

論我國ESG之 揭露法制 暨ESG發展 之迷思

報告人：莊永丞教授

2025理律盃模擬法庭辯論賽研習營
2025.09.13

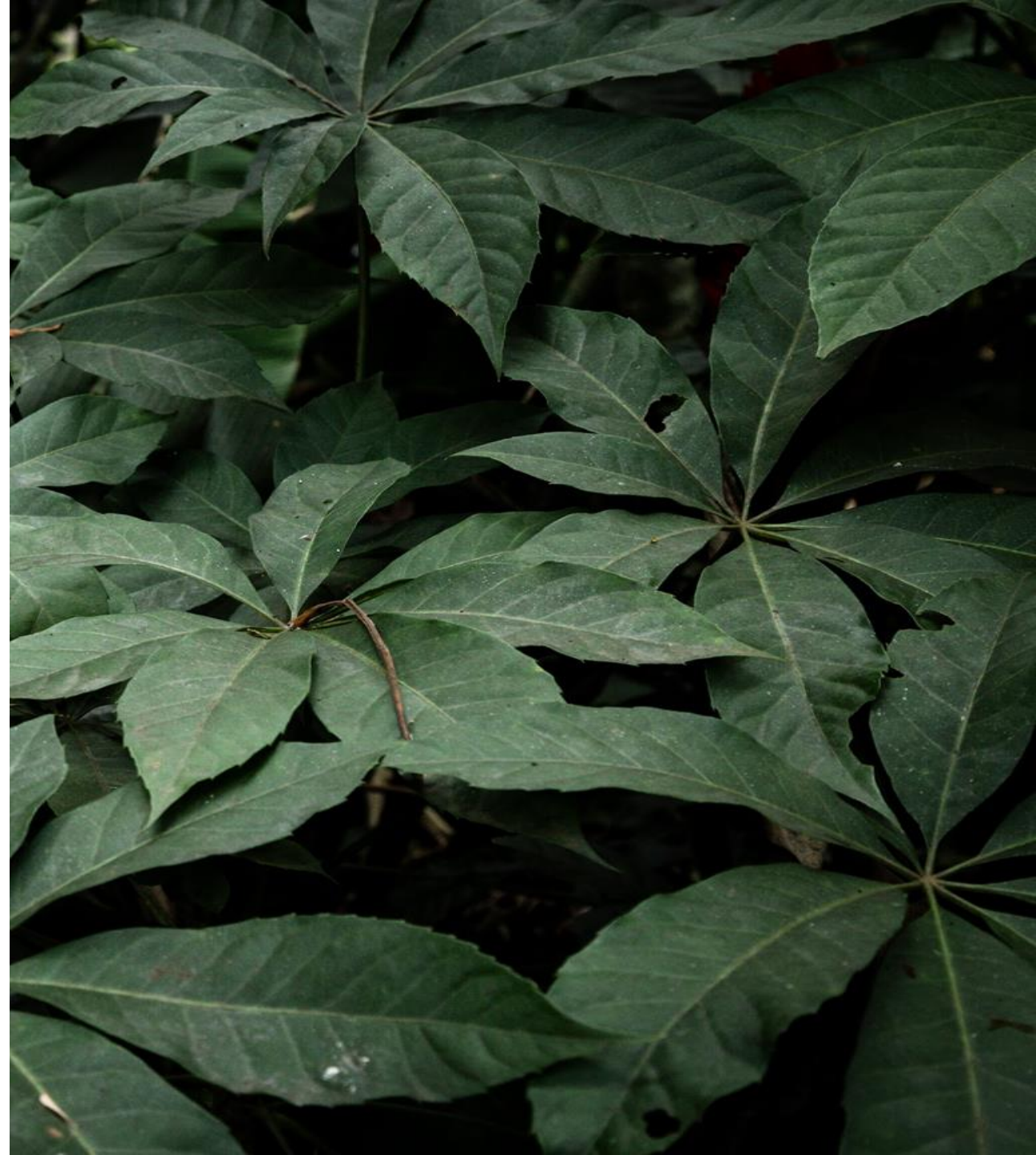


TABLE OF CONTENTS

01

前言

02

公司之目的

03

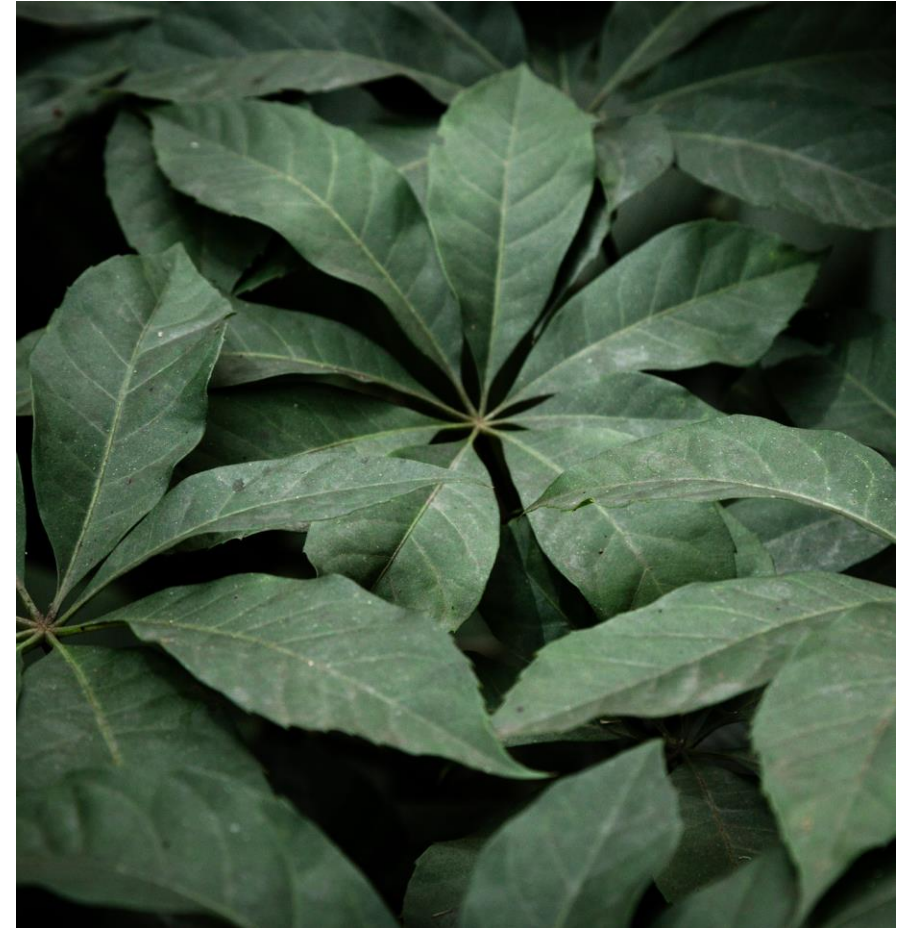
ESG揭露法制
與發展之迷思

04

永續報告書與
證券詐欺

05

本文見解





我國ESG發展現況



永續年報、永續報告書

美國

- 2024年SEC發布氣候相關揭露規則後，因訴訟而暫停實施。川普政府退出巴黎協定、支持石化燃料產業、削減再生能源補貼



國際發展現況



歐盟

- 通過永續簡化綜合套案草案(EU Omnibus)，大幅縮減CSRD適用範圍並延緩揭露時程



我國是否得強制企業負ESG之揭露義務？

ESG是公司治理的手段，還是目的？



疑問一

公司成立目的為何？**ESG**強制揭露法制是否「牴觸」公司法？

疑問二

企業追求**ESG**，究竟是為股東的利益，還是為更廣泛之利害關係人的利益？

疑問三

我國**ESG**強制揭露法制，應有何種立場與態度？



國際比較法制

公司成立目的	股東利益主義 (Shareholderism)	利害關係人主義 (Stakeholderism)
核心	公司經營之主要目的在於營利，即分派盈餘給股東。	- 公司經營應兼顧所有利害關係人的利益。 - 公司應屬「社會企業」。

ESG的本質：利害關係人主義的延伸

ESG的本質為何

ESG — CSR的再昇華？



- **CSR**（企業社會責任）與**ESG**的核心理念，皆與利害關係人主義一脈相承。
- 其關注的**E**(環境)、**S**(社會)議題，本質上就是保護股東以外的利害關係人。
