

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

池祥萱

國立東華大學財務金融學系

繆文娟

真理大學財政稅務學系

莊滢臻

國立東華大學財務金融學系

論文編號：3325

收稿 2012 年 7 月 25 日 → 第一次修正 2013 年 10 月 20 日 → 正式接受 2013 年 12 月 23 日

本文以全球 500 大公司為研究對象，由公司非預期的盈餘宣告事件的角度切入，檢驗企業從事企業社會責任 (CSR) 對於其短期與長期財務績效的影響。本文的主要研究結果如下。在市場績效方面，當公司宣告非預期的負面盈餘事件中，從事 CSR 在短期對於公司的確能發揮保險功能，使得從事 CSR 公司之股價跌幅較淺。在營運績效方面，我們發現公司從事 CSR 的當年度確實能為公司帶來價格溢酬的優勢，提高公司的獲利能力，這樣的價格溢酬的優勢可以持續長期，CSR 所造成成本與費用的增加並不會侵蝕經營績效。

關鍵詞：企業社會責任、公司財務績效、非預期盈餘宣告、名譽效果、代理衝突

前言

近年來，企業社會責任 (corporate social responsibility; CSR) 這個議題引起學術界與企業界熱烈討論。以 CSR 的觀點來看，公司不應單純的只對其股東負責，而是應該廣泛地涵蓋各個層面的利害關係人，包括員工、顧客、上下游廠商、社群和環境等，然而公司管理當局在參與 CSR 活動時，還是必須顧慮股東對從事 CSR 的意願，因為股東是公司的所有權人，重視的是公司財務績效 (corporate financial performance; CFP)，因此公司從事 CSR 活動對於公司財務績效的影響是非常重要的議題。目前學術上對於

CSR 如何影響 CFP 的研究主要有兩種看法。第一種看法認為 CSR 對於 CFP 有正向影響，這是因為企業從事 CSR 能為公司帶來增加收入與增強對負面事件防禦等種種益處¹。第二種看法則認為 CSR 對於 CFP 有負面影響，這是因為從事 CSR 除了使公司產生額外的支出費用之外，還會增加管理當局和股東之間資訊不對稱的代理成本，所以 CSR 與 CFP 之間為反向關係²。

由於過去研究的結論莫衷一是，本文以全球 500 大公司為研究對象，由公司非預期的盈餘宣告事件的角度切入，檢驗並了解企業從事 CSR 對於其短期與長期財務績效的影響。過去有關 CSR 之研究絕大多數是以相關的社會新聞事件檢驗其市場表現，分析投資人

作者池祥萱為國立東華大學財務金融系副教授，地址：974 花蓮縣壽豐鄉志學村大學路 2 段 1 號，E-mail: hhchih@mail.ndhu.edu.tw。電話：03-8633137。繆文娟為真理大學財政稅務系助理教授，地址：251 新北市淡水區真理街 32 號真理大學財政稅務學系，E-mail: miao@mail.au.edu.tw。電話：02-26212121-8608。莊滢臻任職於新光人壽國內固定收益投資部，Email: copachuang@gmail.com。

¹ Argenti and Druckenmiller, 2004; Brammer and Pavelin, 2004 and 2006; Dowling, 2006; Schuler and Cording, 2006; Bhattacharya and Sen, 2004; Schnietz and Epstein, 2005; Tucker and Melewar, 2005; Hess, Rogovsky, and Dunfee, 2002)

² Werbel and Wortman, 2000; Jones, 1995; Hillman and Keim, 2001; Hess, Rogovsky, and Dunfee, 2002; McWilliams, Siegel and Wright, 2006; Levis, 2006; Barnea and Rubin, 2005; Lantos, 2001; Barnett 2005)

是否對於 CSR 的理念有所認同。我們將重點放在公司盈餘宣告事件，這是因為盈餘是公司與投資人最關心的議題，且盈餘宣告是公司定期必須宣告的事件，這會讓研究樣本更為完整。本文選取 Fortune 雜誌評選出的全球 500 大企業為研究對象，這是因為 CSR 已成為全球各國與企業都關注的議題，我們的研究樣本涵蓋全球且遍及各地區的經濟體系，能夠掌握現今的全球趨勢；另外，我們所選取的樣本皆是屬於遠近馳名的跨國大企業，他們的企業決策與行為將對於其他企業有領導作用，若是他們認為從事 CSR 活動的行為與情況被投資人認同，能夠增加公司利益並且促進社會善良風氣，其他企業也會爭相效仿，我們更能確立 CSR 的意義與貢獻；反之，若 CSR 被投資人視為掩飾工具或是無效率的資源浪費，則 CSR 的存在價值更能發人深省。

本文根據過去學術文獻對於 CSR 與 CFP 之間正向與負向關係建立兩個假說：名利雙贏假說和資源扭曲假說。若名利雙贏假說成立，則表示在未達預期盈餘的非預期負面事件中，從事 CSR 公司之市場表現相對於未從事 CSR 公司來的較好，表示投資人肯定 CSR 的價值，因而在非預期負面事件中 CSR 產生防禦功能；但若反面的資源扭曲假說成立，在非預期負面事件中從事 CSR 公司的股價會較未從事 CSR 公司更為慘淡。在長期方面，本文針對企業營運績效來做分析，比較從事 CSR 是否能對公司的營運績效有所提升。若名利雙贏假說成立，表示 CSR 真能為公司帶來銷貨成長，提升公司的邊際獲利，或者是反面的資源扭曲假說成立，代表 CSR 則會造成企業的生產效率變差和產生龐大費用，而導致負面的效果。

本文有別於過去文獻的獨特之處，主要是釐清公司從事 CSR 『是否』以及『如何』影響 CFP。這分為兩個層次，在第一個層次中，我們發現，公司從事 CSR 『是』顯著影響 CFP。首先在短期市場績效方面，我們發現當公司宣布非預期負面盈餘事件時，相較無從事 CSR 的公司，從事 CSR 公司的股價下跌幅度較小，這樣的差異持續到事件日後三天仍然顯著。在長期經營績效方面，我們發現公司從事 CSR 使得該年度的邊際獲利率提升，最後則讓 ROA 相對的表現較好。且從事 CSR 之公司與未從事 CSR 公司的 ROA 其後兩年的差異仍顯著為正。

在第二個層次中，我們發現公司從事 CSR 『如何』顯著影響 CFP 的方式分為兩種：一種是保險功能，

另一種是價格溢酬。首先在短期市場績效方面，面對公司宣告非預期負面盈餘事件，從事 CSR 的公司股價所受的傷害較輕，這顯示從事 CSR 的公司在非預期負面事件中能藉由名譽效果發揮保險功能。我們也發現代理問題嚴重且從事 CSR 之公司更受到保險功能的影響。在長期經營績效方面，我們可以了解公司從事 CSR 確實能帶來價格溢酬的優勢，使得該年度的邊際獲利率提升，最後則讓 ROA 相對的表現較好。而這樣的價格溢酬優勢可以持續未來兩年。公司並不會因為從事 CSR 耗費更多之成本和衍生之費用，因此價格溢酬的優勢仍能持續存在，使得 ROA 和邊際利潤率表現優於未從事 CSR 之公司。

除了前言之外，本文的結構如下：第二部份是文獻回顧及假說建立。我們首先探討過去企業社會責任正面以及負面影響企業財務績效的相關文獻，然而據此建立假說。第三部份說明資料與樣本描述。在這個部分我們說明研究樣本如何選擇以及變數定義，同時也詳述 CSR 如何衡量。第四部份描述企業社會責任對公司短期與長期市場績效的影響。第五部分是說明企業社會責任對公司經營績效的影響。最後的結論則是總結本文的研究發現。

文獻回顧與假說建立

本文首先探討過去企業社會責任如何影響企業財務績效的相關文獻，然後根據既有文獻建立本文假說。

企業社會責任正向影響公司財務績效之文獻

許多學術文獻提出可以藉由 CSR 造就良好聲譽，產生名譽效果 (reputation effects)。Hillenbrand and Money (2007) 提到 CSR 雖然與公司名譽是兩個不同的概念，但 CSR 卻是造就良好聲譽的一個關鍵前提；Argenti and Druckenmiller (2004) 認為公司重視社會責任的觀點與程度，被大眾視為企業組織建立與維持良好名譽的證明；Fombrun (2005) 認為企業從事 CSR 可以幫助企業建立良好名譽，而不從事 CSR 則會為公司帶來名譽上的風險。再則，過去文獻也強調名譽能增加企業的價值或是為企業帶來利益；Dowling (2006) 支持良好的企業名譽可以增加公司的價值，實證研究也發現，在平均產業中擁有良好名譽者也能擁有較好

的財務績效表現；Brammer and Pavelin (2004) 強調建立良好名譽的目的是為了能為企業帶來收益與報酬，然而這是需要 CSR 活動與企業的關鍵角色相配合才能達成；Brammer and Pavelin (2006) 也發現公司的社會活動的表現會影響該公司的名譽，公司的 CSR 活動會影響該公司的市場評價。

