

台北外匯市場發展基金會專題研究

金融業與企業社會責任

報告撰寫人：池祥麟

中華民國 109 年 3 月 16 日

金融業與企業社會責任

目錄

一、緒論	...04
(一) 研究目的	...05
(二) 內容架構	...05
二、企業社會責任的理論概念	...06
三、金融業企業社會責任相關的國際間通用原則與績效衡量	...09
(一) 放款	...09
1. 赤道原則 (Equator Principles, EPs)	...09
2. 碳原則 (Carbon Principles)	...13
3. IFC (International Financial Corporation, 國際金融公司)標準及綱領	...13
(二) 投資	...14
聯合國責任型投資原則 (Principles for Responsible Investment, PRI)	...14
(三) 保險	...15
聯合國永續 (或可持續) 保險原則 (Principles for Sustainable Insurance, PSI)	...15
(四) 銀行	...19
聯合國責任型銀行原則 (Principles for Responsible Banking, PRB)	...19
(五) 企業社會責任揭露	...20
「全球永續性報告書倡議協會」的永續性報告書綱領 (包括微型金融)	...20
(六) 企業社會責任績效衡量的方法	...22
1. 道瓊永續性股價指數 (Dow Jones Sustainability Indices; DJSI)	...22
2. 富時 FTSE4Good 指數	...25
四、金融業應該如何善盡企業社會責任?	...26
(一) 放款	...26
(二) 社會責任投資	...27
(三) 產品公平性 (product fairness)	...35
(四) 微型金融與金融賦權 (microfinance and financial empowerment)	...40

五、善盡企業社會責任會提昇財務績效嗎？	...47
(一) 企業做好事是否有好報之理論分析	...47
(二) 企業做好事是否有好報？穩定而且真誠的 CSR 政策之重要性	...49
(三) 企業做好事是否有好報？利害關係人所扮演的重要角色	...24
(四) 企業做好事是否有好報之實證分析	...54
六、結論與建議	...57
參考文獻	...59

金融業與企業社會責任*

一、緒論

金融業相對於一般企業而言，具有相當的特殊性與重要性。譬如銀行擔任存款者與借款者之間的橋樑，或稱為金融中介 (financial intermediary)，提供社會大眾安全的存款機制並創造流動性，同時滿足個人與企業之借款需求，是金融業的重要社會功能。過去對於金融業的分析，主要是在這個流動性的創造所衍生的擠兌風險、存款保險機制、對金融機構的高度管制、風險管理等等，還有就是對於信用管制 (credit rationing) 的討論，亦即金融機構所願意提供的資金供給會小於借款人的資金需求，造成資金的超額需求，而引發所謂的金融排除 (financial exclusion) 的問題。¹ 然而，現今對於金融業的關注已經不止於此，在現今聯合國倡議永續發展目標 (sustainable development goals, SDGs) 與巴黎協議 (Paris Agreement) 的社會思潮之下，金融機構其實扮演著推動重要角色。譬如從供應鏈角度來看，當金融機構放款或投資於高碳排放量或是僱用童工的公司時，其便已經間接造成環境污染與社會衝擊；但如果金融機構能夠轉而放款或投資於那些致力於改善碳排放量或是重視員工福利的公司時，其便成為促進永續發展目標與巴黎協議的重要推手。

近年來企業社會責任 (corporate social responsibility, CSR) 的觀念日益盛行，而其定義為公司除了追求股東利潤 (或財富) 極大化之外，必須同時兼顧到其他利害關係人的福利，譬如改善員工的工作環境與福利、重視人權、注重產品與服務品質以增進消費者的權益、避免進行內線交易或會計操縱以保護外部人 (小股東與債權人等)、贊助社區公益活動、降低或避免環境污染等等。正如管理學大師彼得·聖吉 (Peter Senge) 所言：「企業不要把產生的利潤完全私有化，把所產生的成本社會化，亦即企業對該有的利潤當然應該要享有，對應負擔的成本，就要承擔」，以及「商品的生產及資源的運用，必須要考慮資源的枯竭及對後代子孫的負面影

* 報告撰寫人池祥麟為國立臺北大學金融與合作經營學系教授兼商學院院長。本文作者聯絡方式：電話：02-8674-1111 轉 66874；傳真：02-8671-5905；e-mail: hlchih@gm.ntpu.edu.tw。

¹ 信用管制是指一個經濟體系內由於金融機構與潛在借款人之間的資訊不對稱所導致的資金超額需求現象。此種資訊不對稱會導致逆選擇 (adverse selection) 與道德危險 (moral hazard) 的問題，也就是說，當金融機構無法在事前判斷借款者的特徵是屬於高風險或低風險時，會導致高風險的借款人比較會向金融機構借錢，此稱為逆選擇；當金融機構無法在事後確實觀察借款者會將向金融機構借來的資金運用於高風險或低風險的計畫時，會導致借款人比較會將資金用在高風險的計畫，此稱為道德危險。在此種情況下，金融機構所願意提供的資金供給會小於借款人的資金需求，而造成資金的超額需求 (亦即信用管制)。如果金融機構把放款利率調高，其實是可以解決此種資金超額需求的現象，但是把放款利率調高，卻可能會使上述的逆選擇與道德危險問題更嚴重，使得金融機構的借款人風險增加而導致金融機構的獲利下降。因此，金融機構會不願意把放款利率調高，而持續導致此種資金超額需求的現象，這也是金融排除的主要原因之一。

響」。² 事實上，只要企業醜聞（譬如最近的塑化劑事件）不消失，企業社會責任的概念就會一直很重要。在企業社會責任被日益關切的今天，金融機構將成為企業社會責任議題的重要驅動者，同時在其他產業間和金融業自身，造成影響。正如第一段所述，金融機構身為企業主要的資金提供者，若能對企業在 CSR 方面的付出有具體地支持，在授信、保險或權益市場給予較佳的優勢，勢必是另一項鼓勵企業界更投入 CSR 的重要誘因，憑藉著企業最需要的資金為籌碼，監督企業對社會環境做貢獻，幫助降低投資者與公司間資訊不對稱的問題。換個角度看，金融業更能藉此展現另一種的企業社會責任。

(一) 研究目的

根據上述，本研究的研究目的便是希望透過金融業的企業社會責任的詳細介紹，納入管理學、會計學與財務金融學的學術界觀點，讓金融業企業社會責任議題的分析能夠更完整豐富，具備經濟邏輯的思維，期望也能因此提供實務界好的政策意涵。我們也進行「企業善盡企業社會責任是否會提昇財務績效」的理論分析與實證研究，探討金融機構善盡企業社會責任是否能利人也利己。

(二) 內容架構

本計畫內容共分成五個部分，包括：

1. 企業社會責任的理論概念；
2. 金融業企業社會責任相關的國際間通用原則與績效衡量，包括九項，分別是：

放款：

- (1) 赤道原則 (Equator Principles, EPs)；
- (2) 碳原則 (Carbon Principles)；
- (3) 國際金融公司 (International Financial Corporation, IFC) 標準及綱領；

投資：

- (4) 聯合國責任型投資原則 (Principles for Responsible Investment, PRI)；

保險：

- (5) 聯合國永續(或可持續)保險原則 (Principles for Sustainable Insurance, PSI)

²根據企業永續發展世界議事會 (World Business Council for Sustainable Development, WBCSD) 於 1998 年促使各國第一次在荷蘭針對企業社會責任做意見交換，對 CSR 做了如此的定義：「企業社會責任是指企業透過符合道德的行為和促進經濟發展，對當地社區與社會做出貢獻」，此議題包括人權、員工權利、環境保護、社區參與和報表揭露的透明度等。

銀行：

- (6) 聯合國責任銀行原則 (Principles for Responsible Banking, PRB)；

企業社會責任揭露：

- (7) 全球永續性報告書倡議協會 (Global Reporting Initiative Institute; GRI Institute) 的永續性報告書綱領 (GRI Guidelines) 與標準 (GRI Standards)；

企業社會責任績效衡量：

- (8) 道瓊永續股價指數 (Dow Jones Sustainability Index, DJSI)；
 - (9) 富時 FTSE4Good 指數；
3. 金融業應該如何善盡企業社會責任？包括四項：
- 分別是放款、社會責任投資 (socially responsible investing, SRI)、產品公平性 (product fairness)、微型金融與金融賦權 (microfinance and financial empowerment)
4. 企業善盡企業社會責任會提昇財務績效嗎？(包括理論分析與實證分析)；

二、企業社會責任的理論概念

此部份將從理論角度說明企業社會責任的概念與背後的理論基礎，包括說明企業是否應該或不應該善盡企業社會責任的學術界爭論。

近年來，由於金融危機（例如：金融機構設計過度複雜的結構性金融商品以剝削不專業的投資人(Henderson and Pearson, 2011))與企業醜聞(例如：2012年國際數家大型金融機構的Libor聯合操縱事件，或是2015年福斯汽車集團 (Volkswagen) 柴油車排放測試造假醜聞) 不斷地發生，2015年12月12日COP21又通過了遏阻全球暖化的巴黎氣候協議 (Paris Agreement)，使得CSR的議題越來越受到國際社會的重視，主管機關與證券交易所也逐漸地加強企業於CSR績效揭露的要求。從而為了因應社會大眾對於企業的期待，企業除了被動地因應社會大眾的壓力或為了挽回社會大眾的信任而投入資源於CSR之外，也可以積極主動地透過創新與創意，在善盡CSR的同時，也為公司創造提升財務績效的機會與獲取長期的競爭優勢，而能達到兩全其美。Bénabou and Tirole (2009) 亦提及，市場機制的運作下產生了外部性的市場失靈與分配失靈的問題，而且政府無法有效解決這些問題（由於政府失靈），所以CSR成為用來解決上述失靈問題的方式之一，而且如果我們能夠充分了解CSR的利益與侷限，CSR確實能產生正面的影響力。

近年來，CSR 的學術研究受到學術界的重視，尤其是管理領域與會計領域的頂尖國際期刊³，就財務金融領域的頂尖國際期刊而言，雖然與CSR直接相關的學術研究相對較少，但是已經有數篇與 CSR 相關的學術文章刊登於 *Journal of Financial Economics*，代表CSR議題在財務金融研究領域可能會越來越重要。其次，數十年來，學術界投入許多努力檢視CSR與各種企業特性與政策之間的關聯，這些企業特性與政策，包括如公司財務績效 (Barnett, 2007; Barnett and Salomon, 2012; Choi and Wang, 2009; Coombs and Gilley, 2005; Freeman, 1984; Friedman, 1970; Godfrey et al., 2009; Griffin and Mahon, 1997; Hillman and Keim, 2001; Hull and Rothenberg, 2008; Margolis and Walsh, 2003; McWilliams and Siegel, 2000, 2001; Orlitzky et al., 2003; Pava and Krausz, 1996; Petrenko et al., 2016; Roberts and Dowling, 2002; Simpson and Kohers, 2002; Waddock and Graves, 1997)，公司國際多角化策略 (Strike et al., 2006)，投資股票推薦 (Ioannou and Serafeim, 2015)，資金成本 (El Ghouli, Guedhami, Kwok, and Mishra, 2011; Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang, 2011)，機構投資人持股 (Graves, and Waddock, 1994)，盈餘管理 (Kim, Park, and Wier, 2012)，類似保險利益 (Godfrey, Merrill, and Hansen, 2009)，股票價格崩盤風險 (Kim, Li, and Li, 2014)，銀行借款成本 (Goss and Roberts, 2011)，分析師預測誤差 (Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang, and Yang, 2012)，公司特定風險與系統風險 (Luo and Bhattacharya, 2009; Mishra and Modi, 2013; Lee and Faff, 2009; Godfrey *et al.*, 2009; Oikonomou *et al.*, 2012)，甚至政治傾向 (Giuli and Kostovetsky, 2014) 等等。從這些分析CSR的學術文獻中，可以發現有許多都與財務金融的議題有關。⁴

企業是否應該善盡企業社會責任，其實早自1930年代起，就是法律學者、管理學者、經濟學者爭辯的議題 (Berle, 1931, 1932; Dodd, 1932; Friedman, 1970; Alexander and Buchholz, 1978; Jones, 1995; Jensen, M. C., 2001)。⁵ 但是我們認為企業不應該陷入「應

³譬如：Academy of Management Review, Academy of Management Journal, Strategic Management Journal, Management Science, Organization Science, Journal of International Business Studies, Harvard Business Review, Accounting Review 等等。

⁴請亦參考詹場，柯文乾，池祥麟 (2016)。

⁵請參考賴英照 (2008) 對於 1930 年代 Berle (1931, 1932) 與 Dodd (1932) 兩位法律學者對於企業是否應該善盡社會責任的爭辯之說明：「1930 年代由於公司治理普遍不佳，所以 Berle (1931) 主張經理人受股東的付託，應盡其受託人 (trustee) 的義務，為股東的利益而經營。Dodd (1932) 反駁指出，他當然贊成保障股東的權益，贊成應有完善的法制，防止經理人濫權，但卻不能同意經理人只是股東的受託人，只能為股東的利益而經營。Dodd (1932) 認為經理人也要考量利害關係人的利益，此種做法在許多情況下，還能有利於股東的長期利益。Berle (1932) 回應指出，Dodd (1932) 有關社會責任的主張固然言之成理，而且也具有理想性，但不是現行法律的規定。如果缺乏法律的節制，經營者使用公司資源執行社會任務，即使用意良善，也可能不安全，不但公司資源招致濫用，而且無法真正達成目的。因此 Berle (1932) 認為在沒有建立合理可行的規範之前，經營者只對股東負責，並為股東謀取最大利益，才是最好的方法。到了 1950 年代，主張股東利益優先的 Berle 在 1954 年出版的《20 世

該」或「不應該」善盡CSR的二分法思考，而是必須從：(1) CSR有哪些層次？(2) 企業的各种CSR活動是各面對著何種層次的CSR？(3) 該如何善盡所面對的CSR？來分析企業何時善盡CSR能夠兩全其美，亦即不但能有助於社會與環境，還能夠有助於提升企業財務績效，並分析何時投入資源於CSR會降低企業財務績效。Martin (2003) 以道德矩陣 (virtue matrix) 將CSR活動分成四個區塊，包括遵從區、選擇區、策略區與結構區。

如表一所示，遵從區與選擇區是企業爲了提升財務績效所以才做的CSR活動，所以企業把這些CSR活動當作讓財務績效提升的「手段」或「工具」。但是，這兩個區域的CSR活動，帶給公司的競爭優勢可能會很快的消失，因爲這些活動會很快地被競爭對手所模仿，而成爲社會的常規。如果社會大眾把這些活動視爲公司原本就應該做的活動的話，公司從事於遵從區與選擇區這兩個區域的CSR活動，就不會爲公司產生持續的競爭優勢，也無法帶給股東長期持續的利益。

表一、道德矩陣 (Virtue Matrix)

內在或本質 (intrinsic): CSR的目的就是希望對社會與環境有幫助	
3. 策略區(Strategic) 做了是爲了對社會與環境有幫助，但是未必對自己(股東)有幫助，所以企業要有創意與創新，想辦法對自己 (股東)也有幫助	4. 結構區(Structural) 做了是爲了對社會與環境有幫助，但是會使自己(股東)的利益受損，所以不能企業獨自來做
手段或工具 (instrumental): CSR是讓企業財務績效提升的手段	
2. 選擇區(Choice) 符合社會風俗習慣或規範，因此做了對自己有幫助，因爲可以討好社會大眾	1. 遵從區(Compliance) 不得不做。從而企業必須進行企業社會責任活動是爲了遵從政府的法律規定

因此，Martin (2003) 認爲公司必須提昇層次，投入資源於策略區。企業進行策略區的CSR活動的目的，就是希望爲了對社會與環境有幫助，但是這些CSR活動未必會對股東財富有幫助，所以經理人必須要發揮創意與創新（包括投入研發），想辦法在善盡社會責任的同時也對企業財務績效也有幫助，亦即從利他心出發，然後在利他的行爲中找到利己的兩全其美的機會。如果企業能夠成功地找出策略區的CSR活動，將會爲公司帶來長期而持續的競爭優勢與提升財務績效，因爲這些活動並不容易在短期被其競爭對手所輕易仿效（有進入障礙）。就結構區而

紀資本家革命》(20th Century Capitalist Revolution) 乙書坦白承認，20年前他和Dodd的論辯勝負已定，公司經營者應該對社會全體，而不僅僅是對股東負責」。

言，企業進行該區域的 CSR 活動的目的，也是為了對社會與環境有幫助，但會有害於企業的競爭力，而使股東利益減損，從而企業可能必須量力而為。⁶

根據上述說明，企業應該多投入資源於策略區的 CSR 活動以長期而持續地提升企業財務績效，才是最佳策略。但是 Martin (2003) 發現策略區 CSR 活動的機會雖然很多，企業卻做得很少，原因除了經理人缺乏內在動機 (intrinsic motivation) 之外，經理人對於需要發揮創意與創新 (包括投入研發) 才有可能成功找出兩全其美的策略區 CSR 活動，顯得過度保守，因為其過於擔心投入資源卻無法成功找出策略區活動的話，會有害於股東的財富。尤其是那些不容易判斷是屬於策略區或結構區的 CSR 活動，或是那些被同業們認為一定是結構區的 CSR 活動，經理人通常也就隨波逐流，不會想要透過創意與創新將其轉變成策略區的 CSR 活動。此種心態就會抑制企業於 CSR 活動的創新。

三、金融業企業社會責任相關的國際間通用原則與績效衡量

正如前述，金融業的企業社會責任必須將企業社會責任融入其本業經營 (放款、投資與銷售產品與服務) 中，因此，此部份我們將介紹與金融業相關的原則，因為這些原則是將企業責任內在化的具體依據。

(一) 放款

1. 赤道原則 (Equator Principles, EPs)

赤道原則是由金融機構所採行的風險管理架構，用來決定、評估與管理專案融資的環境及社會風險，而且基本上是用來作為支持負責任的風險決策之盡職調查 (due diligence) 與監督的最低標準。⁷

簽署的金融機構稱為「赤道原則金融機構」(Equator Principles Financial Institutions, EPFIs)，於 2003 年 6 月起動，2006 年發行第二版，2013 年發行第三版，共有 10 項原則，茲簡要說明如下：

原則 1：審查和分類

⁶請亦參考池祥麟(2015b)與池祥萱、池祥麟、梁綺羚(2016)。

⁷請參考：<https://equator-principles.com>。

當專案被提出進行融資時，作為內部環境和社會審查和盡職調查工作的一部分，EPFI 將根據專案的潛在社會和環境影響和風險程度將項目分類。這種篩選基於國際金融公司(IFC)的環境和社會分類流程。共包括三種分類：

A 類—專案對環境和社會有潛在重大不利並/或涉及多樣的、不可逆的或前所未有的影響；

B 類—專案對環境和社會可能造成不利的程度有限和/或數量較少，而影響一般局限於特定地點，且大部分可逆並易於通過減緩措施加以解決；

C 類—專案對社會和環境影響輕微或無不利風險和/或影響。

原則 2：環境和社會評估

對於每個被評定為 A 類和 B 類的專案，EPFI 會要求客戶進行環境和社會評估，在令 EPFI 滿意的前提下，解決與專案有關的環境和社會影響和風險。客戶必須在上述評估的文件中，提出極小化、減輕和補償不利影響的方法。

原則 3：適用的環境和社會標準

評估過程在社會和環境問題方面，應首先符合東道國相關的法律、法規和許可。EPFI 營運於不同市場，一些市場擁有健全的社會和環境治理、立法體系和機構功能來保護居民和自然環境，一些市場也在不斷完善其技術和機構功能來治理社會和環境問題。

原則 4：環境和社會管理系統以及赤道原則行動計劃

對於每個獲評定為 A 類和 B 類的項目，EPFI 會要求客戶開發或維持一套環境和社會管理體系 (Environmental and Social Management System, ESMS)。此外，客戶須準備一份環境和社會管理計劃 (Environmental and Social Management Plan, ESMP)，藉以處理評估過程中發現的問題，並整合為符合適用標準所需採取的行動。當客戶的適用標準不能令 EPFI 滿意時，客戶和 EPFI 必須於赤道原則行動計劃 (Action Plan, AP) 取得共識。赤道原則 AP 旨在概述距離符合 EPFI 的要求還存有的差距和所需的承諾。

