法鼓文理學院
DILA Dharma Drum Institute of Liberal Arts

資本市場能夠察覺企業善盡社會責任的眞誠心嗎？

林美珍　　池祥麟

國立臺北大學企業管理學系　　國立臺北大學金融與合作經營學系

中文摘要

資本市場投資人對於企業社會責任(corporate social responsibility, CSR)的偏好可能會隨時空而改變。就時間而言，當經濟景氣不佳時，投資人可能較重視公司的財務績效，而不大重視公司於 CSR 的表現；但是當企業醜聞發生時，投資人又會希望公司必須多重視 CSR。就空間而言，善盡 CSR 的公司在利害關係人導向的國家可能比在股東導向的國家更受到鼓勵。因此，當投資人對於 CSR 的偏好隨著時空而不斷地改變時，公司對 CSR 的資源投入究竟是要繼續穩定堅持，還是要跟著不斷地改變(時而 CSR，時而不 CSR) 以迎合投資人的偏好呢？如果是後者，那麼投資者是否反而會覺得該公司於 CSR 的投入並不眞誠，即使該公司目前投入許多資源於 CSR 活動(或是公司目前的 CSR 表現很好)，投資者還是會降低對於該公司的持股，而導致公司市場價值的下降呢？因此，本文嘗試分析資本市場投資者(包括社會責任投資者)是否眞的會在乎公司 CSR 活動的眞誠與否，亦即從實證研究來分析「疾風知勁草，板蕩識忠臣」是否也是公司能夠追求的企業理念。

關鍵字：企業社會責任、眞誠心、資本市場、迎合效果、社會責任投資

This version: 2018 年 1 月 7 日

一、研究動機與目的

企業社會責任(corporate social responsibility, CSR)是指公司除了追求股東利潤 (或財富) 極大化之外，必須同時兼顧到其他利害關係人的福利，譬如改善員工的工作環境與福利、重視人權、注重產品與服務品質以增進消費者的權益、避免進行內線交易或會計操縱以保護外部人(小股東與債權人等)、贊助社區公益活動、降低或避免環境污染等等。

傳統經濟學家認爲每個人(企業)只要自利(追求自己的利益)，不用刻意利他，市場機能或價格機能這隻看不見的手，就能將社會資源做最有效率地支配，讓社會福利最大。如果在這個過程中產生外部性(譬如企業造成環境污染)或是貧富不均的問題，就由政府來解決即可。但是正如 2014 年諾貝爾經濟學獎得主 Jean Tirole 所提及，市場機制的運作下產生了外部性的市場失靈與分配失靈(貧富差距)的問題，政府並無法有效解決，因爲政府效率不足、政府被利益團體遊說，或是政府政策無法滿足社會大衆多樣性的偏好，從而導致政府失靈(Bénabou and Tirole, 2009)。在這種情況下，許多個人(消費者與投資人等)與組織便挺身而出，透過諸如公平貿易(fair trade)運動、社會責任投資(socially responsible investing, SRI)[1]、非政府組織或社會企業，期望用來解決上述的問題以彌補政府失靈。尤其近年來，金融危機與企業醜聞持續地發生，使得社會大衆對於企業負起 CSR 的期待也逐漸增加。企業除了被動地因應社會大衆的壓力或爲了挽回社會大衆的信任而投入資源於 CSR 之外，也可以積極主動地透過創新與創意，在善盡 CSR 的同時，也爲公司創造提升財務績效的機會與獲取長期的競爭優勢，而能達到兩全其美。而且如果我們能夠充分了解 CSR 的利益與侷限，CSR 確實能產生正面的影響力(Bénabou and Tirole, 2009)。

但是，當公司投入資源於 CSR 時，能夠獲得社會大衆(譬如投資人、消費者與員工等等)的支持嗎？Doane(2005)便認爲，我們常常假設「企業做好事有好報(亦即企業善盡社會責任

[1]依美國永續與責任投資論壇(USSIF)的定義，社會責任投資(socially responsible investing; SRI)或稱永續、責任與影響力投資(sustainable, responsible, and impact investing, SRI)是指投資人在做投資決策時，將投資標的之環境(environmental)、社會(social)與公司治理 (corporate governance)三個因素(或稱 ESG)納入考量的一種投資方式或策略，期望長期而言不但能獲得具競爭力的財務報酬，還能同時創造正面的社會影響力，達到兩全其美的結果。SRI 除了透過買進 CSR 表現良好的公司並賣出 CSR 表現不佳的公司，來鼓勵與督促其投資標的公司的 ESG 表現之外，其也可能更積極地直接與經營階層溝通，或在公司的股東大會上提出議案，要求這些公司能改善 ESG 的表現，這也是一種股東行動主義(shareholder activism)；有些 SRI 則是會進行社區投資(community investing)或是影響力投資(impact investing)，譬如直接投資於微型金融機構(micro-finance institutions; MFIs)，促進經濟受創或落後地區的經濟發展。請參考池祥麟(2015)。

