

## 台灣上市櫃公司股權結構與企業永續性之關聯性： 並論產業與國際化之調節效果

徐志順\* 華滋安\*\*

**摘要：**本研究之目的在探討企業股權結構與企業永續性之關聯性，以及產業與國際化對此關聯性的調節效果。以 2013 年道瓊永續指數提名之台灣上市櫃企業為永續性企業，並進行樣本配對，共蒐集 456 筆資料，採用 Logit 迴歸分析方法檢定研究假說。研究結果指出外資股權、信託基金股權與企業永續性有正向關聯性，政府股權、散戶股權、董事股權與經理人股權則有負向關聯性，產業及國際化則對部分股權結構與企業永續性具有調節效果。本研究除了補充目前台灣企業永續性相關文獻外，亦對台灣實務界與政府主管機關在制定其投資決策時，提供參考價值。

**關鍵詞：**股權結構、企業永續性、產業、國際化

---

\* 淡江大學會計學系助理教授

\*\* 淡江大學會計學系研究所研究生

作者由衷感謝「2014當代會計研討會」之評論人汪瑞芝教授及兩位匿名評審委員惠賜之寶貴意見，使本論文更加完善。另外在論文修改中，承蒙黃振豐教授給予若干修改方向上之建議，一併在此致謝。

103年08月收稿

103年10月接受

複審接受

## The Relationship Between Ownership Structure and Corporate Sustainability: The Moderating Effect of Industry and Internationalization

Chih-Shun Hsu\* Hung-An Hua\*\*

**Abstract :** This study aims to examine the relationship between ownership structure and corporate sustainability, and the moderating effect that industry and internationalization has on such relationship. Our sample, totaling 456 observations from 2010 and 2012, consisted of Taiwan listed sustainable companies that were DJSI nominated for year 2013, paired with non-sustainable listed companies in Taiwan. Using Logit regression model to test our research hypotheses, we found that the foreign ownership and the trust funds are positive associated with corporate sustainability, while the ownerships held by the government, individuals, directors and managers are negatively correlated to corporate sustainability. Furthermore, we found that industry and internationalization have a moderating effect on the relationships between certain types of ownerships and corporate sustainability. Besides supplementing current literature on Taiwan corporate sustainability, this study can serve as useful reference for Taiwan practitioners and government authorities in formulating their investment decisions.

**Key words :** ownership structure, corporate sustainability, industry, internationalization

---

\* Assistant Professor, Department of Accounting, Tamkang University

\*\* Master, Graduate Institute of Accounting, Tamkang University

The authors wish to extend their heartfelt thanks to 2014 JAC Conference commentator, Prof. Jui-Chih Wang and two anonymous reviewers for their enlightening comments. Our appreciation also goes to Prof. Cheng-Li Huang who provided us numerous helpful suggestions during the revision of this paper.

Submitted August 2014  
Accepted October 2014  
After 2 rounds of review

## 壹、緒論

隨著科技與通訊技術進步，跨國經營儼然成為時代趨勢，大量跨國企業的形成帶來了全球化之經濟發展，但隨之而來的貧富差距、資源耗竭、氣候變遷等亦成為企業重要議題之一。企業的永續發展乃公司治理及是否善盡社會責任的指標之一（Panapanan, Linnanen, Karvonen, and Phan, 2003; Kaptein and Wempe, 2002）。另外，美國道瓊指數也於1999年設立道瓊永續指數（Dow Jones Sustainability Indices, DJSI）<sup>1</sup>，以此促進企業重視永續性的議題。企業永續性係企業在高度競爭與變遷的全球商業環境中生存並成功的能力，企業藉由創新、品質與生產力以預估與管理現在或未來經濟、環境、社會機會與風險，進而使該企業在產業中具有領導地位並創造競爭優勢與長期利害關係人價值（DJSI, 2013），故企業永續性需顧及三個層面：經濟、環境與社會，此包含了維持與提升經濟成長力、股東價值、名望、企業的聲譽、顧客關係以及產品與服務的品質，同時也代表採用及促進企業道德規範、創造良好的工作環境、建立企業所有利害關係人的價值與照料顧客抱怨（Szekely and Knirsch, 2005）。

近年來，台灣企業發展也開始關注全球化永續性議題。台灣經濟部自2002年始推動企業以CSR (corporate social responsibility)為導向之經營策略，以協助台灣企業迎接全球化的挑戰。自此，台灣的企業相繼關注並推動CSR活動，編製獨立CSR報告書，也提高CSR資訊的揭露。另外，氣候變遷與食品安全等問題讓大眾提高環保以及消費權益的意識，因此，台灣企業也紛紛採用綠色製程，例如，減少能源消耗、降低化學品使用、減少碳排放量，甚至是加強勞工權益與安全等都成了企業呼應永續性議題的措施。台灣企業重視經營績效資訊背後所代表之無形價值及影響，使投資人可以選擇正確的投資機會、消費者可以有充足的資訊選購有利於環保及永續發展的商品、社區居民可以有客觀的資訊監督企業的運作。

Harjoto, Laksmana, and Lee (2014)指出，有效的利害關係人管理是企業成敗的關鍵，倘若經理人之利益無法與利害關係人的利益一致，不僅不利於企業的財務績效，也會損害其聲譽，因此企業經理人應該盡力平衡各利害關係人之利益，而股東則可透過董事會之監督功能，審慎檢視其利益均衡之決策。企業可利用編製並發布企業社會責任或永續性報告書的方式，將企業對於CSR或永續性之議題所做的努力告知各利害關係人，並定期與各利害關係人進行溝通以了解其需求，故CSR係為公司帶

---

<sup>1</sup> 道瓊永續指數旗下共區分7個成分股（DJSI family），包括：永續世界指數（Dow Jones Sustainability World Index）、永續歐洲指數（Dow Jones Sustainability Europe Index）、永續北美指數（Dow Jones Sustainability North America Index）、永續亞太指數（Dow Jones Sustainability Asia Pacific Index）、永續新興市場指數（Dow Jones Sustainability Emerging Markets Index）、永續澳洲指數（Dow Jones Sustainability Australia Index）及永續韓國指數（Dow Jones Sustainability Korea Index）。資料來源：<http://www.sustainability-indices.com/>

來良好聲譽的基石 (Hillenbrand and Money, 2007)。另外，CSR 亦可作為減緩代理問題與監督企業之工具。池祥萱、繆文娟與莊滢臻 (2014) 認為藉由執行 CSR，企業能培養良好聲譽並產生名譽效果，此名譽效果可視為企業的保障，永續性企業注重長期價值的發展 (包括長期培養的良好名譽)，使企業在遭遇困境時能適當的自我防禦並且解決危機。另外 CSR 帶來的名譽效果亦會抵減代理成本導致的無效率性 (Gomes, 2000)，因此企業從事 CSR 會創造價值 (池祥萱等人，2014；Dowling, 2006)。

2001 年台積電是台灣第一家被納入 DJSI 成分股的企業，並於 2013 年被評選為半導體產業類組的永續績效領導企業。截至 2013 年，台灣共有 94 家企業受到 DJSI 的邀請及提名，並有 8 家企業入選為 DJSI 的成分股，分別為：台積電、聯電、友達、光寶科、台達電、中華電信、台灣大哥大以及中鋼。由此可見台灣企業越趨重視永續性之議題。另外，由入選的企業也可看出台灣高科技產業實為台灣之星，其永續性議題與相關報告最為出色，故 DJSI 受邀提名與入選的企業也較多。

台灣高科技產業擁有優異的製造技術，為全球第二大資訊硬體生產國，在半導體、光電、資訊、通訊等產品上，其全球市占率超過七成，是世界第一。歐美國家對於環境、CSR 以及永續性的議題起步較早，故對於這方面的要求也較為嚴苛，根據 Hill and Jones (1992)、Roberts (1992)、Park (1999) 以及 Huang and Kung (2010) 所示，企業為了自身聲譽會促進對於環境方面的績效，或以增加揭露與資訊透明度的方式保住其顧客與供應商，故台灣高科技產業為了維持與外國客戶的關係便開始發行企業社會責任或永續性報告書，以此符合相關規範，以利未來合作。近年來，台灣的大型電子企業也多採行綠色採購，鼓勵並要求供應商必須導入綠色製程，降低生產製造對於自然環境的衝擊。因此相較於台灣其他產業，高度國際化的高科技產業更為積極有效地採取永續性策略管理，提升其全球之永續競爭力。

過去文獻甚多探討 CSR 或企業永續性之決定影響因素，例如公司治理 (Jo and Harjoto, 2012; Choi, Lee, and Park, 2013)、企業特性 (Artiach, Lee, Nelson, and Walker, 2010) 等。理論上股東們應希望企業能創造價值、永續經營，然而，不同的投資人具有不同的投資動機，其動機是否會影響企業永續性是值得深思的議題，因此股權結構與 CSR 或企業永續性的關聯性是我們欲關注的議題。

目前文獻仍主要探討股權結構與企業價值之關聯性，並有兩種不同的觀點。Jensen and Meckling (1976) 提出利益收斂假說 (convergence-of-interest hypothesis)，此假說認為當公司管理者的持股比率越高時，其利益會與公司越緊密結合，使代理問題降低，並使企業價值提高，如 Kapopoulos and Lazaretou (2007) 的結果便支持此項假說。Pound (1988) 提出的效率監督假說 (efficient monitoring hypothesis)，認為機構投資人具有較多專業人才與資金，使其監督成本比一般投資人低，促使機構投資人能有效監督企業，促進企業價值的提升，而 Choi, Park, and Hong (2012) 發現機構投資人股權與外資股權會影響企業的科技創新能力，此發現便支持效率監督假說。

或是 Pound (1988)提出機構投資人與企業可能存有合作關係，藉由投資能促使雙方有更進一步的發展，如此將能提升企業價值，此為策略合作假說 (strategy alignment hypothesis)。

另外，依據 Pound (1988)所提出的利益掠奪假說 (conflict-of-interest hypothesis) 與 Jensen and Ruback (1983)所提出的鞏固職權假說 (entrenchment hypothesis)，機構投資人可能因為自身利益而進行投資，使得支持某項計畫通過或進入董事會，而 Dam and Scholtens (2012)指出，公司法人會因為自身利益進行投資與併購，或是管理者會因為自利動機而侵占企業的資源，使得企業價值降低，而 Skinner and Sloan (2002)的發現也證實了這個觀點。尤其當企業的薪酬制度為財務績效導向時，投機的經理人會減少有助於提升永續性之支出，以確保其薪酬極大化 (Preston and O'Bannon, 1997)。

