ISSN 1023-2842
中山管理評論　　2023 年九月號
第三十一卷第三期　　p.447-479
DOI: 10.6160/SYSMR.202309_31(3).0002

中美貿易戰事件、社會責任資訊揭露與公司治理對股價異常報酬影響—以科技業為例

The Effect of the Trade War between China and the United States, Social Responsibility Information Disclosure, and Corporate Governance on Abnormal Stock Returns- Evidence from Technology Industry

陳英祥 *Ying-Hsiang Chen*
國立高雄科技大學國際企業系
Department of International Business,
National Kaohsiung University of Science and Technology

林靖傑* *Ching-Chieh Lin*
國立屏東大學會計學系
Department of Accounting,
National Pingtung University

林文祥 *Wen-Hsiang Lin*
義守大學會計學系
Department of Accounting,
I-Shou University

姚名鴻 *Ming-Hung Yao*
國立高雄科技大學財政稅務系
Department of Public Finance,
National Kaohsiung University of Science and Technology

本文引用格式建議：陳英祥、林靖傑、林文祥、姚名鴻，2023，「中美貿易戰事件、社會責任資訊揭露與公司治理對股價異常報酬影響—以科技業為例」，中山管理評論，31 卷 3 期：447~479。
Suggested Citation: Chen, Y. H., Lin C. C., Lin W. H., and Yao, M. H., 2023, "The Effect of the Trade War between China and the United States, Social Responsibility Information Disclosure, and Corporate Governance on Abnormal Stock Returns- Evidence from Technology Industry," **Sun Yat-sen Management Review**, Vol. 31, No. 3, 447-479.

* 通訊作者：林靖傑，地址：90004 屏東市民生東路 51 號國立屏東大學會計學系，電話：08-7663800，傳真：08-7220549，E-mail: cclin@mail.nptu.edu.tw。

摘要

本研究旨在以資本市場投資人觀點，探討中美貿易戰事件對於台灣科技業公司之影響。首先，採用事件研究法檢測中美貿易戰事件宣告對於公司股價異常報酬影響，其次，探討公司是否揭露企業社會責任報告書，以及公司治理機制，交互作用下能否減少中美貿易戰下對於股價異常報酬的不利影響。實證結果顯示，中美貿易戰事件對於台灣科技業股價異常報酬存在不利影響，然而，公司揭露社會責任資訊，且配合公司治理機制，能較不受該事件之不利影響。

關鍵詞：中美貿易戰、事件研究、公司治理、企業社會責任

Abstract

The purpose of this study is to explore the effects from the announcement of the trade war between China and the United States on Taiwan's technology companies from the perspective of capital market investors. The research aims: 1) to use an event study to investigate the effects of this announcement on companies' abnormal stock returns; 2) to explore whether companies have prepared corporate social responsibility reports, have sound corporate governance mechanisms, and have the ability to reduce the adverse effects of the trade war between the two countries on abnormal returns in their stock prices. Results show that the trade war does have adverse effects on the abnormal stock returns of Taiwan's technology industry. However, if companies disclose social responsibility information and have sound corporate governance mechanisms, then the adverse effects from the trade war between China and the United States can be mitigated.

Keywords: Trade War between China and the United States, Event Study, Corporate Governance, Corporate Social Responsibility

壹、緒論

中國大陸自經濟改革開放以來，已成為世界工廠，2015 年 5 月 19 日發布「中國製造 2025」計劃，規劃從「製造大國」邁向「製造強國」的政策藍圖(行政院大陸委員會，2015)，由於中國在許多產品上(例如：鋼、鋁製品..等等)競爭力不足，雖然其位居世界第二大經濟體，然而產業的價值鏈位於中低端，且產能過剩嚴重，導致國際競爭力逐漸下滑。是以，藉著推動「中國製造 2025」計劃，以五項基本方針[1]，發展高端及新興產業，藉以創造工作機會，提高中國大陸經濟。

然而另一方面，美國對中國的貿易赤字卻不斷增加，依美國商務部統計，以 2017 年為例，美國對中國出口約 1,304 億美元，占美國出口總額的 8.4%，但美國從中國進口約 5,056 億美元，占美國進口總額 21.6%，貿易逆差高達 3,752 億美元。2018 年 3 月 22 日，美國總統川普簽署總統備忘錄，為解決與中國大陸不公平的貿易行為，以課徵關稅與訴諸世界貿易組織(World Trade Organization，WTO)方式，指示美國貿易代表署(United States Trade Representative，USTR)根據「1974 年貿易法」第 302 (b) 條規定對中國啟動調查，檢視是否具歧視性或不合理，因而對美國商業經濟活動造成限制或負擔，做法有三：尋求 WTO 爭端解決、向中方貨品課徵 25%從價關稅、限制中資企業對美關鍵科技之投資等，其中尤以加徵懲罰性關稅影響較大，這些措施可能不只有兩國之間貿易平衡，亦有阻礙中國通訊科技發展之意味。

台灣在中國與美國的貿易中扮演相當重要的角色，兩國分別是台灣第一大與第二大的貿易夥伴，依我國經濟部統計，在美國總統 2018 年簽署備忘錄之前一年(即 2017 年)，台灣與中國的貿易總額達 1,390 億美元、台灣與美國的貿易總額達 670 億美元，兩國合計佔台灣對全球貿易總額的 35%，而貿易方式多是台灣接單，接著台商在中國設廠生產、外銷到美國，以三角貿易模式進行。另外根據我國財政部及經濟部 2017 年調查資料，台灣出口到全球約有 78.6%屬中間產品，外銷訂單中，海外生產佔 53.5%，生產地為中國大陸及香港合計 48.2%，比例高達 90%，而且海外生產產品轉銷第三國家有 77.7%，顯見台灣與中國之貿易密切。再者，中國出口比例中，外資企業占很大部分，2017 年中國對美國出口企業百強榜，前 10 名都是外資企業，其中 8 家為台商。O'Rourke (2000) 研究認為，提升關稅確實能保護國內產業，帶動經濟成長，但也意味著

[1] 包含創新驅動、質量為先、綠色發展、結構優化、人才為本等。

雙方業者成本及消費者價格上漲，前景充滿不確定性。中美貿易戰可能造成中美消費市場趨於保守、投資力道下降、貿易成長受阻等連鎖反應，由於台灣跟中美兩國貿易高度連結，這些將衝擊以出口導向的台灣，且受影響程度遠高於他國 (曹淑琳，2019；楊雅玲等，2020)。

過去研究顯示，與台灣有關的區域貿易談判對台普遍有直接衝擊，以兩岸經濟合作架構協議 (Economic Cooperation Framework Agreement，ECFA) 為例，對台灣公司股價具有正向影響 (汪若庭，2010)，中韓自由貿易協定 (Free Trade Agreement，FTA)對台灣產業造成負面衝擊 (顧瑩華，2012)，中美貿易談判對與中國公司具有上、下游關係之台灣公司或蘋果供應鏈公司股價產生影響 (袁淑芳、陳宥橙，2018；黃橙軒，2020)。

如前所述，美國對中國調高關稅，配合兩岸經濟貿易往來密切，將對以出口為導向的台灣經濟發展有重大衝擊，這其中又以科技業受影響最大。前台積電董事長張忠謀曾在 APEC 示警，美國對中國加徵關稅，包含資通訊產品，全球資訊產業都無法倖免，各國都不應對這件事情感到樂觀，因為成本變高而導致售價提高，進而降低需求，就會傷害國際經濟(許綿延、汪明生，2019；曹淑琳，2019)。陳坤銘等 (2009) 發現外國人直接投資流入中國提升同時期美國實質所得，亦對中國對美國出口的擴張有推升作用，但這其中台灣科技廠商扮演中美二國科技業之間重要供應鏈，因為我國企業出口中間財產品，透過中國大陸製造成成品銷往第三地(如：美國、歐洲地區)。陳郁欣 (2019) 探討台灣的電子零組件進出口是否會受到中美之間調整關稅的影響，研究結果：台灣出口至中國及美國的電子零組件皆受到關稅的顯著影響。高長 (2019) 指出美國對中國的經貿制裁，以「301 調查」提出課徵貨品清單並課以懲罰性關稅，其焦點聚集於高科技產品，且嚴格管制中國大陸企業投資和收購美國特定戰略性之產業，因而紅色供應鏈的發展可能受到美國發起的科技戰和貿易戰所產生之影響，對於台灣科技廠商是機會亦具挑戰。

美國對中國提高貿易壁壘，將中國製造之成品銷往美國課徵 25%的懲罰性關稅，對我國上市公司的股價因而有所影響，引發本文研究動機之一：在美國宣告對中國課徵懲罰性關稅後，對於台灣資本市場科技業公司是否會產生負向累積異常報酬？因為台灣科技業為國際品牌廠商代工，產品包含桌上型電腦、筆記型電腦、伺服器、行動電話、PDA、Smart Phone 和平板電腦等，為我國帶來了大量外銷訂單與工作機會，是我國外銷主要產業，以蘋果供應鏈廠商為例，我國相關產業中以科技業佔其家數最多，因此，如何在二國之間取得平衡，是我國企業經營管理階層的一大課題，除了要規避懲罰性關稅外亦要符合法令規

範。

金融穩定委員會(Financial Stability Board，FSB) 2017 年發佈「氣候相關財務資訊揭露建議」(Task Force on Climate-related Financial Disclosures，TCFD)的架構[2]，其中有 4 項核心：治理、策略、風險管理、指標與目標。台灣證券交易所 2019 年修訂「上市上櫃公司企業社會責任實務守則」，訂出我國企業社會責任資訊揭露範疇，良好的企業對於資訊揭露會以國內外之標準揭露資訊，並透過第三方專業單位稽核。另外企業內部設置專職單位，職責在於推動企業社會責任管理方針、政策規劃與制度，定期向董事會報告。