能夠有助於該企業的財務績效)」根本就是錯誤的，因爲社會根本就不是如此運作，社會大衆根本就不支持。譬如投資人會去投資那些只會賺錢但不重視 CSR 的公司(譬如對員工苛刻或是嚴重污染環境)，而不會投資那些善盡 CSR 的公司；消費者口頭上說會買有 CSR 意識的產品(譬如生產過程重視環保或不僱用童工)，但在實際購買時，卻還是購買那些價格較低廉而不重視 CSR 的商品。在此種情況下，那些善盡 CSR 的公司反而受到社會大衆的懲罰而非鼓勵，使得企業做好事有壞報，讓公司很難靠己力把 CSR 做好。

進一步言，2007 年起金融海嘯席捲全球，當中又以金融業受創最深。社會輿論直指華爾街銀行經理人的短視近利行爲(short-termism)是罪魁禍首。譬如 2009 年 2 月華爾街日報的文章認爲過去十年來，大部分的公司在股東要求提昇短期股價的壓力下變得較爲短視近利，尤其是銀行與金融業。[2]2009 年 9 月，美國總統歐巴馬在次貸危機發生一周年之際發表了一項演說，揭示了這次危機主要誘發於對高額紅利的追求，甚至直接地告誡華爾街人士，應該用長期績效取代短期的獲利來做爲紅利發放的依據。[3]2008 年 1 月工商時報也以經營者短視近利是金融不穩定根源爲題。[4]就連德意志銀行的執行長也自己坦誠銀行業的紅利機制以及所伴隨的短視近利的思考模式，的確是這次次貸危機發生的一個重要因素。[5]由上述輿論看來，驅使經理人短視近利的主要動機是來自於其獎酬結構的問題，然而，眞正形成此種獎酬結構的根本原因應該是其背後主宰資金動向的投資人。如果投資人總是沒有耐心，只重視公司的短期績效而不在乎公司的長期願景，公司經理人便可能有短視近利的行爲，亦即過度地追逐短期盈餘已達成投資人預期，而放棄長期的好投資(譬如 R&D、人力資本或是 CSR 等無形資產的投資，需要長時間才能提升公司的財務績效，但可能會降低公司的短期盈餘)，以避免投資人降低對該公司的持股；相反地，若投資人重視的是公司的長期表現，該公司經理人很自然地便不必受制於這樣的壓力，而能轉而重視長期績效。

因此，我們想從資本市場投資人的角度，透過實證研究，來檢視他們是否支持公司投入資源於 CSR。如果是，那麼公司在資本市場的支持下，更能善盡 CSR 而有益於社會與環

[2]Samuelson, J. F. and L. A. Stout (2009), "Are Executives Paid Too Much?" The Wall Street Journal (FEBRUARY 26, 2009).

[3]2009 年 9 月 15 日企業社會責任新聞 (The Corporate Social Responsibility Newswire),「Kicking the short-termism habit」 。

[4]2008 年 1 月 6 日的工商時報,「經營者短視近利是金融不穩定根源」

[5]2008 年 3 月 6 日 Spiegel Online 訪問 Josef Ackermann, 「We're Not Barbarians」 。

境；反之，如果否，那麼在資本市場短視近利的壓力下，我們也不能總是單方面的要求公司善盡 CSR，而是要想辦法讓投資人能夠有 CSR 的思維與作法。

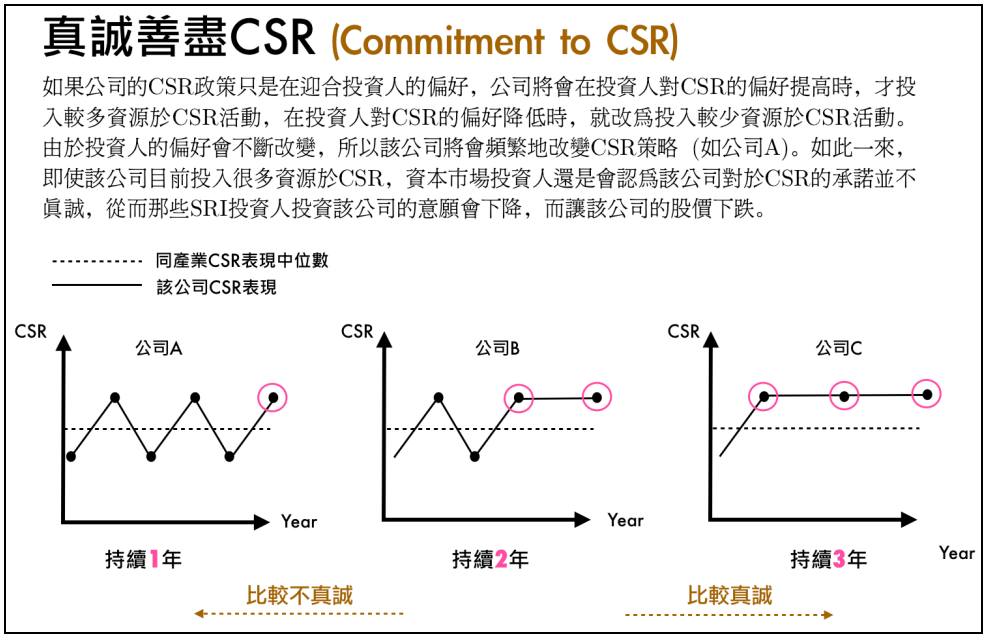
二、為何要考量企業善盡社會責任的眞誠心？[6]

