DOI: 10.6277/TER.202307_51(3).0003

企業社會責任與董事辭任

張元・陳坤信*

既有關於企業社會責任的研究著重於公司的社會責任表現如何影響各種財務後果指標, 較少探究社會責任表現對於高層人力資源穩定性的影響。近年來隨著企業經營風險與訴訟風險日益增高, 公司高層如董事或高階管理者的頻繁辭任與異動成爲管理實務中開始被關注的議題。一家公司是否透過投入更多資源於利益關係人管理而獲得社會聲望或降低企業風險, 從而降低高層人力資源的不穩定性, 是一個有趣但既有研究較少探究的研究缺口。本研究根據台灣證券交易所與櫃檯買賣中心非金融產業共1,532家掛牌交易公司於2008年至2018年的資料, 透過敘述統計、相關分析與多重迴歸估計發現, 公司的社會責任表現與一般 (非獨立) 董事辭任程度呈顯著負相關, 社會責任表現愈佳, 一般董事辭任程度愈輕微, 然而實證證據亦顯示較佳的社會責任表現對應較高程度的獨立董事辭任。

關鍵詞: 企業社會責任, 董事辭任
JEL 分類代號: M14, G34, O15

1 緒論

在經濟發展的早期階段, 經濟活動參與者往往會爲了追求快速發展, 忽略在生產與交易過程中對環境保護與企業外部所產生的影響, 而先進國家在工商業發展到達一定規模時, 民衆或是企業會開始反思企業與環境、社區之間的連結與互動關係是否和諧。隨著經濟與金融的全球化, 企業面對更

*作者分別爲國立彰化師範大學財務金融技術學系教授與國立彰化師範大學財務金融技術學系博士研究生。張元爲通訊作者。作者感謝編輯與兩位匿名審查者的修正及補充意見, 文中如有任何疏漏爲作者之責。

經濟論文叢刊 (*Taiwan Economic Review*), 51:3 (2023), 359–428。
國立台灣大學經濟學系出版

臺灣大學學術期刊資料庫

多的競爭並更致力於改善營運策略, 創造自身的競爭優勢, 讓企業能永續發展, 而企業社會責任 (Corporate Social Responsibility; CSR) 已被視爲企業永續經營的關鍵。國際組織與大型企業紛紛倡導善盡社會責任, 例如經濟合作暨發展組織 (OECD) 的多國企業指導綱領以及世界企業永續發展協會 (WBCSD) 都相繼規範了企業必須重視經濟、環保及社會等面向的責任。實務上愈來愈多的利害關係人 (stakeholder) 重視公司在社會責任上的表現, 並影響他們對企業的評價與交易決定。企業社會責任若能與企業經營策略相結合, 將帶給企業和社會雙贏的局面, 提升組織績效而同時能維護利害關係人的權益。

學術研究中, 企業承擔或從事社會責任對公司在各個管理層面皆有其重要性, 不論是在會計上 (Choi and Park, 2013; Kim, Park, and Wier, 2012)、財務上 (Kim, Li, and Li, 2014; Shen and Chang, 2009; Wu and Shen, 2013)、行銷上 (Hildebrand, Sen, and Bhattacharya, 2011; Luo and Bhattacharya, 2006) 以及企業策略上 (McWilliams, Siegel, and Wright, 2006) 等皆如此。許多既有研究探討企業社會責任表現對公司經濟後果 (economic consequence) 指標如績效、價值、經營風險、股票報酬、股價崩跌風險、信用評等與融資成本等的影響 (Kim, Li, and Li, 2014; Lins, Servaes, and Tamayo, 2017; Wu and Shen, 2013), 部分研究則討論公司在社會責任上的投入程度受到哪些公司內部與外部因素所影響 (Bear, Rahman, and Post, 2010; Cao, Liang, and Zhan, 2019; Chih, Chih, and Chen, 2010; Kansal, Joshi, and Singh Batra, 2014; Liang and Renneboog, 2017; Reverte, 2009), 包括企業身處國家的法源、企業面對的產業競爭程度、同產業競爭對手的投入、公司規模、獲利能力、董事會結構、股權結構以及董事會性別多樣性等。

企業社會責任對於公司人力資源素質與流動性影響的研究相對較少, 舉例來說 Heal (2005) 認爲企業社會責任政策可以提高勞動生產力, 員工將傾向更賣力工作並付出更多的心力與承諾。Podolny (1993)、Fombrun (1996) 以及 Stuebs and Sun (2010) 認爲善盡社會責任的公司能產生良好的信譽與聲望, 使員工有較高的勞動效率與生產力。[1] 然而前述研究中所提

[1] Porter and Kramer (2006) 指出企業的社會責任作爲有助於增進員工對組織的承諾

臺灣大學學術期刊資料庫

及的人力資源泛指一般階層的員工而並非專注於公司高層人力。企業社會責任對公司高層人力資源影響的研究相對較缺乏, 而公司高層如董事、監事與高階管理者的素質與流動性對公司是有重大影響的, 包括對績效、資本結構與會計報導等 (Fahlenbrach, Low, and Stulz, 2017; Gao et al., 2017; Huei and Chan, 2018; Murphy and Zimmerman, 1993; Ting, 2013)。公司高層中特別是董事會, 是公司最高的治理機構, 除了決定重大公司決策並選任管理階層外, 肩負提供咨詢 (advising) 與監督 (monitoring) 的功能 (Fama and Jensen, 1983), 提供公司資源 (Daily, 1995; Daily and Dalton, 1994) 並有權撤換不適任管理階層 (Lorsch and Maclver, 1989)。Weisbach (1988) 更提及公司外部董事的獨立性結合內部董事對於公司與董事會運作的瞭解, 有助於監督管理階級並撤換不適任的管理者。董事作爲公司高層人力資源中極爲重要的一環, 董事成員的異動影響著董事會運作的成效, 而公司的社會責任表現如何遷動著董事成員異動的程度便成爲一有趣而值得探討的議題。

近年來企業經營的各種風險日趨擴大, 公司董事與管理高層皆面臨消費者、投資人以及其他利益關係人求償意識高漲而曝露在更高的訴訟風險中,[2] 這導致風險趨避的董事或獨立董事有可能在考慮董事酬勞增加有限

及向心力, 員工會因爲公司承擔更多的社會責任而更努力工作。McGuire, Sundgren, and Schneeweis (1988)、Waddock and Graves (1997)、Luo and Bhattacharya (2006, 2009) 以及 Eccles, Ioannou, and Serafeim (2014) 等研究指出具有社會責任的公司願意提供員工更高的薪資以激勵並留任員工, 重視社會責任有助於提高員工生產力, 增強品牌價值和企業聲譽。Lanfranchi and Pekovic (2012) 針對法國公司和員工的調查研究數據指出, 那些自願採納符合環境標準生產作業流程的公司, 員工有較高傾向於無補償加班時間的環境下工作。類似的研究如 Roberts and Dowling (2002)、Valentine and Fleischman (2008) 以及 Edmans (2011)。實務上, IO 永續組織於 2015 年的投資報酬研究計畫 (Project ROI) 中指出在 2015 年美國的上市公司實行了社會責任計畫後, 平均來說提高了 13%的員工生產力, 降低 50%的員工離職率。

[2]根據證券投資人及期貨交易人保護法 (投保法) 之規定, 董事會爲公司業務執行機關, 董事爲公司之當然負責人, 董事執行業務應盡善良管理人注意義務, 如有過失或逾越權限之行爲而造成公司損害, 應對公司負損害賠償責任, 監察人亦同。投保法賦予投保中心得提起代表訴訟及訴請法院裁判解任董監事之權, 當上市櫃公司經營階層發生違法情形, 若公司不主動對爲不法行爲之董監事提起訴訟, 投保中心可直接代位公司提起訴訟及訴請法院裁判解任董監事, 不受公司法所訂持股限制, 以保障投資人權益。實務上許多案例指出企業面臨經營危機、違反法令等重大事件時, 公司董事與高階管理人員被求償的訴

臺灣大學學術期刊資料庫

或維護個人聲譽的情況下而辭任董事或獨立董事, 同時也使得公司較不容易聘任優秀人材擔任獨立董事, 這弱化了董事會職能的發揮也降低了獨立董事制度在公司治理機制中作用。實務上自 2016 年樂陞案爆發後, 截至 2018 年爲止獨立董事辭任紀錄創新高, 依據台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心統計, 2014 至 2018 年上市櫃公司獨立董事辭任人數, 分別爲 55、71、93、90 與 132 人。健全的公司治理在某種程度上可透過獨立董事制度輔以落實, 如果公司所面對的經營環境日趨不穩定, 加上投資人求償意識日益高漲而使得董事或獨立董事所面臨的風險 (不論是財產風險或是人身風險) 攀高, 其陸續辭任之情形將使得公司無法留任優秀人才, 使得強化公司治理、保障股東權益與金融市場穩定的目標無法達成。

給定董事是公司極爲重要的人力資源, 而目前經營環境促使董事辭任的情形日趨嚴重, 如此將降低公司高層人力資源的穩定性與公司留任優秀人才的目標。由董事辭任的根本原因來看, 除了個人因素 (如健康問題、業務繁忙或另有職涯規畫等) 外, 董事任職公司的風險與報酬不相稱以及公司聲譽都極有可能解釋了董事辭任的原因。一間具有永續經營理念而重視所有利益關係人權益的公司, 相對於僅重視短期股東或控制股東利益、違反政府法規或傷害公衆利益等重大負面事件的公司, 公司的風險 (特別是受消費者或投資人求償的訴訟風險) 將相對較低而將使得公司應有較高的董事任職穩定性。本研究考慮既有研究中公司的社會責任表現或作爲有助於降低公司風險並提升公司聲譽的觀點以提出董事傾向較願意任職於社會責任表現良好公司的論點。

第一、社會責任有助於提升公司績效。Freeman (1984) 的利害關係人理論以及 Cornell and Shapiro (1987) 的社會影響觀點皆指出公司能夠在滿足營運上的利益關係人利益下實現公司價值的最大化。Waddock and Graves (1997) 則發現公司的社會責任表現與資產報酬率、股東報酬率與

訟風險與衍生損失愈趨提高。例如 2006 年底美國司法部開始調查台日韓多家面板廠涉嫌聯合操縱價格、違反美國反托拉斯法, 包括友〇、奇〇、華〇、彩〇、夏〇等面板廠陸續認罪, 友〇於 2012 年 9 月反托拉斯案判決中必須支付 5 億美元罰金, 前副董陳〇〇〇與前執行副總熊〇各被判 3 年徒刑、各罰款 20 萬美元; 2016 年樂〇案因日商百〇〇〇數位娛樂有限公司惡意違約交割而使股東產生重大損失, 判處董事長 18 年有期徒刑, 併科罰金 1 億元。另外, 承辦檢察官認爲樂? 公司三位獨立董事因罪嫌不足而予以不起訴處分。

臺灣大學學術期刊資料庫

銷售報酬率呈正向關係。實務上董事辭任的公司傾向爲績效不佳的公司，企業社會責任若可提升公司績效，將有助於降低董事離職意願。第二、聲譽 (reputation) 對企業績效與董事辭任決定具有重要影響，企業社會責任的參與及投入有助於企業提高聲譽 (Fombrun, 2005; Gardberg and Fombrun, 2006; McWilliams, Siegel, and Wright, 2006; Zhu, Sun, and Leung, 2014) 並降低董事辭任的意願。第三、社會責任建立的聲譽與形象可作爲公司面對或發生負面事件時的緩衝 (buffer) 或保險 (insurance) 而具有風險緩解 (risk mitigating) 的功能 (Godfrey, 2005; Godfrey, Merrill, and Hansen, 2009; Kao, Shiu, and Lin, 2016; Koh, Qian, and Wang, 2014; Shiu and Yang, 2017)，社會責任有助於降低公司利益關係人權益受損進而對公司產生直接或間接損害的機率與損失，即便公司發生了負面事件亦傾向較能獲得來自公衆與金融市場較低程度的負面衝擊 (Gupta and Krishnamurti, 2018; Jia, Gao, and Julian, 2020; Lins, Servaes, and Tamayo, 2017; Peloza, 2006)，有助於降低董事辭任的意願。

由於既有研究幾乎未探究過公司社會責任表現如何影響董事辭任，本研究填補此一研究缺口，基於社會責任有助於增進公司績效、增進公司聲譽以及緩解公司風險的論點，根據台灣證券交易所與櫃檯買賣中心掛牌上市非金融產業 (排除銀行、票券、壽險、產險、證券業與金控業) 共1,532家公司於2008–2018年的資料，檢驗公司社會責任表現如何影響董事辭任的程度。本研究主要實證結果顯示社會責任表現對於公司一般董事辭任有減緩的顯著作用，但同時也出現公司的社會責任表現與獨立董事辭任情形呈顯著正向關聯的實證證據。

本研究節次安排如下，下一節爲文獻探討與假說發展，第3節介紹變數、計量模型、公司樣本與資料，第4節報告敘述統計、相關分析、迴歸估計以及增額測試的估計結果與討論，最後一節爲結論與建議。

2 文獻探討與假說發展

2.1 董事辭任

近年來在實務上政府主管機關及投資人愈趨重視所投資的企業是否擁有永續經營的理念、對環境保護的努力以及是否善盡企業社會責任等環境、

臺灣大學學術期刊資料庫

社會與治理 (ESG) 構面。[3] 相對地公衆對於經營不善、違反政府法規或傷害公共利益等重大負面事件的公司, 求償意願與求償對象是日益高漲與廣泛。消費者或投資人求償或訴訟的對象除了公司中負責特定業務的人員之外, 亦包括管理階層與董事會。對非因擁有股權而進入董事會的獨立董事來說, 公司內部資訊的熟稔程度有限卻與一般董事負相同的責任, 部分獨立董事因考量個人聲譽、潛在風險以及薪酬與職責不相稱而使得近年來的獨立董事辭任情形有所增加。[4] 由於一般董事是基於股權投資或持有股權而任職, 當董事對公司經營已無興趣或經營理念與大部分董事或董事長不合時, 除透過股權轉讓或出售而於下屆無法被選任外, 亦可於任期內主動不擔任董事職位 (即本研究所定義的辭任)。而獨立董事的獨立性與專業性對於公司治理機構的重要已在許多既有研究中充份被討論, 獨立董事的辭任負面影響公司治理機制的發揮, 如何降低或緩解獨立董事辭任成爲重要議題。

既有關於影響董事辭任的研究中可歸納出影響董事辭任的因素包括公司績效表現不佳、預期績效表現不佳、經營風險較大、董監事酬勞相對較低、公司聲譽不佳以及較高的大股東持股比率等 (Asthana and Balsam, 2010;

[3]台灣的金融監督管理委員會提出「公司治理 3.0 — 永續發展藍圖」、「綠色金融行動方案 2.0」。前者主要在於擴大上市櫃公司編製 CSR 報告書之範圍, 要求受監管公司持續提升 ESG 資訊揭露, 注重 ESG 相關利害關係議題, 提供投資人決策有用之 ESG 資訊, 參考國際相關準則強化永續報告書揭露資訊, 同時亦鼓勵機構投資人, 關切被投資對象執行 ESG 的績效。後者則包括推動可持續發展債券、社會責任債券及綠色債券等永續發展相關商品, 藉由市場機制引導資金投入永續發展。

[4]根據台灣經濟新報於 2008 至 2017 年的調查數據顯示, 上市上櫃公司董監事辭就任變動原因分別爲改派、改選、推選、補選、解任、增選、辭任七種, 其中再針對獨立董事辭任異動原因又可區分出以下狀況: 因於公立學校任職, 不得以個人身分兼任外部獨立董事而辭任; 工作 (公務) 繁忙; 生涯規劃; 研究教學繁忙; 個人因素; 健康因素; 退休規劃; 受邀擔任政府公職; 長年在國外工作; 出任公股行庫董事長; 爲配合公司股票上市申請之需; 醫務繁忙; 出國進修; 因病辭世; 因個人成立媒體事業, 爲保持獨立客觀及業務繁忙辭任; 轉任公司一般職務; 因已不具獨立性資格辭任; 因認購本公司私募, 持有已發行股份總額 1%以上; 因親屬擔任與本公司往來銀行之主管職務; 因任職於直接持有本公司股份百分之五以上法人股東; 因其專業而被延攬入閣, 綜觀上述獨立董事辭任原因多以入閣、健康因素、業務繁忙或職涯規劃及個人因素等爲由, 看不出真正影響獨立董事辭任的背後主要原因, 其真正影響因素可能爲獨立董事的責任重大, 擔心須負起公司經營不善、營收及獲利大幅下滑的連帶賠償責任, 當上市上櫃公司一出問題有隱藏弊案時, 投資人將會質疑獨立董事並未發揮其功用, 導致許多獨立董事所需承擔的法律責任過於沉重。

臺灣大學學術期刊資料庫

Chang and Sun, 2016; Eriksson et al., 2001; Yeh, Shu, and Su, 2008)。Eriksson et al. (2001) 利用1996–1998年間丹麥的公司資料發現公司的執行長、董事會主席與董事會成員的更替 (turnover) 有許多共同的決定因素如公司規模、年齡與償付能力等因素, 但獲利能力的降低導致更替的顯著證據是較少的。Yeh, Shu, and Su (2008) 透過2002–2006年間82家獨立董事自願辭職的 IPO 公司資料發現, 公司治理變數如關係交易、審計師無保留意見報告以及大股東的總持股量等變數的重要性高過不利的公司績效與風險指標。Asthana and Balsam (2010) 提供了一般董事與獨立董事之更替受一系列經濟因素影響的證據。如果董事薪酬豐厚或公司備有董事退休金計劃, 獨立董事和一般董事就不太可能離職。當公司業績不佳或預期公司業績不佳以及當公司風險較高時時, 董事們更有可能離開公司。不同的是, 內部董事更替與公司業績之間的關聯相對較薄弱。Chang and Sun (2016) 發現出現財務報導不實或詐欺的公司其董事更替率顯著高於未出現財務報導詐欺的公司, 而詐欺公司的董事擔任其他公司董事的席位數也有所降低, 表示財務報導不實與詐欺不僅正向影響董事辭任, 更傷害了董事的聲譽。

2.2 企業社會責任與董事辭任

由上可知公司績效不佳、經營風險大以及公司聲譽低落是董事辭任的主要因素, 本研究根據文獻中關於公司的社會責任作爲具有增進公司績效、聲譽並降低公司風險的益處以成爲企業社會責任表現負向影響董事辭任的論點。

首先, 善盡社會責任有助於提升公司績效與價值。Freeman (1984) 的利害關係人理論以及 Cornell and Shapiro (1987) 的社會影響論點皆指出公司能夠在滿足營運上各利益關係人利益而實現公司價值最大化。Cochran and Wood (1984) 發現公司的社會責任表現與財務績效呈正向關聯。Brammer and Millington (2005)、Luce, Barber, and Hillman (2001) 以及 Hull and Rothenberg (2008) 等皆有類似發現。Waddock and Graves (1997) 發現公司的社會責任表現與資產報酬率、股東報酬率與銷售報酬率呈正向關係, 而愈佳的財務績效亦會促使公司投入更多資源在社會責任上, 兩者

臺灣大學學術期刊資料庫

呈正向循環。Wu and Shen (2013) 利用銀行業樣本證實較佳社會責任表現的銀行傾向有較佳的績效。由以上可推論, 較佳的社會責任表現對應至較佳的績效, 而董事在較佳績效的公司中傾向有較低的辭任誘因, 因此公司的社會責任表現有助於降低公司董事辭任。

第二, Stuebs and Sun (2010) 以及 Zhu, Sun, and Leung (2014) 發現公司的社會責任投入與聲譽呈正向關聯, 而 Brown et al. (2006) 指出公司聲譽是除了公司外顯特徵外, 是對於任職者一個重要的任職決定因素。Gatuhi (2018) 利用銀行業的樣本發現公司的聲譽是決定員工留任的重要因素。一般董事與獨立董事雖然與員工在公司營運中的地位與性質有所差異, 但董事們理論上應同樣重視任職企業的社會聲望以及自己在社會中的聲譽, 因此給定公司的社會責任表現有助於增進企業聲譽, 給定其他條件不變, 具良好社會責任表現的公司其董事應有較高的留任意願或較低的辭任意願。

第三、企業社會責任在既有研究中被指出具有風險管理與績效保險的功能。Godfrey, Merrill, and Hansen (2009) 從風險管理的角度探討社會責任的保險功能, 指出公司制度性的社會責任作爲有助於降低公司負面事件發生時的受損程度但技術性的社會責任作爲則無此功用。Peloza (2006) 提到公司管理者可透過投入社會責任來緩和負面事件發生時對企業造成的損害。Lins, Servaes, and Tamayo (2017) 提到在2008年至2009年金融海嘯期間, 社會責任表現較佳的公司之獲利力要比社會責任表現不佳的公司來得好, 每位員工的銷售額也較高, 並能獲得更多的貸款。透過社會責任的投入能夠在企業與公衆間建立更高程度的信任, 當企業受到負面衝擊時不至於受到重創, 因此亦可將社會責任解讀爲企業的預防性風險管理措施。奚安廷 (2015) 發現社會責任的投入與公司實質盈餘管理 (earnings management) 程度呈負相關, 社會責任履行較佳的公司較不會從事實質盈餘管理活動之投機行爲。另外, 企業在社會責任上的投入與承諾有助於限縮管理階層的自利行爲 (Chih, Shen, and Kang, 2008; Choi and Park, 2013; Hong and Andersen, 2011), 例如有效降低經理人因爲過度自信而投資過多所產生的價值降低 (McCarthy, Oliver, and Song, 2017), 同樣有助於降低公司經營風險。因此社會責任表現良好的公司具較高程度的道德約束以

臺灣大學學術期刊資料庫

及利益關係人管理而使公司事前的風險降低, 社會責任作爲所累積的形象與聲譽資本亦有助於建立負面事件發生時的緩衝, 整體來說社會責任表現良好的公司有較低的風險, 並使任職於公司的董事有較低的辭任誘因。

綜上所述, 良好的企業社會責任表現具有增進公司績效與價值、提升企業聲譽並降低公司風險的功能, 而董事本於其股權持有或專業性而傾向任職於績效較佳、風險較低以及聲譽較佳的公司, 因此本研究認爲公司社會責任表現對於董事辭任程度的影響爲負向。待檢驗假說爲:

