

企業社會責任之揭露對會計資訊價值攸關性—以台灣資訊電子業上市公司為例

THE DISCLOSURE OF CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY ON THE VALUE – RELEVANCE OF ACCOUNTING INFORMATION : AN EMPIRICAL ANALYSIS OF THE ELECTRONIC INDUSTRY IN TAIWAN

林文玲

南開科技大學資訊管理系講師
國立雲林科技大學管理研究所博士班會計組

傅鍾仁

國立雲林科技大學會計學系教授

Wen-Ling Lin

*Instructor, Department of Information Management
Nan Kai University of Technology/
Management-Doctoral Program in Accounting,
National Yunlin University of Science and Technology*

Chung-Jen Fu

*Professor, Department of Accounting
National Yunlin University of Science and Technology*

摘要

21 世紀企業將面臨永續發展的經濟型態，企業為了提升自身競爭力，則必須承擔日漸受到重視之社會責任，因此，企業社會責任之揭露日益重要。本研究以台灣資訊電子業上市公司為研究對象，採用 Ohlson (1995) 股權評價模式進行分析，旨在探討公司揭露企業社會責任對會計資訊之價值攸關性。實證結果顯示：(1)台灣資訊電子業上市公司揭露企業社會責任，對其股價具有調節的影響效果；(2)台灣揭露企業社會責任的資訊電子業上市公司，其盈餘的價值攸關性相對較高；(3)台灣資訊

電子業上市公司揭露企業社會責任，其帳面價值與盈餘間之價值攸關性具替代關係。

關鍵字：企業社會責任、資訊揭露、價值攸關性

ABSTRACT

The enterprises must undertake the corporate social responsibility (CSR) to promote their competitive power in 21 century. Thus, it is getting more and more important to disclose CSR. This study applies Ohlson's (1995) valuation model as an analyzing tool and uses a sample of listed companies in electronic sector in Taiwan Stock Exchange Market to investigate the relationship between the disclosure CSR and the accounting information. Our findings indicate that: (1)the enterprises which disclosed CSR in the electronic industry in Taiwan have moderating effects on equity market value. (2)The enterprises which disclosed CSR in the electronic industry in Taiwan are also accompanied with the higher value-relevance of EPS. (3)There is a trade-off between earning and book value of equity, when the enterprises of the electronic industry in Taiwan disclose CSR.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Information Disclosure, Value-Relevance

壹、緒論

21 世紀面臨自然資源耗竭、氣候變遷與全球環境危機，因而，國際間環保意識高漲及綠色觀念興起，社會大眾對於企業環境績效與社會責任的要求也逐漸提高。企業一方面因國際品牌大廠或通路業者紛紛對其全球供應商的要求，或為了避免生產活動造成環境污染損害，導致鉅額的罰款或賠償，必須符合企業社會責任（Corporate Social Responsibility，簡稱 CSR）之標準或規範，於是消極、被動從事相關的企業社會責任活動；另一方面，為了增進企業正面的形象或聲譽，積極主動揭露落實社會責任之相關活動，期盼藉此提升公司自身競爭力。因此，善盡社會責任將是企業永續經營之核心價值基礎。

此外，企業內部與外部利害關人間存在資訊不對稱（information asymmetry）現象，若企業能充分揭露公司經營方面訊息，則有助於降低資訊不對稱所引起價值貼

水的情況。企業僅揭露其財務面之訊息是不夠的，尚應揭露其他非財務面資訊，致使社會大眾對企業作出更正確的評價。企業資訊的透明化，可使大眾更瞭解公司狀況，增進投資者、法人機構對公司的信心，因而獲得來自資本市場之利益（Healy, Hutton, & Palepu, 1999；Byard & Shaw, 2002），故履行並揭露企業社會責任，將成為企業營運的重要課題及焦點。KPMG 在 2005 年所調查的研究顯示：財星 500 大企業（Fortune 500）中，Global 250 已超過一半發行 CSR 報告書，由此訊息顯示，全球企業愈來愈積極履行社會責任，以期待為公司創造更高的價值及利潤；此外，台灣係仰賴出口貿易為主的國家，並許多企業在海外投資設廠，由於歐美等國對企業社會責任相當重視，因此，履行 CSR 將會是企業競爭優勢之基礎，企業已開始將 CSR 視為競爭的利器。

回顧相關的文獻發現，多數研究著眼於企業社會責任與財務績效之間的關係（如：Pava & Krausz, 1996；Griffin & Mahon, 1997；Simpson & Kohers, 2002 等），顯少分析企業揭露 CSR 對公司股價之影響。陳文魁與曹耀鈞（2008）曾研究我國從事 CSR 企業其財務與股價之關聯，但其僅以國內有從事 CSR 企業作為研究樣本，除了未考量無履行 CSR 企業對公司財務績效及股價之影響外，亦未針對相同類型產業進行研究；然而，本研究利用 Ohlson（1995）評價模型，以檢視台灣資訊電子業上市公司揭露企業社會責任對會計資訊之價值攸關性。綜上所述，本文之研究目的包括：一、探究我國資訊電子業上市公司揭露 CSR 與公司股價之攸關性。二、探究我國資訊電子業上市公司揭露 CSR，能否提升公司每股盈餘及每股淨值之相對價值攸關性。三、探究我國資訊電子業上市公司揭露 CSR，其權益帳面價值及每股盈餘之價值攸關性，是否會存在相互抵換關係。