名譽效果的產生，也間接為公司帶來利益，主要分為三種形式：增加報酬、降低風險與減緩代理衝突三種。在增加報酬方面，Schuler and Cording (2006) 認為顧客的購買決策直接影響公司的收入以及財務績效，而資訊和道德的價值觀是讓顧客在購買決策過程中的兩個重要決定因素，因此顧客對於標榜 CSR 相關的產品與服務會表現得較為偏好；Bhattacharya and Sen (2004) 認為 CSR 和消費者有正面的關聯，消費者鼓勵企業奉獻其能力與資源於 CSR 活動，而企業則可以從廣大的消費群中賺取獲利，這是驅使近年來企業如此強調 CSR 活動的主要原因；Siegel and Vitaliano (2007) 指出消費者會因為 CSR 的信念，會認為 CSR 公司誠實可靠，其產品品質良好，所以公司藉由 CSR 可以建立成功的品牌行銷與消費者的品牌忠誠；McWilliams and Siegel (2001) 指出 CSR 的產品被認同為可以增加額外的社會貢獻，另外則是它的特色價值是被一些消費者或是其他利害關係人所肯定。另外，CSR 公司也產生價格溢酬的優勢。Bhattacharya and Sen (2004) 發現從事公司 CSR 除了增加銷貨收入和品牌忠誠之外，尚有價格溢酬的優勢，公司將 CSR 活動結合商品之中，並且提高商品價格，仍可吸引支持 CSR 的顧客購買，伴隨 CSR 活動產生的其他效益還有口碑行銷等；Bagnoli and Watts (2003) 也發現公司致力於策略性的 CSR 活動原因有二，除了可以提升市場競爭力的強度之外，消費者也願意支付社會責任的溢酬價格。

在降低風險方面，名譽效果則被視為一種保障。Tucker and Melewar (2005) 指出應以長期的觀點來探討名譽價值，企業在長期之下培養良好的名譽，可以使企業在遭遇困境時適當的自我防禦並且解決危機，所以企業不應該短視近利的著眼於短期獲利極大化。Bhattacharya and Sen (2004) 提到 CSR 可以建立良好的信譽，以供企業發生危機時支用，所以當負面事件發生時，因為企業之前所累積的種種善行，使得消費者會比較傾向於原諒那些長期擁有良好名譽的公司，因此致力於 CSR 能為公司帶來價值；Schnietz and

Epstein (2005) 認為從事 CSR 所產生的名譽，在危機中能發揮其存在的財務價值，使公司在危機中得以減緩負面事件所造成的影響，確保該企業之價值。

關於減緩代理衝突方面，名譽效果亦有降低公司的代理成本的功能。Mann and Sichertman (1991) 提出藉由名譽的建立，可以減低公司因自由現金流量過多而造成的代理成本，Gomes (2000) 認為公司欲建立名譽，是因為名譽效果可以抵減代理成本導致的不效率性和帶來其他的利益。除了 CSR 除了藉由名譽效果可以降低公司的代理成本之外，CSR 本身可以視為減緩代理問題與監督公司的工具，Tsukamoto (2005) 指出道德良好的公司會使用部分閒置資源來行善，使這些資源發揮其用途；Kraft and Hage (1990) 認為公司的獲利能力反映其閒置資源的多寡，資源較豐富的公司才有餘力致力於 CSR；Waddock and Graves (1997) 提出有充足閒置資源的公司就有能力與更大的空間投資 CSR 的計畫，以創造更好的財務績效。在監督功能方面，Perrini and Tencati (2006) 提出永續性的管理是很關鍵的策略管理，它能夠提供質與量的觀點來監督與追蹤公司治理的績效，因此，企業可以藉由 CSR 向大眾傳遞公司內部本質良好的訊息；Akpiner et al. (2008) 認為 CSR 可以降低公司資訊不對稱的情況，並解決利害關係人與管理當局之間的代理問題；Beaudoin (2008) 也提出 CSR 能夠用來減緩代理問題的有利證據。

過去文獻也檢視許多關於 CSR 議題的事件對於股票市場的影響，像是慈善捐贈、產品回收、勞工人權、環境汙染、法律契約等。Hall and Rieck (1998) 提出企業慈善捐獻事件的宣告，對於公司股價有顯著的正面影響效果；Davidson and Worrell (1992) 檢驗 1968 至 1987 採取劣質產品回收事件，發現雖然公司宣告產品回收時市場會有負面反應，但生產劣質產品卻無回收動作之公司其績效表現負面得更為嚴重。

Chauvin and Guthrie (1994) 針對雜誌選出有良好勞工管理公司之事件檢驗，發現良好的勞工管理對公司價值有正面影響；Davidson, Worrell and Cheng (1994) 檢視美國職業安全與健康管理局 (OSHA) 對公司做出的責罰，以及 Wright, Ferris, Hiller and Kroll (1995) 檢驗美國勞工歧視事件之宣告，結果皆指出市場對於認定有罪的公司會在股價上給予懲罰；1980 年代許多美國公司從南非撤資，以抗議該國實施種族隔離政策違反人權的事件是許多學者研究的議題，

Posnikoff (1997) 和 Kumar, Lamb and Wokutch (2002) 的研究結果發現宣布從南非撤資的美國公司，因為倡導與維護基本人權，其股價的表現都較為優異。

關於環境議題方面，Hamilton (1995)、Konar and Cohen (1997) 和 Khanna, Quimio and Bojilova (1998) 對於毒物排放清冊報告 (TRI) 檢驗其公司股價，並指出市場對於此類之事件宣告為負面影響；Blaconiere and Northcut (1997) 檢驗公司的環境成本與負債報告、Hall and Rieck (1998) 環境活動的宣告、Klassen and McLaughlin (1996) 環境獲獎事件與 Yamashita, Sen and Roberts (1999) 檢視 Fortune 環境評估的排名等，結果都明確地顯示出公司正面環境事件的宣告能產生正的股票報酬，而負面環境事件的宣告則為負的股票報酬。

關於法律訴訟議題方面，Karpoff, Lee and Vondryk (1999) 比較 1986 年有簽署國防道德行為倡議 (DII) 的公司與沒有簽署 DII 之公司，發現後者的表現較差；另一方面，公司的政策與行為若是觸犯了法律，社會大眾之觀點看來即是違反 CSR 原則，Bosch and Lee (1994) 食物與藥物監管 (FDA) 的懲戒行動、Davidson and Worrell (1988) 和 Gunthorpe (1997) 報導有從事非法活動的公司、Muoghalu, Robison and Glascock (1990) 牽涉法律訴訟賠償事件和 Reichert, Lockett and Rao (1996) 被官方控告之公司，其結果都是報酬顯著為負，也就是漠視 CSR 投資人會予以懲罰，造成市場表現較差。

企業社會責任負向影響公司財務績效之文獻

以上文獻指出 CSR 會正向影響公司財務績效，但是也有學者提出相反的論點。主要是認為 CSR 會違反傳統公司財務的目標，而產生嚴重的代理問題，McWilliams, Siegel and Wright (2006) 指出由於缺乏公平可靠的 CSR 資訊，以至於無法得知公司管理當局從事 CSR 的動機是為了社會或是個人利益；Levis (2006)，管理當局的個人道德左右了有關於 CSR 的決策，因此 CSR 可能造成投資人的代理成本；不道德的管理當局從事於 CSR，其目的是去追求其它目標，並不會專注於股價極大化。

除了管理當局的私利動機之外，CSR 所衍生的成本與費用亦是代理問題的根源。McWilliams, Siegel and Wright (2006) 提及 CSR 是一種公司資源的濫用，這些資源原本是用來增加額外價值或股東報酬的部分

；Hillman and Keim (2001) 認為管理當局使用公司資源參予社會活動策略，放棄增加股東價值的機會；Barnea and Rubini (2005) 認為 CSR 的支出是主要代理問題與衝突的來源，因為管理當局的私利而將費用加諸於股東身上，因此，CSR 對於企業價值不但沒益處，甚至會招致負面效果，McWilliam and Siegel (2001) 指出企業應該要避免 CSR 的需求，追求股東利益的目標不相符，而股東是公司最重要的利害關係人，管理當局應顧及股東的感受。Lantos (2001) 認為 CSR 雖然是一種利他的商業活動，但是卻很不合理的要股東來承擔其費用，企業使用內部資源投入 CSR 背離獲利極大化的目標，就如同盜竊股東的財富來行善，所以公司應該要限制 CSR 的策略。Beltratti (2005) 證明從事 CSR 會使公司產生代理問題，而代理問題的存在確實會傷害股東的基本權益；Hillman and Keim (2001) 檢驗了 S&P 500 公司的資料，實證結果發現良好的利害關係人管理確實可以促進股東價值，但是 CSR 的參與卻和股東價值為負向關係。

長期追求 CSR，對於公司的生產效率也會造成不良的影響，可能連帶影響整個產業的生產力，Hess, Rogovsky, and Dunfee (2002) 發現同業壓力是一個重要的原因，導致公司相繼投入資金於社會活動，如此一來可能會造成一種惡性循環，企業們都爭相的投資於社會事業來追趕其他競爭者的投資，結果導致該產業中的所有公司都增加了成本、降低了獲利能力。

過去文獻也檢驗本於 CSR 的理念卻造成負面效果的事件，如劣質產品回收、勞工人權、法律契約等。在產品回收部分，劣質產品回收本是基於對消費者的一種保護行為，幾乎符合 CSR 理念，但是 Hoffer, Pruitt and Reilly (1988) 檢驗 GM、Ford、Chrysler 三大車廠的產品回收動作，Jarrell and Peltzman (1985) 檢驗藥品公司與三大汽車公司產品回收的宣告，結果均發現市場有顯著的負面反應，公司股價皆因為產品回收的事件而下降，可能是因為該種產業的回收動作較大與成本較為耗費，被投資人認為公司因而招致損失和費用，所以不願意再持有該公司股票。