假說 1. 公司的社會責任表現與董事辭任程度呈負向關聯; 較佳的公司社會責任表現, 董事辭任的程度較輕微。

3 變數、計量模型、公司樣本與資料

3.1 研究變數

3.1.1 被解釋變數: 董事辭任

本研究以九個代理變數衡量董事辭任程度, 其值愈大表示董事辭任程度愈高。第一、特定公司特定年度是否有董事 (不區分一般董事或獨立董事) 辭任之虛擬變數 (resignd), 若至少有一位董事辭任, 虛擬變數值爲 1, 否則爲 0。[5] 第二、董事辭任人數 (resignn), 特定公司特定年度董事辭任人數。第三、董事辭任比率 (resignr), 定義爲董事辭任人數除以原有董事會總人數 (包括一般董事與獨立董事)。第四、特定公司特定年度是否有一般董事辭任之虛擬變數 (nidresignd), 若至少有一位一般董事辭任, 虛擬變數值爲 1, 否則爲 0。第五、一般董事辭任人數 (nidresignn), 特定公司特定年度一般董事辭任人數。第六、一般董事辭任比率 (nidresignr), 定義爲一般董事辭任人數除以原有董事會總人數。第七、特定公司特定年度是否有獨立董事辭任

[5]在臺灣證券交易所公開資訊觀測站以及經濟新報資料庫中, 董監辭就任明細資料所提供關於董監變動原因的歸類可分爲: 改選、補選、辭任、解任、改派、增選以及推選幾種, 本研究定義公司董事辭任是透過觀察公司董事 (一般董事與獨立董事) 是否出現辭任以進行定義, 並非是改選、補選、解任、改派、增選以及推選等的異動。雖然如此定義使得董事的異動僅侷限於辭任這個因素而使得符合此定義的出象值數目較少, 但卻也相對不受到是因期任期到期之改選以及前述其他可能性所導致的異動而有所干擾。作者感謝匿名審稿人的修正補充意見。

臺灣大學學術期刊資料庫

之虛擬變數 (nidresignd), 若至少有一位獨立董事辭任, 虛擬變數值爲 1, 否則爲 0。第八、獨立董事辭任人數 (nidresignn), 特定公司特定年度獨立董事辭任人數。第九、獨立董事辭任比率 (nidresignr), 定義爲獨立董事辭任人數除以原有董事會總人數。

3.1.2 主要解釋變數: 公司的社會責任表現

本研究採用六個代理變數來衡量公司企業社會責任表現, 其值愈大隱含公司社會責任表現愈佳或投入愈多。第一、社會責任當期表現虛擬變數 (csrdummy), 根據天下雜誌「天下企業公民」(https://www.cw.com.tw/article/article.action? id=5084431) 與遠見雜誌「企業社會責任獎」(https://www.gvm.com.tw/CSR/ history.html) 之得獎公司爲樣本, 以虛擬變數的方式衡量企業社會責任當期表現狀況; 若某公司於當年度有獲得上述兩個獎項或僅獲得其中之一者 (聯集), 則設虛擬變數 csrdummy 值爲 1, 反之, 也就是兩個獎項均無得獎者, 則設虛擬變數 csrdummy 值爲 0。第二、社會責任累積表現 (csrcumu), 某公司於特定年度獲選爲企業社會責任公司 (兩獎項只獲得其一即計入) 的累計年數, 若該公司於資料期間的第 5 年已有 4 年入選 (某一年未入選), 則該公司於第 5 年的 csrcumu 值爲 4, 依此類推。第三、企業社會責任連續表現 (csrcont), 若公司於資料期間 (共 11 年), 每一年度皆獲得上述兩個獎項 (每一年度只需獲得其一即可計入), 則設該公司每一年度的虛擬變數 csrcont 爲 1, 但若該公司在資料期間中曾有其中之一年度未獲得任一獎項, 則設該公司每一年度的虛擬變數 csrcont 爲 0。第四、企業社會責任重覆效果 (csrovlp), 若某家公司在某一特定年度同時獲得上述兩項獎項 (交集), 則設該公司當年度的虛擬變數 csrovlp 爲 1, 若只獲得其中一獎項, 或皆未獲得兩獎項, 值爲 0。

本研究另外參考上海證券交易所社會責任指數 (http://www.sse.com.cn/market/sseindex/indexlist/s/i000048/intro.shtml?INDEX_Code=000048) 編制過程中選取其成份股的標準, 計算一家公司在特定年度中總共爲其主要利益關係人創造了多少價值, 包括特定年度爲股東創造的稅後盈餘, 繳給政府的稅、支付給員工 (包括董監高管酬勞) 的薪資 (與福利) 以及支付給債權人的利息等, 將這些金額加總後稱爲社會貢獻值 (social contribution

臺灣大學學術期刊資料庫

value)。爲排除公司規模效果, 根據社會貢獻值, 可計算出本研究第五個社會責任表現之指標, 資產的社會報酬率 (social returns of assets; sroa), 定義爲社會貢獻值除以總資產。同樣根據社會貢獻值, 可計算出本研究第六個社會責任表現指標, 每股社會貢獻值 (social contribution value per share; scvps), 定義爲社會貢獻值除以公司當年度流通在外股數。資產的社會報酬率以及每股社會貢獻值愈高隱含公司社會責任表現愈佳。

3.1.3 控制變數

參考關於公司董監高管層級異動的既有研究發現, 公司董事成員的請辭大多受到公司績效表現不佳、預期績效表現不佳、經營風險較大、董監事酬勞相對較低、公司聲譽不佳以及較高的大股東持股比率 (Asthana and Balsam, 2010; Chang and Sun, 2016; Eriksson et al., 2001; Yeh, Shu, and Su, 2008) 等因素所影響。本研究綜合上述研究, 採用下列變數作爲解釋董事辭任的控制變數。資產報酬率 (roa): 公司運用總資產賺取利潤的能力, 可衡量資產的使用效率, 亦爲獲指標之一, 資產報酬率愈高, 表示運用資產以獲利的能力愈強, 董事在獲利能力較高的公司中其辭任機率期望是較低的。營收成長率 (salesgr): 衡量公司一段期間銷售的成長情形, 營收成長率愈高, 公司產品銷售量增加愈多、市場佔有率擴大, 未來前景也愈樂觀, 因此高營收成長之公司其董事辭任程度傾向較低。負債比率 (debt): 爲衡量公司長期償債能力、資本結構與財務風險。負債比率愈高, 償債能力就愈低, 提高公司的財務風險, 使破產風險增加, 亦將負面影響公司績效。負債比率爲總負債除總資產, 用以控制負債對董事辭任的正向影響效果。資產報酬率變異性 (rorvar): 衡量公司獲利的不確定程度, 資產報酬率波動性愈高, 公司獲利的不穩定性愈大, 公司的經營風險愈高。本研究以當年度與前四年度資產報酬率的變異來進行計算, 並以此變數控制公司經營風險對董事辭任的期望正向影響。由於董事任職於公司將面對愈趨增加的訴訟風險 (litigation risk), 因此若公司有投保董監事責任險 (dolid) 以保障非歸因於董事職責所可能產生的法律與訴訟風險, 則董事的任職風險將傾向降低, 從而降低其辭任機率。有投保董監事責任險的公司 dolid 值爲 1, 無則爲 0。

臺灣大學學術期刊資料庫

平均每位董事酬勞是否低於該年度所有公司之平均數 (lowpay): 受限於資料發佈情況, 無法取得實際每位董事領取的酬勞, 故本研究考慮設算平均每位董事領取的酬勞。若公司平均每位董事酬勞低於當年度所有公司之平均數, 則虛擬變數爲 1, 反之爲 0。當公司處於平均每位董事酬勞低於當年度所有公司之平均數時, 董事辭任傾向認爲其所承擔之風險與報酬不相稱, 從而有較高的辭任機率。就公司聲譽因素來看, 財務報表重編 (restate) 爲公司財務資訊品質之重大瑕疵事件, 足以檢視公司財務報表的可信度, 從而推論公司治理的良窳, 財務報表重編次數愈多, 隱含財務報表可信度愈差, 傾向引發董事的辭任。特定公司於特定年度中有財務報表重編者, 虛擬變數爲 1, 反之爲 0。公司是否發生重大財務危機 (distress), 若特定公司於特定年度發生財務危機事件, 虛擬變數值爲 1, 反之爲 0。公司會計師事務所是爲四大會計師事務所 (big4), 是爲 1, 否爲 0。會計師事務所是否對公司繼續經營假設表示疑慮 (concern), 是爲 1, 否爲 0。是否變更會計師 (audchange): 若特定公司於特定年度中變更會計師, 虛擬變數爲 1, 反之爲 0。上述事件的發生對應著較低落的公司聲譽, 董事辭任的傾向是較高的。

就股權結構來看, 外部法人持股比率 (elsh): 外部法人 (機構投資人) 持股比率愈高, 董事的監督責任將可被分擔而使董事負擔降低進行降低辭任意願; 但從另一個角度來看, 外部法人的持股率愈高, 對於公司決策形成的影響力愈大, 董事 (包括獨立董事) 愈無法依其自由意志進行決策的可能性愈高, 從而增加其辭任意願。外部法人持股比率定義爲外部法人持股數除以流通在外股數。最大股東持股比率 (lsh): 衡量公司股權集中程度的代理變數, 最大股東持股比率愈高, 表示股權集中愈高, 董事 (包括獨立董事) 的意志將受到大股東的抑制從而有可能提高辭任意願。最大股東持股比率即最大股東持有普通股股份數除以公司流通在外股數。綜合上述, 變數定義與英文縮寫代號整理於表 1。

3.2 計量模型

本研究以多重迴歸估計社會責任表現如何影響董事辭任程度。待估計迴歸式爲:

臺灣大學學術期刊資料庫

表 1: 變數的英文縮寫與定義

變數	英文縮寫	簡要定義
主要解釋變數 — 企業的社會責任表現		
社會責任當期表現	csrdummy	特定公司於特定年度獲得遠見雜誌「社會責任獎」與天下雜誌「天下企業公民」獎項之一 (僅獲得其中之一即計入) 者, csrdummy 等於 1, 反之 (兩獎項皆未獲得) 等於 0。
社會責任累積表現	csrcumu	特定公司於特定年度獲得遠見雜誌「社會責任獎」與天下雜誌「天下企業公民」獎項 (只要獲得其中之一者即算) 的累積年數。
社會責任連續表現	csrcont	特定公司於資料期間是否連續皆爲企業社會責任表現良好的公司, 若該公司於資料期間中每一年度皆獲得上述兩獎項之之者 (一個年度只要獲得其中之一即可), 該公司在每一年度 csrcont 值皆等於 1, 然而只要其中一個年度未獲得獎項, 則該公司 csrcont 之歷年值皆爲 0。
社會責任重覆效果	csrovlp	特定公司於特定年度同時獲得此二獎項者, csrovlp 等於 1, 若僅獲得其中一獎項或兩獎項皆未獲得, csrovlp 爲 0。
資產的社會報酬率	sroa	(社會貢獻值/總資產)* 100%。
每股社會貢獻值	scvps	(社會貢獻值/流通在外股數)
被解釋變數 — 董事辭任		
是否有董事辭任	resignd	若有董事辭任, 虛擬變數值爲 1, 否則爲 0。
董事辭任人數	resignn	特定公司特定年度董事辭任人數。
董事辭任比率	resignr	董事辭任人數佔原有董事會總人數之比率。
是否一般董事辭任	nidresignd	若有一般 (非獨立) 董事辭任, 虛擬變數值爲 1, 否則爲 0。
一般董事辭任人數	nidresignn	特定公司特定年度一般 (非獨立) 董事辭任人數。
一般董事辭任比率	nidresignr	一般 (非獨立) 董事辭任人數佔原有董事會總人數之比率
是否有獨立董事辭任	idresignd	若有獨立董事辭任, 虛擬變數值爲 1, 否則爲 0。
獨立董事辭任人數	idresignn	特定公司特定年度獨立董事辭任人數。
獨立董事辭任比率	idresignr	獨立董事辭任人數佔原有獨立董事人數之比率。
控制變數		
是否有財務報表重編	restate	若有財務報表重編, 虛擬變數爲 1, 反之爲 0。
負債比率	debt	負債總額/資產總額。
資產報酬率	roa	稅前息前盈餘/資產總額。
資產報酬率變異性	roavar	當年度與前四年度之資產報酬率變異數。
營收成長率	salesgr	(營業收入淨額 — 去年同期營業收入淨額)/去年同期營業收入淨額。

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

變數	英文縮寫	簡要定義
平均董事酬勞是否低於該年度平均	lowpay	平均每位董事酬勞低於年平均時爲 1, 反之爲 0。
是否發生重大財務危機	distress	於特定年度發生財務危機事件時爲 1, 無則爲 0。
會計師事務所是爲四大	big4	財報之簽證事務所爲四大會計師事務所者爲 1, 否則爲 0。
公司是否繼續經營假設表示疑慮	concern	會計師事務所是否對公司繼續經營假設表示疑慮, 是爲 1, 否爲 0。
是否有變更會計師	audchange	公司於特定年度變更會計師, 虛擬變數爲 1, 反之爲 0。
外部法人持股比率	elsh	外部法人持股數/流通在外股數。
大股東持股比率	lsh	最大股東持股數/流通在外股數。
是否投保董監事責任險	dolid	是否投保董監事責任險, 有爲 1, 無則爲 0。

說明: 前四個社會責任變數的建構是根據歷年遠見雜誌企業社會責任獎得獎名單 (https://www.gvm.com.tw/CSR/history.html) 以及天下雜誌的天下企業公民得獎名單 (http://topic.cw.com.tw/csr/report.aspx)。

$$\begin{aligned}\text{RESIGN}_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1 \text{CSR}_{i,t} \\ & + \beta_2 \text{restate}_{i,t} + \beta_3 \text{debt}_{i,t} + \beta_4 \text{roa}_{i,t} + \beta_5 \text{roavar}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{salesgr}_{i,t} + \beta_7 \text{lowpay}_{i,t} + \beta_8 \text{distress}_{i,t} + \beta_9 \text{big4}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{concern}_{i,t} + \beta_{11} \text{audchange}_{i,t} + \beta_{12} \text{elsh}_{i,t} \\ & + \beta_{13} \text{lsh}_{i,t} + \beta_{14} \text{dolid}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

其中各變數下標 i 與 t 表示第 i 公司與第 t 年, RESIGN 爲董事辭任變數向量, 包括是否有董事辭任 (resignd)、董事辭任人數 (resignn)、董事辭任比率 (resignr)、是否一般董事辭任 (nidresignd)、一般董事辭任人數 (nidresignn)、一般董事辭任比率 (nidresignr)、是否有獨立董事辭任 (idresignd)、獨立董事辭任人數 (idresignn) 與獨立董事辭任比率 (idresignr)。CSR 爲社會責任變數向量, 包括社會責任當期表現 (csrdummy)、社會責任累積表現 (csrcumu)、社會責任連續表現 (csrcont)、社會責任重覆效果 (csrovlp)、資產的社會報酬率 (sroa) 與每股社會貢獻值 (scvps)。迴歸方程式中的控制變數包括是否財務報表重編 (restate)、負債比率 (debt)、資產報酬率 (roa)、資產報酬率變異性 (roavar)、營收成長率 (salesgr)、平均董事酬勞是否低於該年

臺灣大學學術期刊資料庫

度平均 (lowpay)、是否發生重大財務危機 (distress)、會計師事務所是爲四大會計師事務所 (big4)、公司會計師是否對繼續經營假設表示疑慮 (concern)、是否有變更會計師 (audchange)、外部法人持股比率 (elsh)、大股東持股比率 (lsh) 以及是否投保董監事責任險 (dolid)。當被解釋變數爲連續變數時, 迴歸估計採普通最小平方準則, 當被解釋變數爲二元變數時 (包括是否有董事辭任虛擬變數、是否有一般董事辭任虛擬變數以及是否有獨立董事辭任虛擬變數), 迴歸估計採 probit 模型。[6]

3.3 公司樣本與資料來源

本研究以台灣證券交易所與櫃檯買賣中心掛牌上市之非金融產業 (排除銀行業、票券業、壽險業、產險業、證券業與金控業) 公司共 1,532 家於 2008 至 2018 年的資料爲研究樣本。本研究公司樣本之所以排除金融產業公司的原因是金融產業的會計制度、會計科目與績效評估方式、政府管制、產業競爭等狀況與非金融產業公司有明顯的差異。[7] 各公司財務變數 (包括計算資產社會的報酬率與每股社會貢獻值所需之變數) 與公司治理變數資料以及董事辭任資料擷取自台灣經濟新報資料庫 (Taiwan Economic Journal), 社會責任表現之前四個變數的建構是根據歷年遠見雜誌的企業社會責任獎得獎名單以及天下雜誌的天下企業公民得獎名單。

[6]迴歸估計採最小平方準則並考慮 White 異質變異矯正 (以異質一致性穩健估計誤計算估計係數之 t 值)。

[7]金融產業公司未納入分析並不表示金融產業中社會責任與董事辭任關係之議題不重要, 反而因金融產業公司規模龐大且影響經濟與金融甚鉅而需另作後續分析。特別是由於在台灣的金融市場上金融控股公司所扮演的角色及其影響力日益廣泛, 爲避免金融控股公司以其龐大資金投資於非金融產業, 兩者相互影響彼此的營運與投資人權益, 2006 年政府於推動「產金分離」政策, 一般產業與金融業大股東只要持有金融機構股權逾 10%, 金管會就可以審查大股東的適格性, 且規定金控的董事長、總經理不能兼任非金融業董事長、總經理。2018 年起「金金分離」政策則是主管機關金管會考量同一大股東在多家銀行擁有一定股權或掌握董事席次, 有可能產生「競業禁止」與「營業秘密外洩」等疑慮, 因此有必要限制最多只能插旗一家金融機構。在「產金分離」與「金金分離」的政策下, 金融產業公司董事辭任情形將有可能受到「金金分離」政策的明顯影響。作者感謝匿名審稿者的修正補充建議。

臺灣大學學術期刊資料庫

4 實證結果

4.1 敘述統計與相關分析

表2報告各變數的敘述統計量, 包括所有公司樣本、獲選天下或遠見雜誌社會責任評比中, 社會責任表現良好 (即 csrdummy = 1) 的公司樣本以及未獲選前述兩獎項其中一的公司樣本即非社會責任公司樣本 (csrdummy = 0)。比較上述三組樣本之後兩組樣本的九個董事辭任變數的平均數可發現, 首先就不區分一般董事與獨立董事的三個董事辭任變數來看, 董事辭任虛擬變數 (resignd)、董事辭任人數 (resignn) 與董事辭任比率 (resignr) 在兩組樣本之間的平均數差異分別爲 −0.0293、−0.0455與 −1.1239, 而平均數的差異皆達到至少5%的統計顯著水準, 表示社會責任表現良好公司樣本的董事辭任情形顯著較輕微, 社會責任表現良好的公司不僅有較低的董事辭任機率, 亦有較少的辭任人數與較低的辭任比率。

其次, 就三個一般 (非獨立) 董事的辭任變數來看, 於社會責任表現良好的公司中皆顯示出顯著較低的一般董事辭任情形 (顯著較低的一般董事辭任機率、一般董事辭任人數與一般董事辭任比率), 表示社會責任表現良好的公司有顯著較低的一般董事辭任。然而, 觀察三個獨立董事辭任變數於兩組樣本的平均數差異可發現差異並未達至少10%的統計顯著水準, 表示社會責任表現較佳的公司雖然有顯著較低的一般董事辭任, 但並未有顯著較低的獨立董事辭任, 甚至本研究發現社會責任表現較佳的公司傾向有較高的獨立董事辭任 (兩組樣本在獨立董事辭任三個變數上之平均數差異爲正), 雖然並未達到一般的統計顯著性。由董事辭任變數於兩組樣本之間的平均數差異比較可發現, 較佳的社會責任表現對應較低的一般董事辭任, 但並未對應至較低的獨立董事辭任。本研究的待檢驗假說爲那些社會責任表現良好的公司有助於使公司績效增進、增加公司聲譽並降低公司風險, 從而使得具體這些條件之公司的董事有較高的任職意願, 有較低的辭任傾向。由上可知, 單變數比較的結果顯示本研究待檢驗假說的成立僅發生在公司的一般董事而並未適用於獨立董事之上。

出現上述結果的可能解釋爲, 雖然一般董事與獨立董事皆能瞭解公司的社會責任表現有助於提升公司的永續經營, 包括增進公司績效、價值與聲譽並降低風險等益處, 從而傾向於社會責任表現較佳的公司中有較低的

