

# 企業永續報告與股利支付之相關性 —以家族企業為中介變數

## THE RELATIONSHIP BETWEEN SUSTAINABILITY REPORTING AND DIVIDEND POLICY - THE MODERATE EFFECT OF FAMILY FIRM

林嬌能\*

逢甲大學會計系副教授

李諺華

宏遠興業紡織會計

趙邑

逢甲大學會計系碩士生

**Gai-Neng Lin**

*Associate Professor, Department of Accounting,  
Feng Chia University*

**Yan-Hwa Lee**

*Accountant,  
Everest Textile Co., LTD*

**Yi Chao**

*Master, Department of Accounting,  
Feng Chia University*

---

\*通訊作者，地址：台中市北屯區僑孝街 32 巷 123 號，電話：(04)24517250 轉 4234  
E-mail：gainenglin@gmail.com

## 摘要

本研究以 2011 年至 2020 年台灣上市（櫃）公司為研究對象，探討企業永續報告（CSR）以及強制／自願揭露 CSR 與股利支付之相關性，進行實證性研究。考量實證資料同時具有時間序列與橫斷面的特質，本研究採用追蹤資料法。

研究實證支持企業 CSR 與企業現金股利或者股利總額呈正向相關。自願性揭露 CSR 相較於強制性揭露報告者有較高的股利支付，在績效較優與系統風險較高者，其 CSR 與股利支付之相關性顯著較高。家族企業型式會以家族企業利益為優先考慮，降低 CSR 與股利支付的正向相關。

**關鍵字：**企業永續報告（CSR）、股利支付、家族企業、追蹤資料法

## ABSTRACT

This study investigates the relationship between Sustainability Reporting (CSR) and mandatory/voluntary CSR disclosure on dividend payments of listed companies in Taiwan from 2011 to 2020. To account for both the year-over-year trends and company-specific factors, the study utilizes a panel data model.

The key findings reveal a positive correlation between CSR and both cash and total dividends distributed by corporations. Interestingly, companies that voluntarily disclose CSR information are associated with higher dividend payouts compared to those mandated to disclose. This suggests that voluntary disclosure might signal a stronger commitment to CSR, attracting investors who value such practices. Furthermore, the positive link between CSR and dividends is amplified for high-performing companies operating in environments with greater systemic risk. In other words, CSR appears even more important for financially sound companies and those navigating riskier environments. However, the study highlights that family-owned firms, which tend to prioritize family interests, exhibit a weaker correlation between CSR and dividend payments. This could be because these companies may prioritize reinvesting profits back into the business or distributing them to family members, even if strong CSR practices could benefit shareholders in the long run.

**Keywords:** Sustainability Reporting, Dividend Payment, Family-Owned Firms, Panel Data Model

## 壹、緒論

隨著環境氣候之嚴峻挑戰，企業或自願或受法令要求應善盡公民義務，提供企業永續報告書（Sustainability Reporting, CSR）已然成為近年全世界最受重視的議題之一。CSR 提供企業在環境、社會與公司治理等方面相關資訊，可能有助於提高聲譽和提高透明度，降低企業因資訊不對稱、較弱公司治理等因素延伸的問題，對企業的股利政策可能產生影響。在台灣，從原本少數企業的自願性揭露到更多的企業因強制性或自願性揭露，對 CSR 的重視日益提高。本研究以 2011 年至 2020 年台灣上市（櫃）公司為研究對象，探討企業提供 CSR 以及強制／自願揭露 CSR 與股利支付之相關性，其次，台灣家族企業普遍家族企業型式，存在考量家族企業成員利益問題，對企業提供 CSR 以及強制／自願揭露 CSR 與股利支付之相關性是否產生重大影響？

台灣永續趨動力可分為四階段，1.客戶要求：位於電子供應鏈的重要一環，國際大廠紛紛要求台灣供應商做 CSR 資訊揭露（例如 EICC 電子行業行為準則—RBA）。我國半導體產業穩定發展，逐漸成為電子產業鏈的一環，由於國際近年相當重視企業社會責任概念，我國部分企業為符合世界趨勢也開始自願性地揭露 CSR；2.其次因陸續發生食品安全、工業安全及環境污染等重大事件，引起社會大眾恐慌，促使我國證交所於 2014 年對於指定產業、具有一定規模之上市上櫃公司強制編制 CSR，然而，企業社會責任是一個廣泛的概念，如果沒有相關的標準及規範，當討論相關議題時容易沒有共識，於是發展出 ESG（Environmental, Social, and Governance，環境社會與公司治理）、SDGs（Sustainable Development Goals，永續發展目標）<sup>1</sup>等相關衡量指標，使企業社會責任的標準更加完善；3.與 ESG 相關的投資：國內外愈來愈多投資機構導入 ESG 評比方式篩選基金、ETF 或其他投資標的（CSRone, 2021）；4.永續新政：金管會多管齊下落實永續發展新政，在永續資訊揭露部分，2025 年以前限資本額 20 億以上，14 個產業，之後涉及所有產業。溫室氣體排放盤查及揭露、確信、碳費訂定確切執行時程；逐步擴大會計師確信以確保永續資訊品質；接軌國際 ISSB 永續揭露準則，使永續揭露與財務報表資訊連結（金融監督管理委員會，2023）。全球 ESG 活動方興未艾，不僅未來連結財務報表報導，對影響企業金流之股利政策也值得注意。

根據現有文獻，企業編製 CSR 為提供非財務資訊，降低資訊不對稱與信號理論效果與股利支付產生關聯。其一，編製 CSR，在於企業能夠省思本身，並提出永續經營的績效與未來展望（魏裕珍、盧陽正、陳振南、王丹稜，2018）。企業亦可藉此進行企業內部檢查對於社會責任的相關作為，研究顯現企業出版 CSR 與投入社會責任，直接或間接地影響企業經營績效（Bowman, 1978）。企業績效為股利支付的基礎，故與股利支付產生關聯；其二，CSR 降低資訊不對稱，提供有關公司經濟、社會和治理方面更詳細的資訊，透過此有助於提高聲譽和提高透明度。當企業信譽提高，願意投資的投資人增加，可降低企業取得資金成本，使企業更有多餘的資金來支應股利（El Ghoul, Guedhami, Kwok, & Mirshra, 2011）。第三，信號理論效果，指企業編製 CSR，為企業未來有正向發展的訊號。Lintner（1956）認為，股利支付為企業傳遞當期或未來現金流量的訊號。管理者會採用高股利支付，釋放企業擁有較佳投資方案的訊號。同時，CSR 為企業取得保險效果，未來的不確定性下降，對未來突如其來的企業損害降低（El Ghoul, Guedhami, & Kim, 2017），企業更有能力支付股利。是故，兩者是相互替代或者相輔相成關係，值得探討。然而，根據檸檬理論，同樣是揭露，但是當揭露是屬強制時，是否有損其資訊的品質？形成自願與強制揭露兩者間，對企業的股利支付效果產生差異？我國存在高比例的家族企業，家族企業有同時要兼顧家族企業的傳承與家族成員的利益、家族永續的問題，因此，家族企業型態可能對揭露 CSR 與股利支付相關性產生影響。

