

# 為什麼企業要發佈永續報告書？從非市場觀點解釋

蘇威傑  
國立政治大學

論文編號：161112

收稿 2016 年 11 月 23 日 → 第一次修正 2017 年 2 月 17 日 → 第二次修正 2017 年 4 月 18 日 → 正式接受 2017 年 5 月 23 日

本研究從非市場的觀點解釋為什麼企業要發佈永續報告書。我們提出當企業所面臨的社會政治環境愈不好，公司愈有可能會發佈永續報告書讓利害關係人瞭解公司在經濟、環境、社會各方面的表現，藉此改善公司在非市場環境中的正當性。本研究認為媒體的不當報導會干擾企業的社會政治環境進而影響其市場運作，因此我們推論回應媒體報導次數愈多的公司，其之後發佈永續報告書的機率也愈大。另外，我們推論社會正當性較低的公司會比較容易受到媒體不當報導的干擾而發佈永續報告書。我們使用 2012 年到 2015 年在台灣的公開上市公司，並利用傾向分數分析來驗證我們的推論。我們發現會回應媒體報導的公司，其之後發佈永續報告書的機率比較高，而這個正相關在成立年份較短的公司比成立年份較長的公司還要明顯。同樣地，這個正相關在獲利能力較差的公司也比獲利能力較佳的公司顯著。

**關鍵字：**非市場環境、非市場策略、永續報告書、企業社會責任、媒體不當報導。

## 緒論

發佈永續報告書（或稱企業社會責任報告書，簡稱 CSR 報告書）是目前全球的趨勢 (Lim & Tsutsui, 2012)。例如，在中國發佈永續報告書的上市公司從 2006 年不到 50 本，到 2009 時已經接近約有 500 本永續報告書 (Marquis & Qian, 2014)。在台灣，企業發佈永續報告書的數目雖然比其他國家來的緩慢，但也呈現上升的趨勢。蘇威傑與劉世慶（2015）整理台灣前四百大服務業與製造業發現發佈永續報告書的公司，從 2008 年的 28 間公司上升至 2012 年的 95 間，2015 年更有 384 間上市的台灣公司發佈永續報告書。近年眾多台灣的公司首次發佈永續報告書的原因可歸因於法規的要求，政府要求食品工業及餐飲收入佔總營業收入比重 50% 以上之特定公司，化學工業、金融保險業，及實收資本額達 100 億以上之公司應發佈永續報告書。

目前文獻上解釋企業為什麼要發佈 CSR 報告書

主要是依據制度理論 (institutional theory) 中的正當性 (legitimacy) 論述 (Bansal & Roth, 2000; Deephouse & Suchman, 2008; DiMaggio & Powell, 1983)。制度理論主要的論點在企業發佈永續報告書主要基於三種無形的制度壓力，第一是政府法規的要求，所以企業不得不遵循法規；第二是產業的規範，雖然沒有正式的法規制度，不過如果產業內大多數的企業都有發佈永續報告書，則該產業內的公司也很有可能因為同儕壓力也發佈永續報告書；第三種則是公司內因為企業文化，造成公司主管認知上認為發佈永續報告書是一件正確的事情，那麼該企業也很有可能會自主性地發佈永續報告書。過去的推論告訴我們不論是基於哪一種制度壓力，公司發佈永續報告書的主要目的是取得組織在社會政治環境中的正當性，而該正當性的功能在於減少利害關係人的威脅 (Frooman, 1999; Marquis & Qian, 2014; Suchman, 1995)，或是讓企業和主要的利害關係人可以更順利的取得資源，進而提升組織財務績效 (Su & Tsang, 2015; Wang & Qian, 2011)。

奠基在制度理論之上，本研究多增加一層非市場 (nonmarket) 的觀點去解釋為什麼企業要發佈永續報告書。Baron (1995) 把企業所面對的環境分成市場 (market) 環境和非市場環境。市場環境指的是經由市

通訊作者蘇威傑為國立政治大學國際經營與貿易學系副教授，E-mail: weichieh@nccu.edu.tw。作者感謝助理朱婉君的協助，也感謝匿名評審提供的寶貴意見。本計畫的研究經費來自於科技部的補助 MOST-104-2410-H-004-201-MY2。

場交易或合約交易所產生的環境，交易的對象不外乎是供應商、消費者、競爭對手或其他廠商，所以市場環境通常可以對應到 Porter (1985) 所提出的產業環境或競爭環境，而其主要的參與者多半都是和企業有直接合約關係的利害關係者，也就是 Freeman (1984) 所稱的主要利害關係者，例如供應商、消費者、投資者。而非市場環境是指企業和政府、媒體或次要利害關係人（例如非營利組織、非政府組織、利益團體）互動所產生的環境，也就是一般泛稱的社會政治環境 (sociopolitical environments)。而企業用來回應市場環境的策略稱之為市場策略，非市場策略則是指那些用來回應非市場環境的策略。

過去學者已經廣泛地討論和驗證競爭環境對於組織有何影響 (Dess & Beard, 1984; Porter, 1985; Rumelt, 1991)，近期學者開始關心非市場環境對於組織的影響，例如有學者探討由非政府組織所組成的激進行動者對於公司造成的影響 (Frooman, 1999; Henisz & Zelner, 2005; McDonnell & King, 2013; Suchman, 1995)，也有許多學者討論慈善的非營利組織對於公司造成的影響 (Su & Tsang, 2015; Wang, Choi, & Li, 2008; Wang & Qian, 2011)，也有學者討論企業和政府間的關係對於組織的影響 (Siegel, 2007; Zhu & Chung, 2015)。

雖然政府、非營利組織、非政府組織都是非市場環境重要的構成份子，但過去文獻鮮少談論媒體對於企業社會政治環境的影響。Bansal and Clelland (2004) 認為報章雜誌對於企業正面或負面的報導直接影響到該企業在非市場環境中的正當性，也就是說，對於企業負面的報導愈多，企業在非市場環境的正當性也就愈低。本研究的研究主軸將著重在媒體如何干擾企業的非市場環境，進而讓企業發展出更進一步的非市場策略去因應。

本研究認為媒體干擾企業非市場環境的主要途徑是透過不正確，有偏頗的報導，這些不實的報導會嚴重影響到企業的市場表現（例如股價下跌），或是非市場表現（例如影響企業形象）。媒體不當報導愈多的公司所面對的非市場環境也愈嚴峻，公司為了回應對其不利的非市場環境，會發佈永續報告書做進一步的說明或澄清。因此，本研究推論公司媒體謠言和企業發佈永續報告書的機率成正比。另外，我們也推論這個正向關係在市場成立愈短的公司愈容易被觀察到，也就是說公司成立愈久的公司，愈不容易受到媒

體的干擾；相反地，剛成立不久的公司因為在組織環境上還不太穩固，因此愈容易受到媒體不實報導的威脅，所以我們推論企業澄清媒體不當報導和發佈永續報告書這個正相關的現象，在剛成立的公司比較容易被觀察到。最後，我們也推論企業澄清媒體不實報導和發佈永續報告書之正相關，在獲利能力較低的公司比在獲利能力較好的公司更明顯。因為獲利能力較好的公司本身就享有較高的聲譽，比起獲利能力較差的公司更有本錢去抵抗媒體的流言緋語，所以在面對媒體不當的報導後，發佈永續報告書的機率也就比獲利能力較差的公司低。

我們使用 2012 年至 2015 年在台灣的公開上市公司來驗證我們的推論。我們發現公司澄清媒體報導的次數和公司之後發佈永續報告書的機率成正比，而這個正相關在成立年份較短的公司比較明顯。同樣地，這個正相關在獲利能力較差的公司也比獲利能力較佳的公司顯著。

本研究的貢獻主要有三點。第一點在於本研究提供一個新的觀點去解釋企業發佈永續報告書的原因。過往的研究認為企業發佈報告書是因為制度壓力下所產生取得正當性的手段 (Bansal & Roth, 2000)，本研究提出新的論點去闡述為什麼要發佈永續報告書，我們認為企業發佈永續報告書主要是為了回應公司的非市場環境所造成的現象，透過實證我們發現公司回應媒體的次數愈多，表示非市場環境中對公司的流言緋語也愈多，對公司的營運造成潛在性的威脅，因此該公司愈有可能會發佈永續報告書，去降低非市場環境中對公司的不確定性因素。第二，本研究認為媒體是公司非市場環境重要的一環，過去的文獻在討論公司非市場環境的組成對象主要是非政府組織的激進行動者 (McDonnell & King, 2013)，或是慈善團體所構成的非營利事業 (Su & Tsang, 2015)，或是企業和政府之間的關係 (Marquis & Qian, 2014)。本研究利用公司澄清媒體報導去衡量公司所面對的非市場環境之嚴峻程度，這是過去文獻中沒有被探討的構面，是本研究對於文獻的貢獻之一。最後，本研究在實證方法也有所創新，我們利用傾向分數分析方法 (Propensity Score Analysis, Guo, & Fraser, 2015; Rosenbaum & Rubin, 1983) 測試我們的假設，實驗組是回應媒體報導的公司，控制組為沒有回應媒體報導的公司，然後比較其差異，如此控制了可能來自於企業回應媒體的內生性偏誤，之後再驗證公司澄清媒體報導和發佈永續報告

書的機率。運用傾向分數分析方法可降低非隨機實驗樣本的系統性誤差，這種比較嚴謹的驗證方式也是本研究對於文獻的貢獻。

## 文獻探討與研究假說

### 非市場的理論背景

企業所面臨的環境與其所執行的策略應包含市場與非市場兩種構面。過去的研究大部分專注在企業的市場行為，認為企業是一個經濟代理人 (economic agents)，透過不同的市場策略達到獲利，例如研究產業的結構、行為和策略與產業間的競爭動態 (Porter, 1985)，或是關注組織內部的資源 (Barney, 1986, 1991; Wernerfelt, 1984)，重視組織的創新與創意 (Nelson & Winter, 1982; Teece, Pisano, & Shuen, 1997)，然後發展出不同的治理機制去降低市場間的不確定性 (Coase, 1937; Williamson, 1996)。這一系列的研究著重在如何改善企業的產業活動與經濟表現的研究範疇，通稱為市場領域 (market arena)。