勞工安全的標準提升，是為了迫使公司要開始著重 CSR，但 Freedman and Stagliano (1991) 檢驗 27 間紡織公司對於美國職業安全與健康管理局 (OSHA) 標準提升的消息，市場表現竟為負面反應。前面所提到的美國公司南非撤資事件，是為了對南非政府漠視人權的抗議活動，亦是對於 CSR 的支持行為，但有些研

究卻與之前學者的結果不一致，Meznar, Nigh and Kwok (1994) 和 Wright and Ferris (1997) 都指出，從南非撤資的公司股價都是明顯下降，可能是因為撤資事宜產生處置成本，而引起投資人反感。

在法律契約方面，Boyle, Higgins and Rhee (1997) 針對 1986 年與美國國防部簽署的國防道德行為倡議 (DII) 於 7 月 3 日公佈的公司名單進行研究，發現不論是有簽署 DII 的公司樣本，亦或是沒有簽署 DII 之公司樣本，其市場報酬皆顯著為負，且有簽署 DII 之公司股價下降的更為劇烈，於是作者對此結果提出的該論點，也就是投資人認為簽署 DII 的公司只是為了圖謀一層掩飾，本身仍進行的非道德活動賺取利益，因此藉由市場力量給予懲罰。

假說建立

過去文獻指出企業從事 CSR 將為公司建立良好的名譽 (Hillenbrand and Money, 2007; Argenti and Druckenmiller, 2004; Fombrun, 2005)，也有文獻指出公司若能發揮名譽效果將增進公司價值 (Dowling, 2006; Brammer and Pavelin, 2004; Brammer and Pavelin, 2006)。CSR 如果真的能為企業帶來名譽效果，進而增進公司財務績效，其主要的利益形式主要分為增加報酬、減緩代理衝突與降低風險三類。

關於增加報酬方面，CSR 能建立消費者對於該品牌的忠誠度，使得消費者的消費意願更加強烈，進而增加公司的銷貨收入 (Schuler and Cording, 2006; Bhattacharya and Sen, 2004; Siegel and Vitaliano, 2007; McWilliams and Siegel, 2001)；除此之外，CSR 也為產品帶來價格溢酬的優勢，使該產品結合 CSR 的理念並提高售價，雖然售價提高但忠於 CSR 理念的消費者仍願意付出此價格溢酬消費，藉此可以提升產品銷售的毛利 (Bhattacharya and Sen, 2004; Bagnoli and Watts, 2003)；由此可見，CSR 能與公司行銷策略相互連結，以為公司創造更多的收入，Hess, Rogovsky, and Dunfee (2002) 則是認為在價格競爭中若能與企業社會責任配合並行，會比起單獨實行價格競爭的策略更為明智、更具效果，因此 CSR 的活動會和公司的策略相互結合進行。

名譽效果也助於降低公司之代理問題，Mann and Sicherman (1991) 與 Gomes (2000) 提出公司使用多餘的自由現金流量來建立良好名譽，可以避免公司因存在過多的資金造成的代理問題，也就是避免資金被不

效率的使用，或是避免管理當局挪用資金去滿足自己的私利。另外，若是公司有過多的閒置資產，可能會存在嚴重的代理問題，Fama (1980) 認為公司的閒置資源是代理成本的來源之一，若無效率的使用資源會使公司績效降低。而對於閒置資源充足的公司，從事 CSR 可能是改善代理問題的一個方式，因為 CSR 投資可以被視為是閒置資源的有效運用 (Tsukamoto, 2005; Kraft and Hage, 1990; Waddock and Graves, 1997)，亦或是可視為公司道德與公司治理的監督 (Perrini and Tencati, 2006; Akpiner et al., 2008; Beaudoin, 2008)。

在降低風險方面，過去文獻也指出藉由致力於 CSR 活動，企業可以藉此積蓄良好聲譽，建立大眾對該企業的信心，若是日後有負面消息的發生，能夠降低公司所遭受的傷害，於是 CSR 則被視為是一種價值的保障，甚至是一種保險功能 (Bhattacharya and Sen, 2004; Schnietz and Epstein, 2005; Tucker and Melewar, 2005)。

綜以上所述，我們提出第一個假說：名利雙贏假說。名利雙贏假說指出公司從事 CSR 將能夠擁有良好名譽，進而增加公司價值，因此推論 CSR 與公司財務績效為正向關係。在短期市場績效方面，我們預期公司從事 CSR 所產生的名譽效果將減緩公司宣告非預期負面盈餘事件所造成的傷害；在長期經營績效方面，我們預期公司從事 CSR 所產生的名譽效果將使公司的產品有價格溢酬，另一方面名譽效果能減緩代理問題，除了避免內部資源不效率的使用也能使公司有效運用閒置資產。

前述 CSR 可以造就名譽效果，但 CSR 也可能只是管理當局沽名釣譽的掩飾手法與工具，其實是為了滿足私利或是達到其它目的。Rindova, Williamson and Petkova (2005) 對公司名譽效果提出質疑，有名譽的公司是否真的是名副其實；Werbel and Wortman (2000) 評估社會慈善可能是在於非法活動曝光以後，提升公司的社會責任形象一種策略工具。在大眾認為公司對於從事 CSR 的活動不遺餘力，已善盡其社會角色，但事實上管理當局卻為了其他的私利與目的，而沒有善盡其當份的職責，也就是並無致力於公司財務績效表現 (McWilliams, Siegel and Wright, 2006; Levis, 2006)。

企業從事 CSR 活動乍看之下是為了善盡對利害關係人的社會責任，但從是 CSR 活動可能還需要旁支額外產生的成本與費用，造成公司的資源浪費，而使得盈餘相對地減少，導致公司的績效表現不佳，增加了

股東與管理當局之間的代理問題(McWilliams, Siegel and Wright, 2006; Hillman and Keim, 2001; Barnea and Rubin, 2005)。股東是企業的所有權人，從事 CSR 活動所產生的成本與費用，可能會使股東相當不悅，若是顧及股東的利益與感受，企業應該限定並制約 CSR 的投資(McWilliam and Siegel, 2001; Lantos, 2001)；Barnett (2005) 提出 CSR 的利益若是超過其所耗費之成本，則可視為一種智慧的投資；若是不能負荷其成本，則會將 CSR 歸咎於代理問題的來源；因此，企業必須更深思熟慮 CSR 的價值與運用。

由此可見，企業可能想達到多層面的目的，只是一味的盲目追求 CSR，造成 CSR 投資的過度氾濫，雖然促成其他利害關係人的利益和善盡社會責任，但卻與股東財富價值創造的目標背道而馳，導致從事 CSR 反而會損害公司價值，另外，長期觀點之下企業盲目地追求 CSR 的結果，可能導致生產品質和市場競爭力的大幅滑落，若是同產業間群起效尤，同業壓力會造成惡性循環，導致該產業的獲利能力普遍降低(Hess, Rogovsky, and Dunfee, 2002)。

綜以上所述，我們提出第二個假說：資源扭曲假說。資源扭曲假說指出公司管理當局從事 CSR 可能只是管理當局滿足個人私利的掩飾工具，以及因個人利益與資源不當使用產生等代理問題，進而減損公司價值，因此推論 CSR 與公司財務績效為負向關係。在短期市場績效方面，我們預期市場投資人會對於公司的 CSR 活動質疑為沽名釣譽的掩飾工具，因此無法產生名譽效果以減緩公司宣告非預期負面盈餘事件所造成的傷害；在長期經營績效方面，我們預期公司從事 CSR 因為代理問題使得企業的生產效率降低，產生額外的成本和費用。

資料與樣本描述

樣本選擇與變數說明

本文的研究樣本為財富雜誌(Fortune Magazine) 評選出全球前 500 大公司。財富雜誌是依據該公司前一年的收益(Revenues) 為標準，將世界排名前 500 大之公司納入 Fortune Global 500。我們的樣本期間為 2002 年至 2008 年，涵蓋全球 34 個國家，橫跨 34 種產業，

樣本數總共有 3,500 公司-年 (firm-years)，表 1 為 Fortune Global 500 之年度與國家分佈。從表一的結果可知，Fortune Global 500 中從事 CSR 的公司從 2002 年的 59 家逐年上升到 2006 年 150 家的高峰。之後又逐年下降至 2008 年的 135 家。

從地區來看，在北美地區被納入 Fortune Global 500 的樣本數最多，共 1,344 公司-年，歐洲地區次之，共 1,225 公司-年。然這些樣本當中從事 CSR 活動的公司卻以歐洲地區的比率最高，共有 525 公司-年，占了該地區 Fortune Global 500 公司的 42.86%，也就是在歐洲地區有四成多的 Fortune Global 500 公司從事 CSR。依序是亞洲地區的 17.31%、北美地區的 14.58% 和南美地區的 13.21%。若從國家來看，歐洲地區的英國、芬蘭、挪威、瑞士、愛爾蘭的從事 CSR 公司的比例高達六成五以上，尤其是北歐的芬蘭(84.21%)和挪威 (78.57%)都有八成左右的 Fortune Global 500 公司從事 CSR。

