

企業社會責任事件宣告與股價異常報酬之研究

黃瓊瑤* 王癸元** 張鳳真***

摘要：傳統經濟、財務與會計領域的學者，認為公司會致力於企業社會責任活動，是建構於採行企業社會責任行動可極大化股東價值之前提上。然而，卻有另一派學者極力主張，即使會導致股東價值減少，部分公司仍會投資於企業社會責任活動以提升整體社會的福祉。本文聚焦於證券市場投資人觀點，探討正負面企業社會責任事件宣告對於投資人評價決策之影響，進而反映至股價異常報酬。本研究主要奠基於資源基礎理論、合法性理論與展望理論來建構假說，並採用事件研究法加以檢測。實證結果發現正(負)面企業社會責任事件宣告，可產生顯著為正(負)的股價異常報酬，且投資人對於負面企業社會責任事件宣告的反應幅度，較正面企業社會責任事件宣告的反應幅度大。本研究結果除可瞭解企業社會責任資訊對市場投資人投資決策之影響外，並可提供企業管理者制訂企業社會責任策略與政策之參考。

關鍵詞：企業社會責任、股價異常報酬、資源基礎理論、合法性理論、展望理論

* 國立雲林科技大學會計系助理教授

** 亞洲大學財務金融學系助理教授

*** 國立台灣科技大學企業管理系博士生

感謝國科會提供本研究所需的財務支援 (NSC 99-2410-H-224-029)。

101年11月收稿

102年09月接受

三審接受

The Relationship between CSR Announcements and Abnormal Stock Returns

Chiung-Yao Huang* Kuei-Yuan Wang** Feng-Chen Chang***

Abstract: Does the implementation of corporate social responsibility (CSR) contribute to the assets of a firm or does it increase expenditures? This issue remains a practical management issue of considerable importance to managers. This study performed a literature review and explored the relationship between CSR announcements and abnormal stock returns among companies listed in Taiwan. The research framework was based on resource-based theory, legitimacy theory, and prospect theory. Our empirical results revealed a significantly positive (negative) relationship between positive (negative) announcements regarding CSR event and abnormal stock returns. In addition, the impact level of the negative events was greater than that of the positive events. These findings provide a reference for investors as well as for managers in the development of a CSR strategy.

Keywords: corporate social responsibility, abnormal stock returns, resource-based theory, legitimacy theory, prospect theory

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

** Assistant Professor, Department of Finance, Asia University

*** Ph. D. Student, Department of Business Administration, National Taiwan University of Science and Technology

We thank the National Science Council (NSC 99-2410-H-224-029) for financial support.

Submitted November 2012
Accepted September 2013
After 3 rounds of review

壹、緒論

企業社會責任 (corporate social responsibility, CSR) 議題之興起，已掀起了 21 世紀企業經營環境的另一波革命與競爭，也是多年來國際上推動公司治理體系的具體成效。換言之，企業除了要創造經濟價值為股東賺取利潤外 (Friedman, 1970)，尚需在永續經營的藍圖下，積極謀取所有利害關係人的福祉及認同，獲得公司存在於社會的合法地位，達成兼顧經濟、社會與環境保護三重盈餘底線 (triple bottom line) 的公司 CSR 策略管理或利害關係人管理的目標 (Hart and Milstein, 2003; Jose and Lee, 2007)。然而，開發中國家與已開發國家所面臨的 CSR 議題存在很大差異 (Visser, 2008)，已開發國家訂定較多相關的法令來規範，但開發中國家則較無強制性的法令供企業遵行，且主要面臨的多是與社會與環境危機的問題。此外，Chapple and Moon (2005) 與 Arya and Zhang (2009) 也指出，由於制度環境與文化的差異，使得亞洲地區有關新興經濟國家的 CSR 議題研究，仍存在很大變異與不一致的實證結論。

過去探討企業社會責任與組織財務績效關聯性之文獻，主要由利他的負債觀點 (altruistic liability view)，以及可創造附加價值的資產觀點 (value-adding asset view) 來論述 (Dowell, Hart, and Yeung, 2000; Chen, Patten, and Roberts, 2008)。兩者間關係的實證結果則涵蓋正向關係、負向關係或無關的結論，尚未獲得一致性結論 (e.g. Lee, 2008; Husted and Allen, 2007; Orlitzky, Schmidt, and Rynes, 2003)。在實務現象方面，以外銷為主的台灣新興經濟體，企業管理者深刻體認到應積極迎合國際 CSR 潮流，以提升產品銷售至國際市場競爭力的重要性。然而，台灣資本市場重視企業社會責任文化的思潮是近幾年才形成的 (陳樹，2011)，提供企業重要資金來源的證券市場投資人，如何解讀 CSR 事件資訊，並透過具體的持股行動以反應在股價異常報酬表現，此即是本文所關注的焦點。

綜上所述，本研究檢測台灣資本市場投資人對 CSR 事件訊息宣告之反應，對理論與實務管理都有重要意義。在理論方面，即使目前已累積大量 CSR 文獻，但相對而言，針對企業社會責任資訊在資本市場所扮演功能與影響之實證研究仍缺乏 (Arya and Zhang, 2009; Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang, 2011; Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang, and Yang, 2012)；且已開發國家與開發中國家的制度環境與發展經驗不同，也導致企業在所處經營環境下面臨不同的 CSR 期望與壓力，學者對於開發中國家有關 CSR 對股票價值議題的討論更顯不足。此外，新興市場投資人的行為往往異於已開發市場，例如：市場較不具效率性、投資人過度自信、從眾的投資傾向等 (袁淑芳與李進生，2007)。本文即以台灣資本市場為研究對象，可豐富新興市場脈絡下，CSR 與投資人互動關係的文獻，並瞭解 CSR 資訊在資本市場的功能。在實務管理方面，國內遠見雜誌於 2010 年 3 月公布第六屆企業社會責任獎。因為受到 2009 年金融海嘯衝擊，以及當年度企業社會責任獎的評選納入最新 CSR 國際新趨勢，包括水資源、產

品責任、性別平等，以及金融風險管理等指標，使得不少企業填答時都備感壓力，導致問卷回收率與分數均略為下降（高宜凡與呂愛麗，2010）。此訊息是否意味著國內企業對於徹底落實CSR，可能尚停留在短期的公關活動，或大演公益秀的窠臼，而未加以制度化與內化到日常運作。換言之，企業是否應採行積極的CSR策略，仍是經營者的一大挑戰與疑慮，須藉由實證研究來提供合理的解釋。本研究從投資人角度出發，有助於企業管理者了解投資人對企業社會責任行動的評價，可作為企業制定社會責任策略之參考。

貳、文獻探討與假說發展

一、國內外企業社會責任發展

國際貿易蓬勃發展，許多國際組織與大型企業紛紛提倡與實踐社會責任，並引起廣大迴響。2001年歐盟的歐洲社區委員會（Commission of the European Communities）發表「促進歐洲企業社會責任架構綠皮書（Green Paper: Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility）」，旨在探討歐盟會員國家在企業及社會環境的層面上鼓勵制定CSR政策，包含規範CSR的內容、CSR相關的政策及CSR與國民經濟發展之關係等。2002年聯合國高峰會發表「企業環境與社會責任（Corporate Environmental and Social Responsibility and Accountability）」宣言（Getindamar and Husoy, 2007），而世界永續發展協會（World Business Council for Sustainable Development）也都在全球持續推動CSR，並出版CSR實務運作的個案與執行方案等。且近年來，聯合國會議、氣候變化綱要公約會員國等召開的大小國際會議，都不約而同地將企業社會責任列為會議的核心（陳樹，2011）。

在此全球化的CSR浪潮下，台灣企業必須能夠符合國內與國際客戶的要求及期待，方能在國際舞台上展現競爭實力。非營利組織也積極推動並鼓勵企業將關懷社會與環境的精神納入經營層面，並用商業模式實踐CSR；現階段台灣每年較為持續的CSR評比調查，包括「遠見CSR獎」、「天下企業公民TOP 50」。遠見雜誌是參考德國CSR研究機構OEKOM的評分權重準則、經濟合作組織的多國籍企業指引，以及國際上通用的企業社會責任準則來設計評量指標，用以評估企業在財務績效、社會績效與環境績效之綜合表現，影響範圍涵蓋股東、員工、消費者等權益、社區關係、環境保護等。自2005年起即針對台灣上市公司，區分為科技、金融、傳產製造及服務業等不同產業組別，由環保署、勞委會、消基會與公益團體等共同進行查核與評比，並公布「遠見CSR獎」；而為了徵求更多關於CSR的實踐創意與前瞻作法，並向社會大眾介紹企業貫徹責任、發揮正面影響力的典範，因此自2012年則區分為健康職場、社區關懷、環境保護、教育推廣、公益推動等五大組別，並增設整體績效組。另外，天下雜誌是自2007年開始，參考聯合國綱領、OECD、美國道瓊

永續指數等有關 CSR 的國際指標與評量方法，以「公司治理」、「企業承諾」、「社會參與」、「環境保護」四大面向，評選出「天下企業公民 TOP 50」之台灣最佳企業公民；其中「公司治理」評量董事會的獨立性及公司的透明度，「企業承諾」則包含對消費者的承諾，以及對員工的培育照顧和對創新研發的投入，而「社會參與」則衡量企業是否長期投入特定議題並發揮影響力；最後，「環境保護」主要調查企業在環保及節能上是否有具體目標與做法。

