

企業社會責任績效對首次公開發行公司期初報酬之影響

陳薇如* 王翎** 謝宜樺***

摘要：本研究探討初次上市櫃公司（initial public offerings, IPOs）之企業社會責任績效對 IPO 期初報酬之影響。本研究以 2015 年到 2019 年台灣初次上市、上櫃公司為樣本，手動蒐集台灣初次上市櫃公司公開說明書中有關企業社會責任的相關揭露內容作為衡量指標。依據企業社會責任的企業環境績效、企業社會績效及公司治理三個構面，分別由公開說明書在這三個構面的揭露內容，以內容分析法衡量公司企業社會責任的績效。實證結果發現 IPO 公司的企業環境績效愈高，IPO 期初報酬愈高；另一方面，IPO 公司的企業社會績效愈高，IPO 期初報酬愈低；但是公司治理績效對 IPO 期初報酬並無顯著影響。

關鍵詞：企業社會責任、企業環境績效、企業社會績效、公司治理績效、IPO 期初報酬

* 淡江大學會計學系副教授

** 淡江大學會計研究所碩士

*** 淡江大學會計學系副教授

110 年 03 月收稿

111 年 10 月接受

四審接受

DOI: 10.6675/JCA.202311_24(2).04

The Impact of CSR Performance on IPO Underpricing

Wei-Ju Chen* Ling Wang** Yi-Hua Hsieh***

Abstract: This study examines the impact of corporate social responsibility (CSR) performance on IPO initial returns. We manually collect the CSR-relevant information reported on the prospectus of newly listed companies on the Taiwan stock market from 2015 through 2019. Based on three aspects of CSR; that is, Environmental, Social and Corporate Governance (ESG), the content analysis method is adopted to evaluate companies' CSR performance according to the disclosures shown in the prospectus. The results show that the higher the Corporate Environmental Performance (CEP) of a company, the higher its IPO underpricing; on the other hand, the higher the Corporate Social Performance (CSP) of a company, the lower its IPO underpricing. Nevertheless, the Corporate Governance Index (CGI) has no significant impact on IPO underpricing.

Keywords: corporate social responsibility, corporate environmental performance, corporate social performance, corporate governance index, IPO underpricing

* Associate Professor, Department of Accounting, Tamkang University

** Master's Degree, Department of Accounting, Tamkang University

*** Associate Professor, Department of Accounting, Tamkang University

Submitted March 2021

Accepted October 2022

After 4 rounds of review

DOI: 10.6675/JCA.202311_24(2).04

壹、緒論

近年來全球經濟蓬勃發展，隨著石化原料的大量使用與土地的過度工商業開發，伴隨著生活水準上升，同時連帶著環境汙染、全球氣候變遷及天然災害事件頻傳等問題。另外在全球化的浪潮，全球經濟一體化之下，對於企業的營運及各國社會產生廣泛的影響，包括勞工權益、貧富不均、人權平等社會問題。這些問題再再顯示企業社會責任（corporate social responsibility，簡稱 CSR）的重要性，企業被賦予的期待不再只是單純從獲利角度來看的企業價值極大化。消費者、投資人及政府期望公司在獲利之外承擔適當的企業社會責任。社會責任的概念最早是由 Bowen (1953)《商人的社會責任》中所提出，說明了在資本主義的自由經濟中，當時商人對其職責的看法，他認為商人在追求利益的同時，也應該要做符合社會價值觀的事，如此才符合社會期待。

在全球一體化的現況下，國際間陸續制定了與企業社會責任相關的國際規範，台灣在這樣的國際浪潮中，政府及資本市場主管機關也不遺餘力將企業社會責任的觀念推展及企業，相關法規逐步成文。在台灣，政府認為企業之營運活動對於社會大眾或環境影響較大者，應盡其社會責任。台灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心於 2010 年 2 月共同公布「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」，是以加強企業之維護社會公益、落實環境保護、發展公司治理為目的，提供上市上櫃公司參照之守則，以利公司進行企業社會責任之執行及資訊之揭露（楊雅智，2015）。

目前有關企業社會責任的規範主要著重在已上市櫃企業，我國自民國 106 年起擴大上市（櫃）公司「上市（櫃）公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」，明定「股本達新臺幣五十億元以上、屬食品工業、化學工業及金融保險業者以及餐飲收入占其全部營業收入之比率達百分之五十以上者」應編製與申報企業社會責任報告書。希望上市櫃企業在追求利潤的同時，也不忽略其利害關係人的利益及環境的保護。至今，許多成功的企業大多已將企業社會責任融入其營運活動並與其企業核心策略相結合，然而企業在社會責任上的行為活動，除了公司決策者基於道德良知及回饋社會，是否影響公司未來的永續發展、公司價值或者有利於財務相關活動呢？過去有許多文獻探討上市櫃公司的企業社會責任對公司的影響，探討的層面相當廣泛，包括對財務績效（Petrenko, Aime, Ridge, and Hill, 2016）、公司及股東價值（祝道松、盧正宗、洪晨桓與楊秀萍，2008；黃振豐、孔繁華與陳詩穎，2020；Byun and Oh, 2018；Bardos, Ertugrul, and Gao, 2020；Bose, Saha, and Abeysekera, 2020）、財務和營運風險（詹場、柯文乾、池祥麟與盧嘉梧，2020；Oikonomou, Brooks, and Pavelin, 2012）、資訊不對稱（王健聰、王泓達與林財印，2022）、資金成本（劉俊儒、張育琳與傅或偉，2019；Breuer, Müller, Rosenbach, and Salzmann, 2018）或盈餘管理（Kim, Park, and Wier, 2012；Kung, Lin, and Wang, 2017）等。

初次上市櫃公司 (initial public offerings, 簡稱 IPOs) 是即將進入資本市場的生力軍, 在 IPO 的過程中募集了大量的資金, 由於 CSR 的重要性與日俱增, CSR 的要求不僅止於已上市櫃公司, 更擴及 IPO 公司。雖然根據上市櫃審查準則, 並沒有明確規範社會責任, 但民國 106 年起上市櫃審查案件的內審中也將企業社會責任表現列為審查參考。由於 IPO 公司通常尚未編製企業社會責任報告書, 企業社會責任的衡量資料取得較為困難, 在學術研究中目前尚鮮少有研究探討這類公司的企業社會責任執行情形及其影響。目前學術文獻中主要有兩篇探討 IPO 公司的企業社會責任影響之研究, Huang, Xiang, Liu, Su, and Qiu (2019) 以中國為研究樣本, 探討初次上市櫃公司企業社會責任之揭露與品質對 IPO 股價績效的影響, 研究結果發現投資者會被企業社會績效的揭露所吸引, 企業社會績效的揭露對 IPO 上市後短期持有期間報酬及累積異常報酬有顯著正向影響, 但是在企業社會績效品質方面並沒有這樣的結論。另外, 企業環保績效的揭露及品質對 IPO 上市後短期持有期間報酬及累積異常報酬都沒有顯著的影響。Bollazzi, Risalvato, and Zanatta (2017) 以 2009 年至 2015 年在義大利股票交易所的 84 家 IPO 公司為樣本, 探討企業社會責任對 IPO 期初報酬的影響, 實證結果顯示所有企業社會責任變數對 IPO 期初報酬都沒有顯著的影響。

本研究探討 IPO 公司的企業社會責任績效對 IPO 期初報酬的影響。過去已有許多文獻探討上市櫃公司的企業社會責任績效對公司的影響, 但仍很少有文獻探討 IPO 公司的企業社會責任績效及其對初次上市櫃公司之影響。本研究手動蒐集 IPO 公司的公開說明書資訊, 以內容分析法由公開說明書中有關企業社會責任相關資訊衡量 IPO 公司的企業社會責任績效, 是國內第一篇探討 IPO 公司企業社會責任績效對 IPO 公司期初報酬影響之研究。而國外探討 IPO 公司企業社會責任績效與 IPO 公司期初報酬關係之少數研究, 目前的研究結果仍然相當分歧。另外, 在企業社會責任的層面中, 通常以環境 (environment)、社會 (social) 與治理 (governance) 三大構面作為整體考量, 而過去的文獻中通常僅針對某一個或某兩個構面進行研究, 本研究完整考量三大構面, 分別探討我國 IPO 公司的企業環境績效、企業社會績效及企業公司治理績效與 IPO 期初報酬之間的關聯性, 以瞭解近年來 IPO 企業參與社會責任相關之表現是否影響 IPO 公司發行之期初報酬, 期盼更多人注重企業社會責任及永續相關議題。

貳、文獻探討及假說發展

本文探討企業社會責任績效對 IPO 公司期初報酬之影響, 以下分別進行 IPO 期初報酬及企業社責任相關文獻之探討, 並進行本研究之假說發展¹。

一、IPO 期初報酬

¹ 感謝匿名審查委員及總編輯在假說推論上給予的寶貴建議。

過去文獻發現 IPO 公司一般而言具有高的期初報酬(或稱為期初折價),亦即公司初次上市上櫃時相對於投資人所認購的股票價格,上市後第一天大部分會有一段上漲的現象。是什麼原因造成首次公開發行時常有高期初報酬的現象呢?過去的文獻大多認為 IPO 期初報酬是發行折價所致,折價對於發行公司來說是一種成本,但折價發行能吸引沒有資訊的投資者參與承銷活動,為了補償資訊不足下的投資風險,而產生發行折價(Rock, 1986),稱為資訊不對稱理論。過去研究 IPO 公司折價發行的文獻,多成立在資訊不對稱理論之上。資訊不對稱理論對發行折價的影響,主要有「事前不確定性理論」(Beatty and Ritter, 1986)以及「訊號發射理論」(Allen and Faulhaber, 1989)。

Rock (1986)提出「贏家詛咒」指出市場上投資人分為知情投資人及不知情投資人兩類,較優質的發行會吸引知情投資人及不知情投資人前來認購,而由於知情投資人的資訊優勢,劣質的發行只會吸引不知情投資人進行認購,造成不知情的投資人有較多的損失。因此基於彌補不知情投資者可能的投資損失風險,承銷商不會讓發行價格訂的過高,來降低發行失敗的可能性。Beatty and Ritter (1986)延伸「贏家詛咒」(Rock, 1986)的觀點,提出影響 IPO 折價的「事前不確定性」觀點,認為當 IPO 公司的不確定性增加,不知情投資人的資訊劣勢會更為嚴重,贏家詛咒的問題在不確定性較高的 IPO 公司會較為嚴重。Baron (1982)發現承銷商與發行公司之間若有資訊不對稱,發行公司在發行市場中不確定性較高也會造成期初折價幅度較高。