樣本公司的每季盈餘宣告與市場分析師預測來自 IBES 全球資料庫，我們使用市場分析師的平均盈餘預測來代表市場之預期，如果公司的盈餘宣告與分析師平均預測之間存在差異，即視為市場非預期事件。公司股價與大盤指數資訊來自於 CRSP 與 Datastream，公司規模大小、市帳比及其它財務資訊來自 Compustat 全球版資料庫與 Datastream，表 2 為各個變數的代號與定義。CSR 為企業社會責任之變數，若該公司有從事企業社會責任其值為 1，反之則為 0；Size 則為公司規模，即該公司總資產取自然對數，衡量公司之資訊不對稱與營運風險；Market/book 為市帳比，即該公司之市場價值除以帳面價值，衡量公司之成長機會；Agency cost 為代理成本之變數，由 (1 - 負債比率) 而得，此比率高表示公司存在較嚴重之代理問題；Forecast error 為分析師預測誤差，由該公司該季盈餘與分析師預測平均之差取絕對值後，再除以宣告日 10 天前的股價予以標準化；Expense 為銷管費用總額除以總資產；Industries、Years 和 Countries 為控制產業、年度和國家的虛擬變數；另外我們利用以下兩個變數：EBIT/Asset (ROA)總資產報酬率和 EBIT/Sales 邊際獲利率，來衡量公司的營運績效。

表 1 Fortune Global 500 公司有無 CSR 的年度與國家分佈

	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		CSR	Non-CSR
	CSR	Non-CSR	CSR	Non-CSR	CSR	Non-CSR	CSR	Non-CSR	CSR	Non-CSR	CSR	Non-CSR	CSR	Non-CSR		
美國	1	198	28	165	30	161	32	144	31	139	28	134	26	127	1244	176
加拿大	0	16	3	11	3	10	3	10	4	10	4	12	3	11	100	20
北美地區	1	214	31	176	33	171	35	154	35	149	32	146	29	138	1344	196
英國	19	14	23	12	27	9	25	12	27	12	23	11	22	15	251	166
法國	9	28	8	32	6	31	10	29	12	26	13	25	13	24	266	71
德國	13	22	11	24	12	21	11	25	14	22	16	21	17	23	252	94
意大利	1	7	1	8	3	5	3	5	3	7	3	7	4	6	63	18
俄羅斯	0	2	0	3	0	3	0	3	0	5	0	4	0	5	25	0
丹麥	0	1	0	0	0	2	0	2	0	2	0	2	0	2	11	0
比利時	0	4	2	2	2	2	2	2	1	3	1	5	1	5	32	9
西班牙	1	4	2	3	4	3	4	4	5	4	5	4	6	5	54	27
芬蘭	2	0	3	0	4	0	3	0	1	1	2	1	1	1	19	16
挪威	0	2	2	0	1	1	2	0	2	0	2	0	2	0	14	11
荷蘭	3	7	4	8	5	8	7	8	6	8	6	8	5	6	89	36
瑞士	7	5	6	5	9	3	8	3	8	4	9	4	8	5	84	55
瑞典	2	2	3	3	3	3	3	4	2	4	1	5	1	5	41	15
盧森堡	0	2	0	1	0	1	1	0	1	0	0	0	0	1	7	2
愛爾蘭	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1	1	1	1	7	5
土耳其	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1	4	0
奧地利	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	3	0
波蘭	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	2	0
葡萄牙	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
歐洲地區	57	100	65	101	77	92	80	98	83	100	82	101	81	108	1225	525
日本	0	88	19	69	17	65	19	62	22	48	19	48	16	49	541	112
中國	0	11	0	11	0	15	0	16	0	20	0	24	1	27	125	1
臺灣	0	2	0	1	0	1	0	2	0	3	0	6	0	6	21	0
印度	0	1	0	1	0	4	0	5	0	6	0	6	0	7	30	0
馬來西亞	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	7	0
澳洲	1	4	3	2	4	2	7	2	6	2	5	3	5	5	51	31
新加坡	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	7	0
韓國	0	12	0	13	1	10	2	9	2	10	2	12	1	13	87	8
泰國	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	5	0
沙烏地阿拉伯	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1	4	0
亞洲地區	1	120	22	99	22	100	28	100	30	93	26	103	23	111	878	152
巴西	0	4	1	3	0	3	0	3	2	2	2	3	2	3	28	7
墨西哥	0	2	0	2	0	1	0	2	0	5	0	5	0	5	22	0
委內瑞拉	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	3	0
南美地區	0	7	1	5	0	5	0	5	2	8	2	8	2	8	53	7

表 2 變數定義

變數	定義
CSR	企業社會責任 CSR=1 為該公司有從事企業社會責任，反之則 CSR=0。
Size	公司規模 該公司之資產總額取自然對數。
Market/book	市帳比 該公司之市場總值除以其帳面價值。
Agency cost	代理成本 該公司之 (1-負債比率)。
Forecast error	預測誤差 該公司之季盈餘宣告與分析師預測平均之差取絕對值，並除以公司 10 天前股價予以標準化。
Expense	銷管費用 該公司不歸納於生產過程之費用，但卻有關於銷售、管理方面之費用，並除以總資產予以標準化。
Industries	產業控制 設產業虛擬變數控制產業。
Years	年度控制 設年度虛擬變數控制年度。
Countries	國家控制 設國家虛擬變數控制年度。
EBIT/Asset (ROA)	總資產報酬率 該公司之息前稅前盈餘除以平均總資產。
EBIT/Sales(Profit margin)	邊際獲利率 該公司之息前稅前盈餘除以銷貨收入。

表 3 的 Panel A 為所有變數之敘述統計，Panel B 為相關係數分析，可以發現相關性最高的兩個變數為 Market/book 與 Expense，相關係數為 0.413 顯著，其餘變數之相關係數都低於 0.413，因此作迴歸分析時不會有變數之間相關性太高之問題。Panel C 為 CSR 樣本與 Non-CSR 樣本的差異性檢定，Size 平均數差異為 0.589、中位數為 0.539 顯著異於零，Market/book 平均數差異為 0.193、中位數為 0.109 顯著，Agency cost 平均數差異為 0.016、中位數為 0.021 顯著，Forecast error 平均數為 -0.236 顯著、中位數為 0.000 不顯著，Expense 平均數差異為 0.036、中位數為 0.072 顯著。由此可見，無論是公司規模、市帳比、代理成本以及銷管費用方面，從事 CSR 公司的平均數都比未從事 CSR 之公司顯著為高。

CSR 的衡量

道瓊指數(Dow Jones Indexes)，STOXX 有限公司 (STOXX Limited) 與永續管理集團 (Sustainable Asset Management Group; SAM) 在 1999 年宣佈推出「道瓊永續性指數(Dow Jones Sustainability Indexes; DJSI)」年度回顧指數，此為第一個遍及全球的永續性引領指標。道瓊永續性世界指數包含超過 300 多個企業，遍及 23 個國家的產業，是目前國際間最具公信力的企業永續評比工具之一。道瓊永續性全球指數(DJSI World) 排除收入來自酒類、菸草類、賭博類、戰備武器和槍支類、成人娛樂等產業。

企業永續性是公司藉由對於經濟、環境、社會發展的機會與風險管理，以創造與利害關係人之長期價值，道瓊永續性全球指數的組成即是基於永續管理集團所研究的評估報告，其評估分為三層面向：經濟、環境、社會領域的永續性與風險，企業永續性評估的規則經由依瑞士法律成立的組織-勤業眾信(Deloitte) 之保證評估方法符合一致性。

評估報告的主要的資訊來源是經由企業參與完成的 SAM 年度回顧調查表，其它的資訊來源包括企業與第三方提供的文件以及與公司和分析師之間的私人連繫。SAM 年度回顧調查表設計為選擇性質的答案，並由公司的高層代表作答，內容包括公司管理者與董事會的組織型態、公司的風險與危機之管理情況、企業遵循的行為準則與奉行的承諾、顧客關係的管理辦法、環境報告與生態效率的經營、勞工訓練與人力資本的發展和企業的社會表現與慈善貢獻，此為最重要之評估資訊來源。其它資訊為企業提供之文件涵蓋永續、環境、健康安全、社會、財務以及其它類型的報告，或是媒體與利害關係人提供之報告與其它有用的公開資訊；私人連繫包括經由與企業的電話訪談或是拜訪企業會談等所獲得的資訊。

企業永續性的內涵為企業不僅僅只是追求股東價值極大化，而是應當肩負環境保護與社會責

任，因此可作為衡量 CSR 的指標。本文將 2002 至 2008 年期間，每年有被納入道瓊永續性世界指數之公司，認定為有從事 CSR 活動的公司；而沒有被選入

表 3 敘述統計與相關係數

Panel A : 敘述統計							Panel B : 相關係數				
變數名稱	Mean	SD	Minimum	Median	Maximum	No.	Size	Market /book	Agency cost	Forecast error/price	SGA exp. /assets
Size	17.711	1.451	11.823	17.411	22.639	3315	1.000				
Market/book	0.949	0.936	0.004	0.709	7.246	3281	-0.324***	1.000			
Agency cost	0.742	0.161	0.041	0.757	1.000	3315	-0.113***	0.148***	1.000		
Forecast error	0.288	3.326	0.000	0.002	106.198	3568	0.013	-0.070***	0.013	1.000	
Expense	0.179	0.150	0.001	0.134	1.015	2533	-0.369***	0.413***	0.103***	-0.049***	1.000
Sales (\$M)	46.827	97.091	0.057	25.112	2390.467	3298					
EBIT (\$M)	7.362	32.566	-26.178	2.681	976.944	3314					

