

勞保及勞退基金採行 SRI 之投資績效評估

*¹王靜怡、²吳昭儀、¹杜培筠

¹南臺科技大學財務金融系、²南臺科技大學資訊管理系

*wcyi@stust.edu.tw

摘要

勞工退休基金監理會與勞保局先後在 2008 年及 2009 年宣布，未來擬將企業社會責任（CSR）列入基金投資股票的選股原則。惟對公共退休基金而言，政府介入人民退休經濟規劃的目的，是希望透過公權力來強化人民的退休經濟保障，亦即公共退休基金在投資行為上，仍需以追求財務性績效為首要考量，因之所謂「符合 CSR 理念」的投資標的在國內資本市場是否具有投資價值，即成了有待慎為評估之處。依據前述概念，本研究從國內目前較具公開性的 CSR 評選機制中，擇取出符合二大退休基金所界定之 CSR 訴求的上市櫃企業，並採用 Jensen（1968）所提出的 Jensen's α 及 Fama and French（1993）所提出的三因子模式（three-factor model），將樣本 CSR 企業以等權數（equal-weighted）的方式組成投資組合，來評估其股價表現。實證結果顯示，相較於台灣加權股價指數，樣本 CSR 企業基本上還是具有高報酬低風險的投資價值。此外，企業不僅在執行 CSR 期間中具有正向的股價績效，入榜後的股價績效也依然具有一定程度的持續性，且此一投資績效與公司規模及淨值市價比的關連性並不大。

關鍵詞：企業社會責任、社會責任投資、退休基金投資

The Investment Performance of Labor Insurance Fund and Labor Pension Fund Using SRI Strategy

*¹Ching-Yi Wang, ²Chao-Yi Wu, ¹Pei-Yun Tu

¹Department of Finance, Southern Taiwan University of Science and Technology

²Department of Information Management, Southern Taiwan University of Science and Technology

Abstract

The Labor Insurance Fund and Labor Pension Fund declared in 2008 and 2009 successively to incorporate corporate social responsibility (CSR) concept into investment strategies in the near future. The investment purpose of pension funds is to provide beneficiaries adequate retirement economic protection, so the stock returns of the CSR corporations become an important issue for the public pension funds. To perform our analysis, we first choose CSR corporations both listed on the popular CSR evaluation mechanisms in Taiwan and fitting the CSR standard developed by the two public pension funds, and form the CSR portfolios with equal-weighted method. Then we apply Jensen (1968) one-factor model and Fama and French (1993) three-factor model to evaluate the stock returns of CSR portfolios. We find that the CSR portfolios' abnormal stock returns are higher than the benchmark, but the relative risks of CSR portfolios are lower than the benchmark, and the abnormal returns persist in the year after their nomination. Besides, the abnormal returns have no significant relationship with company sizes and investment styles.

Keywords: corporate social responsibility, social responsibility investment, pension fund investment

Received: July 29, 2013; accepted: Dec., 2013.

Corresponding author: C.-Y. Wang



壹、前言

在走過了 1970 到 1980 年代的經濟高成長後，國內近年來隨著全球化的大勢，相關社會經濟問題一一浮現。過去僅著重商業利益下所造成的環境過度開發及污染，在近年地球暖化效應的共伴下，帶來了連年的天災，讓整體社經付出了沉重的成本代價；此外，經濟高成長所帶來的勞動成本上升，在勞力無國界的浪潮下，亦衍生了不斷的勞資糾紛及失業率高漲問題；再者，企業經營者的貪瀆在資金無國界下，讓不當資金的移動成本大幅降低，以致企業資產被掏空的事例一再出現，嚴重影響了投資人的權益。在諸此種種問題的背景環境下，國際間已蔚為潮流的「企業社會責任（corporate social responsibility，以下簡稱 CSR）」議題近年來逐步成了國內社經課題的重心之一，尤其是國際主流投資機構對 CSR 的重視，更是讓國內企業為了提高自身在國際間的能見度及籌資能力，紛紛主動表態對 CSR 的重視，進而推動了國內 CSR 議題的發展從民間的呼籲進程到企業的主動參與階段。

在此一對 CSR 日益重視的社會氛圍下，勞工退休基金監理會於 2008 年 8 月中宣布將研訂「社會責任投資（social responsibility investment，以下簡稱 SRI）策略」，對於違反大量解僱勞工保護法，或傷害勞工權益、環境保護與公司治理的企業，都有可能將其列為勞退基金拒絕投資的對象（勞工退休基金監理會，2008）。其後勞保局在 2009 年 10 月亦依據勞委會所核定的「勞保基金投資政策書（99 年至 103 年）」，公布勞保基金將把 CSR 列入投資股票選股原則，要求委外業者應將如環保、勞資關係、勞工權益等 CSR 議題納入選股原則，並列入每季檢討報告（勞工保險局，2009）。

退休基金的投資原則有五項：安全性、收益性、流動性、福利性及社會性。就 SRI 來說，其係一種帶有福利性及社會性概念的投資理念，所追求的是一種「社會性報酬率」的彰顯，而此一投資理念是否要兼顧到「財務性報酬率」，以及在「社會性報酬率」及「財務性報酬率」間的輕重權衡為何，則端視投資者本身的投資動機及投資目的而定。觀諸國內公共退休基金的現行相關投資運用規範，除了基本應有的安全性、收益性及流動性考量外，亦有納入福利性及社會性的運用範疇。然若就近年來國內公共退休基金投資運用的相關文獻研究來看，絕大多數是集中於應如何在安全性的前提下來提高基金的收益性（繆震宇，2001、2003；王靜怡，2000、2002；黃介良，1997、1998；邱顯比，1997），影響所及，國內公共退休基金近年來的資產配置，亦主要是圍繞在安全性、收益性及流動性等三大原則作漸進式的調整，從過去的主重安全性與流動性，轉而為較積極的追求基金的長期收益性。相對的，關於福利性與社會性原則方面，在長期以來鮮少有相關文獻探討的情況下，不僅相關規範多年來並無變革，實際的投資行為上亦多流於「援助性的配置」而非「策略性的投資」（王靜怡，2010）。因之，勞保及勞退基金（以下簡稱二大退休基金）在投資上擬納入 CSR 及 SRI 的考量，某種層面可視為是將過去長期以來不具財務概念的福利性及社會性，以及不具社會性理念的安全性、流動性及收益性等二大類壁壘分明的投資原則，互融為一個可以得兼的投資思維。

近 10 年來國內社經環境的相關動盪，固然值得讓過去單純以「逐利」為運作目標的企業經營及金融投資，開始深思 CSR 及 SRI 理念的運作價值性，惟對公共退休基金而言，政府介入人民退休經濟規劃的目的，是希望透過公權力來強化人民的退休經濟保障，此一目的即意寓著二大退休基金雖擬以「示範者」的角色，來帶動國內投資人及金融市場對 SRI 的認同，然在投資行為上，仍需以追求財務性績效為首要考量。基本上，投資績效的良窳除了有賴投資行為的專業性外，投資標的本身在該國的資本市場是否具有投資價值，更是最基本的關鍵要素。相較國外 20 多年的發展歷史，SRI 在國內資本市場尚為一新興的投資議題，再加上前所述及，國內探討公共退休基金投資運用的相關文獻，長期以來均是主重在收益性的探討，關於 SRI 的研究迄今付之闕如，因之對二大退休基金而言，所謂「符合 CSR 理念」的投資標的在國內資本市場是否具有投資價值，即成了其在採行 SRI 來追求「雙重報酬率」前，有待慎為評估之處，而此亦是本研究所欲探討的問題。

CSR 是一種企業經營理念，並無放諸四海皆準的定義，因之基於不同考量點所界定出的 CSR 範疇，



不僅會讓符合該定義的 CSR 企業有所不同，也會進一步影響到 SRI 的財務績效評估結果。據此，本研究在此擬以符合二大退休基金所界定之 CSR 企業為分析對象，來探討在國內現行的資本市場中，所謂的 CSR 企業是否具有財務上的投資價值。本研究的主要內容如次：1.SRI 的意義及在公共退休基金中的運用理念，2.針對 SRI 的財務績效做文獻上的探討，3.從財務績效面來評估國內 CSR 企業的投資價值，4.結論。