在研究方法上，本研究採用企業多年期的追蹤資料（panel data），設計企業固定效果、年度固定效果，如此可免除企業非大額變革之相關的混淆效果。

本研究結果發現企業提供 CSR 者其股利支付也愈高，另外，自願性揭露者相較於強制性揭露者顯著有較高的股利支付，在績效較優與系統風險較高群者，其 CSR 提供與股利支付之相關性顯著較高。家族企業型式，會以家族企業利益為優先考慮，降低 CSR 與股利支付的正向相關。

## 貳、文獻探討與研究假說

本節回顧現有企業 CSR 相關文獻。其次，基於過去之理論假說，本研究推導出 CSR 與股利支付之關係的實證假說。

### 一、企業永續報告（CSR）相關文獻

以往與資訊揭露有關的研究中，企業的資訊揭露一直是會計領域中關切的焦點之一。根據《2020 KPMG 全球企業永續報告大調查》顯示，有 96% 全球前 250 家大公司透過獨立報告或作為財務報告的一部分報告，報導其企業社會責任相關的活動。

對於 CSR 揭露資訊的相關研究中，多數研究認為企業提供 CSR，可提供有關公司經濟、社會和治理方面的更詳細的資訊，透過減少資訊不對稱，此有助於提高聲譽和提高透明度的實質經濟成果，例如降低資金成本（Goss & Roberts, 2011；Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011）、提高企業績效（Cheng, Lin, & Wang, 2016）、降低企業市場風險（Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang, & Yang, 2012）與提高企業價值（Nekhili, Nagati, Chtioui, & Rebolledo, 2017）。

企業社會責任揭露被認為有節省未來支出的利益。例如，Carroll and Shabana（2010）認為藉由識別和規劃其他無法預見的企業社會責任風險來降低成本。同時發現，企業社會責任活動在管理控制系統的投資，可降低浪費和其他不具有附加價值的支出，使企業的財務利益超過控制成本。研究貸款決策與信用評價，發現貸款機構會視企業社會責任活動之貸款是最具獲利與最低風險的貸款。Dhaliwal et al.（2011）發現良好的企業社會責任績效的企業，提供企業社會責任會有較低的權益資金成本，吸引分析師的追蹤，與提高分析師預測的正確性，也增加機構投資人投資。證實增加企業社會責任的投入，可能降低企業當年度財務績效，但仍然會吸引投資人增加投資意願。

更進一步，與其他的報告資訊一樣，CSR 的可靠性對資訊使用者而言是非常重要的，企業提供高品質的 CSR，可降低財務成本與增加企業獲取所需資金（Dhaliwal et al., 2011；Clarkson, Fang, Li, & Richardson, 2013）。相關研究，尚且包括如何對 CSR 進行確信（O'Dwyer, 2011；高偉娟、林世銘、姚人鈺，2021）、應提供獨立 CSR 或者整合在年度的報告中（Cohen & Simnett, 2015）、政府的管制（Matsumura, Prakash, & Vera-Muñoz, 2013；詹場、黃照鈺、邱健嘉、柯文乾，2021）等議題。CSR 相關研究課題方興未艾，而且隨著相關技術、管制方法或者社會共識的變動，存在諸多有趣且值得探

究的課題。

## 二、CSR 與股利支付之相關性

本研究擬從財務績效、代理理論與信號理論等觀點討論 CSR 與股利支付之相關性。首先，盈餘是股息分配的基礎，在法令上，依我國法制對股利政策之規定，從股息分派之要件，依我國公司法第二三二條第二項之規定反面解釋，原則上<sup>2</sup>公司須有盈餘時方得分派股息及紅利。而股東的盈餘分配請求權，可為保障股東基本權利。CSR 對消費者給出重大承諾，當消費者同時重視這些課題時，即會給予支持，正向地提高企業的財務績效，提高企業支付股利的能力。Heal (2005) 提到 CSR 經由創造品牌權益、改善與權益人關係、改善員工生產力與較佳的資產配置產生獲利。提高股利及增加企業財務績效這些優勢傳遞給投資者，實際上是投資者、公司和所有利益相關者的共贏局面 (Cheng et al., 2016)。Cheung, Hu, and Schwiart (2018) 研究發現支持 CSR 活動會增加盈餘及增加股利支付。

在股權與管理權分離的情況下，代理問題為極需解決的問題。股東的盈餘分配請求權被視為公司治理之一環。企業應如何決定保留盈餘為未來投資資金或者支付股利？支付股利被視為可降低代理成本。因為企業保留資金後，後續資金的運用權在管理者手中，或為此剝奪為私人利益，或為無效再投資，均不如將盈餘分配給股東（此為一鳥在手的論點）。而 CSR，屬非財務性報告，提供企業社會責任相關資訊，可降低資訊不對稱 (El Ghouli et al., 2011)。Saeed and Zamir (2021) 認為在未開發國家，代理問題導致資訊傳遞障礙與無效率的管制，如果揭露非財務資訊能夠改進公司治理，提高公司信譽，此有助於投資者對該公司之投資意願，使得取得資金成本得以降低，進而改變公司股利政策。Benlemlih (2019) 認為高股利支付，可降低經理人可控制資源及限制剝奪自由現金。CSR 之揭露對經理人存在提高私人信譽的利益，使其偏愛投入社會公益活動，尤其是那些自由現金偏高的企業。

根據股利信號理論的推論，企業增加股利支付，是為企業未來有正向發展的訊號。管理者會採用高股利支付，釋放企業擁有較佳投資方案的訊號。而從 CSR 的角度，隱含以下兩種正向股利支付訊號，其一，此代表企業以符合道德及企業永續的方式營運及獲利，使企業與相關權益人的利益保持一致。採用高股息派發策略可加強企業的聲譽，因為此代表企業同時關注股東權益，意即在盈餘分配與企業永續間取得平衡 (He, 2012)；其二，過去文獻有質疑若企業將資源用在 CSR 活動，將剝奪可用來發放股利的現金 (Waddock & Graves, 1997)。反之，倘若企業在提供 CSR 時，也能提供高股利支付，是否在釋放訊息，企業並未過度投資在 CSR 活動，仍有足夠的資金來支付股利的訊息。Saeed and Zamir (2021) 則認為企業提供 CSR，是在提供「企業管理得很好」

的信號，有較佳的獲利與提供股利的能力。也有研究認為企業提供 CSR，取得保險效果，未來的不確定性下降，對未來突如其來的企業損害降低，企業更有能力支付股利（El Ghoul et al., 2017）。

綜合上述，在 CSR 之企業財務績效影響、代理理論、信號理論的支持下，本研究提供下列假說：

H1：提供 CSR 企業之股利支付高於未提供 CSR 企業之股利支付。

### 三、CSR 自願／強制與股利支付之相關性

Akerlof (1970) 探討品質差異與不確定性問題，以二手車市場為例，由於賣方與買方相比更瞭解汽車的狀況，而買方無法分辨汽車的好壞形成資訊不對稱，促使買方只願意付出介於好車和次級品之間的價格以減少損失風險，這個價格無法購買好車只能吸引次級品的交易形成「劣幣驅逐良幣」，使得市場劣質產品占比提升，即使有賣家宣稱商品品質較好，消費者也會抱持著懷疑的態度，寧願選擇次級品，形成逆選擇現象，最終導致市場消失。為了解決資訊不對稱問題，資訊優勢者可以主動揭露資訊給資訊劣勢者，而政府的適當干預可以增加各方福利，故政府以強制揭露為國家政策可以提升企業非財務資訊的透明度。

