

企業社會責任具有績效保險的功能嗎？

洪皓俞、張元、林淑惠*

摘要

本研究檢驗公司面對總體負面事件以及發生個體負面事件時，公司的企業社會責任表現是否具有減緩績效下跌的功能，即探討企業社會責任的績效保險功能是否存在。企業從事社會責任的善行以建立與累積於公眾中的信任與聲譽，在發生負面事件時，透過社會責任作為所建立的信任與聲譽將可成為負面事件衝擊的緩衝，使公司受到的負面影響相對較輕微。本研究根據 2005 年至 2015 年間臺灣上市上櫃非金融產業共 1,484 家公司的資料，透過相關分析與迴歸估計發現，當公司面對總體負面衝擊與公司特有負面事件之發生時，績效與價值皆傾向下降而獲利波動性上升，有趣的是，企業社會責任表現較佳者，績效下跌的幅度相對較小，獲利波動性增加的幅度相對較低，證實企業社會責任具有績效保險的功能。

關鍵詞：企業社會責任、保險
JEL 分類代號：G22, L25, M14

* 三位作者分別為聯繫作者：張元，國立彰化師範大學財務金融技術學系教授，500208 彰化縣彰化市師大路 2 號，電話：047-232105 轉 7350，E-mail: ychang@cc.ncue.edu.tw；洪皓俞，國立彰化師範大學財務金融技術學系碩士生，500208 彰化縣彰化市師大路 2 號，電話：047-232105 轉 7350，E-mail: onehowieone@hotmail.com；林淑惠，國立彰化師範大學財務金融技術學系副教授，500208 彰化縣彰化市師大路 2 號，電話：047-232105 轉 7135，E-mail: shlin@cc.ncue.edu.tw。作者感謝編輯與兩位匿名審查者的修正及補充意見，文中如有任何疏漏為作者之責。

投稿日期：109 年 9 月 3 日；修訂日期：109 年 10 月 21 日；
接受日期：110 年 7 月 15 日。

經濟研究 (Taipei Economic Inquiry), 58:1 (2022), 135-217。
臺北大學經濟學系出版

1. 緒論

企業社會責任 (corporate social responsibility, CSR) 的觀念愈趨受到重視。以往企業總以營利為目的，追求股東財富極大化的同時所產生的成本往往是由社會大眾共同承擔。管理學家彼得·聖吉 (Peter Senge) 表示：「企業別把生產的利潤完全私有化，生產的成本卻完全社會化，企業對該有的利潤當然要享有，但對應負擔的成本，就要承擔」與「企業不可能在失敗的社會中成功」。現今社會大眾開始重視自身權益並期許企業在經營上並非只對股東 (stockholders) 負責而是需要對所有的利害關係人 (stakeholders) 負責，在追求獲利的同時也該思考回饋社會。各國際組織、政府與大企業紛紛倡導應善盡社會責任，而愈來愈多的利害關係人關注公司在社會責任上的表現，許多公司亦主動投入資源於社會責任善行以獲得公眾的與信任並建立企業聲譽。

探究公司挹注於利益關係人的資源究竟是否能幫助公司產生更佳的營運成果或更高的成長，或相反地僅是耗費公司成本的事，形成了社會責任研究的核心。既有研究探討社會責任表現如何影響公司不同層面的績效，例如利益關係人管理程度增加導致營運成果改善 (Waddock and Graves, 1997)，促使公司有較佳的股票市場表現 (Griffin and Mahon, 1997; Margolis and Walsh, 2003; Orlitzky et al., 2003)；社會責任表現也影響公司特定的風險指標如盈餘波動性、槓桿使用以及股票報酬率市場風險 (Orlitzky and Benjamin, 2001)；部分研究亦提到社會責任表現有助於降低融資成本，包括權益成本 (El Ghoul et al., 2011) 以及銀行貸款成本 (Goss and Roberts, 2011)。近期研究請參考 Shen and Chang (2009)、Wu and Shen (2013)、Kim et al. (2014) 以及 Lins et al. (2017)。

雖然探討社會責任對於績效與其他經濟後果指標影響的既有研究已相當豐富，但大多數皆探討社會責任作為的影響「是否 (whether)」

存在，並未探討社會責任的影響「何時 (when)」存在。就後者來看，一個較新的發展是將公司社會責任作為視為一種保險 (insurance) 或風險管理 (risk management) 的工具 (Godfrey, 2005; Pelozo, 2006; Godfrey et al., 2009; Minor and Morgan, 2011) 策略或工具，有助於降低負面事件發生後公司的受損害程度，社會責任對公司價值產生的影響是在負面事件發生的狀態下才顯現出來。Godfrey (2005) 指出公司的慈善事業或行為可以建立公司與社區及利益相關者之間的正向道德資本 (moral capital)，而道德資本可以為股東提供類似保險的效果，當負面事件發生時，平時所累積的道德資本可以保護公司透過慈善行為而建立的以關係為基礎的無形資產，從而使得企業的慈善行為有助於增進股東價值。Pelozo (2006) 指出企業投入於社會責任可以作為公司在經濟不景氣或負面事件發生時公司績效的保險因子，並分析影響社會責任產生保險作用何時較強及何時較弱的相關因素。Minor and Morgan (2011) 指出公司的社會責任表現有助於建立聲譽 (reputation) 資本並避免傷害，企業投入於社會責任有助於使公司在負面事件發生後傾向被評價為運氣不好 (bad luck) 而不是管理不善 (poor management)，進而受到較低程度的懲罰。作者根據少數公司的資料發現社會責任表現佳的公司，在負面事件發生後的股價下跌幅度相對較低，並指出這種績效保險效果的益處是在負面事件發生時才被突顯出來，是一般僅著重於評估投入資源於社會責任後究竟是否產生回饋的管理者很容易忽略的。

Godfrey et al. (2009) 由公司商譽 (goodwill) 的角度並採用事件研究法，發現在 1993 年至 2003 年間 178 個公司負面 (司法與法規) 事件中，社會責任表現較佳的公司將產生較小的負向報酬，然而這種保險效果僅有在公司投入於機構性社會責任作為時才會產生，公司投入於策略性社會責任作為時則不會產生保險效果。陳彩稚等 (2015) 利用事件研究法發現企業平日善盡社會責任所建立之形象，有助於公司面臨不利報導時股價下跌的幅度。Kao et al. (2016) 利用 2008 年至 2012 年間中國的上市公司資料發現企業社會責任和

公司總風險有顯著負向關係，支持風險降低假說。Shiu and Yang (2017) 發現，公司面對負面事件時，持續性、長期性參與企業社會責任的公司其股票和債券價格下跌幅度是相對較低的，但此保險作用僅能有一次性的作用，公司再一次的發生負面事件將使社會責任的保險作用失效。Gupta and Krishnamurti (2018) 發現公司的社會責任表現有助於公司建立道德資本 (moral capital) 和交換資本 (exchange capital)，能在公司擺脫破產困境上發揮作用。Lins et al. (2017) 指出公司的社會責任有助於公司建立其在金融市場中的信賴 (trust)，並發現在金融海嘯期間，由於社會責任表現佳的公司，在投資人間與市場上享有較高程度的信賴，使其獲利能力較佳，每位員工的銷售額較高，並獲得較多貸款。Jia et al. (2020) 利用美國證券交易委員會 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) 解除部分公司放空限制的政策 (SHO 法規) 改變以作為公司股價風險的外生負面衝擊，發現受到負面衝擊的公司中社會責任表現較佳者有較低的股票被放空傾向，證實社會責任表現具有降低負面衝擊的功能。

由以上既有研究歸納來看，若將社會責任作為視為企業面對負面事件發生時的績效保險機制，也就能解釋部分既有研究中為何出現公司的社會責任表現即使無法帶來財務績效的改善但實務上眾多公司仍然繼續願意投入資源於社會責任中；企業社會責任作為的益處除了可能顯現於績效數據的提升上，亦有可能在企業發生重大負面事件時才有機會體現從事社會責任作為所帶來的價值，一如前述指出社會責任保險作用存在的既有研究所述，投入社會責任有助於公司累積良好的形象、聲譽、尊敬與信任，當企業面對負面衝擊時，社會責任表現較佳的公司立基於過往在利益關係人中建立了較深厚的信任，消費者或投資人傾向給予相對較少的負面評價與負面反應，公司受傷的程度便可相對較低。這種在發生負面事件時所顯現出來的價值便使得企業社會責任行為就像是在為其財務績效購買保險。

本研究根據 2005 年至 2015 年間臺灣證券交易所與櫃檯買賣中心之上市上櫃非金融產業公司共 1,484 家公司的資料，檢驗企業社

會責任的績效保險功能是否存。在公司負面事件的設定上，本研究區分負面事件為兩類型，第一為總體性的負面衝擊，屬於不可歸責於特定公司所做所為的負面衝擊，定義為行政院國家發展委員會之臺灣地區景氣對策訊號分數處於較低分數的階段或時期，用以衡量非特定公司自身所發生的負面事件，同時亦是影響至所有於金融市場上之公司的負面衝擊。這種總體負面衝擊的設定即如 Kao et al. (2016)、Lins et al. (2017) 與 Jia et al. (2020)，分別採用金融海嘯期間以及金融市場交易規章的變革來衡量公司面對的負面衝擊，乃屬於一種總體或全面性對所有公司的負面衝擊。第二為公司獨特、特有或個體性的負面衝擊，本研究根據股市觀測站公開發行公司每日公告之重大訊息及交易所及櫃買中心公告之懲戒或缺失記點名單、經濟日報、工商時報及其他公開資訊以搜集公司個別負面事件，包括環保及安全、資訊公告缺失、勞資關係差以及其他違法或違規問題。此種公司特有的負面衝擊設定與既有研究如 Godfrey et al. (2009)、陳彩稚等 (2015)、Kao et al. (2016)、Shiu and Yang (2017) 以及 Gupta and Krishnamurti (2018) 相類似，皆是探討與檢驗公司個別發生負面事件時，社會責任表現是否有助於公司績效（或其他指標）可獲得相對較輕微的負向影響。本研究同時考量總體負面事件與公司個體負面事件之衝擊，有助於評估公司的企業社會責任表現之績效保險的作用在兩類型事件中是否有所差異，這是本研究與既有研究的主要差異之一，亦是本研究的潛在貢獻。

其次，大多數檢驗社會責任是否具績效保險效果的既有研究缺乏控制樣本自我選擇偏誤 (self-selection bias) 問題。當公司的社會責任表現有系統性的因素可以解釋，例如公司規模、獲利能力等 (Shen and Chang, 2009; Chih et al., 2010; Liang and Renneboog, 2017; Dyck et al., 2019)，這些系統性決定社會責任表現好壞的因素便可能部分解釋了公司社會責任表現對所欲評估的影響指標（如公司績效、風險或其他財務後果變數等）的影響。為了增進本研究中評估企業社會責任表現在公司發生負面事件時對績效保護作用的因果推

論性 (casual inference), 本研究採用兩階段估計 (two-stage estimation) 以及傾向分數配對 (propensity score matching) 以矯正樣本自我選擇偏誤以增進研究的因果推論性。這是本研究第二個潛在研究貢獻。

第三, 本研究在實證上額外評估社會責任保險作用的邊界問題, 考慮將公司成長性與家族控制兩因素成為企業社會責任保險功能的干擾或調節變項。基於 Russo and Fouts (1997) 的論點, 社會責任表現對於公司績效的正向影響會隨著公司身處產業之成長而加大, 本研究則評估企業社會責任的保險功能是否隨著公司成長性的增加而有所增進。另外, 基於公司治理研究中提及家族控制對公司績效影響的正面立論如管家理論 (Davis et al., 1997; Corbetta and Salvato, 2004a, 2004b) 以及代理理論 (Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983), 本研究評估家族控制型公司所投入的社會責任作為是否如管理理論所預測的, 即有利於增進公司價值, 還是如代理理論所預測的, 有利於控制股東但不利於公司價值的增進, 也就是檢驗家族控制公司的社會責任表現對公司績效的保險功能是否與非家族控制型公司有所差異。本研究進一步考量企業社會責任之績效保險功能的大小是否又受到公司特徵或治理結構所影響, 是第三個潛在的研究貢獻。

由於本研究的公司樣本為國內的上市上櫃公司, 在量化企業社會責任的表現上根據國內兩大商業雜誌 (天下雜誌與遠見雜誌) 於每年度進行的社會責任與企業公民調查得獎名單以建構出間斷的 (虛擬變數以及間斷序列變數) 衡量指標。而為補強間斷指標的不足, 本研究另採用中國大陸上海證券交易所中建立其社會責任指數的主要評估方法, 透過於公司各財報中擷取公司對各主要利益關係人支付的金額 (例如代表股東利益的年度稅後盈餘、支付給政府的稅、給予債權人的利息、給予員工的薪資與福利等等) 並透過公司規模之平減以得到每股社會貢獻值 (social contribution value per share), 作為量化、具體、可觀測、可跨期跨年度比較的社會責任表現指標。此指標雖然不是完美的, 受限於公開財報與訊息的可取得性, 無法

全面性的量化衡量公司對各層面所有利益關係族群的資源給付，但搭配來自天下雜誌與遠見雜誌評比名單所形成之較為質性的社會責任指標，輔以運用兩種量化社會責任的方式在本研究的實證結果中具有極高的一致性，補強了關於社會責任表現指標有可能無法全面性量化公司社會責任表現上之不足的問題。這是本研究另一項潛在的研究貢獻。

本研究的基本實證結果傾向支持社會責任作為有助於降低負面事件發生時績效下跌與風險增加幅度，不論負面事件是總體負面事件或是公司個別的負面事件，證實了社會責任具有保險的功能，與大多數探討與檢驗社會責任保險功能的既有研究結果相一致。本研究實證結果有助於讓管理階層、投資人以及政府相關主管機構了解雖然經濟體系與營運環境中難免出現負面衝擊，但公司的社會責任作為可透過公司日常對利益關係人管理與資源投入所累積的聲譽資本與信賴，減緩負面事件對公司績效的負面影響並有助於降低公司風險，因此企業社會責任作為是存有正向價值的。以下為本研究的節次安排，第 2 節文獻探討與假說發展；第 3 節介紹變數、計量模型、公司樣本與資料來源；第 4 節為實證分析，包括敘述統計與相關分析、迴歸估計結果以及三個額外分析的估計結果與討論；最後一節為結論與建議。

2. 文獻探討與假說發展

2.1 企業社會責任的利益與成本

關於社會責任的既有研究可以從兩方面來探討，第一是關於公司社會責任如何影響公司各個經營層面的討論。許多關於企業社會責任的早期研究環繞著究竟該不該從事或承擔社會責任，反對從事社會責任者如費利德曼 (Milton Friedman)，他認為將公司稀少資源運用在社會責任作為上是不具效率性的，「企業的唯一社會責任就

是替股東獲取最大利潤」。部分研究指出社會責任會增加公司成本、使產品發展受限而降低了企業競爭力，而社會大眾對企業從事社會責任作為的正向回饋是有限的 (Bragdon and Marlin, 1972; Vance, 1975; Aupperle et al., 1985; Ullmann, 1985; Walley and Whitehead, 1994; Henderson, 2001)。另外，由於訊息不對稱 (information asymmetry)，管理階層挪移公司資源從事社會責任行為將有可能產生代理成本 (agency cost) 與利益衝突 (conflict of interests) (Jensen and Meckling, 1976; McWilliams et al., 2006)，經理人使用公司資源從事社會責任作為但光環全落在經理人個人身上。甚至有學者指出公司社會責任的投入只不過是在漂綠 (greenwash) 以及窗飾 (window dressing) 或掩蓋公司的不道德或不恰當行為 (Hemingway and Maclagan, 2004; Stuebs and Sun, 2011; Kim et al., 2012; Kim et al., 2014)。

對於企業社會責任秉持正向看法的研究則指出企業投入社會責任活動不僅可以增加公司價值與營運績效外，亦有助改善資源運用效率及減少閒置浪費，使得營運成本明顯下降 (Spicer, 1978; Porter and van der Linde, 1995; Fombrun et al., 2000)。高社會績效表現會導致高財務績效表現，公司藉由提高企業聲譽以降低個別風險，能吸引更多投資機會，進而增加財務績效滿足利害關係人 (Cornell and Shapiro, 1987; Stuebs and Sun, 2011; Zhu et al., 2014)。Gardberg and Fombrun (2006) 認為藉由企業社會責任的投入將可創造無形資產的價值。Bhattacharya and Sen (2004) 發現企業的社會責任作為能夠增加消費者對公司品牌的忠誠度與銷貨收入，同時亦能享有價格溢酬的優勢。Waddock and Graves (1997) 發現公司的社會責任表現與資產報酬率、股東報酬率以及銷售報酬率等財務績效指標呈現正向關係。另外，企業社會責任有助於優化公司的資訊揭露並緩減代理問題 (Dhaliwal et al., 2011; Grewal et al., 2019; Simnett et al., 2009)。分析師傾向給予社會責任表現良好的公司較高的持有推薦分數 (Ioannou and Serafeim, 2015)，公司的融資限制以及股價的崩盤風險亦相對較低 (Cheng et al., 2014; Kim et al., 2014)。

第二個社會責任的研究脈絡主要著重在究竟哪些公司因素會影響公司從事社會責任，包括公司自身因素與外在因素 (Reverte, 2009; Chih et al., 2010; Kansal et al., 2014; Liang and Renneboog, 2017)。內在因素例如公司的規模與獲利能力 (Liang and Renneboog, 2017)、董事會結構與董事會性別多樣性 (張元與王筱瑩, 2016; Bear et al., 2010)、CEO 特質 (chief executive officer, CEO) (McCarthy et al., 2017) 與機構投資人持股 (Dyck et al., 2019) 等因素皆會影響公司在社會責任上的投入程度。就外在因素來看，Liang and Renneboog (2017) 指出成文法系 (civil law) 國家 (例如法國、德國等) 的公司相對於不成文法系 (common law) 國家 (例如英國、美國等) 的公司有較佳的社會責任表現而國家經濟愈開放的公司傾向有愈佳的社會責任表現。Flammer (2015) 發現企業所面對的競爭 (例如關稅降低) 有助於企業投入社會責任作為。Lee et al. (2018) 發現企業所面對的競爭程度有助於企業投入資源於社會責任。Cao et al. (2019) 指出公司的社會責任投入會與同儕 (peer) 公司的投入具有正向關聯，Yang et al. (2017) 利用中國的公司亦發現社會責任投入程度的同儕效應。

2.2 企業社會責任的保險功能

社會責任學術研究的其中一個支流提到了公司社會責任表現可以是一種風險管理的工具 (Godfrey, 2005; Godfrey et al., 2009; Koh et al., 2014)，包括風險事件發生前與事件發生後。風險管理是關於保險或風險事件發生前與事件發生後的整體控制流程與相關措施，而保險則較注重探討風險事件發生後的損失補償機制。保險的概念即是在購買保險的當下並無法立即享有保險所帶來的益處或價值，唯有當保險事故發生時，保險尚能發揮其效用，減緩保險事故發生後所帶來的損害。購買保險無法改善當事人 (被保險人) 的財務條件，但卻可以使當事人發生負面事件後財務損失的程度降低，因此保險仍是具有價值的。

公司在社會責任上的作為有助於公司在商品市場與金融市場上

建立聲譽或良好形象，一方面有助於企業增進營運績效，另一方面縱然在無法增進營運績效的情況下，當企業面臨總體環境不佳或發生公司特有負面事件（如公安意外或非預期性經營不善）時，企業績效或價值受到的負面影響，可以在累積的聲譽與好形象的緩衝下而顯得相對較輕微，公司的社會責任作為形成了對公司績效的保險作用，而保險作用產生的機制即是公司於社會責任作為中在公眾間累積了聲譽而聲譽作為了負面事件發生時的緩衝。

