

2010 TOPCO 崇越論文大賞

論文題目

公司治理與企業社會責任績效關聯性-
整合核心代理問題與社會鑲嵌觀點

報名編號： AK0011

公司治理與企業社會責任績效關聯性-整合核心代理問題與社會鑲嵌觀點

摘要

本文以國內上市櫃公司普遍存在的核心代理問題為主軸，探討家族控制企業與其社會責任績效表現的關聯性。另外，本文運用社會網絡理論探討組織「資訊揭露透明度」、「分析師預測頻率」，以及「機構投資人持股」在本文研究架構中的干擾效果。以 Logistic 迴歸進行假說檢測，研究結果發現，國內家族企業傾向支持利益收斂假說的觀點，且干擾變數的正向干擾效果亦獲得支持。本研究結果驗證了社會網絡鑲嵌概念可用以解釋證券市場成員的行動動機。

關鍵字：鑲嵌、資訊揭露透明度、分析師預測、機構投資人、社會責任績效

壹、緒論

自 1997 年亞洲金融風暴之後，國內、外陸續爆發多起重大舞弊案件，如美國的恩隆(Enron)、世界通訊(Worldcom)及國內的陞技、博達、訊碟、皇統、力霸等。2007 年起也爆發全球性的金融危機(Financial Crisis)，使得公司治理議題持續受到產官學界重視。若以世界銀行所提出的公司治理架構來看，公司治理議題之探討可涵蓋二個主軸，一個是以決策機構(即董事會)為核心，探討在符合法律與契約規範下，落實對經營階層的監督，以促進公司利益最大化。另一主軸則是透過市場機制提供誘因，促使企業建立良好公司治理制度(王慧馨，2006)，達成兼顧股東及各種利害關係人利益之企業社會責任。過去公司治理相關文獻大多著重在前者，而與社會責任議題有關的公司治理之研究也相對較少。

此外，公司治理主要源於主、代理人間之代理關係，可區分為兩種主要類型的代理問題。在所有權與管理權分離情況下，代理人行動若非以極大化股東價值為目標，而是基於自利動機採取可能損害投資人權益之行動，即為「傳統」代理問題(Rasmusen, 1994; Eisenhardt, 1989)。另一種則是台灣相對於美國與日本企業，更普遍存在的「核心」代理問題，(Yeh, Lee, & Woidtke, 2001; Fan & Wong, 2002; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002)；也就是具有控制權的股東，常利用交叉持股(cross-holding)與金字塔結構(pyramid structure)等方式增加其控制權，因此容易產生控制股東(control shareholder)侵占小股東利益的核心代理問題(Central Agency Problem)(蔡信夫、鍾惠民與林詩韻，2003)。研究證據顯示，台灣所面臨的主要是核心代理問題(Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Yeh et al., 2001)，且很多企業更存在家族控制股東的現象(Claessens, et al., 2000; Yeh et al., 2001)。準此，本文擬探討存在家族控制股東之企業，是否因同時控制董監事會議，且存在剝奪小股東利益的誘因與行動能力(Claessens et al., 2002; La Porta Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Shleifer & Vishny, 1997; Yeh et al., 2001)，導致影響其在企業社會責任的績效表現。

一組節點(A Set of Nodes) (每個節點即為一個網絡成員(Actor))，藉由特定形式的社會關係(social relationship)所連結，即形成社會網絡(Laumann, Galaskiewica, & Marsden, 1978)。網絡中各成員的經濟活動，皆鑲嵌於該社會網絡之結構中(Granovetter, 1985)。證券市場主要成員(管理當局、專業分析師與投資人)，基於企業資訊揭露之需求與供給關係形成的社會連結，亦是一種社會網絡的形式(Healy & Palepu, 2001；吳宗昇、高承恕，2003)。公司營運的管理當局雖擁有公司目前經營成果與未來發展的資訊優勢地位，但在整個營運循環過程中，能否與網絡其他成員(分析師與投資人)保持良好互動，則是企業建立競爭優勢的關鍵要素之一。

組織管理領域所探討的社會網絡理論，在證券市場的適用性一直沒有充分的文獻探討。證券市場可視為由訊息流動所構成的一種社會網絡(Cetina, 2005)，其中資訊更是促成證券市場資金需求者、供給者與其他成員間行為互動的基礎(吳宗昇，2006)。本文建構於社會網絡理論的基礎，探討企業所處網絡地位的鑲嵌特性，可帶來哪些資訊利益(Gulati, 1998；Burt, Gabbay, Holt, & Moran, 1994)？以及這些資訊利益對家族控制股東行為動機的可能影響？換言之，企業營運乃鑲嵌於複雜的社會網絡結構，而本文著眼於企業在證券市場社會網絡中的鑲嵌特性，探討其對家族控制股東行動動機的影響。

綜上所述，本文擬以國內上市櫃公司普遍存在的核心代理問題為主軸(Yeh, et al., 2001)，探討存在家族控制企業與其社會責任績效表現的關係。另外，由於資訊是建構證券市場社會網絡的基礎，可促進網絡成員的互動(吳宗昇，2006)，因此本文運用社會網絡理論，進一步探討組織在資訊社會網絡的鑲嵌程度，對家族控制企業與其社會責任績效間關係的干擾作用。

本研究對於實務應用之意涵包括，(1).從社會網絡觀點討論核心代理問題，有助於深入瞭解企業在所處環境場域下，家族控制股東從事企業社會責任行為的可能動機，此與世界銀行所提出如何透過市場機制提供企業公司治理誘因，達成企業社會責任的目標相呼應。(2).釐清網絡鑲嵌特性如何有助於提升企業社會責任績效表現的治理效益，可作為未來主管機關改革公司治理體系之參考。(3).本文將核心代理問題延伸至企業社會責任績效的觀察，並企圖將天下雜誌之最佳企業公民之評選調查結果進行整合，可與當前國內社會的需求及國際潮流接軌。

在理論方面之貢獻則包括，(1).驗證社會網絡理論在證券市場的適用性，可豐富管理理論與證券市場文獻，對於促進跨領域學者的對話有助益。(2).本文將代理問題與社會網絡的鑲嵌觀點進行整合，較傳統單獨由代理理論探討公司治理議題，更能解釋企業行為的異質性與可能的行動動機。(3).文獻對組織績效之探討，多聚焦於股東財富極大化之財務績效衡量，對於其他利害關係人的社會性績效討論則相對缺乏(McWilliams, Siegel, Wright, 2006；Kourula & Halme, 2008)。吳松齡(2007)指出，二十一世紀的企業組織要能夠永續發展，就須調整經營理念，從專注

企業利潤與盈餘的堅持，轉化為同時重視經濟面、社會面與環境面的三重盈餘底限。本文採用全面性的組織績效衡量方式，更能與世界銀行所提出，公司治理架構應兼顧股東以及各種利害關係人利益之觀點相呼應。

貳、 文獻回顧與假說發展

一、控制股東與核心代理問題

公司的最終控制者係指對組織決策具有最大影響力者，通常為公司之大股東，董事長，總經理或家族成員。台灣上市公司存在家族控股，以及董事會為家族所掌握的普遍現象(葉銀華，1998; Claessens et al., 2000；Yeh, et al., 2001)，且高階主管與控制股東有高度關聯性。換言之，管理權和所有權分離的情形在台灣企業相對稀少，因此最迫切需要解決的是家族控制股東與非控制股東之間的代理問題¹。

依據代理理論，主、代理人間若目標不一致，且主理人無法有效監督代理人，或監督成本昂貴時，即存在代理問題(Eisenhardt, 1989；Rasmusen, 1994)。Claessens et al. (2000)與 Yeh et al. (2001)之研究發現，台灣上市公司存在控制股東實際掌控經營管理及資源分配決策的情形很普遍，且多數為家族所控制。根據「利益收斂假說」(convergence of interest hypothesis)的觀點，家族控制股東持股比率越高，則其所需承擔的風險也會較高，此時家族控制股東(代理人)與非控制股東(主理人)之間的利益趨於一致。因此，家族控制股東基於努力經營公司之誘因，將可導致正的經營效果(Jensen & Meckling, 1976)。然依據「財富侵佔假說」(Entrenchment Hypothesis)觀點，家族控制股東若以金字塔結構或交叉持股等方式擴張控制權時，則其所需負擔的成本與可獲得的私有利益之間將不成比例。換句話說，家族控制股東與其他股東之間的目標趨於不一致(Claessens et al., 2002；La Porta et al., 1999；Shleifer et al., 1997)；在自利誘因的驅使下，家族成員可能透過掌控董監事會，從事不利於其他股東的行為，此即為存在於家族控制股東與非控制股東之間的代理問題(La Porta et al., 1999)，稱為核心代理問題(Alia, Chen, & Radhakrishnan, 2007)。

林嬋娟與張哲嘉(2009)之研究結果發現，相對於非家族企業，國內家族企業發生舞弊的機率顯著較低，隱含我國家族企業的利益結合效果大於侵略效果；因此本文係依循「利益收斂假說」觀點，作為家族控制企業其在社會責任績效表現的假說推論基礎。

¹蔡柳卿(2006)以最大控制家族持股 20%為家族企業之判定標準時，家族控制企業約佔 25.21%，推論其與過去文獻相較有較低之家族控制比率(e. g. Yeh et al. (2001)發現 1995 年上市公司有 51.44% 為家族控制)之原因，係因近年來隨著產業結構調整，電子產業蓬勃發展，主要技術與資本結合，因而逐漸降低家族企業的色彩。此外，自 1997 亞洲金融危機發生後，國內外主管機關皆積極推動公司治理，因此上市公司家族常藉由降低其持股集中程度來宣示其對公司治理的重視。

二、企業社會責任績效

長久以來，學者對於企業應否負起社會責任，以及所應擔負社會責任之範圍與對象等議題，一直有許多不同的看法。例如，古典經濟學者 Friedman (1970)主張企業唯一的社會責任就是替股東獲得最大利潤；然而，企業社會責任(Corporate Social Responsibility; CSR)之父 Bowen (1953)卻認為，企業的義務應是追求所有符合社會價值觀，並執行滿足社會需求的活動，此為利害關係人(Stakeholder)概念的基礎。之後，Goodpaster (1991)延用利害關係人的概念說明企業社會責任的對象，應包括能影響組織目標或被組織目標所影響的任何團體或個人；例如，雇員、供應商、消費者、債權人、競爭者、政府及一般社會大眾等。