Mackey, Mackey, and Barney(2007)認為投資人對於公司的企業社會責任政策(重視 CSR 或不重視 CSR)的偏好會隨著時間而改變，因此，企業若能在投資人對 CSR 的偏好提高時(譬如企業醜聞發生時或是經濟景氣繁榮時)多投入資源於 CSR，而在投資人對 CSR 的偏好降低時(譬如經濟景氣衰退時)少投入資源於 CSR，此種 CSR 策略將能提升公司市場價值。進一步言，投資人有可能會偏好 CSR 嗎？他們偏好 CSR 究竟是為了什麼目的？如果公司的 CSR 活動能提升公司未來的現金流量，投資人當然會偏好此種 CSR，所以 Mackey *et al.*(2007)並不分析此種 CSR。Mackey *et al.* (2007)分析的重點是那些會減損公司未來的現金流量的 CSR 活動，並認為有些投資人之所以對此種 CSR 產生偏好，是因為他們能從公司這種 CSR 活動中獲取非金錢性的效用(因為有些社會與環境問題非靠企業無法解決)。具有此種特質的股東(就是我們在第一部分提到的 SRI 投資者)在投資公司股票時，除了這些投資帶給他們的財富之外，還會從公司的 CSR 活動獲取非金錢性的效用，因此，即使公司投入資源於 CSR 活動會減損公司未來的現金流量(與未來的現金流量的現值)，SRI 投資者還是願意投資這些公司的股票，從而提升公司目前的市場價值。也因此，公司投入資源於這種 CSR 活動雖然沒有讓公司未來現金流量的現值極大，卻還是能讓公司目前的市場價值極大。

也因此，Mackey *et al.* (2007)認為，當 SRI 投資者對於上述的 CSR 之偏好或需求越高時，公司投入越多資源於 CSR，將能產生越高的市場績效。但是，Mackey *et al.* (2007)是篇理論文章，從而是否眞的存在上述這種會支持(或偏好)公司 CSR 活動的 SRI 投資者，以提升善盡 CSR 公司的市場價值，是個財務學的實證議題。值得一提的是，Mackey *et al.* (2007)提到 SRI 投資者對於 CSR 的偏好會隨著時間改變。譬如當經濟景氣不佳時，投資人會降低對於 CSR 的偏好；但是當企業醜聞接連地發生時，投資人又會增加對於 CSR 的偏好。因此，當投資人對於 CSR 的偏好不斷隨著時空而改變時，公司的 CSR 策略也要跟著頻繁地改變嗎？Mackey *et al.* (2007) 認為如果公司頻繁地改變 CSR 策略的話，可能會產生反效果，因為 SRI 投資者會覺得該公司於 CSR 的投入並不眞誠(genuine)，即使該公司

[6]此部分內容請參考池祥麟(2018a, 2018b)。

目前投入許多資源於 CSR 活動(或是公司目前的 CSR 表現很好)，SRI 投資者還是會降低對於該公司的持股，而導致公司市場價值的下降 (如圖一所示)。因此，資本市場投資者是否眞的會在乎公司 CSR 活動的眞誠與否，我們覺得可能是一個值得進行的實證議題。