綜上所述，股權結構會影響企業價值，然而，目前的文獻較少深入探討股權結構與永續性的關係，若有，也多以西方已發展國家的樣本為主，並僅著重於部分股權的探討，如 Johnson and Greening (1999)以美國的基金股權與經理人股權探討股權結構對部分永續性指標之影響，Gallo and Christensen (2011)僅以美國的外資、公開發行企業、與私人企業等層面探討股權結構對企業永續性之影響，而 Dam and Scholtens (2012)則以歐洲國家的政府股權、員工股權、金融機構股權、散戶股權、機構投資人股權與公司法人股權探討股權結構對部分企業永續性指標的影響。上述文獻為西方已開發國家的實證結果，然而，台灣企業的股權結構影響永續性之結果與過去之實證研究結果是否有所差異？這是我們欲研究的問題，故本研究以台灣上市櫃企業為對象並延伸股權結構之構面，完整地探討其對企業永續性的影響。此外，本研究更進一步探討產業與國際化是否會影響股權結構與永續性間的關聯性，使本文具有文獻延伸及企業管理之參考價值。

本研究以 2013 年 DJSI 提名之 76 家台灣上市櫃公司 2010 年至 2012 年資料為樣本，並選取相同數目之未被提名企業為對照組，再採用邏輯斯迴歸 (logistic regression) 進行分析。在排除金融、證券與保險業、資料缺漏與極端值後進行配對，共蒐集 456 筆樣本資料，以探討永續性與股權結構的關聯性，並進而探討產業與國際化的調節效果。

本研究發現外資股權與信託基金股權會正向影響企業永續性，而政府股權、散戶股權、董事股權與經理人股權則會負向影響企業永續性。產業對於金融機構股權、外資股權、董事股權、經理人股權與企業永續性的關聯性具有調節效果。而國際化則對政府股權、董事股權與企業永續性的關聯性具有調節效果。

本文共有五節，除本節為緒論外，第貳節為文獻探討與假說建立，探討永續性與股權結構間的關聯性，再深入探討產業與國際化對此關聯性的影響以及建立假說。第參節為研究設計，第肆節為實證結果，第伍節則為結論。

## 貳、文獻探討與假說建立

### 一、股權結構與企業永續性

目前全球的商業環境均處於高度競爭與變遷的狀態，如何使企業永續經營是實務界與學術界均重視的議題之一，如：Dierickx and Cool (1989)、Barney (1991)、Kim and Mauborgne (2005)的藍海策略等。美國道瓊指數也藉由設立道瓊永續指數以敦促企業增進其企業永續性。

根據DJSI (2013)的指標，企業永續性包含三個層面：經濟、環境與社會。經濟層面係指獲利能力、創新管理、風險管理、公司治理等；環境層面係指環境政策、氣溫改變的治理、環境足跡等；社會層面係指對於利害關係人的承諾、員工福利、社區關懷等。經濟層面是維持企業永續性的基礎，若經濟層面受到嚴重的損害，企業則較容易面臨財務危機。環境層面則是促使企業能與地球長久地和平共存。社會層面則倡導企業應關懷社會、回饋社會。在現今的環境下，對於企業而言，企業永續性的三個層面缺一不可，要能有平衡的發展。

股東出資成立企業無非希望企業能永續經營，使其能一直享受企業帶來的效益，然而近年來企業弊案不斷爆發，或因經營不善、大環境變遷導致企業倒閉，使股東蒙受損失。股東雖希望其出資的企業能永續經營，然而弊案卻還是不時爆發，使得投資的金錢均石沉大海。過去的文獻指出，股權結構會影響企業價值 (Demsetz and Lehn, 1985)，甚至會影響其他投資人的投資決策。不同的股東有不同的投資動機，因此股權結構會影響企業策略的制定，而企業永續性係屬於企業策略的一環，甚至是終極目標，也因此受到影響。

除了效率監督假說、利益收斂假說、策略合作假說、利益掠奪假說與鞏固職權假說外，核心代理問題亦是影響企業永續性的因素之一。根據核心代理問題，當控制股東的控制權與現金流量權不相等時 (且往往是控制權高於現金流量權)，若控制股東為謀求自身利益極大化，便會損害小股東的權益 (葉銀華、李存修與柯承恩，2002；張瑞當、方俊儒與曾玉琦，2007；Johnson, Boone, Breach, and Friedman, 2000；Claessens, Djankov, Fan, and Lang, 2002；Haw, Hu, Hwang, and Wu, 2004)，企業價值因此會受到迫害。企業永續性與企業價值存有正向關聯性 (Lo and Sheu, 2007)，而企業價值係屬企業永續性之經濟層面，故企業價值受到損害時，企業永續性同樣地也受到影響。綜上所述，股權結構會影響企業永續性，故本研究設立假說 H1 如下：

H1：股權結構會影響企業永續性。

此外，本研究再針對八種股權結構 (包括政府、金融機構、信託基金、公司法人、外資、散戶、董事與經理人)，逐一探討並設立子假說。

### (一)政府

對多數國家的政府而言，其首要目標是提升自然環境與社會環境的品質(OECD, 2010)，除此之外政府尚須承擔許多責任，如：經濟成長率、就業率、地區發展、教育、健康與社會照護等，這些目標也同等重要(Dam and Scholtens, 2012)，而這些目標能與企業永續性之三個層面相連結，如環境層面與提升自然環境品質、經濟層面與經濟成長率、社會層面與社會照護。政府為了推行政策或基於策略考量會投資某些企業，利用所有權促使其目的的達成(Harris and Wiens, 1980; Ding, Zhang, and Zhang, 2007; Shen and Lin, 2009; Klein, Mahoney, McGahan, and Pitelis, 2010)。然而，政府的決策也可能導致層面間的相互衝突，如政府希望保持某些產業或地區的低失業率時，可能就必須犧牲健康或社會照護(Dam and Scholtens, 2012)，如此可能會使企業永續性受到損害。

目前對於政府股權與企業永續性的文獻並不多見。根據OECD(2010)的報告，政府應會致力於提升其投資企業的企業永續性，然而卻也有不同的見解。綜上所述，政府股權應是會影響企業永續性的，故本研究建立 H1a。

H1a：政府股權會影響企業永續性。

### (二)金融機構

多數金融機構進行投資時係以增進其財務績效做為考量，因金融機構是利用其客戶所提供的資金以進行投資，故需控制風險與增進獲利(Dam and Scholtens, 2012)，意指若金融機構以財務績效為考量時，會較注重其投資企業的短期績效，以增進其自身之獲利。然而，有學者指出金融機構也會因為非財務性的理由進行投資，例如：借貸合約中的條款(Sironi and Resti, 2007)，此時金融機構會較注重其投資企業的長期績效。而過去文獻將金融機構視為是一種監督機制(Diamond, 1984; Allen and Santomero, 1997; Scholtens and van Wensveen, 2000)，促使企業能夠永續經營。目前對於金融機構與企業永續性的文獻並不多見，且也沒有一致的見解，但金融機構股權應是會影響企業永續性的，故本研究建立 H1b。

H1b：金融機構股權會影響企業永續性。

### (三)信託基金

根據效率監督假說，機構投資人具有較多的資源、監督成本較低，使機構投資人能有效監督企業、促進企業價值的提升。因其信託基金經理人有委託人的壓力，故信託基金經理人較可能緊密監督企業，若其投資的企業不符合其投資標準時，便更換投資組合，以此監督企業(Pound, 1988, 1992)，故在多數國家信託基金被視為投資的參考指標之一。綜上所述，當信託基金股權能有效監督企業時，應能提升企業價值，並促進企業永續性，故本研究建立 H1c。

H1c：信託基金股權會正向影響企業永續性。

#### (四)公司法人

根據利益掠奪假說，機構投資人會因自身利益而進行投資，藉此侵占其他股東之權益 (Pound, 1988)，也因此企業永續性必然會受到損害。然而，策略合作假說卻認為，機構投資人與企業可能存有合作關係，藉由投資能促使雙方有更進一步的發展，並提升企業價值 (Pound, 1988)、促進企業永續性的提升。綜上所述，公司法人與企業永續性的關係並沒有確切的說法，故本研究建立 H1d。

H1d：公司法人股權會影響企業永續性。

#### (五)外資

外資在過去的文獻裡通常被視為一種監督機制。國內的法人投資者可能與企業具有潛在的商業關係，使其無法成為獨立的監督機制，然而外資卻能有效施壓，以改變經理人的決策 (Ferreira and Matos, 2008)。外資通常具有較長遠的投資計畫，故基於長期投資考量，外資通常以較為嚴苛的標準監督管理當局，並執行其投資決策 (Jeon, Lee, and Moffett, 2011)。故外資持股較高的企業，其較能利用自身的監督力量促使經理人制定長期利益層面的決策 (Choi et al., 2013)，也因此應具有較高的企業永續性。綜上所述，本文建立 H1e。

H1e：外資股權會正向影響企業永續性。

#### (六)散戶

過去文獻指出，散戶投資的動機不外乎股利收入 (Graham and Kumar, 2006) 與稅務考量 (Sialm and Starks, 2012)，此兩項動機均屬於短期利益考量。通常散戶投資人無法具有最適的投資組合 (Barber and Odean, 2000)，與機構投資人或外資相比，散戶投資人取得資訊的成本與風險較高 (De Bondt, 1998; Van Der Burg and Prinz, 2006)，使得散戶投資人通常無法以長期利益的考量進行投資決策，也因此就散戶較多的企業而言，其經理人的決策也應較注重短期利益。綜上所述，由於散戶投資人資訊取得的限制以及其投資考量，其投資之企業通常較不具有永續性，故本研究建立 H1f。

H1f：散戶股權會負向影響企業永續性。

#### (七)董事

利益收斂假說認為，當公司管理者的持股比率越高時，其利益會與公司越緊密結合，使代理問題降低，並使企業價值提高 (Jensen and Meckling, 1976)。然而，鞏固職權假說卻認為當管理者的持股率達到一定程度時，因自身職位不易受到動搖，因而產生自利動機而侵占企業的資源，使得企業價值降低 (Jensen and Ruback, 1983)，也因此企業永續性將會受到迫害。綜上所述，若利益收斂假說正確，當董事的持股



