

東海大學國際經營與貿易學系
碩士論文

高階經理人薪酬、企業社會責任與股價風險的關聯性
研究:以臺灣企業為例

An Examination of the Relationship between Executive
Compensation, Corporate Social Responsibility, and Stock Risk:
Evidence from Taiwan

指導教授：高惠娟博士

研究生：柯丹涓撰

中 華 民 國 一 〇 八 年 七 月

東海大學國際經營與貿易學系碩士班

柯丹涓 君所撰碩士論文：

高階經理人薪酬、企業社會責任與股價風險的關聯性研究：以臺灣企業為例

業經本委員會審議通過

碩士論文口試委員會委員

葉志權 (葉志權)

謝俊魁 (謝俊魁)

指導教授

高惠娟 (高惠娟)

系主任

Don Gotcher (Donald Gotcher)

中華民國 108 年 07 月 22 日

摘要

本研究探討薪酬制度的設計如何影響企業從事企業社會責任，以及在不同薪酬制度下，企業社會責任如何影響股價風險。採用天下企業 CSR 公民獎評選出的 2007 年到 2016 年任一年度曾獲獎的公司，定義為有從事企業社會責任的公司，並以公司規模近似及產業別相同的標準找沒有得獎的配對公司，定義為沒有從事企業社會責任或從事企業社會責任但績效差的公司；並從台灣經濟新報資料庫蒐集高階經理人薪酬資料，及股價日資料以計算股價風險。研究結果發現大部分的高階經理人薪酬和企業社會責任為正向顯著關係，企業社會責任和下檔風險為負向顯著關係，在固定薪金、獎金及特支相對較多的情形下，企業社會責任和下檔風險的負向顯著關係更加明顯；在固定薪金、員工認股權相對較多的情形下，企業社會責任和股價崩跌風險為正向顯著關係；而當經理人擁有現金股利或員工認股權時，企業社會責任對於下檔風險的降低效果有些微減少。

關鍵字：高階經理人薪酬制度、企業社會責任、股價崩跌風險、下檔風險

Abstract

This study discusses how the design of the executive compensation system influences corporate social responsibility, and how corporate social responsibility affects stock risk under different compensation systems. We collected the companies that had been selected by the Excellence in Corporate Social Responsibility of Common Wealth Magazine in any year from 2007 to 2016, and we defined them as “A company which engaged in CSR”. Based on the asset scale and the industry category of listed companies, we selected the firms which were not awarded a prize in the ratio of one to one, and we defined them as “A company which didn’t engage in CSR or had bad CSR performance”. The data of executive compensation information and daily stock price for calculating stock risk were collected from the Taiwan Economic Journal (TEJ). The research results showed that most of the executive compensation was significantly and positively related to corporate social responsibility. Corporate social responsibility was significantly and negatively related to downside risk. When salary and bonus and special expenses were relatively high, corporate social responsibility was more significantly and negatively related to downside risk. When salary and employee stock options were relatively high, corporate social responsibility was significantly and positively related to crash risk. When the manager had cash bonus or employee stock options, the effect of reducing downside risk was a little bit decreased.

Keywords: Executive compensation, Corporate social responsibility, Crash risk, Downside risk

誌謝

大四時，受到爸爸的鼓勵，決定以五年一貫的方式繼續讀研究所，因此須同時兼顧大學部及研究所的課業，這代表著必須更努力、更加善用時間，而兩年的光陰很快就過去了，終於到了要提筆寫誌謝詞的時刻。回顧這兩年，有許多愉快的時光，也有許多很辛苦痛苦的日子。真的非常感謝給予我許多幫助、為我加油打氣，陪伴在身邊的人們。

首先要感謝我的論文指導教授高惠娟老師，有老師的指導，我的論文才得以逐漸成形，突破大大小小的困難並順利完成，在課業之外，老師也會關懷我的生活和心情，讓我知道自己並不孤單，老師給了我許多愛與溫暖，真的非常感謝老師！

謝謝碩班的朋友們，在課業上，生活上都給了我許多幫助，能遇到你們，一起在這條路上成長是一件開心的事。

謝謝鼓勵我，幫助我的東海國貿系師長及學長姐們，能加入國貿這個溫暖有人情味的大家庭是一件幸運的事。

最後要謝謝我最愛的家人，謝謝姊姊在工作忙碌之餘仍時常關心我的生活，聽我訴說心事，感謝父母辛苦養育我長大，用愛心及耐心支持著我，雖然您們都不在了，但我會永遠懷念您們，能成為這個家的成員，是最幸福的一件事。

最後，要感謝所有關心我、幫助我、鼓勵我、支持我，讓我能順利完成學業的貴人們，能和你們相遇，是我的榮幸。

柯丹涓 謹誌於
東海大學

目錄

摘要.....	I
Abstract.....	II
誌謝.....	III
目錄.....	IV
表目錄.....	V
圖目錄.....	VI
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	4
第三節 研究問題.....	5
第二章 文獻探討.....	7
第一節 企業社會責任的定義.....	7
第二節 高階經理人薪酬和企業社會責任的關係.....	7
第三節 企業社會責任與股價風險的關係.....	11
第四節 考慮高階經理人薪酬下，企業社會責任與股價風險的關係.....	14
第三章 研究方法.....	17
第一節 研究數據與資料來源.....	17
第二節 變量定義.....	17
第三節 研究架構及研究方法.....	20
第四章 實證分析.....	25
第一節 樣本資料敘述統計分析.....	25
第二節 差異性檢定及 pearson 相關性分析.....	26
第三節 高階經理人薪酬與企業社會責任的關係.....	31
第四節 企業社會責任與股價風險的關係.....	33
第五節 高階經理人薪酬下，企業社會責任對股價風險的影響.....	35
第五章 結論和建議.....	45
第一節 研究結論.....	45
第二節 管理意涵.....	47
第三節 研究限制.....	47
參考文獻.....	48

表目錄

表 4-1 各變量敘述統計表	26
表 4-2 各變量差異性檢定	28
表 4-3 pearson 相關係數表	30
表 4-4 薪酬影響 CSR 的迴歸模型	33
表 4-5 CSR 影響風險的迴歸模型	35
表 4-6 固定薪金下，CSR 影響股價風險的迴歸模型	37
表 4-7 獎金及特支下，CSR 影響股價風險的迴歸模型	39
表 4-8 現金股利下，CSR 影響股價風險的迴歸模型	40
表 4-9 股票股利下，CSR 影響股價風險的迴歸模型	42
表 4-10 員工認股權下，CSR 影響股價風險的迴歸模型	44



圖目錄

圖 1.....	21
圖 2.....	21
圖 3.....	22



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

近年來，企業落實企業社會責任儼然成為一股世界潮流。聯合國制定全球永續發展目標(Sustainable Development Goals, SDGs)，內容涵蓋了經濟成長、社會進步、環境保護三個大面向；道瓊永續指數(Dow Jones Sustainability Index, DJSI)是因應這股趨勢發展出的目前國際上，最具公信力的企業永續評比，同時也是全球第一個永續企業投資指數，全球永續性報告協會成立後，許多企業開始發行企業社會責任報告書。國內證券交易所也積極推動企業社會責任的發展，除了要求股本達一定程度的上市公司要編製與申報企業社會責任報告書外，也推出公司治理指數，強化上市公司重視公司治理。

長久以來，追求獲利與實踐企業社會責任看似矛盾與衝突，有許多學者研究企業社會責任到底會增加企業的成本，還是會像管理大師Michael Porter提出的共享價值觀點那般，企業投入企業社會責任(Corporate Social Responsibility, CSR)的同時，除了可回饋社會，也可創造好的企業形象，增強競爭力，為企業的利害關係人增加價值。因此，有許多學者研究企業社會責任與財務績效的關係，有關於以上兩者的關係，主要有兩大學派，各自有其擁護者，第一派為Freeman於1984年提出的利害關係人假說，認為企業投入愈多CSR，可改善和利害關係人之間的關係，讓財務表現更好。第二派為Friedman於1970年提出的代理成本假說，認為企業投入CSR是一種代理問題，因為比起極大化股東的利益，經理人更有動機藉由從事CSR來增加自己的利益，因而讓企業成本增加。

有關於CSR如何影響風險，長期以來較少有人研究，因此本研究想探討此議題，並將探討的風險類型聚焦在股價風險上，因為股價風險往往跟代理問題這個議題有很大的相關性，代理問題常發生於所有權與經營權分離的企業，也就是股

東，公司的擁有者，將公司的經營權委託給經理人而產生的雙方目標、利益不一致的種種問題。舉例來說，常見的代理問題可能是經理人與股東間的資訊不對稱，經理人對於公司的整體營運狀況，都較股東有更全面性的了解，卻可能刻意隱瞞某些資訊，只傳達對自己有利的資訊給股東，在此情況下，股東無法獲得必要資訊來判斷公司策略的好壞，經理人便有機會剝削股東的財富，降低企業績效。

有關於企業社會責任和股價風險之關係，主要有兩派觀點。一派是風險降低觀點，由利害關係人假說(Stakeholder theory)衍生而來，認為投入企業社會責任可以化解利害關係人之間的衝突，從而降低風險。另一派是窗飾觀點，由代理成本假說(Agency cost theory)衍生而來，認為高階經理人投入企業社會責任只是為了個人利益，例如擁有好的聲譽；過度投資企業社會責任可能浪費公司有價值的資源，增加企業成本，且若被投資人發現經理人的自利行為而懲罰，反倒會增加股價風險。不論是哪一派說法，皆有其支持者。例如陳雨均(民105)發現企業社會責任績效愈佳的公司，愈能減緩股價風險；Harjoto and Jo(2011)與Andreou, Antoniou, Horton, and Louca(2012)發現投入企業社會責任的企業更可能限制壞消息的囤積行為，降低股價風險(田文婧，民106)；Godfrey(2005)認為企業投入企業社會責任可為其帶來正面的道德資本，此道德資本會轉換為無形資產的形式，例如客戶的品牌信任與企業聲譽、員工間的情感承諾、社區和監管機構間的合法性、供應商和合作夥伴間的信任以及投資人間的吸引力與可靠性等等，進而為企業提供類似風險控管的保險機制，在負面事件發生後，可減緩關係型無形資產的流失以及利害關係人的制裁(藍偉銘，民106)；藍偉銘(民106)延伸Godfrey(2005)的觀點，假定高度社會責任投資的企業相對擁有較低的個別風險，實證結果發現假說獲得支持，企業社會責任與風險呈現負相關關係。

Orlitzky(2013)認為企業社會責任的投資活動可視為是一種稀有資源的花費，所以企業社會責任可能對公司產生傷害，尤其是當企業社會責任行為被投機經理人以窗飾目的的主導時(Kao, Shiu, & Lin, 2016)；Barnea and Rubin(2010)認為企業相

關的內部者會藉由企業社會責任的過度投資來獲得像是好的社會公民的聲譽的個人利益，但這可能對股東來說是種成本，進而增加企業風險。Petrovits(2006)發現，企業會戰略性使用慈善計劃來達到盈利目標，企業的不透明度會導致管理者隱匿壞消息，直到隱瞞不住時，壞消息會向社會全部曝光，進而導致股票價格的崩跌(田文婧，民106)。Minor and Morgan(2016)認為企業投入企業社會責任後，會讓信譽增加，若發生不好的事件，有好信譽的企業股票跌宕幅度會較未投入企業社會責任的企業要大(田文婧，民106)。

高階經理人薪酬制度的設計對於企業社會責任的影響，蔡逸閔(民104)首先探討高階經理人薪酬與企業執行企業社會責任之關聯性。除了以高階經理人總薪酬加以檢測外，另將總薪酬分為現金薪酬跟權益薪酬。結果顯示高階經理人薪酬與企業社會責任呈現顯著正向關聯。達文祺(民102)發現高階薪酬結構的固定薪酬與長期激勵薪酬對企業社會責任績效具有顯著的正面影響，短期薪酬正向但不顯著影響企業社會責任績效。陳姿伶(民98)發現主要與企業短期績效表現連動的薪酬制度——紅利，其所佔比例越高，將誘使高階經理人挪用於其他能創造短期財務績效的投資活動，長遠來看，將不利於公司企業社會責任活動的執行與發展。張嘉珊(民104)發現高階管理者異常酬勞絕對值與企業社會責任履行績效呈正向關係，顯示高階管理者領取超額酬勞愈多或酬勞被低付愈嚴重之公司，其企業社會責任表現成效愈佳。由以上文獻可知，不同類型的薪酬對於企業社會責任的投入有著不同程度的影響。

