

企業形象是否會影響其捐贈效果—台灣股票市場之實證

傅為宏¹ | 陳志鈞²

¹ 國立宜蘭大學應用經濟與管理學系

² 國立宜蘭大學應用經濟與管理學系(通訊作者)

摘要

近年來，ESG 議題受到廣泛關注，企業如何提升形象已成為重要課題。在眾多提升企業形象的方法中，捐贈行為被視為最直接且常見的手段之一。本研究旨在探討企業捐贈是否能獲得投資者的正面評價，進而影響其股票報酬，並進一步分析企業形象的優劣是否會影響投資者對捐贈行為的評判，導致不同的股票報酬反應。我們採用事件研究法及迴歸分析，檢視 2012 年至 2022 年間台灣上市公司共 2,778 起捐贈事件對公司股票報酬的影響，並分析企業形象的優劣對結果的影響。研究結果顯示，企業的捐贈行為確實有助於提升股票報酬，且形象較佳的企業在股票報酬表現上更具顯著的正向影響。

關鍵字:

ESG、企業捐贈、企業形象、股票報酬

壹 | 緒論

本研究主要探討企業捐贈是否能顯著影響其股票報酬，並進一步檢視形象良好的企業與形象較差的企業在捐贈後的股票報酬表現是否存在差異。根據香港恆生大學2024年的調查報告，具備高ESG（環境、社會與公司治理）評分的企業往往更受到投資者青睞，這些企業因展現出對社會責任的承諾，獲得了更高的市場信任。¹ 例如，聯發科（2454）在2021年6月2日因Covid-19疫情而大量捐贈醫療物資，其股價在消息發布後的下一個交易日上漲2.29%（同期加權股價指數上漲0.47%）。² 鴻海（2317）與台積電（2330）則於2021年7月12日宣布捐贈疫苗，兩間公司股價在下一交易日分別上漲1.30%與2.36%（加權股價指數上漲0.19%），其中鴻海在當週更大漲4.82%。³ 同年8月13日，台泥（1101）宣布捐贈1億元，股價當天也上漲1.68%（加權指數下跌1.38%）。這些案例顯示，市場對企業社會責任行為普遍持正面態度。

然而，在疫情期間亦有許多獲利能力佳的上市公司慷慨捐贈，但股票報酬的反應卻不顯著。儘管多項研究表明企業捐贈及良好的ESG表現會帶來正面的市場回應，但市場對不同企業形象的反應卻不一致。對於ESG表現良好、長期注重社會責任的企業，投資者可能將其捐贈行為視為「理所當然」，因此反應較為平淡；而對於形象較差、因歷史事件而信譽受損的企業，

捐贈行為可能被解讀為「洗白」或挽回市場信任的策略，投資者對此的反應往往更加複雜。因此，這些企業的捐贈行為是否有效重建品牌形象、重新贏得投資者信心，或引發市場對其「綠色漂白」的懷疑，成為本研究欲深入探討的核心議題。

ESG作為衡量企業社會責任（CSR）的重要標準，包含環境保護（Environment）、社會責任（Social）和公司治理（Governance）三大指標。對於企業而言，ESG可作為檢視其企業責任與永續發展布局的重要工具；對於投資者，ESG則可作為評估企業外部風險與形象的依據。近年來，隨著永續發展議題的日益受重視，全球政府紛紛對供應鏈ESG、碳中和（Carbon Neutral）、減碳等領域制定更嚴苛的標準。同時，企業的永續發展表現亦成為金融機構評估貸款風險的重要參考因素。

當利害關係人對企業的ESG表現愈發重視時，ESG表現不佳的企業可能因未達法規標準而失去重要客戶，甚至付出高額稅金。雖然大多數投資者依賴財報作為選擇投資標的的指標之一，但傳統財報可能忽略部分潛在風險。例如，當企業捨棄環境成本以提升短期財報表現時，長期則可能因環境治理成本增加而面臨嚴重後果。ESG指標因此成為投資者降低外部風險的重要工具。

¹ 根據香港恆生大學的調查報告

(https://esg.hsu.edu.hk/wp-content/uploads/2024/04/ESG-Stakeholder-Survey_Chi_Final.pdf)顯示，在美國與中國的投資人，對於高ESG投資組合的平均投標金額比低ESG投資組合的金額分別高出3.90%與14.12%。

² 聯發科為支持防疫作業，捐贈快速檢測試劑，展現企業在社會責任上的積極承諾。詳細資訊請參閱聯發科官方新聞稿：[https://i.mediatek.com/zh-tw/press-room/corporate-social-responsibility-](https://i.mediatek.com/zh-tw/press-room/corporate-social-responsibility-news/mediatek-donates-rapid-diagnostic-test-to-support-epidemic-prevention-operations)

[news/mediatek-donates-rapid-diagnostic-test-to-support-epidemic-prevention-operations](https://i.mediatek.com/zh-tw/press-room/corporate-social-responsibility-news/mediatek-donates-rapid-diagnostic-test-to-support-epidemic-prevention-operations)

³ 鴻海與台積電捐贈疫苗資訊：鴻海永齡基金會與台積電聯合捐贈疫苗，支持台灣的疫情防控工作，此舉展現企業對公共健康的重視與支持。相關新聞詳見台積電新聞發布：

https://pr.tsmc.com/system/files/newspdf/attachment/529b008841213c0f5fbf517a3c8b67d6133e1cbd/0712%20Hon%20Hai%20YongLin%20TSMC%20Vaccine%20%28C%29_final_wmn.pdf

隨著 ESG 的日益受到重視，全球知名企業（如 Apple、三星、Google、台積電等）紛紛透過 CSR 活動來提升企業形象與績效。這些企業更加關注如何經營企業形象，積極參與 CSR 活動，這不僅是推動長期投資報酬的重要關鍵，也能為公司創造更多機會並降低風險。過去研究大多探討 CSR 及 ESG 對公司價值的影響，例如 Du *et al.* (2010) 指出，參與 CSR 活動不僅能促進利害關係人更積極的支持行為，長期還能提升企業形象與價值。然而，陳振遠等人 (2017) 認為，未具備健全治理機制的企業冒然參與 CSR 活動，反而可能導致績效下降。沈中華與張元 (2008) 則發現，CSR 活動雖可促進社會責任，但其提高的營業成本可能削弱企業的競爭力。

根據 Kotler and Lee (2005)，企業捐贈是實現 CSR（企業社會責任）最常見且具指標性的形式，包括現金捐贈、實物捐贈及教育投資計畫。這些活動不僅能彰顯企業對社會的承諾，還對企業價值排名有顯著影響。Siegfried and McElroy (1986) 對美國 229 家企業進行調查顯示，慈善捐贈的首要目的為履行企業社會責任，占比高達 83.8%。這表明，企業社會責任活動，特別是捐贈行為，對塑造企業形象具有重要作用。

在新媒體蓬勃發展的背景下，企業捐贈更是企業展示社會責任和建立品牌形象的有效手段。Fatemi *et al.* (2018) 指出，高 ESG 評分的企業在進行 CSR 活動時，能顯著提升企業形象，進而增加公司價值。這是因為高 ESG 評分通常表明企業在環境保護、社會參與及公司治理等方面均表現出色，這不僅贏得了投資者的信任，還提升了消費者對品牌的認同感。相反，ESG 評分較低的企業往往因為捐贈動機受質疑（如被視為「漂白形象」）而面臨價值下降的風險。

Eccles *et al.* (2014) 的研究進一步支持了這一觀點。他們發現，高 ESG 評分的企業更傾向於承擔可持續性責任，並通過透明的管理和利益相關者的參與流程來建

立品牌信任和市場聲譽。這些努力不僅使企業能夠在市場競爭中脫穎而出，還提升了其長期價值和市場地位。

因此，ESG 評分可被視為企業形象的重要指標。高 ESG 評分代表企業在永續發展和社會責任方面的卓越表現，這往往與良好的品牌形象和投資者信任度正相關。而 ESG 評分較低則可能暗示企業在上述領域的不足，進一步削弱其形象與競爭力。這些研究結果充分說明了 ESG 與企業形象之間的緊密聯繫，也強調了企業在進行 CSR 活動時，需重視 ESG 評分所帶來的長期影響。

本研究聚焦於探討企業捐贈是否能顯著影響公司價值，以及 ESG 分數的高低是否會對企業捐贈的效果產生不同影響。研究將分為五部分：第一部分介紹研究背景與動機；第二部分回顧企業形象與企業捐贈的相關文獻；第三部分說明研究樣本與實證模型；第四部分進行實證分析；最後提出結論與建議。

貳 | 文獻回顧與假說建立

在企業社會責任 (CSR) 的發展中，對於企業是否應以股東利益為唯一優先，或應同時重視員工、消費者和其他利害關係人，學術界與實務界一直存在不同觀點。隨著資本市場的成長及全球化進程的推進，企業與社會之間的互動日益緊密，社會對企業履行社會責任的期望也隨之提升，使得 CSR 逐漸受到重視。CSR 的最早概念可追溯到 Sheldon (1924)，他認為企業責任應涵蓋產業內外的需求。Carroll (1979) 進一步將 CSR 分為四層面：經濟責任（創造利潤）、法律責任（遵守法律）、道德責任（符合社會道德）及自行裁量責任（企業內部自主選擇的行為）。隨著時代演變，Wood (1991) 將 CSR 拓展到合法性、環境保護和社區發展的面向，而 Elkington (1997) 提出的三重底線理論 (Triple Bottom Line) 則指出，企業應同時關注財務、社會和環境三方面的平衡，超越單純追求股東

價值。世界企業永續發展協會 (World Business Council For Sustainable Development, WBCSD)認為, CSR 意味著企業在追求利潤的同時,也須遵守道德、照顧員工,並促進社會發展。許多學者亦關注 CSR 對企業績效的影響,Zairi and Peters (2002)認為 CSR 有助於提升企業形象,而 Cho *et al.* (2019)也提出 CSR 績效與企業的盈利能力和公司價值之間存在正向關係。隨著金融風暴和氣候變遷的衝擊,CSR 的重要性愈發明顯,而 ESG 指標則成為衡量企業 CSR 實踐程度的標準。

ESG (環境、社會、公司治理)是一種實現並衡量企業社會責任 (CSR)的標準,透過「環境」(Environment)、「社會責任」(Social)和「公司治理」(Governance)三大指標來評估企業的 CSR 程度,並作為衡量企業外部風險及形象的重要依據。ESG 的概念最早出現在 2004 年聯合國全球契約計劃發布的《Who Cares Wins》報告中,該報告制定了永續發展目標 (SDGs),將「環境」、「社會責任」與「公司治理」納入企業評分基準,認為此舉能對市場產生正面影響。在「環境」方面,企業在追求利潤的同時,應兼顧氣候與生態保護,重視永續議題,包括節能減碳、提高再生能源利用、維護環境永續及污染處理等措施;「社會責任」強調企業在爭取最大利益的同時,應支持人權、維持社區關係,並在企業能力範圍內,善待供應商、消費者、員工和工作環境,履行管理責任;「公司治理」則涵蓋高層管理、薪酬機制、審計、內部控制、股東權利、企業道德、資訊透明、董事多元性和企業符合規定等方面。高蘭芬等 (2012)的研究結果顯示,公司治理與企業績效呈正向關係,良好的公司治理不僅增進企業發展與穩定,還能提升公司價值。近年來,隨著 2008 年金融風暴和 Covid-19 疫情的影響,全球投資人對 ESG 的關注迅速增加,相關投資也快速成長。對於投資人而言,ESG 評分不僅影響企業形象,更是一項判斷企業穩定性與成長性的指標,成為投資

