

# 探討持股比例對公司經營績效之影響

## The Effect of Shareholding Ratio on Corporate Performance

汪青萍<sup>a</sup> 江偉弘<sup>b</sup>

### 摘要

本研究從台灣經濟新報資料庫(TEJ)取得 2008 年 1 月至 2018 年 12 月上市公司之數據，探討股權結構對公司經營績效之影響。股權結構指標為外國法人持股、本國政府機構持股、本國金融機構持股、大股東持股、董監持股等資料；公司經營績效指標為資產報酬率和股東權益報酬率等資料。

實證結果發現，外國法人持股比例、本國金融機構持股比例和董監持股比例與公司經營績效具有正向關係，且達顯著水準；大股東持股比例與資產報酬率具有顯著的正向關係，與股東權益報酬率則具有不顯著的正向關係；本國政府機構持股比例與公司經營績效具有正向關係，但未達顯著水準。

**關鍵字：**股權結構、機構法人持股、董監持股、公司經營績效

### ABSTRACT

This research investigated the influence of shareholder structure on corporate performance. The research data about listed companies from 2008 to 2018 were collected from the Taiwan Economic Journal (TEJ). Shareholder structure was measured by foreign shareholding, ROC government institutions shareholding, ROC financial institutions shareholding, major shareholding, and board director's shareholding. Corporate performance was measured by return on assets (ROA) and return on equity (ROE).

The results showed that foreign shareholding ratio, ROC financial institutions shareholding ratio, and board director's shareholding ratio were all positively correlated with corporate performance, and reached significance level. Major shareholding ratio was positively correlated with ROA and ROE, but reached significance level only with ROA. ROC government institutions shareholding ratio was positively correlated with corporate performance, but did not reach significance level.

**Keywords :** Shareholder Structure, Institutional Ownership, Board Director's Shareholding, Corporate Performance

## 1. 緒論

### 1.1. 研究動機與目的

幾十年來，台灣的證券市場對外資採取循序漸進的審慎態度，由原先對外資設下諸多規範，逐漸轉變為現今外資持股比例無限制的情形。台灣於1983年核准本國投資信託公司在海外募集資金投資國內證券市場；1991年開放外國專業投資機構(Qualified Foreign Institutional Investor；QFII)直接投資台灣證券市場；1996年開放一般外國法人及自然人直接投資台灣證券市場，此時投資額度與資格審查仍有所限制；直到2003年才取消

QFII制度與投資額度，投資資格也由審查許可制改為登記制，使外資更加容易進出台灣證券市場。由於台股的現金殖利率不僅在新興亞洲國家中名列前茅，甚至高於美國及全球平均，因此成為外資投資亞洲股市的熱門選項，外資買超台股的消息時有耳聞，至2019年為止外資持有台股的比例約維持在40%左右。

政府機構對台股最大的影響，莫過於官股企業和國營企業。官股企業的公司股東包含政府機構、中央投資機構、甚至是其它國營企業等，若上述股東持股比例低於50%稱為民營機構，高於50%則稱為公營機構，且持股比例愈高，官方色彩愈濃。近幾年政府推動部分國營企業民營化，

<sup>a</sup> 國立高雄科技大學財政稅務系教授 Email: cpwang@nkust.edu.tw

<sup>b</sup> 國立高雄科技大學財政稅務系研究生 Email: F107162109@nkust.edu.tw



是將上述股東持股比例降低至50%以下，讓一般股東更能參與公司決策，目前國營企業民營化的成果有中石化、中鋼、台肥、台鹽、台船等其它公司。一般而言相較於民營企業，官股企業、國營企業和其它政府機構持股比例較高的公司會被投資人認為是穩定、值得長期投資的標的。然而國營企業雖然在大眾眼中依舊具有穩健的形象，但隨著經濟環境的變動以及市場上競爭激烈的影響，國營企業的經營績效與經營決策的靈活性未必比民營企業來得有優勢。

