

東海大學管理碩士在職專班(研究所)
碩士學位論文

台灣企業社會責任評比對股票報酬之影響
The effects of corporate social responsibility rating on stock
returns in Taiwan

指導教授：徐啟升博士
研究生：陳欽敏 撰

中華民國101年07月

論文名稱：台灣企業社會責任評比對股票報酬之影響

校所名稱：東海大學管理碩士在職專班（研究所）

畢業時間：2012年7月

研究生：陳欽敏

指導教授：徐啟升 博士

論文摘要：

本文以天下雜誌於2007年至2011年期間所公布之企業公民獎得獎企業為研究樣本，探討公司實施企業社會責任是否有助於提升股票報酬。本文實證結果發現企業公民獎得獎企業存在顯著正向異常報酬，此一發現與Choi, Kwak, and Choe (2010)之結果一致，支持實施企業社會責任對股票報酬有正向影響。樣本公司中，不論是得獎之大型企業（每年30家）或中堅企業（每年10家），以CAPM模型或三因子模型計算之調整風險後異常報酬，皆呈顯著正向月平均異常報酬；另外，以均等加權平均月報酬與價值加權平均月報酬計算之買進持有異常報酬率亦皆呈顯著正向異常報酬。上述發現支持社會衝擊理論與利害關係人理論，企業為滿足來自社會各個階層的利害關係人預期，積極從事社會責任，對公司也會產生較佳的股票報酬。

關鍵詞：企業社會責任、異常報酬、CAPM、Fama and French三因子模型

Title of Thesis : **The Effects of Corporate Social Responsibility Ratings on Stock Returns in Taiwan**

Name of Institute :

Graduation Time : 07/2012

Student Name : Chin-Min Chen

Advisor Name : Dr. Chi-Sheng Hsu

Abstract :

Using the winners of Corporate Citizenship Awards of Common Wealth Magazine from 2007 to 2011 as a sample, this study explores the effects of corporate social responsibility ratings on stock returns. Consistent with Choi, Kwak, and Choe (2010), this study finds that the winners enjoy the significantly positive abnormal returns. Specifically, if we divided the sample firms into large and medium firms, we find that both of the two groups earn statistically significant positive average monthly abnormal returns relative to the CAPM and the Fama and French (1993) three-factor model. In addition, the market-adjusted buy-and-hold abnormal returns using the equal-weighted monthly returns and the value-weighted returns are significantly positive. The results are consistent with the prediction of the social impact theory, which suggests investments in the corporate social responsibility can enhance a company's brand image by strengthening the relationship between the firm and the stakeholders and therefore improving the stock returns.

Key words : Corporate Social Responsibility, Abnormal Returns, CAPM, Fama and French Three-Factor Model

目 錄

摘要.....	i
目錄.....	ii
圖目錄.....	iv
表目錄.....	v
第一章 緒論.....	1
第二章 研究方法.....	6
第三章 實證結果與分析.....	12
第四章 結論.....	20
參考文獻.....	22
附錄.....	25

圖目錄

圖 1 全體企業之均等加權與價值加權平均報酬圖	14
圖 2 大型與中堅企業均等加權報酬	15
圖 3 大型與中堅企業價值加權平均報酬圖	16

表目錄

表 1 產業分佈表.....	6
表 2 樣本公司敘述統計量.....	11
表 3 大型企業前 15 與後 15 家之平均報酬 T 檢定結果.....	12
表 4 全體樣本之均等加權與價值加權平均報酬.....	13
表 5 等加權與價值加權月平均報酬敘述統計量.....	13
表 6 全體樣本之 CAPM 模型實證結果.....	17
表 7 大型企業與中堅企業之 CAPM 模型實證結果.....	17
表 8 全體樣本之三因子模型實證結果.....	18

第一章 緒論

我國之富邦投資信託公司於 2009 推出台灣企業社會責任¹ (corporate social responsibility, 簡稱 CSR) 基金, 供一般投資者進行投資, 且我國勞退基金投資國內股市也以社會責任得獎企業為投資標的, 佔其國內投資總額的 75% 之高, 天下雜誌 (2012)² 更是專文建議投資者投資於重視企業社會責任公司之股票, 然而是否去投資有從事社會責任企業享有較高股票報酬率呢? 學界到目前為止仍有不同看法, 先前文獻實證結果顯示, 企業社會責任之實施對公司股票報酬呈現正向、負向以及互相不影響。

關於重視社會責任企業會有正向的股票報酬表現, 其論點包含: (1) 社會衝擊理論 (social impact theory) 及 (2) 利害關係人理論 (stakeholder theory)。Latane (1981) 提出社會衝擊理論, 指出社會影響力是來自於它的強度、接近性, 以及影響源的數目對目標所產生的影響, 當社會影響力集中於單一目標時, 其強度就會增大; 公司若能使越多人員或團體重視社會責任, 其產生社會績效強度就越大, 而越好的社會績效將導致越佳的股票報酬。Werther and Chandler (2005) 與 Pelozo (2006) 實證發現, 從事社會責任的企業可增進公司品牌形象與財務績效, 如同幫公司買一張保險, 在負面事件發生時會降低公司的損害。

Freeman (1984) 提出利害關係人理論, 定義利害關係人為「任何能夠影響企業組織達成經營目標的團體或個人, 或是在企業組織達成經營目標的過程中被影響的團體或個人」, 一般將利害關係人分為顧客、股東、員工、供應商、政府、社區與社會大眾七大類, 這些人員與世界企業永續發展協會定義企業社會責任之關係人相吻合, 管理者如果想要企業永續經營, 那麼管理者必須製定一個能符合各種不同利害關係人需求的策略, 進而提升企業的經營績效, 優化財務表現。

Waddock and Graves (1997) 發現公司與利害關係人有正向和諧的關係時, 與員工、客戶及社區發生問題時能降低處理的困難度, 因而節省公司營業費用支出,

¹世界企業永續發展協會(World Business Council for Sustainability and Development)定義企業社會責任為:「企業承諾持續遵守道德規範, 為經濟發展做出貢獻, 並且改善員工及其家庭、當地整體社會以及社會的生活品質」

²天下雜誌 第 489 期 於 2012/1/16 發行 頁 106-110

Kempf and Osthoff (2007) 發現股價排名較高的公司在於社區、員工關係、環境、人權及產品方面，比股價排名低的公司做得更好，可見若能滿足利害關係人的需求，則享有更高股票報酬，方妙玲 (2008) 研究 364 家上市櫃公司，實證發現高階主管的變動薪資 (variable pay) 對資產報酬率及股東權益報酬率有正向影響，且變動薪資對社會績效也具有正向關係。換言之，企業若能夠積極從事企業社會責任，則能滿足相關利害人需求，進而提升股票報酬。

另一方面，關於重視社會責任企業會有負向的股票報酬表現，其論點包含：(1) 代理成本理論³ (agency cost theory) 及 (2) 忽略效應 (neglected-effect)。Jensen and Meckling (1976) 提出代理成本理論，由於企業主與代理人之間目標的差異所造成的成本，包括監督成本 (monitoring cost)、束縛成本 (bonding cost) 及殘餘成本 (residual cost)。當經營權與所有權分離後，必須規定雙方的行為規範，企業也因此產生額外成本，如此將會降低公司財務績效。Vickers and Yarrow (1988) 指出委託人或代理人，個人行為都是自利的，都會選擇使個人利益最大的決策與行動，也因自利行為不以公司利潤最大為考量，會降低公司股票報酬。Barnea and Rubin (2010) 實證發現，專業經理人為了個人利益，而過分投資於社會責任，如此可增加他們的名聲與影響力，也因高投入社會責任會產生高額費用，而引發代理人成本產生，因此過度重視社會責任會帶來負向財務影響。

