

東海大學國際經營與貿易學系研究所  
碩士論文

企業社會責任對盈餘動能之影響

**The Effect of Corporate Social Responsibility on  
Earnings Momentum**

指導教授：謝俊魁 博士

研究生：張可昕 撰

中 華 民 國 1 0 7 年 6 月

## 摘要

本研究主要探討企業社會責任對盈餘動能之影響。研究選定在 2007 年 1 月 1 日以前已上市上櫃之公司為觀察對象(扣除 TDR 及 F 股及全額交割股)而盈餘發布日為事件日，且採用 DellaVigna and Pollet (2009)之研究計算累積異常報酬 (cumulative abnormal return, CAR) 並進一步使用以標準化未預期盈餘 (standardized unexpected earning, SUE) 將其分組以利觀察，而企業社會責任變數則選定 2006 年至 2016 年入圍遠見 CSR 企業社會責任獎與天下企業社會責任獎之公司為正面樣本，而台灣經濟新報資料庫 TEJ 所提供之有發生負面企業社會責任事件之公司為負面樣本，並將兩個合併重新評分為一新的 CSR 變數，後採以中位數迴歸進行分析，得出實證結果發現 CSR 的表現良好與否確實會影響盈餘動能，且加入控制變數後也得到同樣結果，也就是說 CSR 的確會影響投資人的行為。

**關鍵字：**企業社會責任、盈餘動能、異常報酬、事件研究法

## **Abstract**

This study focuses on the effect of corporate social responsibility (CSR) on earnings momentum and chooses the companies that have become listed on OTC without TDR, F-shares and full-cash delivery stocks before 2007 as samples which are used to calculate cumulative abnormal return (CAR) and are divided into groups by standardized unexpected earnings (SUE) for observation. Furthermore, the winners of Corporate Citizenship Awards of Common Wealth Magazine and the winners of Corporate Social Responsibility Award of Global Views Monthly between 2006 and 2016 are chosen as positive CSR samples to collect data on CSR and construct CSR scores. Also, another database, TEJ, is used to collect negative samples because it provides the companies that have bad CSR events. Then, in order to construct a new CSR score, positive and negative samples are combined as CSR variable. This study uses the data that described above to do the analysis by median regression. The results indicate that the performances of CSR will affect earnings momentum and even if the control variables are added, the results remain the same. This is to say that CSR will affect the behavior of investors.

**Keywords:** Corporate Social Responsibility, Earnings Momentum, Cumulative Abnormal Return, Event Study

# 目錄

中文摘要.....	i
Abstract.....	ii
目錄.....	iii
表目錄.....	iv
圖目錄.....	iv
<b>第一章 緒論</b> .....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	3
<b>第二章 文獻回顧</b> .....	4
第一節 企業社會責任(CSR).....	4
第二節 盈餘動能與累積異常報酬.....	7
<b>第三章 研究方法</b> .....	9
第一節 資料來源與設定.....	9
第二節 累積異常報酬.....	11
第三節 標準化未預期盈餘與模型設定.....	13
<b>第四章 實證結果與分析</b> .....	15
第一節 敘述統計.....	15
第二節 迴歸分析.....	20
<b>第五章 結論與建議</b> .....	26
參考文獻.....	28
附錄.....	31

## 表目錄

表一	敘述統計.....	16
表二	SUE 各組 EPS 之中位數與 SUE 之中位數.....	17
表三	模型 I 之中位數迴歸.....	22
表四	模型 II 之中位數迴歸.....	23
表五	模型 III 之中位數迴歸.....	25

## 圖目錄

圖一	社會責任金字塔.....	5
圖二	SUE 分組之累積異常報酬分布情形.....	18
圖三	按季分之 CS 表現良好對 SUE 分布情形.....	19
圖四	按季分之 CS 表現不好對 SUE 分布情形.....	19

# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

投資人在進行其投資決策前須做足準備，觀察股價、欲投資之公司之盈餘宣告等，而盈餘動能(earnings momentum)之現象最早於 Ball and Brown(1968)之研究中被發現，其研究中指出，根據觀察異常報酬率之變化後，發現股價對於盈餘訊息之宣告有延遲現象，而後續有其他學者如 Chan, Jegadeesh, and Lakonishok (1996)則於其研究中將此現象稱為盈餘動能。

近年來隨著國際市場的改變，投資人關心的不再只有單純的獲利，企業社會責任 (corporate social responsibility, CSR)的議題不斷的被提起且受到重視，越來越多的國際大廠以及知名品牌紛紛投入大量的資金及人力，除了頒布公司的企業社會責任宣告也發布企業社會責任報告書讓外界能公開的檢視，除了希望藉此以建立公司正面形象外更希望的是能受到投資人的青睞。而台灣也有兩個較為重要的 CSR 參考指標，一為遠見雜誌於 2005 年開始舉辦的「遠見 CSR 企業社會責任獎」，二為天下雜誌於 2007 年開始舉辦的「天下企業公民獎」，這兩個獎項不僅成為投資人能參考之投資依據之外，更幫助檢視國內企業對於企業社會責任之施行狀況。

但是，施行企業社會責任是否能為公司帶來正面評價？這想必是許多人心中的疑問，畢竟要符合 CSR 之規範，公司需投入大量人力與金錢，那麼這樣的投資是否有成效？就好比花時間與人力去準備以及投稿參加天下與遠見的 CSR 評選，投資人是如何看待這件事？也因為這些問題的產生，國內有許多以此兩獎項為依據之研究，如張元(2011)以獲得天下企業公民獎之最佳 30 間公司為觀察樣本，並探討施行企業社會責任之公司是否異常報酬會表現的比沒有施行的公司來的好，其研究發現這 30 間公司並無較高之報酬，也因此，張元於其研究中提出善盡企業社會責任之公司並不等於好的投資標的之觀點。另外，劉昱菁(2009)則

是使用遠見之得獎公司為觀察樣本，其結果得出得獎公司之報酬率雖高於對照組以及上市指數，但並不是很顯著。

因國內外皆有大量對於盈餘動能及企業社會責任之研究，本研究選用事件研究法，並以盈餘宣告日為事件日，觀察發布前後之累積異常報酬的分布情形，並觀察台灣上市上櫃公司之盈餘動能之表現。而後更加上企業社會責任因子，除了使用天下雜誌及遠見雜誌所主辦的兩個獎項之外，更加入了於台灣經濟新報資料庫(TEJ)中收錄的台灣的公司所發生過的負面企業社會責任事件，藉此觀察企業社會責任對於盈餘動能之影響。

