南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

企業社會責任對公司治理與公司績效之關聯性分析—以天下雜誌 CSR 企業公民獎為例

The Analysis of the Relationship between Corporate Social Responsibility to Corporate Governance and Corporate Performance: Evidence of Excellence in Corporate Social Responsibility from the Common Wealth Magazine

杜芳馨

Fang-Hsin Tu

指導教授：吳依正 博士

Advisor: Yi-Chen Wu, Ph.D.

中華民國 110 年 6 月

June 2021

南　華　大　學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

企業社會責任對公司治理與公司績效之關聯性分析-以天下

雜誌 CSR 企業公民獎為例

The Analysis of the Relationship between Corporate Social Responsibility to Corporate Governance and Corporate Performance: Evidence of Excellence in Corporate Social Responsibility from the Common Wealth Magazine

研究生：杜芳馨

經考試合格特此證明

口試委員：

吳宗哲

趙彩祥

吳依正

指導教授：吳依正

系主任(所長)：廖永熙

口試日期：中華民國　110　年　6　月　28　日

謝辭

時光荏苒，回想起兩年前才剛與義竹國小五位同事一起在佛光山會館就讀研究所學分班，如今已即將畢業。

能完成研究所學業，首先要感謝我的指導教授吳依正老師，感謝他在寫論文這一年不斷督促我，教導我們寫論文除了要參考的是期刊還是期刊，除了文獻還是文獻。從擬定論文架構開始，老師一步一步帶著我對企業社會責任議題深入研究。最感謝的還是老師對研究秉持嚴謹的態度，讓我們的論文經過不斷修改過後能更趨完美。即使課務繁忙的老師，有空之餘經常撥空與研究生晤談，讓我能夠在不熟悉的領域仍收穫滿滿。

接著，要感謝校內口試委員趙永祥教授，上趙老師的課程讓我充滿正向能量，在課堂上經常傳授我們在論文口試的準備方針，提點我們做 PPT 要注意圖表勝於文字敘述，在論文方面也給我許多寶貴的意見。感謝校外口試委員嘉義大學財經系吳宗哲教授，辛苦看完我的論文後給予珍貴的建議與指導，讓我在論文撰寫方面又更上一層樓。此外，要感謝我們研究所的班導師廖永熙主任，感謝他教導計量與統計的課程，讓我們進行統計資料時能駕輕就熟。還要感謝跟我一起就讀的五位校內同事于雯老師、瓊玲老師及秀琪老師，人姝老師一直是我學習上的典範，無論 PPT 製作或者是 WORD 排版都擁有超強的能力，在分組報告上是我學習的好搭檔，還與我分享成大圖書館有免費的 TEJ 資料庫能夠使用，在我寫論文時幫我很多的忙。雅文老師和我有類似的論文主題，我們一起討論如何收集資料。感謝特教班的搭檔黃于庭老師，我們同時間就讀研究所，有聊不完的話題，能夠相互討論論文內容與排版，當我要晤談時能夠幫我處理課務，還不時替我加油打氣!感謝跟我論文同組的雪蘭姐、素桂姐和敏忠，我們感情特別好，時常互相加油勉勵。

最後，要感謝最親愛的家人，感謝我的爸爸媽媽打從知道有進修的機會就支持我就讀研究所，給我精神上最強大的支柱。感謝老公在我第一年就讀學分班時，周六中午都帶著兩位寶貝陪我用餐，心裡看了著實感動。此外，教我編輯論文目錄，陪我參加論文口考，是我強而有力的後盾。感謝公婆在我就讀研究所期間幫我照顧小孩，讓我沒有後顧之憂，能勇往直前。感謝我的阿姨與親戚們一路上走來不停關心我，感謝我的兩位寶貝祐辰、祐潔，在我需要寫論文時能完成自己份內的事。在南華就讀的快樂時光是一輩子的記憶。

芳馨　2021.06

南華大學財務金融學系財務管理碩士班

109 學年度第 2 學期碩士論文摘要

論文題目：企業社會責任對公司治理與公司績效之關聯性分析—以天下雜誌 CSR 企業公民獎為例

研究生：杜芳馨　　**指導教授**：吳依正　博士

中文摘要

本研究主要以天下雜誌官方網站所公布之 2008 年至 2014 年「天下企業公民 TOP50」與 2015 年至 2019 年「天下企業公民 TOP100」共 12 年之大型企業獎得名單，研究樣本數共 312 個，採多變數線性迴歸模型，以台灣經濟新報所提供之台灣上市上櫃公司資料進行實證。研究目的為以流動率、經營層風險與董監結構探討對企業社會責任的關聯性，探討善盡企業社會責任得獎之大型企業對公司績效與股價報酬率之間的關聯性，並探究公司績效與得獎企業之股價報酬率的關聯性。研究結果發現經營層風險、董監結構與天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之總分呈現顯著相關，天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之總分與公司績效呈顯著相關，天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之總分與股價報酬率則無顯著相關，公司績效與股價報酬率呈顯著相關。

關鍵詞：企業社會責任、公司治理、公司績效

Title of Thesis: The Analysis of the Relationship between Corporate Social Responsibility to Corporate Governance and Corporate Performance: Evidence of Excellence in Corporate Social Responsibility from the Common Wealth Magazine

Name of Institute: Master Program in Financial Management, Department of Finance, Nanhua University

Graduate date: June 2021 **Degree Conferred:** M.S.

Name of student: Fang-Hsin Tu **Advisor:** Yi-Chen Wu, Ph.D.

Abstract

This research uses the list of large-scale enterprise award winners for 12 years between 2008-2014 "Top 50 Corporate Citizens" and "Top 100 Corporate Citizens" from 2015 to 2019 published on the official website of Common Wealth Magazine. The number of research samples is 312. A multi-variable linear regression model was adopted, and the empirical evidence was based on the data of Taiwanese listed companies provided by the Taiwan Economic News. The purpose of the research is to explore the relevance of corporate social responsibility based on liquidity, management risk and the structure of directors and supervisors, to explore the relevance of corporate social responsibility to the company's performance and stock price returns, and to explore the relationship between corporate performance and gains. Relevance of the company's share price return rate. The results of the study found that the risk of the management level and the structure of directors and supervisors are significantly related to the total scores of the large-scale enterprises that won the Commonwealth Magazine Corporate Citizenship Award. The total scores of large companies that won the Commonwealth Magazine Corporate Citizenship Award are significantly correlated with company performance. There is no significant correlation between the total score of the large companies that won the Commonwealth Magazine Corporate Citizenship Award and the stock price return. Company performance is significantly correlated with stock price return.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Corporate Governance, Corporate Performance

目錄

謝辭.....**i**

中文摘要.....**ii**

Abstract.....**iii**

目錄.....**iv**

表目錄.....**vi**

圖目錄.....**vii**

第一章　緒論.....**1**

第一節 研究背景.....1

第二節 研究動機與目的.....3

第三節 研究結構.....7

第二章　文獻探討.....**9**

第一節 企業社會責任介紹.....9

第二節 天下雜誌 CSR 企業公民獎相關文獻.....11

第三節 企業社會責任對公司治理相關實證研究.....13

第四節 企業社會責任對公司績效相關實證研究.....18

第五節 企業社會責任與股價相關之實證研究.....20

第六節 文獻評論.....22

第三章 研究方法.....**23**

第一節 資料收集與樣本分析.....23

第二節 市場附加價值.....24

第三節 模型與變數.....25

第四節 研究架構.....29

第五節 研究假設.....30

第四章 實證結果分析 31

第一節 敘述統計 31

第二節 迴歸分析 33

第五章 結論與建議 37

第一節 結論 37

第二節 研究貢獻 38

第三節 建議 39

參考文獻 40

附錄 46

附錄 1 天下雜誌企業公民獎大型企業得獎公司 46

—

表目錄

表 2-1　企業社會責任分類與定義 10
表 3-1　樣本篩選過程 23
表 3-2　研究假設 30
表 4-1　敘述統計值 32
表 4-2　CSR 總分與經營層風險和董監結構迴歸分析 33
表 4-3　CSR 總分與公司績效迴歸分析 34
表 4-4　CSR 得獎大型企業總分與股價報酬率變數迴歸分析 34
表 4-5　CSR 得獎大型企業股價報酬率與公司績效迴歸分析 35
表 4-6　研究假設結果 36

圖目錄

圖 3-1　研究架構 29

企業社會責任對公司治理與公司績效之關聯性分析—以天下雜誌 CSR 企業公民獎為例

第一章 緒論

這篇章節主要介紹論文的研究架構，詳述企業社會責任的興起以及引起作者的研究動機。本篇章節共分為三節，第一節為研究背景，第二節為研究動機與目的，第三節為研究結構。

第一節 研究背景

諾貝爾經濟獎得主古典經濟學家 Milton Friedman(1970)認為企業應該負起的責任是讓股東所獲取的利益到達極大化，讓股東可以賺取更多的金錢，以企業營利為主要考量，若將企業獲利用於其他無法獲利用途上，對於股東而言是不公平的。但近年來許多企業紛紛對開始重視企業社會責任，有學者認為企業不應該只是追求股東財富最大化的單一企業目標組織，而是要在達成各方的需求之多目標組織(Clarkson, 1995；Mitchell et al., 2016)。Crifo and Forget(2015)將企業社會責任視為企業將凌駕於法律規範之上，為人類權益與倫理規範等合併於商業營運以及企業核心價值中，並增加求利害關係人與股東權益的極大權力與利益，將許多相關人員的考量，如：消費者、環境保護、社會大眾、企業對社會產生正向之影響為目的。

過去在 2000 年國外有許多企業爆發財務危機，例如：在 2001 年 10 月爆發的安隆(Enron)醜聞案，安隆曾是全美第七大企業，企業的高階主管因為涉及協助偽造不實資訊、逃稅，以及銷毀會計資料，自從公司的財務問題曝光後，在該年 12 月申請宣告破產，成為美國有史以來最大的破產案例。2001 年負責安隆企業的安德森會計事

務所(Arthur Anderson)，也因安隆醜聞爆發後默認作假帳，從全球五大事務所中消失。2002 年 6 月下旬，美國世界通訊(world com)醜聞案也因利用會計手法來掩蓋虧損的事實，導致對外舉債的三百億美元難以償還。然而，近年來造假風波仍時有所聞，2016 年 4 月日本三菱汽車爆發油耗造假事件，三菱汽車油耗資料僅為公司內部估計值，而非實際路面測試結果。2017 年德國戴姆勒集團(Dailmler)被德國聯邦運輸管理局(German Federal Motor Transport Authority)發現 C-Class、E-Class 柴油車款排放測試造假。2020 年 12 月，日本當局介入調查發現藥企小林化工製造的抗真菌口服藥中混入過量催眠成分，調查結果發現造假長達四十年，有五百種藥品中近百分之八十存在造假記錄。由上述企業集團造假與欺騙消費者事件當中，可發現公司治理的重要性，企業對消費者更該盡到告知的義務，企業社會責任與公司治理對企業而言是相當重要的。Vilanova et al. (2009) 研究發現企業透過不斷學習，將企業社會責任與平時商業活動融合為一體，將會創造新的收益、競爭力，以提升公司整體價值與公司治理能力。

回顧台灣食安事件時有所聞，從塑化劑、胖達人香精麵包、鼎王麻辣鍋的湯頭由大骨粉及雞湯塊混合製成到頂新假油案，食安事件可說層出不窮。2011 年 3 月爆發昱伸香料公司以及賓漢香料公司違法使用塑化劑來牟取利益，是由當時還是衛生署食品藥物管理局(現為衛生福利部食品藥物管理署)一位楊姓技正，在檢驗一件益生菌粉末的時候發現有異常訊號，因此積極進行檢測，而揭發昱伸香料公司做了非法的事，將塑化劑 DEHP 加入起雲劑裡，然後供應給下游廠商。2013 年胖達人麵包事件，是由於「胖達人手感烘焙」麵包店標榜使用純天然酵母，完全無添加人工香料，但遭香港部落客 Keith 質疑與自製麵包香味相差甚遠，懷疑麵包裡可能摻入人工香精，欺騙消費大眾。2014 年 2 月，鼎王麻辣鍋遭到員工爆料火鍋湯頭竟然是以味精、大骨粉等多種粉末調製而成，鼎王承認使用雞湯塊加入湯鍋裡熬煮，但也有加入蔬果，但是從來沒有標榜是火鍋是天然湯頭。2014 年 9 月，法務部調查局獲報，查獲頂新味全集團可能將飼料油謊稱是食用豬油賣給正義公司，正義公司所屬的油品都是以混充飼

