

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班
碩士論文

Master Program in Financial Management
Department of Finance
College of Management
Nanhua University
Master Thesis

企業有關 ESG 的資訊內涵對於股東財富之影響
The Impact of Corporate ESG Information on
Shareholders' Wealth

陳婕妤
Chien-Yu Chen

指導教授：吳依正 博士
Advisor: Yi-Chen Wu, Ph.D.

中華民國 112 年 6 月
June 2023

南 華 大 學
財務金融學系財務管理碩士班
碩 士 學 位 論 文

企業有關 ESG 的資訊內涵對於股東財富之影響
The Impact of Corporate ESG Information on Shareholders' Wealth

研究生： 陳 婕 妤

經考試合格特此證明

口試委員： 陳 佳 政

陳 永 熙

吳 依 正

指導教授： 吳 依 正

系主任(所長)： 陳 永 熙

口試日期：中華民國 112 年 6 月 14 日

謝辭

從大學至今謝謝指導老師吳依正老師的教導，從大學學習個案中了解論文的內容，解答我各種疑難雜症，感謝口試委員撥空參與口試蒞臨指導，大四即將要畢業的我，暫未確定志向，因此，決定繼續研讀研究所，在就讀研究所的一年中，對於金融體系有更深入的了解，也了解我自身最有興趣的金融業中，需要比別人學習更多的保險業，保險業集結了各行各業的人才，從其他前輩的經驗中去學習，保險業是需要一直精進自己的自身專業的地方，當原地踏步時，會容易在保險業中淘汰。

研究所與大學的不同在於研究所有四位消防大哥們與我們四年一貫的同學們共同努力，將消防大哥們在職場或是生活中遇到金融相關的問題，提出來與老師們進行討論與研究，對於我在未來遇到同樣問題時，知道如何解決問題，減少許多彎路。

謝謝財務金融學系暨財務管理碩士班，在大學四年與研究所一年的指導，從只對金融有興趣卻完全不了解的大一新鮮人，經歷了五年的時間，終於了解金融的各個樣貌，在其中找到自己未來的志向，謝謝在財金系與財管碩士班教課的各位老師。

陳婕妤 撰 2023年6月

南華大學財務金融學系財務管理碩士班

111 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：企業有關 ESG 的資訊內涵對於股東財富之影響

研究生：陳婕妤

指導教授：吳依正 博士

中文摘要

ESG 於 2004 年聯合國的報告書中首次被提及；ESG 分別代表環境 (Environment)、社會責任 (Social) 及公司治理 (Governance)，企業在落實 ESG 時，對於正面訊息是否會為企業帶來正面股價報酬率之影響，而未落實 ESG 產生的負面訊息對於企業是否會產生負面股價報酬率之影響，本研究想了解對於企業有關 ESG 的資訊內涵三個因子對於企業股價異常報酬率之影響及排序外，對財務績效是否有正向或負向之相關性，研究期間為 2003 年至 2022 年，共 20 年，研究對象為上市公司，資料來源為公開觀測資訊站及聯合知識庫進行關鍵字查詢，研究方法採用事件研究法，實證結果發現負面社會責任面與負面公司治理面於事件日當天具有負的顯著異常報酬之影響，正面環境面於事件日當天具有顯著異常報酬之影響，不論是正面訊息還是負面訊息其影響力最顯著為公司治理面，負面訊息與股東權益報酬率 (ROE) 具有顯著負相關，正面訊息短期績效皆無相關性。

關鍵詞：資訊內涵、事件研究法

Abstract

ESG was first mentioned in the United Nations report in 2004; ESG stands for Environment, Social and Governance. When companies implement ESG, whether Positive information will bring positive Stock Market Return to companies The impact of the rate of return, but whether the negative information generated by ESG will have a negative impact on the company's stock price rate of return. This research wants to understand the impact and order of the three factors on the company's stock price Abnormal returns for the information content of ESG. In addition, whether there is a positive or negative correlation between financial performance and business performance, the research period is from 2003 to 2022, a total of 20 years, the research objects are listed companies, counter companies, and the data sources are Market Observation Post System and United Daily News keyword queries, and the research method adopts the event study method. The empirical results show that the negative social responsibility aspect and the negative corporate governance aspect have negative significant abnormal returns on the event day, and the positive environmental aspects have significant abnormal returns on the event day. Whether it is positive news or negative news, its influence is the most Notably in terms of corporate governance, negative news has a significant negative correlation with return on equity (ROE), and positive news has no correlation with short-term performance.

Keywords: Information Connotation, Event study, ESG

目錄

謝辭.....	i
中文摘要.....	ii
Abstract.....	iii
目錄.....	iv
表目錄.....	vi
圖目錄.....	vii
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
第三節 研究章節.....	4
第二章 文獻探討.....	5
第一節 ESG 之相關文獻.....	5
第二節 資訊內涵與股價報酬率之相關文獻.....	7
第三節 財務績效與經營績效之相關文獻.....	11
第三章 研究方法.....	15
第一節 樣本選取.....	15
第二節 事件研究法.....	16
第三節 模型與變數假設.....	18
第四節 研究假設.....	20
第四章 實證結果分析.....	21
第一節 資訊內涵宣告效果分析.....	21
第二節 資訊內涵宣告效果對短期財務績效之影響.....	36
第五章 結論與建議.....	40

第一節 研究結論.....	40
第二節 建議.....	41
第三節 研究限制.....	42
參考文獻.....	43
中文部分.....	43
英文部分.....	44

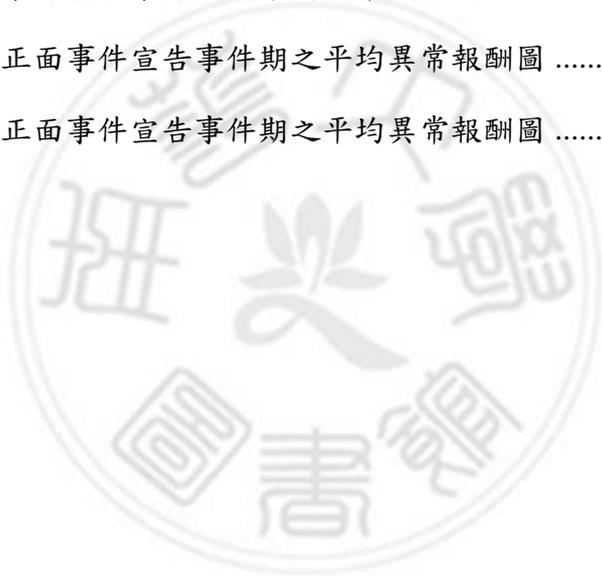


表目錄

表 2-1 ESG 指標彙整表	7
表 2-2 好消息對於股價報酬率之影響文獻比較	10
表 2-3 壞消息對於股價報酬率之影響文獻	10
表 2-4 財務績效與經營績效指標彙整	13
表 3-1 ESG 正面消息與負面消息定義	15
表 3-2 ESG 樣本	16
表 4-1 ESG 負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=648)	22
表 4-2 環境面負面事件一般產業樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=106)	23
表 4-3 社會責任面負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=43).....	25
表 4-4 公司治理面負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=43).....	27
表 4-5 ESG 正面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=176)	28
表 4-6 環境面正面事件一般產業樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=60).....	30
表 4-7 社會責任正面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=45).....	31
表 4-9 ESG 負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率	34
表 4-8 公司治理面正面事樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=71)	33
表 4-10 環境面負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率	34
表 4-11 社會責任面負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率	35
表 4-12 公司治理面負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率	35
表 4-13 負面 ESG 股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析	36
表 4-14 正面 ESG 股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析	38

圖目錄

圖 3-1 研究架構	19
圖 4-1 ESG 負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬圖	21
圖 4-2 環境面負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬圖	24
圖 4-3 社會責任面負面事件宣告事件期之平均異常報酬圖	24
圖 4-4 公司治理面負面事件宣告事件期之平均異常報酬圖	26
圖 4-5 ESG 正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖	29
圖 4-6 環境面正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖	29
圖 4-7 社會責任面正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖	32
圖 4-8 公司治理面正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖	32



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

近年全球壟罩在 COVID-19 下，全球暖化加劇，極端氣候讓一些乾燥氣候的地區，由於都是樹木的原因，而造成森林大火，對於生物則是造成瀕臨絕種，因此，許多企業正思考經濟成長與環境保護該如何取得平衡，ESG 起源於 2004 年聯合國的報告書，ESG 是由環境(Environment)、社會(Social)及公司治理(Governance)所組成，環境多著重於溫室氣體排放、能源管理、汙水及廢水的排放及生態影響等，圍繞著大自然生態；社會多著重於員工的福利制度、客戶資料安全以及產品品質與安全等針對員工以及消費者、客戶等社會民眾；公司治理多著重於商業經營模式、內部控制及公司資訊公開透明化等，針對企業面對危機時，危機處理能力與企業瀕臨淘汰該如何轉型，使企業能夠繼續生存，因此企業在進行發展時，落實 ESG 所帶來的資訊是否會對於股東財富有所影響？

在企業未落實 ESG 的時候，在面對媒體揭露的資訊對於企業的股價與聲譽之影響，以食品安全為例，在 2013 年時，黑心油事件在全台發生重大影響，使該企業在新聞一出現時，該企業負責人遭到調查，銷售至各地也受到滯銷之影響，該事件屬於社會責任的一環，因此，可以了解企業落實 ESG 屬於重要的事情，其企業股價也是下跌的情況。因全球氣候異常的原因以及 2019 年發生的 COVID-19 的影響，讓企業在發展時，在對於環境保護上，企業需要減少碳排放量以及廢水排放等減少對環境的破壞，並在公司治理當中，企業需要將公司決策進行良好的運行，避免做出違法事件或是公司內部控制被掏空之情況，例如：友達於 2014 年獲得節能建築的認證，造成股價上漲，該事件對於環境有所貢獻，因此，說明落實 ESG 的重要性對企業發展會有好的影響。

企業在發展時，為了要推廣企業的知名度以及讓社會大眾了解該企業的品牌理念，因此會藉由媒體來進行推廣，但是媒體帶給社會大眾的消息並不會只有企業的

好消息，當企業有所謂的負面消息出現對於企業而言會造成股價下跌的影響，目前學者研究好消息與壞消息對於股價影響之結果，對於企業而言，參與競賽獲獎或是發生例如 COVID-19 的重大事件時對市場造成供需失衡之相關產業是好消息。陳玄岳等人(2007)研究全國品質獎獲獎對股價與企業風險的影響，對投資人來說獲獎或許是讓企業的供應商以及合作廠商看見企業的進步，因此，對於投資人來說，雖然是好消息，但是並不足以使投資人會進行投資的動機。

企業的經營策略造成環境汙染、產品發生安全疑慮問題、工安意外以及企業高階主管掏空公司等，對企業發展影響是壞消息，陳尚武等人(2020)研究鴻海集團領導人宣布政治參選，對於投資人而言是壞消息，有句俗語：「魚與熊掌不可兼得。」雖然並不是所有集團領導人參與政治選舉都會對企業有所影響，但是當企業集團領導人有一定的知名度，當該領導人參與政治選舉，並卸下集團領導人的職位，造成投資人的想法是關於企業經營的領導人換人，企業經營的改變導致集團的股價下跌的影響，在 ESG 中屬於公司治理中企業的 CEO 代理問題，出現壞的影響時，影響股價報酬呈現負向之影響，從學者們的研究可以得知好消息與壞消息對於企業股價會有正的影響或是壞的影響。

股東財富為每一單位的財富變動量，股價變動的每一塊錢的變動報酬率，即為本研究對股東財富定義為普通股股票的股東，當股價上漲時，股東的財富就會增加，反之，當股價下跌時，股東的財富就會減少。對於有關 ESG 的事件資訊，本研究的樣本區分為好消息及壞消息，當事件宣告時，好消息及壞消息對於股價有何影響，本研究將 E、S、G 三個面向的訊息組合成 ESG，因此，資訊消息方面依照好消息與壞消息進行整理，並且探討三個面向分別對於股價影響之差異，因曹耀鈞(2012)研究結果發現公司治理因子對於股價報酬影響最大，而林美金(2021)學者同樣也有研究結果在 ESG 的表現中對社會、環境比公司治理影響較大，其中，環境的原因為近幾年高汙染產業逐漸轉型，增加綠色建設，因此，認為環境在 ESG 表現中比公司治理影響較大，因此，本研究對於企業落實 ESG 中哪個構面對於企業

