

國立台灣大學法律學院法律學研究所



碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

營利公司企業社會責任資訊揭露研究

與我國現行法制之檢討

A Study on CSR Information Disclosure of For-profit
Corporations and Review on Current Disclosure
Legislation in Taiwan

林意蓉

Yi-Rong Lin


指導教授：蔡英欣 博士

Advisor: Ying-Hsin Tsai, Ph.D.

中華民國 108 年 7 月

July 2019

謝辭



總算能提筆寫下謝辭時，竟然已經是在事務所實習的現在，好在正值實習的蜜月期，學生身份的從容與自由離我還不算太遠。論文完成的速度比我的想像還要快上很多，這一切都要感謝蔡英欣老師，在碩一時願意接納我為指導學生，在準備種子論壇時給予我許多鼓勵與建議，並在撰寫論文揭露包容我種種的不足，因為老師的協助，準備畢業的過程非常順利，若未來還有機會繼續深造，願自己莫忘此時的嚴謹與耐心。

遠在高雄、屏東，我的家人對於我的支持，也是至今能夠寫著畢業謝辭的理由之一，爸爸無條件地供應我不事生產的研究生生活，媽媽的愛護與鼓勵也支持著我堅定地走下去，包容著我這個任性、脾氣大的女兒，毫不保留地給了我好多好多，我會照顧好自己，並在有限的能力內盡最大努力好好照顧你們；我還在唸大三的妹妹，正值對校園生活與未知的人生有諸多抱怨的青春年華，姊姊能給的建議不多，只能努力用零用錢給妳滿滿的鼓勵；愛我的兩個阿嬤與阿公，在學生時期總是毫不手軟地資助我大大小小的生活開銷，未來過年時一定拿大紅包加倍奉還。

還有我在研究所為數不多的朋友們，謝謝你們，我知道你們不會看我的論文，所以寫這一句就夠了。最後，謝謝學昌，從大學以來對我的支持與陪伴，沒有你的鼓勵，我沒辦法走到現在，甚至還順利地在一個月內找到了工作，對你的感謝，一切盡在不言中，希望在你去當兵的四個月後，我已經成為合格的社會人士，在你退伍後找不到工作的時候，換我支持你。家裡兩隻貓咪，雖然你們看不到我的謝辭，但我也打算感謝你們。

最後的最後，謝謝堅持到現在的我，用自己的步調去找到自己最舒服、自信的樣子吧，期待未來自己的樣貌。

摘要



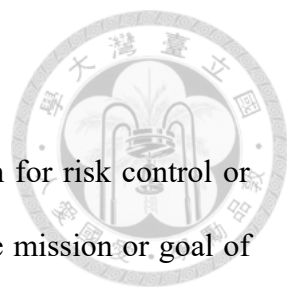
企業社會責任在現代公司治理藍圖中已然成為風險控制、永續經營的代名詞。詳言之，企業社會責任的任務或目標在於協調公司營運活動中與利害關係人之互動關係、辨識並控制公司的非財務風險，並設法在公司獲利與利害關係人利益之間取得動態平衡；藉由這個動態平衡，公司經營者可以有效掌握公司營運中可能影響其財務表現的因素，股東能夠信任經營者係為其長期利益永續經營公司，利害關係人亦能借助此互動機制與經營者溝通並改變可能違反其利益之決策，最終達成兼容並蓄的公司治理目標。

為達成此一目標，非財務資訊揭露法制扮演重要的角色。過往資訊揭露在證券交易法中係以「保障投資」為目的，股東評估其投資風險重視與公司財務表現有關的財務資訊，卻往往忽略了公司非財務資訊之重要性，進而導致鉅額的投資損失。非財務資訊透過敘述性、量化資訊具體化公司每日營運活動面臨的所有非財務風險，乃企業社會責任實踐的第一步。公司藉由非財務資訊得揭露檢視公司內部活動、取得股東信任並且保護利害關係人利益，永續經營即始於公開透明的非財務資訊——企業社會責任資訊之揭露與公開。

本論文研究聚焦於一般營利公司在實踐企業社會責任時應揭露的所有非財務資訊，並借助香港證交所《環境、社會及管治報告指引》作為香港非財務資訊全面揭露法制之經驗與規範架構，著重探討我國現行法制之缺失與可能的解決辦法。非財務資訊揭露法制之建構皆非一蹴可及，我國現行揭露法制相較其他亞洲國家起步雖早，然而至今仍未能有效提升我國公開發行公司非財務資訊揭露的質與量，本論文希望能拋磚引玉，使金管會在改善公司非財務資訊揭露品質時有一可循方向。

關鍵字：企業社會責任、營利公司、非財務資訊揭露、非財務風險、利害關係人

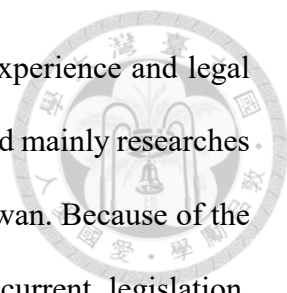
Abstract



Corporate Social Responsibility (CSR) has become a synonym for risk control or sustainability in the modern blueprint for corporate governance. The mission or goal of CSR is to coordinate interactions between companies and their stakeholders in daily operations, and to identify and control companies' non-financial risks and manage to strike a dynamic balance between company profits and interests of stakeholders. With this dynamic balance, directors can manage any possibilities that may affect the company's financial performance effectively, and shareholders are able to trust directors for sustainably operating the company in shareholders' long-term interests. Stakeholders can also communicate with directors and alter any decisions against their interests with this interaction system. Finally, inclusiveness, the goal of corporate governance, is achieved.

To achieve this goal, non-financial information disclosure legislation plays an important role. In the past, information disclosure aims at protecting investors in Securities and Exchange Act. Investors estimate their investment risks as valuing financial information related to companies' financial performances. However, they fail to recognize the importance of non-financial information which causes them great loss. Non-financial information illustrates all non-financial risks companies face in their daily operations by means of revealing companies' narrative and quantitative information which is a first step of practicing CSR. Companies examine their interior activities, and gain trust from shareholders while protecting stakeholders at the same time. Sustainability starts from transparent non-financial information, that is, the transparency and disclosure of CSR information.

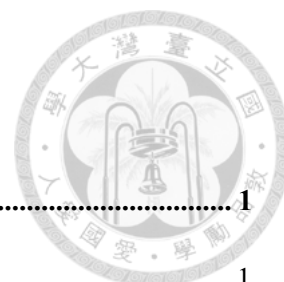
This thesis focuses on for-profit companies' mandatory disclosure of all non-financial information while practicing CSR activities. It relies on Environment, Social



and Governance Reporting Guide in Hong Kong Exchange as the experience and legal framework of non-financial information legislation in Hong Kong, and mainly researches on the defects in our current legislation and possible solutions in Taiwan. Because of the difficulties constructing non-financial disclosure legislation, our current legislation, which we legalized earlier than any other Asian countries, still has not effectively improve the quality and quantity of non-financial information. This thesis manages to initiate a series of reforms to improve the disclosure quality by providing FSC in Taiwan a possible direction to follow.

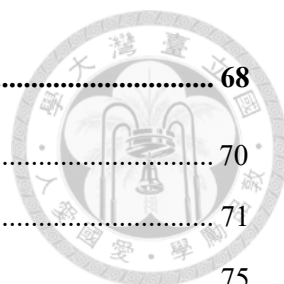
Keywords: corporate social responsibility, for-profit corporation, non-financial information disclosure, non-financial risk, stakeholder

目錄

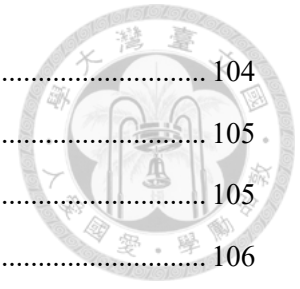


第壹章 緒論	1
第一節 研究動機.....	1
第二節 研究方法與範圍.....	2
第三節 研究架構.....	3
第貳章 企業社會責任與其法制	5
第一節 企業社會責任.....	5
第一項 企業社會責任之定義難題.....	5
第二項 企業社會責任的學說論戰.....	9
第一款 Berle 與 Dodd 教授在 1930 年代的初辯.....	10
第二款 股東優位理論/股東利益最大化理論.....	12
第三款 利害關係人理論.....	13
第三項 本文立場與結論.....	15
第二節 企業社會責任與股東優位理論之調和：以英、美為例.....	18
第一項 美國法.....	19
第一款 實體法.....	19
第二款 判例法.....	22
第二項 英國法.....	24
第一款 實體法.....	25
第二款 判例法.....	26
第三項 小結.....	27
第三節 資訊揭露義務與企業社會責任.....	29
第一項 資訊揭露義務概說.....	30
第二項 企業社會責任的保障投資面向.....	31
第三項 小結.....	33
第參章 非財務資訊揭露法制研究	35
第一節 非財務資訊為何.....	35

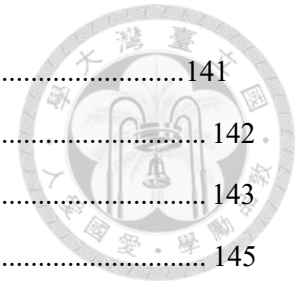
第二節 非財務資訊揭露之必要性與目的.....	37
第一項 公司面	38
第一款 保障投資	38
第二款 促進風險管理	40
第三款 提供市場區隔	42
第二項 公共目的面	43
第一款 間接推動企業社會責任	43
第二款 增加企業透明度	44
第三項 如何回應質疑？	45
第一款 揭露成本	45
第二款 洗綠（greenwash）的疑慮	48
第三款 破壞董事受託義務	49
第四款 企業社會責任揭露非證券監管機關的權責範圍	50
第三節 非財務資訊揭露法制.....	51
第一項 規範性質	52
第一款 自願性揭露（voluntary）	52
第二款 強制揭露（mandatory）	54
第一目 證券法下之強制揭露	55
第二目 公司法之強制揭露	56
第三款 遵循或解釋（comply or explain）	56
第二項 主管機關（單位）與規範對象	58
第三項 揭露形式	60
第四項 揭露項目	60
第一款 特定環境或社會資訊	61
第二款 非財務資訊全面揭露	63
第一目 報告框架一——國際報告標準	63
第二目 報告框架二——自評表	65
第三目 報告框架三——法條明文設計	65
第五項 小結	66



第四章 比較法研究——香港	68
第一節 規範背景	70
第一項 第一階段——建議、監測與對話	71
第二項 第二階段——檢討與強制	75
第三項 小結	76
第二節 規範架構與論辯	77
第一項 「遵循或解釋」與建議揭露	78
第二項 規範對象	81
第三項 揭露形式與發佈時間	83
第四項 揭露項目——以自評表形式為框架	83
第一款 揭露總則	85
第一目 整體方針.....	85
第二目 董事會責任.....	86
第三目 揭露原則.....	87
第二款 一般揭露	88
第三款 KPIs	89
第五項 認證 (assurance)	91
第六項 小結	92
第三節 規範成效與評價	92
第一項 HKEX 於 2016、2017 年之 ESG 審閱報告	93
第一款 揭露層面	95
第二款 行業面	95
第三款 結論：有待改善的方面	96
第二項 業界評價	97
第三項 小結	99
第五章 我國非財務資訊揭露法制之現況與檢討	101
第一節 我國現行非財務資訊揭露法制	101
第一項 編製與申報企業社會責任報告書	103
第一款 立法背景	103



第一目 我國企業社會責任法制建構.....	104
第二目 市場監督機制建立.....	105
第三目 CSRR 作業辦法制訂背景	105
第二款 強制揭露	106
第三款 規範對象	107
第四款 揭露形式與發佈時間	108
第五款 揭露項目——以國際報告標準為框架	109
第一目 至少應符合 GRI 核心選項.....	110
第二目 揭露項目之衡量.....	111
第三目 揭露對應之 GRI 準則內容索引	112
第四目 加強揭露項目	112
第六款 認證	114
第二項 年報（公開說明書）應行記載事項	114
第一款 立法背景	115
第一目 年報應行記載事項.....	116
第二目 公開說明書應行記載事項.....	117
第二款 規範架構.....	119
第一目 遵循或解釋.....	119
第二目 規範對象、形式與發佈時間.....	119
第三目 揭露項目——以自評表形式為框架.....	119
第四目 認證.....	130
第三項 小結	130
第二節 缺失與困境.....	131
第一項 非財務資訊未能全面揭露	132
第一款 未能全面揭露的非財務資訊	133
第二款 企業社會責任實務守則之規範性質	135
第三款 自律/自願性揭露對目的之達成有其侷限性	136
第二項 現行非財務資訊揭露品質不佳	137
第一款 履行社會責任自評表設計不良	137
第二款 市場監督不足	140



第三項 董事與公司責任	141
第一款 董事受託人責任與非財務資訊揭露請求權	142
第二款 非財務資訊揭露不實、隱匿責任	143
第四項 小結	145
第三節 與香港法之比較與檢討	145
第一項 非財務資訊揭露法制架構之比較	146
第一款 立法背景與政策進程	146
第二款 揭露法制架構	147
第一目 規範性質與揭露項目	148
第二目 主管機關與違反效果	149
第三目 規範對象、揭露形式與發佈時間	150
第四目 認證	151
第三款 小結	151
第二項 共有困境與檢討——代結論	152
第陸章 結論	154
第一節 修法建議	154
第一項 全面修正履行企業社會責任自評表	154
第一款 真正全面的非財務資訊揭露法制	155
第二款 具體化資訊揭露項目	155
第三款 隱匿、虛偽資訊之公司責任	157
第二項 利害關係人權益保障	159
第一款 規範對象範圍擴大	159
第二款 應對「利害關係人」揭露	161
第三項 充足的揭露、更好的解釋	161
第一款 重要性議題採擇 (Materiality Determination)	162
第二款 遵循或解釋的缺點與檢討	163
第四項 第三方認證	165
第二節 本文結論	165
參考文獻	168

表目錄



表 1	ESG 報告指引各層面揭露項目	84
表 2	2016、2017 年 ESG 審閱報告全部結果	94
表 3	依循 GRI 準則編製 CSR 報告之核心選項要求	110
表 4	CSRR 作業辦法第 4 條規範內容	112
表 5	年報應行記載事項自 2003 至 2008 年有關社會責任資訊揭露之沿革	116
表 6	公開說明書應行記載事項自 2003 至 2008 年有關社會責任資訊揭露之沿革	117
表 7	現行企業社會責任實務守則與履行社會責任自評表之差異	120
表 8	履行社會責任自評表揭露範例	138
表 9	香港 ESG 報告指引與我國履行社會責任自評表之揭露項目差異範例	148
表 10	我國與香港非財務資訊揭露法制的異同處	151



第壹章 緒論

第一節 研究動機

從公司 (corporation) 這個組織型態的首次出現，到近代社會企業 (social corporation) 的誕生，公司的目標與使命已產生劇烈變動，而其中公司所謂的「企業社會責任 (Corporate Social Responsibility)」背後之意義亦不可同日而語。在過去備受爭議的企業社會責任引發學、業界討論以來，不可否認地，全球社會與環境已經歷許多劇變。無論是全球暖化確實正在發生、金融風暴後帶起許多金融業責任的重新省思，以及涉及人權、勞權、女權的社會議題逐漸受到大眾重視，企業作為社會的一份子無法置身事外已經是不爭的事實，從而一家企業在種種社會劇變中如何調整自己的使命目標、改變經營策略與內控機制與面對社會、環境問題的能力與績效，在在成為現今投資人衡量其投資目標的重要指標，投資人對企業社會責任的關注程度因而來到前所未有的高峰。

我國有關企業社會責任所採的立場，在 2018 年 8 月最新修訂的公司法中已將其置入第 1 條第 2 項為一般性立法：「公司經營業務，應遵守法令及倫理規範，得採行增進公共利益之行為，以善盡其社會責任。」這個改變定調我國對公司善盡企業社會責任的認同，並強調在遵法的前提下，採行增進公益行為與否是公司的自由，為所有公司善盡社會責任之行為斬除可能遭遇的法律障礙。然而，由於新法將社會責任定位為公司遵法義務以外之「權利」，卻未在董事責任、揭露義務上有相對應的設計，在如此寬鬆的公司法框架下，規範之間該如何相互配套、避免衝突，勢必需要一番討論與研究。

尤其，在我國公司法肯認公司得採行社會責任行為後，廣大投資人、利害關係



人該如何取得公司善盡社會責任行為的資訊？社會應如何評價這些公益行為？是否應該尊重公司為善不欲人知，企業社會責任資訊並無揭露必要性？此等問題涉及非財務資訊之「揭露目的」為何。應如何說服公司揭露非財務資訊是正確且必要的政策方向，即為立法者法制建構初期的重要課題；其二，以我國現行非財務資訊揭露法制架構來說，由於只有「特定種類、特定規模」之企業有義務出具企業社會責任報告書，其他「公開發行公司」僅須在年報、公開說明書中之公司治理報告揭露其「履行社會責任情形」，然而是否就意謂著「非公開發行公司」即無揭露的必要？本文認為似乎不必然如此，因而「規範對象」也是非財務資訊揭露法制建構時必須加以釐清之處；其三，非財務資訊揭露法制要求的揭露內容是否符合讀者需求，涉及非財務資訊「揭露項目」問題，縱使我國已經做到「強制」公開發行公司揭露社會責任履行情形，但若資訊不足以讓投資人及利害關係人了解公司過去一年履行社會責任的績效為何，允許公司照本宣科甚至可能每年出具一模一樣的內容，如此「形式上」的揭露，意義不僅不大，更無助於企業社會責任的推動，因此「揭露內容與品質」於非財務資訊揭露法制中亦不容立法者忽視。

上述國際趨勢、我國公司法新修正後面臨的法規配套問題，以及現行非財務資訊揭露法制的缺失，引發本文的研究動機。

第二節 研究方法與範圍

由前述研究動機發想，本文擬採用下述之研究方法及範圍：

為釐清企業社會責任與非財務資訊的定義與各理論的分歧點，本文以文獻回顧方式，整理過往針對企業社會責任及利害關係人與股東間利益衝突的爭論分歧點，並透過英、美二國公司法中有關利害關係人利益的規範與實務分析，確立企業社會責任為非財務資訊揭露法制建構的前提。



第二，為分析企業社會責任資訊揭露之必要性，本文引用實證研究及相關文獻歸納出推動非財務資訊揭露法制之目的為何，並藉由業界的研究報告數據分析，分別開展出各國相關揭露規範的建構方式與相關學術文獻之評論。

最後，由於企業社會責任是近十年來始逐漸受人矚目的課題，其相關的非財務資訊全面揭露於 2014 年才開始為歐盟所採行，而香港證交所於 2015 年發布的《環境、社會及管治報告指引》為亞洲地區有關企業社會責任最為完整、建構歷程最透明的非財務資訊揭露法制，值得我國借鏡，因此為求研究的完整性，本文擬以香港為比較法研究對象，藉由歷年來香港證交所完整的諮詢文件及指引說明，整理其立法背景、規範架構，並引用相關的研究報告數據與文獻分析其規範成效與評論，以此比較我國現行法制並找出現況缺失可能的解決方法。

第三節 研究架構

本文共分為六章，各章內容說明如下：

第壹章為本文之研究動機、方法與範圍以及研究架構。

在進入有關企業社會責任之非財務資訊揭露法制建構以前，先以第貳章為企業社會責任定義與理論背景之介紹。由於企業社會責任的學說爭論對本文之研究至關重要，第一節將詳細爬梳股東優位理論、利害關係人理論對於企業社會責任的看法與闡釋，第二節再介紹對利害關係人理論最為保守的英美法國家，如何處理有關企業社會責任的議題，最後說明為何非財務資訊揭露與企業社會責任息息相關，將企業社會責任與非財務資訊揭露為連結。

第參章，則為本文建構企業社會責任的非財務資訊揭露法制之起點。首先第一節本文將處理「非財務資訊」為何的定義問題，並在第二節開展公司應揭露非財務資訊的討論。最後，為瞭解現行各國對於非財務資訊揭露的規範模式，本文在第三



節將參考美國、英國與歐盟等國法制，分別從規範性質、主管機關及規範對象、揭露形式與揭露項目等面向為介紹，以勾勒所有企業社會責任的非財務資訊揭露法制可能的面貌。

第肆章則以香港證交所 2015 年發布之《環境、社會及管治報告指引》為完整的規範架構介紹，於第一節說明該指引發布的背景，第二節以下為規範各面向的詳細分析，並於第三節為整體成果與評價。

第伍章將以上述研究結果回頭檢視我國的現行法制，於第一節介紹我國現行法與實務狀況，並在第二節說明目前法制有何缺失，造成的原因與困境為何，第三節則藉由比較香港 ESG 報告指引與我國非財務資訊揭露法制的異同，分析我國目前可能的改進方向。

第陸章為本文有關現況缺失的修法建議與研究結論。



第貳章 企業社會責任與其法制

企業社會責任的討論是美國歷史與政經背景互動最為密切的學術議題¹。在回顧相關的理論時，可以發現企業社會責任的學說並非由法律界所獨佔，無論經濟學、政治學、社會學、管理學甚至是哲學，各種學說理論的雜揉可說是探討企業社會責任的最大特色，這也說明了為什麼至今學界仍然無法為企業社會責任得出最具說服力的結論。有趣的是，基於企業社會責任與當時社會背景息息相關的緣故，過去權威的學說往往會因為時空背景的不同而無法說服當代的學者專家，社會環境的變動導致這些理論無時無刻地受到檢驗，也因此曾經的最多數說——股東優位理論或股東利益最大化理論，因為經濟全球化、跨國公司的產生及全球暖化等種種國際社會問題而受到大量質疑。


本章第一節將簡單探討企業社會責任一詞出現的時代背景，並嘗試為「公司經營者應為誰的利益經營？」此一大哉問歸納出與現代社會最契合的結論；第二節則透過英、美二國在利害關係人理論與股東優位理論衝突的處理方式探討企業社會責任法制的建構；最後，本章第三節將說明為何應連結企業社會責任與本文欲探討的非財務資訊揭露法制，並如何將非財務資訊揭露法制建構作為推動企業社會責任的前哨戰。

第一節 企業社會責任

第一項 企業社會責任之定義難題

1916 年美國福特汽車公司宣布公司將發放部分盈餘為股利，其餘獲利用來擴

¹ 有學者透過美國歷史發展講述企業社會責任的理論更迭與實務見解。See generally Daniel J. Morrissey, *Toward a New/Old Theory of Corporate Social Responsibility*, 40 SYRACUSE L. REV. 1005 (1989).



建廠房以製造更加平價的汽車，這個將公司的獲利與社會分享之決策受到小股東道奇兄弟的抗議並提起訴訟，是企業社會責任首度受到學術各界關注的起點。當時密西根最高法院認為，福特公司透過降低汽車售價方式將公司部分獲利分享與社會大眾之行為違反董事「為股東獲利」之主要目的，判決福特公司應增發特別股股利予股東²，此判例基本上定調了往後美國學術界多數對於「公司之目的在於為股東獲利」命題的肯定。

然而，當公司逐漸走向經營所有分離，股權結構從集中在富裕人士手中轉變為分散於一般民眾，所有權的概念產生變化，股東對於其持有股份的企業及其實質財產（生產工具）已經無支配力，實際支配權落入公司經營者手中，這些經營者持股占公司發放總股份的少數，甚至即使完全沒有股份，仍可以行使支配權；同時，這些經營者對於公司的管理越來越專業，比起遠在天邊的投資人，專業經理人更效忠於公司本身³，學者開始倡議一個新的、更宏大的公司目的——「企業政治家論（corporate statesmanship）⁴」，首位倡議者就是 Dodd 教授⁵。這個說法引發不少學者包括 Berle 教授在內的強烈反彈，認為公司經營者的法律責任將因為公司具有「盈利以外目的」而被削弱⁶，股東將無法把公司喪失最大獲利機會的責任歸咎於經營者。在 1929 年經濟大蕭條爆發後，美國重新思考公司這個經濟體對於整個社會的影響力，公司「極大化股東利益」之唯一目的因經濟問題受到挑戰，企業經營


² Dodge v. Ford Motor Co., 170 N.W. 668 (Mich. 1919).

³ ADOLF A. BERLE & GARDINER C. MEANS, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY 64-65 (1991).

⁴ 所謂企業政治家（corporate statesmanship）係指將社會福祉（common good）考量在其經營決策內之企業家。See Martin Reeves, Georg Kell & Fabien Hassan, *The Case for Corporate Statesmanship*, BCG (2018), available at: <https://www.bcg.com/publications/2018/case-corporate-statesmanship.aspx> (last visited: Dec 20, 2018).

⁵ See Edwin M. Dodd, *For Whom are Corporate Managers Trustees*, 45 HARV. L. REV. 1145, 1161-1162 (1932).

⁶ See Adolf A. Berle, *For Whom Corporate Managers are Trustees: A Note*, 45 HARV. L. REV. 1365, 1365-1366 (1932).



者將「慈善」納入經營決策考量的法律責任紛紛受到啟發式公司利己理論（enlightened corporate self-interest）以及經營判斷法則（business judgement rule）的開脫⁷。爾後，企業社會責任在戰後的反戰思潮中又進一步地演化，大律師 Ralph Nader 列出當代企業的罪狀⁸、許多公司不計社會成本的經營決策紛紛受到社會的檢視與批評，例如水門案中高額的政治捐獻及許多暗地裡影響政治及社會的黑心企業逐漸浮上檯面，這些「企業的罪」引發社會大眾包括企業家本身繼經濟大恐慌後再一次對「公司」此組織體的反思與檢驗，許多有關攸關公益的法案因而產生⁹。

簡言之，企業社會責任的討論就是美國歷史與大眾思潮更迭的產物，當公司對社會影響的程度太大，大到人們開始審視其存在感時，企業社會責任就會在學界對話中浮現，繼而出現更多不同學說領域的討論。這些討論現在仍持續並熱切地對話著，甚至出現了更加多元的名詞樣貌（有些指涉的甚至是一樣或類似的客體）：企業公民（corporate citizenship）、永續商業（sustainable business）、企業責任（corporate responsibility）與企業社會表現（corporate social performance）...¹⁰。

在定義企業社會責任時，幾乎所有探討企業社會責任的學術文獻會以類似句子作為引言：「儘管企業社會責任從首次被提出至今已歷經了無數次理論爭執，其定義仍然是模糊不清的¹¹。」基於其極複雜、多面向的討論角度，企業社會責任的定義迄今仍然是學者們爭論不休的議題。由於許多有關企業社會責任的理論或概

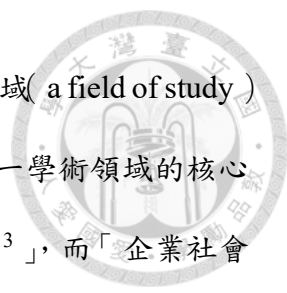
⁷ 詳細的介紹與相關判例收錄於 Morrissey, *supra* note 1, at 1014-1017.

⁸ See RALPH NADER, MARC J. GREEN & JOEL SELIGMAN, TAMING THE GIANT CORPORATION 5-25 (1977), *cited in* Morrissey, *supra* note 1, at 1018.

⁹ *E.g.*, Consumer Product Safety Act, 15 U.S.C. §§ 2051-2083 (1988); Foreign Corrupt Practices Act of 1977, 15 U.S.C. §§ 78a, 78m, 78dd-1, 78dd-2, 78ff (1988); See Morrissey, *supra* note 1, at 1018-1019.

¹⁰ See Andrew Crane, Abigail McWilliams, Dirk Matten, Jeremy Moon & Donald S. Siegel, *The Corporate Social Responsibility Agenda*, in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY 5 (Andrew Crane, Abigail McWilliams, Dirk Matten, Jeremy Moon & Donald S. Siegel eds., 2008).

¹¹ See Antony Page & Robert A. Katz, *Is Social Enterprise the New Corporate Social Responsibility*, 34 SEATTLE U. L. REV. 1351, 1351 (2011); Abigail McWilliams, Donald S. Siegel & Patrick M. Wright, *Corporate Social Responsibility: Strategic Implications*, 43 J. MGMT. STUD. 1, 8 (2006); Crane *et al.*, *supra* note 10, at 4.



念是彼此衝突的，有學者在討論企業社會責任時，選擇以「學術領域 (a field of study) ¹²」而不是名詞、概念或理論來說明它，並且僅能籠統地描述這一學術領域的核心爭論是「有關社會義務 (social obligation) 及公司在社會的影響¹³」，而「企業社會責任的討論，其實就是一段公司追尋其生存目的 (raison d'etre) 之過程¹⁴」，究竟公司作為一經濟體原則上應 (should) 為了股東利益而極大化其獲利還是公司沒有其他選擇 (shall)，又或者公司其實還有回饋社會的使命？若後者是成立的，則公司應如何恰當地在友愛利害關係人和盈利的任務中達成平衡，並追求永續經營的目標？在此又是另一層次的爭論起點。

企業社會責任的定義，最為現代學者津津樂道的非 1970 年諾貝爾經濟學獎得主 Milton Friedman 莫屬，其認為「公司的社會責任就是增加獲利¹⁵」，企業社會責任讓經營者得未經公司所有人 (即股東) 同意即以公司代理人 (agents) 的姿態執行社會行為，是不民主的展現，並且削弱了自由社會的基本價值；Theodore Levitt 教授在 1958 年哈佛商業評論中對此也持有相類似的看法，其認為政府的工作不是經商、商人的工作並非施政¹⁶，言簡意賅地表達公司與政府的角色應予區分，不能假他人之手行善。

然而企業社會責任討論開展至今，歷經了許多環境與經濟上的浩劫，已經有相對完整的雛形與方向，揮別了原有公司唯一責任就是獲利的看法，以不違反企業追求獲利目的，同時也肯定公司得正視自己對社會影響力而選擇參與非營利活動而


¹² See Andy Lockett, Jeremy Moon & Wayne Visser, *Corporate Social Responsibility in Management Research: Focus, Nature, Salience and Sources of Influence*, 43 JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES 115, 117 (2006).

¹³ See Crane *et al.*, *supra* note 10, at 5.

¹⁴ See Morrissey, *supra* note 1, at 1005.

¹⁵ See generally Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, in CORPORATE ETHICS AND CORPORATE GOVERNANCE 173 (Zimmerli W.C., Holzinger M., & Richter K. ed., 2007).

¹⁶ See generally Theodore Levitt, *The Dangers of Social Responsibility*, 36 HARV. BUS. REV. 41 (1958).



不為股東所咎責為前提¹⁷，進一步地討論公司如何調和營利與非營利決策以及該非營利活動之參與是否應該作為公司義務。本文在此不願以定義侷限企業社會責任的討論範圍，尤其在下一項學說爭論的介紹中有許多理論實際上伴隨著企業社會責任的定義，正如前文所述，企業社會責任的許多理論、概念與定義之間有時是相互衝突的，因此在進入學說理論回顧之前，本文將以企業社會責任「無法定義」作為本段的結論。

第二項 企業社會責任的學說論戰

討論企業社會責任的學術文獻可說是百花爭豔，而一切爭論的起源，必然會提到 1930 年代 Berle 教授與 Dodd 教授在哈佛法學評論上的精彩筆戰，二位的見解基本上點出了長久以來企業社會責任背後價值觀的戰線所在：「公司應為誰經營？」以及分別在光譜兩端的答案——股東優位理論 (shareholder primacy theory) 及利害關係人理論 (stakeholder theory)。其後的學說有以團體理論¹⁸衍生出對於公司應負社會責任與否之見解，亦有以契約理論角度解讀者，更有回歸公司法人格的討論，並歸納出支持企業社會責任的結論¹⁹，其他學術領域中也不乏討論企業社會責任的專家學者，然而由於上述眾多學理中，仍舊必須在「公司應為誰經營」此一問題根源中選邊站，因此本文選擇僅就股東優位理論及利害關係人理論為介紹，以作為後續開展企業社會責任法制討論的背景介紹，並提出本文的想法與結論。

¹⁷ 然而此前提在各國仍有差異，以日本法為例，其對企業目的在追求利益本身存疑，而強調公司具有之公益性為所謂的企業社會責任。蔡英欣 (2019)，〈公司社會責任與股東利益最大化原則——以日本法為中心〉，《臺灣財經法學論叢》，1 期 1 卷，頁 174。

¹⁸ 事實上，團體理論並不贊同「股東」與「其他利害關係人」此二分法，由於非本文討論重點，因此下文仍會維持此二分法的結構討論。See Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247, 280 (1999).

¹⁹ 楊岳平 (2011)，〈公司治理與公司社會責任：企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護〉，頁 66-83，臺北：元照。



第一款 Berle 與 Dodd 教授在 1930 年代的初辯

早在 1931 年，Berle 教授在哈佛法學評論上發表的文章²⁰便已站穩美國法學界多數對於企業社會責任趨於保守的立場——股東優位理論。Berle 教授認為股東與公司經營者的不同之處在於股東能夠透過自身契約分配彼此的權利與參與程度，並以此參與程度決定各自的收益，而經營者所擁有的權力是為全體公司（for the corporation as a whole）的利益而從股東讓與（concede）而來，絕非只為有利「單一參與者」而不利於「其他參與者」。因此，基於公司這個實體（entity）是經股東的資金聚集而成，「所有給予公司、公司經營者或公司內部任何組織的權力都必須並且永遠是為了所有股東可評價的利益²¹。」無論實體法上公司的經營者被賦予多大的權力、無論這些權力的使用多麼正當（例如慈善行為受到社會讚揚），只要這些權力已經侵犯了股東可能獲得的利益，都必須受到衡平法的限制（equitable limitation），意即透過衡平法去檢驗公司經營者之受託人義務是否被違反，一旦違反則此權力即應受到限制。因此，在福特公司發放部分股息一案中，法院的裁決即是運用了此衡平法的限制，因縱使實體法允許公司有權決定發放多少股息，只要此決定侵蝕了全體股東的利益而違反受託人義務，該權力即應受到限制，法院判決福特公司應增發股利給股東是正確的。

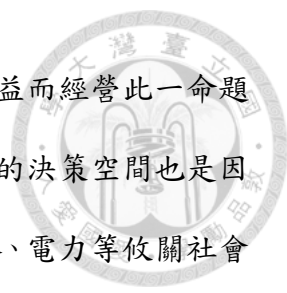
隔年，Dodd 教授發表的文章²²則回應認為，公司有「社會責任」此一認知已然漸漸壯大，若我們拋開公司的本質——由人所組成的組織體，而將其視為一個自然人經營其事業，該個人經營決策將不只受法律所影響，公眾的意見、內在的使命感驅使如社會責任都將與其決策息息相關²³，如今「商業是私人的事務」已漸漸不見

²⁰ See generally Adolf A. Berle, *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 HARV. L. REV. 1049 (1931).

²¹ *Id.* at 1049.

²² See generally Dodd, *supra* note 5.

²³ *Id.* at 1161.



容於社會實際的運作上，也就是說，公司經營者必須僅為股東利益而經營此一命題雖然正確，但已經「過時」，實體法有時會「限制」公司經營者的決策空間也是因為立法者已有公益與公司決策息息相關的考量，因此特別在鐵路、電力等攸關社會福祉的法律上，將公眾利益、勞工利益置於股東利益之前，在此情況下，履行社會責任即為公司義務。Dodd 教授並指出公司中股東與經營者的角色已經改變，股東與公司的經營脫鉤，選擇將公司交由專業人才管理，是公司經營者從股東的代理人（attorney）轉變為公司的受託人（trustee），其決策不再只為股東利益，而是權衡股東、勞工、消費者等利益後所做的決定——此即前述企業政治家論之理論基礎。最後，長遠來看，這些考量社會利益的決策終將帶領公司永續經營，因此亦是為了「股東長期利益」而為之決策，並未破壞 Berle 教授所堅信的公司目標：公司僅為股東最大的利益而經營。

雖然 Dodd 教授在其論述當中所採的建構主義理論（constructionist theory）係強調公司應考量所有利害關係人，包含股東的利益²⁴，但總結其上述的見解，其認為公司有社會責任而應當思考公眾的利益，即是對「公司應為誰經營？」拋出股東以外的答案。同年，Berle 教授以短短 9 頁的文章悲觀地回應 Dodd 教授²⁵，如同前文曾提到的，其認為「公益與股東利益並重」的論點對於社會的壞處大於好處，畢竟能稱作企業政治家的表率只占美國公司的少數，大多數的公司經營者可能因為「公司經營者僅為股東利益經營」的命題被打破而削弱了原本應面臨的法律責任，這無疑是公司經營者規避責任的大好機會，因此批評 Dodd 教授所提出的理論只是理想而非現實。

²⁴ See Joseph R. Shealy, *The Corporate Identity Theory Dilemma: North Carolina and the Need for Constructionist Corporate Law Reform*, 94 N.C. L. REV. 668, 689 (2016).

²⁵ See generally Berle, *supra* note 6.



第二款 股東優位理論/股東利益最大化理論

拜經濟學蓬勃發展、企業併購法及機構投資人支持之賜，股東優位理論在 1970 年代取得優勢地位，如同前文所述，由於企業社會責任相關理論的消與漲取決於當代經濟與社會狀況²⁶，股東優位理論在 Dodd 教授見解成為有力說以後再次反撲²⁷。在 1970 年代，Milton Friedman 以「公司社會責任就是增加自己的利潤」主張股東優位理論是作為維繫民主自由社會的要素，認為經營者犧牲公司利益而從事社會責任行為，形同課股東稅，從公司經營者的角色來看不僅沒有資格（因股東並未同意）亦欠缺專業能力（應交由政府）處理社會問題²⁸，又掀起兩大派系理論的戰場。

學者 Stephen Bainbridge 嘗試將股東優位理論分析為兩大重要部分：「公司的目標必須為股東利益最大化」，以及「股東是公司的最終控制者」²⁹，在此理論之下，經營者只有經濟目標與責任，有利益衝突時經營者也別無選擇，只能為對股東有益的決策並為其製造財富，因此理論的優勢在有助於經營者決策的效率。然而股東優位理論最有趣之處，即在於並不完全不顧利害關係人的利益，因為利害關係人的利益有時亦關係著股東的利益，例如社會的抗爭造成公司營運大受影響、員工集體罷工造成公司無法繼續營運，因此「股東優位」係指在眾多利益中股東利益將排在優先位，不一定即否定了其他利益的存在³⁰，而股東利益最大化理論其實就是股東優位理論的別稱，只是觀察角度不同，股東優位理論著重於描述在各利益的比較

²⁶ See Thomas A. Kochan & Saul A. Rubinstein, *Toward a Stakeholder Theory of the Firm: The Saturn Partnership*, 11 ORGANIZATION SCIENCE 367, 368 (2000), cited in Andrew R. Keay, *Moving Towards Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value and all that: Much Ado about little?*, 22 EUR. BUS. L. REV. 1, 4 (2011).

²⁷ Berle 教授亦於 1954 年承認其與 Dodd 教授二十年前的論辯勝負已定，並同意公司經營者應對社會全體負責，而不僅僅只是對股東負責。楊岳平，前揭註 19，頁 17。

²⁸ 楊岳平，前揭註 19，頁 18。

²⁹ 然而 Bainbridge 教授其實最終否定了「股東是公司最終的控制者」而認為「經營者才是最後控制者」，為董事優位理論（Director Primacy）的支持者。See generally Stephen M. Bainbridge, *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA L. REV. 601 (2006), cited in Keay, *supra* note 26, at 5

³⁰ See Keay, *supra* note 26, at 6.



中股東為最優位者的現象，股東利益最大化理論則是在描述公司的唯一目標在於最大化股東利益。

由於股東優位理論的基礎來自於公司此組織體的本質：非經民主程序所組成、並非國家且無公權力、由股東出資組成因而為股東的財產、成立目的即是營利而非社會目的，以及古典經濟學理論：個人追求利益的理性經由看不見的手運作下達到最有效率的市場互動機制³¹，並在股東行動主義 (shareholder activism) 的推波助瀾之下³²，股東優位理論可說是血統純正，最受到積極參與公司經營之股東的歡迎；再者，考量利害關係人的利益有可能造成董事會分裂，「利害關係人董事」的產生可能會造成經營者只為特定人發聲³³，股東將難以對董事咎責，因此對股東而言，利害關係人理論並無助於其權利的行使。

而在談到解決社會問題之議題上，股東優位理論的學者們也非避而不談，除了消極地認為這是政府的工作外，亦回應到利害關係人理論強而有力的論點：「正因為公司對社會影響層面最大，公司自然應作為領導解決社會問題的角色」肯定解決社會問題公司當責無旁貸。然而，公司法所處理者並非社會問題 (而是優先處理股東利益)，社會問題應該是社會性立法的功課，因此亦有學者認為，遵法才是公司應該肩負的社會責任³⁴，如此也正面反擊了利害關係人理論認為公司以最大化股東利益為己任、一再追求利潤的結果將造成貪腐、經濟浩劫以及環境災難之質疑。

第三款 利害關係人理論

在「公司應為誰經營？」光譜的另一端，是考量股東以外例如員工、債權人、

³¹ 楊岳平，前揭註 19，頁 19-22。

³² See Mohammed Omran, Peter Attrill & John Pointon, *Shareholders versus stakeholders: corporate mission statements and investor returns*, 11 BUSINESS ETHICS: A EUROPEAN REVIEW 318, 318 (2002), cited in Keay, *supra* note 26, at 5.

³³ See Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, *Election Contests in the Company's Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come*, 59 BUS. LAWYER 67, 67 (2003).

³⁴ See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEO. L.J. 439, 448 (2001).



消費者、社區等利益團體的利害關係人理論。所謂利害關係人理論，其實只是許多以「公司應同樣為利害關係人經營」為結論的理論之集合，這些理論各自說服著這個相同的理想：「所有團體（股東、其他利害關係人）為了一個共同追求並共享的利益目標合作、主動加入公司的經營計畫，且所有對公司有貢獻的人都應享有利益³⁵。」因此公司經營者的責任不只是「股東利益」，其應該同時考量公司決策在其他利害關係人身上的影響力。

主張利害關係人理論者認為，公司經營者責任限縮在「為股東創造獲利」的結果是公司經營者再無受託人責任可言，蓋公司的獲利狀況可以透過財務報表靈活操作得來³⁶，受託人責任形同被破壞；再者，遵法雖為公司最基本也是最重要的社會責任，然而今日的公司已經握有龐大的政商影響力而得以左右法律之制定，使公司負一定公益責任的法律將面臨無法通過的困境³⁷，遑論在法規不足、執法鬆散的情況下亦會不敵公司「最大化股東利益」的經營守則而目無法紀³⁸。提出利害關係人理論作為企業策略管理之方法者——R. Edward Freeman 則認為儘管「市場」在商業行為中是主要且唯一的隱喻，但「市場」實際上充斥著形形色色的人並嵌入於社會結構中，意即「看不見的手」存在的前提是人與社會，因此以古典經濟學（事實上古典經濟學中的「市場」甚至已經比起最初 Adam Smith 所建構的現代自由市場還要狹隘）作為反對利害關係人理論的依據有其盲點³⁹。

有趣的是，利害關係人理論並不等於企業社會責任，但利害關係人理論時常作


³⁵ See Keay, *supra* note 26, at 6.

³⁶ See Frank Partnoy, *Adding Derivatives to the Corporate Law Mix*, 34 GA. L. REV. 599, 610 (2000), cited in Cynthia A. Williams, *Corporate Social Responsibility in an Era of Economic Globalization*, 35 U.C. DAVIS L. REV. 705, 705 (2002).

³⁷ See generally Martin Wolf, *Countries still rule the world: The notion that corporations wield more power than governments rests on flawed calculations and conceptual confusion*, Feb. 6, FIN. TIMES 17 (2002).

³⁸ 賴英照 (2007), 〈從尤努斯到巴菲特——公司社會責任的基本問題〉,《台灣本土法學雜誌》, 93期, 頁 164-165。

³⁹ See generally R. Edward Freeman, *Some Thoughts on the Development of Stakeholder Theory*, in STAKEHOLDER THEORY: IMPACT AND PROSPECTS 215 (Robert A. Phillips ed., 2011).



為主張企業社會責任者說理的工具，因為「市場與社會」都是二者所重視並極力爭取平衡的元素。Freeman 教授在其著作中指出：「只要把利害關係人理論做好，根本不需要企業社會責任」並且，「除非企業社會責任能夠改名為企業利害關係人責任 (corporate stakeholder responsibility)，否則不認為企業社會責任與其理論可以相提並論⁴⁰。」儘管如此，利害關係人理論仍然為企業社會責任議題背後巨大的爭議——「公司應為誰經營」提供了一個不同於「只有股東」，而是「利害關係人」的答案，蓋事實上，股東也是利害關係人之一員。

第三項 本文立場與結論


在理想派與現實派的爭論中，我們應該站在何處？在股東優位理論與利害關係人理論中，吾人或許可以先捨去理論與邏輯等「正當性」的枷鎖，思考在社會中公司應該扮演何種角色，其應領導社會進步，或只要安分守己不違法已足？在解構「公司應為誰經營」的問題時，此兩大理論同時也討論著公司應為何種組織，股東優位理論認為公司為經濟實體，私法關係應當私法自治，由契約關係去解決彼此的利益衝突；利害關係人理論則認為公司是「準公法人」(quasi-public)，因此公司經營者對利害關係人有其類似公法人的義務，然而公司何嘗不是私法及公法兼具、體質定位複雜的組織體，在此問題上股東優位理論與利害關係人理論至始至終都無法成功說服對方⁴¹。

股東優位理論或許盛行於 1970 年代以後的美國⁴²、甚至在現今的英美法國家

⁴⁰ Freeman 教授並認為企業社會責任是反商業的(anti-business)，企業社會責任「建造更好的世界」的理想與策略管理學 (strategy management) 傾向將一複雜的行為給予一純粹、狹義的經濟學解釋有別，不能相提並論。Id. at 218.

⁴¹ See Williams, *supra* note 36, at 707.

⁴² 至於歐盟與日本則較有社會責任之意識，學者認為這是因為這些社會的人民所受到的政治與社會教育皆強調公司應考量其利害關係人之利益。See Mark J. Roe, *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, 53 STAN. L. REV. 539,566-568 (2000), cited in Williams, *supra* note 36, at 719.



仍然是主流看法，然而近年來美國面臨不少經濟危機，尤其是 2008 年的金融海嘯以後，金融業吹起了「親社會行為」的檢討浪潮⁴³，股東優位理論一直引以為傲的論點：「法律（不限於公司法）及契約即足以讓公司考量利害關係人之利益。」在現實中已被打上大大的問號，學者即認為在經濟全球化下，這個理論已經過時而不足以處理公司與社會互動關係的問題⁴⁴，也有學者主張，股東優位理論對利害關係人的種種質疑都忽略了一個可能性——股東可以透過利害關係人重新定義自己的長期利益⁴⁵。然而，利害關係人理論雖在公司應為「利害關係人」經營此一立論基礎明確，其並未提供「公司目的為何」一個明確的答案，相對地，股東優位理論在公司目的上至少給予公司經營者一個明確的目標：追求股東利益極大化，並恰好與經濟學家所奉行 200 年的「公司經營者應以最大化公司的長期市場價值之標準為決策」——即價值極大化理論（Value Maximization）呼應，而利害關係人理論卻要公司經營者事奉多個主人，其結果往往導致這些主人的利益都被虧待（shortchanged），代理成本可能更加嚴重⁴⁶。

基於上述問題，光譜兩端折衷的理論也在企業社會責任的論辯中出現，其一為英國於 2006 年引入公司法中的「啟發式股東利益價值（Enlightened Shareholder Value）」以及 Jensen 教授所提出，以利害關係人理論為基礎，一方面重視利害關係人利益，另一方面防堵經營者利害衝突等代理問題而主張須以提升公司長期利益的前提保護利害關係人的「啟發式價值極大化理論（Enlightened Value Maximization）」⁴⁷。本文認為歷經上述的變化，利害關係人理論已經在這場論辯中

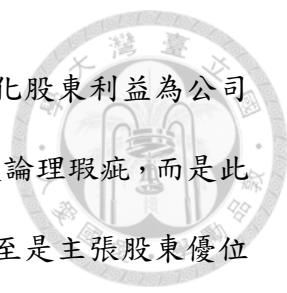
⁴³ See generally Hilary J. Allen, *The Pathologies of Banking Business as Usual*, 17 J. BUS. L. 861 (2015).

⁴⁴ See Williams, *supra* note 36, at 720.

⁴⁵ See Virginia H. Ho, “Enlightened Shareholder Value”: *Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide*, 36 THE JOURNAL OF CORPORATION LAW 59,71 (2010).

⁴⁶ See Michael C. Jensen, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, 22 J. APPLIED CORP. FIN. 32, 33 (2010).