大股東持股對公司的重要性，從主管機關對公開發行公司董監事持股比例的限制就能知道，根據證券交易法第二十六條第二項規定訂定之公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則，依照公司實收資本額的不同，董事持股比不得低於股份總額1%至15%，監察人持股比不得低於股份總額1.5%至0.1%。董監事是由股東會選出並擔任該職位的人，就算不是大股東，至少也代表大股東，這些內部人員對於自家公司的營運情況最為熟悉，同時也能掌握內部人員的股票進出，主管機關基於防範內線交易等問題，規定上市櫃公司在每月15日以前，必須向主管機關彙總申報其董事、監察人、經理人及持有股份超過股份總額10%之股東持有股數變動情形。若全體董事或監察人持有股份總額低於規定成數者，應於每月16日以前由獨立董事外之全體董事或監察人補足。

大戶持股比例是投資人研究股票市場籌碼面當中的重要指標之一，其意義是法人持股和董監事持股的加總，當大戶持股比例較高時，代表公司的相對穩定性也較高，股價不太容易受到市場消息而產生波動。

基於上述因素，可知股權結構對公司經營績效有相當程度的影響，並可做為投資人評估是否投資的依據。本研究分析從台灣經濟新報資料庫(TEJ)取得2008年1月至2018年12月上市公司之數據，探討不同單位持股對公司經營績效的相關性與影響程度。本研究主要目的有五：

- (一) 探討外資持股對公司經營績效的影響。
- (二) 探討本國政府機構持股對公司經營績效的影響。
- (三) 探討本國金融機構持股對公司經營績效的影響。
- (四) 探討大股東持股對公司經營績效的影響。
- (五) 探討董監持股對公司經營績效的影響。

## 1.2. 研究流程

本研究流程如圖1所示，先說明研究動機與目的，接著探討股權結構與公司經營績效等相關文獻，同時建立研究假說，並透過研究方法說明研究設計，定義操作變數，蒐集研究期間以內研究對象的數據後，進行資料統計與實證分析，最後針對研究假說進一步提出結論與建議。

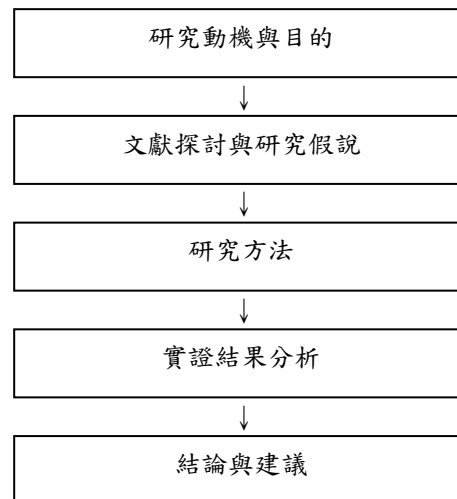


圖1 研究流程

## 1.3. 論文架構

根據圖1的研究流程，本研究共分為五個章節，各章節簡要說明如下：

### (一) 緒論

說明研究動機、研究目的、研究流程與整體論文架構。

### (二) 文獻探討

探討過去有關股權結構與公司經營績效的文獻與研究結果，作為本文研究假說建立之基礎。

### (三) 研究方法

說明資料樣本來源、研究期間與設計研究模型，定義操作變數，接著蒐集資料，利用統計軟體SPSS進行敘述性統計和迴歸分析，以取得並檢測統計數據。

### (四) 實證結果分析

分析統計數據之實證結果是否支持研究假說，以推導出研究結果。

### (五) 結論與建議

對研究假說與實證分析之結果做綜合論述，



並提出研究建議。

## 2. 文獻探討與研究假說

Berle and Means(1932)表示股權結構是指不同性質之股份在公司總股本中所佔比例的配置關係，又稱「所有權結構」，代表各類股東比例分布之狀況。以下將依序探討外資、本國政府機構、本國金融機構、大股東以及董監持股比例對公司經營績效之影響的相關文獻，同時建立研究假說。