本文除緒論外，其次為文獻探討與研究假說之建立，第三節為研究方法，第四節為實證結果與分析，最後為結論與建議。

貳、文獻回顧與假說建立

一、企業社會責任報告書之性質

企業社會責任之父 Bowen（1953）以利害關係人的觀點出發，認為企業責任應追求符合社會的價值觀，並履行滿足社會需求的活動；Goodpaster（1991）亦延用此觀點闡述企業社會責任之範圍，其包括能影響組織目標或被組織目標所影響之消費

者、供應商、員工、股東、競爭者及一般社會大眾等個人或團體；企業永續發展世界議事會（World Business Council for Sustainable Development, WBCSD）於1998年對CSR做出下列定義：「企業社會責任乃企業承諾持續遵守道德規範，以提供經濟發展貢獻，並改善員工及其家庭、當地整體社區、社會的生活品質」。本研究採用上述廣義的CSR進行研究，亦即涵蓋股東所重視之財務績效外，尚包含對其他利害關係人所重視的倫理、法律及其他自發性績效在內。

近年來，國際上快速興起企業非財務面的績效報告書，早先從企業環境報告書開始，之後部分公司發行社會績效報告書，近年則整合經濟、環境與社會構面，而發展出永續報告書。目前企業社會責任報告書，在質或量方面均有所進展，但仍未能符合利害關係人的需求，因而強調標準化的呼聲漸起，國際上為企業社會報告書或永續性報告書制定綱領，於是由「對環境負責任之經濟聯盟」（CERES）及「聯合國環境規劃署（UNEP）」成立「全球永續發展報告書協會」（Global Reporting Initiative）發展GRI綱領，此為一個全球性的永續性報告推動計畫，目前數以百計跨國企業皆已逐步採用GRI所擬定之綱領來製作企業永續性報告書。現今國內企業所編製的社會責任報告書，多數亦建立在GRI綱領之架構下發展。

二、企業社會績效與財務績效之關係

回顧相關文獻發現，有關企業社會績效與財務績效之關聯，結論相當紛歧。如Ullmann（1985）曾回顧企業社會績效與財務績效之間的實證研究，發現13篇相關研究中，有8篇支持二者存在正向關係，4篇並未發現二者之間的顯著關係，僅有1篇發現負向關係。

支持正向關係的「社會衝擊假說」（social impact hypothesis）認為，企業履行社會責任所增支的成本相對較少，但企業因此行為而獲得之相關利益則較高，此觀點支持企業履行社會責任對財務績效具有長期效益（Preston & O' Bannon, 1997）。有關支持企業社會責任與財務績效具正向關係的研究尚有：Alexander and Bucholtz（1978）；Al-Tuwaijri, Christensen, and Hughes（2004）；Konar and Cohen（2001）；Parket and Eibert（1975）；Tsao and Chen（2006）…等等。

另一方面，部份學者則持相反的主張。Jesen（2001）認為，經營管理階層應致力於企業價值極大化目標，若又投資資源於社會責任，則使企業績效難以被投資人評估或監督，因而管理階層更易不當地運用公司資源，使投資者的權益受損。故當企業過於重視社會責任，反而可能加重經營階層與利害關係人之間的代理問題，因

而從事社會責任會加重成本，對經營績效產生不利的影響，學者將此論點稱為「焦點移轉假說」(shift of focus hypothesis) (沈中華、張元，2008)。有關主張企業擔負社會責任會帶來額外成本支出，致使企業處於不利的競爭地位，進而對財務績效產生負面影響之研究尚有：Aupperle, Carroll, and Hatfield (1985)；Bragdon and Marlin (1972)；Ullmann (1985)；Waddock and Graves (1997) …等等。

綜上所述，企業社會績效與財務績效之間仍未獲一致的定論，但較多的文獻支持社會責任表現與財務績效之間存在正向關係，故本研究亦採此觀點進行實證研究。

三、股權價值評價之相關文獻

在傳統評估企業價值方法中，包括：股利折現法 (Dividend Discount Models)、現金流量折現法 (Discounted Cash Flow, DCF)、本益比法 (Price-Earning Ratio) 等等；近年來則多以 Ohlson model (Ohlson, 1995；Feltham & Ohlson, 1995) 作為評價基準。Ohlson model 係基於股利折現法、淨剩餘關係 (clean surplus relation) 及異常盈餘 (abnormal earning) 之線性資訊動態 (linear information dynamic) 等三大假設，所推導出可結合會計資訊與其他資訊的股權評價模式，亦即利用帳面價值、盈餘及其他資訊等為基礎所建立之評價模式。

Ohlson 評價模型被廣泛運用於價值攸關性、投資決策及資金成本等研究議題上 (Frankel & Lee, 1999；Gebhardt, Lee, & Swaminathan, 2001)。Bernard (1995) 以未來四期之預期盈餘、股利與其他相關資訊與股價之關聯，對不同評價模式進行實證檢測，結果發現 Ohlson 模型具有簡單化與一般化的特色，其對股價之解釋力高於其他模式。Beaver (1998) 認為，Ohlson 模型可適用在符合淨剩餘關係假設下之任何會計問題；Penman and Sougiannis (1998) 更證實會計基礎之評價模型優於現金流量折現法 (Francis, Olsson, & Oswald, 2000)；Lee (1999) 實證結果亦支持剩餘盈餘評價模型優於價格乘數評價法 (包括本益比、市值比、股利收益比)。因此，本研究採 Ohlson (1995) 股權評價模式，以檢視企業揭露 CSR 對會計資訊之價值攸關性的影響。