供應商管理屬企業社會責任報告書(以下簡稱 CSR 報告書；或稱永續報告書)之一部分，以我國科技業最攸關的蘋果公司為例，對其供應商夥伴制定出「供應商行為準則」，以環境[3]、勞工權益與人權[4]、健康與安全[5]等三項領域，評量供應商之表現，並以突擊式巡視和調查，違反該準則的任何行為，最嚴重之情況包含終止商業關係。2018 年 4 月蘋果官方網站發佈新增九家供應商響應 100%採用清潔能源生產，另外，2018 年供應商進度報告中，計有 30 個國家或地區、涉及之採購額佔蘋果公司總採購額的 95%，這些供應商須使用清絜能源生產製造，回收與再利用物料則需通過廢棄物零填埋認證 (Underwriters Laboratories，UL)。2015 年啓動供應商節能方案，要求供應商設定年度碳排放量減量目標，有 16 家供應商承諾以 100%清潔能源[6]製造蘋果公司產品，以我國台積電為例，承諾 2025 年 100%全面使用綠電。

由上述蘋果供應鏈之發展可知，無論是台商供應鏈、紅色供應鏈或其他供應商顯示，上游品牌廠商對於下游供應鏈夥伴的環境、勞工權益與人權、健康與安全三種領域方面管理，透過問責機制與查核機制，影響該供應商的企業社會責任政策，若嚴重違反法令或不符合供應商行為準則規範，則終止供應商之商業關係，因此，在綠色製造的政策下，供應廠商勢必轉型為綠色供應鏈。

---

[2] 「氣候相關財務資訊揭露建議」建立起一個資訊架構，讓各界了解申報機構如何評估氣候相關風險與機會，以協助組織發展符合氣候相關財務揭露資訊。

[3] 環境領域包含環境許可證明管理、廢棄物管理、廢水管理、雨水管理、氣體排放管理。

[4] 勞工權益與人權領域包含招聘流程、薪資與福利管理、受保護族群管理、申訴管理、紀律管理、第三方招聘仲介/學校管理、離職流程、外籍約聘員工管理。

[5] 健康與安全包含風險評估、斷電上鎖/掛籤程序、緊急情況的應急準備及應變措施、化學品管理、機器防護安全、人體工學、工業衛生、事故管理、高風險工作等。

[6] 清潔能源，係指原材料可再生利用之能源，如：風力發電、太陽能發電、生質能源…等等。

同時，我國主管機關金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)，於 2020 年進一步發佈「公司治理 3.0–永續發展藍圖」，彰顯出主管機關對於公司治理、資訊透明、關係人之溝通、永續經營之重視，公司治理需揭露於企業責任報告書。

過去文獻指出揭露社會責任報告書有助於提高資訊透明度、降低資訊不對稱、增加公司價值和降低資金成本 (Lang & Lundholm, 1996; Eberl & Schwaiger, 2005; Dhaliwal et al., 2011; Cho et al., 2013; Dhaliwal et al., 2014)，公司治理亦有類似效益 (Jensen & Meckling, 1976; Rajan & Zingales, 1998; Johnson et al., 2000; Peni & Vähämaa, 2012)，且兩者密不可分 (Wang, 2017)，都是投資人非財務資訊的主要來源 (Cohen et al., 2011; Dhaliwal et al., 2012)，不但如此，良好的公司治理機制與企業揭露社會責任報告書相輔相成 (Chi et al., 2020)，並且聯合減少不利事件對股價的衝擊 (Fulton et al., 2012; Ashwin Kumar et al., 2016; Hildebrand et al., 2020)，因此引發本文研究動機之二，在中美貿易戰這種國與國之間的貿易摩擦時，企業揭露社會責任報告書與公司治理機制，能否聯合減輕科技業在中美貿易戰的不利影響。

本研究採用事件研究法，並以我國上市科技業為研究樣本的理由有二：首先，美國與中國為我國外銷接單前二大來源，彼此產業關係密切，以雙方之貿易結構觀察，我國上市科技業為二國品牌產品之重要產業供應鏈，扮演重要關鍵角色 (高長，2019；陳郁欣，2019；許綿延、汪明生，2019；曹淑琳，2019)。其次，2018 年我國外銷出口主要銷售產品前三大類別分別為資訊通信產品、電子產品、光學器材等，科技業在我國產業中占有舉足輕重地位。因此，本文以我國科技業上市公司探討中美貿易戰宣告對於股價報酬之影響。

台灣科技業公司在中國與美國科技產品的供應鏈中扮演關鍵的角色，中美貿易戰對我國應具有不小的衝擊，本文的主要貢獻在於遇此不利條件下，是否有一些機制，例如推行企業社會責任或強化公司治理，減緩中美貿易戰之衝擊，進而建議台灣廠商改變經營策略，經由實踐社會責任，重視企業永續發展議題，使利害關係人了解企業社會責任政策與實踐之成效，並搭配健全公司治理機制，則遇到其他不利事件衝擊時，能減少或不受影響。

本文之研究架構如下：第一節為緒論，說明研究背景與動機；第二節為文獻探討與研究假說，介紹中美貿易戰對科技業股價報酬之可能影響及回顧公司治理、企業社會責任之相關研究並提出研究假說；研究設計列於第三節，說明研究事件選擇、變數定義與實證模型，第四節為實證結果分析；最後則於第五節說明結論。

貳、文獻探討與研究假說

一、中美貿易戰對於科技業股價累積異常報酬率之影響

本研究探討美國宣告對中國大陸調升貿易關稅之後，對於我國科技業的股價報酬影響。翁永和、劉碧珍 (1998) 從廠商之間(國外和國內)的競爭觀點，以理論證明關稅調升的原因，係透過上、下游產品之迂迴保護效果。吳世傑、黃鴻 (2002)發現關稅調升的原因不只來自國內外間的競爭，也有可能是政府對產業鏈下游財物貨品課徵進口關稅之原因，以此證明關稅調升係策略性的貿易政策，關稅課徵終端產品可直接獲取下游廠商一部分利益，藉由中間財貨價格變化，間接獲取產業供應鏈上游外國廠商的部分利益。關稅調升後，Lindland (1997) 以農產品關稅調升，實證結果發現關稅結構的調升阻礙開發中國家農產品加工產業與出口加工業的發展機會，亦會妨礙各國間貿易出口貨品的多元化。

許多國家常以關稅與限額策略，來達到促進國內產業升級目的之外，亦可提高本國產品市場佔有率及關稅收入。同時，許多開發中國家為了保護國內新興產業，會對該產業採行關稅或配額政策。透過貿易保護政策，本國廠商亦可調整其部份策略性變數(strategic variables)，強化其競爭優勢，例如：Reitzes (1991) 剖析研究發展行爲對於關稅和配額之衝擊，指出同等限制性的關稅與配額相比，配額可以提高國內利潤，但是會降低國內產出和研發投入。Miyagiwa & Ohno (1995) 則是探討關稅與配額何者能促使廠商提升技術，發現永久性關稅可以加快採用新技術，但是永久性配額會延遲採用新技術，除非配額的限制嚴格。Mahdavi & Bhagwati (1994) 利用股市資料，研究反傾銷案與貿易協定的影響。實證結果表明，日本半導體傾銷美國初期對美國公司的股價產生負向影響，但在雙方貿易協定後，日本同意阻止在美國傾銷日本製造的晶片，美國同意暫停徵收反傾銷稅，則對美國半導體公司的股價有正向影響。Setiawan (2020) 指出中、美兩國採報復關稅措施時，將影響全球供應鏈、國際貿易和經濟以及股票市場，研究結果認為中美貿易戰對印尼、馬來西亞、新加坡、泰國、菲律賓和越南等東協國家的資本市場產生負面影響。

以股價而言，Blonigen et al. (2002) 研究請求反傾銷救濟對美國國內公司的市場影響，以及外國競爭對手在美國市場宣布外國直接投資對美國請願公司的影響，證據表明，外國直接投資對美國國內請願公司的異常收益產生重大負面影響。汪若庭 (2010) 認為兩岸經濟合作架構協議(ECFA)對台灣公司股價具有

正向影響，顧瑩華 (2012) 研究顯示中韓自由貿易協定(FTA)對台灣產業造成負面衝擊，尤以塑化業、機械業及紡織業受創最深，袁淑芳、陳宥橙 (2018) 以我國 6 家上市公司探討中美貿易談判對股價的影響，結果顯示中美貿易談判對與中國公司具有上、下游關係之台灣公司股價產生影響。Huang et. al. (2018) 指出美國政府於 2018 年 3 月 22 日宣布對中國進行貿易戰的金融市場影響，研究結果指出依賴中國進出口的美國公司，會在貿易戰事件期，股票和債券收益降低，違約風險較高。黃橙軒 (2020) 探討台灣在大陸設廠的蘋果供應鏈的股價是否會受到影響，研究顯示中美貿易雙方攻防戰對蘋果供應鏈，在大陸有設廠的台商而言呈現負向的異常報酬率，表示中美雙方的關稅政策對於蘋果供應鏈的台商產生負向影響。

依上述文獻探討，因台灣廠商對中國或美國的科技產品，扮演關鍵供應鏈角色，當美國宣告對中國大陸的關稅結構調升情境下，台灣廠商無論是直接投資大陸或採三角貿易型態營運，產品可能受到美國懲罰性關稅影響。由於美國對自中國進口商品調高關稅，該產品以中國為生產基地，出口至美國，因而台灣企業可能遭受課徵高關稅之衝擊，造成企業成本增加，進而影響公司股價，故推論假說一：

H1：中美貿易戰事件宣告對於台灣科技業有負向累積異常報酬。

二、公司治理、企業社會責任資訊與股價異常報酬

公司治理以狹義之角度係指經理人與股東之間的關係 (World Bank, 1999)，1999 年世界銀行(World Bank)提出公司治理架構，將公司治理分成內部機制(例如：管理層級、董事會與股東會)與外部機制(例如：政策、法律、監理和市場機制)，兩者會共同影響公司的行為與績效。近年來國外日本東芝會計弊案、美國奇異(GE-US)遭控財報不實、國內發生食安風暴以及永豐金三寶弊案，使公司治理議題再次引人關注。經濟合作開發組織(The Organization for Economic Cooperation and Development，OECD)於 2015 年發佈修正後 G20 / OECD 的公司治理六項原則：確保有效公司治理架構的基礎；股東的權利和公平待遇以及關鍵所有權功能；機構投資者，股票市場和其他中介者；利害關係人的角色；資訊揭露與透明度；董事會職責。我國主管機關金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)於 2020 年進一步發佈「公司治理 3.0–永續發展藍圖」，推動五項計劃：強化董事會職能，提升企業永續價值；提高資訊透明度，促進永續經營；強化利害關係人之溝通，營造良好互動管道；接軌國際規範，引導盡職

