

CEO 特徵與 ESG 評級及評級不確定性之研究

- 陳清和/逢甲大學財務金融學系副教授兼系主任
- 邱敬賢/國立中山大學財務管理學系教授
- 江文馨/國立中山大學財務管理學系研究生

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 141 期(2024 年 3 月出版)

投資者與利害關係人對於ESG評級準確性與可信度存在疑慮，其主要原因來自ESG評級的構建不受監管，方法不透明且具專有性，缺乏標準化的衡量方法，導致ESG評級數據的提供商之間存在相當大的分歧。ESG評級的不確定性，將會阻礙永續資金的投入、產生企業漂綠的機會、與延緩ESG資訊反映到股價的過程等，更會弱化主管機關對企業ESG實踐的監管。面對此一難題，若投資人只能獲得部分機構的評級資訊，則了解驅動ESG評級不確定性的因素不僅可以揭示企業ESG報告的可靠性，亦有助於利害關係人正確地評估企業的ESG績效，並作出正確的投資決策。

具體而言，本文研究探討CEO特徵對於企業ESG評級與評級不確定性的影響，其動機為先前的研究較少探討非財務性因素如CEO的性別、薪酬、年齡、與在職年數以及政治傾向等特徵是否會影響ESG的評級不確定性。

實證的結果顯示，CEO 的特徵顯著影響企業 ESG 的評級，女性領導者、薪酬、與年齡正向影響 ESG 評級，但是在職年數對於 ESG 有反向的效果。這些結果表示 CEO 特徵影響企業 ESG 評級。薪酬和女性 CEO 與 ESG 評級有正向的關係。此結果支持 Borghesi et al. (2014) 與 Cronqvist and Yu (2017)發現當女性擔任企業領導者，在企業社會責任方面扮演積極的角色，因此有較高的 ESG 績效。而 ESG 連結薪

酬的正向效果提供證據支持連結 ESG 與高階薪酬能促使管理或決策層更加關注和重視 ESG 目標的實現(Ikram et al., 2019)。

我們進一步分析是否 CEO 特徵為造成評級機構對於 ESG 評分差異的重要因子。其結果顯示當女性擔任企業 CEO 時，評級機構對於企業 ESG 評分差異降低，表示評級機構對於女性 CEO 所驅動 ESG 績效的意見較為一致。另一方面，當 CEO 在職年數與薪酬增加，評級機構對於企業 ESG 評級差異變大，反映評級機構對於 CEO 在職年數與薪酬所驅動企業 ESG 績效有較不一致的意見。再者，政治傾向對於 KLD 與 ASSET4 的 ESG 績效之影響，其顯著性不一致，其結果隱含評級機構政治傾向驅動企業 ESG 績效意見分歧。

近年文獻開始關注女性與男性 CEO 的差異，實證結果發現，女性 CEO 相較於男性 CEO 更親社會行為、更具公共性和關係性、且更具有社會責任感 (Borghesi et al., 2014; Eagly, 2009; Liu, 2021)。Ibrahim et al. (2009) 針對美國經理人進行研究發現，女性 CEO 更容易接受道德準則與規範。Liu (2021)發現女性 CEO 更重視員工關係，也與員工關係較佳。Borghesi et al. (2014)發現女性 CEO 更願意帶領公司投入企業社會責任的實踐。Adams and Funk (2012)指出女性 CEO 相較於男性 CEO，表現出更強的普世主義和仁慈特徵，且更傾向於重視利害關係者導向 (stakeholder-oriented)，將促使公司更重視企業社會責任與維護利害關係者之間關係。

本研究結果支持上述理論與文獻，認為相較於男性 CEO，女性 CEO 因更具有社會責任感且願意投入更多企業社會責任的實踐，加上更重視利害關係者導向，為了維持公司與利害關係者之間的良好關係，將會投入更多資源在 ESG 的實踐上，且也會較為全面的考量所有利害關

係人的利益，因此會有較佳的 ESG 績效與較穩定的 ESG 評級。

本文研究的貢獻在於擴展過去文獻對於CEO特徵與ESG之間關係的研究範疇。第一、相較於過去研究僅關注單一機構的ESG評分，結果顯示CEO特徵扮演重要的角色解釋企業ESG評級，企業特徵對驅動的ESG績效有一定的效果，但政治傾向驅動機構評級之ESG績效意見分歧。第二、我們發現CEO特徵為導致評級機構對於ESG評分差異的重要因素。女性CEO可降低機構ESG評分不確定性，相反的，CEO的薪酬與在職年齡增加機構ESG評分的差異。此結果有助於幫助理解CEO特徵與ESG不確定性，並提供更多觀點來評估不同機構的ESG績效。

本研究結果應用面部分，例如：若是投資人僅能取得某評級機構之ESG的評級(因此無法直接計算評級不確定性)，且知道女性擔任CEO的公司評級不確定性較低這件事情。則可以推論雖然無法取得其他的評級機構的資訊，但是應該跟已取得評級機構的評級結果不會差很多。

ESG 評等機構的評分歧異所產生評級的不確定性風險，將使永續投資人在建構 ESG 投資組合時，不能穩定呈現應有的永續性質，而此現象不僅阻礙永續資金的投入、產生企業漂綠的機會、延緩 ESG 資訊反映到股價的過程、阻礙股價反映該企業的 ESG 執行績效等，更會弱化主管機關對 ESG 監管。面對此一難題，主管機關應構思建構 ESG 標準，除納入先前研究所發現的範疇分歧(Scope divergence)、量測分歧(Measurement divergence)、與權重分歧(Weight divergence)等重要因素外，可納入企業特性及 CEO 特徵等影響 ESG 評級因子，以提升 ESG 評分一致性。