

# 存股策略與股權結構分析－以泛金融官股為例

## THE ANALYSIS OF STOCK DEPOSIT STRATEGY AND OWNERSHIP STRUCTURE - THE CASE STUDY ON TAIWANESE GOVERNMENT-OWNED BANK STOCK

葉金標

僑光科技大學財務金融系副教授

姜淑美\*

龍華科技大學財務金融系教授

邱良通

僑光科技大學財務金融所研究生

**Chin-Piao Yeh**

*Associate Professor, Department of Finance,  
Overseas Chinese University*

**Shu-Mei Chiang**

*Professor, Department of Finance,  
Lunghwa University of Science and Technology*

**Liang-Tung Chiu**

*Graduate Student, Department of Finance,  
Overseas Chinese University*

### 摘要

本研究的目的是在於探討運用不同的買進持有策略、買進兆豐金、華南金、第一金、合庫金、彰銀及臺企銀六檔泛金融官股，驗證其投資報酬率是否能夠滿足每年至少在5%以上的目標。此外，本研究運用一般動差法（generalized method of moments, GMM）探討不同持股比率的投資人對於四種買進持有策略投資報酬率的影響。實證結果證明：於年初購入泛金融官股一張並長期持有者為最佳的投資策略。整體來說，除了彰

---

\*通訊作者，地址：桃園市龜山區萬壽路一段 300 號，電話：(02)8209-3211 轉 6414  
Email：shumei@gm.lhu.edu.tw

銀以外，其餘五家泛金融官股銀行 11 年的總報酬率都高於年複利 5% 情況下的報酬率（71.03%），尤其以投資合庫金及第一金的報酬率最高。其次，投資金控股的報酬率優於銀行股。再者，有配股之泛金融官股之報酬率優於僅配只配現金股利者。此外，對於外資、投信、自營商、本國政府機構、本國金融機構及管理當局等所持有比率較高的泛金融官股，投資人應予減碼；反之，則應加碼。根據本研究結果建議：存股的投資人應有耐心及恆心、定期定額堅定執行，以達最佳投資報酬率。

**關鍵字：**定期定額、退休金、泛金融官股、定存、股權結構、一般動差法

## ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate the use of 4 different buy-and-hold strategies to examine whether the rates of return of buying the six government-owned bank stocks, e.g. Huanan Financial Holdings, Mega Holdings, First Financial Holdings, Taiwan Cooperative Holdings, Chang Hwa Bank, and Taiwan Business Bank, could meet the target of at least 5% per year. In addition, this paper uses the Generalized Method of Moments (GMM) to assess the influence of investors' diverse shareholding ratios on the rate of returns of the four buy-and-hold strategies. The empirical results prove that buying a government-owned bank stock at the beginning of the year and holding it for a long period is the best investment strategy. Overall, except for Chang Hwa Bank, during the past 11 years, the total returns of the other five government-owned bank stocks%), especially Taiwan Cooperative Holdings and First Financial Holdings, are higher than the rate of return (71.03%) under the condition of annual compound interest of 5%. Secondly, investing financial holdings stocks shows a better rate of return than investing bank stocks. The rates of return of government-owned bank stocks with stock dividends are superior to those with only cash dividends. In addition, investors should reduce their stakes in government-owned bank stock when foreign capital, investment trust, securities dealer, domestic government agencies, domestic financial institutions, and management authorities have higher shareholding; otherwise, they should increase their own stocks. Finally, it is suggested that deposit stock investors should have patience to firmly implement systematic investment plan in order to achieve the best return.

**Keywords:** Systematic Investment Plan (SIP), Pension, Government-Owned Bank Stock, Time Deposits, Ownership Structure, Generalized Method of Moments (GMM)

## 壹、前言

人的一生是相當漫長的，在經歷過人生各個階段後，最終就是面臨退休並步入養老時期。此時，人們所需要面對的除了身體機能逐漸下降的健康問題外，還要有足夠的退休金才能夠得以安享晚年。目前在臺灣，六十五歲以上老年人口比率已佔總人口數達 16.07%，亦即約每 7 人中便有 1 人是老人，伴隨著出生人口率的降低，人口高齡化在臺灣已是不爭的事實。此外，二次世界大戰後的「戰後嬰兒潮」，如今也轉變成為了退休潮，這意味著台灣未來勞動人口將會急速退出就業市場並轉為退休養老，但軍保、勞保、公保及國民年金可能會相繼破產<sup>1</sup>，此皆使退休金給付制度面臨重大的挑戰。而面對龐大的高齡化人口，該如何擁有一個安穩經濟來源的樂齡生活，是必須趁早開始計劃跟行動的。

根據《遠見》「2019 家庭理財暨樂活享退指數大調查」發現<sup>2</sup>，退休金的三大資金來源是儲蓄（46.7%）、投資收入（44.4%）與退休後繼續工作（32.7%）。但是隨著國內一年期存款利率自 1975 年的 12%，一路溜滑梯到 2020 年僅剩的 0.79%，對以利息為退休生活來源的國人而言實在不足，若是要花到儲蓄本金的部分，又怕無法支撐完人生下半場，因此勢必得調整退休金資產配置方式以提高資產收益或配合因利息收入的減少而降低其退休生活支出（洪慈慧，2019）；至於退休後繼續工作的方式，除了必須要有健康的身體外，現在許多受薪階層多不願再拼命上班、爆肝超時工作，更不願意等到退休年齡才能退休，所以投資收入就成為除了各項保險可能領到的退休給付外，最重要的退休金來源。

然而，如何創造穩定的現金流以支持退休生活所需，可以使退休生活更自在並達到財富自由？以財務規劃而言，因為退休後需要穩定的現金流，所以投資理財應相對保守，但是無任何風險的投資注定會被通貨膨脹吃掉本金，因此每個人都必須學會承擔一些風險。對於應如何儲存足夠退休金的層面來說，Bengen（1994）利用歷史投資資料算出最大的安全提領率，並建立適合所有退休投資組合的股票和債券的資產配置，也對中期退休者提供資產配置和提領率的指導原則。另外，Cooley, Hubbard, and Walz（1998）運用不同的安全提領率、不同的支付期間、不同的股票及債券的資產配置比率等組合來衡量提領率的影響。

如眾所周知，退休金提領率的高低及資產配置都會影響未來的生活水平。但是國內利率長期偏低及政府所提供保險退休金不足、甚至可能破產的隱憂，加上證券市場的逐漸成熟，許多國人發現，與其把錢存在銀行賺微薄的利息或倚賴保險退休金，不如「存股」買股票，長期持有賺股息、甚至賺取價差，所以存股方式已成為台灣近年退休理財

規劃的熱門投資工具。而為了有足夠的資金以支應退休後的生活，如何選擇一檔優秀的定存股就非常重要（洪慈慧，2019）。基本上來說，退休後要能有穩定的配息以支應生活所需，可以選擇的標的不多，主要是因為大部分企業之股利發放與融資來源選擇於危機發生時會產生顯著的改變（楊淑玲，2015），也就是說很多不同類型的股票、基金或ETF在金融危機時無法分配足夠的現金給投資人。所以投資人若能以投資績優股為主，不只利基穩定、倒閉風險低，且能夠年年配股配息產生穩定的現金流，就是一種未雨綢繆的規劃。而余惠芳、梁正衡（2019）的研究亦發現：股利政策對公司的每股盈餘及股價都有顯著正面的影響。因此對投資人來說，投資好的公司不只可以獲得穩當的現金流，還可以賺到股價增值。

但是要如何選擇何時該買及何時該賣股票以規避投資風險呢？不管是市場上常用的技術分析或是設定停損停利點（陳正佑、施岳宏，2018），對於投資人來說都不容易，但若是投資人能將投資報酬率的目標訂在5%，這樣至少打敗通貨膨脹率（圖1），不僅不會讓投資人的實質購買力下滑，也能有不錯的報酬率。而在台股中，要找到每年股息殖利率超過5%、且能長期經營並發放股利、又不會倒閉的類股其實就屬金融股最佳。曾維信（2017）發現：長期定期定額投資金融股時，京城銀行、群益期貨、新光產物、富邦金控及中華票券等5支金融股之年平均報酬率大於5%；彭開琮、林翠蓉與張淑儀（2015）也指出：在歐債危機後期，金融類股的平均月報酬率1.36%表現最佳。簡伶軒（2019）則認為：官股銀行比非官股銀行更合適發展非利息收入的投資策略，不但可以降低風險，同時還可以提升風險調整後報酬。

因此，為了提供給投資人適當及安全穩健的建議，本研究參考林佳靜（2019）及各投資大師的投資標準及理念，根據定存概念股之定義，在考量台灣的通貨膨脹率後<sup>3</sup>，依殖利率5%作為標準，期望以長期投資為主、考慮了複利效果（現金股利會再投入）、並搭配定期（不）定額的方式，來分析投資金融股的績效是否能夠優於定存，並期望達到產生穩定現金流跟投資的加乘效果、以補足退休被動收入及資金缺口的需求，故本研究採用安全保本為先的策略、選擇本國政府機構持股較多之泛金融官股為研究樣本，並排除股本相對較小之股票，並搭配不同的買進策略以期達到至少5%的長期報酬率。

再者，在現代企業的經營權及所有權分離的情況下（Fama & Jensen, 1983），不同性質的股權持有者，如：大股東、本國政府機構、法人、外資及管理者等因其本身的利益，沒有發揮應有的監督與管理功能致使企業產生代理問題時，會使得投資人與債權人的權益無法獲得保障，並進而降低公司的價值。目前在台灣的泛金融官股銀行中，政府持股比例雖然已經降到50%以下，但政府往往還是持股最大的股東，其所指派的董監事仍為泛金融官股實際上的經營及控制者。然而，其他非政府的股東為了自身的利益也可能會干預公司的經營，並影響公司的經營績效。