## 第二節 研究目的

台灣對於企業社會責任這個概念約莫於 2002 年由政府開始推廣而萌芽，在此之後企業社會責任之發展可說是以被動的方式在進行，對於要揭露企業內部之運作，以及須符合企業社會責任之範疇，對於多數企業來講並不是一件簡單的事情。但由於國際趨勢的走向，像台灣以 OEM 代工為主的眾多大大小小的公司，如不因應企業社會責任之潮流而做出改變，將會很容易被淘汰。而參加遠見及天下雜誌所舉辦的 CSR 評選公司數除了逐年增加之外，金管會也於 2015 年重新修訂法規，擴大強制編制企業社會責任報告書的企業範圍，資本額由現行規定的 100 億元降至 50 億元，並且也持續推動上市櫃公司履行企業社會責任，並要求其揭露企業社會責任資訊以利投資人判斷。本研究關注的除了台灣股市之盈餘動能表現之外，更關注的是，施行企業社會責任之公司是否會因其施行之企業社會責任的好壞程度而反應在盈餘動能上。

本研究透過於 TEJ 蒐集之盈餘宣告日為事件日，並以標準化未預期盈餘 (standardized unexpected earnings, SUE) 將其分組以觀察其分布情形。而後加入正面企業社會責任事件與負面企業社會責任事件為因子去探究其對於盈餘動能之影響。研究目的可歸類為以下兩點：

- 一、 以盈餘發布日為事件日，並以 SUE 分組進而觀察台灣上市櫃公司之累積異常報酬率之分布情形。
- 二、 以上述組別為基準，加入企業社會責任因子以觀察其對於盈餘動能之影響。

## 第二章 文獻回顧

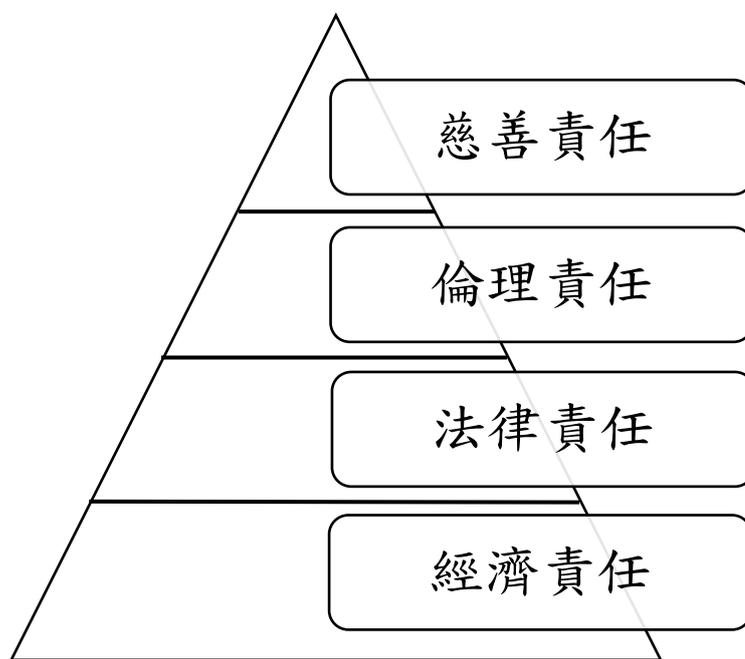
### 第一節 企業社會責任(CSR)

企業社會責任從 1970 年代被提出後，常被認為只是社會大眾對企業過度的美好理想，至今這樣的一種人文省思不再只是空談。根據世界企業永續發展協會 (World Business Council for Sustainability and Development, WBCSD) 的定義，所謂的「企業社會責任」意指：企業在承諾遵守道德規範為經濟發展做出貢獻時，並同時最大化的改善員工及其家庭、當地社區還有社會的生活品質。於此，台灣證券交易所也指出：企業社會責任泛指企業在創造利潤、對股東利益負責的同時，還要承擔對所有利害關係人的責任，以達成經濟繁榮、社會公益及環保永續之理念。

企業社會責任之父 Bowen(1953)於其出版的《企業家的社會責任》一書中提出「企業的義務是追求所有符合社會價值觀與滿足社會的所有活動」，此一說法一提出不僅引領了企業界與學者們對企業社會責任的更多討論，也因此更促進了很多相關研究。另一經濟學者 Arrow (1973) 也認為企業除了追求利潤之外，還要對社會大眾有社會責任，因企業的經濟活動與整個社會息息相關。而後管理學者 Carroll(1996)則提出了很重要的「企業社會責任金字塔」(如圖一)。這四大面向構成了一個很具體的企業責任，由圖一可看出金字塔頂端並非經濟責任 (economic responsibilities) 而是慈善責任 (philanthropic responsibilities)。由於人們對企業的期待越來越高，期許企業能反饋更多給社會並完成一些政府做不到的事情，甚至是做得更好，因此投資人對於企業社會責任的日趨重視會進而影響其投資決策。

而不同學者之於企業社會責任對於公司的影響有不同的看法。國外學者像是 Friedman(1970)提出之主張是反對企業施行企業社會責任。他認為企業須執行之

企業社會責任即是為股東帶來利潤，如果企業將資源使用在施行企業社會責任上，則會導致資源不效率以及資源錯置。與 Friedman(1970)有相似觀點之學者，如 Bragdon and Marlin (1972)、Vance (1975)、Aupperle, Carroll, and Hatfield (1985) 以及 Ullmann (1985)，他們認為如果企業一旦將企業社會責任納入考量的話，將會使產品發展受到限制，而這將使得成本增加且可能造成企業之市場競爭力下降，也將對績效產生負向之影響；相反地，如 Brown and Dacin(1997)、Turban and Greening(1997)則認為企業施行企業社會責任是將自身資源當成創造社會財富、改善與促進組織與顧客、員工以及社區等利害關係人之間的關係之工具。其他如 Moskowitz (1972)、Parket and Eibert (1975)、Solomam and Hansen (1985)也提出企業施行企業社會責任能夠改善企業績效的觀點，例如企業為員工提供了較優良之工作環境，而使得員工生產力提升並降低了生產的錯誤率；又或是如 Bowman and Haire (1975)提出企業因施行企業社會責任後提高企業聲譽而降低了成本等。



圖一 資料來源：Carroll(1996)