決策的重要參考依據之一。根據 2021 年明晟 (MSCI)全球機構投資人報告,77%的投資人因應疫情而增加 ESG 相關投資。Autor *et al.* (2013)與 Hanson *et al.* (2017)指出,隨著企業價值從有形資產逐漸轉向無形資產,高 ESG 指標,是企業對未來發展承諾的可靠證明。ESG 中的環境、社會、治理因素因此被視為推動長期投資報酬的重要動力,不僅能創造投資機會,還能有效降低風險。

隨著環境保護和社會責任議題日益受到關注,ESG 指標在企業評價中的重要性顯著提升,許多企業也藉由 CSR 活動來提升品牌形象、爭取消費者認可。其中,企業捐贈是實現 CSR 的最直接且具代表性的方式之一,涵蓋現金、實物捐贈及教育投資計畫等類型,並對企業價值評估產生深遠影響。根據 Kotler and Lee (2005),企業捐贈在各類 CSR 活動中最为普遍,且在提升企業形象和價值排名上具有顯著效果。Brammer and Millington (2005)也指出,慈善投入有助於企業聲譽和形象的提高。McElroy and Siegfried (1986)針對美國 229 家企業調查顯示,83.8%的企業選擇進行慈善捐贈是出於社會責任考量,顯示 CSR 已成為許多企業不可或缺的一部分。

在當今新媒體蓬勃發展的環境中,企業捐贈也能更快速地被消費者和投資人所認知,成為企業展現 CSR 最便捷的途徑之一,因此本研究選擇將企業捐贈作為分析重點。Fatemi *et al.* (2018)指出,高 ESG 評分的企業在從事 CSR 活動時,因其形象較佳,通常能增強公司價值;而 ESG 評分較低的企業則可能被質疑其捐贈意圖,反而帶來負面效果。因此,企業並非隨意從事 CSR 活動即可提升公司價值,而是需在形象與行為間取得平衡,避免適得其反的情況。基於此,本研究將探討企業在進行捐贈後對公司價值的影響,並進一步分析不同 ESG 評分下,企業在捐贈行為中的效果差異。根據 Kotler and Lee (2005),企業捐贈對社會負擔和責任意識有顯著的佔據作用,能增強投資人對企業的信心,導致

股票報酬上升。此外，Fatemi *et al.* (2018) 也指出，企業社會責任行為可能帶來股票市場上的正向反應。根據上述的說明，本研究提出假說 1：

假說 1：企業進行捐贈後，會產生正向顯著的異常報酬。

隨著 ESG 日益受到關注，過去的研究大多圍繞在 ESG 投資、實踐效果、對公司價值及公司治理的影響，以及 ESG 資料揭露等主題。研究領域已逐漸多元，例如 Nirino *et al.* (2021) 將 ESG 實踐作為調節變數，探討公司在爭議事件中對經營績效的影響；Kim & Li (2021) 則分析了 ESG 實踐對公司貸款與債務成本的影響。Daugaard (2020) 指出，ESG 投資成為眾多研究的重點，Giese *et al.* (2019) 從投資基礎出發，探討 ESG 如何影響股票估值、風險與績效。其他領域的研究還包括：Friede *et al.* (2015) 對 ESG 公司治理與公司績效之間的關係進行的分析、Starks (2009) 對 ESG 在風險降低方面的效果探討，以及黃朝琮 (2022) 對 ESG 報告書揭露的研究等。企業捐贈方面，周振鋒 (2013) 研究了企業捐贈的代理成本問題，而 Lichtenstein *et al.* (2004) 則探討了企業捐贈對公司績效的影響。

本研究將企業捐贈作為 CSR 活動的樣本，深入分析其對公司價值的潛在影響，並著重於不同 ESG 評分下的企業捐贈效果。與過去研究不同之處在於，本研究將 ESG 評分作為連結點，分析 ESG 評分較高和評分較低的企業在進行 CSR 活動時是否會呈現不同效果。透過 ESG 評分的好壞，本研究將對比不同評分企業在企業捐贈中的表現，檢視捐贈對象差異是否影響 CSR 活動對公司價值的影響力，以期進一步揭示企業形象與社會責任之間的互動對企業價值的關鍵作用。根據 Fatemi *et al.* (2018)，高 ESG 評分的企業在從事 CSR 活動時，由於其更佳的透明度與市場形象，能夠有效提升公司價值；而低 ESG 評分的企業則可能因捐贈意圖受到質疑而帶來負面效果。根據上述的說明，本研究提出假說 2：

假說 2：形象良好的企業（高 ESG 評分）在捐贈後，股票報酬的提高度大於形象較差的企業（低 ESG 評分）。

此外，ESG 評分不僅是一種衡量企業社會責任的指標，也是一種彰顯企業形象的重要工具。高 ESG 評分的企業通常被視為具有更佳的管理質量與社會責任意識，能夠向市場傳遞正面的企業形象。Hanson *et al.* (2017) 指出，ESG 評分已成為評估企業無形資產的重要指標，反映企業對可持續發展的承諾與執行力；而 Fatemi *et al.* (2018) 則認為，高 ESG 評分的企業能透過 CSR 活動增強其品牌價值與投資人信任感，低 ESG 評分的企業則可能因形象不足而面臨市場質疑。這些發現顯示，ESG 評分不僅影響企業社會責任的評估，亦是市場評價企業形象的重要依據，因此本研究特別關注 ESG 評分在企業捐贈行為中所扮演的調節角色，以期揭示企業形象對 CSR 活動成效的深層影響。

參 | 研究方法

一、樣本選擇與資料來源

本文以台灣上市上櫃公司為研究對象，以台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 2012 年到 2022 年間共 2778 件企業捐贈事件為樣本，選以 2012 年為資料起始年之主要原因為 2000 年至 2012 年間僅有 15 筆企業捐贈事件，事件數過少，因此將其排除。TEJ 資料庫內紀錄了台灣上市上櫃之企業，進行企業捐贈活動時的相關資料，資訊包含了事件公告日、受贈對象、受贈對象與捐贈企業之關係、捐贈金額、捐贈目的等。ESG 評分取自於台灣集中保管結算所與所與全球 ESG 研究機構：Sustainalytics、FTSE Russell、MSCI、ISS ESG、S&P Global、Moody's Corporation 合作之建置的公司投資人關係整合平台

(TDCC IR Platform)⁴。公司財務資料變數同樣取自台灣經濟新報，資料庫內紀錄台灣證券交易所上市上櫃企業財務資料與股票相關資訊，使用的變數包含：ROA、ROE、Tobin's Q、負債比、公司總資產。

本研究以台灣經濟新報資料庫中 2012 年至 2022 年共 2778 件企業捐贈事件為樣本，並區分為捐贈給關係人 2585 件及非關係人 193 件二種投資組合，進一步來分析公司在進行企業捐贈活動時，是否會因為捐贈對象關係的不同產生而不同的效果及報酬；並以集保交易所「公司投資人關係整合平台（IR 平台）」提供的 ESG 評分將其區分成 ESG 評分較好、較壞及評分有落差三種，探討企業捐贈與 ESG 好壞對公司價值的影響。

本研究的 ESG 評分數據取自 2022 年 11 月公司投資人關係整合平台所提供的 ESG 評分資料。該平台與多家國際知名的 ESG 研究機構合作，透過「環境保護」(Environment)、「社會責任」(Social)和「公司治理」(Governance)三大評分標準，對台灣上市櫃公司的企業社會責任 (CSR) 發展進行評估，提供完整的 ESG 評分數據支持。本研究涉及的主要評分機構及其樣本數如下：Sustainalytics (354 間)、FTSE Russell (443 間)、MSCI (128 間)、ISS ESG (98 間)、S&P Global (549 間)、以及台灣公司治理評鑑 (1634 間)。在資料篩選過程中，我們選取了同時具有多家 ESG 評分機構評分的台灣上市櫃公司樣本，以確保數據的完整性與一致性。然而，由於 MSCI 與 ISS ESG 兩個評分機構的樣本數分別僅有 128 間與 98 間，樣本量相對較少，若納入研究可能影響後續分析的穩健性與樣本

代表性。因此，本研究將這兩個評分機構排除，最終選取 Sustainalytics、FTSE Russell、S&P Global 以及台灣公司治理評鑑四個評分機構作為研究依據。在完成樣本篩選後，我們確定了四個評分機構均有評分的台灣上市櫃公司作為研究樣本，最終樣本數為 300 間公司。這些公司不僅具備完整的 ESG 評分數據，且涵蓋了多家國際權威評分機構的評價結果，為本研究提供了穩固的實證基礎，進一步探討 ESG 評分與企業行為及市場反應之間的關聯性。

為了解決 ESG 評分中因不同評分機構的評分項目差異而可能導致公司評級不一致的問題，本研究對 ESG 評分進行了分群，以識別出 ESG 評分一致較高、評分一致較低，以及機構間評分存在差異的公司群體。具體分群方式如下：首先，將各評分機構的 ESG 評分依據分布切分為三等分，分別定義為「ESG 評分好」、「ESG 評分中」和「ESG 評分壞」，如表 1 所示。接著，根據不同評分機構的組合情況進行分類：若四家評分機構的評分均為「好」或「中」，則該公司被定義為「ESG 好」；若四家評分機構的評分均為「壞」或「中」，則該公司被定義為「ESG 差」；其餘公司則歸類為「機構間評分有落差」的群體，最終形成三個群組。在完成 ESG 分群後，研究進一步篩選了 2778 件企業捐贈事件樣本，並從中選取上述 300 間企業所涉及的捐贈事件，共計 1772 件，作為本研究的分析樣本。隨後，本研究運用事件研究法計算這些捐贈事件的異常報酬，並將異常報酬與 ESG 分群及其他相關變數進行迴歸分析，以探討 ESG 評分與企業捐贈行為對市場反應的影響。

⁴ 公司投資人關係整合平台(TDCC IR Platform) (<https://irplatform.tdcc.com.tw/ir/zh/>)資料檢索日期:2022/11/27

表 1 ESG 評分分群表

	Sustainalytics	FTSE Russell	S&P Global	台灣公司治理評鑑
	(100-0, 0 分最佳)	(0-5, 5 級最佳)	(0-100, 100 分最佳)	(0-100%, 前 5% 最佳)
	級距為 0-51	級距為 0-5	級距為 0-100	級距為前 5%-100%
ESG 好	0-17	3.4-5	66-100	前 5%-35%
樣本數	36	56	42	217
ESG 中	17-34	1.7-3.3	33-65	36%-65%
樣本數	221	223	49	67
ESG 差	34-51	0-1.6	0-32	66%-100%
樣本數	43	21	209	16
合計	300	300	300	300

二、迴歸模型

本文採用事件研究法來探討捐贈事件是否會對相關公司的股票產生異常報酬，並將計算出的異常報酬作為依變數，進一步分析不同企業形象是否會產生不同影響。事件研究法是一種在財務與會計領域被廣泛使用且歷史悠久的方法，其成熟性和可靠性已在大量研究中得到驗證，適用於檢測特定事件對公司價值的影響（沈中華與李建然，2000）。在事件研究部分，我們利用市場模型（Market Model）作為基礎，計

