

# 台灣上市櫃公司機構投資人與歐盟投資佈局影響 ESG 績效之研究

顏怡音・詹雅芝\*

(收稿日期：114 年 05 月 25 日；第一次修正：115 年 01 月 09 日；

接受刊登：115 年 01 月 26 日)

## 摘要

機構投資人身為股東，為追求本身企業價值極大化，勢必發揮盡職治理之關鍵監督角色，督促公司提升公司治理，追求公司之永續發展。台灣企業赴歐盟進行投資佈局，已相當盛行，惟過去學者鮮少探討機構投資人、歐盟投資佈局與 ESG 績效之關聯，本研究擬彌補此部分文獻之缺漏。本研究發現，台灣之上市及上櫃公司，其機構投資人持股比率愈高、赴歐盟投資佈局之廣度愈廣及深度愈深，則 ESG 績效愈佳。

關鍵詞彙：機構投資人、歐盟投資佈局、ESG 績效

## 壹·緒論

邇來因氣候變遷、能源危機、疫情肆虐之多重打擊，對於環境、社會、治理 (Environmental, Social and Government, 以下簡稱 ESG) 帶來嚴重衝擊，引發全球對於 ESG 等永續議題之重視。而永續發展之目標，旨在促進經濟成長、環境保護與社會公平之調和，有效因應氣候變遷或經濟衰退等迫切問題。而永續發展 (Sustainable Development) 之實施，對因應氣候變遷及保障未來世代之福祉，相當重要 (Galletta et al., 2022; Mroueh, 2024)。至於聯合國針對 2030 年永續發展之議程，優先考慮公平與持久，而巴黎協定則關注於達成經濟脫碳與環境保護。歐洲亦高度重視永續發展目標之達成，以期在 2050 年達到碳中和 (Galletta et al., 2022; Mroueh, 2024)。

處於當前全球互聯互通之時代，ESG 在引領經濟與社會發展之軌跡上，扮演核心之角色，特別是在開發中國家，面對經濟差距及環境危機之挑戰，以

\* 作者簡介：顏怡音，臺北商業大學會計資訊系副教授。詹雅芝，臺北商業大學會計資訊系碩士班研究生。

及公平治理之需求時，ESG 不僅是評估工具，其亦轉變為了解經濟韌性、投資之優先順序及社會福祉之象徵

(Eccles et al., 2014; David et al., 2024)，並對實現永續發展之目標至關重要，且成為評估企業與促成友善環境之重要標準(Wan and Dawod, 2022; Mroueh, 2024)。相較開發中國家而言，歐洲對 ESG 與永續發展之承諾更加鮮明，且在 ESG 之透明度與訊息揭露方面，展現開創性之做法(David et al., 2024; Zerbib, 2019)。此外，ESG 運作愈前端之國家，會有較高之國內生產總值(Gross Domestic Product, GDP) (David et al., 2024)。

台灣為了接軌國際，迎上此波浪潮，主管機關金融監督管理委員會證券期貨局(以下簡稱證期局)乃積極建立完善之 ESG 推動框架，引領企業朝永續發展之目標邁進(陳韻如及李志偉，2022；陳韻如，2023)，並要求下列企業，應自 2023 年起編製永續報告書，且經會計師驗證，包括：(一)食品工業、化學工業、金融保險業、餐飲收入占 50% 以上之上市(櫃)公司；(二)實收資本額達 20 億元之上市(櫃)公司(擴大適用)。此外，針對第(一)項公司所編製之永續報告書，規定應取得會計師之驗證，以強化 ESG 資訊之揭露品質(顏怡音等，2023)，並藉此督促企業實踐淨零排放、精進永續治理與資訊揭露、強化與利害關係人溝通並推動 ESG 評鑑等(金融監督管理委員會，2024)。

而機構投資人身為股東且匯集大量資金，若能基於資金提供者之最大利益，發揮盡職治理之關鍵監督角色，關注被投資公司之財務狀況與營運情形，督促公司提升公司治理，將有助於促進被投資公司之 ESG 永續發展(于沛帆，2022；陳麗卿，2022)。而企業透過國際投資佈局，雖能帶來效益，惟亦相應產生諸多成本，特別是因應國外市場對企業永續(Sustainability)之要求，所面臨之合法性挑戰(Aray et al., 2021; Hojnik et al., 2018; Jain et al., 2019)。跨國企業若能追求更好的永續績效(ESG 績效)，將可降低風險及成本、提升企業形象、符合國外利害關係人之要求，從而克服國外市場營運之合法性問題等(Aray et al., 2021; Rosa and Ribeiro, 2023; Shakil, 2021; Suchman, 1995)。

歐盟(European Union)向來是永續引領者的角色，早在 2003 年第 2003/51 號指令首次要求企業揭露非財務關鍵績效指標，2014 年，歐盟通過第 2014/95/EU 號指令，取代既有規範，要求自 2017 年起大企業須揭露環境、社會及治理相關資訊，為永續報告立下法律基礎。依 2022 年 12 月 14 日歐洲議會及理事會第 2022/2464 號指令(Directive (EU) 2022/2464 of the European Parliament and of the Council)顯示，歐盟非常重視引導公司，由公司治理機制過渡為企業永續，並認為董事會在企業永續中扮演重要之角色(Collevecchio et

al., 2024)。這些規範不僅深刻影響歐盟企業，也對全球供應鏈產生壓力，台灣企業若想持續拓展歐洲市場，必須符合其永續要求。是以，鎖定台灣企業於歐盟進行投資佈局，為一饒富意義之議題。惟過去學者鮮少探討機構投資人、歐盟投資佈局與 ESG 績效之關聯，本研究擬彌補此部分文獻之缺漏。

## 貳·文獻回顧

### 一、環境、社會及治理 (Environmental, Social and Government, ESG) 績效

邇來因極端氣候、能源短缺、疫情變異、食安、環安、勞安等議題持續升溫，對於 ESG 帶來嚴重衝擊，引發全球對於永續議題之重視，投資人亦感知到公司之財務資訊已無法充分反映公司經營之良窳，而公司是否重視 ESG，兼顧利害關係人之權益，才是重中之重，故投資人改以公司 ESG 績效之良窳，作為投資決策之依歸(鄭暄蓉，2023)。

有關台灣經濟新報(TEJ)之「TESG 永續發展指標」，其評分機制，主係參考國際評級機構 Refinitiv ESG 與 MSCI ESG 之評分計算方式，先針對台灣公開發行公司在產業內之相對表現，給予評分，其次再轉換為產業內百分比分數，以排除產業間之差異(羅靖霖及陳岱佑，2022a；2022b；謝安軒等，2025)。再者，產業之分類，係採用經永續會計準則委員會(Sustainability Accounting Standards Board, SASB)授權者<sup>1</sup>。

觀之 TESG 之評分，既參考 SASB 與全球報告倡議組織(Global Reporting Initiative, GRI)發佈之準則，且方式與國際評級機構 Refinitiv ESG、MSCI ESG 相當，應具客觀性與可比性，且不少研究，係以 TEJ 之 ESG 分數作為 ESG 績效之代理變數，亦得到不錯之成果(黃玉麗等，2023；鄭桂蕙等，2023；江佑國與林修葳，2024；陳美惠與吳宴惠，2024；謝安軒等，2025)，故其適用性尚屬合宜。

---

<sup>1</sup> 永續會計準則委員會(Sustainability Accounting Standards Board, SASB)包括 11 個主產業，77 個子產業，此外，重大性地圖(Materiality Map)之議題分類(共分為 5 大面向，包括環境、社會資本、人力資本、商業模式和創新、領導與公司治理)及揭露主體等。

在計算出 E、S、G 個別支柱分數後，再依 SASB 之產業重大性地圖索引，按不同產業各個支柱之權重大小，予以加權，而得 ESG 原始量化分數<sup>2</sup>。另為即時反應與 ESG 有關的負面新聞事件(例如發生工安事故、排放汙水、發生罷工等)，故加入負面新聞分數。ESG 原始量化分數會進一步與負面新聞分數相互比較，若 ESG 原始量化分數較高，則其分數會受到負面新聞之影響，則 ESG 量化分數之計算修正為， $0.8ESG \text{ 原始量化分數} + 0.2 \text{ 負面新聞分數}$ ，反之當 ESG 原始量化分數小於負面新聞分數，則 ESG 量化分數等於 ESG 原始量化分數(羅靖霖及陳岱佑，2022a；2022b；鄭桂蕙等，2023)。

再者，針對 ESG 量化分數區分為七等級，分別為領先群(A+、A)、平均群(B+、B、B-)以及落後群(C、C-)。鄭桂蕙等(2023)於研究 SASB 準則下環境社會治理績效與企業績效之關聯性時指出，TEJ 永續發展指標(TESG)，是台灣目前唯一針對上市及上櫃公司提供 ESG 量化分數及評等之資料庫；其並將 ESG 分數及等級作為 ESG 績效之代理變數，據其研究發現財務績效較佳之企業，其 ESG 績效較佳。但 ESG 績效較佳之企業，其財務績效較佳之研究假說，並未獲得支持。

有關 TEJ 之 TESHG 永續指標，能否精確反映公司 ESG 表現部分，據葉宗穎(2023)於研究股市投資人是否正面反應公司的 ESG 表現時，其採用 TEJ 之 TESHG 永續指標，並按年度別，將 TESHG 永續指標分數分成 10 組，針對分數前 10% 者歸類為最佳組，並稱為 TESHG G。針對最佳組 TESHG G 中，針對最高之前 50 檔股票作為投資組合，並稱為 TESHG TOP50。此外針對最佳組 TESHG G 之公司中，選取低波動股共 50 家公司股票，作為投資組合，並稱為 TESHG IVOL50。最佳組 TESHG G、TESHG TOP50 及 TESHG IVOL50 之投資績效均優於台灣 50ETF(0050)、元大永續 ETF(00850)及國泰永續 ETF(00878)之投資績效，顯示 TEJ 之 TESHG 永續指標，較能精確傳達公司之 ESG 發展程度(黃天瑜，2023)。

---

<sup>2</sup> 有關 ESG 原始量化分數，共分環境(E)、社會(S)、公司治理(G)三大支柱，16 項議題及揭露，其中 E 個別支柱涵蓋：溫室氣體排放、能源管理、用水及廢水管理、廢棄物及有毒物質管理、生態影響、S 個別支柱涵蓋：人權及社區關係、資料安全、產品品質及安全、員工資訊統計、員工健康及安全、員工多元化、G 個別支柱包括：商業模式和創新、管理領導、控制權與席次、公平對待利害關係人、公司治理資訊透明度。而各項議題之下，對應多項衡量變數，各衡量變數又包括可量化評估指標(權重 75%)與資訊揭露程度(權重 25%)，各項衡量變數及 ESG 分數，均介於 0-100，分數愈高，績效愈好(羅靖霖及陳岱佑，2022a；2022b)。

