

企業社會責任、投資與融資活動對經營績效之影響

莊譯甯·劉正田·李家琪*

(收稿日期：111 年 01 月 24 日；第一次修正：111 年 03 月 26 日；

接受刊登：111 年 04 月 22 日)

摘要

本研究以 2010 年至 2019 年台灣上市櫃公司為樣本，並將被選為「天下企業公民獎」，以及納入「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」成份股之企業，定義為企業社會責任 (Corporate Social Responsibility, CSR)。本研究發現(1)CSR 對經營績效產生正向影響。投資活動淨現金流量(流出減流入，以下同)對經營績效會產生負向影響，說明投資淨現金流出越多，進行合理的併購活動、資本支出與其他投資行為時，會對企業營運產生優勢，並提升經營績效。(2)融資活動淨現金流量(流出減流入，以下同)亦會對經營績效產生負向影響，表示當企業宣告股利分享經營成果予投資人，代表公司經營穩定，當公司償還舉債之利息，表示企業擁有一定經營基礎，能夠定期支應債務支出。(3)對於 CSR 實施之調節效果，除了對投資活動淨現金流量與經營績效之間產生負向影響之外，在融資活動淨現金流量與經營績效之間並無顯著影響，說明當企業同時具備優越 CSR 績效時，宣告投資活動對大眾來說是一項利多，企業擴大其事業版圖、技術提升，會使受益層面更加廣闊；而 CSR 在融資活動淨現金流量與經營績效之間的效果並不明確，說明相關的股利發放、利息支應及其他負債償還，對企業來說仍為一項費用或可動用資金之流出，且由於產業性質不同，所以依本研究之實證結果而言，CSR 並不會強化或削弱融資活動淨現金流量與經營績效之關係。

關鍵詞彙：企業社會責任、投資活動、融資活動、經營績效

壹·導論

在我國隨著消費者意識抬頭以及勞工權益提升，大眾對於企業的要求也逐漸增加。除了提供有品質的商品之外，依據我國公司法第一條之規定，「公司經營業務，應遵守法令及商業倫理規範，得採行增進公共利益之行為，以善盡其社會責任。」。雖非強制性之要求，但也突顯出政府對於企業社會責任 (Corporate Social Responsibility, CSR) 之重視，以及社會大眾對於企業在進行商業行為時，也能善盡 CSR 之期待，同時也能符合國際潮流與趨勢。除了公司法規定之外，臺灣證券交易所於 2015 年 10 月 19 日公告修訂「上市公司編制

* 作者簡介：莊譯甯，安永企業管理諮詢服務股份有限公司顧問；劉正田，國立臺北商業大學會計資訊系教授；李家琪，國立臺北商業大學會計資訊系教授（通訊作者）。

與申報企業社會責任報告書作業辦法」，擴大企業社會責任報告書範圍，增加要求股本達新台幣五十億元以上未滿新台幣一百億元之上市公司應編製與申報企業社會責任報告書。而證券櫃檯買賣中心也於 2015 年 10 月 21 日公告修訂「上櫃公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」，擴大企業社會責任報告書範圍，增加要求股本達新台幣五十億元以上未滿新台幣一百億元之上市公司應編製與申報企業社會責任報告書。為與國際接軌，金融監督管理委員會爰臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心於 2020 年 2 月 13 日修正之上市上櫃公司企業社會責任實務守則第三條提到，「上市上櫃公司履行企業社會責任，應注意利害關係人之權益，在追求永續經營與獲利之同時，重視環境、社會與公司治理之因素，並將其納入公司管理方針與營運活動。上市上櫃公司應依重大性原則，進行與公司營運相關之環境、社會及公司治理議題之風險評估，並訂定相關風險管理政策或策略。」，將 CSR 更全面性納入企業本體，使企業更具國際競爭力。

池祥萱、池祥麟與梁綺羚(2016)指出，近年來因政府、學界以及企業界重視 CSR，證交所以及櫃買中心，更進一步發展出相關指數股票型基金(Exchange Trade Funds, ETF)，例如：「臺灣就業 99 指數」、「臺灣高薪 100 指數」、「櫃買薪酬指數」，以及臺灣指數公司與 FTSE Russell 合作推出「臺灣永續指數」。近期熱門的 ETF，則由國泰投信依照摩根士丹利(Morgan Stanley Capital International, MSCI)的評級，以環境(Environmental, E)、社會(Social, S)、公司治理(Governance, G)，合稱 ESG 三大指標來進行評分，所推出的「國泰臺灣 ESG 永續高股息 ETF 基金」，提供社會大眾進行更多元的資產配置，並藉由市場投資大眾之力，以監督上市櫃公司重視 CSR。

對於企業投資與融資活動，屬於管理階層對於公司營運方針的重大策略，良好的投資與融資活動伴隨著投資與融資活動現金流量，是奠定企業穩健體質的重大活動，而與之相關的活動屬於經理人的專業判斷，常見的投資現金流量除了併購之外，出售相關廠房設備與其他投資活動亦實屬一環。投資活動另一大主軸為不動產、廠房及設備，余惠芳、梁立衡與賴韋君(2018)對臺灣電子產業進行研究，當經理人投資大量廠房設備，研發更進一步的科技產品時，與經營危機呈現負向影響，且當經理人宣告合理的投資活動，會因為投資未來研發設備及技術對於企業整體展望性、成長性與創造動能等產生正面因素，所以確實能提升經營績效。

企業主要融資活動分為兩個層面，對於企業要採行何種融資活動，管理階層應考量自身資本結構，來達到資金活用的有效性。第一個層面為權益層面，

向大眾募集資金進行各方面企業活動，而投資人願意參與此項融資活動，主要的因素還是在於公司成長性，但是成長的背後卻伴隨風險而來，因為現金流量變動的因素常常受到各種風險影響。第二個層面為債務層面，向金融機構借款或發行公司債，因為產業特性不同，各個企業經理人對於融資活動亦迥然不同，胡雅婷(2014)以臺灣上市櫃公司為樣本進行研究，其研究顯示當公司獲利能力程度愈高，舉債程度則愈低，而進行產業分類時，電子產業類型的企業相較其他產業而言，融資活動大多會以舉債為主。

過去 CSR 相關研究著重於揭露與績效層面，大多探討公司績效是否具有顯著性，且多集中於公司治理為大宗，然而績效就像雙面刃，不論是股價或是報酬率增加的公司，看似具有良好前景展望，但背後的企業投資與融資活動卻暗藏隨時爆發的危機。本研究主要在探討臺灣企業 CSR 的同時，是否同時具有良好績效表現，且對於企業投資與融資活動是否對經營績效產生影響，以及 CSR 績效與其投資與融資活動對於經營績效是否存在調節效果進行研究，並建立以下三個研究目的：一、企業社會責任對經營績效之影響。二、投資與融資活動對經營績效之影響。三、企業社會責任的實施如何調節投資與融資活動對經營績效之影響。

貳·文獻回顧

一、企業社會責任與經營績效

Roberts and Dowling (2002)與 Brammer and Pavelin (2006)透過實證結果發現，當企業進行有關 CSR 活動時，在產業裡能擁有較優良之聲譽，進而產生較好的財務績效表現，並影響市場投資人之評價。Bhattacharya and Sen (2004)發現 CSR 除了增加營業收入和品牌忠誠度之外，尚有價格溢酬的優勢，將 CSR 結合至商品之中，提高商品價格，仍可以吸引支持 CSR 之顧客購買，進而提升財務績效。Chen, Tang and Hung (2013)檢測臺灣企業之 CSR 對於營運績效以及公司價值之影響，其研究指出 CSR 績效越好的公司，其財務狀況表現越佳且其成本效率之績效指標也隨之提升。Burke, Dowling and Wei (2018)更提出聲譽效果的運用甚為廣泛，消費者會購買聲譽較佳企業之商品，此效果除降低消費者對價格敏感性外，更提升企業整體營收及銷售數量；此結果表示企業履行社會責任之義務，所產生的聲譽效果，應有助於提升其股價報酬、公司價值與財務績效，也可以改善資源運用效率。

Porter and Claas (1995)以 KLD 資料庫(Kinder, Lydenberg and Domini, Inc.) 社會指標及資產報酬率(Return on Assets, ROA)作為 CSR 及營運績效之代理變數，Shen and Chang (2009)則以遠見雜誌(Global Views Monthly)企業社會獎作為衡量標準，與 Vergalli and Poddi (2009)結果一樣，皆顯示 CSR 對營運績效具有正向的影響。Jaffar, Aziendeh, Shukor and Abdul Rahman (2018)進一步研究發現，CSR 愈趨重要係因管理階層進行活動，應遵循相關監管機構所制定之法律準則，例如：環境議題相關法遵，並同時顧及社會道德倫理規範以維持 CSR 績效，進而穩定財務績效。Amor-Esteban, Galindo-Villardón, García-Sánchez and David (2019)指出，執行環境污染控制、內部員工培訓制度與福利政策較佳之企業，以及與客戶和上下游供應商維持較良好之公司，皆被外部投資人視為能夠維持較好的財務績效。故良好的管理制度除了維持公司整體營運、結合社會行為與增加 CSR 績效之外，與經營績效呈現高度相關。

