

國立臺灣大學管理學院會計學研究所



博士論文

Graduate Institute of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Doctoral Dissertation

企業社會責任表現變動與股價報酬關聯之實證研究

The Association between Changes in Corporate Social

Responsibility Performance and Stock Performance:

An Empirical Examination

葛俊佑

Chun-You Ko

指導教授：葉疏博士

Advisor: Shu Yeh, Ph.D.

中華民國 104 年 12 月

Dec, 2015

國立臺灣大學博士學位論文
口試委員會審定書

企業社會責任表現變動與股價報酬關聯之實證研究

The Association between Changes in Corporate
Social Responsibility Performance and Stock Performance:
An Empirical Examination

本論文係 葛俊佑 君 (D96722005) 在國立臺灣大學會計學
研究所完成之博士學位論文，於民國 104 年 11 月 30 日承下列考
試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

葉

院

(簽名)

(指導教授)

吳清生

陳思寬

何錦怡

林祥明

黃華斌

劉嘉雯

系主任、所長

(簽名)

謝辭



終於，即將邁入學習旅程的另外一個開始。多年來，受到家人、長輩、師長們的照顧與栽培，心中充滿無限感激；新的開始，除了延續終身學習的歷程，也期許自己能付出微小的力量，對家庭、社會、國家有更多的回饋。

感謝葉疏老師多年來的指導，讓我對學術研究不斷有新的體會，也從中瞭解個人學識與能力的渺小。老師探索知識的認真態度是我永遠的學習目標，苦口婆心的諄諄教誨更是值得我一輩子細細思考。此外，特別感謝吳清在老師、陳思寬老師、林嬋娟老師、劉啟群老師、黃華瑋老師在百忙之中，仍不辭辛勞同意擔任我的學位考試委員，並給予寶貴的意見讓論文更加成熟。同時，也感謝一路走來，眾多師長、學長姐、同學、學弟妹，還有長輩與好友們的提攜、關懷與鼓勵，無論是在我遇到困難或需要協助時兩肋插刀大力幫忙，或僅只是一句簡單的問候與加油打氣，都讓我內心感動不已；各位都是我深深銘記在心的貴人。

感謝爸爸、媽媽、姊姊在我漫長求學生涯中作為最堅強的後盾，無條件地包容與體諒，提供我一個溫暖的避風港；讓我在外漂泊闖蕩時能無後顧之憂，並且瞭解無論在外的遭遇是風和日麗或狂風暴雨，總是有個可以隨時靠泊整備的港灣。最後，也感謝郁潔及其他家人的貼心默默支持，溫馨陪伴我渡過長期奮戰中無數寒暑的喜怒哀樂。

葛俊佑 謹誌

中華民國 104 年 12 月
於台大管理學院教研館 322 室

企業社會責任表現變動與股價報酬關聯之實證研究



摘要

近年國際間社會責任投資 (socially responsible investment) 的快速發展，顯示企業社會責任已是投資人關心的重要活動；而無論自願性或強制性永續報告書 (sustainability report) 及整合報告書 (integrated report) 的編製，皆突顯利害關係人對相關活動資訊的需求與重視。過去研究顯示企業從事社會責任相關活動不僅為企業帶來多方效益，也因此承擔諸多成本。然而，當企業改變社會責任活動投入時，投資人如何評估企業價值的變化；且當社會責任活動投入改變之項目屬性不同時，投資人對企業價值的變化是否具有不同判斷，過去研究提供的證據仍相當有限。本研究參照 Ball and Brown (1968) 的研究方法，使用股價報酬檢驗企業社會責任表現變動對股權價值的影響。具體而言，本研究檢驗：(1)、企業社會責任表現之變動，與股價報酬間是否存在任何關聯；(2)、企業社會責任表現變動與股價報酬間之關聯性，是否因其變動項目屬性係企業之正面作為 (優勢；最佳管理實務) 或負面作為 (劣勢；企業面臨之嚴重挑戰) 而不同。

實證結果顯示，當未考慮企業社會責任表現變動項目之屬性，而僅以整體評分衡量時，無法發現社會責任表現變動與股價報酬間具有顯著一致的關聯性。進一步依據變動項目屬性分別進行測試時，則發現優勢項目變動與股價報酬呈現顯著負向關聯 (優勢增加時，報酬較低)，但劣勢項目變動與股價報酬呈現顯著正向關聯 (劣勢改善時，報酬較高)。本研究之發現顯示企業投入資源於改善其所面臨之社會責任挑戰議題 (劣勢) 時，投資人可能認同其作為將可替股東創造價值；但企業一味地投入資源於追求最佳管理實務 (優勢) 時，可能傷害股東之利益。本研究提供企業改變社會責任活動資源投入時，對於股權價值影響的證據，並呈現將企業社會責任活動資訊依屬性區分的重要性，實證結果亦可提供經理人從事社會責任相關活動決策參考的依據。

關鍵字：

企業社會責任、股權價值、股價報酬、企業社會責任優勢、企業社會責任劣勢。

The Association between Changes in Corporate Social Responsibility Performance and Stock Performance: An Empirical Examination



Abstract

The rapid development of socially responsible investment (SRI) worldwide in recent years indicates that corporate social responsibility (CSR) has been an important activity that investors are interested in. The voluntary or mandatory preparation of sustainability reports and integrated reports also highlight the demand and significance of information about CSR activities to the stakeholders of firms. Prior research indicates that there are various costs and benefits associated with firms' CSR activities. However, it is not clear how investors adjust their perceived firm value when firms change their inputs in CSR activities. Besides, little is known about whether investors' adjustment in perceived firm value differs when firms change their CSR activities in different nature, i.e. positive performance (strength; management best practices) and negative performance (concern; most serious challenges). Following Ball and Brown (1968), this study uses stock performance to examine the net effect of changes in CSR performance. Specifically, this study examines: (1) whether there is any association between changes in CSR performance and stock returns, and (2) whether the association between changes in CSR performance and stock returns is conditional on the nature of CSR activities.

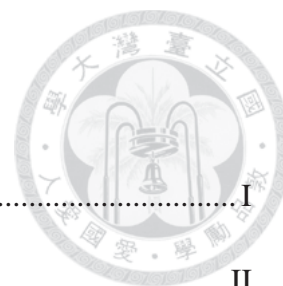


The empirical results show that, without considering the nature of CSR activities, changes in CSR performance do not have a significant correlation with stock returns. Further tests conditional on the nature of CSR activities reveal that for strength activities the changes in CSR performance have significantly negative associations with stock returns (firms with increase in strengths have lower returns), but for concern activities the changes in CSR performance have significantly positive associations with stock returns (firms with elimination in concerns have higher returns). The findings of this study indicate that managers could create value for their shareholders by engaging in CSR activities that address for serious challenges firms faced, while managers might destroy value for their shareholders by simply pursuing the best CSR practices. The findings of this study not only provide evidence of the effects on changes in equity value when firms change their inputs in CSR activities, but also highlight the importance of the distinction between information on different nature of CSR activities. These findings also provide important implications for managers in making CSR activities decisions.

Key Words:

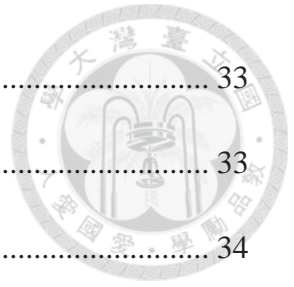
Corporate Social Responsibility, Shareholder Value, Stock Returns, CSR Strength, CSR Concern.

目錄



口試委員會審定書	I
謝辭	II
中文摘要	III
英文摘要	IV
目錄	VI
表目錄	VIII
第一章 緒論	1
第二章 背景與文獻探討	7
第一節 企業社會責任觀念的發展與辯論	7
第二節 企業社會責任資訊的溝通與傳遞	11
第三節 企業社會責任的資訊意涵	14
第四節 企業社會責任活動屬性之差異	20
第三章 假說發展與研究方法	23
第一節 假說發展	23
第二節 研究方法	26
第四章 樣本選取與變數衡量	29
第一節 樣本選取	29
第二節 變數衡量	30
(一)、 應變數	30
(二)、 自變數與控制變數	31

第五章 實證結果	33
第一節 敘述性統計	33
第二節 假說測試結果	34
第三節 額外測試與敏感性測試	35
(一)、 直接面對消費者之產業	35
(二)、 不同方向企業社會責任表現變化組別之相對股價報酬大小	37
(三)、 不同方向及其程度企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯	38
(四)、 不同優勢或劣勢程度下之表現變化與股價報酬之關聯	41
(五)、 不同面向企業社會責任優勢與優劣變化與股價報酬之關聯	42
(六)、 其他敏感性測試	44
第六章 結論	47
參考文獻	51
附錄：MSCI ESG STATS 評分項目	57



表目錄



表(一) 樣本篩選過程	61
表(二) 樣本年度與產業分布	62
表(三) 企業社會責任評分變化次數分配表	63
表(四) 敘述性統計	64
表(五) 皮爾森相關係數矩陣	65
表(六) 企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯	66
表(七) 企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯 — 直接面對消費者之產業	67
表(八) 不同方向企業社會責任表現變化組別之相對股價報酬大小	69
表(九) 不同方向企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯	71
表(十) 不同方向企業社會責任表現變化程度與股價報酬之關聯	73
表(十一) 不同優勢或劣勢程度下之 企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯	75
表(十二) 環境、社會、公司治理面向 企業社會責任優勢與優劣表現變化與股價報酬關聯之差異	76
表(十三) 企業社會責任細項構面 優勢與優劣表現變化與股價報酬關聯之差異	77
表(十四) 企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯 — 加入額外的控制變數	79



企業社會責任表現變動與股價報酬關聯之實證研究

第一章 緒論

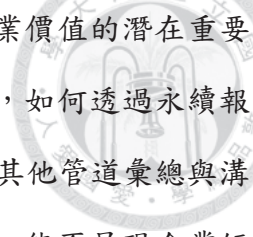
當企業發生與社會責任議題相關之事件時，例如：2000 年英國石油 (BP) 在墨西哥灣的漏油意外、2000 年富士康 (Foxconn) 員工連續墜樓事件、2015 年福斯汽車 (Volkswagen) 廢氣排放作假弊案等，往往讓企業付出龐大的善後成本，並造成聲譽嚴重損失、市值大幅縮水。而前述的三個案例，也分別反映企業與環境、社會、公司治理議題的互動對企業營運及發展的重要性。

雖然學術與實務對於企業社會責任的範疇與意涵仍未有一致共識，但一般而言，涵蓋企業在環境、社會、公司治理等面向與利害關係人的互動，並強調企業必須將其對內部與外部不同面向的衝擊負起責任。隨著全球化的發展、環保意識的高漲、社區運動的興起，企業社會責任逐漸成為企業與其眾多利害關係人關注的議題。近年來，國際間眾多大型企業陸續設有永續長 (Chief Sustainability Officer, CSO) 一職，職司企業永續發展策略的建立與執行，將與利害關係人的互動融入企業營運決策。企業為了與利害關係人溝通在經濟、社會、環境面向的資訊，亦有越來越多的企業開始編製永續報告書 (sustainability report)、企業社會責任報告書 (corporate social responsibility report)，¹ 或是整合報告書 (integrated report)；² 並藉由編製相關文件的過程，協助企業設定目標、衡量績效與管理變革。

企業與眾多利害關係人的互動表現，反映企業的營運模式，並影響企業未來現金流量的金額、時點，與不確定性。但傳統財務報導僅呈現企業營運最終反映在財務構面的資訊，企業在環境、社會、公司治理不同面向的活動與成果可能未

¹ 永續報告書與企業社會責任報告書，通常被視為可互相替換的同義詞。


² 永續報告書與企業社會責任報告書的編製，以廣泛的利害關係人為資訊溝通對象，而整合報告書的編製則強調與投資人的溝通。永續報告書與整合報告書之編製並非衝突之選項，企業可以利用永續報告書作為編製整合報告書的編製基礎 (Global Reporting Initiative, GRI 2013)。



能立即透過財務報導表達，故企業在社會責任的表現為瞭解企業價值的潛在重要非財務資訊。因此，經理人在企業社會責任活動的決策與執行，如何透過永續報導 (sustainability reporting)、整合報導 (integrated reporting) 或其他管道彙總與溝通，以及企業社會責任資訊如何影響資本市場經濟資源的分配，能否呈現企業短中長期的價值創造能力，都是會計研究者有興趣的議題。

財務會計研究特別關注資本市場中，會計資訊對外部使用者投資決策的影響 (Oler, Oler, and Skousen 2010)。企業社會責任此項非財務資訊，其資訊對使用者是否具決策有用性，過去文獻從增加企業透明度、減少資訊不對稱的角度，發現企業主動提供永續報告書，可提高分析師預測的正確性 (Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang, and Yang 2012)，且自願發布報告後，企業社會責任表現較佳的企業，可降低資金成本 (Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang 2011)。而探討企業社會責任表現與股價報酬或企業價值關聯的會計研究，雖然多數發現正向關聯，但亦有少數發現負向關聯 (Vance 1975; Edmans 2011; Clarkson, Li, and Richardson 2004; Hassel, Nilsson, and Nyquist 2005; Matumura, Prakash, and Vera-Munoz 2013)。此外，亦有部分研究探討企業社會責任報導所反映的企業特質，發現可提供未來營運的資訊 (Lys, Naughton, and Wang 2015)，並可反映企業文化，進而解釋盈餘管理、避稅等行為 (Kim, Park, and Wier 2012; Hoi, Wu, and Zhang 2013)。企業從事社會責任活動的重要目標之一，是替股東與其他利害關係人創造最大共同價值 (Porter and Kramer 2006, 2011; European Commission 2011)，儘管先前已有諸多研究探討企業社會責任與股價之關聯，呈現其價值攸關性，但當企業改變其社會責任相關活動之投入時，投資人對企業認知價值的影響，過去研究提供的證據仍相當有限。

股東是企業價值的最終歸屬者，經理人是股東的代理人，故企業從事社會責任活動是否符合股東之利益，為投資人與企業經理人共同關心的問題。由於企業

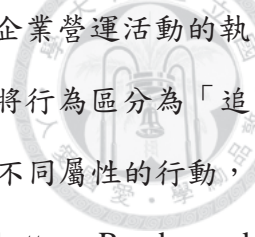


社會責任活動的政策通常具有高度連貫性與持續性，³ 因此經理人必須面臨的決策，往往係企業是否欲改變其在社會責任活動的投入，以及選擇欲改變投入程度之項目。而本研究之目的，即為探討當企業改變社會責任活動之投入時，投資人如何評估企業價值的變化；且當改變社會責任活動投入之項目屬性不同時，投資人對於企業價值的變化是否具有不同判斷。

企業社會責任議題可能透過不同的方式對企業價值產生影響。企業若能將其核心策略與社會、環境議題相結合，將會是企業創新、取得競爭優勢的機會，可以替股東與其他利害關係人創造共同價值 (Porter and Kramer 2006, 2011; Nidumolu, Prahalad, and Rangaswami 2009)。例如 2008 年聯邦快遞 (FedEx) 將其業務與旗下連鎖影印店合作，讓客戶可以將原先欲以紙本郵寄的文件，以電子檔案的方式傳送給聯邦快遞，並由聯邦快遞在收件者附近區域代其列印後，以最快的速度投遞。該項創新營業模式不僅替聯邦快遞節省運輸成本、降低運輸過程對環境的衝擊，並且讓客戶能夠享受更有效率的服務，即是相當成功的案例 (Nidumolu et al. 2009)。

但相對地，企業營運過程中可能產生的負面外部性，許多並未具有市場機制將其內部化，企業因此而承擔風險，並可能對企業價值產生負面影響。像是空氣汙染、溫室氣體排放、勞動環境等議題，儘管企業可能符合法規要求，但包含政府主管機關、非政府組織在內的利害關係人，對企業社會責任的期待日益增加。當利害關係人或法規對企業的要求提高時，企業將負面的外部成本內部化會提高營運成本，而若利害關係人發起對企業的抵制行為，亦將對企業造成巨大損失。例如 1990 年代末期開始至今，包含製鞋業、紡織業、電子業等產業頻頻出現的血汗工廠爭議事件，讓眾多大型跨國企業付出高額成本重新檢討其供應鏈政策、改善其勞動條件與生產環境，消費者的抵制行為亦讓其蒙受傷害。

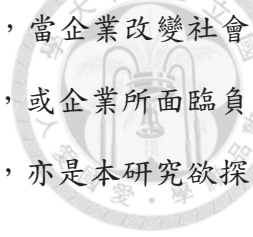
³ 經常用於捕捉企業在社會責任相關活動投入之 MSCI ESG STATS 評分，其兩年之間的變動數在總分與不同屬性類別，分別有高達 49% 至 72% 的變化數為 0，詳細說明請參見敘述性統計章節。



企業社會責任不僅涵蓋眾多的議題面向，且將各面向納入企業營運活動的執行方法也相當多元。社會學者在探討道德與責任議題時，經常將行為區分為「追求正面作為 (do good)」與「避免負面傷害 (do no harm)」兩大類不同屬性的行動，而企業社會責任相關活動亦可作類似的區分 (Baron 1996; Whetten, Rands, and Godfrey 2002; Minor and Morgan 2011; Karoff 2012; Crilly, Ni, and Jiang 2015)，並可分別與歐洲執行委員會所主張企業社會責任的兩大目標「創造共同價值」、「降低負面衝擊」相對映。MSCI ESG STATS 資料庫將其評分項目區分為「優勢 (最佳管理實務, Strength)」和「劣勢 (企業面臨之嚴重挑戰, Concern)」兩種屬性，即分別具有「追求正面作為」與「避免負面傷害」的特性。⁴ 優勢項目包含社區參與行動計畫、員工獎酬訓練、勞動力多樣性、使用乾淨能源、再生包裝原料、從事慈善捐款、參與社區營造、取得產品安全或品質認證等，其評分面向包含企業對相關議題之處理策略與治理機制、其行動方案與目標，以及在相關議題之表現；劣勢項目則包含危害環境物質之排放、違反人權之行為、與供應鏈之間的爭議、不良勞資關係、稅務違規、爭議性廣告行銷等，其評估標準參照許多國際組職的相關規範，並受過去訴訟紀錄、罰款紀錄等因素影響。

當企業增加在優勢項目之投入 (追求正面作為) 時，可能是企業創新與建立競爭優勢的機會 (Porter and Kramer 2006; Nidumolu et al. 2009)，也可能是基於經理人個人利益從事的活動 (Barnea and Rubin 2010)，相關活動亦有可能對股東以外之其他利害關係人具有好處，但無益於股東；因此增加優勢項目活動之投入，對於投資人股權價值的影響較不明確。而企業增加投入資源改善劣勢項目 (避免負面傷害) 時，其行動目標通常較為具體，且若能獲得利害關係人之認同支持營運、達到維護聲譽、降低營運風險之效果 (Godfrey, Merrill, and Hansen 2009; Jo and Na 2012)，對股權價值可能有較直接的正面影響；但亦有學者指出相關活動可能反而引起利

⁴ MSCI ESG STATS 資料庫的前身為 KLD 資料庫，自 1991 年起由 KLD Research & Analytics 編製，其後由 RiskMetrics 買下，自 2010 年起已併入 MSCI ESG Research 由其編製與維護。



害關係人對企業劣勢項目表現的注意 (Crilly et al. 2015)。因此，當企業改變社會責任活動表現時，其屬性係正面最佳管理實務之建立 (或喪失)，或企業所面臨負面嚴重挑戰之改善 (或產生)，對企業價值是否具有不同的影響，亦是本研究欲探討的問題。

本研究參照 Ball and Brown (1968) 的研究架構，檢驗以 MSCI ESG STATS 衡量之企業社會責任評分變化，與股價報酬間是否存在關聯；並且進一步測試企業社會責任評分屬性之差異，其評分變化是否與股價報酬存在不同關聯。研究方法採用當年度評分變化與當期股價報酬之關聯作為測試的依據，除了基於效率市場的假設，並考量外部人不僅可透過企業編製的永續報告書或社會責任報告書瞭解企業在社會責任活動之表現，也可經由企業主動發布或報章媒體報導之新聞，或直接觀察企業與利害關係人之互動，及時取得企業在社會責任活動表現的資訊。基於大眾對企業社會責任活動之關注，也有許多媒體網站專門蒐集並追蹤企業社會責任事件與活動 (例如：CorporateRegister.com、The Corporate Social Responsibility Newswire、Corporate Responsibility Magazine 等)，提供利害關係人及時瞭解相關資訊的便利管道。因此，如果企業社會責任活動是投資人關心的項目，且相關活動對企業價值具有影響，則當企業改變社會責任活動之投入或表現時，股價將隨之調整。

本研究在以整體企業社會責任表現評分衡量時，無法發現社會責任表現改變與當期股價報酬具有顯著一致的關聯性。進一步將其區分為優勢或劣勢之改變時，本研究發現社會責任優勢變動與股價報酬呈現顯著負向關聯 (優勢提升者，股價報酬較低)，但劣勢變動與股價報酬呈現顯著正向關聯 (劣勢改善者，股價報酬較高)；優勢變動與劣勢變動，其與股價報酬之關聯具有顯著差異。實證結果顯示，企業投入資源改善其所面臨之嚴重社會責任挑戰議題，投資人可能認同其作為將可替股東創造價值；但一味地投入追求最佳管理實務之活動，可能傷害股東之利益。

因此企業投入資源於社會責任劣勢改善相較於優勢提升，整體而言較傾向於符合投資人利益。



本研究對於既有文獻，具有以下貢獻：(1)、本研究透過企業社會責任表現變動與股價報酬之關聯，探討企業改變社會責任相關活動資源投入時對股權價值之影響。研究方法反映投資人在年度間新資訊的取得，並以長窗期研究反映相關活動多具有長期、持續性、結合整體營運的特性；(2)、本研究發現將企業社會責任表現變化之屬性，區分為優勢項目變化與劣勢項目變化之重要性。兩種屬性之活動反映倫理議題「追求正面作為」與「避免負面傷害」之區分，將不同屬性的企業社會責任資訊合併報導，將損失其資訊內涵；(3)、本研究探討之問題反映經理人「是否應增加或減少投入」企業社會責任活動的決策特性，研究發現可以提供經理人在分配有限資源於不同企業社會責任屬性項目時，參考的依據。

