

## 強制編製企業社會責任報告書是否能改善勞工權益與人權？

### 摘 要

近年來，「企業社會責任」受到極高的矚目，企業是否徹底落實其應盡之社會責任亦是一項重要的實務議題。我國主管機關自 2015 年起強制特定產業及資本額達一定門檻之公司應編製「企業社會責任報告書」（以下簡稱 CSR 報告書），且逐年擴大規範對象。另一方面，勞工權益是否獲得保障，關乎企業的整體營運，而對弱勢族群的重視，亦是企業公民形象的表彰。因此，本研究以 2011-2016 年台灣上市公司為研究對象，探討強制編製 CSR 報告書是否能帶來改善勞工權益與保障人權的效益，並分別以違反勞基法而列名血汗企業，以及是否有未足額進用身障人士之情事做為勞工及人權面向之考量。實證結果顯示，強制編製 CSR 報告書並無法改善公司發生違反勞基法之可能性，然而，若報告書的揭露程度較為完整，或涵蓋有負面表述，則能降低其違反勞基法之可能。此外，我們也發現，相較於提前編製的公司，因法規要求才編製 CSR 報告書的公司，在編製後，愈可能發生違反勞基法的事件。最後，本研究並未發現 CSR 報告書的強制編製、內容的完整性及負面表述能改善公司身障人士進用的義務。整體而言，本研究之結果可提供主管機關做為未來 CSR 政策推動之參考，也能提供利害關係人了解公司落實 CSR 的情形。

**關鍵字：**企業社會責任報告書、強制揭露、勞工權益、血汗企業、身心障礙者權益

## **Does Mandatory CSR Reporting Improve Labor and Human Rights?**

### **Abstract**

This study examines whether mandatory CSR reporting improve labor and human rights as proxied by (1) whether a company violates the Labor Standards Act and thus is listed as a sweatshop, and (2) whether a company does not meet the threshold of engaging disabilities, respectively. Using a propensity score matching (PSM) sample of Taiwanese listed firms during 2011-2016 and applying a differences-in-difference (DiD) research design, we do not find that mandatory CSR reporting firms can avoid the likelihood of listing as a sweatshop subsequent to the mandate. Nevertheless, mandatory CSR reporting firms experience an improvement in avoiding the violation of the Labor Standards Act if their CSR reports are more completely disclosed and cover negative statements regarding previous labor disputes and misconduct events. In addition, we also find that, compared to mandatory companies with voluntary CSR disclosure, the mandatory companies issuing CSR reports due to the mandate are more likely to violate the Labor Standards Act and to be labeled as sweatshops after CSR issuance. Finally, we find that neither the mandatory requirement of CSR disclosure nor the content covered in the CSR reports is associated with an improvement in protecting the rights of people with disabilities. Overall, our results could provide implication for policymakers and regulators, and also signal stakeholders to understand whether firms fulfill their CSR commitments.

**Keywords:** corporate social responsibility (CSR) reports; mandatory disclosure; labor rights; sweatshop; rights of people with disabilities

**Data Availability:** Data are available from public sources identified in the paper.

## 壹、緒論

企業社會責任的概念乃由營利組織於 2000 年所發起，並以可持續發展做為企業的主要核心價值，要求企業在進行商業活動時必須慮及對利害關係人所造成之影響。隨後，在商業界與國際僱主組織的積極合作下，大型跨國集團企業開始倡導承擔社會責任，並與工會組織簽訂以基本勞工標準為主要內容的全面協定，展開相關社會認證活動。時至今日，各國企業更投注大量心力來履行各類的 CSR 活動。另一方面，消費者之消費意識逐漸抬頭，從早期只追求產品品質與價格，以至今日考量產品製作時是否涉及損害勞工權益之情事(如 NIKE 血汗工廠事件)或是否有汙染環境之虞。隨著企業與消費者的同時成長，負面 CSR 事件的發生頻率理應下降。然而，我國企業近幾年關於勞工權益的負面新聞仍層出不窮，而身障人士進用不足額名單中的公司家數<sup>1</sup>亦無明顯減少的態勢。不禁令人質疑企業是否善盡其社會責任。

近年來，國內 CSR 報告書的數量在短期內呈現明顯上升的趨勢，尤其主管機關自 2014 年起導入強制性編製政策後，每年出版 CSR 報告書的上市櫃公司數量更是不斷增加。然而，即便公司於 CSR 報告書中揭露其非財務面的管理方針與績效，並藉此與利害關係人溝通，但 CSR 報告書之目的在於資訊揭露，而相應的績效成果尚必須觀察企業是否存在相關的管理辦法、目標承諾及績效評估機制，並切實履行 CSR 承諾，故報告書的編製並不保證公司必能確實善盡社會責任。因此，本研究認為 CSR 表現與 CSR 揭露之間未必能劃上等號。另一方面，我國已自 2014 年開始推動強制性政策，但對於 CSR 資訊的揭露似乎未有嚴格規範<sup>2</sup>，且此政策仍處於起步階段，多數企業(特別是未受強制要求的企業)仍可選擇只揭露正面消息而隱蔽負面資訊，或只單純揭露早已公諸於世之事實。根據 KPMG 2017 年企業責任報告全球調查結果，在各國前 100 大企業中，印度有 95% 的 CSR 報告書包含人權面向，特別是婦女與兩性平權，但台灣僅為 82%，雖有提及人權議題，但多為工會與勞基法討論事項，鮮少有聚焦於勞工權益之「落實情形」及「具體作為」。

明確來說，在政府、業界與學術界的高度重視及大力推動下，CSR 報告書確實已為當前的熱門議題，但勞工權益及弱勢保障之情形是否能隨 CSR 報告書之普及而有所改善，仍有待實證檢驗。綜觀國內外關於 CSR 報告書之研究，大多從公司制度及投資人觀點來分析，如公司治理(Hancock 2005; Beltratti 2005; Shahin and Zairi 2007)、利害關係人(Driver and Thompson 2002; Aguilera and Jackson 2003)，即便是關於勞工對於企業滿意度之研究，仍多採問卷調查方式進行(呂博能 2006；何明虹 2007；詹叡穎 2012)，顯少研究採行實證方式

---

<sup>1</sup> 根據勞動部提供之身障定額進用不足額義務單位名單，2011 年至 2017 年每月未達標準之私立單位均為 1,500 家±5%。

<sup>2</sup> 目前我國規定強制揭露 CSR 報告書之企業僅需符合 GRI 4.0 核心部分，且僅食品工業及餐飲收入占其全部營業收入之比率達 50% 以上的公司才需要取得會計師的確信。

(即檔案性研究, archival studies)為之。

在考量強制編製 CSR 報告書之前，已有許多研究提供證據支持 CSR 報告書的確可為公司帶來正向效果，如降低負債資金成本(吳幸蓁與廖蕙儀 2017)或權益資金成本(Dhaliwal et al. 2011; Dhaliwal et al 2014)，以及提高分析師預測精準度(Dhaliwal et al. 2012)。近期有研究視 CSR 報告書為一風險管理策略，能有效預防公司負面事件的發生(Christensen 2016)。是以，我們可合理認為公司如欲在 CSR 報告書中報導其好的一面，便會從事更多良好的 CSR 活動。若將此概念套用於強制性政策導入後的推論，那些受規範之公司若欲與同受規範之同業競爭對手有所分別，其對社會責任活動的投入心力理應增加更多。然而，從實務角度觀察，我們發現，在政府祭出強制編製 CSR 報告書的政策後，仍有大量勞工抗議、申訴、遊行的問題發生<sup>3</sup>。其次，勞動部每月發布之身障進用不足額名單上，許多知名企業已連續多期名列其中，卻遲不改善<sup>4</sup>。在政府介入並定期抽查、外加媒體輔以血汗企業標題的定期報導之下，知名企業卻仍一再以協調、個案情形、承諾改善等說詞敷衍了事。

至此，引發本研究的第一個研究問題，即政府強制編製 CSR 報告書之政策是否能達到預期成效。為回答此問題，本研究將比較受強制規範之企業有關「勞工權益(是否為血汗企業)」及「身障進用不足情形」在強制揭露前後的變化。此外，在只需最低限度滿足 GRI 4.0 核心部分的條件下，公司是否有修飾、部分隱匿、只揭露正面消息之情況發生，值得進一步討論。因此，本研究亦從 CSR 報告書的揭露程度及揭露內容進行深入分析，以了解同屬受強制規範下所編製的報告書，是否因不同的揭露程度與揭露內容而帶來不同的效果。再者，同屬受強制規範對象，但有部分公司乃在政府發布強制規定前已自願編製 CSR 報告書，其餘則為受法規要求才因應編製，本研究認為這兩群樣本對社會責任的實踐及意圖，應有所不同，故本研究的第二個研究問題即為探討基於不同的動機/特性下編製 CSR 報告書的兩群樣本，對於勞工或人權問題的改善成效是否存在差異。

本研究以 2011-2016 年之台灣上市公司為研究對象，分別以違反勞基法而列名血汗企業，以及是否有未足額進用身障人士之情事做為勞工權益及人權兩大面向之考量。實證結果顯示，強制編製 CSR 報告書並未能有效改善公司發生違反勞基法之可能性。然而，這些因應強制要求而編製的報告書，若關於勞工與人權資訊的揭露程度較為完整，或其撰述的內容涵蓋有這些面向的負面表述，則能降低公司發生違反勞基法之可能性。此外，我們也發現，達強制編製要求門檻的公司(強制編製對象)，相較於已提前編製者，因法規要求才編

---

<sup>3</sup> 根據本研究目前所取得的歷年資料，各縣市每月所公布的名單中均有部分違反勞基法之情事(非條款內所述之四類)，尤以特休日給假與否及薪資未達法定最低標準最為常見。

<sup>4</sup> 根據 2016 年度勞動部之統計，2016 年底法定應進用人數為 56,079 人，而實際進用人數為 8 萬 1,984 人，進用率達 146.2%；然而，法定應進用身心障礙者義務機關為 16,881 家，但未達法定進用之機關數為 1,496 家，而私立機關便佔了 1,470 家。根據此項統計資料可輕易發現，已達法定標準者進用之身障員工早已超過最低下限，但未達標準者卻仍佔了相當大的比重。其中，「未達標準之私立機關」之組成有極大比例即為本研究欲探討之私人企業(上市櫃公司)。

製 CSR 報告書的公司，在編製後，發生違反勞基法事件的可能性較高。最後，本研究未能證實 CSR 報告書的強制編製、內容的完整性及其負面表述能改善公司身障人士足額進用的義務。

本研究以台灣強制性編製報告書的政策為背景，相關的實證證據具有一定的學術價值。近期已有一些文獻探討強制性政策的效益，如 Hung, Shi and Wang (2015)發現強制性編製政策確實降低了資訊不對稱的現象，且有較大風險、較差資訊環境及較佳的 CSR 報告書品質的公司，其變化更為明顯；Gramlich and Huang (2017)之研究則發現受強制性編製政策影響之企業，確實能有效降低對於環境污染之影響；Chen, Hung and Wang (2018)之研究則指出受規範的企業在政策實施後有獲利降低的情形，但受到強制編製影響的幾個主要城市，其汙染程度有明顯下降的現象。然而，這些研究均是來自中國大陸的證據，雖 Chen et al. (2018)發現強制揭露 CSR 資訊具有改善省份污染的外部效益，但並未直接連結分析個別公司在強制性揭露政策導入後，不當的 CSR 作為(如剝削勞工權益)是否確實獲得改善。而隨著我國主管機關對於揭露 CSR 資訊的重視，國內也開始有大量研究紛紛以 CSR 報告書為主題，探究其所帶來的後果，惟這些後果分析多係連結公司績效或資本市場效益，顯少研究分析報告書的編製及相關內容資訊是否影響公司的真實作為，更遑論探討對於勞工權益及人權議題的改善。因此，我們相信本文能豐富國內外有關強制性揭露 CSR 資訊方面的文獻，同時，也為非財務資訊揭露的完整性及可信度方面提供相關的學術證據，而非僅止於單純的檢視報告書的編製與否。

本研究後續節次安排如下：第二節主要介紹我國編製 CSR 報告書之歷程與規範，以及與勞工(或人權)議題有關之法規規範；第三節則回顧相關文獻，並發展待檢定之研究假說；第四節為研究方法，分別說明樣本來源、變數之操作性定義，以及實證模型；第五節為實證結果之分析；最後則為結論與建議。