Grewal, Riedl, and Serafeim (2019) 發現市場對強制揭露非財務資訊（例如環境、社會、公司治理表現）的政策宣告平均為負面反應，表示市場預期成本將大於利益；Grossman (1981) 投資人面對非財務資訊的揭露，可能會在新增資訊的利益和預期的揭露內容之間做衡量，當公司的非財務資訊透明度較差，投資人預期公司將被迫揭露較負面資訊，當初政府選定這些公司或項目進行強制揭露是正確的，因為這些資訊通常是公司想要藏起來的負面資訊，若無強制規定，不會輕易揭露。綜上所述，強制揭露政策宣告時市場為負面反應，並且預期揭露能力低於法律要求的公司將被迫揭露較負面資訊以及可能產生政治成本，因而股價下跌更多（Grewal et al., 2019）；國內在 2015 年首度強制企業提供 CSR（提供 2014 年），並發現報告書發布日的三日累積報酬為負（劉芳廷，2016），本文推測市場負面反應的其中一個因素為強制揭露內容，市場可能認為強制揭露公司只是為了應付法律要求才揭露 CSR，因此本文推論比起自願揭露，強制揭露的 CSR 無法辨識其在資訊表達訊號的優勢。因此建立下列假說：

H2：自願揭露 CSR 企業之股利支付高於強制揭露 CSR 企業之股利支付。

#### 四、家族企業對 CSR 與股利支付關係之影響

我國企業以家族企業為主要形式，最大的股東通常為家族成員，由於家族股權結構屬於較為集中，且家族成員普遍都擔任公司的董事與高階管理者，因此家族企業的管理方式與非家族企業的管理方式非常不同（郭麗娟，2007）。家族企業主要特徵為企業由單一或數個家族成員所掌控，企業經營者通常視家族企業為家族的延伸，因此家族企業的策略制定，除了考量經濟利益之外，對於企業經營時是否會影響家族名聲、社會地位、家族在企業內控制權等非經濟因素亦十分重視。是以家族企業型態與非家族企業型態，在 CSR 與股利支付的重視與利益關係都不相同。

根據 La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (1999) 的說法，家族所有人可藉由安排管理者參與企業管理，他們直接地將管理者與股東利益進行最大的結合。因此，家族控制是一種最有效率的組織性監理機制且可能更有效地監督管理者，不存在經理人代理人問題或非常低（相較於其他大股東或分散股權企業）。除此之外，大股東，特別是家族，在因濫用權力而增加道德風險，在他們幾乎持有整體控制，他們會傾向以其控制權尋私利，傷害少數權股東。事實上，許多的研究（Shleifer & Vishny, 1997；La Porta et al., 1999；Morck & Yeung, 2003）認為家族所有權者會使用企業的資金與權力剝奪少數股東。此在於缺乏有效的監督與適當的股東保護法，資訊不夠透明和揭露。

Faccio, Lang, and Young (2001) 研究 5 個西歐與 9 個東亞國家，發現家族控制是極為普遍的所有權控制型式。但是，他們發現存在多個大股東的情況下，西歐會增加股利支付，東亞則會減少股利支付，其認為在歐洲，其他大股東會幫助降低控制股東的剝奪，而在亞洲顯然沒有。同樣是研究歐洲國家，卻有不同結果，Kraiczy (2013) 發現家族企業掌控企業的經營管理及大部分所有權，往往以本身家族的利益為優先考量，不會去保護少數股權者，也較不願去分配股利；Pindado, Requejo, and De la Torre (2011) 認為建立在最大股權的投票權與現金流量權未分離的前提下，家族企業會分配較高與較穩定的股利以減少對少數股東剝奪的疑慮。其他未開發國家的研究，Chen, Cheung, Stouraitis, and Wong (2005) 發現香港企業，股利支付與家族持股 10% 以上時，呈顯著負相關，家族持有權在 10%~35% 時呈正相關。在香港控制家族傾向剝奪資源，但是，當他們持股增加時，外部股東會意識到家族剝奪傾向，而要求較高的股利。

家族企業為了加強利害關係人對企業的認同，累積正面形象與良好聲譽等重要資產（Godfrey, 2005；Granata & Chirico, 2010；Anderson & Reeb, 2003），會致力於參與社會活動，藉由 CSR 發展成果，提高組織聲譽（Fombrun, 1996；Whetten & Mackey, 2002）。家族企業在與外部利益相關者的關係性質上與非家族企業不同。之前的相關研究使用美國的資料進行實證分析，研究結果發現家族控制對企業社會責任制度有正向

影響，此結果與管家理論的觀點一致 (Block & Wagner, 2014)。但是，控制家族可以利用主導性的投票權將資源從企業社會責任活動轉移到其他項目。為了保護家族財富，家族會傾向將公司財務表現的重要性置於 CSR 表現之前，家族企業因而對於 CSR 活動較不重視。Nekhili et al. (2017) 實證發現市場的財務績效與家族企業的 CSR 揭露呈正相關，與非家族企業的 CSR 揭露呈負相關。家族企業將從傳達對企業社會責任的承諾中受益匪淺；具體而言，它們比非家族企業更容易獲得股東的認可。

El Ghouli, Guedhami, Wang, and Kwok (2016) 採用 9 個東南亞國家的資料重新調查此議題，研究結果指出家族企業與 CSR 之間呈現負向的關聯性。雖然 El Ghouli et al. (2016) 研究中考量了台灣的資料，但是他們只針對台灣 44 家上市公司進行探究，其中，家族企業之樣本公司只有 6 家，故其研究可能無法全面性周延的探討台灣家族企業負社會責任的情況。

傅浚映 (2021) 以 2010 年至 2017 年台灣上市公司為樣本，研究發現家族企業雖為了維護家族名聲而有動機從事企業社會責任活動，但是由於家族控制權和損失厭惡特性，家族企業在從事企業社會責任活動時會傾向集中公司資源於活動中的某些面向，而有企業社會責任專一化傾向。而此現象，在家族企業聘任外資董事或發佈企業社會責任報告書時減弱。

戚靜玟、詹秋碧、張瑞晃與李馨蘋 (2018) 採用 2010 年至 2015 年台灣上市上櫃公司為研究對象，結果發現家族持股比例與企業負社會責任的程度呈負相關，企業負社會責任可能對企業獲利造成影響，因此家族持股比例愈高的企業，控制家族為穩固自身利益，愈不願負社會責任。

Peng (2020) 以 2009 年至 2016 年台灣家族企業為研究對象。這項研究發現家族企業自願提供企業社會責任報告的保證的動機少於與非家族企業。當具有控制權與現金流量權偏離程度愈高的家族企業參與自願 CSR 保證的動機愈低。相比之下，家族企業有獨立非執行董事有更大的積極性自願的企業社會責任保證。

綜上，家族企業主要以家族利益為優先考量，但是又受到家族成員利益之影響，是故發放股利企業比較非家族企業受到更多因素的影響。實施 CSR 已可替代企業降低資訊不對稱的信譽，因此，對家族企業而言，可減少股利支付，為家族企業留下更多的資金供家族企業運用。建立假說如下：

