

政府持股與公司價值之關聯性研究

林江亮* 鄭菽萱**

摘要：本研究同時運用價格模式與報酬模式，探討政府持股對於公司價值是否具有解釋力，並深入分析政府持股中的營業基金持股、公營行庫持股與四大基金持股，相對於其他型態的政府持股而言，是否更能解釋公司價值。

實證結果顯示，在價格模式下，政府持股價值對於股權價值皆具有顯著之正向關係；敏感性分析之實證結果指出，不論盈餘為正數或是負數、股市是多頭或空頭時期、產業類別是否有差異等情形下，政府持股與公司價值之間的關係，在統計上皆具有顯著的正向相關。在報酬模式方面，實證結果也發現政府持股比例與股票報酬間，存有顯著的正向關係，其結果與價格模式一致。因此，本文認為政府持股資訊對於公司價值是具有攸關性的，故除了過去所重視的外資與公司法人持股資訊外，政府持股也是從事投資決策時必須參考的重要指標。

此外本文也發現政府持股中的營業基金持股、公營行庫持股與四大基金持股等，也都與公司價值存有顯著的正向關係。相對於其他型態的政府持股而言，實證結果顯示這三類資訊確實更能解釋公司價值，故營業基金、公營行庫與四大基金的持股資訊，是政府持股資訊中相對較為重要的資訊。

關鍵詞：政府持股、公司價值、價格模式、報酬模式

* 中原大學會計學系副教授

** 台灣殼牌股份有限公司會計

An Association Study of Governmental Shareholding on Value of Firms

Chiang-Liang Lin* Sue-Shung Jeng**

Abstract: Based on price and return model, we examine the relationship between governmental shareholding and firms' value. Relative to other type of governmental shareholdings, we also explore whether shares hold by the enterprise funds, the state-owned banks, and the big four funds, have more information about firms' value than other governmental shareholding.

Under price model, the empirical results show that the value of governmental shareholding have significantly positive effect on firms' value. No matter earnings' positive or negative, in the bull or bear market, under the traditional, financial, or electrical industry, the results mentioned above are remain the same. Under the return model, the empirical results show that governmental shareholding percentage also has significantly positive effect on stock return. The results are consistent with those found in price model. We conclude that governmental shareholding information is one of the significant factors, which must be considered in the decision-making process.

We also find that shares hold by the enterprise funds, the state-owned banks, and the big four funds, really have more information about firms' value than other governmental shareholding.

Keywords: governmental shareholding, firm value, price model, return model.

* Associate Professor, Department of Accounting, Chung Yuan Christian University.

** Accountant, Shell Taiwan Limited.

壹、前言

機構持股一直以來都是投資大眾買賣投資的參考指標，過去的研究大都發現股權結構確實會影響公司價值。股權結構大致上可分為個人與機構持股。由於機構投資者（政府、金融機構、公司法人、外資、其他法人及信託基金）可以透過專業化的分析來選股，因此機構投資者的獲利通常高於一般投資者。然而過去有關機構持股與公司價值之相關研究，探討的範圍大都侷限於金融機構、公司法人、外資、其他法人及信託基金等類型，政府持股通常只被當成控制變數，故迄今少有研究者探討政府機構持股對於公司價值之影響者。本文擬針對此一議題加以深入探討，以強化對於政府持股對公司價值影響之認識。

本文將分別以價格模式與報酬模式來探討政府持股是否與公司價值有所關聯。在 Ohlson (1995) 發展出會計評價理論模式之前，會計學者大都採用報酬模式來探討機構持股對公司價值之影響。Ohlson 所提出的評價模式認為，股價為盈餘或異常盈餘、帳面價值及其他非會計資訊的線性模型，此為價格模式的濫觴。此外由於 Kothari and Zimmerman (1995) 認為，價格模式或報酬模式在計量及推論上各有優缺點，應同時使用兩者來從事研究，故本文將同時以價格模式及報酬模式來進行實證研究。本文所使用之報酬模式為 Easton (1998)，以差分的方式由 Ohlson 之價格模式所轉換而得者，該模式認為，股價報酬為經期初股價平減後之盈餘、盈餘變動值與非會計資訊變動的線性模型。

關於政府基金的分類方式，依照我國預算法第 4 條之規定，政府基金依其性質與用途可以分類為普通基金及特種基金兩類，其中特種基金係指歲入供特殊用途者，按其性質區分，計有營業基金、債務基金、信託基金、作業基金、特別收入基金及資本計畫基金等六種，各種基金之設立條件、背景與目的並不完全相同。由於各種基金之持股明細，目前並無法完全取得，故本文大致把目前政府持有股份的類型，分為以營業基金型態持有者和非以營業基金型態持有者(含普通基金)者。前者則為政府經選擇後才決定買入持有者，後者為政府原本就持有的股份(既有股份，較不具有選擇性)，本文將驗證以營業基金型態

持有的政府持股，是否較具資訊性。另外，由於以公營行庫型態持有與以四大基金¹型態持有者，是政府持股類型中較具投資專業的部分，故本文也將探討這兩類政府持股與股權價值的關係，是否會高於其他類型政府持股者。

具體而言，本研究將同時採用價格模式及報酬模式研究政府持股與公司價值之關聯性，並且探討營業基金持股、公營行庫持股與四大基金持股，是否為政府持股類型中，較能解釋公司價值者。

貳、文獻探討

本章將探討機構持股對公司價值影響，以及政府持股對公司價值影響的相關文獻。

一、機構持股對公司價值的影響

過去探討機構持股對公司價值影響的文獻中，大都將重心放在金融機構、公司法人、外資、其他法人及信託基金等機構的持股上，至於政府機構則頂多列為控制變數而已，其並非研究主題的主角。多數的研究都認為，機構法人持股比例對公司績效具有正面影響。

Pound (1988) 針對機構投資人與其經營績效相關性，曾提出以下三項假說來加以說明。首先是效率監督假說 (efficient monitoring hypothesis) 即機構投資人較易取得資訊且具備專業知識，相較於一般股東而言，其監督成本較低。因此，機構投資人的監督更具效率，將提升公司價值。其次為利益衝突假說 (conflict-of-interest hypothesis) 也就是說機構投資者本身可能也存在著代理問題，因此將限制監督被投資公司管理者的效果。第三是策略合作假說 (strategy alignment hypothesis) 機構投資者與管理者可能存在著合作關係，因此在雙方目標一致時，公司運作將更有效率，進而提升公司價值。

國內有關機構持股之研究，大都集中於外資持股²對於公司價值之

¹ 由於國安基金的持股明細並不公開，故本文只針對四大基金加以探討，四大基金是指退撫、郵儲、勞保、勞退等基金。

² 外資也稱為外國投資專業機構 (外資法人)，是指在中華民國境外經證券主管機關許可，可直接投資國內證券之外國銀行、保險公司、證券商、基金管理機構及外國券商投資機構。

