 (vote counting) 的研究結果中有 47.9% 為正向關係與 6.9% 的負向關係；而以整合分析法 (meta-analysis) 的研究結果則有 62.6% 為正向關係與 8.0% 為負向關係。而根據 Vallentin & Spence (2017) 的研究整理出，有 63% 的研究表明企業社會責任和財務績效之間存在正相關，而 15% 的研究則表明存在負相關和 22% 的研究結果為中立或混合關係。

一、企業社會責任與財務績效為正向關係

利益相關者理論(stakeholders theory)已經成為解釋企業社會責任揭露的最廣泛採用的理論之一，並被認為是評估企業社會責任報告的關鍵框架。Freeman (1984) 為最早在管理學領域提出利害關係人觀點的學者，該文作者認為企業的利害關係人是指對公司有利益、要求和利害關係的個人或團體，並認為企業若

想要永續的發展，那企業的管理者必須制定一個能符合各種利害關係人之策略。

Preston & O'Bannon (1997)主張的社會衝擊假說(social impact hypothesis) 者認為，良好的企業社會責任，在能滿足企業各種利害關係人情況下，將提升企業的聲譽，並帶來更好的財務績效。Hillman & Keim (2001) 與 Babiak (2010)認為，企業競爭優勢(Competitive Advantage)來源應該是無形的(Intangible)和有價值的資產(Valuable Asset)，其中 CSR 即屬於無形的資產的一種。Chan et al. (2013) 亦曾提出管理這種複雜關係的目的通常是企業希望通過 CSR 的揭露來提高其為社會責任的聲譽。Kim et al. (2014) 研究結果發現公司履行企業社會責任可以提高公司之聲譽，防止由於疏忽或故意事件引起的負面消息而使公司遭受重大損失，從而降低了風險的發生，並可以以類似於保險的方式保護公司。此外，由於社會責任意識和永續發展的考慮，管理層還將積極向投資者揭露公司內部的負面消息，以使股價能夠更準確地反映其內在價值並降低股價崩潰的風險。Steven et al. (2015) 主要探討兩個面向，第一個是公司做更多社會責任相關事情，是否會獲得更多好的媒體報導；第二個是公司是否會用 CSR 去管理自身的媒體形象。本研究發現企業對於社會責任貢獻越多，更容易獲得正面的媒體形象。此外，當公司為有罪的產業、投資者投資情緒不高、發行新股的前情況下，因為公司有動機提升媒體形象，發現 CSR 與媒體的好感度有強烈的關係。同時在社會責任以及媒體形象皆有良好表現的公司，可以增加公司價值減低資金成本。國內學者亦有針對此進行研究，黃家齊(2000)研究結果指出社會責任表現、企業聲望與財務績效間之關係。該研究結果發現財務績效對社會責任表現的影響較高；而公司的聲譽對於財務績效的影響則比財務績效對企業聲望的影響深。劉美纓等人(2014) 企業對社會公益活動的參與將提升其社會形象，進而提升企業在投資者心中之評價。

Jo & Harjoto (2012)一文指出，公司治理(Corporate Governance)對企業社會責任有積極影響，企業社會責任則可提高企業價值。這些研究的結果，支持衝突解決假設(Conflict-Resolution Hypothesis)，因此支持利害關係人理論。而 Hsiao (2019)則是以企業價值最大化為目標，推導出企業在社會責任支出與管銷成本的最適比率。

Lins et al. (2017) 研究結果發現，企業對於社會資本的投入以及 CSR 活動，成效顯現在金融危機這類信任的重要性無預警提升的期間，CSR 評等高的公司之股價報酬至少比評等低的公司高 4%。在金融海嘯期間，CSR 與報酬、超額報酬的顯著正相關反映在更好獲利能力、 營收成長以及員工生產力，部分甚至能持續到金融海嘯之後，但無顯著性，作者認為可能是在一般時期 CSR 帶來的好處已反映在公司股價上。

Dimson et al. (2015) 探討投資人利用所有權的權利來影響被投資公司的活動或行為，即身為投資人去改善一家公司長期價值的影響力以及投資機構之間合作對於 ESG 的影響。實證結果得到想改善聲譽的公司，更有可能成為參與的對象；以消費者為導向並期望獲得高顧客忠誠度的公司，參與更有可能成功；具改善能力和發展空間的公司，參與更有可能成功；投資者或投資機構的合作與參與的成功率間存在正相關關係

Branch et al. (2019) 通過研究六種定量方法論來探討 ESG 投資組合構建的原理。研究結果證明雖與單純基於財務考慮的投資組合相比，ESG 投資組合更為複雜且透明度較低，但仍適用普遍規則。定量方法可有效降低風險，但會導致不必要的暴露，可通過多因素模型進行監控。實施細節和數據可用性可能會對投資組合結構和績效產生深遠影響。單一種衡量方法未必適合所有情況。

Giese et al. (2019) 之研究結果企業之 ESG 資訊通過其系統風險及其特有風險將影響公司的估值與財務績效，表明公司 ESG 特徵的變化可能為有用的財務指標， ESG 評級亦可能適合納入政策基準和財務分析中。

二、企業社會責任與財務績效為負向關係

古典經濟學家 Friedman (1970) 認為企業唯一的社會責任就是為股東賺取利潤，若企業從事其他社會責任行為，將對企業財務績效產生負面影響。沈中華與張元 (2008) 以英國 FTSE 社會責任指數 (FTSE4Good Index) 為例，發現公司社會責任行為與財務績效呈現負向關係。而 Barnea & Rubin (2010) 以及林文玲與傅鍾仁 (2011) 認為，這些支出可能會被轉嫁到權益成本上，造成股東的權益受損。再者，Cheng et al. (2014) 以美國大型企業為樣本，提出公司經理人從投資 CSR 中獲得私人利益、名聲的情況下，CSR 將破壞公司本身的價值。Brammer & Pavelin (2005) 也發現，綜合企業社會責任分數 (SRI) 與股票收益有著顯著負相關，但該文作者認為這些財務績效表現不佳的企業，主要肇因於該文在聘僱條件和環境措施方面的良好表現。該文的認為對於善盡社會責任的英國公司，CSR 對其股票收益產生負面影響，而這樣的負相關與該文需要履行的額外措施所產生的成本增加，存在著明顯的關聯性。實際上，社會責任行為的成本可以解釋為這種關係的負面信號，這一論點與新古典理論學派的觀點相一致。Brammer & Pavelin (2005) 驗證了 Vance (1975) 與 Aupperle et al. (1985) 之研究結果，發現較優秀的企業之社會績效未能為企業帶來較佳的獲利性。