Panel C : CSR 和 Non-CSR 之差異性檢定														
變數名稱	CSR					Non-CSR					差異性			
	Mean	P	Median	P	N	Mean	P	Median	P	N	Mean	P	Median	P
Size	18.125***	(0.00)	17.789***	(0.00)	986	17.536***	(0.00)	17.250***	(0.00)	2329	0.589***	(0.00)	0.539***	(0.00)
Market/book	1.084***	(0.00)	0.789***	(0.00)	985	0.891***	(0.00)	0.680***	(0.00)	2296	0.193***	(0.00)	0.109***	(0.00)
Agency cost	0.753***	(0.00)	0.771***	(0.00)	986	0.737***	(0.00)	0.750***	(0.00)	2329	0.016***	(0.01)	0.021**	(0.02)
Forecast error	0.121**	(0.02)	0.002***	(0.00)	1033	0.357***	(0.00)	0.002***	(0.00)	2535	-0.236*	(0.06)	0.000	(0.16)
Expense	0.205***	(0.00)	0.186***	(0.00)	714	0.169***	(0.00)	0.114***	(0.00)	1819	0.036***	(0.00)	0.072***	(0.00)
Sales (\$M)	56.931***	(0.00)	40.077***	(0.00)	976	42.580***	(0.00)	22.165***	(0.00)	2322	14.351***	(0.00)	17.912***	(0.00)
EBIT (\$M)	8.281***	(0.00)	5.559***	(0.00)	986	6.972***	(0.00)	2.221***	(0.00)	2328	1.309	(0.29)	3.338***	(0.00)

註：變數定義詳見表 2，差異性為 CSR 樣本減 Non-CSR 之差。*為達到 10%，**為達到 5%，***為達到 1%統計顯著水準。

道瓊永續性世界指數之公司，則為 Non-CSR 公司。

企業社會責任與公司市場績效的關連性

本文使用事件研究法來檢驗公司宣布非預期盈餘事件的市場反應。我們以 IBES 的分析師平均的盈餘

預測當作市場的預期，將每季公司實際盈餘宣告低於分析師預期者為一非預期負面事件。本文以盈餘宣告日當天為事件日，使用市場調整報酬率來計算異常報酬率。我們計算宣告日當天與後一天的兩日「累積異常報酬率(cumulative abnormal return; CAR)」。

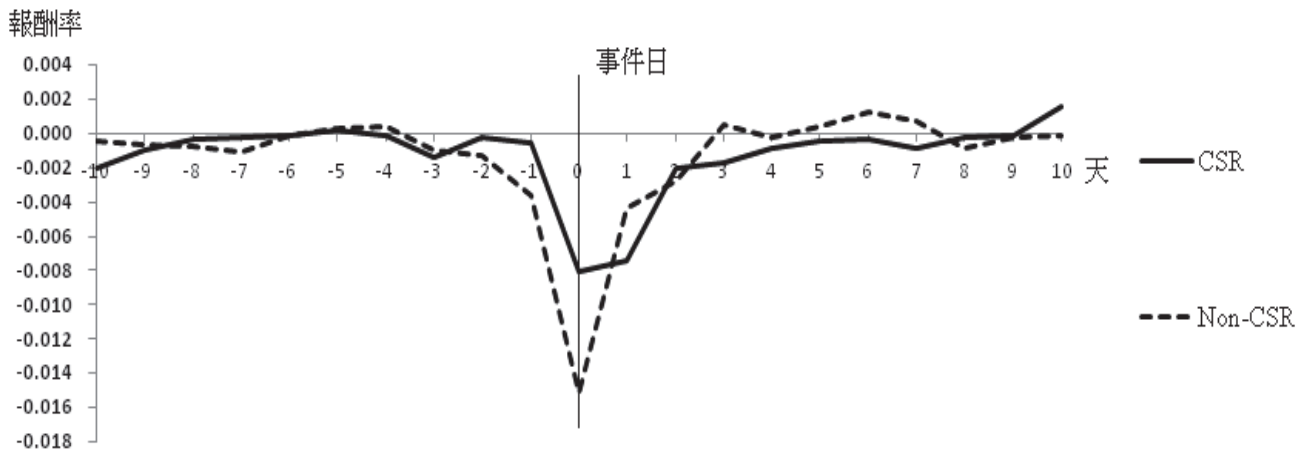


圖 1 非預期盈餘宣告事件異常報酬率

表 4 報告市場對於公司的非預期負面盈餘宣告事件的反應。我們計算了(0,+1)、(0,+2)、(0,+3)、(0,+4)和(0,+5)五個窗口的累計異常報酬率。結果顯示，當公司宣告非預期的負面盈餘事件時，無論公司是否有從事 CSR 其各個窗口的累計異常報酬率皆顯著為負。在差異性檢定方面，從這五個事件窗口可以看出，相較無從事 CSR 的公司，從事 CSR 公司的累計異常報酬率下跌較少，與無從事 CSR 之公司的差異平均數

為 0.003(或 0.004) 與中位數亦為 0.003(或 0.005)存在顯著差異，這樣的差異持續到事件日後三天仍然顯著。由此可知，若是遭遇非預期負面盈餘宣告事件，無從事 CSR 之公司股價跌幅較深。這顯示公司從事 CSR 的確發揮其保險的功能，使得從事 CSR 之公司所遭受之傷害較低，名利雙贏假說成立。由表 4 可得知，正如我們的推論，從事 CSR 的公司在非預期負面事件中能藉由名譽效果發揮保險功能，使其股價受創較淺。

表 4 非預期負面盈餘宣告事件窗口之累計異常報酬

	CSR			Non-CSR			差異性	
	Mean	Median	No.	Mean	Median	No.	Mean	Median
窗口(0,+1)	-0.004***	-0.002***	336	-0.007***	-0.005***	834	0.003***	0.003**
窗口(0,+2)	-0.004***	-0.002***	336	-0.008***	-0.007***	834	0.004**	0.005**
窗口(0,+3)	-0.005***	-0.003***	336	-0.009***	-0.008***	834	0.004*	0.005*
窗口(0,+4)	-0.006***	-0.003***	336	-0.008***	-0.008***	834	0.002	0.005*
窗口(0,+5)	-0.006***	-0.002***	336	-0.009***	-0.006***	834	0.003	0.004

註：以盈餘宣告日為事件日 0，分別計算不同事件窗口的累計異常報酬率。異常報酬率定義為該公司當天之股票報酬率，減去該市場大盤指數之報酬率。CSR 為有從事 CSR 之公司，Non-CSR 為未從事 CSR 之公司，差異性為 CSR 樣本減 Non-CSR 之差。*為達到 10%，**為達到 5%，***為達到 1%統計顯著水準。

表 5 為公司從事 CSR 對於非預期負面盈餘宣告市場反應的迴歸結果。被解釋變數為二日累計異常報酬率 CAR(0,+1)，另外在實證迴歸模型中加入產業、年度和國家的虛擬變數，以便控制不同產業、年度、國家差異所造成的影響。為衡量資訊不對稱與代理成本的影響，我們放入 Size 與 Agency cost 兩變數。為了 1 與第 2 迴歸式 CSR 的係數顯著為正，分別為 0.535 和 0.526，表示從事 CSR 之企業真的能有較高的累計異常報酬，且第 4 至第 7 式中 Agency cost 和 CSR 的交乘項顯著為正，分別為 2.494、2.488、2.425、2.504、2.598，表示代理問題嚴重且有從事 CSR 之公司能有較好的表現。

綜以上所述，在非預期的負面盈餘宣告事件中，公司從事 CSR 能減弱市場的負面反應，達到前面所提及之保險功能。另外，我們發現，公司從事 CSR 之所以有保險功能是因為能降低公司代理問題，如同 Perrini and Tencati (2006)、Akpiner et al. (2008)、Beaudoin (2008)、Mann and Sicherman (1991) 與 Gomes (2000)所闡述，名譽效果可以改善公司的代理問題，CSR 亦可以視為一種代理成本的監督。

企業社會責任與經營績效的關連性

前面都是以市場績效來檢驗投資人對於從事 CSR 之觀點，但是 CSR 活動對公司營運也會造成影響，因此本文也檢驗從事 CSR 公司的經營績效。我們使用「總資產報酬率(return on assets; ROA)」和「邊際獲利率(profit margin)」分析 CSR 如何影響公司經營績效。若名利雙贏假說的論點成立，CSR 與財務績效之間為正向關係，表示在長期之下，CSR 的名譽效果發揮作用，顧客慕 CSR 之名增加消費數量，CSR 公司能展現其價格溢酬優勢，則會提升公司經營績效；反之，若是資源扭曲假說成立，從事 CSR 非但沒有明顯銷貨利益產生，還因此而降低企業本身的生產效率，還可能隱含了額外的成本與費用支出而削減獲利，造成公司營運績效惡化的情況。

表 6 為檢視樣本公司的 ROA 與邊際獲利率來分析。我們可以發現在是否有無從事 CSR 的當年度，有從事 CSR 之公司與未從事 CSR 公司的 ROA 平均數差異為 0.011、中位數差異為 0.006 皆顯著為正，而在邊際收益率的部份平均數差異為 0.020、中位數差異為