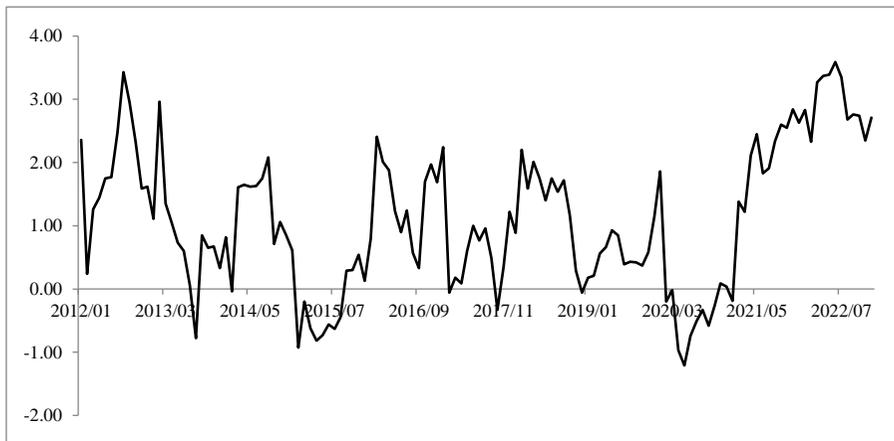


圖 1 台灣通貨膨脹率走勢圖（2012/01 至 2022/12）

在過去的文獻中，Chung and Pruitt（1996）發現管理人的持股比率愈高時，公司績效愈佳；Lappalainen and Niskanen（2012）的研究顯示具有較高管理人持股的公司具有較高的獲利能力，經營績效較佳；Machek and Kubiček（2018）的結果暗示股權集中度與公司的經營績效成正相關；Kao, Hodgkinson, and Jaafar（2019）證實在台灣的上市公司中，大股東、機構投資人、外資和家族持股比率愈高時，企業價值愈大；江偉弘、汪青萍（2020）認為當外國法人持股比例、本國金融機構持股比例和董監持股比例愈高時，公司經營績效愈佳；Arslan（2021）的結果也發現公司的所有權愈集中時，公司的經營績效愈佳。

相反地，俞海琴、周本鄂（1994）的研究結果顯示家族企業之公司治理相較於非家族企業差，導致公司風險上升，績效減少；Fan and Wong（2002）認為當公司的所有權愈集中時，公司的績效愈差；Ab Razaka, Ahmad, and Aliahmed（2008）證明政府機構持股會降低公司的經營績效；Micco, Panizza, and Yañez（2007）發現在開發中國家，政府持有的銀行比民營銀行的獲利能力較差、成本較高；Dzanic（2012）也認為在克羅埃西亞國的上市公司中，持股 30%以上大股東的存在會降低公司的經營績效。Farazi, Feyen, and Rocha（2013）證實國有銀行因為政府的干預，會產生較高的經營成本並降低營運效率；Konečný and Částek（2016）證明股權結構與公司經營績效呈負向關係；Laporšek, Dolenc, Grum, and Stubelj（2021）得到在斯洛維尼亞國中，政府持股較多的公司經營績效較差。

此外，有些學者實證得到股權結構與公司經營績效是無關的。Demsetz and Villalonga (2001) 之研究發現公司的股權結構與經營績效不具有顯著相關性；Damijan, Gregoric, and Prasnkar (2004)；Earle, Kucsera, and Telegdy (2005)；Grosfeld and Hashi (2007)；Nowak and Kubíček (2012) 也分別發現在斯洛維尼亞、匈牙利、捷克、波蘭等國中，所有權集中度對公司的經營績效沒有顯著的影響。Iannotta, Nocera, and Sironi (2007) 更認為所有權集中度不會顯著影響銀行的獲利能力。

根據上述的文獻結果，我們可以發現股權結構對於經營績效的影響無法提供一致的結果，但是股權結構確實會影響公司的經營績效與獲利能力，進而影響股價 (Jihadi et al., 2021)，最後影響存股退休族的投資報酬率。儘管邱麗卿、馬詠蘭 (2013) 透過銀行管理者之過度自信現象，分析董事會和經理人持股率及銀行特性變數對經營績效的影響，但其結果會因不同規模的銀行而有顯著差異。同時，因為台灣目前已採自願性財務預測制度，過度自信變數無完整的資料可供判斷，對後續研究者來說需要另尋替代變數著實不易。而趙莊敏、戴德昇 (2006) 及洪振義、江啟正與蕭宇君 (2016) 在分析銀行業股權結構的影響時，也著重在銀行業的經營績效上。但是泛金融官股銀行的股權結構是否會影響其長期投資的報酬率才是欲存股退休的投資人所最重視的，但目前相關的研究卻付之闕如。

因此，即便在 2020 年受到新冠疫情的影響，泛金融官股肩負為企業進行紓困貸款的重任，可能會為未來埋下貸款無法順利回收的風險，但本研究認為此時不應該停止存股，主要是因為存股族應藉由長線投資、以每年賺取股利股息為目標，面臨此非經營風險的疫情時機反而是存股的好時機。因此，本研究除了運用不同的長期投資策略、並以股票加碼的方式和股利再投入來比較 2012 年 1 月至 2022 年 12 月、長達 11 年的期間中，存股族最愛的 6 檔官股金控（兆豐金、華南金、第一金、合庫金、彰銀及臺企銀）的投資報酬率用以了解其是否適宜退休族群外，並進一步採用一般動差法 (generalized method of moments, GMM) 進行估計及分析在泛金融官股銀行中，不同持股比例的投資人（外資、投信、自營商、董監事、大股東、政府機構、金融機構及管理者等）對於泛金融官股投資報酬率的影響，用以提供給投資人最佳的投資標的及投資策略，並能產生穩定現金流的最佳資產配置。

本研究的貢獻如下。首先，本研究以長期投資為主，考慮了複利效果（現金股利會再投入），並搭配定期（不）定額的方式，選擇官方持股比例高的金融股為主，推薦每年至少能賺取 5% 長期報酬率的持股策略（即：每年初一次買一張、長期持有的方式）給投資人，使其能賺取穩定的現金流。再者，金控股的投資報酬率較純粹的銀行股高、有配股票股利者也優於只配現金股利者。此外，在一般動差法的實證結果方面，我們發現：當外資、投信、自營商、本國政府機構、本國金融機構及泛金融官股銀行

管理者的持股比例愈高時，都會顯著降低泛金融官股股票的投資報酬率。所以對於三大法人、本國政府機構、本國金融機構及管理當局等所持有比例較高的泛金融官股，應予減碼；反之，則應考慮加碼。據了解，本研究應是從泛金融官股的股權結構來分析其是否會影響泛金融官股之長期投資報酬率的先驅者。

本研究的內容安排如下：第貳節提供對相關文獻的回顧以及本文假設的發展；第參節描述本研究的資料來源和實證方法；第肆節介紹本研究的實證結果和分析，最後一節總結本研究中的結論及建議。

## 貳、文獻回顧及假說

### 一、存股與退休相關文獻

彭開琮等（2015）研究歐債危機對於台灣各類型 ETF 績效的影響，並比較何種類型的 ETF 受歐債危機影響較深，結果顯示：歐債危機前中後期的平均月報酬率及 Sharpe 值都是先降後升，表示歐債危機的發生雖然會影響整體績效，但是危機解除後報酬率明顯回升。此外，歐債危機的發生對傳產類股及金融類股影響較小。由於退休後的存股收入皆須以穩定且倒閉風險極低為基本存股主軸，因此富有官股色彩的金融類股就是適合的投資標的。而陳欣華、雷立芬（2016）針對 13 家金控所屬銀行，以資料包絡分析法建立銀行經營效率之模型，並進一步以 Tobit 迴歸分析探討分行家數、官股成分等環境變數之影響，結果證明：金控所屬銀行普遍缺乏配置效率與整體效率；分行家數的多寡對銀行之經營效率並無顯著影響。此外，泛金融官股銀行因持有成本較低之優勢及擁有豐富資源，可達到最適資源配置。

曾維信（2017）以每月 6 日為交易日，以當天的收盤價作為買進價位，定期定額每月購買 5,000 元金融股股票，以分析定期定額投資金融類個股的績效，研究顯示：長期定期定額投資 43 支金融股的年平均報酬率只有 5 支大於 5%，因此建議投資人可以參考該 5 支投資報酬率大於 5% 的个股作為投資標的。此外，高嘉邦（2018）採用 2012 年至 2016 年，以本益比與殖利率為存股策略分析之依據，探討以在台灣上市櫃的 15 家金融控股公司為投資標的之存股策略，並驗證投資標的後續之投資績效，結果亦顯示存股策略以金控股屬於較適合之標的。

洪慈慧(2019)以15家在台灣上市櫃的金融控股公司的股票股利及現金股利作為退休規畫,檢驗其是否能符合4%提領率的規則以支應退休生活資金所需。結果發現:持有三年者,以玉山金、兆豐金、中信金最優;持有五年者,以富邦金、玉山金、兆豐金最優。再者,林佳靜(2019)選取18家符合定存概念股的公司,搭配「每年年初以開盤價固定買入一張股票」與「長期持有方式」的方式以計算其投資報酬率,並與元大台灣高股息ETF(0056)進行比較,實證結果得到:以長期持有一張股票的方式,其報酬率會高於每年年初固定加碼存股。再者,每年年初定期買入的方式與長期持有的方式,其報酬率皆高於台灣高股息ETF(0056)的報酬率,表示以人為方式積極選股在長期投資下可以打敗大盤。簡伶軒(2019)研究2008年至2018年非利息收入高低對台灣官股與非官股銀行的風險及調整後報酬影響,結果發現:官股銀行比非官股銀行更合適發展非利息收入,不但可以有效降低風險,同時還可以提升風險調整後的報酬。