Brammer & Pavelin (2005) 一文亦發現，支持企業社會責任企業戰略對股票表現的負面影響，並將這一發現與企業社會責任支出引發的競爭劣勢聯繫起來。而 McWilliams & Siegel (2001)、Hillman & Keim (2001)、Lantos (2001)、池祥萱等人 (2014) 的研究結果，也都證實了這一觀點。Stellner et al. (2015) 探討企業社會責任績效是否會降低信用風險，以及 ESG 相關績效對它們之間的關係有怎樣的影響。研究結果發現在高 ESG 的國家，CSR 透過建立良好的利害關係人關係、內部關係、無形資產的建立來達到降低風險；而在低 ESG 國家，CSR 反而被視為過度投資，因此提高風險。

第四節 SASB 相關文獻

目前以 ESG 重大性議題為研究方向之文獻並不多，Khan et al.(2016) 為第一篇以重大性議題之角度來研究 ESG 與績效間的關係，其研究以 1991 年至 2012 年美國市場為樣本，依照 SASB 永續會計準則的產業別重大永續議題，將 KLD 指數分類為重大及非重大分數後，分別以原始、重大、非重大 KLD 分數進行探討，實證結果發現企業社會責任績效與權益資金成本為顯著反向關係，且顯著性來自於投資於重大永續議題的企業社會責任績效，投資於非重大永續議題的企業社會責任績效則不顯著，顯示企業社會責任績效好的公司，能享受較低的權益資金成本，但對永續議題進行投資時，必須考量該產業的重大永續議題，若都投資於非重大永續議題，則無法享受較低的權益資金成本。

Henriksson et al.(2019)以 2008 年至 2015 年羅素 3000 指數及 S&P 500 指數之公司為樣本，依 SASB 準則來衡量並重新計算 ESG 分數。研究發現僅採用重大 ESG 項目比採用所有揭露的 ESG 項目來得好。依此方法 ESG 得分更高的公司更有可能擁有更低的股本資本成本和更高的信用等級。

Costanza C. et al. (2020) 探討了 ESG 重大性的財務相關性和財務強度與股票報酬之關係。該研究以 2008 年 1 月至 2019 年 6 月有列入 Russell 3000 的美國公司之大量樣本得出的結果表明，ESG 績效不僅對股票報酬產生正向影響，而且在考慮到財務相關性和重大性的財務強度時，市場似乎會獎勵那些在同行業中 ESG 重大性議題集中度較高的公司。

Jody G. et al.(2020)以 2007 年至 2015 年美國上市公司為樣本，探討 SASB 項目揭露與股票價格資訊性之關係。研究結果證明 SASB 項目揭露的增加（減少）將使得股票價格資訊性的增加（減少）。而在非 SASB 永續項目披露的變化時並沒有發現類似的結果，這表明與永續性報告相關的股價資訊性僅限於 SASB 永續性資訊。

第三章 研究方法

第一節 研究樣本

本文研究樣本考量 ESG 資料之完整度¹，在 ESG 資料的選取上採用了 Bloomberg 資料庫之資料，選取 2012 年至 2018 年具有 ESG 揭露分數以及其揭露項目的台灣公司，資料頻率的單位為年。而財務數據主要取自臺灣經濟日報資料庫(簡稱 TEJ)。

一、Bloomberg 資料庫

Bloomberg 資料庫的資料涵蓋了來自 102 個國家 11700 多家上市公司，其資料依 E、S 及 G 進行分類，其所有 ESG 揭露資料皆具透明性，有可以用於追查資料來源的公司原始檔案。目前 Bloomberg 資料庫中存有約有近 500 家台灣公司的 ESG 揭露資料。

二、TEJ 臺灣經濟日報資料庫

本研究所使用之財務績效以及控制變數皆取自其 IFRS Finance 資料庫。TEJ 資料庫具相當完整之財務資訊，包括了總經及金融資訊、公開發行以上企業營運資訊、證券市場交易資訊、衍生性金融商品等資料，且其資料具至少 20 年的台灣公司的歷史資料，並保存了各公司原始檔案。

¹ Bloomberg 在 2018 年共收錄了 462 家公司之 ESG 資料；Thomson Reuter 則收錄了 124 家公司；MSCI 收錄了 156 家。

第二節 研究假說

本研究可分為二個部份：第一個部份探討 CSR 揭露和財務績效之關係；第二個部份則是探討在 ESG 重大性議題投入較多的企業，其財務績效是否會優於 ESG 重大性議題投入較少的企業，並根據前面的文獻提出下列假說：

假說一：CSR 揭露與財務績效具正向關係。

假說二：ESG 重大性議題與財務績效具正向關係。

第三節 變數衡量

本節將介紹本文所運用之自變數及應變數。Griffin & Mahon(1997)整理了過去 51 篇探討企業社會責任與財務績效關係之研究中發現有超過 80 種不同的衡量方法，但其中有 57 種衡量財務績效方法只使用過一次，亦即有 70% 只使用過一次。而該文作者認為相同的財務績效應該被頻繁的使用，以增加檢測的穩健性以及可比較性。此外該文亦提到，在一篇研究中應至少使用一種或兩種以上的方法來衡量財務績效。

因此，本文使用 ROA、ROE、ROS 以及 Tobin's Q 為財務績效之衡量指標。而自變數的部分則包括了 ESG 揭露分數、SASB 分數、公司規模 (Size)、負債比率 (Leverage)、流動比率 (Current Ratio) 及波動度 (Volatility)。

一、應變數

(一) 資產報酬率(ROA)

ROA 為資產報酬率，用以衡量公司之獲利能力，ROA 越高就表示該公司資產的利用效率佳，透過資產獲利之能力越佳。在過去的文獻中，ROA 一直被用作企業財務績效的指標，其公式如下：

$$ROA = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{資產總額}}$$

(二) 股東權益報酬率(ROE)

ROE 為股東報酬率，亦為衡量企業經營績效的指標之一。Yeganeh & Barzegar (2014). 中亦採用了 ROE 作為其衡量財務績效之指標，本文衡量 ROE 之公式如下：

$$ROE = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{股東權益}}$$

(三) 營業利益率

營業利潤率也稱為營業利潤率，營業利潤率或銷售回報率 (ROS)，是企業一定時期營業利潤與營業收入的比率。營業利潤率越高，意味著企業的市場競爭力越佳，發展潛力越大，獲利能力越強。本文衡量營業利益率之公式如下：

$$\text{營業利益率} = \frac{\text{營業利益}}{\text{營業收入淨額}} * 100$$

(四) Tobin's Q

本研究使用 Tobin's Q 衡量公司績效之指標之一，主要是用來判斷一企業的投資決策是否值得在學術上亦常作為衡量公司價值之變數，其公式如下：

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{股市價值} + \text{負債帳面價值})}{\text{資產帳面價值}}$$