圖一 不穩定的 CSR 政策與穩定的 CSR 政策

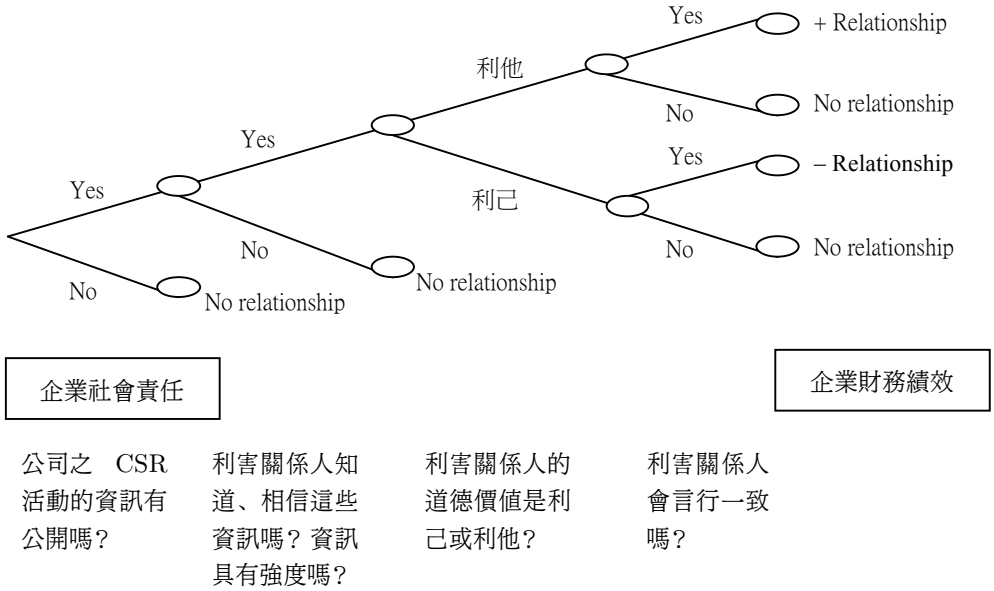
三、企業善盡社會責任的眞誠心與社會的道德價值[7]

Schuler and Cording (2006)認爲過去學術研究在分析企業做好事是否有好報(亦即企業善盡社會責任是否有助於該企業財務績效)時，忽略了利害關係人(stakeholders)－消費者、股東、員工等等－所作的決策選擇，亦無詳盡說明資訊強度(information intensity)與道德價值(moral value)所產生之影響，也忽略了利害關係人是否言行一致(亦即當利害關係人具有利他的道德價值，而有鼓勵 CSR 表現好的公司之意願時，他是否眞的會將意願化成實際的行爲)的問題。因此 Schuler and Cording (2006)認爲，如果企業善盡 CSR 眞的要能夠有助於該企業的財務績效(亦即做好事有好報)的話，必須滿足幾個條件才行，如圖二「企業社會責任–企業財務績效」模型所示。

第一個條件是：企業必須要對社會大衆公開 CSR 活動的資訊，亦即企業爲善須讓人知，因爲資訊在利害關係人的決策中扮演著重要角色，而且利害關係人所在意的 CSR 資訊對於

[7]此部分內容亦請參考池祥麟(2018a, 2018b)。

CSR 與企業財務績效之間關係的推論也有所影響。



圖二 CSR 與 CFP 連結之決策樹 (Schuler and Cording, 2006)

接著 Schuler and Cording (2006)認爲，我們還要考量 CSR 活動資訊的「資訊強度」高低。資訊強度是指利害關係人得知企業 CSR 表現好或壞的機率，資訊強度越強，CSR 對於公司財務績效的影響越顯著。資訊強度受三個因素影響：(1)CSR 相關資訊可由公司自行提供給利害關係人，或是利害關係人從其它來源(如非營利組織、政府或媒體)獲得，但從後者所獲得的資訊強度會比公司所發佈之資訊強度爲大，因爲前者可能會讓利害關係人覺得公司是老王賣瓜，自賣自誇；(2)資訊散播愈廣，強度愈大；(3)好公司(過去累積了好的 CSR 聲譽的公司)做好事(進行 CSR 行動)產生的 CSR 資訊僅有中等程度的資訊強度(因爲好公司原本就會做好事)，但好公司做壞事(違反 CSR 的行動)產生的 CSR 資訊會有最高程度的資訊強度，亦即讓人對原本心目中的好公司極度失望；壞公司(過去累積了壞的 CSR 聲譽的公司)做好事產生的 CSR 資訊僅有低度的資訊強度，因爲利害關係人會懷疑這家壞公司做好事的背後動機並不眞誠或另有圖謀，壞公司做壞事產生的 CSR 資訊則亦僅有中等程度的資訊

強度(因爲壞公司原本就會做壞事)。從而，建立好的 CSR 名聲需要累積許多功績，但只要做了一件壞事，就會讓好名聲毀於一旦(因爲好公司做壞事的資訊強度最高)，而且之後不容易透過做好事來挽回(因爲好公司做壞事而被大家認爲是壞公司之後，做好事的資訊強度最低)(請參閱表一)。

表一　CSR 聲譽、CSR 資訊與資訊強度

		CSR 資訊	
		做好事	做壞事
CSR 聲譽	好公司	中等資訊強度	高度資訊強度
	壞公司	低度資訊強度	中等資訊強度

第二，要避免讓利害關係人覺得企業公布此 CSR 活動的資訊其實是爲了利己(亦即股東的利益)而非眞誠的利他，否則企業盡 CSR 對於公司財務績效的提升不會有太大的幫助。因此，企業盡社會責任是否能讓社會大衆感受到眞誠(Schuler and Cording, 2006)，但是如何衡量上述眞誠的程度，以及資本市場是否眞的會對於眞誠心作出正面的反應，這便是本文想要確認的實證議題。