造成的影響力較大，是否會與林美金(2021)或是曹耀鈞(2012)學者相同，還是會有所不同。

面對 ESG 三個構面對企業經營績效與財務績效，有些學者發現財務績效與經營績效與 ESG 有所關聯，林美金(2021)研究發現 ESG 表現良好的公司在短期財務績效呈現負向相關，以電子業為例，因為投入建設綠能設備，投資成本較高，因此短期績效是負向相關，但是長期的發展對於企業有口碑及對環境有所改善的正向影響，因此造成長期經營績效有顯著的正向相關。陳韻如(2022)研究發現在環境構面上對於財務績效上呈現顯著負相關，原因與林美金(2021)學者相同，企業進行高污染產業未進行轉型時，使大眾對企業觀感不佳導致財務績效下降；社會構面上，員工流動率在財務績效上呈顯著負相關，原因為企業進行招聘等工作時，對於企業耗費的財力與人力資源上是經營績效上的成本，因此呈現負相關，員工薪資因為員工會因為擁有好的待遇，對於企業有向心力，因此造成企業的經營績效是呈顯著正相關；公司治理構面上，獨立董事比率、董事持股比例、高管薪資在財務績效上呈顯著正相關，從以上兩位學者之研究可以看出財務績效以及經營績效不論正相關或負相關對於企業都會有所影響。

本研究由於企業在初期轉型或是調整待遇並落實 ESG 是否會對企業財務上有什麼影響，並且是否會與兩位學者之研究結果相同，因此本研究想了解企業落實 ESG 與財務績效是否有相關聯性。

第二節 研究目的

企業在進行企業經營時，會出現正面及反面的資訊，而這些資訊在與 ESG 有所關聯時，對於企業股價報酬率有何影響？並且，對於 ESG 的資訊對股價的影響是否會有所差異？何者較具有影響力？在進行 ESG 的決策時，其股價異常報酬率是否與財務績效有相關聯性，根據上述動機，本研究目的可歸納如下：

- 1.企業 ESG 三個構面的正(負)面消息是否會造成正(負)的股價異常報酬率。
- 2.企業 ESG 三個構面正(負)面消息對於股價異常報酬率之影響何者較大。

3.企業 ESG 的資訊內涵其股價異常報酬率與財務績效之相關聯性。

第三節 研究章節

本研究共分為五章，第一章為緒論共分為兩節，第一節為研究背景與動機，第二節為研究目的。第二章為文獻回顧共分三節，第一節為 ESG 之相關文獻，第二節為資訊內涵與股價報酬率之相關文獻，說明資訊方面對股價報酬率所帶來的影響，第三節為財務績效與經營績效之相關文獻。第三章為研究方法，第一節樣本選取，第二節事件研究法，第三節模型與變數假設。第四章為實證結果分析。第五章為結論與建議，第一節為結論，第二節為建議。



第二章 文獻探討

第一節 ESG 之相關文獻

洪志銘(2022)探討 ESG 的重要性中，提到 ESG 首次被提出於 2004 年，其 ESG 的涵義為環境、社會責任與公司治理，提到 ESG 揭露項目在國際機構 MSCI(摩根士丹利資本國際公司)分為 10 個主題，環境主題分別為氣候變化、自然資源、汙染及廢棄物、環境機會；社會責任主題為人力資源、產品責任、利益相關否決權、社會機會(如溝通途徑、融資途徑等)；公司治理主題為公司治理(如董事會、薪資等)、公司行為(如商業道德、反競爭措施等)，而臺灣證券交易所《上市公司編制與申報永續報告書作業辦法》ESG 揭露項目為 7 個主題，環境為溫室氣體排放、能源管理、水資源、廢棄物；社會責任為人力發展；公司治理為董事會、投資人溝通，從上述兩個揭露項目的不同了解到對於 ESG 資訊揭露發現其指標有相當之差異，而孫智麗(2022)提及的衡量 ESG 的指標與洪志銘(2022)觀點雷同，並提及影響 ESG 評等品質之原因為評等機制設計不當、向受評公司提供諮詢服務所產生的利益衝突、評等機構對相關企業進行評等時的利益衝突、策略性調整 ESG 評等模式，以上四項因素造成 ESG 評等品質有所差異之原因，本研究將參考其 ESG 揭露項目為本研究之 ESG 指標。

王健全(2022)針對 ESG 三個領域的觀察，從環境保護層面提及將商業住宅、運輸、燃料、電力等設定為減碳目標，並表示金管會開始針對銀行貸款給企業是否落實 ESG，假使未落實 ESG 之企業，金管會對於貸款給 ESG 表現不佳企業之銀行進行警告，增加投資以及融資之困難，對其供應鏈廠商也是如此；社會責任則是對於消費者、員工、供應鏈廠商進行產品安全、員工福利、對於供應鏈廠商付款條件等相關責任，並對於社會有所回饋；公司治理層面則是針對公司董事會之相關事項，高層也需要督促公司進行符合 ESG 相關的活動，企業之競爭力對於企業開始會去參考 ESG 之表現，讓本研究了解金管會對於 ESG 的落實相當重視，企業在申請貸

款與融資時，銀行需要確認企業是否有落實 ESG 之行為表現，才能進行放款給企業，否則會遭受到金管會之警告或是裁罰。

王怡心(2021)研究股東重視企業永續投資，由於股東價值最大化是財務管理中最重要的一環，因此該學者思考由股東價值最大化轉化為公司整體價值最大化，由股東價值為企業長期發展帶來助力，因此該學者列出 ESG 的重點，環境面為氣候變遷、溫室氣體排放、資源流失、汙染及浪費、去森林化；社會責任面為工作條件、在地社區、衝突地區、健康及安全、員工關係及多元化；公司治理面為管理階層薪酬、賄賂及貪腐、遊說及政治獻金、董事會多元化及架構、稅務策略，以上重點是該學者對於 ESG 對於企業發展之重點，該學者除了提出 ESG 的重點外，也列出永續揭露議題之項目為環境面：溫室氣體排放、空氣品質、能源管理、水和廢水管理、廢物及有害物質管理、生態影響；社會責任面：人權與社區關係、客戶隱私、資訊安全、產品品質與安全、客戶福利、銷售慣例和產品標籤、勞工慣例、員工健康與安全、員工參與性和多元化和包容性；公司治理面：供應鏈管理、氣候變化的具體影響、商業道德、競爭行為、法令規範環境的管理、重大事件風險管理、系統風險管理，以上為該學者對於企業永續揭露議題之項目，對於本研究之 ESG 之指標有所幫助。

ESG 當中對於環境方面之文獻，邱宗永(2022)談論到推展溫室氣體盤查有七項成功關鍵為建立企業 ESG 願景與目標、高階主管支持與參與、評估外部顧問或資源協助、成立組織盤查團隊與主管代表、落實內部查證及管理審查、應用資訊化統計盤查軟體、持續盤查改善，而高渭川等人(2016)研究 2012 年至 2014 年碳排放量與股價的影響，樣本為台灣 50 指數成分股及非台灣 50 指數成分股，其實證結果製造業碳排放量與股價呈現顯著負相關，因為製造業所產生高碳排放量，因此減少碳排放量所需要的成本對股價造成顯著負相關之影響。

從上述的學者中了解 ESG 之相關指標，本研究將彙整學者們所列出 ESG 相關指標以表 2-1 ESG 指標彙整表所示，並將其部分指標作為本研究關鍵字選取樣本參考之依據。

表 2-1 ESG 指標彙整表

作者	環境面	社會責任面	公司治理面
洪志銘	氣候變化 自然資源 汙染及廢棄物 環境機會	人力資源 產品責任 利益相關否決權 社會機會(如溝通途徑、融資途徑等)	公司治理(如董事會、薪資等) 公司行為(如商業道德、反競爭措施等)
王怡心	氣候變遷 溫室氣體排放 資源流失 汙染及浪費 去森林化 空氣品質 能源管理 水和廢水管理 廢物及有害物質管理 生態影響	工作條件 在地社區 衝突地區 健康及安全 員工關係及多元化 人權與社區關係 客戶隱私 資訊安全 產品品質與安全 客戶福利 銷售慣例和產品標籤 勞工慣例 員工健康與安全 員工參與性和多元化和包容性	管理階層薪酬 賄賂及貪腐 遊說及政治獻金 董事會多元化及架構 稅務策略 供應鏈管理 氣候變化的具體影響 商業道德 競爭行為 法令規範環境的管理 重大事件風險管理 系統風險管理

第二節 資訊內涵與股價報酬率之相關文獻

企業在進行發展時，都會有許多資訊內涵，對企業股價造成異常波動，而資訊消息取得的方式有新聞媒體、公開資訊觀測站等，但是新聞消息或是重大資訊揭露之訊息對於企業帶來之影響有好有壞，對於事件本身是否影響企業股價異常報酬率有好的結果或是壞的結果都不一定，因此本文獻回顧分為好消息與壞消息區分文獻，先從好消息進行整理，王慧菱等人(2005)根據 SARS 疾病災難事件對台灣生技醫療產業的股價影響進行研究，SARS 與 2019 年出現的 COVID-19 有所相似，該研究進行當醫療疾病災難出現時，生技醫療產業需要對疾病進行解盲，對於醫療器材的需求也是大幅提升，當 COVID-19 剛出現在台灣時，也有發生醫療器材供不應求的情況，而該研究結果顯示，生技醫療產業確實是因 SARS 疾病災難事件產生正的

異常報酬，但是並不是所有產業都會有正的異常報酬，只有醫療產品通路產業顯著於生技製藥產業，而其他醫療產相關產業呈現完全無顯著異常報酬，該研究帶來的消息是對於生技醫療產業的好消息，由於疫情影響，醫療業者在器材以及藥物方面會面臨供需失衡的情況，當發生供需失衡之情況，並且以需求大於供給時，股價會產生正的異常報酬，該研究與本研究的 ESG 議題中社會責任有所相關，疾病災難對於社會大眾來說是屬於壞消息，但是對於醫療產業之相關企業來說是好消息，產品將會供不應求，造成投資人在疫情期間對於醫療產業是相當看好的情況，為企業帶來正的異常報酬。

當企業參與比賽而獲獎宣告對於企業是屬於好消息，但是陳玄岳等人(2007)研究全國型品質獎宣告對股價與企業風險的影響，該研究結果顯示各類品質獎項宣告短期對於股價異常報酬並無顯著影響，在長期會有外溢效果，有長期的異常報酬率，企業風險並不會隨著得獎宣告有所改變，該研究可以得知企業在獲獎宣告上，對於投資人而言並不會過於關注，而謝懷恕、龔哲緯(2019)研究企業社會責任獲獎對股價異常報酬率影響，該研究結果顯示企業社會責任的獲獎宣告對所有得獎企業平均沒有影響，以及各產業對於獲獎宣告所帶來的影響並不一致，對於高科技產業更是呈現負向異常報酬或是不顯著影響較多，其原因是得獎企業是常勝軍，因此吸引不了投資人的注意，上述學者研究企業獲獎宣告對於本研究有所啟發，當企業獲得 ESG 相關認證及獲獎，對於企業是否會出現正向異常報酬之影響。

企業集團除了獲獎宣告外，當集團領導人參與政治因素對於企業是否也會造成影響，使投資人對於企業經營績效上有所疑慮，而對其股價造成波動，因此，陳尚武等人(2020)研究企業集團領導人宣布政治參選對集團企業股價之影響-以鴻海集團為例，該研究發現企業集團領導人與媒體有一定的互動，因此，當該企業集團領導人宣布要參與政治選舉才會引起投資人的注意，而導致投資人去關注該企業的經營績效以及去思考該企業是否還能強健的營運以及成長力道，因此，當出現強而有力之企業領導人參與選舉時，會引起投資人對企業的營運有所疑慮，而造成股價有負向的股價異常報酬率，該研究在 ESG 當中屬於公司治理中 CEO 代理問題有所相

關，從該研究了解企業領導人對於運營決策之重要性。

陳修卿(2015)研究企業社會責任事件宣告對股市的影響-以負面消息為例，該作者使用台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal, TEJ)收錄 2005 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日有關發生負面社會責任事件的上市公司進行事件研究法，討論對於環保及安全問題、資訊公告問題、勞資關係以及其他違法或違規問題是否會對於企業股價有所影響，研究窗口為 $[-5,+5]$ ，研究結果為投資者越來越重視企業社會責任，且有可能提前獲得事件宣告消息，以利於提早反應，當企業產生負面消息將會使投資人對於公司營運與社會責任產生疑慮，且會有具體的懲治行動，進而反應股價負向顯著的異常報酬率現象。