二、自變數

本文之自變數包括了 ESG 揭露分數、SASB 分數、公司規模 (Size)、負債比率 (Leverage)、流動性比率 (Current Ratio) 以及波動度 (Volatility)。

(一) ESG 揭露分數

本文 ESG 揭露分數取自 Bloomberg 資料庫，Bloomberg 資料庫所提供的 ESG 揭露分數之數據是根據所有可用的公司資訊（包括了網站，CSR 報告書，年報以及 Bloomberg 之調查）所彙編而成。ESG 揭露的綜合評分（即 ESG 揭露分數）是根據總共 120 項指標計算得出的，涵蓋了三個方面：環境 (E)，社會 (S) 以及公司治理 (G)。其分數範圍是 0.1（最小揭露值）至 100。Bloomberg 之 ESG 揭露分數在學術界（例如 Baldini et al., 2016）、專業人士和業界中皆被廣泛使用。

(二) SASB 分數

為重新計算重大性項目之品質分數，本研究參考 Henriksson et al.(2019)之方法，依照 SASB 準則來分析個別產業之重大性項目。SASB 根據其永續行業分類系統 (SICS) 創建了一個重大性地圖，該地圖將 30 個議題集映射到 11 個產業中的 77 個行業。附錄二顯示了 SASB 在產業級別的重大性地圖，此外亦可以通過訪問 SASB 網站獲得更詳細的行業地圖。

本研究針對各公司行業別之分類參考了 TEJ 之產業別之分類標準。本研究最終資料包括了 12 種行業：半導體業、水泥業、基本金屬、原物料、汽車組件、油脂飼料、通訊設備、硬體設備、飲料乳品、零售批發、餐飲飯店及罐頭加工食品業。部分行業如成衣業及金融業因其 Bloomberg ESG 項目與 SASB 行業準則書中較少或無相對應之項目，故在本研究中未選入上述行業。部分行業之樣本數較少，如娛樂業以及汽車生產買賣行業皆僅有 2 家，因此在本報告中將其排除。此外，部分行業類別中，因 SASB 就其部分分類較少，或 SASB 目前尚未對該產業進行更詳細之分類，故由幾個行業合併而成，如原物料行業中包含了預拌混凝土、樹脂、及橡膠原料，以及電子設備行業中包含了硬體設備、網絡設備、通訊設備以及光電/IO。下表為本文從 Bloomberg 資料庫中取得之最終樣本之數量（依照行業分類）：

表 1 樣本分佈狀況表（依行業）

行業別	樣本數
水泥	4
半導體	45
石化	15
油脂飼料	10
原料	15
基本金屬	11
通訊設備	12
電子設備	67
飲料乳品	4
零售	8
餐飲飯店	11
罐頭加工	8
總計	210

資料來源：本研究整理

由於各行業之重大性議題皆有所差異，故本研究先至 SASB 官網下載了各行業之 SASB 準則書，用以識別各行業之重大性議題，並將其與 Bloomberg ESG 項目對應及分類。由下例子可以看到各行業間之重大性項目皆會有所差異：

表 2 原物料與餐飲飯店產業重大項目比較

原物料產業	餐飲飯店業
GHG 範疇 1	總能源消耗
氮氧化物排放	電力使用
二氧化硫排放	總用水
揮發性有機物排放	引水量
浮塵粒子排放	總廢棄物
總能源消耗	廢棄物回收
電力使用	每百萬銷售之垃圾製造
總用水	員工離職率
引水量	社會風險供應鏈管理
總廢棄物	供應商稽查次數
危害性廢棄物	
廢棄物回收	
職場意外	
氣體排放減量政策	
廢棄物減量政策	
水政策	

資料來源：本研究整理

Bloomberg ESG 項目的資料類型主要可以分成二類：布林值與數值資料。此處布林值之資料形態是指“是”與“否”，例如是否有制定氣體排放減量政策以及是否有就永續性供應商指引涵蓋 ESG 範疇進行公開揭露等。而數值資料則可分為比例型及非比例型。比例型資料包括了廢棄物回收比率、員工離職率及女性員工比率等；而非比例型資料則包括了總能源消耗量、二氧化硫排放量及供應商稽查次數等。非比例型的資料可能會因各公司之規模及其銷售量而產生數值上的差異，故本研究參考 Bloomberg 對此類型數值資料的計算方法，將此部分之資料除以銷售量，以提高其比較的合理性。

在 SASB 品質分數的計算中，將根據項目的好壞進行評分：若為正向的項目，則大於同行業平均值者計 1，平均值小於同行業或為缺失資料者計 0 分；反之，負向項目，則小於同產業平均值者計 1 分，大於平均值或缺失資料者計 0 分。並非所有公司都會揭露所有 ESG 項目，為使分數的計算公平，缺失值雖皆顯示為 0，但不會計入平均值的計算中。最終再將各項分數加總後除以總項目數即為 SASB 分數。

表 3 為 ESG 揭露分數以及 SASB 分數之歷年平均值，ESG 揭露分數以及 SASB 分數之平均值分別為 36.2181 以及 26.9543。其中 SASB 分數於 2017 及 2018 年這兩年比 2016 年底是因為 Bloomberg 資料庫部分數值型資料尚未完整更新，僅更新了政策以及公司治理的部分，以致 SASB 分數受其影響而略為降低。圖 3 為各產業歷年之 SASB 平均分數。

表 3 ESG 揭露分數以及 SASB 分數之歷年平均值

年份	ESG 揭露分數	SASB 分數
2012	31.0409	16.8115
2013	33.1447	20.7997
2014	36.7101	29.6077
2015	37.2422	31.7137
2016	37.6751	30.7373
2017	38.1728	28.3296
2018	38.4432	28.4161
Total	36.2181	26.9543