H3：家族企業型式降低 CSR 提供與股利支付高低的相關性。

## 參、研究設計

### 一、樣本選取與資料來源

本研究以我國 2011 年至 2020 年之上市櫃企業為研究對象。研究期間起始自 2010 年企業已上市、櫃，研究資料以 2011 年開始以該企業符合本研究所需變數資料至 2020 年未有缺漏者。揭露 CSR 資料，取自「台灣經濟新報社 (TEJ)」之企業社會責任資料庫。剔除金融保險業等性質特殊之產業。

本研究以 2010 年已上市櫃公司為基礎，扣除金融產業，共得 1,134 家企業，2011~2020 年 10 年，得 11,340 筆樣本資料。本研究樣本其他資料來源為：公司治理資料，取自公司治理資料檔；財務資料，取自「台灣經濟新報社 (TEJ)」之一般產業財務資料檔。股價、報酬和公司市值資料，取自上市 (櫃) 調整股價資料庫。此 10 年間有提供 CSR 者之家數為 414 家，企業一旦開始提供後，其後即會持續提供。有些企業開始時是自願性提供 CSR，但後來為符合法令的要求，改為強制性提供，絕大多數若符合強制性規定後，即會一直符合強制性提供。

### 二、實證方法與實證模型

本研究以追蹤資料 (panel data) 為本研究的實證方法，敘述如下：本研究以 2010 年為研究樣本選取的起始點，樣本對象必須是在 2010 年已經上市、櫃的企業，並且可以持續獲得該樣本相關研究變數者為限。鎖定這群樣本於 2011 年至 2020 年的資料，由於是時間序列資料 (time-series data) 和橫斷面資料 (cross-section data) 的合併使用，因此可以探討橫斷面資料差異的影響，同時也考慮時間序列的動態性質。在樣本的特質中，有些是不隨時間輕易變動的特質，在採用匯集 (pooling) 方法就很難解決這個問題。若在考慮時序列動態下，將更能解釋橫斷面差異的意義。本研究追蹤對象，以其可能在這期間某個時間點開始提供 CSR，有些是從未曾提供過。

追蹤模型實證模型設計如下：

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 BSEAT_{i,t} + \beta_3 BIG_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 CASH_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 DEBT_{i,t} + \beta_8 BETA_{i,t} + \gamma FIRM_K + \theta YEAR_j + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$DIV_{i,t}$  指企業  $i$ ,  $t$  年股利支付水準。分別為現金股利、股利總額，分述如下

$CD_{i,t}$  : 每股現金股利，每股普通股股東所能分配到的現金股利包括來自盈餘之部分及來自公積之部分。

- $CDE_{i,t}$  : 每股現金股利－盈餘，每股普通股股東所能分配到的現金股利來自盈餘之部分。
- $CDP_{i,t}$  : 每股現金股利－公積，每股普通股股東所能分配到的現金股利來自公積之部分。
- $SD_{i,t}$  : 每股股票股利，公司配發的每股股利來源包括來自盈餘之部分及來自公積之部分。
- $TD_{i,t}$  : 每股股利，為企業每年發放之每股現金股利 (CD) 與每股股票股利 (SD) 合計數。
- $CSR_{i,t}$  :  $i$  企業於  $t$  年是否揭露企業責任報告虛擬變數，若有揭露者  $CSR$  為 1，反之為 0。

再者，以有揭露  $CSR$  之樣本為研究對象，共有 414 家，2014 年至 2020 年，探討下面狀況（未於式 1 表達，於實證時，檢測使用之）

- $VOLU_{i,t}$  : 若為自願揭露 ( $VOLU=1$ )，否則即為 0 ( $VOLU=0$ )，因為此部分採用連續 7 年資料。

#### 各項公司治理變數

- $BSEAT$  : 董事會規模，期末董事會席次。
- $BIG$  : 大股東持股比率，大股東持股占流通在外股數之比率。

#### 各項企業特性變數

- $ROA$  : 資產報酬率，當年稅後息前淨利除以資產總額。
- $CF$  : 現金流量，衡量企業支付股利之能力。以年底現金流量餘額除以流通在外股數。
- $MB$  : 市價與帳面價值比，年底普通股市值與權益帳面價值比率。
- $Beta$  : 市場風險指標，市場模型之 CAPM 一年期之  $beta$  係數。
- $DEBT$  : 負債比率，年底負債總額與資產總額比。
- $SIZE$  : 公司規模，年底資產總額取對數。
- $FIRM$  : 企業變數，本研究之企業樣本數為 1,134 家。
- $YEAR$  : 年度別變數，本研究探討期間為 2011~2020 年共 10 年。
- $FAM$  : 家族企業變數， $i$  企業於  $t$  年是否為家族企業虛擬變數，若屬家族企業者  $FAM$  為 1，反之為 0。資料來自於「台灣經濟新報社 (TEJ)」之公司治理資料檔之分類，符單一家族企業條件者為家族企業。此變數在上述式中未出現，但為了驗證假說 3，於後續的實證過程中，本研究

會將其加入於式中。

在現有的文獻上，在公司治理變數上，考慮兩個變數包括大股東持股比率（BIG）及董事會規模（BSEAT），此二項變數，在相關研究上認為可發揮公司治理效能，提高股利的發放（Yeo, Tan, Ho, & Chen, 2002；Yarram & Dollery, 2015）。影響企業股利發放的企業相關變數，包括獲利能力（ROA）、現金流量（CF）、市價與帳面價值比（MB）、市場風險指標（Beta）、負債比率（DEBT）、公司規模（SIZE）等控制變數，其中獲利能力（ROA）、現金流量（CF）、公司規模（SIZE）等有利於企業股利支付能力的變數均預期為正向相關；市場風險指標（Beta）、負債比率（DEBT）衡量企業風險的指標，企業風險與股利支付能力呈負向相關；市價與帳面價值比（MB）與股利支付之關係不確定，主要是市價與帳面價值比（MB）之高低有兩種意涵，其一是企業較受市場關注，給予較高的預期價值；另一意涵是企業有成長價值，給予較高的評價。Deshmukh（2005）研究發現，低獲利能力且低成長機會的公司比其他類型的公司支付更少的股利，以此推論財務危機較大的公司會採取低股利政策。反之，當公司有高成長性時，通常投資人會給較高的股價溢價。但是，當企業屬較受市場關注，資訊不對稱情況下，則無須以支付股利的方式吸引投資者，是故本研究預期企業市價與帳面價值比與股利支付相關性不確定。

家族企業變數對股利支付的影響，洪榮華、曾子耘與林聖傑（2006）認為，國內家族股東傾向使用金字塔結構與交互持股剝削小股東。本研究預期家族企業與股利支付成負向相關。根據 La Porta et al.（1999）的說法，家族所有人可藉由安排管理者參與企業管理，他們直接地將管理者與股東利益進行最大的結合。有諸多研究發現家族企業掌控企業的經營管理及大部分所有權，往往以本身家族的利益為優先考量，不會去保護少數股權者，也較不願去分配股利（Kraiczy, 2013；Chen et al., 2005）。