沈中華和張元 (2008) 以 2001 到 2005 年間收錄於 FTSE 英國社會責任指數的公司為樣本，提出企業因執行社會責任工作會提高企業營運成本，如此會降低市場競爭力。例如嚴格執行社會責任標準規定的工作時間和加班時間限制，將使勞動成本增；要求產品通過標準認證；成立人權監護單位、商品檢驗部門，也會使營運成本提高。另外，有可能部份公司盲目從事跟本業無關的社會責任行為，導致此善行無法提升或創造自身商品回饋效果。張元 (2009) 以 2006 年遠見雜誌公布 CSR 得獎企業為樣本，實證發現公司的社會責任評分越高，在評比結果公布後的股票報酬率越低，兩者之間呈現負相關；透過公司的長期財務資料發現，社會責任評分高的公司其長期平均會計績效相對較佳，但長期平均的股票報酬率相

³此一論述亦有學者稱為焦點移轉假設(shift of focus hypothesis)

對較低，表示重視社會責任公司不一定是一個好的投資標的。企業在員工福利、環境保護、社區關懷、公司治理等方面做法，大部分都是轉移公司經營焦點，而不是利潤最大化的行為，因此從事這些會增加企業成本的行為，會降低企業股票報酬。

Arbel and Strebel (1982) 提出忽視效應，指那些被市場忽略的公司表現常常會優於那些倍受關注的公司的表現，而重視社會責任公司因傳播媒體的報導與宣傳，已是備受關注的公司，其股票報酬反而會低於那些未重視社會責任的被忽略公司。Merton (1987) 實證，為何被忽略的公司可以擊敗其他公司股票表現呢？這些被忽視公司的股票不受法人關注，被投資者壓低他們價值，所以股價相對便宜，也因此會有較高的股票報酬。Hong and Kacperczyk (2009) 實際研究發現，菸草公司、酒類公司和賭博機器公司與其他一般公司比較，會有較高的股票報酬。相同的，Statman and Glushkov (2009) 也發現，菸草公司、酒類公司、賭博、軍事武器銷售公司和核子設備公司與其他一般公司比較，會有較高的股票報酬。相對的，實施企業社會責任公司因為他們被基金公司及分析師密切注意，因此，他們的股價及財務資訊比較不會被忽略，換句話說，他們的價格被證實排除了財務狀況，會有較低異常報酬。

最後，也有諸多研究證實社會責任與股票報酬之間沒有相關性，Kneader, Gary, Power and Sinclair (2001) 研究 40 家國際道德基金與相同水準 40 家國際非道德基金之財務表現，兩組的財務表現沒有差異，Bauer, Koedijk and Otten (2002) 以 1990 到 2001 年間研究歐洲道德共同基金與普通基金的報酬表現，實證發現兩組基金之調整後風險報酬沒有差異，表示社會責任與股票報酬不相關。

本文主要目的在評估從事社會責任企業對股票報酬的影響，在實證作法上，採天下雜誌得獎之社會責任企業，全體企業 40 家（大型企業 30 家與中堅企業 10 家），都定義為社會責任公司投資組合，並計算各組別於民國 96 年 4 月至 101 年 4 月之長期持有之異常報酬率，進而計算重視社會責任企業股票平均報酬率與大盤指數平均報酬率之差異，據以驗證異常報酬之顯著性。同時，本文採取年度再平衡方式買進社會責任企業股票，計算此投資組合於樣本期間之各月報酬率，並

利用 CAPM 模型及 Fama and French 之三因子模型，檢驗是否存在異常報酬。

實證結果發現，從事社會責任公司存在顯著正向異常報酬，此一發現與 Choi, Kwak, and Choe (2010) 之結果一致，都支持社會責任對股票報酬有正向影響，此研究中樣本公司不論是全體企業、大型企業或中堅企業，用 CAPM 模型或三因子模型檢驗都存在顯著正向異常報酬；且所有樣本公司基本統計敘述之 ROA、ROE 也高於所有上市櫃平均，最後用均等加權月報酬與價值加權平均月報酬計算 5 年買進持有報酬與年化報酬 (annualized return)，結果為大盤指數為負數，而全體企業、大型企業與中堅企業都是正報酬，以上都傾向支持從事社會責任會為企業帶來正向股票績效，企業為滿足來自社會各個階層的利害關係人預期，積極從事社會責任，對公司也會產生較佳的股票報酬，此結果支持社會衝擊理論與利害關係人理論。

本研究之架構如下：第壹節為緒論，說明本文之研究背景、研究動機與目的，並概述引用論述之理論基礎與相關文獻，第貳節為研究樣本與模型設定，除介紹資料篩選及各個研究變數來源，並建構實證模型與待證假設；第參節則是敘述統計分析與實證結果；第肆節為結論，總結本文之主要發現，並說明後續之研究方向。

第二章 研究方法

2-1 樣本選取

目前國內還沒有統一的企業社會責任評鑑制度，已有天下雜誌與遠見雜誌各自的評量機制，但都是邀請企業主動參加評量，還未有全面廣泛的企業參與評量。天下雜誌以上櫃公司為邀請對象來評比，遠見雜誌則開放給上市櫃與非上櫃企業自由參加，由於非上市公司資料無法獲得相關變數，所以本文以天下雜誌得獎企業為社會責任公司為樣本對象。

天下雜誌是我國最早對企業社會責任調查與評比的單位，在 2000 年就在標竿企業中加入社會責任的評比項目，在 2007 年有鑒於全世界越來越重視社會責任，所以跨大規模單獨成立企業公民獎，針對國內企業進行獨立、完整調查。「企業公民」調查，參考聯合國全球盟約、OECD、美國道瓊永續指數等國際指標與評量方法，以四大面向—「公司治理」、「企業承諾」、「社會參與」、「環境保護」，評選台灣最佳企業公民。「公司治理」主要衡量董事會的獨立性及公司的透明度。「企業承諾」包含對消費者的承諾，對員工的培育照顧、和對創新研發的投入。「社會參與」衡量企業是否長期投入特定議題、並發揮影響力。「環境保護」則調查企業在環保及節能上是具有具體目標與作法。調查評選分為三階段：1.初選：從受金管會監督的公開發行公司（含上市、上櫃、興櫃公司）中，篩選連續三年獲利的公司，及由天下一千大調查與專家學者推薦的在台外商參與調查。2.複選：由天下雜誌編輯部評比各家企業回覆資料。3.決選：由具公信與社會聲望的十四人評審團，決選出「天下企業公民 TOP 50」。調查對象以年營收一百億做為區分，以上為「大型企業」、以下為「中堅企業」⁴，加上「外商企業」共分三組評選。

遠見雜誌則將企業社會責任評比分六組：1.職場健康組、2.社區關懷組、3.環境保護組、4.教育推廣組、5.公益推動組、6.企業社會責任「整體績效組」，凡兩年內未有稅後虧損紀錄，無論上市、上櫃、外商、中小企業，國營單位或民營