Freeman (1984)提出企業永續發展要能夠滿足各層面的利害關係人，企業有責任去思考相關利益，意指當經理人進行活動時，不僅要考量股東的利益，也應考量其他利害關係人的利益。從 Savage, Nix, Whitehead and Blair (1991)所提出的觀點來看，企業除了注重最基本經營責任之外，應將非財務指標納入經營的一環，藉此創造出更多利潤。越來越多機構在於評比 CSR 時，納入各類型的 CSR 指標，並以環境(Environment)、社會(Social)、治理(Governance)層面探討 CSR。

Hall and Rieck (1998)以企業對於環境活動的宣告作為 CSR 投入之依據，而 Klassen and Mclaughlin (1996)則以環境獲獎事件作為衡量標準，並與 Yamashita, Sen and Roberts (1999)檢視 Fortune 雜誌以環境作為評估的排名之中，都清楚地顯示當公司宣告正面環境事件，確實能產生正的股價績效。

Chauvin and Guthrie (1994)針對雜誌選出的優良勞工管理公司進行事件檢驗，並發現在良好的勞工管理下，對公司價值具有正面影響。Davidson, Worrell and Cheng (1994)檢視美國勞動部職業安全與健康管理局(Occupational Safety and Health Administration, OSHA)對公司所做出的懲處，以及 Wright, Ferris, Hiller and Kroll (1995)檢視當企業發生勞工歧視事件，結果皆指出法庭最終的裁定結果，會使公司股價下降。

Gompers, Ishii and Metrick (2001)的研究顯示，股價報酬與公司治理之間具有相關性。Chen, Kao, Tsao and Wu (2007)利用執行長(Chief Executive Officer, CEO)是否兼任董事長、管理階層持股比例、大股東持股比例以及董事會規模建構公司治理指數(Corporate Government Index, CGI)，以衡量臺灣企業的治理

程度，並發現公司治理績效越佳的企業，其股價報酬也越佳。陳振遠、王健聰與洪世偉(2017)提出若企業沒有具備完善的公司治理制度，貿然從事 CSR 相關活動，不但不會增加公司價值與經營績效，反而使得公司運作效率下降，造成股東權益受到傷害，導致股價下跌。對於治理制度不完善與公司存在內部控制缺失的情況下，陳慶隆、王翰屏、林信煒與邱秀婕(2020)發現此類型負面事件會弱化投資大眾對企業財報之信心，進一步會降低公司盈餘與股價報酬之關聯性。

Spicer (1978)、Porter and Claas (1995)、Fombrun and Gardberg (2000)提出公司可以藉由企業社會活動提高聲譽，改善利害關係人之關係，以獲得投資人的信任，並增加各項資源運用效率以及創新能力，進而提升公司價值。池祥萱等(2016)也提到，在傳統財務理論中，企業管理當局的目標是極大化股東財富，然而以 CSR 的觀點來看，企業不應只對股東負責，而是應該對各個層面的利害關係人負責。多數文獻探討關於 CSR 與經營績效之間的關係，所以在分析公司管理當局時，與陳振遠、洪世偉與李臻勳(2016)相同，企業若勇於承擔 CSR 義務與履行時，投資人會給予相當肯定，使得股價績效表現較佳，且投入不同利害關係人的正面 CSR 活動，將會提升企業經營績效。

綜合上述理論，當企業重視 CSR，聲譽效果的影響會進而增加營收，並透過管理上的技巧及策略，提升各方面績效指標，進而顧及各層面利害關係人之利益。因此得出以下假說一：

H1: 在其他情況不變之下，當公司愈重視企業社會責任，則公司的經營績效愈佳。

二、投資與融資活動對經營績效之影響

(一) 投資活動

企業投資活動屬於管理階層的財務策略，常見的投資活動例如：併購、資本支出與其他管理階層進行的投資計畫等。然而其衍生出的代理問題(Agency Problem)從古至今依然存在，代理理論(Agency Theory)係由 Jensen and Meckling (1976)提出，因主理人與委託人的目標不一致，而導致的代理危機。從代理理論背景下發展的自由現金流量假說(Jensen, 1986)係指企業資金結構透過約束自由現金流量，以達到制衡經理人的現金流量決定權，進而降低代理問題並提升企業價值。

謝劍平(1994)發現因為投資人會給予過去經營績效良好之企業肯定，所以企業資本支出之宣告所產生的市場異常報酬會因此增加。在資訊與知識爆炸的年代，應隨時注意創新速度以維持其競爭力以避免被市場淘汰，尤其高科技產業更需謹慎評估，以維持市場上的主導權，所以楊和利與陳伯涵(2011)研究電子產業研發投資行為，表示電子產業之公司可多投入研發強度及研發密集度之資本支出以增進財務績效，且此行為不會對資產報酬率與權益報酬率產生波動與不確定性。高階經理人的研發投資活動會影響企業價值的決定，因此在進行相關活動時須配合屬於不同產業的專業人士觀點進行投資，而在資本密集的產業當中，創新策略需要較高程度的內部整合政策，企業治理環境的維持也顯得重要，林宛瑩、汪瑞芝與游順合(2012)以企業價值衡量經營績效，顯示研發投資支出越高與內部董事席次越多之公司，其經營績效較佳。陳素琴(2018)透過中國高科技產業之樣本發現研究發展人員的比重與研發投資的強度對財務績效有正向影響，且存在一定的遞延程度，若以長期觀點來看，正向影響的程度會越來越大。另有學者以資源基礎理論(Resource-Based View)為出發點進行研發投入強度進行探討，黃仕斌與楊志龍(2018)發現增加研發投入強度不盡然會大量提升經營績效，且其正負影響會受到產業特性而出現波動。

投資活動中，併購實屬其中一環，孫梅瑞、黃秋珍與蘇建州(2013)探討併購與企業成長機會之關聯性，透過不同購併與撤資組合進行實證分析，發現若公司存在較佳的成長機會，會積極擴張事業版圖，一但發現執行的併購活動不如預期時，則會撤回資金，而有進行購併或撤資的企業，其規模也會有所提升。新興的併購案中，近年來的綠色發展也十分盛行，也成為普世所期待的願景之一，而公司進行購併時，同時也應受到社會大眾監督並履行社會責任，高漢與胡超穎(2019)對中國高耗能上市櫃公司進行研究，因產業特性緣故，企業得以透過綠色併購提升其經營績效。周寧康(2018)探討高科技公司購併政策，擁有大規模之企業，其考量會更為複雜，若以現金支付併購對價，會受到雙方產業因素之影響，而增加經營績效，此實證結果與黃冠育(2020)發現類似，當企業其自有資金充足時，且併購以現金支付為主要方式，其收購之後的每股稅後純益(Earning Per Share, EPS)與股東權益報酬率(Return of Equity, ROE)會提升一至二成。

近年來由於金融市場的變化多端，導致企業的投資活動亦需多方考量，除了企業與管理階層會產生代理問題之外，系統性風險與非系統性風險也是威脅企業經營的因素。Dyck and Zingales (2004)表示經理人於企業當中可能有數份報酬，當經理人藉由管理活動而導致自我利益時，除了損害投資大眾權益之外，

企業價值也會因此而遭到侵害。孫梅瑞與蕭瑞子(2008)則認為，專業經理人進行國際多角化投資能增加營運績效，但隨之而來的企業風險也增加。從 1997 年開始的亞洲金融風暴(Asian Financial Crisis)至 2008 年席捲全球的金融危機(Financial Crisis)以及接連發生的歐債危機(European Debt Crisis)，都一再顯示了經理人活動的重要性，應避免錯誤的投資活動，並降低企業發生財務困境的窘境(余惠芳等，2018)。除了投資營業上所需之固定資產，對於其他金融商品的信用風險及獲利能力亦與企業績效具有相關，並且成為投資人作出經濟活動的一項重要指標。

綜上所述，先前文獻顯示，企業投資活動對經營績效有正向或負向影響，故經理人進行投資活動時，投資活動與企業經營績效具有關聯性，因此，本研究預期當企業投資活動淨現金流量流出越多，經營績效也會隨之提升，本研究建立假說二如下：

H2: 在其他情況不變下，投資活動會對經營績效產生負向影響。

(二) 融資活動

相關企業融資現金流量活動以財務報表角度則包括公司流動負債融資活動、長期負債融資活動與股東權益融資活動。先期文獻顯示，企業融資活動對於經營績效具有正負向之影響，而正向影響如陳一如(2011)提到當企業定位不同時，發行公司債會有不同的績效表現，例如：企業係以單一產業專業經營角度舉債，會產生正的超額報酬；或者當多角化企業其自由現金流量高，成長率低時，可以控制代理成本進而提升經營績效。Miller and Modigliani (1961)、余惠芳與王永昌(2011)以 EPS 當作經營績效之指標，並與企業實際支付之現金股利比較，亦可預期未來的盈餘表現。

