



國立臺灣大學管理學院國際企業學系

碩士論文

Department of International Business

College of Management

National Taiwan University

Master thesis

企業社會責任表現和財務績效對於企業價值之影響：

天下永續公民獎評選之實證

The impact of corporate social responsibility performance
and financial performance on firm value: Empirical
analysis on the CommonWealth Magazine Citizens Award

劉千瑜

Chien-Yu Liu

指導教授：吳學良 博士

Advisor: Hsueh-Liang Wu, Ph.D.

中華民國 112 年 6 月

June, 2023

致謝



研究所時光倏忽即逝，論文口試結束的當下，突然捨不得和過去兩年道別。碩一上在必修課滿滿的個案中，逐漸適應和大學不同的學習模式，很幸運能和幾位大學就認識的朋友一起當研究所同學，也認識了很多很棒的新同學，這兩年從大家身上汲取了很多快樂，也從每個人身上學習和帶走了不同的東西。

關於論文，最感謝的是我的指導教授，吳學良教授。如果不是碩一上學期修的產業經濟學，我不會了解要如何執行一個量化研究，也在老師淵博的知識中發現企業策略是一件這麼令人著迷的事，而這堂課也讓我確定自己想跟著老師的腳步完成碩士論文。每一次在研究上遇到困難和疑惑，老師總能很快地排解我的疑難，覺得天崩地裂的難關老師都能巧妙化解，更讓我得到很多思考和學習的機會。也很感謝口試委員蕭義棋、葉峻賓和鍾璧徽教授，用心審視我的論文成果，更給予許多讓論文更好的建議。

我也想謝謝我的家人和朋友，在碩班最後的幾個月中，同時面臨緊湊的求職面試和論文進度，有好多個時刻都陷入自我懷疑，覺得自己無法完成，但幸好有爸媽和哥姊的支持關心，朋友們的互相打氣，讓我能夠在遭遇壓力和挫折時不被擊潰，並重拾繼續前進的動力。特別感謝歐歐和我一起探討各種論文問題，一直到最後口試都互相幫忙，謝謝羽平、小翰和筱淇陪我度過許多課堂時光，還有對於論文和求職壓力的感同身受，謝謝友銓的陪伴和照顧，總是相信我能做到，傾聽我的焦慮與煩惱，你就像我在台北的家人。

研究所對我而言是一段豐富的人生旅程，讓我深刻感受自己的幸運，竟能得到許多人的幫助和成長的機會，也讓我更有勇氣面對未來新的旅程。

劉千瑜 謹致於國立台灣大學國際企業學研究所

中華民國一百一十二年六月

中文摘要



傳統上企業的首要經營目標為利潤極大化，並對股東負責，然而企業社會責任提出企業在經營過程中，需與不同利害關係人進行互動，包含：環境、顧客、員工等，並滿足各個利害關係人的期待。本研究擬衡量企業的社會責任表現與企業價值之關係，並衡量企業財務表現對企業價值之影響，藉此探究企業達成社會適配和經濟適配對於企業價值的影響效果。企業社會責任表現之衡量以天下永續公民獎評比作為依據，財務指標則蒐集 TEJ 資料庫的財報資訊，衡量兩者對於企業價值-Tobin's Q 之影響效果，實證結果發現企業社會責任表現良好對於企業價值並無顯著影響，而優異的財務表現則能正向影響企業價值，可知經濟適配對於企業價值有更直接的正面影響。本研究亦發現當外部產業環境較競爭時，可加強財務表現對企業價值的正向影響；而企業內部若擁有較高的寬裕資源，可增進企業社會責任表現與財務表現對企業價值的正向影響。故企業經營應同時考量外部產業環境和組織內部資源，藉此達成提升企業價值的目標。

關鍵詞：企業社會責任、財務表現、企業價值、社會適配、經濟適配、利害關係人理論

英文摘要



Traditionally, the primary objective of businesses has been to maximize profits and be accountable to shareholders. However, the concept of corporate social responsibility (CSR) proposes that businesses should interact with various stakeholders during their operations, including the environment, customers, employees, and others, and meet the expectations of these stakeholders. This study aims to measure the relationship between a company's social responsibility performance and its firm value, as well as the impact of financial performance on firm value. By doing so, the study intends to explore the effects of achieving social fit and economic fit on firm value. The measurement of CSR performance is based on the evaluation criteria of the "CommonWealth Magazine Citizens Award", while financial indicators are collected from the TEJ database to measure their effects on firm value, specifically Tobin's Q. The empirical results reveal that good CSR performance does not have a significant impact on firm value, whereas excellent financial performance can positively influence firm value. This suggests that economic fit has a more direct positive impact on firm value. The study also found that when the external industry environment is more competitive, strengthening financial performance can enhance its positive impact on firm value. Additionally, if a company has higher slack resources internally, it can enhance the positive impact of both CSR and financial performance on firm value. Therefore, in business operations, consideration should be given to both the external industry environment and internal organizational resources in order to achieve the goal of enhancing firm value.

Keywords: Corporate social responsibility 、 Financial performance 、 Firm value 、 Social Fit 、 Economic Fit 、 Stakeholder Theory

目錄



致謝	I
中文摘要	II
英文摘要	III
目錄	IV
圖目錄	V
表目錄	V
第一章、緒論	1
第一節、研究動機	1
第二節、研究目的	4
第二章、文獻回顧	5
第一節、社會適配和經濟適配與企業價值	6
第二節、產業競爭程度與企業價值	9
第三節、組織寬裕資源與企業價值	11
第三章、研究方法	13
第一節、樣本蒐集	13
第二節、變數衡量	18
第三節、變數分析	20
第四章、研究結果	22
第一節、敘述統計	22
第二節、迴歸分析結果	26
第五章、討論與結論	31
第一節、實證結果討論與理論意涵	31
第二節、管理意涵	34
第三節、研究限制與建議	36
參考文獻	37



圖目錄

圖一：Carroll (1991)社會企業責任金字塔.....	2
圖二：研究假說架構圖.....	12
圖三：迴歸模型架構圖.....	22
圖四：產業競爭程度交互作用圖(企業財務表現).....	29
圖五：組織寬裕資源交互作用圖(企業社會責任)	30
圖六：組織寬裕資源交互作用圖(企業財務表現).....	30

表目錄

表一：企業樣本名單.....	15
表二：各變數之敘述統計量.....	23
表三：各變數相關係數矩陣.....	25
表四：階層迴歸分析表.....	28

第一章、緒論



第一節、研究動機

企業社會責任 (Corporate Social Responsibility, 簡稱 CSR) 在全世界各地乃至台灣, 企業皆積極投入相關活動和策略發展, 而台灣的主管機關更規定上市櫃企業若符合相關規定者, 需依法製作企業社會責任報告書¹, 因此從公家機關(如: 台灣證券交易所、衛生署), 到民營企業(如: 台積電、台塑)每年都會提出企業的永續報告書, 藉此告知大眾和投資人企業投入企業社會責任的情況。而隨著企業社會責任持續的蓬勃發展, 大眾也對於 CSR 提出了質疑, 麥肯錫公司 (McKinsey & Company) 於 2022 年提出的《Does ESG really matter—and why?》報告中將這些批評和質疑歸納為四類: 一、ESG²是對品牌有利的工具, 但不該是公司的主業; 二、企業難以滿足各方利害關係人的要求; 三、ESG 成效難以衡量, 且各間評比機構衡量標準不同; 四、ESG 評分與財務業績之間未必有顯著的相關性。第四點指出企業社會責任是否能對於企業財務績效或價值產生實際的影響, 亦是學界長久以來所關心的問題。

從企業經營方面來看, 企業投入社會責任活動確實能獲得優勢, 例如: 在融資方面, 2019 年星展銀行與友達簽訂台灣首筆永續連結貸款 (Sustainability-linked Loan), 銀行端為企業設定永續目標, 包含: 符合國際永續標準、碳排減量等, 依不同行業特性設定專屬目標, 若企業如期完成指定目標, 即可獲得較優惠的貸款利

¹ 臺灣證券交易所「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」規定上市公司符合下列情事之一者, 應依作業辦法之規定編製與申報中文版本之企業社會責任報告書: 一、最近一會計年度終了, 依據「上市公司產業類別劃分暨調整要點」規定屬食品工業、化學工業及金融保險業者。二、依證券交易法第三十六條規定檢送之最近一會計年度財務報告, 餐飲收入占其全部營業收入之比率達百分之五十以上者。三、依證券交易法第三十六條規定檢送之最近一會計年度財務報告, 股本新臺幣五十億元以上者。

² ESG 為 Environmental(環境)、Social(社會)、Governance(公司治理)這 3 個指標的首字母縮寫詞, 源起於聯合國 2005 年的《Who Cares Wins》報告, 在 CSR 的範疇之下, ESG 更加明確界定了企業的永續目標和執行方向。根據 Gillan et al. (2021), ESG 是指企業如何將這三項構面整合進商業模式之中。傳統上, 企業社會責任意味企業應承擔更多責任, 成為更好的企業公民的活動, CSR 和 ESG 有一項明確差異在於 ESG 更明確包含治理, 而 CSR 則是間接包括考量環境和社會的治理活動。


率。這項舉措看似讓企業取得較低成本的資金，然而，當企業執行相關的活動時，勢必需要投入對應的資源與成本，因此單看企業社會責任帶來的優點是不夠的，更應審視投入成本和實際效益之間的關係，才能回答前述的問題。

在探究核心問題前，首先應解構企業社會責任的意義為何，涵蓋了哪些面向。Friedman (1962)在《Capitalism and freedom》文中提到，企業唯一的社會責任即是運用資源並投身各項活動以創造最大的利潤，同時遵守市場的遊戲規則，意味著企業要加入自由且開放的競爭，且不能有欺詐行為。然而 Carroll (1991)認為企業的社會責任不僅止於利潤最大化，更涉及多元層面，他將企業社會責任的構面建構為金字塔，最下層為經濟責任(Economic Responsibilities)，即最原始的企業目標：為社會大眾提供服務與產品，並極大化利益，對股東負責；而往上一層則是法律責任(Legal Responsibilities)，強調企業應遵守法律，符合最低程度的社會規範；再上一層是道德責任(Ethical Responsibilities)，意味著企業的作為不能僅遵守法律，更能執行與社會對於道德的理念一致的活動，或避免不符社會道德觀的行為；金字塔的最上層則是慈善公益責任(Philanthropic Responsibilities)，企業透過自發性的提供服務或資源去創造更好的社會，其與道德責任的差異在於有些企業認為只要當個好公民即可，但慈善公益責任更強調企業願意花費額外的資源去創造福祉，且即使企業未從事這些慈善活動，大眾也不會認為企業沒有遵守道德規範。



