

「價格延遲、資訊不對稱與 ESG 效應」

■ 盧嘉梧/國立臺北大學金融與合作經營學系副教授

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 147 期（2025 年 9 月出版）

資訊不對稱是指交易中的一方擁有比另一方更多或更好的資訊，對市場投資者的交易行為具有顯著影響。學術研究顯示，資訊不對稱的程度與資本市場中的多項議題相關，包括資本成本、研發支出、股票與債券發行、盈餘預測、公開揭露品質、資本結構決策、市場流動性與交易量、企業分割、機構投資人行為、預算提案中的資源分配等。顯然，資訊不對稱與企業經營管理密切相關，亦將影響財務資訊品質。

股票價格延遲（stock price delay）是衡量股價對新資訊的反應速率；當過去市場報酬對個股變動的解釋力越強，則股價對新資訊的反應越慢。文獻上指出，股票價格延遲與財務資訊品質相關，當企業之會計品質欠佳，將使市場處理新資訊的時間變長，導致股價調整延後。由於股價延遲通常被視為衡量股價整合市場資訊程度的重要代理變數，較低的股價延遲，代表較高的資訊反應速度，代表市場交易效率的提升。因此，降低價格延遲有助於促進資訊的有效傳遞，對投資人具有顯著的益處。

本研究探討資訊不對稱程度對價格延遲的影響，並分析 ESG（環境、社會與公司治理）在其中的角色。ESG 因素是近年來最重要的研究議題之一，已對主流財務研究產生深遠影響。相關文獻顯示，良好的 ESG 表現可為企業帶來多項益處，包括提升企業價值及降低資本成本；以歐盟國家為例，研究顯示提高 ESG 中社會與環境的揭露，能透過提升市場流動性來降低資訊不對稱，其效果在重視聯合國人類發

展指數 (HDI) 的國家中更為顯著，代表社會 (Social) 層面對於資訊不對稱的減少幅度影響幅度更大，且 ESG 對高資訊不對稱企業特別有益。此外，學術研究亦發現企業參與 ESG 活動與投資效率呈正相關，且 ESG 投入僅在高資訊不對稱企業的「投資不足」情境下有助益，顯示 ESG 與資訊不對稱在決定企業投資效率中扮演關鍵角色。另有文獻指出，環境資訊揭露可降低價格延遲，表示環境資訊有助於提升資訊透明度，亦即企業資訊能更快速反映於股價之中，顯示環境資訊揭露可透過提升資訊透明度來降低股價延遲。由於目前研究文獻上尚未針對「資訊不對稱程度對價格延遲的影響」及「ESG 在其中的作用」進行深入分析，因此本研究在此文獻缺口上進行探討。

基於以上之立論基礎，本研究以 2015 至 2021 年台灣股票市場之資料為樣本，檢驗以下三項假設：

H1：資訊不對稱程度越高，市場對資訊的反應越慢，導致股票價格延遲之程度越大。

H2：具有較佳 ESG 表現的企業，其股價對市場資訊的反應較快、價格延遲較低。由於 ESG 表現可緩解資訊不對稱，此效果在高資訊不對稱企業中更為顯著。

H3：企業在 ESG 表現中，社會 (Social) 構面的表現，對於前述假設二的影響效果更為顯著。

實證過程中之 ESG 資料，係採用「台灣永續評鑑」(SEED) 資料庫，其評分包括社會、經濟、環境與揭露四大構面，共涵蓋 22 項指標。目前 SEED 資料庫已廣泛應用於臺灣指數公司(Taiwan Index Plus

Corporation) 之指數編製與 ETF 標的設計。資訊不對稱則採用學術上常用的「股票報酬買賣價差」做為代理變數；至於股票價格延遲 (stock price delay) 則以 Hou and Moskowitz (2005, Review of Financial Studies) 之方法衡量。結果顯示，上述三項假設均獲得實證資料支持：資訊不對稱程度較高的企業，其股票價格延遲較明顯；而良好的 ESG 表現可降低股票價格延遲的程度，但該效果僅在資訊不對稱程度較高的股票中始有顯著影響。進一步分析 ESG 三大構面後發現，主要影響來源為「社會面」；在社會面表現較佳的公司，其價格延遲顯著較低。此結果與利害關係人理論 (Stakeholder Theory) 一致，該理論強調企業應同時滿足股東與其他利害關係人的需求，意即提升社會面表現符合所有利害關係人的共同利益。

本研究的主要貢獻如下：首先，提供了在台灣市場中的實證證據，顯示良好的 ESG 表現可緩解資訊不對稱，提升資訊傳遞速度並降低股價延遲。其次，結果指出 ESG 對降低股票價格延遲的效果，在高資訊不對稱的企業群體中更為顯著，強化了 ESG 在資本市場的正面作用。進一步分析發現，社會構面的影響最為明顯，其意涵為：對於資訊不對稱程度較高的企業而言，提升「社會面」表現可顯著降低股票價格延遲，亦即股價能更快速地反映市場資訊。這說明提升社會績效不僅有助於社會整體福祉（有益於利害關係人），同時亦能增進股東利益。此一現象與「利害關係人理論」所強調的概念相符——企業應以造福所有利害關係人及為社會創造價值的方式營運。此結果不僅符合利害關係人理論，亦顯示投資人對企業社會責任承諾的認同，會反映在資本市場資訊傳遞速度的提升。

本研究結論的獨特角度，具有重要的實務意涵。隨著 ESG 在資本市場中角色的重要性日益受到關注，投資人選擇具備 ESG 特質的投資標的已成為關鍵策略之一。ESG 能夠有效提升資訊反映效率，為投資人帶來實質利益；若企業能夠提升其 ESG 表現，股價將能更有效率地回應市場資訊，不僅對利害關係人產生正面影響，也使市場投資人（股東）能從資訊傳遞加速中獲益；這與利害關係人理論的理念相符——企業應在兼顧股東期望與其他利害關係人需求之間，實現平衡與共榮。