第三，如果企業的 CSR 活動資訊強度夠強，並能夠讓利害關係人感到眞誠，而且利害關係人的道德價值或是整個社會風氣比較偏向於「利他」(other regarding)而非「利己」(self regarding)，利害關係人才有可能受到感動而產生獎勵該企業的意願。Schuler and Cording (2006) 認爲，擁有「利他」價值之利害關係人(譬如股東)對於正面 CSR 資訊會產生較強的鼓勵公司的意願，從而會有較強的購買公司股票的意圖，而對於負面 CSR 資訊也會有較強的意圖去出售公司的股票，當利害關係人的「利他」價值越強，而且正面 CSR 資訊強度越大時，則利害關係人所意識到的 CSR 特性就越正面。

第四，受到感動的利害關係人還要言行一致，亦即將此意願化作實際的行動(譬如股東會因此多購買該企業的股票)，才能使公司的財務績效有所增進。進一步言，公司的財務績效是否眞能如上述所言有所增進，則是本文想要確認的實證議題。

四、研究資料、研究方法與實證結果

本篇文章使用三個資料庫，包括 Standard And Poor's Research Insight(Compustat)以取得美國公司財務報表的數據，主要用來衡量公司的財務績效，包括會計績效：資產報酬率(returns on assets, ROA)與市場績效：市值對帳面價值比(market-to-book ratio)[8]；Thomson-Reuters Institutional Holdings (13F)資料庫以取得機構投資人持股的數據，以及 KLD Research& Analytic, Inc. (KLD)資料庫已取得企業社會責任的績效資料[9]，資料頻率爲年，合併三種資料庫後，本文以樣本期間 1991-2015 年，扣除缺值後總共 16,948 個公司年度的觀察值。

Mattingly and Berman (2006) 認爲 KLD 資料庫已成爲衡量企業社會行爲的量化標準，即使在不同類別的企業社會責任績效(或稱企業社會績效)評分也較具有一致性的評量標準，該資料庫以美國爲範圍，由獨立的第三方蒐集資訊並進行企業社會績效之衡量，而且已被學術研究廣泛使用，因此本文以 KLD 資料庫衡量公司 CSR 活動的績效。自 1991 年開始的每一年，KLD STATS 提供 Domini 400 Social SM Index 和 S&P 500 大約 650 家成分股公司的資料。自 2001 年起，KLD 擴展其樣本公司至美國市場規模前 1,000 家最大的企業，總數約有 1,100 家，並且在 2003 年增加家數約至 3,100 家。

KLD 資料庫中爲非爭議性產業的社會績效評分共分成七個類別，包括公司治理、社區、多樣性、員工關係、環境、人權與產品，每個類別都有多個細項的正面(strengths)題項與負面(concerns)題項，總計約 160 個題項。每個細項在該企業該年度若有發生則分數爲 1，否則爲 0。例如在公司治理類別的正面評分中，有一個細項叫做薪酬限制，若該企業該年度有符合 KLD 標準的高階經理人的薪酬限制準則，那麼該公司該年度的薪酬限制之分數就會爲 1，否則就爲 0。然後本文依照過去學術文獻的做法，將同類別中的正面題項的評分加總爲該類別的正面績效，同類別中的負面題項的評分加總爲該類別的負面績效，我們就可以得到該類別的個別績效。若把所有七項類別的正面績效加總得出總分，並進行產業調整，亦即將各

[8]從 Compustat 資料庫所取得的資料除了用來衡量公司的財務績效之外，還用來衡量控制變數(control variables)，包括如公司規模、財務槓桿、費用比率等等。由於文章篇幅的限制，所以我們就不細列這些控制變數於本文中。此外，我們在進行迴歸分析時也有考慮年度的固定效果(fixed effect)與產業別的虛擬變數，請參考表二。

[9]由於 KLD 資料庫僅衡量美國公司的 CSR 績效，所以我們只能分析美國的情況。未來若能取得全球 CSR 資料庫，就可以將研究範圍擴展至全球，而能夠進行空間分析，亦即檢視善盡 CSR 的公司在利害關係人導向的國家是否比在股東導向的國家更受到鼓勵。因此，本文僅進行時間分析，檢視投資人對於公司 CSR 偏好隨著時間變化所產生的影響。