## 貳、相關制度規範

### 一、我國 CSR 報告書(揭露 CSR 資訊)之演進與發展

相較於國際間關於環境資訊之揭露，我國對於企業環境報告書之推動約晚了十年。1999年，中華民國企業永續發展協會所出版之「環境績效說帖」中，共計有 13 家會員廠商參與，可視為我國對於揭露企業環境資訊之首波行動。2000 年，經濟部工業局為因應國際趨勢，委託各輔導機構協助企業製作並完成「環境報告書」。自 2005 年起，國內遠見及天下雜誌先後舉辦企業社會責任與企業公民獎，並將其中「非財務/永續資訊」之揭露列為獎項之評選考量。而後，經濟部與金管會於 2006 年研議企業環境資訊揭露之工作，且國家永續發展會議亦完成「推動國內大型企業出版環境報告書」之決議。儘管如此，我國仍缺乏政府政策性與主導性之推動決心。於是，臺灣證交所及櫃買中心於 2008 年研訂《上市上櫃公司企

業社會責任實務守則》，並於 2010 年 02 月 06 日正式公告施行，其中第五章的標題即明確揭示『加強企業社會責任資訊揭露』，而第 30 條更進一步鼓勵企業『宜編製企業社會責任報告書，揭露推動企業社會責任情形』。隨後，在 2011 年 11 月 25 日，櫃買中心發函表示，自 2012 年起，申請上櫃之企業，除必須提供相關必要文件外，亦必須提供 CSR 自評報告書。於 2014 年，證交所及櫃買中心在遵循國際規範並考量我國整體經濟情勢後，修正《上市上櫃公司企業社會責任實務守則》<sup>5</sup>，並於該年年底公布施行。同年，金管會對外宣布將要求特定產業以及一定規模以上之上市上櫃公司必須編製 CSR 報告書，以重振社會信心並提升我國資本市場競爭力。同時，金管會亦表明將逐年藉由降低規範對象之門檻，進一步擴大編製範圍。

自 2014 年迄今，我國已實施兩階段的強制編製政策：首先，金管會於 2014 年 9 月 18 日明訂上市上櫃公司中，凡屬食品工業或最近一年度餐飲收入佔總營業收入比重達半數以上之特定公司、金融保險業、化學工業、及實收資本額達新臺幣 100 億元以上者，均為強制編製之規範對象，須於 2015 年起編製並申報 2014 年之 CSR 報告書<sup>6</sup>。而後，於 2015 年 10 月 19 日，金管會再次公告並修訂「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」，要求股本達 50 億元以上、未滿 100 億元之上市公司亦必須自 2017 年起編製並申報 2016 年之 CSR 報告書。綜上，我國在 CSR 資訊的揭露方面已大幅進步，同時，在政府強制性的推動政策下，台灣有關 CSR 報告書的發行量也已在國際上受到高度矚目<sup>7</sup>。

## 二、與勞工議題(人權)有關之法規規範

### (一) 血汗工廠之相關法規規範

2011 年 6 月 13 日《勞動基準法》(以下簡稱勞基法)修正草案針對原勞基法條文第 79 條規定，新增「主管機關對違法雇主得公布其事業單位或事業主之名稱、負責人姓名」之敘述。在經歷勞工委員會於同年 7 月 20 日邀請各縣市政府會商違反勞基法雇主名稱之公布原則後，隨後施行之勞基法新修正案特別針對以下四類情形，新增公布廠商名稱及負責人姓名之條款(即黑名單或血汗企業名單條款)。該四類情形分別為：(1)企業欠薪、(2)未幫勞工投保、(3)超時加班，以及(4)不給付加班費。此外，為避免有例外發生，勞工委員會另

<sup>5</sup> 本次修正最大的改變為 CSR 報告書編製方式由原先無特殊要求，修正為應採用國際上廣泛認可之準則或指引，以揭露推動企業社會責任情形，並宜取得第三方確信或保證，以提高資訊可靠性。

<sup>6</sup> 這些受規範對象，並應分別遵循由證交所及櫃買中心制訂之「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」及「上櫃公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」。「作業辦法」中明訂受規範之公司應每年參考全球永續性報告協會所發布之最新版永續性報告指南、行業補充指南及依行業特性參採其他適用之準則，編製前一年度之企業社會責任報告書。此外，食品工業及餐飲收入占其全部營業收入之比率達 50%以上之公司所編製的報告書，尚應取得會計師依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之確信準則所出具之意見書。

<sup>7</sup> 根據 KPMG 於 2015 年及 2017 年發布之企業責任報告全球調查(每兩年一次)，台灣百大企業中有發行 CSR 報告書之比例由 77%成長至 88%，為世界排名第 5，而 11%之成長幅度亦為全球第 3。

外制定了四項原則，亦即屬於專案檢查、限期改善未改善、影響勞工權益重大及主管機關認為有必要者，以利各縣市政府在判斷違法情況時有所依循。根據最新勞基法之規定，雇主若確實有影響勞工權益之情事者，將可處以 2 萬元至 150 萬元之罰鍰。

## (二) 身障進用不足額之相關法規規範

我國於 1997 年之前所適用之法規為《身心障礙者保護法》<sup>8</sup>，旨在保障身障者之基本權利，其中的定額進用制度乃自 1990 年起便已正式施行，惟由於早期主管機關對於企業之要求並不確實，也並未有公布名單之相關規定，致身障者於職場遭受不平等對待之案例時有所聞。1997 年 7 月 11 日，主管機關將上開法規修訂為《身心障礙者權益保障法》，其中第 38 條明文規定：「各級政府機關、公立學校及公營事業機構員工總人數在 34 人以上者，應進用身心障礙員工比率不得低於 3%；私立學校、團體及民營事業機構員工總人數在 67 人以上者，應進用身心障礙員工比率不得低於 1%，且不得少於 1 人」。此項規定反映了「定額進用制度」，主管機關藉由法令之約束力強制規定雇主必須僱用一定比率之身心障礙者<sup>9</sup>。為持續推動與落實企業進用身障人士，針對一定規模以上機關若因故未能足額僱用者，改以繳納差額補助費的方式負擔義務<sup>10</sup>，亦即，採行消極的罰款方式來要求企業落實此一義務。直到 2009 年 7 月 11 日，《身心障礙者權益保障法》方進一步修法，聲明未來將公布身障進用不足額之所有義務單位名單，同年 8 月，勞動部無預警公布至當月為止所有未足額進用身障人士之名單。自此，勞動部便按月持續發布此一名單資料。

## 參、文獻回顧與假說發展

### 一、CSR 報告書(揭露 CSR 資訊)之資訊後果

#### (一) 自願編製 CSR 報告書之效益

首先，在資訊透明度方面，倘若企業編製 CSR 報告書，是否因非財務資訊之資訊透明度的提高，進而帶來正向的市場反應。就過去文獻(Richardson and Welker 2001; Byard and Shaw 2003)來看，多發現資訊揭露程度越高之公司，較有機會降低其資金成本與提高公司股價，以及降低分析師盈餘預測誤差，而資訊之揭露亦能使投資人重新審視對公司價值的判斷，進而促使股票流通量增加(Heflin et al. 2001)。

其次，若從公司治理面向分析編製 CSR 報告書之效果，程心瑤(2007)曾以美國 S&P 500 公司作為研究樣本，探討公司治理結構與 CSR 報告書揭露決策之關聯性，並進一步分析該

<sup>8</sup> 本法所稱主管機關：在中央為衛生福利部；在直轄市為直轄市政府；在縣(市)為縣(市)政府。

<sup>9</sup> 歐洲國家以及鄰近之日本、韓國等亞洲國家亦都已實施此項類似的措施。

<sup>10</sup> 《身心障礙者權益保障法》第 43 條第 2 項規定：「進用身心障礙者人數未達標準者必須繳納差額補助費；其金額，依差額人數乘以每月基本工資計算」。

資訊對價格溢酬及權益資金成本的影響。其研究結果顯示，治理結構越好之公司越可能揭露 CSR 報告書，並有較高機率於報告書中以專節形式揭露公司治理的相關訊息。另外，CSR 報告書、揭露決策及報告書中治理專節與揭露程度較高者，均有顯著之價格溢酬，因此可推論市場對揭露 CSR 報告書乃給予正面評價。

再者，Dhaliwal et al. (2012)及 Dhaliwal et al. (2014)之研究則將公司所發行之 CSR 報告書視為非財務資訊之集合體，研究結果分別發現 CSR 報告書的發行能降低分析師預測誤差及降低權益資金成本，此效果在以利害關係人為導向(stakeholder-oriented)的國家會更加明顯。另一方面，CSR 報告書的編製過程亦可視為公司的一項風險管理策略，如 Christensen (2016)以美國公司為樣本，實證發現 CSR 報告書能有效預防公司負面事件的發生，並能緩和負面事件對公司價值所帶來的衝擊。

另一方面，有部分研究著眼於「首次發行」CSR 報告書的相關影響，此類議題與探討強制編製報告書的相似之處在於，均有特定時間點(首次發行/實施強制編製)可加以觀察，以便分析其前後的變化，俾了解報告書的編製是否能帶來實質效益。如 Dhaliwal et al. (2011)發現首次發行公司若有較佳的 CSR 表現，則會有較低的權益資金成本。而 Li and Wang (2014)以中國上市公司為樣本，實證結果指出市場投資者會給予首次揭露 CSR 報告書之公司正面評價，惟相較於非國有企業，國有企業之市場評價較低。

檢視我國有關 CSR 報告書方面之文獻，一些研究係將焦點著重於 CSR 報告書中所揭露之內容，如蕭淑惠 (2010)以主要考量 CSR 報告書之環境構面，發現部分企業往往以現有資料作為揭露資訊，忽略了重大性及實質性之考量，所揭露事實眾所皆知，故降低了 CSR 報告書的實用價值。陳榮貴 (2014)同樣檢視環境面資訊，並發現有許多 CSR 報告書在長期永續發展策略與管理方針方面說明不足，造成報告書內容空泛，以致報告書品質未符合平衡、可比性之原則。吳幸蓁與廖蕙儀 (2017)則發現 CSR 報告書的編製能提升會計資訊的價值攸關性，惟此效果僅存在於財務透明度較高的公司。此外，他們亦發現報告書的編製亦能提升公司的信用評等及降低負債資金成本。最後，檢視有關連結勞工權益方面之現存研究，多數仍係透過問卷方式調查勞工對於企業的滿意度(呂博能 2006; 何明虹 2007; 詹叡穎 2012)，與 CSR 報告書之關聯性研究則付之闕如。

## (二) 強制編製 CSR 報告書之效益

近年來，在學術界、實務界及政府三方高度重視 CSR 的氛圍下，強制揭露 CSR 資訊遂應運而生。與自願揭露 CSR 資訊相異，強制揭露意味著公司若不揭露或揭露不實時，將面臨罰款及訴訟之可能。以印度為例，該國家於 2013 年起在公司法第 135 條<sup>11</sup>中要求公司

---

<sup>11</sup> 2014 年 4 月 1 日，印度新《公司法》正式生效，其中第 135 條規定，在任一年資本淨值達 50 億盧比(約 8300 萬美元)以上、或營業收入達 100 億盧比(約 1.6 億美元)以上、或最近三年平均淨利在 5000 萬盧比(約 83 萬美元)以上之公司，應在董事會下成立包括一名獨立董事在內之企業社會責任委員會，並將前三年平均利潤



規模或利潤達一定標準者需將至少淨利的 2%投資於 CSR 活動。Dharmapala and Khanna (2016)之研究便透過觀察受影響公司於特定日期之價值、CSR 支出及其他花費，比較公司之 CSR 活動在相關期間的變化，研究結果發現受規範公司之 CSR 活動確實有明顯增加，其中增加最多之部分是公司的 CSR 支出，而因各類支出間具有替代性，公司的廣告支出反而減少；該研究亦發現原先未達 2%標準之企業的 CSR 活動會增加，但原先已達 2%標準之企業，則會減少 CSR 支出。該研究也發現，那些受法案所影響的公司，其公司價值會明顯下降，並未發現此項 CSR 支出的規定會對公司的銷貨或會計績效帶來負面的影響。Manchiraju and Rajgopal (2017)則利用事件研究法以及不連續迴歸分析來檢驗此項強制性規範所引發的效應，其實證結果指出，此一法案會導致公司股價平均下跌 4.1%，由此推論強迫公司從事 CSR 支出可能是一種次佳的 CSR 政策。而印度規定於孟買上市須強制揭露 CSR 相關活動，Boodoo (2016)發現這些受規範之企業於治理、社會及環境三方面的表現均有所提升，惟前兩者之提升程度遠大於環境面。