⁴中堅企業為營業額 100 億以下的中小企業

事業體，均具備參賽資格。且曾於台灣境內執行過、或有運用到台灣企業獨特資源（如人力、技術、運作 know how 等）的社會責任方案。參賽企業可於上述 6 組內自由投遞社會責任方案，每家企業至多可投遞 3 件方案，但所投遞之組別不得重複。評選標準：1.初審：評選標準為企業基本概況、參賽資料完備度、社會責任方案實施成效等。2.決賽：每組經初審篩選出 5~6 家入圍企業，各組入圍企業將與專業評審團進行口頭簡報及問答，決賽標準為社會責任方案之實質影響力、創意及前瞻度、可供學習並作為典範之程度。3.最終評選結果與獲獎企業的社會責任實踐故事，將刊載於《遠見雜誌》，得獎名單也將同步公佈於活動網站，出刊後將為得獎企業舉辦公開的贈獎儀式。4.獲獎企業若於該年度發生重大爭議事件，或有違法情事遭主管機關裁罰確定者，遠見雜誌有權取消並收回其獎座。

本研究乃選取天下雜誌公佈 2007~2011 年，為期 5 年獲得企業公民獎之企業，以營業額 100 億區分為大型企業（30 家）、中堅企業（10 家）與外商企業（10 家），因外商企業無法取得相關變數，所以不列入研究範圍，每年 40 家得獎企業為研究對象。因天下雜誌每年公佈時間不一，所以以公佈得獎後下個月為年度起始月份，到下年度公佈月份為結束月份，所以每個年度的月份不一定是 12 個月，最後一筆月資料到 2012 年 4 月份，所抓取的月資料從 2007/4~2012/4，為數共 61 個月份；從上述研究樣本中，再從 CMONEY 資料庫抓取所需相關變數。

表 1 產業分佈表

產業別	水 泥	食 品	塑 膠	紡 織	電 機	化 學	造 紙	鋼 鐵	橡 膠	汽 車	半 導 體	電 腦 周 邊	光 電	通 訊 網 路	電 子 零 件	電 子 通 路	航 運	金 融 保 險	其 它	總計
家數	2	1	4	3	2	1	1	1	1	4	9	10	3	6	8	1	4	7	8	76
入選次數	3	5	4	10	6	5	3	5	1	13	20	35	10	18	14	1	6	19	22	200
百分比	2%	3%	2%	5%	3%	3%	2%	3%	1%	7%	10%	18%	5%	9%	7%	1%	5%	8%	11%	100%

於 2007 年至 2011 年得獎企業共有 76 家，5 年各有 40 家共合計 200 個觀察值，連續五年都得獎企業有 1.遠東新世紀、2.上銀科技、3.永光化學、4.中國鋼鐵、5.和泰汽車、6.台積電、7.光寶科技、8.圓剛科技、9.普萊德科技、10.中華電信、11.台灣大哥大、12.台達電子、13.玉山金控、14.富邦金控、15.中鼎工程、16.信義

房屋及 17.統一超商，表示這些企業非常重視企業社會責任且經營績效很好；由表 1 可以看出得獎的企業都集中在半導體、電子產業及金融保險業，這與目前台灣股市產業分佈有一致性，其他的傳產、塑膠、航運...等都有公司入榜，表示各行各業都有企業重視社會責任；再從入選百本比來看，以電腦周邊 18% 最高，其他產業 11% 次之，其他產業中的信義房屋年年入選，因營業額低只能入選中堅企業，且排名都在前三名內，表示投入社會責任的企業不是大公司的專利，只要公司重視且持續投入，還是能獲得很好的名次。

2-2 大型企業 t 檢定

每年依得獎評比有大型企業 30 家與中堅企業 10 家，因大型企業 30 家評比分數差異甚大，如 2011 年第 1 名台積電得 8.68，而第 30 名台橡得 5.91，所以認為大型公司之企業社會責任評比高低可能影響樣本公司之報酬率，故將樣本公司之大型企業依企業社會責任評比高低分成兩組（前 15、後 15），進行報酬率平均數差之假設檢定：

2-3 資本資產計價模型

首先將全部得獎 40 家企業形成一投資組合，直到隔年公佈得獎企業在各形成一組新組合，例如，2010 年 7 月 28 日公佈 2010 年得獎企業，在 2010 年 8 月 1 日既即買入此一投資組合，到 2011 年 8 月 10 日又公佈 2011 年得獎企業，在 2011 年 9 月 1 日換買新的得獎企業投資組合。根據資本資產訂價理論（capital asset pricing model, CAPM）可求出該投資組合的系統風險大小與異常報酬是否存在，將 CAPM 模型的公式為：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{pt} \quad (1)$$

其中， R_{pt} 為得獎企業投資組合之月平均報酬，以均等加權月報酬（equal-weighted returns）或價值加權平均月報酬（value-weighted returns）計算； R_{ft} 為第 t 期的無風險利率，以第一銀行一個月定期存款利率代替。 R_{mt} 為第 t 期的台灣集中市場加權指數月報酬率。因考慮到得獎的大型企業 30 家與中堅企業 10 家有不同營業額、報酬率、規模大小等，所以其系統風險也會有所不同，再進一步分別針對大型企業與中堅企業進行 CAPM 分析，其公司如下：

$$R_{big} - R_{ft} = \alpha_{big} + \beta_{big}(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{bi} \quad (2)$$

$$R_{mid} - R_{ft} = \alpha_{mid} + \beta_{mid}(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{mi} \quad (3)$$

其中， R_{big} 為得獎大型企業投資組合之月平均報酬， R_{mid} 為得獎中堅企業投資組合之月平均報酬，分別以均等加權月報酬或價值加權平均月報酬計算； R_{ft} 為第 t 期的無風險利率，以第一銀行一個月定期存款利率代替。 R_{mt} 為第 t 期的台灣集中市場加權指數月報酬率。

2-4 Fama 與 French (1993) 三因子模型

根據資本資產訂價理論，股票之期望報酬和 β 之間呈正向顯著關係；亦即，市場風險 β 是唯一能解釋股票或投資組合期望報酬的變數。然而根據套利定價理論（arbitrage price theory），認為影響資產報酬率的因素有很多，並非只有市場因素；且往後有許多實證研究發現了一些無法用 CAPM 解釋的異例（anomalies），例如規模效應、元月效應等。Fama and French（1993）實證顯示股票報酬不僅受到市場因素的影響，同時也受到規模因素及淨值市價比因素所影響，因此認為三因子模型可以解釋 CAPM 無法解釋的異常現象。將 Fama and French（1993）三因子模型的公式為：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - R_{ft}) + s_p SMB_t + h_p HMT_t + \varepsilon_{pt} \quad (4)$$

其中， R_{pt} 分別為大型企業與中堅企業投資組合之價值加權平均月報酬， R_{ft} 為第 t 期的無風險利率，以第一銀行一個月定期存款利率代替。 R_{mt} 為第 t 期的台灣

集中市場加權指數月報酬率。 SMB_t 為第 t 期小型公司投資組合的價值加權平均報酬減去第 t 期大型公司投資組合價值加權平均報酬。 HMT_t 為第 t 期的高淨值市價比組成的投資組合價值加權平均報酬減去第 t 期低淨值市價比組成的投資組合價值加權平均報酬。