本研究第一章為緒論，說明研究之動機、目的與發現。第二章為背景與文獻探討，除了簡述企業社會責任觀念的發展與辯論、說明企業社會責任資訊的溝通與傳遞管道，並且回顧企業社會責任資訊意涵之相關文獻，以及討論企業社會責任活動屬性之差異。第三章為假說發展與本研究採用的研究方法，第四章為樣本選取與變數衡量。第五章為本研究實證測試的結果，並包含額外測試與敏感性測試，第六章為結論，說明研究意涵與後續可延伸之方向。

第二章 背景與文獻探討



第一節 企業社會責任觀念的發展與辯論

企業社會責任概念的起源相當久遠，至少在 1930 年代開始，即有論述提及企業或經理人對於社會責任的考量 (Carroll 1999)；而經過多年的發展，在企業社會責任逐漸受到重視的同時，其定義也越來越豐富多元 (Dahlsrud 2008)。早期對於企業社會責任的論述，多主張企業應扮演良好公民的角色，強調企業行為應符合社會期待，並從事慈善活動；而相關論述亦引起企業社會責任是否犧牲股東利益的辯論。近年企業社會責任概念的發展，則強調企業與環境、社會並非處於對立衝突的立場，企業應追求營運策略與社會責任議題的結合，替企業與環境社會創造共同價值。

Bowen 在 1953 年所著探討企業經理人社會責任的專書，被認為是企業社會責任現代文獻開端的重要里程碑 (Carroll 1999)。Bowen (1953) 認為經理人在進行決策時，必須考量對社會的影響，並將社會的利益放在個人利益之上；好的企業不僅須替股東創造價值，亦必須對整體社會具有益處，成為良好的企業公民。到了 1970 年代，企業社會責任的概念快速發展，許多學者提出不同的見解和定義；其中，Carroll (1979) 提供一個較為廣泛、完整的架構，將企業社會責任區分為四個層次：經濟、法律、道德，及自願承擔之責任。Carroll (1979) 認為企業在經濟責任的部分，應創造獲利，替股東賺取利益；在法律責任的部分，商業活動應遵守法律與相關規範。道德責任屬於社會期待的商業模式，雖然並無強制力，但企業應做正確的事、重視公平正義，並且避免對利害關係人造成傷害。至於企業自願

承擔之責任，則屬於企業或經理人個人之判斷與選擇，例如投入公益慈善活動、支持藝術與教育等。⁵

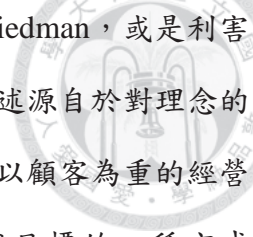


但是，亦有不少學者與實務人士對企業社會責任的概念提出質疑。Friedman (1970) 主張企業的社會責任就是替股東賺取最大之利益。而公益慈善相關事務屬於政府的責任，或適合由股東基於個人偏好自行參與 (Friedman 1970; Karnani 2011a, b)。⁶ 企業為了回應非股東的利害關係人而從事之社會責任活動，很有可能傷害股東的利益 (Karnani 2011a, b; Moser and Martin 2012)。因為經理人是股東的代理人，受股東之託管理與營運企業，若將股東的錢投入於非營運相關的活動 (例如慈善捐款)，是不負責任的行為；且企業若基於公關形象的理由從事社會責任活動，具有窗飾其對於環境社會負面行為的性質，也是傷害社會的行為。此外，許多企業亦認為製造超過法規標準的環保產品，或在生產活動中強調環境及社會友善，將使企業與其他同業競爭時處於不利的地位，侵害企業的競爭力 (Nidumolu et al. 2009)。

1980 年代起，利害關係人理論 (Stakeholder Theory) 的發展讓企業社會責任成為熱門的討論議題。利害關係人理論提出兩個關鍵問題：(1)、企業的目的是什麼？(2)、企業經理人對利害關係人的責任是什麼？促使經理人思考企業營運的模式，並檢視企業與利害關係人之間的互動 (Freeman 1994)。企業社會責任的倡議者，經常以利害關係人理論作為論述的基礎，強調企業不應只考慮股東的最大利益，而應替利害關係人創造價值，並站在與 Friedman (1970) 主張企業應替股東賺取最大利益相對立的觀點。

⁵ 不同層次之間的劃分，可能因時空背景而不同。Rivoli and Waddock (2011) 指出企業社會責任的意涵，具有與時俱進的特性。一項剛開始未受重視的社會責任議題，隨時間經過可能逐漸成為企業自願承擔責任的選項，後續亦可能再進一步成為社會期待企業必須達成的項目，甚至透過行政或立法程序演變為強制規範。

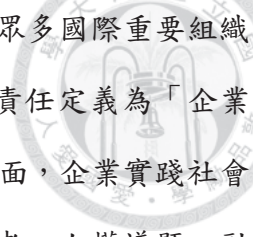
⁶ 此類觀點認為企業對外部的影響應由政府法規強制規範處理，而非由企業自願採取行動；雖然產業自律規範也是重要力量，但存在與自願採取行動類似的利益衝突 (Karnani 2011a, b)。



然而，無論是主張企業應替股東賺取最大利益的 Milton Friedman，或是利害關係人理論的重要學者 Edward Freeman，皆認為許多衝突的論述源自於對理念的誤解。Milton Friedman 在與實務人士的對話中，認為企業主張以顧客為重的經營理念，並不違背企業替股東賺取最大利潤的目標，而是達成目標的一種方式 (Mackey, Friedman, and Rodgers 2005)。Freeman and Liedtka (1991) 則認為企業社會責任的不同論述，皆不違背 Friedman (1970) 的主張，但探討企業社會責任時經常將企業與社會及環境視為可分割、相對立的觀點，並以道德、責任的概念相連結，並非適當的詮釋。利害關係人理論強調企業營運與利害關係人之間不可分割的特性，且重視股東和獲利；但企業營運決策的思考並非以追求獲利為根本的出發點，而是透過提供好的產品與服務，藉此創造利潤 (Freeman, Wicks, and Parmar 2004)。⁷ 整體而言，企業與環境、社會、公司治理的互動，皆受到 Milton Friedman 之觀點以及利害關係人理論的重視，並且皆認同企業社會責任並非犧牲股東之利益。但 Milton Friedman 將企業社會責任的論述視為替股東創造價值的手段，而利害關係人理論則著重企業如何在與利害關係人的互動中創造價值。

近年企業社會責任概念的發展，特別強調不應以對立觀點來看待企業與環境及社會之間的互動。Porter and Kramer (2006) 指出企業經常基於道德責任、永續經營、取得營運之認同、建立聲譽等不同理由，投入社會責任活動；其中針對永續經營的理由，通常強調企業經營不可犧牲未來長遠的利益，但當長期利益不明確或難以衡量時，長期利益與短期成本之間應如何取捨，此項觀點並未提出適當的指引。因此 Porter and Kramer (2006) 進一步主張企業社會責任係將營運策略與社會責任議題相結合，此時企業社會責任將是企業建立競爭優勢、為股東與社會同時創造更多價值的機會 (Porter and Kramer 2006, 2011)。Nidumolu et al. (2009) 亦提出永續發展的概念可幫助企業提出更好的產品，是企業創新動力的觀點。

⁷ Phillips, Freeman, and Wicks (2003) 指出利害關係人理論雖然強調必須考量所有利害關係人之利益，但並非認為所有利害關係人都位於同等重要的地位。此外，將所有利害關係人的利益皆納入考量，也並非聚焦於財務利益在利害關係人之間的分配。

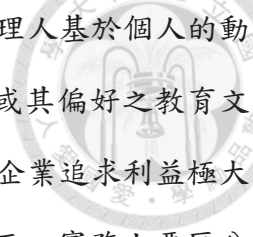


歐洲執行委員會 (European Commission) 在 2011 年時根據眾多國際重要組織所制定的原則與指引，與多年來相關議題的發展，將企業社會責任定義為「企業對社會產生的衝擊，所應負的責任。」⁸ 並且進一步說明在執行面，企業實踐社會責任不僅須滿足法規的遵循，尚須將社會、環境、道德、消費者、人權議題，融入在企業策略與營運活動中，以達成替股東與其他利害關係人創造最大共同價值，以及辨認、預防、減輕對社會負面衝擊的目標。⁹ 其替股東與其他利害關係人創造最大共同價值的目標主張，與 Porter and Kramer (2006) 以及 Nidumolu et al. (2009) 的論述具有相同的理念。而針對企業社會責任的重要性，歐洲執行委員會主張企業實踐社會責任不僅可在風險管理、降低成本、籌資、客戶關係、人力資源管理、創新能力等面向符合企業自身的利益，亦可透過企業的永續與創新，進一步促成永續的經濟環境，並且增進社會利益 (European Commission 2011)。

Benabou and Tirole (2010) 將企業從事社會責任的動機區分為三類：第一類認為企業從事社會責任活動是對企業與外在環境及社會雙贏的行為 (doing well by doing good)，企業在從事對環境及社會有益的活動時，也可為企業創造價值，例如提高產品品質、防治汙染，將可降低訴訟風險，並減少產品受消費者抵制的可能性，追求企業長期利益的極大化；第二類是授權的善行 (delegated philanthropy)，企業為了滿足顧客、股東等利害關係人之需求，以代理人的角色，代替企業之利害關係人從事相關活動，以降低交易成本，例如公平交易咖啡；第三類則是內部

⁸ 歐洲執行委員會主張其定義完全符合其他國際重要組織所制訂的多項原則與指引。包含聯合國全球盟約 (United Nations Global Compact)、聯合國企業與人權指導原則 (United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights)、ISO 26000 社會責任指引 (ISO 26000 Guidance Standard on Social Responsibility)、關於多國企業和社會政策的三方原則宣言 (International Labour Organization Tripartite Declaration of Principles concerning Multinational Enterprises on Social Policy)、OECD 多國企業指導綱領 (OECD Guidelines for Multinational Enterprises) 等 (European Commission 2011)。

⁹ 此定義為 2011 年歐洲執行委員會針對先前 2001 年定義的更新。更新前的定義為「企業社會責任是一種觀念，企業在自願的基礎之下，將社會與環境納入營運活動考量，並且重視與利害關係人的互動。」更新後的定義具有以下特性：(1)、採用更廣泛、概念性的定義；(2)、在執行面強調與企業策略結合；(3)、不再強調出於企業自願的基礎，法規遵循也是企業社會責任的重要一環；(4)、新定義關注的範疇較先前更廣，除了社會與環境議題外，增加強調道德、消費者與人權議題 (European Commission 2011)。



人發起之善行 (insider-initiated corporate philanthropy)，董事或經理人基於個人的動機，從事社會責任活動，例如捐款至關係人參與之慈善團體，或其偏好之教育文化機構。Benabou and Tirole (2010) 認為前兩類的動機，可能與企業追求利益極大化的目標相符，但第三類的動機，則可能傷害企業的價值；然而，實務上要區分這些動機之差異相當困難。

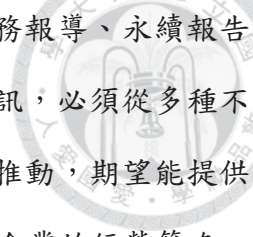
第二節 企業社會責任資訊的溝通與傳遞

企業無法獨立於環境、社會而營運；但企業經營所造成的外部性，許多並未有市場將其內部化。對企業而言，正面的外部性可能反映企業的競爭優勢，例如超越環保規範的生產流程、良好的工作環境，當未來因為法規修訂趨嚴，或相關議題受到利害關係人重視時，企業有機會在快速變動的商業環境中取得領先地位。而負面的外部性可能反映企業所面臨的風險，例如在環境污染、社會議題等方面的爭議，當法規修訂趨嚴，或利害關係人施加之壓力增加時，企業即面臨必須考慮投入成本改善的問題。但在傳統財務報導的架構下，相關資訊並未納入其中適當表達。

企業與環境、社會的互動，是潛在影響企業價值的重要非財務資訊。為了回應利害關係人在經濟、社會、環境面向資訊需求，自 1990 年代起，許多企業開始主動編製永續報告書或企業社會責任報告書，與利害關係人溝通企業在相關面向的活動與表現。¹⁰ 企業也可以透過編製永續報告書的過程，思考及擬定經營策略和目標，辨認影響永續發展的關鍵因素，以多元的面向評估經營績效，並且引導企業創新與進步 (Dhaliwal et al. 2011; Dhaliwal et al. 2012; GRI 2013)。¹¹

¹⁰ 我國金融監督管理委員會已在 2014 年宣布，2015 年起強制上市 (櫃) 食品業、金融業、化學工業及實收資本額 100 億元以上之公司，應編製企業社會責任報告書；並在 2015 年宣布，於 2017 年起將編製門檻下修至實收資本額 50 億元。

¹¹ 國際間許多企業以全球永續發展報告協會 (GRI) 所制定的架構編製永續報告書或企業社會責任報告書。GRI 係由環境責任經濟聯合組織 (Coalition for Environmentally Responsible Economics) 與聯合國環境規劃署 (United Nations Environment Programme) 在 1997 年共同推動成立，並在 2013



由於既有與企業價值相關聯的財務與非財務資訊散見於財務報導、永續報告書等不同資訊來源，投資人欲瞭解由企業所提供的價值攸關資訊，必須從多種不同來源取得，因此特別針對投資人的資訊需求，有整合報導之推動，期望能提供一套架構完整，涵蓋不同面向資訊的溝通工具。整合報告書溝通企業的經營策略，並結合財務與非財務資訊、提供包含質化與量化的展望性資訊，呈現企業短中長期價值創造的能力。企業可以在整合報告書中說明企業價值創造的過程，如何與企業外部環境及六大資本類別互動：財務資本、製造資本、智慧資本、人力資源、社會關係資本、自然資源資本；並藉由編製的過程，幫助企業以整體性的思考辨認其關鍵利害關係人，以瞭解、回應其需求與利益 (GRI 2013; International Integrated Reporting Council, IIRC 2013; Owen 2013)。¹²

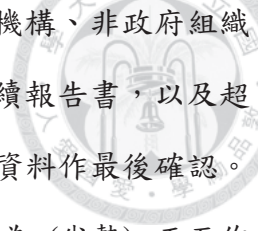
利害關係人欲瞭解企業在社會責任的表現，除了可以透過企業內部編製提供的永續報告書、企業社會責任報告書，或整合報告書外，亦可從企業外部眾多管道取得相關資訊。許多企業社會責任資料庫，提供使用者易於跨企業、跨期間比較的標準化量化資訊。例如 MSCI ESG STATS 提供美國大型企業在社會責任方面投入或表現有系統的量化評分，是涵蓋面向廣泛，收錄企業相對完整的資料庫；不僅最常被使用作為企業社會責任相關研究的資料來源，且經常被視為是最佳選擇 (Wood and Jones 1995; Waddock 2003; Deckop, Merriman, and Gupta 2006; Huang and Watson 2015)。¹³

MSCI ESG Research 在環境、社會、公司治理領域建立超過 140 人的研究團隊，

年 5 月提出第四版的永續性報告指南(Sustainability Reporting Guidelines G4)。第四版相較於先前的版本，特別強調企業須辨認影響其永續經營的關鍵面向，並以其作為報導之內容，而非將眾多指標一體適用於所有企業 (GRI 2013)。

¹² 國際整合報導委員會 (International Integrated Reporting Council, IIRC) 係在 2010 年由民間環保團體、非政府組織、企業代表、會計師、分析師等共同成立，推動整合報導的組織，GRI 亦是 IIRC 的創始成員之一。IIRC 在 2013 年 12 月發布國際整合報導架構 (The International IR Framework)，作為編製整合報導的指引 (GRI 2013)。

¹³ 雖然 MSCI ESG STATS 受到投資機構與學術界廣泛的認同與使用，但仍有學者指出其潛在的問題或缺點包含其評分結果與其他廣泛使用的社會責任資料庫之間關聯性低 (Chatterji, Durand, Levine, and Touboul 2014)，其模糊、主觀選擇性的指標，掩蓋經濟與企業營運的複雜性，且可能過時或彼此相衝突 (Entine 2003)。



評估企業如何管理其風險與機會。其資料來源包含學術、政府機構、非政府組織所提供的部門別或地區性總體經濟資料，企業提供的年報、永續報告書，以及超過 1,600 家媒體等。在其評分決定前，並邀請企業對其所蒐集資料作最後確認。MSCI ESG STATS 將評分項目區分為正面作為（優勢）與負面作為（劣勢）。正面作為（優勢）代表企業在相關議題風險與機會的管理，屬於最佳管理實務；其評估面向包含企業對相關議題之處理策略與治理機制、其行動方案與目標，以及在相關議題之表現。負面作為（劣勢）則表彰企業在相關議題因為對外部造成影響，而面臨的嚴重挑戰；其評估標準參照許多國際組織的相關規範，例如聯合國全球盟約，以及眾多人權、職場基本權利等條約規範 (MSCI 2015)。

其他社會責任資料庫尚有 Thomson Reuters ESG Research Data (前身為 ASSET 4)、CSRHUB 等，提供全球眾多大型企業之社會責任評分，或是企業社會責任相關資訊的分析報告。此外，許多投資研究機構所編製的社會責任投資指數及其成分股，不僅提供投資人選擇投資標的之參考依據，也提供利害關係人瞭解在社會責任表現傑出的企業名單；¹⁴ 而眾多的社會責任獎，也提供類似性質的資訊。¹⁵ 至於許多專門追蹤企業社會責任資訊的媒體網站，則提供利害關係人易於接觸的彙總資訊。¹⁶ 豐富的企業社會責任表現資訊來源，讓利害關係人得以及時地取得有助於瞭解企業營運的重要資訊，也是增加企業資訊透明度，降低資訊不對稱的重要管道。

¹⁴ 例如：摩根史丹利環境社會與治理指數 (MSCI ESG Index)、道瓊永續性指數 (Dow Jones Sustainability Index, DJSI)、倫敦金融時報社會責任指數 (FTSE4Good Index)、卡爾弗特社會指數 (The Calvert Social Index) 等。

¹⁵ 例如：美國商業週刊綠色企業排名 (Newsweek's Green Companies Rankings)、Business Ethics 美國百大企業公民 (America's 100 Best Corporate Citizens) 等；國內部分則有天下企業公民獎、遠見雜誌企業社會責任獎、台灣永續能源研究基金會台灣企業永續獎、經理人月刊台灣中小企業社會責任獎等。

¹⁶ 例如：CorporateRegister.com、The Corporate Social Responsibility Newswire、Corporate Responsibility Magazine 等；國內亦有經濟部台灣企業社會責任網站、CSR one 永續報告平台等。



第三節 企業社會責任的資訊意涵

過去許多研究發現企業從事社會責任相關活動，可以替企業營運帶來正面的影響。Cahan, Chen, Chen, and Nguyen (2015) 發現企業社會責任表現較佳的企業，較能吸引媒體之關注，且企業有透過社會責任活動來管理其媒體形象之跡象；當企業屬於爭議性產業、投資者情緒較低迷，或未來有增資活動時，其社會責任活動表現較佳。此外，Cahan et al. (2015) 亦發現當企業有較佳的社會責任表現，且獲得較多的媒體關注時，其股權價值較高、權益成本較低。Lev, Petrovits, and Radhakrishnan (2010) 發現企業在慈善捐款的成長，與未來銷貨收入成長呈現正向關聯；但此現象僅集中在企業屬於消費性產品產業與金融業時，亦即企業之交易對象為終端客戶時。透過實驗的方式，Balakrishnan, Sprinkle, and Williamson (2011) 發現企業投入慈善捐款，可以誘發員工的利他傾向，並增加對企業的向心力，讓員工更願意為公司努力。Herremans, Akathaporn, and McInnes (1993) 以財富雜誌 (Fortune) 在 1982 至 1987 年所作的企業聲譽問卷調查分析，則發現企業聲譽與其獲利能力具有正向關聯，並與企業風險呈現負向關聯。但企業投入社會責任活動除了為營運帶來正面之好處，亦有研究發現企業投入社會責任活動較多時，其銷管費用以及銷管費用佔收入比例較高 (DiGiuli and Kostovetsky 2014)。故企業在決策是否投入社會責任活動時，其成本與效益都是必須考量的要素。

關於企業社會責任資訊在資本市場扮演的角色與影響，部分研究透過揭露行為本身與股價報酬或交易量之關聯，探討其是否提供有用的資訊。例如 Ingram (1978) 以企業是否揭露社會責任活動資訊，以及不同資訊揭露項目分組，發現各組之間具有不同的超額報酬。Belkaoui (1976) 的研究顯示在年報揭露污染防治支出之企業，在揭露後有較佳的股價報酬；Anderson and Frankle (1980) 與 Jaggi and Freedman (1982) 亦發現有自願揭露企業社會責任資訊的企業，有較高的股價報酬。

Patten (1990) 發現當市場得知企業簽訂「蘇利文原則 (Sullivan Principles)」時，¹⁷ 相較於其他未簽訂者，簽訂之企業股價報酬無顯著差異，但具有較低的交易量。

對於企業社會責任表現好壞與股價報酬之關聯，Vance (1975) 在早期的研究發現企業社會責任問卷調查表現較佳之企業，年度股價報酬較差，但後續許多研究在不同面向之社會責任表現，發現相反的證據。Herremans et al. (1993) 發現在社會爭議較高的產業，聲譽較佳的企業其年度超額報酬較高。Edmans (2011) 發現獲選為美國百大最佳工作選擇之企業 (100 Best Companies to Work For in America)，不僅超額股價報酬較同產業高，且獲選之企業其在未來一到四年亦具有較高的超額報酬，並具有較多的正向未預期盈餘，以及盈餘宣告時較高的股價反應。Edmans (2011) 認為該現象反映員工滿意度是企業無形資產的一種，且市場未能充分瞭解此資訊。

