

# 法遵缺失與企業價值： 企業社會責任之調節效果

顏怡音\*

臺北商業大學會計資訊系 副教授

劉正田

臺北商業大學會計資訊系 教授

許伯銜

勤業眾信聯合會計師事務所審計部 組長

## 摘要

當企業出現法遵缺失，會使企業聲譽受損，從而損及企業價值。惟善盡企業社會責任之企業，會使企業聲譽提升，從而增加企業價值。另企業社會責任在法遵缺失與企業價值間，是否扮演調節之角色，為本文研究之焦點。本研究以 2010 年至 2018 年間，獲得企業社會責任獎項之台灣上市上櫃公司作為樣本以進行實證。實證結果顯示，法遵缺失會對企業價值產生顯著負向之影響；而企業社會責任會弱化法遵缺失與企業價值之負向關聯。推測可能原因為：企業平時若能累積良善聲譽，則於面對法遵缺失時，較能擁有更高的存活率與保護效果。

**關鍵詞：**法遵缺失、企業價值、企業社會責任

---

\*通訊作者：顏怡音

聯絡地址：100 台北市濟南路 1 段 321 號

電話：(02)2322-6567

E-mail：irene@ntub.edu.tw

本文誠摯感謝臺北商業大學會計資訊系二技一甲黃婷榆小姐協助整理資料及兩位匿名評審之寶貴建議，惟本文如有任何疏漏之處，仍由作者自負全責。

# **Violation of Laws and Regulations and Enterprise Value: The Moderating Effect of Corporate Social Responsibility**

**Yi-Yin Yen**

Department of Accounting Information  
National Taipei University of Business  
Associate Professor

**Jen-Ten Liu**

Department of Accounting Information  
National Taipei University of Business  
Professor

**Po-Hsien Hsu**

Audit & Assurance  
Deloitte Touché Tohmatsu Limited  
Senior

## **ABSTRACT**

Violation of laws and regulations may damage the company's reputation. The implementation of corporate social responsibility (CSR) can obtain the public's recognition, consensus and establish a good image to enhance the value of the enterprise. This paper investigates how CSR moderates the relationship between violation of laws and regulations and enterprise value by examining the sample of Taiwanese companies listed on the Taiwan Stock Exchange and Taipei Exchange with CSR Awards from 2010 to 2018. The empirical results show that violation of laws and regulations have significantly negative impacts on enterprise value. Furthermore, the research also indicates that CSR weakens the negative impact of violation of laws and regulations on enterprise value. The results show that enterprises usually accumulate a good reputation when faced with violation of laws and regulations, which can have a higher survival rate and protection effect.

**Keywords :** *Violation of Laws and Regulations, Enterprise Value, Corporate Social Responsibility*

## 壹、緒論

企業在追求利潤的同時，若能投入資源參與社會公益、重視環保議題、減少碳排放量與污染、關懷員工與人權等企業社會責任(Corporate Social Responsibility, CSR)活動，可獲得投資大眾之認同與好感，進而提升企業形象，強化企業競爭力。CSR 可追溯至十三世紀德國礦業協會，其致力於解決當時採礦業所面臨之社會問題(Hielscher and Husted, 2020; Phillips, Schrempf-Stirling and Stutz, 2019)，及至 1995 年世界永續發展委員會(World Business Council for Sustainable Development; WBCSD)成立，其將 CSR 定義為：「一種企業為求得經濟永續發展，共同與員工、家庭、社區與地方、社會營造高品質生活的承諾」。

惟隨著經濟與科技之高度發展，環境受到肆意破壞，資源面臨耗竭之窘境，為了世界長期的永續發展，各國政府均將環境、人權、安全衛生與社會參與等議題納入優先考量，並積極推行 CSR 之相關政策，臺灣亦不例外。為了促進社會進步，強化金融市場秩序、保障利害關係人之權益，金融監督管理委員會證券期貨局(以下簡稱金管會證期局)於 2010 年起開始分階段推行相關政策，並於 2014 年核備臺灣證券交易所(以下簡稱交易所)及證券櫃檯買賣中心(以下簡稱櫃買中心)所訂之「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」及「上櫃公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」，其後歷經多次修正，而 2020 年之最新規定為：要求上市(櫃)公司食品業、化學工業、金融業；以及股本達新台幣 50 億元以上之公司，均應編製與申報企業社會責任報告書，並傳輸至交易所之公開資訊觀測站。

邇來臺灣陸續發生食品安全(如假酒、塑化劑、黑心油、地溝油及餿水油等)、環境安全(如水汙染、空氣汙染、工廠爆炸及違法營業等)、過勞死等重大社會矚目事件，引發社會不安，除損及企業形象與商譽，衝擊企業營運，造成鉅額損失，影響股東權益甚鉅(金旻姍，2015；許伯銜，2020)。究其原因，源於公司未能完整遵循產業及環保相關法令、勞工安全衛生相關規範等，係法令遵循(以下簡稱法遵)出現缺失，各目的事業主管機關則援引相關法令處分公司，並限期改善，以儆效尤。美國亦於 21 世紀初發生安隆(Enron)、世界通訊(World Com)、環球電訊(Global Crossing)、線上時代華納(AOL Time Warner)等財報醜聞，國會乃於 2002 年頒佈沙賓法案，該法案與內部控制攸關者即為 404 條款；

依 404 條款<sup>1</sup>之規定，公司管理階層應出具「內部控制自評報告」，該報告應經會計師審查，且將結果予以揭露(金旻姍，2015; Koo and Ki, 2020)，臺灣亦相應修正「公開發行公司建立內部控制制度處理準則」，透過相關機制之建立，強制企業遵守相關規範，俾與國際接軌。

而善盡 CSR 之企業，可形塑良好之形象，獲得投資人之認同。惟公司在法遵出現缺失，則會重創企業形象與商譽，衝擊企業營運，造成鉅額損失，影響企業之價值。過去學者鮮少探討 CSR 在法遵缺失與企業價值間，扮演何種角色，故本研究擬彌補此部分文獻之缺漏。實證結果發現 CSR 會弱化法遵缺失與企業價值之負向關聯。

本文其餘各節之安排如下：第貳節為文獻探討與假說發展，主要回顧企業社會責任、法遵缺失與企業價值之相關研究，並提出研究假說，第參節說明研究方法，第肆節分析實證結果，第伍節作成結論與建議。

## 貳、文獻探討與假說發展

### 一、企業社會責任(CSR)與企業價值

按 CSR 係指企業在追求利潤、為股東權益負責之時，亦應肩負對所有利害關係人之責任，以達成經濟繁榮、社會公益及環境永續之目標(金管會證期局，2022)。CSR 業已成為企業核心營運策略之一環，亦扮演未來新競爭利基之要角(Porter and Kramer, 2002；許永聲、陳俊合與曾奕菱，2013)。而企業從事 CSR 活動時，會反映高階經理人之價值觀、喜好及偏見，有助於減少利害關係人與公司間之資訊不對稱(Jeong, Jeong, Kee and Bae, 2018; Miller, Eden and Li, 2020)。從利害關係人理論(Stakeholder Theory)之觀點，管理者為追求企業之永續經營，會制定不同策略來滿足不同利害關係人之利益，且 CSR 活動，應朝向多元化(亦即涵蓋社區、員工、環境、產品、人權及治理等層面)而非單一化發展，例如，透過良好之 CSR 績效，吸引具 CSR 意識之消費者，對公司商品及服務之青睞；同時，提升 CSR 績效，可留住具有共同信念之優秀員工，或吸引高品質之人才，從而提升企業之人力資本(Bouslah, Hmaitane, and Kryzanowski, 2022; Zhong and Ren, 2023)。惟實務上，因各利害關係人之地位明顯不平等，以及寬裕資源有限(slack-resources)，經理人難以滿足所有利害關係人之利益(Bouslah et al., 2022)。

---

<sup>1</sup> 依 2002 年頒佈之沙賓法案(the Sarbanes-Oxley Act)第 404(a)節規定，管理當局應評估公司之內部控制制度；而第 404(b)節則規定，公司應委請會計師針對其內部控制制度進行審查。

而 CSR 績效之優劣，會影響企業聲譽之良窳，從而影響投資人買進或賣出之意願，進而提高或降低企業價值(Freeman, 1984; 池祥萱、林煜恩、張韶雯與池祥麟，2022)。有關 CSR 對企業價值之影響，主要分為正向、負向或無影響，茲分述如下：

### 正向影響

依可用資金假說(Available Funding Hypothesis)，當企業之可用資金愈多，則愈願意從事更多與 CSR 相關之活動，一旦公司履行 CSR，則會對企業價值產生顯著正向之影響(Preston and O'bannon, 1997)。Schadewitz and Niskala(2010)則指出，當公司發布 CSR 報告書，能有效減少投資人與公司間之資訊不對稱，有助提升企業價值。林文玲及傅鍾仁(2010)發現，好的 CSR 績效所產生之無形資產及商譽，會對公司股價及財務績效產生顯著正向之影響。黃熾貞、詹乾隆及吳怡萱(2017)指出，CSR 會對企業價值產生顯著正向之影響，故改善社會責任績效，可提升企業價值，建立永續發展之企業。Vuong and Bui (2023)則主張，履行 CSR 可形塑企業正面之綠色形象，建構企業之品牌聲譽，從而提高顧客忠誠度及品牌權益，進而改善財務績效。

### 負向或無影響

依寬裕資源理論(slack-resources theory)，企業投入 CSR 之前提，係因其擁有裁決性之寬裕資源；當寬裕資源愈多(少)，則投入之 CSR 活動愈多元(愈單一)，而投入之成本就愈多(少)(Bouslah et al., 2022)。部分學者指出，CSR 係著眼於利害關係人而非股東之利益，故被視為一項成本而非投資，對企業之獲利能力會產生不利之影響，更不利於企業價值之創造 (Choi and Yoo, 2022)。更有學者主張，企業應著眼於投入策略性 CSR，亦即會對經濟及社會帶來正面效益，並創造持續競爭優勢之企業活動(Porter and Kramer, 2006)。Choi 與 Yoo(2022)以韓國製造業作為研究對象卻發現，投入與競爭對手相似水準之策略性 CSR，對企業價值並無顯著之影響。此外，技術創新活動與策略性 CSR 之交互作用，卻對企業價值產生顯著負向之影響。除非投入之策略性 CSR 高於產業平均水準時，創新活動與策略性 CSR 之交互作用，才會對企業價值產生顯著正向之影響。

綜上，不論係基於可用資金假說或寬裕資源理論之觀點，多數研究認為 CSR 會對企業價值產生影響。

## 二、法遵缺失與企業價值

邇來，全球經營環境面臨劇變，產品日新月異，生命週期迅速縮短，部分企業為了尋求生存契機，會在營運團隊與模式、交易型態與流程、制度設計或執行等進行變革，雖帶來機會，惟亦可能伴隨風險。尤其是當經營階層意圖舞弊，內部控制存有缺失時，企業更易陷入經營危機。據金管會證期局之統計，公開發行公司發生風險之態樣，包括：因經營環境變動而衍生之法遵缺失(如引入之新經營團隊未遵循相關法規)、修改交易模式而有別於過去或同業之常規(如採購改採預付方式、進銷貨對象與其憑證不符等)、內部控制制度之設計或執行存有缺失(如重大交易由高層單獨接洽、未簽訂合約、交易條件不合理等)，致產生管理階層舞弊之情事(鍾怡如，2020)。

特別是兆豐銀行總行與海外分行之洗錢防制與法遵等相關制度及其作業，未符合美國紐約州金融服務署(Department of Financial Services, New York State, NYDFS)之期待與要求，於2016年遭NYDFS重罰1億8千萬美元，案經監察院於2017年糾正行政院、金管會及財政部(監察院，2017)後，臺灣產、官、學界開始反思法遵之重要性，惟部分企業對各項法遵之管理，仍未於內部控制制度中加以完整建構且有效落實<sup>2</sup>，卻發生採購單位涉及圖利廠商、協助圍標、收受賄賂或回扣；在職或離職員工涉及洩漏營業秘密、違反競業禁止等規定；內部人(董事、監察人、經理人及持股10%以上之大股東)獲悉影響股價之重大訊息，卻從事內線交易等不法情事(林瑞彬、張憲瑋與劉家全，2018)。前述法遵缺失，不僅使企業蒙受重大損失，亦對企業之聲譽產生負面之影響，故強化法遵之概念，並落實執行，刻不容緩。

過去研究指出，內部控制存有重大缺失之公司，若未進行改善，可能面臨更高之審計公費、會計師更換、收到非無保留之審計意見、發生破產等(Hammersley, Myers, and Zhou, 2012)。而公司在初次申請上市之相關書件，若自願揭露內部控制之缺失，則其於上市後，會計師針對公司之內部控制進行審查，會出具負面之審查意見，致公司股票之累積異常報酬出現負數(Westfall and Myring, 2022)，亦對企業價值產生不利之影響。