貳、社會責任投資在公共退休基金中的運用

在傳統的財務理論中，認為企業是由股東出資而委由專業經理人來代為經營的組織，故為避免經理人的代理問題，經理人在代理經營企業的過程中，應以追求「股東 (stockholder) 利益極大化」為目標。然因「利益極大化」的達成方式之一是「成本極小化」，一旦企業採行將營運成本外部化 (externalize) 的方式，亦即讓社會其他成員來不當承擔企業的營運成本，以成就少數股東的利益極大化，則反而有損整體社會的長遠經濟發展。因之，所謂 CSR 係指在外部性成本的考量下，企業經營應以追求全體社會之「利害關係人 (stakeholder)」、而非「股東」之利益的極大化為目標 (Renneboog et al., 2007)。

基於重視 CSR 在短期往往會提高企業的營運成本，故要求企業重視 CSR 即有賴政府與民眾等「利害關係人」的監督與制約，而 SRI 即為方式之一。因之，以下即說明 SRI 的意涵、相關發展歷程及其在公共退休基金投資中的運用理念。

一、社會責任投資的相關發展

所謂 SRI 係一種以投資行為來督促企業重視 CSR 的投資理念，而非特定的投資標的，此一投資理念最早源自 17 世紀的 Quakers 教派，其基於宗教性的「為善」理念，在進行投資時會刻意排除與武器製造及奴隸交易有關的公司。其後一些宗教團體亦陸續跟進，將所認為的不道德產業 (sinful industries) 排除在投資選項之外，例如 19 世紀初美國衛斯理教派設立退休基金時，在投資標的中即排除從事煙草、酒類、武器、博奕等「不道德業務」的公司。繼單純的宗教性考量後，SRI 的概念在 1970 年代逐步發展到集體性的投資行為制約階段，此一階段的具體代表是 1970 到 1980 年代為了反對南非種族隔離政策，由美國 SRI 有識之士在資本市場所發起的「自南非撤資 (South Africa divestment)」行動，此一行動得到了一些法人投資者的支持，例如加州政府即在 1986 年通過州立法，要求州退休基金針對在南非經營之企業進行了 6 億美元的撤資行動 (Renneboog et al., 2007)。

近年來，隨著科技所帶來的全球化環境，讓世界各國共同面對了傳統「不道德業務」以外的環保、公司治理、金融道德等牽一髮而動全身的風險挑戰，也因之帶動了 SRI 在理念上的進一步變革。1990 年 5 月 Kinder、Lydenberg 及 Domini&Co. Inc. (三者合稱為 KLD) 創立了美國第一個以社會及環保議題為篩選準則的指數 Domini 400 Social Index，以提供投資人做為評估 SRI 之財務績效的參考，後續道瓊 (Dow Jones) 與蘇黎世的永續資產管理公司 (SAM) 在 1999 年合作編纂的「道瓊永續指數 (Dow Jones Sustainability Index)」，倫敦證交所與金融時報在 2001 年合作編纂的「倫敦金融時報社會責任指數 (FTSE4Good Index)」等，除了代表世界主要金融市場對 SRI 的開始重視，也意涵著 SRI 已漸次從單純社會性的「宗教理念」轉型為兼具有財務性的「投資策略」。

因之，就目的面而言，早期的 SRI 強調的是「社會道德」制約，目的是在追求「社會面」而非「財務面」的投資績效；至於近期的 SRI 強調的是「社會責任」的鼓勵，相信在追求「社會面綜效」的前提下，能反饋創造出「財務面」的報酬績效。是以反映在行動面，早期的 SRI 採行「消極排除」的投資策略，僅是將從事「不道德業務」之企業排除在投資標的之外，且必要時會以犧牲財務上的報酬率來追求社會性報酬率；至於近期的 SRI 則是更進一步採取「積極參與」的投資策略，擬訂具正面性的社會責任指標來擇選符合標準之標的企業，希望從資金面的支持來鼓勵企業重視社會責任，甚至是以股權介入的



方式來監督企業的社會責任運作，投資目的是基於相信重視社會責任的企業在經營上會有較佳的公司治理理念，能帶動公司價值的長期穩定成長，因之具有長期投資的潛在財務報酬率。

「投資」本身即意涵著「報酬率」的追求，對 SRI 而言，近 10 多年來對「報酬率」的界定雖已從單純的「社會性報酬率」演變成「兼顧社會性與財務性報酬率」，而又被稱為「雙重底線投資 (double bottom line investment)」，惟在「兼顧」的概念中，包括「社會性」與「財務性」的比重各為何、何種「社會性」的追求長期之下能反饋為「未來的財務性」等的取抉，卻隨著投資者本身所處的客觀環境及主觀目標的不同，而對「社會責任」的定義呈現多樣化的面貌，並衍生出不同的投資目標界定。

二、聯合國社會責任投資準則介紹

SRI 概念在發展初期因帶有「道德」上的理念，故其意涵主要包括了「社會性因素 (social factors)」、「環境性因素 (environmental factors)」及「道德性因素 (ethical factors)」等三大類，然隨著 SRI 概念的逐漸金融化，其意涵亦漸趨擴及到金融面的道德性範疇 (OECD, 2007)。在此變遷過程中，2001 年底恩隆 (Enron) 案的爆發，讓「公司治理 (corporate governance)」成為探討公司價值及投資人權益的重要課題，也帶動了在金融化之後之另一型態 SRI 範疇的漸次修正。2005 年初聯合國秘書長安南 (Annan) 召集國際間的機構投資者針對全球 SRI 的運作概況，歸納提出以「環境 (environmental)、社會 (social)、公司治理 (corporate governance)」(以下簡稱 ESG) 為責任投資 (responsible investment) 的主軸範圍，並揭諸六大項的「責任投資準則 (Principles for Responsible Investment, 以下簡稱 PRI)」，而於 2006 年 4 月正式在美國紐約證券交易所發表，同時讓管理資產超過 2 兆美元的全球 16 個國家之大型投資機構簽署並開始運作 (UNEP Finance Initiative, 2006)。

在 SRI 概念逐步金融化的過程中，最廣受爭議之點在於採行 SRI 是否會因為需顧及到社會性報酬率而損及財務性的投資績效，此一疑慮對於必須善盡「良善管理人精神」之包括公共退休基金在內的機構投資人而言，尤為更需關切的重點。因之，整體 PRI 的提出立據，主要是認為重視 ESG 長期之下有助提高企業價值，故對機構投資人而言，投資於具有 ESG 理念之企業，不僅有助於提高投資組合的長期財務性報酬率，亦有助於鼓勵企業以提高利害關係人福祉為經營目標。在此前提下，PRI 內容主要包括六大項：1. 機構投資人應主動將 ESG 納入投資決策過程；2. 機構投資人應以股東身份，主動關心並參與監督被投資企業之 ESG 的相關決策；3. 要求被投資企業定期揭露 ESG 的相關執行訊息；4. 機構投資人應致力提升 PRI 在投資界的被接受性；5. 機構投資人應共同努力來提高 PRI 的執行績效；6. 機構投資人應主動揭露自身執行 PRI 的情況 (UNEP Finance Initiative, 2006)。從前述六大原則可看出，PRI 主要是針對機構投資人來提出呼籲，希望借重機構投資人在資本市場中的地位，來引領資本市場重視 ESG 的投資價值。因之，參與簽署 PRI 者除了基於認同 ESG 對企業長期價值的助益，而主動在投資決策中納入 ESG 的考量外，更有責任本於其資金量能規模及專業投資長才，進一步協助強化 PRI 的運作機制。

PRI 的揭諸代表 SRI 理念融入資本市場的新里程，尤其是將「公司治理」納為 SRI 的理念範疇之一，相當於是以重視企業經營體質來間接強化了對投資人投資權益的保障，亦即將「財務性報酬率」納入「社會性報酬率」的界定範疇，因而進一步強化了 SRI 在資本市場運作的立基。故自 PRI 揭諸後，ESG 的概念成為包括高盛 (Goldman Sachs)、瑞銀 (UBS)、摩根史坦利 (Morgan Stanley) 等具指標性的國際投資機構所採用，而漸次成為 SRI 在理論與實務上的共同語言 (Graaf and Slager, 2009)。