影響，林炎會（1995）認為外資概念股之報酬率明顯優於非外資概念股，因為外資有獨到的選股能力，外資介入較深的股票具有高股價、高殖利率與高市價淨值比等特性。此外股價指數與外資匯入呈正向相關性，但股價指數之上漲並不是促使外資匯入之主要因素。陳瓊芬（1995）認為相較於日本資金所投資的企業，歐美資金所投資者具有高資產報酬率、高權益報酬率、高淨利率及低負債比率等特性；而外資所投資企業之價值，與其投資期間呈正相關。

林珈汶（1997）認為外國法人持股比例變動，在當期及短期對個股報酬有顯著影響；投資人可能會由於資訊之取得問題，無法即時跟上外國法人持股的變動，因此造成追漲殺跌的情形。陳坤戊（2001）探討加權股價指數報酬率、外資直接投資持股比率、外資對個股的買賣超及外國專業投資機構持股比率四項變數對大型股報酬率的影響。實證結果發現加權股價指數報酬率對個股報酬率是呈正向影響，外資持股對於大型股的影響並不一致，僅有部分個股呈正向關係，其餘個股則不顯著。外資對個股買賣超的長期累積影響則都非常小，至於外資直接投資持股比率和外國專業投資機構的持股比率個股的長期累積影響則並不一致且差異極大。

由上述文獻可知，外資與公司法人等機構持股對公司價值確有影響，故進行政府持股與公司價值之相關研究時，必須針對上述機構投資者持股變數加以控制。

二、政府持股對公司價值的影響

Boardman, Freedman, and Eckel (1986) 檢視加拿大紙漿及紙公司其政府的暫時性持股對公司價值之影響，研究發現政府取得控制權之宣告，會造成了權益價值下降 25%。Kole and Mulherin (1997) 研究由美國聯邦政府接收軍用資產的非完全持股對公司績效的影響，結果則認為由政府持股的公司與其他相同產業的公司間，其經營績效並無顯著差異。Tian (2001) 檢視了 826 家在中國股票市場的上市公司，結果也發現被政府所控制的公司其價值相對於未受政府控制的企業而言是較低的。

Qi, Wu, and Zhang (2000) 發現股權結構會影響公司績效，以中國為例，其公司績效是與法人股（國有股）呈現正向（負向）關係。簡

曉薇(2002)探討中國初次上市民營化公司的長期績效時,也有相同的發現,因此當政府為顯著大或小股東時,釋出國有股會使公司有較好的績效。

Sun, Tong, and Yu (2002) 以中國上市公司為樣本,探討其政府持股是否會影響國營事業的績效,結果顯示部分政府股權(不論是國有股或法人股),在國營事業中具有正面的影響。另外,政府股權與國營企業的績效存有倒U型的關係,顯示過多或過少的政府股權都會造成國營企業經營績效的不良。因為過多的政府股權會干擾國營企業的經濟運作,過少的政府股權則代表政府對此一國營事業缺少支持,因此對經營績效都有負面影響。

由以上研究政府持股之相關文獻中可知,民營化時政府持股的多寡與公司價值之間的關係不是很明確的。大致而言,若政府由無控制權變成有控制權時,對該企業有負面影響;若政府由有控制權變成無控制權時,對該企業有正面影響。然而過去這些文獻大都從經營績效的角度,來探討政府持股的影響,因此本文認為有必要再從影響公司價值的角度,進一步研究政府持股的資訊內涵。另外除了探討政府持股與公司價值的關係外,本文也將進一步檢視在不同政府持股型態(非營業基金、營業基金、公營行庫與四大基金),對於公司價值的影響是否也會有所不同,以增加對於政府持股對公司價值影響之認識。

參、研究方法

本章說明本文之研究方法,包括理論模式、研究假說與實證模式、選樣標準與資料分析方法等,詳細說明如下:

一、理論模式

Ohlson (1995) 利用資訊動態假設 (linear information dynamics), 將股利折現模式重新表達後,推導出價格模式,其認為公司價值為帳面價值、盈餘與非會計變數(本研究是以政府持股價值作為其替代變數)的線性函數,其模式如下:

$$P_t = k(\alpha x_t - d_t) + (1-k)bv_t + \alpha_2 v_t$$

其中 x_t 為第 t 期盈餘, bv_t 為第 t 期帳面價值, v_t 是第 t 期的非會計資訊。

至於報酬模式方面，本文依照 Easton (1998) 之方式將 Ohlson 模式作一次差分，可得出報酬模式，其組成項目包括：期初股價平減後之盈餘、盈餘變動值與非會計資訊變動（本研究是以政府持股比例作為其替代變數）等，其模式如下：

$$R_t = k\phi x_t / P_{t-1} + (1-k)\Delta x_t / P_{t-1} + \alpha_2 \Delta v_t / P_{t-1}$$

其中 x_t 為第 t 期盈餘， Δx_t 為第 t 期盈餘變動數， Δv_t 是第 t 期的非會計資訊變動數， R_t 為 $(P_t - P_{t-1} + d_t) / P_{t-1} P$ 。

二、研究假說與實證模式

由於樣本限制的關係，本文將以價格模式為主、報酬模式為輔的方式，探討政府持股與公司價值之間的關係。本文所用的價格模式是指 Ohlson (1995) 所發展的理论模式，該模式認為股價為盈餘或異常盈餘、帳面價值及其他非會計資訊的線性模型；報酬模式是指 Easton (1998) 所發展的理论模式，該模式認為股價報酬為經股價平減後之盈餘、盈餘變動及其他非會計資訊變動數的線性模型。由文獻探討之結果可知，政府持股確實會影響公司績效，因此政府持股對公司的價值也會有影響，而且政府持股為帳面價值與異常盈餘以外之其他變數，故本文在設計實證模式時，以政府持股變數作為非會計變數之替代變數。

在價格模式的實證中，Collins, Pincus and Xie (1999) 認為若同時將當期的帳面價值與當期盈餘放入模式中，可能會有嚴重的共線性問題，故其建議設計實證模式時，應以期初帳面價值取代當期帳面價值，如此才不會有嚴重的計量問題。另外，由於價格模式通常會有規模效應 (scale effect)，根據 Barth and Kallapur (1996) 的建議，只要在實證模式中加入公司規模的控制變數後，就可以有效避免這個問題。故本文價格模式的實證模式，是把股價視為當期盈餘、期初帳面價值及政府持股價值的線性模型，並於模式中加入公司規模作為控制變數。根據台灣經濟新報社 (TEJ) 股東結構類別資料庫之定義³，本研究將政府持股定義為公開說明書所列示的股東結構中政府機構持股之部份。

³ 根據台灣經濟新報社資料庫 (TEJ) 中股東結構類別之定義，股東結構分為七類：政府機構、金融機構、公司法人、外國投資機構、個人、其他法人及信託基金等。

過去文獻的實證證據顯示，機構持股確實與公司績效有顯著相關係，而政府持股也是機構持股的構成部分，因此也應該會影響公司的價值。此外先前文獻也發現，政府的持股比例會與公司績效呈現倒U型的關係，也就是當政府持股增加時，公司的經營績效會因政府的支持而提升；但是當政府持股過高時（超過25%或更高），公司的經營績效反會因政府的過渡干預而降低。此外本文認為政府在選擇持股時，也會由專業人士取得並分析相關的投資資訊，因此其所選出的投資標的會與其他機構持股一樣，都具有較佳的資訊內涵。綜合以上，本文推論政府持股會與公司的股權價值呈正向相關⁴，故建立以下之假說1：