治理；深化公司永續治理文化，提供多元化商品。以持續深化我國公司治理，提升企業永續發展，並營造健全永續發展生態體系，強化我國資本市場國際競爭力，彰顯出主管機關對於公司治理之重視。

過去文獻研究，Claessens et al. (2000) 以東亞國家為例，指出該區域國家經常藉由以金字塔結構或交互持股的持股結構方式，使投票權超越現金流量權。Jensen & Meckling (1976) 所提出之代理理論，亦是主理人(principal)與代理人(agent)間，所引發的代理問題和代理成本，會顯著影響公司價值變化。此外，Rajan & Zingales (1998) 指出 1997 年亞洲發生金融風暴與企業危機，公司治理亦是主要因素。Johnson et al. (2000) 同樣以亞洲金融風暴事件，指出在公司治理差的國家，其資產價格跌幅更多。Peni & Vähämaa (2012) 研究結果顯示，在市場崩盤之後，具有良好公司治理的銀行，股票具有較高報酬，表明健全的治理可能減輕危機對銀行信譽的不利影響。

「企業社會責任」(corporate social responsibility，CSR)指企業除了以營利為目的，追求股東最大利益外，因使用自然與社會資源，所以須同時兼顧各利害關係人的權益，在追求獲利同時，尚須注意改善員工福利與工作環境、重視人權、提升服務與產品品質、避免汙染環境、實踐履行社會責任等。

企業的營運資訊揭露分為財務和非財務資訊揭露，CSR 報告書亦稱為企業永續報告書(corporate sustainability reports)。我國自 2013 年發生食安風暴後，台灣證券交易所(以下簡證交所)於 2014 年所實施「上市公司編製與申報企業社會責任報告書作業辦法」，強制規範符合一定條件的公司，應每年參考全球永續性報告協會發布的 GRI 準則、行業揭露及依行業特性，編製企業社會責任報告書，揭露公司所辨識的之經濟、環境及社會重大主題、管理方針、揭露項目及其報導要求，且至少應符合 GRI 準則之核心選項，並於報告書內註明各揭露項目是否取得第三方確信或保證，這其中包含眾多的科技業。此外，以全球永續性報告協會(Global Reporting Initiative，GRI)所提供的永續性報告架構為指引，2014 年後公司揭露 CSR 報告書版本由過去的第三代綱領(Sustainability Reporting Guidelines，GRI G3)、2011 年第 3.1 版的永續性報告指南(GRI G3.1)、2013 年 G4 版的報告指南，至 2017 年發布 GRI-Standards 準則，主要關注於 CSR 資訊揭露的所有利害關係人。

根據 CSRone 永續報告平台截至 2020 年 8 月統計科技業 2016 年至 2018 年度出版的 CSR 報告書，其累積點擊率排序。2016 年至 2018 年出版之科技業 CSR 報告書逐年增加，如表 1 所示，由 2016 年 145 本增加至 2018 年 186 本，顯示科技業公司逐漸重視並願意揭露該報告。在累積點擊數方面，2016 年出版

之 CSR 報告書固然其累積點擊數較高，主要原因是累積三年多時間所致，而 2018 年版 CSR 報告書累積點擊數累積時間僅有約一年多，但其點擊次數已可與 2017 年版比擬，亦與 2016 年版相去不遠，這種現象尤其以前三大排名的公司最為明顯，顯示科技業公司對於揭露 CSR 報告書的重視程度增加，投資人關注的程度成長快速，與文獻研究結果一致 (Cormier & Gordon, 2001)。

表 1 科技產業 CSR 報告書點擊率排序

出版年度	2016		2017		2018	
排名	公司	點擊數	公司	點擊數	公司	點擊數
1	聯發科	4,973	光寶科	2,420	友達光電	4,320
2	日月光	4,962	台達電	2,043	台積電	3,377
3	遠傳電信	4,449	聯華電子	2,043	遠傳電信	2,000
4	台積電	3,209	台積電	2,043	仁寶電腦	1,764
5	信邦電子	2,612	聯發科	1,756	宏正	1,422
6	台達電	2,397	友達光電	1,730	中強光電	1,407
7	定穎	2,207	台灣松下	1,676	大聯大	1,380
8	奇美材料	2,081	鴻海	1,549	宇瞻	1,192
9	環旭電子	2,028	遠傳電信	1,528	港商旭磐	1,114
10	台勝科	1,932	緯創資通	1,451	鴻海	994
報告書總數		145 本		146 本		186 本
平均點擊次數		1270.2 次		686.7 次		424.2 次

註：IT 產業：其他電子業、半導體、電腦周邊、通信網路、光電、電子零組件。

資料統計日期：截至 2020 年 8 月 14 日

資料來源：CSRone 永續報告平台

Lang & Lundholm (1996) 認為管理當局願意主動揭露資訊的主要動機，在於平衡資訊不對稱現象，以提高投資人的投資意願。Beaver (1998) 探討公司管理當局與投資人之間的資訊不對稱，由於公司管理當局相較投資人或股東掌握較多資訊，透過高透明度資訊揭露有助於減低道德風險和逆選擇的現象。Cho et al. (2013)、Wu & Shu (2015) 亦有類似發現。此外，CSR 報告書較易獲得機構投資人的認同與分析師的關注 (Dhaliwal et al., 2011)、提高分析師財務預測的準確度(Dhaliwal et al., 2012)、降低資金成本 (Dhaliwal et al., 2014) 等效益。國內文獻方面，吳幸蓁、廖蕙儀 (2017) 發現有揭露 CSR 報告書的上市公司，會計資訊的價值攸關性比較高，但只存在財務資訊透明度較高的公司，且揭露企業社會責任資訊能降低負債資金成本與提高公司信用評等。吳幸蓁等 (2017) 表示公

司重視誠信經營的態度，有助於提高企業主動揭露 CSR 報告書並交付第三方確信/保證意見書的意願。

面對不利的環境，Kim et al. (2014) 發現致力於善盡社會責任的公司，其財務報告透明度高，因而股價崩盤風險較低。Lee (2016) 研究結果認為企業社會責任與股價崩盤風險為負相關，企業社會責任減輕了股價崩盤的風險，因為具有社會責任感的公司會有更高的透明度標準，減少壞消息累積，從而降低該風險。黃瓊瑤等 (2013) 以 CSR 獲獎訊息宣告為正面事件，探討正面訊息與負面訊息事件宣告對股價的影響，結果發現僅正向訊息對股價產生正的異常報酬。

綜合言之，企業社會責任報告書與公司治理相同，都是投資人非財務資訊的主要來源 (Cohen et al., 2011; Dhaliwal et al., 2012)，可提高公司資訊透明度，減少資訊不對稱 (Lang & Lundholm, 1996; Beaver, 1998; Cho et al., 2013; Wu & Shu, 2015)，進而降低資金成本 (Dhaliwal et al., 2014; Chi et al., 2020; 吳幸蓁、廖蕙儀，2017)，樹立良好企業形象，增加公司價值 (Eberl & Schwaiger, 2005; Matsumura et al., 2014)。

企業社會責任報告書與公司治理兩者皆為非財務資訊主要來源，且兩者密不可分，Wang (2017) 研究 2010 年至 2013 年台灣 50 指數成份股企業特徵與企業責任報告書揭露之間的關係，結果發現董事會規模、獨立董事比例、審計委員會、外國股東持股比例等公司治理變數與 CSR 報告書揭露呈正相關。良善的公司治理增進參與推動永續經營的政策方針，降低資訊不對稱，提高資訊透明度。此外，貝萊德(BlackRock)提出永續性投資觀念，認為傳統投資結合企業社會責任與公司治理，長期而言能獲得較佳報酬 (Hildebrand et al., 2020)，而 Hildebrand et al. (2020) 實證結果也指出，在新冠肺炎(COVID-19)危機期間，企業社會責任與公司治理較強的公司，容易獲得投資人青睞，其報酬抗跌韌性(resilience)相對於企業社會責任與公司治理較弱的公司為佳。同樣地，Fulton et al. (2012)、Ashwin Kumar et al. (2016) 的研究亦有類似結論。

由於企業社會責任報告書與公司治理具正向相關 (Wang, 2017)，亦對公司股價有正向影響 (黃瓊瑤等，2013；劉美纓等，2014)，減少不利事件對股價的衝擊(Fulton et al., 2012; Kim et al., 2014; Ashwin Kumar et al., 2016; Lee, 2016; Hildebrand et al., 2020)，過去研究亦顯示揭露企業社會責任與公司治理機制聯合減少公司資金成本，因而增加公司信用評等 (Chi et al., 2020)，因此，本研究認為我國在推動 CSR 資訊揭露的制度改革下，科技業公司若具有較佳公司治理結構，則編製 CSR 資訊能減緩中美貿易戰事件對股價累積報酬的不利影響，故推論假說二：

H2：中美貿易戰事件下，揭露企業社會責任資訊與公司治理聯合減少科技業股價異常報酬之負向影響。

參、研究設計

一、研究事件、事件期及事件日

事件研究法係探討在效率資本市場下，市場有新的訊息發生後，投資人對於公司股價報酬的反應，因而產生異常報酬(abnormal returns，AR)，也就是研究事件發生時，公司股價報酬漲跌幅程度與事件是否有關聯 (沈中華、李建然，2000)，經常用於會計、財務與管理等領域的研究 (e.g. Carow et al., 2004; Arya & Zhang, 2009; Chen et al., 2009)。本文採事件研究法，定義研究事件為「中美貿易戰」宣告，探討資本市場投資人對此事件的宣告如何反應在股價報酬。

沈中華、李建然 (2000) 指出，股價報酬率模型有平均調整法、市場指數調整法、風險調整法等三種。本文採市場指數調整法，該方法係假設個別公司在「沒有」此研究事件的情境下，每一期間的預期報酬率應為同期間之市場報酬率，並以 300 日為估計期，預估正常報酬，再計算累積異常報酬率(cumulative abnormal returns，CAR)。