三、公共退休基金採行 SRI 之理念

一般而言，退休基金的投資原則有五項：安全性、收益性、流動性、福利性及社會性，而基於退休基金是集合了眾多參與者的提撥額所匯集而成，因之在良善管理人的精神下，如何以「團體利益」為前提來進行資產配置，是退休基金在採行此五項投資原則時應有的考量。對退休金制度而言，提供參與者適切的退休經濟保障，是制度在運作上最首要的「團體利益」，因之「安全性」、「收益性」及「流動性」即是所有退休基金共同應重視的投資原則。然就公共退休金制度來說，其通常是政府基於加強人民在較



為基本層次之退休經濟保障，而以公權力來強制相關人民必須參與提撥的制度，因之，參與者的基本經濟在提撥期間是否會受到影響，以及能否透過退休基金的投資行為來間接性提高提撥期間的相關福祉，即成了公共退休基金在「團體利益」考量中，是否該多納入「福利性」及「社會性」運用的斟酌。

前曾述及，SRI 係一種帶有福利性及社會性概念的投資理念，而在「社會性報酬率」及「財務性報酬率」間的輕重權衡為何，則端視投資者本身的投資動機及投資目的而定。就公共退休基金來說，其採行 SRI 的原因通常有二，首先，是基於相信此一兼顧社會與退休金參與者等二者利益的雙重目標投資，在長期運作下能反饋為正面的財務績效，而為基金帶來增益資產價值的助益；其次，因公共退休基金的資產規模在一國金融市場中通常佔有相當程度的比重，故冀望藉由其投資行為來對金融市場的其他投資者建立起指標性的引導作用，以共同監督企業的社會責任意識（Sethi, 2005）。綜合此二點原因我們可以得知，公共退休基金採行 SRI 固然有其特定的「社會使命」，然仍應以不犧牲本應追求的財務績效為前提，而這也是國內二大退休基金在擬以「示範者」角色來帶動國內資本市場對 CSR 的重視之際，對於 SRI 投資策略必須先慎為評估之處。

參、文獻探討

在 SRI 從宗教概念漸次轉為投資策略的近 10 多年發展時期中，國外關於 SRI 財務績效評估的研究為數甚多，當中可能因為採用了不同的模型或是對 CSR 定義的不一致性（Griffin and Mahon, 1997），以致難以客觀的比較企業採行 CSR 對公司價值的影響。針對諸多的 SRI 文獻，首先，若就研究樣本的屬性來畫分，相關文獻可分為二大類，一類是以個別 CSR 企業的財務績效為評估基準，另一類則是以市場上既存之 SRI 基金為評估標的（Schroder, 2004; Bauer et al., 2005; Benson et al., 2006）。此二類樣本的主要差別在於 SRI 基金的報酬表現為一投資組合的概念，且帶有經理人的操盤績效，相形之下，個別 CSR 企業的財務績效則是較單純反映了採行 CSR 對個別企業的公司價值所造成的影響（Derwall et al., 2005）。就本研究而言，基於國內目前所謂的 SRI 基金為數甚少，運作歷史亦不久¹，再加上二大退休基金是擬以「個別企業」的 CSR 執行情況來做為選股的依據，因之本研究即以個別 CSR 企業為主要研究樣本，來分析其財務績效。其次，企業財務績效的呈現包括二個面向，一是財務報表的「會計」面向（Orlitzky et al., 2003; Ruf et al., 2001），另一則是公司股價表現的「市場」面向，就投資人的立場而言，關心公司的財務報表固然屬於基本面分析中不可缺少的一環，然而會計面的表現在評估上可能會存在產業別的誤差，且未必能反映出資本市場的相關風險（Davidson and Worrell, 1990）；此外，在一個理性運作的效率資本市場中，公司財務績效的良佳與否，最終理應還是會反應在股價的表現上，而賺取「股價」所帶來的報酬率也是包括公共退休基金在內的眾投資人投資的最終目的（王靜怡和劉書汎，2011）。

因之，本研究即以符合 CSR 概念之個別企業的股價表現做為評估基準，來檢視自 2000 年後在此評估基礎下的相關文獻。

一、在國外文獻方面

（一）對 SRI 財務績效持正面看法者

Abramson and Chung (2000) 以 Domini Social Index 為 CSR 企業的樣本來源，建立了 rebalancing strategy 及 buy-and-hold strategy 等二類型的投資組合，來探討 SRI 是否能超越市場波動週期及投資型態偏好的限制。結果顯示 rebalancing strategy 的平均年化報酬率為 17.5%，Sharp 比率為 0.87，而 buy-and-hold strategy 的平均年化報酬率為 16.2%，Sharp 比率為 0.76。實證結果顯示，SRI 不僅能超越市場波動週期，亦適用於不同的投資策略。

¹ 以台灣 CSR 企業為投資標的的共同基金，目前僅有富邦投信在 2009 年 3 月發行的「富邦台灣企業社會責任基金」一檔。



Shank, Manullang and Hill (2005) 以採樣自 Social Investment Forum 的 10 支 CSR 股票及 10 支邪惡股票 (vice stocks) 為樣本，來比較二者間的財務績效。實證指出，SRI 股票投資組合的 alpha 明顯優於邪惡股票投資組合，故 CSR 企業是具有投資價值的。

Derwall, Guenster, Bauer and Koedijk (2005) 以生態效益 (Eco-efficiency) 做為 CSR 企業的社會性篩選標準，來評估具環保概念的 CSR 企業之股價表現。在樣本上，以 Innovest Strategic Value Advisors 所提供公司生態效益評比的 450 家企業為樣本，分析結果顯示，生態效益表現優良的公司，就其平均報酬率、alpha 及 beta 來看，均具有風險較低、報酬較高的特性。

Hoepner, Yu and Ferguson (2008) 以 Corporate Knights and Innovest Strategic Value Advisors 所評選出之「全球百大永續企業 (Global 100 Most Sustainable Corporations)」為樣本資料，分就產業別及國家別來評估 CSR 企業的股價表現。實證結果指出，CSR 企業平均而言有約 5% 的年超額報酬；而若排除 2008 年次貸風暴的股市低檔期，大部份 CSR 企業在入榜一年後依然持續有顯著的超額報酬。

(二) 對 SRI 財務績效持負面或中性看法者

Brammer, Chris and Stephen (2006) 針對英國 CSR 企業，以 Ethical Investment Research Service (EIRIS) 的評比為樣本資料來源，將社會性績效解聚 (disaggregated) 為環境 (environment)、僱用 (employment) 及社區活動 (community activities) 等三類，來分別評估對應之下的股價表現。研究結果發現，整體而言，涵括三類的總社會性績效與股價表現呈現反向變動。若進一步分析各類指標，可發現「環境」一項與股價反向變動的幅度最大，反向變動程度最輕的則是「社區活動」。因之，社會性績效較差的企業反而有較佳的股價表現。

Becchetti, Giacomo and Pinnacchio (2008) 以 Domini Social Index400 為 CSR 企業的樣本來源，並相對的以 S&P500 中與樣本 CSR 企業家數相同、產業別及公司規模相近之非 CSR 企業為控制樣本，來做財務績效上的比較。研究結果指出，就個別股票而言，在排除了產業別效果後，CSR 企業的平均報酬率及風險均明顯較非 CSR 企業來得低。至於在投資組合方面，CSR 與非 CSR 企業投資組合的經風險調整後報酬並無顯著的差異，而 CSR 投資組合所面臨的系統性風險較低。

Galema, Plantinga and Bert (2009) 利用 mean-variance spanning 的方法來檢視採行 SRI 的投資成本，以取自 KLD Research & Analytics Inc. 的超過 2000 家美國 CSR 企業為樣本，來組成 CSR 投資組合。實證指出，一般企業的投資組合績效表現並不會遜色於 CSR 投資組合；若進一步允許賣空，CSR 投資組合會因無法達到適度的風險分散，以致財務績效低於一般企業投資組合。

Hong and Kacperczyk (2009) 針對非道德 (從事煙、酒、賭博等) 企業的相對股價表現進行研究，在樣本資料方面，非道德企業係參考 Fama and French (1997) 的採樣標準，而一般企業則是取自 CRSP 及 COMPUSTAT 的資料。研究結果指出，非道德企業的報酬率會高於一般企業，但也較易受到相關國家對非道德產業之立法限制的風險性。