原則 5：利益相關者的參與

對於每個被評定為 A 類和 B 類的項目，EPFI 會要求客戶證明，其已經採用一種在結構和文化上均合適的方式，持續與受影響社區和其他利益相關方開展了有效的利益相關者參與行動 (stakeholder engagement)。

原則 6：投訴機制

對於每個被評定為 A 類和部分視情況而定的 B 類項目，EPFI 會要求客戶設立一套投訴機制 (grievance mechanism)，作為社會和環境管理體系 (ESMS) 的一部分，此舉可讓客戶收集並促進解決對項目的社會和環境績效的關注和投訴。

原則 7：獨立審查

(1) 專案融資

對於每個被評定為 A 類和部分視情況而定的 B 類的項目，一名與客戶無直接相關的獨立環境和社會顧問，將會對評估文件，包括環境和社會管理計劃 (ESMP)、社會和環境管理系統 (ESMS) 和利益相關者的參與流程文件，進行一次獨立審查，此舉旨在協助 EPFI 進行盡職調查工作，並評估項目是否符合赤道原則。

(2) 與專案有關的企業融資

存在潛在高風險影響的項目需要由獨立環境和社會顧問進行獨立審查，這些影響包括但不僅限於下列各項：(a)對原住民的不利影響；(b)對重要棲息地的影響；(c)對重要文化遺產的影響；(d)大規模的重新安置所產生的影響。

原則 8：承諾性條款

赤道原則的一項重要影響工具是要求在契約中加入有關合規的承諾性條款(covenants)。對於所有的項目，客戶將在融資文件內加入承諾性條款，在所有重要方面遵守東道國一切相關的環境和社會法律、法規和許可。

原則 9：獨立監測和報告

(1) 專案融資

為使專案符合赤道原則並確保於融資正式生效日和貸款償還期限內的持續性監督和報告，EPFI 將要求所有 A 類項目和部分視情況而定的 B 類項目委任一名獨立社會和環境顧問，或要求客戶聘請有資格且經驗豐富的外部專家，確認那些要提交給 EPFI 的監督資訊。

(2) 與專案有關的企業融資

對於在原則 7 中需要進行獨立審查的項目，EPFI 將要求在融資正式生效日後委任一名獨立社會和環境顧問，或要求客戶聘請有資格且經驗豐富的外部專家，確認那些要提交給 EPFI 的監督資訊。

原則 10：報告和透明度

客戶將至少確保環境和社會影響評估的摘要可以在網路上獲取，而且對於每年二氧化碳排放量超過 100,000 公噸的項目，客戶將於項目運作階段就溫室氣體排放水準向公眾報告。EPFI 將在適當考慮保密因素的前提下，至少每年向公眾報告至融資正式生效日時交易的數量及其實施赤道原則的過程和經驗。

目前有 37 個國家的 94 家金融機構採行了赤道原則，而且每年必須出具赤道原則金融機構的報告書 (EPFI Reporting)。我國就目前為止已經有六家金融機構簽署赤道原則，其中以國泰金控簽署地最早 (2015 年 3 月 23 日)，其次是玉山金控 (2015 年 12 月 28 日)、台北富邦商業銀行 (2017 年 12 月 4 日)、中國信託商業銀行 (2019 年 1 月 23 日)、台新銀行 (2019 年 11 月 19 日)、永豐銀行 (2020 年 2 月 27 日)，如表二所示：

表二、我國簽署赤道原則的金融機構

金融機構	採行日(adoption date)
國泰金控 (Cathay United Bank Co., Ltd)	23-Mar-15
玉山金控 (E.SUN Commercial Bank, LTD)	28-Dec-15
台北富邦商業銀行 (Taipei Fubon Commercial Bank)	04-Dec-17
中國信託商業銀行 (CTBC Bank Co., Ltd)	23- Jan-19
台新銀行 (Taishin International Bank)	11-Nov-19
永豐銀行 (Bank Sinopac)	27-Feb-2020

就赤道原則適用的範圍而言，該原則適用於全球各行各業。在支持一個新融資專案時，赤道原則適用於下述四種金融產品：

- (1) 專案資金總成本達到或超過 1,000 萬美元的專案融資諮詢服務 (project finance advisory services)。
- (2) 專案資金總成本達到或超過 1,000 萬美元的專案融資。

(3) 符合下述四項標準的專案相關之公司貸款(包括買方信貸形式的出口融資):

(a) 貸款的大部分與某單一專案有關，而且該企業客戶擁有實際的直接或間接之經營控制權。

(b) 貸款總額為至少 1 億美元。

(c) EPFI 個別的貸款承諾(銀團貸款或順銷前)為至少 5,000 萬美元。

(d) 貸款期限為至少 2 年。

(4) 過橋貸款 (bridge loans)，貸款期限少於兩年，且計劃借由預期符合上述相應標準的專案融資或與專案相關之公司貸款進行再融資。

雖然目前不計劃就過往項目追溯應用赤道原則，但當現有項目涉及擴充或提升現有設備，而有關在規模或範圍改變，或是會對環境及社會造成重大風險和影響，又或是會對現有影響的性質或程度帶來重大轉變，則 EPFI 會就有關項目所涉及的融資應用赤道原則。

2. 碳原則 (Carbon Principles)

此原則是由三家大型金融機構 (Citigroup Inc.、JP Morgan Chase 與 Morgan Stanley)所建構的指引，讓金融機構為將要新建的發電廠計畫進行融資時，能夠評估其與氣候變遷相關的風險。這些原則強化要求金融機構按照使用能源的效率 (energy efficiency)、可再生與低碳能源科技 (renewable and low carbon distributed energy technology)、傳統與進階的發電科技 (conventional and advanced generation) 等等來對其發電廠客戶進行評估。這些原則係於 2008 年 2 月公布，以因應當時美國社會大眾對於美國超過 100 間燃煤發電廠的擔憂。⁸

3. IFC (International Financial Corporation, 國際金融公司)標準及綱領

IFC 隸屬於世界銀行，IF 在進行專案融資時所擬定的政策與標準(Policies and Standards)包括：環境與社會績效標準 (Environment and Social (E&S) Performance Standards) (2012 年更新)、環境、健康與安全綱領 (Environment, Health, and Safety (EHS) Guidelines)、環境與社會審核程序之工作手冊 (Environmental and Social Review Procedures Manual, ESRP Manual)(2016 年更新) 與永續政策 (Sustainability Policy) (2012 年更新) 等四項，共同形成環境與社會風險評估及管理的指南。⁹

⁸請參考：<https://www.citigroup.com/citi/news/2008/080204a.htm>。

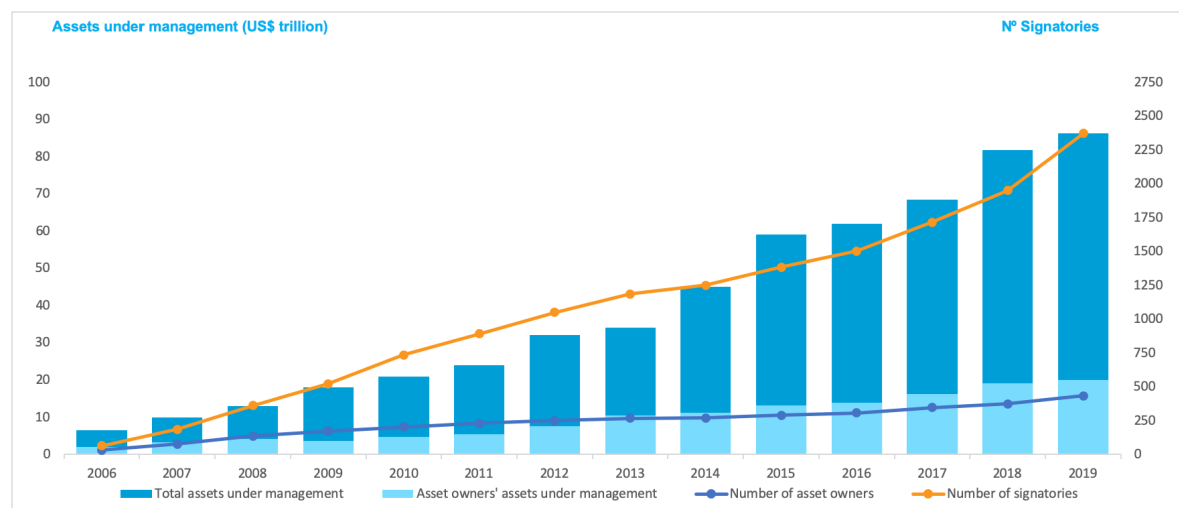
⁹請參考 IFC 所擬定的政策與標準：
https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Sustainability-At-IFC/Policies-Standards/。

其中，2012 年更新公布的環社永續性表現標準，融資專案須滿足八面向標準，包括：(1) 環社評估與管理系統、(2) 勞工與工作情況、(3) 資源效率與污染防範、(4) 社區健康、安全與保障、(5) 土地取得與非自願性重新安置、(6) 生物多樣性保存與自然資源之永續性管理、(7) 原住民權利、(8) 文化遺產。

(二) 投資

責任型投資原則 (Principles for Responsible Investment, PRI)

此原則係 2005 年初由當時聯合國秘書長安南 (Kofi Annan) 邀請世界最大的幾家金融機構開始共同發展與制定。由來自 12 個國家的機構所組成 20 人團隊與來自投資產業所組成的 70 人專家團隊、跨政府組織與公民社會團體，聯合國環境規劃署推動方案 (UNEP-FI) 與聯合國全球盟約 (UN Global Compact) 於 2006 年 4 月所共同制訂並於紐約證券交易所 (New York Stock Exchange) 發表。該原則旨在為資產配置、投資、積極持有與政策參與間建立環境 (environmental)、社會 (social) 與公司治理 (corporate governance) 之標準 (簡稱 ESG)。譬如機構投資人可以透過投票權與股東提案權、代理投票權而成為積極股東，影響持股公司的公司治理與企業社會責任政策。2019 年簽署該原則的組織數目已經從 2006 年的 63 家成長到 2,372 家，這些組織所管理的資產規模已達 86.3 兆美元。如圖一所示：



圖一、簽署 PRI 的機構數目、管理資產(asset under management, AUM)、簽署 PRI 的資產管理者(asset owners, AO)的數目與其管理資產(AO AUM)的變化趨勢¹⁰

¹⁰請亦參考：<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>;
https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/h/b/r/priglobalgrowth20062019_50545.xlsx;
<https://app.powerbi.com/view?r=eyJrIjojZjA2OTA5MWUtMzc4OC00MTZhLWlYtDYtYTc3NDMzMz0GE1OGFjIiwidCI6ImZiYzI1NzBkLWE5OGYtNDNmMS1hOGFkLTEyYjEzMWJkOTNlOClImMiOj9>。

該原則的使命是認為我們必須建構一個經濟效率而且永續的全球金融體系，才能創造長期價值。這樣的體系必須能夠獎勵長期、責任投資並有益於整體環境與社會。因此，該原則希望努力塑造這樣的體系，所以會鼓勵大家採行這原則並共同努力實行、強化良善治理、正直與責任，而且要對發展該體系時所面對的市場實務、結構與法規的障礙。

PRI 共有六項原則，當金融機構簽署該原則時必須努力做到，茲分別說明如下：

原則 1：我們會在進行投資分析與決策的過程中納入 ESG 的因素

Principle 1: We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.

原則 2：我們會成為積極的所有權人並將 ESG 納入我們的所有權政策與做法

Principle 2: We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.

原則 3：我們會對我們所投資的對象尋求適當的 ESG 揭露

Principle 3: We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.

原則 4：我們會在投資產業中促進 PRI 被同業接受與實行

Principle 4: We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.

原則 5：我們會共同努力強化實行 PRI 的有效性

Principle 5: We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.

原則 6：我們會對實行 PRI 的活動與進展進行揭露的報告

Principle 6: We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

(三) 保險

永續（或可持續）保險原則（Principles for Sustainable Insurance, PSI）

永續保險或可持續保險（sustainable insurance）是種策略性的方法，透過確認、評估、管理與監督三項議題，亦即環境、社會、公司治理（亦即如前述之 ESG），以確保在保險的價值鏈（包括與利害關係人的互動）中的所有活動，能夠以負責任且有前瞻性的方式來完成。永續保險

目的有四，包括：降低風險、發展創新的解決方案、提升企業績效並促進環境、社會與經濟的永續發展。¹¹

保險業的核心事業就是在了解、管理並降低風險，而且必須讓人們對此產業有信賴感，才能達成此項義務。透過避免或降低風險，並讓許多人共同承擔風險，保險業能夠保護社會、加速創新並鞏固經濟發展，如此便能夠建構一個功能健全且永續的社會。

保險業有責任提供高品質與可信賴的產品與服務，而這個責任還包括：與顧客以及商業夥伴們一起了解與管理那些對保險業目前與未來具有重大性的風險。我們現處的世界正面臨著 ESG 的挑戰，並正導致各式各樣的、互相牽連的與複雜的風險，但也伴隨著新的機會。因此，我們可以相信保險業必須謹慎地在其營運中考量這些風險並作出調整。ESG 議題對於傳統風險因子的影響持續地增加，從而對於保險業的榮枯有顯著的影響。因此，如果要做為一個有應變力的產業，保險業必須全面且未雨綢繆地在風險管理中納入考量 ESG 才行。

作為一個風險管理師，降低風險者或投資人，保險業非常有興趣去促進經濟與社會的永續發展，並在其中扮演重要的角色。如果保險業真的能夠良好地管理 ESG 的議題，將更有助於建構一個有應變力的、具有包容性的與永續的社會。但是，許多 ESG 議題太大且太複雜，所以我們需要社會廣泛的行動、創新與提出長期的解決之道。

因此，PSI 的目標是建構一個保險業可以倚賴的基礎，讓它們得以支持一個可以持續發展的社會。PSI 想要的未來是人們都能夠共同致力並有誘因去採取可持續發展的做法。為了達成這個目標，PSI 將會運用了我們所擁有的智慧、運用與資本，並透過影響力，以及訴諸可行的法律、規範與股東及主管機關必須負起的責任，去實施以下四項可持續的保險原則：

原則 1：

我們在做決策時會將 ESG 議題融入於我們的保險事業中

We will embed in our decision-making environmental, social and governance issues relevant to our insurance business.

可行的行動包括以下六大項：

(1) 公司策略 (Company strategy)

- 由公司董事會與總經理層級建立公司策略以確認、評估、管理與監督公司營運中的 ESG 議題

¹¹請參考：<http://www.unepfi.org/psi/>。

- 與公司所有權人對話以討論 ESG 議題的攸關性並納入公司策略
- 將 ESG 議題整合入招募、訓練與員工敬業度 (employee engagement) 計畫

(2) 風險管理與承保 (Risk management and underwriting)

- 建立程序以確認與評估公司投資組合中的 ESG 議題，並了解公司交易中潛在的 ESG 影響
- 在進行研究、模型、分析、工具與數字中，將 ESG 議題整合入公司之風險管理、承保與資本適足的決策過程

(3) 產品與服務發展 (Product and service development)

- 發展能夠降低風險產品與服務，並對於 ESG 議題有正面影響與鼓勵更好的風險管理
- 發展或支持那些針對風險、保險與 ESG 議題的教育計畫

(4) 顧客索償的管理 (Claims management)

- 能夠總是迅速、公平、具同理心並透明地回應顧客，並確保顧客索償的過程中可以清楚地向顧客解釋與讓顧客了解
- 整合 ESG 議題於修復、改建與索償的服務之中

(5) 銷售與行銷 (Sales and marketing)

- 教育銷售與行銷部門的職員有關於產品與服務的 ESG 議題，並將主要訊息有責任地整合於策略與活動中
- 確保產品與服務的承保範圍、利益與成本是攸關的，並清楚向顧客解釋並為他們所了解

(6) 投資管理 (Investment management)

- 將 ESG 議題整合於投資決策與所有權行動之中 (譬如實施責任型投資原則 (Principles for Responsible Investment, PRI))

原則 2:

我們會與顧客以及商業夥伴共同努力，以提升對於 ESG 議題認知，管理風險並發展解決之道
We will work together with our clients and business partners to raise awareness of environmental, social and governance issues, manage risk and develop solutions.

可行的行動包括以下兩大項：

(1) 顧客與供應商 (Clients and suppliers)

- 與顧客與供應商對話，讓他們了解管理 ESG 議題所能產生的利益，並說明公司對於 ESG 議題的期待與要求
- 提供顧客與供應商資訊與工具，協助他們管理 ESG 議題
- 整合 ESG 議題於供應商的支付與選擇的過程中
- 鼓勵顧客與供應商揭露其 ESG 議題並且使用攸關的揭露與報導架構

(2) 保險業者、再保險業者與中介組織 (Insurers, reinsurers and intermediaries)

- 促進 PSI 能夠被採用
- 支持將 ESG 議題納入保險業的職場教育與倫理標準之中

原則 3:

我們會與政府、主管機關以及其他利害關係人共同努力，以促進整個社會對於 ESG 議題的廣泛行動

We will work together with governments, regulators and other key stakeholders to promote widespread action across society on environmental, social and governance issues.

可行的行動包括以下兩大項：

(1) 政府、主管機關以及其他政策制定者 (Governments, regulators and other policymakers)

- 支持謹慎的政策以及規範的法律架構，以促進風險規避、創新與 ESG 議題的良好管理
- 與政府以及主管機關對話，以發展整合性的風險管理方法與風險移轉的解決方案

(2) 其他利害關係人 (Other key stakeholders)

- 與跨政府組織以及非政府組織對話，以透過提供風險管理與風險移轉的專業來支持可持續發展
- 與企業以及產業協會對話，讓他們更能了解 ESG 議題並且能跨產業與跨區域地管理 ESG 議題
- 與學術界以及應用科學方法的社群對話，以促進保險業的 ESG 議題的研究與教育計畫
- 與媒體對話以促進社會大眾對於 ESG 議題的認知與好的風險管理

原則 4:

我們會定期地公開揭露我們實施 PSI 的進度以展現責任度與透明度

We will demonstrate accountability and transparency in regularly disclosing publicly our progress in implementing the Principles.