## 二、股權結構的相關文獻及假說

### (一)股權結構

指股份公司的總股本中,不同性質的股份(如:大股東、本國政府機構、法人、外資等)所占的比例及其相互之間的關係。不同的股權結構決定了不同的企業組織結構,從而決定了不同的企業治理機制,最終決定了企業可能的行為和績效,因而影響股價的波動。在股權結構的理論上存在三種假說,茲敘述如下:

1. 利益收斂假說: Jensen and Meckling (1976) 指出當管理者持股比例愈高時,若做出特權消費或不當決策,會造成企業價值的減損愈高,自身所需承擔的部分亦會愈高。因此基於自身利益考量,管理者會更謹慎行事,對小股東相對有利。
2. 利益掠奪假說: Jensen and Ruback (1983) 認為企業經營績效和管理者持股比例呈現負相關,亦即若股權大多集中於大股東上或少數管理者,有可能利用投票權來維護自身利益及地位,使得企業績效下降而降低公司價值;反之,當大股東持股較少時,面對公平市場競爭下,管理者反而會以較謹慎方式進行企業決策,增加其企業價值。
3. 效率監督假說: Pound (1988) 發現當評估機構法人持股對公司經營績效的影響時,管理者與大股東因自身利益與風險考量,會比小股東更有誘因與責任來督促企業運作,進而創造公司較高價值,除了提升企業價值亦能強化投資人信心。

## (二) 研究假說

### 1. 外資持股數

Pound (1988) 發現機構投資者基於自身利益與風險考量，會比小股東更有誘因與能力監督公司運作，進而提升公司價值。林哲鵬、黃昭祥與李春安 (2006) 檢視外資、投信與自營商等三大法人的投資行為，結果顯示外資不論在短期或中期都存在著正向回饋交易行為，但投信與自營商只有在短期時有進行正向回饋交易，而中期卻出現負向回饋交易。Kao et al. (2019) 證實在台灣的上市公司中，大股東、機構投資人、外資和家族持股比率愈高時，企業價值愈大；江偉弘、汪青萍 (2020) 認為當外國法人持股比例、本國金融機構持股比例和董監持股比例愈高時，公司經營績效愈佳；盧陽正、翁振益與方豪 (2008) 發現，臺灣股市中外資及投信持股之調整將伴隨群聚效應，而外資持股調整所引起的正超常報酬的持續性則較長。朱蓓儀 (2020) 也證實僑外法人、僑外信託基金、董監持股與公司經營績效呈正顯著關係。因此本研究認為外資持股數的多寡會影響股票的報酬率，故建立假說一。

假說一：外資持股數與股票報酬率間呈正相關。

### 2. 投信持股數

林哲鵬等 (2006) 檢視外資、投信與自營商等三大法人的投資行為發現投信與自營商只有在短期時有進行正向回饋交易，而中期卻出現負向回饋交易。盧陽正等 (2008) 證實臺灣股市中外資及投信持股之調整將伴隨群聚效應；闕河士、方怡 (2014) 也提出系統流動性與規模呈顯著的正向關係，他們認為在台灣證券交易所的機構投資人中，僅國內投信基金持股對系統流動性具正向影響。黃韻欣 (2020) 和陳宥豪 (2021) 皆發現投信持股比例對個股報酬率有顯著且正向的影響。因此本研究認為投信持股數愈多時，股票的報酬率會愈高，故建立假說二。

假說二：投信持股數多寡與股票報酬率間的關係為正。

### 3. 自營商持股數

雖然陳宥豪 (2021) 提出自營商持股比例變動對股價日報酬率會有顯著正的影響，但是盧陽正等 (2008) 認為自營商自行買賣有價證券，藉由買賣差價賺取利潤，因股價變動頻繁，自營商承受的風險極大，通常在買入後便快速脫手，傾向於短線交易者。也因此金管會為規避證券自營商大買大賣、追漲殺低，進而影響股市波動過劇，致使金管會訂定自營商買賣價格申報限制，使得證券自營商的操作彈性較低於外資、投信等機構投資人。因此本研究認為自營持股的多寡應會負面影響股票的報酬率，因此建立假說三。

假說三：自營商持股數會負向影響股票報酬率。

#### 4. 董監持股數

Jensen and Ruback (1983) 認為管理者持股比例和經營績效呈現負相關，當持股愈集中於大股東之手時，公司的經營績效愈差；相反地，王元章、張椿柏 (2011) 發現：在台灣，管理者持股與公司價值呈正相關，支持利益收斂假說。Lappalainen and Niskanen (2012) 的研究則顯示：擁有較高管理人持股的公司具有較佳的經營績效；易姿伶 (2014) 發現：若能增強董監事持股比例，則可以提升台灣銀行績效。Machek and Kubíček (2018) 的結果暗示股權集中度與公司的經營績效成正相關；Kao et al. (2019)、江偉弘、汪青萍 (2020) 則認為當台灣公司的董監事持股比例愈高時，公司經營績效愈佳；Arslan (2021) 的結果也發現公司的所有權愈集中時，公司的經營績效愈佳。本研究參酌台灣的現況，並根據上述實證結果建立假說四。

假說四：董監持持股數與股票報酬間呈現正相關。

#### 5. 大股東持股比例

雖然 Dzanic (2012) 認為持股 30% 以上大股東的存在會降低公司的經營績效，羅明裕 (2014) 也發現台灣大股東持股比例對資產報酬率影響為負，但是易姿伶 (2014) 證明銀行大股東的持股比例若能增強，則可以提升台灣銀行的經營績效；Kao et al. (2019) 也提出在台灣上市公司中，大股東持股比例愈高時，企業價值愈大；江偉弘、汪青萍 (2020) 亦認為大股東持股比例與資產報酬率具有顯著的正向關係。儘管在目前的研究中無法達成一致的結果，我們認為：在台灣，人們對於泛金融官股銀行是較具信心的，所以當泛金融官股銀行的大股東持股比例愈高時，應該愈會吸引投資人提高持股意願，也會推升股價上揚。據此，本研究建立假說五。

假說五：大股東持股比例與股票報酬率間的關係為正。

#### 6. 本國政府機構持股比例

Sun, Tong, and Tong (2002) 發現政府持股與公司經營績效間呈現倒 U 型型態，亦即某個比例的政府持股對公司的經營是適當的。當一家公司的政府持股比例太高時，意味者政府可能會干預及控制太多；反之，當企業經營發生困難時，政府持股太少可能使企業無法得到政府的奧援。相對地，Ab Razaka et al. (2008) 認為政府機構持股會降低公司的經營績效；Micco et al. (2007) 得到：在開發中國家中，政府持有的銀行比民營銀行的獲利能力較差、成本較高；Tran, Nonneman, and Jorissen (2014) 也證實越南，當政府持股愈高時，公司獲利能力愈差。吳宗岳 (2014) 及謝旭建 (2015)

亦證明：當政府持股比例越高時，將使銀行的違約及營運風險增加。Laporšek et al. (2021) 則認為：在斯洛維尼亞國中，政府持股較多的公司經營績效較差。因此本研究認為本國政府持股比例的多寡將會對股票報酬率產生負的影響，因此建立假說六。

假說六：本國政府機構持股比例會負向影響股票報酬率。

## 7. 本國金融機構持股比例

江偉弘、汪青萍(2020)認為當本國金融機構持股比例愈高時，公司經營績效愈佳；陳志榮(2001)提出：對運輸業來說，本國金融機構大多是政策性持有，而非投資性持有，所以應該不會為該公司的財務經營績效而大幅度改變其持股比例；吳魯恆(2012)則發現：在金控公司中，金融機構的持股比例對 EPS 為正向影響。然而，觀察台灣目前泛金融官股銀行的持股比例及持股結構，我們發現：由於泛金融官股主要是指由交通部、經濟部及財政部所持有的股票及相關部會間的交叉持股者，基本上來說，政府每年除了預估泛金融官股行庫擬上繳的盈餘外，也會因應政府本身所欲推動的政策而要求泛金融官股銀行調節手中的持股，使得股價下跌，因而股票報酬率也會較低。因此本研究認為本國金融機構持股愈多時，應該會降低股票的報酬率，因此建立假說七。

假說七：本國金融機構持股比例與股票報酬率為負相關。

## 8. 管理者持股比例

儘管 Katper, Shaikh, Anand, and Imtiaz (2018) 證明在巴基斯坦，當管理者的持股比例愈高時，公司獲利能力愈好，林泉源(2009)也發現台灣銀行業之管理者持股比例愈高時，銀行的財務績效愈好，Obembe, Olaniyi, and Soetan (2016) 卻發現管理者的持股數對於公司績效沒有任何顯著的影響；Moudud-Ul-Huq, Biswas, and Dola(2020)也認為管理者持股與銀行價值間沒有顯著的關聯性。相對地，Jensen and Ruback(1983) 卻認為企業經營績效和管理者持股比例呈現負相關，Florackis, Kostakis, and Ozkan (2009) 亦提出：較高的管理者所有權會使管理者傾向獲得個人優勢，導致負面較低的公司績效。尹賢瑜、童心達與陳沛雨(2014)研究台灣的電子產業也得到：在低持股群與負債比例交互作用時，經理人持股率對於公司績效有顯著性負向的影響。至此，我們綜合發現：雖然管理者持股比例對於經營績效的影響無法提供一致的結果，但是就某些程度來說確實會影響公司的經營績效。以目前泛金融官股銀行的管理者大多為政府單位所指派，雖然政府單位常因政策執行而調整銀行相關經營方針，並因而導致泛金融官股經營績效可能不佳，若管理者明知不可為卻需為之，此時，因為管理者的配合政府政策，就有可能導致獲利下跌，進而影響股價報酬率。故管理者就有可能在