部分研究採用事件研究法，探討企業社會責任與股權價值之關聯。Shane and Spicer (1983) 透過外部提供的企業汙染報告，發現整體而言報告所提出的企業名單，具有短窗期負向報酬，且其中表現較差者，負向報酬更加嚴重。Flammer (2015) 以股東發起並在股東會投票之企業社會責任議案作為研究標的，選取支持票數在通過門檻附近之議案作為樣本，發現若投資人在股東會提出的社會責任活動議案獲得通過時，股價會有正向之反應，顯示股東認同此類議案符合其利益。但 Flammer (2015) 亦指出此類通過的議案本身較傾向於符合投資人的利益，因此該研究並無法回答整體而言企業投入資源於社會責任相關活動，是否符合股東之利益。同時，該研究亦發現相關提案僅有 1.87% 獲得通過，且平均支持率僅有 13.48%，顯示大部分在股東會提出的社會責任活動提案，皆無法得到多數投資人認同。Deng et al. (2013) 透過企業合併時的股價反應，發現當企業擁有較佳之企業社會責任表現時，

¹⁷ 蘇利文原則為 1977 年由非裔牧師蘇利文所提出的企業行為規範原則，主要強調平等對待員工，並特別著重在種族議題。

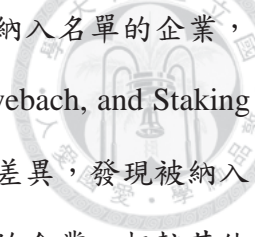
宣告企業合併時會有較佳的股價表現。此外，Deng et al. (2013) 亦發現企業社會責任較佳之企業，其合併後具有較高的長期股價報酬。

在許多組織或機構紛紛設立社會責任獎項的同時，亦有許多研究探討得獎企業的股價反應。Brammer, Brooks, and Pavelin (2009) 採用 Business Ethics 美國百大企業公民 (America's 100 Best Corporate Citizens) 得獎名單，檢驗得獎企業在獎項公布當日與前後幾天的短窗期股價反應。實證結果發現在獎項首次頒發的年度，其公布日的前幾天和後幾天，具有顯著正向報酬；後續年度則多未能發現此現象。而得獎企業在得獎後的一年期間，並未發現股價報酬與 S&P 1500 非得獎企業有顯著差異。Lyon and Shimshack (2015) 採用 2009 年美國商業週刊首次對美國前五百大企業所作的綠色企業排名 (Newsweek's Green Companies Rankings) 作為分析的標的，發現前一百名的企業在排名公布前後的短窗期股價報酬，較其餘四百家企業為佳。但 Lyon and Shimshack (2015) 雖然發現企業整體排名較佳者，股價報酬較佳，其進一步分析細項的組成分數時，則未有類似之發現。¹⁸

資本市場對企業社會責任看法，可能因為國家經濟發展程度與地區文化而有所不同。Lyon, Lu, Shi, and Yin (2013) 在中國地區的研究發現，獲得綠色企業獎的企業，其在得獎名單公布的前後幾天，具有顯著負向的超額報酬；其中若企業屬於低污染產業或非政府持股較多者，其負向超額報酬更為嚴重。Lyon et al. (2013) 推論中國企業從事環境友善之作為，其主要目的可能係與政府建立良好之關係。

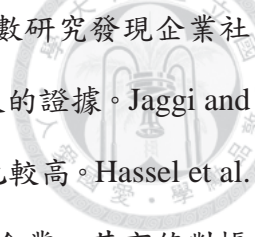
當企業社會責任已成為機構法人選擇投資標的之重要參考依據，許多研究透過投資機構所編製企業社會責任指數名單的成分股，檢驗企業被納入或被排除時的股價報酬，據以推論企業社會責任對股權價值的影響。以 Domini 400 Social Index 的成分股為例，Becchetti, Ciciretti, Hasan, and Kobeissi (2012) 檢驗企業被納入或被

¹⁸ 其排名由三大項目之評分組成，分別是由 Trucost 公司所提供的環境影響分數、由 MSCI ESG STATS 資料庫環境構面優勢評分所建構的綠色政策分數、以及由 CorporateRegister.Com 問卷資料所建構的聲譽分數。



排除於名單時，投資人在資本市場的股價反應，發現相較於被納入名單的企業，被排除於名單的企業具有顯著負向超額報酬。Ramchander, Schwebach, and Staking (2012) 比較變動名單之企業與同產業其他企業股價報酬表現之差異，發現被納入指數的企業，相較其他同業有較佳的股價報酬；被排除於名單的企業，相較其他同業有較差的股價報酬。其研究提供投資人使用企業外部來源資訊瞭解企業與利害關係人互動的證據。然而，相似的情境在以道瓊永續性指數作為分析標的時，Cheung (2011) 發現被納入或被排除於成分股之企業，其在事件宣告日前後幾天，未發現顯著超額報酬；僅在生效日的前後幾天，發現納入者有短暫較高的超額報酬，排除者有短暫較低的超額報酬。但其研究的可能解釋除了事件本身未具有資訊內涵，亦有可能源自於企業社會責任活動本身多非一次性的事件，市場在企業長期投入相關活動時，即已逐漸反應其對股權價值的影響。

許多探討企業社會責任表現與股價關聯之研究，從環境層面的角度切入。然而，根據不同的資本市場、產業組成、以及不同的環境表現項目，相關研究之發現也相當分歧。多數研究發現環境表現較佳之企業，具有股權評價較高的現象，例如 Spicer (1978) 使用外部提供的造紙業污染報告進行分析，顯示污染較少的企業，其本益比較高；Cormier, Magnan, and Morard (1993) 則發現部分證據支持污染較多者，其股價較低；King and Lenox (2001) 亦發現污染較少者，其市價對帳面價值比較高。Clarkson et al. (2004) 採用在美國上市的造紙業資料，探討環境保護相關資本支出與股價之關聯，發現當其超越強制規範的標準時，市場對此類資本支出具有正向的評價。Matsumura et al. (2014) 使用美國 S&P 500 之企業自願揭露的碳排放資料，發現碳排放數量與企業價值呈現負向關聯；同時，Matsumura et al. (2014) 亦發現若企業選擇不揭露相關資料，其股價將會更低。對於企業跨面向的整體社會責任表現，Jiao (2010) 發現企業社會責任表現較佳之企業，其股價對帳面價值的比例較高；但 Servaes and Tamayo (2013) 指出企業社會責任表現評分與企業價值之關聯受消費者覺察程度之影響，實證發現僅有在企業廣告支出較多時，

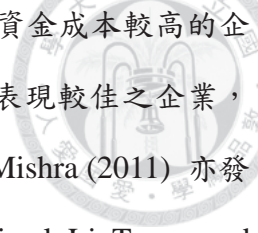


社會責任表現與市值對帳面價值的比例存在正向關聯。雖然多數研究發現企業社會責任表現與股權價值具有正向關聯，但亦有部分研究發現相反的證據。Jaggi and Freedman (1992) 發現污染較多的企業，其風險較高，但本益比也較高。Hassel et al. (2005) 使用瑞典的上市企業資料，亦發現環境表現評分較佳之企業，其市值對帳面價值比例較低。

Lys et al. (2015) 探討企業社會責任活動與企業績效之間的因果關係，試圖瞭解兩者之關聯性係源自於「社會責任活動影響未來績效」或「社會責任活動傳遞未來績效資訊」。Lys et al. (2015) 先建立解釋企業投入社會責任活動程度之模型，將其區分為預期和未預期的部分，再分別用於檢驗前述兩種因果關係。其實證結果發現僅有未預期部分與次期規模調整後報酬具有正向關聯，支持其「社會責任活動傳遞未來績效資訊」的觀點。相較於 Lys et al. (2015) 之研究，本研究探討投資人如何評估企業改變社會責任活動表現對股權價值之影響，故採用當期之股價報酬，並且利用兩期間社會責任表現之差異，捕捉企業從事社會責任活動之變化。

Di Giuli and Kostovetsky (2014) 所探討的問題與本研究相近，欲檢驗企業從事社會責任相關活動是否犧牲股東之利益。Di Giuli and Kostovetsky (2014) 以 S&P 500 之企業作為樣本，使用原始股價月報酬進行測試，發現當解釋變數同時放入當期與前三期的社會責任表現優勢及劣勢變化時，股價月報酬僅與前一年度的社會責任表現優勢變化呈現負向關聯，其餘年度以及劣勢變化皆未發現具有顯著相關，並推論市場對於企業社會責任表現的資訊缺乏效率。相較於該研究，本研究考量企業社會責任內部與外部資訊溝通管道之多元與即時，且企業與利害關係人之互動將直接被利害關係人所觀察，故基於市場效率之假設，採用資本市場探討資訊內涵常用的模型設計，並以超額報酬捕捉市場對當期新增資訊的反應，實證結果有不同的發現。

近期許多文獻從提高資訊透明度、降低資訊不對稱的角度，探討企業社會責



任報導資訊在資本市場扮演的角色。Dhaliwal et al. (2011) 發現資金成本較高的企業，較傾向於主動提供企業社會責任報告書，且其中社會責任表現較佳之企業，後續將可享受較低的資金成本；El Ghouli, Guedhami, Kwok, and Mishra (2011) 亦發現企業在社會責任表現獲得較高評分者，其資金成本較低。Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang (2014) 利用跨國研究分析，發現提供企業社會責任報告之企業，具有較低的資金成本，且此現象在重視利害關係人的國家更為顯著。Feng, Wang, and Huang (2015) 的跨國研究，則發現在北美與歐洲地區，企業社會責任表現較佳的企業具有較低的資金成本，但亞洲地區卻有相反的發現，其研究顯示投資人對企業社會責任的認知可能受資本市場環境之差異而不同。Dhaliwal et al. (2012) 以分析師預測準確性作為分析標的，發現主動提供企業社會責任報告書之企業具有較低的分析師預測誤差，而此現象同樣在重視利害關係人的國家較為顯著。相關證據皆顯示企業將企業社會責任報告視為增加透明度、減少資訊不對稱的一項重要工具。

部分文獻從風險管理的角度，探討企業從事社會責任活動之行為，Jo and Na (2012) 發現社會責任表現較佳之企業，具有較低的權益風險，且此現象在爭議性產業特別明顯；此外，Jo and Na (2012) 檢驗企業在五年期間的社會責任表現變化，與五年期間權益風險變化之關聯，亦發現長期而言社會責任表現提升之企業，其權益風險有降低的現象。Godfrey et al. (2009) 指出企業在面臨負面事件時，社會責任活動表現具有提供保險的性質。利用企業面臨負面訴訟案件時的股價反應作為測試之依據，Godfrey et al. (2009) 發現當面對負面事件時，股價反應與社會責任表現呈現正向關聯。

部分研究利用企業在社會責任的表現捕捉企業文化，並進一步解釋企業之行為。Kim et al. (2012) 發現企業社會責任表現較佳的企業，較不會透過裁決性應計數從事盈餘管理、較不會從事實質盈餘管理，且較少成為證券主管機關的調查對象。Hoi et al. (2013) 則發現 MSCI ESG STATS 的劣勢評分具有較多劣勢之企業，

具有較為激進的避稅行為。上述研究皆發現企業文化較佳的企業，較不會從事負面的行為。




第四節 企業社會責任活動屬性之差異

企業從事社會責任活動，必須在眾多項目之間做選擇，將有限的資源作最適當的分配。Porter and Kramer (2006, 2011)、Nidumolu et al. (2009)，以及歐洲執行委員會 (2011) 皆指出企業必須思考其營運策略，並選擇適當的方式與社會議題相結合，以替企業與社會創造共同價值；而永續報導與整合報導的推動，亦強調企業必須辨認其重要利害關係人，以及瞭解企業永續發展的關鍵面向。相關論述除了提醒企業社會責任政策並非一體適用於所有企業，亦顯示不同社會責任活動之間具有不同的屬性。

Baron (1996) 指出在探討道德責任的判斷時，通常我們會要求行為者必須對因為行動而產生的傷害負起責任，但對於因為不行動而未避免之傷害，僅部分要求負起責任。Baron (1996) 亦認為在商業環境中，利害關係人要求企業必須積極採取行動的項目，幾乎都源自於契約或隱含契約。換言之，企業營運活動對外部產生的負面影響，通常利害關係人會要求企業負起責任「避免負面傷害」；但對於非因企業營運活動所造成，環境社會本身的困境，利害關係人對企業「追求正面作為」的要求較低。

「避免負面傷害」與「追求正面作為」兩類不同屬性企業社會責任活動的區分，反映哲學領域對「消極性權利 (negative right)」或「積極性權利 (positive right)」兩種不同特性權利之劃分 (Whetten et al. 2002)。消極性權利係指個人除非受到外部干擾，本身所能享有的權利；積極性權利則是指由他人賦予之權利。企業產生的負面傷害，將侵害他人的消極性權利，故必須對此負起責任；但若企業未追求正面作為，並未使他人權利減少，因此較無承擔責任之義務。

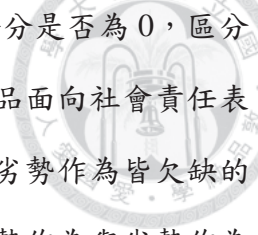


Karoff (2012) 認為許多企業社會責任屬性的不同分類，皆有區分「避免負面傷害」與「追求正面作為」的精神；企業社會責任最根本也是最重要的目標，即為避免對環境、社會造成傷害。例如美國基金會理事會 (Council on Foundations) 在其關於企業慈善活動的指引中，引用 2011 年的一項調查報告，顯示將社會對於企業責任的期待區分為「公民責任 (citizenship responsibilities)」與「經營責任 (operational responsibilities)」時，社會對於公民責任 (包含對低所得者提供良好產品或服務、支持捐款或社區計畫、增加全球經濟穩定、解決社會問題等項目) 的期待比例僅 31 至 53%，但對經營責任 (包含確保產品安全健康、避免對環境造成傷害、公平對待員工等項目) 的期待比例高達 61 至 79% (Council on Foundations 2012)。

MSCI ESG STATS 資料庫將其評分區分為「優勢」和「劣勢」兩種屬性，分別代表企業在該面向屬於最佳管理實務，或面臨嚴重之挑戰，亦部分反映「追求正面作為」與「避免負面傷害」之區分。Mattingly and Berman (2006) 透過因素分析的方法，嘗試將 MSCI ESG STATS 資料庫的評分項目分類，發現其優勢項目與劣勢項目具有不同的特性。Mattingly and Berman (2006) 並且主張相較於許多文獻以社會責任「表現」解讀 MSCI ESG STATS 提供的資訊，以企業在社會責任之「行動」解讀其資訊可能是較佳的詮釋。前述「公民責任」、「優勢」的概念，較接近於「追求正面作為」的行動，並可與歐洲執行委員會所主張企業社會責任的第一個目標「創造共同價值」相呼應；¹⁹ 而「經營責任」、「劣勢」的概念，則較接近於「避免負面傷害」的行動，並可與歐洲執行委員會所主張企業社會責任的第二個目標「降低負面衝擊」相呼應。

Minor and Morgan (2011) 以產品面向的企業社會責任表現為例，檢驗當發生產品召回事件時，企業社會責任表現是否扮演替企業聲譽提供保險的角色。Minor

¹⁹ 然而，該資料庫優勢與劣勢的定義，並非完全基於「追求正面作為」與「避免負面傷害」的區分。劣勢項目多可視為避免負面傷害的範疇 (例如危害環境物質之排放、違反人權之行為、與供應鏈之間的爭議、不良勞資關係、稅務違規、爭議性廣告行銷)，但優勢項目許多雖然具有創造正向外部性的特性 (例如社區參與行動計畫、從事慈善捐款)，但有部分僅是反映超出社會期待之表現 (例如使用乾淨能源、再生包裝原料)，並未創造正向的外部性。



and Morgan (2011) 以 MSCI ESG STATS 資料庫優勢或劣勢之評分是否為 0，區分企業是否具有優勢作為或劣勢作為，並發現產品召回時，在產品面向社會責任表現具有優勢作為之企業，其股價報酬表現較佳；其次是優勢與劣勢作為皆欠缺的組別；具有劣勢作為者，其股價報酬較低；但當期同時擁有優勢作為與劣勢作為時，其股價報酬更低。故 Minor and Morgan (2011) 推論相較於在社會責任活動具有優勢作為之表現，避免存在劣勢作為更為重要。

Chatterji, Levine, and Toffel (2009) 將研究標的聚焦於環境層面，結合 MSCI ESG STATS 與環保署的資料，發現劣勢評分可適當反映過去之環境負面行為，並對未來之汙染或違規具有預測能力，但優勢項目的評分並未發現對於未來違規行為具有預測能力。針對上述之發現，Chatterji et al. (2009) 認為雖然優勢項目評分對於未來違規行為並未發現預測能力，但並不排除環境優勢評分較佳的企業，可能在新產品或其他面向有較佳之表現。

第三章 假說發展與研究方法



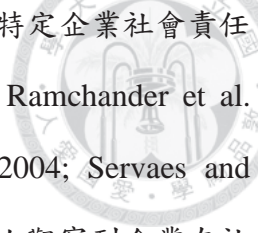
第一節 假說發展

截至 2015 年 6 月，全球已有超過 50 個國家逾 1,400 個機構簽署「責任投資原則」，²⁰ 承諾在進行投資決策時，將環境、社會與公司治理議題納入考量，顯示企業社會責任活動已是廣受投資人重視的議題。

儘管歐洲執行委員會 (2011) 主張企業實踐社會責任符合企業自身的利益；Porter and Kramer (2006, 2011) 主張企業社會責任是企業創造競爭優勢的機會；Nidumolu et al. (2009) 認為永續經營是驅使企業創新的關鍵動因；而永續報導與整合報導的推動目標，也都是幫助企業思考、溝通其與環境及社會之互動，並協助企業創造長期價值。然而，當社會責任活動對股東和公眾利益存在衝突時，將外部成本內部化會增加企業的成本 (Karnani 2011a, b)；Porter and Kramer (2006) 亦指出多數企業對社會責任議題的回應，通常並非著眼於發展策略或建立營運優勢之考量，而係具有公關活動的性質；而企業基於回應廣泛利害關係人所從事的社會責任活動，其出發點並非極大化股東價值，亦可能傷害股東的利益 (Karnani 2011a, b; Moser and Martin 2012)。因此，企業投入資源從事社會責任活動，對於股權價值的影響，仍是待探討的問題。

企業社會責任之表現，反映經理人在社會責任相關活動之投入，企業並因此承擔相關成本及取得相關利益。過去文獻雖然已在營運面提出社會責任相關活動或表現其成本效益的諸多證據 (Lev et al. 2010; Balakrishnan et al. 2011; DiGiuli and Kostovetsky 2014; Cahan et al. 2015)，且許多文獻發現企業社會責任表現與股價報

²⁰ 簽署之機構其管理資產規模已超過 59 兆美元。「責任投資原則」為 2005 年時任聯合國秘書長 Kofi Annan 邀請大型機構投資人所制定，並且與聯合國環境規劃署的金融業與永續發展專案 (United Nations' Environment Programme's Finance Initiative, UNEP FI) 以及聯合國全球盟約 (United Nations Global Compact, UNGC) 合作 (Principles for Responsible Investment 2015)。



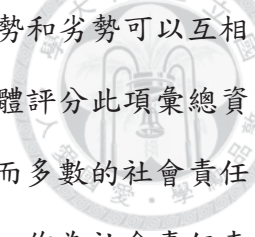
酬相關聯 (Vance 1975; Herremans et al. 1993; Edmans 2011)，或特定企業社會責任事件具有資訊內涵 (Brammer et al. 2009; Becchetti et al. 2012; Ramchander et al. 2012; Flammer 2015)，並呈現其價值攸關性 (Clarkson et al. 2004; Servaes and Tamayo 2013; Matumura et al. 2013; Cahan et al. 2015)，但當投資人觀察到企業在社會責任相關活動投入之增加或減少時，如何評估其對股權價值的影響，既有研究提供的證據仍相當有限。

企業社會責任的政策通常具有高度的連貫性與持續性，因此經理人面臨的決策往往並非「是否應投入企業社會責任活動」，而係「是否應增加或減少投入企業社會責任活動的程度」。若企業改變其社會責任活動之投入對企業價值具有影響，其成本效益將反映於股價之中，故本研究提出假說一，探討企業改變社會責任表現與股價報酬之關聯：

假說一：企業社會責任表現之改變與股價報酬存在關聯。

經理人從事投資決策時，必須將有限的企業資源作最有效率的分配；而當經理人決定改變企業社會責任活動之投入時，亦必須選擇其改變項目之屬性。

企業社會責任相關活動之屬性，可以依照社會學者在探討道德與責任議題時常用的分類方式，將其區分為「追求正面作為」與「避免負面傷害」(Baron 1996; Scalet and Kelly 2010; Karoff 2012; Crilly et al. 2015)。MSCI ESG STATS 將評分項目區分為「優勢」與「劣勢」項目，分別代表企業在該面向之表現屬於最佳管理實務或面臨嚴重之挑戰，亦部分反映「追求正面作為」與「避免負面傷害」之不同屬性。



