

企業社會責任與財務報酬之研究

An Investigation of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance

尤秀惠 Hsiu-Hui Yu¹

南臺科技大學 工業管理與資訊系 碩士班

MA552104@stust.edu.tw

李振宇 Cheng-Yu Lee²

南臺科技大學 工業管理與資訊系 教授

cylee@stust.edu.tw

摘要

企業投入企業社會責任，對於企業財務績效是提升或是減損？過去文獻上有不一樣的研究結論。因此本研究將以天下雜誌之獲選「天下企業公民獎」為履行 CSR 之企業名單；透過台灣經濟新報找尋相同產業，及相近資產總額為 NON-CSR 之名單，作為本文之研究對象。透過兩組比較 CSR 組及 NON-CSR 組遇到股價呈現低迷及成長狀況的時候，對於財務績效的影響為何。同時也針對企業從事企業社會責任，對於產業別之不同，是否會導致企業社會責任的發揮價值不同，以進行研究。本文的研究結果如下。企業實踐企業社會責任在股價呈現低迷及成長的情況，皆可提升企業的財務績效。另一方面，在產業別不同的情況下，我們發現在市場處於熊市時，CSR 對於處在產業成熟期之企業更為重要。

關鍵詞：企業社會責任、企業財務績效、事件研究法

Abstract

Is corporate social responsibility (CSR) always positively related to corporate financial performance (CFP)? The available evidence is inconsistent. This study therefore attempts to revisit the performance effect of corporate social responsibility in the extreme stock market trading days. By comparing the firms that received Commonwealth's excellence corporate social responsibility awards and those are not listed in the CSR awards. According to the data collected in the period of 2008-2017, the results show that (1) CSR has a positive effect on CFP; (2) the relationship between CSR and CFP is influenced by the industrial effect, showing that CSR is especially important for firms in mature industries.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Corporate Financial Performance, Event Study

壹、前言

隨著全球性永續發展的思潮影響，企業社會責任(corporate social responsibility; CSR)在企業界與學術界上已成為一個熱烈討論的議題。以 CSR 的觀點來分析，企業對於所有相關的利害關係人皆有責任，包括員工、顧客、股東、上下游廠商、政府及環境等，然而當企業在投資 CSR 活動時，也必須要顧慮到股東的權益以及股東的意願，股東選擇投資企業表示相當重視公司的財務績效(corporate financial performance; CFP)，因此企業從事 CSR 活動對於企業的財務績效的影響是一個值得探討的議題。

目前學術上對於 CSR 如何影響 CFP 的研究有正反之不同的看法。第一種看法認為企業投資於利害關係人所關注的事件上，可以讓企業與利害關係人的關係更為緊密，同時也可以為公司帶來收入的增加以及增強負面事件的防禦等其他益處，故此研究認為 CSR 對於 CFP 為正面的影響。第二種看法認為企業投入許多資源於企業社會責任的活動上，需要花費額外的成本費用導致影響公司追求最大利潤的目標，同時還會增加企業與股東之間資訊不對稱的風險，故此研究認為 CSR 對於 CFP 為負面的影響。根據學術上目前現有的文獻，我們可以得知當企業投入資源於

企業社會責任時會為企業帶來保險功能，降低企業發生負面事件時的不良觀感同時於股價上產生防禦效果，但透過極端事件日及股價市場的觀察，我們發現不一樣的產業類別之市場處於熊市時，企業社會責任所產生的防禦效果也不盡相同。

本研究將以天下雜誌 2008~2017 年獲選企業公民獎之企業為研究對象，並以台灣經濟新報(TEJ)於資本額與獲選企業相近之公司為未實施 CSR 對照組，透過台灣經濟新報(TEJ)加權指數計算正負三個標準差之極端事件日。根據 Milbourn (2003)認為股價可以預期未來所賺取的現金流量，因此透過文獻得知股價訊息會傳遞企業的財務表現。故我們將以極端日的股票異常報酬為企業財務績效的觀察依據，並以事件研究法分析股市發生極端狀況時，從事 CSR 是否可以為企業帶來防禦效果，同時以事件研究法分析從事 CSR 是否會因為產業類別而有不同的防禦效果。

本研究根據先前學術文獻對於 CSR 與 CFP 之間正向與負向關係建立兩個假說，且透過極端事件日與股價市場佐證資料，探討企業社會責任保險功能於市場處於熊市時，會因為產業別而有不同的防禦效果，建立其一假說，將分別探討(1)企業善盡企業社會責任能有效地提升企業財務績效，其企業社會責任與企業財務績效為正向關係、(2)企業從事企業社會責任將會減損企業價值，其企業社會責任與企業財務績效為負向關係、(3)企業投入企業社會責任會因為產業別的不同，而導致市場處於熊市時，防禦效果有所落差。

貳、文獻回顧與假設

一、企業社會責任定義

企業社會責任是一個永續發展的概念，它涵蓋社會各個層面，包括環境議題、關懷弱勢、社會福利等議題，隨著時代的變遷，許多學者、專家們也更進一步研究企業社會責任的定義，並陸續提出不同的觀點。

企業社會責任先驅博文(Bowen)首度於 1953 年提出企業社會責任概念，如他所傳遞之觀念「企業的義務就是追求所有符合社會價值觀與滿足社會的所有活動。」，因此企業與社會應是相互依存的關係，雙方互相創造價值共享，而企業社會責任觀念逐漸被受關注後，開始有許多的學者對於企業社會責任的概念進行研究並賦予新的定義。McGuire (1963)認為企業社會責任不僅應盡經濟性與法律性的責任，還需要自發性的善盡其他的社會責任。Petit (1968)指出過去以獲取最大的利潤為經營者的社會責任，而今日則以廣泛的企業目標之間的平衡作為經營者的社會責任。Davis & Blomstrom (1975)提出社會責任是決策者的義務，決策者在追求自我利益時必須採取行動以保護和增進社會福祉。Carroll (1979)認為社會責任是企業行動對於社會的影響，會在某特定的時間對組織產生期望，包括經濟性、法律性、倫理性以及自發性的期望。Ducker (1993)企業公民表示該企業在一個社區、一個社會，甚至一個國家都應積極表示承諾與負責。最新研究學者高希均、林宜諄 (2008)指出企業社會責任除了追求股東的最大利潤以外，還要同時兼顧到相關利害關係人的權益，包括員工、消費者、供應商、社區與環境等。

綜合上述的文獻整理，我們發現隨著時間的演進，學者們以各種不同的研究角度賦予企業社會責任新的定義，企業社會責任所涵蓋的範圍也逐漸廣泛於影響企業經營策略，本研究根據過往文獻的整理，認為企業社會責任除了滿足股東的權益，追求最大利潤外，也需要遵守道德及法律的規範，同時兼顧利害關係人的福利，其包括員工、顧客、社區及生態環境等，透過永續經營改善周圍環境並適時回饋於社會，促進社會整體福利為目的。

二、企業社會責任與公司財務績效之關聯

(一) 企業社會責任正向影響公司財務績效之文獻

Kapstein (2001)認為企業社會責任有助於產品市場的差異化，間接吸引重視社會責任感的消費者，以幫助公司賺取更多利潤。Griffin & Mahon (1997)匯整 1972 年至 1997 年間有關於企業社會責任與企業財務績效之間的 51 篇文獻，發現其中有 33 篇文獻皆認為企業社會責任對於企業財務績效是存在於正相關性的影響。林惠雯 (2009)以天下雜誌舉辦之天下企業公民獎 TOP50 榜上的中大型企業為樣本，經研究結果得知企業社會責任表現良好的公司，投資人則願意給予高市價支持企業理念，因此企業的財務績效也會跟著提升且出現高度的成長性。根據文獻，我們可以得知當企業投資企業社會責任活動可以為企業創造更具有價值之名聲，例如 Hillenbrand & Money (2007)提到企業社會責任雖然與公司名譽是不相同的概念，但是要創造公司良好名譽的前提是企業需要善盡企業社會責任。