股價較高時拋售持股，在政策執行後因較差的績效導致股價較低時回補持股。故本研究認為當泛金融官股銀行的管理者持股比例愈高時，可能會導致較低的股票報酬率，因此建立假說八。

假說八：管理者持股比例與股票報酬率的相關性為負。

## 參、資料來源和研究方法

### 一、資料來源

本研究以金融類個股為研究對象，股票收盤價及股權結構資料取自台灣經濟新報社（Taiwan Economy Journal, TEJ）的股價及籌碼資料庫。除權日、除息日及所發放的股票股利或現金股利的資料，是由台灣股市資訊網 Goodinfo 所取得<sup>4</sup>。

華南及富邦金融控股股份有限公司成立於 2001 年 12 月 19 日，是台灣金控公司最早成立者，至 2002 年 5 月底為止，13 家上市櫃金融控股公司陸續成立。其中，公營行庫包括臺銀、土銀、彰銀、一銀、華南銀、兆豐銀、合庫、臺企銀等八大泛金融官股銀行。2011 年 12 月 1 日，合作金庫資產管理公司與合作金庫票券金融公司以股份轉換方式共同設立合作金庫金融控股公司並開始上市。至此，除了臺銀跟土銀沒有上市外，泛金融官股行庫幾乎都掛牌上市了，對投資人來說就有很方便的存股投資管道。因此本研究遂以 2012 年 1 月到 2022 年 12 月為研究期間，選取兆豐金、華南金、第一金、合庫金、彰銀及臺企銀等六大泛金融官股為研究標的，並針對其股價市況、股價殖利率與股票加碼方式等面向來作比較與分析，以說明長期投資策略可獲超過 5% 年報酬率的回報。

### 二、實驗設計

本研究將投資的定存概念股的策略分成四種，並以泛金融官股為標的，分為四種模式進行買進持有策略，以定期不停利、不停損的投資方式進行買進一張並持有，若投資期間泛金融官股除權及除息產生的配股及配息，則再將現金買入零股並合併之，比較此 6 家泛金融官股在不同的投資策略下的長期績效。再者，本研究參考林佳靜（2019）作法，依各股股價投入資金，其中策略 A 及 B 所設定的買進價格皆為每年年初開盤第一天。此外，為了符合現代投資人每個月定期不定額的投資方式，所以我們進一步採用策略 C 的每個月投資一次方式。為了跟 B 策略區分及配合有些投資人喜歡

在除權息後投資股票，我們採用策略 D 的除權息後投資方式，此四種策略皆未特別依技術分析或其他方式來擇時進場。茲將四種策略說明如下：

(一)採用 2012 年初一次買足（一張）長期持有

總報酬率的公式如下：

$$\text{報酬率} = \{[\text{本期期末股價} \times \text{上期期末股票張數} + \text{本期期末股價} \times \text{本年分配的股票股利張數} + \text{本期期末股價} \times \text{本年分配的現金股利總和} / (\text{除權息當日的股價} \times 1000)] / (\text{上期期末股價} \times \text{上期期末股票張數})\} - 1$$

(二)採用每年年初開盤第一天收盤價，買進一張

總報酬率的公式如下：

$$\text{報酬率} = \{[\text{本期期末股價} \times (\text{上期期末股票張數} + 1) + \text{本期期末股價} \times \text{本年分配的股票股利張數} + \text{本期期末股價} \times \text{本年分配的現金股利總和} / (\text{除權息當日的股價} \times 1000)] / (\text{上期期末股價} \times \text{上期期末股票張數} + \text{本年年初開盤第一天收盤價} \times 1)\} - 1$$

(三)採用每個月月底收盤價買進一張

總報酬率的公式如下：

$$\text{報酬率} = \{[\text{本期期末股價} \times (\text{上期期末股票張數} + 12) + \text{本期期末股價} \times \text{本年分配的股票股利張數} + \text{本期期末股價} \times \text{本年分配的現金股利總和} / (\text{除權息當日的股價} \times 1000)] / (\text{上期期末股價} \times \text{上期期末股票張數} + \text{一月底的收盤價} \times 1 + \text{二月底的收盤價} \times 1 + \dots + \text{十二月底的收盤價} \times 1)\} - 1$$

(四)採用除權息後收盤價買進一張

總報酬率的公式如下：

$$\text{報酬率} = \{[\text{本期期末股價} \times (\text{上期期末股票張數} + 1) + \text{期末股價} \times \text{本年分配的股票股利張數} + \text{本期期末股價} \times \text{本年分配的現金股利總和} / (\text{除權息當日的股價} \times 1000)] / (\text{上期期末股價} \times \text{上期期末股票張數} + \text{本年除權息後收盤價} \times 1)\} - 1$$

此外，因考量到國人退休時可能將整筆退休金一次性投入股市買股並存股，故有策略 A 的初始買進一張（類似一筆退休金）後，以同樣概念將當年所衍生出的現金股利買進零股後，連同股票股利加總以計算總股數。

### 三、研究方法

為了充分了解存股族最愛的泛金融官股是否真的適宜退休族群存股投資，本研究除了比較不同的長期投資策略及股票加碼的方式所計算出來的投資報酬率外，本研究參考 Chiang, Chung, and Huang (2015) 的做法，進一步運用一般動差法 (generalized method of moments, GMM) 來檢定在泛金融官股銀行中，相異的股權結構在不同的持股策略下對於泛金融官股投資報酬率的影響，除了能夠降低變數間可能產生的內生性外，並能提供給投資人在擬定投資策略時，選出最佳的投資標的，以確保在投資期間產生穩定現金流以安享退休生活。綜合前述假說，我們分析股權結構影響股票投資報酬率的實證 GMM 模型建立如下：

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FI_{it} + \alpha_2 IT_{it} + \alpha_3 DR_{it} + \alpha_4 DS_{it} + \alpha_5 LS_{it} + \alpha_6 GO_{it} + \alpha_7 FC_{it} + \alpha_8 MA_{it} \\ + \alpha_9 BIS_{it} + \alpha_{10} LOR_{it} + \alpha_{11} Banksize_{it} + \alpha_{12} ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

上式中， $R_{it}$ 代表泛金融官股銀行在各種持股投資策略下的股票投資報酬率； $FI_{it}$ 指外資在泛金融官股銀行的總持股數； $IT_{it}$ 為投信在泛金融官股銀行的總持股張數； $DR_{it}$ 乃泛金融官股銀行中自營商的總持股數； $DS_{it}$ 意指泛金融官股銀行中的董監事總持股數； $LS_{it}$ 表示泛金融官股銀行的大股東持股比例； $GO_{it}$ 為本國政府機構在泛金融官股銀行的持股比例； $FC_{it}$ 是本國金融機構在泛金融官股銀行的持股比例； $MA_{it}$ 是指泛金融官股銀行中的管理者總持股數。另外，除了股權結構的影響外，為了避免銀行本身的特性會影響到實證分析，本研究加入資本適足率 ( $BIS_{it}$ )、貸款損失準備 ( $LOR_{it}$ )、銀行規模 ( $Banksize_{it}$ ) 及股東權益報酬率 ( $ROE_{it}$ ) 當作控制變數。其中，資本適足率等於銀行自有資本淨額除以經風險係數調整後之資產，主要是規範金融機構避免操作過多的風險性資產，以確保銀行經營的安全性及財務健全性，根據陳逸傑 (2011) 的結果，金融業資本適足率對於股價確實有顯著的影響。貸款損失準備金是指銀行預留應付壞帳的款項，包括客戶違約及重新磋商貸款等。Lancaster, Hatfield, and Anderson (1993) 發現：當銀行的貸款損失準備金增加時，表示在銀行貸款的投資組合中有非預期的風險存在，會使該銀行的股價下跌。關於銀行規模的影響，Perera, Skully, and Wickramanayake (2008) 發現規模較大的銀行較具成本效益。Aladwan (2015) 亦指出：銀行的規模不同時，會顯著影響銀行的獲利能力。因此，銀行的規模大小應該會影響銀行的獲利能力，進而影響銀行的股價。此外，根據Kamar (2017) 的論點，股東權益報酬率對於股價有顯著的影響。再者，由於本研究蒐集到泛金融官股銀行股權結構資料的屬性不同，為了避免資料間的數值差異過大影響實證結果，本研究將 $FI_{it}$ 、 $IT_{it}$ 、 $DR_{it}$ 、 $DS_{it}$ 、 $MA_{it}$ 及 $Banksize_{it}$ 等變數取自然對數 ( $\ln$ ) 以方便計算，取自然對數後不會改變資料原本的性質和相關關係，但可以使資料更平穩，也能削弱本研究使用模型的共線性及異質性。

## 肆、實證結果與分析

### 一、基本統計量分析

本研究主要以兆豐金、華南金、第一金、合庫金、彰銀及臺企銀等六大泛金融官股為標的，並以定期不停利、不停損的投資方式進行四種買進持有策略，以追蹤並比較其長期績效。

由表 1 我們可以發現：總體來說，對於本研究樣本的六大泛金融官股，就持股比例方面來看，大股東持股比例、本國政府機構的持股比例及本國金融機構的持股比例都超過 10% 以上，尤其是本國政府機構及本國金融機構的持股比例更高達 18% 以上，雖然本國政府機構及本國金融機構的每月持股比例變化大（標準差高達 8.0904 及 9.9077），但是仍然享有對銀行的主控制權，因此泛金融官股銀行的董事、監事及管理當局大都是由政府指派專人負責管理，以能就近掌控銀行的動態。雖然如此，就持股數多寡來分析，除了上述二大股東結構以外，外資及董監事的總持股數最高，自營商總持股數最少，投信及管理者總持股數則位於其間。以此看來，雖然自營商對泛金融官股的投資比重相對較少，不過因為其持股數的變化在傳統三大法人中較大（標準差為 4.0523），有可能意味著自營商短線進出買賣泛金融官股的頻率頗高。