Burns and Kedia (2006)和Efendi, Srivastava, and Swanson (2007)發現高階經理人股權激勵因子和會計上的盈餘管理操弄有正向關係，Erickson, Hanlon, and Maydew(2006)則發現經理人股權激勵因子和會計造假行為沒有正向顯著關係。根據Jensen and Meckling(1976)的觀點，股東僱用經理人來經營企業，在所有權與經營權分離下，經理人可能出於自利因素，有非讓股東價值極大化的投機行為，例如隱匿公司的壞消息來讓股價的表面數字好看，但是當壞消息累積並最終爆發

時，就會導致股價的崩跌。Benmelech, Kandel, and Veronesi (2010)發現股權激勵因子會誘使經理人對於有未來成長性的選擇權隱藏相關的不好消息，此壞消息的累積會讓股票價值被高估，最終導致股票價格的暴跌。Kim, Li, and Zhang(2011)假定股權激勵因子中的選擇權(期權)會比股票誘使經理人有更多的壞消息隱匿行為，進而導致更高的股價崩跌風險，結果假說獲得支持，發現股票激勵因子和股價崩跌風險沒有顯著關係，但是選擇權(期權)則和股價崩跌風險呈現正向顯著關係，這點和Burns and Kedia(2006)的發現一致，原因為當股價崩跌時，期權帶給經理人的損失是有限的；相反地，當股價崩跌時，股票帶給經理人的損失和崩跌的幅度成正比。有關高階經理人股權激勵因子與經理人投機行為、股價崩跌風險過去的研究，沒有一致的定論，而不同類型的股權激勵因子也對股價崩跌風險有不同影響。

綜合上述文獻可發現，某些類型的高階經理人薪酬，可讓其與股東利益趨於一致，可能會讓經理人有動機透過從事CSR來讓股價表現更好，以讓自己的薪酬待遇更好。投入更多CSR可能進而讓企業長期發展更好，透過累積的道德資本、可限制壞消息囤積的高透明財務相關資訊，來降低股價風險；但高階經理人薪酬也有可能使經理人隱匿壞消息，操弄財務數據以維持好看的帳面數字，並透過從事CSR來掩蓋這些不當的行為及其他不法的商業行為，轉移股東對於審查他們不法行為的關注，最終積累的負面消息爆發時，就會增加股價崩跌風險。因此，如何透過高階經理人薪酬制度的設計，來有效約束經理人的行為，讓其從事CSR是真心地為企業更好的發展考量，而非出於自利心態，藉由從事CSR來為自己圖利，是本研究的研究動機。

第二節 研究目的

基於上述研究動機，本文的研究目的有以下三個方面：

(一) 探討不同高階經理人薪酬制度之設計對企業社會責任的影響

(二) 探討企業社會責任如何影響股價風險

(三) 探討在不同高階經理人薪酬制度的設計下，企業從事企業社會責任對股價風險的影響

第三節 研究問題

(一) 高階經理人薪酬制度如何影響企業社會責任

Milkovich and Newman(2002)認為一般而言薪酬由五個主要部份構成：本薪(Base Salary)、紅利(Benefits)、津貼(Perquisites)、短期激勵(Short-term Incentive)及長期激勵(Long-term Incentive)。所以本研究參考此分類法，將固定薪金歸類於本薪，獎金及特支歸類於紅利與津貼，現金股利歸類於短期激勵薪酬，股票股利及員工認股權歸類於長期激勵薪酬，分別去探討與企業社會責任的關係。

1. 固定薪金如何影響企業社會責任
2. 獎金及特支如何影響企業社會責任
3. 現金股利如何影響企業社會責任
4. 股票股利如何影響企業社會責任
5. 員工認股權如何影響企業社會責任

(二) 企業社會責任如何影響股價風險

根據Chen, Hong, and Stein(2011)、Kao, Shiu, and Lin(2015)的文獻中衡量股價風險的變數，採取NCSKEW、DUVOL來衡量股價崩跌風險；VaR95、VaR99來衡量下檔風險。

(三) 不同高階經理人薪酬制度的設計下，企業從事企業社會責任如何影響股價風險

某些類型的高階經理人薪酬，可讓其與股東利益趨於一致，可能會讓經理人透過從事CSR讓股價表現更好，進而讓企業長期發展更好，透過累積的道德資本、高透明的財務相關資訊以限制壞消息的屯積，來降低股價風險；然而，也有可能使經理人隱匿壞消息，操弄財務數據以維持好看的帳面數字，並透過從事CSR來掩蓋這些不當的行為及其他不法的商業行為，轉移股東對於審查他們不法行為的關注，最終增加股價風險。因此本研究設計不同類型的薪酬，想探討在不同薪酬之下，企業社會責任如何影響股價風險。

1. 固定薪金下，企業從事企業社會責任如何影響股價風險
2. 獎金及特支下，企業從事企業社會責任如何影響股價風險
3. 現金股利下，企業從事企業社會責任如何影響股價風險
4. 股票股利下，企業從事企業社會責任如何影響股價風險
5. 員工認股權下，企業從事企業社會責任如何影響股價風險

第二章 文獻探討

第一節 企業社會責任的定義

20世紀以來，工業及經濟發展極其興盛，跨國公司不斷對外擴張，當工業及商業發展到一定的成熟度後，人們開始反思企業與環境、社會、勞工等的合理關係。

企業社會責任一開始廣義的定義是指企業須採取合乎社會道德的方式來營運及獲利，隨著時間發展，企業社會責任的定義逐漸轉變成要對企業所有的利害關係人負責。美國經濟學大師米爾頓傅利曼(Milton Friedman)為利害關係人下的定義是：「能夠影響一個組織目標的實現，或是在實現組織目標過程中所影響的人、群體或機構。」

第二節 高階經理人薪酬和企業社會責任的關係

王苑菱(民106)以台灣前500大之製造業2014年至2016年間，企業社會責任報告書揭露情形為研究對象，探討公司治理對企業社會責任揭露之影響，以及高階經理人薪酬是否具有中介效果。研究結果顯示大股東持股負向顯著影響企業社會責任之揭露，機構持股則正向顯著影響企業社會責任之揭露。高階經理人薪酬則具有部分中介效果，當機構持股比例提升，透過高階經理人薪酬增加，企業將更願意進行企業社會責任揭露。江芷菱(民107)研究中國企業之高階管理人員的現金薪酬與任期對於企業社會責任報告書揭露品質之影響。發現高階管理人員的現金薪酬對於企業社會責任報告書揭露品質的影響呈現正向影響。蔡逸閔(民104)探討高階經理人薪酬與企業執行企業社會責任之關聯性，利用天下雜誌之企業公民Top50作為衡量企業具有社會責任之代理變數。結果顯示高階經理人薪酬與企業社會責任呈現顯著正向關聯。達文祺(民102)以台灣上市上櫃公司並公開其企業社會責任報告書者為研究對象，以台灣經濟新報(TEJ)資料庫、公開資訊觀測

站，收集2006年至2011年台灣上市上櫃公司的高階經營團隊薪酬資料與企業社會責任資料進行實證分析，使用panel data並採用隨機效果進行迴歸分析，結果發現高階薪酬結構的固定薪酬與長期激勵薪酬對企業社會責任實踐具有顯著的正面影響，短期變動薪酬則正向但不顯著影響企業社會責任的實踐。

典型的長期激勵薪酬為股票選擇權(stock options)，其高低取決於未來的股票價值(Murphy, 1999)。根據利益收斂假說(Convergence of Interest Hypothesis)，當高階經理人持有股數愈多時，利益會與股東較為一致，若其做出損及股東利益的決策，那高階經理人也要共同承擔，因此管理者會致力於提高公司股票價值，致力於極大化企業長期的利益(Jensen & Meckling, 1976)，進而投入更多CSR。根據B. V. Husted(2005)，Kitzmueller and Shimshack(2012)的實證研究，CSR可以降低社會風險，替企業增加競爭優勢，而Bosch-Badia, Serrats, and Tarrazon(2013)認為企業可藉由此風險的降低增加企業價值，Porter and Van der Linde(1995)認為企業對於環境改善所花的成本可被視為是增強競爭力的機會，投入CSR可讓企業更有競爭力，並有創新的機會，所以從事CSR除了可為社會解決問題外，更可持續地為社會、股東創造價值。當資本市場意識到企業追求長遠發展的目標時，股價和經理人的個人利益都會受益於企業追求企業社會責任的行為。Kane(2002)認為投入企業社會責任的企業比較願意放棄短期利益，投資於社會、環境方面的活動，雖然不會有立即的回報，但以長期來看，企業和社會均受益。基於以上觀點，經理人若想讓企業長期股價表現更好，就會投入更多CSR。

陳姿伶(民98)採用由道瓊永續性北美指數2005-2007連續三年評選入榜的企業為研究標的，並藉由分析S&P execucomp資料庫2005-2007年的資料，從高階經理人的年度薪酬資料，去了解企業社會責任執行佳的企業是否在薪酬結構的設計上有不同的設計。發現主要與企業短期績效表現連動的薪酬制度——紅利，其所佔比例越高，將誘使高階經理人挪用於其他能創造短期財務績效的投資活動，長遠來看，將不利於公司企業社會責任活動的執行與發展。張嘉珊(民104)以2009至

2012年間的中國企業資料，檢測高階管理者異常酬勞與企業社會責任履行之關聯性，發現高階管理者異常酬勞絕對值與企業社會責任履行績效呈正向關係，顯示高階管理者領取超額酬勞愈多或酬勞被低付愈嚴重之公司，其企業社會責任表現成效愈佳。也就是說，當高階管理者領取優渥酬勞時，會傾向透過社會責任之履行，以爭取社會認同；另外，當高階管理者酬勞被低付時，也會激發其透過社會責任履行，提升公司社會形象。

由以上文獻，發現高階經理人薪酬與企業社會責任的關係，有研究認為兩者之間為正向關係，也有研究認為兩者之間為負向關係，因此提出以下假說：

H1:高階經理人薪酬和企業社會責任為顯著關係。

同時，由於發現不同性質的薪酬對CSR會有不同影響，因此將薪酬分成固定薪金、獎金及特支、現金股利、股票股利及員工認股權來分別探討其關係。

Mathis and Jackson(2003)認為固定薪酬具有保障效果，是讓高階經理人感受到經濟安全的重要來源，使其更能專注追求組織績效，所以假定高階經理人之固定薪酬對企業社會責任實現為正向影響。當高階經理人的固定薪資水平提高時，Berman(1999)認為經理人在管理企業時，會降低專注在提升利害關係人的利益上，因此，在做決策時會減少對於社會利益的關注(Mahoney&Thorne, 2006)，因此假定固定薪金對企業社會責任實現為負向影響。

由以上文獻，發現固定薪金對企業社會責任的影響，有些研究認為是正向，有些則認為是負向，因此提出以下假說：

H1-1: 固定薪金和企業社會責任為顯著關係

短期激勵型薪酬是與某個受時間約束的目標績效相聯繫的薪酬。獎金依據經理人為企業創造的短期財務績效發放，現金股利是公司依據每年度盈餘多少而以每股配元的方式發放現金，因此也和公司短期財務績效有關，屬於短期激勵型薪

酬。

獎金和短期激勵型薪酬的高低取決於經理人為企業創造的短期績效，而不是長期目標與績效(Stata & Maidique, 1980)。此外，依績效而發放獎金的計劃中規定的績效目標，幾乎完全屬於財務性質(Murphy, 2000)。對於高階經理人來說，減少企業社會責任的主要動機可能是改善短期的盈利(Auperle, Carroll, & Hatfield, 1985; McGuire, Schneeweis, & Sundgren, 1988; McKendall, Sanchez, & Sicilian, 1999; McWilliams & Siegel, 2000)。

Bebchuk, Fried, and Walker(2002)認為，除非這種依績效而決定薪酬的制度消失，不然經理人不會考量社會價值，進一步來說，發放獎金所引起的經理人對於短期績效的過度關注，會損害企業長期對於社會責任活動的關心及履行(Kane, 2002; McKendall et al., 1999; Zalewski, 2003)。

基於以上觀點，發展出以下假說：

H1-2: 獎金與特支和企業社會責任為負向關係

H1-3: 現金股利和企業社會責任為負向關係

長期激勵薪酬是依據企業長遠績效來發放，是給對企業有長期貢獻的人的一種獎勵方式，常見的長期激勵型薪酬有股權、期權等等。股票股利為企業發放股票給股東，在此研究則為發放給高階經理人作為獎勵，員工認股權是企業給予員工預定價格在未來的特定期間內買進企業預定數量股份之權利，股票股利和員工認股權皆屬於長期激勵型薪酬。