H1：政府持股，對於公司股權價值具有顯著的解釋力。

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 NI_{it} + \alpha_3 STATE_{it} + \alpha_4 FI_{it} + \alpha_5 IS_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中，MVE為每股收盤價格，BV為每股帳面價值，NI為每股加計非常項目前淨利，STATE為政府持股價值（指政府持股數乘以期末每股收盤價格），FI為外資持股價值（指外資持股數乘以期末每股收盤價格），IS為公司法人持股價值（指公司法人持股數乘以期末每股收盤價格），SIZE為公司規模，本文以總資產取自然對數代理之。

其次，由於政府特種基金可再區分為：營業基金與非營業基金⁵等型態，由於前者所持有的股份大部分屬於公營事業民營化後的既有持股，因此較無選擇性；後者的持股則多屬政府本來沒有持股，經審慎評估後才買入者，故應較具有資訊內涵。本文因而推論，營業基金持股與公司價值的關聯性應優於非營業基金持股，故建立以下之假說2：

H2：對於公司股權價值的解釋力，營業基金持股顯著優於非營業基金持股。

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 NI_{it} + \alpha_3 EF_{it} + \alpha_4 GI_{it} + \alpha_5 FI_{it} + \alpha_6 IS_{it} + \alpha_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中，EF為營業基金型態的政府持股價值，GI為其他政府持股價值

⁴ 本文以 wisorizing 的方式來處理極端值的問題，由於處理極端值之後，各樣本的政府持股比例皆明顯低於 15%，因此範圍內的政府持股應會與公司價值呈正向關聯，而不會有反轉的情形。

⁵ 本文所稱的非營業基金是指「非屬營業基金所持有者」，與一般所通稱的非營業基金不同。目前所謂的非營業基金是指「除了營業基金以外的特種基金」。

(此處是指非屬營業基金的政府持股價值)，其餘變數之定義與假說 1 相同。

再則，由於政府通常持有絕大多數的公營行庫的股份，而且公營行庫也常間接持有上市公司，故公營行庫也可視為另一種型態之政府持股。由於公營行庫決定是否持股時，也會和外資法人一樣，會先經過審慎的分析與評估後才會進行，故本文認為其應為政府持股資訊中較具有資訊內涵者。本文因而推論，公營行庫的政府持股資訊，會與公司價值有顯著的關聯，故建立以下之假說 3：

H3：公營行庫持股的政府持股，對於公司股權價值具有顯著的解釋力。

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 NI_{it} + \alpha_3 BANK_{it} + \alpha_4 GI_{it} + \alpha_5 FI_{it} + \alpha_6 IS_{it} \\ + \alpha_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中，BANK 為公營行庫持股價值（指公營行庫持股數乘以期末每股收盤價格），GI 為其他政府持股價值（此處是指公營行庫以外之政府持股價值），其餘變數之定義與假說 2 相同。

最後，我國股票市場有所謂的四大基金，其組成份子包括：退撫基金、郵儲基金、勞保基金及勞退基金，四大基金也是另一種型態的政府持股。由於目前四大基金數額龐大，除了部分准許投資於國內上市公司外，其餘部份須存放於公營行庫。在政府的四大基金中，勞退基金及退撫基金屬信託基金，勞保基金為附屬於勞工保險局的營業基金（財產類資金），而郵儲基金則為郵政總局所屬郵政儲金匯業局之營業基金（營運類資金）。由於這些基金之運用，大多是購買民營企業的股票，因此有別於以國營事業官股型態之政府持股。相對而言，以四大基金型態持有的股份，是政府將資金投入資本市場，以取得某些上市公司的股份，其主要目的在於獲取最大的投資報酬。由於四大基金投資前，也會先經過審慎的分析與評估後才進行，故本文也認為其應為政府持股資訊中較具有資訊內涵者。本文因而推論，四大基金的政府持股資訊，會與公司價值有顯著的關聯，故建立以下之假說 4：

H4：四大基金持股的政府持股，對於公司股權價值具有顯著的解釋力。

$$MVE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it-1} + \alpha_2 NI_{it} + \alpha_3 FOUR_{it} + \alpha_4 GI_{it} + \alpha_5 FI_{it} + \alpha_6 IS_{it} \\ + \alpha_7 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

其中，FOUR 為四大基金持股價值（指四大基金持股數乘以期末每股收盤價格），GI 為其他政府持股價值（此處是指四大基金以外之政府持股價值），其餘變數之定義與假說 3 相同。

三、選樣標準

本文的研究期間為 1991 至 2001 年，合計 11 年。本研究之樣本選取，須包括下列幾個選樣條件：

1. 必須於台灣證券交易所公開上市者具有股價資料；
2. 公開說明書股權結構中有政府持股之公司；
3. 公開說明書所揭露的大股東資料中，有各種政府持股型態（營業基金、公營行庫與四大基金）股權資料之公司；
4. 須為採用曆年制之公司；
5. 不得為全額交割股；
6. 研究期間財務資料不完整或有缺失遺漏者，亦不列入樣本資料。

依照上述選樣標準可知，本文之政府持股資料是取自於公開說明書，由於公開說明書當中的大股東持股明細資料，自 1994 年起才揭露，因此假說 1 的樣本數與其他假說並不一致。依照上述選樣標準，共選出 916 家上市公司為樣本⁶，表 1 列示上述樣本之年度與產業類別等分布的情形。

由表 1 可看出本研究之樣本中是以電子業及金融保險業為主（各佔樣本總數之 18.78% 與 16.38%），其次為紡織業與化學生技業，各佔樣本總數之 7.2% 與 6.3%，而觀光業與綜合業為樣本數較少之產業，只佔 0.8% 與 0.2%。由於上市公司逐年增加，因此研究樣本數也有隨年度而變化之情況。