料油混合裝置成的油品。由上述事件，讓社會大眾驚覺不單能以企業形象來判斷公司道德標準，企業也意識到要善盡公司治理與企業倫理才能使消費者重拾對企業的信心，Shahin and Zairi(2007)認為公司治理是企業推動企業社會責任的重要關鍵因素。

過去企業關心公司獲利，自從國外企業接二連三爆發財務危機與做假帳醜聞以及一連串食品安全風暴爆發，油品風暴更點燃了消費者心中的熊熊怒火，導致消費大眾引發大規模抵制不良企業的運動，重創企業的社會聲譽，也讓企業的生存岌岌可危，企業若單單只為追求獲利，而不顧企業所應起的社會責任，就無法讓企業永續經營並樹立良好的企業聲譽。企業具有良好的企業社會責任聲譽會帶來較好的績效，消費者認為具備企業社會責任的公司較為可靠，產品品質較佳，企業也會因此建立良好與成功的品牌行銷形象或者是消費者對產品品牌的忠誠度（Siegel and Vitaliano, 2007）。也因如此，社會大眾開始關注於企業能如何回饋社會，作為社會大眾的榜樣。

國外學者 Porter and Kramer(2002)認為企業社會責任參與是企業重要經營策略，在國際間不遺餘力推動企業社會責任之際，台灣也著手進行企業社會責任的推動，天下雜誌自 1994 年起，在年度企業評比中加入企業公民(Corporate Social Responsibility，CSR)，率先倡導企業公民概念。遠見雜誌自 2005 年開始推行全球華人媒體企業社會責任大調查。台灣於 1997 年成立「財團法人中華民國企業經營永續發展協會」，並加入世界企業永續發展協會(World Business Council on Sustainable Development，WBCSD)的全球聯盟組織，積極響應推動國際社會永續發展活動。

第二節 研究動機與目的

國外學者 Tsoutsoura(2004)認為企業善盡社會責任可以讓整體企業運作與經營績效帶來正向成長，使企業營運帶來正向運作。Fasanys and Onakoya(2013)也認為企業

社會責任 CSR 對企業股東而言不只是企業應盡的義務，或者是轉化為可計算的運作活動，而是等同於道德規範，是一個能向上提升企業營運績效的方針。企業投入企業社會責任之經營除了提高企業形象與競爭優勢之外，還能帶來更多的營運經營利益績效。王琬青與鄧美貞(2012)研究發現企業社會責任對企業的成長利益具關連性，若未盡企業社會責任，社會大眾將對企業產生反抗、抵制其產品以打擊市場銷售率，以致企業在市場上失去競爭優勢。他們的研究將無形資產價值納入企業的經營效率中探討，探究經營效率對認真推動企業社會責任行為與財務績效的中介效果，其研究結果發現社會責任企業的經營效率、資產報酬率、市場佔有率、與固定資產都顯著高於未盡企業社會責任的企業，在中介效果檢視之下，企業社會責任行為將會透過經營效率對股東權益報酬率產生影響。

廖益均(2020)研究發現員工流動率是用來審視公司信用風險的重要指標，也是評估公司信用財務以外的「非財務指標」。林揚舜、鍾俊文(2005)研究員工的流動率與員工分紅之間是否存在關聯性，觀察樣本為台灣上市電子公司，在民國 88 年至 92 年，計算這五年間每年的員工流動率。員工流動率在過去不曾拿來與天下雜誌 CSR 企業公民獎的得分之關聯性來進行研究，但員工流動率與企業社會責任得分是值得探討的。

過去曾有研究討論企業社會責任參與程度與企業信用風險兩者之間的關聯，並加入一些公司治理與公司財務特性為控制變數。許永聲、陳俊合與曾奕菱(2013)於 1997 年至 2009 年間以天下雜誌所公布之「標竿企業聲望調查」所評選出前一百大上市上櫃公司為研究樣本，樣本數共 343 個。研究採用兩階段估計程序進行分析，其中迴歸模型一的控制變數有董監規模、設立獨立董監事、外部董事席次比率、資產報酬率、董事長兼任總經理、資產規模與負債比率。迴歸模型二的公司治理變數，變數有股權結構、董監結構、經營風險及資訊透明度。研究結果發企業社會責任參與程度與信用風險評等呈現顯著負相關，能善盡企業社會責任的企業，其企業信用風險評等得分較

低。研究結果也發現負債比率、產業風險與機構投資人持股比率和信用風險評等相較之下是呈正相關。

洪雪卿、陳薇如與傅雁鈴(2013)以及侍台誠、蔡麗雯、相惠萍(2019)根據國外學者的研究，認為經理人持股影響公司價值有兩派不同的意見，因而產生對立性假說。持正面說法的學者 Jensen and Meckling 提出利益收斂假設理論(convergence of interest hypothesis)，他們認為經理人持股愈多，則與公司外部其他利害關係人所獲取的利益更趨向一致，會使公司價值提高。持負面說法的學者 Jensen and Ruback 則提出利益衝突假設(conflict of interest hypothesis)，亦即經理人持股愈多之際，對其職位會產生更大的保護傘，因此經理人對公司外部其他利害關係人漠不關心，違背公司立意良善的價值。因此，經理人持股對企業社會責任所造成的影響仍是看法分歧。

陳振遠、王健聰與洪世偉(2017)為探究企業執行企業社會責任與公司治理對公司價值的影響，研究結果發現企業社會責任運作績效較優良者，大多是獨立董事席次較多、董事規模較大或機構投資人持股佔有較多的企業。陳怡伶、陳文英(2019)以企業社會責任與公司治理對財務報表重編之影響作為研究，探討財務報表重編對企業社會責任與公司治理的影響，研究結果發現董事會獨立性越高以及經理人持股越多，財務報表重編可能性較低。劉美纓、丁碧慧、朱奐聿(2014)以企業社會責任與公司績效、公司治理之間關聯性作為研究，探討企業落實企業社會責任，是否影響消費者和投資人對公司的評價，進可能改變企業的財務績效與公司價值，研究結果發現公司治理評鑑分數方面與獨立董事席次、經理人持股比例以及機構投資人持股比例均呈現正相關。

一般而言，公司的經營績效經常會以市場附加價值(Market Value Added，MVA)為代表，市場附加價值與市場效率性以及投資的預期有關，因此可藉由觀察市場附加價值衡量公司股價。郭建信、溫秀英(2006) 以石化上中游產業上市公司共十五家為

研究樣本，研究將台灣石化上中游產業的企業經營績效與傳統財務比率兩者作為分析。研究期間為 1995 年至 2004 年共十年，以 Panel Data 研究法分析。研究結果發現，當市場附加價值的值越高，表示企業經營管理績效也會隨之越好。此外，研究結果也發現市場附加價值或許較其他傳統績效指標，例如：股東權益報酬率、資產報酬率、每股盈餘等，更能解釋公司的經營績效。

陳松山、孔羿琁與黃德舜(2015) 用迴歸分析探究台灣企業的經濟附加價值與公司治理品質之間的關係，以上市上櫃的台灣製造業為主，研究目的為審視經濟附加價值(EVA)與中華公司治理制度評量之間呈現正相關，並探究企業經濟附加價值(EVA)與公司治理品質分數是否呈正相關。研究結果發現經濟附加價值(EVA)與公司治理品質分數有顯著相關，代表經濟附加價值可以反映企業實質上的價值，且經濟附加價值對公司績效有較佳的解釋能力。由此可知經濟附加價值可以用來解釋公司績效，但是過去沒有人以經濟附加價值(EVA)衡量 CSR 得獎公司之股價關聯性，因此想以此為研究探討經濟附加價值與天下雜誌 CSR 得獎公司之股價關聯性。

過去曾有研究了解企業社會責任對股價的關聯性，陳育成、許豐睿與黃聖雯(2013)以探討企業社會責任的研究，了解目前台灣企業在企業社會責任落實情形，是否影響消費者消費意願，以提升企業經營績效，並了解企業社會責任與經營績效兩者間關聯性。謝槐樹、龔哲緯(2019)也有研究探討企業社會責任獎得獎宣告對於投資人與不同產業股價異常報酬的影響，以及抵換假說以及社會衝擊假說對不同產業的適用性和影響。還有黃瓊瑤、王癸元、張鳳真(2013)研究以驗證台灣資本市場企業社會責任事件宣告對股價異常報酬的影響，探討企業社會責任事件宣告與股價異常報酬的研究，但較少有探究天下雜誌企業社會責任得獎的大型企業股價與企業社會責任得分的關聯性，探討股價較高的企業是否企業社會責任得分也較高。

基於以上的因素，本研究目的可歸納如下列幾點：

一、 以流動率、經營層風險與董監結構，探討得獎企業在天下雜誌 CSR 企業公民獎的得分之關聯性。

二、 以 CSR 得獎大型企業之得分與公司績效之關聯性，探討公司績效較高的企業是否企業社會責任得分也較高。

三、 以 CSR 得獎大型企業股價與 CSR 總分探討兩者之間的關聯性，探討股價較高的企業是否企業社會責任得分也較高。

四、 以市場附加價值(MVA)與經濟附加價值(EVA)，衡量 CSR 得獎公司之股價關聯性。

第三節 研究結構

本研究採多變數線性迴歸模型，檢視天下雜誌企業社會責任得獎大型企業對公司治理與公司績效之關聯性分析，研究結構共分為五章，內容概述如下：

第一章 緒論

闡述研究企業社會責任對公司治理與公司績效之背景，探討研究所衍生的動機與目的，並且概述本研究基本架構。

第二章 文獻探討

首先介紹企業社會責任，接著介紹天下雜誌 CSR 企業公民獎，並檢視過去探討天下雜誌 CSR 企業公民獎與公司治理和公司績效的相關文獻，最後，導入企業社會責任與股價相關研究做為文獻探討，並提出文獻評論。

第三章 研究方法

以本研究相關的資料來源與樣本選取、實證模型與研究方法做說明。

第四章 實證結果分析

列出本研究之預期實證結果，並將研究的實證結果加以探討及分析。

第五章 結論與建議。

最後將本研究做個總結，並給後續的研究者一些建議。另外，研究結果可供企業社會責任對公司治理與公司績效相關之實證研究的研究人員作為實際上的參考。

第二章　文獻探討

本章節將分為六節，第一節為企業社會責任介紹，第二節為天下雜誌 CSR 企業公民獎相關文獻，第三節為企業社會責任對公司治理相關之實證研究，第四節為企業社會責任對公司績效相關之實證研究，第五節為企業社會責任與股價相關之實證研究，第六節為文獻評論。

第一節 企業社會責任介紹

美國知名企業社會責任研究學者豪爾・伯文(Howard R. Bowen)，被稱譽為企業社會責任之父，在 1953 年的著作《企業家的社會責任》(Social Responsibilities of Businessman)中打開了企業社會責任思考與辯論的大門，啟發人們對企業責任的思考，他在書中提到企業所該盡的義務是追求所有符合社會價值的觀點並且滿足社會的所有活動，企業家無論從事企業組織中的任何的決策和管理，或是執行任何企業目標以及願景的營運過程中，都要善盡倫理道德上的義務與責任。根據世界企業永續發展委員會(World Business Council on Sustainable Development，WBCSD)在 2000 年將企業社會責任定義為是企業持續性承諾所遵守的倫理道德規範，企業對整體經濟發展做出貢獻之際，也要有能力改善並促進員工、家庭、社區甚至於整體社會的生活環境與生活品質，對社會與環境盡一份心力與承諾。