式 (4) 中 SMB_t 及 HMT_t 的作法係依照 Fama and French (1993) 之方法，茲敘述如下：於每年 4 月底，將所有上市公司以 4 月底的收盤價乘以該公司流通在外股數求得市值大小，並作為規模之排序基礎，區分為前 50% 的小型公司組合 (S) 與後 50% 的大型公司組合 (B)；同時以前一年年底的淨值市價比進行排序後，依 30%、40% 與 30% 的比例將所有上市公司區分為高 (H)、中 (M)、低 (L) 等 3 組投資組合。接著，於每年 5 月至次年 4 月間，以當月市值為權數，分別計算每一組標竿投資每個月的價值加權平均報酬率。 SMB_t 為第 t 期小型公司投資組合的價值加權平均報酬率減去第 t 期大型公司投資組合的價值加權平均報酬率， HMT_t 則為第 t 期的高淨值市價比投資組合的價值加權平均報酬率減去第 t 期低淨值市價比投資組合的價值加權平均報酬率。三因子模型之目的在檢定截距項 α 是否等於零 (亦即檢定平均月異常報酬是否為零)，若截距項 α 值為顯著正向，表示社會責任對樣本公司長期股價有正面影響；反之，若截距項 α 值為顯著負向，則表示重視社會責任公司會有長期之負向異常報酬⁵。

2-5 均等加權與價值加權平均報酬

在形成投資組合後，計算平均報酬率可使用均等加權報酬率或是價值加權平均報酬率，但究竟何種計算方法較為恰當學界到目前也沒有定論。Fama (1998) 認為採用價值加權平均報酬率應較為是適合，因為均等加權報酬不分企業大小，將每個企業視為一樣，如此將會增加小型公司影響力，使得不良模型問題加劇，而且價值加權平均報酬率也較能實際符合投資人的投資行為，然而，Loughran and Ritter (2000) 實證發現異常報酬的發生大都來自於小型公司，若以價值加權平均

⁵資料來源係徐啟升和李涓靖 (2008) 「台灣併購公司之股票長期績效分析」，Review of Securities & Futures Markets，頁 41-74

計算報酬率，則會提高大型股報酬率之比重，因此反而傾向低估了異常報酬，固主張應採取均等加權報酬率。為了研究支完整性，本研究參酌 Spiess and Affleck-Graves (1999)、Mitchell and Stafford (2000)、Byun and Rozeff (2003) 及徐啟升與李滄靖 (2008) 之方法，同時計算在均等加權報酬率與價值加權平均報酬率衡量下之樣本公司長期異常報酬率。

第三章 實證結果與分析

3-1 敘述統計

就敘述統計分析方面，本研究受評估的得獎企業原有 76 家，因有 3 家(台電、中油、奇美實業)為非上市櫃股票無法取得相關變數資料，另有 6 家企業在 2012 年前已被併購消失，至 2012 年只剩 67 家。每年得獎企業 40 家，資料統計期間為 2007 年至 2011 年。由下表可知，ROA 之平均數為 8.79 與中位數 8.52 相當接近，所以呈現鐘型分配，同時期的所有上市櫃平均數為 4.44，表示從事社會責任公司的營運使整體資產創造較高的利潤。ROE 之平均數為 13.24 小於中位數 13.01，也呈現顯示呈現鐘型分配，比較同時期的所有上市櫃平均數為 4.86，表示從事社會責任公司對股東權益之獲利能力較好。重視社會責任公司平均市值達 1,668.2 億，且同期間股市所有公司的平均市值為 162.5 億，所以重視社會責任司都是以大型公司為主，且其中位數為 592.7 億，表示小型公司較少從事社會責任工作，平均數大於中數位甚多，顯示市值之分配呈現極右偏現象。從市值淨值比之平均數為 1.99，一般而言只要大於 1 就屬於成長型公司 (growth firms)，代表重視社會責任公司大部分屬於成長型公司，投資者因公司經營績效良好，未來前景看好，給予比帳面價值更好的評價，例如統一超商的市值淨值比高達 8.29，且平均數大於中位數，顯示市值淨值比之分配呈現右偏現象。營收成長率之平均數為-0.33 低於所有上市櫃之中位數 2.59，盈餘成長率之平均數為 60.48，高於所有上市櫃之中位數 4.92，表示樣本公司盈餘優於全體公司。

表 2 樣本公司敘述統計量

變數名稱	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差	個數	全體平均
ROA(%)	8.79	8.52	-25.33	38.62	7.53	195	4.44
ROE(%)	13.24	13.01	-40.22	49.68	11.05	195	4.86
市值	1,668.2	592.7	10.3	19,633.3	2,932.2	193	162.5
市值淨值比	1.99	1.58	0.32	8.29	1.29	193	1.68
營收成長率(%)	-0.33	-1.88	-60.16	141.43	24.67	195	2.59
盈餘成長率(%)	60.48	0.46	-92.86	2,422.40	272.97	188	4.92

3-2 實證結果分析

因大型企業評比前後排名分數差異甚大，將 30 家分為前 15 與後 15 比較其平均數，從表 3 的 t 檢定看出，不論是用均等加權報酬或價值加權平均報酬，t 值都不顯著，表示兩組報酬率不存在顯著差異，也意味著得獎的大型企業 30 家，不論其排名高低，其產生的平均報酬相等，後續也不需將大型企業再拆成兩組來討論。

表 3 大型企業前 15 與後 15 家之平均報酬 t 檢定結果

	大型企業前 15 家 平均數	大型企業後 15 家 平均數	t 值
均等加權	0.848	0.637	0.353
價值加權	0.836	0.674	0.302

註：報酬率之單位為%。*,**,***分別代表 10%、5%、1%顯著水準。

A. 買進持有報酬與年化報酬

由表 4 看出大盤指數 5 年（2007/4~2012/4）的總報酬率為-4.9%，年化報酬率為-1%，表示這 5 年來大盤指數不升反跌（7,875→7,501），而這 5 年間剛好經歷一次 2008 年金融風暴，更能了解重視社會責任公司在經濟衰退的變化。不論是重視社會責任的全體樣本、大型企業或中堅企業這 5 年來總報酬率都是正數，尤其是大型企業在均等加權月報酬率或價值加權平均月報酬率其 5 年總報酬都高達 36.64%、44.83%，年化報酬率也分別為 6.44%、7.69%，而價值加權平均月報酬會大於均等加權月報酬，乃因高權值股報酬優於低權值股報酬，此結果也符合 Loughran and Ritter（2000）發現，價值加權平均報酬會提高大型高權值股之報酬率比重。再從中堅企業來看，也同樣兩組都是正報酬，5 年均等加權月總報酬與價值加權平均月總報酬分別為 8.38%、96.58%，年化報酬分別為 1.62%、14.17%，兩組差異剛好與大型企業相反，均等加權報酬遠遠大於價值加權平均報酬，此結

果也符合 Fama (1998) 論點，均等加權報酬會增加小型公司的影響力，使的不良模型問題更大。但不論大型或中堅重視社會責任公司，在經歷 2008 年經濟風暴、景氣大幅回檔的過程中，往往會受到客戶的信賴，而訂單的穩定度較高，相對於一般公司受景氣影響程度較小。

表 4 全體樣本之均等加權與價值加權平均報酬

		均等加權	價值加權
全體企業	5 年買進持有報酬	31.68%	46.19%
	年化報酬	5.63%	7.89%
大型企業	5 年買進持有報酬	36.64%	44.82%
	年化報酬	6.44%	7.69%
中堅企業	5 年買進持有報酬	8.38%	96.58%
	年化報酬	1.62%	14.17%
大盤指數	5 年買進持有報酬	-4.90%	
	年化報酬	-1%	