表 1 研究樣本之年度與產業類別分佈表

⁶ 其中假說 1 的樣本數為 916 家；假說 2-4 之樣本數，由於相關資料自 1994 年起才有，故只篩選出共 201 家上市公司為樣本，樣本中以電子業及金融保險業為主，各佔樣本總數之 44.6% 與 18.63%。

| 產業類別 | 年度別 | | | | | | | | | | | 合計 |
|---------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | |
| 水泥業 (11) | 2 | 1 | 2 | 3 | 3 | 4 | 4 | 3 | 4 | 4 | 6 | 36 |
| 食品業 (12) | 0 | 2 | 2 | 3 | 2 | 3 | 6 | 3 | 2 | 3 | 5 | 31 |
| 塑膠業 (13) | 4 | 5 | 5 | 3 | 6 | 8 | 7 | 4 | 2 | 2 | 6 | 52 |
| 紡織業 (14) | 1 | 2 | 3 | 4 | 4 | 8 | 10 | 6 | 6 | 8 | 14 | 66 |
| 電機機械 (15) | 0 | 0 | 1 | 3 | 2 | 2 | 3 | 5 | 3 | 3 | 2 | 24 |
| 電線電纜業 (16) | 1 | 4 | 3 | 3 | 5 | 7 | 7 | 5 | 4 | 6 | 5 | 50 |
| 化學生技業 (17) | 1 | 1 | 1 | 4 | 5 | 7 | 8 | 8 | 7 | 8 | 8 | 58 |
| 玻璃陶瓷 (18) | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 2 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 8 |
| 造紙業 (19) | 2 | 3 | 2 | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 | 3 | 4 | 4 | 41 |
| 鋼鐵業 (20) | 1 | 2 | 3 | 5 | 7 | 6 | 8 | 4 | 3 | 3 | 6 | 48 |
| 橡膠業 (21) | 1 | 0 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 2 | 21 |
| 汽車業 (22) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 4 | 3 | 8 |
| 電子業 (23) (24) | 3 | 3 | 1 | 4 | 5 | 8 | 12 | 23 | 24 | 38 | 52 | 172 |
| 營建業 (25) | 0 | 0 | 1 | 3 | 3 | 3 | 4 | 2 | 2 | 1 | 2 | 21 |
| 航運業 (26) | 1 | 0 | 1 | 3 | 4 | 4 | 7 | 8 | 7 | 9 | 10 | 54 |
| 觀光業 (27) | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 |
| 金融保險業 (28) | 5 | 8 | 6 | 12 | 14 | 14 | 14 | 15 | 14 | 24 | 24 | 150 |
| 貿易百貨業 (29) | 3 | 2 | 3 | 3 | 2 | 1 | 4 | 5 | 3 | 5 | 4 | 35 |
| 綜合 (98) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 |
| 其它業 (99) | 0 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 5 | 5 | 4 | 5 | 4 | 31 |
| 合計 | 25 | 34 | 38 | 63 | 74 | 89 | 111 | 105 | 90 | 130 | 157 | 916 |

四、資料分析方法

包括敘述統計分析、初步相關分析、迴歸分析法、迴歸模式之適合性檢定與相關計量問題之考量。本文使用SPSS、EViews與SAS等統計軟體，對各項研究假說進行相關的實證分析。

首先進行敘述性統計分析，該分析的主要工作為，分別列出實證研究中各項變數之平均數、標準差、中位數最小值與最大值，以瞭解各研究變數之基本特性。然後再進行相關性分析，其內容包括：各實證模式之各項變數之間的相關分析，以及藉由Pearson相關係數之計算，概略瞭解各變數間之關聯性及是否存有共線性問題。

完成上述的初步分析後，緊接著進行迴歸分析法，以及迴歸模式之適合性檢定。由於迴歸分析隱含許多的假設，因此有必要進行相關計量問題之檢驗與調整。其中，為避免異質變異數

(heteroskedasticity)、共線性 (multicollinearity) 等相關問題，可能會影響實證結果之正確性，本文將進行若干檢定與調整。在異質變異數檢定方面是以White (1980) 所提出之修正變異數後，重新計算各迴歸式之統計值。

在共線性方面，本文是採用VIF (variance inflation factor) 值來檢定共線性之問題，若VIF大於5時則表示變數間具有潛在共線性之問題；若VIF大於30時則表示變數間具有嚴重的共線性問題。

此外為了檢視不同的政府持股型態，是否會影響其對公司股權價值的解釋力，本文將分別計算影響AIC (Akaike's information criterion) 值與SC (Schwarz criterion) 值。AIC值與SC值是一種選擇較佳模式之方式，其藉由樣本數與因變數之數量來調整殘差項。這兩項判斷標準有助於決定模式的改善是否是因為加入額外變數之結果，AIC值或SC值較小者，表示其模式較佳。

肆、實證結果

本節說明敘述統計量分析、初步相關分析、實證結果分析、敏感度分析與報酬模式之實證結果等，詳細內容說明如下：

一、敘述統計量分析

表 2 列示價格模式中各項變數之敘述統計量，其中在假說 1 中，每股公司價值平均數為 37.5657 元，每股期初帳面價值平均數為 14.6265 元，平均每股盈餘 (經常淨利) 為 1.1625 元，每股政府持股價值之平均數為 3.2847 元，每股外資持股價值之平均數為 0.0255 元，每股公司法人持股價值之平均數為 12.9322 元，公司規模變數 (總資產取自然對數後之值) 之平均數為 16.7977 元。

在假說 2-4 中，每股公司價值平均數為 46.0089 元，每股期初帳面價值平均數為 14.7185 元，平均每股盈餘 (經常淨利) 為 1.9138 元。政府持股類型當中，以營業基金型態持有者，其每股持股價值平均數為 0.6664 元；以公營行庫型態持有者，其每股持股價值之平均數為 7.7871 元；以四大基金型態持有者，其每股持股價值之平均數為 0.6754 元。而外資持股、公司法人持股與公司規模變數方面，每股外資持股

價值之平均數為 3.3588 元，每股公司法人持股價值之平均數為 14.0243 元，公司規模變數之平均數為 17.0126 元。

表 2 價格模式下各變數之敘述統計量

Panel A : H1

| 變數 | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 最大值 | 最小值 |
|---------------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| MVE _{it} | 37.5657 | 27.0500 | 36.0808 | 242.0000 | 0.6100 |
| BV _{it-1} | 14.6265 | 13.6167 | 4.2903 | 45.2598 | 4.8681 |
| NI _{it} | 1.1625 | 1.0271 | 2.0646 | 11.3439 | -12.4671 |
| STATE _{it} | 3.2847 | 0.2464 | 10.8458 | 109.4103 | 0.0001 |
| FI _{it} | 0.0255 | 0.0000 | 0.6047 | 17.8880 | 0.0000 |
| IS _{it} | 12.9322 | 7.2486 | 17.8198 | 175.6591 | 0.0000 |
| SIZE _{it} | 16.7977 | 16.4881 | 1.5865 | 20.9671 | 13.6911 |

Panel B : H2-H4

| 變數 | 平均數 | 中位數 | 標準差 | 最大值 | 最小值 |
|--------------------|---------|---------|---------|----------|---------|
| MVE _{it} | 46.0089 | 37.3948 | 35.9874 | 196.0340 | 5.5877 |
| BV _{it-1} | 14.7185 | 13.4995 | 5.1699 | 42.2262 | 6.4323 |
| NI _{it} | 1.9138 | 1.7301 | 1.9371 | 10.0218 | -4.2366 |
| EF _{it} | 0.6664 | 0.5242 | 0.5435 | 2.7586 | 0.0240 |
| BANK _{it} | 7.7871 | 2.4703 | 19.7886 | 134.1361 | 0.1517 |
| FOUR _{it} | 0.6754 | 0.4749 | 0.6960 | 5.1791 | 0.0240 |
| FI _{it} | 3.3588 | 1.1345 | 5.1886 | 31.6126 | 0.0000 |
| IS _{it} | 14.0243 | 7.3085 | 30.3764 | 303.8376 | 0.0000 |
| SIZE _{it} | 17.0126 | 16.9772 | 1.6478 | 20.8191 | 14.1039 |