此外，中國自 2008 年國有資產監督管理委員會發布命令<sup>12</sup>後，所有中央企業自 2012 年起須編製 CSR 報告書。Hung, Shi and Wang (2015)便針對中國強制性編製 CSR 報告書之政策與資訊不對稱之關係進行研究，其結果發現與新興市場之 CSR 報告書可信度較低及較不攸關之批評相反，強制性編製政策確實降低了資訊不對稱的現象，且有較大風險、較差資訊環境及較佳的 CSR 報告書品質之公司其變化更為明顯。Gramlich and Huang (2017)之研究則表示中國受強制性編製政策影響之企業，確實能有效降低對於環境之影響，且減少的污染有 78%係來自於企業直接的對應措施，其餘則為間接或供應鏈上之減少。Chen, Hung and Wang (2018)之研究則發現即便強制編製政策並未要求 CSR 相關活動之最低支出，但受規範的企業在政策實施後確實有獲利能力下降之情形，同時，受到強制編製影響的幾個主要城市，其污染程度也有明顯下降的現象，意味著強制編製 CSR 報告書能帶來具體的外部效益。Ioannou and Serafeim (2017)探討了中國、丹麥、馬來西亞及南非等四個國家有關強制揭露 ESG 資訊的後果，其發現受強制規範的公司確實提高了相關資訊的揭露程度，同時，這些公司為提高所揭露資訊的可信度及可比性，也更願意(自願性)取得第三方確信。

目前我國有關強制性 CSR 揭露的實證證據仍不多，尤琳蕙、曾思齊與劉啟群 (2017)乃國內首篇探討強制編製 CSR 報告書相關法規演進之研究，該研究透過觀察特定日期之異常報酬率，發現投資人對於此強制性編製政策普遍感到擔憂，市場似乎預期強制編製 CSR 報告書所帶來之成本及風險將遠大於相關效益，該研究亦指出投資人能辨別提早自願編製者與受強制而編製者，並僅對後者產生負面反應。

綜合上述相關文獻可發現，不論是自願性揭露 CSR 資訊或強制性編製 CSR 報告書，

---

之至少 2%用於企業社會責任支出，若支出未達規定標準，應在董事會報告中做出解釋。

<sup>12</sup> 2008 年中國國有資產監督管理委員會發布《關於中央企業履行社會責任的指導意見》，規定 117 家中央企業必須在 2012 年底前完成 CSR 報告書發佈工作。

多數研究仍著重探討企業揭露 CSR 資訊後對於公司績效的影響或其市場反應，抑或是 CSR 報告書的風險管理策略功能(Christensen 2016)。回顧國內相關文獻，少有研究直接連結探討 CSR 報告書編製與公司對於勞工權益的落實情形。一些研究則係採問卷方式調查員工之觀感，進而推測企業落實社會責任之情形，惟此些研究所使用的之公司數目極小(<5)，且未分析連續年度的變化趨勢。整體而言，國內目前針對企業揭露 CSR 資訊與勞工權益改善情形之研究仍有不足，本研究認為在我國主管機關逐漸推動全面強制編製 CSR 報告書之際，檢視企業揭露 CSR 資訊是否能帶來勞工權益之改善程度有其必要性。換言之，政府的強制性政策是否能真正發揮改善勞工處境的作用，實為本研究所關注的重點。即便 Christensen (2016)之研究成果已表明 CSR 報告書能降低負面事件之發生，但基於法治程度相異(臺灣 vs 西方國家)、我國揭露 CSR 之起步較晚(與西方國家相比約晚 10 年)，但卻積極推動強制性編製政策，以及投資人意識仍以獲利為主等情況，本研究認為企業編製 CSR 所帶來的效益應仍有不同。而本研究傾向持樂觀態度看待強制性編製 CSR 政策對於企業落實勞工權益之影響，並認為關鍵乃在於同為受規範行業之競爭及公司欲在 CSR 報告書上凸顯其優勢，這些公司應仍會有最低程度之改善。

## 二、血汗企業與強制編製 CSR 報告書

近十年來，已有許多研究表示公司之財務績效與其良好的 CSR 表現存在正向關係。理論上，公司為避免長期累積之商譽或品牌價值受負面事件的影響而下降，故會擬定風險管理策略以預防負面事件的發生，同時，也會試圖增加正面事件之曝光率，以吸引更多潛在投資者。然而，在公司尚未被強制揭露 CSR 資訊時，針對勞工權益之面向，可能引發下列兩類情形：其一為若確實發生勞工相關的負面事件，公司可能透過施壓、規避或掩蓋事實之方式來使負面消息的影響降至最低，且由於揭露 CSR 資訊，多數利害關係人無法輕易掌握公司可能發生的負面事件，僅能間接仰賴媒體的報導。另外，即便自願編製 CSR 報告書，但在未受編製辦法之約束下，管理當局仍可選擇性只做正面表述，而對負面消息則採取不揭露、含糊其詞或只報導眾所皆知之資訊卻未提及任何具體的改善措施。以上兩種情形，造成公司實質上並無落實顧及勞工權益之作為，但在形式上仍能持續維持其正面評價之假象。

相對地，在 2015 年主管機關全面性強制要求編製 CSR 報告書並訂定需遵循 GRI 4.0 核心部分之最低要求後，若公司未編製報告書或報告書編製內容不實者將受罰<sup>13</sup>或起訴，

---

<sup>13</sup> 未依本「作業辦法」規定之時限申報，或申報內容有錯漏者(包含未依「作業辦法」規定採用 GRI 4.0 架構)，將處以違約金新台幣三萬元，個案情節重大者，得處以伍萬元至壹佰萬元之違約金，並得函知上開公司依限辦理者，每逾一營業日課新台幣壹萬元之違約金，至辦理日為止。經本公司按日處以違約金，仍未依限辦理且個案情節重大者，得依營業細則第 49 條或第 50 條規定，對其上市有價證券變更原有交易方法或停止其買賣。

而公司為避免受罰應會採取最低程度之改善，以滿足不產生負面消息之最低標準<sup>14</sup>。另外，在同為受規範對象，基於行業間的競爭，公司若欲在 CSR 報告書中凸顯自身優勢，便有提升落實社會責任相關活動程度之可能。綜上，我們合理推論強制編製 CSR 報告書之公司，較能具體落實及改善維護勞工權益之相關活動。

再者，由於強制性編製政策使 CSR 報告書數量急遽增加，如同前述，各公司所編製之報告書將有品質與完整度上之差異。在同樣須滿足最低標準之情況下，公司若欲在 CSR 報告書中添加正面事蹟以吸引投資人注意，勢必需投入更多心力於 CSR 相關活動中，因此本研究認為完整度越高與品質越好之 CSR 報告書將越能反映公司落實 CSR 活動之情形。由於本研究聚焦於「血汗企業」及「進用身障不足額情形」，故擬針對報告書中社會構面的(1)勞工實務與尊嚴勞動與(2)人權等兩大面向之揭露程度進行完整度分析。另一方面，慮及公司對於勞工權益及人權議題仍可能片面性的只揭露好消息，而對於壞消息則含糊帶過，甚至隻字不提，因此本研究亦一併檢視 CSR 報告書中所揭露「勞工權益及人權相關」之內容，並推論願意主動揭示負面資訊之公司，將更能具體落實 CSR 活動。

是故，本研究首先以多數人所關心的血汗企業為指標，檢驗主管機關的強制性揭露政策是否能達到預期成效，促使企業善盡其社會責任。茲建立假說一(H1)如下，並依 CSR 報告書之編製與否以及所揭露的內容區分為三個子假說(H1a、H1b 及 H1c)：

**H1a：強制編製 CSR 報告書之公司較不會列名「血汗企業」。**

**H1b：CSR 報告書完整性越高之公司較不會列名「血汗企業」。**

**H1c：CSR 報告書中揭示有負面消息之公司較不會列名「血汗企業」。**

此外，同為強制編製的 CSR 報告書可再行分為兩類，即：(1)強制編製者、(2)自願編製者(強制要求編製前即已自行編製)。前述 H1 係假設藉由報告書的強制編製能有效促使企業(先前未編製者)改善或防止負面 CSR 事件的發生。相較之下，本研究認為原先即以自願性方式編製 CSR 報告書之企業，應早已意識到 CSR 的重要性，並已有落實維護勞工權益之具體行動，故其改善程度應較不顯著。為驗證此一假設，本研究發展假說二(H2)如下：

**H2：相較於自願性揭露 CSR 資訊的公司，強制揭露 CSR 資訊的公司能顯著改善其列名為「血汗企業」的可能。**

### 三、未足額進用身障人士與強制編製 CSR 報告書

相較於勞基法之勞工權益問題，身障定額進用不足之情形非但包含勞工權益爭議，同時還涉及人權問題。相較於聘任一般職員，雇用身障人士之企業可能會有較高的員工訓練

---

<sup>14</sup> 亦或為能在報告書中揭露更多正面的資訊，公司也會有更加積極的作為。

成本，而該員工亦可能存有較低的作業效率或績效。是以，為追求更高利潤及更低成本，企業未足額進用身障人士之情形便可能發生。然而，在主管機關強制要求編製 CSR 報告書後，此項資訊將每年呈現於 CSR 報告書上，加上近年來社會輿論及利害關係人提高了對公司是否能落實社會責任的關注，在同為受規範之行業間將產生相同的比較基準，故本研究合理推斷受強制編製 CSR 報告書規範之公司，將會致力於符合法定進用身心障礙人數，以避免被主管機關公告有未足額進用之情形。據此，本研究建立假說三(H3)如下，並依 CSR 報告書的編製、揭露程度，以及其內容進一步區分為三個子假說(H3a、H3b 及 H3c)：

**H3a：強制編製 CSR 報告書的公司較不會「未足額進用身障人士」。**

**H3b：CSR 報告書之完整性越高的公司較不會「未足額進用身障人士」。**

**H3c：CSR 報告書中揭示有負面消息的公司較不會「未足額進用身障人士」。**

同前述H2的推論，本研究認為在強制規範前已編製有CSR報告書的受強制規定對象，可能早已落實CSR相關活動，以茲即早建立其良好的CSR形象，對於人權及員工議題已有積極作為，致未能有明顯的改善程度。相形之下，因應法規要求始編製者的改善程度應較為顯著。據此，本研究建立假說四(H4)如下：

**H4：相較於自願性揭露 CSR 資訊的公司，強制揭露 CSR 資訊的公司能顯著改善其「未足額進用身障人士」的情形。**

## 肆、研究方法

### 一、研究期間、樣本選取與資料蒐集

#### (一) 研究期間

臺灣證交所（櫃買中心）於 2014 年底制定了《上市（上櫃）公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法》，故自 2015 年起，所有發布的 2014 年度報告書中即有部分係為強制編製者。考量後續執行差異中差異配對分析時，必須跨足強制揭露年度之前後，故本研究以 2011-2016 年作為主要的研究期間。

#### (二) 樣本選取標準

本研究以 2011-2016 年間於臺灣證券交易所上市之公司為研究對象<sup>15</sup>，逐一至各該公

---

<sup>15</sup> 由於本研究所需資料涉及逐筆手動蒐集與 CSR 報告書之逐本內文檢視及判定，基於時間限制與人力成本之考量，研究樣本僅以上市公司為主。

司官網及公開資訊觀測站檢視與收集歷年 CSR 報告書的編製情形，而後將樣本依下列標準進行篩選：(1)排除行業性質特殊及財務結構異於一般產業之金融業公司、(2)刪除非曆年制公司、(3)復向證交所申請上市股票或台灣存託憑證(TDR)之第二上市企業，以及(4)剔除財務資料及相關變數缺漏不全的觀察值。相關篩選過程如表 1 Panel A 所示，本研究最終共獲取 4,807 筆公司/年度觀察值，其中包含 1,055 本 CSR 報告書。

由於本研究並非針對全體上市公司進行實證檢測，而是針對受強制編製規範的公司為研究對象，因此，本研究再行將前述 4,807 筆觀察值接受規範情形及 CSR 報告書編製狀況區分為四個組別，分別為：(A 組)代表非強制編製對象，且於研究期間中均未編製任何報告書，(B 組)代表非強制編製對象，然於研究期間中屬自願編製者，(C 組)為強制編製對象，且為因應法規要求才開始編製 CSR 報告書，(D 組)同為強制編製對象，但在法規尚未強制要求前即已自願性編製此份報告書。各組的年度分布情形如表 1 Panel B 所示，其中，我們發現，截至目前為止，仍有超過 60%的觀察值不在強制編製範圍中(即 A 組)，而自願性編製的公司(B 組)，以及提前自願編製的受強制對象(D 組)，CSR 報告書的發行量呈逐年遞增的趨勢，兩組合計的報告書共計有 856 本。此外，我們發現，受強制要求才編製的一組(C 組)，觀察值筆數最少，六年合計為 552 筆，於 2014-2016 年間共發行有 199 本 CSR 報告書，報告書筆數低於觀察值筆數之主要因為，一些公司受規範的年份時點並不相同，有些公司係於 2015 年才被要求編製 2016 年的報告書，因而導致報告書的本數與強制編製的公司家數之間存有差異。