B. 均等加權與價值加權平均報酬

表 5 均等加權與價值加權月平均報酬敘述統計量

	變數名稱	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
全體企業	均等加權	0.72	1.06	-20.13	16.12	7.33
	價值加權	0.79	1.27	-14.38	11.40	5.81
大型企業	均等加權	0.74	0.74	-17.97	14.43	6.82
	價值加權	0.77	1.30	-14.15	11.42	5.75
中間企業	均等加權	0.68	0.56	-27.34	21.75	9.57
	價值加權	1.69	1.27	-26.15	22.80	10.84
大盤指數		0.20	0.6	-18.83	33.83	7.47

從表 5 與圖 1 全體企業之均等加權與價值加權平均報酬看出，大盤指數報酬率在 2008 年 9 月出現金融風暴為-18.83%，其他月份的報酬都在±15%內，而在價值加權平均報酬中，61 個月報酬中，只有 4 個月報酬超過±10%，表示價值加

權平均報酬比大盤報酬波動來的小，即表現的相對穩定，此狀況與 CAPM 模型實證結果相符，也符合 Loughran and Ritter (2000) 發現，價值加權平均報酬會降低小型公司的影響力，較能正確反映投資人投資行為的財富變動情況。再從均等加權報酬看出，2008 年 9 月金融風暴其報酬為-20.13%，比大盤報酬變動更大，但 2009 年 9 月全體樣本均等加權報酬為 13.7%，卻低於大盤報酬 15.0%，變動比大盤小，從圖中看出，大盤平均報酬與全體樣本均等加權報酬在各月份互有領先，所以無法從圖中看出兩者何者變動幅度較大，且單一的變動差異也小，此結果也符合 CAPM 模型實證結果，其系統風險趨近於 1，表示全體樣本的均等加權報酬與大盤報酬的系統接近，即表示兩者報酬變動幅度非常接近。

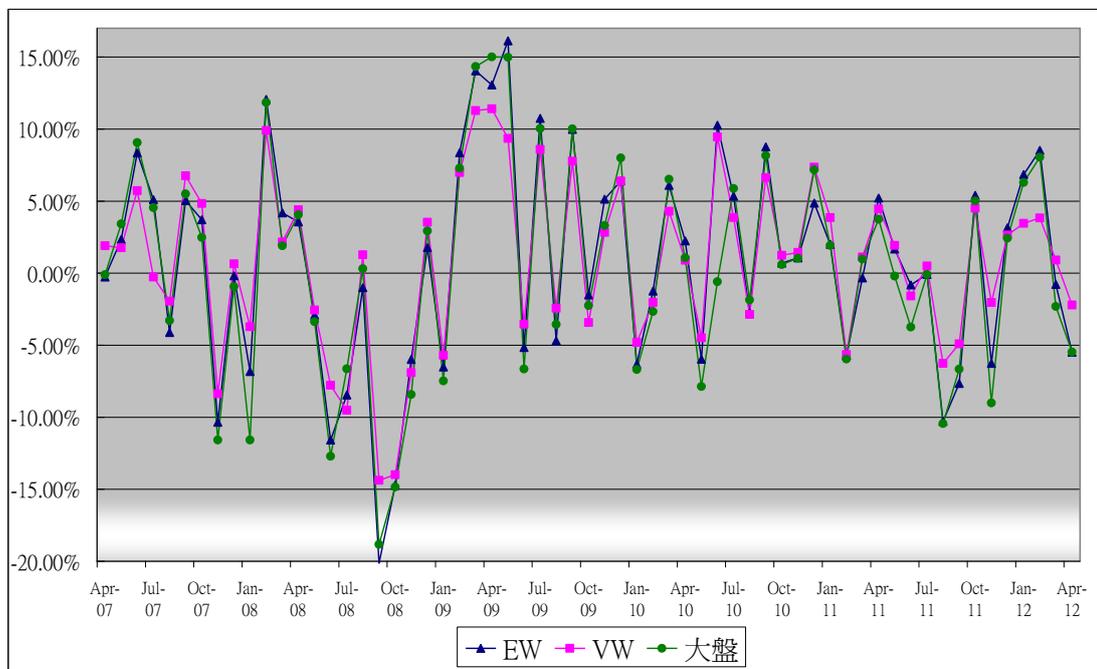


圖 1 全體企業之均等加權與價值加權平均報酬圖

從圖 2 大型與中堅企業簡單月平均報酬看出，除了中堅企業 2008 年 9 月報酬為-27.34%與 2009 年 3 月報酬為 21.75%外，其他所有月報酬都在±20%內異動，2008 年 9 月出現金融風暴，所以整個大盤平均報酬快速下降，大盤報酬到 2009 年初後開始快速回復至正報酬，2009 年 3 月至 5 月都有超過 10%以上平均報酬。圖中看出中堅企業簡單月平均報酬變動幅度都比大盤月平均報酬大，表示中堅企業受外在因素影響幅度比整個大盤還來大，如 2012 年 2 月大盤增加 8.04%，而中堅企業大幅增加 17.17%，高出 2 倍的漲幅，2012 年 4 月大盤-5.47%，中堅企業也

大幅下降-10.52，也相同有近 2 倍跌幅，中堅企業因年營業額低於 100 億，所以相對大盤平均也屬中小型企業，受環境因素影響也有較高的敏感度與變動。再看大型企業簡單月平均報酬，顯示其變動幅度比大盤月平均報酬小，因大型企業幾乎是成長型公司，獲利能力超出所有上市公司平均水準，本益比也較高，股票價格居高不下，反應出投資人對於公司未來獲利能力的信心，也因此變動幅度較小，三者報酬率變動幅度由大到小依序為中堅企業、大盤、大型企業。