## 二、機構投資人與ESG 績效

機構投資人匯集大量資金，於進行投資時，必須履行受託人之責任，並基於資金提供者之最大利益，且關注被投資公司之財務狀況與營運情形，出席股東會、行使投票權、進行建設性對話等，發揮其對公司治理之影響力，則有助於促進被投資公司之 ESG 永續發展，提升雙方之長期價值(于沛帆，2022；陳麗卿，2022)。

據過去研究指出，跨國機構投資人會將治理與企業社會責任 (Corporate Social Responsibility, CSR) 規範導入投資標的之企業，促使企業 CSR 評等顯著提升；另台灣上市公司之機構投資人持股比例愈高，CSR 愈好；此外，機構投資人普遍傾向支持能帶來長期價值的 CSR 行為，故機構投資人確實能透過持股比例影響 CSR 之表現(陳振遠等, 2017; Chen et al., 2020; Dyck et al., 2019)。而大股東(如機構投資人)更有動機來監督管理者，特別是針對永續活動之投入，因為監督之效益可能超過成本(Collecchio et al., 2024; Peters et al., 2019)。作為國際資本市場之投資者，機構投資人透過撤資、投票權及話語權之運用，以降低高階經理人之道德風險，故扮演強而有力之外部監督力量。由於機構投資人關注本身企業價值最大化，故會將 ESG 績效及 ESG 資訊揭露透明度，納入投資決策之參考(Busch and Friede, 2018)，且機構投資人持股比率，對 ESG 績效具有正向影響 (Faller and Knyphausen-Aufseß, 2018)。

而公司對機構投資人所提之可持續性(Sustainability)建議，會作更積極之回應(Chen et al., 2020; Flammer et al., 2021)，特別是大型機構法人如：貝萊德投信(Blackrock)、道富公司(StateStreet)、先鋒領航(Vanguard)(Azar et al., 2021)或美國教師退休基金會 (Teachers Insurance and Annuity Association- College Retirement Equities Fund, TIAA-CREF)，對公司之可持續性發展，具顯著之影響 (Marti et al., 2024)。

聯合國為了透過機構投資人匯集大量資金之影響力，促成永續發展目標之達成，在 2006 年發布了「責任投資原則」(Principles for Responsible Investment)，鼓勵機構投資人應衡酌其受託責任，並將 ESG 納入投資組合績效之考量(陳麗卿，2022)。台灣亦於 2016 年發布「機構投資人盡職治理守則」，督促機構投資人善盡投資責任，於評估投資標的時，應考量被投資公司之風險與績效，並經由持續關注被投資公司，以達到「盡職治理」之目標。

機構投資人身為股東，為追求本身企業價值極大化，勢必發揮盡職治理之關鍵監督角色，關注被投資公司之財務狀況與營運情形，出席股東會、行使投

票權、進行建設性對話等，督促公司提升其公司治理，追求公司之永續發展。特別是機構投資人持股比率愈高，愈會發揮「盡職治理」之投資責任，更有助於提升公司之 ESG 績效。故本研究提出下述研究假說：

**$H_1$ ：機構投資人持股比率愈高，則公司 ESG 績效愈佳**

### 三、歐盟投資佈局與ESG 績效

跨國企業(Multinational Corporations, MNCs)於海外設立據點，目標係為尋求資源、市場、效率及策略性資產等(Dunning and Lundan, 1993; Raines, 2003)。而新興市場之跨國企業於進行海外投資時，主係考量廣大的市場、運用公司專屬資產、降低成本結構並參與組織學習等 (Luo et al., 2019; Meyer et al., 2009)。故新興市場之跨國企業，需要選擇合適之海外投資區位，這些區位應使該等企業能夠(1)獲取各種策略性資產 (如技術、能力、多元學習等)；(2)適當評估並滿足當地客戶之需求；(3)成功融入地主國之環境與商業網絡；以及(4)強化在地主國與本國市場之合法性(Buckley et al., 2022; Du and Zhao, 2023; Mondal and Lahiri, 2024)。

據學者研究指出，發展中國家之家族企業，更傾向於在先進經濟體而非在新興經濟體進行海外直接投資。理由為：先進經濟體擁有高度發達制度(如金融、資本、監管及司法等)、世界級供應商與完善基礎設施等，若於當地設立子公司，其運營可能更有效率 (Zhu et al., 2022)，會累積更多之策略性資產、學習更加多元、業績持續成長、運營更加穩定，並符合整體利害關係人所要求之合法性(Mondal and Lahiri, 2024; Mondal et al., 2022; Tang and Buckley, 2022)。國際擴張(Rosa and Ribeiro, 2023)、國際承諾 (Johanson and Kalinic, 2016) 和海外子公司佈局 (Ellimäki et al., 2023; Marshall et al., 2020; Kim and Davis, 2016) 等衡量方式常作為研究企業國際經驗之依據，研究方法涵蓋實證分析、國際比較、事件研究、內容分析等 (Aray et al., 2021; Hojnik et al., 2018; Tang and Buckley, 2022)。此一研究趨勢顯示，企業國際化深度與廣度已成為解釋 ESG 績效差異的重要理論基礎 (Tang and Buckley, 2022; Mondal and Lahiri, 2024)。

按公司透過國際擴張能夠拓展新市場、增加規模、達到範疇經濟，從而提升競爭優勢。雖然國際擴張會帶來效益，惟亦相應產生諸多挑戰及成本，例如：為了支應國外市場、維持國外設施所負擔之成本與相關之代理成本(Jain et al., 2019; Hojnik et al., 2018)；因應國外市場對企業永續(Sustainability)之要求，所面臨之合法性挑戰(Aray et al., 2021)。有關合法性問題，源於國內外市場之間

存在習俗與價值觀差異，而導致利害關係人(如股東、員工、客戶、監管機構、社區等)之認知差異(Suchman, 1995)。跨國企業若能追求更好的永續績效(ESG 績效)，將可降低運營成本、降低企業風險、提高資訊透明、提升企業形象、易於進入資本市場，符合國外利害關係人之要求，從而克服國外市場營運之合法性問題等(Aray et al., 2021; Rosa and Ribeiro, 2023; Shakil, 2021; Suchman, 1995)。而國際擴張程度愈深之公司，更能提升其 ESG 績效(Rosa and Ribeiro, 2023; Shakil, 2021)。

在國際化過程之模型(the Uppsala Model)中，國際承諾(International Commitment)係指企業在國外市場投入資源和採取行動之程度(Johanson and Kalinic, 2016)。有關國際承諾之衡量方式，主要有四種方法，包括：(1)對出口之依賴程度：當公司銷售至國外市場之金額愈大，則其對國際營運之依賴程度愈深；至於衡量速度之方式，可採公司自成立至開始進行外銷所歷經之年數為之(Hilmersson and Johanson, 2016; Johanson and Kalinic, 2016)；(2)對進口之依賴程度：因應全球價值鏈之發展，公司必須針對各種功能進行國際整合，與國外市場之進貨及銷貨，係彼此相關(Zhou et al., 2007; Johanson and Kalinic, 2016)；(3)在國外市場設立公司法人(Legal Entities)之數目：係反映公司有組織地融入國外市場之程度(Jiang et al., 2014; Johanson and Kalinic, 2016)；(4)公司在國外營運之市場數目(number of foreign markets)：當國外營運之市場數目愈多，意味著公司對單一市場之依賴程度愈低，故國際營運之重要性進而提高(Johanson and Kalinic, 2016)。

企業國際化行為之衡量，通常以子公司數量或比例或海外市場銷售百分比作為指標，學者研究顯示，跨國企業之國際化程度愈高，ESG 績效愈佳(Ellimäki et al., 2023; Keig et al., 2019; Kim and Davis, 2016)。此外，亦有學者發現海外子公司佈局在國際化與 ESG 關係中扮演中介之角色，亦即企業之子公司分布廣度與集中度會影響 ESG 之知識傳遞與在地合法性問題(Luo et al., 2019; Attig et al., 2016)。再者，當跨國企業於多個國家設立子公司時，雖可促進跨市場學習與資源整合，但也增加制度落差與監管成本(Hojnik et al., 2018; Tang and Buckley, 2022)。按過去學者研究指出，中國 A 股上市公司有對外直接投資，相較未對外投資者，其 ESG 績效較高 (Zhou et al., 2025)。惟其樣本遍及全球，較難將其研究結論推論至特定投資區位(如：歐盟 等)，亦無法深入探討歐盟之投資佈局廣度與深度如何影響 ESG 績效，致出現研究之缺口。

另歐盟亦於 2022 年通過「企業永續發展報告指令」(Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD)，並於 2023 年初生效。該指令規定在 2028 年初，

適用在歐盟至少設有一家子公司或分公司，且在歐盟淨營收 1.5 億歐元以上之非歐盟企業(European Council, 2022)。該指令要求企業需報告之內容，如企業及其供應鏈之基本統計數據及風險、盡職調查政策、發現強迫勞動所採取之補救方法等(游明珊，2024)。再者，歐洲聯盟理事會於 2024 年 5 月通過「企業永續盡職調查指令」(Corporate Sustainability Due Diligence Directive, CSDDD)，並於 2024 年 6 月 25 日生效。該指令要求歐盟 27 個成員國須於 2026 年 7 月 26 日前將該指令之條款，納入各成員國之國家法律體系中，並落實執行。有鑑於該指令適用之範圍，在於員工人數達 1,000 名以上，且年營收達 4.5 億歐元以上之歐洲企業，以及設立在歐盟境內年營收達 4.5 億歐元以上之非歐洲企業，並建立專門委員會，將人權觀念納入董事會之治理中(游明珊，2024)。再者歐盟執委會(European Commission)與歐洲對外事務部(European External Action Service, EEAS)相當重視公司營運與供應鏈強迫勞動之問題，故台商應將人權保護列為企業價值觀之重要一環(證券櫃檯買賣中心，2021)。

歐盟自 2014 年起推動多項永續相關法規(如：CSRD、CSDDD)，形成全球最制度化的永續監管體系，其嚴格規範亦成為企業獲取合法性與國際資金的重要依據(Redondo and De, 2022)。近年台商對歐盟市場投資規模快速增加，顯示其區域佈局的重要性已日益提升。有關歐盟投資佈局之選擇方面，依經濟部投資審議司之統計，其 2022 年及 2023 年核准台商赴歐盟(包括：奧地利、比利時、保加利亞、克羅地亞、塞普路斯、捷克、丹麥、愛沙尼亞、芬蘭、法國、德國、希臘、匈牙利、愛爾蘭、義大利、拉脫維亞、立陶宛、盧森堡、馬爾他、荷蘭、波蘭、葡萄牙、羅馬尼亞、斯洛伐克、斯洛維尼亞、西班牙及瑞典，共 27 個國家)投資之金額，分別為 5.84 億美元及 49.67 億美元，成長 751%，相當驚人，顯示台商對歐盟市場的投資熱度顯著提升，且各產業投資類別的擴張趨勢可由經濟部提供的分業資料中獲得驗證。經濟部國際貿易署統計 2024 年歐盟為我國第 4 大貿易體，其貿易金額僅次於中國、美國與日本，為台灣重要的貿易夥伴，其政策會直接影響台灣出口與投資，影響甚大。故本研究將焦點置於台商投資佈局在歐盟上。