### 2.1. 外資持股對公司經營績效的影響

陳彥豪(2012)對上市電子股的研究指出外資持股比例較高或買超之公司，中長期的投資績效皆顯著優於加權指數報酬率；李昌達(2015)對台灣食品產業的研究指出外資法人持股比例與公司經營績效呈正相關；黃金蓮(2000)研究發現外資持股比例下修時，公司之財務績效也同步下滑，表示外資持股變化與公司財務績效變化呈正相關；吳精展(2004)研究發現外資持股比例較高之投資組合報酬率優於外資持股比例較低之投資組合報酬率，表示外資持股較高對股票報酬有正向顯著關係。

綜合上述文獻，本研究建立假說H1：外資持股比例與公司經營績效呈正向關係。

### 2.2. 本國政府機構持股對公司經營績效的影響

Sulong and Fauzias(2008)研究發現當政府持有股份越高，公司價值越高；鄭菽萱(2003)研究發現政府投資對公司經營價值有正向且顯著的影響。邱厚銘(2004)對7家金控公司的研究指出當政府機構持股較高時，金控公司為配合穩定金融市場體系之政策，經營策略會趨於穩健保守，導致經營績效相對較差；Boardman (1986)研究政府機構持股對加拿大紙漿和紙公司價值之影響，發現政府短暫持股並取得公司主導權時，造成公司價值下滑25%。

綜合上述文獻，本研究建立假說H2：本國政府機構持股比例與公司經營績效呈正向關係。

### 2.3. 本國金融機構持股對公司經營績效的影響

吳學良(2004)分析48家政府持股超過5%以上之上市公司，發現公股銀行持股比例與公司經營績效呈顯著正相關；蘇秀惠(2005)研究發現銀行持股對公司經營績效和公司價值具有正向影響；

劉宴辰(1992)、謝淑娟(1994)與楊俊中(1998)三人的研究則顯示金融機構持股與公司經營績效無顯著相關性。

綜合上述文獻，本研究建立假說H3：本國金融機構持股比例與公司經營績效呈正向關係。

### 2.4. 大股東持股對公司經營績效的影響

Shleifer and Vishny(1986)研究發現大股東股權愈集中，公司經營績效愈好；林育廷(2016)研究發現大股東持股比例與股東權益報酬率(ROE)以及每股盈餘(EPS)呈正相關；Agrawal and Knoeber(1987)研究指出大股東持股與公司經營績效無顯著相關性。

綜合上述文獻，本研究建立假說H4：大股東持股比例與公司經營績效呈正向關係。

### 2.5. 董監持股對公司經營績效的影響

林育廷(2016)研究發現董監持股比例與股東權益報酬率(ROE)以及每股盈餘(EPS)呈正相關；Jensen and Meckling(1976)提出的「利益收斂假說」主張股權集中或董監持股比例高對公司經營績效具有正面影響；McConnell and Servaes(1990)的研究結果也符合利益收斂假說；吳建勳(2015)對台灣上市櫃公司的研究指出董監持股比例與公司經營績效呈正相關。

綜合上述文獻，本研究建立假說H5：董監持股比例與公司經營績效呈正向關係。

## 3. 研究方法

### 3.1. 樣本資料蒐集與資料來源

本研究為檢驗股權結構對公司經營績效之影響，以台灣上市公司作為研究樣本，建立五個主要的研究假說，定義操作變數，透過統計軟體SPSS進行敘述性統計和迴歸分析，檢測各個變數對公司經營績效之相關性，驗證本文研究假說是否成立。

本文研究樣本為2008年1月至2018年12月期間台灣上市公司之年資料，資料樣本來源為台灣經濟新報資料庫(TEJ)，刪除股權結構變數與財務資料缺漏不齊全者後，共得8602筆觀察值。

### 3.2. 變數操作定義

本研究將研究變數分為兩類，第一類為公司經營績效變數(應變數)，分別以資產報酬率(ROA)