對於企業宣告股利政策，吳克、余惠芳、黃曉如與邱資凱(2012)研究信用風險發生前後對公司營運之差異，發現當負債比率小於等於百分之五十時，信用風險發生前一年，若將盈餘以股票股利方式發放，與信用風險發生前兩年，將盈餘以現金股利發放，降低內部保留比率，並增加流動負債比率，皆能增進企業經營能力與獲利能力。余惠芳等(2018)以中國企業為研究樣本，由於樣本特性與自由資本市場不同，當企業發生財務危機的前一年且 CEO 非雙重性、公司稅前息前淨利增加與利息費用過高時，作者建議應先償還債務減少利息費用，再投入本業所需之固定資產，並發放現金股利，大量降低管理階層的現金再投資率，提升企業獲利與經營能力。然而企業治理需要一定學識與經歷之專

業人士進行管理，陳頤(2019)以公司治理角度進行實證分析，探討精英治理下的股利政策對企業績效的影響，研究發現決定股利是否發放的因素較為模糊，而 CEO 雙重性並不是決定公司營運的決定性因素，而進一步研究股利對於營運績效的關係時，以 Tobin's Q 作為代理變數進行衡量時，股利發放率對經營績效呈現正向影響。另有部分文獻針對家族控制集團進行相關研究，余惠芳與梁正衡(2019)表示，因為每股盈餘與公司績效有顯著正向影響，提高每股盈餘能夠有效降低家族控制集團的財務風險，且通常宣告股利對投資人而言為利多消息，會進而帶動股價上漲。

負向影響如杜文禮、張純明與廖敏齡(2008)透過買回庫藏股的融資活動探討對經營績效之影響，結果發現企業買回庫藏股能夠終結股價低迷，但若是現金流量異常之企業買回庫藏股，其資本支出、營運績效、ROA 與營業毛利率皆有降低之趨勢。余惠芳、陳瑞惠與陳家蓁(2010)進行金融危機前後的實證研究，發現金融危機前，若 ROE 小於 ROA 時，仍持續向外擴大舉債會降低企業績效，並增加額外的財務風險。

王克陸、黃思瑋與陳建偉(2006)在現金增資方面進行研究，影響營業績效的因素很多，例如：資訊不對稱，且管理階層較瞭解內部營運狀況，因此會普遍選擇股價相對偏高時進行現金增資，所以企業現金增資發行三年內營業報酬率有顯著下降，且有擴大的趨勢存在。王俐丰(2017)研究現金減資對營運績效之影響，當企業宣告現金減資，短期之下對於股價有正面的效果，但是對於長期企業之經營績效卻無顯著的改善；對於現金減資另有其他實證結果，例如：張大羿(2018)則提出股價績效並不完全是企業宣告現金減資的市場反應，更進一步實證結果發現，以不同產業進行分組時，股價績效會隨著產業特性而有所不同，所以投資人無法在企業進行減資時給予正確的回應。

綜上所述，先前文獻顯示，企業融資活動對經營績效有正向或負向影響，故經理人進行融資活動時，融資活動與企業經營績效具有關聯性，因此，本研究預期當企業融資活動淨現金流量流出越多，也能增進經營績效，本研究建立假說三如下：

H3: 在其他情況不變下，融資活動會對經營績效產生負向影響。

三、企業社會責任實施之調節效果

先前文獻對 CSR 與現金流量是否具有調節作用亦提出了以下的實證研究。Deng, Kang and Low (2013)發現當企業進行併購時，若收購者或被收購者為重

視 CSR 績效之公司，以長期績效來看，併購後都能有較高之營運績效及股價報酬。裘杰(2019)則發現企業履行社會責任除了帶來優良形象之外，也會增加營運績效，但是承擔過多的 CSR 會使成本增加，並增加現金流量的支出比。孫艷梅與陶利斌(2019)提出當企業投資活動時，投資人應同時將公司的非財務活動與財務活動一併考量，才能真正釐清會使企業營運績效提升的原因，但由於背後經理人自我利益的行為可能已造成嚴重的代理問題，所以交叉核對進行正確的經濟活動顯得更為重要。

Attig, Cleary, Ghouli and Guedhami (2014)認為當公司強調 CSR 超過法規限制且反應整體社會對企業其 CSR 之期望，在進行融資活動時可以減少市場摩擦並降低融資成本。而對於銀行相關貸放層面，近年來特別關注的綠色信貸也成為討論主軸，田國雙與楊茗(2018)對於高污染、高耗能產業進行研究，銀行層面會注重其是否具備優良 CSR，並貸放予具有環境永續理念之企業，使得企業獲得足夠資金並提升績效，銀行層面也會得到投資大眾的青睞，且其推出的金融商品也能得到更好的競爭力。吳良海、王玲茜與張玉(2019)提出當企業向銀行貸款時，公益性的捐贈行為確實能夠提升聲譽且獲得較高貸放金額，進而帶來更高的企業價值。謝佩娟、林淑惠與張元(2019)研究發現，發布 CSR 報告書之企業可以獲得較低的貸款利率，進而降低利息支出，並提升營運績效。

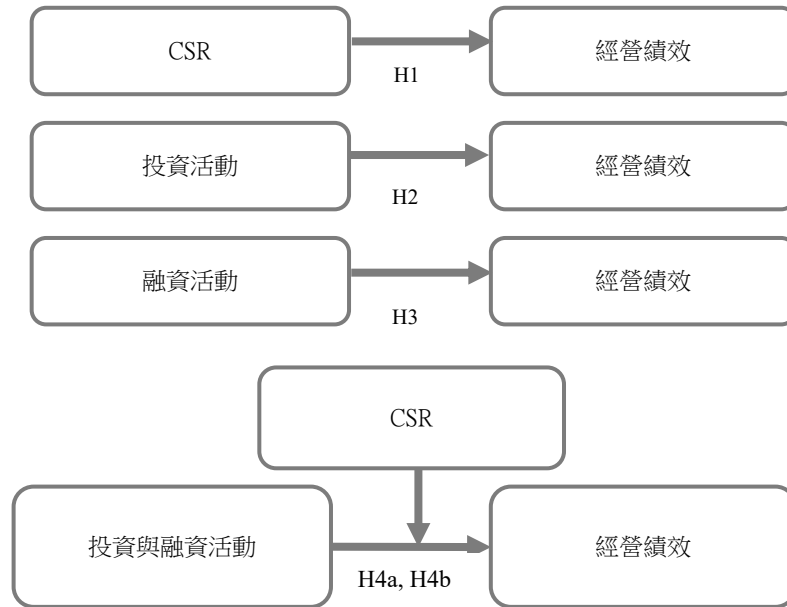
綜上所述，CSR 可以使公司獲得良好商譽之外，再進行相關投資活動時，也能獲得社會大眾之認可，並提高營收。在融資活動上除了降低融資成本之外，獲得金融機構放款總金額也隨之提升，使企業能夠擴大規模，帶來更高的企業價值。但另有一部分學者提到，若經理人利用 CSR 使其達到自利目的，相關的投資與融資活動可能會帶來龐大的代理成本，進一步讓公司背負可觀的損失，因此，本研究建立假說四如下：

H4: 在其他狀況不變下，企業社會責任實施會調節投資與融資活動對經營績效之影響。

H4a: 在其他情況不變下，企業社會責任實施會調節投資活動對經營績效之影響。

H4b: 在其他情況不變下，企業社會責任實施會調節融資活動對經營績效之影響。

研究架構圖如圖一所示：



圖一 研究架構圖

參.研究方法與設計

一、樣本選取及資料來源

全世界經歷過金融海嘯之後，對於社會責任投資(Social Responsibility Investment, SRI)愈趨重視，更興起投資大眾對 CSR 的投資潮，在各大評等機構下發展出相關投資商品，近年來在臺灣也出現首支 CSR 的指數型基金，「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」，該指數型基金係追蹤臺灣永續指數，且其母體為 FTSE4Good 新興指數成份股中臺灣證券交易所上市的股票，而以指數型基金作為樣本選取母體係方式參考林怡君(2007)、沈中華與張元(2008)、張幸惠(2018)之作法。與其購買單一公司股票，此類型之基金將臺灣 CSR 績效良好之公司納入，且該基金追蹤之指數為臺灣指數公司與富時羅素(FTSE Russell)共同編製，將 CSR 分成環境(E)、社會(S)、公司治理(G)三大支柱，14 個主題(5 個類型的環境主題、5 個類型的社會主題以及 4 個類型的公司治理主題)300 多個題項，各主題由數量不同的題項組成，先做題項評分，再彙整為該主題的分數，成為國內第一檔完整結合 ESG 與相關財務指標篩選的投資型指數，更獲得國內勞動基金運用局所採用，為臺灣推動永續投資概念立下里程碑，而衡量 CSR 的方法與評比項目需要具備一定公信力之機構，所以