池祥萱、繆文娟、莊澄臻 (2014)提到，名譽效果的產生，可以間接為公司帶來利益，比如說：降低風險、增加報酬。於降低風險方面，名譽效果會替公司在負面事件後產生保障的功能。Bhattacharya & Sen (2004) 提及企業

社會責任可以為公司建立良好的信譽，公司日積月累的播種許多的善行，以供日後企業爆發負面事件時，消費者也比較傾向於原諒良好名譽的企業。於增加報酬方面，Siegel & Vitaliano (2007)指出消費者會因為認同企業社會責任的理念，而間接認為企業社會責任表現良好之公司所生產的產品品質是優質可靠的，因此企業可以藉由企業社會責任而建立消費者的品牌忠誠度及品牌行銷。

綜合上述理論觀點，企業實施企業社會責任可以為公司帶來良好的企業形象，間接為企業產生名譽效果，以供企業往後若爆發負面事件時，可以產生保障的功能(Fombrun, 2005; Dowling, 2006; Argenti & Druckenmiller, 2004; Brammer & Pavelin, 2006)。故：

假設 1：企業善盡企業社會責任能有效地提升企業財務績效，其企業社會責任與企業財務績效為正向關係。

(二) 企業社會責任負向影響公司財務績效之文獻

Jensen (2001)指出企業將公司資源投入於企業社會責任的活動上時，同時也必須要兼顧到股東利益最大化，倘若在一個沒有明確的決策指標下，繼續投資企業社會責任活動，則會使企業社會責任與企業財務績效成為負相關性。

沈中華與張元 (2008)以 2001 年至 2005 年間被收錄於英國 FTSE 社會責任指數界定為履行社會責任之企業，反之，若是沒有被收錄於英國 FTSE 社會責任指數為非履行企業社會責任公司，研究樣本共為 426 家公司，研究方法採用股東、資產與銷售報酬率與企業社會責任之關係，經由實證結果顯示，找不到有效的資料可以證明履行社會責任的企業平均績效優於非履行社會責任的企業，而有一部分的實證結果顯示，履行企業社會責任的公司於財務績效方面相對於低。

根據文獻探討顯示企業投資企業社會活動，違反傳統公司經營理念為股東追求利益最大化為目標，並且衍生出代理問題，例如：McWilliams, Siegel & Wright (2006)提出由於企業要投資企業社會責任活動，因為缺乏可靠的資訊，故很難得知公司管理者履行企業社會責任活動是以社會福祉為出發點還是為了自身的利益而投入。

綜合上述觀點，企業實施企業社會責任會導致企業放棄為股東增加額外報酬的機會，以及企業需要支付龐大的成本及費用(McWilliams, Siegel & Wright, 2006; Hilliam & Keim, 2001; Lantos, 2001; 池祥萱、繆文娟、莊滢臻, 2014)。故：

假設 2：企業從事企業社會責任將會減損企業價值，其企業社會責任與企業財務績效為負向關係。

三、產業別與企業社會責任

產業(industry)是指從事相似經營活動的一群企業之總稱(余朝權, 1991)。產業分類分為多種架構，早期學者運用許多種方法將產業進行分類。例如：馬克思於《資本論》中提及兩大部類分類法，是透過產品最終的用途以進行產業的分類，其主要分為生產資料及消費資料；葛承群、王永年 (2017)指出產業根據在生產過程中對於各種資源的依賴程度區分，即可分為勞動密集型產業、資本密集型產業及技術密集型產業。由於經濟發展條件及歷史的演變，產業將分為三大類，第一類是農業；第二類是工業；第三類是服務業，各個學者也因此對於產業一詞有不同的定義，例如：Kotler (1976)認為產業是由一群提供類似且可相互交替的產品或服務之公司所組成的；Potter (1985)指出產業是一群生產相同或者類似的產品，而且具有高度替代性的產品或者服務，藉此用來銷售給顧客的廠商所組成。McWilliams & Siegel (2001)指出企業社會責任的預防措施來自於市場上的某些特性，例如：產業的生命週期，因此不同的產業可能在市場結構與產業週期上有所差異。

綜合上述，產業分類可以彰顯企業所屬環境的差異，舉例來說：企業外部環境之市場需求或者競爭環境及資源環境…等，會因為產業的特性以及產品最終的用途不同而導致需要面臨的問題也不同。

以經濟學來看市場結構主要分為獨占、寡占、完全競爭以及壟斷性競爭。由於市場結構的分類，導致投資人對於不同產業之企業有著不同的期待，並將期待反映在股價市場上。Hou & Robinson (2006)指出市場結構與股票報酬率是有顯著的影響。張維真 (2007)透過系統風險、槓桿或帳面市價比等變數之實證研究，發現產業集中度對於股票報酬有顯著的影響。經由 iFortune (2017)研究統計產業市場評價之總市值排行，於排名前面之產業分別為寡占市場，比如：IC 製造、電信事業、鋼鐵產業、塑膠產業…等。

產業的成長週期分為四大階段，分別為導入期、成長期、成熟期、衰退期。雷浩斯 (2013)指出成熟穩健的產

業本益比較偏低，相反地正在成長的產業本益比會比較高。市場看見某類股的前瞻性，整體的本益比也會偏高。Anthony & Ramesh (1992)指出股票市場的銷售增長與資本支出的反應是來自於產業生命週期的效應，透過營業收入成長率、股利支付率、資本支出率以及公司成立年數作為生命週期不同階段的判斷因子，經過實證研究發現，於中長期股票報酬方面，成長期階段之企業會顯著高於成熟期及衰退期階段之企業，但成熟期與衰退期階段的企業並無顯著的差異。

綜合上述觀點，投資人在投資產業時，較重視於產業的前瞻性及成長的可能性，因此我們合理推測企業社會責任在市場處於熊市時，可以防禦股價嚴重衰弱的衝擊，但是根據不同產業的性質，它的防禦效果也不盡相同。

假設 3：企業投入企業社會責任會因為產業別的不同，而導致市場處於熊市時，防禦效果有所落差。

參、研究方法

一、研究方法

沈中華與李建然（民 89）指出事件研究法源自於 Ball and Brown (1968)與 Fama, Fisher, Jensen and Roll (1969)的研究且廣泛的應用於會計及財務領域實證研究方面。此方法主要探討當某一資訊或事件發生時，股票市場價值上的波動，是否會引起股價的異常報酬(abnormal returns, AR)。

本研究藉由熊市及牛市之獲選 CSR 企業名單與 NON-CSR 企業名單的股票異常報酬率，以探討企業從事企業社會責任於企業財務績效之關係為何，且探討產業別執行企業社會責任是否具有不同防禦效果。故採用事件研究法作為本文的實證分析工具。

二、研究設計及資料來源

為驗證本研究提出之假設，故採用事件研究法進行實證分析，透過事件研究法可以瞭解牛市及熊市事件日與股票市場價值上的關聯性，以及分析市場處於熊市時，產業別的不同是否也會為企業帶來不同的防禦效果。事件研究法主要目的為運用統計方法檢定，本研究將以市場指數調整法計算股票的異常報酬率，藉此瞭解特定事件對於公司股價是否產生變異性。有關本研究之事件日、事件期、與樣本資料之選取說明如下：