和股東權益報酬率(ROE)來衡量；第二類為股權結構變數(自變數)，分別以外國法人持股比例、本國政府機構持股比例、本國金融機構持股比例、大股東持股比例和董監持股比例來衡量。

### 3.2.1. 公司經營績效變數

#### (一) 資產報酬率(Return on Asset)

資產報酬率用於衡量公司投入每1元總資產能獲取的利益，資產報酬率愈高，代表公司運用資產賺取報酬的效率愈高。

$$\text{資產報酬率} = \frac{\text{稅後淨利} + \text{利息費用}(1 - \text{稅率})}{\text{平均資產總額}} \times 100\%$$

#### (二) 股東權益報酬率(Return on Equity)

股東權益報酬率用於衡量每1元普通股股東權益能獲得的利潤。股東權益報酬率愈高，代表公司的獲利能力愈高。

$$\text{股東權益報酬率} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{股東權益}} \times 100\%$$

### 3.2.2. 股權結構變數

#### (一) 外國法人持股比例

外國法人是指不具本國國籍而具有外國國籍之法人，外國法人機構較本國法人更具獨立立場，且通常對公司經營績效上有正面影響。

$$\text{外國法人持股比例} = \frac{\text{僑外金融機構持股數} + \text{僑外法人持股數} + \text{僑外信託基金持股數}}{\text{公司普通股流通在外股數}} \times 100\%$$

#### (二) 本國政府機構持股比例

政府機構持股比例是影響投資人決策的重要指標之一，公司的投資決策方向與經營績效常會因為政府機構而有所牽動。

$$\text{本國政府機構持股比例} = \frac{\text{政府機構持股總數}}{\text{公司普通股流通在外股數}} \times 100\%$$

模型一：資產報酬率迴歸式

$$ROA_{i,t} = a_0 + a_1FOREIGN_{i,t} + a_2GOV_{i,t} + a_3FINAN_{i,t} + a_4MAJOR_{i,t} + a_5BDS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

模型二：股東權益報酬率迴歸式

$$ROE_{i,t} = a_0 + a_1FOREIGN_{i,t} + a_2GOV_{i,t} + a_3FINAN_{i,t} + a_4MAJOR_{i,t} + a_5BDS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

#### (三) 本國金融機構持股比例

金融機構持股通常對公司具有一定的監督效率，以降低代理問題的產生。

$$\text{本國金融機構持股比例} = \frac{\text{金融機構持股總數}}{\text{公司普通股流通在外股數}} \times 100\%$$

#### (四) 大股東持股比例

交易所對大股東的定義為持股10%以上之股東，年報、公開說明書的定義則是持股前十名或持股5%以上之股東，本研究以後者作為衡量大股東持股比例的依據。大股東通常具有較大的監督力量，驅使管理者做出追求股東利益最大化的決策，使公司經營績效提升。

$$\text{大股東持股比例} = \frac{\text{大股東持股總數}}{\text{公司普通股流通在外股數}} \times 100\%$$

#### (五) 董監持股比例

董監持股比例愈高，公司經營決策與公司利害關係人愈一致，對公司經營績效也有正向影響。

$$\text{董監持股比例} = \frac{\text{董監持股總數}}{\text{公司普通股流通在外股數}} \times 100\%$$

### 3.3. 研究方法與模型

本研究旨在探討股權結構對公司經營績效之影響，首先針對共計8602筆樣本資料進行敘述性統計分析，說明整體研究變數的平均數、最小值、最大值和標準差。接著以Pearson相關係數分析衡量各個變數之間的相關程度，避免變數之間因為高度相關性而影響研究結果。最後為了驗證外國法人持股比例、本國政府機構持股比例、本國金融機構持股比例、大股東持股比例和董監持股比例與公司經營績效的關聯性，以OLS最小平方法進行迴歸分析，並以下列研究模型驗證本文的五個研究假說。