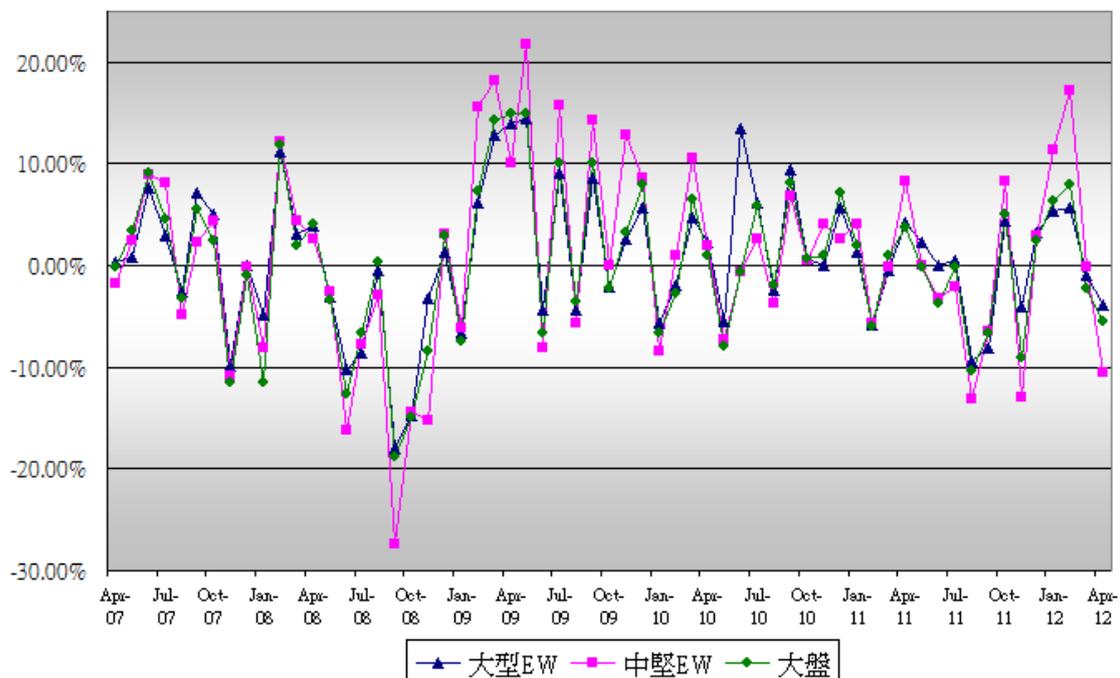


圖 2 大型與中堅企業均等加權報酬

從圖 3 大型與中堅企業價值加權月平均報酬看出，除了中堅企業 2008 年 9 月報酬為-26.15%與 2011 年 4 月報酬為 22.8%外，其他所有報酬也同樣在±20%內異動，圖中顯示中堅企業簡單月平均報酬變動幅度都比大盤月平均報酬大，表示中堅企業受外在因素影響幅度比整個大盤來大，如 2008 年 9 月出現金融風暴後，中堅企業價值加權平均報酬連降三個月都超過 15%，到 2009 年 2 月後有連升四個月超過 10%，但相對於大盤的漲幅對相對較小，以 2011 年 4 月中堅企業之報酬為 22.8%，但大盤報酬只有 3.74%，有高達 6 倍漲幅，究其原因在於上銀科技股價 428.5 從漲到 649.5，上漲了 51.6%，且因高股價連帶高市值，其個股就佔整個中堅企業權值 38.57%，單一家上銀科技該月就提升價值加權平均報酬 19.9%，

連帶提升整個價值加權平均報酬。再看大型企業價值加權月平均報酬，顯示其變動幅度比大盤月平均報酬小，且變動差異相對小，如 2008 年 9 月金融風暴大盤報酬變動最大為-18.83%，但大型企業價值加權報酬只有-14.15%，只有大盤的 75%，與中堅企業 6 倍變動差異甚大，也因為大型公司幾乎是成長型公司，獲利能力穩定、本益比高，其股票價格變動低，也因此變動幅度較小，三者報酬率變動幅度與均等加權報酬相同，由大到小依序為中堅企業、大盤、大型企業。

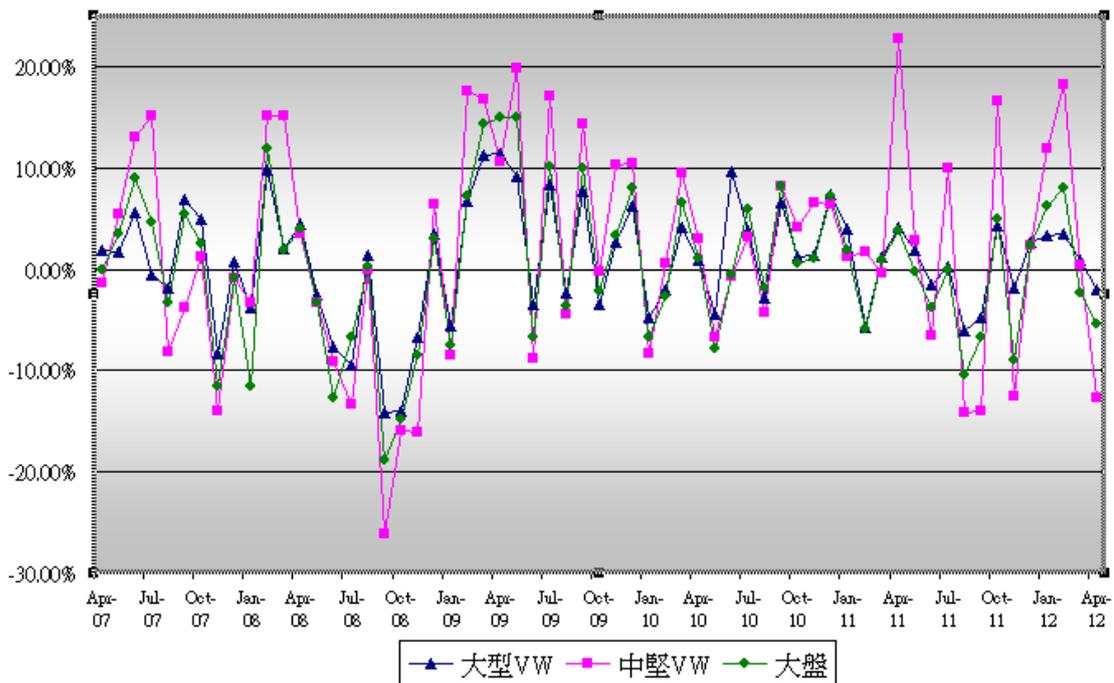


圖 3 大型與中堅企業價值加權平均報酬圖

C. CAPM 模型迴歸分析

表 6 為得獎社會責任全體企業之月平均報酬 CAPM 模型實證分析，從均等加權報酬看來，全體樣本之平均月異常報酬為 0.527%（顯著水準 5%），表示全體樣本存在異常報酬； β 為 0.951（顯著水準 1%），但其值已接近於 1，即系統風險與全體股市相當。再從價值加權平均報酬看來，全體企業之平均月異常報酬為 0.625%（顯著水準 5%），表示全體樣本也存在異常報酬； β 為 0.728（顯著水準 1%），小於 1 表示全體樣本投資組合系統風險比全體股市的風險低。均等加權報

酬與價值加權平均報酬的 β 都非常顯著，但其數值相差明顯，表示價值加權平均計算會提高大型股報酬率之比重。

表 6 全體樣本之 CAPM 模型實證結果

		α	β
全體企業	均等加權	0.527 ** (2.220)	0.951 *** (29.738)
	價值加權	0.625 ** (2.353)	0.728 *** (20.367)

註：括號內為 t 值，報酬率之單位為%。*, **, *** 分別代表 10%、5%、1% 顯著水準。

表 7 大型企業與中堅企業之 CAPM 模型實證結果

		α	β
大型企業	均等加權	0.563 * (1.866)	0.858 *** (21.145)
	價值加權	0.607 ** (2.236)	0.717 *** (19.631)
中堅企業	均等加權	0.466 (1.109)	1.205 *** (21.317)
	價值加權	1.471 ** (2.188)	1.272 *** (14.051)

註：括號內為 t 值，報酬率之單位為%。*, **, *** 分別代表 10%、5%、1% 顯著水準。

表 7 為得獎社會責任大型企業與中堅企業之月平均 CAPM 模型實證分析，從均等加權報酬看來，大型企業之平均月異常報酬為 0.56% (顯著水準 10%)，表示大型企業存在異常報酬； β 為 0.86 (顯著水準 1%)，小於 1 表示大型企業投資組合系統風險比全體股市的風險低。中堅企業之平均月異常報酬為 0.47 (t 值為 1.11、不顯著)，表示中堅企業之異常報酬不明顯； β 為 1.21 (顯著水準 1%)，大於 1 表示中堅企業投資組合系統風險比全體股市的風險高。再從價值加權平均報

酬看來，大型企業之平均月異常報酬為 0.61%（顯著水準 5%），表示大型企業存在異常報酬； β 為 0.72（顯著水準 1%），小於 1 表示大型企業投資組合系統風險比全體股市的風險低。中堅企業之平均月異常報酬為 1.47%（顯著水準 5%），表示中堅企業存在異常報酬， β 為 1.27（顯著水準 1%），大於 1 表示中堅企業投資組合系統風險比全體股市的風險高。總括而言，在均等加權報酬之下，大型企業存在異常報酬；而在價值加權平均報酬下，大型企業與中堅企業都存在異常報酬；大型企業不論均等加權報酬或價值加權平均報酬下，系統風險都小於 1；而中堅企業也同樣在均等加權報酬或價值加權平均報酬下，系統風險都大於 1。