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$$

其中， $R_{i,t}$ 表示 i 公司在 t 日的實際報酬， $R_{m,t}$ 表示基準市場指數在 t 日的報酬率， α_i 和 β_i 為市場模型的估計參數。累積異常

算捐贈公司的異常報酬（Abnormal Returns, ARs）與累積異常報酬（Cumulative Abnormal Returns, CARs）。市場模型是透過估計特定股票的預期報酬，進而比較實際報酬與預期報酬之間的差異來計算異常報酬。我們選用台灣加權股價指數作為市場基準指數，用以建構市場模型，並在估計期內進行初步參數估計。具體而言，異常報酬（AR）的計算公式如下：

報酬（CAR）則是將事件窗口內的所有異常報酬加總，計算公式如下：

$$CAR_i = \sum_{t=T1}^{T2} AR_{i,t}$$

其中 $T1$ 和 $T2$ 分別表示事件窗口的起始日與結束日。本研究的估計期設定為事件前 270 天至前 21 天（-270, -21），事件窗

口則涵蓋事件發生前後共 20 天（-20, 20），以便觀察事件發生前後的市場反應。

接著，本文進一步透過迴歸分析來探討企業形象的好壞是否會影響企業在進行

捐贈活動時的效果。在主要自變數部分，即為企業形象，而在上述提到 ESG 的表現與企業形象息息相關，因此我們以 ESG 的評比做為企業形象的代理變數。但因為上述提到的 4 間 ESG 評級單位的分數不同，因此本文將每個樣本公司受到 4 個評級單位的落點（請參考表 1）進行分類，如果 4 個評級單位認定在 ESG 好的群組，則為形象好的公司。如果 4 個評級單位認定在 ESG 差的群組，則為形象差的公司。除上述兩類外之其他公司則為評級單位認定不一致的公司。因此，我們的主要自變數有 2 個虛擬變數，分別為形象好的公司 (Good) 與形象差的公司 (Bad)。此外，關於捐贈的類型與價值多寡，亦為本文欲進一步探討之變數。在捐贈類型部分，可分成現金與物資 2 類，我們會透過虛擬變數 (Cash) 將捐贈類型區分成現金或是物資。在價值多寡的部分，我們會透過捐贈現金或物資之價值 (Value) 與捐贈總值占總資產 (Value%) 來衡量。

第三，在控制變數部分，我們會控制受贈對象是否為關係人 (Stakeholder)。為了提高迴歸分析對於 ESG 效果的準確度，本研究納入五個公司特徵變數以控制可能

影響事件日異常報酬的因素。首先，公司規模 (Size)：根據 Chatterjee and Wernerfelt (1991) 的觀點，企業規模越大，表明在產業中具有更高的地位和影響力，並可能擁有獨特優勢，因此本研究將採用池祥萱等人 (2014) 的方式，將公司資產總額取自然對數作為變數。其次，資產報酬率 (ROA)：作為公司資產運用效率的衡量指標，ROA 能評估企業的經營績效 (Griffin & Mahon, 1997)，本研究將 ROA 與 ROE 分開迴歸以避免共線性。第三，股東權益報酬率 (ROE)：Hawkins (1997) 認為 ROE 是衡量企業盈利能力的重要指標，反映投資者資金的回報情況。第四，Tobin's Q (TQ)：Lindenberg and Ross (1981) 提出 Tobin's Q 為公司市場價值與資產重置成本之比，能反映企業的成長潛力，本研究將其作為長期績效指標。最後，負債比率 (DEBT)：此比率評估公司的償債能力，Ashbaugh-Skaife *et al.* (2006) 指出較高的負債比率意味著公司承擔的財務風險較高，而 Agrawal and Knoeber (1996) 認為舉債可減少代理問題。最後，我們會控制產業與年份的固定效果。以上變數定義如表 2 所示。

表 2 變數定義

變數	定義
依變數	
AR	透過市場模型所計算出樣本公司之異常報酬
CAR	透過市場模型所計算出樣本公司之累計異常報酬
自變數	
Good	形象好的企業，當 4 間 ESG 評級單位皆認定在期評分分數的前 1/3，則為 1，反之為 0。
Bad	形象差的企業，當 4 間 ESG 評級單位皆認定在期評分分數的後 1/3，則為 1，反之為 0。
Cash	捐贈現金者為 1，反之為 0。
Value	捐贈現金或物資的價值，單位為元
Value%	捐贈現金或物資的價值/總資產
控制變數	
Stakeholder	當捐贈對象為關係人時為 1，反之為 0
Size	資產總額取自然對數

表 2 變數定義 (延續)

變數	定義
控制變數	
ROA	(稅後淨利／總資產)×100%
ROE	(稅後淨利／股東權益)×100%
TQ	(權益市值+負債)／總資產
DEBT	負債總額／資產總額

根據上述依變數、自變數與控制變數的說明，我們建構之迴歸模型如下所示：

$$CAR_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}Good_{i,t} + \beta_{i,t}Bad_{i,t} + \beta_{i,t}Cash_{i,t} + \beta_{i,t}Value_{i,t} + \beta_{i,t}Value\%_{i,t} + \beta_{i,t}Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中， $CAR_{i,t}$ 為 i 公司第 t 期的累計異常報酬； $Good_{i,t}$ ($Bad_{i,t}$)為當 i 公司第 t 期在 4 個 ESG 評級單位排序在前 1/3 (後 1/3)則為 1，反之為 0； $Cash_{i,t}$ 為 i 公司第 t 期的的捐贈類型，現金為 1，物資為 0； $Value_{i,t}$ 與 $Value\%_{i,t}$ 則分別為 i 公司第 t 期的捐贈總額及捐贈總額佔總資產的比率； $Control_{i,t}$ 為 i 公司第 t 期的 Size、ROA、ROE、TQ、DEBT。

肆 | 實證分析

本章節主要以事件研究法探討企業進行捐贈活動時，對象為關係人與非關係人兩種不同的情況下對公司股票報酬之影響，再進一步以迴歸分析，將 ESG 評分作為企業形象的代表，並加入 ROA、ROE、Tobin's Q、負債比率做為指標，探討企業進行企業捐贈時所產生的異常報酬是否會因為企業形象的不同而產生不同的效果。並探討捐贈類型與捐贈價值對異常報酬之影響。

一、事件研究之實證結果

本單元主要探討公司在進行企業捐贈時對公司股價之影響，以 2012 年至 2022 年間企業捐贈事件共計 2778 件為樣本，將捐贈日當天作為事件日進行事件研究如表 3，並進一步將 2778 件企業捐贈活動樣本進行

分群，將受贈對象分為關係人與非關係人兩種，再進行事件研究法的分析，探討捐贈對象的不同是否會造成不同的效果。根據表 3 的事件研究結果，針對企業捐贈事件的影響進行實證分析。首先，從全樣本 (N=2778)的結果觀察，事件發生當天 (第 0 天)的平均異常報酬 (AAR) 為-0.04%，雖然為負值，但統計上並不顯著。相較於事件發生的前一日 (第-1 天) 與後一日 (第 1 天)，AAR 分別為 0.0568% 與 0.1047% 皆顯著為正，達到 1% 的顯著水準，表明投資人對於捐贈事件的反應在事件發生前後的第一個交易日。此外，累計異常報酬 (CAAR) 在事件發生後逐漸累積，顯示企業捐贈事件可能在短期內對公司股價有正向影響，此結果支持我們所提出之假說 1。

在關係人 (N=2585) 和非關係人 (N=193) 的分組分析中，關係人在事件發生當天的 AAR 為-0.0453%，同樣不顯著；然而，在事件後第 1 天的 AAR 為 0.1%，達到顯著水準。相對地，非關係人的 AAR 在事件當天與後續交易日均未達到顯著水準，顯示出投資人對關係人企業的捐贈事件反應較為積極，而對非關係人的反應較為有限。綜合以上結果，企業捐贈事件在事件發生後的短期內，特別是在事件後的第 1 個交易日，對股價具有顯著的正向影響，尤其是在與關係人相關的企業中，投

資人顯示出更強的正向反應。因此，假說 1 的成立在於捐贈給關係人上是獲得支持的，但捐贈給非關係人則不支持假說 1。

表 3 企業捐贈之事件分析

本研究透過市場模型 (Market Model) 計算共 20 天 (-20, 20)，以便觀察事件發生前後異常報酬 (AAR) 與累積異常報酬 (CAAR)，的市場反應。表中顯示的 *、**、*** 分別代表估計期設定為事件前 270 天至前 21 天 (-270, -21)，事件窗口則涵蓋事件發生前後顯著性，括號內的數字為 *t* 值。

