

# 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

池祥麟

國立台北大學合作經濟學系

林怡君

國立台北大學合作經濟學系

## 摘要

企業財務績效和企業社會績效之間的關聯性，學術界在過去數十年來持續進行相關的實證研究，但兩者之間的關聯究竟是正向、負向或無關，卻仍然眾說紛紜。因此，本研究試圖以下述方法克服過去實證研究所遭遇的問題，包括：集中於單一產業別、跨國性資料之運用、擴大研究期間、選擇多面向的企業社會績效衡量指標與多種財務績效指標，以及運用聯立方程式模型。

本研究以歐洲地區的銀行業為研究對象，檢視企業社會績效與企業財務績效兩者之間的因果關係。實證結果發現，銀行業的社會績效與財務績效之間互為因果，而且兩種績效為彼此減分。也就是說，當歐洲的銀行業在善盡社會責任時，對其財務績效有負向的影響，代表當他們承擔企業社會責任時，可能導致經營成本增加，競爭優勢降低，以及財務績效的下降；其次，當歐洲的銀行業有較佳（較差）的財務績效時，其善盡社會責任的程度會減少（增加），代表他們在財務績效較差時，可能會透過善盡社會責任的作法，以掩飾其不佳的財務績效。根據以上結果，我們建議銀行在善盡社會責任時，應該加強發揮創意，策略性地思考如何將承擔社會責任的過程轉化成商機，以同時增加股東的利益。

**關鍵字：**企業社會績效、企業社會責任、企業財務績效、競爭、銀行業

## 1. 緒論

近年來，顧客、員工、供應商、社區團體、政府及其他利害關係人愈來愈要求企業應該承擔企業社會責任 (corporate social responsibility; CSR)。有些企業會投入更多的資源在社會責任的行為上，以回應這些利害關係人所關心的事，但有些企業經理人卻認為投資在企業社會責任上會影響他們追求利潤最大化的結果。所以當企業善盡企業社會責任時，可能會改善企業與利害關係人的關係，進而使企業財務績效 (corporate financial performance; CFP) 提高，但也有可能會因此產生較多的成本，使其財務績效下降，無法達到利潤最大化的目標；亦可能是企業在其財務績效比較好的時候，才會去善盡企業社會責任；或是企業經理人在企業財務績效不好時，才會增加投資在企業社會責任的資源，以掩飾其財務績效不好的情況。

因此，企業社會責任與企業財務績效之間的關聯性究竟為何？首先，CSR是影響CFP的原因嗎？亦即企業善盡社會責任會正面或負面影響財務績效呢？其次，CSR是受CFP影響的結果嗎？亦即財務績效較佳的企業才會善盡社會責任呢？還是財務績效較差的企業為了轉移焦點以掩飾其不佳的財務狀況，才會投入較多資源於善盡社會責任上呢？最後，究竟企業應不應該善盡企業社會責任呢？如果能夠確實掌握兩者之間的關係，對於企業經理人與其他直接或間接受CSR影響的利害關係人來說，將具有相當程度的參考價值。

但是，超過半個世紀以來，善盡企業社會責任的程度 (亦即企業社會績效 (corporate social performance; CSP)) 與CFP之間的關聯性在學術界一直被熱烈討論著 (Dodd, 1932; Jarrell and Peltzman, 1985; Hoffer et al., 1988; Preston and O'Bannon, 1997; Waddock and Graves, 1997; Griffin and Mahon, 1997; McWilliams and Siegel, 2000; Simpson and Kohers, 2002)，但兩者之間的實證結果並不一致，亦即有些研究認為是負向關係，有些則發現正向關係。此種不一致的原因，大致可以分為以下幾點：

第一，模型設定不適當。McWilliams and Siegel (2000) 指出過去學術界在CSP與CFP之間不一致的實證結果，可能是忽略了「研發」變數對CFP的影響。

第二，大部分的研究都是跨產業的研究。Griffin and Mahon (1997) 指出跨產業研究的問題在於不同產業的CSP不能比較。原因在於各種產業具有不同的特性，也面對不同的利害關係人組合，從而各產業的CSP具有不同的本質 (Griffin and Mahon, 1997; Rowley and Berman, 2000)。Rowley and Berman (2000) 也建議CSP的研究應該限定在某一特定產業上，以避免這樣的問題。

第三，研究範圍較為侷限。過去在CSP與CFP關聯性的實證研究上，譬如

Simpson and Kohers (2002) 僅侷限於某一特定國家 (美國當地的銀行業) 的樣本，而未能透過跨國性的資料加以分析。

第四，研究期間較短。譬如Simpson and Kohers (2002) 以社區再投資法案評等 (CRA rating) 作為社會績效的衡量方法，以檢視美國當地商業銀行的社會責任行為與財務績效的關連時，僅包含了1993年到1994年的資料。

第五，CSP指標選取的不適當。過去有些研究在衡量CSP時，僅集中在一個或兩個的社會績效領域上，卻忽略了其他領域，故學者們建議應利用各方訊息的取得，產生一個廣泛綜合性的CSP衡量指標 (Waddock and Graves, 1997; Griffin and Mahon, 1997; Carroll, 2000)。原因在於CSP是一個多面向的概念，包含各種投入 (如投資在環境污染控制或其他環境策略上)、企業內部的行為或程序 (如對少數族群或婦女的照顧、產品品質、顧客關係管理)，及產出 (如社區關係和慈善行為) 的行為 (Wood, 1991a, 1991b; Aupperle et al., 1985; Wolfe and Aupperle, 1991; Aupperle, 1991; Miles, 1987; Gephart, 1991; Waddock and Graves, 1997)。Griffin and Mahon (1997) 並指出由獨立第三者以客觀的篩選準則來評等企業的CSP是比較好的方式。

第六，CFP指標選取的不適當。Griffin and Mahon (1997) 認為應該使用多種的財務績效衡量方式，而且應該使用會計方法而不是用市場方式來衡量，因為市場方式衡量的財務績效，可能會受到其它因素的影響。McGuire, Sundgren & Schneeweis (1988) 則認為僅以「會計基礎」作為CFP的衡量反而有缺點，因為會計數字僅反映出企業歷史性的行為，而且在處理過程及相異的會計程序上，將容易產生偏差。

第七，缺乏因果關係的驗證。過去在CSP與CFP 關聯性的實證研究上，較集中於單向關係的討論 (如Simpson and Kohers (2002))，而忽略兩者之間互為因果的可能。亦即實證模型應該能夠確立究竟是CSP影響CFP？還是CFP影響CSP？亦或是兩者之間是互相影響的？

因此，本研究的研究目的如下：

1. 避免 McWilliams and Siegel (2000) 所提出之忽略「研發」變數的問題。因為通常銀行業沒有研發支出，而且在我們所研究的歐洲銀行業資料中，也發現並沒有研發支出的資料。
2. 考慮CSP與CFP會隨時間而改變的資訊。McWilliams and Siegel (2000) 雖然以多年資料來分析CSP對CFP的影響，但卻以CSP與CFP的年平均值來進行實證研究，忽略了CSP與CFP會隨著時間而改變的特性。因此，本研究試圖以橫縱資料的方式，考慮CSP與CFP會隨著時間而改變的特性。

3. 單一產業別。本研究係針對「銀行業」作為研究對象，以避免不同產業的CSP無法相互比較的問題。
4. 跨國性研究。本研究以「歐洲地區的銀行業」當作研究對象，進一步擴大樣本的選取範圍。
5. 多面向的CSP衡量指標。本研究係採用道瓊STOXX永續性指數作為CSP的衡量，且道瓊STOXX永續性指數是由獨立的第三者透過三面向（經濟、環境、社會）的準則評估來衡量CSP，故有較佳的可信度。<sup>1</sup>
6. 較長的研究期間。本研究以較長的研究期間，從2002年到2005年共長達4年的時間，研究資料共計256筆銀行年（bank-year）。
7. 多種的財務績效衡量方式。本研究係利用二種不同的財務績效衡量：資產報酬率（Return on Assets；以下皆以ROA簡稱）及股票報酬率（Issue Market Return；以下皆以IMR簡稱），分別來檢視其與CSP之關係。
8. 透過聯立方程式模型的設定。試圖瞭解CSP與CFP之間的因果關係，並針對研究結果提出分析與建議。

## 2. 研究假說

根據相關的假說與理論對於CSP與CFP之間關聯性的定義與兩者之間的因果關係影響方向，本研究建立之假說分別如下：

首先，Cornell and Shapiro (1987) 認為疏於滿足各種非股東的預期將會造成市場恐懼，進而增加公司的風險貼水且將導致較高的成本及損失獲利機會。根據Cornell and Shapiro (1987) 的分析，Preston and O'Bannon (1997) 進一步主張若能滿足主要利害關係人（例如：員工、顧客）的要求將增加公司的名聲，對公司的財務績效有正向的影響；相反地，若不能達到那些利害關係人的期望將導致公司的財務績效有負向的影響。利害關係人理論的「社會影響（social impact）」觀點意指在社會績效和財務績效之間存在一種領先-落後（lead-lag）的關係：先發展外部的名聲（有利的或不利的），然後才有財務的結果（有利的或不利的）。