比例越高時，企業應較具有永續性；然而，若鞏固職權假說才是正確的，則企業的永續性應會受到損害。故本研究建立 H1g。

H1g：董事股權會影響企業永續性。

#### (八)經理人

如同董事股權，根據利益收斂假說，若經理人的股權提升，則其利益會與股東利益越趨相近，降低代理問題，使企業價值提高並增進企業永續性。然而，經理人投機主義假說 (managerial opportunism hypothesis) 卻認為，當企業的薪酬制度為財務績效導向時，經理人會減少有助於提升永續性之支出，以確保其薪酬極大化 (Preston and O'Bannon, 1997)，使得企業永續性降低。綜上所述，經理人股權與永續性間的關聯性並沒有一致的見解，故本研究設立 H1h。

H1h：經理人股權會影響企業永續性。

### 二、產業、股權結構與企業永續性

不同的產業具有不同的生命週期、不同的競爭環境，甚至連利潤也不相同，因此企業會制定不同的策略 (Anderson and Zeithaml, 1984; Agarwal, Sarkar, and Echambadi, 2002) 以求長期發展與永續生存。不同的產業會有不同的策略，而永續性屬於企業的策略之一，故不同產業之企業永續性也應會有所不同。Gallo and Christensen (2011)發現企業規模、股權以及產業與永續性有強烈的關聯性，其實證結果指出融資與保險業、零售業等行業會影響企業對於永續性的支持程度或報導程度，故產業類型會影響企業永續性。

同上述所言，不同產業制定的策略會不同，不同的策略則會吸引不同的投資人進行投資。Sialm and Starks (2012)指出若投資人進行投資的目的是為了稅務考量，則會選擇能使其節省較多稅金的企業進行投資，以滿足其自身的需求。Graham and Kumar (2006)指出當投資人希望獲得較高額的股利，則會選擇股利報酬較高的公司進行投資。不同產業因其策略不同，使得吸引到的投資人亦有所差異，故產業類型亦會影響股權結構。

綜上所述，產業類型除了會影響企業永續性外，也會影響股權結構，故產業對於股權結構與企業永續性的關聯性應具有調節效果。台灣高科技電子業對於提升我國企業永續性績效有著許多的貢獻，因其提名與入選 DJSI 成分股佔了絕大多數，使得其他產業也紛紛仿效與致力於提升企業永續性，再者高科技電子業所提供的永續性資訊也較其他產業多，故本研究以探討電子業與非電子業是如何影響股權結構與企業永續性的關聯性，因此本研究建立 H2。

H2：股權結構與企業永續性的關係會因產業而有所不同。

### 三、國際化、股權結構與企業永續性

當企業逐步邁向國際化時，其策略也會有所不同 (Melin, 1992)。有學者發現當企業越具國際化或外銷導向時，會受到外國客戶的影響增進其企業社會責任的表現 (Belal and Owen, 2007; Islam and Deegan, 2008)，而企業社會責任係屬企業永續性的根基，故企業永續性也同樣會受到影響，故國際化會影響企業永續性。

國際化係屬於企業策略的一環，而不同的策略會吸引不同的投資人進行投資，故國際化程度的高低會影響公司股權的組成。以 Pound (1988)所提出的策略合作假說為例，若企業國際化程度較高，應當較易吸引其有商業合作之外國企業進行投資，因藉由投資能促使雙方有更進一步的發展與合作，並提升企業價值，故國際化會影響股權結構。綜上所述，國際化除了影響企業永續性外，也會影響股權結構，故國際化對於股權結構與企業永續性的關聯性應具有調節效果，因此本研究建立 H3。

H3：股權結構與企業永續性的關係會因國際化程度而有所不同。

## 參、研究設計

### 一、樣本選取

本研究以 2013 年 DJSI 提名之台灣上市櫃公司 2010 年至 2012 年資料為樣本。其中，以道瓊永續世界指數成分股 (Dow Jones Sustainability World Index, DJSWI) 為例，其提名 (受邀評比) 的條件原則上係以全球資本前 2,500 大的企業為主，再進一步以產業類組進行分組評比，依據評比結果選入全球共 300 多家企業為其成分股。本研究原欲以入選 DJSI 指數之台灣企業為樣本，然而截至 2013 年僅有 8 家入選為 DJSI 的成分股，因考量樣本數過少，容易導致研究結果產生偏差，故本研究選擇採用受邀評比的企業，擴大本研究之研究樣本。本研究選樣的條件如下：(1)排除金融、證券與保險業、(2)排除資料缺漏與極端值、(3)依照資本額大小與 TEJ 之子產業別進行配對、(4)若子產業別無法配對，則選用 TEJ 所提供之產業別進行配對，配對結果如附錄 1。同時，我們也覆核台灣天下企業公民 TOP 50 名單與遠見雜誌之「企業社會責任獎」得獎名單，比對後，發現大部分受邀企業亦為天下企業公民 TOP 50 之一，或是曾得到企業社會責任獎 (請見附錄 2)，如此亦表示受邀企業的 CSR 及企業永續性是受到各界肯定，也讓本研究之樣本更具代表性。本研究共蒐集 456 筆樣本資料，樣本選取結果如表 1。2013 年台灣被提名企業共有 94 家，扣除 18 家金融、證券與保險業後剩 76 家，並取其 2010 年至 2012 年共三年資料，計 228 筆永續企業樣本，再選取非永續企業 76 家進行配對，計 228 筆非永續企業樣本，合計為 456 筆樣本資料。

表 1 樣本選取表

	DJSI 提名企業樣本	非 DJSI 提名企業樣本
2013 年 DJSI 提名	94	—
減：金融、證券與保險業	18	—
	76	76
2010 年至 2012 年（共 3 年）	3	3
總樣本數	228	228

本研究樣本的產業分布如表 2，共涵蓋水泥工業、食品工業、塑膠工業、紡織纖維、電機機械、電器電纜、化學工業、玻璃陶瓷、鋼鐵工業、橡膠工業、汽車工業、電腦及週邊、半導體、電子零組件、電子通路業、通信網路業、光電業、其他電子業、航運業、貿易百貨、油氣燃氣業及其他。故以產業類型而言，本研究之樣本能具有代表性。另外，本研究採用 TEJ 之分類，將電腦及週邊、半導體、電子零組件、電子通路業、通信網路業、光電業及其他電子業歸類為電子業。

表 2 樣本產業分布表

	DJSI 提名企業樣本	非 DJSI 提名企業樣本
水泥工業	2	2
食品工業	2	2
塑膠工業	4	4
紡織纖維	2	2
電機機械	2	2
電器電纜	1	1
化學工業	1	1
玻璃陶瓷	1	1
鋼鐵工業	1	1
橡膠工業	3	3
汽車工業	2	2
電腦及週邊	11	11
半導體	13	13
電子零組件	3	3
電子通路業	2	2
通信網路業	4	4
光電業	7	7
其他電子業	3	3
航運業	3	3
貿易百貨	3	3
油氣燃氣業	1	1
其他	5	5
合計	76	76

## 二、變數定義與研究模型

### (一)變數定義

#### 1. 變數來源

本研究之變數資料來源有三：(1)TEJ 股權結構、New Finance、社會責任模組；(2)天下雜誌及遠見雜誌之資料；(3)各樣本之企業社會責任或永續性報告書、官方網站以及財團法人全國認證基金會網頁。

#### 2. 應變數

本研究之應變數為是否被 2013 年 DJSI 提名，以 *SUS* 表示，若被提名設為 1，若沒有被提名則設為 0。因應變數為虛擬變數之關係，本研究以邏輯斯迴歸進行分析。

#### 3. 獨立變數

獨立變數均採用 2010 年至 2012 年資料，係因 2013 年 DJSI 提名資料於 2013 年 4 月宣布，故 2013 年的股權結構並不會影響是否於 2013 年被提名，且 DJSI 會要求企業提供歷年來（3 至 5 年）的績效數據以證明與評估（許家偉，2012），故本研究認為採用 2010 年至 2012 的資料較為妥當，以橫斷面資料（pooling data）分析的方式，並控制年度的變異性。

股權結構以 2010 年至 2012 年之政府（*GOV*）、金融機構（*BANK*）、信託基金（*FUND*）、公司法人（*CORP*）、外資（*FORE*）、散戶（*INDIV*）、董事（*DRT*）與經理人（*MGT*）此八種股權之股權比率為本研究之自變數。以電子業（*ELECT*）作為衡量產業的變數，其中，電子業係指電腦及週邊、半導體、電子零組件、電子通路業、通信網路業、光電業及其他電子業。過去文獻曾以外銷比率作為國際化之代理變數（例如：Geringer, Tallman, and Olsen, 2000; Capar and Kotabe, 2003; Ruigrok and Wagner, 2003），也有國內學者以外銷比率之虛擬變數的方式作為實證模型的控制變數（例如：徐啟升與黃志宏，2009），故本研究以 2010 年至 2012 年之外銷比率中位數（*EXPO*）作為國際化的代理變數。

#### 4. 控制變數

隨著企業規模逐漸壯大，企業永續性也隨著提升（Gallo and Christensen, 2011），故須予以控制，過去文獻大多使用營業收入作為企業規模的代理變數（Ohlson, 1995; Arora and Dharwadkar, 2011; Dam and Scholtens, 2012），然而各產業的營業收入可能不盡相同，故本研究以資本額（*CAPITAL*）為企業規模的代理變數。財務績效也是衡量企業永續性的重要指標之一，過去文獻通常以資產報酬率為代理變數（Margolis and Walsh, 2001; Dam and Scholtens, 2012），然而本研究認為與股權結構較有連性的為股東權益報酬率（*ROE*），故本研究同 Johnson and Greening (1999) 以 *ROE* 作為財務績效的代理變數並予以控制。企業的風險也是企業永續性須考量的指標之一，