而臺灣企業一旦發生塑化劑及餿水油等食安問題、或因製造汙染及工廠爆炸等環安事件、以及過勞死等勞安問題，各目的事業主管機關會援引相關法令

---

<sup>2</sup> 依金管會證期局於2022年12月15日公告修正之公開發行公司建立內部控制制度處理準則第3條第1項之規定，內部控制制度之設計及執行，係為合理確保下列目標之達成，包括：「一、營運之效果及效率。二、報導具可靠性、及時性、透明性及符合相關規範。三、相關法令規章之遵循。」。

予以處分，該等行政處分，反映企業發生法遵缺失，亦即內部控制存有重大缺失，係屬對股東權益或證券價格有重大影響之事項，公司應依規定<sup>3</sup>，將該等法遵缺失之相關事項，於事實發生之日(受處分之日)起二日內，傳輸至公開資訊觀測站，以完成資訊之公開。

一旦投資大眾獲悉企業之法遵缺失相關資訊，將負面影響企業形象與商譽，衝擊企業營運，造成鉅額損失(金旻姍，2015；許伯銜，2020)，會對企業價值產生不利之影響。而當公司發生法遵缺失之次數愈多，意味著公司之內部控制存有重大缺失，有可能面臨更高之審計公費、會計師更換、收到非無保留之審計意見、發生破產等，對企業價值會產生不利之影響(Hammersley et al., 2012; Westfall and Myring, 2022)。據此，本研究提出假說 H<sub>1</sub>：

**H<sub>1</sub>：法遵缺失次數與企業價值具有負向關聯**

### 三、企業社會責任(CSR)對法遵缺失與企業價值之調節效果

隨著商業環境複雜化，部分企業發生諸多工安事件及食安風暴等法遵缺失事件，使得社會上人心惶惶。據過去研究指出，企業參與 CSR，可減少負面事件對其股票價格之潛在影響，達到類似保險之效果；亦即，企業參與 CSR，可視為支付保險費，以避免或減少負面事件(如法遵缺失)而導致之市場價值損失(Godfrey, 2005; Godfrey, Merrill, and Hansen, 2009)。Schnietz and Epstein(2005)指出，企業所累積之 CSR 聲譽，可以保護企業並降低負面事件所受之衝擊，減少企業之損失，降低財務危機發生之機率。Pelozo(2005)認為公司藉由投入 CSR 而產生之聲譽，形同替公司購買保險，故管理者落實 CSR 是明智之抉擇，不僅具有保險之功能，亦能維持企業之競爭優勢。

而規模較大，知名度較高之企業，一旦發生法遵缺失事項，會格外受到社會大眾之關注，並面臨諸多質疑與負面批判；而法遵缺失之次數愈多，則會重創企業之形象與商譽。惟當企業願意參與更多環境保育、社會公益與社區關懷等活動，並獲得好的 CSR 績效，則可提升企業之形象與聲譽，從而改善企業之財務績效(El Ghouli, Guedhami, Nash and Patel, 2019; 魏裕珍等，2018；許伯銜，2020)。

---

<sup>3</sup> 依 2012 年 11 月 23 日公告修正之「證券交易法施行細則」第七條第一項第二款及 2020 年 01 月 13 日金管證發字第 1080361188 號函之規定，公司發生對股東權益或證券價格有重大影響之事項，應依規定將該等法遵缺失之相關事項，於事實發生之日起二日內，透過交易所之公開資訊觀測站進行傳輸，以完成資訊公開。

如前所述，當企業發生法遵缺失之次數愈多，會對企業之形象與聲譽打擊愈大。惟若企業平時即積極投入社會公益、重視環保、減少污染、關心人權、關懷利害關係人之權益等 CSR 活動，則能累積 CSR 聲譽。在企業面臨法遵缺失所帶來之負面影響時，受惠於 CSR 聲譽，可緩減利害關係人之負評與反彈，降低渠等大量拋售股票及股價大幅下跌之可能，減輕對企業價值之衝擊，形同為公司提供防禦盾牌，起到防護之作用與保險之功能(El Ghoul et al., 2019; Godfrey, 2005; Godfrey et al., 2009; Pelozo, 2005; Schnietz and Epstein, 2005; 黃怡，2018；魏裕珍等，2018；許伯銜，2020)。據此，本研究提出如下假說 H<sub>2</sub>：

**H<sub>2</sub>：企業社會責任會調節法遵缺失與企業價值之關聯**

## 參、研究方法

### 一、樣本選取與資料來源

針對樣本部分，本研究首先參酌林嬋娟與張哲嘉(2009)、李秀英、劉俊儒與楊筱翎(2011)、魏裕珍等(2018)之研究並加以修正，以 1 比 2 之配對比率進行。而 CSR 未得獎企業之樣本篩選，須符合以下標準：(1)以對應當年度 CSR 得獎企業之前一年度(因當年度得獎，係針對前一年度 CSR 進行評比且表現優者)；(2)上市(櫃)掛牌買賣之交易市場與 CSR 得獎企業相同；(3)CSR 得獎企業與配對之 CSR 未得獎企業，二者總資產差額之絕對值不超過 CSR 得獎企業總資產 40%；(4)CSR 得獎企業與配對之 CSR 未得獎企業，二者之 TEJ 產業代碼相同(亦即相同產業別)；(5)各項資料必須完整。若依上述標準，仍無配對樣本者，則刪除該 CSR 得獎企業之樣本。

有關 CSR 得獎企業部分，鑑於天下雜誌、遠見雜誌及台灣永續能源研究基金會，所頒發之 CSR 獎項，如：天下企業公民獎、企業社會責任獎、TCSA 台灣企業永續獎(2018 年)，不僅各具特色，且對於獎項之評選標準，亦相當嚴謹，故其評選結果，頗具公信力。考量本研究之樣本期間為 2010 年至 2018 年，故以 2018 年為例，天下雜誌之「天下企業公民獎」之評選特色，係由其調查中心，主動廣邀過去 3 年連續獲利為正之企業，填寫並回覆問卷，再由評審團進行評選。至 2023 年，則擴大邀請過去 3 年內有 2 年獲利為正之企業參與。故企業參與之家數最多、規模最大(詳表 1)。而遠見雜誌之「企業社會責任獎」，則採參賽之方式，以 2018 年為例，參賽者鎖定在上市(櫃)、外商、中小企業、國營機構、海外台商及社會企業等具「營利」性質之事業體。另為挖掘傑出社會企業典範，首創「遠見社企之星」，並針對連續三次獲「年度大調查」首獎之

企業，列入「CSR 年度榮譽榜」，讓企業努力追求卓越。再者，為鼓勵中小企業努力直追並參與盛事，亦審酌頒發「中小企業特別獎」。至 2020 年之參賽者，已適用至大學，並設置「USR 大學社會責任獎」，且延續至 2023 年。

而台灣永續能源研究基金會之「TCSA 台灣企業永續獎」，其獎項更多元，以 2018 年為例，評選對象包括：公民營企業與組織、外商企業及個人等。特別是為彰顯個人典範，而設置「企業永續傑出人物獎」。復為配合主管機關強制食品、化工、金融保險、餐飲收入占營收 50% 以上、資本額 100 億元以上之企業，編寫企業社會責任報告，而設置「企業永續報告獎」。至 2023 年，為鼓勵大學積極參與永續之發展，故設置「台灣永續典範大學獎」及「台灣永續大學績優獎」等。另有關「企業永續報告獎」之適用對象，擴大至資本額 20 億元以上之企業，俾配合法規之修正，可謂與時俱進。

表1 天下雜誌、遠見雜誌及台灣永續能源研究基金會頒發 CSR 或 ESG 獎項之類別、特色與評選標準之列表

舉單位 首次 頒發 年度 獎項 名稱	天下雜誌		遠見雜誌		台灣永續能源研究基金會			
	2018年	2023年	2018年	2023年	2008年	2023年		
天下企業公民獎 <sup>b</sup>	由天下雜誌調查企業並主動問卷，再由中心填答並與專家進行評選。規模最大，入選之企業將名列【CSR 100】榜單。	由天下雜誌調查企業並主動問卷，再由中心填答並與專家進行評選。規模最大，入選之企業將名列【CSR 100】榜單。	企業社會責任獎 <sup>d</sup>	參賽者涵蓋：上市(櫃)、外商、中小企業、國營機構、海外台商、社會公益、學術等。對獎對象甚廣。針對大學、研究所、企業、學術、社會公益、學術等。對獎對象甚廣。凡連續三次獲「年度大調查」首獎之企業，將列入「CSR 100」榜單。	TCSA 台灣企業永續獎 <sup>f</sup>	獎項更多元，評選對象包括：公民營企業、國營機構、海外台商、社會公益、學術等。對獎對象甚廣。針對大學、研究所、企業、學術、社會公益、學術等。對獎對象甚廣。凡連續三次獲「年度大調查」首獎之企業，將列入「CSR 100」榜單。	TCSA 台灣企業永續獎 <sup>e</sup>	獎項更多元，評選對象包括：公民營企業、國營機構、海外台商、社會公益、學術等。對獎對象甚廣。針對大學、研究所、企業、學術、社會公益、學術等。對獎對象甚廣。凡連續三次獲「年度大調查」首獎之企業，將列入「CSR 100」榜單。
特色								
獎項類別	「大型企業」組：年營收超過 100 億元以上企業。 「中堅企業」組：年營收 100 億元以下企業。 「外商企業」組：年營收 50 億元以下企業。	「大型企業」組：年營收超過 100 億元以上企業。 「中堅企業」組：年營收 100 億元以下企業。 「外商企業」組：年營收 50 億元以下企業。	「綜合績效」組：區分為傳統產業、電子科技、金融保險業、服務業、電信業、通訊業、外商等六分組。 「傑出方案」組：區分為人才發展、教育推廣、公益推展、樂齡友善、環境友善、社會創新等七分組。	「綜合績效」組：區分為傳統產業、電子科技、金融保險業、服務業、電信業、通訊業、外商等六分組。 「傑出方案」組：區分為人才發展、教育推廣、公益推展、樂齡友善、環境友善、社會創新等七分組。	企業永續傑出人物獎：針對個人綜合績效，區分為「大企業組」、「中企業組」、「小企業組」及「外商企業組」。 永續傑出人物獎：針對個人綜合績效，區分為「大企業組」、「中企業組」、「小企業組」及「外商企業組」。	永續傑出人物獎：針對個人綜合績效，區分為「大企業組」、「中企業組」、「小企業組」及「外商企業組」。 永續傑出人物獎：針對個人綜合績效，區分為「大企業組」、「中企業組」、「小企業組」及「外商企業組」。	永續傑出人物獎：針對個人綜合績效，區分為「大企業組」、「中企業組」、「小企業組」及「外商企業組」。 永續傑出人物獎：針對個人綜合績效，區分為「大企業組」、「中企業組」、「小企業組」及「外商企業組」。	



本研究經彙整 2010 至 2018 年度天下雜誌之「天下企業公民獎」、遠見雜誌之「企業社會責任獎」及台灣永續能源研究基金會之「TOP50 台灣企業永續獎」得獎企業名單共計 548 筆資料(部分公司係多年獲獎，故以得獎筆數計)，於排除在國外註冊，來台上市之 KY 股或 DR 股，以及行業性質特殊之銀行、金控、證券、保險等 90 筆、資料缺漏 22 筆，餘得 436 筆 CSR 得獎資料。

針對 436 筆 CSR 得獎企業之配對樣本，本研究先以當年度(例 2010 年)上市之 CSR 得獎企業為標竿，計算其與同業(TEJ 產業代碼相同者)前一年度總資產(例 2009 年)之差額佔比絕對值小於 40%者，亦即採【(某一同業總資產減得獎企業總資產)／得獎企業總資產】取絕對值，若小於 40%者，則納入配對樣本，並以 1 家 CSR 得獎企業配對 2 家 CSR 未得獎企業之方式為之，若無配對樣本或僅有 1 家者，則刪除該 CSR 得獎企業之樣本。上櫃 CSR 得獎企業配對樣本之選取，則依此類推。而符合前述標準，有配對樣本之 CSR 得獎企業，計 238 筆，與之配對之 CSR 未得獎企業計 476 筆，合計 714 筆樣本資料，其餘無配對樣本之 CSR 得獎企業計 198 筆(436-238=198)，則予以刪除。有關樣本數及產業別分佈，茲列示如表 2。由表 2 可知，CSR 得獎之企業涵蓋水泥、石化塑膠、紡織人纖、機電設備、化學、鋼鐵、橡膠輪胎、汽車、營建、運輸、資訊電子(含網路通訊等)、觀光及其他等 13 種產業；而 CSR 得獎企業之筆數，以資訊電子(含網路通訊等)業之 155 筆(佔 65.13%)為數最多，而該等產業普遍位處全球供應鏈之一環，在面對國際大廠對環境、人權、安全衛生與社會參與等 CSR 議題之重視，渠等必須積極跟進，才能在激烈競爭之環境中，與國際大廠相向而行，故在 CSR 之表現相對突出而獲獎。