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2: 基本敘述統計

	全部樣本			社會責任公司樣本 (csrdummy= 1)			非社會責任公司樣本 (csrdummy= 0)			
變數	樣本數	平均數	標準差	樣本數	平均數	標準差	樣本數	平均數	標準差	平均數差異
resignd	15,743	0.1286	0.3347	489	0.1002	0.3006	15,254	0.1295	0.3357	−0.0293**
resignn	15,743	0.1667	0.5001	489	0.1227	0.4165	15,254	0.1682	0.5025	−0.0455**
resignr	15,735	2.5791	7.9179	489	1.4902	4.9860	15,246	2.6140	7.9918	−1.1239***
nidresignd	15,743	0.0926	0.2899	489	0.0450	0.2075	15,254	0.0941	0.2920	−0.0491***
nidresignn	15,743	0.1183	0.4202	489	0.0613	0.3269	15,254	0.1201	0.4227	−0.0587***
nidresignr	15,735	1.8301	6.6063	489	0.7386	3.8006	15,246	1.8651	6.6740	−1.1264***
idresignd	15,743	0.0441	0.2054	489	0.0573	0.2326	15,254	0.0437	0.2045	0.0135
idresignn	15,743	0.0485	0.2356	489	0.0613	0.2646	15,254	0.0481	0.2346	0.0133
idresignr	15,735	0.7491	3.7581	489	0.7515	3.2233	15,246	0.7490	3.7741	0.0026
csrdummy	15,742	0.0311	0.1735	489	1.0000	0.0000	15,253	0.0000	0.0000	1.0000
csrcumu	15,742	0.1674	0.9155	489	3.9059	2.8021	15,253	0.0475	0.3890	3.8584***
csrcont	15,742	0.0056	0.0746	489	0.1800	0.3845	15,253	0.0000	0.0000	0.1800***
csrovlp	15,742	0.0055	0.0741	489	0.1779	0.3828	15,253	0.0000	0.0000	0.1779***
sroa	14,775	12.224	9.5333	436	13.762	8.9169	14,339	12.177	9.5478	1.5849***
scvps	13,284	3.9235	5.5256	434	6.6565	6.1293	12,850	3.8312	5.4805	2.8253***
restate	16,578	0.0334	0.1797	489	0.0429	0.2029	16,089	0.0331	0.1790	0.0098
debt	16,421	35.708	17.905	489	35.783	16.798	15,932	35.706	17.938	0.0767
roa	16,248	7.2680	10.447	489	12.415	8.1967	15,759	7.1083	10.469	5.3067***
roavar	16,068	55.082	118.11	488	14.015	21.848	15,580	56.368	119.66	−42.353***
salesgr	16,186	610.69	59,685.1	489	3.1930	22.735	15,697	629.62	60,607.6	−626.42
lowpay	15,753	0.7412	0.4380	489	0.2045	0.4037	15,264	0.7584	0.4281	−0.5539***
distress	16,852	0.0126	0.1115	489	0.0164	0.1270	16,363	0.0125	0.1110	0.0039
big4	16,852	0.8467	0.3603	489	0.9755	0.1549	16,363	0.8428	0.3640	0.1326***
concern	16,578	0.0083	0.0905	489	0.0000	0.0000	16,089	0.0085	0.0919	−0.0085***
audchange	16,578	0.3735	0.4837	489	0.3722	0.4839	16,089	0.3735	0.4838	−0.0014
elsh	15,735	9.8645	9.6929	489	13.271	8.7142	15,246	9.7552	9.7032	3.5156***
lsh	15,735	21.711	11.748	489	21.467	10.346	15,246	21.719	11.790	−0.2520
dolid	15,735	0.5778	0.4939	489	0.7996	0.4007	15,246	0.5707	0.4950	0.2289***

說明: 本表分別報告在全部樣本、社會責任公司樣本 (csrdummy= 1) 以及非社會責任公司樣本 (csrdummy= 0) 下, 變數的基本敘述統計量, 包括實際觀測值個數、平均數與標準差。資料期間爲 2008–2018 年。本表最右欄之平均數差異爲社會責任公司樣本 (csrdummy= 1) 與非社會責任公司樣本 (csrdummy= 0) 之各個變數的平均數差異 (前者減後者) 及平均數差異 t 檢定結果, *、** 與 *** 分別表示平均數差異達到 10%、5%與 1%之統計顯著水準。

辭任誘因。然而, 在社會責任公司樣本中, 外部大股東的持股比率顯著高於非社會責任公司樣本 (elsh 變數在兩組樣本間的平均數差異爲正, 且顯著 (3.5156)), 獨立董事於外部大股東持股較高的環境下容易與帶有自身策略動機與目的的外部大股東產生意見相左的情形, 雖然獨立董事有任期之

臺灣大學學術期刊資料庫

保障, 但相對於外部大股東乃因持有公司股份而表示其權力的正當性與穩固性來說, 獨立董事仍有可能存在明哲保身的想法, 從而增加了獨立董事在較高大股東持股情況下的辭任機率。這與先前所提之 Yeh, Shu, and Su (2008) 的發現一致, 他們發現大股東持股正向地解釋了獨立董事的辭任。其次, 社會責任表現良好的公司傾向有較佳的公司治理以及法規遵循行爲, 雖然獨立董事制度有助於增進董事的專業性與董事會的運作效率, 但若獨立董事長時間任職於一間公司同樣會爲人垢病。而台灣的證券主管機關於本研究資料期間後期宣佈了獨立董事連任三席的軟性限制,[8] 因此社會責任表現良好的公司有可能考量公司治理的落實及優先遵循法規修正方向而使得公司有較高程度的獨立董事辭任。第三, 企業社會責任表現良好的公司中, 獨立董事擔任其他工作之職位總數、平均職位數、擔任大學教授以及具有財務法律會計背景之人次數不僅顯著高於非社會責任表現良好之公司, 亦顯著多於社會責任表現良好公司中之一般董事, 這表示社會責任表現良好公司中的獨立董事的人力素質較佳而忙碌性程度較高, 而近期關於獨立董事兼任的法規逐步朝向緊縮的態勢進行修正,[9] 便部分地解釋了

[8]台灣的金融監督管理委員會於 2017 年 7 月 28 日修正「公開發行公司審計委員會行使職權辦法」、「公開發行公司董事會議事辦法」、「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」部分條文, 未來獨立董事如果要連任三屆以上, 必須公開說明理由。金管會表示, 基於促使獨立董事發揮專業監督功能、強化董事會職能, 爲兼顧獨立董事之獨立性與經驗度, 要求公開發行公司提名已連續擔任該公司獨立董事任期達三屆之候選人時, 應該在公告被提名人審查結果時併同公告繼續提名其擔任獨立董事之理由。爲了強化獨立董事的職能及獨立性, 金管會規定由 2021 年起, 上市櫃公司半數以上獨董任期不得超過 3 屆, 須修訂公司治理守則及納入評鑑指標, 也就是不能超過 9 年, 而 2024 年全體上市櫃公司都要適用, 但爲了等董事任期屆滿, 會給予 3 年的緩衝時間, 最晚在 2027 年 6 月, 不合規定的公司得進行改選。

[9]監察院於 2014 年通過江明蒼委員、李月德委員提案, 彈劾〇〇大學前主任秘書〇〇〇, 兼任〇〇? 公司獨立董事職務, 經營商業, 違反教育人員任用條例第 34 條、公務員服務法第 13 條之規定, 移送公務員懲戒委員會審議。公務員服務法上所稱「經營商業」, 銓敘部 91 年 7 月 18 日早有解釋除以代表官股身分兼任者外, 公務員不得兼任公司外部獨立董事或監察人。銓敘部 96 年 5 月 31 日的函釋更明確指出, 公立學校兼任行政職務之教師, 既係公務員服務法之適用對象, 蔡師除代表官股外, 尚不得兼任公司外部獨立董事或監察人, 以期兼任行政工作的教師都能專心致力學校校務, 杜絕外務干擾。爾後出現的台大校長遴選爭議議題以及爲數衆多的教授兼任獨董必須補辦申報手續並每年度填報資料並經學校同意, 爲遵循法律以及因資訊公開化於學校行政及校內同儕之間產生困擾, 許多教授便因個人因素或業務繁忙而相繼提出請辭。

臺灣大學學術期刊資料庫

爲何社會責任表現良好的公司中獨立董事辭任的情形有較高的傾向。

前述三組樣本中後兩組樣本的切割是根據公司是否在當期爲社會責任表現良好之公司 (是否入選天下雜誌企業公民或是遠見雜誌社會責任獎項其中之一, 即 csrdummy = 1 或 0 者), 而上海證券交易所社會責任指數成份股納入標準中的社會貢獻值概念雖然是另一套評估公司社會責任表現的量化方式, 但觀察表 2 中兩組樣本的資產社會報酬率 (sroa) 與每股社會貢獻值 (scvps), 社會責任表現良好公司的平均數分別爲 13.762%與 6.6565 元, 非爲社會責任表現公司之平均數爲 12.177%與 3.8312 元, 且兩組樣本之平均數差異皆爲正且達統計顯著水準, 表示那些獲選爲天下雜誌企業公民或遠見雜誌社會責任獎的公司, 平均來說有顯著較高的每股社會貢獻值以及資產社會報酬率。本研究中兩套公司社會責任表現的量化方式具一致性。

比較後兩組樣本各個控制變數的平均數差異可發現, 平均來來, 社會責任表現良好公司的資產報酬率顯著較高, 代表其獲利能力相對較佳; 資產報酬率波動性顯著較低, 表示其公司風險相對較低; 平均每位董事酬勞低於當年度平均的機率顯著較低, 表示社會責任表現良好公司支付較低水平予其董事的情況相對較少; 公司財報由四大會計師事務所簽證的機率顯著較高, 隱含財報品質較佳; 社會責任公司樣本中會計師對公司繼續經營假設存疑的可能性顯著較低, 外部法人持股率顯著較高而公司爲董監事投保責任保險的機率顯著較高。

表 3 報告各變數間的 Pearson 相關係數。觀察第一列發現社會責任當期表現 (csrdummy) 與九個董事辭任變數之相關係數來看, 社會責任當期表現與董事辭任人數與辭任比率呈顯著負相關, 與三個一般董事辭任變數呈顯著負相關, 但與獨立董事辭任的三個變數皆無顯著相關性, 由此可知雖然社會責任當期表現會顯著降低一般董事的辭任, 但對於獨立董事的辭任情形沒有顯著的影響。這與先前的結果類似, 公司的社會責任表現對於一般董事的辭任有顯著負向的影響。觀察第二個社會責任變數 (csrcumu) 與九個董事辭任變數之相關係數來看, 社會責任累積表現與三個一般董事辭任變數呈顯著負相關, 但與三個獨立董事辭任變數的其中兩個呈顯著正相關, 表示社會責任累積表現會顯著降低一般董事的辭任, 但卻會顯著增

臺灣大學學術期刊資料庫

表 3: 相關係數矩陣

變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) resignd	1.0000														
(2) resignn	0.8680*	1.0000													
(3) resignr	0.8481*	0.9621*	1.0000												
(4) nidresignd	0.8318*	0.7785*	0.7625*	1.0000											
(5) nidresignn	0.7328*	0.8831*	0.8468*	0.8810*	1.0000										
(6) nidresignr	0.7212*	0.8527*	0.8814*	0.8672*	0.9645*	1.0000									
(7) idresignd	0.5595*	0.5157*	0.5055*	0.0689*	0.0771*	0.0784*	1.0000								
(8) idresignn	0.5355*	0.5476*	0.5317*	0.0812*	0.0909*	0.0899*	0.9571*	1.0000							
(9) idresignr	0.5189*	0.5280*	0.5574*	0.0820*	0.0887*	0.0992*	0.9272*	0.9623*	1.0000						
(10) csrdummy	−0.0152	−0.0158*	−0.0246*	−0.0294*	−0.0243*	−0.0296*	0.0114	0.0098	0.0001	1.0000					
(11) csrcumu	−0.0143	−0.0182*	−0.0272*	−0.0316*	−0.0310*	−0.0339*	0.0168*	0.0166*	0.0023	0.7312*	1.0000				
(12) csrcont	0.0094	0.0108	−0.0008	−0.0093	−0.0029	−0.0117	0.0254*	0.0280*	0.0190*	0.4187*	0.4777*	1.0000			
(13) csrovlp	−0.0005	−0.0009	−0.0072	−0.0149	−0.0128	−0.0155	0.0173*	0.0210*	0.0121	0.4163*	0.4029*	0.4886*	1.0000		
(14) sroa	−0.0012	0.0045	−0.0003	−0.0071	−0.0048	−0.0085	0.0172*	0.0181*	0.0145	0.0382*	0.0305*	0.0517*	0.0274*	1.0000	
(15) scvps	−0.0300*	−0.0354*	−0.0427*	−0.0355*	−0.0375*	−0.0437*	−0.0057	−0.0079	−0.0132	0.0909*	0.0950*	0.0561*	0.0283*	0.5629*	1.0000

說明: 本表報告被解釋變數與主要解釋變數間 Pearson 相關係數 (Pearson Correlation Coefficient)。資料期間爲 2008–2018 年。星號標記相關係數至少達到 5%之統計顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

加獨立董事的辭任。另外, 社會責任連續表現雖不會顯著降低一般董事辭任, 卻會顯著增加獨立董事辭任。當社會責任表現變數爲社會責任重覆效果以及資產社會報酬率時, 亦有類似的情形出現, 較佳公司的社會責任表現對應顯著較高程度的獨立董事辭任。

在此的解釋與先前描述敘述統計結果的過程相類似, 一般董事與獨立董事皆能瞭解公司社會責任有助於提升公司的永續經營能力, 固然一般董事會因公司的良好社會責任表現而降低其辭任, 但在社會責任表現較佳的公司中畢竟外部大股東持股比率顯著高於非社會責任公司表現佳之樣本(外部大股東持股比率與社會責任表現變數之相關係數皆顯著爲正), 獨立董事於外部大股東持股較高的情況下容易與帶有自身策略動機與目的的外部大股東產生意見衝突 (Yeh, Shu, and Su, 2008), 從而增加了辭任的機率。社會責任表現良好的公司爲落實公司治理、增進董事會專業性與獨立性而降低獨立董事長期任職情形, 而產生較高程度的獨立董事辭任。企業社會責任表現良好的公司中, 獨立董事的人力素質較佳而忙碌性程度較高, 增加了獨立董事辭任的機率。上述原因使得一般董事的辭任傾向因良好的社會責任表現而下降, 但較佳的社會責任表現對應顯著較高的獨立董事辭任。

觀察各個董事辭任與控制變數的相關係數發現, 大部分的結果是董事辭任變數與公司資產報酬率 (roa) 呈顯著負相關、與資產報酬率波動性 (roavar) 呈顯著正相關、與平均董事酬勞是否低於該年度平均 (lowpay) 呈顯著負相關, 與公司是否繼續經營假設表示疑慮 (concern)、是否有變更會計師 (audchange)、大股東持股比率 (elsh)、大股東持股比率 (lsh) 呈顯著正相關, 表示公司獲利不佳、經營波動性大、董事平均薪酬較低、經營前景不佳以及大股東持股率較高的公司, 一般董事與獨立董事會有較高的辭任程度。雖然外部大股東持股比率皆會顯著影響一般董事與獨立董事的辭任, 但社會責任表現較佳的公司有更高的外部大股東持股率, 外部大股東較高的持股比率有可能影響同是由公司外聘之獨立董事對於公司經營前景與決策的意見衝突, 從而使得雖然獨立董事與一般董事的辭任皆受外部大股東持股的正向影響, 但在社會責任表現較佳的公司中, 獨立董事的辭任程度是顯著較高的。另外一個較值得關注的是董監事責任險對一般董事辭任

臺灣大學學術期刊資料庫

較沒有顯著影響, 但與獨立董事辭任之關係皆爲顯著正向, 本研究的可能解釋是公司爲董監事之潛在訴訟風險而投保董監事責任險, 然而高董監事責任險對應的高風險 (出現財務危機) 經營狀況仍難挽留住獨立董事的任職意願, 從而出現較高的獨立董事辭任。

當期社會責任表現與資產報酬率呈顯著正相關 (0.0938), 與資產報酬率變異數呈顯著負相關 (−0.062), 與平均每位董事酬勞是否低於當年度平均呈顯著負相關 (−0.2192), 與是否由四大會計師事務簽證呈顯著正相關, 與會計師是否出具繼續經營假設疑慮呈顯著負相關, 與公司外部大股東呈顯著正相關, 與是否投保董監事責任險呈顯著正相關, 隱含當期入選爲社會責任表現良好的公司傾向有較佳的獲利能力, 較低的財務風險, 支付低於平均水準之董事酬勞的機率較低, 擁有較佳的財報品質以及較穩健的經營以及較高的外部大股東持股比率, 也傾向爲其董監事與重要幹部投保責任保險。此結果與表2的結果一致。

4.2 迴歸估計結果

表4報告報告企業社會責任 (社會責任當期表現: csrdummy) 是否影響董事辭任的 Pooled OLS 估計結果, 其中董事辭任變數分別包括是否有董事辭任 (resignd)、董事辭任人數 (resignn)、董事辭任比率 (resignr)、是否一般董事辭任 (nidresignd)、一般董事辭任人數 (nidresignn)、一般董事辭任比率 (nidresignr)、是否有獨立董事辭任 (idresignd)、獨立董事辭任人數 (idresignn)、獨立董事辭任比率 (idresignr), 而其估計模型分別爲模型 (1)–(9)。觀察表4第一列社會責任當期表現的係數發現, 在不區分董事爲一般董事與獨立董事的情況下, 董事辭任的三個變數受社會責任當期表現的影響並不顯著, 然而觀察模型 (4)–(6) 即社會責任當期表現是否影響一般董事辭任的估計係數發現其皆爲負, 且在一般董事辭任虛擬變數與一般董事辭任比率時, 估計係數達到5%顯著水準, 表示社會責任當期表現顯著降低一般董事的辭任。然而觀察模型 (7)–(9) 即社會責任當期表現是否影響獨立董事辭任的估計係數發現其皆爲正且達統計顯著水準, 表示較高的社會責任當期表現對應顯著較高的獨立董事的辭任。

綜合來看, 本研究發現社會責任當期表現顯著負向影響一般董事辭任

臺灣大學學術期刊資料庫

表 4: 企業社會責任 (社會責任當期表現: csrdummy) 是否影響董事辭任的迴歸估計結果

	被解釋變數: 董事辭任								
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
csrdummy	0.00962	0.00788	−0.146	−0.214**	−0.0184	−0.400**	0.268***	0.0263**	0.254*
	(0.12)	(0.40)	(−0.60)	(−2.10)	(−1.18)	(−2.13)	(2.78)	(2.18)	(1.71)
restate	0.0716	0.0212	0.413	0.0661	0.0204	0.277	−0.0405	0.0008	0.136
	(1.04)	(0.89)	(1.05)	(0.88)	(0.95)	(0.84)	(−0.40)	(0.07)	(0.60)
debt	0.0015*	0.0003	0.0040	0.0019**	0.0004*	0.0063*	−0.0001	−0.0001	−0.0023
	(1.92)	(0.97)	(0.93)	(2.23)	(1.72)	(1.73)	(−0.09)	(−1.03)	(−1.13)
roa	−0.0053***	−0.0025***	−0.0465***	−0.0050***	−0.0017***	−0.0315***	−0.0044**	−0.0008***	−0.0150***
	(−3.82)	(−4.52)	(−5.19)	(−3.36)	(−3.70)	(−4.28)	(−2.29)	(−3.17)	(−3.65)
roavar	0.0008***	0.0004***	0.0073***	0.0008***	0.0003***	0.0058***	0.0006***	0.0001***	0.0015***
	(8.42)	(7.24)	(7.74)	(8.03)	(6.65)	(7.07)	(4.58)	(3.75)	(4.03)
salesgr	−2.17e-07	−2.34e-08	−2.89e-07	−2.29e-07	−1.54e-08	−1.64e-07	−1.71e-07	−7.98e-09***	−1.25e-07***
	(−1.29)	(−1.38)	(−0.83)	(−0.81)	(−0.92)	(−0.47)	(−0.85)	(−3.85)	(−3.63)
lowpay	0.245***	0.0599***	0.933***	0.217***	0.0395***	0.598***	0.251***	0.0204***	0.335***
	(7.25)	(7.24)	(7.47)	(5.80)	(5.58)	(5.60)	(5.19)	(5.23)	(5.67)
distress	0.153	0.0166	0.0906	0.0869	0.0027	−0.0427	0.164	0.0139	0.133
	(1.42)	(0.54)	(0.19)	(0.71)	(0.10)	(−0.11)	(1.19)	(0.81)	(0.53)
big4	0.108***	0.0155	0.205	0.0699*	0.0084	0.149	0.134**	0.0070	0.0560
	(2.75)	(1.26)	(1.03)	(1.66)	(0.81)	(0.90)	(2.38)	(1.25)	(0.58)
concern	0.560***	0.469***	7.608***	0.540***	0.315***	5.456***	0.571***	0.153***	2.152***
	(4.73)	(4.40)	(4.33)	(4.39)	(3.77)	(3.69)	(4.00)	(3.25)	(3.03)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

	被解釋變數: 董事辭任								
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
audchange	0.0252	0.0188**	0.263**	0.0537*	0.0218***	0.321***	−0.0365	−0.003	−0.0581
	(0.95)	(2.24)	(2.00)	(1.84)	(3.05)	(2.88)	(−0.98)	(−0.78)	(−0.96)
elsh	0.0072***	0.0028***	0.0297***	0.0066***	0.002***	0.0190***	0.0059***	0.0008***	0.0107***
	(5.37)	(5.68)	(3.82)	(4.58)	(4.77)	(2.94)	(3.18)	(3.41)	(2.74)
lsh	0.0018	3.77e-05	0.0140**	0.0011	−0.0002	0.0058	0.0028*	0.0003	0.0082***
	(1.57)	(0.10)	(2.32)	(0.84)	(−0.70)	(1.15)	(1.79)	(1.45)	(2.82)
dolid	0.0852***	0.0101	0.148	0.0271	−0.0064	−0.0952	0.172***	0.0165***	0.243***
	(3.14)	(1.21)	(1.13)	(0.92)	(−0.89)	(−0.86)	(4.44)	(4.26)	(3.93)
截距項	−1.668***	0.0493**	0.652**	−1.773***	0.0405**	0.528**	−2.254***	0.0088	0.124
	(−25.35)	(2.42)	(2.04)	(−24.68)	(2.37)	(2.00)	(−24.29)	(0.95)	(0.81)
有效樣本數	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636
調整後判定係數	0.0247	0.0321	0.0376	0.0251	0.0247	0.0297	0.0253	0.0128	0.0137
F-統計量之 *p* 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

附註: 本表報告企業社會責任 (社會責任當期表現: csrdummy) 是否影響董事辭任的 pooled OLS 估計結果。模型 (1)–(9) 分別採用不同的董事辭任變數, 包括是否有董事辭任 (resignd)、董事辭任人數 (resignn)、董事辭任比率 (resignr)、是否一般董事辭任 (nidresignd)、一般董事辭任人數 (nidresignn)、一般董事辭任比率 (nidresignr)、是否有獨立董事辭任 (idresignd)、獨立董事辭任人數 (idresignn)、獨立董事辭任比率 (idresignr)。迴歸方程中的控制變數包括是否有財務報表重編 (restate)、負債比率 (debt)、資產報酬率 (roa)、資產報酬率變異性 (roavar)、營收成長率 (salesgr)、平均董事酬勞是否低於該年度平均 (lowpay)、是否發生重大財務危機 (distress)、會計師事務所是爲四大會計師事務所 (big4)、公司會計師是否對繼續經營假設表示疑慮 (concern)、是否有變更會計師 (audchange)、外部法人持股比率 (elsh)、大股東持股比率 (lsh) 以及是否投保董監事責任險 (dolid)。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內爲估計係數之 *t* 值 (模型 (1)、(4) 與 (7) 爲 *z* 值), 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