過去有不少國外學者對企業社會責任（Corporate Social Responsibility，簡稱 CSR）進行分類與定義，如表 2-1(Steiner and Steiner, 1980；Frederick, 1983；Anderson, 1986；Carroll, 1991；Matten and Moon, 2008；Dahlsrud, 2008)。綜合上述，企業社會責任是企業在汲汲營營追求營運績效、賺取更多利益的同時，應該取得企業自我成長與社會整體進步的平衡點，並以企業所賺取的利潤直接對社會有所回饋。

表 2-1　企業社會責任分類與定義

研究者	CSR 分類	對企業社會責任定義
Steiner and Steiner (1980)	內在與外在的社會責任	一、內在的社會責任：以公正合法方式辦理員工甄選、訓練、解雇與升遷，同時改善員工工作環境與生產力。 二、外在的社會責任：加強訓練與雇用身心障礙者，以公平原則給付薪資。
Frederick (1983)	自願性與責任性	一、自願性：包括自願性慈善捐款、解決國家地方性問題以及推展社區活動。 二、責任性：是指政府法令訂的責任，如：生產過程中的汙染控制、勞工安全以及平等就業機會等。
Anderson (1986)	遵守法律、道德與倫理標準與人道	一、遵守法律：政府所制定的法律規範運作企業營運。 二、道德與倫理的標準：做合乎道德倫理規範的事。 三、人道給予：負擔對社會應盡之義務，如：慈善事業、捐款等活動。
Carroll (1991)	經濟、法律、倫理和自發等四個層面。	一、經濟責任：企業要秉持誠信，賺取適當的利益，維護消費者的權益，並創造利潤和帶動社會上的經濟發展。 二、法律責任：企業要遵守法律規定，依法行事，並維護相關利害關係人的權益。 三、倫理責任：企業的行為要合乎公平、正義與避免傷害的原則，且自發性地做社會公益回饋社會。 四、公益責任：企業出於自願承擔的角度貢獻力量，提供資源改善社會大眾的生活品質以及社會問題。
Matten and Moon (2008)	顯性 (explicit) 隱性 (implicit)	一、顯性企業社會責任：符合社會利益的企業活動、自願性的企業方案和策略，由不同利害關係人所驅動誘因和機會。 二、隱性企業社會責任：由正式與非正式機構所形成的社會利益以及顧慮，符合要求的價值觀、規範和原則，以社會共識形塑的正當期待。
Dahlsrud (2008)	有五種類別	環境、社會、經濟、利益關係人和自願等五種類別。

第二節 天下雜誌 CSR 企業公民獎相關文獻

根據 CSR 天下企業公民獎網站指出 CSR 天下企業公民獎起源於 1994 年，天下雜誌在每年的企業評比中加入企業公民(CSR)。自 2007 年開始，將企業公民(CSR)指標獨立出來成為企業公民獎(CSR)，評選項目分成大型企業(定義為每年營收達 100 億以上的企業)、中間企業(定義為每年營收為 100 億以下的企業)、外商企業(定義為在台灣的外國商業企業)，評選出「天下企業公民 TOP50」，自 2015 年開始評選出「天下企業公民 TOP100」，評選項目增加小巨人組(定義為年營收 50 億以下的企業)。天下雜誌舉辦 CSR 天下企業公民獎的意義在於認為企業不該只是獲利的工具，更該替人民著想，是個負責的公民。

其評選指標是請專家學者依照四大面向：企業治理、企業承諾、社會參與及環境永續等進行評比計分。第一面向企業治理是衡量董事會的獨立程度以及資訊發展的透明度。第二面向企業承諾則是企業對於消費大眾的承諾、企業對於員工的教育培訓、對員工及眷屬的照顧以及對創新研發生產的持續投入。第三面向社會參與是衡量企業能否長時間投入特定社會關懷議題，並且積極發揮影響力，對社會大眾有所回饋。第四面向環境永續則是審視企業在環境保護與能源管理上是否有具體且創新的目標與做法。根據天下雜誌網站所公布的評選流程，2020 年的評鑑流程共分為四個階段。第一階段是依據《天下雜誌》兩千大調查結果，並與相關專家學者共同推薦的國內企業、在台灣開設的外商企業，篩選出連續三年都有獲利的公司企業，邀請這些企業公司接受評比。第二階段，是根據各家企業所回覆的資料進行初步評比。第三階段是決選階段，由各界學者專家所組成的評審委員會，依各家企業的公司四大構面，包括企業治理、企業承諾、社會參與及環境永續等各方面表現進行分組評比。第四階段為總評，評審長林信義召集所有評審委員，綜合四大構面的成績選出「天下企業公民 TOP100」的得獎企業公司。2020 年天下企業公民評選時程如下：4 月 28 日舉辦說明

會直播，5 月 4 日開放問卷下載，5 月 11 日寄發企業受評邀請函，6 月 30 日截止收件，7 月至 8 月為評審期間時段，8 月 26 日公布結果。

過去的研究認為 CSR 天下企業公民獎得獎企業有助於企業產生正面影響，聶建中、林彩梅與姜健(2017)探討企業社會責任對企業經營績效，是否受到企業規模大小不同而受影響，自 2007 年至 2014 年間，採用縱橫平滑移轉迴歸模型 PSTR 模型，利用「天下企業公民 TPO50」調查結果為企業社會責任指標，採綜橫資料，一年共 50 家，8 年總樣本為 400 家。應變數以股東權益報酬率(ROE)為衡量企業經營績效指標，自變數財務資料，包括：現金流量比例(CFR)、企業負債 (DEBT)、董監事持股比例(SROD)、股票淨值(PB)與企業社會責任(CSR)。研究發現股票淨值無論在何種企業規模，皆對企業經營績效產生正面影響。無論企業規模大小，在企業社會責任投入資本，會提高企業經營績效的可能性。小型企業盡到企業社會責任，將會增加企業績效、建立企業形象與曝光率。大型企業盡到企業社會責任，將會增加企業聲譽，加強消費者對產品的信任度，經營績效會持續提升。中型企業由於知名度較不高，若投入過多資產在企業社會責任上，不但不能提升企業經營績效，反而投入過多資本導致經營成本獲利減少。

有研究結合獲得天下雜誌企業公民獎的指標探討公司盈餘管理情形，簡雪芳、楊孟萍與張羽璇(2019)自 2014 年至 2016 年間研究企業經由出具 CSR 報告書對盈餘管理的影響，並整合天下雜誌企業公民獎的指標，研究模型一為研究企業是否出具 CSR 報告書與裁決性應計項目之關係，研究模型二為檢測獲得天下雜誌企業公民獎的企業與未得獎的企業，其裁決性應計項目之差異。研究結果發現企業經由出具 CSR 報告書會抑制對盈餘管理的行為。綜合獲得天下雜誌企業公民獎的指標以及出具企業社會責任報告書，獲獎指標與出具 CSR 報告書都會抑制企業盈餘管理的效果。

第三節 企業社會責任對公司治理相關實證研究

根據 2020 年 9 月 3 日第七期台灣新報(TEJ)電子報導中指出，要檢視一家企業的營運績效表現狀況好壞與否，我們可以經由企業對環境(Environmental)、社會(Social)以及公司治理(Governance)這三方面，亦即 ESG 領域的操作營運和重視程度等非財務績效方面來探討。其中社會(Social)構面的人事組織重點觀察指標是分析企業內部員工組成與公司是否有違反勞動基準法的狀況，更進一步發現勞力密集度較高者或員工流動率較高的公司，以評估企業之公司治理在社會構面的風險。企業善盡企業社會責任能促進公司內部員工有較高的忠誠度(David, 2001)，隨著企業社會責任概念持續高漲，企業若有較佳的聲望，內部員工較願意替公司效力，公司也會積極地照顧員工需求，公司員工的流動率也愈低。

廖益均(2020)研究發現員工流動率是用來審視公司信用風險的重要指標，也是評估公司信用的財務以外的「非財務指標」。由 CSR 報告書可以取得員工流動率的資料，但是以 2018 年為例大概只有 480 間公司出具 CSR 報告書，由此得知，只有部分公司揭露 CSR 報告書，再加上個體財報、股東會年報或是財報與 CSR 報告書的呈現範圍有所不同，因此，要獲取員工流動率的資料最有效的方式，就是利用股東會年報的資料來推導計算。事實上，使用推導方式計算員工流動率會與實際狀況產生數據不相符的現象。大多數在公司服務較久的員工較不會流動，但是，剛進公司服務的新進員工流動率較高，因此，會產生推導方式獲得員工流動率的數據是被低估的。林揚舜、鍾俊文(2005)研究員工的流動率與員工分紅之間是否存在關聯性，觀察樣本為台灣上市電子公司，在民國 88 年至 92 年，計算這五年間每年的員工流動率，研究結果發現與一般推論呈現負相關，表示使用分紅配股吸引員工的台灣電子公司，員工能被此誘因所吸引。綜合上述，本研究推論員工流動率愈低，企業在 CSR 的得分愈高。

假設 1-1：CSR 總分愈高，員工流動率愈低

自民國 85 年 8 月開始，台灣經濟新報(TEJ)依照市場公開資訊，提供台灣企業信用風險指標(Taiwan Corporate Credit Risk Index，亦即 TCRI)，以免付費的策略，自發性以固定時間提供信用風險變動的相關訊息給公開發行公司以及上市櫃公司(王詮富，2011)。信用風險評等的重要目的，是綜合財務方面與非財務方面的因素，幫助 TCRI 的使用者對於企業違約風險進行評估與篩選。信用評等是目前審視金融體系的重要指標，信用評等機構對企業總體經營結構與營運績效，透過專業的機構公平公開的分析，對企業進行分級。為促使客觀與合理的考量，讓評等分級更加確實，信用評等模式除了在財務因素方面考量企業管理成績以及企業獲利之外，還納入非財務方面的考量因素(薛立言、張志向，2011)。

過去曾有研究討論企業社會責任參與程度與企業信用風險兩者之間的關聯，並加入一些公司治理與公司財務特性為控制變數。許永聲、陳俊合與曾奕菱(2013)於 1997 年至 2009 年間以天下雜誌所公布之「標竿企業聲望調查」所評選出前一百大上市上櫃公司為研究樣本，樣本數共 343 個。研究採用兩階段估計程序進行分析，其中迴歸模型一的控制變數有董監規模、設立獨立董監事、外部董事席次比率、資產報酬率、董事長兼任總經理、資產規模與負債比率。迴歸模型二的公司治理變數，變數有股權結構、董監結構、經營風險及資訊透明度。研究結果發企業社會責任參與程度與信用風險評等呈現顯著負相關，能善盡企業社會責任的企業，其企業信用風險評等分得較低。研究結果也發現負債比率、產業風險與機構投資人持股比率和信用風險評等相較之下是呈正相關。因此，推論 TCRI 信用風險評等愈低者，企業在 CSR 得分愈高。

假設 1-2：CSR 總分愈高，TCRI 信用風險評等愈低

洪雪卿、陳薇如、傅燕鈴(2013)公司治理的基本意涵是由公司經營管理階層、股東、董事會以及其他利害關係人四者之間，所共同創造達成共同的價值觀，經由有效的經營機制且公開客觀的制衡功能，讓公司營運績效與價值達到最佳化，如此一來，