Carroll (1991)則提出企業社會責任金字塔結構模型，由底部到頂端分別是：經濟責任(Economic Responsibilities)、法律責任(Legal Responsibilities)、倫理責任(Ethical Responsibilities)與慈善責任(Philanthropic Responsibilities)，這四種責任即構成企業的整體社會責任。此外，為確保企業永續經營發展，吳松齡(2007)亦主張企業決策應設法同時滿足其他利害關係人之需求，方能穩定企業經營並獲得社會的支持。

綜上所述，企業社會責任績效目前尚無一致之衡量方式，而實務上衡量企業社會責任績效之排名則大多依循兩大構面，包括：積極改善社會的行動，例如慈善事業的投資，以及有能力抑制負面的社會活動(例如環境汙染保護)等。一般而言，公司若無法達成這兩項目標可能會面臨來自利害關係人或社會的法律、經濟或社會性懲罰(Godfrey, 2005)。本研究基於利害關係人理論基礎，考量企業永續發展與長期競爭優勢之建立，需兼顧股東與其他利害關係人之利益(Wood, 1991; Clarkson, 1995)，將企業社會責任績效定義為企業為回應利害關係人需求所採行公司治理、企業承諾、社會參與與環境保護行動之整體績效表現。

三、家族控制與企業社會責任績效

Morck 與 Yeung (2004)認為，家族控制的企業基於保護私有利益動機，除了可能進行不法的賄賂行動外，也缺乏誘因來改善企業與其所鑲嵌的社會關係。Banfield (1958)之研究也指出，為了避免非家族成員權力(power)擴增而傷害或威脅家族私利，家族企業將不會主動採取可增進員工或其他利害關係人利益的行動。另外，在激烈的產業競爭環境下，家族企業為了鞏固其在市場中的地位，也可能採取不利於社會永續發展的行為(Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001)。例如，企業在產品生產過程中，未能事前評估可能產生的污染源並建置防制措施，因此對環境造成污染與永久傷害。

然而，Kanter (1999)及 Kotler 與 Lee (2005)則提出不同看法，主張企業改善聲譽有助於提升消費者忠誠度，亦能吸引較有社會意識的消費者與員工(Laszlo, 2003)。另外，良好的企業聲譽除能增加公開發行公司之市值(Mackey, Mackey, &

Barney, 2007)、開發新市場外(Hart, 1997; Porter & Kramer, 2002), 亦能降低企業成為訴訟對象與消費者抵制目標的風險。家族企業為了加強利害關係人對組織認同, 累積正面形象與良好聲譽等重要資產(Godfrey, 2005), 會致力於與其他社會成員共同合作(Fombrun, 1996; Whetten & Mackey, 2002), 因而採取較多企業社會責任行動。例如, 在企業發生緊急危機時, 良好的企業聲譽可用以保護資產, 以利企業永續經營。

綜上所述, 家族控制股東雖可能基於自利動機而剝削小股東, 或投資較多資源於保護私利(Dyer & Whetten, 2006)。但處於資本全球化與資訊科技化之潮流下, 企業資訊與利害關係人之間的關係互動更為頻繁與緊密(方世榮、黃瓊瑤、陳育成, 2008), 因此家族控制股東亦可能基於累積有價值之社會保險資源²的動機, 更容易採行較多的社會責任行動。另外, 林嬋娟等(2009)針對我國舞弊案件所進行的實證研究, 發現家族企業較非家族企業發生舞弊的機率為低; 此意謂著我國家族控制股東的企業, 支持「利益收斂假說」的傾向較高。基於上述, 本文發展假說 1 如下:

H1: 家族控制企業與其社會責任績效表現呈正相關。

四、社會網絡理論與鑲嵌概念

經濟行為鑲嵌(Embedded)於社會網絡(Social Networks), 受到網絡中成員過去互動經驗與彼此間關係結構的影響(Kogut & Zander, 1992; Gulati, 1998)。依據社會網絡觀點, 個體在社會中並非單獨存在, 而是與其他成員基於各種動機形成連結關係(Coleman, 1988); 成員間可透過信任、互惠等非正式統治機制, 促使彼此間資源之移轉與價值創造(Granovetter, 1985; Uzzi, 1997)。

Granovetter 於 1973 年提出弱連結理論(weak tie theory), 將社會網絡區分為「弱連結」(weak ties)與「強連結」(Strong Ties); 其研究指出, 在一些網絡現象中, 「弱連結」的概念比「強連結」概念來得重要(Granovetter, 1973), 也因此提出「弱連結優勢」說; 主要強調弱連結網絡成員相較於強連結網絡成員, 可獲取較具異質性資訊(Granovetter, 1973)。舉例來說, 網絡成員 A 有兩個強連結 B 和 C, 基於好朋友互動頻繁, 因此 B 和 C 很可能因 A 的中介而相互認識; A 傳了一個訊息給 B 及 C, B 又轉傳給 C, 而 C 早就透過 A 知道了此一訊息, 因此 B 與 C 之間的訊息通路較多是重覆的(羅家德, 1997)。反之, 若擁有較多弱連結關係網絡, 由於其重覆的訊息通路較少, 因此弱連結較強連結會有更佳與更具效率的訊息傳播效果。Granovetter (1973)提出「弱連結優勢說」之後, 弱連結觀念便常與訊息流通相提並論。

此外, Granovetter 認為鑲嵌可用以解釋對偶交換(Dyad Exchange)與整體關係

2 社會保險資源係指公司因正面聲譽的累積, 有助於降低企業發生緊急危機事件時的負面衝擊。

結構如何影響經濟行為與結果，因此將社會網絡的鑲嵌關係再分為關係鑲嵌 (Relational Embeddedness) 與結構鑲嵌 (Structural Embeddedness) 兩個概念 (Granovetter, 1992)。關係鑲嵌強調交換成員間的信任程度，指交換對象瞭解對方目標與需求的程度，且過去的交易經驗會影響未來的經濟行動(張苙雲、譚康榮，1999)；此觀念強調成員間關係連結的品質(Nahapiet et. al., 1998)，主要屬性包括信任(Trust)與可信賴(Trustworthiness)等。關係鑲嵌程度越高時，基於雙方互惠的預期，成員彼此間可取得較精緻與高品質的資訊，且雙方所傳遞之資訊會進一步影響彼此行動(Coleman, Katz, & Menzel, 1966; Granovetter, 1992)，因此可降低雙方所面臨之不確定性。

結構鑲嵌是指成員的行動會受整體網絡關係的結構所影響，亦即成員彼此的互動是一個更大結構組成的一部分；此觀念強調在整個網絡結構關係下，成員進行訊息交流與交換的機會與限制存在差異，因此對個別成員產生的效用亦不同(Nahapiet & Ghoshal, 1998)。Burt et al.(1994)亦指出，企業本身在網絡所處地位不同，將會影響其取得資源的多寡，且經由不同外部關係的連結，也會影響企業可取得或交換資源的多寡與品質(Nahapiet et al., 1998)。此外，Gulati (1998)的結構鑲嵌概念則強調成員在網絡的中心性位置，主張與其他成員連結數目的多寡會影響資訊的交流程度。

綜上所述，社會網絡之結構鑲嵌的連結中心性，會影響與其他成員連結數目的多寡，進而影響資訊的交流程度；而弱連結優勢概念則隱含，若組織擁有較多弱連結關係網絡，其重覆的訊息通路較少，因此有更佳與更具效率的訊息傳播效果。最後，關係鑲嵌的強連結概念，強調其會影響成員資訊與知識分享的意願；上述三者都是影響網絡成員行為互動的重要鑲嵌特性。以下將運用結構鑲嵌的中心性與弱連結優勢觀點，以及關係鑲嵌的強連結概念，討論證券市場之社會網絡，存在哪些重要的鑲嵌特性，及其對企業經營活動(如社會責任的履行)的影響。

五、證券市場社會網絡形成與鑲嵌特性

證券市場資金供需之經濟活動，乃鑲嵌於資訊流動所形成之社會網絡(吳宗昇等，2003；Yang, 2009)，主要行動者包括公司管理當局、專業分析師及投資人。管理當局在證券市場之網絡地位，屬於第一手資料之傳播者，其負責公司之營運，並透過財務與非財務報告等資訊，向市場投資大眾等資訊需求者，發布營運的執行成效與未來展望，藉以與資訊需求者維持良好之互動溝通。此外，分析師運用其專業知識以及所屬機構之資源，可幫助投資人過濾與篩選重要訊息並加以解讀，進而形成投資決策之參考資訊；其在證券市場之網絡地位，屬於資訊需求者與供給者雙重角色。換言之，分析師可調節企業與投資人間之資訊傳遞(Lang, Lins, & Miller, 2004)。最後，投資人可彙整包括來自管理當局公開揭露資訊或分析師私有評價之資訊，形成投資決策之行動；其在證券市場之網絡地位，屬於最終資訊

使用者之角色。

在證券市場的資訊連結網絡中，資訊流動很快，且屬於開放式的網絡結構。依據結構鑲嵌觀點，網絡中心性地位會影響組織與其他成員資訊交流的機會(羅家德, 1997; Gulati, 1998)。公司管理當局擁有第一手的營運資料，一旦透過各種管道揭露資訊，即代表與證券市場網絡中其他參與者開始產生互動的連結關係(Baginski & Hassell, 1990; Williams, 1996; 上市櫃公司資訊揭露評鑑系統³)。組織基於與利害關係人間建立緊密溝通與良好關係的誘因，會進行資訊揭露的各種投資(Singhvi & Desai, 1971)，此將影響組織在資訊流動的網絡中與其他成員連結的程度，亦即決定組織的資訊連結中心性地位。因此，「資訊揭露透明度」是證券市場資訊連結網絡的重要鑲嵌特性之一。

另外，分析師透過公開或私有管道取得大量資訊解讀分析後，會決定所要報導盈餘預測的對象(Lang et al., 2004)，而此私有資訊與企業公開資訊之間是互補而非替代的關係(Alford & Berger, 1999)。從資訊利益角度來看，若公司能吸引越多分析師之跟隨與評價報導，可提升公司資訊流動的能量與投資人可取得資訊的豐富性(Richness)。依據弱連結優勢理論之概念，分析師在網絡中扮演資訊媒介的角色；有越多分析師願意報導盈餘預測資訊之企業，將越有助於非重複性成員間資訊的連結與傳遞效率(Burt, 1992; 羅家德, 1997; Lee & Chou, 2002)。換言之，證券市場中每位分析師都擁有一群認同他的群眾，彼此以弱連結的連結方式維繫雙方關係。組織若能吸引較高頻率的分析師報導，將可產生較佳資訊擴散之連結機會與效率(Gulati, 1998)，因此「分析師預測頻率」也是證券市場資訊連結網絡之重要的鑲嵌特性之一。