非市場領域的研究則認為企業不單單只是一個經濟的代理人，企業同時也是社會環境或政治環境中的一份子，因此可以進一步參與社會活動或政治活動。換句話說，企業所面臨的社會環境與政治環境就是企業所面臨的非市場環境，而企業回應其所面對的社會政治環境的手段就稱之為非市場策略 (Baron, 1995; Mellahi, Frynas, Sun, & Siegel, 2016)。過去文獻較少關注企業的非市場環境，因為其組成分子相對較為穩定（例如政府），或是其參與者較沒有力量或管道去傳達他們意見（例如非政府組織、非營利組織）。然而，近年來非市場活動的參與者和組成分子愈來愈不穩定，例如政治動亂愈來愈活躍，又例如激進分子可以聚集群眾進行抵制或發起抗議活動，也可以透過不同的社群網站迅速且廣泛的傳遞資訊，這些活動明顯干擾企業所處的社會或政治環境，進行影響其經濟行為，因此有愈來愈多的研究開始關注企業的非市場環境與非市場策略。

文獻中對於非市場環境與企業的連結之探討主要專注在三個議題。首先是企業和政府間的關係，企業透過遊說或政治獻金影響政府政策，藉此達到法規對其有利的情況 (Hillman, Keim, & Schuler, 2004)。Lux, Crook, and Woehr (2011) 透過統合分析 (meta analysis)

發現美國企業從事遊說或是政治獻金捐獻有較高的經濟財務表現。另外，企業和政治人物培養良好的關係可讓企業得到第一手的法規資訊，可讓該企業更容易取得產業內的營業許可 (Chung, 2006)。Zhu and Chung (2015) 透過台灣企業集團的資料發現在國民黨執政時期，與國民黨有良好關係的企業比較容易會從事非相關多角化，與民進黨有關係的企業則沒有這個優勢；不過在民進黨執政時期，與兩黨政商關係都良好的企業，比只有與民進黨有善的企業更具有進入新市場的優勢。有時候在新興國家和政府關係良好的目的是為了要避免企業資產被無預警的沒收，但這種良好的關係也可能在該政府失去執政地位時使企業遭到迫害。例如 Dieleman and Boddewyn (2012) 利用印尼的企業集團發現與蘇哈托政權 (Suharto regime) 來往密切的企業集團在蘇哈托政權瓦解時，如果企業集團的組織結構沒有設計緩衝機制則容易讓該集團遭受清算的風險。這個現象也同樣發生在南韓，Siegel (2007) 認為政治環境的穩定性對於企業的發展是很重要的，他發現韓國的企業容易因為其支持的政黨之執政與否遭到差別待遇，尤其是當該政黨失去執政權之後，支持其的企業容易遭到政治迫害（例如財產被政府徵收）。

在非市場研究中第二種被廣泛討論的議題為激進主義者 (activists, activism) 與公司間的關連。非政府組織內激進主義者會帶領群眾進行抗議或杯葛企業產品，激進主義者的行徑造成社會大眾對其所攻擊的企業印象不佳，這種社會潮流 (social movement) 或社會運動有時會嚴重到讓企業在社會失去其立足的正當性 (Frooman, 1999; Suchman, 1995)。近年知名的抗議杯葛事件包含民眾抵制味全的林鳳營鮮乳，雖然林鳳營鮮乳不是味全混合油事件的主要產品，但是激進主義者認為林鳳營是味全的明星產品，唯有針對明星商品進行杯葛，味全才會感受到真正的脅迫。過去研究對於激進主義者的抗議是否可顯著性地影響公司財務表現目前沒有一定的結論。King and Soule (2007) 利用美國的樣本研究發現，抗議本身的議題要與消費者或與勞工權益息息相關，才比較會顯著性的負面影響公司股價；若只是單純對產品進行杯葛，對於股價的波動不大。不過研究也指出被激進分子攻擊的企業多半會選擇承認退讓是因為持續性的抗議會損及到公司的形象，而這個情況在銷售下滑或是名聲下滑的公司更會特別明顯 (King, 2008)。

第三個過去研究常探討的非市場構面為企業和慈

善組織間的關係。與激進分子不同的是，非營利組織（多半為慈善團體）可以幫助企業塑造良好的形象，建立企業的道德資本 (moral capital)，幫助企業取得重要的資源 (Godfrey, 2005; Wang et al., 2008; Wang & Qian, 2011)。非營利組織所帶給企業的好處除了幫助企業在社會環境中建立良好的印象，還包含帶給企業專業的知識，讓企業可以學習到如何回應棘手的社會議題，換句話說，當企業愈有能力面對來自於不同層面社會環境問題的挑戰，其愈有能力可以將公司的產品順利地推廣給潛在的消費者，也會降低供應商對其之疑慮，間接地可以幫助企業的獲利提升 (Su & Tsang, 2015)。另外，雖然過去已經有文獻提出企業的慈善捐款可以幫助組織的銷售量提升 (Lev, Petrovits, & Radhakrishnan, 2010)，不過也有學者提醒過多的慈善捐款可能隱含一定程度的代理人成本，也就是說，過多的捐款是高階管理階層人員的自利行為，例如提升個人在相關非營利組織內的地位，這些與企業本質無關的捐款大都對企業績效或運作沒有實質的助益，因此過多的慈善捐款會降低財務績效 (Wang et al., 2008)。

綜合上述的討論，我們從過去文獻中可以瞭解關於企業和政府間的關係，企業和激進份子間的關係，和企業與慈善團體間的關係。不過在 Baron (1995) 的文章裡，非市場環境中還有一個重要的參與者，會直接且有影響力地干擾組織的非市場環境卻一直沒有被深入的研究，那就是媒體。媒體包含各式各樣的報章雜誌報導，這些報導未經過嚴謹的審核或校正就直接刊載平面或網路上，而利害關係人常常也就憑藉著不正確的報導去做決策，媒體的不實報導進而深深地影響到其他重要的要素市場。

例如，Walker (2014) 利用英國 1993 年到 2008 年的房市新聞報導，他發現媒體樂觀氛圍的報導會影響房市價格的變動，但房價的變動不會影響媒體的報導氛圍。Peress (2014) 也發現媒體的確會影響股市的交易，他利用不同國家的資料發現，當全國性的媒體業者發生罷工事件的時候，當地當天的股市交易量就會下降約 12%，因此推論報紙的流通發行會直接影響到資訊流通的效率與否。但這也不表示說媒體的報導一定會正向促進股價的提升，因為媒體時常會利用誇張或斷章取義的標題吸引讀者注意，這些資訊不正確的報導反而會干擾市場的運作。例如 Fang and Peress (2009) 發現沒有被媒體報導的股票通常比有報導的股

票報酬率還要高。不過有的時候，有媒體報導會比沒有媒體注意還要好，例如，Petkova, Rindova, and Gupta (2013) 認為新創公司 (start-ups) 因為草創初期鮮為人知，在市場上缺乏正當性，不容易吸引到投資者或人才加入，因此得到媒體報導對新創公司而言是獲得資源的重要手段。

上述的討論可以推論媒體報導對於企業在其社會政治環境中的正當性有關鍵地影響，而媒體報導不論是過於正面或過於負面，這些不確實的報導都會重新型塑企業的社會政治環境，因此本研究接下來就針對過去鮮少被人探討的媒體謠言做更進一步的討論。

### 企業回應媒體報導對發佈永續報告書之影響

媒體對於企業行為的報導有如放大鏡的效果一般，當企業的表現良好，企業可以透過媒體的報導讓不同的利害關係人瞭解企業的財務績效、社會參與，與環境保護上的表現，這些正面的報導有助企業形象的維護。相對地，當企業表現不佳的時候，例如投資失敗，銷售不如預期，或是有一些不端的行為，例如逃漏稅、賄賂、偷排放廢水，這些負面的報導也會影響企業在社會中立足的正當性。

媒體正確的報導可對資訊做有效地傳遞，企業通常無可置喙，但是媒體如果誇大事實或扭曲真相去吸引讀者的閱讀，就容易造成媒體散佈謠言。媒體不確實的報導不論是正面或是負面，都會影響利害關係人對於公司的印象。過度樂觀的報導會影響公司的非市場環境，在於其會造成利害關係人對公司不合理的預期或期待，而當公司無法達到該預期，利害關係人會給公司更嚴峻的懲罰。在股市表現上如果媒體過度美化公司的財務績效表現，容易造成投資人追高套牢的現象。當公司察覺到媒體報導與事實有過大的出入時，可選擇發佈新聞稿提供額外的資訊去更正媒體報導，希望可以降低媒體不當報導對公司的影響。

我們認為公司澄清媒體報導的次數愈多，則該公司之後就愈有可能發佈永續報告書。永續報告書所包含的議題涵蓋層面很廣，也非常多元，其所揭露的範圍除了公司的經濟表現之外，還包含公司的環境保育、社會參與、勞工人權與公司治理。如果公司屢次遭受到媒體的不當報導，除了平時一般的澄清之外，公司也愈有可能透過發佈永續報告書做更進一步的揭露與說明，因為受到媒體不當報導的公司被社會大眾關注的機會也愈大，也愈有可能被利害關係人拿放大

鏡檢驗，因此發佈永續報告書正好是一個與利害關係人溝通的管道。

換句話說，媒體的不當報導是造成企業非市場環境不穩定的原因，這些不穩定的因素包含資金提供者對公司的投資卻步，消費者對公司的產品感到質疑，上下游合作廠商對於企業的運作沒有信心。發佈永續報告書可以提供額外的資訊讓利害關係人做解讀，不論成效如何，這些主動揭露的額外訊息增加利害關係人的資訊性，降低他們對於企業的狐疑與不確定。過去文獻也發現企業發佈的永續報告可以提供增值的訊息讓公司更容易取得資金，也可以讓財務分析師更精確地預測公司的財務表現 (Cheng, Ioannou, & Serafeim, 2014; Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang, & Yang, 2012)。因此根據推論，我們提出下列假說：

**H1：公司回應媒體報導與其之後發佈永續報告書呈現正相關。**

### 媒體不當報導對於企業之干擾：以公司成立年份為情境

我們認為公司成立時間的長短會調節回應媒體報導和發佈永續報告書的主效果，我們推論公司澄清媒體報導和發佈永續報告書之正相關在成立年份較短的公司比較明顯。相對於成立年份較久的公司，較年輕的公司因在市場上缺少一定的正統性，所以不論是在資本市場、要素市場、或是勞動市場上本身就較不容易取得資源 (Lounsbury & Glynn, 2001)。Zott and Huy (2007) 發現剛創立的公司會透過許多象徵性的手段操控公司對外流通的資訊，希望透過這些有利的資訊幫助企業取得市場上的正當性，進而可更有效率地獲取資源。