曹耀鈞等人(2012)研究股價對環境、社會與治理負面訊息反應之研究，研究目的有兩點，負面 ESG 事件對股價報酬是否會有衝擊效果、ESG 三個因子中的負面效果對於股價報酬衝擊效果最大為何者，研究期間為 1994 年至 2011 年，研究對象為發生負面 ESG 事件之上市、上櫃公司，研究窗口為 $[-30,+30]$ 、 $[-5,+5]$ ，因為國內股價有漲跌幅限制，所以股價反應較國外不具有效率性。研究結果發現企業發生負面 ESG 事件時，會造成股價有負向異常報酬影響，原因為投資人對於企業產生恐慌而出脫持股，形成股價報酬下跌結果，並且事件日 30 天期較 5 天期略為顯著，估計期的長短並不會造成 ESG 事件有顯著的不同，並且該研究發現 ESG 三因子中對於股價報酬影響最顯著的因子為公司治理因子，原因為消息容易事先走漏。

本研究將正面消息與負面消息文獻中的樣本、與 ESG 相關性及研究成果以表 2-2 與表 2-3 進行彙整，目前發現正面消息與企業獲獎有關，而負面消息以環境、勞工關係、掏空等違法事件有關，其研究結果比較發現正面消息對於造成企業股價報酬呈現正向影響較不一致，但是企業發生負面消息時，對股價報酬一致呈現負向顯著影響。

表 2-2 好消息對於股價報酬率之影響文獻比較

作者	樣本	與 ESG 相關性	研究結果
王慧菱 譚醒朝 張曉芬	台灣生技醫療產業上市 上櫃公司的日報酬率	社會責任中的產 品指標	醫療產業因為供需失衡原 因，對於企業造成正向的 異常報酬。
陳玄岳 劉永欽 曹壽民 張東生	1991 年至 2003 年獲得 國家品質獎的上市公司	獲得 ESG 相關認 證或是獲得 ESG 競賽佳績	企業獲獎時，對於企業股 價之影響，短期並未有所 影響，長期對於企業有外 溢效果。
謝懷恕 龔哲緯	2011 年至 2015 年天下 雜誌公布的「天下 CSR 企業公民獎」及遠見雜 誌公布的「CSR 企業社 會責任獎」	獲得 ESG 相關認 證或是獲得 ESG 競賽佳績	企業獲獎對於所有企業股 價異常報酬並無顯著之影 響，其原因為獲獎企業是 該獎項之常勝軍，因此對 於企業並無顯著影響。

表 2-3 壞消息對於股價報酬率之影響文獻

作者	樣本	與 ESG 相關性	研究結果
陳尚武 吳向容 林芳慈 歐松賢	以郭台銘宣布政 治參選後一日 2019 年 4 月 17 日 為事件日	公司治理中 CEO 代理問題	因樣本人選較常與媒體 交流，因此對於股價負 向異常報酬具有顯著影 響。
陳修卿	2005 年 1 月 1 日 至 2014 年 12 月 31 日發生負面社 會責任事件的台 灣股票上市公司	該指標為環境安全、資訊 公告、違法及違規	企業發生負面事件影響 造成負向顯著股價異常 報酬之影響。
曹耀鈞 薛舜仁 白憶萱	1994 年 1 月 1 日 至 2011 年 12 月 31 日發生負面 ESG 事件之上 市、上櫃公司	環境面：環境汙染事件 社會面：勞資糾紛、罷 工、員工抗議、工安意外 等事件 治理面：經理人遭起訴或 羈押判刑、重金交保、假 帳、掏空公司等事件	當企業發生負面 ESG 事 件時，造成股價下跌之 影響，其中以公司治理 因子影響最為顯著。

第三節 財務績效與經營績效之相關文獻

林美金(2021)研究企業ESG表現與財務績效之關聯性分析，其研究短期績效指標採用資產報酬率(ROA)、權益報酬率(ROE)以及每股盈餘(EPS)進行衡量，而長期經營績效採用股票報酬率、股票複利報酬率以及公司價值(Tobin's Q)進行衡量，研究結果顯示ESG表現良好的公司在短期財務績效無顯著關係，長期經營績效有顯著的正向影響，造成財務績效無顯著關係的原因為投入綠能設備之成本較高，短期無法為企業帶來收益，並發現ESG的表現對社會、環境比公司治理影響較大，面臨重大事件時，ESG表現佳的公司其市場波動度較小。郭芷因(2021)研究環境、社會與公司治理(ESG)與公司績效之關聯性：Covid-19 期間ESG的價值，其研究財務績效指標為資產報酬率(ROA)、權益報酬率(ROE)，而公司績效則採用公司價值(Tobin's Q)進行衡量，研究結果顯示Covid-19 期間公司績效確實有衰退跡象，ESG分數較好的公司在獲利能力與公司價值相較於ESG 分數較低的公司來的好，該研究方法有採用Sustainalytics 風險評分，該評分屬於美國晨星(Morningstar)集團，在面臨Covid-19，研究結果發現Sustainalytics 風險評分愈好的公司愈能因應與面對降低風險，進而對財務績效與公司價值有顯著的正向影響，不過在另外兩個評分分數FTSE Russell ESG評級、台灣公司治理評則對疫情期間的公司經營績效與公司價值的影響未達顯著差異。

陳韻如(2022)研究台灣電子業 ESG 績效與經營績效之關聯性兼論 COVID-19 的干擾效果，研究期間 2016 年至 2020 年，研究對象為台灣上市櫃電子業，在環境構面上對於財務績效上呈現顯著負相關，社會構面上，員工流動率在財務績效上呈顯著負相關，員工薪資是呈顯著正相關，公司治理構面，獨立董事比率、董事持股比例、高管薪資在財務績效上呈顯著正相關。陳奕豪(2022)研究重大性資訊揭露和財務績效之關係：以台灣金融業為例，研究指出 SASB 領導及公司治理重大性資訊揭露分數與取對數後之股票市場價值之間存在顯著正相關，SASB 商業模式及創新重大性資訊揭露分數與股東權益報酬率之間存在不顯著正相關，SASB 人力資本重大

性資訊揭露分數對取對數後之股票市場價值存在顯著負相關的影響，SASB 社會資本重大性資訊揭露分數對 Tobin's Q 存有顯著負相關之影響。

巫政儀(2022)研究探討負面事件對履行 ESG 企業之影響，其研究目的當企業實踐 ESG 時，是否會影響財務績效，當企業實踐 ESG 時，公司面臨負面新聞事件發生時，是否有效減緩股價下跌、協助維繫企業聲譽，或是帶來負向加劇之效果，使企業聲譽受損嚴重，研究資料取自股市觀測站公開發行公司每日公告之重大消息、工商時報、經濟日報、交易所及櫃買中心公告之懲戒或缺失記點名單等公開資訊，其負面事件內容涵蓋勞資關係、環保與安全問題及其他違法或違規事件。其研究期間為 2018 年至 2020 年上市公司，研究模型使用迴歸模型進行研究，其研究結果發現當企業進行裁員含無薪假及公平交易與反壟斷議題亦對 Tobin's 呈負向影響，其中光電業發生裁員或無薪假最嚴重的產業，其原因是受到中國「六一新政」的衝擊影響，而大幅限制系統性的補貼規模，使多間在中國設廠的企業虧損加劇，導致人力過剩而進行大幅裁員，並且市場陷入殺價競爭戰，所產生傾銷問題。環保議題對現金持有比率呈負向影響，其原因舉例說明，發生的環境污染事有硝酸工場異常排煙及工廠廢棄物燃燒致火災所造成的空氣污染、廢棄物處理業者將污泥棄置於河川、工廠違法排放塑膠顆粒與其他汙染物成為水質污染等事件，皆面臨鉅額行政處罰，故而影響現金持有比率下降。

該學者提及企業注重永續發展、保障員工福利等企業，能降低公司發生負面事件的機率，在企業面臨負面事件的衝擊也較輕微，面對財務面中，環保議題造成其負面影響較大，其原因為以下兩點：一、綠色競爭的成本較高，平均每噸碳排放量成本為千元，故降低碳排放量是企業的綠投資最重要的環節。二、當企業發生環境污染事件時，所面臨之鉅額行政處罰，需於公司財報中列入費用支出，除此之外，如提出行政救濟所需花費的人力成本、時間成本也成為公司很大的耗損，因此，在全球氣候暖化的環境中，投資人逐漸傾向綠化投資策略，企業除了要提升經營績效與公司價值外，環境保護議題是不可或缺的考量。

陳立瑩(2022)研究ESG因子與公司財務績效之探討，其研究目的為探討ESG總分數對企業財務績效的影響程度、探討環境、社會、公司治理三個領域中，公司治理是否對企業財務績效最為顯著、探討ESG總分數及個別因子對信用評等的影響程度。該研究樣本採取台灣、美國、日本三個國家進行研究，但是由於台灣並沒有所有產業都參與MSCI評鑑，故以美國進行代表，其研究期間為 2016 年至 2020 年，其研究結果為整體ESG或各產業ESG與EROA之間並無顯著相關，提升ESG表現對公司財務績效並無影響。其公司治理因子對財務績效的影響有最顯著正相關。ESG因子對信用評等之影響為顯著正影響有工業及日常生活消費品，非日常生活消費品為顯著負相關，大部分產業及總體ESG分數並無顯著影響。

從上述學者之研究發現多數財務績效指標採用 ROA、ROE、EPS 進行分析，而經營績效多數學者採用 Tobin's Q 進行分析，本研究將上述學者所採用的財務績效與經營績效指標進行彙整以表 2-4 所示。

表 2-4 財務績效與經營績效指標彙整

作者	樣本	財務績效與經營績效指標	研究結果
林美金	2019 年至 2021 年 台灣上市、上櫃公司 台灣公司治理評鑑、ISS ESG、 FTSE Russell、 Sustainalytics ESG 風險評分	財務績效：ROA 經營績效：Tobin's Q 控制變數：公司規模、研究 發展費用率、負債比率	企業 ESG 表現與短期財務績效無顯著關係，長期經營績效有顯著正向關係。
陳奕豪	2018 年至 2020 年 台灣上市金融業， 以有編制 CSR 報告書的 金融業母公司為主	應變數：ROE、Tobin's Q、 股票市場價值 自變數：重大資訊揭露、非 重大資訊揭露 控制變數：ROA、風險係 數、市值營收比、本益比、 法人持股比、營業費用比	投資人對於公司治理議題中受到重視之資訊，好的公司治理是支持企業運營的重要因素。

陳韻如	2016 年至 2020 年台灣上市櫃電子業之企業社會責任報告書及公開資訊觀測站與台灣經濟新報中的 TSE 產業別模組進行產業別分類	財務績效：ROA、ROE、EPS 經營績效：Tobin's Q 自變數：總碳排放量、總用水量、綠色供應鏈管理、員工流動率、女性員工比例、員工薪酬、獨立董事比例、董事持股比例、高管薪酬	企業在環境面中對於財務績效呈現顯著負相關，原因為投入成本較高，短期內無法獲利；在社會面中員工流動率高對於企業財務績效與經營績效都呈現顯著負相關，而員工薪酬則呈現顯著正相關；公司治理中高管薪酬對財務績效與經營績效成顯著正相關。
巫政儀	2018 年至 2020 年台灣上市公司社會責任負面事件	財務績效：ROA、ROE 經營績效：Tobin's Q 控制變數：負債比率、外國法人持股、法人持股	造成企業經營績效負向影響之原因為裁員及公平交易與反壟斷議題，造成財務績效呈顯著負向影響為拖欠員工薪酬、工時過長等影響公司營運及獲利能力，環境污染裁罰造成財務績效呈現顯著負向影響原因。
陳立瑩	2016 年至 2020 年企業市值符合產業之前三大並受到 MSCI 評鑑，財務數據取自各公司財報，ESG 資料取自 MSCI ESG Rating	應變數：ROA、信用評等 自變數：總體 ESG 分數、環境、社會及公司治理分數 控制變數：負債/權益比率、流動性比率、公司規模、投入資本報酬率	整體ESG或是各產業之ESG與ROA無顯著關係，投入ESG會產生成本支出，當總體經濟衰退時，較無多餘的資金投入ESG，公司治理對財務績效有顯著正相關，良好的公司治理會提升公司財務績效。
郭芷茵	公司投資人關係整合平台內 ESG 分數抓取 2019-2020 年 Sustainalycs ESG 風險評分、FTSE Russell ESG 評級、台灣公司治理評鑑	財務績效：ROA、ROE 經營績效：Tobin's Q 自變數：Sustainalycs ESG 風險評分、FTSE Russell ESG 評級、台灣公司治理評鑑 控制變數：公司規模、負債比率、獲利能力、帳市值比	Sustainalycs ESG 風險評分與 ROA、Tobin's Q 有顯著負向影響；FTSE Russell ESG 評級、台灣公司治理評鑑與 ROA、Tobin's Q 無顯著影響。