可行的行動包括以下三點:

- 評估、衡量與監督公司於管理 ESG 議題的進展，並積極且定期地公開揭露這些資訊
- 參與攸關的揭露與報導架構
- 與顧客、主管機關、信用評等機構以及其他利害關係人對話，讓大家能夠了解根據 PSI 進行揭露所能產生的價值

(四) 銀行

聯合國責任銀行原則 (Principles for Responsible Banking, PRB)

責任銀行原則 (The Principles for Responsible Banking, PRB) 是在今年 (2019 年) 9 月 22 日-23 日在聯合國大會，由 49 個國家共 130 家銀行所共同發起。這些銀行背後代表著 47 兆美元的資產。聯合國之所以要推動 PRB 的原因，可以歸納為以下五點：(1) 金融危機讓金融機構必須重建社會信任度；(2) 金融業在推動永續發展上具有高度影響力；(3) 我們世界的道德價值正在往永續轉變，特別是千禧年世代；(4) 我們的未來方向就是永續發展目標與巴黎氣候協議；(5) 金融業必須達到社會對於我們的期待與需求才能繼續在未來扮演重要角色。也就是說，由於社會對於銀行的期待在改變，所以銀行必須清楚並透明地公布其產品與服務能如何為顧客、投資者與社會大眾創造價值。

責任銀行原則目前共包含一致性 (Alignment)、影響與目標設定 (Impact and Target Setting)、客戶經營 (Clients and Customers)、利害關係人議合 (Stakeholders)、公司治理與文化 (Governance and Culture)、公開揭露及當責 (Transparency and Accountability) 等六大原則。茲分別說明如下：

1. 一致性 (Alignment)

是指銀行透過產品與服務 (責任投資、責任信貸、公平對待客戶、普惠金融(金融包容性) 等等) 負起責任，而能與社會的目標能夠一致，亦即永續發展目標與巴黎氣候協議。PRB 提供了永續 (或可持續的) 銀行體系的架構，並協助銀行業能夠顯示其對於社會的正面貢獻，加速銀行業能夠達到社會的目標。銀行扮演著樞紐的地位，不但為社會與環境創造正向影響，也為銀行創造長期價值。

2. 影響與目標設定 (Impact and Target Setting)

如果銀行想要持續增加對於社會與環境的正面影響，同時減少負面影響，銀行就必須能夠確認並評估其對於經濟、環境、社會所產生的風險與影響，納入其策略、投資組合與交易的策略中，並設定未來要達成的目標。

3. 客戶經營 (Clients and Customers)

銀行透過產品與服務負起責任之永續作為，包括如責任投資、責任信貸、公平對待客戶、普惠金融（金融包容性）等等，銀行客戶也能透過銀行善盡個人社會責任，對銀行的信任度提高，也能使銀行獲利提升。

4. 利害關係人議合 (Stakeholders)

是指銀行除了必須經常與其利害關係人議合，以了解利害關係人對於銀行永續作為的看法，銀行可以因此了解自己必須優先改善與加強之處，而且銀行不要單打獨鬥，而是必須尋求夥伴進行共同的行動，以增進其對於環境與社會的正面影響。

5. 公司治理與文化 (Governance and Culture)

為了推動銀行的永續作為，銀行必須要良好的公司治理機制與文化。譬如銀行可以讓經理人薪酬與銀行永續作為之績效進行正向連結，這樣不但會使公司經理人更有誘因對銀行進行長期性的規劃，還能促進銀行環境與社會的正向表現，同時還能增加銀行的市場價值。

6. 公開揭露及當責 (Transparency and Accountability)

是指銀行的永續作為必須定期揭露，不隱惡揚善，才能讓銀行內部與外部都可以正確地評估銀行永續作為的成效，並進行修正與改善，這也會增進銀行相對於競爭對手的競爭優勢。

(五) 企業社會責任揭露

「全球永續性報告書倡議協會」的永續性報告書綱領（包括微型金融）

此綱領係於 1997 年由非營利組織 CERES 提出基本概念並推動，1999 年 UNEP 成為夥伴，替「全球永續性報告書倡議協會」(Global Reporting Initiative Institute; GRI Institute) 建立全球平台所發展的永續性報告書綱領。旨在建立標準化的企業責任報告模式之通則性綱領與產業特有綱領，以提高企業的永續性資訊透明度並促使企業關懷並重視永續性議題。2000 年發佈第一代通則性綱領，2002 年第二代，2006 年第三代（故稱為 GRI G3），2008 年則推出金融服務業補充說明 (Financial Services Sector Supplement; FSSS)，明確列出了十六項金融業

在提供金融服務時的評量指標 (performance indicators)。其中在第七項與第十四項便與微型金融有關，從 FSSS 也可看出微型金融確實是金融業重要的企業社會責任：

第七項：依目的列出各事業線為達到明確社會效益而設計之產品及服務的價值

第十四項：改善弱勢社群得到金融服務的推動方案

之後，GRI 又於 2013 年 5 月正式發布《永續性報告綱領》第四代版本 (簡稱 G4)。G4 的特色主要是希望組織重視重大性的觀點 (material aspects) 與範圍，也要求將供應鏈的管理納入考量，以鼓勵企業拓展企業社會責任的影響力，並具有新的公司治理揭露要求。¹² GRI 又於 2016 年 10 月 19 日推出了永續性報告的國際標準：GRI 標準 (GRI Standards)，為組織提供了一種揭露非財務資訊的共同標準，希望組織能夠更了解其對於經濟 (economic)、環境 (environmental) 與社會 (social) 的影響 (簡稱 EES)，作出更好的決策，並對於聯合國永續發展目標 (SDGs) 做出貢獻。GRI 規定於 2018 年 7 月 1 日起取代原本的 G4 綱領，成為全世界 CSR 報告編制的新標準。¹³

值得一提的是，為了考慮未來的修訂之便，亦即不用每次修訂 GRI 都必須重新發行全新的 GRI 規範，所以 GRI 準則把眾多內容進行模組化，分開發行成不同的獨立檔案，未來修訂時，GRI 只需要變更那些特定的檔案之內容即可。這些模組茲說明如下：

通用標準 (Universal Standards)

GRI 101: 基礎(Foundation)

GRI 102: 一般揭露 (General disclosures)

GRI 103: 管理方針(Management approach)

特定主題標準 (Topic-specific Standards)

GRI 200: 特定主題—經濟系列(Topic-specific standards economic series)

GRI 300: 特定主題—環境系列(Topic-specific standards environmental series)

GRI 400: 特定主題—社會系列(Topic-specific standards social series)

¹²請亦參考陳科里(2014)，特別報導：GRI G4 正體中文版發表會，證券服務 626 期，23-26。

¹³請亦參考劉力禎(2016)，GRI 準則內容介紹：2016 年新版準則的架構、重點與新舊差異，BSI 英國標準協會台灣分公司，網址連結：<https://www.bsigroup.com/LocalFiles/zh-tw/e-news/No160/GRI-Standards-intro-BS-Alex-Liu.pdf>。

事實上，GRI 已經成為國際間編制企業社會責任報告書的主流綱領 (guidelines) 或標準 (standards)。根據 KPMG 於 2017 年對世界 49 個國家各 100 家規模最大的公司進行調查，結果發現就 2016 年年底為止，在 89% 的公司有採用特定綱領來編制企業社會責任報告書中，就有 63% 的公司採 GRI 綱領或標準來編制企業社會責任報告書。就全球前 250 大的公司而言，有 75% 的公司採 GRI 綱領或標準來編制企業社會責任報告書，代表企業除了要出具財務報告書之外，出具標準規格的企業社會責任報告書已經成為國際趨勢。¹⁴

(六) CSR 績效衡量的方法

1. 道瓊永續性股價指數 (Dow Jones Sustainability Indices; DJSI)

道瓊永續性指數 (The Dow Jones Sustainability Index; DJSI) 係由道瓊指數公司 (Dow Jones Indices) 與永續性資產管理公司 (RobecoSAM) 所編製，用來追蹤全球、區域或特定國家於企業永續性方面表現領先的企業在財務績效的表現。其係於 1999 年創立，是第一支全球企業永續性指數。DJSI 會透過企業永續性評鑑 (corporate sustainability assessment, CSA) 來挑選指數的成分股，該評鑑有三大評鑑維度，包括經濟 (economic)、環境 (environment) 與社會 (social)，統稱為 EES。DJSI 會蒐集多種資訊來評估企業在這三大維度的表現，主要包括發送並要求公司回覆問卷、公司的公開資訊、媒體與利害關係人分析 (media and stakeholder analysis, MSA) 與直接與公司直接接觸等。除上述作法之外，這三大維度還個分為數個標準，每個標準還有數個子標準，所以我們可以認知到要評估公司的 CSR 表現，是件相當耗費心力與複雜的過程，如表三所示。

從表三我們也可以得知兩個重點：(1) 企業社會責任包含 EES 三大維度，而公司治理是經濟維度的其中一個標準，因此，企業社會責任包含了公司治理，或是說公司治理只是企業社會責任的一個子部分而已；(2) 企業慈善活動是社會維度的一個標準，因此，我們在討論企業社會責任時不能不談企業慈善活動，但也不能只談企業慈善活動。¹⁵

¹⁴請亦參考 2017 KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting:
<https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2017/10/the-kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.html>。

¹⁵請亦參考池祥麟 (2015b)。

表三、企業永續性評估項目(Corporate Sustainability Assessment Criteria)¹⁶

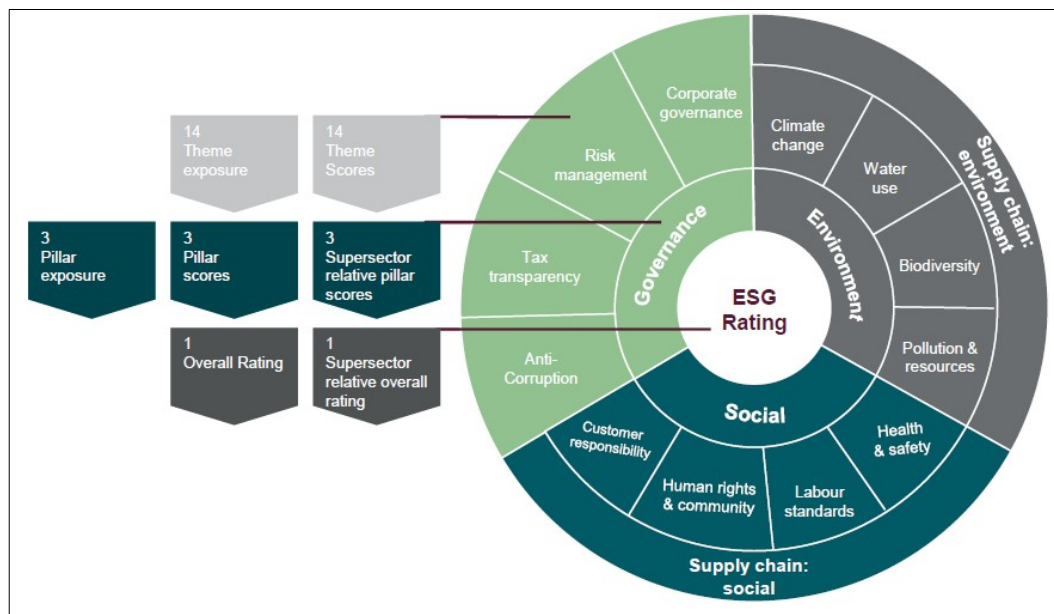
維度(dimension)	標準(criteria)	子標準(sub-criteria)
經濟	公司治理	董事會結構 非執行董事長／首席董事 責任與委員會 公司治理政策 審計的利益衝突 多樣性：性別 董事會效率性 組織縮減條款 高階經理人之報酬 媒體與利害關係人分析 (MSA)
	風險和危機管理	風險治理 風險最佳化 風險地圖 風險回顧 風險策略 媒體與利害關係人分析 (MSA)
	行為守則/遵循/貪污與賄賂	行為守則：焦點 行為守則：系統／過程 貪污與賄賂：政策的範疇 行為守則：對違反事項提出報告 行為守則／反貪污與賄賂：商業關係 媒體與利害關係人分析 (MSA)
	產業特定規範	品牌管理、消費者關係管理、創新管理、天然氣組合 (gas portfolio) 、太陽能與市場電力等價(grid parity)等等 媒體與利害關係人分析 (MSA)
環境	環境報告書	驗證 (assurance) 範圍 (coverage) 環境報告書：質性資料 環境報告書：量化資料
	產業特定規範	環境管理系統，氣候策略，生物多樣性，產品管理工作，生態效益等 媒體與利害關係人分析 (MSA)
社會	人力資本發展	人力資源之技能規畫及發展過程 人力資本績效指標 個人和組織的學習和發展

¹⁶請參閱 Dow Jones Sustainability North America Index 與 Dow Jones Sustainability United States Index Guide Book (2011)。

	人才的吸引與留用	透過事先定義之績效評估過程的員工人數 與績效相關的薪酬之百分比(每個員工類別) 以公司績效和個人績效所計算的變動薪酬之權衡 與績效相關的薪酬之公司指標 個人績效評估之型式 給與高階經理人溝通個人績效 總績效相關的薪酬之支付類型 員工滿意度的趨勢 媒體與利害關係人分析 (MSA)
	勞工訓練指標	解決不滿方案 勞工關鍵績效指標 媒體與利害關係人分析 (MSA)
	企業公民與慈善事業	跨群體策略 – 著重財務之投入 利益的衡量 慈善事業活動的類型
	社會報告書 (social reporting)	驗證 (assurance) 範圍 (coverage) 社會報告書: 質性資料 社會報告書: 量化資料
	特定產業規範	社會整合、職業健康和安全、健康生活、生物倫理、 供應商標準等 媒體與利害關係人分析 (MSA): 選定產業特定規範

2. CSR 績效衡量的方法：富時 FTSE4Good 指數

倫敦證券交易所於 2001 年 2 月公佈了 FTSE4Good 指數。當時列入 FTSE4Good 指數的企業，計有四個種類（英國、歐洲、美國及全球），同時說明其兼具環境永續性、發展利害相關者關係、以及實踐國際人權規定三大原則的企業；但菸葉、核武相關製造的企業則被排除在外。而 FTSE 在 2014 年 9 月開始執行新的 ESG 評價方法，新模型共包含 300 個指標，如圖二所示。其中 3 大支柱即是 ESG，而主要面向分別如下：1. 氣候變遷 (Climate Change)；2. 水資源利用 (Water use)；3. 生物多樣性 (Biodiversity)；4. 汙染與資源 (Pollution & resources)；5. 健康與安全 (Health & Safety)；6. 勞工準則 (Labor standards)；7. 人權與社區 (Human rights & community)；8. 消費者責任 (Customer responsibility)；9. 反貪污 (Anti-Corruption)；10. 租稅透明度 (Tax transparency)；11. 風險管理 (Risk management)；12. 公司治理 (Corporate governance)。



圖二、FTSE4Good ESG 評比模型

四、金融業應該如何善盡企業社會責任？

此部份將會根據前三部分的内容並搭配數個金融業的標竿範例，對於金融業該如何善盡企業社會責任提出建議，這些建議將會包括：金融機構從事放款時，如何將環境衝擊納入放款風險評估項目；金融機構如何透過直接的股權投資以及社會責任投資，來影響所投資公司於企業社會責任的作法；金融機構在銷售金融商品時應該如何公平對待客戶；金融機構應該如何透過微型金融的方式達到「金融賦權」的目的等等。

(一) 放款

金融業的企業社會責任很特別，因為金融業會經常被認為是「無煙囪」的產業，或是被認為在營運的過程中應該不會產生嚴重的社會衝擊。但事實上，如果從供應鏈角度而言，當金融機構放款給高污染公司時，其便已經間接造成環境污染，因此金融機構從事放款(特別是指專案融資)時，將環境衝擊納入放款風險評估項目(亦即之前所說明的赤道原則)，則為其所須承擔的企業社會責任(或永續性責任)之一。譬如台灣首家簽署赤道原則的國泰金控，便於國泰世華銀行國際審查部下成立赤道原則專案融資之 EP 權責單位，負責赤道原則相關事務，並建置赤道原則專案融資遵循制度架構，主要內容包括：赤道原則實踐政策、管理辦法、徵授信與覆審流程、風險評估資訊系統等等。並強化該銀行營業單位員工與相關人員對赤道原則相關規範之瞭解與能力之提升。根據國泰金控 2017 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日的資料統計顯示，符合赤道原則的授信案件共有兩件，集中於亞洲太平洋地區與大洋洲。¹⁷

其次，除了放款之外，金融機構也可以透過股權投資來影響所投資公司於企業社會責任的表現，亦即透過持股或股東議合 (shareholder engagement) 的作法，鼓勵 CSR 表現好的公司並督促或制約 CSR 表現不好的公司；金融機構在銷售金融商品時也必須公平對待客戶，不能以自己優越的財務專業知識，設計與販售那些過於複雜、風險過高或是價格不合理偏高的產品與服務給社會大眾；金融機構也可以透過微型金融的方式，讓原本被傳統金融機構排除的人們能夠用合理的利率借得資金，從事於生產事業而能脫離貧窮，達到金融賦權 (financial empowerment) 的目的。從以上得知，金融業的 CSR 並非僅是慈善活動或贊助音樂會而已，而是必須將企業社會責任融入其本業經營 (放款、投資與銷售產品與服務) 中，所以稱為金融業企業社會責任內在化。¹⁸

¹⁷請參考：<https://www.cathaybk.com.tw/cathaybk/about/about/principle/>。

¹⁸請參閱池祥麟、黃啓瑞(2011)，微型金融與企業社會責任，信用合作，109，25-44；邱慈觀 (2010)「永續報告書-重要性與國際趨勢」與「金融業企業責任內在化：國際趨勢與國內現況」。

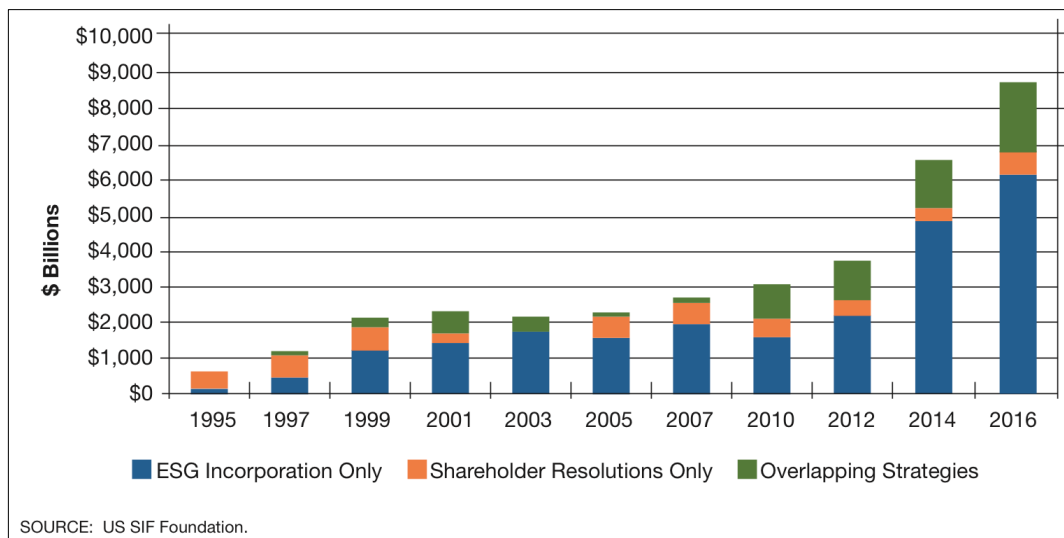
(二) 社會責任投資

1. 何謂社會責任投資？

依美國永續與責任投資論壇 (USSIF; The Forum for Sustainable and Responsible Investment) 的定義，社會責任投資 (socially responsible investing; SRI) 或稱永續與責任投資 (sustainable and responsible investing, SRI) 是指投資人在做投資決策時，將投資標的之環境 (environmental)、社會 (social) 與公司治理 (corporate governance) 三個因素 (或稱 ESG) 納入考量的一種投資方式或策略，期望長期而言不但能獲得具競爭力的財務報酬，還能同時創造正面的社會影響力，達到兩全其美的結果。SRI 除了透過買進 CSR 表現良好的公司並賣出 CSR 表現不佳的公司，來鼓勵與督促其投資標的公司的 ESG 表現之外，其也可能更積極地直接與經營階層溝通，或在公司的股東大會上提出議案，要求這些公司能改善 ESG 的表現，這也是一種股東行動主義 (shareholder activism)；有些 SRI 則是會進行社區投資 (community investing) 或是影響力投資 (impact investing)，譬如直接投資於微型金融機構 (micro-finance institutions; MFIs)，促進經濟受創或落後地區的經濟發展。¹⁹

2. 社會責任投資的發展趨勢

社會責任投資於21世紀可謂蓬勃發展，根據USSIF於2016年所做的調查指出，到了2015年底，美國機構投資人以SRI策略進行投資的金額達8.723兆美元，佔其投資總金額 (asset under management, AUM) 的21.6% (每5元的AUM就有1.1元是SRI)，在2010年，這個比率僅為12.2% (每8元的AUM有1元是SRI) (如圖三所示)。



圖三、美國社會責任投資1995-2016年的成長趨勢

¹⁹請參考池祥麟 (2015a)。

根據歐洲永續與責任投資論壇 (European Sustainable and Responsible Investment Forum; Eurosif) 與全球永續投資論壇 (Global Sustainable Investment Alliance; GSIA) 2016年的調查，歐洲於2015年的SRI金額已迅速成長至12.04兆美元，佔AUM的52.6%，已經超過一半，代表SRI在歐洲已經是機構投資人的投資主流。如圖四所示：

Table 2: Proportion of SRI Relative to Total Managed Assets		
Region	2014	2016
Europe	58.8%	52.6%
United States	17.9%	21.6%
Canada	31.3%	37.8%
Australia/New Zealand	16.6%	50.6%
Asia	0.8%	0.8%
Japan		3.4%
Global	30.2%	26.3%

Note: Asia figure includes Japan in 2014, but excludes Japan in 2016. Eurosif used a narrower definition of SRI in 2016 than in 2014. See Appendix I: Methodology and Data, for details.