- 因此，討論是否應強制追求**ESG**，實質上是在問：我們的公司治理應該採取何種模式？

台灣的定位：公司法指南針

我國公司法怎麼說

- ◆ 公司法第**1**條第**1**項：「本法所稱公司，謂以營利為目的...」
- ◆ 公司法第**1**條第**2**項(2018年修正)：「...『得』採行增進公共利益之行為，以善盡其社會責任。」

▶ 「得」字表明我國並未強制，本質上仍採股東利益主義。社會企業應另立專法，不應混淆公司法之營利本質。

中國大陸？

中國大陸公司法怎麼說

- ◆ 公司法第**20**條：公司從事經營活動，應當充分考慮公司職工、消費者等利益相關者的利益以及生態環境保護等社會公共利益，承擔社會責任。

▶ 「應」字表明大陸採強制規範，本質上仍採利害關係人主義。

我國強制ESG法制，是否造成董事會兩難？

公司股東的最佳利益



主管機關、投資人、
社會期待（推動
ESG）

臺灣揭露法制概況

法源	揭露內容
公開說明書準則、 年報準則	1. 永續發展執行情形及與上市上櫃公司永續發展實務守則差異情形與原因（公開說明書準則第32條(附表六十三)、年報準則第10條(附表二之二之二)) 2. 氣候相關資訊（2024.01生效，會計年度終了後3月內）
永續報告書作業辦法	1. GRI框架：將重大性定義為「反映公司關鍵之經濟、環境及社會影響或實質影響利害關係人之評估與決策之資訊」，要求企業揭露此類重大資訊 2. 加強揭露產業指標 3. 專章揭露氣候相關資訊



- 我國年報與公說書準則要求揭露**ESG**風險評估與管理的「執行情形」，此是否除要求「揭露」外，並要求「強制執行」？
- 隱憂：主管機關透過強制揭露規定，實質介入公司經營決策，可能侵害董事會的經營判斷權 (**Business Judgment Rule, BJR**)。