有關法遵缺失之資料，則自 TEJ 公司治理資料庫(主要取自公開資訊觀測站所揭露之公開發行公司每日公告之重大訊息，及交易所與櫃買中心公告之懲戒或缺失記點名單等)，下載負面社會責任新聞，並針對法遵缺失之類型及次數，分別加以計數。有關法遵缺失之類型，本研究係參酌 TEJ 之分類，再將其歸納為四大類，包括：1.環保及安全問題，如違反空氣污染防治法、水污染防治法、環境影響評估法、工安法、勞工安全衛生法、工廠管理輔導法、廢棄物清理法、毒性化學物質管理法、揮發性有機物空氣污染管制及排放標準、危險性設備未取得檢查合格證即行使用、毒性化學物質應變器材及偵測與警報設備管理辦法、因工廠火災遭勒令停工等；2.資訊公告問題，如董事變動達 1/3、資金貸與及背書保證、衍生性商品交易、企業購併等資訊延遲公告；3.勞資關係問題，如不當妨礙工會活動、未依約定給付勞工定額與績效獎金、超時工作或未給付加班費)；4.其他違法或違規問題，如、董監事及高階主管個人違法、違

反公平交易法或反托拉斯法等。至於每股市價/每股帳面金額、股東權益報酬率、資產報酬率、內部人持股比例、獨立董事比例、董事長兼任總經理；總資產、總負債、研發費用、營業收入成長率、成立年度及產業別等資料，係分別自 TEJ 公司治理資料庫、財務資料庫，下載而得。

表 2 CSR 得獎企業與 CSR 未得獎企業之樣本及產業分佈

產業別	CSR 得獎企業 (樣本數為 238)		CSR 未得獎企業 (樣本數為 476)	
	筆數	佔比(%)	筆數	佔比(%)
水泥	2	0.84%	4	0.84%
石化塑膠	4	1.68%	8	1.68%
紡織人纖	12	5.04%	24	5.04%
機電設備	15	6.30%	30	6.30%
化學	7	2.94%	14	2.94%
鋼鐵	2	0.84%	4	0.84%
橡膠輪胎	1	0.42%	2	0.42%
汽車	2	0.84%	4	0.84%
營建	20	8.40%	40	8.40%
運輸	4	1.68%	8	1.68%
資訊電子(含網路通訊等)	155	65.13%	310	65.13%
觀光	1	0.42%	2	0.42%
其他	13	5.46%	26	5.46%
合計	238	100%	476	100%

## 二、實證模型

本研究旨在探討企業社會責任(CSR)如何調節法遵缺失(VLR)與企業價值(P/B)之關聯，故建立本研究之實證模型，茲列示如下：

(一)為檢測法遵缺失(VLR)對企業價值(P/B)之關聯(H<sub>1</sub>)，故建構模型 M1a：

$$\begin{aligned} \frac{P}{B}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 VLR_{i,t} + \beta_2 CSR_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 DEBT_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} \\ & + \beta_6 INSIDE_{i,t} + \beta_7 INR_{i,t} + \beta_8 LISTED_{i,t} + \beta_9 DUAL_{i,t} + \beta_{10} RDI_{i,t} + \beta_{11} FIRMY_{i,t} \\ & + \beta_{11+d} \sum_{d=1}^{12} IND_d + \beta_{23+y} \sum_{y=1}^8 Y_{10+y} + \mu_{i,t} \cdot \cdot \cdot \cdot (1) \end{aligned}$$

(二)為檢測企業社會責任(CSR)如何調節法遵缺失(VLR)與企業價值(P/B)之關聯(H<sub>2</sub>)，故建構模型 M2a：

$$\begin{aligned} \frac{P}{B}_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 VLR_{i,t} + \alpha_2 CSR_{i,t} + \alpha_3 VLR_{i,t} * CSR_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 DEBT_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} \\ & + \alpha_7 INSIDE_{i,t} + \alpha_8 INR_{i,t} + \alpha_9 LISTED_{i,t} + \alpha_{10} DUAL_{i,t} + \alpha_{11} RDI_{i,t} + \alpha_{12} FIRMY_{i,t} \\ & + \alpha_{12+d} \sum_{d=1}^{12} IND_d + \alpha_{24+y} \sum_{y=1}^8 Y_{10+y} + \varepsilon_{i,t} \cdot \cdot \cdot \cdot (2) \end{aligned}$$

另企業價值亦可以股東權益報酬率(ROE)或資產報酬率(ROA)作為代理變數，故針對模型 M1a 之因變數，分別以 ROE 及 ROA 替代，據以建構模型 M1b 及 M1c；而針對模型 M2a 之因變數，亦分別以 ROE 及 ROA 替代，據以建構模型 M2b 及 M2c。

式中(SIZE、DEBT、GROWTH、INSIDE、INR、LISTED、DUAL、RDI、FIRMY、IND 及 Y 為控制變數)：

- P/B : 企業價值，以每股市值/每股帳面金額作為代理變數；  
 ROE : 企業價值，以股東權益報酬率作為代理變數；  
 ROA : 企業價值，以資產報酬率作為代理變數；  
 VLR : 法遵缺失次數；  
 CSR : 企業社會責任，若企業有獲得企業社會責任獎項，則值設為 1，反之設為 0；

- SIZE : 公司規模，以總資產取對數作為代理變數；
- DEBT : 負債比率，以總負債/總資產為之；
- GROWTH : 成長機會，以營業收入成長率作為成長機會之代理變數，並以(本期營業收入淨額-上期營業收入淨額)/上期營業收入淨額為之；
- INSIDE : 內部人持股比例，以全體董監、經理人及持股 10%以上之大股東，其持股總數/全年流通在外普通股股數為之；
- INR : 獨立董事比例，以獨立董事席次/全體董事席次為之；
- LISTED : 掛牌類型，若為上市公司，則值設為 1；若為上櫃公司，則值設為 0；
- DUAL : 若董事長兼任總經理，則值設為 1，反之，設為 0；
- RDI : 研發密集度，以研發費用佔銷貨收入淨額為之；
- FIRMY : 成立年數；
- IND : 產業別之虛擬變數；
- Y : 年度別之虛擬變數；
- i : 第 i 家公司；
- t : 第 t 年；
- $\mu$ 、 $\varepsilon$  : 殘差項。

### 三、變數定義與衡量

#### (一) 企業價值

據張育琳、傅鍾仁與劉俊儒(2013)指出，股價可合理反應公司目前及未來現金流量之影響，亦反應投資人對企業之評價，而每股市價/每股帳面金額(P/B)、股東權益報酬率(ROE)(稅後損益/平均股東權益) (Gupta and Garg, 2022)及資產報酬率(ROA)((稅後損益+利息費用\*(1-稅率))/平均總資產) (Vo, 2023)可作為企業價值之代理變數，本研究乃參酌渠等之論述納入實證模型中。

#### (二) 法遵缺失次數(VLR)

有關法遵缺失次數(VLR)，資料取自 TEJ 之公司治理資料庫之負面社會責任新聞。觀諸該等法遵缺失之負面新聞，主要係目的事業主管機關針對公司法遵缺失部分，進行處分，缺失之態樣區分為四大類，包括：環保及安全問題、資訊公告問題、勞資關係與其他違法或違規問題，本研究將該資料庫所揭露之上市櫃公司之受處分案件，按年度別，分別予以彙整，並加總受處分之次數，據以衡量 VLR，預期方向為負。

### (三) 企業社會責任(CSR)

有關 CSR 之衡量部分，本研究以天下雜誌「天下企業公民獎」、遠見雜誌「企業社會責任獎」與 TCSA 台灣永續企業獎「TOP50 台灣永續企業獎」三個機構所公佈之得獎名單為標準，將獲獎者歸類為 CSR 績效表現較優良之企業，並將 CSR 之值設為 1，其餘未得獎之企業，則 CSR 之值設為 0，預期方向為正。

### (四) 公司規模(SIZE)

按公司規模大小之不同，代表其所擁有之資源秉賦有異，創造之績效亦不同，規模愈大，較易在營運、行銷與財務方面達到規模經濟，進而提升企業價值(Demsetz and Lehn, 1985)。沈中華與張元(2008)主張規模愈大，則知名度愈高，受到社會大眾之關注愈多，致愈大規模之公司愈有誘因從事 CSR，進而影響企業價值。故本研究以總資產取自然對數，作為公司規模之代理變數，預期方向為正。

### (五) 負債比率(DEBT)

過去學者研究指出，財務槓桿比率愈高之公司，資金成本負擔越沉重，愈無能力從事 CSR 所需之投資(Dowell, Hart and Yeung, 2000)，本研究以總負債/總資產衡量負債比率(DEBT)，預期方向為負。

### (六) 成長機會(GROWTH)

耿云江與常金曉(2018)指出，當企業成長機會愈高，公司競爭能力愈強，愈能增加企業經營績效，本研究以營業收入成長率 $[(本期營業收入淨額 - 上期營業收入淨額) / 上期營業收入淨額]$ 作為成長機會(GROWTH)之代理變數，預期方向為正。

### (七) 內部人持股比例(INSIDE)

當內部人持股比例(INSIDE)愈高，則企業與個人利益之關聯性愈高，較不會作出不利於企業之行為，符合利益收斂假說，且內部人持股比例愈高，企業價值愈高(俞海琴與周本鄂，1994)。有關內部人持股比例，本研究係以全體董監、經理人及持股 10%以上之大股東之持股總數/全年流通在外普通股股數為之，預期方向為正。

### (八) 獨立董事比例(INR)

公司董事會之獨立董事比例(INR)愈高，愈能發揮公司治理之功能，進而提升企業價值。而董事會之獨立董事較為專業與獨立，且普遍為社會賢達，故當獨立董事比例愈高，對企業之監督效果會較佳，進而提升企業價值(Anderson and Reeb, 2003)。有關獨立董事比例，本研究係以獨立董事席次／全體董事席次為之，預期方向為正。

### (九) 掛牌類型(LISTED)

有鑑於上市與上櫃公司在設立年限、資本額、獲利能力、股權分散等諸多方面，有不同之門檻要求，故歧異頗大，宜加以控制，本研究乃設掛牌類型(LISTED)之虛擬變數，若為上市公司，則值設為 1；若為上櫃公司，則值設為 0(Yen, 2020)。

### (十) 董事長兼任總經理(DUAL)

另據過去學者研究指出，當董事長兼任總經理時，其決策更具效率，企業價值可能更高(Rodríguez-Valencia, and Lamothe Fernández, 2023)，故應加以控制，本研究乃設一虛擬變數，若董事長兼任總經理(DUAL)，則值設為 1，反之，設為 0。

### (十一) 研發密集度(RDI)

據過去研究指出，成長機會愈大之公司，研發支出之宣告，會對股價產生顯著正向之影響，此外，研發支出之投入，有助於提升企業價值(Lev and Sougiannis, 1996; Szewczyk, Tsetsekos and Zantout, 1996; 張淑清與呂欣樺, 2015)，另落後期之研發密集度，對公司績效之影響，顯著高於當期(Singh and Soni, 2022)，故本研究乃加以控制。至於研發密集度(RDI)，係以研發費用／銷貨收入淨額為之。

### (十二) 成立年數(FIRMY)

按公司成立年數愈長，愈有能力及傾向投資在技術創新與 CSR 等活動上(Choi and Yoo, 2022)，故加以控制。有關成立年數，係以公司成立年度至樣本年度(t)相距之年數，加以衡量。

### (十三)產業別(IND)

針對得獎企業所歸屬之產業，主係參酌 TEJ 之分類方式，涵蓋：水泥、石化塑膠、紡織人纖、機電設備、化學、鋼鐵、橡膠輪胎、汽車、營建、運輸、資訊電子(含網路通訊等)、觀光及其他等 13 種產業，故納入 12 個產業別虛擬變數，以控制產業之影響(Rienda, Claver and Quer, 2013; Slangen, 2013; Dow and Larimo, 2011)。例如：若為水泥業，則  $IND_1$  之值設為 1，其他設為 0，依此類推。

### (十四)年度別(Y)

有鑑於本研究期間橫跨 2010 年至 2018 年，為控制不同年度之影響，故納入  $Y_{11}$  至  $Y_{18}$  計 8 個年度別虛擬變數。例如：若為 2011 年，則  $Y_{11}$  之值設為 1，其他設為 0，依此類推。

## 肆、實證結果與分析

### 一、敘述性統計

有關各變數之敘述性統計量，茲列示如表 3。由表 3 可知，每股市價/每股帳面金額(P/B)之平均數為 1.696、最大值為 10.050、最小值為 0.310，顯見投資人對樣本公司之評價，歧異頗大。而股東權益報酬率(ROE)平均數為 0.088、最大值為 1.528、最小值為-1.437，顯示部分樣本公司之獲利能力，表現亮眼。而資產報酬率(ROA)之平均數為 0.055、最大值為 0.443、最小值為-0.308，顯示樣本公司在資產之運用效率上，各有千秋。有關法遵缺失次數(VLR)部分，平均數為 0.318、最大值為 13.000、最小值為 0.000，顯示少部分公司在法遵方面，仍有很大改善空間。