## 肆、實證結果

### 一、敘述性統計及相關係數分析

在表 1 中，為本研究樣本各年度之 CSR 揭露與未揭露情況，由於本研究 CSR 揭露取自「台灣經濟新報社（TEJ）」之企業社會責任資料庫，其取材來自各大政府公開資訊平台、股東會年報、企業永續報告書，所以會與公開資訊平台所顯示略有不同。按本研究選樣標準，1,134 家企業中，於 2011 年有 7 家自願，未有強制；但自 2012 年即有 1 家受強制揭露，2014 年因為法令規範，因此強制揭露數陡增，自願揭露家數也

穩定增加。於 2020 年，自願揭露家數有 186 家，強制揭露家數有 228 家，揭露家數共 414 家，未揭露家數仍有 720 家，揭露家數佔樣本總數為 0.365。

表 2 為各變數之敘述性統計分析，CSR 平均數只有 0.22，主要是樣本時期包括未有 CSR 揭露的前期階段，故總合而言，平均數較小。若只看 2020 年則會達到 0.365。每股股利總額 (TD)、每股現金股利 (CD) 之平均數分別 1.52、1.45 兩者有逐漸接近趨勢，原因是我國企業發放股票股利的情況愈來愈小，所以股利的發放會以現金股利為主。家族企業的比重 (FAM) 為 0.64，較其他研究略低。董監事席次數 (BSEAT) 平均為 9.21 位，大股東持股比率 (BIG) 為 22.32%，資產報酬率 (ROA) 為 3.5，每股現金 (CASH) 為 1.94，其中最小為-59.14，主要是因為本研究使用的是可用來發放給普通股股利的現金數，因此以來自營業現金流量數並扣除發放給特別股股息，故形成負數，也使整體的平均數下降。但中位數仍低於平均數，表示樣本右偏，最高者高達 234.94，高於每股股利支付數。負債比率 (DEBT) 平均數為 36.24；資產規模平均數為 15.34；市價與帳面價值比平均數為 1.76；CAPM 一年期之 beta 平均數為 0.75。

在表 3 的相關性係數中，由於 TD、CD 值接近，所以兩者非常高度相關；CASH 與 TD、CD 之相關非常高，達 0.703、0.715，於後續研究中必須重視其共線問題。其他各變數除了 FAM、BIG、MB 外，均與 CSR 有正向顯著相關。在對 TD、CD 之相關性，FAM、BIG 顯著負相關，其餘均呈顯著相關。基本上，CSR 與 TD、CD 呈正相關，符合本研究假說 1：提供 CSR 企業之股利支付高於未提供 CSR 企業之股利支付；FAM 與 TD、CD 呈顯著負相關，與 CSR 呈負相關但未達統計顯著性，此有可能樣本數有些是在未實施揭露時期的因素，有待後續進一步控制其他變數，再進行檢定本研究假說。

## 二、企業提供 CSR 與對股利支付關係之研究結果

在表 4 中，本研究在 Hausman 檢定下，此檢定值達顯著，所以本研究以追蹤資料模型 (panel data) 之二元固定效果 (two-way Fixed Effect) 模型，共有 1,134 家企業，追蹤其 10 年資料，並以式 (1) 各項橫斷面資料，控制公司治理變數，BSEAT、BIG，其他公司特質變數 ROA、CASH、SIZE、DEBT、BETA、MB 等後，實證企業提供 CSR 與股利支付之相關性。在表 4 中，以 TD、CD 為 DIV 之代理變數實證結果，CSR 之係數分別為 0.218、0.228 均達到正向顯著水準，結果均符合假說一：提供 CSR 企業之股利支付高於未提供 CSR 企業之股利支付，意即有提供 CSR 的企業，其股利總額、現金股利支付額都相較於未提供 CSR 企業高。整體模式， $R^2$  值 (Buse, 1973)，分別為 0.8270 及 0.8385。實證結果，因為有高達 1,133 筆企業截距項與 9 筆年度截距項，未於表中一一顯示。

在公司治理變數部分的 BSEAT 之係數為負，但未達顯著水準；其次大股東持比率則符合預期，大股東持股比率愈高者，股利支付愈高。其他公司變數對股利支付的影響部分，ROA、CASH、SIZE 都顯著為正，BETA 及 MB 也都是顯著為正，負債比率與股利支付之關係則不明顯。

### 三、企業自願／強制提供 CSR 與對股利支付關係之研究結果

在表 5 中，以 2014 年到 2020 年曾揭露 CSR 者為研究對象，共計有 414 家，時間為 7 年。再將 VOLU 置換式 (1) 的 CSR 變數，令自願性揭露者為 1，其他為 0。在 Hausman 檢定下，因為此檢定值達顯著，所以本研究採用二元固定效果 (two-way Fixed Effect) 模型。此時，每一年並不是都有 414 家企業有提供 CSR。按本研究假說二，主要是假設企業自願揭露時會透露更多的訊息，此時相對於其他配對企業都比較偏向有利的訊息揭露，推論自願性揭露 CSR 者，其股利支付較高。實證結果符合本研究假說二，在股利支付 (DIV) 為 TD 時，VOLU 之係數為 0.196，顯著為正；股利支付 (DIV) 為 CD 時，VOLU 之係數為 0.184，亦是顯著為正，支持本研究假說二：自願揭露 CSR 企業之股利支付高於強制揭露 CSR 企業之股利支付。

其他控制變數，除了 BIG 已不再呈現顯著效果，其他變數之效果與表 4 結果相同。整體模式， $R^2$  值，分別為 0.9376 及 0.9383。有高達 1,133 筆企業截距項與 6 筆年度截距項未予列示。

### 四、家族企業型態對企業提供 CSR 與股利支付相關性之影響

在表 6 中表達的是探討家族企業型態對企業 CSR 與股利支付相關性之影響。在表中的 CSR 變數對 DIV 均有顯著正向影響，與前面的分析相同。在未考慮與 CSR 的交乘項時，在第一、三欄的研究成果可以看出，家族企業型態相較於非家族企業之股利支付為低。在考慮與 CSR 的交乘項時，表 6 在第二、四欄，分別為 -0.165、-0.159 均顯著為負。此符合本研究的假說三，家族企業型態降低企業提供 CSR 與股利支付之相關性。亦即，家族企業若有 CSR 時，可能會認為自己已表達更好的資訊，減少股利支付。家族企業主要以家族利益為優先考量，但是又受到家族成員利益之影響，是故在發放股利上比較非家族企業受到更多因素的影響。實施 CSR 已可替代企業降低資訊不對稱的信譽，因此，對家族企業而言，可減少股利支付，為家族企業留下更多的資金供家族企業運用。

表 1 各年度樣本企業 CSR 揭露型態（單位：家數）

型態／年	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
自願	7	36	110	117	141	123	138	143	163	186
強制	0	1	3	68	203	206	213	225	226	228
揭露合計	7	37	113	185	344	329	351	368	389	414
未揭露	1,127	1,097	1,021	949	790	805	783	766	745	720
揭露家數佔比	0.006	0.033	0.100	0.163	0.303	0.290	0.310	0.325	0.343	0.365