而在國內的研究，對於企業施行企業社會責任所提出的觀點也大有不同。沈

中華與張元(2008)研究了國外企業對於是否其承擔企業社會責任能助於改善績效，其研究結果得出 CSR 企業並不優於非 CSR 企業，且有些實證結果顯示負向效果。而張元(2011)更進一步研究於天下企業公民獎獲獎之最佳 30 間公司之績效是否優於無施行企業社會責任之公司，其結果顯示這 30 間公司之報酬並無較高，他也因此提出善盡企業社會責任之公司並不等於好的投資標的之觀點。而在黃瓊瑤、王癸元、張鳳真(2013)之研究中探討了正負面企業社會責任之事件宣告對於投資人投資決策之影響，並觀察其反映至股價之異常報酬的情況；正面企業社會責任事件選用了 2007 至 2010 年間入圍遠見及天下雜誌之 CSR 評選的公司，負面企業社會責任事件則是選用同樣期間內企業所發生之不法事件。其研究結果發現當投資人接收到企業發生負面企業社會責任事件的資訊時之態度，會比其回應正面企業社會責任事件的資訊之態度來得強烈，也因此造成股價的異常報酬幅度相較之下也會比較大。

## 第二節 盈餘動能與累積異常報酬

Ball and Brown(1968)於 1968 年發布一篇實證研究探討股價與盈餘的關係。他們發現盈餘增加的公司，其累積異常報酬會往上而盈餘減少則會繼續往下，這表示股價對於盈餘宣告有延遲反映的現象。後續有其他學者如 Beaver(1968)的研究，探討股票報酬之變異數來衡量年度之盈餘宣告，並得出投資者對盈餘宣告所含之資訊內容有明顯反應。

而如 Worrell, Davidson, and Sharma (1991)的研究發現 1979 至 1987 年間紐約證券交易所與美國證券交易的上市公司，在發布裁員宣告之後，大部分皆有負向報酬。Clinebell and Clinebell (1994)則發現 1980 至 1988 年間，企業發布關閉工廠的宣告後將產生負向的股票異常報酬。Hannon and Milkovich (1996)研究在紐約時報釋出 100 家擁有最佳工作環境公司之訊息後，這 100 家公司在宣告日後的兩天出現了正向的股票異常報酬。上述三位學者之研究皆發現因公司發布之正面或負面訊息會產生正負向之異常報酬，也就是盈餘宣告具有資訊內涵。

此外，DellaVigna and Pollet (2009)則探討投資人在週五以及非週五對於盈餘宣告的關注度不同會影響股價；其研究發現因投資人對於週五公告之盈餘訊息關注度較為鬆散，股價反應訊息的速度較其他交易日慢；其實證顯示對於盈餘訊息關注度不足會影響股價並導致股價對訊息反應延遲。另外，Hirshleifer(2009)的研究則是在探討盈餘宣告事件之多寡會影響投資人對於訊息的關注度且影響股價，其實證結果同樣也支持因為投資人對於盈餘宣告之關注度不足，進而導致股價對於訊息延遲。

國內學者如詹場、胡星陽、呂朝元、徐崇閔(2011)之研究發現台灣股市在熊市期間對於好的盈餘訊息反應較慢，而在牛市期間對於壞的盈餘訊息之反應較慢。因在牛市期間之市場氣氛較樂觀所以投資人相對的投資信心較強，且在牛市期間

投資績效相對的也較佳，壞盈餘訊息所帶來之損失相對也較小，因此造成投資人對壞盈餘訊息之反應變慢；反之，投資人在熊市反而對好的盈餘訊息反應較快。而顧廣平(2011)之研究則是針對盈餘動能以及營收動能去探討台灣股市，結果發現兩種效應皆存在。其研究使用 1994 年 1 月至 2009 年 12 月之台灣上市上櫃之普通股作為研究對象，且實證結果發現投資人存在代表性偏誤，而此偏誤導致投資人對於盈餘或營收訊息反應不足。

## 第三章 研究方法

此章節旨在說明股市資料之來源以及企業社會責任樣本公司的選定，並說明本研究所使用之研究方法。

### 第一節 資料來源與設定

#### 一、 企業社會責任樣本

為了製作變數 CSR，本研究以 2006 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日止此期間所有獲獎「天下企業公民獎」及「遠見 CSR 企業社會責任獎」之得獎公司為正面企業社會責任樣本公司；另選定同樣 2006 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日止此期間收錄在 TEJ 裡有過負面企業社會責任事件的公司為負面樣本。

##### (1) 天下企業公民獎

2007 年開始，《天下雜誌》舉辦備受矚目的「天下企業公民獎」，並從 2015 年開始擴大評比，增設了小巨人組，目的在於讓這些在背後默默推動著台灣經濟的小英雄們也能得到應有的關注。

此獎項參考聯合國「全球盟約」(The UN Global Compact)、OECD 多國企業指導綱領及美國道瓊永續指數(DJSI)等國際指標與評量方法分成四大構面：企業治理、企業承諾、社會參與、環境永續，並以年營收新台幣 100 億元以上為「大型企業」、以下為「中堅企業」、而 50 億元以下為 2015 年新增的「小巨人」類別。

##### (2) 遠見 CSR 企業社會責任獎

遠見企業社會責任獎是全球華人媒體最早推動的 CSR 評鑑調查，也是台灣歷史最久的 CSR 獎項，自 2005 年推動以來已邁向第 14 屆，且於同年

推出全球華人媒體第一份企業社會責任大調查。

獎項評選辦法：從公司治理、社會績效、環境績效、CSR 策略規劃、利害關係人議和、資訊揭露透明度等各面向，完整評鑑企業整體 CSR 表現。

(3) 企業社會責任負面事件

本研究為了判定企業 CSR 的好壞，除了選用上述獎項的得獎公司為樣本之外，亦從 TEJ 的公司治理模板中的公平運作實務裡取得社會責任新聞。其資料來源為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。

(4) 企業社會責任變數設定

本研究以上述資料為基礎製作 *csr* 變數，詳細敘述如下：

$$csr = award + badevent$$

變數 *award* 之設定為：自當季盈餘發布日往前推算至前一年同季發布日隔天，這段期間之總得獎次數，並將得出來之結果分為兩組，有得獎設為 1、沒有得獎即為 0。而變數 *badevent* 之設定與 *award* 相似，唯一差別在於分數之設定，*badevent* 分為完全沒有負面企業社會責任事件為 0，而 1-2 次為 -1、3 次以上包含 3 次為 -2。最後，將兩變數相加後可得出變數 *csr*，其總分介於 -2~1，越高表示 CSR 表現良好，反之則越不好。