變數定義(*i*代表第*i*家樣本公司，*t*代表第*t*年度樣本資料)：

$ROA_{i,t}$ ：第*i*家公司在第*t*期之資產報酬率

$ROE_{i,t}$ ：第*i*家公司在第*t*期之股東權益報酬率

$FOREIGN_{i,t}$ ：第*i*家公司在第*t*期之外國法人持股比例

$GOV_{i,t}$ ：第*i*家公司在第*t*期之本國政府機構持股比例

$FINAN_{i,t}$ ：第*i*家公司在第*t*期之本國金融機構持股比例

$MAJOR_{i,t}$ ：第*i*家公司在第*t*期之大股東持股比例

$BDS_{i,t}$ ：第*i*家公司在第*t*期之董監持股比例

## 4. 實證結果分析

### 4.1. 樣本資料敘述性統計分析

如表1所示，公司經營績效方面，資產報酬率平均數為6.92%，最小值為-93.29%，最大值為96.15%；股東權益報酬率平均數為6.10%，最小值為-2118.26%，最大值為244.42%。股權結構方面，外國法人持股比例平均數為10.30%，最小值為0%，最大值為100%；本國政府機構持股比例平均數為1.07%，最小值為0%，最大值為99.71%；本國金融機構持股比例平均數為2.22%，最小值為0%，最大值為34.86%；大股東持股比例平均數為22.04%，最小值為0%，最大值為83.36%；董監持股比例平均數為22.52%，最小值為0.01%，最大值為99.71%。

### 4.2. Pearson 相關係數分析

Pearson相關係數分析之目的為檢測兩變數之間的相關程度，若變數之間具有高度相關性，則會對迴歸結果產生偏差。一般而言Pearson相關係數絕對值小於0.3屬低度相關，介於0.3至0.7屬中度相關，大於0.7屬高度相關，等於1屬完全相關，其正負值用於判斷正相關或負相關。如表2所示，自變數與應變數之間的Pearson相關係數絕對值皆小於0.3，不具有高度相關性的問題。

### 4.3. 迴歸模型實證分析

本研究以OLS最小平方法驗證五個研究假說，自變數由外國法人持股比例、本國政府機構持股比例、本國金融機構持股比例、大股東持股比例

和董監持股比例進行驗證，並以資產報酬率(ROA)和股東權益報酬率(ROE)作為應變數，與各股權結構變數建立迴歸模型。實證結果分別為表3和表4。

由表3所示，外國法人持股比例與ROA呈正相關，係數值為0.113且達1%顯著水準，支持本研究假說一；本國政府機構持股比例與ROA呈正相關，係數值為0.008但未達顯著水準，不支持本研究假說二；本國金融機構持股比例與ROA呈正相關，係數值為0.307且達1%顯著水準，支持本研究假說三；大股東持股比例與ROA呈正相關，係數值為0.019且達1%顯著水準，支持本研究假說四；董監持股比例與ROA呈正相關，係數值為0.069且達1%顯著水準，支持本研究假說五。

由表4所示，外國法人持股比例與ROE呈正相關，係數值為0.202且達1%顯著水準，支持本研究假說一；本國政府機構持股比例與ROE呈正相關，係數值為0.016但未達顯著水準，不支持本研究假說二；本國金融機構持股比例與ROE呈正相關，係數值為0.444且達1%顯著水準，支持本研究假說三；大股東持股比例與ROE呈正相關，係數值為0.049但未達1%顯著水準，不支持本研究假說四；董監持股比例與ROE呈正相關，係數值為0.070且達1%顯著水準，支持本研究假說五。

由分析結果可知外國法人持股比例、本國金融機構持股比例和董監持股比例均與公司經營績效具有顯著的正向關係；大股東持股比例與資產報酬率具有顯著的正向關係，與股東權益報酬率則具有不顯著的正向關係；本國政府機構持股比例與公司經營績效具有不顯著的正向關係。