Wang, Qiu and Kong (2011) 以中國大陸的三聚氰胺事件為自然實驗對象，採用事件研究法，分析市場投資人如何透過投資行為，來表達其對 CSR 的關切。實證結果指出，機構投資人在事件後對 CSR 有明顯的投資行為反應，個別投資人則否；而在事件後，廠商的表現與投資人的行為會聯合影響到公司的股價報酬，事件前則否。作者指出，太差或太佳的 CSR 表現都會導致投資人對 CSR 的負面反應，因之，管理者應謹慎規劃能讓公司價值極大化的最適 CSR 活動。

Dravenstoot and Chieffe (2011) 利用 KLD STATS 及 Research Insight 的資料，以 2001 年到 2005 年為樣本期間，依 CSR 評比將樣本企業分為「具責任的 (responsible)」、「不具責任的 (irresponsible)」、「中等責任的 (middle)」以及「無資料 (no data)」等四個投資組合，再比較當中「具責任的」與「不具責任的」投資組合之相對股價表現。實證結果指出，「具責任的」企業之整體股價績效雖明顯低於「不具責任的」企業，但當中符合「公司治理」企業的股價表現會優於不符合的企業，而符合「僱用」、「環境」及「產



品」企業的股價績效卻低於為符合企業。此一結果意謂著通過 CSR 評選的企業是否具有投資價值，還是端視評選指標及投資人對整體投資組合是否有另行以其他指標來做財務上的篩選而定。

Xu, Zeng and Tam (2012) 以中國環保部門在 2010 年所揭露的上市企業環保事件為分析對象，採用事件研究法，探討股票市場對於不同企業屬性在被宣告各種污染事件下的股價反應。實證結果顯示，股價反應的情況會隨著企業屬性與被宣告的污染事件而有所不同。例如以宣告前後一個月的期間為例，當企業被宣告為污染河川、有較高的污染強度、位處中度開發地區、股權分散（最大股東持股率未達 25%）、以及是地方政府所持有時，通常會出現負向的股價反應。此外，若與其他若干國家相較，平均而言，中國環境污染事件對上市企業股價的負面影響程度較低，顯示環保議題對中國上市企業的股價衝擊並不大。

Baird, Geylani and Roberts (2012) 結合 Domini 400 Social Index (2009 年更名為 FTSE KLD 400 Social Index)、Value Line 及 S&P Compustat 的資料，以 2001 年到 2008 年為樣本期間，分就不同的產業別來比較 CSR 企業 (DS400) 相對於與非 CSR 企業 (Non-DS400) 的股價績效表現。實證結果顯示，CSR 企業是否具有正向的股價報酬，基本上還是與產業別及公司所擇取的 CSR 面向有關，例如，油電能源產業若致力於環保議題，股價有最顯著的正向表現，但其他產業若著力於環保，卻未必會對股價帶來正面效益。

二、在國內文獻方面

張元 (2009) 以遠見雜誌 2006 年之企業社會責任獎的得獎企業為樣本，透過投資組合分析與迴歸分析來評估 CSR 與財務績效間的關係。實證結果顯示：1. 公司的 CSR 評比越高，在評比結果公布後的股價報酬率越低；2. 公司在不同層面的社會責任行為對於股價報酬的影響具有差異性；3. 社會責任評比越高的公司，其長期平均會計績效相對較佳，但股價報酬相對較低。

胡為善與許菁菁 (2001) 以經過 130 家天下雜誌公布的 1000 大企業經理人所選出的製造業及非製造業二個投資組合，來探討 CSR 與財務績效間的關係。研究結果顯示，CSR 與財務績效呈現顯著的正相關，同時，CSR 投資組合的財務績效及風險均較非 CSR 投資組合來得佳。

由前述國內外近年關於 CSR 企業股價績效表現之文獻可看出，基於不同的研究方法及樣本期間，以及在不同國家中投資人對 CSR 意識的差異，企業採行 CSR 是否會為公司股價帶來正面效益，尚未有確切的定論。

肆、研究設計

就退休基金而言，在累積期中追求較高之基金投資報酬率以增益清償期對參與者的給付保障，是一個傳統且基本的線型投資思考模式，因之二代退休基金公開宣示了 CSR 及 SRI 的未來投資課題，代表著其在投資理念上跳脫了以前述線型投資思考模式為唯一選項的新里程。基本上，就資本市場的參與者而言，「逐利」是所有投資人的共同目標，帶有道德理念的投資行為若未能有適度的金錢性回饋（亦即財務性報酬率），實難引起一般投資人的青睞。而就公共退休金制度來說，政府以公權力來介入人民退休經濟規劃的目的，是希望強化制度參與者的退休經濟保障，在此情況下，不具財務績效的投資行為，更是難以正當化政府強制介入人民退休經濟規劃的動機。因之，符合二代退休基金所界定的 CSR 範圍之投資標的，在國內現行資本市場中是否具有財務上的投資價值，即是本研究所欲探討的重點。

在分析概念上，首先，基於二代退休基金是擬以個別企業的 CSR 執行情況來做為選股依據，再加上對投資人而言，投資標的之市場價格表現較能通盤反映該標的在特定金融市場中的投資價值，因之，本研究即以企業的股價表現，來做為評估基準。其次，在樣本 CSR 企業方面，本研究擬從國內目前較具公開性的 CSR 評選機制中，擇取出符合二代退休基金所界定之 CSR 訴求的企業來作為樣本 CSR 企業。至於在分析模型方面，本研究擬參考若干研究所採行的投資組合模式 (Cohen et al., 1997; Derwall et al., 2005; Hoepner et al., 2008)，採用 Jensen (1968) 所提出的 Jensen's α 及 Fama and French (1993) 所提出的三因



子模式 (three-factor model)，將樣本 CSR 企業以等權數 (equal-weighted) 的方式組成投資組合，來評估其股價表現。本研究之所以採用 Jensen (1968) 的模式，主要是基於其為衡量特定投資組合之相對財務績效的典型模式，且廣被評估 SRI 之相對財務績效的文獻所採用 (Hoepner and McMillan, 2009)。惟因若干研究指出，符合 CSR 理念之企業通常具有成長導向 (growth-oriented) 或是與企業規模有關 (Derwall et al., 2005)，因之本研究同時再多納入「公司規模 (company size)」及「淨值市價比 (book-to-market ratio)」二因子的考量。相關分析步驟如下：

一、CSR 企業樣本來源及投資組合建構

就國內二大退休基金近期的 SRI 宣示而言，勞保基金是擬將環保、勞資關係、勞工權益等 CSR 議題納入選股原則，至於勞退基金則是擬將違反大量解僱勞工保護法，或傷害勞工權益、環境保護與公司治理的企業，列為拒絕投資的對象。針對前述的訴求，若以 ESG 為基礎來予以界定，勞保基金是以「環境 (E)」及「社會 (S)」為 SRI 的社會性範疇，勞退基金則是涵括了「環境 (E)」、「社會 (S)」及「公司治理 (G)」三項。循著此一界定範疇，來觀諸表 1 所示之國內目前較具知名度的 CSR 評選機制，可看出以 ESG 為範疇來評選 CSR 企業者計有遠見雜誌的「企業社會責任獎」及天下雜誌的「天下企業公民」二項，不過因「企業社會責任獎」的評選方式自 2011 年起有了重大的變革²，已不再是以評選兼融 ESG 之企業為主要導向，故目前僅餘「天下企業公民」是以 ESG 標準來評選國內的 CSR 企業。

因之本研究即以在 2007 年到 2012 年間曾入榜「天下企業公民」(包括大型企業及中堅企業)的國內上市櫃公司，來作為本研究的國內 CSR 企業樣本。至於在等權 CSR 投資組合的建構方面，基於「天下企業公民」是在每年八月初公布評選結果，因之本研究即以 2007 年到 2012 年間的每年八月為基準點，依所公布的入榜 CSR 企業來將投資組合予以每年更新一次。「天下企業公民」每年的入榜名單中，在國內企業方面，大型企業有 30 家，中堅企業有 10 家，共計每年有 40 家。在扣除未上市櫃或下市的企業後，各年度 CSR 投資組合的企業家數分別為 2007 年 36 家、2008 年 40 家、2009 年 38 家、2010 年 38 家、2011 年 40 家、2012 年 39 家。