但是卻會對應著顯著較高的獨立董事辭任程度, 這與先前相關分析中所得到結果是相同的。社會責任表現對於一般董事辭任的影響以及對於獨立董事辭任的影響是明顯不同, 如果不區分一般董事與獨立董事各別受到社會責任表現的影響, 會得到不顯著的估計結果。相對地, 若將一般董事與獨立董事分開討論, 則發現一般董事的辭任行爲會受社會責任表現的負向影響, 符合本研究的假說, 然而獨立董事的辭任卻與社會責任表現呈正向關聯, 與本研究假說中的預期方向相反。本研究在此的解釋與先前是類似的, 公司的社會責任作爲在實務與學術研究中皆被證實了對於公司績效、風險及聲譽等有正面助益, 但社會責任表現良好的公司同樣有較多的外部大股東持股比率, 外部大股東持股程度的增加容易導致獨立董事與外部大股東在公司經營方針與決策上產生意見相左的情形, 在獨立董事爲外聘而並非持有股份作爲擔任職位基礎的情況下, 獨立董事有可能產生辭任的念頭。社會責任表現良好的公司有較佳的公司治理, 連任較久的獨立董事有較高的不連任機率, 從而出現較高程度的獨立董事辭任。社會責任表現良好公司聘任的獨立董事傾向有較高的社會聲望, 例如較高的比率擔任大學教授職位, 近年來政府主管機關針對獨立董事兼任職位數限制與任期限制政策法規漸趨緊縮條件下 (包括公立各級學校教師兼職規範以及增加資訊公開透明度等), 亦有可能解釋了獨立董事有較高的辭任情形。[10]

觀察表 4 各模型中各個控制變數的估計結果來看, 大部分的情況下資產報酬率的係數顯著爲負, 資產報酬率變異數的係數顯著爲正, 董事酬勞低於平均水準的係數顯著爲正, 對繼續經營假設有疑慮的係數顯著爲正, 外部法人持股率的係數顯著爲正, 表示不論一般董事或是獨立董事, 公司績效不佳、公司風險愈高、出現相對較低的董事酬勞、公司經營前景展望不佳以及有較高的外部大股東持股率時, 皆會有較嚴重的辭任情形。除此之外, 當公司大股東持股比率愈高以及投保董監事責任險時, 投保董監事責任險的係數顯著爲正, 表示當大股東持股率高而讓董事意志產生抑制作用以及公司投保董監責任險以保護董監事潛在較高的訴訟風險時, 獨立董事辭任程度是顯著愈高的。這與先前關於董事與獨立董事辭任的研究如 Yeh,

[10]可參考「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」以及「公立各級學校專任教師兼職處理原則」第五點。金管會於 2019 年 12 月 26 日公告要求未來所有公立大專院校專任教師擬擔任企業獨立董事者, 應先取得學校核准文件, 否則不能於股東會上提名。

臺灣大學學術期刊資料庫

Shu, and Su (2008)、Asthana and Balsam (2010)、Chang and Sun (2016) 以及 Eriksson et al. (2001) 的發現相一致。就一般董事的估計結果來看與一些社會責任有助於穩定一般員工人事異動的既有研究發現是相類似的 (Fombrun, 1996; Podolny, 1993; Stuebs and Sun, 2010; 林育民, 溫玲玉, 與張元, 2020)。[11]

表5報告報告企業社會責任 (社會責任累積表現: csrcumu) 是否影響董事辭任的 Pooled OLS 估計結果, 觀察表5第一列社會責任累積表現的係數發現, 與先前相同在不區分董事爲一般董事與獨立董事的情況下 (模型 (1)–(3) 的估計結果), 董事辭任的三個變數受社會責任累積表現的影響並不顯著, 然而社會責任累積表現會負向顯著影響一般董事的辭任 (估計係數皆顯著爲負), 但會正向顯著影響獨立董事的辭任 (三個估係數中有兩個係數顯著爲正)。那些累計獲得天下或遠見雜誌社會責任評比爲社會責任表現良好年數愈久的公司, 其有較低程度的一般董事辭任, 但確有較高程度的獨立董事辭任。這明顯差異的解釋仍與先前相同, 獨立董事與一般董事任職於公司的基礎不同, 前者因自身聲譽與專業性而成爲公司董事, 後者則爲持有公司股份或代表機構法人行使職權而成爲董事, 當社會責任表現較佳的公司其所對應的條件不利於獨立董事任職時, 獨立董事的辭任程度便與一般董事的辭任產生了差異, 出現了社會責任表現佳卻對應獨立董事有較高辭任程度的現象。公司的社會責任表現有助於降低一般董事辭任的實證證據仍支持本研究的假說。

表6與7報告採用上海證券交易所社會責任指數成份股納入標準的社

[11]本研究中 Joint 檢定 (或後續迴歸表格下方的 χ^2 Wald 檢定) 的作用在於陳述迴歸估計模型的整體顯著性 (overall significance) 是否夠高。檢定的基本邏輯在於比較在採用受限制模型 (未納入解釋變數) 以及採用未受限制模型 (納入解釋變數) 估計下平均一個自由度產生多少的殘差平方之相對大小來進行決定究竟哪一個模型是相對較佳的模型, 如果考慮了解釋數進入模型下的未受限制模型中平均一個自由度所產生的殘差平方並未顯著地小於不考慮解釋數進入模型下的受限制模型中平均一個自由度所產生的殘差平方, 則代表即便納入了解釋變數進入迴歸模型, 仍無法顯著降低在解釋相依變數上的殘差平方, 亦表示納入這一系列的解釋變數進入迴歸式並無法顯著增進研究者對於相依變數的解釋能力, 即代表納入這一系列解釋變數的迴歸模型整體顯著性不高。Joint 檢定的 p 值即爲 Joint 檢定統計量所對應的機率, p 值愈小表示未受限制模型下平均一個自由度產生的殘差平方愈小於受限制模型下的平均一個自由度所產生的殘差平方, 隱含受限制模型的整體顯著性愈高。作者感謝匿名審稿人的修正補充建議。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 5: 企業社會責任 (社會責任累積表現: csrcumu) 是否影響董事辭任的迴歸估計結果

	被解釋變數: 董事辭任								
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
csrcumu	0.00212	−2.9e-05	−0.0534	−0.0573***	−0.0067***	−0.108***	0.0562***	0.0067**	0.0547
	(0.14)	(−0.01)	(−1.27)	(−2.78)	(−3.85)	(−4.54)	(3.17)	(2.19)	(1.61)
restate	0.0715	0.0213	0.418	0.0686	0.0209	0.286	−0.0452	0.0003	0.132
	(1.04)	(0.89)	(1.06)	(0.91)	(0.98)	(0.86)	(−0.45)	(0.03)	(0.58)
debt	0.0015*	0.0003	0.0040	0.0019**	0.0004*	0.0063*	−0.0001	−0.0001	−0.0023
	(1.91)	(0.98)	(0.94)	(2.27)	(1.73)	(1.74)	(−0.12)	(−1.05)	(−1.15)
roa	−0.0053***	−0.0025***	−0.0465***	−0.0051***	−0.0017***	−0.0315***	−0.0043**	−0.0008***	−0.015***
	(−3.82)	(−4.51)	(−5.19)	(−3.37)	(−3.70)	(−4.28)	(−2.28)	(−3.17)	(−3.65)
roavar	0.0008***	0.0004***	0.0073***	0.0008***	0.0003***	0.0058***	0.0006***	0.00001***	0.0015***
	(8.42)	(7.23)	(7.74)	(8.01)	(6.63)	(7.05)	(4.60)	(3.77)	(4.04)
salesgr	−2.17e-07	−2.34e-08	−2.9e-07	−2.3e-07	−1.54e-08	−1.65e-07	−1.7e-07	−7.95e-09***	−1.25e-07***
	(−1.29)	(−1.38)	(−0.83)	(−0.81)	(−0.92)	(−0.48)	(−0.85)	(−3.83)	(−3.62)
lowpay	0.246***	0.0593***	0.921***	0.212***	0.0380***	0.582***	0.257***	0.0213***	0.339***
	(7.20)	(7.12)	(7.35)	(5.64)	(5.35)	(5.43)	(5.24)	(5.40)	(5.71)
distress	0.152	0.0167	0.0947	0.0905	0.0032	−0.0348	0.163	0.0135	0.130
	(1.42)	(0.54)	(0.20)	(0.74)	(0.12)	(−0.09)	(1.18)	(0.78)	(0.52)
big4	0.108***	0.0156	0.207	0.0708*	0.0086	0.151	0.134**	0.007	0.0559
	(2.75)	(1.27)	(1.04)	(1.68)	(0.83)	(0.91)	(2.38)	(1.24)	(0.58)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

	被解釋變數: 董事辭任								
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
concern	0.560***	0.469***	7.608***	0.539***	0.315***	5.455***	0.572***	0.153***	2.153***
	(4.73)	(4.40)	(4.33)	(4.38)	(3.77)	(3.69)	(4.01)	(3.25)	(3.03)
audchange	0.0253	0.0188**	0.262**	0.0528*	0.0217***	0.319***	−0.0355	−0.00288	−0.0571
	(0.95)	(2.24)	(1.99)	(1.81)	(3.04)	(2.86)	(−0.95)	(−0.75)	(−0.94)
elsh	0.0072***	0.0028***	0.0298***	0.0066***	0.002***	0.0191***	0.0059***	0.0008***	0.0106***
	(5.37)	(5.68)	(3.83)	(4.61)	(4.80)	(2.96)	(3.17)	(3.38)	(2.73)
lsh	0.00181	3.78e-05	0.014**	0.0011	−0.0002	0.0059	0.0028*	0.0003	0.0081***
	(1.56)	(0.10)	(2.32)	(0.85)	(−0.69)	(1.16)	(1.76)	(1.44)	(2.82)
dolid	0.0851***	0.0103	0.153	0.0295	−0.0058	−0.0875	0.169***	0.0161***	0.241***
	(3.13)	(1.23)	(1.16)	(1.00)	(−0.80)	(−0.79)	(4.34)	(4.14)	(3.88)
截距項	−1.668***	0.0498**	0.659**	−1.771***	0.0413**	0.536**	−2.257***	0.0084	0.123
	(−25.32)	(2.44)	(2.06)	(−24.61)	(2.42)	(2.03)	(−24.24)	(0.90)	(0.80)
有效樣本數	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636
調整後判定係數	0.0247	0.0321	0.0376	0.0254	0.0248	0.0298	0.0258	0.0131	0.0137
F-統計量之 *p* 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

附註: 本表報告企業社會責任 (社會責任累積表現: csrcumu) 是否影響董事辭任的 pooled OLS 估計結果。表格中各迴歸模式的設定與變數採用, 與表 4 相同。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內爲估計係數之 *t* 值 (模型 (1)、(4) 與 (7) 爲 *z* 值), 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 6: 企業社會責任 (資產的社會報酬率: sroa) 是否影響董事辭任的迴歸估計結果

	被解釋變數: 董事辭任								
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
sroa	0.0006	0.001	0.0195*	−0.0005	0.0004	0.0092	0.0028	0.0006*	0.0103**
	(0.36)	(1.56)	(1.89)	(−0.26)	(0.78)	(1.08)	(1.23)	(1.80)	(2.01)
restate	0.0763	0.0266	0.431	0.0643	0.0237	0.273	−0.0160	0.0029	0.158
	(1.01)	(0.99)	(1.00)	(0.78)	(0.99)	(0.75)	(−0.15)	(0.23)	(0.66)
debt	0.0014*	0.0003	0.0046	0.002**	0.0004*	0.007*	−0.0006	−0.0001	−0.0024
	(1.71)	(1.02)	(1.02)	(2.23)	(1.74)	(1.81)	(−0.55)	(−1.04)	(−1.22)
roa	−0.0046***	−0.0026***	−0.0516***	−0.004**	−0.0017***	−0.0349***	−0.0042**	−0.0008***	−0.0166***
	(−2.87)	(−3.83)	(−4.53)	(−2.32)	(−3.01)	(−3.64)	(−2.01)	(−2.80)	(−3.27)
roavar	0.0008***	0.0004***	0.0071***	0.0009***	0.0003***	0.0057***	0.0005***	0.00001***	0.0014***
	(8.12)	(6.80)	(7.23)	(7.87)	(6.29)	(6.68)	(3.91)	(3.21)	(3.49)
salesgr	−2.09e-07	−2.17e-08	−2.58e-07	−2.24e-07	−1.46e-08	−1.52e-07	−1.54e-07	−7.05e-09***	−1.06e-07***
	(−1.36)	(−1.26)	(−0.72)	(−0.88)	(−0.86)	(−0.43)	(−0.94)	(−3.28)	(−2.97)
lowpay	0.239***	0.0588***	0.934***	0.236***	0.0421***	0.651***	0.202***	0.0168***	0.284***
	(6.83)	(6.79)	(7.17)	(6.08)	(5.77)	(5.91)	(4.09)	(3.92)	(4.46)
distress	0.154	0.0218	0.270	0.0776	0.0058	0.0735	0.174	0.0159	0.196
	(1.37)	(0.67)	(0.54)	(0.61)	(0.21)	(0.17)	(1.21)	(0.88)	(0.72)
big4	0.134***	0.0240**	0.332*	0.0883**	0.0111	0.180	0.196***	0.0129**	0.152*
	(3.29)	(1.99)	(1.69)	(2.02)	(1.06)	(1.07)	(3.27)	(2.42)	(1.67)
concern	0.515***	0.368***	5.506***	0.469***	0.208***	3.234**	0.632***	0.160***	2.273***
	(3.95)	(3.59)	(3.38)	(3.42)	(2.71)	(2.53)	(4.18)	(3.17)	(2.99)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

	被解釋變數: 董事辭任								
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
audchange	0.0209	0.0169*	0.225*	0.0531*	0.021***	0.300***	−0.0513	−0.0046	−0.0757
	(0.75)	(1.94)	(1.65)	(1.74)	(2.82)	(2.61)	(−1.31)	(−1.02)	(−1.21)
elsh	0.0067***	0.0027***	0.0270***	0.006***	0.0019***	0.0181***	0.0056***	0.0007***	0.0089**
	(4.66)	(5.26)	(3.39)	(3.94)	(4.45)	(2.68)	(2.87)	(3.09)	(2.32)
lsh	0.0015	−0.0001	0.0128**	0.0005	−0.0004	0.0043	0.0029*	0.0003	0.0086***
	(1.19)	(−0.26)	(2.04)	(0.34)	(−1.14)	(0.80)	(1.72)	(1.45)	(2.83)
dolid	0.0682**	0.0062	0.0717	0.0122	−0.0076	−0.124	0.155***	0.0138***	0.196***
	(2.39)	(0.71)	(0.52)	(0.39)	(−1.02)	(−1.07)	(3.82)	(3.41)	(3.06)
截距項	−1.669***	0.038*	0.434	−1.786***	0.0347*	0.412	−2.256***	0.0033	0.0218
	(−24.02)	(1.78)	(1.31)	(−23.41)	(1.93)	(1.49)	(−23.03)	(0.35)	(0.14)
有效樣本數	14,121	14,121	14,121	14,121	14,121	14,121	14,121	14,121	14,121
調整後判定係數	0.0224	0.0275	0.0321	0.0221	0.0207	0.0244	0.0235	0.0122	0.0134
F-統計量之 *p* 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

附註: 本表報告企業社會責任 (資產的社會報酬率: sroa) 是否影響董事辭任的 pooled OLS 估計結果。表格中各迴歸模式的設定與變數採用, 與表 4 相同。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內爲估計係數之 *t* 值 (模型 (1)、(4) 與 (7) 爲 *z* 值), 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 7: 企業社會責任 (每股社會貢獻值: scvps) 是否影響董事辭任的迴歸估計結果

	被解釋變數: 董事辭任								
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
scvps	−0.0028	−0.0002	0.0003	−0.0069	−0.0005	−0.0061	0.0024	0.0003	0.0065
	(−0.88)	(−0.37)	(0.03)	(−1.52)	(−1.09)	(−0.80)	(0.80)	(1.02)	(1.32)
restate	0.0938	0.0322	0.476	0.0872	0.0270	0.268	−0.0083	0.0052	0.208
	(1.19)	(1.17)	(1.10)	(1.01)	(1.11)	(0.77)	(−0.07)	(0.39)	(0.79)
debt	0.0013	0.0002	0.0021	0.002**	0.0003	0.005	−0.0008	−0.0002	−0.0029
	(1.53)	(0.60)	(0.47)	(2.12)	(1.34)	(1.29)	(−0.70)	(−1.23)	(−1.40)
roa	−0.0056***	−0.0026***	−0.0517***	−0.0054***	−0.0019***	−0.0374***	−0.0044*	−0.0007**	−0.0143***
	(−3.20)	(−4.04)	(−4.70)	(−2.71)	(−3.48)	(−4.07)	(−1.92)	(−2.43)	(−2.91)
roavar	0.00087***	0.0004***	0.007***	0.0008***	0.0003***	0.0054***	0.0006***	0.0001***	0.0016***
	(7.56)	(6.20)	(6.62)	(6.81)	(5.42)	(5.85)	(4.30)	(3.42)	(3.69)
salesgr	−1.93e-07	−1.91e-08	−2.3e-07	−2.05e-07	−1.22e-08	−1.23e-07	−1.44e-07	−6.89e-09***	−1.07e-07***
	(−1.37)	(−1.10)	(−0.64)	(−0.96)	(−0.71)	(−0.35)	(−0.91)	(−3.24)	(−3.01)
lowpay	0.208***	0.0498***	0.818***	0.193***	0.0346***	0.546***	0.184***	0.0152***	0.272***
	(5.78)	(5.88)	(6.39)	(4.85)	(4.85)	(5.05)	(3.60)	(3.59)	(4.32)
distress	0.128	0.0058	0.0586	0.0477	−0.0099	−0.130	0.177	0.0157	0.189
	(1.08)	(0.19)	(0.12)	(0.35)	(−0.40)	(−0.32)	(1.18)	(0.84)	(0.67)
big4	0.133***	0.0243**	0.378*	0.0914**	0.0114	0.221	0.187***	0.0129**	0.157*
	(3.16)	(2.04)	(1.95)	(2.00)	(1.11)	(1.34)	(3.02)	(2.47)	(1.73)
concern	0.499***	0.365***	5.542***	0.418***	0.193**	3.024**	0.695***	0.172***	2.518***
	(3.71)	(3.52)	(3.29)	(2.93)	(2.48)	(2.31)	(4.44)	(3.24)	(3.09)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

	被解釋變數: 董事辭任								
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
audchange	0.0312	0.0202**	0.266*	0.0675**	0.0245***	0.353***	−0.0619	−0.0042	−0.087
	(1.07)	(2.32)	(1.94)	(2.12)	(3.27)	(3.03)	(−1.51)	(−1.06)	(−1.37)
elsh	0.0060***	0.0024***	0.0244***	0.006***	0.0018***	0.0169**	0.0044**	0.0007***	0.0075*
	(3.87)	(4.69)	(2.99)	(3.54)	(4.06)	(2.50)	(2.02)	(2.58)	(1.83)
lsh	0.0008	−0.0003	0.0101	−0.0004	−0.0006*	0.0014	0.0033*	0.0003	0.0087***
	(0.64)	(−0.69)	(1.58)	(−0.26)	(−1.75)	(0.26)	(1.82)	(1.56)	(2.77)
dolid	0.118***	0.0201**	0.253*	0.0612*	0.0035	0.0237	0.194***	0.0166***	0.229***
	(3.83)	(2.26)	(1.79)	(1.82)	(0.46)	(0.20)	(4.40)	(4.09)	(3.50)
截距項	−1.654***	0.0524**	0.679**	−1.764***	0.0466**	0.601**	−2.245***	0.0058	0.0780
	(−23.16)	(2.45)	(2.01)	(−22.41)	(2.57)	(2.13)	(−22.20)	(0.62)	(0.51)
有效樣本數	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247	13,247
調整後判定係數	0.0234	0.0270	0.0314	0.0225	0.0194	0.0229	0.0260	0.0132	0.0143
F-統計量之 *p* 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

附註: 本表報告企業社會責任 (每股社會貢獻值: scvps) 是否影響董事辭任的 pooled OLS 估計結果。表格中各迴歸模式的設定與變數採用, 與表 4 相同。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內爲估計係數之 *t* 值 (模型 (1)、(4) 與 (7) 爲 *z* 值), 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

會貢獻值概念所計算出的社會責任指標, 資產的社會報酬率以及每股社會貢獻值下的估計結果。觀察資產社會報酬率與每股社會貢獻值的估計係數發現, 部分證據顯示資產的社會報酬率正向顯著影響獨立董事的辭任, 表示資產社會報酬率較高的公司傾向有較高程度的獨立董事辭任。其餘的控制變數的估計結果與先前類似, 大多數資產報酬率的係數顯著爲正, 表示當公司資產報酬率愈高, 一般董事與獨立董事皆有顯著較低的辭任程度; 資產報酬率變異性的係數幾乎顯著爲正, 表示當公司面對較高的經營風險時, 也將面臨著較高的一般董事與獨立董事辭任。平均每位董事酬勞是否低於平均數的係數幾乎顯著爲正, 表示當董事酬勞太低, 基於風險與報酬不相稱, 董事辭任的情形愈形嚴重。繼續經營假設有疑慮、變更會計師與外部法人持股比率的係數幾乎顯著爲正, 表示當公司出現經營前景堪慮、變更會計師, 隱含公司經營與財務報導有負面隱憂, 董事辭任機率提高, 而外部法人持股比率愈高, 董事會受監督的程度愈高而獨立董事意志容易受到壓抑, 皆使得董事辭任機率上升。基本結果符合一般財務邏輯。[12]

諸多文獻業已提及公司董事的異動、高階管理人員更迭對組織氣候、內部營運效率與公司經營績效產生負面影響。Grusky (1963) 提出惡性循環理論 (vicious cycle theory), 當公司出現董事、執行長等公司高層人事異動時, 將負面影響組織氣候, 使公司內部關係緊張, 組織營運效率降低, 企業績效表現退步。Trow (1961)、Allen, Panian, and Lotz (1982)、Cosh and Hughes (1997)、Suchard, Singh, and Barr (2001) 等學者也相繼提出公司高階管理人員的異動與領導權的轉換會使組織中其他成員感到緊張, 擔心下一任繼位者是否會讓公司有巨大改變, 或是人事佈局將會大搬風而損害自身利益, 使組織內部猜疑增加, 導致公司狀態不穩定, 導致後續績效表現低落。[13] 然而, 既有關於公司社會責任表現的研究中亦證實了社會責任作