---

<sup>1</sup>道瓊指數（Dow Jones Indexes）、STOXX有限公司（STOXX Limited）和永續資產管理集團（Sustainable Asset Management Group; SAM）三方合作推出「道瓊永續性指數（Dow Jones Sustainability Indexes; DJSI）」。該指數是追蹤在企業永續性領域上領先企業的績效表現，包含有多種全球的和歐洲的指數，且所有的道瓊永續性指數都是根據相同的企業永續性評估準則（包括經濟、環境與社會三大層面）和個別的準則進行評估。就全球而言，道瓊永續性全球指數（Dow Jones Sustainability World Indexes; DJSI World）於1999年正式推出；就歐洲而言，道瓊STOXX永續性指標（Dow Jones STOXX Sustainability Indexes; DJSI STOXX）是自道瓊STOXX 600指數的成份股中，挑選其中較重視永續性的企業所建構之歐洲企業永續性指數，並於2001年10月15日正式推出。

因此，**社會影響假說 (social impact hypothesis)** 意味著好的社會績效將導致好的財務績效，兩者之間存在正向的關係。

**良好管理理論 (good management theory)** 認為好的社會績效需要一些管理的技巧和策略，這也是好的財務績效所需要的 (Alexander and Buchholz, 1978; Anderson and Frankle, 1980; Davis, 1973; Frooman, 1997; Ullmann, 1985; Waddock and Graves, 1997)。Schuler and Gording (2006) 指出有好的社會行為之公司將被預期會經常去做好的市場行為。且市場的參與者在得知這樣的訊息，參與者將會透過消費、投資和受雇行為等方式去獎勵這些「良好管理」的行為。因此，良好管理理論結合管理行為和社會行為，利害關係人也可能從觀察企業的市場行為來推論企業的社會行為，故良好的管理與企業社會績效之間有高度相關。Freeman (1984) 指出當企業關心企業社會績效領域時，將增進與主要利害關係人的關係，且進一步產生較好的整體績效。Waddock and Graves (1997) 也發現財務績效取決於好的社會績效，在社會績效上的表現與良好的管理亦有關聯性。也就是說，良好的員工 (包括婦女團體和弱勢族群) 關係將可增加生產力和滿意度；良好的社區關係可能會刺激當地政府單位提供企業所得稅寬減額或減少法律規範的動機，以降低企業的成本，增加企業的競爭優勢；外部的利害關係人對企業的正面看法將增加產品的銷售或減少其利害關係人管理的成本。因此，若企業有好的社會績效將增加企業的財務績效，兩者之間存在正向的關係。

**利害關係人契約成本理論 (stakeholder contract costs theory)** 認為企業社會績效的利益比成本還要重要。企業若遵守這種隱藏的契約 (implicit contract) 將促進社會的和諧，並最小化維持與利害關係人關係的成本 (Jones, 1995)。亦即利害關係人將預期企業會公平地處理有關他們的權利，因此企業的社會績效行為對減少與利害關係人相關的成本是有用的 (Sen, 1997; Swanson, 1995)。Schuler and Gording (2006) 指出若企業違反公平的基準，利害關係人可能藉由提供一些對企業不好的訊息給其他利害關係人以阻礙企業的行為，將導致企業經營成本的增加。也就是說，利害關係人會因為企業的社會績效而去改變他們的行為，進而影響企業的財務績效。因此，有好的社會績效之企業應該比那些有不好的社會績效之企業有較低的利害關係人管理成本，且賺取較高的財務報酬 (Jones, 1995)。

綜合上述，三種假說 (社會影響假說、良好管理理論、利害關係人契約成本理論) 皆意味著有好的企業社會績效，可以改善與利害關係人的關係，進而增加企業的財務績效。因此，我們得到以下假說：

**假說1：當企業愈重視企業社會績效時，將改善與利害關係人的關係，進**

### 一步增加其財務績效。

其次，**抵換假說 (trade-off Hypothesis)** 宣稱社會績效是自變數且社會成就是包含財務成本的。此假說反映了古典Friedman的立場。另外，Vance (1975) 認為相對於市場平均而言，社會績效好的公司其股票價格將下跌。Aupperle, Carroll, and Hatfield (1985) 也指出企業分配資本、資源在其他社會責任行為(例如：慈善事業、環境保護、社區發展等等。)上可能使該企業相對於較少社會行為的企業來說是處於一個相對的劣勢，降低其競爭優勢。因此，當企業與競爭者或其他基準比較時，企業較高的社會績效可能會降低其財務績效。

**私有成本理論 (private costs theory)** 假定企業社會績效僅造成企業的成本增加，卻無法獲得相對的報酬 (Aupperly, Carroll, and Hatfield, 1985; Friedman, 1970; Preston and O'Bannon, 1997)。Schuler and Gording (2006) 指出私有成本理論是假定社會行為是「不好的」，因為社會行為使他們不能最大化企業的私有報酬。企業投資在社會行為上可能使一些團體受惠，但私有的利益卻是減少的。例如，當企業投資在減少污染的設備上，提供了超出法律和社會預期的公共財—新鮮的空氣，但資本投資的成本可能會超過私有的利益(僅為了提供給企業投資的新鮮空氣)。因此，私有成本理論意味著管理者在做社會行為時，卻忽略了做這樣的行為其(私有的)機會成本，因而犧牲對他們自己本身或對社會更有利益的行為(Friedman, 1970)。故在其他條件相同下，這樣的社會行為將導致較差的財務績效。這說法與良好管理理論是相反的。

Jensen and Meckling (1976) 指出**經營階層的狡詰理論 (managerial guile theory)** 是源於代理理論 (agency theory)。因為所有權人要去監督經理人的行為是很困難的，尤其是大型的企業 (Berle and Means, 1932)，所以即使從事企業社會行為會損害企業的整體績效，有些經理人仍會基於他們自身的私人利益從事企業社會行為 (Preston and O'Bannon, 1997)。Schuler and Gording (2006) 指出：如同私有成本理論，經營階層的狡詰理論意味著經理人將資源用在社會目標上，而不將這些資源用在有高生產力的產品上，將使企業的財務績效無法達到最大化的目標。

綜合上述，三種假說(抵換假說、私有成本理論、經營階層的狡詰理論)皆意味著：當企業的社會績效較好時，因為成本的增加，無法達到利潤最大化的目標，因此，相對於其他社會績效較低的企業來說，有較差的財務績效。因此，我們得到以下的假說：

**假說2：當企業愈重視企業社會績效時，成本的增加，將導致其企業財務績效下降。**

再者，Preston and O'Bannon (1997) 指出雖然企業希望能遵循良好企業品德表現的規範法則，但是他們的實際行為卻取決於資源的可利用性。若公司有獲利的话，則公司有能提供任何計畫的資金需求，也就包含有關社會績效的計畫。因此，當公司的財務績效增加，則公司會去做社會責任行為；若公司的財務績效不好時，則公司也就不會去做社會責任行為，故**可利用資金假說 (available funds hypothesis)** 意味著CFP將影響CSP，且CFP與CSP之間存在著正向的關係。

**閒置資源理論 (slack resources theory)** 認為較好的財務績效將增加閒置 (財務的或其他的) 資源的可利用性，並給予企業投資在社會績效領域的機會，例如：社區關係、員工關係、或環境等。假如閒置資源是可以利用的，那麼將這些資源分配到社會領域上將會產生較好的社會績效。Waddock and Graves (1997) 也指出那些有財務問題的企業沒有多餘的能力去做有關企業社會績效的活動，因此當財務績效好的企業有更多的資源花費在社會責任行為上將能改善長期的企業形象及企業與利害關係人的關係。閒置資源理論意味著較好的財務績效將增加企業投資到社會績效的可能性，進而影響企業的社會績效。

Schuler and Gording (2006) 認為**可負擔理論 (affordability theory)** 將焦點集中在社會績效的成本。因為社會行為是昂貴的，所以只有那些有良好財務績效的企業才有能力去進行企業社會行為。這個理論與Carroll (1979) 提出的企業社會責任模型相似：經理人必須先達到有利可圖的，接著符合法律規範，然後合乎道德的，最後才是無條件的利他責任。明智而審慎地管理好前三個部份，經理人才有資源能配置在無條件的利他行為上。此理論意味著有好的財務績效才有能力去做社會行為，進而增加企業的社會績效，故CFP將影響CSP，且兩者之間為正向的關係。

綜合上述，三種假說 (可利用資金假說、閒置資源理論、可負擔理論) 指出：較好的財務績效將增加企業投資到社會績效的可能性，進而影響企業的社會績效。因此，我們得到以下的假說：

**假說3：當企業有較好的財務績效時，企業愈可能從事企業社會責任行為，進而改善其社會績效。**

最後，Weidenbaum and Vogt (1987) 和 Williamson (1967; 1985) 認為企業經理人可能會追求他們自己私人的目標，而對股東和其他利害關係人造成損害。Posner and Schmidt (1992) 和 Alkhafaji (1989) 也認為在企業決策制訂時，經理人會優先考慮他們自己最重要的利益，其次才考慮顧客的利益。Preston and O'Bannon (1997) 指出「**經營階層的機會主義假說 (managerial**

opportunism hypothesis)」意指為了追求私人的經營目標，將可能導致財務績效與社會績效之間為負向的關係。他們認為：當財務績效好的時候，經理人可能會藉由減少社會支出，試圖利用機會去增加他們自己短期的收益；相反地，當財務績效不好的時候，經理人可能會藉由從事顯而易見的社會計畫，試圖補償或似乎是證明他們令人失望的結果是正當的。此假說意味著CFP將負向影響CSP。因此，我們得到以下假說：