如果媒體時常對公司有不實的報導，較年輕的公司會比較老的公司更有動機去發佈永續報告書做更進一步的說明與澄清，希望可以透過發佈永續報告書提供更多的資訊讓不同的利害關係人瞭解公司在經濟、環境保護與社會參與上的表現。相對而言，那些老牌公司，因為成立較久，在市場上已經有一定知名度，當他們平日遭受到不實的媒體報導，老公司可能會很積極地去澄清媒體謠言，但是在市場上立足深耕已經久，社會大眾對於公司的形象可能也維持有既定的印象，他們要再額外去發佈永續報告書的動力就會比那些年輕的公司來要小一些，因此我們提出第二個假說：

**H2：公司回應媒體報導與發佈永續報告書之正相關，相對於成立較久的企業而言，比較容易在成立較短的企業中觀察到。**

### 媒體不當報導對於企業之干擾：以公司獲利能力為情境

我們認為澄清媒體報導和發佈永續報告書的主效果也會受到公司獲利能力的調節而有所改變。我們推論公司澄清媒體報導和發佈永續報告書的正相關，在獲利能力較差的公司比在獲利能力較好的公司明顯。過去文獻指出獲利能力愈差的公司通常其名聲也愈差，該公司在社會中的正當性也會因此削弱，取得資源也就愈困難，存活率也就愈低 (Bitektine, 2011; Deephouse & Suchman, 2008; Rao, 1994)。

獲利能力差的公司如果受到許多的媒體干擾，他們會有動力去發佈永續報告進一步解釋說明公司在經濟、社會、環境各方面的行為表現。獲利能力較差的公司希望透過更多資訊去維持其在市場正當性，幫助其更容易從利害關係人中取得重要的資源。相對地，獲利能力較好的公司，自然享有較佳的名聲威望，所以他們在面對媒體的不實報導時，可能會有恃無恐。因為不管外在的流言緋語如何，公司擁有良好的獲利表現可當作其後盾去消弭媒體謠言對其之傷害，所以更進一步發佈永續報告書的動力就比獲利能力較差的公司來的薄弱，因此我們提出以下假說：

**H3：公司回應媒體報導與發佈永續報告書之正相關，相對於獲利能力較高的企業而言，比較容易在獲利能力較低的企業中觀察到。**

## 研究方法

### 樣本與資料來源

本研究樣本來自於 2012 年至 2015 年在台灣的公開上市公司。本研究探討媒體報導是否促使公司在之後發佈永續報告書，所以我們的被解釋變數（發佈永續報告書）的樣本期間為 2013-2016，換句話說，我們驗證是否今年回應媒體次數愈多的公司，明年愈會發佈永續報告書，表 1 是本研究樣本與發佈報告書之年度分布，表 2 提供樣本和發佈永續報告書之產業分布。我們從公開資訊觀測站中取得公司是否有發佈永續報告書之資訊，公司的財務數據取自於台灣經濟新報。

表 1 本與發佈報告書之年度分布

樣本年份 (西元)	2012	2013	2014	2015	Total
樣本公司數	815	814	815	816	3260
發佈報告書年份 (西元)	2013	2014	2015	2016	
發佈報告書公司數	27	125	256	248	656

表 2 與發佈報告書之產業分布

產業別	樣本公司數	報告書數
水泥工業	28	10
食品工業	84	43
塑膠工業	84	24
紡織工業	184	11
電機機械	183	19
電器電纜	56	5
玻璃陶瓷	20	3
造紙工業	28	8
鋼鐵工業	112	19
橡膠工業	40	7
汽車工業	20	8
建材營造	192	12
航運	72	25
觀光	52	12
金融	132	90
貿易百貨	56	9
其他	172	28
化學工業	104	55
生技醫療	92	16
油電燃氣	32	4
半導體業	264	51
電腦及週邊設備業	223	60
光電業	263	34
通訊網路業	147	28
電子零組件業	360	50
電子通路業	80	4
資訊服務業	48	6
其他電子業	132	15
<b>Total</b>	<b>3,260</b>	<b>656</b>

新聞媒體或報章雜誌時常會報導公司營運概況，然而面對媒體的不當報導（例如過於武斷、偏頗或未經公司確認的報導），公司可主動回應媒體報導做進一步地說明。因為社會大眾無法知道哪一種媒體報導為不當報導，因此我們根據公司是否在公開資訊觀測站發佈訊息回應媒體來判斷公司是否認為該報導為不當報導。例如在 2014 年 1 月時，有多家媒體報導鴻海高層疑似集體索賄，由於報導內容被誇大，部分報導內容為道聽塗說、穿鑿附會，鴻海針對該議題在公開資訊觀測站發佈訊息做進一步的統一回應，因此我們斷定這些被鴻海回應的媒體報導為不當報導。

公司除了回應負面的媒體報導之外，公司也會針對媒體過度樂觀的報導進行更正或澄清，因為媒體不當的增加投資者信心也會讓公司股價造成不合理的變動。例如，2013 年 11 月，大立光針對當日經濟日報報導「大立光今年每股純益上看 68 元」，做出澄清說明「本公司並未提供財務預測等資訊」。

公開資訊觀測站對於公司發佈重大訊息有一定規定，除了基本的法規事項外，第四條第四十九款「對上市公司股東權益或證券價格有重大影響之情事者」讓公司也有自主的彈性可以判斷何種是公司認為之重大訊息。因此，公司到公開資訊觀測站發佈重大訊息去澄清說明媒體報導是一個自主性選擇的結果，有些公司面對媒體不實的報導可以完全不理會。針對這個現象，本研究使用傾向分數分析，將會回應媒體報導的公司當作是實驗組，而不會回應媒體報導的公司當作是控制組，將這兩組樣本做適當權重的配對，然後驗證是否會回應媒體報導的公司比不會的公司更容易發佈報告書，詳細的分析流程會在之後說明。

### 變數衡量

**是否回應媒體 (RESDMY)** 媒體報導公司的文章為數眾多，但不是每一篇報導都是不真實的陳述，然而也不是每一個報導都對公司的形象或有價證券的價值有顯著的影響。我們下載公司在公開資訊觀測站所發佈的每一則訊息，然後依據訊息主旨判定是否為回應媒體，如果該則訊息為公司回應媒體，則 RESDMY = 1，如果不是則為 0。以下列舉一些 2012 年的例子：大成長城 (1210) 針對蘋果日報報導之聲明補充公告，統一 (1216) 回應媒體報導統一未來三年持續深耕兩岸，泰山企業 (1218) 澄清媒體報導本公司今年合併營收衝百億之訊息，台塑 (1301) 說明經濟日



報有關台塑六輕面臨停爐之報導，中石化 (1314) 有關今周刊對本公司獨董推選程序不實之報導。

**回應媒體次數 (RESNUM)** 我們依據公司回應媒體的訊息數進行加總。我們在此變數並不特別區分不實報導的性質，亦即不論是回應正面報導，或是負面報導，我們認為兩者對公司的非市場環境都造成影響，所以一併衡量計算。

**產業回應媒體比率 (RESIND)** 該產業回應媒體的公司數/該產業的總公司數。依據制度理論 (DiMaggio & Powell, 1983)，企業的行為容易受到同產業公司的影響，所以我們計算產業回應媒體比率，控制同儕間的模仿效果，我們預期此變數會正向地影響公司回應媒體的機率。

**回應媒體正面報導 (POSITIVE)** 我們閱讀公司每一則回應的訊息，然後判斷該訊息是否為回應正面報導，最後加總該數字。每一則不實報導的內容都可明顯地區分為正面報導還是負面報導，所以沒有人工判斷的主觀偏誤。列舉一些回應正面訊息的資料：泰山企業 (1218) 澄清媒體報導本公司今年合併營收衝百億之訊息，英業達 (2356) 財訊快報報導「英業達奪下蘋果 iWatch 大單」之事說明，台苯 (1310) 澄清有關報載台苯投資汽電共生 7 月獲利可望逼近上半年等報導，奇美材料 (4960) 澄清媒體報導估計「奇美材今年 EPS 上看 4 元」。

**回應媒體負面報導 (NEGATIVE)** 如同衡量回應正面報導，我們人工判斷公司所發佈之訊息是否為回應負面媒體報導，然後依據年度加總回應的次數。列舉例子如下：漢唐 (2404) 媒體報導有關漢唐集成掏空案起訴 4 人之說明，矽品 (2325) 關於報載矽品主管採購灌水檢方起訴，介面光電 (3584) 澄清有關媒體報導本公司傳遭中國對手搶單，統一 (1216) 說明媒體報導本公司之飲冰室茶集綠奶茶產品標示不符。

**發佈永續報告書 (CSR)** 我們用虛擬變數衡量公司是否發佈永續報告書，1 代表公司有發佈永續報告書，0 則代表沒有發佈。因為發佈永續報告書在台灣尚屬於啟蒙的階段，所以我們沒有區分永續報告書是否依據特定的標準寫成，不過目前大部分的公司依循 GRI G4.0 或 G3.1 的版本撰寫。

**產業發佈報告書比率 (CSRIND)** 過去研究指出企業從事 CSR 活動會受到同產業其他公司的影響 (Bansal & Roth, 2000)，所以我們計算產業發佈報告書的比率來控制產業間的制度壓力，我們預期這個變數

對於企業發佈報告書有正向地影響，該變數的衡量方式為該產業發佈 CSR 報告書的家數/該產業總公司數。

**負債比率 (DEBT)** 我們用負債總額/資產總額來衡量公司的負債比率。過去的研究指出，負債比率會增加公司的代理成本，不利於財務表現，所以負債比率會負面影響公司 CSR 行為 (Wang et al., 2008)，我們預測負債比率會負向影響公司發佈報告書。

**員工人數 (EMP)** 我們用員工人數來衡量公司規模，不過員工人數的數值的偏度過大，我們取對數降低偏度對於迴歸模型的影響。如同過去文獻 (Marquis & Qian, 2014)，本研究預期員工人數會正向影響企業發佈報告書。

**成立年份 (AGE)** 公司成立的年份反映了公司的存續時間，我們用當年度減去公司成立年份 +1 表示公司年齡。過去的文獻指出成立愈久的公司，從事 CSR 相關活動的機率愈高 (e.g., Wang et al., 2008)，不過也有文獻提出相反的預測 (e.g., Marquis & Qian, 2014)，依照本研究之主要論述，我們預期成立年份與發佈報告書應呈現負相關。