⁴⁷ 楊岳平 (2019),〈新公司法與企業社會責任的過去與未來——我國法下企業社會責任理論的立法架構與法院實務〉,《中正財經法學》, 18 期, 頁 50-51。




獲勝，或是說傳統的股東優位理論——即公司經營者只以最大化股東利益為公司唯一目標的支持者已經妥協，妥協並非因其本身的邏輯破綻或是論理瑕疵，而是此理論在現代社會已經不足以解決公司對社會所帶來的問題，甚至是主張股東優位理論最為保守的美國在這場論辯中也已經往利害關係人理論靠攏，而有廣義股東優位理論為實務的通說；我國在 2018 年的公司法全盤修正中，亦在第 1 條第 2 項給予企業社會責任一法律位階，因此這場論戰暫時應在此擱下。

利害關係人理論提供企業在營運管理時有更大的關心向度，回應到企業社會責任的定義上或許能夠提供一個雖不至於精準但仍十分有說服力的描繪——企業社會責任與利害關係人密切相關。本文認為現代利害關係人理論之父 R. Edward Freeman 教授主張將企業社會責任應改名為企業利害關係人責任，可能是更能夠緊扣企業活動與利害關係人的企業社會責任輪廓。公司不同於政府，企業社會責任向來皆因「社會」二字而備受股東優位理論的質疑，然而社會可以有狹義的定義，對於公司而言的「社會」毋寧就是與公司互動的那些利害團體，員工、消費者、債權人、供應商、公司所在地的社群，甚至是遠在不同國家、不同資力的投資人，都是與公司互動的社會群體。

歐盟執委會在 2001 年的綠皮書(Green Paper)中歸結企業社會責任是一種「自願地將社會關懷與環境關懷融入其營運以及與利害關係人的互動中」的概念，此概念應該作為國家制定有關企業社會責任議題標準的之規範目的，也就是說，國家應提供企業一個能夠發展社會責任的法規環境，強調履行社會責任不只是遵法，甚至必須超越法規(going beyond compliance)，並將其投注在環境、社會等與利害關係人的互動中⁴⁸；我國證券交易所公司治理中心的網頁中則如此定義企業社會責任：

⁴⁸ Europe Commission, *Green Paper: Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility* (2001), at 6.



「泛指企業在創造利潤、對股東利益負責的同時，還要承擔對所有利害關係人的責任，以達成經濟繁榮、社會公益及環保永續之理念⁴⁹」由上述的概念出發，可以肯定的是，公司「以營利為目的」設立以後成為社會中巨大的活動主體，其所作所為無論是經濟、環境或是社會面皆影響甚深，公司對於社會因其影響所承擔的不利益應有責任予以分擔，而這裡的「社會」，本文認為皆應緊扣著「與該公司互動的利害關係人」⁵⁰，跨國公司與當地公司所面對的社會責任自然有所不同，工業、食品業所影響的利害關係人範圍也不能與金融業相提並論。

第二節 企業社會責任與股東優位理論之調和：以英、美為例


在確立企業社會責任是現代企業應共同肩負的普世價值後，下一個問題則是肯定企業社會責任的公司法制應如何打破傳統公司屬於私領域的疆界，畫出除了股東之外的影響力範圍並加以規範。畢竟法制建構最困難之處莫過於畫出「可規範 (regulable)」與「不可規範」的線，其背後政策與現實考量都是最棘手的問題⁵¹，尤其在過往股東優位理論為主流的英美二國法制中，任何在法規中加入利害關係人利益的嘗試，都受到利害關係人理論主張者質疑其「對現狀無實質影響」。

本文之所以選擇美國與英國法為例，是因為企業社會責任之理論如何選擇及平衡在這兩國最能夠看見其背後的掙扎。美國在 1980 年代，多數州法企圖引入利害關係人理論訂定利害關係人條款 (constituencies statues)，實務則仍然傾向其廣

⁴⁹ 臺灣證券交易所公司治理中心，<http://cgc.twse.com.tw/front/responsibility> (最後瀏覽日：02/24/2019)。

⁵⁰ 歐盟執委會在 2011 年對於企業社會責任的新定義：「企業對社會影響的責任」甚至將企業的社會責任擴大，認為社會整體即是企業的利害關係人，企業因其營運行為主宰社會活動而生的社會風險必須由企業來共同承擔，將利害關係人的範圍拉得極廣，而與本文所採定義有些差異。European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility* (2011), at 6.

⁵¹ 因此，亦有國家以自律規範為企業社會責任的落實方式，其參考國際組織所制定的各式規範，鼓勵企業自發性地履行企業社會責任，為企業社會責任最貼近其「基於公司自願性意志」的模式。更詳細的日本自律規範說明，請參考蔡英欣，前揭註 17，頁 24。



義股東優位理論的立場⁵²；而英國曾為歐盟成員，歐陸企業傳統上即具有較強的社會責任意識⁵³，歐盟綠皮書的問世也正式宣告歐陸國家企業社會責任時代的來臨，然而英國本身卻似在股東優位理論之架構下，採取了「啟發式股東價值」(enlightened shareholder value)之立法模式，學者認為此模式跳脫了以往股東與其他利害關係人非黑即白的二分法，似乎開闢出一條二者可以共存的共享價值⁵⁴。

第一項 美國法

由於美國公司法係立基於股東優位理論，美國學界與實務界在企業社會責任的解釋上仍無法與股東優位理論脫鉤，然隨著前述歷史與政治經濟因素，美國在利害關係人的利益上已釋出相當程度的善意，以下本文將分別從實體法與判例法解釋。

第一款 實體法

自 1919 年以來，美國各州已經漸漸正視在公司決策中考量利害關係人福祉的優點及公司董事會只能遵循極大化股東利益為決策所造成之不效率⁵⁵。1984 年 5 月，美國法律家協會 (American Law Institute, 下稱 ALI) 通過「公司治理原則：分析及建議 (Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations)」，其中 Section 2.01 有關「盈利公司之目標及行為 (The Objective and Conduct of the Business Corporation)」承認公司在下列特殊情形下縱使其行為未達成股東利益最大化之目的，亦可免於違反董事受託人責任的主張：

1. 如同自然人有遵法義務時
2. 得為合理並對有責的營運行為是妥適的倫理考量

⁵² 楊岳平，前揭註 19，頁 34。

⁵³ 洪秀芬 (2009)，〈德國企業社會責任之理論與實踐〉，《萬國法律》，164 期，頁 38。

⁵⁴ See Ho, *supra* note 45, at 77.

⁵⁵ See Shealy, *supra* note 24, at 687.



3. 得投注一定程度的資源在公共福祉、人道、教育與慈善目的上⁵⁶

此建議儘管仍然未脫離股東優位理論重視「利潤與股東獲利 (profit and shareholder gain)」的價值⁵⁷，但已經相當程度地在倫理及公益目的上讓步，因此亦有學者認為該建議帶有企業社會責任實現之揭示⁵⁸，然而就 ALI 的立場而言，公司若要為股東利益最大化以外的行為，必須具備法遵、倫理或是公益目的之個別要素⁵⁹。

針對公司捐贈行為的合法性在美國則相對寬鬆，州法並未對此行為有過多限制，例如德拉瓦州的公司法 (Delaware General Corporation Law) 規定公司得為公司福祉、慈善科學與教育等目的捐贈，另外在其模範公司法 (Model Business Corporation Law) 中第 3.02 條亦規定「除章程另有規定外，公司得為一切與營業相關必要的行為，包含促進公司事業之捐贈。」；紐約商業公司法 (New York Business Corporation Law) 甚至進一步規定公司為慈善捐贈時可以不問公司利益⁶⁰。

美國公司在 1980 年代經歷敵意併購浪潮，由於目標公司經營者面臨股東利益極大化與公司長期利益 (這些長期利益包括勞工、債權人、供應商等利害關係人對公司的付出⁶¹) 之間的兩難，利害關係人條款因此誕生⁶²，其通常包含以下條文：

1. 董事會得考量非股東 (nonshareholders) 的利益與及任何決策對其之影響。
2. 相關的非股東團體包含員工、供應商、消費者、債權人及社群。
3. 董事得同時考量公司長期及短期利益。

⁵⁶ American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations § 2.01 (Tent. Draft No. 2, 1984).

⁵⁷ See Melvin Aron Eisenberg, *Corporate Legitimacy, Conduct and Governance—Two Models of the Corporation*, 17 CREIGHTON L. REV. 1, 17 (1983).

⁵⁸ 賴英照 (2007),《賴英照說法——內線交易到企業社會責任》, 頁 203, 臺北: 聯經出版公司。

⁵⁹ 此計畫主要參與者 Eisenberg 教授認為, 該 3 點個別要素分別為法律遵循原則、倫理行為原則以及社會行動原則, 且社會行動原則必須再透過個案決定公司資源是否合理及妥善。參照: 蔡英欣, 前揭註 17, 頁 177。

⁶⁰ 周振鋒 (2019),〈論公司社會責任與公司慈善捐贈〉,《臺灣財經法學論叢》, 1 期 1 卷, 頁 210-211。

⁶¹ See Thomas J. Bamonte, *The Meaning of the “Corporate Constituency” Provision of the Illinois Business Corporation Act*, 27 LOY. U. CHI. L.J. 1, 3 (1995).

⁶² *Id.* at 7.



4. 董事得考量當地與國家的經濟狀況。

5. 董事得考量任何相關的社會因素⁶³。

然而公司應獲利並提供股東高額投資報酬此一根本任務並未改變，利害關係人條款的意義在於承認不只有股東是公司影響力所及之人，因此公司經營者應為公司獲利為決策，而非為「極大化股東利益」此一目的——意即經營者是為公司最佳利益而非為極大化股東利益為經營⁶⁴。惟必須特別注意的是，學者認為利害關係人條款下董事的社會利益考量並非毫無限制，為避免股東長期利益受到侵害，董事仍應遵守前述 ALI 的 Principles of Corporate Governance Section 2.01，唯有符合該 3 點個別要素，董事的決策才能正當化⁶⁵。

從前述條文可以觀察到，利害關係人在公司經營決策中的處境仍然是被動的，利害關係人條款並不是他們的「請求權基礎」⁶⁶，其充其量只是董事拿來正當化自己決策（也就是對抗股東）的工具而已，這種「授權型」(permissive) 的利害關係人條款為美國多數州採行的立法模式（然各州仍有些微的差異⁶⁷）。較特別者為美國曾經唯一採強制規定模式的康乃狄克州，其要求董事有義務考量其他利害關係人之利益⁶⁸，然而此規定在 2010 年又修正為授權型，這個唯一的強制規定在州法院還來不及反應即終告滅跡，截至 2017 年為止仍有十六州尚未訂立利害關係人條

⁶³ See Anthony Bisconti, *The Double Bottom Line: Can Constituency Statutes Protect Socially Responsible Corporations Stuck in Revlon Land?*, 42 LOY. L.A. L. REV. 765, 782 (2009); Shealy, *supra* note 24, at 692-697.

⁶⁴ See Edward S. Adams & John H. Matheson, *A Statutory Model for Corporate Constituency Concerns*, 49 EMORY L.J. 1085, 1102 (2000), *cited in* Shealy, *supra* note 24, at 687.

⁶⁵ 蔡英欣，前揭註 17，頁 11。

⁶⁶ See Bamonte, *supra* note 61, at 7.

⁶⁷ 例如伊利諾州雖然採行同樣「授權型」的立法模式，其並非「授權」董事會將利害關係人納入考量，而是「要求」董事將公司利益擺在個別股東的利益之前，此立法模式與英國的「啟發式股東價值」有些類似。See Nathan E. Standley, *Lessons Learned from the Capitulation of the Constituency Statute*, 4 ELON L. REV. 209, 214 (2012), *cited in* Shealy, *supra* note 24, at 693.

⁶⁸ 儘管為「義務型」(mandating) 立法模式，利害關係人依舊如授權型立法模式一樣缺乏一請求權基礎。See Bisconti, *supra* note 63, at 783.



款⁶⁹。

儘管各州立法仍有些微差異，可以確定的是利害關係人理論已經逐漸在美國發酵，利害關係人條款將伴隨諸多來自股東優位理論的批評是顯而易見的⁷⁰，然而來自利害關係人理論主張者的檢討聲浪也是不斷，尤其是利害關係人條款未提供任何管道給利害關係團體得以主張公司董事應考量其利益，利害關係團體缺乏請求權基礎，亦無從在公司決策對其有害時主張補償或撤銷此決策，公司董事仍然可能將股東利益擺在其他利害關係人之前，畢竟擁有請求權基礎的只有股東⁷¹，因此利害關係人條款充其量只能作為各立法州未完成的夢想——希望公司經營者能夠建構一個具社會意識的公司治理架構⁷²。

第二款 判例法

在美國實務判決中，法院依據利害關係人條款的案例非常稀少，有認為是條款本身不具有任何強制力，抑或是法院不願取代判例法長久以來支持股東優位理論的見解⁷³，事實上也沒有利害關係人可以依據此條款提起法律程序，故不論原因為何，利害關係人條款在美國現階段的運作下終究無法打破股東優位理論的框架⁷⁴，也就是說，股東利益仍然站在優先地位。然而應予澄清者，在此所謂股東優位理論的框架，在美國實務上是相對廣義的概念，法院在面臨公司以利害關係人或社會之利益行事而犧牲股東利益時，往往會認定公司此舉係為股東「長期利益」著想，進而認定公司經營者並未違反其受託人義務⁷⁵，這種廣義的股東優位理論儘管事實上

⁶⁹ See FREDERICK ALEXANDER, BENEFIT CORPORATION LAW AND GOVERNANCE: PURSUING PROFIT WITH PURPOSE 238 (2017).

⁷⁰ 有認為其混淆了公司經營與所有的界線，使經營者掌握太大的裁量權；美國法律家協會更指出利害關係人條款脫離了股東最大利益的考量，抵觸董事對股東的責任。楊岳平，前揭註 19，頁 38。

⁷¹ See Keay, *supra* note 26, at 15.

⁷² See Adams & Matheson, *supra* note 64, at 1096-1097.

⁷³ See Keay, *supra* note 26, at 16.

⁷⁴ See Bisconti, *supra* note 63, at 784.

⁷⁵ 楊岳平，前揭註 19，頁 39。



容許了公司的社會責任行為，仍然必須將其冠上「為股東長期利益」之美名才能夠名正言順。

1953年 *A.P. Smith Manufacturing Co. v. Barlow* 一案⁷⁶中，法院以「公司想與自然人一樣想扮演好公民的角色是非常自然也是情由可原的（因國家大多數財富都累積在公司手中）」而認為公司捐款給大學的決議合法，此一見解雖不當然引導出法院認為公司具有企業社會責任，但法院認同公司的捐款行為是為公司長遠利益著想，蓋捐款給非政府組織（如私立大學）乃推廣自由企業制度（free enterprise system）之行為⁷⁷。有趣的是，*Dodge v. Ford* 案中亨利福特的決策在此判決基礎之下有極大機會能夠翻案，只要正當化其壓低汽車售價的決議是為了刺激更長期、更大量的需求，則股東長期利益即可以成為公益政策之擋箭牌⁷⁸。而1968年的 *Shlensky v. Wrigley* 案⁷⁹，則是不同的操作方式，法院以經營判斷法則（business judgement rule）為由認為公司的社會責任政策法院無從干涉，故學者認為公司普遍的公益捐贈行為自此已經可以預見法院因商業判斷法則而不願涉入的態度⁸⁰，只要決議並非詐欺、違法或利益衝突，公司董事都有其判斷何為助於公司利益決策的空間⁸¹，但事實上就算無法以經營理由正當化公司的捐贈決策，也能夠依據 *A.P. Smith Manufacturing Co.* 案中以間接提升公司價值、為公司長期利益著想而解套⁸²。

一直以來作為模範公司法的德拉瓦州，雖然沒有訂立利害關係人條款，實務上秉持著公司善盡社會責任必須與促進公司股東長期利益有合理關聯（reasonable

⁷⁶ *A.P. Smith Manufacturing Co. v. Barlow*, 13 N.J. 145, 98 A.2d 581 (N.J. 1953).

⁷⁷ *Id.* at 161, 98 A.2d at 590, cited in *Morrissey*, *supra* note 1, at 1015.


⁷⁸ See *Morrissey*, *supra* note 1, at 1017.

⁷⁹ *Shlensky v. Wrigley*, 237 N.E.2d 776 (Ill. App. Ct. 1968).

⁸⁰ See *Morrissey*, *supra* note 1, at 1015.

⁸¹ *Shlensky*, *supra* note 79, at 181, 237 N.E.2d at 780.

⁸² 然而避免經營者濫權或是董事利益衝突等問題，美國法上仍然有更加細緻的判斷方式，例如德拉瓦州的合理性測試（reasonableness test）以及其他配套措施。參照：周振鋒，前揭註60，頁214-220。



connection) 之見解⁸³，只要公司的公益決策中這些利害關係人的利益與公司、股東長期利益有合理的連結，該決策即未違反受託人責任，學者將其稱為「類似利害關係人條款」(quasi-constituencies statute)⁸⁴。如著名的 1968 年 *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* 案⁸⁵，德拉瓦州最高法院即強調利害關係人之利益限於其與股東利益有合理關聯時才能考量，而 *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* 案⁸⁶中亦再次強調此合理關聯之重要性，Time 公司否決 Paramount 公司更優渥的併購方案而選擇 Warner Brothers，最高法院最終保留了 Time 公司董事的主張，認為後者提供公司更好的長期利益而與股東的利益並存。由此可知，縱使德拉瓦州在利害關係人條款訂定的浪潮中並未起而效尤，在實務的判斷上則與其他州法院不謀而合。

從上述案例可以發現，多數法院雖未直接引用利害關係人條款，背後的精神價值似乎與其如出一轍——即利害關係人的利益可以被考量，只要存在與股東長期利益具合理關聯之前提，甚至在從未訂立利害關係人條款的達拉瓦州，也能夠在股東利益與利害關係人利益中達到平衡，儘管這個平衡仍然與利害關係人理論有段距離。本文因而認為在美國，股東優位理論仍然佔上風，然而已經某程度地受到利害關係人理論的調和，是利害關係人條款雖不能稱為受利害關係人理論主張者讚賞的傑作，甚至有學者認為對美國商業活動影響力有限⁸⁷，卻也不失為一個開始。

第二項 英國法

英國法在企業社會責任領域中最大的貢獻即在於其引入啟發式股東價值的立

⁸³ 楊岳平，前揭註 19，頁 40。

⁸⁴ See Standley, *supra* note 67, at 219-222.

⁸⁵ *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del.1968).

⁸⁶ *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1990).

⁸⁷ See Thomas W. Dunfee, *Corporate Governance in a Market with Morality*, 62 LAW AND CONTEMPORARY PROBLEMS 129, 136 (1999).



法模式，其實體法與判例法上的操作基本上與美國發展類似，以「公司長期利益」為董事執行業務的依歸，在股東優位理論與利害關係人理論之中找到平衡點。

第一款 實體法

2006年，英國公司法受到歐盟推展企業社會責任的影響，引入「啟發式股東價值」(enlightened shareholder value)的立法模式，以不改變董事追求股東利益最大化為主要目的之股東優位理論框架下，同時兼顧利害關係人之利益⁸⁸。例如英國公司法第172條規定董事有促進公司成功的義務(duty to promote the success of the company)，其考量的事項如下：

1. 任何決策長遠可能之結果。
2. 公司員工之利益。
3. 促進供應商、消費者及其他人與公司商業關係的必要性。
4. 公司營運對社會與環境的影響。
5. 公司維持高標準商業行為之聲譽的企圖心。
6. 公平對待股東之必要性⁸⁹。

為了扭轉英國公司董事過去過於強調追求短期利益之觀點，英國將利害關係人之利益放入董事促進成功義務之考量事項中，似乎與美國利害關係人條款採授權型(permissive)的立法模式類似，公司法檢討指導小組(Company Law Review Steering Group，下稱CLRSG)對此條文的解釋結果也是美國實務所採的廣義股東優位理論⁹⁰，這裡的董事義務僅指公司營運須考量商業組織營運的現實環境，非要求公司董事應將其商業判斷轉變為道德性、政治性或經濟性的判斷，故公司仍然以

⁸⁸ See PAUL L. DAVIES & SARAH WORTHINGTON, *GOWER'S PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW* (10th ed.) 501-503 (2016).

⁸⁹ 郭大維(2012)〈論英國企業社會責任之推動與實踐及其對我國之啟示〉，《證券暨期貨月刊》，30卷3期，頁29-30。

⁹⁰ See Keay, *supra* note 26, at 21.

追求股東利益最大化為主要目標⁹¹，且此義務內的考量項目為例示規定，只要與董事以誠信 (in good faith) 促進公司全體長期利益有關的元素都應被考慮⁹²。此條文突顯了董事義務的變化，從短期利益的追求轉化為長期利益的促進，實則係透過董事義務之明確化與調整重新形塑股東價值，並逐漸與歐陸各國的公司治理原則同步。

股東開明價值模式在學者眼中是個棘手的解釋問題，首先其強調「公司整體利益 (the benefit of its members as a whole)」表示董事不得只為特定群體的利益決策，甚至公司不能為了發放更多的股利而將所有盈餘發給全體股東，因為此決策可能侵害其他利害關係人 (例如員工紅利變少或未能讓產品降價有利於消費者)，然而此解法恐怕有違極大化股東利益的追求；再者，董事有這麼多的考量項目是否會造成了追求所謂長期利益 (然而何謂長期利益亦是一大哉問，最終只能讓董事享有自己的決策自由) 而在短期內圖利了某特定群體的利害關係人、全體股東利益因而犧牲？有學者即認為將公司視為一實體法人格可能會是避免解釋困難與興訟的解法⁹³。


第二款 判例法

如同美國的利害關係人條款，英國公司法第 172 條並未給予利害關係人請求權基礎，但不同的是，由於英國的公司董事應為公司全體利益決策，特定情況下利害團體的利益可以在這個全體利益中脫穎而出，形成在個案中董事有考量特定利

⁹¹ CLRSRG 認為啟發式股東價值與「多元化模式」(pluralist approach) 中強調董事得 (應) 於股東與非股東利益間權衡之內涵有所不同，多元化模式下除了極大化股東利益外公司仍有其他目標存在。不採多元化模式的原因在於此模式下董事的答責可能性是微乎其微，然而有學者認為現在的 mode 與多元化模式有何不同仍待爭論。參照：陳文智 (2009)，〈英國企業社會責任之內涵及其演變〉，《萬國法律》，164 期，頁 6；See Keay, *supra* note 26, at 21; SARAH WORTHINGTON, SEALY AND WORTHINGTON'S TEXT, CASE, AND MATERIALS IN COMPANY LAW (11th ed.) 357 (2016).

⁹² See WORTHINGTON, *Id.* at 358.

⁹³ *Id.* at 357.



害團體人利益之義務的情形。在 *Winkworth v. Edward Baron Development Co Ltd* 案⁹⁴中法院認為董事對公司有保持資產足以清償債務的義務，在此情況下債權人的利益因與公司的長期利益共存而脫穎而出，而認為董事對公司（即是對債權人）有其義務確保公司的妥善經營及其資產免於不當使用⁹⁵。然而法院仍然否定在此情況下債權人有請求權基礎，例如 *Yukong Line Ltd of Korea v. Rendsburg Investments Corporation of Liberia* 一案⁹⁶法院否認債權人對公司起訴的主張，僅承認公司清算人得以罔顧公司資產不足清償債務代表公司對董事起訴。

實務上在檢驗董事是否違反促進公司成功義務時，法院仍可能就客觀事實判斷董事決策的合理性（而不同於美國法院實務上僅檢驗公司董事是否有詐欺、違法或利益衝突），例如在判斷何者為對公司最佳利益的決策時，法院會以客觀證據檢驗此決策是否符合公司最佳的利益，在無客觀證據時，法院將以一有智慧與誠信之董事的主觀角度檢驗該案的決策是否違背促進公司成功義務⁹⁷。由此現象可以觀察出英國法有意將「公司整體利益」作為往後董事決策依據的政策導向，因此，短期利益將從英國公司經營者的決策選項中日漸淡出，利害關係人的利益有越來越大的可能能夠成為經營者考量的重點，這樣的立法政策結果似乎可以帶領英國通往企業社會責任的藍圖。

第三項 小結


從英、美二國有關利害關係人利益的立法中可以觀察出以下共同點：首先，利害關係人利益的考量並非董事義務而是權利，董事有選擇是否考慮利害關係人利

⁹⁴ *Winkworth v. Edward Baron Development Co Ltd*, 1 WLR 1512 (House of Lords 1986).

⁹⁵ 但需特別注意的是，所謂債權人利益是以「全體債權人」為考量，公司董事若選擇性清償債務造成某些債權人未獲清償者，法院認為公司董事仍違反其義務。See generally *Re HLC Environmental Projects Ltd* (also known as *Hellard v De Brito Carvalho*), EWHC 2876 (Chancery Division 2013).

⁹⁶ *Yukong Line Ltd of Korea v. Rendsburg Investments Corporation of Liberia*, 1 WLR 294 (Queen's Bench 1986).

⁹⁷ *Re HLC Environmental Projects Ltd*, supra note 95.



益的自由，恰巧呼應了企業社會責任強調的「自願性」要素。董事在處理股東對公司財務績效的檢驗與社會對公司「良心」的評價時，常常是吃力不討好、裡外不是人的窘境，在美國實務上商業判斷法則是董事選擇股東短期利益應居次時十分有力的防禦工具，利害關係人條款某種程度只是此防禦權的明文化；同樣的，英國的啟發式股東價值從實務案例看來，第 172 條扮演的角色就是董事的盾牌，並且在其他董事責任上作為一通案的指引⁹⁸。

再者，英美二國無論法律或實務上都鼓勵公司經營者應追求公司長期利益、揚棄短期利益。利害關係人條款在美國實務上並未造成重大影響力的原因即在於廣義股東優位理論已經行之有年，法院早已相當程度地容許董事將利害關係人利益納入決策的考量選項中，因而在董事考量利害關係人利益而犧牲股東短期利益時，法院將以與股東長期利益有關而認定其未違背受託人責任；而啟發式股東價值則是將廣義股東優位理論明文化，甚至在立法目的上即否定了董事追求短期利益的選項，以公司整體利益作為董事的決策導向，明揭利害關係人的利益考量為公司整體利益之一環，也等於是宣告利害關係人的利益並非與股東長期利益衝突，化解了股東優位理論與利害關係人理論素來的爭端。

第三，公司法並不提供請求權基礎使利害關係人在董事未將其利益納入決策考量時得以主張。此點雖屢受學者「對現況無實質影響力」的批評，然而「公司法並非處理社會問題的法律」向來是股東優位理論的主要論點之一，其肯定世界已漸漸朝向「企業有其社會使命解決社會問題並考量利害關係人利益」之趨勢，卻同時否認公司法是促進此趨勢最有效率手段⁹⁹，因而利害關係人在英美公司法中仍無法介入經營¹⁰⁰，只能被動地期待經營者能夠將其利益作為決策考量，利害關係人條款

⁹⁸ See WORTHINGTON, *supra* note 91, at 357-358.

⁹⁹ See Hansmann & Kraakman, *supra* note 34, at 9-10.

¹⁰⁰ 不同於德國已經允許勞工監事的產生，參照：楊君仁（2008），〈公司治理與社會責任——德國



與啟發式股東價值皆尚未脫離股東優位理論的框架。

第三節 資訊揭露義務與企業社會責任

上述有關企業社會責任與董事決策相關的英、美二國範例，只是企業社會責任對公司法制建構之影響的一小部分而已。事實上公司法中每個規範皆是為了使公司扮演好其社會功能之工具，從而所有規範的價值決定至關重要，當公司法對於公司存在意義的價值設定不只是追求股東最大利益，而包括永續經營時，則下位制度為了輔助公司實現該目標，在公司經營者責任上可能發展出啟發式股東價值、在公司內部治理模式上可能發展出公益董事或勞工監事制度、肯定公司公益捐獻的合法性或是透過股東提案權強化社會責任投資人（socially responsible investors）的參與程度等等¹⁰¹。

或有論者認為，既然企業社會責任強調自願性，怎麼還需要借助法律改革？本文認為，在企業自動自發的大同世界來臨前，以法制領導企業去填補「社會期待」與「公司表現」之間的空隙，是大多數推動企業社會責任的學者們至今仍主張著法律改革的主要原因。而資訊揭露義務的法制建構，向來被學者認為是與企業社會責任嫁接不可或缺的工具，在企業有無履行社會責任的義務尚未出現通案共識前，「有關企業社會責任之非財務資訊」揭露法制建構即應運而生¹⁰²。在進入非財務資訊揭露法制討論之前，本文欲先簡單介紹資訊揭露義務之所以被強調的原因，進而說明其與企業社會責任有何密不可分的關係。

法的觀點》，《台灣本土法學雜誌》，109期，頁76；洪秀芬，前揭註50；陳彥良（2019），〈德國公司社會責任與永續發展原則之建構——兼論台灣相關實務〉，《臺灣財經法學論叢》，1卷1期，頁17。

¹⁰¹ 更詳盡的企業社會責任法制介紹請參照：楊岳平，前揭註19，頁28-34。

¹⁰² See Iris H-Y Chiu, *Unpacking the Reforms in Europe and UK Relating to Mandatory Disclosure in Corporate Social Responsibility: Instituting a Hybrid Governance Model to Change Corporate Behaviour*, 14 EUROPEAN COMPANY LAW 193, 194 (2017).




第一項 資訊揭露義務概說

資訊揭露或是公開原則在證券管制法規中可以說是最核心的上位概念。一個健全的市場機制可以透過供應與需求相互作用反映出一合理價格，這個市場價格能夠與產品的生產成本相互呼應，而市場失靈就是市場機制不能完整反映出產品外部成本的現象，這個現象可歸結於資訊的不透明，蓋資訊不足造成市場參與者不能做出最適當的行動以因應市場變動，例如店家隱藏黑心商品魚目混珠的資訊，消費者無法察覺而以與其他商家相同的商品價格購買，導致價格與該商品的外部成本不一致產生一連串交易成本過高、消費者信心不足甚至是市場低迷等後果。

證券市場也是一樣，當公司隱藏其即將面臨清算的事實，投資人以為公司前景一片美好而買入股票，公司與投資人之間的資訊不對稱就會影響市場秩序導致證券市場失靈的情形，從而美國最高聯邦法院 Louis Brandeis 大法官曾謂：「陽光是最好的防腐劑，燈光是效率最高的警察。」其相信把藏在暗處的東西攤在陽光和燈光之下，就有防弊的作用，這兩句話成為美國證券法律（及許多重要法案）的立法基石，爾後師承美國的我國證券交易法其實就是一部陽光法案¹⁰³。我國證券交易法以「保障投資」作為證券管制規範目的，資訊揭露即是保障投資人最主要的手段，尤其現代公司經營與所有分離將產生代理問題，代理人可能減損本人的利益形成代理成本（Agency Cost），對於股東而言監督成本過高，直接造成了市場失靈，而公司內部資訊揭露將可以有效減少代理人不正當的利益輸送行為，並且提供投資人一監督的管道，因此資訊揭露制度的建置是重要的並且必須的，且已廣為企業所接受。

資訊揭露究竟要公司揭露什麼？以我國為例，證券交易法第 36 條規定公開發

¹⁰³ 賴英照，名家縱論／陽光是最好的防腐劑，聯合報，2014 年 4 月 13 日。




行公司應定期揭露公司財務報告及營運狀況，對股東權益及證券價格有重大影響的事件發生應於發生後二日內公告申報，所謂對股東權益及證券價格有重大影響的事件，在證券交易法施行細則第 7 條各款為例示之後，最後一款並以「足以影響公司繼續營運事件」作為判斷依據。觀察上述公司營運中的揭露範圍可知，何謂「應揭露資訊」於法規中並未窮盡規定，是任何足以影響投資人作出投資決定的資訊，無論傳統財務或非財務資訊，都可能落入資訊揭露義務之範圍，而這些資訊皆有一共通點，即是「與股東權益相關」，恰巧呼應我國證券法規「保障投資」的規範目的。

第二項 企業社會責任的保障投資面向

英國與美國的資訊揭露法制如同我國是以保障投資為目的之證券監管法規，其建置的資訊揭露法制皆與「股東權益」息息相關，但是在近年來有不少突破性的發展。2006 年的英國公司法第 417 條董事揭露義務，爾後於 2014 年被第 414AC 條策略性報告 (strategic report) 所取代，要求董事揭露符合其公司規模及複雜性的工作分析報告，展示在該會計年度中公司面臨哪些挑戰與風險而基此公司有何發展及表現，這個資訊揭露義務的特別之處即在於其要求董事針對第 172 條促進公司成功義務 (promote the success of the company) 之表現為評估¹⁰⁴，而該義務有不少項目是有關利害關係人 (員工、供應商、消費者、社會與環境) 的利益；美國證券監管法規則以 Regulation S-K 補充了既有的資訊揭露規範，指定特定環境與社會議題具重要性 (materiality) 而需要企業揭露。

從上述資訊揭露法制的揭露項目轉變可以發現，法制「保障投資」之揭露目的並未改變，企業社會責任相關議題卻成為了股東權益相關的揭露項目之一，由此可

¹⁰⁴ See WORTHINGTON, *supra* note 91, at 75.



知，企業社會責任亦有其「保障投資」的面向，而非僅僅關於公司的利害關係人。曾有學者質疑企業社會責任相關的非財務資訊揭露將影響股東利益，蓋揭露成本過高壓縮了股東可能的獲利，並且造成資訊氾濫，更重要的是股東有無能力消化這些資訊亦讓人懷疑¹⁰⁵，然而多數學者仍然抱持著樂觀的態度。

首先，有論者回應指出目前公司及其投資組合 (portfolio) 之風險管理越來越重視利害關係人的議題，並專注於發展可以計算環境、社會與公司治理 (environment, social and corporate governance, 意即 ESG 三大因素) 風險的管理工具，以提升這些資訊的揭露品質並促進整體的投資組合獲利及公司競爭力¹⁰⁶，這些風險評估工具的開發不僅可以讓股東了解具體化的風險，並進而計算自己手中股票的價值，更重要的是「風險辨識」(risk identification) 的功能。過往的風險管理忽略了社會責任決策議題的結果往往導致阻礙公司成長的更大困境：員工罷工、利害關係人訴訟、食安後消費者的抵制等等，有研究甚至認為公司在環境問題的表現可以影響其在破產的風險評估¹⁰⁷，因此透過社會資訊揭露可以直接或間接地保護股東利益，揭露之成本甚至可能小於風險發生後的善後成本。


再者，資訊透明度的要求一直是股東參與 (shareholder engagement) 非常重要的一環，聯合國的責任投資報告原則 (Principles for Responsible Investment Report) 亦曾經認為股東對於公司環境與社會資訊的不了解是對於公司環境與社會政策最關鍵的障礙¹⁰⁸，從而推動企業社會責任非常重要的工作是讓股東了解公司正在經歷與實現什麼社會價值，蓋公司董事在考量利害關係人利益的決策中之所以受股

¹⁰⁵ See Barnali Choudhury, *Social Disclosure*, 13 BERKELEY BUSINESS LAW JOURNAL 183, 197 (2016).

¹⁰⁶ See Ho, *supra* note 45, at 81; Barnali Choudhury, *Id.* at 196.

¹⁰⁷ See Thomas E. Schneider, *Is Environmental Performance a Determinant of Bond Pricing? Evidence from the U.S. Pulp and Paper and Chemical Industries*, 28 CONTEMP. ACCT. RES. 1537, 1538 (2011), cited in Choudhury, *supra* note 105, at 196.

¹⁰⁸ UNEP Fin, Initiative, *Principles for Responsible Investment – Report on Progress 2009*, available at: <https://www.unpri.org/about-the-pri/annual-report-2009/704.article> (last visited: Feb 27, 2019), at 34.



東反對，除了獲利減少以外，最大的可能性在於其對決策本身的陌生與認為自己的利益不受重視，那麼公司主動去揭露這些資訊可能將大大降低股東反對的可能性，因此以揭露為手段比起嚴格的行為義務與政策遊說更能夠促使公司在企業社會責任領域上獲得股東支持。

最後，2000 年以來共（兼）益公司或是近年我國想推動的公司型社會企業為企業社會責任的新型態面貌¹⁰⁹，此類型公司有公司營利的外表，同時兼具有環境或社會目的，因此必須與資訊揭露制度完美配套始能夠確保投資人與相關利害關係人的信任，目前也有相關的資訊揭露及認證制度之研究文獻¹¹⁰，可見企業社會責任無論在一般公司或是社會企業中，只要有公司的面貌，就有投資人保障的面向，因而相關的資訊揭露法制創建之必要性昭然若揭。

第三項 小結

強調將利害關係人利益納入公司決策考量中的利害關係人理論，在過去總是受到傳統股東優位理論的反彈，諸如慷股東之慨、壓縮股東利益，如今這樣的反對意見已經全然站不住腳，特別是在全球大型機構投資人認為勞工、環境保護與人權議題就是公司獲得長期利益之關鍵的今天¹¹¹。因此，資訊揭露法制「保障投資」之管制目的並未改變，企業社會責任的出現只是使得資訊揭露法制多了一層與利害關係人之連結而更專注於所謂「非財務資訊」的揭露上，因此投資人仍然是非財務資訊的揭露對象之一，蓋公司的非財務資訊最終還是影響到股東所重視的財務資訊，特別是在企業社會責任、永續經營成為常見公司價值口號的今天，股東或潛在

¹⁰⁹ 參照：方元沂（2018），〈引入企業社會責任概念——應納入建立公司型社會企業制度〉，《月旦法學雜誌》，205 期。

¹¹⁰ 參照：尤昱婷（2018），〈公司型社會企業中資訊揭露與認證制度之初探〉，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文；See generally Ronnie Cohen & Gabriele Lingenfelter, *Money Isn't Everything: Why Public Benefit Corporations Should Be Required to Disclose Non-Financial Information*, 42 DEL. J. CORP. L. 115 (2017).

¹¹¹ See Ho, *supra* note 45, at 80.

投資人若非經由此相關資訊的強制揭露，將無從了解公司是否與其宣稱的一樣「環保」或「熱心公益」。

但與傳統財務資訊揭露法制不同的是，經由非財務資訊揭露法制，可以讓利害關係人成為公司資訊揭露的第二群受眾，這些員工、消費者、供應商、債權人、環境與社群等利害關係人團體，在過往無從由公司的財務報告中了解公司決策將對其影響多少，或是必須動用大量資源，挖掘公司未來可能影響到自身利益的決策，而非財務資訊揭露法制的出現，要公司討論的是有關利害關係人利益的資訊，更理想化的狀況是，這些資訊的揭露間接鼓勵了公司對企業社會責任的履行更加賣力，尤其在我國公司法第 1 條第 2 項已正式肯定企業社會責任此一大前提之下，下位規範該如何建構，首當其衝者即為非財務資訊揭露法制，蓋企業社會責任無法脫離其資訊之揭露而獨活。



第參章 非財務資訊揭露法制研究

本文在上一章最後一節從企業社會責任與資訊揭露義務之關聯性切入，認為有關企業社會責任的資訊揭露是公司、股東與利害關係人三大生命共同體互動維繫的重要橋樑，因此建構與企業社會責任有關的資訊揭露法制勢在必行。所謂與企業社會責任有關的資訊，常常體現於員工報酬與紅利、食品安全檢測、環保與溫室氣體排放、反貪腐等議題上，這些資訊與傳統財務報告的數字報表有所不同，因此學者將其歸類為「非財務資訊」。

本章將討論有關非財務資訊揭露法制所牽涉之種種規範面向，第一節為非財務資訊的定義，處理非財務資訊難以定義的問題；由於學說及業界針對揭露與否的正反意見是整個非財務資訊揭露法制建構之根基，也是未來我國欲效法他國時必須面對的最大難題，本節將同時引用國內外相關的實證研究作為佐證，於第二節說明非財務資訊之揭露目的為何以及為何揭露如此重要；第三節則藉由法制建構各個面向的分析，說明目前各國如何規範非財務資訊揭露並分析其差異與利弊。

第一節 非財務資訊為何

非財務資訊最直觀的定義為「傳統財務資訊以外(outside the traditional financial information)的資訊」或是「非以數字為主的敘述性(narrative)資訊」，然而光是如何界定「傳統財務資訊」即可能產生爭議，更何況非財務資訊並不當然意味著以數字為表達方法之資訊即不屬之，例如美國註冊會計師協會(AICPA)的財務報告特別委員會 Jenkins Committee，其在 1994 的最終報告中首次出現「非財務資訊」這個詞彙，並將公司本身與對周遭的環境、策略與經營議題、未來趨勢及商品與消



費者的描述稱為非財務資訊¹¹²，可見在此意義下，非財務資訊仍有可能以數字為主要的表達方式。

基此，財務與非財務資訊兩者的界線並不是這麼明確，那麼為了捕捉這些非財務資訊，即衍生出許多比起「非財務資訊」六個字還要耳熟能詳的名詞與概念，例如公司社會責任報告（CSRR）、永續報告（SR）、智能資本報告（ICR）、價值報告（VR）……等等，皆是為了包裝這個籠統的「非財務資訊」而生，但可惜的是，在創造這些新的名詞概念時，亦等於創造了更多難以定義的名詞，一個個解釋不完的概念又成問題，從而有論者同樣以「無法完整被定義」作為非財務資訊該如何定義之結論¹¹³。

2014 年的歐盟指令 2014/95/EU 將非財務資訊定義為「了解有關公司環境、社會、僱員、人權及反貪腐賄賂議題之發展、表現及其活動影響力的資訊¹¹⁴。」似可以搭配指令底下公布的指導原則（guidelines）拼湊出具體非財務資訊之揭露項目，然而，指導原則對歐盟的會員國來說不具強制力（non-binding），各會員國或許會參考此指導原則為更詳盡的立法，也可能走出自己的路，創造出超越指導原則的新類型——也就是說，同一個非財務資訊的定義，可能因為不同會員國、不同公司、不同撰寫者、不同閱讀者而有不一樣的意義¹¹⁵。

非財務資訊之定義既然並非一望即知，會因指導原則、國情、政策、學術背景等種種因素產生歧見，或許嘗試不定義它，並透過後續法制建構之方式以彌補溝通

¹¹² AICPA, *Improving Business Reporting – a customer focus* (1994), at 11-12, cited in Axel Haller, Michael Link & Tobias Groß, *The Term ‘Non-financial Information’ – A Semantic Analysis of a Key Feature of Current and Future Corporate Reporting*, 14 ACCOUNTING IN EUROPE 407, 407 (2017).

¹¹³ *Id.* at 407-411; Robert G. Eccles, George Serafeim & Michael P. Krzus, *Market interest in nonfinancial information*, 23 JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE 113, 116 (2011).

¹¹⁴ European Union, *Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014: amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups*, OFFICIAL JOURNAL OF THE EUROPEAN UNION, available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN> (last visited: May 1, 2019), at 2.

¹¹⁵ See generally Eccles et al., *supra* note 113; Haller et al., *supra* note 112, at 412.



上的效率問題，目前國際上的非財務揭露法制通常是藉由強制性的指導原則(而不同於歐盟參考性質的指導原則)規範揭露項目為何，或以更為大眾能夠理解的名詞，例如將非財務資訊更細緻化地拆解為已經有一致定義之元素(components)補充解釋公司應揭露的非財務資訊，例如關鍵績效指標(KPIs)、智慧財產權資訊等等，以達到每家公司所出具的非財務資訊具有可比較性，並彌補撰寫者、閱讀者兩方認知落差的問題¹¹⁶。

綜上所述，可以說非財務資訊是泛指所有非傳統財務報告會出現的資訊，並依據法規或揭露目的之差異有不同的範圍與定義。以我國法為例，上市上櫃公司企業社會責任實務守則以「落實公司治理」、「發展永續環境」、「維護社會公益」等三面向協助公司實踐企業社會責任，即係以公司治理、環境與社會三大議題作為非財務資訊之認定範圍¹¹⁷；另依據上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法，其第 2 條第 1 項要求特定上市公司所編制的企業社會責任報告書應參考全球永續性報告協會(Global Reporting Initiatives, GRI)所發佈之 GRI 準則、行業揭露及依行業特性參採其他適用之準則¹¹⁸，則係以 GRI 所公布的 GRI 準則作為公司編製企業社會責任報告書的資訊揭露範圍，因此目前我國所採的非財務資訊定義與範圍，多少可以從法規目的或法條文字中找到解答。

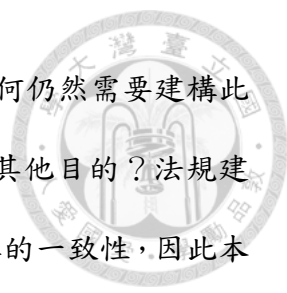
第二節 非財務資訊揭露之必要性與目的

非財務資訊傳統財務資訊或證券交易法所謂的重大事項不同，未予準確、適當

¹¹⁶ See Haller *et al.*, *supra* note 112, at 422.

¹¹⁷ 上市上櫃企業社會責任實務守則第 1 條第 2 項：「上市上櫃公司宜參照本守則訂定公司本身之企業社會責任守則，以管理其對經濟、環境及社會風險與影響。」

¹¹⁸ 「符合第二條規定之上市公司應每年參考全球永續性報告協會(Global Reporting Initiatives, GRI)發布之 GRI 準則、行業揭露及依行業特性參採其他適用之準則編製前一年度之企業社會責任報告書，揭露公司所鑑別之經濟、環境及社會重大主題、管理方針、揭露項目及其報導要求，且至少應符合 GRI 準則之核心選項。」



地揭露不一定會造成證券市場的動盪與價格波動，既然如此，為何仍然需要建構此揭露法制？是否表示非財務資訊揭露法治除了保障投資外還有其他目的？法規建構的起點在法規目的，確立目的將有助於確保未來法規建構邏輯的一致性，因此本節將探討分別從公司角度說服公司「為什麼應該揭露？」以及政府或管制者角度分析非財務資訊揭露法制建構之公共目的為何，並以學界與業界對此提出的意見與實證研究為證據，提出揭露非財務資訊之必要性與目的為何。

第一項 公司面

第一款 保障投資

2015 年 OECD 公布的公司治理原則 (Principles of Corporate Governance) 第五章有關「揭露與透明度」原則中，強調「公司治理架構應確保即時、準確地揭露公司所有重要 (material) 事務，包括財務狀況、績效、所有權和公司治理。」而決定資訊是否應該揭露的關鍵概念為「重要性 (materiality)」，若遺漏或虛假陳述重要性訊息將影響訊息使用者的決策，使得理性的投資者無法正確作出投資決策之判斷，意即理性投資者為投資、投票判斷時認為重要的訊息公司應該揭露，而其中有不少的非財務資訊被例示在應該揭露的重要性範圍內，例如公司有關經營倫理、環境與社會政策、董監經理人資訊與政治捐獻等議題¹¹⁹；在美國，所謂重要性資訊事實上與 OECD、我國證券交易法的重大事項雷同，係指會影響一理性投資人決定是否購買有價證券所為的風險評估之資訊¹²⁰，在此概念下，似乎非財務資訊之揭露目的與證券管制法規目的是重疊的：足以影響理性投資人正確作出投資決策之判斷的重要性資訊即應予揭露，否則即有證券詐欺、市場失靈的可能。而美國證交所

¹¹⁹ OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance* (2015), available at: <https://www.oecd.org/corporate/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf> (last visited: May 1, 2019), at 41-44.

¹²⁰ Securities and Exchange Commission, *Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K*, 81 FED. REG. 23916; Release No. 33-10064; 34-77599; File No. S7-06-16 (2016), available at: <https://www.sec.gov/rules/concept/2016/33-10064.pdf> (last visited: Feb 8, 2019), at 205.



(SEC)則認為並非所有企業社會責任相關議題皆能要求所有公開發行公司揭露，除非未來經國會立法或是在特定事實、情況下該議題是重要性資訊。

有懷疑論者認為，將企業社會責任結合投資策略，僅僅是有人為了讓公司去重視與它經營策略毫不相關的社會議題，以達到借公司之手處理社會問題的手段而已，企業社會責任與重要性資訊並無關聯¹²¹，甚至有論者認為，出具永續報告或是企業社會責任報告書根本是浪費時間¹²²。然而，2018年6月22日鴻海年度股東會上，投資鴻海8億美元、來自英國倫敦的資產管理公司Hermes董事周尚頤，針對鴻海集團的財務透明度、氣候變遷因應、勞工權益、接班問題、獨董出席率等多面向領域，提出「超犀利十問」¹²³，恰巧能夠作為說服懷疑論者的真實事例。

如同前文「企業社會責任的保障投資面向」所述，有越來越多的大型金融機構將一家公司的環境、社會及公司治理表現（下稱ESG表現）與其投資風險報酬直接連結，而這些大型金融機構所管理的股權總數在全球佔有一半以上；再者，許多信評機構、會計師事務所、財務分析機構皆將一家公司如何妥善地將非財務資訊融入其營運策略、風險控制、公司治理及價值創造中視為新的投資評估策略，可見與利害關係人相關之非財務資訊對公司的財務重要性及投資組合風險、收益有不小的影響力¹²⁴；第三，對於許多投資人而言，公司企業社會責任的表現與成功的財務表現一樣重要，因此其投資決策中常常將兩者作為「混合資訊（total mix of

¹²¹ Business Roundtable, *Principles of Corporate Governance*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance & Fin. Regulation (2016), available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/09/08/principles-of-corporate-governance/> (last visited: Jan 29, 2019).

¹²² Jeff Leinawever, *Is Corporate Sustainability Reporting a Great Waste of Time?*, The Guardian (2015), available at: <https://www.theguardian.com/sustainable-business/2015/jan/06/corporate-sustainability-reporting-waste-time> (last visited: Feb 29, 2019).