企業的社會正面績效總分扣除同產業中位數，我們視爲該企業的(產業調整後)社會正面績效(Ind.-adj. Strengths)，代表該企業增進社會福祉與善待各類利害關係人的表現；若把所有七項類別的負面績效加總得出總分，並進行產業調整，亦即將各企業的社會負面績效總分扣除同產業中位數，我們視爲該企業的(產業調整後)社會負面績效(Ind.-adj. Concerns)，代表該企業造成社會問題而對各類利害關係人所造成的損害；最後再將兩者相減(亦即正負相抵)就是該企業第 t 期整體的企業社會績效：CSR(t)。

在實證模型中，我們以公司第 t+1 期、第 t+2 期、第 t+3 期的會計績效(ROA)與市場績效(market-to-book ratio)作爲應變數，並以公司第 t 期的企業社會績效(CSR(t))作爲自變數之一。其次，我們加入另外兩個自變數，包括：CSR(t)與 CSR premium(t-1)的交乘項：CSR(t)*CSR premium(t-1)以及 CSR Persistence。

CSR premium(t-1)是用來衡量第 t-1 期時投資者對於公司 CSR 的偏好，我們係採用類似 Baker and Wurgler (2004a; 2004b)在分析公司股利政策的做法，每一年先將所有公司區分成兩個群體，第一群爲 CSR(t-1)大於或等於 0 的公司組成(代表這群公司的 CSR 表現比同業好)，第二群爲 CSR(t-1)小於 0 的公司組成(代表這群公司的 CSR 表現比同業差)，然後每年將第一群公司的 market-to-book ratio 之市值加權平均值減去第二群公司的 market-to-book ratio 之市值加權平均值，便可以得出 CSR premium(t-1)。當 CSR premium(t-1)越大時，代表第 t-1 期時投資者越偏好第一群公司，亦即投資者對於公司 CSR 越有偏好；當 CSR premium(t-1)越小時，代表第 t-1 期時投資者越偏好第二群公司，亦即投資者對於公司 CSR 越沒有偏好。因此，CSR(t)*CSR premium(t-1)的迴歸係數就可以用來檢視企業迎合投資者對於 CSR 的偏好對於該企業未來財務績效的影響：當該迴歸係數顯著大於 0，代表第 t-1 期時投資者對於公司 CSR 越有偏好，從而公司迎合投資人在第 t 期時投入越多資源於 CSR 時，會有助於公司第 t+1 期、第 t+2 期、第 t+3 期財務績效的提升；當該迴歸係數顯著小於 0，代表第 t-1 期時投資者對於公司 CSR 越有偏好，從而公司迎合投資人在第 t 期時投入越多資源於 CSR 時，反而有害於公司第 t+1 期、第 t+2 期、第 t+3 期財務績效。

CSR Persistence 則是用來衡量公司善盡 CSR 的眞誠心。正如圖一所示，當公司第 t-9 年至第 t 年的 CSR(t)都大於 0 時，代表該公司的 CSR 績效連續 10 年高於產業平均，

此時 CSR Persistence=10；同樣地，當公司第 t-8 年至第 t 年的 CSR(t)都大於 0 時，代表該公司的 CSR 績效連續 9 年高於產業平均，此時 CSR Persistence=9。依此類推，我們可以得知 CSR Persistence 最大值爲 10，最小值爲 0。而且當 CSR Persistence 越大時，代表公司善盡 CSR 的眞誠心越強烈，也可以說這種公司不管投資人對於 CSR 的偏好是高是低，該公司都持續穩定地投入高於產業平均的資源於 CSR 活動，符合所謂的「疾風知勁草，板蕩識忠臣」的企業擬人化的經營理念。CSR Persistence 的迴歸係數就可以用來檢視公司善盡 CSR 的眞誠心對於該企業未來財務績效的影響：當該迴歸係數顯著大於 0，代表公司善盡 CSR 的眞誠心有助於該公司第 t+1 期、第 t+2 期、第 t+3 期財務績效的提升，這也代表資本市場會察覺公司善盡 CSR 的眞誠心並給予正面的肯定，特別是當我們以市場績效(market-to-book ratio)來衡量財務績效時；當該迴歸係數未顯著異於 0，代表資本市場未能察覺公司善盡 CSR 的眞誠心；當該迴歸係數顯著小於 0，代表公司善盡 CSR 的眞誠心反而有害於該公司第 t+1 期、第 t+2 期、第 t+3 期的財務績效，這也代表資本市場反而會懲罰公司善盡 CSR 的眞誠心。