第三章 研究方法

第一節 樣本選取

本研究期間為 2003 年至 2022 年之上市公司為研究對象，本文所使用的資料來源為公開資訊觀測站與聯合知識庫進行關鍵字搜尋，本研究需做財務績效，而一般產業的財務報表與金融業的財報並不相同，因此，本研究樣本排除金融業。

本研究以負面訊息與正面訊息進行關鍵字搜尋，表 3-1 為 ESG 正面消息與負面消息定義，將對於關鍵字為何分類於 ESG 各個因子當中，環境面顧名思義是與環境以及環保等議題有所相關，因此負面消息以環境污染事件相關，正面消息以環境保護事件相關；社會責任面從字面上了解是對於社會以及企業對於員工以及產品的責任等議題有所相關，因此負面消息以員工個人行為造成企業之影響、企業大量將員工進行裁員以及產品安全等事件相關，正面消息以企業進行社會公益、產品安全獲得認證以及是否對於消費者之個人資訊進行保護等事件相關；公司治理面顧名思義就是與公司決策行為以及董事會等議題相關，負面消息以企業決策行為疏失造成公司虧損以及獨立董事請辭等事件相關，正面消息以獲得公司治理獎及資訊揭露獎、董事會薪酬等事件相關，表 3-2 為本研究樣本。

表 3-1 ESG 正面消息與負面消息定義

	負面消息：空氣汙染、水汙(污)染、廢棄物、廢水排放
E(環境面)	正面消息：採購綠電、環保得獎、綠色設備、碳足跡、綠色建築、廢棄物許可證
S(社會責任面)	負面消息：食品安全、挪用客戶款項、勞資糾紛、裁員、衛生安全、員工洩密 正面消息：員工福利、社會責任獲獎、資訊安全、食品安全合格、產品品質獎、社會公益
G(公司治理面)	負面消息：掏空、違法事件、工安意外、惡意併購、獨立董事請辭 正面消息：公司治理獲獎、資訊揭露獲獎、董監事薪酬、信用評等調升

表 3-2 ESG 樣本

ESG 領域	樣本數量
E(環境面)	壞消息：622
	好消息：64
S(社會責任面)	壞消息：46
	好消息：47
G(公司治理面)	壞消息：45
	好消息：71
總計	895

第二節 事件研究法

本研究之ESG在資訊公開站正(負)面消息關鍵字宣告的日期，即為本研究的事件日。本研究藉由ESG正(負)面消息宣告日對於公司股價報酬率之影響做探討，以事件研究法觀察此事件爆發後對於其公司之股價造成何種影響，並對此進行探討。本文以事件研究法(Event Study)觀察事件宣告前後，藉以瞭解該事件對於公司累積異常報酬率的變化造成的影響。以最小平方法(OLS)估計 AAR 和 CAAR，依照各種研究目的做不同的設計，比較各個期間股價的異常報酬率。在日報酬率資料建立估計模式上，Peterson(1989)指出研究事件不會造成預測模式結構改變，則估計期間可選在事件期間之前，估計期間日報酬估計時間為 100 天至 300 天，因此，本研究估計期間為 (-150,-31)，事件宣告日 (t=0) 前 30 天交易日至後 30 天交易日，即事件期間為 (-30,30)，來計算累積異常報酬率和平均異常報酬率，本研究以 CAAR 去進行 ESG 三個構面之排序。

(一)、異常報酬率之衡量

利用估計期個股日報酬率與市場投資組合(交易所指數 Y9999)的日報酬率為資料，以最小平方法估計是常模式參數 $(\hat{\alpha}, \hat{\beta})$ ，公式如(3-1)所示。其中 R_{it} 為 i 公司在第 t 日之實際日報酬率，第 i 個成分股樣本公司。樣本估計期為 150 日(t=150)。

$R_{m_{it}}$ 為市場投資組合(Y9999 交易所指數報酬率)在 i 公司第 t 日之實際日報酬率。為 i 公司迴歸模型之截距項之估計值。 ϵ_{it} 為 i 公司迴歸模型之斜率估計值。 ϵ_{it} 為第 i 公司在第 t 日之殘差項，且必須符合 ϵ_{it} 在 $N(0, \sigma^2)$ 為獨立隨機變數與 ϵ_{it} 、 $R_{m_{it}}$ 兩者彼此獨立的兩點假設。

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m_{it}} + \epsilon_{it} \quad (3-1)$$

本文以累積平均異常報酬來檢定異常報酬。首先以最小平方法來求各事件樣本簡單迴歸模型，估計各樣本公司在事件期之異常報酬率，進而求出全體樣本之各期平均異常報酬率及累積平均異常報酬率。接著利用事件期的成分股實際日報酬減去預期報酬率，即可得出異常報酬率 AR_{it} 。其中， \hat{R}_{it} 為第 i 公司第 t 日之預期報酬率， AR_{it} 為 i 公司在事件期 t 日所估計出之異常報酬率。

計算方式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (3-2)$$

平均異常報酬率 AAR_{it} ，N 為公司個數， AR_{it} 為 i 公司在事件期 t 日所估計出之異常報酬率。

計算方式如下：

$$AAR_{it} = \frac{\sum_{i=1}^N AR_{it}}{N} \quad (3-3)$$

計算完平均異常報酬率才能計算累計異常報酬率 CAAR

計算方式如下：

$$CAAR_{(\tau_1, \tau_2)} = \sum_{E=\tau_1}^{\tau_2} AAR_E \quad (3-4)$$

(二)、報酬率統計檢定

本文採用標準化殘差法(SRM, standard residual cross-sectional method) 以及普通剖面法(OCSM, ordinary cross-sectional method)，利用上述研究模型將異動成分股的異常報酬率加以標準化，再將所有樣本的累積異常報酬率予以加總平均，計算事件期某一期 t，N 為各組所選的樣本數。即可得出各期平均異常報酬 ($SAAR_t$)，計算方式如下：

$$SAAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_{it}}{N} \quad (3-5)$$

將宣告事件期由 t_1 累積至 t_2 日，即可得出標準化累積平均異常報酬率。計算方式如下：

$$SCAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} SAAR_t \quad (3-6)$$

檢驗標準化平均異常報酬率及標準化累積平均異常報酬率的統計顯著性，其中 $S(SAAR)$ 為標準化平均異常報酬之標準差。本文採用 t 統計量檢定之，如下所述：

$$t(SAAR_t) = \frac{SAAR_t}{s(SAAR_t)} \quad (3-7)$$

$$S(SAAR) = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SAAR_{i,t} - \sum_{i=1}^N \frac{SAAR_{i,t}}{N})^2}$$

$$t(SCAAR) = \frac{SCAAR(t_1, t_2)}{S(SCAAR(t_1, t_2))} \quad (3-8)$$

$$S(SCAAR) = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N (SCAAR_i(t_1, t_2) - \sum_{i=1}^N \frac{SCAAR_i(t_1, t_2)}{N})^2}$$

第三節 模型與變數假設

本研究欲探討 ESG 三個構面對該公司短期績效的影響，期待能瞭解當年度該公司受到 ESG 三個構面，當年度短期績效是否受到影響？

(一)、股東權益報酬率(ROE)

是衡量相對於股東權益的投資報酬之指標，反映公司利用資產淨值產生純利的能力。計算方法是將稅後淨利扣除優先股股息和特殊收益後的淨收益除以股東權益。此比例計算出公司普通股股東的投資報酬率，是上市公司盈利能力的重要指標。

股東權益報酬率(ROE) = 稅後盈餘 / 股東權益

(二)、資產報酬率(ROA)

資產收益率是反映企業資產綜合利用效果的指標，也是衡量企業利用債權人和業主權益總額所取得盈利的重要指標，資產收益率越高，說明企業資產的利用效率越高，利用資產創造的利潤越多，整個企業的獲利能力也就越強，企業經營管理水平越高；相反的，資產收益越低，說明企業資產的利用效率不高，利用資產創造的利潤越少，整個企業的獲利能力也就愈差，企業經營管理水平越低。

資產報酬率(ROA) = 稅後淨利 / 平均總資產 × 100%

(三)、每股盈餘(EPS)

是指公開市場上，每股給投資者/股東帶來的收益。它是公司的獲利指標，對於有公開市場股票交易的公司而言，每股盈餘和公司的股價都有一定的聯動性，因此這也是公司現有股東與潛在投資人衡量公司獲利的關鍵要素其中之一。

每股盈餘 = (稅後淨利 - 當年特別股股利) / 加權平均流通在外的普通股股數

$$AR_{i,t} = \alpha + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3-9)$$

其中， $AR_{i,t}$ 為 i ESG 事件宣告日的異常報酬。

(四)、研究架構

本研究架構以圖 3-1 所示，以 ESG 為論文中的主軸，並從 ESG 的資訊內涵的事件日去了解是否會造成股價異常報酬，並分析各個構面對於股價異常報酬影響的順序為何後，去進行財務績效與經營績效是否會與 ESG 有所影響，是否會與文獻探討中的學者研究結果相同。

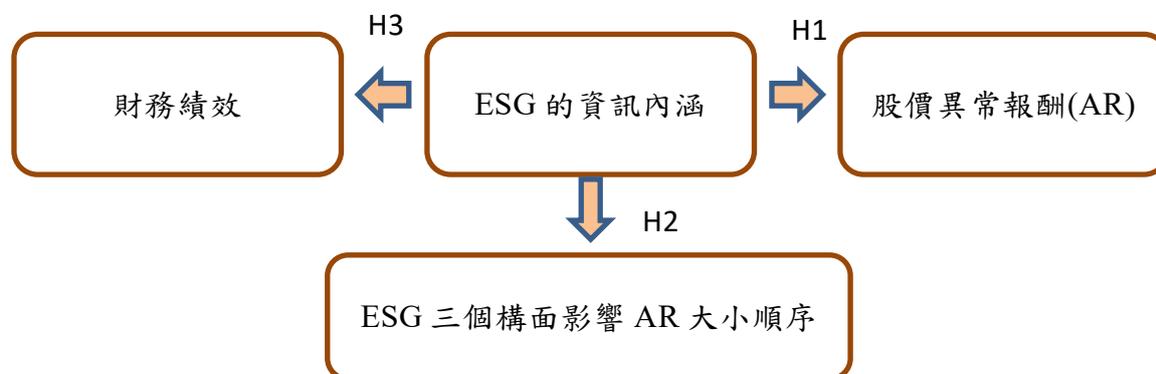


圖 3-1 研究架構

第四節 研究假設

本研究假設為三，針對研究目的進行研究假設，將正(負)面消息與股價異常報酬率之影響設為 H1，ESG 中公司治理對於企業影響最大設為 H2，ESG 對於企業財務績效有負相關設為 H3。

H1：正(負)面消息與股價對異常報酬率影響

H2：ESG 中公司治理對於企業影響最大

H3：ESG 對於企業財務績效有負相關

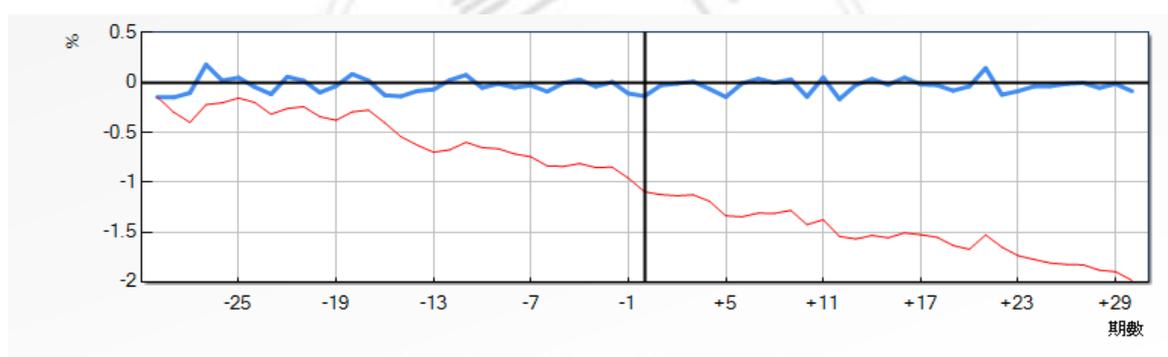


第四章 實證結果分析

第一節 資訊內涵宣告效果分析

一、ESG 負面消息樣本之異常報酬

本研究將 ESG 負面消息樣本宣告異常報酬率，並將 ESG 分為三個構面進行研究，表 4-1 為發生 ESG 負面消息宣告時，對股價異常報酬率的影響，因研究事件日當天前後之影響，因此，事件期呈現(-10、+30)，在事件期(t=-10、+30)中，只有 12 這個日期具有負向顯著異常報酬率，事件日當天呈現負向異常報酬-0.1371 (t=-1.4531)並無顯著影響。圖 4-1 為 ESG 負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬圖，粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)，如圖所示，事件宣告日前與宣告日後的累積異常報酬皆為負向，但 CAAR 持續負向走勢。