最後，訊息流通是構成證券市場社會網絡結構與建立融資優勢的關鍵(Cetina, 2005)，且資金需求者與供給者之間的貨幣交易，必須建立在信任之基礎上，否則必遭致失敗(Simmel, 1978)。換言之，信任是證券市場交易行為的重要基礎。關係鑲嵌強調強連結可獲取與分享較精緻的資訊與知識(Gulati, 1998)，有助於共同目標達成。投資人藉由實際持股行動來呈現其對企業未來財務與非財務績效整體表現的信任(Ryan & Buchholtz, 2001)，且於持股期間亦會投入更多心力參與並追蹤營運成效。相較於個別投資人持股，機構投資人藉由持股與公司所建立之關係，更具積極參與及影響管理者行動的能力，並能發揮股東行動主義(Shareholder Activism)⁴的監督效果(Martin & Nisar, 2007)，因此可產生企業與投資人彼此精緻資訊移轉的資訊利益，並降低未來不確定風險；此與關係鑲嵌強連結的概念一致。綜上所述，本文歸納出「機構投資人持股」亦是證券市場資訊連結網絡中重要的鑲嵌特性之一。

3 <http://www.sfi.org.tw/EDIS/>(查訪日期 2009/10/29)

4 股東行動主義係指公司經營階層怠於保護公司利益時，股東得代公司向第三人提起法律訴訟之謂。

總結來說，證券市場透過管理當局、分析師與投資人之資訊供給與需求的互動，形成資訊連結的社會網絡，其主要的三種鑲嵌特性包括「資訊揭露透明度」、「分析師預測頻率」，以及「機構投資人持股」，這些都是穩健證券市場發展之重要因素。

六、「資訊揭露透明度」之干擾效果

證券市場資訊供給與需求連帶之網絡結構中，企業投入資源促進與利害關係人間良好互動與溝通，是彼此關係發展的重要元素。企業一旦透過各種管道揭露資訊，即代表與證券市場網絡中其他成員開始產生互動的連結關係(Baginski et al., 1990; Williams, 1996; 上市櫃公司資訊揭露評鑑系統⁵)。James (2008)之研究發現，當公司對外揭露越多非財務性績效的資訊時，會使公司成員在日常營運過程中越關注這些相關議題之管理，與利害關係人的對話能力越高(Coleman, 1988)。此外，組織所鑲嵌的「資訊揭露透明度」程度越高，其在網絡所處的中心性地位程度就越高(Gulati, 1998)，可增進與其他成員的連結數目，進而提升資訊的交流程度(Nahapiet et al., 1998; Gulati, 1998)，故組織越能在日常營運過程中，將利害關係人的需求導入組織策略性的規劃程序中。

廖婉鈞、林月雲、虞邦祥(2009)發現，組織知覺利害關係人的重要性將會影響企業的社會責任作為。Gelb and Strawser (2001)亦主張，自願性揭露透明度較佳之企業，將資訊揭露行動視為一種利害關係人需求的回應，經過長期經驗的學習與累積，也會有較高的利害關係人社會責任意識與行動力。由於組織能夠發展與維持和主要及次要利害關係人間之關係，除可避免員工、顧客與股東等可提供重要資源的利害關係人流失外，亦可避免相關利益團體對組織的營運採取抗爭行動(Van der Laan, Van Ees, & Van Witteloostuijn, 2008)，因而會有較佳的企業社會責任表現。換言之，累積較高鑲嵌程度的「資訊揭露透明度」，表示企業除了強制法規的遵循外，在道德價值的指引下會提供利害關係人更充足資訊；這些自由裁量的資訊揭露(Discretionary Disclosure)不同於強制性資訊揭露(Mandated Disclosure)⁶，因此更有益於針對利害關係人的需求進行彈性調整，在良性的互動溝通下有助於彼此關係發展，並能強化利害關係人與企業共享價值規範。Stock (2003)與 Jones (1995)的研究就發現，深入的溝通與加強資訊透明化，可建立良好的利害關係人關係並對公司價值有正面影響；亦即，「資訊揭露透明度」可促進企業在利害關係人之營運環境中更重視企業社會責任(Jensen et al., 1976; Bushman & Smith, 2001;)

5 <http://www.sfi.org.tw/EDIS/>(查訪日期 2009/10/29)

6 依據「公開發行公司年報應行記載事項準則」，例如，有關發行人股權結構、董事、監察人及經理人其酬勞及獨立性情形、上市上櫃公司治理運作情形及財務狀況、經營結果之檢討分析與風險管理暨公司對員工採行各項權益措施等資訊則為強制性資訊揭露；若非屬上述規範範圍而識管理當局自願性提供者則為裁決性資訊揭露。(資料來源：台灣證券基金會 http://www.sfi.org.tw/Corporate_Governance/top03.asp)

Healy et al., 2001)。

綜上所述，組織鑲嵌較高程度的「資訊網絡透明度」，意謂著組織會受到較高道德標準的價值理念驅動，因此更能針對利害關係人需求，提供較充分之自由裁量的訊息揭露，使得雙方有更佳對話能力與溝通效果。組織依據較佳的資訊進行資源佈署策略，除可鞏固證券市場資訊網絡的中心性地位外，也能持續增強企業自身對社會責任的知覺與要求。在我國家族企業較傾向支持「利益收斂假說」的實證結果下(林嬋娟等，2009)，相較於非家族控制股東的企業，透過提高「資訊網絡透明度」的資源投資，有助於家族企業聲譽資源的累積，提高利害關係人對企業的青睞與可接受的企業經營風險程度(Bushman et al., 2001)。換言之，組織在較高程度的「資訊網絡透明度」特性下，由於其可帶來的資訊揭露利益較成本為大，家族控制企業會有較高誘因提升其社會責任績效的表現。基於前述論點，本研究發展假說 2 如下：

H2：「資訊網絡透明度」對家族控制企業與其社會責任績效表現間關係，有正向干擾效果。

七、「分析師預測頻率」之干擾效果

組織若擁有較多鬆散的網絡結構連結，則可有較多非重複性資訊交流的機會(羅家德，1997)，且成員間的資訊移轉會較快速與廣泛(Granovetter, 1973)。證券市場資訊流動很快，且屬於弱連結所形成的開放式網絡結構。分析師在資訊流動連結所形成之社會網絡中位居核心地位(Focus Position)，可扮演資訊媒介角色(結構洞)，擔任調節資訊流動的任務。依據 Adler 與 Kwon (2002)之「橋樑」(Bridge View)概念，企業若能夠吸引較多分析師之評價報導，將有助於促進企業(Focal Actor)與網絡其他成員的關係連結，帶來及時性與攸關性資訊傳遞之機會(Burt, 1992/1997)；其代表企業之資訊揭露行動，藉由非重複性連結的結構鑲嵌，可與網絡成員有較廣泛的連結程度，因而產生資訊溝通的槓桿價值。反之，若企業被分析師傳遞負面資訊，則可能很快地伴隨著負面聲譽評價與懲罰(Fama, 1980)。

基於前述，組織鑲嵌較高程度的「分析師預測頻率」，可促進成員間非重複性訊息交流與連結的機會，因此有關組織與投資人間對企業社會責任的理解、認知與需求的訊息交換更具廣泛性與效率性(Granovetter, 1973)。依據弱連結優勢觀點，組織鑲嵌越高程度的「分析師預測頻率」，亦有助於將投資人對企業的社會責任需求與期待傳遞給企業，強化組織對企業社會責任的全面性理解、相關知識累積，並形成實際行動的壓力。綜合言之，若企業鑲嵌較高程度的「分析師預測頻率」時，由於其能創造與網絡成員資訊交換的廣泛機會，會使家族控制股東更有誘因致力於提升組織正面聲譽的評價(Fan et al, 2002)。另外，家族控制股東亦會考量當組織鑲嵌越高程度的「分析師預測頻率」時，採行機會主義的行動將更容易被察覺與帶來即時的懲罰，因此較不會輕易採取負面的企業社會責任行動。依據前述

論點，本研究發展假說3如下：

H3：「分析師預測頻率」對家族控制企業與其社會責任績效表現間關係，有正向干擾效果。

八、「機構投資人持股」之干擾效果

投資人對企業所應擔負責任的認知，已由過去追求股東利潤極大化，轉變為應同時符合企業倫理的規範(e.g. Mackenzie & Lewis, 1999)。因此，投資人對企業所累積道德，對企業行為者個人與組織情境的評估，會產生其對企業財務與非財務績效整體表現的知覺與預期，並反映在實際持股的交易行動(Trading Behavior)(Ryan et al., 2001)。

機構投資人因擁有較佳資源優勢與專業決策團隊，且可採取股東行動主義(Shareholder Activism)之能力與影響力較大(Martin et al., 2007)，因此可有效降低企業因人為因素所導致之經營風險。換言之，機構投資人較個別投資人之持股行動為更理性，且其與組織的交換關係是長期導向的分享與承諾，可形成對管理階層道德規範的約束((Morgan & Hunt, 1994; Coleman, 1988; Gedajlovic & Shapiro, 2002)。另外，國內較積極之上市櫃公司常會透過每季法人說明會，將公司營運狀況向投資法人說明，且亦會透過公關部門特別聯繫，以確保與法人間之良好互動與溝通效果；其突顯出機構投資人仍是各上市櫃公司主要拉攏爭取的對象，且其意見甚至足以影響公司之營運方針與經營政策(林志遠, 2002)。換言之，不論是文獻的發現或本文對實務現象的觀察，都反映出組織與機構投資人持股的關係連結，會促進更多精緻的市場知識與情報分享(McEvily & Zaheer, 1999; Yli-Renko, Autio, & Spalenza, 2001)；其符合關係鑲嵌會影響成員彼此間資訊與知識分享程度的概念。

在企業重大舞弊案件對投資人信心之衝擊後，投資人對企業社會責任績效之要求與重視大幅提升(Neubaum & Zahra, 2006; Gedajlovic et al., 2002; Wright, Kroll, & Elenkov, 2002; Johnson & Greening, 1999)。家族控制股東為了吸引機構投資人的青睞，並考量機構投資人之股東行動主義的能力，與其對企業未來財務風險(Financial Risk)與倫理風險⁷(Ethical Risk)的評估能力，組織會更致力於與機構投資人進行彼此間的相互利益協調與合作。機構投資人這些事前的經營決策參與及影響力的發揮，有助於降低不完全契約下的道德危機風險與投機主義發生(Kale, Singh, & Perlmutter, 2000)。前述組織與機構投資人間的強連結關係，除可抑制組織投機行為的發生(Nahapiet et al., 1998)，且在整個營運過程中亦會督促管理當局更謹慎行事(Burt & Knez, 1995)，並均衡各利害關係人之利益，因此會有較佳的企