表1 整體變數敘述統計分析

變數	個數	平均數	最小值	最大值	標準差
FOREIGN (%)	8602	10.30	0	100	13.56
GOV (%)	8602	1.07	0	99.71	5.05
FINAN (%)	8602	2.22	0	34.86	3.73
MAJOR (%)	8602	22.04	0	83.36	12.15
BDS (%)	8602	22.52	0.01	99.71	15.38
ROA (%)	8602	6.92	-93.29	96.15	7.70
ROE (%)	8602	6.10	-2118.26	244.42	29.19

表2 Pearson相關係數分析

	FOREIGN	GOV	FINAN	MAJOR	BDS	ROA	ROE
FOREIGN	1						
GOV	.046**	1					
FINAN	.262**	.138**	1				
MAJOR	.038**	-.066**	.056**	1			
BDS	-.100**	.164**	-.118**	-.230**	1		
ROA	.226**	.056**	.187**	.014	.095**	1	
ROE	.106**	.020	.078**	.018	.016	.546**	1

說明：\*\*代表在顯著水準為 0.01 時(雙尾)，相關顯著。

表3 公司經營績效(ROA)與股權結構實證結果

	$\beta$ 之估計值	P 值
(常數)	3.081	0.000
FOREIGN 外國法人持股%	0.113**	0.000
GOV 本國政府機構持股%	0.008	0.603
FINAN 本國金融機構持股%	0.307**	0.000
MAJOR 大股東持股%	0.019**	0.004
BDS 董監持股%	0.069**	0.000
調整後 R 平方	0.086	
F 檢定統計量	162.877	
F 值顯著性	0.000**	

說明：1. 本表列出樣本公司中的迴歸分析，樣本公司的觀察值為 8602 筆。2. 應變數：資產報酬率 (ROA)。3. \*\*代表 1%顯著水準、\*代表 5%顯著水準。



表4 公司經營績效(ROE)與股權結構實證結果

	$\beta$ 之估計值	P 值
(常數)	0.383	0.683
FOREIGN 外國法人持股%	0.202**	0.000
GOV 本國政府機構持股%	0.016	0.799
FINAN 本國金融機構持股%	0.444**	0.000
MAJOR 大股東持股%	0.049	0.067
BDS 董監持股%	0.070**	0.001
調整後 R 平方	0.015	
F 檢定統計量	26.849	
F 值顯著性	0.000**	

說明：1. 本表列出樣本公司中的迴歸分析，樣本公司的觀察值為 8602 筆。2. 應變數：股東權益報酬率(ROE)。3. \*\*代表 1%顯著水準、\*代表 5%顯著水準。

## 5. 結論與建議

### 5.1. 結論

本研究以2008年1月至2018年12月期間台灣上市公司作為研究對象，針對總計8602筆樣本資料進行迴歸分析，探討股權結構對公司經營績效的影響，根據本文五個研究假說與實證結果推論出下列結論：

(一) 外國法人持股比例與資產報酬率和股東權益報酬率皆呈正向關係，且皆達顯著水準，因此可以推論外國法人持股比例愈高，公司經營績效愈好，符合研究假說H1：外資持股比例與公司經營績效呈正相關。

(二) 本國政府機構持股比例與資產報酬率和股東權益報酬率皆呈正向關係，然而兩者皆未達顯著水準，無法支持研究假說H2：本國政府機構持股比例與公司經營績效呈正相關。從本國政府機構持股比例在資產報酬率和股東權益報酬率的實證結果推論政府機構持股對公司經營績效造成的助益幾乎是微乎其微，甚至可能因為配合政府而做出的經營決策有違市場趨勢，不見得對公司經營績效產生正面影響。

(三) 本國金融機構持股比例與資產報酬率和股東權益報酬率皆呈正向關係，且皆達顯著水準，因此可以推論本國金融機構持股比例愈高，公司經營績效愈好，符合研究假說H3：本國金融機構持股比例與公司經營績效呈正相關。