有關歐盟投資佈局之衡量方面，本研究係參採 Allen and Pantzalis (1996) 之研究，其於探討 MNCs 之營運彈性與企業價值時，提出國際化廣度可採 MNCs 之國外子公司所分佈之國家數目為之；至於國際化深度部分，可採 MNCs 成立國外子公司最多之前 2 個國家之子公司數目/國外子公司之總家數為之。據此，針對歐盟投資佈局廣度與深度之衡量，本研究參採前述學者之研究，有關歐盟投資佈局廣度部分，係以樣本公司之國外子公司所分佈之歐盟

國家數目為之；例如，國外子公司分佈法國、德國及義大利三個國家，則廣度之值設為 3。至於歐盟投資佈局深度部分，係以樣本公司於歐盟成立子公司最多之前 2 個國家之子公司家數/於歐盟成立子公司之總家數為之；例如，樣本公司成立國外子公司最多之前 2 個國家為德國 6 家子公司，捷克 3 家子公司，而樣本公司於歐盟成立子公司之總家數共 15 家，則深度為  $9/15=0.6$  (Allen and Pantzalis, 1996；顏怡音與孫嘉鴻，2014)。

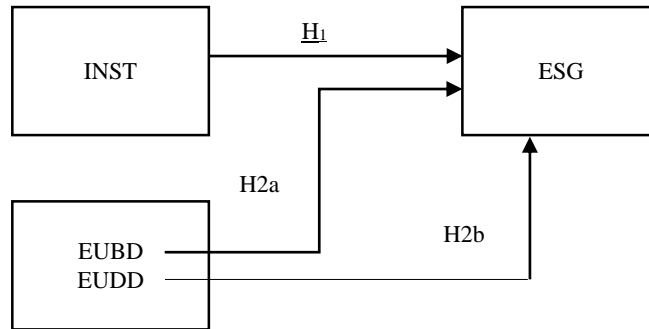
按企業進行歐盟投資佈局時，固然帶來效益，惟亦相應產生諸多成本與挑戰，特別是能否符合國外利害關係人對 ESG 要求之合法性挑戰(Aray et al., 2021; Hojnik et al., 2018; Jain et al., 2019; Rosa and Ribeiro, 2023; Shakil, 2021; Suchman, 1995)。一旦跨國企業投資佈局所分佈之歐盟國家數愈多，則投資佈局愈廣，其會面臨更多歐盟國家之利害關係人，對達成 ESG 指標之更多壓力，故會致力於提升 ESG 績效，以解決在歐盟國家營運之合法性問題；同理，跨國企業受歐盟特定國家政策之吸引、旗艦廠商帶領產業上下游生產供應鏈廠商，繼續在歐盟特定國家進行深耕，則投資佈局愈深，為了取得當地利害關係人之認同，會持續致力於提升 ESG，故投資佈局愈深，更能提升其 ESG 績效(Rosa and Ribeiro, 2023; Shakil, 2021)。據此，本研究提出下述研究假說：

**H2：歐盟投資佈局會影響 ESG 績效**

**H2a：公司赴歐盟投資佈局廣度愈廣，其 ESG 績效愈佳**

**H2b：公司赴歐盟投資佈局深度愈深，其 ESG 績效愈佳**

有關本研究之架構圖，茲列示如下：



INST：機構投資人持股比率；EUBD：歐盟投資佈局廣度；EUDD：歐盟投資佈局深度；ESG：ESG 績效

圖 1 研究架構圖

## 參·研究方法

### 一、資料來源與樣本選取

本研究之樣本為上市及上櫃公司，考量 TEJ 之 ESG 分數資料，始自 2016 年，故研究期間限縮在 2016 年至 2023 年。有關樣本之選取，係針對有 ESG 資料且其歐盟投資佈局，能夠計數者，共計 4,104 筆資料，扣除離群值及資料不全者計 168 筆，餘為 3,936 筆(492 筆\*8 年)。有關樣本之產業分佈，則如表 1 所示。由表 1 可知，資訊電子(含網路通訊等)業佔 55%，比重最大，故後續除針對全樣本進行實證分析外，有必要將樣本區分為資訊電子業及非資訊電子業二群子樣本，再作更深入之探討。

表1 樣本之產業分佈(樣本數為 3,936)

產業別	筆數	佔比(%)
水泥	40	1%
食品	64	2%
塑膠	128	3%
紡織人纖	192	5%
機電設備	408	10%
化學	312	8%
鋼鐵	168	4%
橡膠輪胎	56	1%
汽車	32	1%
營建	88	2%
運輸	72	2%
資訊電子(含網路通訊等)	2,160	55%
觀光	48	1%
其他	168	4%
合計	3,936	100%

另有關 ESG 績效，係以 TEJ「TESG 永續發展指標」之 ESG 分數，作為代理變數。至於歐盟投資佈局之廣度與深度，則先自交易所「公開資訊觀測站」之「彙總報表」，選擇「營運概況」，下載上市及上櫃公司之「投資海外子公司資訊彙總表」，再針對子公司所分佈之國家及數目，分別計算而得。至

機構投資人持股比率、總資產、總負債、營業收入成長率、稅後損失、董事會總席次、董事長兼任總經理、獨立董事比率、內部人持股比率、研發費用、掛牌類型、成立年度、年度別及產業別等資料，係分別自 TEJ 公司治理資料庫及財務資料庫，下載而得。

## 二、實證模型

為檢測機構投資人持股比率(INST) (H1)及歐盟投資佈局(EUBD 及 EUDD) (H2)對 ESG 績效之影響，故建立下述實證模型：

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 EUBD_{i,t} + \beta_3 EUDD_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 DB_{i,t} + \beta_6 GS_{i,t} + \beta_7 LOSS_{i,t} + \beta_8 BOARD_{i,t} + \beta_9 DUAL_{i,t} + \beta_{10} IDR_{i,t} + \beta_{11} INSIDE_{i,t} + \beta_{12} RDI_{i,t} + \beta_{13} LISTED_{i,t} + \beta_{14} FIRM_{i,t} + \sum_{y=1}^7 \beta_{14+y} Y_{16+y} + \sum_{d=1}^{13} \beta_{21+d} IND_d + \mu_{i,t}$$

式中(SIZE、DB、GS、LOSS、BOARD、DUAL、IDR、INSIDE、RDI、LISTED、FIRM、Y 及 IND 為控制變數)：

ESG	: ESG 績效；
INST	: 機構投資人持股比率；
EUBD	: 歐盟投資佈局廣度，以樣本公司之國外子公司所分佈之歐盟國家數目為之；
EUDD	: 歐盟投資佈局深度，以樣本公司於歐盟成立子公司最多之前 2 個國家之子公司家數/於歐盟成立子公司之總家數為之；
SIZE	: 公司規模，以總資產取對數作為代理變數；
DB	: 負債比率，以總負債/總資產為之；
GS	: 成長機會，以營業收入成長率作為成長機會之代理變數，並以(本期營業收入淨額-上期營業收入淨額) / 上期營業收入淨額為之；
LOSS	: 若公司前一年發生損失(LOSS)，則值設為 1，反之，設為 0。
BOARD	: 董事會規模，以董事會席次取自然對數為之；
DUAL	: 若董事長兼任總經理，則值設為 1，反之，設為 0；
IDR	: 獨立董事比例，以獨立董事席次 / 全體董事席次為之；
INSIDE	: 內部人持股比例，以全體董監、經理人及持股 10% 以上之大股東，其持股總數 / 全年流通在外普通股股數為之；
RDI	: 研發密集度，以研發費用佔銷貨收入淨額為之；
LISTED	: 掛牌類型，若為上市公司，則值設為 1；若為上櫃公司，則值設為 0；

FIRMY	: 成立年數；
Y	: 年度別之虛擬變數；
IND	: 產業別之虛擬變數；
i	: 第 i 家公司；
t	: 第 t 年；
$\mu$	: 殘差項。

### 三、研究樣本與程序

#### (一) ESG 績效(ESG)

本研究係以 TEJ「TESG 永續發展指標」之 ESG 評分，作為 ESG 績效之代理變數，該 ESG 評分，係參考 SASB 對產業之分類、產業重大性地圖之議題分類及揭露主體等，並取得 SASB 之授權。

#### (二) 機構投資人持股比率(INST)

機構投資人若能發揮盡職治理之角色，則能有效促進被投資公司 ESG 之永續發展；且機構投資人持股比率，對 ESG 績效具有正向影響(Kordsachia et al., 2022; Utz, 2019; Faller and Knyphausen-Aufseß, 2018；于沛帆，2022；陳麗卿，2022)。有關機構投資人持股比例，本研究係以本國及國外法人機構之持股總數／全年流通在外普通股股數為之（李沃牆及陳彥廷，2023），預期對 ESG 績效具有正向之影響。

#### (三) 歐盟投資佈局廣度(EUBD)

本研究參採過去學者之研究，以樣本公司之國外子公司所分佈之歐盟國家數目，作為歐盟投資佈局廣度之代理變數。例如，國外子公司分佈波蘭、葡萄牙、西班牙及瑞典四個國家，則廣度之值設為 4(Allen and Pantzalis, 1996；顏怡音及孫嘉鴻，2014)，預期對 ESG 績效具有正向之影響。

#### (四) 歐盟投資佈局廣度(EUBD)

本研究參採過去學者之研究，以樣本公司於歐盟成立子公司最多之前 2 個國家之子公司家數/於歐盟成立子公司之總家數，作為歐盟投資佈局深度之代理變數。例如，樣本公司成立國外子公司最多之前 2 個國家為波蘭 4 家子公司，葡萄牙 3 家子公司，而樣本公司於歐盟成立子公司之總家數共 10 家，

則深度為  $7/10=0.7$  (Allen and Pantzalis, 1996；顏怡音及孫嘉鴻，2014)，預期對 ESG 績效具有正向之影響。

## (五) 控制變數

按公司規模(SIZE)愈大，面臨利害關係人對永續發展之壓力更大，故永續績效可能愈佳(顏怡音等，2023；Drempetic et al., 2020)。本研究以總資產取自然對數，作為公司規模之代理變數，預期對 ESG 績效具有正向之影響。而負債比率(DB)愈高之公司，資金成本負擔越沉重，愈無能力從事永續之投資(Dowell et al., 2000)。本研究以總負債/總資產衡量負債比率(DB)，預期對 ESG 績效具有負向之影響。當企業成長機會(GS)愈高，競爭能力愈強，其永續績效表現愈佳(Gillan et al., 2021)，本研究以營業收入成長率〔(本期營業收入淨額－上期營業收入淨額)／上期營業收入淨額〕作為成長機會(GS)之代理變數，預期對 ESG 績效具有正向之影響。