圖一：Carroll (1991)企業社會責任金字塔

而現今許多研究所討論的企業社會責任，大多更加聚焦於 Carroll 建構的金字塔中經濟責任以外的三種責任，意即企業除了遵守法律和道德規範外，更願意付出



額外資源執行更多的企業社會活動，以促進社會福祉，而 Carroll 也提到 Corporate Social Responsibility 中的「Social」範圍和利害關係人(Stakeholder)所指涉的對象是相符合的，利害關係人代表企業在營運和決策過程中擁有互動關係、利益等關聯的族群或個人，而經營者的挑戰就在於決策過程中需要考慮哪些關係人或團體，不同利害關係人對於企業經營的急迫性和重要性該如何排序？Carroll 最後提出的管理難題亦是本文研究的重點，究竟企業達成社會適配(Social Fit)和經濟適配(Economic Fit)會如何影響企業價值？

首先討論社會適配(Social Fit)，有不少學者認為企業不只是私人機構，更是社會機構，例如 Freeman (1984)提出的利害關係人理論，此理論呼應 Carroll 之看法，指出企業不只要對實際投入金錢投資企業的股東負責，更要顧及其他利害關係人，包含：員工、社會、環境、顧客和供應商等，當企業在社會責任上表現良好時，可能會面臨較少的勞工問題、客戶對產品的印象更好，總結來說，所謂的社會適配意味著企業的所作所為是否能多方面符合各個利害關係人的期待，妥善管理雙方的關係，亦是衡量企業未來發展潛力的面向之一，相比經濟適配，社會適配更聚焦於股東以外的利害關係人。

而經濟適配(Economic Fit)則表示企業的經營成果展現於財務表現之上，如 Friedman (1962)認為企業唯一需要達成的社會責任是利潤最大化並守護資產。因此經濟適配代表企業透過經營和管理能力努力提升財務績效，展現企業的營業能力和發展潛力，藉此滿足股東的期待，亦即 Carroll 金字塔中的經濟責任，考量的利害關係人聚焦於股東。

企業最原始的目標是為了獲取利潤並對股東負責，但隨著企業經營涉及的面向逐漸擴大，社會大眾對於企業的期待也超過了獲利能力，而企業在社會責任上的表現影響著其與利害關係人之間的關係，這更攸關企業價值與未來成長的潛力，過往也有多篇文獻探討企業社會責任對於企業財務績效和價值之間的影响關係(Jo & Harjoto, 2011; Mishra & Suar, 2010)，但較少文獻針對同一筆的企業樣本，同時探討

財務表現和財務表現以外的企業社會責任表現對於企業價值的影響，對於企業而言，社會適配(Social Fit)和經濟適配(Economic Fit)是否同等重要，應該將有限的資源投入於什麼樣的策略之中才能有效提升企業價值，將是本研究討論的重點。


因企業社會責任的衡量構面較為複雜，故本研究採用由天下雜誌自 2007 年起舉辦的「天下永續公民獎」作為企業社會責任表現的評量標準，該獎項邀請全台灣過去三年至少有兩年獲利為正的企業參與評比，其表示：『今天 CEO 要面對的關鍵問題，除了獲利之外，更要回答：公司的存在是否對社區有利？企業是否改善了環境？企業在創造財富的過程中是否做了有悖道德的事？』³而此機構的評選構面包含：企業治理、企業承諾、環境永續和社會參與，可見企業社會責任的構成是多元的，當中的核心為企業在商業經營外如何與利害關係人互動，而此調查並未將財務績效納入評比標準，因此可將其視為 Carroll 金字塔中法律、道德和慈善公益責任的綜合評量指標；財務績效則採用台灣經濟新報(TEJ)資料庫中的台灣上市櫃企業財報數字，透過會計數字衡量企業的經營表現。

第二節、研究目的

本研究擬探討企業社會責任表現和企業財務表現對於企業價值之影響，並以天下永續公民獎名單資料執行實證研究分析。本研究問題可具體化如下：

1. 檢驗經天下永續公民獎評核認證的企業，代表其達成社會適配，對企業價值是否有正面影響
2. 檢驗企業經營所展現的良好財務指標，代表其達成經濟適配，對企業價值是否有正面影響


³ 引用自天下永續公民獎官網原文：<https://topic.cw.com.tw/csr/about-1.aspx>

- 
3. 探討若企業處於競爭程度較高之產業(以 Herfindahl-Hirschman Index 來衡量)，是否能強化企業社會責任和財務表現對於企業價值的關係，即產業競爭程度能強化企業社會責任和財務表現對企業價值之正向影響
 4. 探討若企業本身擁有較多的寬裕資源(以自由現金流÷總資產來衡量)，是否能強化企業社會責任和財務表現對於企業價值的關係，即組織寬裕資源能強化企業社會責任和財務表現對企業價值之正向影響

第二章、文獻回顧

企業社會責任 (Corporate Social Responsibility, 簡稱 CSR) 在 1953 年第一篇由 Bowen (1953) 提出正式定義的文獻，認為企業按照社會的意願存在，其行為和策略方法需要符合社會規定的準則，而企業更在社會中扮演著道德代理人的角色。往後的幾十年間眾多學者陸續發展企業社會責任的定義，而根據 Dahlsrud (2008) 的文獻所述，各項對於 CSR 的定義難以有任何一個是毫無偏頗的，但仍能歸納出幾項架構分類，因此文獻中分析 37 種關於 CSR 的定義，分別來自文獻和網站資訊，而網站資料都可追溯其來源。Dahlsrud 將多種 CSR 定義分類為五大構面：環境構面 (The environmental dimension)、社會構面 (The social dimension)、經濟構面 (The economic dimension)、利害關係人構面 (The stakeholder dimension) 和自由意志構面 (The voluntariness dimension)。

環境構面代表對於自然環境的關懷，例如企業在營運過程中應注重環境保護；社會構面意指企業和社會之間的關係，包含在企業營運中融入對於社會的關懷或致力於創造更好的社會，抑或是在企業經營中完整考慮對於社會的影響；經濟構面指企業績效表現，包含營運能力和維持獲利能力；利害關係人構面則提到企業和各利害關係人間的互動關係；自由意志構面的範疇則超過法律所規定的責任義務，可能是基於道德價值的企業自發性行為。




企業投入資源從事企業社會責任，對於企業財務績效和企業價值的影響在學術界中引起廣泛討論，部分學者認為企業社會責任無疑將增加企業的支出成本，對於利潤率將有負面影響(Friedman, 1970)，但 Porter and Kramer (2006)指出企業社會責任不必然會與企業的經營目標完全分離，企業不應將其視為公司與社會間的緊張關係，而是應試圖將企業社會責任融入企業的策略目標中，此時他將不只是成本、約束或慈善活動，而能成為企業的競爭優勢；Michelon et al. (2013)也提出執行企業社會責任能夠使企業與社會的關係更加良好，並增加企業聲譽，且針對利害關係人的需求所執行的活動更能正向的影響績效。過去學界針對企業社會責任對於企業財務績效與價值的正向影響上，提出主要三個理論：社會影響假說(The social impact hypothesis)、寬裕資源理論(Slack Resources Hypothesis)和良好管理理論(Good management theory)，而寬裕資源理論則和良好管理理論環環相扣，細節將於下文中討論。

第一節、社會適配和經濟適配與企業價值

一、社會適配對企業價值呈正向影響

利害關係人理論(Stakeholder Theory)當中討論企業與各個利害關係人之間的關係，除了顧客、供應商等企業經營常接觸的關係人外，美國在 1960 年代科技快速進展，企業發展的同時對於自然資源的破壞引起了社會大眾的注意，企業與自然環境的關係開始被重視，使得企業利害關係人的網絡變得更加複雜，而此理論認為，若企業想要極大化利潤，應該滿足各方利害關係人的需求(Freeman, 1984)。奠基於此理論的社會影響假說(The social impact hypothesis)認為當企業滿足各方利害關係人的期待時，會提升企業的聲譽，並接著為公司的財務績效帶來正面影響(Preston & O'Bannon, 1997)，例如：根據 Waddock and Graves (1997)，企業社會責任表現可能是銀行或其他投資機構衡量企業的指標之一，投資者認為社會責任執行良好的企業擁有較低的風險，有助於企業獲取資金。而轉向各個利害關係人的角度，則可




以社會認同理論(Social identity theory)來說明，該理論強調一個人的自我概念會受到不同的組織所影響(Ashforth & Mael, 1989)，因此機構投資人喜歡將自己與企業社會責任表現良好的企業連結在一起、顧客會支持與自身理念符合的企業，進而提升忠誠度(Mishra & Suar, 2010)。企業內員工的自我認同也會受到組織的品牌印象和聲譽所影響，Turban and Greening (1997)的研究即指出企業社會責任表現較佳的企業在大眾間擁有較佳的名聲，相比社會責任表現較差的企業能夠吸引更多的求職者，因為這些員工能夠在工作中得到正面的自我概念，可知企業從事企業社會責任不只有對外滿足社會和環境，更能藉此吸引更多優秀人才加入企業，有助於對公司營運表現產生正面影響。

第二個認為企業社會責任對於企業績效有正面影響的觀點為寬裕資源理論(Slack Resources Hypothesis)和良好管理理論(Good management theory)。研究指出若企業於前期擁有較佳的財務績效時，意味著擁有充裕財務資源，根據寬裕資源理論，管理者會認為企業社會責任支出是他們可以負擔的投資，進而擴大社會責任的參與程度(Adams & Hardwick, 1998)，接著對後續的財務表現形成正面影響。而優異的社會責任表現和經營者的管理能力相連結，舉例來說，當大眾對於企業關懷環境和社會的態度和行為，或企業與社區、政府的關係抱有正面認知時，企業的社會責任表現和管理能力的界線會逐漸模糊，大眾會將社會責任表現與管理能力連結，而外部關係人對於企業的正面印象，更能提高企業的銷售表現或降低股東的管理成本，對於企業的價值將帶來正面影響。因此，良好管理理論指出企業社會責任象徵著傑出的經營管理能力，且能為企業創造更高的價值(Waddock & Graves, 1997)。

過往的實證研究亦出現企業社會責任表現正面影響企業價值的研究結果，Jo and Harjoto (2011)使用 KLD⁴資料庫作為企業社會責任表現的判斷標準，針對 2952 間企業進行研究，並在採用財務績效、研發費用支出、廣告支出和銷售成長率作為

⁴ KLD STATS (Statistical Tool for Analyzing Trends in Social and Environmental Performance)，根據介紹手冊所述，此資料庫蒐集超過 3000 間美國企業每年有關 environmental、social 和 governance performance 三大構面的評比數據，而這些構面下又分為多種類別約 80 項指標，多面向的衡量企業的社會責任表現。




控制變數的情況下，研究結果顯示社會企業責任表現對於企業價值(Tobin's Q)有顯著的正面影響。Mishra and Suar (2010)在印度市場的研究中，根據 Freeman (1984)的利害關係人理論，將企業社會責任執行的構面分為對於不同利害關係人的作為，並指出若能有效管理與不同利害關係人的關係，將能降低這些關係人可能為企業帶來的成本，而實證研究結果亦發現企業社會責任與各種關係人的互動，包含：員工、顧客、投資者、環境和供應商，當企業能較好的滿足這些人時，對於企業財務績效皆有顯著的正面影響，研究同時也發現企業若名列於證券交易所中，其經營成果或企業資訊將會更容易被不同利害關係人檢視和監督，其經營績效也會優於其他未列於交易所的企業。