Days	全捐贈樣本(N=2778)		關係人(N=2585)		非關係人(N=193)	
	AAR(%)	CAAR(%)	AAR(%)	CAAR(%)	AAR(%)	CAAR(%)
-20	0.0094 (0.32)	0.0094 (0.32)	0.0128 (0.42)	0.0128 (0.42)	-0.0363 (-0.27)	-0.0363 (-0.27)
-19	-0.0042 (-0.14)	0.0052 (0.12)	-0.0044 (-0.14)	0.0084 (0.20)	-0.0019 (-0.01)	-0.0382 (-0.20)
-18	-0.0114 (-0.38)	-0.0062 (-0.12)	-0.0053 (-0.17)	0.0031 (0.06)	-0.0932 (-0.7)	-0.1313 (-0.57)
-17	0.1103 (3.70) ***	0.1041 (1.75) *	0.1191 (3.91) ***	0.1223 (2.01) **	-0.0078 (-0.06)	-0.1391 (-0.52)
-16	0.0029 (0.10)	0.107 (1.60)	0.0029 (0.10)	0.1252 (1.84) *	0.0027 (0.02)	-0.1365 (-0.46)
-15	-0.0206 (-0.69)	0.0864 (1.18)	-0.0146 (-0.48)	0.1106 (1.48)	-0.1014 (-0.76)	-0.2379 (-0.72)
-14	-0.0264 (-0.89)	0.06 (0.76)	-0.0201 (-0.66)	0.0905 (1.12)	-0.1107 (-0.83)	-0.3486 (-0.98)
-13	-0.0046 (-0.15)	0.0554 (0.66)	-0.0031 (-0.10)	0.0874 (1.01)	-0.0253 (-0.19)	-0.3739 (-0.99)
-12	0.0556 (1.86) *	0.1109 (1.24)	0.0649 (2.13) **	0.1523 (1.67) *	-0.07 (-0.52)	-0.4439 (-1.10)
-11	0.0444 (1.49)	0.1553 (1.65) *	0.0329 (1.08)	0.1853 (1.92) *	0.1986 (1.48)	-0.2453 (-0.58)
-10	0.0108 (0.36)	0.1661 (1.68) *	0.0173 (0.57)	0.2026 (2.01) **	-0.0768 (-0.57)	-0.3221 (-0.72)
-9	-0.0218 (-0.73)	0.1443 (1.40)	-0.0193 (-0.63)	0.1832 (1.74) *	-0.0551 (-0.41)	-0.3772 (-0.81)
-8	0.0475 (1.59)	0.1918 (1.78) *	0.0358 (1.17)	0.219 (1.99) **	0.205 (1.53)	-0.1722 (-0.36)
-7	-0.0898 (-3.01) ***	0.102 (0.91)	-0.0995 (-3.27) ***	0.1195 (1.05)	0.0394 (0.29)	-0.1328 (-0.27)
-6	-0.0312 (-1.04)	0.0709 (0.61)	-0.0307 (-1.01)	0.0888 (0.75)	-0.0368 (-0.27)	-0.1696 (-0.33)
-5	-0.0639 (-2.14) **	0.0069 (0.06)	-0.0381 (-1.25)	0.0507 (0.42)	-0.4102 (-3.06) ***	-0.5799 (-1.08)
-4	-0.0086 (-0.29)	-0.0017 (-0.01)	-0.0119 (-0.39)	0.0388 (0.31)	0.035 (0.26)	-0.5448 (-0.99)
-3	-0.0157 (-0.53)	-0.0174 (-0.14)	-0.0195 (-0.64)	0.0193 (0.15)	0.0355 (0.26)	-0.5094 (-0.90)
-2	0.0117 (0.39)	-0.0057 (-0.04)	0.0245 (0.80)	0.0438 (0.33)	-0.1599 (-1.19)	-0.6693 (-1.15)
-1	0.0568 (1.90) *	0.0511 (0.38)	0.0821 (2.70) ***	0.126 (0.92)	-0.2827 (-2.11) **	-0.952 (-1.59)
0	-0.04 (-1.34)	0.011 (0.08)	-0.0453 (-1.49)	0.0806 (0.58)	0.0311 (0.23)	-0.9209 (-1.50)
1	0.1047 (3.51) ***	0.1157 (0.83)	0.1 (3.28) ***	0.1806 (1.26)	0.1668 (1.25)	-0.754 (-1.20)
2	-0.0303 (-1.01)	0.0854 (0.60)	-0.017 (-0.56)	0.1636 (1.12)	-0.2078 (-1.55)	-0.9618 (-1.50)
3	0.0562 (1.88) *	0.1416 (0.97)	0.0529 (1.740) *	0.2165 (1.45)	0.1003 (0.75)	-0.8615 (-1.31)
4	-0.0453 (-1.52)	0.0963 (0.65)	-0.0408 (-1.34)	0.1757 (1.15)	-0.1048 (-0.78)	-0.9663 (-1.44)
5	-0.0444 (-1.49)	0.0519 (0.34)	-0.0464 (-1.52)	0.1292 (0.83)	-0.0173 (-0.13)	-0.9836 (-1.44)
6	-0.0356 (-1.19)	0.0163 (0.11)	-0.03 (-0.98)	0.0992 (0.63)	-0.1115 (-0.83)	-1.0951 (-1.57)
7	0.0165 (0.55)	0.0327 (0.21)	0.0282 (0.92)	0.1274 (0.79)	-0.1403 (-1.05)	-1.2354 (-1.74) *
8	-0.0449 (-1.50)	-0.0121 (-0.08)	-0.0359 (-1.18)	0.0915 (0.56)	-0.1649 (-1.23)	-1.4003 (-1.94) *
9	-0.0124 (-0.41)	-0.0245 (-0.15)	-0.0158 (-0.52)	0.0757 (0.45)	0.0333 (0.25)	-1.3671 (-1.86) *
10	-0.015 (-0.50)	-0.0395 (-0.24)	-0.0285 (-0.93)	0.0473 (0.28)	0.1657 (1.24)	-1.2013 (-1.61)
11	0.0004 (0.01)	-0.0391 (-0.23)	0.0154 (0.51)	0.0626 (0.36)	-0.2006 (-1.50)	-1.4019 (-1.85) *
12	0.0167 (0.56)	-0.0224 (-0.13)	0.0061 (0.20)	0.0687 (0.39)	0.1588 (1.18)	-1.2432 (-1.62)
13	0.0454 (1.52)	0.023 (0.13)	0.0331 (1.09)	0.1018 (0.57)	0.2103 (1.57)	-1.0329 (-1.32)
14	-0.0358 (-1.2)	-0.0128 (-0.07)	-0.0371 (-1.22)	0.0647 (0.36)	-0.0181 (-0.14)	-1.051 (-1.33)
15	-0.0497 (-1.67) *	-0.0625 (-0.35)	-0.0487 (-1.60)	0.016 (0.09)	-0.0624 (-0.47)	-1.1134 (-1.39)
16	0.0307 (1.03)	-0.0318 (-0.18)	0.0178 (0.59)	0.0338 (0.18)	0.203 (1.52)	-0.9104 (-1.12)
17	0.0244 (0.82)	-0.0073 (-0.04)	0.0297 (0.97)	0.0635 (0.34)	-0.0454 (-0.34)	-0.9558 (-1.16)
18	-0.0497 (-1.67) *	-0.0571 (-0.31)	-0.0454 (-1.49)	0.0181 (0.10)	-0.1076 (-0.80)	-1.0634 (-1.27)
19	-0.0178 (-0.60)	-0.0749 (-0.40)	-0.0194 (-0.64)	-0.0013 (-0.01)	0.0027 (0.02)	-1.0607 (-1.25)
20	0.0002 (0.01)	-0.0747 (-0.39)	0.0065 (0.21)	0.0052 (0.03)	-0.084 (-0.63)	-1.1447 (-1.33)

本單元將接續針對上述於中企業捐贈造成的異常報酬結果進行迴歸分析，將以 Sustainability、FTSE Russell、S&P Global

二、迴歸分析

與台灣公司治理評鑑 4 種指標皆有 ESG 評分之台灣上市上櫃企業所進行的捐贈活動共計 1772 件為樣本進行迴歸分析。為了提供研究所需要到的變數因此本研究創造了二組虛擬變數；分為 ESG 為好、ESG 為差、其餘則為機構間評分有落差。我們將區間日的異常報酬與累積異常報酬作為我們的應變數，另外加入了，ROA、ROE 作為短期財務指標的控制變數；Tobin's Q 做為長期財務指標的控制變數；負債比率做為代理問題指標的控制變數；SIZE 以公司之資產總額取自然對數進行控制。本研究將依序加入關係人、ESG 好壞、ESG 好壞與關係人進行迴歸分析，並且將 ROE 及 ROA 分為兩條迴歸式以避免共線性問題。

首先，我們探討企業形象好或差的公司在捐贈事件發生時對股票報酬產生之影響，結果呈現如表 4 (控制變數其一為 ROA) 與表 5 (控制變數其一為 ROE)。根據表 4 與表 5 的迴歸結果，可以發現企業形象好的變數 (Good) 在多數事件窗口中對於異常報酬皆呈現正向且顯著的影響，尤其是在事件前的短期窗口 (如事件前 1 至 5 天、1 至 10 天) 及事件前後的短期窗口 (事件前 1 天到後 1 天與事件前 5 天到後 5 天) 中顯示出顯著正向效果。這表明，具備良好形象的企業在進行捐贈前後，能夠更有效地提升公司價值，投資人對這些企業的捐贈行為反應更為積極。相對地，企業形象壞的變數 (Bad) 在多數事件窗口中對異常報酬呈現不顯著。總體而言，結果顯示企業形象對於捐贈事件的市場反應有重要影響，良好形象的企業能夠藉由捐贈行為增強其市場價值，而形象較差的企業則可能無法達到預期的正向效果，甚至遭遇市場質疑。此結果顯示，本研究的假說 2 獲得支持。

再者，我們進一步討論捐贈類型為現金或物資進行迴歸分析，結果呈現如表 6 (控制變數其一為 ROA) 與表 7 (控制變數其一為 ROE)。根據表 6 與表 7 的迴歸結果，Cash 變數顯示出捐贈現金的公司在事件發生後的異常報酬 (ROA 和 ROE) 上有明顯優勢。具體來說，在多個事件窗口中 (如事

件後 1 至 5 天、1 至 10 天和 1 至 20 天)，現金捐贈的企業獲得了顯著的正向異常報酬，這表明市場對於現金形式的捐贈反應更為積極。這一現象可能源於現金捐贈的直接性和靈活性，使得受益方能更迅速且有效地利用資金，從而提升捐贈企業的社會形象與投資人信任感。相比之下，非現金捐贈 (物資) 雖然也具有貢獻意義，但在市場回應上則相對較弱。這顯示出現金捐贈在企業形象的提升與市場正面回應方面具有較高的影響力，進而使公司獲得更高的異常報酬。

第三，我們進一步分析捐贈價值及其佔總資產的比例對於公司異常報酬的影響，結果如表 7 至表 10 所示。從分析結果可以觀察到，無論捐贈金額的絕對大小，或是捐贈價值相對於公司總資產的比重，對於公司在捐贈前後的異常報酬幾乎沒有顯著影響。這表明，市場可能更注重捐贈行為本身所傳遞的企業社會責任訊號，而非捐贈的實際金額或比例。然而，我們注意到，在表 8 中的捐贈金額 (Value) 的迴歸係數顯示為零，這可能是由於我們在迴歸分析中採用了較大的數值單位，導致變數的影響力在模型中被削弱。因此，我們在研究中已強調這一現象可能是一項局限，並指出在未來的研究中將進一步調整變數的單位或尺度以重新檢驗結果。即便如此，這一結果仍可能反映出，即便捐贈金額較高或佔公司總資產比重大，若無法有效傳遞正面的企業形象或彰顯社會責任，仍難以引起市場顯著的正向回應。投資人對企業捐贈行為的反應更多地取決於企業的整體形象與捐贈方式 (如現金或物資)，而非單純依賴捐贈的規模或比例。因此，對於企業而言，單靠高額捐贈並不必然能提升市場評價，還需考慮如何有效傳達其社會責任的承諾，才能在市場中獲得更高的認同。

最後，我們在事件研究中發現，捐贈給關係人之事件在事件發生前後出現了顯著的正向異常報酬，但捐贈給非關係人則未見此現象。然而，當我們進行迴歸分析時，關係人虛擬變數 (Stakeholder) 並未顯

示出顯著的影響，這可能是受到其他控制變數的影響所致。例如，像是企業財務指標或規模可能削弱了關係人變數的獨立影響力。此現象顯示，雖然市場對於關係人相關的捐贈活動反應積極，但在進一步的

迴歸分析中，其效果可能被其他變數所掩蓋。因此，未來研究可針對關係人變數進行更深入的探討，特別是考慮如何更好地隔離其他因素的影響，以全面了解捐贈行為對企業市場價值的作用機制。

表 4 企業形象好壞之迴歸分析結果 (ROA)

本表主要探討企業形象好壞對於捐贈效果之影響，完整的模型如下：

$$CAR_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1,t}Good_{i,t} + \beta_{2,t}Bad_{i,t} + \beta_{3,t}Stakeholder_{i,t} + \beta_{4,t}Size_{i,t} + \beta_{5,t}ROA_{i,t} + \beta_{6,t}TQ_{i,t} + \beta_{7,t}DEBT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，因變數為不同事件窗口的 CAR，主要自變數為 Good 與 Bad 分別為形象好的企業與形象壞的企業之虛擬變數，Stakeholder, Size, ROA, TQ, DEBT 則分別為捐贈對象為關係人、公司規模、資產報