表 5 非預期負面宣告事件橫斷面迴歸分析

	1	2	3	4	5	6	7	8
Intercept	-0.76*** (-7.13)	-2.663* (-1.93)	-2.931* (-1.81)	-2.212 (-1.61)	-2.244 (-1.37)	-3.072 (-1.58)	-2.757 (-1.30)	-2.764 (-1.27)
CSR	0.535*** (3.06)	0.526*** (2.89)	1.312 (0.52)	-1.357 (-1.48)	-1.260 (-0.48)	-2.915 (-1.03)	-3.479 (-1.22)	-3.650 (-1.11)
Size		0.077 (1.09)	0.093 (1.06)	0.079 (1.12)	0.081 (0.93)	0.173* (1.77)	0.160 (1.58)	0.160 (1.49)
Market/book		0.019 (0.18)	0.02 (0.19)	0.016 (0.15)	0.016 (0.15)	-0.061 (-0.43)	-0.014 (-0.10)	0.008 (0.05)
Agency cost		0.95* (1.77)	0.945* (1.76)	0.33 (0.53)	0.331 (0.53)	1.322* (1.66)	1.210 (1.45)	1.226 (1.42)
Forecast error		0.006 (0.82)	0.006 (0.83)	0.007 (1.13)	0.007 (1.13)	0.007 (0.93)	0.009 (1.07)	0.009 (0.75)
Expense		-1.003 (-1.32)	-0.987 (-1.30)	-1.100 (-1.45)	-1.098 (-1.45)	-1.298* (-1.67)	-1.523 (-1.63)	-1.635* (-1.77)
Size × CSR			-0.045 (-0.33)		-0.005 (-0.04)	0.084 (0.58)	0.106 (0.74)	0.113 (0.68)
Agency cost × CSR				2.494** (2.13)	2.488** (2.11)	2.425** (2.02)	2.504** (2.08)	2.598* (1.87)
Industries						Yes	Yes	Yes
Years							Yes	Yes
Countries								Yes
Adj R2	0.0091	0.0129	0.0117	0.0165	0.0152	0.0247	0.0248	0.0247
N	767	767	767	767	767	767	767	767

註：被解釋變數為盈餘宣告窗口(0,+1)之累計異常報酬率，解釋變數定義詳見表 2。括弧內為 t 值，*為達到 10%，**為達到 5%，***為達到 1%統計顯著水準。

0.036，皆顯著為正。因此，端看是否從事 CSR 當年度的部份，我們可以了解公司從事 CSR 確實能帶來價格溢酬的優勢，使得該年度的邊際獲利率提升，最後則讓 ROA 相對的表現較好。再則，檢驗其後三年的變化情形，我們發現有從事 CSR 之公司與未從事 CSR 公司的 ROA 其後兩年的差異仍顯著為正，平均數差異為 0.007 和 0.01、中位數差異為 0.003 和 0.001。在邊際獲利可以清楚可見其後一年也是顯著為正，平均數差異為 0.005，中位數差異為 0.003。

若進一步研究為何經營績效可以持續的原因，從表 7 中可以發現在當年度從事 CSR 公司的營運費用顯著較未從事 CSR 公司低；但是銷管費用顯著較高，然而營運費用降低的幅度大於銷管費用高的幅度。之後的年度從事 CSR 公司和未從事 CSR 公司的營運費用

和銷管費用則無顯著差異。因此公司並不會因為從事 CSR 耗費更多之成本和衍生之費用，因此價格溢酬的優勢仍能持續存在，使得 ROA 和邊際利潤率表現優於未從事 CSR 之公司。

另外我們針對 CSR 對於公司長期的經營績效進行迴歸分析，結果於表 8。為了節省篇幅，我們只報告主要變數的結果。從 Panel A 的結果可知，公司從事 CSR 對於之後兩年三年 ROA 的變動量的係數分別是 0.184 和 0.266，從事 CSR 的公司會長期持續正面影響 ROA。而代理問題較大的公司從事 CSR 在當年度會有較好的 ROA。從 Panel B 的結果可知，邊際收益率的部份除了當年度之外，公司從事 CSR 對於之後兩年三年邊際收益率的變動量也有顯著正向影響，係數分別是 0.220 和 0.259。資訊不對稱較大(公司規

表 6 公司營運表現績效之變化

	CSR			Non-CSR			差異性	
	No.	Mean	Median	No.	Mean	Median	Mean	Median
Panel A: ROA								
Year 0 level	387	0.090***	0.073***	970	0.079***	0.067***	0.011***	0.006***
Change from year 0 to 1	267	0.008***	0.005***	641	0.002	0.002***	0.007**	0.003***
Change from year 0 to 2	168	0.016***	0.007***	439	0.006**	0.006***	0.010**	0.001***
Change from year 0 to 3	87	0.019***	0.007***	292	0.010***	0.007***	0.009*	0.000
Panel B: EBIT/Sales								
Year 0 level	384	0.146***	0.126***	966	0.126***	0.090***	0.020***	0.036***
Change from year 0 to 1	265	0.009***	0.007***	639	0.004	0.004***	0.005*	0.003**
Change from year 0 to 2	167	0.015***	0.011***	439	0.008**	0.009***	0.006	0.002
Change from year 0 to 3	87	0.018**	0.016***	292	0.015***	0.013***	0.003	0.003

註：本文以 ROA 和 EBIT/Sales 衡量公司經營績效，Year 0 level 從事 CSR 當年度，Change from year 0 to 1、2、3 為其後 1、2、3 年之變化。CSR 為有從事 CSR 之公司，Non-CSR 為未從事 CSR 之公司，差異性為 CSR 樣本減 Non-CSR 之差。*為達到 10%，**為達到 5%，***為達到 1%統計顯著水準。

模較小)的公司從事 CSR 在當年度會有較好的邊際收益率，而代理問題較大的公司從事 CSR 對於之後兩年及三年邊際收益率的變動量有會顯著負向影響，係數分別是-0.08 和 -0.128。

從 Panel C 的結果可知，公司從事 CSR 顯著降低當年度的營運費用，尤其是資訊不對稱較大(公司規模較小)的公司更加明顯，之後對於長期營運費用並沒有顯著影響，直到三年之後會顯著增加。從 Panel D 的結果可知，公司從事 CSR 對於銷管費用並沒有顯著的影響，不論是當年度或是往後三年。

綜上所述，我們可以得知公司從事 CSR 之當年度，營運績效確實有提升的跡象，如同名利雙贏假說的論點，CSR 創造名譽效果，名譽效果創造價格溢酬的優勢，使得該公司之邊際獲利率上升，進而提升 ROA。這樣的影響甚至會持續往後年度。從事 CSR 雖然須投入之營運費用和銷管費用，但是這些衍生的成本並不會顯著影響公司的營運績效。至於代理成本高的公司從事 CSR 在短期之內可以因為名譽效果進而改進經營績效，然而長期公司營運績效不佳。

表 7 公司營運與銷管費用之變化

	CSR			Non-CSR			差異性	
	No.	Mean	Median	No.	Mean	Median	Mean	Median
Panel A: 營運費用/Sales								
Year 0 level	384	0.878***	0.890***	966	0.894***	0.911***	-0.016***	-0.021***
Change from year 0 to 1	267	0.000	0.003	641	-0.010	0.001	0.010	0.002
Change from year 0 to 2	168	0.010	0.009	439	-0.007	0.001	0.017	0.008
Change from year 0 to 3	87	-0.001	0.003	292	0.001	0.008**	-0.003	-0.005*
Panel B: 銷管費用/Sales								
Year 0 level	283	0.220***	0.210***	772	0.174***	0.148***	0.046***	0.062***
Change from year 0 to 1	194	-0.006***	-0.002***	506	-0.003*	-0.001*	-0.003	-0.002
Change from year 0 to 2	118	-0.009**	-0.004**	344	-0.006**	-0.001**	-0.004	-0.003
Change from year 0 to 3	59	-0.012*	-0.010**	228	-0.009***	-0.004***	-0.003	-0.006

註：將費用分為營運費用/Sales 與銷管費用/Sales (EBIT/Sales = 1 - 營運費用/Sales - 銷管費用/Sales - 其它費用/Sales)，Year 0 level 從事 CSR 當年度，Change from year 0 to 1、2、3 為其後 1、2、3 年之變化。CSR 為有從事 CSR 之公司，Non-CSR 為未從事 CSR 之公司，差異性為 CSR 樣本減 Non-CSR 之差。*為達到 10%，**為達到 5%，***為達到 1%統計顯著水準。