7 過去文獻依據利害關係人理論的基礎，探討管理當局與股東間關係的研究發現，企業所應擔負的責任已從過去追求股東利潤極大化，轉變為應同時滿足投資人對道德偏好(moral preference)的需求(e.g. Etzioni, 1988; Mackenzie & Lewis, 1999)。

業社會責任績效表現(Preston & Post, 1975; Johnson et al., 1999)。基於前述，本研究發展假說 4 如下：

H4：「機構投資人持股」對家族控制企業與其社會責任績效表現間關係，有正向干擾效果。

參、 研究設計

一、 研究期間與資料收集

國外已經有很成熟的 CSR 資料庫，且作為研究的資料來源，例如 KLD 資料庫(Kinder, Lydenberg, and Domini, Inc.) (Hillman and Keim, 2001)。有關 CSR 議題，大部分學者的共識都會提及產品相關議題、社區關係、環境保護、女性及少數民族議題、勞工關係等議題(Ruf, Muralidhar, Brown, Janney, and Paul, 2001)。Carroll(1979)則指出利害關係人關注的重要議題，涵蓋消費者主義、環境、歧視、產品安全、職業安全與股東等多層面向的社會議題。然而我國並沒有類似 KLD 的完整資料庫，故本文採用國內現階段規模較大，且每年持續調查的天下雜誌最佳企業公民 Top50 之評選為研究樣本來源。

天下雜誌最佳企業公民 Top50 之評選，係由超過 500 位以上產官學的專家學者共同參與，是國內較具代表性與公信力的樣本。本研究將以天下雜誌所公告之 2007-2009 年台灣最佳企業公民之上市櫃公司為實驗組樣本，並依照 1:2 的比例，及控制年、產業別與前一年稅後淨利率篩選出控制組樣本。由於天下雜誌公告名單之績效表現，主要針對各企業前一年度的整體企業社會責任績效表現進行評比，因此本研究期間界定為 2006-2008 年。資料來源包括台灣經濟新報資料庫之財務資料檔、預測資訊-分析師預測模組⁸、公司治理資料檔、天下雜誌與公開資訊觀測站。

二、 變數衡量

(一)、 自變數-家族控制企業

本文探討家族控制股東與小股東之間可能的核心代理問題(蔡信夫等，2003；Claessens et al., 2000；Yeh et al., 2001)。若企業的前 10 大股東或持股超過 5%⁹以上之股東為同一家族成員，則稱為家族控制企業，設置虛擬變數為 1，否則為 0。家族控制企業(FCS)=存在家族控制股東之企業，設置虛擬變數為 1；否則為 0。

(二)、 應變數-企業社會責任績效

企業社會責任績效目前尚無一致之衡量方式，而實務上衡量企業社會責任績

8 本文參考國內相關文獻，多採用台灣經濟新報資料庫-分析師預測模組及券商分析師預測模組，作為市場分析師預測之資料來源(程心瑤與蔡宜芬，2006 年；蔡佳君，賴靜惠與陳育成，2005；陳育成與黃瓊瑤，2001)；其中台灣經濟新報資料庫之預測資訊-分析師預測模組主要收錄財訊及四季報之分析師預測資訊，無法涵蓋所有市場分析師之預測資訊。

9 本文採用 Fan and Wong(2002)對最終控制的定義:持有至少 5%的控制權。

效之排名則大多依循兩大構面，包括：積極改善社會的行動，例如慈善事業的投資，以及有能力抑制負面的社會活動(例如環境汙染保護)等。一般而言，公司若無法達成這兩項目標可能會面臨來自利害關係人或社會的法律、經濟或社會性懲罰(Godfrey, 2005)。天下雜誌之「天下企業公民 Top50」¹⁰的評量，涵蓋四大面向，包括公司治理、企業承諾、社會參與與環境保護的綜合評估，屬於廣泛績效調查。本研究基於利害關係人理論基礎，考量企業永續發展與長期競爭優勢之建立，需兼顧股東與其他利害關係人之利益(Wood, 1991；Clarkson, 1995)，因此將企業社會責任定義為企業為回應利害關係人需求所採行公司治理、企業承諾、社會參與與環境保護行動之整體績效表現。具體衡量方式如下：

企業社會責任績效(CSR)=若被評選為天下企業公民 Top50 之企業則為 1；否則為 0。

(三)、 干擾變數

1. 「資訊揭露透明度」(IT)

本文「資訊揭露透明度」的操作性定義為：企業為暢通證券市場網絡成員之互動溝通，所採行之一切資訊揭露行動。網絡的存在乃基於特定的參與者、目的或事件所連結的一種社會關係形式(Laumann et al., 1978)；證券市場網絡則強調其由資訊傳遞之社會關係所連結的網絡(Cetina, 2005；Lai & Wong, 2002)。證券市場網絡之主管機關推動「上市、上櫃公司資訊揭露評鑑系統」¹¹之行動，主要目的在於促使管理當局自發性揭露營運相關訊息，其依據的評鑑指標涵蓋管理當局與投資人間最主要與及時之訊息溝通內容與管道。若這些訊息溝通內容與管道皆兼具攸關性、可靠性與時效性的資訊交換，則有助於降低投資環境之不確定性。

「上市、櫃公司資訊揭露評鑑系統」¹²是針對企業所採取各種利害關係人溝通管道進行全面性評估，乃管理當局資訊揭露透明度高低之綜合性指標。若企業管理當局越重視如何降低內、外部資訊不對稱程度，藉以建立良好的利害關係人關係，則會積極遵循台灣證券市場主管機關的規範，且形塑自願性資訊揭露的企業文化，因而獲取透明度較佳之評鑑結果。換言之，被評等為較佳資訊透明度之企業，除了遵循法規所需揭露與溝通的資訊外，會有較多自由裁量的利害關係人資訊揭露行動。準此，本研究將「上市、上櫃公司資訊揭露評鑑系統」之評鑑結

10 「天下企業公民 Top50」的實際評分請參閱 <http://www.cw.com.tw/issue/2009csr/2009report-1.jsp> (查訪日期 2010/06/04)。

11 「上市櫃公司資訊揭露評鑑系統」其依據的評鑑指標，主要包括企業資訊揭露中相關法規的遵循情形、揭露時效性，以及預測性資訊、年報(包括：財務及營運資訊透明度、董事會及股權結構)與企業網站之資訊揭露五大類。第三屆及第四屆分別採計九十五項指標與九十八項指標，依評鑑結果區分為 A+級、A 級、B 級、C 級以及 C-級，共 5 級。

12 「上市櫃公司資訊揭露評鑑系統」為了能符合國情，又希望引導國內資訊揭露實務與國際接軌，資訊揭露評鑑系統主要參考國外相關評鑑之指標設計；另一方面亦考量國內市場實際需求與相關法規要求所制定。於九十二年第一次辦理，為國內首次針對上市櫃公司資訊揭露情形所作的透明度評比，採非官方自發性規劃設計，以全體上市櫃公司為評鑑對象，一年辦理一次評鑑。前兩屆屬於初步推行階段，因此不列入本文之研究期間。

果視為「資訊揭露透明度」之代理變數。

本研究依據證基會針對國內上市櫃公司，資訊揭露情形所作的透明度評比結果來分類，由透明度最佳者至最差者之評分等級依序為第 5 級、第 4 級、第 3 級、第 2 級與第 1 級。另依據陳俞如、金成隆、謝存瑞(2009)之分類方式，若企業資訊揭露透明度評等為第 4 與第 5 級，則代表該公司管理當局越重視與投資人建立關係，因此願意採行較多自願性揭露資訊的行動，可與網絡成員有較多資訊的連結，故將之定義為「資訊揭露透明度」相對較高之組別，設虛擬變數為 1；反之，被評等為第 1,2,3 級者則列為「資訊揭露透明度」相對較低之公司，設虛擬變數為 0；具體衡量方式如下：

資訊揭露透明度評等為第 5，4 級，IT=1；

資訊揭露透明度評等為第 3，2 級，1 級，IT=0

2. 「分析師預測頻率」(IC)

本文「分析師預測頻率」的操作性定義為：透過網絡弱連結的資訊連結，可促進網絡成員間訊息擴散與交換的機會。在證券市場中分析師扮演資訊媒介角色，其基於建立意見領袖地位之競爭誘因，會透過公開或私有管道取得大量資訊解讀分析後，決定所要報導盈餘預測的對象(Lang et al., 2004；陳瑞斌、劉立倫、翁慈青，2006)。這些自行創造或摸索出來之經驗、知識，藉由與其他個體之互動、交流，促使該知識外溢(Spill Over)、累積(Accumulate)、或擴散(Spread) (吳宗昇，2004)，成為投資人重要決策資訊來源(Marcus & Wallace, 1991；Lang et al., 2004)。

分析師私有資訊與企業公開資訊之間是互補而非替代的關係(Alford et al., 1999)，其會透過公開與私有資訊加以彙整，並相互驗證與分析解讀後，才決定發佈預測資訊的標的與盈餘內容，此舉將可強化企業公開資訊與分析師私有資訊間之連結(Lee et al., 2002)。此外，奠基於弱連結優勢理論基礎上，每位分析師皆有其各自認同的群眾；組織若能吸引較多分析師之跟隨與評價報導，意謂著管理當局所揭露之資訊，會有較多非重覆性的資訊連結互動，可增加資訊擴散的機會。

另依據現有文獻，分析師報導頻率可充分反映公司所鑲嵌的資訊環境，並發揮影響力(陳瑞斌等，2006)。分析師在與企業的互動過程中，有能力分辨企業是否有誘因隱匿或操縱資訊，進而導致其發布該公司預測評價資訊的意願(陳瑞斌等，2006；Hope, 2003 與 Lang et al., 2004)。本文基於分析師在網絡之資訊媒介角色，企業鑲嵌較高程度的「分析師預測頻率」，會促進資訊傳遞之廣度與效率(Burt, 1992/1997；Marcus et al., 1991；Lang, et al., 2004；Koka & Prescott, 2002)，因此以分析師預測次數為「分析師預測頻率」之代理變數；以樣本公司分析師預測次數平均數作為分組依據¹³，若被分析師預測次數高於整體平均數，則表示組織為鑲嵌