二、經濟適配對企業價值呈正向影響

在過往研究中，企業的財務表現常以資產報酬率(Return on Assets, ROA)、股東權益報酬率(Return on Equity, ROE)和銷售報酬率(Return on Sales, ROS)三個比率衡量，這些會計比率代表企業如何有效率且有效的使用企業資產和權益，用以提升存貨的周轉率和銷售額，進而賺取利潤(Raza et al., 2012)。

而財務表現對於企業價值有何影響，可根據 Spence (1973)提出的信號理論(Signaling theory)來進行解釋，此理論在文獻中原先主要探討求職市場中資訊不對稱的情況，後續被用來延伸解釋企業經營者為何希望將公司內部財務資訊揭露給社會大眾，因企業的財務表現是一項外部投資人評價該企業價值的重要指標，而在市場上企業和投資人之間存在資訊不對稱的情形，企業可以透過公開揭露財務資訊讓投資人知曉企業獲利能力進而對其未來發展抱持信心，更佳樂於投資，提高企業的市場價值(Dang et al., 2019)。Easterbrook (1984)的研究也提出企業可以透過一些可負擔的方法對外釋放訊號(Signal)，發布關於企業創造收益和未來發展能力等公告，例如透過外部機構對企業內部的資訊進行公正的檢視，且因這些機構同時評量多家企業，較不可能接受企業賄賂而提出不實的資訊，具有較高的公信力。

在實證研究方面，Dang et al. (2019)在越南市場研究 217 間在胡志明交易所具



有完整公開資訊的企業，從五年的數據中發現資產報酬率(ROA)對於企業價值(Tobin's Q)有正面顯著影響，可推論企業的財務表現對於其企業價值有正面影響。Suhadak et al. (2018)則在印尼研究 84 間上市企業，探討各間企業的公司治理表現對於企業價值的影響，並以資產報酬率和股東權益報酬率衡量的財務表現作為調節變數，實證結果發現主關係間並無顯著影響效果，但財務表現的調節效果呈現正向顯著關係，意味著良好的經營管理能力搭配正向的財務表現訊號能提升投資人信心，有效增進企業價值。

根據上述文獻，本研究認為上市櫃公司皆有公開的財報資訊，市場投資人得以了解企業的經營情況和獲利能力，若企業財務表現良好時，投資人將看好企業未來的成長潛力，因此當企業擁有較佳的財務表現時，應對企業價值有正面影響。

三、小結

總結以上文獻所述，企業社會責任表現對於企業績效和價值的正面影響，學界中有社會影響假說和良好管理理論，社會影響假說認為企業滿足各利害關係人期待可提升財務績效，而良好管理理論則將企業社會責任表現與良好的管理能力相結合；而企業財務表現作為一公開資訊，則能讓大眾與投資人了解企業經營能力進而提升信心並看好發展潛力，對企業價值產生正面影響。因此本研究推論，無論是社會適配(Social Fit)抑或是經濟適配(Economic Fit)，皆能對企業價值產生正面影響。

綜合上述，本研究提出下列假說：

假說 1a：企業達成社會適配，對於企業價值有正向影響

假說 1b：企業達成經濟適配，對於企業價值有正向影響

第二節、產業競爭程度與企業價值

在一個產業中，每間企業的規模或盈利能力是衡量產業競爭程度的其中一種方法，當產業集中度較高時，代表少數企業掌握了較高的市場份額，競爭程度較低，反之，當產業集中度較低時，數量較多規模較小的企業各自掌握了一部份的市場份



額，競爭程度較高(Bain, 1951)。

產業競爭程度在企業經營中扮演重要的外在影響因素，以創新為例，創新被視為是一種創造性的破壞，更容易發生在競爭程度高的產業或成熟產業的小公司中，且創新會隨著產業競爭程度的提升而增加，進而可能提升企業的經營表現(Hou & Robinson, 2006)。而 Hart (1983)則指出產業中的競爭能讓企業的資源做出更有效的配置，在高度競爭的環境中，能夠降低企業經營者怠惰的可能，進而達成更好的公司治理。Raith (2003)亦指出當產品市場的競爭增加，會增加企業管理者積極工作的誘因，進而降低代理成本，使管理者做出符合股東利益的行為，有利於企業績效的提升。

在實證研究方面，根據 Fosu (2013)在南非市場的實證研究中，以 Herfindahl-Hirschman Index(HHI)作為產業競爭程度的衡量指標，發現八個不同產業共 257 家公司在財務槓桿和財務績效的關係中，HHI 產生了顯著的調節效果，當企業擁有較高的財務槓桿時，若同時處於競爭程度較高的產業，則以資產報酬率(ROA)衡量的企業績效表現更佳，代表產業環境的競爭促使經營者將資金做了妥善而有效的運用；而 Javeed et al. (2020)在巴基斯坦針對 147 間企業執行的研究中，同樣使用 HHI 作為產品市場的競爭程度指標，研究指出若企業妥善落實國家頒布的環境法規，從環境保護方面落實企業社會責任，產業競爭程度可正向調節企業的資產報酬率，帶來更好的財務表現，可見在競爭激烈之環境中，以企業社會責任活動作為差異化策略可為企業提升財務績效。

由上述研究可知當企業處於競爭程度較高之產業時，管理者將更積極的將資源投注於對企業有利的活動，企業社會責任也可視為差異化的策略與手段之一，而企業財務經營能力較佳，亦能視為差異化的表現，有助於增加大眾和投資人對於企業的信心，並有利於企業在競爭激烈的市場環境中脫穎而出。

綜合上述，本研究提出下列假說：

假說 2a：當企業處於較競爭的產業，相比較不競爭的產業，企業達成社會適配更



能增進企業價值

假說 2b：當企業處於較競爭的產業，相比較不競爭的產業，企業達成經濟適配更

能增進企業價值

第三節、組織寬裕資源與企業價值

組織寬裕資源被定義為企業必要投入資源之外的可用資源(Cyert & March, 1963)，而過去研究將組織的寬裕資源依據資源的可移動性，將其分為已吸附(absorbed)的資源，表示已被吸附為組織成本的資源，如：人力資源，另一種則為未被吸附(unabsorbed)的資源，意指未被賦予任務的可用資源，如公司的財務資源(Singh, 1986)。已吸附的資源因為已投入與公司營運相關的活動中，在短期難以移動或重新分配，因此和企業長期的表現較為相關(Voss et al., 2008)；而未被吸附的資源因為使用彈性較大且具備即時性，可以緩衝資金壓力，使企業有能力投入較高風險的投資項目和增加創新動能，進行如進入新市場或發展新產品的舉措；同時也能協助企業應對威脅，在資源應用上更加靈活，例如：對抗來自競爭對手的行動(Daniel et al., 2004)。

在 Hambrick and D'Aveni (1988)的研究中，以「淨值負債比」(Equity to debt ratio)作為寬裕資源的衡量變數，表示企業未來獲得更多資本的能力，而研究中挑選出 1972-1982 年之間破產的 63 間企業，再根據公司產品、規模相似性挑選 57 間存活企業探討兩者之間寬裕資源的差異，研究結果指出破產企業在破產的 10 年前開始，每一年的寬裕資源皆顯著低於存活企業，可見寬裕資源對於企業績效之影響。根據 Lin et al. (2020)探討 Fortune 評比企業社會責任表現良好的企業與財務績效的關係，並加入以自由現金流÷總銷售額衡量的財務寬裕資源作為調節效果，雖然最終企業社會責任表現對於股東權益報酬率和資產報酬率並無顯著影響，但寬裕資源正向調節了兩者間的關係，代表充足的額外財務資源可以使企業思考更長遠的布局，探索更多投資機會，並更有餘裕投入企業社會責任。

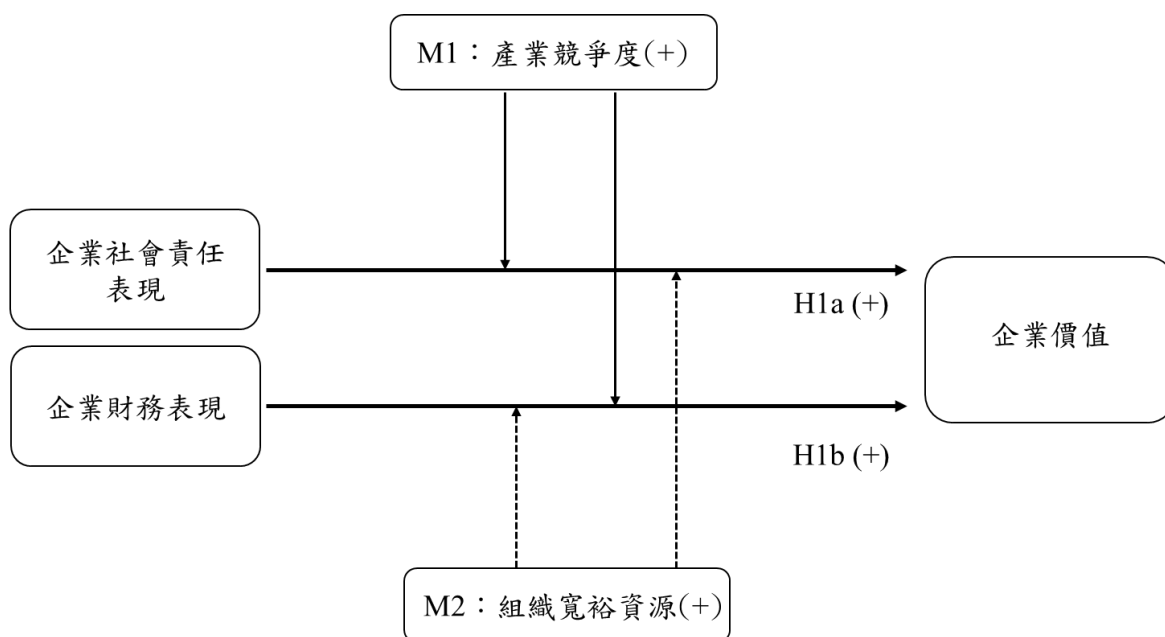
由上述文獻可知當企業擁有較高的寬裕資源時，意味著企業可以進行更多有

助於公司成長和創新的舉動，有利於提升企業績效與價值，另外，呼應前文提及的寬裕資源理論，企業擁有寬裕資源時將有更高的動機投入企業社會責任活動，代表企業不只能透過額外資源從事對企業有益的投資行為，同時能執行企業社會責任活動，雙向加成大眾對於企業的信心與評價，並實際將成果反映在企業價值之上，且能讓投資人認為企業適當從事企業社會責任活動，並無影響其他必要活動的投資資源；在財務方面，若財務表現優良且擁有寬裕資源，可使投資人更加肯定企業的經營成果。綜合文獻所述，本研究認為當企業擁有更多的寬裕資源，其社會責任和財務上的良好表現更能強化企業價值。