說明：MVE_{it} 為每股股權價值，BV_{it-1} 為每股期初帳面價值，NI_{it} 為每股盈餘（經常利益）。STATE_{it} 為政府持股價值，FI_{it} 為外資持股價值，IS_{it} 為公司法人持股價值，SIZE_{it} 為總資產取自然對數，EF_{it} 為營業基金持股價值，Bank_{it} 為公營行庫持股價值，Four_{it} 為四大基金持股價值。

由上述分析可知，有多項變數都有落在 3 個標準差範圍之外的數值，顯示其有明顯的極端值存在，因此進行相關實證時必須對這些極端值加以妥善處理。⁷

⁷ 本研究採用 winsorizing 的方式，將大於 97.5% 之值視為 97.5%，小於 2.5% 之值視為 2.5%，以移除極端值對於實證結果的影響。

二、初步相關分析

表 3 列示股價格模式中，各項變數之相關係數，表中為 Pearson 積差相關係數。由表可看出公司價值與期初帳面價值、當期盈餘、政府持股價值、外資持股價值與公司法人持股價值等變數皆呈正相關。其中期初帳面價值與當期盈餘與公司價值之相關係數分別為 29.00% 與 61.25%，政府持股價值與公司價值之相關係數為 45.89%。其它控制變數包括外資持股價值、公司法人持股價值與公司規模變數等，與公司價值之相關係數分別為 6.20%、75.08% 與 27.97%。初步推論，價格模式中各項自變數確實能解釋公司價值。此外各項自變數（含控制變數）間，其相關係數皆低於 30%，故初步來看並沒有嚴重的共線性問題存在。

表 3 價格模式下各變數之相關係數表

| 變數 | MVE _{it} | BV _{it-1} | NI _{it} | STATE _{it} | FI _{it} | IS _{it} | SIZE _{it} |
|---------------------|-------------------|--------------------|------------------|---------------------|------------------|------------------|--------------------|
| MVE _{it} | 1.0000 | 0.2900 | 0.6125 | 0.4589 | 0.0620 | 0.7508 | 0.2797 |
| BV _{it-1} | | 1.0000 | 0.2569 | 0.2740 | 0.0419 | 0.1841 | 0.2856 |
| NI _{it} | | | 1.0000 | 0.2251 | 0.0536 | 0.4728 | 0.2489 |
| STATE _{it} | | | | 1.0000 | -0.0065 | 0.1357 | 0.2969 |
| FI _{it} | | | | | 1.0000 | 0.0192 | 0.0031 |
| IS _{it} | | | | | | 1.0000 | 0.2043 |
| SIZE _{it} | | | | | | | 1.0000 |

說明：MVE_{it} 為每股股權價值，BV_{it-1} 為每股期初帳面價值，NI_{it} 為每股盈餘（經常利益）。STATE_{it} 為政府持股價值，FI_{it} 為外資持股價值，IS_{it} 為公司法人持股價值，SIZE_{it} 為總資產取自然對數。

三、實證結果分析

表 4 為價格模式下，政府持股與公司股權價值關聯性之實證結果。其中模式 1 是以帳面價值與盈餘作為權益價值之解釋變數，模式 2 則以帳面價值、盈餘與政府持股價值作為權益價值之解釋變數，模式 3 則比模式 2 多放入外資持股價值與公司法人持股價值，模式 4 則為模式 3 在控制公司規模後的實證結果。為由表中模式 1 到模式 4 之 F 值可知（其 p 值接近於 0），各模式之適合度是可接受的。此外在 5% 的顯著水準下，各模式中（模式 1 至模式 4）的期初帳面價值與當期盈餘，對股權價值皆具有顯著之正向解釋能力。

表 4 價格模式下政府持股之實證結果

| 變數 ^a | 只放 BV 與 NI 模式 1 ^c | 加入政府 持股價值 模式 2 | 加入外資與 公司法人持股價值 模式 3 | 加入公司 規模變數 模式 4 |
|---------------------|------------------------------------|------------------------|---------------------------|------------------------|
| 截距項 | 8.5763 (2.2073)** ^b | 15.2969 (4.1034)*** | 9.4075 (2.8866)*** | 3.0626 (0.3148) |
| BV _{it-1} | 1.1833 (4.0128)*** | 0.5568 (1.9774)** | 0.5227 (2.0888)** | 0.4987 (2.0358)** |
| NI _{it} | 10.0486 (11.2545)*** | 9.1188 (10.4173)*** | 6.9509 (8.3324)*** | 6.9463 (8.3724)*** |
| STATE _{it} | | 1.0730 (11.5313)*** | 1.1825 (13.8727)*** | 1.1704 (13.0596)*** |
| FI _{it} | | | 1.6111 (5.1111)*** | 1.6227 (5.2926)*** |
| IS _{it} | | | 1.1769 (4.5882)*** | 1.1750 (4.5664)*** |
| SIZE _{it} | | | | 0.3962 (0.6863) |
| F 值 | 294.8577*** | 287.4718*** | 305.7590*** | 255.3221*** |
| Adj R ² | 39.11% | 48.43% | 62.48% | 62.69% |
| AIC ^d | 9.5166 | 9.3515 | 9.0356 | 9.0345 |
| SC ^d | 9.5324 | 9.3725 | 9.0672 | 9.0715 |

說明：^a BV_{it-1}為每股期初帳面價值，NI_{it}為每股盈餘（經常利益）。STATE_{it}為政府持股價值，FI_{it}為外資持股價值，IS_{it}為公司法人持股價值。SIZE_{it}為總資產取自然對數。

^b ()內為White修正後之t統計值有助於異質變異數問題之解決。***、**、*分別表示在White修正後在1%、5%、10%之顯著水準下為正。

^c 各模式皆有計算VIF值，其值皆小於5，表示各變數並無共線性問題。VIF (variance inflation factor) 是用來判斷是否有共線性問題存在之指標。

^d AIC (Akaike's information criterion) 值或SC (Schwarz criterion) 值較小者，表示其模式較佳。

綜合上述各模式之實證結果顯示，在 5%的顯著水準下，期初帳面價值、當期盈餘、政府持股價值、外資持股價值與公司法人持股價值等，皆與股價呈顯著正向相關，因此假說 1 獲得支持。

表 5 為不同政府持股類型與公司股權價值關聯性之實證結果，其中模式 5 將政府持股分為營業基金與非營業基金持股，藉以測試假說 2 是否成立；模式 6 將政府持股分為公營行庫與非公營行庫持股，藉以測試假說 3 是否成立；模式 7 將政府持股分為四大基金與非四大基金持股，藉以測試假說 4 是否成立。經控制公司規模變數後，模式 5

