

自願性 ESG 揭露、公司績效與獨特性風險

■ 邱敬賢/中山大學財務管理學系教授

■ 洪世昌/淡江大學財務金融學系助理教授

完整全文收錄於《證券市場發展季刊》第 150 期（2026 年 6 月出版）

一、研究動機與背景

在全球永續轉型、氣候變遷、供應鏈重組與責任投資意識浪潮下，企業環境、社會與公司治理（ESG）表現，逐步成為資本市場衡量公司長期價值與永續經營的重要依據。公司財務報表雖然能呈現過去與當期的營運績效，但對於氣候風險、勞動與人權管理、供應鏈責任、公司治理品質及長期永續策略等議題，傳統財務資訊往往難以完整反映。於是，如何提升 ESG 資訊揭露的透明度、可信度與可比較性，成為主管機關、企業、投資人及社會各界共同關注的重要課題。

二、研究結果

本文以臺灣上市櫃公司為研究對象，探討公司自願揭露 ESG 資訊，以及取得第三方認證，對於公司績效與風險的影響。研究結果顯示，自願揭露 ESG 資訊，以及取得第三方認證的公司，擁有較高的 Tobin' s Q、資產報酬率(ROA)，以及股東權益報酬率(ROE)，亦有較低的獨特性風險與下行風險。該研究結果具有明確的實務與政策意涵：高品質 ESG 資訊揭露，不只是公司回應社會期待的行動，更是強化公司治理、降低資訊不對稱、提升市場信任與促進資本有效配置的重要基礎。

臺灣資本市場以國際貿易出口與高科技產業聚落為導向，以及企業經營韌性著稱。隨著國際投資人與知名品牌商，日益重視公司是否具備永續治理能力，ESG 資訊不再只是非財務附加資訊，逐步成為評估公司中長期成長潛力、風險承受能力與全球競爭力的重要依據。公司若能清楚揭露其在環境永續、員工照顧、供應鏈治理、董事會監督、風險控管與長期策略上的具體作為，將有助於投資人更完整地理解公司經營品質，降低因資訊不足所產生的不確定性。

以資本市場而言，資訊透明度是市場效率的重要條件。公司管理階層充分掌握內部資訊，包括營運策略、風險暴險、投資規畫及治理品質；外部投資人、債權人與其他利害關係人則未必能即時、完整地取得相關資訊。若公司揭露不足或資訊可信度不足時，投資人可能無法準確評估公司風險，進而提高對公司的風險折價，甚至影響資金流向與市場資源配置。自願性 ESG 資訊揭露可在一定程度

上，縮小公司與投資人間的資訊落差，協助市場更有效辨識公司長期策略與風險管理能力。

本文進一步指出，公司自願揭露 ESG 資訊所帶來的價值，不僅反映於市場評價，也展現於經營績效與風險表現上。研究發現自願揭露 ESG 資訊，以及取得第三方認證的公司，其 Tobin' s Q、ROA 與 ROE 較高，代表市場與公司營運層面均可能肯定其治理品質與長期經營能力。由此可知，ESG 並非僅是公司形象工程或額外成本，可能透過提升管理效率、改善內部控制、降低治理風險與強化利害關係人信任，轉化為公司價值與獲利能力提升。

不僅以公司績效作為衡量指標，同時檢視獨特性風險與下行風險。對於投資人而言，公司價值固然重要，但公司在不利情境下，承受衝擊、控制損失，以及維持營運穩定能力，同樣至關重要。獨特性風險通常與公司自身的營運決策、資訊透明度、治理品質、內部控制、供應鏈管理及突發事件有關；下行風險則反映投資人在市場不利情境下可能面臨損失程度。研究發現，自願揭露 ESG 資訊且取得第三方認證的公司，具有較低的獨特性風險與下行風險，顯示透明、可信且具系統性的 ESG 資訊揭露，有助於市場更早辨識風險、提升公司風險管理品質，降低不確定性所帶來的負面影響。