D. 三因子模型分析

表 8 全體樣本之三因子模型實證結果

	α	市場要素係數	規模要素係數	淨值市價比係數
大型企業	0.634** (2.516)	0.731*** (18.850)	-0.286*** (-3.470)	0.156** (2.010)
中堅企業	1.406** (2.101)	1.236*** (12.005)	0.412* (1.876)	-0.162 (-0.782)

註：括號內為 t 值，報酬率之單位為%。*、**、***分別代表 10%、5%、1%顯著水準。

再從表 8 三因子模型實證結果比對，大型企業的 α 為 0.643（顯著水準 5%），與異常報酬模型結果一樣，得獎之大型社會責任企業存在異常報酬，市場要素係數為 0.731（顯著水準 1%），此結果也與異常報酬模型一致，大型企業之系統風險比市場風險（等於 1）小，規模要素係數為 -0.286（顯著水準 1%），規模因子顯著表示大型企業存在規模效應，為負號表示得獎之大型社會責任企業傾向屬於大型公司，就淨值市價比係數為 0.156（顯著水準 5%），淨值市價因子顯著且又是正值表示大型企業為價值型公司。中堅企業的 α 為 1.406（顯著水準 5%），與異常報酬模型結果一樣，得獎之中堅社會責任企業存在異常報酬，市場要素係數為 1.236（顯著水準 1%），此結果也與異常報酬模型一致，中堅企業之系統風險

比市場風險（等於 1）大，規模要素係數為 0.412（顯著水準 10%），規模因子顯著表示存在規模效應，為正數表示中堅企業屬於為小型企業，因得獎的中堅企業是指營業額 100 億以下，而在全體上市企業中營業額 100 億在 2011 年企業排名 280 名，所以中堅企業只能排在後面，歸類小型企業也屬正常，淨值市價比係數為-0.162（t 值=-0.782，不顯著），因不顯著所以沒有證據支持中堅企業是成長型公司或價值型公司。總括而言，在三因子模型下，得獎之大型社會責任公司存在異常報酬，系統風險小於市場風險，屬於大型公司；得獎之中堅社會責任公司也存在異常報酬，系統風險大於市場風險，屬於小型公司。

第四章 結論與建議

本文分析企業從事社會責任行為對股票報酬的影響，以異常報酬來檢驗兩者是否存在關係，目前學界對從事社會責任對股票報酬影響有諸多不同實證，認為正向的論點有社會衝擊理論與利害關係人理論，而認為負向的論點有焦點移轉假設、代理人成本理論、框價效應、情感效應及忽視效應，最後也有諸多實證從事社會責任的企業對股票報酬沒有影響，在研究方法上，以均等加權平均報酬、價值加權平均報酬、CAPM 及 Fama 與 French (1993) 三因子模型來衡量樣本公司之異常報酬，以 2007 年 4 月至 2012 年 4 月間天下雜誌得獎之 67 家為研究樣本。

本研究之實證結果發現：從事社會責任會為企業帶來正向股票報酬，此結果與 Spicer (1978)、Chen and Metcalf (1980)、Mahapatra (1984)、Russo and Fouts (1997)、Thomas (2001)、Ziegler, Rennings, and Schroder (2002)、Edward and Webb (2009)、Choi, Kwak, and Choe, (2010) 一致，不論得獎之全體企業、大型企業或中堅企業都存在正向異常報酬，且其 ROA、ROE 也高於所有上市櫃平均，因此，本文傾向支持企業為滿足來自社會各個階層的利害關係人預期，積極從事社會責任，對公司也會產生較佳的股票報酬，支持社會衝擊理論與利害關係人理論。

為什麼從事社會責任的企業財務績效較高？既有文獻提到，重視社會責任可提升品牌形象、增加員工滿意、取得客戶信賴、提升訂單穩定、滿足相關利害關係人需求，進而提升公司財務績效，過去社會責任被視為大企業沽名釣譽的奢侈之舉，如今，卻被視為是讓企業所有利害關係人都能受益的唯一正道。管理策略大師麥克·波特 (Michael Porter) 也強調，企業將社會責任與經營策略結合，將是企業未來新競爭力的來源。無論在公司治理、企業承諾、社會參與及環境保護方面，台灣沒有條件自外於全球的趨勢，必須加快腳步跟上，也因此社會責任變成企業經營的一門顯學。

建議後續研究者可延續做，本文抓取天下雜誌從 2007 到 2011 年企業社會責任得獎，只有 5 年時間，期間有經歷過一次 2008 金融風暴，尚不足一次經濟景氣循環，年數延長將可免除經濟景氣影響，其次，得獎的外商企業被排除在本樣本公司，得獎的外商公司可能只有服務部門、生產部門等在台，不像一般企業有完

整體系，但有些國際籍企業如 3M，非常重視社會責任，甚至已將社會責任融入企業文化中。最後，國內重視社會責任的公司應不限於上市櫃公司或是上市櫃公司不積極投稿加入評選，天下雜誌只以上市櫃公司為樣本範圍，但國內有諸多未上市櫃企業對社會責任積極投入，如 2007 年得獎奇美實業、中國石油、台灣電力，還是積極投入社會責任工作，另外，台塑集團下有諸多上市企業，只有一家台塑公司代表加入評選，但其他如南亞、台化、台塑化等企業，還是有從事社會責任投入，後續研究者如能更廣泛收集重視社會責任公司，更能代表台灣重視社會責任的企業。

參考文獻

1. 方妙玲 (2008), 「高階主管薪資與財務績效及社會績效之關聯性：代理理論及利害關係人理論觀點」, 《企業管理學報》, 第 77 期, 48-81。
2. 沈中華、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 社會責任值數為例」, 《經濟論文》, 第 36 卷第 3 期, 339-385。
3. 徐啟升、李涓靖 (2008), 「台灣併購公司之股票長期績效分析」, 《證券市場發展季刊》, 第 20 卷第 2 期, 41-74。
4. 張元 (2009), 「企業社會責任與財務績效—以臺灣的實證研究」, 《社會科學論叢》, 第 3 卷第 3 期, 57-120。
5. Tversky, Amos and Daniel Kahneman (1981), “The Framing of Decisions and the Psychology of Choice,” *Science* 211, Vol.4481, 453-458.
6. Arbel, Avner and Paul Strebel (1982), “The Neglected and Small Firms,” *Financial Review*, Vol.17, 201-218.
7. Barnea, Amir and Amir Rubin (2010), “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders,” *Journal of Business Ethics*, Vol.97, 71-86.
8. Bauer, Rob, Kees Koedijk, and Roger Otten (2002), “Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effects on stock return, firm value and performance,” Working paper.
9. Byun, Jinho and Michael Rozeff (2003), “Long-Run Performance after Stock Splits: 1927 to 1996,” *Journal of Finance*, vol.58, 1063-1086.
10. Chen, K. H. and R. W. Metcalf (2010), “The Relationship between Pollution Control Record and Financial Indicators Revisited,” *The Accounting Review*, no.55, 168-177.
11. Choi, Jong Seo, Young Min Hwak, and Chongwoo Choe (2010), “Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: Evidence from Korea,” *MPRA Paper*, no.22159, posted 17.
12. Fama, E. F. (1998), “Market Efficiency, Long-Time Returns and Behavioral Finance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.49, 283-306.
13. Freeman, R. Edward (1984), “Strategic Management: A Stakeholder Approach,” Boston: Pitman.
14. Hong, Harrison and Marcin Kacperczyk (2009), “The Price of Sin: The Effects of Social Norms on the Market.” *Journal of Financial Economics*, Vol.93, Issue 1, 15-36.
15. Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial*, val.3, no4, 305-360.
16. Kempf, Alexander and Peer Osthoff (2007), “The Effect of Socially Responsible