圖四、全球社會責任投資佔機構投資人管理資產的比重

3. 社會責任投資的功能之一：降低公司短視近利

2007年起金融海嘯席捲全球，當中又以金融業受創最深。社會輿論直指華爾街銀行經理人的短視近利行為是罪魁禍首。譬如2009年2月華爾街日報 (The Wall Street Journal) 的文章也認為過去十年來，大部分的公司股東要求提昇短期股價的壓力下變得較為短視近利 (short-termism)，尤其是銀行與金融業。²⁰ 2009年9月，美國總統歐巴馬在次貸危機發生一周年之際發表了一項演說，揭示了這次危機主要誘發於對高額紅利的追求，甚至直接地告誡華爾街人士，應該用長期績效取代短期的獲利來做為紅利發放的依據。²¹ 2008年1月工商時報也以經營者短視近利是金融不穩定根源為題。²² 就連德意志銀行 (Deutsche Bank) 的執行長也自己坦誠銀行業的紅利機制以及所伴隨的短視近利的思考模式，的確是這次次貸危機發生的一個重要因素。²³ Barton (2011) 在今年 (2011年) 哈佛商業評論更用「季資本主義」 (quarterly capitalism) 來形容上述的投資人過度重視公司短期績效 (譬如僅重視公司下一季

²⁰Samuelson, J. F. and L. A. Stout (2009), "Are Executives Paid Too Much?" The Wall Street Journal (FEBRUARY 26, 2009).

²¹2009年9月15日企業社會責任新聞 (The Corporate Social Responsibility Newswire), 「Kicking the Short-Termism Habit」。

²²2008年1月6日的工商時報，「經營者短視近利是金融不穩定根源」。

²³2008年3月6日 Spiegel Online 訪問 Josef Ackermann, 「We're Not Barbarians」。

的盈餘)造成公司經營階層短視近利而放棄長期好投資(如 R&D)的問題,其實 Jensen and Murphy (2004) 早在此次次貸危機之前就提出類似的看法。

由上述論述看來,驅使經理人短視近利的主要動機是來自於其獎酬結構的問題,然而,真正形成此種獎酬結構的根本原因應該是其背後主宰資金動向的投資人(特別是機構投資人)。如果機構投資人重視的是公司的短期績效(譬如下一季的盈餘)公司經理人便可能過度地追逐短期盈餘,以避免機構投資人降低對該公司的持股;相反地,若機構投資人(譬如社會責任投資)重視的是公司的長期表現(譬如一年後或三年後的盈餘),該公司經理人很自然地便不必受制於這樣的壓力,而能轉而重視長期績效(如圖五所示)。

關於機構投資人的投資偏好是否會影響經理人從事短視近利的行為,過往有許多相關的文獻進行探討,包括 Porter (1992)、Bushee (2001)、Wahal and McConnell (2000)等。綜觀這些文獻,我們可以整理出三派不同的看法。一派學者支持利益掠奪假說(conflicts of interest hypothesis),認為機構投資人會迫使經理人追求短期的報酬,導致長期投資不足。²⁴ Stein (1989) 就提到來自資本市場的龐大壓力,常常成為經理人追求長期價值的障礙;另一派學者支持效率監督假說(efficient monitoring hypothesis),他們反而認為機構投資人可以利用自身的高持股,抑制經理人短視近利的行為;第三種想法則是企業社會責任假說(corporate social responsibility hypothesis),亦即社會責任投資的機構投資人會降低經理人短視近利的行為,我們分兩個層次說明:就企業而言,若其真想在經濟、社會與環境責任上產生確實的正面績效,通常需要長時間的經營而無法一蹴可幾,就像一棵樹苗需要時間才能長成大樹。社會責任投資由於了解這點(如圖五所示),在選擇投資標的時會兼顧公司財務績效與社會責任表現(搭配參考 CSR 評比機構的評比,如 DJSI、FTSE4Good 或是自身的 CSR 研究團隊),所以會比較有耐心,重視公司的長期表現(譬如一年後或三年後的盈餘),促使公司經理人不必受制於資本市場短視近利的壓力,而能轉而重視長期績效。

²⁴利益掠奪假說和效率監督假說最早由 Pound (1988)提出。



圖五、社會責任投資可以做為降低公司短視近利現象的方法²⁵

4. 做好事有好報 – 社會責任投資會有好的報酬嗎？(理論觀點)

爲了要了解社會責任投資是否會有好的報酬，我們先從理論觀點來分析。其實財務金融、經濟與管理等領域學者，對此有正反兩面的不同看法 (Kurtz, 1998; Bauer, Koedijk, and Otten, 2005; Barnett and Salomon, 2006; Renneboog, Horst, and Zhang, 2008; Edmans, 2011)。我們將先從理論的角度，陳述正反兩面的經濟故事，分別是現代投資組合理論觀點、利害關係人理論觀點、市場不效率觀點與投資人偏好觀點。

(1) 現代投資組合理論觀點

Renneboog *et al.* (2008) 提及許多財務學家根據Markowitz (1952) 的現代投資組合理論的思維，來推論社會責任投資長期而言會表現不佳。現代投資組合理論係指透過建構投資組合，分散掉個股的公司特定風險，使得總風險較個股低，預期報酬率還有可能較高，從而風險調整後報酬率可以較高。但是社會責任投資本身在挑選標的股票時會遭遇許多限制，亦即許多ESG表現不佳的公司股票必須排除在外，造成其所建構的投資組合只是市場投資組合的一個子集合，

²⁵請參考池祥麟「金融倫理與社會責任」第八堂授課講義。

從而風險分散的效果較差（亦即可以被分散掉的風險沒有能夠完全分散掉），也因此，其會有較低的風險調整後報酬。其次，社會責任投資會遭遇投資受限的問題，而使其財務報酬較低。舉例來說，假使市場上有四支股票：股票A的ESG表現好但財務績效不好，股票B的ESG表現差但財務績效好，股票C的ESG表現與財務績效都很好，股票D的ESG表現與財務績效都不好。此時，一般的共同基金與社會責任投資都會選C，也都不會選D，但是由於一般的共同基金選股時僅以財務績效為考量，沒有ESG的考量，所以會去投資股票B而不會投資股票A，但社會責任投資選股時，由於有ESG的考量，所以不會去投資股票B但可能會去投資股票A，所以相對於一般共同基金而言，社會責任投資會有較低的財務報酬。

就現代投資組合理論觀點而言，SRI建構的投資組合必須多考量投資標的之ESG表現，從而該投資組合只是市場投資組合的一個子集合。然而，一個投資組合大約只要由20-30支左右的不同公司股票組成，就能夠獲取絕大部分的風險分散利益（Brealey, Myers, and Allen, 2011），而且根據Campbell, Lettau, Malkiel, and Xu (2001)，個股風險雖有逐年上升的趨勢，但個股之間的報酬相關性卻減少，所以達到風險分散利益所需要的股票數應該可以更低。因此，如果SRI所建構的投資組合已經包含了20-30支左右的不同公司股票，其實就能擁有很好的風險分散效果。從而以SRI風險分散不足的理由來推論其長期績效不佳，可能並無足夠的說服力。

(2) 利害關係人理論觀點

R. Edward Freeman教授是位哲學家與管理學者，其於1984年提出利害關係人理論（stakeholder theory）而知名，該理論對於CSR的學術理論發展有相當大的貢獻。利害關係人理論認為企業與其利害關係人之間有訂立隱性契約（implicit contract），亦即利害關係人希望公司能夠公平地尊重他們的權利且公平地分配盈餘，從而當公司投入資源於CSR活動，而且社會大眾能夠得到這些活動的資訊時，將能夠促進社會和諧（social harmony）並降低公司與利害關係人之間的關係成本，從而能提昇CFP；但若公司採行違反CSR的活動時，便違反了此隱性契約，利害關係人便會干擾公司的活動（譬如員工罷工或消費者抵制公司產品），並對公司其他利害關係人訴說公司不當的行為，因此提高公司營業成本而降低企業財務績效。因此，利害關係人契約成本理論也認為CSR的表現對企業財務績效具有正向影響。²⁶

Renneboog *et al.* (2008) 遵循Freeman (1984) 的邏輯，認為社會責任投資的投資組合確實是一個受限的投資組合，但這個受限的投資組合卻蘊含著那些經營穩健與CSR表現較好的

²⁶請參考 Schuler and Cording (2006) 與池祥麟 (2015b)。

公司，從而長期而言，社會責任投資會有著較佳的財務績效。亦即社會責任投資雖然有較差的風險分散，卻同時有著較佳的擇股能力 (less diversification, better selectivity)。因為這些被社會責任投資挑選的CSR表現好的公司與利害關係人之間，保持著一種社會和諧的關係；但相反地，那些沒被社會責任投資挑選的CSR表現不好的公司，因為與利害關係人之間沒有維持好的關係，從而未來會有較高的風險或是較容易發生企業醜聞(譬如員工罷工、環境污染或消費者抵制等)的危機。因此，社會責任投資採取買進CSR表現好的公司並賣出CSR表現不好的公司的投資策略，長期而言，就會有較佳的財務績效。

(3) 市場不效率觀點

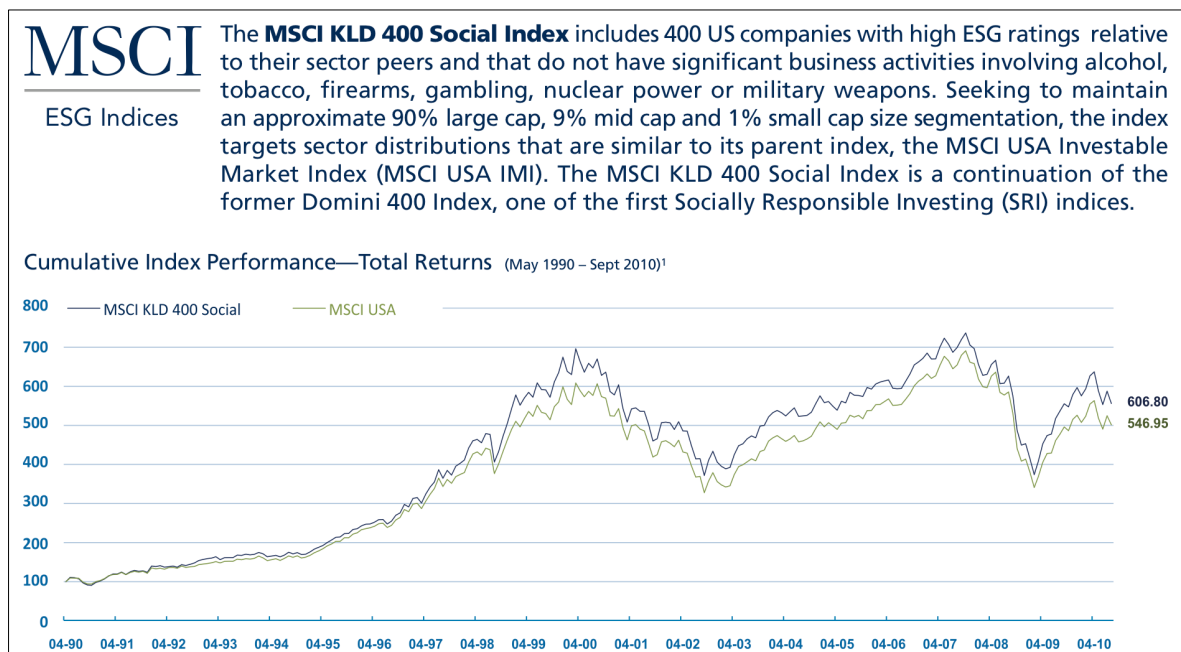
Moskowitz (1972) 認為股票市場並沒有把公司的CSR表現正確評價，也就是說股票市場對於CSR資訊並不夠有效率，而會低估盡CSR帶給公司未來財務績效提升的好處，也低估不盡CSR帶給公司的壞處。舉例來說，A公司投入資源於員工的人力資本投資，員工向心力與工作績效會於未來提升，而會帶給A公司未來財務績效提升的好處，但股票市場會低估這個好處；B公司有環境污染的問題，未來可能會導致主管機關要求巨額罰款（而導致財務績效下降），但股票市場會低估這個壞處。從而善盡CSR的A公司的股價會被低估，不盡CSR的B公司的股價則會被高估。如果社會責任投資此時買進CSR表現好的A公司並賣出CSR表現不好的B公司的話，長期而言就會有較佳的投資績效。

(4) 投資人偏好觀點

根據Mackey, Mackey, & Barney (2007) 的投資人偏好觀點，社會責任投資組合可能會比一般投資組合有較低的預期報酬率，因為善盡CSR的公司股價會高於其財務基本面的價值，從而預期報酬率會降低。原因解釋如下：正如我們在之前迎合效果的推論，如果股票市場上存在著一群具社會責任意識的股東，他們在投資公司股票時，不會只想著增加他們自己的財富，而能夠從這些公司的CSR活動中獲得非金錢性的效用。當公司投入資源於CSR活動讓公司未來的現金流量減少，他們還是願意投資這些公司的股票，公司股價便不會因公司善盡CSR而下跌，甚至還會增加，從而公司目前的市場價值也不會下跌，甚至還會增加（從而預期報酬率會降低）。

5. 做好事有好報 – 社會責任投資會有好的報酬嗎？(實證觀點)

我們將於此部分先從實證研究的角度，陳述社會責任投資是否會有好的報酬。



圖六、CSR股價指數的績效優於一般股價指數²⁷

根據前面的說明，我們不管是根據 Freeman (1984) 的利害關係人理論觀點，或是根據 Moskowitz (1972) 的市場不效率觀點，都隱含著 CSR 表現好的公司之目前股價被低估，同時 CSR 表現不好的公司之目前股價被高估，所以如果社會責任投資者能採用以下的投資策略：買進股價被低估的 CSR 表現好的公司股票，同時賣出股價被高估的 CSR 表現不好的公司股票的話，將能獲取正向異常報酬。圖六便顯示出 CSR 股價指數 (MSCI KLD Social Index) 的績效確實勝過一般股價指數 (MSCI USA)。

但是從學術理論的角度來看，社會責任投資績效較佳的推論其實違反了市場效率假說，因為如果資本市場有效率，因為資訊 (包括 CSR 資訊) 會充分且迅速地反映在股價上，所以不管公司 CSR 表現是好或壞，公司目前的股價將不會被低估或被高估。

然而資本市場未能充分且迅速反應 CSR 資訊的現象，其實已經獲得許多學術研究的支持。根據 Renneboog *et al.* (2008) 對於學術文獻的歸納，Derwall, Gunster, Bauer, and Koedijk (2004) 根據美國公司 1997–2003 年的資料並以 Carhart (1997) 四因子模型分析，發現環境效率得分高的投資組合比得分低的投資組合每年異常報酬率多出 6%，並稱此種違反效率市場假說的現象為環境效率溢酬之謎 (eco-efficiency premium puzzle)。Gompers (2003) 則根據 1990 年代美國公司的資料，發現買進公司治理表現好的股票，並同時賣出公司治理表現差的股票，每年異常報酬率達 8.5%，Cremers and Nair (2005) 也發現類似的現象。如果我們

²⁷請參考：http://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-kld-400-social-index.pdf。

不考慮公司治理，資本市場未能充分且迅速反應 CSR 資訊的現象，最近也獲得頂尖財務金融期刊 Journal of Financial Economics 的學術文獻 Edmans (2011) 的支持，其發現即使在非常有效率的美國股票市場，員工滿意度 (employee satisfaction) 這種免費公開資訊，需要 4 年半 (54 個月) 才能充分反應至股價上，讓股價回歸基本價值，代表資本市場沒有充分且迅速地反映員工滿意度這項無形資產帶給公司財務績效提升的好處(如圖七)。Edmans (2011) 是以最值得任職之 100 家美國公司 (100 Best Companies to Work For in America) 來衡量員工滿意度並建構投資組合。

該評比指標係由 Levering, Moskowitz, and Katz (1984) 與 Moskowitz and Katz (1993) 所建構，後來此項評比由財富雜誌 (Fortune Magazine) 接手持續每年公佈，成為有影響力的員工滿意度指標。從 1984 年到 2009 年，Edmans (2011) 根據該評比所建構的投資組合每年可獲得 3.5% 的異常報酬 (已控制風險溢酬、規模溢酬、價值溢酬、動能溢酬)。我們可以從圖七可以看出該投資組合相對於市場 (Market) 或同類型產業 (Industry) 的累積異常報酬率 (cumulative abnormal return, CAR) 確實持續增加了 54 個月。就美國資本市場而言，隱含投資人若能進行社會責任投資，尋找被資本市場低估的 CSR 特性 (譬如員工滿意度、公司治理、環境保護等等)，將有助於提升投資報酬率。這對於社會責任投資的倡議者而言，是令他們感到鼓勵的研究結果。²⁸

Panel A: CARs		CAR over
Month	Market	Industry
6	2.11	2.21
12	5.57	4.72
18	7.26	6.65
24	10.36	8.66
30	11.50	10.36
36	15.73	12.88
42	18.63	15.92
48	21.03	17.33
54	24.10	20.57
60	24.21	20.68

圖七、以員工滿意度較高的公司所建構的投資組合有較高的投資績效²⁹

不管是 Freeman 觀點或 Moskowitz 的觀點，都推論社會責任投資可以因為投資於 CSR 表現好的公司，而能有好的長期財務績效。但是，如果這樣的觀點為真，那麼一般共同基金的投資組合也可以選擇這些 CSR 表現好的公司來投資，從而社會責任投資應該最多只能跟一般共同基金的投資組合有一樣好的財務績效而已。但是事實上，評估公司的 CSR 表現是件相當

²⁸請亦參考詹場，柯文乾，池祥麟 (2016)。

²⁹請參考Edmans (2011) 表九。

耗費心力與複雜的過程，需要具備專業的研究團隊。而相對於社會責任投資共同基金而言，一般的共同基金並沒有配置這樣的研究團隊，從而它們並無法即時得知哪些公司才是 CSR 表現好的公司；其次，共同基金的持股的資訊公開通常有時間的延遲，譬如一季才會公布一次，所以一般的共同基金也不容易即時地去模仿社會責任投資共同基金之持股。因此，如果資本市場對於 CSR 資訊不夠有效率，亦即無法充分且迅速地反應 CSR 資訊的話 (Edmans, 2011)，社會責任投資共同基金還是有可能有較好的長期投資績效。³⁰

就 Mackey, Mackey, & Barney (2007) 的投資人偏好觀點而言，CSR 表現好的公司的目前股價不但沒有被低估 (亦即股票市場對於 CSR 資訊並沒有不效率的問題)，而且其股價還會高於其基本面的價值。因此，Freeman 觀點或 Moskowitz 的觀點比較適用於 CSR 表現好的公司股價被低估的期間，所以如果社會責任投資能夠在此時就發掘出這些 CSR 表現好的公司來投資的話，隨著時間的推移，當未來公司股價上升而回至合理價位，甚至還高於財務基本面價值時 (Mackey, Mackey, & Barney, 2007) 時，社會責任投資共同基金就能夠有更好的長期財務績效。總之，社會責任投資共同基金如果要有好的長期財務績效，機構投資人 (如共同基金) 具備專業的 CSR 研究團隊是不可或缺。³¹

(三) 產品公平性 (product fairness)

近年來，由於金融危機的發生，許多人將問題指向金融機構，亦即金融機構濫用其金融專業，設計過度複雜的結構性金融商品以剝削不專業的投資人，此種「藉損人以利己」或「不公平」的違反企業倫理的作法，也獲得嚴謹的頂尖學術研究的證實 (Henderson and Pearson, 2011))。2012 年又發生金融業的企業醜聞，亦即國際數家大型金融機構的倫敦銀行間拆放款利率 (Libor) 聯合操縱事件，使得金融機構必須在推出其產品與服務的同時，必須重視公平對待客戶的倫理原則。許多金融機構為了因應社會大眾對於企業的期待，也開始被動地因應社會大眾的壓力以挽回社會大眾的信任，譬如花旗集團在歷次 (包括此次) 金融風暴均是被社會大眾指責的對象之一，從而其於此次金融風暴後所出具的 2009 年企業社會責任報告書中的四項重點中，第二點就特別強調責任型金融 (responsible finance) 以重視對於其顧客的公平性，其提到：「我們會傾聽顧客與消費者的需求，並公平地對待他們與提供他們需要的協助 (Hear how we meet the needs of consumers and clients, treating them fairly and providing support when needed.)」，如圖八所示。