表 8 長期經營績效之分析

	CSR	Size × CSR	Agency cost × CSR	N	Adj R2
Panel A: ROA					
Year 0 level	-0.083 (-1.64)	0.003 (1.10)	0.040** (2.00)	1046	0.6214
Change from year 0 to 1	0.062 (1.07)	-0.003 (-0.95)	-0.009 (-0.40)	696	-0.0019
Change from year 0 to 2	0.184** (2.05)	-0.008* (-1.76)	-0.038 (-1.02)	462	0.0781
Change from year 0 to 3	0.266** (2.10)	-0.011 (-1.62)	-0.082 (-1.56)	288	0.2065
Panel B: EBIT/Sales					
Year 0 level	0.187** (2.09)	-0.010** (-2.29)	-0.009 (-0.25)	1041	0.5964
Change from year 0 to 1	0.085 (1.21)	-0.003 (-0.73)	-0.045 (-1.63)	693	-0.0177
Change from year 0 to 2	0.220** (2.15)	-0.009 (-1.60)	-0.080* (-1.87)	461	0.0625
Change from year 0 to 3	0.259* (1.85)	-0.009 (-1.15)	-0.128** (-2.21)	288	0.1992
Panel C: 營運費用/Sales					
Year 0 level	-0.140*** (-2.588)	0.007** (2.542)	0.034 (1.408)	1334	0.4968
Change from year 0 to 1	0.224 (0.87)	-0.009 (-0.69)	-0.071 (-0.62)	898	0.0395
Change from year 0 to 2	0.776 (1.52)	-0.033 (-1.30)	-0.196 (-0.84)	602	0.1387
Change from year 0 to 3	1.428** (2.05)	-0.055 (-1.55)	-0.543* (-1.71)	376	0.2834
Panel D: 銷管費用/Sales					
Year 0 level	-0.079 (-0.67)	0.000 (0.06)	0.140*** (3.02)	1046	0.5906
Change from year 0 to 1	-0.010 (-0.21)	0.000 (0.10)	0.009 (0.46)	692	0.0502
Change from year 0 to 2	0.089 (1.20)	-0.005 (-1.24)	-0.002 (-0.05)	458	0.1444
Change from year 0 to 3	-0.010 (-0.10)	0.001 (0.15)	-0.019 (-0.44)	284	0.2251

註：將費用分為營運費用/Sales 與銷管費用/Sales (EBIT/Sales = 1 - 營運費用/Sales - 銷管費用/Sales - 其它費用/Sales)，Year 0 level 從事 CSR 當年度，Change from year 0 to 1、2、3 為其後 1、2、3 年之變化。CSR 為有從事 CSR 之公司，Non-CSR 為未從事 CSR 之公司，差異性為 CSR 樣本減 Non-CSR 之差。*為達到 10%，**為達到 5%，***為達到 1%統計顯著水準。

結論

近年來 CSR 之理念已深植人心，企業的 CSR 活動與投資也紛紛起而效仿，然而管理當局除了要面對環境、社會道德層面的壓力之外，還身兼公司績效表

現與股東財富價值的責任，因此需要更加正視與權衡 CSR 所產生的利益與弊端。

本文藉由公司之盈餘宣告事件來探討 CSR 對市場績效表現的影響，在盈餘低於預期的負面事件中，從事 CSR 之公司短期之股價跌幅較淺，也就是未從事 CSR 之公司股價受創較深，而放眼長期來看兩者則無

明顯差異。由此可見，名利雙贏假說成立，CSR 對於市場績效表現為正向關係，名譽效果能適時的展現其保險的功能，保障有從事 CSR 之公司的股價；另外，CSR 也有助於抵減公司的代理問題，公司雖然存在較高的代理成本，但從事 CSR 卻能穩定投資人對於該公司的信心，並展現其對市場價值的助益。

關於公司之營運績效方面，本文拆解 ROA 比率來探討之，我們發現公司在從事 CSR 的當年度，因為本著 CSR 的價格溢酬優勢，使得邊際獲利率較高，進而提升 ROA，這樣的影響甚至會持續往後年度。從事 CSR 雖然須投入之營運費用和銷管費用，但是這些衍生的成本並不會顯著影響公司的營運績效。至於代理成本高的公司從事 CSR 在短期之內可以因為名譽效果進而改進經營績效，然而長期公司營運績效不佳，這可能是因為代理問題所產生的資源分配不效率。

企業從事 CSR 並無絕對的利弊定論，CSR 猶如一把雙刃之劍，策略運用得當則可以享有名譽效果產生的報酬增加與降低風險之好處，但若是不堪負荷其衍生之成本、費用，會導致公司營運績效的惡化，降低公司的獲利能力，管理當局在履行 CSR 之策略時，應該謹慎而行、妥善而為。

參考文獻

- Akpınar, A., Y. Jiang, L. R. Gomez-Mejia, P. Berrone, and J. L. Walls., 2008. Strategic Use of CSR as a Signal for Good Management, Working Paper,
- Argenti, P. A., and B. Druckenmiller, 2004. Reputation and the Corporate Brand, *Corporate Reputation Review*, 6(4), 368-374.
- Bagnoli, M., and S. Watts, 2003. Selling to Socially Responsible Consumers: Competition and the Private Provision of Public Goods, *Journal of Economics and Management Strategy*, 12, 419-445.
- Barnea, A., and A. Rubin, 2005. Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Owners, Working Paper.
- Barnett, M. L., 2007. Stakeholder Influence Capacity and the Variability of Financial Returns to Corporate Social Responsibility, *The Academy of Management Review*, 32, 794-816.
- Beaudoin, C. A., 2008. Earnings Management: The Role of the Agency Problem and Corporate Social Responsibility, Working Paper.
- Beltratti, A., 2005. The Complementarity between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility, *The International Association for the Study of Insurance Economics*, 30, 373-386.
- Bhattacharya, C. B., and S. Sen., 2004. "Doing Better at Doing Good: When, Why, and How Consumers Respond to Corporate Social Initiatives," *California Management Review*, 47(1), 9-24.
- Blaconiere, W. G., and W. D. Northcut, 1997. Environmental Information and Market Reactions to Environmental Legislation, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 12, 149-178,
- Bosch, J. C., and I. Lee, 1994. Wealth Effects of Food and Drug Administration (FDA) Decisions, *Managerial and Decision Economics*, 15, 588-599.
- Boyle, E. J., M. M. Higgins, and S. G. Rhee, 1997. Stock Market Reaction to Ethical Initiatives of Defense Contractors: Theory and Evidence, *Critical Perspectives on Accounting*, 8, 541-561.
- Brammer, S., and S. Pavelin, 2004. Building a Good Reputation, *European Management Journal*, 22(6), 704-713.
- Brammer, S., and S. Pavelin, 2006. Corporate Reputation and Social Performance: The Importance of Fit, *Journal of Management Studies*, 43(3), 435-455.
- Chauvin, K. W., and J. P. Guthrie, 1994. Labor Market Reputation and the Value of the Firm, *Managerial and Decision Economics*, 15, 543-552.
- Chih, H. L., C. H. Shen, and F. C. Kang, 2008. Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management: Some International Evidence, *Journal of Business Ethics*, 79, 179-198.
- Cox, P., S. Brammer, and A. Millington, 2004. An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Social Performance, *Journal of Business Ethics*, 52, 27-43.
- Davidson, W. N., and D. L. Worrell, 1992. The Effect of Product Recall Announcements on Shareholder

- Wealth, *Strategic Management Journal*, 3(6), 567-473.
- Davidson, W. N., D. L. Worrell, and T. W. Cheng, 1994. The Effectiveness of OSHA Penalties: A Stock Market-based Test, *Industrial Relations*, 33: 283-296.
- Dowling, G., 2006. In Practice, How Good Corporate Reputations Create Corporate Value, *Corporate Reputation Review*, 9(2), 134-143.
- Fama, E.F., 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm, *The Journal of Political Economy*, 88, 288-298.
- Fama, E. F., 1998. Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306.
- Freedman, M., A.J. Stagliano, 1991. Differences in Social-cost Disclosures: A Market Test of Investor Reactions, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 4, 68-83.
- Gomes, A., 2000. Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects, *The Journal of Finance*, 55(2), 615-646.
- Gunthorpe, E. L., 1997. Business Ethics: A Quantitative Analysis of the Impact of Unethical Behavior on Publicly Traded Corporations, *Journal of Business Ethics*, 16, 537-543.
- Hall, P. L., and R. Rieck, 1998. The Effect of Positive Corporate Social Actions on Shareholder Wealth, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11, 83-89.
- Hamilton, J. T., 1995. Pollution as News: Media and Stock Market Reactions to the Toxics Release Inventory Data, *Journal of Environmental Economics and Management*, 28, 98-113.
- Hess, D., N. Rogovsky, and T. W. Dunfee, 2002. The Next Wave of Corporate Community Involvement: Corporate Social Initiatives, *California Management Review*, 44(2), 110-125.
- Hillenbrand, C., and K. Mondy, 2007. Corporate Responsibility and Corporate Reputation: Two Separate Concepts or Two Side of the Same Coin?, *Corporate Reputation Review*, 10(4), 261-277.
- Hillman, A. J., and G.D. Keim, 2001. Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?, *Strategic Management Journal*, 22, 125-139.
- Hoffer, G. E., S. W. Pruitt, and R.J. Reilly, 1988. The Impact of Product Recalls on the Wealth of Seller: A reexamination, *Journal of Political Economy*, 96, 663-670.
- Jarrell, G., and S. Peltzman, 1985. The Impact of Product Recalls on the Wealth of Seller, *Journal of Political Economy*, 93, 512-536.
- Jegadeesh, N., and J. Livnat, 2006. Revenue Surprises and Stock Returns, *Journal of Accounting and Economics*, 41, 147-171.
- Jensen, M. C., 2001. Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, *European Financial Management*, 7(3), 297-317.
- Jones, T. M., 1995. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics, *Academy of Management Review*, 20, 404-437.
- Karpoff, J. M., D. S. Lee, and V. P. Vondryk, 1999. Defense Procurement Fraud, Penalties, and Contractor Influence, *Journal of Political Economy*, 107, 809-842.
- Khanna, M., W. R. H. Quimio, and D. Bojilova, 1998. Toxics Release Information: A Policy Tool for Environmental Protection, *Journal of Environmental Economics and Management*, 36, 243-266.
- Klassen, R. D., and C. P. McLaughlin, 1996. The Impact of Environmental Management of Firm Performance, *Management Science*, 42, 1199-1214.
- Konar, S., and M. A. Cohen, 1997. Information as Regulation: The Effect of Community Right to Know Laws on Toxic Emissions, *Journal of Environmental Economics and Management*, 32, 109-124.
- Kraft, K. L. and J. Hage, 1990. Strategy, Social Responsibility and Implementation, *Journal of Business Ethics*, 9, 11-19.
- Kumar, R., W. B. Lamb, and R. E. Wokutch, 2002. The End of South African Sanctions, Institutional