本研究之樣本取自納入「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」成份股之企業，從 2019 年 8 月 23 日上市後，由元大證券投資信託公司於每年第一季季末及第三季季末定期審核。

除了以指數型基金選取樣本之外，本研究亦採用納入天下雜誌「天下企業公民獎」之企業，天下企業公民獎至 2007 年以來已舉辦多次 CSR 評選活動，在資本主義盛行的全球化浪潮之下，企業基本不僅僅只是獲利的工具，更是帶領整體社會永續發展的前哨站，因此天下企業公民獎所設立的 CSR 指標與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與與環境永續等指標，評選出台灣最具未來性與價值性之企業。此兩項選取樣本的方式均有其特色，最基本的門檻均為財務績效指標，能夠獲選為「天下企業公民獎」之企業，前提為連續三年獲利，而納入「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」成份股之企業則為股東權益報酬率不得為負，換言之，企業維持良好 ESG 之前提，財務面要素亦需納入考量，而更深入的層面則代表企業應先維持穩定財務績效，行有餘力的同時，貢獻出另一份力量回饋社會，並善待整體環境，以及穩固自身內部治理層面的相關議題。

本研究自臺灣經濟新報(Taiwan Economic Journal，簡稱 TEJ)資料庫下載我國上市櫃企業之財務資料，包括：總資產、總負債、股價、系統風險與經理人持股百分比。研究期間自 2010 年起至 2019 年，共計十期之追蹤資料(Panel Data)，為時間序列與橫斷面資料之結合，且排除 KY 股、DR 股與金融產業公司，樣本篩選過程如表一所示。

表一 樣本篩選過程表

Panel A (全產業樣本)	
2010 年至 2019 年之臺灣上市公司(排除 KY 股、DR 股、金融產業)	14,310
減：股本未達新台幣五十億元以上之企業 ⁹	(12,392)
減：資料缺漏或不完整	(29)
減：刪除離群值 ¹⁰	(49)
2010 年至 2019 年最終樣本觀察值	1,840
Panel B (分群樣本)	
納入「天下企業公民獎」、「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」之企業	250
未納入「天下企業公民獎」、「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」之企業	1,590
2010 年至 2019 年企業社會責任之樣本觀察值	1,840

二、變數衡量

(一) 應變數

有關托賓比率 (Tobin's Q)，以企業股票市場價值加負債帳面價值，除以企業資產帳面價值為之，並作為衡量經營績效之代理變數(陳振遠、王健聰與洪世偉，2017)，故本研究之應變數以 Tobin's Q 加以衡量。

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{(普通股市值+負債帳面價值)}}{\text{資產帳面價值}}$$

(二) 自變數

1. 企業社會責任(CSR)

有關 CSR，本研究將 2010 年起至 2019 年納入「天下企業公民獎」、「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」之企業，以虛擬變數處理，當企業獲選該獎項或被選入指數型股票之成分股時，則值設為 1，反之則設為 0。

2. 投資活動現金流量(ICF)

有關投資活動現金流量(ICF)，企業投資活動現金流量主要以併購、資本支出與其他投資計畫為主要流入或流出項目，故本研究係將投資活動現金流量以淨額取自然對數來衡量企業的投资活動。

3. 融資活動現金流量(FCF)

有關融資活動現金流量(FCF)，企業融資活動現金流量主要以舉債、現金增減資、股利發放與償還利息或本金為主要流入或流出項目，故本研究係將融資活動現金流量以淨額取自然對數來衡量企業的融資活動。

(三) 控制變數

1. 公司規模(SIZE)

規模越大之企業，知名度較高且易受整體社會關注，亦能獲取較多資源進而履行企業社會責任，所以當企業規模越大，產生的規模經濟效果也越大(Oh and Park, 2015;張幸惠，2018)。因此預期公司規模會對經營績效產生正向影響，並以公司期末總資產取自然對數進行衡量，作為公司規模之代理變數。

2. 負債比率(DEBT)

McWilliams and Siegel (2000)研究發現 CSR 之履行，需要投入相關人力與資金，所以當負債比率過高時，表示企業舉債程度較高，且吳克等(2012)探討負債比率與公司績效之間的關係，發現負債比率大於百分之五十之企業，其經營能力與獲利能力皆呈負向影響。因此本研究將此一比率納入模型考量，並以期末負債總額除以期末資產總額，且預期負債比率會對經營績效產生負向影響。

3. 股價淨值比(PB)

企業評價除了有形資產亦包括無形資產，股價係反映外部投資人對企業未來經營績效之期望。王淑芬與林志福(2011)將股價淨值比當作公司成長之代理變數，故本研究亦將股價淨值比作為控制變數，其衡量方式為每股市值除以每股淨值，且預期股價淨值比會對經營績效產生正向影響。

4. 市場風險(RISK)

本研究參考資本資產訂價模型(Capital Asset Pricing Model, CAPM)，該模型著眼於不可分散之風險對證券要求報酬率之影響，而市場風險係數以來衡量，為了控制投資與融資決策背後帶來的風險因素，本研究將其納入控制變數，並自 TEJ 資料庫下載市場風險資料，且預期市場風險會對經營績效產生負向影響。

$$\beta = \frac{Cor(ROI_i, ROI_m)}{Var(ROI_m)}$$

5. 內部人持股率(INSIDE)

內部管理階層對於決策具有重大影響力，且屬於高度專業判斷與策略管理之領域，若企業與內部人之利益相同，管理階層亦會作出對整體企業有利之決策，降低可能導致代理危機之風險，並參考陳振遠等(2017)及侍台誠、蔡麗雯與相惠萍(2019)之研究，該比率以企業全體董監、經理人以及持股百分之十以上之大股東，其股數總和除以加權平均流通在外普通股股數衡量，並預期內部人持股率會對經營績效產生正向影響。

6. 產業變數(INDUSTRY)

楊和利與陳伯涵(2011)研究發現電子產業因其產業特性，以長期觀點來看，大量的研發行為會對財務績效方面產生影響，且電子產業屬於競爭程度高之領域，需要更多突破式的創新能力，才能維持在產業的地位，故本研究將樣本區

分為電子產業與非電子產業，為電子產業之企業則值設為 1，反之則設為 0，並預期產業變數會對經營績效產生正向影響。

三、實證模型

本研究之 H1 主要探討 CSR 對經營績效之影響。為了檢測假說，本研究建構下述模型進行檢測，茲列示如下：

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CSR}_{i,t} + \alpha_2 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_3 \text{DEBT}_{i,t} + \alpha_4 \text{PB}_{i,t} + \alpha_5 \text{RISK}_{i,t} \\ & + \alpha_6 \text{INSIDE}_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中，

- $\text{Tobin's } Q_{i,t}$ = i 公司第 t 年之經營績效，為(期末普通股市值+期末負債帳面價值)/期末資產總額加以衡量；
- $\text{CSR}_{i,t}$ = 為虛擬變數，若 i 公司在第 t 年被納入「天下企業公民獎」、「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」之成份股，則 CSR 之值設為 1，反之則設為 0；
- $\text{SIZE}_{i,t}$ = i 公司第 t 年之公司規模，以期末資產總額取自然對數加以衡量；
- $\text{DEBT}_{i,t}$ = i 公司第 t 年之負債比率，以期末負債總額/期末資產總額×百分比加以衡量；
- $\text{PB}_{i,t}$ = i 公司第 t 年之股價淨值比，以 TEJ 資料庫中之臺灣證券交易所 (Taiwan Stock Exchange, TWSE)提供的股價淨值比資訊作為衡量標準，且為每股市值除以每股淨值；
- $\text{RISK}_{i,t}$ = i 公司第 t 年之市場風險，以 TEJ 資料庫中期末計算出之風險係數，為 $\beta = \frac{\text{Cor}(\text{ROI}_{i,t}, \text{ROI}_{m,t})}{\text{Var}(\text{ROI}_{m,t})}$ ；
- $\text{INSIDE}_{i,t}$ = i 公司第 t 年之內部人持股比例，此百分比以企業全體董監、經理人以及持股百分之十以上之大股東，其股數總和除以加權平均流通在外普通股股數衡量；
- α_0 = 截距項；
- $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \dots, \alpha_6$ = 迴歸模型之參數；
- $\varepsilon_{i,t}$ = 殘差項。

本研究之 H2 主要探討投資與融資活動中，投資活動對經營績效之影響。為了檢測假說，本研究建構下述模型進行檢測，茲列示如下：

$$\begin{aligned}
Tobin's\ Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ICF_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 PB_{i,t} + \beta_5 RISK_{i,t} \\
& + \beta_6 INSIDE_{i,t} \\
& + \mu_{i,t}
\end{aligned} \tag{2}$$