至模式 7 分別變為模式 8 至模式 10。表 5 中的 STATE 是指想測試的政府持股型態（分別為營業基金持股、公營行庫持股與四大基金持股），GI 是指想測試型態外的其他政府持股。

表 5 的 F 值顯示，由於 p 值皆接近於 0，故各模式之適合度是可接受的。此外由模式 5 之實證結果可知，在 1% 的顯著水準下，營業基金型態之政府持股價值與股價呈顯著正向相關（係數與 t 值分別為 15.1933 與 3.7263）；非營業基金型態之政府持股價值則與股價呈不顯著負向相關（係數與 t 值分別為 -3.0324 與 -1.1351），因此營業基金持股價值與股價之相關性較佳。上述結論顯示營業基金型態的持股，較非營業基金型態的持股更具選股能力；此外由模式 8 可知，經控制公司規模變數後，其實證結果也相同，故假說 2 獲得支持。

由模式 6 之實證結果可知，在 5% 的顯著水準下，公營行庫持股價值與股價呈顯著正向相關（係數與 t 值分別為 0.0675 與 2.3059）；非公營行庫持股價值也與股價呈顯著正向相關（係數與 t 值分別為 1.3986 與 8.1169）。上述情形顯示，公營行庫持股確實具有優越的資訊，不過非公營行庫之政府持股中，也擁有優越的資訊；此外由模式 9 可知，經控制公司規模變數後，其實證結果也相同，故假說 3 獲得支持。

由模式 7 之實證結果可知，在 5% 的顯著水準下，四大基金持股價值與股價呈顯著正向相關（係數與 t 值分別為 16.5264 與 3.3544）；非四大基持股價值則與股價呈不顯著負向相關（係數與 t 值分別為 -2.9839 與 -1.6754）。上述情形顯示，四大基金持股確實具有優越的資訊；此外由模式 10 可知，經控制公司規模變數後，其實證結果也相同，故假說 4 獲得支持。

綜合以上，營業基金、公營行庫與四大基金持股，在統計上皆與股價呈顯著的正向相關。然而從實證結果的係數來說，四大基金持股高於營業基金持股高於公營行庫持股（分別為 16.5264、15.1933 與 0.6975），因此四大基金對於股價的解釋能力較佳，營業基金次之，公營行庫再次之。由表 5 之 AIC 值與 SC 值則可以看出，營業基金模式（模式 5）之值最小，故其優於其他模式。總之在政府持股的類型當中，營業基金型態持股、四大基金持股與公營行庫持股等，都與公司價值呈顯著的正向關係，故假說 2-4 接獲得支持。

表 5 不同型態政府持股與公司價值關聯性之實證結果

| 變數 ^a | 加入外資與公司法人持股價值 | | | 加入公司規模變數 | | |
|---------------------|--------------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| | EF _{it} 模式 5 | BANK _{it} 模式 6 | FOUR _{it} 模式 7 | EF _{it} 模式 8 | BANK _{it} 模式 9 | FOUR _{it} 模式 10 |
| 截距項 | 5.4110 (0.8045) | 28.9973 (3.0054)*** | -4.5453 (-0.5592) | -38.9662 (-1.6020) | 57.7514 (1.9266)* | -28.6270 (-1.5096) |
| BV _{it-1} | 0.5834 (1.4710) | -0.4403 (-0.8016) | 1.2961 (2.6055)** | 0.5744 (1.3927) | -0.2731 (-0.4463) | 1.1084 (2.1623)** |
| NI _{it} | 4.2578 (2.9073)*** | 3.3241 (1.3274) | 7.1554 (2.4412)** | 4.0932 (2.9167)*** | 3.1973 (1.3012) | 7.4432 (2.5582)** |
| STATE _{it} | 15.1933 (3.7263)*** | 0.6975 (2.3059)** | 16.5264 (3.3544)*** | 16.6485 (3.6336)*** | 0.7237 (2.5881)** | 16.5554 (3.5221)*** |
| GI _{it} | -3.0324 (-1.1351) | 1.3986 (8.1169)*** | -2.9839 (-1.6754)* | -3.6955 (-1.3268) | 1.4543 (8.0208)*** | -5.0525 (-2.4051)** |
| FI _{it} | 0.9339 (1.9680)* | 2.7730 (1.7503)* | 0.1792 (0.3257) | 0.7656 (1.5141) | 3.1568 (2.0596)** | -0.1602 (-0.2981) |
| IS _{it} | 0.3300 (1.6329) | 0.1844 (1.0988) | 0.3050 (2.1317)** | 0.3797 (1.8268)* | 0.1666 (1.0321) | 0.4783 (3.2086)*** |
| SIZE _{it} | | | | 2.5248 (1.7602)* | -1.8756 (-0.9948) | 1.5315 (1.4692) |
| F 值 | 23.3434*** | 18.0896*** | 41.6589*** | 20.8128*** | 15.6024*** | 40.9324*** |
| Adj R ² | 61.48% | 61.94% | 64.72% | 62.84% | 61.87% | 68.26% |
| AIC ^d | 8.5104 | 9.3242 | 8.7696 | 8.4994 | 9.3397 | 8.7256 |
| SC ^d | 8.7116 | 9.5603 | 8.9210 | 8.7325 | 9.6095 | 8.9012 |

說明：^a BV_{it-1}為每股期初帳面價值，NI_{it}為每股盈餘（經常利益）。EF_{it}為營業基金持股價值，BANK_{it}為公營行庫持股價值，FOUR_{it}為四大基金持股價值，STATE_{it}為不同類型的政府持股價值，GI_{it}為其它政府持股價值，FI_{it}為外資持股價值，IS_{it}為公司法人持股價值。SIZE_{it}為總資產取自然對數。

^b ()內為White修正後之t統計值有助於異質變異數問題之解決。***、**、*分別表示在White修正後在1%、5%、10%之顯著水準下為正。

^c 各模式皆有計算VIF值，其值皆小於5，表示各變數並無共線性問題。VIF (variance inflation factor) 是用來判斷是否有共線性問題存在之指標。

^d AIC (Akaike's information criterion) 值或SC (Schwarz criterion) 值較小者，表示其模式較佳。

三、敏感性分析

本小節將分別針對盈餘正負數、區分多頭年度與空頭年度、區分產業（電子業、金融業與傳統產業）等不同之情況下，探討其對價格模式之實證結果。

表 6 為彙整政府持股價格模式三種不同之敏感性分析（共 7 種不

同情況)之實證結果,由此表可看出,當期盈餘對於股權價值之解釋力皆有顯著之正向影響;但帳面價值對於股權價值之解釋力,除了區分多頭與空頭年度之情況下對股價有顯著正向關係外,其餘皆不具統計上的顯著性。政府持股價值在區分正負盈餘與股市多頭與空頭年度之情況下,對於股權價值之解釋力都不受影響;但在區分不同產業後,電子業之政府持股價值對於股價是不具統計上之顯著性,而金融保險業與傳統產業其政府持股價值對股價皆有正向而且顯著的解釋能力,且金融保險業之解釋力又比傳統產業高,證明政府持股在金融保險業中,更能解釋股權之價值。而控制外資及公司法人持股之變數,外資在電子業是對於股價有顯著之正向關係,但在金融保險業及傳統產業下又不具統計上之顯著性,顯示外資持股在電子業較能解釋其股價,也表示外資多投資國內之電子產業。