此外，根據表 1 的結果，在股權結構的變數中，外資總持股數、投信總持股數、自營商總持股數、董監事總持股數及本國政府機構的持股比例呈現左偏態，而大股東持股比例、本國金融機構的持股比例及管理者總持股數呈現右偏態。在衡量資料分佈形狀的指標－峰態係數方面：除了投信總持股數及大股東持股比例呈現高峽峰外，外資總持股數、自營商總持股數、本國政府機構持股比例、本國金融機構的持股比例及管理者總持股數出現低闊峰的型態，而董監事總持股數則為常態峰。再者，所有股權結構的變數皆非常態分配。

### 二、投資策略分析

根據本研究的實驗設計，採用 A 策略：2012 年初（2012~2022）一次買足（一張），長期持有、B 策略：每年年初開盤第一天收盤價，買進一張、C 策略：每個月月底收盤價買進一張及 D 策略：以除權息後收盤價買進一張等四種方式進行長期投資，我們可以得到各泛金融官股銀行的投資報酬率如下表 2 所示。

表 1 股權結構的基本統計量

變數	平均數	標準差	最大值	最小值	偏態	峰態	常態檢定
外資 總持股數	14.4289	0.4938	15.4962	13.0274	-0.3189***	-0.6931***	29.2726***
投信總 持股張數	10.7434	1.1003	12.7377	7.7196	-0.9421***	0.4774***	124.6874***
自營商 總持股數	4.5534	4.0523	10.9451	0.0000	-0.1033	-1.7651***	104.2187***
董監事 總持股數	14.6935	0.3179	15.1707	13.8476	-0.8972***	0.1937	107.4795***
大股東 持股比例	14.4087	5.3736	36.6400	4.9900	1.8842***	5.2316***	1371.7945***
本國政府 機構持股 比例	17.9309	8.0904	35.9300	2.2100	-0.4215***	-0.3309*	27.0652***
本國金融 機構持股 比例	19.0159	9.9077	42.0900	2.2100	0.3734***	-0.3918**	23.4714***
管理者 總持股數	7.9918	1.1340	10.0867	6.2025	0.4876***	-0.9338***	60.1586***

註：1.\*\*\*，\*\*，\*分別表示 1%，5%及 10%的顯著水準。

2.本研究使用 Jarque-Bera Test 來做常態檢定。

3.本研究所計算的峰態係數值為超額峰態 (Excess)，超額峰態 = 峰態值 - 3。

4.在本研究的變數中，外資總持股數、投信總持股張數、自營商的總持股數、董監事總持股數及管理者總持股數是以取自然對數 (ln) 後的結果來計算。

表 2 四種投資策略的平均報酬率 (%)

投資策略	兆豐金	華南金	第一金	合庫金	彰銀	臺企銀	平均報酬率
A	230.92	224.78	252.92	229.09	111.76	151.73	200.00
B	98.09	103.82	114.08	131.83	39.74	94.77	97.06
C	56.28	90.16	99.01	103.96	34.39	83.43	77.87
D	82.07	91.14	96.54	118.78	31.47	80.79	83.47

由表 2 的結果我們可以發現：在 A 投資策略中，第一金的平均報酬率最高，達 252.92%，最低的是臺企銀，也有 151.73% 的投資報酬率，報酬率排序（由高到低）分別是：第一金、兆豐金、合庫金、華南金、臺企銀，最後是彰銀。此外，此 6 家泛金融官股銀行 11 年的總報酬率都高於年複利 5% 情況下的報酬率（71.03%）。

在 B 投資策略中，合庫金報酬率最高（131.83%），第一金報酬率次高（114.08%），都優於其他泛金融官股銀行。在此策略中，報酬率排序（由高到低）是：合庫金、第一金、華南金、兆豐金、臺企銀，最低是彰銀。其中，大部分泛金融官股 11 年總報酬率都高於複利 5% 下的報酬率（71.03%）；兆豐金略低於華南金，僅彰銀不甚理想。

在 C 投資策略中，合庫金的報酬率最高（103.96%），第一金的報酬率次之（99.01%），報酬率最低的是彰銀（34.39%）。在此種策略中，報酬率排序（由高到低）是：合庫金、第一金、華南金、臺企銀、兆豐金，最後是彰銀。不過，此 6 家泛金融官股股票 11 年總報酬率有 2 家都低於複利 5% 下的報酬率（71.03%），顯示出：採用每個月月底收盤價買進一張的策略 C 較策略 A 及 B 的績效不彰。

在 D 投資策略中可以看到：合庫金報酬率為 118.78%，為 6 家泛金融官股股票中最高者；第二高為第一金，其報酬率為 96.54%，最低者為彰銀，報酬率僅為 31.47%；報酬率排序（由高到低）依次是：合庫金、第一金、華南金、兆豐金、台企銀，最低者是彰銀。而在此 6 家泛金融官股中，股票 11 年總報酬率低於年複利 5% 情況下的報酬率（71.03%）的只有彰銀而已，其餘的泛金融官股股票投資報酬率都較高。此種結果說明了：以除權息後收盤價買進一張的持股策略也可以提供不錯的報酬率給擬長期投資的投資人。

將上述四種持股策略比較分析後，A 的持股策略最優，平均能提供高於年複利 5% 情況下的的報酬率給投資人，此與林佳靜（2019）的結果雷同；B 的持股策略次佳，擬以此種策略進行持股的投資人可以考慮投資合庫金及第一金；雖然在 D 持股策略及 C 持股策略下，同樣都有樣本公司無法提供給投資人高於年複利 5% 的報酬率，但是 D 持股策略的報酬率還是優於 C 持股策略。進一步分析，金控股的投資報酬率整體是優於純粹的銀行股，而有配股票股利者優於只配現金股利者，主要是因為若有配股票股利的股票累計張數較快，報酬率也因而較高。但 A 策略持股報酬較佳主要是因為 2012 年初台股基期較低相對較低，因此在當時一次性投入到台股多頭市場上時，投資報酬率相對較佳，故投資人若想採用 A 策略的一次性投入，還是需要謹慎考慮投入的時間點。

### 三、實證結果分析

本研究除了比較各持股策略在長期投資下所計算出來之投資報酬率的優劣外，並運用一般動差法（*generalized method of moments, GMM*）分析在泛金融官股中，不同的股權結構在本研究所提供四種持股策略下，對於泛金融官股投資報酬率的影響，實證結果如下表 3 所示。

首先，在股權結構的影響方面，就自營商持股多寡的影響來看，我們發現：不管投資人採用持股策略 A、B、C 或 D 進行投資，當自營商對泛金融官股銀行的持股數愈多時，會顯著降低泛金融官股股票的投資報酬率，此與本研究的假說三相符。這可能是因為台灣自營商的主要業務是自行買賣有價證券，並藉由買賣差價賺取利潤，其投資策略多屬日內交易、持有時間短暫（林泉源、吳瑞山、黃婉華，2006），加上台灣股市屬於淺碟型市場、股價變動頻繁，因此自營商承受的風險極大，所以除了自營商通常在買入後便快速賣出、容易追漲殺低外，金管會也訂定自營商買賣價格申報限制，降低了證券自營商的操作彈性。因此，採用持股策略累積退休金的投資人應該避開投資在自營商持股數較多的泛金融官股，以免降低持股的報酬率及影響退休金的積累。

實證結果亦指出：儘管投資人進行長期投資的策略不同，當本國政府機構持股比例愈高時，泛金融官股股票的投資報酬率是愈低的。此結果與本研究的假說六相符，並與 Tran et al. (2014)、吳宗岳 (2014)、謝旭建 (2015) 及 Laporšek et al. (2021) 的論點相同，即當政府的持股比例太高時，企業可能會因為政府干預及控制太多而降低企業的經營績效或使銀行的違約及營運風險增加，對股票報酬率產生負的影響。再者，如果本國金融機構持股比例愈高時，泛金融官股股票的投資報酬率愈低，相符本研究的假說七。主要可能是本國金融機構所持有的泛金融官股股票大多是由交通部、經濟部及財政部所持有及相關部會間的交叉持股，屬於政策性持有，政府每年除了會預估泛金融官股行庫上繳的盈餘外，也會因應政府所欲推動的政策而要求泛金融官股銀行調節持股，使得股價下跌，因而股票報酬率也會較低。

此外，當泛金融官股銀行的管理者持股愈多時，其股票投資報酬率也愈低，此結果除了符合本研究的假說八，並與 Jensen and Ruback (1983)、Florackis et al. (2009) 及尹賢瑜等 (2014) 的結果相同。可能是因為目前泛金融官股銀行的管理者大多為政府單位所指派，雖然政府單位常因政策執行而調整銀行相關經營方針，並因而導致泛金融官股的經營績效可能不佳，若管理者明知不可為卻需為之，此時因為管理者的配合政府政策，就有可能導致獲利下跌，進而影響股價報酬率。