¹²³ 今週刊編輯團隊，牽動全球80兆美元的投資革命：龍頭企業財報再好看，沒做好ESG也被列入黑名單，今周刊，2018年10月11日。

¹²⁴ See Virginia H. Ho, *Comply or Explain and the Future of Nonfinancial Reporting*, 21 LEWIS & CLARK L. REV. 317, 322 (2017).

information) 」一起檢視，而非完全專注於公司的財務表現上¹²⁵，尤以在社會責任投資 (social responsible investment) 蓬勃發展的今日，公司的社會責任表現及永續發展 (sustainable development) 表現對社會責任投資人而言更是必要的揭露項目¹²⁶。

或許不難想像部分非財務資訊，例如董監經理人資格或公司近期面臨的訴訟與行政程序等將對公司未來股價或經營狀況產生重大影響的資訊，是證券監管法規要求公司揭露的重要性資訊，但若小至公司是否使用省電燈泡、是否做好資源回收等資訊都視為重要性資訊，可能又差強人意。平心而論，公司的社會責任實踐結果對投資人而言可能加分或扣分，亦可能毫無影響，端視投資人對其投資標的的篩選標準而定，而沒有特定企業社會責任議題之非財務資訊的財務重要性、投資組合風險及收益能夠放諸四海皆準，因此，非財務資訊揭露法制在此即能扮演補充傳統財務資訊揭露法規的角色¹²⁷，成為有需要的投資人獲得公司完整非財務資訊之另一個渠道。

第二款 促進風險管理


在「氣候變遷」成為全球金融系統的系統性風險來源以後，金融穩定委員會 (Financial Stability Board, FSB) 為此欲提升與氣候變遷相關的財務報告品質與實用性¹²⁸，環境風險管理已經成為評估公司體質是否良善的指標之一，有論者更認為，企業環境責任 (environmental liabilities) 之重要性已發展至足以影響投資人決

¹²⁵ See David Monsma & John Buckley, *Non-Financial Corporate Performance: The Material Edges of Social and Environmental Disclosure*, 11 U. BALT. J. ENVTL. L. 151, 184 (2004).

¹²⁶ 有論者強調將環境社會表現與財務狀況連結業已成為市場現實而非單薄的學說、理論連結。See Monsma & Buckley, *supra* note 125, at 168-170.

¹²⁷ 事實上，美國證券監管法規中的資訊揭露機制即有學者認為許多重要的非財務資訊被公司所遺漏僅因公司認為其無義務去揭露，非財務資訊揭露法制作為其補充實為必要。See David Mosma, & Timothy Olson, *Muddling through Counterfactual Materiality and Divergent Disclosure: The Necessary Search for a Duty to Disclose Material Non-Financial Information*, 26 STAN. ENVTL. L.J. 137, 199 (2007).

¹²⁸ Task Force on Climate-related Financial Disclosures, *Phase I Report of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (2016), available at: <https://www.fsb-tcf.org/publications/phase-i/> (last visited: May 2, 2019), at 8-9; *Id.* at 184.



策與股票價格，因此應直接將環境資訊納入證券管制法規的揭露義務中¹²⁹，其立論之基礎就在於環境風險已經大到必須成為所有公司都應該關注的議題，蓋未來國家與國際上的環境能源政策走向皆可能使環境風險管理不合格的公司面臨危機，舉例而言，挪威主權財富基金即曾經以公司營運有「嚴重環境破壞、嚴重或系統性侵犯人權」等風險而將全球 8 家公司（其中 1 家為我國的長榮海運）自其投資組合中剔除¹³⁰，此種以道德標準為投資標的之採擇已成為大型機構投資人的投資趨勢，若未即時因應此國際趨勢檢討公司的風險政策，則我國掉出投資名單的公司只會越來越多。

另外，近年來出現了類似於股東行動主義，但更加關注於公司涉險行為的股東監理權——風險關注行動主義（risk-related activism），是以大型機構投資人為主的投資人所發起的公司治理改革，促使公司去監控、管理並揭露環境、社會等非財務類風險，並進一步改善公司歷來的營運模式而關注更長期的風險與利益，有論者即認為雖然大型機構投資人在歷史上還未能扮演監控公司風險的角色，然而繼 2008 年金融海嘯以來，股東已被賦予更大的力量去影響公司¹³¹，將有越來越多的機構投資人意識到自己的責任，不僅是為出資之受益人（beneficiaries），也要為其投票、參與公司治理等對公司的影響力負責，故此種以投資人需求為由推動的非財務類風險管理，意在促使公司更加重視非財務風險可能帶給公司的損害，並藉由這些風險的監控與揭露，共創投資人與公司雙贏的結果。事實上我國 2018 年至 2020 年的公司治理藍圖中¹³²，即有一項策略目標為強化機構投資人對公司治理的影響，這

¹²⁹ See John W. Bagby, Paula C. Murray & Eric T. Andrews, *How Green Was My Balance Sheet: Corporate Liability and Environmental Disclosure*, 14 VA. ENVTL. L.J. 225, 338 (1995).

¹³⁰ 黃玉婷，違反道德準則 長榮海運遭挪威主權基金摒除投資，今周刊，2018 年 1 月 16 日。

¹³¹ See Virginia H. Ho, *Risk-Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk*, 41 J. CORP. L. 647, 665-668 (2016).

¹³² 公司治理藍圖五大計畫項目中，其一即為「促進股東行動主義」，參照：金管會，新版公司治理藍圖（2018~2020），頁 5，<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=807&parentpath=0.648.806>（最後瀏覽日：05/02/2019）。



些影響的結果很有可能就是對非財務類風險的重視與揭露。

第三款 提供市場區隔


非財務資訊揭露法制於公司面的第三個目的，是幫助公司找到知音。首先，它能夠在市場上區隔出親社會（other-regarding）公司¹³³與一般公司，以全球最大的挪威主權基金為例，其對投資組合的選擇有一套道德標準，若不存在適當的資訊揭露法制協助公司提供投資人想知道的非財務資訊，公司不符合大型投資機構的篩選標準而遭撤資就是可預期的發展。因此，這樣的市場區隔對於在乎企業社會責任的投資人與利害關係人而言是重要的，同時，市場區隔也有助於履行企業社會責任的公司在市場上脫穎而出，吸引到支持自己理念的潛在投資人、消費者或是有相同理念的員工。

或有認為既然實踐企業社會責任與其揭露都不是公司義務，完全的市場自治也能夠達到相同篩選目的，然而自律或自願性揭露無法有效取代強制揭露來建構出適合公司揭露的環境。原因在於，第一，只透過自律，公司資訊揭露的持續性或資訊真實性無法得到確保¹³⁴，例如公司一年揭露、隔年因為成本考量不揭露，則未來縱使再次揭露也無法提供讀者完整、具可比較性的資訊，這樣的情形可能造成資訊量不足，無法形成分析資訊的生態圈¹³⁵；第二，法制建構還有另一項重要任務在於確保各家規模類似、產業相同的公司所揭露內容具有可比較性，若自願性揭露或自律真的奏效，所有公司都有能力自發性的、完全不仰賴法規要求的揭露其非財務

¹³³ 本文以親社會公司描述具有企業社會責任政策的公司，將履行企業社會責任行為融入於公司日常營運活動中，其企業社會責任行為可稱為「親社會行為」(other-regarding behavior)，此名詞的使用原先係為描述金融業應推動「親社會行為」以預防未來的金融風暴再次發生。See generally Allen, *supra* note 43.

¹³⁴ See Arjun Adhikari, *Corporate Social Responsibility: Voluntary or Mandatory*, 8 NJA L.J. 185, 190 (2014).

¹³⁵ 此現象在我國社會企業出具企業社會責任報告書揭露的現況中尤其明顯，本文將於第五章詳細說明。



資訊，現在不會仍有市場參與者提出「揭露不足」的質疑¹³⁶，也不會有「洗綠」的故事發生，故建構非財務資訊揭露法制之目的包括提供觀眾一個更加完整的篩選渠道，能夠在市場中找到他想要比較的資訊並以此作出投資或投票決策，蓋不是所有投資人都有能力與管道獲取非財務資訊，機構投資人或許能夠於現在自律的非財務資訊揭露環境下適得其所，然而其他投資人不一定具備相同的技能與資源¹³⁷，故非財務資訊要服務的群眾應該更加廣泛，尤其在公司型社會企業、影響力投資或永續投資成為企業社會責任熱門議題的今天，非財務資訊揭露更趨重要。

第二項 公共目的面

第一款 間接推動企業社會責任

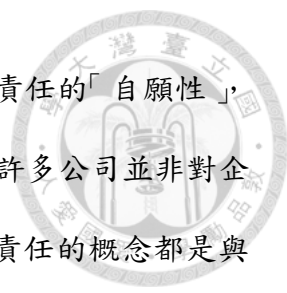
間接鼓勵公司履行企業社會責任，是本文認為此法制應該建構的最根本目的。企業社會責任與其揭露法制之間的連結，可以說是相輔相成，因為有履行企業社會責任，揭露可以幫助讀者看見公司努力的成果；相對的，因為有揭露法制，公司每年皆不得不面對企業社會責任的履行。此目的實際上是針對現今尚未有完整的社會責任政策、內規的規範對象而來，在非財務資訊揭露法制實行以前，因為揭露成本、經營者偏好等原因這些公司對於履行社會責任目的都在遵法，只要符合法律的最低要求已足，然而一個想要永續發展的公司不能夠永遠被動地等待完美的社會性立法型塑一套永續發展方程式，一步步要求公司符合法規要求。

一個完善的非財務資訊揭露法制所設計的每個重要指標 (indicators)，都能夠幫助公司建立完整公司治理架構的齒輪¹³⁸，公司在揭露的同時即是為自己的公司治理架構打分數，也等於強迫尚未有完全社會責任政策、內規的公司面對自己的不

¹³⁶ See Ho, *supra* note 124, at 323; Adhikari, *supra* note 134, at 190-192.

¹³⁷ See Securities and Exchange Commission, *supra* note 120.

¹³⁸ See Galit A. Safraty, *Regulating through Numbers: A Case Study of Corporate Sustainability Reporting*, 53 VA. J. INTL L. 575, 621 (2013).



足，在壓力之下更加進步。或有認為此目的等同於破壞企業社會責任的「自願性」，蓋一個不情不願的公司要如何履行其社會責任，然而本文認為，許多公司並非對企業社會責任缺乏熱情，而是並非所有公司永續經營與企業社會責任的概念都是與生俱來的¹³⁹，本文期待建構的非財務資訊揭露法制所提供者，並不只有單純的義務與責任，也有針對這些新手公司的扶植與溝通管道，因此間接推動企業社會責任，是這個法制必要存在的根本目的。

第二款 增加企業透明度

更多的揭露等於企業經營狀況更加透明，對政府而言，增加企業透明度的好處非常多。第一，企業透明度有助於利害關係人更加了解該如何與這家公司互動，例如透過非財務資訊的了解，勞工有更多的談判策略可以運用，並且使得每個利害關係人能夠依據自己的喜好、能力適得其所，尤其是千禧世代組成的消費市場與勞工市場，其消費或求職過程中所重視的價值已經改變，例如素食消費者對公司純素 (vegan) 產品的信任與支持，公司反對動物實驗理念提升員工的向心力¹⁴⁰；第二，是讓社會擔任公司的監督者 (public scrutiny)，社會對於公司獲利以外的評價往往來自於新聞媒體，若其他僅存在於公司內部的「商業秘密」實際上有害於社會，完善的非財務資訊揭露制度多少可以讓社會嗅出些許不對勁。

最後也是最重要的，提升企業透明度可以營造出「吸引投資」的大環境。以香港 2015 年制定的 ESG 報告指引為例，其指引制定過程中即有不少專家回應認為鑒於香港作為亞洲金融中心、鄰近於中國的地理優勢，非財務資訊揭露法制是個絕佳的機會確保香港留住並吸引更多的影響力資本 (impact capital)。影響力投資從

¹³⁹ 在此同時，有學者亦強調投資人「永續發展」的概念亦須透過教育建立。See Patricia Romano, *Sustainable Development: A Strategy That Reflects the Effects of Globalization on the International Power Structure*, 23 HOUS. J. INT'L L. 91, 114 (2000).

¹⁴⁰ See Choudhury, *supra* note 105, at 189.



2007 年被提出之後，各國紛紛投入吸引此投資風氣的資本進駐，尤以英國、新加坡與加拿大三國的發展為最¹⁴¹，故非財務資訊揭露法制在此的重要性亦不亞於其他法制的建置。

第三項 如何回應質疑？

既然確立非財務資訊揭露法制建構之必要性，下一步即是要說服受規範公司揭露的利大於弊。常見有關非財務資訊揭露的質疑主要來自成本與資訊量過多兩方面，揭露成本向來是許多中小型企業苦惱來源，如何遵循法制規範編造一合規的非財務資訊報告而不至於把幾乎一年的收益全放到給協助編撰者如會計師、律師口袋？另外，閱讀者如何從過大的資訊量中辨識出有助於投資決策之非財務資訊，而不至於遭受撰寫者模糊焦點、刻意以友善環境社會的資訊「洗綠」公司實際上的黑心作為？以下本文將整理包含上述兩大主要反對論點外，其他論者可能產生的疑問並回應之。


第一款 揭露成本

揭露成本向來是過去資訊揭露法制推動時首當其衝的障礙，同樣地，揭露非財務資訊亦可能面臨成本大到導致公司寧願尋求較自由的市場或乾脆不上市¹⁴²，然而有關資訊揭露成本之質疑已在十年前有許多學說理論及實證研究的討論。有認為在公開市場上的公司比起非公開公司能以更低的成本募集到資金，係公開發行公司以負擔一定義務為代價換取的優待（*privilege*）而非權利（*right*）¹⁴³，而公司揭露重要性資訊所增加的揭露成本實際上是為了降低股東監督公司營運的成本而

¹⁴¹ 針對英國、加拿大與新加坡三國建立社會證券交易所與影響力投資的詳細介紹，請參照：杜冠臻（2018），〈初探社會證券交易所之法制建構—從影響力投資大眾化之觀點出發〉，國立臺灣大學法律學研究所碩士論文。

¹⁴² See Securities and Exchange Commission, *supra* note 120, at 53.

¹⁴³ See David Millon, *Theories of the Corporation*, 1990 DUKE L. J. 201, 207 (1990).



生，公司資訊越透明、代理成本越低，公司募集資金的代價則越低¹⁴⁴；再者，充分的資訊揭露事實上能夠讓潛在投資人願意對公司買單，蓋面對一家什麼都不揭露的公司，投資人往往會往壞處想，認為公司有什麼好的營運計畫或政策必然會揭露，不揭露一定是因為有壞事發生¹⁴⁵。

另外，在安隆案發生以來，有論者提出安隆案之所以發生，主要有二個資訊揭露產生的盲點：外部性(Externalities)與集體行動問題(Collective Action Problems)。安隆誤導性的財務報告導致全體投資人與債權人的信心低迷，進而連帶影響其他同樣產業公司的財務報告亦受到質疑，此外部性成本將造成證券市場遲遲無法恢復平靜；而集體行動問題則牽涉所謂公司間的囚徒困境(prisoner's dilemma)，兩家體質、規模與產業都非常相似的公司，有充分、誠實揭露與隱瞞、不實揭露二種選擇，兩家公司皆有誘因選擇隱瞞或不實的揭露，而最壞的狀況是一家選擇充分且誠實揭露、另一家則否，這樣的理論套用在不止二家公司，而是一個現實的市場中，一旦投資人信心因一家公司的不誠實而受挫，所有同樣類型的公司都會受到波及，因此強制揭露的重要性在於防止公司的投機心理，並且大大地降低投資人的代理成本、提升其信任感¹⁴⁶。

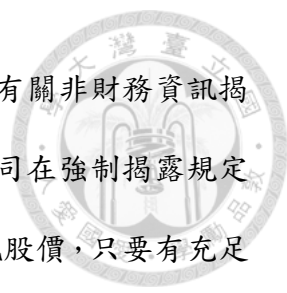
綜上，揭露有其成本是不容否認的，然而不揭露所面臨的成本(投資人信心不足)將遠遠超過揭露成本，在此應特別說明的是，由於證券監管法規中的反詐欺條款(antifraud prohibitions)所重視者，是公司揭露資訊的準確性，而非使公司負擔重視揭露內容(content-based)的揭露義務¹⁴⁷，這點使學者們認為有揭露不足的問題，因此前述文獻之論述，皆為倡議強制揭露公司資訊而來。前述說服公開發行公

¹⁴⁴ See Robert A. Prentice, *The Inevitability of a Strong SEC*, 91 CORNELL L. REV. 775, 822-824 (2006).

¹⁴⁵ See Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VA. L. REV. 669, 683 (1984).

¹⁴⁶ See Jonathan R. Macey, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, 89 CORNELL L. REV. 394, 414-417 (2004).

¹⁴⁷ See Mosma & Olson, *supra* note 127, at 142.



司「揭露」之理由，本文認為同樣適用於非財務資訊揭露上，而有關於非財務資訊揭露的效益，也有實證研究發現，透過自願揭露與未自願揭露的公司，在強制揭露規定頒訂時股價表現之比較，可以發現揭露不如外界所擔心的將降低股價，只要有充足的政策宣導、漸進式的揭露規範，市場上對於公司透明化的接受度是高的¹⁴⁸，可證儘管揭露有其成本，但總體而言強制揭露對公司的影響是正向的¹⁴⁹。

儘管經過前述研究多少可以證明成本不一定可以抹煞公司揭露後帶來的效益，對於規模較小、公司營運模式相對簡單的公司，揭露成本過高的質疑仍然是相當有說服力的，這些公司可能其行業別不屬於高污染型，或是公司對社會的影響力不如跨國公司或集團企業，對他們而言揭露非財務資訊相當於要他們無中生有，每年的環保表現可能反倒不如高污染、社會成本高的公司，蓋沒有污然也無須注重環保。然而首先，在香港 2015 年推動 ESG 揭露以來，有實證研究即發現公司規模的大小不影響自願揭露與被強制揭露公司之間累積超額收益率（cumulative abnormal returns）的差異¹⁵⁰，意即縱使一家小規模的公司被強制要求揭露非財務資訊，其發行股票的累積超額收益率與相同規模的公司選擇自願揭露時差異並不大；其次，上述這些「成本」、「行業」問題都不應該是阻止非財務資訊揭露的原因，蓋如今「一體適用（one-size-fits-all）」的法規架構已經不合時宜，大小公司分級管制亦為目前公司法正如火如荼討論的議題，甚至各行各業應有不同的揭露架構也是未來立法者可以設想的，因此適當揭露架構的選擇將會面臨抵換（trade-off）¹⁵¹，例如對於

¹⁴⁸ 學者係以香港的 ESG 報告指引及香港上市公司作為實證研究之對象。See Haitian Lu, *The 'legalisation' of corporate social responsibility: Hong Kong experience on ESG reporting*, 24 ASIA PACIFIC L. REV. 123, 142-148 (2016).

¹⁴⁹ See Ioannis Ioannou & George Serafeim, *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting*, No. 11-100 HARV. BUS. SCH. RESEARCH WORKING PAPER 1, 30 (2016).

¹⁵⁰ See Lu, *supra* note 148, at 146.

¹⁵¹ 所謂抵換（trade-off）係指在經濟學上經濟決策者在兩者之間權衡之下得出的結果，不同於魚與熊掌不可兼得的「取捨」，在本文中是表示非財務資訊揭露法制的利與弊必須兩相權衡，不可以為了揭露成本放棄立法，亦不可以為了強制揭露而罔顧部分企業揭露成本之負擔。

營運模式相對簡單、體質相對小的公司能夠以較低的揭露標準以避免施加其不恰當的負擔；另外特定的揭露項目對某些公司而言非常重要，然而對其他公司可能並不盡然，此時應該選擇較能夠符合各種行業的揭露要求、作業辦法¹⁵²。


第二款 洗綠 (greenwash) 的疑慮

公司外部人重視企業社會責任有各種可能的目標，在公司內部則只有一個終極目標——即永續經營。永續經營的直接受益者莫過於公司本身，然而打著永續經營、友善環境社會之旗幟，欺騙投資人與消費者的公司也不無可能出現，例如最具爭議的孟山都 (Monsanto) 曾在網頁中宣稱其經營的核心目標為「致力於發展永續農業，讓農人可以在提高產量的同時減少使用自然資源、減少對環境的影響。」實際上，孟山都推廣基因改造作物、收購全球超過 50 家種子公司，破壞了世界各地的生態及生物多樣性，甚至不惜製作假的研究報告，聲稱其生產的殺蟲劑「可被生物分解」、「跟食鹽一樣安全」、「對動物沒有毒性」，然而該產品不但幾乎不能分解甚至含有劇毒¹⁵³。這樣虛偽編造致力於企業社會責任的故事所在多有，也導致有論者認為公司多數採取友善環境政策只是為了「洗綠 (green-wash)」，並在公眾面前演出愛地球的樣子，基此，有論者認為非財務資訊的強制揭露，將造成市場上資訊量過於龐大，反而忽略真正重要的資訊而落入有心人的圈套之中¹⁵⁴，尤其市場上除了專業的機構投資人以外，多數投資人並無辯證資訊正確與否之能力，更別說將非財務資訊與公司真實營運狀況連結之能力，上述種種將導致市場上儘管提供了足夠的資訊量，仍然無法達成真正的資訊對稱。

¹⁵² 事實上美國在處理屬重要性資訊的非財務資訊，亦談到類似的抵換概念。See Securities and Exchange Commission, *supra* note 120, at 14.

¹⁵³ Zito, Cross 系列：孟山都——華麗謊言的背後，環境資訊中心，2013 年 9 月 3 日，<http://e-info.org.tw/node/89829> (最後瀏覽日：2019 年 5 月 3 日)。

¹⁵⁴ See Cohen & Lingenfelter, *supra* note 110, at 132; Securities and Exchange Commission, *supra* note 120, at 14.



然而正如同財務資訊有可能為公司虛偽編造一樣，非財務資訊亦有不實之可能，如何辨識市場上充斥的資訊量是投資人每次下投資決策時之課題，也正因如此市場上才有幫助投資人辨識正確資訊的基金管理人、分析師等專家產生，有論者認為對宣稱履行企業社會責任之公司真正的測試毋寧是公司的政策與陳述(statement) 真的在其每天營運過程中被落實，也因此，更證明非財務資訊揭露法制之存在至關重要¹⁵⁵，本文則認為上述質疑與傳統財務資訊揭露可能面臨之弊病大致相同，若公司有心操作輿論同情，而出演一場友善環境社會的戲碼，則更應使非財務資訊揭露法制有揭露不實的法律責任與罰則可以嚇阻公司，遏止此不正的營運行為，故此質疑反而是加深推動非財務資訊強制揭露入法之必要性。

第三款 破壞董事受託義務

或有認為，董事「最大化股東利益」的受託人責任將會因為這些倡導非財務資訊會影響投資決策的理論或現象受到破壞，尤以在社會責任投資時最為嚴重，蓋社會責任投資或道德投資(ethical investment) 所考量的非財務類表現指標將導致其判斷缺乏多元性而增加投資風險，比起只專注於股東利益極大化的投資組合還要高風險¹⁵⁶。

然而，這樣的擔憂已然被眾多實證研究所推翻。2015 年德意志資產管理公司與漢堡大學搜集從 1970 年至 2015 年超過 2000 份有關 ESG 表現與公司財務績效(Corporate Financial Performance) 的實證研究以及 60 篇相關的學術文獻，發現將近百分之九十的實證研究認為兩者為非負相關(nonnegative)，並認為：「長期責任投資(long-term responsible investing) 對於為了履行受託人責任的所有理性投資人

¹⁵⁵ See Gary S. Guzy, *Reconciling Environmentalist and Industry Differences: The New Corporate Citizenship Race to the Top*, 17 J. LAND USE & ENVTL. L. 409, 416 (2002).

¹⁵⁶ See Benjamin J. Richardson, *Enlisting Institutional Investors in Environmental Regulation: Some Comparative and Theoretical Perspectives*, 28 N.C.J. INT'L L. & COM. REG. 247, 307-308 (2002).

而言是重要的，並可以將投資人利益與社會更寬宏的目標達成一致¹⁵⁷。」尤其在新興市場（Emerging Markets）中這個現象更加明顯¹⁵⁸，另外，責任投資也能有效控制風險，Morgan Stanley 於 2015 年的實證研究亦顯示，永續投資不必然意味著投資表現將產生抵換（tradeoff）¹⁵⁹。

本文認為，非財務資訊揭露法制並非要求企業應為企業社會責任行為，而是將公司有關於此之資訊公開於世，或許此法制之建構將間接地影響公司履行社會責任，但本文相信經營者自有判斷公司獲利與利害關係人利益孰輕孰重之智慧與專業能力，不至於忘記或刻意忽略自己為公司獲利的職責與本份，若經營是為了實現企業社會責任，何不轉換工作跑道至社會企業服務？故此質疑論點本文認為並不現實。

第四款 企業社會責任揭露非證券監管機關的權責範圍

如同企業社會責任的理論爭辯，企業社會責任是否為公司法或證券監管法規的規範範圍有其爭議，同樣地，更多非財務資訊的強制揭露¹⁶⁰是否應訴諸於各主管機關（例如勞動部、衛福部、環保署）而非證券監管機關之權責範圍亦成為非財務資訊揭露的質疑之一。

這個爭議在美國已經為實務所澄清。在 2006 年 6 月，美國一群投資人與資產管理人代表超過一兆的資產向美國證券交易委員會（下稱 SEC）要求強制公開發行公司揭露氣候變遷所帶來的財務風險問題¹⁶¹；在 *Natural Res. Def. Council (NRDC)*,

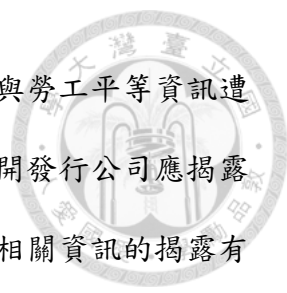
¹⁵⁷ See Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, 5 JOURNAL OF SUSTAINABLE FINANCE & INVESTMENT 210, 227 (2015).

¹⁵⁸ *Id.* at 223-224.

¹⁵⁹ Morgan Stanley, *Sustainable Reality: Understanding the Performance of Sustainable Investment Strategies* (2015), available at: <https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/sustainable-investing/sustainable-reality.pdf> (last visited: May 3, 2019), at 10.

¹⁶⁰ 所謂更多非財務資訊，在美國有論者提出六點可以開展的社會揭露資訊。See Cynthia A. Williams, *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARV. L. REV. 1197, 1299 (1999).

¹⁶¹ See Mosma & Olson, *supra* note 127, at 163.




Inc. v. SEC 案¹⁶²中，NRDC 因要求 SEC 強制公開公司揭露環境與勞工平等資訊遭拒而提起訴訟，華盛頓特區之巡迴法院承認 SEC 有權責決定公開發行公司應揭露的資訊範圍為何，因公司的社會議題表現上有其經濟影響力，故相關資訊的揭露有助於公益及保護投資人¹⁶³，等於進一步承認證券主管機關的確是非財務資訊揭露之權責主管機關，惟應予澄清者是，上述肯定與證券主管機關有無義務要求公開公司揭露更多非財務資訊係屬二事，投資人對於特定非財務資訊揭露的需求並不當然使該資訊有「重要性」，因此非財務資訊的全面揭露或許可以成為證券監管法規的一環，但在證券監管機關願意擔負起該龐大的監管責任前，非財務資訊揭露法制仍有必要。

第三節 非財務資訊揭露法制

結束非財務資訊揭露目的之探討後，本文將接續介紹非財務資訊揭露法制的建構模式，並引用已開發國家之法制為例，提出所有可能的規範架構。英美二國在一般營利公司企業社會責任之法制建構上仍在保守階段，需要仰賴非財務資訊揭露之制度給予投資者及利害關係人在企業社會責任議題上的互動空間；歐盟則相反地對於企業社會責任抱持著相對開放的態度，在企業社會責任的相關法制上有不少建樹，故本文將集中在美國、英國及歐盟這三大經濟體的非財務資訊揭露法制上，並以其他已開發國家法制作為補充。由於法制的建構無法盡善盡美，在此本文將點出各個規範方式的優缺點，希望能夠藉由本節的探討，從規範性質、對象與主管機關、揭露形式與揭露項目等面向為整理，展示非財務資訊揭露法制所有可行的建構方向。

¹⁶² *Natural Res. Def. Council (NRDC), Inc. v. SEC*, 389 F. Supp. 689 (D. D.C. 1974); 432 F. Supp. 1190 (D. D.C. 1977); 606 F.2d 1031 (D.C. Cir. 1979).

¹⁶³ *See Romano, supra* note 139, at 109-110.



在此應加以說明者是，有關共(兼)益公司亦即所謂社會企業的資訊揭露法制原本亦屬於本節應討論之範圍，惟囿於本文係以一般營利公司的企業社會責任揭露為研究焦點，為免討論失焦，本文將僅針對一般公司的非財務資訊揭露法制為整理¹⁶⁴。

第一項 規範性質

依據 KPMG、GRI、聯合國環境規劃署 (UNEP) 及非洲公司治理中心 (Centre for Corporate Governance in Africa) 2016 年出具的全球永續報告法規與政策研究報告指出，71 個國家中已有 64 國制定非財務資訊揭露法制，共有 383 項規範，其中有將近三分之二屬於強制性規範、三分之一為自願性，在 OECD 國家中，許多原先為自願性規範的國家紛紛透過新法規的頒布增加強制揭露之要求 (尤其在公司治理、環境污染等特定議題)；另外約一成的國家採遵循或解釋原則，此原則介於強制與自願性規範之間，報告並發現此原則的適用因同儕壓力使然，可以帶動企業往更高品質的非財務資訊揭露報告成長¹⁶⁵。


第一款 自願性揭露 (voluntary)

在美國，非財務資訊除了依據證券法規具備「重大性」(materiality) 必須強制揭露以外，公司履行社會責任之成果幾乎是散居在各專法為規範¹⁶⁶，例如有毒物質控制法案 (Toxic Substances Control Act，下稱 TSCA) 即其中為因應當時發生的環境議題所發佈法案之一，其授權國家環境保護局 (Environmental Protection Agency，下稱 EPA) 監督化學物質之製造者揭露有關化學物質的製造、留存健康與環境風

¹⁶⁴ 有關社會企業的非財務資訊揭露規範研究，請參考尤昱婷，前揭註 110，頁 25-70。

¹⁶⁵ KPMG, GRI, UNEP & Centre for Corporate Governance in Africa, *Carrots & Sticks Global trends in sustainability reporting regulation and policy* (2016), available at: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/carrots-and-sticks-may-2016.pdf> (last visited: May 3, 2019), at 10-13.

¹⁶⁶ 李詩涵 (2017)，〈企業社會責任與其非財務資訊揭露法制之研究〉，國立臺北大學法律學系碩士論文，頁 138。



險紀錄與數據、提交 EPA 查驗等等有關化學物質製造者之環境責任，雖然上述「留存風險紀錄與數據」在 TSCA 中並不要求提交予 EPA，但 EPA 依此法規頒布之 Compliance Audit Program under section 8(e)與 TSCA' Civil Penalty Policy 給予受規範公司降低裁罰金額等優惠條件換取公司主動提交法遵審核報告及配合調查等自願性揭露行為，因此嚴格來說亦為公司非財務資訊揭露的規範之一。然而上述自願性揭露的規範模式最為學者所詬病之處，就是投資人及利害關係人不夠方便取得，唯有在 EPA 的公開閱覽室中可以翻閱的結果，實際上與非公開資訊差異不大¹⁶⁷。


從上述範例可知，由專法或子法所規範的非財務資訊揭露大多數伴隨著主管機關的裁罰而來，以棍棒 (sticks) 促使受規範公司「自願性揭露」，公司揭露非財務資訊之誘因即為法遵的裁罰風險¹⁶⁸，雖然與企業社會責任強調的自願性多少有些出入，且所揭露的議題僅限於該專法目的之議題，仍不失為一個達成公司與社會永續發展的方法。

除了以專法與自律規範為依據之自願性揭露外，由國際組織訂定的非財務資訊揭露指引也是國際上常見的揭露模式，其立意在於推動更有效率的揭露成果，以 2015 年國際組織金融穩定委員會 (Financial Stability Board, FSB) 建立的氣候相關財務揭露專案小組 (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD) 為例，即是為因應當年的《巴黎協議》所建立之特殊組織，旨在督促各公司面對氣候變遷的挑戰，以自願揭露與氣候變遷相關之財務風險的方式對投資者、公司、保險公司和其他利益關係人負責¹⁶⁹，TCFD 每年將出具兩份報告提供自願揭露之公司更

¹⁶⁷ See Bagby *et al.*, *supra* note 129, at 253-254.

¹⁶⁸ *Id.* at 256.

¹⁶⁹ CSRone、黃俊嘉、Amy Lin 編譯，〈專家：揭露氣候變遷風險 企業五種新思維〉，CSRone 永續報告平台，2018 年 6 月 11 日，<https://www.csronereporting.com/topics/show/4898> (最後瀏覽日：2019 年 2 月 2 日)



詳盡、精準的基礎揭露項目與建議¹⁷⁰，有需求的閱讀者因而得到更有品質及幫助的財務及非財務資訊；同樣的模式，在全球報告倡議組織（Global Reporting Initiative, GRI）與國際標準化組織（International Organization for Standards, ISO）亦提供企業為永續報告、企業社會責任報告或非財務資訊揭露的揭露指引，這些相對具有公信力的報告標準在國內法尚未建構出屬於自己的非財務資訊揭露法制以前，是許多跨國或大型企業得以仰賴的揭露框架。

然而，上述各式各樣又稱為軟法（soft law）之自願性揭露規範，共同具備的缺點就是其揭露內容大多取決於經營者的主觀興趣與需求，無法確保為大眾所需要，各公司的報告可能良莠不齊，揭露內容天差地遠¹⁷¹，SEC亦曾經指出，由於自願性揭露非常容易產生誤導（misleading），必須搭配強制揭露特定議題（例如公司的環境政策）才能確保資訊的準確性，甚至專法要求的特定議題資訊揭露不一定滿足於證券監管法規「重要性資訊」的強制揭露要求¹⁷²。因此，非財務資訊的自願性揭露不論出於專法要求或是公司自願，若不搭配公司社會責任政策、未來可能面臨的風險與裁罰等重要性資訊的強制揭露，仍然無法達到資訊對稱的結果。

第二款 強制揭露（mandatory）

強制資訊揭露向來為消弭資訊不對稱的證券監管利器，如前所述，非財務資訊早已存在於證券監管法規之中，只是其必須具有影響投資人為投資決策之「重要性（materiality）」程度始為強制揭露之客體。而美國有關非財務資訊的強制揭露皆依附於證券管制法規的揭露資訊框架之下，保障投資與防止資訊不對稱即為公司強制揭露該資訊之目的，因此利害關係人並非這些非財務資訊揭露之主要受眾，許多

¹⁷⁰ TCFD 研究所有現行存在的自願性與強制性環境相關揭露制度並指出制度相同處、相異處以及改善方法。See Task Force on Climate-related Financial Disclosures, *supra* note 128, at 3.

¹⁷¹ See Richardson, *supra* note 156, at 345.

¹⁷² See Gerard A. Caron, *SEC Disclosure Requirements for Contingent Environmental Liability*, 14 B.C. ENVTL. AFF. L. REV. 729, 749 (1987).

與利害關係人利益相關的資訊必須以投資人利益為前提始能強制公司揭露。

英國之非財務資訊強制揭露法制則與美國不同。「股東開明價值」模式所建立的董事促進公司成功義務，係透過公司每年出具之策略性報告（Strategic Report）揭露相關公司的非財務資訊，交由股東檢視該董事義務的履行情形，利害關係人得以透過該報告了解與自身利益相關的公司決策，較美國更有向利害關係人理論靠攏之意味。

第一目 證券法下之強制揭露

在美國證券監管法規下，資訊揭露是一家公開公司一年中持續不間斷的法定義務。1933 年的證券法（Securities Act of 1933）與 1934 年的證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）組成 SEC 監管的資訊揭露框架，總的來說，此二監管法規提供四種應揭露資訊：初次公開發行證券時之初次揭露、證券交易法下的定期報告、每年股東會召開時的委託書資訊揭露（proxy disclosure）以及公司重大資訊的揭露¹⁷³，而所有在法規之下應揭露的資訊都離不開「重要性（materiality）」此要件。在眾多下位補充性規定中，1933 年證券法所頒布的 Regulation S-K 為其中詳細指出哪些議題為公司必須揭露的重要規範，有關環境與社會資訊之揭露規定在第 101、103 及 303 項，量化與非量化資訊皆包括在內，量化資訊則須伴隨公司對未來風險的描述，除了明確在 Regulation S-K 指定揭露的非財務資訊種類外，任何其他「重要性資訊」仍然是公開公司必須揭露之資訊，不因其未在 Regulation S-K 指明而免於揭露義務。

由上述可知，美國的非財務資訊揭露法制至今仍欠缺全面揭露之制度，或是說，美國並未以「一般企業履行社會責任表現資訊之透明化」作為有關環境、社會議題

¹⁷³ See Mosma & Olson, *supra* note 127, at 145; Williams, *supra* note 160, at 1207.



等非財務資訊揭露法制之立法目的，股東與潛在投資人仍然是現有法制下非財務資訊的揭露目標。

第二目 公司法之強制揭露

英國非財務資訊揭露法制變革，首先必須談到 1993 年的營業與財務評論 (Operating and Financial Review, 下稱 OFR), 其於 2005 年遭廢除後，取而代之的商業評論 (Business Review) 又在 2013 年被策略性報告 (Strategic Report) 取代，隨後因為歐盟 2014 年指令的提出，亦影響英國非財務資訊法制之發展。

英國現行的策略性報告 (Strategic Report) 意在恢復 1993 年的 OFR，以確保公司對社會及環境責任的問責 (accountability) 與透明度¹⁷⁴，係獨立於董事報告 (策略性報告之前身——商業評論則為董事報告之一部) 以外之年報內容，其主要揭露對象仍為股東，目的在幫助其檢視與衡量董事促進公司成功義務 (公司法第 172 條) 的履行情形，對此公司法律評論 (Corporate Law Review) 認為，儘管主要揭露對象為股東，該制度也不能如此狹隘地定義為「股東中心 (shareholder-centred)¹⁷⁵」。


與美國不同的是，英國的非財務資訊是描述董事責任之履行，與美國必須具備「重要性」要素有所不同，因此雖然揭露對象為股東，潛在投資人與利害關係人亦可以透過報告了解該公司的管理階層與環境、社會之互動情形，其決策之形成過程。由於策略性報告 (Strategic Report) 是建立在公司法之下的非財務資訊揭露法制，對比美國以「確保證券市場之資訊平等」似更著重於公司治理層面，更有助於促進企業社會責任。

第三款 遵循或解釋 (comply or explain)

在自律、獎勵機制、法定補償方案等選項中，歐盟選擇了相對強制的資訊揭露

¹⁷⁴ 李詩涵，前揭註 166，頁 121。

¹⁷⁵ See DAVIES & WORTHINGTON, *supra* note 88, at 717.



制度，採用原則實用主義 (principled pragmatism)¹⁷⁶模式，以非過苛的強制手段搭配一系列自願性方法，目的在建立各公司較能接受、較溫和的法定義務，以期未來能夠逐漸擴大此義務強度¹⁷⁷，在一連串的政策辯論與斡旋以後，最終拍板定案之 2014/95/EU 指令係採遵循或解釋模式¹⁷⁸。所謂遵循或解釋模式，依據歐盟的 2014/95/EU 指令中增訂條文第 1 條，受規範公司必須揭露該公司有關環境、社會、人權、反貪腐及賄賂議題之政策簡述、成果、關鍵風險及績效指標 (KPIs)，另為了滿足揭露需求，公司應以年報中提及之數字與說明作為參照資料；反之，未執行上述特定議題政策之公司則應於報告中提供一清楚且合理 (clear and reasoned) 之解釋¹⁷⁹。由於歐盟上述指令規定在 2016 年底將指令轉化為內國法，英國於 2016 年 11 月自 2016 年底以「公司、合夥人和集團(會計及非財務資訊)規則 2016(The Companies, Partnerships and Groups (Accounts and Non-Financial Reporting) Regulations 2016)」增訂公司法 414CA 與 414CB 後，特定業別與規模公司亦以「遵循或解釋」原則公開揭露非財務資訊於公司每年之策略性報告中¹⁸⁰。

遵循或解釋原則首見於 1992 年的卡德伯利報告 (The Calbury Report)，係管制者為配合公司各式各樣的營運狀況與規模、拒絕一體適用的僵化法制而建立之彈性規範模型。該原則的中心思想在於揭露法制本身之任務不在評斷、審查公司所揭露項目之優劣，而是交由市場決定公司做得夠不夠多，股東將有所作為以驅使公


¹⁷⁶ 原則實用主義模式係出自聯合國 2008 年人權理事會採用之「保護、尊重及補償 (Protect, respect and remedy)」政策。See OHCHR, *Principled pragmatism – the way forward for business and human rights* (2010), available at: <https://www.ohchr.org/EN/NewsEvents/Pages/Principledpragmatism-BusinessHR.aspx> (latest visited: Feb 28, 2019).

¹⁷⁷ See Joseba F. Gaztea, & Alberto M. Fernandez, *Comply or Explain in the EU, or the New Human Rights Reporting Obligation: An Analysis of Directive 2014/95/EU*, 9 CUADERNOS DE DERECHO TRANSNACIONAL 285, 288 (2017).

¹⁷⁸ 詳盡指令的訂定背景，請參照：李詩涵，前揭註 166，頁 107-108。

¹⁷⁹ See European Union, *supra* note 114.

¹⁸⁰ The Companies, Partnerships and Groups (Accounts and Non- Financial Reporting) Regulations (2016), available at: https://www.legislation.gov.uk/uksi/2016/1245/pdfs/uksi_20161245_en.pdf (last visited: Feb 28, 2019)



司遵循相關議題政策，或是迫使公司提出更充分的理由解釋公司為何不遵循，因此，遵循或解釋原則可視為股東權之延伸¹⁸¹。然而，公司應怎麼解釋、如何解釋才是充分足夠？一直是論者對於遵循或解釋原則的質疑焦點，也是從 1992 年英國在其公司治理法制中引入遵循或解釋原則後一個難解的問題¹⁸²，再者，股東並未有資源及能力去檢視公司資訊揭露的表現，在此仍可能存在代理成本之問題¹⁸³，從而，遵循或解釋原則或許是現今最為彈性且越來越多國家使用的非財務資訊揭露規範模式，其仍需要更加縝密的法制檢討與改革亦是不爭之事實。

第二項 主管機關（單位）與規範對象


政府(governments)、金融監管者(financial regulators)、證交所(stock exchange)及產業主管機關(industry regulators)為全球四大可能為非財務資訊揭露法制之管制者，KPMG 於 2016 年出具之全球永續法規與政策研究報告指出，在 2016 年將近五分之三的非財務資訊揭露法制是由政府所主導，這些政府所主導的揭露規範不一定為強制性揭露模式，事實上有四分之一為自願性揭露規範，不少國家政府以專案計畫方式帶領國內產業、公司與國際趨勢並進，在計畫中搜集產業意見並同步研究國內永續發展應具備之重要指標，如南韓的五年永續發展行動計畫(South Korean Five Year Sustainable Development Action Plan)即為其中之一，也不失為一漸進式發展方法。

除了政府外，金融監管者亦為公司資訊揭露常見的主管機關，較特別的是，近來證交所成為上市櫃公司非財務資訊揭露強而有力的執行者，非以公權力姿態帶

¹⁸¹ See Andrew R. Keay, *Comply or explain in corporate governance codes: In need of greater regulatory oversight*, 2 LEGAL STUDIES 34, 280 (2014).

¹⁸² See generally Financial Reporting Council, *What constitutes an explanation under 'comply or explain'? Report of discussions between companies and investors* (2012), available at: <https://www.frc.org.uk/document-library/corporate-governance/2012/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-ex> (last visited: May 3, 2019).

¹⁸³ See Keay, *supra* note 181, at 293.



頭的非財務資訊揭露法制或許能成為新興市場注入活水的契機，例如下一章將介紹的香港證交所，其所制定的 ESG 報告指引即是香港為吸引更多國外機構投資人的手段之一，透明化的證券市場環境恰好能夠為具有高成長性卻高風險的新興市場帶來加分的效果¹⁸⁴。

在規範對象上，雖然傳統財務資訊的揭露主體主要聚焦在上市公司或公開發行公司，非財務資訊揭露規範之對象有將近一半的國家擴及至全部公司，無論規模、上市與否皆為揭露主體，這個現象可能拜絕大多數國家的揭露法制由政府機關主導所賜，然而通常針對全部規模公司的非財務資訊揭露要求都是劃定特定的產業、有限的資訊項目，例如美國的 TSCA 或其他環保法規僅針對特定產業要求揭露環境污染相關資訊。至於非財務資訊的全面揭露，先前在揭露目的之介紹中曾提到，中小型企業因為成本與資源考量無法負荷非財務資訊強制揭露之法遵壓力，故絕大多數的法制規範對象都是針對大型公開發行或特定產業的公司範圍劃定。然而此範圍的劃定未必正確之原因，除了揭露的好處實際上大於壞處以外，還有這些中小型企業通常扮演著大型企業的原料供應商、上游廠商等角色，大型企業的商品服務時常仰賴於這些企業的服務，因此中小型企業非財務資訊之揭露也往往關係著大型企業資訊非財務資訊揭露的完整與否，目前即有不少國家如西班牙、智利對於中小型公司有不同於大型公司的非財務資訊揭露規範¹⁸⁵，正巧呼應本文於揭露目的的一節中所提及，一體適用之法規並不是非財務資訊揭露法制最適宜的建構方式，針對不同規模公司甚至不同產業制定出不同的揭露規範絕對是必要的，否則揭露法制只會形同虛設。

¹⁸⁴ See KPMG, GRI, UNEP & Centre for Corporate Governance in Africa, *supra* note 165, at 14-15.

¹⁸⁵ *Id.* at 16-17.



第三項 揭露形式

除了證券監管法規強制揭露的非財務資訊是透過公司於網路公告及申報予監管機關的方式揭露之外，年報是非財務資訊常見的揭露形式，尤其是由金融監管機關訂定的規範，通常係因應投資人的需求而要求公司揭露於年報當中。另外，獨立的永續報告、企業社會責任報告，也是公司時常被要求出具的揭露形式，由於非財務資訊相對於公司傳統的財務資訊具有更多的敘述性揭露，並且其美編、圖表編制需求相當考驗公司的成本預算，形同為公司之間的包裝競賽，對於中小型企業而言是非同小可的負擔，也因此，在我國企業社會責任報告書僅要求特定規模（而不是所有上市櫃公司）以及特定產業的企業出具。

此外，近年來整合財務與非財務資訊的整合性報告(integrated report, 下稱 IR)亦成為另一種非財務資訊揭露的發展趨勢，2013 年底國際整合性報告協會 (The International Integrated Reporting Council, the IIRC) 即發佈了國際整合性報告架構，2017 年並針對國際間對於 IR 有何建議開啟調查¹⁸⁶，顯見 IR 雖仍在草創階段，但在未來可能成為取代企業社會責任報告書與傳統年報，更具效率與鑑別度的報告型態。

第四項 揭露項目

KPMG 於 2016 年出具之全球永續法規與政策研究報告數據中，有大約百分之六十一的非財務資訊揭露規範是針對特定資訊為揭露，美國就是這些特定資訊揭露法制的主要出產者¹⁸⁷，如同先前所提到，美國的非財務資訊揭露法制仍然依附於

¹⁸⁶ 截至 2017 年，已有 1600 家公司編制整合性報告，並且受到許多國際組織與國家的認同。See The International Integrated Reporting Council, *IIRC INTEGRATED REPORT 2017*, available at: http://integratedreporting.org/integratedreport2017/integrated_report/performance/increasing_the_pace_and_scale_of_ir_adoption.html (last visited: Feb 28, 2019).

¹⁸⁷ See KPMG, GRI, UNEP & Centre for Corporate Governance in Africa, *supra* note 165, at 17.



證券監管法規之中，因此資訊的重要性與否成為公司應否揭露此資訊的要件，除此之外的特定資訊揭露規範，通常與國家的特殊政策目的息息相關，例如目前國際非常重視公司的租稅政策之揭露、洗錢防制相關議題的風險揭露等，都是公司法遵部門須時時刻刻注意的特定非財務資訊揭露議題。

其他近四成的規範即為一般常見的非財務資訊全面性揭露，這些涉及公司一年來經歷以及未來將觸發的所有經濟、環境與社會等非財務資訊，通常必須借助主管機關制定或國際組織提供的報告框架或準則才能確保揭露規範的完整性。

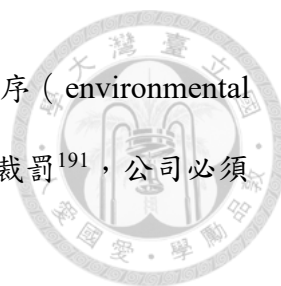
第一款 特定環境或社會資訊

以美國證券監管法規而言，SEC 針對特定環境與氣候議題規定公開公司必須強制申報¹⁸⁸；另外，Regulation S-K 亦補充既有的財務資訊揭露法制，指出公司經營上特定環境與社會資訊為應強制揭露之重要性資訊；2002 年的 SOX 法案 (Sarbanes-Oxley Act) 則是再次補充了 Regulation S-K 中有關「管理階層對財務狀況與營運結果的討論與分析 (Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations，下稱 MD&A)」資訊之揭露，以提升公司報告之準確性。

在 Regulation S-K 中，第 101 項 (item 101) 要求公司提供營運成本與獲利、營運計畫以及公司營運之地理範圍，特別是資本支出、收入的重要成果以及法規遵循 (包含聯邦、州及當地的環境法規) 相關的「競爭性定位 (competitive position)」，惟須注意者是，以上強制揭露資訊仍不逸脫重要性此一要素，因此僅有該資訊具有重要性時始有揭露必要性¹⁸⁹。第 103 項 (item 103) 要求公司應簡單描述任何正在

¹⁸⁸ Securities and Exchange Commission, *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*, 17 CFR PARTS 211, 231 and 241; Release Nos. 33-9106; 34-61469; FR-82 (2010), available at: <https://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf> (last visited: May 4, 2019), at 12-21.