註：粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)

圖4-1 ESG 負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬圖

表 4-2 為環境面發生負面消息的宣告時，對股價異常報酬率之影響，因研究事件日當天前後之影響，因此，事件期呈現(-10、+30)，在事件期(t=-10,+30)中，只有 12 這個日期具有負向顯著異常報酬率，事件日當天呈現負向報酬-0.0532(t=-0.5156)並無顯著影響。圖 4-2 為環境面負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬圖，粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)，如圖 4-2 所示，事件宣告日前與宣告日後的累積異常報酬皆為負向，但 CAAR 持續

表4-1 ESG 負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=648)

Event Day	AAR	t 值	P-VALUE	PERCENT>0
-10	-0.0534	-0.5665	0.5711	45%
-9	-0.0116	-0.123	0.9021	48%
-8	-0.052	-0.5515	0.5813	46%
-7	-0.0281	-0.2977	0.7659	47%
-6	-0.0912	-0.9664	0.3339	44%
-5	-0.0053	-0.0564	0.9551	51%
-4	0.0284	0.301	0.7635	48%
-3	-0.04	-0.424	0.6716	48%
-2	0.0046	0.0483	0.9615	46%
-1	-0.1106	-1.1724	0.241	46%
0	-0.1371	-1.4531	0.1462	43%
1	-0.029	-0.3074	0.7585	46%
2	-0.0104	-0.1101	0.9123	46%
3	0.0084	0.089	0.929	48%
4	-0.065	-0.6893	0.4907	47%
5	-0.1454	-1.5413	0.1233	46%
6	-0.0093	-0.0986	0.9214	48%
7	0.0367	0.389	0.6973	48%
8	-0.0023	-0.0249	0.9802	47%
9	0.0298	0.3162	0.7519	46%
10	-0.1429	-1.5147	0.1299	46%
11	0.0494	0.524	0.6003	50%
12	-0.1677*	-1.7774	0.0755	44%
13	-0.0255	-0.2699	0.7872	49%
14	0.0348	0.3683	0.7126	46%
15	-0.0228	-0.2416	0.8091	46%
16	0.0492	0.5218	0.6018	48%
17	-0.0185	-0.196	0.8446	46%
18	-0.0264	-0.2796	0.7798	48%
19	-0.0819	-0.8679	0.3855	46%
20	-0.0385	-0.4076	0.6836	47%
21	0.1445	1.5313	0.1257	49%
22	-0.1229	-1.3025	0.1928	44%
23	-0.0863	-0.9143	0.3606	45%
24	-0.0378	-0.401	0.6885	49%
25	-0.0364	-0.3853	0.7	46%
26	-0.013	-0.1383	0.89	50%
27	-0.0036	-0.038	0.9697	50%
28	-0.0545	-0.5776	0.5636	46%
29	-0.0143	-0.1521	0.8791	48%
30	-0.0871	-0.9234	0.3558	48%

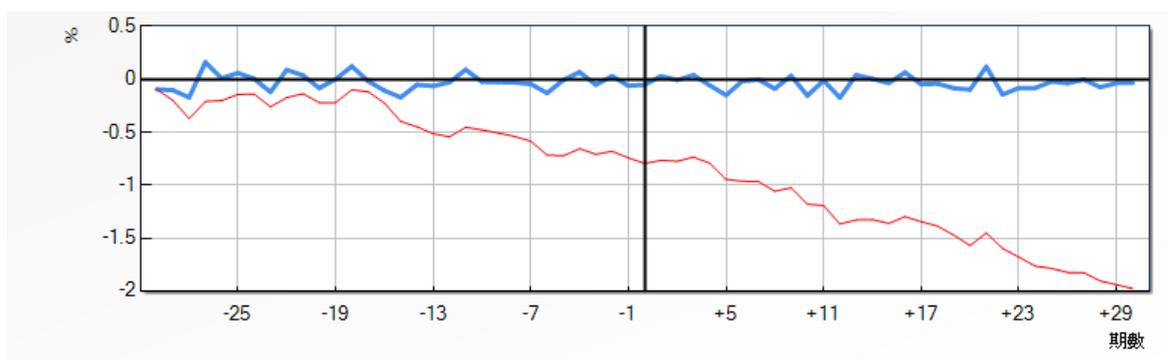
註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表4-2 環境面負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=106)

Event Day	AAR	t 值	P-VALUE	PERCENT>0
-10	-0.0251	-0.2433	0.8078	46%
-9	-0.0286	-0.2775	0.7814	47%
-8	-0.0319	-0.3091	0.7572	47%
-7	-0.0452	-0.4384	0.6611	46%
-6	-0.1312	-1.2714	0.2036	44%
-5	-0.0071	-0.0685	0.9454	51%
-4	0.0663	0.6423	0.5207	48%
-3	-0.0526	-0.5096	0.6103	48%
-2	0.0288	0.2793	0.78	46%
-1	-0.0622	-0.6026	0.5468	46%
0	-0.0532	-0.5156	0.6061	43%
1	0.0291	0.2818	0.7781	45%
2	-0.0077	-0.0744	0.9407	47%
3	0.0389	0.3767	0.7064	48%
4	-0.0584	-0.5658	0.5715	46%
5	-0.1514	-1.4678	0.1422	46%
6	-0.0177	-0.1718	0.8636	48%
7	-0.0045	-0.0435	0.9653	48%
8	-0.0903	-0.8751	0.3815	46%
9	0.0327	0.3174	0.751	46%
10	-0.1551	-1.5031	0.1328	46%
11	-0.0125	-0.1214	0.9034	48%
12	-0.175*	-1.6963	0.0898	44%
13	0.0389	0.3771	0.7061	49%
14	0.0039	0.038	0.9697	45%
15	-0.0367	-0.3553	0.7224	46%
16	0.0639	0.6191	0.5359	48%
17	-0.0481	-0.4662	0.6411	45%
18	-0.0415	-0.4022	0.6875	47%
19	-0.0848	-0.8214	0.4114	45%
20	-0.098	-0.95	0.3421	45%
21	0.1176	1.14	0.2543	49%
22	-0.1455	-1.4099	0.1586	43%
23	-0.0824	-0.7982	0.4247	45%
24	-0.0837	-0.8109	0.4174	48%
25	-0.0223	-0.2157	0.8292	46%
26	-0.038	-0.3687	0.7123	51%
27	-0.004	-0.0383	0.9695	50%
28	-0.0759	-0.736	0.4617	46%
29	-0.0363	-0.3518	0.725	47%
30	-0.0366	-0.3543	0.7232	48%

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

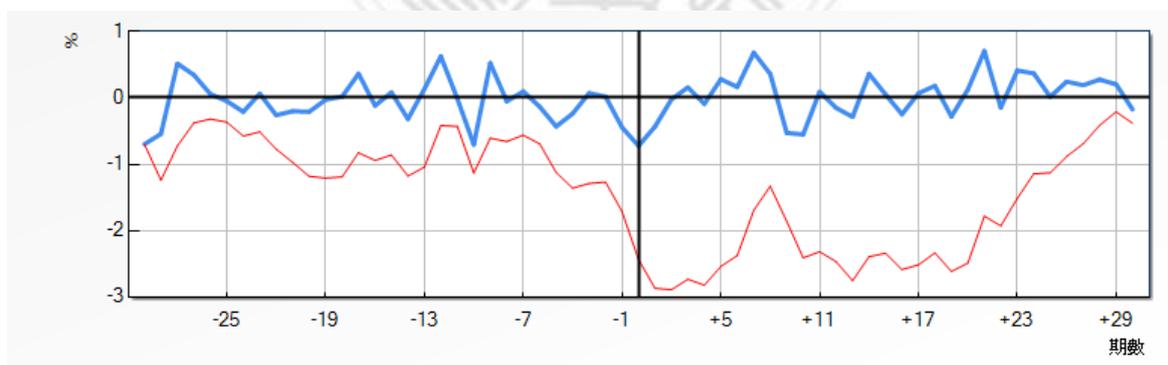
負向走勢。



註：粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)

圖4-2 環境面負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬圖

表4-3為發生社會責任面的負面消息宣告時，對股價異常報酬率之影響，因研究事件日當天前後之影響，因此，事件期呈現(-10、+30)，在事件期(t=-10,+30)中，具有 AAR 顯著的有-10、-9、0、7、9、10、21等7個日期，事件日當天呈現負向異常報酬-0.7226 (t=-2.3702)具有顯著影響。圖4-3為社會責任面負面事件宣告事件期之平均異常報酬圖，粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)，平均異常報酬率在經過事件日前有正向與負向波動事件，而宣告日前與宣告日後的累積異常報酬皆為負向之影響。



註：粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)

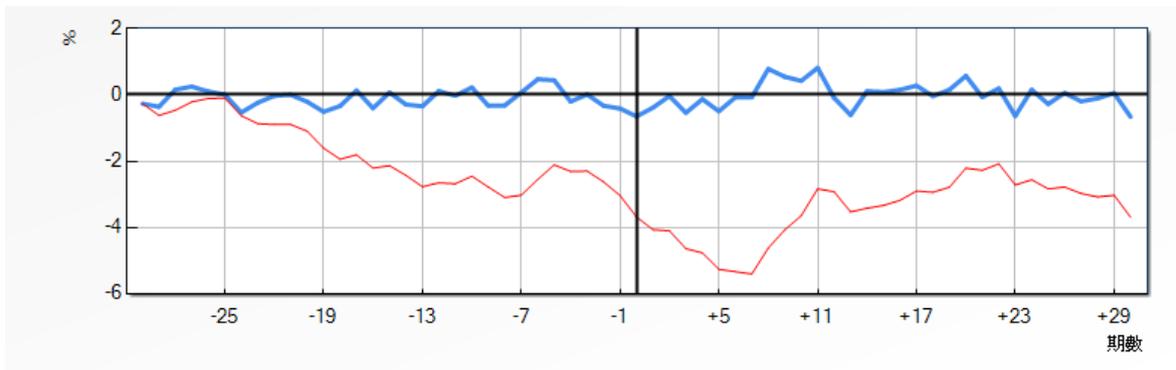
圖4-3 社會責任面負面事件宣告事件期之平均異常報酬圖

表4-3社會責任面負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=43)

Event Day	AAR	t 值	P-VALUE	PERCENT>0
-10	-0.7017**	-2.3018	0.0213	33%
-9	0.525*	1.722	0.0851	65%
-8	-0.0512	-0.1681	0.8665	40%
-7	0.0969	0.3177	0.7507	53%
-6	-0.1322	-0.4337	0.6645	44%
-5	-0.4305	-1.4121	0.1579	42%
-4	-0.2369	-0.7772	0.437	47%
-3	0.0717	0.2352	0.8141	56%
-2	0.0196	0.0641	0.9489	47%
-1	-0.444	-1.4562	0.1453	56%
0	-0.7226**	-2.3702	0.0178	33%
1	-0.4328	-1.4197	0.1557	49%
2	-0.0214	-0.0703	0.9439	42%
3	0.1576	0.5171	0.6051	51%
4	-0.0891	-0.2922	0.7702	49%
5	0.2813	0.9227	0.3561	53%
6	0.1646	0.5398	0.5894	56%
7	0.6823**	2.2381	0.0252	58%
8	0.3611	1.1846	0.2362	47%
9	-0.5273*	-1.7297	0.0837	30%
10	-0.5506*	-1.8059	0.0709	35%
11	0.0925	0.3034	0.7616	58%
12	-0.1502	-0.4928	0.6222	44%
13	-0.286	-0.9382	0.3481	44%
14	0.3617	1.1864	0.2355	47%
15	0.0517	0.1695	0.8654	47%
16	-0.2463	-0.8077	0.4193	37%
17	0.0703	0.2306	0.8176	44%
18	0.1823	0.598	0.5498	60%
19	-0.2812	-0.9224	0.3563	42%
20	0.1265	0.4151	0.6781	53%
21	0.7064**	2.3171	0.0205	58%
22	-0.1458	-0.4783	0.6325	51%
23	0.4131	1.3551	0.1754	58%
24	0.3696	1.2123	0.2254	56%
25	0.0173	0.0568	0.9547	44%
26	0.2452	0.8043	0.4212	44%
27	0.1916	0.6285	0.5297	49%
28	0.277	0.9086	0.3636	49%
29	0.2051	0.6728	0.5011	51%
30	-0.1734	-0.5687	0.5696	42%