關於事件期的選擇標準，目前仍無一致性標準。以美國證券市場為例，由於美國對於股價之漲跌幅沒有限制，文獻上大多以宣告前後各一日，合計三個交易日為之(e.g. McNichols & Dravid, 1990; Arya & Zhang, 2009)，然考量我國證券市場有股價漲跌幅最高限制，有可能某事件無法於短時間內立即反應在股價上，且為避免某些知情人士因提早獲悉，採取套利或避險之舉措，所以本研究傾向以不同的事件期來彌補上述缺失。本文分別以 3 天[-1,+1]、5 天[-2,+2]、7 天[-3,+3]、9 天[-4,+4]與 11 天[-5,+5]為事件期，觀察中美貿易戰宣告後，公司股價報酬之變化情形，並且定義 2018 年 3 月 22 日美國總統簽署總統備忘錄為事件日。依假說 H1，若中美貿易戰事件宣告對台灣科技業有負向累積異常報酬，則 CAR 應顯著為負。

二、迴歸模型

由於影響股價報酬的因素眾多，本文運用迴歸模型探討，在中美貿易戰下，公司治理與企業社會責任報告書對股價異常報酬的影響，建立迴歸模型如下：

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 G_index_{i,t} + \beta_2 CSR_{i,t} + \beta_3 CSR_{i,t} \times G_index_{i,t} + \beta_4 FR_{i,t} + \beta_5 SD_{i,t} + \beta_6 GR_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

應變數為：

CAR：異常累積報酬率。

主要關注變數為：

G_index：參考 Liu & Chen (2017) 運用主成分因素分析編製綜合性公司治理水準指數(G 分數)，將獨立董監席次、經理人持股比、董監質押比、盈餘股份偏離比等 4 個變數 (Pearce & Zahra, 1992; Kim et al., 2014; 高蘭芬、邱正仁，2002；陳安琳等，2013) 組成 G 分數。

CSR：是否揭露 CSR 報告書之虛擬變數，若公司揭露 CSR 報告書，則 CSR 設為 1，否則為 0 (吳幸蓁、廖蕙儀，2017)。

G_index×CSR：*G_index* 與 *CSR* 之交乘項。

控制變數為：

FR：公司之固定資產週轉率，以全年營收除以平均固定資產，以百分比表示 (Jabbari & Fathi, 2014; 梁榮輝等，2007)。

SD：公司平均銷貨天數 (梁榮輝等，2007)。

GR：成長機會，為公司總資產成長率，以百分比表示 (吳幸蓁、廖蕙儀，2017)。

LEV：舉債程度，為公司負債比率，以公司負債除以總資產計算，以百分比表示 (張元等，2017)。

ROA：資產報酬率，以公司本期淨利除以平均總資產計算，以百分比表示 (楊孟萍、林妤真，2011)。

SIZE：公司規模，以公司資產總額取自然對數 (Cormier & Gordon, 2001)。

INS：機構投資人持股比率(計加總國內金融機構、國內信託基金、國內公司法人、國內其他法人、政府機構、僑外金融機構、僑外信託基金以及僑外法人持股比率) ，以百分比表示 (Yan & Zhang, 2009)。

在 G 分數方面，該公司治理分數係以獨立董監席次、經理人持股比、董監質押比、盈餘股份偏離比等四項指標建構而成，參照 Liu & Chen (2017) 作法，將此四項指標以主成分因素分析萃取出之因素分數，將其因素分數與原始變數相乘後所得到之分數，再進行加總，其中分數愈高，則表示公司治理表現越佳。迴歸模型中，主要觀察公司是否揭露企業責任報告書(*CSR*)，在公司治理(*G_index*)的影響下，其股價報酬如何，若假說 H2 成立，則 *CSR* 與 *G_index* 之交乘項應為不顯著或顯著正值。

在控制變數方面：梁榮輝等 (2007) 實證顯示固定資產週轉率對股價有正向顯著影響力，但是，Jabbari & Fathi (2014) 則指出股票報酬率與固定資產周轉率之間為負，故本文不預期固定資產週轉率(*FR*)方向。梁榮輝等 (2007) 實證顯示平均銷貨天數(*SD*)與股價報酬為正向關係。林世銘等 (2000) 研究利空資訊發布期間，高成長性的企業在投資人追高的心理之下，可能出現正的異常報酬，故本文預期成長機會(*GR*)為正向關係。張元等 (2017) 認為愈高的負債比率，公司償債能力愈差，且導致金融機構縮減信用與抽銀根，高銘淞等 (2011) 指出負債比率與股價異常報酬率為負相關，本文預期舉債程度(*LEV*)為負相關。楊孟萍、林妤真 (2011) 研究指出公司經營績效與長期股價報酬呈正向關係，故預期資產報酬率(*ROA*)為正向關係。Cormier & Gordon (2001) 指出公司規模較大之公司，易受到社會大眾所關注，預期公司規模(*SIZE*)為正向關係。Yan & Zhang (2009) 指出機構投資人持股比率與股票報酬呈正相關，預期 *INS* 為正向關係。

三、資料來源與樣本選取

本研究以事件研究法，探討事件宣告日之異常報酬 (沈中華、李建然，2000)，由於中美貿易戰宣告始於 2018 年 3 月 22 日美國總統簽署總統備忘錄，故以 2018 年為財務資料期間。研究對象為台灣科技業公司共 399 家，但有 1 家公司之資料有缺漏，故刪除之，最後合計 398 家。相關財務資料、公司治理取自台灣經濟新報資料庫(Taiwan Economic Journal)。

肆、實證結果

一、中美貿易戰對股價報酬的影響

表 2 為中美貿易戰事件宣告，在美國調升關稅下，事件期分別為 3 天[-1,+1]、5 天[-2,+2]、7 天[-3,+3]、9 天[-4,+4]，11 天[-5,+5]等情況，其報酬率分別為-0.85%、-0.59%、-1.04%、-1.04%、-0.22%，各事件期皆為負向，其中僅有事件期 11 天[-5,+5]未達 10%顯著水準，其餘 3 天[-1,+1]、5 天[-2,+2]、7 天[-3,+3]、9 天[-4,+4]皆達到 5%顯著水準，顯示中美貿易事件宣告，對於公司股價報酬有負向報酬，而事件期 11 天[-5,+5]可能因消息鈍化，以至於未有顯著反應。

表 2　中美貿易戰股價報酬影響

Panel A：CAR 檢定結果					
事件期	[-1,+1]	[-2,+2]	[-3,+3]	[-4,+4]	[-5,+5]
報酬率	-0.85	-0.59	-1.04	-1.04	-0.22
t-value	-4.14	-2.29	-3.56	-3.39	-0.65
p-value	<0.01	0.02	<0.01	<0.01	0.51
N			398		

資料來源：本研究整理

本文進一步列示中美貿易戰過程中，主要時間點的事件及其對股價報酬的影響如表 3。在這幾個主要加徵關稅的時間點中，科技業公司的股價同樣多呈現下跌，且達 10%顯著水準，顯示中美貿易戰確實對我國科技業產生不利股價影響，是以本研究以 2018 年 3 月 22 日美國總統簽署總統備忘錄為事件宣告起始點應尚屬適當。

表 3　中美貿易戰不同時點股價報酬影響

Panel A 日期：20180404						說明
事件期	[-1,+1]	[-2,+2]	[-3,+3]	[-4,+4]	[-5,+5]	美國政府發布加徵關稅的商品清單，將對中輸美的 1333 項 500 億美元的商品加徵 25%的關稅。隨之中國國務院關稅稅則委員會決定對原產於美國等 14 類 106 項商品加徵 25%關稅。
報酬率	-1.91	-1.52	-0.81	-1.48	-1.56	
t-value	-9.01	-6.05	-2.78	-4.44	-3.94	
p-value	<0.01	<0.01	0.01	<0.01	<0.01	
Panel B 日期：20180529						**說明**
事件期	[-1,+1]	[-2,+2]	[-3,+3]	[-4,+4]	[-5,+5]	美國白宮宣布仍將對 500 億中國商品徵收 25%關稅，具體商品清單將在 6 月 15 日公布。
報酬率	2.17	2.56	3.36	3.64	4.14	
t-value	8.39	8.06	9.85	8.93	9.00	
p-value	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	

Panel C 日期：20180808						說明
事件期	[-1,+1]	[-2,+2]	[-3,+3]	[-4,+4]	[-5,+5]	美國貿易代表署宣布，已最後確定被加徵 25%關稅的價值約 160 億美元的中國進口產品清單，關稅將從 8 月 23 日起開始徵收。
報酬率	-0.35	-0.60	-2.26	-2.42	-2.72	
t-value	-2.55	-2.74	-7.21	-6.63	-6.51	
p-value	0.01	0.01	<0.01	<0.01	<0.01	
Panel D 日期：20190506						說明
事件期	[-1,+1]	[-2,+2]	[-3,+3]	[-4,+4]	[-5,+5]	美國總統川普在其推特上宣布將 2000 億美元的中國商品關稅從 10%上調到 25%，並於 5 月 11 日生效。
報酬率	-0.67	-0.28	-0.34	-2.11	-1.59	
t-value	-4.12	-1.34	-1.40	-7.14	-4.10	
p-value	<0.01	0.18	0.16	<0.01	<0.01	
Panel E 日期：20190510						說明
事件期	[-1,+1]	[-2,+2]	[-3,+3]	[-4,+4]	[-5,+5]	美國海關及邊境保衛局宣布對中國輸往美國價值 2000 億美元的 5700 多種產品徵收 25%的關稅。
報酬率	-1.59	-0.49	-0.01	-1.22	-1.59	
t-value	-4.10	-2.13	-0.02	-3.68	-4.10	
p-value	<0.01	0.03	0.99	<0.01	<0.01	
Panel F 日期：20190513						說明
事件期	[-1,+1]	[-2,+2]	[-3,+3]	[-4,+4]	[-5,+5]	美國貿易代表署發布公告，公開對約 3000 億美元中國輸美商品加徵關稅的清單，並對外徵求意見，徵詢時間截至 6 月 24 日。
報酬率	-1.44	-0.49	<0.01	-1.22	-1.59	
t-value	-7.46	-2.13	-0.02	-3.67	-4.10	
p-value	<0.01	0.03	0.99	<0.01	<0.01	