¹⁸⁹ Regulation S-K, 17 C.F.R. § 229.101(c) (1) (xii); See Mosma & Olson, *supra* note 127, at 149 and note 41.



進行並「具重要性的」法律程序，包含公司即將接受的环境程序（environmental proceedings）¹⁹⁰，例如公司即將面臨 10 萬美金罰鍰的环境污染裁罰¹⁹¹，公司必須在裁罰發生前進行揭露。

第 303 項（item 303）則是 MD&A 資訊之揭露，也是美國非財務資訊揭露法制中最具爭議性的項目。其要求公司應針對目前將影響公司未來表現與財務狀況的營運現狀、機會及風險提供清楚的敘述性報告，SEC 在相關的說明中提到：「管理階層在 MD&A 中有其義務辨識並處理所有關鍵的質（qualitative）與量（quantitative）之指標，以了解並評估公司營運狀況¹⁹²」，由此可知，所有具重要性的環境與社會資訊都會在 MD&A 的揭露項目中。然而對於 SEC 而言，判斷揭露是否充分乃一大難題，SOX 法案的誕生，進而增進 SEC 在 MD&A 資訊中監管的能力，其要求公司採用、執行並保證公司有充足的內規（internal procedures）確保公司相關之重要性變動能夠即時、適當地被揭露，此規範有點類似於我國金管會近期在銀行、保險業推行的金融機構法令遵循風險評估機制，加重了公司對於內部風險的控制與揭露義務，管理高層並必須出具聲明書為公司之內控制度背書。

其他特定環境與社會資訊議題的揭露法制，其實就是各國普遍存在的強制揭露規範，例如先前提到製造業環境污染揭露的環保法規，或是 2013 年金融危機後強調改善金融機構逐利文化與消費者保護的金融監管規範，在 KPMG 於 2016 年出具之全球永續法規與政策研究報告數據中，此類型的揭露規範即佔了兩成之多¹⁹³。然而，這些規範雖然為企業社會責任推動最有效率的方式之一，其核心目的仍

¹⁹⁰ See Tracy Soehle, *SEC Disclosure Requirements for Environmental Liabilities*, 8 TUL. ENVTL. L.J. 527, 535 (1995).

¹⁹¹ Reg. S-K, Instructions to Item I03, 17 C.F.R. § 229.103.

¹⁹² Deloitte, *SEC Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, available at: <https://dart.deloitte.com/US-DART/resource/48d27524-3f0f-11e6-95db-c1f2f4d2d06f> (last visited: May 4, 2019), at 3.

¹⁹³ See KPMG, GRI, UNEP & Centre for Corporate Governance in Africa, *supra* note 165, at 17.



舊無法與「管制」二字拖離，而與「提升企業非財務資訊之透明度」較無關聯，利害關係人利益或許為上述法規所庇護，但公司的揭露並非以履行企業社會責任與永續發展為主要目的，而是遵法。

第二款 非財務資訊全面揭露

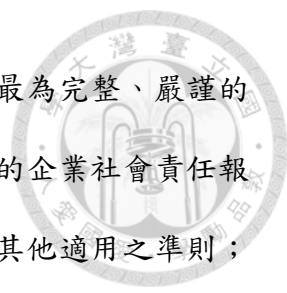
其餘百分之三十九的非財務資訊揭露法規中，係針對公司當年度整體非財務資訊之全面揭露，此類報告所說明者都是公司履行企業社會責任之情形，由於所涉範圍繁複，公司間容易各說各話而不容易比較，許多規範者訴諸於制式化的報告框架，以輔助公司完成揭露。

其中有依據國際通用的報告框架者，如 GRI 永續報告準則為揭露項目，另外亦有針對公司履行社會責任情形由金融監管機關自行訂定應揭露項目者，例如我國，在公司年報的公司治理報告中，即以制式的「自評表」要求公司依此揭露當年度履行社會責任情形；其他，例如英國公司法強制公司揭露的策略性報告，即要求公司針對公司法第 217 條董事追求公司成功義務為當年度回顧性的揭露，其揭露項目也是公司當年度的整體非財務資訊，透過法條劃定公司應揭露之項目與內容，本文將其歸納為「法條明文設計」其報告框架之非財務資訊揭露。

第一目 報告框架——國際報告標準

由於政府不是非財務資訊揭露的專家，揭露的資訊項目與重要性議題的採擇更是無法在短期內理出頭緒的難題，因此政府往往仰賴國際組織由專家、學者以及業界意見所發佈的國際報告標準，以確保公司依循的報告方向是符合國際趨勢，特別是在經濟全球化的今天，公司的報告不能只為國內利害關係人服務，利用全球公認國際報告標準揭露的非財務資訊，多少能夠確保相當程度的公信力。

歐盟 2014/95/EU 指令中採用彈性方式使企業可以自由選擇現有國際間適當的報告標準，例如聯合國的全球盟約 (UN Global Compact)、OECD 的跨國企業指導



綱領 (OECD Guidelines for Multinational Enterprises)，以及目前最為完整、嚴謹的 GRI 永續報告準則；我國則要求特定規模、產業上市公司所編制的企業社會責任報告書亦規定公司應參考 GRI 準則、行業揭露及依行業特性參採其他適用之準則；新加坡證交所 (SGX) 於 2018 年也強制全體上市公司選擇適當的國際報告標準揭露非財務資訊¹⁹⁴。

然而，國際報告標準有一共通的缺點，其標準通常大於法律所要求之程度，對於只想要遵法的公司而言，仍然是不小的負擔。以目前全球主流的報告架構——GRI 永續報告準則 (GRI Sustainability Reporting Standards) 為例，其主要區分為 3 項通用標準及 33 項重大主題標準。其中通用標準 (Universal standards) 適用所有組織，包括：如何使用 GRI 標準相關說明的報告書基礎 (Foundation)、組織脈絡資訊揭露的一般揭露 (General Disclosures)，以及個別重大議題管理方針的揭露 (Management Approach)；33 項特定主題標準 (Topic-specific standards) 則聚焦永續性三大構面：經濟、環境以及社會由公司選擇最能反映自身影響力的項目為揭露¹⁹⁵。特別的是，GRI 準則將每一主題的揭露分為強制 (requirement)、建議事項 (recommendations) 與指引 (guidelines) 三項，對於強制事項公司或組織必須 (shall) 提供依其要求所必要的解釋，針對建議事項則係準則鼓勵公司應該 (should) 採用某方法為解釋，公司並能依據指引了解該議題所處理的背景與範例為何¹⁹⁶，此外，報告的公司或組織必須在報告中說明透過外部獨立的認證 (assurance) 標準所獲得

¹⁹⁴ SGX-ST, *Listing Rules Practice Note 7.6 Sustainability Reporting Guide*, available at: http://rulebook.sgx.com/net_file_store/new_rulebooks/s/g/SGX_Mainboard_Practice_Note_7.6_July_20_2016.pdf (last visited: Feb 28, 2019).

¹⁹⁵ CCS 台灣企業永續研訓中心，GRI 推出全新標準 預於 2018 年 7 月 1 日全面取代 G4，2016 年 10 月 19 日，<http://www.ccstw.net/2016/10/19/1019news/> (最後瀏覽日：02/18/2019)。

¹⁹⁶ BSI Group，CSR GRI G4 改版要點與新舊版差異精解，<https://www.bsi-group.com/LocalFiles/zh-tw/e-news/No150/BSI-GRI-G4-transition-Duncan-Fong.pdf> (最後瀏覽日：02/18/2019)。



之等級或是直接附帶認證報告¹⁹⁷，透過第三方認證的獨立意見確保報告的公信力。由此可見，依據 GRI 準則編製的永續性報告，除了非財務資訊揭露必須到位外，更需要尋求第三方認證機構之查證意見，對於中小企業而言，是非同小可的負擔。

第二目 報告框架二——自評表

以自評表為揭露非財務資訊的框架，相對降低了公司採用前述國際報告的揭露成本，並可以同時維持非財務資訊揭露的完整性，可說是政府為了達到企業透明又兼顧中小企業成本壓力的折衷作法，因此在我國以及下一章節將介紹的香港交易所，都有以類似「自評表」模式作為公司揭露其履行企業社會責任情形的報告框架。本文所謂自評表模式，係主管機關以附錄或附表方式增訂於非財務資訊揭露規範中，該附錄以表格方式羅列出各議題（環境、經濟或社會）相關應揭露或解釋之資訊，例如香港交易所（HKEX）發布的主板上市規則之附錄二十七《環境、社會及管治報告指引》，規定發行人須按指引中所有「遵循或解釋」條文作匯報¹⁹⁸。

自評表類型的報告框架雖有上述之折衷優點，但「公信力不足」時常為學者專家對此類以自評表類型為報告框架的批評，由於本文將於下二章節為香港與我國的非財務資訊揭露法制之詳細介紹，在此先不予贅述。

第三目 報告框架三——法條明文設計

即便英國的公司法中，有關敘述型報告（narrative report）並未明文規定公司揭露非財務資訊應遵循之架構、亦未要求公司應參考何國際報告標準，諸多揭露要件仍在條文中可以看見。舉例而言，依據英國公司法第 414C 條，所有公司（小型公司除外）所編製的策略性報告必須揭露公司營運的公平回顧（fair review）及關

¹⁹⁷ 以我國實務習慣，目前最常使用的保證標準即為 AA1000 獨立查證意見及 ISAE3000 認證意見，參照：劉謹銓，強化企業社會責任報告書的公信力，透過獨立公正的第三方查證（AA1000 以及 ISAE3000 之比較），BSI Group，https://www.bsigroup.com/LocalFiles/zh-tw/e-news/No131/AA-1000_with_ISAE3000.pdf（最後瀏覽日：02/18/2019）。

¹⁹⁸ 詳細介紹請參照本文第肆章。



鍵風險 (principal risks) 與不確定性 (uncertainty) 的描述，並且明定其揭露必須使用關鍵績效指標¹⁹⁹。

以法律條文臚列出公司應揭露的非財務資訊種類、內容及程度，是相對罕見的非財務資訊揭露規範模式，蓋此方法乍看之下與自評表類型類似，都是在法規中明確指涉公司非財務資訊揭露的方向，然而前者對於非財務資訊的規範仍然相當鬆散，例如公司應揭露的公平回顧報告、對風險與不確定性的描述，都是極其籠統的非財務資訊定義，公司可以大作文章的自由度較高，利害關係人不一定能夠從上述揭露中找到與自身相關的資訊，縱使必須以績效指標方式呈現，其仍有可能揭露得不夠全面。另外，如第 414C 條第 7 項規定上市公司 (quoted company) 必須揭露的非財務資訊縱使更加明確：「應揭露有關環境議題及其對公司之影響、員工以及社會與人權議題等公司政策及效果²⁰⁰」，仍然遠遠不及自評表或國際報告標準的完整性。

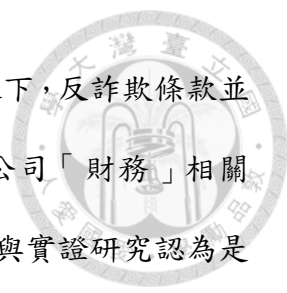
基此，此類型的報告框架，無法取代上述二者，僅能充作年報中股東與潛在投資人獲取財務以外的資訊來源，例如英國仍然強制部分公司應依公司法第 414CA 及 414CB 條為更加全面性的揭露，強制特定類型公司如銀行、保險公司及公開發行公司以遵循或解釋揭露歐盟 2014/95/EU 指令中的非財務資訊，事實上即為將歐盟指令的內國法化，並因為在公司法第 414D 條訂有罰則規定，公司未遵循的結果將比歐盟指令所規定的更加嚴峻。

第五項 小結

美國雖沒有非財務資訊全面揭露制度，其對於相關揭露仍然嚴格，尤其是 Regulation S-K 中 MD&A 的揭露及 SOX 法案，對於與公司財務至關重大的非財務

¹⁹⁹ 2006 Act s.414C(1)-(6).

²⁰⁰ 2006 Act s.414C(7)(8).



資訊有著負擔不小的揭露要求，然而因其仍然依附於證券法規之下，反詐欺條款並無法強制要求公司揭露²⁰¹，蓋不是所有環境與社會責任皆與公司「財務」相關（financially relevant），儘管社會責任投資人認為是、相關學術與實證研究認為是²⁰²，要所有非財務資訊與證券監管法規中所謂「重要性資訊」劃上等號仍是漫漫長路，是就現實來看，以證券法規要求公司強制揭露所有非財務資訊可能並不可行。

綜觀前述已開發國家的非財務資訊揭露法制，可以發現非財務資訊全面揭露之法制多採「遵循或解釋」性質，其背後的理由或許在於遵循或解釋此模式的優點較強制揭露來得彈性、較自願性揭露來得更具強制力，而採此模式的規範通常會搭配國際報告標準或自評表此二種報告框架進行，確保公司出具的報告具備一定的質量與公信力。

即便是設計再完美的揭露制度，若缺乏誘因公司仍不願意買單，在國際趨勢中，非財務資訊揭露與企業社會責任、永續經營等大型企業逐漸養成的使命與目標環環相扣，利用公司追求商譽的天性可以帶動其對非財務資訊揭露的參與及支持。然中小型企業毋寧是更加需要資訊揭露的群體，如同先前提到，這些中小型公司實際上與大型企業密不可分，在較無吸引投資的壓力、股東結構相對簡單而封閉的中小型公司中或許只將追求獲利擺在最上位，遵法只是逼不得已的義務，因此如何要求這些「未能自動自發」的公司增加其營運活動的透明度，甚至鼓勵其履行企業社會責任，將是往後非財務資訊全面揭露的突破口，讓所有公司都能夠在其能力所及之範圍內，揭露與其營運息息相關的非財務資訊，使所有與這些公司有過接觸的利害關係人得以檢視攸關其利益的政策與成果，也是本文撰寫所期待的最終極目標。

²⁰¹ See Macey, *supra* note 145, at 413.

²⁰² See Mosma & Olson, *supra* note 127, at 156.



第肆章 比較法研究——香港

結束企業社會責任的非財務資訊揭露法制在國際間建構方式之探討後，本章將把焦點放在與我國非常鄰近的香港。香港證交所（下稱 HKEX）在 2015 年推動《環境、社會及管治報告指引²⁰³》（下稱 ESG 報告指引），要求全上市公司從 2016 年起開始以遵循或解釋原則出具環境、社會及管治報告²⁰⁴（下稱 ESG 報告），是亞洲地區繼 2007 年的馬來西亞證交所²⁰⁵與我國以後強制所有上市公司全面揭露企業社會責任相關資訊的證券交易所。

香港的公司首次被要求揭露有關企業社會責任的非財務資訊是在 2014 年的公司條例中²⁰⁶，Section 388 以下規定公司應出具的董事報告（directors' report）須載有「業務審視（Business Review）」，其內容依據 Schedule 5 第 2 點：「在對了解公司業務的發展、表現或狀況屬必需的範圍內，業務審視須包含——

- (a) 運用財務關鍵表現指標進行的分析；
- (b) 對以下事宜的探討 ——
 - (i) 公司的環境政策及表現；及
 - (ii) 公司遵守對該公司有重大影響的有關法律及規例的情況；及
- (c) 公司與其僱員、顧客及供應商的重要關係的說明以及公司與符合以下說明的其他人士的重要關係的說明：該人士對該公司有重大影響，而該公

²⁰³ HKEX 在此所採「環境、社會及管治」之「管治」用語乃針對公司治理（Governance）之翻譯，與「管制」不同，本文避免行文時有所混淆，將以 ESG 為其簡稱。

²⁰⁴ 事實上，有關公司治理的報告已經在上市規則其他部分有遵循或解釋之揭露，因此以下所謂的 ESG 報告其實只針對環境、社會議題的非財務資訊為揭露，本文為求容易理解，仍然稱其為 ESG 報告。

²⁰⁵ Bursa Malaysia Securities Berhad Main Market, Main Market Listing Requirements, Chapter 9, Appendix 9C, Part A. (29):

A narrative statement of the listed issuer's management of material economic, environmental and social risks and opportunities ("Sustainability Statement"), in the manner as prescribed by the Exchange.

²⁰⁶ 在這之前，屬於礦業的上市公司依據《主板上市規則》第 18.05(6)條即應揭露與公司營運有重大關係的環境、社會資訊。



司的興盛繫於該人士²⁰⁷。」

2014 年香港會計師公會 (Hong Kong Institute of Certified Public Accountants) 發佈與此相關的指引協助公司準備業務審視的揭露，指引中提到其立法係參考英國的 OFR 報告²⁰⁸，即英國現行策略性報告之前身，由上述的立法方式可以發現，兩者同樣係以法條明文設計的方式規範公司非財務資訊的揭露項目，也正如上一章第三節所提到，這種規範方式並不夠完整、只能作為資訊的補充，而 2015 年 12 月，似乎是為了補充上述立法，HKEX 於主版上市規則第十三章「股本證券持續責任」中增訂第 13.91 條——ESG 報告指引，要求所有上市公司自 2016 年起必須出具 ESG 報告。

選擇香港的 ESG 報告指引作為研究對象的原因有三，第一，香港與我國的政經背景類似，皆 (曾) 屬於亞洲新興市場 (Emerging Market)²⁰⁹，由於投資風險相對其他成熟市場國家高，資訊透明度即成為交易所吸引投資的競爭力來源；第二，香港雖然晚了馬來西亞證交所將近十年採行全面揭露非財務資訊規範 (事實上也比我國較晚)，但其 ESG 報告指引之建置歷程，在網站上資訊最為豐富，HKEX 從 2011 年起，持續發布了關於此政策的計畫時程、諮詢文件以及針對幾項重大政策辯論的回應，這些資訊對於本文的研究而言幫助非常大；第三，自 2016 年全面實施 ESG 資訊揭露之後，HKEX 持續追蹤此項政策的執行成果，並不斷更新其指導

²⁰⁷ 然而有三種公司例外毋須出具業務審視：第一為在該會計年度獲豁免提交報告者；第二為在該會計年度終結時為其他公司百分之百持股的子公司；第三者為未獲豁免提交報告的私人公司 (private company)，股東會並特別決議通過公司不在該會計年度出具業務審視者。See generally the Companies Ordinance, Section 388 and Schedule 5.

²⁰⁸ HKICPA, *Guidance for the Preparation and Presentation of a Business Review under the Hong Kong Companies Ordinance Cap. 622*, ACCOUNTING BULLETIN (2014), available at: http://appl.hk-icpa.org.hk/eook/HKSA_Members_Handbook_Master/volumeII/ab5.pdf (last visited: Mar 10, 2019), at 5.

²⁰⁹ 本文所謂新興市場係指相對於北美、西歐地區以及日本等「成熟市場」國家，對於機構投資人而言交易的風險高但成長性較大的證券市場。然而應予以說明的是，由於國際間對於新興市場有哪些國家地區有不同看法，香港在 MSCI 或道瓊指數中都屬於成熟市場，而我國大多還在新興市場列表中。參照：黃嫻，新興市場耳熟能詳，但你知道何謂「新興市場」嗎？，財經新報，2015 年 10 月 2 日，<https://finance.technews.tw/2015/10/02/emerging-market-2/> (最後瀏覽日：03/13/2019)。

材料，「持續追蹤並更新」是確保揭露品質更上一層樓的唯一道路，要做到這點，本文認為以香港的經驗為參考，有利我國後續政策的執行。




嚴格來說，香港全面性的企業社會責任資訊揭露規範有二，第一是在公司條例下的業務審視，為香港各公司每年必須出具之董事報告中的一部分，規範性質屬於強制規定且規範對象不僅限於上市公司；第二則為 ESG 報告指引。由於業務審視對於非財務資訊揭露門檻較低，也與我國法現狀較不相同，因此本文仍選擇 ESG 報告指引作為比較法分析的主軸。

本章第一節將從 2011 年 HKEX 開始推動 ESG 報告指引談起，了解其在政策推動初期遭遇哪些難題並如何克服，第二節則進入 HKEX 選擇了何種樣貌為規範架構，並在第三節以 HKEX 與業界的研究報告分析該報告指引的成效與對現況的評價。

第一節 規範背景

HKEX 開始重視 ESG 報告揭露是在 2011 年底，在當時亞洲地區只有中國上海、深圳以及馬來西亞強制部分上市公司揭露企業社會責任相關之非財務資訊，因此最初 HKEX 的政策方向仍然在自願揭露上，試圖在政策形成過程中逐步喚醒上市公司對此議題的認識及興趣，然而後續的揭露公司數證明 2013 年第一次鼓勵公司自願揭露的成果並不理想，為因應越來越多交易所將企業社會責任資訊揭露的規範性質提升至遵循或解釋、甚至強制規定之程度，HKEX 最終在 2015 年趕上遵循或解釋的浪潮，其政策結果讓香港在 ESG 資訊揭露上成為亞洲地區中揭露非財務資訊進步最快速的證券交易所²¹⁰。

²¹⁰ 黃敦晴，全球永續股市大評比：亞洲第一不是新加坡或香港，而是這國，CSR@天下，2018 年 12 月 3 日，<https://csr.cw.com.tw/article/40684>（最後瀏覽日：03/19/2019）。



依據 HKEX 於 2011 年發佈的第一份 ESG 報告指引諮詢文件²¹¹(下稱 2011 年指引諮詢文件)，此項政策的提出是源於「國際趨勢與競爭力」。由於企業社會責任這個國際趨勢背後的原動力之一來自於社會責任投資，為因應此種投資策略，國際上許多亞洲區內的證券交易所已採行強制揭露規範(如馬來西亞)或是提出揭露指引(如上海、我國)，同時公司也可能採行國際組織如 GRI 報告指南、ISO26000 社會責任指引等指引或準則，自願揭露與企業社會責任相關的非財務資訊。

HKEX 儘管支持此方面的發展，然而從數據上可以發現，在 2011 年亞洲永續評比(Asian Sustainability Rating)中，HKEX 在亞洲前十大證券交易所永續報告揭露的排名中只拿到第九名²¹²，很顯然，香港的上市公司並未準備就緒，HKEX 發現儘管市值高的上市公司對於企業社會責任的參與度及透明度均較高，然而大部分的公司對揭露企業社會責任報告方面並不積極²¹³，因此在 2011 年 5 月至 7 月期間贊助多場以上市公司為對象及以 ESG 報告指引擬稿為藍本的培訓計畫，包括 5 場為期半天的免費講座及 10 場全日免費工作坊，主講者均為業界 ESG 報告方面的專業顧問。

第一項 第一階段——建議、監測與對話

從 2011 年的指引諮詢文件中可以看出，HKEX 所選擇的政策是「建議、監測與對話」。在當時，上市公司於年報中揭露企業社會責任之相關資訊僅屬於建議性質²¹⁴，於 2011 年 5 月，HKEX 開始廣邀上市公司參與企業社會責任資訊揭露的工

²¹¹ HKEX，諮詢文件：〈環境、社會及管治報告指引〉(2011)，頁 6-10，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Environmental-Social-and-Governance/Exchange-Publications-on-ESG/cp201112_c.pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日：05/04/2019)。

²¹² CSR Asia, *Asian Sustainability Rating 2011* (2011), at 2, http://www.csr-asia.com/summit2011/download/PR_ASR%20final%20press%20release_20110926.pdf (last visited: Mar 20, 2019).

²¹³ HKEX，前揭註 211，頁 13。

²¹⁴ 主板上市規則附錄十六第 52 點：

本交易所鼓勵發行人在其中期及年度報告中揭露下述有關討論及分析的附加評論：

(i) 過去五個會計年度的效率指標(如股本收益率，營運資金比率)以及其計算基準；



作坊、講座，藉此提高公司對此議題的認知以後，HKEX 將 2011 年指引諮詢文件作為上市公司自願揭露環境與社會資訊的指引，促使公司在企業社會責任資訊揭露上更貼近國際慣例，並定期調查上市公司揭露的進展²¹⁵。

在此同時，本文認為至關重要者，是 HKEX 在 2011 年指引諮詢文件中開啟的對話機會。於 2011 年指引諮詢文件第四章，HKEX 設有 64 道諮詢問題，分別就 ESG 報告指引是否應納入上市規則的附錄中、規範性質為何，以及報告指引內文之設計是否妥適等問題尋求上市公司的建議與回饋²¹⁶，諮詢期間為期 4 個月，回應者雖不能匿名回答，但可以要求 HKEX 在公布諮詢回饋時將其公司名稱隱藏。於 2012 年 4 月，依據 HKEX 發布的諮詢總結：〈環境、社會及管治報告指引〉(下稱 2012 年指引諮詢總結)²¹⁷，其總共搜集了 106 份來自上市公司、機構投資人、業界、非營利組織與商會等團體之回應，其中值得注意的是，共有 9 家資產管理規模合計達 2.2 億美金的機構投資人提出回應，其中一家更直指其手上握有超過 100 家香港上市公司的股票，並表示其期待看見香港的上市公司能夠提供更為詳盡的 ESG 報告。

這樣的對話機會，儘管回應率並不高，仍然可以讓 HKEX 接觸到來自業界的意見與需求，本文以下將摘錄 2012 年指引諮詢總結中的意見以及 HKEX 的回應²¹⁸，整理共五項討論議題：

- (ii) 過去五個會計年度的行業具體比率(如有)以及其計算基準；
- (iii) 討論上市發行人目標、公司策略及推動公司表現的重要因素；
- (iv) 上市發行人的行業及業務的趨勢概覽；
- (v) 討論上市發行人的社區、社會、道德及名聲事宜的政策及表現；及
- (vi) 股東進款及股東回報。

52.1 發行人並應注意載於附錄十四第 R 至 T 段所建議的揭露事項。

²¹⁵ HKEX，前揭註 211，頁 14-15。

²¹⁶ HKEX，同前註，頁 16-29。

²¹⁷ HKEX，諮詢總結：〈環境、社會及管治報告指引〉(2012)，頁 6，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Environmental-Social-and-Governance/Exchange-Publications-on-ESG/cp201112cc_c.pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日：05/04/2019)。

²¹⁸ 同前註，頁 6-10。



一、責任程度

部分主要來自機構投資人與非政府機構的諮詢意見希望 HKEX 可以將 ESG 報告指引之責任程度提高至遵循或解釋原則，並提出具體的執行時間表，而 15% 來自個人、非上市公司的意見認為自願揭露並不足夠。以當時 HKEX 的立場而言，由於大部分上市公司尚未對企業社會責任有完整認知，且對於揭露並未準備完全，若貿然以遵循或解釋之程度強制公司揭露，將可能造成公司按清單逐項揭露的心態，因此自願揭露以外方式的時機尚未成熟，然而在此同時，HKEX 認同遵循或解釋為未來必經的道路，透過時間表之制定可以驅使公司開始專注並計劃如何揭露，因此預告 2015 年可能將報告指引提升為遵循或解釋原則。

二、揭露程度及關鍵績效指標

針對關鍵績效指標（下稱 KPIs），來自商會的諮詢意見認為是不必要的，蓋有關指標既不能客觀計算 ESG 的績效，也會造成公司成為媒體及個別利益團體的箭靶，況且搜集數據的成本大於收益；部分意見亦認為過度規範可能降低公司揭露的意願。HKEX 則回應認為，儘管主板上市規則附錄十六第 52 點已建議上市公司揭露企業社會責任相關的政策與表現，實務上仍有不少投資人表示在香港難以找到上市公司這方面的資訊，無論上市公司尚未揭露的理由為何，更多的指引去幫助公司發現投資人及利害關係人有興趣的企業社會責任資訊對公司而言是好的，因此沒有所謂的「過度規範」，何況目前規範是在自願性揭露的責任程度；再者，KPIs 在國際報告標準大量被使用，可證明其有助於讀者了解公司不同時期的企業社會責任表現，並非毫無必要，並且必須強調者是，揭露 KPIs 不是為了讓公司難堪、自陷危難，蓋所有投資人都應該了解，只傳達「好消息」的報告反而容易招致股東懷疑，公司也應相信平衡揭露更有助於讀者了解管理團隊的危機處理及風險辨識能力；最後，針對成本問題，HKEX 認為資源有限的公司可以從數個主要及相關的



KPI 開始搜集，並只涵蓋其主要營業項目即可，並不要求所有公司都應一次到位。

三、應參考的國際指引

對於部分諮詢意見認為 ESG 報告指引應符合國際報告標準，特別是其要求的 KPIs 應與 GRI 永續報告指南中的指標相近，以降低公司的行政負擔，並且能提供公司進一步揭露的指引。然而 HKEX 認為作為揭露 ESG 報告的第一步，一味的效法國際標準不是理想的選項，蓋國際報告標準的制定或修改不在 HKEX 的控制範圍之內，也沒有任何國際標準比起 ESG 報告指引更能貼近香港法制與市場現況²¹⁹，此外，令許多上市公司遲疑的成本問題，將可能因國際標準的採行更加嚴重，從而 HKEX 認為國際報告標準或可以作為參考資料²²⁰，然其最不樂見的就是在規範甫推出時就讓揭露剛起步的公司因而卻步。

四、認證與語氣問題


有關應否納入第三方認證的意見，大部分上市公司及商會皆不贊同，相反地，大部分投資人則樂見其成，儘管這個分歧的結果是可以預見的，HKEX 仍認為就算只有建議性質的 ESG 報告指引，仍應於其中提及第三方認證的重要性，而不應省略不談，至於公司是否採納，將交由其自行決定。另外有來自投資人與非政府機構的意見認為，ESG 報告指引應使用更強硬的語氣以凸顯其為官方要求的非財務資訊揭露規範，然而 HKEX 回應認為，ESG 報告的初步揭露對於香港上市公司而言是一種思維模式的轉變，應盡量避免使用規範性的語氣讓公司覺得窒礙難行，同時亦能藉由「鼓勵」方式驅動公司開始準備。

五、針對揭露項目的逐項討論²²¹

²¹⁹ HKEX 在制定 ESG 報告指引時，即有參考不同的國際指引與指南，並按照利害關係人的意見以及講座中曾發表的回饋為適當之調整，以迎合市場現況。參照：HKEX，前揭註 217，頁 8。

²²⁰ HKEX 在 2012 年指引諮詢總結之附錄三中，將 ESG 報告指引所有揭露項目皆附上相應的國際報告標準作為參考資料。參照：HKEX，同前註，頁 42-50。

²²¹ 更詳盡的逐項討論，請參考 HKEX，同前註，頁 12-32。



除了上述四項有關「政策面」的討論，HKEX 也花了極大的篇幅在逐項揭露項目的討論中，本文整理後發現，其將回應者的立場大致分為「釐清內容」、「新增揭露內容」與「刪除揭露內容」三大類，並針對各類有不同邏輯的應對方式。在釐清內容方面的意見，HKEX 將視其是否有助於公司更清楚揭露範圍而決定是否採納；而新增揭露內容方面，其認為由於當時搜集到的回應數量並不足以代表整個香港證券市場，因此除非該意見受到廣泛贊同並且不額外增加公司負擔，否則皆不予採納；至於刪除揭露內容方面，由於 ESG 報告指引只有建議性質，公司實際上揭露內容可多亦可少，唯有原定揭露內容中有明顯超越現有國際慣例者，或大部分回應皆表示反對時才會將之刪除。

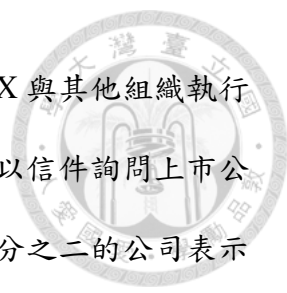
綜合上述回應與政策討論可知，2011 年與 2012 年的 HKEX 所採立場仍然在鼓勵上市公司認識企業社會責任並開始揭露相關議題之上，因此其並未放過任何能夠與業界討論此項政策可行方向的機會，而在此同時，HKEX 也十分明確地表示最終在 2015 年（即當時的 3 年以後），ESG 報告指引將成為上市公司必須遵循的規範，進而將其規範性質提高至遵循或解釋原則²²²。

第二項 第二階段——檢討與強制

在 2012 年指引諮詢總結發布後，2013 年為 ESG 報告指引作為年報建議揭露項目的首次揭露年度，依據當時的主板上市規則，ESG 報告指引分為四大範疇（工作環境、環境保護、營運慣例及社區參與），各範疇並涵蓋多個層面，上市公司可以在每個相關層面下選擇能夠展現公司表現的一般揭露與 KPI 為揭露，且每個 KPI 並未被定義，公司可以依自己的闡釋計算方式，惟重要的是每期宜使用同一組定義及計算方式以利自己及讀者做比較²²³。

²²² HKEX，前揭註 217，頁 10。

²²³ 同前註，頁 34-41。



然而這個寬鬆、期望循序漸進的政策結果，在 2014 年 HKEX 與其他組織執行
的研究報告中可證並未收到其預期的成效。2014 年 6 月 HKEX 以信件詢問上市公
司 ESG 報告自願揭露的狀態，只得到了 21% 的回應率，其中三分之二的公司表示
仍未開始揭露²²⁴；2015 年 4 月由 Bloomberg 發起的調查報告顯示，其隨機挑選的
220 名香港上市公司（約佔總數 20%）於 2013 年揭露的 ESG 報告，佔 46% 的上市
公司曾提出報告，其中大多為市值極高（100 億港元以上）的上市公司（約佔八成），
同時這些曾提出報告的公司中約八成為中國當地的上市公司²²⁵，HKEX 認為原因
可能出自於中國當地的交易所對 ESG 報告的要求較嚴格²²⁶。由上述研究可知，缺
乏強制規定的揭露制度並不足以提供公司誘因去揭露，2012 年 HKEX 的期望並未
成真，絕大多數曾經揭露 ESG 報告的公司都是來自於其投資人的要求以及當地交
易所的強制規定。

事實上，香港 2014 年的新公司條例已經明定上市公司的董事報告中應揭露企
業社會責任資訊，在此同時，中國、歐盟、美國、澳洲、南非、新加坡、馬來西亞
及我國，對於此類議題的政策方向都偏向強制規定²²⁷，在種種因素的多重夾擊之
下，HKEX 於 2015 年檢討《環境、社會及管治報告指引》的諮詢文件中（下稱 2015
年檢討諮詢文件）宣布原本的 ESG 報告指引將有部分條文轉變為遵循或解釋性質，
並預計於 2016 年開始實施。

第三項 小結


ESG 報告指引政策的形成總共經歷了二個階段：在第一階段，HKEX 以鼓勵

²²⁴ HKEX，諮詢文件 檢討《環境、社會及管治報告指引》（2015），頁 3，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Environmental-Social-and-Governance/Exchange-Publications-on-ESG/cp201507_c.pdf?la=zh-HK（最後瀏覽日：05/04/2019）。

²²⁵ HKEX，同前註，附錄三。

²²⁶ 上海交易所與深圳交易所於 2008 年即強制特定類型上市公司應揭露 ESG 資訊。See Ioannou & Serafeim, *supra* note 149, at 9-10.

²²⁷ HKEX，前揭註 224，頁 5-9。



公司揭露為目的四處舉辦講座、工作坊，養成上市公司開始揭露企業社會責任相關非財務資訊的風氣，並以詳盡的規範架構(自評表形式)引導公司選擇有利於展現其社會責任之議題揭露，並設下 2015 年責任程度將提升為遵循或解釋的計畫；在第二階段中，HKEX 配合上市規則的修訂，改要求上市公司針對各層面議題的一般揭露、環境範疇的 KPIs 為遵循或解釋之內容，乍看之下是相對嚴格的揭露要求，實際上仍給予公司自行定義各 KPI、自行決定是否尋求第三方認證等彈性空間，並強調這是香港上市公司揭露非財務資訊的起點。

本文認為，HKEX 在政策形成過程中，一直站穩著責任程度提升至遵循或解釋是必然會發生的立場，無論在第一或第二階段，HKEX 皆明揭其有意帶領公司從無到有地揭露非財務資訊，並從未在面對業界的質疑上棄守該原則。對於證券交易所而言，其角色在於確保證券市場的資訊透明及公平性，從 HKEX 的例子可以看見，資訊揭露的成效並不繫於監管者手中，資訊的品質及準確度仍然在於公司的選擇以及利害關係人的監督，也因此，監管者唯有建構完整的揭露規範架構，亦即詳細地說明遊戲規則以後，才能將結果交還給市場主宰。本文以下將從規範性質、對象、揭露形式到詳細的揭露項目為何，詳細整理 HKEX 在 ESG 報告指引中所交代的遊戲規則為何、面臨的質疑為何，以利下一章與我國相關揭露法制比較時有更加清楚的研究結果。

第二節 規範架構與論辯

依據現行 HKEX 發布之主板上市規則²²⁸第 13 章「股本證券持續責任」中第

²²⁸ 以下本文所提到的規範架構皆在 GEM 上市規則中針對中小型公司有同樣的規定，所謂 GEM，請參照：「GEM 的定位，乃為中小型公司提供一個上市的市場，此等公司相比起其他在主板上市的公司帶有較高投資風險。因此，發行人須在其上市文件及通函中作出適當的忠告及揭露，而在無損本條的一般性的原則下，應參考《GEM 上市規則》第 2.20 條的規定。」HKEX，GEM 上市規則，第 2.12 條。



13.91 條以下有關環境及社會事宜：

1. 附錄二十七所載《環境、社會及管治報告指引》涵蓋兩個層次的揭露責任：
 - (a)「遵循就解釋」²²⁹條文；及(b)建議揭露。
2. 發行人須在其年報或另設的環境、社會及管治報告中闡述其於有關財政年度是否已遵守《環境、社會及管治報告指引》載列的「遵循或解釋」條文。
3. 若發行人偏離「遵循或解釋」條文，其須於環境、社會及管治報告中提供經過審慎考慮的理由。
4. 本交易所鼓勵發行人就《環境、社會及管治報告指引》中的建議揭露作出匯報；但這並非一項強制規定。
5. 發行人須每年刊發其環境、社會及管治報告，有關資料所涵蓋的期間須與其年報內容涵蓋的時間相同²³⁰

依據上述揭露規定以及主板上市規則附錄二十七，本文以下將拆解成規範性質、規範對象、揭露形式以及揭露項目等部分，並配合其背後相關的立法理由及政策辯論為介紹，政策辯論爭點與回應皆引用自 2015 年檢討諮詢文件、來自業界的回應意見²³¹及 2015 年 12 月 HKEX 發佈最後的諮詢總結²³²。

第一項「遵循或解釋」與建議揭露

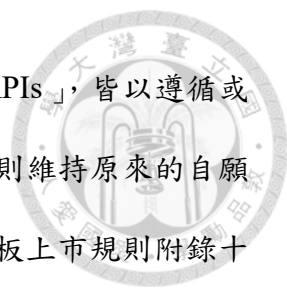
在規範性質的取捨上，HKEX 將 ESG 報告指引分為二個層次：針對環境、社

²²⁹ HKEX 將遵循或解釋 (comply or explain) 譯為「不遵守就解釋」，其實兩者為一樣的名詞，本文為求一貫將採「遵循或解釋」之用語。

²³⁰ HKEX，主板上市規則，第 13.91 條；HKEX，GEM 板上市規則，第 17.103 條。

²³¹ 業界針對諮詢文件的回應，HKEX 將其整理在網站上，並針對不願意具名的業者採匿名方式公布，請參考 HKEX 網頁，對諮詢文件的回應，https://www.hkex.com.hk/news/market-consultations/2011-to-2015/responses_december_2015?sc_lang=zh-HK (最後瀏覽日：03/19/2019)。

²³² 2015 年的諮詢期為 2 個月 (從 2015 年 7 月至 9 月 18 日止)，本次共搜集了 203 份諮詢意見。HKEX，諮詢總結 有關檢討《環境、社會及管治報告指引》(2015)，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Environmental-Social-and-Governance/Exchange-Publications-on-ESG/cp201507cc_c.pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日：05/04/2019)。




會範疇下所有層面的「一般揭露」及環境範疇下所有層面的「KPIs」，皆以遵循或解釋模式要求公司揭露；針對社會範疇下所有層面的「KPIs」，則維持原來的自願揭露模式。HKEX 上市規則對遵循或解釋的定義，可以參考主板上市規則附錄十四的《企業管治守則》及《企業管治報告》之「什麼是『遵循或解釋』？」一節：

1. 《守則》載列多項「原則」並附以守則條文和建議最佳常規。守則條文及建議最佳常規均非強制性規則。本交易所不擬設立「適合所有公司的劃一」方法。倘發行人認為有更合適的方法遵守這些原則，亦可偏離守則條文。
2. 因此，《守則》的寬容度較《上市規則》為大，反映詳細界定所有發行人達到良好企業管治的必要行為並不可行。為避免逐項對照了事，發行人必須考慮本身的情況、經營規模和複雜程度，以及所面對風險和挑戰的性質。發行人若認為有取替守則條文的更適合方法，應採納有關方法並作出解釋。然而，發行人必須向股東交代為何以嚴格遵照有關守則條文以外的方法達致良好企業管治。
3. 股東不應將偏離守則條文及建議最佳常規當作違規行為，而應審慎考慮及評估發行人在「遵循或解釋」的過程所給予的理由是否符合良好企業管治的目的。
4. 發行人與股東之間互通訊息、有建設性的溝通對提升企業管治尤為重要²³³。

意即「遵循或解釋」條文中之事宜或方法，公司有權選擇遵循與否，若公司認為該事宜有更合適的方法，可採該方法並向股東與利害關係人交代為何該條文

²³³ HKEX，主板上市規則，附錄十四。



以外的方法能達到更好的效果。許多公司對此模式常見的誤解，是以為公司一旦「解釋」即等於不符合規定而違法²³⁴，然而 HKEX 在上述定義中表達非常清楚，股東應審慎考慮及評估公司在解釋過程中所述理由是否符合良好企業管治之目的，因此「溝通」實則為此模式下唯一具有強制力的規定，而此強制力是來自於股東的監督而非監管者。

遵循或解釋旨在向利害關係人與投資人提供重要性資訊，使其能藉此機會認識公司的營運情況並作出反應，因此應被視為兩方溝通的途徑。HKEX 之所以選擇將部分條文自願揭露提升為遵循或解釋，主要因為其規範性質介於自願與強制之間，是能夠有效鼓勵公司揭露的工具，同樣的模式在揭露公司管治報告時能夠給予公司空間訂定專屬於自己的報告框架，同時亦具有靈活性能使剛起步的公司透過親身經驗發展自己的內規，讓揭露品質越來越好²³⁵。


與此同時，部分條文（即社會範疇下之 KPIs）仍維持原來的建議揭露。HKEX 曾於 2015 年的檢討諮詢文件提到，在考慮提升 ESG 報告指引中的建議揭露時，由於每家公司在個別特性上（包括規模、業務模式、行業及營運複雜程度等）存在很大差異，有些可能在揭露非財務資訊方面已有豐富經驗，有些才剛剛開始，另外還有一些如前述 Bloomberg 的調查結果所顯示，尚未認真考慮進行揭露，在此等現況之下，HKEX 認為繼續採取循序漸進的方針較合適²³⁶，故將部分條文保留原來的自願揭露模式，蓋其最不樂見的結果，就是越來越多的公司寧願解釋也不願遵循過高的揭露門檻，最終 ESG 報告指引將形同具文。

有意見者認為揭露成本將影響公司上市的意願、對小到中型上市公司是龐大

²³⁴ 此誤解在諮詢意見中也曾被回應者提出，並希望 HKEX 能夠因此在指引中加註「解釋不等於違法」等類似字樣，參照：HKEX，前揭註 232，頁 7-8。

²³⁵ HKEX，前揭註 224，頁 16。

²³⁶ 同前註。



的負擔，並且將對「低污染者」(low polluters)帶來成本而沒有任何好處，另外在遵法方面，對於跨國企業而言將是一個麻煩 (burdensome)，許多公司亦遊說以更具彈性的法規架構為規範，例如針對市值低的上市公司為豁免規定。對此，HKEX 十分堅定回應：「我們相信（按「遵循或解釋」的基礎）要求進行環境、社會及管治報告，其長遠效益比弊處多」，此立場與本文先前於揭露目的中強調的「抵換 (tradeoff)」不謀而合；另外針對影響公司上市意願的質疑，HKEX 認為儘管國際間交易所在揭露企業社會責任相關的非財務資訊上還沒有一致的監管法制，但提升其規範性質而不採自願揭露已經是國際趨勢，香港在此時加入並無不妥；同時，HKEX 並不贊同豁免條款之適用，蓋上市規則對於市場上所有參與者應一視同仁，基於維持公平競爭原則不會有豁免條款的可能，而針對公司因負擔過大等問題無法就個別條文揭露的狀況，其認為在此時「解釋」就是很好的揭露方式²³⁷。

其他多數的回應仍然支持這個政策的轉變，包括加州公務員退休基金 (California Public Employees' Retirement System)、TIAA-CREF 等大型機構投資人，都給予肯定的答覆，另外對於中小型公司是否應特殊對待，有來自社會責任投資公司的意見認為，現在已有不少小規模的公司展現出對 ESG 揭露的興趣，不應因其體質不同於大型上市公司或較不受機構投資人青睞就忽視其對於 ESG 揭露的需求，何況揭露將有助於提升其競爭力與聲譽²³⁸。

第二項 規範對象

由於 ESG 報告指引是上市規則的一部分，規範對象自應及於全部受 HKEX 監

²³⁷ 同時，很多投資經理在諮詢意見中贊同此模式的採行亦表示，對於投資人而言，公司因不同原因而無法全面遵循所有條文是不難理解的，在此情形下透過解釋說明無法或不需要遵循的原因，並不會因此被投資人認為「違法」。HKEX，前揭註 232，頁 7-8。

²³⁸ RS Group Response to Consultation Paper (2015), available at: https://www.hkex.com.hk/-/media/hkex-market/news/market-consultations/2011-to-2015/july-2015-consultation-pape/responses/cp201507r_in67 (last visited: Mar 20, 2019).