## 二、 股市資料來源

從 TEJ 獲取 2007 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日之加權股價指數的日收盤價以及上市上櫃普通股(不含 TDR 及外國公司)之日收盤價。因本研究只觀察在 2007 年以前已在台灣上市上櫃之普通股且不含 TDR 與外國公司，並也排除曾暫停交易以及有全額交割紀錄之公司，所以得出在 2007 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日這期間收盤價皆無缺漏之觀察公司數為 860 間。

## 第二節 累積異常報酬

### 一、估計 Beta 值( $\beta$ )

本研究參考 DellaVigna and Pollet (2009)所使用之估計方法，設定 Beta 之估計期間為事件日(盈餘發布日)前 300 天至前 46 天，估計式如下：

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,q}R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

上述估計式中， $R_{i,t}$ 為  $i$  公司於  $t$  日之報酬率， $R_{m,t}$ 為  $t$  日之市場報酬率， $\varepsilon_{i,t}$ 為隨機誤差項。 $\alpha_i$ 、 $\beta_{i,q}$ 為待估計參數；其中， $\beta_{i,q}$ 為  $i$  公司對應第  $q$  季盈餘發布之 Beta 值，而估計出來之  $\beta_{i,q}$ 將使用在計算累積異常報酬。

市場報酬率係以 TEJ 的資料庫所提供的加權股價指數日收盤價計算而得：

$$R_{m,t} = \frac{close_{m,t} - close_{m,t-1}}{close_{m,t-1}}$$

上述計算式中， $close_{m,t}$ 為加權股價指數  $t$  日之收盤價。

各公司股票之日報酬率為：

$$R_{i,t} = \frac{close_{i,t} - close_{i,t-1}}{close_{i,t-1}}$$

上述計算式中， $close_{i,t}$ 為  $i$  公司  $t$  日之收盤價。

### 二、計算累積異常報酬

接下來計算累積異常報酬率。本研究參考 DellaVigna and Pollet (2009)所使用之累計異常報酬率之計算方法。事件觀察期間分為立即反應期間與延遲反應期間；立即反應期間為盈餘發布日( $d$ )至後 2 日[0,2]，延遲反應期間為盈餘發布日後 3 日至後 75 日[3,75]。累積異常報酬率之估計式如下：

$$CAR[0,2]_{i,q} = \left[ \prod_{k=d}^{d+2} (1 + R_{i,k}) \right] - 1 - \beta_{i,q} \left[ \prod_{k=d}^{d+2} (1 + R_{m,k}) - 1 \right]$$

$$CAR[3,75]_{i,q} = \left[ \prod_{k=d+3}^{d+75} (1 + R_{i,k}) \right] - 1 - \beta_{i,q} \left[ \prod_{k=d+3}^{d+75} (1 + R_{m,k}) - 1 \right]$$

$R_{i,k}$  為  $i$  公司股票在  $k$  日之報酬率， $R_{m,k}$  為  $k$  日之市場報酬率。

### 第三節 標準化未預期盈餘與模型設定

#### 一、盈餘發布日與標準化未預期盈餘

從 TEJ 下載本研究篩選之 860 間公司之每年每季財報資料，參考 DellaVigna and Pollet (2009) 所使用之方法計算  $SUE$ ，用以判定事件日盈餘訊息好壞程度：

$$SUE_{q,i} = \frac{EPS_{q,i} - EPS_{q-4,i}}{P_{d-5,i}}$$

上述計算式中， $EPS_{q,i}$  代表  $i$  公司第  $q$  季之每股盈餘， $EPS_{q-4,i}$  則代表  $i$  公司去年同季之每股盈餘，而  $P_{d-5,i}$  為  $i$  公司在盈餘宣告日前五日之股價。DellaVigna and Pollet (2009) 將股票按  $SUE$  高低分成 11 組，但由於在本研究中，曾經得獎或發生負面 CSR 事件之公司數相對於全體公司數較少，故將股票按  $SUE$  分成五組，以避免在同一組別中有 CSR 好壞事件之公司數過少，第一、二組為盈餘表現壞的組別，第四、五組為表現好的組別。

#### 二、模型設定

本研究為觀察盈餘動能現象分成三個層次(模型 I、模型 II、模型 III)。

模型 I 設定如下：

$$CAR = \alpha + \beta SUE + \varepsilon$$

上式中被解釋變數為  $CAR[0,2]$ ，則估計出來之係數係反映股價之立即反應；若  $\beta > 0$  代表盈餘訊息越好之公司，股價的立即反應越正面。若被解釋變數為  $CAR[3,75]$ ，則估計出來之係數係反映股價之延遲反應；若  $\beta > 0$  代表股價對盈餘訊息有延遲反應。

模型 II 設定如下：

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 csr + \beta_0 SUE + \beta_1 csr * SUE + \varepsilon$$

以模型 I 為基礎加入企業社會責任因子去觀察其對於累積異常報酬的影響，將企業社會責任變數乘以標準化未預期盈餘係參考 Bartov and Li (2015) 之研究，不同

之處在於企業社會責任變數之設定，本研究將正面與負面企業社會責任事件相加後綜合評分並以此分數為 CSR 表現好與不好之依據。上式中若被解釋變數為  $CAR[0,2]$ ，則估計出來之係數係反映股價之立即反應；若  $\beta_1 > 0$  代表 CSR 表現越好之公司，股價的立即反應越大；若  $\beta_1 < 0$  代表 CSR 表現越好的公司，其立即反應就越小。若被解釋變數為  $CAR[3,75]$ ，則估計出來之係數係反映股價之延遲反應；若  $\beta_1 > 0$  代表 CSR 表現越好之公司對盈餘訊息之延遲反應越大；若  $\beta_1 < 0$  則代表 CSR 表現越好之公司對盈餘訊息的延遲反應越小。

模型設定 III 如下：

$$\begin{aligned}
 CAR = & \alpha_0 + \alpha_1 csr + \beta_0 SUE + \beta_1 csr * SUE + \gamma_1 bm + \gamma_2 size + \gamma_3 bm * SUE \\
 & + \gamma_4 size * SUE + \gamma_5 y2007 + \gamma_6 y2008 + \gamma_7 y2009 + \gamma_8 y2010 \\
 & + \gamma_9 y2011 + \gamma_{10} y2012 + \gamma_{11} y2013 + \gamma_{12} y2014 + \gamma_{13} y2015 + \varepsilon
 \end{aligned}$$