Sen and Bhattacharya (2001) 指出社會責任行為就像是為公司建立一個好形象的水庫，在乾旱危機來臨時將派得上用場。企業平常因從事社會責任使公眾對公司產生良好觀感，公司因而累積良好的聲譽或名聲，當發生危機時，消費者與投資人較能體諒並接受公司的負面問題，使得公司受傷害的程度降低。Pelozo (2006) 指出社會責任將可被解讀為一種公司建立聲譽資本 (reputational capital) 以降低潛在負面事件發生而產生損失的一種保險或緩衝，公司平日的社會責任表現有助於公司建立良好的形象與聲譽，由於社會公眾往往有獎善懲惡的文化，當公司發生負面事件時，善盡社會責任而累積良好聲譽的公司較容易獲得公眾的諒解而度過難關或受到較低程度的懲罰，反應在較低程度的績效下跌以及股票市場負向表現。同樣發生類似的負面事件，那些社會責任表現佳的公司將傾向被公眾評估為運氣不好，使其股價與績效下跌幅度相對較低，相反地那些社會責任表現差的公司將傾向被公眾評估為管理不善，使其股價與績效下跌幅度相對較大。

Minor and Morgan (2011) 以常發生地震的美國加州為例，若公司為其財產購買地震險或火險是相當耗費成本的，而這樣的資源投入在平時相安無事時是無法看出來它的價值，但是當地震發生時，相對於未投保的公司，就可顯得因地震險而得到的賠償多麼有幫助，因為地震險能高程度地彌補了財產的損失。投入企業社會責任的公司雖然無法真的如同簽訂保險契約而獲得負面事件發生時的確切保障或理賠，但投入社會責任可以積累良好企業形象與聲譽，當

公司面對總體環境不佳或公司自身負面事件發生時，公眾應會較為信任社會責任表現較佳的公司而繼續與其交易或維持關係，或較願意原諒社會責任表現較佳的企業並給予較低的負面評價。陳彩稚等（2015）利用事件研究法發現企業平日善盡社會責任所建立之形象，有助於公司面臨不利報導時股價下跌的幅度，對於公司產品安全相關的負面消息發生時，公司的社會責任表現有顯著的保護效果，然而對於公司倫理道德與市場競爭有關的負面消息出現時，降低股價下跌的效果則不顯著。

就公司個別負面事件來看，Kao et al. (2016) 利用 2008 年至 2012 年間中國的上市公司資料檢驗公司從事企業社會責任相關活動是否能夠降低公司風險，而實證結果發現企業社會責任和公司總風險有顯著負向關係，支持風險降低假說。Gupta and Krishnamurti (2018) 發現公司的社會責任表現有助於公司建立道德資本 (moral capital) 和交換資本 (exchange capital)，其中道德資本有助於使陷入財務困境公司其與債權人成功談判並達成協議的天數減少，成功談判並達成協議的可能性增加。交換資本則有助於增加陷入財務困境公司從債務人接管資產中獲得融資的機會，由此可知企業社會責任作為所累積的道德和交換資本可在公司擺脫破產困境上發揮作用。¹ Shiu and Yang (2017) 探討企業社會責任表現較佳的公司其股票與債券價格是否能從負面事件發生時的保險效應中獲益，實證結果發現，面對負面事件時，公司持續、長期參與企業社會責任會對公司的股票和債券價格產生保險的作用。然而，當公司出現第二次或後續接連地再發生負面事件，保險效果的作用便很快消失，由此可見，公司確實需要將一些可用的資源配置給長期的企業社會責任策略活動，但管理者也必須意識到，當危機來臨時，公司與利益關係人之間的溝

¹ 並非所有研究皆得到社會責任具有保險功能的結果，舉例來說，Sun and Huang (2020) 利用臺灣的資料發現，雖然公司的企業社會責任表現與公司績效成正向連結，但獲得社會責任獎項的公司相對於未獲獎的公司相比，當公司出現負面社會責任事件時，投資者反而會施加更嚴格的懲罰，因此具有高社會責任聲譽的公司並未由醜聞的後果中得到社會責任表現帶來的緩衝作用。

通，只能一次性地利用公司的企業社會責任主張。

本研究的公司樣本為臺灣的上市上櫃公司，屬於具某種程度的規模與知名度的公司族群。不論是企業對企業 (business to business) 或企業對消費者 (business to consumer) 的公司，在媒體涵蓋極高及因地理面積小而資訊傳遞極快的商品與金融市場中出現負面事件時，公司績效或其他財務後果指標受到不利影響的後果是顯而易見的。而基於前述理由，公司社會責任表現能夠在金融市場中的運作（包括媒體報導、政府政策鼓勵與平台公告以及公司自身宣傳等）亦傾向能為公司建立聲譽與良好形象，² 從而使得社會責任表現良好的公司在自身發生負面事件時，獲得相對較輕微的懲罰或評價下跌，原先交易關係的維持程度較高，反應在較低程度的公司績效下跌或風險增加上。因此，本研究的待檢驗假說一為：

假說 1. 企業社會責任表現良好的公司，公司自身發生負面事件時，績效與風險受到負面影響的程度是較低的，績效與價值下跌幅度較小，風險上升幅度較低。

就公司面對的總體負面事件來看，Kao et al. (2016) 利用 2008 年至 2012 年間中國的上市公司資料發現，公司的企業社會責任表現於金融海嘯期間能有效降低公司下檔風險 (downside risk) 並提高投資人效用，且此效用變動幅度會因投資人風險趨避程度提高而更加明顯，證實了 Godfrey (2005) 所提出之社會責任對公司價值有近似保險效果的觀念相一致，企業社會責任可以作為企業風險的管理工具之一。Lins et al. (2017) 指出像發生金融危機這樣的總體經濟或系統性負面事件時，社會大眾對金融市場便失去了信任，許多公司的股價與實質營運都因此受到負面影響。然而社會責任表現佳的公司

² 美國商業資訊 (Business Wire) 指出尼爾森 (Nielsen) 於 2014 年的一項研究報導顯示，來自 60 個國家的全球線上消費者中，有 55% 表示願意對帶來積極社會和環境影響的企業所提供的產品和服務支付更高價格。尼爾森公共發展和永續性全球負責人 Amy Fenton 表示：品牌的社會目的是影響購買決定的因素之一，不僅有助於提高品牌佔有率，還為社區帶來有意義的影響。

其受金融市場的信賴程度仍是較高的，這種額外的優勢是在公眾對金融市場失去信賴時方能夠被突顯出來，即便社會責任表現佳與社會責任表現差的公司在非金融海嘯時期有類似的績效，但在金融海嘯期間，企業社會責任表現佳的公司即反映出獲利能力相對較社會責任表現差的公司來得好，每位員工的銷售額相對較高，並且能獲得相對較多的貸款機會。透過企業社會責任的投入能讓企業與投資者之間建立信任，當企業受到負面衝擊時不至於受到重創，對企業來說投入企業社會責任也是一種針對保險事故發生後的風險管理政策也就是保險功用，以至於使公司遇到負面事件時，降低負面事件帶來的損害。Jia et al. (2020) 利用美國證券交易委員會 (SEC) 解除部分公司放空限制的政策 (SHO 法規) 改變以作為公司股價風險的外生衝擊，發現接受解除放空限制的試點公司相對於非試點公司增加了更多與公司主要利益關係人權益相關的企業社會責任作為，而增加社會責任作為的試點公司在後續獲得了較低的公司股票的空頭興趣，這種較低的投資人放空興趣可歸因於公司社會責任作為的保險效果。公司的社會責任作為有助於公司面對總體負面事件發生時，降低公司受到的負面衝擊，因此本研究的第二個待檢驗假說為：

假說 2. 企業社會責任表現良好的公司，面對總體負面事件發生時，公司績效與風險受到負面影響的程度是較低的，績效與價值下跌幅度較小，風險上升幅度較低。

3. 變數、實證方法、公司樣本與資料

3.1 變數

3.1.1 被解釋變數－公司績效、價值與風險

本文採三個績效變數、一個公司價值變數與兩個風險變數。績效變數採以會計為基礎 (accounting-based) 的指標，首先為資產報酬

率 (ROA)，稅前息前折舊前之常續性淨利除以公司當年度平均資產總額，第二為權益報酬率 (ROE)，稅後淨利除以公司當年度平均股東權益，第三為每股盈餘 (EPS)，稅後淨利除以流通在外普通股股數。此三個變數愈高隱含績效愈佳。公司價值採用以市場為基礎 (market-based) 的績效指標 Tobin's Q 比率 (TOBINQ)，公司負債帳面價值與普通股市值之和除以資產帳面價值，Tobin's Q 比率愈高表示市場投資人評估公司當前價值與成長前景愈佳。

風險變數以公司實質獲利能力波動性進行衡量，獲利波動性為特定期間內各期獲利相對於平均獲利的離散程度，通常以標準差 (或變異數) 表示，數值愈大表示營運情況愈顯示為急升驟跌，不確定性愈高，實質營運風險愈大。本研究定義公司前五年 (包括當年度) 資產報酬率標準差為資產報酬率波動性 (ROASTD)，權益報酬率波動性 (ROESTD) 的定義方式類似。

3.1.2 主要解釋變數－總體負面事件與公司特有負面事件

本研究將負面事件分為總體經濟環境不佳的總體或系統性負面事件以及因為個別公司因為自身因素所產生的個體負面事件或獨特負面事件。總體負面事件的定義是採用總體經濟是否為不景氣之虛擬變數 (DEP) 進行衡量，根據行政院國家發展委員會會於每月所公布的景氣對策信號 (monitoring indicator) 指標 (表 1)，³ 本研究將一年

³ 景氣對策信號為行政院國家發展委員會根據九項與景氣變動較為密切的經濟活動指標 (製造業新接訂單、海關出口值、工業生產指數、製造業成品存貨率、非農業部門就業、貨幣供給 M1B 變動率、放款、票據交換、股價指數) 編製而成，每項指標最低得分為 1 分，最高為 5 分，九項指標的得分總和就是景氣對策信號的綜合判斷分數，最低為 9 分，最高為 45 分。根據綜合判斷分數區分成五種信號燈來表示景氣的好壞：38 以上為「紅燈」，表示景氣過熱，32 分至 37 分為「黃紅燈」，表示景氣活絡，23 分至 31 分為「綠燈」，表示景氣穩定，17 分至 22 分為「黃藍燈」，表示景氣欠佳，而 16 分以下為「藍燈」，表示景氣進入衰退。

表 1 行政院國家發展委員會的景氣判定分數與判定方法

檢查值 項目別		紅燈	黃紅燈	綠燈	黃藍燈	藍燈
		5分	4分	3分	2分	1分
金融 面 指 標	貨幣供給 M1B 變動率	相對於 12 個月前的變動百分比				
		← 14	— 12	— 6	— 3.5	→
	直接及間接金融 變動率	相對於 12 個月前的變動百分比				
		← 15	— 13.5	— 10	— 7.5	→
票 據 交 換 及 跨 行 通 匯 總 額 變 動 率		相對於 12 個月前的變動百分比				
		← 23	— 15	— 4	— 0	→
股 價 指 數 變 動 率		相對於 12 個月前的變動百分比				
		← 37	— 20	— 0	— -13	→
實 質 面 指 標	製造業新接訂單 (平減)變動率	相對於 12 個月前的變動百分比				
		← 15	— 11	— 5	— 2	→
	海關出口值 (平減)變動率	相對於 12 個月前的變動百分比				
		← 17	— 12	— 4	— 1	→
	工業生產指數變 動率	相對於 12 個月前的變動百分比				
		← 10.5	— 7.5	— 3	— 0	→
製 造 業 成 品 存 貨 率		相對於 12 個月前的變動百分比				
		← 53	— 56.5	— 66	— 71	→
非 農 業 部 門 就 業 變 動 率		相對於 12 個月前的變動百分比				
		← 2.8	— 2.4	— 1.4	— 0.9	→
綜合判定分數	景氣過熱	景氣活絡	景氣穩定	景氣欠佳	景氣衰退	
	45-38	37-32	31-23	22-17	16-9	

資料來源：行政院國發會景氣指標查詢系統網站，https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw。

說明：本表參考行政院國發會景氣指標查詢系統網站自行繪製而成。

中 12 個月的景氣判定分數進行平均，若年平均分數介於 22 分以下，則本研究將該年定義為不景氣的一年，總體經濟是否為不景氣之虛擬變數 (DEP) 值為 1，否則為 0。在本研究之 2005 年至 2015 年的資料期間，DEP 之值為 0 的年份分別為 2008 年、2009 年、2012 年、

2013 年與 2015 年。⁴

在公司獨特或個體負面事件 (*SCA*) 上，本研究同樣採用虛擬變數的方式進行衡量，若企業在該年度遭揭露並被報導相關負面新聞時，*SCA* 設定為 1，否則為 0。本研究中的負面新聞類型包括：(1) 環保及安全問題，例如公司營運時污染環境、違反工安及公共安全等事件；公司營運時因排放廢水、廢氣、導致環境污染或工作環境未設置足夠之安全設施或制度，危害員工之作業安全或其他危害公共安全或消費者安全而遭主管機關處分或遭新聞媒體紕漏者；(2) 資訊公告問題，應揭露之資訊未揭露或未及時揭露而遭主管機關處罰者；(3) 勞資關係，發生勞資糾紛或違反勞工權益等事件，遭主管機關懲戒或遭媒體揭露者；(4) 其他違法或違規問題，其他不屬於上述類別之其他違法或違規事件而遭相關主管調查、懲罰或媒體揭露者。在本研究最後的額外分析中，會針對不同四種類型的公司個別負面新聞分別定義出四個公司個別負面事件變數，屆時再行描述。

3.1.3 干擾變數－公司的社會責任表現

本研究對於公司社會責任表現採用五個變數進行衡量，首先，社會責任當期表現 (*CSRCD*) 虛擬變數，當企業在特定年度獲得遠見雜誌「社會責任獎」或天下雜誌「天下企業公民」之獎項之一（只要獲得其中之一者即算），*CSRCD* 為 1，否為 0。第二，社會責任累積表現 (*CSR CU*)，企業在特定年度獲得遠見雜誌「社會責任獎」或天下雜誌「天下企業公民」之累計年數。第三，社會責任連續表現 (*CSR CON*) 虛擬變數，公司資料期間是否持續為社會責任表現良好的公司，若企業在資料期間（共 11 年）皆獲得上述兩社會責任獎項之一者，該

⁴ Lins et al. (2017) 檢驗金融海嘯期間（2008 年至 2009 年），公司獲利指標（以及其他財務後果變數）是否衰退以及公司社會責任行為所建立的社會資本 (social capital) 是否有助於降低衰退幅度。本研究之總體負面事件的年份涵蓋了 2008 年與 2009 年，因此本研究的總體負面事件與 Lins et al. (2017) 的負面衝擊在概念上是相類似的，在負面衝擊時點的認定上是相同的。

公司在每一年度之 *CSRCON* 皆等於 1，但只要其中一年未獲上述兩社會責任獎項之一，則該公司 *CSRCON* 歷年之值皆為 0。第四，社會責任的雙重效果 (*CSROV*) 虛擬變數，企業在某一特定年度同時獲得上述兩社會責任獎項者，該年度 *CSROV* 等於 1，否則為 0。

然而由於上述兩雜誌之社會責任獎項的公司並不全然代表公司完全沒有投入任何資源在社會責任作為上，僅是未達獲選標準，因此本研究採用更為連續性的社會責任表現指標，乃根據上海證券交易所建構其社會責任指數的方法，計算本研究公司樣本的每股社會貢獻值 (social contribution value per share, *SCVPS*)，定義為公司息前稅前盈餘(即包括稅後盈餘、稅與利息支出)及員工薪資與福利之合計除以流通在外股數(作用在於排除規模效果)，用以衡量公司平均一股所給予公司主要利益關係人(政府、債權人、員工與股東)之貢獻金額。每股社會貢獻值愈高隱含公司的社會貢獻度愈高，社會責任表現愈佳。⁵

3.1.4 控制變數

本研究考慮若干影響公司績效、價值與風險的變數。負債對權益比率 (*DEBT*)，Morck et al. (1988) 指出負債比率會透過公司的財

⁵ 社會貢獻值的計算受限於公司財報揭露項目金額的可取得性，並無法涵蓋公司在環境上的投入有多少金額、在社會上的慈善事業投入與慈善捐贈金額有多少以及因量化過程有困難而無法計算公司當年度對社會產生的成本有多少(應列為社會貢獻值的減項)等考量項目，因此本研究使用的社會貢獻值概念僅能算是一個相對粗略的量化指標。隨著公司揭露的相關非財務資訊愈多以及財報揭露項目愈多，未來將可漸近得到公司於特定年度包括環境、社會與治理上的貢獻金額(並扣除產生的成本)之涵蓋層面更廣的指標。舉例來說，證交所於 2012 年 11 月 13 日修正《臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序》之第 2 條第 43 項，要求公司公告對關係人之捐贈及對非關係人之重大捐贈，至近期開始已有企業公告其捐贈金額，企業捐贈的資料可於未來的研究中考慮進入社會貢獻值的計算。而企業捐贈資料亦可獨立成為一項公司社會責任表現的指標，用以評估其保險作用是否存在，以及企業捐額度或程度(佔資產、營收或盈餘的比率)與其他既存社會責任指標的保險作用相對大小的比較。作者感謝匿名審稿人的修正補充建議。

務風險影響公司的績效，負債比率愈高，企業長期的償還能力愈低，會有較高的財務風險並影響企業可用資源於未來的投資上而影響公司績效。負債對權益比率定義為總負債除以股東權益。市價淨值比 (*MTB*)，Goss and Roberts (2011) 指出市價淨值比代表公司的成長可能性，作為影響公司績效的變數。市價淨值比定義為普通股每股市價除以普通股每股帳面價值。研發費用率 (*RD*)，Morck et al. (1988) 提到研究發展支出或費用愈高，表示公司投資在有助於增進未來績效的無形資產愈多，未來愈具成長潛力而使公司價值增加。研發費用率定義為研究發展費用除以營業收入淨額。

董事會規模 (*BOARD*)，Yermack (1996) 指出董事會規模與企業的價值呈負相關，董事會人數愈低使董事會運作效率愈佳，公司績效愈佳。董事會規模定義為董事會總席次數。獨立董事比率 (*INDR*)，獨立董事增加董事會運作的獨立性而有助於董事會的效率，提高監督與諮詢功能與管理決策的品質，有助於公司績效的增進。獨立董事比率定義為獨立董事席次數除以董事會總席次數。董事持股比率 (*DIRHOLD*)，董事持股比愈高，董事利益與公司利益愈趨一致，董事愈會善盡監督與諮詢職責，公司治理愈佳而使公司績效愈好。董事持股比率定義為董事持股數除以流通在外股數。經理人持股比率 (*MANAHOLD*)，經理人持股率愈高，經理人與公司利益愈趨一致，經理人愈會善盡管理職責進而提升公司績效。經理人持股比率定義為經理人持股數除以流通在外股數。法人持股比率 (*INSTHOLD*)，機構投資者擁有資訊搜尋與處理的優勢以及專業知識的優勢，強化對公司的監督以改善公司治理與績效。法人持股率定義為法人持股數除以流通在外股數。所有變數之名稱、英文代號與簡要定義整理於表 2。