最後，表 1 Panel C 呈現觀察值的產業分布情形。若不區分組別，則報告書數量最多的是電腦及週邊設備業(TSE code=25)，共有 108 本報告書，其次為電子零組件(TSE code=28)的 105 本。報告書數量最少的產業為玻璃陶瓷業(TSE code=8)，共有 4 本，且是強制要求前即已自願編製的報告書。在自願性編製的組別中(B 組)，編製比例最高的前二大產業分別為電子零組件業(TSE code=28, 15.82%)以及半導體業(TSE code=24, 11.39%)。此外，我們發現很少有產業完全是因應法規要求始編製者。事實上，即便是強制編製對象，早在法規要求前，即有許多公司基於社會責任的重要性，即已自願性編製，這類的公司以玻璃陶瓷業(TSE code=8)的佔比最高(4/4=100%)，航運業(TSE code=15)次之(44/46=95.65%)。如以研究期間中有無編製報告書的公司家數來看(不區分自願或強制)，以化學工業的編製比例最高(TSE code=21, 92/163=56.44%)，而電子通路業(TSE code=29)的佔比最低，該產業中有超過九成的觀察值未編製 CSR 報告書(112/120)。

[插入表 1]

### (三) 資料蒐集方式

本研究之「CSR 報告書」資料係逐一至各上市公司之網站確認，並在下載後自行建置資料庫。為確保受強制對象名單之正確性，將輔以「公開資訊觀測站」及「企業永續發展

協會」之網站資料進行核對。至於公司在勞工權益方面的表現則分別取自：(1)勞動部勞動力發展署網站—「全國未足額進用身心障礙者之公、私立義務機關(構)名單」：蒐集未足額進用情形，以及(2)違反勞動法令公布專區網站—「違反勞動法令事業單位(雇主)查詢系統」：蒐集違反法規情形。其餘相關的財務及股價數據則均取自 TEJ 資料庫。

## 二、研究設計

### (一) 從血汗企業黑名單檢視強制編製 CSR 報告書之成效(改善程度)

#### 1. 變數定義

##### (1) 應變數——是否列名「血汗企業黑名單」(*Sweatshop*)

公司於研究期間中若曾被公布於勞動部每月提供之「上市櫃公司違反勞基法事業單位(雇主)名單」者，其值為 1，否則為 0。

##### (2) 主要變數

###### a. 強制性編製 CSR 報告書之年度(*POST*)

若研究期間屬於政府採行強制性編製 CSR 報告書政策之後的年度，其值為 1；反之，若為強制性政策採行前之年度，其值為 0。

###### b. 受強制性編製政策規範之公司(*TREAT*)

本研究將樣本分為受強制性規範而編製之公司(實驗組)與未受強制性規範而「完全未編製」之公司(對照組)，研究樣本將排除未受規範而自願性編製者，以及受強制性規範但先前已自願編製者。若為實驗組，其值為 1，而對照組，其值為 0。

###### c. 揭露程度—報告書在勞工實務與尊嚴勞動、人權面向之完整性分數(*CSRR\_score*)

本研究以 CSR 報告書依循 GRI 4.0 所揭露之「勞工實務與尊嚴勞動」與「人權面向」兩構面下的細項指標來計算此完整性分數(各面向之相關指標請參見附表 2)。若於報告書中完全未提及者，該項得分為 0；若僅以文字提及但未有確切數字或具體內容者，得分為 1；若針對各該細項有提及確切數字或具體行動、計畫者，得分則為 2。此外，企業於各該細項，因無相關情事發生而僅以文字敘述「無」，視同為確切數字「0」，故得 2 分，但若完全未提及，則給予 0 分。勞工實務與尊嚴勞動面向共計 16 細項，人權面向共計 12 細項，合計滿分為 56 分，本研究進一步將各公司的得分除以 56，使完整性分數的理論值介於 0-1 間。本研究也將該分數按兩個面向進行拆分，分別為勞工面向(*Labor\_score*)以及人權面向(*Right\_score*)。

###### d. 報告書揭露「勞工權益及人權相關」負面訊息(*CSRR\_bad*)

本研究將逐本審視公司所出具的 CSR 報告書，若公司於報告書中有提及關於「勞工權益及人權相關」之負面消息，其值為 1；若隻字未提或僅做正面表述，其值為 0。其中，有關「勞工權益及人權相關」負面消息之揭露，本研究將聚焦於血汗企業及身障進用不足額之相關資訊。本研究後續亦將此負面訊息的揭露情況拆分為有關

勞工面向的負面訊息(*Labor\_bad*)以及人權面向的負面訊息(*Right\_bad*)。

e. 應法規要求始編製者(*Mandatory*)

本研究的 H2 及 H4，另將受強制性規範之前已先行自願編製者納入樣本中，針對「同為受強制性規範對象」，比較應法規要求才開始編製者及先前已自願性編製者間之差異。若為前者，*Mandatory* 之值為 1，否則為 0。

## 2. 假說檢測

### (1) H1a 之檢測

本研究參考 Chen et al. (2018)的作法，運用傾向分數配對(P propensity Score Matching, PSM)<sup>16</sup>，並結合差異中之差異(difference-in-differences, DID)分析法(即 DID-PSM method)，來驗證強制編製政策的具體成效。茲以模型(1)檢測 H1a，其中，主要關心的變數為 *POST*×*TREAT*，若其係數值顯著為負，即可支持 H1a，印證主管機關的強制性政策有其一定的成效，也意味著因應強制性政策的導入，企業在維護勞工權益方面也有相應的作為。

$$Sweatshop_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 POST_{it} + \alpha_2 TREAT_{it} + \alpha_3 POST_{it} \times TREAT_{it} + \sum \alpha_k Controls_{it} + \varepsilon_{1,it} \quad (1)$$

其中，*Sweatshop* = 是否列名「血汗企業」；  
*POST* = 強制性編製 CSR 報告書後的年度；  
*TREAT* = 是否為受強制性編製政策規範之公司；  
*Controls* = 控制變數，本研究所考量的控制變數包含，公司過去三年是否發生負面事件(*PRIOR*)、產業競爭程度(*HHI*)、公司規模(*SIZE*)、會計績效(*ROA*)、負債比率(*DR*)、成長機會(*MTB*)、機構投資人持股比例(*ISHOLD*)、獨立董事比例(*INDB*)、大股東持股比例(*BLOCK*)，以及席次控制權與現金流量權的偏離程度(*DEV*)。

詳細變數定義請參見附表 1 之說明。

### (2) H1b 與 H1c 之檢測

為檢測 H1b 及 H1c，本研究將樣本限縮於那些有編製報告書的公司，並分別考量報告書的揭露程度(完整性)及所揭露內容是否涵蓋負面表述。相關模型如式(2)及式(3)所示，本研究預期式中之係數值  $\alpha_2 < 0$ ，代表揭露程度越完整，抑或願意於報告書中提及所曾發生的不利事件者，在落實勞工及人權方面的社會活動會有積極的作為以及較大的改善程度。

<sup>16</sup> 本研究建構下列 logit 模型，以執行傾向分數配對(propensity score matching, PSM)程序，將主測對象—受法規要求始強制編製者(C 組)與研究期間中完全無編製 CSR 報告書的觀察值(A 組)，以取出不放回的方式(non-replacement)，並設定 caliper 值為傾向分數標準誤的 0.20，進行 1:1 的配對，俾取得在相同可觀察特性下，兩群成對的樣本。

$TREAT = f(LNMV, TURNOVER, ROA, ISHOLD, BLOCK, INDB, CEOOWN, BODOWN, DEV, AGE, SALGW, FE)$   
其中，*TREAT*=1 代表 C 組子樣本，*TREAT*=0 為 A 組子樣本。*LNMV* 為以權益市值之自然對數所衡量的公司規模，*TURNOVER* 為股票交易量占流通在外股數之比例。*CEOOWN* 及 *BODOWN* 分別代表經理人及董事的持股比例。*AGE* 為公司成立年數。*SALGW* 為銷貨成長率。*FE* 則為產業及年度的固定效果。其餘控制變數之定義請參考附表 1 之說明。

$$Sweatshop_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 POST_{it} + \alpha_2 CSRR\_score_{it} + \sum \alpha_k Controls_{it} + \varepsilon_{2,it} \quad (2)$$

$$Sweatshop_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 POST_{it} + \alpha_2 CSRR\_bad_{it} + \sum \alpha_k Controls_{it} + \varepsilon_{3,it} \quad (3)$$

其中， $CSRR\_score$  = CSR 報告書在勞工實務與尊嚴勞動、人權面向之完整性分數；  
 $CSRR\_bad$  = CSR 報告書是否揭露「勞工權益或人權相關」負面訊息；  
其餘變數定義同模型(1)。

### (3) H2 之檢測

H2 的檢測係以那些受強制規範的對象為主，進一步區分為先前已自願性編製者，以及強制後始編製者。本研究建立模型(4)來檢測 H2，並預期式中  $POST \times Mandatory$  之係數值  $\beta_3$  為負。

$$Sweatshop_{it} = \beta_0 + \beta_1 POST_{it} + \beta_2 Mandatory_{it} + \beta_3 POST_{it} \times Mandatory_{it} + \sum \beta_k Controls_{it} + \varepsilon_{4,it} \quad (4)$$

其中， $Mandatory$  = 編製 CSR 報告書之公司是否為因應法規要求始編製者，如是，其值為 1，否則為 0；  
其餘變數之定義同模型(1)。

### (二) 從未足額進用身障人士檢視強制編製 CSR 報告書之效果(改善程度)

有關 H3 之各子假說及 H4 之檢測方式係與 H1 及 H2 相同，故本研究沿用模型(1)至模型(4)，惟將應變數替換為「未足額進用身障人士」，本研究以是否發生未足額進用身障人士之情事( $Disable\_dum$ )做為主要的衡量方式<sup>17</sup>，只要樣本公司於研究期間中的任一個月發生此情形者，該年度之值為 1，否則為 0。

## 伍、實證結果與分析

### 一、敘述性統計分析

表 2 主要呈現實證模型中各變數的敘述性統計量，Panel A 彙整了 PSM 整體樣本(n=540)的各變數分布狀況，以及 CSR 報告書之完整性分數與是否陳述負面資訊的情形。平均而言，配對樣本中有 12.8% 的觀察值於次期被列名為血汗企業(違法事件)，而有 22.4% 的觀察值發生有未足額聘用身障人士的情形。而在完整性分數之理論值介於 0-1 的情況下，我們發現，85 本報告書的完整性分數普遍偏低，其中人權面向的揭露程度更是明顯不足。此外，平均有將近一半的報告書會涵蓋有公司負面訊息的說明，同樣地，人權方面負面資訊的陳

<sup>17</sup> 本研究另以「平均未足額進用比例( $Disable\_%$ )」取代原先的衡量方式，計算方式為各月進用不足額人數÷各月法定應進用身心障礙人數，而後換算為年度平均值。重新執行迴歸分析之結果與主要的實證發現相同。



述亦明顯偏低，僅約略有 10%的報告書會做負面表述<sup>18</sup>。

其次，Panel B 列示了 PSM 配對樣本下，強制編製組(Treatment firms)與未編製組(Benchmark firms)兩組樣本於各相關變數的差異檢定結果。我們可以發現，無論是平均數或中位數，有編製報告書的公司，於次期發生違反勞基法(血汗企業)( $Sweatshop_{t+1}$ )或身障人士進用未足額( $Disable\_dum_{t+1}$ )的比例顯著低於未編製報告書的公司。是以，在尚未考量 CSR 編製前後的效果之前(DID 分析)，初步顯示強制編製報告書對勞工權益及人權的保障具有一定的成效。至於其他變數方面，以平均數來看，相較於未編製的公司，強制編製公司有較高的比例於過去三年發生負面事件(PRIOR)、較大的規模(SIZE)、較高的負債比率(DR)、較低的成長機會(MTB)、機構投資人持股比率(ISHOLD)、獨立董事比例(INDB)，以及較小的控制權與現金流量權偏離程度(DEV)。