不僅能使公司競爭力更上一層樓、提升與保障股東權益價值，還可以讓公司盡到社會責任的義務。劉美纓、丁碧慧、朱奐聿(2014)認為從文獻資料中用來檢視公司績效的指標主要可分為兩種面向，第一面向是分析財務績效的會計指標基礎，是用公司所賺取的盈餘來反應公司的經營策略為基礎價值，例如：股東權益報酬率以及資產報酬率等。第二面向為審視公司價值的股票市場指標，是以股東的觀點或是投資者的報酬率為主，例如：股票市值帳面價值比。公司治理是如何讓公司投資者與所有利益關係者都得到公平且合理的對待，也就是公司透過股東會所選出的董事會來擬訂公司經營策略及目標後，交由經營階層者執行，並透過制定對高層主管的協助與控制機制，使其善盡其責，持續監督高階主管執行成效，以確保所有公司利害關係者的權益，包括政府、股東、債權人、員工與供應商等，均得到公平且合理的對待，以確保公司長時間的競爭力與存在價值(林松樹，2004)。

也有研究檢視治理結構對企業社會責任績效的關係，並納入家族控制探討董事會等治理機制、經營控制以及所有權對企業社會責任的影響。邱慈觀與黃啟瑞(2019)以2011 年底台灣股票交易所 243 間公司為樣本，檢視治理結構與企業社會責任績效的關係，並分析經營控制、董事會、所有權及家族控制等治理機制對企業社會責任所產生的影響。以企業社會責任績效為依變數，自變數為三種公司自理變數和八項控制變數，採多變數線性迴歸模型為統計分析，其中公司自理變數包括家族控制、機構投資人持股與董事會特質，八個控制變數則為國際掛牌、產業別、獨董比例、雙職 CEO、規模、ROA、研發費用比率及負債比率。研究結果顯示家族控制將會對企業社會責任產生負面影響，國外機構投資人持股、全球市場供應鏈監督與國際資本市場對企業社會責任績效產生正向影響。董事會具有法律相關專業背景及高學歷特質，對企業社會責任產生影響，經理人持股則與企業社會責任呈現負相關。因此，本研究推論經理人持股愈低的企業，CSR 得分愈高。

假設 1-3：CSR 總分愈高，經理人持股愈低

外部董監比起內部董監而言更具有專業能力，也較能展現其獨立性與客觀性，在面對重要決策的時候，比較能夠發揮獨立且客觀的監督功能。因此外部董事席次比率高，比較能夠預防董事會與高階管理階層一起聯合侵犯股東之相關權益(Davidson, Pilger and Szakmary, 1998)。過去曾有研究討論企業社會責任參與程度與外部董監席次比率兩者之間的關聯，並加入一些公司治理與公司財務特性為控制變數。許永聲、陳俊合與曾奕菱(2013)於 1997 年至 2009 年間以天下雜誌所公布之「標竿企業聲望調查」所評選出前一百大上市上櫃公司為研究樣本，樣本數共 343 個。研究採用兩階段估計程序進行分析，其中，迴歸模型一的控制變數有董監規模、設立獨立董監事、外部董事席次比率、資產報酬率、董事長兼任總經理、資產規模與負債比率。研究結果發外部董監席次與企業社會責任參與程度和信用風險評等呈現顯著正相關，外部董事席次比率較高的企業，較能善盡企業社會責任的企業。因此，本研究推論外部董監席次比率愈高者，愈能盡到企業社會責任，在 CSR 的得分也愈高。

假設 1-4：CSR 總分愈高，外部董監席次比率愈高

過去有文獻探討公司治理指數、公司治理相關變數及公司特性對於企業社會責任各項方面的影響，陳振遠、王健聰與洪世偉(2017)以 2010 年至 2012 年台灣上市上櫃公司為樣本，上市公司 744 家、上櫃公司 538 家，實證樣本 3721 家。以普通最小平方法(OLS)作為迴歸分析，探討公司治理與企業社會責任兩者之間的相關聯性。以二階段最小平方法(2SLS)、二階段迴歸分析(Heckman Model)及工具變數法，探究企業執行企業社會責任與公司治理對公司價值的影響。以董事會規模、董事長是否兼任總經理、大股東持股、管理階層持股、獨立董事比率與機構投資人持股比例為公司治理相關變數；以產業調整後之公司每股盈餘(EPS)、純益率(NPM)、資產報酬率(ROA)以及股東權益報酬(ROE)衡量公司營運績效的變數，進而審視公司治理、企業社會責任與營運績效各方面之間的相關聯性。實證結果顯示有健全公司治理機制者在從事企業社會責任時，會提升其營運績效和公司價值。企業社會責任運作績效較優良者，大

多是獨立董事席次較多、董事規模較大或機構投資人持股佔有較多的企業。優良的企業社會責任績效與公司治理，有助於提高企業的營運績效。公司治理較好的企業會更積極推動 CSR。董事長兼任總經理、大股東持股或經營階層持股較高的公司，較為不重視 CSR 相關活動。企業若無完善治理機制，貿然實行 CSR 相關活動，會使公司營運效率降低，進而使股東權益受到傷害。

陳怡伶、陳文英(2019)以企業社會責任與公司治理對財務報表重編之影響作為研究，探討財務報表重編對企業社會責任與公司治理的影響。研究期間為 2007 年至 2016 年，研究對象為台灣上市公司，共 224 筆觀察值採配對樣本法用 1 比 1 配對，有 336 筆觀察值以 1 比 2 配對，以及全部有效樣本 5810 筆觀察值來分析探討。以羅吉斯 Logistic 迴歸分析三種實證模型，檢測出具 CSR 報告與財務重編的關係，CSR 獲獎與財務報表的關係，另外測試企業社會責任報告與企業社會責任獲獎交乘項對財務報表重新編列的關係。研究結果發現公司出具企業社會責任報告書，為健全公司及良好的社會聲譽，較少會發生財務報表重編的情形。企業社會責任做得好且社會信譽佳的公司，會注意財務報表的可信度。董事會獨立性越高以及經理人持股越多，財務報表重編可能性較低。家族企業實證結果呈顯著正向關係。

劉美纓、丁碧慧、朱奐聿(2014)以企業社會責任與公司績效、公司治理之間關聯性作為研究，探討企業落實企業社會責任，是否影響消費者和投資人對公司的評價，進可能改變企業的財務績效與公司價值。研究期間為 2007 年至 2012 年，研究對象為「天下企業公民 TOP50」所公布之企業，採用 Logistic 迴歸分析，樣本數共計 474 間企業，將企業社會責任績效較佳的公司與兩家非 CSR 得獎之企業樣本以 1：2 的比例作為配對。研究結果發現公司治理變數機構投資人持股比例、獨立董事席次、董事會規模、與企業社會責任績效具顯著正相關，表示完善的公司治理機制有助於企業落實企業社會責任。在公司治理評鑑分數方面與獨立董事席次、經理人持股比例以及機構投資人持股比例均呈現正相關，公司治理評鑑分數卻與董監持股比例呈現負向相關。

綜合上述，本研究認為獨立董事比率愈高，愈能善盡社會責任，CSR 的得分也愈高。

假設 1-5：CSR 總分愈高，獨立董事比率愈高

第四節 企業社會責任對公司績效相關實證研究

對於企業社會責任對公司績效與之關聯分析過去有不少學者進行研究（Agrawal and Horgan, 1990；Cronqvist and Nilsson, 2003；Prevost et al., 2002），Mc Connell and Servase(1990)研究發現企業社會責任與良好的公司治理制度可以提升公司績效。企業從事企業社會責任與公司財務績效有正相關係，從事企業社會責任經營的公司能提升總資產報酬率與經營績效。池祥萱、池祥麟、梁綺羚(2016)探究公司的企業社會責任正面與負面的活動如何影響公司的績效，並長期進行企業社會責任活動對公司績效的影響。在 1998 至 2011 年間，以 17,625 個公司年度為觀察值，以 2006 年所建構 KLD 資料庫的社會正面績效與社會負面績效為七個活動為依據，分別是公司治理、社區、多樣性、員工關係、環境、人權以及產品等七個活動。研究對象為美國上市公司，用資產總報酬(ROA)和營運成本(COST)評估公司的經營績效。研究結果發現公司從事企業社會責任活動會長期持續影響公司的經營績效。從事正面的企業社會責任活動由於收入資加，會持續增進公司經營績效；反之，執行負面的企業社會責任活動由於成本提升，會降低公司經營績效。從事公司治理、社區、員工關係、環境與人權的企業社會責任活動，將會提升公司經營績效；從事產品的企業社會責任活動，則會降低公司經營績效。正面的公司治理活動、員工關係和環境，能夠長期增進公司績效。正面的社區與產品企業社會責任活動由於成本提升，進而降低公司績效。從事負面的多樣性、社區、員工關係與人權等企業社會責任活動，會使公司營運績效下降。

此外，企業社會責任與公司績效間存在正向關係，池祥萱、繆文娟與莊瀅臻(2014)在 2002 年至 2008 年間，以財富雜誌(Fortune Magazine)選出全球前 500 大公司為樣本，探討企業社會責任對公司長期與短期市場績效的影響，與企業社會責任對於公司

財務績效之影響。以事件研究法檢驗企業宣布非預期盈餘事件的市場反應，使用資產總報酬率(ROA)與「邊際獲利率」檢視企業社會任對公司經營績效的影響。研究發現由公司之盈餘宣告事件探討從事企業社會責任對市場績效表現中發現從事 CSR 的公司，其市場績效與股價呈正相關，且能穩定投資人對該公司的信心。在營運績效方面，公司從事企業社會責任有價格溢酬方面的優勢，讓邊際效應提升，使 ROA 跟著提升。從事 CSR 所造成的成本不會影響公司營運績效，代理成本也因公司從事 CSR，在短期內獲得改善。從事企業社會責任當年度會使營運績效提升，其影響會延續到往後的年度。代理成本高的公司可以在短期內因從事 CSR 而改善經營績效。

一般而言，公司的經營績效經常會以市場附加價值(Market Value Added，MVA)為代表，市場附加價值與市場效率性以及投資的預期有關，因此可藉由觀察市場附加價值衡量公司股價。郭建信、溫秀英(2006) 以石化上中游產業上市公司共十五家為研究樣本，研究將台灣石化上中游產業的企業經營績效與傳統財務比率兩者作為分析。研究期間為 1995 年至 2004 年共十年，以 Panel Data 研究法分析。研究結果發現，當市場附加價值的值越高，表示企業經營管理績效也會隨之越好。此外，研究結果也發現市場附加價值或許較其他傳統績效指標，例如：股東權益報酬率、資產報酬率、每股盈餘等，更能解釋公司的經營績效。

過去學者研究以迴歸分析探究台灣企業的經濟附加價值與公司治理品質之間的關係，陳松山、孔羿琁與黃德舜(2015)以上市上櫃的台灣製造業為主，研究期間為 2005 年至 2012 年，共八年，總樣本數剔除不完整的樣本剩下 4288 筆資料，其控制變數共有 8 個，分別是資本密集度、稅後淨利、公司成立年數、股權集中度、成長機會、公司產業類別與產業規模等，公司治理品質的變數共有兩個，分別為研究中華公司治理制度評量與公司治理品質分數為主，其中公司治理品質總分為 50 分，企業價值的變數則為三種經濟附加價值的計算方式。研究目的為審視經濟附加價值(EVA)與中華公司治理制度評量之間呈現正相關，並探究企業經濟附加價值(EVA)與公司治理品質分

數是否呈正相關。其 EVA 計算方式為稅後淨營業減加權平均資金成本率乘以投入資本，研究結果發現經濟附加價值(EVA)與公司治理品質分數有顯著相關，經濟附加價值(EVA)與中華公司治理制度評量也呈現顯著相關，代表經濟附加價值可以反映企業實質上的價值。本研究認為公司從事企業社會責任活動，會長期持續影響公司的經營績效，由此推論 CSR 得分愈高，公司績效愈好。