1. 事件日：本研究採取台灣經濟新報(TEJ)加權指數為確定事件日主要來源，並以統計學經驗法則採取常態分配正負三個標準差其數值為 99.7%的資料作為選取熊市及牛市之事件日標準。
2. 事件期：以事件日前五天至後五天(共計 11 天)
3. 研究期間：2008 年 01 月 01 日至 2017 年 12 月 31 日
4. 樣本資料的選取：採用獲選「天下 CSR 企業公民獎」為 CSR 組企業名單，透過台灣經濟新報資料庫(TEJ)選取與 CSR 組相同之產業別及相近的資產總額為 NON-CSR 對照組之企業，並以 CSR 組對比四家企業 NON-CSR 作為統計資料來源。

三、研究模型

本文主要目的為探討企業執行企業社會責任對於企業財務績效關係為何，以及探討產業別是否會為企業帶來不同的防禦效果，Brown (1980) & Warner (1985)經模擬實證結果指出「市場指數調整法」之檢定力不會比「市場模式(Market Model)」差，故本研究將採用市場指數調整法(Market-Adjusted Returns Model)以進行實證分析。

市場指數調整法運用相當簡易，此法假設個別證券在沒有特別事件的影響情況下，事件期當中的某一時期的預期報酬率，即為當時期的市場報酬率。亦即事件指數調整法的事件日是由市場大盤的報酬率，代替各股的預期報酬率。此期望報酬率為：

$$E(\hat{R}_{iE}) = R_{mE}, E \in W \quad (1)$$

R_{mE} ：事前期之某一期的市場報酬率

於衡量 R_{mE} 市場指數，Peterson(1989，頁 50-51)指出平均加權指數與股票報酬率之間關連性較為顯著，導致參數估計的精準度跟隨著關聯性提高，因此比較能夠發現異常報酬率。透過 Brown & Warner (1980)之模擬實證，發現平均加權指數比市價加權指數較能發現異常報酬率。故本研究將以「平均加權指數」進行分析。

四、計量方法

本研究將股票異常報酬率之數據，透過變異數分析(ANOVA)再次檢定。變異數分析(ANOVA)在資料分析中是

很常見的統計分析工具，主要是以 F-test 檢測兩組群間的差異顯著性，如果 F 值越大則表示母體群間的平均數差異大。

肆、實證結果

圖 1 為本研究熊市事件日之異常報酬率趨勢圖。本研究以國內上市、上櫃、新櫃之企業為樣本來源，共計 1577 筆資料，其中 CSR 企業為 504 筆資料，NON-CSR 企業為 1073 筆資料。由表 1 可以得知熊市事件日之平均數統計結果，於事件日 CSR 組的平均數 0.121630 優於 NON-CSR 組的平均數-0.384701，且事件日前後一天皆明顯優於 NON-CSR 組的平均數。由此結果得知，企業實施企業社會責任於股價市場呈現低迷的時候，可以有效地防禦股票市場價值的衰弱，故本研究假設 1 成立。反之，本研究假設 2 不成立。

圖 2 為本研究牛市事件日之異常報酬率趨勢圖。本研究以國內上市、上櫃、新櫃之企業為樣本來源，共計 1163 筆資料，其中 CSR 企業為 367 筆資料，NON-CSR 企業為 796 筆資料。由表 2 可以得知牛市事件日之平均數統計結果，於事件日 CSR 組的平均數-0.127790 顯著高於 NON-CSR 組的平均數-0.437146，且於事件日前五天 CSR 組的平均數皆明顯優於 NON-CSR 組的平均數。由此結果可以知道在股價市場熱絡的時候，投資人比較願意會繼續投資有實施企業社會責任之公司，故本研究假設 1 成立。反之，本研究假設 2 不成立。

圖 3 至圖 9 為本研究熊市事件日之產業別的異常報酬率趨勢圖。其樣本為國內上市、櫃及新櫃之企業，產業別共分為 19 類，其中 CSR 企業為 475 筆資料，NON-CSR 企業為 1003 筆資料。由表 3 可以得知熊市事件日中各個產業別間的平均數統計結果，產業別之 CSR 組於事件日之平均數大致上都高於 NON-CSR 組，其中以食品業、通信網路業、造紙工業、貿易百貨、塑膠工業、電腦及周邊設備業、鋼鐵業更為顯著。由分析結果得知屬於寡占市場的產業別在股價市場呈現經濟下滑的時候，企業社會責任可以為企業帶來保險功能，且於產業生命週期觀點來看分析結果，本研究發現屬於成熟期產業在股價市場呈現低迷狀況的時候，投資人會比較願意再次給予具備有企業社會責任的公司一次機會。

圖 10 至圖 15 為本研究牛市事件日之產業別的異常報酬率趨勢圖。其樣本為國內上市、櫃及新櫃之企業，產業別共分為 19 類，其中 CSR 企業為 349 筆資料，NON-CSR 企業為 745 筆資料。由表 4 可以得知牛市事件日之各個產業別間的平均數統計分析，大致上 CSR 組的事件日平均數高於 NON-CSR 組，尤其以半導體業、食品業、電子通路業、電子零組件業、電機機械業、鋼鐵業更為顯著。由分析結果得知屬於寡占市場以及未來趨勢的產業別在股價市場呈現經濟成長的時候，投資人更加看好此產業的前景，同時以產業生命週期觀點分析結果，本研究發現於成長期的產業別，在股市良好的時候，實施企業社會責任的企業，更容易獲得投資人的信賴。

於表 3 及表 4 之實證結果，明顯顯示本文之假設 3 成立。根據廖啓成 (2017)指出食品業在台灣已經是屬於成熟期市場；傅思婷、吳榮華、莊允中與蔡潔娃 (2009)指出鋼鐵業於 2007 年時鋼鐵需求已邁入成熟時期。透過實證結果本研究發現，食品業及鋼鐵業於熊市及牛市事件日皆為明顯顯著，換言之，食品業及鋼鐵業於投資人的認知裡，不論股價市場呈現衰弱或者成長的時候，企業社會責任皆有效的提升企業財務績效。本研究亦發現食品業及鋼鐵業不僅僅是成熟期產業，同時也是極寡占市場結構。