[插入表 2]

## 二、迴歸分析結果

### (一) 強制編製 CSR 報告書之成效(H1a 與 H3a 之檢定)

關於強制編製 CSR 報告書之公司是否較不會列名為「血汗企業」(H1a)或是否較不會「未足額進用身障人士」(H3a)，本研究分別採用于樣本群 A 與 C 的全部觀察值(n=3,479)與經 PSM 程序配對後的樣本(n=540)進行迴歸分析，實證結果如表 3 所示。從 Panel A 的 Column (1)與(2)可發現，不論是採全部樣本或配對樣本， $POST$ 之係數值均為正，且達 1% 的顯著水準，表示在強制政策之後，企業發生違反勞基法的可能性反而提高。此外， $TREAT$ 之係數值並不顯著，意味著強制編製報告書的公司與未編製的公司，在是否被列名為「血汗企業」方面並無差異，至於本研究所關心的主要變數  $POST \times TREAT$  之係數值的方向雖與預期相反，但仍未具顯著性，即便我們採用公司固定效果重新執行檢測(Panel A, Column (3))， $POST \times TREAT$  之係數值依然未達顯著水準。因此，Panel A 的結果並不支持 H1a 之研究預期。至於其他控制變數方面(以 Column (1)之結果進行說明)，我們發現，當公司規模愈大、成長機會愈高、獨立董事比例愈低時，愈可能發生列名血汗企業之情事。

此外，Panel B 的實證結果亦顯示，不論是全部樣本或配對樣本， $POST \times TREAT$  之係數值並未達顯著水準，故 H3a 仍未獲得實證上的支持。換言之，強制編製 CSR 報告書似乎與改善公司未足額進用身障人士的問題無關。其他控制變數方面，Column (1)之結果顯示，產業競爭程度愈高、公司獲利能力愈大、成長機會愈高、大股東持股比例愈低，公司愈可能發生未足額進用身障人士的情事。此一發現符合一般的認知，亦即，聘用身障人士可能會為公司帶來提高成本、降低生產效率、影響獲利機會等的負面影響，故在成本效益的考

<sup>18</sup> 由於本研究僅聚焦於勞工或人權面向，而不到一半的觀察值會在報告書中做負面表述，本研究不排除可能的原因是出具報告書的公司本身並未發生任何關於勞工或人權的負面事件，因而無從陳述。

量下，寧可選擇被公告不足額聘用身障人士，也不願承擔聘用後可能造成的損失。

[插入表 3]

## (二) CSR 報告書之揭露程度與內容對勞工權益之影響(H1b、H1c 與 H3b、H3c 之檢測)

本研究針對受強制規範而編製的一組(即子樣本群 C)，進一步檢視這些公司的 CSR 報告書，分析報告書的揭露程度(完整性)或內容(是否做負面表述)是否改善其列名「血汗企業(違反勞基法)」(H1b、H1c)或「未足額進用身障人士」(H3b、H3c)的發生。實證結果如表 4 所示，Panel A 為有關改善列名「血汗企業」的結果，其中，*POST* 的係數值在 Column (1)-(4)均顯著為正(達 1%的顯著水準)，表示在強制編製後，公司發生違反勞基法的可能性反而增加了。但有趣的是，我們發現，這些被強制要求要編製報告書的公司，若其所編製的報告書在勞工實務與尊嚴勞動及人權兩大面向的揭露愈為完整(即 *CSRR\_score* 的分數愈高)或單就「勞工實務與尊嚴勞動」面向有完整的揭露(*Labor\_score* 的分數愈高)，則愈能降低/預防公司發生違反勞基法而被列名血汗企業的可能性，實證結果如 Column (1)及(2)所示，*CSRR\_score* 及 *Labor\_score* 之係數值皆為負，且達 1%的顯著性。同樣地，Column (3)之結果顯示，若報告書中述及有關「勞工權益及人權相關」的負面訊息(*CSRR\_bad*)，亦能協助公司改善勞工權益，以避免違反勞基法事件的發生，其負向的係數值達 5%之顯著水準。若只考量報告書是否涵蓋「勞工權益」的負面表述(*Labor\_bad*)，則實證發現仍維持相同。整體而言，此部分的實證結果支持 H1b 及 H1c，換言之，所編製的 CSR 報告書完整性愈高或其中揭示有負面消息者，這樣的公司較不會被列名為「血汗企業」。

而後，我們將應變數替換為「是否發生未足額進用身障人士之情事」(*Disable\_dum*)，重新執行所有的迴歸分析，結果如表 4 Panel B 所示。我們發現，不論是報告書的揭露完整性(分別以 *CSRR\_score* 及 *Right\_score* 衡量)，抑或是負面訊息的揭示與否(分別以 *CSRR\_bad* 及 *Right\_bad* 衡量)，這些主測變數均不顯著。因此，H3b 及 H3c 未能獲得實證上的支持。本研究仔細檢閱樣本資料後發現，發生有未足額進用身障人士之情形者，都集中在某些特定的公司，而這些公司大部分不屬於受強制編製規範的對象，而即便是屬於此假說的檢測對象(即子樣本群 C)，其 CSR 報告書中對於人權面向的揭露完整性仍有相當大的改善空間，而且幾乎未提及有關人權方面的負面訊息。本研究並不排除這些公司未曾發生與人權有關之負面事件的可能，以致未予做相關資訊的陳述。

[插入表 4]

## (三) 強制編製規範下提前自願性揭露 CSR 資訊與強制性揭露 CSR 資訊之比較(H2 與 H4 之檢測)

為檢測 H2 及 H4，本研究將研究對象聚焦於符合法規強制要求編製的公司，此舉共包含有子樣本群 C (因法規要求才編製者，*Mandatory*=1)及子樣本群 D (法規要求前已提前編

製者,  $Mandatory=0$ ), 以兩者合計的 1,286 筆觀察值進行迴歸分析。實證結果如表 5 所示, 當應變數為是否列名血汗企業( $Sweatshop_{t+1}$ )時(Column (1)),  $POST \times Mandatory$  之係數值為 0.629, 達 10% 之顯著水準, 此結果與 H2 之預期相反。換言之, 因法規要求才編製報告書的公司, 在編製後, 愈可能發生違反勞基法而被列名為血汗企業。本研究認為相較於提前自願編製者, 那些因應法規要求才編製的公司, 很可能才歷時 1-3 年的期間去著手改善勞工政策及對勞工權益的持續維護, 因此, 相較於已提前編製的公司, 這些公司在短期內所能真正帶來的實質成效仍未發揮, 尚待長期間的推動與落實。此外, 若以是否發生未足額進用身障人士之情事( $Disable\_dum$ )為應變數時(Column (2)),  $POST \times Mandatory$  之係數值雖仍為正, 但並不顯著, 故實證結果並不支持 H4。換言之, 不論是提前編製、抑或是因應法規而強制編製, 對於改善未足額進用身障人士的問題上, 並無差異。

[插入表 5]

#### (四) 增額測試—自願性編製 CSR 報告書之成效

由於本研究樣本中有很大大一部分的 CSR 報告書係屬於自願性編製(如子樣本群 B 及 D), 因此, 我們執行增額分析, 進一步檢測自願性編製 CSR 報告書是能對勞工權益的改善帶來一定的成效。首先, 我們參考 Dhaliwal et al. (2014) 及 Christensen (2016) 的研究, 考量驅使公司自願性編製報告書的主要因素, 建構下列 Logit 模型:

$$\begin{aligned} Voluntary\ CSR_{it} = & \delta_0 + \delta_1 RDS_{it} + \delta_2 AGE_{it} + \delta_3 PRIOR_{it} + \delta_4 HHI_{it} + \delta_5 SIZE_{it} + \delta_6 ROA_{it} \\ & + \delta_7 DR_{it} + \delta_8 MTB_{it} + \delta_9 ISHOLD_{it} + \delta_{10} INDB_{it} + \delta_{11} BLOCK_{it} + \delta_{12} DEV_{it} \\ & + Industry\ FE + Year\ FE + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

其中,  $Voluntary\ CSR$  = 若公司於  $t$  年自願性編製 CSR 報告書, 其值為 1, 否則為 0;  
 $RDS$  = 研究發展支出佔銷貨淨額的比例, 研發支出若有缺漏者, 本研究將以 0 取代;  
 $AGE$  = 公司成立年數;  
其餘變數之定義請參見附表 1 之說明。

而後, 我們執行 PSM 程序, 相關配對標準同前述的方式, 將子樣本群(B+D)與子樣本群(A)進行取出不放回(non-replacement)的 1:1 配對, 其中 caliper 值設定為傾向分數標準誤的 0.2。經此程序, 我們共獲得 980 筆配對樣本, 其中, 有編製者( $Voluntary\ CSR=1$ )及無編製者( $Voluntary\ CSR=0$ )各為 490 筆觀察值。我們以此 980 筆配對樣本執行實證檢測, 相關的迴歸模型如下所示:

$$DepVar_{it} = a_0 + a_1 Voluntary\ CSR_{it} + \sum a_k Controls_{it} + \varepsilon_{a,it} \quad (6)$$

$$DepVar_{it} = b_0 + b_1 Voluntary\ CSR_{it} + b_2 CSRR\_score_{it} \text{ (or } CSRR\_bad_{it} \text{)} + \sum b_k Controls_{it} + \varepsilon_{b,it} \quad (7)$$

其中,  $DepVar$  = 分別為是否列名「血汗企業」(違反勞基法規定)( $Sweatshop_{t+1}$ ), 以及是否有未足額進用身障人士之情事( $Disable\_dum_{t+1}$ );  
其餘變數之定義請參見附表 1 之說明。

迴歸分析之結果如表 6 所示，就報告書的編製與否來看(Panel A)，我們發現 PSM 樣本所得之分析結果，*Voluntary CSR* 之係數值為 0.466，達 1%之顯著水準，而若改以子樣本群 B 及 D 的 1,328 筆觀察值來檢測，該係數值仍顯著為正(雖僅達 10%的邊際顯著性)，意味著，有編製報告書的公司，其於次期發生違反勞基法的可能性愈大。此結果似乎有違一般的認知，然而，這樣的發現卻可呼應現存文獻所提出的漂綠行為(*greenwashing*)(Bagnoli et al. 2016)，一些公司可能利用 CSR 報告書的自願性編製來營造良好的企業形象，但卻未實際落實其(對勞工的)CSR 承諾，致使報告書淪為企業的一種公關工具(*public-relation ploys*)(Lyon and Maxwell 2011; Ballou et al. 2018)<sup>19</sup>。即便我們進一步考量報告書所揭露的內容(Panel B)，不論是完整性程度(*CSRR\_score*)或是否涵蓋負面表述(*CSRR\_bad*)，仍未發現勞工權益有獲得改善的證據。此外，如同本文先前的強制性編製之證據，在改善人權方面(未足額進用身障人士)(Column (3)及(4))，CSR 報告書的編製與否並不會影響公司是否發生未足額進用身障人士之情事。

[插入表 6]

## 陸、結論與建議

本研究以 2011 至 2016 年之台灣上市公司為研究對象，探討金管會所推動的強制編製 CSR 報告書政策是否能使公司在提升勞工權益及對身障者的保障方面，有具體的作為。實證結果顯示，因應強制性政策而編製 CSR 報告書的公司，在編製後，並未能顯著避免其被列為血汗企業或改善其身障人士進用不足額的情形。然而，若這些公司所編製的報告書在勞工及人權面向的資訊揭露上，具有較高的完整性，且涵蓋有此類議題的負面表述，則能有效改善其因發生違反勞法而被列為血汗企業的可能，這也意味著公司編製/揭露確實的公司也較能落實其保障勞工權益的社會責任。最後，本研究更進一步發現，同屬受強制編製對象，相較於已提前編製的公司，那些因法規要求才編製報告書的公司，發生違反勞基法的可能性反而較高。

企業的社會責任乃其永續發展的主要核心，亦是企業在營運過程中所應努力實踐的重要課題。本研究結果可供主管機關或相關執法單位檢視該強制性政策的有效性，並藉此修正未來的政策走向，以期將來持續推行強制編製政策時，CSR 報告書能確實盡到幫助公司落實 CSR 的實質效果。此外，本研究之結果亦可警示投資人或各利害關係人在做相關決策時，面對同樣都有編製報告書的公司，不論其為自願性編製或強制性編製，均需深入了解報告書中所揭露的內容以及公司對於 CSR 的履行情形。最後，在主管機關的強制性政策