假設 2-1：CSR 總分愈高，市場附加價值(MVA)愈高

假設 2-2：CSR 總分愈高，經濟附加價值(EVA)愈高

第五節 企業社會責任與股價相關之實證研究

有學者認為企業社會責任和股價之間存在正向關係，陳庭萱、何瑞鎮與林玉庭(2016)整理國外文獻中發現善盡企業社會責任的公司能替企業推動股價帶來正向影響，企業社會責任帶動企業股價上漲的原因有以下四個：第一，盡到企業社會責任如同保險的概念保護著企業，執行企業社會責任能提高企業的聲譽，使企業不會因一時疏失而產生負面消息。第二，員工是企業的重要資產，他們會替企業付出、創造價值，因此企業該會替員工著想，提供良好的工作環境與福利，讓員工有替企業服務的動力。第三、企業社會能增加企業的收入、提高企業的知名度、強化顧客的忠誠度並提高企業的財富。第四、善盡企業社會責任所帶來的價值與以及利益會增進投資者的意願，因為當企業受益的同時也會為股東帶來財富。

過去曾有研究了解企業社會責任對股價的關聯性，陳育成、許豐睿與黃聖雯(2013)以探討企業社會責任之研究，了解目前台灣企業在社會責任落實情形，是否影響消費者消費意願，以提升企業經營績效，並了解企業社會責任與經營績效之間的關聯性。研究期間為 2007 年至 2012 年，共 6 年，以天下雜誌天下企業公民獎得獎之上市公司為研究樣本，總樣本數共 424 筆資料，使用問卷研究法，回收 203 份問卷。研究模型

以財務績效面與股票投資績效面為主，進行檢測企業社會責任與經營績效之關聯性。在財務績效方面，依變數包括銷貨淨額(SALE)、營業利率(OP)、稅後淨利(NI)、每股盈餘(EPS)、資產報酬(ROA)與股東權益報酬率(ROE)。在股票投資績效面，依變數為股票價格(PRICE)。研究結果發現企業社會責任與股票價格與財務績效有正相關，落實企業社會責任的公司對其股價有正面的影響。台灣企業在落實社會責任後，對提升消費者購買意願是有幫助的。

有研究以台灣資本市場為主體，審視企業社會責任事件宣告對股價異常報酬的影響，探討股價異常報酬對企業社會責任事件宣告之研究，黃瓊瑤、王癸元、張鳳真(2013)以天下企業公民 TOP 50 為研究，研究期間為 2007 年至 2010 年共 4 年，並且以遠見雜誌企業社會責任獎獲獎企業為研究樣本，研究期間為 2005 年至 2010 年，共 6 年。其中正面企業社會責任事件樣本數共有 223 個，負面企業社會責任事件樣本數共 453 個。以資源基礎論、合法性理論與展望理論建構假說，使用事件研究法進行研究，將研究事件定義為企業社會責任事件宣告，檢視投資人預估企業社會責任事件宣告，將會反映在股票價格異常報酬層面上。研究結果發現企業社會責任獲獎訊息宣告對市場具有資訊內涵，會產生顯著為正的異常報酬。研究結果部分支持負面企業社會責任事件宣告會產生顯著為負的異常報酬，代表負面企業社會責任事件宣告對股票投資市場有資訊內涵。正面企業社會責任事件宣告較負面企業社會責任事件宣告對異常報酬影響為低，代表投資人對企業本身發生負面企業社會責任事件資訊態度，較正面企業社會責任事件資訊態度更為強烈。因此，本研究推論企業社會責任與股票價格有正相關。

假設 3：CSR 總分愈高，天下雜誌企業公民獎得獎大型企業股價報酬率愈高

張正有(2013)以 2010 年至 2013 年的台積電台財務報表，以每股盈餘、市場附加價值與經濟附加價值等傳統財務指標，探究台灣積體電路的股價與以上三種財務指標間的關聯性以及對股價的預測能力。研究以迴歸分析為研究法，結果發現市場附加價

值與經濟附加價值具有解釋股價的能力。綜合上述，本研究認為市場附加價值與股價有關，因此可藉由觀察市場附加價值衡量公司股價，此外，經濟附加價值可反映公司績效與股價方面相關訊息。

假設 4-1：公司股價報酬率愈高，市場附加價值(MVA)愈高

假設 4-2：公司股價報酬率愈高，經濟附加價值(EVA)愈高

第六節 文獻評論

綜合上述文獻探討，關於企業社會責任對公司治理與公司績效相關之實證研究的相關文獻，仍有以下幾點不足之處：

一、目前樣本受限於年限，造成樣本不足且研究期間較短的。台灣目前的研究大多以短期研究為主，較少研究是分析十年以上企業社會責任與公司治理與績效相關之實證研究。

二、目前較少探究員工流動率對企業社會責任之關聯性。

三、目前較少研究 TCRI 企業信用風險評等對企業社會責任之關聯性。

四、目前較少研究 CSR 企業公民獎得獎公司之分數與企業績效之關聯性。

五、目前較少研究市場附加價值和經濟附加價值與 CSR 企業公民獎得獎公司之股價報酬率的關聯性研究，而市場附加價值與經濟附加價值對股價報酬率的衡量變數是值得探討的。

因此本研究想以 2008 至 2019 年天下雜誌獲獎大型企業得分，探討企業社會責任對公司治理與公司績效相關之實證研究，探究流動率、經營層風險與董監結構對企業社會責任的關係，並探討善盡企業社會責任 CSR 之得獎大型企業對公司績效與股價報酬率之間的關聯性，最後，探討公司績效與得獎企業之股價報酬率之關聯性。

第三章 研究方法

第一節 資料收集與樣本分析

本研究以 2008 年至 2019 年間台灣上市上櫃公司為研究樣本，財務資料來源為台灣經濟新報社(TEJ)，研究樣本期間自 2008 年至 2019 年，共 12 年。企業得獎訊息則以天下雜誌官方網站所公布之 2008 年至 2014 年「天下企業公民 TOP50」與 2015 年至 2019 年「天下企業公民 TOP100」之大型企業獎得名單。

根據天下雜誌所提供之各年度大型企業獎得名單評選結果，原始樣本觀察值個數共為 460 個，刪除有缺漏與資料不全的觀察值之後，最終樣本觀察值個數共為 312 個，整理如表 3-1。

表 3-1　樣本篩選過程

年度	天下雜誌企業公民獎大型企業得獎公司數
2008	19(天下企業公民 TOP50)
2009	25(天下企業公民 TOP50)
2010	21(天下企業公民 TOP50)
2011	21(天下企業公民 TOP50)
2012	21(天下企業公民 TOP50)
2013	19(天下企業公民 TOP50)
2014	20(天下企業公民 TOP50)
2015	30(天下企業公民 TOP100)
2016	32(天下企業公民 TOP100)
2017	35(天下企業公民 TOP100)
2018	34(天下企業公民 TOP100)
2019	35(天下企業公民 TOP100)
合計	312

第二節 市場附加價值

一、市場附加價值(Market Value Added，MVA)

吳依正、吳尚澄(2019)認為當投資人認同企業經營理念時，會將其投資行為反應在股價上，因此會產生公司權益市場價值大於帳面價值，就是所謂的市場附加價值。市場附加價值的計算是經由企業的權益市場價值扣除權益帳面價值，以衡量企業的財富價值創造，使股東價值提升。

(一) 市場附加價值公式如公式(1)

$$\text{MVA} = \text{權益市場價值} - \text{權益帳面價值} \tag{1}$$

二、經濟附加價值(Economic Value Added，EVA)

經濟附加價值(EVA)在近年來被廣泛用來衡量企業績效，也可衡量公司使用資金的效率，促使公司有效管理資金的財務工具，能使用較少的資金成本來創造經濟價值。其概念是將公司所有的資本成本從調整後的稅後淨利中扣除。簡而言之，經濟附加價值即是每投資一元所獲得的報酬率，經濟附加價值與股價有相關性，經濟附加價值高，公司股價也高。有鑑於此，本研究欲運用經濟附加價值法衡量企業購社會責任對公司績效關聯性分析，觀察是否能更精確的計算出公司真正的績效。

(一) 經濟附加價值公式

經濟附加價值用於衡量真正的利潤，陳松山、孔羿琁與黃德舜(2015)定義經濟附加價值稅後淨營業減加權平均資金成本率乘以投入資本，Stern et al.(1995)經濟學家也稱為「剩餘收益」，是企業資金提供者獲得報酬後剩下的價值，其公式如下(2)：

$$EVA = \text{稅後淨營業利潤} - \text{加權平均資金成本} \times \text{投資資本總額} \tag{2}$$

第三節 模型與變數

一、模型

本研究分析採多變數線性迴歸模型，檢視企業社會責任得獎公司對公司治理與公司績效的關聯性分析。迴歸模型(2)的應變數為企業社會責任分數(CSRI)，員工流動率(EMPLOYEE TURNOVER)、台灣企業信用風險指標(TCRI)、經理人持股(CEO)、外部董監席次比率(OUT DIRECTORS)與獨立董事會比例(IND DIRECTORS)等控制變數主要參考邱慈觀等(2019)、許永聲等(2013)以及陳振遠等(2017)的分析。各樣本資料取自台灣經濟新報社(TEJ)，CSR 總分資料來自 2008 年至 2014 年「天下企業公民 TOP50」與 2015 年至 2019 年「天下企業公民 TOP100」。為檢測假說，多變數線性迴歸模型有以下形式：

(一)模型(3)為探討 CSR 總分與經營層風險與和董監結構的關係

$$CSRI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times EMP\ \ TUR_{i,t} + \alpha_2 \times TCRI_{i,t} + \alpha_3 \times \mathrm{CEO}_{i,t} \times + \alpha_4 \times \mathrm{OUT\ \ DIR}_{i,t} + \alpha_5 \times \mathrm{IND\ \ DIR}_{i,t} \quad (3)$$

其中$CSRI_{i,t}$是第 i 企業於第 t 年的 CSR 總分。EMP TUR 是員工流動率，TCRI 是 TCRI 台灣企業信用風險指標，CEO 是經理人持股，OUT DIR 是外部董監席次比率，IND DIR 是獨立董事比率。

(二)模型(4)為探討 CSR 總分與公司績效之間的關聯

$$CSRI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times MVA_{i,t} + \alpha_2 \times EVA_{i,t} \quad (4)$$

其中$CSRI_{i,t}$是第 i 企業於第 t 年的 CSR 總分，MVA 是市場附加價值，EVA 是經濟附加價值。

(三)模型(5)為探討 CSR 得分與得獎企業之股價報酬率的關聯

$$CSRI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times PRICE_{i,t} \quad (5)$$

其中$CSRI_{i,t}$是第 i 企業於第 t 年的 CSR 總分，PRICE 是得獎企業之股價報酬率。

(四) 模型(6)為探討公司績效與得獎企業之股價之間的關聯

$$PRICE_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \mathrm{MVA}_{i,t} + \alpha_2 \times \mathrm{EVA}_{i,t} \quad (6)$$

其中$PRICE_i$是第 i 企業於第 t 年的股價年報酬率，MVA 是市場附加價值，EVA 是經濟附加價值。

二、被解釋變數

(一)應變數

1.企業社會責任分數(CSRI)

其評選指標是依照天下雜誌邀請相關專家學者依照四大面向：企業治理、企業承諾、社會參與及環境永續等方面進行評分，最高為 10 分，最低為 0 分。

2.股價報酬率(PRICE)

可作為評估企業獲利與否的主要依據，一間企業股價報酬率愈高，對其企業經營應該會產生正面的效益。

(二)解釋變數

1. 流動率

員工流動率(EMPLOYEE TURNOVER)

員工是企業非常重要的無形資產，在企業所屬各種利害關係人中，員工是與公司維持關係最長久的一群人，所以，注重員工有關的公平性議題是企業履行社會責任不可或缺的一環。本研究衡量方式為台灣經濟新報社(TEJ)所提供的員工流動率。

2. 經營層風險

企業信用風險評等(TCRI)