然而，Hamann (2006)也強調，CSR在新興經濟體下不能只靠自願性的商業活動來實踐，反而需透過政府的角色來推動，因此，2002年台灣政府經濟部投資業務處開始協助企業了解CSR之國際發展趨勢，除完成多國企業指引(OECD Guidelines for Multinational Enterprises)中文版供企業執行參考外，也持續舉辦研討會積極推廣，例如，櫃買中心於2010年12月29日即舉辦「2010資本市場論壇—落實企業社會責任與誠信經營」，引起社會廣泛重視與熱烈參與。而行政院國家永續發展委員會也在2006年將企業社會責任納入國家永續發展策略，透過經濟部中小企業處提供企業發展商業倫理的輔導，進一步將CSR作為優良企業的衡量標準。另外，針對公司營運過程產生環境污染、違反工安及公共安全之環保與安全事件，或應強制揭露之財務及非財務資訊而未揭露或未及時揭露等，主管機關也會加以懲戒或進行缺失記點，同時將資訊公告於公開發行公司之每日重大訊息，並由新聞媒體加以批露。

二、資源基礎理論、正面企業社會責任事件宣告與市場價值

Penrose (1959)主張企業要獲取利潤，不僅要擁有優越的資源，更需具備有效利用資源的獨特能力。此外，Wernerfelt (1984)延續 Penrose 的論點，進而發展由內部角度出發之資源基礎觀點(resource-based view, RBV)，主張公司競爭優勢的來源是以公司所擁有之資源為基礎，由於公司內部具有獨特之資源將能產生優勢，因此公司績效較佳。另外，Barney (1991)認為企業的競爭優勢之所以能夠持久，乃因企業擁有異質性(heterogeneity)、不可移動性(immobility)的資源，以及部份資源擁有價值(value)、稀少(rare)、不可完全模仿(imperfectly imitable)、不可取代(non-substitutable)等特質。基於前述資源基礎理論觀點，Surroca, Tribo, and Waddock (2010)主張透過 CSR 的認知，促使企業與主要利害關係人發展緊密的關係，將有助於發展特定的無形資源，包括技術、人力資源、聲譽與良好組織文化等。這些無形資源可提升組織資產的使用效率與競爭優勢，例如研發創新是一種組織新知識創造的能力，而該能力則決定於組織所累積的關係資本¹品質，可用以創新產品、技術與市場有關的構想(Thomson and Heron, 2006)，像是為了回應顧客對友善環境產品之需求，因而蒐集並採用新的環境技術，成為環境友善新產品創意的來源，

¹ 關係資本係指透過組織與外部利害關係人間良好之互動，可搜尋符合其需求的資訊與知識，並應用於新產品的開發，進而滿足其需求以提高吸引力。

進而提升產品與服務品質的吸引力與差異性 (Shrivastava, 1995; Hart, 1995; McWilliams and Siegel, 2001)。由於這些創新與程序的改善，對企圖要模仿的競爭者而言，需要付出高額的成本，因此可以產生競爭優勢。

另外，企業將資源分配於 CSR 行動以創造社會財富，是改善與促進組織與顧客、員工及社區等利害關係人間關係之工具 (e.g. Brown and Dacin, 1997; Turban and Greening, 1997)；由於組織良好的利害關係人管理能力是一種非市場因素的資源累積，因此可產生組織創造價值的機會，並提升企業競爭優勢 (Husted and Allen, 2007; Russo and Fouts, 1997)。然而，另一派學者也提出不同主張，認為在新興經濟體的 CSR 推動政策下，企業可能採取兩種不同的回應策略，一種即是管理者雖體認到新制度所帶來企業變革的壓力，但在初期階段尚存在制度不確定性與執行成效的疑慮時，將選擇抱持觀望的態度，而採取暫不遵循社會革新的政策並維持現狀 (Child and Tsai, 2005; Hoskisson, Eden, Lau, and Wright, 2000; Hoffman, 1999)。另一種回應策略即是基於企業倫理的考量，亦或希望獲得合法性地位與首先移動者優勢 (first-move advantage) 的工具性目的，用以維持或擴張事業版圖，因而採行積極遵循 CSR 新政策之行動 (Bansal and Roth, 2000; Mahon, 2002; Bansal and Hunter, 2003)。Arya and Zhang (2009)以南非新經濟體為研究脈絡，發現早期採行 CSR 行動的企業，其股票報酬率較晚期採行 CSR 行動的企業為低，顯示南非的投資人行動並不支持「企業早期採行 CSR 行動，會產生首先移動者優勢」的主張。

以製造業為主體的台灣產業結構，從早期以衛星工廠為主，只要面臨工廠客戶，而不必直接面對消費者，除非是中心廠有要求 CSR，否則多採取消極的防禦策略。然而，最近幾年台灣產業開始轉型為品牌商、服務業，迫使業者必須直接面對消費者，且在企業國際化與大型化的發展下，若未善盡 CSR 將導致訂單流失。在台灣新經濟環境轉變下，CSR 政策的推動勢必由萌芽階段邁向成長階段。而依據「訊號發射理論」觀點，當交易雙方存在資訊不對稱情境下，交易的一方會傳遞正面訊號給另一方，藉以獲取交易另一方青睞 (Spence, 1973)。企業社會責任獲獎的正面 CSR 事件宣告，是組織釋出願意承諾與實踐更多社會責任的訊號；說明組織的行為將受到相關準則的規範，同時也與市場中其他競爭者具有差異性的組織識別 (organizational identification) 工具。CSR 的實踐有助於公司提高信譽，且將公司策略與社會期望及規範加以連結，將導致市場產生組織 CSR 行動與未來績效呈現正向互動的認知 (Arya and Zhang, 2009)。例如，企業導入綠色採購與實施綠色管理，除能累積公司正面形象、降低生產成本與提升經營績效之實質效益外，依據資源基礎理論，企業所培養之 CSR 知識整合能力，也能促進綠色創新能耐，具有不可替代與難以複製的競爭優勢來源，進而提升綠色新產品績效。

綜上所述，善盡 CSR 的組織除可持續監控 CSR 情報而掌控較多機會以管理利害關係人的需求外，且能將這些情報與資訊在組織內快速與準確的傳遞，更有效率地重整組織程序 (Baum and Wally, 2003; Henderson and Cockburn, 1994)，因而強化

組織回應利害關係人需求的獨特能力 (Mahon, 2002; Oliver and Holzinger, 2008)。這些利害關係人的知識，具有路徑相依與組織鑲嵌的特性，不易被競爭者模仿，且具備稀有、有價值、不可替代與無法完全模仿的資源特性，因此可以導致企業較佳的競爭優勢 (Dutta, Zbaracki, and Bergen, 2003; Vorhies and Morgan, 2005)。此外，企業若能在一波波的創新 CSR 革命中持續生存，並取得與培養獨特資源的競爭優勢，則能使投資人產生企業善盡社會責任所增加的支出應是暫時性，並會使企業未來經營績效有顯著改善的認知 (Byus, Deis, and Ouyang, 2010)，因而對股價提升有正面效益 (林文玲與傅鍾仁，2011)。而儘管台灣投資人的 CSR 意識是最近一兩年才被啟蒙，但在政府主管機關與深具媒體影響力的天下遠見集團等機構，持續努力地強調企業應有的社會責任，並透過主辦單位或媒體的持續性宣傳，因而逐漸教育出台灣資本市場的 CSR 意識；且獲獎公司也不斷自我行銷與加強形象廣告，因而使得投資人越來越重視公司是否獲獎。換言之，企業的 CSR 獲獎事件宣告將會帶動股價立即推升的外部效益，進而產生正的異常報酬。根據前述，本文提出假說一如下：

H1：正面CSR獲獎訊息宣告會產生顯著為正的異常報酬。

三、合法性理論、負面企業社會責任事件宣告與市場價值

合法性理論 (legitimacy theory) 主張財務績效與營運效率，是組織能夠在變動社會環境下持續生存的必要條件，但卻非為充分條件。任何社會制度或企業能夠持續生存與發展，皆必須奠基於社會合法性 (social legitimacy) 的基礎上 (Shocker and Sethi, 1974)。當企業的目標、營運方式與營運結果與社會合法性的預期一致時，則該企業被認定為具有營運的合法性地位 (Lindblom, 1994)。然而，當企業管理者自我認知企業具有合法性地位，但卻與組織外部對企業合法性地位的預期存在差異時，此時將產生合法性缺口 (legitimacy gaps) (Sethi, 1979)；此合法性缺口產生之原因則包括：(1) 社會對組織績效的期望改變，但組織實際績效卻維持不變，反之亦然 (Wartick and Mahon, 1994)；(2) 社會對組織績效的期望與組織實際績效皆改變，但改變的方向或幅度並不相同，或兩者存在時間落差 (time lag)。Dowling and Pfeffer (1975) 主張企業若要縮減上述合法性缺口，可透過修訂組織目標、營運方式與績效等，以迎合社會普遍認定的合法性標準，亦或是採取積極的行動，改變社會對合法性的定義或對組織的預期，使之與目前企業營運的實際狀況一致。

另外，法律規範是一種具有強制力的機制，可約束企業遵循並在其未遵循時採取懲治行動 (DiMaggio and Powell, 1983)。亞洲國家在 1997 年金融風暴以後，逐漸呼籲企業重視公司治理制度，同時透過訂定相關法令的配套措施來執行。從法律觀點來看公司治理，即是透過法律的制衡與管控設計，有效監督企業的組織活動，並健全企業組織運作，以防止脫法行為之經營弊端。台灣資本市場自 1998 年爆發一連串企業掏空舞弊案件，以及金融機構不良債權等嚴重問題，導致金融風暴一觸即發；