根據利益收斂假說(Convergence of Interest Hypothesis)，當高階經理人持有股數愈多時，利益會與股東較為一致，若其做出損及股東利益的決策，那高階經理人也要共同承擔，因此管理者會致力於提高公司股票價值，致力於極大化企業長期的利益(Jensen & Meckling,1976)。根據 Husted(2005)，Kitzmueller and

Shimshack(2012)的實證研究，CSR可以降低社會風險，替企業增加競爭優勢，而 Bosch-Badia, Serrats, and Tarrazon(2013)認為企業可藉由此風險的降低增加企業價值，Porter and Van der Linde(1995)認為企業對於環境改善所花的成本可被視為是增強競爭力的機會，投入CSR可讓企業更有競爭力，並有創新的機會，所以從事CSR除了可為社會解決問題外，更可持續地為社會、股東創造價值。當資本市場意識到企業追求長遠發展的目標時，股價和經理人的個人利益都會受益於企業追求企業社會責任的行為。Kane(2002)認為投入企業社會責任的企業比較願意放棄短期利益，投資於社會、環境方面的活動，雖然不會有立即的回報，但以長期來看，企業和社會均受益。因此經理人為了極大化公司長期利益，會投入更多CSR。基於以上觀點，經理人若想讓企業長期財務績效更好，就會投入更多CSR。

根據Benmelech, Kandel, and Veronesi(2010)的研究，股權激勵因子會誘使經理人為了自己的薪酬，而隱藏公司相關的不好消息，此壞消息的累積會讓股票價值被高估，最終壞消息曝光時會導致股價的崩跌。Burns and Kedia(2006)、Efendi, Srivastava, and Swanson(2007)則發現經理人股權激勵因子和會計上的盈餘管理操弄有正向關係。Hill(2001)認為，經理人會為了掩飾這些不好的行為而從事更多CSR，以轉移股東審查這些不法行為的注意力。不管經理人是出於哪一種動機而從事CSR，長期激勵型薪酬會促使經理人投入更多資源發展企業社會責任，因此我們發展出以下假說：

H1-4: 股票股利和企業社會責任為正向關係

H1-5: 員工認股權和企業社會責任為正向關係

第三節 企業社會責任與股價風險的關係

(一) 企業社會責任降低風險觀點的文獻

Godfrey(2005)認為企業社會責任可為企業帶來像是好聲譽這樣的道德資產，當負面事件發生時，可以緩和投資人對公司的制裁，降低股價崩跌風險，為企業帶來像是保險效果這樣的保護。而沒有投入企業社會責任的公司，則缺少好的商譽這樣能緩衝制裁的效果，可能受到更嚴重的影響。也就是說，投入企業社會責任活動可被視為是負面事件發生時的保險金(Kao, Shiu, & Lin, 2016)。

Luo and Bhattacharya(2006；2009)發現投入企業社會責任愈多，可提升顧客滿意度，這會降低企業未來現金流的不穩定性，且可降低企業的非系統風險(idiosyncratic risk) (Kao, Shiu, & Lin, 2016)。

根據Merton(1987)提出的資本市場平衡模型，企業的投資者相對規模愈大，資本成本愈低，也就會有更低的風險。而有社會意識的投資人通常較偏好投資有投入企業社會責任的企業，當企業因為上述原因而讓投資者增加時，風險就會減少。

投入企業社會責任的企業更可能公開從事的企業社會責任相關活動(Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011)。這些企業會向投資人及利害關係人表現自己是有責任感的社會公民這樣的正面形象，如此高透明度不僅降低了企業和投資人間的資訊不對稱，也向其展示了自己是良好的企業，從而降低了風險。

延伸利害關係人假說(Stakeholder theory)的觀點，參與企業社會責任可以幫助企業發展新的競爭力和資源，例如人力資本、更好的社會關係及員工關係、更佳的外部融資機會等等。這會提升股東的長期財富，讓企業的財務限制更寬鬆，進而降低風險(Kao, Shiu, & Lin, 2016)。

(二) 企業社會責任提高風險觀點的文獻

Friedman(1970)所提出的代理問題假說，認為投入企業社會責任並不會讓經理人致力於極大化股東價值。

Jensen and Meckling(1976)認為投入企業社會責任是一種代理問題，因為比起股東利益，經理人會為了個人利益更加努力(Brammer & Millington, 2008)，有嚴重代理問題的企業，投機的經理人會更有動力追求個人的利益，而危害股東和利害關係人的利益(Brown, Helland, & Smith, 2006; Borghesi, Houston, & Naranjo, 2014)。在代理問題下，經理人會為了自身利益，例如好的地球公民這樣的聲譽、更多的職涯機會而過度投資於企業社會責任。這會造成有價值資源的耗費，傷害企業價值(Barnea & Rubin, 2010)。而這種資源耗費會提升企業的成本，有些研究證實從事企業社會責任帶來的成本高到會讓企業身處於風險之中(Munk, 1999)。

Orlitzky(2013)認為CSR會增加企業的成本，此成本大於帶來的效益，且CSR為企業帶來的經濟上的回報，具有很大的不確定性。投機的經理人會提供不實的、被扭曲的有關企業從事企業社會責任的相關資訊給市場的參與者，這會讓企業的市場價值被高估，增加股價崩盤風險。

Hill(2001)認為本身商業行為有爭議性的企業，其投入CSR的行為可能被視為不道德且不具有永續性，反而因此降低企業聲譽，增加成本，降低股東價值。許多反對從事企業社會責任的學者和Orlitzky有類似的觀點。例如Palazzo and Richter(2005)認為菸草公司從事企業社會責任只是想掩飾企業被大眾視為是不道德的商業行為，塑造自身是好的社會公民的形象。El Ghouli, Guedhami, Kwok, and Mishra(2011)發現菸草業和核能業從事CSR反而會提升企業的股權資本成本。

如果投資人發現企業從事企業社會責任並不是為了企業的長遠利益著想，只是一種為了掩飾不好商業行為的窗飾效果手段，那反而會懲罰企業，進而增加風險(Kao, Shiu, & Lin, 2016)。

由於有關企業社會責任與股價風險的研究，有些研究支持正向關係，有些研究支持負向關係，因此提出以下假說：

H2: 企業社會責任與股價風險為顯著關係

第四節 考慮高階經理人薪酬下，企業社會責任與股價風險的關係

若窗飾假說成立，經理人從事企業社會責任是為了掩飾不好的行為，這樣反而會增加股價崩跌風險，提升股價風險，在CSR正向影響股價風險的前提下，若固定薪金和CSR為正向關係，則固定薪金愈多，愈能激勵經理人從事CSR，進而提升風險；若固定薪金和CSR為負向關係，則固定薪金愈多，經理人愈不會從事CSR，進而降低風險。若利害關係人假說成立，經理人從事企業社會責任可改善和利害關係人之間的關係，增強企業競爭力，降低股價風險，在CSR負向影響風險的前提下，若固定薪金和CSR為正向關係，則薪資愈多，愈能激勵經理人從事CSR，進而降低風險；若固定薪金和CSR為負向關係，則薪資愈多，經理人愈不會從事CSR，進而提升風險。基於以上觀點，發展出以下假說：

H3-1: 在高階經理人固定薪金和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為顯著關係

H3-1a: 在高階經理人固定薪金和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為正向關係

H3-1b: 在高階經理人固定薪金和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為負向關係

在CSR正向影響股價風險的前提下，若獎金及特支和CSR為負向關係，則獎金及特支愈多，經理人愈不會從事CSR，進而降低風險。在CSR負向影響風險的前提下，若獎金及特支和CSR為負向關係，則獎金及特支愈多，經理人愈不會從事CSR，進而提升風險。基於以上觀點，發展出以下假說：

H3-2: 在高階經理人獎金及特支和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為顯著關係

H3-2a: 在高階經理人獎金及特支和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為正向關係

H3-2b: 在高階經理人獎金及特支和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為負向關係

在CSR正向影響股價風險的前提下，若現金股利和CSR為負向關係，則現金股利愈多，經理人愈不會從事CSR，進而降低風險。在CSR負向影響風險的前提下，若現金股利和CSR為負向關係，則現金股利愈多，經理人愈不會從事CSR，進而提升風險。基於以上觀點，發展出以下假說:

H3-3: 在高階經理人現金股利和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為顯著關係

H3-3a: 在高階經理人現金股利和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為正向關係

H3-3b: 在高階經理人現金股利和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為負向關係

在CSR正向影響股價風險的前提下，若股票股利和CSR為正向關係，則股票股利愈多，愈能激勵經理人從事CSR，進而提升風險。在CSR負向影響風險的前提下，若股票股利和CSR為正向關係，則股票股利愈多，愈能激勵經理人從事CSR，進而降低風險。基於以上觀點，發展出以下假說:

H3-4: 在高階經理人股票股利和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為顯著關係

H3-4a: 在高階經理人股票股利和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為正向關係

H3-4b: 在高階經理人股票股利和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為負向關係

在CSR正向影響股價風險的前提下，若員工認股權和CSR為正向關係，則員

工認股權愈多，愈能激勵經理人從事CSR，進而提升風險。在CSR負向影響風險的前提下，若員工認股權和CSR為正向關係，則員工認股權愈多，愈能激勵經理人從事CSR，進而降低風險。基於以上觀點，發展出以下假說：

H3-5: 在高階經理人員工認股權和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為顯著關係

H3-5a: 在高階經理人員工認股權和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為正向關係

H3-5b: 在高階經理人員工認股權和企業社會責任的交互作用下，和股價風險為負向關係



第三章 研究方法

第一節 研究數據與資料來源

本研究蒐集天下雜誌創辦的天下企業CSR公民獎評選出的2007年到2016年任一年度曾經獲獎的公司，定義為有從事CSR的公司(CSR firms)。剔除金融類和證券保險類的公司後，剩餘62家公司，再根據相同產業別及相似的公司規模(以實收資本額衡量)之標準，以1:1的比例篩選出62家未曾得獎的公司，定義為沒有投入企業社會責任或企業社會責任績效較差的公司(Non_CSR firms)。股價日資料、公司高階經理人薪酬變量、公司控制變量的數據來源為台灣經濟新報資料庫(簡稱TEJ)。

第二節 變量定義

(一) 企業社會責任績效:本研究參考天下雜誌的天下CSR企業公民獎，挑選2007至2016年任一年度曾得獎的公司，定義為有投入企業社會責任的公司，代碼為1；同時將這些有投入企業社會責任的公司，以1:1配對法，為其配對相同產業，實收資本額相近，但沒有得獎的公司，定義為沒有投入企業社會責任或企業社會責任績效較差的公司，代碼為0。

CSR: dummy變量，CSR=1，即有投入企業社會責任的公司；Non_CSR=0，即沒有投入企業社會責任或企業社會責任績效差的公司。

(二) 高階經理人薪酬:以下薪酬變量都是總經理及副總領取到的酬勞除以當年度領酬人數。

AS:固定薪金(千元)，即總經理及副總薪資(千元)。

BSE:獎金及特支(千元)，即包含總經理及副總領取的各種獎金、獎勵金、車馬費、特支費、各種津貼、宿舍、配車等實物提供等。

CB:現金股利(千元)，即總經理及副總所領取的現金股利。

SD:股票股利(千元),總經理及副總所領取之股票股利,係依公司揭露之員工股票股利股數×股價,若公司未揭露股數及股價,則以NA表示。

ESO:員工認股權(千股):員工認股權是企業給予員工預定價格在未來的特定期間內買進企業預定數量股份之權利。這裡的定義為總經理及副總所領取的員工認股權股數。

(三)股價風險

本研究將衡量股價風險的變數分成兩大類,第一大類為股價崩跌風險,其中包括NCSKEW及DUVOL;第二大類為下檔風險,其中包含VaR95及VaR99。

1 NCSKEW: 衡量股價崩跌風險模型是採用Chen, Hong, and Stein(2001)中所衡量股價崩跌風險,定義為「負偏態係數」(negative coefficient of skewness, NCSKEW)的變數。偏態係數的範圍大致在正負三之間,偏態係數大於零,則表示右偏或正偏;偏態係數小於零,則表示左偏或負偏,所以負號後面的值如果越大,表示公司股票得到負向報酬的機率越高,公司的股票崩跌風險越大;負號後面的值越小,表示公司股票得到負向報酬的機率越低,表示公司的股票崩跌風險越小,所以整體而言,如果負偏態係數值越小(負號後面的值越大),則表示公司發生股票崩跌的可能性就越大。

在計算NCSKEW之前,先定義公司特定週報酬率為 W , W 為 $\ln(1$ 加上擴展市場模型迴歸式中的剩餘回報)。

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1j}r_{m,t-2} + \beta_{2j}r_{m,t-1} + \beta_{3j}r_{m,t} + \beta_{4j}r_{m,t+1} + \beta_{5j}r_{m,t+2} + \varepsilon_{jt}$$