表 2 各變數之敘述性統計分析

變數	平均值	標準差	最小值	中位數	最大值
CSR	0.22	0.42	0.00	0.00	1.00
TD	1.52	2.97	0.00	0.73	91.50
CD	1.45	2.92	0.00	0.60	91.50
FAM	0.64	0.48	0.00	1.00	1.00
BSEAT	9.21	2.24	2.00	9.00	35.00
BIG	22.32	12.35	0.00	19.98	84.50
ROA	3.50	9.65	-103.39	3.97	89.19
CASH	1.94	6.78	-59.14	1.10	234.94
DEBT	36.24	18.07	0.00	34.96	100.44
SIZE	15.34	1.45	9.76	15.20	21.92
MB	1.76	3.76	0.25	1.25	219.17
BETA	0.75	0.41	-1.30	0.73	2.83

股利支付（DIV）分為 CD 及 TD，為每股現金股利（CD）、每股股利（TD）；CSR：是否有提供 CSR，有提供者為 1，否則為 0；FAM：家族企業，符本研究定義者為 1，否者為 0；BSEAT：董監事會規模，期末董監事會席次；BIG：大股東持股比率，大股東持股占流通在外股數之比率；ROA：資產報酬率；CASH：（來自營業之現金流量-發放特別股股息）／加權平均股數；MB：市價與帳面價值比；BETA：市場風險指標，市場模型之 CAPM 一年期之 beta 係數；DEBT：負債比率，負債總額／資產總額；SIZE：企業規模，以期末資產總額取 Ln。

表 3 相關性分析（右上為 Pearson 係數）

	TD	CD	FAM	BSEAT	BIG	ROA	CASH	DEBT	SIZE	MB	BETA
CSR	0.115***	0.119***	-0.013	0.085***	0.003	0.090***	0.071***	0.023**	0.359***	0.006	0.022**
TD		0.992***	-0.060***	0.080***	-0.020**	0.451***	0.703***	-0.057***	0.268***	0.066***	0.136***
CD			-0.064***	0.083***	-0.025***	0.436***	0.715***	-0.061***	0.269***	0.067***	0.137***
FAM				-0.090***	0.190***	0.004	-0.045***	0.031***	-0.014	-0.011	-0.118***
BSEAT					-0.156***	0.088***	0.067***	-0.007	0.252***	-0.009	0.007
BIG						-0.019**	-0.048***	0.086***	-0.051***	0.022**	-0.301***
ROA							0.266***	-0.149***	0.285***	-0.013	0.110***
CASH								-0.071***	0.179***	0.042***	0.131***
DEBT									0.198***	0.037***	-0.072***
SIZE										-0.058***	0.261***
MB											-0.002

1. 變數定義請參照表 1。
2. 右上為 Pearson 相關係數。
3. \*\*\*表示達 1%顯著水準，\*\*表示達 5%顯著水準，\*表示達 10%顯著水準。

表 4 企業提供 CSR 與對股利支付關係之研究結果

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 BSEAT_{i,t} + \beta_3 BIG_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 CASH_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 DEBT_{i,t} + \beta_8 BETA_{i,t} + \gamma FIRM_K + \theta YEAR_j + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

	預期方向	DIV = TD		DIV = CD	
		係數	t 值	係數	t 值
Intercept		<b>-9.271</b>	-11.18	<b>-9.695</b>	-12.5
CSR	+	<b>0.218</b>	5.42	<b>0.228</b>	6.04
BSEAT	+	-0.009	-0.63	-0.010	-0.76
BIG	+	<b>0.004</b>	1.9	<b>0.004</b>	2.18
ROA	+	<b>0.051</b>	26.23	<b>0.042</b>	22.89
CASH	+	<b>0.149</b>	51.89	<b>0.150</b>	55.53
SIZE	+	<b>0.698</b>	13.37	<b>0.733</b>	15.01
DEBT	?	0.001	0.88	0.001	0.91
BETA	?	<b>0.296</b>	5.92	<b>0.278</b>	5.94
MB	?	<b>0.017</b>	4.62	<b>0.017</b>	4.95
FIRM FE		YES (n = 1,133)		YES (n = 1,133)	
YEAR FE		YES (time = 9)		YES (time = 9)	
Hausman test (m 值)		453.64***		466.99***	
R <sup>2</sup>		0.8270		0.8385	

變數定義請參照表 1

粗體表示達 1% 以上顯著水準。觀察 T 值即可知道其顯著程度，故只以粗體標示顯著與否。

表 5 企業自願／強制提供 CSR 與對股利支付關係之研究結果

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 BSEAT_{i,t} + \beta_3 BIG_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 CASH_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 DEBT_{i,t} + \beta_8 BETA_{i,t} + \gamma FIRM_K + \theta YEAR_j + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

	預期方向	DIV = TD		DIV = CD	
		係數	t 值	係數	t 值
Intercept		<b>-5.808</b>	-5.29	<b>-5.300</b>	-4.99
VOLU	+	<b>0.196</b>	2.12	<b>0.184</b>	2
BSEAT	+	0.013	0.49	0.009	0.36
BIG	+	0.001	0.09	-0.001	-0.04
ROA	+	<b>0.102</b>	17.26	<b>0.099</b>	16.87
CASH	+	<b>0.187</b>	30.35	<b>0.191</b>	31.23
SIZE	+	<b>0.427</b>	5.99	<b>0.386</b>	5.57
DEBT	?	-0.005	-1.35	-0.002	-0.62
BETA	?	<b>0.443</b>	4.02	<b>0.474</b>	4.32
MB	?	<b>0.047</b>	3.18	<b>0.047</b>	3.25
FIRM FE		YES (n = 413)		YES (n = 413)	
YEAR FE		YES (time = 6)		YES (time = 6)	
R <sup>2</sup>		0.9376		0.9383	

變數定義請參照表 1，VOLU 指報告是否為自願，若為自願揭露者為 1，否則為 0

粗體表示達 1% 以上顯著水準。觀察 T 值即可知道其顯著程度，故只以粗體標示顯著與否。

表 6 家族企業型態對企業提供 CSR 與股利支付相關性之影響

	DIV = TD		DIV = TD		DIV = CD		DIV = CD	
	係數	t 值						
Intercept	<b>-5.510</b>	-11.39	<b>-5.529</b>	-11.43	<b>-6.110</b>	-12.85	<b>-6.128</b>	-12.89
CSR	<b>0.222</b>	5.66	<b>0.326</b>	5.33	<b>0.231</b>	6.26	<b>0.331</b>	5.77
Family	<b>-0.130</b>	-1.74	-0.100	-1.32	<b>-0.131</b>	-1.83	-0.103	-1.42
CSR*Family			<b>-0.165</b>	-2.22			<b>-0.159</b>	-2.27
BSEAT	-0.009	-0.77	-0.009	-0.76	-0.010	-0.82	-0.010	-0.82
BIG	<b>0.004</b>	1.97	<b>0.004</b>	2.01	<b>0.004</b>	2.06	<b>0.004</b>	2.1
ROA	<b>0.056</b>	30.15	<b>0.056</b>	30.16	<b>0.047</b>	26.53	<b>0.047</b>	26.54
CASH	<b>0.164</b>	58.99	<b>0.163</b>	58.94	<b>0.162</b>	62.19	<b>0.162</b>	62.14
SIZE	<b>0.406</b>	12.64	<b>0.406</b>	12.65	<b>0.444</b>	14.1	<b>0.444</b>	14.11
DEBT	<b>0.002</b>	1.65	<b>0.002</b>	1.62	0.002	1.59	0.002	1.55
BETA	<b>0.286</b>	6	<b>0.285</b>	5.97	<b>0.275</b>	6.11	<b>0.273</b>	6.08
MB	<b>0.019</b>	4.98	<b>0.018</b>	4.95	<b>0.018</b>	5.26	<b>0.018</b>	5.23
FIRM FE	YES (n=1,133)		YES (n=1,133)		YES (n=1,133)		YES (n=1,133)	
YEAR FE	YES (time=9)		YES (time=9)		YES (time=9)		YES (time=9)	
R <sup>2</sup>	0.8887		0.8888		0.9066		0.9067	