Ohlson (1995) 假設在一個具同質信念且風險中立之經濟體系中，一公司之股權價值 P_t 等於其目前及未來所支付股利之現值和。為使公司之價值與盈餘及帳面價值等會計資訊聯結，Ohlson 於股利折現法之假設外，另加上淨剩餘關係 (clean surplus relation) 及線性資訊動態 (表示決定異常盈餘與其他資訊如何演化之隨機過程) 之假設，而導出下列之線性評價方程式：

$$P_t = bv_t + \alpha_1 X_t^a + \alpha_2 v_t \quad (1)$$

式中： $\alpha_1 = \omega / (R_f - \omega) \geq 0$ ， $\alpha_2 = R_f / (R_f - \omega)(R_f - \gamma) > 0$

bv_t ：i 公司在第 t 期之每股帳面價值；

X_t^a ：為 t 期的異常盈餘；

v_t ：為 t 期的其他資訊或非會計資料；

$R_f = 1 + r$ ，r 等於無風險利率（或折現率或權益資金成本率）；

ω 、 γ ：分別代表異常盈餘及其他資訊持續性的參數（界於 0 與 1 之間）。

(1)式隱含市場價值等於帳面價值加上：(a)由異常盈餘所衡量之當期獲利能力；以及(b)其他資訊所修正之未來獲利能力之預測值。且由 α_1 與 α_2 之觀察可得知：

(a)當 $\omega > 0$ ，則 α_1 與 α_2 皆大於零；

(b) $\alpha_1(\omega)$ 與 $\alpha_2(\omega, \gamma)$ 皆為 ω 之遞增函數，此特性顯示 ω 與 γ 為動態過程之持續性參數，其值愈大，則 P_t 對實際之 x_t^a 及 v_t 愈敏感。

以上係探討異常盈餘在股權評價中之角色，Ohlson 亦以盈餘值取代異常盈餘值，分析其如何影響股價，並以盈餘及帳面價值做為主要之價值指標。將上列公式重新表示則可得到下式：

$$P_t = k(\varphi x_t - d_t) + (1 - k)bv_{t-1} + \alpha_2 v_t \quad (2)$$

其中： $\varphi \equiv R_f / (R_f - 1)$ ； $k = (R_f - 1)\alpha_1 = (R_f - 1)\omega / (R_f - \omega)$

由(2)式可知，上述一般化之評價模式可視為盈餘評價模式及帳面價值評價模式之加權平均，且當盈餘（或超額盈餘）之持續性愈高時，其盈餘之權重（與係數）愈大。因此，該評價模式對本研究之實證涵義在於：若企業可藉由揭露社會責任作為，以使投資人對公司之盈餘持續性有較高的認知，或降低投資者對公司未來獲利能力之疑慮時，則此等公司評價模型中盈餘之係數相對較大。

四、企業社會責任表現與公司股價之關聯

部份學者支持環境績效對經濟績效存在正面影響，認為減少污染量有助於提升企業獲利能力（Russo & Fouts, 1997；Al-Tuwaijri, et al., 2004），或創造市場價值（Konar & Cohen, 2001）。但另一方面，部份研究則不支持社會責任績效對經濟績效具正面影響，如：Fogler and Nutt（1975）預期投資者在選擇投資標的時，會考慮企業是否負起社會責任，因此，投資人對於未負擔社會責任之企業持較低評價，實證結果發現，企業污染防治績效與投資者對企業之評價雖呈負相關，但未達顯著水準。Porter and van der Linde（1995）認為，企業為了遵循日趨嚴格的環保法規及壓力，因而正視綠色管理（如：綠色採購、綠色製程等）或增加環保活動支出，但這些支出不是直接用於新產品、新技術或核心能力的研發，反而形成無法回收之成本，最終將降低企業經營績效；因此，環境績效表現越佳，反而無法有效提升企業獲利能力與市場價值。祝道松、盧正宗、洪晨桓與楊秀萍（2008）實證發現，台灣企業的環境績效表現，並不會對企業經濟績效產生直接的影響效果。綜合上述文獻得知，企業社會績效與公司股價之關係仍相當紛歧。

由於管理當局與外部股東之間存在資訊不對稱而引發代理問題，因此，擁有較多資訊的管理當局，具有誘因增加揭露企業之財務及非財務資訊，企圖傳達給大眾有關公司經營績效的訊息，以改善與利害關係人之間的關係。Healy, et al.,（1999）實證結果發現，資訊揭露程度較高的企業，其在資本市場上股票的報酬率較高，且股票的交易數量也較多；Healy and Palepu（2001）指出，自願性揭露主要目的係為了降低管理當局與外部股東間資訊不對稱情況，進一步提高股票之流動性及降低企業之權益資金成本；Diamond and Verrecchia（1991）證實，增加揭露公司相關資訊，可提高投資人對其股票需求，且股價會隨之上升，公司的權益資金成本則會下降。故企業若能對外揭露越多正面的企業資訊時，則對其經濟績效表現應有所助益，亦即環境揭露程度越多，則對於公司的股權價值具正向影響；綜上所述，多數皆支持：提高資訊揭露程度，確實有助於減輕代理成本、降低企業權益資金成本、提高公司股票在資本市場之反應及流動性（Sloan, 2001；Richardson & Welker, 2001；Hail, 2002）。但祝道松等（2008）實證結果呈現不同情況，其發現透過「環境揭露」的中介效果，間接造成「環境績效」與「經濟績效」存在正向的影響。