³⁰請亦參考池祥麟 (2015a)。

³¹請亦參考池祥麟 (2015a)。



圖八、花旗集團 2009 年企業社會責任報告書強調的四項重點

就台灣而言，詹場與池祥麟（2014）也從「產品公平性」這個角度，來對於我國券商發行之權證市場品質及造市績效進行評比。結果發現我國的個別券商發行之權證市場品質參差不一，投資人選擇價差最大的 5 家券商發行之權證，其交易成本是價差最低的 5 家券商發行之權證的 3.6 倍，致使投資人的報酬率減少 11%；深度最高的 5 家券商發行之權證深度是深度最低的 5 家券商發行權證的 6.5 倍。既使在實施造市之機制後，價差最大的 5 家券商之權證價差為價差最小的 5 家券商之 3.3 倍；深度最大的 5 家券商之權證深度為最小的 5 家券商之 4 倍。顯示有些券商對其發行之權證並未善盡造市之責，導致其發行之權證價差過大、深度不足的現象，使得與這些券商交易的權證投資者權益無法獲得有效的保護，導致「不公平」的損失（請參考表四）。³²

詳細言之，Barber、Lee、Liu 與 Odean（2009）發現台灣個人投資者不但在股票市場比率偏高，交易過度頻繁，而且承受損失，因此建議個人投資者應該多投資共同基金，藉由法人投資者的專業能力獲得合理的報酬。台灣股市自從民國 1997 年推出權證以來，交易量急遽上升，成為個人投資者進行投機或避險的一項重要金融工具。然而權證的風險比股票高，價格決

³²此部分有關我國券商發行權證之市場品質的說明，請參考：詹場與池祥麟（2014）。

定因素也較複雜，同時也不適合作為長期投資標的。因此，如何保障個人投資者從事權證交易之合理權益及福祉，是市場主管機關、投資者及金融機構必須重視與關心的課題。

表四、各券商發行之權證的市場品質評比

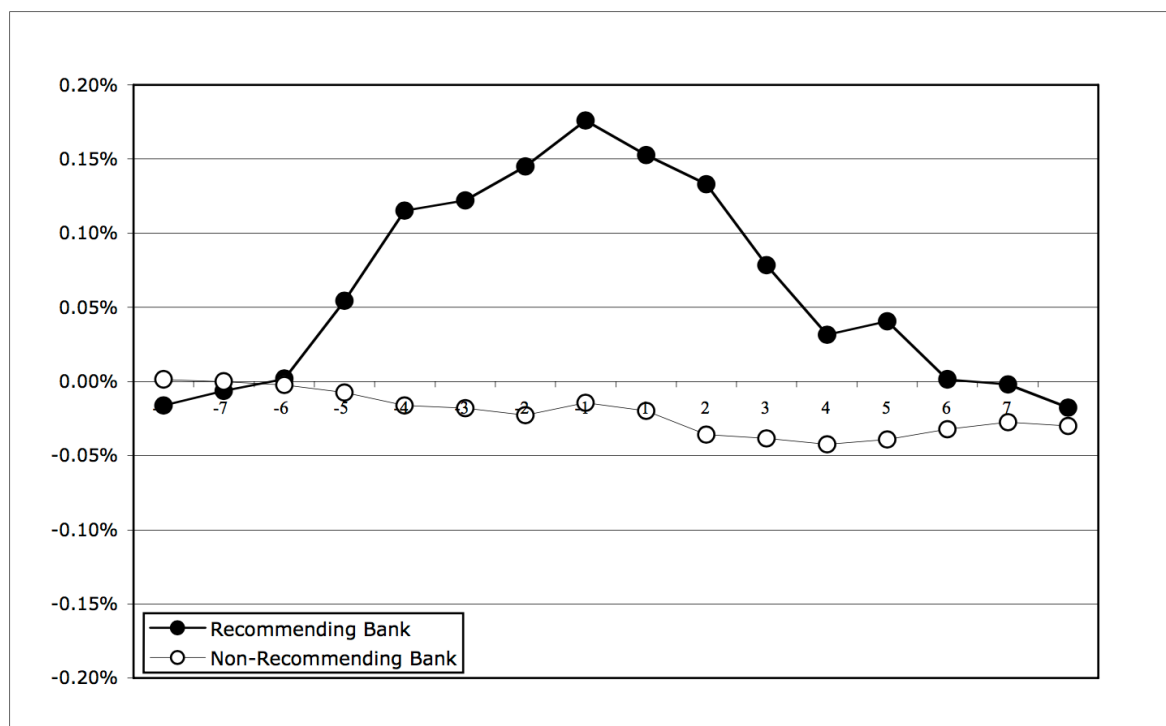
券商	價差	名次	深度	名次	波動性	名次	綜合名次
寶來	0.043	4	247.9	1	0.023	1	1
凱基	0.035	1	175	2	0.024	3	1
元大	0.039	2	174.5	3	0.028	6	3
群益	0.042	3	128.8	4	0.029	9	4
統一	0.067	9	115.5	7	0.025	4	5
國泰	0.057	6	58.6	13	0.023	2	6
富邦	0.050	5	76.9	9	0.028	7	6
台証	0.089	15	121.6	6	0.027	5	8
元富	0.059	7	78.9	8	0.032	12	9
日盛	0.083	13	70.4	10	0.033	13	10
康和	0.076	11	30.4	17	0.028	8	10
永豐	0.063	8	51.1	15	0.036	15	12
兆豐	0.115	16	61.7	12	0.032	11	13
信證	0.072	10	67.3	11	0.044	18	13
工銀	0.089	14	36.8	16	0.032	10	15
大華	0.081	12	56.2	14	0.040	17	16
永昌	0.164	19	123.3	5	0.056	20	17
新壽	0.125	17	20.8	19	0.035	14	18
國票	0.130	18	18.9	20	0.038	16	19
亞東	0.226	20	22.5	18	0.052	19	20
平均	0.085		86.9		0.033		

註：本表呈現 2008/7/1 至 2009/12/31 樣本期間各券商發行之權證的價差、深度及波動性。每一券商之整體權證的價差、深度、波動性是以各權證成交量為權數進行加權平均。價差與波動性都為原始值（未乘 100%），深度之單位為千元。

事實上，券商與個人投資者之間可能存在利益衝突。Shen 與 Chih (2009) 以台灣股市為例，發現券商自營部門會在經紀部門發佈股票買進推薦前先行買進股票，然後於發佈買進推薦後賣出股票（請見圖九），證實券商與個人投資者之間存在利益衝突。而且 Shen 與 Chih (2009) 發現上述利益衝突可增加券商之獲利，顯示台灣股市投資人並無法完全看清與規避這些利益衝突而蒙受損失，而券商可經由這些利益衝突獲利，隱含券商並未受到市場機制懲罰，如此一來，券商秉持誠信經營的誘因可能降低。

就認購權證而言，臺灣證交所認購(售)權證上市審查準則第十七條規定：「發行人自營部門於該認購(售)權證核准發行後一個月內及到期前一個月內，除基於風險沖銷之需求或本公司另為規定之情事者外，不得自行買進賣出該標的證券」，該條文於民國 100 年 9 月 28 日修正

為「發行人自營部門之自行買賣及就所發行認購(售)權證之避險買賣，不得有影響市場價格公平性及損及投資人權益之情事，並應配合訂定及執行有效之內部控制制度」。這顯示臺灣證交所已考量到券商與個人投資者之間可能的利益衝突，亦即避免自營部門買賣而操控權證之標的股票價格或影響權證價格之可能。



圖九、發佈買進股票推薦的券商 (recommending banks) 與無發佈的券商 (non-recommending banks) 在推薦前後 8 週對於所推薦股票的持有部位變動情況

無論個人投資者買賣權證是為了以小博大進行投機，或是為了規避持有股票部位之風險，過高的權證價差都會導致個人投資者承受過高的交易成本。此外，如果券商發行權證的權利金偏高，對權證價格合理性較無概念的個人投資者在購買之後，也會因為權證深度不足而無法及時進行交易，只能坐視權證時間價值日漸消失，而蒙受更大的損失，在此同時，權證發行券商卻能坐擁權利金的收入。根據遠見雜誌 2010 年 11 月號第 293 期的報導便指出：「長期以來，權證最為人詬病之處，就是成交量低，賣不掉或買不到，不然就是隱含波動率操控在券商手裡，投資人被坑殺等」。³³ 客觀而言，若權證投資者之損失是源於權證本質上的風險（譬如標的股價格走勢、高槓桿倍數等），則屬「合理」的損失；但若權證投資者之損失是源於權證市場品質不佳，則屬「不公平」的損失，這也是一種證券商與投資人之間的利益衝突。

³³詳文請參考彭杏珠於《遠見雜誌》2010 年 11 月號第 293 期的報導「今年發行量可望挑戰萬檔 權證投資正熱門 快進快出以小博大」。

儘管權證投資者未被強迫進入權證市場承受上述「不公平」的損失，但若是權證投資者無足夠的專業知識評估權證商品，即使他們沒有被迫進入權證市場，他們還是可能遭遇不公平的損失。許多文獻指出，由於投資人缺乏金融商品的基本知識與充足資訊，從而無法進行最佳的投資決策 (Braunstein & Welch, 2002; Lusardi, Mitchell, & Curto, 2009; Acharya, Cooley, Richardson, & Walter, 2011)。例如許多美國投資人因為缺乏基本的理財知識與充足的資訊，因此未能取得最有利的放款，反而取得那些風險利益比率偏高的放款 (Willis, 2006)。因此即使投資人沒有被迫進入權證市場，他們還是可能遭受不公平的損失，因為部分券商可以經由發行品質不佳的權證，從投資人身上獲取利益。

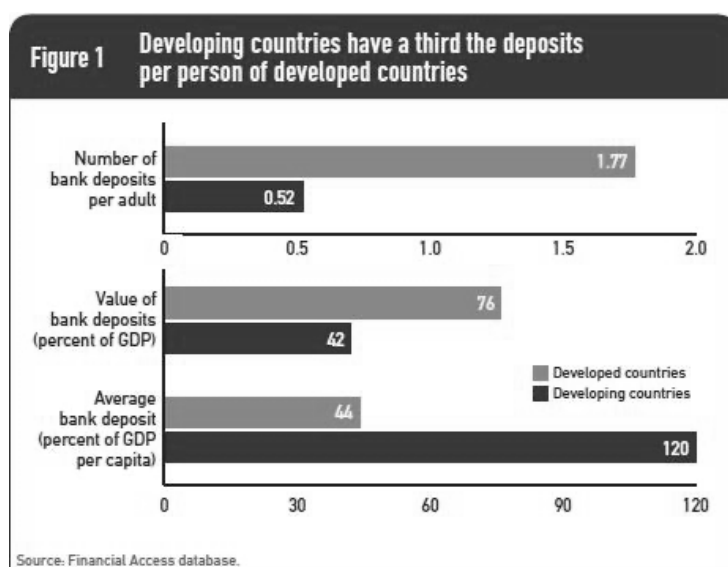
台灣證交所爲了提升權證市場之流動性，從 2009/1/1 開始在競價交易機制中增加造市機制，要求發行權證之券商須盡造市者的義務。若此措能確實執行，應可提昇權證市場品質，實際上也是如此，詹場、胡星陽、池祥麟、葉鴻志與徐崇閔 (2013) 從整體市場角度，發現權證市場品質隨著造市機制的實施而提昇。儘管權證整體市場品質隨著造市機制實施而提昇，但各券商之造市成效可能參差不一。例如有些券商對其發行之權證可能未善盡造市之責，導致價差過大或深度不足，使得投資這些券商發行之權證的投資者權益無法獲得保障，形成上述「不公平」的損失。因此，若主管機關能夠定期對各券商發行之權證的市場品質與各券商造市成效進行評比並公佈，則權證投資者將有較充足的資訊及能力，評估各券商發行權證之市場品質及其造市成效，規避「不公平」的損失。如此一來，權證投資者之權益獲得有效保障，將吸引更多投資人參與權證市場交易，從而有助於權證市場之發展。對權證發行券商而言，優質的券商也將因此受到激勵，非優質的券商也受到警惕。

即使權證發行券商沒有維護市場品質之責，但若能夠提供投資者較充足的資訊 (譬如券商評比資訊)，將可以促使券商進行良性競爭，亦具有激勵揚善與監督警惕的功能，讓券商經由提供高市場品質的權證商品，提昇投資人對其發行之權證的信心，吸引更多的交易，並增加對該券商未來發行之權證的購買意願。因此券商維護其發行權證之市場品質，是有助於其獲利的策略性作法。

我們認為上述的政策意涵也適用於公司的 CSR 評比，亦即提供社會大眾充分、獨立、公正且客觀的公司 CSR 評比資訊，將可以促使公司進行良性競爭，發揮激勵揚善與監督警惕的功能，讓公司透過善盡 CSR 而提昇社會大眾對其產品與服務的信心，吸引更多的消費者 (提升銷售量) 與更好的員工 (能招募並保有優秀的員工並有著低離職率)，並增加投資人對該公司股票購買意願 (而能提升股價從而降低公司權益的資金成本)，因而最終能對 CSR 表現佳的公司之財務績效有正面幫助。

(四) 微型金融與金融賦權 (microfinance and financial empowerment)³⁴

尤努斯教授 (Muhammad Yunus) 與鄉村銀行 (Grameen Bank) 於 2006 年共同獲得諾貝爾和平獎時便提到當時貧富差距的情況：「世界上 94% 的所得是由這世界 40% 的人們所擁有，代表這世界 60% 的人們僅擁有世界上 6% 的所得；而且這世界超過一半的人口一天生活費只有美金 2 塊錢，超過 10 億的人口一天生活費不超過美金 1 塊錢」。³⁵ 而且這些經濟弱勢還遭遇金融排除 (financial exclusion) 的問題，讓他們無法取得基本的金融服務 (存款、借款與保險)，無法以合理利率借得資金從事自雇事業，在高利貸的剝削之下，他們無法脫離貧窮，他們的下一代也無法脫離貧窮，因為他們的下一代沒有錢受教育，無法累積人力資本，從而世世代代均無法脫離貧窮。



圖十、發展中國家金融服務缺乏的現象

資料來源：World Bank Financial Access 2009 報告書

根據世界銀行所出版的 Financial Access 2009 報告書指出，全球 68 億人口中就有 27 億無法獲得金融服務，這凸顯出金融排除的嚴重程度。如果從圖十深入觀察，可以發現已開發國家的平均每個成年人的銀行帳戶數為 1.77 個，但開發中國家平均每個成年人的銀行帳戶數只有 0.52 個；其次，已開發國家的總存款占國家整體 GDP 的比率為 76%，此比率遠高於發展中國家的 42%；更重要的是，已開發國家的每一存款戶的平均存款占每人 GDP 為 44%，開發中國家卻高達 120%，代表開發中國家的存款集中於那些少數可以取得金融服務者。報告中其他數

³⁴此部分內容請參考池祥麟與黃啓瑞(2011)。

³⁵MLA style: "Muhammad Yunus - Nobel Lecture." Nobelprize.org. 3 Apr 2011.
http://nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/yunus-lecture-en.html

據還顯示出，開發中國家微型金融機構或合作社的被利用程度會比一般商業銀行高。因此可以得知，微型金融機構在開發國家中提供重要的金融管道。

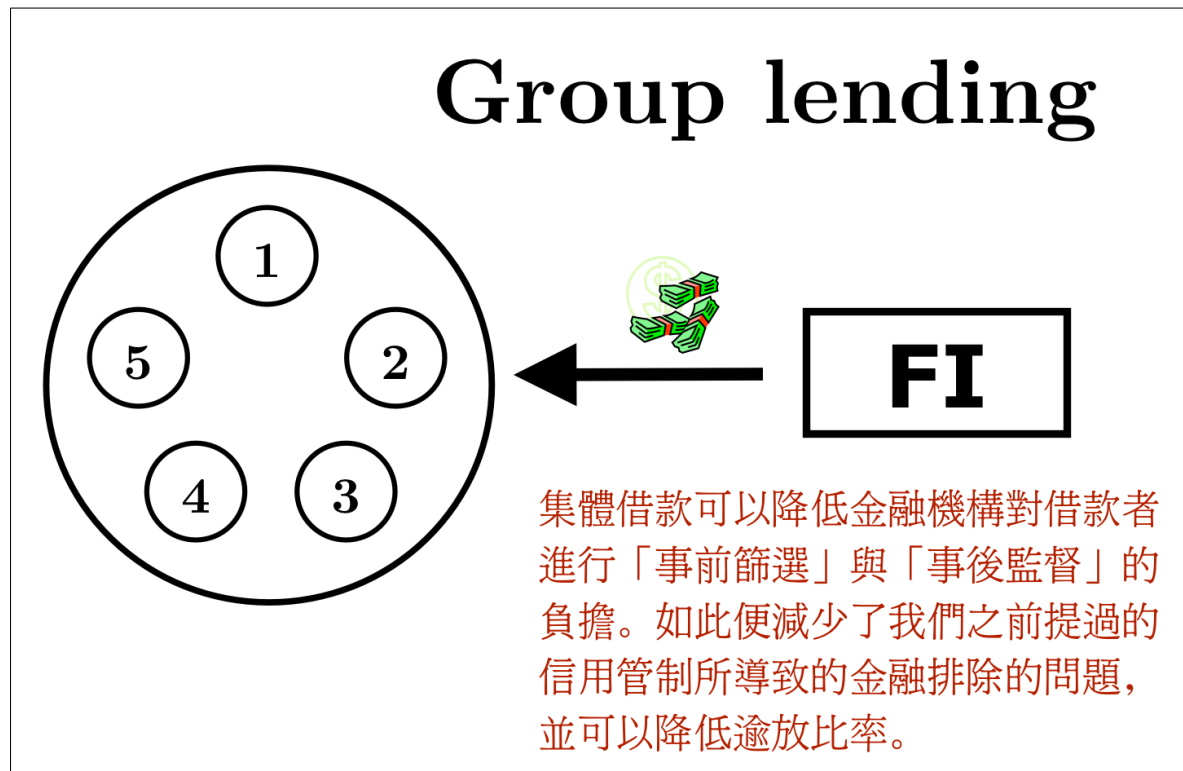
近年來企業社會責任的觀念日益盛行，而其定義為公司除了追求股東利潤（或財富）極大化之外，必須同時兼顧到其他利害關係人的福利。但是，公司畢竟資源有限，所以如果能在善盡社會責任時，選擇與適合的非營利組織合作，將較能確實提昇對社會的正面影響力。因為畢竟相對於公司，非營利組織才具有解決社會問題的專業能力與經驗。微型金融機構透過集體借貸（group lending）的金融創新機制以及伴隨的社會壓力的方式，大幅解決貸款者與借款者之間因資訊不對稱所造成的逆選擇與道德危險問題，讓經濟弱勢可以用合理利率借得信用貸款從事自雇事業而脫離貧窮，同時有著極低的逾放比率；在此同時，大型金融機構有著充沛的資金、網絡與金融業經營管理的知識與技術，所以如果大型金融機構運用其本業核心能力，透過與微型金融機構合作來解決貧富不均與金融排除的社會問題，大概是這些大型金融機構善盡企業社會責任的最好方式之一。

1. 微型金融的概念與現況

要討論微型金融的概念，可以從「信用限額」或「信用管制」（credit rationing）談起。信用限額是指一個經濟體系內由於金融機構與潛在借款人之間的資訊不對稱所導致的資金超額需求現象。此種資訊不對稱會導致逆選擇（adverse selection）與道德危險（moral hazard）的問題，也就是說，當金融機構無法在事前判斷借款者的特徵是屬於高風險或低風險時，會導致高風險的借款人比較會向金融機構借錢，此稱為逆選擇；當金融機構無法在事後確實觀察借款者會將向金融機構借來的資金運用於高風險或低風險的計畫時，會導致借款人比較會將資金用在高風險的計畫，此稱為道德危險。在此種情況下，金融機構所願意提供的資金供給會小於借款人的資金需求，而造成資金的超額需求（亦即信用限額）。如果金融機構把放款利率調高，其實是可以解決此種資金超額需求的現象，但是把放款利率調高，卻可能會使上述的逆選擇與道德危險問題更嚴重，使得金融機構的借款人風險增加而導致金融機構的獲利下降。

事實上，微型金融機構透過集體借貸的金融創新機制以及伴隨的社會壓力的方式，大幅解決上述貸款者與借款者之間因資訊不對稱所造成的逆選擇與道德危險問題，讓經濟弱勢可以用合理利率借得小額的信用貸款從事自雇事業而脫離貧窮，同時有著極低的逾放比率。茲舉一例說明集體借貸的運作方式（請見圖十一）：「五個借款人組成一個互相保證的群體（group），微型金融機構先借款給第一個人，其他人就是保證人，替微型金融機構監督她有無認真工作賺錢，而不是將借款亂花，一旦她還錢，微型金融機構再借款給下一位。同樣地，這時其餘四位也是當保證人，等五人都借了錢，一旦還完，則下一次額度可以增加。但如果有人不還錢，其他人