表 3 GMM 的實證結果分析

變數	持股策略 A	持股策略 B	持股策略 C	持股策略 D
常數	-44.5704***	-20.7018***	-19.8409***	-19.5784***
外資總持股數	-0.1696*	-0.0385	-0.0642	-0.1042*
投信總持股張數	-0.0010	-0.0400*	-0.0425**	-0.0556***
自營商總持股數	-0.0108***	-0.0065*	-0.0070**	-0.0054*
董監事總持股數	0.1188	0.0620	0.0766	0.0802
大股東持股比例	0.0067	-0.0028	-0.0008	-0.0018
本國政府機構持股比例	-0.0513***	-0.0206***	-0.0214***	-0.0202***
本國金融機構持股比例	-0.0230***	-0.0102**	-0.0117***	-0.0095***
管理者總持股數	-0.3841***	-0.1672***	-0.1513***	-0.1644***
資本適足率	-0.0130***	-0.0059***	-0.0055***	-0.0056***
貸款損失準備	0.3576	0.0941	0.0488	0.0523
銀行規模	2.1059***	1.0201***	1.0154***	1.0327***
ROE	-0.0264	-0.0134	-0.0200**	-0.0140
Adjust R <sup>2</sup>	78.72%	66.20%	67.89%	64.01%

註：1.\*\*\*，\*\*，\*分別表示 1%，5%及 10%的顯著水準。

2.本研究使用 Jarque-Bera Test 來做常態檢定。

3.本研究所計算的峰態係數值為超額峰態 (Excess)，超額峰態 = 峰態值 - 3。

4.在本研究的變數中，外資總持股數、投信總持股張數、自營商的總持股數、董監事總持股數及管理者總持股數是以取自然對數 (ln) 後的結果來計算。

而投信總持股數愈高、在投資人的持股策略為 B、C 或 D 時，對泛金融官股股票報酬率會產生顯著負的影響，與本研究的假說二不符，與林哲鵬等 (2006) 的結果較接近，表示在中長期投資下，投信的投資行為會出現負向回饋交易。這可能是因為投信是國內專業的證券投資公司 (即基金公司)，主要募集投資人的錢由基金經理人操盤，它們的獲利來源是向投資人收取的手續費及管理費。為了向投資人彰顯其操作績效，投信大多偏好波段操作，並以短中期投資為主，所以當投信持有較多的泛金融官股股票時，這些股票就容易受到投信交易量的影響，可以在短時間靠交易量飆升而影響股價漲跌。因此，當投資人在進行持股策略 B、C 或 D 時，應避開投信持股比例較高的泛金融官股。然而，投信持股多寡對於持股策略 A 雖有負向的影響，卻不顯著。

至於外資總持股數對於泛金融官股報酬率的影響為負，尤其對投資策略 A 及 D 有顯著的影響，此結果不符合本研究的假說一，這可能是反映出不同的投資文化及策略消長外，不少的金融股外資投資大戶對其他產業的持有部位仍遠高於金融股。根據江偉弘、汪青萍（2020）的見解，由於外資的投資行為受到匯率、政策、經濟環境等多重因素的影響，外資持股比率高的公司往往承受較大的市場風險，股價也容易出現劇烈波動。此外，外資持股比率高的公司也可能缺乏有效的內部監督和激勵機制，因為外資對公司的營運和決策權力有限，可能對公司績效缺乏足夠的關注和責任感。更重要的是，外資持股比率高的公司有可能成為外資的利益轉移或提款機，因為外資可能會利用其持股優勢，透過減資、分紅、併購等各種方式，將公司的利潤或資產轉移到自己手中，而忽視其他股東或公司的長期發展利益，所以當泛金融官股的外資持股比率愈高時，投資報酬率愈低。而董監事持股數雖然在四種持股策略上對於泛金融官股的股票報酬率都有正的影響，與假說四的預期符號相同，但卻不顯著，這可能是因為利益收斂假說不適用於台灣的金融業，致使在台灣之銀行董監事持股比例對其經營績效沒有影響。再者，台灣的泛金融官股銀行的董監事很多都是由政府官派，並沒有實質的經營權，因此董監事持對於以泛金融官股為投資標的之投資策略的報酬率沒有顯著的影響。因此建議泛金融官股銀行引進獨立董事會，提升董事會功能，加強金融監理功能；此外，由於大股東可能因為個人因素在不同時間點買賣股票，例如可能在除權息前賣掉股票以規避稅負等問題，而本研究四種不同的投資策略剛好有考慮除權息時段，因而導致大股東對本研究四個策略的影響呈現不一致且不顯著的情況，因此不支持假說五。

在控制變數方面，我們發現：當泛金融官股銀行的規模愈大時，其股票報酬率愈高，而泛金融官股銀行的資本適足率愈高時，可能會使銀行所必須付出的風險管理成本愈大，導致銀行的績效反而較差。相對地，在本研究中，貸款損失準備與泛金融官股銀行的獲利能力對於泛金融官股銀行的股票報酬率並沒有顯著的影響。

綜合上述實證結果，本研究建議擬採存股退休的投資人若運用本研究所推薦的持股策略進行投資時，對於外資、投信、自營商、本國政府機構、本國金融機構及管理當局等持有官股相對較多者，應予減碼；反之，則應考慮加碼投入，以儘速累積足夠的退休金，早日達到財富自由，並可以安享晚年。

## 伍、研究結論、研究限制和未來方向

在目前的微利時代、少子化及軍保、勞保、公保、國民年金可能會相繼破產下，如何為自己建立一個擁有安穩經濟來源的樂齡生活，是現代人所必須趁早開始計劃跟行動的。然而，由於國內利率目前一年期定存利率僅剩約 0.79%，國人勢必得調整退休金資產配置方式以提高資產收益，在不願拼命上班、爆肝超時工作及希望能夠早日達財富自由的情況下，投資收入就成為除了定存賺取利息及各項保險可能領到的退休給付外，最重要的退休金來源。此外，目前在台灣的泛金融官股銀行中，政府持股比例雖然已經降到 50% 以下，但政府還是持股比例最大的股東，其所指派的董監事仍為泛金融官股銀行實際上的經營者及控制者。然而，其他非政府的股東為了自身的利益也可能會干預公司的經營、沒有發揮應有的監督與管理功能，使企業產生代理問題並影響公司的經營績效，進而影響股價及存股退休族的投資報酬率。

因此，為了提供給投資人退休後所需穩定的現金流，本研究以長期投資為主、考慮了複利效果（現金股利會再投入），並搭配定期（不）定額的方式、選擇屬於官方持股比例高的金融股為主，排除股本相對較小之股票，並採用四種不同的買進持有策略（A, B, C, D）以驗證 2012 年 1 月至 2022 年 12 月、長達 11 年的期間，存股族最愛的六檔泛金融官股金控（兆豐金、華南金、第一金、合庫金、彰銀及臺企銀）的投資報酬率以了解其是否能夠達到至少年複利 5% 的長期報酬率外，並進一步採用一般動差法分析在泛金融官股銀行中，不同持股比例的投資人對於泛金融官股投資報酬率的影響，以提供給投資人最佳的投資標的及投資策略。

本研究實證結果發現：在 A、B、C 及 D 等四種持股策略中，A 的持股策略最好，每一家金控股（銀行股）都能提供高於年複利 5% 的報酬率給投資人，而 B 的持股策略次佳，在此策略中，合庫金及第一金的投資報酬率最高；此外，雖然在 D 持股策略及 C 持股策略下，同樣都有樣本公司無法提供給投資人高於年複利 5% 的報酬率，但是 D 持股策略的報酬率還是優於 C 持股策略。整體來說，因為除了彰銀以外，其餘 5 家泛金融官股銀行 11 年的總報酬率都高於年複利 5% 情況下的報酬率（71.03%），因此，此四種投資策略都適合推薦給擬靠持股累積退休金的長期投資人，尤其以投資合庫金及第一金可以創造高額的報酬。此外，金控股的投資報酬率較純粹的銀行股高、有配股票股利者也優於只配現金股利者。

在一般動差法的實證結果方面，我們發現：當自營商對泛金融官股銀行的持股數愈多時，會顯著降低泛金融官股股票的投資報酬率，與本研究的假說三相符；而本國政府機構持股比例愈高時，泛金融官股股票的投資報酬率愈低，此結果與本研究的假

說六相符；此外，如果本國金融機構的持股比例愈高時，泛金融官股股票的投資報酬率愈低，相符本研究的假說七。再者，當泛金融官股銀行管理者的持股愈多時，其股票投資報酬率也愈低，此結果符合本研究的假說八。然而，外資總持股數對於泛金融官股報酬率的影響為負，尤其對投資策略 A 及 D 有顯著的影響，此結果不支持本研究的假說一；此外，若投信總持股數愈高、在投資人的持股策略為 B、C 或 D 時，對泛金融官股股票報酬率也會產生顯著負的影響，與本研究的假說二不符。至於董監事總持股數及大股東持股比例對於泛金融官股股票報酬率並沒有顯著的影響。而控制變數中的銀行規模及資本適足率都對於泛金融官股的股票報酬率都有顯著的影響。

因此，綜合上述實證結果，本研究建議擬採上述四種存股退休策略的投資人，可以 A 持股策略進行投資，至於外資、投信、自營商、本國政府機構、本國金融機構及管理當局等所持有的泛金融官股較多者，應予減碼；反之，則應考慮加碼投入。當然，存股的投資人不要輕易猜測股票市場的走向，必須要有耐心及恆心、定期定額存股堅定執行，以儘速累積足夠的退休金，早日達到財富自由，並可以安享晚年。

然而，由於本研究的樣本期間是屬於台股的多頭行情期間，無法考慮到空頭期間及景氣衰退時，投資報酬率可能不如預期的情況，總之，本研究所得到的結論雖具參考性，但可能欠缺普遍性。此外，若打算存股的投資人若無法按照本研究提出的方法進行投資，也可能無法創造當初預期的效果，這些是本研究的研究限制。此外，由於本研究只選了六檔泛金融股作存股投資並進行實證分析，相關學者若在未來能朝向納入其他優質的民營金控股或票券股進行更全面性的存股投資分析後，可能可以得到更具有代表性的存股策略及優質的投資報酬率。