後續也有許多研究指出發行公司的事前不確定性會影響 IPO 公司的發行折價,例如 Westfall and Omer (2018)以美國在 2012 年的《美國創投公司快速啟動法案 (Jumpstart Our Business Startups Act, 簡稱 JOBS)》為研究背景,為了創造美國就業機會,促進經濟成長,該法案允許 IPO 發行公司在公開發行的訊息揭露上獲得一些豁免和延期,使這些新興成長公司(emerging growth company, 簡稱 EGC)得以減少發行成本,如審計公費。研究發現,訊息揭露的減少降低了審計品質,增加發行公司的事前不確定性,使得發行價格下降,造成較高折價的結果。謝存瑞、陳俞如與蔡學章(2017)以台灣集團企業為研究對象,探討集團國際化對其分子企業在首次上市上櫃時折價的影響,實證結果顯示集團國際化提高了 IPO 時的事前不確定性,集團的國際化程度與發行折價呈正向關係。

Allen and Faulhaber (1989)提出「訊號發射理論」,指出發行公司相較於一般投資人對公司的品質有較佳的資訊,品質較高的發行公司會利用降低 IPO 發行價格,作為一種傳遞發行公司體質良好的訊號。Welch (1989)指出高品質的公司會降低發行價格作為一種訊號,讓投資人對發行公司有價值較高的印象,對公司之後的發行有更好的解讀,以利於日後的現金增資等發行,而品質較低的公司較難彌補發行時折價造成的損失,因此較不會以降低發行價格來吸引投資人。盧正壽與陳安琳(2017)以臺灣證券交易所與櫃檯買賣中心自 1996 年到 2014 年辦理首次公開發行的上市公司為樣本,探討管理者過度自信影響 IPO 長短期報酬的現象。研究發現過度自信的

管理者容易高估自身與公司未來的發展，所以更願意低價發行，作為傳遞公司品質的訊號。研究結果指出公司的管理者過度自信會造成更高的 IPO 期初折價。

有些學者從行為財務學的角度來解釋及分析 IPO 短期異常報酬的現象，例如展望理論、投資人情緒 (Loughran and Ritter, 2002; Cornelli, Goldreich, and Ljungqvist, 2006)。而國內近期的研究也發現策略聯盟、企業國際化、區位選擇、集團國際化及家族控制、公司成長機會、管理者過度自信及公司的智慧資本這些因素都會影響 IPO 公司的期初報酬 (王元章與湯復評, 2013; 陳薇如、謝宜樺與陳慧齡, 2013; 洪振虔、吳貞和與張力, 2017; 盧正壽與陳安琳, 2017; 謝存瑞等人, 2017; 陳俞如、謝存瑞與吳靜怡, 2018; 劉佳怡、李振宇與吳學良, 2019)。本研究將進一步探討企業社會責任是否也是影響 IPO 公司期初報酬的重要因素。

二、企業社會責任

過去有相當多的文獻討論有關上市櫃公司企業社會責任的影響，以下將分別探討企業社會責任績效對公司獲利及品質之影響以及企業社會責任對公司資訊不對稱及風險影響的文獻。

企業社會責任過去的研究發現，執行企業社會責任是要滿足利害關係人的利益，這是維持企業永續發展的關鍵，能提高企業競爭力進而帶來財務收益 (Derwall, Guenster, Bauer, and Koedijk, 2005)。Porter and van der Linde (1995)的研究指出企業積極改善環境汙染能提高創新能力以及企業生產率，這能使企業更有競爭能力。Derwall et al. (2005)的研究證據顯示，被認為是「最節能」的公司股票所組成的投資組合相較於「較不節能」的公司股票所組成的投資組合，明顯有更好的報酬。Yamashita, Sen, and Roberts (1999)研究美國公司 10 年的風險調整後收益，他們發現長期而言環境績效排名較高的公司比排名較低的公司有明顯更好的股票收益。

在企業社會績效的部份，Orlitzky, Schmidt, and Rynes (2003)的研究指出良好的 CSP (corporate social performance, 簡稱 CSP) 能與利害關係人有更好的合作關係，也有更好的管理能力以及員工參與，進而利於企業發展，能有更好的財務績效。企業的企業社會績效和企業財務績效即使在各種不同行業中大多呈現正向關係，而且這種關係為雙向的因果關係。Aouadi and Marsat (2018)發現公司規模較大、位於新聞自由度較高國家的公司，CSP 對於公司市場價值具有顯著影響，CSP 較佳可提高公司的聲譽。

公司治理的目的為加強策略管理、完善內部制衡機制，以減少代理問題及舞弊所帶來的損失，使公司營運更有效率，讓股東能得到應有的投資利益 (葉銀華、李存修與柯承恩, 2002)。公司治理績效用於衡量公司治理品質，公司治理品質較好能提高公司價值以及公司的籌資能力，這才是使公司願意提高公司治理機制水準的關鍵 (陳美華與洪世炳, 2005)。宋四君 (2013) 的研究發現公司治理品質良好的公司，在提升董事會績效、資訊透明化之下能增加投資者信心，長期而言能產生穩定的股價溢酬。

較佳的企業社會責任的績效佳可以帶來不少好處，Cowan and Guzman (2020)研究了國內國外 135 個不同行業公司品牌，顯示消費者對於公司的企業社會責任訊息以及永續發展相關訊息的理解有助於公司的品牌價值。另外的研究指出企業若具有良好社會責任績效，能提高企業聲譽、加強顧客的忠誠度、提高收入，以及減少因疏忽而產生負面消息所帶來的損失 (Orlitzky et al., 2003)。其次，企業投入慈善活動、熱心於社會公益或與員工及供應商等利害關係人有良好的往來活動能使得企業未來的業務活動得到良好的支持，有利於未來收益 (Jia and Zhang, 2014)。以上學術研究顯示，當企業履行企業社會責任，能提高企業的聲譽，進而導致財務績效或股票報酬率的提升。依據「訊號發射理論」，品質較高的發行公司會利用訂定較低的 IPO 發行價格，作為發行公司體質良好的訊號。本研究推論若企業社會責任績效較佳，根據訊號發射理論，品質良好的 IPO 公司期初報酬較高，因此建立本研究的各個企業社會責任構面對 IPO 期初報酬影響的相關假說如下：

假說 1a：若符合訊號發射理論，則企業環境績效對於 IPO 期初報酬會有正向影響。

假說 2a：若符合訊號發射理論，則企業社會績效對於 IPO 期初報酬會有正向影響。

假說 3a：若符合訊號發射理論，則企業公司治理績效對於 IPO 期初報酬會有正向影響。

過去有許多研究探討企業社會責任對公司資訊不對稱及風險的影響，Kim et al. (2012)指出企業社會責任績效較佳之企業，其經理人具有較高的道德標準，在企業運作流程及財務報告的編制較為誠實、值得信賴且較不會進行盈餘管理，財務資訊較為透明。Orlitzky et al. (2003)的研究也指出企業社會責任績效愈好，其資訊更透明化，不確定的投資風險較低，能使投資人更加信任，進而有更好的股價。國內也有幾篇研究發現善盡企業社會責任的公司較不會進行避稅之行為，隱含企業社會責任較佳之公司較為誠實，財報可信度較高 (汪瑞芝與李佳駿，2019；蘇迺惠與朱珮瑜，2020)。王健聰等人 (2022) 以買賣價差百分比及市場深度代理資訊不對稱，探討公司治理及企業社會責任績效對台灣上市櫃企業資訊不對稱的影響，研究發現企業社會責任績效有助於降低公司的資訊不對稱。詹場等人 (2020) 以中國市場的資料探討企業社會責任對公司風險的影響，實證結果發現企業社會責任可以減緩公司的獨特性風險。而高惠娟、許永明與林楚雄 (2016) 的研究也發現公司進行企業社會責任活動可以顯著降低公司的總風險。詹場、柯文乾與池祥麟 (2016) 整理世界頂級學術期刊關於企業社會責任對公司影響的文獻，其中發現企業社會責任可以減少資訊不對稱、強化公司誠信之形象，並且可以降低公司的風險。以上研究結果說明善盡企業社會責任企業之資訊不對稱程度及風險較低，依據事前不確定性理論，投資者所承擔的風險應該較小，發行折價會較少。因此建立本研究的各個企業社會責任構面對 IPO 期初報酬影響的相關假說如下：

假說 1b：若符合事前不確定性理論，則企業環境績效對於 IPO 期初報酬會有負向影響。

假說 2b：若符合事前不確定性理論，則企業社會績效對於 IPO 期初報酬會有負向影響。

假說 3b：若符合事前不確定性理論，則企業公司治理績效對於 IPO 期初報酬會有負向影響。

參、研究方法

一、樣本選取與資料來源

本研究探討 IPO 公司的企業社會責任績效對 IPO 期初報酬之影響，研究樣本為台灣初次上市櫃公司，本研究自公開說明書手動蒐集 IPO 公司的企業社會責任相關資訊，據以建立 IPO 公司企業社會責任績效指標。台灣「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」中自 2009 年起開始規定，申請發行有價證券的公司，應在公開說明書中記載企業社會責任相關事項，然而此段期間各 IPO 公司對企業社會責任的揭露內容落差仍相當大。自 2015 年起，應揭露事項之規定相較於以往更加全面，為使可取得用以評分各樣本公司企業社會責任績效指標的資訊於各樣本公司間盡量一致，因此本研究以台灣 2015 年至 2019 年首次公開發行上市上櫃公司為研究樣本，刪除資料不全之樣本後本研究樣本共計 188 家 IPO 公司，樣本年度分布情形如表 1。本研究資料來源除企業社會責任績效指標由公開說明書揭露之資訊進行評分外，其他 IPO 相關資料及控制變數資料取自台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫。

表 1 樣本年度分布

年度	樣本數 (公司)	佔全體樣本比例 (%)
2015	40	21.28
2016	42	22.34
2017	26	13.83
2018	49	26.06
2019	31	16.49
總計	188	100.00