模型 III 加入控制變數以檢視實證結果的穩健性。控制變數包括：淨值市價比  $bm$ 、公司規模  $size$ 、上述變數與  $SUE$  之交乘項，以及 2007 年至 2015 年之虛擬變數。

## 第四章 實證結果與分析

### 第一節 敘述統計

#### 一、樣本敘述

本研究所使用之企業社會責任樣本來已於第二章第一節之資料來源與設定裡頭詳細說明。實際樣本公司數為 860 間，觀察期間為 10 年(40 季)，因有些公司第四季與第一季之發布日重複，故須扣除，因此得出有效觀察樣本總數為 32675( $860*10*4-1725=32675$ )。表一之 Panel I 可看出變數 *award*、*badevent* 之評分間距以及最後合併為 *csr* 變數之評分間距。表一之 Panel II 則呈現相關股市資料之分布狀況，包括於 TEJ 所獲取之個股收盤價 *close*、個股之日報酬率 *R*、市場報酬率 *R<sub>m</sub>*、*SUE* 以及每股盈餘 *EPS*。

表一 敘述統計

Panel I 企業社會責任變數

變數	個數	平均數	標準差	25%	50%	75%	最小值	最大值
CSR	32675	-0.0823	0.4395	0	0	0	-2	1
Award	32675	0.0577	0.2331	0	0	0	0	1
Badevent	32675	-0.1400	0.3956	0	0	0	-2	0

Panel II 股市資料

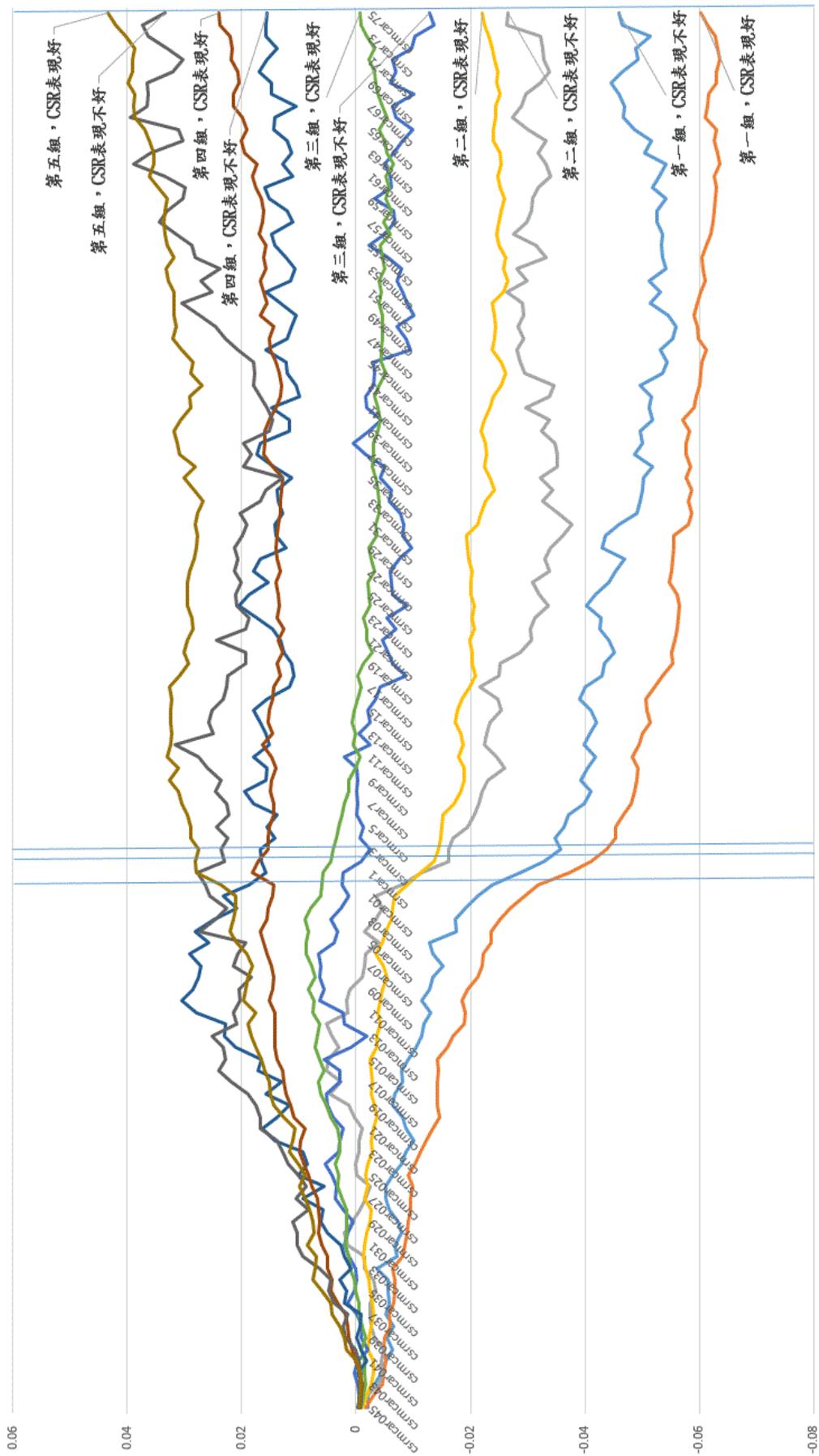
變數	個數	平均數	標準差	25%	50%	75%	最小值	最大值
Close	32675	26.8708	62.8288	10.31	16.06	27.84	1.7	3693.45
Rm	32675	0.0005	0.0133	-0.0057	0.0002	0.0055	-0.0571	0.0672
R	32675	-0.0003	0.2468	-0.0119	0	0.0093	-10000	0.1001
SUE	32675	-0.0003	0.0548	-0.0135	0	0.0121	-1.1372	1.4057
EPS	32675	0.4862	1.3349	0.04	0.3	0.71	-11.95	63.07