其次，在樣本期間及股價報酬率資料方面，考慮到股利的再投資效果，在此以 CSR 企業的月股價總報酬率，來做為 CSR 企業股價績效的評估基礎。其次，基於入榜名單的公布是依據參選企業在入榜前一個年度的 CSR 執行績效，因之為了較確切評估企業執行 CSR 是否會影響股價表現，以及入選「天下企業公民」對股價是否有所影響，本研究參考 Hoepner, Yu, and Ferguson (2008) 的分析方式，對各年度的入榜企業分別以其入榜前一年及後一年的月股價報酬率為基礎，來組成「入榜前期間」及「入榜後期間」等二個期間投資組合。例如，針對 2007 年 8 月的入榜企業，即分別以 2006 年 8 月到 2007 年 7 月為「入榜前期間」第一個年度的樣本期間；同時，再以 2007 年 8 月到 2008 年 7 月為「入榜後期間」第一個年度的樣本期間，依此，逐年建立起二個期間投資組合的各年度報酬率資料。「天下企業公民」自 2007 年開辦迄今，已有六年的入榜企業名單資料，因之在前述二個期間投資組合的建構方式下，「入榜前期間」的樣本期間為 2006 年 8 月到 2012 年 7 月，共計 6 年；「入榜後期間」則為 2007 年 8 月到 2012 年 12 月，共計 5 年 5 個月³。

再者，為評估 CSR 投資組合的長期持有績效，本研究針對「入榜前期間」及「入榜後期間」，另外再分別予以持有 1-5 年的不同期間，來進一步分析相關的長期投資績效。

² 「企業社會責任獎」從 2007 年開辦到 2010 年止的評選方式，主要係參考「OECD 多國企業指導綱領」及其他國際通用準則，再考量台灣產業現況作調整，評選出科技業、傳產與製造業、服務業及金融業等組別的 CSR 企業(歷年的分組略有不同)。從 2011 年起，則是分為不同 CSR 主題的組別(職場健康、社區關懷等)，由企業自行選擇參加。

³ 撰稿時能取得的最近期股價資料為 2012 年 12 月。



表 1 國內現行主要 CSR 評選制度

名稱	評選機構	評選指標	ESG 分類
資訊揭露評鑑 (2003 年開辦)	證券暨期貨市場 發展基金會	資訊揭露相關法規遵循情形 資訊揭露時效性 預測性財務資訊之揭露 年報之揭露 網站之資訊揭露	G
公司治理制度 評量認證 (2005 年開辦)	中華公司治理協會	股東權益的保障 資訊透明度的強化 董事會職能的強化 審計委員會或監查人功能的發揮 管理階層的紀律與溝通 利害關係人權益的尊重與社會責任	S、G
企業社會責任獎 (2005 年開辦)	遠見雜誌	企業社會政策與管理系統 財務管理與透明度 環境政策 公平競爭 勞資關係與員工福利 社會參與 消費者權益 利害關係人議和與溝通機制	E、S、G
天下企業公民 (2007 年開辦)	天下雜誌	公司治理 企業承諾 社會參與 環境保護	E、S、G

資料來源：各評選機構之網站，王靜怡與劉書汎（2011）。

二、分析模型及相關樣本

(一) Jensen's α (1968) 模式

Michael Jensen 在 1968 年提出 Jensen's α 指標，目的是在評估僅存在系統性風險情況下，特定投資組合相對於指標投資組合 (benchmark portfolio) 的投資績效，模型如下：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p, RM} [R_{mt} - R_{ft}] + \varepsilon_{pt} \quad (1)$$

其中

R_{pt} ：投資組合 P 在第 t 期的報酬率

R_{ft} ：第 t 期的無風險利率

R_{mt} ：指標投資組合在第 t 期的報酬率

$\beta_{p, RM}$ ：投資組合 P 的 β 值

ε_{pt} ：投資組合 P 在 t 時間點的殘差項

在式 (1) 中，本研究採用台灣加權股價指數為指標投資組合，並以月指數報酬率為績效評估基礎；在無風險利率方面，採用台灣銀行一個月期定期存款的固定利率，並予以轉換成月報酬率。

在式 (1) 中，估算出之 $\alpha_p > 0$ ，代表投資組合的報酬率較指標投資組合來得佳； $\alpha_p = 0$ ，代表投資組



合的報酬率等於指標投資組合； $\alpha_p < 0$ ，代表投資組合的報酬率較指標投資組合來得低。

(二) Fama and French (1993) 三因子模式

自 CAPM 模式在 60 年代提出後，關於影響股價的因素為何，成為持續被探討的主題，當中 Fama and French (1993) 認為，影響股價因素除了市場風險外，企業市值規模及淨值市價比，亦是關鍵因素，因之提出了三因子模式如下：

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{p,HML} HML_t + \beta_{p,SMB} SMB_t + \beta_{p,RM} [R_{mt} - R_{ft}] + \varepsilon_{pt} \quad (2)$$

$$SMB_t = [R_{S/L,t} + R_{S/M,t} + R_{S/H,t} - R_{B/L,t} - R_{B/M,t} - R_{B/H,t}] / 3 \quad (3)$$

$$HML_t = [R_{S/H,t} + R_{B/H,t} - R_{S/L,t} - R_{B/L,t}] / 2 \quad (4)$$

當中， SMB_t 代表在第 t 期之小公司與大公司間的股價報酬率差距，而 HML_t 則代表在第 t 期之高淨值市價比公司與低淨值市價比公司間的股價報酬率差距。

在 SMB 及 HML 的建構方面，配合本研究對 CSR 投資組合建構的時間點，首先，在樣本期間中的每年 8 月，將上市櫃公司中市值為負值者先予以排除，而後將市值為正值者依其股票市值排序，取其中位數之公司做為大公司 (B) 與小公司 (S) 的劃分點，來劃分出大、小公司。其次，將前一年年底的股票淨值除以市值，可得到股價淨值比 (BM)，而後將 BM 以遞增方式排序，前 30% 為低 BM 公司 (L)，中間 40% 為中 BM 公司 (M)，最後 30% 為高 BM 公司 (H)。最後，將 B、S、L、M、H 取其交集，可得到 S/L、S/M、S/H、B/L、B/M、B/H 等六個投資組合，再依市值加權方式，來計算此六個投資組合在樣本期間中從每年 9 月到隔年 8 月的月報酬率。上述六個投資組合的建構，於每年 8 月均會依相同的程序予以重新建構。

伍、研究結果

一、敘述性統計

基於本研究在 Jensen's α (1968) 及 Fama and French (1993) 三因子模式中的超額報酬，主要是與台灣加權股價指數相較，故在敘述性統計分析方面，即將「入榜前期間」及「入榜後期間」等二個期間投資組合的月報酬率，分別與相同樣本期間的台灣加權股價指數月報酬率相照，來做一相對性的初步分析。結果如表 2 所示。

從表 2 可看出，「入榜前期間」及「入榜後期間」的月股價報酬率平均值均較同期間的台灣加權股價指數來得高，風險性 (標準差) 則較台灣加權股價指數來得低。因之初步來看，與台灣加權股價指數相較，CSR 投資組合為一高報酬低風險的投資標的。

表 2 各投資組合報酬率之敘述性統計分析

投資組合	平均數	標準差	偏態係數	峰態係數
入榜前期間 (2006/8-2012/7)	1.1618%	6.5932%	-0.4062	0.5986
台灣加權股價指數 (2006/8-2012/7)	0.4088%	6.9774%	-0.2592	0.1273
入榜後期間 (2007/8-2012/12)	0.8063%	7.1154%	-0.2641	0.4837
台灣加權股價指數 (2007/8-2012/12)	-0.0268%	7.2390%	-0.1334	0.0863



表 3 二個分析模型下各期間投資組合報酬率之殘差分析

投資組合	Jensen's α				Fama and French 三因子			
	ARCH LM		Ljung_Box Q'		ARCH LM		ARCH LM	
	LM	P 值	Ljung_Box Q'	P 值	LM	P 值	Ljung_Box Q'	P 值
入榜前期間 (2006/8-2012/7)	1.690	0.989	4.470	0.812	3.236	0.919	2.0913	0.978
入榜後期間 (2007/8-2012/12)	7.629	0.471	6.720	0.567	7.041	0.532	5.3245	0.722