13 例如，丁秀儀(2009)探討“公司治理是否受到機構投資人的青睞”時，即依各公司治理變數的

較高程度的「分析師預測頻率」企業，設虛擬變數為 1；若分析師預測次數低於平均數，則表示組織為鑲嵌較低程度的「分析師預測頻率」企業，設虛擬變數為 0。

「分析師預測頻率」(IC)=若組織被分析師預測的次數高於平均數，則 IC=1；否則為 0。

3. 「機構投資人持股」(TR)

本文「機構投資人持股」的操作性定義為：鑲嵌於證券市場社會網絡中的強連結，是投資人對企業管理當局與組織制度，包括財務與非財務績效整體表現的正面期待，所採行的實際持股行動。從互動的觀點，信任關係可促使精緻資訊的分享，藉由資源的交換與整合可創造價值(Nahapiet et al., 1998)。在信任的基礎下，互動的雙方具有互惠關係，亦即行動的一方承擔義務或責任，另一方必定會獲得回報，因此可發展合作關係。一旦機構投資人採取投資行動後，會持續監控公司之實際經營績效與原先發布預測之結果。若公司所揭露資訊能累積機構投資人對公司未來成長潛力之足夠且正面的期待，則會透過新增持股或持續持股來維持與鞏固彼此關係。

由實務現象觀察，機構投資人之操作模式較傾向長期持股(Graves & Waddock, 1994; Johnson et al., 1999)，且越來越重視社會性績效之表現；另由證交所公佈之統計數值來看，台灣證券市場個別投資人之持股比例雖高，但在個別交易量的影響力上卻微乎其微；反觀機構投資人佔上市公司資本來源比重相對較高，且持股週轉率相對較小，印證了機構投資人傾向長期佈局投資之實務現象(數位時代專刊，2006)¹⁴。

本文採取關係鑲嵌的觀點，強調網絡成員間強連結(Strong Tie)可產生資訊監督的利益與發揮事前參與之影響力。由於機構投資人擁有較佳之資源優勢與專業決策團隊，且其可採取之股東行動主義能力與影響力較大(Martin et al., 2007)，因而可有效降低企業因人為因素而產生之經營風險。此外，企業基於融資目的，亦不敢輕忽機構投資人潛在之龐大力量，因此在整個營運過程中的行動會更謹慎。本文以機構投資人年平均持股率做為企業所鑲嵌「機構投資人持股」的代理變數；以樣本公司之「機構投資人持股」平均數作為分組依據，設置虛擬變數。若組織的機構投資人年平均持股率高於平均數，則為鑲嵌較高程度「機構投資人持股」的企業，設為 1；若機構投資人年平均持股率低於平均數，則為鑲嵌較低程度「機構投資人持股」的企業，設為 0，具體衡量方式如下：

「機構投資人持股」(TR)=若組織的機構投資人年平均持股率高於平均數，則 TR=1；否則為 0。

平均數將樣本劃分為高低兩群進行比較。

14 數位時代，2006.7.11，像股市四大天王說拜拜，迎接法人時代-你不能不知道的股市新趨勢。
http://www.bnxt.com.tw/special_mag/2002_02_15/2002_02_15_537.html(查訪日期 2008/09/23)。

(四)、 控制變數：

董事會為企業的核心內部治理機制，董事會主要的角色是監督企業的管理當局，並解決管理當局與外部股東間的代理問題(Aggarwal & Nanda, 2004)。相關的研究發現，董事會規模愈大時，董事會的利益範圍較廣，較能在中立的立場下決定經理人的去留，可避免雙方私相授受，這些都有助於提高組織的經營績效(Zahra & Pearce, 1989)。此外，外部獨立董事的地位比較獨立，能以專家或客觀的角度來評估管理當局的決策，並能做成獨立公正的監督與客觀的決策(Davis & Kay, 1993)，因此，本研究亦加入外部獨立董事席次作為控制變數。

規模、風險及產業別亦會影響組織的財務績效與社會性績效(Ullman, 1985；Waddock & Graves, 1997)，因為相對於小規模公司而言，大規模公司受到較多外部關注，因此亦須以較公開的方式來回應利害關係人的需求；本文以員工人數作為規模控制變數的衡量指標。再者，管理者的風險忍受度會影響其對組織採行活動的態度，例如：污染防治計畫需先支出金額，但其對成本節省或避免潛在罰款的效益在未來才會呈現出來；本文依據 Waddock & Graves (1998)之衡量方式，以負債比作為管理者的風險忍受度的代理變數。另外，不同產業別所重視之企業社會責任議題亦會不同；例如，高污染產業對環境保護之壓力相較於低污染產業為大(Waddock & Graves, 1998)。本文在尋找配對樣本時，即以 TEJ 產業別前二碼作為產業因素的控制。最後，前一期獲利率亦會影響企業社會績效(Graves & Waddock, 1994)，因此在尋找配對樣本時以相同產業中前一期獲利率最接近的企業為配對樣本選樣標準。

綜上所述，本研究將董事會規模、公司規模、外部獨立董事席次、負債比率、前一期獲利率，列入迴歸模式作為控制變數，衡量方式分別說明如下：

- (1). 董事會規模(CV1)=董監事總人數
- (2). 公司規模(CV2)= $\ln(\text{員工人數})$
- (3). 外部獨立董事席次(CV3)=外部獨立董事總人數
- (4). 負債比率(CV4)=負債/總資產
- (5). 前一期獲利率(CV5)： $t-1$ 期稅前淨利/營業收入淨額

肆、 實證結果

一、 樣本資料敘述統計分析

天下雜誌所公告之 2007-2009 年天下企業公民 Top50 共 150 家，扣除外商企業樣本家數 30 家，實驗組樣本共 120 家。本文考量企業社會責任觀念與實際行動的落實，在國內仍處於初步萌芽的推動階段，實際資本市場上企業社會責任績效相對較佳與較差公司家數的比率差異較大，因此以每 1 家社會責任績效較佳公司，配對 2 家企業社會責任績效相對較差公司(控制組樣本共 240 家)，以避免實證結果

過於樂觀的偏誤(Manski and Lerman 1977；林嬋娟與張哲嘉，2009)。本研究實驗組加上控制組原有樣本共 360 家，刪除資料庫變數缺失值 16 家後，最後樣本數為 344 家；表 1 為樣本篩選過程。

表 1 樣本篩選過程

項目	樣本家數
2007-2009 年公告天下企業公民 Top50	150
減:外商企業家數	(30)
實驗組總家數	120
加:配對控制組總家數	240
實驗組+控制組總家數	360
資料庫變數缺失值	(16)
最後樣本數	<u>344¹⁵</u>

表 2 是各變數敘述統計值；本研究採實驗組(企業社會責任績效相對較佳企業)與控制組(企業社會責任績效相對較差企業)1:2 之配對比例，所得結果 CSR 平均數為 0.3459。家族控制股東之企業(FCS)約占全部樣本的 1/3 以上(平均數=0.3721)。Lipton and Lorsch (1992)研究指出，董事會規模與公司績效之間可能存在非線性關係的論點，若董事會規模人數超過 7-8 人，則容易受到管理當局的控制。本研究樣本之董事會規模(CV1)平均數為 10.6773，相對而言規模較大。

表 2 各變數之敘述統計值

變數	最小值	最大值	平均數	標準差
CSR	.00	1.00	.3459	.47636
FCS	.00	1.00	.3721	.48407
CV1	6.00	26.00	10.6773	3.51887
CV2	.00	5.00	1.1860	1.44893
CV3	2.63	98.62	44.0823	21.02118
CV4	-7.35	44.66	10.7453	9.08115
CV5	2.30	12.85	7.9858	1.69361
IT	0.00	1.00	0.4799	0.50043
IC	0.00	1.00	0.5681	0.49616
TR	0.00	1.00	0.4985	0.50075

CSR: 虛擬變數，企業社會責任績效相對較佳企業設為 1，相對較差者設為 0

15 最後實證樣本共 344 家公司，其中屬於上市公司樣本共計 328 家公司，佔總樣本數之 95.35%，此現象係因國內企業社會責任概念尚屬萌芽階段，因此實驗組的獲獎企業以上市公司為主(e.g. Fang et al., 2010)，而依據實驗設計方法控制年、產業別與前一年稅後淨利率篩選出的控制組樣本，亦以上市公司為主；換言之，本研究樣本主要為國內上市公司所組成。為進一步確認本研究樣本的代表性，本文統計截至 2008 年 12 月證交所之資料顯示，上市公司總家數 737 家，屬於電子業之公司數佔 48%，而本研究樣本共 344 家，其中屬於電子工之公司數佔 49%，因此與實際母體樣本分佈趨於一致。

FCS: 虛擬變數，為家族控制企業設為 1，否則為 0

CV1: 董事會規模；CV2: 公司規模；CV3: 外部獨立董事席次；CV4: 負債比率

CV5: 前一期獲利率；

IT: 「資訊揭露透明度」

IC: 「分析師預測頻率」

TR: 「機構投資人持股」

二、Logistic 迴歸分析

表 3 為本研究各假說的實證檢測結果彙整。本文在模型的適合度檢定方面，採用 Omnibus 檢定、Hosmer-Lemeshow(以下簡稱 H-L)適合度指標，並以 Wald 卡方統計量進行 Logistic 迴歸係數顯著性的檢定。由表 5 可知，各模型的 Omnibus 檢定值皆達顯著水準，表示加入自變數對應變數有明顯影響。另外，各模型的 H-L 檢定值皆未達顯著水準，表示模型配適度佳。

Model 1 之 Logistic 迴歸模型的檢測結果發現，家族控制企業與其社會責任績效表現間存在正向且顯著的關係(β 值為 .905)。此實證結果意味著，家族控制股東基於永續經營與累積良好利害關係人關係資源的誘因與行動能力，會有較佳企業社會責任績效表現的機率，且顯著高於非家族控制股東的企業，假說 1 獲得支持。此發現與林嬋娟等(2009)之研究結果有類似的意涵，亦即不論由消極的抑制舞弊發生，或是積極實踐企業社會責任行動的觀點，我國家族企業都比非家族企業更傾向支持「利益收斂假說」的觀點。