3.2 計量模型

本研究以多重迴歸估計負面事件發生如何影響公司績效、價值與

表 2 變數的英文代號與定義

變數名稱（英文代號）	定 義
被解釋變數-公司績效、價值與風險	
資產報酬率 (<i>ROA</i>)	稅前息前淨利 / 資產
權益報酬率 (<i>ROE</i>)	稅後淨利 / 股東權益
每股盈餘 (<i>EPS</i>)	稅後淨利 / 流通在外股數
Tobin's Q (<i>TOBINQ</i>)	(負債帳面價值+普通股市值) / 資產帳面價值
近五年資產報酬率波動性 (<i>ROASTD</i>)	包含該年度之前五年資產報酬率標準差
近五年權益報酬率波動性 (<i>ROESTD</i>)	包含該年度之前五年權益報酬率標準差
主要解釋變數-總體負面事件與公司個體負面事件	
總體經濟不景氣 (<i>DEP</i>)	行政院國家發展委員會景氣對策信號指標之年平均分數小於 22 者為 1，否為 0
公司特有負面事件 (<i>SCA</i>)	企業在該年度有被報導相關負面新聞者為 1，否則為 0
干擾變數-公司的社會責任表現	
社會責任當期表現 (<i>CSRCD</i>)	當年度獲得遠見雜誌或天下雜誌社會責任獎者為 1，否則為 0
社會責任累積表現 (<i>CSR CU</i>)	獲得遠見雜誌或天下雜誌社會責任獎之累積年數
社會責任連續表現 (<i>CSR CON</i>)	資料期間連續獲得遠見雜誌或天下雜誌社會責任獎者為 1，否則為 0
社會責任雙重效果 (<i>CSROI</i>)	當年度同時獲得遠見雜誌或天下雜誌社會責任獎者為 1，否則為 0
每股社會貢獻值 (<i>SCVPS</i>)	(息前稅前盈餘+員工薪資與福利) / 流通在外股數
控制變數	
負債對權益比率 (<i>DEBT</i>)	負債 / 股東權益
市價淨值比 (<i>MTB</i>)	普通股每股市值 / 普通股每股帳面價值
研發費用率 (<i>RD</i>)	研究發展費用 / 營業收入淨額
董事會規模 (<i>BOARD</i>)	董事會總席次數
獨立董事比率 (<i>INDR</i>)	獨立董事席次數 / 董事會總席次數
董事持股比率 (<i>DIRHOLD</i>)	董事持股數 / 流通在外股數
經理人持股比率 (<i>MANAHOLD</i>)	經理人持股數 / 流通在外股數
法人持股率 (<i>INSTHOLD</i>)	機構投資人持股數 / 流通在外股數

資料來源：台灣經濟新報資料庫、行政院國發會景氣指標查詢系統網站、遠見雜誌與天下雜誌網站。

風險，於估計模型中考慮公司社會責任表現與負面事件的交乘項以檢驗社會責任表現對上述影響關係的干擾效果。待估計迴歸方程式為：⁶

$$\begin{aligned}
 PERF_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 DEP_{i,t} + \beta_3 SCA_{i,t} \\
 & + \beta_4 DEP_{i,t} \times CSR_{i,t} + \beta_5 SCA_{i,t} \times CSR_{i,t} \\
 & + \beta_6 DEBT_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 RD_{i,t} \\
 & + \beta_9 BOARD_{i,t} + \beta_{10} INDR_{i,t} + \beta_{11} DIRHOLD_{i,t} \\
 & + \beta_{12} MANAHOLD_{i,t} + \beta_{13} INSTHOLD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)
 \end{aligned}$$

其中，*PERF* 為公司績效、價值與風險的變數向量，包括資產報酬率 (*ROA*)、權益報酬率 (*ROE*)、每股盈餘 (*EPS*)、公司價值衡量指標 Tobin's *Q* (*TOBINQ*)、資產報酬率波動性 (*ROASTD*) 與權益報酬率波動性 (*ROESTD*)。*CSR* 為公司社會責任表現的變數向量，包括社會責任當期表現 (*CSRCD*)、社會責任累積表現 (*CSRCU*)、社會責任連續表現 (*CSRCON*)、社會責任的雙重效果 (*CSROV*) 與每股社會貢獻值 (*SCVPS*)。*DEP* 為總體負面衝擊變數，以總體經濟不景氣虛擬變數進行衡量。*SCA* 為公司特有負面事件虛擬變數。*DEBT* 為負債對權益比率，*MTB* 為市價淨值比，*RD* 為研發費用率，*BOARD* 為董事會規模，*INDR* 為獨立董事比率，*DIRHOLD* 為董事持股比率，*MANAHOLD* 為經理人持股比率而 *INSTHOLD* 為機構投資人持股比率。迴歸估計採最小平方準則並考慮 White 異質變異矯正（以異質一致性穩健估計誤計算估計係數之 *t* 值）。⁷

3.3 公司樣本與資料

本研究的公司樣本為臺灣證券交易所上市上櫃非金融產業公司

⁶ 由於被解釋變數包括公司績效、價值與風險指標，除了本研究的主要解釋變數外，在考慮估計模型中控制變數的選取時，由於風險變數的波動性採用績效變數的標準差進行衡量，因此較以會直接影響績效的控制變數為主；同時經過多次模型配適與設定的過程（排除估計結果極為不顯著的控制變數），本研究目前於迴歸模型設定中皆考量採用相同的控制變數。作者感謝匿名審稿人的修正補充建議。

⁷ 本研究之資料型態為追蹤資料 (panel data)，迴歸估計採普通最小平方的混合估計 (pooled estimation)。作者感謝匿名審稿人的修正補充建議。

共 1,484 家公司。資料期間為 2005 年至 2015 年。公司績效、價值與風險變數以及每股社會貢獻值之計算資料來自於台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal, TEJ)。社會責任變數則是根據遠見雜誌社會責任獎與天下雜誌天下企業公民的歷年得獎名單建構而得。⁸ 總體負面衝擊虛擬變數是根據自行政院國家發展委員會會景氣對策信號分數建構而成，公司特有負面事件虛擬變數是根據台灣經濟新報資料庫相關新聞資料進行統計與建構而成。

4. 實證結果

4.1 敘述統計與相關分析

表 3 報告變數的敘述統計量，分表 A 為所有公司樣本，分表 B 為當期社會責任表現良好之公司 ($CSRCD=1$ 者) 以及當期末獲選為社會責任表現良好之公司 ($CSRCD=0$ 者) 以及其各變數的平均數差異檢定結果。觀察分表 A，在全樣本中當期社會責任表現 ($CSRCD$) 的平均數為 0.023，表示全部公司樣本中有 2.3% 的公司被遠見或天下雜誌評選為社會責任表現良好的公司，而社會責任雙重效果 ($CSROI$) 的平均數為 0.004，表示所有公司樣本中，只有 0.43% 的公司曾同時獲得兩家雜誌之社會責任評比獎項。觀察分表 B，社會責任表現良好公司的三個績效變數之平均數分別為 13.314%、13.166% 與 3.916 元，皆顯著高於非社會責任公司之表現（三個績效變數之平均數分別為 8.018%、5.631% 與 1.737 元），兩組樣本在個別績效指標的平均數差異皆達 1% 的顯著水準。另外，社會責任表現良好公司的價值 ($TOBINQ$) 顯著高於非社會責任公司（平均數差異為 0.231），社會責任公司的兩個風險指標資產報酬率波動性 ($ROASTD$) 與股東報酬率波動性 ($ROESTD$) 之平均值分別為 3.295 與 4.803，皆

⁸ 遠見雜誌社會責任獎名單，<https://csr.gvm.com.tw/2020/history.html>；天下雜誌天下企業公民的歷年得獎名單，<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>。

顯著低於非社會責任公司之兩個風險指標（平均數分別為 5.914 與 11.984）。上述結果顯示社會責任表現良好的公司傾向有較佳的公司績效、較高的公司價值與較低的獲利波動性或風險。

有趣的是，當期社會責任表現良好公司的平均每股社會貢獻值為 7.481 元，顯著高於非社會責任公司的 3.884 元，表示那些被天下與遠見雜誌評估為社會責任表現良好的公司亦有顯著較高的每股社會貢獻值，隱含天下雜誌與遠見雜誌的社會責任評比與上海證券交易所挑選社會責任指數成份股的評估方式具有某種程度的一致性。其次，總體負面事件虛擬變數 (*DEP*) 的平均數在社會責任公司中為 0.56 而非社會責任公司為 0.452，公司特有負面事件虛擬變數 (*SCA*) 的平均數在社會責任公司中為 0.184，顯著高於非社會責任公司之 0.085，表示社會責任表現良好的公司有較高的機率面對總體負面事件，亦有較高的機率出現公司特有負面事件。由另一個角度來看，公司在總體負面事件發生或出現公司特有負面事件時，公司傾向投入更多資源於社會責任作為以重新建立形象。

表 3 之分表 C 報告發生總體負面事件狀態下 (*DEP*=1) 與未發生總體負面狀態下 (*DEP*=0) 各變數的敘述統計量，觀察分表 C 最右欄發現公司績效與價值在公司面對總體負面事件發生時皆顯著低於未發生總體負面事件時，而在總體負面環境下公司的資產報酬率波動性也顯著較低，隱含總體經濟表現不佳時，公司績效與價值顯著下降，而績效的波動性亦降低了。分表 D 為公司發生特有負面事件狀態下 (*SCA*=1) 與未發生公司特有負面狀態下 (*SCA*=0) 各變數的敘述統計量。同樣觀察分表 D 最右欄可發現公司績效與價值在公司發生特有負面事件發生時皆顯著低於未發生特有負面事件時，而當公司特有負面事件發生時，公司的權益報酬率波動性顯著上升，隱含公司特有負面事件發生時，公司績效與價值顯著下降，經營風險增加。

表 E 分別報告給定發生總體負面事件狀態下 (*DEP*=1) 以及未發生總體負面事件狀態下 (*DEP*=0)，當期獲選為社會責任表現良好之公司 (*CSRCD*=1 者) 與當期未獲選為社會責任表現良好之公司

(*CSRCD=0* 者) 之各變數的敘述統計量以及各組樣本的平均數差異及檢定結果。平均數差異 (1) 為各風險狀態下，社會責任表現良好之公司 (*CSRCD=1* 者) 與當期未獲選為社會責任表現良好之公司 (*CSRCD=0* 者) 的平均數差異，平均數差異 (2) 為社會責任表現良好之公司 (*CSRCD=1* 者) 在兩種風險狀態下的平均數差異。本研究發現發生總體負面事件狀態下，社會責任表現良好公司的績效與價值變數皆顯著高於社會責任表現不佳的公司 (平均數差異皆顯著為正)，而兩個風險變數在社會責任表現良好公司與非社會責任表現良好公司的平均數差異皆顯著為負，而同樣的情形出現在未發生總體負面事件下，社會責任表現良好公司的四個績效與價值變數相對於社會責任表現不佳的公司之平均數差異皆顯著為正，兩個風險變數在社會責任表現良好公司與非社會責任表現良好公司的平均數差異皆顯著為負。即便不論是否有發生總體負面事件，社會責任公司的績效與價值皆優於非社會責任公司且經營風險較低，惟仔細觀察在發生總體負面事件下兩組樣本差異的幅度並未高於未發生總體負面事件下兩組樣本差異的幅度，表示社會責任表現良好的公司在績效、價值與風險相對優於非社會責任公司的情形，並未在發總體負面事件下而擴大，因此企業社會責任的保險作用並未在公司面對總體負面事件發生下顯現出來。

分表F為公司發生特有負面狀態 (*SCA=1*) 與未發生公司特有負面狀態 (*SCA=0*)，當期獲選為社會責任表現良好之公司 (*CSRCD=1* 者) 與當期未獲選為社會責任表現良好之公司 (*CSRCD=0* 者) 之各變數的敘述統計量。與先前類似的是，不論在公司是否發生特有負面事件，社會責任公司的績效與價值皆優於非社會責任公司 (平均數差異皆顯著為正) 且經營風險較低 (平均數差異皆顯著為負)。值得關注的是，在公司發生特有負面事件下，社會責任公司之績效與價值優於非社會責任公司的幅度皆大於公司未發生特有負面事件下，社會責任表現良好公司優於非社會責任表現良好公司的幅度。

表 3 敘述統計量

變數	分表 A.					分表 B.				
	全樣本					社會責任公司樣本 (CSRCD=1)				
	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值
<i>ROA</i>	15,467	8.146	11.896	-191.260	110.560	373	13.314	8.744	-17.130	42.240
<i>ROE</i>	15,552	5.811	56.135	-911.580	6,226.800	373	13.166	10.878	-65.890	51.270
<i>EPS</i>	15,749	1.789	4.427	-140.400	180.080	373	3.916	4.626	-6.180	34.120
<i>TOBINOQ</i>	14,557	1.505	1.201	0.294	38.142	371	1.730	0.913	0.439	5.263
<i>ROASTD</i>	15,243	5.850	5.585	0.034	109.030	372	3.295	2.272	0.034	12.630
<i>ROESTD</i>	15,349	11.810	55.871	0.028	4,339.710	372	4.803	4.013	0.384	51.110
<i>CSRCD</i>	16,324	0.023	0.150	0.000	1.000	375	1.000	0.000	1.000	1.000
<i>CSRUCU</i>	16,324	0.115	0.728	0.000	11.000	375	3.587	2.552	0.000	11.000
<i>CSRCON</i>	16,324	0.004	0.061	0.000	1.000	375	0.160	0.367	0.000	1.000
<i>CSROY</i>	16,324	0.004	0.065	0.000	1.000	375	0.187	0.390	0.000	1.000
<i>SCVPS</i>	12,709	3.979	5.983	-33.054	268.370	337	7.481	7.781	-6.096	68.184
<i>DEP</i>	16,324	0.455	0.498	0.000	1.000	375	0.560	0.497	0.000	1.000
<i>SCA</i>	16,324	0.087	0.283	0.000	1.000	375	0.184	0.388	0.000	1.000
<i>DEBT</i>	15,729	36.551	19.680	0.000	936.400	373	35.094	16.784	0.420	82.980
<i>MTB</i>	14,539	1.824	2.766	0.080	192.990	371	2.164	1.532	0.320	9.590
<i>RD</i>	15,270	21.336	1,168.730	0.000	140,150.000	368	3.388	4.472	0.000	29.770
<i>BOARD</i>	14,812	6.905	2.123	2.000	28.000	371	8.978	3.167	5.000	21.000
<i>INDR</i>	14,811	18.421	17.284	0.000	75.000	371	21.681	17.097	0.000	62.500
<i>DIRHOLD</i>	14,811	21.687	14.435	0.000	100.000	371	20.003	16.461	1.330	87.830
<i>MANAHOLD</i>	14,811	1.740	2.765	0.000	39.340	371	1.132	1.867	0.000	19.330
<i>INSTHOLD</i>	14,787	37.176	22.746	0.000	100.000	371	62.523	22.613	5.850	98.410

表 3 敘述統計量 (續前頁)

變數	分表 B.					分表 C.				
	非社會責任公司 (CSRCD=0)					總體負面狀態 (DEP=1)				
	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值
ROA	15,094	8.018	11.935	-191.260	110.560	7,215	6.849	11.788	-191.260	110.560
ROE	15,179	5.631	56.783	-911.580	6,226.800	7,229	4.573	77.341	-668.970	6,226.800
EPS	15,376	1.737	4.409	-140.400	180.080	7,274	1.567	4.442	-52.320	180.080
TOBINQ	14,186	1.499	1.207	0.294	38.142	6,846	1.455	1.210	0.294	34.965
ROASTD	14,871	5.914	5.628	0.078	109.030	7,105	5.679	5.515	0.034	100.300
ROESTD	14,977	11.984	56.546	0.028	4,339.710	7,145	12.069	42.696	0.050	2,877.100
CSRCD	15,949	0.000	0.000	0.000	0.000	7,420	0.028	0.166	0.000	1.000
CSRUCU	15,949	0.033	0.317	0.000	8.000	7,420	0.150	0.848	0.000	11.000
CSRCON	15,949	0.000	0.000	0.000	0.000	7,420	0.004	0.064	0.000	1.000
CSROV	15,949	0.000	0.000	0.000	0.000	7,420	0.005	0.071	0.000	1.000
SCVPS	12,372	3.884	5.898	-33.054	268.370	5,828	3.778	6.421	-33.054	268.370
DEP	15,949	0.452	0.498	0.000	1.000	7,420	1.000	0.000	1.000	1.000
SCA	15,949	0.085	0.279	0.000	1.000	7,420	0.091	0.287	0.000	1.000
DEBT	15,356	36.587	19.744	0.000	936.400	7,268	35.749	18.423	0.000	332.230
MTB	14,168	1.815	2.791	0.080	192.990	6,841	1.759	2.718	0.080	119.630
RD	14,902	21.779	1,183.070	0.000	140,150.000	7,094	34.114	1,698.500	0.000	140,150.000
BOARD	14,441	6.852	2.063	2.000	28.000	6,939	6.959	2.103	2.000	28.000
INDR	14,440	18.338	17.281	0.000	75.000	6,939	19.751	17.352	0.000	75.000
DIRHOLD	14,440	21.730	14.377	0.000	100.000	6,939	21.511	14.562	0.120	99.710
MANAHOLD	14,440	1.755	2.783	0.000	39.340	6,939	1.632	2.698	0.000	39.340
INSTHOLD	14,416	36.524	22.374	0.000	100.000	6,933	37.470	22.739	0.000	100.000

表 3 敘述統計量 (續前頁)

變數	分表 C. 非總體負面狀態 (DEP=0)				分表 D. 公司特有負面狀態 (SCA=1)					
	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值
ROA	8,252	9.279	11.874	-129.950	104.000	1,426	6.253	12.013	-94.570	82.790
ROE	8,323	6.887	26.282	-911.580	296.180	1,427	0.881	32.861	-668.970	146.480
EPS	8,475	1.979	4.405	-140.400	144.910	1,427	1.522	4.270	-18.790	54.850
TOBINOQ	7,711	1.550	1.191	0.367	38.142	1,421	1.377	0.886	0.294	10.803
ROASTD	8,138	5.999	5.641	0.078	109.030	1,426	5.957	5.384	0.171	42.192
ROESTD	8,209	13.050	57.662	0.092	3,505.100	1,426	16.735	91.220	0.158	2,877.100
CSRCD	8,904	0.019	0.135	0.000	1.000	1,427	0.048	0.215	0.000	1.000
CSRUCU	8,904	0.086	0.610	0.000	10.000	1,427	0.274	1.063	0.000	10.000
CSRCON	8,904	0.003	0.058	0.000	1.000	1,427	0.006	0.079	0.000	1.000
CSROV	8,904	0.004	0.060	0.000	1.000	1,427	0.011	0.105	0.000	1.000
SCVPS	6,881	4.150	5.581	-9.702	210.420	1,309	3.507	5.661	-10.250	68.009
DEP	8,904	0.000	0.000	0.000	0.000	1,427	0.472	0.499	0.000	1.000
SCA	8,904	0.085	0.278	0.000	1.000	1,427	1.000	0.000	1.000	1.000
DEBT	8,461	37.240	20.676	0.000	936.400	1,426	40.722	18.871	0.510	99.010
MTB	7,698	1.882	2.807	0.230	192.990	1,420	1.834	4.146	0.090	119.630
RD	8,176	10.248	219.000	0.000	14,922.200	1,410	3.638	30.923	0.000	997.300
BOARD	7,873	6.858	2.140	3.000	27.000	1,427	7.472	2.638	2.000	21.000
INDR	7,872	17.250	17.140	0.000	66.667	1,427	14.573	16.338	0.000	60.000
DIRHOLD	7,872	21.842	14.321	0.000	100.000	1,427	20.351	14.603	0.160	95.000
MANAHOLD	7,872	1.835	2.820	0.000	39.170	1,427	1.214	2.808	0.000	39.340
INSTHOLD	7,854	36.917	22.750	0.000	100.000	1,426	42.000	24.229	0.210	100.000

表 3 敘述統計量 (續前頁)