就借不到錢了(或是要幫他還)」。這種運作模式，會讓人們在組成群體時就慎選同伴，所以可以協助微型金融機構降低逆選擇的問題；在組成群體開始向微型金融機構輪流借款之後，群體內的成員又會相互監督，所以可以協助微型金融機構降低道德危險的問題；特別是如果有人不還錢，還會遭遇到群體內成員的社會壓力。因此，透過此種集體借貸的金融創新機制以及伴隨的社會壓力的方式，大幅的解決了微型金融機構所面臨的逆選擇與道德危險問題，也減輕因為信用限額所導致的金融排除的現象。



圖十一、集體借貸 (group lending) 的運作方式

其次，除了信用貸款之外，微型金融機構另一項重要的功能便是提供儲蓄，因為經濟弱勢地區若沒有銀行，人們有了積蓄時便沒有安全的地方存放。他們可能將積蓄藏在枕頭下，或是去購買動物、珠寶或是購買生產與建築原料，這些方式都有被偷竊的風險，而且流動性也很差。因此，儲蓄也是微型金融機構所提供的重要的功能，但卻經常被人遺忘，故稱為「被遺忘的另一半」(forgotten half of microfinance)。此外，微型金融機構也會採行借款前的儲蓄要求 (pre-loan savings requirements)，亦即若要向其借款，必須先在機構內建立儲蓄的習慣。

微型金融機構有多種組織類型，包括非營利組織或非政府組織 (non-governmental organization; NGO)、儲蓄互助社、金融合作社、國營發展銀行或郵政銀行，甚至有進行微型金融業務的商業銀行。而尤努斯教授所創立的鄉村銀行便是微型金融機構的典範機構。尤努斯教授於 2006 年共同獲得諾貝爾和平獎時，便提到鄉村銀行已經在孟加拉 73,000 個村莊放款給

700 萬名窮人，而且 97% 是婦女（因為婦女會把錢用在改善家庭生活與小孩的教育上，但男人會把錢拿去花掉），放款總額已累積達 60 億美金。鄉村銀行提供的金融服務包括信用貸款、房屋貸款（修繕破舊的房屋）、就學貸款（讓小孩能夠受教育）、微型企業貸款、儲蓄、退休基金、保險等等。重要的是該銀行自 1995 年起便不需要接受捐款，完全可以自給自足，存款總額與自有資金已經達放款總額的 143%。^{36,37} 此種鄉村銀行模式並已經推廣到 40 幾個國家，包括馬來西亞、菲律賓、越南、印尼、中國、印度、拉丁美洲等國家，甚至也推廣到美國芝加哥與阿肯色州等地。這也意味著先進國家也有微型金融機構的需求，因為他們也有貧富不均的問題。此外，德意志銀行（Deutsche Bank）估計全球對於微型金融的放款需求大約有 2,500 億美元，大約是目前微型金融已貸放金額的 10 倍，顯見微型金融還有很大的發展空間。³⁸

2. 微型金融的爭議與大型金融機構可以扮演的角色

近幾年來，微型金融機構的成功也伴隨著爭議，亦即有許多微型金融機構為了獲取資本市場的資金挹注以服務更多的經濟弱勢，由原本的非營利組織轉型成為公司組織，引發人們對於微型金融機構使命偏離（mission drift）的質疑。譬如墨西哥的微型金融機構 Compartamos 於 2007 年 4 月進行 IPO 籌措到 4.67 億美元，是拉丁美洲微型金融機構進行公開發行的首例；印度最大的微型金融機構 SKS Microfinance 亦於 2010 年 8 月進行 IPO 籌措到 3.58 億美元。尤努斯教授對於此現象提出質疑，他說當微型金融機構因為公開發行而引入外部股東時，將產生外部股東與經濟弱勢的利益衝突，因為微型金融機構將會改為追求外部股東的財富而過度提高放款利率，使得經濟弱勢的利益減損，這違背了微型金融機構原本要造福經濟弱勢的使命，還將國際資本市場的波動風險轉嫁給這些經濟弱勢。但是 Compartamos 的經營者 Carlos Danel 與 Carlos Labarthe 則認為透過轉型成公司組織，將可以獲取資本市場的資金挹注以服務更多的經濟弱勢，並擺脫對於捐款的倚賴，這樣就不會對捐款產生排擠效果，而且透過效率的經營，還是可以避免放款利率的提高。尤努斯教授則回應說微型金融機構根本可以不需要倚

³⁶MLA style: "Muhammad Yunus - Nobel Lecture". Nobelprize.org. 3 Apr 2011.
http://nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/yunus-lecture-en.html

³⁷有研究指出能夠自給自足的微型金融機構比那些需要接受捐款的微型金融機構有著較低的逾放比率，亦即前者的借款人比較願意還錢。究其原因可能在於自給自足的微型金融機構比較能夠永續經營，相對地，那些需要接受捐款的微型金融機構可能會因為捐款終止而倒閉，從而借款人比較有誘因與自給自足的微型金融機構建立「有借有還，再借不難」的長期關係。

³⁸請參閱 Malkin, Elisabeth, 2008, "Microfinance's Success Sets Off a Debate in Mexico," The New York Times (April 5, 2008)。

賴捐款與資本市場，因為他所經營的鄉村銀行在孟加拉已經有 2,500 家分支，完全可以自給自足，而且早自 1995 年起便不需要接受捐款。³⁹

根據以上爭論，微型金融機構是否應該由原本的非營利組織轉型成為公司組織，確實是值得思考的問題。或許不同國家的微型金融機構所面臨的客觀環境不同而有著不同的需要，但是微型金融機構透過與大型金融機構合作，來拓展微型金融機構所能關心的範圍，或許也是另外一條可行之道，而未必一定要轉型成公司組織。

3. 世界各國金融業透過微型金融善盡企業社會責任的概況

目前世界各國大型金融機構透過與微型金融機構合作來善盡企業社會責任的方式，也可以發現他們也相當重視微型保險。有些大型金融機構則透過基金會模式與微型金融機構進行合作，可以讓合作的活動與景氣循環脫勾，亦即大型金融機構可以在財務績效較佳時，多撥款給公司基金會以累積基金會的資源，這樣一來，在面臨不景氣時，公司還是可以透過基金會對微型金融機構進行穩定的協助（而不是透過公司本身），如此也比較不會引起股東與員工的不滿。表三則顯示出目前世界各國大型金融機構跟哪些國家的微型金融機構合作，似乎並未集中於開發中國家，亦即此合作模式在開發中國家與已開發國家均很重要。

4. 金融業透過企業社會責任的個案分析 – 花旗集團 (Citigroup)

花旗集團於 2005 年成立「花旗集團微型金融事業體」(Citigroup Microfinance Group) 以促進許多國家的金融取得 (financial access) 的規模與範圍。經濟學人雜誌 (The Economist) 於 2005 年也提及：花旗集團是對於微型金融最有雄心的大型銀行，也提及花旗銀行在促進許多落後國家的金融取得時，並不是直接與當地個人借款戶交易，而是透過與當地的微型金融機構建構合作關係以間接地與當地個人借款戶交易。如此作法可以善用當地微型金融機構對於在地個人借款戶的資訊優勢，以克服資訊不對稱的問題。2006 年倫敦金融時報 (Financial Times) 亦撰文讚許花旗集團透過與落後國家的微型金融機構合作的作法，因為如此可以協助當地經濟弱勢取得原本無法獲得的金融服務。

至於花旗集團提供給微型金融機構的金融服務與商品，包括：融資、現金管理、資本市場、交易服務、避險、儲蓄、匯款與人壽保險商品等。特別是花旗集團於 2006 年協助墨西哥最大的微型金融機構 Compartamos 發行經由世界銀行的國際金融公司 (International Finance Corporation, IFC) 信用強化的債券計 5,000 萬美元，此債券頗受投資人歡迎，因為被墨西哥

³⁹請參閱 Muhammad Yunus, 2011, "Sacrificing Microcredit for Megaprofits," Op-Ed Contributor, New York Times, January 14.

當地的機構投資人超額認購達三倍以上。此外，花旗集團亦於 2006 年與荷蘭的 FMO 銀行及德國的 KFW 銀行，共同協助 BRAC 將其放款進行資產證券化，於全球金融市場籌集 1 億 8,000 萬美元，BRAC 是位於孟加拉之進行微型金融的非營利組織。

事實上，微型金融機構與傳統主流的金融機構呈現互補而非競爭的關係，因為兩者各有優勢：微型金融機構擁有當地居民的草根性資訊（軟性資訊）之優勢，大型金融機構則擁有豐厚的資金與良好的經營管理知識、網絡與多元的金融商品。如果兩者相互合作將能互蒙其利：微型金融機構能夠獲得更多的資金與金融商品來服務經濟弱勢並促進社區發展；大型金融機構則可以因此發揮本身專業能力善盡企業社會責任，也可以因此開發未來的客戶群，也就是說，當經濟弱勢因為微型金融機構的扶持而累積一定的經濟能力與良好的信用記錄後，便可成為大型金融機構的客戶群，因此，我們可以稱微型金融機構為大型金融機構於經濟弱勢地區的「拓荒者」(trailblazers)。⁴⁰

表五、世界各國大型金融機構會至哪些國家的微型金融機構進行合作？

亞洲	歐洲
韓國 印度 斯里蘭卡 馬來西亞 印尼 菲律賓 沙烏地阿拉伯 巴基斯坦 孟加拉共和國 中國 上海、 日本 浦那 斐濟 柬埔寨	義大利 荷蘭 比利時 盧森堡 西班牙 葡萄牙 德國 芬蘭 波士尼亞和赫塞哥維那共和國 挪威 羅馬尼亞 松博爾 匈牙利
非洲	美洲
莫三比克 坦尚尼亞 烏干達 肯亞 奈及利亞 塞內加爾(西非)	美國 安大略 加拿大 魁北克 哥倫比亞 巴拉圭

⁴⁰此部份資訊亦請參閱「美國社區發展金融機構聯盟」(Coalition of Community Development Financial Institution, Coalition of CDFI) 網站：<http://cdfi.org/index.php?page=info-1e>。

甘比亞(西非)、 蒲隆地(中非)	墨西哥 智利、 巴西、 阿根廷、 委內瑞拉 哥斯大黎加 祕魯、 智利、 波多黎各
-----------------------------	---

五、善盡企業社會責任會提昇財務績效嗎？

此部份將會納入管理學、會計學與財務金融學的觀點，歸納理論與實證的學術文獻，分析金融業善盡企業社會責任是否能夠提昇財務績效，期望讓研究計畫內容更完整豐富，提供實務界好的政策意涵。此計畫也將根據 CSR 資料庫：MSCI ESG KLD STATS，進行企業社會責任與財務績效間關聯性的實證研究。

(一) 企業做好事是否有好報之理論分析

Schuler and Cording (2006) 對於 CSR 與企業財務績效 (corporate financial performance, CFP) 之間關係之學術文獻，做了非常好的歸納，共有五種理論：良好管理理論、利害關係人契約成本理論、私人成本理論、管理狡詰理論與可負擔理論，以及本研究提出之第六種理論：CSR 與 CFP 無關論。⁴¹

1. 良好管理理論 (good management theory)

此理論認為好的 CSR 績效 (有時稱為 corporate social performance, CSP) 與好的 CFP，所須具備的管理技能與策略是相同的 (Alexander and Buchholz, 1978; Anderson and Frankle, 1980; Davis, 1973; Frooman, 1997; Ullmann, 1985; Waddock & Graves, 1997)，因此，假設社會大眾能夠獲取公司之 CSR 活動資訊的話，CSR 表現好的公司會被認為也有好的管理技能與策略，從而這些公司在從事於 CSR 活動時，也必定能從中產生高於成本的財務利益，而讓 CFP 提升。第二，此理論還假設社會大眾具有「利他」(other-regarding) 的道德價值，因此，他們會為了獎勵 CSR 表現好的公司，而去購買該公司所生產的產品，投資該公司的股票，或是至該公司工作等等，這些獎勵 CSR 表現好的公司的作法，均有助於公司的 CFP。因此，在上述兩點的作用之下，良好管理理論認為 CSR 的表現對 CFP 具有正向影響。

2. 利害關係人契約成本理論 (stakeholder contract costs theory)

正如同我們在第三節第(一)部分所言，利害關係人理論認為企業與利害關係人之間其實有訂立隱性契約，亦即公司的利害關係人會希望公司公平地尊重他們的權利而且能公平地分配盈餘 (Sen, 1997; Swanson, 1995)，從而當公司投入資源於 CSR 活動而且社會大眾能夠得到這些活動的資訊時，將能夠促進社會和諧，而能降低公司與利害關係人之間的關係成本 (Jones, 1995)，從而能提昇 CFP；但若公司採行違反 CSR 的活動時，便違反了此

⁴¹請亦參考 Schuler and Cording(2006)與池祥麟(2015b)。

隱性契約，利害關係人便會干擾公司的活動，譬如員工罷工或是消費者抵制公司的產品等，並對公司其他利害關係人訴說公司不當的行為，因此提高公司的關係成本而降低 CFP。因此，利害關係人契約成本理論也認為 CSR 的表現會正向影響 CFP (Jones, 1995)。

3. 私有成本理論 (private costs theory)

此理論主張公司投入資源於 CSR 活動時，雖然可讓社會產生正的公共利益 (public benefit)，但是公司股東所獲得的私有利益 (private benefit) 卻是負的 (Aupperly, Carroll, and Hatfield, 1985; Friedman, 1970; Preston & O' Bannon, 1997)，原因在於公司 CSR 活動所產生的利益並無法為股東所獨享。譬如當公司投入超越法律要求與社會期待的資源於降低環境污染的設備投資時，所產生的新鮮空氣是種公共財而有助於整體社會利益，但是，公司必須花費該項設備的所有投資成本，而且該公司股東只能分得部分的新鮮空氣，所以對於公司而言，私有利益是負的。因此，此理論認為 CSR 的表現對 CFP 具有負向影響。此理論亦隱含與其把公司資源投入於 CSR 活動，倒不如運用於其它能讓股東獲利的投資。⁴²

4. 管理狡詐理論 (managerial guile theory)

此理論其實是以代理理論 (Jensen and Meckling, 1976) 為基礎。由於大公司的股東難以去監督管理者的行為，所以有些管理者便會基於自身利益之考量才執行 CSR 活動 (Jensen, 2001)，而且公司將資源投入於社會目標上，而不投入於高生產力的使用上，亦即公司管理者以 CSR 為名行圖利自己之實 (Tirole, 2001)，從而使 CFP 無法達到極大化。因此，此理論認為 CSR 對 CFP 具有負向影響 (Preston and O' Bannon, 1997)。

5. 可負擔理論 (affordability theory)

此理論認為公司的財務績效必須夠高，才能夠負擔得起 CSR 活動的成本，譬如 CFP 較佳的公司才會進行較多的企業慈善活動，從而 CSR 是受到 CFP 影響的結果，而不是影響 CFP 的原因。因此，此理論認為 CFP 對 CSR 的表現具有正向影響 (Schuler and Cording, 2006)。

6. CSR 與 CFP 無關論 (CSR irrelevance theory)

有關 CSR 與 CFP 無關的理論論述，可參考 McWilliams and Siegel (2001)。他們假設消費者分成兩類，第一類重視公司產品的 CSR 成分，第二類則只看公司產品是否夠便宜；其

⁴²如果我們根據圖一的道德矩陣來分析，私有成本理論所討論的 CSR 活動其實僅限縮於結構區。

次假設公司也分成兩類，包括重視 CSR 的公司與不重視 CSR 的公司，而且這兩類公司係生產同質產品；最後再假設公司可以無成本轉換 CSR 策略，亦即不重視 CSR 的公司要變成重視 CSR 的公司，或是重視 CSR 的公司要變成不重視 CSR 的公司，均沒有進入障礙。如果以上假設成立，當重視 CSR 的公司產品供不應求而有較高的 CFP 時，不重視 CSR 的公司只要轉換成重視 CSR 就可以提升 CFP，反之亦然。所以在均衡（供需相等）的情況下，重視 CSR 與不重視 CSR 的公司會有相同的 CFP，從而 CSR 與 CFP 無關。此篇作者還認為，CSR 與 CFP 關聯的實證研究結果之所以會如此分歧（正反關聯皆有），就是因為 CSR 與 CFP 其實是無關的。但本文認為，如果不重視 CSR 的公司要轉換成重視 CSR 時有進入障礙的話（譬如策略區的 CSR），McWilliams and Siegel (2001) 的「CSR 無關論」的推論就不再成立。

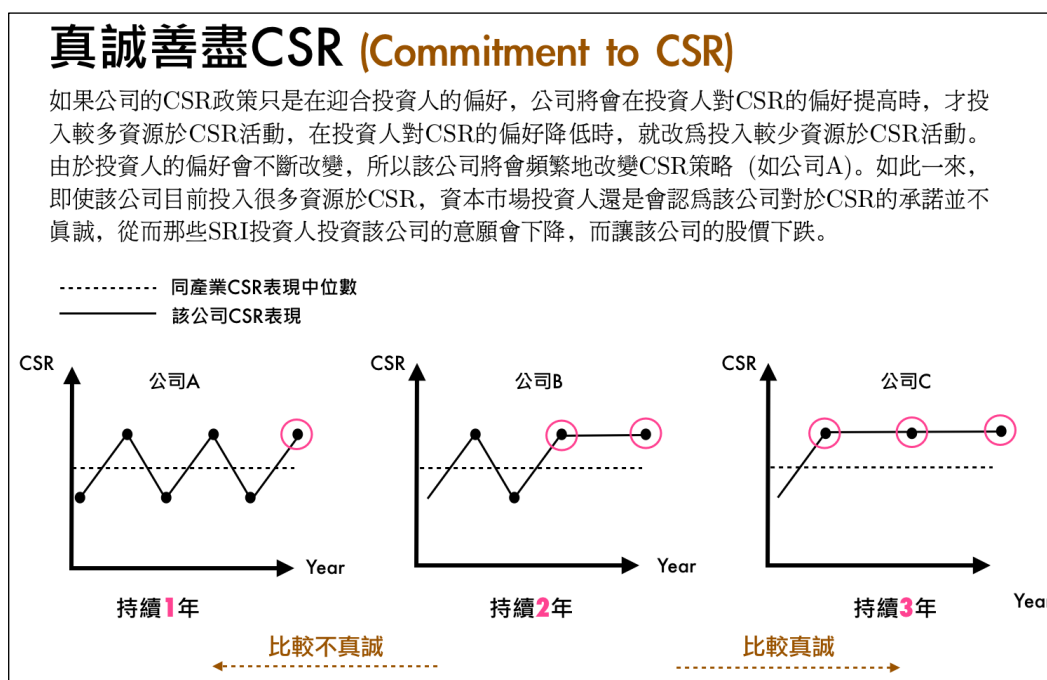
(二) 企業做好事是否有好報？穩定而且真誠的 CSR 政策之重要性

公司的利害關係人（譬如投資人與消費者等等）對於公司的企業社會責任政策（重視 CSR 或不重視 CSR）其實對於 CSR 有不同的偏好。Mackey, Mackey, and Barney (2007) 便認為投資人對 CSR 的偏好會隨著時間而改變，企業若能在投資人對 CSR 的偏好提高時多投入資源於 CSR，而在投資人對 CSR 的偏好降低時少投入資源於 CSR，此種 CSR 策略將能提升公司市場價值。

進一步言，投資人偏好 CSR 究竟是為了什麼目的？如果有些 CSR 活動能提升公司未來的現金流量（或財務績效），投資人當然會偏好此種 CSR，所以 Mackey *et al.* (2007) 並不分析此種 CSR。Mackey *et al.* (2007) 分析的重點是那些會減損公司未來的現金流量的 CSR 活動，並認為有些投資人之所以對此種 CSR 產生偏好，是因為他們能從公司這種 CSR 活動中獲取非金錢性的效用。具有此種特質的股東（或稱為社會責任投資者）在投資公司股票時，除了這些投資帶給他們的財富之外，還會從公司的 CSR 活動獲取非金錢性的效用，因此，即使公司投入資源於 CSR 活動會減損公司未來的現金流量（與未來的現金流量的現值），社會責任投資者還是願意投資這些公司的股票，從而提升公司目前的市場價值。也因此，公司投入資源於這種 CSR 活動雖然沒有讓公司未來現金流量的現值極大，卻還是能讓公司目前的市場價值極大。