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-4 為發生公司治理面的負面消息宣告時，對股價異常報酬率之影響，因研究事件日當天前後之影響，因此，在事件期($t=-10,+30$)中，具有 AAR 顯著的有 0、8、9、11、13、20、23、30 等 8 個日期，事件日當天呈現負向報酬-0.6478 ($t=-1.956$)具有顯著影響。圖 4-4 為公司治理面負面事件宣告事件期之平均異常報酬圖，粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)，如圖 4-4 所示，發生公司治理面的負面消息時，宣告日前與宣告日後的累積異常報酬皆為負向之影響。



註：粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)

圖 4-4 公司治理面負面事件宣告事件期之平均異常報酬圖

二、ESG 正面消息樣本之異常報酬

表4-5為發生 ESG 的正面消息宣告時，對股價異常報酬之影響，因研究事件日當天前後之影響，因此，事件期呈現(-10、+30)，在事件期($t=-10,+30$)中，具有 AAR 顯著的有 4、9、17、28 等 4 個日期，事件日當天呈現負向報酬-0.1328 ($t=-1.1039$) 並無顯著影響。圖4-5為 ESG 正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖，粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)，如圖4-5所示，發生 ESG 正面訊息時，宣告日前與宣告日後的累積異常報酬皆為負向。

表4-4公司治理面負面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=43)

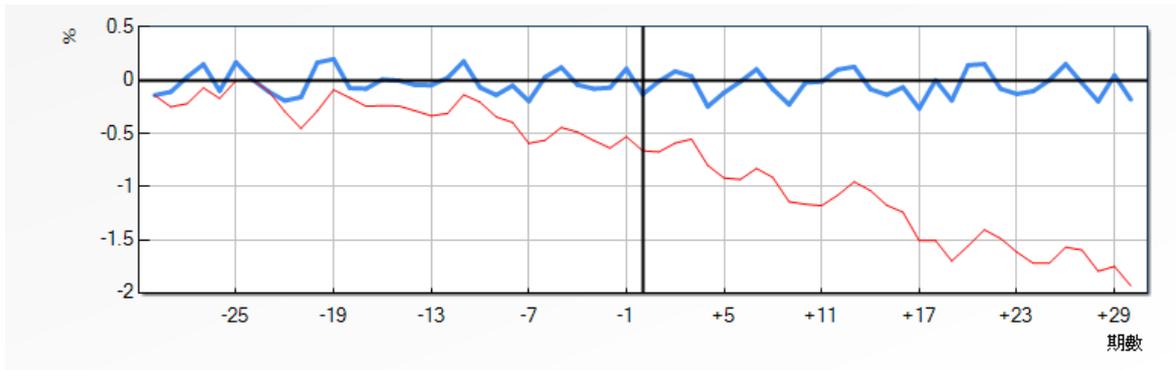
Event Day	AAR	t 值	P-VALUE	PERCENT>0
-10	0.2245	0.6777	0.498	56%
-9	-0.3257	-0.9834	0.3254	40%
-8	-0.316	-0.954	0.3401	40%
-7	0.0712	0.215	0.8298	53%
-6	0.4729	1.4278	0.1534	49%
-5	0.4427	1.3366	0.1813	58%
-4	-0.2014	-0.6081	0.5431	47%
-3	0.0128	0.0386	0.9692	37%
-2	-0.3276	-0.989	0.3226	37%
-1	-0.4103	-1.2388	0.2154	44%
0	-0.6478*	-1.956	0.0505	44%
1	-0.3842	-1.16	0.2461	49%
2	-0.0349	-0.1053	0.9162	42%
3	-0.539	-1.6274	0.1037	44%
4	-0.1278	-0.3859	0.6996	49%
5	-0.4931	-1.4888	0.1365	37%
6	-0.0731	-0.2207	0.8253	44%
7	-0.0706	-0.2131	0.8312	44%
8	0.7836**	2.3659	0.018	60%
9	0.5488*	1.657	0.0975	58%
10	0.4242	1.2806	0.2003	56%
11	0.8161**	2.4639	0.0137	63%
12	-0.0892	-0.2693	0.7877	44%
13	-0.6062*	-1.8303	0.0672	42%
14	0.1107	0.3343	0.7382	49%
15	0.084	0.2535	0.7999	47%
16	0.1532	0.4625	0.6437	51%
17	0.2797	0.8444	0.3984	58%
18	-0.0374	-0.1128	0.9102	47%
19	0.155	0.4681	0.6397	60%
20	0.5751*	1.7363	0.0825	56%
21	-0.0666	-0.2012	0.8406	42%
22	0.1954	0.5899	0.5553	51%
23	-0.6365*	-1.9216	0.0547	35%
24	0.154	0.4649	0.642	53%
25	-0.2742	-0.8279	0.4078	40%
26	0.0555	0.1674	0.867	51%
27	-0.194	-0.5857	0.5581	42%
28	-0.1056	-0.3188	0.7499	44%
29	0.0531	0.1603	0.8726	53%
30	-0.6618**	-1.998	0.0457	47%

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-5 ESG 正面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=176)

Event Day	AAR	t 值	P-VALUE	PERCENT>0
-10	-0.0682	-0.5673	0.5705	47%
-9	-0.1401	-1.1643	0.2443	48%
-8	-0.0512	-0.4255	0.6704	47%
-7	-0.1976	-1.642	0.1006	45%
-6	0.0294	0.2441	0.8071	45%
-5	0.1202	0.9993	0.3177	49%
-4	-0.0441	-0.3666	0.7139	45%
-3	-0.0803	-0.667	0.5047	48%
-2	-0.07	-0.5822	0.5605	49%
-1	0.1074	0.8929	0.3719	49%
0	-0.1328	-1.1039	0.2696	44%
1	-0.0103	-0.0853	0.932	45%
2	0.0833	0.692	0.4889	49%
3	0.0369	0.3066	0.7592	53%
4	-0.2478**	-2.0595	0.0394	44%
5	-0.1176	-0.9771	0.3285	44%
6	-0.0138	-0.1144	0.9089	48%
7	0.1028	0.8541	0.3931	59%
8	-0.0837	-0.6958	0.4866	47%
9	-0.2291*	-1.9041	0.0569	34%
10	-0.0234	-0.1943	0.846	48%
11	-0.0137	-0.1143	0.909	49%
12	0.0996	0.8275	0.408	52%
13	0.126	1.047	0.2951	51%
14	-0.0837	-0.6958	0.4866	45%
15	-0.1372	-1.1403	0.2542	43%
16	-0.0665	-0.5524	0.5807	51%
17	-0.267**	-2.2196	0.0264	41%
18	0.0003	0.0026	0.9979	47%
19	-0.1909	-1.5867	0.1126	45%
20	0.1409	1.171	0.2416	47%
21	0.1523	1.2655	0.2057	56%
22	-0.0811	-0.6742	0.5002	44%
23	-0.1293	-1.0746	0.2825	45%
24	-0.1035	-0.8605	0.3895	45%
25	-0.0005	-0.0041	0.9967	45%
26	0.1506	1.2516	0.2107	52%
27	-0.0263	-0.2183	0.8272	45%
28	-0.1996*	-1.6591	0.0971	47%
29	0.0456	0.3792	0.7045	52%
30	-0.1816	-1.5094	0.1312	35%

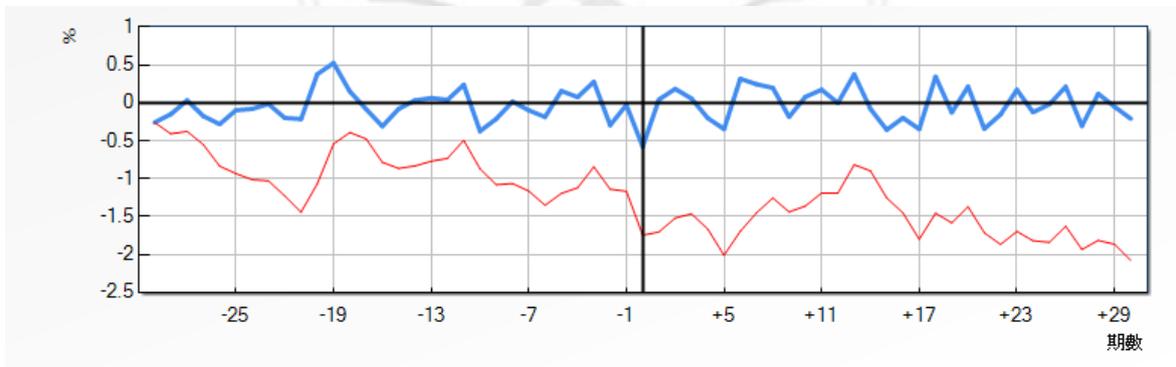
註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準



註：粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)

圖 4-5 ESG 正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖

表4-6為發生環境面的正面消息宣告時，對股價異常報酬之影響，因研究事件日當天前後之影響，因此，事件期呈現(-10、+30)，在事件期(t=-10,+30)中，具有AAR顯著的有0、13等2個日期，事件日當天呈現負向報酬-0.5779 (t=-2.5488) 具有顯著影響。圖4-6為環境面正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖，粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)，如圖4-6所示，發生環境面正面訊息時，宣告日前與宣告日後的累積異常報酬皆為負向，但股價走勢呈現正向。



註：粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)

圖 4-6 環境面正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖

表 4-7 為發生社會責任面的正面消息宣告時，對股價異常報酬之影響，因研究事件日當天前後之影響，因此，事件期呈現(-10、+30)，在事件期(t=-10,+30)中，具有 AAR 顯著的有-7、-3、-1、4、17、21、23、28 等 8 個日期，事件日當天呈現正向報酬 0.3036 (t=1.1378) 並無顯著影響。圖 4-7 為社會責任正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖，粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率

表 4-6 環境面正面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=60)

Event Day	AAR	t 值	P-VALUE	PERCENT>0
-10	-0.3738	-1.6486	0.0992	38%
-9	-0.2118	-0.934	0.3503	40%
-8	0.0154	0.0678	0.9459	50%
-7	-0.0991	-0.4372	0.662	43%
-6	-0.187	-0.8248	0.4095	43%
-5	0.1561	0.6887	0.491	58%
-4	0.0749	0.3305	0.741	52%
-3	0.2764	1.2192	0.2228	55%
-2	-0.2954	-1.3031	0.1926	43%
-1	-0.029	-0.128	0.8982	48%
0	-0.5779**	-2.5488	0.0108	37%
1	0.0432	0.1907	0.8488	50%
2	0.1834	0.8087	0.4187	52%
3	0.0556	0.2452	0.8063	55%
4	-0.2019	-0.8905	0.3732	43%
5	-0.3454	-1.5236	0.1276	38%
6	0.3164	1.3954	0.1629	47%
7	0.2442	1.0772	0.2814	60%
8	0.1967	0.8677	0.3856	50%
9	-0.1847	-0.8148	0.4152	35%
10	0.0776	0.3424	0.7321	52%
11	0.172	0.7585	0.4481	58%
12	-0.0023	-0.0101	0.9919	48%
13	0.3742*	1.6503	0.0989	57%
14	-0.0806	-0.3557	0.7221	42%
15	-0.3561	-1.5706	0.1163	38%
16	-0.1994	-0.8794	0.3792	45%
17	-0.3469	-1.5299	0.1261	33%
18	0.3441	1.5179	0.1291	57%
19	-0.1274	-0.5621	0.5741	47%
20	0.2128	0.9385	0.348	47%
21	-0.3435	-1.5151	0.1297	48%
22	-0.1533	-0.6763	0.4989	45%
23	0.1722	0.7594	0.4476	48%
24	-0.1247	-0.5501	0.5823	45%
25	-0.0198	-0.0872	0.9305	40%
26	0.2117	0.9339	0.3504	57%
27	-0.3057	-1.3482	0.1776	43%
28	0.1187	0.5234	0.6007	50%
29	-0.0508	-0.2242	0.8226	55%
30	-0.21	-0.9264	0.3542	27%