管的公司，若為擁有多個業務、多家子公司的集團，ESG 報告指引中並未規定公司應將集團旗下哪些公司或業務載入報告，董事會應根據其識別出的相關 ESG 風險，按本身情況而釐定並揭露於 ESG 報告所涵蓋的營運範疇，若所涵蓋的範疇其後有變，公司應於報告中闡釋有關變更以及改動的理由²³⁹。

除了一般上市公司外，ESG 報告指引亦適用於 GEM 上市公司，亦即所謂中小公司。2017 年底香港證券市場的巨大改變，是 HKEX 刊發《有關檢討創業板及修訂〈創業板規則〉及〈主板規則〉的諮詢文件》的諮詢總結，旨在將創業板重新定位成中小型公司專屬的獨立板塊，而不是作為轉往主板的「踏腳石」，並明確區分主板與創業板的定位。其名稱—「Growth Enterprise Market」及「創業板」（不論英文或中文）將統一改為「GEM」，以反映創業板為中小型公司專屬市場的新角色²⁴⁰。香港對中小型公司的定義，依據工業貿易署中小型企業支援與諮詢中心網站，係指聘用少於 100 名員工的製造業公司及聘用少於 50 名員工的非製造業公司²⁴¹，此類型公司欲申請於 GEM 上市應依循 GEM 上市規則。按 GEM 上市規則對中小公司（small and mid-sized companies）的財務要求，公司應具有「經營業務有現金流入，前兩年營業現金流合計 3,000 萬港元以上且市值 1.5 億港元以上」之規模，其股份分散程度的要求並須「最低公眾持股比例 25% 且至少 100 名股東」²⁴²，由於此規模公司比起主板上市公司的投資風險要高，此類公司應遵循的揭露程度較主板上市公司較高，然而在 ESG 報告指引方面兩者則並無差別。

²³⁹ HKEX 網頁，常問問題，<http://cn-rules.hkex.com.hk/tr/chi/browse.php?id=11233&type=0>（最後瀏覽日：03/19/2019）。

²⁴⁰ 卓佳 Tricor，創業板的重新定位及《創業板規則》與《主板規則》的修訂（2018），https://s3-ap-southeast-1.amazonaws.com/tricor-website/wp-content/uploads/2018/02/12070853/GEM_Main_Board_Amendments_TechNews_TC_12_Feb.pdf（最後瀏覽日：2019/03/20）。

²⁴¹ 工業貿易署中小型企業支援與諮詢中心，香港的中小企業，https://www.success.tid.gov.hk/tc_chi/aboutus/sme/service_detail_6863.html（最後瀏覽日：03/21/2019）。

²⁴² HKEX，在香港上市（2018），https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Getting-Started/201802/201802-Listing_tc.pdf（最後瀏覽日：03/29/2019）。



第三項 揭露形式與發佈時間

依據 ESG 報告指引第 3 點中段：「環境、社會及管治報告可以登載於發行人的年報中，一份獨立的報告中又或發行人的網站中。無論採納何種形式，環境、社會及管治報告都應載於本交易所及該發行人的網站上。」是公司不管選擇以年報、獨立報告或網頁形式揭露，該報告皆應另外登載於 HKEX 與公司之網站。之所以採如此彈性的揭露形式，主要原因在於考量目前大多數公司才剛起步，要求公司在編制年報時載入 ESG 報告稍嫌過苛²⁴³。

有關發佈時間之規定，按 ESG 報告指引第 3 點後段：「若環境、社會及管治報告非載於發行人的年報中，發行人應盡可能接近其刊發年報的時間，而不遲於刊發年報後的三個月內，刊發此等資料。」公司應與年報一同出具，或至少在年報出具後 3 個月內以獨立報告或在網站上揭露 ESG 資訊。有部分諮詢意見認為或可允許公司兩年發布一次 ESG 報告，減輕其揭露負擔，可以讓公司自行決定其報告之揭露期間、頻率以防止敷衍了事的情況出現，然而 HKEX 在報告涵蓋時間與發佈時間的立場堅定，其所堅持的重點在於揭露效果的維持，要求公司每年揭露 ESG 報告是為了同時確保每次報告的可比較性及所載內容為公司的最新資訊，而允許在年報後三個月內揭露是目前所能取得最公正的平衡²⁴⁴。

第四項 揭露項目——以自評表形式為框架

上市規則中將 ESG 報告指引收錄於附錄二十七中，以表格方式呈現出「不遵循就解釋」以及建議揭露二欄，並將揭露項目分為「A.環境」以及「B.社會」二大主要範疇，每一範疇之下各有數個議題層面（A1 至 A3、B1 至 B8），各層面皆載

²⁴³ HKEX，前揭註 232，頁 8-9。

²⁴⁴ 同前註，頁 6-9。



有供公司揭露以敘述性資訊為主的一般揭露與量化資訊的 KPIs。

表 1 ESG 報告指引各層面揭露項目為 ESG 報告指引規範的各層面揭露項目，為求理解容易，本文首先將說明 ESG 報告指引的整體方針、董事責任與揭露原則（本文並將之總稱為「揭露總則」），並分別從一般揭露、環境範疇下的 KPIs 以及社會範疇下的 KPIs 各項目一一介紹。

表 1 ESG 報告指引各層面揭露項目

	遵循或解釋			建議揭露
A. 環境	一般揭露		KPIs	
A1. 排放物 有關廢氣及溫室氣體排放、向水及土地的 的排污、有害及無害廢棄物的產生等的	政策	遵守對發行人 有重大影響的 相關法律及規 例的資料	共 6 項	無
A2. 資源使用 有效使用資源(包括能源、水及其他原材 料)的	政策	無	共 5 項	無
A3. 環境及天然資源 減低發行人對環境及天然資源造成重大 影響的	政策	無	共 1 項	無
B. 社會	一般揭露			KPIs
B1. 僱傭 有關薪酬及解僱、招聘及晉升、工作時 數、假期、平等機會、多元化、反歧視以 及其他待遇及福利的	政策	遵守對發行人 有重大影響的 相關法律及規 例的資料	無	共 2 項
B2. 健康與安全 有關提供安全工作環境及保障僱員避免 職業性危害的	政策	遵守對發行人 有重大影響的 相關法律及規 例的資料	無	共 3 項


B3. 發展及培訓 有關提升僱員履行工作職責的知識及技能的	政策	無	無	共 2 項
B4. 勞工準則 有關防止童工或強制勞工的	政策	遵守對發行人有重大影響的相關法律及規例的資料	無	共 2 項
B5. 供應鏈 管理供應鏈的環境及社會風險	政策	無	無	共 2 項
B6. 產品責任 有關所提供產品和服務的健康與安全、廣告、標籤及私隱事宜以及補救方法的	政策	遵守對發行人有重大影響的相關法律及規例的資料	無	共 5 項
B7. 反貪污 有關防止賄賂、勒索、欺詐及洗黑錢的	政策	遵守對發行人有重大影響的相關法律及規例的資料	無	共 2 項
B8. 社區投資 有關以社區參與來了解營運所在社區需要和確保其業務活動會考慮社區利益的	政策	無	無	共 2 項

第一款 揭露總則

揭露總則乃整理自 ESG 報告指引中「整體方針」、「環境、社會及管治的策略及匯報」、「匯報原則」以及「配合董事報告『業務審視』部分中有關環境、社會及管治事宜討論的規定」四大部分。

第一目 整體方針

如同前述，ESG 報告指引是香港公司揭露企業社會責任資訊的「第一步」，因此除了指引中「遵循或解釋」事宜以外，HKEX 鼓勵公司：「主動識別及揭露其他



反映公司對環境及社會有重大影響又或對利害關係人的評估及決策有重大影響的 ESG 事宜和 KPIs(包括建議揭露)。評估此等事宜時，發行人應持續地安排利害關係人參與其中，了解他們的意見，並更妥善地符合他們的期望。」雖然 2015 年的諮詢意見中曾有回應者認為應將利害關係人的參與方式提升至遵循或解釋模式，要求上市公司揭露如何安排利害關係人與公司互動，然而 HKEX 認為這是公司自治事項不應過度涉入²⁴⁵，因此這裡所謂「應持續地安排利害關係人參與其中」僅屬於建議性質。

同時，ESG 報告指引可由公司與其行業或業界有關的現有國際環境、社會及管治報告準則所替代，前提是所涵蓋的揭露條文相當於指引所載的遵循或解釋條文，並且公司應於報告中指明指引中相關的條文，讓讀者能清晰地看到哪項揭露資訊與指引的相關條文有關²⁴⁶。

第二目 董事會責任


為與上市規則中企業管治守則規定一致，ESG 報告指引明訂董事會對公司的 ESG 策略及揭露應承擔全部責任，而董事依據上市規則第 3.08 條，可以將職能指派他人，但並不就此免除其職責或運用所需技能、謹慎和勤勉行事的責任。同時，為區分董事會與管理階層的權責，應由董事會負責評估及釐定公司有關 ESG 的風險，並確保其設立合適及有效的風險管理及內部監控系統，管理階層並應向董事會提供有關系統是否有效的確認，事實上即為上市規則及公司條例中董事各責任的重申，並未加重董事責任²⁴⁷。

而 ESG 指引第 10 點中強調：「ESG 報告應載列公司的 ESG 管理方針、策略、相關重要性及目標，並解釋它們如何與公司業務有關連，若能夠在報告內討論用以

²⁴⁵ HKEX，前揭註 232，頁 12。

²⁴⁶ 同前註，頁 14。

²⁴⁷ 同前註，頁 15。



執行其 ESG 策略的管理、計量及監察系統為何也會有所助益。」事實上是為回應前述董事會建立公司風險管理及內控制度的責任要求，等於要求公司在報告中向股東及利害關係人揭露董事會內控責任的履行情形。另外，為確認揭露主體之範圍，報告中亦應「載列報告所涵蓋的集團子公司及業務範圍，範圍如有更改，公司應闡釋其不同之處及變更理由」。

最後，由於公司條例要求公司出具之董事報告「業務審視」部分亦須揭露 ESG 資訊，為求釐清該揭露規範與 ESG 報告之差異，HKEX 特明訂「由於指引需要發行人揭露特定環境、社會及管治方面的資料，故此指引應可補充有關董事報告的內容規定。」以強調業務審視為較高層次的概括揭露，ESG 報告則為補充業務審視的詳細資訊與績效數據²⁴⁸。

第三目 揭露原則

依據 ESG 報告指引第 11 條，以下揭露原則是編制 ESG 報告的基礎，界定報告的內容及資訊的呈列方式：

1. 重要性：當有關 ESG 事項會對投資者及其他權益人產生重要影響時，公司就應作出揭露²⁴⁹。
2. 量化：關鍵績效指標須可予計量。可以訂下減少個別影響的目標以確保 ESG 政策及管理系統的效益可被評估及驗證。量化資料應附帶說明，闡述其目的及影響，並在適當的情況下提供比較數據。
3. 平衡：ESG 報告應當不偏不倚地呈報發行人的表現，避免可能會不恰當地影響報告讀者決策或判斷的選擇、遺漏或呈報格式。

²⁴⁸ HKEX，前揭註 224，頁 20。

²⁴⁹ HKEX 在常問問題列表中強調，公司應留意，對不同的利害關係人群組來說，重要性可能有不同的意義。投資者及其他利害關係人得依據公司的 ESG 報告內所載有關董事會參與情況及重要性評估過程的相關揭露確認重要性的評估是否適當進而與公司對話。參照：HKEX 網頁，前揭註 239。



4. 一致性：應使用一致的揭露統計方法，使數據日後可作有意義的比較。公司揭露統計方法如有變更或任何其他影響有意義比較的相關因素，應一併在報告中揭露。

上述原則皆為廣義的概念，每家公司得依此自行制定政策且毋須對每項原則為「遵循或解釋」，惟應在其報告中證明公司已審慎考慮過這些原則²⁵⁰，同時為秉持著 ESG 報告指引乃「最低要求」的原則，上述揭露原則都無意涉入公司經營，因此 HKEX 認為資訊的重要性與否應交由公司自行與股東及利害關係人溝通²⁵¹。

值得提及之處，是 HKEX 為受規範公司備置了相當全面的工具庫，收錄於 HKEX 網頁：〈如何準備環境、社會及管治報告〉中。由於「重要性」原則涉及公司對其利害關係人的影響程度，與傳統財務報告所揭露的「影響投資人投資判斷的重要性資訊」有所不同，對 ESG 報告的編製至關重要，對於剛起步的公司而言並不容易掌握，在 2015 年的諮詢意見中即有不少回應者希望 HKEX 提供更多指引，因此，為了幫助公司辨識出重要性並邀請利害關係人參與公司揭露，HKEX 在網站上製作「權益人影響——依賴程度矩陣」、「權益人概況」、「權益人參與計劃」、「權益人參與後檢討計劃」、「重要性及相關性」、「重要性矩陣」、「識別資料缺漏」以及「環境、社會及管治報告匯報指南」等工具²⁵²。


第二款 一般揭露

一般揭露之用意在於揭露公司與該層面相關的政策資料，部分項目亦要求公司揭露法律遵循情形（請參考表 1 ESG 報告指引各層面揭露項目），其實就是要求

²⁵⁰ HKEX，前揭註 224，頁 20。

²⁵¹ HKEX，前揭註 232，頁 15-16。

²⁵² 請參考 HKEX，如何編備環境、社會及管治報告？〈環境、社會及管治匯報指南〉(2018)，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Listed-Issuers/Environmental-Social-and-Governance/How-to-Prepare-an-ESG-Report/steps_c.pdf?la=zh-HK（最後瀏覽日：03/24/2019）。



公司列出更加具體的政策以幫助董事報告業務審視部分撰寫出有意義的內容，蓋兩者皆屬於敘述性質之揭露項目。以「A.環境」範疇下的「層面 A1：排放物」之一般揭露為例，其要求公司揭露「有關廢氣及溫室氣體排放、向水及土地的排污、有害及無害廢棄物的產生等的：(a) 政策；及(b) 遵守對發行人有重大影響的相關法律及規例的資料。」公司即應揭露營運活動中有關排放物污染處理的公司政策，以及法遵部門為遵循排放物污染法規應如何控制與管理之相關措施。

HKEX 於 2015 年檢討諮詢文件中指出，此類揭露項目有助於公司形成相關議題之內規，「按『遵循或解釋』的基準揭露有關環境、社會及管治事宜的政策，以及遵守相關法例及規例的紀錄，應可提高透明度及提升與權益人溝通的整體水平。揭露該等資料(或解釋不揭露的原因)是發行人開始將環境、社會及管治常規納入業務營運的關鍵第一步²⁵³。」然而有諮詢意見認為並非所有層面都與公司業務營運相關，此項揭露反而是要求公司在各層面都要產出相關政策，對於公司的負擔非同小可，HKEX 對此則認為在「遵循或解釋」模式之下回應者的擔憂並不會發生，因為公司永遠可以選擇以解釋說明該政策並未產出的原因²⁵⁴。

第三款 KPIs

2015 年版本的 ESG 報告指引將部分條文提升至遵循或解釋原則，包含前述的一般揭露，以及「環境」範疇下特定層面的 KPIs²⁵⁵，由於降低碳排放量一直是全球環境保護的第一要務，而交易所主要上市公司都來自全球第一大碳排放國——中國，因此考慮到中國與香港的密切關係以及中國公司於香港交易所內所佔比例，

²⁵³ HKEX，前揭註 224，頁 21。

²⁵⁴ HKEX，前揭註 232，頁 19。

²⁵⁵ 從 2012 年版的自願揭露模式到 2015 年版的部分遵循或解釋、部分自願揭露，HKEX 在內容中做了大幅度的改變，從原來的四大範疇修訂為二大範疇(環境、社會)，由於本文第二節將僅針對 2015 年版本深入討論，因此有關此二版本的變革請參考 HKEX 的 2015 年檢討諮詢文件，前揭註 224，附錄二。



與環境相關的 KPIs 揭露理應提升至遵循或解釋模式²⁵⁶。以「A.環境」範疇下的「層面 A1：排放物」總計 6 項 KPIs 為例，其要求公司揭露：

- A1.1 排放物種類及相關排放數據。
- A1.2 溫室氣體總排放量（以噸計算）及（如適用）密度（如以每產量單位、每項設施計算）。
- A1.3 所產生有害廢棄物總量（以噸計算）及（如適用）密度（如以每產量單位、每項設施計算）。
- A1.4 所產生無害廢棄物總量（以噸計算）及（如適用）密度（如以每產量單位、每項設施計算）。
- A1.5 描述減低排放量的措施及所得成果。
- A1.6 描述處理有害及無害廢棄物的方法、減低產生量的措施及所得成果。

現階段 HKEX 並未定義指引中逐項 KPI 的計算方法，公司於揭露時可以參考其網頁上提供的多種參考資源²⁵⁷，協助公司設計最符合自己需求的方式。


對於環境範疇共 12 項 KPIs 以遵循或解釋模式揭露，有不少諮詢意見採反對看法，認為環境範疇下的 KPIs 不一定與所有行業皆相關，對於非環境敏感性產業及跨業務的公司不僅毫無實益也會無端增加其負擔；再者，屬於「量化分析」的 KPI 不是國際趨勢中看著重的揭露方式，指引之要求並不符合國際慣例；並且因為 HKEX 並未定義 KPI 計算方式，將導致每家公司的基準不同而產出不具有可比較性的資訊²⁵⁸。

針對上述質疑，HKEX 認為環境問題牽涉之廣，並無法劃分責任歸屬，同時若公司認為該 KPI 無關緊要，只要如實說明作為不遵循的解釋即可；另外有關國際

²⁵⁶ HKEX，前揭註 224，頁 22-23。

²⁵⁷ HKEX 於常見問題列表中列出各揭露層面的參考資料，請參考 HKEX 網頁，前揭註 239。

²⁵⁸ HKEX，前揭註 232，頁 21。



慣例，HKEX 認為目前中國、英國、歐盟、澳洲及南非都有 KPIs 的相關揭露要求；而針對可比較性，特定的 KPI (例如計算溫室氣體排放量) 在國際上已有公認的揭露準則，同時如前所述，HKEX 也在常問問題中列出國際標準的參考資料並製作「環境關鍵績效指標匯報指引²⁵⁹」，幫助公司提升揭露品質²⁶⁰。

第五項 認證 (assurance)

針對如何確保公司的揭露品質，多數的意見認為應要求公司尋求第三方認證，然而第三方認證對於遵循或解釋此種靈活的模式而言，尤其在涉及 KPI 的計算上，無疑是個挑戰，香港消費者委員會以及英國大型機構投資人即有表達過對揭露品質的疑慮²⁶¹，認為 HKEX 應有一監控的機制確保公司揭露 ESG 資訊的有效性 (effectiveness)。

就 HKEX 的立場，其認為不同地區的公司有不同的認證意見、標準以及認證機構，造成目前全球仍缺乏一公認的第三方認證方法，有鑑於此，ESG 報告的認證仍應暫時交由公司自行決定²⁶²，以目前部分上市公司仍處於起步的狀態而言，ESG 報告指引不應再加重其負擔，然而身為監管的角色，HKEX 仍會不定期抽查上市公司是否確遵循，惟以「實質審查」公司各依何準則揭露、準確度為何之方式並不可行，此立場在上市規則中的企業管治報告 (即公司治理議題之揭露) 已經站

²⁵⁹ HKEX，如何準備環境、社會及治理報告?〈附錄二：環境關鍵績效指標匯報指引〉(2018)，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Listed-Issuers/Environmental-Social-and-Governance/How-to-Prepare-an-ESG-Report/app2_kpis_c.pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日：03/24/2019)。

²⁶⁰ HKEX，前揭註 232，頁 23。

²⁶¹ HKCC Response to Consultation Paper (2015)，available at: https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/July-2015-Consultation-Pape/Res-ponses/cp201507-r_IN89_c.pdf?la=zh-HK (last visited: Mar 22, 2019)，at 7; LGIM Response to Consultation Paper (2015)，available at: https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/July-2015-Consultation-Pape/Responses/cp201507r_IN60_c.pdf?la=zh-HK (last visited: Mar 22, 2019)，at 5。

²⁶² HKEX，前揭註 224，頁 10。

穩²⁶³。



第六項 小結

目前學說上有關政府機關建構企業社會責任法制的動機或誘因有三：社會治理面向 (societal governance view)、政策遊說面向 (political actor view) 和競爭力面向 (competitiveness view)²⁶⁴，學者研究發現驅動 HKEX 將 ESG 報告法制化的最大誘因為「競爭力面向」(competitiveness view)，從 2012 年及 2015 年的諮詢文件及諮詢總結可知，大型機構投資人對於 ESG 資訊的強制揭露一直是樂觀其成的，因此香港要如何吸引他們歡迎的市場參與者，並且在亞洲新興市場中脫穎而出，HKEX 所找到的答案即是 ESG 資訊揭露的法制建構²⁶⁵。

本節分別就 ESG 報告指引的規範性質、規範對象、揭露形式與時間以及揭露項目，整理其各層面的立法理由以及背後曾經發生過的意見衝突，可以發現香港的起步速度雖然緩慢 (比起中國上海、深圳、馬來西亞以及我國)，卻可以在 5 年內將上市公司的非財務資訊揭露推到新的高度，期間內不間斷的溝通、檢討以及完善的時程安排功不可沒，從結果而言，香港成為亞洲非財務資訊揭露進步最為神速之證券市場，HKEX 所謂的「第一步」已經在 2018 年永續股市排名中拿下不錯的成績。

第三節 規範成效與評價

結束有關法治架構的介紹後，本節將透過 HKEX 官方的審閱報告以及業界對香港 ESG 資訊揭露的成效評論，了解香港上市公司在 2016 年全面揭露 ESG 報告、2017 年強制揭露環境範疇下各層面的 KPIs，歷經兩年的揭露經驗後，其資訊透明

²⁶³ HKEX，前揭註 232，頁 15。

²⁶⁴ See Jeremy Moon, *Government as a Driver of Corporate Social Responsibility: The UK in Comparative Perspective*, No. 20-2004 ICCSR RESEARCH PAPER SERIES 1, 1-27 (2004).

²⁶⁵ See Lu, *supra* note 148, at 142.



度的評價為何、報告的品質又如何。由於香港的經驗、法規建構方式與我國非常類似，因此本節將著重於整理 HKEX 目前所面臨非財務資訊揭露的法制困境為何，並藉此在下一章節與我國現況為更加詳細的比較。

第一項 HKEX 於 2016、2017 年之 ESG 審閱報告²⁶⁶

HKEX 在 2018 年 5 月隨機挑選出恆生行業分類系統²⁶⁷中各行業 400 家上市公司（下稱樣本公司）所出具的 ESG 報告，旨在分析公司發布 ESG 報告的時間及形式、每項層面的報告水準、不同行業及恆生指數成份股及非恆生指數成份股發行人的報告情況以及重要性評估的揭露水準。研究發現儘管公司高度遵循 ESG 報告指引，但揭露品質參差不齊，部分公司揭露水準優秀，部分公司卻「敷衍了事」，僅對一般揭露事項簡短敘述而未說明細節，或以長篇大論回應單一揭露事項，或篩選出了重要性層面卻隻字未提如何決定該層面的過程，上述缺漏都是造成揭露不夠完整的原因。

在解釋方面，部分公司針對不遵循的個別事項未提供經公司審慎考慮「為何不遵循」的理由，HKEX 進而強調「對於須按『遵循或解釋』基準報告的層面，其匯報規定屬《上市規則》的規定，不遵守而沒有提供經審慎考慮的理由等同違反《上市規則》。我們促請發行人認真審閱其環境、社會及管治報告，避免日後報告中再有任何遺漏。我們將繼續監察發行人在此方面的合規情況²⁶⁸。」

表 2 2016、2017 年 ESG 審閱報告全部結果為 HKEX 統計之 ESG 審閱報告全

²⁶⁶ HKEX，有關 2016/2017 年發行人揭露環境、社會及管治常規情況的報告（2018），https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Exchanges-Review-of-Issuers-Annual-Disclosure/ESG-Guide/esgreport_2016_2017_c.pdf?la=zh-HK（最後瀏覽日：05/04/2019）。

²⁶⁷ 恆生行業分類系統是一套因應香港股票市場情況而編製的全面性行業分類系統。參照：恆生指數有限公司，恆生指數〈恆生行業分類系統〉，https://www.hsi.com.hk/static/uploads/contents/zh_hk/dl_centre/brochures/B_HSICSc.pdf（最後瀏覽日：03/24/2019）。

²⁶⁸ HKEX，前揭註 266，頁 3-4。



部結果，從數據可以發現 400 家樣本中，每家公司都做到了 ESG 資訊之揭露²⁶⁹，卻只有約半數公司有進行重要性評估。以下本文將整理 HKEX 從揭露層面、行業面分析之揭露成果，並以其認為公司有待改善的部分作結。

表 2 2016、2017 年 ESG 審閱報告全部結果²⁷⁰

環境、企業及管治報告的刊發	樣本發行人百分比
(i) 在刊發年報後三個月內發布	100%
(ii) 登載於年報中	39%
(iii) 獨立刊發環境、企業及管治報告	61%
層面樣本發行人百分比	樣本發行人百分比
(i) 遵守全部 11 項層面	38%
(ii) 遵守 9 項或以上層面	80%
(iii) 遵守 7 項或以上層面	94%
(iv) 最多發行人遵守的層面	資源使用 (98%)
(v) 最少發行人遵守的層面	產品責任 (73%)
按行業劃分的全面遵守情況行業	樣本發行人百分比
(i) 全面遵守公司比例最多的行業	原材料業 (57%)
(ii) 全面遵守公司比例最少的行業	能源 (20%)
恆指與非恆指發行人的全面遵守情況	恆指或非恆指發行人百分比
(i) 恆指發行人	36%
(ii) 非恆指發行人	38%
匯報已進行重要性評估行業	樣本發行人百分比
(i) 所有樣本發行人	全部 (57%)
(ii) 匯報已進行重要性評估公司比例最高的行業	公用事業(62%)
(iii) 匯報已進行重要性評估公司比例最低的行業	工業 (50%)

²⁶⁹ 由於 2017 年才開始強制所有公司揭露環境相關層面的 KPIs，在審閱期間部分公司還未出具 2017 年的 ESG 報告，故此審閱報告僅針對一般揭露項目為統計。

²⁷⁰ 資料來源：HKEX，前揭註 266，頁 5。



第一款 揭露層面

審閱報告發現，超過 80% 的樣本公司遵循 9 項以上的揭露層面，表示總計 11 項的揭露層面對大部分的公司來說是有重要性的，最少樣本公司遵守的層面是「產品責任」(共 73% 樣本公司遵守)，可見產品責任對部分公司的營運情況而言不一定具有重要性；另一方面，最多樣本公司遵守的層面是「資源使用」(共 98% 樣本公司遵守)，環境範疇下的 3 個層面遵循比例皆高(3 項中平均有 2.7 項)²⁷¹，亦證明了環境資訊對公司的重要性普遍較高，最初 HKEX 將所有環境 KPIs 提升至遵循或解釋程度之政策是正確的。

普遍來說公司相對較願意遵循各揭露項目的政策面，從審閱報告「附錄三：政策與法律及規例的揭露」中顯示的數據可以發現，同樣應該揭露政策與遵法情況的揭露項目，樣本公司揭露政策的比例皆勝過揭露遵法情況的比例²⁷²，可見對於部分公司而言「實際控制風險」比起「撰寫政策」還不好上手，HKEX 仍須對遵法情況方面的揭露下苦功。


第二款 行業面

總計 11 項的揭露層面皆全數遵循之樣本公司中，比例最高的三個行業分別為原材料業(57%)、消費者服務業(46%)及工業(46%)，而比例最低的則為能源業(20%)、金融業(22%)及資訊科技業(26%)，這些數據表示對於原材料業、服務業及工業而言環境與社會這二大範疇的揭露項目對公司的利害關係人普遍具有重要性，原材料業可能是眾行業中環境與社會因素於其營運情形與利害關係人互動影響程度最高的行業。

然而有趣的是，揭露遵循率最低的能源業在報告裡完成重要性評估揭露的比

²⁷¹ HKEX，前揭註 266，頁 8-9。

²⁷² 同前註，頁 19。



例卻是最高的 (67%)²⁷³，此狀況可能意味著不是能源業公司特別不重視 ESG 治理，而是指引中環境與社會範疇下的個別項目對能源業的利害關係人影響並不高，也恰好能夠證明遵循或解釋原則是具有彈性而靈活的揭露模式，對特定行業的公司來說部分的議題不一定具備重要性，然而只要公司完成重要性評估並揭露，未遵循特定議題的結果並不能代表其揭露品質不佳。

第三款 結論：有待改善的方面

雖然在 ESG 報告指引中並未提及，但 HKEX 於環境、社會及管治匯報指南以及 2018 年出具的審閱報告中都一再強調「ESG 工作小組」的必要性。為做好 ESG 資訊揭露，公司應設立一個直接向董事會匯報的環境、社會及管治工作小組，該小組成員包括高級管理人員及對 ESG 以及公司業務有充分認識的人員，小組並應訂有清楚的職權範圍，包括董事會授予的權力為何、執行各項工作（進行內外部重要性評估）的權力、工作範疇以及公司願意提供的費用及資源。儘管董事會仍然是 ESG 報告的最終負責人，但透過專業人才的選任與執行特定的職務，ESG 報告的揭露品質將能夠更為提升²⁷⁴。


第二，就是公司的揭露品質參差不齊，52% 的公司在其 ESG 報告中提供詳盡程度不一的利害關係人參與及重要性評估流程資料。儘管諮詢文件中一再說明，公式化的揭露並不能幫助公司從報告中獲益，仍有小部分公司人只提及他們曾作重要性評估但未提供任何細節，有公司清楚描述其溝通互動的過程，並以重要性舉證說明其所做的工作，但也有公司空有長篇大論而含糊不清且難以理解²⁷⁵。

第三，未遵循且未解釋的問題仍然嚴重。所謂未遵循且未解釋，除了完全略過該項目的情形外，包含「未提供經過公司審慎考慮的理由」，HKEX 過去雖未曾在

²⁷³ HKEX，前揭註 266，頁 22。

²⁷⁴ 同前註，頁 12；HKEX，前揭註 252，頁 5。

²⁷⁵ HKEX，前揭註 252，頁 9。



諮詢文件中表明何種經審慎考慮的理由才稱得上「解釋」，然而從其開放的態度可以預期，公司只要完整說明該政策或法遵情形未能備置的理由，而非三言兩語敷衍了事即為已足；另外未遵循且未解釋亦包含公司「揭露不足」之情形，HKEX 發現少部分公司揭露內容模糊，或僅僅部分回應規定，亦有部分公司報告相關政策時僅簡單陳述一句「我們設有防止貪污政策」卻完全無提及政策內容的任何細節，這類聲明內容空洞，對利害關係人毫無用處，由於 ESG 報告是上市規則第 13.91 條規定的揭露義務，因此公司未遵循又未解釋的結果，將面臨多種可能的監管措施²⁷⁶。


第二項 業界評價

全球第五大會計事務所 BDO 於 2016 年全面揭露 ESG 資訊開始，每年皆對香港上市公司的 ESG 報告進行抽樣研究，其在 2018 年 9 月的研究指出²⁷⁷，其隨機挑選 400 家於主板與 GEM 上市公司（下稱樣本公司）最新出具的 ESG 報告，並以八項 ESG 報告的核心價值為評估，總結了現行香港上市公司揭露 ESG 報告之三大缺失：

1. 與 2017 年的數據相比較，2018 年的樣本公司在 KPIs 的揭露項目只成長了 7%，儘管全數揭露的樣本公司增加了 2 倍（從 5% 攀升至 11%），仍然僅佔了樣本公司的 1 成，可見公司揭露的進步速度差強人意。

²⁷⁶ 「視乎涉及的行為及有關事實和情況，可能有多種監管措施都適用於針對有關行為，包括對發行人及其職員的嚴重違規採取紀律行動，而在違規程度輕微或並沒被確定違規但所涉行為不符合聯交所要求等情況下，或會發出警告或警誡函件。在適當情況下，我們或會指令發行人委任合規顧問，以就日後遵守《上市規則》的事宜提供意見或進行內部監控檢討，或要求董事接受有關《上市規則》合規事宜及董事職責的培訓。我們亦可能會將個案轉介予有關行為涉及其司法權的其他執法或監管機構。若情況需要，聯交所或會指令停牌，甚至在特殊個案中取消發行人的上市地位。」
參照：HKEX，《上市規則》執行——政策聲明（2017），頁 1，https://www.hkex.com.hk/-/media/hkex-market/listing/rules-and-guidance/disciplinary-and-enforcement/disciplinary-procedures-and-enforcement-guidance-materials/enf_state_201702_c（最後瀏覽日：05/04/2019）。

²⁷⁷ BDO, *BDO Survey: Second-year ESG Reports Show Little Improvement in Level of Disclosure and Limited Governance* (2018), available at: [https://www.bdo.com.hk/getattachment/News/2018/BDO-Survey-Second-year-ESG-Reports-Show-Little-Im/\(Final-Eng\)-BDO_ESG-Survey_Media-Release.pdf.aspx?lang=en-GB](https://www.bdo.com.hk/getattachment/News/2018/BDO-Survey-Second-year-ESG-Reports-Show-Little-Im/(Final-Eng)-BDO_ESG-Survey_Media-Release.pdf.aspx?lang=en-GB) (last visited: Mar 25, 2019).

- 
2. 儘管 HKEX 並未要求公司尋求第三方認證，然而第三方認證對於 ESG 報告的公信力至關重要，竟只有 4% 的樣本公司經過第三方認證機構的認可與保證（比 2017 年只進步了 3%），參考或採行國際報告標準的樣本公司也僅僅只有 11%，儘管這個結果可能表示大部分公司仍然在揭露的起步狀態，但可以確定的是，香港在整體 ESG 資訊的公信力上仍不能給予利害關係人滿意的答案。
 3. 只有少數公司意識到 ESG 治理的長期策略與目標有助於 ESG 資訊的揭露及未來的發展方向。樣本公司中只有 17% 的公司揭露相關的策略及目標，甚至比 2017 年少了 7% 的公司願意在報告中揭露量化的環境目標；另外只有 14% 的公司回顧自己去年設定的任務目標並討論今年的達成程度與成果，而願意在報告中揭露其在執行 ESG 治理的困境與挑戰者更僅占有 1%。

從上述研究結果可知，大部分公司仍然停滯在「遵法」狀態，而未將 ESG 治理轉化為公司內部的治理機制，距離永續經營的目標仍有好大一步。

另外在 EY 於 2018 年針對 1200 家香港上市公司、歷經 2 年的研究²⁷⁸中，香港同樣得到了「有極大進度空間」的評語，其發現仍有高達 60% 的公司採用「逐項打勾（box-ticking）」的方法遵循 ESG 報告指引，並且大多數的報告中，經營階層僅僅「通過 ESG 報告（approved the ESG report）」而未解釋其如何管理 ESG 風險、建立何種內控機制等資訊，意即指引中所強調的「董事會責任」絕大多數的公司尚未展現，HKEX 與大多數利害關係人²⁷⁹樂見公司「由上而下」的風險及內控制度發

²⁷⁸ EYGM Ltd., *A review of Hong Kong Listed Companies' progress in Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure* (2018), available at: <https://www.ey.com/cn/cn/newsroom/news-releases/news-2018-ey-a-review-of-hong-kong-listed-companies-progress-in-esg-disclosure> (last visited: Mar 25, 2019).

²⁷⁹ 在 EY 發出的問卷中，有高達 92% 的回應者認為執行長應該「親自」建立創造公司長期價值的



展並未在多數的公司中成真。

最後，2018 年 Schroders 的全球投資人研究²⁸⁰中，有 550 位香港的投資人認為香港應更加正視 ESG 治理。治理不足可能的理由是香港在永續投資的發展本就不如其他亞洲國家興盛，永續投資在香港投資人的投資組合中只佔 25%（僅勝過日本的 24%），香港的投資人感覺永續投資在香港證券市場的選項並不多，也因此 HKEX 與香港上市公司必須檢討目前香港在永續投資上的落後進度，並同時檢討普遍的上市公司對於 ESG 治理的態度，這個態度的修正將進而促進 ESG 報告的品質呈現更加卓越。


第三項 小結

儘管從 HKEX 的審視報告與業界的評論可以知道，香港上市公司的 ESG 報告還有很大的進步空間，這樣的成績對於 ESG 資訊揭露只實施 2 年的香港公司來說並不是太差。非財務資訊揭露的推動本來就是漫長的，在這期間與公司、業界、投資人以及利害關係人的溝通將有助於提升法制與報告品質的推進速度，HKEX 無論在法制推動前的政策諮詢、推動過程以及推動後的審閱抽查，都不斷地向公司拋出可以如何再進步的訊息，在其網頁中亦有許多資源可供受成本限制的公司參考，本文認為光是這一點即可以看見主管機關在此議題上的用心良苦。

一段良好的資訊揭露歷程毋寧要經過公司風險辨識、利害關係人參與、重要性評估等步驟，始能找出具重要性的揭露項目進而產出其政策與法遵機制，然而

策略並確保其經董事會審視。See EYGM Ltd., *Is your nonfinancial performance revealing the true value of your business?* (2017), available at: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY - Non-financial performance may influence investors/\\$FILE/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY - Non-financial performance may influence investors/$FILE/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf) (last visited: Mar 25, 2019), at 3.

²⁸⁰ Schroders, *Hong Kong investors most concerned with governance in ESG, Schroders Global Investor Study 2018 finds* (2018), available at: https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/hong-kong/pdfs/20181002_press_release_global_investor_study_sustainable_investing_en.pdf (last visited: Mar 25, 2019).



HKEX 在指引中並未詳細說明此段歷程，卻在研究結果上以「重要性評估」缺漏為公司待改善之處，對此，部分公司可能無法理解。本文認為 ESG 報告「重要性評估」既然在揭露中如此關鍵，自應將其至少放入 ESG 報告指引的「建議揭露」中，否則縱使 HKEX 在其環境、社會及管治匯報指南、審閱報告中一再強調部分公司缺乏重要性評估過程的細節描述導致 ESG 資訊揭露的不完備，若未就此加以規範，公司依然會因為指引中並未提及而略過不採。

誠如上一節的結論所言，HKEX 對企業社會責任法制建構之誘因在於證券市場的競爭力，ESG 資訊揭露在此即扮演著帶領香港在亞洲市場中脫穎而出的關鍵，而我國何嘗不是有同樣的願景，我國在企業社會責任的法制建構上，特別是非財務資訊的揭露上絲毫不遜色，無論是企業社會責任報告書、年報中履行社會責任情形的揭露都領先於香港數年，然而我國現正面臨到的揭露不足等困境卻遲遲未得到解決，使我國公司仍然在不夠好的揭露品質上停滯不前。



第五章 我國非財務資訊揭露法制之現況與檢討

結束香港非財務資訊揭露法制之介紹後，本章將針對我國現行非財務資訊揭露法制為比較與分析，首先第一節本文以目前兩大非財務資訊法制為開展，分別介紹上市(櫃)公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法及公開發行公司年報應行記載事項準則、公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則中有關非財務資訊揭露的規範架構；第二節則著眼於現行法制的缺失與困境，試圖分析其背後可能的因素；第三節再藉由香港經驗與我國比較分析，針對我國的缺失提供可能的解決之道，並提出目前兩者共同面臨的困境與檢討作為本章結論。

第一節 我國現行非財務資訊揭露法制

我國企業社會責任法制的建構可以追溯到 2010 年臺灣證券交易所與櫃檯買賣中心訂定之上市上櫃公司企業社會責任實務守則(下稱企業社會責任實務守則)，其第 1 條第 1 項開宗明義其立法目的：「為協助上市上櫃公司實踐企業社會責任，並促進經濟、社會與環境生態之平衡及永續發展.....」，同條第 2 項又以「上市上櫃公司宜參照本守則訂定公司本身之企業社會責任守則，以管理其環境社會風險與影響。」等語揭示企業社會責任實務守則乃軟法性質，目的在提供上市櫃公司於管理環境社會風險時得以依循的建議規定。而企業社會責任實務守則中第 4 條「實踐企業社會責任宜依循之四大原則」之一就是「加強企業社會責任資訊揭露」，以企業社會責任資訊揭露作為董事會履行社會責任的一種方式，可見非財務資訊揭露在我國同樣被視為企業社會責任之一環，也因此，2014 年 11 月的臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 47 條增訂第三項：「本公司得依上市公司規模、業務性質及其他必要情況，要求其編製企業社會責任報告書，並申報至本公司指定之國際網路資訊申報系統，其作業辦法另訂之。」進而增訂上市公司編製與申報企業社

會責任報告書作業辦法，建構出完整上市櫃公司應遵循的非財務資訊揭露法制。

然而早在 2010 年以前，公開發行公司年報應行記載事項準則在已經要求公開發行公司年報的公司治理報告及公開說明書應記載事項中增加非財務資訊——「(四)履行社會責任情形：公司對環保、社區參與、社會貢獻、社會服務、社會公益、消費者權益、人權、安全衛生與其他社會責任活動所採行之制度與措施及履行情形。」之揭露，故我國最早的非財務資訊揭露法制事實上在 2009 年已經強制所有公開發行公司揭露，然與先前提到英國的策略性報告及香港的業務審視情況相同，以法條明文設計的揭露框架對股東及利害關係人似乎略顯不足，因而，為了因應企業社會責任實務守則的建議以及國際趨勢，現行的公開發行公司年報應行記載事項準則內有關「履行社會責任情形」的揭露規範性質已經提升為遵循或解釋原則，並搭配強制特定行業、規模公司揭露企業社會責任報告書，我國的非財務資訊揭露法制建構才終於大功告成。

按企業社會責任實務準則第 4 條，企業社會責任實踐宜以落實公司治理、發展永續環境、維護社會公益以及加強資訊揭露四大原則進行，申言之，其認定企業社會責任的履行在於加強 ESG 三大面向之治理以及其資訊揭露。囿於篇幅限制，並為了與香港 ESG 報告指引（事實上為 ES 報告指引²⁸¹）比較，本文在此章節所探討的非財務資訊揭露法制，將著力於環境與社會二面向之資訊揭露，蓋公司治理的資訊揭露相對於環境、社會資訊在我國已行之有年，公司的掌握度相較之下也更加純熟，為了多聚焦在容易受公司忽略的社會、環境風險，本文以下將分別就我國非財務資訊揭露法制中：上市（櫃）公司編制與申報企業社會責任報告書作業辦法與公開發行公司年報應行記載事項準則、公司募集發行有價證券公開說明書應行

²⁸¹ 香港有關公司治理的資訊揭露有另外的指引規範，詳情請參考本文第肆章之相關說明。



記載事項準則中，有關環境、社會資訊揭露為完整的法制架構分析，並於第二節加入公司實務運作上的資料與數據，提出我國現行非財務資訊揭露規範面臨到哪些缺失與困境，並於第三節完整比較我國與香港 ESG 報告指引的異同，最後提出我國目前可行的檢討方向。

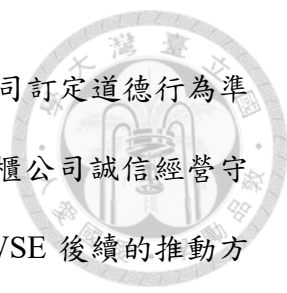
第一項 編製與申報企業社會責任報告書

為規範於臺灣證券交易所掛牌上市之公司²⁸²，臺灣證券交易所(下稱 TWSE)於 2014 年 11 月依據臺灣證券交易所股份有限公司營業細則(下稱營業細則)第 47 條第 3 項之授權，訂定上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法(下稱 CSRR 作業辦法)，僅針對特定業務、規模之上市公司強制其出具企業社會責任報告書，違反者依據 TWSE 對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法第 3 條第 1 項第 32 款、第 6 條之規定，將處以三萬至一佰萬之違約金。

第一款 立法背景

依據當時修正營業細則第 47 條第 3 項之立法理由：「一、經營民生相關業務、直接面對消費者、或具一定規模以上之企業，其營運活動對環境及社會大眾影響層面較大，應善盡其企業社會責任，又因應近年環境安全、勞工、食品安全問題，以及國際間越來越重視環境、社會及公司治理議題之發展趨勢，為協助上市公司落實企業社會責任，並增加我國上市公司之競爭力，爰增訂本條第三項，明訂本公司得要求上市公司編製及申報企業社會責任報告書，及訂定其作業辦法之依據。」強制揭露企業社會責任報告書的立法背景恐怕十分複雜，撇除當年立法時發生的社會與環境因素，「國際趨勢」與「增加上市公司競爭力」決定了 TWSE 於 2010 年開

²⁸² 以下說明在上櫃公司適用的上櫃公司編制與申報企業社會責任報告書作業辦法有相同的規定，故若無說明必要，本文將不特別贅述上櫃公司的情形。



始的一連串立法：上市上櫃公司公司治理實務守則、上市上櫃公司訂定道德行為準則參考範例、上市上櫃公司企業社會責任實務守則以及上市上櫃公司誠信經營守則，為我國有關企業社會責任的主要法制架構，並同時定調 TWSE 後續的推動方向。

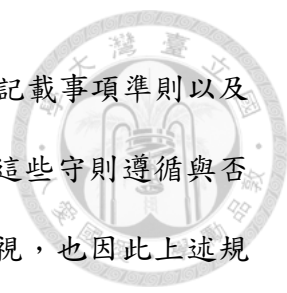
第一目 我國企業社會責任法制建構

率先立法的上市上櫃公司公司治理實務守則乃參考 OECD 建立的公司治理原則，「尊重利害關係人權益」的專章儘管只有 4 條，業已對利害關係人權益做出原則性的規範，「強化資訊揭露」專章並建議公司於網站上揭露公司治理資訊；爾後的上市上櫃公司訂定道德行為準則參考範例，建議上市櫃公司建立道德行為準則使利害關係人了解公司的道德標準，並於年報、公開說明書及公開資訊觀測站中揭露，嚴格來說也是公司非財務資訊揭露之一環。

惟鑑於公司履行社會責任蔚為全球趨勢，企業社會責任除前揭規範外，尚涵蓋發展永續環境及維護社會公益等眾多面向及事項，並衡酌國際主要國家多有訂定指引或自律規範方式，以鼓勵公司履行企業社會責任或編製社會責任報告書，金管會爰督導證交所及櫃買中心於 2010 年制訂發布上市上櫃公司企業社會責任實務守則²⁸³；同年 9 月，上市上櫃公司誠信經營守則為協助上市上櫃公司建立誠信經營之企業文化及健全發展，建議公司依循守則內容訂定誠信經營守則，依第 6 條訂定規範董事、監察人、經理人、受僱人及實質控制者執行業務應注意事項（第 18 條）並得在網站、年報及公開說明書中揭露其誠信經營守則之執行情形（第 21 條），是 2010 年可稱為上市櫃公司企業社會責任法制建構之元年。

觀察上述各實務守則之規範內容可以發現，其對上市櫃公司而言都僅具有幫

²⁸³ 李秀玲（2010），〈淺談「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」及相關配套機制推動情形〉，《證券暨期貨月刊》，第 28 卷第 5 期，頁 6。



助與領導作用，屬於軟法性質，然而因為公開發行公司年報應行記載事項準則以及公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則之作用，這些守則遵循與否將放入公司的年報與公開說明書中被股東或利害關係人放大檢視，也因此上述規範仍有某程度的拘束力存在。

第二目 市場監督機制建立

企業社會責任實務守則頒布後，金管會也同時致力於市場監督機制的加強²⁸⁴上。其一為證券暨期貨市場發展基金會（下稱證基會）所辦理的「資訊揭露評鑑系統」，其建置之目的雖不專為企業社會責任資訊，然而其受評資訊範圍是以受評公司輸入公開資訊觀測站的資訊為主，因此對公司整體資訊揭露表現都有相當程度的影響力，尤其以「自願性揭露」類別的設置鼓勵公司於「法令遵循」以外主動揭露其他投資人關心的資訊，然此系統於2014年第十二屆即告終止，取而代之的是TWSE公司治理中心主辦之公司治理評鑑，於2014年完整年度開始進行，每次評鑑結果將公布前百分之二十的上市櫃公司名單²⁸⁵，供所有上市櫃公司參考學習。

其二，金管會亦希望企業社會責任在國內機構投資人的投資決策上佔有一定地位，因此在2010年底即邀請國內四大基金參與專題演講，透過外國機構投資人如何重視企業社會責任的經驗分享，改變國內機構投資人的投資視野，而這個改變也將進而造就上市櫃公司在相關資訊揭露上有更強大的外部監督力量。

第三目 CSRR 作業辦法制訂背景

在2014年訂定CSRR作業辦法以前，金管會即督導TWSE、櫃買中心、證基會等單位加強宣導公司治理觀念，於2009年間舉辦計356場次的研討會，持續加強教育宣導；同時，推動資訊透明化一直是金管會的首要任務，其於2008年修正

²⁸⁴ 吳慧玲（2011），〈淺談我國企業社會責任相關規範及推動情形〉，《證券暨期貨月刊》，29卷8期，頁19-20。

²⁸⁵ 於2017年開始，公司治理評鑑公布範圍進一步提升為「所有上市櫃公司之排名」。



的公開發行公司年報應行記載事項準則及公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則皆要求公司揭露履行社會責任情形²⁸⁶，等於要求公開發行公司開始進行企業社會責任相關資訊之揭露，儘管揭露內容簡單，對後續 CSRR 作業辦法的推動仍有相當助益。

依據 TWSE 公司治理中心網站，總計有 212 家上市櫃公司自願申報 2013 年度的 CSR 報告²⁸⁷，然 2014 年的上市櫃公司家數卻有 1539 家²⁸⁸，意即自願揭露 CSR 報告的上市櫃公司僅佔全體 13%，可見企業社會責任實務守則並不足以鼓勵上市櫃公司跟進，各家公司揭露品質也參差不齊²⁸⁹，無法營造出具有可比較性與公信力的資訊平台；另外有研究報告發現食品及化工產業出具的 CSR 報告數量令人堪憂，食品產業僅出具 3 本、化工業則有 6 本，由於此類高環境、社會風險產業在 2014 年爆發不少社會問題，在社會大眾信任度已經不足的情況下，出具 CSR 報告的食品與化工公司卻只有 9 家，無論資訊揭露的完整、透明度及與利害關係人間的溝通都顯得相當不足²⁹⁰。

TWSE 於 2014 年 11 月訂定 CSRR 作業辦法，強制食品、餐飲、化工、金融保險與資本額達 100 億（現為 50 億）以上之上市櫃公司出具 CSR 報告。

第二款 強制揭露

CSRR 作業辦法之規範性質屬於強制規定，違反的上市櫃公司形同違約，依


²⁸⁶ 吳慧玲，前揭註 284，頁 16-17。

²⁸⁷ 詳細申報公司列表，請參考臺灣證券交易所公司治理中心，上市櫃公司出具企業社會責任報告書情形，<http://cgc.twse.com.tw/corpSocialResponsibility/chPage>（最後瀏覽日：03/27/2019）。

²⁸⁸ 數據來源為中華民國統計資訊網，公開發行公司股票發行概況-年，<https://statdb.dgbas.gov.tw/px-web/Dialog/varval.asp?ma=SF0101A1A&ti=%A4%BD%B6%7D%B5o%A6%E6%A4%BD%A5q%AA%D1%B2%BC%B5o%A6%E6%B7%A7%AAp-%A6%7E&path=../PXfile/Securities/&lang=9&strList=1>（最後瀏覽日：05/05/2019）。

²⁸⁹ 依據公開資訊觀測站，上市櫃公司申報的 2013 年度企業社會責任報告書列表，有不少公司採「自訂格式」編制報告書，並且部分公司並未經過認證。

²⁹⁰ CSRRone 永續報告平台，2014 台灣 CSR 報告現況與趨勢，頁 2-3，<https://www.csrone-reporting.com/report/show/1028>（最後瀏覽日：03/27/2019）。



據臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法第3條第1項第32款、第6條以及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心對有價證券上櫃公司資訊申報作業辦法第6條²⁹¹，TWSE與櫃買中心得對未揭露或資訊錯誤之公司處以違約金，嚴重者可能停止其買賣。

考量上市櫃公司對此議題的陌生，TWSE於2014年10月開始針對首批須強制編列CSR報告的上市櫃公司舉辦了多場編寫企業社會責任報告書實務課程，尤其邀請專家輔導公司轉換最新版本的GRI準則並解析實務問題²⁹²，多少降低了受強制規範公司法遵負擔。

第三款 規範對象

由於2014年接連爆發的食安事件等社會問題是揭露企業社會責任報告書從實務守則的建議規定提升為強制規定的因素之一，擇定的主要規範對象因此僅限於「營運活動對環境及社會影響層面較大的上市公司」，依據現行CSRR第2條為下列公司：

- 一、最近一會計年度終了，依據本公司「上市公司產業類別劃分暨調整要點」規定屬食品工業、化學工業及金融保險業者。
- 二、依證券交易法第三十六條規定檢送之最近一會計年度財務報告，餐飲收入占其全部營業收入之比率達百分之五十以上者。
- 三、依證券交易法第三十六條規定檢送之最近一會計年度財務報告，股本達新臺幣五十億元以上者²⁹³。

²⁹¹ 臺灣證券交易所，「上市公司編制與申報企業社會責任報告書作業辦法」問答集，第18題，<http://cgc.twse.com.tw/lawQa/listCh>（最後瀏覽日：05/05/2019）；證券櫃檯買賣中心，「上櫃公司編制與申報企業社會責任報告書作業辦法」問答集，第19題，<https://www.tp-ex.org.tw/web/csr/content/introduction.php>（最後瀏覽日：05/05/2019）。

²⁹² 臺灣證券交易所，反應熱烈！證交所加開編寫企業社會責任報告書教育課程，2014年12月15日，<http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/119>（最後瀏覽日：03/30/2019）。

²⁹³ 2014年最初制訂時，CSRR作業辦法係以「實收資本額達新臺幣100億以上」之公司為特定規

之所以擇定前述對象，依據當時的官方說明，係考量當年種種的社會問題，如食品安全事件頻傳，影響消費者健康與信心；高雄氣爆等工安事故讓民眾生命財產受到威脅；又金融業彙集眾多存戶、保戶或投資人之資金，其財務危機等同於國家經濟危機因此具有公共利益性質；以及大規模上市櫃公司之營運活動對環境及社會大眾影響層面廣，故優先作為強制揭露企業社會責任報告書之對象²⁹⁴。

拜 CSRR 作業辦法訂定之賜，截至 2016 年為止，我國強制揭露 2014 年度 CSR 書的上市公司總計 170 家、上櫃公司總計 32 家²⁹⁵、總揭露家數(包含自願揭露者)為 342 家，依據 2015 年 KPMG 的企業責任報告調查，我國前百大企業的揭露比率為 77%，較 2013 年提升 21%，並高於 45 個國家的平均數(73%)，然驅動我國大型企業揭露 CSR 報告的主要誘因仍為強制規定²⁹⁶；在 2017 年的調查中，我國的揭露比率則攀升至 88%，除了強制規定的誘因之外，2015 年底 TWSE 頒布的機構投資人盡職治理守則²⁹⁷亦有相當助益²⁹⁸。

第四款 揭露形式與發佈時間

依據 CSRR 作業辦法第 5 條第 2 項：「符合第二條第一項規定之上市公司，應於每年六月三十日前將企業社會責任報告書及該報告書檔案置於公司網站之連結，

模的規範對象，爾後於 2015 年 10 月修正進一步擴大其規範對象至「實收資本額達 50 億以上」之公司。


²⁹⁴ 楊雅智(2015)，〈淺談企業社會責任之國際發展趨勢與國內推動現況〉，《證券暨期貨月刊》，33 卷 1 期，頁 12。

²⁹⁵ 林耿民、高晟晉(2016)，〈推動上市(櫃)公司企業社會責任〉，《證券暨期貨月刊》，34 卷 6 期，頁 24。

²⁹⁶ See KPMG, *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting* (2015), available at: <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2015/12/KPMG-survey-of-CR-reporting-2015.pdf> (last visited: Mar 31, 2019), at 33.