ESG揭露之迷思

迷思一：ESG表現與股東利益絕對正相關

常見說法：「做好**ESG**能提升公司形象、吸引人才、降低風險，最終必然提升股東價值」。



ESG揭露之迷思

迷思一：**ESG**表現與股東利益絕對正相關



學術研究

大量實證研究顯示，**ESG**表現與公司財務績效不具備穩定、絕對的正相關。

基金績效

標榜**ESG**的基金，其長期績效並未顯著優於一般市場指數。

市場反應

股價僅對「具備財務重大性」的**ESG**資訊有顯著反應。純粹的公益行為，市場未必買單。

ESG揭露之迷思

迷思二：企業是解決社會與環境問題的最佳解方

常見說法：「企業擁有資源與效率，應該承擔起解決氣候變遷、社會不平等等重大議題的責任」。



ESG揭露之迷思

迷思二：企業是解決社會與環境問題的最佳解方



集體行動困境

單一企業若投入過高成本於**ESG**（如大幅加薪、採用昂貴綠能），可能在市場競爭中被淘汰。

政府角色

系統性問題（如碳排放）需仰賴政府透過立法（如碳稅、總量管制）創造公平的競爭環境，才能有效解決。

企業的遵法義務

董事的責任是「遵守」環保、勞動法規，而非取代政府制定社會政策。

ESG揭露之迷思

迷思三：ESG是一個客觀、清晰的衡量標準

常見說法：「我們可以透過ESG評等來判斷一家公司是『好公司』還是『壞公司』」。



ESG揭露之迷思

迷思三：ESG是一個客觀、清晰的衡量標準



定義模糊

ESG涵蓋範圍過廣，缺乏一致定義。

評等不一致

不同評等機構對同一家公司的ESG評等可能大相逕庭。

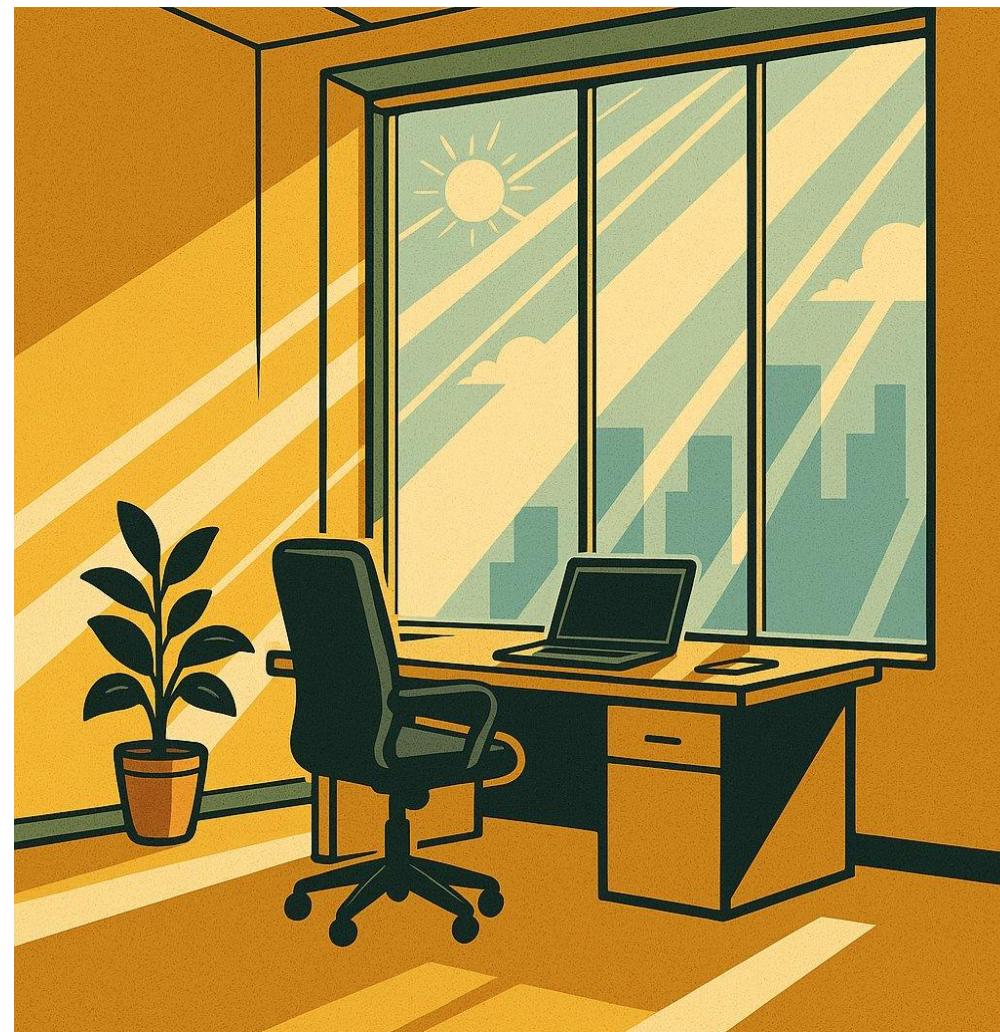
內部矛盾

ESG目標間可能相互衝突。例如：為了環保(E)而引進節能的自動化設備，可能導致員工失業(S)。

ESG揭露之迷思

迷思四：強制揭露 = 更好的企業行為

常見說法：「只要讓資訊透明，企業為了維持好名聲，自然會改善他們的行為。」



ESG揭露之迷思

迷思四：強制揭露 = 更好的企業行為 

揭露的潛在風險

漂綠風險

企業可能選擇性揭露、誇大不實，將永續報告書作為行銷工具而非管理工具。

合規陷阱

揭露可能淪為「為揭露而揭露」的文書作業，與實際經營脫鉤。

管理層的盾牌

當財務表現不佳時，管理層可能以「我們在追求**ESG**」為由，逃避對股東的績效責任。

ESG揭露之迷思

迷思四：強制揭露 = 更好的企業行為 **✖**

揭露的法律風險：證券詐欺

法規依據

我國證券交易法第
20條（反詐欺條款）？

核心問題

永續報告書中的重大
不實陳述或隱匿，是
否會構成證券詐欺？

關鍵要件

重大性 (Materiality)
？



永續報告書之法源依據

	法規名稱	內容
上市公司	證券交易法	證券交易所除分別訂定各項準則外，應於其業務規則或營業細則中，將有關左列各款事項詳細訂定之：一、有價證券之上市。二、有價證券集中交易市場之使用。三、證券經紀商或證券自營商之買賣受託。四、市場集會之開閉與停止。五、買賣種類。六、證券自營商或證券經紀商間進行買賣有價證券之程序，及買賣契約成立之方法。七、買賣單位。八、價格升降單位及幅度。九、結算及交割日期與方法。十、買賣有價證券之委託數量、價格、撮合成交情形等交易資訊之即時揭露。十一、其他有關買賣之事項。（第138條第1項）。為上述營業細則之法源依據。