而公司前一年發生損失(LOSS)，可能會減少當年度永續之支出(Peters et al., 2019)，本研究設一虛擬變數，若前一年發生損失(LOSS)，則值設為 1，反之設為 0，預期對 ESG 績效具負向之影響。此外，董事會規模(BOARD)愈大，成員愈多元，會有不同之管道，認知永續發展之重要性，進而督促公司積極投入，從而提升 ESG 績效。本研究以董事會總席次作為董事會規模(BOARD)之代理變數(Collecchio et al., 2024)，預期對 ESG 績效具有正向之影響。另據過去學者研究指出，若公司之董事長兼任總經理，其永續績效可能更高(Collecchio et al., 2024)。本研究設一虛擬變數，若董事長兼任總經理(DUAL)，則值設為 1，反之設為 0，預期對 ESG 績效具有負向之影響。

此外，獨立董事比例(IDR)愈高，更能支持企業之永續發展，進而提升永續績效 (Anderson and Reeb, 2003; Peters et al., 2019)。有關獨立董事比例，本研究係以獨立董事席次／全體董事席次為之，預期對 ESG 績效具有正向之影響。當內部人持股比例(INSIDE)愈高，公司治理愈佳，ESG 績效愈佳(Connelly et al., 2010)。有關內部人持股比例，本研究係以全體董事、監察人、經理人及持股 10% 以上之大股東之持股總數／全年流通在外普通股股數為之，預期對 ESG 績效具有正向之影響。

當公司研發密集度(RDI)愈高，研發創新能力愈強，會提升財務與永續績效(Baek and Lee, 2024)。有關研發密集度(RDI)，本研究係以研發費用／銷貨收入淨額為之，預期對 ESG 績效具有正向之影響。有鑑於上市與上櫃公司在設

立年限、資本額、獲利能力、股權分散等諸多方面，有不同之門檻要求，歧異頗大，宜加以控制，本研究乃設掛牌類型(LISTED)之虛擬變數，若為上市公司，則值設為 1；若為上櫃公司，則值設為 0(Yen, 2020)。而公司成立年數愈長，可能更有意願及能力從事永續之相關活動(Cho et al., 2010; Peters et al., 2019)。有關成立年數，係以公司成立年度至樣本年度(t)相距之年數，加以衡量。

另本研究期間橫跨 2016 年至 2023 年，為控制不同年度(Y)之影響，故納入 Y17 至 Y23 計 7 個年度別之虛擬變數。例如：若為 2017 年，則 Y17 之值設為 1，其他年度設為 0，依此類推。有鑑於各產業對相關永續活動之投入有別，應加以控制。故參酌台灣經濟新報(TEJ)之分類方式，區分為：水泥、食品、塑膠、紡織人纖、機電設備、化學、鋼鐵、橡膠輪胎、汽車、營建、運輸、資訊電子(含網路通訊等)、觀光及其他等 14 種產業，並納入 13 個產業別虛擬變數，以控制產業之影響(Rienda et al., 2013)。例如：若為水泥業，則 IND1 之值設為 1，其他產業別則設為 0，依此類推。

## 肆·實證結果

### 一、敘述性統計

有關各變數之敘述性統計量，茲列示如表 2。由表 2 可知，ESG 績效(ESG)之平均數為 56.972、最大值為 82.560、最小值為 30.460，故樣本公司在 ESG 績效之表現上，接近及格水準，尚有改善之空間，惟亦有公司表現相當突出者。機構投資人持股比率(INST)之平均數為 0.429、最大值為 0.968、最小值為 0.001，代表機構投資人基於專業投資之立場，對樣本公司之評價，歧異頗大。

表 2 敘述性統計量(樣本數為 3,936)

	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
ESG <sup>a</sup>	56.972	56.660	82.560	30.460	8.496
INST	0.429	0.419	0.968	0.001	0.217
EUBD(國家數)	0.565	0.000	17.000	0.000	1.499
EUDD	0.231	0.000	1.000	0.000	0.405
SIZE	23.005	22.765	28.990	19.568	1.545
DB	0.450	0.453	0.911	0.067	0.160
GS	0.054	0.022	5.518	-0.975	0.323
LOSS	0.202	0.000	1.000	0.000	0.402
BOARD(席次)	8.168	7.000	20.000	4.000	2.163
DUAL	0.221	0.000	1.000	0.000	0.415
IDR	0.340	0.333	0.667	0.000	0.103
INSIDE	0.244	0.210	0.929	0.000	0.158
RDI	0.039	0.022	0.730	0.000	0.059
LISTED	0.670	1.000	1.000	0.000	0.471
FIRMY(年)	34.123	33.583	73.833	4.417	14.421

<sup>a</sup>：ESG：ESG 績效；INST：機構投資人持股比率；EUBD：歐盟投資佈局廣度；EUDD：歐盟投資佈局深度；SIZE：公司規模；DB：負債比率；GS：成長機會；LOSS：前一年發生損失；BOARD：董事會規模；DUAL：董事長兼任總經理；IDR：獨立董事比例；INSIDE：內部人持股比例；RDI：研發密集度；LISTED：掛牌類型；FIRMY：成立年數。

觀諸歐盟投資佈局廣度(EUBD)之平均數為 0.565、最大值為 17.000、最小值為 0.000，顯見樣本公司赴歐盟進行投資佈局，其子公司分佈之國家數，相去甚遠，而佈局廣度最廣，主係電腦及週邊、通信網路及半導體業；至歐盟投資佈局深度(EUDD)之平均數為 0.231、最大值為 1.000、最小值為 0.000，經深入分析，集中在歐盟二個國家設立子公司，其產業分佈主係電腦及週邊、電子零組件、其他電子業、光電業、半導體及通信網路業等。

而公司規模(SIZE)之平均數為 23.005、最大值為 28.990、最小值為 19.568，顯示樣本公司總資產之平均數為 438.6 億元、最大值為 38,934.56 億元、最小值為 3.15 億元，規模相當懸殊；至於負債比率(DB)之平均數為 0.450、最大值為 0.911、最小值為 0.067，顯示樣本公司運用財務槓桿之程度差異甚大。另成長機會(GS)之平均數為 0.054、最大值為 5.518、最小值為-0.975，顯示部分樣本公司表現突出，尤以電子零組件、電腦及週邊、通信網路及半導體業等，表現特別突出。

至於前一年發生損失(LOSS)之平均數為 0.202，顯示約 20.2%之樣本公司前一年表現欠佳。而董事會規模(BOARD)之平均數為 8.168、最大值为 20.000、最小值为 4.000，故樣本公司之董事會總席次，存在頗大差異；此外，董事長兼任總經理(DUAL)之平均數為 0.221，顯示約 22.1%之樣本公司，董事長與總經理係由同一人擔任；而獨立董事比例 (IDR)之平均數為 0.340，顯示樣本公司之獨立董事席次佔董事會總席次比率平均為 34%，符合交易所所訂「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第 9 條第 9 款及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則」第 10 條第 8 款：獨立董事比率應大於三分之一之規定；至於內部人持股比例 (INSIDE)之平均數為 0.244、最大值为 0.929、最小值为 0.000，顯示內部人對樣本公司之影響程度不一；觀諸研發密集度(RDI)之平均數為 0.039(3.9%)，高於歐盟及日本之 3.8%，惟低於美國之 6.5%、印度之 4.6%(Moncada-Paternò-Castello and Grassano, 2022; Singh and Soni, 2022；顏怡音等，2023)，故樣本公司仍應努力投入研發創新，以提升企業之競爭優勢；再就掛牌類型(LISTED)之平均數為 0.670 而言，樣本公司約有 67%為上市公司；至成立年數(FIRMY)之平均數為 34.123，代表樣本公司之平均成立年限約 34.123 年。

另因本研究樣本中，資訊電子業佔 55%(詳表 1)，故將樣本區分為資訊電子業及非資訊電子業二群子樣本，再針對各項變數進行平均數 T 檢定，以分析其差異，結果列示於表 3。由表 3 可知，在 ESG 績效(ESG)【資訊電子業之平均數為 56.517，非資訊電子業之平均數為 57.484，t 值為-3.560， $p<0.01$ 】方面，資訊電子業之表現，平均而言較非資訊電子業為差。復觀之成立年數(FIRMY)【資訊電子業之平均數為 29.702，非資訊電子業之平均數為 39.426，t 值為-22.340， $p<0.01$ 】，資訊電子業之設立年限，普遍較非資訊電子業為短，推測原因可能為資訊電子業中，新興企業比例較高，因此在初期或成長階段，資源配置常偏重於研發創新與市場拓展，而對 ESG 之相關投入資源較少，致 ESG 績效較差。而在機構投資人持股比率(INST)【資訊電子業之平均數為 0.410，非資訊電子業之平均數為 0.451，t 值為-5.945， $p<0.01$ 】方面，機構投資人對資訊電子業之持股比率，低於非資訊電子業。有關歐盟投資佈局廣度(EUBD)【資訊電子業之平均數為 0.780，非資訊電子業之平均數為 0.306，t 值為 10.001， $p<0.01$ 】部分，資訊電子業赴歐盟佈局所設立之子公司，其分佈之國家數，較非資訊電子業為廣。觀之歐盟投資佈局深度(EUDD)【資訊電子業之平均數為 0.279，非資訊電子業之平均數為 0.174，t 值為 8.148， $p<0.01$ 】方面，資訊電子業集中在歐盟二個國家設立子公司之程度，較非資訊電子業為深。

在公司規模(SIZE)【資訊電子業之平均數為 22.998，非資訊電子業之平均數為 23.005，t 值為-0.134， $p>0.1$ 】方面，資訊電子業與非資訊電子業並無顯著差異。至於負債比率(DB)【資訊電子業之平均數為 0.444，非資訊電子業之平均數為 0.458，t 值為-2.584， $p<0.05$ 】部分，資訊電子業運用財務槓桿程度，平均而言較非資訊電子業為低。