變數	分表 D.					分表 E.				
	非公司持有負面狀態 (SCA=0)					總體負面狀態 (DEP=1)				
	平均數差異					社會責任公司樣本 (CSRCD=1)				
	觀察值	平均數	標準差	最小值	最大值	樣本數	平均數	樣本數	平均數	平均數差異 (1)
ROA	14,041	8.338	11.867	-191.260	110.560	208	12.191	7,007	6.691	5.500***
ROE	14,125	6.310	57.947	-911.580	6,226.800	208	11.801	7,021	4.359	7.442***
EPS	14,322	1.816	4.441	-140.400	180.080	208	3.595	7,066	1.507	2.087***
TOBINQ	13,136	1.519	1.230	0.307	38.142	207	1.634	6,639	1.450	0.185***
ROA1STD	13,817	5.859	5.605	0.034	109.030	208	3.165	6,897	5.755	-2.590***
ROE1STD	13,928	12.169	45.184	0.050	3,505.100	208	4.922	6,937	12.283	-7.361***
CSRCD	14,897	0.021	0.142	0.000	1.000	210	1.000	7,210	0.000	1.000
CSRUCU	14,897	0.099	0.686	0.000	11.000	210	3.881	7,210	0.041	3.840***
CSRCON	14,897	0.003	0.058	0.000	1.000	210	0.143	7,210	0.000	0.143***
CSROV	14,897	0.004	0.060	0.000	1.000	210	0.181	7,210	0.000	0.181***
SCVPS	11,400	4.034	6.017	-33.054	268.370	181	7.126	5,647	3.671	3.455***
DEP	14,897	0.453	0.498	0.000	1.000	210	1.000	7,210	1.000	0.000
SCA	14,897	0.000	0.000	0.000	0.000	210	0.176	7,210	0.088	0.088***
DEBT	14,303	36.135	19.711	0.000	936.400	208	34.673	7,060	35.781	-1.108
MTB	13,119	1.823	2.573	0.080	192.990	207	1.993	6,634	1.751	0.242**
RD	13,860	23.136	1,226.700	0.000	140,150.000	204	3.643	6,890	35.016	-31.373
BOARD	13,385	6.845	2.052	2.000	28.000	207	9.005	6,732	6.897	2.108***
INDR	13,384	18.832	17.332	0.000	75.000	207	23.223	6,732	19.644	3.579***
DIRHOLD	13,384	21.829	14.410	0.000	100.000	207	18.721	6,732	21.596	-2.876***
MANAHHOLD	13,384	1.796	2.755	0.000	32.110	207	1.345	6,732	1.641	-0.296*
INSTHOLD	13,361	36.662	22.522	0.000	100.000	207	60.523	6,726	36.760	23.763***

表 3 敘述統計量 (續前頁)

變數	非公司特有負面狀態 (SCA=0)						平均數差異 (2)
	社會責任公司樣本 (CSRCD=1)		社會責任公司樣本 (CSRCD=0)		平均數差異 (1)		
	樣本數	平均數	樣本數	平均數			
ROA	304	13.294	13,737	8.229	5.066***	0.110	
ROE	304	13.287	13,821	6.156	7.131***	-0.655	
EPS	304	3.788	14,018	1.773	2.015***	0.694	
TOBINQ	302	1.751	12,834	1.514	0.237***	-0.113	
ROASTD	303	3.322	13,514	5.895	-2.573***	-0.148	
ROESTD	303	4.911	13,625	12.331	-7.420***	-0.070	
CSRCD	306	1.000	14,591	0.000	1.000	0.000	
CSRUCU	306	3.605	14,591	0.026	3.579***	-0.097	
CSRCON	306	0.167	14,591	0.000	0.167***	-0.036	
CSROV	306	0.177	14,591	0.000	0.177***	0.055	
SCVPS	274	7.485	11,126	3.949	3.536***	-0.019	
DEP	306	0.565	14,591	0.451	0.115***	-0.029	
SCA	306	0.000	14,591	0.000	0.000	1.000	
DEBT	304	34.489	13,999	36.171	-1.682*	3.270	
MTB	302	2.165	12,817	1.815	0.351***	-0.008	
RD	299	3.665	13,561	23.565	-19.900*	-1.477**	
BOARD	302	8.735	13,083	6.801	1.934***	1.308***	
INDR	302	22.428	13,082	18.749	3.680***	-4.020	
DIRHOLD	302	20.410	13,082	21.862	-1.452	-2.188	
MANAHOLD	302	1.280	13,082	1.808	-0.528***	-0.794***	
INSTHOLD	302	61.801	13,059	36.080	25.721***	3.884	

分表 F.

資料來源：台灣經濟新報資料庫 (TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>)與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。

說明：1. 本表報告變數的敘述統計量，包括樣本數、平均數、標準差、最小值與最大值。資料期間為2005年至2015年。分表A為所有公司樣本共16,324個公司-年 (firm-year) 樣本點；分表B為當期獲選為社會責任表現良好之公司 (CSRCD=0者) 樣本共375個公司-年樣本點以及當期未獲選為社會責任良好之公司 (CSRCD=0者) 樣本共15,949個公司-年樣本點；分表C為發生總體負面事件狀態下 (DEP=1) 與未發生總體負面事件狀態下 (DEP=0) 各變數的敘述統計量；分表D為公司發生特有負面事件狀態下 (SCA=1) 與未發生公司特有負面事件狀態 (SCA=0) 各變數的敘述統計量。資料期間為2005年至2015年；分表E為發生總體負面事件狀態下 (DEP=1) 下與未發生總體負面事件狀態下 (DEP=0) 下，當期獲選為社會責任良好之公司 (CSRCD=1者) 與當期未獲選為社會責任良好之公司 (CSRCD=0者) 之各變數的敘述統計量；分表F為公司發生特有負面事件狀態下 (SCA=1) 與未發生公司特有負面事件狀態下 (SCA=0)，當期獲選為社會責任良好之公司 (CSRCD=1者) 與當期未獲選為社會責任良好之公司 (CSRCD=0者) 之各變數的敘述統計量。平均數差異(1) 為各風險狀態下，社會責任表現良好之公司 (CSRCD=1者) 與當期未獲選為社會責任良好之公司 (CSRCD=0者) 的平均數差異，平均數差異 (2) 為社會責任表現良好之公司 (CSRCD=1者) 在兩種風險狀態下的平均數差異。

2. ***、**與 * 分別代表達到1%、5%與 10%顯著水準。

舉例來說資產報酬率 (ROA) 在公司未發生特有負面事件時兩組樣本的平均數差異為 5.066%，但在公司發生特有負面事件時兩組樣本的平均數差異擴增為 7.515%，同時在風險變數下亦出現相同情況(未發生特有負面事件時兩組樣本資產報酬率波動性之平均數差異由 -2.924% 變動為發生特有負面事件時的 -2.573%)。因此，本研究發現不論是績效、價值與風險，社會責任表現良好的公司優於非社會責任表現良好公司的幅度，在公司發生特有負面事件時是相對更大的，換句話說，社會責任公司的相對優越性在公司發生特有負面事件時更被突顯出來，敘述統計的數據結果支持本研究中企業社會責任表現具有績效保險功能的假說。

表 4 為 Pearson 相關係數矩陣。觀察社會責任變數與績效、價值與獲利波動性的相關係數可知，公司社會責任表現與績效與價值變數幾乎皆呈現顯著正相關，公司社會責任表現與資產報酬率波動性及股東報酬率波動性幾乎皆顯著負相關，社會責任表現良好的公司傾向有較佳的財務績效、較高的公司價值以及較低的獲利波動風險。總體負面事件與公司特有負面事件與公司績效與價值的相關係數幾乎顯著為負，表示公司的績效與價值在公司面對總體負面事件與發生特有負面事件時皆顯著下降。當公司處於總體負面事件狀態下，資產報酬率波動性顯著下降，當公司特有負面事件發生時，股東報酬率的波動性顯著提升。

4.2 迴歸估計結果

表 5 報告社會責任當期表現 (CSRCD) 是否對公司績效、價值與獲利波動性風險產生保險功能的迴歸估計結果。觀察第一欄，當績效變數為資產報酬率 (ROA) 時，模型一中當期社會責任當期表現的估計係數為正 (2.537) 且達到統計顯著水準，表示當年度獲選為社會責任表現良好的公司傾向有較高的資產報酬率。公司發生總體負面事件變數的估計係數顯著為負 (-2.597)，公司發生特有負面事件的

表 4 Pearson 相關係數矩陣

變數	ROA	ROE	EPS	TOBINQ	ROASTD	ROESTD	CSRCD	CSRUCU	CSRCON	CSROV	SCVPS
ROA	1.000										
ROE	0.348**	1.000									
EPS	0.646**	0.243**	1.000								
TOBINQ	0.250**	0.124**	0.288**	1.000							
ROASTD	-0.092**	-0.061**	-0.012	0.229**	1.000						
ROESTD	-0.029**	-0.057**	0.008	0.073**	0.196**	1.000					
CSRCD	0.068**	0.021**	0.075**	0.030**	-0.072**	-0.020**	1.000				
CSRUCU	0.065**	0.020**	0.084**	0.042**	-0.070**	-0.019**	0.731**	1.000			
CSRCON	0.058**	0.014	0.047**	0.035**	-0.030**	-0.008	0.396**	0.453**	1.000		
CSROV	0.054**	0.015	0.047**	0.043**	-0.029**	-0.009	0.428**	0.454**	0.368**	1.000	
SCVPS	0.582**	0.413**	0.930**	0.369**	-0.062**	-0.021**	0.097**	0.094**	0.047**	0.060**	1.000
DEP	-0.102**	-0.021**	-0.046**	-0.039**	-0.029**	-0.011	0.033**	0.044**	0.005	0.012	-0.031**
SCA	-0.051**	-0.028**	-0.019**	-0.035**	0.006	0.024**	0.052**	0.068**	0.014	0.033**	-0.027**
DEBT	-0.178**	-0.067**	-0.111**	-0.158**	-0.018**	0.095**	-0.012	-0.005	-0.021**	-0.007	-0.067**
MTB	0.096**	-0.131**	0.156**	0.691**	0.185**	0.106**	0.020**	0.031**	0.021**	0.031**	0.177**
RD	-0.076**	-0.020**	-0.009	0.116**	0.012	0.002	-0.002	-0.003	-0.001	-0.001	-0.013
BOARD	0.061**	0.041**	0.037**	0.021**	-0.104**	-0.005	0.157**	0.182**	0.062**	0.073**	0.045**
INDR	0.096**	0.058**	0.083**	0.150**	0.132**	0.010	0.030**	0.051**	0.047**	0.031**	0.134**
DIRHOLD	0.101**	0.049**	0.037**	0.091**	0.059**	0.048**	-0.019**	-0.013	-0.017**	-0.019**	0.048**
MANAHOLD	0.091**	0.061**	0.084**	0.058**	0.071**	0.038**	-0.035**	-0.045**	-0.016**	-0.019**	0.116**
INSTHOLD	0.218**	0.138**	0.225**	0.153**	0.005	0.033**	0.179**	0.197**	0.083**	0.110**	0.213**

表 4 Pearson 相關係數矩陣 (續前頁)

變數	DEP	SCA	DEBT	MTB	RD	BOARD	INDR	DIRHOLD	MANAHOLD	INSTHOLD
ROA										
ROE										
EPS										
TOBINQ										
ROASTD										
ROESTD										
CSRCD										
CSRUCU										
CSRCON										
CSROV										
SCVPS										
DEP	1.000									
SCA	0.011	1.000								
DEBT	-0.038**	0.067**	1.000							
MTB	-0.022**	0.001	0.048**	1.000						
RD	0.010	-0.005	-0.025**	0.057**	1.000					
BOARD	0.024**	0.087**	-0.038**	0.005	0.018**	1.000				
INDR	0.072**	-0.073**	-0.073**	0.083**	0.008	-0.025**	1.000			
DIRHOLD	-0.012	-0.030**	0.016	0.062**	0.035**	0.124**	0.025**	1.000		
MANAHOLD	-0.037**	-0.062**	-0.028**	0.038**	0.012	-0.041**	0.101**	-0.003	1.000	
INSTHOLD	0.012	0.069**	0.031**	0.103**	0.017**	0.227**	-0.011	0.428**	-0.163**	1.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫 (TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>)與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。

說明：1. 本表報告變數之間的Pearson相關係數。資料期間為2005年至2015年。所有資料共16,324個公司-年 (firm-year)樣本點。

2. **代表達到5%顯著水準。

估計係數亦顯著為負 (-1.595)，表示不論總體負面事件的還是公司特有負面事件的發生皆顯著地降低公司的資產報酬率。在模型二中兩個負面事件變數的估計係數仍顯著為負，而有趣的是當期社會責任表現與總體負面事件交乘項的係數顯著為正 (1.993)，表示雖然總體負面事件的發生會降低公司的資產報酬率，但那些社會責任表現良好的公司在總體負面事件發生時僅會有相對較低的下跌幅度（僅為 -0.648%，等於 $-2.641\% + 1.993\%$ ）；同樣地，當期社會責任表現與公司特有負面事件交乘項的係數顯著為正 (3.064)，表示雖然公司發生特有負面事件的發生會降低公司的資產報酬率，但那些社會責任表現良好的公司在特有負面事件發生時反而使資產報酬率增加（增加幅度為 1.346%，等於 $-1.718\% + 3.064\%$ ）。社會責任表現有助於減緩資產報酬率在負面事件發生時的下降幅度，甚至在公司特有負面事件發生時仍使其資產報酬率增加。公司出現負面事件會受到顯著的負面衝擊，但是如果公司是社會責任表現良好的公司，受到負面影響的程度是較輕微的，績效下跌的幅度是相對較小的。

這證實了社會責任可以作為一種公司發生負面事件時績效下跌幅度相對較小的緩衝或保險。如同先前既有研究所提，公司的社會責任作為有助於累積公司在商品市場與金融市場上的聲譽資本、形象與信任，當公司面對總體負面事件的發生以及公司自身發生個體負面事件時，這些透過社會責任作為所累積的聲譽資本、形象與信任可以作為負面事件負向衝擊的緩衝，社會責任表現良好的公司在利益關係人的評價中有多一層資本、形象與信任，於是給定負面事件的發生傾向使公司受傷的情況下，社會公眾對於社會責任表現良好公司的信心失去程度較低、願意繼續相信或原諒公司犯錯行為（就個體負面事件來說）的程度較高，使得社會責任表現良好公司的受傷害程度傾向輕微一些。

觀察表 5 中關於另外兩個績效變數的估計結果亦發現類似的情況。不論是權益報酬率或每股盈餘，模型一的估計結果顯示當期社會責任變數顯著正向影響績效，公司總體負面事件與公司特有負面事件

的估計係數顯著為負，表示那些當期社會責任表現良好的公司傾向有較高的公司績效，但兩類型負面事件皆仍會顯著地負向衝擊績效。觀察模型二可發現總體負面事件與公司特有負面事件的係數皆顯著為負，但社會責任表現與總體負面事件交乘項以及社會責任表現與公司特有負面事件交乘項的係數皆顯著為正，這表示即便發生負面事件會顯著降低股東報酬率與每股盈餘，但是那些社會責任表現良好的公司在總體負面事件下其績效下跌的幅度是較低的（以股東報酬率來說，非社會責任公司下跌 3.819%，社會責任公司下跌 1.022%（等於 $-3.819\%+2.797\%$ ）），同時社會責任表現良好的公司在公司特有負面事件下其績效甚至可以獲得提升（以股東報酬率來說，非社會責任公司下跌 3.92%，社會責任公司上升 1.633%（等於 $-3.920\%+5.553\%$ ））。然而，觀察公司價值變數 *TOBINQ* 的估計結果發現，當期社會責任表現之係數不顯著，表示社會責任表現無法顯著提升市場上投資人對公司成長前景的評價；不論是總體負面事件或公司特有負面事件的發生，皆負向影響公司價值，而由於社會責任表現與負面事件交乘項係數皆不顯著，隱含較佳的社會責任表現無法產生較低程度的公司價值下跌，社會責任的保險效果並未出現於公司價值的保護上。

觀察表 5 公司風險（即資產報酬率波動性與股東報酬率波動性）的估計結果，發現當期社會責任表現的係數顯著為負，表示當期入選社會責任表現良好的公司傾向有較低的資產報酬率波動性與股東報酬率波動性即較低的風險。當處於總體負面事件狀態下，資產報酬率波動性顯著較低，而發生公司特有負面事件時，資產報酬率與權益報酬率的波動性皆顯著上升。有趣的是模型二的估計結果顯示社會責任表現與總體負面事件以及與公司特有負面事件交乘項之係數皆顯著為負，表示雖然公司面對或發生負面事件時會使公司風險增加，但社會責任作為有助於減緩風險增加的幅度，甚至使得風險得以降低。舉例來說，當公司發生特有負面事件時，資產報酬率波動性在非社會責任公司會顯著上升 0.802%，但在社會責任表現良好的公司則會下降 0.531%，即 $0.802\%+(-1.333\%)$ ，股東權益報酬率波動性在非社會責任

表 5 社會責任當期表現 (CSLCD) 對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果 (續前頁)

解釋變數	TOBINQ		ROASTD		ROESTD	
	模型一	模型二	模型一	模型二	模型一	模型二
CSLCD	0.0245 (0.810)		-2.262*** (-15.500)		-7.017*** (-6.310)	
DEP	-0.090*** (-5.440)	-0.090*** (-5.390)	-0.163* (-1.900)	-0.117 (-1.350)	0.595 (0.830)	0.712 (0.980)
SCA	-0.069** (-2.410)	-0.069** (-2.350)	0.756*** (5.200)	0.802*** (5.330)	5.284* (1.770)	5.604* (1.800)
DEP*CSLCD		0.002 (0.050)		-2.028*** (-10.310)		-5.376*** (-6.500)
SCA*CSLCD		0.034 (0.590)		-1.333*** (-3.680)		-8.094** (-2.530)
DEBT	-0.012*** (-23.700)	-0.012*** (-23.720)	-0.009*** (-2.770)	-0.009*** (-2.740)	0.224*** (8.620)	0.224*** (8.610)
MTB	0.271*** (4.690)	0.271*** (4.690)	0.335*** (2.810)	0.334*** (2.810)	1.425*** (3.040)	1.423*** (3.04)
RD	0.000 (1.410)	0.000 (1.400)	-0.000 (-0.220)	-0.000 (-0.200)	-0.000 (-0.100)	-0.000 (-0.070)
BOARD	-0.006* (-1.860)	-0.005* (-1.820)	-0.259*** (-15.100)	-0.267*** (-15.540)	-0.415** (-2.290)	-0.432** (-2.390)
INDR	0.006*** (7.170)	0.006*** (7.160)	0.037*** (12.830)	0.037*** (12.740)	0.025* (1.770)	0.024* (1.720)
DIRHOLD	0.000 (0.350)	0.000 (0.320)	0.020*** (5.230)	0.021*** (5.49)	0.106*** (4.600)	0.109*** (4.690)
MANAHOLD	0.0144*** (4.200)	0.014*** (4.190)	0.090*** (4.000)	0.0898*** (4.04)	0.526* (1.820)	0.527* (1.820)
INSTHOLD	0.005*** (6.130)	0.005*** (6.120)	0.003 (0.970)	0.001 (0.490)	0.039** (2.230)	0.035** (2.070)
截距項	1.183*** (16.310)	1.182*** (16.330)	5.924*** (27.330)	5.956*** (27.520)	-2.466 (-0.830)	-2.405 (-0.810)
有效樣本數	14,355	14,355	14,338	14,338	14,339	14,339
Adj-R ²	0.533	0.533	0.074	0.072	0.027	0.027
F-統計量之 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>) 與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值 (採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

另外，本研究發現就資產報酬率來說，總體負面事件 (*DEP*) 的係數就絕對值來說要比個體負面事件 (*SCA*) 的係數來得大 (分別為 -2.597 與 -1.595)，表示發生總體負面事件對公司資產報酬率產生的負面衝擊幅度要比個體負面事件來得大。有趣的是，公司當期社會責任表現產生的保險效果 (即總體負面事件與當期社會責任表現交乘項以及個體負面事件與當期社會責任表現交乘項的係數) 在個體負面事件下是較大的 (兩交乘項的係數分別為 1.993 與 3.064)。這表示總體負面事件給公司帶來的負面衝擊相對較大，影響的層面是較全面性而並非針對特定公司 (例如經濟體系購買力或信心整體性衰退)，個體負面事件的影響則是屬於公司部分地失去產品市場與金融市場參與者的信心或評價而使公司營運與金融市場表現而受到負面的影響。公司對利益關係人關係的管理與資源投入，在修補與回復原先在利益關係人中的評價是在個別負面事件中相對較為容易，但在總體負面事件的影響下，社會責任作為在修補關係、信任與評價上的過程是相對較不容易的，畢竟總體負面事件對公司的負面效應並非歸責於個別公司的經營閃失或錯誤行為。在其他績效變數的估計結果中亦有類似的情形出現。