	上市公司編製與申報永續報告書作業辦法	上市公司應依本作業辦法之規定編製與申報中文版本之永續報告書，並宜經董事會決議通過。（第2條）
	臺灣證券交易所股份有限公司營業細則	本公司得依上市公司、創新板上市公司、第一上市公司或創新板第一上市公司規模、業務性質及其他必要情況，要求其編製永續報告書，並申報至本公司指定之網際網路資訊申報系統，其作業辦法另訂之。（第47條第3項）

永續報告書不實之處罰依據

我國證券交易法第**20**條（反詐欺條款）？

否定見解

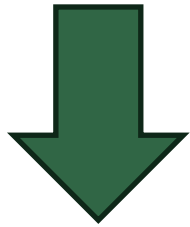
公司申報之永續報告書，若僅依規定揭露相關資訊，而**非為遂行募集、發行或買賣有價證券之目的**，內容縱有不實，亦不能以第**138**條作為法源依據，而認定其係屬「證交所作業辦法」所申報之文件，並據以適用證交法第**20**條第**1**、**2**項及第**20**條之**1**予以處罰。故應以修法明確規範永續報告書之編製與不實責任。

肯定見解

上市公司任何關於股東權益或證券價格重大影響事項之發生，對於市場投資人而言，均屬「買」、「賣」該公司有價證券之重要參考依據，因此永續報告書的編製及公告，為募集、發行或流通市場買賣有價證券之目的，**投資人以永續報告書作為買賣有價證券之參考**，其不實內容仍屬證交法第**20**條之規範範圍，應成立證券詐欺罪。

證券詐欺

我國證交法第**20**條第**1**項：
有價證券之募集、發行、私募或
買賣，不得有虛偽、**詐欺**或其他
足致他人誤信之行為。



美國**1934**年證交法**Section 10(b)**及
美國**SEC**頒布的**Rule 10b-5**：

- 1.行為人有**隱匿 (Omission)** 或不實
陳述 (**Misrepresentation**) 。
- 2.該隱匿或不實陳述具有重大性
(**Materiality**) 。



若永續報告書之漂綠行為該當**重大性要件**，即有構成證
交法下證券詐欺之可能，以下將透過美國之判例法予以
探究何種資訊可該當證券詐欺之重大性要件。

硬資訊 vs. 軟資訊

	硬資訊	軟資訊
定義	指已發生之 歷史事實 ，而得加以驗證其真偽。	具推測性質而尚未明確之資訊，如合併磋商案等具「或有性」(Contingent)、「推測性」(Speculative)之資訊。
重大性之認定	美國聯邦最高法院於 TSC 案提出「某隱匿之資訊具影響理性投資人(Reasonable Investor)決策之實質可能性 Substantial Likelihood 」，即該當重大性。此外，該被隱匿之資訊若與其他資訊「綜合考量」，足以影響理性投資人之決策即屬之。	於 Basic 案，美國聯邦最高法院首先肯認 TSC 案之見解，針對軟資訊則提出在前述理性投資人之判準下，再輔以信度效度平衡法則(Probability-Magnitude Balancing Test)，加以判斷某資訊是否該當重大性判準。即自理性投資人之角度以觀，統合該事件之「 <u>未來發生機率</u> 」與「 <u>對公司業務未來之影響程度</u> 」進行綜合判斷。