而前一年發生損失(LOSS)【資訊電子業之平均數為 0.227，非資訊電子業之平均數為 0.173，t 值為 4.203， $p<0.01$ 】部分，資訊電子業前一年發生損失之比率，平均而言較非資訊電子業為高。觀之董事會規模(BOARD)【資訊電子業之平均數為 7.860，非資訊電子業之平均數為 8.549，t 值為-10.083， $p<0.01$ 】，資訊電子業之董事會總席次，少於非資訊電子業者。有關董事長兼任總經理(DUAL)【資訊電子業之平均數為 0.256，非資訊電子業之平均數為 0.180，t 值為 5.688， $p<0.01$ 】部分，資訊電子業之董事長與總經理為同一人，其比率高於非資訊電子業者。而針對獨立董事比例(IDR)【資訊電子業之平均數為 0.353，非資訊電子業之平均數為 0.324，t 值為 9.039， $p<0.01$ 】方面，資訊電子業獨立董事席次比例，高於非資訊電子業者。

表 3 資訊電子業與非資訊電子業樣本之差異性檢定

變數名稱 <sup>a</sup>	資訊電子業 (樣本數為 2,160)	非資訊電子業 (樣本數為 1,776)	差異性檢定
	平均數	平均數	t 值
ESG	56.517	57.484	-3.560***
INST	0.410	0.451	-5.945***
EUBD(國家數)	0.780	0.306	10.001***
EUDD	0.279	0.174	8.148***
SIZE	22.998	23.005	-0.134
DB	0.444	0.458	-2.584**
GS	0.059	0.047	1.166
LOSS	0.227	0.173	4.203***
BOARD(席次)	7.860	8.549	-10.083***
DUAL	0.256	0.180	5.688***
IDR	0.353	0.324	9.039***
INSIDE	0.221	0.272	-10.314***
RDI	0.056	0.017	21.827***
LISTED	0.667	0.671	-0.299
FIRMY(年)	29.702	39.426	-22.340***

a: ESG: ESG 績效; INST: 機構投資人持股比率; EUBD: 歐盟投資佈局廣度; EUDD: 歐盟投資佈局深度; SIZE: 公司規模; DB: 負債比率; GS: 成長機會; LOSS: 前一年發生損失; BOARD: 董事會規模; DUAL: 董事長兼任總經理; IDR: 獨立董事比例; INSIDE: 內部人持股比例; RDI: 研發密集度; LISTED: 掛牌類型; FIRMY: 成立年數。

b: \*\*、\*及\*分別代表在顯著水準為 0.01、0.05 及 0.1(雙尾)。

至於內部人持股比例(INSIDE)【資訊電子業之平均數為 0.221，非資訊電子業之平均數為 0.272，t 值為-10.314， $p<0.01$ 】方面，資訊電子業較非資訊電子業為低，而在研發密集度(RDI)【資訊電子業之平均數為 0.056，非資訊電子業之平均數為 0.017，t 值為 21.827， $p<0.01$ 】部分，資訊電子業投入研發之比重，較非資訊電子業為高。至於成長機會(GS)【資訊電子業之平均數為 0.059，非資訊電子業之平均數為 0.047，t 值為 1.166， $p>0.1$ 】、掛牌類型(LISTED)【資訊電子業之平均數為 0.667，非資訊電子業之平均數為 0.671，t 值為-0.299， $p>0.1$ 】，資訊電子業與非資訊電子業並無顯著差異。

## 二、相關係數分析

有關各變數間之相關係數，茲列示如表 4。由表 4 可知，除 EUBD 與 EUDD(係數為 0.447， $p<0.01$ )呈顯著相關且係數較高外，餘各自變數間之相關係數均小於 0.359。惟為緩減各自變數間之共線性問題，故先將各變數之資料予以標準化後，再進行迴歸分析之實證(顏怡音等，2023)，結果發現，所有自變數之變異數膨脹因子 (Variance Inflation Fator，簡稱 VIF)係介於 1.054 至 2.892 之間(詳表 5)，依學者之建議， $VIF<10$  (Neter et al., 1990)，其共線性之問題尚不嚴重。

表 4 各變數間之相關係數表<sup>b</sup> (N=3,936)

變數 <sup>a</sup>	ESG	INST	EUBD	EUDD	TA	DB	GS	LOSS	BOARD	DUAL	IDR	INSIDE	RDI	LISTED	FIRMY
ESG	1.000														
INST	0.289** (0.000)	1.000													
EUBD	0.216** (0.000)	0.137** (0.000)	1.000												
EUDD	0.184** (0.000)	0.137** (0.000)	0.447** (0.000)	1.000											
TA	0.220** (0.000)	0.187** (0.000)	0.141** (0.000)	0.164** (0.000)	1.000										
DB	0.114** (0.000)	0.081** (0.000)	0.134** (0.000)	0.131** (0.000)	0.121** (0.000)	1.000									
GS	-0.010 (0.515)	0.059** (0.000)	0.006 (0.727)	-0.004 (0.798)	-0.001 (0.939)	0.061** (0.000)	1.000								
LOSS	-0.234** (0.000)	-0.219** (0.000)	-0.007 (0.650)	-0.040* (0.012)	-0.080** (0.000)	0.005 (0.772)	0.067** (0.000)	1.000							
BOARD	0.244** (0.000)	0.244** (0.000)	0.073** (0.000)	0.061** (0.000)	0.192** (0.000)	0.059** (0.000)	-0.015 (0.353)	-0.119** (0.000)	1.000						
DUAL	-0.115** (0.000)	-0.129** (0.000)	-0.023 (0.155)	-0.006 (0.722)	0.010 (0.544)	-0.016 (0.325)	0.028 (0.075)	0.014 (0.368)	-0.101** (0.000)	1.000					
IDR	0.023 (0.147)	0.006 (0.688)	0.020 (0.206)	0.049** (0.002)	-0.005 (0.768)	0.033* (0.040)	0.023 (0.145)	0.033* (0.036)	-0.348** (0.000)	0.065** (0.000)	1.000				
INSIDE	-0.063** (0.000)	0.340** (0.000)	-0.117** (0.000)	-0.077** (0.000)	-0.111** (0.000)	-0.059** (0.000)	0.005 (0.744)	0.024 (0.136)	-0.033* (0.039)	-0.118** (0.000)	0.024 (0.127)	1.000			
RDI	0.042** (0.009)	-0.054** (0.001)	0.164** (0.000)	0.074** (0.000)	-0.041* (0.010)	-0.262** (0.000)	-0.032* (0.044)	0.130** (0.000)	-0.082** (0.000)	0.123** (0.000)	0.114** (0.000)	-0.050** (0.002)	1.000		
LISTED	0.210** (0.000)	0.198** (0.000)	0.145** (0.000)	0.167** (0.000)	0.154** (0.000)	0.076** (0.000)	-0.034* (0.033)	-0.058** (0.000)	0.201** (0.000)	-0.186** (0.000)	-0.055** (0.001)	-0.082** (0.000)	-0.057** (0.000)	1.000	
FIRMY	0.160** (0.000)	-0.074** (0.000)	-0.051** (0.001)	-0.067** (0.000)	0.113** (0.000)	0.089** (0.000)	-0.029 (0.069)	-0.039* (0.014)	0.207** (0.000)	-0.108** (0.000)	-0.214** (0.000)	-0.187** (0.000)	-0.207** (0.000)	0.206** (0.000)	1.000

a : ESG : ESG 績效 ; INST : 機構投資人持股比率 ; EUBD : 歐盟投資佈局廣度 ; EUDD : 歐盟投資佈局深度 ; SIZE : 公司規模 ; DB : 負債比率 ; GS : 成長機會 ; LOSS : 前一年發生損失 ; BOARD : 董事會規模 ; DUAL : 董事長兼任總經理 ; IDR : 獨立董事比例 ; INSIDE : 內部人持股比例 ; RDI : 研發密集度 ; LISTED : 掛牌類型 ; FIRMY : 成立年數。

b : 表列數為 Pearson 積差相關係數。括號中的數字為雙尾之機率值 (P-value) 。\*\*代表在顯著水準為 0.01 時 (雙尾) , 相關性顯著 ; \*代表在顯著水準為 0.05 時 (雙尾) , 相關性顯著。

### 三、迴歸分析結果

有關全部樣本之迴歸分析結果，茲列示於表 5 之模型 M1 中。由模型 M1 可知，機構投資人持股比率(INST)愈高，則 ESG 績效(ESG)(係數為 0.023，p 值 $<0.05$ )愈佳，故本研究假說 H1 獲得支持。按機構投資人匯集大量資金，於進行投資時，必須基於資金提供者之最大利益，並將其關切之永續議題(如永續活動之投入、ESG 績效及 ESG 資訊揭露透明度等)納入投資考量。機構投資人持股比率愈高，更有動機來監督管理者，特別是督促公司重視 ESG，從而提升公司之 ESG 績效。

而歐盟投資佈局廣度(EUBD)愈廣，則 ESG 績效(ESG)(係數為 0.073，p 值 $<0.01$ )愈佳，故本研究假說 H2a 獲得支持。按歐盟之成員國，係屬先進經濟體，並在金融、資本、監管及司法等制度高度發達，且擁有世界級供應商與完善基礎設施，台商投資佈局廣度愈廣，必須符合國外利害關係人對環境保護及社會責任之要求，方能克服國外市場營運之合法性問題，故其會努力追求更好的永續發展，從而提升 ESG 績效。

至於歐盟投資佈局深度(EUDD)愈深，則 ESG 績效(ESG)(係數為 0.027，p 值 $<0.01$ )愈佳，故本研究假說 H2b 獲得支持。同理，台商受特定歐盟國家政策之吸引，旗艦廠商帶領產業上下游生產供應鏈廠商，繼續在特定歐盟國家進行深耕，則投資佈局愈深，如何取得當地利害關係人之認同，並致力於提升環境保護及社會責任上，更是重中之重，故台商會持續致力於改善 ESG 績效上，從而提升該等績效。

有關公司規模(SIZE)愈大，則 ESG 績效(ESG)(係數為 0.475，p 值 $<0.01$ )愈佳。按公司規模愈大，面臨利害關係人對永續發展之壓力更大，故積極投入，致永續績效之表現愈佳。負債比率(DB)愈高，則 ESG 績效(ESG)(係數為-0.026，p 值 $<0.01$ )愈差。推測原因可能為，財務槓桿比率愈高之公司，資金成本負擔越沉重，故無充裕之資金，支應相關永續活動之投入，致不利於 ESG 績效之提升。

至成長機會(GS)對 ESG 績效(ESG)(係數為  $4 \times 10^{-4}$ ，p 值 $>0.1$ )並無顯著之影響。再者，前一年發生損失(LOSS)，則 ESG 績效(ESG)(係數為-0.247，p 值 $<0.01$ )愈差。按公司若前一年發生損失，可能會減少當年度相關永續之支出，致不利於 ESG 績效之提升。

而董事會規模(BOARD)愈大，則 ESG 績效(ESG) (係數為 0.040，p 值 $<0.01$ )愈佳。按董事會規模愈大，則董事席次愈多，在眼界、知識、能力、國際觀可能更加多元，愈可能符合國際潮流，積極推動企業永續，致提升 ESG 績效。而當董事長兼任總經理 (DUAL)，則 ESG 績效(ESG) (係數為-0.131，p 值 $<0.01$ )愈差。推測董事長若兼任總經理，雖決策較有效率，但一旦專斷，未必有利永續之發展。