因此，回顧相關文獻，本研究推論：台灣資訊電子業上市公司履行社會責任，並不會對公司股價產生直接的影響效果，但經營績效佳的企業，透過企業社會責任之揭露，可傳達該公司高盈餘品質及高盈餘持續性之良好訊息給利害關係人，進而增加社會大眾對公司股價之評估。因此，本研究建立下列假說：

H1：台灣資訊電子業上市公司揭露企業社會責任，會提升企業盈餘的相對價值攸關性，對公司股價產生調節的作用。

五、盈餘與權益帳面價值之相對價值攸關性

Collins, Maydew, and Weiss (1997) 以 Ohlson (1995) 模型為架構，探討 1953 至 1993 年間共四十年的權益帳面價值、盈餘與股價之關係。實證結果顯示，盈餘與權益帳面價值之間具替代關係；Francis and Schipper (1999) 以盈餘及權益帳面價值與股票報酬之相關性進行迴歸分析，實證結果顯示，當盈餘的價值攸關性下降時，則權益帳面價值之價值攸關性卻增加，與 Collins, et al., (1997) 實證結果一致；Collins, Pincus, and Xie (1999) 證實，在損失（利益）公司的情況下，權益帳面價值之價值攸關性高（低）於盈餘；回顧上述文獻發現，多數支持盈餘與帳面價值存在替代的關係。

因此，本研究預期：企業揭露社會責任表現，其盈餘的相對價值攸關性會愈高，並根據上述文獻發現，權益帳面價值與當期盈餘的相對價值攸關性具相互替代關係，故認為企業揭露 CSR，其權益帳面價值的相對價值攸關性將降低，因此，本研究建立第二個研究假說：

H2：台灣資訊電子業上市公司揭露企業社會責任，會降低其權益帳面價值之相對價值攸關性。

參、研究方法

一、研究對象、研究期間及資料來源

我國目前僅有中華民國永續發展協會建置「企業環境績效與永續發展報告書資料庫」，其資料仍陸續建置中，故國內尚缺乏完整的統計資料。本研究除根據上述資料庫所提供的資訊外，並參考「天下企業公民獎」、「遠見雜誌企業社會獎」及台灣永續能源基金會的「台灣永續報告獎」之得獎企業名單，作為本研究揭露 CSR 企業之樣本資料。由於上述機構綜合國際趨勢與評量方式，將公司治理、安全衛生、環境保護、社會公益、消費者權益、勞工權益維護等資訊納入評分項目，若企業能獲頒此些獎項，除了具備 CSR 執行成果卓越顯著外，其對外尚揭露公司所從事相關的社會責任訊息，因此，本研究將這些公司，視為「揭露 CSR 之企業」。此外，Griffin

and Mahon (1997) 指出，探討多項產業會模糊利害關係人、企業社會責任及財務績效之間的關係，應採用相同產業進行分析，因此，為了避免產業特性影響研究結果，加上由前述資料之企業名單發現，多數皆屬資訊電子業，故本研究以資訊電子業作為研究對象。另外，因國內企業對於社會責任風潮近年才日益興起，並且截至 2009 年止，「天下企業公民獎」才舉辦三屆，故本文之研究期間為 2006 年～2008 年¹，茲將揭露與未揭露 CSR 企業之樣本數彙整如表 1。

至於研究中有關的財務資料（如：股權價值、每股帳面價值及每股盈餘），係取自台灣經濟新報資料庫（TEJ）。

二、研究變數衡量與實證模型

（一）變數衡量

茲將相關變數定義如下：

1. 股權價值（P）：以公司 12 月底普通股之收盤價（Ohlson, 1995）。
2. 每股帳面價值（BV）：以公司會計年度終了時的每股帳面價值（Ohlson, 1995；Aboody, 1996；Barth, Clement, Foster, & Kasznik, 1998；Chen, 2003）。
3. 每股盈餘（EPS）：以公司會計年度終了時的每股盈餘（Ohlson, 1995；Aboody, 1996；Barth, et al., 1998；Chen, 2003）。
4. 揭露 CSR 之企業（CSR）：主要以天下雜誌所公佈 2007～2009 年「天下企業公民獎」、台灣永續能源研究基金會的「台灣永續報告獎」及遠見雜誌「企業社會責任獎」之得獎企業名單，並參考中華民國企業永續發展協會所建置的「國內各大企業環境績效與永續發展報告書線上資料庫」之企業名單作為研究資料，以虛擬變數 1 表示；否則為 0（陳文魁、曹耀鈞，2008；黃劭彥、吳東憲及紀怡如，2009）。

表 1 揭露與未揭露 CSR 企業之樣本統計表

年度	揭露 CSR 企業	未揭露 CSR 企業	合計
2006	16	297	313
2007	23	304	327
2008	26	309	335
合計	65	910	975

資料來源：本研究整理

(二) 實證模型

為了探究企業揭露社會責任對公司股權價值之影響關係，本研究採用 Ohlson (1995) 股權評價模式作為研究依據。部份學者採用 Ohlson (1995) 股權評價模式進行實證研究時，藉由相關性分析發現，公司當年度盈餘與超額盈餘二者間存在高度相關的現象，故在一般的實證研中，乃以公司當年度盈餘來替代超額盈餘（如：Aboody, 1996；Collins, et al., 1997；Barth, et al., 1998；Chen, 2003）。為了驗證前述研究假說，本研究亦採用公司當年度每股盈餘代替 Ohlson (1995) 股權評價模式中之超額盈餘，因此，建立了以下的實證模型：

$$P_t = \beta_0 + \beta_1 CSR_t + \beta_2 BV_t + \beta_3 EPS_t + \varepsilon \quad (3)$$