酬率、Tobin's Q、負債比，變數之詳細計算方式與定義請參閱表 2。*、**、*** 分別為 0.1、0.05、0.01 之顯著水準，括號內數字為 t 值。

事件窗口	(-20 -1)	(-10 -1)	(-5 -1)	(-1)	0	(1)	(1_5)	(1_10)	(1_20)	(-1_1)	(-5_5)
Intercept	0.1251 (0.03)	3.3678 (1.26)	2.4249 (1.29)	1.0795 (1.27)	-0.4498 (-0.53)	-0.305 (-0.27)	-1.8519 (-0.83)	-3.2174 (-1.1)	-0.5271 (-0.12)	0.3247 (0.2)	0.1232 (0.04)
Good	0.6323 (1.22)	1.2038*** (3.59)	0.9034*** (3.85)	0.3781*** (3.55)	-0.002 (-0.02)	-0.027 (-0.19)	0.0258 (0.09)	0.1062 (0.29)	0.085 (0.15)	0.349* (1.75)	0.9273** (2.36)
Bad	-0.5454 (-0.85)	0.2035 (0.49)	-0.1665 (-0.57)	0.2308* (1.75)	-0.0429 (-0.33)	-0.0134 (-0.08)	0.0067 (0.02)	0.004 (0.01)	-0.7593 (-1.1)	0.1745 (0.7)	-0.2027 (-0.42)
Stakeholder	-0.5513 (-0.88)	-0.1748 (-0.43)	0.0442 (0.15)	-0.0728 (-0.56)	-0.1181 (-0.92)	0.1219 (0.72)	0.0737 (0.22)	0.0882 (0.2)	-0.6791 (-1.01)	-0.0691 (-0.28)	-0.0003 (0)
Size	-0.0385 (-0.24)	-0.1765* (-1.67)	-0.1475** (-2)	-0.065* (-1.94)	0.0358 (1.07)	0.0204 (0.47)	0.1274 (1.44)	0.1992* (1.73)	0.2385 (1.37)	-0.0088 (-0.14)	0.0157 (0.13)
ROA	-0.0104 (-0.85)	0.0196 (0.49)	-0.0009 (-0.57)	0.0124 (1.75)	0.0002 (-0.33)	0.0108 (-0.08)	0.0009 (0.02)	-0.0029 (0.01)	-0.1893 (-1.1)	0.0234 (0.7)	0.0002 (-0.42)
TQ	0.2501 (0.8)	0.0959 (0.47)	0.0463 (0.33)	0.0485 (0.75)	-0.1497** (-2.34)	-0.2579*** (-3.07)	-0.3468** (-2.05)	-0.2778 (-1.26)	0.008 (0.02)	-0.3592*** (-2.98)	-0.4503* (-1.9)
DEBT	0.0113 (0.85)	0.0123 (1.42)	0.0167*** (2.76)	0.0025 (0.9)	-0.0043 (-1.59)	-0.0031 (-0.86)	-0.0096 (-1.33)	-0.0091 (-0.97)	-0.0522*** (-3.67)	-0.0049 (-0.96)	0.0027 (0.27)
Year	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Industry	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Adjusted R ²	0.0008	0.0123	0.0167	0.0168	0.0039	0.0068	0.0037	0.0053	0.0401	0.0073	0.0082
p value of F test	0.3726	0.0026	0.0002	0.0002	0.135	0.0397	0.1417	0.0761	<0.001	0.0319	0.0216
Observations	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772

表 5 企業形象好壞之迴歸分析結果 (ROE)

本表與表 4 同樣探討企業形象好壞對於捐贈效果之影響，但將 ROA 更換成 ROE 再次進行測試，完整的模型如下：

$$CAR_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1,t}Good_{i,t} + \beta_{2,t}Bad_{i,t} + \beta_{3,t}Stakeholder_{i,t} + \beta_{4,t}Size_{i,t} + \beta_{5,t}ROE_{i,t} + \beta_{6,t}TQ_{i,t} + \beta_{7,t}DEBT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，因變數為不同事件窗口的 CAR，主要自變數為 Good 與 Bad 分別為形象好的企業與形象壞的企業之虛擬變數，Stakeholder, Size, ROE, TQ, DEBT 則分別為捐贈對象為關係人、公司規模、股東權益

報酬率、Tobin's Q、負債比，變數之詳細計算方式與定義請參閱表 2。*、**、*** 分別為 0.1、0.05、0.01 之顯著水準，括號內數字為 t 值。

事件窗口	(-20 -1)	(-10 -1)	(-5 -1)	(-1)	0	(1)	(1_5)	(1_10)	(1_20)	(-1_1)	(-5_5)
Intercept	-0.5304 (-0.13)	3.091 (1.15)	2.2489 (1.2)	1.1016 (1.29)	-0.4046 (-0.48)	-0.2802 (-0.25)	-1.9935 (-0.89)	-3.5786 (-1.22)	-1.7877 (-0.41)	0.4168 (0.26)	-0.1492 (-0.05)
Good	0.6201 (1.2)	1.1739*** (3.52)	0.8982*** (3.84)	0.3661*** (3.45)	-0.0006 (-0.01)	-0.0373 (-0.27)	0.02 (0.07)	0.0965 (0.27)	0.2356 (0.43)	0.3282* (1.65)	0.9176** (2.35)

表 5 企業形象好壞之迴歸分析結果 (ROE) (延續)

事件窗口	(-20_-1)	(-10_-1)	(-5_-1)	(-1)	0	(1)	(1_5)	(1_10)	(1_20)	(-1_1)	(-5_5)
Bad	-0.536 (-0.83)	0.199 (0.48)	-0.1647 (-0.56)	0.2263* (1.71)	-0.0434 (-0.33)	-0.0175 (-0.1)	0.0076 (0.02)	0.0082 (0.02)	-0.6817 (-1)	0.1654 (0.67)	-0.2004 (-0.41)
Stakeholder	-0.636 (-1.01)	-0.2092 (-0.51)	0.0216 (0.08)	-0.0693 (-0.53)	-0.1123 (-0.87)	0.1257 (0.74)	0.0556 (0.16)	0.0417 (0.09)	-0.8517 (-1.27)	-0.0559 (-0.23)	-0.0352 (-0.07)
Size	-0.0131 (-0.08)	-0.1604 (-1.52)	-0.1403* (-1.9)	-0.0632* (-1.89)	0.034 (1.02)	0.0218 (0.5)	0.1335 (1.51)	0.2137* (1.86)	0.2488 (1.43)	-0.0074 (-0.12)	0.0272 (0.22)
ROA	-0.0529*** (-3.01)	-0.0219* (-1.93)	-0.0142* (-1.78)	0.002 (0.55)	0.0036 (1.01)	0.0022 (0.46)	-0.0114 (-1.19)	-0.0291** (-2.35)	-0.1045 (-5.59)	0.0078 (1.15)	-0.0219 (-1.65)
TQ	0.5768** (1.96)	0.3237* (1.7)	0.1411 (1.06)	0.0826 (1.36)	-0.1743*** (-2.89)	-0.2311*** (-2.92)	-0.2645* (-1.66)	-0.087 (-0.42)	0.0019 (0.01)	-0.3228*** (-2.84)	-0.2977 (-1.33)
DEBT	0.0151 (1.16)	0.0122 (1.44)	0.0176*** (2.97)	0.0015 (0.56)	-0.0046* (-1.71)	-0.0039 (-1.12)	-0.009 (-1.28)	-0.0072 (-0.78)	-0.0332** (-2.39)	-0.007 (-1.39)	0.004 (0.4)
Year	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Industry	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Adjusted R ²	0.0059	0.0141	0.0185	0.0158	0.0045	0.0064	0.0046	0.0084	0.0472	0.0069	0.0097
p value of F test	0.0597	0.001	<.0001	0.0003	0.1081	0.0477	0.104	0.0188	<.0001	0.0392	0.0102
Observations	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772

表 6 現金或物資之迴歸分析結果 (ROA)

本表主要探討捐贈類型為現金或物資對於捐贈效果之影響，完整的模型如下：

$$CAR_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1,t}Good_{i,t} + \beta_{2,t}Bad_{i,t} + \beta_{3,t}Cash_{i,t} + \beta_{4,t}Stakeholder_{i,t} + \beta_{5,t}Size_{i,t} + \beta_{6,t}ROA_{i,t} + \beta_{7,t}TQ_{i,t} + \beta_{8,t}DEBT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，因變數為不同事件窗口的 CAR，主要自變數除了 Good 與 Bad 分別為形象好的企業與形象壞的企業之虛擬變數，再加上一個虛擬變數 Cash 為捐贈現金為 1，Stakeholder, Size, ROA, TQ, DEBT 則分別

為捐贈對象為關係人、公司規模、資產報酬率、Tobin's Q、負債比，變數之詳細計算方式與定義請參閱表 2。*、**、*** 分別為 0.1、0.05、0.01 之顯著水準，括號內數字為 t 值。

事件窗口	(-20_-1)	(-10_-1)	(-5_-1)	(-1)	0	(1)	(1_5)	(1_10)	(1_20)	(-1_1)	(-5_5)
Intercept	-1.5764 (-0.37)	2.9191 (1.06)	2.037 (1.06)	0.794 (0.91)	-0.478 (-0.55)	-0.4057 (-0.36)	-2.7786 (-1.21)	-4.7783 (-1.59)	-3.7857 (-0.84)	-0.0897 (-0.05)	-1.2196 (-0.38)
Good	0.5667 (1.09)	1.1864*** (3.53)	0.8885*** (3.78)	0.3671*** (3.44)	-0.0031 (-0.03)	-0.0309 (-0.22)	-0.0099 (-0.04)	0.046 (0.13)	-0.0408 (-0.07)	0.333* (1.67)	0.8755** (2.23)
Bad	-0.6847 (-1.06)	0.1668 (0.4)	-0.1983 (-0.67)	0.2075 (1.56)	-0.0452 (-0.34)	-0.0217 (-0.12)	-0.0692 (-0.2)	-0.1238 (-0.27)	-1.0261 (-1.48)	0.1406 (0.56)	-0.3127 (-0.64)
Cash	1.5206* (1.75)	0.401 (0.71)	0.3466 (0.88)	0.2552 (1.43)	0.0252 (0.14)	0.09 (0.39)	0.8281* (1.76)	1.395** (2.28)	2.9121*** (3.15)	0.3704 (1.11)	1.2* (1.83)
Stakeholder	-0.4835 (-0.77)	-0.1569 (-0.38)	0.0597 (0.21)	-0.0615 (-0.47)	-0.117 (-0.91)	0.1259 (0.74)	0.1106 (0.32)	0.1504 (0.34)	-0.5492 (-0.82)	-0.0526 (-0.22)	0.0533 (0.11)
Size	-0.0248 (-0.15)	-0.173 (-1.64)	-0.1444* (-1.95)	-0.0628* (-1.87)	0.0361 (1.08)	0.0212 (0.48)	0.1348 (1.53)	0.2116* (1.84)	0.2645 (1.52)	-0.0055 (-0.09)	0.0264 (0.21)
ROA	-0.0102 (-0.24)	0.0197 (0.73)	-0.0008 (-0.04)	0.0124 (1.45)	0.0002 (0.02)	0.0109 (0.97)	0.001 (0.04)	-0.0027 (-0.09)	-0.1889 (-4.25)	0.0235 (1.46)	0.0003 (0.01)
TQ	0.2287 (0.73)	0.0902 (0.45)	0.0414 (0.29)	0.0449 (0.7)	-0.1501** (-2.34)	-0.2592*** (-3.08)	-0.3585** (-2.11)	-0.2974 (-1.35)	-0.033 (-0.1)	-0.3644*** (-3.02)	-0.4672** (-1.97)
DEBT	0.0115 (0.86)	0.0123 (1.43)	0.0167*** (2.77)	0.0025 (0.91)	-0.0043 (-1.59)	-0.0031 (-0.85)	-0.0095 (-1.32)	-0.0089 (-0.95)	-0.0518*** (-3.65)	-0.0049 (-0.95)	0.0029 (0.28)
Year	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Industry	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Adjusted R ²	0.002	0.012	0.0166	0.0174	0.0033	0.0064	0.0049	0.0077	0.045	0.0074	0.0095
p value of F test	0.2669	0.0035	0.0003	0.0002	0.1711	0.0525	0.0934	0.0289	<.0001	0.0325	0.0125
Observations	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772	1772