故本研究與過去的文獻相同以負債權益比 (*LEVE*) 與流動比率 (*LIQ*) 作為風險的控制變數 (Barnea and Rubin, 2010; Dam and Scholtens, 2012)。CSR 係屬於永續性之根基，應會影響企業永續性，過去文獻曾以天下企業公民作為 CSR 的代理變數 (林嬋娟與張哲嘉, 2009; 黃瓊瑤、方世榮與陳育成, 2012; 劉美纓、丁碧慧與朱奐聿, 2014)，故本研究以是否被天下雜誌之天下企業公民與遠見雜誌之企業社會責任獎作為其代理變數 (*AWARD*)。媒體曝光度也是影響企業永續性的因素之一，張元、沈中華與王宗政 (2010) 發現新聞曝光次數有助於提升社會責任對績效的邊際影響效果，故本研究將企業 CSR 相關之負面新聞 (*BNEWS*) 予以控制。環境層面亦為永續性的範疇之一，高明瑞、劉常勇、黃義俊與張乃仁 (2010) 以獲得 ISO 14001 認證的廠商為研究樣本以探討環境績效之議題，故本研究將企業是否有取得 ISO 14001 認證 (*ISO*) 予以控制。控制變數同樣也採用 2010 年至 2012 年的資料，其原因同獨立變數。

## (二)研究模型

衡量股權結構與永續性關聯性的模型如下：

$$\begin{aligned}
 SUS_i = & \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 BANK_{it} + \beta_3 FUND_{it} + \beta_4 CORP_{it} + \beta_5 FORE_{it} \\
 & + \beta_6 INDIV_{it} + \beta_7 DRT_{it} + \beta_8 MGT_{it} + \beta_9 ELECT_{it} + \beta_{10} EXPO_{it} + \beta_{11} ROE_{it} \\
 & + \beta_{12} LIQ_{it} + \beta_{13} LEVE_{it} + \beta_{14} CAPITAL_{it} + \beta_{15} AWARD_{it} + \beta_{16} BNEWS_{it} \\
 & + \beta_{17} ISO_{it} + \beta_{18} YEAR_{it} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中，

- SUS<sub>i</sub>* = *i* 公司是否於 2013 年被 DJSI 提名，若有則為 1，若無則為 0；
- GOV<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的政府持股比率；
- BANK<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的金融機構持股比率；
- FUND<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的信託基金持股比率；
- CORP<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的公司法人持股比率；
- FORE<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的外資持股比率；
- INDIV<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的散戶持股比率；
- DRT<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的董事持股比率；
- MGT<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的經理人持股比率；
- ELECT<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年是否為電子業，此分類係採用 TEJ 之分類，若是則設為 1，若否則設為 0；
- EXPO<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的外銷比率是否有大於中位數，若有則設為 1，若無則設為 0；
- ROE<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的股東權益報酬率；
- LIQ<sub>it</sub>* = *i* 公司第 *t* 年的流動比率 (流動負債除以流動資產)；

$LEVE_{it}$  =  $i$  公司第  $t$  年的負債權益比 (負債總額除以權益總額)；

$CAPITAL_{it}$  =  $i$  公司第  $t$  年的資本額取 Log；

$AWARD_{it}$  =  $i$  公司第  $t$  年時是否有獲得天下雜誌之天下企業公民或遠見雜誌之企業社會責任獎，若有則設為 1，無則設為 0；

$BNEWS_{it}$  =  $i$  公司第  $t$  年時是否有企業社會責任負面新聞，若有則設為 1，無則設為 0；

$ISO_{it}$  =  $i$  公司第  $t$  年時是否有 ISO14001 之認證，若有則設為 1，若無則設為 0；

$YEAR_{it}$  = 年度的控制變數，2011 年與 2012 年各設一虛擬變數。

衡量產業對股權結構與永續性關聯性的調節效果模型如下：

$$\begin{aligned}
 SUS_i = & \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 BANK_{it} + \beta_3 FUND_{it} + \beta_4 CORP_{it} + \beta_5 FORE_{it} \\
 & + \beta_6 INDIV_{it} + \beta_7 DRT_{it} + \beta_8 MGT_{it} + \beta_9 GOV_{it} \times ELECT_{it} \\
 & + \beta_{10} BANK \times ELECT_{it} + \beta_{11} FUND_{it} \times ELECT_{it} + \beta_{12} CORP_{it} \times ELECT_{it} \\
 & + \beta_{13} FORE_{it} \times ELECT_{it} + \beta_{14} INDIV_{it} \times ELECT_{it} + \beta_{15} DRT_{it} \times ELECT_{it} \\
 & + \beta_{16} MGT_{it} \times ELECT_{it} + \beta_{17} ELECT_{it} + \beta_{18} EXPO_{it} + \beta_{19} ROE_{it} + \beta_{20} LIQ_{it} \\
 & + \beta_{21} LEVE_{it} + \beta_{22} CAPITAL_{it} + \beta_{23} AWARD_{it} + \beta_{24} BNEWS_{it} + \beta_{25} ISO_{it} \\
 & + \beta_{26} YEAR_{it} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{2}$$

衡量國際化對股權結構與永續性關聯性的調節效果模型如下：

$$\begin{aligned}
 SUS_i = & \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 BANK_{it} + \beta_3 FUND_{it} + \beta_4 CORP_{it} + \beta_5 FORE_{it} \\
 & + \beta_6 INDIV_{it} + \beta_7 DRT_{it} + \beta_8 MGT_{it} + \beta_9 GOV_{it} \times EXPO_{it} \\
 & + \beta_{10} BANK \times EXPO_{it} + \beta_{11} FUND_{it} \times EXPO_{it} + \beta_{12} CORP_{it} \times EXPO_{it} \\
 & + \beta_{13} FORE_{it} \times EXPO_{it} + \beta_{14} INDIV_{it} \times EXPO_{it} + \beta_{15} DRT_{it} \times EXPO_{it} \\
 & + \beta_{16} MGT_{it} \times EXPO_{it} + \beta_{17} ELECT_{it} + \beta_{18} EXPO_{it} + \beta_{19} ROE_{it} + \beta_{20} LIQ_{it} \\
 & + \beta_{21} LEVE_{it} + \beta_{22} CAPITAL_{it} + \beta_{23} AWARD_{it} + \beta_{24} BNEWS_{it} + \beta_{25} ISO_{it} \\
 & + \beta_{26} YEAR_{it} + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{3}$$

本研究之應變數為二元變數，即企業只有被 DJSI 提名與不提名兩種可能性。對於二元的應變數應用較廣的方法為邏輯斯迴歸模型，且過去文獻亦指出該模型是許多學者最普遍用來檢測配對樣本預測模型的研究方法之一(林嬋娟與張哲嘉, 2009; Geiger and Rama, 2003; Yeh, Chi, and Lin, 2014)，但此分析方法對變數有許多限制。Liou and Tzeng (2012)認為在現實環境中，傳統統計模型無法解決互相依存與多層面的決策準則 (decision criteria)。Yeh et al. (2014)指出傳統的統計方法受到統計假設的限制，例如，資料需呈常態分配、避免殘差項存在自我相關、變數間必須獨立、以及避免自變數間存在共線性等問題。

二元邏輯斯迴歸是一個簡單的有母數統計方法，其與傳統的迴歸分析性質類似。傳統的迴歸模型在統計應用上均有嚴格的假設，例如常態分配的滿足，尤其應變數要呈單變量常態分配。應變數與自變數間、自變數之間皆須存在線性關係，自變數之間有一致的誤差變異或群組間有相同的變異數共變數矩陣。雖然二元邏輯斯迴歸的應變數分數須互斥且完整，模型明確敘述自變數必須和應變數有某種程度關聯，但是此模型不須要應變數的分數呈常態分配的假設，也不需要應變數的分數與自變數分數間呈線性關係（吳明隆，2008）。由於二元邏輯斯迴歸的假設較為寬鬆，在實證研究情境中，當應變數之樣本分別歸於二種不同的群組時，二元邏輯斯迴歸被視為較區別分析的統計方法更為適切（Warner, 2008）。

在探討永續性企業議題時，過去研究亦有使用邏輯斯迴歸模型（Simnett, Vanstraelen, and Chua, 2009），因此本文延續過去文獻，採用二元邏輯斯迴歸模型探討各公司股權結構與永續企業提名機率間的關係。

本文中之研究變數「股權結構」之八個因素，雖然層級相關，但是可經由相關係數的檢定，以檢測各因子變數間是否呈現共線性關係。另外，本研究採用涵蓋台灣各產業之配對樣本，也使應變數分數完整與獨立。本研究使用 Hosmer-Lemeshow 檢定法檢測整體模型配適度，當 Hosmer-Lemeshow 統計量未達顯著水準時，整體模型的配適度為佳，其表示投入的股權結構各因子變數中，至少有一項因子能有效預測永續性企業樣本之機率值。

## 肆、實證結果

### 一、敘述性統計

表 3 為本研究之股權投資家數表。此表顯示樣本中是否有該股權投資，根據此表，擁有政府股權的樣本筆數最少（共 276 筆），而擁有外資與董事股權的樣本筆數最多（共 456 筆）。

表 3 股權投資家數表

	DJSI 提名企業樣本	非 DJSI 提名企業樣本	合計
<i>GOV</i>	192	84	276
<i>BANK</i>	212	197	409
<i>FUND</i>	224	177	401
<i>CORP</i>	225	216	441
<i>FORE</i>	228	228	456
<i>INDIV</i>	228	225	453
<i>DRT</i>	228	228	456
<i>MGT</i>	209	204	413

註：變數定義：*GOV* 為政府持股比率、*BANK* 為金融機構持股比率、*FUND* 為信託基金持股比率、*CORP* 為公司法人持股比率、*FORE* 為外資持股比率、*INDIV* 為散戶持股比率、*DRT* 為董事持股比率、*MGT* 為經理人持股比率。

圖 1 為按各股權比例之平均數所繪製之 DJSI 提名企業之股權比例分配圖；然而，圖 2 則為非 DJSI 提名之企業。從圖 1 與圖 2 可得知，就平均股權比例而言，DJSI 提名企業之政府股權、金融機構股權、信託基金股權與外資股權均大於非提名企業，公司法人股權、散戶股權、董事股權與經理人股權均小於非提名企業。