$r_{j,t}$ 是股票 j 在第 τ 週的報酬, $r_{m,t}$ 是有價證券價格研究中心的價值加權市場指數在第 τ 週的報酬,在以上公式中,包含了公司先發生和後發生的市場指數報酬,允許了不同期的交易(Dimson, 1979)。 j 公司在第 τ 週的報酬率,定義為 $W_{j,\tau}$,寫成式子可表示為 $W_{j,\tau} = \ln(1 + \varepsilon_{jt})$ 。

根據Chen et al.(2001)的衡量方法，企業在財務年度的NCSKEW的計算方法為，將每個樣本年度公司特定週報酬的第三個時刻的負值除以公司特定週回報率提高到第三個冪的標準差。j公司於t年的NCSKEW公式如下：

$$NCSKEW_{jt} = -[n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{j,t}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{j,t}^2)^{\frac{3}{2}}]$$

2 DUVOL: 正負報酬波動 (down-to-up volatility)，算法為先將所有週數，依照週報酬率大於平均值或小於平均值，分成大於平均值的週數和小於平均值的週數，再將大於平均值的週數的標準差除以小於平均值的週數的標準差，再將此比值取自然對數。數值愈高表示股價崩跌機率愈高。

根據Chen et al.(2001)的衡量方法，j公司於t年的DUVOL公式如下：

$$DUVOL_{jt} = \log\{(n_u - 1) \sum_{Down} W_{j,t}^2 / (n_d - 1) \sum_{Up} W_{j,t}^2\}$$

n_u 是t年中公司週報酬率大於平均值的週數， n_d 是t年中公司週報酬率小於平均值的週數

3 VaR95: VaR(Value at risk)稱為風險值，即為市場正常波動下，某一金融資產或證券組合的最大可能損失。VaR代表了在一段特定時間內，給定信心水準 α 下，金融資產或證券組合價值預期的最大損失量。例如給定信心水準95%，在未來24小時內，VaR值為100萬元，代表股票在一天內由於市場價格變化帶來的最大損失為100萬元的機率為95%。公式如下：

$$p(\Delta P \Delta t \leq VaR) = \alpha$$

p為股票價值損失小於可能損失上限的機率， ΔP 為股票在一定持有期間 Δt 的價值損失額，VaR為可能的損失上限， α 為給定的信心水準。

4 VaR99: 定義同上，將95%的置信度換成99%。

(四) 控制變量：

1 Lev:負債比率，為負債總額/資產總額。根據Kim and Zhang(2014)，其中一項來預測公司的股價崩跌風險的控制變數就是負債比率(Lev)，其研究結果發現負債比率與股價崩跌風險呈正相關，因為當負債比率過高時，企業需支付的利息費用通常較高，造成公司的資金成本提升，進而提升股價崩跌風險。

2 Size:企業規模，為公司資產總額取以10為底的對數。根據Kim and Zhang(2014)，其中一項來預測公司的股價崩跌風險的控制變數就是企業規模(Size)，研究結果指出，企業規模與股價崩跌風險呈現正相關。

3 ROA:資產報酬率(稅後息前折舊前)，為公司的稅後息前折舊前常續性淨利/平均資產總額，當ROA愈高，表示公司利用資產所創造的淨利越高。Kim, Li, and Zhang(2011)其中一項預測公司股價崩跌風險的控制變數就是資產報酬率(ROA)。

4 MB:股價淨值比。企業權益市價對權益帳面價值比。根據Kim et al.(2014)，公司權益市價對權益帳面價值比愈高時，股價崩跌風險愈大。

5 Sigma:公司週報酬率的標準差。例如2007年的sigma值即為將2007年每一週的報酬率取一個標準差值。Kim et al.(2011)其中一項預測公司股價崩跌風險的控制變數就是企業週報酬率的標準差(Sigma)，研究結果發現Sigma與股價崩跌風險呈正相關，當該標準差越大的時候則表示公司的股價波動程度越大。

第三節 研究架構及研究方法

本節針對第二章提出的研究假說,將實證模型分成三大部分。第一部分通過Logistic模型探討台灣企業高階經理人薪酬制度之設計與投入企業社會責任的關係,第二部分透過最小平方方法線性迴歸模型探討企業社會責任投入與否與股價風險的關係,第三部分將薪酬樣本作分類,分成小於中位數及大於中位數的組別,分別探討不同類型及多寡程度的薪酬下,企業社會責任如何影響股價風險。

(一) 研究框架及模型

1 第1部份的研究框架及模型

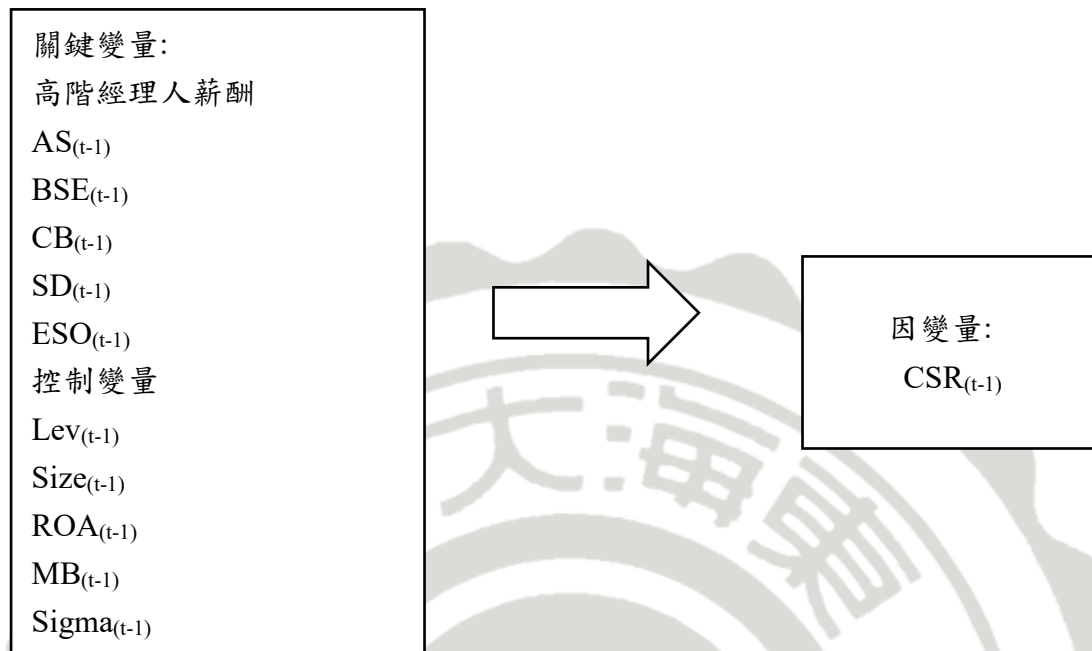


圖 1

對於第1部份的Logistic模型，迴歸方程式如下：

$$CSR_{(t-1)i} = \beta_0 + \beta_1 AS_{(t-1)i} + \beta_2 BSE_{(t-1)i} + \beta_3 CB_{(t-1)i} + \beta_4 SD_{(t-1)i} + \beta_5 ESO_{(t-1)i} + \beta_6 Lev_{(t-1)i} + \beta_7 Size_{(t-1)i} + \beta_8 ROA_{(t-1)i} + \beta_9 MB_{(t-1)i} + \beta_{10} Sigma_{(t-1)i} + \varepsilon_i \quad (1)$$

2 第2部份的研究框架及模型

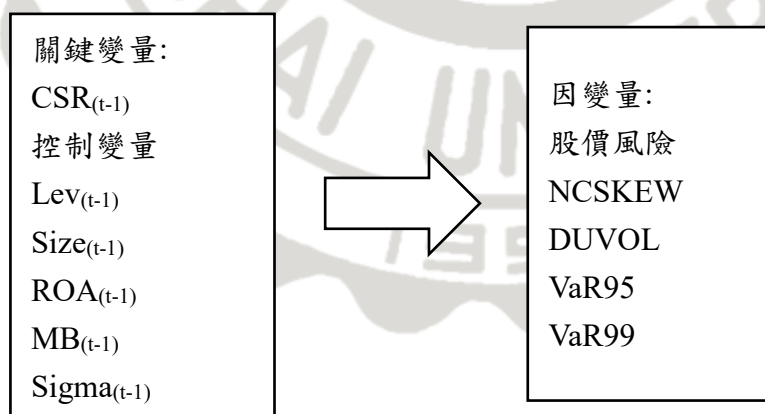


圖 2

對於第2部份的最小平方法線性迴歸模型，迴歸方程式如下：

$$NCSKEW_i = \beta_0 + \beta_1 CSR_{(t-1)i} + \beta_2 ROA_{(t-1)i} + \beta_3 Lev_{(t-1)i} + \beta_4 MB_{(t-1)i} + \beta_5 Sigma_{(t-1)i} + \beta_6 Size_{(t-1)i} + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$DUVOL_i = \beta_0 + \beta_1 CSR_{(t-1)i} + \beta_2 ROA_{(t-1)i} + \beta_3 Lev_{(t-1)i} + \beta_4 MB_{(t-1)i} + \beta_5 Sigma_{(t-1)i} + \beta_6 Size_{(t-1)i} + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$VaR95_i = \beta_0 + \beta_1 CSR_{(t-1)i} + \beta_2 ROA_{(t-1)i} + \beta_3 Lev_{(t-1)i} + \beta_4 MB_{(t-1)i} + \beta_5 Sigma_{(t-1)i} + \beta_6 Size_{(t-1)i} + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$VaR99_i = \beta_0 + \beta_1 CSR_{(t-1)i} + \beta_2 ROA_{(t-1)i} + \beta_3 Lev_{(t-1)i} + \beta_4 MB_{(t-1)i} + \beta_5 Sigma_{(t-1)i} + \beta_6 Size_{(t-1)i} + \varepsilon_i \quad (5)$$

3 第3部分的研究框架及模型

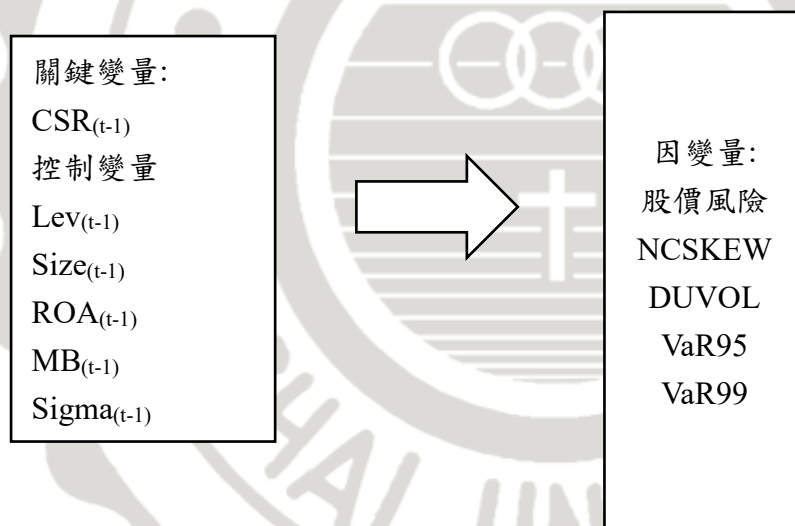


圖 3

對於第3部分的最小平方法線性迴歸模型，將薪酬依據大於或小於中位數的基準分組後，再進行CSR對股價風險的迴歸分析，迴歸方程式如下：

$$NCSKEW_i = \beta_0 + \beta_1 CSR_{(t-1)i} + \beta_2 ROA_{(t-1)i} + \beta_3 Lev_{(t-1)i} + \beta_4 MB_{(t-1)i} + \beta_5 Sigma_{(t-1)i} + \beta_6 Size_{(t-1)i} + \varepsilon_i \quad (6)$$

$$DUVOL_i = \beta_0 + \beta_1 CSR_{(t-1)i} + \beta_2 ROA_{(t-1)i} + \beta_3 Lev_{(t-1)i} + \beta_4 MB_{(t-1)i} + \beta_5 Sigma_{(t-1)i} + \beta_6 Size_{(t-1)i} + \varepsilon_i \quad (7)$$

$$VaR95_i = \beta_0 + \beta_1 CSR_{(t-1)i} + \beta_2 ROA_{(t-1)i} + \beta_3 Lev_{(t-1)i} + \beta_4 MB_{(t-1)i} + \beta_5 Sigma_{(t-1)i} + \beta_6 Size_{(t-1)i} + \varepsilon_i$$