**假說4：當企業財務績效較好時，企業愈不會去從事企業社會責任行為。**

**亦即，當企業財務績效較不好時，企業愈會去從事企業社會責任行為。**

### **3. 模型設定**

#### **3.1 變數定義**

##### **(1) 以「企業財務績效 (CFP)」為應變數**

為了能進一步檢視CSP與CFP的因果關係，本研究不同於其他學者的是，在影響CFP的變數中，除了以「當期的CSP」做為自變數外，亦加入「前一期的CSP」變數，當研究結果顯著的話，則表示前一期的CSP會影響下一期的CFP，亦即兩者間領先-落後 (lead-lag) 的關係是先有社會績效，然後才有財務的結果。

此外，Smith (1998) 發現當銀行的競爭程度增加，對金融體系的效率有正面的影響，進而增加總體經濟的績效。但Glen, Lee and Singh (2003) 認為當市場競爭程度較高時，企業的獲利力持續性 (persistency of profitability) 將較難維持，也就是說，如果當期的利潤再下一期將無法預期維持在相同水準的利潤，表示利潤可能受到競爭者的侵蝕；相反地，當競爭程度較小時，企業獲利力可能會更有持續性。亦即市場競爭程度對企業的獲利力持續性會有負面的影響。綜合上述，競爭程度對於CFP亦有影響，因此，本研究在考慮CFP時，亦納入「競爭程度」之變數，以利本研究進行更完整的實證分析。

最後，本研究在探討CFP之主要控制變數包括：規模、國家財富、各國人口數、借貸比率、經常性支出、收益資產分別以總資產 (Total assets)、每人國民所得 (PGDP)、人口數 (Population)、負債比率 (Total Liabilities/ Total Assets)、非利息費用佔總收入的比例 (Noninterest Expenses/Total Revenue)、收益資產 (Earning Assets) 作為衡量的代理變數。

##### **(2) 以「企業社會績效 (CSP)」為應變數**

根據過去學者提出可能影響企業善盡社會責任的因素，以作為本研究探討影響CSP之參考。本節將決定因素分為兩部分，分別為總體面因素與個體面因素。

## 1. 總體面因素

首先，為了簡化檢視，Campbell (2005) 的研究假設最大化利潤和股東價值的責任是阻止企業從事社會責任行為的根源。因為收益較少的企業比起那些收益較好的企業僅有較少的資源可以分配到社會責任的活動，也就是說財務績效較好的企業才有能力及較多的閒置資源可以分配到企業社會責任的行為，這個論點即為閒置資源假說 (Waddock and Graves, 1997)。同樣地，企業在高通貨膨脹率、低的生產成長率、消費者信心不足等經濟環境不好的情況下，相對來說，企業較難成為營運健全的公司，因此短期內企業有較少的意願去從事社會責任行為。故 Campbell (2005) 提出以下的定理：相對來說，財務績效較差的企業和在相對不健全的經濟環境下短期內收益率可能會受限制的企業，將較少的意願去從事社會責任行為。

其次，Campbell (2005) 提出的第一個企業社會責任行為的制度面解釋是國家的法規支持。若檢視過去的案例，便可清楚瞭解到法規的重要性。例如，安隆 (Enron) 事件、美國會計欺騙行為及1990年代其他企業的醜聞大部分都可以歸因於財務的撤銷管制規定 (Stiglitz, 2003)。當然，不僅是法規的存在，國家監督企業行為和執行這些法規的能力也是必要的，但不應假設政府是有效率的。因此，Campbell (2005) 提出以下的定理：假如有強硬的和執行力好的國家法規去保護這樣的行為，尤其是假如在這些法規和執行能力的發展過程是以在企業、政府和其他相關的利害關係人之間的協商和共識建立為基礎，企業將更願意從事企業社會責任行為。

再者，Campbell (2005) 指出企業從事社會責任行為與他們所面對的競爭程度有關。當在競爭程度很大的環境下，廠商的邊際利潤將會減少而股東價值和企業的經營將存在風險，則他們會有從事企業不負責任行為的動機，因為他們相信這將會幫助他們變得有利益且可以繼續經營。然而，當在競爭程度中等的情況下，至少確保廠商有適度的利潤且並不會在面臨危急的經營問題，企業較不會去從事社會不負責任行為。因為需要從事不負責任行為的動機變小，且經理人為了繼續成功經營會變得更關心在維護企業的名聲。假如企業的名聲受到損害，那麼企業要繼續與其消費者與供應商交易就會變得更加困難，故會危害到企業的利潤 (MacCaulay, 1963)。最後，當企業在競爭程度很小、或是不存在的情況下 (例如：獨占或壟佔)，企業較不會去從事企業社會責任行為，這是因為在這種條件下，企業家數太少，供應商和消費者的選擇也較少，像是企業名聲或顧客忠誠度並不會影響他們的銷售、利潤、或生存。綜合上述情況，Campbell (2005) 提出以下的定理：假如競爭程度太大或太小，則企業較不可能從事企業社會責任的行為。

即，競爭與企業的社會責任行為為曲線關係。

因此，綜合上述總體面因素，本研究將考量總體環境、競爭程度、法律面對企業社會績效的影響，分別以經濟成長率 (Economic Growth)、CR<sub>4</sub> (前四大銀行的集中度)、法律執行力 (Legal Enforcement) 及反董事會權利 (Antidirector Rights) 作為代理變數的衡量。

## 2. 個體面因素

Dierkes and Coppock (1978), Trotman and Bradley (1981) 及 Formbrun and Shanley (1990) 認為規模較大的企業因為其企業知名度較高，易受到社會大眾的注意，所以他們較可能去善盡企業社會責任，因此企業的規模與承擔企業社會責任的程度有正向的關係，也就是說企業的規模越大，其從事或承擔企業社會責任的可能性就越大。故沈中華、張元 (2006) 以企業的資產總額、銷售淨額及員工人數作為衡量企業規模大小的代理變數。

Moore (2001) 認為當企業的財務績效越好，企業將有餘力且可投資更多資源在企業社會責任行為上。McGuire et al. (1988) 亦發現當財務績效被視為領先變數 (leading variable) 時，有較強烈的正向關係，Preston et al. (1991) 的研究也支持此研究部分的結果。Kraft and Hage (1990) 發現閒置資源的可利用性 (例如：以前的利潤)，強烈影響企業從事社區服務的水準。因此，企業的財務績效與企業承擔社會責任的可能性有正向的關係。但 Posner and Schmidt (1992) 與 Alkhafaji (1989) 認為企業為了要追求利潤最大化，當企業的財務績效好的時候經理人會減少企業從事社會責任的行為，或降低投資在企業社會責任的支出，進而增加經理人自己的短期收益，因此會降低企業承擔社會責任的可能性。沈中華、張元 (2006) 以每股盈餘、息前稅前盈餘及營業利益作為衡量企業財務績效的代理變數。

Pava and Kruausz (1996)、Preston and O'Bannon (1997) 及 Stanwick and Stanwick (1998) 認為企業若擁有良好的管理制度與能力將使得企業在社會責任行為上也有好的表現，獲得好的名聲並得到社會大眾的信任，進而增加企業的財務績效。因此，企業的管理能力與企業承擔社會責任行為的能力亦有正向的關係，也就是說當企業的財務管理能力越好，其在管理社會責任行為的能力也就越好。沈中華、張元 (2006) 以總資產週轉次數、流動比率及每人營業利益作為衡量企業管理能力的代理變數。

因此，綜合上述個體面因素，本研究將考量規模、企業財務績效、企業管理能力對企業社會績效的影響，分別以總資產、資產報酬率或股票報酬率、總資產週轉率 (Total Assets Turnover) 作為代理變數的衡量。

## 3.2 迴歸模型

### (1) 當期CSP與當期CFP之交互影響

在探討企業社會績效與企業財務績效之間的關連性與其因果關係時，我們考慮了兩者之間可能是同時發生或是相互影響的，因此將面臨到聯立方程式中互為內生的問題。又本研究之模型設定是過度認定的情況下，故將採用兩階段最小平方法 (two-stage least squares procedure; 2SLS) 作為計量分析的方法，以使研究結果更為完善。迴歸模型設定如下：

$$\begin{aligned} \text{CFP}_{ijt} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CSP}_{ijt} + \alpha_2 \text{Total Assets}_{ijt} + \alpha_3 \text{PGDP}_{it} + \alpha_4 \text{Population}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{Total Liabilities}_{ijt} / \text{Total Assets}_{ijt} \\ & + \alpha_6 \text{Noninterest Expenses}_{ijt} / \text{Total Revenue}_{ijt} \\ & + \alpha_7 \text{Earnings Assets}_{ijt} + \alpha_8 \text{CR}_{4it} + \varepsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (3-1)$$

$$\begin{aligned} \text{CSP}_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CFP}_{ijt} + \beta_2 \text{PGDP}_{it} + \beta_3 \text{Economic Growth}_{it} \\ & + \beta_4 \text{Total Assets}_{ijt} + \beta_5 \text{Total Assets Turnover}_{ijt} \\ & + \beta_6 \text{CR}_{4it} + \beta_7 \text{CR}_{4it}^2 \\ & + \beta_8 \text{Legal Enforcement}_i + \beta_9 \text{Antidirector Rights}_i \\ & + \varepsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (3-2)$$