表 6 價格模式下之敏感性分析結果彙整表

| 情況 變數 ^a | 全部樣本 | 盈餘正負數 | | 多頭、空頭年度 | | 不同產業 | | |
|-----------------------|------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | | 盈餘為正 | 盈餘為負 | 多頭 | 空頭 | 電子 | 金融 | 傳統 |
| 樣本數 | 916 | 752 | 164 | 572 | 344 | 172 | 150 | 594 |
| BV _{it-1} | n.s. | n.s. | n.s. | + | + | n.s. | n.s. | n.s. |
| NI _{it} | +++ ^b | +++ | ++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ |
| STTE _{it} | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | n.s. | +++ | +++ |
| FI _{it} | +++ | +++ | +++ | +++ | n.s. | +++ | n.s. | n.s. |
| IS _{it} | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | +++ | ++ |
| Adj R ² | 62.48% | 66.85% | 41.57% | 64.80% | 60.99% | 56.21% | 78.91% | 36.72% |

說明：^a MVE_{it}為每股股權價值, BV_{it-1}為每股期初帳面價值, NI_{it}為每股盈餘(經常利益)。STATE_{it}為政府持股價值, FI_{it}為外資持股價值, IS_{it}為公司法人持股價值。

^b +++、++、+分別表示在White修正後在1%、5%、10%之顯著水準下為正; n.s.表示不具統計上之顯著性。

四、報酬模式實證結果之探討

由於價格模式與報酬模式在計量上各有優劣,故 Kothari and Zimmerman (1995) 等研究者大都建議,實證結果應同時採用價格模式與報酬模式較適當。因此,本研究將另以報酬模式來驗證上政府持股對公司價值的影響。根據 Easton (1998) 的報酬模式,股價報酬為盈餘、盈餘變動數與非會計資訊變動數之函數,與價格模式相同的做法,

本文將政府持股比例作為非會計資訊變動數之替代變數，經控制外資持股與公司法人持股比例後，探討政府持股比例與股票報酬間之關係。

表 7 為報酬模式下，政府持股比例與股價報酬關聯性之實證結果。其中模式 11 是以經期初股價平減的盈餘與盈餘變動數作為股價報酬之解釋變數，模式 12 則以經期初股價平減的盈餘、盈餘變動數與政府持股比例，作為股價報酬之解釋變數，模式 12 經控制外資持股與公司法人持股比例後成為模式 13。為由表中模式 11 到模式 13 之 F 值可知（其 p 值皆近似於 0），各模式之適合度是可接受的。此外在 5% 的顯著水準下，各模式中的盈餘與盈餘變動數變數，皆與股價報酬呈顯著的正向關係。

模式 11 之實證結果顯示，在 5% 的顯著水準下，盈餘與盈餘變動數皆與股價報酬呈顯著正向相關。模式 12 之實證結果顯示，在 1% 的顯著水準下，政府持股比例與股價報酬亦呈顯著正向相關，在控制外資與公司法人持股比例（模式 13）後，其實證結果亦同。另外由表 7 也可看出，模式 11 在加入政府持股比例後（即模式 12），其 AIC 與 SC 值都降低了，顯示該模式優於原模式 11；在控制了外資與公司法人持股比例後之模式（模式 13），也優於未控制前之模式 12。因此，以報酬模式所獲得的實證結果顯示，在 5% 的顯著水準下，經期初股價平減的盈餘與盈餘變動數、政府持股比例、外資持股與公司法人持股比例等，皆與股價報酬呈顯著正向相關，此結論同於價格模式所獲得的結論。

最後，本文也以盈餘正負數、多頭年度與空頭年度、產業別（電子業、金融業與傳統產業）等不同情境，作為報酬模式之敏感性分析（共 7 種不同情況）。實證結果顯示，當期盈餘對於股價報酬之解釋力，在各種情況下，皆為顯著正向影響；但盈餘變動數對於股票報酬之解釋力，除了在盈餘為負數及產業為電子業之情況下對股價報酬不具統計上的顯著外，其餘皆對股票報酬皆有顯著正向之解釋能力。政府持股比例對於股價報酬之解釋力，在各種情況下，皆為顯著正向影響，故本文之實證結果具有強韌性。

表 7 報酬模式之實證結果

| 變數 ^a | 只放 NI_{it}/MVE_{it-1} 與 $\Delta NI_{it}/MVE_{it-1}$ | 加入政府持股比例 | 加入外資與公司法人 持股比例 |
|-----------------------------|--|------------------------|------------------------|
| | 模式 11 ^c | 模式 12 | 模式 13 |
| 截距項 | 0.0212 (1.0336) | 0.0254 (1.3377) | 0.0273 (1.4315) |
| NI_{it}/MVE_{it-1} | 0.2747 (1.9995)** | 0.2584 (2.0802)** | 0.2689 (2.1839)** |
| $\Delta NI_{it}/MVE_{it-1}$ | 0.1665 (2.0848)** | 0.1540 (2.1500)** | 0.1533 (2.1248)** |
| STATE% _{it} | | 1.9884 (13.0658)*** | 1.9587 (12.3848)*** |
| FI% _{it} | | | 2.2792 (3.3154)*** |
| IS% _{it} | | | 0.0010 (2.6287)*** |
| F 值 | 7.8599*** | 41.2842*** | 25.5161*** |
| Adj R ² | 2.2% | 16.56% | 17.44% |
| AIC ^d | 1.4808 | 1.3237 | 1.3246 |
| SC ^d | 1.5025 | 1.3526 | 1.3680 |

說明：^a N為樣本數， NI_{it}/MVE_{it-1} 為期初市值平減後之盈餘水準， $\Delta NI_{it}/MVE_{it-1}$ 為期初市值平減後之盈餘變動水準，State%_{it}為政府持股比例，FI%_{it}為外資持股比例，IS%_{it}為公司法人持股比例。

^b ()內為White修正後之t統計值有助於異質變異數問題之解決。***、**、*分別表示在White修正後在1%、5%、10%之顯著水準下為正。

^c 各模式皆有計算VIF值，其值皆小於5，表示各變數並無共線性問題。VIF (variance inflation factor) 是用來判斷是否有共線性問題存在之指標。

^d AIC (Akaike's information criterion) 值或SC (Schwarz criterion) 值較小者，表示其模式較佳。

伍、結論與限制

一、結論

本文以 1991 年至 2001 年台灣上市公司股權結構中含有政府持股之上市公司為樣本，來檢視政府持股，相對於帳面價值與盈餘而言，是否對於公司價值具有增額之價值攸關性。由 1994 年至 2001 年上市公司之公開說明書前十大股東中，本文另以含有營業基金持股、公營行庫持股與四大基金持股部份為樣本，分別探討上述型態之政府持