表 3 敘述性統計量(N=714)

變數名稱 <sup>a</sup>	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
P/B	1.696	1.330	10.050	0.310	1.239
ROE	0.088	0.100	1.528	-1.437	0.174
ROA	0.055	0.052	0.443	-0.308	0.073
CSR	0.333	0.000	1.000	0.000	0.472
VLR	0.318	0.000	13.000	0.000	1.101
SIZE	23.953	24.048	27.592	20.496	1.518
DEBT	0.462	0.461	0.917	0.035	0.170
GROWTH	0.062	0.023	3.234	-0.869	0.304

表 3 敘述性統計量(N=714)(續)

變數名稱 <sup>a</sup>	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
INSIDE	0.223	0.183	0.885	0.016	0.161
INR	0.249	0.286	0.625	0.000	0.159
LISTED	0.832	1.000	1.000	0.000	0.374
DUAL	0.287	0.000	1.000	0.000	0.453
RDI	0.035	0.021	0.475	0.000	0.052
FIRMY	30.972	29.000	65.000	3.000	12.057

a: P/B: 每股市價/每股帳面金額; ROE: 股東權益報酬率; ROA: 資產報酬率; CSR: 企業社會責任; VLR: 法遵缺失次數; SIZE: 公司規模; DEBT: 負債比率; GROWTH: 成長機會; INSIDE: 內部人持股比例; INR: 獨立董事比例; LISTED: 掛牌類型; DUAL: 董事長兼任總經理; RDI: 研發密集度; FIRMY: 成立年數。

經進一步分析發現(詳表 4; 僅針對存在法遵缺失之樣本進行統計), 上市之 CSR 得獎企業, 於 2010 年及 2014 年, 發生環保及安全問題分別為 13 次及 12 次, 缺失次數相對較高, 主要集中在石化塑膠業, 因違反空氣污染防治法、水污染防治法、揮發性有機物空氣污染管制及排放標準及工廠管理輔導法等, 而受處分; 另上市之 CSR 得獎企業於 2016 年, 發生勞資關係問題為 10 次, 主要集中在航運業, 因超時工作違反勞動基準法等, 而受處分。至於上市之 CSR 未得獎企業, 於 2010 年及 2011 年, 發生環保及安全問題均為 12 次, 主要集中在石化塑膠及電子零組件業, 因違反環境影響評估法、空氣污染防治法、勞工安全衛生法、工廠管理輔導法、毒性化學物質管理法、危險性設備未取得檢查合格證即行使用等, 而受處分。另上市之 CSR 未得獎企業, 於 2016 年發生資訊公告問題共計 12 次, 主要集中在航運業、電器電纜業, 因資金貸與及背書保證等延遲公告, 而受處分。此外, 上市之 CSR 未得獎企業, 於 2011 年發生其他違法或違規問題為 10 次, 主要集中在光電業, 因違反公平交易或反托拉斯法, 而受處分。至於上櫃之 CSR 得獎企業, 受處分之次數總計為 3 次, 並無集中在特定產業之情形。

表 4 各年度樣本公司發生法遵缺失之類型與次數彙總表

法遵缺失 類型	年度	上市公司		上櫃公司		合計
		CSR 得獎企業	CSR 未得獎企業	CSR 得獎企業	CSR 未得獎企業	
環保及安 全問題	2010	13	12	0	0	25
	2011	4	12	0	0	16
	2012	0	4	0	0	4
	2013	0	1	0	0	1
	2014	12	6	0	1	19
	2015	0	1	0	2	3
	2016	1	5	0	0	6
	2017	7	6	0	0	13
	2018	0	3	1	0	4

表4 各年度樣本公司發生法遵缺失之類型與次數彙總表(續)

法遵缺失 類型	年度	上市公司		上櫃公司		合計
		CSR 得獎企業	CSR 未得獎企業	CSR 得獎企業	CSR 未得獎企業	
資訊公告 問題	2010	0	5	0	1	6
	2011	0	2	0	0	2
	2012	1	0	0	0	1
	2013	0	1	0	0	1
	2014	0	0	1	0	1
	2015	0	9	0	0	9
	2016	3	12	1	5	21
	2017	1	6	0	7	14
	2018	0	0	0	0	0
勞資關係	2010	0	1	0	0	1
	2011	0	5	0	0	5
	2012	1	4	0	1	6
	2013	0	0	0	0	0
	2014	0	1	0	0	1
	2015	3	2	0	0	5
	2016	10	1	0	0	11
	2017	1	0	0	1	2
	2018	0	1	0	0	1
其他違法 或違規問 題	2010	0	5	0	0	5
	2011	0	10	0	1	11
	2012	1	6	0	2	9
	2013	1	2	0	0	3
	2014	2	0	0	0	2
	2015	2	2	0	0	4
	2016	1	2	0	0	3
	2017	5	0	0	2	7
	2018	2	1	0	2	5
合計	71	128	3	25	227	

有關企業社會責任(CSR)之平均數為 0.333(詳表 3)，理由為本研究之樣本，係參酌林嬋娟與張哲嘉(2009)、李秀英、劉俊儒與楊筱翎(2011)、魏裕珍等(2018)之研究並加以修正，以 1 家 CSR 得獎企業配對 2 家 CSR 未得獎企業之方式進行選樣。

至於公司規模(SIZE)之平均數為 23.953，最大值為 27.592、最小值為 20.496，顯示樣本公司總資產平均值為 712.16 億元，最大值為 9,613.54 億元，最小值為 7.96 億元，其規模差異甚大。而負債比率(DEBT)之平均數為 0.462、最大值為 0.917、最小值為 0.035，顯示樣本公司於運用財務槓桿之程度迥異；有關成長機會(GROWTH)之平均數為 0.062、最大值為 3.234、最小值為-0.869，是以樣本公司之營業收入成長情形，各有千秋，部分公司表現特別突出；觀之內部人持股比例(INSIDE)平均數為 0.223，最大值為 0.885、最小值為 0.016，顯示內部人對公司具有相當之影響力；獨立董事比例(INR)之平均數為 0.249，亦即獨立董事席次佔董事會全體董事席次比例平均為 24.9%，符合交易所所訂「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」第 9 條第 9 款：獨立董事比率應大於五分之一之規定(惟申請有價證券上櫃買賣部分，尚無此規定)。

此外，就掛牌類型(LISTED)而言，樣本公司約有 83.2% 為上市公司；而董事長兼任總經理之比率平均為 28.7%。至於研發密集度之平均數為 3.5%，低於歐盟之 3.8%、美國之 6.5%、日本之 3.8%、印度之 4.6%、世界其他國家之 3.9%，惟高於中國之 2.8% (Moncada-Paternò-Castello and Grassano, 2022; Singh and Soni, 2022)，故樣本公司仍有努力投入研發創新之空間。至樣本公司之平均成立年數(FIRMY)為 30.97 年。

為深入分析 CSR 得獎企業與 CSR 未得獎企業，其各變數之差異，乃先分別列示渠等之敘述性統計量，如表 5 及表 6 所示。有關每股市價/每股帳面金額(P/B)方面，CSR 得獎企業之平均數為 2.049、最大值為 6.600、最小值為 0.450(詳表 5)；而 CSR 未得獎企業之平均數為 1.519、最大值為 10.050、最小值為 0.310(詳表 6)，顯見投資人對 CSR 未得獎企業之評價，歧異甚大。如以單變量分析(t 檢定)比較 CSR 得獎企業與 CSR 未得獎企業樣本之差異發現，CSR 得獎企業之 P/B，顯著高於 CSR 未得獎企業者(t 值為 5.506， $p < 0.01$ ) (詳表 7)，是以，善盡 CSR 之企業，會帶來良好聲譽，獲得投資人之肯定與青睞，故願意以溢價方式購入公司之股票。

有關股東權益報酬率(ROE)方面，CSR 得獎企業之平均數為 0.126、最大值為 0.497、最小值為-0.244(詳表 5)；而 CSR 未得獎企業之平均數為 0.069、最大值為 1.528、最小值為-1.437(詳表 6)，顯示 CSR 得獎企業之獲利能力，普遍表現亮眼。如以單變量分析發現，CSR 得獎企業之 ROE，顯著高於 CSR 未得獎企業者(t 值為 4.165， $p < 0.01$ ) (詳表 7)，故 CSR 績效愈佳，則獲利能力愈強。

表5 CSR得獎企業之敘述性統計量(N=238)

變數名稱 <sup>a</sup>	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
P/B	2.049	1.670	6.600	0.450	1.329
ROE	0.126	0.122	0.497	-0.244	0.099
ROA	0.075	0.066	0.247	-0.126	0.061
VLR	0.311	0.000	13.000	0.000	1.336
SIZE	24.033	24.173	27.592	20.704	1.533
DEBT	0.444	0.453	0.777	0.064	0.159
GROWTH	0.057	0.022	2.154	-0.554	0.239
INSIDE	0.240	0.186	0.885	0.016	0.173
INR	0.285	0.286	0.625	0.000	0.157
LISTED	0.832	1.000	1.000	0.000	0.375
DUAL	0.273	0.000	1.000	0.000	0.446
RDI	0.035	0.027	0.211	0.000	0.040
FIRMY	30.151	28.000	65.000	6.000	10.971

a: P/B: 每股市價/每股帳面金額; ROE: 股東權益報酬率; ROA: 資產報酬率; VLR: 法遵缺失次數; SIZE: 公司規模; DEBT: 負債比率; GROWTH: 成長機會; INSIDE: 內部人持股比例; INR: 獨立董事比例; LISTED: 掛牌類型; DUAL: 董事長兼任總經理; RDI: 研發密集度; FIRMY: 成立年數。

表6 CSR未得獎企業之敘述性統計量(N=476)

變數名稱 <sup>a</sup>	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
P/B	1.519	1.240	10.050	0.310	1.153
ROE	0.069	0.086	1.528	-1.437	0.199
ROA	0.046	0.049	0.443	-0.308	0.077
VLR	0.321	0.000	7.000	0.000	0.964
SIZE	23.913	23.975	27.290	20.496	1.511
DEBT	0.470	0.468	0.917	0.035	0.175
GROWTH	0.065	0.024	3.234	-0.869	0.332
INSIDE	0.215	0.183	0.875	0.023	0.154
INR	0.231	0.286	0.600	0.000	0.157
LISTED	0.832	1.000	1.000	0.000	0.374
DUAL	0.294	0.000	1.000	0.000	0.456
RDI	0.035	0.018	0.475	0.000	0.057
FIRMY	31.382	30.000	65.000	3.000	12.556

a: P/B: 每股市價/每股帳面金額; ROE: 股東權益報酬率; ROA: 資產報酬率; VLR: 法遵缺失次數; SIZE: 公司規模; DEBT: 負債比率; GROWTH: 成長機會; INSIDE: 內部人持股比例; INR: 獨立董事比例; LISTED: 掛牌類型; DUAL: 董事長兼任總經理; RDI: 研發密集度; FIRMY: 成立年數。

表 7 CSR 得獎企業與 CSR 未得獎企業樣本之差異性檢定

變數名稱 <sup>a</sup>	CSR 得獎企業 (樣本數為 238 家)	CSR 未得獎企業 (樣本數為 476 家)	差異性檢定
	平均數	平均數	t 值
P/B	2.049	1.519	5.506 <sup>***b</sup>
ROE	0.126	0.069	4.165 <sup>***</sup>
ROA	0.075	0.046	5.057 <sup>***</sup>
VLR	0.311	0.321	-0.120
SIZE	24.033	23.913	0.995
DEBT	0.444	0.470	-1.961 <sup>*</sup>
GROWTH	0.057	0.065	-0.331
INSIDE	0.240	0.215	1.920 <sup>*</sup>
INR	0.285	0.231	4.344 <sup>***</sup>
LISTED	0.832	0.832	0.000
DUAL	0.273	0.294	-0.584
RDI	0.035	0.035	0.000
FIRMY	30.151	31.382	-1.287

a: P/B: 每股市價/每股帳面金額; ROE: 股東權益報酬率; ROA: 資產報酬率; VLR: 法遵缺失次數; SIZE: 公司規模; DEBT: 負債比率; GROWTH: 成長機會; INSIDE: 內部人持股比例; INR: 獨立董事比例; LISTED: 掛牌類型; DUAL: 董事長兼任總經理; RDI: 研發密集度; FIRMY: 成立年數。

b: \*\*\*、\*\*及\*分別代表在顯著水準為 0.01、0.05 及 0.1 時顯著(雙尾)。

有關資產報酬率(ROA)方面, CSR 得獎企業之平均數為 0.075、最大值為 0.247、最小值為-0.126(詳表 5); 而 CSR 未得獎企業之平均數為 0.046、最大值為 0.443、最小值為-0.308(詳表 6), 顯示 CSR 得獎企業在資產之運用效率上, 普遍較佳。如以單變量分析發現, CSR 得獎企業之 ROA, 亦顯著高於 CSR 未得獎企業者(t 值為 5.057,  $p < 0.01$ ) (詳表 7), 故 CSR 績效愈佳, 則資產運用效率愈佳。