整體來說，表 5 的估計結果顯示大多數情況下公司面對總體負面事件或發生特有負面事件時，公司的績效與價值皆會顯著下降而風險會顯著上升，但是社會責任表現良好的公司傾向獲得較低程度的績效與價值下跌與風險上升，甚至在特有負面事件發生時，社會責任表現良好的公司更可獲得績效與價值的提升以及風險的降低。既有研究指出社會責任作為可為公司在利益關係人間創造聲譽與良好形象，當公司面對或發生負面事件時，其所累積的聲譽與形象將可作為負向衝擊的緩衝，進而使得公司受傷害的程度降低。表 5 的估計結果與社會責任具保險作用的觀點相一致。⁹

⁹ 不同產業間以及不同年度下，公司社會責任表現對於績效的保險功能可能有明顯的不同，於迴歸估計時可考慮加入產業與年度虛擬變數或採取納入產業與年度固定效果的固定效果模式 (fixed-effect model) 以控制企業社會責任表

表 6 報告公司社會責任累積表現 (CSRCU) 是否對公司績效、價值與獲利波動性產生保險功能的迴歸估計結果。與表 5 的估計結果類似，累積社會責任表現愈佳，公司有顯著愈高的資產報酬率、股東報酬率與每股盈餘，並且有顯著愈高的資產報酬率波動性與股東報酬率波動性。當公司面對總體負面事件與發生特有負面事件時，公司績效與價值的四個變數皆顯著下跌，資產報酬率波動性顯著下降而股東報酬率波動性顯著上升，累積社會責任表現愈佳的公司有助於減緩績效下跌以及風險增加的幅度，實證結果與公司社會責任表現具有保險功能的觀點相一致。

表 7 報告社會責任連續表現 (CSRCON) 是否對公司績效、價值與獲利波動性風險產生保險功能迴歸估計結果。社會責任連續表現變數對於公司是否為社會責任公司的要求是更為嚴格的，必須於資料期間共 11 年連續獲得遠見與天下雜誌的社會責任獎方能認定為社會責任公司。表 7 的估計結果顯示連續獲得社會責任獎的公司有顯著較高的資產報酬率、股東報酬率、每股盈餘與公司價值 Tobin's Q，且有顯著較低的資產報酬率與股東報酬率波動性，表示連續獲得社會責任獎的公司傾向為績效佳、價值高與風險低的公司。公司面對總體負面事件或發生特有負面事件時，公司的績效與價值皆顯著下降，在總體負面狀態下資產報酬率波動性顯著下降，在特有負面事件狀態下資產報酬率與股東報酬率波動性皆顯著上升。

有趣的是，表 7 的證據顯示社會責任連續數年皆表現良好的公司在負面事件發生狀態下，仍可享有績效增加以及風險降低的利益，舉例來說，連續社會責任表現良好的公司在總體負面事件下其資產報酬率將上升 2.737%（等於 $-2.604\%+5.341\%$ ），而非為連續社

現對於公司績效產生之保險效果在不同產業間與年度下的異質性。另外，公眾或金融市場參與者對於身處不同產業下之社會責任表現的評價可能有極大的差異，因此可考慮採用經產業平均數（或中位數）調整的方式來量化不同公司的企業社會責任表現以評估經產業調整的企業社會責任表現是否具績效保險的功能。作者感謝匿名審稿人的修正補充建議。

表 6 社會責任累積表現 (CSRCU) 對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果 (續前頁)

解釋變數	TOBINQ		ROASTD		ROESTD	
	模型一	模型二	模型一	模型二	模型一	模型二
CSRCU	0.012 (1.450)		-0.474*** (-15.180)		-1.553*** (-5.650)	
DEP	-0.090*** (-5.430)	-0.091*** (-5.380)	-0.155* (-1.800)	-0.114 (-1.310)	0.624 (0.870)	0.742 (1.020)
SCA	-0.069** (-2.420)	-0.075** (-2.490)	0.771*** (5.300)	0.811*** (5.350)	5.337* (1.780)	5.694* (1.800)
DEP*CSRCD		0.008 (0.790)		-0.402*** (-10.600)		-1.180*** (-6.440)
SCA*CSRCD		0.026 (1.500)		-0.254*** (-3.380)		-1.720** (-2.310)
DEBT	-0.012*** (-23.710)	-0.012*** (-23.720)	-0.009*** (-2.700)	-0.009*** (-2.680)	0.224*** (8.620)	0.225*** (8.620)
MTB	0.271*** (4.690)	0.271*** (4.690)	0.336*** (2.810)	0.335*** (2.810)	1.429*** (3.040)	1.426*** (3.040)
RD	0.003 (1.410)	0.000 (1.410)	-0.000 (-0.230)	-0.000 (-0.200)	-0.000 (-0.110)	-0.000 (-0.080)
BOARD	-0.005** (-2.010)	-0.005** (-2.030)	-0.255*** (-14.780)	-0.264*** (-15.320)	-0.396** (-2.140)	-0.416** (-2.260)
INDR	0.006*** (7.200)	0.006*** (7.170)	0.038*** (12.980)	0.037*** (12.830)	0.026* (1.860)	0.025* (1.780)
DIRHOLD	0.000 (0.440)	0.000 (0.430)	0.020*** (5.190)	0.022*** (5.480)	0.105*** (4.600)	0.108*** (4.690)
MANAHOLD	0.014*** (4.200)	0.014*** (4.200)	0.088*** (3.950)	0.089*** (3.980)	0.522* (1.810)	0.524* (1.810)
INSTHOLD	0.005*** (6.170)	0.005*** (6.130)	0.003 (1.060)	0.002 (0.560)	0.040** (2.290)	0.036** (2.130)
截距項	1.187*** (16.130)	1.188*** (16.180)	5.868*** (26.820)	5.916*** (27.110)	-2.679 (-0.890)	-2.593 (-0.860)
有效樣本數	14,355	14,355	14,338	14,338	14,339	14,339
Adj-R ²	0.534	0.534	0.074	0.072	0.027	0.027
F-統計量之 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>) 與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值 (採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

表 7 社會責任連續表現 (CSRCON) 對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果 (續前頁)

解釋變數	TOBINQ		ROASTD		ROESTD	
	模型一	模型二	模型一	模型二	模型一	模型二
CSRCON	0.163*** (2.660)		-2.700*** (-10.500)		-6.000*** (-5.740)	
DEP	-0.090*** (-5.440)	-0.090*** (-5.450)	-0.178** (-2.070)	-0.167* (-1.950)	0.550 (0.770)	0.575 (0.800)
SCA	-0.068** (-2.410)	-0.068** (-2.390)	0.728*** (5.010)	0.746*** (5.100)	5.197* (1.750)	5.242* (1.750)
DEP*CSRCD		0.121* (1.680)		-2.132*** (-5.850)		-5.044*** (-5.800)
SCA*CSRCD		-0.000 (-0.030)		-2.626*** (-3.300)		-6.723** (-2.070)
DEBT	-0.012*** (-23.660)	-0.013*** (-23.690)	-0.009*** (-2.760)	-0.009*** (-2.750)	0.224*** (8.610)	0.224*** (8.610)
MTB	0.271*** (4.690)	0.271*** (4.690)	0.335*** (2.810)	0.334*** (2.810)	1.425*** (3.040)	1.423*** (3.040)
RD	0.000 (1.410)	0.000 (1.400)	-0.000 (-0.180)	-0.000 (-0.170)	-0.000 (-0.040)	-0.000 (-0.04)
BOARD	-0.005* (-1.890)	-0.005* (-1.840)	-0.277*** (-16.210)	-0.278*** (-16.290)	-0.472*** (-2.730)	-0.475*** (-2.740)
INDR	0.006*** (7.160)	0.006*** (7.160)	0.037*** (12.750)	0.037*** (12.670)	0.023* (1.700)	0.023* (1.670)
DIRHOLD	0.000 (0.390)	0.000 (0.330)	0.022*** (5.780)	0.022*** (5.900)	0.114*** (4.770)	0.115*** (4.790)
MANAHOLD	0.014*** (4.200)	0.014*** (4.200)	0.089*** (3.980)	0.089*** (3.990)	0.525* (1.810)	0.525* (1.820)
INSTHOLD	0.005*** (6.110)	0.005*** (6.110)	0.000 (0.110)	-0.000 (-0.020)	0.031* (1.840)	0.0300* (1.810)
截距項	1.183*** (16.410)	1.183*** (16.420)	6.056*** (28.040)	6.062*** (28.090)	-2.029 (-0.700)	-2.023 (-0.690)
有效樣本數	14,355	14,355	14,338	14,338	14,339	14,339
Adj-R ²	0.534	0.533	0.071	0.070	0.027	0.027
F-統計量之 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>) 與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值 (採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

會責任表現良好的公司則下降 2.604%；連續社會責任表現良好的公司在特有負面事件下其資產報酬率將上升 3.328%（等於 $-1.601\%+4.929\%$ ），而非為連續社會責任表現良好的公司則下降 1.601%；連續社會責任表現良好的公司在總體負面事件下其 Tobin's Q 增加 0.0307（等於 $-0.0903+0.121$ ），而非為連續社會責任表現良好的公司則下降 0.0903。非連續社會責任表現良好的公司在總體負面狀態下其資產報酬率標準差降低 0.167%，但連續社會責任表現良好的公司則可下降 2.299%，即 $-0.167\%+(-2.132\%)$ 。非連續社會責任表現良好的公司在特有負面狀態下其資產報酬率標準差增加 0.746%，但連續社會責任表現良好的公司則可下降 1.88%，也就是 $0.746\%+(-2.626\%)$ 。股東報酬率標準差亦為類似狀況。表 7 的多數證據顯示連續社會責任表現良好的公司在面臨或發生負面事件下與其餘公司產生顯著的優勢，獲得顯著的績效與價值增加並享有較低的風險，支持企業社會責任作為具有績效保險功能的觀點。

表 8 報告社會責任雙重效果 (CSROI) 是否對公司績效、價值與獲利波動性產生保險功能的迴歸估計結果。雖然如同表 7 中關於社會責任表現變數的定義是較為嚴格的，然而實證結果並未有明顯的改變，那些於當年度同時獲得兩家媒體評選為社會責任表現良好的公司，於公司面臨總體負面事件與發生公司特有負面事件時，皆相對於其他公司而言有較低績效與價值下跌幅度以及風險增加的幅度，甚至部分的證據顯示出績效（資產報酬率）上升與風險（資產報酬率與股東報酬率標準差）降低的現象，實證上支持了社會責任表現具保險作用的觀點。

表 9 報告公司每股社會貢獻值 (SCVPS) 是否對公司績效、價值與獲利波動性產生保險功能的迴歸估計結果，證據顯示由於每股社會貢獻對公司績效與價值的影響係數皆顯著為正，對兩個風險指標的影響皆顯著為負，表示每股社會貢獻愈高的公司有愈佳的績效、愈高的價值與愈低的風險；幾乎所有的證據顯示兩種負面事件的發生對於公司績效與價值的影響為負而對於公司風險的影響為正，隱

表 8 社會責任雙重效果 (CSROV) 對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果 (續前頁)

解釋變數	TOBINQ		ROASTD		ROESTD	
	模型一	模型二	模型一	模型二	模型一	模型二
CSROV	0.236*** (2.610)		-2.370*** (-8.430)		-8.301*** (-5.230)	
DEP	-0.090*** (-5.450)	-0.091*** (-5.450)	-0.175** (-2.040)	-0.169** (-1.970)	0.557 (0.780)	0.579 (0.810)
SCA	-0.069** (-2.430)	-0.068** (-2.390)	0.737*** (5.060)	0.758*** (5.160)	5.229* (1.760)	5.324* (1.770)
DEP*CSRCD		0.140 (1.450)		-1.497*** (-3.680)		-5.550*** (-3.48)
SCA*CSRCD		0.035 (0.250)		-2.615*** (-4.850)		-11.170*** (-2.970)
DEBT	-0.012*** (-23.700)	-0.011*** (-23.710)	-0.009*** (-2.720)	-0.009*** (-2.710)	0.224*** (8.620)	0.224*** (8.620)
MTB	0.271*** (4.690)	0.271*** (4.690)	0.335*** (2.810)	0.335*** (2.810)	1.427*** (3.040)	1.425*** (3.040)
RD	0.0003 (1.410)	0.000 (1.400)	-0.000 (-0.180)	-0.000 (-0.170)	-0.000 (-0.050)	-0.000 (-0.040)
BOARD	-0.005* (-1.940)	-0.005* (-1.870)	-0.277*** (-16.150)	-0.278*** (-16.270)	-0.467*** (-2.680)	-0.472*** (-2.720)
INDR	0.006*** (7.180)	0.006*** (7.180)	0.037*** (12.690)	0.037*** (12.660)	0.0233* (1.690)	0.023* (1.690)
DIRHOLD	0.0002 (0.470)	0.000 (0.360)	0.022*** (5.740)	0.022*** (5.860)	0.112*** (4.730)	0.113*** (4.770)
MANAHOLD	0.014*** (4.200)	0.014*** (4.190)	0.089*** (4.000)	0.089*** (4.000)	0.526* (1.820)	0.526* (1.820)
INSTHOLD	0.005*** (6.140)	0.005*** (6.15)	0.000 (0.170)	0.000 (0.030)	0.032* (1.930)	0.031* (1.870)
截距項	1.186*** (16.330)	1.184*** (16.350)	6.048*** (27.890)	6.056*** (27.980)	-2.100 (-0.720)	-2.083 (-0.710)
有效樣本數	14,355	14,355	14,338	14,338	14,339	14,339
Adj-R ²	0.534	0.534	0.071	0.070	0.027	0.027
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>) 與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值 (採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

含了負面事件的發生對公司產生了顯著的負向衝擊；每股社會貢獻值與總體負面事件以及與公司特有負面事件交乘項的係數，在績效與價值變數下幾乎顯著為正，而在風險變數下幾乎顯著為負，隱含每股社會貢獻值愈高的公司，愈有助於公司在負面事件發生時，減緩公司績效與價值降低的幅度，緩和風險上升的程度，換句話說，每股社會貢獻值愈高，績效與價值下降的幅度愈小，而風險上升的程度愈少。實證證據與先前的結果具一致性，支持本研究所提出的假說。

4.3 額外的分析

4.3.1 採取兩階段估計與傾向分數配對以降低樣本自我選擇偏誤

除已透過變異數膨脹因子 (variance inflation factor) 檢驗迴歸模型設定並未產生多重共線性 (multi-collinearity) 的疑慮外，本研究另行考慮進行三個額外的分析。首先考慮樣本選擇偏誤 (sample selection bias) 問題的矯正。既有研究指出社會責任公司傾向是規模較大、獲利能力較佳或管理能力較強的公司 (Shen and Chang, 2009; Chih et al., 2010; Liang and Renneboog, 2017)，使得這些公司有較多的資源從事社會公益，因此較佳的社會責任表現對應較佳的公司績效以及社會責任表現所產生的保險效果有可能源自於使公司有較佳社會責任表現的相關因素，較佳的公司績效以及保險效果的存在並非是社會責任表現所導致的結果，決定社會責任表現優劣的決定因素也有部分的解釋力。要增加社會責任表現對於公司績效以及社會責任保險效果存在的因果推論性 (causal inference)，應增加考慮控制決定社會責任表現的先決因素 (pre-determinants)。本研究首先採用兩階段估計 (two-stage estimation)，第一階段以公司資產規模 (*SIZE*)、前一年度獲利 (資產報酬率：*ROALAG*)、負債比率 (*DEBT*)、獨立董事比率 (*INDR*) 與機構投資人持股比率 (*INSTHOLD*) (Dyck et al., 2019) 預測公司社會責任表現並形成選擇偏誤調整項 (bias correction term) (*LAMBDA*)，將此選擇偏誤調整項置入第二階段估計

表 9 每股社會貢獻值 (SCVPS) 對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果 (續前頁)

解釋變數	TOBINQ		ROASTD		ROESTD	
	模型一	模型二	模型一	模型二	模型一	模型二
SCVPS	0.036*** (5.110)		-0.0935*** (-3.880)		-0.294*** (-3.460)	
DEP	-0.075*** (-5.040)	-0.191*** (-5.490)	-0.117 (-1.340)	0.258* (1.660)	0.568 (0.680)	1.639** (2.050)
SCA	-0.042* (-1.780)	-0.092** (-2.410)	0.728*** (5.070)	1.100*** (5.320)	5.326 (1.640)	4.256*** (2.710)
DEP*CSRCD		0.027*** (3.560)		-0.090*** (-2.710)		-0.246*** (-2.670)
SCA*CSRCD		0.011* (1.870)		-0.099** (-2.570)		0.329 (0.460)
DEBT	-0.009*** (-20.700)	-0.010*** (-22.290)	-0.007** (-2.160)	-0.006* (-1.870)	0.230*** (7.760)	0.236*** (8.070)
MTB	0.227*** (4.620)	0.235*** (4.540)	0.325** (2.320)	0.308** (2.380)	1.512** (2.530)	1.442*** (2.580)
RD	0.000* (1.930)	0.000* (1.940)	0.000 (1.500)	0.000 (1.530)	0.000 (0.440)	0.000 (0.690)
BOARD	-0.006*** (-2.870)	-0.006*** (-2.910)	-0.244*** (-14.740)	-0.241*** (-14.500)	-0.337* (-1.830)	-0.343* (-1.950)
INDR	0.004*** (7.010)	0.005*** (7.810)	0.042*** (14.230)	0.041*** (13.690)	0.048*** (3.340)	0.039*** (2.870)
DIRHOLD	-0.000 (-0.490)	-0.001 (-1.560)	0.018*** (4.630)	0.019*** (4.920)	0.122*** (3.890)	0.127*** (3.990)
MANAHOLD	0.005* (1.690)	0.011*** (3.460)	0.055*** (2.790)	0.045** (2.270)	0.518 (1.460)	0.455 (1.370)
INSTHOLD	0.003*** (5.140)	0.004*** (6.940)	-0.001 (-0.200)	-0.003 (-1.150)	0.036** (1.980)	0.0207 (1.000)
截距項	1.144*** (18.980)	1.235*** (16.900)	6.097*** (27.290)	5.800*** (24.750)	-3.014 (-0.860)	-3.610 (-1.110)
有效樣本數	12,590	12,590	12,581	12,581	12,581	12,581
Adj-R ²	0.553	0.525	0.075	0.073	0.025	0.024
F-統計量之 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>) 與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 *t* 值 (採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5%與 10%顯著水準。

表 10 報告公司社會責任當期表現 (CSLCD) 對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的兩階段估計結果。兩階段估計之第一階段的估計結果發現，公司規模愈大、獲利能力愈佳、負債比率愈低、獨立董事比率愈高與機構投資人持股比率愈高時，公司社