(8)

$$VaR99_i = \beta_0 + \beta_1 CSR_{(t-1)i} + \beta_2 ROA_{(t-1)i} + \beta_3 Lev_{(t-1)i} + \beta_4 MB_{(t-1)i} + \beta_5 Sigma_{(t-1)i} + \beta_6 Size_{(t-1)i} + \varepsilon_i$$

(9)

(三) 研究方法

1 皮爾森積差相關分析:

本研究為了解各變量之間的相關性，進行了皮爾森積差相關分析。若兩變量之間的相關係數絕對值較大，則表示彼此相互共變的程度較大。相關係數值介於-1和1之間，一般研究者認為，通常0.3以下為低相關，0.3~0.7為中等相關，0.7以上為高度相關。

2 獨立樣本t檢定:

本研究為了解有從事CSR和沒從事CSR或CSR績效較差的企業的薪酬變量、控制變量及股價風險變量的差異性，進行了獨立樣本t檢定，獨立樣本t檢定適用於依變數為連續變數，樣本為獨立變項的研究，可用來檢定兩組樣本的平均數是否有顯著差異，在進行獨立樣本t檢定前，需先進行兩組樣本的變異數同質性檢定，若兩組資料的變異數有同質性，則進行Student's t-test，反之，則對t檢定自由度做修正，進行Satterthwaite-Welch t-test。

3 Logistic模型:

在本研究中，CSR_dummy屬於二分類變量，只包含1和0兩個數值，以二分類變量作為因變量（Y_i）的模型在自變量與事件發生概率之間存在非線性關係。而線性概率模型不能擬合這種非線性關係，事件發生機率與自變量（X_i）之間的非線性關係，通常是單調函數，即事件發生機率隨X_i增加而單調增加，或單調減少，可以選擇在值域(0,1)之間的S形狀曲線加以描述。假設某事件發生之機率與相關

自變量間的關係，為具有S形狀的曲線，且必須介於 0與1之間，且當 $X_i \rightarrow -\infty$ 時， $E(Y_i) \rightarrow 0$ ；當 $X_i \rightarrow \infty$ 時， $E(Y_i) \rightarrow 1$ 。Logistic分配的函數，擁有上述描述的性質，因此在本研究中，當因變量為CSR_dummy時，採用Logistic模型來估計。

4 最小平方法線性迴歸模型:

一般而言，迴歸模式的型態為： $Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_m X_m + \varepsilon$

α 和 β_j 為迴歸母數($j=1, 2, \dots, m$)， ε 為誤差項。如果預測變數 X_i 只有一個，則稱之為簡單迴歸分析，若預測變數有二個以上，則稱之為複迴歸分析。



第四章 實證分析

第四章實證分析中，表 4-1、4-2、4-3、4-4、4-5、4-6、4-7、4-8、4-9、4-10 中的 CSR 變量、薪酬變量及控制變量均為(t-1)期。

第一節 樣本資料敘述統計分析

由公司的控制變量可發現，有投入CSR的公司的資產報酬率、負債比率、股價淨值比、公司特定週報酬率的標準差、企業規模數值均較高。代表有投入CSR的公司，公司營運使整體資產的報酬運用效率愈高，公司負債佔總資產的比率也較高，財務經理人為股東創造財富能力愈好，股價波動性較大，公司總資產也較多。

由公司的薪酬變量可發現，有投入CSR公司的固定薪金(AS)、獎金及特支(BSE)、現金股利(CB)、股票股利(SD)、員工認股權(ESO)的平均數均比沒有投入CSR的公司高，代表平均而言，有投入CSR公司的高階經理人得到的固定薪資、因為好績效得到的獎金、短期激勵型薪酬及長期激勵型薪酬均較沒有投入CSR公司的高階經理人多。

由股價風險變量可發現，有投入CSR公司的NCSKEW平均數為0.006，而沒有投入CSR或CSR績效不好的公司NCSKEW平均數為-0.007，代表有投入CSR的公司，以NCSKEW值衡量的股價崩跌風險較小。有投入CSR公司的DUVOL平均數為-0.039，而沒有投入CSR或績效不好的公司的DUVOL平均數為-0.132，代表有投入CSR的公司，以DUVOL值衡量的股價崩跌風險較大。有投入CSR公司的VaR95平均數為0.032，而沒有投入CSR或績效不好的公司的VaR95平均數為0.035，代表有投入CSR的公司，以VaR95數值衡量的下檔風險較小。有投入CSR公司的VaR99平均數為0.050，而沒有投入CSR或績效不好的公司的VaR99平均數為0.055，代表有投入CSR的公司，以VaR99數值衡量的下檔風險較小。總結來看，有投入CSR企業的大部分股價風險較小。

表 4-1 各變量敘述統計表

變量名稱	CSR firms					Non_CSR firms				
	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值	平均數	標準差	中位數	最大值	最小值
薪酬變量										
AS	7.919	0.398	7.879	9.898	6.617	7.702	0.576	7.702	9.216	0.000
BSE	7.096	1.969	7.384	10.763	0.000	5.704	2.653	6.581	9.890	-1.386
CB	5.538	3.130	6.643	10.476	0.000	3.221	3.330	2.083	10.807	-0.693
SD	0.988	2.780	0.000	11.182	0.000	0.589	2.182	0.000	10.599	0.000
ESO	1.489	2.597	0.000	8.158	0.000	1.077	2.189	0.000	7.602	0.000
公司控制變量										
ROA	0.097	0.069	0.084	0.403	-0.159	0.067	0.079	0.059	0.511	-0.286
Lev	0.406	0.170	0.387	0.859	0.029	0.388	0.171	0.377	0.982	0.001
MB	2.010	1.480	1.550	10.120	0.380	1.517	1.519	1.130	21.600	0.220
Sigma	0.044	0.020	0.041	0.258	0.000	0.043	0.029	0.045	0.255	-0.010
Size	7.804	0.552	7.805	9.464	6.655	7.376	0.471	7.297	8.705	5.326
股價風險變量										
NCSKEW	0.006	0.086	-0.000	0.425	-0.826	-0.007	0.089	-0.014	0.650	-0.706
DUVOL	-0.039	0.288	-0.050	1.021	-1.896	-0.132	0.296	-0.154	1.206	-1.479
VaR95	0.032	0.015	-0.029	0.072	0.006	0.035	0.016	0.032	0.072	0.008
VaR99	0.050	0.018	0.050	0.105	0.011	0.055	0.018	0.057	0.104	0.013

第二節 差異性檢定及 pearson 相關性分析

為了探討有從事CSR的公司與無從事CSR或績效不好的公司相關變量的差異性，進行了獨立樣本t檢定和median difference Kruskal-Wallis test。結果發現公司的控制變量中，CSR firms和Non_CSR firms在資產報酬率、負債比率、股價淨值比、企業規模的平均數及中位數的差異都達顯著，且CSR firms在以上變量的平均數皆較大，代表有從事CSR的公司，在公司營運使整體資產的報酬運用效率上、負債佔總資產的比例、財務經理人為股東創造財富的能力上、企業規模大小上，都和沒有從事CSR或績效不好的公司有顯著差異性，可解讀成資產報酬率較好、負債比率、股價淨值比較高、企業規模較大的公司，較有可能從事CSR；或公司從事CSR後，公司營運使整體資產的報酬運用效率會變好、額外的成本使負

債佔總資產的比例相對提高、財務經理人為股東創造財富的能力變好、企業規模擴張。至於控制變量中的週報酬率的標準差，CSR firms和Non_CSR firms平均值和中位數的差異並不顯著，代表股價波動的變化程度，不足以影響公司決定是否從事CSR，或公司是否從事CSR，對股價波動的變化影響不大。

薪酬變量中，平均薪金、獎金及特支、現金股利及員工認股權在平均數、中位數的差異都達顯著，就平均數而言，CSR firms的上述變量的值均較大；就中位數而言，CSR firms的平均薪金、獎金及特支、現金股利的值較大，員工認股權則和Non_CSR firms的值一樣。代表有從事CSR的公司，高階經理人得到的薪酬較高；或高階經理人得到較高的薪酬，公司比較有可能從事CSR。至於薪酬變量中的股票股利，CSR firms和Non_CSR firms在平均值的差異達顯著，但中位數則不顯著，就平均數而言，CSR firms的值較大；就中位數而言，兩者的值相等。代表有從事CSR的公司，高階經理人得到的股票股利較多；或高階經理人得到較多的股票股利，公司比較有可能從事CSR。

股價風險變量中，CSR firms 和 Non_CSR firms 在 NCSKEW、DUVOL、VaR95、VaR99 的平均數及中位數的差異都達顯著。就 NCSKEW 的平均數而言，CSR_firms 的值為正，Non_CSR firms 的值為負；就 NCSKEW 的中位數而言，CSR_firms 的值為 0，Non_CSR firms 為負值。代表有從事 CSR 的公司，股價崩跌風險較小；或股價崩跌風險較小的公司，比較有可能從事 CSR。

就DUVOL的平均數而言，CSR_firms的值較Non_CSR firms的值大；就DUVOL的中位數而言，CSR_firms的值也較Non_CSR firms的值大。代表有從事CSR的公司，股價崩跌風險較大；或股價崩跌風險較大的公司，比較有可能從事CSR。

就VaR95的平均數而言，CSR_firms的值較Non_CSR firms的值小；就VaR95的中位數而言，CSR_firms的值也較Non_CSR firms的值小。代表有從事CSR的公

司，下檔風險較小；或下檔風險較小的公司，比較有可能從事CSR。就VaR99的平均數而言，CSR_firms的值較Non_CSR firms的值小；就VaR99的中位數而言，CSR_firms的值也較Non_CSR firms的值小。代表有從事CSR的公司，下檔風險較小；或下檔風險較小的公司，比較有可能從事CSR。

表 4-2 各變量差異性檢定

	Mean Diff.	t-value	Median Diff.	Kruskal-Wallis
AS	0.217	(7.575)***	0.178	(67.301)***
BSE	1.392	(10.294)***	0.804	(124.740)***
CB	2.317	(12.310)***	4.560	(123.741)***
SD	0.399	(2.745)***	0.000	(1.863)
ESO	0.411	(2.961)***	0.000	(4.258)**
ROA	0.031	(7.156)***	0.025	(62.949)***
Lev	0.017	(1.770)*	0.010	(3.552)*
MB	0.493	(5.625)***	0.420	(76.267)***
Sigma	0.001	(0.629)	0.004	(0.238)
Size	0.428	(14.436)***	0.509	(179.683)***
NCSKEW	0.013	(2.607)***	0.013	(37.600)***
DUVOL	0.093	(5.474)***	0.104	(44.548)***
VaR95	0.003	(-3.110)***	0.003	(7.093)***
VaR99	0.005	(-4.544)***	0.008	(19.121)***

***、**、*分別代表 1%、5%、10%的顯著水準

至於pearson相關係數分析，從表中可看出CSR變量和薪酬變量均為正相關，相關係數在0.063到0.343之間，代表投入愈多CSR，高階經理人得到的薪酬愈多，不過從事CSR和薪酬多寡的相關程度並不高。

CSR變量和資產報酬率、負債比率、股價淨值比、企業規模也為正相關，相關係數在0.054到0.421之間。代表投入愈多CSR，公司營運使整體資產的報酬運用效率愈好，負債佔總資產比例愈高，財務經理人為股東創造財富的能力愈好，企業規模愈大，不過從事CSR和上述變量的相關程度並不高，最高相關係數為0.421，屬於中度相關而已。

在1%顯著水準下，CSR變量和NCSKEW、DUVOL變量為正相關，相關係數值介於0.082到0.164，代表從事愈多CSR，股價崩跌風險愈大，不過兩者相關程度為低度相關。而CSR變量則和VaR95、VaR99為負相關，相關係數值介於-0.090到-0.131之間，代表從事愈多CSR，下檔風險愈小，不過CSR和下檔風險的相關程度並不高，屬於低度相關。