此外，為了探究企業社會責任對公司股價之調節效果，因此，建立下列實證模型（即(4)式）。由於交互作用經常會導致迴歸模型產生高度共線性問題，為了避免多元共線性情況，分別將預測變項（BV，EPS）與調節變項（CSR）予以標準化後再相乘，以消除多元共線性問題（Aiken & West, 1991），故將模型修正如下：

$$P_t = \beta_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 (CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t}) + \beta_3 EPS_t + \beta_4 (CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t}) + \varepsilon \quad (4)$$

其中：P_t：表示企業第 t 年年底普通股股權價值；

BV_t：表示企業在第 t 年年底之每股帳面價值；

CSR_t×BV_t：表示第 t 年揭露 CSR 企業對於公司每股帳面價值之交互影響效果；

EPS_t：表示企業第 t 年年底之每股盈餘；

$CSR_t \times EPS_t$ ：表示第 t 年揭露 CSR 企業對於公司每股盈餘之交互影響效果；

ε ：殘差項。

肆、實證結果與分析

一、敘述統計分析

本研究整理 2006~2008 年台灣資訊電子業上市公司各項變數資料，刪除資料不全公司後，以 975 家樣本公司資料進行實證分析，為了進一步確認揭露 CSR 企業與未揭露 CSR 企業屬性上的差異，因此，分別就這兩方之敘述統計量進行分析，茲將結果列示於表 2。由表 2 之 Panel A 及 Panel B 結果發現，Panel A 中 P_t 的平均數為 47.626、中位數為 35.340； BV_t 的平均數為 25.875、中位數為 23.230； EPS_t 的平均數為 4.349、中位數為 3.400；而 Panel B 中 P_t 的平均數為 32.093、中位數為 19.510； BV_t 的平均數為 19.473、中位數為 16.935； EPS_t 的平均數為 2.411、中位數為 1.820，顯示揭露 CSR 之企業，其公司年底股價、每股淨值及每股盈餘之平均數及中位數，皆明顯高於未揭露 CSR 之企業，因此，由樣本資料的情況顯示：揭露 CSR 之企業多屬盈餘品質較佳、盈餘持續性較高者，故本研究推測：盈餘品質較佳的企業，透過揭露 CSR 相關資訊，可傳達給投資大眾有關該公司經營良好的訊息，降低管理當局與外部股東之間資訊不對稱情況，因而此等公司股價較高；有關上述的推測，本研究將於後續的實證分析中進一步加以檢測。

此外，由表 2 之 Panel C 結果得知全部樣本情況，因揭露 CSR 企業係以二元變數的方式進行，故揭露 CSR 企業與公司每股淨值及揭露 CSR 企業與公司每股盈餘的交互效果，在敘述統計分析並未存在實質意義；至於其他變數方面，每股帳面價值的平均數為 19.90，中位數為 17.20；每股盈餘平均數為 2.54，中位數為 1.91，平均數皆大於中位數，顯示本研究樣本資料中，多數公司之每股帳面價值及每股盈餘均高於其他公司。

二、多元迴歸模型

(一) 變數相關係數分析

由表 3 的 Pearson 相關係數表得知，各變數皆呈現顯著正相關，其中權益帳面價

表 2 敘述統計量表

Panel A：揭露 CSR 企業之樣本資料（樣本數：65）					
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
P_t	47.626	35.340	368.99	3.340	58.027
CSR_t	1.000	1.000	1.00	1.000	0.000
BV_t	25.875	23.230	83.18	8.620	13.738
EPS_t	4.349	3.400	32.59	-1.700	5.134
Panel B：未揭露 CSR 企業之樣本資料（樣本數：910）					
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
P_t	32.093	19.510	521.36	0.480	42.715
CSR_t	0.000	0.000	0.00	0.000	0.000
BV_t	19.473	16.935	97.840	0.140	11.233
EPS_t	2.411	1.820	57.850	-10.780	4.628
Panel C：全部樣本資料（樣本數：975）					
	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
P_t	33.130	20.140	521.360	0.480	44.036
BV_t	19.900	17.200	97.840	0.140	11.520
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$	0.398	0.206	59.040	-10.520	3.639
EPS_t	2.540	1.910	57.850	-10.780	4.686
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$	0.120	0.050	28.040	-3.960	1.332

註：1.* 表示顯著水準為 0.1；** 表示顯著水準為 0.05；*** 表示顯著水準為 0.01。

2. P_t 表示企業第t年年底股票收盤價； CSR_t 表示第t年揭露企業社會責任之企業； BV_t 表示企業第t年年底每股帳面價值； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股淨值之交互效果； EPS_t 表示企業第t年年底每股盈餘； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股盈餘之交互效果。 資料來源：本研究整理

值（BV）與每股盈餘（EPS）、揭露 CSR 企業與權益帳面價值之交互效果（CSR×BV）及揭露 CSR 企業與每股盈餘之交互效果（CSR×EPS）變數間，其 Pearson 相關係數值分為：0.800 及 0.868，可能具有高度相關問題，因此，採用 Neter, Wasserman, and Kutner（1990）的主張，以變異數膨脹因子（Variance Inflationary Factor，簡稱 VIF）進行檢定，以測試變數之間的共線性，由表 4 的結果得知，本研究各變數的 VIF 值均小於 10，容忍度皆大於 0.1，故模式中各變數之相關性不高，因此，變數之間不具嚴重的共線性問題。