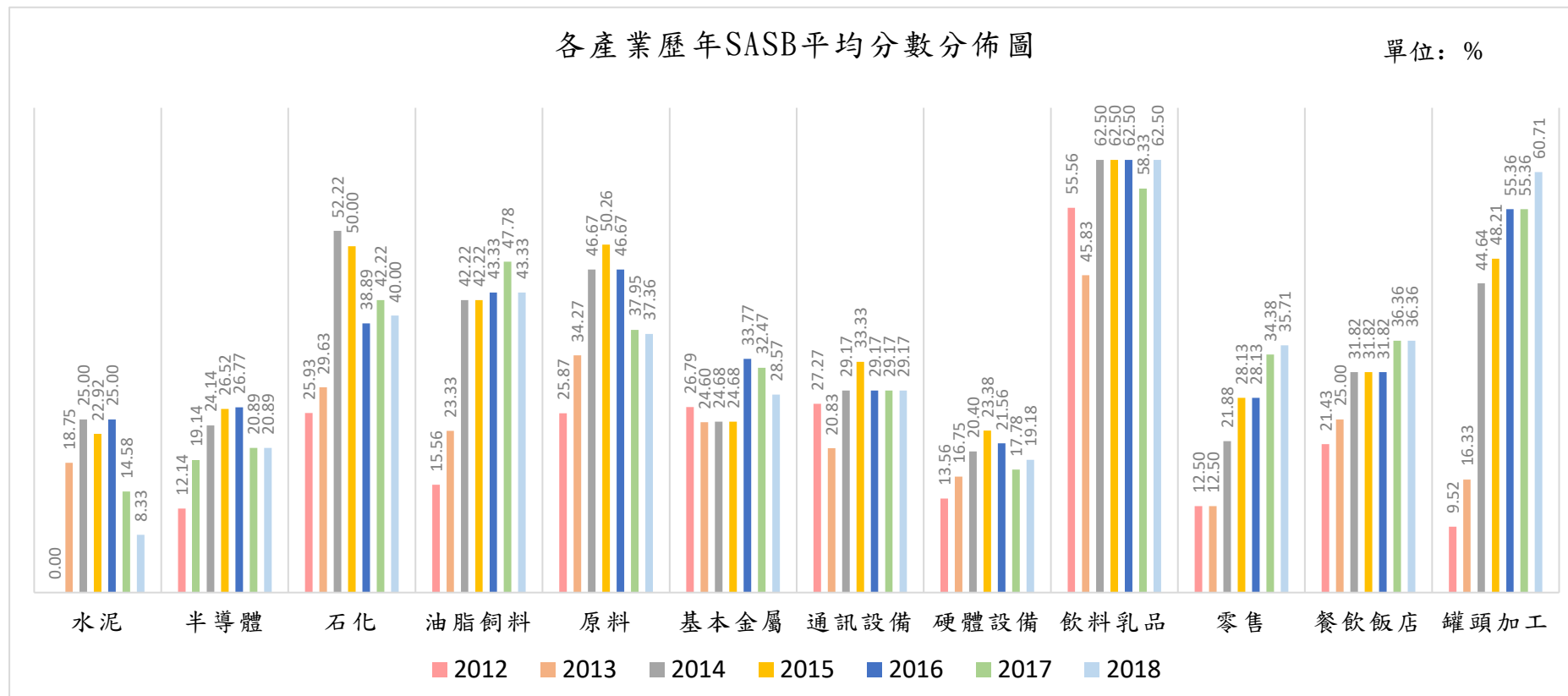


圖 3 各產業歷年 SASB 平均分數分佈圖

資料來源：本研究整理

(三) 公司規模(Size)

沈中華和張元 (2008)認為公司規模較大的企業其較為有名，其亦較受社會之重點關注，其所受社會責任之壓力亦較高，故預期公司規模與從事社會責任活動呈正向關係。此外，Kim & Lee(2020)提到規模較大的公司可能較能享受規模經濟，從而改善公司績效。為控制公司規模的影響，本研究參考 Kim & Lee(2020)對公司規模之衡量方法，以公司總資產取自然對數衡量之。

(四) 負債比率(Leverage)

Colquitt & Hoyt (1997) 指出，公司的負債比率的增加，可能會提高公司的財務危機成本和破產成本，近而使得公司的價值減少。McWilliams & Siegel (2000)亦提出負債比率會影響 CSR 對財務績效的表現，因為投入企業社會責任將需要企業投入資金才可達成，如果負債比率過高的話將會影響企業資金的運用，進而影響企業獲利能力。因此，本研究預期負債比率與財務績效和經營績效有負面的影響。

$$\text{負債比率} = \frac{\text{負債總額}}{\text{資產總額}}$$

(五) 流動比率(Current Ratio)

本研究以流動資產除以流動負債為流動比率，其比率愈高意味著其可流動的資產越大，償債能力亦愈佳。

(六) 波動度(Volatility)

參考 French, Schwert & Stambaugh (1987) 的方法, 本文使用 2012 年 1 月至 2018 年 12 月的臺灣證券交易所發行量加權股價指數 (TAIEX) 的日報酬來估計股票報酬的月標準差。月報酬的變異數為日報酬平方 (減去當月的平均日報酬後) 之總和:

$$\hat{\sigma}_t^2 = \sum_{i=1}^{N_t} r_{it}^2$$

$\hat{\sigma}_t^2$ 為標準差; R_{it} 為個別公司 i 第 t 月報酬率



第四節 實證模型

本研究之實證分析包括了兩個部分，第一部分為探討 ESG 揭露分數對財務績效的影響，第二部分為 SASB 分數對財務績效的影響。

由於企業執行企業社會責任後需 3-5 年才能看到其效益，然而台灣執行企業社會責任的時間尚短，因此本研究僅探討執行企業社會責任一年對公司財務績效的影響。

$$FP_{it} = \alpha + \beta_1 \text{ESG 揭露分數}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{Current Ratio}_{i,t} + \beta_5 \text{Volatility}_{i,t} + \varepsilon_i$$

$$FP_{it} = \alpha + \beta_1 \text{SASB 分數}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_4 \text{Current Ratio}_{i,t} + \beta_5 \text{Volatility}_{i,t} + \varepsilon_i$$

其中下標 i 與 t 用以表示特定變數在第 i 家公司第 t 年的觀測值； β_j ($j = 1, 2, \dots, 5$) 為各解釋變數對被解釋變數之影響係數； FP_{it} 為第 i 家公司在第 t 年之財務績效（分別為 ROA、ROE、ROS 以及 Tobin's Q）

第四章 實證結果分析

第一節 敘述統計

根據 Mullen(1997)，企業社會責任的投入需要至少幾年才能顯現其對公司的益處，然而因為台灣的資料量較少，因此本研究在 ESG 評分方面，使用 t-1 期的 ESG 分數與第 t 期的財務績效配對。下表為應變數與自變數之敘述統計量，首先原樣本數為 1470 筆資料，扣除相關控制變數遺漏值後原始樣本數剩下 1401 筆資料²，此外，本研究為減輕極端值對於分析結果的影響，在分析時將樣本變數上、下 1% 極端值進行 Winsorized，最後用於分析之最終樣本數為 1375 筆資料。