綜合上述，本研究提出下列假說：

假說 3a：當企業擁有更多組織寬裕資源，相比寬裕資源較少的企業，企業達成社會適配更能增進企業價值

假說 3b：當企業擁有更多組織寬裕資源，相比寬裕資源較少的企業，企業達成經濟適配更能增進企業價值



圖二：研究假說架構圖

第三章、研究方法



第一節、樣本蒐集

本研究其中一項目標在於探討企業之企業社會責任表現對於企業價值之影響，並以天下雜誌舉辦之「天下永續公民獎」上榜企業作為企業社會責任表現較佳企業的標準。該機構自 2007 年起舉辦此獎項評比，每屆主動邀請過去三年內至少兩年獲利為正的全台企業參與，並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組四組進行評選，衡量指標包含公司治理、企業承諾、社會參與和永續環境四大面向。本研究以大型企業組上榜企業作為分析目標，並以此為依據將上榜公司以台灣交易所 TES 產業別進行分類，而每間企業再根據產業挑選同產業未上榜企業中，另選三間企業作為對照組，合計共 132 筆樣本，樣本內容和挑選方式如下：

一、樣本內容和蒐集方法如下

- (一)天下永續公民獎：由機構公布 2019 年得獎名單，挑選大型企業組獲獎企業，共計 33 間上榜企業。
- (二)與天下永續公民獎中公司相同產業但未上榜之企業：為衡量企業社會責任表現良好之企業的市場價值，故針對每間上榜公司再挑選三間同產業未上榜企業作為對照組，共計 99 筆樣本。
- (三)挑選基準
 1. TES 產業分類相同：為衡量企業社會責任表現與企業價值之間的關係，本研究根據 TEJ 資料庫採用之交易所產業分類代碼，根據每間上榜企業產業再挑選三間同產業、未入選天下永續公民獎之企業，作為企業社會責任表現之對照組。
 2. 皆為上市櫃公司：考量資料可得性，本研究皆以台灣上市櫃公司作為研究標的。
 3. 公司財務表現相近：挑選樣本時為避免各家公司績效表現差異過大造成研究結果失真，因此採用投資人評估公司時使用的每

股盈餘(EPS)作為篩選標準，挑選 EPS 相近之未上榜企業。

二、資料期間：天下永續公民獎 2019 名單

三、企業社會責任定義：

(一)學術定義：Carroll (1991)的企業社會責任金字塔，將社會責任分為經濟責任(Economic Responsibilities)、法律責任(Legal Responsibilities)、道德責任 (Ethical Responsibilities) 和 慈善公益責任 (Philanthropic Responsibilities)，如今的研究所以探討的企業社會責任多聚焦於經濟責任之外的三個構面，並強調企業如何與各利害關係人互動。

(二)「天下永續公民獎」機構定義：評選構面分為四種，包含企業治理、企業承諾、社會參與和環境永續。企業治理主要衡量董事會的獨立性與透明度；企業承諾包含對消費者的承諾、對員工的培育與照顧和對研發創新的投入；社會參與衡量企業是否長期投入特定議題、並發揮積極影響力；環境永續調查企業在環境及能源管理上是否有具體目標與做法。

表一：企業樣本名單

編號	天下公民獎上榜企業	產業別	同產業未上榜企業
1	2330 台積電	半導體業	3105穩懋、6462神盾 8016矽創
2	2409 友達	光電業	2349鍊德、2374佳能 3523迎輝
3	2204 中華	汽車工業	1512瑞利、2241艾姆勒 2243宏旭-KY
4	3045 台灣大	通訊網路業	3081聯亞、3491昇達科 3684榮昌
5	2301 光寶科	電腦及週邊 設備業	2397友通、3323加百裕 4987科誠
6	4904 遠傳	通訊網路業	2455全新、3163波若威 6417韋僑
7	2356 英業達	電腦及週邊 設備業	2324仁寶、2362藍天 2425承啟
8	2201 裕隆	汽車工業	1521大億、1522堤維西 1536和大
9	2454 聯發科	半導體業	3034聯詠、2379瑞昱 3592瑞鼎
10	1101 台泥	水泥工業	1102亞泥、1103嘉泥 1109信大
11	2357 華碩	電腦及週邊 設備業	3611鼎翰、5289宜鼎 5474聰泰
12	2002 中鋼	鋼鐵工業	2010春源、2029盛餘 2032新鋼
13	2412 中華電	通訊網路業	5388中磊、6245立端 6416瑞祺電通

編號	天下公民獎上榜企業	產業別	同產業未上榜企業
14	2207 和泰車	汽車工業	2227裕日車、4551智伸科 2247汎德永業
15	2395 研華	電腦及週邊 設備業	6230尼得科超眾、6414樺漢 8210勤誠
16	1402 遠東新	紡織工業	4426利勤、4401東隆興 1464得力
17	3481 群創	光電業	5251天鉞電、5484慧友 4956光鉞
18	5371 中光電	光電業	3531先益、4972湯石照明 5244弘凱
19	3231 緯創	電腦及週邊 設備業	2353宏碁、3005神基 3071協禧
20	1504 東元	電機機械	1514亞力、1519華城 4532瑞智
21	2408 南亞科	半導體業	3680家登、5222全訊 6651全宇昕
22	5347 世界	半導體業	3265台星科、3556禾瑞亞 6823濾能
23	2912 統一超	貿易百貨	5903全家、8454富邦媒 2915潤泰全
24	2376 技嘉	電腦及週邊 設備業	3416融程電、3483力致 6680鑫創電子
25	2049 上銀	電機機械	1515力山、4549桓達 4571鈞興-KY
26	2634 漢翔	航運業	2612中航、2617台航 2633台灣高鐵

編號	天下公民獎上榜企業	產業別	同產業未上榜企業
27	6239 力成	半導體業	3413京鼎、5299杰力 3661世芯-KY
28	6285 啟碁	通訊網路業	6263普萊德、6470宇智 6792詠業
29	2377 微星	電腦及週邊 設備業	3211順達、3088艾訊 4938和碩
30	2903 遠百	貿易百貨	2916滿心、3171新洲 9960邁達康
31	8150 南茂	光電業	3051力特、3230錦明 3490單井
32	2727 王品	觀光業	1259安心、2723美食-KY 2726雅茗-KY
33	1477 聚陽	紡織工業	4433興采、4438廣越 4402福大



第二節、變數衡量

一、依變數－企業價值：本研究參考企業社會責任和企業價值相關文獻中，Jo and Harjoto (2011)和 Buchanan et al. (2018)採用之 Tobin's Q 作為企業價值衡量之指標，並以 TEJ 資料庫蒐集樣本企业 2020 和 2021 年績效數值並予以平均。

- Tobin's Q：市場價值÷資產重置成本。此指標不只反映了市場價值，更代表了企業未來的發展潛力，因此以此指標來衡量企業價值。

二、自變數：

(一)主變數

- 企業的社會責任表現：本研究採用天下雜誌舉辦之「天下永續公民獎」名單作為依據，其評比以公司治理、企業承諾、社會參與和永續環境衡量，根據 2019 年公佈之名單，上榜公司表示其企業社會責任表現較佳，達成社會適配，則該虛擬變數設定為 1，其餘未上榜企業則為 0。
- 股東權益報酬率(ROE)：根據 Dang et al. (2019)探討企業盈利能力和企業價值的文獻中，採用 ROE 作為衡量財務表現的變數，研究指出當企業擁有較高的利潤表現時，會吸引更多人投資，進而提高企業價值。因此本研究採用此變數衡量企業是否達成經濟適配，股東權益報酬率=稅後淨利÷股東權益，以 2019FY 數據計算。

(二)調節變數

- Herfindahl-Hirschman Index (HHI)：參考 Fosu (2013)和 Javeed et al. (2020)採用 HHI 作為產業競爭程度的衡量變數，研究指出若企業身處較為競爭的產業中，會更具差異化動機，對企業價值有正向影響。 $HHI = (\text{產業內個別企業營收} \div \text{產業總營收})^2$ 平方後加總，指標衡量單一產業內的集中程度，數值越大代表集中程度越高，產業較不競爭，以 2020FY 數據計算。下文欲以產業競爭程度解釋較為直觀，故參考 Sun et al. (2023)的做法將

HHI 乘上-1，當數值越大代表產業集中度越低，產業競爭程度較高。

- 組織寬裕資源(Slack)：參考 Lin et al. (2020)探討企業社會責任與企業財務績效的影響關係中，採用自由現金流作為調節效果，而此財務寬裕資源為未吸附的資源，可藉此衡量企業對抗風險和彈性投入創新活動的能力，並能更快將成果展現於企業價值之上。組織寬裕資源=自由現金流÷總資產，以 2020FY 數據計算(與 2019FY 數值相近)。

(三)控制變數

- 負債比例：Husna and Satria (2019)的研究指出，較高的負債比例意味企業可用的資金充裕，在經營事業相關投資上具有較多的資源，對於企業績效和價值有正面影響；然而較高的負債比例也代表企業經營上更具風險，若對於風險抵抗能力不佳，則可能對企業價值產生負面影響。由上述結果可知負債比例對於企業績效與價值有所影響，但無法確定影響方向為何。本研究參考 Dang et al. (2019)在企業社會責任的研究中，使用負債比例作為財務槓桿指標，負債比例=總負債÷總資產，使用 2020 和 2021FY 數值平均計算。
- 企業年齡：D'Amato and Falivena (2020)研究中提到企業年齡和企業表現的差異，在名聲方面，大眾知道經營歷史較久的企業過去的活動和表現，相較年輕企業累積更多正面的名聲；而從財務角度而言，經營較久的企業可能擁有較多的現金流，推論企業年齡對於企業價值有正面影響，因此本研究採用各公司截至 2021 年的成立年數作為可能對企業價值有所影響的變數。
- 企業規模：根據 Niresh and Thirunavukkarasu (2014)，企業規模代表企業的能力，體現在可以提供的服務和產品數量，同時正面反映在績效表現上，而衡量企業規模的指標包含：員工人數、總資產和營業收入等，本研究採取此文獻所用之其中一項變數，以營業收入淨額取自然對數，衡量企業規



模。

- 是否為製造業：根據 Connolly and Hirschey (2005)之研究，製造業相對於非製造業投入在研發費用上的資源密度更高，而研究結果顯示製造業每單位投入的研發成本所提升的企業價值，比非製造業同單位的投入所提升的企業價值更高，由此可知產業特性不同可能造成企業績效的差異。因此本研究區別樣本中的製造業和非製造業，若企業為製造業則該虛擬變數設定為 1，非製造業則為 0。

第三節、變數分析

本研究以最小平方迴歸(Ordinary Least Square)模型進行實證分析，為避免交乘項與自變數和調節變數存有高度相關，而產生多元共線性問題，故將產業集中度指標(Herfindahl-Hirschman Index)和組織寬裕資源做平減化處理，後與主變數企業社會責任表現與股東權益報酬率相乘，形成交乘項變數。