表 7 現金或物資之迴歸分析結果 (ROE)

本表與表 6 同樣探討捐贈類型為現金或物資對於捐贈效果之影響，但將 ROA 更換成 ROE 再次進行測試，完整的模型如下：

$$CAR_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1,t}Good_{i,t} + \beta_{2,t}Bad_{i,t} + \beta_{3,t}Cash_{i,t} + \beta_{4,t}Stakeholder_{i,t} + \beta_{5,t}Size_{i,t} + \beta_{6,t}ROE_{i,t} + \beta_{7,t}TQ_{i,t} + \beta_{8,t}DEBT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

表 8 捐贈金額數目之迴歸分析結果 (ROA) (延續)

事件窗口	(-20_-1)	(-10_-1)	(-5_-1)	(-1)	0	(1)	(1_5)	(1_10)	(1_20)	(-1_1)	(-5_5)
Adjusted R ²	0.0061	0.0167	0.0199	0.0172	0.0014	0.009	0.0047	0.0095	0.0498	0.0093	0.0089
p value of F test	0.0636	0.0004	<.0001	0.0003	0.3196	0.0185	0.1117	0.0146	<.0001	0.0162	0.0195
Observations	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710

表 9 捐贈金額數目之迴歸分析結果 (ROE)

本表與表 8 同樣探討捐贈金額對於捐贈效果之影響，但將 ROA 更換成 ROE 再次進行測試，完整的模型如下：

$$CAR_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1,t}Good_{i,t} + \beta_{2,t}Bad_{i,t} + \beta_{3,t}Value_{i,t} + \beta_{4,t}Stakeholder_{i,t} + \beta_{5,t}Size_{i,t} + \beta_{6,t}ROE_{i,t} + \beta_{7,t}TQ_{i,t} + \beta_{8,t}DEBT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，因變數為不同事件窗口的 CAR，主要自變數除了 Good 與 Bad 分別為形象好的企業與形象壞的企業之虛擬變數，再加上一個變數 Value 為捐贈金額，Stakeholder, Size, ROE, TQ, DEBT 則分別為

捐贈對象為關係人、公司規模、股東權益報酬率、Tobin's Q、負債比，變數之詳細計算方式與定義請參閱表 2。*、**、*** 分別為 0.1、0.05、0.01 之顯著水準，括號內數字為 t 值。

事件窗口	(-20_-1)	(-10_-1)	(-5_-1)	(-1)	0	(1)	(1_5)	(1_10)	(1_20)	(-1_1)	(-5_5)
Intercept	-0.864 (-0.21)	2.6464 (0.98)	2.9342 (1.54)	1.1528 (1.33)	-0.256 (-0.31)	-0.1708 (-0.15)	-2.1392 (-0.94)	-3.0636 (-1.05)	-1.182 (-0.28)	0.7259 (0.45)	0.539 (0.17)
Good	0.4426 (0.86)	0.9937*** (2.93)	0.8717*** (3.63)	0.3015*** (2.76)	0.0153 (0.15)	-0.0311 (-0.22)	-0.0526 (-0.18)	0.0453 (0.12)	-0.153 (-0.28)	0.2857 (1.41)	0.8344** (2.09)
Bad	-0.7882 (-1.23)	0.0801 (0.19)	-0.0775 (-0.26)	0.1562 (1.15)	-0.0834 (-0.64)	-0.1234 (-0.7)	-0.0834 (-0.23)	-0.2062 (-0.45)	-1.1888* (-1.77)	-0.0506 (-0.2)	-0.2443 (-0.49)
Value	0.0000 (0.21)	0.0000 (-0.26)	0.0000 (0.19)	0.0000 (-0.3)	0.0000 (0.25)	0.0000 (0.69)	0.0000 (0.09)	0.0000 (-0.31)	0.0000 (0.18)	0.0000 (0.45)	0.0000 (0.24)
Stakeholder	-0.8823 (-1.31)	-0.2772 (-0.62)	-0.0728 (-0.23)	-0.0479 (-0.34)	-0.0726 (-0.53)	0.065 (0.35)	0.0846 (0.23)	-0.0067 (-0.01)	-1.0823 (-1.54)	-0.0556 (-0.21)	-0.0609 (-0.12)
Size	-0.0015 (-0.01)	-0.1419 (-1.34)	-0.1699** (-2.27)	-0.0628* (-1.84)	0.0274 (0.83)	0.0219 (0.5)	0.1433 (1.61)	0.192* (1.67)	0.2111 (1.26)	-0.0135 (-0.21)	0.0007 (0.01)
ROA	-0.0265 (-1.45)	-0.0138 (-1.14)	-0.0076 (-0.9)	0.0061 (1.58)	-0.0042 (-1.13)	0.0043 (0.85)	0.0049 (0.49)	-0.0056 (-0.43)	-0.0537*** (-2.81)	0.0062 (0.86)	-0.0069 (-0.49)
TQ	0.4773 (1.62)	0.3337 [†] (1.72)	0.1252 (0.91)	0.0561 (0.9)	-0.1381** (-2.29)	-0.288*** (-3.55)	-0.3779** (-2.31)	-0.2696 (-1.28)	-0.2504 (-0.81)	-0.3701*** (-3.19)	-0.3909 [†] (-1.71)
DEBT	0.0186 (1.43)	0.0142 [†] (1.65)	0.0193*** (3.18)	0.0025 (0.89)	-0.0034 (-1.28)	-0.0049 (-1.37)	-0.0104 (-1.43)	-0.0057 (-0.61)	-0.022 (-1.62)	-0.0059 (-1.15)	0.0055 (0.55)
Year	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Industry	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Adjusted R ²	0.0073	0.0174	<.0001	0.0159	0.0019	0.0087	0.0037	0.0093	0.0495	0.0082	0.0086
p value of F test	0.0388	0.0002	0.0203	0.0006	0.2814	0.0213	0.1568	0.0159	<.0001	0.0258	0.022
Observations	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710	1710

表 10 捐贈金額/資產總額之迴歸分析結果 (ROA)

本表主要探討捐贈金額佔總資產之比例對於捐贈效果之影響，完整的模型如下：

$$CAR_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1,t}Good_{i,t} + \beta_{2,t}Bad_{i,t} + \beta_{3,t}Value\%_{i,t} + \beta_{4,t}Stakeholder_{i,t} + \beta_{5,t}Size_{i,t} + \beta_{6,t}ROA_{i,t} + \beta_{7,t}TQ_{i,t} + \beta_{8,t}DEBT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，因變數為不同事件窗口的 CAR，主要自變數除了 Good 與 Bad 分別為形象好的企業與形象壞的企業之虛擬變數，再加上一個變數 Value% 為捐贈金額佔總資產之比例，Stakeholder, Size, ROA, TQ, DEBT

則分別為捐贈對象為關係人、公司規模、資產報酬率、Tobin's Q、負債比，變數之詳細計算方式與定義請參閱表 2。*、**、*** 分別為 0.1、0.05、0.01 之顯著水準，括號內數字為 t 值。

三、強韌性檢定

由於研究中所使用的 ESG 分數為 2022 年 11 月的 ESG 評分，對於 2020 年以前的樣本可能會因為年份過於久遠導致研究結果出現偏差，因此本研究以 2020 年後樣本進行強韌性檢定，又因 2020 年有選舉的因素可能影響企業進行捐贈的目的性，因此將其排除，故以 2021 年及 2022 年間企業捐贈樣本進行分析。這段期間企業捐贈樣本共計 551 件進行事件研究法的分析，後從 551 件事件中挑出 Sustainability、FTSE Russell、S&P Global 與台灣公司治理評鑑 4 種指標皆有 ESG 評分之台灣上市上櫃企業所進行的捐贈活動共計 357 件為樣本進行迴歸分析。事件研究之結果呈現如表 12，仍然可以發現當企業捐贈給關係人時，在事件研究確實具有較佳的報酬率。

接著，我們針對企業形象與捐贈類型進行強韌性檢定，結果呈現如表 13 與表 14。根據表 13 和表 14 的強韌性檢定結果，進一步驗證了前述分析的可靠性。表 13 的 Good 與 Bad 變數結果與表 4 一致，顯示企業形象較好的公司在捐贈前後獲得了更顯著的正向異常報酬，而形象較差的公司捐贈效果則不顯著甚至呈現負向影響。這一致性進一步強化了良好企業形象能帶來較佳捐贈效果的結論。

同樣地，表 14 的結果與表 6 一致，Cash 變數在捐贈後的異常報酬中顯示出顯著的正向影響，尤其在事件後 1 至 10 天期間，現金捐贈相較於物資捐贈對股票報酬的影響更為顯著。這進一步確認了現金捐贈在提升公司股價反應上優於物資捐贈。因此，這些強韌性檢定結果明確支持了企業形象越佳的公司捐贈效果越好，以及現金捐贈對股價的影響優於物資捐贈的結論。

表 12 強韌性檢定：企業捐贈利害關係人事件研究法平均異常報酬 AAR(%)與累計平均異常報酬 CAAR(%)

本研究透過市場模型 (Market Model) 計算異常報酬 (AAR) 與累積異常報酬 (CAAR)，估計期設定為事件前 270 天至前 21 天 (-270, -21)，事件窗口則涵蓋事件

發生前後共 20 天 (-20, 20)，以便觀察事件發生前後的市場反應。表中顯示的*、**、*** 分別代表在 10%、5%、1% 顯著水準下的統計顯著性，括號內的數字為 t 值。