表 10 公司社會責任當期表現對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的兩階段估計結果

第一階段估計		第二階段估計					
解釋變數	CSLCD	解釋變數	ROA		ROE		EPS
			模型一	模型二	模型一	模型二	模型一
<i>SIZE</i>	0.451*** (21.390)	<i>CSLCD</i>	13.760*** (12.180)		14.33*** (6.200)		8.352*** (8.070)
<i>ROALAG</i>	0.010*** (3.390)	<i>DEP</i>	-2.570*** (-14.590)	-2.685*** (-15.010)	-3.728*** (-8.820)	-3.830*** (-8.960)	-0.455*** (-6.650)
<i>DEBT</i>	-0.010*** (-5.310)	<i>SCA</i>	-1.902*** (-5.830)	-1.793*** (-5.340)	-3.964*** (-4.810)	-3.930*** (-4.600)	-0.461*** (-3.940)
<i>INDR</i>	0.008*** (4.770)	<i>DEP*CSLCD</i>		3.936*** (5.010)		3.439** (2.560)	
<i>INSTHOLD</i>	0.006*** (4.420)	<i>SCA*CSLCD</i>		3.797*** (3.890)		5.794*** (3.140)	
截距項	-9.406*** (-29.440)	<i>DEBT</i>	-0.131*** (-22.570)	-0.132*** (-22.730)	-0.305*** (-12.870)	-0.306*** (-12.890)	-0.031*** (-16.360)
		<i>MTB</i>	0.379* (1.870)	0.376* (1.860)	-1.262** (-2.030)	-1.265** (-2.030)	0.216** (2.500)
		<i>RD</i>	-0.00335** (-2.460)	-0.003** (-2.460)	-0.003*** (-2.690)	-0.003** (-2.690)	-0.001** (-2.170)
		<i>BOARD</i>	-0.0282 (-0.780)	0.047 (1.310)	-0.039 (-0.500)	0.038 (0.490)	-0.079*** (-4.900)
		<i>INDR</i>	0.0422*** (7.450)	0.046*** (8.170)	0.070*** (4.730)	0.074*** (5.050)	0.011*** (4.090)
		<i>DIRHOLD</i>	0.00696 (1.000)	-0.006 (-0.870)	-0.031* (-1.750)	-0.044*** (-2.640)	-0.016*** (-5.960)
		<i>MANAHOLD</i>	0.431*** (10.270)	0.420*** (10.070)	0.685*** (5.980)	0.674*** (5.900)	0.172*** (6.920)
		<i>INSTHOLD</i>	0.103*** (18.300)	0.119*** (22.580)	0.184*** (14.270)	0.200*** (16.910)	0.040*** (18.770)
		<i>LAMBDA</i>	-6.210*** (-10.460)	-1.155*** (-3.550)	-5.674*** (-4.990)	-0.373 (-0.680)	-4.088*** (-7.450)
		截距項	7.814*** (17.510)	7.311*** (16.390)	11.880*** (8.460)	11.360*** (8.230)	1.431*** (8.940)
		有效樣本數	14,336	14,336	14,336	14,336	14,336
		模型顯著性 <i>p</i> 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站(https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站(<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>)與天下雜誌網站(<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值（採 White 之一致性穩健標準誤計算而得）。

2. ***、**與*分別代表達到 1%、5%與 10%顯著水準。

會責任表現顯著愈佳，符合既有研究如 Shen and Chang (2009)、Chih et al. (2010)、Liang and Renneboog (2017) 與 Dyck et al. (2019) 的發現。考慮控制這些因素後（即於第二階段估計中加入選擇偏誤調整項），第二階段的估計結果顯示，較佳的社會責任表現 (CSRCD) 對應著顯著較高的公司績效與價值以及顯著較低公司風險。當被解釋變數為績效時，總體負面事件與社會責任表現交乘項以及與公司特有負面事件與社會責任表現交乘項的係數在兩階段估計下仍顯著為正，表示即便控制了公司因規模、前期獲利、財務風險、董事會獨立性以及機構投資人持股而成為社會責任表現佳的選擇偏誤，公司社會責任的績效保險效果仍顯著存在，較佳的社會責任表現對應著顯著較高的公司績效與價值以及顯著較低公司風險。當被解釋變數為績效波動性時，總體負面事件與社會責任表現交乘項以及與公司特有負面事件與社會責任表現交乘項的係數在兩階段估計下顯著為負，表示即便控制了公司因規模、前期獲利、財務風險、董事會獨立性以及機構投資人持股而成為社會責任表現佳的選擇偏誤問題，社會責任表現有助於更進一步降低公司的風險。

另外，表 11 報告基於 Rosenbaum and Rubin (1983, 1985a, 1985b) 的傾向分數配對 (propensity score matching) 法下，每股社會貢獻值 (SCVPS) 對績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果。根據公司當期社會責任表現 (CSRCD) 的決定因素包括公司資產規模 (SIZE)、前一年度獲利（資產報酬率：ROALAG）、負債比率 (DEBT)、獨立董事比率 (INDR) 與機構投資人持股比率 (INSTHOLD) 以估計公司為當期社會責任表現良好的機率函數，即傾向分數函數

表 11 傾向分數配對(1 to 2)下每股社會貢獻值(SCVPS)對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果(續前頁)

解釋變數	TOBINQ		ROASTD		ROESTD	
	模型一	模型二	模型一	模型二	模型一	模型二
SCVPS	-0.000286 (-0.260)		0.0149*** (2.690)		0.0171* (1.730)	
DEP	-0.00748 (-0.500)	-0.00638 (-0.330)	-0.364* (-1.670)	-0.154 (-0.610)	0.409 (0.470)	1.010 (1.280)
SCA	-0.0282 (-1.560)	-0.00972 (-0.470)	-0.118 (-0.490)	-0.069 (-0.220)	-1.299 (-1.310)	-0.0423 (-0.040)
DEP*CSRCD		-0.000230 (-0.100)		-0.038* (-1.860)		-0.110* (-1.720)
SCA*CSRCD		-0.00304 (-1.120)		-0.008 (-0.250)		-0.207** (-2.130)
DEBT	-0.009*** (-13.750)	-0.009*** (-13.660)	-0.007 (-0.960)	-0.008 (-1.110)	0.132*** (3.780)	0.127*** (3.660)
MTB	0.617*** (35.880)	0.617*** (38.070)	0.431*** (4.850)	0.492*** (5.660)	0.820** (2.370)	0.948*** (2.720)
RD	0.008*** (3.340)	0.008*** (3.390)	0.022*** (2.740)	0.020*** (2.660)	0.088*** (4.460)	0.087*** (4.100)
BOARD	-0.004** (-2.030)	-0.005** (-2.050)	-0.091*** (-2.850)	-0.103*** (-3.160)	0.249* (1.870)	0.206 (1.550)
INDR	0.001* (1.680)	0.001* (1.720)	0.029*** (5.170)	0.029*** (5.060)	0.072*** (5.030)	0.071*** (5.020)
DIRHOLD	-0.001** (-2.110)	-0.001** (-2.090)	0.034*** (4.890)	0.032*** (4.560)	0.095*** (5.260)	0.088*** (4.920)
MANAHOLD	0.011*** (2.630)	0.011*** (2.770)	-0.144** (-2.360)	-0.095 (-1.580)	-0.516*** (-3.530)	-0.407*** (-2.730)
INSTHOLD	0.001*** (2.590)	0.001** (2.480)	-0.032*** (-4.660)	-0.028*** (-4.070)	-0.034** (-2.020)	-0.022 (-1.320)
截距項	0.681*** (14.730)	0.679*** (14.370)	5.325*** (8.930)	5.261*** (8.820)	-1.600 (-0.520)	-1.873 (-0.610)
有效樣本數	976	976	976	976	976	976
Adj-R ²	0.937	0.937	0.552	0.528	0.508	0.477
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站(https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站(<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>)與天下雜誌網站(<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值(採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5%與 10%顯著水準。

配對)，¹⁰ 並採取抽出放回策略 (with replacement)。根據配對後的樣本可進行每股社會貢獻值對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的估計。

考慮控制了公司成為當期社會責任表現良好之公司樣本的變數後，當期社會責任表現良好者 ($CSRCD=1$) 與非為當期社會責任表現良好者 ($CSRCD=0$) 有近似之成為當期社會責任表現良好之機率。在此狀態下，觀察表 11 可發現，每股社會貢獻對三個公司績效的影響係數皆顯著為正，但對於兩個風險指標的影響亦皆顯著為正，表示每股社會貢獻愈高的公司傾向有愈佳的績效但也卻有愈高的風險。總體負面事件與個體負面事件的發生會顯著負向影響公司績效，但每股社會貢獻與總體負面事件以及與公司特有負面事件交乘項的係數，在被解釋變數為公司績效的情況下幾乎顯著為正，表示每股社會貢獻值愈高的公司，愈有助於減緩負面事件發生時公司績效降低的幅度，而在被解釋變數為公司風險的情況下幾乎顯著為負，表示每股社會貢獻值愈高的公司，於負面事件發生時有助於降低資產報酬率與股東報酬率的波動性。整體來說，透過傾向分數配對以降低樣本選擇偏誤下，公司的社會責任表現具有績效保險功能的假說仍被實證證據所支持。

4.3.2 公司個別負面事件的分類

本研究根據經濟新報資料庫中關於公司個別負面事件的不同類型而分為四大類，分別為環保與安全、資訊公告缺失、勞資關係差以及其他違法違規事件。與先前定義公司個別負面事件類似，本研究針對是否發生上述四類型負面事件分別可定義出四個負面事件變數，公司發生環保與安全事件次數 (ENV)、發生資訊公告缺失事件

¹⁰ 在傾向分數樣本配對中，採取 1 對 1、1 對 2 與 1 對 3 的狀態下，實證結果是類似的，為平衡樣本數太少 (1 對 1) 以及配對漸不精確 (1 對 3) 的權衡，本研究報告在 1 對 2 之樣本配對下的實證分析結果。作者感謝匿名審稿人的修正補充建議。

次數 (INFO)、發生勞資關係差之事件次數 (LABOR) 以及發生其他違法違規事件次數 (VIOL)。¹¹ 接著本研究估計各類別公司個別負面事件如何影響公司績效、價值與風險，並檢驗公司的社會責任表現又如何影響不同類型個別負面事件對於績效、價值與風險的影響幅度，即社會責任的保險功能在哪一種類型的公司個別負面事件下是相對較大的。

表 12 報告在全樣本下，公司社會責任當期表現 (CSRCD) 是否對公司績效 (ROA) 產生保險功能的迴歸估計結果，其中公司個別負面事件分別以上述四類型負面事件發生次數進行衡量。觀察第一欄的係數發現公司當期社會責任表現對資產報酬率影響的估計係數顯著為正，表示當期入選社會責任表現良好的公司其資產報酬率顯著較高，然而當公司面對總體負面事件發生時，資產報酬率顯著下降，表示公司的獲利能力確實受到總體經濟不景氣的負面衝擊。公

¹¹ 舉例來說，就環保與安全事件新聞來看，台○於○年○月○日中午發生跳電意外，海豐廠區與麥寮近一半廠區被迫拖累停爐，其中年產各 100 萬噸、120 萬噸的輕油裂解二、三廠全面受挫停擺而影響沈重。此一跳電對台○相關企業影響約影響一、二個工作天，台○化二套輕油裂解廠約五個工作天。以六輕 2011 年產值 1 兆 5,381 億元、跳電產能受阻 40% 估算，恐造成新台幣 40 億元的產值損失。就勞資關係差之新聞來看，大○宣佈關閉生產家電的板橋廠導致約 600 名員工面臨資遣命運，又遭工會常務理事桂○○指控員工職工福利金遭挪用 7 億 2 千萬去買股票及土地，公司表示關廠係由於全球產能整合之故，而職工福利金遭挪用事情乃為不實指控。就資訊公告新聞來看，大○股份有限公司為行為之負責人林○○君，違反證券交易法第 36 條之 1、公開發行公司資金貸與及背書保證處理準則，與子公司尚○投資股份有限公司自 96 年 2 月起至 98 年 12 月 31 日止對通○國際股份有限公司有多筆資金貸與，金額達新臺幣 690,800 千元漏未公告，違反處理準則第 21 條代子公司公告申報資金貸與相關訊息之規定。依證券交易法第 178 條第 1 項第 7 款及第 179 條規定，就該公司之違規行為，處為行為之負責人罰鍰新臺幣 24 萬元。就其他違法 / 違規事件來看，大○出租土地未報稅罰 365 萬，最高行政法院判決指出，營業稅法是以「銷售貨物或勞務的行為」來規範營業人，所以就算非營利的財團法人，只要有銷售貨物或勞務的行為，就是營業人，依法應申報營業稅，否則除了補稅還要受罰。大○大學因誤解稅法規定，出租土地未報營業稅，被法院判決補稅 132 萬，漏稅罰 265 萬，加上行為罰 100 萬。

司發生環保與安全事件次數 (*ENV*) 的係數顯著為負，表示公司發生個體之環保與安全事件次數會顯著負面影響資產報酬率。觀察第二欄的係數發現，總體負面事件之係數顯著為負 (-2.685)，但總體負面事件與公司當期社會責任表現交乘項係數顯著為正 (2.443)，表示公司面對總體經濟不景氣會有顯著較低的獲利能力（平均而言，資產報酬率下降了 2.685%），但若當期為社會責任表現良好的公司，獲利能力降低的幅度較輕微（資產報酬率僅下降 0.242%，等於 $-2.685\%+2.443\%$ ）。總體經濟不景氣時固然所有的公司都受到了負面影響，例如公司營運上商品需求的降低，但社會責任表現良好的公司有較佳的聲譽與形象，能夠降低總體不景氣給公司帶來的負面影響，支持社會責任表現有助於減緩負面事件發生時公司績效下跌幅度的觀點。另外，公司環保與安全負面事件的估計係數為負且顯著 (-0.400)，公司環保與安全負面事件與當期社會責任表現交乘項之係數顯著為正 (0.521)，表示雖然公司環保與安全負面事件會使資產報酬率下降，但當期社會責任表現良好的公司傾向不會出現資產報酬率下跌的情形，雖然環境與安全之公司個體負面事件會負向影響公司績效，但社會責任表現良好的公司將能免於此類型事件發生時對資產報酬率的不利衝擊。

觀察第 3 至第 8 欄發現，不論哪一個估計模型，總體負面事件的發生皆會顯著負向影響公司獲利，反應在較低的資產報酬率上。但同樣地，當期社會責任表現良好的公司總能獲得幅度較低的獲利能力衰退，證實社會責任表現在總體經濟表現不佳時的績效保險功能。然而，公司發生資訊公告缺失事件次數 (*INFO*)、勞資關係差之事件次數 (*LABOR*) 以及其他違法違規事件次數 (*VIOL*) 之對績效影響的估計係數皆未達到統計顯著水準，且此三個公司個別負面事件變數與社會責任表現交乘項之係數亦未達到統計顯著水準，表示發生此三種類型個別公司負面事件之發生對於績效表現的負向影響並不顯著，公司社會責任表現在扮演緩衝負向影響的功能上亦不顯著。由此可知，搭配先前所得到的結果，公司發生個體負面事件負

表 12 社會責任當期表現 (CSRCD) 對公司績效 (ROA) 是否產生保險功能的迴歸估計結果 – 不同類型個別負面事件的評估

解釋變數	ROA			
	(1)	(2)	(3)	(4)
CSRCD	2.449*** (6.030)		2.459*** (6.050)	
DEP	-2.629*** (-14.76)	-2.685*** (-14.910)	-2.597*** (-14.650)	-2.651*** (-14.790)
DEP*CSRCD		2.443*** (4.670)		2.452*** (4.690)
ENV	-0.335*** (-2.66)	-0.400*** (-2.920)		
ENV*CSRCD		0.521*** (2.630)		
INFO			0.037 (0.110)	0.052 (0.160)
INFO*CSRCD				0.659 (0.430)
VIOL				
VIOL*CSRCD				
LABOR				
LABOR*CSRCD				
DEBT	-0.135*** (-23.240)	-0.135*** (-23.240)	-0.135*** (-23.230)	-0.135*** (-23.230)
MTB	0.372* (1.860)	0.373* (1.860)	0.372* (1.860)	0.373* (1.860)
RD	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)
BOARD	0.035 (0.980)	0.045 (1.280)	0.034 (0.960)	0.044 (1.250)
INDR	0.048*** (8.570)	0.048*** (8.620)	0.049*** (8.660)	0.049*** (8.710)
DIRHOLD	-0.005 (-0.710)	-0.006 (-0.900)	-0.004 (-0.650)	-0.006 (-0.840)
MANAHOLD	0.429*** (10.210)	0.428*** (10.190)	0.428*** (10.190)	0.427*** (10.170)
INSTHOLD	0.118*** (22.620)	0.119*** (23.010)	0.118*** (22.600)	0.119*** (22.990)
截距項	7.277*** (16.230)	7.225*** (16.120)	7.227*** (16.150)	7.173*** (16.050)
有效樣本數	14,351	14,351	14,351	14,351
Adj-R ²	0.146	0.147	0.145	0.144
迴歸顯著性 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000

表 12 社會責任當期表現 (CSRCD) 對公司績效 (ROA) 是否產生保險功能的迴歸估計結果—不同類型個別負面事件的評估 (續前頁)

解釋變數	ROA			
	(5)	(6)	(7)	(8)
CSRCD	2.460*** (6.060)		2.464*** (6.07)	
DEP	-2.599*** (-14.650)	-2.656*** (-14.801)	-2.592*** (-14.64)	-2.648*** (-14.790)
DEP*CSRCD		2.452*** (4.690)		2.454*** (4.690)
ENV				
ENV*CSRCD				
INFO				
INFO*CSRCD				
VIOL	-0.049 (-0.150)	0.006 (0.020)		
VIOL*CSRCD		-1.120 (-1.230)		
LABOR			0.529 (1.070)	0.692 (1.170)
LABOR*CSRCD				-1.122 (-1.190)
DEBT	-0.135*** (-23.230)	-0.135*** (-23.240)	-0.135*** (-23.230)	-0.135*** (-23.230)
MTB	0.372* (1.860)	0.373* (1.860)	0.372* (1.860)	0.373* (1.860)
RD	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)
BOARD	0.034 (0.960)	0.044 (1.240)	0.034 (0.950)	0.044 (1.230)
INDR	0.049*** (8.660)	0.049*** (8.720)	0.049*** (8.660)	0.049*** (8.710)
DIRHOLD	-0.004 (-0.650)	-0.006 (-0.840)	-0.004 (-0.650)	-0.006 (-0.840)
MANAHOLD	0.428*** (10.190)	0.427*** (10.160)	0.428*** (10.190)	0.427*** (10.170)
INSTHOLD	0.118*** (22.600)	0.119*** (22.990)	0.118*** (22.610)	0.119*** (23.000)
截距項	7.230*** (16.170)	7.182*** (16.070)	7.225*** (16.190)	7.175*** (16.090)
有效樣本數	14,351	14,351	14,351	14,351
Adj-R ²	0.144	0.144	0.144	0.144
迴歸顯著性 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫 (TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>) 與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值（採 White 之一致性穩健標準誤計算而得）。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

向影響公司績效以及社會責任表現具有降低公司個體負面事件發生時績效下跌幅度的保險功能大多出現在環保與安全負面事件上，而不在資訊公告缺失、勞資關係差以及其他違法違規事件中。¹²

表 13 報告在全樣本下，公司社會責任累積表現 (CSRCU) 是否對公司績效 (ROA) 產生保險功能的迴歸估計結果。整體估計結果與表 12 類似，總體負面事件與公司特有負面事件中的環保與安全會負向顯著影響公司資產報酬率，而公司社會責任表現累積年數愈多，資產報酬率下跌的幅度愈低，公司的累積社會責任表現具有負面事件發生時保護績效下跌幅度的緩衝作用。而與先前相類似，四種公司個別負面事件類型中，環保與安全事件對公司績效有顯著負向影響，而累積社會責任表現的保險功能也僅出現在環保與安全事件中，其餘三種類型公司特有負面事件之發生對公司績效的影響並不顯著，亦沒有出現社會責任表現在此三種類型公司特有負面事件中產生績效保險功能的顯著證據。

表 14 報告在全樣本下，公司社會責任當期表現 (CSRCD) 是否對資產報酬率波動性 (ROASTD) 產生保險功能的迴歸估計結果。整體估計結果與先前類似，當期社會責任表現良好的公司會有顯著較