---

<sup>19</sup> 建議未來研究可考量 CSR 報告書的確信，進一步檢測經過 CSR 確信是否能提升 CSR 報告書的品質及可信度。

中，已納入編製不實的懲罰條款，我們相信此項法規與取得第三方確信具有提升報告書可信度的同等效力。然而，鑑於未受規範的自願性編製者，很可能發生 CSR 承諾與 CSR 實務的脫鉤行為(decoupling)，是以，在尚未達到全面性編製的目標前，仍建議主管單位可將相關揭露不實的懲罰條款同步適用於自願性編製的報告書，以使投資人或債權人能獲得更為完整的保障。

本文存在以下可能的研究限制以及對未來研究方向的建議。首先，本研究有關身障進用不足額名單係自勞動部網站蒐集，但其所提供之數據係以公司各廠區為被舉發的最小單位，因此對於規模相同、但分廠較多的公司而言，較可能存在被頻繁舉發的不利情形，以致此類負面事件的發生集中於某些特定的公司，在未進一步區隔產業特性及危險程度的情況下，也是導致本研究未能有顯著發現的可能原因。此外，本研究主要以勞工或人權面向之改善來檢驗強制編製報告書是否能達到預期的成效。因此，縱然本研究未能證實強制性政策對勞工權益之改善能帶來一定的效果，但未必代表強制性政策是無效的，有可能這些受強制性規範的公司更加重視環保或食安議題，並以改善這些關乎全民安全與健康的問題為其落實社會責任的首要目標。建議未來研究可廣泛納入其他面向的社會責任事件，以提供更為完整的證據。最後，在台灣，已有愈來愈多的企業按 GRI 基礎架構進行報告書的編製。然而，當 GRI 指引已逐漸成為法規所要求的編製標準時，揭露的品質及其內容的可信度才是關乎企業社會責任的重要資訊。實務上，已有許多公司不是自願性將其報告書交付確信，就是因應法規要求而強制確信，除強制確信必須由會計師事務所負責執行外，自願性部分仍可由公司自行決定確信方(assurance provider)，故建議後續研究者可針對 CSR 的確信議題再做進一步的分群分析。

附表 1 變數定義

變數	說明
<b>應變數</b>	
<i>Sweatshop</i>	樣本公司是否列名「血汗企業黑名單」，如是，其值為 1，否則為 0；
<i>Disable_dum</i>	樣本公司是否發生未足額進用身障人士之情事，若研究期間中某一年度之任一個月發生此情形者，則該年度之 <i>Disable_dum</i> 之值為 1，否則為 0；
<b>主測變數</b>	
<i>POST</i>	是否為強制性編製 CSR 報告書後之年度，若是，其值為 1，否則為 0；
<i>TREAT</i>	是否為受強制性規範而編製之公司，如是，其值為 1 (實驗組)，否則為 0 (對照組)；
<i>CSRR_score</i>	CSR 報告書於揭露勞工實務與尊嚴勞動、人權面向之完整性分數。以 CSR 報告書依循 GRI 4.0 所揭露之「勞工實務與尊嚴勞動」與「人權面向」兩構面下的細項指標計算之，若於報告書中隻字未提，該項得分為 0；若僅以文字提及但未有確切數字或具體內容者，得分為 1；若針對各該細項有提及確切數字或具體行動、計畫者，得分則為 2。此外，企業於各該細項，因無相關情事發生而僅以文字敘述「無」，視同為確切數字「0」，故得 2 分，但若完全未提及，則給予 0 分。勞工實務與尊嚴勞動面向共計 16 細項，人權面向共計 12 細項，合計滿分為 56 分，本研究進一步將各公司的得分除以 56，使完整性分數為介於 0-1 間之數值； <i>CSRR_score</i> 亦進一步區分為：(a) <i>Labor_score</i> (勞工實務與尊嚴勞動之完整性分數) 以及 (b) <i>Right_score</i> (人權面向之完整性分數)；
<i>CSRR_bad</i>	樣本公司若於報告書中提及關於「勞工權益或人權相關」(血汗工廠或身障進用不足額) 之負面資訊，其值為 1，否則為 0； <i>CSRR_bad</i> 亦進一步區分為：(a) <i>Labor_bad</i> (是否提及勞工相關的負面資訊) 以及 (b) <i>Right_bad</i> (是否提及人權相關的負面資訊)；
<i>Mandatory</i>	樣本公司於受強制性規範之後始編製者，其值為 1，否則為 0；
<b>控制變數</b>	
<i>SIZE</i>	公司規模，以期末總資產之自然對數值衡量；
<i>AGE</i>	公司成立年數，公司設立後迄今之總年數的自然對數值；
<i>RDS</i>	研發密集度，以研發支出除以銷貨淨額衡量之，若研發支出有缺漏者，我們將之視為 0；
<i>MTB</i>	權益市值對帳面價值之比例；
<i>ROA</i>	會計績效，以資產報酬率衡量；
<i>DR</i>	負債比率，以總負債除以總資產衡量；
<i>PRIOR</i>	公司過去三年是否發生負面事件，若有，其值為 1，否則為 0；
<i>HHI</i>	產業競爭程度，衡量方式為加總同產業各公司之市佔率的平方值，其中，某一公司的市佔率為其自身銷貨收入除以同產業所有公司之銷貨收入的合計數。愈低的 HHI 代表愈競爭的產業；
<i>INDB</i>	董事會中獨立董事之比例；
<i>ISHOLD</i>	機構投資人持股比率；
<i>BLOCK</i>	大股東持股比率，其中，大股東為持有至少 5% 以上之公司流通在外股數的股東；
<i>DEV</i>	股份控制權與現金流量權之偏離程度，以最終控制股東之股份控制權與現金流量權(又稱盈餘分配權)之偏離差衡量。

**附表 2 GRI 4.0 社會構面之揭露指標**

Panel A：勞工實務與尊嚴勞動面向指標

G4-LA1	按年齡組別、性別及地區劃分新進員工和離職員工的總數及比例
G4-LA2	按重要營運據點劃分，只提供給全職員工(不包括臨時或兼職員工)的福利
G4-LA3	按性別劃分，育嬰假後復職和留任的比例
G4-LA4	是否在集體協商中具體說明有關重大營運變化的最短預告期
G4-LA5	在正式的勞工健康與安全管理委員會中，協助監督和建議職業健康與安全相關規劃的勞方代表比例
G4-LA6	按地區和性別劃分的工傷類別、工傷頻率、職業病、損失日數比例及缺勤率，以及因公死亡事故總數
G4-LA7	與其職業有關之疾病高發生率與高風險的勞工
G4-LA8	工會正式協約中納入健康與安全相關議題
G4-LA9	按性別和員工類別劃分，每名員工每年接受訓練的平均時數
G4-LA10	為強化員工持續受僱能力以及協助其管理退休生涯的職能管理與終生學習計畫
G4-LA11	按性別和員工類別劃分，接受定期績效及職涯發展檢視的員工比例
G4-LA12	按性別、年齡層、少數族群及其他多元化指標劃分，公司治理組織成員和各類員工的組成
G4-LA13	按員工類別和重要營運據點劃分，女男基本薪資和報酬的比例
G4-LA14	針對新供應商使用勞工實務準則篩選的比例
G4-LA15	供應鏈對勞工實務有顯著實際或潛在的負面衝擊以及所採取的行動
G4-LA16	經由正式申訴機制立案、處理和解決的勞工實務申訴的數量

Panel B：人權面向指標

G4-HR1	載有人權條款或已進行人權篩選的重要投資協定及合約的總數及百分比
G4-HR2	員工接受營運相關人權政策的訓練總時數，以及受訓練員工的百分比
G4-HR3	歧視事件的總數，以及組織採取的改善行動
G4-HR4	已發現可能違反或嚴重危及結社自由及集體協商的營運據點或供應商，以及保障這些權利所採取的行動
G4-HR5	已發現具有嚴重使用童工風險的營運據點和供應商，以及採取有助於杜絕使用童工的行動
G4-HR6	已鑑別為具嚴重強迫或強制勞動事件風險的營運據點和供應商，以及有助於減少任何形式的強迫或強制勞動的行動
G4-HR7	保全人員接受與營運相關之組織人權政策訓練的百分比
G4-HR8	涉及侵害原住民權利的事件總數，以及組織所採取的行動
G4-HR9	接受人權檢視或衝擊評估的營運據點之總數和百分比
G4-HR10	針對新供應商使用人權標準篩選的比例
G4-HR11	供應鏈對人權有顯著實際或潛在的負面衝擊以及所採取的行動
G4-HR12	經由正式申訴機制立案、處理和解決的人權問題申訴的數量

## 參考文獻

- 尤琳蕙、曾思齊與劉啟群，2017，對強制編製企業社會責任報告書政策之市場反應：以臺灣為例，會計審計論叢，第7卷第2期，頁1-22。
- 方昱舜，2013，關於日本與台灣的身心障礙者雇用，淡江大學亞洲研究所碩士論文。
- 何明虹，2007，透過員工企業社會責任觀點以及人格來探討工作滿意度與組織承諾之關連性研究，成功大學工業與資訊管理所碩士論文。
- 吳幸蓁與廖蕙儀，2017，自願性揭露企業社會責任資訊之決定因素與其資訊後果，中山管理評論，第25卷第1期，頁13-62。
- 呂博能，2006，員工之組織認同與領導效能認知對其工作滿意度之影響—以J金控公司為例，中央大學人力資源管理研究所碩士論文。
- 杜榮瑞、許文馨與鄧雨賢，2017，企業社會責任報告書之確信服務提供者、確信程度及產業專家與可信度之關聯：實驗研究，中華會計學刊，12卷特刊，頁503-536。
- 林谷峻，2011，我國企業應強制揭露企業社會責任報告書，會計研究月刊，第309期，頁60-61。
- 林怡君，2008，社會企業在臺灣的發展與限制，就業安全，第1期第7卷，頁63-67。
- 林昭吟與孫健忠，2014，我國公部門身心障礙者定額進用實施之多面向檢視，東吳社會工作學報，第26期，頁47-75。
- 張鳳航、張珏與鄭雅文，2012，從計畫行為理論觀點探討雇主僱用精障者意願及其相關因素，中華心理衛生學刊，第1期第25卷，頁73-104。
- 莊蕎安，2015，如何解讀確信報告，會計研究月刊，第353期，頁68-77。
- 莫冬立，2016，臺灣企業社會責任報告書—2015年出版現況研究，證券服務，第650期，頁25-34。
- 許文賓，2009，臺北市政府定額進用身心障礙者之政策評估，臺北大學公共行政暨政策研究所碩士論文。
- 陳振遠、王健聰與洪世偉，2017，公司治理對於企業社會責任、公司價值之影響，中山管理評論，第25卷第1期，頁135-176。
- 陳榮貴，2014，企業社會責任報告環境指標之研究—以半導體業為例，中央大學環境工程研究所碩士論文。
- 陳櫻樺與林耿民，2015，強制上市公司編製與申報企業社會責任報告書，證券服務，633期，頁115-116。
- 程心瑤，2007，企業責任報告揭露之研究，政治大學會計研究所博士論文。
- 詹叡穎，2012，員工對企業社會責任的認知、工作滿足與組織承諾之關聯性，淡江大學會計學系研究所碩士論文。
- 鄭正儀，2007，台灣卓越中小企業社會責任實務研究—產品、社區關係及人力資源面向，交通大學管理學院碩士在職專班經營管理組碩士論文。
- 蕭淑惠，2010，企業社會責任報告書內容、品質和環境指標分析，成功大學土木工程學系碩士論文。