假說二檢測企業所鑲嵌「資訊揭露透明度」不同，是否會干擾家族控制企業與其社會責任績效表現間之關係。Model 2a 之 Logistic 迴歸模型顯示，當企業鑲嵌較高程度「資訊揭露透明度」(IT =1)時，相較於非家族控制的企業，存在家族控制股東的企業有較佳社會責任績效表現的機率顯著較高(β 值為 1.334)。然而，model 2b 之 Logistic 迴歸模型顯示，當企業鑲嵌較低程度「資訊揭露透明度」(IT =0)時，不論是否為家族控制的企業，兩群在企業社會責任績效的表現並無顯著不同 (β 值為 .568)。

此實證結果顯示，企業所鑲嵌的「資訊揭露透明度」(IT)不同時，家族控制企業與其社會責任績效表現之間的關係亦會不同，假說二獲得支持。此發現意味著，當企業所鑲嵌「資訊網絡透明度」之程度較高，家族控制股東基於組織所處網絡資訊中心性可帶來溝通成本效益考量，會提高組織對企業社會責任的自主性與自覺性；由於家族控制股東與非控制股東之間的利益獲得更多的調和，彼此利益會越趨於一致，所以企業有較佳社會責任績效的表現。

假說三檢測企業「分析師預測頻率」，是否會干擾家族控制企業與其社會責任績效表現間的關係。Model 3a 之 Logistic 迴歸模型之實證結果發現，當企業有較高程度「分析師預測頻率」(IC =1)時，相較於非家族控制股東的企業，家族控制股

東的企業其社會責任績效表現較佳的機率顯著為高(β 值為 1.205)。然而，Model 3b 的 Logistic 迴歸模型檢測結果則發現，當企業所鑲嵌「分析師預測頻率」之結構鑲嵌程度較低時(IC =0)，不論是否為家族控制企業，兩群在企業社會責任績效的表現並無顯著差異(β 值為.691)，假說三獲得支持。此結果意謂著企業有較高程度「分析師預測頻率」時，可以發揮資訊連結、擴散效應與訊息媒介效果；也就是說，企業有較佳「分析師預測頻率」之鑲嵌優勢地位時，更能發揮有價值資訊的外溢效果，能促使家族控制股東更積極善盡企業社會責任，有較佳的社會責任績效表現。

假說四檢測企業所鑲嵌「機構投資人持股」，是否會干擾家族控制企業與其社會責任績效表現間的關係。Model 4a 之 Logistic 迴歸模型實證結果顯示，當企業所鑲嵌「機構投資人持股」(TR =1)較高時，相較於非家族控制企業，家族控制企業有較佳社會責任績效表現的機率顯著較高(β 值為.982)。然而，Model 4b 之 Logistic 迴歸模型檢測結果則發現，當企業所鑲嵌的「機構投資人持股」關係鑲嵌程度較低時(TR =0)，不論是否為家族控制企業，兩群在較佳企業社會責任績效的表現機率上，並無顯著差異 (β 值為 1.334)，假說四獲得支持。

此實證結果意味著，當企業擁有較高程度「機構投資人持股」時，會兼負更高的社會期望，家族控制股東為了回應此強連結所產生的監督力量，以及建立資本市場融資優勢目的，企業必須做到自我規範、約束與控制，以更高的道德標準作為組織營運的行為準則，並進行事前的資源佈署行動與執行程序的監控管理，因此有較佳的企業社會責任績效表現。

控制變數方面，由表 3 的實證結果顯示，董事會規模、公司規模、外部獨立董事席次及與前一期獲利率皆與企業社會責任績效呈現顯著正向的關係，與過去文獻的發現一致。意謂著董事會是企業的核心內部治理機制，可扮演監督企業管理當局的角色，並解決管理當局與外部股東之間的代理問題，並能提升經營決策的品質，因而能夠提升企業整體營運績效的表現(Aggarwal & Nanda, 2004；Pfeffer & Salancik, 1978；Zahra & Pearce, 1989)。外部獨立董事的地位比較獨立，能以專家或客觀的角度來評估管理當局的決策，可發揮監督與控制其他董事及管理當局的機會主義行為的功能，且不容易產生自利的行為，並能做成獨立公正的監督與客觀的決策，對於提升公司的整體績效有助益(Davis & Kay, 1993；Jensen & Meckling, 1976)。此外，大規模公司受到較多外部關注，因此會投入較多提昇組織財務與社會績效的活動(Ullman, 1985；Waddock & Graves, 1998)，而前一期獲利率較佳則有較多可分配資源，因此反應在較佳的企業社會績效表現(Graves & Waddock, 1994)。

表 3 Logistic 迴歸模型檢測結果

	假說一	假說二	假說三	假說四			
應變數(CSR)							
自變數	Model 1	Model 2a(IT =1)	Model 2b(IT =0)	Model 3a (IC =1)	Model 3b (IC =0)	model 4a (TR =1)	model 4b (TR =0)
FCS	.905***	1.334***	.568	1.205***	.691	.982***	1.334
控制變數							
CV1	.062	.055	.019	.138***	-.152	.081**	.049
CV2	.618***	-.112	.678***	.162	.297**	.292***	.030
CV3	.248***	.010	-.022	.005	.026**	-.003	-.004
CV4	.000	.037	-.040	.021	-.025	.003	.012
CV5	.013	.508***	.720***	.407***	.859***	.592***	.380
Omnibus 檢 定(卡方值)	84.498***	29.632***	38.581***	36.471***	47.661***	49.901***	25.498***
H-L檢定 卡方值	2.245	13.645	6.088	7.926	4.870	6.863	4.651
註：***表p<0.001；**表p<0.01；*表p<0.05 其餘變數定義同表2							

伍、 結論

本研究以天下雜誌所公告之 2007 至 2009 台灣最佳企業公民之國內上市櫃公司為實驗組樣本，並依照 1:2 的比例，以及控制年、產業別與前一年稅後淨利率篩選出控制組樣本。除檢測家族控制企業與其社會責任績效表現之關聯性外，並驗證組織鑲嵌之「資訊揭露透明度」、「分析師預測頻率」，以及「機構投資人持股」的程度差異，對家族控制企業與其社會責任績效表現間關係的干擾效果。根據實證結果，本文的研究架構所提出的假說皆成立，足以顯示本文的理論概念適用於證券市場的情境。以下針對本文的研究發現提出一些結論、理論意涵及研究建議。

一、 結論與討論

本研究對企業社會責任績效的衡量，包括財務與非財務的不同面向，探討家族控制企業與其社會責任績效間之關係。此外，本文考量證券市場主要是由訊息流動所建構的社會網絡結構，進一步引入社會網絡理論的鑲嵌概念，除可詮釋組織所鑲嵌「資訊揭露透明度」、「分析師預測頻率」，以及「機構投資人持股」之差異，對家族控制股東行動動機的可能影響外，亦能說明資訊連結社會網絡所鑲嵌的重要特性，在公司治理體系所扮演的角色。以下是本文的重要發現：

- (一)、 本研究實證結果發現，家族控制企業與其社會責任績效表現，存在正向且顯著的關係，除可呼應林嬋娟等(2009)由企業發生舞弊機率之角度進行實證，獲致我國家族企業傾向支持「利益收斂假說」之論點外，本文由企業

社會責任績效表現之不同角度切入，亦支持國內家族控制企業比非家族控制企業，基於家族控制股東與非控制股東之間的利益獲得較多調和，因此有較佳社會責任績效表現的機率較高。

- (二)、企業有較高程度之「資訊揭露透明度」時，家族控制企業比非家族控制企業有更高機率達成較佳的社會責任績效。依據結構鑲嵌觀點，主張連結中心性會影響與其他成員連結數目的多寡，進而影響資訊的交流程度，因此本文發現組織有較高程度之「資訊揭露透明度」時，可帶來組織與投資人間較即時與直接的資訊溝通效果，因此可促進家族控制企業對其所應擔負社會責任的自主性與自覺性，進而反映在具體的社會責任作為(廖婉鈞等，2009)。
- (三)、企業有較高程度之「分析師預測頻率」時，家族控制企業比非家族控制企業有更高機率達成較佳的社會責任績效。依據弱連帶優勢理論主張企業若擁有較多鬆散的網絡結構連結，則可有較多非重複性資訊交流的機會(羅家德，1997)，且成員間的資訊移轉會較快速與廣泛(Granovetter, 1973)，本文發現組織有較高程度之「分析師預測頻率」時，基於分析師在資訊流動連結所形成之社會網絡中，可扮演資訊媒介角色(結構洞)，擔任調節資訊流動的任務，這些弱連結的非重覆性連結特性，會將企業正面或負面營運評價，傳遞給更廣泛的投資人，因此可增強家族控制企業積極採行社會責任行動之動機。
- (四)、企業有較高程度之「機構投資人持股」時，家族控制企業比非家族控制企業，有更高機率達成較佳的社會責任績效。依據關係鑲嵌的強連結概念，強調其會影響成員資訊與知識分享的意願，本文發現組織較高程度之「機構投資人持股」，會被賦予更高層次的社會期望與道德義務；企業為了回應此強連結所產生的強大監督力量以及建立資本市場融資優勢目的，必須做到自我規範、約束與控制，並以更高的道德準則來作為組織營運之行為規範。這些事前的資源佈署行動、組織道德文化塑造，以及日常營運執行程序的監控管理，都會正面影響企業社會責任績效。

二、 理論意涵

目前有關公司治理對組織績效影響之財會文獻，多以股東財富極大化觀點衡量企業社會責任績效；本文則以利害關係人角度衡量企業整體社會責任績效，應更能符合目前企業所處經營環境之發展趨勢與企業社會責任的國際潮流(e.g. Chrisman & Litz, 2004；Daily & Dollinger, 1992)。此外，本文考量組織在證券市場資訊網絡之鑲嵌特性，將代理問題與社會網絡理論整合，應用至家族控制企業對其社會責任績效的現象觀察，可解釋組織在證券市場社會網絡鑲嵌之特性，其在公司治理體系所扮演的角色。

社會網絡理論視社會結構為一群人或組織間關係的連帶，網絡之組成至少包括成員(actor)、成員間關係(Relationship)與成員間連帶途徑(tie)三種要素(Mitchell, 1969)。Granovetter (1973)最早將社會網絡理論應用於人際間社會連結對工作尋找影響的現象解釋；其將資訊的散佈(Dissemination)視為社會連結對行動結果產生影響的一種隱性機制(Implicit Mechanism) (Lai et al., 2002)。本文探討的證券市場運作，是由多方所建構的複雜社會網絡關係；例如，企業管理當局的資訊揭露是一種企業價值資訊的直接散佈行動，意圖影響利害關係人認知與行動(Healy et al., 2001；吳宗昇等，2003)。另外，分析師的盈餘預測報導與評價報告，則是一種間接性的企業價值資訊傳遞行動。最後，機構投資人與企業間的精緻資訊交換，則是建構於雙方資金需求與供給的契約關係上。換言之，資訊是支撐整個證券市場運作之有價值與稀少的資源(Lai et al., 2002)，且成員的行動是鑲嵌於多方資訊連結的互動結構中，若能從社會網絡探討證券市場運作的現象，將能彌補過去財會理論在公司治理課題上無法提出一個完整模型之缺憾。以下說明本文的理論貢獻：

