

從企業違法事件對股市的影響

探討企業社會責任的意涵

- 謝懿/重慶師範大學經濟與管理學院講師
- 羅文綺/銘傳大學金融科技應用學士學位學程助理教授
- 蕭育仁/臺北醫學大學生物科技高階管理碩士在職專班教授
- 陳雯雯/中臺科技大學通識教育中心助理教授

完整全文收錄於證券市場發展季刊第 136 期(2022 年 12 月出版)

法令遵循(Legal Compliance)是企業確保企業組織和人員遵守規則、法令，以避免或降低企業內部犯罪違法損失之法律風險。而品牌是產品的核心，其形塑來自於消費者對於組織與其產品各方面的知覺評價（包括正面或負面），而公司能力與企業社會責任聯想，會影響投資人對公司的評價情況(Biehal and Sheinin, 2007；Brown and Dacin, 1997)。當消費者在對產品或服務做出評價的時候，負面訊息的影響力比正面訊息的影響力來的大(Herr, Kardes, and Kim, 1991；Skowronski and Carlston, 1989)。因此，負面報導對於公司的信譽或者品牌具有強大的威脅性(Weinberger and Lepkowska-White, 2000)，也會影響消費者對公司與其產品各方面的知覺評價(Dean, 2004)。

根據文獻探討中我們得知民眾對於CSR表現良好的企業跟品牌會有更高的忠誠度跟認同度，對於重大違法事件（違反CSR）的事件總是感到震驚及負面。因此企業本身為了更高的獲利以及避免更多的風險之下應該努力追求更佳的CSR表現。

本文研究探討當公司發生違法事件後，有從事以及不從事企業社

會責任的公司，其分別在面對社會群眾上會有什麼樣的差別，從而進一步確定企業社會責任對於公司的潛在價值。

在台灣社會歷經2008年毒奶粉、2011年塑化劑、2013年毒澱粉及日月光汙染、2014年有黑心食用油等重大社會事件頻繁爆發後，2014年金管會宣布並開始規定經營民生相關業務、直接面對消費者、或具一定規模以上之企業，其營運活動對環境及社會大眾影響層面較大，應善盡其企業社會責任，並將要求上市（櫃）食品業、金融業、化學工業及實收資本額為新臺幣100億元以上之公司，應編製企業社會責任(CSR)報告書，以提升直接面對民眾公司之社會責任及重振消費者與供應鏈廠商對此類上市（櫃）公司之信心。

然而，從2007年到2014年天下雜誌舉辦的企業公民獎的數據中，我們發現了企業社會責任(CSR)的得獎公司共有252間，其中有發生負面事件的企業有將近五分之一。因此我們得知實行企業社會責任並且能得獎的公司尚有很高的比例會做出違法或違反責任的行為。又另外根據（報導者文：方德琳，2018.7.10）的報導，獲取各種工安獎、企業社會責任獎，藉以打造完美企業形象的公司卻屢屢違反工地安全規定、被勞檢糾舉。記者清查勞動部資料發現，過去5年，工安獎常勝軍的國內20大營造廠，竟只有1家無不良紀錄，累積工安違規案件超過500件，7成5發生過死亡重大工安事件……。因此，我們期望藉由上市（櫃）公司違法的事件對於股價反應程度上的分析，探討公司投入企業社會責任的工作上，是否有助於企業永續經營的發展以及對於發生違法的事件上是否有降低傷害的護身符作用。

本研究之樣本涵蓋2015年1月至2019年12月之期間，資料取得於台灣經濟新報資料庫，在刪除企業社會責任評鑑資料遺漏後，共計

592筆企業違法公告事件(註1)。樣本公司之日報酬率與事件期累積平均異常報酬估算等資料來自於臺灣經濟新報資料庫。而本研究中CSR評比方式，採用財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心共同委託證券暨期貨市場發展基金會每年辦理公司治理評鑑之評鑑結果評定，為方便使用者跨年度比較，本文以2015至2019年於台灣經濟新報資料庫的衍生等級（等級對照如下：A+：前5%、A：6%至20%、B：21%至35%、C：36%至50%、C-：51%至65%、D：66%至80%、D-：81%至100%）。