二、企業社會責任績效衡量

由於上市櫃公司於還未公開掛牌時，多數公司還未編製企業社會責任報告書，IPO 公司的企業社會責任表現情形的評估較為困難，因此有關 IPO 公司的企業社會責任相關研究相當稀少。Huang et al. (2019) 使用公開說明書手動分析中國企業之社會及環境訊息的揭露及品質對 IPO 股價績效的影響。由於企業社會責任的重要性與日俱增，我國證券主管機關也逐步對 IPO 公司上市櫃的公開說明書進行企業社會責任相關事項揭露的要求。本研究參考 Huang et al. (2019) 的作法，手動蒐集台灣初次上市櫃公司公開說明書中規定有關企業社會責任的相關揭露內容作為企業社會責任

績效衡量指標。在企業社會責任的層面中，通常以永續發展 ESG（環境保護、社會責任及公司治理）的三大構面進行評估，因此本研究在考量企業社會責任績效時除了社會及環境構面還加入公司治理構面。分別由公開說明書中企業環境保護、企業社會績效及公司治理的揭露內容，以內容分析法衡量公司企業社會責任 ESG 三大構面的績效。

評分指標設計上，在環境保護類別中，我們關注於企業對環境保護的影響及績效，評分指標首先參考 Huang et al. (2019) 的評分指標設計，另外考量並納入我國「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」中所規範對「環境議題」需揭露事項，在資料可取得的前提下進行評分指標之增刪。在社會訊息類別中，我們評分指標的設計關注社會大眾、政府、投資人、員工、供應商和消費者等利害關係人，希望可全面考量對各關係人構面的影響。在全面考量對利害關係人影響的構面下，同樣參考 Huang et al. (2019) 的評分指標設計，再納入我國「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」中所規範對「社會議題」需揭露事項，在資料可取得的前提下進行評分指標之增刪。在公司治理訊息類別中，我們關注企業內部制度、規範、資訊揭露與組織等問題，為了資料的可取得性，此構面我們依據「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」中要求揭露的「公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因」此表格中的項目進行公司治理績效評分指標之設計²。

表 2 彙總了本研究的 CSR 績效衡量指標及評分標準，本研究以這些指標基於 IPO 公開說明書中揭露的訊息進行評分。如果由 IPO 公開說明書中揭露的訊息顯示公司該項企業社會責任的品質有嚴重問題，則其得分 0。問題不嚴重，則其得分為 1。沒有問題，則其得分為 2。

表 2 企業社會責任績效衡量指標

類別	指標	評分標準
環境 績效	環境污染事故	重大污染事故，0 分 輕微污染事故，1 分 無污染事故，2 分
	環境因素之 行政裁罰	有被裁罰，0 分 未被裁罰，2 分
	環境相關之 激勵措施	未獲得任何環保相 關獎，0 分 獲得任一項環保 相關獎，1 分 獲得環保署及其他 任一項環保獎，2 分
	環保機構或 環保人員	無環保相關機構及 人員，0 分 有環保相關機構 及人員，2 分
	氣候變遷	無制定公司節能減 碳相關策略，0 分 制定公司節能減 碳相關策略，2 分

² 本研究在評分指標設計上已考量主管機關於上市櫃公開說明書中規範應揭露事項，少數發生確實應揭露而未揭露之情形，於本研究中將該筆資料視為資料不全之遺漏值。

表 2 企業社會責任績效衡量指標 (續)

類別	指標	評分標準	
社會 績效	公益活動	未參與公益活動,0分	有參加公益活動,2分
	繳納稅款	未繳全部稅款或延遲繳稅,0分	按時繳納全部稅款,2分
	股權糾紛	發生股權糾紛且受到裁罰,0分	有股權糾紛事件但未被罰款,1分
	產品糾紛及罰款	有產品糾紛且受到裁罰,0分	有產品糾紛但未受到裁罰,1分
	違反商業法規及罰款	違反商業法規且被裁罰,0分	違反商業法規但未被裁罰,1分
	訴訟及仲裁	重大訴訟/仲裁發生,0分	輕微訴訟/仲裁發生,1分
	員工申訴機制及管道	未設置員工申訴機制及管道,0分	有設置員工申訴機制及管道,2分
	勞工工會或勞工董事	無勞工工會及勞工董事,0分	有勞工工會或勞工董事,1分
	職工福利委員會	無職委會,0分	有職委會,2分
	職業災害或工安事故	三年內有職業災害或工安事故,0	三年內無職業災害或工安事故,2分
	消費者權益	沒有消費者申訴管道,0分	設有消費者申訴管道,2分
	供應商選擇	未評估供應商影響環境與社會之情形,0分	有評估供應商影響環境與社會之情形,2分
公司 治理	公司治理實務守則	未制訂公司治理實務守則,0分	制訂公司治理實務守則,2分
	股東糾紛處理	未訂定內部作業程序及相關負責單位處理股東糾紛、訴訟,0分	未訂定內部作業程序,僅設有相關負責單位處理股東糾紛、訴訟,1分
	主要控制股東之掌握	未能掌握主要控制股東,0分	能掌握主要控制股東,2分
	關係企業間之風險控管	沒有建立、執行與關係企業間之風險控管及防火牆機制,0分	有建立、執行與關係企業間之風險控管及防火牆機制,2分

表 2 企業社會責任績效衡量指標 (續)

類別	指標	評分標準	
公司 治理	內部人交易 防範	未訂定防範內部 人交易之相關作 業程序，0分	有訂定防範內部 人交易之相關作 業程序，2分
	董事會多元化	未擬訂多元化方針 及落實執行，0分	擬訂多元化方針 及落實執行，2分
	其他各類功 能性委員會	除設置薪資報酬委 員會及審計委員會， 未設置其他功能性 委員會，0分	除設置薪資報酬 委員會及審計委 員會，設置其他功 能性委員會，2分
	董事會績效 評估	未訂定董事會績 效評估辦法及其 評估方式，0分	有訂定董事會績 效評估辦法及其 評估方式，但未 每年定期進行績 效評估 1分
	會計師獨立 性之評估	未定期評估簽證會 計師獨立性，0分	定期評估簽證會 計師獨立性，2分
	利害關係人 溝通管道	未建立與利害關 係人溝通管道，及 未於公司網站設 置利害關係人專 區以回應利害關 係人所關切之重 要企業社會責任 議題，0分	有建立與利害關 係人溝通管道，或 於公司網站設置 利害關係人專區， 並妥適回應利害 關係人所關切之 重要企業社會責 任議題，2分
	股務代辦	未委任專業股務 代辦機構辦理股 東會事務，0分	有委任專業股務 代辦機構辦理股 東會事務，2分
	公司治理資 訊之公開	公司未架設網站揭 露財務業務及公司 治理資訊，0分	公司有架設網站，揭 露財務業務及公司 治理資訊，2分
	公司治理自 評報告	無公司治理自評報 告且未委託其他專 業機構之公司治理 評鑑報告，0分	有公司治理自評報 告或委託其他專業 機構之公司治理評 鑑報告，1分
			有訂定董事會績 效評估辦法及其 評估方式，每年定 期進行績效評估， 2分
			定期評估簽證會 計師獨立性，2分
			有委任專業股務 代辦機構辦理股 東會事務，2分
			公司有架設網站，揭 露財務業務及公司 治理資訊，2分
			有公司治理自評報 告及委託其他專業 機構之公司治理評 鑑報告，2分

三、變數衡量與實證設計

(一)應變數

IPO 期初報酬國際文獻上的標準衡量方式為 IPO 後第一天收盤價減去承銷價格後再除以承銷價格。然台灣股票市場由於有漲跌停的限制，本國文獻一般採用盧正壽與陳安琳（2010）、Chiang, Qian, and Sherman (2010)以及 Chiang, Hirshleifer, Qian, and Sherman (2011)的做法，在 IPO 公司受漲跌停限制的樣本區間以 IPOs 正式發行後第 1 個未達漲跌幅限制日之收盤價取代 IPO 後第一天收盤價來計算發行折價。2005 年 10 月承銷制度改革後，IPO 公司首五日股價變更為無漲跌停限制，因此在此期間之後的樣本，在計算 IPO 公司期初報酬時回歸國外文獻的標準做法。本研究研究樣本區間為 2015 年至 2019 年，因此本研究計算 IPO 期初報酬時直接採用 IPO 後第一天收盤價減去承銷價格後再除以承銷價格如下列(1)式：

$$IR_i = \frac{P_{F_i} - P_{O_i}}{P_{O_i}} \quad (1)$$

其中，

- IR_i = 第 i 間 IPO 公司的 IPO 期初報酬；
- P_{F_i} = 第 i 間公司 IPO 後第 1 個交易日收盤價；
- P_{O_i} = 第 i 間 IPO 公司之承銷價格。

(二)主要自變數

本研究從公開說明書中手動蒐集企業社會責任相關訊息，並將企業社會責任資訊分為三類：企業環境績效、企業社會績效和企業公司治理績效。如同第三章中關於企業社會責任績效衡量方式的說明，本研究參考 Huang et al. (2019)研究的作法並考量入我國「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」中所規範對此三類企業社會責任需揭露事項，建立了 5 個與企業環境績效相關的指標、12 個與企業社會績效相關的指標和 13 個與企業公司治理績效相關的指標。如果一家公司的某個指標存在嚴重問題，則績效得分為 0。如果問題不太嚴重，則其績效得分為 1。如果沒有問題，則其績效得分為 2，詳細指標及評分標準如表 2。各企業社會責任構面的績效為該構面各題項分數的合計數，根據評分標準，企業環境績效的最高績效得分為 10 分，企業社會績效的最高績效得分為 24 分，而企業公司治理績效的最高績效得分為 26 分。另外，企業環境保護績效 (CEP)、企業社會績效 (CSP) 和企業公司治理績效 (CGI) 採用各自績效的總得分除以各自績效的最高得分來將各企業社會責任績效指標標準化計算至 0 到 1 之間，標準化之後各績效指標的分數範圍皆為從 0 到 1，分數愈接近 1，該項企業社會責任績效愈佳。這三項指標的計算方式如下：

$$CEP = \frac{\sum CEP_j}{10} \quad (2)$$

$$CSP = \frac{\sum CSP_j}{24} \quad (3)$$

$$CGI = \frac{\sum CGI_j}{26} \quad (4)$$

(三)控制變數

過去研究發現 IPO 期初報酬受到許多因素所影響，參考過去文獻，本研究進一步控制這些變數來探討企業社會責任對 IPO 期初報酬之影響。本研究以興櫃股票市場的股票報酬率 (*PREIPO_RET*)、公司規模 (*OFF_SIZE*)、承銷至上市日期 (*LDAY*)、初次上市(櫃)別 (*EXCH*)、高科技產業 (*HT*)、上市(櫃)後非法人持股比例 (*OWN_L*)、承銷商聲譽 (*UWREP*)、負債比率 (*LEV*)、總資產報酬率 (*ROA*) 與承銷價格為整數 (*INTEG*) 作為控制變數。