Q.誰是理性投資人？

有認為

菜籃族可作為理性投資人，學理上稱之為一般散戶投資人（**Noise Trader**）。

本文見解

觀察美國法對於資訊是否重大之判斷，應係以「專業投資人」如證券分析師等為立場觀察，蓋專業投資人方為效率資本市場下之價格驅動者，故重大性判準之理性投資人，自非以散戶投資人（菜籃族）之角度視之。此外，此透過美國聯邦最高法院之**TGS**案亦可印證。

Q.誰是理性投資人？

可依「做成投資決策時是否考量公司之永續發展潛能」進行劃分

ESG理性投資人	非ESG之理性投資人
考量公司永續發展潛能	不考量公司之永續發展潛能
如 ESG 共同基金之買方分析師	如證券分析師等專業投資人

Q. 前瞻性陳述？

美國私人證券訴訟改革法（**Private Securities Litigation Reform Act**，下稱**PSLRA**）增修之**1934**年證交法第**21E**（i）（**1**）之規定，將前瞻性陳述（**Forward Looking Statements**）分為六個種類之陳述，分別為：**(A)**包含收入、所得（含損失）、每股盈餘預測、資本支出、股息、資本結構及其他財務資訊；**(B)** 未來營運計畫及目標之預測（包含產品、服務的計劃或目標）；**(C)**未來經濟表現之預測；**(D)**依據前揭**(A)(B)(C)**各資訊之預測；**(E)** 受發行人委任之外部評論人所發布之報告；**(F)**依照證管會要求公佈之其他預測或評估。



從該規定中可得知，前瞻性陳述應係指包含主觀預測或願景之陳述。

Q. 前瞻性陳述之性質？

▶ 硬資訊？



前瞻性陳述無法於當下驗證真偽。

▶ 軟資訊？



前瞻性陳述包含個人主觀臆測，**理性投資人**並不會就有所本之前瞻性陳述「動心忍性」，因此不會該當證券詐欺之「重大性」要件；軟資訊非屬主觀意見而僅具推測性質，於操作信度效度平衡法則後，仍有該當重大性之可能，故二者間亦具本質上之不同。

綜上所述，前瞻性陳述應屬硬資訊與軟資訊外之獨立概念。

永續報告硬資訊範例



項目	2020	2021	2022
總資產	2,971,744,682	3,230,908,277	3,479,560,474
權益	181,600,577	194,384,642	197,090,954
淨收益 (A)	56,249,044	57,897,440	54,805,919
淨利 (歸屬母公司業主)	18,026,592	20,558,988	15,759,000
資產報酬率 (%)	0.66	0.66%	0.47%
淨值報酬率 (%)	10.17	10.95%	8.06%
每股盈餘 EPS (元)	1.43	1.54	1.10
員工薪資福利	14,216,281	14,730,709	14,310,631
分配股東紅利	15,345,931	17,947,582	8,565,020
繳納政府稅款	5,682,662	4,313,353	6,128,365
社會參與投入	307,706	314,961	360,526
金融業公協會支出	20,716	16,876	18,663
政治獻金、利益團體及其他	0	0	0
留存的政治經濟價值 (B)	20,675,748	20,573,959	25,422,714