本研究之企業信用風險評等的資料來源來自於台灣經濟新報社(TEJ)所提供的台灣企業信用風險之指標(TCRI)共分 1 至 9 級。根據 TEJ 網站指出 TCRI 風險指標係依照三個步驟收集，先從財務資料取得基本等級，再由規模與風險得出門檻等級，最後經由非量化因素來決定。基本等級以 10 個財務數值和比率計算出一個基本綜合分數，得出 1 到 9 級，綜合評分方面，得分在 165 分以下的是第 9 等，760 分以上的是第 1 等，以 85 分為一級距分級。被歸納為第 9 等者，信用風險最高，被歸第 1 等者，幾乎無信用風險，其風險依次遞減。

本研究衡量方式為 TCRI1 至 4 為低風險投資級，5 至 6 為中度風險，7 至 9 為高風險投資級。

3.董監結構

(1)經理人持股(CEO)

邱慈觀與黃啟瑞(2019)研究顯示高管持股與 CSR 呈負相關，說明高階經理人持股愈多，對於公司推動 CSR 愈不有利。其衡量方式是經理人持股比率的總和。

(2)外部董監席次比率(OUT DIRECTORS)

外部董監比起內部董監而言更具有專業能力，也較能展現其獨立性與客觀性，在面對重要決策的時候，比較能夠發揮獨立且客觀的監督功能。因此外部董事席次比率高，比較能夠預防董事會與高階管理階層一起聯合侵犯股東之相關權益(Davidson, Pilger and Szakmary, 1998)。本研究衡量方式為企業外部董監人數除以董監席次。其中企業外部董監人數為外部個人董事席次、外部個人監事席次、外部未上市公司董事席次、外部未上市公司監事席次、外部基金會董事席次、外部基金會監事席次、外部上市公司董事席次與外部上市公司監事席次相加。

(3)獨立董事比率(IND DIRECTORS)

陳振遠、王健聰與洪世偉(2017)研究發現獨立董事比率與企業社會責任各項組成因子有正向關係，Zahra et al, (1993)認為獨立董事能發揮監督功能，並提升企業經營績效，獨立董事比率較高的公司會更致力於企業社會責任的推動。本研究以企業獨立董事席次除以董事席次。

4. 公司績效

(1)市場附加價值(Market Value Added，MVA)

吳依正、吳尚澄(2019)認為市場附加價值的計算是經由企業的權益市場

價值扣除權益帳面價值，以衡量企業的財富價值創造，使股東價值提升。本研究衡量方式為企業市值(百萬元)減去股東權益總額。

(2) 經濟附加價值(Economic Value Added，EVA)

經濟附加價值用於衡量真正的利潤，陳松山、孔羿琁與黃德舜(2015)認為經濟附加價值對公司績效有較佳的解釋能力。本研究衡量方式為稅後營業淨利減加權平均資金成本乘以投資資本。

5. 股價報酬率

得獎企業的股價報酬率是依照台灣經濟新報(TEJ)上市上櫃公司股價資料庫，本研究衡量方式為未調整股價年資料報酬率。

第四節 研究架構

本研究主要探討企業社會責任對公司治理與公司績效相關之實證研究，以多變數線性迴歸模型，探討流動率、經營層風險與董監結構對企業社會責任的關係，並探討善盡企業社會責任 CSR 之得獎大型企業對公司績效與股價報酬率之間的關聯性，最後，探討公司績效與得獎企業之股價報酬率關聯性。研究架構圖如圖 3-1：

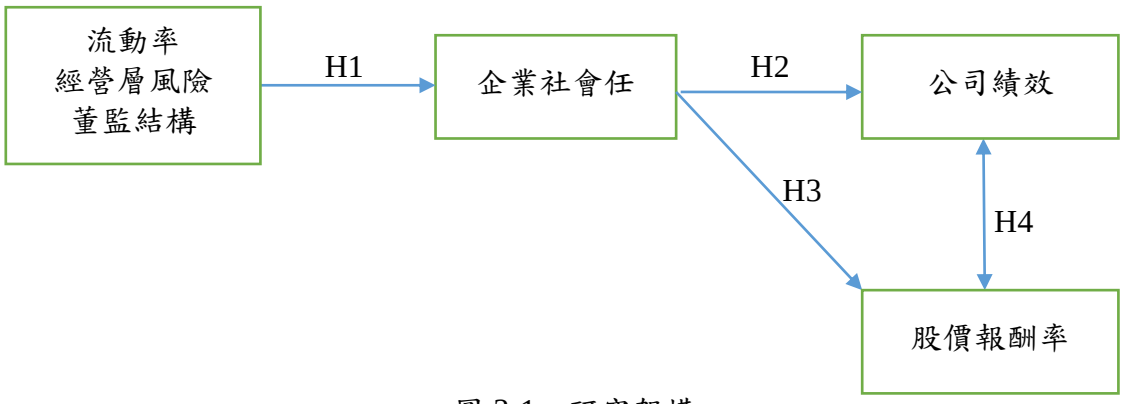

圖 3-1　研究架構

第五節 研究假設

本研究主要探討企業社會責任與公司治理以及公司績效相關之實證研究，探討流動率、經營層風險與董監結構對企業社會責任的關係，並探討善盡企業社會責任 CSR 之得獎大型企業對公司績效與股價報酬率之間的關聯性，最後，探討公司績效與得獎企業之股價報酬率關聯性。研究假設如表 3-2。

表 3-2　研究假設

H1	流動率
	H1-1 CSR 總分愈高，員工流動率愈低
	經營層風險
	H1-2 CSR 總分愈高，TCRI 信用風險指標愈低
	董監結構
	H1-3 CSR 總分愈高，經理人持股愈低
	H1-4 CSR 總分愈高，外部董監席次比率愈高
	H1-5 CSR 總分愈高，獨立董事比率愈高
H2	公司績效
	H2-1 CSR 總分愈高，市場附加價值(MVA)愈高
	H2-2 CSR 總分愈高，經濟附加價值(EVA)愈高
H3	CSR 總分愈高，天下雜誌企業公民獎得獎大型企業股價報酬率愈高
H4	股價報酬率
	H4-1 公司股價報酬率愈高，市場附加價值(MVA)愈高
	H4-2 公司股價報酬率愈高，經濟附加價值(EVA)愈高

第四章 實證結果分析

本研究利用台灣經濟新報資料庫(TEJ)以 312 間上市上櫃公司為資料，採用多變數線性迴歸模型，進行經流動率、經營層風險和董監結構對大型企業於天下雜誌 CSR 得分研究，並探討企業社會責任與公司績效和股價報酬率之間關係以及得獎大型企業之公司績效與股價報酬率之實證研究。本章依據第三章所提出的本論文模型進行果分析，第一節為敘述統計，第二節為迴歸模型結果分析。

第一節 敘述統計

與本文實證相關的變數定義詳述在第三章第三節，表 4-1 是敘述性統計值。由表 4-1 得知大型企業 CSR 總分平均值為 8.1606，中位數為 8.2245；員工流動率平均值為 10.8013，中位數為 8；台灣企業信用風險指標 TCRI 平均值為 3.1145，中位數為 3；經理人持股平均值為 0.5067，中位數為 0.1300；外部董監席次比率平均值為 39.7688，中位數為 40.8333；獨立董事比率平均值為 26.6591，中位數為 27.2727；CSR 得獎大型企業市場附加價值平均數為 273078 (百萬元)，中位數為 861153 (百萬元)；CSR 得獎大型企業經濟附加價值平均數為 4.6342，中位數為 3.38；股價報酬率平均數為 0.1361，中位數為 0.0804。

表 4-1　敘述統計值

變數	平均數	標準差	中位數	最小值	最大值
CSRI	8.1606	0.6508	8.2245	5.9100	9.5110
EMP TUR	10.8013	9.4661	8	0	55
TCRI	3.1154	1.2576	3	1	8
CEO	0.5067	1.3708	0.1300	0	11.1800
OUT DIR	39.7688	19.9655	40.8333	0	87.5000
IND DIR	26.6591	15.9622	27.2727	0	62.5000
MVA(百萬元)	273078	751629	861153	223298	858133
EVA	4.6342	5.4327	3.3800	-9.5700	25.1200
PRICE	0.1361	0.3672	0.0804	-0.6366	1.7389

註：變數定義：CSRI 取自天下雜誌官方網站公布之「天下企業公民 TOP50」以及「天下企業公民 TOP100」之大型企業 CSR 總分；EMP TUR 為員工流動率；TCRI 為取自台灣經濟新報社 TEJ 之台灣企業信用風險指標 TCRI；CEO 為經理人持股；OUT DIR 為外部董監席次比率；IND DIR 為獨立董事比率；MVA 為市場附加價值；EVA 為經濟附加價值；PRICE 為股價報酬率。

第二節 迴歸分析

一、CSR 得分與流動率、經營層風險和董監結構變數之迴歸分析

由表 4-2 得知在流動率變數中，員工流動率的 p 值為 0.3386，未達顯著水準；在經營層風險變數中，台灣企業信用風險指標 TCRI 的 p 值為 0.0000，達 1%的顯著水準。在董監結構變數中，經理人持股的 p 值為 0.9393，未達顯著水準；外部董監席次比率的 p 值為 0.9443，未達顯著水準；獨立董事的 p 值為 0.0000，達 1%的顯著水準。由此可知，假設 1-2 與假設 1-5 成立，假設 1-1、1-3 以及 1-4 均不成立。假設 1-1 員工流動率高低與大型企業在 CSR 的得分無顯著相關，假設 1-2 台灣企業信用風險指標 TCRI 與大型企業在 CSR 的得分有顯著相關，台灣企業信用風險指標 TCRI 風險愈低，大型企業在 CSR 得分則愈高。研究結果與假設 1-3 經理人持股愈低與大型企業在 CSR 的得分無顯著相關；研究結果與假設 1-4 外部董監席次比率愈高與大型企業在 CSR 的得分無顯著相關；研究結果與假設 1-5 有顯著正相關，獨立董事比率愈高，大型企業在 CSR 的得分則愈高。

表 4-2　CSR 總分與經營層風險和董監結構迴歸分析

變數	係數	t 值	p 值
EMP TUR	0.0030	0.9584	0.3386
TCRI	-0.1569***	-6.5239	0.0000
CEO	-0.0016	-0.0763	0.9393
OUT DIR	-0.0002	-0.0699	0.9443
IND DIR	0.0209***	8.5781	0.0000

註：1.*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

2. 變數定義：EMP TUR 為員工流動率；TCRI 為取自台灣經濟新報社 TEJ 台灣企業

信用風險指標 TCRI；CEO 為經理人持股；OUT DIR 為外部董監席次比率；IND DIR 為獨立董事比率。

二、CSR 總分與公司績效變數之迴歸分析

由表 4-3 得知在公司績效變數中，市場附加價值的 p 值為 0.0000，達 1%的顯著水準，經濟附加價值的 p 值為 0.7866，未達顯著水準。由此可知，研究結果支持假設 2-1，大型企業 CSR 總分愈高，市場附加價值(MVA)愈高。但假設 2-2 不成立，大型企業 CSR 總分與經濟附加價值(EVA)無顯著相關。

表 4-3　CSR 總分與公司績效迴歸分析

變數	係數	t 值	p 值
MVA(百萬元)	0.0000***	5.8374	0.0000
EVA	0.0019	0.2730	0.7866

註：1.*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

2.變數定義：MVA 為市場附加價值，EVA 為經濟附加價值。

三、CSR 得獎大型企業總分與股價報酬率變數之迴歸分析

由表 4-4 得知在股價變數中 p 值為 0.4494，未達顯著水準。由此可知，假設 3 不成立，CSR 總分與天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之股價報酬率無顯著相關。

表 4-4　CSR 得獎大型企業總分與股價報酬率變數迴歸分析

變數	係數	t 值	p 值
PRICE	0.0762	0.7574	0.4494

註：1.*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

2.變數定義：PRICE 為股價報酬率。

四、CSR 得獎大型企業股價報酬率與公司績效之迴歸分析

由表 4-5 得知 CSR 得獎大型企業之市場附加價值的 p 值為 0.7179，未達顯著水準；CSR 得獎大型企業之經濟附加價值的 p 值為 0.0114，達 5%的顯著水準。由此可知，假設 4-1 不成立，天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之股價報酬率與市場附加價值無顯著相關。假設 4-2 成立，天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之股價報酬率與經濟附加價值有顯著相關。