變數定義請參照表 1，Family 指是否為家族企業，若為家族企業者為 1，否則為 0

粗體表示達 1% 以上顯著水準。觀察 T 值即可知道其顯著程度，故只以粗體標示顯著與否。

## 伍、結論

本研究是以 2011 年至 2020 年台灣上市(櫃)公司為研究對象，探討企業提供 CSR 與股利支付之相關性、自願／強制揭露 CSR 與股利支付之相關性，並探討家族企業型態對企業提供 CSR 與股利支付之相關性之影響進行實證性研究。

因為實證資料俱有時間序列和橫斷面的綜合性質，本研究經測試發現採用二元固定效果模式的追蹤資料 (panel data) 模型更適合本研究的資料模式。

研究實證發現企業提供 CSR 與企業現金股利或者股利總額呈正向相關，意即有提供 CSR 之企業，其現金股利或股利總額都相較於沒有提供 CSR 者為高，符合相關文獻認為提供 CSR 企業在財務績效、代理理論與信號理論等方面有利於企業提高股利支付的觀點。其次，實證結果發現自願性揭露 CSR 相較於強制性揭露報告者有較高的股利支付，此亦符合自願性提供與強制性揭露的揭露品質上可能存在的差異性。最後，考慮家族企業型式，發現在考量家族企業利益優先性，降低企業提供 CSR 與股利支付的正向相關。

股利政策一直為企業的重要財務研究課題。值此企業增加提供 CSR 之際，本研究以兩者之相關研究提供對 CSR 與股利政策研究相關研究提供了新的證據。CSR 相關研究課題方興未艾，而且隨著相關技術、管制方法或者社會共識的變動，存在諸多有趣且值得探究的課題。本研究以我國資料為限，主要在於我國企業面對的法令與經濟環境不同於他國，例如，我國所得稅法規定針對未分配盈餘加課 5% 稅負，此可能影響企業股利政策不同於他國企業，是以本研究主要針對我國上市櫃企業在本研究期間企業提供 CSR 與股利支付之相關性提供實證證據。另外，本研究在 CSR 揭露品質上、新管制方法並未有進一步的分類，本研究都未能將其考慮在內，後續研究可考慮揭露品質高低與企業實施 CSR 經驗等影響因素。

本研究在企業管理政策上，本研究結果可以為我國企業制定股利支付政策提供參考，也有助於投資者做出更明智的投資決策。幫助企業制定合理的股利支付政策，平衡股東利益和企業永續發展需求。也可以幫助投資者瞭解企業股利支付政策的潛在風險，從而做出更好的投資決策。將永續發展理念融入股利支付政策制定過程中，促進企業永續發展。

## 註釋

1. CSR、ESG 與 SDGs 三者之關係為：CSR 是永續經營的主要概念；ESG：是實踐 CSR 其中一項衡量指標，同時也是企業經營績效及投資市場的投資標準；SDGs：列出永續發展細項目標，以供 ESG 執行。我國已將 CSR 報告書改為企業永續報告書。
2. 無盈餘時例外可派發股利係指我國公司法第二三二條第二項但書之規定，以法定盈餘公積派充股利；以及我國公司法第二三四條之建業股息之分派。

## 參考文獻

### 一、中文部分

1. CSRone (2021). ESG 報告書起手式：編纂實務與關鍵項目解析. CSRONE. Retrieved October 17, 2022, 取自 <https://csrone.com/courses/1>。  
CSRone (2021). How to start an ESG report: Compilation practice and analysis of key items. CSRONE. Retrieved October 17, 2022, from <https://csrone.com/courses/1>.
2. 金融監督管理委員會(2023)，上市櫃公司永續發展行動方案（2023年），TWSE 公司治理中心，Retrieved May 10, 2023，取自：<https://cgc.twse.com.tw/responsibilityPlan/listCh>。  
Financial Supervisory Commission R.O.C. (2023). Sustainability development action plan for listed companies (2023). TWSE Corporate Governance Center. Retrieved May 10, 2023, from <https://cgc.twse.com.tw/responsibilityPlan/listCh>.
3. 郭麗娟(2007)，台灣家族企業所有權型態與生產力相關之研究，朝陽科技大學財務金融系未出版碩士論文。  
Kuo, L. C. (2007). The Relationship between Family Ownership and Productivity in Taiwan. Department of Finance and Financial Management, Chaoyang University of Technology, unpublished paper.
4. 高偉娟、林世銘、姚人鈺(2021)，編製及確信準則對企業社會責任報告書可讀性之影響，會計評論，(72)，1-34。  
Gao, W. J., Lin, S. M., & Yao, R. Y. (2021). The impact on readability of the CSR report's preparation guidelines and assurance standards. International Journal of Accounting Studies, (72), 1-34.
5. 洪榮華、曾子耘、林聖傑(2006)，從股東稅負壓力探討兩稅合一對股利政策之影響，輔仁管理評論，13(1)，133-162。  
Hung, J. H., Tseng, T. Y., & Lin, S. C. (2006) The impact of the dividend imputation tax system on dividend policy-view of tax pressure of shareholders. Fu Jen Management Review, 13(1),133-162.

6. 戚靜玟、詹秋碧、張瑞晃、李馨蘋(2018)，家族持股與董事會結構對企業社會責任之影響，東吳經濟商學學報，(97)，1-34。  
Chi, J. M., Chen, C. P., Chang, R. H., & Lee, H. P. (2018). The effect of family ownership and board composition on corporate social responsibility. Soochow Journal of Economics and Business, (97), 1-34.
7. 詹場、黃照鈺、邱健嘉、柯文乾(2021)，強制出具企業社會責任報告書對流動性及風險之影響，會計評論，(72)，35-82。  
Chan, J., Huang, T. L., Chiu, K. J., & Ko, W. C. (2021). The impact of mandatory corporate social responsibility reporting on liquidity and risk. International Journal of Accounting Studies, (72), 35-82.
8. 傅浚映(2021)，家族企業與企業社會責任專一化：以台灣上市公司為例，管理學報，38(4)，445-476。  
Fu, J. Y. (2021). Family firms and CSR specialization: Evidence from Taiwanese listed firms. Journal of Management and Business Research, 38(4), 445-476.
9. 劉芳廷(2016)，企業社會責任報告書之聲譽回復效果－以台灣公司為例，臺灣大學會計學研究所未出版碩士論文。  
Liu, F. T. (2016). The Reputation Recovery Effect of Corporate Social Responsibility Reports: The Case of Taiwan Companies. Department of Accounting, National Taiwan University, unpublished paper.
10. 魏裕珍、盧陽正、陳振南、王丹稜(2018)，媒體聲譽對企業社會責任得獎企業其股市表現與財務績效之影響，臺大管理論叢，28(1)，87-140。  
Wei, Y. C., Lu, Y. C., Chen, J. N., & Wang, D. L. (2018). The impact of media reputation on stock market and financial performance of corporate social responsibility winner. NTU Management Review, 28(1), 87-140.