[12]在未報告的表格中, 本研究另採用其餘的企業社會責任變數 (包括社會責任連續表現 (csrcont) 以及社會責任重覆效果 (csrovlp)) 進行估計社會責任表現對董事辭任的影響, 發現社會責任表現顯著負向影響一般董事的辭任, 但卻正向影響獨立董事的辭任, 那些在資料期間連續 11 年獲得天下與遠見雜誌社會責任評比爲社會責任表現優良的公司, 或者是當年度被兩家機構同時評爲社會責任表現優良的公司, 傾向有較低的一般董事辭任但卻有較高程度的獨立董事辭任。

[13]詹晉胤 (2011) 以 2003 年至 2010 年間有獨立董事辭職的 156 家台灣上市櫃公司作爲研究樣本, 發現獨立董事辭職後, 公司未來的經營績效顯著低於產業平均水準。Huei and

臺灣大學學術期刊資料庫

爲具有提高公司聲譽、降低公司風險、提升公司風險管理與負面事件緩衝機能的作用 (Gardberg and Fombrun, 2006; Godfrey, 2005; Godfrey, Merrill, and Hansen, 2009; Koh, Qian, and Wang, 2014; Lins, Servaes, and Tamayo, 2017; Peloza, 2006; Stuebs and Sun, 2010; Zhu, Sun, and Leung, 2014), 由於董事辭任爲一公司負面衝擊, 而具備負向衝擊緩衝的社會責任表現有可能有助於減緩董事辭任與公司績效之間的負向影響。

表 8 報告董事辭任與是否影響下一年度公司績效的迴歸估計結果, 並考慮企業社會責任的干擾 (調節) 效果。董事辭任分別以董事辭任虛擬變數 (resignd)、一般董事辭任虛擬變數 (nidresignd) 以及獨立董事辭任虛擬變數 (idresignd) 進行衡量。公司的社會責任表現分別以資產社會報酬率 (sroa) 與每股社會貢獻值 (scvps) 衡量。公司績效採用以會計爲基礎 (accounting-based) 的績效指標即資產報酬率,[14] 且採取隔一年度的設定以降低同期相關 (contemporanous correlation) 問題。參考既有研究如王思涵與張元 (2020)、Ittner, Lanen, and Larcker (2002)、Karathanassisa and Drakos (2004)、Demsetz and Villalonga (2001)、Jensen and Meckling (1976)、Morck, Shleifer, and Vishny (1988) 以及 Yermack (1996) 等, 考慮若干控制對績效產生潛在影響的變數, 包括資產規模 (asset)、負債比率 (debt)、營收成長率 (salesgw)、研究發展費用率 (rd)、成立年數 (age)、董事會規模 (董事會總席次: board)、獨立董事比率 (idr)、董事持股比率 (dirhold)、經理人持股比率 (manahold)、機構投資人持股比率 (insthold)、外國機構投資人持股比率 (forhold) 以及是否爲家族控制公司 (family)。

表 8 的估計結果顯示不論是否有無區分一般董事辭任與獨立董事辭任, 公司只要出現董事辭任, 皆會顯著負向影響下一年度的資產報酬率, 然而董事辭任變數與社會責任表現變數交乘項之係數皆爲正且顯著, 表示雖然當年度的董事辭任會使公司在下一年度傾向出現較低落的績效, 但那些社會責任表現較佳的公司傾向出現較小幅度的資產報酬率下跌。此結果不論在一般董事辭任或是獨立董事辭任上皆如此。搭配先前所得到的結果, 公

Chan (2018) 研究台灣上市公司首次出現獨立董事辭任後對公司的經營績效影響, 實證結果顯示獨董辭任後公司的經營績效不僅惡化, 大幅低於產業平均水準, 此外還具有相對嚴重的代理問題。類似的研究如林嬋娟與張哲嘉 (2009)。

[14] 以市場爲基礎 (market-based) 的績效指標 (Tobin's q) 下的分析有類似的估計結果。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 8: 董事辭任對下年度資產報酬率之影響的迴歸估計結果

	被解釋變數: 下一期資產報酬率 (roa_np1)					
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
resignd	−2.794***	−4.685***				
	(−7.87)	(−13.39)				
resignd × sroa	0.0675***					
	(4.50)					
resignd × scvps		0.662***				
		(13.19)				
nidresignd			−5.308***	−5.115***		
			(−10.80)	(−12.28)		
nidresignd × sroa			0.290***			
			(8.92)			
nidresignd × scvps				0.891***		
				(11.23)		
inresignd					−3.624***	−6.402***
					(−5.60)	(−10.87)
inresignd × sroa					0.124***	
					(3.29)	
inresignd × scvps						1.166***
						(11.72)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

	被解釋變數: 下一期資產報酬率 (roa_np1)					
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
asset	1.173***	1.327***	1.209***	1.327***	1.162***	1.340***
	(13.72)	(15.13)	(14.20)	(15.09)	(13.64)	(15.24)
debt	−0.065***	−0.0714***	−0.0646***	−0.0716***	−0.0658***	−0.0716***
	(−12.21)	(−13.13)	(−12.16)	(−13.15)	(−12.35)	(−13.15)
salesgw	−6.73e-07	−5.78e-07	−6.62e-07	−5.7e-07	−6.54e-07	−5.54e-07
	(−0.50)	(−0.44)	(−0.50)	(−0.43)	(−0.49)	(−0.42)
rd	−0.0122***	−0.0126***	−0.0122***	−0.0129***	−0.0122***	−0.0127***
	(−16.51)	(−13.52)	(−16.54)	(−13.79)	(−16.54)	(−13.60)
age	−0.0639***	−0.0461***	−0.0629***	−0.0488***	−0.0627***	−0.0452***
	(−8.00)	(−5.61)	(−7.89)	(−5.94)	(−7.84)	(−5.50)
board	−0.0914*	−0.120**	−0.096**	−0.110**	−0.0812*	−0.105**
	(−1.86)	(−2.43)	(−1.96)	(−2.22)	(−1.65)	(−2.11)
idr	−0.0007	0.0012	−0.0026	0.0001	0.0003	0.0041
	(−0.12)	(0.20)	(−0.47)	(0.02)	(0.06)	(0.70)
dirhold	0.0046	0.0075	0.005	0.008	0.0048	0.0075
	(0.75)	(1.20)	(0.82)	(1.28)	(0.78)	(1.21)
manahold	0.475***	0.413***	0.468***	0.414***	0.48***	0.430***
	(13.00)	(10.74)	(12.83)	(10.76)	(13.11)	(11.17)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

解釋變數	被解釋變數: 下一期資產報酬率 (roa_np1)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
instholdc	0.0769***	0.0625***	0.0758***	0.0637***	0.0773***	0.0633***
	(16.33)	(12.63)	(16.14)	(12.85)	(16.41)	(12.76)
forhold	0.0349***	0.0384***	0.0325***	0.0375***	0.0351***	0.0411***
	(4.03)	(4.30)	(3.77)	(4.18)	(4.05)	(4.59)
family	0.457**	0.494**	0.450**	0.490**	0.471**	0.488**
	(2.34)	(2.47)	(2.31)	(2.45)	(2.41)	(2.44)
截距項	−18.00***	−21.28***	−18.74***	−21.31***	−18.03***	−21.98***
	(−10.42)	(−11.94)	(−10.89)	(−11.93)	(−10.48)	(−12.32)
有效樣本數	12,664	11,833	12,664	11,833	12,664	11,833
調整後判定係數	0.1071	0.1174	0.1110	0.1137	0.1050	0.1127
F-統計量之 *p* 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

附註: 本表報告董事辭任是否影響公司下一年度獲利的迴歸估計結果, 並考慮企業社會責任表現的干擾效果。董事辭任分別以董事辭任虛擬變數 (resignd)、一般董事辭任虛擬變數 (nidresignd) 以及獨立董事辭任虛擬變數 (idresignd) 進行衡量。公司的社會責任表現分別以資產的社會報酬率 (sroa) 與每股社會貢獻值 (scvps) 進行衡量。迴歸的控制變數包括資產規模 (asset)、負債比率 (debt)、營收成長率 (salesgw)、研究發展費用率 (rd)、成立年數 (age)、董事會規模 (董事會總席次: board)、獨立董事比率 (idr)、董事持股比率 (dirhold)、經理人持股比率 (manahold)、機構投資人持股比率 (insthold)、外國機構投資人持股比率 (forhold) 以及是否爲家族控制公司 (family)。資料期間由 2008 至 2019 年。括號內爲估計係數之 *t* 值, 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

司社會責任表現有助於使一般董事的辭任情形降低, 但卻對應較高程度的獨立董事辭任, 而獨立董事辭任與一般董事辭任相同, 皆會對公司績效產生不利的影響, 但較佳的社會責任表現則會降低獨立董事對績效負面影響的幅度。較高程度社會責任表現的公司雖然出現較高程度的獨立董事辭任, 但社會責任表現仍有助於減緩獨立董事辭任導致的績效下跌。[15]

4.3 增額測試

除已透過變異數膨脹因子 (variance inflation factor) 檢驗迴歸模型設定並未產生多重共線性 (multi-collinearity) 的疑慮外, 本研究另行考慮進行六個增額測試。第一, 採用工具變數估計 (instrumental variable estimation) 以降低公司社會責任表現之內生性 (endogeneity) 問題。第二, 以兩階段估計 (two-stage estimation) 與傾向分數配對 (propensity score matching) 降低公司社會責任表現的樣本自我選擇偏誤 (self-selection bias) 問題。第三,

[15]在處理董事辭任的樣本自我選擇偏誤 (self-selection bias) 問題上, 爲增加董事辭任對於公司績效影響的因果推論性 (causal inference), 本研究考慮控制決公司出現董事辭任的先決因素 (pre-determinants) 即本研究中的待估計迴歸式 (1), 即爲影響公司董事是否辭任的決定方程式, 經模型配適考量以篩選變數後, 以資產報酬率 (roa)、資產報酬率變異性 (roavar)、平均董事酬勞是否低於該年度平均 (lowpay)、公司是否繼續經營假設表示疑慮 (concern)、外部法人持股比率 (elsh)、是否爲家族控制公司 (family) 以及董事平均兼任職位數 (allboarda) 進行 probit 模式的估計以預測公司是否出現董事辭任之情形, 並形成選擇偏誤調整項 (bias correction term) (lambda), 將此選擇偏誤調整項置入第二階段估計之迴歸式中, 即董事辭任是否影響下一期公司績效迴歸式中成爲一新增的解釋變數。此即爲兩階段估計。兩階段估計的結果與未採行兩階段估計的結果相類似, 董事辭任 (不論是一般董事或獨立董事) 皆傾向會使公司下一期績效降低。另外, 本研究基於 Rosenbaum and Rubin (1983, 1985a,b) 的傾向分數配對 (propensity score matching), 在所有樣本下以資產報酬率 (roa)、資產報酬率變異性 (roavar)、平均董事酬勞是否低於該年度平均 (lowpay)、公司是否繼續經營假設表示疑慮 (concern)、外部法人持股比率 (elsh)、是否爲家族控制公司 (family) 以及董事平均兼任職位數 (allboarda) 進行 probit 模式的估計以預測公司是否出現董事辭任之情形, 此爲董事辭任的機率函數, 即傾向分數函數 (propensity score function)。給定傾向分數函數, 可以得到所有樣本的傾向分數 (propensity score, 成爲出現董事辭任公司樣本的機率)。針對每一個出現董事辭任的公司樣本 (resignd = 1 者), 在所有未出現董事辭任的公司樣本 (resignd = 1 者) 中, 挑選兩個傾向分數最接近的樣本成爲配對樣本 (即一對二傾向分數配對), 並採取抽出放回策略 (with replacement)。根據配對後的樣本可進行董事辭任對公司績效影響的迴歸估計。在傾向分數配對下, 估計結果與先前類似, 董事辭任傾向降低下一期公司績效, 公司的社會責任表現有助於減緩因董事辭任所導致的績效下跌幅度。

臺灣大學學術期刊資料庫

採用固定效果 (fixed-effect) 模式與隨機 (random-effect) 效果模式以及加入產業與年度虛擬變數進行估計。第四, 以流行病學中的世代研究 (cohort study) 與病例對照研究 (case-control study) 進行社會責任表現是否影響董事辭任的分析。第五, 考量企業社會責任對法人董事辭任與自然人董事辭任的影響與差異比較。最後, 考量家族控制與金融海嘯期間對於企業社會責任表現對董事辭任影響的干擾效果以及採用社會責任表現落遲項對董事辭任影響的分析。

4.3.1 工具變數估計

由於公司的社會責任表現可能具有內生性, 本研究另採兩階段工具變數估計法檢驗社會責任表現對董事辭任的影響。參考林明仁與賴建宇 (2012), 工具變數的選擇應滿足相關性 (relevance), 即選擇的工具變數應與內生變數具有顯著關係, 亦應滿足外生性 (exogeneity), 即選擇的工具變數應與原先估計迴歸式之誤差項無關 (Levitt, 1997)。針對第二個性質, Angrist and Krueger (2001) 指出此一性質基本上較難利用統計工具加以測試, 但可透過詳細的理論與制度細節 (institutional details) 加以論證。本研究首先考慮落遲一期的社會責任表現 (累積社會責任表現: csrcumulag1) 爲工具變數, 因天下雜誌與遠見雜誌每年度按照其各自年度的社會責任評比準則以及產業專家與會計師等評估意見以進行每一年度的社會責任表現評比, 因此前一年度的社會責任表現相對較具外生性。其次參考 Harjoto and Jo (2015) 與 Nguyen, Agbola, and Choi (2019) 個別公司的社會責任表現與其身處產業的社會責任相關規範與要求密切相關, 個別公司身處產業的平均社會責任表現亦具有外部性, 亦可成爲社會責任表現的工具變數。由於天下雜誌與遠見雜誌的社會責任變數爲間斷變數, 同時爲平衡採用兩套社會責任評比在工具變數上的使用, 本研究第二個社會責任表現工具變數採用個別公司身處產業的每股社會貢獻值平均數 (scvpsidm) 作爲工具變數。

本研究在兩階段工具變數估計時同時採用兩個工具變數, 即採取過度認定 (over identification),[16] 第一階段以公司身處產業之平均社會責任表

[16]本研究另外分別採用前一期社會責任表現以及社會責任表現的產業平均數作爲工具

臺灣大學學術期刊資料庫

現 (每股社會貢獻值之產業平均: scvpsidm)、公司前一期社會責任累積表現 (csrcumulag1) 以及本文中迴歸式 (1) 之控制變數預測本期的社會責任表現 (每股社會貢獻值: scvps), 得到本期的社會責任表現預測值, 並成爲第二階段預測董事辭任的主要解釋變數。表9報告社會責任表現是否影響董事辭任的工具變數 (同產業社會責任表現平均數與前一期社會責任表現) 兩階段估計結果, 其中第一階段的估計結果顯示所選擇的兩個工具變數中, 同產業社會責任表現平均數 (同產業每股社會貢獻值平均數: scvpsidm) 正向且顯著影響潛在的內生變數 (每股社會貢獻值: scvps), 且第一階段估計的F 值極大, 顯示工具變數的選擇符合先前提及的相關性。

第二階段的估計結果則與先前基本迴歸估計結果相類似, 在不區分一般董事與獨立董事的情況下, 企業社會責任表現對於董事辭任的影響並不顯著, 然而模型 (4)–(6) 的估計結果顯示, 企業社會責任表現會顯著負向影響一般董事的辭任, 模型 (7)–(9) 的估計結果顯示企業社會責任表現會顯著正向影響獨立董事的辭任。公司的社會責任表現負向影響一般董事辭任的結果降低符合本研究的假說, 但之所以獨立董事辭任受到社會責任表現的正向影響, 可能的解釋原因爲社會責任表現良好的公司有較多的外部大股東持股比率, 外部大股東持股程度的增加容易導致獨立董事與外部大股東在公司經營方針與決策上產生意見相左的情形, 在獨立董事爲外聘而並非持有股份作爲擔任職位基礎的情況下, 獨立董事有可能產生辭任的念頭。Yeh, Shu, and Su (2008)、Asthana and Balsam (2010)、Chang and Sun (2016)、Eriksson et al. (2001) 即指出當公司大股東持股比率愈高以及投保董監事責任險時, 大股東持股率高而讓董事意志產生抑制作用以及公司投保董監責任險以保護董監事潛在較高的訴訟風險時, 獨立董事辭任程度顯著愈高。

4.3.2 兩階段估計與傾向分數配對以降低樣本選擇偏誤

首先考慮樣本自我選擇偏誤問題的矯正。既有研究指出社會責任公司傾

變數, 在兩階段工具變數估計上採用適足認定 (exact identification), 即一個具內生性的變數採用一個工具變數進行估計, 所得之結果與採過度認定的估計結果是相類似的, 公司的社會責任表現顯著負向影響一般董事辭任, 正向顯著影響獨立董事辭任。作者感謝編輯的修正補充意見。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 9: 企業社會責任是否影響董事辭任的工具變數 (同產業社會責任表現平均數與前一期社會責任表現) 估計結果

兩階段工具變數估計: 工具變數 (每股社會貢獻值之產業平均: scvpsidm) 與 (前一期社會責任累積表現: csrcumulag1)

第一階段		第二階段									
	被解釋變數		被解釋變數								
解釋變數	scvps	解釋變數	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
scvpsidm	0.7632***										
	(19.9)										
csrcumulag1	0.0884	scvps	0.00242	0.0014	−0.0318	−0.0043	−0.007*	−0.145**	0.0079***	0.0084***	0.114***
	(1.64)		(0.73)	(0.30)	(−0.43)	(−1.50)	(−1.77)	(−2.32)	(3.75)	(3.64)	(3.08)
restate	−0.2048	restate	0.0184	0.0124	0.251	0.0096	0.0048	−0.0023	0.0019	0.0077	0.253
	(−0.77)		(1.04)	(0.50)	(0.63)	(0.63)	(0.22)	(−0.01)	(0.17)	(0.62)	(1.28)
debt	0.0191***	debt	0.0002	0.0002	0.0038	0.0004**	0.000473**	0.008**	−0.0002*	−0.0003**	−0.0042**
	(7.25)		(1.27)	(0.76)	(0.91)	(2.52)	(2.13)	(2.27)	(−1.87)	(−2.12)	(−2.02)
roa	0.2508***	roa	−0.0019**	−0.0027**	−0.0386*	−0.0001	−0.0000529	0.0014	−0.0023***	−0.0027***	−0.04***
	(49.6)		(−2.11)	(−2.13)	(−1.87)	(−0.14)	(−0.05)	(0.08)	(−4.01)	(−4.21)	(−3.91)
roavar	0.0012***	roavar	0.0002***	0.0004***	0.0069***	0.0002***	0.000312***	0.0057***	0.0001***	0.00006***	0.0013***
	(2.83)		(7.50)	(9.34)	(10.80)	(7.75)	(9.17)	(10.46)	(3.17)	(3.18)	(4.07)
salesgr	−0.0000	salesgr	−1.99e-08	−1.84e-08	−2.5e-07	−1.88e-08	−1.55e-08	−1.97e-07	−2.28e-09	−2.83e-09	−5.31e-08
	(−0.91)		(−0.47)	(−0.31)	(−0.26)	(−0.52)	(−0.31)	(−0.24)	(−0.08)	(−0.10)	(−0.11)
lowpay	−1.1026***	lowpay	0.0394***	0.0541***	0.817***	0.0224***	0.0302***	0.418***	0.0223***	0.0239***	0.399***
	(−9.96)		(5.05)	(4.93)	(4.64)	(3.34)	(3.24)	(2.83)	(4.50)	(4.39)	(4.59)
distress	0.1173	distress	0.0342	0.0111	0.0838	0.0104	−0.0075	−0.148	0.0222	0.0186	0.232
	(0.30)		(1.32)	(0.31)	(0.14)	(0.47)	(−0.24)	(−0.30)	(1.36)	(1.03)	(0.81)
big4	0.6611***	big4	0.0202**	0.0212*	0.344*	0.0157**	0.0165	0.306*	0.0062	0.0048	0.0382
	(5.14)		(2.25)	(1.68)	(1.70)	(2.03)	(1.54)	(1.80)	(1.10)	(0.76)	(0.38)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

兩階段工具變數估計: 工具變數 (每股社會貢獻值之產業平均: scvpsidm) 與 (前一期社會責任累積表現: csrcumulag1)

第一階段		第二階段									
	被解釋變數		被解釋變數								
解釋變數	scvps	解釋變數	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
concern	1.3584**	concern	0.185***	0.374***	5.609***	0.142***	0.201***	3.085***	0.121***	0.173***	2.524***
	(2.49)		(5.09)	(7.29)	(6.83)	(4.54)	(4.63)	(4.47)	(5.24)	(6.81)	(6.22)
audchange	0.0832	audchange	0.0015	0.0145*	0.194	0.0055	0.0182**	0.264**	−0.0046	−0.0038	−0.0694
	(0.90)		(0.24)	(1.68)	(1.41)	(1.05)	(2.50)	(2.28)	(−1.18)	(−0.88)	(−1.02)
elsh	0.0307***	elsh	0.0012***	0.0022***	0.0249***	0.0012***	0.0019***	0.0216***	0.0002	0.0004	0.0032
	(6.02)		(3.34)	(4.39)	(3.03)	(3.73)	(4.37)	(3.15)	(0.69)	(1.38)	(0.80)
lsh	−0.0127***	lsh	0.0004	0.0003	0.0169***	4.66e-05	−0.0003	0.0039	0.0006***	0.0006***	0.013***
	(−3.17)		(1.46)	(0.71)	(2.78)	(0.02)	(−0.94)	(0.76)	(3.25)	(3.05)	(4.33)
dolid	0.5783***	dolid	0.0178**	0.0164*	0.254	0.0096	0.0068	0.114	0.0095**	0.0096**	0.140*
	(5.99)		(2.57)	(1.68)	(1.62)	(1.60)	(0.83)	(0.87)	(2.15)	(1.98)	(1.81)
截距項	−1.7116***	截距項	0.0250*	0.0345*	0.481	0.0285**	0.0408**	0.596**	−0.0082	−0.0064	−0.115
	(−6.93)		(1.72)	(1.69)	(1.47)	(2.28)	(2.36)	(2.17)	(−0.89)	(−0.63)	(−0.71)
有效樣本數	11,973	有效樣本數	11,973	11,973	11,973	11,973	11,973	11,973	11,973	11,973	11,973
調整後判定係數	0.2711	Wald χ^2	236.15	328.61	379.31	196.43	235.36	279.46	137.67	166.03	174.12
F-統計量之 p 值	0.0000	Prob.> χ^2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