1. IPO 公司興櫃市場報酬率 (*PREIPO_RET*)

過去研究指出投資人情緒是影響 IPO 公司期初報酬的一項因素，在 Cornelli et al. (2006) 的研究中，運用歐洲 (主要是德國) IPO 公司在 IPO 前市場 (pre-ipo market) 的股價代理散戶投資人情緒，他們運用上市前最後一筆交易價格代理散戶投資人情緒，若此價格高於發行價格上下限中點，代表投資人情緒較樂觀，反之則較為悲觀。我國的資本市場在上市櫃市場之前存在一個興櫃股票市場，興櫃股票市場作為 IPO 前的預備市場，過去文獻也發現我國興櫃股票市場對上市櫃公司的價格具有相當高的資訊內涵 (Chang, Chiang, Qian, and Ritter, 2017)，本研究取得上市櫃公司上市櫃前在興櫃股票市場中的價格，採用 IPO 前 1 個月 (20 個交易日) 的報酬來衡量投資人情緒。若 IPO 公司興櫃市場報酬率 (*PREIPO_RET*) 越大代表投資人的情緒越高昂。

2. 公司規模 (*OFF_SIZE*)

Lee, Kuo, and Yen (2011) 劃分不同股票市場狀況來分析期初報酬的現象，證實公司規模較大的公司有更完善的組織，對外揭露資訊的能力也較完整，資訊不對稱的程度愈低，投資風險可能較小，而期初折價愈低。本研究預期 IPO 公司規模愈大則 IPO 期初報酬愈低。因此為了排除公司規模的影響，將公司規模列為控制變數，衡量方法為承銷價格乘以承銷股數，再取自然對數。

3. 承銷至上市日期 (*LDAY*)

過去研究 (Chowdhry and Sherman, 1996) 顯示承銷價格訂定日期到新股上市日期若時間愈長，投資人面臨資訊不對稱的程度愈高，投資的風險將愈大。承銷商會

願意制定較低的初始價格來吸引投資人，因此承銷至上市日期可能會影響期初折價。本研究預期承銷價格訂定日期到新股上市日期若時間愈長，IPO 期初報酬愈大。

4. 初次上市（櫃）別（*EXCH*）

台灣對上市與上櫃公司在設立年限、資本額、獲利能力與股權分散上有不同條件的要求，上市公司條件較嚴格，由臺灣證券交易所審核掛牌，上櫃公司由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心審核掛牌。本研究將初次上市（櫃）別設為虛擬變數進行控制，若為上市公司為 1，上櫃公司為 0。

5. 高科技產業（*HT*）

高科技產業產品週期較短，變化快速，相較於傳統產業著重創新與研發、資本密集，是高報酬也是高風險的產業。Lowry and Schwert (2002)指出高科技產業的不確定性較高，期初折價幅度應較大。台灣有許多高科技產業，本研究認為高科技產業不確定性較高，根據過去的研究會顯著影響 IPO 期初報酬。因此將高科技產業設為虛擬變數納入控制，高科技產業包括半導體業、精密與光電器材業、電機機械業、電子零組件業和生技醫療業，若為高科技產業則高科技產業變數設為 1，否則為 0。

6. 上市（櫃）後非法人持股比例（*OWN_L*）

王元章與湯復評（2013）透過實證研究發現機構投資人持股比例與折價幅度呈現負向關係，機構投資人擁有較多專業知識，更能有效的監督公司，所以機構投資人持股愈高，公司資訊不對稱的程度愈低，公司不必靠提高折價來吸引投資人。因此本研究預期上市（櫃）後非法人持股比例愈高則 IPO 期初報酬愈高。為控制非法人投資人的影響，將上市（櫃）後非法人持股比例作為控制變數。其衡量方法為 $OWN_L = 1 - \text{法人持股} / \text{發行公司普通股流通在外股數}$ 。

7. 承銷商聲譽（*UWREP*）

Carter and Manaster (1990)提到低風險的發行公司為了向投資人展示低風險的訊息，透過選擇聲譽較好的承銷商進行發行，同樣地，著名的承銷商為了維持其聲譽，會避開風險較高的公司進行承銷。因此承銷商聲譽是提供投資大眾的一種訊息，聲譽較好則投資風險可能較低，發行時折價幅度也較低。依據過去研究結果，本研究預期承銷商聲譽較高則 IPO 期初報酬較低。本研究將承銷商聲譽設為虛擬變數，以上市（櫃）前三年主辦承銷商的承銷金額計算各主辦承銷商市佔率，若該公司主辦承銷商市佔率，前三名設為 1，否則為 0。承銷商承銷金額計算方式為承銷金額 = 承銷價 × 承銷股數。

8. 負債比率（*LEV*）

發行公司的負債比率表示公司的舉債及風險程度，除了金融業以外，負債比率若是高於一定水平會影響投資人參與投資的意願，公司勢必要花較多成本做為彌補，以利吸引投資人。因此本研究認為負債比率可能會影響 IPO 期初報酬。將負債比率作為控制變數，衡量方式為 IPO 公司發行前三年，年底之總負債佔總資產之平均比率。

9. 總資產報酬率 (ROA)

資產報酬率視為公司資源利用之效率，比率愈高表示公司營運愈有效率，反映公司未來獲利能力，是投資人參與 IPO 投資時會參考的重要財務指標之一。本研究預期總資產報酬率愈高則 IPO 期初報酬愈低。以 IPO 公司發行前一年度之總資產報酬率作為控制變數。總資產報酬率計算方式為總資產報酬率=稅後淨利÷平均總資產×100%。

10. 承銷價格為整數 (INTEG)

Bradley, Cooney, Jordan, and Singh (2004)研究 1981 年到 2000 年間美國的 IPO 公司，發現這些 IPO 公司有 75%把承銷價格定為整數，這些公司的 IPO 期初報酬為 24.5%，而另一些承銷價格為非整數的公司期初報酬為 8.1%。他們的研究發現，股票發行風險較小的公司能訂出一個精準的價格作為承銷價格，相反的，承銷價格為整數的公司期初收益的波動性更大，股票發行風險較高，不確定性較高，所以發行公司會與承銷商協議一個整數價格。因此本研究預期承銷價格為整數會有較高的 IPO 期初報酬。將承銷價格為整數設為一個虛擬變數，承銷價格為整數時為 1，否則為 0。

(四)實證模型

本研究主要探討企業社會責任績效對首次公開發行公司期初報酬之影響，在實證設計上利用最小平方法 (ordinary least squares, 簡稱 OLS) 迴歸研究公司企業環境績效 (CEP)、企業社會績效 (CSP) 和企業公司治理績效 (CGI) 三個企業社會責任構面分別對 IPO 期初報酬的影響，也同時考量三個構面探討企業社會責任績效對 IPO 期初報酬之影響。本研究建立了四組基準模型，如下：

模型 1：以公司企業環境績效指標為主要自變數，IPO 公司的期初報酬為應變數，進行最小平方法迴歸用以驗證假說 1a 及假說 1b。

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 CEP_i + \beta_2 PREIPO_RET_i + \beta_3 OFF_SIZE_i + \beta_4 LDAY_i + \beta_5 EXCH_i + \beta_6 HT_i + \beta_7 OWN_L_i + \beta_8 UWREP_i + \beta_9 LEV_i + \beta_{10} ROA_i + \beta_{11} INTEG_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

其中，

IR_i = 第 i 間 IPO 公司的 IPO 期初報酬；

CEP_i = 第 i 間 IPO 公司的企業環境績效指標；

- $PREIPO_RET_i$ = 第 i 間 IPO 公司 IPO 前一個月與櫃股票市場的報酬率；
- OFF_SIZE_i = 第 i 間 IPO 公司發行規模，為發行股數乘以承銷價格，再取自然對數；
- $LDAY_i$ = 第 i 間 IPO 公司承銷價格訂定日期到新股上市日期的天數；
- $EXCH_i$ = 第 i 間 IPO 公司初次上市（櫃）別虛擬變數，若為上市公司為 1，上櫃公司為 0；
- HT_i = 第 i 間 IPO 公司高科技產業虛擬變數，若發行公司為高科技產業為 1，否則為 0；
- OWN_L_i = 第 i 間 IPO 公司上市（櫃）後非法人持股比例；
- $UWREP_i$ = 第 i 間 IPO 公司承銷商聲譽虛擬變數，以上市（櫃）前三年主辦承銷商的承銷金額計算市佔率，若為前三名設為 1，否則為 0；
- LEV_i = 第 i 間 IPO 公司負債比率，為 IPO 公司發行前三年，年底之總負債佔總資產之平均比率。
- ROA_i = 第 i 間 IPO 公司資產報酬率，為 IPO 發行前一年度之總資產報酬率；
- $INTEG_i$ = 第 i 間 IPO 公司承銷價格為整數虛擬變數，承銷價格為整數時設為 1，否則為 0。

模型 2：以企業社會績效指標為主要自變數，IPO 公司的期初報酬為應變數，進行最小平方方法迴歸用以驗證假說 2a 及假說 2b。

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 CSP_i + \beta_2 PREIPO_RET_i + \beta_3 OFF_SIZE_i + \beta_4 LDAY_i + \beta_5 EXCH_i + \beta_6 HT_i + \beta_7 OWN_L_i + \beta_8 UWREP_i + \beta_9 LEV_i + \beta_{10} ROA_i + \beta_{11} INTEG_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

其中，

CSP_i = 第 i 間 IPO 公司的企業社會績效指標。

其他變數同迴歸方程式(5)。

模型 3：以企業公司治理績效指標為主要自變數，IPO 公司的期初報酬為應變數，進行最小平方方法迴歸用以驗證假說 3a 及假說 3b。

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 CGI_i + \beta_2 PREIPO_RET_i + \beta_3 OFF_SIZE_i + \beta_4 LDAY_i + \beta_5 EXCH_i + \beta_6 HT_i + \beta_7 OWN_L_i + \beta_8 UWREP_i + \beta_9 LEV_i + \beta_{10} ROA_i + \beta_{11} INTEG_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