²⁹⁷ 旨在鼓勵機構投資人運用其專業與影響力，善盡其責任以增進本身及資金提供者之長期價值。該守則鼓勵重視盡職治理之機構投資人簽署並遵循相關原則，建議簽署之機構投資人包含所有投資我國公司有價證券(包含但不限於上市、上櫃、興櫃或公開發行公司)之資產擁有人或管理人，並不以本國或國外、政府或私人機構為限。參照：臺灣證券交易所公司治理中心，盡職治理守則簡介，<http://cgc.twse.com.tw/front/stewardship> (最後瀏覽日：03/31/2019)。

²⁹⁸ See KPMG, *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting* (2017), available at: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/10/executive-summary-the-kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf> (last visited: Mar 31, 2019), at 16-18.



申報至本公司指定之網際網路資訊申報系統。但最近一年未編製或未參考全球永續性報告協會發布之準則編製企業社會責任報告書者，或企業社會責任報告書經會計師依照前項準則出具意見書者，得延至九月三十日完成申報。」有關 CSR 報告之形式，CSRR 作業辦法要求者為獨立的「企業社會責任報告書」，並為避免混淆與爭議，不得命名為「永續報告書」、「社會責任報告書」、「ESG 報告書」等其他名稱²⁹⁹，且不能與公司的年報合併，對報告的形式要求相當不具彈性。

在發佈期限方面，CSR 報告應於每年 6 月 30 日前申報，並且考量近一年未編製 CSR 報告、未參考 GRI 準則編製 CSR 報告的公司負擔可能過重，允許該類公司得延長至 9 月底揭露；另外依據 CSRR 作業辦法第 5 條第 1 項，食品與餐飲收入佔公司營業收入 50% 以上的公司，其必須取得依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之準則的會計師意見書³⁰⁰，與其他自願取得同樣會計師意見書的公司，因負擔與作業時間的考量，皆在允許延後揭露的範圍內。

第五款 揭露項目——以國際報告標準為框架

由於國際間企業常以 GRI 發布標準編製 CSR 報告，國內業者亦多遵循 GRI 標準³⁰¹，CSRR 作業辦法第 3 條第 1 項規定，「規範對象應每年參考 GRI 發布之 GRI 準則、行業揭露及依行業特性參採其他適用之準則編製前一年度之 CSR 報告，揭露公司所鑑別之經濟、環境及社會重大主題、管理方針、揭露項目及其報導要求，且至少應符合 GRI 準則之核心選項 (core option)」；其次，依據同條第 3 項，揭露項目應採用符合目的事業主管機關規定之標準進行衡量與揭露，如目的事業主管機關未發布適用之標準，則應採用實務慣用之衡量方法；再者，依據同條第 2 項，公司應於 CSR 報告內揭露報告書內容對應 GRI 準則之內容索引，以下將依序詳細

²⁹⁹ 臺灣證券交易所，前揭註 291，第 2 題。

³⁰⁰ 此意見書不得由其他準則出具之意見書所取代。同前註，第 16 題。

³⁰¹ 請參照臺灣證券交易所上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法之立法說明。



說明其揭露內容。

第一目 至少應符合 GRI 核心選項

依據 GRI 準則之使用規則，組織可以透過核心或全面二種選項使用該準則，每一選項皆有其對應在報告中的遵循程度：核心選項指該報告書包含瞭解組織性質、其重大主題和相關衝擊以及如何管理衝擊的最低所需資訊；全面選項則建立於核心選項之上，要求組織必須揭露其策略、倫理與誠信以及治理等額外項目，以及每一特定議題下的所有資訊，報告其更廣泛的衝擊³⁰²。

CSRR 作業辦法要求規範對象至少應符合核心選項的標準進行揭露，由於許多重大主題下同時存在多個特定主題揭露項目，例如在 GRI 205 反貪腐此重大主題下，即有：「GRI 205-1 已進行貪腐風險評估的營業據點、GRI 205-2 有關反貪腐政策和程序的溝通及訓練以及 GRI 205-3 已確認的貪腐事件及採取的行動」三個特定主題之揭露項目，故使用核心選項的公司至少應選擇一項最能充分反映其對該重大議題的衝擊之揭露項目，始能符合 GRI 準則核心選項之要求，表 3 依循 GRI 準則編製 CSR 報告之核心選項要求為我國一家受 CSRR 作業辦法規範的上市櫃公司，其編製一符合核心選項的 CSR 報告所必須遵循的所有要求。

表 3 依循 GRI 準則編製 CSR 報告之核心選項要求³⁰³

揭露項目	核心選項要求
報告書使用正確之陳述	「本報告書已依循 GRI 準則：核心選項進行編製」
GRI 101	所有要求
GRI 102	揭露項目 102-1 至 102-13 (組織概況) 揭露項目 102-14 (策略) 揭露項目 102-16 (倫理與誠信)

³⁰² 詳細比較請參照：GRI Standards，合併整套的 GRI 永續應報導準則，頁 21-23，<https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-traditional-chinese-translations-download-center/> (最後瀏覽日：05/05/2019)。

³⁰³ 表格整理自前註，頁 23。

	揭露項目102-18 (治理) 揭露項目102-40至102-44 (利害關係人溝通) 揭露項目102-45至102-56 (報導實務)
GRI 103	所有要求；或 僅限揭露項目 103-2 及 103-3 的省略理由
重大主題	每一重大主題 (涵蓋於 GRI 200、GRI 300 及 GRI 400 中；或自行揭露合適項目) 至少有一特定主題的揭露項目依循所有要求；及其他特定主題的省略理由
省略理由	如果組織依循 GRI 準則編製之永續性報告書，未能報告必須的揭露項目時，組織應於報告書中提供「被省略的特定資訊之描述」及「指定出省略理由 ³⁰⁴ 及必要的解釋」
通知 GRI 使用本準則	應透過寄送至信箱或網站登錄報告之方式，通報 GRI 使用其準則、以及報告書或揭露文件中的宣告

第二目 揭露項目之衡量

公司在遇到揭露項目必須揭露績效指標時，考量資訊的可驗證性與可比較性，應優先採用符合目的事業主管機關規定進行衡量與揭露，主管機關如未發布適用的規定者則應採用實務上慣用之標準³⁰⁵，意即若揭露項目要求公司依據某標準、某定義或某單位進行揭露，公司應優先適用相關法規中之標準、定義或單位，若找不到相關適用法規時始能依據實務上慣用標準，例如 ISO 或其他國際標準。舉例來說，在社會相關的 GRI 408 童工主題中，「GRI 408-1 營業據點和供應商使用童工之重大風險」此一特定主題即要求公司揭露「具有使用童工及使用年少工作者從事危險工作的營業據點及供應商」³⁰⁶，其中童工的定義即應符合勞動基準法「15 歲

³⁰⁴ 省略理由只能從以下選項指定並解釋：不適用 (考量為不適用之解釋)、保密規定限制 (描述受特定保密規定禁止之揭露項目)、特定法律禁令 (描述該法律禁令) 及資訊無法取得 (描述資訊取得之特定步驟、預計取得之時間表或無法取得資訊、資訊品質不適當之說明)。同前註，頁 23。

³⁰⁵ 臺灣證券交易所，前揭註 301。

³⁰⁶ GRI Standards，前揭註 302，GRI 408 以下要求。



以上未滿 16 歲之受僱從事工作者」之定義，此議題才具有可比較性。

第三目 揭露對應之 GRI 準則內容索引

有關 CSRR 作業辦法要求公司應揭露 GRI 準則內容之索引，事實上即是重申 GRI 102-55 之相關規則，公司應報告以下資訊：

1. GRI 內容索引列示報告書中使用到 GRI 準則之所有揭露項目。
2. 每個揭露項目其內容索引應包含：
 - i. 揭露的數量 (GRI 準則所涵蓋的揭露項目)；
 - ii. 報告書或其他揭露文件之頁碼或 URL 等資訊；
 - iii. 在允許的情況下 (如果適用) 卻無法進行必要的揭露時，須說明省略理由³⁰⁷。

內容索引是一項導引工具，藉以指出已揭露之項目、其所使用之 GRI 準則、以及這些項目在報告書中的揭露位置，索引能使利害關係人快速瀏覽報告書，並有助於導引報告書內容，任何組織宣告其報告書是依循 GRI 準則編製者，皆必須在其報告書中包含 GRI 內容索引或提供可以找到內容索引的連結³⁰⁸。

第四目 加強揭露項目

最後，有鑒於與特定產業互動的利害關係人群體較廣泛，比起一般上市櫃公司的影響範圍更大，TWSE 參考 GRI 相關行業補充指南及相關法規之績效指標，於 CSRR 作業辦法第 4 條中針對各產業的規範對象，訂定特殊的加強揭露項目，本文整理其相關內容為下表 4 CSRR 作業辦法第 4 條規範內容。

表 4 CSRR 作業辦法第 4 條規範內容

規範對象	加強揭露項目
------	--------

³⁰⁷ 同前註，頁 38，相關範例請參考第 40 頁。

³⁰⁸ 同前註。

<p>食品工業；及 餐飲收入占全部營業 收入達 50%以上者</p>	<p>應揭露企業在供應商對環境或社會衝擊之評估、顧客健康與安全及行銷與標示重大主題之管理方針、揭露項目及其報導要求。其報導要求至少應包含下列項目：</p> <p>(一) 為改善食品衛生、安全與品質，而針對其從業人員、作業場所、設施衛生管理及其品保制度等方面進行之評估與改進及所影響之主要產品與服務類別與百分比。</p> <p>(二) 違反有關產品與服務之健康與安全法規及未遵循產品與服務之資訊與標示法規之事件類別與次數。</p> <p>(三) 採購符合國際認可之產品責任標準者占整體採購之百分比，並依標準區分。</p> <p>(四) 經獨立第三方驗證符合國際認證之食品安全管理系統標準之廠房所生產產品之百分比。</p> <p>(五) 對供應商進行稽核之家數及百分比、稽核項目及結果。</p> <p>(六) 依法規要求或自願進行產品追溯與追蹤管理之情形及相關產品占所有產品之百分比。</p> <p>(七) 依法規要求或自願設置食品安全實驗室之情形、測試項目、測試結果、相關支出及其占營業收入淨額之百分比。</p>
<p>化學工業</p>	<p>應揭露保障職業安全與衛生、對當地社區之影響及企業本身及其供應商對環境或社會衝擊之評估等重大主題之管理方針、揭露項目及其報導要求。其報導要求至少應包含下列項目：</p> <p>(一) 說明員工受傷害類別，計算傷害率、職業病率、損工日數率、缺勤率以及因公死亡件數。</p> <p>(二) 對當地社區具有顯著實際或潛在負面衝擊之營運活動。</p> <p>(三) 企業本身及其供應商為降低對環境或社會之負面衝擊所採取之具體、有效機制及作為。</p>
<p>金融保險業</p>	<p>應揭露企業在永續金融重大主題之管理方針、揭露項目及其報導要求。其報導要求至少應包含各經營業務為創造社會效益或環境效益所設計之產品與服務。</p>
<p>全部公司</p>	<p>應揭露企業非擔任主管職務之全時員工人數、非擔任主管職務之全</p>

時員工薪資平均數及中位數，及前三者與前一年度之差異。

事實上前述加強揭露項目，都能夠在 GRI 準則中找到對應的揭露項目，並非 TWSE 自行創設，本文認為此規定主要是針對採行「核心選項」揭露的公司，倘若該公司所選擇的特定議題不包含本條所列加強揭露項目者，則應另外揭露，避免公司遺漏與其產業高度相關的高社會、環境或經濟風險資訊。

第六款 認證

目前 CSR 報告要求獨立第三人認證或保證者，只有 CSRR 作業辦法第 5 條第 1 項之情形，食品工業及第二條第一項第二款之上市公司（即餐飲收入占所有營業收入 50% 以上者）編製之 CSR 報告，應取得會計師依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之準則所出具之意見書，且其範圍應包含第四條第一項第一款規定所揭露之報導要求，這裡的準則係參考國際審計與認證準則理事會（International Auditing and Assurance Standards Board）發布之 ISAE3000（International Standard on Assurance Engagements）所研定，現行為確信準則公報第一號「非屬歷史性財務資訊查核或核閱之確信案件」³⁰⁹。

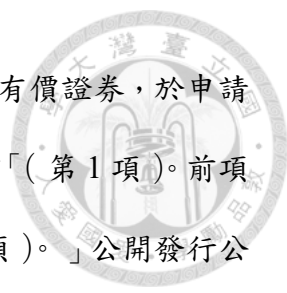
除此之外的規範對象得自願取得第三方認證、確信或保證³¹⁰，惟須注意者係，唯有自願依前述取得會計師意見書之公司始得延後至 9 月底揭露報告書，自願取得其餘認證文件之公司都不得晚於 6 月 30 日申報 CSR 報告。

第二項 年報（公開說明書）應行記載事項

依據證券交易法第 36 條第 4 項：「第一項（已依本法發行有價證券）之公司，應編製年報，於股東常會分送股東；其應記載事項、編製原則及其他應遵行事項之

³⁰⁹ TWSE 曾於 2015 年 7 月 30 日為食品、餐飲業等規範對象舉辦「食品業 CSR 報告書編製與確信研習會」。臺灣證券交易所公司治理中心，宣傳活動，<http://cgc.twse.com.tw/promote-Event/promoteEventArticleCh/194>（最後瀏覽日：04/01/2019）。

³¹⁰ 臺灣證券交易所，前揭註 301。



準則，由主管機關定之。」以及同法第 30 條：「公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書」（第 1 項）。前項公開說明書，其應記載之事項，由主管機關以命令定之（第 2 項）。」公開發行公司必須依循金管會所訂定之公開發行公司年報應行記載事項準則（下稱年報應行記載事項）以及公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則³¹¹（下稱公開說明書應行記載事項）規定項目編制年報，乃強制規定之性質。

年報中應編制內容中包含公司治理報告。依據年報應行記載事項第 10 條第 4 款第 5 目，公開發行公司應於其中揭露公司履行社會責任之情形：「公司對環保、社區參與、社會貢獻、社會服務、社會公益、消費者權益、人權、安全衛生與其他社會責任活動所採行之制度與措施及履行情形。」乃企業社會責任中有關環境、社會議題之非財務資訊揭露，並以附表方式呈現詳盡的揭露項目；同樣的條文及附表內容，在公開說明書應行記載事項第 32 條第 5 款中亦有規定。

第一款 立法背景

從 2008 年開始，履行社會責任情形成為年報、公開說明書中應揭露之獨立項目，金管會以法條明文設計公司應揭露「社會責任活動所採行之制度、措施及履行情形」，於 2011 年並提升以附表內容要求公司揭露與企業社會責任實務守則差異之處及原因，而採遵循或解釋之揭露原則。由這個發展進程到 2014 年強制特定上市櫃公司揭露 CSR 報告可知，金管會有意以循序漸進之方式引導公開發行公司揭露社會責任資訊，此政策的下一步，可以預期將走向全上市櫃公司、甚至所有公開發行公司 CSR 報告之全面揭露。

³¹¹ 依不同產業並有金融業公司募集與發行有價證券公開說明書應行記載事項準則、金融控股公司年報應行記載事項準則、銀行年報應行記載事項準則及票券金融公司年報應行記載事項準則，由於上述皆適用同樣的規定與附表，本文以下即不贅述。



第一目 年報應行記載事項

2008 年以前，公開發行公司年報即應揭露公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因，其以附表方式呈現的公司應予揭露項目中，有關社會責任的政策以及履行社會責任情形即為其中一項，表 5 年報應行記載事項自 2003 至 2008 年有關社會責任資訊揭露之沿革為歷年來年報應行記載事項對公司「社會責任」相關資訊的規範沿革。

表 5 年報應行記載事項自 2003 至 2008 年有關社會責任資訊揭露之沿革

修正日期	年報中社會責任資訊揭露項目
2003 年 12 月 30 日	第 20-1 條上市上櫃公司應就公司治理運作情形記載下列事項： 一、公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因（附表二十六） 八、其他有助於瞭解公司治理運作情形之重要資訊（如董事及監察人進修之情形、董事出席及監察人列席董事會狀況、風險管理政策及風險衡量標準之執行情形、保護消費者或客戶政策之執行情形、董事對利害關係議案迴避之執行情形、公司為董事及監察人購買責任保險之情形及社會責任等）
2006 年 1 月 16 日	第 20-1 條上市上櫃公司應就公司治理運作情形記載下列事項： 一、公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因（附表二十六） 八、請敘明公司對社會責任（如人權、員工權益、環保、社區參與、供應商關係及利害關係人之權利等）所採行之制度與措施及履行社會責任情形
2007 年 1 月 4 日	第 10 條 公司治理報告應記載下列事項： 三、公司治理運作情形： （三）公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守

	<p>則差異情形及原因。(附表二之二)</p> <p>八、請敘明公司對社會責任(如人權、員工權益、僱員關懷、環保、社區參與、社會貢獻、社會服務、投資者關係、供應商關係及利害關係人之權利等)所採行之制度與措施及履行社會責任情形</p>
--	--

由表 5 年報應行記載事項自 2003 至 2008 年有關社會責任資訊揭露之沿革可知，社會責任資訊之揭露早在 2003 年底即要求上市櫃公司揭露，於 2007 年更將規範對象擴及至所有公開發行公司，強制其敘明公司對社會責任所採行之制度與措施及履行社會責任情形；2008 年底，金管會為強化社會責任資訊揭露，將附表二之二有關公司對社會責任所採行之制度與措施及履行社會責任情形於條文中明定：「公司對環保、社區參與、社會貢獻、社會服務、社會公益、消費者權益、人權、安全衛生與其他社會責任活動所採行之制度與措施及履行情形。」企業社會責任資訊正式成為年報獨立的資訊揭露項目。

2011 年配合「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」之發布實施，金管會增訂附表二之二之一以充分揭露履行社會責任執行情形，其表格內容與「公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因」類似，要求公司針對逐項揭露項目與企業社會責任實務守則差異情形及原因進行說明，乃採遵循或解釋的揭露模式。

第二目 公開說明書應行記載事項

公開說明書應行記載事項也有相似的立法歷程。其於 2003 年 12 月增訂第 29-1 條第 1 款，要求公司揭露公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因，該附表五十六之一中並要求公司揭露「利害關係人之權利與關係」之相關資訊，爾後，附表有關「社會責任」內容及相關條文也有些微變動如下表 6 公開說明書應行記載事項自 2003 至 2008 年有關社會責任資訊揭露之沿革。

表 6 公開說明書應行記載事項自 2003 至 2008 年有關社會責任資訊揭露之沿革

修正日期	公開說明書中社會責任資訊揭露項目
2003 年 12 月 30 日	<p>第 29-1 條 上市上櫃公司應就公司治理運作情形記載下列事項：</p> <p>一、公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因（附表五十六之一）</p> <p>六、利害關係人之權利與關係</p> <p>（一）公司是否建立與利害關係人之溝通管道</p> <p>（二）公司是否重視公司之社會責任</p> <p>（三）公司是否訂定保護消費者或客戶之政策並定期考核其執行情形</p>
2006 年 1 月 11 日	<p>第 31 條 上市上櫃公司應就公司治理運作情形記載下列事項：</p> <p>一、公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因（附表五十六）</p> <p>八、請敘明公司對社會責任（如人權、員工權益、環保、社區參與、供應商關係及利害關係人之權利等）所採行之制度與措施及履行社會責任情形</p>
2007 年 1 月 4 日	<p>第 31 條 上市上櫃公司應就公司治理運作情形記載下列事項：</p> <p>三、公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因。（附表五十六之二）</p> <p>八、請敘明公司對社會責任（如人權、員工權益、僱員關懷、環保、社區參與、社會貢獻、社會服務、投資者關係、供應商關係及利害關係人之權利等）所採行之制度與措施及履行社會責任情形</p>

2008 年 12 月 25 日，公開說明書應行記載事項與年報應行記載事項一致，增訂獨立「履行社會責任情形」之揭露項目，並於 2011 年配合企業社會責任實務守則採遵循或解釋之方式揭露履行社會責任情形（附表五十六之二之一）。



第二款 規範架構

第一目 遵循或解釋

年報中公司治理報告以及公開說明書中，公司應就公司治理運作情形記載履行社會責任情形，記載方式係藉由附表——即以自評表方式為揭露框架檢測公司之營運是否與企業社會責任實務守則一致。附表中有二欄：「運作情形」及「與上市櫃公司企業社會責任實務守則差異情形及原因」，公司應分別揭露逐項評估項目，無論公司運作情形是否與評估項目一致，皆須摘要敘明內容³¹²，並在不一致之項目提供差異之原因，乃典型遵循或解釋的揭露模式。未依規定編製年報（公開說明書）的公司將依證券交易法第 178 條第 1 項第 4 款處新台幣 24 萬至 240 萬元罰鍰。

第二目 規範對象、形式與發佈時間

年報與公開說明書的規範對象為公開發行公司，依據證券交易法第 36 條第 3 項，年報應於股東會時編製完畢並分送，故期限與 CSR 報告之申報期限一致；公開說明書則依同法第 31 條應於募集有價證券以前交付，違者對善意之相對人有民事責任。

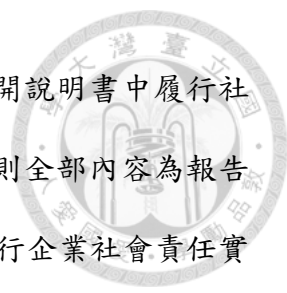
有關揭露形式，由於履行社會責任的報告框架乃以自評表方式呈現，且法規對揭露形式並未要求，是大多數公司揭露時會以該表為揭露內容，於表格中填載運作情形與差異原因，少有公司另外自行出具獨立報告或自行設計表格之情形，惟在公司有出具 CSR 報告時，得以註明查閱企業社會責任報告書方式及索引頁次代替³¹³。

第三目 揭露項目——以自評表形式為框架

較特殊者是，履行社會責任情形附表中的揭露項目（下稱履行社會責任自評表）

³¹² 公開發行公司年報應行記載事項準則，附表二之二之二：履行社會責任情形，註 1。

³¹³ 同前註，註 2。

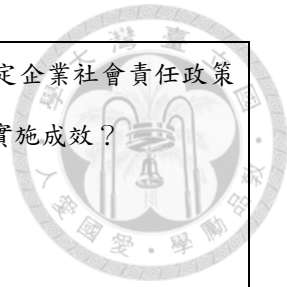


乃截取部分企業社會責任實務守則的指引要求，意即年報或公開說明書中履行社會責任自評表要求公司所揭露者，並非以企業社會責任實務守則全部內容為報告框架，而是金管會於其中揀選部分條文內容為評估項目，有關現行企業社會責任實務守則條文與履行社會責任自評表之差異，如下表 7 現行企業社會責任實務守則與履行社會責任自評表之差異所列。

表 7 現行企業社會責任實務守則與履行社會責任自評表之差異

企業社會責任實務守則		履行社會責任自評表
總則	<p><u>第 1 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司宜參照本守則訂定公司本身之企業社會責任守則，以管理其對經濟、環境及社會風險與影響。</p>	<p>公司如依據「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」訂有本身之企業社會責任守則者，請敘明其運作與所訂守則之差異情形：</p>
落實 公司 治理	<p><u>第 6 條</u></p> <p>上市上櫃公司宜遵循上市上櫃公司治理實務守則、上市上櫃公司誠信經營守則及上市上櫃公司訂定道德行為準則參考範例，建置有效之治理架構及相關道德標準，以健全公司治理。</p>	<p>無對應評估項目</p>

<p><u>第 7 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司之董事應盡善良管理人之注意義務，督促企業實踐社會責任，並隨時檢討其實施成效及持續改進，以確保企業社會責任政策之落實。</p> <p><u>第 7 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司之董事會於公司履行企業社會責任時，宜充分考量利害關係人之利益並包括下列事項：</p> <p>一、提出企業社會責任使命或願景，制定企業社會責任政策、制度或相關管理方針。</p> <p>二、將企業社會責任納入公司之營運活動與發展方向，並核定企業社會責任之具體推動計畫。</p> <p>三、確保企業社會責任相關資訊揭露之即時性與正確性。</p>	<p>(一) 公司是否訂定企業社會責任政策或制度，以及檢討實施成效？</p>
<p><u>第 8 條</u></p> <p>上市上櫃公司宜定期舉辦履行企業社會責任之教育訓練，包括宣導前條第二項等事項。</p>	<p>(二) 公司是否定期舉辦社會責任教育訓練？</p>
<p><u>第 7 條第 3 項</u></p> <p>上市上櫃公司針對營運活動所產生之經濟、環境及社會議題，應由董事會授權高階管理階層處理，並向董事會報告處理情形，其作業處理流程及各相關負責之人員應具體明確。</p> <p><u>第 9 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司為健全企業社會責任之管理，宜設置推動企業社會責任之專(兼)職單位，負責企業社會責任政策、制度或相關管理方針及具體推動計畫之提出及執行，並定期向</p>	<p>(三) 公司是否設置推動企業社會責任專(兼)職單位，並由董事會授權高階管理階層處理，及向董事會報告處理情形？</p>



	<p>董事會報告。</p> <p><u>第 9 條第 2 項</u> 上市上櫃公司宜訂定合理之薪資報酬政策，以確保薪酬規劃能符合組織策略目標及利害關係人利益。</p> <p><u>第 9 條第 3 項</u> 員工績效考核制度宜與企業社會責任政策結合，並設立明確有效之獎勵及懲戒制度。</p>	<p>(四)公司是否訂定合理薪資報酬政策，並將員工績效考核制度與企業社會責任政策結合，及設立明確有效的獎勵與懲戒制度？</p>
	<p><u>第 10 條</u> 上市上櫃公司應本於尊重利害關係人權益，辨識公司之利害關係人，並於公司網站設置利害關係人專區；透過適當溝通方式，瞭解利害關係人之合理期望及需求，並妥適回應其所關切之重要企業社會責任議題。</p>	<p>無對應評估項目</p>
發展 永續 環境	<p><u>第 11 條</u> 上市上櫃公司應遵循環境相關法規及相關之國際準則，適切地保護自然環境，且於執行營運活動及內部管理時，應致力於達成環境永續之目標。</p>	<p>無對應評估項目</p>
	<p><u>第 12 條</u> 上市上櫃公司宜致力於提升各項資源之利用效率，並使用對環境負荷衝擊低之再生物料，使地球資源能永續利用。</p>	<p>(一)公司是否致力於提升各項資源之利用效率，並使用對環境負荷衝擊低之再生物料？</p>
	<p><u>第 13 條</u> 上市上櫃公司宜依其產業特性建立合適之環境管理制度，該制度應包括下列項目： 一、收集與評估營運活動對自然環境所造成影響之充分且及時之資訊。 二、建立可衡量之環境永續目標，並定期檢討</p>	<p>(二)公司是否依其產業特性建立合適之環境管理制度？</p>



<p>其發展之持續性及相關性。</p> <p>三、訂定具體計畫或行動方案等執行措施，定期檢討其運行之成效。</p>	
<p><u>第 14 條</u></p> <p>上市上櫃公司宜設立環境管理專責單位或人員，以擬訂、推動及維護相關環境管理制度及具體行動方案，並定期舉辦對管理階層及員工之環境教育課程。</p>	無對應評估項目
<p><u>第 15 條</u></p> <p>上市上櫃公司宜考慮營運對生態效益之影響，促進及宣導永續消費之概念，並依下列原則從事研發、採購、生產、作業及服務等營運活動，以降低公司營運對自然環境及人類之衝擊：</p> <p>一、減少產品與服務之資源及能源消耗。</p> <p>二、減少污染物、有毒物及廢棄物之排放，並應妥善處理廢棄物。</p> <p>三、增進原料或產品之可回收性與再利用。</p> <p>四、使可再生資源達到最大限度之永續使用。</p> <p>五、延長產品之耐久性。</p> <p>六、增加產品與服務之效能。</p>	無對應評估項目
<p><u>第 16 條</u></p> <p>為提升水資源之使用效率，上市上櫃公司應妥善與永續利用水資源，並訂定相關管理措施。上市上櫃公司應興建與強化相關環境保護處理設施，以避免污染水、空氣與土地；並盡最大努力減少對人類健康與環境之不利影響，採行最佳可行的污染防治和控制技術之</p>	無對應評估項目

<p>措施。</p>	
<p><u>第 17 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司宜採用國內外通用之標準或指引，執行企業溫室氣體盤查並予以揭露，其範疇宜包括：</p> <p>一、直接溫室氣體排放：溫室氣體排放源為公司所擁有或控制。</p> <p>二、間接溫室氣體排放：外購電力、熱或蒸汽等能源利用所產生者。</p> <p><u>第 17 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司宜注意氣候變遷對營運活動之影響，並依營運狀況與溫室氣體盤查結果，制定公司節能減碳及溫室氣體減量策略，及將碳權之取得納入公司減碳策略規劃中，且據以推動，以降低公司營運活動對氣候變遷之衝擊。</p>	<p>(三) 公司是否注意氣候變遷對營運活動之影響，並執行溫室氣體盤查、制訂公司節能減碳及溫室氣體減量策略？</p>

<p>維護 社會 公益</p>	<p><u>第 18 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司應遵守相關法規，及遵循國際人權公約，如性別平等、工作權及禁止歧視等權利。</p> <p><u>第 18 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司為履行其保障人權之責任，應制定相關之管理政策與程序，其包括：</p> <p>一、提出企業之人權政策或聲明。</p> <p>二、評估公司營運活動及內部管理對人權之影響，並訂定相應之處理程序。</p> <p>三、定期檢討企業人權政策或聲明之實效。</p> <p>四、涉及人權侵害時，應揭露對所涉利害關係人之處理程序。</p> <p><u>第 18 條第 3 項</u></p> <p>上市上櫃公司應遵循國際公認之勞動人權，如結社自由、集體協商權、關懷弱勢族群、禁用童工、消除各種形式之強迫勞動、消除僱傭與就業歧視等，並確認其人力資源運用政策無性別、種族、社經階級、年齡、婚姻與家庭狀況等差別待遇，以落實就業、雇用條件、薪酬、福利、訓練、考評與升遷機會之平等及公允。</p> <p><u>第 18 條第 4 項</u></p> <p>對於危害勞工權益之情事，上市上櫃公司應提供有效及適當之申訴機制，確保申訴過程之平等、透明。申訴管道應簡明、便捷與暢通，且對員工之申訴應予以妥適之回應。</p>	<p>(一) 公司是否依照相關法規及國際人權公約，制定相關之管理政策與程序？</p> <p>(二) 公司是否設置員工申訴機制及管道，並妥適處理？</p>
-------------------------	--	--




<p><u>第 19 條</u></p> <p>上市上櫃公司應提供員工資訊，使其了解依營運所在地國家之勞動法律及其所享有之權利。</p>	<p>無對應評估項目</p>
<p><u>第 20 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司宜提供員工安全與健康之工作環境，包括提供必要之健康與急救設施，並致力於降低對員工安全與健康之危害因子，以預防職業上災害。</p> <p><u>第 20 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司宜對員工定期實施安全與健康教育訓練。</p>	<p>(三) 公司是否提供員工安全與健康之工作環境，並對員工定期實施安全與健康教育？</p>
<p><u>第 21 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司宜為員工之職涯發展創造良好環境，並建立有效之職涯能力發展培訓計畫。</p>	<p>(五) 公司是否為員工建立有效之職涯能力發展培訓計畫？</p>
<p><u>第 21 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司應將企業經營績效或成果，適當反映在員工薪酬政策中，以確保人力資源之招募、留任和鼓勵，達成永續經營之目標。</p>	<p>無對應評估項目</p>
<p><u>第 22 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司應建立員工定期溝通對話之管道，讓員工對於公司之經營管理活動和決策，有獲得資訊及表達意見之權利。</p> <p><u>第 22 條第 3 項</u></p> <p>上市上櫃公司應以合理方式通知對員工可能造成重大影響之營運變動。</p>	<p>(四) 公司是否建立員工定期溝通之機制，並以合理方式通知對員工可能造成重大影響之營運變動？</p>
<p><u>第 22 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司應尊重員工代表針對工作條件行使協商之權力，並提供員工必要之資訊與</p>	<p>無對應評估項目</p>

<p>硬體設施，以促進雇主與員工及員工代表間之協商與合作。</p>	
<p><u>第 22-1 條</u></p> <p>上市上櫃公司對其產品或服務所面對之客戶或消費者，宜以公平合理之方式對待，其方式包括訂約公平誠信、注意與忠實義務、廣告招攬真實、商品或服務適合度、告知與揭露、酬金與業績衡平、申訴保障、業務人員專業性等原則，並訂定相關執行策略及具體措施。</p>	<p>(六)公司是否就研發、採購、生產、作業及服務流程等制定相關保護消費者權益政策及申訴程序？</p>
<p><u>第 23 條</u></p> <p>上市上櫃公司應對產品與服務負責並重視行銷倫理。其研發、採購、生產、作業及服務流程，應確保產品及服務資訊之透明性及安全性，制定且公開其消費者權益政策，並落實於營運活動，以防止產品或服務損害消費者權益、健康與安全。</p>	<p>無對應評估項目</p>
<p><u>第 24 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司應依政府法規與產業之相關規範，確保產品與服務品質。</p> <p><u>第 24 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司對產品與服務之行銷及標示，應遵循相關法規與國際準則，不得有欺騙、誤導、詐欺或任何其他破壞消費者信任、損害消費者權益之行為。</p>	<p>(七)對產品與服務之行銷及標示，公司是否遵循相關法規及國際準則？</p>
<p><u>第 25 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司宜評估並管理可能造成營運中斷之各種風險，降低其對於消費者與社會造成之衝擊。</p> <p><u>第 25 條第 2 項</u></p>	<p>無對應評估項目</p>



<p>上市上櫃公司宜對其產品與服務提供透明且有效之消費者申訴程序，公平、即時處理消費者之申訴，並應遵守個人資料保護法等相關法規，確實尊重消費者之隱私權，保護消費者提供之個人資料。</p>	
<p><u>第 26 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司宜評估採購行為對供應來源社區之環境與社會之影響，並與其供應商合作，共同致力落實企業社會責任。</p> <p><u>第 26 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司於商業往來之前，宜評估其供應商是否有影響環境與社會之紀錄，避免與企業之社會責任政策抵觸者進行交易。</p> <p><u>第 26 條第 3 項</u></p> <p>上市上櫃公司與其主要供應商簽訂契約時，其內容宜包含遵守雙方之企業社會責任政策，及供應商如涉及違反政策，且對供應來源社區之環境與社會造成顯著影響時，得隨時終止或解除契約之條款。</p>	<p>(八)公司與供應商來往前，是否評估供應商過去有無影響環境與社會之紀錄？</p> <p>(九)公司與其主要供應商之契約是否包含供應商如涉及違反其企業社會責任政策，且對環境與社會有顯著影響時，得隨時終止或解除契約之條款？</p>
<p><u>第 27 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司應評估公司經營對社區之影響，並適當聘用公司營運所在地之人力，以增進社區認同。</p> <p><u>第 27 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司宜經由股權投資、商業活動、捐贈、企業志工服務或其他公益專業服務等，將資源投入透過商業模式解決社會或環境問題之組織，或參與社區發展及社區教育之公民組織、慈善公益團體及政府機構之相關活動，</p>	<p>無對應評估項目</p>

	以促進社區發展。	
加強 資訊 揭露	<p><u>第 28 條第 1 項</u></p> <p>上市上櫃公司應依相關法規及上市上櫃公司治理實務守則辦理資訊公開，並應充分揭露具攸關性及可靠性之企業社會責任相關資訊，以提升資訊透明度。</p> <p><u>第 28 條第 2 項</u></p> <p>上市上櫃公司揭露企業社會責任之相關資訊如下：</p> <p>一、經董事會決議通過之企業社會責任之政策、制度或相關管理方針及具體推動計畫。</p> <p>二、落實公司治理、發展永續環境及維護社會公益等因素對公司營運與財務狀況所產生之風險與影響。</p> <p>三、公司為企業社會責任所擬定之履行目標、措施及實施績效。</p> <p>四、主要利害關係人及其關注之議題。</p> <p>五、主要供應商對環境與社會重大議題之管理與績效資訊之揭露。</p> <p>六、其他企業社會責任相關資訊。</p>	<p>(一) 公司是否於其網站及公開資訊觀測站等處揭露具攸關性及可靠性之企業社會責任相關資訊？</p>
	<p><u>第 29 條</u></p> <p>上市上櫃公司編製企業社會責任報告書應採用國際上廣泛認可之準則或指引，以揭露推動企業社會責任情形，並宜取得第三方確信或保證，以提高資訊可靠性。其內容宜包括：</p> <p>一、實施企業社會責任政策、制度或相關管理方針及具體推動計畫。</p> <p>二、主要利害關係人及其關注之議題。</p> <p>三、公司於落實公司治理、發展永續環境、維</p>	<p>公司企業社會責任報告書如有通過相關驗證機構之查證標準，應加以敘明：</p>

	護社會公益及促進經濟發展之執行績效與檢討。 四、未來之改進方向與目標	
--	---------------------------------------	---

由於自評項目皆以「是非題」形式呈現，公司依據自評表所定評估項目應回答是或否，並簡述其運作情形，最後須揭露或解釋與企業社會責任實務守則差異情形與原因，舉例來說，針對「落實公司治理」中評估項目「(二)公司是否定期舉辦社會責任教育訓練？」已定期舉辦社會責任教育訓練之公司須勾選「是」，並摘要說明該教育訓練之方法、內容以及期間(由於自評表未限制公司應如何展示運作情形，公司得自由以敘述性或量化資訊顯示);待摘要說明後，公司必須針對該評估項目對應的企業社會責任實務守則條文，在本例之情形即為第8條：「上市上櫃公司宜定期舉辦履行企業社會責任之教育訓練，包括宣導前條第二項(充分考量利害關係人之利益)等事項。」故公司簡單敘明：「與上市上櫃企業社會責任實務守則並無差異」即屬完成揭露。

第四目 認證

年報(公開說明書)應行記載事項並未要求公司應交由第三方認證或機構驗證，因此履行社會責任自評表如同食品、餐飲業以外之上市櫃公司CSR報告，並未強制規定認證要件，其唯一要求是公司之CSR報告若通過相關驗證機構的查證標準即應揭露之。

第三項 小結

從揭露門檻最低的年報(公開說明書)應行記載事項到編製與申報企業社會責任報告書，公開發行公司的非財務資訊有逐漸透明化之趨勢，此二者帶領我國證券市場在各大ESG評比、公司治理評比中贏得不錯成績，顯示我國企業ESG資訊揭露已經相當全面，而在GRI永續性揭露資料庫中，我國2015年有199家企業發布



CSR 報告，約半數有經過第三方認證³¹⁴。

根據統計，2017 年度我國公司發布的 CSR 報告計有 515 份，金融保險、化工與電子零組件業公司為報告出版量前三名之產業，比起 2014 年已經增加將近 200 份 CSR 報告，目前編製報告書之公司每股盈餘 (EPS) 與股東權益報酬率 (ROE) 皆高於大盤³¹⁵，顯見非財務資訊揭露並非拖累公司獲利的累贅，其實際上能夠幫助公司治理，助於公司經營更上一層樓。

另截至 2019 年 1 月，三大指數公司的 ESG 新興市場指數中，台灣在道瓊永續新興市場指數 (DJSIEM) 及 FTSE4Good 新興市場指數權重皆名列第一，MSCI 新興市場 ESG 領導者指數 (MSCIEM ESG Leader) 權重為第二高，顯示我國在非財務資訊之揭露不僅已與國際接軌，ESG 績效表現也獲得專業研究、投資諮詢等機構之高度評價³¹⁶。

第二節 缺失與困境

儘管我國現行非財務資訊揭露法制某程度提升了我國企業在國際上永續經營的能見度，現行制度仍存在數個缺失未獲解決。CSR 報告在 2018 年雖突破 500 份大關，上市櫃公司在其中就佔有 91.6% 的比例 (472 份)，依據公開資訊觀測站的資料，上市公司中自願揭露 CSR 報告者有 92 家、上櫃公司為 62 家，意即約三成上市櫃公司自願編製報告書，其餘皆為受法規強制編製，而全部揭露家數也僅佔全數上市櫃公司三成，可見半數以上的上市櫃公司仍未跟進。就算未跟進的上市櫃公司儘管因年報 (公開說明書) 應行記載事項要求揭露部分非財務資訊，然而如同前

³¹⁴ 呂淑美，我 ESG 資訊揭露領先亞洲各國，工商時報，2015 年 6 月 10 日，<https://www.chinatimes.com/newspapers/20150610000259-260210?chdtv> (最後瀏覽日：04/04/2019)。

³¹⁵ CSRone 永續報告平台，2018 台灣永續報告現況與趨勢，<https://www.csrone-reporting.com/report/show/2556> (最後瀏覽日：04/04/2019)。

³¹⁶ 臺灣證券交易所公司治理中心，我國 ESG 揭露表現亮眼，新聞稿，2019 年 2 月 27 日，<http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/2953> (最後瀏覽日：04/04/2019)。



述，履行社會責任自評表所載之揭露項目為部分企業社會責任實務守則條文內容，更別提公司揭露的品質不一、甚至差強人意者所在多有，是我國公司揭露非財務資訊的現況仍有極大進步空間，本文就研究後的觀察結果，將我國現行法制所遭遇的困境分為三部份：

首先，履行社會責任自評表揭露資訊項目非常短少，儘管能夠對照相對完整的企業社會責任實務守則，其部分條文建議的治理指引並未在自評表中要求揭露，因而公開發行公司的非財務資訊未能做到全面揭露，若只是消極仰賴企業自動自發，有鑑於我國自律的經驗對於促進普遍企業社會責任資訊揭露的成效並不顯著，未能全面揭露的結果將造成整體資訊量仍舊不足、透明度無法提升，最終依然導致投資人、利害關係人信心不足甚至無法吸引外資的窘境。

再者，縱使我國有 CSRR 作業辦法此相對全面的非財務資訊揭露法規，其僅強制特定產業、規模上市櫃公司的結果，目前只能達到總體約三成的揭露數，除此之外的公開發行公司，普遍在履行社會責任自評表中差強人意的揭露品質，也造成我國大多數公司非財務資訊揭露不足的缺失。

第三，則為董事在非財務資訊揭露之責任問題，尤其在公司法第 1 條第 2 項增訂以後，我國將面臨許多實務上的難題，董事在企業社會責任方面的受託人責任必須重新探討，另外在公司揭露不實、或刻意遺漏非財務資訊時是否有相應的民事或刑事責任。以下本文將分別討論上述三大問題與學者意見。

第一項 非財務資訊未能全面揭露

在年報(公開說明書)應行記載事項新增履行社會責任自評表以前，上市櫃公司企業社會責任之相關資訊揭露項目訂於企業社會責任實務守則中，其內容如下：

- 一、經董事會決議通過之企業社會責任之治理機制、策略、政策及管理方針。



二、落實推動公司治理、發展永續環境及維護社會公益等因素對公司營運與財務狀況所產生之風險與影響。

三、公司為企業社會責任所擬定之履行目標及措施。


四、企業社會責任之實施績效。

五、其他企業社會責任相關資訊。

雖然上述企業社會責任實務守則中開展的資訊揭露範圍十分模糊，無從作為一個完整的揭露框架，然而事實上，企業社會責任資訊的揭露就是「企業社會責任治理的揭露」，企業社會責任實務守則最重要的功能，在於提供公司履行企業社會責任時分別在公司治理、環境及社會等面向的治理方向，透過此 ESG 治理架構，公司能夠從中建立屬於自己的企業社會責任治理政策，本文認為上述企業社會責任相關資訊揭露的細緻化即已呈現在守則每一條文當中，故整部企業社會責任實務守則實際上就是簡易的非財務資訊揭露框架雛形，也因此，履行社會責任自評表才從中揀選出較通用並具重要性的內容要求公司表述差異。

第一款 未能全面揭露的非財務資訊

依據前述表 7 現行企業社會責任實務守則與履行社會責任自評表之差異所整理的條文差異，企業社會責任實務守則並未全部納入履行社會責任自評表應揭露範圍之治理項目，撇除部分條文係重申「法遵」之重要性（例如第 11 條公司應遵循環境相關法規及相關之國際準則），金管會揀選特定治理議題作為揭露項目之邏輯並未在立法理由中呈現，本文認為可能原因為受檢選條文之遵循門檻相對較低、揭露相對容易，以其遺漏的第 14 條為例，企業社會責任實務守則建議公司「設立環境管理專責單位或人員，以擬訂、推動及維護相關環境管理制度及具體行動方案，並定期舉辦對管理階層及員工之環境教育課程。」公司可能必須付出相當程度的成本才能落實，若在履行社會責任自評表要求其揭露，勢必遭致部分公司反彈。



另一可能的原因是部分條文無具體的遵循內容，例如第 15 條公司宜「考慮營運對生態效益之影響，促進及宣導永續消費之概念，並依下列原則從事研發、採購、生產、作業及服務等營運活動，以降低公司營運對自然環境及人類之衝擊……」對公司而言較像是企業道德的宣導養成而非具體治理行為之建議。

然而本文認為，上述揀選部分項目要求公司揭露之理由並不成立。其一，企業社會責任實務守則所建議的 ESG 治理事項，都是來自於 GRI、聯合國全球盟約、OECD 多國企業領導綱領等國際標準³¹⁷，並非由 TWSE 自行創設，這些治理項目既然作為國際企業通用標準，對多數公司而言要求不至於過苛；其二，企業社會責任實務守則既然以「易於上市上櫃公司履行」為其立法目的之一³¹⁸，可見相關內容已經以容易遵循、遵循成本低的標準制定，履行社會責任自評表卻又選擇性地遺漏部份條文要求公司揭露差異原因，作為全部公開發行公司「唯一非財務資訊來源」卻如此陽春，無助於相關利害關係人了解公司 ESG 架構；其三，縱為道德宣導性質的法條或是法遵的重申，仍能夠要求公司描述如何將之內化在公司營運活動中，相關公司政策內規、管理措施或是法遵部門的作業流程等等，無礙於其作為揭露項目具體呈現；最後，履行社會責任自評表既為遵循或解釋性質，任何未能遵循、不想遵循的公司都可以解釋替代，並不存在強制揭露導致的揭露成本問題。

履行社會責任情形自評表的填載，最關鍵者毋寧是公司應自我審視營運活動是否與理想的企業社會責任治理行為一致、若非一致則其原因為何，則無論金管會基於何原因揀選揭露項目，都會因為部分治理項目未獲納入而導致非財務資訊揭露並未全面，更遑論企業社會責任實務守則本來就是較低程度的治理要求。

本文認為，年報（公開說明書）應行記載事項既然作為投資人、利害關係人可

³¹⁷ 李秀玲，前揭註 283，頁 9-10。

³¹⁸ 「考量企業社會責任之概念在國內上市上櫃公司尚未生根，推動企業社會責任宜採循序漸進方式，初期為協助上市上櫃公司實踐企業社會責任，以易於上市上櫃公司履行為主。」同前註，頁 9。