過去研究在使用 MSCI ESG STATS 資料庫時，多數採取優勢和劣勢可以互相抵銷的假設，以整體評分作為社會責任表現之衡量。²¹ 使用整體評分此項彙總資訊，反映資訊處理在分類、彙總與報導過程中對細節的取捨，而多數的社會責任投資指數、社會責任獎，皆按其評分項目計算總分後進行排名，作為社會責任表現良莠之判斷依據。然而，部分研究指出其中的優勢與劣勢項目具有不同意涵，故無法相互抵消 (Mattingly and Berman 2006; Chatterji et al. 2009)。優勢項目通常為企業主動投入從事之作為，反映企業經理人之決策與判斷。企業可能基於創造價值的動機，投入社會責任優勢的建立 (Porter and Kramer 2006; Nidumolu et al. 2009)；但亦有可能係基於經理人對特定議題之偏好和選擇，以及自利誘因從事之行為 (Barnea and Rubin 2010; Hoi et al. 2013)。許多劣勢的項目反映企業營運所產生的負面外部性，企業是否投入資源避免或減輕該劣勢，反映企業之文化以及對利害關係人需求與期待之回應態度，故劣勢項目經常被用於解釋企業傷害利害關係人之行為，例如 Hoi et al. (2013) 即採用劣勢項目解釋逃漏稅行為；而 Chatterji et al. (2009) 則發現環境劣勢項目對企業過去及未來的污染或違規具有解釋能力。

當企業在社會責任活動投入資源時，若屬於優勢的建立，由於其出發點可能係基於非股東的利害關係人，故其「追求正面作為」對投資人而言的直接效益可能較不明確；但通常此類活動係基於企業經理人之主觀選擇，如果能與營運策略相結合，亦可能替股東創造更多價值。

而企業若針對既有的劣勢投入資源改善，對投資人與經理人而言通常其行為目的與效益較為明確，且企業承受利害關係人的壓力，必須對經濟、法律、道德責任的實踐，以及社會期待作出回應，以「避免負面傷害」；但 Crilly et al. (2015) 亦指出企業投入資源從事避免負面傷害之社會責任活動，除了風險管理的正面好處，也有可能反而引起利害關係人對其造成外部負面傷害的注意。

²¹ 例如 El Ghoul et al. (2011)、Jo and Na (2012)、Kim et al. (2012)、Deng et al. (2013) 等，皆採整體評分衡量。

本研究在假說一除了以社會責任整體表現之衡量進行檢驗，也將分別探討當企業提升（或喪失）社會責任優勢，或改善（或產生）社會責任劣勢時，投資人對於股權價值變化的判斷。此外，為檢驗企業改變社會責任優勢或劣勢之行為，投資人對於股權價值的變化是否有相同判斷，本研究提出假說二如下：

假說二：企業社會責任優勢與劣勢表現之改變，與股價報酬具有不同之關聯。

第二節 研究方法

本研究參照 Ball and Brown (1968) 所提出的研究架構，利用模型 (1) 測試本研究之假說一，檢驗企業社會責任表現之改變，是否與股價報酬具有任何關聯：

$$CAR_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta CSR_{i,t} + \gamma_2 \Delta Earnings_{i,t} + \gamma_3 Earnings_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中，下標 i 代表第 i 家企業， t 代表第 t 年。

$CAR_{i,t}$: t 年度第四個月到 $t+1$ 度第三個月之累計超額報酬；

$\Delta CSR_{i,t}$: t 年度與 $t-1$ 年度之間社會責任整體表現之變化；

$\Delta Earnings_{i,t}$: t 年度與 $t-1$ 年度之間盈餘變化量；

$Earnings_{i,t}$: t 年度盈餘。

模型 (1) 的 $\Delta CSR_{i,t}$ 係社會責任表現之變化，為本研究之主要測試變數。²² 由於過去研究發現盈餘變動 ($\Delta Earnings_{i,t}$) 和盈餘 ($Earnings_{i,t}$) 皆是解釋股價報酬的重要變數，故本研究將其放入測試模型做為控制變數 (Ball and Brown 1968;

²² 社會責任表現的變化，可以區分為優勢之變化與劣勢之變化。本研究在變數衡量時，將優勢之建立、劣勢之改善皆設定為正數，故整體表現之變化即為優勢變化與劣勢變化相加之結果。

Easton and Harris 1991)。²³ 當 γ_1 顯著為正，代表企業社會責任活動表現之變化與股價報酬呈現正向關聯，顯示企業增加投入在社會責任相關活動的資源時，投資人認同經理人將替股東創造價值；相反地，當 $\Delta CSR_{i,t}$ 的係數 γ_1 顯著為負，代表企業社會責任活動表現之變化與股價報酬呈現負向關聯，顯示投資人認為企業增加社會責任相關活動投入資源將傷害股東價值。

由於企業社會責任優勢與劣勢之改變，對股價報酬可能存在不同影響，因此本研究除了將模型 (1) 分別以優勢變化與劣勢變化進行測試，亦將假說一以模型 (2) 進行測試：

$$CAR_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 \Delta Strength_{i,t} + \delta_2 \Delta Concern_{i,t} + \delta_3 \Delta Earnings_{i,t} + \delta_4 Earnings_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型 (2) 相較於模型 (1)，將社會責任表現之變化區分為優勢變化 ($\Delta Strength_{i,t}$) 與劣勢變化 ($\Delta Concern_{i,t}$)。當社會責任表現之改變來自於優勢改變時，則股價報酬之反應為 δ_1 ；當其改變來自於劣勢改變，則股價報酬之反應為 δ_2 。

此外，本研究亦採模型 (2) 對假說二進行測試，檢驗企業社會責任優勢與劣勢表現之改變，與股價報酬是否具有不同之關聯。若實證測試之結果支持假說二，則模型 (2) 之係數 δ_1 將與 δ_2 具有顯著之差異。

Ball and Brown (1968) 運用股價報酬探討盈餘資訊內涵的研究方法，後續亦被廣泛採用於探討其他財務與非財務資訊 (Kerstein and Kim 1995; Amir and Lev 1996; Cole and Jones 2004)。²⁴ 相較於股價模型 (price level study) 將檢驗的問題聚

²³ 無論模型 (1) 或模型 (2) 的模型，本研究在實際測試時，亦加入年度固定效果與產業固定效果 (以 SIC 第一碼作為分類依據) 作為控制變數；是否加入固定效果作為控制變數，實證結果並未發現重大之差異。

²⁴ Kerstein and Kim (1995) 探討資本支出的資訊內涵，並發現資本支出變動數與超額報酬具有顯著正向關聯。Cole and Jones (2004) 檢驗管理者評論與分析 (MD&A) 的資訊內涵，並發現其資訊具有對當期股價報酬的增額解釋能力。Amir and Lev (1996) 以無線通訊產業為研究對象，則發現財務與非財務資訊對解釋股價報酬具有互補的特性。

焦於企業價值是否反映某特定項目的資訊，報酬模型 (return study) 則檢驗特定期間企業價值的變化，是否反映某特定事件，以及衡量指標是否能反映影響企業價值的資訊 (Barth, Beaver, and Landsman 2001; Kothari 2001)。



本研究採用之實證測試方法，將對兩個假設同時進行檢驗 (joint test)：(1)、以 MSCI ESG STATS 所建構的衡量指標可適當反映企業在社會責任的表現，且可適當反映企業在社會責任的投入；(2)、企業在社會責任優勢項目與劣勢項目的投入變化，對企業價值具有影響。雖然本研究主要欲探討的問題為第 (2) 個假設，但如果前述兩個假設其中之一不成立，實證結果將無法發現關聯。

第四章 樣本選取與變數衡量



第一節 樣本選取

本研究的資料來源為 MSCI ESG STATS、Compustat 與 CRSP 三個資料庫。MSCI ESG STATS 資料庫提供企業社會責任表現的評分資料；由於本研究探討之議題為投資人對企業社會責任活動表現變化之反應，因此採用 MSCI ESG STATS 自 1991 至 2013 年共計 40,518 筆觀察值，作為樣本篩選的起始點。因為 MSCI ESG STATS 的資料以曆年制提供，故本研究將樣本限制於會計年度採曆年制之企業，以配合財務報表資料之運用；²⁵ 將樣本與 Compustat 合併取得會計年度結束日，並刪除非曆年制之企業後，觀察值減少為 25,579 筆。²⁶ 刪除 MSCI ESG STATS 缺乏前一年度資料可供計算社會責任表現變化者後，此時觀察值共計 21,978 筆。進一步刪除 Compustat 期初流通在外股數、當年度與前一年度非常損益前盈餘具缺漏值者時，減少 1,248 筆；將樣本與 CRSP 合併以取得股價報酬資料，並刪除缺乏足夠資料可供計算年超額報酬者時，減少 3,805 筆；再刪除以原始分數及標準化後分數衡量之企業社會責任表現總分變化、優勢變化、劣勢變化，以及年超額報酬、盈餘、盈餘變化數在該年度最高與最低 1% 之極端值計 1,335 筆後，作為主要測試之樣本共計 15,590 筆觀察值。詳細之樣本篩選過程請參見表 (一)。樣本之年度與產業分布如表 (二) 所示，大致而言年度分布與 MSCI ESG STATS 資料庫所提供的資料涵蓋範圍比例相近，²⁷ 產業分布亦與 Lys et al. (2015) 所呈現的樣本特性相近。

²⁵ 若不考慮曆年制之篩選條件，且在模型中不納入盈餘、盈餘變化數作為控制變數，則最終測試樣本為 23,131 筆觀察值。是否將樣本限制於曆年制之企業，並不影響本研究主要測試之實證發現。

²⁶ 此處刪除的觀察值，包含無法取得 Compustat 對映資料之觀察值共計 3,847 筆。

²⁷ MSCI ESG STATS 資料庫在 2000 年以前涵蓋範圍為 MSCI KLD 400 Social Index 成分股與美國前五百大企業，合計共約 650 家；2001 至 2002 年擴充納入前 1,000 大企業，合計約 1,100 家；2003 年後進一步擴充納入前 3,000 大企業，每年之樣本數約為 3,000 家。



第二節 變數衡量

(一)、 應變數

本研究探討企業改變社會責任表現時投資人之反應，故實證模型採用累計年超額報酬 (CAR) 作為應變數，檢驗企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯性。在計算超額報酬時，本研究使用市場模型 (market model) 排除股價報酬受整體市場影響之部分。將每一家企業的每一個月取前 60 個月的股價報酬以及市場報酬，以迴歸式估計取得其迴歸係數，用於後續估計當月份的預期報酬，如式 (3) 所示：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中，下標 i 代表第 i 家企業， t 代表第 t 個月。 $R_{i,t}$ 為個股之股價月報酬； $R_{m,t}$ 為市場平均之股價月報酬，本研究採 CRSP 資料庫的 *EWRETD* 衡量。

將式 (3) 以前 60 個月資料估計出的迴歸係數，代入當月份的市場報酬，即可估計出當月的預期報酬；將實際報酬扣除預期報酬後，即為當月份的超額報酬，如式 (4) 所示：

$$Abret_{i,t} = R_{i,t} - [\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}] \quad (4)$$

式 (4) 的 $Abret_{i,t}$ 為第 i 家企業第 t 個月之超額報酬，採用幾何加總的方式累計 12 個月，即可得到累計年超額報酬，如式 (5) 所示：

$$CAR_{i,t} = \prod_{t=1}^{12} (1 + Abret_{i,t}) - 1 \quad (5)$$

為了確保財務報表與企業社會責任相關資訊皆已反映於股價之中，本研究採用會計年度第四個月起算，累計至次一年度第三個月，作為年度超額報酬 ($CAR_{i,t}$) 的累計期間 (Ball and Brown 1968; Easton and Harris 1991)。



(二)、 自變數與控制變數

企業社會責任表現之變化

本研究採用 MSCI ESG STATS 資料庫對企業社會責任項目的評分，作為衡量企業社會責任活動表現的依據。MSCI ESG STATS 資料庫將社會責任活動區分環境、社會、公司治理三大構面，其中社會構面又細分為五類，分別是社區、人權、員工關係、多樣性以及產品，故總共分為七個細類。資料庫中的每一類分別有數個優勢與劣勢的評分項目，當企業具有該項優勢或劣勢，則該項目之評分為 1 分（詳細之評分項目，請參見附錄）。由於本研究除了以整體評分進行測試，亦分別探討優勢與劣勢之特性，故為了方便比較，本研究將劣勢項目之評分皆乘以 (-1)，轉換後優勢與劣勢項目皆為分數越高表現越佳。優勢與劣勢變動數大於 0（個別項目等於 1）者，分別代表優勢增加與劣勢改善；變動數小於 0（個別項目等於 -1）者，則分別代表優勢喪失與劣勢產生。

因為 MSCI ESG STATS 資料庫在每一年度每一類別的評分項目時有增減，所以直接採用資料庫所提供的加總後原始分數計算變化數時，將包含與評分項目改變同時發生的增減變化。為了排除評分項目增減對計算變化數所造成的影響，本研究僅將當年度與前一年度皆有評分資料的項目納入分數變化之計算，分別將七個類別中優勢或劣勢的評分變化加總。此外，參照 Deng et al. (2013) 對社會責任表現分數之標準化方法，將各類別變化分數除以加總項目總數後，再取七個類別的變化分數合計數，得到標準化後優勢或劣勢變化分數。由於本研究已將劣勢項目轉換為分數越高表現越佳，故將優勢變化與劣勢變化之標準化總分加總後，即可得到整體社會責任之表現變化。此係本研究用於衡量企業社會責任表現變化之第一種衡量方法。其變動數大於零者，代表企業在社會責任活動或表現建立優勢、

改善劣勢；其變動數小於零者，代表企業在社會責任活動或表現喪失優勢、產生劣勢。

前述第一種衡量方法，將七個類別分別除以其加總項目總數後，再將取七個類別分數變化的合計數，其隱含假設為七個類別之間的權重相等。由於企業社會責任表現在各面向之間的相對重要性並無適當的理論依據，故亦有許多研究直接採取其原始總分作為衡量之方法（例如 Kim et al. 2012；Hoi et al. 2013；Di Giuli and Kostovetsky 2014；Cahan et al. 2015 等），其隱含假設為所有納入評分的細項皆具有相同之權重。因此，本研究也採用當期與前期皆具有評分資料之項目，取未經項目個數標準化調整之原始分數變化，計算社會責任整體總分變化、優勢分數變化或劣勢分數變化，作為本研究衡量企業社會責任表現變化的第二種衡量方法，檢驗是否具有一致的發現。

盈餘變動與盈餘

本研究在探討社會責任活動表現改變對股價報酬之影響時，將盈餘變動和盈餘作為控制變數。盈餘資料採用 Compustat 的非常損益前盈餘 (*IB*)，盈餘變動則取當年度與前一年度盈餘之變化量；實證測試模型中的盈餘變動與盈餘皆以期初市值進行平減。²⁸

²⁸ 配合應變數之衡量期間為該會計年度第四個月起算累計 12 個月之超額報酬，故以第四個月初之市值進行平減。在敏感性測試時，本研究亦嘗試以會計年度第一個月起算累計超額報酬，此時將採第一個月初之市值進行平減。

第五章 實證結果

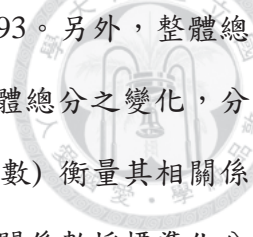


第一節 敘述性統計

表（三）為企業社會責任評分變化的次數分配表。在作為主要測試樣本的15,590筆觀察值中，社會責任整體總分、優勢分數、劣勢分數的原始分數變化數，分別有高達49%、72%、58%為0，且無論變化方向為增加或減少，越接近0的分布比例皆越高；顯示企業在不同年度之間的社會責任表現具有高度的持續性。三種社會責任評分，其分數變化範圍大致呈現對稱，但分布比例在優勢變化的部分，優勢建立（變化分數為正）略較優勢減少（變化分數為負）為多，其可能原因為企業對於社會責任相關活動的投入日益增加；在劣勢變化的部分，劣勢增加（變化分數為負）略較劣勢改善（變化分數為正）為多，其可能原因除了較多劣勢之產生，亦可能源自於利害關係人對企業的期待項目增加、標準提高，因此越來越多的劣勢被辨認出來。

樣本敘述性統計呈現於表（四）。無論是否經過標準化的社會責任變化分數，其平均值皆相當接近0。在標準化分數的部分，整體總分變化 ($CgCSR_s$)、優勢分數變化 ($CgStrength_s$)、劣勢分數變化 ($CgConcern_s$) 其平均值分別為 0.0355、0.0379、-0.0024，中位數皆為0。原始分數的部分，整體總分變化 ($CgCSR_{raw}$)、優勢分數變化 ($CgStrength_{raw}$)、劣勢分數變化 ($CgConcern_{raw}$) 其平均值分別為 0.0942、0.1259、-0.0317，中位數亦皆為0。樣本之年超額報酬 (CAR) 平均值（中位數）為 -4.54% (-5.68%)，標準差為 29.65%；以期初市值平減之盈餘變動 ($CgEarnings$)、盈餘 ($Earnings$) 平均值（中位數）分別為 1.17%、3.01% (0.52%、5.24%)，標準差則分別為 23.01%、13.92%。

表（五）為皮爾森相關係數矩陣。由表（五）可以發現標準化後之社會責任評分變化，與未標準化之原始分數變化間，具有高度相關；整體總分、優勢分數、

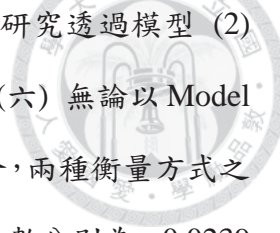


劣勢分數之變化，兩種衡量方式之相關係數高達 0.87、0.78、0.93。另外，整體總分變化為優勢變化與劣勢變化加總之結果，由表中亦可發現整體總分之變化，分別與優勢變化、劣勢變化呈現高度關聯，採標準化分數（原始分數）衡量其相關係數分別為 0.69、0.74 (0.62、0.76)；優勢變化與劣勢變化間之相關係數採標準化分數（原始分數）衡量僅 0.03 (-0.03)，故在本研究在模型 (2) 的共線性疑慮較低。

第二節 假說測試結果

假說一檢驗企業社會責任表現之改變，是否與股價報酬存在關聯，其測試結果如表 (六) 所示。表 (六) 之 Model 1 到 Model 4 為以標準化後分數衡量之測試結果；Model 5 到 Model 8 則為以原始分數衡量之測試結果。觀察 Model 1 與 Model 5 社會責任表現整體評分變化與股價報酬之關聯，可以發現其測試結果未能發現顯著關聯，t 值分別為 0.64、1.00。

社會責任評分整體變化係加總優勢變化與劣勢變化之結果；考量社會責任優勢與劣勢兩種屬性不同之活動，其對股權價值可能具有不同的影響，本研究在以模型 (2) 進行測試前，亦將模型 (1) 分別以優勢變化和劣勢變化進行檢驗。表 (六) 的 Model 2 與 Model 6 測試社會責任表現優勢變化與股價報酬之關聯；Model 2 以標準化後分數衡量時，其社會責任表現優勢變化 (*CgStrength*) 係數為 -0.0244，t 值為 -2.88，顯示社會責任表現優勢評分之變化與年超額報酬呈現負向關聯；Model 6 以原始分數衡量時，有一致的發現 (係數 -0.0088，t 值 -2.84)。表 (六) 的 Model 3 與 Model 7 測試社會責任表現劣勢變化與股價報酬之關聯；Model 3 以標準化後分數衡量時，其社會責任表現劣勢變化 (*CgConcern*) 係數為 0.0354，t 值為 3.96，顯示社會責任表現劣勢評分之變化與年超額報酬呈現正向關聯；Model 7 以原始分數衡量時，亦有一致的發現 (係數 0.0116，t 值 4.02)。



為了探討優勢變化及劣勢變化與股價報酬關聯之差異，本研究透過模型 (2) 進行檢驗，其測試結果呈現於表 (六) 的 Model 4 和 Model 8。表 (六) 無論以 Model 4 標準化後分數或 Model 8 原始分數衡量企業社會責任表現評分，兩種衡量方式之測試結果皆相當一致。社會責任表現優勢變化 (*CgStrength*) 之係數分別為 -0.0239、-0.0084，t 值為 -2.82、-2.74；社會責任表現劣勢變化 (*CgConcern*) 之係數則分別為 0.0350、0.0114，t 值為 3.92、3.94。社會責任優勢與劣勢之變化，與股價報酬之關聯性具有截然不同的性質；投資人給予優勢提升負向的股價報酬，但給予劣勢改善正向的股價報酬。Model 4 和 Model 8 之發現與 Model 2、Model 6 以及 Model 3、Model 7 的發現相當類似，皆顯示優勢變化及劣勢變化與股價報酬具有不同方向的關聯。由於整體評分為優勢與劣勢的加總，故其證據亦提供 Model 1 與 Model 5 以整體評分衡量之指標，測試結果無法發現顯著關聯的可能原因。

表 (六) 亦呈現假說二檢驗企業社會責任優勢及劣勢表現之改變，與股價報酬是否具有不同關聯之測試結果。儘管無論以標準化後之分數或原始分數所測試之結果，皆得到優勢變化及劣勢變化具有方向相反的顯著係數，但本研究仍對其係數差異進行測試，並得到顯著拒絕兩者相等之發現 (F 檢定 p 值 < 0.001、< 0.001)。

第三節 額外測試與敏感性測試

(一)、 直接面對消費者之產業

企業投入社會責任活動對企業產生的效益，可能因為所屬產業而有所不同。Lev et al. (2010) 發現企業捐款的成長與未來銷貨收入之間的正向關聯，主要發生於直接面對消費者之產業 (消費性產品產業與金融業)。如果終端消費者重視企業在社會責任活動之表現，並且將其反映在消費行為，則在直接面對消費者之產業，較有可能在將資源投入於企業社會責任活動時，替股東創造價值。因此，本研究



參照 Lev et al. (2010) 對產業的分類，選取消費性產品產業與金融業，測試其優勢變化及劣勢變化與股價報酬之關聯，是否與其他產業具有差異：²⁹

$$\begin{aligned} CAR_{i,t} = & \varphi_0 + \varphi_1 \Delta Strength_{i,t} + \varphi_2 Customer_ \Delta Strength_{i,t} \\ & + \varphi_3 \Delta Concern_{i,t} + \varphi_4 Customer_ \Delta Concern_{i,t} \\ & + \varphi_5 \Delta Earnings_{i,t} + \varphi_6 Earnings_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (6)$$