主管機關即於 1998 年起開始向國內公開發行公司宣導公司治理，同時在 2006 年 1 月 11 日通過證券交易法修正案，明文訂定公司治理制度之法源。此一公司治理機制主要規範包括獨立董事設置、審計委員會或監察人設置、強化董事及監察人之獨立性、加重經營者對於財務報告編製不實之責任、防制證券市場操縱與內線交易等不法行為，以維護證券市場交易安全及落實保障投資人權益。此外，主管機關更積極塑造股東行動主義的環境，同時強化企業誠信以及投資人保護等方案²。例如，台灣的中信金，在併購過程中觸犯法律、博達公司管理者坑走散戶投資人的血汗錢、明基 BenQ 公司海外洗錢等重大弊端，都遭致法律的強制懲戒與重大訊息公告及媒體的批露。換言之，當企業發生負面 CSR 事件而被懲戒或被媒體批露時，將導致其合法性缺口的加劇，甚至降低社會大眾的信任與組織的社會合法性地位，亦可能被上下游的供應鏈廠商除名，失去訂單與消費者的忠誠，導致無法與同業競爭 (Damiano-Teixeira and Pompermyer, 2007)。Yamaguchi (2008)與 Takeda and Tomozawa (2008)之研究亦發現，市場會對企業環境評比排名較差的公司有負面的反應；且當企業發生環境事件的違法資訊宣告時，會產生顯著為負的異常報酬 (Graddy and Strickland, 2007)。

綜前所述，合法性理論主張企業致力於管理其合法性地位，是為了確保其可以持續維持與員工、顧客間的良好關係外，亦可避免外部團體採取抑制組織營運的行動 (Neu, Warsame, and Pedwell, 1998)；另由投資人角度來看，倫理投資行動已成為資本市場投資人最新理財主流 (Dunfee, 2003)，其在進行投資決策時，也越來越關注企業在營運過程中是否會造成對社會負面的影響等資訊，並整合至其對公司價值的評估。亦即特定的組織內部或外部社會事件發生，將會威脅到組織或產業的社會合法性地位 (Patten, 1992; Deegan, Rankin, and Voght, 2000)，而投資人在獲得此負面 CSR 訊息後，對於企業長期經營的勞動力、顧客與社區關係的維持，亦或是否會遭致外部團體採取抑制組織營運的行動，皆會產生疑慮與負面認知 (Neu et al., 1998)，因而透過賣出股票抽離資金，藉以發揮影響經理人決策的力量 (Arya and Zhang, 2009)，進而影響股價。本文推論假說二如下：

H2：負面CSR事件宣告會產生顯著為負的異常報酬。

四、正負面CSR 事件宣告對投資人產生非對稱性的影響

Kahneman and Tversky (1979)提出展望理論 (prospect theory)，嘗試解釋諸多違反古典理性學派的現象，其提出「價值函數」(value function)和「決策權數函數」(decision weighting function)兩種概念，以解釋投資者在風險決策過程的諸多行為特性；而在價值函數中，先區分成利得和損失兩大部分，並發現價值函數在損失區

² 詳細法規請參閱台灣證券交易所，「台灣公司治理發展情形」，
http://www.twse.com.tw/ch/listed/governance/ecg_a03.php, accessed on September 3, 2010。

域的斜率比利得區域的斜率陡峭，代表投資者具有「厭惡損失」(loss aversion)現象，也就是投資者厭惡損失的敏感度較喜歡利得的敏感度為高。此隱含著相較於企業因正面社會責任事件宣告而產生的潛在獲利，投資者會更關注企業因負面社會責任事件宣告而可能導致的股價投資損失。

而 Tetlock (2007) 探討媒體內容與股價關聯性之研究發現，相較於其他字眼，「負面字眼」(negative words) 與股價之間有較高的關聯性，且媒體悲觀的價值評估會帶動較高的股票交易量 (trading volume)，此為投資人情感的具體表現；此與展望理論中，投資者對負面感覺反應較大的觀點相呼應。其他學者也有類似發現，即負面訊息較正面訊息對股價之影響為大 (Antweiler and Frank, 2005; Baumeister, Bratslavsky, Finkenauer, and Vohs, 2001; Rozin and Royzman, 2001)。另外，判斷與決策理論 (judgment and decision making, JDM) 文獻亦指出，當人們在進行評價時通常會產生負面偏誤，亦即會給予負面資訊相對較高的權重 (Ito, Larsen, Smith, and Cacioppo, 1998; Kadous, Mercer, and Thayer, 2009)。

綜前所述，當投資人接收企業發生負面 CSR 事件之訊息時，會傾向改變投資現狀的風險追求決策而拋售持股，且其回應負面 CSR 事件訊息之態度，會較其回應企業正面 CSR 事件訊息的態度來得更為強烈，符合展望理論和判斷與決策理論之觀點，因此前者對於股價異常報酬之反應幅度也會較大，本文推論假說三如下：

H3：負面CSR事件宣告較正面CSR事件宣告對異常報酬的影響為大。

參、研究設計

一、研究事件

事件研究法主要是在效率市場的假說下，當市場接收新資訊後，投資人會立即加以反應，其目的係探討當某一事件發生時，是否會引起股價的異常變動，因而產生異常報酬 (abnormal returns, AR)。由於此類資訊 (事件宣告) 可用來瞭解市場證券價格與特定事件是否有關聯性 (沈中華與李建然, 2000)，因此事件研究法經常被應用於財務、會計與管理等領域的實證研究 (e.g. Arya and Zhang, 2009; Chen, Ganesan, and Liu, 2009; Carow, Heron, and Saxton, 2004)。本文即是應用事件研究法，將研究事件定義為「CSR 事件宣告」，探討市場投資人預期此 CSR 事件的宣告將會增加 (減少) 公司未來的現金流量，進而反應在股票價格上，創造 (降低) 異常報酬。

計算股票異常報酬有很多種方法，由於使用市場模式及平均調整模式時，須先計算估計期間之預測市場報酬率，但因為正面CSR得獎宣告，呈現的是該公司整個年度的社會責任績效綜合表現，因此本研究認為「非事件期」有可能會與「過去整年度社會責任績效綜合表現期間」發生部分重疊的現象。為了完全且清楚切割 (pure)

「過去社會責任績效綜合表現期間」與「非事件期的期間」，以減少研究上的「干擾」(noise)，本研究認為沒有非事件期的「市場指數調整法」(market-adjusted returns model)作為異常報酬率的計算方式，應較適合本文研究情境。其計算係仿照De Bondt and Thaler (1985)之公式： $AR_{i,t}=(AR_{i,t}-R_{m,t})$ ，其中， $R_{i,t}$ 代表i公司第t時點的報酬率， $R_{m,t}$ 代表t時點的市場報酬率，以臺灣證券交易所加權平均股價指數報酬率來代替；而累積異常報酬率(cumulative abnormal return, CAR)乃將該期間的異常報酬率累加。

二、資料來源與樣本選取

本研究之正面CSR事件宣告樣本來源，以2007年至2010年天下企業公民TOP 50、2005-2010年遠見企業社會責任獎之獲獎企業為研究樣本，資料來源為天下雜誌與遠見雜誌，各事件日如表1所示。在負面CSR事件宣告樣本方面，以2005/1/1-2010/8/31期間企業發生不法事件，包括在營運過程中發生環保及安全問題³、資訊公告問題⁴、勞資關係事件⁵，以及其他違法或違規問題⁶，因而遭受主管機關懲戒或缺失記點，或遭新聞媒體批露之企業為研究樣本。資料來源主要包括股市觀測站公開發行公司每日公告之重大訊息、交易所及櫃買中心公告之懲戒或缺失記點名單、經濟日報與工商時報。

表1 正面CSR事件宣告日彙整表

遠見 CSR 獎	日期	天下企業公民 TOP 50	日期
第一屆	2005/06/01	-	-
第二屆	2006/05/01	-	-
第三屆	2007/05/01	第一屆	2007/03/14
第四屆	2008/04/01	第二屆	2008/03/26
第五屆	2009/03/01	第三屆	2009/02/25
第六屆	2010/03/01	第四屆	2010/07/28

三、事件研究期參數

有關事件期的選定，目前並無明確定論；國外學者對於事件研究法皆以宣告前後一日的研究為主(e.g. McNichols and Dravid, 1990; Banker, Das, and Datar, 1993;

³ 環保及安全問題：公司營運過程中污染環境、違反工安及公共安全等事件，例如，公司營運時因排放廢水、廢氣，導致環境污染，或工作環境未設置足夠之安全設施或制度，危害員工之作業安全，以及其他危害公共安全或消費者安全，而遭主管機關處分或遭新聞媒體批露者。

⁴ 資訊公告問題：依法規規定應揭露之資訊未揭露，或未及時揭露，而遭主管機關處罰者。

⁵ 勞資關係事件：發生勞資糾紛或違反勞工權益等事件，遭主管機關懲戒或遭媒體批露者。

⁶ 其他違法或違規問題：其他不屬於上述類別之其他違法或違規事件，而遭相關主管調查、懲罰，或媒體批露。

Arya and Zhang, 2009), 但台灣股票市場受限於漲跌幅限制, 導致股價反應較不具效率, 加上宣告消息有時會有提前洩漏等現象, 所以傾向觀察較長的事件期來彌補上述缺失。然而, 過長事件期容易遭受其他經濟事項變動所影響, 因此本研究以(-2,+2)為主要事件窗口觀察 CSR 宣告效果變化情形。