表 4 樣本敘述統計量

變數	樣本數	最小值	最大值	平均值	中位數	標準差
應變數						
ROA(%)	1433	-25.32	34.18	8.1378	7.8500	7.1863
ROE(%)	1433	-93.85	69.68	7.1617	8.5200	14.8184
ROS(%)	1434	-98.36	46.45	4.7187	4.8850	12.0236
Tobins Q	1433	0.07	5.72	1.1586	0.9200	0.7670
自變數						
ESG 揭露分數	1375	9.5041	84.2975	36.3855	34.2975	13.1000
SASB 分數(%)	1375	0.00	100.00	27.4017	22.2222	26.2079
公司規模(Size)	1433	11.9549	21.9492	16.7299	16.6512	1.7690
負債比率(Leverage)	1433	0.06145	0.9362	0.4367	0.4362	0.1860
流動比率(Current Ratio)	1433	27.98	977.14	216.0827	175.5800	144.6043
波動度(Volatility)	1433	1.0298	52.5847	11.2355	10.4077	5.8513

²其中 ROE 之樣本數缺失是因為榮化(股票代碼:1704)已於 2018 年 7 月宣布由全球第三大私募基金 KKR 收購，並於 2019 年一月下市，而華映(股票代碼:2475)、綠能(股票代碼:3519)亦於 2019 年下市。SASB 分數之計算是依 Bloomberg 資料庫的揭露分數進行計算，由於部分公司前幾年 ESG 數據尚未有所揭露，因此 SASB 分數之樣本數在去除遺漏值後為 1401。

第二節 相關係數

為了進一步了解變數之間的關係，進行皮爾森(Pearson)相關係數分析，一般可按三級劃分：相關係數小於 0.4 為低度線性相關；相關係數介於 0.4 至 0.7 之間為中度線性相關；相關係數介於 0.7 至 1 為高度線性相關。然而若是變數之間有高度線性相關，則可能出現共線性的問題，因此本文透過相關性檢定分析，檢測變數間是否出現過高的相關性，檢驗結果如表 5，其中相關係數 $r(\text{ROA}, \text{ROE}) = 0.773$ 、 $r(\text{ROA}, \text{ROS}) = -0.757$ 、 $r(\text{ROE}, \text{ROS}) = 0.636$ 、 $r(\text{ESG 揭露分數}, \text{SASB 分數}) = 0.627$ ，然而這些變數皆不會在同一個迴歸式中，因此將不會出現共線性之問題。在自變數方面，除了 $r(\text{Leverage}, \text{Current Ratio}) = 0.592$ 屬於中度線性相關以外，其餘相關係數皆小於 0.4，而後再進一步檢測自變數間相關性，其 VIF 值皆均小於 3，因此沒有共線性問題產生故可將自變數間的共線性排除。

其中 SASB 分數與 ROA、ROE 與公司規模呈正相關，與負債比率以及流動比率呈負相關，與李秀英等人(2011)探討台灣上市櫃公司之現象一致。

表 5 相關係數

研究變數	ESG 揭露分數	SASB 分數	ROA	ROE	ROS	Tobin's Q	Size	Leverage	Current Ratio	Volatility
ESG 揭露分數	1									
SASB 分數	0.627 **	1								
ROA	0.150 **	0.142 ***	1							
ROE	0.097 **	0.125 ***	0.773 ***	1						
ROS	0.076 ***	0.104 ***	0.757 ***	0.636 ***	1					
Tobin's Q	-0.087 **	0.034	0.539 ***	0.415 ***	0.350 ***	1				
Size	0.366 **	0.144 ***	0.101 ***	0.135 ***	0.117 ***	-0.189 ***	1			
Leverage	0.055	-0.066 ***	-0.246 ***	-0.151 ***	-0.175 ***	-0.231 ***	0.261 ***	1		
Current Ratio	-0.120	-0.137 ***	0.159	0.110	0.146	0.131 ***	-0.282 ***	-0.592 ***	1	
Volatility	-0.078	0.052 **	-0.176 ***	-0.129 **	-0.123 ***	-0.117 ***	-0.043 *	0.076 ***	-0.044 **	1

註：* 表示顯著水準為 0.1； ** 表示顯著水準為 0.05； *** 表示顯著水準為 0.01

第三節 實證結果分析

一、ESG 揭露分數對財務績效的影響

研究樣本期間為 2012 年至 2018 年，共 1470 筆資料。下表為 ESG 揭露分數對財務績效之影響。從下表中可以看到 ESG 揭露分數與 ROA、ROE、ROS 以及 Tobin's Q 皆未呈顯著效果，此結果與 OECD(2020)的 ESG 投資報告書所提之現象一致，公司揭露越多的 ESG 項目未必會因此提升其財務績效，其財務績效表現並未因其 ESG 的揭露而有所提升，這些非關鍵的 ESG 資訊從投資角度來看可能並不重要。

表 6 ESG 揭露分數對財務績效之影響

	ROA	ROE	ROS	Tobin's Q
常數項	3.293 (1.552)	-9.291** (-2.034)	-10.346* (-2.823)	2.835*** (12.121)
ESG 揭露分數	0.071 (2.481)	0.008 (0.273)	-0.010 (-0.325)	-0.027 (-0.923)
Size	0.122*** (4.101)	0.150*** (4.839)	0.159*** (5.182)	-0.130*** (-4.278)
Leverage	-0.226*** (-6.213)	-0.109*** (-2.888)	-0.104*** (-2.783)	-0.246*** (-6.599)
Current Ratio	0.093** (2.570)	0.091** (2.415)	0.150*** (4.031)	-0.075** (-2.035)
Volatility	-0.139*** (-5.146)	-0.100*** (-3.561)	-0.097*** (-3.502)	-0.113*** (-4.098)
N	1375	1375	1375	1375
R ²	0.125	0.057	0.074	0.086
Adjusted R ²	0.122	0.053	0.070	0.082

註：1. *，**，***係分別代表顯著水準 10%、5%、1%。

2.括號內為 T 值。

二、 SASB 分數對財務績效的影響

表 7 為 SASB 分數與財務績效間之影響。由表中可得知，SASB 分數與 ROA、ROE、ROS 以及 Tobin's Q 皆具顯著正相關（與 ROA 之 t 值為 3.894；ROE 為 3.612；ROS 為 2.994 以及 Tobin's Q 為 3.065）。顯示較在針對重大性項目進行企業社會責任之公司，其財務績效亦較好。這與此實證結果驗證了利益相關者理論，即執行企業社會責任將提升公司之財務績效。