能唯一的非財務資訊來源，傳達的內容自應全面且完整，何況立法者有意以資訊揭露促進公司重視企業社會責任，非財務資訊揭露的不完全將使該初衷大打折扣。

第二款 企業社會責任實務守則之規範性質

由於要求公司揭露的非財務資訊範圍並不全面，企業社會責任實務守則在此是否能起到補充作用即是關鍵，然而問題在於企業社會責任實務守則乃一自律規範，本身並無強制力，在履行社會責任自評表增訂以後，企業社會責任實務守則中的揭露項目，是否因而具有強制力，或仍僅有建議性質，此問題在履行社會責任自評表之揭露範圍明顯少於企業社會責任實務守則時尤具意義，那些僅規範在企業社會責任實務守則中的條文規範性質也有討論之必要。

學者認為由企業社會責任實務守則的條文拘束力強度為區分，大致上能分為三部分：首先針對「遵法」部分，企業社會責任實務守則條文中對現行法規重述部分，例如第 11 條³¹⁹，由於公司本就有遵法義務，因此該部分強制力應等同強制規定；第二，針對與年報應行記載事項重複規定者，例如第 1 條第 2 項³²⁰，則應依循遵循或解釋原則，於年報中（即履行社會責任自評表）揭露運作情形及差異原因，而屬於遵循或解釋性質³²¹；第三，前述二者以外的條文，由於公司未遵守也毋須在年報中揭露，因此僅屬於建議規範³²²，也就是說，未納入履行社會責任自評表、只存在於企業社會責任實務守則中的條文，對公司而言並無強制力。

³¹⁹ 「上市上櫃公司應遵循環境相關法規及相關之國際準則，適切地保護自然環境，且於執行營運活動及內部管理時，應致力於達成環境永續之目標。」

³²⁰ 「上市上櫃公司宜參照本守則訂定公司本身之企業社會責任守則，以管理其對經濟、環境及社會風險與影響。」

³²¹ 然而誠如先前所述，守則條文在履行社會責任情形自評表的呈現方式相對簡單，在此情形下企業社會責任實務守則是否具有補充效力，本文認為答案是肯定的，蓋自評表中最後一欄為「與上市上櫃企業社會責任實務守則差異情形及原因」，等於要求公司依據實務守則之條文內容為揭露。

³²² 陳彥良，前揭註 100，頁 127-128。




第三款 自律/自願性揭露對目的之達成有其侷限性

在履行企業社會責任自評揭露項目不完全、企業社會責任實務守則亦無完全強制力的前提下，依循 CSRR 作業辦法及企業社會責任實務守則揭露或許能作為一配套措施，然而在此將發生過往在企業社會責任議題上談論「自律」或「自願揭露」的老問題：完全的自律是否能夠達成企業社會責任之目的？依據我國公司自律之成果證明該問題的答案一直都是否定的。

首先以 2014 年 CSRR 作業辦法增訂後的 CSR 報告揭露數為例，依據永續報告平台 CSRone 於 2019 年出具的研究報告，其發現 2018 年度出版的 528 本 CSR 報告中相較於 2017 年的 515 本僅成長了 2.5%，認為除非金管會下修應強制揭露的公司資本額門檻，否則出版數量短期內將逐漸趨緩；而在我國營收前百大企業中，僅存未揭露 CSR 報告書的 15 家企業皆是因為未達強制揭露的 50 億資本額門檻而未揭露 CSR 報告³²³。另外依據公開資訊觀測站自願申報 CSR 報告之上市櫃公司家數，2017 年度有 154 家、2016 年度有 147 家、2015 年度有 158 家、2014 年度則有 131 家，可見對於公司而言推動企業社會責任相關資訊的誘因恐怕不是自律規範，蓋自願揭露家數並未有明顯提升的趨勢。

另外，本文以我國共(兼)益公司之資訊揭露實務運作為例，如同前文所述，資訊揭露對於社會企業至關重要，特別是公司章程以及公益報告之揭露。「章程應載有公益目的」對於社會企業的重要性在於約束股東與經營階層對於公司公益目的有一具體共識，一旦董事決策背離公司章程所載內容即可依公司法相關規定咎責，然而我國現行法並未強制要求自稱為社會企業的公司揭露內部章程，學者發現儘管現行法並未強制要求社會企業揭露章程，公司法亦未禁止公司在其章程中「載

³²³ CSRone 永續報告平台，2019 臺灣暨亞洲永續報告現況與趨勢，<https://www.csrone-reporting.com/report/show/3148> (最後瀏覽日：04/07/2019)。



明公益目的」，意即社會企業揭露章程於現階段仍處於自律模式，其成效從社會創新組織登記資料庫可以發現，符合「具有社會目的、符合聯合國永續發展目標 (SDGs)」之登錄公司或非營利事業組織截至 2019 年 3 月共有 267 家，卻只有 27 家揭露「部分章程」、17 家揭露其章程之公益目的；而在公益報告揭露之情形，同樣在社會創新組織登記資料庫中，267 家登錄組織只有 3 家公開揭露其公益報告 (其中 1 家只公開 2016 年度)、1 家章程載明「應編製公益報告」卻未規定應公開，可見法規未強制規定的情況之下，我國對於具有公益目的、資訊透明的自我要求理應多於一般營利公司的社會企業，其自律的成果仍然不理想³²⁴。

第二項 現行非財務資訊揭露品質不佳

由於履行社會責任自評表揭露項目短少、自律規範也無法促進揭露，公開發行公司的非財務資訊仍未能全面揭露是不爭的事實，因而接下來的問題是，現行公司揭露的成效為何，是否多少能夠提供投資人、利害關係人有意義的非財務資訊？答案依然是否定的。

目前現行我國非財務資訊來源有前述二者：CSRR 作業辦法與年報中的履行社會責任自評表。CSRR 作業辦法只針對資本額 50 億元以上以及食品、化學、餐飲及金融保險業為強制規範，由於規範對象有限，其餘願意自主揭露 CSR 報告書的公司更加有限，故絕大部分公開發行公司的非財務資訊仍僅能仰賴每年年報中履行社會責任自評表得知，然而可惜的是，目前的自評表設計不良、公司的揭露品質不一，導致現行非財務資訊揭露成效依然不彰。

第一款 履行社會責任自評表設計不良

如第一節所述，履行社會責任自評表僅為年報(公開說明書)應行記載事項中

³²⁴ 資料來源為朱德芳〈共/兼益公司的使命維繫與經營者的當責制度，理律學堂共/兼益公司之發展與未來系列講座，2019 年 3 月 6 日。〉




之一小部分，由於尚難稱得上是獨立的報告項目，對年報的資訊量只能做到「提點」的效果，其要求公司回答評估項目的是是非題，並「摘要說明運作情形」，並未要求公司以何種方式呈現。例如下表 8 履行社會責任自評表揭露範例所示，甲、乙公司兩種揭露方法皆符合自評表要求，但是揭露內容及豐富度卻南轅北轍，由於自評表只是要求公司「摘要說明」，公司自然能夠選擇揭露內容多少，對於甲公司的利害關係人來說，其所能認識到的資訊僅止於公司有企業社會責任政策並且有主管群負責政策執行與報告；而乙公司的利害關係人除了瞭解公司 CSR 政策運作程序、專職單位由財會部門組成外，也能掌握 CSR 報告大約何時完成、應透過官網說明進度了解運作情況，故自此兩種方法所能接收到的非財務資訊量不能相提並論。

表 8 履行社會責任自評表揭露範例³²⁵

	(三)公司是否設置推動企業社會責任專(兼)職單位，並由董事會授權高階管理階層處理，及向董事會報告處理情形？			與上市上櫃企業社會責任實務守則差異情形及原因
	是	否	摘要說明	
甲公司	V		本公司推動企業社會責任，於 2015/3/06 董事會通過訂定企業社會責任實務守則之規定，今後為健全企業社會責任之管理與執行，將由本公司群主管級以上主管組成，負責企業社會責任政策、制度或相關管理方針及具體推動計畫之提出及執行，並定期向董事會報告。	無差異情形
乙公司	V		本公司財務會計單位為專職單位，並於年報及公司網站說明設置單位的運作及執行狀況，且定期向董事會報告。本公司企業社會責任工作推動小組（下稱 CSR 工作小組）運作及執行狀況如下： 1.CSR 工作小組依循計畫、執行、查核、處理四大原	符合上市上櫃公司企業社會責任實務守則規定。

³²⁵ 為貼近我國現況，本文乃以實際公司公開之年報履行社會責任情形自評表為範例，並修改部分內容避免讀者連結到特定公司。

		<p>則運作，於每年底彙整利害關係人反應之意見，評估檢討因應措施，經召集人同意後展開推動。</p> <p>2.CSR 工作小組於每年第三季開始著手編製上一年度 CSR 報告，105 年度 CSR 報告業已於 106 年 11 月 22 日發布，協助瞭解企業社會責任運作狀況。</p>	
--	--	---	---

由表 8 履行社會責任自評表揭露範例可知，履行社會責任自評表之設計無法要求公司提供利害關係人所需資訊，事實上這些資訊根本無法以三言兩語就能完成揭露，此為其一；其二，自評表並未明示該項評估項目是對應到哪條哪項，僅要求公司敘明與社會責任實務守則差異之處，幾乎每家公司都會以「無差異情形」作答，使該欄位之存在形同虛設，蓋事實上公司甚至不清楚該與守則中哪一條文比較差異。以表 8 履行社會責任自評表揭露範例的甲公司為例，該評估項目對應到的企業社會責任實務守則第 7 條第 3 項後段要求公司針對營運活動所產生之經濟、環境及社會議題之作業處理流程及各相關負責人員應具體明確，然而甲公司僅揭露其制定企業社會責任政策並組織相關主管為負責人員，對於作業處理流程、各相關負責人員皆未充分說明，公司政策是否真有明確規範作業處理流程與負責人員職責，利害關係人根本無從得知，甚至公司可能完全漏未規定，卻仍然在該欄位填上「無差異情形」。

其三，本文認為履行社會責任自評表最根本的問題在於其未能與 CSR 報告、永續報告與 ESG 報告等非財務資訊報告相提並論，只能作為公司內部審視 ESG 治理架構時的體檢報告。因為非財務資訊揭露不是勾選題，更不能「摘要說明」，非財務資訊應該為公司針對每日的營運活動所生 ESG 風險之辨識與控管成果，投資人與利害關係人並不只是要公司報告「已制定政策」，更需要公司公開其「執行成果與檢討」，故現階段的履行社會責任自評表不能稱得上非財務資訊揭露，充其量只是企業社會責任政策與措施之確認，大部分具重要性的資訊仍然存在於公司內



部，而尚未受到公司辨識、控制與揭露。

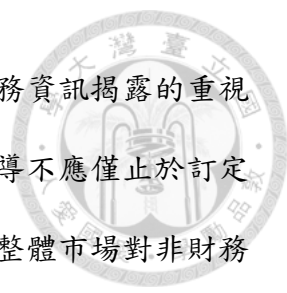
第二款 市場監督不足

既然履行社會責任自評表是如此鬆散的結構，也未見金管會或相關機關對市場上所有報告與揭露成果做過任何研究報告，公司的揭露品質良莠不齊似乎尚不能期待公權力介入改善，揭露品質的提升在我國似乎只能仰賴市場監督機制。目前我國有公司治理評鑑系統促進上市櫃企業公司治理，其在 2017 年度以後公布所有上市櫃公司的評鑑結果，有助於公司之間的良性競爭，在 2019 年度的評鑑指標中並加重了「落實企業社會責任」構面的配分，相關指標總計 18 項旨在鼓勵公司揭露更多非財務資訊³²⁶，其中卻至多只有 7 項是以履行社會責任自評表為評鑑依據，意即落實社會責任構面的得分並不一定要仰賴履行社會責任自評表的揭露內容，更遑論其僅佔整體公司治理評鑑得分的一小部分，對公司的誘因並不足以大到鼓勵其增進自己的揭露品質。

其他市場監督機制，恐怕僅剩投資人或利害關係人的要求。股東行動主義或前文所提到的風險關注行動主義在企業社會責任資訊揭露方面都是非常強而有力的監督手段，然而此前提在於參與我國市場的投資人對此議題有充分的認識與重視，以鴻海股東會上遭受外國機構投資人要求更完整的 ESG 資訊報告為例可知，外國資金進注有助於我國非財務資訊揭露品質的提升，但此個位數的事例並不足以代表我國市場已有大量外資、更遑論有其監督力量存在，尤其依據 2017 年針對我國投資人對強制編製 CSR 報告態度之實證研究，其發現普遍投資人對於編製 CSR 報告仍抱持悲觀的態度，預期公司的編製、揭露成本將大於相關收益³²⁷，因此提升我

³²⁶ 詳細評鑑簡介、指標項目請參照：臺灣證券交易所公司治理中心，公司治理評鑑，<http://cgc.twse.com.tw/evaluationCorp/listCh>（最後瀏覽日：04/09/2019）。

³²⁷ 尤琳蕙、曾思齊、劉啟群（2017），〈對強制編製企業社會責任報告書政策之市場反應：以臺灣為例〉，《會計審計論叢》，7 卷 2 期，頁 19。



國市場參與者，無論是投資人、利害關係人還是公司本身對非財務資訊揭露的重視才是上策，而重視的起源必須仰賴主管機關的領導，本文認為領導不應僅止於訂定自律規範、強制部分具有影響力的大企業公開 CSR 報告，而是整體市場對非財務資訊揭露認識的提升。


第三項 董事與公司責任

我國公司法於 2018 年增訂第 1 條第 2 項：「公司經營業務，應遵守法令及商業倫理規範，得採行增進公共利益之行為，以善盡其社會責任。」將企業社會責任明文化，正當化董事增進公共利益的決策，然而此次修法³²⁸仍引發了許多有關公司治理與董事受託人責任之討論³²⁹，本文僅針對非財務資訊揭露為以下董事責任之討論：其一，股東或利害關係人對於公司非財務資訊揭露差強人意時能否依此起訴董事違反公司法第 23 條之受託人責任，甚至能否推導出股東有非財務資訊請求權；其二，公司法明文承認企業社會責任的下一步為何，欠缺相關下位規範配套可能招致董事濫用企業社會責任之名自行其是，提升公司資訊透明度因而有相當助益，在此，非財務資訊揭露法制即肩負著檢視公司公益行為的成果，然而現行非財務資訊揭露法制除了前述揭露範圍與品質的缺漏外，也缺乏對揭露不實的處罰，公司公開虛偽、隱匿非財務資訊是否有相關責任以有效遏止經營階層洗綠，也是企業社會責任明文化的下一個問題。

依據現行非財務資訊法制，公司董事唯一有非財務資訊揭露義務者為履行社

³²⁸ 因應企業社會責任的明文化，公司法新增兩處加強落實企業社會責任的新條文：其一為股東提案權制度，第 172 條之 1 第 5 項新增社會責任股東推行社會責任事項之機會；其二為公司重整制度，第 282 條第 1 項新增工會與三分之二以上員工得向法院聲請重整，擴大對員工的保障，意即將保障利害關係人利益納入公司法的上位價值中，乃企業社會責任之展現。楊岳平，前揭註 47，頁 10-11。

³²⁹ 有關董事責任與企業社會責任的探討，請參照：楊岳平，前揭註 47；蘇怡慈（2019），〈股東優位主義與企業社會責任實踐之實證研究〉，《臺灣財經法學論叢》，1 卷 1 期。



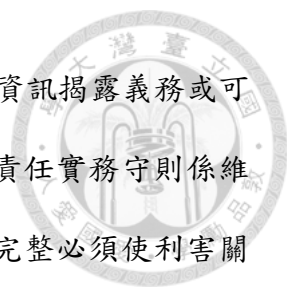
會責任自評表以及 CSR 報告，二者要求寬嚴程度不同，違反義務時面對的處罰亦不同：在 CSRR 作業辦法方面，公司未揭露企業社會責任報告書，將被監管者 TWSE 或櫃買中心處以違約金、甚至可能面臨下市下櫃；年報或公開說明書漏未記載方面，金管會則得依據證券交易法第 178 條第 1 項第 4 款處新台幣 24 萬至 240 萬元罰鍰，然而上述兩者皆無法推導出公司對股東之責任，股東並不能因此對公司咎責，同時亦無法推導出公司必須揭露完整的非財務資訊，一旦公司依規定揭露報告即難認定其違反義務。

第一款 董事受託人責任與非財務資訊揭露請求權

股東的資訊請求權，或稱股東查閱權，主要來自公司法第 210 條及第 229 條，兩者請求條件以及標的皆有所不同，而本文在此欲探討者是公司法第 23 條董事受託人責任與非財務資訊揭露之間的關係，股東能否主動要求公司揭露其採行公益行為之相關資訊，若公司拒絕揭露，股東或利害關係人能否依此主張董事違反受託人責任之問題。

由於新公司法第 1 條第 2 項本身尚難作為認定董事相關責任的法源依據，其具體落實仍然必須搭配第 23 條第 1 項公司受託人責任或相關背信罪責任，故投資人對於非財務資訊揭露之不完整，恐怕只能仰賴董事違反善良管理人注意義務的主張，只是法院在解釋上開民、刑事責任時應參考企業社會責任的立法原則，使董事不至於單純因追求公益即違反其對公司的受託人責任；而第 1 條第 2 項前段「應遵守法令及商業倫理規範」似又藉由法令及商業倫理規範使特定利害關係人利益成為公司保護之對象，可以搭配公司法第 23 條第 2 項請求賠償，故我國公司法第 1 條第 2 項有裁量型（後段）與義務型（前段）企業社會責任兩者並存的理念³³⁰。

³³⁰ 更多有關裁量型與義務型企業社會責任之說明，請參照：楊岳平，前揭註 47，頁 21。



本文認為，CSRR 作業辦法與履行社會責任自評表的非財務資訊揭露義務或可能使利害關係人利益成為公司保護對象之法源，畢竟企業社會責任實務守則係維護利害關係人利益為目的，然而有疑問者是非財務資訊揭露不完整必須使利害關係人「受有損害」為要件，資訊未完整揭露與損害之間的因果關係舉證恐怕非常困難，公司法第 23 條第 2 項成立的可能性較低。


退步言之，因為資訊揭露不完整通常會連帶公司內稽內控制度之問題，股東在第 1 項公司負責人違反受託人責任致公司受有損害之主張成立可能性則相對較高，以 2018 年長榮海運因環境風險過高遭挪威主權基金撤資案為例，長榮海運為資本額達 100 億以上、每年應強制申報 CSR 報告之上市公司，然其因對廢棄船隻處理不當並將廢棄物賣到巴基斯坦及孟加拉而危害當地環境與工人健康，遭挪威主權基金認為存在嚴重的環境、社會風險，此風險肇因於公司非財務資訊揭露不夠詳盡，並漏未處理廢棄船隻之風險控制之故，在此因撤資事件發生造成股價下跌對股東造成的損失，或可能成立股東對董事違反受託人責任之主張。

然而前述主張之成立不當然能夠推導出股東有非財務資訊揭露請求權，由於現行法規之設計，股東只能消極地等待公司內控失靈、損害發生以後才能訴請董事負責，股東以外之利害關係人甚至沒有任何權利可以主張，本文認為在現行法下只能在法規之外藉由利害關係人與公司建立的溝通管道加以解決。

第二款 非財務資訊揭露不實、隱匿責任

有關非財務資訊揭露不實之情形應如何咎責，目前只能仰賴金管會或相關監管單位的行政處分或違約金來促使公司遵法，也未曾有過 TWSE 針對公司在公開資訊觀測站揭露訊息不實裁罰之案例³³¹。公開說明書內容不實或隱匿者，有證券交

³³¹ 蘇怡慈，前揭註 329，頁 20。




易法第 32 條之民事責任及第 174 條之刑事責任尚無疑義，然而 CSR 報告與年報是否屬於證券交易法第 20 條第 2 項、第 20 條之 1 所謂「財務業務文件」尚有爭議，其一為非財務資訊報告是否屬於財務業務文件尚待釐清；其二則為非財務資訊是否對投資人為投資決策產生重大影響亦有疑義。

就年報本身是否為財務業務文件之問題，實務上通常採肯定的見解，以最近華映隱匿其承諾中國子公司獲利 10% 之資訊為例，金管會認定華映與大同公司年報、財報皆未記載 2010 年於承諾華映科技保證獲利 10% 之重大資訊，因對投資人投資決策有重大影響而違反證券交易法第 20 條並依第 171 條移送檢調³³²，非財務資訊與前述營業資訊之隱匿，本文認為亦應採相同解釋，蓋非財務資訊乃涉及公司 ESG 風險控制與管理之資訊，當然與公司營運有關；再者，非財務資訊縱使與公司財務損益表有別，其仍然與公司的資金流向息息相關，例如食品公司耗資幾億建造食品安全中心與檢測機器，雖其目的在控制管理公司營運的社會風險，卻何嘗非同時在控制公司作業與系統風險並盡可能降低公司未來可能面臨食安風暴的損失，股東在檢視公司利用當年度部分收益打造食安中心時，等於同時在檢視公司財務與非財務報告，故非財務資訊不可能逸脫公司財務表現而獨立存在。

另外在影響投資人投資決策方面，本文也持肯定意見。撇除前述有關社會責任投資或外國機構投資人的投資傾向分析，非財務資訊不實或刻意隱匿當然嚴重公司商譽，就算絕大多數的一般投資人尚無能力將公司的 CSR 報告與公司未來發展做連結，甚至我國目前大多數投資人對於強制編製 CSR 報告仍持負面態度，公司商譽與利害關係人信心仍將影響公司股價。以食安風暴時消費者抵制味全公司產品為例，味全的商譽與消費者信心因此頂新油品事件大受打擊，甚至需要播送在地

³³² 楊千瑩，大同、華映涉違反證交法 顧立雄：移送檢調，自由財經，2019 年 4 月 11 日，<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/2756012>（最後瀏覽日：04/12/2019）。



辛苦工作的酪農廣告並強調「酪農是無辜的」刺激消費者同情心行銷自家產品，公司股價更下跌至 15.85 元創新低紀錄，股東權益肯定大受影響，由此公司商譽、利害關係人信心與股價、股東權益的連結之深可想而知。因此本文認為縱然非財務資訊對公司營運、股東投資決策影響並不是那麼直觀，其仍對公司商譽與利害關係人信賴有重大影響，進而左右公司未來股價發展，實應適用證券交易法第 20 條與第 171 條追究公司責任。

第四項 小結

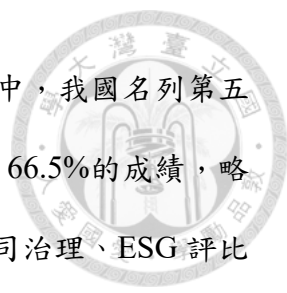
綜上所述，我國現行非財務資訊揭露法制共有三部分的缺失，首先在全部公開發行公司皆適用的年報（公開說明書）中揭露履行社會責任自評表，由於其只揀選部分企業社會責任實務守則條文作為評估項目，導致公司的非財務資訊並未全面、完整的揭露，仰賴自律規範也無法期待公司揭露更多資訊。

再者，縱使退一步接受這個不夠全面的揭露框架，因自評表的設計不良、指引不足導致實務運作上多數公司都是虛應故事，來自市場的監督力量不足也不利於非財務資訊揭露品質的提升。

最後，在我國新修訂公司法明文承認企業社會責任之後，吾人必須重新思考董事受託人責任如何輔助企業社會責任的實踐，然而目前有關非財務資訊揭露方面，股東所能依循的途徑只有傳統的公司法第 23 條可以主張，而利害關係人則只能被動地接受公司揭露的所有訊息，或尋求公司內部溝通管道爭取自己的資訊權，目前雖尚能透過解釋確立非財務資訊揭露不實、刻意隱匿的民、刑事責任，更進一步的立法彌補可能的缺漏亦仍有必要。

第三節 與香港法之比較與檢討

在 ACGA（亞洲公司治理協會）發布之 CG Watch 2018 之調查中，我國與香港



於公司治理、ESG 相關表現皆出色，ACGA 市場公司治理評比中，我國名列第五名，香港則名列第 2 名，另外在平均 ESG 評比中，我國則得到 66.5% 的成績，略低於香港 0.1%³³³。香港非財務資訊揭露雖起步較我國晚，在公司治理、ESG 評比之成績上有顯著之進步，甚至略勝我國幾分，皆歸功於 HKEX 政策推進的努力與揭露法制建置之成果，由第一、二節我國現行法制介紹可知，履行社會責任自評表與香港 ESG 報告指引確實有幾分相似，同第肆章結論所述，香港目前的非財務資訊法制雖尚且無法稱得上完美，其揭露框架的完整度、主管機關的執行態度都能夠窺見其未來在永續投資的趨勢中將助香港在國際佔有一席之地，而我國是否能從中學習使現行法制更加精進，即為本節想探討之處。以下本文將藉由我國與香港非財務資訊揭露法制的立法背景、政策進程與規範架構分析我國能夠效法之處，並接續以兩者面臨的共同困境企圖找出可能的解決辦法。

第一項 非財務資訊揭露法制架構之比較

第一款 立法背景與政策進程

根據前述學者整理的企業社會責任三大誘因：社會治理面向、政策遊說面向和競爭力面向分析，在我國，政府建構企業社會責任相關法制的動機並非在地的跨國企業所遊說形塑而成，因此政策遊說面向並不適用於我國；而社會治理面向以「企業製造在地的社會問題應由企業以企業社會責任來回應」作為政府積極制訂相關法制達到社會治理目標，似乎某程度地反映了我國主管機關針對食安、環境污染等社會問題而強制食品、餐飲與化學業的上市櫃公司出具企業社會責任報告書的法制建構，然而以主管機關津津樂道的「國際趨勢」、「我國公司 ESG 評比居全球第 2 名」等政策宣導，似乎又可以嗅出競爭力面向的可能性。

³³³ ACGA, CG WATCH 2018: Hard Decisions, available at: <https://www.acga-asia.org/cgwatch-detail.php?id=362> (last visited: Jul 15, 2019), at 4-6.



本文認為驅動我國政府作為的動機仍以競爭力面向為主，蓋社會治理面向在我國而言必須等待重大社會問題發生，政府才有所作為實在緩不濟急，且非財務資訊揭露法制之根源——企業社會責任實務守則之訂定早在一切重大社會問題發生之前即已拍板定案，故我國無論金管會、TWSE 或櫃買中心，與 HKEX 的政策面向仍大致相同，兩者所期待達成的國際金融市場之地位亦沒有不同。

另外在非財務資訊揭露政策進程上，我國與香港皆採循序漸進之方式。在推動初期，我國有企業社會責任實務守則，香港則在主板上市規則中有相關建議規定，藉由自律規範將企業社會責任與非財務資訊揭露概念帶入市場中，同時透過講座、諮詢文件等媒介為政策宣導並提供公司所需幫助；爾後，我國係以特定產業、規模企業為強制揭露規定，全部公開發行公司採行的履行社會責任自評表則依遵循或解釋原則為相對寬鬆的揭露框架，未來並不排除逐步擴大強制編製 CSR 報告的規範對象，而在香港方面，其以所有上市公司為 ESG 報告規範對象，規範性質採遵循或解釋原則，針對社會範疇的 KPIs 以建議揭露形式鼓勵公司揭露更加完整的非財務資訊，是其揭露項目上也保有某程度的彈性。

然而在差異處上，本文認為我國無論金管會、TWSE 或是櫃買中心，對非財務資訊在實務上的揭露情形尚缺乏更加全面的研究，在業界的溝通管道上也未如同 HKEX 一般製發時程規劃完整、規範說明詳盡的諮詢文件，更未針對揭露項目逐一討論，儘管業界的回應對政策的執行不一定有所助益，然而從香港的經驗可以看到，諮詢文件的回應能夠得到許多外國機構投資人支持，可見非財務資訊更透明的政策方向確實有助於吸引外資，而這些數據的分析與結論也有助於政策的遊說，很有可能提升自律的成效。

第二款 揭露法制架構

由於我國在非財務資訊揭露法制建構中，比起香港多了 CSRR 作業辦法強制



要求特定企業揭露 CSR 報告，故本文在此傾向以規範性質、揭露框架較接近的履行社會責任自評表與 ESG 報告指引為比較，必要時再輔以 CSRR 作業辦法與企業社會責任實務守則為補充。

第一目 規範性質與揭露項目

在非財務資訊法制架構方面，首先香港的 ESG 報告指引與我國年報、公開說明書之履行社會責任自評表都採遵循或解釋原則，並皆以附表的形式呈現公司應揭露之項目，同先前法制建構方式之處所述，此種以自評表形式的揭露框架比起法條明文設計「公司應揭露……」，更能夠完整展現非財務資訊各議題的揭露範圍與標準，並能配合國情、當地市場狀況而量身定做專屬的揭露項目，同時因其係參考 GRI 等國際揭露標準之故，也能協助公司熟悉未來將可能接觸到的國際標準，而跨出非財務資訊揭露的第一步。

然而我國與香港在揭露項目有重大的差異，表 9 香港 ESG 報告指引與我國履行社會責任自評表之揭露項目差異範例為本文以類似的揭露項目為例，ESG 報告指引與履行社會責任自評表在展示一個相似揭露議題的表達方式上有何差異。

表 9 香港 ESG 報告指引與我國履行社會責任自評表之揭露項目差異範例

規範	揭露項目	
香港 ESG 報告指引	一般揭露	A3. 環境及天然資源 減低發行人對環境及天然資源造成重大影響的政策
	KPI	描述業務活動對環境及天然資源的重大影響及已採取管理有關影響的行動。
我國履行社會責任	(二)公司是否依其產業特性建立合適之環境管理制度？	
		與上市上櫃企業社會責任實務守則差異情

自評表	是	否	運作情形	形與原因
-----	---	---	------	------


如表 9 香港 ESG 報告指引與我國履行社會責任自評表之揭露項目差異範例所示，首先非常顯而易見的，在揭露內容中 ESG 報告指引比我國多了關鍵績效指標項目，儘管 KPIs 只在環境範疇中公司有遵循或解釋義務（社會範疇中則為建議揭露），公司揭露環境議題的量化數據分析等於增加更多直觀的非財務資訊方便讀者閱讀，就此，我國量化的非財務資訊揭露，只有在選擇遵循 GRI 準則編制 CSR 報告的公司（無論是自願還是強制）才能看到。

再者，由於我國履行社會責任自評表係採是非題方式呈現揭露項目，儘管要求公司揭露「運作情形」，然而此種表達方式很容易讓公司誤會能以三言兩語交代完畢，其結果如同第二節所述，公司之揭露內容可能不完整並且良莠不齊，例如公司可以勾選「是」並在運作情形填載「本公司於 2014 年 3 月 16 日董事會通過環境保護政策。」也能算是符合揭露規則，實際上股東與利害關係人根本無從自這句話中獲得任何政策內容與成效分析。

第三，履行社會責任自評表雖然立意良善，欲公司將自身政策與企業社會責任實務守則比較，然而同前所述，自評表中並未詳盡指出要公司比較的實務守則條文內容，等於公司的揭露泛形式化，縱使與實務守則規定差異甚大，也可能填上「無差異」，結果來說與「未遵循」且「未解釋」無異。除此之外，我國的揭露項目明顯少於香港，與 GRI 準則各議題比較即可明瞭，故履行社會責任自評表仍然是相對陽春的揭露框架，而香港雖然同樣自訂專屬的揭露框架，其揭露議題面向都能夠看出其參考 GRI 揭露標準的軌跡，在此我國與香港即存在很大的差異。

第二目 主管機關與違反效果

在主管機關方面，履行社會責任自評表因屬於年報（公開說明書）應記載事項之一，故金管會得依證券交易法相關規定處以罰鍰等行政處罰，而香港 ESG 報告



指引則與我國 CSRR 作業辦法相同，屬於上市櫃公司與 TWSE、櫃買中心的上市櫃契約內容之一部分，違反者得處違約金並可能面臨下市的處分。在此，似乎我國違反效果較為嚴格，然而履行社會責任自評表非常寬鬆之故，事實上公司要違反此揭露規範十分困難，毫無適用罰則的可能性，因此我國對普遍公司的管制力道其實低於香港。

唯有在特定規模、產業公司受 CSRR 作業辦法規範之對象可能面臨較高程度的管制，此點反而香港尚未有類似要求社會、環境影響力大的企業強制揭露 CSR 報告之規定。

第三目 規範對象、揭露形式與發佈時間

在揭露對象方面，香港與我國皆以公開發行的公司為揭露主體，雖然香港較特殊之處為 GEM 上市的中小型公司，惟依據先前提到的 GEM 上市規則，中小型公司（small and mid-sized companies）欲上市應具有「經營業務有現金流入，前兩年營業現金流合計 3,000 萬港元以上且市值 1.5 億港元以上」之規模，其股份分散程度的要求並須「最低公眾持股比例 25% 且至少 100 名股東」因此香港的規範對象範圍比起我國履行社會責任自評表的適用對象要少許多。

有關揭露形式與發佈時間，我國雖未限制公司只能以自評表形式揭露，然而縱使公司出具 CSR 報告，仍應回頭在自評表中載明查閱企業社會責任報告書方式及索引頁次，因此對報告的形式要求相較香港的毫無限制較高。

而在發佈時間上，履行社會責任自評表因為年報之一部，因此應依證券交易法第 36 條第 3 項在股東會召集期限為 6 月 30 日前備置並分送給各股東，香港則容許公司晚於年報發布後三個月內揭露，綜合來說我國對揭露形式的要求比起香港還要嚴格許多。



第四目 認證

由於履行社會責任自評表與 ESG 報告指引之定位都是協助公司揭露非財務資訊，其公信力的要求即相對寬鬆，兩者皆未要求公司取得第三方認證，唯有我國食品、餐飲業公司的 CSR 報告必須與會計師的意見書一同揭露。然而香港在其諮詢文件中有強調儘管未要求公司認證，仍會基於其監管角色不定期抽查公司揭露文件，此種政策執行的宣示似乎比起我國還要嚴謹。

第三款 小結

綜合上述，我國與香港非財務資訊揭露法制之異同處簡單整理如表 10 我國與香港非財務資訊揭露法制的異同處，本文認為履行社會責任自評表與 ESG 報告指引雖有多處相似之處，然而最關鍵的差異——揭露項目上即成為我國與香港在公司揭露品質的重大分歧點，從上述分析可知，我國現行非財務揭露法制之缺失可以透過揭露範圍、內容要求的修正而得到很大程度的改善，KPIs 與更完整的非財務資訊議題都是我國下一步能夠努力的方向，儘管二者對起步的公司而言是個相對沈重的負擔，然而如同第二節所述，目前的揭露品質與公司未揭露非財務資訊實際上差異並不大，唯有提升公司揭露的嚴謹度與豐富度，才是克服目前實務障礙的唯一路途。


表 10 我國與香港非財務資訊揭露法制的異同處

	我國		香港
	CSRR 作業辦法	履行社會責任自評表	ESG 報告指引
主管機關	TWSE/櫃買中心	金管會	HKEX
規範對象	食品、餐飲、化工、金融保險業與資本額 50 億以上公司	公開發行公司	主板、GEM 板上市公司
規範性質	強制	遵循或解釋	遵循或解釋

揭露形式	獨立 CSR 報告	為年報之一部分	不限
發佈時間	6/30，例外在 9/30 前	年報發布以前 (6/30)	年報發布後 3 個月內
揭露框架	GRI 準則	自評表	自評表
揭露項目	依循 GRI 準則，至少應依循核心選項	參考企業社會責任實務守則部分條文自訂 (共 16 項)	參考 GRI 準則自訂 (KPIs 與一般揭露項目總計 29 項)
認證	食品、餐飲業公司應出具會計師意見書	無	無，會不定期抽查公司揭露狀況
法律效果	違約金	行政罰鍰	違約金

第二項 共有困境與檢討——代結論

揭露品質參差不齊以及自律規範無法作為公司揭露誘因，為我國與香港非財務資訊揭露法制所面臨之共同困境。在揭露品質上，儘管香港的自評表設計相對較為全面，其揭露項目中亦有量化指標，然而遵循或解釋原則等於提供了公司「不揭露」的選項，縱使要求公司解釋，解釋到不到位監管者亦不容易把關，導致香港目前實務仍然有「未遵循與未解釋」情形發生，所謂未解釋亦包含「未提供經過公司審慎考慮的理由」，可見香港雖比我國有更嚴謹的揭露框架、監管者的執行態度上亦積極許多，而市場也有不少來自國外機構投資人的支持聲音，其成果仍然有待加強。本文認為，在此唯有提升市場上對非財務資訊的重視，輔以主管機關更加積極的推動相關揭露指導，才能有效改善報告品質良莠不齊的問題。另外，由於香港在社會範疇的 KPIs 仍然在建議揭露階段，按其業界的研究報告發現，普遍公司在 KPIs 的揭露項目上只成長了 7%，儘管全數揭露的公司增加了 2 倍仍然僅佔非常少數，可見公司揭露的進步速度差強人意。在此本文同樣認為提升公司及投資人對非財務資訊的認識與重視，或許有助於改善目前我國與香港自律規範(建議規定)成效不彰的難題。



提升市場對非財務資訊重視的方法，唯有仰賴更加嚴謹的規範性質才能做到。例如在香港方面，提升社會範疇的 KPIs 至遵循或解釋程度，在我國則在自評表中新增量化的揭露指標，或重新制定更加完整的揭露框架，申言之，唯有讓公司實際參與遊戲、了解遊戲規則，才能促使公司在揭露品質、內容上更加進步，或許進而有助於提升公司自願依循 GRI 準則、出具 CSR 報告的意願。



第陸章 結論

依本文從各國非財務資訊揭露法制到我國現行法制之觀察，我國在政策方向上可以說已經走在企業社會責任的正確道路，也可以期待企業的永續經營在不久的將來會成為我國投資趨勢。如第伍章指出者，目前尚欠缺的拼圖即為揭露框架更加完善的全面非財務資訊揭露規範，無論其改變是從現有的履行社會責任自評表下手，或是重新參考 GRI 準則與香港的 ESG 報告指引制定出更切合股東、利害關係人需求的資訊揭露框架（例如非財務資訊揭露專法）相信都能有所斬獲。為了更清楚表達本文看法，本章第一節將整理並總結我國未來可行的修法方向，望能夠拋磚引玉，並於第二節提出本文最後的結論。

第一節 修法建議

綜合第參、肆、伍章有關非財務資訊揭露法制之探討與分析結果，本文就我國現行非財務資訊揭露法制之檢討方向分為四大項目加以闡述。

第一項 全面修正履行企業社會責任自評表

本文認為目前最迫切、首要的目標即為修正年報（公開說明書）應行記載事項內的非財務資訊揭露要求——即履行社會責任自評表之揭露與評估項目內容。如第伍章第二節所述，履行社會責任自評表未完整呈現企業社會責任實務守則之條文內容已然嚴重造成公開發行公司普遍非財務資訊揭露不夠全面之弊病，不僅如此，自評表揭露項目與要求過於簡單，大多數公開發行公司的揭露品質不甚理想，更遑論自評表尚欠缺確保公司揭露資訊完整、正確的相關規定或罰則，無法有效防免公司揭露虛偽或隱匿資訊而侵害股東與利害關係人權益。



第一款 真正全面的非財務資訊揭露法制

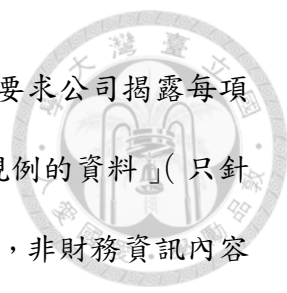
由於履行社會責任自評表係參考企業社會責任實務守則條文訂定而來，然依據表 7 現行企業社會責任實務守則與履行社會責任自評表之差異呈現之條文差異狀況，可知我國現行唯一適用於全體公開發行公司的非財務資訊揭露程度仍稱不上「全面」，則我國目前上缺乏真正全面的非財務資訊揭露法制。

要做到此點，事實上並不困難。本文認為現階段應將企業社會責任實務守則之所有條文轉換為履行社會責任自評表之評估內容，斷不得「部分揀選」且「語意不清」，此舉非但能提升現行非財務資訊揭露議題的全面性，亦能夠解決當履行社會責任自評表漏未要求揭露時，企業社會責任實務守則是否能發揮補充效果的解釋問題；在下一階段，本文則認為可參考香港 ESG 指引，依據 GRI 準則制定更符合國際公認標準的自評表內容，然而何議題宜採納、何議題不宜採納，皆須待主管機關、專家學者與業者合作，唯有經過產、官、學三方充分溝通，才是制訂最適合我國的非財務資訊揭露法制之唯一道路。

第二款 具體化資訊揭露項目

在建立更全面的履行社會責任自評表之同時，其資訊揭露項目亦應同步修正。依據第五章第二節第二項第一款「履行社會責任自評表設計不良」以及表 8 履行社會責任自評表揭露範例之說明，由於自評表只是要求公司「摘要說明」，公司自然能夠選擇揭露內容多少，導致各家公司資訊揭露品質不一；另外，自評表未明示評估項目對應之法條項目，僅要求公司敘明與社會責任實務守則差異之處，從而幾乎每家公司都會以「無差異情形」作答，使該欄位之存在形同虛設，蓋事實上公司甚至不清楚該與守則中哪一條文比較差異。


欲改善公司資訊揭露品質不一的問題，首要目標即為明確定義欲公司揭露的非財務資訊內容。以香港 ESG 指引為例，相較我國履行社會責任自評表要求公司



「摘要說明」各評估項目的「運作情形」，其遵循或解釋的條文要求公司揭露每項議題的「政策」以及「遵守對發行人有重大影響的相關法律及規例的資料」(只針對某些議題)還要具體並明確很多。正如本文第參章第一節所述，非財務資訊內容應待法規訂定具體、清楚的要求始得劃定範圍與定義，一個籠統定義的非財務資訊內容只會招致多數撰寫者、閱讀者之間的溝通障礙，無助於非財務資訊量之提升，因此，本文認為履行社會責任自評表應更加縮小其欲公司揭露的資訊範圍，例如「運作情形」究竟專指該評估項目的何種資訊：「政策」、「法律遵循情形」、「作業流程」抑或是「負責人權責內容」皆應具體明確，才能有效避免給予公司過多自由發揮的空間，導致敷衍情形再度出現。

在具體化自評表之非財務資訊內容要求後，本文認為應進一步考慮增訂關鍵績效指標等有助於股東、利害關係人了解公司「量化資訊」之揭露項目。目前香港 ESG 指引雖僅強制要求公司揭露環境範疇內的關鍵績效指標，但有越來越多的香港上市公司開始嘗試揭露社會範疇內的關鍵績效指標，本文認為在修正履行社會責任自評表之後並加入關鍵績效指標作為揭露項目之一不失為我國公開發行公司開始嘗試揭露「量化資訊」之契機。非財務資訊與公司財務資訊相似之處，即在於兩者同樣能夠透過數字呈現公司的應對成效，相較於「政策」、「具體制度」，股東與利害關係人最迫切知道的莫過於公司非財務風險的控制程度，因此除了敘述性的非財務資訊，量化資訊在非財務資訊揭露中亦應扮演同樣重要的角色，然而主管機關在此應扮演公開發行公司開始揭露的領導者，無論參考 HKEX 舉辦多場工作坊、安排專家提供技術指導，或是提供公司揭露上所需的一切資源，皆為主管機關提升非財務資訊揭露品質不得不面對的政策難題。

最後，有關履行社會責任自評表的「解釋」欄位，其要求公司揭露「與企業社會責任實務守則差異處及原因」實質上形同虛設之問題，本文認為將該欄位刪去或



許才是上策。我國現行法下，履行社會責任自評表係配合企業社會責任實務守則條文而制定，才會出現要求公司回歸法條內容解釋差異處與原因之情形，因此我國若能效法香港 ESG 指引，將遵循或解釋原則說明清楚，並搭配完整、明確的資訊揭露項目，履行社會責任自評表根本不需要此一欄位的建置，蓋遵循或解釋的遊戲規則非常明確，只要公司無法揭露該項資訊內容，即應提供讀者完整的解釋，如此亦能避免造成公司不清楚評估項目應與企業社會責任實務守則何條何項對應比較的揭露障礙。


第三款 隱匿、虛偽資訊之公司責任

有關違反履行社會責任自評表要求的法律效果，如第五章第二節第三項第二款「非財務資訊揭露不實、隱匿責任」所述，目前只能仰賴金管會或相關監管單位的行政處分或違約金來促使公司遵法，也未曾有過 TWSE 針對公司在公開資訊觀測站揭露訊息不實裁罰之案例³³⁴，在推行非財務資訊揭露法制之初期，應尚且足夠，蓋以現在我國企業對非財務風險的重視度而言，多數公司仍未意識到企業社會責任與其資訊對公司治理的重要性以及對未來公司績效表現的相關性，從而以罰鍰、違約金等行政責任作為公司揭露不實、隱匿資訊之法律效果在現階段下可能最為合適。然而非財務資訊揭露縱尚未在我國發酵，終究會在政策推行以後越趨重要，甚至有學者即認為環境類資訊應屬於證券法規資訊揭露之一環，適用證券詐欺條款以保障投資人³³⁵，因此本文認為我國仍應思考未來證券交易法中資訊揭露不實、隱匿之民事責任在非財務資訊揭露之適用可能³³⁶。

³³⁴ 本文認為之所以尚缺乏非財務資訊不實裁罰的案例，主要原因為非財務資訊揭露法制尚未普及（CSR 報告只有少部分上市櫃公司應揭露），履行社會責任自評表要求的揭露門檻又極低，且非財務資訊揭露尚未成為我國公司重視，導致現行法規環境下公司並無以非財務資訊詐欺之誘因。

³³⁵ See Bagby *et al.*, *supra* note 129.

³³⁶ 基於刑法謙抑性，有論者即認為證券詐欺行為中應強調民事責任之追究以填補受害人損失並同時維持刑法最後手段性之原則，本文認為由於非財務資訊是否能與傳統財務資訊等同視之尚有爭議，先以民事責任作為非財務資訊不實之追究手段不失為一折衷辦法。戴銘昇（2007），〈論證券




正如本文上一章第二節第三項「非財務資訊不實、隱匿責任」所言，縱然非財務資訊對公司營運、股東投資決策影響並不是那麼直觀，其仍對公司商譽與利害關係人信賴有重大影響，進而左右公司未來股價發展，實應適用證券交易法第20條第2項、第20之1條追究公司民事責任。履行社會責任自評表在證券詐欺條款之解釋適用上最為棘手者，其一為非財務資訊報告是否屬於財務業務文件，其二則為非財務資訊是否得解釋為「足以影響投資人投資決策」之問題。本文認為，非財務資訊報告與公司營運有關，與公司資金流向更是息息相關，與財務業務文件應同屬一體，自應等同視之；其次，非財務資訊與投資人投資決策息息相關，甚至與公司的財務表現一樣重要，蓋非財務風險不僅影響公司商譽、進而影響股價，更會影響公司未來獲利的能力，若謂財務報告為公司的成績單，則非財務資訊報告就是公司的體檢報告，兩者皆對評價一家公司的好壞有相當影響力，進而影響投資人的投資判斷。因此本文認為非財務資訊應適用證券詐欺規範以保障重視非財務資訊之投資人。

而下一個問題，即在於適用證券詐欺規範的執行面上恐怕困難重重，主管機關應如何查核各公司所揭露的非財務資訊將是一大難題。本文認為，非財務資訊之不實或隱匿不能與非財務資訊報告的「認證機制」脫鉤，蓋確保公司資訊之公信力仍必須仰賴獨立第三方機構的專業查核認證，不論主管機關、投資人或利害關係人都沒有足夠的資源擔負此一重任，也因此非財務資訊揭露法制推行之後階段，主管機關勢必需要引入具有公信力的第三方認證辦法³³⁷，作為把關公司揭露資訊真實度的前線機制，其對於後端的資訊虛偽、隱匿之詐欺規範執行上將有所幫助。

詐欺之構成要件與民事責任》，《證交資料》，540期，頁38-39。

³³⁷ 有關第三方認證之建議請參考本章第一節第四項。



綜上所述，本文認為履行社會責任自評表之修正前階段必須側重於揭露項目之具體化，搭配主管機關的行政裁罰防止並懲罰公司「洗綠」之行為；後階段則應引入證券詐欺條款追究公司資訊不實之民事責任，強調對於投資人損失之填補，並須搭配第三方認證機制把關與查核公司資訊之真實性。

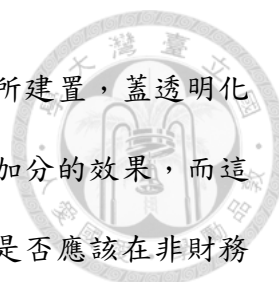
第二項 利害關係人權益保障

非財務資訊揭露法制應保護的對象為何？依據企業社會責任實務守則第3條：「上市上櫃公司履行企業社會責任，應注意利害關係人之權益，在追求永續經營與獲利之同時，重視環境、社會與公司治理之因素，並將其納入公司管理方針與營運活動。」利害關係人權益是公司履行企業社會責任時應注意之事項，公司在履行企業社會責任時應將環境、社會與公司治理因素納入其管理方針與營運活動以追求永續經營與獲利，而這裡所謂利害關係人權益即等同於環境、社會與公司治理因素，例如消費者的健康權是食品、餐飲業的社會因素；居民的健康、生存權是化工業的環境、社會因素；金融消費者受充分揭露風險之權利是金融業的社會因素等。從而，利害關係人權益為企業社會責任之保護對象，非財務資訊揭露法制既為企業社會責任法制之下位規範，利害關係人自應為其保護對象。然而我國現行非財務資訊揭露法制之規範對象限於上市櫃公司及公開發行公司，也只有強制出具CSR報告者應於公開資訊觀測站中申報，利害關係人權益似有保障不周之疑慮，本文對此想提出兩點建議。

第一款 規範對象範圍擴大

我國現行兩大非財務資訊來源：CSRR 作業辦法與履行社會責任自評表之規範對象都在公開發行公司範圍內，事實上從前述 KPMG 的研究報告³³⁸ 亦可知，絕大

³³⁸ 請參考第參章第三節以及前揭註 165，頁 16-17。



多數亞洲新興市場的非財務資訊法制皆由證交所等金融監管者所建置，蓋透明化的證券市場環境能夠為具有高成長性卻高風險的新興市場帶來加分的效果，而這些證交所的規範對象當然只及於上市公司，然未公開發行公司是否應該在非財務資訊揭露法制化外之地，有檢討之必要。

非財務資訊揭露法制之核心既然在於實踐企業社會責任，本文猜想企業社會責任實務守則僅針對「上市上櫃公司」為指引建議對象之理由在於其對環境、社會的影響力比起一般公司要大，且因為其體質相對良好，對企業社會責任的實踐能力可能較高，然而正如本文第參章第三節所述，此規範對象範圍的劃定未必正確之原因，除了非財務資訊揭露的利大於弊外，還在於這些未上市的中小型企业通常扮演著大型企業的原料供應商、上游廠商等角色，上市櫃公司的商品服務時常仰賴於這些企業的服務，因此中小型企业非財務資訊之揭露也往往關係著大型企業資訊非財務資訊揭露的完整與否。

我國年報(公開說明書)應行記載事項雖規範所有公開發行公司應揭露部分非財務資訊，然我國目前並未強制一定資本額以上公司公開發行股票，有鑑於我國過去頻傳非公開發行公司弊案³³⁹，本文認為非公開發行公司仍有非財務資訊揭露之必要性存在，可行的做法或可參考 CSR 的推行成果為歐盟第一名的國家³⁴⁰——挪威 CSR 相關揭露法制之建置，由於絕大多數的挪威公司為中小型企业³⁴¹，挪威對

³³⁹ 2007 年的亞太固網掏空案即為一例，另外我國近 20 萬家非公開發行公司未揭露最終受益人，也常為國際洗錢防制機構詬病，蓋此類型的紙上公司經常成為洗錢弊案之要角，故非公開發行公司可說是我國目前管制漏洞之一。參照：施淑泉(2011)，〈非公開發行公司資訊揭露法制之研究〉，國立中正大學財經法律學研究所碩士論文；Zou Chi，重大經濟犯都這麼做！十分鐘讓你看懂如何掏空一間公司，關鍵評論網，2014 年 6 月 21 日，<https://www.thenewslens.com/article/4443> (最後瀏覽日：04/18/2019)。

³⁴⁰ See Elisabet Aguado & Adelheid Holl, *Differences of Corporate Environmental Responsibility in Small and Medium Enterprises: Spain and Norway*, 10 SUSTAINABILITY 1, 2 (2018).