## 二、英文部分

1. Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. The Quarterly Journal of Economics, 84(3), 488-500.
2. Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. The Journal of Finance, 58(3), 1301-1328.

3. Benlemlih, M. (2019). Corporate social responsibility and dividend policy. Research in International Business and Finance, 47, 114-138.
4. Block, J. H., & Wagner, M. (2014). The effect of family ownership on different dimensions of corporate social responsibility: Evidence from large US firms, Business Strategy and the Environment, 23(7), 475-492.
5. Bowman, E. H. (1978). Strategy, annual reports, and alchemy. California Management Review, 20(3), 64-71.
6. Buse, A. (1973). Goodness of fit in generalized least squares estimation. American Statistician, 27(3), 106-108.
7. Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research, and practice. International Journal of Management Reviews, 12(1), 85-105.
8. Chen, Z., Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. (2005). Ownership concentration firm performance, and dividend policy in Hong Kong. Pacific-Basin Finance Journal, 13(4), 431-449.
9. Cheng, S., Lin, K. Z., & Wang, W. (2016). Corporate social responsibility reporting and firm performance: Evidence from China. Journal of Management & Governance, 20, 503-523.
10. Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. Accounting & Finance, 58(3), 787-816.
11. Clarkson, P. M., Fang, X., Li, Y., & Richardson, G. (2013). The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative? Journal of Accounting and Public Policy, 32(5), 410-431.
12. Cohen, J. R., & Simnett, R. (2015). CSR and assurance services: A research agenda. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 34(1), 59-74.
13. Deshmukh, S. (2005). The effect of asymmetric information on dividend policy. Quarterly Journal of Business and Economics, 44(1-2), 107-127.

14. Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. The Accounting Review, 86(1), 59-100.
15. Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. The Accounting Review, 87(3), 723-759.
16. El Ghouli, S., Guedhami, O., & Kim, Y. (2017). Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. Journal of International Business Studies, 48, 360-385.
17. El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? Journal of Banking & Finance, 35(9), 2388-2406.
18. El Ghouli, S., Guedhami, O., Wang, H., & Kwok, C. (2016). Family control and corporate social responsibility. Journal of Banking & Finance, 73(3), 131-146.
19. Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation. American Economic Review, 91(1), 54-78.
20. Fombrun, C. J. (1996). Reputation: Realizing Value from the Corporate Image. Harvard Business Review Press: Brighton, Massachusetts.
21. Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. Academy of Management Review, 30, 777-798.
22. Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. Journal of Banking & Finance, 35(7), 1794-1810.
23. Granata, D., & Chirico, F. (2010). Measures of value in acquisitions: Family versus nonfamily firms. Family Business Review, 23(4), 341-354.
24. Grewal, J., Riedl, E. J., & Serafeim, G. (2019). Market reaction to mandatory nonfinancial disclosure. Management Science, 65(7), 3061-3084.
25. Grossman, S. J. (1981). The informational role of warranties and private disclosure about product quality. The Journal of Law and Economics, 24(3), 461-483.

26. Heal, G. (2005). Corporate social responsibility: An economic and financial framework. The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice, 30, 387-409.
27. He, W. (2012). Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan. Accounting & Finance, 52, 873-901.
28. Kraiczy, N. (2013). Research on family firms - Definition, theories, and performance. In Kraiczy, N. (Ed), Innovations in Small and Medium-Sized Family Firms: An Analysis of Innovation-Related Top Management Team Behaviours and Family Firm Specific Characteristics, 7-34. Wiesbaden: Springer Gabler.
29. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. The Journal of Finance, 54(2), 471-517.
30. Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. The American Economic Review, 46(2), 97-113.
31. Matsumura, E. M., Prakash, R., & Vera-Muñoz, S. C. (2013). Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures. The Accounting Review, 89(2), 695-724.
32. Morck, R., & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. Entrepreneurship Theory and Practice, 27(4), 367-382.
33. Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. Journal of Business Research, 77, 41-52.
34. O'Dwyer, B. (2011). The case of sustainability assurance: Constructing a new assurance service. Contemporary Accounting Research, 28(4), 1230-1266.
35. Peng, C. W. (2020). Do family firms engage in voluntary external assurance of corporate social responsibility reports? Corporate Management Review, 40(1), 1-33.
36. Pindado, J., Requejo, I., & De la Torre, C. (2011). Family control and investment - Cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone. Journal of Corporate Finance, 17(5), 1389-1409.
37. Saeed, A., & Zamir, F. (2021). How does CSR disclosure affect dividend payments in emerging markets? Emerging Markets Review, 46, 1-20.

38. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. The Journal of Finance, 52(2), 737-783.
39. Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance - Financial performance link. Strategic Management Journal, 18(4), 303-319.
40. Whetten, D. A., & Mackey, A. (2002). A social actor conception of organizational identity and its implications for the study of organizational reputation. Business & Society, 41(4), 393-414.
41. Yarram, S. R., & Dollery, B. (2015). Corporate governance and financial policies: Influence of board characteristics on the dividend policy of Australian firms. Managerial Finance, 41, 267-285.
42. Yeo, G. H., Tan, P. M., Ho, K. W., & Chen, S. S. (2002). Corporate ownership structure and the information of earnings. Journal of Business Finance & Accounting, 29(7-8), 1023-1046.

112 年 12 月 23 日收稿

113 年 01 月 27 日初審

113 年 03 月 22 日複審

113 年 04 月 30 日接受

## 作者介紹

### Author's Introduction

- |            |   |
|------------|---|
| 姓名         | 林嬌能   |
| Name       | Gai-Neng Lin  |
| 服務單位       | 逢甲大學會計系副教授  |
| Department | Associated Professor, Department of Accounting, Feng Chia University                  |
| 聯絡地址       | 台中市西屯區文華路 100 號商學大樓 11 樓  |
| Address    | 11F., College of Commerce, No.100, Wenhua Rd., Xitun Dist., Taichung City 407, Taiwan |
| E-mail     | gainenglin@gmail.com  |
| 專長         | 會計、稅法   |
| Specialty  | Accounting, Taxation  |
| 姓名         | 李諺華   |
| Name       | Yan Hwa Lee   |
| 服務單位       | 宏遠興業紡織會計  |
| Department | Accountant of Everest Textile Co., LTD  |
| 聯絡地址       | 台南市山上區明和里 256 號   |
| Address    | No.256. Shanshang Dist., Tainan City, Taiwan (R.O.C.)                                 |
| E-mail     | Andylee9074104@gmail.com  |
| 專長         | 會計、稅法   |
| Specialty  | Accounting, Taxation  |

姓名	趙邑
Name	Yi Chao
服務單位	逢甲大學會計系碩士生
Department	Master, Department of Accounting, Feng Chia University
聯絡地址	台中市西屯區文華路 100 號商學大樓 11 樓
Address	11F., College of Commerce, No.100, Wenhua Rd., Xitun Dist., Taichung City 407, Taiwan
E-mail	Chaoyi5098811933@gmail.com
專長	會計、稅法
Specialty	Accounting, Taxation