¹² 先前在未分類各類型公司負面事件時，是將所有公司特有之負面事件進行加總（再另定義特定公司特定年度是否發生公司特有負面事件之虛擬變數），然而目前將不同類型負面事件拆開並分別定義公司發生環保與安全事件次數、發生資訊公告缺失事件次數、發生勞資關係差之事件次數以及發生其他違法違規事件次數，各變數的次數總合分別為 1088 次、573 次、128 次與 546 次。由於第一類事件即環保與安全事件的次數較多而後三種類型的次數較少，使得在後三種類型事件下，得到顯著估計係數的機率降低。作者感謝匿名審稿人的修正補充建議。

表 13 社會責任累積表現 (CSRCU) 對公司績效 (ROA) 是否產生保險功能的迴歸估計結果 – 不同類型個別負面事件的評估

解釋變數	ROA			
	(1)	(2)	(3)	(4)
CSRCU	0.389*** (4.200)		0.391*** (4.220)	
DEP	-2.633*** (-14.760)	-2.686*** (-14.920)	-2.599*** (-14.650)	-2.651*** (-14.790)
DEP*CSRCU		2.442*** (4.670)		2.452*** (4.690)
ENV	-0.339*** (-2.690)	-0.450*** (-3.060)		
ENV*CSRCU		0.157*** (3.130)		
INFO			0.056 (0.170)	0.053 (0.160)
INFO*CSRCU				0.201 (0.460)
VIOL				
VIOL*CSRCU				
LABOR				
LABOR*CSRCU				
DEBT	-0.135*** (-23.270)	-0.135*** (-23.250)	-0.135*** (-23.260)	-0.135*** (-23.230)
MTB	0.371* (1.860)	0.373* (1.860)	0.371* (1.860)	0.373* (1.860)
RD	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)
BOARD	0.037 (1.020)	0.045 (1.270)	0.036 (1.000)	0.044 (1.250)
INDR	0.048*** (8.550)	0.048*** (8.620)	0.048*** (8.640)	0.049*** (8.710)
DIRHOLD	-0.005 (-0.800)	-0.006 (-0.900)	-0.005 (-0.740)	-0.006 (-0.840)
MANAHOLD	0.430*** (10.220)	0.428*** (10.200)	0.429*** (10.210)	0.427*** (10.170)
INSTHOLD	0.118*** (22.780)	0.119*** (23.020)	0.118*** (22.760)	0.119*** (22.990)
截距項	7.281*** (16.110)	7.228*** (16.130)	7.229*** (16.040)	7.173*** (16.050)
有效樣本數	14,351	14,351	14,351	14,351
Adj-R ²	0.144	0.144	0.144	0.144
迴歸顯著性 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000

表 13 社會責任累積表現 (CSRCU) 對公司績效 (ROA) 是否產生保險功能的迴歸估計結果—不同類型個別負面事件的評估 (續前頁)

解釋變數	ROA			
	(5)	(6)	(7)	(8)
CSRCU	0.391*** (4.220)		0.392*** (4.230)	
DEP	-2.602*** (-14.650)	-2.658*** (-14.820)	-2.595*** (-14.640)	-2.648*** (-14.790)
DEP*CSRCU		2.451*** (4.680)		2.453*** (4.690)
ENV				
ENV*CSRCU				
INFO				
INFO*CSRCU				
VIOL	-0.046 (-0.140)	0.054 (0.150)		
VIOL*CSRCU		-0.285 (-1.490)		
LABOR			0.522 (1.060)	0.474 (0.830)
LABOR*CSRCU				0.040 (0.170)
DEBT	-0.135*** (-23.260)	-0.135*** (-23.240)	-0.135*** (-23.270)	-0.135*** (-23.240)
MTB	0.371* (1.860)	0.373* (1.860)	0.371* (1.860)	0.373* (1.860)
RD	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)	-0.003** (-2.460)
BOARD	0.036 (1.000)	0.044 (1.250)	0.036 (0.990)	0.044 (1.240)
INDR	0.048*** (8.640)	0.049*** (8.720)	0.048*** (8.640)	0.049*** (8.710)
DIRHOLD	-0.005 (-0.740)	-0.006 (-0.840)	-0.005 (-0.740)	-0.006 (-0.840)
MANAHOLD	0.429*** (10.210)	0.427*** (10.160)	0.429*** (10.200)	0.427*** (10.160)
INSTHOLD	0.118*** (22.770)	0.119*** (22.990)	0.118*** (22.770)	0.119*** (22.990)
截距項	7.233*** (16.050)	7.183*** (16.070)	7.229*** (16.070)	7.174*** (16.090)
有效樣本數	14,351	14,351	14,351	14,351
Adj-R ²	0.144	0.144	0.144	0.144
迴歸顯著性 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫 (TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>) 與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值（採 White 之一致性穩健標準誤計算而得）。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

低的近五年資產報酬率波動性。總體負面事件發生時，公司資產報酬率波動性會顯著下降，且公司當期社會責任表現良好者會使資產報酬率波動性更進一步地降低。公司發生負面環保安全負面事件時會使公司資產報酬率波動性增加（係數為正，但並不顯著），但發生環保安全事件的公司中若為當期社會責任表現良好者，將會對應至較低幅度的資產報酬率波動性的增加，因此社會責任表現仍有助於降低公司發生環保與安全事件時的風險增加幅度。與先前類似，其餘三類型公司個別負面事件之發生對公司風險的影響並不顯著。¹³

4.3.3 公司成長性與家族控制的干擾效果

Russo and Fouts (1997) 指出公司處於成長產業時，公司對環境改善的投資會獲得更高的回報。在高成長產業，技術成熟度的較高，環境改善的投資風險較小；高成長產業的組織結構較為靈活，適應新的公司政策較快；由於公司競爭者較少，公司從事社會責任的聲譽很容易被公眾注意到而建立起來，同時也較不容易被遺忘。Shrum and Wuthnow (1988) 發現，與成熟行業如核能發電公司相比，太陽能發電這一增長型行業的績效與聲譽關聯更為緊密。因此，處於較高成長產業的公司，社會責任投資或作為對於績效的正向影響將更大。換言之，產業增長是公司社會責任與財務績效之間關係的正向干擾因素。

¹³ 其可能的解釋與先前相同，不同類型之公司負面事件的樣本數太少，使本研究在估計不同類型負面事件對公司績效、價值與風險之影響時，得到顯著估計的機率降低。另外，由於實證結果皆為類似，為節省篇幅，本研究省略報導其他社會責任變數所對應的實證估計結果。

表 14 社會責任當期表現(CSRCD)對公司資產報酬率波動性(ROASTD)是否產生保險功能的迴歸估計結果－不同類型個別負面事件的評估

解釋變數	ROASTD			
	(1)	(2)	(3)	(4)
CSRCD	-2.225*** (-15.260)		-2.223*** (-15.240)	
DEP	-0.159* (-1.850)	-0.108 (-1.230)	-0.166* (-1.930)	-0.118 (-1.350)
DEP*CSRCD		-2.223*** (-11.920)		-2.226*** (-11.920)
ENV	0.032 (0.500)	0.084 (1.210)		
ENV*CSRCD		-0.419*** (-3.770)		
INFO			-0.170 (-0.930)	-0.164 (-0.880)
INFO*CSRCD				-2.044*** (-5.030)
VIOL				
VIOL*CSRCD				
LABOR				
LABOR*CSRCD				
DEBT	-0.008** (-2.43)	-0.008** (-2.400)	-0.008** (-2.430)	-0.008** (-2.400)
MTB	0.335*** (2.810)	0.334*** (2.810)	0.335*** (2.810)	0.334*** (2.810)
RD	-0.000 (-0.24)	-0.000 (-0.220)	-0.000 (-0.240)	-0.000 (-0.220)
BOARD	-0.252*** (-14.750)	-0.261*** (-15.360)	-0.251*** (-14.740)	-0.261*** (-15.330)
INDR	0.036*** (12.560)	0.036*** (12.460)	0.036*** (12.560)	0.036*** (12.450)
DIRHOLD	0.019*** (4.960)	0.020*** (5.270)	0.018*** (4.960)	0.020*** (5.260)
MANAHOLD	0.086*** (3.840)	0.087*** (3.890)	0.086*** (3.840)	0.087*** (3.890)
INSTHOLD	0.003 (1.200)	0.002 (0.670)	0.003 (1.210)	0.002 (0.680)
截距項	5.917*** (27.160)	5.964*** (27.450)	5.928*** (27.280)	5.978*** (27.580)
有效樣本數	14,338	14,338	14,338	14,338
Adj-R ²	0.072	0.071	0.072	0.071
迴歸顯著性 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000

表 14 社會責任當期表現(CSRCD)對公司資產報酬率波動性(ROASTD)是否產生保險功能的迴歸估計結果－不同類型個別負面事件的評估(續前頁)

解釋變數	ROASTD			
	(5)	(6)	(7)	(8)
CSRCD	-2.226*** (-15.260)		-2.227*** (-15.270)	
DEP	-0.163* (-1.900)	-0.110 (-1.260)	-0.164* (-1.910)	-0.114 (-1.300)
DEP*CSRCD		-2.225*** (-11.910)		-2.224*** (-11.920)
ENV				
ENV*CSRCD				
INFO				
INFO*CSRCD				
VIOL	-0.054 (-0.350)	-0.134 (-1.000)		
VIOL*CSRCD		1.599 (1.290)		
LABOR			-0.140 (-0.570)	0.021 (0.080)
LABOR*CSRCD				-0.836 (-1.310)
DEBT	-0.008** (-2.430)	-0.008** (-2.390)	-0.008** (-2.420)	-0.008** (-2.390)
MTB	0.335*** (2.810)	0.334*** (2.810)	0.335*** (2.810)	0.334*** (2.810)
RD	-0.000 (-0.240)	-0.000 (-0.220)	-0.000 (-0.240)	-0.000 (-0.220)
BOARD	-0.251*** (-14.750)	-0.260*** (-15.310)	-0.251*** (-14.740)	-0.261*** (-15.350)
INDR	0.036*** (12.560)	0.036*** (12.420)	0.036*** (12.560)	0.036*** (12.460)
DIRHOLD	0.019*** (4.950)	0.020*** (5.260)	0.019*** (4.960)	0.020*** (5.270)
MANAHOLD	0.086*** (3.840)	0.087*** (3.900)	0.086*** (3.840)	0.087*** (3.910)
INSTHOLD	0.003 (1.210)	0.002 (0.690)	0.003 (1.210)	0.002 (0.670)
截距項	5.924*** (27.260)	5.966*** (27.510)	5.922*** (27.300)	5.969*** (27.580)
有效樣本數	14,338	14,338	14,338	14,338
Adj-R ²	0.072	0.070	0.072	0.071
迴歸顯著性 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫 (TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>) 與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值 (採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5%與 10%顯著水準。

表 15 報告在全樣本下，公司社會責任當期表現 (*CSRCD*) 是否對公司績效、價值與獲利波動性產生保險功能的迴歸估計結果 (考量公司營收成長：*SALESG* 的干擾效果)。首先，當公司績效為資產報酬率時，公司當期社會責任表現正向顯著影響資產報酬率，而當期社會責任表現與營收成長交乘項係數顯著為正，表示營收成長愈高的公司其社會責任表現對公司資產報酬率正向影響的幅度是更大的，支持 Russo and Fouts (1997) 所提出的觀點。第二，當公司面對總體負面事件的發生以及公司發生個體負面事件時，資產報酬率皆顯著下降，但當期社會責任表現佳的公司，能減緩總體負面事件與個體負面事件對資產報酬率的負向衝擊，這結果與本研究先前的發現相同。第三，總體負面事件的發生、社會責任當期表現與營收成長交乘項 ($DEP*CSRCD*SALESG$) 以及公司發生個體負面事件、社會責任當期表現與營收成長交乘項 ($SCA*CSRCD*SALESG$) 皆顯著為正，表示公司營收成長愈高，當期社會責任表現在減緩總體負面事件與個體負面事件對資產報酬率負向影響的幅度更大，營收成長低的公司，社會責任減緩負面事件發生對公司績效影響的幅度較小，營收成長高的公司，社會責任減緩負面事件發生對公司績效影響的幅度較大，這表示營收成長低的公司，社會責任表現的保險作用較小，營收成長高的公司，社會責任表現的保險作用較大。公司的營收成長不僅可強化社會責任本身在增進績效上的作用，亦可增強社會責任表現在保護績效受負面事件衝擊時的緩衝作用。

另外本研究發現當績效變數為其他的績效變數時，公司的營收成長亦有類似的效果，而當本研究考慮風險變數時，基本實證結果

顯示公司社會責任表現可降低資產報酬率波動性與股東報酬率波動性等風險指標，營收成長將使公司社會責任表現在降低公司風險上有更進一步的作用，高營收成長的公司，社會責任表現可降低更多的資產與股東報酬率波動風險。當公司面對總體負面事件發生以及個體負面事件時，兩個波動性指標皆顯著降低，社會責任表現將進一步使波動性指標降低更多，而高營收公司可再使社會責任表現在個體負面事件發生時降低風險的幅度增加，也就是說高營收公司，社會責任表現的保險作用較大，低營收公司，社會責任表現的保險作用較小。整體來說，表 15 的估計結果不僅證實 Russo and Fouts (1997) 所提出的觀點，本研究亦發現 Russo and Fouts (1997) 所提出的公司成長性因素，不僅在社會責任正向影響績效的幅度上扮演加乘效果，甚至連社會責任對績效保險作用之程度大小亦會受到公司營收成長的影響，這是本研究一個新增的研究發現。

由於在臺灣的金融市場上有許多公司為家族控制公司，而家族控制對公司營運績效的影響可分為正向觀點如管家理論 (stewardship theory) (Davis et al., 1997; Corbetta and Salvato, 2004a, 2004b) 以及負向觀點如代理理論 (agency theory) (Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983)。由於社會責任作為的投資將運用公司資源，因此家族控制的公司其涉入社會責任的動機與效率有可能與非家族控制之公司有所差異而反應在公司績效上。在管家理論下，家族控制公司從事社會責任較有可能是為了增進公司在公眾中的聲譽與長久永續經營的目標而作出努力，從而有助於改善公司績效；但在代理理論下，家族控制公司在社會責任上的投入有可能是朝為了彰顯家族或成員的聲望而並非真正對公司有利的方向進行相關的投資或支出，從而傷害了整體公司的利益。在這兩種狀態下，家族控制公司的社會責任作為對於績效的影響以及社會責任對於績效保險的功能將是具有差異性的。

表 15 社會責任當期表現(CSRCD)對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果—公司成長的干擾效果(續前頁)

解釋變數	TONINQ		ROASTD		ROESTD	
	模型一	模型二	模型一	模型二	模型一	模型二
CSRCD	0.004 (0.140)		-2.179*** (-14.750)		-7.202*** (-6.790)	
CSRCD*SALESG	0.007*** (4.200)		-0.018** (-2.270)		-0.081*** (-3.500)	
DEP	-0.087*** (-5.410)	-0.089*** (-5.430)	-0.157* (-1.850)	-0.107 (-1.250)	0.965 (1.340)	1.119 (1.540)
SCA	-0.065** (-2.340)	-0.067** (-2.310)	0.758*** (5.220)	0.805*** (5.350)	5.108** (2.020)	5.423** (2.050)
DEP*CSRCD		0.025 (0.620)		-2.070*** (-10.560)		-6.295*** (-7.100)
DEP*CSRCD*SALESG		0.010*** (3.450)		-0.033** (-2.420)		-0.158*** (-4.350)
SCA*CSRCD		0.047 (0.830)		-1.387*** (-3.770)		-8.103*** (-2.830)
SCA*CSRCD*SALESG		0.004 (1.530)		-0.004 (-0.220)		-0.047 (-0.880)
DEBT	-0.011*** (-22.690)	-0.011*** (-22.660)	-0.008** (-2.560)	-0.008** (-2.530)	0.250*** (9.250)	0.250*** (9.240)
MTB	0.268*** (4.710)	0.268*** (4.710)	0.328*** (2.800)	0.328*** (2.800)	1.609*** (2.790)	1.607*** (2.790)
RD	0.001 (1.170)	0.001 (1.170)	-0.000 (-0.170)	-0.000 (-0.150)	0.000 (0.030)	0.000 (0.050)
BOARD	-0.004* (-1.720)	-0.004* (-1.730)	-0.260*** (-15.220)	-0.267*** (-15.620)	-0.549*** (-3.040)	-0.566*** (-3.150)
INDR	0.006*** (7.310)	0.006*** (7.310)	0.037*** (12.930)	0.037*** (12.840)	-0.016 (-0.800)	-0.017 (-0.830)
DIRHOLD	0.002 (0.380)	0.000 (0.320)	0.019*** (5.140)	0.020*** (5.420)	0.083*** (3.770)	0.086*** (3.870)
MANAHOLD	0.014*** (4.260)	0.014*** (4.250)	0.083*** (3.880)	0.084*** (3.930)	1.049** (2.220)	1.051** (2.220)
INSTHOLD	0.005*** (6.210)	0.005*** (6.190)	0.002 (0.800)	0.001 (0.310)	0.051** (2.470)	0.047** (2.310)
截距項	1.176*** (16.570)	1.176*** (16.560)	5.946*** (27.900)	5.972*** (28.020)	-2.193 (-0.770)	-2.151 (-0.750)
有效樣本數	14,340	14,340	14,328	14,328	14,331	14,331
Adj-R ²	0.537	0.537	0.074	0.073	0.038	0.037
F-統計量之 p 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫 (TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站 (https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站 (<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>) 與天下雜誌網站 (<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 *t* 值 (採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)。

2. ***、**與 * 分別代表達到 1%、5% 與 10% 顯著水準。

表 16 社會責任當期表現(CSRCD)對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果—家族控制的干擾效果(續前頁)

解釋變數	TONING		ROASTD		ROESTD	
	模型一	模型二	模型一	模型二	模型一	模型二
CSRCD*FAMILY	-0.002 (-0.040)		-0.789*** (-3.570)		-2.579*** (-3.320)	
DEP	-0.090*** (-5.420)	-0.090*** (-5.410)	-0.129 (-1.480)	-0.122 (-1.410)	1.016 (1.390)	1.038 (1.430)
DEP*CSRCD	0.003 (0.060)	0.036 (0.630)	-1.738*** (-8.010)	-2.150*** (-8.270)	-5.006*** (-5.300)	-6.676*** (-5.770)
DEP*CSRCD*FAMILY		-0.080 (-1.040)		0.292 (0.840)		1.776 (1.610)
SCA	-0.070** (-2.370)	-0.070** (-2.360)	0.801*** (5.310)	0.806*** (5.340)	5.464** (2.060)	5.478** (2.070)
SCA*CSRCD	0.035 (0.590)	0.040 (0.430)	-1.071*** (-2.810)	-1.714*** (-2.930)	-7.046** (-2.420)	-7.665** (-2.350)
SCA*CSRCD*FAMILY		0.009 (0.090)		0.661 (0.980)		-0.748 (-0.340)
DEBT	-0.012*** (-23.630)	-0.012*** (-23.650)	-0.009*** (-2.740)	-0.009*** (-2.710)	0.246*** (9.070)	0.246*** (9.070)
MTB	0.271*** (4.690)	0.271*** (4.690)	0.334*** (2.810)	0.334*** (2.810)	1.616*** (2.810)	1.615*** (2.810)
RD	0.000 (1.400)	0.000 (1.400)	-0.000 (-0.200)	-0.000 (-0.200)	-0.000 (-0.290)	-0.000 (-0.290)
BOARD	-0.005* (-1.850)	-0.005* (-1.880)	-0.266*** (-15.510)	-0.266*** (-15.470)	-0.573*** (-3.190)	-0.572*** (-3.180)
INDR	0.006*** (7.140)	0.006*** (7.140)	0.037*** (12.780)	0.037*** (12.800)	-0.016 (-0.770)	-0.015 (-0.760)
DIRHOLD	0.000 (0.330)	0.000 (0.350)	0.020*** (5.440)	0.020*** (5.430)	0.085*** (3.860)	0.085*** (3.850)
MANAHOLD	0.014*** (4.160)	0.014*** (4.160)	0.090*** (4.030)	0.090*** (4.060)	1.052** (2.220)	1.054** (2.230)
INSTHOLD	0.005*** (6.150)	0.005*** (6.130)	0.001 (0.520)	0.001 (0.480)	0.048** (2.370)	0.048** (2.350)
截距項	1.184*** (16.370)	1.185*** (16.360)	5.960*** (27.540)	5.951*** (27.470)	-1.989 (-0.690)	-2.022 (-0.710)
有效樣本數	14,345	14,345	14,328	14,328	14,331	14,331
Adj-R ²	0.533	0.533	0.073	0.073	0.037	0.037
F-統計量之p值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