其次，許多財務或經濟的時間序列資料，普遍存在著峰態(leptokurtosis)的特性(Boothe and Glassman, 1987、Huisman et al., 1998)，亦即價格變動分布在兩尾端的機率較常態分配來得高，所以可能存在著條件變異不齊一的情況，在此就表 2 的峰態係數來看，相關投資組合的峰態係數均小於 3，初步判定樣本資料可能不存在高狹峰情況。另外若就偏態係數來看，相關投資組合的偏態係數均為負值，亦即整體的樣本月報酬率呈現左偏分配的情況。

二、整體樣本期間之 CSR 投資組合股價績效

針對二個期間投資組合，在此分別以 Jensen's α (1968) 及 Fama and French (1993) 三因子模式，來評估 CSR 企業的股價績效。基於財務及經濟的時間序列資料常常存在著自我相關的情況，因之本研究分別採用 ARCH LM 檢定及 Ljung_Box Q' 檢定，落後期數設定為 8 期，針對二個模式來進行殘差異質變異性及自我相關性檢定，結果如表 3 所示，初步顯示二個模型在二個投資組合期間中，均不存在殘差異質變異及自我相關的情況。

在初步確認模型殘差不存在異質變異及自我相關後，即針對二個期間投資組合分別以 Jensen's α 及 Fama and French 三因子模式，來評估 CSR 企業的股價績效，如表 4 所示。從表 4 可看出，首先，在 Jensen's α 模型方面，二個期間投資組合都有不錯的模型配適度（模型解釋力約 94% 左右），且均有顯著高於台灣加權股價指數（指標投資組合）的超額報酬（ α ），當中「入榜後期間」的年化超額報酬率（10.40%）略高於「入榜前期間」（9.75%），顯示採行 CSR 的企業不僅在執行理念的期間中有不錯的正向股價績效，在入榜一年後還有更佳的股價績效。至於在風險方面，二個期間投資組合雖都與台灣加權股價指數呈現正向的風險性（ $R_{m}-R_{f}$ 的係數為正），但股價波動幅度都顯著低於台灣加權股價指數（ $R_{m}-R_{f}$ 的係數小於 1）。此外，「入榜後期間」的超額報酬雖高於「入榜前期間」，但風險也相對的高於「入榜前期間」。

其次，在 Fama and French 三因子模型方面，二個期間投資組合都有與 Jensen's α 模型相仿的不錯模型配適度，雖然在多了公司規模因素（SMB）及淨值市價比因素（HML）的考量下，三因子模型下的超額報酬率整體而言略低於 Jensen's α 模型，但一來差距並不大，二來二個期間投資組合也都還是具有顯著的正向超額報酬。在風險性方面，三因子模型下的風險性雖略低於 Jensen's α 模型，但整體結果與 Jensen's α 模型相似，亦即 CSR 投資組合的風險性顯著低於台灣加權股價指數。在 SMB 及 HML 方面，單從迴歸係數來看，CSR 投資組合雖具有大企業及高淨值市價比的正向績效，但除了 SMB 在「入榜前期間」中具有 10% 顯著水準下的顯著性外，其餘均不具顯著性。

綜合前述，就整體樣本期間來看，CSR 投資組合不僅超額報酬顯著高於台灣加權股價指數，風險性亦顯著低於台灣加權股價指數，顯示公司採行 CSR 不僅不會對股價帶來負面影響，且有正向的股價績效。此外，CSR 企業股價表現與公司規模及淨值市價比的關連性整體而言並不顯著，因之在採行 CSR 投資策略時，原則上無須進一步考量此二因素。



表 4 整體樣本期間之 CSR 投資組合股價績效分析

Jensen's α 模型					
投資組合	α (p.a. in%)	$\beta_{p, RM}$	$Adj R^2$		
入榜前期間	9.7515***	0.9181***	0.9427		
入榜後期間	10.4038***	0.9572***	0.9471		

Fama and French 三因子模型					
投資組合	α (p.a. in%)	$\beta_{p, RM}$	$\beta_{p, SMB}$	$\beta_{p, HML}$	$Adj R^2$
入榜前期間	8.4072***	0.9014***	-0.1458*	0.1254	0.9443
入榜後期間	9.9454***	0.9504***	-0.0839	0.0026	0.9460

註：1.「入榜前期間」投資組合的樣本期間為 2006 年 8 月到 2012 年 7 月，共計 6 年；「入榜後期間」投資組合則為 2007 年 8 月到 2012 年 12 月，共計 5 年 5 個月（因能取得的最近期股價資料為 2012 年 12 月）。

2.已將 α 轉換為年報酬率。

3.*為 10%顯著水準，**為 5%顯著水準，***為 1%顯著水準。

三、不同持有期間之 CSR 投資組合股價績效

前述分析雖指出 CSR 投資組合具有正向的股價績效，然因退休基金在投資上追求的是長期投資績效，故 CSR 企業是否具有長期投資價值，是值得進一步探討之處。

因之，本研究在此將 CSR 投資組合予以不同的持有期間，來分析其長期投資績效表現。同時，從表 4 可看出，Jensen's α 及三因子模型對 CSR 投資組合的模型解釋力相差不多，因之本研究在此僅採用涵括因素較多的三因子模型，來分析不同持有期間下的超額報酬、SMB 及 HML，是否有顯著的差異性或變動趨勢。結果如表 5 及表 6 所示。

(一) 入榜前期間

就「入榜前期間」來看，首先，在超額報酬率方面，平均而言，持有期間越長，出現顯著超額報酬的機率就越高。例如，就持有期間一年來看，僅 2009 年 8 月到 2010 年 7 月是具顯著的超額報酬；而從持有期間四年起，三個為期四年的投資組合均有顯著超額報酬。惟在這當中，最高超額報酬率是出現在 2009 年 8 月到 2010 年 7 月（2010 年入榜企業在入榜前一年）的一年持有期間（19.6508%），其次為 2009 年 8 月到 2011 年 7 月（2010 年及 2011 年入榜企業在入榜前一年）的二年持有期間（13.0172%），以及 2009 年 8 月到 2012 年 7 月（2010、2011 及 2012 年入榜企業在入榜前一年）的三年持有期間（12.8094%），至於持有期間四年以上的顯著超額報酬率在數值上，平均而言並未高於其他較短的持有期間。

分析上述數據原因，乃是因為本研究所採納的樣本期間橫跨了 2007 年下半年到 2008 年的美國次貸風暴期間，在這段期間中，全球金融市場因為此一系統性風險事故而共同承受了重大虧損，國內股市自不例外。因之，投資組合持有期間若涵括到次貸風暴期間，整體股價績效即會因之而受到衝擊；而過了次貸風暴之後的股市反彈，則讓持有期間在 2009 年中之後的投資組合，會有較佳的績效表現。在此情況下，對持有期間在三年（含）以上的 CSR 投資組合而言，因為會橫跨次貸風暴期間，故股價績效的絕對數值難免會受到影響。不過在長期持有的情況下，非次貸風暴期間的正向股價績效會逐漸弭平次貸風暴的衝擊，故顯著超額報酬率會隨著持有期間的延長而有所提高。其次，在風險性方面，所有持有期間之 CSR 投資組合雖都與台灣加權股價指數的波動呈現同向性，但波動幅度均低於台灣加權股價指數。至於在 SMB 及 HML 方面，大多數並不顯著，而少數出現顯著性者，則是顯示具有大公司及高淨值市價比公司的正向股價績效，當中以 2008 年 8 月到 2010 年 7 月之持有期間的 SMB 及 HML 均具有較高的顯著性。綜合前述，就「入榜前期間」來看，相較於台灣加權股價指數，各持有期間之 CSR 投資組合均具有高報酬、低風險的特性。此外，CSR 企業的股價雖然亦會受到次貸風暴的系統性風險衝擊，亦即當持有期間衡跨 2007 年下半年到 2008 年底時，超額報酬率平均而言會較低，但同期間的風險仍是顯著低於台灣加權指數；同時，隨著持有期間的延長，CSR 投資組合的超額報酬呈現顯著性的機率不僅隨之提高，且相較於台灣加權指數的風險性，大體而言亦呈現降低的情況。