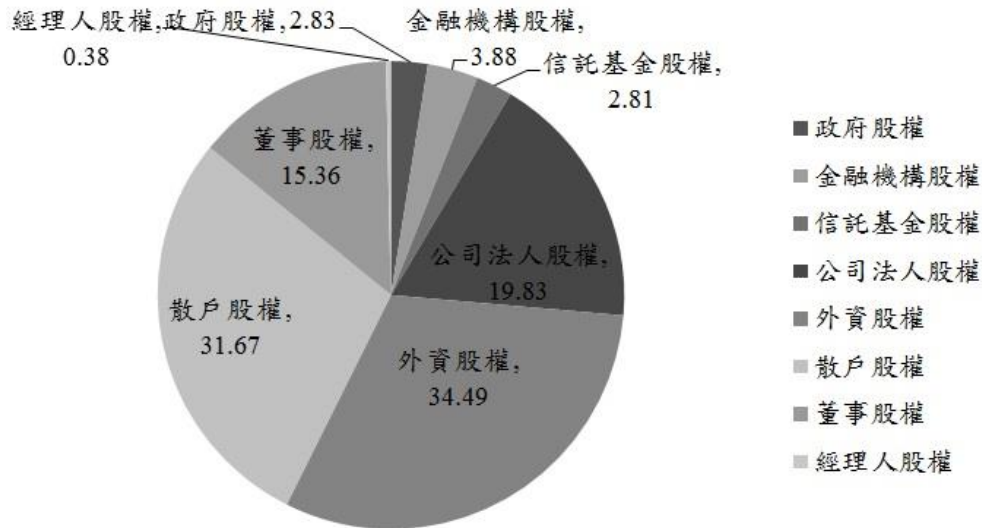


圖 1 DJSI 提名企業之股權比例分配圖 (平均數)

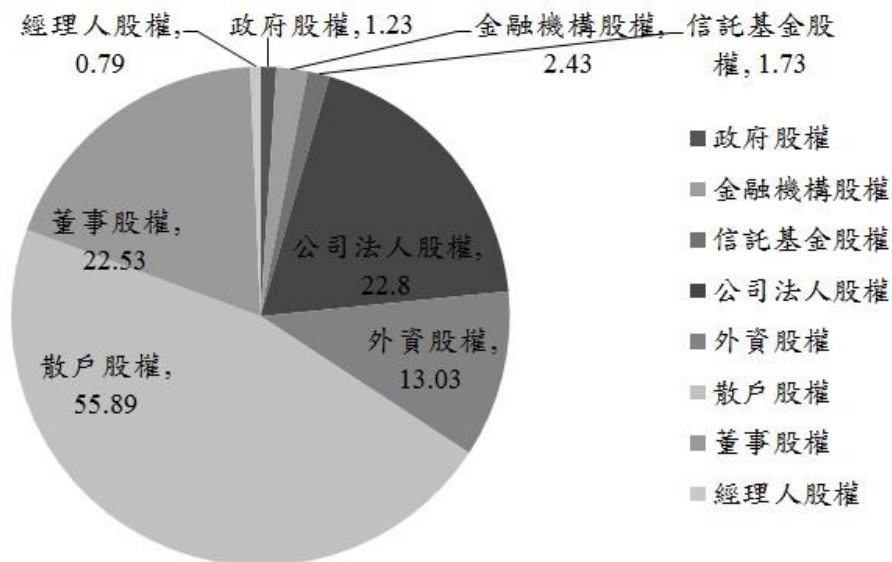


圖 2 非 DJSI 提名企業之股權比例分配圖 (平均數)



表 4 為敘述性統計與成對 T 檢定之結果，如同圖 1 及圖 2 所述，DJSI 提名企業政府股權、金融機構股權、信託基金股權與外資股權平均數均大於非提名企業，且根據成對 T 檢定之結果，均具有顯著正向差異。而公司法人股權、散戶股權、董事股權與經理人股權平均數均小於非提名企業，且均具有顯著負向差異。提名企業樣本之 ROE 的平均數為 15.14、標準差為 14.13，非提名企業樣本的平均數則為 1.93、標準差為 27.53，且兩者具有顯著正向差異。提名企業樣本之流動比率 (LIQ) 的平均數為 1.84、標準差為 1.16，非提名企業樣本的平均數則為 2.2、標準差為 2.72，且兩者具有顯著負向差異。提名企業樣本之負債權益比 (LEVE) 的平均數為 1.13、標準差為 0.77，非提名企業樣本的平均數則為 2.04、標準差為 5.33，且兩者具有顯著負向差異。提名企業樣本之資本額 (CAPITAL) 的平均數為 13.21、標準差為 0.51，非提名企業樣本的平均數則為 12.74、標準差為 0.45，且兩者具有顯著正向差異。提名企業樣本之外銷比率 (EXPO) 的平均數為 0.53、標準差為 0.50，表示有 53% 的樣本其外銷比率大於中位數，非提名企業樣本的平均數則為 0.47、標準差為 0.50，表示有 47% 的樣本其外銷比率大於中位數，此外兩者經由成對 T 檢定之結果顯示兩者並無顯著差異。提名企業樣本之企業社會責任獎之虛擬變數 (AWARD) 的平均數為 0.27、標準差為 0.44，非提名企業樣本的平均數則為 0.06、標準差為 0.23，且兩者具有顯著正向差異。提名企業樣本之社會責任負面新聞之虛擬變數 (BNEWS) 的平均數為 0.36、標準差為 0.48，非提名企業樣本的平均數則為 0.18、標準差為 0.39，且兩者具有顯著正向差異。提名企業樣本之 ISO 14001 之虛擬變數的平均數為 0.77、標準差為 0.42，非提名企業樣本的平均數則為 0.62、標準差為 0.49，且兩者具有顯著正向差異。

表 5 為各變數間的 Pearson 相關係數，政府股權 (GOV)、金融機構股權 (BANK)、信託基金股權 (FUND) 外資股權 (FORE) 與企業永續性 (SUS) 呈現顯著正相關，而公司法人股權 (CORP)、散戶股權 (INDIV)、董事股權 (DRT) 及經理人股權 (MGT) 與企業永續性呈現顯著負相關，而所有的相關係數均小於 0.7。

## 二、實證結果

表 6 為本研究之 Logit 迴歸模型與產業調節效果模型之結果。模型(1)為股權結構與永續性關聯性模型，pseudo  $R^2$  為 0.653，此模型之 Hosmer & Lemeshow 值為 0.706，表示此模型有效。模型(1)顯示信託基金股權、外資股權與企業永續性為顯著正向關聯性，支持 H1c、H1e，表示信託基金與外資股權能有效監督企業，使企業永續性有正向的發展。而政府股權、散戶股權、董事股權、經理人股權與企業永續性均為顯著負相關，支持 H1a、H1f、H1g 與 H1h。此結果顯示，由於政府須承擔許多責任，故政府的決策容易使其目的與目的間發生衝突 (Dam and Scholtens, 2012)，例如當政府欲培植其所投資的企業，可能會促使該地環境受損，使得永續性降低。而散戶投資人係以短期利益進行投資 (Graham and Kumar, 2006; Sialm and Starks,

2012)，使得企業永續性較低。至於董事股權的結果支持鞏固職權假說，經理人股權的結果則支持經理人投機主義假說，意指董事股權與經理人股權較高的企業，會因董事與經理人自利的行為而損害企業永續性（Jensen and Ruback, 1983; Preston and O'Bannon, 1997）。

金融機構股權、公司法人股權與企業永續性並無顯著相關性。金融機構雖然不顯著，但其  $\beta$  係數為正（0.04），故金融機構應較為注重其投資企業的永續性表現（Sironi and Resti, 2007），但可能因擁有金融機構股權的樣本並不多，導致實證結果並無顯著相關性。公司法人的  $\beta$  係數為負（-0.02），表示公司法人進行投資時較在意自身的利益，較易忽略其投資企業的永續性，然而實證結果卻並無顯著相關性，其可能之原因為提名企業樣本與非提名企業樣本在平均數與標準差上並無太大的差異，故實證之結果並無顯著相關性。

電子業對於企業永續性呈現顯著負相關（ $\beta$  係數為-0.92），表示產業會影響企業永續性。外銷比率中位數對於企業永續性呈現顯著正相關（ $\beta$  係數為 1.47），表示國際化也同樣對企業永續性有影響。CSR 的代理變數 AWARD 呈現顯著正相關（ $\beta$  係數為 1.18），表示 CSR 績效較佳的公司企業永續性也越佳。社會負面消息（BNEWS）呈現顯著正相關（ $\beta$  係數為 1.14），永續企業的資本額通常較大，而企業規模可被視為正當性的前身，故企業規模會影響到社會大眾與媒體對於企業的關注程度（Baum and Oliver, 1991; Deephouse and Carter, 2005; Aerts and Cormier, 2009），故越具永續性的企業當發生負面消息時越易被媒體報導。

模型(2)為產業調節效果模型，pseudo  $R^2$  為 0.738，此模型之 Hosmer & Lemeshow 值為 0.812，表示此模型有效。結果顯示電子業對於金融機構股權、外資股權與企業永續性的關聯性具有正向的調節效果。就外資股權而言，因其具有較長遠的投資計畫，故較能督促企業提升永續性，尤其在電子業中，更能突顯這項特質。金融機構也屬於重視企業永續性表現的股權之一，當金融機構係為電子業之股東時，更能發揮應有之效力，促使企業增進永續性績效。而對於董事股權、經理人股權與企業永續性的關聯性則具有負向的調節效果，當電子業的董事股權與經理人股權越高時，董事與經理人越容易有自利的行為，企業永續性也就越低。

模型(3)為國際化調節效果模型，pseudo  $R^2$  為 0.680，此模型之 Hosmer & Lemeshow 值為 0.124，表示此模型有效。其結果顯示外銷對於政府股權與企業永續性的關聯性具有正向調節效果。政府股權的實證結果與模型(1)的主要效果不同，結果顯示，在高國際化之下，政府股權對於企業永續性之影響會發生改變，台灣政府一直大力推動外銷，故當政府投資的企業是屬於高外銷的企業時，基於政策與經濟考量，會希望其能永續經營並促使企業永續性的提升。而對於董事股權與企業永續性的關聯性則具有負向調節效果，故當企業越屬於外銷導向時，董事的自利行為也就越嚴重，使永續性越易受到損害。