## 二、標準化未預期盈餘之分組

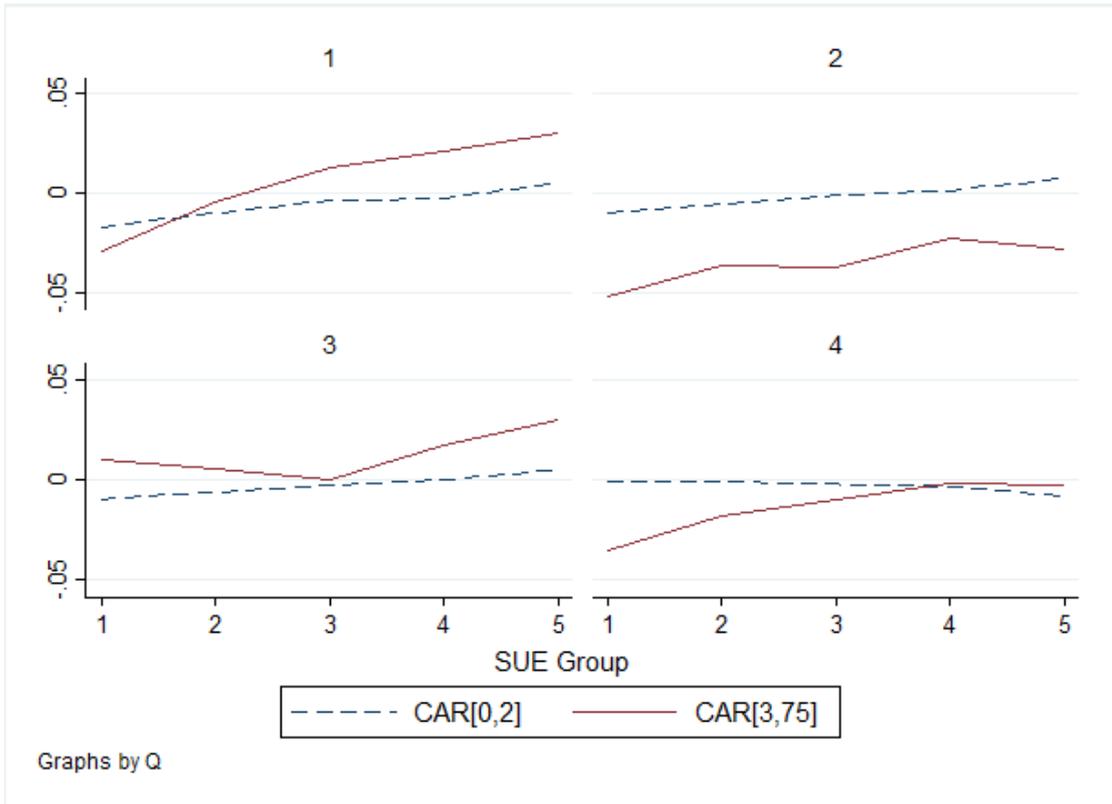
依表二所呈現，SUE 之分組是按照表現不好至最好等分成第一至第五組。各組別之 SUE 分布情況可參考圖二之呈現，第二組至第五組之分佈皆是依照同組內 CSR 表現好的其走勢較 CSR 表現不好來的高，但第一組之分布情形就不如預期之結果，原因也尚無法推斷，同時也可依圖三之呈現看出在各季 CSR 對累積異常報酬之分布情形。

表二 SUE 各組 EPS 之中位數與 SUE 之中位數

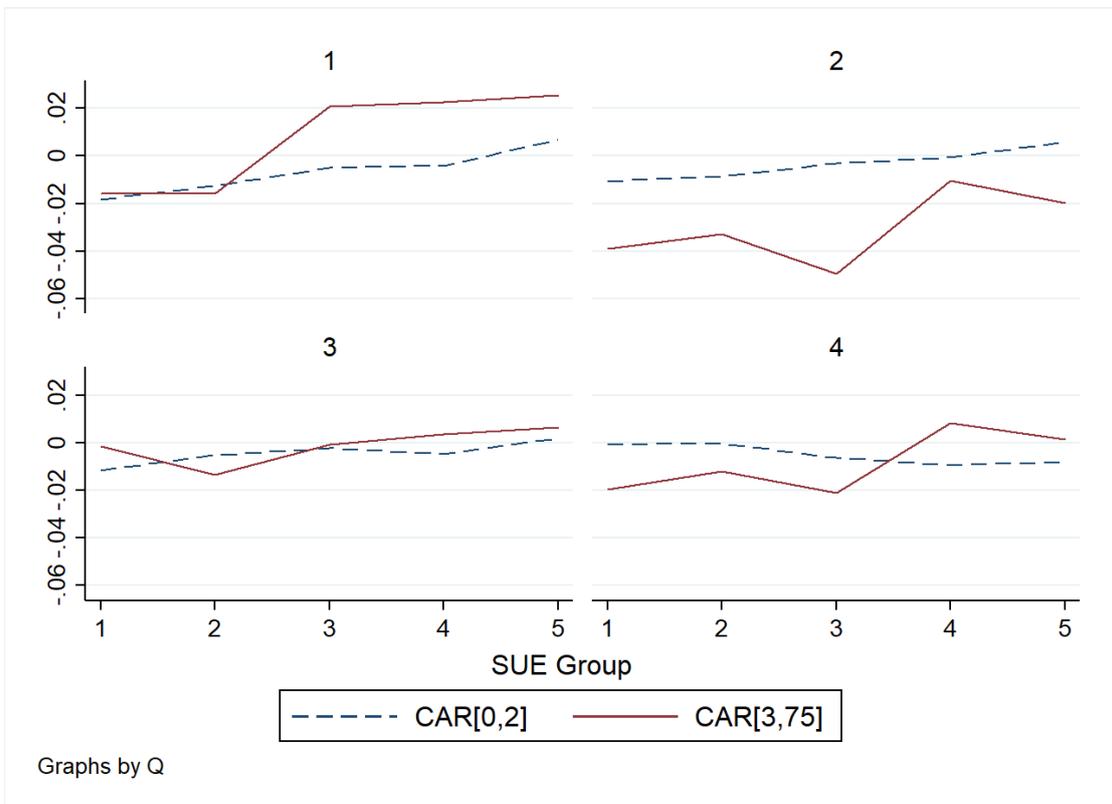
SUE 組別	1	2	3	4	5
樣本數	6518	6526	6587	6526	6518
EPS	-0.0566	0.3866	0.6606	0.7179	0.7203
SUE	-0.0524	-0.1130	-0.0003	0.0101	0.0522



圖二 SUE 分組之累積異常報酬分布情形



圖三 按季分之 CSR 表現良好對 SUE 分布情形



圖四 按季分之 CSR 表現不好對 SUE 分布情形

## 第二節 迴歸分析

本研究以第三章第三節之模型設定，進行中位數迴歸分析。模型 I 之迴歸估計結果如表三，其中，可看出每一季之 SUE 表現皆為非常顯著，此實證結果顯示本研究所選用之樣本公司表現出非常明顯之盈餘動能效應，也就是投資人對於盈餘宣告訊息之關注不僅反應在異常報酬上，且產生了立即反應以及延遲反應。