至獨立董事比例(IDR)愈高，則 ESG 績效(ESG) (係數為 0.042，p 值 $<0.01$ )愈佳。按獨立董事比例(IDR)愈高，愈能督促公司致力於企業永續之發展，故 ESG 績效(ESG)愈佳。內部人持股比例(INSIDE)愈高，則 ESG 績效(ESG) (係數為 0.042，p 值 $<0.01$ )愈佳。當內部人持股比例(INSIDE)愈高，則個人與企業利益之關聯性愈高，支持企業追求永續之發展，愈能符合渠等之利益，進而提升 ESG 績效。

再者，研發密集度(RDI)愈高，則 ESG 績效(ESG) (係數為 0.131，p 值 $<0.01$ )愈佳。按公司投入研發，有助產品品質、技術及製程之創新，有利永續之發展，從而提升 ESG 績效。

有關掛牌類型(LISTED)方面，若為上市公司，則 ESG 績效(ESG) (係數為 -0.085，p 值 $<0.01$ )愈差。推測可能原因為，上市之樣本公司中，其家數佔比較高之前六大產業，涵蓋：資訊電子(含網路通訊等)、機電設備、化學、紡織人纖、鋼鐵及塑膠等業，與上櫃之樣本公司中，其家數佔比較高之前六大產業，大抵相同，惟上市之樣本家數較多，且其產品製程，多數對環境之汙染程度較高，致其 ESG 表現較差。而成立年數(FIRMY)愈久，則 ESG 績效(ESG) (係數為 0.054，p 值 $<0.01$ )愈佳。按公司成立年數愈長，更願意投入企業之永續發展，故有利於 ESG 績效之提升。

#### 四、額外測試

有鑑於樣本公司中，資訊電子業(含半導體、光電、網路通訊、資訊服務業、電子商務、電子通路業、電子零組件、電腦及週邊、其他電子業等)佔 55%(詳表 1)，比重最大，乃將樣本區分為資訊電子業及非資訊電子業二群子樣本，再作進一步分析，有關資訊電子業之實證結果，茲列示於表 5 之模型 M2 中。由模型 M2 可知，其與全部樣本之主要差異如下：歐盟投資佈局深度(EUDD)對 ESG 績效(ESG)，並無顯著之影響(係數為 0.008，p 值 $>0.1$ )。而成長機會(GS)對 ESG 績效(ESG)，具有顯著正向之影響(係數為 0.023，p 值 $<0.05$ )，顯

見資訊電子業之競爭能力較佳，有利永續績效之提升。內部人持股比例 (INSIDE)對 ESG 績效(ESG)，並無顯著之影響 (係數為 0.013，p 值>0.1)。而成立年數(FIRMY)愈久，則 ESG 績效(ESG)(係數為-0.043，p 值<0.01)愈差，有鑑於資訊電子業之技術日新月異，初期或成長階段需大量投入資源於研發創新與市場拓展上，較少投入於 ESG 之相關活動，致 ESG 績效表現較差。其餘主要變數之實證結果，與全部樣本大抵相同，故不再贅述。

而非資訊電子業之實證結果，茲列示於表 5 之模型 M3 中。由模型 M3 可知，其與全部樣本之主要差異如下：機構投資人持股比率(INST)對 ESG 績效(ESG)，並無顯著之影響(係數為-0.013，p 值>0.1)。而成長機會(GS)對 ESG 績效(ESG)具有顯著負向之影響 (係數為-0.029，p 值<0.01)，推測其可能原因為，非資訊電子業之樣本中，家數佔比較高者主為機電設備、化學、紡織人纖、鋼鐵及塑膠等業。該等產業之產品製程，對環境之汙染程度較高，故銷售情形愈好，意謂著生產數量愈多，對環境之汙染程度亦相對提高，對 ESG 績效產生不利之影響。有關掛牌類型(LISTED)方面，若為上市非資訊電子公司，則 ESG 績效(ESG)愈佳(係數為 0.151，p 值<0.01)，按上市非資訊電子業中，其樣本家數佔比較高者主為機電設備、化學、紡織人纖、鋼鐵及塑膠等業，其面臨利害關係人對永續發展之壓力較高，故會積極投入永續之相關活動，從而提升 ESG 績效，惟其確切原因為何，有待進一步研究。其餘控制變數，如負債比率(DB) (係數為-0.028，p 值>0.1)、董事會規模(BOARD) (係數為 0.012，p 值>0.1)、董事長兼任總經理(DUAL) (係數為-0.018，p 值>0.1)、獨立董事比例(IDR) (係數為 0.027，p 值>0.1)、研發密集度(RDI) (係數為 0.026，p 值>0.1)對 ESG 績效(ESG)，並無顯著之影響。而其餘主要變數之實證結果，與全部樣本大抵相同，故不再贅述。

表 5 迴歸分析結果

變數名稱 <sup>a</sup>	全樣本(N=3,936)		資訊電子業(N=2,160)		非資訊電子業(N=1,776)	
	因變數：ESG					
	M1		M2		M3	
	係數(T 值)	VIF	係數(T 值)	VIF	係數(T 值)	VIF
C	0.376(9.384) <sup>***</sup>		0.202(4.873) <sup>***</sup>		0.076(0.784)	
INST	0.023(2.030) <sup>**</sup>	1.902	0.056(3.358) <sup>***</sup>	1.902	-0.013(-0.480)	1.902
EUBD	0.073(5.614) <sup>***</sup>	1.529	0.055(3.132) <sup>***</sup>	1.529	0.065(2.387) <sup>***</sup>	1.529
EUDD	0.027(2.348) <sup>***</sup>	1.336	0.008(0.521)	1.336	0.074(2.766) <sup>***</sup>	1.336
SIZE	0.475(32.146) <sup>***</sup>	2.892	0.525(27.120) <sup>***</sup>	2.892	0.344(10.179) <sup>***</sup>	2.892
DB	-0.026(-2.685) <sup>***</sup>	1.366	-0.052(-4.166) <sup>***</sup>	1.366	-0.028(-1.178)	1.366
GS	4X10 <sup>-4</sup> (0.031)	1.054	0.023(1.808) <sup>**</sup>	1.054	-0.029(-2.379) <sup>***</sup>	1.054
LOSS	-0.247(-10.955) <sup>***</sup>	1.157	-0.160(-5.650) <sup>***</sup>	1.157	-0.414(-7.273) <sup>***</sup>	1.157
BOARD	0.040(4.075) <sup>***</sup>	1.594	0.059(4.483) <sup>***</sup>	1.594	0.012(0.471)	1.594
DUAL	-0.131(-5.763) <sup>***</sup>	1.122	-0.171(-6.503) <sup>***</sup>	1.122	-0.018(-0.287)	1.122
IDR	0.042(4.197) <sup>***</sup>	1.475	0.059(4.362) <sup>***</sup>	1.475	0.027(1.099)	1.475
INSIDE	0.042(4.116) <sup>***</sup>	1.537	0.013(0.830)	1.537	0.095(4.074) <sup>***</sup>	1.537
RDI	0.131(12.413) <sup>***</sup>	1.314	0.134(10.274) <sup>***</sup>	1.314	0.026(1.095)	1.314
LISTED	-0.085(-3.890) <sup>***</sup>	1.358	-0.244(-8.802) <sup>***</sup>	1.358	0.151(2.817) <sup>***</sup>	1.358
FIRMY	0.054(4.697) <sup>***</sup>	1.620	-0.043(-3.004) <sup>***</sup>	1.620	0.164(6.611) <sup>***</sup>	1.620
Y			已控制			
IND			已控制			
R <sup>2</sup>	0.550		0.543		0.331	
Adj R <sup>2</sup>	0.546		0.538		0.318	
F-statistic	140.140		120.730		26.085	
P	<0.001		<0.001		<0.001	

## 伍·結論與建議

### 一、結論

按永續發展之目標，旨在促進 ESG 之發展，有效因應氣候變遷或經濟衰退等迫切問題。台灣為了接軌國際，主管機關乃積極建立完善之 ESG 推動框架，引領企業之永續發展。主管機關並要求符合一定條件以上之上市(櫃)公司，編製永續報告書，以強化 ESG 資訊之揭露品質，並強化與利害關係人之溝通等。而機構投資人身為股東且匯集大量資金，理應發揮盡職治理之監督角色，督促被投資公司積極投入 ESG 之相關活動，以提升 ESG 績效。而台商赴歐盟國家進行投資佈局，亦面對國外市場之利害關係人對企業 ESG 之要求，故面臨合法性之挑戰。

過去研究旨在探討國際化程度、或企業對外投資與 ESG 績效之關聯 (Ellimäki et al., 2023; Keig et al., 2019; Kim and Davis, 2016; Zhou et al., 2025)，惟研究之篇數甚少，且鮮少將研究焦點置於特定投資區位之佈局上(如：歐盟投資佈局)，亦未區分投資佈局之廣度與深度，且未將機構投資人之角色一併納入探討，本研究為彌補此文獻之缺漏，故針對機構投資人、歐盟投資佈局與 ESG 績效之關聯進行探討。

本研究發現，機構投資人持股比率(INST)愈高，則 ESG 績效(ESG)愈佳，故本研究假說 H1 獲得支持。按機構投資人持股比率愈高，更有動機來監督管理者，特別是督促公司重視 ESG，從而提升公司之 ESG 績效。由於機構投資人關注本身企業價值最大化，更有動機來監督管理者，特別是針對 ESG 相關活動之投入，其會透過撤資、投票權及話語權等之運用，扮演強而有力之外部監督力量，從而提升公司 ESG 績效。

而歐盟投資佈局廣度(EUBD)愈廣，則 ESG 績效(ESG)愈佳，故本研究假說 H2a 獲得支持。按歐盟之成員國，係屬先進經濟體，台商在歐盟投資佈局廣度愈廣，必須符合國外利害關係人對 ESG 之要求，方能克服合法性問題，故其會努力追求更好的永續發展，從而提升 ESG 績效 (Donner et al., 2024)。至於歐盟投資佈局深度(EUDD)愈深，則 ESG 績效(ESG)愈佳，故本研究假說 H2b 獲得支持。據此，台商持續在特定歐盟國家進行深耕，則投資佈局愈深，