例如：公司總資產、股東權益、淨收益、淨利、EPS等

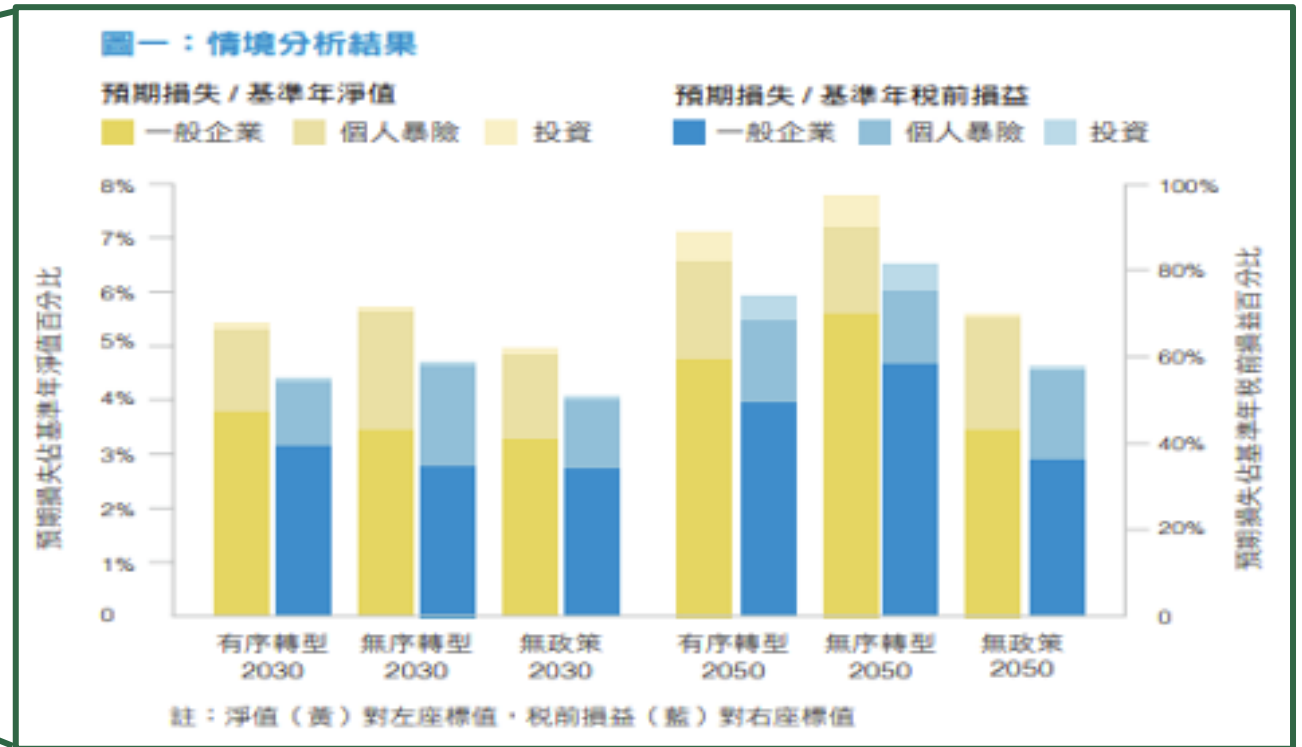
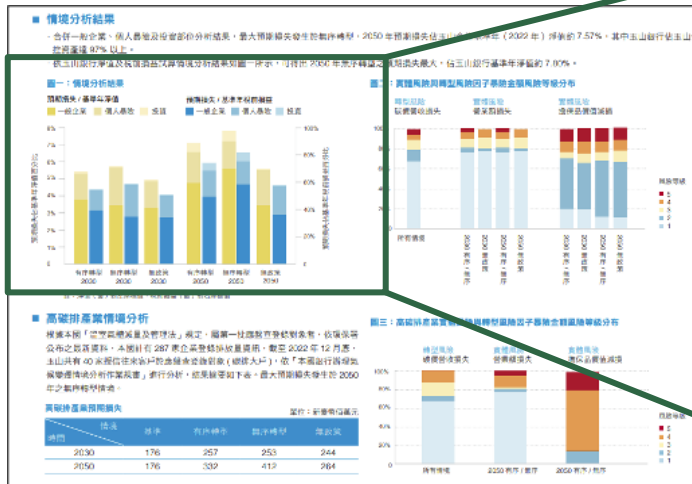
永續報告軟資訊範例

綠色金融						
策略*	對準高階主管 / 績效連結占比	關鍵績效指標	2022 年目標	達成狀況	2023 年目標	* 回應 GRI3-3c 政策或承諾
支持對環境及社會有正面影響力的授信對象，包括提供綠色授信，及透過永續連結貸款協助企業訂定明確 ESG 發展目標。	法令執行高 / 20%	綠色授信餘額	新臺幣 300 億元	已達成新臺幣 537 億元	新臺幣 600 億元	新臺幣 1,000 億元
		永續連結貸款餘額	新臺幣 300 億元	已達成新臺幣 406 億元	新臺幣 500 億元	佔法金總授信餘額 13%
落實永續投資，提高永續發展債券投資部位 (永續發展債券係指經認可之綠色債券、社會責任債券及可持續發展債券)。	財務主管 / 15%	永續發展債券投資餘額	新臺幣 160 億元	已達成新臺幣 255 億元	新臺幣 280 億元	新臺幣 420 億元

* 回應 GRI3-3c 政策或承諾	
2030 年目標	
新臺幣 1,000 億元	
佔法金總授信餘額 13%	
新臺幣 420 億元	

例如：公司預估2030年達到1000億元的描述等

永續報告前瞻性陳述範例



例如：未來經濟表現之預測等

Q. 涉及**ESG**之前瞻性陳述，是否該當證券詐欺之重大性？

(參考具財務性質之前瞻性陳述)

臺灣高等法院**91**年度上訴字第**1399**號刑事判決、
最高法院**100**年度台上字第**380**號刑事判決

財務預測之變動係以公司財務、業務狀況為基礎，足以影響正當投資人之投資決定及對其市場價格之預期，自屬有重大影響其股票價格之消息。

最高法院**98**年度台上字第**6492**號刑事判決

判斷前瞻性陳述是否具「重大性」要件時，應考量其所獲悉股票上市公司更新前瞻性陳述之信度與效度，惟發布消息前後三個交易日收盤價均無明顯異動，可見公司前瞻性陳述是否調降或更新，對投資人投資判斷之效度極低。

肯定說

實務

Q. 涉及**ESG**之前瞻性陳述，是否該當證券詐欺之重大性？

（參考具財務性質之前瞻性陳述）

肯定說

學說

我國證券交易法第一百五十七條之一第五項及第六項重大消息範圍及其公開方式管理辦法第**2**條第**10**款規定「公開之財務預測與實際數有重大差異者或財務預測更新（正）與原預測數有重大差異者」為重大消息，且證交法第**36**條之**1**明文主張「財務預測資訊」乃公司重大財務業務行為，故**財務預測資訊具法定重大性**。

重大消息管理辦法僅對內線消息事項明文列舉，提供司法機關於個案辦理時有所參考，因此財務預測資訊是否具重大性應**就個案事實具體認定**。

Q. 涉及**ESG**之前瞻性陳述，是否該當證券詐欺之重大性？

(參考具財務性質之前瞻性陳述)