就實證結果來看(請見表二)[10]，我們發現 CSR(t)*CSR premium(t-1)的迴歸係數幾乎都不顯著異於 0(甚至對於 Market-to-Book Ratio(t+3)還有顯著負向影響)，代表若公司是因爲投資人對於 CSR 的偏好提高而增加對於 CSR 的投入時，這種 CSR 投入的增加(迎合投資人偏好的行爲)，就無助於(甚至有害於)公司的財務績效。其次，我們也發現：若公司是持續進行 CSR 的投入時，這種 CSR 投入的持續度越高，公司未來的會計績效(ROA)與市場績效(market-to-book ratio)會提升越多，因爲 CSR Persistence 的迴歸係數在每個迴歸設定中都顯著大於 0。這樣的實證結果整體來看，公司若要能兩全其美，亦即要能做好事有好報(doing good and doing well)的話，持續地投入勝過產業平均的 CSR 會比迎合市場投資人還要有效。背後的原因正如本文之前所言，可能是「迎合市場投資人」會讓公司 CSR 的的投入忽多忽少(因爲市場投資人對於 CSR 的偏好會變動)，而讓人感覺該公司在 CSR 的投入上比較不眞誠。

[10]由於文章篇幅的限制，所以我們就不細列其他實證表格，諸如各變數的敍述統計量以及相關係數表等等。

表二　資本市場會察覺企業善盡社會責任的眞誠心嗎？

Panel A.	*Dependent Variable: ROA*(t+1)				*Dependent Variable: Market-to-Book Ratio*(t+1)			
	CSR(t): Ind.-adj. Strengths – Ind.-adj. Concerns				CSR(t): Ind.-adj. Strengths – Ind.-adj. Concerns			
CSR(t)	0.008***	0.007***	0.001	0.001	0.053**	0.026	-0.031	-0.042
	(0.001)	(0.006)	(0.611)	(0.628)	(0.037)	(0.314)	(0.317)	(0.185)
CSR(t) * CSR premium(t-1)		-0.667		-0.028		-17.811**		-10.219
		(0.303)		(0.966)		(0.031)		(0.201)
CSR Persistence			0.003***	0.003***			0.033***	0.031***
			(0.000)	(0.000)			(0.000)	(0.000)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$\bar{R}^2$	0.442	0.442	0.456	0.455	0.606	0.608	0.616	0.616
Number of Observations	643	643	643	643	643	643	643	643
Panel B.	*Dependent Variable: ROA*(t+2)				*Dependent Variable: Market-to-Book Ratio*(t+2)			
CSR(t)	0.012***	0.011***	0.003	0.003	0.088***	0.060*	-0.006	-0.013
	(0.000)	(0.000)	(0.391)	(0.387)	(0.007)	(0.075)	(0.896)	(0.764)
CSR(t) * CSR premium(t-1)		-0.846		0.059		-22.039***		-12.388
		(0.194)		(0.929)		(0.008)		(0.154)
CSR Persistence			0.003***	0.003***			0.034***	0.030***
			(0.000)	(0.000)			(0.003)	(0.008)
Panel C.	*Dependent Variable: ROA*(t+3)				*Dependent Variable: Market-to-Book Ratio*(t+3)			
CSR(t)	0.016***	0.014***	0.004	0.004	0.105**	0.066	-0.013	-0.030
	(0.000)	(0.002)	(0.387)	(0.436)	(0.017)	(0.172)	(0.834)	(0.635)
CSR(t) * CSR premium(t-1)		-0.871		-0.164		-19.403**		-12.889
		(0.248)		(0.828)		(0.043)		(0.160)
CSR Persistence			0.003***	0.003***			0.034***	0.031***
			(0.000)	(0.000)			(0.005)	(0.0096)

五、結論與建議

資本市場投資人對於 CSR 的偏好可能會隨時空而改變。本文以時間分析爲主，當經濟景氣不佳時，投資人可能較重視公司的財務績效，而不大重視公司於 CSR 的表現；但是當企業醜聞發生時，投資人又會希望公司必須多重視 CSR。因此，當投資人對於 CSR 的偏好隨著時間而不斷地改變時，公司對 CSR 的資源投入究竟是要繼續穩定堅持，還是要跟著不斷地改變(時而 CSR，時而不 CSR) 以迎合投資人的偏好呢？如果是後者，那麼投資者是否反而會覺得該公司於 CSR 的投入並不眞誠，即使該公司目前投入許多資源於 CSR 活動(或是公司目前的 CSR 表現很好)，投資者還是會降低對於該公司的持股，而導致公司市場價值的下降呢？因此，本文嘗試分析資本市場投資者是否眞的會在乎公司 CSR 活動的眞誠與否，亦即實證分析「疾風知勁草，板蕩識忠臣」是否也是公司能夠追求的企業理念。