表 4 敘述性統計與成對 T 檢定

變數	N	Panel A：敘述性統計								Panel B：成對 T 檢定			
		DJSI 提名企業樣本				非 DJSI 提名企業樣本				成對變數差異			t-value
		最小值	最大值	平均數	標準差	最小值	最大值	平均數	標準差	平均數	標準差	平均數的標準誤	
<i>GOV</i>	228	0.00	38.42	2.83	5.81	0.00	38.66	1.23	4.61	1.59	6.84	0.45	3.52 <sup>***</sup>
<i>BANK</i>	228	0.00	19.57	3.88	3.75	0.00	19.99	2.43	3.64	1.46	5.12	0.34	4.29 <sup>***</sup>
<i>FUND</i>	228	0.00	13.68	2.81	2.74	0.00	20.70	1.73	3.46	1.08	4.25	0.28	3.84 <sup>***</sup>
<i>CORP</i>	228	0.00	83.86	19.83	17.93	0.00	85.64	22.80	17.70	-2.97	22.89	1.52	-1.96 <sup>***</sup>
<i>FORE</i>	228	1.97	84.92	34.49	17.44	0.02	95.50	13.03	15.26	21.47	21.83	1.45	14.85 <sup>***</sup>
<i>INDIV</i>	228	2.22	80.54	31.67	16.81	0.00	94.55	55.89	22.25	-24.22	25.98	1.72	-14.08 <sup>***</sup>
<i>DRT</i>	228	0.61	78.06	15.36	13.21	4.09	88.96	22.53	17.17	-7.17	19.41	1.29	-5.57 <sup>***</sup>
<i>MGT</i>	228	0.00	7.67	0.38	0.66	0.00	13.17	0.79	1.69	-0.41	1.78	0.12	-3.48 <sup>***</sup>
<i>ROE</i>	228	-29.08	100.63	15.14	14.13	-286.6	48.37	1.93	27.53	13.21	29.29	1.94	6.81 <sup>***</sup>
<i>LIQ</i>	228	0.44	10.63	1.84	1.16	0.25	36.64	2.20	2.72	-0.35	2.94	0.19	-1.82 <sup>***</sup>
<i>LEVE</i>	228	0.15	4.42	1.13	0.77	0.03	42.60	2.04	5.33	-0.91	5.32	0.35	-2.59 <sup>***</sup>
<i>CAPITAL</i>	228	11.78	14.41	13.21	0.51	11.68	14.38	12.74	0.45	0.47	0.43	0.03	16.41 <sup>***</sup>
<i>EXPO</i>	228	0.00	1.00	0.53	0.50	0.00	1.00	0.47	0.50	0.05	0.54	0.04	1.48
<i>AWARD</i>	228	0.00	1.00	0.27	0.44	0.00	1.00	0.06	0.23	0.21	0.44	0.03	7.23 <sup>***</sup>
<i>BNEWS</i>	228	0.00	1.00	0.36	0.48	0.00	1.00	0.18	0.39	0.18	0.58	0.04	4.55 <sup>***</sup>
<i>ISO</i>	228	0.00	1.00	0.77	0.42	0.00	1.00	0.62	0.49	0.15	0.58	0.04	4.02 <sup>***</sup>

1. \*, \*\*, \*\*\*分別代表 10%、5%與 1%雙尾顯著水準。

2. 變數定義：*GOV* 為政府持股比率、*BANK* 為金融機構持股比率、*FUND* 為信託基金持股比率、*CORP* 為公司法人持股比率、*FORE* 為外資持股比率、*INDIV* 為散戶持股比率、*DRT* 為董事持股比率、*MGT* 為經理人持股比率、*ROE* 為股東權益報酬率、*LIQ* 為流動比率、*LEVE* 為負債權益比、*CAPITAL* 為資本額取 Log、*EXPO* 為外銷比率之虛擬變數、*AWARD* 為企業社會責任獎之虛擬變數、*BNEWS* 為企業社會責任負面新聞之虛擬變數、*ISO* 為 ISO14001 之虛擬變數。

表 5 Pearson 相關係數表

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
<i>SUS</i>	1																		
<i>GOV</i>	0.15***	1																	
<i>BANK</i>	0.19***	0.21***	1																
<i>FUND</i>	0.17***	0.15***	0.05	1															
<i>CORP</i>	-0.08*	-0.19***	-0.17***	-0.11**	1														
<i>INDIV</i>	-0.52***	-0.20***	-0.20***	-0.13***	-0.37***	1													
<i>FORE</i>	0.55***	0.06	0.07	0.08*	-0.31***	-0.63***	1												
<i>DRT</i>	-0.23***	0.09*	-0.04	-0.17***	0.40***	-0.31***	-0.05	1											
<i>MGT</i>	-0.16***	-0.11**	-0.08*	-0.01	-0.01	0.09*	-0.02	-0.03	1										
<i>ROE</i>	0.29***	0.05	0.13***	0.16***	-0.22***	-0.16***	0.27***	-0.02	0.06	1									
<i>LIQ</i>	-0.08*	0.01	-0.04	-0.01	0.06	0.05	-0.10**	0.04	0.06	0.04	1								
<i>LEVE</i>	-0.12**	-0.04	0.05	-0.09*	0.15***	-0.03	-0.08*	0.09**	0.10**	-0.34***	0.08	1							
<i>CAPITAL</i>	0.44***	0.25***	0.16***	-0.18***	0.03	-0.38***	0.32***	-0.06	-0.27***	-0.25***	-0.21***	0.05	1						
<i>ELECT</i>	0.00	-0.05	-0.02	0.13***	-0.25***	0.05	0.21***	-0.23***	0.01	-0.11**	-0.08*	-0.07	-0.03	1					
<i>EXPO</i>	0.05	-0.14***	-0.05	0.06	-0.14***	0.11**	0.07	-0.25***	0.12**	-0.07	-0.01	-0.05	-0.03	0.44***	1				
<i>AWARD</i>	0.29***	0.13***	0.11**	-0.03	0.03	-0.28***	0.28***	-0.01	-0.08*	0.15***	-0.09**	-0.06	0.25***	-0.02	-0.02	1			
<i>BNEWS</i>	0.19***	0.04	-0.01	0.02	0.01	-0.09**	0.08*	-0.03	-0.10**	-0.07	-0.06	-0.05	0.22***	-0.15***	-0.10**	-0.07	1		
<i>ISO</i>	0.17***	0.06	-0.04	-0.06	0.01	-0.10**	0.15***	-0.01	-0.09*	-0.12**	-0.02	-0.12**	0.24***	0.01	0.12**	0.11**	0.14***	1	

1. \*, \*\*, \*\*\*分別代表 10%、5%與 1%雙尾顯著水準。

2. 變數定義：*GOV* 為政府持股比率、*BANK* 為金融機構持股比率、*FUND* 為信託基金持股比率、*CORP* 為公司法人持股比率、*FORE* 為外資持股比率、*INDIV* 為散戶持股比率、*DRT* 為董事持股比率、*MGT* 為經理人持股比率、*ROE* 為股東權益報酬率、*LIQ* 為流動比率、*LEVE* 為負債權益比、*CAPITAL* 為資本額取 Log、*ELECT* 為電子業之虛擬變數、*EXPO* 為外銷比率之虛擬變數、*AWARD* 為企業社會責任獎之虛擬變數、*BNEWS* 為企業社會責任負面新聞之虛擬變數、*ISO* 為 ISO14001 之虛擬變數。

表 6 Logit 迴歸模型 (n=456)

	(1)		(2)		(3)	
	$\beta$	se	$\beta$	se	$\beta$	se
Constant	-43.74***	7.87	-56.51***	11.00	-43.91***	9.47
GOV	-0.08*	0.05	-0.05	0.05	-0.09*	0.05
BANK	0.04	0.06	-0.12	0.09	0.00	0.09
FUND	0.24***	0.06	0.41***	0.13	0.27***	0.09
CORP	-0.02	0.02	-0.05	0.03	-0.01	0.03
INDIV	-0.07***	0.02	-0.08**	0.03	-0.06*	0.04
FORE	0.04*	0.02	0.00	0.03	0.03	0.03
DRT	-0.07***	0.01	-0.03	0.02	-0.06***	0.02
MGT	-0.42*	0.21	-0.11	0.29	-1.18*	0.61
ROE	0.11***	0.02	0.16***	0.03	0.11***	0.02
LIQ	-0.08	0.18	-0.33	0.22	-0.01	0.19
LEVE	-0.60**	0.29	-0.93**	0.38	-0.61**	0.30
CAPITAL	4.62***	0.72	6.03***	1.05	4.61***	0.80
ELECT	-0.92**	0.47	-3.38	5.16	-0.54	0.50
EXPO	1.47***	0.50	2.15***	0.61	4.32	6.76
AWARD	1.18**	0.56	1.31**	0.65	1.19**	0.60
BNEWS	1.14***	0.43	1.36***	0.51	1.19***	0.45
ISO	-0.14	0.46	-0.27	0.54	0.08	0.49
GOV×ELECT			-0.16	0.12		
BANK×ELECT			0.57***	0.18		
FUND×ELECT			-0.09	0.14		
CORP×ELECT			0.08	0.06		
INDIV×ELECT			0.00	0.06		
FORE×ELECT			0.19***	0.06		
DRT×ELECT			-0.22***	0.05		
MGT×ELECT			-1.94***	0.71		
GOV×EXPO					0.49**	0.23
BANK×EXPO					0.13	0.14
FUND×EXPO					-0.20	0.14
CORP×EXPO					-0.04	0.07
INDIV×EXPO					-0.03	0.07
FORE×EXPO					0.01	0.07
DRT×EXPO					-0.10**	0.05
MGT×EXPO					1.01	0.68
pseudo R <sup>2</sup>	0.653		0.738		0.680	
Hosmer & Lemeshow	0.706		0.812		0.124	

1. \*p<0.10, \*\*p<0.05, \*\*\*p<0.01

2. 變數定義：GOV 為政府持股比率、BANK 為金融機構持股比率、FUND 為信託基金持股比率、CORP 為公司法人持股比率、FORE 為外資持股比率、INDIV 為散戶持股比率、DRT 為董事持股比率、MGT 為經理人持股比率、ROE 為股東權益報酬率、LIQ 為流動比率、LEVE 為負債權益比、CAPITAL 為資本額取 Log、ELECT 為電子業之虛擬變數、EXPO 為外銷比率之虛擬變數、AWARD 為企業社會責任獎之虛擬變數、BNEWS 為企業社會責任負面新聞之虛擬變數、ISO 為 ISO 14001 之虛擬變數。