三、學術貢獻與政策意涵

在政策推動上，本文也發現第三方認證的重要性。公司自願揭露 ESG 報告，雖可展現其重視永續發展與公司治理的態度，但若缺乏獨立外部機構的檢視與驗證，市場仍可能對資訊完整性、資料品質與衡量標準產生疑慮。第三方認證功能，在於提升 ESG 資訊的可信度、可驗證性與比較性，使投資人能更有信心地將 ESG 資訊納入投資決策。對於公司而言，導入第三方認證也有助於建立內部資料蒐集、跨部門溝通、風險辨識與績效追蹤制度，使 ESG 管理由報告編製工作，進一步內化為公司經營與治理架構的一環。

因此，主管機關推動 ESG 資訊揭露制度時，除應持續精進資訊揭露規範外，也可鼓勵公司提高揭露內容的品質與可信度。政策方向不宜僅停留在公司是否完成揭露，應更重視公司是否提供具重大性、可理解性、可比較性及可驗證性的資訊。公司揭露的內容應能讓投資人理解：公司面臨哪些重要的 ESG 風險與機會？公司已採取何種具體措施？相關目標是否明確？執行情形如何衡量？是否存在尚待改善之處？透過這樣的制度設計，ESG 資訊才不會流於形式，而能真正發揮促進市場透明度與投資人保護功能。

本文亦採用 Heckman 自我選擇模型(Self-selection model)，處理公司自願揭露 ESG 資訊可能產生的內生性問題，提升研究結論的可信度。因為願意主動揭

露 ESG 資訊的公司，可能具有較佳治理品質、較多資源或較強營運能力；若未妥善處理自我選擇問題，可能難以判斷公司績效提升究竟是由 ESG 揭露所帶來，或只是較優質公司本身具備的特性。本文透過較嚴謹的研究設計，提供更具說服力的實證證據，顯示自願性 ESG 資訊揭露與第三方認證確實具有重要的經濟意義。

此外，研究發現機構投資人持股可強化自願性 ESG 資訊揭露，對於公司績效與風險改善的正向效果。該結果顯示，制度完善的永續金融市場，不僅需要公司提供透明資訊，也需要具備專業分析與積極監督能力的投資人共同參與。機構投資人具有較充足的研究資源、較長期的投資視野及較高的治理參與能力，能透過股東行動、議合、投票及持續追蹤等方式，促使公司將 ESG 政策落實於實際經營管理。主管機關可持續引導機構投資人強化責任投資、股東行動與永續風險管理，促進企業、投資人與市場三方形成正向循環。

對於公司而言，本文提供具體而務實的啟示。ESG 揭露不應只是年度報告書，或特定部門的專責業務，應整合至董事會治理、策略規畫、風險管理、內部控制、供應鏈管理與績效評估中。公司可依自身產業特性與商業模式，辨識最具重大性的永續議題，建立可追蹤、可衡量、可驗證的管理指標，定期向市場說明執行進度與未來改善方向。真正具價值的 ESG 揭露，不在於報告書篇幅長短，在於能否如實呈現公司風險、挑戰、治理作法與永續轉型成果。

對於投資大眾而言，閱讀 ESG 資訊時，不宜僅看公司是否發布永續報告書，或是否取得特定標章，應進一步檢視揭露內容的具體性與可信度。例如，公司是否清楚說明重大風險？是否提出量化目標與執行進度？是否接受第三方獨立認證？董事會是否落實監督永續策略？是否能說明永續議題與營運、財務及風險管理間的關聯？相關問題有助於投資人辨識公司是否真正將 ESG 策略納入經營決策，並非僅以宣傳方式回應市場期待。

總而言之，本文重要貢獻在於提供臺灣資本市場的實證證據，說明自願性 ESG 資訊揭露與第三方認證，有助於提升公司績效、降低獨特性風險與下行風險，並可透過機構投資人的外部治理角色進一步強化效果。這些發現支持主管機關持續推動高品質 ESG 資訊揭露、完善第三方認證機制、提升公司治理能力及深化責任投資制度。

隨著國際資本市場對 ESG 資訊要求日益提高，臺灣企業若能持續強化 ESG 治理、提升揭露品質，建立可受市場信賴的驗證機制，不僅有助於降低資訊不對稱與治理風險，也能提升國際投資人對臺灣市場的信心，吸引更多長期、穩定且重視公司價值的資金投入。透過主管機關、公司、機構投資人與社會各界共同努

力，ESG 資訊揭露將不只是制度要求，更可成為提升公司競爭力、強化市場韌性、保障投資人權益，以及推動臺灣資本市場國際化的重要力量。