- (一)、企業資訊揭露一直是公司治理重要的議題之一，其本質在於企業如何藉由資訊揭露之行為來提昇公司透明度，以與利害關係人保持良好互動。而資訊揭露與訊息傳遞在證券市場社會網絡中，可引發資訊取得(Access)、即時性(Timing)與資訊運用等後續活動，此即為鑲嵌的概念。本文連結社會網絡理論（管理領域）與證券市場議題的研究（財會領域），除可促進兩個不同領域的對話外，亦能豐富資本市場與社會網絡文獻。
- (二)、社會網絡的鑲嵌概念可對企業環境營運產生創造資訊價值的誘因，亦可緩和代理成本。因此，本文整合代理理論與社會網絡理論，將具有網絡鑲嵌特性之「資訊揭露透明度」、「分析師預測頻率」，以及「機構投資人持股」等三個重要變數視為干擾變項，較傳統單獨由代理理論來探討公司治理的議題，更能解釋組織行為的異質性，以完整詮釋家族控制股東的行為動機與可能的行動考量因素。此觀點亦可與世界銀行所提出“藉由社會所建立的市場規範，提供企業誘因以達成企業社會責任機制”的公司治理觀點相呼應。
- (三)、過去研究忽略組織運作是鑲嵌在社會脈絡下，本文引入社會網絡之鑲嵌概念，用以解釋對行動者行為的影響，可驗證社會網絡理論的鑲嵌概念，在證券市場研究情境的適用性。此外，公司治理有關代理問題對公司績效影響之研究，所獲得之結論仍很模糊，本文加入具有社會網絡鑲嵌特性的變數並探討其對家族控制與其社會責任績效間關係的干擾效果，應可釐清這些現象的爭議。

三、 實務管理意涵

在實務管理意涵方面，依據本文之研究發現，分別對投資人、企業管理者與

政府主管機關提出下列建議：

家族控制企業比非家族控制企業，有更高機率表現出較佳的社會責任績效。投資人若偏好持有企業社會責任概念之投資標的時，可由家族控制股東之企業中進行篩選。

組織的資訊揭露需要建置制度，並指派專人負責資料的整理、分析與公告等，雖然這些都要持續投入成本，然由組織鑲嵌較佳資訊中心性地位可產生的資訊溝通效益來看，這些資訊連結將有助於組織建立最新的社會責任知覺，並佈署資源因應之，因此對企業永續發展有助益。

分析師處於證券市場社會網絡之結構洞地位，藉由弱連結的連結可創造較佳非重覆性資訊連結，以及較佳訊息擴散效果。換言之，分析師評價報告可同時扮演企業正面與負面資訊的槓桿傳遞的功能，對企業投機行為可產生事前監督與事後及時懲戒的效果。未來政府主管機關在修訂公司治理體系時，可進一步思考如何強化專業分析師產業的發展，以發揮分析師在公司治理體系的積極角色。

另外，依據 Lazarsfeld, Berelson, & Gaudet (1948)所提出的溝通模式(Model of Communication)指出，意見領袖(Opinion Leaders)可扮演資訊有效傳遞的角色，並影響其它成員的行動。證券市場中的機構投資人有較佳的資源優勢及專業決策團隊，其可採取之股東行動主義能力與影響力皆較大(Martin et al., 2007)，且機構投資人也是推動企業具體實踐社會責任的重要力量。國外企業社會責任基金的設置已有很長時間，例如，歐洲 ASPI 指數(The ASPI Eurozone)，美國道瓊永續性指數(DJSI World)，美國那司達克社會指數(KLD-Nasdaq Social Index KLD-NSI)，以及英國金融時報指數(FTSE4 Good)。反觀台灣資本市場，目前僅存在一檔以“企業社會責任”概念為投資主題的股票型基金(富邦台灣企業社會責任基金)。國內主管機關或許可朝此方向思考，如何透過此市場鑲嵌的機制，提供誘因以增強企業自發性落實社會責任的動機。

四、 研究限制與未來研究建議

本文藉由資訊連結的社會網絡觀點，探討有鑲嵌特性的重要變數(資訊揭露透明度、分析師預測頻率，以及機構投資人持股)，對家族控制企業與其社會責任績效表現間關係之干擾效果。未來研究或可進一步探討這些鑲嵌特性的相對影響力。另外，從主、代理人之關係來看，當組織採用專業經理人的經營模式時，大股東會同時扮演主理人與代理人的雙重角色。未來研究亦可探討當控制股東同時兼具主、代理人的雙重身分時，這些網絡鑲嵌的特性對其社會責任行動的影響。最後，由於國內尚未建置完整的企業社會責任資料庫，無法取得評鑑的實際分數。本文僅以天下雜誌公布台灣最佳企業公民的上市櫃公司為樣本來源，因此研究結果能否一般化推論至其他中小企業，亦有待未來研究進一步釐清。

參考文獻

- 丁秀儀，2009。公司治理是否受到機構投資人的青睞，管理學報，26 卷 3 期，233-253。
- 方世榮、黃瓊瑤、陳育成，2008。投資人回應企業網站資訊揭露訊號模型-代理理論與關係行銷的觀點，中原企管評論，6 卷 1 期，99-114。
- 王慧馨，2006/07/05。公司治理幫企業走遠路，經濟日報。
- 吳宗昇，2006。何謂市場？對 Knorr Cetina 理論的評介，政治與社會哲學評論，16 期，207-249。
- 吳宗昇、高承恕，2003。股票市場中的資訊-知識與社會限制：散戶的世界，2003 年台灣社會學年會，政治大學。
- 吳松齡，2007。企業倫理-開創卓越的永續經營磐石，滄海書局，臺中市。
- 李德治與童惠玲，2009。多變量分析，雙葉書廊有限公司，台北市。
- 林嬋娟、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，48 期，1-33。
- 金成隆與陳俞如。2006，公司治理與專利權：台灣新興市場，管理學報，23 卷 1 期，99-124。
- 翁望回，黃俊英、劉水深，1988。企業正當性之實證研究-社會責任的觀點，管理評論，153-172。
- 張苙雲、譚康榮，1999。網絡台灣—企業人情關係與經濟理性，收錄於張苙雲(編)，形成產業網絡，台北：遠流，17-64。
- 陳俞如、金成隆、謝存瑞，2009。海外投資與盈餘品質：資訊不對稱觀點，管理學報，26卷4期，353 -376。
- 陳瑞斌、劉立倫、翁慈青，2006。公司治理與分析師預測誤差／離散性關係之研究，台灣金融財務季刊，7 卷 3 期，53-93。
- 葉銀華，1998。家族控股集團、核心企業與報酬互動之研究—台灣與香港證券市場之比較，中山管理評論，18 卷 2 期，59-86。
- 廖婉鈞、林月雲、虞邦祥，2009。知覺組織利害關係人重要程度與組織績效之關係：企業責任作為之中介效果，管理學報，26 卷 2 期，213-232。
- 蔡信夫、鍾惠民、林詩韻，2003。控制股東代理問題與盈餘資訊內涵之關聯性研究-以台灣上市公司為例，當代會計，4 卷 2 期，143-168。
- 蔡柳卿，2006。相對績效評估與高階主管薪酬：論產業競爭程度之影響，管理評論，25 卷 1 期，69-94。
- 羅家德，1997。網絡分析的應用：專訪美國 Carnegie Mellon University Professor David Krackhardt，中山管理評論，5 卷 2 期，227-232。

- Adler, P. S. and Kwon, S.W., 2002. Social capital: prospects for a new concept, *The Academy of Management Review*, 27(1), 17-40.
- Aggarwal, R. K. and Nanda, D., 2004. Access, common agency and board size, SSRN Working Paper.
- Alford, A.W. and Berger, P., 1999. A simultaneous equations analysis of forecast accuracy, analyst following, and trading volume, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 14(3), 219-46.
- Alia, A., Chen, T. Y., and Radhakrishnan, S., 2007. Corporate disclosures by family firms, *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 238-286.
- Baginski, S. P. and Hassell, J. M., 1990. The market interpretation of management earnings forecasts as a predictor of subsequent financial analyst forecast revision, *Accounting Review*, 65(1), 175-190.
- Banfield, E.C., 1958, *The moral basis of a backward society*. Glencoe, IL: Free Press.
- Bowen, H., 1953, *Social Responsibilities of the Businessman*. New York: Harper.
- Burt, R. S. and Knez, M., 1995. Kinds of third-party effects on trust, *Rationality & Society*, 7, 255-293.
- Burt, R. S., Gabbay, S. M., Holt, G., and Moran, P., 1994. Contingent organization as a network theory: the culture-performance contingency function, *Acta Sociologica*, 37(4), 345-370.
- Burt, R.S., 1992, *Structural holes: The social structure of competition*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Burt, R.S., 1997. The contingent value of social capital, *Administrative Science Quarterly*, 42, 339-365.
- Bushman, R. M. and Smith, A. J., 2001. Financial accounting information and corporate governance, *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Carroll, A. B., 1979. A three-dimensional conceptual model of corporate performance, *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Carroll, A. B., 1991. The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders, *Business Horizons*, 34(4), 39-48.
- Cetina, K. K., 2005. *How are global markets global? The architecture of a flow world*. In Karin Knorr Cetina and Alex Preda (eds). *The sociology of financial market*, Oxford University Press.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H., and Litz, R. A., 2004. Comparing the agency cost of family and non-family firms. *Entrepreneurship, Theory & Practice*, 28(4), 335-354.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L. H. P., 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporation, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., and Lang, L. H. P., 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders, *Journal of Finance*, 57, 2741-2771.