在控制變數方面，公司規模與 ROA、ROE 以及 ROS 呈顯著正相關，即規模較大的公司財務績效亦較佳。

表 7 SASB 分數對財務績效之影響

	ROA	ROE	ROS	Tobin's Q
常數項	2.591 (1.231)	-10.160** (-2.244)	-10.902** (-2.995)	2.810*** (12.085)
SASB 分數(%)	0.122*** (4.589)	0.112*** (4.031)	0.091*** (3.318)	0.081*** (2.952)
Size	0.141*** (5.094)	0.145*** (5.053)	0.150*** (5.253)	-0.146*** (-5.164)
Leverage	-0.226*** (-6.256)	-0.104*** (-2.789)	-0.100*** (-2.679)	-0.240*** (-6.475)
Current Ratio	0.098* (2.720)	0.094** (2.513)	0.152*** (4.094)	-0.074** (-2.004)
Volatility	-0.149*** (-5.568)	-0.106*** (-3.872)	-0.101*** (-3.657)	-0.116*** (-4.222)
N	1375	1375	1375	1375
R ²	0.136	0.070	0.082	0.091
Adjusted R ²	0.132	0.066	0.078	0.088

註：1. *，**，***係分別代表顯著水準 10%、5%、1%。

2.括號內為 T 值。

第五章 結論³

第一節 研究結論

近年來企業社會責任理念以受各國關注，然而對於是否投入企業社會責任行為學者所持的論點不一，其意見相左主要來自於從事企業社會責任行為是否對於企業財務績效表現有影響。但目前多數研究所採用的 ESG 資料並未依產業來區分對各公司而言哪些是較為重要的永續議題，故驅使本研究試圖透過 ESG 揭露分數以及 SASB 分數來探討這兩者與財務績效之關係。本研究以 2012 至 2018 年台灣市場為樣本，先使用 Bloomberg 資料庫中的 ESG 揭露分數來探討其與財務績效（ROA、ROE、ROS 以及 Tobin's Q）間的關係，後使用 SASB 準則分類對每個行業來說較為重要的 ESG 議題(即重大性議題)進行分類，重新計算出一個新的重大性議題分數(SASB 分數)後，探討 SASB 分數對財務績效之關聯性。

研究結果發現 ESG 揭露分數與財務績效間並無顯著關係，與 OECD(2020)之報告所提出之現象一致，即公司未依與自身行業相關的議題進行篩選，大量的揭露 ESG 資訊並不會提升其財務績效，因為這些非關鍵、非重大性的 ESG 資訊從投資角度來看可能並不重要。而本文以 Bloomberg 資料庫內的 ESG 項目重新計算之重大性議題分數(SASB 分數)與財務績效呈顯著正相關，與 Khan et al. (2016)之結論一致，在重大性永續議題上表現良好的公司其財務績效明顯優於在這些議題上表現不佳的公司，這意味著公司以重大性議題為參考來從事 CSR 可提高公司的財務績效。

³ 本研究感謝國立政治大學 NN IP 野村投信金融研究中心"台灣 ESG 責任投資研究"專案之研究獎勵補助

第二節 研究限制與建議

首先，本論文有三個限制與建議。首先關於是關於 SASB 重大性項目，從 Bloomberg 所取得的重大性 ESG 項目與 SASB 重大性項目並不完全符合，原因是部分資料在目前的資料庫中暫時未有揭露，例如半導體產業中的產品生命週期管理(Product Lifecycle Management)項系統級處理器的能源效率(Processor energy efficiency at a system-level)，部分數據在目前 Bloomberg 資料庫中，其他資料庫，甚至大部分半導體公司皆尚未有所揭露，因此無法完全的依照 SASB 準則來衡量分數。此外，部分產業如金融業亦因上述原因沒有足夠的資料來計算分數，或是因該產業有揭露 ESG 資料的公司較少，例如汽車生產買賣產業中僅有和泰車以及裕日車有揭露 ESG 資料，沒有足夠的樣本數進行同產業比較，因此並未放進本研究中。

第二限制是樣本期間，本研究之樣本期間為 2012 年至 2018 年，由於台灣是近年才開始較為重視企業社會責任，而資料期間僅到 2018 年的原因是 Bloomberg 資料庫中大部分公司只更新至 2018 年，尚未更新之 2019 年的資料，因此研究期間較短，樣本數相對較少。本研究中只採第 t-1 期的 ESG 資料與第 t 期財務績效配對，未來可考慮遞延幾年之財務績效，即探討 ESG 重大性項目之投入對企業的財務績效之長期影響。台灣證券交易所 (Taiwan Stock Exchange, TWSE) 於 2020 年 8 月公告，未來將參考氣候相關財務揭露規範 (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD)、美國永續會計準則委員會 (Sustainability Accounting Standards Board, SASB) 發布之準則，強化永續報告書揭露資訊，金管會也再度下修揭露門檻，要求實收資本額達 20 億元之上市櫃公司自 2023 年起應編製並申報 CSR 報告書，相信未來將會有更多的企業揭露企業社會責任資訊，提高樣本數並解決樣本數較少之問題。

第三則是 SASB 分數之計算方法，本文以 Henriksson et al.(2019)中對重大性分數之計算方法為基礎來編制出屬於本研究對 SASB 分數之計算方法，然而亦有許多針對 ESG 分數的計算方法，如納入爭議議題分數或是對各重大項目及非重大項目給予不同的權重等。最後，希望此方法可對未來 ESG 與財務績效之研究提供新發想並提出貢獻。