而模型設定 II 加入企業社會責任因子去觀察到底其對於累積異常報酬率之影響為何，也就是投資人是否會因企業實行企業社會責任表現的好或壞進而其投資決策。得出迴歸結果如表四，在第二季以及第三季  $csr*SUE$  在  $CAR[0.2]$  之表現為非常顯著、在  $CAR[3,75]$  則不顯著，此結果顯示出 CSR 表現良好的公司在這兩季皆有明顯之立即反應效果，但對於延遲反應之效果則不明顯。另外，第一季與第四季在本研究的觀察中，因兩季相隔太近，故不太能去推論，也對其所呈現之結果較保守的看待。

模型設定 III 加入淨值市價比、公司規模等多項控制變數以觀察其對於累積異常報酬之影響。以中位數迴歸作分析後，結果如表五，其中可看出在加入這些控制變數之後所得出來之結果與模型 II 相較之下，第一季的立即反應有因加入控制變數後而提升，而第二季之立即反應則有稍微減緩，但兩季之延遲反應反而因為加入控制變數之後效果變成顯著，除了可因此推斷 CSR 對於盈餘動能確實有顯著影響之外也可能因其他因素而對其造成不同變化，中位數迴歸所得出之偽 R 平方(Pseudo R-Square)雖不完全代表 R 平方，但概念類似且也可代表模型中能被解釋的比率有多少。

表三 模型 I 之中位數迴歸

Q1	CAR[0,2]	CAR[3,75]
SUE	0.2319*** (23.277)	0.5152*** (11.583)
_cons	-0.0056*** (-14.969)	0.0073*** (4.360)
樣本數	7827	7827
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0174	0.0063
Q2	CAR[0,2]	CAR[3,75]
SUE	0.1272*** (19.375)	0.1294*** (3.865)
_cons	-0.0018*** (-5.457)	-0.3447*** (-21.108)
樣本數	8522	8522
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0121	0.0008
Q3	CAR[0,2]	CAR[3,75]
SUE	0.0940*** (14.128)	0.0576** (2.212)
_cons	-0.0032*** (-9.214)	0.0111*** (8.233)
樣本數	8517	8517
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0092	0.0002
Q4	CAR[0,2]	CAR[3,75]
SUE	-0.0453*** (-9.703)	0.2635*** (11.412)
_cons	-0.0034*** (-9.647)	-0.0149*** (-8.619)
樣本數	7809	7809
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0038	0.0056

註：\*、\*\*及\*\*\*分別代表 $\alpha$ 在 10%、5%及 1%顯著。括號內為 t 值。

表四 模型 II 之中位數迴歸

Q1	CAR[0,2]	CAR[3,75]
<i>SUE</i>	0.2291*** (21.339)	0.5334*** (11.455)
<i>csr</i>	0.0022** (2.524)	0.0089** (2.384)
<i>csr*SUE</i>	-0.0372* (-1.723)	0.1746* (1.865)
<i>_cons</i>	-0.0054*** (-13.902)	0.0079*** (4.636)
樣本數	7827	7827
Pseudo $R^2$	0.0180	0.0068
Q2	CAR[0,2]	CAR[3,75]
<i>SUE</i>	0.1330*** (18.699)	0.1236*** (3.368)
<i>csr</i>	0.0017** (2.366)	0.0034 (0.891)
<i>csr*SUE</i>	0.0380*** (3.126)	-0.0859 (-1.369)
<i>_cons</i>	-0.0016*** (-4.915)	-0.3445*** (-20.522)
樣本數	8522	8522
Pseudo $R^2$	0.0126	0.0010
Q3	CAR[0,2]	CAR[3,75]
<i>SUE</i>	0.1132*** (15.676)	0.0692* (2.478)
<i>csr</i>	0.0008 (0.985)	0.0048 (1.550)
<i>csr*SUE</i>	0.0543*** (4.333)	0.0664 (1.372)
<i>_cons</i>	0.0031*** (-8.832)	0.0117*** (8.512)
樣本數	8517	8517
Pseudo $R^2$	0.0097	0.0004
Q4	CAR[0,2]	CAR[3,75]
<i>SUE</i>	-0.0470***	0.2649***

	(-9.665)	(10.820)
<i>csr</i>	0.0022*** (2.829)	0.0051 (1.313)
<i>csr*SUE</i>	-0.0042 (-0.389)	0.0105 (0.195)
<i>_cons</i>	-0.0032*** (-9.192)	-0.0144*** (-8.243)
樣本數	7809	7809
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0044	0.0057

註：\*、\*\*及\*\*\*分別代表 $\alpha$ 在 10%、5%及 1%顯著。括號內為 t 值。

表五 模型 III 之中位數迴歸

季別	CAR0to2		CAR3to75	
	Q1	Q2	Q1	Q2
<i>csr</i>	0.0014 (1.549)	0.0012 (1.503)	0.0037 (0.901)	-0.0003 (-0.084)
<i>csr*SUE</i>	-0.0545** (-2.450)	0.0302** (2.166)	0.1904* (1.888)	-0.1329** (-2.161)
<i>SUE</i>	0.3499*** (15.774)	0.1567*** (8.734)	0.6068*** (6.039)	0.1168 (1.476)
<i>bm</i>	-0.0044*** (-4.810)	0.0004 (0.427)	-0.0010 (-0.246)	0.0297*** (8.151)
<i>size</i>	1.29E-08*** (3.864)	5.21E-09 (1.637)	5.55E-08*** (3.677)	6.65E-08*** (4.743)
<i>bm*SUE</i>	-1.030*** (-5.984)	-0.0042 (-0.302)	-0.0281 (-0.360)	0.0636 (1.037)
<i>size*SUE</i>	-4.94E-07** (-2.234)	-9.95E-09 (-0.038)	-2.20E-06** (-2.202)	6.62E-07 (0.577)
<i>y2007</i>	-0.0207*** (-10.889)	-0.0039** (-2.337)	0.0567*** (6.567)	-0.1024*** (-14.088)
<i>y2008</i>	0.0008 (0.474)	0.0037** (2.252)	-0.0596*** (-7.446)	-0.0543*** (-7.541)
<i>y2009</i>	-0.0369*** (-21.223)	-0.0038** (-2.309)	0.0683*** (8.669)	0.0714*** (9.948)
<i>y2010</i>	-0.0099*** (-5.569)	-0.0134*** (-8.145)	-0.0077 (-0.954)	-0.0536*** (-7.396)
<i>y2011</i>	-0.0029 (-1.569)	0.0017 (1.021)	-0.0291*** (-3.538)	-0.0403*** (-5.622)
<i>y2012</i>	0.0148*** (8.683)	0.0016 (0.018)	-0.0096 (-1.247)	-0.0209*** (-2.925)
<i>y2013</i>	0.0020 (1.152)	0.0003 (0.187)	0.0193** (2.516)	0.0122* (1.715)
<i>y2014</i>	-0.0016 (-0.956)	-0.0068*** (-4.205)	-0.0284*** (-3.670)	-0.0362*** (-5.049)
<i>y2015</i>	-0.0013 (-0.748)	0.0047*** (2.908)	-0.0966*** (-12.552)	0.0319*** (4.468)
<i>_cons</i>	-0.0001 (-0.088)	-0.0010 (-0.708)	0.0208*** (2.985)	-0.0453*** (-7.266)