在法遵缺失次數(VLR)部分, CSR 得獎企業之平均數為 0.311、最大值為 13.000、最小值為 0.000(詳表 5); 而 CSR 未得獎企業之平均數為 0.321、最大值為 7.000、最小值為 0.000(詳表 6), 如以單變量分析發現, CSR 得獎企業之 VLR 與 CSR 未得獎企業者, 並無顯著差異(t 值為-0.120,  $p > 0.1$ ) (詳表 7)。有關負債比率(DEBT)方面, CSR 得獎企業之平均數為 0.444、最大值為 0.777、最小值為 0.064(詳表 5); 而 CSR 未得獎企業之平均數為 0.470、最大值為 0.917、最小值為 0.035(詳表 6), 如以單變量分析發現, CSR 得獎企業之 DEBT, 顯著低於 CSR 未得獎企業者(t 值為-1.961,  $p < 0.1$ ) (詳表 7), 故 CSR 績效愈佳, 則運用財務槓桿之程度較低。

觀之內部人持股比例(INSIDE)，CSR得獎企業之平均數為0.240，最大值為0.885、最小值為0.016(詳表5)；而CSR未得獎企業之平均數為0.215、最大值為0.875、最小值為0.023(詳表6)，如以單變量分析發現，CSR得獎企業之INSIDE，顯著高於CSR未得獎企業者(t值為1.920， $p < 0.1$ )(詳表7)，故內部人持股比例愈高，則企業與內部人利益之關聯性愈高，對公司之支持力道愈強，故CSR績效愈佳。至於獨立董事比例(INR)方面，CSR得獎企業之平均數為0.285，最大值為0.625、最小值為0.000(詳表5)；而CSR未得獎企業之平均數為0.231、最大值為0.600、最小值為0.000(詳表6)，如以單變量分析發現，CSR得獎企業之INR，顯著高於CSR未得獎企業者(t值為4.344， $p < 0.01$ )(詳表7)，獨立董事比例愈高，愈能發揮公司治理之功能，故CSR績效愈佳。

其餘控制變數部分(詳表7)，在公司規模(SIZE)(CSR得獎企業之平均數為24.033；CSR未得獎企業之平均數為23.913；t值為0.995， $p > 0.1$ )、成長機會(GROWTH)(CSR得獎企業之平均數為0.057；CSR未得獎企業之平均數為0.065；t值為-0.331， $p > 0.1$ )、掛牌類型(LISTED)(CSR得獎企業之平均數為0.832；CSR未得獎企業之平均數為0.832；t值為0.000， $p > 0.1$ )、董事長兼任總經理(DUAL)(CSR得獎企業之平均數為0.273；CSR未得獎企業之平均數為0.294；t值為-0.584， $p > 0.1$ )、研發密集度(RDI)(CSR得獎企業之平均數為0.035；CSR未得獎企業之平均數為0.035；t值為0.000， $p > 0.1$ )、成立年數(FIRMY)(CSR得獎企業之平均數為30.151；CSR未得獎企業之平均數為31.382；t值為-1.287， $p > 0.1$ )等方面，CSR得獎企業與CSR未得獎企業並無顯著差異。

## 二、相關係數分析

有關各變數間之相關係數，茲列示如表8。由表8可知，除VLR與VLR\*CSR，呈顯著相關(係數為0.686， $p < 0.01$ )外，餘各自變數間之相關係數均小於0.395。惟為避免各自變數間存在嚴重之共線性問題，故於進行迴歸分析前，先將各變數之資料予以標準化後，再進行實證，結果發現，所有自變數之變異數膨脹因子(Variance Inflation Fator，簡稱VIF)係介於1.050至5.111之間，依學者之建議， $VIF < 10$  (Neter, Wasserman, and Kutner, 1990)，其共線性之問題尚不嚴重。

表 8 各變數間之相關係數表(N=714)

變數 <sup>a</sup>	P/B	ROE	ROA	VLR	CSR	VLR*CSR	SIZE	DEBT	GROWTH	INSIDE	INR	LISTED	DUAL	RDI	FIRMY
P/B	1.000														
ROE	0.461*** (0.000)	1.000													
ROA	0.511** (0.000)	0.871** (0.000)	1.000												
VLR	-0.039 (0.299)	-0.076 (0.104)	-0.061 (0.162**)	1.000											
CSR	0.205** (0.000)	0.126** (0.001)	0.162** (0.000)	-0.007 (0.848)	1.000										
VLR*CSR	0.028 (0.448)	0.013 (0.730)	0.022 (0.558)	0.686** (0.000)	0.185** (0.000)	1.000									
SIZE	0.006 (0.873)	0.072 (0.054)	-0.011 (0.764)	0.234** (0.000)	0.025 (0.500)	0.160** (0.000)	1.000								
DEBT	-0.046 (0.217)	-0.210** (0.000)	-0.375** (0.000)	0.007 (0.843)	-0.071 (0.056)	0.001 (0.973)	0.395** (0.000)	1.000							
GROWTH	0.164** (0.000)	0.248** (0.000)	0.248** (0.000)	-0.013 (0.720)	0.021 (0.582)	-0.006 (0.867)	0.071 (0.057)	0.073 (0.051)	1.000						
INSIDE	0.178** (0.000)	0.054 (0.151)	0.107** (0.004)	-0.005 (0.897)	0.066 (0.079)	0.057 (0.131)	-0.196** (0.000)	-0.064 (0.088)	-0.014 (0.702)	1.000					
INR	0.087* (0.020)	0.074 (0.049)	0.071 (0.059)	-0.041 (0.275)	0.161** (0.000)	-0.004 (0.922)	0.131** (0.000)	-0.020 (0.592)	-0.002 (0.962)	0.005 (0.884)	1.000				
LISTED	-0.009 (0.813)	0.089* (0.017)	0.022 (0.560)	0.035 (0.357)	0.000 (1.000)	0.049 (0.190)	0.349** (0.000)	0.124** (0.001)	0.065 (0.085)	-0.041 (0.269)	-0.228** (0.000)	1.000			
DUAL	-0.077* (0.041)	0.043 (0.253)	0.070 (0.062)	0.059 (0.118)	-0.015 (0.683)	0.004 (0.913)	-0.190** (0.000)	-0.148** (0.000)	-0.004 (0.905)	-0.155** (0.000)	0.053 (0.155)	-0.178** (0.000)	1.000		
RDI	0.045 (0.232)	-0.090* (0.016)	-0.036 (0.336)	-0.043 (0.253)	-0.001 (0.982)	-0.067 (0.074)	-0.132** (0.000)	-0.325** (0.000)	-0.095* (0.011)	-0.112** (0.003)	0.074* (0.047)	-0.117** (0.002)	0.030 (0.424)	1.000	
FIRMY	-0.127** (0.001)	-0.066 (0.076)	-0.094* (0.012)	-0.121** (0.001)	-0.048 (0.203)	0.138** (0.000)	-0.047 (0.207)	0.121** (0.001)	0.036 (0.342)	0.003 (0.946)	-0.237** (0.000)	0.161** (0.000)	0.048 (0.196)	-0.219** (0.000)	1.000

a: P/B: 每股市價/每股帳面金額; ROE: 股東權益報酬率; ROA: 資產報酬率; VLR: 法遵缺失次數; CSR: 企業社會責任; SIZE: 公司規模; DEBT: 負債比率; GROWTH: 成長機會; INSIDE: 內部人持股比例; INR: 獨立董事比例; LISTED: 掛牌類型; DUAL: 董事長兼任總經理; RDI: 研發密集度; FIRMY: 成立年數。

b: 表列數為 Pearson 積差相關係數。括號中的數字為變尾之機率值 (P-value)。\*\*代表在顯著水準為 0.01 時 (雙尾), 相關性顯著; \*代表在顯著水準為 0.05 時 (雙尾), 相關性顯著。

### 三、迴歸分析結果

有關迴歸分析結果，茲列示於表 9。由表 9 可知，法遵缺失次數(VLR)愈多，會對企業價值(ROE)(係數為-0.095，p 值<0.01；詳模型 M1b)(或 ROA)(係數為-0.089，p 值<0.01；詳模型 M1c)產生顯著負向之影響；惟 VLR 對另一企業價值代理變數 P/B，並無顯著之影響(係數為-0.004，p 值>0.1；詳模型 M1a)，故本研究假說 H<sub>1</sub> 獲得部分支持。據此，當公司發生法遵缺失之次數愈多，顯示公司之內部控制存有重大缺失，投資大眾透過公開資訊觀測站，獲悉該等資訊，將負面衝擊企業之形象與商譽，造成鉅額損失，對企業價值產生不利之影響(Hammersley et al., 2012; Westfall and Myring, 2022)。而企業社會責任(CSR)對法遵缺失次數(VLR)與企業價值(ROE)(係數為 0.061，p 值<0.05；詳模型 M2b)(或 ROA)(係數為 0.046，p 值<0.05；詳模型 M2c)間，具有調節之效果；惟 CSR 在 VLR 與 P/B(企業價值之另一代理變數)間之調節效果，並不顯著(係數為 0.024，p 值>0.1；詳模型 M2a)，故本研究之假說 H<sub>2</sub> 獲得部分支持。亦即，企業社會責任(CSR)會弱化法遵缺失次數(VLR)對企業價值(ROE)(或 ROA)之負向影響，易言之，當公司之 CSR 績效表現愈佳，則其法遵缺失次數(VLR)對企業價值(ROE)(或 ROA)之負向影響會弱化。故當企業積極投入環境永續、關懷利害關係人權益等 CSR 活動，則能累積 CSR 聲譽，一旦發生法遵缺失，受惠於 CSR 聲譽，則可緩減利害關係人之負評與反彈，減輕企業價值下跌之壓力，形同為企業加上一面防禦盾牌，發揮保險之功能及保護之效果。

至於控制變數方面，公司規模(SIZE)(係數為 0.207，p 值<0.01)、成長機會(GROWTH)(係數為 0.210，p 值<0.01)、掛牌類型(LISTED)(係數為 0.071，p 值<0.05)、董事長兼任總經理(DUAL)(係數為 0.087，p 值<0.01)會對企業價值(ROE)產生顯著正向之影響(詳模型 M1b)；惟負債比率(DEBT)(係數為-0.335，p 值<0.01)、研發密集度(RDI)(係數為-0.148，p 值<0.05)、成立年數(FIRMY)(係數為-0.053，p 值<0.1)會對企業價值(ROE)產生顯著負向之影響(詳模型 M1b)。據此，公司規模愈大，較易達到規模經濟，企業價值愈高；而成長機會愈高，企業營運狀況愈好，企業價值愈高。此外，上市公司在設立年限、資本額(規模)、獲利能力方面，普遍較上櫃公司更長、更大、更高，較易受到投資人之青睞，故企業價值較高。而公司之董事長若兼任總經理(DUAL)，其決策將更具效率，故企業價值較高。至於負債比率愈高，則利息負擔愈沉重，愈不利於企業價值之創造。另研發支出之效益，可能具有遞延之效果，較難立即顯現，惟支出業已發生，故對企業價值產生不利之影響。而成立年數愈長，普遍為成熟型之企業，創新能力可能較為不足，股價較易下跌。

至內部人持股比例(INSIDE)(係數為 0.067, p 值>0.1)、獨立董事比例(INR)(係數為 0.041, p 值>0.1), 對企業價值(ROE)之影響並不顯著(詳模型 M1b)。考量採模型 M1b(因變數: ROE)與 M1c(因變數: ROA)以檢測假說 H<sub>1</sub>, 均獲得支持; 另採 M2b(因變數: ROE)與 M2c(因變數: ROA)以檢測假說 H<sub>2</sub>, 亦獲得支持, 且控制變數之實證結果, 亦大抵相近, 故針對 M1c 及 M2c 之實證結果, 不再贅述。

#### 四、額外測試

有鑑於上市與上櫃公司在設立年限、資本額、獲利能力、股權分散等諸多方面, 有不同之門檻要求, 故歧異頗大, 乃進一步將樣本區分為上市與上櫃公司二群子樣本, 以進行額外測試。

有關上市公司之迴歸分析結果, 茲列示於表 10。由表 10 可知, 法遵缺失次數(VLR)愈多, 會對企業價值(ROE)(係數為-0.085, p 值<0.05; 詳模型 M1b)、(或 ROA)(係數為-0.081, p 值<0.05; 詳模型 M1c)產生顯著負向之影響; 而企業社會責任(CSR)對法遵缺失次數(VLR)與企業價值(ROE)(係數為0.061, p 值<0.05; 詳模型 M2b)(或 ROA)(係數為0.048, p 值<0.05; 詳模型 M2c)間, 具有調節之效果。因上述結果與全樣本之實證結果(詳表 9)大抵相同, 故不再贅述。