第六章 附錄

一、 SASB 準則制定詳細流程

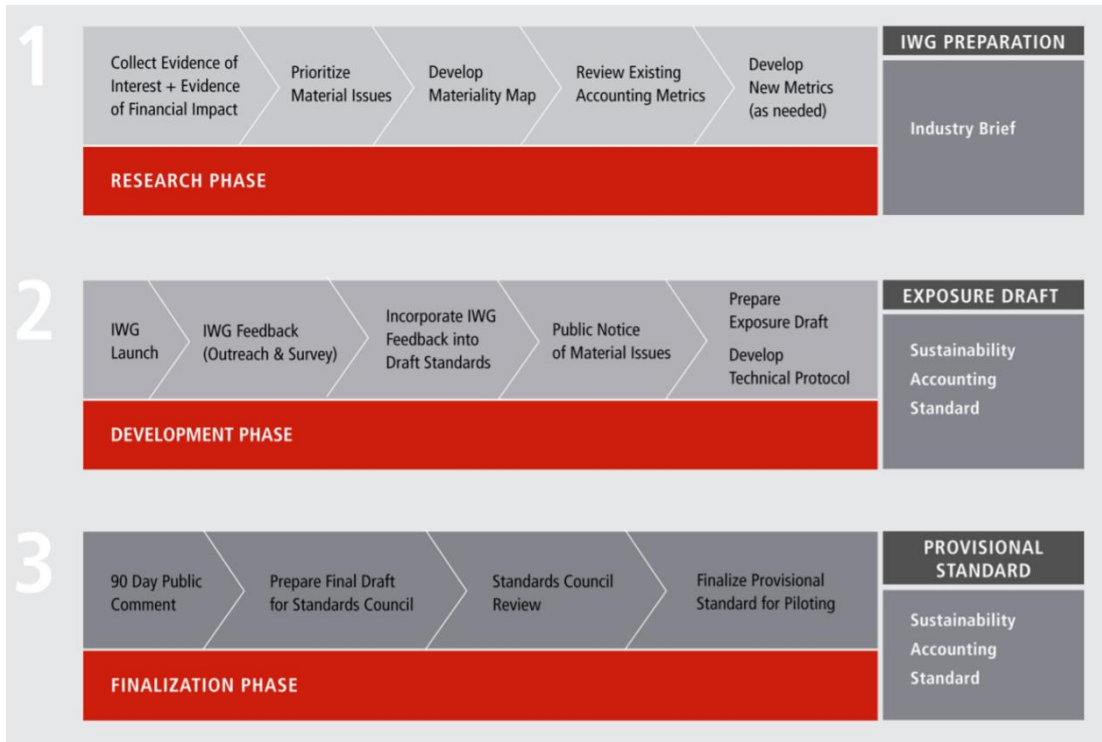


圖 4 SASB 準則制定詳細流程

資料來源：永續會計準則委員會 (SASB)

二、 重大性地圖 (SASB Materiality Map®)

		Consumer Goods	Extractives & Minerals Processing	Financials	Food & Beverage	Health Care	Infrastructure	Renewable Resources & Alternative Energy	Resource Transformation	Services	Technology & Communications	Transportation
Dimension	General Issue Category ^①	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand	Click to expand
Environment	GHG Emissions											
	Air Quality											
	Energy Management											
	Water & Wastewater Management											
	Waste & Hazardous Materials Management											
	Ecological Impacts											
Social Capital	Human Rights & Community Relations											
	Customer Privacy											
	Data Security											
	Access & Affordability											
	Product Quality & Safety											
	Customer Welfare											
Human Capital	Selling Practices & Product Labeling											
	Labor Practices											
	Employee Health & Safety											
Business Model & Innovation	Employee Engagement, Diversity & Inclusion											
	Product Design & Lifecycle Management											
	Business Model Resilience											
	Supply Chain Management											
	Materials Sourcing & Efficiency											
Leadership & Governance	Physical Impacts of Climate Change											
	Business Ethics											
	Competitive Behavior											
	Management of the Legal & Regulatory Environment											
	Critical Incident Risk Management											
	Systemic Risk Management											

圖 5 重大性地圖 (SASB Materiality Map®)

資料來源：永續會計準則委員會 (SASB)

注：深（淺）灰色表示該產業中 50% 以上（少於）的行業存在重大性議題。白色表示該議題對該行業中的任何行業都不重要。更詳細的行業級別的重大性性圖，請訪問 www.sasb.org

三、樣本公司

表 8 樣本公司

1101	台泥	1309	台達化	2314	台揚	2417	圓剛
1102	亞泥	1312	國喬	2317	鴻海	2436	偉詮電
1108	幸福	1313	聯成	2321	東訊	2448	晶電
1109	信大	1314	中石化	2330	台積電	2449	京元電子
1201	味全	1316	上曜	2337	旺宏	2451	創見
1203	味王	1323	永裕	2342	茂矽	2454	聯發科
1210	大成	1326	台化	2344	華邦電	2458	義隆
1215	卜蜂	1702	南僑	2347	聯強	2475	華映
1216	統一	1704	榮化	2349	鍊德	2498	宏達電
1217	愛之味	1710	東聯	2352	佳世達	2504	國產
1218	泰山	1717	長興	2353	宏碁	2704	國賓
1219	福壽	1718	中纖	2356	英業達	2707	晶華
1220	台榮	1721	三晃	2357	華碩	2712	遠雄來
1225	福懋油	1735	日勝化	2362	藍天	2722	夏都
1227	佳格	2002	中鋼	2363	矽統	2723	美食-KY
1229	聯華	2006	東和鋼鐵	2364	倫飛	2726	雅茗-KY
1231	聯華食	2013	中鋼構	2365	昆盈	2727	王品
1232	大統益	2014	中鴻	2368	金像電	2729	瓦城
1233	天仁	2015	豐興	2376	技嘉	2740	天蔥
1234	黑松	2017	官田鋼	2377	微星	2903	遠百
1235	興泰	2023	燁輝	2379	瑞昱	2912	統一超
1236	宏亞	2028	威致	2382	廣達	2913	農林
1256	鮮活果汁-KY	2029	盛餘	2385	群光	2915	潤泰全
1258	其祥-KY	2035	唐榮	2388	威盛	2926	誠品生活
1259	安心	2103	台橡	2393	億光	3014	聯陽
1301	台塑	2104	國際中橡	2395	研華	3034	聯詠
1303	南亞	2301	光寶科	2401	凌陽	3037	欣興
1304	台聚	2303	聯電	2408	南亞科	3038	全台
1305	華夏	2312	金寶	2409	友達	3041	揚智
1308	亞聚	2313	華通	2412	中華電	3044	健鼎

3045	台灣大	3704	合勤控	6183	關貿
3049	和鑫	3706	神達	6202	盛群
3062	建漢	3708	上緯投控	6233	旺玖
3094	聯傑	4711	永純	6239	力成
3130	二零四	4714	永捷	6244	茂迪
3169	亞信	4716	大立	6251	定穎
3189	景碩	4720	德淵	6257	矽格
3231	緯創	4722	國精化	6263	普萊德
3264	欣銓	4725	信昌化	6277	宏正
3388	崇越電	4904	遠傳	6285	啟碁
3416	融程電	4906	正文	6291	沛亨
3443	創意	4908	前鼎	6414	樺漢
3452	益通	4915	致伸	6505	台塑化
3481	群創	4919	新唐	6506	雙邦
3504	揚明光	4938	和碩	8039	台虹
3519	綠能	4958	臻鼎-KY	8046	南電
3527	聚積	4960	誠美材	8069	元太
3532	台勝科	5009	榮剛	8081	致新
3545	敦泰	5347	世界	8084	巨虹
3562	頂晶科	5364	力麗店	8101	華冠
3579	尚志	5371	中光電	8105	凌巨
3588	通嘉	5483	中美晶	8110	華東
3594	磐儀	5902	德記	8114	振樺電
3623	富晶通	5903	全家	8131	福懋科
3673	TPK-KY	5904	寶雅	8150	南茂
3682	亞太電	6116	彩晶	8271	宇瞻
3686	達能	6138	茂達	8299	群聯
3691	碩禾	6147	碩邦	8454	富邦媒
3701	大眾控	6176	瑞儀	9157	陽光能源-DR
3702	大聯大	6182	合晶	910322	康師傅-DR