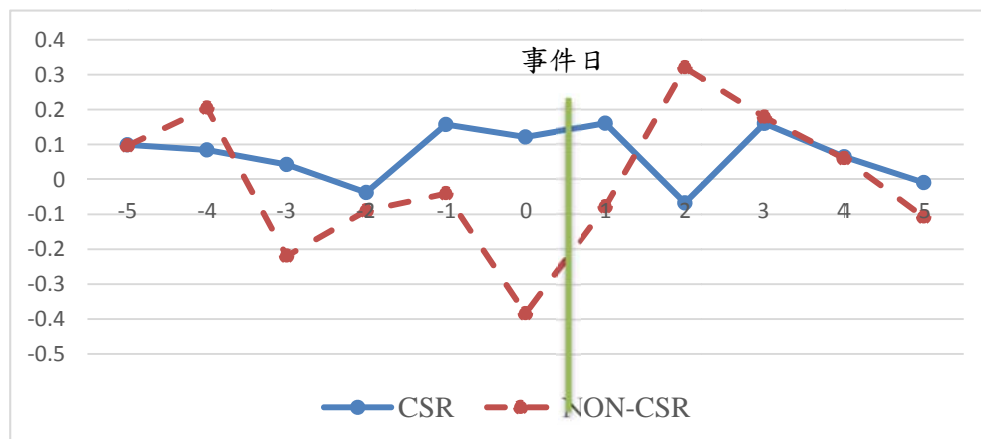


圖 1 CSR 組與 NON-CSR 組於熊市事件日之異常報酬率趨勢圖

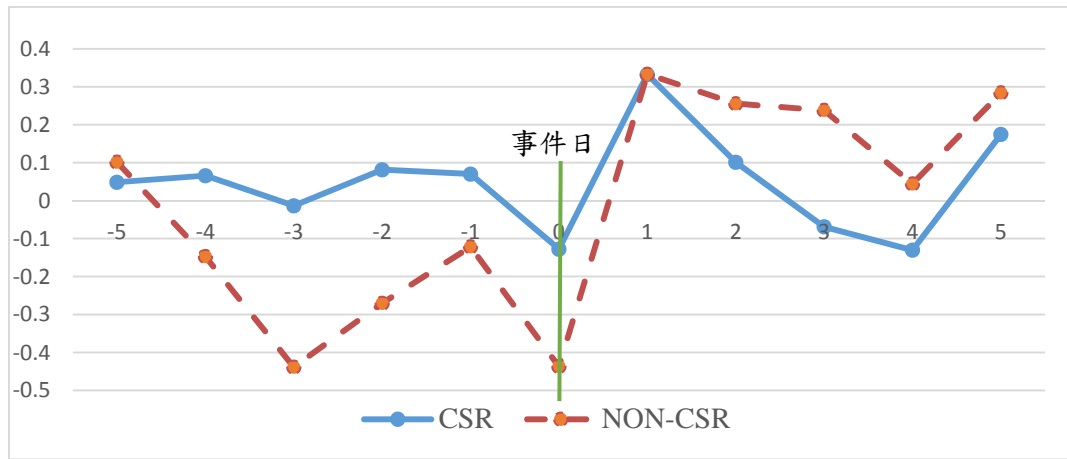


圖 2 CSR 組與 NON-CSR 組於牛市事件日之異常報酬率趨勢圖

表 1 CSR 組與 NON-CSR 組於熊市事件日之異常報酬率分析結果

最低值 (熊市)		平均數	F 檢定
事件前 5 日	CSR	.098860	0.001
	NON-CSR	.096367	
事件前 4 日	CSR	.084270	1.509
	NON-CSR	.204735	
事件前 3 日	CSR	.042749	6.326*
	NON-CSR	-.219496	
事件前 2 日	CSR	-.037537	0.284
	NON-CSR	-.089814	
事件前 1 日	CSR	.157402	3.903*
	NON-CSR	-.040671	
事件日	CSR	.121630	16.663***
	NON-CSR	-.384701	
事件前 1 日	CSR	.160872	4.111*
	NON-CSR	-.078403	
事件前 2 日	CSR	-.067427	9.837**
	NON-CSR	.320333	
事件前 3 日	CSR	.160582	0.024
	NON-CSR	.178244	
事件前 4 日	CSR	.064768	0.002
	NON-CSR	.059632	
事件前 5 日	CSR	-.009172	0.903
	NON-CSR	-.107783	

+p<0.1; *p<0.05; **p<0.01; ***p<0.001

表 2 CSR 組與 NON-CSR 組於牛市事件日之異常報酬率分析結果

最高值 (牛市)		平均數	F 檢定
事件前 5 日	CSR	.048553	0.203
	NON-CSR	.101702	
事件前 4 日	CSR	.065734	2.861+
	NON-CSR	-.147367	
事件前 3 日	CSR	-.013604	11.083**
	NON-CSR	-.438572	
事件前 2 日	CSR	.081381	5.976*
	NON-CSR	-.270358	
事件前 1 日	CSR	.069869	1.597
	NON-CSR	-.121605	
事件日	CSR	-.127790	4.919*
	NON-CSR	-.437146	
事件後 1 日	CSR	.332327	.000
	NON-CSR	.333085	
事件後 2 日	CSR	.101176	1.136
	NON-CSR	.255507	
事件後 3 日	CSR	-.068919	4.946*
	NON-CSR	.238116	
事件後 4 日	CSR	-.130479	1.516
	NON-CSR	.044175	
事件後 5 日	CSR	.174525	0.739
	NON-CSR	.284003	
+ $p < 0.1$; * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$			

表3 產業別於熊市事件日之異常報酬率分析結果

	t-2			t-1			t			t+1			t+2		
食品業	CSR	-.62869	F 值	CSR	.16940	F 值	CSR	0.55571	F 值	CSR	.29472	F 值	CSR	-.216620	F 值
	NON	-.72519	0.015	NON	.57338	0.604	NON	0.96737	0.712	NON	-.36343	0.715	NON	.705997	0.939
通信 網路業	CSR	.359079	F 值	CSR	-.03541	F 值	CSR	1.52643	F 值	CSR	-.173230	F 值	CSR	-.477323	F 值
	NON	-.020582	1.413	NON	-.16177	0.132	NON	-.165260	13.904***	NON	-.051006	0.079	NON	.249271	3.234+
造紙工業	CSR	-.110940	F 值	CSR	.58723	F 值	CSR	-.05022	F 值	CSR	.44257	F 值	CSR	.039390	F 值
	NON	-.568728	1.348	NON	.00186	2.586	NON	-1.2540	2.982+	NON	-.29143	2.138	NON	.521880	1.270
貿易百貨	CSR	-.339077	F 值	CSR	.84488	F 值	CSR	1.3220	F 值	CSR	-.50522	F 值	CSR	-.08028	F 值
	NON	-.448579	0.046	NON	-.5019	5.829*	NON	-.48906	10.505**	NON	-.65124	0.062	NON	.661752	1.794
塑膠工業	CSR	.618700	F 值	CSR	.50940	F 值	CSR	1.5429	F 值	CSR	.59598	F 值	CSR	-.10978	F 值
	NON	.462854	0.035	NON	.66175	0.029	NON	-.56282	5.179*	NON	-.38878	1.030	NON	.076821	0.040
電腦及週邊 設備業	CSR	-.059417	F 值	CSR	.00526	F 值	CSR	-.10551	F 值	CSR	.38089	F 值	CSR	-.24437	F 值
	NON	-.056777	0.000	NON	-.0890	0.121	NON	-.83423	6.820*	NON	.09085	0.802	NON	.292669	2.328
鋼鐵業	CSR	.276271	F 值	CSR	.25337	F 值	CSR	1.0996	F 值	CSR	.73930	F 值	CSR	-.06632	F 值
	NON	.019768	0.174	NON	.38419	0.071	NON	.47091	0.903	NON	-.03879	1.592	NON	.256889	0.288