- 謝欣蕙，2017，106 年度公司治理評鑑常見問答，證券服務，第 658 期，頁 113-114。
- 蘇威傑，2017，為什麼企業要發佈永續報告書？從非市場觀點解釋，管理學報，第 34 卷第 3 期，頁 331-353。
- Bagnoli, M., P. J. Hoffman, and S. G. Watts. 2016. Not all CSR reports are created equal: Report quality and voluntary third-party assurance. Working paper, Purdue University.
- Ballou, B., P.-C. Chen, J. H. Grenier, and D. L. Heitger. 2018. Corporate social responsibility assurance and reporting quality: Evidence from restatements. *Journal of Accounting and Public Policy* 37: 167-188.
- Boodoo, M. U. 2016. Does mandatory CSR reporting regulation lead to improved corporate social performance? Evidence from India. Working paper, The London School of Economics and Political Science.
- Byard, D., and Shaw, K. W. 2003. Corporate disclosure quality and properties of analysts' information environment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 18 (3): 355-378.
- Chen, Y. C., M. Hung, and Y. Wang. 2018. The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics* 65 (1): 169-190.
- Christensen, D. M. 2016. Corporate accountability reporting and high-profile misconduct. *The Accounting Review* 91 (2): 377-399.
- Christensen, H. B., Floyd, E., Liu, L. Y., and M. Maffett. 2015. The real effects of mandatory non-financial disclosures in financial statements. Working paper, University of Chicago and Rice University.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, G. Y., 2011. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review* 86 (1): 59-100.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., and Yang, Y. G., 2012. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review* 87 (3): 723-759.
- Dhaliwal, D., O. Li, A. Tsang, and Y. Yang. 2014. Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy* 33 (4): 328-355.
- Dharmapala, D., and V. S. Khanna. 2016. The impact of mandated corporate social responsibility: Evidence from India's Companies Act of 2013, Working paper, University of Chicago.
- Gramlich, J., and L. Huang. 2017. The effect of mandated CSR disclosure on the pollution levels of publicly-traded Chinese firms. Working paper, Carson College of Business.
- Heflin, F., Shaw, K. W., and Wild, J., 2001. Disclosure quality and market liquidity. Working Paper, Florida State University, University of Missouri at Columbia and the University of Wisconsin.
- Huang, X. B., and L. Watson. 2015. Corporate social responsibility research in accounting. *Journal of Accounting Literature* 34: 1-16.
- Hung, M., J. Shi, and Y. Wang. 2015. Mandatory CSR disclosure and information asymmetry: Evidence from a quasi-natural experiment in China Asian Finance. 2013 The Asian Finance Conference.
- Ioannou, I., and G. Serafeim. 2017. The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. Working paper, Harvard Business School.
- Kao, E. H., Y. M. Shiu, and C. H. Lin. 2016. Does engagement in corporate social responsibility

- reduce firm risk? Evidence from China. *Journal of Management* 33 (3): 501-529.
- Kolk, A., P. Hong, and W. V. Dolen. 2008. Corporate social responsibility in China: An analysis of domestic and foreign retailers' sustainability dimensions. *Business Strategy and the Environment* 19 (5): 289-303.
- Lantos, G. P. 2001. The boundaries of strategic corporate social responsibility. *Journal of Consumer Marketing* 18: 595-630.
- Li, D., and K. T. Wang. 2014. Market reactions to the first-time disclosure of corporate social responsibility reports: Evidence from China. 2014 AAA conference paper.
- Lin, L. W. 2010. Corporate social responsibility in China: Window dressing or structural change. *Berkeley Journal of International Law* 28 (1): 64-100.
- Lyon, T. P., and J. W. Maxwell. 2011. Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit. *Journal of Economics and Management Strategy* 20 (1): 3-41.
- Manchiraju, H., and S. Rajgopal. 2017. Does corporate social responsibility (CSR) create shareholder value? Evidence from the Indian Companies Act 2013. *Journal of Accounting Research* 55 (5): 1257-1300.
- Marquis, C., and C. Qian. 2013. Corporate social responsibility reporting in China: Symbol or substance? *Organization Science* 25 (1): 127-148.
- Parinduri, R., and P. Saumik. 2015. Investors are unwilling to pay for corporate social responsibility activities: Evidence from India's Companies Act 2013. MPRA Paper No. 61360.
- Richardson, A. J. and Welker, M., 2001. Social disclosure, financial disclosure and the cost of capital. *Accounting, Organizations and Society* 26 (7/8): 597-616.
- Tang, L., and H. Li. 2009. Corporate social responsibility communication of Chinese and global corporations in China. *Public Relations Review* 35: 199-212.

表 1 樣本篩選過程及樣本組成

Panel A：樣本篩選過程								
最初上市公司年度觀察值(2011-2016 年)								5,543
減：金融產業觀察值								(210)
非曆年制觀察值								(5)
第二上市公司(TDR)								(95)
相關變數資料缺漏								(426)
最終樣本(公司/年度觀察值)								4,807
Panel B：(分組)樣本之年度分布情形								
年度	A		B		C		D	
	n of obs.	n of obs.	Reports	n of obs.	Reports	n of obs.	Reports	
2011	447	91	18	90	0	119	43	
2012	463	94	26	91	0	120	62	
2013	485	96	48	92	0	121	84	
2014	497	100	66	92	52	124	112	
2015	510	106	75	93	54	123	112	
2016	525	107	83	94	93	127	127	
合計	2,927	594	316	552	199	734	540	
Panel C：全部樣本產業分布								
TSE 產業代號	TSE 產業名稱	A n of obs.	B n of obs.	Reports	C n of obs.	Reports	D n of obs.	Reports
1	水泥工業	0	12	6	18	2	12	10
2	食品工業	0	0	0	29	15	102	56
3	塑膠工業	56	12	6	24	8	36	24
4	紡織工業	211	12	9	36	12	6	5
5	電機機械	210	51	26	6	1	12	12
6	電器電纜	64	0	0	12	4	6	3
8	玻璃陶瓷	22	0	0	0	0	6	4
9	造紙工業	18	0	0	12	6	12	7
10	鋼鐵工業	107	24	13	18	3	24	18
11	橡膠工業	34	0	0	18	5	12	6
12	汽車工業	7	6	3	0	0	24	16
14	建材營造	197	18	5	60	17	17	9
15	航運	52	0	0	12	2	52	44
16	觀光	34	9	6	6	3	32	17
18	貿易百貨	65	3	2	12	4	24	12
20	其他	184	53	33	12	6	35	24
21	化學工業	0	0	0	139	72	24	20
22	生技醫療	100	41	20	0	0	6	4
23	油電燃氣	30	0	0	6	1	12	10
24	半導體業	216	77	36	36	10	45	39
25	電腦及週邊設備業	181	58	27	0	0	93	81
26	光電業	279	48	24	30	7	48	36
27	通訊網路業	160	26	22	6	1	34	32
28	電子零組件	383	87	50	24	4	60	51
29	電子通路業	96	12	2	12	6	0	0
30	資訊服務業	60	12	8	0	0	0	0
31	其他電子業	161	33	18	24	10	0	0
	合計	2,927	594	316	552	199	734	540

註：

1. 第二上市係指企業已在海外其他交易所上市後，復向臺灣證券交易所申請股票或台灣存託憑證 TDR 上市。
2. 子樣本群 A 代表非強制編製對象，且研究期間中亦未編製報告書；B 代表非強制編製對象，然研究期間中有自願編製報告書者，C 代表強制編製對象，且為因應法規要求始編製者，而 D 則為強制編製對象，而在法規尚未要求前已編製有報告書者。

表 2 敘述性統計量

Panel A : PSM 整體樣本						
變數	n	平均數	標準差	Q1	中位數	Q3
<i>Sweatshop<sub>t+1</sub></i>	540	0.128	0.334	0.000	0.000	0.000
<i>Disable_dum<sub>t+1</sub></i>	540	0.224	0.417	0.000	0.000	0.000
<i>PRIOR</i>	540	0.224	0.417	0.000	0.000	0.000
<i>HHI</i>	540	0.162	0.163	0.085	0.104	0.204
<i>SIZE</i>	540	20.848	1.149	20.032	20.966	21.612
<i>ROA</i>	540	0.051	0.077	0.018	0.047	0.089
<i>DR</i>	540	0.427	0.173	0.309	0.426	0.555
<i>MTB</i>	540	1.391	1.184	0.725	0.998	1.563
<i>ISHOLD</i>	540	44.707	22.083	26.885	42.235	60.250
<i>INDB</i>	540	0.161	0.172	0.000	0.063	0.333
<i>BLOCK</i>	540	22.329	12.930	13.430	20.025	27.260
<i>DEV</i>	540	5.810	10.499	0.230	0.850	6.825
<i>CSRR_score</i>	85	0.224	0.092	0.161	0.214	0.250
<i>Labor_score</i>	85	0.322	0.124	0.250	0.313	0.406
<i>Right_score</i>	85	0.094	0.072	0.042	0.083	0.125
<i>CSRR_bad</i>	85	0.494	0.503	0.000	0.000	1.000
<i>Labor_bad</i>	85	0.447	0.500	0.000	0.000	1.000
<i>Right_bad</i>	85	0.118	0.324	0.000	0.000	0.000

變數	Treatment firms		Benchmark firms		差異檢定	
	(n=270)		(n=270)		平均數	中位數
	平均數	中位數	平均數	中位數	t-value	z-value
<i>Sweatshop<sub>t+1</sub></i>	0.104	0.000	0.152	0.000	-0.048*	0.000*
<i>Disable_dum<sub>t+1</sub></i>	0.193	0.000	0.256	0.000	-0.063*	0.000*
<i>PRIOR</i>	0.274	0.000	0.174	0.000	0.100***	0.000***
<i>HHI</i>	0.156	0.088	0.169	0.116	-0.013	-0.028
<i>SIZE</i>	21.116	21.210	20.580	20.733	0.536***	0.477***
<i>ROA</i>	0.050	0.044	0.052	0.052	-0.002	-0.008
<i>DR</i>	0.445	0.452	0.409	0.410	0.036**	0.043*
<i>MTB</i>	0.887	0.828	1.895	1.383	-1.007***	-0.555***
<i>ISHOLD</i>	42.479	40.395	46.934	44.665	-4.455**	-4.270
<i>INDB</i>	0.145	0.000	0.177	0.182	-0.032**	-0.182*
<i>BLOCK</i>	22.162	20.430	22.496	19.590	-0.335	0.840
<i>DEV</i>	4.916	0.935	6.704	0.835	-1.788**	0.100

註：表中各變數之定義，請詳見附表之說明。相關變數如屬連續變數者，本研究已將大於第 99 百分位數與小於第 1 百分位數之數值進行 winsorize 處理。平均數差異檢定採 t 檢定；中位數差異檢定採無母數 Wilcoxon 等級符號檢定。\*\*\*, \*\*, \* 分別代表達 0.01、0.05 及 0.1 之顯著水準。

表 3 實證結果—強制編製 CSR 報告書之成效

Panel A : Dependent variable= $Sweatshop_{t+1}$

變數	預期方向	(1) Full Sample	(2) PSM Sample	(3) PSM Sample
Intercept	(?)	-11.154*** (-6.06)	-4.724 (-0.74)	-1.121 (-0.54)
<i>POST</i>	(?)	2.119*** (11.72)	2.000*** (4.38)	-- --
<i>TREAT</i>	(?)	0.046 (0.13)	-0.319 (-0.44)	-- --
<i>POST</i> × <i>TREAT</i>	(-)	0.165 (0.50)	0.850 (1.12)	0.009 (0.13)
<i>PRIOR</i>	(+)	0.099 (0.54)	0.044 (0.11)	-0.033 (-0.52)
<i>HHI</i>	(+)	-0.630 (-1.10)	0.925 (0.67)	0.093 (0.06)
<i>SIZE</i>	(?)	0.417*** (4.77)	0.080 (0.26)	0.043 (0.47)
<i>ROA</i>	(-)	0.362 (0.38)	2.809 (1.15)	-0.522* (-1.61)
<i>DR</i>	(+)	0.740* (1.49)	-0.392 (-0.31)	-0.003 (-0.01)
<i>MTB</i>	(+)	0.153*** (2.59)	0.162* (1.36)	0.089*** (2.79)
<i>ISHOLD</i>	(-)	0.004 (0.89)	0.007 (0.64)	0.005* (1.54)
<i>INDB</i>	(-)	-0.696** (-1.66)	-0.588 (-0.52)	0.231 (0.94)
<i>BLOCK</i>	(?)	-0.001 (-0.12)	0.016 (0.99)	-0.001 (-0.55)
<i>DEV</i>	(?)	-0.006 (-0.62)	-0.004 (-0.24)	-0.007*** (-2.91)
Fixed Effects		Industry	Industry	Firm, Year
Cluster by firm		Yes	Yes	Yes
Sub-samples		A+C	A+C	A+C
# of obs. (firm-years)		3,479	540	540
Pseudo $R^2$		0.171	0.249	0.156