**獲利能力 (ROE, ROA, EPS)** 本研究用三種方式衡量公司的財務績效，第一是公司的股東權益報酬 (ROE)，衡量方式為稅後淨利/股東權益，第二是公司的資產報酬率 (ROA)，計算方式為稅後息前淨利/總資產，第三是每股稅前淨利 (EPS)，計算方式為 (稅前淨利 - 特別股股息) / 加權平均股本，這三個數值皆取自於台灣經濟新報。過去的文獻對於財務績效與 CSR 績效之間的關係一直有所爭議，有些提出非線性關係 (e.g., Brammer & Millington, 2008; Wang et al., 2008)，也有學者提出情境關係 (e.g., Wang & Qian, 2011; Su & Sauerwald, 2015)，依照本研究之主要論述，我們預期公司獲利能力與發佈報告書應呈現負相關。

本研究在每一個模型也加入產業固定效果與年份固定效果，藉此控制來自產業與不同時期的影響。表 3 統整本研究所有變數之衡量方式與資料來源，表 4 則提供所有變數的敘述統計，表 5 則顯示每一個變數間的相關係數。

## 分析方法

公司是否回應媒體報導可能是一個內生性的變數，也就是說公司可以自行選擇要不要回應媒體不實報導，有些企業可能完全忽視媒體的報導，也有些企

表 3 各變數之衡量方式

變數	中文名稱	資料來源	衡量說明
RESDMY	是否回應媒體	公開資訊觀測站 自行計算	虛擬變數，1 = 回應媒體報導；0 = 沒有
RESNUM	回應媒體次數	公開資訊觀測站 自行計算	當年度回應媒體次數加總
RESIND	產業回應媒體比率	公開資訊觀測站 台灣經濟新報 自行計算	回應媒體公司數/該產業總公司數
POSITIVE	回應媒體正面報導	公開資訊觀測站 自行計算	當年度公司回應媒體正面報導次數
NEGATIVE	回應媒體負面報導	公開資訊觀測站 自行計算	當年度公司回應媒體負面報導次數
CSR	發佈永續報告書	公開資訊觀測站	虛擬變數，1 = 次年度發佈永續報告書；0 = 沒有
CSRIND	產業發佈報告書比率	公開資訊觀測站 台灣經濟新報 自行計算	發佈報告書家數/該產業總公司數
DEBT	負債比率	台灣經濟新報	負債總額/資產總額
EMP	員工人數	台灣經濟新報 自行計算	ln(員工人數)
AGE	成立年份	台灣經濟新報 自行計算	當年度年份 - 公司成立年份 + 1
ROE	股東權益報酬率	台灣經濟新報	稅後淨利/股東權益
ROA	資產報酬率	台灣經濟新報	稅後息前淨利/總資產
EPS	每股稅前淨利	台灣經濟新報	(稅前淨利 - 特別股股息)/加權平均股本

表 4 各變數之敘述性統計

變數	樣本數	平均數	標準差	p25	p50	p75
RESDMY	3260	0.38	0.49	0.00	0.00	1.00
RESNUM	3260	1.51	3.14	0.00	0.00	2.00
RESIND	3260	0.38	0.14	0.29	0.37	0.46
POSITIVE	3260	1.27	2.77	0.00	0.00	1.00
NEGATIVE	3260	0.24	0.82	0.00	0.00	0.00
CSR	3260	0.20	0.40	0.00	0.00	0.00
CSRIND	3260	0.20	0.22	0.04	0.17	0.24
DEBT	3260	44.41	19.78	29.95	44.24	56.76
EMP	3260	7.08	1.65	6.02	7.02	8.15
AGE	3260	32.69	14.07	22.00	32.00	43.00
ROE	3260	6.17	55.07	1.66	6.93	13.10
ROA	3260	3.88	11.15	0.95	3.86	7.41
EPS	3260	2.62	6.87	0.34	1.57	3.76



表 5 各變數之相關係數

	變數	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.
1.	RESDMY	1.00												
2.	RESNUM	0.61	1.00											
3.	RESIND	0.58	0.97	1.00										
4.	POSITIVE	0.36	0.56	0.33	1.00									
5.	NEGATIVE	0.28	0.18	0.15	0.17	1.00								
6.	CSR	0.27	0.20	0.17	0.17	0.15	1.00							
7.	CSRIND	0.08	0.03	0.02	0.06	0.27	0.55	1.00						
8.	DEBT	0.24	0.17	0.15	0.13	0.19	0.17	0.16	1.00					
9.	EMP	0.54	0.45	0.43	0.29	0.20	0.31	0.09	0.31	1.00				
10.	AGE	0.05	0.01	0.01	0.01	0.00	0.06	0.11	0.02	-0.02	1.00			
11.	ROE	0.04	0.04	0.05	0.00	-0.01	0.02	0.02	-0.03	0.08	-0.02	1.00		
12.	ROA	0.08	0.10	0.11	0.00	-0.04	0.01	0.00	-0.18	0.07	-0.01	0.68	1.00	
13.	EPS	0.16	0.27	0.27	0.11	0.00	0.02	0.00	-0.08	0.14	-0.04	0.23	0.48	1.00

業會適時地回應不實的報導，所以我們使用傾向分數分析方法 (Propensity score analysis) 來驗證我們的預測 (Guo & Fraser, 2015)。本研究的實驗組 (或受測組 treatment group) 是會回應媒體報導的公司，控制組 (control group) 為不會回應媒體報導的公司。我們使用 logit 迴歸預測公司是否會回應媒體報導，估計的方程式如下：

$$RESDMY_t = a_0 + a_1RESIND_t + a_2EMP_t + a_3AGE_t + a_4DEBT_t + a_5ROE_t + a_6INDUSTRY DUMMIES_t + a_7YEAR DUMMIES_t + e$$

(方程式 1)

其中 RESDMY 為是否回應媒體報導，是本研究主要之受測試變數 (treatment, T)，RESIND 為產業回應媒體比率，EMP 為員工人數，AGE 為公司成立年份，DEBT 為負債比率，ROE 為獲利能力。表 6 為迴歸分析的結果，Model 1 顯示產業回應媒體比率和員工人數，結果為顯著，其他的變數則沒有顯著。

我們依據 logit 迴歸的結果估計傾向分數 (P)，按下列公式計算 ATE 傾向分數權重 (average treatment effect propensity score weights, W)。W = T/P + (1-T)/(1-P)，其中 T 為受測的虛擬變數 (在本研究為 RESDMY)。換句話說，受測組的權重為 1/P，而控

表 6 企業是否回應媒體報導之結果

	Model 1
RESIND	7.055*** (0.996)
EMP	1.241*** (0.053)
AGE	0.002 (0.004)
DEBT	0.005 (0.003)
ROE	0.001 (0.005)
CONSTANT	-12.328*** (0.762)
Industry fixed effects	Yes
Year fixed effects	Yes
Wald Chi-squared	774.46***
Pseudo R-squared	0.3505
N	3,260

註：括弧內顯示為穩健標準差；\* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001

制組的權重為  $1/(1-P)$ 。傾向分數分析希望在配對後可讓受測組和控制組的資料平衡，亦即經過適當的配對後，實驗組和控制組間的差異應該消失，所以我們做以下的測試去驗證樣本平衡。第一，我們針對納入預測是否回應媒體報導的迴歸式中的變數，進行實驗組和控制組平均數的  $t$  檢定，其中 EMP, DEBT 和 ROE 都顯示出兩組的平均數沒有顯著地差異，只有 AGE 呈現差異。

第二，我們針對每一個上述的變數，在新的權重下進行迴歸分析，被解釋變數分別為 EMP, DEBT 和 ROE，解釋變數為 RESDMY，如果 RESDMY 的迴歸係數沒有顯著的話，表示資料平衡 (Guo & Fraser, 2015)。迴歸分析的結果顯示，在新的權重下，RESDMY 皆無法顯著性地解釋 EMP, DEBT 和 ROE。第三，我們測試在配對後的共變項之聯合顯著性，如果無法拒絕，就表示樣本平衡， $F$  檢定的結果為不顯著。根據上述的檢驗，我們確信新計算出的權重下可讓資料平衡的配對，所以利用此權重進行主要的假設分析，方程式如下：

$$CSR_{t+1} = b_0 + b_1CSRIND_t + b_2DEBT_t + b_3EMP_t + b_4AGE_t + b_5ROE_t + b_6RESDMY_t + b_7INDUSTRY DUMMIES_t + b_8YEAR DUMMIES_t + e \quad (\text{方程式 2})$$

其中 CSR 為發佈永續報告書（虛擬變數），CSRIND 為產業發佈報告書比率，DEBT 為負債比率，EMP 為員工人數，AGE 為公司成立年份，ROE 為獲利能力，RESDMY 為是否回應媒體報導，也是本研究中的受測變數 (Treatment)。

本研究的假設 1 預測公司回應媒體報導對於發佈永續報告書有正相關，如果假設 1 要成立，我們預期  $b_6$  顯著為正。我們假設 2 和假設 3 驗證公司回應媒體在公司年齡和財務績效下的調節效果。在 OLS 的迴歸模型中，如果要測試調節效果，會直接把感興趣的交互項變數相乘後放入方程式，然而，這樣子的方式在 logit 模型下會讓估計後的交互項難以被解釋 (Ai & Norton, 2003)，因此 Hoetker (2007) 建議在要 logit 模型下估計交互項之影響，可將樣本按照欲研究的調節變數分成次樣本，然後比較解數變數之係數在不同次樣本之顯著性與方向性，我們在主分析中使用中位數進行切割，我們另外也用四分位數將樣本切割比較分

析，結果在之後做說明。

## 研究結果

表 7 顯示企業回應媒體報導與發佈永續報告書之效果。Model 1 僅顯示控制變數的結果，我們發現產業發佈報告書比率 (CSRIND) 與公司發佈報告書比率成正比，這個發現與制度理論預測公司受到產業同儕壓力或互相模仿的推論是一致的。員工人數 (EMP) 和發佈永續報告書也成正比，這和過去的研究一致 (Marquis & Qian, 2014)；不過之前的研究大多認為企業獲利與企業發佈永續報告書有正向關係 (Marquis & Qian, 2014)，但是我們發現相反的結果，我們會在之後討論章節內探討這個發現。