表 5 入榜前期間下之不同持有期間的股價績效

持有期間	α (p.a. in%)	$\beta_{p,RM}$	$\beta_{p,SMB}$	$\beta_{p,HML}$	Adj R ²
一年					
2006/8-2007/7	7.7328	0.9146 ^{***}	0.0537	0.1392	0.8226
2007/8-2008/7	4.7375	0.8813 ^{***}	0.1317	-0.2041	0.9668
2008/8-2009/7	4.07	0.8286 ^{***}	-0.6579	0.4182	0.9683
2009/8-2010/7	19.6508 ^{**}	0.9012 ^{***}	-0.5742	0.1675	0.9606
2010/8-2011/7	6.6476	0.8262 ^{***}	-0.3246	-0.1841	0.8436
2011/8-2012/7	10.9383	0.9148 ^{***}	-0.1066	-0.2316	0.9235
二年					
2006/8-2008/7	5.6748	0.9029 ^{***}	0.1378	0.0546	0.9470
2007/8-2009/7	1.0217	0.8754 ^{***}	-0.3178	0.2297	0.9590
2008/8-2010/7	9.7356 ^{**}	0.8441 ^{***}	-0.5587 ^{***}	0.3781 ^{***}	0.9685
2009/8-2011/7	13.0172 ^{***}	0.9245 ^{***}	-0.0715	-0.1260	0.9196
2010/8-2012/7	9.5597 ^{**}	0.8912 ^{***}	-0.1645	-0.2346	0.9186
三年					
2006/8-2009/7	5.7192	0.9041 ^{***}	-0.1230	0.1851 ^{**}	0.9533
2007/8-2010/7	5.5006	0.8889 ^{***}	-0.2351	0.1990	0.9586
2008/8-2011/7	7.9000 ^{**}	0.8581 ^{***}	-0.3742 ^{**}	0.2417 ^{**}	0.9524
2009/8-2012/7	12.8094 ^{***}	0.9291 ^{***}	-0.0955	-0.1422	0.9319
四年					
2006/8-2010/7	7.0000 ^{**}	0.9021 ^{***}	-0.1358	0.1791 ^{**}	0.9540
2007/8-2011/7	6.1895 [*]	0.8858 ^{***}	-0.2072	0.1375	0.9513
2008/8-2012/7	9.3210 ^{***}	0.8749 ^{***}	-0.3583 ^{***}	0.1857 [*]	0.9492
五年					
2006/8-2011/7	7.3219 ^{***}	0.8967 ^{***}	-0.1253	0.1482	0.9468
2007/8-2012/7	7.8291 ^{***}	0.8938 ^{***}	-0.2093 [*]	0.0922	0.9484
六年					
2006/8-2012/7	8.4072 ^{***}	0.9014 ^{***}	-0.1458 [*]	0.1254	0.9443

註：1.已將 α 轉換為年報酬率。

2.*為 10%顯著水準，**為 5%顯著水準，***為 1%顯著水準。

(二) 入榜後期間

再就表 6 的「入榜後期間」來看，首先在超額報酬方面，全部期間中只有 2007 年的入榜企業在入榜後一年間（2007 年 8 月到 2008 年 7 月）的超額報酬是負值，但並不顯著。除了此一期間外，其餘期間超額報酬的情況與「入榜前期間」相似，亦即在大多數情況下，持有期間越長，出現顯著超額報酬的次數越多，且同樣會受到持有期間是否涵括次貸風暴期間的影響。超額報酬最高的期間與「入榜前期間」相同，都是出現在 2009 年 8 月到 2010 年 7 月次貸風暴之後的股市反彈期，不過此一持有期間的投資組合在「入榜前期間」是 2010 年入榜的 CSR 企業，在「入榜後期間」則是 2009 年入榜的企業，由此可見系統性風險的全面影響。



表 6 入榜後期間下之不同持有期間的股價績效

持有期間	α (p.a. in%)	$\beta_{p,RM}$	$\beta_{p,SMB}$	$\beta_{p,HML}$	Adj R ²
一年					
2007/8-2008/7	-1.9107	0.8959***	-0.2879	0.2369	0.9308
2008/8-2009/7	12.9629	1.0382***	0.2031	-0.0228	0.9738
2009/8-2010/7	23.53***	0.9365***	-0.5201	-0.0618	0.9589
2010/8-2011/7	4.3362	0.7057***	-0.5841	-0.1378	0.8022
2011/8-2012/7	15.1867**	0.9089***	-0.2999	0.1364	0.9302
二年					
2007/8-2009/7	9.5470	0.9893***	0.0230	0.0523	0.9643
2008/8-2010/7	12.8029**	0.9917***	-0.0186	-0.0391	0.9688
2009/8-2011/7	14.4599***	0.8931***	-0.1534	-0.1693	0.8962
2010/8-2012/7	10.7106**	0.8353***	-0.2115	-0.1647	0.8999
三年					
2007/8-2010/7	9.8619**	0.9731***	-0.0428	0.0179	0.9623
2008/8-2011/7	12.4925***	0.9697***	-0.0516	-0.0701	0.9535
2009/8-2012/7	13.7459***	0.8845***	-0.1526	-0.1198	0.9524
四年					
2007/8-2011/7	10.0659**	0.9578***	-0.0674	-0.0165	0.9513
2008/8-2012/7	13.2529***	0.9528***	-0.0895	-0.0534	0.9527
2012/8-2012/12					
五年					
2007/8-2012/7	11.2158***	0.9486***	-0.0857	-0.0201	0.9502
五年五個月					
2007/8-2012/12	9.9454***	0.9504***	-0.0839	0.0026	0.9460

註：1.已將 α 轉換為年報酬率。

2.*為 10%顯著水準，**為 5%顯著水準，***為 1%顯著水準。

此外，若比較相同 CSR 企業所組成之投資組合在「入榜前期間」及「入榜後期間」的相對績效表現，從表 5 及表 6 中可看出，在大多數情況下，「入榜後期間」的超額報酬高於「入榜前期間」，且隨著持有期間的增加，「入榜後期間」之超額報酬高於「入榜前期間」的機率越高。就持有期間一年來看，2007 年入榜企業之「入榜後期間」(2007 年 8 月到 2008 年 7 月)的超額報酬-1.9107%低於「入榜前期間」(2006 年 8 月到 2007 年 7 月)的 7.7328%，2010 年入榜企業亦同；就持有期間二年來看，則僅有 2010 年及 2011 年入榜企業的「入榜後期間」超額報酬(2010 年 8 月到 2012 年 7 月的 10.7106%)低於「入榜前期間」(2009 年 8 月到 2011 年 7 月的 13.0172%)；而自持有期間第三年起，「入榜後期間」之超額報酬即均高於「入榜前期間」。由此可見，CSR 企業在入榜後一年內的股價績效平均而言是高於入榜前的一年內，而隨著持有期間的增加，此一報酬績效提升的情況會越加明顯。

其次，在風險性方面，由表 6 可看出，除了 2008 年入榜企業在入榜後一年內的風險性是顯著高於加權股價指數外，其餘投資組合在各持有期間的風險性均是低於加權股價指數。而若再進一步比較 CSR 企業在入榜後與入榜前的相對風險性，從表 5 與表 6 可看出，CSR 企業在入榜後一年內的股價績效雖平均而言高於入榜前的一年內，但相對風險性亦隨著提高。



再者，在 SMB 及 HML 方面，單從係數來看，平均而言是大公司及成長型公司會具有較佳的報酬績效，但就顯著性來看，均是呈現不顯著的情況。因之，整體而言，CSR 投資組合在「入榜後期間」並未顯著的具有公司規模及價值型或成長型的報酬績效屬性。

陸、結論

就退休基金而言，在累積期中追求較高投資報酬率來強化清償期對參與者的給付保障，是一個傳統且基本的線型投資思考模式，因之國內二大退休基金對於 SRI 的未來投資方向宣示，意謂著在投資理念上開始跳脫了前述的投資思考模式。惟對公共退休基金而言，政府介入人民退休經濟規劃的目的，是希望透過公權力來強化人民的退休經濟保障，此一目的即意寓著公共退休基金在投資行為上，仍需以追求財務上的投資報酬率為首要考量；易言之，具 CSR 概念的企業在國內資本市場是否具有投資價值，是二大退休基金在 SRI 投資宣示時，必須要先行評估考慮的。