綜上所述, 本文檢測台灣資本市場 CSR 事件宣告對股價異常報酬的影響, 為了降低其他事件的影響與對實證結果的干擾, 本文進行事件5天窗期的檢測(事件日前兩天到事件日當天與事件日後兩天), 以期能涵蓋事件資訊提早洩漏或投資人延後反應的可能(Arya and Zhang, 2009)。另外, 為了避免同一公司在事件期間有其他資訊同時揭露的干擾, 本文進一步將這些事件樣本剔除, 最後正面 CSR 事件共223個樣本, 負面 CSR 事件共453個樣本。

肆、實證結果

一、敘述性統計分析

表 2 為正面 CSR 事件宣告樣本中, 平均異常報酬 (AR) 以及累積平均異常報酬 (CAR) 的平均數、標準差、最小值以及最大值; 其中, 從宣告日前第二天到宣告日後第二天, 皆可獲得正的平均異常報酬以及累積平均異常報酬; 此外, 宣告日當天 (Day 0) 可以獲得最高的平均異常報酬, 隱含投資者在正面事件宣告日的反應最大; 最後, 從宣告日前第二天到宣告日後第二天 (Day +2), 共可以獲得約 0.77% 的累積平均異常報酬。

表 3 為負面 CSR 事件宣告樣本, 平均異常報酬以及累積平均異常報酬的平均數、標準差、最小值以及最大值; 其中, 宣告日後第一天 (Day +1) 所獲得負的平

表2 正面CSR事件宣告樣本敘述統計

Day	Variable	N	Mean	Std.	Min	Max
Day -2	AR	223	0.0005	0.0185	-0.0626	0.0745
	CAR	223	0.0005	0.0185	-0.0626	0.0745
Day -1	AR	223	0.0011	0.0205	-0.0741	0.0803
	CAR	223	0.0015	0.0257	-0.0879	0.1055
Day 0	AR	223	0.0036	0.0237	-0.0896	0.0971
	CAR	223	0.0053	0.0399	-0.1073	0.1795
Day +1	AR	223	0.0011	0.0174	-0.0804	0.0630
	CAR	223	0.0064	0.0440	-0.1058	0.2059
Day +2	AR	223	0.0013	0.0247	-0.0795	0.2420
	CAR	223	0.0077	0.0485	-0.0956	0.2325

均異常報酬最大，約為-0.44%；而所產生負的累積平均異常報酬也最大，約為-0.60%。最後，從宣告前第二天到宣告後第二天，累積平均異常報酬約為-0.36%。

表3 負面CSR事件宣告樣本敘述統計

Day	Variable	N	Mean	Std.	Min	Max
Day -2	AR	453	-0.0005	0.0321	-0.0784	0.1249
	CAR	453	-0.0005	0.0321	-0.0784	0.1249
Day -1	AR	453	-0.0006	0.0341	-0.1397	0.1075
	CAR	453	-0.0009	0.0494	-0.1531	0.1714
Day 0	AR	453	-0.0012	0.0511	-0.1274	0.8553
	CAR	453	-0.0018	0.0745	-0.2218	0.8711
Day +1	AR	453	-0.0044	0.0291	-0.1115	0.0983
	CAR	453	-0.0060	0.0808	-0.3235	0.7301
Day +2	AR	453	0.0022	0.0967	-0.1237	1.9388
	CAR	453	-0.0036	0.1268	-0.3767	1.9272

二、敘述性統計分析

(一)正面CSR事件宣告對股價異常報酬之影響

表4為獲頒「遠見企業社會責任獎」與「天下企業公民TOP 50」獎項，所有樣本事件期（Day -2至Day +2）股票平均異常報酬及累積平均異常報酬的變化情形。由表4 Panel A中可知，惟有當正面CSR事件宣告當日（Day 0），股票才可以獲得顯著為正的平均異常報酬。換句話說，投資人在「遠見企業社會責任獎」與「天下企業公民TOP 50」獲獎宣告當日會有正面的回應，此實證果與表2所獲得的結果相呼應。亦即CSR事件獲獎宣告，潛藏著正的訊號發射效果。若檢視五天事件期間的累積平均異常報酬，可發現隨著時間的增加，累積平均異常報酬亦會增加。表4 Panel A顯示僅有在Day 0至Day +2達統計顯著水準，再度支持正面的企業社會責任事件宣告之遞延效果。

本文進一步再將「遠見企業社會責任獎」與「天下企業公民TOP 50」獲獎宣告分別討論之。從表4 Panel B中可發現，有關「遠見企業社會責任獎」獲獎訊息之宣告，在宣告日前的第二天（Day -2）就出現顯著為正的平均異常報酬；此外，當日（Day 0）至宣告後的第一日（Day +1），亦出現顯著為正的平均異常報酬，再次支持「訊號發射理論」。此結果意味著「遠見企業社會責任獎」的宣告具有資訊內涵，投資人對於獲得「遠見企業社會責任獎」的企業抱持正面看法，並反應在實際的持股行動。然而，到了宣告日後的第二日（Day +2）卻出現顯著為負的平均異常報酬，本研究推論此現象之發生，或許可歸因於投資人對此正面CSR事件宣告資訊的反應

已結束，而股價則往回修正，產生「平均數復歸」(mean reversion)的現象。另外，從累積平均異常報酬來看，由於在事件期間 (Day -2 至 Day +2) 皆達到統計顯著水準，因此遞延效果之影響在事件宣告後的期間皆存在。但值得一提的是，在宣告日後第二天 (Day +2)，累積平均異常報酬有往回修正的現象，因此，累積平均異常報酬並沒有隨著時間的改變有固定的變化趨勢；而在宣告日後的第一天 (Day +1)，可以達到最高的累積平均異常報酬 (1.83%)。

表 4 Panel C 則是有關「天下企業公民 TOP 50」獲獎訊息宣告之市場反應檢測結果。本文將表 4 Panel B 與 Panel C 進行比較時發現，相較於「遠見企業社會責任獎」的訊息宣告，市場投資人對於「天下企業公民 TOP 50」獲獎訊息宣告的反應較不明顯；僅在宣告日後的第二日 (Day +2) 才產生顯著為正的平均異常報酬與累積平均異常報酬。然而，儘管「天下企業公民 TOP 50」獲獎宣告對市場的訊號發射效果，不及「遠見企業社會責任獎」獲獎宣告來的明顯，但仍存在訊號發射的作用，且投資人對「天下企業公民 TOP 50」獲獎宣告有延後反應的現象。最後，檢視累積平均異常報酬的變化則可發現其趨勢是隨著時間的增加而增加，但直到事件宣告後的第二天 (Day +2) 才達到統計顯著水準。

表 4 正面 CSR 事件宣告與股價異常報酬

事件統計量		Day -2	Day -1	Day 0	Day +1	Day +2
<i>Panel A : 所有正面事件樣本</i>						
平均異常報酬	AR	0.0005	0.0011	0.0036**	0.0011	0.0013
	(t-value)	(0.42)	(0.77)	(2.27)	(0.92)	(0.78)
累積平均異常報酬	CAR	0.0005	0.0015	0.0053**	0.0064**	0.0077**
	(t-value)	(0.42)	(0.88)	(1.99)	(2.19)	(2.39)
<i>Panel B : 遠見企業社會責任獎</i>						
平均異常報酬	AR	0.0064***	-0.0009	0.0080**	0.0045*	-0.0079***
	(t-value)	(2.96)	(-0.37)	(2.54)	(1.82)	(-3.37)
累積平均異常報酬	CAR	0.0064***	0.0055*	0.0137***	0.0183***	0.0105*
	(t-value)	(2.96)	(1.86)	(2.80)	(3.30)	(1.78)
<i>Panel C : 天下企業公民 TOP 50</i>						
平均異常報酬	AR	-0.0022	0.0019	0.0015	-0.0005	0.0056***
	(t-value)	(-1.51)	(1.14)	(0.86)	(-0.44)	(2.70)
累積平均異常報酬	CAR	-0.0022	-0.0003	0.0014	0.0009	0.0065*
	(t-value)	(-1.51)	(-0.15)	(0.45)	(0.26)	(1.66)

註：***, **, * 分別代表達到 1%、5%與 10%的統計顯著水準。

綜上所述，正面CSR事件宣告對股票市場具有資訊內涵。在所有正面事件樣本時，CSR宣告當日（Day 0）具有顯著正的異常報酬，因此，H1所述正面CSR獲獎訊息宣告會產生顯著為正的異常報酬，獲得支持。若再細分為「遠見企業社會責任獎」和「天下企業公民TOP 50」正面CSR事件宣告之效果，則可發現「遠見企業社會責任獎」在宣告當日及次日即可顯著為正的異常報酬，但「天下企業公民TOP 50」則必須遞延至宣告後的第二天（Day +2）。然而，張元（2011）以2007年天下企業公民TOP 50獲獎之30家公司為樣本，分析獲獎宣告樣本之異常報酬則並未達統計顯著水準，此實證結論與本研究發現不一致的可能原因，係因其僅採取2007年度資料。由於該年度為第一次獲獎公佈，因此投資人可能對這獎項的訊息較不熟悉，且不清楚此宣告對企業未來獲利所隱含的意義（張元，2011）。此外，本研究期間則涵蓋2007-2010年度資料，該獎項在國內已持續推行較長時間，市場投資人已經對此獎項之訊息內涵有較佳之解讀；而且，本研究樣本範圍不僅涵蓋「天下企業公民TOP 50」，亦加入「遠見企業社會責任獎」，相對較為廣泛及周延。最後，本研究實證結果則與Capelle-Blancard and Couderc (2009)，以及Arya and Zhang (2009)之實證結果相呼應。Capelle-Blancard and Couderc (2009)指出，SRI指數（socially responsible investing）宣告重新調整（redefinition）當日，依據訊號假說觀點，由於其傳遞公司未來具有前瞻性的資訊給投資者，因此成份股公司會產生短暫顯著為正的異常報酬。而Arya and Zhang (2009)亦指出，企業社會責任宣告會產生較高的股票報酬率。