表 4-5　CSR 得獎大型企業股價報酬率與公司績效迴歸分析

變數	係數	t 值	p 值
MVA(百萬元)	0.0000	0.3616	0.7179
EVA	4.0024**	4.8392	0.0114

註：1.*、**與***分別代表 10%、5%與 1%的顯著水準。

2.變數定義：MVA 為市場附加價值，EVA 為經濟附加價值。

本研究以台灣經濟新報所提供之 2008 年至 2019 年之間 312 家台灣上市上櫃企業資料進行實證，並採用天下雜誌 2008 年至 2014 年「天下企業公民 TOP50」以及 2015 年至 2019 年「天下企業公民 TOP100」之大型企業得分作為企業社會責任指標，探討企業社會責任對公司治理與公司績效之間的關係，本研究根據研究結果假設整理成研究假設結果表 4-6，用以說明本研究假設成立與否。

表 4-6　研究假設結果

研究假設	成立/不成立
流動率	
H1-1 CSR 總分愈高，員工流動率愈低	不成立
經營層風險	
H1-2 CSR 總分愈高，TCRI 信用風險指標愈低	成立
董監結構	
H1-3 CSR 總分愈高，經理人持股愈低	不成立
H1-4 CSR 總分愈高，外部董監席次比率愈高	不成立
H1-5 CSR 總分愈高，獨立董事比率愈高	成立
公司績效	
H2-1 CSR 總分愈高，市場附加價值(MVA)愈高	成立
H2-2 CSR 總分愈高，經濟附加價值(EVA)愈高	不成立
H3　CSR 總分愈高，天下雜誌企業公民獎得獎大型企業股價報酬率愈高	不成立
股價報酬率	
H4-1 公司股價報酬率愈高，市場附加價值(MVA)愈高	不成立
H4-2 公司股價報酬率愈高，經濟附加價值(EVA)愈高	成立

第五章 結論與建議

第一節 結論

本研究採用天下雜誌 2008 年至 2014 年「天下企業公民 TOP50」以及 2015 年至 2019 年「天下企業公民 TOP100」之大型企業得分作為企業社會責任指標，並以台灣經濟新報所提供之 2008 年至 2019 年之間 312 家台灣上市上櫃企業資料進行實證，探討企業社會責任對公司治理與公司績效之間的關係，本章依據研究結果進行分析。

根據本文實證結果，在流動率方面，員工流動率與大型企業在 CSR 的得分無顯著相關，這與沈中華、張元(2008)的研究相呼應，善盡企業社會責任的企業不僅嚴格規定員工工作時間，還會限制員工加班時間，使勞動成本大幅提升並增加營業成本，因此員工流動率與善盡企業社會責任之公司無顯著相關。在經營層風險方面，研究結果發現台灣企業信用風險指標 TCRI 與大型企業在 CSR 的得分有顯著相關，TCRI 得分愈低為低風險投資級的企業在 CSR 得分愈高，此研究結果與許永聲、陳俊合與曾弈菱(2013)的研究相符，亦即獲選為社會責任聲望較高的企業，其信用風險評等較佳。在董監結構方面，經理人持股愈低與大型企業在 CSR 的得分無顯著相關，此研究結果與邱慈觀與黃啟瑞(2019)研究一致。此研究結果也支持洪雪卿、陳薇如與傅雁鈴(2013)以及侍台誠、蔡麗雯、相惠萍(2019)根據國外學者的研究，亦即 Jensen and Ruback 提出的利益衝突假設(conflict of interest hypothesis)，經理人持股愈多之際，對其職位會產生更大的保護傘，經理人對公司外部其他利害關係人漠不關心，會違背公司立意良善的價值。外部董監席次比率愈高與大型企業在 CSR 的得分無顯著相關，研究結果與許永聲、陳俊合與曾奕菱(2013)的研究相符。獨立董事比率愈高，大型企業在 CSR 的得分則愈高，研究結果與 Jo & Harjoto(2011)相符，也就是獨立董事席次較多的企業，其社會責任運作效果較佳。

CSR 得獎大型企業得分與大型企業的市場附加價值呈正相關，此研究結果與郭建信、溫秀英(2006)研究結果相符，也就是市場附加價值比傳統績效指標更能解釋公司的經營績效。CSR 得獎大型企業得分與大型企業的經濟附加價值無顯著相關，此研究結果與李傑源(2002)研究相符，在經濟報酬中，經濟附加價值對公司績效的解釋能力傳統財務指標較差，經濟附加價值是每投資一元所得到的報酬率，與 CSR 得獎大型企業得分較無顯著相關。

依據本研究結果 CSR 總分與天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之股價報酬率無顯著相關，研究結果與張元(2011)研究結果相符，投資天下雜誌企業公民獎獲獎企業的股東或投資者，無論短期股價報酬率或長期股價報酬率，其股價無法獲得較的高投資報酬。

本研究結果發現天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之股價報酬率與市場附加價值無顯著相關，但天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之股價與經濟附加價值呈顯著相關，此研究結果和張正有(2013)研究結果相符，經濟附加價值(EVA)相較於市場附加價值(MVA)對股價有較高的預測能力，可藉由經濟附加價值衡量企業的股價報酬率。

第二節 研究貢獻

本論文旨在探討天下雜誌企業社會責任得獎大型企業對公司治理與公司績效的關聯性分析，研究貢獻有以下幾點：

一、台灣企業信用風險指標 TCRI 與大型企業在 CSR 的得分有顯著相關

本研究結果發現台灣企業信用風險指標 TCRI 與大型企業在 CSR 的得分有顯著相關，TCRI 得分愈低為低風險投資級的企業在 CSR 得分愈高。

二、大型企業 CSR 總分愈高，市場附加價值(MVA)則愈高

發現大型企業 CSR 總分愈高，市場附加價值(MVA)愈高，也就是企業長期從事企業社會活動，會持續影響公司的經營績效。

三、大型企業得獎之股價報酬率與經濟附加價值呈正相關

研究結果發現天下雜誌企業公民獎得獎大型企業之股價報酬率與經濟附加價值呈正相關，也就是可以經濟附加價值來解釋得獎大型企業之股價報酬率。

第三節 建議

本文研究之樣本期間為 2008 年至 2019 年，共 12 年，研究企業社會責任以 2008 年至 2014 年間「天下雜誌 TOP50」以及 2015 年至 2019 年「天下雜誌 TOP100」得獎之 312 間大型企業，對公司治理與公司績效之相關聯性分析，除了本論文研究的經營層風險構面 TCRI 等級與員工流動率之外，研究建議未來可以朝公司評等、員工離職率、員工分紅入股與員工的教育訓練與企業社會責任的關聯度進行研究。後續有志繼續以此研究方向進行研究之研究者，可找出更多經營層風險與董監結構的變數進行研究，除了研究能更加完整之外，還能讓企業社會責任之相關研究有豐富的內容產出。

除此之外，目前金融監督管理委員會正在推行以三年為期「公司治理 3.0 永續發展藍圖」，目的是期待台灣的金融業與上市櫃公司能夠致力於環境永續發展，並達成 ESG 目標，也就是強調環境（Environmental）、社會（Social）與公司治理（Governance）三方面的努力。除了一般大家所熟悉的公司治理，資訊安全(information security，INFOSEC)是最新的公司治理議題，建議未來的研究者可以朝 ESG 方面深入探究，才有更多最新時事議題的研究產出。

參考文獻

中文部分

王詮富(2011)，「信用評等與違約率之回顧－以 TCRI 為例」，國立台灣大學財務金融學研究所碩士論文。

王琬青、鄧美貞(2012)，「企業社會責任與財務績效：以經營效率為中介效果」，朝陽商管評論，11 卷 2 期，77-104。

池祥萱、池祥麟、梁綺羚(2016) ，「企業社會責任之策略性分析」，管理評論，35 卷 1 期，21-45。

池祥萱、繆文娟、莊瀅臻(2014)，「企業社會責任對於公司財務績效之影響是雙面刃嗎？來自全球 500 大公司的證據」，管理學報，31 卷 1 期，1-19。

李傑源(2002)，「經濟附加價值與公司績效關聯性之實證研究－以 IC 設計業為例」，中國文化大學會計研究所碩士論文。

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 社會責任指數為例」，經濟論文，36 卷 3 期，339-385。

吳依正、吳尚澄(2019)，「企業購併宣告效果、溢價與績效之研究－以台灣金融業為例」，環境與管理研究，20 卷 1 期，49-80。

林松樹(2004)，公司治理及獨立董監事－企業危機應對實戰技巧，憲業。

林揚舜、鍾俊文(2005)，「員工分紅配股與員工流動率間之關係」，貨幣觀測與信用評等，88-98。

邱慈觀、黃啟瑞(2019)，「治理結構對於企業社會責任的影響」，中山管理評論，27 卷 3 期，511-550。

侍台誠、蔡麗雯、相惠萍(2019)，「臺灣上市公司企業社會責任履行績效之影響因素研究－公司治理與智慧資本觀點」，會計審計論叢，9 卷 1 期，119-166。

洪雪卿、陳薇如、傅雁鈴(2013)，「影響企業社會責任績效之重要因素為何？」，商管科技季刊，14 卷 4 期，405-441。

郭建信、溫秀英(2006)，「經濟附加價值與財務比率分析應用於績效評估之探討－以石化上中游產業為例」，全球管理與經濟，2 卷 1 期，87-106。

許永聲、陳俊合、曾奕菱(2013)，「企業社會責任與信用風險評等」，會計學報，5 卷 1 期，1-26。

張元(2011)，「社會責任公司有較高的股票報酬嗎？」，輔仁管理評論，18 卷 1 期，79-118。

張正有(2013)，「TSMC 2010-2014 經濟附加價值及股價對應分析」，國立交通大學管理學院管理科學學程研究所碩士論文。

陳育成、許豐睿、黃聖雯(2013)，「企業社會責任與經營績效之關係性研究」，評價學報，6 期，53-72。

陳怡伶、陳文英(2019)，「企業社會責任與公司治理對財務報表重編之影響」，商略學報，11 卷 4 期，271-292。

陳振遠、王健聰、洪世偉(2017)，「公司治理對於企業社會責任、公司價值之影響」，中山管理評論，25 卷 1 期，135-176。

陳庭萱、何瑞鎮、林玉婷(2016)，「企業社會責任對長短期股價的影響－以台灣銀行業為例」，證券市場發展季刊，28 卷 4 期，129-170。

陳松山、孔羿琁、黃德舜(2015)，「公司治理品質與企業經濟附加價值」，評價學報，9 期，45-72。

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，14 卷 2 期，175-204。

廖益均(2020)，「如何利用股東會年報揭露資訊估算員工流動率、與員工離職年齡？」，貨幣觀測與信用評等，19-28。

劉美纓、丁碧慧、朱奐聿(2014)，「企業社會責任與公司治理、公司績效之關聯性研究」，2014 第 17 屆科技整合管理研討會，17-30。

薛立言、張志向(2004)，「信用評等：期間與產業差異分析」，中山管理評論，12 卷 12 期，307-336。

聶建中、林彩梅、姜健(2017)，「企業社會責任之於公司經營績效受企業規模大小不同之變化影響」，多國籍企業管理評論，11 卷 1 期，39-58。

簡雪芳、楊孟萍、張羽璇(2019)，「企業社會責任與盈餘管理之關係性研究」，東吳經紀商學學報，99 期，15-56。

謝槐樹、龔哲緯(2019)，「企業社會責任獲獎對股價異常報酬率影響」，全球管理與經濟，15 卷 2 期，25-46。

英文部分

Agrawal, A. and Chadha, S., (2005). “Corporate Governance and Accounting Scandals,” Journal of Law and Economics, 48:2, 371-406.