+ $p < 0.1$; * $p < 0.05$; ** $p < 0.01$; *** $p < 0.001$

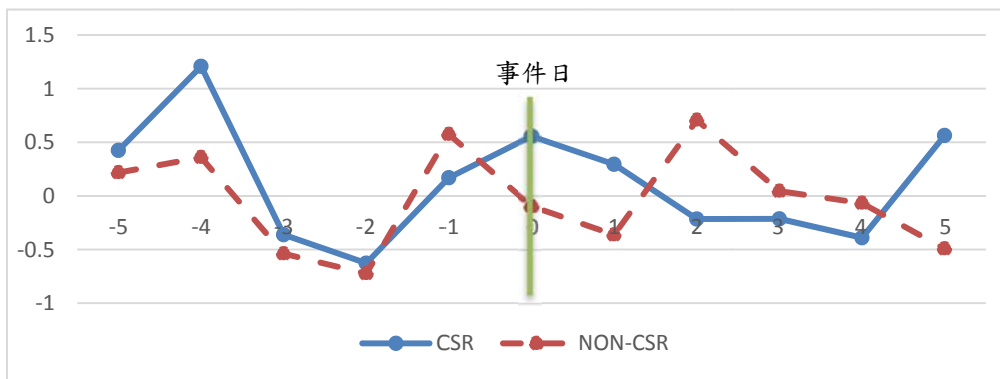


圖 3 食品業於熊市事件日之異常報酬率趨勢圖

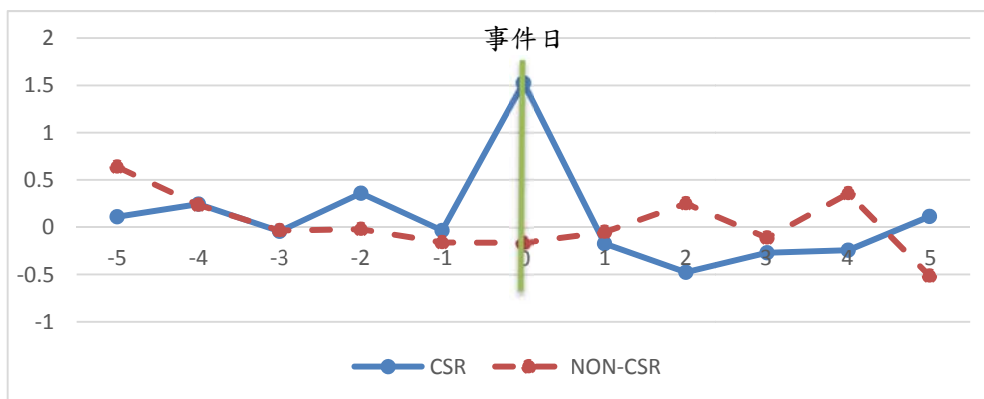


圖 4 通信網路業於熊市事件日之異常報酬率趨勢圖

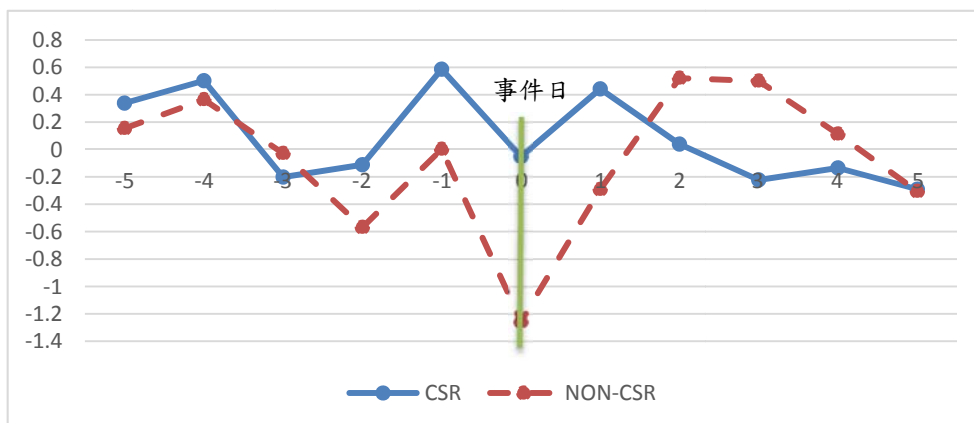


圖 5 造紙工業於熊市事件日之異常報酬率趨勢圖

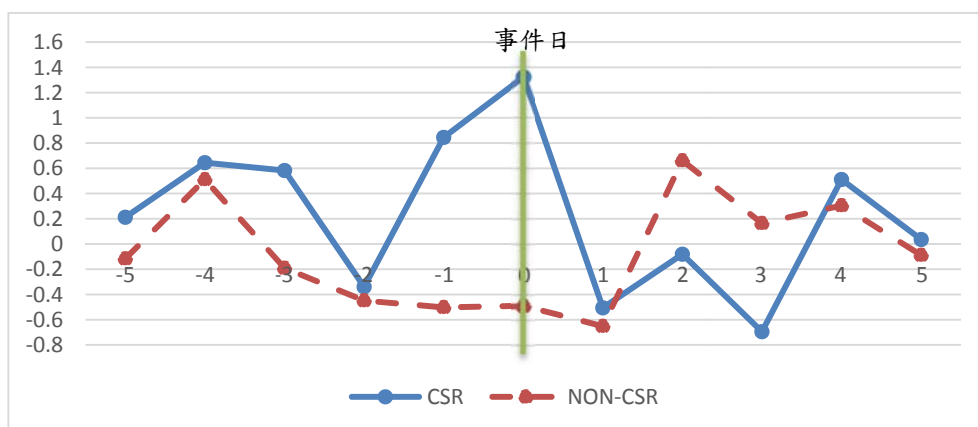


圖 6 貿易百貨業於熊市事件日之異常報酬率趨勢圖

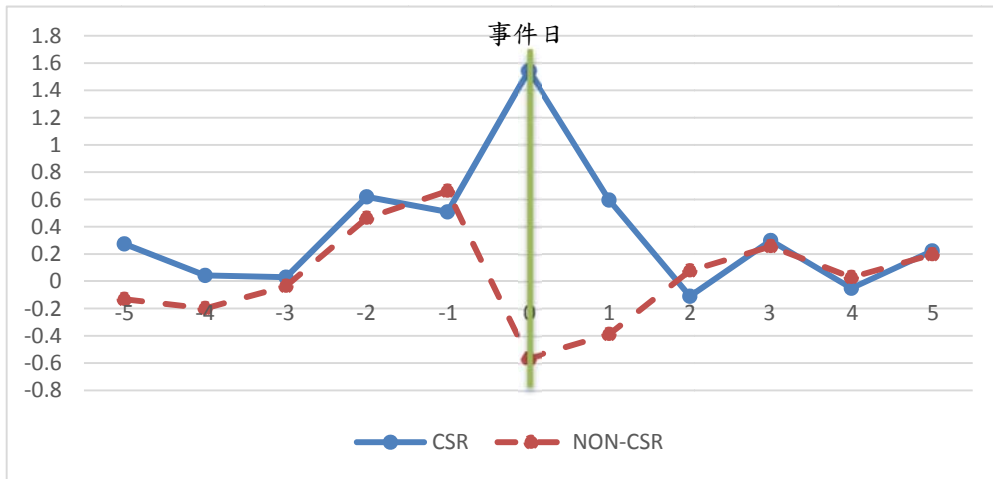


圖 7 塑膠工業於熊市事件日之異常報酬率趨勢圖

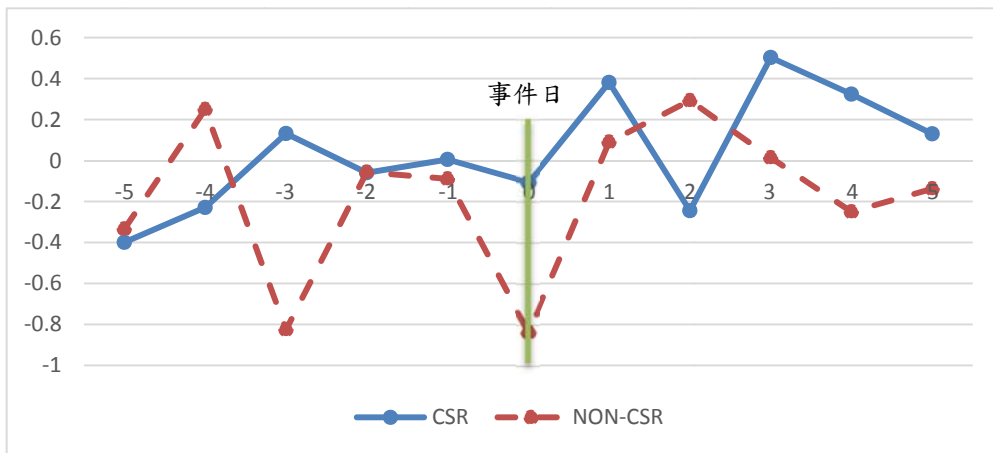


圖 8 電腦及週邊設備業於熊市事件日之異常報酬率趨勢圖

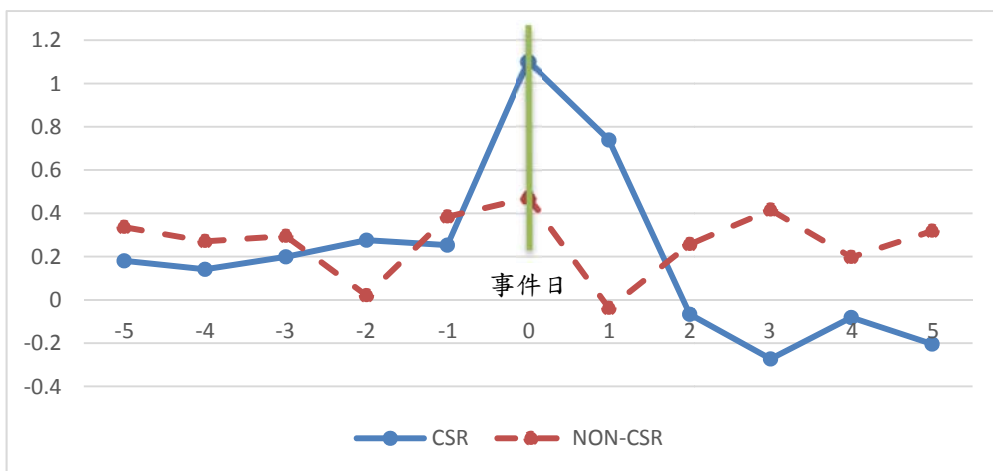


圖 9 鋼鐵業於熊市事件日之異常報酬率趨勢圖

表 4 產業別於牛市事件日之異常報酬率分析結果

	t-2			t-1			t			t+1			t+2		
半導體	CSR	.658449	F 值	CSR	1.402843	F 值	CSR	1.126592	F 值	CSR	.083097	F 值	CSR	-.161954	F 值
	NON	-.085486	2.064	NON	.473302	1.691	NON	.177840	5.074*	NON	.409222	0.368	NON	.113460	0.256
食品業	CSR	-.001700	F 值	CSR	.452075	F 值	CSR	-.55588	F 值	CSR	.89425	F 值	CSR	.472625	F 值