（二）負面CSR事件宣告對股價異常報酬之影響

本文首先檢測全體負面CSR事件宣告之效果，由表5 Panel A所有負面社會事件樣本的實證結果可發現，平均異常報酬僅在事件宣告後一日（Day +1）才達到顯著為負的統計水準，此意味著負面CSR事件宣告對股票市場仍具有資訊內涵，只是投資人對此負面CSR事件宣告會存在延後反應的現象。另外，本研究進一步將這些負面事件細分為四大類問題進行討論，包括環保及安全問題、資訊公告問題、勞資關係問題以及其他違法或違規問題。

由於在表5 Panel C列示「資訊公告問題」之負面CSR事件宣告時，僅在事件宣告後的第一天（Day +1）的平均異常報酬達負的顯著異常報酬，因此可知上述Panel A所有負面事件樣本中，平均異常報酬在事件宣告後一日（Day +1）達到顯著為負的實證結果，主要是受到「資訊公告問題」之負面CSR事件宣告所影響。本研究推論，由於「資訊公告問題」多屬公司發生重大事件，依規定應公告而未公告或未即時公告的事件，因此公司重大事件的資訊揭露，會直接影響投資人的投資決策。換言之，投資人非常關心企業是否為了保障股東權益而有即時公告重大資訊；惟重大負面新聞事件有可能在收盤後發生，或者是投資者處於資訊不對稱的相對資訊劣勢，因而導致並未在事件發生當日立即採取懲治行為，而是延遲一天才產生顯著效果。

表 5 負面 CSR 事件宣告與股價異常報酬

事件統計量		Day -2	Day -1	Day 0	Day +1	Day +2
<i>Panel A : 所有負面事件樣本</i>						
平均異常報酬	AR	-0.0005	-0.0006	-0.0012	-0.0044 ^{***}	0.0022
	(t-value)	(-0.31)	(-0.36)	(-0.49)	(-3.18)	(0.48)
累積平均異常報酬	CAR	-0.0005	-0.0009	-0.0018	-0.0061	-0.0036
	(t-value)	(-0.31)	(-0.37)	(-0.53)	(-1.59)	(-0.61)
<i>Panel B : 環保及安全問題</i>						
平均異常報酬	AR	0.0039	0.0006	-0.0013	-0.0025	0.0026
	(t-value)	(1.33)	(0.20)	(-0.45)	(-0.93)	(0.97)
累積平均異常報酬	CAR	0.0039	0.0049	0.0033	0.0009	0.0038
	(t-value)	(1.33)	(0.97)	(0.62)	(0.15)	(0.52)
<i>Panel C : 資訊公告問題</i>						
平均異常報酬	AR	0.0014	-0.0029	0.0005	-0.0061 ^{***}	0.0069
	(t-value)	(0.57)	(-1.12)	(0.10)	(-3.00)	(0.63)
累積平均異常報酬	CAR	0.0014	-0.0013	-0.0005	-0.0067	0.0005
	(t-value)	(0.57)	(-0.33)	(-0.08)	(-0.99)	(0.04)
<i>Panel D : 勞資關係問題</i>						
平均異常報酬	AR	-0.0068	-0.0008	0.0009	-0.0071	0.0033
	(t-value)	(-0.56)	(-0.19)	(0.10)	(-0.80)	(0.38)
累積平均異常報酬	CAR	-0.0068	-0.0076	-0.0074	-0.0150	-0.0117
	(t-value)	(-0.56)	(-0.63)	(-0.60)	(-1.31)	(-0.81)
<i>Panel E : 其他違法或違規問題</i>						
平均異常報酬	AR	-0.0037	0.0013	-0.0029	-0.0032	-0.0028
	(t-value)	(-1.58)	(0.48)	(-1.20)	(-1.31)	(-1.09)
累積平均異常報酬	CAR	-0.0037	-0.0024	-0.0049	-0.0077	-0.0103
	(t-value)	(-1.58)	(-0.64)	(-0.98)	(-1.27)	(-1.54)

註：***, , 分別代表達到 1%、5%與 10%的統計顯著水準。

綜前所述，本研究認為「資訊公告問題」的訊息宣告，對市場具有資訊效果。亦即投資人對於未能即時公告公司重大事件資訊的企業，會藉由持股而採取懲治企業行為。這股已形成的外部監督力量，公司管理者應加以重視，並遵守主管機關為

強化「公司治理」所訂定的相關規範，以維護與股東之間的良好關係。另外，強化資訊揭露不僅可提升企業的資訊透明度，亦可增進股票市場的效率性。

最後，表 5 Panel B、Panel D 與 Panel E 之實證結果可發現，不論是平均異常報酬或累積平均異常報酬皆未達統計顯著水準，顯示投資者對「環保及安全問題」、「勞資關係問題」及「其他違法或違規問題」並未具有明顯的反應，隱含此三類型的 CSR 事件問題宣告，相較於「資訊公告問題」對國內資本市場較不具資訊內涵。

綜上所述，在所有負面事件樣本時，負面 CSR 事件宣告會延遲到宣告後一日 (Day +1) 才有顯著為負的異常報酬，因此，假說二負面 CSR 事件宣告會產生顯著為負的異常報酬，僅獲得部分支持；其中，國內投資人較關注「資訊公告」等議題，並會採取及時懲治行為。

(三)正面CSR事件宣告與負面CSR事件宣告之市場反應程度比較

將異常平均報酬或累積平均異常報酬取絕對值，可視為投資人對 CSR 事件宣告的反應程度。而為了進一步探究負面 CSR 事件宣告的市場反應程度，是否顯著大於正面 CSR 事件宣告的市場反應程度，本研究首先檢定兩組樣本的變異數是否有顯著不同；若得到拒絕虛無假設的實證結果，代表兩組樣本的變異數顯著不同，本研究則接著採用 Sattertheite t 檢定法進行後續的平均數差異檢定。由表 6 檢定結果可看出，正面 CSR 事件宣告與負面 CSR 事件宣告的平均異常報酬、累積平均異常報酬的絕對值平均數之差異，均達統計顯著水準，且負面 CSR 事件宣告的影響幅度均顯著高於正面 CSR 事件宣告的影響幅度，尤其在事件宣告後二日 (Day +2) 時，不論是平均異常報酬或累積平均異常報酬，兩者的差距均最大。

表 6 正面 CSR 事件宣告與負面 CSR 事件宣告之 AR(CAR)絕對值的平均數比較

變數	類別	樣本數	平均數	標準差	變異數	T 值	自由度	P 值
<i>Panel A : Day-2</i>								
AR	0	453	0.0234	0.022	Equal	6.38	674	<.0001
	1	223	0.0133	0.0128				
	Diff (0-1)		0.0102***					
CAR	0	453	0.0234	0.0220	Equal	6.38	674	<.0001
	1	223	0.0133	0.0128				
	Diff (0-1)		0.0102***					
<i>Panel B : Day-1</i>								
AR	0	453	0.0240	0.0241	Equal	5.63	674	<.0001
	1	223	0.0141	0.0148				
	Diff (0-1)		0.0099***					

表 6 正面 CSR 事件宣告與負面 CSR 事件宣告之 AR(CAR)絕對值的平均數比較(續)

變數	類別	樣本數	平均數	標準差	變異數	T 值	自由度	P 值
CAR	0	453	0.0334	0.0363	Equal	6.07	674	<.0001
	1	223	0.0177	0.0186				
	Diff (0-1)		0.0157***					
<i>Panel C : Day 0</i>								
AR	0	453	0.0249	0.0447	Equal	2.77	674	0.0058
	1	223	0.0163	0.0175				
	Diff (0-1)		0.0086***					
CAR	0	453	0.0439	0.0602	Equal	3.98	674	<.0001
	1	223	0.0269	0.0299				
	Diff (0-1)		0.0170***					
<i>Panel D : Day +1</i>								
AR	0	453	0.0211	0.0205	Equal	5.83	674	<.0001
	1	223	0.0124	0.0121				
	Diff (0-1)		0.0087***					
CAR	0	453	0.0493	0.0642	Equal	3.98	674	<.0001
	1	223	0.0312	0.0316				
	Diff (0-1)		0.0181***					
<i>Panel E : Day +2</i>								
AR	0	453	0.0274	0.0928	Equal	2.08	674	0.0377
	1	223	0.0143	0.0200				
	Diff (0-1)		0.0131**					
CAR	0	453	0.0604	0.1115	Equal	3.50	674	0.0005
	1	223	0.0337	0.0357				
	Diff (0-1)		0.0268***					