假說 1a 為檢驗在負債比例、企業年齡、企業規模和是否為製造業控制之下，由天下公民獎評選之企業達成社會適配是否影響企業價值。本研究於迴歸式中加入企業社會責任表現變數，若企業價值受社會責任表現影響，則預期迴歸係數為正。

假說 1b 為檢驗在負債比例、企業年齡、企業規模和是否為製造業控制之下，企業達成經濟適配表現是否影響企業價值。本研究於迴歸式中加入企業財務變數，若企業價值受財務表現影響，則預期迴歸係數為正。

迴歸式如下：

$$\text{企業價值} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \text{負債比例} + \alpha_2 \times \text{企業年齡} + \alpha_3 \times \text{企業規模} + \alpha_4 \times \text{是否為製造業} + \alpha_5 \times \text{企業社會責任表現} + \alpha_6 \times \text{股東權益報酬率} + \varepsilon_{it}$$

假說 2a 為檢驗產業競爭程度對於企業社會責任表現與企業價值關係之調節效果是否存在，本研究於迴歸式加入 HHI，並與企業社會責任表現形成交乘項變數。若處於競爭程度較高之產業，會強化企業社會責任表現與企業價值之間的關係，則

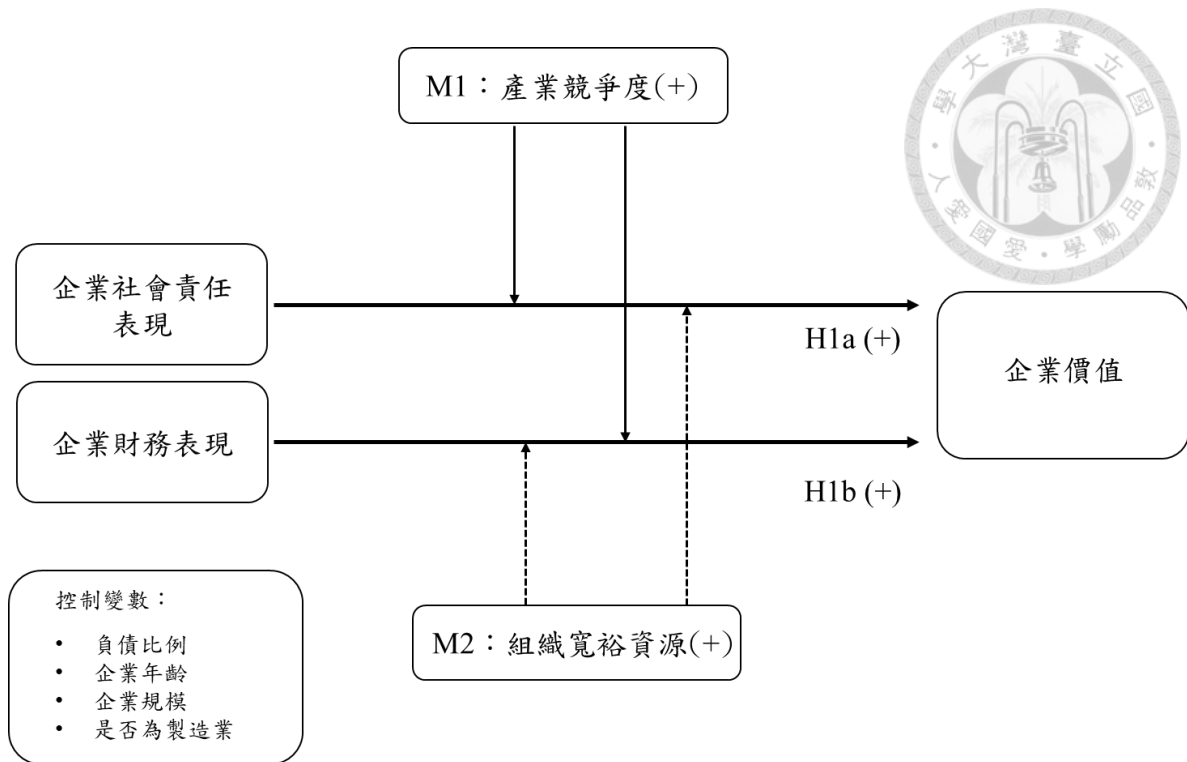
預期企業社會責任表現×產業競爭程度之迴歸係數為正數；假說 3a 為檢驗組織寬裕資源對於企業社會責任表現與企業價值關係之調節效果是否存在，本研究於迴歸式加入組織寬裕資源，並與企業社會責任表現形成交乘項變數。若企業擁有更多寬裕資源，可強化企業社會責任對於企業價值之關係，則預期企業社會責任表現×組織寬裕資源之迴歸係數為正。

假說 2b 為檢驗產業競爭程度對於企業財務表現與企業價值關係之調節效果是否存在，本研究於迴歸式加入 HHI，並與股東權益報酬率形成交乘項變數。若處於競爭程度較高之產業，會強化企業財務表現與企業價值之間的關係，則預期股東權益報酬率×產業競爭程度之迴歸係數為正數；假說 3b 為檢驗組織寬裕資源對於企業財務表現與企業價值關係之調節效果是否存在，本研究於迴歸式加入組織寬裕資源，並與股東權益報酬率形成交乘項變數。若企業擁有更多寬裕資源，可強化股東權益報酬率對於企業價值之關係，則預期股東權益報酬率×組織寬裕資源之迴歸係數為正。

假說 2a、2b、3a 和 3b 將於完整模型中檢驗，迴歸式如下：

企業價值 = $\alpha_0 + \alpha_1 \times \text{負債比例} + \alpha_2 \times \text{企業年齡} + \alpha_3 \times \text{企業規模} + \alpha_4 \times \text{是否為製造業} + \alpha_5 \times \text{企業社會責任表現} + \alpha_6 \times \text{股東權益報酬率} + \alpha_7 \times \text{產業競爭程度} + \alpha_8 \times \text{組織寬裕資源} + \alpha_9 \times \text{企業社會責任表現} \times \text{產業競爭程度} + \alpha_{10} \times \text{企業社會責任表現} \times \text{組織寬裕資源} + \alpha_{11} \times \text{股東權益報酬率} \times \text{產業競爭程度} + \alpha_{12} \times \text{股東權益報酬率} \times \text{組織寬裕資源} + \varepsilon_{it}$

綜合以上，本研究迴歸模型架構圖如下：



圖三：迴歸模型架構圖

第四章、研究結果

第一節、敘述統計

一、相關變數分佈

下表二為本研究模型變數之分佈，包含各變數之平均數、標準差、最大最小值與四分位數分佈。企業規模經平準化(取自然對數)處理，以下敘述統計為經處理後之變數分佈狀態。

表二：各變數之敘述統計量

Quantile

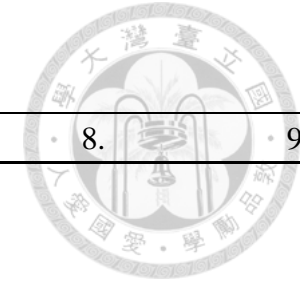
Variable	N	Mean	S.D.	Min	0.25	Mdn	0.75	Max
企業社會責任表現之企業價值相關變數								
企業價值	132	1.50	1.07	0.39	0.86	1.17	1.77	5.40
控-企業規模	132	16.20	2.08	11.82	14.60	15.98	17.70	21.10
控-負債比例	132	0.46	0.18	0.08	0.33	0.45	0.59	0.94
控-企業年齡	132	32.11	14.78	6.00	23.00	29.00	40.00	71.00
控-是否為製造業	132	0.84	0.37	0	1	1	1	1
企業社會責任表現	132	0.25	0.44	0	0	0	0.75	1
股東權益報酬率	132	11.37	18.98	-94.09	6.85	12.09	17.85	149.98
產業競爭程度	132	-0.14	0.07	-0.42	-0.18	-0.11	-0.10	-0.04
組織寬裕資源	132	0.04	0.08	-0.38	0.01	0.04	0.09	0.44



二、相關係數矩陣

下表三為本研究所採用變數之相關性分析，自表中可看出企業價值與負債比例呈負向相關($p < 0.01$)，企業價值與企業年齡呈負向相關($p < 0.01$)，企業價值與股東權益報酬率呈正向相關($p < 0.01$)。負債比例與企業規模呈正向關係($p < 0.01$)，企業年齡與企業規模呈正向相關($p < 0.05$)，企業社會責任表現與企業規模呈正向關係($p < 0.01$)。企業年齡與負債比例呈正向關係($p < 0.05$)，是否為製造業與負債比例呈負向關係($p < 0.05$)，企業社會責任表現與負債比例呈正向相關($p < 0.1$)，股東權益報酬率與負債比例呈負向相關($p < 0.05$)，組織寬裕程度與負債比例呈負向相關($p < 0.1$)。企業社會責任表現與企業年齡呈正向關係($p < 0.05$)，產業競爭程度與企業年齡呈負向關係($p < 0.01$)，組織寬裕資源與企業年齡呈負向關係($p < 0.1$)。組織寬裕資源與是否為製造業呈負向關係($p < 0.01$)。產業競爭程度與企業社會責任表現呈正向關係($p < 0.01$)。組織寬裕資源與股東權益報酬率呈正向關係($p < 0.01$)。

本研究進一步檢驗兩個架構中變數間的 VIF，所有數值皆小於 3，判定變數間並無嚴重的共線性問題。



表三：各變數相關係數矩陣

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.
1. 企業價值	1								
2. 控-企業規模	-0.068	1							
3. 控-負債比例	-0.306***	0.377***	1						
4. 控-企業年齡	-0.289***	0.192**	0.108**	1					
5. 控-是否為製造業	0.063	-0.093	-0.184**	-0.023	1				
6. 企業社會責任表現	-0.003	0.649***	0.142*	0.18**	-0.084	1			
7. 股東權益報酬率	0.21***	-0.006	-0.144**	-0.101	-0.063	-0.07	1		
8. 產業競爭程度	0.048	-0.066	0.03	-0.4***	0.072	0***	-0.068	1	
9. 組織寬裕資源	0.063	0.076	-0.114*	-0.114*	-0.288***	0.054	0.245***	0.009	1

註：*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$



第二節、迴歸分析結果

下表四採用最小平方法(Ordinary Least Square)複迴歸分析結果，檢視企業社會責任表現和財務表現對於企業價值是否存在正面影響，以及產業競爭程度和組織寬裕資源是否對前述關係產生顯著調節效果。

一、控制變數對於企業價值之影響

根據表四基準模型之結果，負債比例和企業價值呈負向關係($p < 0.01$)，企業年齡和企業價值呈負向關係($p < 0.01$)。而企業規模和是否為製造業變數則未達顯著水準，和原先預期之控制效果不同。企業年齡對於企業價值的影響方向與原先預期不同，推測其原因來自企業價值的衡量變數-Tobin's Q，因為此變數的分母資產重置成本，而企業年齡較大可能使企業累積較高的資產，使得 Tobin's Q 數值下降，故企業年齡對企業價值的影響轉為負向。而負債比例對於企業價值的負面影響符合 Husna and Satria (2019)所述，當企業的負債比例較高時，企業營運更具風險，對價值有不利影響。