其中，

- $Tobin's\ Q_{i,t}$ = i 公司第 t 年之經營績效，為(期末普通股市值+期末負債帳面價值)/期末資產總額加以衡量；
- $ICF_{i,t}$ = i 公司第 t 年之投資活動淨現金流量，為當年期初至當年期末之投資活動淨現金流量。
- $SIZE_{i,t}$ = i 公司第 t 年之公司規模，以期末資產總額取自然對數加以衡量；
- $DEBT_{i,t}$ = i 公司第 t 年之負債比率，以期末負債總額/期末資產總額×百分比加以衡量；
- $PB_{i,t}$ = i 公司第 t 年之股價淨值比，以 TEJ 資料庫中之 TWSE 提供的股價淨值比資訊作為衡量標準，且為每股市值除以每股淨值；
- $RISK_{i,t}$ = i 公司第 t 年之市場風險，以 TEJ 資料庫中期末計算出之風險係數，為 $\beta = \frac{Cor(ROI_{i,t}, ROI_{m,t})}{Var(ROI_{m,t})}$ ；
- $INSIDE_{i,t}$ = i 公司第 t 年之內部人持股比例，此百分比以企業全體董監事、經理人與持股百分之十以上之大股東，其股數總和除以加權平均流通在外普通股股數衡量；
- β_0 = 截距項；
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \dots, \beta_6$ = 迴歸模型之參數；
- $\mu_{i,t}$ = 殘差項。

本研究之 H3 主要探討投資與融資活動中，融資活動對經營績效之影響。為了檢測假說，本研究建構下述模型進行檢測，茲列示如下：

$$\begin{aligned}
Tobin's\ Q_{i,t} = & \lambda_0 + \lambda_1 FCF_{i,t} + \lambda_2 SIZE_{i,t} + \lambda_3 DEBT_{i,t} + \lambda_4 PB_{i,t} + \lambda_5 RISK_{i,t} \\
& + \lambda_6 INSIDE_{i,t} \\
& + v_{i,t}
\end{aligned} \tag{3}$$

其中，

- $Tobin's\ Q_{i,t}$ = i 公司第 t 年之經營績效，為(期末普通股市值+期末負債帳面價值)/期末資產總額加以衡量；

$FCF_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之融資活動淨現金流量，為當年期初至當年期末之融資活動淨現金流量；
$SIZE_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之公司規模，以期末資產總額取自然對數加以衡量；
$DEBT_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之負債比率，以期末負債總額／期末資產總額×百分比加以衡量；
$PB_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之股價淨值比，以 TEJ 資料庫中之 TWSE 提供的股價淨值比資訊作為衡量標準，且為每股市值除以每股淨值；
$RISK_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之市場風險，以 TEJ 資料庫中期末計算出之風險係數，為 $\beta = \frac{Cor(ROI_{i,t}, ROI_{m,t})}{Var(ROI_{m,t})}$ ；
$INSIDE_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之內部人持股比例，此百分比以企業全體董監事、經理人與持股百分之十以上之大股東，其股數總和除以加權平均流通在外普通股股數衡量；
λ_0	=	截距項；
$\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \dots, \lambda_6$	=	迴歸模型之參數；
$v_{i,t}$	=	殘差項。

本研究之 H4a 主要探討 CSR 實施如何調節投資活動對經營績效之影響。為了檢測假說，故納入自變數投資活動淨現金流量 $ICF_{i,t}$ 及調節變數企業社會責任 $CSR_{i,t}$ 之交乘項以檢測調節效果，茲列示如下：

$$\begin{aligned}
 & Tobin's\ Q_{i,t} \\
 & = \theta_0 + \theta_1 CSR_{i,t} + \theta_2 ICF_{i,t} + \theta_3 CSR_{i,t} \times ICF_{i,t} + \theta_4 SIZE_{i,t} + \theta_5 DEBT_{i,t} \\
 & + \theta_6 PB_{i,t} + \theta_7 RISK_{i,t} + \theta_8 INSIDE_{i,t} \\
 & + \rho_{i,t} \qquad \qquad \qquad (4)
 \end{aligned}$$

其中，

$Tobin's\ Q_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之經營績效，為(期末普通股市值+期末負債帳面價值)／期末資產總額加以衡量；
$CSR_{i,t}$	=	為虛擬變數，若 i 公司在第 t 年被納入「天下企業公民獎」、「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」之成份股，則 CSR 之值設為 1，反之則設為 0；
$ICF_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之投資活動淨現金流量，為當年期初至當年期末之投資活動淨現金流量；

$CSR_{i,t} \times ICF_{i,t}$	=	i 公司第 t 年 $CSR_{i,t}$ 與 $ICF_{i,t}$ 之交乘項；
$SIZE_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之公司規模，以期末資產總額取自然對數加以衡量；
$DEBT_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之負債比率，以期末負債總額／期末資產總額×百分比加以衡量；
$PB_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之股價淨值比，以 TEJ 資料庫中之 TWSE 提供的股價淨值比資訊作為衡量標準，且為每股市值除以每股淨值；
$RISK_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之市場風險，以 TEJ 資料庫中期末計算出之風險係數，為 $\beta = \frac{Cor(ROI_{i,t}, ROI_{m,t})}{Var(ROI_{m,t})}$ ；
$INSIDE_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之內部人持股比例，此百分比以企業全體董監事、經理人以及持股百分之十以上之大股東，其股數總和除以加權平均流通在外普通股股數衡量；
θ_0	=	截距項；
$\theta_1, \theta_2, \theta_3, \dots, \theta_8$	=	迴歸模型之參數；
$\rho_{i,t}$	=	殘差項。

本研究之 H4b 主要探討 CSR 實施如何調節融資活動對經營績效之影響。為了檢測假說，故納入自變數融資活動淨現金流量 $FCF_{i,t}$ 及調節變數企業社會責任 $CSR_{i,t}$ 之交乘項以檢測調節效果，茲列示如下：

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin's } Q_{i,t} = & \gamma_0 + \gamma_1 CSR_{i,t} + \gamma_2 FCF_{i,t} + \gamma_3 CSR_{i,t} \times FCF_{i,t} + \gamma_4 SIZE_{i,t} \\
 & + \gamma_5 DEBT_{i,t} + \gamma_6 PB_{i,t} + \gamma_7 RISK_{i,t} + \gamma_8 INSIDE_{i,t} \\
 & + \omega_{i,t} \qquad \qquad \qquad (5)
 \end{aligned}$$

其中，

$\text{Tobin's } Q_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之經營績效，為(期末普通股市值+期末負債帳面價值)／期末資產總額加以衡量；
$CSR_{i,t}$	=	為虛擬變數，若 i 公司在第 t 年被納入「天下企業公民獎」、「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」之成份股，則 CSR 之值設為 1，反之則設為 0；
$FCF_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之融資活動淨現金流量，為當年期初至當年期末之融資活動淨現金流量；
$CSR_{i,t} \times FCF_{i,t}$	=	i 公司第 t 年 $CSR_{i,t}$ 與 $FCF_{i,t}$ 交乘項；

$SIZE_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之公司規模，以期末資產總額取自然對數加以衡量；
$DEBT_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之負債比率，以期末負債總額／期末資產總額×百分比加以衡量；
$PB_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之股價淨值比，以 TEJ 資料庫中之 TWSE 提供的股價淨值比資訊作為衡量標準，且為每股市值除以每股淨值；
$RISK_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之市場風險，以 TEJ 資料庫中期末計算出之風險係數，為 $\beta = \frac{Cor(ROI_{i,t}, ROI_{m,t})}{Var(ROI_{m,t})}$ ；
$INSIDE_{i,t}$	=	i 公司第 t 年之內部人持股比例，此百分比以企業全體董監事、經理人以及持股百分之十以上之大股東，其股數總和除以加權平均流通在外普通股股數衡量；
γ_0	=	截距項；
$\gamma_1, \gamma_2, \gamma_3, \dots, \gamma_8$	=	迴歸模型之參數；
$\omega_{i,t}$	=	殘差項。

肆·實證結果與分析

一、敘述性統計

表二為敘述性統計量表，樣本期間為 2010 年至 2019 年，共有 1,840 個觀察值，分別對樣本之變數進行分析，透過平均數、中位數、最小值、最大值與標準差，瞭解本研究之樣本變數性質與分布情況。

表二中樣本之應變數經營績效(Tobin's Q)平均數為 0.036、最大值為 1.069、最小值為-0.929、標準差為 0.277 與中位數-0.008，顯示企業價值在樣本公司間有較大之差異。自變數企業社會責任(CSR)平均數為 0.137，表示全樣本中納入「天下企業公民獎」、「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」之樣本公司占 13.7%。投資活動淨現金流量(ICF)之平均數為 13.018、中位數為 13.033，兩者數值差異不大，表示樣本規模分布均勻。融資活動淨現金流量(FCF)之平均數為 12.497、中位數為 12.503，亦無較大歧異。