其中， $i$ 表示第 $i$ 個國家； $j$ 表示第 $j$ 家銀行； $t$ 表示第 $t$ 年； $\text{CFP}_{ijt}$ 代表第 $i$ 個國家第 $j$ 家銀行在第 $t$ 年的企業財務績效，以資產報酬率或股票報酬率作為衡量的代理變數； $\text{CSP}_{ijt}$ 表示第 $i$ 個國家第 $j$ 家銀行在第 $t$ 年的企業社會績效； $\text{Total Assets}_{ijt}$ 表示第 $i$ 個國家第 $j$ 家銀行在第 $t$ 年的總資產； $\text{PGDP}_{it}$ 表示第 $i$ 個國家第 $t$ 年每人國內生產毛額； $\text{Population}_{it}$ 表示第 $i$ 個國家第 $t$ 年的人口數； $\text{Total Liabilities}_{ijt} / \text{Total Assets}_{ijt}$ 表示第 $i$ 個國家第 $j$ 家銀行在第 $t$ 年的負債比率； $\text{Earnings Assets}_{ijt}$ 表示第 $i$ 個國家第 $j$ 家銀行在第 $t$ 年的收益資產； $\text{Noninterest Expenses}_{ijt} / \text{Total Revenue}_{ijt}$ 表示第 $i$ 個國家第 $j$ 家銀行在第 $t$ 年的非利息費用佔總收入的比例； $\text{Economic Growth}_{it}$ 表示第 $i$ 個國家在第 $t$ 年的經濟成長率； $\text{Total Assets Turnover}_{ijt}$ 表示第 $i$ 個國家第 $j$ 家銀行在第 $t$ 年的總資產週轉次數； $\text{CR}_{4it}$ 表示歐洲地區第 $i$ 個國家第 $t$ 年銀行業的集中度； $\text{Legal Enforcement}_i$ 表示第 $i$ 個國家的法律執行力； $\text{Antidirector Rights}_i$ 第 $i$ 個國家的反董事會權利； $\varepsilon_{ijt}$ 為誤差項。

如果 $\alpha_1$ 顯著大於0時，即表示當期的CSP對當期的CFP有正向的影響；反之，當 $\alpha_1$ 顯著小於0，即表示當期的CSP對當期的CFP有負向的影響。

如果 $\beta_1$ 顯著大於0時，即表示當期的CFP對當期的CSP有正向的影響；反之， $\beta_1$ 顯著小於0時，即表示當期的CFP對當期的CSP有負向的影響。

## (2) 前一期CSP對當期CFP之影響

$$\begin{aligned} \text{CFP}_{ijt} = & \lambda_0 + \lambda_1 \text{CSP}_{ijt-1} + \lambda_2 \text{Total Assets}_{ijt} + \lambda_3 \text{PGDP}_{it} + \lambda_4 \text{Population}_{it} \\ & + \lambda_5 \text{Total Liabilities}_{ijt} / \text{Total Assets}_{ijt} \\ & + \lambda_6 \text{Noninterest Expenses}_{ijt} / \text{Total Revenue}_{ijt} \\ & + \lambda_7 \text{Earnings Assets}_{ijt} + \lambda_8 \text{CR}_{4it} + \varepsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (3-3)$$

其中， $i$ 表示第*i*個國家； $j$ 表示第*j*家銀行； $t$ 表示第*t*年； $\text{CFP}_{ijt}$ 代表第*i*個國家第*j*家銀行在第*t*年的企業財務績效，以資產報酬率或股票報酬率作為衡量的代理變數； $\text{CSP}_{ijt-1}$ 表示第*i*個國家第*j*家銀行在第*t-1*年的企業社會績效； $\text{Total Assets}_{ijt}$ 表示第*i*個國家第*j*家銀行在第*t*年的總資產； $\text{PGDP}_{it}$ 表示第*i*個國家第*t*年每人國內生產毛額； $\text{Population}_i$ 表示第*i*個國家第*t*年的人口數； $\text{Total Liabilities}_{ijt} / \text{Total Assets}_{ijt}$ 表示第*i*個國家第*j*家銀行在第*t*年的負債比率； $\text{Earnings Assets}_{ijt}$ 表示第*i*個國家第*j*家銀行在第*t*年的收益資產； $\text{Noninterest Expenses}_{ijt} / \text{Total Revenue}_{ijt}$ 表示第*i*個國家第*j*家銀行在第*t*年的非利息費用佔總收入的比例； $\text{CR}_{4it}$ 表示歐洲地區第*i*個國家第*t*年銀行業的集中度； $\varepsilon_{ijt}$ 為誤差項。

如果 $\lambda_2$ 顯著大於0時，即表示前一期的CSP對下一期的CFP有正向的影響，則社會影響假說、良好管理理論、利害關係人契約成本理論皆成立；反之，如果當 $\lambda_2$ 顯著小於0時，即表示前一期的CSP對下一期的CFP有負向的影響，則抵換假說、私有成本理論、經營階層的狡詰理論皆成立。

## (3) 前一期CFP對當期CSP之影響

$$\begin{aligned} \text{CSP}_{ijt} = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{CFP}_{ijt} + \gamma_2 \text{PGDP}_{it} + \gamma_3 \text{Economic Growth}_{it} \\ & + \gamma_4 \text{Total Assets}_{ijt} + \gamma_5 \text{Total Assets Turnover}_{ijt} \\ & + \gamma_6 \text{CR}_{4it} + \gamma_7 \text{CR}_{4it}^2 \\ & + \gamma_8 \text{Legal Enforcement}_i + \gamma_9 \text{Antidirector Rights}_i \\ & + \varepsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (3-4)$$

其中， $i$ 表示第*i*個國家； $j$ 表示第*j*家銀行； $t$ 表示第*t*年； $\text{CSP}_{ijt}$ 表示第*i*個國家第*j*家銀行在第*t*年的企業社會績效； $\text{CFP}_{ijt-1}$ 表示第*i*個國家第*j*家銀行在第*t-1*年的企業財務績效，以資產報酬率或股票報酬率作為衡量的代理變數； $\text{Economic Growth}_{it}$ 表示第*i*個國家在第*t*年的經濟成長率； $\text{Total Assets}_{ijt}$ 表示第*i*個國家第*j*家銀行在第*t*年的總資產； $\text{PGDP}_{it}$ 表示第*i*個國家第*t*年每人國內生產毛額； $\text{Total Assets Turnover}_{ijt}$ 表示第*i*個國家第*j*家銀行在第*t*年的總資產週轉次數； $\text{CR}_{4it}$ 表示歐洲地區第*i*個國家第*t*年銀行業的集中度； $\text{Legal Enforcement}_i$ 表示第*i*個國家的法律執行力； $\text{Antidirector Rights}_i$ 表示第*i*個國家的反董事會權利； $\varepsilon_{ijt}$ 為誤差項。

如果  $\gamma_2$  顯著大於0時，即表示前一期的CFP對下一期的CSP有正向的影響，則可利用資金假說、閒置資源理論、可負擔理論皆成立；反之，當  $\gamma_2$  顯著小於0時，即表示前一期的CFP對下一期的CSP有負向的影響，則經營階層的機會主義假說成立。

#### 4. 資料來源與敘述統計

本研究係以道瓊STOXX 600股價指數 (Dow Jones STOXX 600 index) 成份股中的銀行業為研究對象，在這些成份股中，若同時還被挑選為道瓊STOXX永續性指數 (Dow Jones STOXX Sustainability Index) 成分股的話，則表示這些公司善盡社會責任，如果未同時被挑選為道瓊STOXX永續性指數成分股的話，則表示這些公司不善盡社會責任。

上述兩種道瓊指數係以歐洲地區公司為取樣標的，而且歷年的成份股資訊相當完整。經過本研究整理之後，研究樣本共涵蓋15個歐洲國家，分別為：英國、瑞士、西班牙、義大利、法國、德國、荷蘭、瑞典、愛爾蘭、丹麥、希臘、奧地利、挪威、比利時、葡萄牙。本研究並以2002年開始到2005年作為研究期間，共計256筆銀行年 (bank-year)。

首先，本研究的總體面變數是取自於世界銀行 (World Banks) 出版的世界發展指標 (World Development Indicators; WDI) 資料庫。衡量法律面因素的資料則來自於LLSV (1998)，包括法律執行力 (legal enforcement) 與反董事會權利 (antidirector rights)。其中，法律執行力為司法系統效率性、法規評估與貪汙指數的平均值，平均值落在0~10之間，分數越高，代表法律執行力越強；反董事會權利取自於LLSV (1998) 的反董事會權利指數 (anti-director right index)，分數落在0~6之間，分數越高，代表股東權利越大。而各國銀行業競爭程度 ( $CR_4$ ) 則根據Compustat資料庫全球版的年財務資料加以計算。

表4-1便列出各國家在2002年到2005年間各總體面變數資料的平均值。從經濟成長率來看，希臘 (4.5%) 為最高，義大利 (0.25%) 為最低。從每人國民生產毛額 (PGDP) 來看，挪威 (\$38,982) 最高，葡萄牙 (\$11,047) 最低。在人口數的部分，德國 (82,508,663人) 最多，愛爾蘭 (4,038,763人) 為最少。從競爭程度 ( $CR_4$ ) 來看，比利時、愛爾蘭、葡萄牙的銀行集中度為1.000 (意味著競爭程度低)，德國則為0.465 (競爭程度高)。最後，從法律面來看，以瑞士的法律執行力的9.992為最高，葡萄牙的7.806為最低；反董事會權利，則以英國 (5分) 為最高，比利時 (0分) 為最低。