二、社會適配和經濟適配對於企業價值之影響

根據表四模型一之結果，企業社會責任表現對其價值並無顯著影響，不支持假說 1a 之推論。根據此研究結果，台灣上市櫃公司中企業社會責任表現較佳之企業，其企業價值並未顯著優於其他同產業且規模相似之公司；經濟適配方面，以股東權益報酬率衡量的財務表現與企業價值有顯著正向影響($P < 0.1$)，代表當企業擁有良好的財務表現時能帶來更高的企業價值，與假說 1b 相符。

三、產業競爭程度對於主關係之調節效果

假說 2a 推論當企業處於較競爭的產業環境時，會強化企業社會責任表現對於

企業價值的正向影響，根據表四完整模型之結果顯示交乘項和企業價值之間並無顯著效果，可知環境競爭對於兩者間的關係並無影響，故假說 2a 未得到支持。

而假說 2b 則推論當企業處於較競爭的產業環境時，會強化企業財務表現對於企業價值的正向影響，根據表四完整模型之結果顯示交乘項和企業價值之間呈正向顯著關係($P<0.01$)，參考下圖四可知當企業處於較競爭環境時，財務表現較佳會正向增強企業價值，故假說 2b 得到支持。

四、組織寬裕資源對於主關係之調節效果

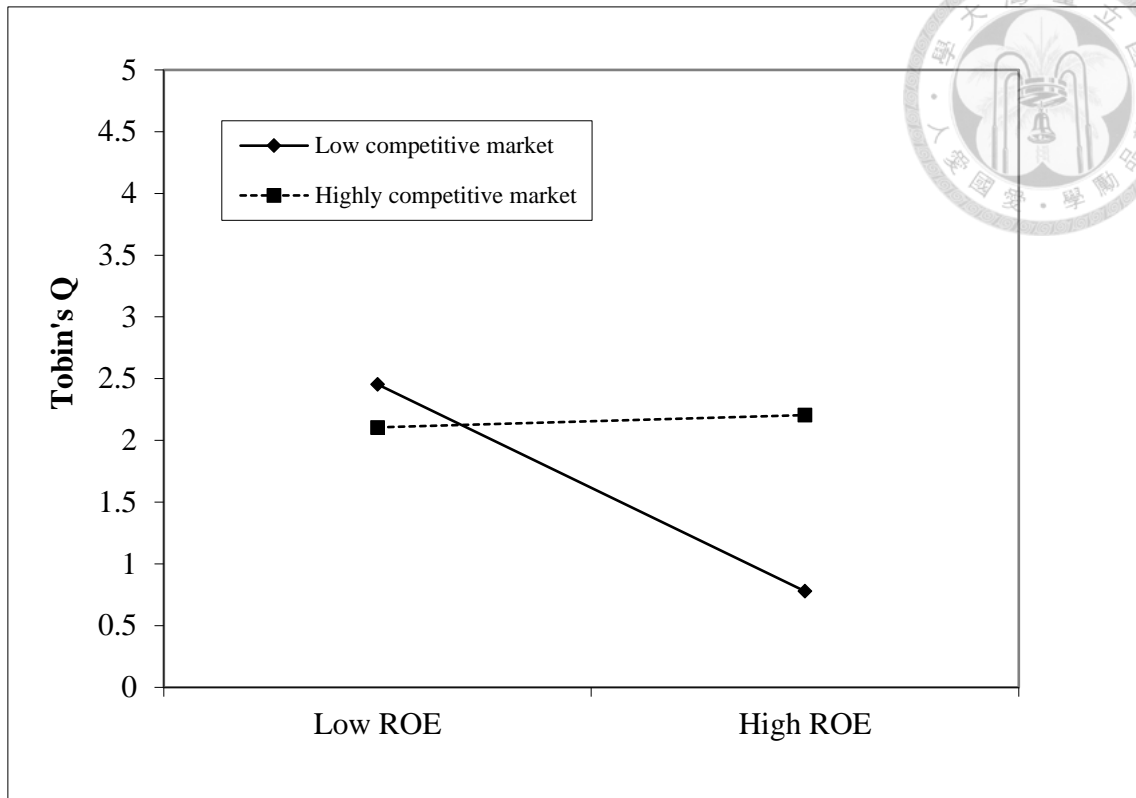
假說 3a 預期當企業擁有較高的組織寬裕資源時，可強化企業社會責任表現對企業價值的正向影響，檢驗表四完整模型確認組織寬裕資源之調節效果呈現正向顯著關係($P<0.05$)，從下圖五可知企業寬裕資源較多，搭配良好的企業社會責任表現可帶來更高的企業價值，與假說 3a 相符。

假說 3b 推測，當企業擁有較高的組織寬裕資源時，可強化企業財務表現對企業價值的正向影響，根據表四完整模型檢驗組織寬裕資源之調節效果呈現正向顯著關係($P<0.05$)，由下圖六可看出當企業擁有較多的寬裕資源時，財務表現良好會推升其企業價值，且價值成長幅度高於寬裕資源較少之企業，結果符合假說 3b。

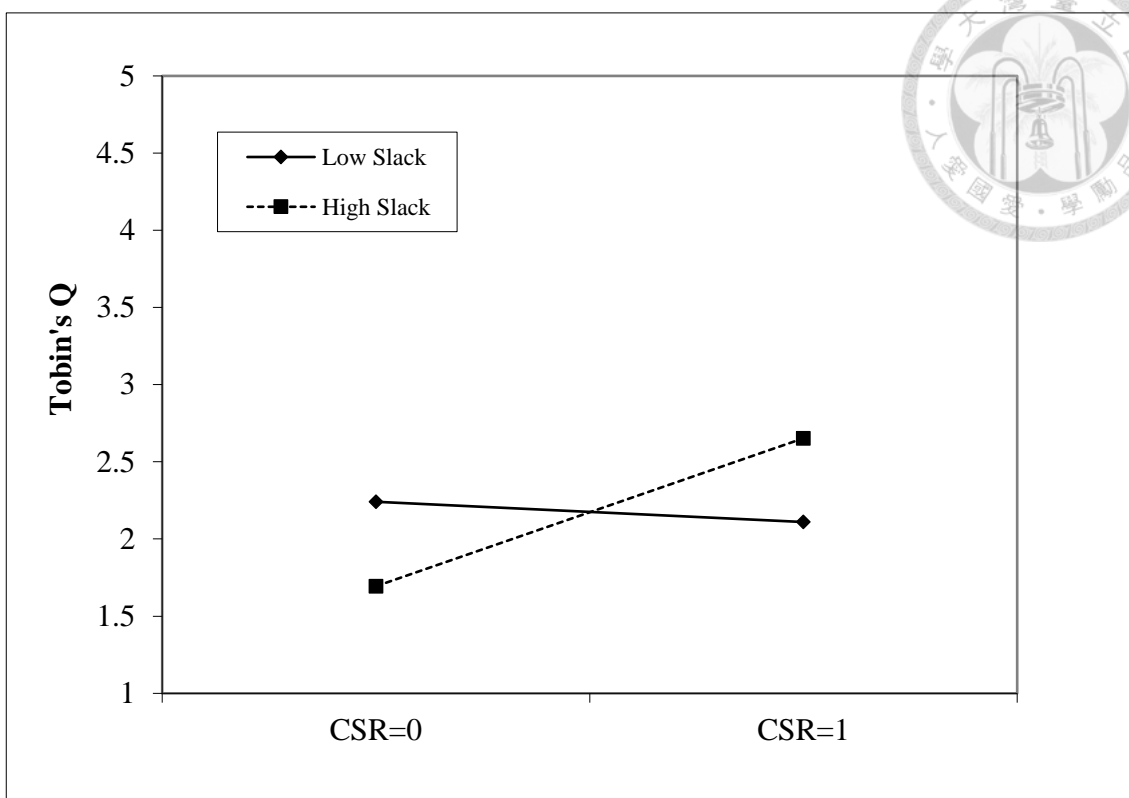
表四：階層迴歸分析表

N=132	Baseline Model		Model 1		Model 2		Full Model	
	α	t	α	t	α	t	α	t
控制變數								
企業規模	0.104	1.18	0.05	0.433	0.052	0.44	0.048	0.422
負債比例	-0.314	***(-3.54)	-0.279	***(-3.08)	-0.283	***(-3.03)	-0.32	***(-3.58)
企業年齡	-0.275	***(-3.33)	-0.264	***(-3.19)	-0.288	***(-3.14)	-0.245	***(-2.75)
是否為製造業	0.008	0.095	0.024	0.294	0.015	0.173	0.049	0.568
主變數								
企業社會責任表現			0.064	0.595	0.07	0.64	0.075	0.698
股東權益報酬率			0.149	*(1.80)	0.154	*(1.80)	0.462	*** (3.60)
產業競爭程度					-0.046	-0.511	0.003	0.035
組織寬裕資源					-0.042	-0.472	-0.147	-1.645
調節變數								
企業社會責任表現 x 產業競爭程度							-0.042	-0.47
企業社會責任表現 x 組織寬裕資源							0.171	** (1.99)
股東權益報酬率 x 產業競爭程度							0.331	*** (2.88)
股東權益報酬率 x 組織寬裕資源							0.187	** (2.16)
截距項	2.108	*** (2.88)	2.267	** (2.54)	2.255	** (2.50)	2.129	** (2.39)
R ²	0.169		0.191		0.194		0.293	
修正後 R ²	0.143		0.152		0.142		0.221	