也因此，Mackey *et al.* (2007) 認為，當社會責任投資者對於上述的 CSR 之偏好或需求越高時，公司投入越多資源於 CSR，將能產生越高的市場績效。值得一提的是，Mackey *et al.* (2007) 提到社會責任投資者對於 CSR 的偏好會隨著時間改變。譬如當經濟景氣不佳時，投資人會降低對於 CSR 的偏好；但是當企業醜聞接連地發生時，投資人又會增加對於 CSR 的偏

好。因此，當投資人對於 CSR 的偏好不斷隨著時空而改變時，公司的 CSR 策略也要跟著頻繁地改變嗎？Mackey *et al.* (2007) 認為如果公司頻繁地改變 CSR 策略的話，可能會產生反效果，因為社會責任投資者會覺得該公司於 CSR 的投入並不真誠 (genuine)，即使該公司目前投入許多資源於 CSR 活動 (或是公司目前的 CSR 表現很好)，社會責任投資者還是會降低對於該公司的持股，而導致公司市場價值的下降 (如圖十二)。因此，我們在分析公司 CSR 政策是否有助於公司財務績效的提昇時，可能要考量公司過去 CSR 政策改變的頻繁程度才會比較周延。但是公司的利害關係人 (譬如投資人與消費者等等) 是否真的會在乎公司 CSR 活動的真誠與否，或是我們所處的社會是否有這種風氣與道德價值，則是一個尚待確定的實證議題。



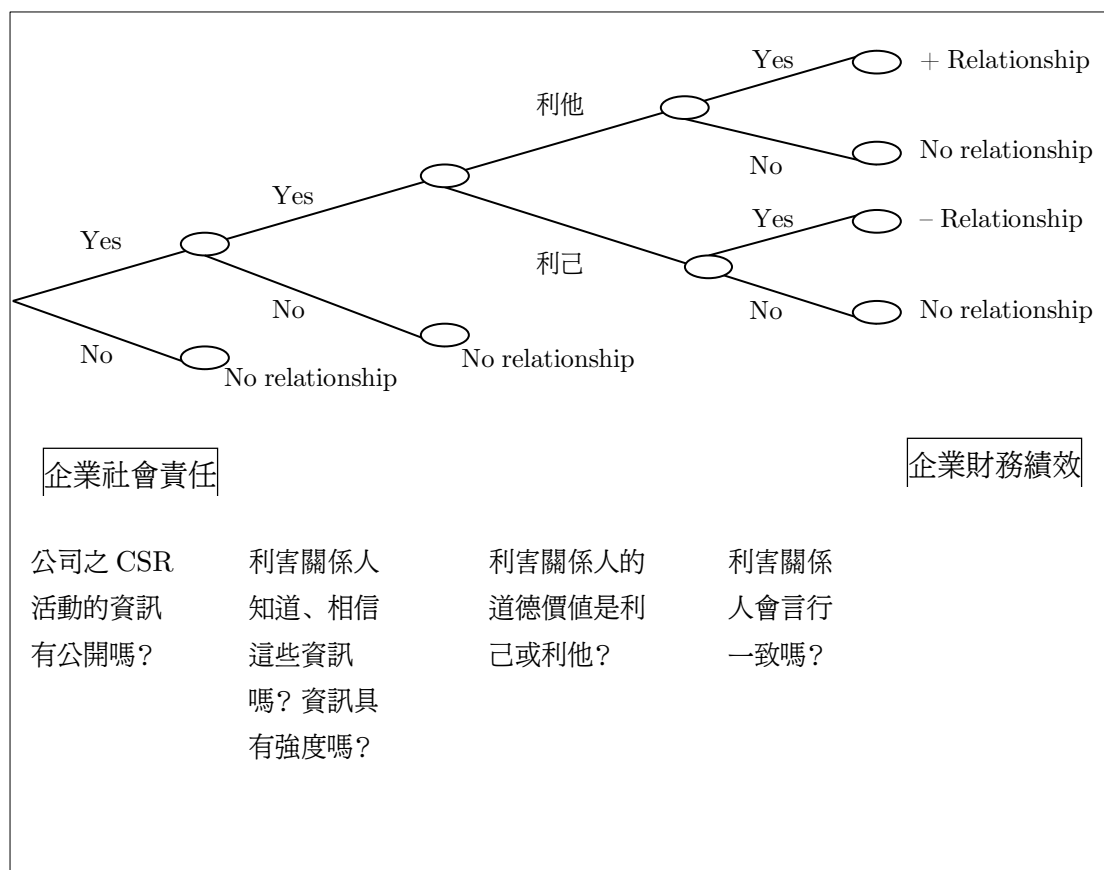
圖十二、不穩定的CSR政策與穩定的CSR政策

(三) 企業做好事是否有好報？利害關係人所扮演的重要角色

根據實證研究結果顯示，CSR 與 CFP 之間正向關聯、反向關聯，甚至無關聯的發現皆有。如 Griffin and Mahon (1997) 統整 1972 年至 1997 年間有關 CSR 與 CFP 之間關係的 51 篇文獻中發現，兩者有正向影響的研究有 33 篇，中立的有 9 篇，負向影響有 19 篇，所以正向影響所佔的比率為 64.71%；若根據 Margolis and Walsh (2001) 的調查，他們從 80 篇研究 CSR 與 CFP 之間關係的文獻中，發現有 53% 的文獻是支持 CSR 對於 CFP 有正向影響，因此，支持 CSR 對於 CFP 有正向影響之文獻比例是略微超過半數。⁴³ Schuler and Cording (2006) 認為上述實證研究結果的不一致，導致不能提供企業經營者於 CSR 政策明確之指引，但是他們也認為這些實證研究所依據的理論都有著明顯的問題，亦即忽視了一項重要考量：利害關係人決策。茲說明如下：

根據上述第(一)點所提到的六種理論的說明，良好管理理論與利害關係人契約成本理論提出 CSR 與 CFP 之間存在著正向關係，而私有成本理論與管理狡詰理論提出兩者間負向之關係。然而，Schuler and Cording (2006) 認為這些理論模型皆假設 CSR 與 CFP 之間具有直接的關係，忽略了利害關係人所作的決策選擇，亦無詳盡說明資訊強度 (information intensity) 與道德價值 (moral value) 所產生之影響，以及忽略利害關係人是否言行一致 (亦即當利害關係人具有利他的道德價值，而有鼓勵 CSR 表現好的公司之意願時，他是否真的會將意願化成實際的行為) 的問題。綜合上述，Schuler and Cording (2006) 認為，如果企業善盡 CSR 真的要能夠有助於該企業的 CFP (亦即做好事有好報) 的話，必須滿足幾個條件 (如圖十三的「企業社會責任-企業財務績效」模型。

⁴³請亦參考詹場，柯文乾，池祥麟 (2016)。



圖十三、CSR 與 CFP 連結之決策樹 (Schuler and Cording, 2006)

第一個條件是：企業必須要對社會大眾公開 CSR 活動的資訊，亦即企業為善須讓人知，因為資訊在利害關係人的決策中扮演著重要角色，而且利害關係人所在意的 CSR 資訊對於 CSR 與 CFP 之間關係的推論也有所影響。譬如 McWilliams and Siegel (2001) 認為，廣告與媒體報導會提高消費者對公司之 CSR 活動的了解，增加其對公司 CSR 行為的需求，而增加 CSR 帶給公司潛在的收益。

接著我們還要考量 CSR 活動資訊的「資訊強度」高低。資訊強度是指利害關係人得知企業 CSR 表現好或壞的機率，資訊強度越強，CSR 對於公司財務績效的影響越顯著。資訊強度受三個因素影響：(1) CSR 相關資訊可由公司自行提供給利害關係人，或是利害關係人從其它來源（如非營利組織、政府或媒體）獲得，但從後者所獲得的資訊強度會比公司所發佈之資訊強度為大，因為前者可能會讓利害關係人覺得公司是「老王賣瓜，自賣自誇」；(2) 資訊散播愈廣，強度愈大；(3) 好公司（過去累積了好的 CSR 聲譽 (reputation) 的公司）做好事（進行 CSR 行動）產生的 CSR 資訊有中等程度的資訊強度，但好公司做壞事（違反 CSR 的行動）產生的資 CSR 訊會有最高程度的資訊強度（譬如福斯汽車造假廢氣排放量的企業醜聞讓人對該公司極度失望，就有非常高的資訊強度）；壞公司（過去累積了壞的 CSR 聲譽的公司）做好

事產生的 CSR 資訊僅有低度的資訊強度 (因為利害關係人會懷疑這家壞公司做好事的背後動機並不真誠或另有圖謀)，壞公司做壞事產生的 CSR 資訊則有中等程度的資訊強度。從而，建立好的 CSR 名聲需要累積許多功績，但只要做了一件壞事，就會讓好名聲毀於一旦 (因為好公司做壞事的資訊強度最高)，而且之後不容易透過做好事來挽回 (因為好公司做壞事而被大家認為是壞公司之後，做好事的資訊強度最低) (請參閱表六)。

表六、CSR 聲譽、CSR 資訊與資訊強度 (Schuler and Cording, 2006)

		CSR 資訊	
		做好事	做壞事
CSR 聲譽	好公司	中等資訊強度	高度資訊強度
	壞公司	低度資訊強度	中等資訊強度

第二，要避免讓利害關係人覺得企業公布此 CSR 活動的資訊其實是為了利己 (亦即股東的利益) 而非真誠的利他，否則企業盡 CSR 對於公司財務績效的提升不會有太大的幫助。因此，企業盡社會責任是否能讓社會大眾感受到真誠 (genuine, sincere)，如上述第(二)點所言。

第三，如果企業的 CSR 活動資訊強度夠強，並能夠讓利害關係人感到真誠，而且利害關係人的道德價值或是整個社會風氣比較偏向於「利他」(other regarding; self-transcendence) 而非「利己」(self regarding; self-enhancement)，利害關係人才有可能受到感動而產生獎勵該企業的意願。Schuler and Cording (2006) 認為，擁有「利他」價值之利害關係人 (譬如消費者) 對於正面 CSR 資訊會產生較強的鼓勵公司的意願，從而會有較強的購買公司產品與服務的意圖，而對於負面 CSR 資訊也會有較強的意圖去抵制公司所提供的產品與服務，當利害關係人的「利他」價值越強而且正面 CSR 資訊強度越大時，則利害關係人所意識到的 CSR 特性就越正面。

第四，受到感動的利害關係人還要言行一致，亦即將此意願化作實際的行動 (譬如消費者會因此多購買該企業產品)，才能使公司的財務績效有所增進。

(四) 企業做好事是否有好報之實證分析

此部分將根據 CSR 資料庫：MSCI ESG KLD STATS，進行企業之企業社會責任與財務績效間關聯性的實證研究。⁴⁴

正如前述，Mackey, Mackey, and Barney (2007) 便認為投資人對 CSR 的偏好會隨著時間而改變，企業若能在投資人對 CSR 的偏好提高時多投入資源於 CSR，而在投資人對 CSR 的偏好降低時少投入資源於 CSR，此種 CSR 策略將能提升公司市場價值。值得一提的是，Mackey *et al.* (2007) 提到社會責任投資者對於 CSR 的偏好會隨著時間改變。譬如當經濟景氣不佳時，投資人會降低對於 CSR 的偏好；但是當企業醜聞接連地發生時，投資人又會增加對於 CSR 的偏好。因此，當投資人對於 CSR 的偏好不斷隨著時空而改變時，公司的 CSR 策略也要跟著頻繁地改變嗎？Mackey *et al.* (2007) 認為如果公司頻繁地改變 CSR 策略的話，可能會產生反效果，因為社會責任投資者會覺得該公司於 CSR 的投入並不真誠 (genuine)，即使該公司目前投入許多資源於 CSR 活動 (或是公司目前的 CSR 表現很好)，社會責任投資者還是會降低對於該公司的持股，而導致公司市場價值的下降。因此，我們在進行實證研究以分析公司 CSR 政策是否有助於公司財務績效的提昇時，可能要考量公司過去 CSR 政策改變的頻繁程度才會比較周延。為了要驗證上述議題，池祥麟與林美珍(2019)便嘗試根據 1995 年至 2015 年美國上市公司的資料進行分析，以檢視公司的利害關係人(譬如投資人與消費者等等)是否真的會在乎公司 CSR 活動的真誠與否。

請參考表七：CSR(t)是指公司在第 t 期時的 CSR 績效(根據 CSR 資料庫：MSCI ESG KLD STATS 衡量)；ROA(t+1), ROA(t+2)與 ROA(t+3)則分別代表公司在第 t+1, t+2, t+3 期時的財務績效(資產報酬率：returns on asset; ROA)，ROA 越高代表公司的財務績效越好；Market-to-Book Ratio(t+1), Market-to-Book Ratio(t+2) 與 Market-to-Book Ratio(t+3)則分別代表該公司在第 t+1, t+2, t+3 期時的財務績效(市價對帳面價值比：Market-to-Book Ratio)，該比率越高代表公司的財務績效越好；CSR premium(t-1)是指在第 t-1 期時資本市場投資人對於 CSR 的偏好，該比率越高代表投資人對於 CSR 的偏好越強；CSR persistence 是指公司是否自第 t-9 期至第 t 期(共 10 年)的 CSR 績效都高於產業平均，如果是(否)，則 CSR persistence=1(=0)。可以發現 CSR(t)的迴歸係數大致顯著為正，代表公司善盡社會責任可以提升財務績效；其次，CSR(t) * CSR premium(t-1)的迴歸係數顯著為負或為 0，代表公司若僅依據投資人對 CSR 的偏好來增減對 CSR 的投入(隨波逐流)，反而不

⁴⁴請亦參考池祥麟與林美珍(2019)。

利於提升財務績效；最後，CSR persistence 的迴歸係數顯著為正，代表公司善盡社會責任必須持續而真誠(堅守原則)，公司財務績效才能有效提昇。

表七、何種 CSR 策略增進企業財務績效：隨波逐流或堅守原則？

<i>Panel A.</i>	<i>Dependent Variable: ROA(t+1)</i>				<i>Dependent Variable: Market-to-Book Ratio(t+1)</i>			
CSR(t)	0.008 ^{***} (0.001)	0.007 ^{***} (0.006)	0.001 (0.611)	0.001 (0.628)	0.053 ^{**} (0.037)	0.026 (0.314) ^{**}	-0.031 (0.317)	-0.042 (0.185)
CSR(t) * CSR premium(t-1)		-0.667 (0.303)		-0.028 (0.966) ^{***}		-17.811 (0.031)		-10.219 (0.201) ^{***}
CSR Persistence			0.003 ^{***} (0.000)	0.003 ^{***} (0.000)			0.033 ^{***} (0.000)	0.031 ^{***} (0.000)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$\bar{R}^2$	0.442	0.442	0.456	0.455	0.606	0.608	0.616	0.616
Number of Observations	643	643	643	643	643	643	643	643
<i>Panel B.</i>	<i>Dependent Variable: ROA(t+2)</i>				<i>Dependent Variable: Market-to-Book Ratio(t+2)</i>			
CSR(t)	0.012 ^{***} (0.000)	0.011 ^{***} (0.000)	0.003 (0.391)	0.003 (0.387)	0.088 ^{***} (0.007)	0.060 [*] (0.075) ^{***}	-0.006 (0.896)	-0.013 (0.764)
CSR(t) * CSR premium(t-1)		-0.846 (0.194)		0.059 (0.929)		-22.039 ^{***} (0.008)		-12.388 (0.154)
CSR Persistence			0.003 ^{***} (0.000)	0.003 ^{***} (0.000)			0.034 ^{***} (0.003)	0.030 ^{***} (0.008)
<i>Panel C.</i>	<i>Dependent Variable: ROA(t+3)</i>				<i>Dependent Variable: Market-to-Book Ratio(t+3)</i>			
CSR(t)	0.016 ^{***} (0.000)	0.014 ^{***} (0.002)	0.004 (0.387)	0.004 (0.436)	0.105 ^{**} (0.017)	0.066 (0.172) ^{**}	-0.013 (0.834)	-0.030 (0.635)
CSR(t) * CSR premium(t-1)		-0.871 (0.248)		-0.164 (0.828)		-19.403 ^{**} (0.043)		-12.889 (0.160)
CSR Persistence			0.003 ^{***} (0.000)	0.003 ^{***} (0.000)			0.034 ^{***} (0.005)	0.031 ^{***} (0.0096)

六、結論與建議

本研究報告從金融業的角度，嘗試對於企業社會責任進行理論與實務上的詳細介紹。我們在理論上納入管理學、會計學與財務金融學等學術界觀點，希望讓實務界對於金融業的企業社會責任議題，能夠了解地更為完整豐富。除此之外，我們還得到以下結論與建議：⁴⁵

(一) 我國金融機構在永續作為上必須持續，才能創造長期財務利益

從本研究進行的實證分析顯示，如果企業能夠持續而真誠地善盡 CSR，堅守原則，而不是讓 CSR 的投入隨著社會的風氣改變而時多時少，隨波逐流，才真的能夠讓企業財務績效提升。

(二) 我國金管會積極促進普惠金融、公平對待客戶與赤道原則，值得肯定

金管會於 2020 年建置我國普惠金融衡量指標，以積極推動普惠金融，希望能接軌世界銀行 (World Bank)、二十國組織 (G20) 及亞太經濟合作會議 (APEC) 等國際組織所倡議之促進普惠金融政策，並將發展金融科技列為重點政策，透過多項措施，營造友善的發展環境，引導金融業、新創業者運用科技積極創新，努力達成世界銀行所定義之「普惠金融」境界——即滿足所有個人和企業需要，以負責任且持續的方式提供其有用且負擔得起的金融產品和服務。⁴⁶ 其次，金管會於 2015 年制定「金融服務業公平待客原則」，並於 2019 年實施「金融服務業公平待客原則評核機制」，以及透過「本國銀行總經理業務聯繫會議」，對於公平待客原則評核排名前 20% 的銀行給予表揚。第三，中華民國銀行商業同業公會於 2014 年參考赤道原則精神增訂授信準則，行政院亦於 2017 年底核定「綠色金融行動方案」，規劃未來將以循序漸進的方式，鼓勵銀行簽署赤道原則，採用國際標準銀行的授信與風險管理標準，提升銀行爭取國際聯貸案件的利基。

(三) 我國應該讓更多檔企業社會責任股價指數上市，以百花齊放與共存共榮

如果要帶動我國 SRI 投資產品的發展，例如 ETF、共同基金、金融機構授信與資產配置，並吸引國家級基金、投資法人機構及廣大投資人投入，建構 CSR 指數將刻不容緩，因為 CSR 指數的成分股，可以讓 SRI 投資人進行資金配置的良好指引。我國目前只有一檔台灣永續指數 (FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index)，但是新加坡、香港、日本、韓國和中國大陸都有兩檔以上的 CSR 指數，歐美國家的 CSR 指數更是百花齊放，

⁴⁵此處結論與建議，作者非常感謝外匯市場發展基金會周阿定董事長與各位委員的寶貴建議。

⁴⁶請參考「金管會建置我國普惠金融衡量指標」：

https://www.fsc.gov.tw/ch/home.jsp?id=96&parentpath=0,2&mcustomize=news_view.jsp&dataserno=202001140002&dtable=News。

達到彼此良性競爭，共存共榮的良好效果。我國如果也能做到兩檔以上的 CSR 指數健全化發展，將能有助於我國 SRI 的發展與國際接軌。

(四) 我國金融機構在社會責任投資 (SRI) 的作法與揭露上必須更完整

如果以 UBS 的 CSR 報告書為標竿，其非常完整地呈現於 SRI 的成果，包括各類型的永續投資、金額、與各年度比較等等。相對而言，我國金融機構於 SRI 的成果揭露均較不足夠，即使是那些被認為是我國 CSR 標竿的金融機構也是如此。

(五) 我國金融機構在責任銀行原則 (PRB) 之遵循上必須更努力

觀察我國金融機構的 CSR 報告書可以發現，我國金融機構提及 SDGs 以及氣候變遷相關的篇幅，遠勝過提及巴黎氣候協議相關的篇幅，提及 PRB 的更少。其次，我國許多金融機構之永續作為的短中長期目標可能並不明確，即使可能很明確，但是卻沒有跟 SDGs 與巴黎協議連結。