本研究之假設 1 預測公司回應媒體報導與之後發佈永續報告書的機率成正比。Model 2 中，RESDMY 顯著為正 ( $b = 0.637, p < 0.001$ )，因為 RESDMY (是否回應媒體) 為本研究的受測變數 (treatment 以虛擬變數呈現)，所以該模型的結果代表會回應媒體報導的公司的確比不會回應媒體報導的公司更易發佈永續報告書。Model 3 則是呈現 RESNUM (回應媒體次數) 對於企業發佈永續報告書的結果，我們發現該係數顯著為正 ( $b = 0.065, p < 0.01$ )，這個結果表示企業澄清媒體報導的次數愈多，之後就愈容易發佈報告書，我們計算其邊際效應的結果是：企業在公開資訊觀測站每多澄清一次媒體報導，其之後發佈報告書的比率就會增加約 6.7% [ $\exp(0.065)$ ]。在 Model 4 我們進一步驗證澄清媒體正面報導和負面報導對於發佈報告書的影響，結果顯示企業澄清正面報導與負面報導都會顯著性地正向影響企業發佈報告書 (POSITIVE = 0.052,  $p < 0.05$ ; NEGATIVE = 0.161,  $p < 0.1$ )，不過回應正面報導的顯著性要比回應負面報導還要高。可能的解釋為企業如果澄清媒體正面報導，多半是消除投資者的正面預期，然而媒體不斷地吹捧公司，或是樂觀報導公司績效，該企業很容易在當年度變成媒體的寵兒，其他的利害關係人自然會對該企業造成預期作用，這股正面預期的壓力可能是造成企業之後發佈永續報告書的原因。綜合上述三個模型的結果，我們推論本研究的假設 1 是成立的。

表 7 企業回應媒體報導與發佈永續報告書之結果

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
CSRIND	9.379*** (0.938)	9.670*** (0.967)	9.520*** (0.961)	9.544*** (0.961)
DEBT	-0.005 (0.006)	-0.006 (0.006)	-0.006 (0.006)	-0.006 (0.006)
EMP	0.800*** (0.081)	0.824*** (0.082)	0.785*** (0.084)	0.784*** (0.084)
AGE	-0.009 (0.007)	-0.010 (0.007)	-0.009 (0.007)	-0.009 (0.007)
ROE	-0.002* (0.001)	-0.002+ (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.002* (0.001)
RESDMY		0.637*** (0.149)		
RESNUM			0.065** (0.022)	
POSITIVE				0.052* (0.025)
NEGATIVE				0.161+ (0.085)
CONSTANT	-10.279*** (0.958)	-10.881*** (0.993)	-10.466*** (0.971)	-10.456*** (0.970)
N	<b>3260</b>	<b>3260</b>	<b>3260</b>	<b>3260</b>

註：括弧內顯示為標準差，每一個模型內皆含有產業與年份固定效果； + < 0.1, \* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001

本研究之假設 2 與假設 3 為驗證企業回應媒體報導與發佈永續報告書的調節效果，表 8 呈現按中位數分群的結果，表 9 呈現按四分位數分群的結果，兩者結果與預期假設一致，詳述如下。

表 8 中，Models 1a 與 1b 為成立年份較短公司的分群迴歸結果，Models 2a 與 2b 則是成立年份較長公司的迴歸結果。我們從模型中的係數發現，RESDMY（是否回應媒體）和 RESNUM（回應媒體次數）在成立年份較短公司的分群中皆顯著為正（RESDMY = 0.867, p < 0.001; RESNUM = 0.102, p < 0.001），然而這兩個係數在成立年份較長的公司皆不顯著（RESDMY = 0.412, p > 0.05; RESNUM = 0.018, p > 0.05）。統計的結果顯示，企業回應媒體對於發佈永續報告書的影響在成立年份較短的公司才會被觀察的到，這和我們假設 2 的預測是一致的。同樣地，表 8 中，Models 3a 與 3b 為 ROE 獲利較低公司的迴歸結果，Models 4a 與 4b 則為 ROE 獲利能力較高公司的迴歸結果。我們從模型

的係數發現，RESDMY（是否回應媒體）與 RESNUM（回應媒體次數）在 ROE 較低的公司中皆顯著為正（RESDMY = 1.051, p < 0.001; RESNUM = 0.155, p < 0.001），然而在 ROE 較高的公司中，雖然 RESDMY 顯著為正（b = 0.408, p < 0.05）不過 RESNUM 卻不顯著（b = 0.045, p > 0.05）。這些統計的結果整體而言與我們假設 3 的推論是一致，也就是說，企業回應媒體對於發佈永續報告書的影響在獲利能力較差的公司比較顯著。

在表 9 中，我們試著按照四分位數分群，也就是說我們僅觀察前 25%（調節變數 > p(75)）和後 25%（調節變數 < p(25)）的樣本，我們捨棄中間 50%的樣本，試著用更分群的樣本驗證我們的推論。Models 1a 與 1b 為成立年份很短公司的分群結果，Models 2a 與 2b 則是成立年份很長公司的迴歸結果。我們從模型中的係數發現，RESDMY（是否回應媒體）和 RESNUM（回應媒體次數）在成立年份很短公司的分群中皆顯

表 8 企業回應媒體報導與發佈永續報告書之調節結果（按中位數分群）

	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b	Model 4a	Model 4b
	成立年份較短		成立年份較長		ROE 獲利能力較低		ROE 獲利能力較高	
	AGE < p(50)		AGE > p(50)		ROE < p(50)		ROE > p(50)	
CSRIND	11.187*** (2.311)	10.909*** (2.271)	10.418*** (1.186)	10.299*** (1.168)	9.297*** (1.123)	8.931*** (1.087)	11.705*** (1.681)	11.719*** (1.707)
DEBT	-0.006 (0.008)	-0.006 (0.008)	-0.013 (0.009)	-0.012 (0.009)	-0.019* (0.009)	-0.017 (0.009)	0.009 (0.008)	0.010 (0.008)
EMP	0.775*** (0.111)	0.717*** (0.114)	1.036*** (0.112)	1.028*** (0.116)	0.963*** (0.114)	0.903*** (0.113)	0.772*** (0.117)	0.741*** (0.123)
AGE	0.009 (0.020)	0.008 (0.020)	-0.021 (0.016)	-0.019 (0.015)	0.010 (0.009)	0.010 (0.009)	-0.025* (0.012)	-0.025* (0.012)
ROE	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.028*** (0.008)	-0.025** (0.008)	-0.003 (0.003)	-0.001 (0.009)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)
RESDMY	0.867*** (0.207)		0.412 (0.221)		1.051*** (0.230)		0.408* (0.202)	
RESNUM		0.102*** (0.030)		0.018 (0.034)		0.155*** (0.044)		0.045 (0.026)
CONSTANT	-13.386*** (2.209)	-12.419*** (2.229)	-12.584*** (1.407)	-12.450*** (1.412)	-12.469*** (1.327)	-11.914*** (1.269)	-10.714*** (1.435)	-10.445*** (1.437)
N	1589	1589	1608	1608	1589	1589	1621	1621

註：括弧內顯示為標準差，每一個模型內皆含有產業與年份固定效果；\* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001

表 9 企業回應媒體報導與發佈永續報告書之結果（按四分位數分群）

	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b	Model 4a	Model 4b
	成立年份較短		成立年份較長		ROE 獲利能力較低		ROE 獲利能力較高	
	AGE < p(25)		AGE > p(75)		ROE < p(25)		ROE > p(75)	
CSRIND	8.956*** (2.622)	9.187** (2.832)	10.169*** (1.350)	9.789*** (1.302)	10.538** (3.371)	10.016** (3.250)	17.521*** (3.076)	17.629*** (3.146)
DEBT	-0.014 (0.010)	-0.013 (0.009)	-0.011 (0.013)	-0.012 (0.013)	-0.009 (0.011)	-0.006 (0.011)	0.007 (0.010)	0.007 (0.010)
EMP	0.880*** (0.149)	0.799*** (0.156)	1.250*** (0.157)	1.219*** (0.157)	0.761*** (0.143)	0.691*** (0.143)	0.849*** (0.179)	0.841*** (0.192)
AGE	0.014 (0.032)	0.010 (0.031)	-0.047 (0.029)	-0.047 (0.028)	0.022 (0.015)	0.029* (0.015)	-0.047* (0.020)	-0.047* (0.020)
ROE	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.048*** (0.014)	-0.048** (0.015)	-0.011 (0.006)	-0.010 (0.006)	-0.003* (0.001)	-0.003* (0.001)
RESDMY	1.104*** (0.313)		0.550 (0.317)		1.581*** (0.405)		0.028 (0.291)	
RESNUM		0.154*** (0.045)		0.100 (0.054)		0.310*** (0.085)		0.018 (0.040)
CONSTANT	-15.128*** (2.787)	-14.981*** (2.964)	-15.006*** (1.904)	-14.708*** (1.895)	-12.550*** (1.975)	-12.644*** (2.152)	-7.154*** (1.876)	-7.105*** (1.950)
N	827	827	804	804	759	759	794	794

註：括弧內顯示為標準差，每一個模型內皆含有產業與年份固定效果；\* p < 0.05, \*\* p < 0.01, \*\*\* p < 0.001

著為正 ( $RESDMY = 1.104, p < 0.001$ ;  $RESNUM = 0.154, p < 0.001$ ), 然而這兩個係數在成立年份很長的公司皆不顯著 ( $RESDMY = 0.550, p > 0.05$ ;  $RESNUM = 0.100, p > 0.05$ )。綜合而論, 按四分位數分群的統計結果與按中位數分群的結果一致, 支持假設 2 的推論。

另外, 表 9 中, Models 3a 與 3b 為 ROE 獲利較很低公司的迴歸結果, Models 4a 與 4b 則為 ROE 獲利能力很高公司的結果。我們從模型的係數發現, 不論是  $RESDMY$  (是否回應媒體) 或是  $RESNUM$  (回應媒體次數) 在 ROE 獲利能力很低的公司中皆顯著為正 ( $RESDMY = 1.581, p < 0.001$ ;  $RESNUM = 0.310, p < 0.001$ ), 然而這兩個係數在 ROE 獲利能力很高的公司皆不顯著 ( $RESDMY = 0.028, p > 0.05$ ;  $RESNUM = 0.018, p > 0.05$ )。用四分位分群的結果, 比用中位數分