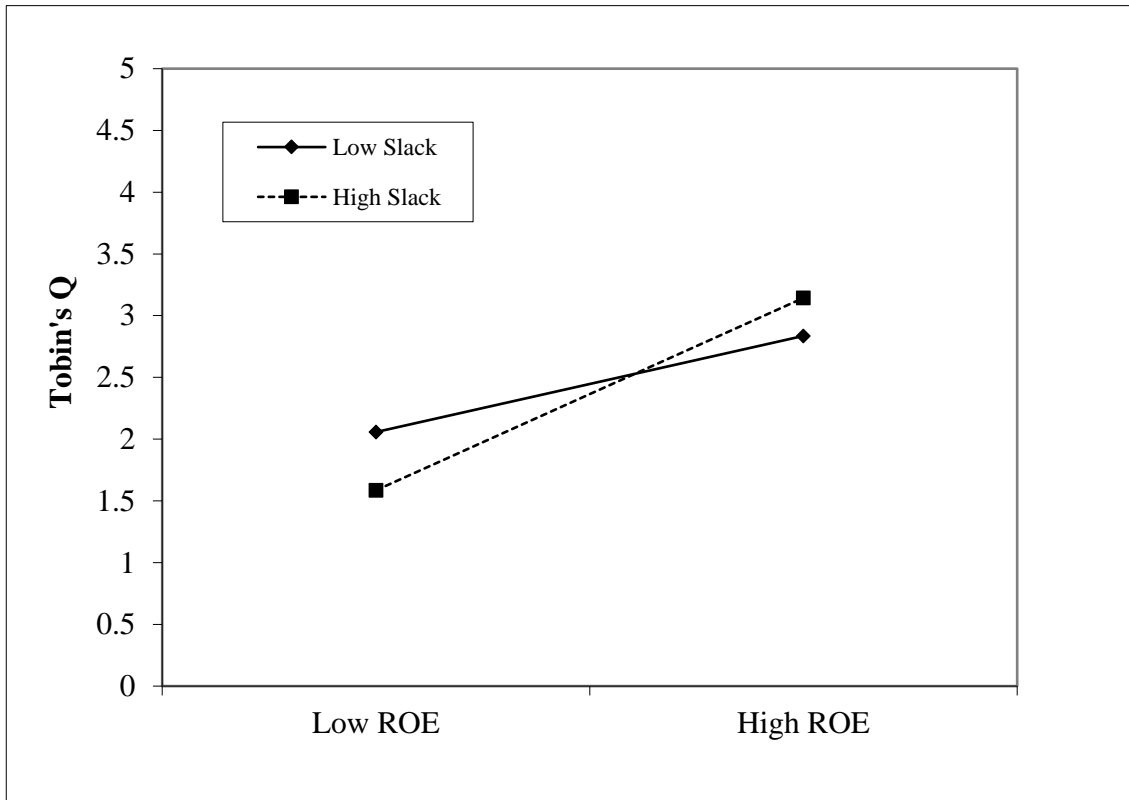
註：*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$



圖四：產業競爭程度與企業財務表現交互作用圖



圖五：組織寬裕資源與企業社會責任交互作用圖



圖六：組織寬裕資源與企業財務表現交互作用圖

Reference : Dawson, J. F., & Richter, A. W. (2006)

第五章、討論與結論



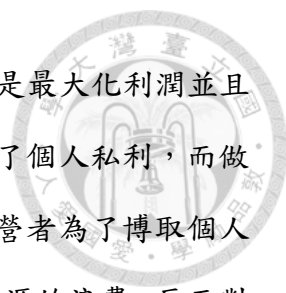
本研究對於企業社會責任相關文獻的貢獻，除了驗證 Freeman (1984)和 Waddock and Graves (1997)對於企業社會責任表現和企業績效與價值間的正向看法，同時也根據 Carroll (1991)的社會責任金字塔中不同構面，使用天下永續公民獎衡量企業是否達成社會適配(Social Fit)，並以企業財務資訊衡量企業的經濟適配(Economic Fit)程度，接著針對同筆企業樣本，探討企業達成社會適配與經濟適配對於企業價值的影響效果。此外，本研究參考 Lin et al. (2020)和 Javeed et al. (2020)的作法，在主要關係中加入產業競爭程度和組織寬裕資源，檢驗是否存在能強化企業社會責任表現和財務績效與企業價值之間正向關係的其他變數。

根據本研究的研究動機與研究目的，除了期望能衡量台灣企業的社會責任表現帶來的成果外，也期待能回答 Carroll (1991)和大眾提出的問題：究竟企業在策略經營過程中應優先考慮哪些利害關係人，才能最大化企業價值。研究同時透過調節效果的檢驗試圖找出企業在發展社會適配和經濟適配時，可以搭配執行的策略行為，進而達成強化企業價值的目標。本章將依據實證研究結果，提出本研究的成果，並討論其意涵。最後，說明本研究的限制，並針對後續相關研究提出建議。

第一節、實證結果討論與理論意涵

一、企業達成社會適配對於企業價值無顯著影響

假說 1a 認為企業社會責任表現好的企業，會對於企業價值有正面影響，然而結果顯示並無顯著影響關係，本研究認為企業社會責任並非直接創造實際營收之行為，過往雖有利害關係人理論(Freeman, 1984)、寬裕資源理論和良好管理理論(Waddock & Graves, 1997)，支持兩者間的正向關係，然而學界也有其他理論和研究指向企業社會責任會減損企業價值，首先 Friedman (1970)指出當企業管理者為了善盡社會責任而支出額外成本，此舉是不符合企業利益的行為，將會降低企業的獲




利能力，進而對財務績效造成負面影響，企業唯一的社會責任應是最大化利潤並且保障財產；而代理理論(The agency theory)認為企業經營者會為了個人私利，而做出並非最大化股東利益的行為(Jensen & Meckling, 1976)，當經營者為了博取個人名聲可能會在企業社會責任上產生過度投資的情況，造成財務資源的浪費，反而對於公司的財務績效有不良影響(Barnea & Rubin, 2010)。

在實證研究方面，Lioui and Sharma (2012)將 KLD 資料庫中關於環境永續相關的指標拆解，探討各項表現對企業價值(Tobin's Q)的影響，發現再生能源、對環境有益的產品與服務兩項企業社會責任作為對於企業價值有顯著的負面影響，然而若加上研發費用比例作為調節變數，則可達成正向調節之效果，可知大眾雖然對於社會責任的支出感到擔憂和懷疑，但企業社會責任的投資往往是和創新高度相關，較高的研發支出象徵了企業的創新能力和未來發展的潛力，因此良好的企業社會責任配合高度研發費用的投入，可以提升投資人對於企業的信心。這項研究也可說明企業從事其他對於組織成長有利的作為可與企業社會責任表現相輔相成，進而增加企業價值，與假說二和三所探討的調節效果有異曲同工之妙。

綜合上述觀點，有關企業社會責任表現對於企業績效和價值的影響，目前在此議題上學界有兩派觀點，正方認為企業滿足各利害關係人期待可提升企業聲譽，而反方則認為投入資源在企業社會責任活動中可能增加企業負擔，對於績效有不利影響，在兩種可能下造成社會責任表現對於企業價值的關係不明，可解釋假說 1a 不成立的原因，並說明企業達成社會適配(Social Fit)對企業價值沒有顯著的直接影響。

二、企業達成經濟適配對於企業價值有正向影響

針對假說 1b，由實證結果可知企業若具有較佳的財務績效，其企業價值會顯著高於樣本中其他上市櫃公司，結果支持此假說。本研究結果符合 Spence (1973) 提出的信號理論，亦與 Dang et al. (2019)研究有一致的實證結果，股東權益報酬率




為市場投資人衡量企業經營表現的重要指標，當財務表現良好代表企業滿足股東期待，更可提升投資人對於企業未來發展的信心並增加投資意願，且上市櫃企業的財報和經營成果皆為公開資料，投資人容易獲得相關資訊，解決企業和投資人間不存在資訊不對稱的情形，進而使投資人得以對企業成長潛力做出判斷。研究結果亦可推論經濟適配(Economic Fit)對於企業價值有直接顯著的正面影響。

三、產業競爭程度高可強化經濟適配對企業價值的正向影響，但對於社會適配與企業價值間的關係沒有顯著影響

針對假說 2a，結果顯示產業競爭度對於企業社會責任和企業價值間的關係並無顯著調節作用。根據 Hart (1983)所說，本研究推測在競爭較激烈之產業，各家業者差異化動機提升，管理者更會將資源做有效配置，而企業可能透過多元活動與策略，如：研發創新和通路經營，以提高企業名聲和實際經營績效，而企業不必然會將資源投入於企業社會責任之中，因此產業競爭度對於企業社會責任與企業價值間的關係並無顯著調節效果。

接續討論假說 2b，由圖四的交互作用圖可知，當企業處於競爭程度較高的產業，股東權益報酬率較高會使企業的價值微幅上升；而若企業處於較不競爭的產業之中，股東權益報酬率越高，反而會削弱其企業價值。本研究認為當產業較為競爭時，企業管理者會積極經營以求於產業中生存，透過差異化策略尋求成長，並更聚焦提升利潤表現以滿足股東期待，符合 Hart (1983)和 Raith (2003)的研究結果，而投資人也會對於在激烈競爭之中，企業展現優異的財務表現給予較多的關注與肯定，進而推升市場價值。而若企業處於較不競爭的產業，且財務表現較佳，本研究推論投資人可能認為企業較無積極創新成長的動機和誘因，不看好企業未來的發展潛力，因此削弱 Tobin's Q 的表現。

四、較高的組織寬裕資源可強化社會適配和經濟適配對於企業價值的正向影響




根據圖五的交互作用圖可知，若企業的寬裕資源越多，企業的社會責任表現較佳(CSR=1)時，會帶來更高的企業價值，符合假說 3a；反之，若企業的寬裕資源較少，企業的社會責任表現較佳(CSR=1)時，企業價值反而會下降。本研究結果符合 Daniel et al. (2004)之論述，當企業擁有較多寬裕資源時，有機會將這些資源投入其他對於企業價值有正面影響的活動，且代表企業從事企業社會責任活動並沒有排擠其他必要投資的支出，無壓縮本業資源的情況，進而提升企業經營成果與投資人信心，推升企業價值；然而若企業的寬裕資源不多但又將社會責任做得好，大眾可能認為企業在社會活動上投入過多成本，沒有額外的資源投入與營利相關的活動，反而削弱企業價值。

根據圖六的交互作用圖可知，當企業擁有較多的組織寬裕資源，則優異的企業財務表現(ROE 高)，會使企業有更高的企業價值，符合假說 3b；而當企業的寬裕資源較少，財務表現較佳(ROE 高)的企業也會有更高的企業價值，然而其企業價值的成長幅度小於寬裕資源較多之企業。本研究認為股東權益報酬率本身即為投資人評價企業經營情況的重要指標，而 Dang et al. (2019)的研究亦指出良好的企業財務表現對於企業價值呈現正面影響，組織寬裕資源的多寡則代表企業營運外的可用資源，若企業財務表現良好且擁有較多的寬裕資源，可讓外部投資人認為企業的經營狀況良好，有能力從事更多投資並具備抵抗不可預期風險的能力，正向增強投資人的信心，因此提高對企業的評價；然而，若企業擁有良好的財務表現，但寬裕資源較少，相比於寬裕資源多的企業，投資人可能會認為企業較沒有資源去投入其他對營收有利的活動，對抗風險的能力也較弱，因此企業價值的成長幅度較小。

第二節、管理意涵

本研究透過實證研究給予企業界以下三項管理意涵供管理者參考。

一、企業達成經濟適配能直接對企業價值帶來正面影響



本研究發現代表企業財務表現的股東權益報酬率，對於企業價值有直接的正面影響，結果顯示經濟適配(Economic Fit)確實能提高企業價值，但達成社會適配則對企業價值無顯著影響，因此建議管理者若欲提升外部投資人和大眾對於企業的信心與信任，仍需先妥善經營本業，讓公司具備良好的財務績效，再適度投入資源於企業社會責任之中，同時也需注意從事企業社會責任的過程中是否投入過高的成本甚至壓縮本業營運所需的資源，對於財務表現產生負面影響，反而不利於企業價值的提升。