資料來源：本研究整理

綜上推論，中美貿易戰宣告具有資訊意涵，美國加徵自中國進口貨物的關稅措施，投資人對於科技業公司抱持負面看法，並反應在實際的持股行動中，支持假說 H1。

二、敘述性統計分析

由表 4 分析，*CAR* 之平均數與中位數，不論事件期為 3 天[-1,+1]、5 天[-2,+2]、7 天[-3,+3]、9 天[-4,+4]、11 天[-5,+5]皆為負報酬，其中平均數以 7 天[-3,+3]與 9 天[-4,+4]分別為-1.038%與-1.038%較低，以 11 天[-5,+5] 的-0.223%最高。中位數則以 7 天[-3,+3]的-1.155%最低，同樣以 11 天[-5,+5] 的-0.422%最高。控制變數中，公司治理分數(*G_index*)平均數為 58.061、中位數為 70.65；是否揭露 CSR 報告書(*CSR*)的平均數為 0.302，表示樣本中有三分之一企業有出具 CSR 報告書；固定資產週轉率(*FR*)的平均數 16.685%、中位數 3.855%，顯示科技業多數企業能有效利用固定資產、創造獲利，但是中位數低於平均數之差距大，可能是少部分公司對於固定資產不能有效利用；平均銷售天數(*SD*)的平均數 82.004、中位數 69.24，顯示科技業多數企業的平均售貨天數約 3 個月。成長機會(*GR*)的平均數 4.149%、中位數 2.895%，顯示科技業多數企業仍是有成長機會；舉債程度(*LEV*)的平均數 42.346%、中位數 41.625%；資產報酬率(*ROA*)的平均數 2.535%、中位數 3.485%，顯示科技業多數企業仍是獲利；資產規模(*SIZE*)平均數 15.976、中位數 15.792，換算成金額，表示科技業多數屬總資產 50 億元以下之公司；機構投資人持股比(*INS*)的平均數為 43.19%、中位數為 42.895%，表示機構投資人在市場中扮演的角色日趨重要。

表 4　敘述性統計

	觀察值	平均數	標準差	最小值	中位數	最大值
$CAR_{-1,+1}$	398	-0.854	4.110	-29.526	-0.770	27.502
$CAR_{-2,+2}$	398	-0.585	5.107	-25.549	-0.899	32.532
$CAR_{-3,+3}$	398	-1.038	5.814	-23.675	-1.155	31.977
$CAR_{-4,+4}$	398	-1.038	6.111	-23.729	-1.079	36.701
$CAR_{-5,+5}$	398	-0.223	6.804	-21.149	-0.422	35.879
G_index	398	58.061	27.939	-9.800	70.650	107.070
CSR	398	0.302	0.460	0.000	0.000	1.000
FR	398	16.685	78.996	0.030	3.855	1095.760
SD	398	82.004	70.835	0.000	69.240	864.240
GR	398	4.149	17.987	-85.620	2.895	84.390
LEV	398	42.346	19.041	1.480	41.625	124.400
ROA	398	2.535	12.976	-115.990	3.485	48.460
SIZE	398	15.976	1.475	9.830	15.792	21.949
INS	398	43.190	23.212	0.380	42.895	97.280

變數定義：

CAR_{-t+t}：累積異常報酬率；*G_index*：綜合性公司治理水準指數，變數成份包含獨立董監席次、經理人持股比、董監質押比、盈餘股份偏離比；*CSR*：是否揭露 CSR 報告書虛擬變數，揭露設為 1，否則為 0；*FR*：公司之固定資產週轉率，以全年營收除以平均固定資產，以百分比表示；*SD*：公司平均銷貨天數；*GR*：為公司總資產成長率，以百分比表示；*LEV*：舉債程度，為公司負債比率，以公司負債除以總資產，以百分比表示；*ROA*：資產報酬率，以公司本期淨利除以平均總資產，以百分比表示；*SIZE*：公司規模，以公司資產總額取自然對數；*INS*：機構投資人持股比率。

資料來源：本研究整理

三、相關係數分析

本研究以事件期中間值 7 天[-3,+3]為應變數代表，表 5 列示累積異常報酬(*CAR*)與各自變數的相關係數。發現 7 天[-3,+3]累積異常報酬(*CAR*)與 CSR 與 G 分數的交乘項(*CSR*×*G_index*)呈正相關，且達到 5%顯著水準，支持中美貿易戰的負面衝擊下，上市科技業公司有良好的公司治理機制，且揭露 CSR 資訊能抑制對科技業股價異常報酬之不利影響，初步支持假說 H2。在各自變數相關係數方面，表中各自變數間相關係數絕對值皆低於 0.7，因此，不會存在共線性問題(David et al., 1999)，但本文仍計算 Variance Inflation Factors(以下稱 VIF)值，予以驗證。

表 5　相關係數分析

	$CAR_{-3,+3}$	*G_index*	*CSR*	*CSR*× *G_index*	*FR*	*SD*	*GR*	*LEV*	*ROA*	*SIZE*	*INS*
$CAR_{-3,+3}$	1										
G_index	0.060	1									
CSR	0.003	-0.195***	1								
CSR×*G_index*	0.100*	0.144**	-0.161**	1							
FR	-0.094	0.058	-0.043	-0.008	1						
SD	0.152**	0.0721	-0.128*	0.030	-0.080	1					
GR	0.092	-0.083	0.092	-0.036	0.081	0.028	1				
LEV	-0.015	0.038	0.097	0.005	0.160**	-0.101*	0.009	1			
ROA	0.069	-0.006	0.119*	-0.033	0.016	0.013	0.582***	-0.177***	1		
SIZE	0.078	-0.097	0.588***	-0.074	-0.029	-0.224***	0.085	0.271***	0.200***	1	
INS	0.102*	-0.261***	0.389***	-0.061	-0.056	-0.163**	0.231***	0.016	0.294***	0.483***	1

註 1：變數定義，詳見表 4。

註 2：*：5%；**：1%；***：0.1%。

資料來源：本研究整理

四、迴歸分析

敘述性統計分析顯示投資人對中美貿易戰宣告事件反應為負面，本研究進一步探討在公司治理影響下，以及我國公司企業編製社會責任報告書，對股價異常報酬之影響。為了控制其他可能影響因素，以固定資產週轉率、平均銷貨天數、總資產成長率、負債比率、資產報酬率、公司規模、機構投資人持股比率等為控制變數。

迴歸模型分析結果詳表 6。第一個實證模型為主要自變數係公司治理變數(*G_index*)的實證結果，公司治理變數(*G_index*)對累積異常報酬(*CAR*)呈現正向，達 10%顯著水準。第二個實證模型為主要自變數係企業是否揭露社會責任報告書(*CSR*)對累積異常報酬(*CAR*)的影響，係數雖為負值，但未達 10%顯著水準。若考慮企業是否揭露社會責任報告書與公司治理的交乘項(*CSR*×*G_index*)，第三個實證模型顯示在未納入控制變數的情況下，個別變數是否企業揭露社會責任報告書(*CSR*)、公司治理變數(*G_index*)雖皆為正向影響，但皆未達 10%顯著水準，惟兩者的交乘項對累積異常報酬(*CAR*)呈現正向，達 10%顯著水準。再加入各控制變數的完整方程式中，主要自變數是否企業揭露社會責任報告書(*CSR*)、公司治理變數(*G_index*)仍未達 10%顯著水準，交乘項(*CSR*×*G_index*)仍為正向影響且達 10%顯著水準。控制變數方面，平均銷貨天數(*SD*)、公司規模(*SIZE*)、機構投資人持股比(*INS*)與累積異常報酬(*CAR*)呈現正向關係，且達到 10%顯著水準，符合預期。固定資產週轉率(*FR*)與累積異常報酬率(*CAR*)呈負向關係，約略達到 10%顯著水準，亦符合預期。

由上述實證結果，表示投資人認為，企業是否編製社會責任報告書若搭配健全的公司治理制度，彰顯公司對社會責任行動之有效實踐成果，因而在中美貿易戰宣告之不利因素下，仍給予此些公司較高評價，若僅揭露社會責任報告書則效果較為不彰，支持研究假說 H2。此外，本文實證結果亦發現，比較是否揭露社會責任報告書(*CSR*)、公司治理變數(*G_index*)的影響，公司治理變數相對於企業是否揭露社會責任報告書，對科技業股價異常報酬的影響力較大，可能原因為台灣推行公司治理制度已近二十年，然企業社會責任尚不及十年，因此投資人給予公司治理較高權重之故。

各方程式 F 值皆達 1%顯著水準，表示全體自變數對應變數具有解釋能力，且 VIF 值皆小於 3，應無共線性問題。

表 6 中美貿易戰股價報酬影響迴歸分析

	應變數 $CAR_{-3,+3}$			應變數 $CAR_{-3,+3}$			應變數 $CAR_{-3,+3}$			應變數 $CAR_{-3,+3}$		
	主要自變數 *G_index*			主要自變數 *CSR*			無控制變數			完整方程式		
變數	係數	標準差	p 值	係數	標準差	p 值	係數	標準差	p 值	係數	標準差	p 值
截距項	-8.989	3.578	0.012	-10.600	4.025	0.009	-1.665	0.748	0.027	-10.992	4.032	0.007
G_index	0.020	0.011	0.066	-	-	-	0.011	0.011	0.316	0.016	0.011	0.149
CSR	-	-	-	-1.150	0.782	0.142	0.360	0.652	0.582	-0.797	0.791	0.314
CSR×G_index	-	-	-	-	-	-	0.042	0.022	0.058	0.039	0.022	0.070
FR	-0.006	0.004	0.106	-0.006	0.004	0.119	-	-	-	-0.006	0.004	0.110
SD	0.014	0.004	0.001	0.014	0.004	0.001	-	-	-	0.014	0.004	0.001
GR	0.029	0.020	0.143	0.028	0.020	0.167	-	-	-	0.031	0.020	0.124
LEV	-0.005	0.017	0.746	-0.005	0.017	0.748	-	-	-	-0.007	0.017	0.670
ROA	-0.015	0.029	0.616	-0.011	0.029	0.694	-	-	-	-0.016	0.029	0.584
SIZE	0.301	0.239	0.209	0.503	0.275	0.068	-	-	-	0.463	0.274	0.092
INS	0.026	0.015	0.091	0.022	0.015	0.139	-	-	-	0.027	0.015	0.077
N	398			398			398			398		
F	3.19			3.03			1.72			3.06		
R^2	6.16%			5.87%			1.29%			7.33%		
Adjusted R^2	4.23%			3.93%			0.54%			4.94%		