模型 (6) 相較於模型 (2) 除了應變數與控制變數相同外，增加了兩個變數，其中 $Customer_ \Delta Strength_{i,t}$ 為虛擬變數 $Customer$ 與 $\Delta Strength$ 之交乘項。 $Customer_ \Delta Concern_{i,t}$ 則為虛擬變數 $Customer$ 與 $\Delta Concern$ 之交乘項。虛擬變數 $Customer$ 為依據 Lev et al. (2010) 採用之分類方法，當企業屬於直接面對消費者之產業時，設定 $Customer = 1$ ；其餘為 0。當企業屬於直接面對消費者之產業時，其優勢變化、劣勢變化與股價報酬之關聯分別為 $\varphi_1 + \varphi_2$ 與 $\varphi_3 + \varphi_4$ ；其餘產業則分別為 φ_1 與 φ_3 。

實證結果如表 (七) 所示，Model 4 與 Model 8 顯示當企業屬於直接面對消費者之產業時，其優勢變化與股價報酬之關聯，無法顯著拒絕等於 0 (F 檢定 p 值 0.2737、0.2302)，且在 Model 4 顯示與其他產業具有顯著之差異 (t 值 1.83)。劣勢變化與股價報酬之關聯，在其他產業雖然係數為正，但未達顯著水準 (t 值 0.85、1.09)，直接面對消費者之產業與其他產業具有顯著差異 (t 值 3.05、2.82)，且係數相加後顯著拒絕等於 0 (F 檢定 p 值 <0.001、<0.001)。證據顯示在直接面對消費者之產業，投資人對於企業增加優勢項目之增加，較不會給予負面之股價報酬，且在劣勢項目之改善，在股價報酬方面給予較高之肯定。在 Model 1 到 Model 3 以及

²⁹ 歸類為直接面對消費者之產業四碼 SIC Code 包含：消費性產品 (0000-0999, 2000-2399, 2500-2599, 2700-2799, 2830-2869, 3000-3219, 3420-3429, 3523, 3600-3669, 3700-3719, 3751, 3850-3879, 3880-3999, 4813, 4830-4899, 5000-5079, 5090-5099, 5130-5159, 5220-5999, 7000-7299, 7400-9999)、金融業 (6000-6999)。

Model 5 到 Model 7 單獨測試總分變化、優勢變化、劣勢變化時亦有相似之發現，且在直接面對消費者之產業發現其總分變化與股價報酬具有顯著正向關聯。

(二)、不同方向企業社會責任表現變化組別之相對股價報酬大小

本研究在主要測試中，發現優勢變化與股價報酬具有負向關聯，但劣勢變化與股價報酬具有正向關聯。優勢變化與股價報酬發現具有負向關聯，有可能係因為增加優勢投入之企業，其股價報酬較減少優勢活動投入者差；相對地，劣勢變化與股價報酬發現具有正向關聯，有可能係因為投入改善劣勢活動之企業其股價報酬較劣勢增加者佳。故本研究在額外測試時，進一步將優勢、劣勢之分數變化依據不同變化方向分組，檢驗不同變化方向之組別，其股價報酬是否具有顯著之差異：

$$\begin{aligned} CAR_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 Inc_Strength_{i,t} + \theta_2 Dec_Strength_{i,t} \\ & + \theta_3 Inc_Concern_{i,t} + \theta_4 Dec_Concern_{i,t} \\ & + \theta_5 \Delta Earnings_{i,t} + \theta_6 Earnings_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (7)$$

相較於模型 (2)，模型 (7) 增加了四個虛擬變數，檢驗以優勢或劣勢變化方向分組，各組股價報酬大小之差異。 $Inc_Strength_{i,t}$ 為虛擬變數，優勢分數變化大於零（優勢建立）者設為 1，其餘為 0。 $Dec_Strength_{i,t}$ 為虛擬變數，優勢分數變化小於零（優勢喪失）者設為 1，其餘為 0。 $Inc_Concern_{i,t}$ 為虛擬變數，劣勢分數變化大於零（劣勢改善）者設為 1，其餘為 0。 $Dec_Concern_{i,t}$ 為虛擬變數，劣勢分數變化小於零（劣勢產生）者設為 1，其餘為 0。若增加優勢投入之企業其股價報酬較減少優勢活動投入者差，則係數 θ_1 將小於係數 θ_2 ；若投入改善劣勢活動之企業其股價報酬較劣勢增加者佳，則係數 θ_3 將大於係數 θ_4 。

實證測試之結果如表 (八) 所示。在模型 (7) 亦即 Model 4 和 Model 8 的測試中，本研究發現優勢建立 (*Inc_Strength*) 組別之係數顯著小於優勢喪失組別 (*Dec_Strength*)，其 F 檢定 p 值 0.0020、0.0024；且劣勢改善組別 (*Inc_Concern*) 之係數顯著大於劣勢產生組別 (*Dec_Concern*)，其 F 檢定 p 值 0.0003、0.0001，顯示主要測試之發現，反映優勢與劣勢改變方向對股價報酬之影響。在 Model 1 到 Model 3，以及 Model 5 到 Model 7 的部分，本研究亦單獨測試以企業社會總分變化方向、優勢變化方向、劣勢變化方向分組，其各組間股價報酬之差異，實證結果發現以總體分數變化方向分組時，兩組之間無顯著差異，但分別以優勢變化方向、劣勢變化方向分組時，得到與 Model 4 和 Model 8 一致的發現。

(三)、 不同方向及其程度企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯

主要測試之發現，除了可能源自於不同變化方向組別之間股價報酬之差異，優勢變化與股價報酬具有負向關聯，亦有可能是增加優勢投入程度較多者，較增加優勢投入程度較低者其股價報酬為差 (或減少優勢活動投入程度較多者，其股價報酬較減少優勢活動投入程度較少者為佳)；劣勢變化與股價報酬具有正向關聯，亦有可能是投入改善劣勢活動程度較多者，較投入改善劣勢活動程度較低者其股價報酬為佳 (或劣勢增加程度較多者，其股價報酬較劣勢增加程度較少者為差)。因此，本研究採用模型 (8)，檢驗優勢與劣勢在不同方向之變化，其與股價報酬之關聯，是否皆與主要測試有相似的發現：

$$\begin{aligned}
 CAR_{i,t} = & \vartheta_0 + \vartheta_1 mInc_Strength_{i,t} + \vartheta_2 mDec_Strength_{i,t} \\
 & + \vartheta_3 mInc_Concern_{i,t} + \vartheta_4 mDec_Concern_{i,t} \\
 & + \vartheta_5 \Delta Earnings_{i,t} + \vartheta_6 Earnings_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)
 \end{aligned}$$

模型 (8) 將模型 (2) 的主要測試變數優勢變化 ($\Delta Strength$) 與劣勢變化 ($\Delta Concern$)，分別依其變化方向拆解為兩個變數，其中 $mInc_Strength_{i,t}$ 為優勢

分數變化大於零 (優勢建立) 者, 其變化量。 $mDec_Strength_{i,t}$ 為優勢分數變化小於零 (優勢喪失) 者, 其變化量。 $mInc_Concern_{i,t}$ 為劣勢分數變化大於零 (劣勢改善) 者, 其變化量。 $mDec_Concern_{i,t}$ 為劣勢分數變化小於零 (劣勢產生) 者, 其變化量。若增加優勢投入程度較多者, 較增加優勢投入程度較低者其股價報酬為差 (或減少優勢活動投入程度較多者, 其股價報酬較減少優勢活動投入程度較少者為佳), 則係數 ϑ_1 將為負 (係數 ϑ_2 將為負); 若投入改善劣勢活動程度較多者, 較投入改善劣勢活動程度較低者其股價報酬為佳 (或劣勢增加程度較多者, 其股價報酬較劣勢增加程度較少者為差), 則係數 ϑ_3 將為正 (係數 ϑ_4 將為正)。

由表 (九) Model 4 和 Model 8 的測試結果可以發現, 優勢建立程度 ($mInc_Strength$) 與優勢喪失程度 ($mDec_Strength$) 之係數皆為負, 但僅優勢喪失係數達顯著水準 (優勢建立係數 -0.0078、-0.0081, t 值-0.73、-0.76; 優勢喪失係數 -0.0611、-0.0587, t 值-3.55、-3.35); 顯示減少優勢活動投入程度較多者, 其股價報酬較減少優勢活動投入程度較少者為佳。而劣勢改善程度 ($mInc_Concern$) 與劣勢產生程度 ($mDec_Concern$) 皆顯著為正, 且無法拒絕兩者係數相等。在 Model 1 到 Model 3 以及 Model 5 到 Model 7 單獨測試社會責任總分變化方向、優勢變化方向、劣勢變化方向的部分, 在總分發現兩種變化方向皆不顯著, 優勢與劣勢則與 Model 4 和 Model 8 的發現一致。

透過表 (三) 企業社會責任評分變化的次數分配表可以發現, 多數企業其原始分數變化皆在正負一分之內。故本研究進一步檢驗主要測試之發現, 是否受少數極端值的影響; 且變化程度在正負一分之內之企業, 與變化程度超過一分者, 其社會責任表現變化與股價報酬之關聯是否具有顯著差異。模型 (9) 將模型 (8) 依據變化方向區分的模型進一步擴充, 將原始分數變化正負一分與超過正負一分者區分為兩個變數, 分別觀察其與股價報酬之關聯:

$$CAR_{i,t} = \mu_0 + \mu_1 mInc_Strength_two_{i,t} + \mu_2 mInc_Strength_one_{i,t}$$



$$\begin{aligned} & +\mu_3 mDec_Strength_one_{i,t} + \mu_4 mDec_Strength_two_{i,t} \\ & +\mu_5 mInc_Concern_two_{i,t} + \mu_6 mInc_Concern_one_{i,t} \\ & +\mu_7 mDec_Concern_one_{i,t} + \mu_8 mDec_Concern_two_{i,t} \\ & +\mu_9 \Delta Earnings_{i,t} + \mu_{10} Earnings_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (9)$$

其中 $mInc_Strength_two_{i,t}$ 為以原始分數衡量之優勢分數變化大於 1 (優勢建立程度高) 者, 其變化量。 $mInc_Strength_one_{i,t}$ 為以原始分數衡量之優勢分數變化等於 1 (優勢建立程度低) 者, 其變化量。 $mDec_Strength_one_{i,t}$ 為以原始分數衡量之優勢分數變化等於 -1 (優勢喪失程度低) 者, 其變化量。 $mDec_Strength_two_{i,t}$ 為以原始分數衡量之優勢分數變化小於 -1 (優勢喪失程度高) 者, 其變化量。 $mInc_Concern_two_{i,t}$ 為以原始分數衡量之劣勢分數變化大於 1 (劣勢改善程度高) 者, 其變化量。 $mInc_Concern_one_{i,t}$ 為以原始分數衡量之劣勢分數變化等於 1 (劣勢改善程度低) 者, 其變化量。 $mDec_Concern_one_{i,t}$ 為以原始分數衡量之劣勢分數變化等於 -1 (劣勢產生程度低) 者, 其變化量。 $Dec_Concern_two_{i,t}$ 為以原始分數衡量之劣勢分數變化小於 -1 (劣勢產生程度高) 者, 其變化量。

由表 (十) 的 Model 4 可以發現, 優勢變化所拆解的四個變數, 其係數皆為負; 而劣勢變化所拆解的四個變數, 其係數皆為正, 與主要測試所發現的方向相符。雖然僅部分變數達到顯著水準, 但分別測試優勢進步、優勢退步、劣勢改善、劣勢產生其不同程度變數係數之間的差異, 皆無法顯著拒絕其相等。實證結果並未發現主要測試結果由少數極端值造成的現象。



(四)、不同優勢或劣勢程度下之表現變化與股價報酬之關聯

本研究在主要測試所使用的模型，並未考慮企業本身優勢或劣勢表現之差異，是否可能對優勢變化或劣勢變化與股價報酬間的關聯具有影響。因此，本研究透過模型 (10) 和模型 (11)，進一步將模型 (2) 擴充，檢驗企業本身在企業社會責任優勢或劣勢項目表現較佳或較差時，改變社會責任表現是否與股價報酬具有不同之關聯。模型 (10) 依照企業本身優勢程度區分，檢驗是否具有不同關聯：

$$\begin{aligned} CAR_{i,t} = & \rho_0 + \rho_1 \Delta Strength_{i,t} + \rho_2 HighStrScore_ \Delta Strength_{i,t} \\ & + \rho_3 \Delta Concern_{i,t} + \rho_4 HighStrScore_ \Delta Concern_{i,t} \\ & + \rho_5 \Delta Earnings_{i,t} + \rho_6 Earnings_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (10)$$

其中， $HighStrScore_ \Delta Strength_{i,t}$ 為優勢表現在中位數以上（優勢較強）者，其企業社會責任表現優勢變化。 $HighStrScore_ \Delta Concern_{i,t}$ 為優勢表現在中位數以上（優勢較強）者，其企業社會責任表現劣勢變化。本身優勢程度較低之企業，其優勢表現變化與股價報酬之關聯將呈現於係數 ρ_1 ；優勢較強之企業，其優勢表現變化與股價報酬之關聯將呈現於係數 $\rho_1 + \rho_2$ 。同理，本身優勢程度較低之企業，其劣勢表現變化與股價報酬之關聯將呈現於係數 ρ_3 ；優勢程度較強之企業，其劣勢表現變化與股價報酬之關聯將呈現於係數 $\rho_3 + \rho_4$ 。

模型 (11) 則是依照企業本身劣勢程度區分，檢驗是否具有不同關聯：

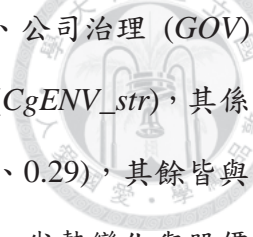
$$\begin{aligned} CAR_{i,t} = & \pi_0 + \pi_1 \Delta Strength_{i,t} + \pi_2 HighConScore_ \Delta Strength_{i,t} \\ & + \pi_3 \Delta Concern_{i,t} + \pi_4 HighConScore_ \Delta Concern_{i,t} \\ & + \pi_5 \Delta Earnings_{i,t} + \pi_6 Earnings_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (11)$$

其中， $HighConScore_DeltaStrength_{i,t}$ 為劣勢表現在中位數以上（劣勢較輕微）者，其企業社會責任表現優勢變化。 $HighConScore_DeltaConcern_{i,t}$ 為劣勢表現在中位數以上（劣勢較輕微）者，其企業社會責任表現劣勢變化。本身劣勢程度較嚴重之企業，其優勢表現變化與股價報酬之關聯將呈現於係數 π_1 ；劣勢程度較輕微之企業，其優勢表現變化與股價報酬之關聯將呈現於係數 $\pi_1 + \pi_2$ 。同理，本身劣勢程度較嚴重之企業，其劣勢表現變化與股價報酬之關聯將呈現於係數 π_3 ；劣勢程度較輕微之企業，其優勢表現變化與股價報酬之關聯將呈現於係數 $\pi_3 + \pi_4$ 。

表（十一）的 Model 1 和 Model 2 是模型（10）的測試的結果，Model 3 和 Model 4 則是模型（11）的測試的結果。由 Model 1 和 Model 2 可以發現，在優勢程度較低時，優勢變化與股價報酬呈現顯著負向關聯（係數-0.0716、-0.0247，t 值-3.24、-2.86）；優勢程度較高之企業與較低者具有顯著差異（差異係數 0.0568、0.0191，t 值 2.33、2.03），其優勢變化（ $\rho_1 + \rho_2$ ）係數絕對值較低，且顯著程度僅在邊際顯著水準附近（F 檢定 p 值 0.1102、0.0937）。優勢程度高低兩組間，其劣勢變化與股價報酬之關聯則無顯著差異。在 Model 3 和 Model 4 的部分，實證結果顯示劣勢程度高與低之企業間，未發現其優勢或劣勢變化與股價報酬之關聯具有顯著差異。綜合以上發現之證據，其可能解釋為當企業本身優勢表現較佳時，企業再增加投入資源於優勢項目，投資人較不擔心會損害其利益。

（五）、 不同面向企業社會責任優勢與優劣變化與股價報酬之關聯

MSCI ESG STATS 資料庫的評分由環境、社會、公司治理三大面向組成。本研究在主要測試時以三個面向的綜合評分，作為衡量企業社會責任表現之方法，並發現優勢變化與劣勢變化與股價報酬具有不同的關聯性。為了檢驗主要測試之發現，是否受某特定面向所主導，故本研究亦針對三大面向優勢與劣勢的表現變化，分別檢驗其與股價報酬之關聯。



測試的結果呈現於表 (十二)。在環境 (ENV)、社會 (SOC)、公司治理 (GOV) 三個面向的優勢變化與劣勢變化，除了在環境面向的優勢變化 (CgENV_str)，其係數呈現些微的正向不顯著以外 (係數 0.0015、0.0022，t 值 0.04、0.29)，其餘皆與主要測試發現之方向相同；優勢變化與股價報酬呈現負向關聯，劣勢變化與股價報酬呈現正向關聯。但在環境面向劣勢變化以原始分數衡量時、社會面向優勢變化以標準化後分數衡量時，未達統計顯著水準。此外，除了在環境面向以原始分數衡量時，優勢變化與劣勢變化係數差異未達顯著水準，其餘皆顯著拒絕優勢變化與劣勢變化係數相等之檢定。

在 MSCI ESG STATS 資料庫的社會面向，又可細分為五個細項：社區 (COM)、多樣性 (DIV)、員工關係 (EMP)、人權 (HUM) 以及產品 (PRO)，故總共可分為七個細類。表 (十三) 是將七個細類分別測試所得到的結果。七個類別除了在社區面向的劣勢變化其係數呈現負向不顯著，人權面向、以標準化後分數衡量之產品面向優勢變化其係數呈現正向不顯著外，其餘皆與主要測試發現之方向相同：優勢變化與股價報酬呈現負向關聯，劣勢變化與股價報酬呈現正向關聯。但測試結果僅在部分細項中，達到統計顯著程度，並且顯著拒絕優勢變化及劣勢變化之係數相等。

Lee, Singal, and Kang (2013) 將企業社會責任區分為營運相關 (operations-related) 與非營運相關 (non-operations-related) 兩大類別。其中營運相關係指 MSCI ESG STATS 資料庫中員工、產品、公司治理這三個細項；非營運相關則是另外四個細項：環境、社區、多樣性、人權。³⁰ 本研究在將七個細項的優勢與劣勢變化分別進行測試時，發現 Lee et al. (2013) 所分類與營運相關之細項中，員工與公司治理之測試結果達到或接近統計顯著水準，且優勢變化與劣勢變化係

³⁰ Lee et al. (2013) 發現在景氣較差時，營運相關的企業社會責任活動與股價具有正向關聯，但非營運相關的企業社會責任活動則與股價具有負向關聯。

數之間具有顯著差異。實證結果部分支持 Lee et al. (2013) 所分類與營運相關之社會責任活動與企業價值具有較強關聯性。



(六)、 其他敏感性測試

加入額外的控制變數

本研究實證模型的自變數與應變數皆是取變化量，故受潛在遺漏變數的威脅較小。但過去文獻發現企業社會責任表現與股價報酬之間可能存在關聯 (Vance 1975; Herremans et al. 1993)，企業規模、成長機會以及資本結構，亦可能與企業社會責任表現及股價報酬存在關聯 (Deng et al. 2013; Di Giuli and Kostovetsky 2014; Lys et al. 2015)，故本研究在敏感性測試時，進一步將期初企業社會責任表現 (*LCSR*、*LStrength* 或 *LConcern*)、規模 (*LogLAT*)、期初本益比 (*LPE*)、期初市價對淨值比 (*LPB*)、期初財務槓桿 (*LLEV*) 納入控制變數。由表 (十四) 可以發現，在額外納入上述控制變數後，主要實證結果並未具有重大影響。

使用與會計年度相同起始日計算之股價報酬期間

本研究在主要測試時，參照資本市場研究之常用方法，採用會計年度第四個月起，到次年度第三個月止作為計算超額報酬的累計期間，以確保社會責任相關資訊、盈餘相關資訊，皆已反映於股價之中。在敏感性測試時，本研究亦採用會計年度第一個月起連續 12 個月或 15 個月作為累計期間進行測試。

在未編表的測試結果中，本研究發現在以 12 個月作為衡量期間時，優勢變化係數雖然為負，但未達統計顯著水準 (對映表 (六) Model 2 與 Model 6 之 *t* 值分別為 -1.14 與 -1.60); 劣勢變化則達到統計顯著水準。在以 15 個月作為衡量期間時，則皆達統計顯著水準，與主要測試之發現無重大差異。



使用 2004 至 2013 年做為樣本期間

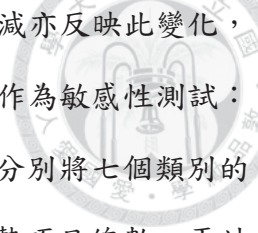
MSCI ESG STATS 資料庫的涵蓋範圍，自 1991 年開始建置以來經過了幾次的擴充，並在 2003 年開始擴充納入美國前 3,000 大企業，每年提供的資料筆數約 3,000 筆。本研究在主要測試時，為了盡可能納入較多的觀察值，故以 1991 年至 2013 年的資料進行測試。為了避免樣本年度分布不平均可能對實證結果造成的影響，本研究亦採 2003 年以後的資料進行敏感性測試。因為企業社會責任評分須取前後年度之變化量，故實際測試的資料年度為 2004 年至 2013 年。在未編表的測試結果中，並未發現與主要測試結果具有重大差異。