二、企業經營應考量外部產業競爭環境，有利於提升企業價值

本研究驗證的調節效果其一為外部的產業環境，當企業本身擁有較佳的財務表現時，處於競爭程度較高的產業環境可以加強企業價值，對於身處產業競爭程度高的企業而言，管理者應著重於提升財務表現，不只能讓企業在產業競爭中保持競爭優勢，更能透過財務表現彰顯企業經營的努力與成果，讓大眾與投資人提高對於企業未來發展的信心，有利於企業價值的成長。

三、企業經營可致力於提升內部寬裕資源，有利於提升企業價值

本研究驗證的另一個調節效果為內部的組織寬裕資源，當企業社會責任表現和財務表現良好時，持有較多組織寬裕資源的企業皆擁有更高的企業價值，因此管理者除了致力於提升財務績效，或是投入企業社會責任，也應思考如何提升企業可自由動用的寬裕資源，這項資源不只代表企業經營能力和對抗風險的能力，更能讓外部投資人意識到企業是真正有能力和資源投入更多本業以外的活動，包含落實企業社會責任，進而讓對企業的信心反映在企業價值之上；而對於中小企業而言，可能較缺乏營業目的以外可自由使用的寬裕資源，但依據 Singh (1986)的分類，已投入營業生產的已吸附(absorbed)資源，如：優秀的員工、機器設備等，是中小企

業可以善加使用的寬裕資源，建議企業可以應用創意在既有的條件下培養和創造更多可用的寬裕資源，藉由擴增這些資源的用途，進而對企業價值達成正面幫助。



第三節、研究限制與建議

針對後續研究者，本研究提供四項建議。首先，建議將企業價值的觀察時間延長，本研究以企業獲獎後兩年的 Tobin's Q 衡量企業價值，然而企業社會責任並非直接創造營收的行為，其帶來的效果可能會需要更長的時間體現在實際的企業價值之上，若能以更長的年度來衡量企業社會責任表現，更能確認其對於企業價值的影響。

第二，本研究雖已採用台灣具有知名度的企業社會責任評選獎項，但因企業社會責任構面複雜，仍可能無法兼顧多元面向進行完整評估，建議未來研究在探討企業社會責任表現時，可以參考其他衡量標準或評選獎項，例如：過往許多文獻在探討美國企業社會責任表現時會以 KLD 資料庫資訊為衡量標準(Lioui & Sharma, 2012; Jo & Harjoto, 2011)，而國際間亦有多項具備公信力的 CSR 評比，如：美國道瓊永續指數 (Dow Jones Sustainability Index, DJSI)、標準普爾全球 (S&P Global) 的企業永續評比 (CSA, Corporate Sustainability Assessment)。另外，企業社會責任的組成構面多元，如同前文提及 Carroll (1991)的企業社會責任金字塔，以及 Dahlsrud (2008)將 CSR 歸納為五大面向，每個構面的相關作為皆可能對於企業價值產生不同影響，參考 Balabanis et al. (1998)在英國市場的研究中也發現當企業投入成本較高的環境保護相關活動，對較長期的財務績效有負面影響，而從事成本較低的活動如提升女性社會地位，反而在後續的財務績效有正面影響，由此可知成本的運用與分配攸關企業社會責任的執行對財務績效的影響；而前文提及的 Mishra and Suar (2010)研究採用不同利害關係人作為企業社會責任的執行構面，亦為更細緻的分類方式，能使企業了解滿足不同關係人需求帶來的效益為何。因此建議未來在企業社會責任的研究上，可以採用國際評比來衡量企業表現，並更深入探討不同

構面對於企業價值的個別影響，使企業在社會責任的執行上能更精確的提升企業價值。

第三，衡量組織寬裕資源時，本研究採用自由現金流÷總資產作為變數衡量指標，然而組織資源的種類多樣，部分資源如：優秀人力、設備廠房等，皆無法透過財務報表呈現，本研究受限於資料蒐集和衡量方式，未能考量到財務以外的寬裕資源，因此建議未來研究者在探討寬裕資源相關議題，可將未能於財務報表上公開衡量的組織資源納入考量。


第四項建議則是持續探討社會適配(Social Fit)和經濟適配(Economic Fit)議題，本研究發現在企業價值提升方面，兩種適配對於企業價值有不同的影響，從結果可見經濟適配可以提升企業價值，但社會適配則否，而從反面來看，如果企業在經濟適配和社會適配上表現較差，哪個會對企業價值的傷害更大呢？考量企業營運需顧及的面向廣泛，如前文提到企業經營涉及與多種利害關係人的互動，且企業的資源有限，可能無法同時在盈利能力和社會責任方面皆有突出表現，因此若能知曉經濟面和社會面哪項表現較弱可能對於企業價值減損更大，對於經營者而言將能讓資源做出適當配置，進而達成防止企業價值減損的舉措。

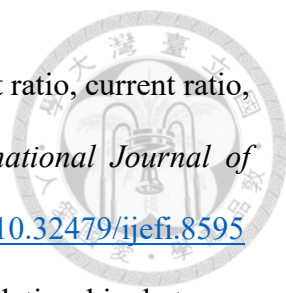
參考文獻

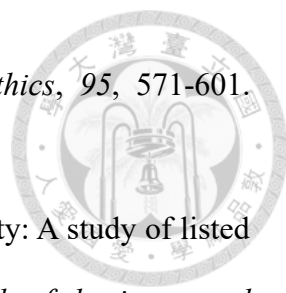
- Ashforth, B. E., & Mael, F. (1989). Social identity theory and the organization. *Academy of management review*, 14(1), 20-39. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4278999>
- Bain, J. S. (1951). Relation of Profit Rate to Industry Concentration: American Manufacturing, 1936-1940. *The Quarterly Journal of Economics*, 65(3), 293-324. <https://doi.org/10.2307/1882217>
- Balabanis, G., Phillips, H. C., & Lyall, J. (1998). Corporate social responsibility and



- economic performance in the top British companies: are they linked? *European business review*.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of business ethics*, 97, 71-86.
<https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 52, 73-95.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.07.004>
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business horizons*, 34(4), 39-48.
[https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)
- Connolly, R. A., & Hirschey, M. (2005). Firm size and the effect of R&D on Tobin's q. *R&d Management*, 35(2), 217-223. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9310.2005.00384.x>
- Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). A behavioral theory of the firm. *Englewood Cliffs, NJ*, 2(4), 169-187.
- D'Amato, A., & Falivena, C. (2020). Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies. *Corporate social responsibility and environmental management*, 27(2), 909-924.
<https://doi.org/10.1002/csr.1855>
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate social responsibility and environmental management*, 15(1), 1-13. <https://doi.org/10.1002/csr.132>
- Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence

- 
- of enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144-160. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22371>
- Daniel, F., Lohrke, F. T., Fornaciari, C. J., & Turner Jr, R. A. (2004). Slack resources and firm performance: a meta-analysis. *Journal of Business Research*, 57(6), 565-574. [https://doi.org/10.1016/S0148-2963\(02\)00439-3](https://doi.org/10.1016/S0148-2963(02)00439-3)
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659. <https://www.jstor.org/stable/1805130>
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The quarterly review of economics and finance*, 53(2), 140-151. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.02.004>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman. Boston, MA.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, September 13, 32-33, 122-124.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Hambrick, D. C., & D'Aveni, R. A. (1988). Large corporate failures as downward spirals. *Administrative science quarterly*, 1-23. <https://doi.org/10.2307/2392853>
- Hart, O. D. (1983). The market mechanism as an incentive scheme. *The Bell Journal of Economics*, 366-382. <https://doi.org/10.2307/3003639>
- Hou, K., & Robinson, D. T. (2006). Industry concentration and average stock returns. *The journal of finance*, 61(4), 1927-1956. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00893.x>

- 
- Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of return on asset, debt to asset ratio, current ratio, firm size, and dividend payout ratio on firm value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50-54. <https://doi.org/10.32479/ijefi.8595>
- Javeed, S. A., Latief, R., & Lefen, L. (2020). An analysis of relationship between environmental regulations and firm performance with moderating effects of product market competition: Empirical evidence from Pakistan. *Journal of Cleaner Production*, 254, 120197. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.120197>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 103, 351-383. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>
- Lin, W. L., Ho, J. A., Ng, S. I., & Lee, C. (2020). Does corporate social responsibility lead to improved firm performance? The hidden role of financial slack. *Social Responsibility Journal*, 16(7), 957-982. <https://doi.org/10.1108/SRJ-10-2018-0259>
- Lioui, A., & Sharma, Z. (2012). Environmental corporate social responsibility and financial performance: Disentangling direct and indirect effects. *Ecological Economics*, 78, 100-111. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2012.04.004>
- Michelon, G., Boesso, G., & Kumar, K. (2013). Examining the link between strategic corporate social responsibility and company performance: An analysis of the best corporate citizens. *Corporate social responsibility and environmental management*, 20(2), 81-94. <https://doi.org/10.1002/csr.1278>
- Mishra, S., & Suar, D. (2010). Does corporate social responsibility influence firm

- 
- performance of Indian companies? *Journal of business ethics*, 95, 571-601.
<https://doi.org/10.1007/s10551-010-0441-1>
- Niresh, A., & Thirunavukkarasu, V. (2014). Firm size and profitability: A study of listed manufacturing firms in Sri Lanka. *International journal of business and management*, 9(4). <https://ssrn.com/abstract=2422441>
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard business review*, 84(12), 78-92.
- Preston, L. E., & O'bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business & Society*, 36(4), 419-429.
- Raith, M. (2003). Competition, risk, and managerial incentives. *American Economic Review*, 93(4), 1425-1436. <https://www.jstor.org/stable/3132298>
- Raza, A., Ilyas, M. I., Rauf, R., & Qamar, R. (2012). Relationship between corporate social responsibility (CSR) and corporate financial performance (CFP): Literature review approach. *Elixir Financial Management*, 46(9), 8404-8409.
- Singh, J. V. (1986). Performance, slack, and risk taking in organizational decision making. *Academy of management journal*, 29(3), 562-585. <https://doi.org/10.5465/256224>
- Spence, M. (1973). Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Suhadak, S., Kurniaty, K., Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2018). Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 18-34.
- Sun, J., Pellegrini, M. M., Dabić, M., Wang, K., & Wang, C. (2023). Family ownership and control as drivers for environmental, social, and governance in family firms. *Review of Managerial Science*, 1-32. <https://doi.org/10.1007/s11846-023-00631->



Turban, D. B., & Greening, D. W. (1997). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of management journal*, 40(3), 658-672. <https://doi.org/10.5465/257057>

Voss, G. B., Sirdeshmukh, D., & Voss, Z. G. (2008). The effects of slack resources and environmental threat on product exploration and exploitation. *Academy of management journal*, 51(1), 147-164. <https://doi.org/10.5465/amj.2008.30767373>

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic management journal*, 18(4), 303-319. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4%3C303::AID-SMJ869%3E3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4%3C303::AID-SMJ869%3E3.0.CO;2-G)