控制變數方面，由表二之敘述性統計量可知，公司規模(SIZE)之平均數為 7.939、中位數為 7.757，兩者數值相差不大，顯示樣本規模分布均勻；負債比率(DEBT)平均而言為 54.450，約為 54.45%；股價淨值比(PB)之平均數為 1.263、

中位數為 1.040，樣本分布情況均勻；系統風險(RISK)之平均數為 0.971；內部人持股率(INSIDE)之平均數為 41.334，約為 41.33%，表示在五十億以上資本額之企業中內部人持股率對企業具有重大影響力及控制力，由於此比率約占公司整體百分之四十，所以在決定企業整體方針以及投資與融資活動時，內部人具有高度執行能力。

表二 敘述性統計量

變數名稱	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
Tobin's Q	0.036	-0.008	-0.929	1.069	0.277
CSR	0.137	0.000	0.000	1.000	0.344
ICF	13.018	13.033	11.057	13.272	0.078
FCF	12.497	12.503	11.621	12.938	0.062
SIZE	7.939	7.757	5.900	10.003	0.650
DEBT(%)	54.450	52.330	0.900	98.210	22.245
PB	1.263	1.040	0.300	34.150	1.107
RISK	0.971	0.894	-4.114	25.911	1.039
INSIDE(%)	41.334	39.450	6.960	95.240	16.046

註：1. Tobin's Q：以 Tobin's Q 經營績效；CSR：企業社會責任；ICF：投資活動淨現金流量；FCF：融資活動淨現金流量；SIZE：公司規模；DEBT：負債比率；PB：股價淨值比；RISK：市場風險；INSIDE：內部人持股率。2. 樣本數為 1,840。3. DEBT 與 INSIDE 的單位為%。4. 表中經營績效(Tobin's Q)、投資活動淨現金流量(ICF)、融資活動淨現金流量(FCF)與公司規模(SIZE)皆取自然對數。

二、迴歸結果分析

表三為本研究之迴歸結果，應變數皆以 Tobin's Q 作為經營績效之代理變數，表中列示本研究五種不同假說之模型所估計的結果。

本研究進行變異數膨脹因子(Variance Inflation Factor, VIF)測試變數的值均小於 10，說明共線性問題不嚴重。

表三中模型(1)為企業社會責任(CSR)與經營績效(Tobin's Q)之迴歸結果，企業社會責任(CSR)會對經營績效(Tobin's Q)產生顯著正向的影響(係數為 0.068, $P < 0.01$)，此研究結果支持假說一，與張幸惠(2018)之研究結論相互吻合。控制變數方面，公司規模(SIZE)、負債比率(DEBT)、股價淨值比(PB)、系統風

險(RISK)與內部人持股率(INSIDE)對經營績效(Tobin's Q)皆有顯著影響並達 1%之顯著水準，並與本研究之預期方向一致。

模型(2)為投資活動淨現金流量(ICF)與經營績效(Tobin's Q)之迴歸結果，投資活動淨現金流量(ICF)會對經營績效(Tobin's Q)產生顯著負向影響(係數為-0.287, $P<0.01$)，表示當企業投資活動淨現金流量(流出減流入，以下同)流出越多，經營績效也會隨之提升，適當運用公司資金進行各項資本支出，以及進行對企業整體未來趨勢有益之併購活動，再投入合理的投資計畫，會對企業營運產生優勢，進而推升經營績效，所以此實證結果支持假說二。

模型(3)為融資活動淨現金流量(FCF)與經營績效(Tobin's Q)之迴歸結果，融資活動淨現金流量(FCF)會對經營績效(Tobin's Q)產生顯著負向影響(係數為-0.528, $P<0.01$)，表示當企業融資活動淨現金流量(流出減流入，以下同)流出越多，也能增進經營績效，當企業宣告股利分享經營成果予投資人，代表公司經營穩定，且公司償還舉債之利息，並清償其他流動負債時，表示企業擁有一定經營基礎，能夠定期支應債務支出，因此實證結果支持假說三。

模型(4)為 CSR 與投資活動淨現金流量之交乘項(CSR \times ICF)，迴歸結果顯示，會對經營績效產生顯著負向影響(係數為-0.354, $P<0.01$)，說明企業社會責任(CSR)會負向調節投資活動淨現金流量(ICF)對經營績效(Tobin's Q)之作用，表示當企業進行相關投資活動時，若能夠同時具備優越 CSR 績效時，能夠增進其經營績效，故本研究之迴歸結果支持假說四。

模型(5)為 CSR 與融資活動淨現金流量之交乘項(CSR \times FCF)，迴歸結果顯示，CSR 負向調節融資活動淨現金流量(FCF)對經營績效(Tobin's Q)之作用不明顯，表示當企業維持卓越 CSR 時，相關的股利發放、利息支應及其他負債償還，並不會強化或削弱融資活動與經營績效之關係，故不支持假說五。

表四為加入產業類別(INDUSTRY)之迴歸結果分析表，將樣本依照 TEJ 產業代碼區分為電子業與非電子業，迴歸結果皆顯示顯著正向影響，說明當企業為電子產業，比非電子產業之公司，其經營績效較佳，原因可能為電子產業多數為了維持競爭力、創新能力，在產業特性下，會進行長期投資與融資活動，相較其他非電子產業而言，投入較多以長期為觀點之資產或經濟資源。

表三 迴歸結果分析

變數名稱	應變數：Tobin's Q				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CONSTANT	-0.588*** (0.000)	3.194*** (0.000)	6.048*** (0.000)	-0.284 (0.854)	5.227*** (0.000)
CSR	0.068*** (0.000)			4.667*** (0.009)	1.237 (0.533)
ICF		-0.287*** (0.000)		-0.019 (0.872)	
FCF			-0.528*** (0.000)		-0.458*** (0.000)
CSR×ICF				-0.354*** (0.010)	
CSR×FCF					-0.094 (0.554)
SIZE	0.057*** (0.000)	0.054*** (0.000)	0.053*** (0.000)	0.048*** (0.000)	0.044*** (0.000)
DEBT	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
PB	0.150*** (0.000)	0.152*** (0.000)	0.151*** (0.000)	0.149*** (0.000)	0.148*** (0.000)
RISK	-0.014*** (0.003)	-0.016*** (0.001)	-0.016*** (0.001)	-0.014*** (0.002)	-0.014*** (0.002)
INSIDE	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)
N	1,840	1,840	1,840	1,840	1,840
Adj. R ²	0.445	0.444	0.451	0.451	0.455
F-statistic	246.63***	245.95***	252.73***	190.02***	193.29***

註：1. CONSTANT：常數項；Tobin's Q：以 Tobin's Q 經營績效；CSR：企業社會責任；ICF：投資活動淨現金流量；FCF：融資活動淨現金流量；CSR×ICF：CSR 與 ICF 之交乘項；CSR×FCF：CSR 與 FCF 之交乘項；SIZE：公司規模；DEBT：負債比率；PB：股價淨值比；RISK：市場風險；INSIDE：內部人持股率。2. 樣本數為 1,840。3. *、**與***分別代表為 10%、5%與 1%之顯著水準。

表四 迴歸結果分析(加入產業類別)

變數名稱	應變數：Tobin's Q				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CONSTANT	-0.633*** (0.000)	2.939*** (0.000)	5.849*** (0.000)	-0.494 (0.751)	5.293*** (0.000)
CSR	0.060*** (0.000)			4.672*** (0.011)	0.760 (0.702)
ICF		-0.271*** (0.000)		-0.006 (0.963)	
FCF			-0.516*** (0.000)		-0.467*** (0.000)
CSR×ICF				-0.355*** (0.010)	
CSR×FCF					-0.057 (0.724)
SIZE	0.058*** (0.000)	0.054*** (0.000)	0.053*** (0.000)	0.049*** (0.000)	0.045*** (0.000)
DEBT	-0.001*** (0.000)	-0.002*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
PB	0.148*** (0.000)	0.150*** (0.000)	0.149*** (0.000)	0.147*** (0.000)	0.146*** (0.000)
RISK	-0.017*** (0.000)	-0.019*** (0.000)	-0.019*** (0.000)	-0.017*** (0.000)	-0.017*** (0.000)
INSIDE	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)
INDUSTRY	0.047*** (0.000)	0.050*** (0.000)	0.050*** (0.000)	0.045*** (0.000)	0.045*** (0.000)
N	1,840	1,840	1,840	1,840	1,840
Adj. R ²	0.450	0.450	0.457	0.456	0.460
F-statistic	215.71***	215.93***	221.91***	172.06***	175.03***