- Ownership, and the Stock Price Performance of Boycotted Firms, *Business and Society*, 41, 133-165.
- Lantos, G. P., 2001. The Boundaries of Strategic Corporate Social Responsibility, *Journal of Consumer Marketing*, 18(7), 595-630.
- Levis, J., 2006. Adoption of Corporate Social Responsibility Codes by Multinational Companies, *Journal of Asian Economics*, 17, 50-55.
- Mann, S. V., and N. W. Sichernan, 1991. The Agency Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues, *Journal of Business*, 64(2), 213-227.
- McWilliams, A., D. S. Siegel, and P. M. Wright, 2006. Corporate Social Responsibility: Strategic Implications, *Journal of Management Studies*, 43, 1-18.
- McWilliams, A., and D. S. Siegel, 2001. Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective, *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.
- Meznar, M. B., D. Nigh, C. C. Y. Kwok, 1994. Effect of Announcements of Withdrawal from South Africa on Stockholder Wealth, *Academy of Management Journal*, 37, 1633-1648.
- Muoghalu, M. I., H. D. Robison, and J. L. Glascock, 1990. Hazardous Waste Lawsuits, Stockholder Returns, and Deterrence, *Southern Economic Journal*, 57, 357-370.
- Pelozo, J., 2006. Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance, *California Management Review*, 48(2), 52-72.
- Perrini, F., and A. Tencati, 2006. Sustainability and Stakeholder Management: the Need for New Corporate Performance Evaluation and Reporting Systems, *Business Strategy and the Environment*, 15, 296-308.
- Posnikoff, J. F., 1997. Disinvestment From South Africa: They Did Well by Doing Good, *Contemporary Economic Policy*, 15(1), 76-86.
- Rindova V. P., I. O. Williamson, and A. P. Petkova, 2005. Being Good or Being Known: an Empirical Examination of the Dimensions, Antecedents, and Consequences of Organizational Reputation, *Academy of Management Journal*, 48(6), 1033-1049.
- Roman, R. M., S. Hayibor, and B. R. Agle, 1999. The Relationship between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait, *Business and Society*, 38, 419-429.
- Schnietz, K. E., and M. J. Epstein, 2005. Exploring the Financial Value of a Reputation for Corporate Social Responsibility During a Crisis, *Corporate Reputation Review*, 7(4), 327-345.
- Schuler, D. A., and M. Cording, 2006. A Corporate Social Performance-Corporate Financial Performance Behavioral Model for Consumers, *Academy of Management Review*, 31(3), 540-558.
- Siegel, D., and D. F. Vitaliano, 2007. An Empirical Analysis of the Strategic Use of Corporate Social Responsibility, *Journal of Economics & Management Strategy*, 16(3), 773-792.
- Smith, N. C., 2003. Corporate Social Responsibility: Whether or How?, *California Management Review*, 45(4), 52-76.
- Tencati, A., F. Perrini, and S. Pogutz., 2004. New Tools to Foster Corporate Socially Responsible Behavior, *Journal of Business Ethics*, 53, 173-190.
- Tucker, L., T. C. Melewar, 2005. Corporate Reputation and Crisis Management: The Threat and Manageability of Anti-corporatism, *Corporate Reputation Review*, 7(4), 377-386.
- Tsukamoto, S. W., 2005. An Economic Approach to Business Ethics: Moral Agency of the Firm and the Enabling and Constraining Effects of Economic Institutions and Interactions in a Market Economy, *Journal of Business Ethics*, 60, 75-89.
- Werbel, J. D., and M. S. Wortman, 2000. Strategic Philanthropy: Responding to Negative Portrayals of Corporate Social Responsibility, *Corporate Reputation Review*, 3(2), 124-136.
- Waddock, S. A., and S. B. Graves, 1997. The Corporate Social Performance-Financial Performance Link, *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Wright, P., and S. P. Ferris, 1997. Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value, *Strategic Management Journal*,

18, 77-83.

Wright, P., S. P. Ferris, J. S. Hiller, and M. Kroll, 1995. Competitiveness Through Management of Divestment: Effects on Stock Price Valuation, *Academy of Management Journal*, 38, 272-287.

Yamashita, M., S. Sen, and M. C. Roberts, 1999. The Rewards for Environmental Conscientiousness in the U.S. Capital Markets, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 12(1), 73-82.

池祥萱 為國立東華大學財務金融系副教授，國立中央大學財務金融博士。主要教授公司理財與行為財務學課程。研究領域為公司理財、行為財務學以及企業社會責任。學術論文曾發表於國內外學術期刊。

Hsiang-Hsuan Chih received her Ph. D. degree from Department of Finance in National Central University and is currently the Associate professor of Department of Finance in National Dong Hwa University in Taiwan. Her research interests include corporate finance, behavioral finance and corporate social society. Her recent publications include *Journal of Management*, *Journal of Business Ethics*, *Securities and Futures Markets*, and *Journal of Behavioral Finance*.

繆文娟 為真理大學財政稅務系助理教授，國立臺灣大學國際企業所財務金融博士。主要教授財務管理與財報分析課程。研究領域為公司理財、證券分析師行為、金融機構購併以及公司治理。學術論文曾發表於國內外學術期刊。

Wen-Chuan Miao is an Assistant Professor in the Department of Public Finance and Taxation at Aletheia University. She received her Ph. D. degree in International Business from National Taiwan University. Her teaching areas include financial management, financial statement analysis, and security valuation. Her main research interests are corporate finance, analyst behavior, financial institutions mergers and acquisitions, and corporate governance. Her research papers have been published at international and domestic academic journals.

莊滢臻 畢業於國立東華大學財金所，已工作於新光人壽國內固定收益投資部 2 年。主要負責寶島債、台幣計價債券型基金、國內不動產證券化與結構型商品投資，並從事總經市場與公司財務分析研究。

Ying-Cheng Chuang got master's degree from Department of Finance in National Dong Hwa University in Taiwan. She has engaged in domestic fixed income department in Shin Kong Life Insurance Company for 2 years. Now she is not only in charge of investment of Formosa bonds, bond fund in TWD, local REITs and Structure Product but also analyzes marco-economy and financial statement of corporations.

Is Corporate Social Responsibility a Double-edged Sword? Evidence from Fortune Global 500 Companies

Hsiang-Hsuan Chih

Department of Finance, National Dong Hwa University

Wen-Chuan Miao

Department of Public Finance and Taxation, Aletheia University

Ying-Cheng Chuang

Department of Finance, National Dong Hwa University

Paper No. : 3325

Received July 25, 2012 → First Revised October 20, 2013 → Accepted December 23, 2013

In this paper, we examine the relations between CSP and CFP around and post unexpected earnings announcements. We select the global 500 firms as our sample because these global big firms have more capacities to engage in the CSR activities. Our findings are as follows. First, at the unexpected negative earnings announcements, firms that engage in CSR suffer less stock price decreasing than those not engage in CSR. CSR programs provide a latent insurance value to firms against negative events; the market construes the CSR as a form of firm reputation building or maintenance. Second, because of price premiums, firms that engage in CSR have better operating performance than those not engage in CSR in the first year and in the long run. There is no significant negative effect on corporate financial performance resulting from excessive costs and expenses induced by CSR activities.

Key Words: *corporate social responsibility; corporate financial performance; unexpected earnings announcements; reputation effects; agency conflicts*

.....

Hsiang-Hsuan Chih is an Associate professor of Department of Finance in National Dong Hwa University, No. 1, Sec. 2, Da-Hsueh Rd, Shoufeng, Hualien 97401, Taiwan, R.O.C. Tel: 886-3-8633137, Email: hhchih@mail.ndhu.edu.tw; **Wen-Chuan Miao** is an Assistant Professor in the Department of Public Finance and Taxation at Aletheia University, No.32, Zhenli St., Tamsui Dist., New Taipei City 25103, Taiwan, R.O.C. Tel: 886-2-26212121 ext.8608, E-mail: miao@mail.au.edu.tw; **Ying-Cheng Chuang** was a master student of Department of Finance in National Dong Hwa University, No. 1, Sec. 2, Da-Hsueh Rd, Shoufeng, Hualien 97401, Taiwan, R.O.C. Tel: 886-3-8633137, Email: copachuang@gmail.com. The authors would like to thank two anonymous reviewers for their helpful comments on earlier drafts of this manuscript.