DAYS	全捐贈樣本(N=551)		關係人(N=508)		非關係人(N=43)	
	AAR(%)	CAAR(%)	AAR(%)	CAAR(%)	AAR(%)	CAAR(%)
-20	0.0665 (0.83)	0.0665 (0.83)	0.0419 (0.51)	0.0419 (0.51)	0.3574 (1.16)	0.3574 (1.16)
-19	-0.0794 (-0.99)	-0.0129 (-0.11)	-0.0892 (-1.08)	-0.0473 (-0.40)	0.0364 (0.12)	0.3938 (0.91)
-18	-0.0105 (-0.13)	-0.0233 (-0.17)	0.0124 (0.15)	-0.0349 (-0.24)	-0.281 (-0.92)	0.1128 (0.21)
-17	0.2255 (2.82) ***	0.2021 (1.27)	0.2609 (3.16) ***	0.2261 (1.37)	-0.1938 (-0.63)	-0.081 (-0.13)
-16	0.0337 (0.42)	0.2358 (1.32)	0.0493 (0.60)	0.2754 (1.49)	-0.1504 (-0.49)	-0.2314 (-0.34)
-15	0.1379 (1.73) *	0.3737 (1.91) *	0.1377 (1.67) *	0.4131 (2.04) **	0.1399 (0.46)	-0.0915 (-0.12)
-14	-0.1685 (-2.11) **	0.2052 (0.97)	-0.1586 (-1.92) *	0.2545 (1.16)	-0.2859 (-0.93)	-0.3773 (-0.46)
-13	0.0862 (1.08)	0.2913 (1.29)	0.0983 (1.19)	0.3527 (1.51)	-0.0565 (-0.18)	-0.4338 (-0.50)
-12	0.0584 (0.73)	0.3497 (1.46)	0.0664 (0.80)	0.4191 (1.69) *	-0.0363 (-0.12)	-0.4701 (-0.51)
-11	0.0014 (0.02)	0.3511 (1.39)	0.0321 (0.39)	0.4512 (1.73) *	-0.3611 (-1.18)	-0.8312 (-0.86)
-10	0.0586 (0.73)	0.4097 (1.55)	0.0855 (1.03)	0.5367 (1.96) *	-0.2587 (-0.84)	-1.0899 (-1.07)
-9	-0.091 (-1.14)	0.3187 (1.15)	-0.0574 (-0.69)	0.4793 (1.68) *	-0.4883 (-1.59)	-1.5782 (-1.48)
-8	0.1946 (2.44) **	0.5133 (1.78) *	0.1761 (2.13) **	0.6554 (2.20) **	0.4134 (1.35)	-1.1649 (-1.05)
-7	-0.2156 (-2.7) ***	0.2977 (1.00)	-0.2155 (-2.61) ***	0.4399 (1.42)	-0.2171 (-0.71)	-1.3819 (-1.20)
-6	-0.0225 (-0.28)	0.2752 (0.89)	-0.028 (-0.34)	0.4118 (1.29)	0.0423 (0.14)	-1.3397 (-1.13)
-5	-0.0023 (-0.03)	0.2729 (0.85)	-0.0199 (-0.24)	0.3919 (1.19)	0.2065 (0.67)	-1.1332 (-0.92)
-4	0.0764 (0.96)	0.3493 (1.06)	0.0565 (0.68)	0.4484 (1.32)	0.3112 (1.01)	-0.822 (-0.65)
-3	0.0764 (0.96)	0.4257 (1.26)	0.0864 (1.05)	0.5348 (1.53)	-0.0416 (-0.14)	-0.8635 (-0.66)
-2	0.1612 (2.02) **	0.5869 (1.69) *	0.1297 (1.57)	0.6645 (1.85) *	0.5328 (1.74) *	-0.3307 (-0.25)
-1	0.0897 (1.12)	0.6766 (1.90) *	0.1023 (1.24)	0.7669 (2.08) **	-0.0592 (-0.19)	-0.3899 (-0.28)
0	-0.0169 (-0.21)	0.6597 (1.80) *	-0.0233 (-0.28)	0.7435 (1.96) **	0.0593 (0.19)	-0.3305 (-0.24)
1	0.0043 (0.05)	0.664 (1.77) *	0.0161 (0.19)	0.7596 (1.96) **	-0.1349 (-0.44)	-0.4654 (-0.32)
2	-0.0451 (-0.57)	0.6189 (1.62)	-0.0355 (-0.43)	0.7241 (1.83) *	-0.1587 (-0.52)	-0.6241 (-0.42)

表 14 強韌性檢定：現金或物資之迴歸分析結果 (ROA)

本表主要探討捐贈類型為現金或物資對於捐贈效果之影響，完整的模型如下：

$$CAR_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_{1,t}Good_{i,t} + \beta_{2,t}Bad_{i,t} + \beta_{3,t}Cash_{i,t} + \beta_{4,t}Stakeholder_{i,t} + \beta_{5,t}Size_{i,t} + \beta_{6,t}ROA_{i,t} + \beta_{7,t}TQ_{i,t} + \beta_{8,t}DEBT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

其中，因變數為不同事件窗口的 CAR，主要自變數除了 Good 與 Bad 分別為形象好的企業與形象壞的企業之虛擬變數，再加上一個虛擬變數 Cash 為捐贈現金為 1，Stakeholder, Size, ROA, TQ, DEBT 則分別

為捐贈對象為關係人、公司規模、資產報酬率、Tobin's Q、負債比，變數之詳細計算方式與定義請參閱表 2。*、**、*** 分別為 0.1、0.05、0.01 之顯著水準，括號內數字為 t 值。

事件窗口	(-20 -1)	(-10 -1)	(-5 -1)	(-1)	0	(1)	(1_5)	(1_10)	(1_20)	(-1_1)	(-5_5)
Intercept	3.7652 (0.31)	16.2855** (2.17)	9.2026** (2.01)	6.0508*** (2.97)	-0.1893 (-0.1)	0.0414 (0.01)	2.2152 (0.36)	4.1403 (0.52)	-2.0508 (-0.18)	5.9029 (1.4)	11.2285 (1.27)
Good	2.3091 (1.48)	2.9194*** (3.07)	1.8795*** (3.24)	0.3432 (1.33)	-0.0759 (-0.31)	-0.3911 (-1.06)	-0.0747 (-0.1)	0.8021 (0.8)	1.0291 (0.7)	-0.1237 (-0.23)	1.7289 (1.54)
Bad	-0.3291 (-0.17)	0.4249 (0.37)	0.0602 (0.09)	0.3872 (1.23)	0.2983 (1.01)	-1.1252** (-2.51)	-0.9107 (-0.97)	-1.266 (-1.04)	-1.8765 (-1.05)	-0.4397 (-0.68)	-0.5523 (-0.41)
Cash	4.041* (1.94)	2.0805 (1.64)	1.1966 (1.55)	0.3416 (0.99)	-0.372 (-1.16)	0.5833 (1.19)	1.3143 (1.28)	4.5621** (3.42)	9.8221 (5.02)	0.553 (0.78)	2.1389 (1.44)
Stakeholder	-1.073 (-0.65)	-0.1986 (-0.2)	0.5774 (0.95)	0.0793 (0.29)	0.192 (0.76)	-0.1278 (-0.33)	-1.0919 (-1.35)	-1.014 (-0.97)	-2.4251 (-1.57)	0.1435 (0.26)	-0.3225 (-0.27)
Size	-0.2751 (-0.55)	-0.8077*** (-2.67)	-0.5586*** (-3.02)	-0.2717*** (-3.3)	0.0387 (0.5)	0.0133 (0.11)	-0.0619 (-0.25)	-0.3349 (-1.05)	-0.2426 (-0.52)	-0.2197 (-1.29)	-0.5817 (-1.63)
ROA	0.0766 (0.92)	0.0913* (1.8)	0.0599* (1.93)	0.0044 (0.32)	-0.0102 (-0.79)	0.0084 (0.43)	-0.0433 (-1.05)	0.0076 (0.14)	-0.1308* (-1.67)	0.0026 (0.09)	0.0064 (0.11)
TQ	0.1442 (0.21)	0.1056 (0.25)	0.4217 (1.63)	0.0782 (0.68)	-0.126 (-1.17)	-0.3189* (-1.94)	-0.7745** (-2.25)	-1.0006** (-2.24)	-1.0784 (-1.64)	-0.3666 (-1.54)	-0.4788 (-0.96)
DEBT	-0.0329 (-0.79)	0.0079 (0.31)	0.0484*** (3.14)	0.0057 (0.83)	-0.0019 (-0.3)	-0.0074 (-0.75)	-0.0129 (-0.63)	0.0059 (0.22)	-0.0191 (-0.49)	-0.0036 (-0.25)	0.0336 (1.13)
Year	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Industry	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y	Y
Adjusted R ²	0.0133	0.0474	0.0647	0.0367	0.0023	0.0187	0.0175	0.0365	0.122	0.0182	0.0009
p value of F test	0.1551	0.0033	0.0003	0.0126	0.38	0.0918	0.1038	0.013	<.0001	0.097	0.4203
Observations	357	357	357	357	357	357	357	357	357	357	357

伍 | 結論與建議

本文透過事件研究法和迴歸分析，探討企業進行捐贈活動對其股票報酬的影響，並考量了捐贈對象（關係人或非關係人）、企業形象（以 ESG 評分為代表）及捐贈方式（現金或物資）等因素的不同。研究結果顯示，企業形象良好的公司在捐贈事件後能夠顯著提升股票報酬，特別是在捐贈對象為關係人的情況下，投資人反應更為積極。此外，現金捐贈相比於物資捐贈更能引發市場的正向反應，顯示出市場對於現金捐贈的直接性和靈活性持更高評價。再進一步的強韌性檢定中，我們發現上述結論依然成立，驗證了研究結果的穩定性。無論是對象、企業形象還是捐贈方式的不同，

對異常報酬的影響皆顯著且一致，強化了良好企業形象和現金捐贈的效果優勢。

基於此，本文建議企業在進行捐贈活動時，應注重形象管理，積極提升 ESG 評分，因為良好的企業形象不僅有助於增強品牌聲譽，更能提升投資人對捐贈行為的正面評價。此外，企業應優先考慮以現金形式捐贈，以提高市場的積極反應。對於捐贈對象的選擇，若能針對關係人進行捐贈，可能更能激發投資人信任與信心。總體而言，本文結果顯示，企業捐贈行為不僅僅是單純的 CSR 實踐，更是一項能有效提升企業價值的策略工具，惟需在形象、方式及對象上進行適當選擇，以達到最佳效果。