1. ***, **, * 分別代表達到 1%, 5% 與 10% 的統計顯著水準。

2. 本研究將 1 設為正面 CSR 事件宣告組別, 0 設為負面 CSR 事件宣告組別

綜上所述, 本實證結果與假說三, 負面 CSR 事件宣告較正面 CSR 事件宣告, 對股價異常報酬的影響為大之預期方向一致, 因此假說三獲得支持。此實證結果亦支持「展望理論」中, 投資者存在「厭惡損失」的特性, 也就是厭惡損失的敏感度較喜歡利得的敏感度為高; 也支持眾多學者指出負面訊息較正面訊息對股價影響為大之論點; 還支持「判斷與決策理論」中, 投資者會給予負面資訊相對較高權重之主張。

三、額外測試

(一) 負面CSR事件之平均異常報酬顯著異於正面CSR事件之平均異常報酬

承上可知，投資人對負面 CSR 事件的反應程度較正面 CSR 事件的反應程度為大，本研究進一步探討在不同的事件期間，負面 CSR 事件之平均異常報酬是否顯著大於正面 CSR 事件之平均異常報酬；相關檢測結果列示於表 7。

由表 7 Panel C 至 E 可知，在平均異常報酬的部分，實證結果發現，在事件宣告日 (Day 0) 及其後一日 (Day +1)，負面 CSR 事件宣告所導致的平均異常報酬會顯著異於正面 CSR 事件宣告，且負面 CSR 事件對投資者平均而言，分別會多造成 -0.48% 及 -0.54% 的平均異常報酬。而在累積平均異常報酬方面，在事件宣告後一日 (Day +1) 及後二日 (Day +2)，負面 CSR 事件的累積平均異常報酬才會顯著異於正面 CSR 事件，且負面 CSR 事件對投資者平均而言，分別會多造成 -1.25% 及 -1.14% 的累積平均異常報酬。綜前所述，負面 CSR 事件宣告對正面 CSR 事件宣告對投資者的平均異常報酬與累積平均異常報酬會有顯著的影響；且在事件宣告的後一日 (Day +1) 兩者的差距最大。

表 7 正面 CSR 事件宣告與負面 CSR 事件宣告之 AR(CAR) 平均數比較

變數	類別	樣本數	平均數	標準差	變異數	T 值	自由度	P 值
<i>Panel A : Day-2</i>								
AR	0	453	-0.0005	0.0321	Equal	-0.42	674	0.6723
	1	223	0.0005	0.0185				
	Diff (0-1)		-0.0010					
CAR	0	453	-0.0005	0.0321	Equal	-0.42	674	0.6723
	1	223	0.0005	0.0185				
	Diff (0-1)		-0.0010					
<i>Panel B : Day-1</i>								
AR	0	453	-0.0006	0.0341	Equal	-0.65	674	0.5129
	1	223	0.0011	0.0205				
	Diff (0-1)		-0.0016					
CAR	0	453	-0.0009	0.0494	Equal	-0.68	674	0.4993
	1	223	0.0015	0.0257				
	Diff (0-1)		-0.0024					

表 7 正面 CSR 事件宣告與負面 CSR 事件宣告之 AR(CAR)平均數比較 (續)

變數	類別	樣本數	平均數	標準差	變異數	T 值	自由度	P 值
<i>Panel C : Day 0</i>								
AR	0	453	-0.0012	0.0511	Unequal	-1.66	671.93	0.0983
	1	223	0.0036	0.0237				
	Diff (0-1)		-0.0048*					
CAR	0	453	-0.0018	0.0745	Equal	-1.35	674	0.1788
	1	223	0.0053	0.0399				
	Diff (0-1)		-0.0072					
<i>Panel D : Day +1</i>								
AR	0	453	-0.0044	0.0291	Unequal	-3.02	650.15	0.0026
	1	223	0.0011	0.0174				
	Diff (0-1)		-0.0054***					
CAR	0	453	-0.0061	0.0808	Unequal	-2.60	667.55	0.0096
	1	223	0.0064	0.0440				
	Diff (0-1)		-0.0125***					
<i>Panel E : Day +2</i>								
AR	0	453	0.0022	0.0967	Equal	0.13	674	0.8939
	1	223	0.0013	0.0246				
	Diff (0-1)		0.0008					
CAR	0	453	-0.0036	0.1268	Unequal	-1.67	644.54	0.0945
	1	223	0.0077	0.0485				
	Diff (0-1)		-0.0114*					

1. ***, **, * 分別代表達到 1%、5% 與 10% 的統計顯著水準。

2. 本研究將 1 設為正面 CSR 事件宣告組別，0 設為負面 CSR 事件宣告組別

(二) 複迴歸分析

本研究為了控制其它因素可能之影響，因此亦透過複迴歸模型進一步驗證，主要依據文獻將負債比率、前一期獲利率、公司規模、董事會規模、外部獨立董事總人數等列為控制變數 (Graves and Waddock, 1994; Ullman, 1985; Waddock and Graves, 1997; Davis and Kay, 1993; Zahra and Pearce, 1989)。在表 8 的「所有事件」迴歸模型中，可發現「正負面 CSR 事件」(CSR D) 與累積平均異常報酬 (CAR) 呈現顯著為正的關係，「前一期獲利率」(profitratio) 對累積平均異常報酬亦呈現顯著為正的關係，但「正負面 CSR 事件」與「前一期獲利率」的交互作用項並未達統計顯著水準，

<i>profitratio</i>	0.0001** 2.05 (0.0403)	-0.0094** -2.18 (0.0293)	-0.0096 -1.30 (0.1953)	-0.0074 -1.39 (0.1663)	0.0001* 1.82 (0.0682)	0.0129 1.51 (0.1325)	-0.0170*** -2.95 (0.0033)	0.0071 0.57 (0.5717)	0.0000* 1.84 (0.067)
<i>dr</i>	0.0047 0.82 (0.4133)	-0.0331*** -4.84 (<.0001)	-0.0205 -1.65 (0.1004)	-0.0381*** -4.69 (<.0001)	0.0117 1.54 (0.1231)	-0.0068 -0.53 (0.5974)	0.0364** 2.29 (0.0220)	0.1504*** 4.70 (<.0001)	-0.0067 -0.64 (0.5204)
<i>empolyee</i>	-0.0000 -1.65 (0.1000)	-0.0000*** -5.39 (<.0001)	-0.0000** -2.47 (0.0140)	-0.0000*** -4.90 (<.0001)	0.0000 1.07 (0.2859)	0.0000** 2.06 (0.0402)	-0.0000 -0.45 (0.6563)	0.0000 1.18 (0.2443)	0.0000 1.34 (0.1801)
<i>monitor</i>	0.0001 0.28 (0.7759)	-0.0009*** -2.91 (0.0037)	-0.0008 -1.29 (0.1966)	0.0010*** 2.70 (0.0070)	0.0007 0.94 (0.3489)	-0.0035*** -2.89 (0.0040)	0.0012 0.81 (0.4175)	-0.0092** -2.33 (0.0238)	0.0014 1.23 (0.2172)
<i>exmonitor</i>	-0.0008 -0.75 (0.4517)	0.0019** 2.20 (0.0283)	0.00271* 1.70 (0.0893)	0.0013 1.24 (0.2137)	-0.0035** -2.04 (0.0413)	-0.0044 -1.53 (0.1259)	-0.0020 -0.59 (0.5535)	0.0038 0.68 (0.5008)	-0.0052* -2.04 (0.0418)
F-value	1.70*	7.74***	1.91**	6.76***	1.42	1.78*	1.91**	4.32***	1.42
R ²	0.0058	0.0598	0.0474	0.0760	0.0060	0.0414	0.0195	0.4139	0.0157
adj-R ²	0.0024	0.0521	0.0225	0.0648	0.0018	0.0181	0.0093	0.3180	0.0047
n	3235	1105	355	750	2130	380	875	65	810
DW	1.988	1.911	1.825	2.024	1.998	2.041	2.048	2.030	1.923

1. ***, **, * 分別代表達到 1%, 5% 與 10% 的統計顯著水準。

2. 複迴歸模型： $CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 DI_{i,t} + \beta_2 D2_{i,t} + \beta_3 D3_{i,t} + \beta_4 D4_{i,t} + \beta_5 CSR_{i,t} + \beta_6 CSR_{i,t} * profitratio_{i,t-1} + \beta_7 profitratio_{i,t-1} + \beta_8 dr_{i,t} + \beta_9 empolyee_{i,t} + \beta_{10} monitor_{i,t} + \beta_{11} exmonitor_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ ；其中， $CAR_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 時間點的累積平均異常報酬； $D1$ 至 $D4$ 為五天事件期的日期虛擬變數； $CSR_{i,t}$ 為正面 CSR 事件的虛擬變數，若為正面 CSR 事件，則 CSR 設為 1，否則為 0；其餘皆為控制變數， $dr_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 時間點的負債比率； $profitratio_{i,t-1}$ 代表 i 公司的上一期獲利率，以「前一期的稅前淨利/前一期的營業收入淨額」來衡量； $empolyee_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 時間點的公司規模，以「員工人數」取自然對數來衡量； $monitor_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 時間點的董事會規模，以「董監事總人數」來衡量； $exmonitor_{i,t}$ 代表 i 公司在 t 時間點的外部獨立董事席次，以「外部獨立董事總人數」來衡量； $\varepsilon_{i,t}$ 為誤差項。

此實證結果說明，「正負面 CSR 事件」與「前一期獲利率」單獨地對累積平均異常報酬產生影響，並未透過交互作用產生影響，此意謂著本實證檢測應不存在「自我選擇」⁷之疑慮。此外，由「所有正面事件」、「遠見」、「天下」此三個迴歸模型中，本實證結果發現，不同「日期」對「累積平均異常報酬」的影響並不相同，達統計顯著水準的日期多集中在事件宣告後一日（D3）和後二日（D4）。