如何取得當地利害關係人之認同，並致力於提升 ESG，更是重中之重，故台商會持續致力於改善及提升 ESG 績效。

## 二、建議

按機構投資人持股比率愈高，更有動機來監督公司之管理者，從而提升 ESG 績效，故本研究建議，主管機關為強化機構投資人之盡職治理，除推動機構投資人之評比並揭露較佳之名單外，並應明定評比在一定分數以上之機構投資人，於承接發行公司募集與發行有價證券案件時，可適用較短之申報生效期間，或於輔導公司股票上市、上櫃或興櫃時，其程序能夠進一步簡化。而針對評比不佳之機構投資人，主管機關應加強輔導或列管，並督促其改善。此外，上市及上櫃公司可透過交易所公開資訊觀測站之「ESG 數位平台」揭露 ESG 之相關資訊並提高其更新頻率，以強化 ESG 資訊之透明度，或赴交易所或證券櫃檯買賣中心舉行法人說明會，說明其 ESG 之策略及行動與成效，以獲得機構投資人之青睞，從而提高機構投資人持股比例，進而提升 ESG 績效。

按台商赴歐盟進行投資佈局，不論廣度愈廣或深度愈深，其受到利害關係人(如：消費者、供應商、機構投資人、政府與監管機構)(Zhou et al., 2025; Chebbi, 2024)對企業投入 ESG 活動之強大壓力，以及相關完善之制度規範，應在企業價值觀及董事會監督方面作相應之調整，並積極參與 ESG 相關活動(Marano and Kostova, 2016; Zhou et al., 2025)。此外，針對員工的人權保護，德國政府已通過「供應鏈法」(Supply Chain Act)，要求自 2024 年起，集團員工超過 1,000 人之德國公司須對人權及特定環境風險問題，進行盡取調查，以保護公司營運活動及供應鏈之人權問題(證券櫃檯買賣中心，2021)。

至於政府與監管部分，有鑑於歐洲聯盟理事會於 2024 年 5 月通過「企業永續盡職調查指令」(CSDDD)，該指令之效力，將於 2026 年 7 月 26 日及於歐盟境內年營收達 4.5 億歐元以上之非歐洲企業，故將影響台商赴歐盟投資之佈局，針對企業永續盡職調查部分，台商應及早因應並建立專責委員會，將人權理念納入董事會之治理架構中(游明珊，2024)。

故對台商赴歐盟進行投資佈局必須調整公司內部治理架構，並針對企業永續發展報告所要求揭露之供應鏈相關資訊、進口管制機制(如：禁止使用強迫勞動所製造之商品)規範企業行為機制，及早因應風險管理模式及合規標準，以落實人權盡職之調查(游明珊，2024)。隨著歐盟 CSDDD 及 CSRD 之法規生效，企業在內部治理架構，風險管理模式，供應鏈透明度及人權盡職調查等，

面臨相當之挑戰，建議主管機關可參照「新南向政策專網」之建置模式，建構一個歐盟投資專網，針對歐盟各個成員國提供經貿檔、當地商情、雙邊合作、當地法規、貿易障礙、貿易統計等相關資訊，並定期更新法規及指令內容，協助台商於赴歐盟投資佈局時能掌握當地之政經情勢及 ESG 之合規要求，降低赴歐盟投資佈局廣度及深度之營運風險，亦可鼓勵各產業之旗艦廠商，帶領上中下游企業進行策略聯盟赴當地進行投資佈局。另政府亦可成立專責小組負責盤點上市及上櫃公司，在歐盟設有子公司者，若其 ESG 績效表現較差，應要求其洽 ESG 專家進行輔導，或要求機構投資人發揮盡職治理之功能，輔導企業如何轉變風險管理思維，提升對利害關係人之保護，督促公司改善 ESG 績效，以符合國際現勢與潮流。

## 參考文獻

- 于沛帆 (2022), 「機構投資人盡職治理揭露評比分析與建議」, *證券服務*, 第 688 期, 頁 30-36。
- 江佑國、林修葳 (2024), 「CSR 報告書的字裡行間：檢視繁體中文可讀性指標與 ESG 量化績效值之關聯」, *會計評論*, 第 78 期, 頁 85 - 121。  
[https://doi.org/10.6552/JOAR.202401\\_\(78\).0003](https://doi.org/10.6552/JOAR.202401_(78).0003)
- 李沃牆及陳彥廷 (2023), 「股權集中度與企業經營績效之關聯性」, *東吳經濟商學學報*, 第 106 期, 頁 65-97。
- 臺灣證券交易所股份有限公司、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心、社團法人中華公司治理協會、財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會 (2021), *國際公司治理發展簡訊*, 第 108 期, 頁 1-2。  
<https://www.sfi.org.tw/CompanyGrowth?periodNo=108>
- 游明珊 (2024), 「全球供應鏈和盡職調查實踐的發展：國際法規趨勢的影響」, *臺灣經濟研究月刊*, 第 47 卷, 第 12 期, 頁 32 - 38。  
[https://doi.org/10.29656/TERM.202412\\_47\(12\).0006](https://doi.org/10.29656/TERM.202412_47(12).0006)
- 新南向政策專網, <https://newsouthboundpolicy.trade.gov.tw/index>
- 金融監督管理委員會 (2024), 2023 年年報。金融監督管理委員會全球資訊網 ([fsc.gov.tw](http://fsc.gov.tw))
- 陳美惠、吳宴惠 (2024), 「ESG 第三方確信、負面社會責任新聞報導與債務資金成本間之關聯性」, *會計評論*, 第 78 期, 頁 1 - 43。  
[https://doi.org/10.6552/JOAR.202401\\_\(78\).0001](https://doi.org/10.6552/JOAR.202401_(78).0001)
- 陳韻如及李志偉 (2022), 「淺談我國推動公司治理成效 - 兼論 2020 年亞洲公司治理協會報告」, *證券暨期貨月刊*, 第 40 卷第 5 期, 頁 5-16。
- 陳韻如 (2023), 「第 14 屆臺北公司治理論壇紀實 - 推動臺灣公司治理及永續發展國際化」, *證券暨期貨月刊*, 第 41 卷第 10 期, 頁 29-33。
- 陳麗卿 (2022), 「落實盡職治理協助企業健全發展」, *證券服務*, 第 688 期, 頁 4-7。
- 陳振遠、王健聰、洪世偉 (2017), 「公司治理對於企業社會責任、公司價值之影響」, *中山管理評論*, 第 25 卷, 第 1 期, 頁 135 - 176。  
<https://doi.org/10.6160/2017.03.04>
- 黃天瑜 (2023), 「使用 TESG 評等優化國內 ESG 型 ETF 之研究」, *貨幣觀測與信用評等*, 第 164 期, 頁 4-18。
- 黃玉麗、陳芸菁、趙庭茂 (2023), 「綠色與永續連結授信對銀行資產品質之影響」, *證券市場發展季刊*, 第 35 卷, 第 4 期, 頁 103-146。  
[https://doi.org/10.6529/RSFM.202312\\_35\(4\).0003](https://doi.org/10.6529/RSFM.202312_35(4).0003)
- 葉宗穎 (2023), 「股市投資人是否正面反應公司的 ESG 表現」, *貨幣觀測與信用評等*, 第 162 期, 頁 62-74。
- 鄭桂蕙、林宛瑩、汪瑞芝 (2023), 「SASB 準則下環境社會治理績效與企業績效之關聯性」, *會計審計論叢*, 第 13 卷, 第 2 期, 頁 1-40。

- 鄭暄蓉 (2023), 「ESG 資訊揭露之國際發展趨勢」, *證券暨期貨月刊*, 第 41 卷第 4 期, 頁 5-17。
- 謝安軒、林宛瑩、鄭桂蕙 (2025), 「環境社會治理績效與銀行借款條件」, *中華會計學刊*, 第 21 卷, 第 1 期, 頁 1 - 64。 [https://doi.org/10.6538/TAR.202507\\_21\(1\).0001](https://doi.org/10.6538/TAR.202507_21(1).0001)
- 顏怡音及孫嘉鴻 (2014), 「智慧資本如何中介台商赴大陸投資與經營績效之關聯：S 型曲線之實證」, *當代會計*, 第 15 卷, 第 1 期, 頁 93-138。
- 顏怡音、劉正田及許伯銜 (2023), 「法遵缺失與企業價值：企業社會責任之調節效果」, *會計學報*, 第 9 卷, 第 2 期, 頁 43-81。
- 羅靖霖及陳岱佑 (2022a), 「TEJ ESG 量化指標編製」, *貨幣觀測與信用評等*, 第 154 期, 頁 47-59。
- 羅靖霖及陳岱佑 (2022b), 「TEJ『TESG 永續發展指標』發布」, *貨幣觀測與信用評等*, 第 156 期, 頁 4-18。
- Allen, L., and Pantzalis, C. (1996), "Valuation of the operating flexibility of multinational corporations." *Journal of International Business Studies*, 27, No. 4, pp. 633-653.
- Anderson, R. C., and Reeb, D. M. (2003), "Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500." *The Journal of Finance*, 58, No. 3, pp. 1301- 1328.
- Aray, Y., Dikova, D., Garanina, T., and Veselova, A. (2021), "The hunt for international legitimacy: Examining the relationship between internationalization, state ownership, location and CSR reporting of Russian firms." *International Business Review*, 30, No. 5, pp. 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2021.101858>
- Attig, N., Boubakri, N., El Ghouli, S., and others (2016), "Firm internationalization and corporate social responsibility." *Journal of Business Ethics*, 134, No. 2, pp. 171–197.
- Azar, J., Duro, M., Kadach, I. and Ormazabal, G. (2021), "The Big Three and corporate carbon emissions around the world." *Journal of Financial Economics*, 142, No. 2, pp. 674–696.
- Baek, S., and Lee, D. H. (2024), "Can R&D investment be a key driver for sustainable development? Evidence for Korean industry." *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31, No. 2, pp. 838-853. <https://doi.org/10.1002/csr.2607>
- Buckley, P. J., Driffield, N., and Kim, J. Y. (2022), "The role of outward FDI in creating Korean global factories." *Management International Review*, 62, No. 1, pp. 27–52.
- Busch, T. and Friede, G. (2018), "The robustness of the corporate social and financial performance relation: a second-order meta-analysis." *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25, No. 4, pp. 583–608
- Chebbi, K. (2024), "Examining the interplay of sustainable development, corporate governance, and stock price crash risk: Insights from ESG practices." *Sustainable Development*, 32, No. 1, pp. 1291–1309. <https://doi.org/10.1002/sd.2733>.
- Chen, T., Dong, H. and Lin, C. (2020), "Institutional shareholders and corporate social responsibility." *Journal of Financial Economics*, 135, No. 2, pp. 483–504.
- Cho, C. H., Roberts, R. W. and Patten, D. M. (2010), "The language of US corporate environmental disclosure." *Accounting, Organizations and Society*, 35, No. 4, pp. 431-443.