就本研究擇取的「天下企業公民」入榜企業而言，在 Jensen's α 及 Fama and French 三因子模型的分析下，CSR 企業股價績效的絕對數值雖然還是會受到系統性風險的衝擊，不過就相對績效而言，相較於台灣加權股價指數，CSR 企業基本上還是具有高報酬低風險的投資價值。此外，不論是在入榜前一年或後一年，CSR 企業相較於台灣加權股價指數的高報酬低風險性質，原則上都是存在的，且入榜後一年的各持有期間股價績效，平均而言高於入榜前一年。因之，在本研究的分析架構下，「天下企業公民」入榜企業不僅在執行 CSR 期間中具有正向的股價績效，入榜後的股價績效也依然具有一定程度的持續性，且此一投資績效與公司規模及淨值市價比的關連性並不大。

惟限於 CSR 在國內尚處概念發展的初階段，相關評選機制在缺乏官方或具公信力機構的認證下，所評選出的 CSR 企業未必具有公信力，因之多少影響了本研究在樣本擇取上的切合性。此外，Jensen's α 及 Fama and French 三因子模型適用的前提假設，是所欲評估的投資組合已不存在非系統性風險，然因符合二大退休基金所界定之 CSR 理念的評選機制有限，以至於影響到本研究所能擇取的樣本家數，因之 CSR 投資組合是否存在其他非系統性風險，仍待進一步的更週延評估。

參考文獻

- 王靜怡(2000)。我國勞工保險基金運用績效之評估與模擬分析。**保險專刊**，62，120-144。
- 王靜怡(2002)。我國勞工退休金制度之提撥暨其投資運用分析。**台灣銀行季刊**，53(2)，129-146。
- 王靜怡(2010)。經濟目標性投資運用於法定退休基金投資之探討：以美國加州公務員退休基金為例。**台灣社會福利學刊**，8(2)，161-212。
- 王靜怡和劉書汎(2011)。**逐利與兼益：國內 CSR 企業之財務績效探討**。2011財金會計暨商管決策研討會，台南市。
- 邱顯比(1997)。台灣退休基金資產分配之試評。**證券市場發展季刊**，9(2)，19-56。
- 胡為善與許菁菁(2001)。Investigation of Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Taiwan。**中原學報**，29(2)，137-146。
- 張元(2009)。Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Empirical Evidence from Taiwan。**社會科學論叢**，3(1)，58-120。



- 黃介良(1997)。退休基金的投資策略及其資產配置。 *退撫基金季刊*，5，2-28。
- 黃介良(1998)。台灣退休基金資產配置之研究。 *證券市場發展季刊*，10(2)，135-161。
- 繆震宇(2001)。台灣退休基金最適提撥與資產配置之研究。 *證券市場發展季刊*，13(3)，101-129。
- 繆震宇(2003)。確定給付制退休基金的最適資產配置。 *管理學報*，20(1)，177-199。
- 勞工保險局(2009)。 *勞工保險基金投資政策書 (適用期間：99年1月至103年12月)*，取自(2013年3月3日)：
<http://www.bli.gov.tw/sub.aspx?a=GkfwsdkUS50%3d>
- 勞工退休基金監理會(2008)。 *勞工退休基金監理會有關社會責任投資策略芻議*，取自(2013年3月3日)：
http://www.cla.gov.tw/cgi-bin/Message/MM_msg_control?mode=viewnews&ts=48b506d6:3400&theme=
- Abramson, L. & Chung, D. (2000). Socially responsible investing: Viable for Value Investors? *Journal of Investing*, 9(3), 73-80.
- Bauer, R., Koedijk, K. & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style, *Journal of Banking and Finance*, 29, 1751-1767.
- Becchetti, L., Giacomo, S. D. & Pinnacchio D. (2008), The impact of social responsibility on productivity and efficiency of US listed companies, *Applied Economics*, 40, 1-24.
- Benson, K.L., Brailsford, T.J. & Humphrey, J.E. (2006). Do socially responsible fund managers really invest differently? *Journal of Business Ethics*, 65(4), 337-357.
- Baird, P.H., Geylani, P.C. and Roberts, J.A.(2012). Corporate social and financial performance re-examined: Industry effects in a linear mixed model analysis, *Journal of Business Ethics*, 109, 367-388.
- Brammer, S., Chris, B. & Stephen, P. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures, *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- Cohen, M.A., Fenn, S.A. & Konar, S. (1997). Environmental and financial performance: Are they related ? Retrieved from
<http://sitemason.vanderbilt.edu/files/d/dLwFkQ/Environmental%20and%20Financial%20Performance.pdf>
- Davidson, W. & Worrell, D.L. (1990). A Comparison and Test of the Use of Accounting and Stock Market Data in Relating Corporate Social Responsibility and Financial Performance, *Akron Business and Economic Review*, 21(3), 7-19.
- Davidson, W. & Worrell, D.L. (1990). A comparison and test of the use of accounting and stock market data in relating corporate social responsibility and financial performance, *Akron Business and Economic Review*, 21(3), 7-19.
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. & Koedijk, K. (2005). The eco-efficiency premium puzzle, *Financial Analysts Journal*, 61(2), 51-63.
- Dravenstott, H. and Chieffe, N.(2011). Corporate social responsibility: Should I invest for it or against it? *The Journal of Investing*, 20(3), 108-117.
- Fama, E.F. & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Galems, R., Plantinga, A. & Bert, S. (2009). The cost of socially responsible portfolios: Testing for mean-variance spanning, SSRN Working Paper No.1086560. Retrieved from
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1086560



- Graaf, F. J. & Slager, A. (2009). Guildlines for integrating socially responsible investment in the investment process. SSRN Working Paper No.929067. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929067
- Griffin, J. & Mahon, J. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research, *Business and Society*, 36(1), 5-31.
- Hoepner, A.G.F., Yu, P. & Ferguson, J. (2008). Does the current stock market penalize corporations for attempting sustainable development? No, it even rewards them in any other industry! Working Paper, School of Management, University of St. Andrews. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1284703
- Hoepner, G.F. & McMillan, D.G. (2009). Research on 'Responsible Investment': An Influential Literature Analysis Comprising a Rating, Characterisation categorization & investigation. SSRN Working Papers No.1454793, Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1454793
- Hong, H. & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin : The effects of social norms on markets, *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.
- Jensen, M.C. (1968). The performance of mutual funds in the period 1945-1964, *Journal of Finance*, 23(2), 289-416.
- OECD (2007). *Recent trends and regulatory implications in socially responsible investment for pension funds*. 2007 OECD Roundtable on Corporate Responsibility. Retrieved from <http://www.oecd.org/investment/mne/38550550.pdf>
- Orlitzky, M., Schmidt, F.L. & Rynes, S.L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis, *Organization Studies*, 24, 406-441.
- Renneboog, L., Horst, J. & Zhang, C. (2007). Socially responsible investments: Methodology, risk exposure and performance, Finance Working Paper 175/2007. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=985267
- Ruf, B.M., Muralidhar, K., Brown, R.M., Janny, J.J. & Paul, K. (2001). An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective, *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156.
- Schroder, M. (2004). The performance of socially responsible investments: Investment funds and indices, *Financial Markets and Portfolio Management*, 18(2), 122-142.
- Sethi, S. P. (2005). Investing in socially responsible companies is a must for public pension funds- Because there is no better alternative, *Journal of Business Ethics*, 56(2), 99-129.
- Shank, T.M., Manullang, D.K. & Hill, R.P. (2005). Is it better to be naughty or nice? *Journal of Investing*, 14(3), 82-87.
- UNEP Finance Initiative (2006, April 26). United Nations Secretary-General Launches Principles for Responsible Investment Press Release. Retrieved from <http://www.unpri.org/files/pri.pdf>
- Wang, M., Qiu, C. & Kong, D. (2011). Corporate social responsibility, investor behaviors, and stock market returns: evidence from a natural experiment in China, *Journal of Business Ethics*, 101, 127-141.
- Xu, X.D., Zeng, S.X. and Tam, C.M. (2012). Stock market's reaction to disclosure of environmental violations: Evidence from China, *Journal of Business Ethics*, 107, 227-237.