Anderson, J. W. Jr., (1986). “Social Responsibility and Corporate,” Bussiness Horizons, 29(4), 22-27.

Bowen, H. R. (1953). Social Responsibilities of the Businessman. New York: Harper & Row.

Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. Business Horizons, Vol. 34, No. 4, 39-48.

Clarkson, M., (1995). “A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporation.” Academy of Management Review, Vol. 20, No. 1, 92-117.

Crifo, P., and V. D. Forget (2015). “The Economics of Corporate Social Responsibility: A Firm-Level Perspective Survey.” Journal of Economics Survey, Vol. 29, No. 1, 112-130.

Cronqvist, H. and Nilsson, M., (2003). “Agency Costs of Controlling Minority Shareholders.” Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38:4, 695-719.

David, H. (2001). The case against “Corporate Social Responsibility.” Policy, Vol. 17, No. 2, 28-32.

Dahlsrud, A. (2008). How Corporate Social Responsibility is Defined: An Analysis of 37 Definitions. Corporate Social Responsibility and Environment Management, Vol. 15, No.1, 1-13.

Davidson, W. N., T. Pilger, and A. Szakmary., (1998). “Golden parachutes, board and committee composition, and shareholder wealth.” Financial Review 33:1, 17-32.

Fasanys, Ismail O. and Onakoya, Adegbemi B. O.(2013). Dose Corporate Social Responsibility Improve Financial Performance of Nigerians Firms? Empirical Evidence from Triangulation Analysis. Pakistan Journal of Social Science, Vol. 10, No. 2, 92-98.

Frederick, W. C., (1983). "Corporate Social Responsibility in the Reagan Era and Beyond." California Management Review, 25(3), 145-147.

Friedman, M. (1970). "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits." New York Times Magazine, September 13, 122-126.

Jo, H. Harjoto, M. A., (2011). "Corporate Government and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility." Journal of Business Ethics, Vol. 103, No. 3, 315-383.

Matten, D., & Moon J. (2008). "Implicit" and "Explicit" CSR: A Conceptual Framework for a Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility, Academy of Management Review, Vol. 33, No.2, 404-424.

McConnell, J.J. and Servase, H., (1990). "Additional Evidence on Equality Ownership and Corporate Value." Journal of Financial Economic, 27:2, 595-612.

Mitchell, R., Weaver, G., Agle, B., Bailey, A., and Carlson, J., (2016). "Stakeholder Agency and Social Welfare: Pluralism and Decision Making in The Multi-objective Corporation." Academy of Management Review, Vol. 41, No. 2, 252-275.

Porter, M. E., and M. R. Kramer., (2002). "The competitive advantage of corporate philanthropy." Harvard Business Review, 80, 56-68.

Prevost, A. K., Rao, R. P. and Hossain, M., (2002). "Determinants of Board Composition in New Zealand: A Simultaneous Equations Approach." Journal of Empirical Finance, 9:4, 373-397.

Shahin, A., and M. Zairi. (2007). “Corporate Governance as a Critical Element for Driving Excellence in Corporate Social Responsibility.” International Journal of Quality and Reliability Management, 24:7, 753-770.

Siegel, D. S., and Vitaliano, D. F.(2007). “An Empirical Analysis of the Strategic Use of Corporate Social Responsibility. ” Journal of Economics and Management Strategy, 16:3, 773-792.

Steiner G. A., and Steiner J. F. (1980). “Business, Government and Society. ” New York: Random House.

Stern, J. M. G., H. Donald, B. Stewart and J.R. Chew (1995). “The EVA Financial Management System.” Journal of Applied Corporate Finance, 18:2, 32-46.

Tsoutsoura, M. (2004). Corpoate social responsibility and financial performance. Working Paper.

Vilanova, M., J., and Arenas, (2009). “Exploring the Nature of the Relationship between CSR and Competitiveness.” Journal of Business Ethics, Vol. 87, No. 1, 57-69.

WBCSD (2000). Corporate Social Responsibility: Meeting Changing Expectations. Geneva: World Business Council for Sustainable Development.

Zahra S, A., B. M. Oviatt, and K. Minyard, (1993), “Effects of Corporate Ownership and Board Structure on Corporate Social Responsibility and Financial Performance.” Academy of Management Best Paper Porceedings, 336-340.

附錄

附錄 1 天下雜誌企業公民獎大型企業得獎公司

年度	大型企業得獎公司	股票代號	備註
2008	台積電	2330	天下企業公民 TOP50
	台達電	2308	
	中華電	2412	
	統一超	2912	
	台灣大	3045	
	廣達	2382	
	聯發科	2454	
	中華	2204	
	中鋼	2002	
	聯電	2303	
	仁寶	2324	
	台塑	1301	
	英業達	2356	
	和泰車	2207	
	裕隆	2201	
	中鼎	9933	
	遠東新	1402	
	遠傳	4904	

	明泰	3380	
2009	台積電	2330	天下企業公民 TOP50
	中華電	2412	
	光寶科	2301	
	台灣大	3045	
	聯發科	2454	
	中鋼	2002	
	友達	2409	
	統一超	2912	
	和泰車	2207	
	華碩	2357	
	台塑	1301	
	統一	1216	
	英業達	2356	
	廣達	2382	
	遠東新	1402	
	裕隆	2201	
	中鼎	9933	
	寶成	9904	
	微星	2377	
	遠傳	4904	
	東元	1504	
	環科	2413	
	正隆	1904	

	台泥	1101	
	明泰	3380	
2010	台達電	2308	天下企業公民 TOP50
	中華電	2412	
	光寶科	2301	
	台灣大	3045	
	華碩	2357	
	旺宏	2337	
	統一超	2912	
	緯創	3231	
	中鋼	2002	
	統一	1216	
	遠傳	4904	
	廣達	2382	
	微星	2377	
	英業達	2356	
	和泰車	2207	
	中鼎	9933	
	正隆	1904	
	裕隆	2201	
	仁寶	2324	
	遠東新	1402	
	台塑	1301	
2011	台積電	2330	天下企業公民 TOP50

	光寶科	2301	
	中華電	2412	
	台灣大	3045	
	旺宏	2337	
	緯創	3231	
	中鋼	2002	
	中鼎	9933	
	裕隆	2201	
	仁寶	2324	
	華碩	2357	
	茂迪	6244	
	統一超	2912	
	微星	2377	
	士電	1503	
	和泰車	2207	
	遠東新	1402	
	正隆	1904	
	豐泰	9910	
	聚陽	1477	
	台橡	2103	
2012	台達電	2308	天下企業公民 TOP50
	台積電	2330	
	光寶科	2301	
	台灣大	3045	

	中華電	2412	
	東元	1504	
	聯電	2303	
	旺宏	2337	
	研華	2395	
	統一超	2912	
	仁寶	2324	
	華碩	2357	
	緯創	3231	
	微星	2377	
	上銀	2049	
	士電	1503	
	遠傳	4904	
	中光電	5371	
	中華	2204	
	統一	1216	
	聚陽	1477	
2013	台達電	2308	天下企業公民 TOP50
	台積電	2330	
	光寶科	2301	
	聯電	2303	
	中華電	2412	
	台灣大	3045	
	東元	1504	

	廣達	2382	
	中鋼	2002	
	遠東新	1402	
	中鼎	9933	
	緯創	3231	
	晶技	3042	
	裕隆	2201	
	英業達	2356	
	中光電	5371	
	大聯大	3702	
	微星	2377	
	仁寶	2324	
2014	台積電	2330	天下企業公民 TOP50
	光寶科	2301	
	中華電	2412	
	聯電	2303	
	台灣大	3045	
	東元	1504	
	遠傳	4904	
	英業達	2356	
	統一超	2912	
	技嘉	2376	
	中華	2204	
	中鋼	2002	

	世界先進	5347	
	欣興	3037	
	緯創	3231	
	中鼎	9933	
	中光電	5371	
	美律	2439	
	上銀	2049	
	鴻海	2317	
2015	台積電	2330	天下企業公民 TOP100
	聯電	2303	
	光寶科	2301	
	中華電	2412	
	中鋼	2002	
	遠傳	4904	
	康舒	6282	
	仁寶	2324	
	英業達	2356	
	研華	2395	
	統一超	2912	
	世界先進	5347	
	中華	2204	
	緯創	3231	
	啟碁	6285	
	中鼎	9933	

	裕隆	2201	
	聚陽	1477	
	微星	2377	
	技嘉	2376	
	和泰車	2207	
	亞泥	1102	
	美律	2439	
	特力	2908	
	統一	1216	
	大聯大	3702	
	鴻海	2317	
	中磊	5388	
	華碩	2357	
	遠百	2903	
2016	台達電	2308	天下企業公民 TOP100
	台積電	2330	
	聯電	2303	
	中華電	2412	
	遠傳	4904	
	英業達	2356	
	中華	2204	
	華碩	2357	
	上銀	2049	
	聯發科	2454	

	中鋼	2002	
	和泰車	2207	
	佳世達	2352	
	研華	2395	
	特力	2908	
	中光電	5371	
	仁寶	2324	
	美律	2439	
	世界先進	5347	
	啟碁	6285	
	裕隆	2201	
	台虹	8039	
	漢翔	2634	
	遠百	2903	
	台泥	1101	
	緯創	3231	
	微星	2377	
	統一	1216	
	聚陽	1477	
	萬海	2615	
	亞泥	1102	
	台肥	1722	
2017	台達電	2308	天下企業公民 TOP100
	聯電	2303	

	台灣大	3045	
	華碩	2357	
	中華	2204	
	中華電	2412	
	英業達	2356	
	友達	2409	
	遠傳	4904	
	光寶科	2301	
	遠東新	1402	
	佳世達	2352	
	技嘉	2376	
	群創	3481	
	中鋼	2002	
	中鼎	9933	
	裕隆	2201	
	東元	1504	
	聯發科	2454	
	中光電	5371	
	漢翔	2634	
	統一超	2912	
	研華	2395	
	上銀	2049	
	緯創	3231	
	康舒	6282	

	世界先進	5347	
	美律	2439	
	特力	2908	
	微星	2377	
	聚陽	1477	
	遠百	2903	
	啟碁	6285	
	力成	6239	
	正隆	1904	
2018	台達電	2308	天下企業公民 TOP100
	台積電	2330	
	友達	2409	
	台灣大	3045	
	華碩	2357	
	光寶科	2301	
	中華	2204	
	英業達	2356	
	中華電	2412	
	裕隆	2201	
	遠傳	4904	
	台泥	1101	
	聯發科	2454	
	遠東新	1402	
	技嘉	2376	

	中鋼	2002	
	台灣高鐵	2633	
	中鼎	9933	
	統一超	2912	
	上銀	2049	
	漢翔	2634	
	中光電	5371	
	研華	2395	
	東元	1504	
	台虹	8039	
	鴻海	2317	
	遠百	2903	
	和泰車	2207	
	世界先進	5347	
	緯創	3231	
	特力	2908	
	裕日車	2227	
	榮成	1909	
	南茂	8150	
2019	台積電	2330	天下企業公民 TOP100
	友達	2409	
	中華	2204	
	台灣大	3045	
	光寶科	2301	

	遠傳	4904	
	英業達	2356	
	裕隆	2201	
	聯發科	2454	
	台泥	1101	
	華碩	2357	
	中鋼	2002	
	中華電	2412	
	和泰車	2207	
	研華	2395	
	遠東新	1402	
	群創	3481	
	中鼎	9933	
	中光電	5371	
	緯創	3231	
	南亞科	2408	
	世界先進	5347	
	統一超	2912	
	技嘉	2376	
	上銀	2049	
	漢翔	2634	
	力成	6239	
	啟碁	6285	
	微星	2377	

	寶成	9904	
	遠百	2903	
	南茂	8150	
	王品	2727	
	裕日車	2227	
	聚陽	1477	