	NON	-.356103	0.103	NON	-.127676	0.415	NON	-1.4994	1.786	NON	-.76497	2.235	NON	.050807	0.234
電子通路業	CSR	1.67263	F 值	CSR	.749100	F 值	CSR	-.54270	F 值	CSR	-.14397	F 值	CSR	1.67070	F 值
	NON	-.466367	8.739*	NON	-.640933	1.638	NON	-1.3316	0.619	NON	.55473	0.792	NON	1.06403	0.359
電子零組件業	CSR	.136453	F 值	CSR	-.260965	F 值	CSR	.79908	F 值	CSR	.90082	F 值	CSR	.677618	F 值
	NON	-.534034	1.100	NON	-.408376	0.054	NON	.02945	1.217	NON	.19871	1.959	NON	.332842	0.335
電機機械	CSR	-.126863	F 值	CSR	.625481	F 值	CSR	.15388	F 值	CSR	.19621	F 值	CSR	-.33809	F 值
	NON	-.194731	0.014	NON	.090976	0.694	NON	-.79530	2.395	NON	.19826	0.000	NON	.144812	0.613
鋼鐵業	CSR	.423967	F 值	CSR	-.265211	F 值	CSR	-.04611	F 值	CSR	-.51889	F 值	CSR	-.83504	F 值
	NON	.218225	0.046	NON	-.100303	0.073	NON	-2.1488	6.099*	NON	-.57399	0.951	NON	-.38348	0.505