我們實證結果發現，若公司是因爲投資人對於 CSR 的偏好提高而增加對於 CSR 的投入時，這種 CSR 投入的增加(迎合投資人偏好的行爲)，無助於(甚至有害於)公司的財務績效。其次，我們也發現：若公司是持續進行 CSR 的投入時，這種 CSR 投入的持續度越高，公司未來的財務績效會提升越多。這樣的實證結果整體來看，公司若要能兩全其美，亦即要能做好事有好報(doing good and doing well)的話，持續地投入勝過產業平均的 CSR 會比迎合市場投資人還要有效，可能是因爲「迎合市場投資人」會讓公司 CSR 的的投入忽多忽少，而讓人感覺該公司在 CSR 的投入上比較不眞誠，而無助於(甚至有害於)公司的財務績效。反之，當公司善盡 CSR 的眞誠心越強烈，亦即不管投資人對於 CSR 的偏好是高是低，該公司都持續穩定地投入高於產業平均的資源於 CSR 活動的話，就會明顯有助於公司財務績效的提升。這也代表「疾風知勁草，板蕩識忠臣」的經營理念是會被資本市場察覺，並給予正面的肯定。

社會責任投資於 21 世紀可謂蓬勃發展，根據 USSIF 於 2016 年所做的調查指出，到了 2015 年底，美國機構投資人以 SRI 策略進行投資的金額達 8.723 兆美元，佔其投資總金額 (asset under management, AUM) 的 21.6% (每 5 元的 AUM 就有 1.1 元是 SRI)，在 2010 年，這個比率僅爲 12.2% (每 8 元的 AUM 有 1 元是 SRI)；根據歐洲永續與責任投資論壇 (European Sustainable and Responsible Investment Forum;

Eurosif) 與全球永續投資論壇 (Global Sustainable Investment Alliance; GSIA) 2016 年的調查，歐洲於 2015 年的 SRI 金額已迅速成長至 12.04 兆美元，佔 AUM 的 52.6%，代表 SRI 在歐洲已經是機構投資人的投資主流。也因爲這樣的蓬勃發展趨勢，SRI 未來在財務金融領域應該是個值得分析的重要議題。[11]我們也認爲，當 SRI 越蓬勃發展，公司善盡 CSR 的眞誠心應該越能夠爲資本市場所察覺並給予正面的肯定。

未來，我們認爲本文所研究的議題可以納入資場效率性的因素，因爲資本市場未能充分且迅速反應 CSR 資訊的現象，已被頂尖財務金融期刊 Journal of Financial Economics 的學術文獻 Edmans (2011)所發現。效率市場假說認爲股價會充分且迅速地反應所有的相關資訊，即使股價偏離基本價值，也是因爲資訊的不對稱，或是因爲投資人對於資訊的解讀於短時間內的差異。隨著時間的經過，投資人對資訊的取得越來越完全 (公開訊息)，且投資人也會藉由學習而正確的解讀相關資訊，因此股價必定會回歸基本價值，但是 Edmans (2011) 卻發現，即使在非常有效率的美國股票市場，員工滿意度 (employee satisfaction) 這種免費公開的 CSR 資訊，需要 4 年半(54 個月)才能充分反應至股價上，讓股價回歸基本價值，代表資本市場沒有充分且迅速地反映員工滿意度這項無形資產帶給公司財務績效提升的好處。因此，我們認爲未來或許還可以進一步分析公司善盡 CSR 的眞誠心到底要花多少時間，才能爲資本市場所察覺並給予正面的肯定。

[11]此部分內容亦請參考池祥麟(2018a)。

Reference

Bénabou, R. and J. Tirole (2009), "Individual and Corporate Social Responsibility," Economica, Vol. 77, No. 305, 1-19.

Baker, M., and Wurgler, J. (2004a). A catering theory of dividends. The Journal of Finance, 59(3), 1125-1165.

Baker, M., and Wurgler, J. (2004b). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. Journal of Financial Economics, 73(2), 271-288.

Doane, Deborah, 2005, The Myth of CSR, Stanford Social Innovation Review, Fall 2005.

Edmans, A. (2011), "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices," Journal of Financial Economics, Vol. 101, No. 3, 621-640.

Mackey, A., Mackey, T. B., and J. B. Barney (2007), "Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies," Academy of Management Review, Vol. 32, No. 3, 817-835.

Mattingly, James E. and Shawn L. Berman (2006), "Measurement of Corporate Social Action Discovering Taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini Ratings Data," Business & Society, 45(1), 20-46.

Samuelson, J. F. and L. A. Stout (2009), "Are Executives Paid Too Much?" The Wall Street Journal (FEBRUARY 26, 2009).

Schuler, D. A. and M. Cording (2006), "A Corporate Social Performance-Corporate Financial Performance Behavioral Model for Consumers," Academy of Management Review, Vol. 31, 540-558.

池祥麟（2015a)。社會責任投資之理論與實證分析。證券櫃檯。第 175 期，52-61。

池祥麟（2018a)。企業社會責任 — 行爲財務學的觀點。證券市場發展季刊，第 30 卷第 4 期。(已接受)。(TSSCI)。科技部:105-2410-H-305- 041。本人爲第一作者、通訊作者。

池祥麟（2018b)。佛法、企業社會責任與社會責任投資。聖嚴研究，第十輯。(已接受)。本人爲第一作者、通訊作者。