- Collecchio, F., Temperini, V., Barba-Sanchez, V., and Meseguer-Martinez, A. (2024), "Sustainable Governance: Board Sustainability Experience and the Interplay with Board Age for Firm Sustainability." *Journal of Business Ethics*, 197, No. 2, pp. 371–389. <https://doi.org/10.1007/s10551-024-05739-3>
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L. and Certo, S. T. (2010), "Ownership as a Form of Corporate Governance." *Journal of Management Studies*, 47, No. 8, pp. 1561-1589. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x>
- David, L. K., Wang, J., and Jr, V. D. (2024), "Economic and Governance Dimensions of ESG Performance: A Comparative Study in The Developing and European Countries." *The Journal of Developing Areas*, 58, No. 4, pp. 221-240.
- Donner, E. K., Meißner, A., and Bort, S. (2024). "Moving from voluntary to mandatory sustainability reporting—Transparency in sustainable development goals (SDG) reporting: An analysis of Germany's largest MNCs. " *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 34 No. 3, pp. 900–911.
- Dowell, G., Hart, S., and Yeung, B. (2000), "Do corporate global environmental standards create or destroy market value?" *Management Science*, 46, No. 8, pp. 1059- 1074.
- Drempetic, S., Klein, C., and Zwergel, B. (2020), "The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review." *Journal of Business Ethics*, 167, No. 2, pp. 333–360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Du, J., and Zhao, E. Y. (2023), "International expansion and home-country resource acquisition: A signaling perspective of emerging-market firms' internationalization." *Journal of International Business Studies*, 54, No. 9, pp.1642–1660.
- Dunning, J. H. and Lundan, S. M. (1993), "Multinational Enterprises and the Global Economy" Edward Elgar Publishing.
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., and Wagner, H. F. (2019), "Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence." *Journal of Financial Economics*, 131, No. 3, pp. 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Ellimäki, P., Aguilera, R. V., Hurtado-Torres, N. E., and others (2023), "The link between foreign institutional owners and multinational enterprises' environmental outcomes." *Journal of International Business Studies*, 54, No. 4, pp. 910–927. <https://doi.org/10.1057/s41267-022-00580-0>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., and Serafeim, G. (2014), "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance." *Management Science*, 60, No. 11, pp. 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Faller, C. M., and Knyphausen-Aufseß, D. (2018), "Does equity ownership matter for corporate social responsibility? A literature review of theories and recent empirical findings." *Journal of Business Ethics*, 150, pp. 15–40.
- Flammer, C., Toffel, M. W. and Viswanathan, K. (2021), "Shareholder activism and firms' voluntary disclosure of climate change risks." *Strategic Management Journal*, 42, No. 10, pp. 1850–1879.
- Galletta, S., Mazzù, S., and Naciti, V. (2022), "A bibliometric analysis of ESG performance in the banking industry: From the current status to future directions." *Research in International Business and Finance*, 62, 101684.

- Gillan, S. L., Koch, A., and Starks, L. T. (2021), "Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance." *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889.
- Hilmersson, M., and Johanson, M. (2016), "Speed of SME internationalization and performance." *Management International Review*, 56, No. 1, pp. 67–94.
- Hojnik, J., Ruzzier, M., and Manolova, T. S. (2018), "Internationalization and economic performance: The mediating role of eco-innovation." *Journal of Cleaner Production*, 171, No. 1, pp. 1312–1323.
- Jain, N. K., Pangarkar, N., Yuan, L., and Kumar, V. (2019), "Rapid internationalization of emerging market firms - The role of geographic diversity and added cultural distance." *International Business Review*, 28, No. 6, pp. 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2019.101590>
- Jiang, R. J., Beamish, P. W., and Makino, S. (2014), "Time compression diseconomies in foreign expansion." *Journal of World Business*, 49, No 1, pp. 114–121.
- Johanson, M., and Kalinic, I. (2016), "Acceleration and Deceleration in the Internationalization Process of the Firm." *Management International Review*, 56, pp. 827–847.
- Keig, D. L., Brouthers, L. E., and Marshall, V. B. (2019), "The impact of formal and informal institutional distances on MNE corporate social performance." *International Business Review*, 28, No. 5, pp. 1–1. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2019.05.004>
- Kim, Y. H., and Davis, G. F. (2016), "Challenges for global supply chain sustainability: Evidence from conflict minerals reports." *The Academy of Management Journal*, 59, No. 6, pp. 1896–1916. <http://www.jstor.org/stable/26157412>
- Kordsachia, O. Focke, M., and Velte, P. (2022), "Do sustainable institutional investors contribute to firms' environmental performance? Empirical evidence from Europe." *Review of Managerial Science*, 16, pp. 1409–1436.
- Luo, Y., Zhang, H., and Bu, J. (2019), "Developed country MNEs investing in developing economies: Progress and prospect." *Journal of International Business Studies*, 50, pp. 633–667.
- Marano, V., and Kostova, T. (2016), "Unpacking the institutional complexity in adoption of CSR practices in multinational enterprises." *Journal of Management Studies*, 53, No. 1, pp. 28–54. <https://doi.org/10.1111/joms.12124>
- Marshall, V.B., Brouthers, L.E. and Keig, D.L. "RIMS: A new approach to measuring firm internationalization." *Journal of International Business Studies*, 51, No. 7, pp. 1133–1141.
- Marti, E., Fuchs, M., DesJardine, M. R., Slagerc, R. and Gond, J. P. (2024), "The Impact of Sustainable Investing: A Multidisciplinary Review." *Journal of Management Studies*, 61, No. 5, pp. 2181–2211. doi:10.1111/joms.12957
- Meyer, K. E., Estrin, S., Bhaumik, S. K., and Peng, M. W. (2009), "Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies." *Strategic Management Journal*, 30, No. 1, pp. 61–80.
- Moncada-Paternò-Castello, P., and Grassano, N. (2022), "The EU vs US corporate R&D intensity gap: Investigating key sectors and firms." *Industrial and Corporate Change*, 31, No. 1, pp. 19–38. <https://doi.org/10.1093/icc/dtab043>
- Mondal, A. and Lahiri, S. (2024), "The Role of Inward FDI and Family Firm Heterogeneity on Foreign Location Choice: Evidence from India." *Management International Review*, 64, pp. 245–278.

- Mondal, A., Ray, S., and Lahiri, S. (2022), "Family ownership, family management, and multinationality: Evidence from India." *Journal of Business Research*, 138, pp. 347–359.
- Mroueh, H. A. (2024), "ESG Factors and Relationship with Performance- A Bibliometric Analysis." *Review of International Comparative Management*, 25, No. 2, pp. 175-188.
- Neter, J., Wasserman, W., and Kutner, M. H. (1990), *Applied linear statistical models: Regression, analysis of variance, and experimental designs*, 3rd ed., Irwin: New York.
- Peters, G. F., Romi, A. M., and Sanchez, J. M. (2019), "The Influence of Corporate Sustainability Officers on Performance." *Journal of Business Ethics*, 159, No. 4, pp. 1065–1087. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3818-1>
- Raines, P. (2003), Flows and territories: the new geography of competition for mobile investment in Europe, in Phelps, N. A. and Rains, P. (Eds) *The New Competition for Inward Investment*, pp. 119-136. Edward Elgar, Cheltenham.
- Rienda, L., Claver, E., and Quer, D. (2013), "The internationalization of Indian multinationals: determinants of expansion through acquisitions." *Journal of the Asia Pacific Economy*, 18, No. 1, pp. 115-132.
- Redondo A., R., and De M., F. (2022). How can European regulation on ESG impact business globally? *Journal of risk and Financial Management*, 15 No. 7, pp. 291.
- Rosa, A. A. S., and Ribeiro, K. C. de S. (2023), "Impact of internationalization on the financial risk of companies listed on B3: analysis of the moderating effects of ESG performance and periods of crisis." *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 16, No. 2, pp. 106-118. <https://doi.org/10.14392/asaa.2023160204>
- Shakil, M. H. (2021), "Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity." *Resources Policy*, 72, No. 1, pp. 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Singh, A., and Soni, T. K. (2022), "Firm performance and R&D investment linkages: Study of India's top 500 companies." *The Journal of Developing Areas*, 56, No. 3, pp. 17-29.
- Suchman, M. C. (1995), "Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches." *Academy of Management Review*, 20, No. 3, pp. 571–610. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Tang, R. W., and Buckley, P. J. (2022), "Outward foreign direct investment by emerging market multinationals: The directionality of institutional distance." *Journal of Business Research*, 149, pp. 314–326.
- Utz, S. (2019), "Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: evidence from an international sample." *Review of Managerial Science*, 13, pp. 483–511. <https://doi.org/10.1007/s11846-017-0256-x>
- Wan, G., and Dawod, A. Y. (2022), "ESG Rating and Northbound Capital Shareholding Preferences: Evidence from China." *Sustainability*, 14, No. 15. 9152. <https://doi.org/10.3390/su14159152>
- Yen, Y. Y. (2020), "Foreign Investment Experience and Accounting Investment Performance: An Empirical Study of Taiwanese Companies Investing in ASEAN, Southeast Asian and South Asian Countries." *Soochow Journal of Economics and Business*, 101, pp. 41-80.
- Zerbib, O. D. (2019), "The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds." *Journal of Banking and Finance*, 98, pp. 39-60. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.012>

- Zhou, L., Wu, W., and Luo, X. (2007), "Internationalization and the performance of born-global SMEs: The mediating role of social networks." *Journal of International Business Studies*, 38, No. 4, pp. 673–690.
- Zhu, Y., Sardana, D., and Tang, R. (2022), "Heterogeneity in OFDI by EMNEs: Drivers and trends of Chinese and Indian firms." *International Business Review*, 31, No. 6, 102013
- Zhou, J., Wu, K., and Li, Y. (2025), "Does firm internationalization improve ESG performance? Evidence from China." *International Review of Economics & Finance*, 101, No. 1, pp. 1–14. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.104168>.

# The Impact of Institutional Investors and EU Investment Configurations on the ESG Performance of Companies Listed on the TSE and OTC in Taiwan

YI-YIN YEN, YA-CHIH CHAN \*

## ABSTRACT

Institutional investors, as shareholders, are bound to play a crucial monitoring role in due diligence governance to maximize their corporate value, urging the company to improve its corporate governance and pursue its sustainable development. Taiwanese companies' investment in the European Union (EU) has become prevalent. However, scholars have yet to explore the relationship between institutional investors, EU investment configurations, and ESG performance, and this study seeks to fill this gap in the literature. The study found that higher shareholding ratios of institutional investors, greater breadth and depth of investment in the EU are associated with better ESG performance for listed and OTC companies in Taiwan.

Keywords : Institutional Investors, EU Investment Configurations, ESG

---

\*Yi-Yin Yen, Associate Professor, Department of Accounting Information, National Taipei University of Business (Corresponding Author). Ya-Chih Chan, Graduate Student, Department of Graduate Institute of Accounting Information, National Taipei University of Business.