表 4-3 pearson 相關係數表

	<i>CSR</i>	<i>NCSKEW</i>	<i>DUVOL</i>	<i>VaR95</i>	<i>VaR99</i>	<i>AS</i>	<i>BSE</i>	<i>CB</i>	<i>SD</i>	<i>ESO</i>	<i>ROA</i>	<i>Lev</i>	<i>MB</i>	<i>Sigma</i>	<i>Size</i>
<i>CSR</i>	1														
<i>NCSKEW</i>	0.082***	1													
<i>DUVOL</i>	0.164***	0.884***	1												
<i>VaR95</i>	-0.090***	-0.074**	-0.013	1											
<i>VaR99</i>	-0.131***	-0.058*	-0.019	0.837***	1										
<i>AS</i>	0.244***	-0.016	0.036	-0.025	-0.044	1									
<i>BSE</i>	0.288***	0.103***	0.118***	-0.134***	-0.110***	-0.092***	1								
<i>CB</i>	0.343***	0.152***	0.237***	-0.101***	-0.080***	0.112***	0.276***	1							
<i>SD</i>	0.080***	0.099***	0.158***	0.303***	0.184***	-0.086***	-0.009	-0.031	1						
<i>ESO</i>	0.063**	0.008	0.024	0.207***	0.235***	0.034	0.029	0.089***	0.126***	1					
<i>ROA</i>	0.213***	0.277***	0.356***	0.020	-0.029	0.094***	0.120***	0.431***	0.184***	0.003	1				
<i>Lev</i>	0.054*	-0.082***	-0.060**	0.057*	0.059**	0.101***	-0.033	-0.234***	0.031	0.018	-0.286***	1			
<i>MB</i>	0.171***	0.069**	0.190***	0.076***	-0.007	0.155***	0.026	0.204***	0.084***	-0.042	0.445***	0.098***	1		
<i>Sigma</i>	0.018	-0.115***	-0.139***	0.512***	0.461***	-0.068**	-0.094***	-0.093***	0.129***	0.163***	0.002	0.046	0.041	1	
<i>Size</i>	0.421***	0.047	0.166***	-0.153***	-0.212***	0.375***	0.168***	0.161***	0.099***	-0.037	0.086***	0.210***	0.070**	-0.147***	1

***、**、*分別代表 1%、5%、10%的顯著水準

第三節 高階經理人薪酬與企業社會責任的關係

為了進一步探討高階經理人薪酬如何影響企業社會責任，我們以薪酬變量為關鍵變量，CSR為因變量，進行了Logistic迴歸分析。從表4-4可看出，在Model1中，固定薪金(AS)與CSR為正向顯著關係，代表經理人的本薪愈高，愈有動力帶領公司從事CSR。在Model2中，獎金及特支(BSE)與CSR為正向顯著關係，代表經理人因績效好得到的獎金愈多，公司愈會從事CSR活動。在Model3中，現金股利(CB)與CSR為正向顯著關係，代表經理人得到的短期激勵型薪酬愈多，會投入愈多資源於CSR活動。在Model4中，SD(股票股利)和CSR的相關係數為0，且顯著水準未達顯著，代表股票股利和企業社會責任不具有相關性。在Model5中，員工認股權(ESO)與CSR為正向顯著關係，代表經理人得到的長期激勵型薪酬愈多，從事愈多CSR。

至於控制變量對CSR的影響，從5個模型中可發現，資產報酬率和CSR為正向顯著關係，代表整體資產的報酬運用效率愈好，公司愈會從事CSR。週報酬率的標準差也和CSR為正向顯著關係，代表股價波動變化愈大，企業愈會從事CSR。公司規模也和CSR為正向顯著關係，代表企業規模愈大，公司愈會從事CSR。

綜合以上5個模型可得到結論，與達文祺(民102)的研究一致，本研究發現像固定薪資這類的固定薪酬，以及員工認股權這類的長期激勵型薪酬，皆與企業社會責任實踐為正向顯著關係，支持假說H1-1和H1-5。和Mathis and Jackson(2003)的觀點一致，高階經理人薪酬具有保障效果，可讓經理人有經濟安定感，而致力於讓企業的長期發展更好，進而多投入於企業社會責任。和Jensen and Meckling(1976)的觀點一致，當經理人得到的長期激勵型薪酬愈多，例如擁有愈多股數，因為須共同承擔股價變化帶來的利潤或損失，其與股東的利益會趨於一致，所以會致力於提高公司股票價值，致力於極大化企業長期的利益。

而在Model2、3中，獎金及特支(BSE)及現金股利(CB)均正向顯著影響CSR，不支持假說H1-2、H1-3。根據Mcguire, Dow, and Argheyd(2003)的文獻，有些學者

認為，高階經理人操縱會計業績數據的可能性，獎金薪酬在其中佔的誘因非常小，這是因為有些學者認為無論公司業績如何，經理人都能獲得獎金(Anderson, 1995; Boyd, 1994; Conyon and Peck, 1998; Crystal, 1991; Healy, 1985)。如果是這種情形，經理人就比較不會為了追求短期的財務績效而忽視公司長期的利益和發展。



表 4-4 薪酬影響 CSR 的迴歸模型

因變數	CSR				
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
常數項	-17.854*** (-12.133)	-17.479*** (-13.937)	-16.719*** (-13.544)	-16.047*** (-13.497)	-15.802*** (-13.506)
AS	0.429*** (2.653)				
BSE		0.267*** (8.157)			
CB			0.204*** (8.506)		
SD				0.000 (0.006)	
ESO					0.093*** (3.343)
ROA	5.410*** (4.523)	4.741*** (3.998)	2.943** (2.297)	5.752*** (4.605)	5.344*** (4.450)
Lev	0.025 (0.054)	0.048 (0.100)	0.897* (1.795)	0.002 (0.005)	-0.046 (-0.098)
MB	0.095 (1.626)	0.133** (2.329)	0.098 (1.581)	0.132** (2.142)	0.120** (2.032)
Sigma	7.076** (2.556)	9.499*** (3.321)	9.669*** (3.320)	7.360*** (2.601)	5.293* (1.910)
Size	1.797*** (11.384)	1.945*** (12.296)	1.935*** (12.148)	1.990*** (12.815)	1.962*** (12.811)
Observations	1172	1172	1156	1157	1172
R-squared	0.178	0.221	0.232	0.182	0.181

***、**、*分別代表 1%、5%、10%的顯著水準，括號內的值為 t 值

第四節 企業社會責任與股價風險的關係

由表4-5可發現，資產報酬率和NCSKEW及DUVOL為正向顯著關係，表示整體資產的報酬運用效率愈好的公司，股價崩跌風險愈大；負債比率和下檔風險為正向顯著關係，表示負債比例愈高的公司，下檔風險愈大；而週報酬率的標準差則和股價崩跌風險為負向顯著關係，和下檔風險為正向顯著關係，表示股價波動愈大，下檔風險愈大，但股價崩跌風險則會相對降低。

CSR和NCSKEW、DUVOL呈現正向但不顯著的關係，和VaR95、VaR99則皆為負向顯著關係，以上結果支持H2，投入企業社會責任可有效降低股價風險中的下檔風險。由此，我們得到結論，與Godfrey(2005)的觀點一致，投入CSR的公司會比沒有投入CSR的公司多了保險效果，為其帶來像是好聲譽這樣的道德資產，緩衝負面事件發生時公司所受到的來自利害關係人的制裁，降低股價風險。連結表4-1敘述統計表可發現，有投入CSR的公司，企業規模，亦即總資產規模較大；與Merton(1987)的觀點一致，有社會意識的投資人更偏好有投入CSR的企業，當企業的投資者相對規模愈大時，資本成本會降低，進而降低風險。與Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang(2011)的觀點一致，投入CSR的公司向利害關係人展示自己的正面良好形象時，如此高透明度會降低資訊不對稱，並降低風險。

表 4-5 CSR 影響風險的迴歸模型

因變數	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99
	Model1	Model2	Model3	Model4
C	-0.014 (-0.329)	-0.578*** (-4.667)	0.028*** (3.691)	0.066*** (7.736)
CSR	0.005 (0.731)	0.028 (1.299)	-0.003* (-1.834)	-0.003** (-2.019)
ROA	0.369*** (5.729)	1.304*** (7.593)	0.009 (1.017)	0.010 (1.199)
Lev	0.014 (0.640)	0.040 (0.628)	0.006** (2.032)	0.010*** (2.920)
MB	-0.004 (-0.743)	0.007 (0.589)	0.001** (2.296)	-0.000 (-0.980)
Sigma	-0.393*** (-3.405)	-1.489*** (-3.962)	0.315*** (8.307)	0.323*** (7.537)
Size	-0.000 (-0.027)	0.054*** (3.259)	-0.002 (-1.462)	-0.004*** (-3.613)
Observations	1172	1172	1172	1172
R-squared	0.098	0.170	0.281	0.245

***、**、*分別代表 1%、5%、10%的顯著水準，括號內的值為 t 值

第五節 高階經理人薪酬下，企業社會責任對股價風險的影響

由表4-6可看出，當固定薪金(AS)小於中位數時，CSR和NCSKEW為負向不顯著，和DUVOL則為正向不顯著的關係，和VaR95的相關係數為0，且顯著水準未達顯著，和VaR99則為負向不顯著的關係；當AS大於中位數時，CSR和NCSKEW為正向不顯著關係，和DUVOL為正向顯著關係，和VaR95、VaR99則為負向顯著關係。比較固定薪金在多寡程度下，CSR對於風險的影響，可發現固定薪金愈多，DUVOL值相對提高了，亦即股價崩跌風險；固定薪金愈多，CSR愈會降低VaR95、VaR99，亦即下檔風險。

固定薪金愈多，愈能激勵經理人帶領企業從事CSR，讓降低下檔風險的效果更明顯，此發現支持假說H3-1b。固定薪金愈多，愈能激勵經理人帶領企業從事

CSR，卻提升了股價崩跌風險，此發現支持假說H3-1a，推論背後原因為經理人雖然從事CSR，但其意圖並不是為了讓企業的長遠發展更好，和Barnea and Rubin(2010)的觀點一致，經理人帶領企業從事CSR背後的動機可能是出於自利，因為想讓自己有好聲譽或更好的職涯機會而過度投資於CSR，耗費有價資源，提升企業成本，而這成本可能高到讓企業身處於風險之中(Munk, 1999)。或者和Orlitzky(2013)的觀點一致，經理人會提供不實的有關從事企業社會責任的相關資訊給市場的參與者，導致企業的市場價值被高估，進而增加股價崩跌風險。又或者和Hill(2001)的觀點一致，經理人是為了掩飾企業不好的商業行為，例如操弄會計數據，刻意美化帳面數字，而從事CSR，並不是真心為了企業好。當投資人發現企業從事企業社會責任並不是為了企業的長遠利益著想，只是一種為了掩飾不好商業行為的窗飾效果手段，那反而會懲罰企業，進而增加風險。

表 4-6 固定薪金下，CSR 影響股價風險的迴歸模型

因變數	AS<中位數				AS>中位數			
	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model1	Model2	Model3	Model4
C	-0.057 (-0.772)	-0.707*** (-3.764)	0.034*** (3.314)	0.072*** (6.087)	-0.011 (-0.201)	-0.620*** (-3.255)	0.031*** (3.762)	0.069*** (6.746)
CSR	-0.004 (-0.564)	0.005 (0.208)	0.000 (0.172)	-0.001 (-0.938)	0.013 (1.578)	0.051* (1.881)	-0.006*** (-4.668)	-0.006*** (-3.337)
ROA	0.477*** (4.359)	1.624*** (6.104)	-0.000 (-0.004)	-0.001 (-0.041)	0.263*** (3.993)	0.992*** (4.964)	0.012 (1.220)	0.019* (1.798)
Lev	0.021 (0.650)	0.075 (0.883)	0.002 (0.468)	0.008 (1.426)	0.003 (0.143)	-0.001 (-0.015)	0.006* (1.679)	0.011** (2.221)
MB	-0.003 (-0.631)	0.014 (1.084)	0.002** (2.329)	0.000 (0.146)	-0.004 (-0.596)	0.007 (0.538)	0.000 (0.919)	-0.000 (-1.543)
Sigma	-0.381*** (-2.923)	-1.614*** (-4.573)	0.294*** (5.898)	0.298*** (5.891)	-0.486** (-2.269)	-1.529** (-2.430)	0.349*** (13.040)	0.369*** (10.472)
Size	0.005 (0.451)	0.069** (2.576)	-0.002* (-1.852)	-0.005*** (-3.309)	0.001 (0.107)	0.061*** (2.688)	-0.002 (-1.635)	-0.004*** (-3.406)
Observations	589	589	589	589	582	582	582	582
R-squared	0.123	0.219	0.284	0.239	0.090	0.139	0.308	0.262

***、**、*分別代表 1%、5%、10%的顯著水準，括號內的值為 t 值

由表4-7可看出，當獎金及特支(BSE)小於中位數時，CSR和NCSKEW及DUVOL均為正向不顯著關係，和下檔風險為負向不顯著關係；當獎金及特支大於中位數時，CSR和股價崩跌風險一樣為正向不顯著關係，和下檔風險則為負向顯著關係。比較獎金及特支在多寡程度下，CSR對於風險的影響，可發現獎金及特支愈多，CSR愈會降低下檔風險。代表獎金及特支愈多，愈能激勵經理人從事CSR，進而讓降低下檔風險的效果更明顯。意味著在台灣，企業若想降低下檔風險，在薪酬制度的設計上，可讓獎金及特支占的比例較大。