註：1. CONSTANT：常數項；Tobin's Q：以 Tobin's Q 經營績效；CSR：企業社會責任；ICF：投資活動淨現金流量；FCF：融資活動淨現金流量；CSR×ICF：CSR 與 ICF 之交乘項；CSR×FCF：CSR 與 FCF 之交乘項；SIZE：公司規模；DEBT：負債比率；PB：股價淨值比；RISK：市場風險；INSIDE：內部人持股率；INDUSTRY：產業類別，電子產業之企業則設為 1，反之則設為 0。2. 樣本數為 1,840。3. *、**與***分別代表為 10%、5%與 1%之顯著水準。

伍·結論與建議

近年來 CSR 之盛行，已從過去對各個層面利害關係人的重視延伸至各種永續商品的投資，也被視為企業吸引資金的必需品。而歐美國家 CSR 發展成熟，法遵也相對完善，台灣正處在 CSR 起飛的階段，除了法遵的要求之外，也正擴及到其他中小企業，使整體商業環境從早期利益優先的年代，加速轉往永續且和諧的全面化時代。然而管理階層掌握企業營運方針的決定權，主導相關的投資與融資活動，若經理人善用公司資金，著眼於長期經營原則，與企業整體經營績效勢必有密切的關係。本研究之期間為 2010 年至 2019 年，並以我國上市櫃之企業為研究樣本，亦選取納入「天下企業公民獎」、「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」之企業，以探討 CSR、投資與融資活動對經營績效之影響，研究結論彙總如下：

本研究發現(1) CSR 會對經營績效產生正向影響，表示企業擁有良好社會責任，且維持一定程度的非財務指標績效，顧及各方利害關係人之權益，並同時具備優良形象，能夠帶動經營績效之提升。(2)然而投資活動對經營績效會產生負向影響，說明投資淨現金流出越多，進行合理的併購活動、資本支出與其他投資行為時，會對企業營運產生優勢，並提升經營績效。融資活動亦會對經營績效產生負向影響，表示當企業宣告股利分享經營成果予投資人，代表公司經營穩定，且當公司償還舉債之利息，並清償其他流動負債時，表示企業擁有一定經營基礎，能夠定期支應債務支出。(3)對於 CSR 績效之調節效果，除了對投資活動與經營績效之間產生負向影響之外，在融資活動與經營績效之間並無顯著影響，說明當企業同時具備優越 CSR 績效時，宣告投資活動對大眾來說是一項利多，企業擴大其事業版圖、技術提升，會使受益層面更加廣闊，惟企業之其他投資計畫係屬投機行為時，是否能為公司帶來長期的效益，則有待未來做更進一步的探討；而 CSR 在融資活動與經營績效之間的效果並不明確，說明相關的股利發放、利息支應及其他負債償還，對企業來說仍為一項費用或可動用資金之流出，而企業資源流出對經營績效本身就屬負面消息，然而前項流出活動還需判斷用途，且由於產業性質不同，有待更深入的探討，所以依本研究之實證結果而言，CSR 並不會強化或削弱融資活動與經營績效之關係。

對於未來研究另提供下述改善建議：(1)未來研究可將本研究之投資活動淨現金流量與融資活動淨現金流量拆分成流入或流出進行更深入的研究，以進一步探討對經營績效之影響。(2)由於台灣近年發展出多種指數型基金，未來研究可將各類型 CSR 之指數型基金所納入之企業進行探討。(3)本研究將樣本進

行電子產業與非電子產業之區分，而未進行產業細分，且僅排除 KY 股、DR 股以及金融產業，後續研究可著重單一產業，更進一步探討各類型產業 CSR、投資與融資活動對經營績效之影響。(4)本研究僅針對有編制 CSR 報告之企業進行討論，後續研究可將企業區分為強制編製 CSR 報告與非強制編製 CSR 報告之企業做進一步探討。

下述為本研究之限制：(1)本研究採用納入天下雜誌之「天下企業公民獎」以及「元大臺灣 ESG 永續 ETF 證券投資信託基金」之企業，由於我國 CSR 正處於推行階段，與歐美國家相比起來較不完善，資料庫方面也相對不齊，雖然天下企業公民獎已舉辦多年，其評分制度與國際間大型評比機構仍有差異，且本研究採用納入指數型基金之企業，資料年度較短，導致本研究之結果未能客觀反映現實環境情況。(2)本研究之變數於 TEJ 資料中取得，然而尚有眾多資料缺漏，因此排除不少觀察值，可能導致本研究之結果受到影響。(3)由於臺灣 CSR 法規制訂落後歐美國家，本研究樣本篩選條件剔除於 2015 年訂定之股本未達新台幣五十億元以上之企業。

參考文獻

- 王克陸、黃思璋與陳建偉，「現金增資前後營業績效變化與自由現金流量假說」，*交大管理學報*，第 26 卷第 1 期，2006 年，頁 1-14。
- 王俐丰，「現金減資之資訊內容」，長榮大學財務金融學系碩士論文，2017 年。
- 王淑芬與林志福，「台灣 LED 產業價值鏈、IPO 時間與公司價值之研究」，*科技管理學刊*，第 16 卷第 1 期，2011 年，頁 1-17。
- 田國雙與楊茗，「綠色信貸與商業銀行企業社會責任披露相關性研究」，*財務與會計*，第 11 期，2018 年，頁 80-82。
- 池祥萱、池祥麟與梁綺羚，「企業社會責任之策略性分析」，*管理評論*，第 35 卷第 1 期，2016 年，頁 21-45。
- 余惠芳、梁立衡與賴韋君，「台灣電子業公司財務決策對經營危機影響之研究」，*全球管理與經濟*，第 14 卷第 1 期，2018 年，頁 97-109。
- 余惠芳、陳瑞惠與陳家蓁，「財務比率、投資決策與公司績效之實證研究—全球金融海嘯前後比較」，*全球管理與經濟*，第 6 卷第 2 期，2010 年，頁 1-18。
- 余惠芳與王永昌，「財務預警與公司治理—台灣傳統產業之實證研究」，*應用經濟論叢*，第 90 期，2011 年，頁 209-241。

- 余惠芳與梁正衡，「股利政策與投融資決策對公司績效影響之研究」，*全球管理與經濟*，第 15 卷第 1 期，2019 年，頁 17-40。
- 吳克、余惠芳、黃曉如與邱資凱，「財務槓桿、公司治理與公司績效之實證研究」，*全球管理與經濟*，第 8 卷第 2 期，2012 年，頁 40-54。
- 吳良海、王玲茜與張玉，「公益性捐贈會影響銀行信貸嗎？—政治關聯與會計穩健性的雙重視角」，*商業會計*，第 11 期，2019 年，頁 10-17。
- 杜文禮、張純明與廖敏齡，「台灣上市櫃公司買回庫藏股與股價、經營績效關係之研究」，*全球管理與經濟*，第 4 卷第 1 期，2008 年，頁 31-48。
- 沈中華與張元，「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 卷第 3 期，2008 年，頁 339-385。
- 侍台誠、蔡麗雯與相惠萍，「臺灣上市公司企業社會責任履行績效之影響因素研究—公司治理與智慧資本觀點」，*會計審計論叢*，第 9 卷第 1 期，2019 年，頁 119-166。
- 周寧康，「我國高科技上市公司併購績效影響因素研究」，*上海管理科學*，第 1 期，2018 年，頁 101-104。
- 林宛瑩、汪瑞芝與游順合，「研發支出、內部董事與經營績效」，*會計審計論叢*，第 2 卷第 1 期，2012 年，頁 61-90。
- 林怡君，「企業社會績效與企業財務績效關聯性之分析—以道瓊 STOXX 永續性指數為例」，*國立臺北大學合作經濟學系碩士論文*，2007 年。
- 胡雅婷，「自由現金流量、舉債決策與股權結構之相關性研究—以臺灣上市公司為例」，*國立中正大學財務金融學系碩士論文*，2014 年。
- 孫梅瑞、黃秋珍與蘇建州，「購併、撤資決策與公司成長機會關聯性之研究」，*商略學報*，第 5 卷第 2 期，2013 年，頁 79-98。
- 孫梅瑞與蕭瑞子，「國際多角化與企業績效、企業風險的關聯性及其影響因素之研究」，*管理與系統*，第 15 卷第 4 期，2008 年，頁 617-643。
- 孫艷梅與陶利斌，「股權結構、公司治理與社會責任行為」，*浙江學刊*，第 1 期，2019 年，頁 111-123。
- 高漢與胡超穎，「綠色併購對中國高耗能行業上市企業績效的影響」，*華東師範大學學報（哲學社會科學版）*，第 6 卷，2019 年，頁 162-172。
- 張大羿，「現金減資短期市場反應與長期營運績效之分析」，*國立政治大學會計學系碩士論文*，2018 年。
- 張幸惠，「企業社會責任與企業價值—以台灣就業 99 指數為例」，*評價學報*，第 12 期，2018 年，頁 31-56。
- 陳一如，「不同類型公司（專業經營 vs. 多角化）舉債的財富效果」，*臺大管理論叢*，第 21 卷第 2 期，2011 年，頁 315-347。