本研究採用事件研究法進行有就，其所定義的事件日為市場接受資訊的時點而非發生的時點，因此本研究以公告日之日期設定為事件日。同時為使研究結果更可信，我們將事件期設定為六日：事件日與事件日後5天。本研究同時採用過去文獻常使用的市場模型(market model)及Fama-French三因子模型來進行股票預期報酬的風險調整。在市場具效率性的假設之下，我們以第一個事件日前260個交易日至前10個交易日共250筆資料，透過模型計算出平均累積異常報酬率(Cumulative abnormal return, CAR)，並利用適當的統計量作檢定，以驗證每一事件是否對公司之股票報酬率有顯著影響。利用這些結果我們可以判斷企業違法公告事件對台灣上市上櫃公司有無進行CSR是否對其股價產生影響，及影響幅度有多大。文獻上對於如何檢定CAR亦仍存在相當多的爭論，因為各統計量之檢定力，可能會依證券市場特性不同而異。因此，本研究先以普通橫剖面法(ordinary cross-sectional method)來進行CAR之檢定。

實證結果顯示，在重大違法事件對於企業股價報酬率之影響上，企業違法事件的公告對於企業股價報酬率存在顯著的傷害，亦即在發

註1：感謝兩位匿名審查委員的建議，本研究違法事件的產業分佈請詳附表A。

生重大違法事件公告後，企業整體而言普遍受到市場給予拋售的處罰。企業發生重大違法事件後，市場投資人對於股價會進一步給予拋售的處罰，且評等愈差的公司，受到的傷害普遍較評等好的公司來得嚴重。在企業發生違法事件時，優異的前5% CSR企業在平均異常報酬率的表現上較不易產生影響，投資人對於CSR表現優異、富有口碑及肯定的企業，較不會給予股價下跌跟拋售的懲罰。

在出具CSR報告書相關與違法事件發生後的累積異常報酬(CAR)關係上，可以發現有出具報告書的公司，明顯負向的報酬相較於沒有出具報告書的公司來得小。同時大多數的公司(大約占78%事件)為強制揭露，因此，當要求公司強制出具報告書時，在公司管理方針上CSR就會納入考量，因此，如果有違法事件發生時，負向的報酬相較於沒有強制提出報告書的公司明顯來得較小。少數的公司(占8%事件)為自願揭露，表示這些公司，規模或各方面影響尚未達強制規定，但自願提出報告書，因此相較於長期受要求的強制提出報告書的公司，受到事件的負向衝擊較大。因自願提出報告書可能在公司規模較小，管理方針上並未完全配套施行，面臨違法事件發生危機處理反應較弱，以致負向累積異常報酬衝擊較大。本文也參考Shu and Chiang (2020)重新建構CSR指標與探討不同公司違法事件類型的穩健測試，大致上與前向的研究結果皆類似。

參考文獻

Biehal, G. J., and D. A. Sheinin. (2007). "The influence of corporate messages on the product portfolio." *Journal of marketing*, Vol. 71, No.2, 12-25.

Brown, T. J., and P. A. Dacin. (1997). "The company and the product:

Corporate associations and consumer product responses." *Journal of marketing*, Vol. 61, No.1, 68-84.

Herr, P. M., F. R. Kardes, and J. Kim. (1991). "Effects of word-of-mouth and product-attribute information on persuasion: An accessibility-diagnostics perspective." *Journal of consumer research*, Vol. 17, No.4, 454-462.

Shu, P.-G., Chiang, S.-J., 2020. The impact of corporate governance on corporate social performance: Cases from listed firms in Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal* 61, 101332.

Skowronski, J. J., and D. E. Carlston. (1989). "Negativity and extremity biases in impression formation: A review of explanations." *Psychological bulletin*, Vol. 105, No.1, 131.