## 註釋

1. 詳細內容請參閱自由時報（2015/10/01）<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/1461639>。
2. 詳細內容請參閱遠見雜誌（2019/10/14）<https://www.gvm.com.tw/article/68806>。
3. 台灣的通貨膨脹率在本研究的樣本期間平均值是 1.11%。
4. 台灣股市資訊網 <http://goodinfo.tw/StockInfo/index.asp>。

## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 王元章、張椿柏(2011)，從核心代理問題的角度探討股權結構，董事會特性對公司價值之影響，證券市場發展季刊，23(2)，131-174。  
Wang, Y. J., & Jang, C. B. (2011). The effect of ownership structure and board characteristics on firm performance: From the perspective of core agency problem. Review of Securities & Futures Markets, 23(2), 131-174.
2. 尹賢瑜、童心達、陳沛雨(2014)，經理人與董監事之持股對公司績效的影響－以台灣電子產業為例，真理財經學報，(26)，23-52。  
Yin, H. Y., Tung, S. T., & Chen, P. Y. (2014). The impacts of shareholding by managers, supervisors and directors on corporate performance - The case of electronic industry in Taiwan. Tamsui Oxford Journal of Economics and Business, (26), 23-52.
3. 江偉弘、汪青萍(2020)，探討持股比例對公司經營績效之影響，全球商業經營管理學報，(12)，41-48。  
Chiang, W. H., & Wang, C. P. (2020). The effect of shareholding ratio on corporate performance. Global Business Operation and Management Journal, (12), 41-48.
4. 朱蓓儀(2020)，股權結構、利率變動與經營績效之關係－以台灣金融業為例，靜宜大學國際企業學系未出版之碩士論文。  
Chu, P. Y. (2020). Ownership Structure, Interest Rate, and Firm Performance: Evidence of Financial Sector in Taiwan. Providence University, unpublished paper.
5. 吳宗岳(2014)，政府持股對銀行風險之影響，實踐大學財務金融學系碩士班未出版之碩士論文。  
Wu, T. Y. (2014). The Impact of Government Ownership on Bank Risk. Shih Chien University, unpublished paper.
6. 吳魯恆(2012)，董監事大股東持股比例與機構法人持股比例對金融控股公司經營績效之影響，東華大學管理學院高階經營管理碩士在職專班未出版之碩士論文。  
Wu, L. H. (2012). The Effects of the Ownership of Board of Directors and Institutional Ownership on Operating Performance of Financial Holding Companies. National Dong Hwa University, unpublished paper.

7. 林佳靜(2019)，定存投資績效之探討，管理資訊計算，8(2)，114-128。  
Lin, C. C. (2019). The investment performance of similar time deposit stocks in Taiwan. Management Information Computing, 8(2), 114-128.
8. 易姿伶(2014)，股權結構、破產風險與銀行績效之關聯－金融風暴之影響，中正大學會計與資訊科技研究所未出版之碩士論文。  
Yi, T. L. (2014). The Relationships among Ownership Structure, Bankruptcy Risk and Bank Performance - The Impact of Financial Crisis. National Chung Cheng University, unpublished paper.
9. 林泉源、吳瑞山、黃婉華(2006)，台灣股市機構投資人處分效果之實證研究，企業管理學報，(68)，87-132。  
Lin, C. Y., Wu, R. S., & Huang, W. H. (2006). The disposition effect of institutional investors in Taiwan stock market. Journal of Business Administration, (68), 87-132.
10. 林泉源(2009)，銀行業股權結構對經營績效、財務績效與股價之影響，輔仁管理評論，16(2)，43-75。  
Lin, C. Y. (2009). The impacts of banking industries' equity structure on operational performance, financial performance and stock price. Fu Jen Management Review, 16(2), 43-75.
11. 林哲鵬、黃昭祥、李春安(2006)，機構投資人行為與台灣股市報酬的關聯性，財務金融學刊，14(2)，111-150。  
Lin, C. P., Huang, C. H., & Li, C. A. (2006). The relationship between institutional investors' behavior and stock returns in Taiwan. Journal of Financial Studies, 14(2), 111-150.
12. 俞海琴、周本鄂(1994)，臺灣地區上市公司董監事、關係人持股比率和公司托賓 Q 關係之研究，管理評論，13(1)，79-98。  
Yu, H. C., & Cho, B. O. (1994). The relationship between the equity ownership concentration of directors, privy and the Tobin's Q of open company in Taiwan. Management Review, 13(1), 79-98.

13. 洪振義、江啟正、蕭宇君(2016)，股權結構、財務比率與總體經濟因素對公司績效關係之研究－以台灣銀行業為例，全球商業經營管理學報，(8)，69-78。  
Hong, C. Y., Chiang, C. C., & Hsiao, Y. C. (2016). A study between ownership structure, financial ratios and corporate performance based in Taiwanese bank. Global Business Operation and Management Journal, (8), 69-78.
14. 洪慈慧(2019)，以金融控股公司股票作為退休規畫之研究，淡江大學風險管理與保險學系保險經營碩士在職專班未出版之碩士論文。  
Hung, T. H. (2019). A Study on the Shares of Financial Holding Companies as Retirement Rules. Tamkang University, unpublished paper.
15. 高嘉邦(2018)，金融控股公司存股策略之研究，成功大學高階管理碩士在職專班未出版之碩士論文。  
Kao, C. P. (2018). A Study on the Strategy of Depositing Dividend-Paying Financial Stocks. National Cheng Kung University, unpublished paper.
16. 余惠芳、梁正衡(2019)，股利政策與投融資決策對公司績效影響之研究，全球管理與經濟，15(1)，17-40。  
Yu, H. F., & Liang, C. H. (2019). The impact of dividend policy, financing and investment decision on corporate performance. Journal of Global Management and Economics, 15(1), 17-40.
17. 陳志榮(2001)，我國運輸類上市公司股權結構與經營績效相關性之研究，海洋大學航運管理學系未出版之碩士論文。  
Chen, C. J. (2001). A Study on Relation between the Equity Structure and Firm Performance for Transportation Public Companies in Taiwan. National Taiwan Ocean University, unpublished paper.
18. 陳正佑、施岳宏(2018)，移動平均線結合箱型策略之運用－以台灣卓越 50 ETF 成分股為例，屏東大學學報－管理類，(1)，1-25。  
Chen, C. Y., & Shih, Y. H. (2018). The combination of moving average and box strategies: The case of Taiwan top 50 tracker fund constituents. NPTU Management Review, (1), 1-25.

19. 陳欣華、雷立芬(2016)，金融控股公司所屬銀行經營效率之比較：資料包絡分析法之應用，台灣管理學刊，16(1)，1-16。  
Chen, H. H., & Lei, L. F. (2016). A comparison on the efficiency of the subsidiary banks of FHC: An application of data envelopment analysis. Taiwan Academy of Management Journal, 16(1), 1-16.
20. 陳宥豪(2021)，台灣股市三大法人持股比例變動對股價報酬率之影響，中正大學財務金融系研究所未出版之碩士論文。  
Chen, Y. H. (2021). The Relationship between Changes in the Institutional Investor's Holding and Changes in the Stock Price. National Chung Cheng University, unpublished paper.
21. 陳逸傑(2011)，金融海嘯後金融業資本適足率高低對營收及股價之影響－應用縱橫平滑移轉模型，淡江大學財務金融學系碩士在職專班未出版之碩士論文。  
Chen, Y. C. (2011). The Mutual Effects of Earning and Stock Price under Different Levels of Capital Adequacy Ratio after Subprime Crisis - Application of Panel Smooth Transition Regression Model. Tamkang University, unpublished paper.
22. 彭開琮、林翠蓉、張淑儀(2015)，金融危機對台灣 ETF 投資績效的影響：以歐債危機為例，華人經濟研究，13(1)，105-126。  
Peng, K. C., Lin, T. J., & Chang, S. Y. (2015). Impact of Taiwan ETF by European sovereign debt crisis. Journal of Chinese Economic Research, 13(1), 105-126.
23. 曾維信(2017)，定期定額投資報酬率之研究－金融股為例，樹德科技大學經營管理研究所未出版之碩士論文。  
Zeng, W. X. (2017). The Performance of Dollar - Cost Averaging Investment on Financial Stocks. Shu-Te University, unpublished paper.
24. 黃韻欣(2020)。籌碼指標對股票報酬率之影響，東海大學國際企業管理碩士學位學程未出版之碩士論文。  
Huang, Y. H. (2020). The Influence of Smart Money on the Stock Performance. Tunghai University, unpublished paper.