表3 Pearson 相關係數表

研究變數	P_t	BV_t	$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$	EPS_t	$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$
P_t	1.000				
BV_t	0.745*** (0.000)	1.000			
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$	0.159*** (0.000)	0.141*** (0.000)	1.000		
EPS_t	0.816*** (0.000)	0.800*** (0.000)	0.105*** (0.001)	1.000	
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$	0.162*** (0.000)	0.117*** (0.000)	0.868*** (0.000)	0.077*** (0.008)	1.000

註：1.*表示顯著水準為 0.1；**表示顯著水準為 0.05；***表示顯著水準為 0.01；括號中的數字為 P-value。

2. P_t 表示企業第t年年底股票收盤價； BV_t 表示企業第t年年底每股帳面價值； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股淨值之交互效果； EPS_t 表示企業第t年年底每股盈餘； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股盈餘之交互效果。

資料來源：本研究整理

表4 共線性檢定表

研究變數	變異數膨脹因子 (VIF)	容忍值
BV_t	2.803	0.357
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$	4.080	0.245
EPS_t	2.781	0.360
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$	4.057	0.246

註： BV_t 表示企業第t年年底每股帳面價值； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股淨值之交互效果； EPS_t 表示企業第t年年底每股盈餘； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股盈餘之交互效果。

資料來源：本研究整理

(二) 多元迴歸模型係數解釋

模型一欲探究企業揭露 CSR 直接對公司股價之影響，由表 5 之實證結果發現，模型一中的 CSR 係數為負，但未達顯著關係，顯示台灣資訊電子業上市公司揭露 CSR，並未對公司股價產生直接的影響效果。為了進一步檢視企業揭露 CSR，能否

提升投資人對該公司股價之評估，因此，採行模型二進行實證測試，其中主要的解釋變數為企業揭露 CSR 與每股盈餘之交互項 (CSR×EPS)，以及企業揭露 CSR 與每股帳面價值之交互項 (CSR×BV)。由表 5 之實證結果發現，模型二之 adj-R^2 (0.696) 較模型一高 (0.688)，並且企業揭露 CSR 與每股盈餘交互項 (CSR×EPS) 之迴歸標準化係數為 0.139，且達 1% 顯著性，顯示企業揭露 CSR，對公司每股盈餘產生增額解釋效果，故企業揭露 CSR 對公司股價存在調節的作用。此外，相較模型一的實證結果，模型二之公司每股盈餘標準化係數亦稍有增加 (由 0.609 增加為 0.615)，換言之，企業揭露 CSR，可提升企業當期盈餘之相對價值攸關性，有助於傳達該公司盈餘品質較佳或高盈餘持續性之良好訊息予利害關係人，進而提高投資大眾對公司股價之評估，故本研究假說 H1 獲得支持。

此外，由表 5 實證結果發現，企業揭露 CSR 與每股帳面價值之交互項 (CSR×BV) 存在顯著負向關係 (Beta 標準化係數為 -0.061, $P < 0.1$)，並相較模型一的結果，模型二中公司每股帳面價值之標準化係數亦稍微降低 (由 0.260 降為 0.246)，顯示企業揭露 CSR，其權益帳面價值之價值攸關性降低，因此，台灣資訊電子業上市公司揭露 CSR，其權益帳面價值與每股盈餘之相對價值攸關性存在相互替代關係，故假說 H2 亦獲得實證上的支持。

(三) 敏感性分析

本文旨在探究企業揭露 CSR 與公司股價之價值攸關性，為了檢測實證結果的穩健性，因此，分別就各年度樣本資料進行分析，由表 6 結果發現，其中對於研究所關注的「企業揭露 CSR 與每股盈餘之交互效果」項，逐年結果與原實證結果相符，亦即該項係數皆呈現顯著正向關係。至於「企業揭露 CSR 與公司每股淨值之交互效果」項，逐年結果與原實證結果存在些許不一致情況，其中 2007 年之係數顯著為負 (-0.128)，與原實證結果相符；而 2008 年該項變數之係數為正 (0.045)、2006 年為負 (-0.083)，但這兩年該項變數皆未達顯著性，此乃由於逐年樣本資料較少，難免會造成逐年結果與原實證結果不一致現象，但其中 2007 年的結果與原實證結果一致，因此，對實證結果未造成重大影響；另外，其餘各項變數，逐年實證結果皆與原實證結果相符，故本研究結果尚稱穩健。

表5 複迴歸模型分析表

實證模型一： $P_t = \beta_0 + \beta_1 CSR_t + \beta_2 BV_t + \beta_3 EPS_t + \varepsilon$			實證模型二： $P_t = \beta_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 (CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t}) + \beta_3 EPS_t + \beta_4 (CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t}) + \varepsilon$			
自變數	預期符號	β 係數	Beta 標準化係數	預期符號	β 係數	Beta 標準化係數
C		-1.068 (0.578)	-		-0.555 (0.770)	-
CSR_t		-1.873 (0.557)	-0.011		-	-
BV_t	+	0.992*** (0.000)	0.260***	+	0.941*** (0.000)	0.246***
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$		-	-	-	-0.741* (0.086)	-0.061*
EPS_t	+	5.724*** (0.000)	0.609***	+	5.776*** (0.000)	0.615***
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$		-	-	+	4.601*** (0.000)	0.139***
Adj-R ²		0.688			0.696	
F 統計量		717.802***			558.806***	