- Clarkson, M. B. E., 1995. A stakeholder framework for analysing and evaluating corporate social performance, *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Coleman, J. S., Katz, E., and Menzel, H., 1966. *Medical innovation : A diffusion study*. Indianapolis: Bobbs-Merrill.
- Coleman, J., 1988. Social capital in the creation of human capital, *American Journal of Sociology*, 94, 95-120.
- Cox, P., Brammer, S., and Millington, A., 2004. An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance, *Journal of Business Ethics*, 52, 27-43.
- Cox, P., Brammer, S., and Millington, A., 2004. An empirical examination of institutional investor preferences for corporate social performance, *Journal of Business Ethics*, 52(1), 27-43.
- Daily, C. M. and Dollinger, M. J., 1992. An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms, *Family Business Review*, 5(2), 117-136.
- Davis, E. and Kay, J. 1993. *European mergers and merger policy*. New York : Oxford University Press.
- Deckop, J. R.; Merriman, K. K. and Gupta, S., 2006. The effects of CEO pay structure on corporate social performance, *Journal of Management*, Vol. 32, No. 3, 329-342.
- Dyer, W. G. and Whetten, D. A., 2006. Family firms and social responsibility: preliminary evidence from the S&P 500, *Entrepreneurship Theory & Practice*, 30(6), 785-802.
- Eisenhardt, K. M., 1989. Agency theory: an assessment and review, *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Etzioni, A. 1988. *The Moral Dimension*. New York: Free Press.
- Fama, E. F., 1980. Agency problems and the theory of the firm, *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fan, J. P. H. and Wong, T. J., 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia, *Journal of Accounting & Economics*, 33, 401-425.
- Fang, S. R., Huang, C. Y., and Huang, W. L., 2010. Corporate Social Responsibility Strategies, Dynamic Capability and Organizational Performance: Cases of Top Taiwan-selected Benchmark Enterprises. *African Journal of Business Management*, 4(1), 120-132.
- Fombrun, C. J., 1996. *Reputation: Realizing value from the corporate image*. Boston: Harvard Business School Press.
- Friedman, M., 1970. The social responsibility of business is to increase its profits, *New York Yunes Magazine*, September 13, 32-33, 122, 124, 126.
- Gedajlovic, E. and Shapiro, D. M., 2002. Ownership structure and firm profitability in

- Japan, *Academy of Management Journal*, 45, 565-575.
- Gelb, D. S. and Strawser, J. A., 2001. Corporate social responsibility and financial disclosures: An alternative explanation for increased disclosure, *Journal of Business Ethics*, 33, 1-13.
- Godfrey, P. C., 2005. The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective, *Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.
- Goodpaster, K. E., 1991. Business ethics and stakeholder analysis, *Business Ethics Quarterly*, 1(1), 53-73.
- Granovetter, M., 1973. The strength of weak ties, *American Journal of Sociology*, 78, 1360-80.
- Granovetter, M., 1985. Economic action and social structure: the problem of embeddedness, *American Journal of Sociology*, 91, 481-510.
- Granovetter, M., 1992. *The sociological and economic approaches to labor market analysis: A social structure view*. In: M. Granovetter and R. Swedberg(Ed.), *The Sociology of Economic Life*, Boulder: Westview Press.
- Graves, S. B. and Waddock, S. A., 1994. Institutional owners and social performance, *Academy of Management Journal*, 37, 1034-1046.
- Gulati, R., 1998. Alliances and networks, *Strategic Management Journal*, 19, 293-317.
- Hart, S., 1997. Beyond greening: strategies for a sustainable world, *Harvard Business Review*, 75, 66-76.
- Healy, P. M. and Palepu, K. G., 2001. Information asymmetry, corporate disclosure and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hillman, A. J. and Keim, G. D., 2001. Shareholder value, stakeholder management and social issues: What's the bottom line, *Strategic Management Journal*, 22, 125-139.
- James, S., 2008. Corporate governance and environmental performance: Industry and country effects, *Competition & Change*, 12(4), 328-354.
- Jensen, M. C. and Meckling, W., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Johnson, R. A. and Greening, D. W., 1999. The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance, *Academy of Management Journal*, 42, 564-576.
- Jones, T. M., 1995. Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics, *Academy of Management Review*, 24, 206-221.
- Kale, P., Singh, H., and Perlmutter, H., 2000. Learning and protection of proprietary assets in strategic alliances: Building relational capital, *Strategic Management Journal*, 21, 17-237.
- Kanter, R. M., 1999. From spare change to real change: the social sector as beta site for

- business innovation, *Harvard Business Review*, 77, 122-132.
- Kogut, B. and Zander, A., 1992. Knowledge of the firm, combinative capabilities, and the replication of technology, *Organization Science*, 3(3), 383-397.
- Koka, B. and Prescott, J. E., 2002. Strategic alliance as social capital: a multinational view, *Strategic Management Journal*, 23, 795-816.
- Kotler, P. and Lee, N., 2005, *Corporate social responsibility: Doing the most good for your company and your cause*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Kourula, A. and Halme, M., 2008. Types of corporate responsibility and engagement with NGOs: an exploration of business and societal outcomes, *Corporate Governance*, 8(4), 557-570.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lai, G. and Wong, O., 2002. The tie effect on information dissemination: the spread of a commercial rumor in Hong Kong, *Social Networks*, 24(1), 49-75.
- Lang, M. H., Lins, K. V., and Miller, D. P., 2004. Concentrated control, analyst following and valuation: Do analysts matter most when investors are protected least? *Journal of Accounting Research*, 42(3), 589-623.
- Laszlo, C., 2003. *The sustainable company: How to create lasting value through social and environmental performance*. Washington: Island Press.
- Laumann, E. O., Galaskiewica, J., and Marsden, P. V., 1978. Community structure as inter-organizational linkages, *Annual Review of Sociology*, 4, 455-484.
- Lazarsfeld, P.F., Berelson, B., Gaudet, H., 1948, *The People's Choice*. Columbia University Press, New York.
- Lee, J. Z. and Chou, J. D., 2002. The relationship between management reputation and the informativeness of voluntary earnings forecast, *The International Journal of Accounting Studies*, 34, 77-99.
- Lipton, M., Lorsch, J. W., 1992. Modest Proposal for Improved Corporate Governance, *Business Lawyer*. 48(1), 59-77.
- Mackenzie, C. and Lewis, A., 1999. Morals and markets: The case of ethical investing, *Business Ethics Quarterly*, 9, 439-452.
- Mackey, A., Mackey, T. B., and Barney, J. B., 2007. Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies, *Academy of Management Review*, 32, 817-835.
- Manski, C. F. and Lerman, S. R., 1977. The estimation of choice probabilities from choice based samples, *Econometrica*, 45, 1977-1988.
- Marcus, B. and Wallace, S., 1991. *Competing in the new capital markets: Investor relations strategies for the 1990s*, Harper Business, New York, NY.
- Martin, R. and Nisar, T. M., 2007. Activist investment: Institutional investor monitoring of portfolio companies, *Management Decision*, 45(5), 827-840.

- McEvily, B. and Zaheer, A., 1999. Bridging ties: A source of firm heterogeneity in competitive capabilities, *Strategic Management Journal*, 20(2), 1133-1156.
- McWilliams, A., Siegel, D.S., and Wright, P.M., 2006. Corporate social responsibility: strategic implications, *Journal of Management Studies*, 43, 1-18.
- Mitchell, J. C., 1969. *Social networks and urban situations*. Manchester University Press.
- Morck, R. and Yeung, B., 2004. Family control and the rent-seeking society, *Entrepreneurship Theory & Practice*, 28(4), 391-409.
- Morgan, R. M. and Hunt, S. D., 1994. The commitment-trust theory of relationship marketing, *Journal of Marketing*, 58(3), 20-38.
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S., 1998. Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage, *Academy of Management Review*, 23(2), 242-267.
- Neubaum, D. O. and Zahra, S. A., 2006. Institutional ownership and corporate social performance: The moderating effects of investment horizon, activism, and coordination, *Journal of Management*, 32(1), 108-131.
- Porter, M. E. and Kramer, M. R., 2002. The competitive advantage of corporate philanthropy, *Harvard Business Review*, 80, 56-68.
- Preston, L. E.. and Post, J. E. 1975. *Private management and public policy: The principle of public responsibility*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Rasmusen, E., 1994, *Games and Information*, Blackwell, 2ed.
- Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., and 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.
- Ryan, L. V. and Buchholtz, A. K., 2001. Trust, Risk, and Shareholder Decision Making: An Investor Perspective on Corporate Governance, *Business Ethics Quarterly*, 11(1), 177-193.
- Schulze, W. G., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., and Buchholtz, A. K., 2001. Agency relationships in family firms: Theory and evidence, *Organization Science*, 12(2), 99-116.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1997. A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Simmel, G. 1978. *The philosophy of money*. London. Routledge.
- Singhvi, S. and Desai, H., 1971. An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure, *The Accounting Review*, 46, 129-38.
- Stock, H., 2003. Communications impacts valuation: IABC study attempts to measure relationships as an intangible asset, *Investor Relations Business*, September 15.
- Ullman, A. H., 1985. Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic

- performance of US firms, *Academy of Management Review*, 10(3), 540-557.
- Uzzi, B., 1997. Social structure and competition in interfirm networks: the paradox of embeddedness, *Administrative Science Quarterly*, 42, 35-67.
- Van der Laan, G., Van Ees, H., and Van Witteloostuijn, A., 2008. Corporate social and financial performance: an extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures, *Journal of Business Ethics*, 79, 299-310.
- Waddock, S. and Graves, S., 1998. The corporate social performance- financial performance link, *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Whetten, D. A. and Mackey, A., 2002. A social actor conception of organizational identity and its implications for the study of organizational reputation, *Business & Society*, 4-1(4), 393-414.
- Williams, P. A., 1996. The relation between a prior earnings forecast by management and analyst response to a current management forecast, *Accounting Review*, 71(1), 103-115.
- Wood, D. J., 1991. Corporate social performance revisited, *Academy of Management Review*, 16(4), 691-718.
- Wright, P., Kroll, M., and Elenkov, D., 2002. Acquisition returns, increase in firm size, and chief executive officer compensation: The moderating role of monitoring, *Academy of Management Journal*, 45, 599-608.
- Yang, J. H. S., 2009. Social network influence and market instability, *Journal of Mathematical Economics*, 45, 257-276.
- Yeh, Y. H., Lee, T. S., and Woidtke, T., 2001. Family control and corporate governance: Evidence from Taiwan, *International Review of Finance*, 2, 21-48.
- Yli-Renko, H., Autio, E., and Spalenza, H. J., 2001. Social capital, knowledge acquisition, and knowledge exploitation in young technology-based firms, *Strategic Management Journal*, 22, 587-613.
- Zahra, S. A. and Pearce, J. A., 1989. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model, *Journal of Management*, 15(2), 291-334.