有關上櫃公司之迴歸分析結果, 茲列示於表 11。由表 11 可知, 法遵缺失次數(VLR)愈多, 會對企業價值(ROE)(係數為-0.139, p 值<0.05; 詳模型 M1b)、(或 ROA)(係數為-0.114, p 值<0.1; 詳模型 M1c)產生顯著負向之影響; 而企業社會責任(CSR)對法遵缺失次數(VLR)與企業價值(ROE)(係數為0.245, p 值>0.1; 詳模型 M2b)(或 ROA)(係數為0.063, p 值>0.1; 詳模型 M2c)間, 則未發現顯著之證據。推測可能原因為, 上櫃公司得獎之家數為 40 家, 配對樣本為 80 家, 有法遵缺失者為 16 家(佔 16/120=13%), 致 CSR\*VLR 為 0 者, 共 118 筆(佔 98%), 致檢測結果不顯著。

表9 迴歸分析結果(1比2配對比率)(N=714)

變數名稱 <sup>a</sup>	因變數：P/B			因變數：ROE			因變數：ROA					
	M1a			M1b			M1c			M2c		
	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF
C	0.575(2.031)** <sup>b</sup>	1.400	0.581(2.048)**	2.239	0.019(0.093)	1.400	0.036(0.174)	0.105(0.523)	1.400	0.118(0.586)	2.239	0.118(0.586)
VLR	-0.004(-0.144)	1.050	-0.009(-0.367)	1.130	-0.095(-2.600)**	1.400	-0.109(-3.489)**	-0.089(-2.399)**	1.050	-0.100(-2.818)**	1.130	-0.100(-2.818)**
CSR	0.178(5.104)**	1.050	0.178(5.101)**	2.189	0.088(2.866)**	1.050	0.088(2.899)**	0.115(3.926)**	1.050	0.115(3.929)**	2.189	0.115(3.929)**
VLR*CSR	0.024(1.010)	1.855	0.024(1.010)	1.855	0.024(1.010)	1.855	0.024(1.010)	0.061(2.250)**	1.855	0.046(1.928)**	2.189	0.046(1.928)**
SIZE	0.074(1.543)*	1.477	0.076(1.568)*	1.477	0.207(3.754)**	1.855	0.212(3.836)**	0.200(4.143)**	1.855	0.204(4.229)**	1.477	0.204(4.229)**
DEBT	0.005(0.097)	1.095	0.005(0.105)	1.095	-0.335(-4.101)**	1.477	-0.334(-4.090)**	-0.499(-9.951)**	1.477	-0.498(-9.917)**	1.095	-0.498(-9.917)**
GROWTH	0.141(2.662)**	1.247	0.141(2.655)**	1.248	0.210(3.104)**	1.095	0.210(3.093)**	0.232(3.459)**	1.095	0.231(3.449)**	1.248	0.231(3.449)**
INSIDE	0.183(3.608)**	1.605	0.183(3.603)**	1.606	0.067(0.651)	1.247	0.066(0.641)	0.099(1.983)**	1.247	0.098(1.979)**	1.606	0.098(1.979)**
INR	0.070(1.789)**	1.423	0.070(1.802)**	1.423	0.041(1.122)	1.605	0.043(1.157)	0.006(0.148)	1.605	0.007(0.179)	1.423	0.007(0.179)
LISTED	-0.006(-0.208)	1.181	-0.007(-0.240)	1.182	0.071(2.268)**	1.422	0.069(2.194)**	0.020(0.645)	1.422	0.018(0.583)	1.181	0.018(0.583)
DUAL	-0.043(-1.295)*	1.301	-0.042(-1.270)	1.303	0.087(2.584)**	1.181	0.089(2.660)**	0.091(2.555)**	1.181	0.093(2.606)**	1.301	0.093(2.606)**
RDI	0.057(1.659)**	1.781	0.058(1.685)**	1.781	-0.148(-1.955)**	1.301	-0.146(-1.935)**	-0.139(-2.500)**	1.301	-0.138(-2.481)**	1.781	-0.138(-2.481)**
FIRMY	-0.112(-2.430)**	1.213	-0.112(-2.426)**	1.213	-0.053(-1.513)*	1.781	-0.053(-1.523)*	-0.084(-2.069)**	1.781	-0.084(-2.072)**	1.213	-0.084(-2.072)**
IND1	-0.616(-2.383)**	1.771	-0.619(-2.388)**	1.771	-0.589(-2.754)**	1.213	-0.597(-2.741)**	-0.716(-3.067)**	1.213	-0.722(-3.057)**	1.771	-0.722(-3.057)**
IND2	-0.561(-1.766)**	1.930	-0.604(-1.815)**	1.823	-0.228(-0.732)	1.771	-0.338(-1.072)	-0.164(-0.541)	1.771	-0.248(-0.837)	1.930	-0.248(-0.837)
IND3	0.033(0.097)	2.136	0.030(0.088)	2.136	-0.089(-0.440)	1.930	-0.097(-0.480)	0.017(0.072)	1.930	0.011(0.047)	2.136	0.011(0.047)
IND4	0.115(0.426)	1.578	0.111(0.410)	1.578	0.088(0.505)	1.578	0.078(0.446)	0.033(0.179)	1.578	0.025(0.136)	1.578	0.025(0.136)
IND5	0.010(0.037)	1.189	0.009(0.031)	1.189	0.046(0.230)	1.189	0.041(0.208)	0.042(0.204)	1.189	0.039(0.188)	1.189	0.039(0.188)
IND6	-0.732(-3.048)**	1.118	-0.730(-3.056)**	1.118	-0.394(-1.607)*	1.118	-0.389(-1.627)*	-0.415(-1.921)**	1.118	-0.412(-1.952)**	1.118	-0.412(-1.952)**
IND7	0.169(0.672)	1.200	0.152(0.604)	1.200	0.825(3.332)**	1.118	0.781(3.164)**	1.062(3.799)**	1.118	1.029(3.689)**	1.200	1.029(3.689)**
IND8	-0.068(-0.243)	5.107	-0.068(-0.246)	5.111	-0.960(-2.382)**	1.200	-0.961(-2.372)**	-0.643(-2.130)**	1.200	-0.643(-2.126)**	5.107	-0.643(-2.126)**
IND9	-0.385(-1.746)**	2.526	-0.388(-1.763)**	2.527	-0.092(-0.551)	5.107	-0.100(-0.602)	-0.107(-0.659)	5.107	-0.113(-0.699)	2.526	-0.113(-0.699)
IND10	-0.561(-2.380)**	1.526	-0.563(-2.393)**	1.526	0.316(1.557)*	2.527	0.312(1.538)*	0.309(1.534)*	2.526	0.305(1.518)*	1.526	0.305(1.518)*
IND11	-0.831(-2.959)**	1.526	-0.870(-3.013)**	1.566	-0.574(-1.665)**	1.526	-0.671(-1.814)**	-0.178(-0.849)	1.526	-0.252(-1.195)	1.566	-0.252(-1.195)

表 9 迴歸分析結果 (1 比 2 配對比率) (N=714) (續)

變數名稱 <sup>a</sup>	因變數：P/B			因變數：ROE			因變數：ROA			
	M1a	M2a	M1b	M2b	M1c	M2c	M1a	M2a	M1b	
	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF
IND12	-0.403(-0.963)	1.122	-0.408(-0.983)	1.122	0.384(0.920)	1.122	0.089(0.193)	1.122	0.081(0.180)	1.122
Y11	-0.469(-2.392)***b	2.234	-0.467(-2.380)***	2.235	-0.086(-0.423)	2.234	-0.142(-0.778)	2.235	-0.138(-0.754)	2.235
Y12	-0.270(-1.282)	2.004	-0.271(-1.283)	2.004	-0.068(-0.445)	2.004	-0.226(-1.354)*	2.004	-0.228(-1.361)*	2.004
Y13	-0.088(-0.412)	2.105	-0.092(-0.431)	2.108	0.224(1.144)	2.105	-0.028(-0.163)	2.105	-0.037(-0.209)	2.108
Y14	-0.082(-0.405)	2.168	-0.086(-0.421)	2.170	0.238(1.343)*	2.168	0.074(0.441)	2.168	0.067(0.396)	2.170
Y15	-0.378(-1.964)**	2.388	-0.380(-1.964)**	2.388	0.012(0.086)	2.388	-0.086(-0.589)	2.388	-0.089(-0.607)	2.388
Y16	-0.313(-1.607)*	2.537	-0.316(-1.614)*	2.539	-0.091(-0.588)	2.537	-0.145(-0.949)	2.537	-0.151(-0.987)	2.539
Y17	-0.103(-0.553)	2.730	-0.106(-0.568)	2.731	0.077(0.499)	2.730	0.027(0.173)	2.730	0.021(0.136)	2.731
Y18	-0.446(-2.299)**	2.818	-0.451(-2.308)**	2.823	0.037(0.224)	2.818	0.053(0.313)	2.818	0.044(0.254)	2.823
N	714		714		714		714		714	
ADJ. R <sup>2</sup>	0.139		0.139		0.201		0.297		0.298	
F-statistic	4.719		4.584		6.607		10.719		10.475	
P	<0.001		<0.001		<0.001		<0.001		<0.001	

a: P/B: 每股市價/每股帳面金額; ROE: 股東權益報酬率; CSR: 企業社會責任; VLR: 法遵缺失次數; SIZE: 公司規模; DEBT: 負債比率; GROWTH: 成長機會; INSIDE: 內部人持股比例; INR: 獨立董事比例; LISTED: 掛牌類型; DUAL: 董事長兼任總經理; RDI: 研發密集度; FIRMY: 成立年數; INDI~IND12: 產業別之虛擬變數; Y11~Y18: 年度別之虛擬變數。  
 b: \*\*\*, \*\*與\*分別代表為 1%、5%、10%之顯著水準。

表 10 迴歸分析結果-上市公司(1比2 配對比率)(N=594)