參考文獻

- 池祥萱、繆文娟、莊澄臻(2014)。企業社會責任對於公司財務績效之影響是雙面刃嗎?來自全球500大公司的證據。管理學報, 31, 1-19。(Chih, H. H., Miao, W. C., & Chuang, Y. C. (2014). Is Corporate Social Responsibility a Double-edged Sword? Evidence from Fortune Global 500 Companies. *Journal of Management*, 31(1), 1-19.)
- 沈中華, & 李建然. (2000). 事件研究法: 財務與會計實證研究必備. 華泰文化.(Shen, C.-H., & Lee, C.-J. (2000). Event Study Methodology: A Must-Have for Empirical Research in Finance and Accounting. Hwa Tai Publishing.)
- 沈中華、張元(2008)。企業的社會責任為可以改善財務績效嗎?-以英國 FTSE 社會責任指數為例。經濟論文, 36(3), 339-385。(Shen, C. H., & Chang, Y. (2008). Does corporate social responsibility improve financial performance? Evidence from FTSE4Good UK index. *Academia Economic Papers*, 36(3), 339-385.)
- 周振鋒(2013)。公司捐贈與相關代理成本問題之研究。臺大法學論叢, 42(2), 259-315。(Chou, C. F. (2013). Study on Corporate Donations and Problems of Agency Costs. *National Taiwan University Law Journal*, 42(2), 259-315.)
- 高蘭芬、盧正壽、黃冠智、陳安琳(2012)。公司治理, 公司績效與投資策略。中山管理評論, 20(3), 851-880。(Kao, L. F., Lu, C. S., Huang, K. C., & Chen, A. L. (2012). Corporate Governance, Firm Performance, and Investment Strategy. *Sun Yat-sen Management Review*, 20(3), 851-880.)
- 陳振遠、王健聰、洪世偉(2017)。公司治理對於企業社會責任, 公司價值之影響。中山管理評論, 25(1), 135-176。(Chen, R. C. Y., Wang, J. C., & Hung, S. W. (2017). The impact of corporate governance on the corporate social responsibility and firm values. *Sun Yat-Sen Management Review*, 25(1), 135-176.)
- 黃朝琮(2022)。環境、社會與治理(ESG)資訊揭露之規範-以重大性之判斷為核心。臺北大學法學論叢, (122), 1-111。(Huang, C. T. (2022). The Regulation of ESG Disclosure: Focus on Standard of Materiality. *National Taiwan University Law Journal*, 122, 1-111.)
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203-243.
- Autor, D. H., Dorn, D., & Hanson, G. H. (2013). The China syndrome: Local labor market effects of import competition in the United States. *American Economic Review*, 103(6), 2121-2168.
- Brammer, S., & Millington, A. (2005). Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis. *Journal of Business Ethics*, 61, 29-44.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Chatterjee, S., & Wernerfelt, B. (1991). The link between resources and type of diversification: Theory and evidence. *Strategic Management Journal*, 12(1), 33-48.
- Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the Relationship between CSR and Financial Performance. *Sustainability*, 11(2), 343.
- Daugaard, D. (2020). Emerging new themes in environmental, social and governance investing: a systematic literature review. *Accounting & Finance*, 60(2), 1501-1530.
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do corporate global environmental standards create or destroy market value?. *Management Science*, 46(8), 1059-1074.
- Du, S., Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2010). Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): The role of CSR communication. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 8-19.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management science*, 60(11), 2835-2857.
- Elkington, J. (1997). The triple bottom line. *Environmental Management: Readings and Cases*, 2, 49-66.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*, 38, 45-64.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83.
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & Society*, 36(1), 5-31.
- Hanson, D., Lyons, T., Bender, J., Bertocci, B., & Lamy, B. (2017). Analysts' roundtable on integrating ESG into investment decision-making. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(2), 44-55.

- Hawkins, D. F.(1997). *Corporate Financial Reporting and Analysis: Text and Cases*. Irwin/Mcgraw-Hill.
- Kim, S., & Li, Z. (2021). Understanding the impact of ESG practices in corporate finance. *Sustainability*, 13(7), 3746.
- Kotler, P., & Lee, N. (2005). Best of breed: When it comes to gaining a market edge while supporting a social cause, “corporate social marketing” leads the pack. *Social Marketing Quarterly*, 11(3-4), 91-103.
- Lichtenstein, D. R., Drumwright, M. E., & Braig, B. M. (2004). The effect of corporate social responsibility on customer donations to corporate-supported nonprofits. *Journal of Marketing*, 68(4), 16-32
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin’s q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, 1-32.
- McElroy, K. M., & Siegfried, J. J. (1986). The community influence on corporate contributions. *Public Finance Quarterly*, 14(4), 394-414.
- Nirino, N., Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120341.
- Sheldon, O. (1924). *The philosophy of management*. Routledge.
- Starks, L. T. (2009). EFA keynote speech:Corporate governance and corporate social responsibility: What do investors care about? What should investors care about?. *Financial Review*, 44(4), 461-468.
- Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*, 16(4), 691-718.
- Zairi, M., & Peters, J. (2002). The impact of social responsibility on business performance. *Managerial Auditing Journal*, 17(4), 174-178.

Does corporate image affect donation effectiveness? Evidence from the Taiwan stock market

Wei-Hong Fu ¹ | Chih-Chun Chen ²

¹ Department of Applied Economics and Management, National Ilan University

² Corresponding author, Department of Applied Economics and Management, National Ilan University, chihchun@niu.edu.tw

ABSTRACT

In recent years, ESG issues have garnered widespread attention, making the enhancement of corporate image an essential topic. Among various methods to improve corporate image, charitable donations are viewed as one of the most direct and common approaches. This study aims to investigate whether corporate donations receive positive recognition from investors, thereby impacting stock returns, and further examines whether the quality of a company's image influences investor perceptions of donations, leading to varied stock return responses. We utilize an event study methodology and regression analysis to examine the impact of 2,778 donation events by publicly listed companies in Taiwan from 2012 to 2022 on stock returns, as well as to assess the effect of corporate image quality on these outcomes. Results indicate that corporate donations indeed contribute to enhanced stock returns, with companies possessing a stronger image exhibiting a more significant positive impact on stock performance.

Keywords:

ESG, Corporate donation, Corporate image, Stock returns.

1 | Purpose

The primary objective of this study is to investigate whether corporate donations have a significant impact on stock returns and to examine whether there are differences in stock return performance between companies with a favorable corporate image and those with a less favorable one. Firms with strong ESG (Environmental, Social, and Governance) performance are generally perceived as committed to social responsibility, potentially earning higher levels of investor trust and market credibility. These companies are often seen as prioritizing sustainable practices and ethical governance, which can enhance their reputation and long-term shareholder value. However, the market's response to corporate donations varies significantly based on the firm's perceived corporate image and ESG standing. For high-ESG firms, investors may interpret donations as routine behavior consistent with their established reputation, leading to limited or muted effects on stock returns. Conversely, donations by low-ESG firms may trigger skepticism among investors, as such actions could be perceived as attempts to improve a tarnished image or engage in "greenwashing," potentially influencing perceptions of the company's motives and authenticity.

This research aims to explore these dynamics by analyzing stock return reactions to corporate donation announcements, focusing on the role of corporate image as reflected by ESG performance. Specifically, it investigates whether high-ESG firms achieve more favorable market reactions compared to low-ESG firms and assesses how corporate image interacts with donation effectiveness in shaping investor behavior. It also examines the impact of donation characteristics, such as the type (cash or in-kind) and value of the

donations, to provide a more nuanced understanding of how different approaches to philanthropy influence market outcomes.

By providing empirical evidence on the relationship between corporate donations, ESG performance, and stock returns, this study contributes to the broader understanding of how corporate social responsibility activities affect financial performance. The findings offer actionable insights for businesses seeking to strategically enhance their corporate image and market value through philanthropy. Furthermore, this research aids investors in evaluating the financial implications of CSR initiatives, particularly in an era where sustainability and ethical considerations play an increasingly critical role in investment decisions. Ultimately, the study underscores the strategic importance of aligning corporate donations with a company's ESG framework to maximize both market and societal benefits.

2 | Research methodology

This study investigates the impact of corporate donations on stock returns using a dataset of 2,778 donation events from 2012 to 2022, obtained from the Taiwan Economic Journal (TEJ). Due to limited donation records before 2012, only events from this period were analyzed. The sample includes information on announcement dates, recipients, donation amounts, and the relationship between donors and recipients. Financial variables such as ROA, ROE, Tobin's Q, debt ratio, and total assets were also sourced from TEJ.

ESG scores were retrieved from the TDCC IR Platform, incorporating evaluations from Sustainalytics, FTSE Russell, S&P Global, and Taiwan Corporate Governance Evaluation. Companies were categorized into three groups based on their ESG scores: high

(Good), low (Bad), and inconsistent ratings. A total of 300 firms with complete ESG scores and 1,772 donation events were selected for analysis.

An event study methodology was employed to Calculate Abnormal Returns (ARs) and Cumulative Abnormal Returns (CARs) using the market model, with the Taiwan Weighted Index as the benchmark. The estimation period spanned from 270 to 21 days prior to each event, and the event window covered -20 to +20 days around the announcement.

The study's regression model examines the effects of ESG scores and donation characteristics on CARs. Key variables include dummy indicators for Good and Bad firms, donation type (Cash or in-kind), and donation value (Value, Value%). Control variables include firm size, ROA, ROE, Tobin's Q, debt ratio, and stakeholder relationship (Stakeholder). Fixed effects for industry and year were incorporated to enhance robustness.

3 | Empirical analysis

This chapter examines the impact of corporate donations on stock returns using event study and regression analysis. ESG scores serve as proxies for corporate image, while ROA, ROE, Tobin's Q, and debt ratio are included as controls. The analysis also evaluates the effects of donation type and value on Abnormal Returns (ARs).

The event study, based on 2,778 donation events from 2012 to 2022, reveals that the Average Abnormal Return (AAR) on the event day (Day 0) is -0.04% and statistically insignificant. However, AARs on the day before (Day -1) and after (Day +1) are positive and significant at 0.0568% and 0.1047%, respectively, indicating short-term

positive reactions to donation announcements. Cumulative Abnormal Returns (CAARs) also show a gradual accumulation post-event, suggesting a short-term positive effect on stock prices. Subgroup analysis indicates that donations to stakeholders (e.g., related parties) elicit stronger market responses, with significant AARs on Day +1, whereas non-stakeholder donations do not exhibit significant effects.

Regression analysis on 1,772 donation events involving firms with ESG scores from Sustainalytics, FTSE Russell, S&P Global, and Taiwan Corporate Governance Evaluation shows that Good firms achieve significant positive ARs and CAARs across various event windows, particularly in short-term windows around the event (e.g., Days -1 to +1). Bad firms, however, do not show significant effects. Additionally, cash donations consistently outperform in-kind donations in generating positive ARs, likely due to the perceived immediacy and flexibility of cash contributions.

Robustness tests using post-2020 donation events confirm the main findings. Firms with Good ESG ratings continue to exhibit positive and significant ARs, while cash donations outperform in-kind contributions. These results emphasize the importance of corporate image and donation type in influencing market reactions. Overall, firms with better ESG ratings and cash donations experience stronger positive market responses, reinforcing the strategic value of effective corporate philanthropy.

4 | Research limitations

This study has certain limitations that should be acknowledged. First, the ESG scores used are derived from the evaluations of 2022, which may not fully represent the historical

context of companies' ESG performance during earlier donation events in the dataset. This could lead to potential biases in interpreting the influence of ESG scores on market reactions. Second, the event study methodology captures only short-term abnormal returns, limiting the analysis of long-term impacts of corporate donations on firm value. Third, the dataset includes only Taiwanese publicly listed companies, which restricts the generalizability of the findings to other markets or regions with different cultural, economic, or regulatory contexts. Finally, while the study incorporates key financial and corporate image variables, other potential influencing factors, such as mediacoverage or stakeholder-specific perceptions of donations, were not considered. Despite these limitations, the findings provide meaningful insights into the relationship between corporate donations, ESG performance, and market reactions, offering a foundation for future research to explore additional variables and broader contexts.

5 | Originality/Contribution

This study makes several important contributions to the literature on corporate social responsibility and financial performance. It is among the first to systematically investigate how corporate image, proxied by ESG scores, and donation characteristics influence stock market reactions in the Taiwanese context. By analyzing a comprehensive dataset of 2,778 donation events over a decade, the study provides robust evidence that firms with better ESG ratings achieve more favorable market responses, especially when donations are made in cash rather than in-kind. Furthermore, the findings highlight the nuanced role of stakeholder relationships in shaping market

perceptions of corporate philanthropy. This research also contributes methodologically by integrating ESG ratings from multiple global institutions, enhancing the reliability of the analysis. The insights generated have practical implications for corporate decision-makers aiming to optimize the strategic value of their philanthropic activities and for investors assessing the financial impact of CSR initiatives. Ultimately, the study enriches the understanding of how corporate donations and ESG performance intersect to influence firm value in a market increasingly attuned to social responsibility.