其中，

CGI_i = 第 i 間 IPO 公司的企業公司治理績效指標。

其他變數同迴歸方程式(5)。

模型 4：同時納入企業環境績效、企業社會績效以及企業公司治理績效三項指標作為主要自變數，IPO 公司的期初報酬為應變數，進行最小平方迴歸用以在控制企業社會責任其他構面績效的情況下進一步驗證假說 1 至假說 3。

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 CEP_i + \beta_2 CSP_i + \beta_3 CGI_i + \beta_4 PREIPO_RET_i + \beta_5 OFF_SIZE_i + \beta_6 LDAY_i + \beta_7 EXCH_i + \beta_8 HT_i + \beta_9 OWN_L_i + \beta_{10} UWREP_i + \beta_{11} LEV_i + \beta_{12} ROA_i + \beta_{13} INTEG_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

其中，

CSP_i = 第 i 間 IPO 公司的企業社會績效指標

CGI_i = 第 i 間 IPO 公司的企業公司治理績效指標

其他控制變數同迴歸方程式(5)。

肆、實證結果

本研究透過迴歸模型驗證企業環境績效、企業社會績效以及企業公司治理績效對首次公開發行公司期初報酬之影響，以下分析本研究之實證結果。

一、敘述統計分析

表 3 顯示樣本產業分佈，其中生技醫療產業佔總樣本 16.49%，半導體業佔總樣本 14.36%，電機機械業佔總樣本 10.11%。表 4 列示樣本公司各變數之敘述統計，包含平均數、標準差、中位數、極小值與極大值。本研究樣本之 IPO 期初報酬平均數為 34.1%、標準差為 31.0%、中位數為 26.9%。主要自變數企業環境績效 (CEP) 平均數為 0.608、標準差為 0.144，企業社會績效 (CSP) 平均數為 0.789、標準差為 0.080，企業公司治理績效 (CGI) 平均數為 0.809、標準差為 0.077。表中 CGI 、 CSP 平均值大於 CEP ， CGI 及 CSP 標準差也小於 CEP ，表示在公開說明書中所揭露的企業公司治理績效與企業社會績效品質要高於企業環境績效，且企業公司治理績效與社會績效的樣本波動性小於企業環境績效。

控制變數方面 IPO 公司興櫃市場報酬率 ($PREIPO_RET$) 平均數為 0.035，顯示在 IPO 前一個月 IPO 公司在興櫃市場的報酬率平均為 3.5%，由此變數的極大值及極小值顯示樣本 IPO 公司在 IPO 前一個月興櫃市場報酬率最小的為 -35.2%，最大的為 211.7%，具有相當大的變異性。公司規模 (OFF_SIZE) 平均數為 12.388，承銷日至上市日期 ($LDAY$) 平均數為 12.447 天，初次上市 (櫃) 別 ($EXCH$) 平均數為 0.356，顯示樣本公司有 35.6% 在證券交易所掛牌上市。非法人持股比例 (OWN_L)、負債比率 (LEV)、資產報酬率 (ROA)，各變數平均數為 50.5%、37.462% 及 7.831%，各變數之標準差並無異常情形。高科技產業 (HT) 平均數為 0.516，顯示樣本中約有一半初次上市 (櫃) 公司為高科技產業，承銷商聲譽 ($UWREP$) 平均數為 0.271，表示 IPO 時由市佔率佔前三大的承銷商進行承銷的比重為 27.1%，承銷價格為整數

(INTEG) 平均數為 0.686，顯示 IPO 公司經常是以整數價格為承銷價格，平均有 68.6% 的 IPO 公司將承銷價定為整數。

表 3 樣本產業分佈表

TSE 產業別	樣本數 (公司)	佔全體樣本比例 (%)
食品工業	2	1.06
紡織工業	1	0.53
電機機械	19	10.11
電器電纜	1	0.53
鋼鐵工業	3	1.60
橡膠工業	1	0.53
汽車工業	4	2.13
航運業	4	2.13
觀光事業	9	4.79
貿易百貨	1	0.53
其他	17	9.04
化學工業	6	3.19
生技醫療	31	16.49
半導體業	27	14.36
電腦及週邊設備業	8	4.26
光電業	10	5.32
通信網路業	11	5.85
電子零組件業	10	5.32
資訊服務業	6	3.19
其他電子業	9	4.79
文化創意業	4	2.13
農業科技業	2	1.06
電子商務	2	1.06
總計	188	100.00

表 4 敘述統計

變數名稱	平均數	標準差	極小值	中位數	極大值
應變數					
<i>IR</i>	0.341	0.310	-0.099	0.269	1.911
自變數					
<i>CEP</i>	0.608	0.144	0.200	0.600	1.000
<i>CSP</i>	0.789	0.080	0.542	0.792	1.000
<i>CGI</i>	0.809	0.077	0.538	0.808	0.962
控制變數					
<i>PREIPO_RET</i>	0.035	0.201	-0.352	-0.003	2.117
<i>OFF_SIZE</i>	12.388	1.018	10.448	12.301	15.857
<i>LDAY</i> (天)	12.447	1.521	9.000	12.000	21.000
<i>EXCH</i>	0.356	0.480	0.000	0.000	1.000
<i>HT</i>	0.516	0.501	0.000	1.000	1.000
<i>OWN_L</i>	0.505	0.213	0.000	0.495	0.998
<i>UWREP</i>	0.271	0.446	0.000	0.000	1.000
<i>LEV</i> (%)	37.462	16.648	2.270	37.292	88.637
<i>ROA</i> (%)	7.831	13.321	-65.160	9.220	41.940
<i>INTEG</i>	0.686	0.465	0.000	1.000	1.000
N	188				

變數說明：*IR* 為 IPO 公司的 IPO 期初報酬；*CEP* 為 IPO 公司的企業環境績效指標；*CSP* 為 IPO 公司的企業社會績效指標；*CGI* 為 IPO 公司的企業公司治理績效指標；*PREIPO_RET* 為 IPO 公司 IPO 前一個月興櫃股票市場的報酬率；*OFF_SIZE* 為 IPO 公司發行規模，為承銷股數乘以承銷價格，再取自然對數；*LDAY* 為 IPO 公司承銷價格訂定日期到新股上市日期的天數；*EXCH* 為 IPO 公司初次上市（櫃）別虛擬變數，若為上市公司為 1，上櫃公司為 0；*HT* 為高科技產業虛擬變數，若發行公司為高科技產業為 1，否則為 0；*OWN_L* 為 IPO 公司上市（櫃）後非法人持股比例；*UWREP* 為 IPO 公司承銷商聲譽虛擬變數，以上市（櫃）前三年主辦承銷商的承銷金額計算市佔率，若為前三名設為 1，否則為 0；*LEV* 為 IPO 公司負債比率，為 IPO 公司發行前三年，年底之總負債佔總資產之平均比率；*ROA* 為 IPO 公司資產報酬率，為 IPO 發行前一年度之總資產報酬率；*INTEG* 為 IPO 公司承銷價格為整數虛擬變數，承銷價格為整數時設為 1，否則為 0。

二、相關分析

表 5 呈現期初報酬、企業環境績效、企業社會績效、企業公司治理績效以及各項控制變數之間相關性分析結果。從表中可知在尚未控制其他自變數前，企業環境績效（*CEP*）與 IPO 期初報酬相關係數為 0.15，顯著為正，表示 IPO 公司企業環境績效愈佳，期初報酬愈大。企業社會績效（*CSP*）與 IPO 期初報酬相關係數為 -0.15，

顯著為負，表示 IPO 公司企業社會績效愈佳，期初報酬愈小。企業公司治理績效 (CGI) 與 IPO 期初報酬相關係數為-0.01，無顯著相關，表示 IPO 公司企業公司治理績效與期初報酬無顯著關係。另外 IPO 公司與櫃市場報酬率 (PREIPO_RET) 與 IPO 期初報酬相關係數為 0.57，為顯著正相關，而 IPO 公司發行規模 (OFF_SIZE) 與 IPO 期初報酬相關係數為-0.16，為顯著負相關。另外表中各自變數間的相關係數皆小於 0.5，表示各變數間並未有高度相關性的問題。

三、迴歸結果分析

本研究探討企業環境績效、企業社會績效以及企業公司治理績效對首次公開發行公司期初報酬之影響。表 6 至表 9 迴歸結果(1)為上述迴歸模型一至模型四之實證結果。除了控制高科技產業，本研究進一步控制產業固定效果，迴歸結果如表 6 至表 9 之迴歸結果(2)。

(一)企業環境績效對 IPO 期初報酬之影響

表 6 為企業環境績效對 IPO 期初報酬影響之迴歸結果，模型(1)的實證結果顯示，CEP 係數為 0.265，達 5%的顯著水準。模型(2)在控制產業固定效果的情況下，CEP 係數為 0.2704，亦達到 10%的顯著水準。另外，表 9 為同時納入三個企業社會責任構面的迴歸結果，表 9 結果顯示，未控制產業固定效果時，CEP 係數為 0.2825，達到 5%的顯著水準，在控制了產業固定效果的模型(2)實證結果中，CEP 係數為 0.2986，同樣達到 5%的顯著水準。這樣的實證結果顯示 IPO 公司的企業環境績效越佳，IPO 公司的期初報酬越高，假說 1a 成立，亦即支持企業社會責任影響的訊號發射假說。由實證結果顯示，在台灣的資本市場，環境保護績效良好的 IPO 公司會利用 IPO 折價傳遞公司體質良好的訊號，因此會有較高的期初報酬。

(二)企業社會績效對 IPO 期初報酬之影響

企業社會績效 (CSP) 顯示公司與員工、股東、消費者與供應商等利害關係人互動之品質績效，表 7 列示企業社會績效對 IPO 期初報酬之迴歸結果。由表 7 模型(1)的結果顯示，CSP 係數為-0.5502，達到 5%的顯著水準。而在控制了產業固定效果的表 7 模型(2)迴歸結果發現，CSP 係數為-0.6150，同樣達到 5%的顯著水準。另外，在表 9 同時納入三個企業社會責任構面的迴歸結果顯示，未控制產業固定效果時，CSP 係數為-0.5843，達到 5%的顯著水準，在控制了產業固定效果的模型(2)實證結果中，CSP 係數為-0.6497，亦達到 5%的顯著水準。實證結果顯示 CSP 對 IPO 期初報酬產生顯著負向的影響。這樣的結果表示台灣 IPO 公司首次上市 (櫃) 時，企業社會績效較好的公司相較於企業社會績效較差的公司 IPO 期初報酬會較低，實證結果支持假說 2b，亦即支持企業社會責任影響的事前不確定性假說。即企業社會績效的履行，降低了發行公司的資訊不對稱程度及公司的風險，因此降低發行折價，企業社會績效對 IPO 期初報酬帶來負向影響。