從表4-8可看出，當現金股利(CB)小於中位數時，CSR和股價崩跌風險為正向但不顯著的關係，和下檔風險為負向顯著關係；當現金股利大於中位數時，CSR和NCSKEW為負向不顯著的關係，和DUVOL為正向不顯著的關係，和VaR95為負向不顯著的關係，和VaR99為負向顯著關係。比較現金股利在多寡程度下，CSR對於風險的影響，可發現現金股利愈多，CSR對於降低下檔風險的效果減輕了。代表現金股利愈多，愈能激勵經理人從事CSR，但從係數及顯著性的改變，發現似乎反而減緩降低下檔風險的效果。推論原因可能是經理人出於自利的動機去從事CSR，不但不能幫助企業有更好的發展，反而讓風險降低效果稍微減弱。

由表4-7及4-8的發現可得出結論，台灣企業若想有效降低股價風險，在獎酬制度的設計上，可多投入資金於支付高階經理人獎金及特支。

表 4-7 獎金及特支下，CSR 影響股價風險的迴歸模型

因變數	BSE<中位數				BSE>中位數			
	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model1	Model2	Model3	Model4
C	-0.000 (-0.005)	-0.572*** (-3.260)	0.040*** (4.024)	0.069*** (6.194)	-0.003 (-0.048)	-0.487** (-2.429)	0.018*** (2.801)	0.063*** (7.629)
CSR	0.001 (0.146)	0.026 (1.039)	-0.001 (-0.375)	-0.002 (-1.067)	0.004 (0.581)	0.021 (0.827)	-0.005*** (-4.556)	-0.006*** (-4.151)
ROA	0.371*** (4.684)	1.308*** (6.120)	0.003 (0.269)	0.009 (0.868)	0.340*** (3.853)	1.285*** (4.963)	0.023** (1.976)	0.009 (0.569)
Lev	-0.028 (-0.836)	-0.067 (-0.689)	0.004 (0.995)	0.005 (0.958)	0.050** (2.282)	0.138* (1.926)	0.008** (2.398)	0.014*** (3.107)
MB	-0.004 (-0.573)	0.013 (0.797)	0.001*** (2.946)	0.000 (0.226)	-0.003 (-1.183)	0.002 (0.262)	0.000 (0.078)	-0.000 (-0.478)
Sigma	-0.334*** (-2.837)	-1.403*** (-3.764)	0.286*** (6.079)	0.289*** (6.086)	-0.434** (-2.201)	-1.553*** (-2.725)	0.357*** (15.621)	0.390*** (11.759)
Size	-0.001 (-0.102)	0.055** (2.263)	-0.003** (-2.405)	-0.004*** (-3.038)	-0.002 (-0.260)	0.041 (1.525)	-0.000 (-0.485)	-0.004*** (-3.700)
Observations	581	581	581	581	589	589	589	589
R-squared	0.111	0.174	0.274	0.231	0.076	0.140	0.299	0.272

***、**、*分別代表 1%、5%、10%的顯著水準，括號內的值為 t 值

表 4-8 現金股利下，CSR 影響股價風險的迴歸模型

因變數	CB<中位數				CB>中位數			
	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model1	Model2	Model3	Model4
C	-0.031 (-0.475)	-0.713*** (-3.734)	0.028*** (3.191)	0.056*** (5.296)	0.014 (0.223)	-0.356* (-1.936)	0.031*** (3.889)	0.073*** (7.574)
CSR	0.010 (0.990)	0.041 (1.286)	-0.003** (-2.153)	-0.004** (-2.307)	-0.001 (-0.253)	0.003 (0.136)	-0.002 (-1.527)	-0.003** (-2.017)
ROA	0.436*** (5.152)	1.478*** (6.242)	-0.007 (-0.770)	-0.010 (-0.917)	0.195** (1.982)	0.823*** (2.854)	0.041*** (3.173)	0.038*** (2.621)
Lev	-0.002 (-0.060)	0.016 (0.191)	0.004 (1.149)	0.003 (0.779)	0.008 (0.314)	0.014 (0.162)	0.010** (2.237)	0.020*** (3.829)
MB	-0.003 (-0.520)	0.015 (0.883)	0.001*** (2.719)	-0.000 (-1.179)	-0.001 (-0.567)	0.007 (0.838)	-0.000 (-0.599)	-0.001 (-1.572)
Sigma	-0.376*** (-2.870)	-1.242*** (-3.111)	0.293*** (6.473)	0.299*** (6.702)	-0.394*** (-2.947)	-1.924*** (-4.096)	0.338*** (12.325)	0.370*** (10.935)
Size	0.002 (0.209)	0.066*** (2.645)	-0.001 (-0.968)	-0.002 (-1.539)	-0.001 (-0.102)	0.039 (1.508)	-0.003** (-2.416)	-0.006*** (-4.601)
Observations	568	568	568	568	587	587	587	587
R-squared	0.129	0.181	0.284	0.225	0.029	0.088	0.295	0.301

***、**、*分別代表 1%、5%、10%的顯著水準，括號內的值為 t 值

由表4-9可看出，當經理人不具有股票股利(SD)時，CSR和股價崩跌風險為正向不顯著關係，和下檔風險為負向顯著關係；當經理人具有股票股利時，CSR和NSKEW的相關係數為0且顯著水準未達顯著，和DUVOL為正向不顯著關係，和下檔風險也為正向不顯著關係。經理人擁有股票股利時，CSR與股價崩跌風險、下檔風險間的關係都未達顯著，可能是因為有股票股利的樣本數相對於無股票股利樣本數太少，而樣本數太少可能是因為民國97年開始政府實施的員工分紅費用化政策。在實施此政策前，許多企業主喜歡發放股票這類激勵型薪酬給員工，讓員工更努力為公司奮鬥。因股票的面額(一般為10元)與一般公司股票的市價上之落差，員工取得股票價值遠高於直接從公司取得現金，且此分紅配股僅須依面額課稅，因此在此背景下，員工分紅配股成為許多企業喜愛的獎酬工具。但是員工分紅不作為費用，僅視為公司盈餘分配之會計處理，會隱藏公司費用並不實膨脹公司盈餘，所以民國97年起員工分紅費用化後，會讓企業帳面上的盈餘下降，費用增加，員工也必須按時價被課徵所得稅，變相增加了員工的稅務負擔；因此從那時起企業便減少發放股票股利這類型的薪酬。比較不同多寡程度的股票股利，對於風險的影響，發現當經理人沒有股票股利時，CSR會降低下檔風險，這點支持先前的發現，CSR和下檔風險為負向顯著關係。而經理人有股票股利時，降低下檔風險的效果卻消失了，推論可能與Benmelech, Kandel, and Veronesi(2010)的觀點一致，當經理人擁有具有股權激勵性質的薪酬時，會誘使他們為了讓自己有更好的薪酬，隱匿壞消息來刻意美化帳面數字，當壞消息最終隱瞞不住時，就會導致股價的崩跌，增加股價風險。

表 4-9 股票股利下，CSR 影響股價風險的迴歸模型

因變數	無 SD				有 SD			
	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model1	Model2	Model3	Model4
C	0.042 (0.853)	-0.417*** (-2.848)	0.027*** (4.314)	0.070*** (8.631)	-0.229** (-2.564)	-0.996*** (-2.746)	0.090*** (3.896)	0.084*** (4.004)
CSR	0.006 (0.892)	0.031 (1.417)	-0.003*** (-3.878)	-0.004*** (-3.324)	0.000 (0.014)	0.025 (0.503)	0.005 (1.187)	0.002 (0.713)
ROA	0.373*** (5.876)	1.280*** (7.231)	-0.007 (-0.967)	0.000 (0.004)	0.059 (0.844)	0.262 (0.655)	0.011 (0.295)	0.007 (0.269)
Lev	0.004 (0.199)	0.010 (0.145)	0.006** (2.177)	0.010*** (2.982)	0.018 (0.524)	0.006 (0.036)	-0.012 (-0.934)	-0.015** (-2.007)
MB	-0.004 (-1.341)	0.006 (0.820)	0.001** (2.305)	-0.000 (-1.024)	0.000 (0.052)	0.033 (1.588)	0.003*** (2.869)	0.001 (0.673)
Sigma	-0.421*** (-4.056)	-1.640*** (-5.101)	0.286*** (8.965)	0.305*** (8.788)	-0.144 (-0.534)	-0.995 (-0.790)	0.288*** (3.810)	0.263*** (3.430)
Size	-0.007 (-1.075)	0.034* (1.720)	-0.001 (-1.409)	-0.004*** (-4.335)	0.032*** (2.700)	0.126*** (2.729)	-0.008*** (-2.983)	-0.004* (-1.791)
Observations	1048	1048	1048	1048	109	109	109	109
R-squared	0.098	0.156	0.281	0.238	0.225	0.271	0.373	0.398

***、**、*分別代表 1%、5%、10%的顯著水準，括號內的值為 t 值

由表4-10可看出，當經理人不具有員工認股權(ESO)時，CSR和股價崩跌風險為正向不顯著關係，和下檔風險則為負向顯著關係；當經理人具有員工認股權時，CSR和NCSKEW為正向不顯著關係，和DUVOL為正向顯著關係，和下檔風險則為負向顯著關係。由表中可發現有員工認股權的樣本數相較無員工認股權的樣本數也少很多，推測也是員工分紅費用化這項政策造成的。比較員工認股權在多寡程度下，CSR對風險的影響，發現經理人擁有員工認股權時，股價崩跌風險DUVOL提高了，下檔風險降低效果似乎也減輕了。推論背後原因可能是員工認股權會誘使經理人為了提高自己的薪酬，隱藏公司相關不好消息，以維持好看的股價；並透過從事更多企業社會責任來轉移股東審查這些不好行為的注意力，同時讓外界誤以為公司狀態良好，讓公司價值被高估，而當壞消息積累到一定程度並最終曝光時，股價就會崩跌，增加股價風險。

表 4-10 員工認股權下，CSR 影響股價風險的迴歸模型

因變數	無 ESO				有 ESO			
	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99	NCSKEW	DUVOL	VaR95	VaR99
	Model1	Model2	Model3	Model4	Model1	Model2	Model3	Model4
C	-0.028 (-0.459)	-0.692*** (-3.766)	0.023*** (3.271)	0.058*** (6.477)	0.041 (0.725)	-0.320 (-1.596)	0.033*** (2.732)	0.089*** (6.761)
CSR	0.003 (0.346)	0.012 (0.459)	-0.004*** (-3.823)	-0.005*** (-3.752)	0.009 (1.269)	0.046* (1.899)	-0.004* (-1.824)	-0.003* (-1.702)
ROA	0.408*** (5.834)	1.417*** (7.172)	0.006 (0.682)	0.014 (1.446)	0.213** (2.359)	0.853*** (3.818)	0.014 (1.053)	-0.021 (-1.502)
Lev	0.008 (0.331)	-0.010 (-0.130)	0.005* (1.664)	0.011*** (2.821)	0.018 (0.855)	0.180** (1.981)	0.007 (1.044)	0.000 (0.032)
MB	-0.005 (-1.519)	0.003 (0.417)	0.001** (2.236)	-0.000 (-1.204)	0.000 (0.063)	0.036*** (2.871)	0.002** (2.289)	0.001 (1.118)
Sigma	-0.395*** (-3.431)	-1.553*** (-4.388)	0.305*** (7.908)	0.336*** (8.104)	-0.461* (-1.878)	-1.590** (-2.257)	0.289*** (6.547)	0.130*** (2.605)
Size	0.002 (0.216)	0.072*** (2.851)	-0.001 (-0.879)	-0.003*** (-2.830)	-0.006 (-1.023)	0.013 (0.573)	-0.002 (-1.108)	-0.004*** (-2.720)
Observations	894	894	894	894	278	278	278	278
R-squared	0.105	0.177	0.290	0.262	0.092	0.200	0.192	0.110

***、**、*分別代表 1%、5%、10%的顯著水準，括號內的值為 t 值

第五章 結論和建議

第一節 研究結論

為了探討什麼樣的高階經理人薪酬，能有效引導經理人行為，讓其投入資源從事企業社會責任是為了讓公司的長期發展更好，而非出於自利心態，進而降低股價風險，本研究從台灣經濟新報(TEJ)蒐集高階經理人薪酬資料，同時蒐集了未調整股價(日)的收盤價以計算股價崩跌風險及下檔風險。至於企業社會責任的部分，蒐集天下雜誌創辦的天下企業公民獎評選出的2007至2016年曾獲獎的企業資料，定義為有投入企業社會責任的公司，並以公司規模近似及相同產業別的標準，為這些公司配對沒有得獎的公司，定義為沒有投入企業社會責任或企業社會責任績效差的公司。進行高階經理人薪酬對企業社會責任的影響、企業社會責任對股價風險的影響，以及在高階經理人薪酬下，企業社會責任如何影響股價風險的研究。