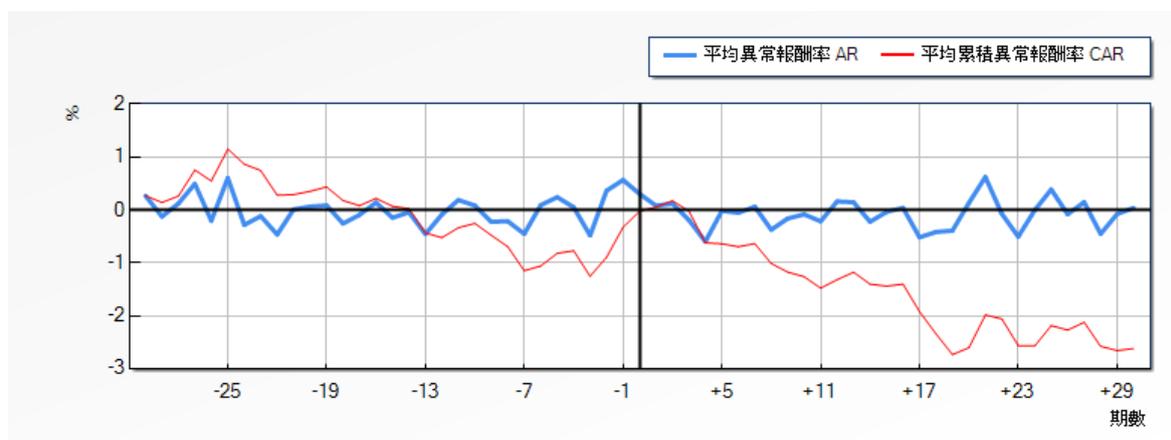
註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-7 社會責任正面事件樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=45)

Event Day	AAR	t 值	P-VALUE	PERCENT>0
-10	0.0823	0.3085	0.7577	49%
-9	-0.2249	-0.843	0.3992	53%
-8	-0.2157	-0.8085	0.4188	42%
-7	-0.4535*	-1.6998	0.0892	42%
-6	0.0884	0.3313	0.7404	44%
-5	0.2398	0.8986	0.3688	53%
-4	0.0496	0.1859	0.8525	40%
-3	-0.4835*	-1.8124	0.0699	38%
-2	0.3626	1.3591	0.1741	53%
-1	0.5633**	2.1115	0.0347	56%
0	0.3036	1.1378	0.2552	56%
1	0.0791	0.2966	0.7667	44%
2	0.1182	0.4431	0.6577	44%
3	-0.1935	-0.7254	0.4682	44%
4	-0.5992**	-2.2459	0.0247	42%
5	-0.0192	-0.072	0.9426	56%
6	-0.0556	-0.2083	0.835	47%
7	0.0595	0.223	0.8236	58%
8	-0.376	-1.4092	0.1588	36%
9	-0.1638	-0.6139	0.5393	38%
10	-0.0852	-0.3193	0.7495	49%
11	-0.2169	-0.8132	0.4161	42%
12	0.1592	0.5967	0.5507	67%
13	0.1423	0.5334	0.5937	56%
14	-0.2247	-0.8424	0.3996	49%
15	-0.0398	-0.1491	0.8815	51%
16	0.0387	0.1451	0.8846	53%
17	-0.519*	-1.9454	0.0517	44%
18	-0.4188	-1.5698	0.1165	38%
19	-0.394	-1.4768	0.1397	42%
20	0.1301	0.4877	0.6258	49%
21	0.6201**	2.3244	0.0201	64%
22	-0.0747	-0.28	0.7795	44%
23	-0.5069*	-1.8998	0.0575	33%
24	-0.0057	-0.0213	0.983	42%
25	0.3846	1.4415	0.1494	56%
26	-0.0829	-0.3108	0.756	42%
27	0.1457	0.5462	0.585	44%
28	-0.4542*	-1.7023	0.0887	49%
29	-0.0801	-0.3004	0.7639	42%
30	0.0372	0.1395	0.8891	44%

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

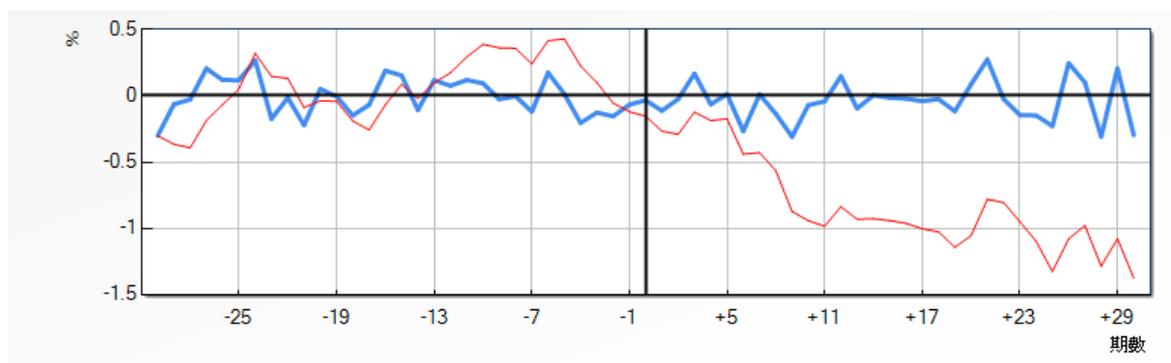
(CAAR)，如圖 4-7 所示，發生社會責任面的正面消息時，宣告日前的累積異常報酬為負向，宣告日後為正向，但是持續期間並不長。



註：粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)

圖 4-7 社會責任面正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖

表4-8為發生公司治理面的正面消息宣告時，對股價異常報酬之影響，因研究事件日當天前後之影響，因此，事件期呈現(-10、+30)，在事件期(t=-10,+30)中，具有 AAR 顯著的有6、9、21、28、30等5個日期，事件日當天呈現負向報酬-0.0333(t=-0.2166) 並無顯著影響。圖4-8為公司治理面正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖，粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)，如圖4-8所示，宣告日前的累積異常報酬為正向，宣告日後的累積異常報酬為負向，在事件宣告日後的平均累計異常報酬率呈現走勢持續下滑。



註：粗線為平均異常報酬率(AAR)、細線為平均累積異常報酬率(CAAR)

圖 4-8 公司治理面正面事件宣告事件期之平均異常報酬圖

表 4-8 公司治理面正面事樣本宣告事件期之平均異常報酬率(N=71)

Event Day	AAR	t 值	P-VALUE	PERCENT>0
-10	0.0945	0.6147	0.5388	54%
-9	-0.0258	-0.1675	0.8669	52%
-8	-0.0032	-0.0208	0.9834	48%
-7	-0.1185	-0.7709	0.4408	49%
-6	0.1748	1.1368	0.2556	46%
-5	0.0141	0.0918	0.9268	39%
-4	-0.2041	-1.3271	0.1845	44%
-3	-0.1261	-0.8198	0.4123	49%
-2	-0.1538	-1	0.3173	52%
-1	-0.0662	-0.4305	0.6668	46%
0	-0.0333	-0.2166	0.8286	42%
1	-0.1121	-0.7292	0.4659	41%
2	-0.0235	-0.1528	0.8786	49%
3	0.1671	1.0867	0.2771	56%
4	-0.0639	-0.4154	0.6779	45%
5	0.0127	0.0824	0.9343	42%
6	-0.2662*	-1.7313	0.0834	49%
7	0.0106	0.0691	0.9449	59%
8	-0.1355	-0.8809	0.3784	51%
9	-0.308**	-2.0027	0.0452	30%
10	-0.0695	-0.4522	0.6511	44%
11	-0.0419	-0.2725	0.7852	45%
12	0.1478	0.9614	0.3364	46%
13	-0.0942	-0.6122	0.5404	44%
14	0.0031	0.02	0.9841	45%
15	-0.0139	-0.0907	0.9277	42%
16	-0.0208	-0.1352	0.8924	54%
17	-0.0399	-0.2595	0.7952	46%
18	-0.0246	-0.1599	0.873	45%
19	-0.1158	-0.753	0.4514	46%
20	0.087	0.5656	0.5716	45%
21	0.2747*	1.7861	0.0741	56%
22	-0.0242	-0.1572	0.8751	44%
23	-0.1447	-0.9412	0.3466	49%
24	-0.1477	-0.9602	0.337	46%
25	-0.2283	-1.4843	0.1377	42%
26	0.2469	1.6056	0.1084	54%
27	0.1009	0.6559	0.5119	48%
28	-0.3073**	-1.998	0.0457	42%
29	0.2069	1.3451	0.1786	55%
30	-0.2962*	-1.9264	0.0541	35%

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-9 為ESG負面消息宣告事件窗口與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率，在ESG負面事件窗口(-10,-3)、(-1,6)、(17,20)、(22,30)具有顯著之累積異常報酬率，在ESG正面事件窗口(-10,-7)、(-4,-2)、(14,19)、(22,25)具有顯著之累積異常報酬率，其中以ESG負面消息(22,30)達到 1%顯著水準。

表 4-9 ESG 負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率

事件窗口	ESG 負面消息		事件窗口	ESG 正面消息	
	SCAAR	P 值		SCAAR	P 值
(-10,-3)	-0.2532**	0.0430	(-10,-7)	-0.4571**	0.0431
(-1,6)	-0.4984**	0.0241	(-4,-2)	-0.1944**	0.0265
(17,20)	-0.1653*	0.0613	(14,19)	-0.745**	0.0243
(22,30)	-0.4559***	0.006	(22,25)	-0.3144*	0.0665

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-10 為環境面負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率，環境面負面事件窗口(-10,-5)、(4,12)、(17,20)、(22,30)具有顯著之累積異常報酬率；環境面正面事件窗口(-10,-6)、(6,8)、(14,17)具有顯著之累積異常報酬率，而(-5,-3)並無顯著之累積異常報酬率，其中環境面負面消息(22,30)窗口具有 1%顯著水準。

表 4-10 環境面負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率

事件窗口	環境面負面消息		事件窗口	環境面正面消息	
	SCAAR	P 值		SCAAR	P 值
(-10,-5)	-0.2691*	0.0549	(-10,-6)	-0.8563*	0.0565
(4,12)	-0.6322**	0.0243	(-5,-3)	0.5074	0.1018
(17,20)	-0.2724**	0.0159	(6,8)	0.7573**	0.0185
(22,30)	-0.5247***	0.0036	(14,17)	-0.983**	0.0334

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-11 為社會責任面負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率，社會責任面負面事件窗口(-6,-4)、(5,8)、(9,13)、(23,29)具有顯著之累積異常報酬

率；社會責任面正面事件窗口(-9,-7)、(-2,2)、(3,11)、(14,19)具有顯著之累積異常報酬率，其中以社會責任面負面消息(23,29)窗口具有 1%顯著水準。

表4-11社會責任面負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率

事件窗口	社會責任面負面消息		事件窗口	社會責任面正面消息	
	SCAAR	P 值		SCAAR	P 值
(-6,-4)	-0.7996*	0.0928	(-9,-7)	-0.8941*	0.0619
(5,8)	1.4893**	0.0438	(-2,2)	1.4268**	0.0313
(9,13)	-1.4216*	0.0775	(3,11)	-1.6499**	0.0257
(23,29)	1.7189***	0.0024	(14,19)	-1.5576**	0.0359

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-12 為公司治理面負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率，公司治理面負面事件窗口(-2,7)、(8,11)、(14,17)具有顯著之累積異常報酬率，在(-7,-5)窗口並無顯著之累積異常報酬率；公司治理面正面事件窗口(-4,2)、(6,11)、(13,19)、(22,25)具有顯著之累積異常報酬率，其中公司治理面負面(-2,7)、(8,11)具有 1%顯著之累積異常報酬率，公司治理面正面(-4,2)具有 1%顯著之累積異常報酬率。

表 4-12 公司治理面負面消息與正面消息宣告事件窗口之累積異常報酬率

事件窗口	公司治理面負面消息		事件窗口	公司治理面正面消息	
	SCAAR	P 值		SCAAR	P 值
(-7,-5)	0.9868	0.1258	(-4,2)	-0.7191***	0.0061
(-2,7)	-3.1084***	0.0016	(6,11)	-0.8105**	0.0486
(8,11)	2.5727***	0.0064	(13,19)	-0.3061**	0.0398
(14,17)	0.6276**	0.0363	(22,25)	-0.5449**	0.0479