附註: 本表報告社會責任表現是否影響董事辭任的工具變數 (包括每股社會貢獻值之產業平均 (scvpsidm) 以及前一期社會責任表現 (csrcumumlag1)) 估計結果。第一階段以公司身處產業之平均社會責任表現 (每股社會貢獻值之產業平均: scvpsidm)、公司前一期社會責任累積表現 (csrcumulag1) 以及本文中迴歸式 (1) 之控制變數預測本期的社會責任表現 (每股社會貢獻值: scvps), 得到本期的社會責任表現預測值, 並成爲第二階段預測董事辭任的主要解釋變數。第二階段估計之迴歸方程中的控制變數與迴歸式 (1) 相同。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內爲估計係數之 t 值 (模型 (1)、(4) 與 (7) 爲 z 值), 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

向是規模較大、獲利能力較佳、或者管理能力較強的公司 (Chih, Chih, and Chen, 2010; Liang and Renneboog, 2017; Shen and Chang, 2009), 使得這些公司有較多的資源從事社會公益活動或慈善捐贈, 因此較佳的社會責任表現對董事辭任程度的影響源自於決定公司社會責任表現的先決因素 (pre-determinants), 決定公司社會責任表現優劣的先決因素對於董事辭任也有部分的解釋能力。要增加社會責任表現對於董事辭職影響的因果推論性 (causal inference), 應增加考慮控制決定社會責任表現的先決因素。本研究首先採用兩階段估計, 第一階段以公司前一期資產規模 (sizelag1)、前一年度獲利 (資產報酬率: roalag1)、前一期負債比率 (debtlag1)、獨立董事比率 (indr) 與機構投資人持股比率 (insthold) (Dyck et al., 2019) 預測公司社會責任表現並形成選擇偏誤調整項 (bias correction term) (lambda), 將此選擇偏誤調整項置入第二階段估計之迴歸式中 (即先前的迴歸式 (1)) 成爲一新增的解釋變數。

表 10 報告企業社會責任 (社會責任累積表現: csrcumu) 是否影響董事辭任的 Heckman (1979) 兩階段估計結果兩階段估計結果。觀察第一階段的估計結果發現, 公司前一期規模愈大、獲利能力愈佳、負債比率愈低、獨立董事比率愈高與機構投資人持股比率愈高時, 公司社會責任表現顯著愈佳, 符合既有研究如 Shen and Chang (2009)、Chih, Chih, and Chen (2010)、Liang and Renneboog (2017) 與 Dyck et al. (2019) 的發現。考慮控制這些因素後 (即於第二階段估計中加入選擇偏誤調整項), 第二階段的估計結果在考慮控制決定公司社會責任表現的先決條件後, 公司社會責任累積表現傾向降低一般董事的辭任, 但仍對應顯著較高的獨立董事辭任程度 (三個獨立董事辭任變數之係數皆顯著爲正), 基本結果與先前一致。其他影響董事辭任之控制變數的估計結果亦與先前類似, 公司獲利不佳、經營風險較大、平均董事酬勞較低、經營前景堪慮以及外部大股東有較高的持股比率時, 董事有較高的辭任傾向。

其次, 基於 Rosenbaum and Rubin (1983, 1985a,b) 的傾向分數配對方法, 根據公司當期社會責任表現 (csrdummy) 的決定因素包括公司前一期的資產規模 (sizelag1)、前一年度的獲利 (資產報酬率: roalag1)、前一期的負債比率 (debtlag1)、獨立董事比率 (indr) 與機構投資人持股比率 (insthold)

臺灣大學學術期刊資料庫

表 10: 企業社會責任是否影響董事辭任的 Heckman 兩階段估計結果

第一階段估計		第二階段估計								
			被解釋變數: 董事辭任							
	被解釋變數		resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	csrdummy	解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
sizelag1	0.4547***	csrcumum	0.0059	0.0003	−0.0807*	−0.049**	−0.0065***	−0.122***	0.0511**	0.0068*	0.0414
	(24.10)		(0.33)	(0.07)	(−1.65)	(−2.22)	(−3.17)	(−4.60)	(2.41)	(1.83)	(1.02)
roalag1	0.0175***	restate	0.0728	0.0216	0.428	0.0688	0.0211	0.291	−0.0421	0.0004	0.137
	(6.36)		(1.05)	(0.90)	(1.08)	(0.91)	(0.99)	(0.88)	(−0.42)	(0.04)	(0.60)
debglag1	−0.0083***	debt	0.0014*	0.0003	0.0042	0.0019**	0.0004*	0.0065*	−0.0002	−0.0001	−0.0023
	(−5.35)		(1.87)	(0.96)	(0.97)	(2.25)	(1.74)	(1.79)	(−0.19)	(−1.11)	(−1.17)
indr	0.0083***	roa	−0.0053***	−0.0025***	−0.0464***	−0.005***	−0.0017***	−0.0313***	−0.0044**	−0.0008***	−0.0151***
	(5.43)		(−3.84)	(−4.52)	(−5.18)	(−3.35)	(−3.68)	(−4.24)	(−2.34)	(−3.22)	(−3.69)
insthold	0.0047***	roavar	0.0008***	0.0004***	0.0073***	0.0008***	0.0003***	0.0058***	0.0006***	0.0002***	0.0015***
	(3.69)		(8.49)	(7.27)	(7.77)	(8.06)	(6.65)	(7.08)	(4.64)	(3.79)	(4.06)
截距項	−12.577***	salesgr	−2.16e-07	−2.34e-08	−2.92e-07	−2.3e-07	−1.54e-08	−1.66e-07	−1.7e-07	−7.92e-09***	−1.25e-07***
	(−30.46)		(−1.28)	(−1.38)	(−0.84)	(−0.81)	(−0.92)	(−0.48)	(−0.85)	(−3.81)	(−3.62)
		lowpay	0.245***	0.0591***	0.914***	0.213***	0.038***	0.579***	0.255***	0.0211***	0.334***
			(7.17)	(7.09)	(7.27)	(5.66)	(5.35)	(5.40)	(5.17)	(5.32)	(5.61)
		distress	0.156	0.0176	0.110	0.0945	0.0039	−0.0239	0.166	0.0137	0.134
			(1.46)	(0.57)	(0.24)	(0.77)	(0.15)	(−0.06)	(1.20)	(0.79)	(0.53)
		big4	0.106***	0.0154	0.206	0.0703*	0.0086	0.152	0.132**	0.0068	0.0540
			(2.72)	(1.26)	(1.03)	(1.67)	(0.83)	(0.91)	(2.35)	(1.20)	(0.56)
		concern	0.559***	0.468***	7.592***	0.539***	0.315***	5.443***	0.571***	0.153***	2.149***
			(4.72)	(4.40)	(4.32)	(4.38)	(3.77)	(3.68)	(4.00)	(3.25)	(3.03)
		audchange	0.0264	0.0189**	0.264**	0.0532*	0.0217***	0.319***	−0.0339	−0.00275	−0.0555
			(0.99)	(2.26)	(2.00)	(1.83)	(3.04)	(2.87)	(−0.91)	(−0.72)	(−0.91)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

第一階段估計		第二階段估計									
			被解釋變數: 董事辭任								
	被解釋變數		resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	csrdummy	解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
		elsh	0.0071***	0.0028***	0.03***	0.0065***	0.002***	0.0191***	0.006***	0.0008***	0.0109***
			(5.35)	(5.68)	(3.85)	(4.52)	(4.75)	(2.95)	(3.26)	(3.44)	(2.80)
		lsh	0.0019	0.00005	0.0141**	0.00112	−0.0002	0.0059	0.0029*	0.0003	0.0082***
			(1.63)	(0.14)	(2.34)	(0.89)	(−0.66)	(1.17)	(1.81)	(1.48)	(2.84)
		dolid	0.0856***	0.0103	0.154	0.0281	−0.0059	−0.0911	0.172***	0.0163***	0.245***
			(3.14)	(1.23)	(1.17)	(0.95)	(−0.83)	(−0.82)	(4.43)	(4.19)	(3.95)
		lambda	−0.0187	−0.0015	0.139	−0.0359	−0.0009	0.0723	0.0280	−0.0007	0.067
			(−0.40)	(−0.15)	(0.98)	(−0.61)	(−0.11)	(0.68)	(0.49)	(−0.11)	(0.79)
		截距項	−1.669***	0.0496**	0.653**	−1.772***	0.0411**	0.529**	−2.258***	0.0084	0.124
			(−25.29)	(2.43)	(2.04)	(−24.59)	(2.40)	(2.00)	(−24.2)	(0.90)	(0.81)
		有效樣本數	15,622	15,622	15,622	15,622	15,622	15,622	15,622	15,622	15,622
		調整後判定係數	0.0248	0.0322	0.0378	0.0254	0.0249	0.0299	0.0262	0.0133	0.0139
		模型顯著性 p 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

附註: 本表報告企業社會責任 (社會責任累積表現: csrcumu) 是否影響董事辭任的 Heckman 兩階段估計結果。第一階段以 probit 模型估計公司前一期資產規模 (sizelag1)、前一年度獲利 (資產報酬率) (roalag1)、前一年度負債比率 (debtlag1)、獨立董事比率 (indr) 與機構投資人持股比率 (insthold) 預測公司社會責任當期表現 (csrdummy), 由估計結果可得到選擇偏誤調整項 (lambda), 以成爲第二階段估計新增的解釋變數。第二階段估計社會責任累積表現 (csrcumu) 對董事辭任的影響, 其中控制變數除了與迴歸式 (1) 中相同, 另新增一選擇偏誤調整項 (lambda)。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內爲估計係數之 z 值, 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

(Dyck et al., 2019) 以估計公司爲當期社會責任表現良好的機率函數, 即傾向分數函數 (propensity score function); 給定傾向分數函數, 可以得到所有樣本的傾向分數 (propensity score, 成爲當期社會責任表現良好公司樣本的機率即 csrdummy = 1 者); 針對每一個當期社會責任表現良好的公司樣本 (csrdummy = 1 者), 在所有非當期社會責任表現良好公司樣本 (csrdummy = 0 者) 中, 挑選兩個傾向分數最接近的樣本成爲配對樣本 (即一對二傾向分數配對),[17] 並採取抽出放回策略 (with replacement)。根據配對後的樣本可進行公司社會責任表現如何影響董事辭任的迴歸估計。

考慮控制了公司成爲當期社會責任表現良好之公司樣本的先決變數後, 當期社會責任表現良好者 (csrdummy = 1) 與非爲當期社會責任表現良好者 (csrdummy = 0) 有近似之成爲當期社會責任表現良好之機率。在此狀態下, 觀察表 11 可發現, 社會責任當期表現 (csrdummy) 顯著正向影響公司獨立董事辭任人數 (估計係數爲 0.0246), 社會責任累積表現 (csrcumu) 顯著負向影響公司一般董事辭任人數與辭任比率, 但卻顯著正向影響獨立董事辭任人數。整體來說, 透過傾向分數配對以降低樣本選擇偏誤下, 公司的社會責任表現與一般董事辭任爲負向關係, 部分證據顯示社會責任表現與獨立董事辭任呈正向關係, 與先前的結果一致。

4.3.3 固定效果模式、隨機效果模式以及考慮控制產業與年度虛擬變數

本研究之資料來自 1,532 家上市上櫃非金融產業公司普通股於 2008–2018 年的資料, 因此本研究的資料型態爲一追蹤資料 (panel data)。先前的估計採用混合估計 (pooled OLS estimation) 的方式, 而在此採用固定效果與隨機效果模式分別進行估計, 並採用 Hausman 檢定以判斷資料特性究竟採固定或隨機效果較佳。表 12 分別報告在固定效果模式 (公司與年度固定效果)、隨機效果模式、考慮加入產業與年度虛擬變數下, 企業社會責任 (社會責任累積表現: csrcumu) 是否影響董事辭任的迴歸估計結果。實證結果皆顯示公司的社會責任表現 (社會責任累積表現: csrcumu) 傾向降低一般董事的辭任但卻正向對應較高程度的獨立董事辭任 (雖然統計顯著性相對較

[17] 在傾向分數樣本配對中, 採取 1 對 1、1 對 2 與 1 對 3 的狀態下, 實證結果是類似的, 爲平衡樣本數太少 (1 對 1) 以及配對漸不精確 (1 對 3) 的權衡, 本研究報告在 1 對 2 之樣本配對下的實證分析結果。作者感謝匿名審稿人的修正補充建議。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 11: 企業社會責任是否影響董事辭任的迴歸估計結果: 傾向分數配對 (1 to 2)

	被解釋變數: 董事辭任											
	resignn	resignr	nidresignn	nidresignr	idresignn	idresignr	resignn	resignr	nidresignn	nidresignr	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
csrdummy	0.0033	−0.0247	−0.0213	−0.258	0.0246*	0.234						
	(0.15)	(−0.09)	(−1.14)	(−1.15)	(1.90)	(1.40)						
csrcumu							−0.00380	−0.0613	−0.0098***	−0.108***	0.0065*	0.047
							(−0.87)	(−1.20)	(−3.74)	(−3.48)	(1.71)	(1.19)
restate	−0.0542	−0.978**	−0.0934***	−1.131***	0.0392	0.153	−0.0499	−0.917**	−0.0854***	−1.043***	0.0355	0.127
	(−1.17)	(−2.22)	(−4.64)	(−4.86)	(0.93)	(0.40)	(−1.08)	(−2.08)	(−4.23)	(−4.43)	(0.83)	(0.33)
debt	0.0007	0.0148	0.0003	0.0047	0.0004	0.0101	0.0007	0.0150	0.0003	0.0052	0.0004	0.0098
	(0.81)	(1.22)	(0.41)	(0.56)	(1.06)	(1.64)	(0.83)	(1.24)	(0.48)	(0.62)	(0.96)	(1.59)
roa	0.0015	0.0085	0.002	0.0034	0.0003	0.00503	0.0016	0.0100	0.0014	0.0062	0.0002	0.0039
	(1.18)	(0.51)	(1.02)	(0.25)	(0.67)	(0.68)	(1.23)	(0.59)	(1.21)	(0.44)	(0.37)	(0.51)
roavar	0.0006**	0.0068**	0.0007***	0.0075***	−0.0001**	−0.0007*	0.0006**	0.0065**	0.0007***	0.0073***	−0.0001**	−0.0007*
	(2.44)	(2.34)	(2.79)	(2.72)	(−2.32)	(−1.66)	(2.35)	(2.24)	(2.67)	(2.62)	(−2.19)	(−1.66)
salesgr	−0.0003	−0.005*	−0.0001	−0.0019	−0.0002***	−0.0032***	−0.0003	−0.0054*	−0.0001	−0.0023	−0.0002**	−0.0031**
	(−1.39)	(−1.76)	(−0.40)	(−0.80)	(−2.67)	(−2.61)	(−1.47)	(−1.87)	(−0.63)	(−1.00)	(−2.44)	(−2.48)
lowpay	0.0431*	0.836**	0.0349	0.602**	0.0083	0.235	0.0376	0.761**	0.0258	0.504*	0.0119	0.257
	(1.68)	(2.26)	(1.58)	(2.11)	(0.71)	(1.26)	(1.45)	(2.02)	(1.15)	(1.74)	(1.03)	(1.36)
distress	0.178*	2.052	0.183*	2.080*	−0.0051	−0.0282	0.182*	2.133*	0.196**	2.230*	−0.0136	−0.0967
	(1.81)	(1.59)	(1.95)	(1.79)	(−0.13)	(−0.04)	(1.86)	(1.66)	(2.12)	(1.95)	(−0.32)	(−0.14)
big4	0.0391	0.955	−0.0028	0.356	0.0419***	0.599***	0.0386	0.944	−0.0053	0.327	0.0439***	0.617***
	(0.62)	(1.59)	(−0.04)	(0.62)	(4.91)	(4.64)	(0.61)	(1.58)	(−0.09)	(0.57)	(4.98)	(4.76)
concern	−0.244***	−2.208***	−0.258***	−2.422***	0.0137	0.213	−0.250***	−2.273***	−0.263***	−2.472***	0.0133	0.199
	(−3.15)	(−2.88)	(−3.43)	(−3.38)	(0.79)	(0.85)	(−3.26)	(−3.00)	(−3.54)	(−3.48)	(0.77)	(0.80)
audchange	−0.00113	−0.272	−0.0069	−0.189	0.0058	−0.0835	−0.0013	−0.277	−0.0082	−0.204	0.0069	−0.0738
	(−0.05)	(−0.85)	(−0.34)	(−0.75)	(0.46)	(−0.50)	(−0.05)	(−0.87)	(−0.40)	(−0.81)	(0.54)	(−0.44)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

	被解釋變數: 董事辭任											
	resignn	resignr	nidresignn	nidresignr	idresignn	idresignr	resignn	resignr	nidresignn	nidresignr	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
elsh	−0.0004	−0.0281*	0.00074	−0.00334	−0.0012*	−0.0247***	−0.0004	−0.0272*	0.0008	−0.0021	−0.0012*	−0.0251***
	(−0.30)	(−1.71)	(0.60)	(−0.26)	(−1.77)	(−2.65)	(−0.26)	(−1.66)	(0.69)	(−0.17)	(−1.88)	(−2.69)
lsh	−0.0036***	−0.0257*	−0.0049***	−0.051***	0.0013**	0.0253**	−0.0036***	−0.025*	−0.0048***	−0.0496***	0.0012*	0.0247**
	(−3.12)	(−1.71)	(−5.48)	(−5.20)	(1.99)	(2.38)	(−3.07)	(−1.66)	(−5.34)	(−5.05)	(1.86)	(2.31)
dolid	−0.0404	−0.219	−0.0469*	−0.256	0.0066	0.0371	−0.0378	−0.180	−0.0414	−0.195	0.0036	0.0145
	(−1.35)	(−0.57)	(−1.80)	(−0.86)	(0.56)	(0.19)	(−1.27)	(−0.47)	(−1.60)	(−0.65)	(0.31)	(0.07)
截距項	0.137*	0.915	0.181**	1.650**	−0.044**	−0.735**	0.142*	0.968	0.183**	1.671**	−0.0416**	−0.703**
	(1.65)	(1.03)	(2.30)	(2.13)	(−2.22)	(−2.42)	(1.73)	(1.11)	(2.35)	(2.17)	(−2.13)	(−2.34)
有效樣本數	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462	1,462
調整後判定係數	0.0338	0.0283	0.0618	0.0510	0.0129	0.0165	0.0343	0.0290	0.0653	0.0536	0.0146	0.0166
F-統計量之 *p* 值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

附註: 本表報告以傾向分數進行樣本配對 (一個 csrdummy = 1 之樣本配對兩個 csrdummy = 0 之樣本) 下, 企業社會責任 (分別採用社會責任當期表現: csrdummy 以及社會責任累積表現: csrcumu 進行衡量)。是否影響董事辭任的 pooled OLS 估計結果。模型 (1)–(6) 分別採用不同的董事辭任變數, 包括董事辭任人數 (resignn)、董事辭任比率 (resignr)、一般董事辭任人數 (nidresignn)、一般董事辭任比率 (nidresignr)、獨立董事辭任人數 (idresignn) 以及獨立董事辭任比率 (idresignr)。迴歸方程中的控制變數與迴歸式 (1) 相同。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內爲估計係數之 *t* 值, 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 12: 企業社會責任 (社會責任累積表現: csrcumu) 是否影響董事辭任: 固定效果模式、隨機效果模式、考慮加入產業與年度虛擬變數的估計結果

	被解釋變數: 董事辭任								
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
					固定效果模式				
csrcumu	−0.0031	−0.0081	−0.091	−0.0088*	−0.0158	−0.148*	0.0058	0.0077	0.0566
	(−0.42)	(−0.80)	(−0.87)	(−1.74)	(−1.58)	(−1.70)	(1.17)	(1.48)	(0.83)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
公司固定效果	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年度固定效果	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
					隨機效果模式				
csrcumu	−0.0005	−0.0017	−0.0679	−0.0058***	−0.0078***	−0.116***	0.0052**	0.0064**	0.0492
	(−0.18)	(−0.45)	(−1.48)	(−3.45)	(−4.20)	(−4.27)	(2.03)	(2.06)	(1.38)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
					加入產業與年度虛擬變數				
csrcumu	0.0169	0.0048	0.0319	−0.0404*	−0.0029	−0.0404	0.0653***	0.0077**	0.0723**
	(1.04)	(1.31)	(0.71)	(−1.91)	(−1.48)	(−1.50)	(3.62)	(2.44)	(2.05)
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Ind. dummies	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year dummies	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES

附註: 本表分別報告在固定效果模式 (公司與年度固定效果)、隨機效果模式、考慮加入產業與年度虛擬變數下, 企業社會責任 (社會責任累積表現: csrcumu) 是否影響董事辭任的迴歸估計結果。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內爲估計係數之 t 值, 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

低)。然而透過 Hausman 檢定結果 ($\chi^2 = 68.27$) 得知固定效果模式較配適本研究的資料。即便如此, 表12的基本實證結果與先前並未產生不一致, 較佳的企業社會責任表現對應著較低的一般董事辭任, 但卻對應著顯著較高的獨立董事辭任。另外, 考慮不同年度與不同產業之董事辭任可能具有差異性, 故本研究考慮於迴歸估計中納入產業虛擬變數與年度虛擬變數, 估計結果同樣顯示公司的社會責任表現 (社會責任累積表現: csrcumu) 傾向降低一般董事的辭任但卻正向對應較高程度的獨立董事辭任。