25. 邱麗卿、馬詠蘭(2013)，管理者過度自信及股權結構對銀行經營績效的影響，台灣金融財務季刊，14(1)，31-64。  
Chiu, L. C., & Mao, Y. L. (2013). The relationships among managerial overconfidence, ownership structure and bank operating performance. Taiwan Banking & Finance Quarterly, 14(1), 31-64.
26. 楊淑玲(2015)，企業融資來源與股利發放模式之選擇－次貸危機時期之實證，經濟論文叢刊，43(4)，495-547。  
Yang, S. L. (2015). Choices of corporate financing sources and dividend payout modes: Evidence from the subprime mortgage crisis. Taiwan Economic Review, 43(4), 495-547.
27. 趙莊敏、戴德昇(2006)，台灣銀行股權結構、董事會特性與其經營成本效率之相關性研究，台灣金融財務季刊，7(3)，95-125。  
Chao, C. M., & Dai, D. S. (2006). A study on the relationships between ownership structure, board characteristics, and cost efficiency of Taiwan banks. Taiwan Banking & Finance Quarterly, 7(3), 95-125.
28. 盧陽正、翁振益、方豪(2008)，臺灣股市三大法人持股調整、群聚效應、回饋交易、串流行為與群聚之動量持續性，管理與系統，15(4)，523-543。  
Lu, Y. C., Wong, J. Y., & Fang, H. (2008). Herding effect, feedback trading, cascading, and momentum by share ownership adjustments of three major institutional investors in Taiwan stock market. Journal of Management & Systems, 15(4), 523-543.
29. 謝旭建(2015)，股權結構對銀行風險之影響－以亞洲國家商業銀行為例，實踐大學財務金融學系碩士班未出版之碩士論文。  
Hsieh, H. C. (2015). The Impact of Ownership Structure on Bank Risk - Using Asian Commercial Banks as Samples. Shih Chien University, unpublished paper.
30. 簡伶軒(2019)，臺灣官股與非官股銀行的非利收高低對風險與報酬的影響，成功大學財務金融研究所未出版之碩士論文。  
Chien, L. H. (2019). The Impact of Noninterest Income on Risk and Return of Government-Owned and Private Banks in Taiwan. National Cheng Kung University, unpublished paper.

31. 闕河士、方怡(2014)，台灣股票市場之機構投資人持股與系統流動性關係，管理與系統，21(4)，551-580。  
Chueh, H. S., & Fang, Y. (2014). Institutional ownership and systematic liquidity: Evidence from Taiwan stock exchange. Journal of Management & Systems, 21(4), 551-580.
32. 羅明裕(2014)，台灣銀行業股權結構之公司治理效果，中央大學財務金融學系在職專班未出版之碩士論文。  
Lo, M. Y. (2014). The Governance Effect of Ownership Structure for Taiwanese Banks. National Central University, unpublished paper.

## 二、英文部分

1. Ab Razaka, N. H. A., Ahmad R., & Aliahmed, H. J. (2008). Ownership Structure and Corporate Performance: A Comparative Analysis of Government Linked and Nongovernment Linked Companies from Bursa Malaysia. Paper presented at the 21st Australasian Finance and Banking Conference 2008, Australia.
2. Aladwan, S. M. (2015). The impact of bank size on profitability: An empirical study on listed Jordanian commercial banks. European Scientific Journal, 11(34), 217-236.
3. Arslan, M. (2021). Effect of ownership structure on firm performance evidence from non-financial listed firms: Ownership structure and performance. In Alqatan, A., Hussainey, K., & Khlif, H. (Eds.), Corporate Governance and Its Implications on Accounting and Finance (Chapter 7), 143-170. US: IGI Global.
4. Bengen, W. P. (1994). Determining withdrawal rates using historical data. Journal of Financial Planning, 7(4), 171-180.
5. Chiang, S. M., Chung, H., & Huang, C. M. (2015). A note on board characteristics, ownership structure and default risk in Taiwan. Accounting and Finance, 55, 57-74.
6. Chung, K. H., & Pruitt, S. (1996). Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework. Journal of Banking & Finance, 20(7), 1135-1159.
7. Cooley, P. L., Hubbard, C. M., & Walz, D. (1998). Retirement savings: Choosing a withdrawal rate that is sustainable. American Association of Individual Investors Journal, 20(2), 16-21.

8. Damijan, J., Gregoric, A., & Prasnikar, J. (2004). Ownership Concentration and Firm Performance in Slovenia. Working Paper no.142, LICOS Centre for Transition Economics.
9. Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. Journal of Corporate Finance, 7(3), 209-233.
10. Dzanic, A. (2012). Concentration of ownership and corporate performance: Evidence from the Zagreb stock exchange. Financial Theory and Practice, 36(1), 29-52.
11. Earle, J. S., Kucsera, C., & Telegdy, Á. (2005). Ownership concentration and corporate performance on the Budapest stock exchange: Do too many cooks spoil the goulash? Corporate Governance: An International Review, 13(2), 254-264.
12. Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. The Journal of Law and Economics, 26(2), 301-325.
13. Fan, J. P. H., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. Journal of Accounting and Economics, 33(3), 401-425.
14. Farazi, S., Feyen, E., & Rocha, R. (2013). Bank ownership and performance in the Middle East and North Africa region. Review of Middle East Economics and Finance, 9(2), 159-196.
15. Florackis, C., Kostakis, A., & Ozkan, A. (2009). Managerial ownership and performance. Journal of Business Research, 62(12), 1350-1357.
16. Grosfeld, I., & Hashi, I. (2007). Changes in ownership concentration in mass privatised firms: Evidence from Poland and the Czech Republic. Corporate Governance: An International Review, 15(4), 520-534.
17. Iannotta, G., Nocera, G., & Sironi, A. (2007). Ownership structure, risk and performance in the European banking industry. Journal of Banking & Finance, 31(7), 2127-2149.
18. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
19. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. Journal of Financial Economics, 11(1-4), 5-50.

20. Jihadi, M., Vilantika, E., Hashemi, S. M., Arifin, Z., Bachtiar, Y., & Sholochah, F. (2021). The effect of liquidity, leverage, and profitability on firm value: Empirical evidence from Indonesia. Journal of Asian Finance, Economics and Business, 8(3), 423-431.
21. Kamar, K. (2017). Analysis of the effect of return on equity (ROE) and debt to equity ratio (DER) on stock price on cement industry listed in Indonesia stock exchange (IDX) in the year of 2011-2015. IOSR Journal of Business and Management, 19(5), 66-76.
22. Kao, M. F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: Evidence from Taiwan. Corporate Governance, 19(1), 189-216.
23. Katper, N., Shaikh, S. S., Anand, V., & Imtiaz, N. (2018). Analysing the impact of managerial ownership on the performance of shariah-compliant firms in Pakistan. International Business Research, 11(11), 55-66.
24. Konečný, L., & Částek, O. (2016). The effect of ownership structure on corporate financial performance in the Czech Republic. Ekonomický časopis, 64(5), 477-498.
25. Lancaster, C., Hatfield, G., & Anderson, D. C. (1993). Stock price reactions to increases in loan-loss reserves: A broader perspective. Journal of Economics and Finance, 17, 29-41.
26. Laporšek, S., Dolenc, P., Grum, A., & Stubelj, I. (2021). Ownership structure and firm performance - The case of Slovenia. Economic Research, January, 34(1), 2975-2996.
27. Lappalainen, J., & Niskanen, M. (2012). Financial performance of SMEs: Impact of ownership structure and board composition. Management Research Review, 35(11), 1088-1108.
28. Machek, O., & Kubiček, A. (2018). The relationship between ownership concentration and performance in Czech Republic. Journal of International Studies, 11(1), 177-186.
29. Micco, A., Panizza, U., & Yañez, M. (2007). Bank ownership and performance. Does politics matter? Journal of Banking & Finance, 31(1), 219-241.
30. Moudud-Ul-Huq, S., Biswas, T., & Dola, S. P. (2020). Effect of managerial ownership on bank value: Insights of an emerging economy. Asian Journal of Accounting Research, 5(2), 241-256.

31. Nowak, O., & Kubíček, A. (2012). Corporate governance and company performance: Evidence from the Czech Republic. Advances in Economics, Risk Management, Political & Law Science, 235-240.
32. Obembe, O. B., Olaniyi, C. O., & Soetan, R. O. (2016). Managerial ownership and performance of listed non-financial firms in Nigeria. International Journal of Business and Emerging Markets, 8(4), 446-461.
33. Perera, S., Skully, M. T., & Wickramanayake, J. (2008). Cost efficiency in South Asian banking: The impact of bank size, state ownership and stock exchange listings. International Review of Finance, 7(1-2), 35-60.
34. Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. Journal of Financial Economics, 20(1-2), 237-265.
35. Sun, Q., Tong, W. H. S., & Tong, J. (2002). How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience. Journal of Business Finance & Accounting, 29(1-2), 1-27.
36. Tran, N. M., Nonneman, W., & Jorissen, A. (2014). Government ownership and firm performance: The case of Vietnam. International Journal of Economics and Financial Issues, 4(3), 628-650.

112 年 02 月 27 日收稿

112 年 03 月 26 日初審

112 年 05 月 30 日複審

112 年 10 月 18 日接受

## 作者介紹

### Author's Introduction

姓名 葉金標  
 Name Chin-Piao Yeh  
 服務單位 僑光科技大學財務金融系副教授  
 Department Associate Professor, Department of Finance, Overseas Chinese University  
 聯絡地址 台中市西屯區僑光路 100 號  
 Address No.100, Chiao Kwang Rd., Xitun Dist., Taichung  
 E-mail biaun@ocu.edu.tw  
 專長 產業金融、租稅理論  
 Speciality Industrial Finance, Tax Theory

姓名 姜淑美  
 Name Shu-Mei Chiang  
 服務單位 龍華科技大學財務金融系教授  
 Department Professor, Department of Finance, Lunghwa University of Science and Technology  
 聯絡地址 桃園市龜山區萬壽路一段 300 號  
 Address No.300, Sec. 1, Wanshou Rd., Guishan Dist., Taoyuan City 333326, Taiwan (R.O.C.)  
 E-mail shumei@gm.lhu.edu.tw  
 專長 金融市場、財務管理  
 Speciality Financial Markets, Financial Management

姓名	邱良通
Name	Liang-Tung Chiu
服務單位	僑光科技大學財務金融所研究生
Department	Graduate Student, Department of Finance, Overseas Chinese University
聯絡地址	台中市西屯區僑光路 100 號
Address	No.100, Chiao Kwang Rd., Xitun Dist., Taichung 40721
E-mail	no564192@gmail.com
專長	產業金融
Speciality	Industrial Finance