- Investing on Portfolio Performance,” *European Financial Management*, Vol.13, no.5, 908-922.
17. Kneader, N., R. H. Gary, D. M. Power, and C. D. Sinclair (2001), “Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis,” *Working paper*.
 18. Latane, B. (1981), “The Psychology of Social Impact.” *American Psychologist*, Vol.36, 343-356.
 19. Loughran, T. and J. R. Ritter (2000), “Uniformly Least Powerful Test of Market Efficiency,” *Journal of Financial Economics*, Vol.55, 361-389.
 20. Mahapatra, S. (1984), “Investor Reaction to a Corporate Social Accounting,” *Journal of Business Financial and Accounting* , Vol11, 29-40.
 21. Mitchell, M. L. and E. Stafford (2000), “Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance,” *The Journal of Business*, Vol.73, 287-329.
 22. Merton, R., (1987), “A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information,” *Journal of Finance*, Vol.42, 483-510.
 23. Nelling, Edward and Elizabeth Webb (2009), “Corporate Social Responsibility and Financial Performance: the Virtuous Circle revisited,” *Rev Quant Finan Acc* Vol.32, 197-209.
 24. Peloza, J. (2006), “Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance,” *California Management Review*, Vol.48, 52-72
 25. Russo, M. V. and P. A. Fouts (1997), “A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability,” *Academy of Management Journal*, Vol.40, 534-550.
 26. Statman, Meir and Denys Glushkov (2009), “The Wages of Social Responsibility,” *Working paper*, Santa Clara University.
 27. Spicer, B. H. (1978), “Corporate Environmental Policy and Abnormal Stock Price Returns: An Empirical Investigation,” *Business Strategy and the Environment*, Vol.10, 125-134.
 28. Spiess, D. K. and J. Affleck Graves (1999), “The Long-Run Performance of Stock Returns following Debt Offerings,” *Journal of Financial Economics*, Vol.54, 45-73.
 29. Thomas, A. (2001), “Corporate Environmental Policy and Abnormal Stock Price Returns: An Empirical Investigation,” *Business Strategy and The Environment*, Vol.10, 125-134.
 30. Vickers, J. and G. Yarrow (1988), “Privitization: An Economics Analysis,” Cambridge: MIT Press.
 31. Waddock S. and S. Graves (1997), “The Corporate Social Performance Financial Performance Link.” *Strategic Manage J*, Vol.18, 303–319.

32. Werther, W. and David Chandler (2005), "Strategic Corporate Social Responsibility as Global Brand Insurance," *Business Horizons*, Vol.48, 317-324.
33. Ziegler, A., K. Rennings, and M. Schroder (2002), "The Effect of Environmental and Social Performance on the Shareholder Value of European Stock Corporations," *Working paper*, Centre of European Economic Research.

附錄

NO	企業	2007	2008	2009	2010	2011	得獎年數	備註
1	上銀科技	中堅	中堅	中堅	中堅	中堅	5	
2	士林電機					大型	1	
3	中國人壽			大型		大型	2	
4	中國石油	大型					1	未上市
5	中國信託				大型	大型	2	
6	中國鋼鐵	大型	大型	大型	大型	大型	5	
7	中華汽車	大型	大型				2	
8	中華航空	大型					1	
9	中華電信	大型	大型	大型	大型	大型	5	
10	中鼎工程	大型	大型	大型	大型	大型	5	
11	中聯資源				中堅	中堅	2	
12	仁寶電腦		大型		大型	大型	3	
13	友達光電	大型	大型	大型			3	
14	日月光半導體					大型	1	
15	世界先進		中堅				1	
16	台南企業	中堅			中堅		2	
17	台塑集團		大型	大型	大型		3	
18	台新金融控股	大型					1	
19	台達電子	大型	大型	大型	大型	大型	5	
20	台橡					大型	1	
21	台灣大哥大	大型	大型	大型	大型	大型	5	
22	台灣水泥	大型		大型			2	
23	台灣永光化學	中堅	中堅	中堅	中堅	中堅	5	
24	台灣晶技				中堅	中堅	2	
25	台灣電力	大型					1	未上市

NO	企業	2007	2008	2009	2010	2011	得獎年數	備註
26	台灣積體電路	大型	大型	大型	大型	大型	5	
27	台灣類比科技					中堅	1	
28	正隆			大型	大型	大型	3	
29	玉山金融控股	大型	大型	大型	大型	大型	5	
30	禾伸堂企業		中堅				1	
31	光寶科技	大型	大型	大型	大型	大型	5	
32	全懋精密科技			中堅			1	被併購
33	合勤科技			中堅			1	被併購
34	宏正自動科技	中堅		中堅	中堅		3	
35	亞都麗緻	中堅					1	
36	和泰汽車	大型	大型	大型	大型	大型	5	
37	奇美電子	大型	大型				2	被併購
38	奇美實業	大型					1	未上市
39	旺宏電子				大型	大型	2	
40	明泰科技		大型	大型			2	
41	東元電機			大型			1	
42	矽品精密		大型				1	
43	長榮海運	大型					1	
44	長榮航空	大型					1	
45	信義房屋	中堅	中堅	中堅	中堅	大型	5	
46	研華	大型	中堅	中堅	大型		4	
47	美律實業					中堅	1	
48	英華達				大型		1	被併購
49	英業達		大型	大型	大型		3	
50	茂迪					大型	1	

NO	企業	2007	2008	2009	2010	2011	得獎年數	備註
51	國泰金融控股		大型		大型	大型	3	
52	統一企業	大型	大型	大型	大型		4	
53	統一超商	大型	大型	大型	大型	大型	5	
54	富邦金融控股	大型	大型	大型	大型	大型	5	
55	普萊德科技	中堅	中堅	中堅	中堅	中堅	5	
56	無敵科技				中堅	中堅	2	
57	華東科技	中堅	中堅			中堅	3	
58	華碩電腦			大型	大型	大型	3	
59	陽明海運	大型	大型	大型			3	
60	圓剛科技	中堅	中堅	中堅	中堅	中堅	5	
61	微星科技			大型	大型	大型	3	
62	新光金融控股		大型				1	
63	裕隆日產汽車				大型		1	
64	裕隆汽車	大型	大型	大型	大型	大型	5	
65	鼎新電腦	中堅					1	被併購
66	聚陽實業		中堅	中堅		大型	3	
67	遠東新世紀	大型	大型	大型	大型	大型	5	
68	遠傳電信		大型	大型	大型	大型	4	
69	廣達電腦		大型	大型	大型		3	
70	緯創資通				大型	大型	2	
71	環隆電氣			大型			1	被併購
72	聯強國際	大型					1	
73	聯發科技	大型	大型	大型	大型		4	
74	聯華電子	大型	大型				2	
75	豐泰企業					大型	1	
76	寶成工業		大型	大型			2	

※依中文名稱排序