爭議性產業

在 MSCI ESG STATS 資料庫中，將酒精、博弈、菸草、槍枝火器、軍武、核能共六類項目列為爭議性產業。過去研究發現許多受倫理規範之機構投資人在選擇投資標的時會避開相關產業，且相關產業且具有較高的資金成本 (Hong and Kacperczyk 2009; El Ghouli et al. 2011)，故本研究亦嘗試將此類產業獨立出來探討，檢驗其是否具有不同的特性。在未編表的測試中，本研究發現爭議性產業佔全體樣本約 10%，共 1,503 筆觀察值，其優勢變化與股價報酬呈現顯著負向關聯，而劣勢變化雖然具有正向關聯，但未達統計顯著水準 (對映表 (六) Model 3 與 Model 7 之 t 值分別為 1.16 與 0.93)。實證結果顯示劣勢變化與股價報酬之關聯，在爭議性產業可能較不明顯。

資料庫項目增減對變數衡量造成的影響

本研究的主要測試變數 (總分變化、優勢變化、劣勢變化) 在衡量時，僅將當年度與前一年度皆有評分資料的項目納入計算其分數變化，以排除評分項目增減的影響。由於利害關係人所關注的社會責任活動項目本身具有隨時間演進的特性



(Rivoli and Waddock 2011), 而 MSCI ESG STATS 資料庫項目的增減亦反映此變化, 故本研究針對項目增減對評分變化之影響, 以下列數種衡量方法作為敏感性測試:

(1)、參照 Deng et al. (2013) 衡量社會責任表現的標準化方法, 分別將七個類別的優勢或劣勢分數, 除以該類別當年度具有評分資料之優勢或劣勢項目總數, 再計算七個類別的分數合計數, 得到標準化總分。將當年度標準化之整體總分、優勢分數與劣勢分數, 減去前一年度標準化後之分數, 即可得到整體總分變化、優勢分數變化與劣勢分數變化; (2)、根據前述第一種方法, 但考量資料庫部分細項之編碼無法區分為不適用或零, 故分別將七個類別的優勢或劣勢分數, 除以該類別 WRDS Dataset List 項目所顯示當年度可能具有評分資料之項目總數,³¹ 據以計算標準化分數及其變化量; (3)、依據資料庫提供之七個類別優勢或劣勢的加總分數, 直接計算其兩年之間的原始分數變動數。

在未編表的測試中, 本研究發現在上述三種的衡量方法之下, 主要測試的實證結果皆未發現重大差異。優勢變化與股價報酬之關聯皆顯著為負, 劣勢變化與股價報酬之關聯皆顯著為正。

³¹ WRDS Dataset List 的評分項目與其顯示之適用年度請參見附錄。

第六章 結論



企業營運必須與環境、社會相互動，並且在互動的過程中創造價值；因此，企業社會責任是潛在影響企業價值的重要非財務資訊。然而，當投資人觀察到企業改變其社會責任活動之投入或表現，投資人如何判斷其對股權價值的影響，過去研究提供的證據仍相當有限。而本研究之目的，即為探討當企業改變社會責任活動之投入時，投資人如何評估企業價值的變化；且當改變社會責任活動投入之項目屬性不同時，投資人對於企業價值的變化是否具有不同的認知。

本研究透過社會責任表現變化與股價報酬之關聯性，探討當企業改變在社會責任相關活動資源投入時，投資人對於股權價值變化之判斷。本研究運用 Ball and Brown (1968) 探討資訊內涵的研究方法，以 MSCI ESG STATS 衡量企業社會責任活動表現之變化，實證結果顯示當未考慮社會責任表現變化項目之屬性，以整體評分衡量時，無法發現社會責任表現變化與股價報酬間具有顯著之關聯性。但進一步將社會責任表現之變化屬性區分為優勢及劣勢項目時，本研究發現優勢變化與股價報酬呈現顯著負向關聯，但劣勢變化與股價報酬呈現顯著正向關聯。

將樣本產業參照 Lev et al. (2010) 依據是否直接面對消費者區分時，本研究發現在直接面對消費者之產業，投資人對於優勢的增加較不會給予負向之股價報酬，且對於劣勢改善給予正向報酬的現象亦主要集中在此類產業。證據顯示在直接面對消費者之產業，投資人給予企業投入社會責任活動較為正面之回應。

此外，本研究亦發現企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯，反映不同優勢、劣勢變化方向之企業具有顯著不同的股價報酬。優勢增加之企業其股價報酬較優勢減少之企業為差；而劣勢改善之企業其股價報酬較劣勢增加者為佳。對於優勢、劣勢不同變化方向之社會責任表現變化與股價報酬之關聯，本研究發現減少優勢活動投入（優勢喪失）程度較多者（相較於減少優勢活動投入程度較少者）




股價報酬較佳；且投入改善劣勢活動程度較多者（相較於改善劣勢程度較低者）股價報酬較佳、劣勢增加（劣勢產生）程度較多者（相較於劣勢增加程度較少者）股價報酬較差。

進一步依據企業本身優勢表現程度分組時，本研究發現優勢變化與股價報酬的負向關聯，主要集中於優勢程度較低的組別。換言之，當優勢表現較差時，企業投入資源於優勢項目，較無法得到投資人認同；投資人對於優勢表現較佳之企業，投入資源於優勢項目將傷害投資人利益的疑慮較低。依據劣勢表現程度分組時，則未發現兩組之間具有不同的特性。

一般而言，企業社會責任包含環境、社會、公司治理三大面向，而 MSCI ESG STATS 資料庫亦依此分類。本研究檢驗三大面向優勢與劣勢變化與股價報酬之關聯是否具有差異時，發現三大面向大致皆支持優勢變化與股價報酬呈現負向關聯，劣勢變化與股價報酬呈現正向關聯，但在部分項目未達統計顯著水準，環境面向優勢變化呈現不顯著的正向關聯。進一步依據 MSCI ESG STATS 資料庫的分類，將社會構面再細分為五類時，本研究發現雖然每一細項大致皆支持主要測試在優勢變化與劣勢變化係數方向發現的差異，但總共七個細項中，僅在員工、公司治理等部份細項達到統計顯著程度，並且顯著拒絕優勢變化及劣勢變化之係數相等。此發現部分呼應 Lee et al. (2013) 所提出與營運相關 (operations-related) 之企業社會責任活動與企業價值關聯較為直接的主張。

本研究在敏感性測試時，發現無論加入額外的控制變數，或將股價報酬之衡量期間配合曆年制從一月開始採計 15 個月，或是僅採 MSCI ESG STATS 擴充樣本至美國 3,000 大企業後之樣本年度，單獨測試爭議性產業、將資料庫項目增減的影響納入變動數計算，實證結果皆與主要測試之發現無重大之差異。

本研究之發現，顯示企業投入資源於改善其所面臨之社會責任挑戰議題（劣勢項目）時，有機會替股東創造價值；但一味地投入資源於追求最佳管理實務（優勢



項目) 時, 亦有可能傷害股東之利益。本研究之發現, 除了提供證據顯示將企業社會責任活動屬性區分之重要性, 說明將不同屬性企業社會責任資訊合併報導, 將損失其資訊內涵, 實證結果亦可提供經理人從事社會責任相關活動之決策時, 參考的依據。

企業投入社會責任活動, 經常被質疑其對投資人股權價值的影響。根據聯合國全球盟約針對企業經理人所作的調查報告, 僅有 38% 的經理人相信其可適當量化投入在企業社會責任活動所創造之價值; 同時, 也有 37% 的經理人認為企業社會責任活動與企業價值之間缺乏連結, 是阻礙其投入相關活動之原因 (United Nations 2013)。本研究發現企業在優勢項目表現之改變, 與股價報酬存在負向關聯, 可能部分呼應其創造價值難以衡量的問題。

近年來, 越來越多提倡企業社會責任之機構或學者, 強調社會責任活動並非一體適用於所有企業, 企業應配合自身策略發展, 尋找適合的社會或環境議題投入, 以替企業及利害關係人創造共同價值 (Porter and Kramer 2006; European Commission 2011)。Porter and Kramer (2006) 亦指出多數企業對於社會責任議題的回應, 通常並非基於策略或建立營運優勢之考量, 而係具有公關活動的性質。本研究之發現, 亦可能反映目前企業在追求建立優勢時, 整體而言尚未能與策略適當結合, 以替股東及其他利害關係人創造價值。

本研究的實證結果, 發現企業投入資源於改善其社會責任劣勢表現時, 投資人給予正向之股價報酬, 說明企業對外部所造成的負面傷害受到投資人重視, 且投資人認同降低負面外部性的行為, 對企業價值具有正向之影響。此項發現亦呼應探討道德與倫理議題時, 首重避免負面傷害的概念。

企業社會責任的概念, 雖然經過多年的發展, 至今仍無一致公認的最佳定義, 而不同資料庫所採用的衡量項目與內容意涵皆各不相同 (Chatterji et al. 2014); 過去研究亦指出不同資本市場對於企業社會責任可能有不同的回應態度 (Lyon et al.

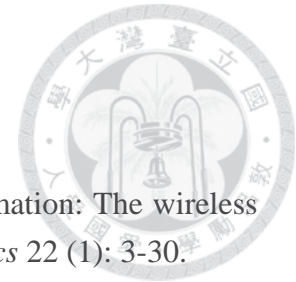
2013; Feng et al. 2015)。因此，後續研究可針對不同資料庫、不同經濟發展環境地區作更深入的研究，以探討企業社會責任影響企業價值的關鍵因素。

Cheng, Green, and Ko (2015) 透過實驗的方式，發現當企業在社會責任活動的表現能夠與營運策略相連結時，投資人較願意投資於該企業。Porter and Kramer (2006) 將企業社會責任活動區分為「策略性的企業社會責任 (Strategic CSR)」與「回應性的企業社會責任 (Responsive CSR)」。其中，在策略性的企業社會責任不僅強調企業必須降低對價值鏈的衝擊、成為良好企業公民，更要求企業必須作得比現行實務的最佳典範還要更好，與競爭對手建立差異；³² 而回應性的企業社會責任則強調在企業營運的價值鏈中降低對環境社會的傷害，並符合良好企業公民之作為。³³ 對於與策略相結合的企業社會責任活動，雖然已有許多個案顯示其替股東與利害關係人創造的價值，實驗室研究亦已提出許多證據顯示其受到投資人的支持，但大樣本的實證證據仍然較為欠缺。本研究發現企業社會責任優勢變動與股價報酬存在負向關聯，後續研究若能從與策略結合的角度深入探討，或許能提供更豐富實務意涵之證據。

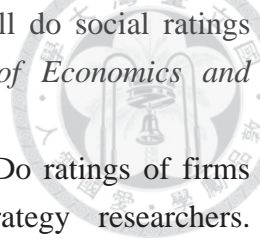
³² 例如豐田企業 (Toyota) 油電混合引擎的技術，不僅降低能源消耗與汙染排放，其關鍵技術授權也讓其取得成為業界標準之地位。

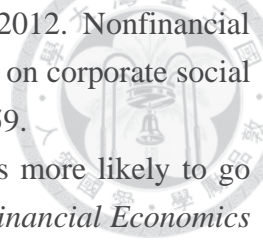
³³ 例如特力屋 (B&Q) 對其產品來源的篩選、奇異公司 (GE) 對社區學校提供的志工服務。

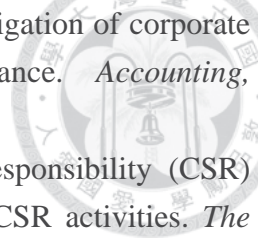
參考文獻

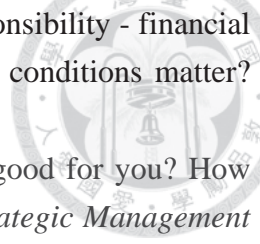


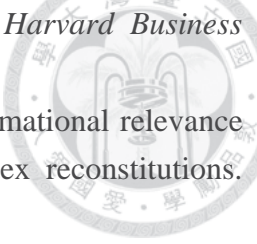
- Amir, E., and B. Lev. 1996. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics* 22 (1): 3-30.
- Anderson, J. C., and A. W. Frankle. 1980. Voluntary social reporting: An iso-beta portfolio analysis. *The Accounting Review* 55 (3): 467-479.
- Balakrishnan, R., G. B. Sprinkle, and M. G. Williamson. 2011. Contracting benefits of corporate giving: An experimental investigation. *The Accounting Review* 86 (6): 1887-1907.
- Ball, R., and P. Brown. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (2): 159-178.
- Barnea, A., and A. Rubin. 2010. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics* 97 (1): 71-86.
- Baron, J. 1996. Do no harm. *Codes of Conduct: Behavioral Research into Business Ethics*. 197-213.
- Barth, M. E., W. H. Beaver, and W. R. Landsman. 2001. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1): 77-104.
- Becchetti, L., R. Ciciretti, I. Hasan, and N. Kobeissi. 2012. Corporate social responsibility and shareholder's value. *Journal of Business Research* 65 (11): 1628-1635.
- Belkaoui, A. 1976. The impact of the disclosure of the environmental effects of organizational behavior on the market. *Financial Management* 5 (4): 26-31.
- Bénabou, R., and J. Tirole. 2010. Individual and corporate social responsibility. *Economica* 77 (305): 1-19.
- Bowen, H. R. 1953. *Social Responsibility of the Businessman*. New York: Harper.
- Brammer, S., C. Brooks, and S. Pavelin. 2009. The stock performance of America's 100 Best Corporate Citizens. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (3): 1065-1080.
- Cahan, S. F., C. Chen, L. Chen, and N. H. Nguyen. 2015. Corporate social responsibility and media coverage. *Journal of Banking and Finance* 59: 409-422.
- Carroll, A. B. 1979. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review* 4 (4): 497-505.
- Carroll, A. B. 1999. Corporate social responsibility evolution of a definitional construct. *Business & society* 38 (3): 268-295.

- 
- Chatterji, A. K., D. I. Levine, and M. W. Toffel. 2009. How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics and Management Strategy* 18 (1): 125-169.
- Chatterji, A. K., R. Durand, D. I. Levine, and S. Touboul. 2014. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. Forthcoming, *Strategic Management Journal*.
- Cheng, M. M., W. J. Green, and J. C. W. Ko. 2014. The impact of strategic relevance and assurance of sustainability indicators on investors' decisions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 34 (1): 131-162.
- Cheung, A. W. K. 2011. Do stock investors value corporate sustainability? Evidence from an event study. *Journal of Business Ethics* 99 (2): 145-165.
- Clarkson, P. M., Y. Li, and G. D. Richardson. 2004. The market valuation of environmental capital expenditures by pulp and paper companies. *The Accounting Review* 79 (2): 329-353.
- Cole, C. J., and C. L. Jones. 2004. The usefulness of MD&A disclosures in the retail industry. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 19 (4): 361-388.
- Cormier, D., M. Magnan, and B. Morard. 1993. The impact of corporate pollution on market valuation: some empirical evidence. *Ecological Economics* 8 (2): 135-155.
- Council on Foundations. 2012. *Increasing Impact, Enhancing Value: A Practitioner's Guide to Leading Corporate Philanthropy*. Virginia.
- Crilly, D., N. Ni, and Y. Jiang. 2015. Do-no-harm versus do-good social responsibility: Attributional thinking and the liability of foreignness. Forthcoming, *Strategic Management Journal*.
- Dahlsrud, A. 2008. How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 15 (1): 1.
- Deckop, J. R., K. K. Merriman, and S. Gupta. 2006. The effects of CEO pay structure on corporate social performance. *Journal of Management* 32 (3): 329-342.
- Deng, X., J. K. Kang, and B. S. Low. 2013. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics* 110 (1): 87-109.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2011. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review* 86 (1): 59-100.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2014. Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy* 33 (4): 328-355.

- 
- Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2012. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review* 87 (3): 723-759.
- Di Giuli, A., and L. Kostovetsky. 2014. Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics* 111 (1): 158-180.
- Easton, P. D., and T. S. Harris. 1991. Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research* 29 (1): 19-36.
- Edmans, A. 2011. Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics* 101 (3): 621-640.
- El Ghouli, S., O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, and D. R. Mishra. 2011. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance* 35 (9): 2388-2406.
- Entine, J. 2003. The myth of social investing. *Organization & Environment* 16 (3): 352-368.
- European Commission. 2011. *A Renewed EU Strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility*. Brussels, Belgium.
- Feng, Z. Y., M. L. Wang, and H. W. Huang. 2015. Equity financing and social responsibility: Further international evidence. *The International Journal of Accounting* 50 (3): 247-280.
- Flammer, C. 2015. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. Forthcoming, *Management Science*.
- Freeman, R. E. 1994. The politics of stakeholder theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly* 4 (4): 409-421.
- Freeman, R. E., A. C. Wicks, and B. Parmar. 2004. Stakeholder theory and “the corporate objective revisited”. *Organization Science* 15 (3): 364-369.
- Freeman, R. E., and J. Liedtka. 1991. Corporate social responsibility: A critical approach. *Business Horizons* 34 (4): 92-98.
- Friedman, M. 1970. The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine* Sep. 13, 1970.
- Global Reporting Initiative (GRI). 2013. *Sustainability Reporting Guidelines: Reporting Principles and Standard Disclosures*. Amsterdam, Netherlands.
- Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen. 2009. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal* 30 (4): 425-445.
- Hassel, L., H. Nilsson, and S. Nyquist. 2005. The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review* 14 (1): 41-61.

- 
- Herremans, I. M., P. Akathaporn, and M. McInnes. 1993. An investigation of corporate social responsibility reputation and economic performance. *Accounting, Organizations and Society* 18 (7/8): 587-604.
- Hoi, C. K., Q. Wu, and H. Zhang. 2013. Is corporate social responsibility (CSR) associated with tax avoidance? Evidence from irresponsible CSR activities. *The Accounting Review* 88 (6): 2025-2059.
- Hong, H., and M. Kacperczyk. 2009. The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics* 93 (1): 15-36.
- Huang, X., and L. Watson. 2015. Corporate social responsibility research in accounting. *Journal of Accounting Literature* 34: 1-16.
- Ingram, R. W. 1978. An investigation of the information content of (certain) social responsibility disclosures. *Journal of Accounting Research* 16 (2): 270-285.
- International Integrated Reporting Council (IIRC). 2013. *The International Framework*. London.
- Jaggi, B., and M. Freedman. 1982. An analysis of informational content of pollution disclosures. *Financial Review* 17 (3): 142-152.
- Jaggi, B., and M. Freedman. 1992. An examination of the impact of pollution performance on economic and market performance: Pulp and paper firms. *Journal of Business Finance & Accounting* 19 (5): 697-713.
- Jiao, Y. 2010. Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking & Finance* 34 (10): 2549-2561.
- Jo, H., and H. Na. 2012. Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of Business Ethics* 110 (4): 441-456.
- Karnani, A. 2011a. CSR stuck in a logical trap. *California Management Review* 53 (2): 105-111.
- Karnani, A. 2011b. Doing well by doing good: The grand illusion. *California Management Review* 53 (2): 69-86.
- Karoff, P. 2012. CSR Rule #1: Do no harm. *Stanford Social Innovation Review* Jun. 28, 2012.
- Kerstein, J., and S. Kim. 1995. The incremental information content of capital expenditures. *The Accounting Review* 70 (3): 513-526.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier. 2012. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review* 87 (3): 761-796.
- King, A. A., and M. J. Lenox. 2001. Does it really pay to be green? An empirical study of firm environmental and financial performance. *Journal of Industrial Ecology* 5 (1): 105-116.
- Kothari, S. P. 2001. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (1): 105-231.

- 
- Lee, S., M. Singal, and K. H. Kang. 2013. The corporate social responsibility - financial performance link in the US restaurant industry: Do economic conditions matter? *International Journal of Hospitality Management* 32: 2-10.
- Lev, B., C. Petrovits, and S. Radhakrishnan. 2010. Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic Management Journal* 31 (2): 182-200.
- Lyon, T. P., and J. P. Shimshack. 2015. Environmental disclosure: Evidence from Newsweek's green companies rankings. *Business & Society* 54 (5): 268-675.
- Lyon, T., Y. Lu, X. Shi, and Q. Yin. 2013. How do investors respond to Green Company Awards in China? *Ecological Economics* 94: 1-8.
- Lys, T., J. P. Naughton, and C. Wang. 2015. Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics* 60 (1): 56-72.
- Mackey, J., M. Friedman, and T. J. Rodgers. 2005. Rethinking the social responsibility of business. *Reason* 10:15-17.
- Matsumura, E. M., R. Prakash, and S. C. Vera-Muñoz. 2013. Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures. *The Accounting Review* 89 (2): 695-724.
- Mattingly, J. E., and S. L. Berman. 2006. Measurement of corporate social action discovering taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini ratings data. *Business and Society* 45 (1): 20-46.
- Minor, D., and J. Morgan. 2011. CSR as reputation insurance: Primum non nocere. *California Management Review* 53 (3): 40.
- Morgan Stanley Capital International (MSCI) ESG Research. 2015. *MSCI ESG KLD STATS: 1991-2014 Data Sets: Methodology*.
- Moser, D. V., and P. R. Martin. 2012. A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting. *The Accounting Review* 87 (3): 797-806.
- Nidumolu, R., C. K. Prahalad, and M. R. Rangaswami. 2009. Why sustainability is now the key driver of innovation. *Harvard Business Review* 87 (9): 56-64.
- Oler, D. K., M. J. Oler, and C. J. Skousen. 2010. Characterizing accounting research. *Accounting Horizons* 24 (4): 635-670.
- Owen, G. 2013. Integrated reporting: A review of developments and their implications for the accounting curriculum. *Accounting Education* 22 (4): 340-356.
- Patten, D. M. 1990. The market reaction to social responsibility disclosures: The case of the Sullivan principles signings. *Accounting, Organizations and Society* 5 (6): 575-587.
- Phillips, R., R. E. Freeman, and A. C. Wicks. 2003. What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly* 13 (4): 479-502.
- Porter, M. E., and M. R. Kramer. 2006. The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review* 84 (12): 78-92.