群的結果更貼近本研究假設 3 的推論, 也就是說, 企業回應媒體對於發佈永續報告書的影響在獲利能力差的公司比較容易被觀察的到。

我們用其他兩種衡量公司獲利能力的指標進一步的驗證假設 3, 表 10 呈現其結果。首先我們使用 ROA (資產報酬率), Models 1a 與 1b 為 ROA 表現很差的公司 ( $ROA < p(25)$ ), Models 2a 與 2b 為 ROA 表現很好的公司 ( $ROA > p(75)$ )。我們發現不論是  $RESDMY$  (是否回應媒體) 或是  $RESNUM$  (回應媒體次數) 在 ROA 獲利能力很低的公司中皆顯著為正 ( $RESDMY = 1.635, p < 0.001$ ;  $RESNUM = 0.316, p < 0.001$ ), 然而這兩個係數在 ROA 很高的公司皆不顯著 ( $RESDMY = 0.181, p > 0.05$ ;  $RESNUM = 0.028, p > 0.05$ )。

表 10 企業回應媒體報導與發佈永續報告書之結果 (用其他方式衡量獲利能力)

	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b	Model 4a	Model 4b
	ROA 獲利能力很低		ROA 獲利能力很高		EPS 獲利能力很低		EPS 獲利能力很高	
	ROA < p(25)		ROA > p(75)		EPS < p(25)		EPS > p(75)	
CSRIND	10.418*** (3.132)	9.937** (3.112)	15.808*** (2.932)	15.887*** (3.041)	10.568** (3.333)	9.993** (3.165)	15.913*** (2.989)	16.055*** (3.127)
DEBT	-0.005 (0.010)	-0.003 (0.010)	-0.000 (0.015)	-0.000 (0.014)	-0.006 (0.011)	-0.004 (0.010)	-0.003 (0.013)	-0.003 (0.013)
EMP	0.780*** (0.141)	0.698*** (0.141)	0.816*** (0.178)	0.797*** (0.188)	0.722*** (0.147)	0.654*** (0.149)	0.831*** (0.184)	0.814*** (0.192)
AGE	0.024 (0.015)	0.031* (0.015)	-0.037 (0.019)	-0.036* (0.018)	0.025 (0.015)	0.032* (0.015)	-0.037* (0.019)	-0.036* (0.018)
ROA	-0.047* (0.021)	-0.036 (0.021)	0.013 (0.023)	0.012 (0.024)				
EPS					-0.086 (0.047)	-0.078 (0.050)	-0.005 (0.010)	-0.008 (0.011)
RESDMY	1.635*** (0.410)		0.181 (0.291)		1.625*** (0.416)		0.172 (0.294)	
RESNUM		0.316*** (0.087)		0.028 (0.038)		0.317*** (0.086)		0.033 (0.039)
CONSTANT	-12.807*** (1.899)	-12.797*** (2.096)	-7.204*** (1.736)	-7.023*** (1.822)	-12.511*** (1.938)	-12.578*** (2.094)	-7.019*** (1.790)	-6.871*** (1.855)
N	759	759	794	794	759	759	794	794

註：括弧內顯示為標準差，每一個模型內皆含有產業與年份固定效果；\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

相似的結果也可在以每股稅前淨利 (EPS) 當作企業獲利衡量指標的模型中被觀察到。Models 3a 與 3b

為每股稅前淨利在後 25% 的樣本, Models 4a 與 4b 是每股稅前淨利在前 25% 的樣本。結果顯示  $RESDMY$

(是否回應媒體)和 RESNUM (回應媒體次數)在每股稅前淨利很低的公司中皆顯著為正 (RESDMY = 1.625,  $p < 0.001$ ; RESNUM = 0.317,  $p < 0.001$ ), 然而這兩個係數在每股稅前淨利很高的公司中皆不顯著 (RESDMY = 0.172,  $p > 0.05$ ; RESNUM = 0.033,  $p > 0.05$ )。綜合而論, 我們的假設 3 是成立的。

因為本研究的樣本期間涵蓋政府規定特定產業 (例如金融業、化工業與食品工業) 強制發佈永續報告書, 所以我們做了額外的測試去檢驗該政策是否會

影響本研究的推論與結果。首先, 我們將樣本限縮在政府未強制特定產業應發佈報告書的時期, 也就是排除在 2015 年與 2016 年的樣本, 重新測試的結果與本研究的主發現並是一致的。第二, 我們排除金融業、化工業與食品工業之樣本, 重新估計的結果和主發現也無太大差異。由上述的檢驗我們認為政府強制要求特定產業發佈報告書之法令規章不會影響本研究之推論。

表 11 企業回應媒體正面負面報導與發佈永續報告書之調節效果

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
	成立年份較短		成立年份較長		ROE 獲利能力較低		ROE 獲利能力較高	
	AGE < p(25)	AGE < p(50)	AGE > p(50)	AGE > p(75)	ROE < p(25)	ROE < p(50)	ROE > p(50)	ROE > p(75)
CSRIND	9.170** (2.842)	10.908*** (2.272)	10.312*** (1.166)	9.802*** (1.357)	10.326** (3.349)	8.987*** (1.119)	11.721*** (1.710)	17.344*** (3.008)
DEBT	-0.013 (0.009)	-0.005 (0.008)	-0.011 (0.009)	-0.012 (0.013)	-0.005 (0.011)	-0.016 (0.009)	0.010 (0.008)	0.007 (0.010)
EMP	0.798*** (0.157)	0.717*** (0.113)	1.021*** (0.116)	1.218*** (0.157)	0.672*** (0.143)	0.899*** (0.114)	0.740*** (0.123)	0.852*** (0.190)
AGE	0.010 (0.031)	0.008 (0.020)	-0.020 (0.016)	-0.047 (0.028)	0.029 (0.015)	0.010 (0.009)	-0.025* (0.012)	-0.047* (0.020)
ROE	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.025** (0.008)	-0.048** (0.015)	-0.009 (0.006)	-0.001 (0.009)	-0.003** (0.001)	-0.003* (0.001)
POSITIVE	0.151** (0.048)	0.099** (0.038)	0.009 (0.038)	0.099 (0.056)	0.259** (0.094)	0.144** (0.046)	0.039 (0.031)	0.048 (0.050)
NEGATIVE	0.168 (0.115)	0.120 (0.099)	0.131 (0.202)	0.113 (0.252)	0.430** (0.155)	0.207 (0.122)	0.100 (0.125)	-0.155 (0.124)
CONSTANT	-14.957*** (2.983)	-12.430*** (2.223)	-12.361*** (1.416)	-14.694*** (1.902)	-12.606*** (2.192)	-11.928*** (1.272)	-10.416*** (1.432)	-7.223*** (1.910)
N	827	1589	1608	804	759	1589	1621	794

註：括弧內顯示為標準差，每一個模型內皆含有產業與年份固定效果；\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

## 討論與建議

本研究從非市場的觀點解釋為什麼企業要發佈永續報告書。我們提出當公司所面對的非市場環境愈不好, 公司愈有可能會發佈永續報告書去讓利害關係人瞭解公司在經濟、環境、社會各方面的表現, 藉此改善其非市場環境。我們推論並發現公司澄清媒體的次

數和其之後發佈永續報告書成正比, 而這個正相關在成立年份較短的公司或是獲利能力較差的公司中比較容易被觀察到。綜合而論, 我們的研究有以下三個管理意涵。

### 管理意涵

第一, 非市場環境是決定公司是否要發佈永續報告書的重要前置因素。過去文獻已經說明外在的制度



環境會如何影響到公司發佈永續報告書，按照制度理論的脈絡去推論的話，企業發佈永續報告書是屬於一種被動的想法，也就是說，企業可能是受限於制度環境的壓力去發佈永續報告書。如果我們從非市場環境的觀點來分析的話，可以把企業發佈永續報告書當成一種主動的非市場策略，也就是說，當公司意識到其非市場環境愈來愈不友善，公司可以主動的發佈永續報告書去提供更多有利的資訊給不同的利害關係人參考。

另外，在外面環境不變的情況下，我們可能會認知企業發佈永續報告書有一部份是會受到公司內部資源的限制，資源愈多的公司，或財務績效表現愈佳的公司愈有可能會發佈永續報告書。不過我們的研究結果並沒有完全支持公司的內部資源與發佈永續報告書有正相關，相反地，我們發現大部分財務績效表現愈佳的公司，其獲利能力與發佈永續報告書間沒有顯著關係，從非市場的觀點去解釋的話，可以推論財務表現愈好的公司可能就是因為其獲利能力佳，所以無須在意非市場環境對其是友善或是敵意，公司只要能夠獲利，發不發佈永續報告書不是一件很重要的議題。

第二，媒體是構成非市場環境中的重要成員。過去對於媒體的研究主要集中在分析報導內容的情緒 (sentiment)，然後判斷環境對於公司的友善程度，本研究不同於以往分析報導情緒，因為即使是友善的報導，但有可能是不真實的內容，同樣會傳遞錯誤的資訊給利害關係人，最後影響公司的市場和非市場行為。所以我們透過分析公司是否會去澄清媒體的報導當作公司受到媒體干擾的指標，因此我們研究說明媒體，不論其報導的內容是正向或是負向，只要是不真實的內容，都會影響公司的非市場環境，進而干擾公司的運作。

第三，社會正當性較低的企業較容易因非市場環境的干擾而衍生出非市場策略。我們的研究發現剛成立年份較短的公司、或是獲利能力較差的公司比較有可能受到媒體的干擾進而發展出非市場策略。我們的發現有兩層意義，首先，本研究的發現呼應過去的研究，社會正當性較弱的公司比較容易受到外面環境的威脅，次者，社會正當性較弱的公司比起社會正當性較佳的公司更會發展出非市場策略（例如發佈永續報告書）去降低其社會政治環境中的不確定性。這個發現和過往認知中較年輕的公司或是獲利能力較差的公司無法有效發展出策略去回應外在環境限制有顯著地