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

第二節 資訊內涵宣告效果對短期財務績效之影響

企業在落實 ESG 時，需要花費之人力資源以及金錢成本等資源，因此 ESG 資訊內涵發生時對企業股價異常報酬率與企業財務績效是否有相關聯性？是否資訊內涵與財務績效呈反向或是正向之關聯性？

表4-13為負面 ESG 股價異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析，利用股東權益報酬率和資產報酬率和每股盈餘三者與宣告日當天股價異常報酬率之間的多元迴歸方程式，來探討短期績效是否有顯著的關聯性，股東權益報酬率有5%顯著效果，其資產報酬率與每股盈餘無顯著影響，因此，得知股票異常報酬率與股東權益報酬率有負向相關聯性。

表 4-13 負面 ESG 股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析

變數	係數	T 值	P 值
const	-0.0980	-0.9446	0.3452
ROE	-0.0263**	-2.558	0.0107
ROA	0.0356	1.442	0.1497
EPS	-0.0382	-1.006	0.3150

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表4-14為負面環境面股價異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析，利用股東權益報酬率和資產報酬率和每股盈餘三者與宣告日當天股價異常報酬率之間的多元迴歸方程式，來探討短期績效是否有顯著的關聯性，股東權益報酬率有5%顯著效果，其資產報酬率與每股盈餘無顯著影響，因此，得知股票異常報酬率與股東權益報酬率有負向相關聯性。

表 4-14 負面環境面股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析

變數	係數	T 值	P 值
const	0.5939	0.5527	0.5807
ROE	-0.0273**	-2.457	0.0143
ROA	0.0369	1.063	0.2883
EPS	-0.0608	-1.046	0.2962

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表4-15為負面社會責任面股價異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析，利用股東權益報酬率和資產報酬率和每股盈餘三者與宣告日當天股價異常報酬率之間的多元迴歸方程式，來探討短期績效是否有顯著的關聯性，常數項具有10%顯著效果，其股東權益報酬率、資產報酬率與每股盈餘無顯著影響，因此，得知股票異常報酬率與三者皆無相關聯性。

表 4-15 負面社會責任面股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析

變數	係數	T 值	P 值
const	-0.7670*	-1.842	0.0731
ROE	-0.0068	-0.2338	0.8164
ROA	0.0121	0.1434	0.8867
EPS	0.0145	0.2076	0.8366

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表4-16為負面公司治理面股價異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析，利用股東權益報酬率和資產報酬率和每股盈餘三者與宣告日當天股價異常報酬率之間的多元迴歸方程式，來探討短期績效是否有顯著的關聯性，股東權益報酬率、資產報酬率與每股盈餘皆無顯著影響，因此，得知股票異常報酬率與三者皆無相關連性。

表 4-16 負面公司治理面股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析

變數	係數	T 值	P 值
const	-1.0724	-1.654	0.1016
ROE	-0.0820	-1.163	0.2521
ROA	-0.0020	-0.01984	0.9843
EPS	0.4326	1.845	0.0726

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-17 為正面 ESG 股價異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析，股東權益報酬率、資產報酬率、每股盈餘皆無顯著影響，因此，得知股票異常報酬率與三者皆無相關連性。

表 4-17 正面 ESG 股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析

變數	係數	T 值	P 值
const	25.3881	1.131	0.2598
ROE	0.2662	0.0860	0.9315
ROA	-1.8250	-0.3193	0.7499
EPS	0.5162	0.1789	0.8583

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-18 為正面環境面股價異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析，常數項具有 1%顯著效果，其股東權益報酬率、資產報酬率與每股盈餘皆無顯著影響，因此，得知股票異常報酬率與三者皆無相關連性。

表 4-18 正面環境面股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析

變數	係數	T 值	P 值
const	-0.8980***	-2.870	0.0058
ROE	0.0035	0.07486	0.9406
ROA	0.0501	0.7014	0.4860
EPS	-0.0267	-0.5937	0.5551

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-19 為正面社會責任面股價異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析，其股東權益報酬率、資產報酬率與每股盈餘皆無顯著影響，因此，得知股票異常報酬率與三者皆無相關連性。

表 4-19 正面社會責任面股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析

變數	係數	T 值	P 值
const	0.4963	1.292	0.2035
ROE	-0.0308	-0.5052	0.6161
ROA	0.0211	0.1656	0.8693
EPS	-0.0155	-0.3052	0.7617

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

表 4-20 為正面環境面股價異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析，其股東權益報酬率、資產報酬率與每股盈餘皆無顯著影響，因此，得知股票異常報酬率與三者皆無相關連性表 4-20 正面公司治理面股票異常報酬率與 ROE、ROA、EPS 變數迴歸分析

變數	係數	T 值	P 值
const	0.1781	0.6743	0.5025
ROE	0.0270	0.6233	0.5352
ROA	-0.0760	-1.204	0.2329
EPS	0.0228	0.2814	0.7793

註：*、**、***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準

第五章 結論與建議

本研究主要探討 ESG 在出現負面資訊或正面資訊時，是否造成股價異常報酬有何種影響，樣本從 2003 年至 2022 年，為公開資訊觀測站所與聯合知識庫蒐集之資料，除了探討資訊內涵對於股價異常報酬之影響，也探討股價報酬率與財務績效是否有關聯性。

第一節 研究結論

研究結論歸納成研究結論，說明如下：

一. 企業 ESG 三個構面的正(負)面消息是否會造成正(負)的股價異常報酬

ESG 負面消息對於在事件日是有負向顯著異常報酬，可知在發生 ESG 負面消息事件宣告日時，對於股價並未有顯著之異常報酬率，其原因投資人在面對企業發生負面消息時，事件宣告對投資人是否會造成恐慌，而拋售股票。環境面未在事件宣告日有所影響的原因為企業造成空氣汙染或是排放廢水多數是以重工業為主，因此，並不會造成股價有顯著之異常報酬之影響。社會責任面與公司治理面在事件宣告日皆有負向顯著異常報酬，其原因為投資人關注的事件多數是企業的基本面以及營運管理方面的消息，因此當出現管理與基本面的問題都會造成投資人的擔憂造成股價下跌之影響。

ESG 正面消息對於在事件日並無顯著異常報酬之影響，因此當企業在獲得獎項與認證，並未讓投資人有造成願意購買該股票，使股價有正向異常報酬。發生環境面正面訊息時，事件宣告當日具有負向顯著異常報酬影響，可看出企業環境面的正面消息並未造成投資人購買股票的動機，需要投入綠色設施與興建綠色建築，使投資人因擔憂財務面，而拋售股票。

二. 企業 ESG 三個構面正(負)面消息對於股價異常報酬率之影響何者較大

本研究將 ESG 正面與負面之事件進行窗口研究，其實證結果為事件研究窗口幅度大小與是否顯著進行排序，負面事件影響排序為公司治理面、環境面、ESG、社會責任面，可看出投資人較注重企業在公司治理的資訊，接著是環境面，其原因

多是與企業對於環境造成污染，而導致被政府機構裁罰，導致投資人對於企業財務面有所擔憂，而拋售股票。正面事件影響排序為公司治理面、社會責任面、ESG、環境面；企業在獲得正面訊息時，所帶來的效應是提升企業的品牌知名度以及企業的商譽；因此，對於投資人與廠商來說，公司治理面對於企業影響較大，本研究實證結果與曹耀均等人(2012)相同，社會責任面、ESG 以及環境面為企業在未來與供應商或是投資商有良好的業務上往來，但是其效應並未有公司治理所帶來之影響之重要。

三. 企業正(負)面 ESG 消息與財務績效之關聯性

在發生負面 ESG 訊息與短期績效之相關聯性，在股東權益率具有顯著之影響；在正面 ESG 訊息與短期績效皆無顯著影響。表示短期財務績效對企業會有所影響，在發生負面訊息時，造成股東權益損失，在發生正面訊息時，對於股東權益、資產及每股盈餘皆沒有相關聯性。因此，了解負面訊息與 ROE 是有負向相關聯性，而正面訊息則是無相關聯性。

第二節 建議

一、 針對後續研究者之建議

本研究探討 ESG 資訊內涵對於股東財富之影響，在進行資訊內涵樣本取樣時，分為六類為正(負)環境面、正(負)社會責任面、正(負)公司治理面，樣本數量有限分析不免有所疏漏周全。未來研究者若能分別產業進行研究，對 ESG 對各個產業是否具有影響，與全產業所造成之影響有何不同。

二、 針對企業之建議

本實證結果對於企業正面訊息對股價異常報酬之影響並未顯著，但是企業並不能不落實 ESG，金管會針對銀行貸款於企業是否落實 ESG 有所影響，若銀行貸款於未落實 ESG 之企業將會受到金管會之警告等影響，因此企業還是需要落實 ESG 對企業未來長期會有正向之影響。

第三節 研究限制

本研究依照文獻之指標進行參考，並做關鍵字之查找，但是由於指標無法直接當作關鍵字進行查找，因每位學者對於指標之理解並不相同，因此所查找到之關鍵字也有所不同，希望未來新的研究者有機會對於 ESG 有更多新的了解並查找到新的關鍵字進行研究。



參考文獻

中文部分

1. 王怡心(2021),「股東重視企業永續投資：環境、社會、治理(ESG)」,會計研究月刊,第424期,12-18頁。
2. 王健全(2022),「ESG的意涵、重要性及因應策略」,經濟前瞻,第203期,10-16頁。
3. 王慧菱、譚醒朝、張曉芬(2005),「SARSF疾病災難事件對台灣生技醫療產業股價影響之研究」,健康管理學刊,第3卷,第2期,99-119頁。
4. 巫政儀(2022),「探討負面事件對履行ESG企業之影響」,國立臺中科技大學財務金融研究所未出版碩士論文。
5. 林美金(2021),「企業ESG表現與財務績效之關聯性分析」,國立金門大學企業管理學系未出版碩士論文。
6. 邱宗永(2022),「企業永續發展ESG與推展溫室氣體盤查7項成功關鍵」,品質月刊,第58卷,第11期,34-37頁。
7. 洪志銘(2022),「ESG揭露很重要,瞭解ESG更重要」,經濟前瞻,第203期,17-20頁。
8. 孫智麗(2022),「從ESG看企業評價未來的挑戰」,臺灣經濟研究月刊,第45卷,第12期,72-79頁。
9. 高渭川、陳怡伶、謝秋華、耿建新(2016),「碳排放量對企業股價影響之初探研究」,華人前瞻研究,第12卷,第1期,23-38頁。
10. 曹耀鈞、薛舜仁、白憶萱(2012),「股價對環境、社會與治理負面訊息反應之研究」,會計與公司治理,第8卷,第2期,51-75頁。
11. 陳立瑩(2022),「ESG因子與公司財務績效之探討」,國立臺北商業大學財務金融系(所)未出版碩士論文。
12. 陳韻如(2022),「台灣電子業ESG績效與經營績效之關聯性兼論COVID-19的干擾效果」,國立中正大學會計與資訊科技研究所未出版碩士論文。
13. 陳奕豪(2022),「重大性資訊揭露和財務績效之關係：以台灣金融業為例」,淡江大學會計學系未出版碩士論文。
14. 陳修卿(2015),「企業社會責任事件宣告對股市的影響-以負面消息為例」,國立屏東大學商業自動化與管理學系未出版碩士論文。
15. 陳尚武、吳向容、林芳慈、歐松賢(2020),「企業集團領導人宣布政治參選對集團企業股價之影響—以鴻海集團為例」,東亞論壇,第509期,1-12頁。
16. 陳玄岳、劉永欽、曹壽民、張東生(2007),「全國型品質獎宣告對股價與企業風險的影響」,品質學報,第14卷,第3期,235-249頁。

17. 郭芷因(2021),「環境、社會與公司治理(ESG)與公司績效之關聯性：Covid-19期間ESG的價值」,南臺科技大學會計資訊系未出版碩士論文。
18. 鄭岳嘉(2021),「從家族企業角度探討公司治理評鑑與ESG之關係」,國立中正大學財務金融學系碩士在職專班未出版碩士論文。
19. 謝懷恕、龔哲緯(2019),「企業社會責任獲獎對股價異常報酬率影響」,全球管理與經濟,第15卷第2期,25-46頁。

英文部分

1. Peterson, Pamela P. (1989), "Event studies : A review of issues and methodology," Quarterly journal of business and economics, Vol.28, issue:3 pp.36-66