其次，本研究所使用的個體面財務變數以Compustat全球版資料庫進行資料收集。如前所述，我們先針對整個研究母體樣本「道瓊STOXX 600股價指數」的銀行成分股中，視是否被選取為「道瓊STOXX永續性指數」區分成「重視CSR的銀行群」與「不重視CSR的銀行群」兩個群組。表4-2即列出各國家在2002年到2005年間各群組的銀行家數與各項財務變數的平均值，並進行平均數差異檢定。

從表4-2可見各國銀行業在各年度被選取為「重視CSR的銀行群」與「不重視CSR的銀行群」的變化情況。其中，值得注意的是多數國家（例如：奧地利、比利時、希臘、愛爾蘭、義大利等國家）「不重視CSR的銀行群」的比例較高，相對來看，瑞士、德國、英國、荷蘭等國家「重視CSR的銀行群」的比例較高。其次，我們在表4-2的最下方列出平均數差異性檢定的結果，可以發現：相較於「不重視CSR的銀行群」而言，「重視CSR的銀行群」有較高的beta係數（t值=4.844）、較高的總資產（t值=12.173）、較高的負債比率（t值=4.704）、較高的收益資產（t值=7.901）、較高的非利息支出佔總收入比例（t值=1.905）與較低的股票報酬率（t值=-2.466）。

表4-1 2002年到2005年各國總體面變數的平均值

Country	Economic Growth (%)	PFDP (USD)	Population	CR <sub>4</sub>	Legal Enforcement	Antidirector Rights
1. Austria	1.5	24,871	8,152,360	0.867	9.472	2
2. Belgium	1.75	23,397	10,402,213	1.000	9.486	0
3. Switzerland	1	34,311	7,362,583	0.913	9.992	2
4. Germany	0.75	23,544	82,508,663	0.465	9.366	1
5. Denmark	1.5	30,695	5,394,646	0.938	9.796	2
6. Spain	3	15,265	42,352,063	0.815	7.87	4
7. France	1.25	23,185	60,286,898	0.793	8.974	3
8. United Kingdom	2.5	26,182	59,736,141	0.703	9.402	5
9. Greece	4.5	12,114	11,044,213	0.732	6.838	2
10. Ireland	5	28,733	4,038,763	1.000	8.74	1
11. Italy	0.25	19,471	57,886,100	0.580	7.946	1
12. Netherlands	0.75	24,404	16,243,935	0.998	9.866	2
13. Norway	1.75	38,982	4,579,538	0.842	9.918	4
14. Portugal	0.667	11,047	10,465,197	1.000	7.806	3
15. Sweden	2.75	28,877	8,974,009	0.995	9.796	3

資料來源：本研究整理

表4-2 各國銀行業「重視CSR的銀行群 (CSR)」與「不重視CSR的銀行群 (NOT CSR)」個體面財務變數的平均值

Country	Group	Number of Banks				ROA	IMR	Beta	Total Assets (Million)	Total liabilities / Assets	Noninterest Expenses / Total Revenue	Earning Assets (Million)	Total Asset Turnover
		2002	2003	2004	2005								
1. Austria	CSR	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
	NOT CSR	1	2	2	2	0.39	49.29	1.32	150,802.53	95.09%	48.18%	40,210.16	0.058
2. Belgium	CSR	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
	NOT CSR	2	3	2	2	0.46	33.14	0.92	372,150.56	96.11%	35.78%	145,950.74	0.066
3. Switzerland	CSR	1	2	2	2	0.41	24.04	1.55	1,084,045.10	96.76%	52.88%	71,323.21	0.060
	NOT CSR	2	2	2	1	0.65	1.90	0.89	125,832.59	91.46%	60.66%	10,330.69	0.075
4. Germany	CSR	2	2	2	2	-0.01	13.69	1.52	833,588.21	96.65%	40.05%	99,605.32	0.054
	NOT CSR	1	2	3	3	0.06	36.00	1.45	362,531.95	97.25%	27.35%	123,756.43	0.042
5. Denmark	CSR	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
	NOT CSR	2	2	1	2	0.58	39.20	0.47	219,719.62	96.02%	32.96%	54,918.43	0.049
6. Spain	CSR	1	1	1	2	0.68	19.29	1.52	568,619.14	92.41%	43.90%	107,014.72	0.073
	NOT CSR	4	5	5	4	0.81	29.35	0.79	94,081.87	92.74%	44.27%	17,824.89	0.058
7. France	CSR	1	1	1	1	0.45	22.20	1.06	1,112,056.90	95.93%	46.73%	115,199.36	0.067
	NOT CSR	4	3	3	2	0.46	26.84	0.60	455,017.03	95.21%	40.12%	105,763.95	0.063
8. United Kingdom	CSR	5	5	6	5	0.56	12.82	1.06	818,189.91	95.16%	48.82%	173,930.99	0.058
	NOT CSR	6	6	5	4	0.70	20.42	1.12	128,188.43	94.11%	35.38%	23,990.37	0.070
9. Greece	CSR	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
	NOT CSR	5	6	6	6	0.67	33.14	0.67	37,885.73	71.16%	36.97%	9,471.22	0.282

表4-2 各國銀行業「重視CSR的銀行群 (CSR)」與「不重視CSR的銀行群 (NOT CSR)」個體面財務變數的平均值 (續)

Country	Group	Number of Banks				ROA	IMR	Beta	Total Assets (Million)	Total liabilities / Total Assets	Noninterest Expenses / Total Revenue	Earning Assets (Million)	Total Asset Turnover
		2002	2003	2004	2005								
10. Ireland	CSR	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
	NOT CSR	3	3	3	3	0.92	38.02	0.57	95,249.85	94.58%	31.02%	26,149.30	0.059
11. Italy	CSR	1	0	1	0	2.32	3.24	1.12	115,867.46	90.95%	54.56%	11,447.44	0.134
	NOT CSR	12	12	11	12	0.54	24.64	1.03	140,176.06	92.35%	49.43%	14,225.21	0.066
12. Netherlands	CSR	1	1	2	2	0.50	24.86	1.29	760,273.31	97.17%	42.03%	201,924.55	0.078
	NOT CSR	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
13. Norway	CSR	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	NOT CSR	1	1	1	1	0.71	31.04	1.02	109,888.65	93.83%	39.94%	33,476.57	0.064
14. Portugal	CSR	0	0	0	0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
	NOT CSR	2	3	3	3	0.66	13.35	1.10	59,429.19	94.10%	46.68%	9,225.77	0.073
15. Sweden	CSR	1	1	0	0	0.48	35.73	0.71	124,518.08	95.36%	29.74%	16,684.87	0.063
	NOT CSR	3	3	4	4	0.56	27.73	0.83	224,261.35	95.84%	39.33%	62,649.02	0.052
ALL Countries	CSR	13	13	15	14	0.527	17.697	1.278	807,395.90	0.955	45.985	133,811.60	0.065
	NOT CSR	48	53	51	49	0.605	28.494	0.895	159,500.35	0.940	42.882	36,464.026	0.063
		<i>tests of means (t-statistics): CSR vs.</i>											
		NOT CSR				-0.926	-2.466**	4.844***	12.173***	4.704***	1.905*	7.901***	0.629

說明: \*, \*\*, \*\*\*分別代表平均數差異性雙尾檢定下顯著水準達0.10, 0.05, 0.01。

表4-3列出「企業財務績效」(包括ROA與IMR)與其他相關變數間之相關係數矩陣。可以發現總資產、每人國民生產毛額、人口數、負債比率、收益資產與ROA之間均呈現顯著地負相關；而競爭程度與ROA之間則呈現顯著正相關。在股票報酬率方面，當期與前一期的企業社會績效與股票報酬率間均呈現顯著負相關。此外，由於前一期的企業社會績效與當期的企業社會績效之間的相關係數相當高，為了避免線性重合的問題，因此，本研究在探討前一期與當期企業社會績效對當期企業財務績效的影響時，會將兩個變數分置於不同迴歸設定中，以探討它們各自對當期企業財務績效的影響。

表4-4則列出「企業社會績效」與其他相關變數間之相關係數矩陣。可以發現總資產、每人國民生產毛額、法律執行力、反董事會權利與當期的企業社會績效之間呈現顯著正相關；當期的股票報酬率與當期企業社會績效之間則呈現顯著負相關。此外，由於前一期與當期的企業財務績效之間的相關係數相當高，為了避免線性重合的問題，因此，本研究在探討前一期與當期企業財務績效對當期企業社會績效的影響時，會將兩個變數分置於不同迴歸設定中，以探討它們各自對當期企業社會績效的影響。

表4-3 企業財務績效為應變數其各項變數之相關係數表

	ROA	IMR	Beta	CSP(t)	CSP(t-1)	Total Assets	PGDP	Population	Total liabilities/ Total Assets	Noninterest Expenses/ Total Revenue	Earning Assets
ROA											
IMR	-0.001										
Beta	-0.086	-0.097									
CSP(t)	-0.092	-0.138**	0.290***								
CSP(t-1)	-0.117	-0.135*	0.217***	0.892***							
Total Assets	-0.298***	-0.083	0.328***	0.620***	0.615***						
PGDP	-0.024	-0.009	0.001	0.235***	0.247***	0.336***					
Population	-0.210***	-0.099	0.182***	0.262***	0.253***	0.257***	-0.189***				
Total liabilities/ Total Assets	-0.454***	-0.033	0.094	0.307***	0.308***	0.604***	0.393***	0.093			
Noninterest Expenses/ Total Revenue	-0.021	0.062	0.259***	0.066	0.068	-0.057	-0.161**	0.010	-0.349***		
Earning Assets	-0.232***	-0.042	0.278***	0.527***	0.513***	0.883***	0.366***	0.182***	0.637***	-0.138**	
CR <sub>4</sub>	0.246***	0.048	-0.201***	-0.073	-0.075	-0.007	0.251***	-0.743***	0.150**	-0.136**	0.125**