不同，這也是本研究重要的貢獻。

## 研究限制

雖然本研究對於過去文獻有諸多貢獻，但也受限一些研究上的挑戰。首先，我們很難確實衡量媒體不當報導對於公司非市場環境的直接干擾程度，換句話說，媒體不當報導對於公司的威脅有大有小，我們無法根據企業的回應訊息去判斷究竟哪一種不當報導對於公司的干擾程度最大或是哪一種對於公司的干擾程度較小，所以未來的研究可以嘗試發展出更細緻的衡量方式去測試媒體不當報導對於公司的干擾程度。

第二，我們研究沒有考慮其他可能回應媒體的方式，我們統一利用公開資訊觀測站的資訊去做判斷，但是也有可能企業選擇只利用記者會的方式澄清謠言，不在資訊觀測站發佈訊息。未來的研究可以嘗試蒐集更多元的資料，包含在公司的網頁或是社群媒體上做釐清，這些都可以算是企業澄清媒體謠言的管道。

第三，媒體不實報導和公司發佈永續報告書中間可能存在中介效果，例如，不實報導會影響股價，公司擔心股價波動，才會發佈永續報告書，因此股價變動的高低扮演著媒體不實報導與企業發佈永續報告書的中介效果，未來研究可延伸探討是否存在一些行為反應變數當作中介效應 (e.g., 林煜恩, 池祥萱, 莊淑婷, 2016)。

最後，公司可以透過許多方式降低非市場環境的敵意程度，發佈永續報告書可能只是其中一個非市場手段而已，還有其他非市場策略本研究沒有加以考量，例如透過政治活動或是直接進行慈善活動，未來的研究可以把其他相關的非市場策略也一併考量進去。

## 參考文獻

- 林煜恩、池祥萱、莊淑婷，2016。媒體曝光度、前期績效對基金投資人決策的影響。《管理學報》，第33卷2期：337-353。(Lin, Y. E., Chih, H. H., & Chuang, S. T. 2016. The impact of media coverage and prior performance on fund investors' investment decisions. *Journal of Management and Business Research*, 33(2): 337-353.)

- 蘇威傑與劉世慶，2015。企業社會責任之初探與台灣實務現況之探討。《*產業與管理論壇*》，第 17 卷第 4 期：5-25。(Su, W., & Liu, S. C. 2015. A preliminary discussion on corporate social responsibility in Taiwan. *Industry and Management Forum*, 17(4): 5-25.)
- Ai, C., & Norton, E. C. 2003. Interaction terms in logit and probit models. *Economics Letters*, 80(1): 123-129.
- Bansal, P., & Clelland, I. 2004. Talking trash: Legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal*, 47(1): 93-103.
- Bansal, P., & Roth, K. 2000. Why companies go green: A model of ecological responsiveness. *Academy of Management Journal*, 43(4): 717-736.
- Barney, J. B. 1986. Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. *Management Science*, 32(10): 1231-1241.
- Barney, J. 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1): 99-120.
- Baron, D. P. 1995. Integrated strategy: Market and nonmarket components. *California Management Review*, 37(2): 47-65.
- Bitektine, A. 2011. Toward a theory of social judgments of organizations: The case of legitimacy, reputation, and status. *Academy of Management Review*, 36(1): 151-179.
- Brammer, S., & Millington, A. 2008. Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325-1343.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. 2014. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1): 1-23.
- Chung, H. M. 2006. Managerial ties, control and deregulation: An investigation of business groups entering the deregulated banking industry in Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 23(4): 505-520.
- Coase, R. H. 1937. The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Deephouse D. L., & Suchman M. C. 2008. Legitimacy in Organizational Institutionalism. In R. Greenwood, C. Oliver, K. Sahlin & R. Suddaby (Eds.), *The Sage handbook of organizational institutionalism*: 49-77. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Dess, G. G., & Beard, D. W. 1984. Dimensions of organizational task environments. *Administrative Science Quarterly*, 29(1): 52-73.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. 2012. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 87(3): 723-759.
- Dieleman, M., & Boddewyn, J. J. 2012. Using organization structure to buffer political ties in emerging markets: A case study. *Organization Studies*, 33(1): 71-95.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. 1983. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2): 147-160.
- Fang, L., & Peress, J. 2009. Media coverage and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 64(5): 2023-2052.
- Freeman, R. E. 1984. *Stakeholder management: Framework and philosophy*. Boston, MA: Pitman.
- Frooman, J. 1999. Stakeholder influence strategies. *Academy of Management Review*, 24(2): 191-205.
- Godfrey, P. C. 2005. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4): 777-798.
- Guo, S. & Fraser, M. W. 2015. *Propensity score analysis* (2nd ed.). Thousand Oaks, CA: Sage
- Henisz, W. J., & Zelner, B. A. 2005. Legitimacy, interest group pressures, and change in emergent institutions: The case of foreign investors and host country governments. *Academy of Management Review*, 30(2): 361-382.
- Hillman, A. J., Keim, G. D., & Schuler, D. 2004. Corporate political activity: A review and research

- agenda. *Journal of Management*, 30(6): 837-857.
- Hoetker, G. 2007. The use of logit and probit models in strategic management research: Critical issues. *Strategic Management Journal*, 28(4): 331-343.
- King, B. G. 2008. A political mediation model of corporate response to social movement activism. *Administrative Science Quarterly*, 53(3): 395-421.
- King, B. G., & Soule, S. A. 2007. Social movements as extra-institutional entrepreneurs: The effect of protests on stock price returns. *Administrative Science Quarterly*, 52(3): 413-442.
- Lev, B., Petrovits, C., & Radhakrishnan, S. 2010. Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic Management Journal*, 31(2): 182-200.
- Lim, A., & Tsutsui, K. 2012. Globalization and commitment in corporate social responsibility cross-national analyses of institutional and political-economy effects. *American Sociological Review*, 77(1): 69-98.
- Lounsbury, M., & Glynn, M. A. 2001. Cultural entrepreneurship: Stories, legitimacy, and the acquisition of resources. *Strategic Management Journal*, 22(6-7): 545-564.
- Lux, S., Crook, T. R., & Woehr, D. J. 2011. Mixing business with politics: A meta-analysis of the antecedents and outcomes of corporate political activity. *Journal of Management*, 37(1): 223-247.
- Marquis, C., & Qian, C. 2014. Corporate social responsibility reporting in China: Symbol or substance? *Organization Science*, 25(1): 127-148.
- McDonnell, M. H., & King, B. 2013. Keeping up appearances: reputational threat and impression management after social movement boycotts. *Administrative Science Quarterly*, 58(3): 387-419.
- Mellahi, K., Frynas, J. G., Sun, P., & Siegel, D. 2016. A review of the nonmarket strategy literature toward a multi-theoretical integration. *Journal of Management*, 42(1): 143-173.
- Nelson, R. R., & Winter, S. G. 1982. *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Peress, J. 2014. The media and the diffusion of information in financial markets: Evidence from newspaper strikes. *Journal of Finance*, 69(5): 2007-2043.
- Petkova, A. P., Rindova, V. P., & Gupta, A. K. 2013. No news is bad news: Sensegiving activities, media attention, and venture capital funding of new technology organizations. *Organization Science*, 24(3): 865-888.
- Porter, M. E. 1985. *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. New York: Free Press.
- Rao, H. 1994. The social construction of reputation: Certification contests, legitimation, and the survival of organizations in the American automobile industry: 1895-1912. *Strategic Management Journal*, 15(S1): 29-44.
- Rosenbaum, P. R., & Rubin, D. B. 1983. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*, 70(1): 41-55.
- Rumelt, R. P. 1991. How much does industry matter? *Strategic Management Journal*, 12(3): 167-185.
- Siegel, J. 2007. Contingent political capital and international alliances: Evidence from South Korea. *Administrative Science Quarterly*, 52(4): 621-666.
- Su, W., & Sauerwald, S. 2015. Does corporate philanthropy increase firm value? The moderating role of corporate governance. *Business & Society*. in press. doi: 10.1177/0007650315613961
- Su, W., & Tsang, E. W. K. 2015. Product diversification and financial performance: The moderating role of secondary stakeholders. *Academy of Management Journal*, 58(4): 1128-1148.
- Suchman, M. C. 1995. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3): 571-610.
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. 1997. Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7): 509-533.
- Walker, C. B. 2014. Housing booms and media coverage. *Applied Economics*, 46(32): 3954-3967.
- Wang, H., Choi, J., & Li, J. 2008. Too little or too much?

- Untangling the relationship between corporate philanthropy and firm financial performance. *Organization Science*, 19(1): 143-159.
- Wang, H., & Qian, C. 2011. Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access. *Academy of Management Journal*, 54(6): 1159-1181.
- Wernerfelt, B. 1984. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2): 171-180.
- Williamson, O. E. 1996. *The mechanisms of governance*. New York: Oxford University Press.
- Zhu, H., & Chung, C. N. 2015. Portfolios of political ties and business group strategy in emerging economies: evidence from Taiwan. *Administrative Science Quarterly*, 59(4): 599-638.
- Zott, C., & Huy, Q. N. 2007. How entrepreneurs use symbolic management to acquire resources. *Administrative Science Quarterly*, 52(1): 70-105.