表 5 相關係數表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1)IR	1.00												
(2)CEP	0.15**	1.00											
	(0.04)												
(3)CSP	-0.15**	0.04	1.00										
	(0.04)	(0.58)											
(4)CGI	-0.01	-0.00	0.08	1.00									
	(0.87)	(0.95)	(0.29)										
(5)PREIPO_RET	0.57***	0.03	-0.05	-0.00	1.00								
	(0.00)	(0.67)	(0.49)	(0.97)									
(6)OFF_SIZE	-0.16**	-0.03	-0.11	0.06	-0.06	1.00							
	(0.03)	(0.67)	(0.15)	(0.40)	(0.38)								
(7)LDAY	-0.02	-0.00	-0.00	0.03	0.03	-0.08	1.00						
	(0.79)	(0.95)	(1.00)	(0.71)	(0.68)	(0.26)							
(8)EXCH	-0.07	-0.04	-0.00	0.07	-0.06	0.44***	-0.04	1.00					
	(0.34)	(0.57)	(0.99)	(0.35)	(0.39)	(0.00)	(0.55)						
(9)HT	0.10	0.20***	-0.02	-0.07	0.05	0.03	0.04	-0.10	1.00				
	(0.18)	(0.01)	(0.80)	(0.36)	(0.49)	(0.65)	(0.59)	(0.17)					
(10)OWN_L	0.11	-0.08	0.05	0.07	0.06	-0.35***	0.14**	-0.19***	0.19***	1.00			
	(0.12)	(0.27)	(0.51)	(0.31)	(0.42)	(0.00)	(0.05)	(0.01)	(0.01)				

表 5 相關係數表 (續)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(11) <i>UWREP</i>	-0.10 (0.16)	-0.01 (0.90)	-0.03 (0.67)	0.08 (0.26)	-0.07 (0.32)	0.05 (0.53)	-0.12 (0.11)	-0.08 (0.28)	0.04 (0.58)	-0.16** (0.03)	1.00		
(12) <i>LEV</i>	-0.03 (0.73)	-0.05 (0.48)	-0.07 (0.33)	0.11 (0.14)	-0.06 (0.39)	-0.01 (0.91)	-0.06 (0.39)	0.31*** (0.00)	-0.26*** (0.00)	-0.12 (0.10)	-0.09 (0.24)	1.00	
(13) <i>ROA</i>	0.05 (0.49)	-0.10 (0.17)	0.20*** (0.01)	0.05 (0.47)	0.08 (0.28)	-0.14* (0.06)	-0.01 (0.91)	0.13* (0.08)	-0.21*** (0.00)	0.04 (0.59)	-0.07 (0.37)	0.15** (0.04)	1.00
(14) <i>INTEG</i>	-0.02 (0.76)	-0.09 (0.22)	-0.01 (0.91)	0.04 (0.55)	0.07 (0.31)	0.19*** (0.01)	0.16** (0.03)	-0.02 (0.75)	-0.01 (0.86)	0.07 (0.36)	0.00 (1.00)	-0.14* (0.06)	0.08 (0.27)

1. 變數說明：請參表 4 變數說明。

2. 括號內為係數之 p-value, * p<0.1、** p<0.05、*** p<0.01。

3. 本表係數檢定採雙尾檢定。

表 6 企業環境績效對 IPO 期初報酬之影響

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 CEP_i + \beta_2 PREIPO_RET_i + \beta_3 OFF_SIZE_i + \beta_4 LDAY_i + \beta_5 EXCH_i + \beta_6 HT_i + \beta_7 OWN_L_i + \beta_8 UWREP_i + \beta_9 LEV_i + \beta_{10} ROA_i + \beta_{11} INTEG_i + \varepsilon_i$$

	(1) IR	(2) IR
Intercept	0.6808* (1.87)	0.3897 (0.82)
CEP	0.2650** (1.98)	0.2704* (1.83)
PREIPO_RET	0.8602*** (9.20)	0.8482*** (8.56)
OFF_SIZE	-0.0353 (-1.54)	-0.0301 (-1.18)
LDAY	-0.0114 (-0.91)	-0.0029 (-0.20)
EXCH	0.0149 (0.32)	0.0100 (0.19)
HT	0.0322 (0.79)	
OWN_L	0.0706 (0.71)	0.0652 (0.59)
UWREP	-0.0380 (-0.89)	-0.0243 (-0.52)
LEV	0.0003 (0.25)	0.0004 (0.26)
ROA	0.0001 (0.05)	0.0004 (0.22)
INTEG	-0.0143 (-0.33)	-0.0136 (-0.30)
產業固定效果	無	有
N	188	188
adj. R ²	0.334	0.286
F	9.5097***	3.3462***

1. 變數說明：請參表 4 變數說明。
2. 括號內為係數之 t 值。*p<0.1、**p<0.05、***p<0.01。
3. 本表係數檢定採雙尾檢定。

(三)企業公司治理績效對 IPO 期初報酬之影響

表 8 呈現企業公司治理績效對 IPO 期初報酬的迴歸結果，表 8 模型(1)及控制了產業固定效果的模型(2)實證結果顯示，*CGI* 係數分別為 0.022 及 -0.0739，然而係數皆未達 10%的顯著水準。另外，在表 9 同時納入三個企業社會責任構面的迴歸結果顯示，未控制產業固定效果時，*CGI* 係數為 0.0564，在模型(2)控制了產業固定效果的實證結果中，*CGI* 係數為 -0.0480，係數同樣皆未達 10%的顯著水準。實證結果發現就 IPO 期初報酬而言，企業公司治理績效訊息的影響並不顯著，因此假說 3 並未成立。

控制變數中，IPO 公司與櫃市場報酬率 (*PREIPO_RET*) 的係數在表 6 至表 9 的迴歸結果中皆顯著為正，過去研究發現投資人情緒會正向影響 IPO 公司的期初報酬 (Cornelli et al., 2006)，實證結果與過去投資人情緒影響 IPO 期初報酬的推論一致，投資人情緒越高昂，IPO 公司期初報酬越高。公司規模 (*OFF_SIZE*) 在表 7 及表 9 的模型(1)皆顯著為負，在其他的模型中也都接近顯著的水準，顯示初次上市(櫃)時公司規模愈大，資訊不對稱情況愈低，因此 IPO 期初報酬愈低，與 Lee et al. (2011)的研究一致。其餘控制變數並未顯著，本研究推測應為小樣本造成的迴歸係數樣本標準誤過大導致係數不易顯著 (Wooldridge, 2016)。本文在進行各項迴歸模型分析時，另外進行變異數膨脹因子 (variance inflation factor, 簡稱 VIF) 檢測，用以檢測各自變數間是否有共線性問題，一般認為，若 VIF 值大於 10，代表具有共線性問題，本研究各項模型中 VIF 檢測結果皆未大於 10，無嚴重共線性問題。

(四)敏感性分析

本研究採用迴歸分析探討企業社會責任對首次公開發行公司期初報酬之影響，由敘述性統計發現，IPO 公司期初報酬及一些控制變數存在較大的變異性，為了避免極端值對本研究的結果產生影響，我們進一步以溫賽化 (winsorize) 方式來解決極端值問題³。除了虛擬變數以外，本研究對應變數及所有控制變數以觀察值前後 1% (及 5%) 溫賽化調整後再進行實證分析，迴歸結果如表 10。表 10 迴歸結果(1)(2)為溫賽化 1%的實證結果，表 10 迴歸結果(3)(4)為溫賽化 5%的實證結果。處理極端值後的迴歸結果顯示不論是否控制產業固定效果，企業環境績效 (*CEP*) 對 IPO 期初報酬的係數仍然皆顯著為正，企業社會績效 (*CSP*) 的係數仍然皆顯著為負，且企業公司治理績效的係數仍然不具統計顯著性，顯示本研究結果並未受到極端值影響，實證結果具有穩健性。

³ 感謝匿名審查委員及總編輯給予的寶貴建議。

表 7 企業社會績效對 IPO 期初報酬之影響

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 CSP_i + \beta_2 PREIPO_RET_i + \beta_3 OFF_SIZE_i + \beta_4 LDAY_i + \beta_5 EXCH_i + \beta_6 HT_i + \beta_7 OWN_L_i + \beta_8 UWREP_i + \beta_9 LEV_i + \beta_{10} ROA_i + \beta_{11} INTEG_i + \varepsilon_i$$

	(1) IR	(2) IR
Intercept	1.3909*** (3.39)	1.1026** (2.24)
CSP	-0.5502** (-2.30)	-0.6150** (-2.34)
PREIPO_RET	0.8486*** (9.09)	0.8435*** (8.57)
OFF_SIZE	-0.0428* (-1.86)	-0.0340 (-1.34)
LDAY	-0.0116 (-0.93)	-0.0029 (-0.20)
EXCH	0.0192 (0.41)	0.0140 (0.26)
HT	0.0484 (1.22)	
OWN_L	0.0436 (0.45)	0.0419 (0.38)
UWREP	-0.0441 (-1.03)	-0.0318 (-0.68)
LEV	-0.0001 (-0.06)	0.0001 (0.08)
ROA	0.0006 (0.38)	0.0008 (0.44)
INTEG	-0.0207 (-0.49)	-0.0189 (-0.42)
產業固定效果	無	有
N	188	188
adj. R ²	0.339	0.296
F	9.7038***	3.4564***

1. 變數說明：請參表 4 變數說明。
2. 括號內為係數之 t 值。*p<0.1、**p<0.05、***p<0.01。
3. 本表係數檢定採雙尾檢定。

表 8 企業公司治理績效對 IPO 期初報酬之影響

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 CGI_i + \beta_2 PREIPO_RET_i + \beta_3 OFF_SIZE_i + \beta_4 LDAY_i + \beta_5 EXCH_i + \beta_6 HT_i + \beta_7 OWN_L_i + \beta_8 UWREP_i + \beta_9 LEV_i + \beta_{10} ROA_i + \beta_{11} INTEG_i + \varepsilon_i$$