- 
- Porter, M. E., and M. R. Kramer. 2011. Creating shared value. *Harvard Business Review* 89 (1/2): 62-77.
- Ramchander, S., R. G. Schwebach, and K. Staking. 2012. The informational relevance of corporate social responsibility: Evidence from DS400 index reconstitutions. *Strategic Management Journal* 33 (3): 303-314.
- Rivoli, P., and S. Waddock. 2011. "First they ignore you...": The time-context dynamic and corporate responsibility. *California Management Review* 53 (2): 87-104.
- Scalet, S., and T. F. Kelly. 2010. CSR rating agencies: What is their global impact? *Journal of Business Ethics* 94 (1): 69-88.
- Servaes, H., and A. Tamayo. 2013. The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science* 59 (5): 1045-1061.
- Shane, P. B., and B. H. Spicer. 1983. Market response to environmental information produced outside the firm. *The Accounting Review* 58 (3): 521-538.
- Spicer, B. H. 1978. Investors, corporate social performance and information disclosure: An empirical study. *The Accounting Review* 53 (1): 94-111.
- Vance, S. C. 1975. Are socially responsible corporations good investment risks. *Management Review* 64 (8): 19-24.
- Waddock, S. 2003. Myths and realities of social investing. *Organization and Environment* 16 (3): 369-380.
- Whetten, D. A., G. Rands, and P. Godfrey. 2002. What are the responsibilities of business to society? *Handbook of Strategy and Management* 373-408.
- Wood, D. J., and R. E. Jones. 1995. Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance. *The International Journal of Organizational Analysis* 3 (3): 229-267.



附錄：MSCI ESG STATS 評分項目

1. Environment Ratings

Strength

1 ENV_str_A	Beneficial Products and Services
2 ENV_str_B	Pollution Prevention
3 ENV_str_C	Recycling
4 ENV_str_D	Clean Energy
5 ENV_str_F	Property, Plant, Equipment (through 1995)
6 ENV_str_G	Management Systems Strength
7 ENV_str_H	Water Stress
8 ENV_str_I	Biodiversity & Land Use
9 ENV_str_J	Raw Material Sourcing
10 ENV_str_K	Natural Resource Use (From 2013)
11 ENV_str_L	Environmental Opportunities - Green Buildings (From 2013)
12 ENV_str_M	Environmental Opportunities in Renewable Energy (From 2013)
13 ENV_str_N	Waste Management - Electronic Waste (From 2013)
14 ENV_str_O	Climate Change - Energy Efficiency (From 2013)
15 ENV_str_P	Climate Change - Product Carbon Footprint (From 2013)
16 ENV_str_Q	Climate Change - Insuring Climage Change Risk (From 2013)
17 ENV_str_X	Environment Other Strength
ENV_str_num	Environment - Number of Strengths

Concern

1 ENV_con_A	Hazardous Waste
2 ENV_con_B	Regulatory Problems
3 ENV_con_C	Ozone Depleting Chemicals
4 ENV_con_D	Substantial Emissions
5 ENV_con_E	Agriculture Chemicals
6 ENV_con_F	Climate Change (from 1999)
7 ENV_con_G	Negative Impact of Products and Services
8 ENV_con_H	Land Use & Biodiversity
9 ENV_con_I	Non Carbon Releases
10 ENV_con_J	Supply Chain Management
11 ENV_con_K	Water Management
12 ENV_con_X	Environment Other Concerns
ENV_con_num	Environment - Number of Concerns

2. Social Ratings

2.1 Community

Strength

1 COM_str_A	Charitable Giving (from 1991 through 2011)
2 COM_str_B	Innovative Giving



3 COM_str_C	Support for Housing
4 COM_str_D	Support for Education (from 1994)
5 COM_str_F	Non-US Charitable Giving
6 COM_str_G	Volunteer Programs (from 2005)
7 COM_str_H	Community Engagement
8 COM_str_X	Other Strengths (from 1991 through 2011)
COM_str_num	Community - Number of Strengths

Concern

1 COM_con_A	Investment Controversies
2 COM_con_B	Negative Economic Impact
3 COM_con_D	Tax Disputes
4 COM_con_X	Community Other Concerns
COM_con_num	Community - Number of Concerns

2.2 Human Rights

Strength

1 HUM_str_A	Positive Record in S. Africa (1994-1995)
2 HUM_str_D	Indigenous Peoples Relations Strength (from 2000)
3 HUM_str_G	Labor Rights Strength (from 2002)
4 HUM_str_X	Human Rights Other Strength
HUM_str_num	Human Rights - Number of Strengths

Concern

1 HUM_con_A	South Africa (1991-1994)
2 HUM_con_B	Northern Ireland (1991-1994)
3 HUM_con_C	Burma Concern (from 1995)
4 HUM_con_D	Mexico (1995-2002)
5 HUM_con_F	Labor Rights Concern (from 1998)
6 HUM_con_G	Indigenous Peoples Relations Concern (from 2000)
7 HUM_con_H	Operations in Sudan (from 2010 through 2011)
8 HUM_con_J	Freedom of Expression & Censorship
9 HUM_con_K	Human Rights Violations
10 HUM_con_X	Human Rights Other Concerns
HUM_con_num	Human Rights - Number of Concerns

2.3 Employee Relations

Strength

1 EMP_str_A	Union Relations
2 EMP_str_B	No-Layoff Policy (through 1994)
3 EMP_str_C	Cash Profit Sharing
4 EMP_str_D	Employee Involvement
5 EMP_str_F	Retirement Benefits Strength
6 EMP_str_G	Health and Safety Strength
7 EMP_str_H	Supply Chain Policies, Programs & Initiatives



8 EMP_str_I	Compensation & Benefits
9 EMP_str_J	Employee Relations
10 EMP_str_K	Professional Development
11 EMP_str_L	Human Capital Management
12 EMP_str_N	Controversial Sourcing (From 2013)
13 EMP_str_X	Employee Strengths - Other Strengths (from 1991 through 2011, From 2013)
EMP_str_num	Emp. Relations - Number of Strengths

Concern

1 EMP_con_A	Union Relations
2 EMP_con_B	Health and Safety Concern
3 EMP_con_C	Workforce Reductions
4 EMP_con_D	Retirement Benefits Concern
5 EMP_con_F	Supply Chain Controversies
6 EMP_con_G	Child Labor
7 EMP_con_X	Emp. Relations Other Concerns
EMP_con_num	Emp. Relations - Number of Concerns

2.4 Diversity

Strength

1 DIV_str_A	CEO
2 DIV_str_B	Promotion (from 1991 through 2011)
3 DIV_str_C	Board of Directors
4 DIV_str_D	Work-Life Benefits (from 1991 through 2011)
5 DIV_str_E	Women and Minority Contracting
6 DIV_str_F	Employment of the Disabled
7 DIV_str_G	Gay and Lesbian Policies (from 1995 through 2011)
8 DIV_str_H	Employment of Underrepresented Groups
9 DIV_str_X	Diversity Other Strength
DIV_str_num	Diversity - Number of Strengths

Concern

1 DIV_con_A	Controversies
2 DIV_con_B	Non-Representation (from 1993 through 2011)
3 DIV_con_C	Board Diversity
4 DIV_con_D	Board of Directors - Minorities
5 DIV_con_X	Diversity Other Concerns
DIV_con_num	Diversity - Number of Concerns

2.5 Product

Strength

1 PRO_str_A	Quality
2 PRO_str_B	R+D-Innovation
3 PRO_str_C	Benefits to Economically Disadvantaged
4 PRO_str_D	Access to Capital



5 PRO_str_E	Social Opportunities - Access to Communications (From 2013)
6 PRO_str_F	Social Opportunities - Opportunities in Nutrition and Health (From 2013)
7 PRO_str_G	Product Safety - Chemical Safety (From 2013)
8 PRO_str_H	Product Safety - Financial Product Safety (From 2013)
9 PRO_str_I	Product Safety - Privacy and Data Security (From 2013)
10 PRO_str_J	Product Safety - Responsible Investment (From 2013)
11 PRO_str_K	Product Safety - Insuring Health and Demographic Risk (From 2013)
12 PRO_str_X	Product Other Strengths
PRO_str_num	Product - Number of Strengths

Concern

1 PRO_con_A	Product Safety
2 PRO_con_D	Marketing-Contracting Concern
3 PRO_con_E	Antitrust
4 PRO_con_F	Customer Relations
5 PRO_con_X	Product Other Concerns
PRO_con_num	Product - Number of Concerns

3. Governance

Strength

1 CGOV_str_A	Limited Compensation
2 CGOV_str_C	Ownership Strength
3 CGOV_str_D	Transparency Strength (1996-2012)
4 CGOV_str_E	Political Accountability Strength (from 2005)
5 CGOV_str_F	Public Policy Strength (from 2007 through 2011)
6 CGOV_str_G	Corruption & Political Instability
7 CGOV_str_H	Financial System Instability
8 CGOV_str_X	Corp. Gov Other Strength
CGOV_str_num	Corp. Gov - Number of Strengths

Concern

1 CGOV_con_B	High Compensation
2 CGOV_con_F	Ownership Concern
3 CGOV_con_G	Accounting Concern (from 2005)
4 CGOV_con_H	Transparency Concern (2005-2012)
5 CGOV_con_I	Political Accountability Concern (from 2005)
6 CGOV_con_J	Public Policy Concern (from 2007 through 2011)
7 CGOV_con_K	Governance Structures Controversies
8 CGOV_con_L	Controversial Investments
9 CGOV_con_M	Business Ethics
10 CGOV_con_X	Corp. Gov Other Concerns
CGOV_con_num	Corp. Gov - Number of Concerns

資料來源：WRDS Dataset List

表(一) 樣本篩選過程

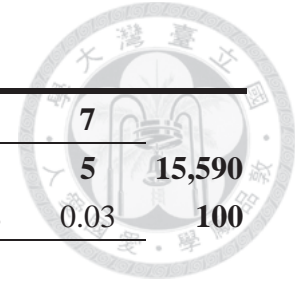
	刪除觀察值筆數	觀察值筆數
MSCI ESG STATS 自 1991 至 2013 年之社會責任表現評分資料		40,518
刪除：		
與 Compustat 財務報表資料合併，並刪除非曆年制之企業	14,939	25,579
缺少前一年度資料可供計算社會責任表現變化者	3,601	21,978
刪除財務報表測試變數具缺漏值者 (期初流通在外股數，以及當年度、前一年度非常損益前盈餘缺漏者)	1,248	20,730
與 CRSP 股價報酬資料合併，並刪除無足夠資料可計算年超額報酬者 (年超額報酬以會計年度起始日第四個月起算累計 12 個月衡量)	3,805	16,925
刪除測試變數在該年度最高與最低 1% 之極端值 (原始分數及標準化之企業社會責任表現總分變化、優勢變化、劣勢變化， 以及年超額報酬、盈餘、盈餘變化數)	1,335	15,590
主要測試使用之樣本 (自 1992 至 2013 年)		15,590



表(二) 樣本年度與產業分布

SIC 產業別第一碼												總計	%
年度	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	遺漏		
1992	0	10	48	49	29	9	15	3	1	0	0	164	1.1
1993	0	12	49	47	29	10	20	5	1	0	0	173	1.1
1994	0	12	49	48	30	9	18	5	1	0	1	173	1.1
1995	0	11	48	48	31	9	16	5	0	0	1	169	1.1
1996	0	16	65	64	39	15	35	7	1	0	1	243	1.6
1997	0	14	67	69	38	13	36	5	1	0	1	244	1.6
1998	0	13	70	68	36	14	36	7	1	0	1	246	1.6
1999	0	13	69	66	40	13	42	10	1	1	0	255	1.6
2000	0	16	63	70	41	18	48	8	2	2	0	268	1.7
2001	0	18	65	74	43	17	52	11	2	2	0	284	1.8
2002	0	24	80	93	60	20	104	31	7	4	1	424	2.7
2003	0	26	91	109	67	33	149	44	10	3	0	532	3.4
2004	1	48	140	235	115	73	361	98	28	4	2	1,105	7.1
2005	1	57	143	241	128	77	372	108	33	2	1	1,163	7.5
2006	1	62	152	250	129	72	342	114	38	3	2	1,165	7.5
2007	1	59	153	259	127	68	325	118	42	3	0	1,155	7.4
2008	4	61	159	275	134	78	343	120	45	3	0	1,222	7.8
2009	5	73	170	295	146	80	349	126	46	3	0	1,293	8.3
2010	2	74	178	291	146	87	380	124	49	3	0	1,334	8.6
2011	4	84	190	302	147	84	392	129	52	2	3	1,389	8.9
2012	4	76	191	293	141	85	412	126	41	1	6	1,376	8.8
2013	4	72	164	250	128	76	351	129	34	2	3	1,213	7.8
總計	27	851	2,404	3,496	1,824	960	4,198	1,333	436	38	23	15,590	100.0
%	0.2	5.5	15.4	22.4	11.7	6.2	26.9	8.6	2.8	0.2	0.1	100.0	

註：SIC 產業別第一碼對映之產業如下：0 = 農林漁業； 1 = 礦業、建築； 2 = 製造 (食品、菸草、紡織、造紙、化學等)； 3 = 製造 (橡膠、皮革、金屬、電腦設備、運輸設備等)； 4 = 交通運輸、管線運輸、通訊等； 5 = 批發零售； 6 = 金融、不動產； 7 = 服務 (旅館、汽車維修、動畫等)； 8 = 服務 (健康、法律、教育、會計商管等)； 9 = 公共管理。



表(三) 企業社會責任評分變化次數分配表

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	
CgCSR_raw	2	19	184	847	2,683	7,715	2,522	1,130	328	104	39	12	5	15,590
%	0.01	0.12	1.18	5.43	17.21	49.49	16.18	7.25	2.10	0.67	0.25	0.08	0.03	100
累計%					23.96		26.56							
CgStrength_raw			29	159	1,410	11,210	2,095	513	100	33	27	8	6	15,590
%			0.19	1.02	9.04	71.91	13.44	3.29	0.64	0.21	0.17	0.05	0.04	100
累計%					10.25		17.84							
CgConcern_raw		7	94	710	2,768	9,061	2,073	731	115	31				15,590
%		0.04	0.60	4.55	17.75	58.12	13.30	4.69	0.74	0.20				100
累計%					22.96		18.92							

註：

CgCSR_raw：以 MSCI ESG STATS 原始分數衡量之企業社會責任表現總分變化（排除與評分項目改變同時發生的增減變化）；為 CgStrength_raw 與 CgConcern_raw 之總和。分數變化大於零者，代表優勢建立或劣勢改善。

CgStrength_raw：以 MSCI ESG STATS 原始分數衡量之企業社會責任表現優勢變化（排除與評分項目改變同時發生的增減變化）。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgConcern_raw：以 MSCI ESG STATS 原始分數（乘以-1）衡量之企業社會責任表現劣勢變化（排除與評分項目改變同時發生的增減變化）。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

表(四) 敘述性統計

變數	平均值	標準差	最小值	10%	Q1	中位數	Q3	90%	最大值
CAR	-0.0454	0.2965	-0.8584	-0.4025	-0.2288	-0.0568	0.1125	0.3024	2.0285
CgCSR_s	0.0355	0.4176	-1.5333	-0.3333	-0.1250	0	0.1389	0.4583	2.7500
CgStrength_s	0.0379	0.2788	-1.8333	-0.1250	0	0	0	0.2000	2.4500
CgConcern_s	-0.0024	0.3036	-1.9167	-0.3333	0	0	0	0.3333	1.6667
CgCSR_raw	0.0942	1.1676	-5	-1	0	0	1	2	7
CgStrength_raw	0.1259	0.7552	-3	-1	0	0	0	1	7
CgConcern_raw	-0.0317	0.9159	-4	-1	0	0	0	1	4
CgEarnings	0.0117	0.2301	-1.9467	-0.0587	-0.0121	0.0052	0.0206	0.0602	7.0515
Earnings	0.0301	0.1392	-3.7174	-0.0403	0.0237	0.0524	0.0742	0.1016	0.7397

註：

CAR：年度超額報酬 (以會計年度第四個月起算累計一年)。

CgCSR_s：以 MSCI ESG STATS 分數衡量並標準化後之企業社會責任表現總分變化 (排除與評分項目改變同時發生的增減變化)；為 CgConcern_s 與 CgStrength_s 之總和。分數變化大於零者，代表優勢建立或劣勢改善。

CgStrength_s：以 MSCI ESG STATS 分數衡量並標準化後之企業社會責任表現優勢變化 (排除與評分項目改變同時發生的增減變化)。採七個類別中當期與前期皆具有評分資料之各優勢項目評分變化加總，除以加總項目總數後，再取七個類別的變化分數合計數，得到標準化優勢變化分數。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgConcern_s：以 MSCI ESG STATS 分數衡量並標準化後之企業社會責任表現劣勢變化 (排除與評分項目改變同時發生的增減變化)。採七個類別中當期與前期皆具有評分資料之各劣勢項目評分變化加總，除以加總項目總數後，再取七個類別的變化分數合計數，得到標準化劣勢變化分數。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

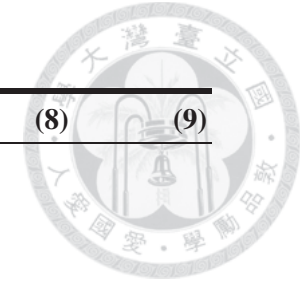
CgCSR_raw：以 MSCI ESG STATS 原始分數衡量之企業社會責任表現總分變化 (排除與評分項目改變同時發生的增減變化)；為 CgStrength_raw 與 CgConcern_raw 之總和。分數變化大於零者，代表優勢建立或劣勢改善。

CgStrength_raw：以 MSCI ESG STATS 原始分數衡量之企業社會責任表現優勢變化 (排除與評分項目改變同時發生的增減變化)。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgConcern_raw：以 MSCI ESG STATS 原始分數 (乘以-1) 衡量之企業社會責任表現劣勢變化 (排除與評分項目改變同時發生的增減變化)。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

CgEarnings：以期初市值平減之非常損益前盈餘變化量。

Earnings：以期初市值平減之非常損益前盈餘。



表(五) 皮爾森相關係數矩陣

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) CAR	1								
(2) CgCSR_s	0.02 ***	1							
(3) CgStrength_s	-0.01 *	0.69 ***	1						
(4) CgConcern_s	0.04 ***	0.74 ***	0.03 ***	1					
(5) CgCSR_raw	0.02 ***	0.87 ***	0.54 ***	0.70 ***	1				
(6) CgStrength_raw	-0.02 **	0.49 ***	0.78 ***	-0.05 ***	0.62 ***	1			
(7) CgConcern_raw	0.04 ***	0.71 ***	0.04 ***	0.93 ***	0.76 ***	-0.03 ***	1		
(8) CgEarnings	0.17 ***	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.00	-0.01	1	
(9) Earnings	0.07 ***	0.02 **	0.02 ***	0.00	0.02 **	0.02 ***	0.00	-0.01	1

註：

變數定義請參見表(四)附註。

*、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。

表(六) 企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯

	以標準化後分數衡量				以原始分數衡量			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
CgCSR	0.0039 <i>0.64</i>				0.0021 <i>1.00</i>			
(1) CgStrength		-0.0244 *** <i>-2.88</i>		-0.0239 *** <i>-2.82</i>		-0.0088 *** <i>-2.84</i>		-0.0084 *** <i>-2.74</i>
(2) CgConcern			0.0354 *** <i>3.96</i>	0.0350 *** <i>3.92</i>			0.0116 *** <i>4.02</i>	0.0114 *** <i>3.94</i>
CgEarnings	0.2210 *** <i>22.02</i>	0.2210 *** <i>22.02</i>	0.2209 *** <i>22.02</i>	0.2208 *** <i>22.02</i>	0.2210 *** <i>22.02</i>	0.2209 *** <i>22.02</i>	0.2209 *** <i>22.02</i>	0.2208 *** <i>22.01</i>
Earnings	0.1168 *** <i>6.94</i>	0.1179 *** <i>7.01</i>	0.1163 *** <i>6.92</i>	0.1172 *** <i>6.97</i>	0.1166 *** <i>6.93</i>	0.1178 *** <i>7.00</i>	0.1162 *** <i>6.91</i>	0.1170 *** <i>6.96</i>
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-sq	0.0815	0.0819	0.0824	0.0828	0.0815	0.0819	0.0824	0.0828
N	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590
Test (1) = (2) p-value					<.0001 ***			

註：

應變數：年度超額報酬（以會計年度第四個月起算累計一年）。

其餘變數定義請參見表（四）附註（變數名稱尾端 *_s* 代表以標準化後分數衡量，變數名稱尾端 *_raw* 代表以原始分數衡量）。

係數下方以斜體呈現之數值為該係數之 t 值。

*、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。

表(七) 企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯—直接面對消費者之產業

	以標準化後分數衡量				以原始分數衡量			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
(1) CgCSR	-0.0035 -1.19				-0.0035 -1.19			
(2) Customer_CgCSR	0.0107 *** 2.73				0.0107 *** 2.73			
(3) CgStrength		-0.0425 *** -3.32		-0.0424 *** -3.31		-0.0127 *** -2.81		-0.0129 *** -2.86
(4) Customer_CgStrength		0.0312 * 1.88		0.0304 * 1.83		0.0072 1.19		0.0079 1.31
(5) CgConcern			0.0110 0.92	0.0102 0.85			0.0047 1.21	0.0042 1.09
(6) Customer_CgConcern			0.0453 *** 2.99	0.0462 *** 3.05			0.0136 *** 2.72	0.0141 *** 2.82
CgEarnings	0.2214 *** 22.07	0.2214 *** 22.07	0.2213 *** 22.07	0.2212 *** 22.06	0.2214 *** 22.07	0.2214 *** 22.07	0.2212 *** 22.06	0.2211 *** 22.05
Earnings	0.1131 *** 6.71	0.1147 *** 6.81	0.1129 *** 6.70	0.1136 *** 6.75	0.1131 *** 6.71	0.1147 *** 6.81	0.1128 *** 6.70	0.1134 *** 6.74
Customer Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-sq	0.0823	0.0825	0.0832	0.0838	0.0823	0.0823	0.0832	0.0836
N	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590
Test (1) + (2) = 0 p-value	0.0111 **				0.0111 **			
Test (3) + (4) = 0 p-value		0.3026		0.2737		0.1890		0.2302
Test (5) + (6) = 0 p-value			<.0001 ***	<.0001 ***			<.0001 ***	<.0001 ***