變數名稱 <sup>a</sup>	因變數：P/B			因變數：ROE			因變數：ROA									
	M1a			M1b			M2b			M1c			M2c			
	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF
C	0.789(2.212)** <sup>b</sup>	1.452	0.800(2.240)**	2.497	0.181(0.874)	1.452	0.205(0.993)	2.001	0.250(1.101)	1.452	0.269(1.188)	2.001	0.250(1.101)	1.452	0.269(1.188)	2.001
VLR	-0.010(-0.331)	1.452	-0.019(-0.655)	2.497	-0.085(-2.306)**	1.452	-0.105(-3.383)**	2.497	-0.081(-2.161)**	1.452	-0.097(-2.663)**	2.497	-0.081(-2.161)**	1.452	-0.097(-2.663)**	2.497
GSR	0.202(5.055)**	1.041	0.201(5.010)**	1.129	0.109(3.838)**	1.041	0.107(3.824)**	1.129	0.125(4.338)**	1.041	0.124(4.281)**	1.129	0.125(4.338)**	1.041	0.124(4.281)**	1.129
VLR*CSR		2.382	0.026(1.020)	2.382		0.061(2.310)**		2.382		2.382	0.048(1.967)**			2.382	0.048(1.967)**	
SIZE	0.106(1.908)**	1.692	0.108(1.928)**	1.696	0.165(3.147)**	1.692	0.169(3.235)**	1.696	0.192(3.557)**	1.692	0.195(3.632)**	1.696	0.192(3.557)**	1.692	0.195(3.632)**	1.696
DEBT	-0.002(-0.030)	1.533	-0.001(-0.015)	1.534	-0.241(-2.699)**	1.533	-0.239(-2.675)**	1.534	-0.433(-8.054)**	1.533	-0.431(-8.001)**	1.534	-0.433(-8.054)**	1.533	-0.431(-8.001)**	1.534
GROWTH	0.131(2.391)**	1.102	0.130(2.382)**	1.102	0.194(2.806)**	1.102	0.193(2.790)**	1.102	0.207(3.092)**	1.102	0.207(3.079)**	1.102	0.207(3.092)**	1.102	0.207(3.079)**	1.102
INSIDE	0.166(2.696)**	1.262	0.165(2.678)**	1.264	0.084(0.679)	1.262	0.081(0.657)	1.264	0.102(1.691)**	1.262	0.100(1.663)**	1.264	0.102(1.691)**	1.262	0.100(1.663)**	1.264
INR	0.064(1.446)*	1.553	0.064(1.460)*	1.553	0.033(0.776)	1.553	0.034(0.812)	1.553	0.005(0.114)	1.553	0.006(0.146)	1.553	0.005(0.114)	1.553	0.006(0.146)	1.553
DUAL	-0.037(-0.978)	1.178	-0.036(-0.946)	1.180	0.043(1.142)	1.178	0.046(1.226)	1.180	0.058(1.389)*	1.178	0.061(1.447)*	1.180	0.058(1.389)*	1.178	0.061(1.447)*	1.180
RDI	0.066(1.538)*	1.312	0.067(1.570)*	1.314	-0.191(-1.888)**	1.312	-0.188(-1.863)**	1.314	-0.151(-2.041)**	1.312	-0.148(-2.016)**	1.314	-0.151(-2.041)**	1.312	-0.148(-2.016)**	1.314
FIRMY	-0.114(-2.270)**	1.865	-0.115(-2.276)**	1.866	-0.017(-0.453)	1.865	-0.018(-0.504)	1.866	-0.041(-0.953)	1.865	-0.042(-0.986)	1.866	-0.041(-0.953)	1.865	-0.042(-0.986)	1.866
IND1	-0.761(-2.409)**	1.292	-0.765(-2.427)**	1.292	-0.640(-2.929)**	1.292	-0.650(-2.948)**	1.292	-0.797(-2.989)**	1.292	-0.804(-2.996)**	1.292	-0.797(-2.989)**	1.292	-0.804(-2.996)**	1.292
IND2	-0.774(-2.040)**	1.963	-0.813(-2.076)**	2.001	-0.290(-0.980)	1.963	-0.380(-1.277)	2.001	-0.279(-0.926)	1.963	-0.350(-1.184)	2.001	-0.279(-0.926)	1.963	-0.350(-1.184)	2.001
IND3	-0.185(-0.457)	2.236	-0.193(-0.477)	2.239	-0.230(-1.032)	2.236	-0.247(-1.122)	2.239	-0.108(-0.404)	2.236	-0.121(-0.459)	2.239	-0.108(-0.404)	2.236	-0.121(-0.459)	2.239
IND4	-0.081(-0.245)	2.602	-0.088(-0.269)	2.607	-0.016(-0.090)	2.602	-0.034(-0.191)	2.607	-0.089(-0.430)	2.602	-0.103(-0.503)	2.607	-0.089(-0.430)	2.602	-0.103(-0.503)	2.607
IND5	-0.255(-0.678)	1.640	-0.257(-0.686)	1.640	-0.140(-0.630)	1.640	-0.145(-0.658)	1.640	-0.199(-0.863)	1.640	-0.202(-0.890)	1.640	-0.199(-0.863)	1.640	-0.202(-0.890)	1.640
IND6	-0.953(-3.168)**	1.251	-0.954(-3.189)**	1.251	-0.547(-2.182)**	1.251	-0.549(-2.260)**	1.251	-0.562(-2.498)**	1.251	-0.563(-2.589)**	1.251	-0.562(-2.498)**	1.251	-0.563(-2.589)**	1.251
IND7	-0.035(-0.114)	1.150	-0.057(-0.186)	1.153	0.764(2.899)**	1.150	0.713(2.722)**	1.153	0.967(3.149)**	1.150	0.927(3.027)**	1.153	0.967(3.149)**	1.150	0.927(3.027)**	1.153
IND8	-0.218(-0.616)	1.286	-0.220(-0.627)	1.286	-1.127(-2.719)**	1.286	-1.132(-2.719)**	1.286	-0.805(-2.387)**	1.286	-0.809(-2.392)**	1.286	-0.805(-2.387)**	1.286	-0.809(-2.392)**	1.286
IND9	-0.618(-2.034)**	6.616	-0.626(-2.067)**	6.633	-0.088(-0.473)	6.616	-0.106(-0.576)	6.633	-0.154(-0.772)	6.616	-0.168(-0.851)	6.633	-0.154(-0.772)	6.616	-0.168(-0.851)	6.633
IND10	-0.753(-2.441)**	3.144	-0.758(-2.465)**	3.146	0.151(0.759)	3.144	0.141(0.714)	3.146	0.156(0.705)	3.144	0.148(0.672)	3.146	0.156(0.705)	3.144	0.148(0.672)	3.146
IND11	-1.041(-2.949)**	1.711	-1.081(-3.020)**	1.752	-0.815(-2.276)**	1.711	-0.908(-2.382)**	1.752	-0.421(-1.870)**	1.711	-0.495(-2.173)**	1.752	-0.421(-1.870)**	1.711	-0.495(-2.173)**	1.752

表 10 迴歸分析結果-上市公司 (1 比 2 配對比率) (N=594) (續)

變數名稱 <sup>a</sup>	因變數：P/B			因變數：ROE			因變數：ROA		
	M1a	M2a	M1b	M1b	M2b	M1c	M2c	M2c	
	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	係數(t 值)	VIF	
Y11	-0.481(-2.287)**b	2.168	-0.478(-2.275)**	2.169	-0.219(-1.043)	2.169	-0.228(-1.164)	2.169	
Y12	-0.267(-1.207)	1.950	-0.269(-1.212)	1.951	-0.134(-0.852)	1.951	-0.251(-1.401)*	1.951	
Y13	-0.039(-0.168)	1.989	-0.044(-0.190)	1.992	0.132(0.622)	1.992	-0.081(-0.414)	1.992	
Y14	-0.100(-0.442)	1.978	-0.104(-0.458)	1.980	0.059(0.316)	1.980	-0.078(-0.431)	1.980	
Y15	-0.366(-1.783)**	2.255	-0.367(-1.781)**	2.255	-0.114(-0.792)	2.255	-0.173(-1.101)	2.255	
Y16	-0.315(-1.532)*	2.344	-0.319(-1.539)*	2.346	-0.175(-1.157)	2.346	-0.216(-1.326)*	2.346	
Y17	-0.129(-0.640)	2.490	-0.134(-0.663)	2.493	-0.064(-0.405)	2.493	-0.080(-0.472)	2.493	
Y18	-0.525(-2.474)**	2.434	-0.532(-2.484)**	2.439	-0.013(-0.076)	2.439	0.012(0.061)	2.439	
ADJ. R <sup>2</sup>	0.135	0.134	0.167	0.170	0.243	0.243	0.245	0.245	
F-statistic	4.198	4.071	5.094	5.052	7.579	7.579	7.415	7.415	
P	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	

a: P/B: 每股市價/每股帳面金額; ROE: 股東權益報酬率; ROA: 資產報酬率; CSR: 企業社會責任; VLR: 法遵缺失次數; SIZE: 公司規模; DEBT: 負債比率; GROWTH: 成長機會; INSIDE: 內部人持股比例; INR: 獨立董事比例; LISTED: 掛牌類型; DUAL: 董事長兼任總經理; RDI: 研發密集度; INDI~IND11: 產業別之虛擬變數; Y11~Y18: 年度別之虛擬變數。  
 b: \*\*\*, \*\* 與 \* 分別代表為 1%、5%、10% 之顯著水準。

表 11 迴歸分析結果-上櫃公司(1比2配對比率)(N=120)

變數名稱 <sup>a</sup>	因變數：P/B			因變數：ROE			因變數：ROA					
	M1a	M2a	M1b	M2b	M1c	M2c	M1a	M2a	M1b	M2b	M1c	M2c
	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF	係數(t值)	VIF
C	-0.415(-1.430)	1.197	-0.437(-1.435)	1.197	-1.231(-2.140)**	1.224	-0.868(-2.310)**	1.197	-0.856(-2.217)**	1.224	-0.856(-2.217)**	1.197
VLR	-0.040(-0.495)	1.330	-0.121(-0.994)	1.330	-0.139(-2.178)**	1.426	-0.114(-1.409)*	1.330	-0.073(-0.331)	1.426	-0.073(-0.331)	1.330
CSR	-0.033(-0.417)	1.206	-0.060(-0.762)	1.206	-0.024(-0.208)	1.330	0.029(0.261)	1.206	0.041(0.345)	1.206	0.041(0.345)	1.206
VLR*CSR	-0.057(-0.736)	1.935	-0.056(-0.727)	1.935	0.183(2.201)**	1.935	0.181(2.177)**	1.935	0.063(0.201)	1.935	0.063(0.201)	1.935
DEBT	0.061(0.759)	1.636	0.063(0.788)	1.636	-0.673(-4.077)**	1.636	-0.679(-4.029)**	1.636	0.056(0.714)	1.636	0.056(0.714)	1.636
GROWTH	0.255(3.168)**	1.110	0.251(3.029)**	1.110	0.412(2.315)**	1.110	0.420(2.341)**	1.110	-0.743(-5.692)**	1.110	-0.743(-5.692)**	1.110
INSIDE	0.310(4.552)**	1.575	0.308(4.563)**	1.575	-0.070(-0.685)	1.575	-0.066(-0.650)	1.575	0.009(0.103)	1.575	0.009(0.103)	1.575
INR	0.202(2.955)**	1.695	0.200(2.878)**	1.695	0.062(0.640)	1.695	0.067(0.691)	1.695	0.019(0.175)	1.695	0.019(0.175)	1.695
DUAL	-0.021(-0.341)	1.295	-0.024(-0.381)	1.295	0.159(2.450)**	1.295	0.166(2.506)**	1.295	0.141(2.182)**	1.295	0.141(2.182)**	1.295
RDI	-0.011(-0.170)	1.497	-0.010(-0.164)	1.497	-0.131(-1.824)**	1.497	-0.132(-1.786)**	1.497	-0.202(-2.611)**	1.497	-0.202(-2.611)**	1.497
FIRMY	-0.224(-2.017)**	1.748	-0.222(-1.995)**	1.748	-0.179(-1.515)*	1.748	-0.184(-1.521)*	1.748	-0.308(-2.571)**	1.748	-0.308(-2.571)**	1.748
IND3	1.407(3.802)**	1.925	1.378(3.700)**	1.925	0.769(1.557)*	1.925	0.826(1.644)*	1.925	0.828(1.813)**	1.925	0.828(1.813)**	1.925
IND5	0.261(0.953)	1.619	0.266(0.952)	1.619	0.114(0.266)	1.619	0.106(0.243)	1.619	-0.014(-0.043)	1.619	-0.014(-0.043)	1.619
IND9	0.388(3.180)**	2.168	0.389(3.190)**	2.168	-0.115(-0.274)	2.168	-0.117(-0.276)	2.168	0.025(0.083)	2.168	0.025(0.083)	2.168
IND12	-0.861(-2.609)**	1.397	-0.858(-2.621)**	1.397	0.577(0.954)	1.397	0.572(0.952)	1.397	0.275(0.503)	1.397	0.275(0.503)	1.397
Y11	-0.487(-2.175)**	3.957	-0.484(-2.137)**	3.957	0.885(2.544)**	3.957	0.879(2.531)**	3.957	0.284(1.130)	3.957	0.284(1.130)	3.957
Y12	-0.372(-1.906)**	2.997	-0.374(-1.904)**	2.997	0.891(2.753)**	2.997	0.895(2.782)**	2.997	0.120(0.515)	2.997	0.120(0.515)	2.997
Y13	-0.347(-1.608)*	4.868	-0.347(-1.600)*	4.868	1.294(3.300)**	4.868	1.293(3.297)**	4.868	0.503(1.569)*	4.868	0.503(1.569)*	4.868
Y14	-0.012(-0.052)	6.267	0.009(0.036)	6.267	0.276(3.549)**	6.267	0.274(3.541)**	6.267	0.811(3.303)**	6.267	0.811(3.303)**	6.267
Y15	-0.179(-0.688)	5.275	-0.176(-0.671)	5.275	0.974(2.433)**	5.275	0.969(2.419)**	5.275	0.496(1.738)**	5.275	0.496(1.738)**	5.275
Y16	-0.114(-0.404)	6.178	-0.098(-0.332)	6.178	0.834(1.649)**	6.178	0.802(1.627)**	6.178	0.491(1.658)**	6.178	0.491(1.658)**	6.178
Y17	0.123(0.406)	7.740	0.125(0.408)	7.740	1.163(3.243)**	7.740	1.161(3.244)**	7.740	0.715(2.735)**	7.740	0.715(2.735)**	7.740
Y18	0.027(0.087)	9.176	0.026(0.084)	9.176	0.933(2.070)**	9.176	0.935(2.077)**	9.176	0.632(1.910)**	9.176	0.632(1.910)**	9.176
ADJ. R <sup>2</sup>	0.345		0.340		0.398		0.394		0.554		0.554	
F-statistic	3.848		3.666		4.570		4.366		7.433		7.433	
P	<0.001		<0.001		<0.001		<0.001		<0.001		<0.001	

a. P/B：每股市價/每股帳面金額；ROE：股東權益報酬率；ROA：資產報酬率；CSR：企業社會責任；VLR：法務師比率；SIZE：公司規模；DEBT：成長機會；INSIDE：內部人持股比例；INR：獨立董事比例；LISTED：掛牌類型；DUAL：董事長兼任總經理；RDI：研發密集度；FIRMY：成立年數；IND3、IND5、IND9、IND12：產業別之虛假變數；Y11-Y18：年度別之虛假變數。  
 b. \*\*\*、\*\*、\*分別代表為1%、5%、10%之顯著水準。

## 伍、結論與建議

按企業若發生對環境造成嚴重汙染(如空氣汙染、水汙染)、工安意外、違反公平交易或反壟斷、發生重大訊息未依規定公告申報等法遵缺失，並經目的事業主管機關援引相關法令予以處分，該等受處分資訊，透過公開資訊觀測站之公開，往往會重創企業之形象與聲譽，並損及利害關係人之權益，從而降低企業價值。