註：變數定義詳見表 4。

資料來源：本研究整理

綜上所述，本研究假說 H1 認為，「中美貿易戰事件」宣告，可能造成台灣科技業公司的成本增加，進而在資本市場產生負的股價累積異常報酬率(*CAR*)，研究結果支持假說 H1。此外，本文以多元迴歸探討科技業公司是否揭露社會責任報告書且在健全公司治理結構下，對「中美貿易戰事件」之股價異常報酬影響，研究結果顯示，公司揭露社會責任報告書且配合健全公司治理架構，能有效減少「中美貿易事件」對於股價之不利影響，假說 H2 亦獲得支持。本研究認為，主要原因是健全的公司治理下，公司另外揭露企業社會責任資訊給予公司外部之利害關係人，亦能讓公司外部關注於公司營運同時，能夠知悉公司對於友善環境、資源循環再利用、回饋於社會的行動，因而即使在不利的外在環境下，公司股價異常報酬仍維持正向。

五、進一步分析

本研究進一步將所選定之科技業上市公司 398 家，區分二組比較：一組為赴陸投資、另一組為未赴陸投資，分群標準依公司財務報告書，赴陸投資組涵蓋「三角貿易型態」以及「直接投資大陸」之公司。

赴陸投資組迴歸模型分析結果(未列表)，公司治理變數(*G_index*)對累積異常報酬(*CAR*)呈現正向，達 5%顯著水準，表示在較佳的公司治理影響下，中美貿易戰宣告對股價報酬呈正面影響。企業編製社會責任報告書(*CSR*)對累積異常報酬(*CAR*)雖為負值，但未達 10%顯著水準。然而，企業編製社會責任報告書與公司治理的交乘項(*CSR*×*G_index*)對累積異常報酬(*CAR*)呈現正數，且達 10%顯著性水準，表示投資人認為，赴陸投資的科技業之公司編製社會責任報告書若搭配健全的公司治理制度，彰顯公司對社會責任行動之有效實踐成果，因而在中美貿易戰宣告之不利因素下，仍給予公司較高評價。

未赴陸投資組迴歸模型分析結果(未列表)，公司治理變數(*G_index*)對累積異常報酬(*CAR*)呈現正向，但未達 10%顯著水準。企業編製社會責任報告書(*CSR*)對累積異常報酬(*CAR*)雖為負值，亦未達統計顯著水準。企業編製社會責任報告書與公司治理的交乘項(*CSR*×*G_index*)對累積異常報酬(*CAR*)雖呈現正數，但未達統計顯著性水準。

以上結果顯示，相對於未赴陸投資組，赴陸投資的科技業公司雖然同樣受到中美貿易戰的不利影響，但赴陸投資公司若揭露社會責任報告書且配合健全公司治理架構，能有效減少此事件對股價之不利影響。而未赴陸投資組，是否揭露社會責任報告書、公司治理狀況則未對股價異常報酬有顯著影響。

六、敏感性分析與內生性

與過去企業社會責任相關文獻相同，本文以是否揭露 CSR 報告書為主要自變數 (Du & Wu, 2019; Chi et al., 2020; 戚務君、謝昇樺，2015；吳幸蓁、廖蕙儀，2017)，且就本文所知，國內並未有相關企業社會責任評分。但為使本文更完整，我們採台灣經濟新報社中 TCGI(台灣公司治理指標，Taiwan Corporate Governance Index)模組，將樣本公司分成高中低三組，檢視在中美貿易戰中，TCGI 對公司股價報酬的影響。由於 TCGI 與公司治理多有雷同，因而主要自變數僅列入 TCGI，迴歸分析結果詳表 7。表中公司治理指標(*TCGI*)為正值，與本研究結果相同，p 值為 0.118 略達 10%顯著水準。

表 7 中美貿易戰股價報酬影響迴歸分析-主要自變數以公司治理指標

變數	係數	標準差	t 值	p 值	VIF
截距項	-7.821	3.516	-2.22	0.027	
TCGI	1.616	1.033	1.57	0.118	1.24
FR	-0.005	0.004	-1.39	0.167	1.06
SD	0.014	0.004	3.40	0.001	1.08
GR	0.026	0.020	1.30	0.196	1.59
LEV	0.000	0.017	0.02	0.980	1.26
ROA	-0.018	0.030	-0.61	0.542	1.81
SIZE	0.197	0.249	0.79	0.429	1.65
INS	0.020	0.015	1.39	0.165	1.43
N			398		
F			3.07		
R^2			5.94%		
Adjusted R^2			4.00%		

資料來源：本研究整理

本研究另外依黃瓊瑤等 (2013) 以 5 天[-2,+2]之累積異常報酬(*CAR*)檢視假說 H2 是否結果有所不同。研究結果顯示(未列表)，企業是否編製社會責任報告書與公司治理(*CSR*×*G_index*)的交乘項對累積異常報酬(*CAR*)亦為正數，且達到 5%顯著水準。其餘在控制變數、F 值、VIF 值皆與之前研究結果相當。此外，若以事件期 9 天[-4,+4]實證，其結果亦約略相同。因此，H2 的結論並未改變。再者，以 11 天[-5,+5]，驗證社會責任報告書與公司治理(*CSR*×*G_index*)交乘項對累積異常報酬(*CAR*)亦為正數，且達 5%顯著水準，其餘在控制變數、F 值、VIF 值皆與之前研究結果相當，其結果亦約略相同。

本文的迴歸式的自變數與應變數皆為同期，可能有內生性問題，我們採 Durbin-Wu-Hausman test 執行 (Davidson & MacKinnon, 1993; Duh et al., 2020)。我們以公司的成立年數作為是否揭露 CSR 報告書(*CSR*)或 G 分數(*G_index*)的工具變數，主要是成立較久的公司更有誘因揭露 CSR 報告書或提高公司治理(Dhaliwal et al., 2014; Du & Wu, 2019)。本文分別以是否揭露 CSR 報告書(*CSR*)和 G 分數(*G_index*)對工具變數以及其他控制變數(交乘項除外)進行迴歸分析，並計算殘差項，再將該殘差項列入累積異常報酬的迴歸模型中(以下稱之為擴充模型)，若其係數達顯著水準表示可能有內生性問題。結果顯示(未列表)，殘差項不論來自於應變數為是否揭露 CSR 報告書者，或來自於應變數為 G 分數者，在擴充模型的係數皆為正值且未達 10%顯著水準，顯示本文研究結果應無內生性問題。此外，本研究再以自變數落後一期應變數方式，檢測內生性問題，研究結果顯示是否揭露社會責任報告書與公司治理變數交乘項(*CSR*×*G_index*)仍為正向影響且約略達 10%顯著水準(p = 0.10)(未列表)，自變數中除是否揭露社會責任報告書(*CSR*)達 5%顯著水準與表 6 實證結果不同外，其餘自變數之係數正負值與顯著水準約略相同。

伍、結論

由於我國科技廠商對中國之經貿往來，無論是是直接投資或三角貿易，兩岸經貿往來密切 (彭美玲，2009；蔡易如，2018)，2018 年美國對中國實施懲罰性關稅，台灣廠商在中美貿易摩擦中，亦會受其影響 (Huang et al., 2018; Setiawan, 2020)。本研究利用事件研究法，探討我國科技業公司，在中美貿易戰宣告時，對於股價報酬之影響，並探討科技業在揭露社會責任資訊且具良好公司治理下，能否減少此事件之不利衝擊。

實證結果發現，以 2018 年 3 月 22 日美國元首川普簽署總統備忘錄作為中美貿易戰之宣告日，呈現負的累積異常報酬，表示美國對於中國大陸貿易關稅的調整，台灣資本市場投資人以負面看待，顯示雖然中美貿易戰是美國對於中國大陸產品關稅的調整，但是因我國科技廠商為全球二大經濟強國產業供應鏈之重要環節，此事件亦會對廠商帶來貿易成本增加，進而造成股價下跌。

此外，公司揭露社會責任報告書且配合健全公司治理架構，能有效減少中美貿易事件對於股價之不利衝擊，本研究認為，其原因主要來自於在健全的公司治理結構下，公司揭露實踐企業社會責任行動資訊給予關注於公司之利害關係人，能讓投資者關注公司營運同時，也能夠了解公司 CSR 資訊的傳遞，企業

回饋於社會責任與環境的保護、資源再利用的實踐之資訊，滿足社會大眾「知」的權益。

本研究限制為樣本資料係以美國對中國貿易戰事件宣告以上市科技業為研究樣本，至於其他行業的影響，本研究並未著墨，此為研究限制之一。我國 2014 年對於公司非財務資訊揭露制度改革後，科技業的非財務資訊揭露家數，雖逐年成長，實務上全球企業 CSR 報告書多數依循 GRI 指引之架構進行編製，呈現公司的治理、經濟、環境及社會等面向。然而，報告書內容所呈現內容不一，部分的是以量化數據呈現，雖然目前 TEJ 資料庫有關於企業社會責任的衡量構面和指標仍受限於 CSR 報告書是否揭露(如：員工申請育嬰假情形、台灣員工流動率、員工性別組成、員工職業傷害、企業用水量等，係取材於企業責任報告書)，亦有部分是以粉飾之文字與圖片呈現，故本研究僅以虛擬變數計算，此為研究限制之二。雖然確信是由第三方單位(其他專業機構或會計師事務所)驗證，但其驗證內容項目依其企業所重視之項目(如：供應商管理、綠色採購、碳排放量、能源消耗、水資源再利用…等等)亦有所不同，並非全數驗證，此為研究限制之三，建議未來研究者可以從報告書中所揭露之量化資料，如環境構面(如：能源消耗、碳排放量與減量、廢棄物回收率…等等)或以社會構面(員工訓練時數、員工福利及薪酬、企業捐贈…等等)，進行深入的探討，藉以驗證揭露這些非財務資訊之效果如何。

參考文獻

行政院大陸委員會，2015，「大陸與兩岸情勢簡報」，https://www.mac.gov.tw/News_Content.aspx?n=78702647C7A5B61B&sms=25D4C64CAEE1E128&s=4043244986E87475, accessed on March 18, 2020. (Mainland Affairs Council, 2015, "The Brief Report of Mainland and Cross-Strait," https://www.mac.gov.tw/News_Content.aspx?n=78702647C7A5B61B&sms=25D4C64CAEE1E128&s=4043244986E87475, accessed on March 18, 2020.)