資料來源：台灣經濟新報資料庫(TEJ)、行政院國發會景氣指標查詢系統網站(https://index.ndc.gov.tw/n/zh_tw)、遠見雜誌網站(<https://csr.gvm.com.tw/2021/winner.html>)與天下雜誌網站(<https://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx>)。資料期間由 2005 年至 2015 年。

說明：1. 括號內為估計係數之 t 值(採 White 之一致性穩健標準誤計算而得)。

2. ***、**與*分別代表達到 1%、5%與 10%顯著水準。

為檢驗上述推論，本研究除了根據公司是否為家族控制而進行樣本分割後分別進行迴歸估計（未報告於本研究目前版本），亦設置公司是否為家族控制的虛擬變數 (*FAMILY*) 而與企業社會責任表現變數、總體負面事件與個體負面事件形成交乘項（包括社會責任表現* 家族控制、總體負面事件* 社會責任表現* 家族控制、個體負面事件* 社會責任表現* 家族控制）後進入迴歸式並重新進行估計。表 16 報告社會責任當期表現 (*CSRCD*) 對公司績效、價值與獲利波動性是否產生保險功能的迴歸估計結果（考量家族控制：*FAMILY* 的干擾效果）。實證結果發現當期社會責任表現與家族控制交乘項係數在被解釋變數為資產報酬率與股東報酬率時顯著為正，在被解釋變數為資產報酬率與股東報酬率波動性時顯著為負，表示家族控制型公司可顯著提高社會責任表現對績效的正向影響，家族控制型公司亦可提升公司社會責任表現在降低公司風險上的幅度。然而，在各估計模型中，總體負面事件、企業社會責任表現與家族控制交乘項以及個體負面事件、企業社會責任表現與家族控制交乘項的係數大多未達統計顯著水準，表示家族控制並未顯著地增加或降低社會責任表現在降低公司發生負面事件使績效降低幅度或風險提升幅度的緩衝作用，即家族控制並不會顯著影響社會責任表現對績效與風險的保險效果大小。整體實證結果顯示家族控制的公司可透過社會責任作為來增進績效，與管家理論相符合，然而社會責任表現的保險功能在家族控制型公司中未有顯著的提升或降低。

5. 結論

5.1 結論與政策意涵

大多數關於企業社會責任的研究探討公司的社會責任的投入、作為、表現或評等是否對績效或其他財務後果指標產生影響，較少探究社會責任表現何時會產生作用，本研究探討公司出現公司特有

負面事件與面臨總體負面環境下所受的損害是否可由社會責任作為所累積的聲譽與形象作為緩衝，使得績效下跌的幅度相對較小，風險增加的幅度相對較低。以 2005 年至 2015 年間臺灣 1,484 家上市上櫃非金融產業公司為研究樣本，本研究發現社會責任表現成為績效下跌的緩衝或保險功能是被實證證據所支持的，當公司面臨總體負面事件與發生公司特有負面事件時，績效與價值皆會受到負向影響且風險亦增加，然而社會責任表現良好的公司確實顯示出較低程度的績效下跌以與風險上升，基本實證證據傾向支持社會責任對於公司經營成果具有保險作用的觀點。

另外，本研究考量以兩階段估計以及傾向分數配對以矯正樣本自我選擇為社會責任表現良好公司的樣本選擇偏誤後，實證結果仍然支持社會責任表現具有績效保險功能的觀點。同時，本研究的實證結果發現公司成長性愈高，社會責任表對績效的正向影響愈大，發生負面事件時，社會責任對於績效保險功能的幅度也愈大。雖然社會責任表現對公司績效的正向影響幅度在家族控制型公司中相對較大，但社會責任表現對績效的保險功能並未於家族控制型公司中顯著相對較大。最後，就四種不同類型的個別公司負面事件來看，環保與安全事件會顯著負向影響公司的績效，且社會責任表現的績效保險功能也在環保與安全事件中顯著存在，在其餘三種公司個別負面事件中則無顯著證據支持社會責任績效保險功能的存在。

本研究的實證結果與 Pelozo (2006)、Godfrey et al. (2009)、Minor and Morgan (2011)、陳彩稚等 (2015)、Lins et al. (2017)、Shiu and Yang (2017)、Gupta and Krishnamurti (2018) 以及 Jia et al. (2020) 相類似，善盡社會責任的公司有助於降低公司發生負面事件時的受損程度，當公司自身出現負面事件或面對總體負面事件發生時，社會責任表現良好相對較能穩住與交易對手或投資人的關係，使得公司顯現出相對於未善盡社會責任公司的優勢。

本研究實證結果有助於讓管理階層瞭解，公司善盡對利益關係人的權益照顧並進行利益關係人管理有助於減緩公司在面對負面事

件發生時受負向衝擊的程度，甚至還有可能與未善盡社會責任的公司作出明顯區隔，例如轉單效應，使得自身的績效與價值增加，管理階層不能僅著眼於社會責任作為是否在短期產生正向回饋，更應將評估期間拉長，考慮公司有可能遇到總體經營環境上的衝擊或自身經營上的閃失，瞭解威脅與挑戰的另一面即是機會與獲利，端視於公司如何讓自身與其他公司作出良善與冷漠的區隔，從而瞭解利益關係人管理所產生的價值。對投資人來說，面對科技創新與變革的加速與世界金融局勢的變化，公司平日所進行的社會責任作為將有助於公司建立與其他公司更強化的績效保險與風險緩解機制，投資人將財富置於此類型的公司對於財富保障與風險承擔皆有正面助益。對政府主管機關來說，善盡社會責任可減緩社會公眾與金融市場對出現負面事件之公司的懲罰，因此持續推動公司善盡社會責任有助於保護股東權益並有助於維持金融市場穩定。

5.2 研究限制與後續研究建議

首先，目前關於公司社會責任表現的衡量上並未分別量化公司在不同利益關係人族群中的投入，例如公司分別在社區環境保護、員工權益照顧、消費者關係、供應鏈關係、資訊揭露與公司治理等面向的投入，同時本研究亦缺乏外部機構給予公司於上述各面表現上的評比，因此無法辨別與評估公司社會責任的保險作用更傾向出現在哪些維度的社會責任投入上。未來的研究可在社會責任變數的定義上有更精細的分割，從而可以洞察公司應在哪些保險功能較高的社會責任環節中投入較多的資源。

第二，Shiu and Yang (2017) 的發現是極為有趣且具重大意義的，他們發現社會責任的保險作用在公司出現第二次或後續接連地再發生負面事件時將不復存在。本研究目前僅檢驗負面事件發生對當年度績效或風險的影響以及社會責任的保險功能是否在當期發揮，並未更深入探討負面事件發生對公司績效與風險以及保險功能

的遞延影響，亦無探討社會責任的保險功能是否受到後續負面事件再次發生的侵蝕以及後續出現正面事件（例如被編入高薪 100 指數、獲得年度公司治理評鑑前 5% 或前 20%、獲得資訊揭露評鑑 A⁺⁺ 級等）所可能產生的保險功能續增效應，這種社會責任績效保險功能的動態分析可參考 Shiu and Yang (2017) 的研究而作為後續研究的延伸方向之一。

第三，目前關於企業社會責任保險功能的認定是著眼於企業的績效、價值與風險變數，後續可廣泛評估其間的機制如 Lins et al. (2017)，例如社會責任表現較佳的公司，在負面事件發生時，營收是否回升得較快、銷貨毛利是否降低得較少、機構投資者或外資持股者是否減少較少的持股、分析師與信評機構等外部機構給予推薦與評級降低程度是否較少或者是公司向銀行貸款的金額縮減得較少或融資限制增加幅度較低等，皆是未來可延伸研究的方向。

參考文獻

- 張元、王筱瑩 Chang, Yuan and Hsiao-Ying Wang (2016), 「董事會及管理階層的性別多樣性與企業社會責任的關聯」, 亞太經濟管理評論, 20:1, 1-44。
- 陳彩稚、許永明、張智媛 Chen, Tsai-Jyh, Yung-Ming Shiu, and Chih-Yuan, Chang (2015), 「企業社會責任對於股東價值之風險管理效果」, 臺大管理論叢, 26:1, 153-180。
- Aupperle, K. E., A. B. Carroll, and J. D. Hatfield (1985), "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability," *The Academy of Management Journal*, 28:2, 446-463.
- Bear, S., N. Rahman, and C. Post (2010), "The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation," *Journal of Business Ethics*, 97, 207-221.
- 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.
- Bragdon, J. and J. Marlin (1972), "Is Pollution Profitable?" *Risk Management*, 19, 9-18.
- Cao, J., H. Liang, and X. Zhan (2019), "Peer Effects of Corporate Social Responsibility," *Management Science*, 65:12, 5449-5956.
- Cheng, B., I. Ioannou, and G. Serafeim (2014), "Corporate Social Responsibility and Access to Finance," *Strategic Management Journal*, 35:1, 1-23.
- Chih, H. L., H. H. Chih, and T. Y. Chen (2010), "On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry," *Journal of Business Ethics*, 93:1, 115-135.

- Corbetta, G. and C. A. Salvato (2004a), "The Board of Directors in Family Firms: One Size Fits All?" *Family Business Review*, 17:2, 119-134.
- Corbetta, G. and C. Salvato (2004b), "Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms: A Commentary on "Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence"," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28:4, 355-362.
- Cornell, B. and A. C. Shapiro (1987), "Corporate Stakeholder and Corporate Finance," *Financial Management*, 16:1, 5-14.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman, and L. Donaldson (1997), "Davis, Schoorman, and Donaldson Reply: The Distinctiveness of Agency Theory and Stewardship Theory," *The Academy of Management Review*, 22:3, 611-613.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang (2011), "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting," *The Accounting Review*, 86:1, 59-100.
- Dyck, A., K. V. Lins, L. Roth, and H. F. Wagner (2019), "Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence," *Journal of Financial Economics*, 131:3, 693-714.
- El Ghouli, S., O. Guedhami, C. Y. Kwok, and R. Dev Mishra (2011), "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?" *Journal of Banking & Finance*, 35:9, 2388-2406.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control," *The Journal of Law and Economics*, 26:2, 301-325.
- Flammer, C. (2015), "Does Product Market Competition Foster Corporate Social Responsibility? Evidence from Trade Liberalization," *Strategic Management Journal*, 36:10, 1469-1485.

- Fombrun, C. J., N. A. Gardberg, and M. L. Barnett (2000), "Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk," *Business and Society Review*, 105:1, 85-106.
- Gardberg, N. A. and C. J. Fombrun (2006), "Corporate Citizenship: Creating Intangible Assets across Institutional Environments," *Academy of Management Review*, 31:2, 329-346.
- Godfrey, P. C. (2005), "The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective," *Academy of Management Review*, 30:4, 777-798.
- Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen (2009), "The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis," *Strategic Management Journal*, 30:4, 425-445.
- Goss, A. and G. S. Roberts (2011), "The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans," *Journal of Banking & Finance*, 35:7, 1794-1810.
- Grewal J., E. J. Riedl, and G. Serafeim (2019), "Market Reaction to Mandatory Nonfinancial Disclosure," *Management Science*, 65:7, 2947-3448.
- Griffin, J. J. and J. F. Mahon (1997), "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research," *Business & Society*, 36:5, 5-31.
- Gupta, K. and C. Krishnamurti (2018), "Does Corporate Social Responsibility Engagement Benefit Distressed Firms? The Role of Moral and Exchange Capital," *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 249-262.
- Hemingway, C. A. and P. W. MacLagan (2004), "Managers' Personal Values as Drivers of Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, 50, 33-44.

- Henderson, D. (2001), *Misguided Virtue: False Notions of Corporate Social Responsibility*, London: Institute of Economic Affairs.
- Ioannou, I and G. Serafeim (2015), “The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations: Analysts’ Perceptions and Shifting Institutional Logics,” *Strategic Management Journal*, 36:7, 1053-1081.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3:4, 305-360.
- Jia, Y., X. Gao, and S. Julian (2020), “Do Firms Use Corporate Social Responsibility to Insure against Stock Price Risk? Evidence from a Natural Experiment,” *Strategic Management Journal*, 41:2, 290-307.
- Kansal, M., M. Joshi, and G. S. Batra (2014), “Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosures: Evidence from India,” *Advances in Accounting*, 30:1, 217-229.
- Kao, E. H., Y. M. Shiu, and C. H. Lin (2016), “Does Engagement in Corporate Social Responsibility Reduce Firm Risk? Evidence from China,” *Journal of Management*, 33:3, 501-529.
- Kim, Y., H. Li, and S. Li (2014), “Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk,” *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier (2012), “Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?” *The Accounting Review*, 87:3, 761-796.
- Koh, P. S., C. Qian, and H. Wang (2014), “Firm Litigation Risk and The Insurance Value of Corporate Social Performance,” *Strategic Management Journal*, 35:10, 1464-1482.
- Lee, J. H., H. S. Byun, and K. S. Park (2018), “Product Market Competition and Corporate Social Responsibility Activities: Perspectives from an Emerging Economy,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 49, 60-80.

- Liang, H. and L. Renneboog (2017), "On the Foundations of Corporate Social Responsibility," *The Journal of Finance*, 72:2, 853-910.
- Lins, K. V., H. Servaes, and A. Tamayo (2017), "Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis," *The Journal of Finance*, 72:4, 1785-1824.
- Margolis, J. D. and J. P. Walsh (2003), "Misery Loves Company: Rethinking Social Initiatives by Business," *Administrative Science Quarterly*, 48:2, 268-305.
- McCarthy, S., B. Oliver, and S. Song (2017), "Corporate Social Responsibility and CEO Confidence," *Journal of Banking & Finance*, 75, 280-291.
- McWilliams, A., D. S. Siegel, and P. M. Wright (2006), "Corporate Social Responsibility: Strategic Implications," *Journal of Management Studies*, 43:1, 1-18.
- Minor, D. and J. Morgan (2011), "CSR as Reputation Insurance: Primum Non Nocere," *California Management Review*, 53:3, 40-59.
- Morek, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Orlitzky, M. and J. D. Benjamin (2001), "Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review," *Business & Society*, 40:4, 369-396.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes (2003), "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis," *Organization Studies*, 24:3, 403-441.
- Pelozo, J. (2006), "Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance," *California Management Review*, 48:2, 52-72.
- Porter, M. E. and C. van der Linde (1995), "Green and Competitive: Ending the Stalemate," *Harvard Business Review*, 73:5, 120-135.

- Reverte, C. (2009), "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure Ratings by Spanish Listed Firms," *Journal of Business Ethics*, 88:2, 351-366.
- Rosenbaum, P. and D. Rubin (1983), "The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects," *Biometrika*, 70:1, 41-55.
- Rosenbaum, P. and D. Rubin (1985a), "Constructing a Control Group Using Multivariate Matched Sampling Methods That Incorporate the Propensity," *American Statistician*, 39:1, 33-38.
- Rosenbaum, P. and D. Rubin (1985b), "The Bias Due to Incomplete Matching," *Biometrics*, 41:1, 103-116.
- Russo, M. V. and P. A. Fouts (1997), "A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability," *The Academy of Management Journal*, 40:3, 534-559.
- Sen, S. and C. B. Bhattacharya (2001), "Does Doing Good Always Lead to Doing Better? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility," *Journal of Marketing Research*, 38:2, 225-243.
- Shen, C. H. and Y. Chang (2009), "Ambition versus Conscience, Does Corporate Social Responsibility Pay off? The Application of Matching Methods," *Journal of Business Ethics*, 88, 133-153.
- Shiu Y. M. and S. L. Yang (2017), "Does Engagement in Corporate Social Responsibility Provide Strategic Insurance-Like Effects?" *Strategic Management Journal*, 38:2, 455-470.
- Shrum, W. and R. Wuthnow (1988), "Reputational Status of Organizations in Technical Systems," *American Journal of Sociology*, 93:4, 882-912.
- Simnett, R., A. Vanstraelen, and W. F. Chua (2009), "Assurance on Sustainability Reports: An International Comparison," *The Accounting Review*, 84:3, 937-967.

- Spicer, B. H. (1978), "Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study," *The Accounting Review*, 53:1, 94-111.
- Stuebs, M. and L. Sun (2011), "Corporate Social Responsibility and Firm Reputation," *Journal of Accounting, Ethic & Public Policy*, 12:1, 33-56.
- Sun, M. and M. C. Huang (2020), "Does CSR Reputation Mitigate the Impact of Corporate Social Irresponsibility?" *Asian Business & Management*, forthcoming.
- Ullmann, A. A. (1985), "Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationship among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of U.S. Firms," *Academy of Management Review*, 10:3, 540-557.
- Vance, S. (1975), "Are Socially Responsible Firms Good Investment Risks?" *Management Review*, 64, 18-24.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves (1997), "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18:4, 303-319.
- Walley, N. and B. Whitehead (1994), "It's Not Easy Being Green," *Harvard Business Review*, 72, 46-52.
- Wu, M. W. and C. H. Shen (2013), "Corporate Social Responsibility in the Banking Industry: Motives and Financial Performance," *Journal of Banking & Finance*, 37:9, 3529-3547.
- Yang, S., H. Ye, and Q. Zhu (2017), "Do Peer Firms Affect Firm Corporate Social Responsibility?" *Sustainability*, 9:11, 1-7.
- Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40:2, 185-211.
- Zhu, Y., L. Y. Sun, and A. Leung (2014), "Corporate Social Responsibility, Firm Reputation, and Firm Performance: The Role of Ethical Leadership," *Asia Pacific Journal of Management*, 31:4, 925-947.

Does Corporate Social Responsibility Have the Function of Insurance on Performance?

Hao-Yu Hung, Yuan Chang, and Shu-Hui Lin *

Abstract

This study examines whether corporate social responsibility (CSR) has the function of mitigating a decline in performance when facing overall negative events and individual negative events - that is, whether CSR is like a form of insurance on performance. Firms engaging in CSR are able to establish and accumulate both trust and a positive reputation among the general public. When negative events occur, the trust and reputation established through CSR serve as a buffer against the impacts of those events, and the negative impacts on a firm will be relatively slight. Based on data of 1,484 listed non-financial firms on the Taiwan Stock Exchange (TWSE) and the Taipei Exchange (TPEX) from 2005 to 2015 and through correlation analysis and regression estimation, this study finds when firms confront overall negative events and firm-specific negative events that their performance and value tend to decline, while profit volatility increases. Interestingly, those with better CSR performance present a relatively small decline in performance and a relatively low increase in profit volatility, confirming that CSR does play a function like insurance on performance.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Insurance

JEL Classification: G22, L25, M14

* Corresponding author: Yuan Chang, Professor in the Department of Finance, National Changhua University of Education, No. 2, Shida Rd., Changhua City 500208, Taiwan, R.O.C., Tel.: 886-47-232105 ext. 7350, E-mail: ychang@cc.ncue.edu.tw. Hao-Yu Hung, Master Degree Student, Department of Finance, National Changhua University of Education, No. 2, Shida Rd., Changhua City 500208, Taiwan, R.O.C., Tel.: 886-47-232105 ext. 7350, E-mail: onehowieone@hotmail.com. Shu-Hui Lin, Associate Professor, Department of Finance, National Changhua University of Education, No. 2, Shida Rd., Changhua City 500208, Taiwan, R.O.C., Tel.: 886-47-232105 ext. 7135, E-mail: shlin@cc.ncue.edu.tw.

Received September 3, 2020; revised October 21, 2020; accepted July 15, 2021.