而善盡 CSR 之企業，會肩負對所有利害關係人之責任，故受到世界各國政府之重視，乃將環境、人權、安全衛生與社會參與等議題納入優先考量，並積極推行 CSR 之相關政策，臺灣亦不例外。特別是 CSR 績效佳之企業，能否降低企業違約及財務風險，提高企業之生存機會，達到保險之功效；抑或減少因法遵缺失之負面事件對其股票價格之影響，達到類似保險之效果，從而減少市場價值之損失，誠為重要之課題。本研究乃針對 2010 年至 2018 年，臺灣上市及上櫃之 CSR 得獎企業作為研究焦點，並採配對 CSR 未得獎企業之選樣方式，以探討 CSR 在法遵缺失與企業價值間，扮演何種調節角色。

本研究發現，法遵缺失次數愈多，會對企業價值產生顯著負向之影響，而當公司發生法遵缺失之次數愈多，顯示公司之內部控制存有重大缺失，該等負面資訊之公開，將衝擊企業之形象與商譽，造成鉅額損失，對企業價值產生不利之影響。惟 CSR 會弱化法遵缺失次數對企業價值之負向影響，亦即當企業善盡 CSR，累積 CSR 聲譽，一旦發生法遵缺失，則能緩減投資人之負評，降低渠等大量拋售股票及股價大幅下跌之可能，減輕對企業價值之衝擊，形同為企業加上一面防禦盾牌，發揮保險之功能及保護之效果。

總之，企業發生法遵缺失，源於公司之經營階層對營運模式、交易型態與流程之適法性，較為輕忽；或依循過去之商業陋習，以致於觸法；或僅考量商業利益，而怠於遵循相關法令；或對內部控制制度之設計與執行面之落實，缺乏關注，以致公司易發生法遵缺失。因經營階層為公司決策之核心，其對法遵之關注與重視，勢必影響企業之未來走向，故本研究建議，主管機關應強制公司之經營階層及員工等，定期參與法遵之教育宣導；要求渠等持續檢視內部控制制度設計與執行之有效性；給予內部稽核人員更強之後盾，俾利其持續追蹤有無落實執行內部控制制度等，方能減少法遵缺失之發生。此外，鼓勵企業投入更多資源參與社會公益、重視環保、減少碳排放量與汙染、關懷員工與人權等 CSR 活動，俾累積良好 CSR 聲譽，增加企業形象與聲譽，獲得利害關係人之認同，同時，與國際接軌，成為綠色供應鏈之一環，為企業之永續發展提供

更佳之防護與利基。

未來研究建議，由於本研究僅針對法遵缺失之次數進行研究，且 ESG 已引領未來潮流之發展，未來似可探討 ESG 如何調節財務報導相關缺失與企業價值之關聯。

## 參考資料

- 天下雜誌，2023，〈CSR 天下永續公民—社會責任〉，天下雜誌 (cw.com.tw)
- 台灣永續能源研究基金會 (taise.org.tw)－台灣企業永續學院，2018，〈台灣企業永續獎(Taiwan Corporate Sustainability Awards, TCSA)－活動簡章〉，2018年3月19日。
- 台灣永續能源研究基金會 (taise.org.tw)－台灣企業永續獎執行委員會，2023，〈台灣企業永續獎(Taiwan Corporate Sustainability Awards, TCSA)－簡章〉，2023年6月2日。
- 池祥萱、林煜恩、張韶雯與池祥麟，2022，〈創新或過度投資？過度自信經理人從事企業社會責任活動對公司經營績效的影響〉，《管理評論》，第41卷(1期)：43-63頁。
- 沈中華與張元，2008，〈企業的社會責任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(3期)：339-385頁。
- 李秀英、劉俊儒與楊筱翎，2011，〈企業社會責任與公司績效之關聯性〉，《東海管理評論》，第13卷(1期)：77-112頁。
- 林文玲與傅鍾仁，2010，〈企業社會績效及聲譽對財務績效與股權價值之中介效果〉，2010會計理論與實務研討會，台北：中華會計教育學會、淡江大學會計學系。
- 林嬋娟與張哲嘉，2009，〈董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性〉，《會計評論》，第48期：1-33頁。
- 林瑞彬、張憲璋與劉家全，2018，德勤商務法律事務所，《法令遵循篇》法令遵循管理的回顧與展望(deloitte.com)。
- 金旻姍，2015，〈我國內部控制制度規範與國際接軌之最新發展趨勢〉，《證券暨期貨月刊》，第33卷(6期)：13-19頁。

金融監督管理委員會證券期貨局，2022，〈公司治理-企業社會責任與誠信經營〉：

<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=888&parentpath=0,8,882>

俞海琴與周本鄂，1994，〈臺灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司托賓 Q 關係之研究〉，《管理評論》，第 13 卷（1 期）：79-98 頁。

張育琳、傅鍾仁與劉俊儒，2013，〈油價對綠色能源產業公司價值之影響：以台灣與美國為例〉，《管理學報》，第 30 卷（1 期）：73-98 頁。

張淑清與呂欣樺，2015，〈研發支出與管理團隊特性對公司績效之影響〉，《會計學報》，第 6 卷（1 期）：1-34 頁。

許永聲、陳俊合與曾奕菱，2013，〈企業社會責任與信用風險評等〉，《會計學報》，第 5 卷（1 期）：1-26 頁。

許伯銜，2020，〈企業社會責任、媒體負面報導與企業價值之關聯性〉，臺北商業大學會計資訊系會計財稅碩士班未出版碩士論文。

耿云江與常金曉，2018，〈企業社會責任、媒體關注與企業價值〉，《會計之友》，第 20 期：14-22 頁。

黃怡，2018，〈負面事件中企業社會責任對企業價值變化的緩衝作用〉，《閩南師範大學學報》，第 1 期：7-14 頁。

黃熾貞、詹乾隆與吳怡萱，2017，〈企業社會責任與企業價值之關聯性研究—以台灣上市櫃公司為例〉，私立東吳大學會計學系在職專班碩士論文。

遠見雜誌，2018，第 14 屆遠見 CSR 評鑑說明會（2017 年 12 月 19 日；2018\_14th\_CSR\_briefing.pdf）。

遠見雜誌，2023，第 19 屆《遠見》ESG 企業永續獎／評選說明會（2022 年 11 月 15 日；2023ESG\_presentation.pdf）

熊毅晰，2018，天下雜誌，2018「天下企業公民獎」徵件說明（2018 年 4 月 24 日；2018CSRform.pdf (cw.com.tw)）

監察院，2017，〈兆豐銀行遭重罰 1 億 8 千萬美元〉，監察院糾正行政院、金管會及財政部 (cy.gov.tw)。

鍾怡如，2020，〈會計師簽證公開發行公司常見缺失與監理法規介紹〉，《證券暨期貨月刊》，第 38 卷（7 期）：6-21 頁。

- 魏裕珍、盧陽正、陳振南與王丹菱，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》，第28卷（1期）：87-139頁。
- Anderson, R. C., and Reeb, D. M. 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58(3): 1301-1328.
- Bouslah, K., Hmaittane, A., and Kryzanowski, L. 2022. CSR structures: Evidence, drivers, and firm value implications. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-022-05219-6>
- Choi, S., and Yoo, J. 2022. The impact of technological innovation and strategic CSR on firm value: Implication for social open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 2022, 8, 188. <https://doi.org/10.3390/joitmc8040188>
- Demsetz, H., and Lehn, K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93(6): 1155-1177.
- Dow, D., and Larimo, J. 2011. Disentangling the roles of international experience and distance in establishment mode choice. *Management International Review* 51(3): 321-355.
- Dowell, G., Hart, S., and Yeung, B. 2000. Do corporate global environmental standards create or destroy market value? *Management Science* 46(8): 1059-1074.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Nash, R., and Patel, A. 2019. New evidence on the role of the media in corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics* 154(4): 1051-1079.
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic management: A stakeholder approach*, US: Cambridge University Press.
- Godfrey, P. C. 2005. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: a risk management perspective. *Academy of Management Review* 30(4): 777-798.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., and Hansen, J. M. 2009. The relationship between

- corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal* 30(4): 425-445.
- Gupta, P. K., and Garg, A. 2022. Impact of CSR expenditure compliance on firm value using P/B-ROE valuation model and instrumental approach. *Studies in Business and Economics* 17(2): 108-123.
- Hammersley, J. S., Myers, L. A., and Zhou, J. 2012. The failure to remediate previously disclosed material weaknesses in internal controls. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory* 31 (2): 73–111. <https://doi.org/10.2308/ajpt-10268>
- Hielscher, S., and Husted, B. W. 2020. Proto-CSR before the industrial revolution: Institutional experimentation by medieval miners' guilds. *Journal of Business Ethics* 166(2): 253-269. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04322-5>.
- Jeong, K. H., Jeong, S. W., Kee, W. J., and Bae, S. H. 2018. Permanency of CSR activities and firm value. *Journal of Business Ethics* 152: 207- 223.
- Koo, J. E., and Ki, E. S. 2020. Internal control personnel's experience, internal control weaknesses, and ESG rating, sustainability, 12, 8645; doi:10.3390/su12208645
- Lev, B., and Sougiannis, T. 1996. The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics* 21(1): 107-138.
- Miller, S. R., Eden, L., and Li, D. 2020. CSR reputation and firm performance: A dynamic approach. *Journal of Business Ethics* 163: 619- 636.
- Moncada-Paternò-Castello, P., and Grassano, N. 2022. The EU vs US corporate R&D intensity gap: Investigating key sectors and firms. *Industrial and Corporate Change* 31(1): 19–38. <https://doi.org/10.1093/icc/dtab043>
- Neter, J., Wasserman, W., and Kutner, M. H. 1990. *Applied linear statistical models: Regression, analysis of variance, and experimental designs*, 3rd ed., Irwin: New York.
- Peloza, J. 2005. Corporate social responsibility as reputation insurance. working paper, University of Calgary.
- Phillips, R., Schrempf-Stirling J., and Stutz, C. 2019. The past, history, and corporate

- social responsibility. *Journal of Business Ethics* 166(2): 203-213.
- Porter, M. E., and Kramer, M. R. 2002. The competitive advantage of corporate Philanthropy. *Harvard Business Review* 80(12): 56-68.
- Porter, M. E., and Kramer, M. R. 2006. Strategic & society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review* 84: 56-68.
- Preston, L. E., and O'bannon, D. P. 1997. The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business & society* 36(4): 419-429.
- Rienda, L., Claver, E., and Quer, D. 2013. The internationalization of Indian multinationals: determinants of expansion through acquisitions. *Journal of the Asia Pacific Economy* 18(1): 115-132.
- Rodríguez-Valencia, L., and Lamothe Fernández, P. 2023. Managerial concentration, ownership concentration, and firm value: Evidence from Spanish SMEs. *Small Business International Review* 7(1), e541. <https://doi.org/10.26784/sbir.v7i1.541>
- Schadewitz, H., and Niskala, M. 2010. Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 17(2): 96-106.
- Schnietz, K. E., and Epstein, M. J. 2005. Exploring the financial value of a reputation for corporate social responsibility during a crisis. *Corporate Reputation Review* 7(4): 327-345.
- Singh, A., and Soni, T. K. 2022. Firm performance and R&D investment linkages: Study of India's top 500 companies. *The Journal of Developing Areas* 56(3): 17-29.
- Slangen, A. H. L. 2013. Greenfield or acquisition entry? The roles of policy uncertainty and MNE legitimacy in host countries. *Global Strategy Journal* 3(3): 262-280.
- Szewczyk, S. H., Tsetsekos, G. P., and Zantout, Z. 1996. The valuation of corporate R&D expenditures: Evidence from investment opportunities and free cash flow. *Financial Management* 25(1): 105-110.

- Vo, X. V. 2023. Residual Government Ownership and Firm Value in a Transitional Economy. *Singapore Economic Review* 68(3): 671-684.
- Vuong, T. K., and Bui, H. M. 2023. The role of corporate social responsibility activities in employees' perception of brand reputation and brand equity, *Case Studies in Chemical and Environmental Engineering*, <https://doi.org/10.1016/j.cscee.2023.100313>.
- Westfall, T. J., and Myring, M. 2022. Are voluntary internal control weakness disclosures in initial public offerings associated with managerial ability and subsequent financial reporting quality? *Advances in Accounting* 59, 100617. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2022.100617>.
- Yen, Y. Y. 2020. Foreign investment experience and accounting investment performance: An empirical study of Taiwanese companies investing in ASEAN, Southeast Asian and South Asian countries. *Soochow Journal of Economics and Business* 101: 41-80.
- Zhong, X., and Ren, G. 2023. Independent and joint effects of CSR and CSI on the effectiveness of digital transformation for transition economy firms, *Journal of Business Research* 156,113478. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113478>