沈中華、李建然，2000，事件研究法－財務與會計實證研究必備，初版，台北：華泰文化。(Shen, C. H. and Lee, J. Z., 2000, **Event Study-Application in Empirical Research of Accounting and Finance**, 1st, Taipei, TW: Hwa Tai Publishing.)

吳世傑、黃鴻，2002，「關稅調升理論之經濟分析」，經濟論文，30 卷 4 期：409~441。(Wu, S. J. and Hwang, H., 2002, "On the Theory of Tariff Escalation," **Academia Economic Papers**, Vol. 30, No. 4, 409-441.)

吳幸蓁、陳漢鐘、戚務君，2017，「誠信經營與企業社會責任報告書之揭露與確信」，中華會計學刊，12 卷特刊，423~470。(Wu, S. J., Chen, H. C., and Chi, W. C., 2017, "Integrity Management and Issuance and Assurance of Corporate Social Responsibility Reports," **Taiwan Accounting Review**, Vol. 12, Special issue, 423-470.)

吳幸蓁、廖蕙儀，2017，「自願性揭露企業社會責任資訊之決定因素與其資訊後果」，中山管理評論，25 卷 1 期：13~62。(Wu, S. J. and Liao, H. Y., 2017, "The Determinants and Consequences of Voluntary Corporate Social Responsibility Disclosure," **Sun Yat-sen Management Review**, Vol. 25, No. 1, 13-62.)

汪若庭，2010，「兩岸經濟合作架構協議(ECFA)影響評估報告正式公布下探討股價效果之研究」，國立勤益科技大學企業管理學系碩士論文。(Wang, J. T., 2010, **Stock Market Reactions to ECFA Announcements**, Master Thesis, National Chin-Yi University of Technology.)

林世銘、陳明進、蔡天俊，2000，「土地增值稅政策對股市之影響」，當代會計，1 卷 1 期：1~18。(Lin, S. M., Chen, M. C., and Tsai, T. J., 2000, "Stock Market Reactions to the Land Value Increment Tax Policy," **Journal of Contemporary Accounting**, Vol. 1, No. 1, 1-18.)

翁永和、劉碧珍，1998，「關稅結構與進口政策」，經濟論文叢刊，26 卷 1 期：1~18。(Weng, Y. H. and Liu, B. J., 1998, "Tariff Structure and Import Policy," **Taiwan Economic Review**, Vol. 26, No.1, 1-18.)

高長，2019，「中國大陸紅色供應鏈崛起的國際效應」，遠景基金會季刊，20 卷 3 期：1~54。(Kao, C., 2019, "The Rise of China's Red Supply Chain and Its International

Impacts," **Taiwan Strategists**, Vol. 20, No. 3, 1-54.)

高銘淞、邱嘉洲、王昌勝，2011，「公佈實施財務會計公報第十號之資訊效果－對台灣電子業股價之衝擊效果」，台灣金融財務季刊，12 卷 2 期：1~39。(Kao, M. S., Chiu, C. C., and Wang, C. S., 2011, "The Impact of Imposing Bulletin No. 10 during the Financial Crisis: Evidence from Taiwan's Electronics Industry," **Taiwan Banking & Finance Quarterly**, Vol. 12, No. 2, 1-39.)

高蘭芬、邱正仁，2002，「董監事股權質押對會計盈餘與股票報酬相關性之影響」，臺大管理論叢，13 卷 1 期：127~162。(Kao, L, F. and Chiou, J. R., 2002, "The Effect of Collateralized Shares on Informativeness of Accounting Earnings," **NTU Management Review**, Vol. 13, No. 1, 127-162.)

袁淑芳、陳宥橙，2018，「中美貿易談判對我國股市之影響」，管理科學研究，12 卷 2 期：53~65。(Yuan, S. F. and Chen, Y. C., 2018, "The Impact of China-US Trade Negotiations on Taiwan's Stock Market," **Management Sciences Research**, Vol. 12, No. 2, 53-65.)

張元、涂峻瑋、許敏政，2017，「社會責任表現較佳的公司有較低的股價崩盤風險嗎？—來自上海證券交易所的證據」，兩岸金融季刊，5 卷 2 期：23~66。(Chang, Y., Tu, C, W., and Hsu, M. C., 2017, "Does Social Responsibility Help Decreasing Stock Price Crash Risk? Evidence from Listed Companies on Shanghai Stock Exchange," **Cross-Strait Banking and Finance**, Vol. 5, No. 2, 23-66.)

戚務君、謝昇樺，2015，「探討企業社會責任的會計研究」，貨幣觀測與信用評等，111 期：4~20。(Chi, W. H. and Hsieh, S. H, 2015, "Explore Corporate Social Responsibility in Accounting Research," **Money Watching & Credit Rating**, Vol. 111, 4-20.)

曹淑琳，2019，「中美貿易戰對台灣經濟成長的實證分析」，臺灣銀行季刊，70 卷 3 期：1~32。(Tsao, S. L., 2019, "An Empirical Analysis of the Sino-US Trade War on Taiwan's Economic Growth," **Bank of Taiwan Quarterly**, Vol. 70, No. 3, 1-32.)

許綿延、汪明生，2019，「公共事務評論」，孫文南院 2019 年學術論壇紀實-夏季、秋季論壇，18 卷 1 期：13~34。(Hsu, M. Y. and Wang, M. S., 2019, "Documentary of the 2019 Academic Forum of Sun Wen Nan Yuan," **Journal of Public Affairs Review**, Vol. 18, No. 1, 13-34.)

梁榮輝、李東畝、林思妤，2007，「企業資產經營能力對股價影響之研究－以台灣面板產業爲例」，華人經濟研究，5 卷 1 期：1~20。(Liang, J. H, Li, D. M., and Lin, S. Y., 2007, "Research on the Impact of Corporate Asset Management Capability on Stock Prices-Taking Taiwan Panel Industry as an Example," **Journal of Chinese Economic Research**, Vol. 5, No. 1, 1-20.

陳安琳、高蘭芬、陳怡凱、陳烷鈺，2013，「董監事股權質押與公司治理之研究」，中山

管理評論，21 卷 2 期：299~337。(Chen, A. L., Kao, L. F., Chen, Y. K., and Chen W. Y., 2013, "Share Collateralization by Directors and Corporate Governance," **Sun Yat-sen Management Review**, Vol. 21, No. 2, 299-337.)

陳坤銘、饒秀華、邱如伶，2009，「人民幣實質匯率與中國對美出口之關係—第三國效果」，人文及社會科學集刊，21 卷 3 期：353~387。(Chen, K. J., Rau, H. H., and Chiu, R. L., 2009, "The Relationship Between Real Exchange Rates of Renminbi and China's Exports to U.S. Third-Country Effects," **Journal of Social Sciences and Philosophy**, Vol. 21, No. 3, 353-387.)

陳郁欣，2019，中美貿易戰爭對台灣進出口的影響：以電子零組件為例，國立政治大學經濟學系碩士論文。(Chen, Y. H., 2019, **The Impacts of U.S.-China Trade War on Taiwan's International Trade: A Case Study of Electric and Electronic Industry**, Master Thesis, National Chengchi University.)

彭美玲，2009，「三角貿易對研究發展與購買技術的影響：以臺灣製造業為例」，應用經濟論叢，86 期：187~218。(Peng, M. L., 2009, "The Impact of R&D and Purchased Technology at Triangular Trade: The Case of Taiwanese Manufacturing Firm," **Taiwan Journal of Applied Economics**, Vol. 86, 187-218.)

黃橙軒，2020，中美貿易摩擦與台灣蘋果概念股投資比重之研究，國立臺中科技大學財務金融研究所碩士論文。(Huang, C. H., 2020, **Influence of Trade Friction on Apple Concept Stocks in Taiwan**, Master Thesis, National Taichung University of Science and Technology.)

黃瓊瑤、王癸元、張鳳真，2013，「企業社會責任事件宣告與股價異常報酬之研究」，當代會計，14 卷 2 期：175~204。(Huang, C. Y., Wang, K. Y., and Chang, F. C., 2013, "The Relationship between CSR Announcements and Abnormal Stock Returns," **Journal of Contemporary Accounting**, Vol. 14, No. 2, 175-204.)

楊孟萍、林妤真，2011，「蜜月期現象與長期報酬關聯性之研究」，會計學報，3 卷 2 期：69~85。(Yang, M. P. and Lin, Y. J., 2011, "A Study on the Association between the Honeymoon Effect and Long-term Return," **Soochow Journal of Accounting**, Vol. 3, No. 2, 69-85.)

楊雅玲、徐文華、吳岱庭，2020，「中美貿易戰對台商之影響與風險策略探討－以 C 台商為例」，危機管理學刊，17 卷 1 期：77~86。(Yang, Y. L., Shyu, W. H., and Wu, T. T., 2020, "The Impact of U.S.-China Trade War on Taiwanese Entrepreneur and Risk Management Strategy- A Case Study of C Taiwanese Entrepreneurs," **Crisis Management Society**, Vol. 17, No. 1, 77-86.)

蔡易如，2018，「臺灣之進出口與臺灣接單海外生產對製造業表現的影響－地區別貿易效果之比較」，經濟研究，54 卷 2 期：243~286。(Tsai, I. J., 2018, "The Effects of Trade

and Overseas Production of Taiwan's Export Orders on the Performance of Taiwan's Manufacturing Industries: A Comparison between Trade with Different Regions," **Taipei Economic Inquiry**, Vol. 54, No. 2, 243-286.)

劉美纓、丁碧慧、朱奐聿，2014，「企業社會責任與公司治理、公司績效之關連性研究」，第 17 屆科際整合管理研討會。(Liu, M. Y., Ting, P. H. and Chu, H. Y., 2014, "A Study of the Relationship Among Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Corporate Performance," **Proceedings of the 17th Conference on Interdisciplinary and Multifunctional Business Management**, Taipei, Taiwan.)