最高法院**95**年度台上字第**2385**號民事判決

否定說

財務預測的本質涉及編制者之專業素養、外在景氣因素等各種不確定因素影響，從而任何人均無法擔保財務預測內容準確，故財務預測應僅供參考，為任何投資人所應有的認知，其性質僅為預測而非擔保。

Q. 涉及**ESG**之前瞻性陳述，是否該當證券詐欺之重大性？

(參考**非**具財務性質之前瞻性陳述)

肯否 見解

肯定說：永續報告書之內容，自投資人角度以觀，亦有足以影響公司經營績效與投資人判斷之重大消息，如：特定節能減碳措施可提高能源生產力、減少用水量；增加員工福利、強化員工教育訓練；公司刻意隱匿產品製造或工廠安全設備之缺失；投資人結構多元等。

否定說：以「重大影響投資人之買賣決定」作為判斷標準，據以決定不實資訊是否應負民、刑事責任，應以該資訊為財務資訊為前提。永續報告書以非財務資訊為主，公司以亮麗之環保及勞工福利措施粉飾公司形象，縱有不實，只要不造成股價明顯下跌，因不符重大性要件，依現行規定，亦不生民、刑事責任。

當永續成為謊言

ASIC v. LGSS Pty Ltd [2024](FCA 587)

Active Super是由**LGSS Pty Ltd**管理之退休基金，其專注於提供符合永續發展與環境、社會及公司治理（**ESG**）標準之投資選擇，並欲吸引對此感興趣之投資人。於**2021年2月**至**2023年6月**期間，**Active Super**宣稱其基金已完全排除針對特定行業（如煤炭開採、油砂、賭博、菸草等）或俄羅斯之投資。且於聲明中，使用了“**No Way**”（絕不投資）的字眼，暗示此些行業已完全被排除於其投資組合之外。然而，儘管**Active Super**之基金確實未直接投資此些事業，惟其仍然透過間接投資（例如指數基金或其他被動投資工具），持有與此些行業相關之公司股份，故澳大利亞證券與投資委員會（**ASIC**）對此行為提起訴訟。



當永續成為謊言

ASIC v. LGSS Pty Ltd [2024](FCA 587)

原告主張：

澳大利亞證券與投資委員會（**ASIC**）於**2023年8月10日**對被告**LGSS**提起訴訟，指控其違反了**2001年澳大利亞證券和投資委員會法(Australian Securities and Investments Commission Act 2001)** 第**12DB(1)(a)**條和第**12DF(1)**條。**ASIC**指控**LGSS**在其管理的退休金投資，於**2021年2月1日至2023年6月30日**期間，做出不實（**False**）、具誤導性（**Misleading**）之陳述，並從事誤導（**Mislead**）公眾的行為。易言之，**ASIC**指控**LGSS**通過對基金成員及潛在成員宣稱其具有「綠色」或「**ESG**」資格，從事漂綠行為，即做出不實或具誤導性的環保相關聲明。

第**12DB(1)(a)**條

False or misleading representations

(1) A person must not, in trade or commerce, in connection with the supply or possible supply of financial services, or in connection with the promotion by any means of the supply or use of financial services:
(a) make a false or misleading representation that services are of a particular standard, quality, value or grade; or

第**12DF(1)**條

Certain misleading conduct in relation to financial services

(1) A person must not, in trade or commerce, engage in conduct that is liable to mislead the public as to the nature, the characteristics, the suitability for their purpose or the quantity of any financial services.

當永續成為謊言

ASIC v. LGSS Pty Ltd [2024](FCA 587)

法院判定：

Active Super之受託人**LGSS Pty Limited**所為之**ESG**陳述係屬不實陳述，違反**ASIC Act Section 12DB(1)(a)**與**Section 12DF(1)**。

- 本案被告抗辯，理性投資人應能區分其於影響報告（**Impact Reports**）或 **LGSS** 網站上聲明**Active Super**「絕不投資」於煤炭開採、油砂、賭博、菸草、俄羅斯等業務，僅限於**Active Super**之直接投資行為，而不包含間接投資。
- 法院駁回被告抗辯，認為理性投資人並無能力就持有公司股票與透過基金間接投資加以區分，故本案被告「絕不投資」於此等業務之字眼應構成不實陳述。

當永續成為謊言

2025年3月18日

法院判決Active Super需支付1050萬澳幣的罰金

MEDIA RELEASE (25-042MR)

Active Super ordered to pay \$10.5 million penalty in ASIC's third greenwashing court action

Published 18 March 2025

The Federal Court today imposed a penalty of \$10.5 million against Active Super for greenwashing misconduct.