說明：

1. CSP(t) 代表當期的企業社會績效；CSP(t-1) 代表前一期的企業社會績效。

2. \*\*\* 表示相關的顯著水準為 0.01 (雙尾)；\*\* 表示相關的顯著水準為 0.05 (雙尾)；\* 表示相關的顯著水準為 0.1 (雙尾)。

表4-4 企業社會績效為應變數其各項變數之相關係數表

	CSP	ROA(t)	ROA(t-1)	IMR(t)	IMR(t-1)	Total Assets	Economic Growth	PGDP	Total Assets Turnover	CR <sub>4</sub>	Legal Enforcement
CSP											
ROA(t)	-0.092										
ROA(t-1)	-0.076	0.772 <sup>***</sup>									
IMR(t)	-0.138 <sup>**</sup>	-0.001	-0.203 <sup>***</sup>								
IMR(t-1)	-0.102	0.259 <sup>***</sup>	0.060	0.141 <sup>**</sup>							
Total Assets	0.620 <sup>***</sup>	-0.298 <sup>***</sup>	-0.311 <sup>***</sup>	-0.083	0.006						
Economic Growth	-0.019	0.373 <sup>***</sup>	0.349 <sup>***</sup>	0.110 <sup>*</sup>	0.311 <sup>***</sup>	-0.110 <sup>*</sup>					
PGDP	0.235 <sup>***</sup>	-0.024	-0.027	-0.009	0.078	0.336 <sup>***</sup>	0.075				
Total Assets Turnover	0.025	0.290 <sup>***</sup>	0.266 <sup>***</sup>	-0.104	-0.190 <sup>***</sup>	-0.183 <sup>***</sup>	-0.066	-0.263 <sup>***</sup>			
CR <sub>4</sub>	-0.073	0.246 <sup>***</sup>	0.226 <sup>***</sup>	0.048	0.141 <sup>**</sup>	-0.007	0.306 <sup>***</sup>	0.251 <sup>***</sup>	0.046		
CR <sub>4</sub> <sup>2</sup>	-0.073	0.246 <sup>***</sup>	0.226 <sup>***</sup>	0.048	0.141 <sup>**</sup>	-0.007	0.306 <sup>***</sup>	0.251 <sup>***</sup>	0.046		
Legal Enforcement	0.284 <sup>***</sup>	-0.163 <sup>***</sup>	-0.174 <sup>***</sup>	-0.008	0.028	0.426 <sup>***</sup>	-0.121 <sup>*</sup>	0.901 <sup>***</sup>	-0.237 <sup>***</sup>	0.268 <sup>***</sup>	
Antidirector Rights	0.204 <sup>***</sup>	0.348 <sup>***</sup>	0.421 <sup>***</sup>	-0.043	0.078	0.041	0.542 <sup>***</sup>	0.292 <sup>***</sup>	-0.008	0.293 <sup>***</sup>	0.122 <sup>*</sup>

說明：

1. ROA(t) 代表當期的資產報酬率；ROA(t-1) 代表前一期的資產報酬率；IMR(t) 代表當期的股票報酬率；IMR(t-1) 代表前一期的股票報酬率。
2. \*\*\* 表示相關的顯著水準為 0.01 (雙尾)；\*\* 表示相關的顯著水準為 0.05 (雙尾)；\* 表示相關的顯著水準為 0.1 (雙尾)。

## 5. 實證結果

### 5.1 當期的企業社會績效與當期的企業財務績效之關聯

#### (1) 當期CSP對當期CFP的影響 (以ROA衡量CFP)

表5-1(A)(B)列出當期CSP對當期CFP (以ROA衡量) 影響的迴歸分析結果。其中，(A)與(B)的設定分別以OLS與2SLS進行迴歸分析。以2SLS進行分析的旨在於考量當期CSP與當期CFP之間，可能因為互為因果所產生的變數內生問題。由迴歸結果可以看出，相對於(A)設定而言，(B)設定的Adjusted R<sup>2</sup>由0.429提昇至0.602，代表模型解釋能力提高，而且更多控制變數迴歸係數變得更顯著，因此，我們以(B)設定的結果為主要解釋對象。

表5-1 企業財務績效為應變數的迴歸結果

Equation	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
Method	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS	OLS
Dependent variable	ROA	ROA	IMR	IMR	ROA	IMR
CSP(t)	0.222 <sup>***</sup> ( 3.139)	0.190 <sup>***</sup> (10.924)	-7.252 (-1.446)	-4.927 <sup>***</sup> (-3.416)		
CSP(t-1)					0.117 (1.293)	-10.333 <sup>*</sup> (-1.876)
Beta			-1.164 (-0.329)	2.02 (0.559)		-1.706 (-0.432)
log (Total Assets)	-0.069 <sup>*</sup> (-1.716)	-0.343 <sup>***</sup> (-8.000)	-2.821 (-0.985)	3.504 (1.008)	-0.036 (-0.725)	-2.011 (-0.648)
PGDP	0.000002 (0.591)	-0.000003 (-0.891)	-0.00007 (-0.280)	0.00005 ( 0.193)	0.000002 (0.519)	-0.0003 (-1.153)
Population	-0.0000004 (-0.251)	-0.000004 <sup>***</sup> (-2.887)	-0.0002 <sup>*</sup> (-1.777)	-0.0001 (-1.212)	-0.000001 (-0.671)	-0.0004 <sup>***</sup> (-3.407)
Total liabilities / Total Assets	-11.617 <sup>***</sup> (-9.640)	-9.039 <sup>***</sup> (-8.713)	160.790 <sup>*</sup> (1.851)	81.729 (0.920)	-12.561 <sup>***</sup> (-8.068)	160.427 <sup>*</sup> (1.655)
Noninterest Expenses / Total Revenue	-0.007 <sup>***</sup> (-3.615)	-0.008 <sup>***</sup> (-5.033)	-0.126 (-0.855)	-0.155 (-1.079)	-0.007 <sup>***</sup> (-3.132)	-0.015 (-0.095)
log (Earning Assets)	0.027 (0.875)	0.052 <sup>**</sup> (2.034)	1.59 (0.715)	1.401 (0.643)	0.028 (0.725)	3.399 (1.414)
CR <sub>4</sub>	0.599 <sup>**</sup> (2.289)	0.033 (0.144)	-30.487 (-1.625)	-17.850 (-0.949)	0.482 (1.518)	-70.399 <sup>***</sup> (-3.490)
R <sup>2</sup>	0.454	0.620	0.507	0.528	0.398	0.466
Adjusted R <sup>2</sup>	0.429	0.602	0.481	0.502	0.364	0.431
樣本數目	253	252	236	236	192	179

說明：

1. CSP(t)代表當期的企業社會績效；CSP(t-1)代表前一期的企業社會績效。
2. \*, \*\*, \*\*\*分別代表顯著水準達0.10, 0.05, 0.01; 括弧內為t值。

首先，從個體面來看，當期的企業社會績效 (CSP) 對當期的ROA有顯著正向的影響 (係數值=0.190)，這意味著兩者之間具有正向的交互作用，亦與Preston and O'Bannon (1997) 的實證結果一致。其次，總資產對ROA有顯著負向的影響 (係數值=-0.343)，代表規模較小的銀行反而有較高的獲利能力。負債比率與非利息費用占總收入比率，均對ROA呈現顯著的負向影響，迴歸係數值分別為-9.039與-0.008。

### (2) 當期CFP對當期CSP的影響 (以ROA衡量CFP)

此部份結果列於表5-2(A)與(B)設定。同樣地，(A)與(B)的設定分別以OLS與2SLS進行迴歸分析。從Pseudo-R<sup>2</sup>可知，當利用2SLS估計時，模型的解釋能力較高。從個體面來看，當期的ROA對當期CSP的影響亦為顯著正向 (係數值=3.285)。而總資產對當期的CSP為顯著正向的影響 (係數值=1.641)，這意味著規模較大的銀行可能因為企業的知名度較高，易受到社會大眾的監督，從而更必須善盡企業社會責任，此與Dierkes and Coppock (1978)、Trotman and Bradley (1981) 及Formbrun and Shanley (1990) 的說法一致。

從總體面來看，經濟成長率對CSP呈現顯著的負向影響 (係數值=-0.467)，這意味著當一國的經濟成長率較高時，企業可能會以創造利潤為優先，而較忽略應該要承擔的社會責任。另外，在競爭程度方面，實證結果顯示CR<sub>4</sub>對CSP呈現顯著的負向影響 (係數值=-40.830)，但CR<sub>4</sub><sup>2</sup>的迴歸係數則為顯著的正值 (係數值=25.075)，這表示當一國銀行業集中度較高或較低時 (也就是說競爭程度較低或較高時)，銀行愈不會善盡企業社會責任。這映證了Campbell (2005) 提出的定理：假如競爭程度太大或太小，則企業較不可能從事企業社會責任的行為。亦即競爭對企業社會責任呈現非線性 (倒U字形) 的影響。