綜上所述，本研究支持正面 CSR 事件會帶來正的累積平均異常報酬，負面 CSR 事件會帶來負的累積平均異常報酬，且此現象並不存在受到績效優劣影響而產生「自我選擇」的問題，而不同日期對累積平均異常報酬的影響亦不相同。

伍、結論與討論

近年來，企業社會責任議題日益受到全球重視，根據工商時報報導，歐盟 15 國在 2005 年號召 50 萬名企業界人士參與 CSR 推動行列，聯合國也持續推動「全球契約」計畫，呼籲具體實踐 CSR 以推動全球經濟發展（李麗滿，2005），國際標準組織（International Organization for Standardization, ISO）則將 CSR 標準訂為 ISO 26000，由此可窺見 CSR 已成為全球性議題，值得學術界與企業界重視。本研究由投資人角度，探討 CSR 事件宣告是否具有資訊內涵，假說之推論係奠基於資源基礎理論、合法性理論與展望理論。主要實證結果彙整如下：

一、正面 CSR 事件宣告與股價異常報酬之關係

依據資源基礎理論，獲獎企業因社會聲譽的關係資源累積，可培養 CSR 知識並有效整合至企業營運程序，這些不可替代與難以複製的競爭優勢來源（Arya and Zhang, 2009），有助於投資人將企業獲獎訊號連結至組織未來績效的提升（Kim, 2010），或者是企業所累積的聲譽將可降低生產成本（Alexander and Buchholz, 1978; 沈中華與張元，2008；張元，2011）。本研究實證結果支持 CSR 獲獎訊息公告確實對資本市場具有資訊內涵，可產生顯著為正的異常報酬，其中「天下企業公民 TOP 50」對市場的信號發射效果，較不及「遠見企業社會責任獎」的效果明顯。本研究推測可能係因「遠見企業社會責任獎」設立年限較「天下企業公民 TOP 50」長，較容易獲得投資人認同與深入瞭解所致，因此相較於「天下企業公民 TOP 50」之獲獎訊息宣告，「遠見企業社會責任獎」宣告時所傳遞的訊號效果較佳。

⁷「自我選擇」之疑慮係指有正（負）面訊息之公司，是否本身即為績效較好（壞）之公司，故其異常報酬非來自正（負）面訊息，而係績效優劣本身之差異。

二、負面CSR事件宣告與股價異常報酬之關係

當負面 CSR 事件訊息傳遞到市場中，該公司的合法性地位將受到挑戰與動搖，由於投資人對事件公司的危機應變能力，以及事件對未來營運所造成影響感到疑慮，例如，擔心其會被供應鏈廠商除名，亦或在同業中的競爭力降低 (Damiano-Teixeira and Pompermayr, 2007)，進而影響企業長期累積的員工、顧客與社區等關係資源，甚至擔憂其會遭致外部相關團體採取抑制組織營運的行動 (Neu et al., 1998)。本研究實證結果部分支持「負面 CSR 事件宣告」會產生顯著為負的異常報酬，惟此反應具有延遲反應的現象，且現階段國內投資人對於「資訊公告問題」議題最為關注，此隱含負面 CSR 事件宣告對股票市場亦具有資訊內涵的價值。在現今 CSR 議題延燒的經營環境下，本文建議企業經營者尤其應關注並主動依法揭露重大資訊以維護股東權益；惟有如此，才能消除投資人的疑慮，並降低投資人採取懲治行動的負面經濟後果。

三、正面與負面CSR事件宣告對異常報酬影響程度的檢測

本研究實證結果發現當投資人收到企業發生負面 CSR 事件資訊時的態度，會較其回應正面 CSR 事件資訊的態度來得更強烈，因此對股價異常報酬之反應幅度也會較大；符合「展望理論」中，投資者存在厭惡損失的敏感度較喜歡利得的敏感度為高的特性，也就是投資者具有「厭惡損失」傾向；也支持眾多學者指出負面訊息較正面訊息對股價影響為大之論點；亦支持「判斷與決策理論」中，投資者會給予負面資訊相對較高權重之主張。對於管理者之意涵為，企業社會責任績效已是投資人進行投資決策時所關注的課題 (Kim, 2010)，管理者必須對 CSR 之付出與承諾 (commitment)，採取更積極的策略性投資思想，並避免負面 CSR 訊息的發生，以獲取投資者的認同且持續提供企業所需的營運資金來源以維持股價。此外，就企業風險管理的機制來看，CSR 的策略性投資，亦能緩和負面 CSR 事件發生時，投資人的懲治行動，以形成企業的社會保險資源。

四、研究限制與未來研究建議

本研究正面 CSR 事件宣告是以遠見及天下 TOP 50 獲獎企業為研究樣本，而負面 CSR 事件宣告樣本方面，則是以企業發生不法事件，包括在營運過程中發生環保及安全問題、資訊公告問題、勞資關係事件，以及其他違法或違規問題，因而遭受主管機關懲戒或缺失記點，或遭新聞媒體批露之企業為研究樣本。由於正面訊息是由相關評鑑單位採用多構面的綜合性指標產生，而負面資訊比較偏向單一新聞事件的特質，但本研究基於每次 CSR 訊息釋放時，對市場上投資者的影響，不論正面或負面訊息如何組成，一旦釋放到市場上，對投資者而言，皆是一項訊息的接收，因

此，並未進一步區分事件宣告本身是由單一或是綜合性指標所組成，此為本研究限制之一。此外，各具正面訊息之公司其宣告日重疊，而異常報酬係以個別公司報酬與大盤平均報酬相比而得，基於得獎公司多為大公司的情況下，可能存在因公司的正面訊息使個股股價上漲，連帶拉高大盤的平均報酬，導致所衡量出之異常報酬比實際值為小的可能性，此為本研究限制之二。以投資人對於獲獎訊息宣告反應較明顯的「遠見企業社會責任獎」為例，在 2010 年 3 月 1 日公佈當天，正面訊息的上市與上櫃公司總市值分別為 3,175,096 百萬元及 1,888 百萬元，而當日上市與上櫃公司的市場總市值分別為 18,935,914 百萬元及 1,706,083 百萬元，所計算出之正面訊息公司總市值佔市場總市值的比值，在上市公司為 16.77%，上櫃公司為 0.11%，而整體平均比值則為 15.39%。因此，本文無法完全排除因公司的正面訊息使個股股價上漲，連帶拉高大盤的平均報酬，進而導致所衡量出之異常報酬比實際值為小的可能性。

在未來研究建議方面，由於組織如何持續佈署並有效管理利害關係人的資源，以回應組織與利害關係人間之動態關係改變，達成利害關係人管理的策略性目標，亦是重要之管理課題 (Zakheim, 2008)，建議後續研究也可以加入動態能力 (dynamic capability) 的概念，探討利害關係人管理能力等變數，在本文研究架構中的中介或調節效果。除此之外，本文也建議未來研究可以進一步採用獲獎企業配對未獲獎企業、發生負面事件企業配對與未發生負面事件企業之樣本處理方式，進一步討論投資者對於正面及負面資訊反應之相關議題。

參考文獻

- 工商時報，2005，企業資源整合，12月23日，D3版。
- 沈中華與李建然，2000，事件研究法－財務與會計實證研究必備，台北：華泰文化。
- 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，第36卷第3期：339-385。
- 林文玲與傅鍾仁，2011，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，商管科技季刊，第12卷第2期：209-229。
- 袁淑芳與李進生，2007，臺灣市場隱含波動率指標的探究：Taifex's VXO與展望理論，管理學報，第24卷第2期：211-228。
- 高宜凡與呂愛麗，2010，第六屆《遠見》企業社會責任獎－CSR再造企業續航力，遠見雜誌，第285期：79-85。
- 張元，2011，社會責任公司有較高的股票報酬嗎？輔仁管理評論，第18卷第1期：79-118。
- 陳樹，2011，企業社會責任 櫃買市場新標竿，台灣銀行家雜誌，第14期：8-10。
- Alexander, G. J., and R. A. Buchholz. 1978. Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management Journal* 21 (3): 479-486.
- Antweiler, W., and M. Z. Frank. 2005. Do US stock markets typically overreact to corporate news stories? Working paper, University of British Columbia.
- Arya, B., and G. Zhang. 2009. Institutional reforms and investor reactions to CSR announcements: Evidence from an emerging economy. *Journal of Management Studies* 46 (7): 1089-1112.
- Banker, R. D., S. Das, and S. M. Datar. 1993. Complementary of prior accounting information: The case of stock dividend announcements. *The Accounting Review* 68 (1): 28-47.
- Bansal, P., and T. Hunter. 2003. Strategic explanations for the early adoption of ISO 14001. *Journal of Business Ethics* 46 (3): 289-299.
- Bansal, P., and K. Roth. 2000. Why companies go green: A model of ecological responsiveness. *The Academy of Management Journal* 43 (4): 717-736.
- Barney, J. B. 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management* 17 (1): 9-120.
- Baum, J. R., and S. Wally. 2003. Strategic decision speed and firm performance. *Strategic Management Journal* 24 (11): 1107-1129.
- Baumeister, R. F., E. Bratslavsky, C. Finkenauer, and K. D. Vohs. 2001. Bad is stronger than good. *Review of General Psychology* 5 (4): 323-370.