	(1) <i>IR</i>	(2) <i>IR</i>
Intercept	0.8765** (2.27)	0.6790 (1.40)
<i>CGI</i>	0.0220 (0.09)	-0.0739 (-0.28)
<i>PREIPO_RET</i>	0.8658*** (9.16)	0.8534*** (8.53)
<i>OFF_SIZE</i>	-0.0385 (-1.65)	-0.0314 (-1.21)
<i>LDAY</i>	-0.0113 (-0.89)	-0.0029 (-0.20)
<i>EXCH</i>	0.0145 (0.31)	0.0156 (0.29)
<i>HT</i>	0.0483 (1.20)	
<i>OWN_L</i>	0.0419 (0.42)	0.0408 (0.37)
<i>UWREP</i>	-0.0419 (-0.96)	-0.0241 (-0.51)
<i>LEV</i>	0.0003 (0.20)	0.0004 (0.27)
<i>ROA</i>	-0.0001 (-0.06)	0.0001 (0.07)
<i>INTEG</i>	-0.0195 (-0.45)	-0.0168 (-0.36)
產業固定效果	無	有
<i>N</i>	188	188
adj. <i>R</i> ²	0.319	0.271
<i>F</i>	8.9541***	3.1771***

1. 變數說明：請參表 4 變數說明。

2. 括號內為係數之 *t* 值。**p*<0.1、***p*<0.05、****p*<0.01。

3. 本表係數檢定採雙尾檢定。

表 9 企業社會責任績效對 IPO 期初報酬之影響

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 CEP_i + \beta_2 CSP_i + \beta_3 CGI_i + \beta_4 PREIPO_RET_i + \beta_5 OFF_SIZE_i + \beta_6 LDAY_i + \beta_7 EXCH_i + \beta_8 HT_i + \beta_9 OWN_L_i + \beta_{10} UWREP_i + \beta_{11} LEV_i + \beta_{12} ROA_i + \beta_{13} INTEG_i + \varepsilon_i$$

	(1) <i>IR</i>	(2) <i>IR</i>
Intercept	1.1631*** (2.66)	0.8860* (1.70)
<i>CEP</i>	0.2825** (2.13)	0.2986** (2.04)
<i>CSP</i>	-0.5843** (-2.45)	-0.6497** (-2.47)
<i>CGI</i>	0.0564 (0.23)	-0.0480 (-0.18)
<i>PREIPO_RET</i>	0.8413*** (9.07)	0.8376*** (8.56)
<i>OFF_SIZE</i>	-0.0403* (-1.76)	-0.0314 (-1.23)
<i>LDAY</i>	-0.0119 (-0.96)	-0.0025 (-0.17)
<i>EXCH</i>	0.0197 (0.42)	0.0076 (0.14)
<i>HT</i>	0.0321 (0.80)	
<i>OWN_L</i>	0.0698 (0.71)	0.0754 (0.69)
<i>UWREP</i>	-0.0418 (-0.98)	-0.0297 (-0.64)
<i>LEV</i>	-0.0001 (-0.07)	0.0001 (0.09)
<i>ROA</i>	0.0008 (0.53)	0.0011 (0.63)
<i>INTEG</i>	-0.0155 (-0.37)	-0.0153 (-0.34)
產業固定效果	無	有
<i>N</i>	188	188
adj. <i>R</i> ²	0.348	0.306
<i>F</i>	8.6904***	3.4209***

1. 變數說明：請參表 4 變數說明。
2. 括號內為係數之 t 值。*p<0.1、**p<0.05、***p<0.01。
3. 本表係數檢定採雙尾檢定。

表 10 企業社會責任績效對 IPO 期初報酬之影響 (winsorize)

$$IR_i = \beta_0 + \beta_1 CEP_i + \beta_2 CSP_i + \beta_3 CGI_i + \beta_4 PREIPO_RET_i + \beta_5 OFF_SIZE_i + \beta_6 LDAY_i + \beta_7 EXCH_i + \beta_8 HT_i + \beta_9 OWN_L_i + \beta_{10} UWREP_i + \beta_{11} LEV_i + \beta_{12} ROA_i + \beta_{13} INTEG_i + \varepsilon_i$$

	(1) IR	(2) IR	(3) IR	(4) IR
Intercept	0.9130** (2.06)	0.6941 (1.32)	1.1537*** (2.70)	0.9537* (1.91)
CEP	0.2277* (1.74)	0.2485* (1.73)	0.2183* (1.93)	0.2450** (1.98)
CSP	-0.4349* (-1.84)	-0.5119** (-1.98)	-0.4166** (-2.02)	-0.4743** (-2.12)
CGI	0.2298 (0.95)	0.1594 (0.62)	0.2037 (0.98)	0.1395 (0.63)
PREIPO_RET	1.2416*** (9.02)	1.2465*** (8.51)	1.2467*** (8.09)	1.2580*** (7.66)
OFF_SIZE	-0.0387* (-1.70)	-0.0347 (-1.38)	-0.0546** (-2.44)	-0.0551** (-2.26)
LDAY	-0.0099 (-0.74)	-0.0003 (-0.02)	-0.0121 (-0.95)	-0.0027 (-0.18)
EXCH	-0.0012 (-0.03)	-0.0087 (-0.17)	0.0065 (0.16)	-0.0039 (-0.08)
HT	0.0558 (1.41)		0.0399 (1.16)	
OWN_L	-0.0326 (-0.33)	-0.0467 (-0.43)	-0.0457 (-0.50)	-0.0593 (-0.58)
UWREP	-0.0496 (-1.18)	-0.0418 (-0.92)	-0.0324 (-0.89)	-0.0250 (-0.64)
LEV	0.0005 (0.38)	0.0011 (0.75)	0.0000 (0.03)	0.0009 (0.65)
ROA	0.0002 (0.15)	0.0010 (0.56)	0.0001 (0.04)	0.0016 (0.70)
INTEG	-0.0047 (-0.11)	-0.0017 (-0.04)	0.0142 (0.39)	0.0153 (0.40)
產業固定效果	無	有	無	有
N	188	188	188	188
adj. R ²	0.347	0.307	0.327	0.294
F	8.6546***	3.4345***	7.9842***	3.2956***

1. 迴歸結果(1)(2)對應變數及所有非虛擬變數之控制變數進行 1%溫賽化(winsorize)；迴歸結果(3)(4)對應變數及所有非虛擬變數之控制變數進行 5%溫賽化。
2. 變數說明：請參表 4 變數說明。
3. 括號內為係數之 t 值。*p<0.1、**p<0.05、***p<0.01。
4. 本表係數檢定採雙尾檢定。

伍、結論與建議

企業的經營，除了追求股東利益最大化外應善盡社會責任已成為趨勢。世界各國已推動許多企業社會責任相關政策及法規，相關教育的普及與宣導也使得人民愈來愈注重企業社會責任。企業內外利害關係人兩者間存在資訊不對稱，可能導致風險與其他經濟問題（Akerlof, 1970），企業社會責任相關資訊的揭露是除了財務資訊以外利害關係人可能會注重的資訊。由於企業社會責任的重要性與日俱增，已有相當多的文獻探討上市櫃公司的企業社會責任及其影響，然而由於資料取得的困難，作為資本市場的生力軍，文獻上卻鮮少針對 IPO 公司的企業社會責任影響進行研究。為彌補這方面之研究缺口，本研究以台灣 IPO 公司為研究對象，瞭解近年來企業參與社會責任相關之績效是否會影響 IPO 公司初次上市櫃時的期初報酬，期盼更多人注重企業社會責任及環境相關議題。

本研究參考 Huang et al. (2019) 的研究，手動蒐集台灣初次上市櫃公司公開說明書中規定有關企業社會責任的相關揭露內容進行評分，作為企業社會責任績效的衡量指標。我們依據企業社會責任的企業環境績效、企業社會績效及公司治理績效（ESG）分別評估三個構面對 IPO 公司期初報酬的影響。實證結果顯示企業環境績效較佳的 IPO 公司具有較高的 IPO 期初報酬；企業社會績效較佳的 IPO 公司具有較低的 IPO 期初報酬；企業公司治理績效對 IPO 公司期初報酬則無顯著影響。

在企業環境績效部分，我們的評分指標衡量 IPO 公司在環境保護構面的作為及績效，包括是否設置環保機構或人員、是否制訂節能減碳相關策略、是否因為環境因素受到行政裁罰或有環境汙染事故以及是否獲得環保相關獎項。過去研究發現企業從事環境保護、改善環境汙染能提高創新能力以及生產率，能使企業更有競爭能力，帶來財務收益（Porter and van der Linde, 1995）。投入環境保護是滿足利害關係人的一種方式，也是永續發展的關鍵（Derwall et al., 2005）。Matsumura, Prakash, and Vera-Muñoz (2014) 的研究也發現越重視環境保護的公司，公司價值越高。顯示善盡環境保護之公司，較重視永續發展，是品質較為優良之公司。依據訊號發射理論（Allen and Faulhaber, 1989），品質較優良的公司會以 IPO 折價的方式傳達給投資人公司品質優良的訊息，本研究結果發現台灣企業環境保護績效表現良好的 IPO 公司會以較高的 IPO 折價傳達公司品質優良的訊號，造成較高的 IPO 期初報酬。

在企業社會績效部分，我們的評分指標全面地關注社會大眾、政府、投資人、員工、供應商和消費者等利害關係人，綜合考量所有關係人構面的影響。企業社會績效表現較佳之企業重視與利害關係人的良善關係，例如在社會大眾及政府關係部分，積極參與公益活動，建立良好社區關係及資訊溝通、誠實繳納稅款、遵守相關法規並忠實編製財報，這些行為有利於降低公司的資訊不對稱情形；在員工關係部分，藉由員工申訴機制、勞工工會或董事、職工福利委員會的設置、優化員工工作環境以降低職業災害或工安事故，這些設置增加員工福利及溝通管道，有利於提升

員工工作滿意度及員工忠誠度，並進而促進公司營運之穩定性，降低公司的營運風險；在消費者部分若公司致力於提升產品品質降低產品糾紛，並提供適當的申訴管道，同樣可增加營運的穩定性，有利於營運風險的降低；與供應商關係部分，透過對供應商的評估，可建立較一致的營運理念，有助於長期供貨的穩定性。綜合言之，企業社會績效較佳的 IPO 公司，由於較願意從事這些促進與利害關係人之良善關係的活動，可以降低公司的資訊不對稱，並降低公司的營運風險，有較低的不確定性（高惠娟等人，2016；詹場等人，2016；汪瑞芝與李佳駿，2019；詹場等人，2020；蘇迺惠與朱珮瑜，2020；王健聰等人，2022；Kim et al., 2012），因此 IPO 折價較低，產生較低的 IPO 期初報酬。