## 伍、結論

本研究主要探討股權結構與企業永續性的關聯性，再深入探討產業與國際化的調節效果。Logit 模型顯示信託基金股權與企業永續性為顯著正向關聯性，而政府股權、散戶股權、董事股權、經理人股權與企業永續性均為顯著負相關。電子業對於金融機構股權、外資股權與企業永續性的關聯性具有正向的調節效果，而對於董事股權、經理人股權與企業永續性的關聯性具有負向的調節效果。外銷對於政府股權與企業永續性的關聯性具有正向調節效果，而對於影響董事股權與企業永續性的關聯性具有負向調節效果。

根據效率監督假說，信託基金股權與外資股權能有效監督企業，提升企業永續性。政府則因政策與永續性目標的衝突，使得企業永續性降低 (Dam and Scholtens, 2012)。散戶股權較注重自身短期利益，故就散戶較多的企業而言，其決策也較注重短期利益，故永續性會受到損害。當董事股權越高時，越易因自身利益而侵占企業的資源，使永續性降低，支持鞏固職權假說。根據經理人投機主義假說，當企業的薪酬制度係以財務績效為導向時，經理人便會減少有助於提升永續性之支出，以確保其薪酬極大化 (Preston and O'Bannon, 1997)，使得企業永續性降低。本研究之研究結果大致與 Gallo and Christensen (2011)、Dam and Scholtens (2012)、Khan, Muttakin, and Siddiqui (2013)等過去的研究一致。

本研究之貢獻共有四點。一、目前股權結構與永續性的文獻並不多，而本研究延續永續性議題研究，擴充股權結構之構面，逐一探討其與永續性企業之關聯並提供台灣企業的實證證據，故本研究能補足目前文獻上的不足之處。二、本研究加入產業屬性與企業國際化程度對股權結構與永續性關係的調節，除了補充現有的相關文獻外，更使本研究具有文獻延伸及企業管理之參考價值。三、對於投資人而言，因股權結構會影響企業永續性，若投資人係以長期利益為投資考量時，投資人應注意欲投資企業之股權結構，並適時發揮監督之作用，以免自身權益受到損害。四、對於政府而言，應注意其政策與企業永續性間的取捨，此外，為保障投資者的權益，本研究可提供政府監督企業運作的方向之一。

因本研究之應變數為 2013 年是否被 DJSI 提名之虛擬變數，故採用二元邏輯斯迴歸，其受到統計應用上的假設限制，尤其在股權結構之研究變數上，雖然各因素變數有通過相關係數檢定，不具共線性，然而股權結構之各因素間層級相關，其對應變數永續性企業之關聯性解釋，自有其侷限性，倘若採用其他研究方法，例如資料分析法、資料探勘法，或是多準則決策模式，則實證結果可能有所不同。基於樣本數的考量，本研究係採用 DJSI 提名名單作為本研究之研究樣本，若有更多企業入選為 DJSI 成分股，則可利用入選之企業作為研究樣本。由於樣本數的限制，在調節效果模型中無法同時放入產業與國際化的交乘項，若樣本數擴大並同時放入產業與國際化的交乘項，實證結果也可能會有所改變。本研究係採用配對以進行分析，故配對的結果改變，實證結果可能也會有所改變。

## 參考文獻

- 池祥萱、繆文娟與莊澄臻，2014，企業社會責任對於公司財務績效之影響是雙面刃嗎？來自全球 500 大公司的證據，管理學報，第 31 卷第 1 期：1-19。
- 吳明隆，2008，SPSS 操作與應用：多變量分析實務，初版，台北：五南圖書。
- 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。
- 徐啟升與黃志宏，2009，國際化與公司治理對台灣資訊電子業生產效率之影響，東吳經濟商學學報，第 66 期：115-143。
- 高明瑞、劉常勇、黃義俊與張乃仁，2010，企業綠色管理、環境績效與競爭優勢關聯性之研究，管理與系統，第 17 卷第 2 期：255-278。
- 張元、沈中華與王宗政，2010，新聞曝光可以增進企業社會責任對財務績效的影響嗎-臺灣的實證研究，臺灣經濟學會 2010 年年會，國立臺灣大學，台北。
- 張瑞當、方俊儒與曾玉琦，2007，核心代理問題與盈餘管理：董事會結構與外部監督機制之探討，管理學報，第 24 卷第 1 期：17-39。
- 許家偉，2012，國內推動道瓊永續性指數 (DJSI) 現況與企業因應之道，證券櫃檯，第 160 期：38-46。
- 黃瓊瑤、方世榮與陳育成，2012，家族控制與企業社會責任績效之關聯性，中山管理評論，第 20 卷第 2 期：673-711。
- 葉銀華、李存修與柯承恩，2002，公司治理與評等系統，初版，台北：商智文化。
- 劉美纓、丁碧慧與朱奐聿，2014，企業社會責任與公司治理、公司績效之關連性研究，2014 第 17 屆科際整合管理研討會，東吳大學，台北。
- Aerts, W., and D. Cormier. 2009. Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, Organizations and Society* 34 (1): 1-27.
- Agarwal, R., M. B. Sarkar., and R. Echambadi. 2002. The conditioning effect of time on firm survival: An industry life cycle approach. *Academy of Management Journal* 45 (5): 971-994.
- Allen, F., and A. M. Santomero. 1997. The theory of financial intermediation. *Journal of Banking & Finance* 21 (11-12): 1461-1485.
- Anderson, C. R., and C. P. Zeithaml. 1984. Stage of the product life cycle, business strategy, and business performance. *Academy of Management Journal* 27 (1): 5-24.
- Arora, P., and R. Dharwadkar. 2011. Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): The moderating roles of attainment discrepancy and organization slack. *Corporate Governance: An International Review* 19 (2): 136-152.

- Artiach, T., D. Lee, D. Nelson, and J. Walker. 2010. The determinants of corporate sustainability performance. *Accounting & Finance* 50 (1): 31-51.
- Barber, B. M., and T. Odean. 2000. Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance* 55 (2): 773-806.
- Barnea, A., and A. Rubin. 2010. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics* 97 (1): 71-86.
- Barney, J. 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management* 17(1): 99-120.
- Baum, J. A. C., and C. Oliver. 1991. Institutional linkages and organizational mortality. *Administrative Science Quarterly* 36 (2): 187-218.
- Belal, A. R., and D. L. Owen. 2007. The views of corporate managers on the current state of, and future prospects for, social reporting in Bangladesh: An engagement-based study. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 20 (3): 472-494.
- Capar, N., and M. Kotabe. 2003. The relationship between international diversification and performance in service firms. *Journal of International Business Studies* 34 (4): 345-355.
- Choi, B. B., D. Lee, and Y. Park. 2013. Corporate social responsibility, corporate governance and earnings quality: Evidence from Korea. *Corporate Governance: An International Review* 21 (5): 447-467.
- Choi, S. B., B. I. Park, and P. Hong. 2012. Does ownership structure matter for firm technological innovation performance? The case of Korean firms. *Corporate Governance: An International Review* 20 (3): 267-288.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, and L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance* 57 (6): 2741-2771.
- Dam, L., and B. Scholtens. 2012. Does ownership type matter for corporate social responsibility? *Corporate Governance: An International Review* 20 (3): 233-252.
- De Bondt, W. F. M. 1998. A portrait of the individual investor. *European Economic Review* 42 (3-5): 831-844.
- Deephouse, D. L., and S. M. Carter. 2005. An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation. *Journal of Management Studies* 42 (2): 329-360.
- Demsetz, H., and K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93 (6): 1155-1177.



- Diamond, D. W. 1984. Financial intermediation and delegated monitoring. *The Review of Economic Studies* 51 (3): 393-414.
- Dierickx, I., and K. Cool. 1989. Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science* 35 (12): 1504-1511.
- Ding, Y., H. Zhang, and J. Zhang. 2007. Private vs state ownership and earnings management: Evidence from Chinese listed companies. *Corporate Governance: An International Review* 15 (2): 223-238.
- Dow Jones Sustainability Indices (DJSI). 2013. *Dow Jones Sustainability World Index Guide*. New York: DJSI.
- Dowling, G. 2006. How good corporate reputations create corporate value. *Corporate Reputation Review* 9 (2): 134-143.
- Ferreira, M. A., and P. Matos. 2008. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* 88 (3): 499-533.
- Gallo, P. J., and L. J. Christensen. 2011. Firm size matters: An empirical investigation of organizational size and ownership on sustainability-related behaviors. *Business & Society* 50 (2): 315-349.
- Geiger, M. A., and D. V. Rama. 2003. Audit fees, nonaudit fees, and auditor reporting on stressed companies. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 22 (2): 53-69.
- Geringer, J. M., S. Tallman, and D. M. Olsen. 2000. Product and international diversification among Japanese multinational firms. *Strategic Management Journal* 21 (1): 51-80.
- Gomes, A. 2000. Going public without governance: Managerial reputation effects. *The Journal of Finance* 55 (2): 615-646.
- Graham, J. R., and A. Kumar. 2006. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. *The Journal of Finance* 61 (3): 1305-1336.
- Harjoto, M., I. Laksmana, and R. Lee. 2014. Board diversity and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics* (forthcoming).
- Harris, R. G., and E. G. Wiens. 1980. Government enterprise: An instrument for the internal regulation of industry. *The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economie* 13 (1): 125-132.
- Haw, I. M., B. Hu, L. S. Hwang, and W. Wu. 2004. Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research* 42 (2): 423-462.
- Hill, C. W. L., and T. M. Jones. 1992. Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies* 29 (2): 131-154.