+p<0.1; *p<0.05; **p<0.01; ***p<0.001

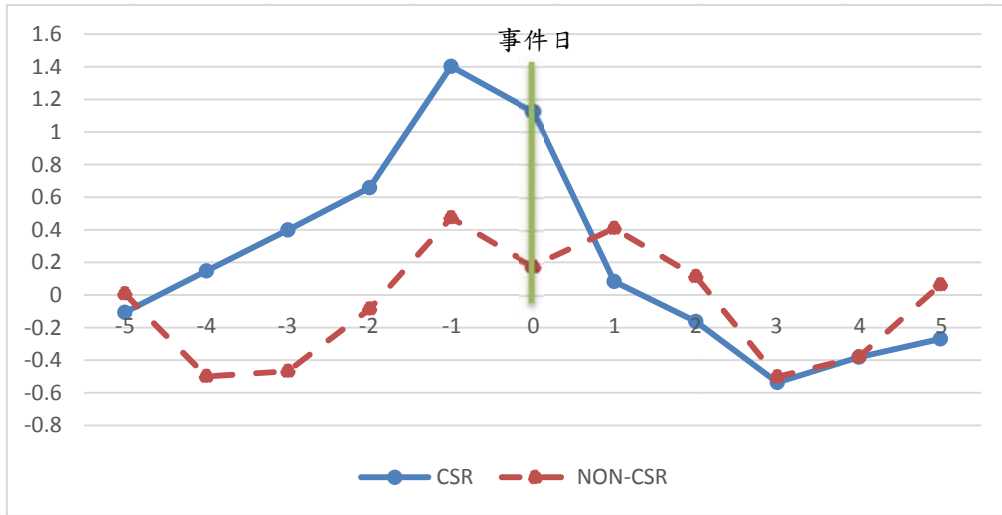


圖 10 半導體業於牛市事件日之異常報酬率趨勢圖

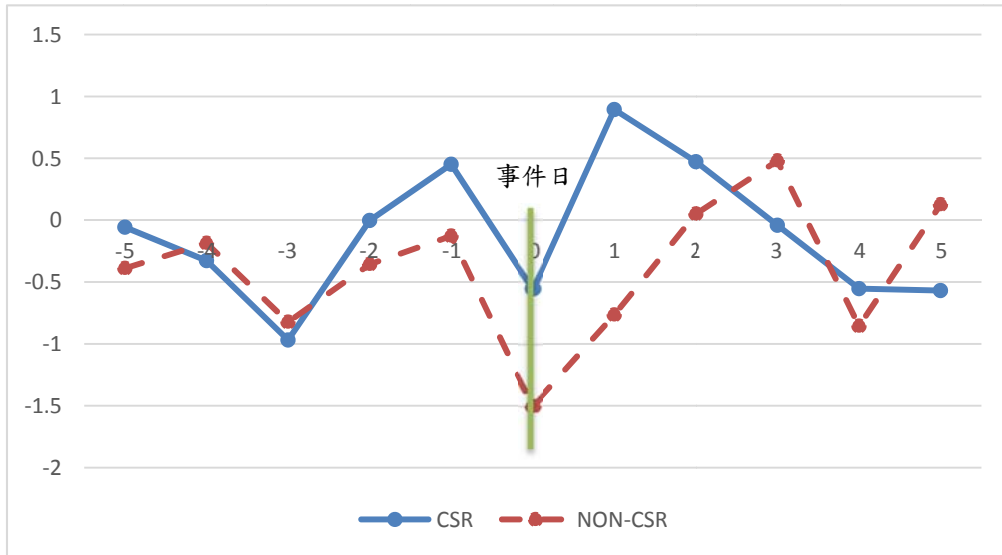


圖 11 食品業於牛市事件日之異常報酬率趨勢圖



圖 12 電子通路業於牛市事件日之異常報酬率趨勢圖

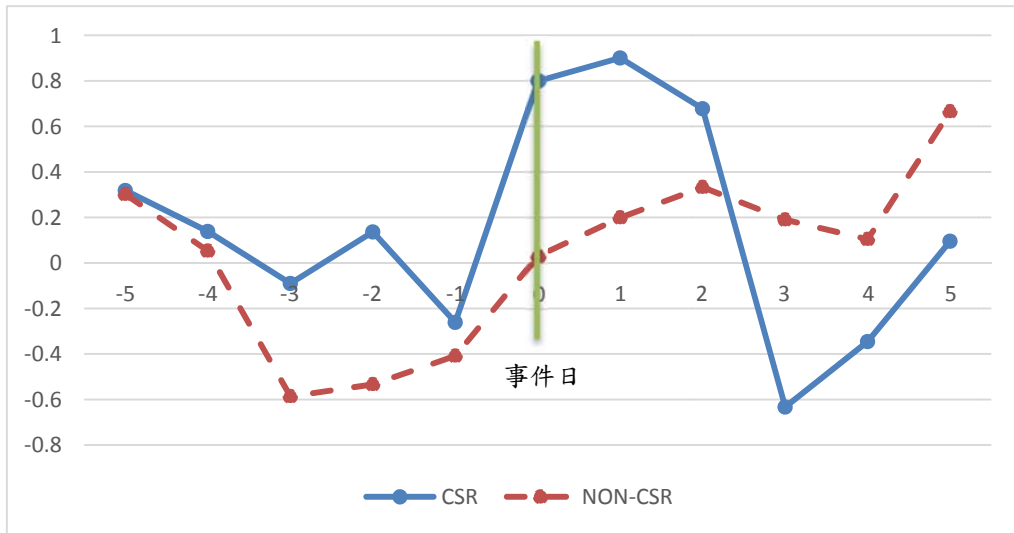


圖 13 電子零組件業於牛市事件日之異常報酬率趨勢圖

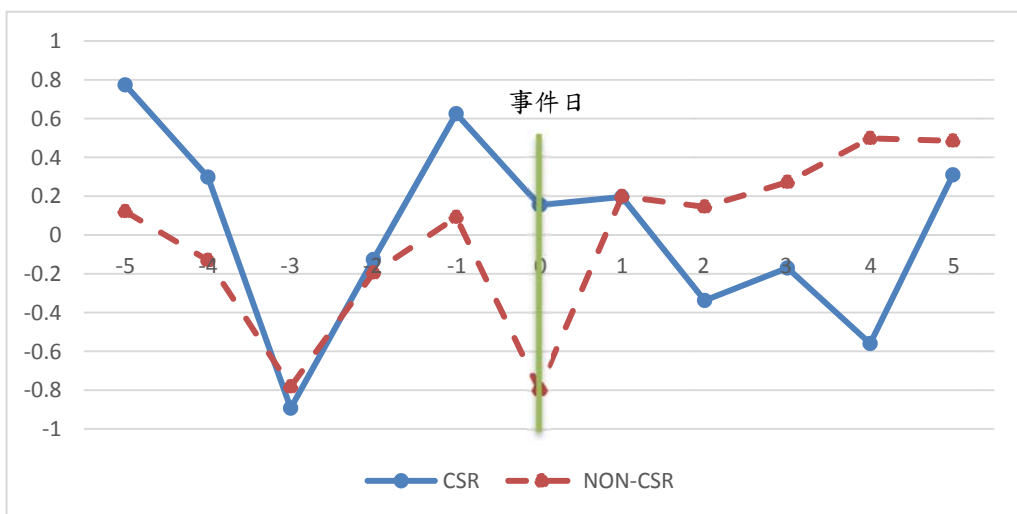


圖 14 電機機械業於牛市事件日之異常報酬率趨勢圖

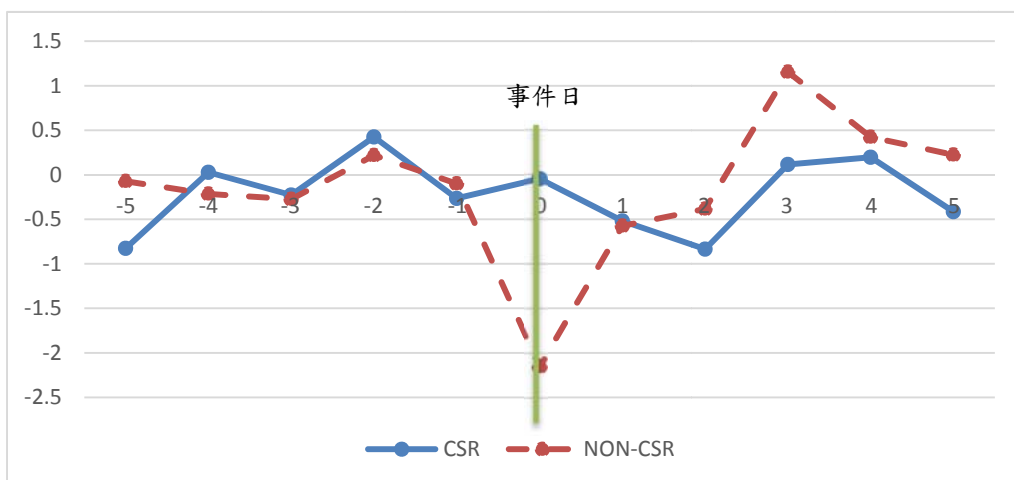


圖 15 鋼鐵業於牛市事件日之異常報酬率趨勢圖

伍、結論與建議

企業實踐企業社會責任，對於企業來說是提升企業名譽以增加報酬，或者是違反股東追求利潤最大化原則？本研究運用「天下 CSR 企業公民獎」之企業做為 CSR 組名單，及利用台灣經濟新報(TEJ)選取 NON-CSR 組名單，並以相同產業別及相近資產總額作為列選標準，試圖了解 CSR 組與 NON-CSR 組於股價市場呈現衰弱及熱絡的時候，是否股票異常報酬率有明顯的差異。

根據實證研究結果顯示，企業實踐 CSR 對於公司面臨股票市場呈現經濟衰弱的時候，有助於企業減緩股價損失，即 CSR 具有防禦效果的能力，以發揮公司日積月累的良好形象，於市場處於熊市時產生保險的功能，以減緩企業的損失，此結果支持 Bhattacharya & Sen (2004)與 Siegel & Vitaliano (2007)的論點。另一方面，企業履行 CSR 對於股價市場呈現經濟成長的狀況，投資人相對的看好具有實踐企業社會責任的公司，並且運用股票來表示願意支持企業的決策，此發現進一步呼應林惠雯 (2009)的論點。綜合以上結果，本研究認為企業善盡企業社會責任可以有效地提升企業的財務績效，其企業社會責任與企業財務績效為正向關係。