股，對於公司價值是否也具有價值攸關性。

實證結果顯示，在價格模式下，政府持股和帳面價值與盈餘一樣，皆對於公司價值具有顯著的正向解釋能力，故本研究之假說 1 獲得支持。在敏感性分析之測試部份，本文以盈餘正負數、多頭年度與空頭年度、不同產業類別（電子業、金融業與傳統產業）等不同之情況，分別探討是否會影響推論結果。實證結果發現，不論採何種樣本標準分類（正負盈餘、多頭空頭及不同產業），在價格模式下，政府持股皆對股權價值有顯著的正向解釋能力。

其次，將政府持股進一步區分為營業基金與其他、公營行庫與其他、四大基金（退撫、郵儲、勞保及勞退基金）與其他等不同政府持股型態後，在價格模式下，本文也發現營業基金持股、公營行庫持股與四大基金持股，對於股價皆有顯著的正向解釋力，故本研究之假說 2-4 也獲得支持。

最後，為了研究的周全性，本文另以政府持股比例重新驗證上述實證結論（即以報酬模式取代價格模式），結果也發現政府持股比例和盈餘與盈餘變動數一樣，皆對於股價報酬具有顯著的正向解釋能力，故本研究之假說 1 同樣可以獲得支持。在敏感性分析之測試部份，本文以盈餘正負數、多頭年度與空頭年度、不同產業類別（電子業、金融業與傳統產業）等不同之情況，分別探討是否會影響推論結果。實證結果發現，不論採何種樣本標準分類（正負盈餘、多頭空頭及不同產業），在報酬模式下，政府持股比例皆對股價報酬有顯著的正向解釋能力。

綜合以上，由於政府持股與公司價值間存有顯著的正向關聯性，故投資者進行投資時應善用此一資訊，以使投資決策之制定更加完善。過去的研究只提醒我們外資機構與公司法人等持股具有資訊內涵，本文則另外指出除了上述機構持股外，政府持股資訊也是影響公司價值的重要因素。此外由於正負持股的動機與型態不盡相同，因此本文推論不同型態之政府持股，由於其中所隱含的資訊不盡相同，因此其對於公司價值之解釋能力也應有所不同。本文將政府持股中明確偏向非固有部分（指非原本就屬於政府所有的股份，而是由政府由資本市場中取得者），區分為營業基金型態持股、公營行庫持股與四大基金持股，研究結果發現這些型態的政府持股，確實為較具資訊內涵得政府持股，故投資者於運用政府持股資訊時，應特別些政府持股的資

訊，並藉以獲取較佳的投資報酬。

二、研究限制

本研究最大之限制為資料的取得，受限於資料的取得困難與細部資料的無法取得，例如：四大基金與國安基金的持股明細無法取得、政府各基金的持股明細資料也無法取得等，故本文的研究假說 2-4 之各個政府型態的政府持股資料，只以可由公開說明書中取得者為限，而且礙於法令之規定，上市公司不一定每年都需要發行公開說明書，因此樣本數稍嫌不足。

其次，由於本研究之各個型態的政府持股，主要由公開說明書前二十大股東中取得，因此若該上市公司雖有政府持股，但其持股數不足以列入前二十大股東者，由於其資料無法取得故本文未將此類公司納入樣本中。也因上述限制，本文無法進一步比較有政府持股與無政府持股之公司在企業價值上之差異比較，也無法考量政府的控制權、是否擁有經營權或在董事會中佔有席次之多寡對公司價值有所影響的情況。

再則，本文僅探討各類政府持股對於公司價值是否具有解釋力，故樣本中所包含的公司都是有政府持股者，至於政府持股之有無是否對公司價值有不同影響，本文則未予探討。後續研究者可嘗試以配對方式，建立其他條件接近但無政府持股的公司為對照組，研究兩者對於公司價值解釋力是否會有差異。

最後，在本文的樣本中可能會有同一家公司卻同時出現在不同年度的情況，此種情況本應採用長期性資料（longitudinal data）之方式來處理才是，但由於本文的研究樣本有限，故無法採用長期性資料之處理方式。此外本文僅探討政府持股高低對公司價值的影響，至於究竟是透過何種管道或者因素來影響公司價值，本文並未進一步加以探討。

目前政府已逐漸將四大基金委託給信託公司或投信、投顧公司全權經營，因此各該基金之經理人之操作績效及其選股能力是否良好等議題，亦為未來值得詳加研究與關切的議題。後續研究者若能取得各政府機構持有上市公司之持股明細，並改善上述研究方法或樣本受限的問題，相信應能使研究結果更具說服力。

參考文獻

- 林炎會，1995，外資對臺灣證券市場股價之影響，未出版碩士論文，台北大學企業管理研究所。
- 林珣汶，1997，外國法人持股比例變動對股票報酬率之影響，未出版碩士論文，中興大學財務管理研究所。
- 陳坤茂，2001，外資持股比率對股價報酬率之影響，未出版碩士論文，台北大學企業管理研究所。
- 陳瓊芬，1995，外人直接投資對我國上市公司企業價值關係之研究，未出版碩士論文，政治大學企業管理研究所。
- 簡曉薇，2002，大陸民營化與公司治理之長期績效研究，未出版碩士論文，政治大學會計學研究所。
- Barth, M., and S. Kallapur. 1996. The effects of cross-sectional scale differences on regression results in empirical accounting research. *Contemporary Accounting Research* 13 (2): 527-567.
- Boardman, A., R. Freedman, and C. Eckel. 1986. The price of government ownership: A study of the Domtar takeover. *Journal of Public Economics* 31 (3): 269-285.
- Collins, W., M. Pincus, and H. Xie. 1999. Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. *The Accounting Review* 74 (1): 29-61.
- Easton, P. 1998. Discussion: Valuation of permanent, transitory, and price-irrelevant components of reported earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 13 (3): 337-349.
- Kole, S. R., and J. H. Mulherin. 1997. The government as a shareholder: A case from the United States. *Journal of Law and Economics* 40 (1): 1-22.
- Kothari, S., and J. Zimmerman. 1995. Price and return models. *Journal of Accounting and Economics* 20 (2): 155-192.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book value, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight.

Journal of Financial Economics 20: 237-265.

Qi, D., W. Wu, and H. Zhang. 2000. Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: Evidence from listed Chinese companies. *Pacific-Basin Finance Journal* 8 (5): 587-610.

Sun, Q., W. Tong and Q. Yu. 2002. Determinants of foreign direct investments across china. *Journal of International Money and Finance* 21 (1): 79-112.

Tian, L. G. 2000. Performance of mixed enterprises, agency cost and state shareholding, *Unpublished manuscript*, London Business School.

White, H. 1980. A heteroskedasticity consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity. *Econometrica* 48 (4): 817-838.