本研究發現高階經理人得到的固定薪資愈多，愈能激勵其投入企業社會責任。這點和達文祺(民102)的研究結果一致，和Mathis and Jackson(2003)的觀點相符，固定薪酬具有保障效果，可讓經理人產生經濟安全感，進而更專注追求組織長期績效，投入更多資源於企業社會責任。獎金及特支、現金股利愈多，也愈能激勵經理人投入企業社會責任，這點不支持假說H1-2、1-3，推論背後的原因為有些研究者認為，獎金誘使經理人操弄會計數據的可能性不高，也就是不管業績如何，經理人都能獲得獎金，所以就比較不會為了追求短期績效而忽視企業長期發展(Mahoney&Thorne, 2006)。而像員工認股權這類的長期激勵型薪酬愈多，則會激勵經理人投入更多企業社會責任，因為與Jensen and Meckling(1976)的觀點一致，當經理人得到的長期激勵型薪酬愈多，例如擁有愈多股數，須共同承擔股價變化帶來的利潤或損失，其與股東的利益會趨於一致，所以會致力於提高公司股票價值而努力極大化企業長期的利益，投入更多企業社會責任。

本研究也發現投入企業社會責任愈多的公司，愈能降低股價風險中的下檔風險。此發現與Godfrey(2005)的觀點一致，投入CSR的公司會比沒有投入CSR的公司多了保險效果，為其帶來像是好聲譽這樣的道德資產，緩衝負面事件發生時公司所受到的來自利害關係人的制裁，降低股價風險。同時，有投入CSR的公司，企業規模，亦即總資產規模較大；與Merton(1987)的觀點一致，有社會意識的投資人更偏好有投入CSR的企業，當企業的投資者相對規模愈大時，資本成本會降低，進而降低風險。與Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang(2011)的觀點一致，投入CSR的公司向利害關係人展示自己的正面良好形象時，如此高透明度會降低資訊不對稱，並降低風險。更進一步來說，投入CSR能降低風險的發現符合利害關係人假說(Stakeholder theory)的觀點，亦即企業社會責任可以幫助企業發展新的競爭力、資源，例如與員工及社會更好的關係、更佳的外部融資機會，以上優勢可提升股東的長期財富，讓企業的財務限制更寬鬆，進而降低風險。

結合上述的發現，推論高階經理人得到的薪酬愈多，愈能激勵其投入企業社會責任，就愈能有效降低下檔風險，而實證得到的結果為在平均薪金與獎金及特支愈多的情形下，愈能透過CSR的實踐來降低下檔風險，支持以上推論，亦即支持H3-1b與H3-2b。

本研究也發現和以上推論不同的結果，在固定薪金愈多的情形下，從事CSR會提升股價崩跌風險；在現金股利愈多的情形下，從事CSR會減輕降低下檔風險的效果，推測背後的原因為經理人雖然從事CSR，但其意圖並不是為了讓企業的長遠發展更好，和Hill(2001)的觀點一致，經理人是為了掩飾企業不好的商業行為而從事CSR，並不是真心為了企業好。當投資人發現企業從事企業社會責任並不是為了企業的長遠利益著想，只是一種為了掩飾不好商業行為的窗飾效果手段，那反而會懲罰企業，進而增加風險。或者和Barnea and Rubin(2010)的觀點一致，經理人帶領企業從事CSR背後的動機可能是出於自利，因為想讓自己有好聲譽或更好的職涯機會而過度投資於CSR，耗費有價資源，提升企業成本，而這成本可

能高到讓企業身處於風險之中(Munk, 1999)。又或者和Orlitzky(2013)的觀點一致，經理人會提供不實的有關從事企業社會責任的相關資訊給市場的參與者，導致企業的市場價值被高估，進而增加股價崩跌風險。

員工認股權這類長期激勵型薪酬雖讓經理人和股東利益趨於一致，理應如預測假說般，讓下檔風險降低效果更明顯，但實證結果卻不如預期，推測或許是股權激勵因子也有讓經理人進行盈餘管理的誘因，並透過CSR活動掩飾，而讓風險降低的效果有些微減少。

第二節 管理意涵

本研究發現獎金及特支這類獎勵型薪酬，可激勵經理人從事更多企業社會責任，並讓下檔風險的降低效果更明顯。因此建議公司若想有效降低股價風險，可在高階經理人薪酬的配置中讓獎金及特支占較大比例。

第三節 研究限制

本研究純粹用CSR來區分有從事企業社會責任與沒有從事企業社會責任的公司，並分析薪酬制度如何影響企業是否從事企業社會責任，從事企業社會責任與否如何影響股價風險，以及不同薪酬制度下，從事企業社會責任如何影響股價風險。本研究蒐集天下雜誌創辦的天下企業CSR公民獎評選出的2007年到2016年任一年度曾獲獎的企業做為有從事企業社會責任的公司，而針對有得獎的企業，天下雜誌有列舉出得獎企業的總分數，也有針對不同構面：公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續分別作評分。往後的研究可加入CSR分數及不同衡量CSR的構面來更細微地探討薪酬制度之設計如何影響不同構面的CSR及其績效好壞、不同構面的CSR及其績效好壞如何影響股價風險、以及不同薪酬制度下，不同構面的CSR及其績效好壞如何影響股價風險。

參考文獻

- 王苑菱(2017)。公司治理對企業社會責任揭露之影響—以 CEO 薪酬為中介變項。淡江大學會計學系碩士班碩士學位論文。
- 田文婧(2017)。企業社會責任是否可以緩解 CEO 過度自信對股市價格崩盤風險的影響。銘傳大學財務金融學系碩士班碩士學位論文。
- 江芷菱(2018)。高階管理人員的現金薪酬與任期對於企業社會責任報告書揭露品質之影響。輔仁大學會計學系碩士班碩士學位論文。
- 陳姿伶(2009)。企業社會責任與企業財務績效、高階經理人薪酬結構之關聯性分析。國立政治大學企業管理研究所碩士班碩士學位論文。
- 陳雨均(2016)。從風險降低與窗飾觀點探討企業社會責任對崩盤風險的影響。國立高雄第一科技大學財務管理研究所碩士班碩士學位論文。
- 張嘉珊(2015)。管理者異常薪酬與企業社會責任履行關聯性之研究：中國上市公司之實證。中國文化大學會計學系碩士班碩士學位論文。
- 達文祺(2013)。高階薪酬結構對企業社會責任實踐的影響。國立中央大學人力資源管理研究所在職專班碩士班碩士學位論文。
- 蔡逸閔(2015)。企業社會責任與高階經理人薪酬、高階經理人性別之關聯性。國立臺中科技大學會計資訊系碩士班碩士學位論文。
- 藍偉銘(2017)。企業社會責任與公司個別風險關聯性之探討—以台灣上市櫃公司為例。輔仁大學企業管理學系管理學碩士班碩士學位論文。
- Anderson, D. (1995). The European Union and the Outlook for Trade. *Business Economics* 30, 17-26.
- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., Louca, C. (2012). Corporate Governance and Stock Price Crashes. Working Paper. Cyprus University of Technology and Exeter University Business School.
- Auperle, K. E., Carroll, A. & Hatfield, J. (1985). An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability. *Academy of Management Journal* 28(2), 446-463.

Boyd, B. (1994). Board Control and CEO Compensation. *Strategic Management Journal* 15(5), 335-334.

Berman, S. (1999). Managerial Opportunism and Firm Performance: An Empirical Test of Instrumental Stakeholder Theory. Paper presented at the *Academy of Management Meeting, Chicago, IL*.

Bebchuk, L., Fried, J. & Walker, D. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *The University of Chicago Law Review* 69, 751-846.

Borghesi, R., Houston, J. F., & Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interest. *Journal of Corporate Finance*, 26, 164-181.

Brown, W. O., Helland, E., & Smith, J. K. (2006). Corporate philanthropic practices. *Journal of Corporate Finance*, 12(5), 855-877.

Burns, N., Kedia, S., (2006). The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics*, 79, 35-67.

Benmelech, E., Kandel, E., Veronesi, P., (2010). Stock-based compensation and CEO (dis) incentives. *Quarterly Journal of Economics* 125, 1769-1820.

Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325-1343.

Bosch-Badilla, M.T., Montllor-Serrats, J., & Tarrazon, M.A. (2013). Corporate Social Responsibility from Friedman to Porter and Kramer. *Theoretical Economics Letters*, 3 June, 11-15.

Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.

Chen, J., Hong, H., Stein, J., (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics* 61, 345-381.

Conyon, M. & Peck, S. (1998), Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation. *Academy of Management Journal* 41(2), 146–157.

Dimson, E., (1979). Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics* 7, 197-226.

Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.

El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D.R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital. *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388-2406.

Erickson, M., Hanlon, M., Maydew, E., (2006). Is there a link between executive equity incentives and accounting fraud? *Journal of Accounting Research* 44, 113-143.

Efendi, J., Srivastava, A., Swanson, E., (2007). Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. *Journal of Financial Economics* 85, 667-708.

Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 32, 122-126.

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Massachusetts: Pitman Publishing Inc.

Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.

Hill, J. (2001). Thinking about a more sustainable business: An indicators approach. *Corporate Environmental Strategy*, 8(1), 30-38.

Husted, B. V. (2005) Risk management, Real Options, and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 60(2), 175-183.

Jo, H., Harjoto, M.A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103, 351-383.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency cost, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Kane, E. J. (2002). Using Deferred Compensation to Strengthen the Ethics of Financial

Regulation. *Journal of Banking & Finance* 26, 1919-1933.

Kim, J.-B., Li, Y., Zhang, L. (2011). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes, *Journal of Financial Economics*, 101, 713-730.

Kitzmueller, H. & Shimshack, J. (2012). Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility. *Journal of Economic Literature*, 50(1), 51-84.

Kao, E. H., Shiu, Y., & Lin, C. (2015). Does engagement in corporate social responsibility reduce firm risk? Evidence from China. *Journal of Management*, 33(3), 501-529.

Kim, J.-B., Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research* 31(3), 851-875.

Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18.

Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2009). The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 198-213.

Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42(3), 483-510.

Murphy, K. (1999), Executive Compensation. in O. Ashenfelter and D. Card (eds.), *Handbook of Labor Economics 3 (North-Holland, Amsterdam)*.

Munk, N. (1999). How Levi's trashed a great American brand. *Fortune*, 139(7), 82-89.

McGuire, J., Dow, S., & Argheyd, K. (2003). CEO Incentives and Corporate Social Performance. *Journal of Business Ethics*, 45(4), 341-359.

McGuire, J., Schneeweis, T. & Sundgren, A. (1988). Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 31(4), 854-872.

Mathis, R. L., & Jackson, J. H. (2003). Human resource management. (10th), USA: Thomson south-western.

Milkovich, G. T., & Newman, J. M. Compensation. New York: VH ,1994.

McWilliams, A. & Siegel, D. (2000). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification? *Strategic Management Journal* 21(5), 603-610.

McKendall, M., Sanchez, C., & Sicilian, P. (1999). Corporate Governance and Corporate Illegality: The Effects of Board Structure on Environmental Violations. *International Journal of Organizational Analysis*, 7(3), 201-223.

Mahoney, L. S., & Thorne, L. (2006). An Examination of the Structure of Executive Compensation and Corporate Social Responsibility : A Canadian Investigation. *Journal of Business Ethics*, 69, 149-162.

Orlitzky, M. (2013). Corporate social responsibility, noise, and stock market volatility. *The academy of Management Perspectives*, 27(3), 238-254.

Petrovits, C. (2006). Corporate-sponsored foundations and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 41(3), 335-361.

Palazzo, G., & Richter, U. (2005). CSR business as usual? The case of the tobacco industry. *Journal of Business Ethics*, 61(4), 387-401.

Porter, M. E., & Van der Linde, C. (1995). Green and Competitive, Ending the Stalemate. *Harvard Business Review*, 73(5), 120-121.

Stata, R. & Maidique, M. (1980). Bonus System for a Balanced Strategy. *Harvard Business Review*, 58(6), 158-183.

Zalewski, D. (2003). Corporate Objectives : Maximizing Social versus Private Equity. *Journal of Economic Issues*, 37(2), 503-509.