4.3.4 世代研究 (Cohort Study) 與病例對照研究 (Case-Control Study) 下的實證結果

本研究另外採用流行病學 (epidemiology) 中的兩種研究方法, 世代追蹤研究以及病例對照研究, 用以探究董事辭任情形是否可以由公司的社會責任表現來進行解釋。流行病學是究族群之健康狀態和健康事件之分布狀況 (distribution) 及其決定因素 (determinants), 探訪某些疾病是否是暴露於某類危險狀態中從而認定某類危險是導致疾病的主要解釋原因。在世代研究中, 研究者挑選所欲研究的世代, 依照危險因子的暴露情形, 將世代的成員非爲暴露組與非暴露組, 然後追蹤一段時間, 觀察兩組樣本的得病率是否不同。在病例對照研究中, 以有病的人爲對象, 選取一組未發病者爲對照組, 比較兩組在暴露經驗上有無不同。

將上述兩種研究對應至本研究之情境, 進行世代研究的方式爲將資料期間於獲得社會責任獎之公司樣本 (csrdummy = 1 者) 設定爲暴露組即實驗組樣本, 而背景條件相似 (與資料期間獲得社會責任獎有相似獲獎機率但並未獲得者, 即先前傾向分數配對下的控制組樣本) 的公司樣本爲非暴露組即控制組樣本。由於本研究之資料期間爲2008–2018年, 我們計算實驗組樣本與控制組樣本在2015–2018年間各個董事辭任變數在兩組樣本之間的差異並進行平均數差異 t 檢定, 如果實驗組樣本之董事辭任變數顯著地與控制組樣本有所不同, 則可將兩組樣本於董事辭任變數上的差異歸因於社會責任表現的差異。表13報告企業社會責任表現與董事辭任關係之世代研究下的統計結果, 本研究發現在社會責任公司樣本中, 董事辭任虛擬變數、董事辭任人數以及董事辭任比率在兩組樣本間沒有達統計顯

臺灣大學學術期刊資料庫

表 13: 企業社會責任表現與董事辭任的關係 (世代研究)

	董事辭任變數									
	resignd	resignn	resignr	nidresignd	nidresignn	nidresignr	idresignd	idresignn	idresignr	idresignrt
實驗組與控制組的差異	0.0092	0.0215	0.3000	−0.0531**	−0.0449*	−0.4211	0.058***	0.0664***	0.7212***	2.5039***
差異之顯著性 (p 值)	0.744	0.538	0.476	0.016	0.096	0.180	0.003	0.003	0.007	0.003

附註: 本表報告以世代研究法進行企業社會責任是否影響董事辭任的實證結果。實驗組樣本爲社會責任當期表現 csrdummy = 1 者, 控制組樣本爲經傾向分數配對 (1 to 2) 後的非社會責任公司樣本 (即 csrdummy = 0 者)。其中實驗組與控制組的差異爲 2015–2018 年間各董事辭任變數在實驗組與控制組的平均數差異。

臺灣大學學術期刊資料庫

著的差異性, 但在三個一般董事辭任的變數中, 一般董事辭任虛擬變數以及一般董事辭任人數在實驗組樣本中是顯著較低的, 表示社會責任公司中有顯著較低的一般董事辭任機率以及辭任人數。有趣的是, 四個獨立董事辭任變數 (新增一獨立董事辭任人數佔原有董事會人數之比率: idresignrt) 於實驗組樣本中皆顯著高於控制組樣本, 顯示社會責任表現較佳的公司有較高的獨立董事辭任情形。世代研究的結果顯示出較佳社會責任表現對應顯著較低的一般董事辭任, 但對應著較高程度的獨立董事辭任, 與本研究先前的基本實證結果一致。

其次, 根據資料期間有出現董事辭任的公司樣本 (即 resignd = 1) 定爲病例組樣本, 與先前相同, 根據傾向分數配對, 選取一組背景條件相似但未有董事辭任的樣本 (即 resignd = 0) 爲控制組。由於本研究之資料期間爲 2008–2018 年, 我們計算病例組樣本與控制組樣本在 2008–2014 年間各個社會責任表現變數 (即流行病學中所稱之曝險或危險因子) 在兩組樣本間的差異性並進行平均數差異 *t* 檢定, 如果病例組樣本之社會責任表現變數顯著地與控制組樣本有所不同, 則可將兩組樣本於董事辭任變數上的差異 (回溯地) 歸因於社會責任表現的差異。表 14 報告企業社會責任表現與董事辭任關係之病例控制研究下的統計結果, 觀察分表 A (以 resignd = 1 或 0 決定實驗組與控制組), 本研究發現董事辭任 (不區分一般董事與獨立董事長) 的樣本中, 六個社會責任變數中有四個 (社會責任當期表現 csrdummy、社會責任累積表現 csrcumu、社會責任重覆效果 csrovlp 以及每股社會貢獻值 scvps) 變數的差異值爲負且其中三個達到至少 10%的顯著水準, 表示董事辭任的樣本中之社會責任表現相對較差, 反過來可以推論無董事辭任的公司樣本中之社會責任表現是較佳的。

當本研究於病例對照研究中採用是否有一般 (非獨立) 董事 (nidresignd = 1) 進行病例組與對照組的分類時 (即分表 B 的結果), 一般董事辭任的樣本中各個社會責任變數的表現顯著低於沒有一般董事辭任的樣本, 表示一般董事辭任樣本中公司的社會責任的表現是顯著較差的。當本研究於病例對照研究中採用是否有獨立董事 (idresignd = 1) 進行病例組與對照組的分類時 (即分表 C 的結果), 病例組即獨立董事辭任的樣本中各個社會責任變數表現變數中在資產的社會報酬率上是顯著較高, 且其餘變數並未

臺灣大學學術期刊資料庫

表 14: 企業社會責任表現與董事辭任的關係 (病例控制研究)

分表 A. 以 resignd = 1 或 0 決定病例組與控制組

	企業社會責任表現變數					
	csrdummy	csrcumu	csrcont	csrovlp	sroa	scvps
病例組與控制組的差異	−0.0030	−0.0195	0.0025	0.0020	0.2524	0.0256
差異之顯著性 (p 值)	0.4743	0.3984	0.2437	0.2925	0.3610	0.8343

分表 B. 以 noresignd = 1 或 0 決定病例組與控制組

	企業社會責任表現變數					
	csrdummy	csrcumu	csrcont	csrovlp	sroa	scvps
病例組與控制組的差異	−0.0083**	−0.0749***	−0.0062***	−0.0028	0.0705	−0.4400***
差異之顯著性 (p 值)	0.0481	0.0006	0.0054	0.1162	0.8249	0.0087

分表 C. 以 inresignd = 1 或 0 決定病例組與控制組

	企業社會責任表現變數					
	csrdummy	csrcumu	csrcont	csrovlp	sroa	scvps
病例組與控制組的差異	0.0024	−0.0222	0.0086	0.0060	1.2782**	−0.0658
差異之顯著性 (p 值)	0.7894	0.3882	0.1734	0.2894	0.0359	0.7875

附註: 本表報告以病例控制法進行企業社會責任是否影響董事辭任的實證結果。分表 A 之病例組樣本爲有董事辭任的公司樣本即 resignd = 1 者, 控制組樣本爲經傾向分數配對 (1 to 2) 後之未有董事辭任的公司樣本 (即 resignd = 0 者)。分表 B 之病例組樣本爲有一般董事辭任的公司樣本即 nidresignd = 1 者, 控制組樣本爲經傾向分數配對 (1 to 2) 後之未有一般董事辭任的公司樣本 (即 nidresignd = 0 者)。分表 C 之病例組樣本爲有獨立董事辭任的公司樣本即 idresignd = 1 者, 控制組樣本爲經傾向分數配對 (1 to 2) 後之未有董事辭任的公司樣本 (即 idresignd = 0 者)。其中病例組與控制組的差異爲 2008–2014 年間各社會責任表現變數在病例組與控制組的平均數差異。

出現顯著較低的證據, 表示有些微的顯著證據顯示獨立董事辭任樣本中社會責任表現較佳, 沒有獨立董事辭任樣本中公司社會責任表現較差。這結果與本研究先前所發現的結果類似, 有一般董事辭任公司樣本有較低程度的社會責任投入程度, 但有獨立董事辭任的公司樣本則有較高程度的社會責任投入程度 (然而其問題爲僅有較少的證據)。公司的社會責任投入負向解釋一般董事的辭任, 但正向解釋獨立董事的辭任。

4.3.5 企業社會責任對法人董事辭任與自然人董事辭任的影響與比較

本研究定義兩個新的辭任變數, 公司是否有法人董事辭任 (nidresignd_inst)

臺灣大學學術期刊資料庫

以及是否有一般自然人董事辭任 (nidresignd_natur), 並以先前的模型 (1) 分別估計企業社會責任對此兩變數的影響。表15的實證結果發現, 四個社會責任表現變數僅一個顯示出顯著負向影響法人董事的辭任, 但四個社會責任變數卻皆負向顯著影響自然人董事的辭任, 負向影響的係數不論在統計顯著性以及經濟顯著性上皆大於社會責任表現對法人董事辭任下的影響係數。雖然先前的實證結果顯示社會責任表現負向影響一般董事的辭任, 但在一般董事辭任中, 自然人董事的辭任又能大部份地解釋企業社會責任表現對一般董事辭任的負向影響, 換句話說, 社會責任表現輕微負向影響一般董事中法人董事辭任的程度, 但社會責任表現卻會明顯負向影響一般董事中自然人董事辭任的程度。自然人董事的辭任更有可能或是較大程度的受到公司社會責任表現的負向影響。

關於上述的發現, 本研究認爲可能的解釋原因爲, 法人董事大多爲持有公司股份之機構投資人的法人代表, 即便法人、法人董事代表與一般董事在評估社會責任表現對公司產生的利益上有類似的領略, 但機構投資者法人代表董事有較高的機率於任期間出現更動 (例如機構投資人改變投資配置或另行安排法人代表人選等), 抵銷了公司社會責任表現在降低辭任上的影響, 故公司社會責任表現與法人董事辭任的負向關係相對較不明顯。結合先前的發現可知, 雖然企業社會責任對於一般董事辭任的影響相對較對獨立董事辭任的影響爲顯著, 但在一般董事辭任中, 又以自然人董事的辭任受社會責任表現之負向影響的情形更爲顯著。

4.3.6 家族控制與金融海嘯期間的干擾作用以及採用落遲主要自變項的估計結果

本研究的樣本公司中約61.8%爲家族控制型 (family-controlled) 公司, 而關於家族控制對公司營運績效的影響可分爲正向觀點例如管家理論 (Stewardship Theory) (Corbetta and Salvato, 2004a,b; Davis, Schoorman, and Donaldson, 1997) 以及負向觀點如代理理論 (Agency Theory) (Fama and Jensen, 1983; Jensen and Meckling, 1976)。由於公司所有權與控制權集中在家族身上, 公司投入於社會責任作爲的投資可以基於管家理論的論述而被視爲是有助於增進公司永續經營而對公司有利, 亦可以基於代理理論

臺灣大學學術期刊資料庫

表 15: 企業社會責任是否影響董事辭任的迴歸估計結果: 自然人董事辭任 v.s 法人代表董事辭任

	被解數變數: 董事辭任							
	法人董事辭任虛擬變數 (nidresignd_inst)				自然人董事辭任虛擬變數 (nidresignd_natur)			
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
csrdummy	−0.0117				−0.0134*			
	(−1.57)				(−1.93)			
csrcumu		−0.0027**				−0.0022*		
		(−2.20)				(−1.95)		
csrcont			0.0254				−0.0297***	
			(1.02)				(−8.56)	
csrovlp				0.0013				−0.0305***
				(0.07)				(−9.54)
restate	0.0250**	0.0252**	0.0247**	0.0249**	−0.0045	−0.0044	−0.0044	−0.0045
	(2.27)	(2.29)	(2.25)	(2.26)	(−0.48)	(−0.47)	(−0.47)	(−0.48)
debt	0.0002*	0.0002*	0.0002*	0.0002*	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
	(1.78)	(1.80)	(1.78)	(1.78)	(0.94)	(0.95)	(0.94)	(0.94)
roa	−0.0004*	−0.0004*	−0.0004*	−0.0004*	−0.0006***	−0.0006***	−0.0006***	−0.0006***
	(−1.81)	(−1.81)	(−1.86)	(−1.83)	(−2.67)	(−2.68)	(−2.64)	(−2.65)
roavar	0.0001***	0.0001***	0.0001***	0.0001***	0.0001***	0.0001***	0.0001***	0.0001***
	(4.35)	(4.35)	(4.40)	(4.39)	(4.34)	(4.35)	(4.37)	(4.37)
salesgr	−9.20e-09**	−9.21e-09**	−9.15e-09**	−9.16e-09**	−8.92e-09***	−8.92e-09***	−8.90e-09***	−8.90e-09***
	(−2.35)	(−2.36)	(−2.34)	(−2.34)	(−5.11)	(−5.11)	(−5.11)	(−5.11)
lowpay	0.0132***	0.0130***	0.0146***	0.0142***	0.0178***	0.0179***	0.0183***	0.0183***
	(3.59)	(3.51)	(4.05)	(3.92)	(4.74)	(4.73)	(4.93)	(4.95)

續接下頁

臺灣大學學術期刊資料庫

承接上頁

	被解數變數: 董事辭任							
	法人董事辭任虛擬變數 (nidresignd_inst)				自然人董事辭任虛擬變數 (nidresignd_natur)			
解釋變數	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
distress	−0.0003	−0.0001	−0.0005	−0.0003	0.006	0.0061	0.0062	0.0059
	(−0.02)	(−0.01)	(−0.03)	(−0.02)	(0.37)	(0.38)	(0.38)	(0.36)
big4	−0.0041	−0.0041	−0.0044	−0.0043	0.0103**	0.0102**	0.0102**	0.0102**
	(−0.86)	(−0.85)	(−0.91)	(−0.89)	(2.02)	(2.01)	(2.00)	(1.99)
concern	0.0881***	0.0881***	0.0879***	0.088***	0.0541*	0.0541*	0.0541*	0.0541*
	(2.71)	(2.71)	(2.70)	(2.70)	(1.80)	(1.80)	(1.80)	(1.80)
audchange	0.0034	0.0033	0.0034	0.0034	0.0052	0.0051	0.0052	0.0052
	(1.00)	(0.99)	(1.00)	(1.00)	(1.42)	(1.41)	(1.42)	(1.43)
elsh	0.0016***	0.0016***	0.0016***	0.002***	−0.0005***	−0.0005***	−0.0005***	−0.0005***
	(7.92)	(7.92)	(7.88)	(7.88)	(−2.64)	(−2.65)	(−2.69)	(−2.68)
lsh	−0.0002	−0.0002	−0.0002	−0.0002	0.0003*	0.0003*	0.0003**	0.0003**
	(−1.05)	(−1.04)	(−1.10)	(−1.05)	(1.95)	(1.96)	(2.01)	(1.99)
dolid	0.0034	0.0036	0.003	0.0032	0.0014	0.0014	0.0013	0.0013
	(1.00)	(1.05)	(0.90)	(0.93)	(0.38)	(0.39)	(0.35)	(0.36)
截距項	0.0113	0.0114	0.0106	0.0106	0.0189**	0.0188**	0.0182**	0.0183**
	(1.42)	(1.43)	(1.33)	(1.33)	(2.21)	(2.19)	(2.12)	(2.13)
有效樣本數	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636	15,636
Pseudo R^2	0.0315	0.0317	0.0314	0.0311	0.0184	0.0183	0.0173	0.0174
Prob. > Wald χ^2	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

附註: 本表報告企業社會責任是否影響法人董事辭任 (nidresignd_inst) 以及一般自然人董事辭任 (nidresignd_natur) 的 Probit 估計結果。模型 (1)–(4) 之企業社會責任變數分別用社會責任當期表現 (csrdummy)、社會責任累積表現 (csrcumu)、社會責任連續表現 (csrcont) 與社會責任重覆效果 (csrovlp) 進行衡量。迴歸方程中的控制變數與迴歸式 (1) 相同。資料期間由 2008 至 2018 年。括號內爲估計係數之 z 值, 而 *、** 與 *** 分別表示估計係數達 10%、5%與 1%顯著水準。

臺灣大學學術期刊資料庫

的角度而被視爲是一種彰顯家族聲望但不利於非控制股東利益的不利作爲。如果管理家理論的觀點可以鑲嵌在本研究主要檢驗的變數關係上, 則公司的社會責任表現將有助於增進公司因社會責任表現良好而降低董事辭任的效果; 如果是由代理理論主導, 則公司的社會責任表現將降低社會責任表現與董事辭任負相關係的程度。爲檢驗此兩個對立的觀點何者成立, 本研究將全部樣本區分爲家族控制樣本以及非家族控制樣本並進行子樣本分析, 另外亦於迴歸估計中新增家族控制虛擬變數 (family) 以及家族控制與企業社會責任變數交乘項。本研究發現在兩組子樣本下分別估計迴歸, 實證結果發現不論在哪一組樣本下, 社會責任表現顯著降低一般董事辭任, 但對應至較高程度的獨立董事辭任情形並未發生改變; 另外, 全樣本迴歸估計結果顯示家族控制與社會責任表現變數交乘項的估計係數皆未達到至少 10%的顯著水準, 表示是否爲家族控制公司不會顯著影響社會責任表現與原先董事辭任的基本關係。

根據 Lins, Servaes, and Tamayo (2017), 金融海嘯期間公衆對金融市場的不信任 (trust) 感較非金融海嘯期間來得嚴重, 然而在這不信任程度提高的期間裡, 社會責任表現良好的公司能夠透過過去所累積的聲譽或社會資本, 由公衆贏得較多的信任, 使社會責任表現良好的公司的股票報酬率在金融海嘯期間相對較社會責任表現不佳的公司爲高、獲得較佳的獲利與成長, 每位員工的銷售也相對較多。金融海嘯的衝擊有可能影響公司董事的辭任誘因, 本研究考慮額外檢測公司是否於金融海嘯期間, 社會責任表現對董事辭任的影響關係發生改變。將全樣本區分爲金融海嘯期間 (2008–2009) 以及非金融海嘯期間 (2010–2018) 之樣本, 並設置金融海嘯期間虛擬變數。與上述分析類似, 不論是觀察兩組子樣本下的估計結果, 或是觀察金融海嘯期間與公司社會責任表現交乘項的估計係數 (皆未達至少 10%的統計顯著水準), 金融市場上失去信任的金融海嘯期間, 社會責任表現對董事辭任的關係沒有明顯的改變。

最後, 本研究考慮同期相關 (contemporaneous correlation) 的問題, 即公司董事的辭任是否取決於前期的社會責任表現。因此本研究考慮將主要解釋變數即社會責任變數以落遲一期的設定進入迴歸式後並重新進行估計, 整體實證結果並未發生明顯的改變, 前期的社會責任表現與一般董事

臺灣大學學術期刊資料庫

呈顯著負向關係, 但較佳的前期社會責任表現傾向有較高程度的獨立董事辭任。[18]

5 結論與建議

5.1 研究結論與政策意涵

既有關於企業社會責任的研究大多著重於公司的社會責任作爲如何影響財務後果或其他非財務後果指標, 較少探究公司社會責任表現對公司高層人力資源穩定性的影響, 例如董事任職的不穩定性。董事 (包括獨立董事) 是公司治理中極爲重要的角色, 且擁有公司重要訊息的董事之辭任與調動頻繁對公司經營將產生不利的影響。本研究填補此一研究缺口, 援引既有研究中社會責任有助於增進公司績效、建立聲譽與良好形象以及降低公司風險的論點, 形成了本研究中公司董事傾向更願意任職於社會責任表現良好企業的推論。

本研究搜集臺灣上市上櫃非金融產業 1,532 家公司普通股的財務資料以及董事異動資料, 透過相關分析、迴歸估計以及多項增額分析, 本研究主要實證結果發現, 公司社會責任表現有助於降低一般董事辭任, 但社會責任表現良好的公司卻也對應至較高程度的獨立董事辭任。本研究在社會責任表現對一般董事辭任的實證證據上與目前關於董事辭任的既有研究結果是較具一致性的, 但是較佳的社會責任表現對應較高程度的獨立董事辭任則較耐人尋味。雖然既有研究如 Eriksson et al. (2001) 以及 Asthana and Balsam (2010) 指出董事的辭任受一系列經濟因素的影響, Yeh, Shu, and Su (2008) 發現大股東的持股亦是影響獨立董事辭任的更重要因素。本研究證實了此點發現, 那些社會責任表現良好的公司有顯著較高的外部大股東持股, 外部大股東與獨立董事不僅在監督的力量上形成替代的關係, 其在關於公司經營方針及策略之建言與意志容易出現相左的情形, 有可能解釋了爲何獨立董事在社會責任表現較佳的公司中有較高的辭任情形。並非獨立董事負向地解讀公司社會責任作爲在公司價值創造上的功用, 而有可能是社會責任公司有較高的外部大股東力量, 以及社會責任表現良好公司

[18]此部分實證估計結果省略報告, 可透過 email 向聯繫作者取得。

臺灣大學學術期刊資料庫

的獨立董事有較高的聲譽與忙碌程度, 部分地解釋了社會責任表現良好卻對應較高的獨立董事辭任現象。[19]

本研究實證結果的政策意涵包括以下三點, 首先, 金融市場主管機關仍可持續推動與鼓勵公司承擔社會責任或投入資源於公益, 增加社會責任的公司在金融市場上的曝光度與知名度, 除了讓公司產生既有研究中所提到的相關利益外, 亦有助讓公司高層如董事的流動情形降低, 這對整體公司高層人力的穩定性有正向助益。然而, 對於獨立董事於社會責任表現良好公司中面對較高外部大股東持股所可能產生的問題, 可嘗試透過建立尊重董事會專業性與獨立性的公司文化並給予獨立董事足夠的誘因與保障以發揮其專業, 使其更爲願意扮演好發揮專業及強化公司治理的角色, 以降低其辭任情形。

第二, 對公司來說, 公司形成重視利益關係人的策略方針, 對公司的績效、風險與聲譽皆有正向助益而有助於讓企業留任優秀人才, 特別是高層如董事的異動容易造成公司營運與消息面上的紛擾, 可透過社會責任對公司產生的正面助益而對高層人力的穩定性有所幫助。第三, 對投資人來說, 董事異動容易造成投資人對公司營運展望產生負面聯想, 事實上既有研究也證實了董事的辭任對應著未來績效的降低, 而獨立董事的辭任也確實降低公司的股東報酬, 因此投資人應該選擇善盡社會責任的公司作爲投資標的, 以維護自身投資利益。