- Brown, T. J., and P. A. Dacin. 1997. The company and the product: Corporate associations and consumer product responses. *Journal of Marketing* 61 (1): 68-84.
- Byus, K., D. Deis, and B. Ouyang. 2010. Doing well by doing good: Corporate social responsibility and profitability. *SAM Advanced Management Journal* 75 (1): 44-55.
- Capelle-Blancard, G., and N. Couderc. 2009. The impact of socially responsible investing: Evidence from stock index redefinitions. *The Journal of Investing* 18 (2): 76-86.
- Carow, K., R. Heron, and T. Saxton. 2004. Do early birds get the returns? An empirical investigation of early-mover advantages in acquisitions. *Strategic Management Journal* 25 (6): 563-585.
- Chapple, W., and J. Moon. 2005. Corporate social responsibility (CSR) in Asia: A seven-country study of CSR web site reporting. *Business and Society* 44: 415-441.
- Chen, J. C., D. M. Patten, and R.W. Roberts. 2008. Corporate charitable contributions: A corporate social performance or legitimacy strategy? *Journal of Business Ethics* 82 (1): 131-144.
- Chen, Y., S. Ganesan, and Y. Liu. 2009. Does a firm's product-recall strategy affect its financial value? An examination of strategic alternatives during product-harm crises. *Journal of Marketing* 73 (6): 214-226.
- Child, J., and T. Tsai. 2005. The dynamic between firms' environmental strategies and institutional constraints in emerging economies: Evidence from China and Taiwan. *Journal of Management Studies* 42 (1): 95-125.
- Damiano-Teixeira, K. M., and M. M. Pompermyer. 2007. Corporate social responsibility: Profile and diagnosis of 797 programs developed in Brazil. *Business and Society Review* 112 (3): 343-367.
- Davis, E., and J. Kay. 1993. *European mergers and merger policy*. NY: Oxford University Press.
- De Bondt, W., and R. Thaler. 1985. Does the stock market overreact? *The Journal of Finance* 40 (3): 793-805.
- Deegan, C., M. Rankin, and P. Voght. 2000. Firms' disclosure reactions to major social incidents: Australian evidence. *Accounting Forum* 24 (1): 101-130.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2011. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review* 86 (1): 59-100.
- Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2012. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review* 87 (3): 723-759.

- DiMaggio, P. J., and W. W. Powell. 1983. The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review* 48 (2): 147-160.
- Dowell, G., S. Hart, and B. Yeung. 2000. Do corporate global environmental standards create or destroy market value? *Management Science* 46 (8): 1059-1074.
- Dowling, J., and J. Pfeffer. 1975. Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific Sociological Review* 18 (1): 122-136.
- Dunfee, T. W. 2003. Social Investing: Mainstream or Backwater? *Journal of Business Ethics* 43: 247-252.
- Dutta, S., M. J. Zbaracki, and M. Bergen. 2003. Pricing process as a capability: A resource-based perspective. *Strategic Management Journal* 24 (7): 615-630.
- Friedman, M. 1970. The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine* 33: 122-126.
- Getindamar, D., and K. Husoy. 2007. Corporate social responsibility practices and environmentally responsible behavior: The case of the United Nations Global Compact. *Journal of Business Ethics* 76: 163-176.
- Graddy, D. B., and T. H. Strickland. 2007. Public information as a deterrent to environmental infractions. *Applied Economics* 39 (15): 1961-1972.
- Graves, S. B., and S. A. Waddock. 1994. Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management Journal* 37 (4): 1034-1046.
- Hamann, R. 2006. Can business make decisive contributions to development? Towards a research agenda on corporate citizenship and beyond. *Development Southern Africa* 23 (2): 175-195.
- Hart, S. L. 1995. A natural-resource-based view of the firm. *Academy of Management Review* 20 (4): 986-1014.
- Hart, S. L., and M. B. Milstein. 2003. Creating sustainable value. *Academy of Management Executive* 17 (2): 56-69.
- Henderson, R. M., and I. Cockburn. 1994. Measuring competence? Exploring firm effects in pharmaceutical research. *Strategic Management Journal* 15 (S1): 63-84.
- Hoffman, A. J. 1999. Institutional evolution and change: Environmentalism and the US chemical industry. *Academy of Management Journal* 42 (4): 351-371.
- Hoskisson, R. E., L. Eden, C. M. Lau, and M. Wright. 2000. Strategy in emerging economies. *Academy of Management Journal* 43 (3): 249-267.
- Husted, B. W., and D. B. Allen. 2007. Corporate social strategy in multinational enterprises: Antecedents and value creation. *Journal of Business Ethics* 74 (4): 345-361.

- Ito, T. A., J. T. Larsen, N. K. Smith, and J. T. Cacioppo. 1998. Native information weighs more heavily on the brain: The negativity bias in evaluative categorizations. *Journal of Personality and Social Psychology* 75 (4): 887-900.
- Jose, A., and S. M. Lee. 2007. Environmental reporting of global corporations: A content analysis based on website disclosures. *Journal of Business Ethics* 72 (4): 307-321.
- Kadous, K., M. Mercer, and J. Thayer. 2009. Is there safety in numbers? The effects of forecast accuracy and forecast boldness on financial analysts' credibility with investors. *Contemporary Accounting Research* 26 (3): 933-968.
- Kahneman, D., and A. Tversky. 1979. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica* 47 (2): 263-291.
- Kim, J. W. 2010. Assessing the long-term financial performance of ethical companies. *Journal of Targeting Measurement and Analysis for Marketing* 18 (3-4): 199-208.
- Lee, M. D. P. 2008. A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead. *International Journal of Management Reviews* 10 (1): 53-73.
- Lindblom, C. K. 1994. The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. Paper presented at the Critical Perspectives on Accounting Conference. New York, US.
- Mahon, J. F. 2002. Corporate reputation: A research agenda using strategy and stakeholder literature. *Business and Society* 41 (4): 415-445.
- McNichols, M., and A. Dravid. 1990. Stock dividends, stock splits, and signaling. *The Journal of Finance* 45 (3): 857-879.
- McWilliams, A., and D. Siegel. 2001. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review* 26 (1): 117-127.
- Neu, D., H. Warsame, and K. Pedwell. 1998. Managing public impressions: Environmental disclosures in annual reports. *Accounting, Organizations and Society* 23 (3): 265-282.
- Oliver, C., and I. Holzinger. 2008. The effectiveness of strategic political management: A dynamic capabilities framework. *Academy of Management Review* 33 (2): 496-520.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes. 2003. Corporate social and financial performance: A Meta-analysis. *Organization Studies* 24 (3): 403-441.
- Patten, D. M. 1992. Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan Oil Spill: A note on legitimacy theory. *Accounting, Organizations and Society* 17 (5): 471-475.
- Penrose, E. T. 1959. *The theory of the growth of the firm*. NY: John Wiley.

- Rozin, P., and E. B. Royzman. 2001. Negativity bias, negativity dominance, and contagion. *Personality and Social Psychology Review* 5 (4): 296-320.
- Russo, M. V., and P. A. Fouts. 1997. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal* 40 (3): 534-559.
- Sethi, S. P. 1979. A conceptual framework for environmental analysis of social issues and evaluation of business response patterns. *Academy of Management Review* 4 (1): 63-74.
- Shocker, A. D., and S. P. Sethi. 1974. An approach to incorporating social preferences in developing corporate action strategies. In *The Unstable Ground: Corporate Social Policy in a Dynamic Society*, edited by A. D. Sethi, 67-80. LA: Melville.
- Shrivastava, P. 1995. Environmental technologies and competitive advantage. *Strategic Management Journal* 16: 183-200.
- Spence, M. 1973. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics* 87 (3): 355-374.
- Surroca, J., J. A. Tribo, and S. Waddock. 2010. Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal* 31 (5): 463-490.
- Takeda, F., and T. Tomozawa. 2008. A change in market responses to the environmental management ranking in Japan. *Ecological Economics* 67 (3): 465-472.
- Tetlock, P. C. 2007. Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal of Finance* LXII (3): 1139-1168.
- Thomson, M., and P. Heron. 2006. Relational quality and innovative performance in R&D based science and technology firms. *Human Resource Management Journal* 16 (10): 28-47.
- Turban, D. B., and D. W. Greening. 1997. Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees. *Academy of Management Journal* 40 (3): 658-672.
- Ullman, A. A. 1985. Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. *Academy of Management Review* 10 (3): 540-557.
- Visser, W. 2008. CSR in developing countries. In A. Crane, A. McWilliams, D. Matten, J. Moon & D. S. Siegel (Eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*: 473-499. New York: Oxford University Press.
- Vorhies, D. W., and N. A. Morgan. 2005. Benchmarking marketing capabilities for sustainable competitive advantage. *Journal of Marketing* 69 (1): 80-94.

- Waddock, S., and S. Graves. 1997. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal* 18 (4): 303-319.
- Wartick, S. L., and J. F. Mahon. 1994. Toward a substantive definition of the corporate issue construct: A review and synthesis of the literature. *Business and Society* 33 (3): 293-311.
- Wernerfelt, B. 1984. A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal* 5 (2): 171-180.
- Yamaguchi, K. 2008. Reexamination of stock price reaction to environmental performance: A GARCH application. *Ecological Economics* 68 (1-2): 345-352.
- Zahra, S. A., and J. A. Pearce. 1989. Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management* 15 (2): 291-334.
- Zakheim, A. 2008. Stakeholder management capability: A discourse-theoretical approach. *Journal of Business Ethics* 79 (4): 395-405.