就法律面因素而言，反董事會權利對CSP的影響為顯著正向，係數值為0.697，這意味著當一國對投資人保護的程度越高時，該國銀行會愈善盡社會責任。

### (3) 當期CSP與當期CFP之交互影響 (以IMR衡量CFP)

本研究亦以股票報酬率 (IMR) 衡量CFP，以探討其與當期社會績效的關聯性 (請見表5-1與表5-2的(C)與(D)設定)。就表5-1(D)設定的2SLS結果來看，當期的CSP對IMR有顯著負向的影響 (係數值=-4.927)，這與第(1)部份 (以ROA衡量CFP) 的結果相反，且在其他研究變數皆變得不顯著。

表5-2 企業社會績效為應變數的迴歸結果

Equation	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
Method	OLS	2SLS	OLS	2SLS	OLS	OLS
Dependent variable	CSR	CSR	CSR	CSR	CSR	CSR
ROA	1.101** (2.078)	3.285*** (2.900)				
ROA(t-1)					0.601 (1.117)	
IMR			-0.006 (-0.934)	-0.865*** (-5.331)		
IMR(t-1)						-0.018** (-2.352)
PGDP	-0.00001 (-0.341)	-0.00001 (-0.273)	-0.00001 (-0.293)	-0.0002* (-1.856)	0.000001 (0.029)	-0.00002 (-0.494)
Economic Growth	-0.243* (-1.811)	-0.467*** (-2.604)	-0.123 (-0.965)	2.824*** (4.964)	-0.201 (-1.559)	-0.003 (-0.022)
log (Total Assets)	1.545*** (7.091)	1.641*** (6.793)	1.382*** (8.196)	2.03*** (4.412)	1.431*** (7.575)	1.499*** (7.588)
Total Assets Turnover	22.611*** (2.626)	4.64 (0.337)	41.228*** (4.416)	-6.724 (-0.606)	31.882*** (3.497)	46.680*** (4.855)
CR <sub>4</sub>	-36.331*** (-3.568)	-40.830*** (-3.184)	-33.361*** (-3.506)	-35.507* (-1.701)	-35.808*** (-3.778)	-26.735** (-2.476)
CR <sub>4</sub> <sup>2</sup>	22.901*** (3.416)	25.075*** (3.043)	21.066*** (3.394)	22.216 (1.638)	22.482*** (3.642)	16.722** (2.346)
Legal Enforcement	0.353 (1.138)	0.551 (1.290)	0.357 (1.022)	2.906*** (2.99)	0.249 (0.789)	0.51 (1.388)
Antidirector Rights	0.675*** (4.706)	0.697*** (3.531)	0.584*** (4.230)	-2.094*** (-4.818)	0.666*** (4.828)	0.492*** (3.476)
Log Likelihood	-48.485	-47.214	-48.530	-13.403	-50.572	-42.983
Average Likelihood	0.825	0.829	0.820	0.945	0.818	0.833
Pseudo-R <sup>2</sup>	0.634	0.644	0.595	0.868	0.618	0.600
樣本數目	252	252	244	236	252	236

說明:

1. ROA(t)代表當期的資產報酬率；ROA(t-1)代表前一期的資產報酬率；IMR(t)代表當期的股票報酬率；IMR(t-1)代表前一期的股票報酬率。
2. \*, \*\*, \*\*\*分別代表顯著水準達0.10, 0.05, 0.01; 括弧內為t值。

其次，就表5-2(D)設定的2SLS結果來看，當期的IMR對當期CSP的影響為顯著負向（係數值=-0.865），這仍與以第(2)部份（以ROA衡量CFP）的結果相反。從每人國民所得來看，亦發現其對CSP的影響為顯著負向（係數值=-0.0002），這意味著當該國每人國民所得愈高時，則該國銀行業善盡企業社會責任的可能性愈低。而在總資產、競爭程度的部分，對企業社會績效影響的實證結果與以ROA為自變數的實證結果相似。

就法律面因素而言，法律執行力對CSP為顯著正向的影響（係數值=2.906），這意味著當該國的法律執行力愈高，則該國銀行會愈善盡社會責任；

反董事會權利對CSP為顯著負向的影響 (係數值=-2.094)，代表當一國的反董事會權利越高時，股東權利愈大，可能促使公司較無法顧及其他利害關係人的權益，因此善盡企業社會責任的程度會下降。

#### (4) 小結

綜合上述兩種企業財務績效的衡量，我們發現從ROA的結果來看，似乎是支持「正向」的影響，而從股票報酬率 (IMR) 的結果來看，似乎又是支持「負向」的影響。由於相對於以會計數字衡量的ROA來說，反應市場資訊的IMR應較能真實反映出企業的財務績效展望，因此，本研究認為「負向影響」成立。

### 5.2 前一期CSP對當期CFP之影響

由表5-1的(E)式發現，當以ROA衡量CFP時，前一期的CSP對CFP的影響並不顯著；負債比率對CFP為負向顯著的影響 (係數值=-12.561)，有較高的負債比率之銀行，其資產報酬率較低。在非利息費用來看，其對資產報酬率的影響亦為負向顯著的影響 (係數值=-0.007)，這意味著當銀行在非利息費用支出較多、成本較高時，則該銀行的資產報酬率就會較低。

從表5-1的(F)式發現，當以IMR衡量CFP時，前一期的CSP對CFP為顯著負向的影響 (係數值=-10.333)，這代表當前一期的CSP較好時，則銀行在下一期的企業財務績效較差。這意味著當企業善盡企業社會責任時，雖然這些社會行為可能會使一些團體受惠，但股東的利益卻是減少的，因此導致企業利潤下降。此結果與Vance (1975) 提出的結果類似：相對於市場平均而言，社會績效好的公司其股票價格將下跌。這映證了社會績效將影響財務績效，且兩者之間存在負向的關係，故支持「抵換假說」、「私有成本理論」、「經營階層的狡詰理論」，假說2成立。從負債比率來看，其對股票報酬率有顯著正向的影響 (係數值=160.427)，這意味著借貸比率較高的銀行，則該銀行的股票報酬率較高。

從總體面來看，競爭程度對股票報酬率呈現顯著負向的影響 (係數值=-70.399)，這意味著當競爭程度較高時，銀行業反而會有較高的股票報酬率。

### 5.3 前一期CFP對當期CSP之影響

此部份結果列於表5-2的(E)設定與(F)設定。由(E)設定的結果可以發現，前一期的ROA對當期CSP的影響並不顯著。在其他控制變數的部分，與2SLS的結果 (以當期的ROA衡量) 相似，不同的是，資產週轉率呈現正向顯著 (係數值=31.882)，這意味著企業的管理能力愈好，在管理社會責任行為的能力也就愈好，因此有較好的企業社會績效，這映證了Pava and Kruausz (1996)、Preston and O'Bannon (1997) 及 Stanwick and Stanwick (1998) 的說法。

但在(F)設定的結果中，我們發現前一期的IMR對下一期的CSP有顯著負向的影響(迴歸係數值=-0.018)，這代表「經營階層的機會主義假說」(假說4)成立，也就是說，銀行會在財務績效比較不好的時候才會去善盡社會責任，試圖去掩飾他們財務績效不好的結果，此與Weidenbaum and Vogt (1987)、Williamson (1967; 1985)、Schmidt (1992) 及 Alkhafaji (1989) 的說法一致。其他變數也與2SLS的結果(以當期的IMR衡量)相似，在競爭程度方面， $CR_4$ 對CSP呈現顯著的負向影響(係數值=-26.735)，但 $CR_4^2$ 的迴歸係數則為顯著的正值(係數值=16.722)，這亦符合Campbell (2005) 的說法：假如競爭程度太大或太小，則企業較不可能從事企業社會責任的行為，亦即競爭對企業社會責任呈現非線性(倒U字形)的影響。

#### 5.4 小結

綜合上述迴歸模型設定，我們發現分別以當期的CSP或前一期的CSP探討對CFP的影響，兩種設定的實證結果差異不大，皆顯示出CSP將負向影響CFP，故支持「抵換假說」、「私有成本理論」、「經營階層的狡詰理論」，假說2成立。此外，以當期的IMR及前一期的IMR分別探討其對CSP的影響，實證結果的差異程度亦不大，皆顯示出CFP將影響CSP，且兩者之間存在負向的影響，故「經營階層的機會主義假說」(假說4)成立。

## 6. 結論與建議

本研究試圖以歐洲地區的銀行業為研究對象，進一步檢視企業社會績效與企業財務績效兩者之間的因果關係與交互影響。本研究發現：

### (1) 銀行的社會績效財務績效之間具有負向的交互影響

銀行業的社會績效與財務績效之間互為因果，而且兩種績效為彼此減分。

### (2) 銀行的社會績效越好時，對未來的財務績效越有負向的影響

當銀行承擔企業社會責任時，可能導致經營成本增加，而降低其競爭優勢，導致未來的財務績效下降。此結果符合「抵換假說」、「私有成本理論」與「經營階層的狡詰理論」。

### (3) 銀行的財務績效越好時，對未來的社會績效越有負向的影響

此結果意味著：當銀行在前一期的財務績效較好時，其可能會減少在社會責任行為的支出，進而增加他們私人的利益；但是，當銀行在前一期的財務績效較差時，其可能會增加在社會責任行為的支出，以試圖掩飾財務績效不好的結果。