註：

應變數：年度超額報酬（以會計年度第四個月起算累計一年）。

Customer_CgCSR：虛擬變數 Customer 與 CgCSR 之交乘項。Customer 為依據 Lev et al. (2010) 採用之分類方法，當企業屬於直接面對消費者之產業時，設定 Customer = 1；其餘為 0。

Customer_CgStrength：虛擬變數 Customer 與 CgStrength 之交乘項。Customer 為依據 Lev et al. (2010) 採用之分類方法，當企業屬於直接面對消費者之產業時，設定 Customer = 1；其餘為 0。

Customer_CgConcern：虛擬變數 Customer 與 CgConcern 之交乘項。Customer 為依據 Lev et al. (2010) 採用之分類方法，當企業屬於直接面對消費者之產業時，設定 Customer = 1；其餘為 0。

其餘變數定義請參見表（四）附註（變數名稱尾端 _s 代表以標準化後分數衡量，變數名稱尾端 _raw 代表以原始分數衡量）。

係數下方以斜體呈現之數值為該係數之 t 值。

*、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。



表(八) 不同方向企業社會責任表現變化組別之相對股價報酬大小

	以標準化後分數衡量				以原始分數衡量			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
(1) Inc_CSR	0.0001 <i>0.01</i>				0.0006 <i>0.10</i>			
(2) Dec_CSR	-0.0054 <i>-0.88</i>				-0.0050 <i>-0.82</i>			
(3) Inc_Strength		-0.0111 * <i>-1.80</i>		-0.0118 * <i>-1.91</i>		-0.0115 * <i>-1.84</i>		-0.0116 * <i>-1.85</i>
(4) Dec_Strength		0.0152 ** <i>2.02</i>		0.0148 ** <i>1.97</i>		0.0155 ** <i>1.98</i>		0.0157 ** <i>2.00</i>
(5) Inc_Concern			0.0224 *** <i>3.17</i>	0.0229 *** <i>3.24</i>			0.0207 *** <i>2.84</i>	0.0210 *** <i>2.89</i>
(6) Dec_Concern			-0.0052 <i>-0.87</i>	-0.0048 <i>-0.81</i>			-0.0107 * <i>-1.79</i>	-0.0105 * <i>-1.76</i>
CgEarnings	0.2210 *** <i>22.02</i>	0.2209 *** <i>22.02</i>	0.2208 *** <i>22.01</i>	0.2207 *** <i>22.01</i>	0.2210 *** <i>22.02</i>	0.2209 *** <i>22.02</i>	0.2208 *** <i>22.01</i>	0.2207 *** <i>22.01</i>
Earnings	0.1169 *** <i>6.95</i>	0.1172 *** <i>6.96</i>	0.1161 *** <i>6.91</i>	0.1164 *** <i>6.92</i>	0.1168 *** <i>6.94</i>	0.1172 *** <i>6.97</i>	0.1162 *** <i>6.91</i>	0.1165 *** <i>6.93</i>
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-sq	0.0814	0.0819	0.0822	0.0827	0.0814	0.0819	0.0823	0.0827
N	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590
Test (1) = (2) p-value	0.3924				0.4169			
Test (3) = (4) p-value		0.0023 ***		0.0020 ***		0.0027 ***		0.0024 ***
Test (5) = (6) p-value			0.0004 ***	0.0003 ***			0.0001 ***	0.0001 ***

註：

應變數：年度超額報酬（以會計年度第四個月起算累計一年）。

Inc_CSR：虛擬變數，企業社會表現總分變化大於零者設為 1，其餘為 0。

Dec_CSR：虛擬變數，企業社會表現總分變化小於零者設為 1，其餘為 0。

Inc_Strength：虛擬變數，優勢分數變化大於零（優勢建立）者設為 1，其餘為 0。

Dec_Strength：虛擬變數，優勢分數變化小於零（優勢喪失）者設為 1，其餘為 0。

Inc_Concern：虛擬變數，劣勢分數變化大於零（劣勢改善）者設為 1，其餘為 0。

Dec_Concern：虛擬變數，劣勢分數變化小於零（劣勢產生）者設為 1，其餘為 0。

其餘變數定義請參見表（四）附註（變數名稱尾端 _s 代表以標準化後分數衡量，變數名稱尾端 _raw 代表以原始分數衡量）。

係數下方以斜體呈現之數值為該係數之 t 值。

*、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。



表(九) 不同方向企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯

	以標準化後分數衡量				以原始分數衡量			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
(1) mInc_CSR	0.0124 1.34				0.0132 1.47			
(2) mDec_CSR	-0.0085 -0.72				-0.0089 -0.76			
(3) mInc_Strength		-0.0092 -0.86		-0.0078 -0.73		-0.0093 -0.87		-0.0081 -0.76
(4) mDec_Strength		-0.0595 *** -3.46		-0.0611 *** -3.55		-0.0575 *** -3.28		-0.0587 *** -3.35
(5) mInc_Concern			0.0421 *** 2.88	0.0430 *** 2.94			0.0427 *** 2.94	0.0432 *** 2.98
(6) mDec_Concern			0.0292 ** 2.10	0.0290 ** 2.09			0.0315 ** 2.29	0.0314 ** 2.29
CgEarnings	0.2210 *** 22.02	0.2209 *** 22.02	0.2209 *** 22.02	0.2208 *** 22.02	0.2210 *** 22.02	0.2209 *** 22.02	0.2209 *** 22.03	0.2208 *** 22.02
Earnings	0.1165 *** 6.92	0.1168 *** 6.94	0.1163 *** 6.92	0.1160 *** 6.90	0.1166 *** 6.93	0.1168 *** 6.94	0.1163 *** 6.92	0.1161 *** 6.90
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-sq	0.0815	0.0822	0.0823	0.083	0.0815	0.0821	0.0824	0.083
N	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590	15,590
Test (1) = (2) p-value	0.2183				0.1742			
Test (3) = (4) p-value		0.0191 **		0.0132 **		0.0253 **		0.0188 **
Test (5) = (6) p-value			0.5603	0.5274			0.6040	0.5867

註：

應變數：年度超額報酬（以會計年度第四個月起算累計一年）。

mInc_CSR：企業社會表現總分變化大於零者，其變化量。

mDec_CSR：企業社會表現總分變化小於零者，其變化量。

mInc_Strength：優勢分數變化大於零（優勢建立）者，其變化量。

mDec_Strength：優勢分數變化小於零（優勢喪失）者，其變化量。

mInc_Concern：劣勢分數變化大於零（劣勢改善）者，其變化量。

mDec_Concern：劣勢分數變化小於零（劣勢產生）者，其變化量。

其餘變數定義請參見表（四）附註（變數名稱尾端 _s 代表以標準化後分數衡量，變數名稱尾端 _raw 代表以原始分數衡量）。

係數下方以斜體呈現之數值為該係數之 t 值。

*、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。



表(十) 不同方向企業社會責任表現變化程度與股價報酬之關聯

	以原始分數衡量			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
(1) mInc_CSR_two	0.0031 0.90			
(2) mInc_CSR_one	-0.0030 -0.43			
(3) mDec_CSR_one	0.0067 1.00			
(4) mDec_CSR_two	0.0004 0.09			
(5) mInc_Strength_two		-0.0055 -1.25		-0.0053 -1.21
(6) mInc_Strength_one		-0.0098 -1.42		-0.0097 -1.40
(7) mDec_Strength_one		-0.0135 -1.64		-0.0136 * -1.65
(8) mDec_Strength_two		-0.0134 -1.39		-0.0127 -1.32
(9) mInc_Concern_two			0.0148 *** 2.79	0.0146 *** 2.75
(10) mInc_Concern_one			0.0187 ** 2.45	0.0191 ** 2.50
(11) mDec_Concern_one			0.0080 1.23	0.0080 1.23
(12) mDec_Concern_two			0.0080 1.62	0.0075 1.51
CgEarnings	0.2210 *** 22.02	0.2209 *** 22.02	0.2209 *** 22.02	0.2208 *** 22.01
Earnings	0.1163 *** 6.91	0.1173 *** 6.97	0.1161 *** 6.90	0.1164 *** 6.92
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-sq	0.0814	0.0818	0.0823	0.0826
N	15,590	15,590	15,590	15,590
Test (1) = (2) p-value	0.3671			
Test (3) = (4) p-value	0.3709			
Test (5) = (6) p-value		0.5774		0.5721
Test (7) = (8) p-value		0.9967		0.9420
Test (9) = (10) p-value			0.6152	0.5655
Test (11) = (12) p-value			0.9910	0.9449



註：

應變數：年度超額報酬 (以會計年度第四個月起算累計一年)。

mInc_CSR_two：以原始分數衡量之企業社會表現總分變化大於 1 者，其變化量。

mInc_CSR_one：以原始分數衡量之企業社會表現總分變化等於 1 者，其變化量。

mDec_CSR_one：以原始分數衡量之企業社會表現總分變化等於 -1 者，其變化量。

mDec_CSR_two：以原始分數衡量之企業社會表現總分變化小於 -1 者，其變化量。

mInc_Strength_two：以原始分數衡量之優勢分數變化大於 1 (優勢建立程度高) 者，其變化量。

mInc_Strength_one：以原始分數衡量之優勢分數變化等於 1 (優勢建立程度低) 者，其變化量。

mDec_Strength_one：以原始分數衡量之優勢分數變化等於 -1 (優勢喪失程度低) 者，其變化量。

mDec_Strength_two：以原始分數衡量之優勢分數變化小於 -1 (優勢喪失程度高) 者，其變化量。

mInc_Concern_two：以原始分數衡量之劣勢分數變化大於 1 (劣勢改善程度高) 者，其變化量。

mInc_Concern_one：以原始分數衡量之劣勢分數變化等於 1 (劣勢改善程度低) 者，其變化量。

mDec_Concern_one：以原始分數衡量之劣勢分數變化等於 -1 (劣勢產生程度低) 者，其變化量。

mDec_Concern_two：以原始分數衡量之劣勢分數變化小於 -1 (劣勢產生程度高) 者，其變化量。

其餘變數定義請參見表 (四) 附註 (變數名稱尾端 *_raw* 代表以原始分數衡量)。

係數下方以斜體呈現之數值為該係數之 *t* 值。

*、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。

表(十一) 不同優勢或劣勢程度下之企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯

	以標準化後 分數衡量	以原始 分數衡量		以標準化後 分數衡量	以原始 分數衡量
	Model 1	Model 2		Model 3	Model 4
(1) CgStrength	-0.0716 *** <i>-3.24</i>	-0.0247 *** <i>-2.86</i>	(5) CgStrength	-0.0232 ** <i>-2.07</i>	-0.0084 ** <i>-2.15</i>
(2) HighStrScore_CgStrength	0.0568 ** <i>2.33</i>	0.0191 ** <i>2.03</i>	(6) HighConScore_CgStrength	-0.0014 <i>-0.09</i>	0.0000 <i>0.00</i>
(3) CgConcern	0.0297 ** <i>2.55</i>	0.0099 ** <i>2.39</i>	(7) CgConcern	0.0399 *** <i>3.64</i>	0.0120 *** <i>3.56</i>
(4) HighStrScore_CgConcern	0.0116 <i>0.77</i>	0.0028 <i>0.55</i>	(8) HighConScore_CgConcern	-0.0123 <i>-0.77</i>	-0.0019 <i>-0.35</i>
CgEarnings	0.2207 *** <i>22.01</i>	0.2208 *** <i>22.02</i>	CgEarnings	0.2208 *** <i>22.02</i>	0.2208 *** <i>22.01</i>
Earnings	0.1167 *** <i>6.94</i>	0.1167 *** <i>6.94</i>	Earnings	0.1171 *** <i>6.97</i>	0.1170 *** <i>6.96</i>
Year Effect	Yes	Yes	Year Effect	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes	Industry Effect	Yes	Yes
Adj. R-sq	0.0830	0.0829	Adj. R-sq	0.0827	0.0827
N	15,590	15,590	N	15,590	15,590
Test (1) + (2) = 0 p-value	0.1102	0.0937 *	Test (5) + (6) = 0 p-value	0.0461 **	0.0811 *
Test (3) + (4) = 0 p-value	0.0004 ***	0.0003 ***	Test (7) + (8) = 0 p-value	0.0357 **	0.0347 **

註：

應變數：年度超額報酬 (以會計年度第四個月起算累計一年)。

HighStrScore_CgStrength、HighStrScore_CgConcern：優勢表現在中位數以上 (優勢較強) 者，其企業社會責任表現優勢變化、劣勢變化。

HighConScore_CgStrength、HighConScore_CgConcern：劣勢表現在中位數以上 (劣勢較輕微) 者，其企業社會責任表現優勢變化、劣勢變化。

其餘變數定義請參見表 (四) 附註 (變數名稱尾端 _s 代表以標準化後分數衡量，變數名稱尾端 _raw 代表以原始分數衡量)。

係數下方以斜體呈現之數值為該係數之 t 值。 *、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。

表(十二) 環境、社會、公司治理面向企業社會責任
優勢與優劣表現變化與股價報酬關聯之差異

	以標準化後	以原始
	分數衡量	分數衡量
	Model 1	Model 2
(1) CgENV_str	0.0015 <i>0.04</i>	0.0022 <i>0.29</i>
(2) CgENV_con	0.0944 ** <i>2.21</i>	0.0102 <i>1.15</i>
(3) CgSOC_str	-0.0230 <i>-1.56</i>	-0.0095 ** <i>-2.21</i>
(4) CgSOC_con	0.0249 ** <i>2.10</i>	0.0093 ** <i>2.38</i>
(5) CgGOV_str	-0.0366 * <i>-1.93</i>	-0.0206 ** <i>-2.23</i>
(6) CgGOV_con	0.0326 * <i>1.73</i>	0.0110 * <i>1.71</i>
CgEarnings	0.2145 *** <i>20.99</i>	0.2144 *** <i>20.98</i>
Earnings	0.1112 *** <i>6.41</i>	0.1110 *** <i>6.39</i>
Year Effect	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes
Adj. R-sq	0.0885	0.0886
N	13,705	13,705
Test (1) = (2) p-value	0.0990 *	0.5069
Test (3) = (4) p-value	0.0114 **	0.0012 ***
Test (5) = (6) p-value	0.0109 **	0.0060 ***

註：

應變數：年度超額報酬（以會計年度第四個月起算累計一年）。

CgENV_str：企業社會責任表現環境構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgENV_con：企業社會責任表現環境構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

CgSOC_str：企業社會責任表現社會構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgSOC_con：企業社會責任表現社會構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

CgGOV_str：企業社會責任表現公司治理構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgGOV_con：企業社會責任表現公司治理構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

其餘變數定義請參見表（四）附註（變數名稱尾端 _s 代表以標準化後分數衡量，變數名稱尾端 _raw 代表以原始分數衡量）。

係數下方以斜體呈現之數值為該係數之 t 值。

*、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。

表(十三) 企業社會責任細項構面優勢與優劣表現變化與股價報酬關聯之差異

	以標準化後	以原始
	分數衡量	分數衡量
	Model 1	Model 2
(1) CgENV_str	-0.0092 -0.22	-0.0025 -0.29
(2) CgENV_con	0.0926 ** 2.02	0.0104 1.07
(3) CgCOM_str	-0.0154 -0.44	-0.0064 -0.61
(4) CgCOM_con	-0.0302 -1.01	-0.0109 -0.81
(5) CgDIV_str	-0.0733 ** -2.15	-0.0090 -1.30
(6) CgDIV_con	0.0258 1.31	0.0078 0.97
(7) CgEMP_str	-0.0745 * -1.72	-0.0195 ** -2.17
(8) CgEMP_con	0.0475 * 1.77	0.0144 ** 2.11
(9) CgHUM_str	0.0556 0.83	0.0438 0.76
(10) CgHUM_con	0.0047 0.07	-0.0041 -0.22
(11) CgPRO_str	0.0102 0.30	-0.0042 -0.23
(12) CgPRO_con	0.0497 1.43	0.0142 1.60
(13) CgGOV_str	-0.0627 * -1.68	-0.0189 * -1.82
(14) CgGOV_con	0.0346 * 1.72	0.0109 1.58
CgEarnings	0.2116 *** 20.30	0.2114 *** 20.28
Earnings	0.0922 *** 5.14	0.0925 *** 5.15
Year Effect	Yes	Yes
Industry Effect	Yes	Yes
Adj. R-sq	0.0895	0.0892
N	12,402	12,402
Test (1) = (2) p-value	0.1078	0.3312
Test (3) = (4) p-value	0.7452	0.7916
Test (5) = (6) p-value	0.0167 **	0.1301
Test (7) = (8) p-value	0.0159 **	0.0026 ***
Test (9) = (10) p-value	0.5695	0.4253
Test (11) = (12) p-value	0.4214	0.3709
Test (13) = (14) p-value	0.0231 **	0.0191 **

註：

應變數：年度超額報酬（以會計年度第四個月起算累計一年）。

CgENV_str：企業社會責任表現環境構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgENV_con：企業社會責任表現環境構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

CgCOM_str：企業社會責任表現社區構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgCOM_con：企業社會責任表現社區構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

CgDIV_str：企業社會責任表現多樣性構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgDIV_con：企業社會責任表現多樣性構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

CgEMP_str：企業社會責任表現員工關係構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgEMP_con：企業社會責任表現員工關係構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

CgHUM_str：企業社會責任表現人權構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgHUM_con：企業社會責任表現人權構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

CgPRO_str：企業社會責任表現產品構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgPRO_con：企業社會責任表現產品構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

CgGOV_str：企業社會責任表現公司治理構面優勢變化。分數變化大於零者，代表優勢建立。

CgGOV_con：企業社會責任表現公司治理構面劣勢變化。分數變化大於零者，代表劣勢改善。

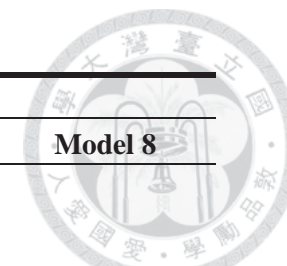
其餘變數定義請參見表（四）附註（變數名稱尾端 *_s* 代表以標準化後分數衡量，變數名稱尾端 *_raw* 代表以原始分數衡量）。

係數下方以斜體呈現之數值為該係數之 *t* 值。

*、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。

表(十四) 企業社會責任表現變化與股價報酬之關聯—加入額外的控制變數

	以標準化後分數衡量				以原始分數衡量			
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
CgCSR	0.0029 0.46				0.0012 0.53			
(1) CgStrength		-0.0268 *** -3.11		-0.0266 *** -3.08		-0.0105 *** -3.34		-0.0104 *** -3.31
(2) CgConcern			0.0349 *** 3.78	0.0340 *** 3.69			0.0109 *** 3.68	0.0105 *** 3.57
CgEarnings	0.2084 *** 20.67	0.2081 *** 20.65	0.2081 *** 20.65	0.2080 *** 20.64	0.2082 *** 20.65	0.2083 *** 20.66	0.2079 *** 20.62	0.2079 *** 20.62
Earnings	0.1419 *** 8.20	0.1422 *** 8.22	0.1413 *** 8.17	0.1415 *** 8.18	0.1420 *** 8.21	0.1417 *** 8.19	0.1414 *** 8.17	0.1411 *** 8.16
LCSR	0.0033 0.81				-0.0006 -0.65			
LStrength		0.0077 1.50		0.0068 1.32		0.0002 0.21		-0.0001 -0.11
LConcern			-0.0015 -0.24	-0.0014 -0.22			-0.0015 -0.99	-0.0016 -1.10
LogLAT	0.0053 *** 3.54	0.0048 *** 2.79	0.0053 *** 3.09	0.0048 ** 2.53	0.0055 *** 3.62	0.0060 *** 3.33	0.0045 ** 2.56	0.0052 *** 2.65
LPE	0.0000 1.26	0.0000 1.28	0.0000 1.29	0.0000 1.30	0.0000 1.27	0.0000 1.28	0.0000 1.29	0.0000 1.31
LPB	0.0000 0.10	0.0000 0.11	0.0000 0.11	0.0000 0.12	0.0000 0.11	0.0000 0.13	0.0000 0.10	0.0000 0.13



LLEV	0.0053 ***	0.0053 ***	0.0053 ***	0.0053 ***	0.0053 ***	0.0053 ***	0.0053 ***	0.0053 ***	
	9.58	9.60	9.56	9.55	9.62	9.50	9.62	9.53	
Year Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Industry Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	
Adj. R-sq	0.0890	0.0898	0.0899	0.0905	0.0890	0.0896	0.0900	0.0905	
N	15,566	15,566	15,566	15,566	15,566	15,566	15,566	15,566	
Test (1) = (2) p-value								<.0001 ***	<.0001 ***

註：

應變數：年度超額報酬（以會計年度第四個月起算累計一年）。

LCSR：期初企業社會責任表現總分。

LStrength：期初企業社會責任表現優勢。

LConcern：期初企業社會責任表現劣勢。

LogLAT：資產規模，以期初總資產取 Log 衡量。

LPE：本益比，以期初市值除以前期非常損益前盈餘衡量。

LPB：市值對帳面價值比，以期初市值除以期初普通股權益帳面價值衡量。

LLEV：財務槓桿，以期初長期負債對期初市值比加 1 衡量。

其餘變數定義請參見表（四）附註（變數名稱尾端 *_s* 代表以標準化後分數衡量，變數名稱尾端 *_raw* 代表以原始分數衡量）。

係數下方以斜體呈現之數值為該係數之 t 值。

*、** 和*** 分別表示達到 10%、5% 和 1% 顯著水準。