(四) 大股東持股比例與資產報酬率和股東權益報酬率皆呈正向關係，而且與資產報酬率達顯著水準，與股東權益報酬率雖然未達顯著水準，但是也相當接近，因此可以推論大股東持股比例愈高，公司經營績效愈好，符合研究假說H4：大股東持股比例與公司經營績效呈正相關。

(五) 董監持股比例與資產報酬率和股東權益報酬率皆呈正向關係，且皆達顯著水準，因此可以推論外國法人持股比例愈高，公司經營績效愈好，符合研究假說H5：董監持股比例與公司經營績效呈正相關。

### 5.2. 研究建議

(一) 本研究只選取外國法人持股的資料作為衡量外資持股的指標，建議後續研究者可加入外國自然人的持股資料，使外資持股的完整性更高。

(二) 本研究僅選擇資產報酬率和股東權益報酬率作為衡量公司經營績效的指標，建議後續研究者可加入更多與公司經營績效有關的資料，使實證結果更加客觀與完善。

(三) 本研究以台灣上市公司作為研究樣本，僅以全產業進行整體性分析，並未進一步將研究樣本區分為各個產業別，以求得更精確客觀的實證結果，建議後續研究者除了全產業整體性分析之外，還可以針對各個產業別進行分析，提升相關研究的廣泛性與精確度。



## 參考文獻

1. 李昌達(2015)。公司內部治理與特性對經營績效之影響—以台灣食品產業為例。國立中興大學高階經理人碩士在職專班學位論文。
2. 吳精展(2004)。外資持股比率與持股比率變動對股價之影響。國立中正大學財務金融研究所碩士論文。
3. 吳學良(2004)。政府持股事業之公司治理與績效關聯。行政經濟建設委員會委託研究報告。
4. 吳建勳(2015)。股權結構、董事會特性與公司績效關聯性之研究。東吳大學會計學系碩士論文。
5. 林育廷(2016)。公司治理品質、董事會結構對經營績效之影響—以台灣證券交易所資訊揭露評鑑系統為例。長榮大學經營管理研究所碩士論文。
6. 邱厚銘(2004)。公司治理對經營績效與購併行為影響之研究—以金融控股為例。國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文。
7. 陳彥豪(2012)。外資與投信法人持股比率變化對股價報酬率影響之研究—以上市電子股為例。國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文。
8. 黃金蓮(2000)。台灣上市(櫃)企業財務績效與外資持股比例之關聯性研究。中原大學會計研究所碩士論文。
9. 楊俊中(1998)。股權結構與經營績效相關性之研究。國立台灣大學管理學系碩士論文。
10. 鄭菽萱(2003)。政府機構持股比例與型態對公司價值影響之實證研究。中原大學會計研究所碩士論文。
11. 劉宴辰(1993)。從代理理論觀點探究股權結構、董事會組成對企業財務績效之研究。淡江大學管理科學研究所碩士論文。
12. 謝淑娟(1994)。觀點探討股權結構與公司經營績效之關係—以台灣上市公司為實證。國立交通大學管理科學研究所碩士論文。
13. 蘇秀惠(2005)。銀行持股對公司經營績效與企業價值之影響。靜宜大學企業管理研究所碩士論文。
14. 全國法規資料庫。公開發行公司董事監察人股權成數及查核實施規則。取自 <https://law.moj.gov.tw/LawClass/LawAll.aspx?pcode=G0400051>。
15. 台灣證券交易所。僑外投資。取自 <https://www.twse.com.tw/zh/page/investor/foreign/01.html>。
16. 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.
17. Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*, Mcmillian, New York.
18. Boardman, A. E., Eckel, C. C., & Freedman, R. (1986). The Price of Government Ownership: A Study of the Domtar Takeover. *Journal of Public Economics*, 31(3), 269-285.
19. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
20. McConnell, J. J. & Servaes, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
21. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
22. Sulong, Z., & Fauzias, M. N. (2008). Dividends, Ownership Structure and Board Governance on Firm Value: Empirical Evidence from Malaysian Listed Firms. *Malaysian Accounting Review*, 7(2), 55-94.