註：1.*表示顯著水準為 0.1；**表示顯著水準為 0.05；***表示顯著水準為 0.01；括號中的數字為 P-value。
 2.C 表示為截距項； BV_t 表示企業第t年年底每股帳面價值； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股淨值之交互效果； EPS_t 表示企業第t年年底每股盈餘； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股盈餘之交互效果。
 資料來源：本研究整理

表6 複迴歸模型敏感性分析表

實證模型： $P_t = \beta_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 (CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t}) + \beta_3 EPS_t + \beta_4 (CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t}) + \varepsilon$						
	2006		2007		2008	
	Beta 係數	P-value	Beta 係數	P-value	Beta 係數	P-value
BV_t	0.391	0.000***	0.297	0.000***	0.236	0.000***
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$	-0.083	0.219	-0.128	0.087*	0.045	0.319
EPS_t	0.467	0.000***	0.597	0.000***	0.660	0.000***
$(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$	0.135	0.047**	0.173	0.022**	0.120	0.008***
樣本數	313		327		335	
Adj-R ²	0.672		0.754		0.767	

註：1.*表示顯著水準為 0.1；**表示顯著水準為 0.05；***表示顯著水準為 0.01。
 2.C 表示為截距項； BV_t 表示企業第t年年底每股帳面價值； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (BV_t - \overline{BV_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股淨值之交互效果； EPS_t 表示企業第t年年底每股盈餘； $(CSR_t - \overline{CSR_t}) \times (EPS_t - \overline{EPS_t})$ 表示第t年揭露企業社會責任企業與其每股盈餘之交互效果。
 資料來源：本研究整理

伍、結論與建議

本研究旨在探討台灣資訊電子業上市公司揭露企業社會責任對會計資訊之價值攸關性，因此，本文延續相關文獻之論點，針對「揭露企業社會責任」對「公司股價」、「每股淨值與每股盈餘之相對價值」之攸關性加以分析，作為本文在企業社會責任研究議題上之貢獻。本研究之實證結果發現：

- 一、台灣資訊電子業上市公司揭露企業社會責任，未對公司股價產生直接的影響效果；若考慮企業揭露 CSR 與其每股盈餘及每股帳面價值之交互效果，由實證結果顯示，企業揭露 CSR 對公司股價存在調節的影響效果，且每股盈餘之相對價值攸關性愈高，因此，有助於傳達企業高盈餘品質及高盈餘持續性之良好訊息給投資大眾，減少企業管理當局與外部股東之間資訊不對稱情況，故透過 CSR 之揭露可增進社會大眾對公司股權價值之評估。
- 二、企業揭露 CSR 與每股帳面價值之交互項存在顯著負向關係，顯示台灣資訊電子業上市公司揭露 CSR，其權益帳面價值與每股盈餘之相對價值攸關性具相互替代關係。

綜合上述實證結果，本文建議企業應對其社會責任之努力作詳盡揭露，使利害關係人更加瞭解企業經營之實際狀況，以降低企業外部利害關係人與管理當局資訊不對稱現象，並提升企業形象及聲譽，故揭露企業社會責任對公司具有積極正面的意義。目前台灣企業社會責任之規範尚未完備，且國內企業在履行社會責任的資訊揭露上與國際水準尚存在一段距離，相關政府單位與組織可要求企業採用國際通行報告書，或敦促主管機關制訂標準化之 CSR 報告書，並鼓勵企業發佈標準化或可供比較之 CSR 報告書，另一方面，亦可要求企業在年度財務報表中納入社會責任訊息，使台灣企業能打造一個兼顧經濟、社會、環境的競爭力。

目前國內有關 CSR 報告書並非強制公開揭露的資訊，且現今尚無機構對企業所從事的 CSR 活動建立完整的統計資料，故本研究僅能以目前關心此議題之機構所建置或評比的部份資料進行實證分析，因此，研究中有關揭露 CSR 企業之樣本觀察值較少，但本文亦將未揭露 CSR 之企業納入實證中進行分析，以探究現階段台灣資訊電子業上市公司投入社會責任對公司價值之攸關性，故實證結果仍具客觀性及價值性。建議後續研究，於國內更多企業投入 CSR 之際，可利用更全面的資料進行分析，以使研究結果更加完備。

註釋

1. 實證資料採用天下雜誌 2007~2009 年所公佈之「企業公民」獎項，此乃針對各企業 2006~2008 年所履行的社會績效進行評比，故本文之研究期間為：2006~2008 年。

參考文獻

一、中文部分

1. 沈中華與張元(2008)，企業的社會責任行為可以改善財務績效嗎？—以英國 FTSE 社會責任指數為例，經濟論文，36(3)，339-385。
2. 祝道松、盧正宗、洪晨桓與楊秀萍(2008)，環境績效對環境揭露與經濟績效的影響，當代會計，9(2)，237-270。
3. 陳文魁與曹耀鈞(2008)，有社會責任會有較好的股價嗎？財務與股價連結研究，證券櫃檯月刊，136，106-121。
4. 黃劭彥、吳東憲與紀怡如(2009)，企業網站環境會計資訊揭露影響因素之研究，會計與公司治理，6(1)，1-30。