(六) 我國金融機構在企業社會責任的作法上傾向單打獨鬥，缺乏同業合作共同解決問題

我國銀行業在 CSR 上比較傾向單打獨鬥，而不像國內外高科技業會同業合作以共同解決社會與環境問題。而且同業合作需要領導力，這也是我國金融機構需要建構的特質。

(七) 我國需要建構自己的社會責任投資論壇 (SRI Forum) 以提升國際知名度與產官學合作

如果我國於 SRI 有很好的進展，卻因為沒有設置論壇以進行 SRI 的統計與推廣，不但不利於國內對 SRI 的認知，也無法讓國際社會了解我國 SRI 的進展，將會非常可惜。也希望社會責任投資論壇可以成為一個良好產官學交流互動的平台，讓學術界對於永續金融的學術研究能夠獲得產業界與主管機關的支持與鼓勵，提出良好的政策意涵。

參考文獻

- 池祥麟 (2015a), 社會責任投資之理論與實證分析, 《證券櫃檯》, 175, 52-61。
- 池祥麟 (2015b), 企業社會責任與財務績效的關聯, 《社區發展季刊》, 152, 19-34。
- 池祥麟, 黃啓瑞 (2011), 微型金融與企業社會責任, 《信用合作》, 109, 25-44。
- 池祥萱、池祥麟、梁綺羚 (2016), 「企業社會責任之策略性分析」, 《管理評論》, 第35卷第1期, 21-45。
- 池祥麟, 林美珍 (2019), To Cater or to Commit? Corporate Social Responsibility Strategies and Firm Performance, 進行中研究, 國立臺北大學商學院。
- 詹場, 柯文乾, 池祥麟, 2016年, CSR能為公司經營策略帶來什麼好處? —來自世界頂級學術期刊之證據
- 詹場、胡星陽、池祥麟、葉鴻志、徐崇閔 (2013年)。實施造市機制對台灣權證市場品質之影響。證券市場發展季刊, 25(4), 1-66。
- Acharya, V. V., T. F. Cooley, M. Richardson, & I. Walter. 2011. *Regulating Wall Street: The dodd-frank act and the new architecture of global finance*. New York University: John Wiley & Sons, Inc.
- Akerlof, G., 1980, "A theory of social custom, of which unemployment may be one consequence," *Quarterly Journal of Economics* 94, 749-775.
- Alexander, G. J., and Buchholz, R. A., 1978, "Corporate social responsibility and stock market performance," *Academy of Management Journal*, 21, 479-486.
- Allen F. (1993) "Strategic Management and Financial Markets," *Strategic Management Journal*, 14, 11-22.
- Anderson, J. C. and Frankle, A. W., 1980, "Voluntary social reporting: An iso-beta portfolio analysis," *Accounting Review*, 55, 467-479.
- Arrow, K., 1972, "Models of job discrimination," In: Pascal, A. (Ed.), *Racial Discrimination in Economic Life*. D.C. Heath, Lexington, MA, pp. 83-102.
- Aupperly, K. E., Carroll, A. B., and Hatfield, J. D., 1985, "An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability," *Academy of Management Journal*, 28, 446-463.
- Baker, M., & Wurgler, J., 2004a, "A catering theory of dividends," *Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Baker, M., & Wurgler, J., 2004b, "Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives," *Journal of Financial Economics*, 73(2), 271-288.
- Bange, M. and W. DeBondt, 1998, "R&D Budgets and Corporate Earnings Targets," *Journal of Corporate Finance*, 153-184.
- Barber, B. M., Y. Lee, Y. Liu., & T. Odean. 2009. Just how much do individual investors lose by trading. *Review of Financial Studies*, 22(2): 609-632.

- Barnea, A., Rubin, A., 2010, "Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholder," *Journal of Business Ethics* 97, 71-86.
- Barnett, M. L., 2007, "Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility," *Academy of Management Review*, 32, 794–816.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M., 2012, "Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance," *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304-1320.
- Barnett, M. L. and R. M. Salomon, 2006, "Beyond Dichotomy- the Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 27: 1101-1122.
- Bauer, Rob, Kees Koedijk, and Roger Otten, 2005, "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style," *Journal of Banking & Finance*, 29: 1751–1767.
- Becker, G., 1957, *The Economics of Discrimination*, University of Chicago Press, Chicago.
- Beltratti, A., 2005, "The Complementarity between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility," *The International Association for the Study of Insurance Economics* 30, 373-386.
- Bénabou, R. and J. Tirole, 2009, "Individual and Corporate Social Responsibility," *Economica*, 77(305), 1–19.
- Ben-David, I., Graham, J. R., and Harvey, C. R., 2007, "Managerial overconfidence and corporate policies," Working Paper, Duke University, Fuqua School of Business.
- Berle, A. A. Jr., 1931, "Corporate Powers as Powers in Trust," *Harvard Law Review* 44 (7), 1049-1074.
- Berle, A. A. Jr., 1932, "For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note," *Harvard Law Review* 45(8), 1365-1372.
- Bollen, N., 2007, "Mutual fund attributes and investor behavior," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 683–708.
- Braunstein, S., & C. Welch. 2002. Financial literacy: An overview of practice, research, and policy. *Federal Reserve Bulletin*, November (1): 445-457.
- Brealey R. A., S. C. Myers and F. Allen, 2011, *Principles of Corporate Finance*, 10th Editions, McGraw-Hill.
- Bushee, B. J. (1998) "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior," *Accounting Review*, 73, 305-333.
- Bushee, B. J. (2001) "Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?" *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 207-246.
- Campbell, J. Y., M. Lettau, B. C. Malkiel, and Y. Xu, 2001, "Have Individual Stocks Become More Volatile? An Empirical Exploration of Idiosyncratic Risk," *Journal of Finance* 56, 1–43.

- Chatterjee A., Hambrick D., 2007, "It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance," *Administrative Science Quarterly*, 52, 351-386.
- Chatterji, A. K., R. Durand, D. I. Levine, and S. Touboul, 2016, "Do Ratings of Firms Converge Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers," *Strategic Management Journal*, 37(8), 1597-1614.
- Choi, J. & Wang H., 2009, "Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance," *Strategic Management Journal*, 30(8), 895-907.
- Chordia., T. and L. Shivakumar, 2005, "Inflation illusion and the post-earnings announcement drift," *Journal of Accounting Research*, 43(4), 521-556.
- Citi Microfinance, 2011, "Microfinance: Building Domestic Markets in Developing Countries." <http://www.citibank.com/citi/microfinance/data/initiatives.pdf>
- Coombs, J. E. & Gilley, K. M., 2005, "Stakeholder Management as a Predictor of CEO Compensation: Main Effects and Interactions with Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 26(9), 827-841.
- Cremers, M. and Nair, V., 2005, "Governance mechanisms and equity prices," *Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Croci, Ettore, Dimitris Petmezas & Evangelos Vagenas-Nanos, 2010, "Managerial Overconfidence in High and Low Valuation Markets and Gains to Acquisitions," *International Review of Financial Analysis* 19(5), 368-378.
- David, P., T. Yoshikawa, M. D. R. Chari, and A. A. Rasheed (2006) "Strategic Investments in Japanese Corporate: Do Foreign Portfolio Owners Foster Underinvestment or Appropriate Investment?" *Strategic Management Journal*, 27, 591-600.
- Davis, K., 1973, "The case for and against business assumption of social responsibilities," *Academy of Management Journal*, 16, 312-322.
- Derwall, J., Gunster, N., Bauer, R., and Koedijk, K., 2004, "The eco-efficiency premium puzzle," *Financial Analyst Journal*, 61(2), 51-63.
- Dhaliwal, Dan S., Li Oliver Zhen, Albert Tsang, and Yang Yong George, 2011, "Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting," *Accounting Review*, 86, 59-100.
- Dhaliwal, Dan S., Suresh Radhakrishnan, Albert Tsang, and Yang Yong George, 2012, "Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure," *Accounting Review* 87, 723-759.
- Dodd, E. Merrick Jr., 1932, "For Whom Are Corporate Managers Trustees?" *Harvard Law Review* 45(7), 1145-1163.
- Edmans, A., 2011, "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices," *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621-640.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R., 2011, "Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388-2406.

- Eurosif, 2016, SRI (Sustainable and Responsible Investment) Study 2016, <https://www.eurosif.org/sri-study-2016/>.
- Fan, J. H. and T. J. Wong (2002) "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia," *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-425.
- Foot, K., D. S. Scharfstein, and J. C. Stein (1992) "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-term Speculation," *Journal of Finance*, 47, 1461-1484.
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman: Boston, MA.
- Friedman, M., 1970, "The social responsibility of business is to increase its profits," *New York Times Magazine*, September 13: 122-126.
- Frooman, J., 1997, "Socially irresponsible and illegal behavior and shareholder wealth," *Business and Society*, 36, 221-249.
- Galasso, Alberto, and Timothy Simcoe, 2010, "CEO overconfidence and innovation," NBER Working Paper No. 16041. <http://www.nber.org/papers/w16041>.
- Gervais Simon, J.B. Heaton, and Terrance Odean, 2008, "Overconfidence, investment policy, and manager welfare," Working paper, Fuqua School of Business, Duke University.
- Giuli, A.D. & Kostovetsky, L., 2014, "Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility," *Journal of Financial Economics*, 111, 158-180.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., and Hansen, J. M., 2009, "The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis," *Strategic Management Journal* 30, 425-445.
- Goel, Anand, and Anjan Thakor, 2008, "Overconfidence, CEO Selection, and Corporate Governance," *Journal of Finance* 63, 2737-2784.
- Griffin, J. J. and J. F. Mahon (1997), "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research," *Business and Society*, 26, 5-31.
- Grossman S. J. (1995) "Dynamic Asset Allocation and the Informational Efficiency of Markets," *Journal of Finance*, 50, 773-789.
- GSIA (Global Sustainable Investment Alliance), 2016, The Global Sustainable Investment Review 2016, <http://www.gsi-alliance.org/members-resources/trends-report-2016/>.
- Hackbarth, Dirk, 2008, "Managerial Traits and Capital Structure Decisions," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), Dec. 2008, pp. 843-882
- Harford, J. 1999, "Corporate cash reserves and acquisitions," *Journal of Finance* 54, 1969-1997.

- Heaton, J., 2002, "Managerial Optimism and Corporate Finance," *Financial Management* 31, 33–45.
- Henderson, Brian J. and Neil D. Pearson, 2011, "The dark side of financial innovation: A case study of the pricing of a retail financial product," *Journal of Financial Economics* 100(2), 227–247
- Hillman, A. J. & Keim, G. D., 2001, "Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line?" *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139.
- Hirshleifer, David, Angie Low, and Siew Hong Teoh, 2012, "Are Overconfident CEOs Better Innovators?" *Journal of Finance* 67(4), 1457–1498.
- Hong, Harrison and Marcin Kacperczyk, 2009, "The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Stock Markets," *Journal of Financial Economics*, 93, 15-36.
- Hotchkiss, E. S. and D. Steickland (2003) "Does Shareholder Composition Matter? Evidence from the Market Reaction to Corporate Earnings Announcements," *Journal of Finance*, 4, 1469-1498.
- Hull, C. E. & Rothenberg, S., 2008, "Firm performance: the interactions of corporate social performance with innovation and industry differentiation," *Strategic Management Journal*, 29(7), 781-789.
- Ioannou, I. & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053–1081.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. (1986) "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence," *Corporate Finance Journal*, 4, 6-32.
- Jensen, M. C., 2001, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8–21.
- Jones, T. M., 1995, "Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics," *Academy of Management Review*, 20, 404–437.
- Kahneman, Daniel and Amos Tversky, 1979, "Prospect theory: An analysis of decision under risk," *Econometrica*, 47, 263-291.
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B., 2012, "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?" *Accounting Review*, 87(3), 761-796.
- Kotchen, M. & Moon, J.J. (2012). Corporate social responsibility for irresponsibility. *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, 12(1), 1-23.
- Kurtz, L., 1998, "Mr. Markowitz, Meet Mr. Moskowitz' – A Review of Studies on Socially Responsible Investing," *The Investment Research Guide to Socially Responsible Investing*.
- Langer, E. J., 1975, "The illusion of control," *Journal of Personality and Social Psychology* 32, 311–328.

- Lantos, Geoffrey P., 2001, "The boundaries of strategic corporate social responsibility," *Journal of Consumer Marketing* 18(7), 595-630.
- Levering, R., Moskowitz, M., Katz, M., 1984, *The 100 Best Companies to Work for in America*, Addison-Wesley, Reading, MA.
- Levering, R., Moskowitz, M., 1993, *The 100 Best Companies to Work for in America*, Plume, New York, NY.
- Levis, J., 2006, "Adoption of Corporate Social Responsibility Codes by Multinational Companies," *Journal of Asian Economics* 17, 50-55.
- Lusardi, A., O. S. Mitchell, & V. Curto. 2009. Financial literacy and financial sophistication among older consumers. Working Paper no. w15469, NBER
- Mackey, A., Mackey, T. B., and J. B. Barney, 2007, "Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies," *Academy of Management Review*, 32(3): 817-835.
- Malkin, Elisabeth, 2008, "Microfinance's Success Sets Off a Debate in Mexico," *The New York Times* (April 5, 2008).
- Malmendier, U. and Tate, G., 2005a, "Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited," *European Financial Management* 11(5), 649-659.
- Malmendier, U. and Tate, G., 2005b, "CEO Overconfidence and Corporate Investment," *Journal of Finance* 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U. and Tate, G., 2008, "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and The Market's Reaction," *Journal of Financial Economics* 89(1), 20-43.
- March, J. and Sharpia, Z., 1987, "Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking," *Management Science* 33, 1404-1418.
- Markowitz, H. M., 1952, "Portfolio Selection," *Journal of Finance* 7(1), 77-91.
- Margolis, J. D. & Walsh, J. P., 2003, "Misery loves companies: rethinking social initiatives by business," *Administrative Science Quarterly*, 48(2): 268-305.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P., 2001, *People and Profits: The Search for a Link between a Company's Social and Financial Performance*, Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
- Martin, R. L. (2003), "The Virtue Matrix: Calculating the Return on Corporate Responsibility," *Harvard Business Review on Corporate Responsibility*, Harvard Business School Press.
- Mattingly, J.E. & Berman, S.L. (2006). Measurement of corporate social action discovering taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini ratings data. *Business & Society*, 45(1), 20-46.
- McCardle, K. F. and S. Viswanathan, 1994, "The Direct Entry versus Takeover Decision and Stock Price Performance around Takeovers," *Journal of Business* 67, 1-43.
- McWilliams, A. and D. Siegel, 2001, "Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective," *Academy of Management Review* 26(1), 117-127.
- McWilliams, A., D. Siegel, and P. M. Wright, 2006, "Corporate social responsibility: Strategic implications," *Journal of Management Studies* 43 (1), 1-18.

- McWilliams, A., and D. Siegel., 2000, "Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?" *Strategic Management Journal*, 21: 603-609.
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani, 1961, Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, 411-433.
- Minor, D. and Morgan, J., 2011, "CSR as reputation insurance: primum non nocere," *California Management Review* 53, 40-59.
- MLA style: "Muhammad Yunus - Nobel Lecture". Nobelprize.org. 3 Apr 2011.
http://nobelprize.org/nobel_prizes/peace/laureates/2006/yunus-lecture-en.html
- Monin, B. and Miller, D. (2001). Moral credentials and the expression of prejudice. *Journal of Personality and Social Psychology*, 81(1), 33-43.
- Moskowitz M., 1972, "Choosing Socially Responsible Stocks," *Business and Society*, 10: 71-75.
- Lopes, L., 1987, "Between hope and fear: The psychology of risk," *Advances In Experimental Social Psychology*, 20, 255-295.
- Oliver, Barry R., McCarthy, Scott and Song, Sizhe, 2014, "CEO Overconfidence and Corporate Social Responsibility," Available at SSRN:
<https://ssrn.com/abstract=2400953> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2400953>
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L., "2003, "Corporate social and financial performance: A meta-analysis," *Organization Studies*, 24(3): 403-441.
- Pava, M. L. & Krausz, J., 1996, "The association between corporate social-responsibility and financial performance: the paradox of social cost," *Journal of Business Ethics*, 15, 321-357.
- Peloza, John, 2006, "Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance," *California Management Review*, 48(2), 52-72.
- Petrenko, C.V., Aime, F., Ridge, J. & Hill, A., 2016, "Corporate social responsibility or CEO narcissism? CSR motivations and organizational performance," *Strategic Management Journal*, 37(2), 262-279.
- Preston, L. E. and O'Bannon, D. P., 1997, "The corporate social- financial performance relationship: A typology and analysis," *Business & Society*, 36, 419-429.
- Porter M. E. (1992) "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System," *Harvard Business Review*, 65-82.
- Porter, Michael E. and Mark R. Kramer, 2006, "Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility," *Harvard Business Review*. (胡瑋珊譯, 2008, 競爭優勢與社會利益不衝突—公司與社會有福同享, 哈佛商業評論全球繁體中文版)
- Pound J. (1988) "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight," *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.
- Rajan R. G. (2005) "Has Financial Development Made the World Riskier?" *European Financial Management*, 12(4), 499-533.

- Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, and Chendi Zhang, 2008, "Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior," *Journal of Banking & Finance*, 32: 1723–1742.
- Roberts, P. W. and Dowling. G. R., 2002, "Corporate reputation and sustained superior financial performance," *Strategic Management Journal*, 23, 1077–1093.
- Romer, D., 1984, "The theory of social custom: a modification and some extensions," *Quarterly Journal of Economics* 99, 717–727.
- Schuler, D. A. and M. Cording, 2006, "A Corporate Social Performance-Corporate Financial Performance Behavioral Model for Consumers," *Academy of Management Review*, 31, 540-558.
- Sen, A., 1997, "Economics, business principles and moral sentiments," *Business Ethics Quarterly*, 7, 5–15.
- Shefrin, H. and Meir Statman, 2000, "Behavioral portfolio theory," *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 35, 127-151.
- Shen, Chung-Hua, & Hsiang-Lin Chih. 2009. Conflicts of interest in the stock recommendations of investment banks and their determinants. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(5): 1149-1171.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1997, "The limits of arbitrage," *Journal of Finance* 52, 35–55.
- Simpson, W. & Kohers, T., 2002, "The link between social and financial performance: evidence from the banking industry, *Journal of Business Ethics*, 35, 97– 109.
- Stein, J. C. (1989) "Efficient Capital Market, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior," *Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669.
- Strike, V.M., Gao, P., & Pratima, B., 2006, "Being good while being bad: social responsibility and the international diversification of US firms," *Journal of International Business Studies*, 37(6), 850-862.
- Swanson, D. L., 1995, "Addressing a theoretical problem by reorienting the corporate social performance model," *Academy of Management Review*, 20, 43–64.
- Thaler, R. H. and E. J. Johnson, 1990, "Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice," *Management Science*, 36, 643-660.
- Tirole, J., 2001, "Corporate governance," *Econometrica* 69, 1–35.
- Tversky, A. and D. Kahneman, 1981, "The framing of decisions and the psychology of choice," *Science*, 211, 450-458.
- Ullmann, A. A., 1985, "Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms, *Academy of Management Review*, 10, 540–557.
- USSIF, 2016, Report on US Sustainable, Responsible, and Impact Investing Trends, <http://www.ussif.org/trends>.
- Waddock, S. A. and Graves, S. B., 1997, "The corporate social performance–financial performance link," *Strategic Management Journal*, 18, 303–319.

- Wahal, S. and J. J. McConnell (2000) "Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?" *Journal of Corporate Finance*, 6, 307-329.
- Weinstein, N., 1980, " Unrealistic optimism about future life events," *Journal of Personality and Social Psychology* 39, 806–820.
- Willis, L. E. 2006. Decision making and the limits of disclosure: The problems of predatory lending price. *Maryland Law Review*, 65(3): 707-840.
- Yoshikawa, T., P. H. Phan, and P. David (2005) "The Impact of Ownership Structure on Wage Intensity in Japanese Corporate," *Journal of Management*, 31(2), 278-300.
- Yoshimori, M., 1995, "Whose Company is It? The Concept of the Corporation in Japan and in the West," *Long Range Planning* 28(4), 33-44.
- Yunus, Muhammad, 2011, "Sacrificing Microcredit for Megaprofits," Op-Ed Contributor, *New York Times*, January 14.