5.2 研究限制與後續研究建議

本研究目前關於一般董事與獨立董事辭任的衡量, 僅根據辭任人數爲基礎以量化特定公司與特定年度之董事辭任程度。董事與獨立董事辭任的因素

[19]本研究在根據天下雜誌與遠見雜誌評比進行量化的社會責任變數中, 事實上主要是衡量社會責任表現特別績優的公司 (即獲獎公司), 社會責任表現平平與表現不佳的公司樣本反而成爲了另一群資料數值相同的樣本, 也就是社會責任表現不佳的公司並未相對地設置另一個或數個變數來進行量化。於是, 實務上一些財務醜聞與弊案之社會責任表現不佳所引發的獨董辭任風潮便相對在本研究的變數定義與研究設計中無法獲得證實。換句話說, 本研究的變數定義與研究設計可能導致了實務或直覺觀點無法被證實。後續研究可考慮評估社會責任表現對董事辭任可能存在著非線性的影響以及在社會責任變數定義上的再精細化; 同時應考慮公司的若干股權結構變數有可能干擾了企業社會責任表現對獨立董事辭任的影響。作者感謝匿名審稿人的修正補充意見。

臺灣大學學術期刊資料庫

(即異動原因) 有許多可能性, 包括其辭任原因皆包括: 未具體表明原因的個人因素、業務繁忙、法人代表變更、因任公職而請辭、公司調整董事/獨立董事席次而辭任、工作跨境異動以及辭世等原因。不同原因的辭任其決定因素、隱含的訊息及後續效應可能有極大的差異, 因此後續的分析可根據不同的董事或獨立董事辭任原因而設定不同的辭任變數再進行分析。目前本研究未進行此部分之分類與探討的原因是在全樣本中一般董事辭任之公司樣本約佔全樣本僅約9.26%, 獨立董事辭任之公司樣本佔全樣本約4.41%, 若再於一般董事或獨立董事下根據其不同辭任原因進行切割及定義不同原因的辭任變數, 則有可能因樣本數不足而出現估計結果顯著性不彰的問題。

另外, 本研究的分析樣本與資料是由一家公司一個年度的出象 (outcome) 來進行公司社會責任表現是否影響董事辭任的檢驗, 不同的公司 — 年 (firm-year) 樣本中會出現沒有任何董事辭任、一位一般董事辭任、一位獨立董事辭任、一般董事與獨立董事各一位辭任 (共二位董事辭任) 以及其他多種組合的可能性, 因此後續的研究可由公司的角度去定調特定公司於特定年度出現的董事辭任是屬於一般董事或獨立董事哪一類型的辭任來進行探討, 亦可改採取以董事成員層級 (board member level) 的角度擷取資料, 包括其特徵、兼任工作、工作性質以及相對應的公司財務特徵與治理變數, 以判斷該位董事的辭任如何受其所對應之任職公司的社會責任表現、財務特性與公司治理變數所影響。

目前關於公司社會責任表現的衡量上, 並未分別量化公司在不同利益關係人族群中的投入, 例如分別在社區環境保護、員工權益照顧、消費者關係、社區參與、供應鏈關係、資訊揭露與公司治理等面向的投入 (Godfrey, Merrill, and Hansen, 2009), 亦缺乏外部客觀機構給予本研究公司樣本於上述各層面現表現上的評比等級或分數, 於是本研究便無法評估或估計社會責任降低董事辭任的作用更傾向出現在社會責任的哪個 (些) 維度或環節。後續研究可針對不同面向的社會責任投入進行分類與量化。本研究目前雖採用了上海證券交易所社會責任指數成股納入標準以計算本研究公司樣本的社會貢獻值, 但其涵蓋程度仍受限於公司財報揭露項目金額的可取得性, 並無法涵蓋公司在環境上的投入有多少金額、在社會上的慈善事

臺灣大學學術期刊資料庫

業投入與慈善捐贈金額有多少以及因量化過程有困難而無法計算公司當年度對社會產生的成本有多少 (應列爲社會貢獻值的減項) 等考量項目, 因此本研究使用的社會貢獻值概念僅能算是一個相對粗略的量化指標。隨著公司揭露的相關非財務資訊愈多以及財報揭露項目愈多, 未來將可漸近得到公司於特定年度包括環境、社會與治理上的貢獻金額 (並扣除產生的成本) 之涵蓋層面更廣的指標。舉例來說, 證交所於 2012 年 11 月 13 日修正《臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序》之第 2 條第 43 項, 要求公司公告對關係人之捐贈及對非關係人之重大捐贈, 至近期開始已有企業公告其捐贈金額, 企業捐贈的資料可於未來的研究中考慮進入社會貢獻值的計算。而企業捐贈資料亦可獨立成爲一項公司社會責任表現的指標, 用以評估企業捐額度或程度 (佔資產、營收或盈餘的比率) 與其他既存社會責任指標對於公司高層人力異動或其他關切變數之相對影響大小。

參考文獻

王思涵與張元 (2020), “政治關聯與公司績效,” 《會計與公司治理》, 15(1), 61–111。(Chang, Yuan and Ssu-Han Wang (2020), “Political Connection and Corporate Financial Performance,” *Journal of Accounting and Corporate Governance*, 15(1), 61–111.)

林育民, 溫玲玉, 與張元 (2020), “企業社會責任對員工生產力、人事成本與人事異動之影響,” 《亞太經濟管理評論》, 23(1,2), 71–110。(Lin, Yu-Min, Ling-Yu Wen, and Yuan Chang (2020), “The Impact of Corporate Social Responsibility on Employee Productivity, Overhead Cost and Personnel Turnover,” *Asia-Pacific Economic and Management Review*, 23(1,2), 71–110.)

林明仁與賴建宇 (2012), “乾淨用水對長期健康及教育成就的影響: 以 1909–1933 日治時期臺灣的水道建設爲例,” 《經濟論文叢刊》, 40(1), 1–35。(Lin, Ming-Jen and Chien-Yu Lai (2012), “The Effect of Clean Water on Long Term Health and Education Outcomes: Evidence from Japanese Colonial Taiwan 1909–1933,” *Taiwan Economic Review*, 40(1), 1–35.)

臺灣大學學術期刊資料庫

林嬋娟與張哲嘉 (2009), “董監事異常變動、家族企業與企業舞弊之關聯性,”《會計評論》, 48, 1–33。(Lin, Chan-Jane and Che-Chia Chang (2009), “Abnormal Change of Board Members, Family Firms and Fraud,” *Journal of Accounting Review*, 48, 1–33.)

奚安廷 (2015), “企業社會責任投入對實質盈餘管理與財務績效之影響,” 碩士論文, 元智大學。(His An-Ting (2015), “The Impact of Corporate Social Responsibility to Real Earnings Management, and Financial Performance,” MA thesis, Yuan Ze University.)

詹晉胤 (2011), “獨立董事辭職對公司經營績效的影響,” 碩士論文, 國立高雄大學。(Chan Chin-Yin (2011), “The Effect of Independent Director's Resignation on Corporate Performance,” MA thesis, National University of Kaohsiung.)

Allen, Michael Patrick, Sharon K. Panian, and Roy E. Lotz (1982), “Managerial Succession and Organizational Performance: A Recalcitrant Problem Revisited,” *Administrative Science Quarterly*, 24(2), 167–180.

Angrist, Joshua D. and Alan B. Krueger (2001), “Instrumental Variables and the Search for Identification: From Supply and Demand to Natural Experiments,” *Journal of Economic Perspectives*, 15(4), 69–85.

Asthana, Sharad and Steven Balsam (2010), “The Impact of Changes in Firm Performance and Risk on Director Turnover,” *Review of Accounting and Finance*, 9(3), 244–263.

Bear, Stephen, Noushi Rahman, and Corinne Post (2010), “The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation,” *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207–221.

Brammer, Stephen and Andrew Millington (2005), “Corporate Reputation and Philanthropy: An Empirical Analysis,” *Journal of Business Ethics*, 61(1), 29–44.

Brown, Tom J., Peter A. Dacin, Michael G. Pratt, and David A. Whetten (2006), “Identity, Intended Image, Construed Image, and Reputation: An Interdisciplinary Framework and Suggested Terminology,” *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34(2), 99–106.

Cao, Jie, Hao Liang, and Xintong Zhan (2019), “Peer Effects of Corporate Social Responsibility,” *Management Science*, 65(2), 5449–5956.

臺灣大學學術期刊資料庫

Chang, Jui-Chin and Huey-Lian Sun (2016), "Reputation and Regulation Effects on Director Turnover and Change of Directorships," *Review of Accounting and Finance*, 15(3), 274–293.

Chih, Hsiang-Lin, Hsiang-Hsuan Chih, and Tzu-Yin Chen (2010), "On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry," *Journal of Business Ethics*, 93(1), 115–135.

Chih, Hsiang-Lin, Chung-Hua Shen, and Feng-Ching Kang (2008), "Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management: Some International Evidence," *Journal of Business Ethics*, 79(1–2), 179–198.

Choi, Bo Bae adn Doowon Lee and Youngkyu Park (2013), "Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Earnings Quality: Evidence from Korea," *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 447–467.

Cochran, Philip L. and Robert A. Wood (1984), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *Academy of Management Journal*, 27(1), 42–56.

Corbetta, Guido and Carlo A. Salvato (2004a), "Self-Serving or Self-Actualizing? Models of Man and Agency Costs in Different Types of Family Firms," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355–362.

——— (2004b), "The Board of Directors in Family Firms: One Size Fits All?" *Family Business Review*, 17(2), 119–134.

Cornell, Bradford and Alan C. Shapiro (1987), "Corporate Stakeholder and Corporate Finance," *Financial Management*, 16(1), 5–14.

Cosh, Andy and Alan Hughes (1997), "Executive Remuneration, Executive Dismissal and Institutional Shareholdings," *International Journal of Industrial Organization*, 15(4), 469–492.

Daily, Catherine M. (1995), "The Relationship between Board Composition and Leadership Structure and Bankruptcy Reorganization Outcomes," *Journal of Management*, 21(6), 1041–1056.

Daily, Catherine M. and Dan R. Dalton (1994), "Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure," *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603–1617.

Davis, James H., F. David Schoorman, and Lex Donaldson (1997), "The Distinctiveness of Agency Theory and Stewardship Theory," *Academy of Management Review*, 22(3), 611–613.

臺灣大學學術期刊資料庫

Demsetz, Harold and Belen Villalonga (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance," *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233.

Dyck, Alexander, Karl V. Lins, Lukas Roth, and Hannes F. Wagner (2019), "Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence," *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714.

Eccles, Robert G., Ioannis Ioannou, and George Serafeim (2014), "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance," *Management Science*, 60(11), 2835–2857.

Edmans, Alex (2011), "Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices," *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621–640.

Eriksson, Tor, Erik Strøjer Madsen, Mogens Dilling-Hansen, and Valdemar Smith (2001), "Determinants of CEO and Board Turnover," *Empirica*, 28(3), 243–257.

Fahlenbrach, Rüdiger, Angie Low, and René M. Stulz (2017), "Do Independent Director Departures Predict Future Bad Events," *Review of Financial Studies*, 30(7), 2313–2358.

Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.

Fombrun, Charles J. (1996), *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*, Boston: Harvard Business School Press.

——— (2005), "Building Corporate Reputation through CSR Initiatives: Evolving Standards," *Corporate Reputation Review*, 8(1), 7–11.

Freeman, R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman.

Gao, Yanmin, Jeong Bon Kim, Desmond Tsang, and Haibin Wu (2017), "Go before the Whistle Blows: An Empirical Analysis of Director Turnover and Financial Fraud," *Review of Accounting Studies*, 22(1), 320–360.

Gardberg, Naomi A. and Charles J. Fombrun (2006), "Corporate Citizenship: Creating Intangible Assets across Institutional Environments," *Academy of Management Review*, 31(2), 329–346.

Gatuhi, Mary N. (2018), "Effect of Organizational Culture on Employee Retention in Commercial Banks in Kenya," Research Project of University of Nairobi, Kenya.

Godfrey, Paul C. (2005), "The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective," *Academy of Management Review*, 30(4), 777–798.

臺灣大學學術期刊資料庫

Godfrey, Paul C., Craig B. Merrill, and Jared M. Hansen (2009), "The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis," *Strategic Management Journal*, 30(4), 425–445.

Grusky, Oscar (1963), "Managerial Succession and Organizational Effectiveness," *American Journal of Sociology*, 69(1), 21–31.

Gupta, Kartick and Chandrasekhar Krishnamurti (2018), "Does Corporate Social Responsibility Engagement Benefit Distressed Firms? The Role of Moral and Exchange Capital," *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 249–262.

Harjoto, Maretno A. and Hoje Jo (2015), "Legal vs. Normative CSR: Differential Impact on Analyst Dispersion, Stock Return Volatility, Cost of Capital, and Firm Value," *Journal of Business Ethics*, 128(1), 1–20.

Heal, Geoffrey (2005), "Corporate Social Responsibility: An Economic and Financial Framework," *Geneva papers on risk and insurance Issues and Practice*, 30(3), 387–409.

Heckman, James J. (1979), "Sample Selection Bias as a Specification Error," *Econometrica*, 47(1), 153–162.

Hildebrand, Diogo, Sankar Sen, and C. B. Bhattacharya (2011), "Corporate Social Responsibility: A Corporate Marketing Perspective," *European Journal of Marketing*, 45(9), 1353–1364.

Hong, Yong Tao and Margaret L. Andersen (2011), "The Relationship between Corporate Social Responsibility and Earnings Management: An Exploratory Study," *Journal of Business Ethics*, 104(4), 461–471.

Huei, Huang Hsu and Chin Yin Chan (2018), "Firms' Performance Following the Initial Resignation of Independent Directors: Evidence from Taiwan," *Asia Pacific Business Review*, 24(5), 714–729.

Hull, Clyde Eiríkur and Sandra Rothenberg (2008), "Firm Performance: The Interactions of Corporate Social Performance with Innovation and Industry Differentiation," *Strategic Management Journal*, 29(7), 781–789.

Ittner, Christopher D., William N. Lanen, and David F. Larcker (2002), "The Association between Activitybased Costing and Manufacturing Performance," *Journal of Accounting Research*, 40(3), 711–726.

Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

臺灣大學學術期刊資料庫

Jia, Yonghong, Xinghua Gao, and Scott Julian (2020), "Do Firms Use Corporate Social Responsibility to Insure against Stock Price Risk? Evidence from a Natural Experiment," *Strategic Management Journal*, 41(2), 290–307.

Kansal, Monika, Mahesh Joshi, and Gurdip Singh Batra (2014), "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosures: Evidence from India," *Advances in Accounting*, 30(1), 217–229.

Kao, Erin H. C., Yung-Ming Shiu, and Chu-Hsiung Lin (2016), "Does Engagement in Corporate Social Responsibility Reduce Firm Risk? Evidence from China," *Journal of Management*, 33(3), 501–529.

Karathanassisa, G. and Anastasios A. Drakos (2004), "A Note on Equity Ownership and Corporate Value in Greece," *Managerial and Decision Economics*, 25(8), 537–547.

Kim, Yongtae, Haidan Li, and Siq Li (2014), "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk," *Journal of Banking and Finance*, 43, 1–13.

Kim, Yongtae, Myung-Seok Park, and Benson Wier (2012), "Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?" *Accounting Review*, 87(3), 761–796.

Koh, Ping-Sheng, Cuili Qian, and Heli Wang (2014), "Firm Litigation Risk and The Insurance Value of Corporate Social Performance," *Strategic Management Journal*, 35(10), 1464–1482.

Lanfranchi, Joseph and Sanja Pekovic (2012), "How Green is my Firm? Workers' Attitudes towards Job, Job Involvement and Effort in Environmentally-Related Firms," Working Papers halshs-00744483, HAL.

Levitt, Steven D. (1997), "Using Electoral Cycles in Police Hiring to Estimate the Effect of Police on Crime," *American Economic Review*, 87(3), 270–290.

Liang, Hao and Luc Renneboog (2017), "On the Foundations of Corporate Social Responsibility," *Journal of Finance*, 72(2), 853–910.

Lins, Karl V., Henri Servaes, and Ane Tamayo (2017), "Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis," *Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824.

Lorsch, Jay William and Elizabeth Maclver (1989), *Pawns or Potentates: Reality of America's Corporate Boards*, MA: Harvard Business Review Press.

Luce, Rebecca A., Alison E. Barber, and Amy Hillman (2001), "Good Deeds and Misdeeds: A Mediated Model of the Effect of Corporate Social Per-

臺灣大學學術期刊資料庫

formance on Organizational Attractiveness," *Business and Society*, 40(4), 397–415.

Luo, Xueming and C. B. Bhattacharya (2006), "Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value," *Journal of Marketing*, 70(4), 1–18.

——— (2009), "The Debate over Doing Good Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-Idiosyncratic Risk," *Journal of Marketing*, 73(6), 198–213.

McCarthy, Scott, Barry Oliver, and Sizhe Song (2017), "Corporate Social Responsibility and CEO Confidence," *Journal of Banking and Finance*, 75(??) 280–291.

McGuire, Jean B., Alison Sundgren, and Thomas Schneeweis (1988), "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance," *Academy of Management Journal*, 31(4), 854–872.

McWilliams, Abagail, Donald S. Siegel, and Patrick M. Wright (2006), "Corporate Social Responsibility: Strategic Implications," *Journal of Management Studies*, 43(1), 1–18.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20(January–March), 293–315.

Murphy, Kevin J. and Jerold L. Zimmerman (1993), "Financial Performance Surrounding CEO Turnover," *Journal of Accounting and Economics*, 16(1–3), 273–315.

Nguyen, Van Ha, Frank W. Agbola, and Bobae Choi (2019), "Does Corporate Social Responsibility Reduce Information Asymmetry? Empirical evidence from Australia," *Australian Journal of Management*, 44(2), 188–211.

Peloza, John (2006), "Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance," *California Management Review*, 48(2), 52–72.

Podolny, Joel M. (1993), "A Status-based Model of Market Competition," *American Journal of Sociology*, 98(4), 829–872.

Porter, Michael E. and Mark R. Kramer (2006), "Strategy and Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility," *Harvard Business Review*, 84(December), 12.

Reverte, Carmelo (2009), "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure Ratings by Spanish Listed Firms," *Journal of Business Ethics*, 88(2), 351–366.

臺灣大學學術期刊資料庫

Roberts, Peter W. and Grahame R. Dowling (2002), "Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077–1093.

Rosenbaum, Paul R. and Donald B. Rubin (1983), "The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects," *Biometrika*, 70(1), 41–55.

——— (1985a), "Constructing a Control Group Using Multivariate Matched Sampling Methods that Incorporate the Propensity," *American Statistician*, 39(1), 33–38.

——— (1985b), "The Bias Due to Incomplete Matching," *Biometrics*, 41(1), 103–116.

Shen, Chung-Hua and Yuan Chang (2009), "Ambition versus Conscience, Does Corporate Social Responsibility Pay off?-The Application of Matching Methods," *Journal of Business Ethics*, 88(Supplement 1), 133–153.

Shiu, Yung-Ming and Shou-Lin Yang (2017), "Does Engagement in Corporate Social Responsibility Provide Strategic Insurance-Like Effects?" *Strategic Management Journal*, 38(2), 455–470.

Stuebs, Marty and Li Sun (2010), "Business Reputation and Labor Efficiency, Productivity, and Cost," *Journal of Business Ethics*, 96(2), 265–283.

Suchard, Jo Ann, Manohar Singh, and Robert Barr (2001), "The Market Effects of CEO Turnover in Australian Firms," *Pacific-Basin Finance Journal*, 9(1), 1–27.

Ting, Hsiu-I (2013), "CEO Turnover and Shareholder Wealth: Evidence from CEO Power in Taiwan," *Journal of Business Research*, 66(12), 2466–2472.

Trow, Donald B. (1961), "Executive Succession in Small Companies," *Administrative Science Quarterly*, 6(2), 228–239.

Valentine, Sean and Gary Fleischman (2008), "Ethics Programs, Perceived Corporate Social Responsibility and Job Satisfaction," *Journal of Business Ethics*, 77(2), 159–172.

Waddock, Sandra A. and Samuel B. Graves (1997), "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.

Weisbach, Michael S. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20(January-March), 431–460.

臺灣大學學術期刊資料庫

Wu, Meng-Wen and Chung-Hua Shen (2013), "Corporate Social Responsibility in the Banking Industry: Motives and Financial Performance," *Journal of Banking and Finance*, 37(9), 3529–3547.

Yeh, Yin-Hua, Pei-Gi Shu, and Yu-Hui Su (2008), "The Causes of Voluntary Resignation of Independent Directors," *Corporate Ownership and Control*, 5(4), 112–118.

Yermack, David (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.

Zhu, Yan, Li-Yun Sun, and Alicia. S. M. Leung (2014), "Corporate Social Responsibility, Firm Reputation, and Firm Performance: The Role of Ethical Leadership," *Asia Pacific Journal of Management*, 31(4), 925–947.

投稿日期: 2020年9月14日, 接受日期: 2021年10月6日

臺灣大學學術期刊資料庫

Corporate Social Responsibility and Director Resignation

Yuan Chang

Department of Finance, National Changhua University of Education

Kun-Hsin Chen

Department of Finance, National Changhua University of Education

Existing research on Corporate Social Responsibility (CSR) has focused on the financial consequences of a firm's social responsibility activities, and seldom explored the impact on the stability of a firm's high-level human resources as shown by, for example, director resignations. In recent years, with increasing operating and litigation risk, the resignation of executive directors and independent directors has become a new focal concern in corporate governance. Whether a firm, which is seeking to gain financial or nonfinancial benefit by engaging in stakeholder management, might also increase the willingness of risk averse directors to stay in a firm with a better CSR performance is an under-researched question. Based on the data from 1,532 non-financial firms listed on the Taiwan Stock Exchange and the Taipei Exchange from 2008 to 2018, our empirical finding shows that directors' resignations are negatively associated with a firm's CSR performance. Firms with better performance on CSR tend to have infrequent resignation of directors. Yet, some evidence also shows that independent directors' resignations are associated with better CSR performance.

Keywords: corporate social responsibility, director resignation
JEL classification: M14, G34, O15

臺灣大學學術期刊資料庫