根據實證結果顯示，產業分析於股價市場呈現經濟下滑及成長的時候之 CSR 組最為顯著的產業結構模式，分別屬於寡占市場結構的產業(例如：食品業及鋼鐵業)，此結論與張維真 (2007)的論點相符。以產業生命週期觀點來看分析結果，於股價市場呈現低迷狀況的時候，大致上都是長期具有穩定性營業額之成熟期產業較容易獲得投資人的原諒，比如說：造紙工業或者通信網路業...等。另一方面，於股價市場呈現熱絡的時候，投資人看準未來趨勢會選擇在股價良好的時候，加以投資成長期產業。本研究進一步的分析，發現屬於民生用品之產業在市場處於熊市時，有定期實踐企業社會責任的公司比較能夠避免跌入股災嚴重的狀況。綜合以上結果，本研究發現企業於成熟期之產業履行企業社會責任，可以在股價呈現低迷狀況的時候，成為公司資金的避風港。換言之，成熟期產業之企業從事企業社會責任，比較能夠彰顯企業社會責任的正面價值。

鑒於上述研究結果，本研究仍針對研究限制，提出建議供給後續研究者思考是否可運用其他方案，以獲得不同的研究發現。首先，本研究以天下雜誌所舉辦的「天下 CSR 企業公民獎」得獎名單列選為 CSR 組的標準，此方法可能會限制 CSR 的衡量，故可以再將其他具有公信力的民間評選(例如：遠見雜誌)列為 CSR 組的篩選與考量。其次，本研究主要以事件研究法之股票異常報酬率列為財務績效的衡量標準，但影響財務績效的變數很多，故應該將其他重要的財務績效變數(例如：總資產報酬率或股東權益報酬率...等)列為衡量的標準，使得分析結果可以更具有準確性。

參考文獻

- 池祥萱、繆文娟、莊澄臻 (2014)，企業社會責任對於公司財務績效之影響是雙面刃嗎？來自全球 500 大公司的證據，管理學報，31(1)，1-19。
- 沈中華與李建然 (2000)。事件研究法：財務與會計實證研究必備。臺北市：華泰。
- 沈中華與張元 (2008)，企業的社會責任為可以改善財務績效嗎？—以英國 FTSE 社會責任指數為例，經濟論文，36(3)，339-385。
- 李芯蕓 (2011)。企業社會責任與企業財務績效因果關係之研究。逢甲大學合作經濟學系碩士論文，台中市。
- 余朝權 (1991)。現代行銷管理學。臺北市：五南。
- 林文玲、傅鍾仁、張永佶 (2012)，供應鏈社會責任作為對產業股價之研究--以塑化劑事件為例，南臺學報，37(2)，49-64。
- 林婉婷 (2011)。企業社會責任對企業財務績效之關聯性研究。國立台北商業大學國際商務系碩士論文，台北市。
- 林惠雯 (2009)。企業社會責任表現與財務績效關聯性。輔仁大學會計學系碩士論文，新北市。
- 林宜諄、高希均 (2008)。企業社會責任入門手冊。臺北市：天下文化。
- 個人理財-iFortune (2017)。產業市場評價之總市值【原始數據】。取自：<https://bit.ly/2JphYHi>
- 張維真 (2007)。產業集中度與股票報酬之關連性研究-以台灣上市公司為例。朝陽科技大學財務金融研究所碩士論文，台中市。

- 傅思婷、吳榮華、莊允中、蔡潔娃 (2009)，台灣鋼鐵產業政策芻議，中華鑛冶工程學會，53(2)，11-20。
- 葛承群、王永年 (2017)。政治經濟學—社會主義部分。新北市：飛翔時代。
- 葉純哲 (2010)。企業社會責任認知與態度之研究-以台中市補教業為例。國立台中教育大學事業經營研究所碩士論文，台中市。
- 雷浩斯 (2013 年 07 月)。雷浩斯教你小薪水存好股又賺波段。Smart 智富，175。取自：<https://goo.gl/2P7GKF>
- 廖啓成 (2017)。台灣食品產業現況與政策分析。取自：<https://bit.ly/2HZdKH4>
- 盧義光 (2003)。企業經理人對企業社會責任的認知之研究-以高雄市企業永續經營協會為例。國立中山大學公共事務管理研究所碩士論文，高雄市。
- Anthony, J. H. & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15, 203-277.
- Argenti, P. A., & Druckenmiller, B. (2004). Reputation and the Corporate Brand. *Corporate Reputation Review*, 6(4), 368-374.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2004). Doing Better at Doing Good: When, Why, and How Consumers Respond to Corporate Social Initiatives. *California Management Review*, 47(1), 9-24.
- Bowen, H. R., & Johnson, F. E. (1953). *Social Responsibility of the Businessman*. New York: Harper and Brothers.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: the case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Carroll, A. B. (1979). A-Three Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review*, 4(3), 497-505.
- Davis, K. & Blomstrom, R. L. (1975). *Business and Society Environment and Responsibility*. New York: McGraw-Hill.
- Dowling, G. (2006). How Good Corporate Reputations Create Corporate Value. *Corporate Reputation Review*, 9(2), 134-143.
- Drucker, E. (1993). Molecular epidemiology meets the fourth world. *The Lancet*, 342(8875), 817-818.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1-21.
- Fombrun, C. J. (2005). A world of reputation research, analysis and thinking—building corporate reputation through CSR initiatives: evolving standards. *Corporate Reputation Review*, 8(1), 7-12. doi: 10.1057/palgrave.crr.1540235
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & Society*, 36(1), 5-31.
- Hilenbrand, C., & Mondy, K. (2007). Corporate Responsibility and Corporatr Reputation: Two Separate Concepts or Two Side of the Same Coin?. *Corporate Reputation Review*, 10(4), 261-277.
- Hillman, A. J. & Keim, G. D. (2001). Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What' s the Bottom Line?. *Strategic Management Journal*, 22, 25-139.
- Hou, K. & Robinson, D. T. (2006). Industry Concentration and Average Stock Returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1927-1956.
- Jensen, M. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317.

- Kapstein, B. E. (2001). The Corporate Ethics Crusade. *Foreign Affairs*, 80(5), 105-119.
- Kotler, P. (1976). *Marketing Management, Analysis, Planning and Controls*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Lantos, G. P. (2001). The Boundaries of Strategic Corporate Social Responsibility. *Journal of Consumer Marketing*, 18(7), 595-630.
- Marx, K. (1867). *Das Kapital* (pp. 409-446). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- McGuire, J. W. (1963). *Business and Society*. New York: McGraw-hill.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.
- McWilliams, A., Siegel, D. S. & Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43(1), 1-18.
- Milbourn, T. T. (2003). CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 233-262.
- Peterson, P. P. (1989). Event studies: A review of issues and methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28, 36-66.
- Petit, T. A. (1968). *The Moral Crisis in Management*. New York: McGraw-hill.
- Porter, M. E. (1985). *Competitive Advantage*. New York: The Free Press.
- Siegel, D. S., & Vitaliano, D. F. (2007). An empirical analysis of the strategic use of corporate social responsibility. *Journal of Economics & Management Strategy*, 16(3), 773-792.