顧瑩華，2012，「中韓 FTA 對台灣的影響」，經濟前瞻，141 卷：35~41。(Ku, Y. H., 2012, "The Impact of China-Korea FTA on Taiwan's Economics," **Economic Outlook Bimonthly**, Vol. 141, 35-41.)

Arya, B. and Zhang, G., 2009, "Institutional Reforms and Investor Reactions to CSR Announcements: Evidence from an Emerging Economy," **Journal of Management Studies**, Vol. 46, No. 7, 1089-1112.

Ashwin Kumar, N. C., Smith, C., Badis, L., Wang, N., Ambrosy, P., and Tavares, R., 2016, "ESG Factors and Risk-adjusted Performance: A New Quantitative Model," **Journal of Sustainable Finance & Investment**, Vol. 6, No. 4, 292-300.

Beaver, W. H., 1998, **Financial Reporting: An Accounting Revolution**, 3rd, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Blonigen, B. A., Tomlin, K., and Wilson, W. W., 2002, "Tariff-Jumping FDI and Domestic Firms' Profits." Working Paper, National Bureau of Economic Research.

Carow, K., Heron, R., and Saxton, T., 2004, "Do Early Birds Get the Returns? An Empirical Investigation of Early-Mover Advantages in Acquisitions," **Strategic Management Journal**, Vol. 25, No. 6, 563-585.

Chen, Y., Ganesan, S., and Liu, Y., 2009, "Does a Firm's Product-Recall Strategy Affect its Financial Value? An Examination of Strategic Alternatives During Product-Harm Crises," **Journal of Marketing**, Vol.73, No. 6, 214-226.

Chi, W. H., Wu, S. J., and Zheng, Z., 2020, "Determinants and Consequences of Voluntary Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from Private Firms," **The British Accounting Review**, Vol. 52, No. 6, 1-20.

Cho, S. Y., Lee, C., and Pfeiffer, R. J., 2013, "Corporate Social Responsibility Performance and Information Asymmetry," **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 32, No. 1, 71-83.

Claessens, S., Djankov, S., and Lang, H. P. L., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," **Journal of Financial Economics,** Vol. 58, No. 1-2,

81-112.

Cohen, J., Webb, L. H., Nath, L., and Wood, D., 2011, "Retail Investors' Perceptions of the Decision-Usefulness of Economic Performance, Governance, and Corporate Social Responsibility Disclosures," **Behavioral Research in Accounting**, Vol. 23, No. 1, 109-129.

Cormier, D. and Gordon, I. M., 2001, "An Examination of Social and Environmental Reporting Strategies Accounting," **Auditing and Accountability Journal**, Vol. 14, No. 5, 587-617.

David, R. A., Sweeney, D. J., and Williams, T. A., 1999, **Statistics for Business and Economics**, 7th, Cincinnati, OH: South Western College Pub.

Davidson, R. and MacKinnon, J. G., 1993, **Estimation and Inference in Econometrics**, 1st, New York, NY: Oxford University Press.

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G., 2011, "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting," **The Accounting Review**, Vol. 86, No. 1, 59-100.

Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G., 2014, "Corporate Social Responsibility Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Roles of Stakeholder Orientation and Financial Transparency," **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 33, No. 4, 328-355.

Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., and Yang, Y. G., 2012, "Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure," **The Accounting Review**, Vol. 87, No. 3, 723-759.

Du, K. and Wu, S. J., 2019, "Does External Assurance Enhance the Credibility of CSR Reports? Evidence from CSR-Related Misconduct Events in Taiwan," **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, Vol. 38, No. 4, 101-130.

Duh, R. R., Knechel, W. R., and Lin, C. C., 2020, "The Effects of Audit Firms' Knowledge Sharing on Audit Quality and Efficiency," **Auditing: A Journal of Practice & Theory,** Vol. 39, No. 2, 51-79.

Eberl, M. and Schwaiger, M., 2005, "Corporate Reputation: Disentangling the Effects on Financial Performance." **European Journal of Marketing**, Vol. 39, No. 7-8, 838-854.

Fulton, M., Kahn, B., and Sharples, C., 2012, "Sustainable Investing: Establishing Long-term Value and Performance," Available at SSRN 2222740.

Hildebrand, P., Krushel, R., Bertolotti, A., Deese, B., and Weinberg, C., 2020, **Sustainable Investing: Resilience amid Uncertainty**, 1st, New York, NY: BlackRock.

Huang, Y., Lin, C., Liu, S., and Tang, H., 2018, "Trade Linkages and Firm Value: Evidence

from the 2018 US-China 'Trade War," Policy Research Working Paper, World Bank Group.

Jabbari, E. and Fathi, Z., 2014, "Predication of Stock Returns Using Financial Ratios Based on Historical Cost, Compared with Adjusted Prices (Accounting for Inflation) with Neural Network Approach," **Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences**, Vol. 4, No. 4, 1064-1078.

Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No. 4, 305-360.

Johnson, S., Boone, P., Breach, A., and Friedman, E., 2000, "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No. 1-2, 141-186.

Kim, Y., Li, H., and Li, S., 2014, "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk," **Journal of Banking and Finance**, Vol. 43, 1-13.

Lang, M. H. and Lundholm, R. J., 1996, "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior," **The Accounting Review**, Vol. 71, No. 4, 467-492.

Lee, M. T., 2016, "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk: Evidence from an Asian Emerging Market," **Managerial Finance**, Vol. 42, No. 10, 963-979.

Lindland, J., 1997, "The Impact of the Uruguay Round on Tariff Escalation in Agricultural Products," **Food Policy**, Vol. 22, No. 6, 487-500.

Liu, X. and Chen, Z., 2017, "Corporate Governance, Social Responsibility Information Disclosure, and Enterprise Value in China," **Journal of Cleaner Production**, Vol. 142, No. 2, 1075-1084.

Mahdavi, M. and Bhagwati, A., 1994, "Stock Market Data and Trade Policy: Dumping and the Semiconductor Industry," **International Trade Journal**, Vol. 8, No. 2, 207-221.

Matsumura, E. M., Prakash, R., and Vera-Muñoz, S. C., 2014, "Firm-Value Effects of Carbon Emissions and Carbon Disclosures," **The Accounting Review**, Vol. 89, No. 2, 695-724.

McNichols, M. and Dravid, A., 1990, "Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling," **The Journal of Finance**, Vol. 45, No. 3, 857-879.

Miyagiwa, K. and Ohno, Y., 1995, "Closing the Technology Gap under Protection," **American Economic Review**, Vol. 85, No. 4, 755-770.

OECD, 2015, **G20/OECD Principles of Corporate Governance**, 1st, Paris: OECD Publishing.

O'Rourke, K. H., 2000, "Tariffs and Growth in the Late 19th Century," **The Economic Journal**, Vol. 110, No. 463, 456-483.

Pearce, Z. A. and Zahra, S. A., 1992, "Board Composition from A Strategic Contingency Perspective," **Journal of Management Studies**, Vol. 29, No. 4, 411-438.

Peni, E. and Vähämaa, S., 2012, "Did Good Corporate Governance Improve Bank Performance during the Financial Crisis?" **Journal of Financial Services Research**, Vol. 41, No. 1-2, 19-35.

Rajan, R. G. and Zingales, L., 1998, "Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis," **Journal of Applied Corporate Finance**, Vol. 11, No. 3, 40-48.

Reitzes, J. D., 1991, "The Impact of Quotas and Tariffs on Strategic R&D Behavior," **International Economic Review**, Vol. 32, No. 4, 985-1007.

Setiawan, B., 2020, "Does US-China Trade War Matter on ASEAN Stock Market: Event-study Approach," **Sriwijaya International Journal of Dynamic Economics and Business**, Vol. 4, No. 3, 161-174.

Wang, M. C., 2017, "The Relationship between Firm Characteristics and the Disclosure of Sustainability Reporting," **Sustainability**, Vol. 9, No. 4, 624.

World Bank, 1999, **Corporate Governance: A Framework for Implementation-Overview**, 1st, Washington, DC: The World Bank.

Wu, L. C. and Shu, C. T., 2015, "Corporate Social Responsibility and Information Asymmetry," **Journal of Applied Finance & Banking**, Vol. 5, No. 3, 105-122.

Yan, X. S. and Zhang, Z., 2009, "Institutional Investors and Equity Returns: Are Short-term Institutions Better Informed?" **The Review of Financial Studies**, Vol. 22, No. 2, 893-924.

作者簡介

陳英祥

國立高雄科技大學國際企業系博士候選人。主要研究領域為企業社會責任、金融套利。著作曾發表於 International Journal of Financial Research。
E-mail: 1104433105@nkust.edu.tw

林靖傑

國立屏東大學會計學系教授兼系主任，國立臺灣大學會計學博士。主要研究領域為審計決策判斷、稅務研究、財務會計、資本市場研究等議題。著作曾發表於臺大管理論叢、會計評論、管理學報、中華會計學刊、當代會計、當代財政、經營管理論叢、Auditing: A Journal of Practice & Theory、The International Journal of Accounting、International Journal of Accounting and Information Management、Corporate Ownership and Control、International Journal of Financial Research、Journal of Business and Social Science Review 等期刊。
E-mail: cclin@mail.nptu.edu.tw

林文祥

義守大學會計學系副教授，國立臺北大學會計學博士。主要研究領域為國際會計、公司治理、獎酬機制及資訊內涵等議題。著作曾發表於中山管理評論、EURASIA Journal of Mathematics Science and Technology Education、International Journal of Organizational Innovation、International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences、Advanced Materials Research、Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies 等期刊。
E-mail: warren@isu.edu.tw

姚名鴻

國立高雄科技大學財政稅務系教授兼系主任，美國喬治亞州立大學經濟學系博士。主要研究與授課領域為現代財政理論及公共議題經濟學。著作曾發表於應用經濟論叢、公共行政學報、臺灣民生季報、東吳政治學報、Public Finance Review、International Journal of Electronic Business Management、International Journal of Applied Business Research 等期刊。
E-mail: mhyao@nkust.edu.tw