有關本研究的限制及未來研究的延伸，由於 IPO 公司企業社會責任績效的資訊取得困難，本研究使用公開說明書中所揭露企業社會責任之資訊作為評估企業社會責任績效之指標，另外企業社會責任各構面的評分指標主要參考過去文獻及考量 IPO 公開說明書中資料的可取得性進行設計，以上考量仍可能無法完全詮釋公司初次上市（櫃）時企業社會責任之績效。另外，本研究為使各 IPO 公司揭露於公開說明書上之企業社會責任相關資訊盡量一致，以便在相同的基礎下衡量各 IPO 公司的企業社會責任績效，樣本期間自 2015 年開始共計取得 188 家有效樣本，樣本數不夠充足，這些限制確實可能影響本研究的結果。後續研究者可設計更多不同的企業社會責任衡量指標，且待企業社會責任相關規定行之有年，後續研究者也可增加樣本數，更加有效詮釋 IPO 時企業社會責任績效的影響。

參考文獻

- 王元章與湯復評，2013，考慮信用評等、股權結構內生關係下的 IPO 期初報酬率，證券市場發展季刊，第 25 卷第 3 期：1-39。
- 王健聰、王泓達與林財印，2022，公司治理、企業社會責任與資訊不對稱，管理學報，第 39 卷第 1 期：37-63。
- 宋四君，2013，好的公司治理品質能產生股價溢酬嗎？品質月刊，第 49 卷第 5 期：16-21。
- 汪瑞芝與李佳駿，2019，企業社會責任對避稅行為之影響，證券市場發展季刊，第 31 卷第 1 期：47-86。
- 洪振虔、吳貞和與張力，2017，成長機會對初次上市股票定價與價格行為之影響，會計評論，第 65 期：45-81。
- 祝道松、盧正宗、洪晨桓與楊秀萍，2008，環境績效對環境揭露與經濟績效的影響，當代會計，第 9 卷第 2 期：237-269。
- 高惠娟、許永明與林楚雄，2016，公司從事企業社會責任能降低公司風險嗎？以中國上市公司為例，管理學報，第 33 卷第 3 期：501-529。
- 陳俞如、謝存瑞與吳靜怡，2018，企業國際化、區位選擇與 IPO 折價，證券市場發展季刊，第 30 卷第 1 期：81-119。
- 陳美華與洪世炳，2005，公司治理、股權結構與公司績效關係之實證研究，企業管理學報，第 65 期：129-153。
- 陳薇如、謝宜樺與陳慧齡，2013，承銷商與投資人關心智慧資本嗎？—台灣 IPO 公司之實證研究，管理評論，第 32 卷第 4 期：7-30。
- 黃振豐、孔繁華與陳詩穎，2020，環境策略、環境管理與企業價值—以台灣製造業為例，當代會計，第 21 卷第 1 期：1-31。
- 楊雅智，2015，淺談企業社會責任之國際發展趨勢與國內推動現況，證券暨期貨月刊，第 33 期第 1 卷：5-15。
- 葉銀華、李存修與柯承恩，2002，公司治理與評等系統，初版，台北：商智文化。
- 詹場、柯文乾、池祥麟與盧嘉梧，2020，企業社會責任與公司風險：中國市場的實證，財務金融學刊，第 28 卷第 2 期：91-133。
- 詹場、柯文乾與池祥麟，2016，CSR 能為公司經營策略帶來什麼好處？—來自世界頂級學術期刊之證據，商略學報，第 8 卷第 2 期：77-86。
- 劉佳怡、李振宇與吳學良，2019，策略聯盟能傳遞價值訊號嗎？以生技製藥初次上市公司為例，組織與管理，第 12 卷第 1 期：47-82。
- 劉俊儒、張育琳與傅彥偉，2019，環境資訊揭露程度與資金成本之關係—以我國電子產業為例，當代會計，第 20 卷第 2 期：217-264。

- 盧正壽與陳安琳，2010，一刀兩刃效果—論研究發展支出對 IPOs 發行折價之影響，*管理學報*，第 27 卷第 2 期：185-202。
- 盧正壽與陳安琳，2017，自管理者過度自信觀點解釋 IPOs 長短期報酬異象，*管理學報*，第 34 卷第 1 期：31-54。
- 謝存瑞、陳俞如與蔡學章，2017，集團國際化、家族控制與新股折價關聯之探討，*管理評論*，第 36 卷第 3 期：21-41。
- 蘇迺惠與朱珮瑜，2020，企業社會責任與租稅規避之關係：經理人持股的調節效果，*會計評論*，第 71 期：133-182。
- Akerlof, G. A. 1970. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (3): 488-500.
- Allen, F., and G. R. Faulhaber. 1989. Signalling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics* 23 (2): 303-323.
- Aouadi, A., and S. Marsat. 2018. Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics* 151 (4): 1027-1047.
- Bardos, K. S., M. Ertugrul, and L. S. Gao. 2020. Corporate social responsibility, product market perception, and firm value. *Journal of Corporate Finance* 62: 101588.
- Baron, D. P. 1982. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *The Journal of Finance* 37 (4): 955-976.
- Beatty, R. P., and J. R. Ritter. 1986. Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Financial Economics* 15 (1-2): 213-232.
- Bollazzi, F., G. Risalvato, and G. Zanatta. 2017. IPO and CSR: An analysis on last performance in Italian stock exchange. *China-USA Business Review* 16 (12): 588-600.
- Bose, S., A. Saha, and I. Abeysekera. 2020. The value relevance of corporate social responsibility expenditure: Evidence from regulatory decisions. *Abacus* 56 (4): 455-494.
- Bowen, H. R. 1953. *Social Responsibility of the Businessman*. New York: Harper & Row.
- Bradley, D. J., J. W. Cooney, B. D. Jordan, and A. K. Singh. 2004. Negotiation and the IPO offer price: A comparison of integer vs. non-integer IPOs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39 (3): 517-540.
- Breuer, W., T. Müller, D. Rosenbach, and A. Salzmänn. 2018. Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: A cross-country comparison. *Journal of Banking and Finance* 96: 34-55.
- Byun, S. K., and J. M. Oh. 2018. Local corporate social responsibility, media coverage, and shareholder value. *Journal of Banking and Finance* 87: 68-86.
- Carter, R., and S. Manaster. 1990. Initial public offerings and underwriter reputation. *The Journal of Finance* 45 (4): 1045-1067.

- Chang, C., Y. M. Chiang, Y. Qian, and J. R. Ritter. 2017. Pre-market trading and IPO pricing. *The Review of Financial Studies* 30 (3): 835-865.
- Chiang, Y. M., D. Hirshleifer, Y. Qian, and A. E. Sherman. 2011. Do investors learn from experience: Evidence from frequent IPO investors. *Review of Financial Studies* 24 (5): 1560-1589.
- Chiang, Y. M., Y. Qian, and A. E. Sherman. 2010. Endogenous entry and partial adjustment in IPO auctions: Are institutional investors better informed? *Review of Financial Studies* 23 (3): 1200-1230.
- Chowdhry, B., and A. Sherman. 1996. International differences in oversubscription and underpricing of IPOs. *Journal of Corporate Finance* 2 (4): 359-381.
- Cornelli, F., D. Goldreich, and A. Ljungqvist. 2006. Investor sentiment and pre-IPO markets. *Journal of Finance* 61 (3): 1187-1216.
- Cowan, K., and F. Guzman. 2020. How CSR reputation, sustainability signals, and country-of-origin sustainability reputation contribute to corporate brand performance: An exploratory study. *Journal of Business Research* 117: 683-693.
- Derwall, J., N. Guenster, R. Bauer, and K. Koedijk. 2005. The eco-efficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal* 61 (2): 51-63.
- Huang, F., L. Xiang, R. Liu, S. Su, and H. Qiu. 2019. The IPO corporate social responsibility information disclosure: Does the stock market care? *Accounting and Finance* 59 (S2): 2157-2198.
- Jia, M., and Z. Zhang. 2014. How does the stock market value corporate social performance? When behavioral theories interact with stakeholder theory. *Journal of Business Ethics* 125 (3): 433-465.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier. 2012. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review* 87 (3): 761-796.
- Kung, F. H., K. H. Lin, and C. C. Wang. 2017. Corporate social responsibility and real activities earnings management: Evidence from China. *Taiwan Accounting Review* 12 (S): 537-574.
- Lee, J. S., C. T. Kuo, and P. H. Yen. 2011. Market states and initial returns: Evidence from Taiwanese IPOs. *Emerging Markets Finance and Trade* 47 (2): 6-20.
- Loughran, T., and J. R. Ritter. 2002. Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs. *Review of Financial Studies* 15 (2): 413-444.
- Lowry, M., and G. W. Schwert. 2002. IPO market cycles: Bubbles or sequential learning. *Journal of Finance* 57 (3): 1171-1200.
- Matsumura, E. M., R. Prakash, and S. C. Vera-Muñoz. 2014. Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures. *The Accounting Review* 89 (2): 695-724.

- Oikonomou, I., C. Brooks, and S. Pavelin. 2012. The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis. *Financial Management* 41 (2): 483-515.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes. 2003. Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies* 24 (3): 403-441.
- Petrenko, O. V., F. Aime, J. Ridge, and A. Hill. 2016. Corporate social responsibility or CEO narcissism? CSR motivations and organizational performance. *Strategic Management Journal* 37 (2): 262-279.
- Porter, M. E., and C. van der Linde. 1995. Green and competitive: Ending the stalemate. *Harvard Business Review* 73 (5): 120-134.
- Rock, K. 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* 15 (1-2): 187-212.
- Welch, I. 1989. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings. *Journal of Finance* 44 (2): 421-449.
- Westfall, T. J., and T. C. Omer. 2018. The emerging growth company status on IPO: Auditor effort, valuation, and underpricing. *Journal of Accounting and Public Policy* 37 (4): 315-334.
- Wooldridge, J. M. 2016. *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 6th edition. Boston: Cengage Learning.
- Yamashita, M., S. Sen, and M. C. Roberts. 1999. The rewards for environmental conscientiousness in the U.S. capital markets. *Journal of Financial and Strategic Decisions* 12 (1): 73-82.