第七章 參考文獻

一、英文文獻

1. Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G.. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey, *Financial Analysts Journal*, 74, 3, 87-103.
2. Anderson, J., & Frankle, A. (1980). Voluntary Social Reporting: An Iso-Beta Portfolio Analysis. *The Accounting Review*, 55, 3, 467-479.
3. Bragdon, Joseph H., Jr. , & John A. T. Marlin (1972). Is pollution profitable? , *Risk Management*, 19, 9-18.
4. Cahan, S. F., Chen, C., Chen, L., & Nguyen, N. H.. (2015). Corporate social responsibility and media coverage. *Journal of Banking & Finance*, 59, 409-422.
5. Consolandi, C., Eccles, R. G., & Gabbi, G.. (2020). How material is a material issue? Stock returns and the financial relevance and financial intensity of ESG materiality. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-24.
6. Dahlsrud, A.. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15, 1, 1-13.
7. Eccles, R., & G., Serafeim. (2013). The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy. *Harvard Business Review*, 91, 5, 50–60.
8. Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Massachusetts: Pitman Publishing Inc., Boston.
9. Friede, G., Busch, T., & Bassen, A.. (2015) ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5, 4, 210-233.

10. Friedman, M. (1970), The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits, *New York Times Magazine*, 32-33, 122-126.
11. Gray, R., Javad, M., Power, D. M., & Sinclair, C. D.. (2001). Social and Environmental Disclosure and Corporate Characteristics: A Research Note and Extension. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(3-4), 327–356.
12. Giannarakis, G., Konteos, G. & Sariannidis, N. (2014), "Financial, governance and environmental determinants of corporate social responsible disclosure", *Management Decision*, Vol. 52 No. 10, pp. 1928-1951.
13. Goss, A., Roberts, G.,S.,(2011) The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans, *Journal of Banking & Finance*, 35, 7, 1794-1810.
14. Griffin, J. J. & Mahon, J. F. (1997) The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate, *Business and Society*, 36, 1, 5-31.
15. Henriksson, R., Livnat, joshua , Pfeifer, P., & Stumpp, M. (2019)Integrating ESG in Portfolio Construction, *The Journal of Portfolio Management*, 45, 95-4918.
16. Hillman. A. J., G.D. Keim, G. D.(2001) Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strateg. Manag. J.*, 22, 125-139
17. Jo, H., & Harjoto, M. A.. (2012). The Causal Effect of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106(1), 53–72.
18. Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A.. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724.
19. Kiesel, F., Lücke, F.(2019) ESG in credit ratings and the impact on financial markets, *Financial Markets, Inst. & Inst*, 28, 263–290.

20. Kim, B., & Lee, S.. (2020). The impact of material and immaterial sustainability on firm performance: The moderating role of franchising strategy. *Tourism Management*, 77, 103999
21. KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting (2020), Retrieved December 26, 2020, from <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf>
22. Li, Y., Gong, M., Zhang, X.-Y., & Koh, L.. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60–75
23. Matten, D., & Moon, J.. (2008). “Implicit” and “Explicit” CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Review*, 33(2), 404–424.
24. Ntiamoah, E. B., Egyiri, P. O., & Kwamega, M.. (2014). Corporate Social Responsibility Awareness, Firm Commitment and Organizational Performance. *Journal of Human Resource and Sustainability Studies*, 02(02), 91–101.
25. OECD(2020), ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, Retrieved December 26, 2020, from <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>
26. Pankratz, N. M. C., Bauer, R., Derwall, J.(2018) Climate Change, Firm Performance, and Investor Surprise.
27. Peloza, J. (2009). The Challenge of Measuring Financial Impacts From Investments in Corporate Social Performance. *Journal of Management*, 35, 6, 1518–1541.

28. Preston, L. E., & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis. *Business & Society*, 36(4), 419–429.
29. Richardson, A. J., & Welker, M.. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, 26(7-8), 597–616.
30. Robertson, D.C., Nicholson, N. (1996) Expressions of corporate social responsibility in U.K. firms. *J Bus Ethics* 15, 1095–1106
31. Robinson, S., Simons, R., Lee, E. (2017) Which Green Office Building Features Do Tenants Pay for? A Study of Observed Rental Effects, *Journal of Real Estate Research*, 39, 4, 467-492.
32. Vallentin.S. , Spence L. J. (2017)Strategic CSR: Ambitions and critiques, *Corporate Social Responsibility: Strategy, Communication, Governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 63-85
33. Yeganeh, Y. H., & Barzegar, G. (2014). The Effect of Disclosure Level of Corporate Social Responsibility (CSR) on Corporate Financial Performance (CFP) in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Accounting Research*, 1, 11, 43–51.
34. Yu, H.-C., Kuo, L., & Kao, M.-F.. (2017). The relationship between CSR disclosure and competitive advantage. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 8, 5, 547–570.
35. Zerbib, O. D. (2018) The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds, *Journal of Banking and Finance*, 98, 39-60.

二、中文文獻

1. 池祥萱、繆文娟與莊滢臻(2014)，企業社會責任對於公司財務績效之影響是雙面刃嗎？來自全球 500 大公司的證據，管理學報，第 31 卷第 1 期，1-19。
2. 沈中華與張元 (2008)，「企業社會責任行為可以改善財務績效嗎?—以英國 FTSE 社會責任指數為例」，經濟論文，第 36 卷第 3 期，339-385。
3. 李秀英、劉俊儒、楊筱翎，2011 年，企業社會責任與公司績效之關聯性，東海管理評論，13 卷 1 期:77-112。
4. 黃家齊(2000)，「企業社會績效研究-社會責任表現、企業聲望與財務績效關聯性之實證分析」，亞太管理評論，5 卷 3 期：367-380。
5. 劉美纓、丁碧慧與朱奐聿(2014)，「企業社會責任與公司治理、公司績效之關連性研究」，第 17 期，17-30。