二、英文部分

1. Aboody, D. (1996). Market valuation of employee stock options. Journal of accounting and economics, 22(1-3), 357-391.
2. Aiken, L. S., & West, S. G. (1991). Multiple Regression: Testing and interpreting interactions. Newbury Park, CA: Sage.
3. Alexander, G. J., & Bucholtz, R. A. (1978). Corporate social performance and stock market performance. Academy of management journal, 21(3), 479-486.
4. Al-Tuwaijri, S. A., Christensen, T. E., & Hughes, K. E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a

- simultaneous equations approach. Accounting, organizations and society, 29(5-6), 447-471.
5. Aupperle, K., 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.
 6. Barth, M., Clement, M., Foster, G., & Kasznik, R. (1998). Brand values and capital market valuation. Review of accounting studies, 3(1-2), 41-68.
 7. Beaver, W. (1998). Financial Reporting: an Accounting Revolution. Prentice Hall.
 8. Bernard, V. (1995). The Feltham-Ohlson framework: Implication for empiricists. Contemporary Accounting Research, 11(2), 733-747.
 9. Bowen, H. (1953). Social responsibilities of the businessman. New York: Harper.
 10. Bragdon, J., & Marlin, J. (1972). Is pollution profitable? Risk management, 19(4), 9-18.
 11. Byard, D., & Shaw, K. W. (2002). Corporate disclosure quality and properties of analyst's information environment, Working paper, SSRN.
 12. Chen, C. Y. (2003). Investment opportunities and relation between equity value and employees' bonus. Journal of business financial and accounting, 30(7-8), 941-973.
 13. Collins, D., Maydew, E., & Weiss, I. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. Journal of Accounting and Economics, 24(1), 39-67.
 14. Collins, D., Pincus, M., & Xie, H. (1999). Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. Accounting Review, 74(1), 29-61.
 15. Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of capital. Journal of finance, 46(4), 1325-1359.
 16. Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. Contemporary Accounting Research, 11(2), 689-731.
 17. Fogler, H. R., & Nutt, F. (1975). A note on social responsibility and stock valuation. Academy of management journal, 18(1), 155-160.

18. Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance ? Journal of Accounting Research, 37(2), 319-352.
19. Francis, J., Olsson, P., & Oswald, D. (2000). Comparing the accuracy and explainability of dividend, free cash flow, and abnormal earnings equity value estimates. Journal of accounting research, 38(1), 45-70.
20. Frankel, R., & Lee, C. M. C. (1999). Accounting valuation, market expectation and cross-sectional stock returns. Journal of accounting research, 13(4), 289-319.
21. Gebhardt, W. R., Lee, C. M. C., & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. Journal of accounting research, 39(1), 135-176.
22. Goodpaster, K. (1991). Business ethics & stakeholder analysis. Business Ethics Quarterly, 1, 53-73.
23. Griffin, J. J. & Mohan, J. E. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate. Business and society, 36(1), 5-31.
24. Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosure on the ex-ante cost of capital for swiss firms. The European accounting review, 11(4), 741-773.
25. Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. Contemporary accounting research, 16(3), 485-520.
26. Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital market: a review of the empirical disclosure literature. Journal of accounting and economics, 31(3), 405-440.
27. Jesen, Michael C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. Journal of applied corporate finance, 14(3), 8-21.
28. Konar, S., & Cohen, M. A. (2001). Does the market value environmental performance. The Review of economics and statistics, 83(2), 281-289.
29. Lee, C. M. C. (1999). Accounting-based valuation: impact on business practices and research. Accounting horizons, 13(4), 413-425.
30. Neter, J., Wasserman, W., & Kutner, M. H. (1990). Applied linear statistical models:

Regression, analysis of variance and experimental designs. Irwin: Homewood, IL.

31. Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book value and dividends in equity valuation. Contemporary accounting research, 11(2), 661-667.
32. Parket, R., & Eibert, H. (1975). Socially responsibility: the underlying factors. Business horizons, 18, 5-10.
33. Pava, M. L., & Krausz, J. (1996). The association between corporate social responsibility and financial performance: the paradox of social cost. Journal of business ethics, 15(3), 321-357.
34. Penman, S., & Sougiannis, T. (1998). A comparison of dividends in equity valuation. Contemporary accounting research, 15(3), 343-384.
35. Porter, M. E., & van der Linde, C. (1995). Green and competitive: Ending the stalemate. Harvard business review, 73(5), 120-134.
36. Preston, L. E., & O'Bannon, P. (1997). The Corporate social-financial performance relationship. Business and society, 36(4), 419-429.
37. Richardson, A. J., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. Accounting, organization and society, 26(5), 597-616.
38. Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. Academy of management journal, 40(3), 534-559.
39. Simpson, W., & Kohers, T. (2002). The link between social and financial performance: evidence from the banking industry. Journal of business ethics, 35(2), 97-109.
40. Sloan, R. G. (2001). Financial accounting and corporate governance: a discussion. Journal of accounting and economics, 32(3), 335-347.
41. Tsao, W., & Chen, W. K. (2006). Socially responsible: Investment for Asian sustainability. AFBE 2006 annual meeting Hanoi, Vietnam.
42. Ullmann, A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance. Academy of management review, 10(3), 540-577.

43. Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance- financial performance link. Strategic management journal, 18(4), 303-319.

2010年07月29日收稿

2010年08月09日初審

2010年11月11日複審

2011年02月24日接受