

2022-08

## ESG 對於公司資金成本的影響

盧逸凡、謝文良

資金成本為公司籌集資金所需付出的成本，企業籌集資金的主要管道包括發行股票、銀行借款、及發行公司債等方式。股票的要求報酬率可視為公司以權益籌資時負擔的成本，後兩者的利息則被歸類為公司的債務成本。這些資金成本代表市場評估公司未來現金流及風險後所要求的報酬，在公司價值評估中扮演關鍵角色。

ESG 並非財務直接相關資訊，所揭露的內容包括公司在水資源、碳排放、勞工福利等方面的企業政策與執行績效，隨著各國政府對於環境、社會與治理議題的重視，新的法規隨之而生，例如歐美所實行的碳權買賣，又或者是台灣於 2022 年審查完成的「溫室氣體減量及管理法」修正草案，擬定未來對公司課徵碳費。雖然這些法案的效果在短期內並未反映在公司財務報表，然而未來將會造成企業營運的成本增加。除此之外，ESG 執行績效對公司的商譽以及未預期的法律風險，都會是企業主和投資人考量的因素，因此 ESG 即使不直接與財務相關，卻可能反映企業的風險和資金成本。主管機構、投資機構、及金融授信單位鼓勵企業在 ESG 相關議題有實際行動，公司執行 ESG 雖然需要付出額外成本，但若因此降低外部風險，從而自投資機構和銀行獲得較低成本的資金，則 ESG 的執行會對公司產生實質利益，提升公司價值。

以下研究使用群益及 Refinitiv 兩家評等機構提供的 ESG 分數，針對台灣上市櫃公司負債成本和權益成本進行分析，目的在了解 ESG 分數較高的企業是否資金成本較低。研究中也控制了產業差異、公司特徵、年份等變數。

首先是權益成本的分析結果：使用 CAPM 模型估計公司的面對的隱含權益報酬，發現不論是否考慮產業差異，ESG 分數越高的公司權益報酬較低，此結果顯示投資人會考量 ESG 所評估的潛在風險，進而對 ESG 表現較佳的企業要求較低的風險溢酬，這項發現與歐美國家研究結果相符。我們推測這與台灣資本市場特性有關，台灣股票市場的大型法人多為外資，外資秉持在先進市場的投



銘傳大學金融科技學院/金融科技創新中心/ESG 專區

研究人員：李進生院長、謝文良顧問、李智仁執行長

網址：<https://reurl.cc/veVyr1> 電話：(03)350-7001#5384

資邏輯與經驗，將 ESG 議題納入投資定價的考量，使得台灣股市風險溢酬反映企業的 ESG 績效。

其次是負債成本的研究結果：將利息支出除以有息負債作為負債成本的替代變數，發現 ESG 分數並不會影響公司的負債成本，也就是說公司並不會因為進行較多的 ESG 合規行動而獲得較低的貸款利率，此結果與歐洲國家的研究結果並不相同，原因可能與台灣的整體 ESG 環境與歐美國家尚有差距。相對於歐美市場對 ESG 的普遍共識，台灣企業 ESG 評分尚未普及，部分本土授信機構也還未特別重視 ESG 議題。另外，由於使用的替代變數無法清楚呈現每筆借款條件，數據的統計特徵顯示公司平均負債成本頗低且變異數很小，因此利息支出可能未充分反映公司負債成本及風險。

最後是包含以上權益成本與負債成本的資金成本，在考慮稅盾的效果下，使用 MM 理論所提出的加權資金成本(WACC)計算之。受權益成本影響，ESG 分數間接影響公司的加權資金成本，ESG 分數越高的公司能取得比較低的加權資金成本，結果支持公司在 ESG 相關政策的努力，能夠減少潛在的風險，市場以降低資金成本的方式回饋 ESG 表現優良的企業，這使 ESG 的執行對於企業及投資人皆有益處。

面對以上的結果，我們仍需謹慎的進行解讀。台灣的 ESG 評分環境仍處於萌芽階段，目前主流 ESG 評分機構如 MSCI、FTSE、Refinitiv、RobecoSAM、Sustainalytics 等，都是國外的評分機構，評分所涵蓋的為大型且較具產業代表性的台灣公司，評分樣本的齊全性有待提升，各家評分標準和結果也莫衷一是，因此使用不同評等機構的資料所得到的分析結果也可能不同。