Panel B : Dependent variable=*Disable\_dum*<sub>t+1</sub>

變數	預期方向	(1) Full Sample	(2) PSM Sample	(3) PSM Sample
Intercept	(?)	-4.359** (-2.17)	7.527 (1.51)	-2.021 (-1.06)
<i>POST</i>	(?)	-0.111 (-1.15)	0.398 (1.43)	-- --
<i>TREAT</i>	(?)	0.066 (0.19)	0.153 (0.31)	-- --
<i>POST</i> × <i>TREAT</i>	(-)	0.153 (0.53)	-0.214 (-0.44)	0.050 (1.05)
<i>PRIOR</i>	(+)	-0.056 (-0.29)	0.448 (1.13)	-0.008 (-0.15)
<i>HHI</i>	(+)	-0.687* (-1.38)	1.221 (1.23)	0.365 (0.27)
<i>SIZE</i>	(?)	0.140 (1.39)	-0.399* (-1.71)	0.110 (1.25)
<i>ROA</i>	(-)	2.667*** (3.04)	4.037** (2.04)	-0.075 (-0.17)
<i>DR</i>	(+)	0.417 (0.79)	-0.276 (-0.26)	-0.106 (-0.38)
<i>MTB</i>	(+)	0.156** (2.31)	0.122 (0.94)	0.028 (1.08)
<i>ISHOLD</i>	(-)	0.005 (1.00)	0.023*** (2.34)	-0.003* (-1.44)
<i>INDB</i>	(-)	0.196 (0.42)	-1.672 (-1.28)	-0.137 (-0.55)
<i>BLOCK</i>	(?)	-0.021*** (-2.90)	-0.029** (-2.00)	0.003 (1.17)
<i>DEV</i>	(?)	0.012 (1.53)	-0.005 (-0.29)	0.006* (1.92)
Fixed Effects		Industry	Industry	Firm, Year
Cluster by firm		Yes	Yes	Yes
Sub-samples		A+C	A+C	A+C
# of obs. (firm-years)		3,479	540	540
Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>		0.085	0.153	-0.10

註：表中各變數之定義，請詳見附表之說明。相關變數如屬連續變數者，本研究已將大於第99百分位數與小於第1百分位數之數值進行 winsorize 處理。( )內為根據 cluster by firm 之標準誤(standard errors)所計算之 z 值。\*\*\*, \*\*, \*分別代表達 0.01、0.05 及 0.1 之顯著水準（若有預期方向者，為單尾檢定，若無預期方向者，則為雙尾檢定）。

表 4 實證結果—CSR 報告書之揭露程度與內容對勞工權益之影響

Panel A : Dependent variable=*Sweatshop*<sub>t+1</sub>

變數	預期方向	揭露完整性		揭露內容(負面訊息)	
		(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Intercept</i>	(?)	-12.410*** (-4.14)	-12.502*** (-4.26)	-10.972*** (-3.98)	-11.133*** (-3.97)
<i>POST</i>	(?)	3.430*** (5.69)	3.597*** (5.84)	2.747*** (6.04)	2.696*** (6.29)
<i>CSRR_score</i>	(-)	-4.454*** (-2.37)	--	--	--
<i>Labor_score</i>	(-)	--	-3.497*** (-2.57)	--	--
<i>CSRR_bad</i>	(-)	--	--	-0.674** (-1.84)	--
<i>Labor_bad</i>	(-)	--	--	--	-0.632** (-1.71)
<i>PRIOR</i>	(+)	0.094 (0.29)	0.098 (0.30)	0.098 (0.30)	0.120 (0.37)
<i>HHI</i>	(+)	-1.211 (-0.85)	-1.388 (-0.97)	-1.039 (-0.72)	-1.050 (-0.73)
<i>SIZE</i>	(?)	0.544*** (3.58)	0.552*** (3.68)	0.464*** (3.29)	0.471*** (3.29)
<i>ROA</i>	(-)	-2.536 (-0.61)	-2.652 (-0.64)	-2.915 (-0.69)	-2.986 (-0.70)
<i>DR</i>	(+)	-1.208 (-1.26)	-1.178 (-1.24)	-0.565 (-0.60)	-0.587 (-0.62)
<i>MTB</i>	(+)	0.186 (0.60)	0.196 (0.64)	0.247 (0.81)	0.286 (0.90)
<i>ISHOLD</i>	(-)	-0.011 (-1.17)	-0.011 (-1.21)	-0.012 (-1.22)	-0.011 (-1.20)
<i>INDB</i>	(-)	0.353 (0.30)	0.365 (0.30)	0.205 (0.18)	0.183 (0.16)
<i>BLOCK</i>	(?)	0.009 (0.39)	0.009 (0.43)	0.009 (0.41)	0.009 (0.43)
<i>DEV</i>	(?)	-0.038** (-2.27)	-0.036** (-2.22)	-0.033** (-2.00)	-0.034** (-2.04)
Fixed Effects		Industry	Industry	Industry	Industry
Cluster by firm		Yes	Yes	Yes	Yes
Sub-sample		C	C	C	C
# of obs. (firm-years)		552	552	552	552
Pseudo R <sup>2</sup>		0.263	0.265	0.261	0.261



Panel B : Dependent variable=*Disable\_dum*<sub>t+1</sub>

變數	預期方向	揭露完整性		揭露內容(負面訊息)	
		(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Intercept</i>	(?)	-1.117 (-0.25)	-1.052 (-0.24)	-1.184 (-0.27)	-1.258 (-0.28)
<i>POST</i>	(?)	0.155 (0.24)	0.055 (0.14)	0.544 (1.34)	0.292 (0.98)
<i>CSRR_score</i>	(-)	0.423 (0.17)	-- --	-- --	-- --
<i>Right_score</i>	(-)	-- --	2.130 (0.72)	-- --	-- --
<i>CSRR_bad</i>	(-)	-- --	-- --	-0.455 (-0.93)	-- --
<i>Right_bad</i>	(-)	-- --	-- --	-- --	-0.332 (-0.65)
<i>PRIOR</i>	(+)	0.288 (0.69)	0.293 (0.70)	0.257 (0.61)	0.286 (0.68)
<i>HHI</i>	(+)	-0.314 (-0.24)	-0.399 (-0.30)	-0.195 (-0.15)	-0.261 (-0.20)
<i>SIZE</i>	(?)	-0.061 (-0.26)	-0.064 (-0.27)	-0.058 (-0.25)	-0.055 (-0.24)
<i>ROA</i>	(-)	1.747 (0.53)	1.638 (0.49)	1.769 (0.53)	1.741 (0.53)
<i>DR</i>	(+)	0.354 (0.29)	0.425 (0.35)	0.299 (0.24)	0.289 (0.24)
<i>MTB</i>	(+)	-0.150 (-0.38)	-0.129 (-0.34)	-0.154 (-0.40)	-0.177 (-0.47)
<i>ISHOLD</i>	(-)	0.024** (1.74)	0.024** (1.73)	0.023** (1.69)	0.024** (1.76)
<i>INDB</i>	(-)	-1.398 (-1.15)	-1.456 (-1.21)	-1.222 (-1.01)	-1.340 (-1.12)
<i>BLOCK</i>	(?)	-0.018 (-0.89)	-0.018 (-0.89)	-0.018 (-0.85)	-0.018 (-0.87)
<i>DEV</i>	(?)	-0.011 (-0.62)	-0.011 (-0.59)	-0.010 (-0.55)	-0.011 (-0.62)
Fixed Effects		Industry	Industry	Industry	Industry
Cluster by firm		Yes	Yes	Yes	Yes
Sub-sample		C	C	C	C
# of obs. (firm-years)		552	552	552	552
Pseudo R <sup>2</sup>		0.146	0.147	0.148	0.147

註：表中各變數之定義，請詳見附表之說明。相關變數如屬連續變數者，本研究已將大於第99百分位數與小於第1百分位數之數值進行 winsorize 處理。( )內為根據 cluster by firm 之標準誤(standard errors)所計算之z值。\*\*\*, \*\*, \*分別代表達0.01、0.05及0.1之顯著水準(若有預期方向者，為單尾檢定，若無預期方向者，則為雙尾檢定)。

表 5 實證結果—強制編製對象有關 CSR 資訊之自願性揭露與強制性揭露

變數	預期符號	(1) Dependent Variable= <i>Sweatshop</i> <sub>t+1</sub>	(2) Dependent Variable= <i>Disable_dum</i> <sub>t+1</sub>
Intercept	(?)	-15.544*** (-6.98)	-4.096 (-1.51)
<i>POST</i>	(?)	0.487 (1.58)	0.372 (1.39)
<i>Mandatory</i>	(?)	-0.450 (-1.12)	-0.289 (-0.82)
<i>POST</i> × <i>Mandatory</i>	(-)	0.629* (1.45)	0.073 (0.20)
<i>PRIOR</i>	(+)	0.008 (0.04)	0.465** (2.04)
<i>HHI</i>	(+)	-3.013** (-1.79)	-0.646 (-0.60)
<i>SIZE</i>	(?)	0.651*** (6.15)	0.123 (0.91)
<i>ROA</i>	(-)	-3.580*** (-2.41)	1.151 (0.74)
<i>DR</i>	(+)	0.789 (1.15)	0.348 (0.40)
<i>MTB</i>	(+)	0.221** (2.28)	0.058 (0.39)
<i>ISHOLD</i>	(-)	0.000 (0.06)	0.012* (1.45)
<i>INDB</i>	(-)	-1.101* (-1.61)	-1.205* (-1.63)
<i>BLOCK</i>	(?)	-0.013 (-1.43)	-0.003 (-0.23)
<i>DEV</i>	(?)	-0.015 (-1.57)	0.005 (0.55)
Fixed Effects		Industry, Year	Industry, Year
Cluster by firm		Yes	Yes
Sub-samples		C+D	C+D
# of obs. (firm-years)		1,286	1,286
Pseudo R <sup>2</sup>		0.299	0.135

註：表中各變數之定義，請詳見附表之說明。相關變數如屬連續變數者，本研究已將大於第 99 百分位數與小於第 1 百分位數之數值進行 winsorize 處理。( ) 內為根據 cluster by firm 之標準誤(standard errors)所計算之 z 值。\*\*\*, \*\*, \* 分別代表達 0.01、0.05 及 0.1 之顯著水準 (若有預期方向者，為單尾檢定，若無預期方向者，則為雙尾檢定)。

表 6 增額測試—自願性編製 CSR 報告書之成效

Panel A：自願性編製 CSR 報告書對勞工權益之影響

變數	預期方向	Dependent Var.= <i>Sweatshop</i> <sub>t+1</sub>		Dependent Var.= <i>Disable_dum</i> <sub>t+1</sub>	
		(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	(?)	-23.009*** (-8.51)	-12.862*** (-5.99)	-10.556*** (-3.55)	-7.675*** (-3.00)
<i>Voluntary CSR</i>	(-)	0.466** (2.12)	0.330* (1.35)	0.212 (1.01)	-0.012 (-0.06)
<i>Controls</i>		Included	Included	Included	Included
Fixed Effects		Industry, Year	Industry, Year	Industry, Year	Industry, Year
Cluster by firm		Yes	Yes	Yes	Yes
Sub-samples		A+B+D (PSM)	B+D	A+B+D (PSM)	B+D
# of obs. (firm-years)		980	1,328	980	1,328
Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>		0.181	0.247	0.109	0.107

Panel B：CSR 報告書之揭露情形對勞工權益之影響

變數	預期方向	Dependent Var.= <i>Sweatshop</i> <sub>t+1</sub>		Dependent Var.= <i>Disable_dum</i> <sub>t+1</sub>	
		(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	(?)	-22.803*** (-8.42)	-23.036*** (-8.52)	-10.313*** (-3.42)	-10.619*** (-3.56)
<i>Voluntary CSR</i>	(-)	0.085 (0.22)	0.363* (1.36)	-0.452 (-1.00)	0.071 (0.30)
<i>CSRR_score</i>	(?)	1.384 (1.10)	--	2.415 (1.60)	--
<i>CSRR_bad</i>	(?)	--	0.182 (0.65)	--	0.284 (1.10)
<i>Controls</i>		Included	Included	Included	Included
Fixed Effects		Industry, Year	Industry, Year	Industry, Year	Industry, Year
Cluster by firm		Yes	Yes	Yes	Yes
Sub-sample		A+B+D (PSM)	A+B+D (PSM)	A+B+D (PSM)	A+B+D (PSM)
# of obs. (firm-years)		980	980	980	980
Pseudo <i>R</i> <sup>2</sup>		0.183	0.182	0.114	0.110

註：表中各變數之定義，請詳見附表之說明。相關變數如屬連續變數者，本研究已將大於第 99 百分位數與小於第 1 百分位數之數值進行 winsorize 處理。( ) 內為根據 cluster by firm 之標準誤(standard errors)所計算之 z 值。\*\*\*, \*\*, \* 分別代表達 0.01、0.05 及 0.1 之顯著水準 (若有預期方向者，為單尾檢定，若無預期方向者，則為雙尾檢定)。