樣本數	7827	8522	7827	8522
Pseudo $R^2$	0.0724	0.0255	0.0528	0.0626

註：\*、\*\*及\*\*\*分別代表 $\alpha$ 在 10%、5%及 1%顯著。括號內為 t 值。

## 第五章 結論與建議

本研究探討在 2007 年前已上市上櫃之公司其累積異常報酬率之分布狀況，分析企業社會責任對於盈餘動能之影響，並於實證分析中發現，加入企業社會責任因子之後，企業社會責任的表現良好與否確實會影響投資人對於盈餘發布後之反應，即便加入控制變數之後仍可發現企業社會責任對於盈餘動能還是有顯著影響，這表示投資人在做投資決策時的確會將 CSR 的表現納入考慮。

本實證結果所帶來之管理意涵部分，根據本研究對於第二季盈餘發布之觀察，CSR 表現越良好的公司，其立即反應會越明顯，而延遲反應則不明顯，這代表投資人的確會對於 CSR 較良好之公司給予更多的關注，除了鼓勵公司能實行企業社會責任之外更鼓勵政府能多加推動及推廣。

本研究之限制為須重新為 CSR 評分，在歐美國家已有多項 CSR 指標如：KLD 社會責任指標、道瓊永續指數、FTSE100 指數，雖台灣已於 2017 年 12 月 18 日推出由台灣指數公司與 FTSE 共同編製之台灣永續指數，但因能參考之樣本過少且與本研究所選定之研究期間相差太遠，故建議未來之研究可將台灣永續指數納入，作為 CSR 之評分依據。而在蒐集上市上櫃公司之盈餘發布日時，則常發現有資料缺漏以及第四季之發布日與第一季之日期相同的情況，因此有些公司的第四季會跟第一季的累積異常報酬相同。

## 參考文獻

### 中文文獻

- 沈中華與張元(2008)，企業的社會責任行為可以改善財務績效嗎？—以英國 FTSE 社會責任指數為例，經濟論文，第 36 卷第 3 期，339-385。
- 張元(2011)，社會責任公司有較高的股票報酬嗎？，輔仁管理評論，第 18 卷第 1 期，79-118。
- 黃瓊瑤、王癸元、張鳳真(2013)，企業社會責任事件宣告與股價異常報酬之研究，當代會計，第 14 卷第 2 期，175-204。
- 詹場、胡星陽、呂朝元、徐崇閔(2011)，市場狀態與投資人對盈餘訊息之反應，經濟論文叢刊，第 39 卷第 4 期，463-510。
- 顧廣民(2011)，盈餘與營收動能，管理學報，第 28 卷第 6 期，521-544。

### 英文文獻

- Arrow, K. J. (1973). Social Responsibility and Economic Efficiency. *Public Policy*, 21, 303-317.
- Aupperle, K., Carroll, A, and Hatfield, J. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28, 446-463.
- Ball, R. and Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- Bartov, E. and Li, Y. (2015). Corporate social responsibility and the market pricing of corporate earnings. Working Paper, New York University and National University of Singapore.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Bowen, H. R. (1953). *Social Responsibilities of the businessman*. New York, Harper & Brothers.
- Bowman, E. H. and Haire, M. (1975). A strategic posture toward corporate social responsibility. *California Management Review*, 18, 49-58.

- Bragdon, J. and Marlin, J. (1972). Is pollution profitable?. *Risk Management*, 19, 157-169.
- Brown, T. J. and Dacin, P. A. (1997). The company and the product: Corporate associations and consumer product responses. *Journal of Marketing* 61, 68-84.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4, 497-505.
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34, 39-48.
- Clinebell, S. K. and Clinebell, J. M. (1994). The effect of advanced notice of plant closing on firm value. *Journal of Management*, 20, 553-564
- DellaVigna, S. and Pollet, J. M. (2009). Investor inattention and Friday earnings announcements. *Journal of Finance*, 64, 709-749.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 13
- Hannon, J. and Milkovich, G. (1996). The effect of human resource reputation signals on share prices: An event study. *Human Resource Management*, 35, 405-424.
- Hirshleifer, D. and Shumway, T. (2003). Good day sunshine: Stock returns and the weather. *Journal of Finance*, 58, 1009-1032.
- Moskowitz, M. R. (1972). Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 1, 71-75.
- Parke, I. R. and Eilbirt, H. (1975). Social responsibility: The underlying factors. *Business Horizons*, 18, 5-10.
- Solomon, R. and Hansen, K. (1985). *It's good business*. New York, Atheneum.
- Turban, D. B., and Greening, D. W. (1997). Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of Management Journal*, 40, 658-672.

Ullmann, A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance. *Academy of Management Review*, 10, 540-577.

Vance, S. (1975) Are socially responsible firms good investment risks?. *Management Review*, 64, 18-24.

Worrell, D., Davidson, W. N., and Sharma, V. N. (1991). Layoff announcements and stockholder wealth. *Academy of Management Journal*, 34, 662-678.

## 附錄 企業社會責任負面事件之來源及分類

### 一、資料來源

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。

### 二、資料頻率

不定期，日維護。

### 三、資料內容

TEJ 公司治理—社會責任的資料庫，現階段 TEJ 僅整理及蒐集負面事件，主要分類如下：

#### 1. 環保及安全問題：

公司營運時污染環境、違反工安及公共安全等事件如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訛漏者。

#### 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批露者。

#### 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、懲罰或媒體批露。