因此，前一期的企業財務績效對當期的社會績效有負向的影響，此即符合「經營階層的機會主義假說」。

綜合上述結果，是否意味著銀行業不應該善盡企業社會責任？根據《天下雜誌》2007年第367期以「CSR—企業21世紀的新競爭力」的標題，說明未來企業的趨勢。也就是說，企業在善盡社會責任時，必須思考如何因此帶動企業的創新成長與商機，成為企業未來的新競爭優勢。因此，本研究建議銀行業在善盡社會責任時，應避免落入「善盡社會責任會增加經營成本與降低競爭優勢」的負面結果中，也應避免只想「將善盡社會責任作為試圖掩飾財務績效不好的工具」，而是應該加強發揮創意，策略性地思考如何將承擔社會責任的過程轉化成商機，以同時增加股東的利益。

## 參考文獻

- 沈中華、張元 (2006), 「企業社會責任與財務績效之關係—傾向分數配對方法的應用」, 進行中研究, 政治大學金融系。
- Alexander, G. J. and Buchholz, R. A. (1978), "Corporate Social Responsibility and Stock Market Performance," *Academy of Management Journal*, 21, 479-486.
- Alkhafaji, Abbas F. (1989), "A Stakeholder Approach to Corporate Governance: Managing in a Dynamic Environment," *New York: Quorum*.
- Anderson, J. C. and Frankle, A. W. (1980), "Voluntary Social Reporting: An Iso-Beta Portfolio analysis," *Accounting Review*, 55, 467-479.
- Aupperle, K. E. (1991), "The Use of Forced Choice Survey Procedures in Assessing Corporate Social Orientation," In J. E. Post (ed.), *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 12, 269-280.
- Aupperle, Kenneth, Archie Carroll, and John D. Hatfield (1985), "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability," *Academy of Management Journal*, 28, 446-463.
- Berle, A. A., Jr., Wicks, A. C., Katha, S., and Jones, T. M. (1932), "The Modern Corporation and Private Property," *New York: Macmillan*.
- Bowman, E. H. and M. Haire (1975), "A Strategic Posture toward Corporate Social Responsibility," *California Management Review*, 18(2), 49-58.
- Campbell, J. L. (2005), "Why would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility," forthcoming in *Academy of Management Review*.
- Carroll, A. B. (2000), "A Commentary and an Overview of Key Questions on Corporate Social Performance Measurement," *Business and Society*, 39, 466-478.
- Cornell, Bradford, and Alan C. Shapiro (1987), "Corporate Stakeholder and Corporate Finance," *Financial Management*, 16, 5-14.
- Davis, K. (1973), "The Case for and against Business Assumption of Social Responsibilities," *Academy of Management Journal*, 16, 312-322.
- Dierkes, M. and R. Coppock (1978), "Europe Tries the Corporate Social Report," *Business and Society Review*, Spring, 21-24.

- Dodd, Merrick E. (1932), "For Whom Are Corporate Managers Trustees?" *Harvard Law Review*, 45, 1145-63.
- Dow Jones STOXX Sustainability Indexes Guide (2006), Version 6.0.
- Freeman, R. E. (1984), "Strategic Management: A Stakeholder Approach," *Pitman, Boston, MA*.
- Friedman, M. (1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profit," *New York Times Magazine*, September, 13, 122-126.
- Fombrun, C. and M. Shanley (1990), "What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy," *Academy of Management Journal*, 33, 233-258.
- Froomann, J. (1997), "Socially Irresponsible and Illegal Behavior and Shareholder Wealth," *Business & Society*, 36, 221-249.
- Gephart, R. P., Jr. (1991), "Multiple Methods for Tracking Corporate Social Performance: Insights from a study of Major Industrial Accidents," In J. E. Post (ed.), *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 12, 359-385.
- Glen, J., K. Lee and A. Singh (2003), "Corporate Profitability and the Dynamics of Competition in Emerging Markets: A Time Series Analysis," *The Economic Journal*, 113, 465-484.
- Griffin, J. J. and J. F. Mahon (1997), "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research," *Business and Society*, 26, 5-31.
- Hoffer, G. E., S. W. Pruitt, and R. J. Reilly (1988), "The Impact of product Recalls on the Wealth of Sellers: A Reexamination," *Journal of Political Economy*, 96(3), 663-670.
- International Monetary Fund: *International Financial Statistics* (2007)
- Jarrell, G. and S. Peltzman (1985), "The Impact of Product Recalls on the Wealth of Sellers," *Journal of Political Economy*, 93(3), 512-536.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. (2001), "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance* 14(3), 8-21.
- Jones, T. M. (1995), "Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics," *Academy of Management Review*, 20, 404-437.
- Leuz, C., D. Nanda and P. D. Waddock (2003), "Investor Protection and Earnings Management:

- An International Comparison,” *Journal of Financial Economics* 69(3), 505–527.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (1998), “Law and Finance,” *Journal of Political Economy*, 106, 1113–1155.
- Kraft, Kenneth, and Jerald Hage (1990), “Strategy, Social Responsibility and Implementation,” *Journal of Business Ethics*, 9, 11-19.
- MacCaulay, Start (1963), “Non-contractual Relations in Business: A Preliminary Study,” *American Sociological Review*, 28(1), 55-67.
- Maddala, G. S. (2004), *Introduction to Econometrics*, Third Edition, John Wiley & Sons, LTD.
- McGuire, Jean B., Alison Sundgren, and Thomas Schneeweis (1988), “Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance,” *Academy of Management Journal*, 31, 854-872.
- McWilliams, A. and D. Siegel (2000), “Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective,” *Academy of Management Review*, 26, 117-127.
- Miles, R. H. (1987), “Managing the Corporate Social Environment: A Grounded Theory,” Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Moore, G. (2001), “Corporate Social and Financial Performance: An Investment in the U.K. Supermarket Industry,” *Journal of Business Ethics*, 34, 299-315.
- O’Bannon, D. P. and L. E. Preston (1993), “The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis,” paper presented at the 1993 Annual Meeting of the *Academy of Management*, Atlanta, GA.
- Pava, M. L. and J. Krausz (1996), “The Association between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost,” *Journal of Business Ethics*, 15, 321-357.
- Posner, Barry, and Warren Schmidt (1992), “Values and the American Manager: An Update Updated,” *California Management Review*, 25(2), 80-94.
- Preston, Lee, Harry Sapienza, and Robert Miller (1991), “Stakeholders, Shareholders, Managers: Who Gains What From Corporate Performance?” in Amatai Etzioni and Paul Lawrence (eds.), *Socio-Economics: Toward a New Synthesis*. Armonk: M. E. Sharpe.
- Preston, L. E. and D. P. O’Bannon (1997), “The Corporate Social-Financial Performance Relationship : A Typology and Analysis,” *Business and Society*, 36, 419-429.

- Rowley, T. and S. Berman (2000), "A Brand New Brand of Corporate Social Performance," *Business and Society*, 39, 397-418.
- Schuler, D. A. and M. Cording (2006), "A Corporate Social Performance-Corporate Financial Performance Behavioral Model for Consumers," *Academy of Management Review*, 31, 540-558.
- Sen, A. (1997), "Economics, Business Principles and Moral Sentiments," *Business Ethics Quarterly*, 7, 5-15.
- Smith, R. T. (1998), "Banking Competition and Macroeconomic Performance," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 30, 793-815.
- Stiglitz, Joseph E. (2003), "The Roaring Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade," *New York: Norton*.
- Simpson, W. G. and T. Kohers (2002), "The Link between Corporate Social and Financial Performance : Evidence from the Banking Industry," *Journal of Business Ethics*, 35, 97-109.
- Stanwick, P. A. and S. D. Stanwick (1998), "The Relationship between CSP and Organizational Size, Financial performance, and Environmental Performance: An empirical Examination," *Journal of Business Ethics*, 17, 195-204.
- Swanson, D. L. (1995), "Addressing a Theoretical Problem by Reorienting the Corporate Social Performance Model," *Academy of Management Review*, 20, 43-64.
- Trotman, K. T. and G..W. Bradley (1981), "Associations between Social Responsibility Disclosure and Characteristics of Companies," *Accounting, Organizations and Society*, 6, 355-362.
- Ullmann, 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, 540-557.
- Vance, Stanley (1975), "Are Socially Responsible Firms Good Investment Risk?" *Management Review*, 29(4), 57-168.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves (1997), "The Corporate Social Performance - Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.
- Weidenbaum, Murray, and Sheldon Vogt (1987), "Takeovers and Stockholders: Winners and Losers," *California Management Review*, 29(4),57-168.
- Williamson, Oliver E. (1967), "The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives

in a Theory of the Firm,” *Chicago*: Markham.

Williamson, Oliver E. (1985), “The Economic Institutions of Capitalism,” *New York*: Free Press.

Wolfe, R. and K. Aupperle (1991), “Introduction to Corporate Social Performance: Methods for Evaluating an Elusive Construct,” In J. E. Post (ed.), *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 12, 265-268.

Wood, D. J. (1991a), “Corporate Social Performance Revisited,” *Academy of Management Review*, 16(4), 691-718.

Wood, D. J. (1991b), “Social Issues in Management Theory and Research in Corporate Social Performance,” *Journal of Management*, 17(2), 383-406.