- 陳振遠、王健聰與洪世偉，「公司治理對於企業社會責任、公司價值之影響」，*中山管理評論*，第 25 卷第 1 期，2017 年，頁 135-176。
- 陳振遠、洪世偉與李臻勳，「臺灣推動企業社會責任及其股價績效之研究」，*證券服務*，第 647 期，2016 年，頁 25-35。
- 陳素琴，「研發投入與企業財務績效的相關性—基於高新技術企業的分析」，*開發研究*，第 3 期，2018 年，頁 144-152。
- 陳慶隆、王翰屏、林信煒與邱秀婕，「發生負面社會責任事件是否傳遞盈餘資訊性？」，*管理與系統*，第 27 卷第 3 期，2020 年，頁 237-272。
- 陳頤，「精英治理、股利政策與企業績效—基於 A 股與"A+H"股的比較研究」，*電子科技大學學報*（社會科學版），第 5 期，2019 年，頁 8-15。
- 黃仕斌與楊志龍，「研發投入、研發績效對公司經營績效之影響：以台灣高科技產業」，*科技管理學刊*，第 23 卷第 1 期，2018 年，頁 33-64。
- 黃冠育，「企業財務特性、併購型態與支付工具對併購後績效之影響」，國立政治大學會計學系碩士論文，2020 年。
- 楊和利與陳伯涵，「研發行為對財務績效之影響：風險中介效果的驗證」，*臺灣企業績效學刊*，第 5 卷第 1 期，2011 年，頁 61-88。
- 裘杰，「企業社會責任與企業財務績效的關係研究」，*產業與科技論壇*，第 2 期，2019 年，頁 103-104。
- 謝佩娟、林淑惠與張元，「企業發布社會責任報告書是否影響公司的銀行貸款成本—台灣上市櫃公司的實證分析」，*臺灣管理學刊*，第 19 卷第 1 期，2019 年，頁 47-75。
- 謝劍平，「資本支出宣告對股東財富之影響—Jensen 閒餘現金流量與 Tobin's Q 兩假說之驗證」，*中國財務學刊*，第 1 卷第 2 期，1994 年，頁 37-52。
- Amor-Esteban, V., Galindo-Villardón, M., García-Sánchez, I., & David, F. "An extension of the industrial corporate social responsibility practices index: New information for stakeholder engagement under a multivariate approach", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 26(1), 2019, pp. 127-140.
- Attig, N., Cleary, S., Ghouil, S., & Guedhami, O. "Corporate legitimacy and investment-cash flow sensitivity", *Journal of Business Ethics*, Vol. 121(2), 2014, pp. 297-314.
- Bhattacharya, C. B., & Sen, S. "Doing better at doing good: When, why, and how consumers respond to corporate social initiatives", *California Management Review*, Vol. 47(1), 2004, pp. 1-24.
- Brammer, S. J., & Pavelin, S. "Corporate reputation and social performance: The importance of fit", *Journal of Management Studies*, Vol. 43(3), 2006, pp. 435-455.
- Burke, P. F., Dowling, G., & Wei, E. "The relative impact of corporate reputation on consumer choice: Beyond a halo effect", *Journal of Marketing Management*, Vol. 34(13-14), 2018, pp. 1227-1257.
- Chauvin, K. W., & Guthrie, J. P. "Labor market reputation and the value of the firm", *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15(6), 1994, pp. 543-552.

- Chen, A., Kao, L., Tsao, M., & Wu, C. "Building a corporate governance index from the perspectives of ownership and leadership for firms in Taiwan", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15(2), 2007, pp. 251-261.
- Chen, C. Y., Tang, H. W., & Hung, S. W. "Corporate social responsibility and firm performance", The Global Business, Management Information System, Economics and Finance Research Conference. Tokyo, Japan, 2013.
- Davidson, W. N., Worrell, D., & Cheng, L. T. W. "The effectiveness of Osha penalties: A stock-market-based test", *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, Vol. 33(3), 1994, pp. 283-296.
- Deng, X., Kang, J.-K., & Low, B. S. "Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 110(1), 2013, pp. 87-109.
- Dyck, A., & Zingales, L. "Private benefits of control: An international comparison", *The Journal of Finance*, Vol. 59(2), 2004, pp. 537-600.
- Fombrun, C. J., & Gardberg, N. "Who's tops in corporate reputation?", *Corporate Reputation Review*, Vol. 3(1), 2000, pp. 13-17.
- Freeman, R. E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press, 1984.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. "Corporate governance and equity prices", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118(1), 2001, pp. 107-156.
- Hall, P. L., & Rieck, R. H. "The effect of positive corporate social actions on shareholder wealth", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 11(2), 1998, pp. 83-89.
- Jaffar, R., Aziendeh, R. R., Shukor, Z. A., & Abdul Rahman, M. R. C. "Environmental performance: Does corporate governance matter?", *Jurnal Pengurusan UKM Journal of Management*, Vol. 52, 2018, pp. 1-18.
- Jensen, M. C. "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76(2), 1986, pp. 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), 1976, pp. 305-360.
- Klassen, R., & Mclaughlin, C. "The impact of environmental management on firm performance", *Management Science*, Vol. 42(8), 1996, pp. 1199-1214.
- McWilliams, A., & Siegel, D. "Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification?", *Strategic Management Journal*, Vol. 21(5), 2000, pp. 603-609.
- Miller, M., & Modigliani, F. "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", *The Journal of Business*, Vol. 34(4), 1961, pp. 411-433.
- Oh, W., & Park, S. "The relationship between corporate social responsibility and corporate financial performance in Korea", *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 51(3), 2015, pp. 85-94.
- Porter, M. E., & Claas, V. L. "Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9(4), 1995, pp. 97-118.
- Roberts, P. W., & Dowling, G. R. "Corporate reputation and sustained superior financial performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 23(12), 2002, pp. 1077-1093.

- Savage, G., Nix, T., Whitehead, C., & Blair, J. "Strategies for assessing and managing organizational stakeholders", *Academy of Management Perspectives*, Vol. 5(2), 1991, pp. 61-75.
- Shen, C. H., & Chang, Y. "Ambition versus conscience, does corporate social responsibility pay off? The application of matching methods", *Journal of Business Ethics*, Vol. 88(1), 2009, pp. 133-153.
- Spicer, B. H. "Market risk, accounting data and companies' pollution control records", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 5(1), 1978, pp. 67-83.
- Vergalli, S., & Poddi, L. "Does corporate social responsibility affect the performance of firms?", 14th Coalition Theory Network Workshop, Maastricht, Maastricht University, 2009.
- Wright, P., Ferris, S. P., Hiller, J. S., & Kroll, M. "Competitiveness through management of diversity: Effects on stock price valuation", *Academy of Management Journal*, Vol. 38(1), 1995, pp. 272-287.
- Yamashita, M., Sen, S., & Roberts, M. "The rewards for environmental conscientiousness in the U.S. capital markets", *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. 12(1), 1999, pp. 73-82.

The Effect of Corporate Social Responsibility, Investment Activities and Financial Activities on Operating Performance

YI-NING CHUANG, JEN-TEN LIU, CHIA-CHI LEE*

ABSTRACT

This study examined the sample which defined as Corporate social responsibility from 2010 to 2019 when selected as Excellent in Corporate Social Responsibility in CommonWealth Magazine and Yuanta FTSE4Good TIP Taiwan ESG ETF by Taiwan listed companies. This study find that (1) Corporate social responsibility (CSR) will have a positive impact on operating performance, Investment activities net cashflow (cash outflow minus cash inflow) will have a negative impact on operating performance, indicating that the greater the net cash outflow of investment, performing reasonable merger activities, capital expenditures, and other investment activities, will have advantages in business operations, and improve operating performance. (2) Financing activities net cashflow (cash outflow minus cash inflow) will also have a negative impact on operating performance. When a company declares dividends to share operating results to investors, it represents the company's stable operation. When the company repays interest on debt, it means that the company has a steady operating foundation and can regularly pay debt expenses. (3) Regarding the moderating effect of CSR, in addition to have negative impact between investment activities net cashflow and operating performance, there is no significant impact between financing activities net cashflow and operating performance, indicating that when the company has excellent CSR performance at the same time, declare investment activity is a good news for the public, and the expansion of the business scale and technological upgrading of the enterprise will also broader the benefit. The moderating effect of CSR between financing activities net cashflow and operating performance is not clear, indicating that related dividend payment and interest payment are still an expense or an outflow of available sources of the company. Due to different nature of the industry, according to the empirical results of this study, CSR is not strengthening or weaken relationship between financing activities net cashflow and operating performance.

Keywords: Corporate Social Responsibility; Investment Activities; Financial Activities; Operating Performance

* Yi-Ning Chuang, Consultant, EY Business Advisory Services Inc. Jen-Ten Liu, Professor, Department of Accounting Information, National Taipei University of Business. Chia-Chi Lee, Professor, Department of Accounting Information, National Taipei University of Business, Corresponding Author.