# Why do Firms Publish Sustainability Reports? A Nonmarket Perspective

Weichieh Su  
National Chengchi University

Paper No. : 161112

Received November 23, 2016 → First Revised February 17, 2017 → Second Revised April 18, 2017 → Accepted May 23, 2017

---

*This study examines why firms publish sustainability reports from a nonmarket perspective. We propose that when a firm's sociopolitical environments become hostile, the firm will be more likely to publish sustainability report. By providing stakeholders information regarding the firm's economic, environmental, and social performance, the firm may gain legitimacy in sociopolitical environments. We propose that media misreport plays a critical role of intervening a firm's nonmarket environment and then affect the firm's operation. Therefore, there is a positive relationship between a firm's media clarification and the likelihood of publishing sustainability reports. The positive relationship is more salient in the case of firms with younger ages or firms with lower profitability. We find supporting evidence based on a sample of publicly listed Taiwanese firms during 2012-2015.*

**Key Words:** *nonmarket environments, nonmarket strategy, sustainability reporting, corporate social responsibility, media misreport.*

---

## Introduction

Why do firms publish sustainability reports? This question is practically important considering there is an increasing number of firms publishing sustainability reports (i.e., corporate social responsibility reports, CSR reports). The prior literature suggests that firms issue sustainability reports in order to receive legitimacy. According to the institutional theory, firms issue sustainability reports because of institutional pressures. In other words, firms do so because of regulatory policy, industrial peer norm, or normative value. On top of institutional theory, this study provides additional insight to explain this phenomenon by leveraging the nonmarket literature which focuses on corporate sociopolitical environments. In this study, we argue that the media is a key stakeholder that greatly affects a firm's sociopolitical

environments especially when the media publishes an incorrect story about firms (i.e., media misreport). We argue that media misreport may affect corporate operational environments by circulating incorrect information. Firms may publish sustainability reports in order to provide more materials to weaken the effect of media misreporting. By doing so, firms offer more information for relevant stakeholders to make decisions. We further argue that firms with low social legitimacy are more likely to publish sustainability reports because of media misreports. This is because these firms are more vulnerable compared to firms with high social legitimacy. Firms with low social legitimacy must stand out to defend themselves by providing incremental information. We test our arguments based on a sample of Taiwanese firms between 2012 and 2015 by using propensity score matching technique. We find that the more frequently firms correct media misreport, the more likely they issue sustainability reports. We also find that the positive relationship between the corporate clarification of media misreports and subsequent sustainability reporting is more

---

**Weichieh Su** (corresponding author) is an associate professor of Department of International Business, National Chengchi University. E-mail: weichieh@nccu.edu.tw. The author thanks the assistance from Lena Chu, comments from the anonymous reviewers, and the financial support from the MOST-104-2410-H-004-201-MY2.

salient in the case of young firms and firms with low profitability.

## Literature Review and Hypotheses

Research on nonmarket areas considers that firms are not just economic agents but also participants of the society. Firms may directly or indirectly shape their sociopolitical environments through interaction with nonprofits, nongovernmental organizations, and other stakeholders. Indeed, the prior literature on the nonmarket areas has paid much attention to corporate political activities, corporate philanthropic behaviors, and how activists affect firm operations. Unfortunately, the media that can greatly influence information in sociopolitical environments has been underexplored in the nonmarket literature. But the prior studies have suggested that media reports have great impacts on firm legitimacy and even on firm financial performance such as stock prices. Therefore, in this study we examine whether media misreports may affect firms publish sustainability reports.

The prior literature has documented that sustainability reports may help firms in several ways. Sustainability reports provide various kinds of nonfinancial information that facilitate the decision making of stakeholders. For example, financial analysts may have a better forecast for firms with sustainability reports. Firms with sustainability reports may also enjoy a better cost of capitals.

Our Hypothesis 1 predicts that the more a firm clarifies media misreports, the more likely the firm will publish sustainability reports. Media misreports may put firms in a vulnerable position because the bias information may push stakeholders away from firms. When firms sense that the content of media report is too bias, firms may further issue a clarification to modify the misreport. By doing so, firms may at least provide some official statements to defend themselves. We argue that firms that issue clarification toward media misreports are more likely to publish sustainability reports in the following year. Sustainability reports serve as an official mechanism of

firms to provide incremental materials for stakeholders to access. If stakeholders have any concerns toward firms, then relevant stakeholders may resort to corporate sustainability reports for additional information.

Our second hypothesis is that the positive relationship between corporate clarification of media reports and sustainability reports is more salient for young firms than for old firms. Compared to old firms, young firms usually lack social legitimacy because of their short business history. By contrast, stakeholders may have known old firms well because old firms have many records and experiences in the market. When the media incorrectly reports an old firm, stakeholders may have several alternatives to access the quality of the firm. The old firm, therefore, has less motivation to issue sustainability reports even if it suffered from incorrect information. But young firms may have high motivation to provide more information through sustainability because stakeholders lack sufficient information to evaluate these young firms when they are covered by the incorrect story.

Our last hypothesis predicts that the positive relationship between corporate clarification of media reports and sustainability reports is more salient for firms with low profitability and those with high profitability. We argue that firms may be less vulnerable to media misreport if they have high profitability. In this vein, compared to firms with high profitability, firms with low profitability may be more worried about how the media covers firm behaviors. Firms with low profitability are therefore more likely to publish sustainability reports to clarify media misreports in order to secure their positions in the markets.

## Methods

We tested our hypotheses based on a sample of Taiwanese firms during 2012-2015. Our data come from several sources. We collected our financial data from TEJ. We manually collected misreports data from MOPS (i.e., Market Observation Post System). We also classified the media misreports into positive misreports and negative misreports. Our dependent variable is sustainability reporting. If firms publish sustainability reports in the year



$t+1$ , then 1 is coded; otherwise, 0. Moderation variables are firm age and firm profitability. We use three indexes to proxy firm profitability: return on assets (ROA), return on equity (ROE), and earnings per share (EPS). Our control variables included the industrial likelihood of publishing sustainability reports, debt ratio, and the number of employees. We used propensity score matching technique to conduct our empirical testing. Our treatment groups are those firms that once clarified misreports. The control groups are those firms that never responded to media misreports. We estimated whether or not firms may clarify media misreports with logit regressions. Then we calculated average treatment effect propensity score weights and used it as weight in the latter regression models. We ensured our sampling firms in treatment groups and control groups are quantitatively similar in several tests.

## Results

Table 1 shows the main results of this study. We find that firms clarifying media misreport are more likely to publish sustainability reports. The more corporate clarification a firm issues, the more likely it publishes sustainability reports. Therefore, our Hypothesis 1 is supported. Table 2 show the results of moderation effects. We find that the coefficients of RESDMY and RESNUM are significant in the case of young firms but not significant in the case of old firms. Likewise, the coefficient of RESNUM is significant in the case of firms with low profitability but not significant in the case of firms with high profitability. Our Hypotheses 2 and 3 are supported.

**Table 1 Results of Media Misreport on the Likelihood of Publishing Sustainability Reports**

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
CSRIND	9.379*** (0.938)	9.670*** (0.967)	9.520*** (0.961)	9.544*** (0.961)
DEBT	-0.005 (0.006)	-0.006 (0.006)	-0.006 (0.006)	-0.006 (0.006)
EMP	0.800*** (0.081)	0.824*** (0.082)	0.785*** (0.084)	0.784*** (0.084)
AGE	-0.009 (0.007)	-0.010 (0.007)	-0.009 (0.007)	-0.009 (0.007)
ROE	-0.002* (0.001)	-0.002+ (0.001)	-0.002* (0.001)	-0.002* (0.001)
RESDMY		0.637*** (0.149)		
RESNUM			0.065** (0.022)	
POSITIVE				0.052* (0.025)
NEGATIVE				0.161+ (0.085)
CONSTANT	-10.279*** (0.958)	-10.881*** (0.993)	-10.466*** (0.971)	-10.456*** (0.970)
<b>N</b>	<b>3260</b>	<b>3260</b>	<b>3260</b>	<b>3260</b>

Note: Fixed effects for year and industry are included but not reported. Standard errors are in the parentheses.

+ < 0.1, \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

Table 2 Results of Moderation Effects

	Model 1a	Model 1b	Model 2a	Model 2b	Model 3a	Model 3b	Model 4a	Model 4b
	AGE < p(50)		AGE > p(50)		ROE < p(50)		ROE > p(50)	
CSRIND	11.187*** (2.311)	10.909*** (2.271)	10.418*** (1.186)	10.299*** (1.168)	9.297*** (1.123)	8.931*** (1.087)	11.705*** (1.681)	11.719*** (1.707)
DEBT	-0.006 (0.008)	-0.006 (0.008)	-0.013 (0.009)	-0.012 (0.009)	-0.019* (0.009)	-0.017 (0.009)	0.009 (0.008)	0.010 (0.008)
EMP	0.775*** (0.111)	0.717*** (0.114)	1.036*** (0.112)	1.028*** (0.116)	0.963*** (0.114)	0.903*** (0.113)	0.772*** (0.117)	0.741*** (0.123)
AGE	0.009 (0.020)	0.008 (0.020)	-0.021 (0.016)	-0.019 (0.015)	0.010 (0.009)	0.010 (0.009)	-0.025* (0.012)	-0.025* (0.012)
ROE	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.028*** (0.008)	-0.025** (0.008)	-0.003 (0.003)	-0.001 (0.009)	-0.003** (0.001)	-0.003** (0.001)
RESDMY	0.867*** (0.207)		0.412 (0.221)		1.051*** (0.230)		0.408* (0.202)	
RESNUM		0.102*** (0.030)		0.018 (0.034)		0.155*** (0.044)		0.045 (0.026)
CONSTANT	-13.386*** (2.209)	-12.419*** (2.229)	-12.584*** (1.407)	-12.450*** (1.412)	-12.469*** (1.327)	-11.914*** (1.269)	-10.714*** (1.435)	-10.445*** (1.437)
N	1589	1589	1608	1608	1589	1589	1621	1621

Note: Fixed effects for year and industry are included but not reported. Standard errors are in the parentheses.

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$

We conducted additional tests to ensure our results are robust. First, we used ROA and EPS as alternatives to ROE. The results of ROA and EPS are largely similar to the results of ROE. We also examined whether positive or negative misreports may affect our results. We find that the effect of positive misreports is more salient than the effect of negative misreports. Lastly, we tested whether our results would be affected the regulatory policy. We removed the sampling years after the year when the government asks certain industries to publish sustainability reports. The results do not change. We also removed the sampling firms that are compulsorily required to issue sustainability reports to run another test. The results are also similar to our main results. Therefore, our arguments are not affected by regulatory policies.

## Discussion and Conclusion

Our study makes contributions to the literature. First, our study provides a fresh understanding regarding why firms publish sustainability reports. We used the nonmarket literature to explain that when sociopolitical environments are against firms, firms may issue sustainability to modify their sociopolitical environments. Second, we point out the media is an important stakeholder that may shape the sociopolitical environment that firms are embedded. Third, our study identifies that firms with low social legitimacy are more vulnerable and thus more likely to be motivated to publish sustainability reports due to the media misreport.

**蘇威傑**現為國立政治大學國際經營與貿易學系副教授，美國德州大學達拉斯分校國際企業管理博士。研究領域為公司治理、策略管理、與企業社會責任相關議題。

**Weichieh Su** is an associate professor of Department of International Business, National Chengchi University. He received his Ph.D. from the University of Texas at Dallas. His research interests include corporate governance, corporate strategy, and corporate social responsibility.