³⁴¹ See generally Caroline D. Ditlev-Simonsen, Heidi von Weltzien Hoivik & Øyvind Ihlen, *The historical development of corporate social responsibility in Norway*, in CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY IN EUROPE: UNITED SUSTAINABLE DIVERSITY (Samuel O. Idowu, René Schmidpeter & Matthias S. Fifka eds., 2015).



公司的管制必然將普遍公司規模、體質及法遵能力等皆納入考量，可見企業社會責任文化之塑造、法制建構之完善也能讓中小型公司在企業社會責任的實踐化為可能。

第二款 應對「利害關係人」揭露

另外，除了強制揭露 CSR 報告應於公開資訊觀測站上申報外，其餘公司年報、公開說明書的非財務資訊接受者設定往往是股東或潛在投資人，既然如上述，企業社會責任保護對象為利害關係人，本文認為亦有檢討之必要。根據本文實際查找公開資訊站中公司治理統計資訊「企業社會責任相關資訊」之頁面，利害關係人在此只能找到「溫室氣體排放及減量資訊」、「企業社會責任報告書」、「分派員工酬勞之經理人姓名及分派情形」以及「員工福利及薪酬統計相關資訊」，資訊量明顯不足，縱使目前公開發行公司年報資訊通常能夠在公司網站的「投資人專欄」中找到，利害關係人並不是無法取得，然而嚴格來說，履行社會責任自評表為股東會年報應記載事項之一，本就不是為利害關係人而設。

本文認為較好的作法，就是在非財務資訊揭露法制重新建構之同時，要求公司應「對利害關係人揭露」，而所謂利害關係人中當然包含股東在內，因此縱然我國仍無將非財務資訊揭露法制獨立為專法的意願，仍應該在「履行社會責任情形」條文中要求在公司「利害關係人專區」揭露方為妥當，蓋縱使此項修正宣示意義大於實質意義，亦當有助於公司認識企業社會責任的保護對象應為公司利害關係人。

第三項 充足的揭露、更好的解釋

2018 年我國新版的公司治理藍圖以「提升非財務資訊之揭露品質」作為其策略目標之一，其具體執行策略為：「配合國際 GRI Standards 發布，要求強制編製 CSR 報告書之上市櫃公司應依 GRI Standards 編製；另逐年分批檢視 CSR 報告書，



提出改善措施及推動取得第三方驗證；並研議自 CSR 報告書中篩選屬投資人較為關注之非財務性資訊於年報揭露³⁴²」似能看見金管會在改善非財務資訊揭露品質的決心，本文除了期待該政策發揮效果外，亦提出以下建議。

第一款 重要性議題採擇 (Materiality Determination)

在 2015 年有研究報告根據超過 50 個樣本的利害關係人團體以及超過 500 位永續專家訪問調查，發現永續報告的品質及效果停滯不前 (stalled)，並推論這樣的現象可能來自於永續報告內容的專業性過高、太過複雜而罔顧讀者的感受³⁴³，並且公司所選擇的國際報告標準：GRI、International Integrated Reporting Council (IIRC) 或 Sustainability Accounting Standards Board (SASB) 都有自己獨有的一套重要性議題採擇 (Materiality Determination，以下稱為 MD) 邏輯³⁴⁴，而通常這些邏輯在公司決定揭露議題時未被實踐。另外，2017 年的實證研究根據現行報告狀況指出，即便公司依循 GRI 或 IIRC 標準，其仍在「決定揭露議題」之過程中掙扎，並歸納出以下缺失：

1. 不完整或不一致的 MD 過程
2. MD 過程及利害關係人參與活動脫節
3. 欠缺 MD 過程內規的揭露³⁴⁵


MD 一直是非財務資訊揭露非常關鍵的過程，揭露品質與成效往往取決在此過程是否確實執行，然而公司往往忽略這個前階段工作在其揭露中扮演的角色，且無論管制者或揭露標準本身都無法介入公司如何篩選與自己營運 (與利害關係人互動) 活

³⁴² 金管會，前揭註 132，頁 31-32。

³⁴³ See Leinawever, *supra* note 122.

³⁴⁴ 此外，SASB 是美國 SEC「法遵導向」的 MD 過程，而 GRI 與 IIRC 卻是「原則導向」並致力於國際通用的揭露架構，兩方的方法論差異極大。See *Id.*

³⁴⁵ See Ruth Jebe, *Corporate Sustainability Reporting and Material Information: An Empirical Study of Materiality under the GRI and Frameworks*, 33 CONN. J. INT'L L. 95, 98-99 (2018).



動相關的重要性議題，為人詬病的揭露品質常常肇因於 MD 過程的疏忽。香港 ESG 報告揭露情形的檢討中，HKEX 認為「部分公司提供詳盡程度不一的利害關係人參與及重要性評估流程資料」，也是因為部分公司未能理解重要性評估流程（事實上就是這裡所指的 MD 過程）的關鍵性所致。


在有許多資訊指引得以協助揭露的 GRI、IIRC 猶然面臨如此困境，更何況相對簡單、由各國管制者自行訂定的揭露框架。以香港為例，ESG 報告指引中雖有提及「重要性評估」之說明，然而其並非在揭露項目之中，在公司本來就沒有相關的非財務資訊揭露知識情況下，MD 過程自然不會在報告中詳細展現，而我國的履行社會責任自評表更加不能與前述揭露規範相提並論。

本文認為，在非財務資訊揭露法制重新建構時，勢必需要管制者、公司方、永續報告專家以及利害關係人團體共同梳理出「重要性議題列表」以及「MD 過程的建議方法」，並且在執行政策上提供規範對象大量的實務指導，可想而知是一場長期抗戰。所幸 2018 年新版公司治理藍圖有關非財務資訊揭露品質提升的措施中，有項「篩選屬投資人較為關注之非財務性資訊研議分階段要求於年報揭露之可行性³⁴⁶。」之重要時程，儘管「投資人較為關注的非財務資訊」明顯忽略了非財務資訊其實針對的應該是所有利害關係人群體，其篩選重要性議題的初衷仍然值得肯定。

第二款 遵循或解釋的缺點與檢討

從歐盟的 2014/95/EU 指令、我國年報（公開說明書）中的履行社會責任自評表到香港的 ESG 報告指引可知，遵循或解釋原則常為一國建構非財務資訊揭露時的法制起點，其彈性、未過分限制企業自治之揭露模式一直深得管制者歡心。然而

³⁴⁶ 金管會，前揭註 132，頁 32。



如同本文第參章第三節所提及，公司應怎麼解釋、如何解釋一直是學者對於遵循或解釋原則的質疑焦點，香港 ESG 報告的檢討中，HKEX 亦指出部份公司「未提供經過公司審慎考慮的理由」，而我國履行社會責任自評表常見的缺失亦為公司解釋經常未能詳盡。

如何構成一個好的解釋³⁴⁷？首先，公司必須認識到所謂的解釋，是關於「公司立場 (position)」的說明而非一個現成的、通用的解釋，例如在公司未能設立環境管理專責單位或人員以擬訂、推動及維護相關環境管理制度及具體行動方案，並定期舉辦對管理階層及員工之環境教育課程，其在未遵循的解釋中可以說明公司尚無法負擔此項政策的建置、預計會在何時規劃並付諸行動，或揭露公司目前環境管理的政策運作情形成效良好，尚不需要專責單位的設立等等，如此的解釋絕對比「本公司將嚴加檢討」更受利害關係人歡迎。

再者，好的解釋應該有三大部分：目前狀況、說理以及如何控制額外風險，本文認為「如何控制額外風險」應是其中最重要者，蓋每項重要性議題都有其對應的風險，若公司選擇以其他方式處理此風險，當然應該向利害關係人揭露，事實上這個過程比起公司一味地遵循揭露項目的政策要求還要重要。

第三，資訊量必須充足，利害關係人沒有時間與資源每天與公司溝通，從而公司應盡量完整地解釋，以確保未來不需要額外的會議、說明文件來支持其不完整的揭露資訊。

除此之外，管制者應出具當年度規範對象揭露情形的年報，並提供何謂好、何謂壞解釋的示例，新版公司治理藍圖也認知到這點，預計在未來以 3 年為期由證交所及櫃買中心逐年分批檢視上市櫃公司之 CSR 報告書，提出引導公司改善之相

³⁴⁷ See Financial Reporting Council, *supra* note 182, at 5-6.



關措施³⁴⁸，若能夠同時檢討公司年報(公開說明書)中的履行社會責任自評表揭露情形，似乎會是值得期待的政策改變。

第四項 第三方認證

新版公司治理藍圖也提及，2020年將研議擴大CSR報告書應取得第三方驗證之範圍(如金融業、化工業或資本額、市值達一定規模之上市櫃公司)，本文認為此政策有助於提升強制揭露CSR報告的公信力。

然而必須同時思考的是第三方驗證的採擇標準與相關建議是否應訂入CSRR作業辦法中，蓋參考香港的經驗，其ESG報告指引之所以未要求公司尋求第三方驗證，除了成本考量以外，亦認為不同地區的公司有不同的認證意見、標準以及認證機構，以至於目前全球仍缺乏一公認的第三方認證方法，因此，在金管會與相關權責機關研議擴大第三方驗證規範對象的同時，亦應考量不同的認證標準是否也會影響報告的公信力。

第二節 本文結論

「不對社會有正面回饋，就不會得到我們的支持。」全球最大投資管理公司貝萊德(BlackRock)執行長芬克(Laurence D. Fink)明確指出其投資目標要除了賺錢之外，更要落實企業社會責任³⁴⁹，誠如本文在第貳、參章所強調者，企業社會責任已經深入機構投資人的投資決策之中，故非財務資訊揭露將成為茫茫市場中脫穎而出的關鍵。我國非財務資訊揭露法制起步雖早，卻仍然未能在公司年報中全面揭露非財務資訊，亦未能藉由履行社會責任自評表中提供完整的非財務資訊，現行董事責任也未能成為利害關係人要求更多非財務資訊之途徑，或有效地防免公司

³⁴⁸ 金管會，前揭註132，頁32。

³⁴⁹ 顏和正，老闆的金主 全球最大投資機構下通牒：「不做CSR，就不投資你」，CSR@天下，2018年1月22日，<https://csr.cw.com.tw/article/40193> (最後瀏覽日：04/19/2019)。



揭露不實非財務資訊或刻意隱匿，藉由香港經驗或能提供我國些許改革的參考方向，無論是重新研擬履行社會責任自評表的揭露項目，或是考慮另立非財務資訊揭露專法，改善現行的揭露品質應是當務之急。

企業社會責任中所謂「責任」與「公益」之間究竟如何分辨、揭露越多的公司是否會淪為社會輿論的箭靶³⁵⁰都是企業社會責任實踐過程中難解的課題。本文認為，企業社會責任是當今無論公司、學者或是利害關係人團體都還在努力消化、解釋的領域，但可以確定的是，公司的社會責任不是單純行善，其目的應在於公司未來經營績效，無論是有助於其商譽的提升，或是在營運過程中納入環境、社會風險的考量使公司風控機制更為縝密，事實上一切都是為了長期的獲利而努力，「有利可圖」的公益才是企業社會責任能夠說服公司的理由。誠如公司上述可能產生的疑慮，揭露內容的多寡若反而助長公司輿論批評的聲量，公司實在沒有誘因去提升報告的質與量，在此非財務資訊揭露法制之完善建構應當能防免公司面臨這樣的兩難中，然在此同時，本文認為社會輿論所扮演的角色事實上就是利害關係人，批評若其來有自，公司何嘗未能因此改善其社會風險？

有業者提到企業社會責任會同樣面臨的兩難局面是，若公司為員工投保團體年金保險以保障員工權利，但相關費用反映在公司出售的產品價格上，因而形同轉嫁成本在消費者身上，是否也能稱為企業社會責任³⁵¹？本文認為，企業社會責任本來就是公司的「自由選擇」，利害關係人權益無法同時並存，回歸利害關係人理論的核心論點：所有團體（股東、其他利害關係人）為了一個共同追求並共享的利益目標合作、主動加入公司的經營計畫，且所有對公司有貢獻的人都應享有利益，因

³⁵⁰ 此問題為筆者有幸訪問國內食品業龍頭時由當時的法遵部門所提出，其法遵長談到，每當食安問題發生時，社會輿論皆會針對市場上每家食品業者的企業社會責任報告書作文章，藉此檢討公司責任，此時社會責任做得越多、非財務資訊揭露得越多，反而都能成為對抗公司的武器，讓公司不禁懷疑出具企業社會責任報告書之意義究竟為何。

³⁵¹ 同前註。



而公司只能綜合權衡後找出最適選項，吾人觀察的重點毋寧應放在公司「選擇的政策為何以及為何選擇此政策」，而在此，非財務資訊揭露與利害關係人間溝通管道即扮演著至關重要的角色。

最後，本文想舉在 2018 年全球手機市佔率 12% 的蘋果公司曾經面臨的難題作結。蘋果在 2018 年初受兩大股東 Jana Partners 與加州退休教師系統 (California State Teachers' Retirement System) 要求針對青少年手機成癮問題開發新的軟體工具，協助家長確保青少年能用更適合的方式來使用手機，並研究過度使用手機對青少年心理健康的影響，並喊話：「事實上，我們相信現在著手解決這個問題，將能夠擴大所有股東的長期價值，因為這能提供給今天的客戶更多的選擇，並有助保護未來世代的領導人、創新者、與客戶……」³⁵²此例適切地表達企業社會責任在近代的意義所在，企業社會責任係協助公司檢討營運活動影響、提升競爭優勢，而絕非慷股東之慨、單純美化公司形象的工具，唯有企業認識到這一點，才有助於我國未來推動的企業社會責任法制，而欲達到這個程度的認識，必須借助非財務資訊揭露法制的建構，一步步帶領公司審視自身營運活動接觸及影響的所有利害關係人群體，並控制所有環境與社會風險與變因，最後達到永續經營、擴大所有股東長期利益的最終目標。

³⁵² 顏和正，前揭註 349。



參考文獻

一、 中文部分

(一)、 書籍

楊岳平(2011),《公司治理與公司社會責任：企業併購下股東、債權人、員工、投資人之保護》，臺北：元照。

賴英照(2007),《賴英照說法——內線交易到企業社會責任》，臺北：聯經出版公司。

(二)、 期刊

方元沂(2018),〈引入企業社會責任概念——應納入建立公司型社會企業制度〉，《月旦法學雜誌》，205期，頁58-66。

尤琳蕙、曾思齊、劉啟群(2017),〈對強制編製企業社會責任報告書政策之市場反應：以臺灣為例〉，《會計審計論叢》，7卷2期，頁1-22。

林耿民、高晟晉(2016),〈推動上市(櫃)公司企業社會責任〉，《證券暨期貨月刊》，34卷6期，頁18-27。

周振鋒(2019),〈論公司社會責任與公司慈善捐贈〉，《臺灣財經法學論叢》，1期1卷，頁199-240。

吳慧玲(2011),〈淺談我國企業社會責任相關規範及推動情形〉，《證券暨期貨月刊》，29卷8期，頁5-21。

洪秀芬(2009),〈德國企業社會責任之理論與實踐〉，《萬國法律》，164期，頁37-63。

陳文智(2009),〈英國企業社會責任之內涵及其演變〉，《萬國法律》，164期，頁2-11。



陳彥良(2019),〈德國公司社會責任與永續發展原則之建構——兼論台灣相關實務〉,《臺灣財經法學論叢》,1卷1期,頁99-131。

郭大維(2012),〈論英國企業社會責任之推動與實踐及其對我國之啟示〉,《證券暨期貨月刊》,30卷3期,頁25-36。

楊岳平(2019),〈新公司法與企業社會責任的過去與未來——我國法下企業社會責任裡論的立法架構與法院實務〉,《中正財經法學》,18期,頁43-91。

楊君仁(2008),〈公司治理與社會責任——德國法的觀點〉,《台灣本土法學雜誌》,109期,頁68-96。

楊雅智(2015),〈淺談企業社會責任之國際發展趨勢與國內推動現況〉,《證券暨期貨月刊》,33卷1期,頁5-15。

蔡英欣(2019),〈公司社會責任與股東利益最大化原則——以日本法為中心〉,《臺灣財經法學論叢》,1期1卷,頁169-197。

賴英照(2007),〈從尤努斯到巴菲特——公司社會責任的基本問題〉,《台灣本土法學雜誌》,93期,頁150-180。

戴銘昇(2007),〈論證券詐欺之構成要件與民事責任〉,《證交資料》,540期,頁28-55。

蘇怡慈(2019),〈股東優位主義與企業社會責任實踐之實證研究〉,《臺灣財經法學論叢》,1卷1期,頁241-262。

(三)、學位論文

尤昱婷(2018),《公司型社會企業中資訊揭露與認證制度之初探》,國立臺灣大學法律學研究所碩士論文(未出版),臺北。

杜冠臻(2018),《初探社會證券交易所之法制建構——從影響力投資大眾化之觀點出發》,國立臺灣大學法律學研究所碩士論文(未出版),臺北。



李詩涵 (2017),《企業社會責任與其非財務資訊揭露法制之研究》, 國立臺北大學法律學系碩士論文 (未出版), 臺北。

施返泉 (2011),《非公開發行公司資訊揭露法制之研究》, 國立中正大學財經法律學研究所碩士論文 (未出版), 嘉義。

(四)、網路資料及其他

BSI Group (2016),〈CSR GRI G4 改版要點與新舊版差異精解〉, <https://www.bsigroup.com/LocalFiles/zh-tw/e-news/No150/BSI-GRI-G4-transition-Duncan-Fong.pdf> (最後瀏覽日: 02/18/2019)。

CCS 台灣企業永續研訓中心 (2016),〈GRI 推出全新標準 預於 2018 年 7 月 1 日全面取代 G4〉, <http://www.ccstw.net/2016/10/19/1019news/> (最後瀏覽日: 02/18/2019)。

CSRone、黃俊嘉、Amy Lin 編譯 (2018),〈專家: 揭露氣候變遷風險 企業五種新思維〉, CSRone 永續報告平台, <https://www.csrone-reporting.com/to-pics/show/4898> (最後瀏覽日: 02/02/2019)。

CSRone 永續報告平台 (2015), 2014 台灣 CSR 報告現況與趨勢, <https://www.csrone-reporting.com/report/show/1028> (最後瀏覽日: 03/27/2019)。

CSRone 永續報告平台 (2019), 2019 臺灣暨亞洲永續報告現況與趨勢, <https://www.csrone-reporting.com/report/show/3148> (最後瀏覽日: 04/07/2019)。

CSRone 永續報告平台 (2019), 2018 台灣永續報告現況與趨勢, <https://www.csrone-reporting.com/report/show/-2556> (最後瀏覽日: 04/04/2019)。

GRI Standards (2018), 合併整套的 GRI 永續應報導準則, <https://www.global-reporting.org/standards/gri-standards-translations/gri-standards-traditional-chinese-translations-download-center/> (最後瀏覽日: 05/05/2019)。



HKEX (2018), 在香港上市, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Getting-Started/201802/201802-Listing_tc.pdf (最後瀏覽日 : 03/29/2019)。

HKEX (2018), 如何編備環境、社會及管治報告?〈環境、社會及管治匯報指南〉, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Listed-Issuers/Environmental-Social-and-Governance/How-to-Prepare-an-ESG-Report/steps_c.pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日 : 03/24/2019)。

HKEX (2018), 如何準備環境、社會及治理報告?〈附錄二：環境關鍵績效指標匯報指引〉, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Listed-Issuers/Environmental-Social-and-Governance/How-to-Prepare-an-ESG-Report/app2_kpis_c.pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日 : 03/24/2019)。

HKEX (2018), 有關 2016/2017 年發行人揭露環境、社會及管治常規情況的報告, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/OtherResources/Exchanges-Review-of-Issuers-Annual-Disclosure/ESG-Guide/esg-report_2016_2017_c.pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日 : 05/04/2019)。

HKEX (2011), 諮詢文件:〈環境、社會及管治報告指引〉, https://www.hk-ex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Environmental-Social-and-Governance/Exchange-Publications-on-ESG/cp201112_c.pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日 : 05/04/2019)。

HKEX (2012), 諮詢總結:〈環境、社會及管治報告指引〉, https://www.hk-ex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Environmental-Social-and-Governance/Exchange-Publications-on-ESG/cp201112cc_c.-pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日 : 05/04/2019)。

HKEX (2015), 諮詢文件 檢討《環境、社會及管治報告指引》, <https://www.hk->



ex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Environmental-Social-and-Governance/Exchange-Publications-on-ESG/cp201507_c.-pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日: 05/04/2019)。

HKEX 網頁, 對諮詢文件的回應, https://www.hkex.com.hk/news/market-consultations/2011-to-2015/responses_december_2015?sc_lang=zh-HK (最後瀏覽日: 03/19/2019)。

HKEX (2015), 諮詢總結 有關檢討《環境、社會及管治報告指引》, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Environmental-Social-and-Governance/Exchange-Publications-on-ESG/cp201507cc_c.pdf?la=zh-HK (最後瀏覽日: 05/04/2019)。

HKEX 網頁, 常問問題, <http://cn-rules.hkex.com.hk/tr/chi/browse.php?id=11233&type=0> (最後瀏覽日: 03/19/2019)。

HKEX (2017), 《上市規則》執行——政策聲明, https://www.hkex.com.hk/-/media/hkex-market/listing/rules-and-guidance/disciplinary-and-enforcement/disciplinary-procedures-and-enforcement-guidance-materials/enf_state_201702_c (最後瀏覽日: 05/04/2019)。

Zito (2013), 〈Cross 系列: 孟山都——華麗謊言的背後〉, 《環境資訊中心》, <http://e-info.org.tw/node/89829> (最終瀏覽日期: 05/03/2019)。

Zou Chi (2014), 〈重大經濟犯都這麼做! 十分鐘讓你看懂如何掏空一間公司〉, 《關鍵評論網》, <https://www.thenewslens.com/article/4443> (最後瀏覽日: 04/18/2019)。

工業貿易署中小型企業支援與諮詢中心, 香港的中小企業, https://www.success.tid.gov.hk/tc_chi/aboutus/sme/service_detail_6863.html (最後瀏覽日:



03/21/2019)。

今週刊編輯團隊(2018),〈牽動全球 80 兆美元的投資革命:龍頭企業財報再好看,沒做好 ESG 也被列入黑名單〉,《今周刊》。

中華民國統計資訊網,公開發行公司股票發行概況-年, <https://statdb.dgbas.gov.tw/pxweb/Dialog/varval.asp?ma=SF0101A1A&ti=%A4%BD%B6%7D%B5o%A6%E6%A4%BD%A5q%AA%D1%B2%BC%B5o%A6%E6%B7%A7%AAp-%A6%7E&path=../PXfile/Securities/&lang=9&strList=L> (最後瀏覽日:05/05/2019)。

朱德芳(2019),〈共/兼益公司的使命維繫與經營者的當責制度〉,《理律學堂共/兼益公司之發展與未來系列講座》。

呂淑美(2015),〈我 ESG 資訊揭露 領先亞洲各國〉,《工商時報》, <https://www.chinatimes.com/newspapers/20150610000259-260210?chdtv> (最後瀏覽日:04/04/2019)。

金管會(2018),新版公司治理藍圖(2018~2020), <https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=807&parentpath=0,648,806> (最後瀏覽日:05/02/2019)。

卓佳 Tricor(2018),創業板的重新定位及《創業板規則》與《主板規則》的修訂, https://s3-ap-southeast-1.amazonaws.com/tricor-website/wp-content/uploads/2018/02/12070853/GEM__Main_Board_Amendments_TechNews_TC_12_Feb.pdf (最後瀏覽日:03/20/2019)。

恒生指數有限公司,恆生指數〈恆生行業分類系統〉, https://www.hsi.com.hk/static/uploads/cont-ents/zh_hk/dl_centre/brochures/B_HSICSc.pdf (最後瀏覽日:03/24/2019)。

黃玉婷(2018),〈違反道德準則 長榮海運遭挪威主權基金摒除投資〉,《今周刊》。

黃嫻(2015),〈新興市場耳熟能詳,但你知道何謂「新興市場」嗎?〉,《財經新報》。



<https://finance.technews.tw/2015/10/02/emerging-market-2/> (最後瀏覽日：03/13/2019)。

黃敦晴(2018),〈 全球永續股市大評比：亞洲第一不是新加坡或香港，而是這國〉，《 CSR@天下 》，<https://csr.cw.com.tw/article/40684> (最後瀏覽日：03/19/2019)。

楊千瑩(2019),〈 大同、華映涉違反證交法 顧立雄：移送檢調〉，《 自由財經 》，<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/2756012> (最後瀏覽日：04/12/2019)。

顏和正(2018),〈 老闆的金主 全球最大投資機構下通牒：「不做 CSR，就不投資你」〉，《 CSR@天下 》，<https://csr.cw.com.tw/article/40193>(最後瀏覽日：04/19/2019)。

賴英照(2014),〈 名家縱論／陽光是最好的防腐劑〉，《 聯合報 》。

臺灣證券交易所(2014),〈 反應熱烈！證交所加開編寫企業社會責任報告書教育課程〉，新聞稿，<http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/119> (最後瀏覽日：03/30/2019)。

臺灣證券交易所公司治理中心，http://cgc.twse.com.tw/front/responsibility_(最後瀏覽日：02/24/2019)。

臺灣證券交易所公司治理中心，上市櫃公司出具企業社會責任報告書情形，<http://cgc.twse.com.tw/corpSocialResponsibility/chPage> (最後瀏覽日：03/27/2019)。

臺灣證券交易所(2019),「 上市公司編制與申報企業社會責任報告書作業辦法 」問答集，<http://cgc.twse.com.tw/lawQa/listCh> (最後瀏覽日：05/05/2019)。

證券櫃檯買賣中心(2016),「 上櫃公司編制與申報企業社會責任報告書作業辦法 」問答集，<https://www.tpex.org.tw/web/csr/content/introduction.php> (最後瀏覽日：05/05/2019)。

臺灣證券交易所公司治理中心(2019),〈 我國 ESG 揭露表現亮眼〉，新聞稿，<http://cgc.twse.com.tw/pressReleases/promoteNewsArticleCh/2953> (最後瀏覽日：



04/04/2019)。

臺灣證券交易所公司治理中心，盡職治理守則簡介，<http://cgc.twse.com.tw/-front/stewardship>（最後瀏覽日：03/31/2019）。

臺灣證券交易所公司治理中心，宣傳活動，<http://cgc.twse.com.tw/promote-Event/promoteEventArticleCh/194>（最後瀏覽日：04/01/2019）。

臺灣證券交易所公司治理中心，公司治理評鑑，<http://cgc.twse.com.tw/evaluationCorp/listCh>（最後瀏覽日：04/09/2019）。

劉謹銓(2014)〈強化企業社會責任報告書的公信力，透過獨立公正的第三方查證（AA1000 以及 ISAE3000 之比較）〉，BSI Group，https://www.bsi-group.com/LocalFiles/zh-tw/e-news/No131/AA1000_with_ISAE3000.pdf（最後瀏覽日：02/18/2019）。

二、 英文部分

（一）、書籍

ALEXANDER, FREDERICK (2017), *BENEFIT CORPORATION LAW AND GOVERNANCE: PURSUING PROFIT WITH PURPOSE*. Oakland, CA: Berrett-Koehler Publishers.

BERLE, ADOLF A. & GARDINER C. MEANS (1991), *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.

DAVIES, PAUL L. & SARAH WORTHINGTON (2016), *GOWER'S PRINCIPLES OF MODERN COMPANY LAW* (10th ed.). London, UK: Sweet & Maxwell Ltd.

NADER, RALPH *et al.* (1977), *TAMING THE GIANT CORPORATION*. New York, NY: W. W. Norton & Company.

WORTHINGTON, SARAH (2016), *SEALY AND WORTHINGTON'S TEXT, CASES, AND MATERIALS IN COMPANY LAW*, 11th ed. New York, NY: Oxford University Press.

（二）、書之篇章

Crane, Andrew *et al.* (2008), *The Corporate Social Responsibility Agenda*. In Andrew

Crane, Dirk Matten, Abigail McWilliams, Jeremy Moon & Donald S. Siegel (Eds.), THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (pp.3-15). New York, NY: Oxford University Press.

Ditlev-Simonsen, Caroline D.(2015), *The historical development of corporate social responsibility in Norway*. In Samuel O. Idowu, René Schmidpeter & Matthias S. Fifka (Eds.), CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY IN EUROPE: UNITED SUSTAINABLE DIVERSITY (pp. 177-196). Cham, Switzerland: Springer.

Freeman, R. Edward (2011). *Some Thoughts on the Development of Stakeholder Theory*. In Robert A. Phillips (Ed.), STAKEHOLDER THEORY: IMPACT AND PROSPECTS (pp. 212-234). Cheltenham Glos, UK: Edward Elgar Pub.

Friedman, Milton (2007). *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. In Walther Ch Zimmerli, Markus Holzinger & Klaus Richter (Eds.), CORPORATE ETHICS AND CORPORATE GOVERNANCE (pp. 173-178). Berlin, Germany: Springer.

(三)、期刊

Adhikari, Arjun, *Corporate Social Responsibility: Voluntary or Mandatory*, 8 NJA LAW JOURNAL 185 (2014).

Aguado, Elisabet & Adelheid Holl, *Differences of Corporate Environmental Responsibility in Small and Medium Enterprises: Spain and Norway*, 10 SUSTAINABILITY 1 (2018).

Allen, Hilary J., *The Pathologies of Banking Business as Usual*, 17 JOURNAL OF BUSINESS, ENTREPRENEURSHIP & THE LAW 861 (2015).


Bagby, John W. *et al.*, *How Green Was My Balance Sheet: Corporate Liability and Environmental Disclosure*, 14 VIRGINIA ENVIRONMENTAL LAW JOURNAL 225 (1995).


Berle, Adolf A., *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 HARVARD LAW REVIEW 1049 (1931).

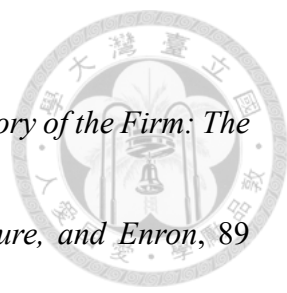
Berle, Adolf A., *For Whom Corporate Managers are Trustees: A Note*, 45 HARVARD LAW REVIEW 1365 (1932).

Bainbridge, Stephen M., *The Case for Limited Shareholder Voting Rights*, 53 UCLA LAW REVIEW 601 (2006).

Bisconti, Anthony, *The Double Bottom Line: Can Constituency Statutes Protect Socially Responsible Corporations Stuck in Revlon Land*, 42 LOYOLA OF LOS ANGELES

- 
- LAW REVIEW 765 (2009).
- Blair, Margaret M. & Lynn A. Stout, *Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VIRGINIA LAW REVIEW 247 (1999).
- Caron, Gerard A., *SEC Disclosure Requirements for Contingent Environmental Liability*, 14 BOSTON COLLEGE ENVIRONMENTAL AFFAIRS LAW REVIEW 729 (1987).
- Chiu, Iris H-Y, *Unpacking the Reforms in Europe and UK Relating to Mandatory Disclosure in Corporate Social Responsibility: Instituting a Hybrid Governance Model to Change Corporate Behaviour?*, 14 EUROPEAN COMPANY LAW 193 (2017).
- Choudhury, Barnali, *Social Disclosure*, 13 BERKELEY BUSINESS LAW JOURNAL 183 (2016).
- Cohen, Ronnie & Gabriele Lingenfelter, *Money Isn't Everything: Why Public Benefit Corporations Should Be Required to Disclose Non-Financial Information*, 42 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW 115 (2017).
- Dodd, Edwin M., *For Whom are Corporate Managers Trustees?*, 45 HARVARD LAW REVIEW 1145 (1932).
- Dunfee, Thomas W., *Corporate Governance in a Market with Morality*, 62 LAW AND CONTEMPORARY PROBLEMS 129 (1999).
- Easterbrook, Frank H. & Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, 70 VIRGINIA LAW REVIEW 669 (1984).
- Eccles, Robert G. *et al.*, *Market interest in nonfinancial information*, 23 JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE 113 (2011).
- Eisenberg, Melvin A., *Corporate Legitimacy, Conduct and Governance-Two Models of the Corporation*, 17 CREIGHTON LAW REVIEW 1 (1983).
- Friede, Gunnar *et al.*, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, 5 JOURNAL OF SUSTAINABLE FINANCE & INVESTMENT 210 (2015).
- Gaztea, Joseba F. & Alberto M. Fernandez, *Comply or Explain in the EU, or the New Human Rights Reporting Obligation: An Analysis of Directive 2014/95/EU*, 9 CUADERNOS DE DERECHO TRANSNACIONAL 285 (2017).
- Guzy, Gary S., *Reconciling Environmentalist and Industry, Differences: The New Corporate Citizenship Race to the Top*, 17 JOURNAL OF LAND USE AND ENVIRONMENTAL LAW 409 (2002).

- 
- Haller, Axel *et al.*, *The Term 'Non-financial Information' – A Semantic Analysis of a Key Feature of Current and Future Corporate Reporting*, 14 ACCOUNTING IN EUROPE 407 (2017).
- Ho, Virginia H., *“Enlightened Shareholder Value”*: *Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide*, 36 THE JOURNAL OF CORPORATION LAW 59 (2010).
- Ho, Virginia H., *Risk-Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk*, 41 JOURNAL OF CORPORATION LAW 647 (2016).
- Ho, Virginia H., *Comply or Explain and the Future of Nonfinancial Reporting*, 21 LEWIS & CLARK LAW REVIEW 317 (2017).
- Hansmann, Henry & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 GEORGETOWN LAW JOURNAL 439 (2001).
- Ioannou, Ioannis & George Serafeim, *The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting: Evidence from Four Countries*, No. 11-100 HARVARD BUSINESS SCHOOL RESEARCH WORKING PAPER 1 (2016).
- Jebe, Ruth, *Corporate Sustainability Reporting and Material Information: An Empirical Study of Materiality under the GRI and Frameworks*, 33 CONNECTICUT JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 95 (2018).
- Jensen, Michael C., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, 22 JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE 32 (2010).
- Levitt, Theodore, *The Dangers of Social Responsibility*, 36 HARVARD BUSINESS REVIEW 41 (1958).
- Lipton, Martin & Steven A. Rosenblum, *Election Contests in the Company’s Proxy: An Idea Whose Time Has Not Come*, 59 BUSINESS LAWYER 67 (2003).
- Lockett, Andy *et al.*, *Corporate Social Responsibility in Management Research: Focus, Nature, Salience and Sources of Influence*, 43 JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES 115 (2006).
- Lu, Haitian, *The ‘legalisation’ of corporate social responsibility: Hong Kong experience on ESG reporting*, 24 ASIA PACIFIC LAW REVIEW 123 (2016).
- Keay, Andrew R., *Moving Towards Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value and all that: Much Ado about little*, 22 EUROPE BUSINESS LAW REVIEW 1 (2011).
- Keay, Andrew R., *Comply or explain in corporate governance codes: In need of greater*

- 
- regulatory oversight*, 2 LEGAL STUDIES 34 (2014).
- Kochan, Thomas A. & Saul A. Rubinstein, *Toward a Stakeholder Theory of the Firm: The Saturn Partnership*, 11 ORGANIZATION SCIENCE 367 (2000).
- Macey, Jonathan R., *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, 89 CORNELL LAW REVIEW 394 (2004).
- McWilliams, Abigail *et al.*, *Corporate Social Responsibility: Strategic Implications*, 43 JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES 1 (2006).
- Millon, David, *Theories of the Corporation*, 1990 DUKE LAW JOURNAL 201 (1990).
- Morrissey, Daniel J., *Toward a New/Old Theory of Corporate Social Responsibility*, 40 SYRACUSE LAW REVIEW 1005 (1989).
- Monsma, David & John Buckley, *Non-Financial Corporate Performance: The Material Edges of Social and Environmental Disclosure*, 11 UNIVERSITY OF BALTIMORE JOURNAL OF ENVIRONMENTAL LAW 151 (2004).
- Moon, Jeremy, *Government as a Driver of Corporate Social Responsibility: The UK in Comparative Perspective*, No. 20-2004 ICCSR RESEARCH PAPER SERIES 1 (2004).
- Mosma, David & Timothy Olson, *Muddling through Counterfactual Materiality and Divergent Disclosure: The Necessary Search for a Duty to Disclose Material Non-Financial Information*, 26 STANFORD ENVIRONMENTAL LAW JOURNAL 137 (2007).
- Omran, Mohammed *et al.*, *Shareholders versus stakeholders: corporate mission statements and investor returns*, 11 BUSINESS ETHICS: A EUROPEAN REVIEW 318 (2002).
- Page, Antony & Robert A. Katz, *Is Social Enterprise the New Corporate Social Responsibility*, 34 SEATTLE UNIVERSITY LAW REVIEW 1351 (2011).
- Partnoy, Frank, *Adding Derivatives to the Corporate Law Mix*, 34 GEORGIA LAW REVIEW 599 (2000).
- Prentice, Robert A., *The Inevitability of a Strong SEC*, 91 CORNELL L. REV. 775 (2006).
- Richardson, Benjamin J., *Enlisting Institutional Investors in Environmental Regulation: Some Comparative and Theoretical Perspectives*, 28 NORTH CAROLINA JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW & COMMERCIAL REGULATION 247 (2002).
- Roe, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, 53 STANFORD LAW REVIEW 539 (2000).
- Romano, Patricia, *Sustainable Development: A Strategy That Reflects the Effects of*

- Globalization on the International Power Structure*, 23 HOUSTON JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 91 (2000).
- Safraty, Galit A., *Regulating through Numbers: A Case Study of Corporate Sustainability Reporting*, 53 VIRGINIA JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 575 (2013).
- Schneider, Thomas E., *Is Environmental Performance a Determinant of Bond Pricing? Evidence from the U.S. Pulp and Paper and Chemical Industries*, 28 CONTEMPORARY ACCOUNTING RESEARCH 1537 (2011).
- Shealy, Joseph R., *The Corporate Identity Theory Dilemma: North Carolina and the Need for Constructionist Corporate Law Reform*, 94 NORTH CAROLINA LAW REVIEW 668 (2016).
- Soehle, Tracy, *SEC Disclosure Requirements for Environmental Liabilities*, 8 TULANE ENVIRONMENTAL LAW JOURNAL 527 (1995).
- Thomas J. Bamonte, *The Meaning of the “Corporate Constituency” Provision of the Illinois Business Corporation Act*, 27 LOYOLA UNIVERSITY CHICAGO LAW JOURNAL 1 (1995).
- Williams, Cynthia A., *Corporate Social Responsibility in an Era of Economic Globalization*, 35 U.C. DAVIS LAW REVIEW 705 (2002).
- Williams, Cynthia A., *The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency*, 112 HARVARD LAW REVIEW 1197 (1999).
- (四)、網路資料及其他
- ACGA, CG WATCH 2018: Hard Decisions, available at: <https://www.acga-asia.org/cgwatch-detail.php?id=362> (last visited: Jul 15, 2019).
- AICPA, *Improving Business Reporting – a customer focus* (1994), available at: <http://clio.lib.olemiss.edu/cdm/ref/collection/aicpa/id/260343> (last visited: May 1, 2019).
- Business Roundtable, *Principles of Corporate Governance*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (2016), available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2016/09/08/principles-of-corporate-governance/> (last visited: Jan 29, 2019).
- BDO, *BDO Survey: Second-year ESG Reports Show Little Improvement in Level of Disclosure and Limited Governance* (2018), available at [https://www.bdo.com.hk/get-attachment/News/2018/BDO-Survey-Second-year-ESG-Reports-Show-Little-Im/\(Final-Eng\)-BDO_ESG-Survey_Media-Release.pdf.aspx?lang=en-GB](https://www.bdo.com.hk/get-attachment/News/2018/BDO-Survey-Second-year-ESG-Reports-Show-Little-Im/(Final-Eng)-BDO_ESG-Survey_Media-Release.pdf.aspx?lang=en-GB) (last



visited: Mar 25, 2019).

CSR Asia, *Asian Sustainability Rating 2011*, http://www.csrasia.com/sum-mit2011/download/PR_ASR%20final%20press%20release_20110926.pdf (last visited: Mar 20, 2019).

Deloitte, *SEC Interpretation: Commission Guidance Regarding Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, available at: <https://dart.deloitte.com/USDART/resource/48d27524-3f0f-11e6-95db-c1f2f4-d2d-06f> (last visited: May 4, 2019).

Europe Commission, *Green Paper: Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility* (2001).

European Commission, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility* (2011).

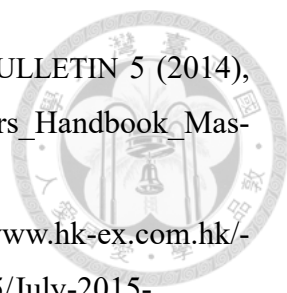
European Union, *Directive 2014/95/EU of the European Parliament and of the Council of 22 October 2014: amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information by certain large undertakings and groups*, OFFICIAL JOURNAL OF THE EUROPEAN UNION (2014), available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN> (last visited: May 1, 2019).

EYGM Ltd., *A review of Hong Kong Listed Companies' progress in Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure* (2018), available at: <https://www.ey.com/cn/-en/newsroom/news-releases/news-2018-ey-a-review-of-hong-kong-listed-companies-progress-in-esg-disclosure> (last visited: Mar 25, 2019).

EYGM Ltd., *Is your nonfinancial performance revealing the true value of your business?* (2017), available at: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Nonfinancial_performance_may_influence_investors/\\$FILE/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Nonfinancial_performance_may_influence_investors/$FILE/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf) (last visited: Mar 25, 2019).

Financial Reporting Council, *What constitutes an explanation under 'comply or explain'? Report of discussions between companies and investors* (2012), available at: <https://www.frc.org.uk/document-library/corporate-governance/2012/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-ex> (last visited: May 3, 2019).

HKICPA, *Guidance for the Preparation and Presentation of a Business Review under the*

- 
- Hong Kong Companies Ordinance Cap. 622, ACCOUNTING BULLETIN 5* (2014), available at: http://app1.hkicpa.org.hk/eook/HKSA_Members_Handbook_Master/vo-lumeII/ab5.pdf (last visited: Mar 10, 2019).
- HKCC Response to Consultation Paper (2015), available at: https://www.hk-ex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/July-2015-Consultation-Pape/Res-ponses/cp201507r_IN89_c.pdf?la=zh-HK (last visited: Mar 22, 2019).
- Jeff Leinaweaver, *Is Corporate Sustainability Reporting a Great Waste of Time?*, *The Guardian* (2015), available at: <https://www.theguardian.com/sustainable-business/2015/jan/06/corporate-sustainability-reporting-waste-time> (last visited: Feb 29, 2019).
- KPMG, GRI, UNEP, & Centre for Corporate Governance in Africa, *Carrots & Sticks Global trends in sustainability reporting regulation and policy* (2016), available at: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/carrots-and-sticks-may-2016.pdf> (last visited: May 3, 2019).
- KPMG, *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting* (2015), available at: <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2015/12/KPMG-survey-of-CR-reporting-2015.pdf> (last visited: Mar 31, 2019).
- KPMG, *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting* (2017), available at: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/10/executive-summary-the-kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf> (last visited: Mar 31, 2019).
- LGIM Response to Consultation Paper (2015), available at: https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/July-2015-Consultation-Pape/Responses/cp201507r_IN60_c.pdf?la=zh-HK (last visited: Mar 22, 2019).
- Martin Reeves, Georg Kell & Fabien Hassan, *The Case for Corporate Statesmanship*, BCG (2018), available at: <https://www.bcg.com/publications/2018/case-corporate-statesmanship.aspx> (last visited: Dec 20, 2018).
- Martin Wolf, *Countries still rule the world: The notion that corporations wield more power than governments rests on flawed calculations and conceptual confusion*, Feb. 6, *FIN. TIMES* 17 (2002).
- Morgan Stanley, *Sustainable Reality: Understanding the Performance of Sustaina-*

- 
- ble Investment Strategies* (2015), available at: <https://www.morgan-stanley.com/assets/pdfs/sustainable-investing/sustainable-reality.pdf> (last visited: May 3, 2019).
- OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance* (2015), available at: <https://www.oecd.org/corporate/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf> (last visited: May 1, 2019).
- OHCHR, *Principled pragmatism – the way forward for business and human rights* (2010), available at: <https://www.ohchr.org/EN/NewsEvents/Pages/Principled-pragmatism-BusinessHR.aspx> (latest visited: Feb 28, 2019).
- RS Group Response to Consultation Paper (2015), https://www.hkex.com.hk/-/media/hkex-market/news/market-consultations/2011-to-2015/july-2015-consultation-pape/responses/cp201507r_in67 (last visited: Mar 20, 2019).
- Securities and Exchange Commission, *Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K*, 81 FED. REG. 23916; Release No. 33-10064; 34-77599; File No. S7-06-16 (2016), available at: <https://www.sec.gov/rules/concept/2016/33-10064.pdf> (last visited: Feb 8, 2019).
- Securities and Exchange Commission, *Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change*, 17 CFR PARTS 211, 231 and 241; Release Nos. 33-9106; 34-61469; FR-82 (2010), available at: <https://www.sec.gov/rules/interp/2010/33-9106.pdf> (last visited: May 4, 2019).
- SGX-ST, *Listing Rules Practice Note 7.6 Sustainability Reporting Guide*, available at: http://rulebook.sgx.com/net_file_store/new_rulebooks/s/g/SGX_Mainboard_Practice_Note_7.6_July_20_2016.pdf (last visited: Feb 28, 2019).
- Schroders, *Hong Kong investors most concerned with governance in ESG, Schroders Global Investor Study 2018 finds* (2018), available at: https://www.schroders.com/en/sysglobalassets/digital/hong-kong/pdfs/20181002_press_release_global_investor_study_sustainable_investing_en.pdf (last visited: Mar 25, 2019).
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures, *Phase I Report of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (2016), available at: <https://www.fsb-tcfd.org/publications/phase-i/> (last visited: May 2, 2019).
- The International Integrated Reporting Council, *IIRC INTEGRATED REPORT 2017*, available at: http://integratedreporting.org/integratedreport2017/integrated_report/performance/increasing_the_pace_and_scale_of_ir_adoption.html (last visited:

Feb 28, 2019).

UNEP Fin, *Initiative, Principles for Responsible Investment – Report on Progress 2009*, available at: <https://www.unpri.org/about-the-pri/annual-report-2009/704.article> (last visited: Feb 27, 2019).