- Hillenbrand, C., and K. Money. 2007. Corporate responsibility and corporate reputation: Two separate concepts or two side of the same coin? *Corporate Reputation Review* 10 (4): 261-277.
- Huang, C. L., and F. H. Kung. 2010. Drivers of environmental disclosure and stakeholder expectation: Evidence from Taiwan. *Journal of Business Ethics* 96 (3): 435-451.
- Islam, M. A., and C. Deegan. 2008. Motivations for an organisation within a developing country to report social responsibility information: Evidence from Bangladesh. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 21 (6): 850-874.
- Jensen, M. C., and R. S. Ruback. 1983. The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics* 11 (1-4): 5-50.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jeon, J. Q., C. Lee, and C. M. Moffett. 2011. Effects of foreign ownership on payout policy: Evidence from the Korean market. *Journal of Financial Markets* 14 (2): 344-375.
- Jo, H., and M. A. Harjoto. 2012. The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*. 106 (1): 53-72.
- Johnson, R. A., and D. W. Greening. 1999. The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. *Academy of Management Journal* 42 (5): 564-576.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 141-186.
- Kapopoulos, P., and S. Lazaretou. 2007. Corporate ownership structure and firm performance: Evidence from Greek firms. *Corporate Governance: An International Review* 15 (2): 144-158.
- Kaptein, M., and J. Wempe. 2002. *The Balanced Company: A Theory of Corporate Integrity*. Oxford University Press.
- Khan, A., M. B. Muttakin, and J. Siddiqui. 2013. Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy. *Journal of Business Ethics* 114 (2): 207-223.
- Kim, W. C., and R. Mauborgne. 2005. *Blue Ocean Strategy: How to Create Uncontested Market Space and Make Competition Irrelevant*. Boston: Harvard Business School Press.
- Klein, P. G., J. T. Mahoney, A. M. McGahan, and C. N. Pitelis. 2010. Toward a theory of public entrepreneurship. *European Management Review* 7 (1): 1-15.

- Liou, J. J. H., and G. H. Tzeng. 2012. Comments on “multiple criteria decision making (MCDM) methods in economics: An overview”. *Technological and Economic Development of Economy* 18 (4): 672-695.
- Lo, S. F., and H. J. Sheu. 2007. Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? *Corporate Governance: An International Review* 15 (2): 345-358.
- Margolis, J. D., and J. P. Walsh. 2001. *People and Profits?: The Search for a Link between a Company's Social and Financial Performance*. Taylor & Francis Press.
- Melin, L. 1992. Internationalization as a strategy process. *Strategic Management Journal* 13 (2): 99-118.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.
- Panapanaan, V., L. Linnanen, M.-M. Karvonen, and V. Phan. 2003. Roadmapping Corporate Social Responsibility in Finnish Companies. *Journal of Business Ethics* 44 (2-3):133-148.
- Park, O. 1999. Japanese corporate environmental disclosure. *Keizai-Kagaku* 47 (3): 21-37.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics* 20: 237-265.
- Pound, J. 1992. Beyond takeovers: Politics comes to corporate control. *Harvard Business Review* 70 (2): 83-93.
- Preston, L. E., and D. P. O'Bannon. 1997. The corporate social-financial performance relationship: A Typology and Analysis. *Business and Society* 36 (4): 419-429.
- Roberts, R. W. 1992. Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. *Accounting, Organizations and Society* 17 (6): 595-612.
- Ruigrok, W., and H. Wagner. 2003. Internationalization and performance: An organizational learning perspective. *Management International Review* 43 (1) 63-83.
- Scholtens, B., and D. van Wensveen. 2000. A critique on the theory of financial intermediation. *Journal of Banking & Finance* 24 (8): 1243-1251.
- Shen, W., and C. Lin. 2009. Firm profitability, state ownership, and top management turnover at the listed firms in China: A behavioral perspective. *Corporate Governance: An International Review* 17 (4): 443-456.
- Sialm, C., and L. Starks. 2012. Mutual fund tax clienteles. *The Journal of Finance* 67 (4): 1397-1422.
- Simnett, R., A. Vanstraelen, and W. F. Chua. (2009) Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The Accounting Review* 84 (3): 937-967.

- Sironi, A., and A. Resti. 2007. *Risk Management and Shareholders' Value in Banking: From Risk Measurement Models to Capital Allocation Policies*. NY: John Wiley & Sons.
- Skinner, D. J., and R. G. Sloan. 2002. Earnings surprise, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7 (2-3): 289-312.
- Székely, F., and M. Knirsch. 2005. Responsible leadership and corporate social responsibility: Metrics for sustainable performance. *European Management Journal* 23 (6): 628-647.
- The Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). 2010. *Taxation, Innovation, and the Environment*. Paris: OECD.
- Van Der Burg, T., and A. Prinz. 2006. Empowering small shareholders: A comparison of three instruments. *Corporate Governance: An International Review* 14 (5): 406-417.
- Warner, R. M. 2008. *Applied Statistics: From Bivariate through Multivariate Techniques*. Thousand Oaks, CA: SAGE.
- Yeh, C. C., D. J. Chi, and Y. R. Lin. 2014. Going-concern prediction using hybrid random forests and rough set approach. *Information Sciences*. 254: 98-110.

附錄 1 樣本配對表

提名企業	非提名企業	產業別	提名企業	非提名企業	產業別
台泥	嘉泥	水泥工業	創見	勁永	半導體
亞泥	環泥	水泥工業	聯發科	凌陽	半導體
統一	味全	食品工業	聯詠	威盛	半導體
佳格	聯華	食品工業	漢微科	旺矽	半導體
台塑	國喬	塑膠工業	F-晨星	義隆	半導體
南亞	台聚	塑膠工業	碩邦	超豐	半導體
中石化	亞聚	塑膠工業	力成	華泰	半導體
台化	台苯	塑膠工業	台達電	康舒	電子零組件
遠東新	新纖	紡織纖維	欣興	華通	電子零組件
福懋	宏遠	紡織纖維	健鼎	金像電	電子零組件
東元	士電	電機機械	聯強	燦坤	電子通路業
華新	華榮	電器電纜	大聯大	文晔	電子通路業
上銀	中砂	電機機械	中華電	亞太電	通信網路業
台肥	興農	化學工業	宏達電	華冠	通信網路業
台玻	冠軍	玻璃陶瓷	台灣大	台揚	通信網路業
中鋼	燁輝	鋼鐵工業	遠傳	啟碁	通信網路業
南港	泰豐	橡膠工業	勝華	和鑫	光電業
台橡	中橡	橡膠工業	友達	華映	光電業
正新	建大	橡膠工業	晶電	璨圓	光電業
裕隆	中華	汽車工業	大立光	今國光	光電業
和泰	裕日車	汽車工業	群創	彩晶	光電業
光寶科	佳世達	電腦及週邊	F-TPK	達鴻	光電業
仁寶	大眾控	電腦及週邊	瑞儀	輔祥	光電業
宏碁	誠研	電腦及週邊	鴻海	藍天	其他電子業
英業達	茂訊	電腦及週邊	鴻準	神基	其他電子業
華碩	捷元	電腦及週邊	可成	及成	其他電子業
廣達	倫飛	電腦及週邊	長榮	陽明	航運業
群光	致伸	電腦及週邊	華航	復航	航運業
研華	威強電	電腦及週邊	長榮航	萬海	航運業
緯創	微星	電腦及週邊	遠百	三商行	貿易百貨
和碩	精英	電腦及週邊	統一超	全家	貿易百貨
新普	順達科	電腦及週邊	潤泰全	麗嬰房	貿易百貨
聯電	華亞科	半導體	台塑化	全國	油電燃氣業
日月光	南茂	半導體	寶成	豐泰	其他
矽品	京元電	半導體	美利達	桂盟	其他
台積電	南科	半導體	巨大	愛地雅	其他
旺宏	華邦電	半導體	中鼎	信義	其他
瑞昱	鈺創	半導體	潤泰新	龍邦	其他

附錄2 DJSI 提名企業、天下企業公民 TOP50 與遠見 CSR 得獎企業之對照表

提名企業	天下雜誌	遠見雜誌	提名企業	天下雜誌	遠見雜誌
台泥			創見		
亞泥			聯發科	V	
統一	V	V	聯詠		
佳格			漢微科		
台塑	V		F-晨星		
南亞		V	頌邦		
中石化			力成		
台化			台達電	V	V
遠東新	V		欣興		
福懋			健鼎		
東元			聯強		
華新			大聯大		
上銀	V		中華電	V	V
台肥			宏達電		
台玻			台灣大	V	V
中鋼	V		遠傳	V	
南港			勝華		
台橡	V		友達		
正新			晶電		
裕隆	V	V	大立光		
和泰	V		群創	V	
光寶科	V	V	F-TPK		
仁寶	V		瑞儀		
宏碁			鴻海		
英業達	V		鴻準		
華碩	V		可成		
廣達	V		長榮		
群光			華航		
研華	V		長榮航		
緯創	V		遠百		
和碩			統一超	V	V
新普			潤泰全		

附錄 2 DJSI 提名企業、天下企業公民 TOP50 與遠見 CSR 得獎企業之對照表(續)

提名企業	天下雜誌	遠見雜誌	提名企業	天下雜誌	遠見雜誌
聯電		√	台塑化		
日月光	√		寶成		
矽品			美利達		
台積電	√	√	巨大		
旺宏	√	√	中鼎	√	
瑞昱			潤泰新		

1. 天下雜誌的 TOP50 中，其中 30 家為大型企業，10 家為中小型企業，10 家為外商公司。本研究樣本中並無外商公司，係因其歸屬於國外母公司，故並不屬於台灣樣本。2010 年 30 家大型企業中共有 26 家為 DJSI 提名企業，其中含有 4 家金融業，故排除於本研究之樣本，10 家中小型企業中，有 1 家為 DJSI 提名企業；2011 年 30 家大型企業中共有 26 家為 DJSI 提名企業，其中含有 4 家金融業，故排除於本研究之樣本，10 家中小型企業中，有 1 家為 DJSI 提名企業；2012 年 30 家大型企業中共有 23 家為 DJSI 提名企業，其中含有 6 家金融業，故排除於本研究之樣本。
2. 遠見雜誌於 2010 年共頒發 22 座 CSR 獎，其中共有 12 家企業為 DJSI 提名企業，因其中 1 家屬於金融業，故排除於本研究之樣本；2011 年共頒發 16 座 CSR 獎，其中共有 4 家企業為 DJSI 提名企業；2012 年共頒發 21 座 CSR 獎，其中共有 7 家企業為 DJSI 提名企業，因其中 1 家屬於金融業，故排除於本研究之樣本。