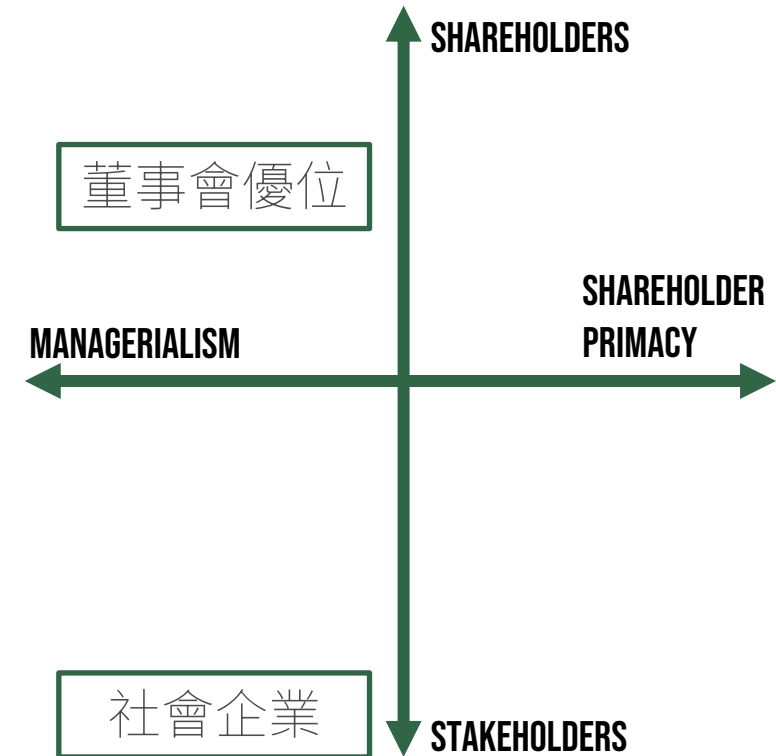
In June 2024, the Federal Court found that Active Super contravened the law when it invested in various securities that it had claimed were eliminated or restricted by its environmental, social and governance (ESG) investment screens.

ASIC Deputy Chair Sarah Court said, 'This is a significant penalty that sends a strong message to companies making sustainable investment claims that those claims need to reflect the true position.'

'This case demonstrates ASIC's commitment to taking on misleading marketing and greenwashing claims made by companies promoting financial services. It is our third greenwashing court outcome, and we will continue to keep greenwashing in our sights.'

本文見解：公司經營策略係由董事會裁量

- ✓ 董事會優位主義：採取中央集權決策模式，並以**董事會作為決策機關**。
- ✓ 尊重商業經營判斷法則：是否**ESG**以及具體策略，**本質為商業決策**，應由董事會本於其專業與忠實義務決定。
- ✓ 主管機關應避免透過「強制揭露」等方式，過度干預企業的自主經營空間。



ESG是手段，股東利益是目的

依我國公司法，公司經營的根本仍是
「為股東營利」

ESG應被視為達成此目的之「手段」，而
非取代營利本身的「最終目的」

董事會決策應「為股東利益而**ESG**」，而非
「為**ESG**而**ESG**」



我國**ESG**法制的應然之路

強制**ESG**揭露恐侵害董事會**BJR**

- 我國現行法制要求揭露「企業對環境」之重大影響係為利害關係人而揭露。
- 公開說明書準則、年報準則要求公司揭露永續發展架構、執行情形侵害**BJR**。

永續報告書不實之責任

永續報告書中的不實陳述或隱匿，是否會構成證券詐欺？其法源依據為何？

本文見解

可擴張解釋證交法第**138**條第**1**項第**11**款之概括條款作為永續報告書之法源依據，認定永續報告書即為發行人依證交法申報之業務文件，進而適用證交法第**20**條第**2**項、第**20**條之**1**及第**171**條第**1**項第**1**款。

若認難以擴張解釋，永續報告書不實仍適用第**20**條第**1**項。該條雖形式上似限於募集、發行、私募或買賣，實則前三者泛指初級市場，最後者泛指次級市場。據此，所有初級及次級市場行為均不得有重大不實或隱匿。公司依永續報告書作業辦法揭露，屬次級市場資訊揭露，自應受此規範拘束。

永續報告書不實之責任

Q.然前瞻性陳述究竟是否構成資本市場訊息之重大性？

否定說

最高法院**95**年度台上字第**2385**號民事判決

財務預測的本質涉及編制者之專業素養、外在景氣因素等各種不確定因素影響，從而任何人均無法擔保財務預測內容準確，故財務預測應僅供參考，為任何投資人所應有的認知，其性質僅為預測而非擔保。

本文見解：認同否定說

就永續報告書所發布之前瞻性陳述是否該當重大性，本文以為應回歸前瞻性陳述之本質，一旦行為人所發布者係根據錯誤的歷史資訊，主觀上具不法意圖而杜撰無所本之「前瞻性陳述」，則該發布之資訊根本非屬前瞻性陳述，而係重大不實陳述之誤導犯行，自應以證券詐欺責任相繩。簡言之，若前瞻性陳述做成有所根據，即應予言論自由之保護，而非事後失準即以詐欺論處，若無所本，即應以證券詐欺處遇。



結論

ESG是工具

應作為提升股東長期價值的策略，而非
取代公司營利目的。

尊重經營者自主權

董事會應主導**ESG**決策，監理不宜過度
干預，維護商業經營判斷法則。

永續報告書不實之處罰

可擴張解釋證交法第**138**條第**1**項第**11**
款之概括條款作為永續報告書之法源
依據，或以同條第**20**條第**1**項規制，
以確保揭露資訊真實、有所本，避免漂
綠與證券詐欺。



感謝聆聽!