

股權結構與財務績效 及 ESG 表現的中介效果

OWNERSHIP STRUCTURE AND FINANCIAL PERFORMANCE WITH ESG PERFORMANCE MEDIATION

傅澤偉

國防大學管理學院財務管理學系副教授

潘大畏

臺北科技大學工業工程與管理系助理教授

王欣郁*

國防大學管理學院財務管理學系碩士

Tze-Wei Fu

*Associate Professor, Department of Financial Management,
National Defense University*

Ta-Wei Pan

*Assistant Professor, Department of Industrial Engineering and Management,
National Taipei University of Technology*

Sin-Yu Wang

*Master, Department of Financial Management,
National Defense University*

*通訊作者，地址：臺北市北投區中央北路二段 70 號，電話：0975-936913
E-mail：j8009081991@gmail.com

摘要

股權結構決定企業所有權的分配方式，並影響決策與治理機制，進而影響財務績效。既有的實證更指出，股權結構亦影響 ESG（環境、社會與公司治理）表現。隨著全球永續發展趨勢，企業是否能透過良好 ESG 表現提升績效，日益受到關注。因此，本研究探討 ESG 表現是否在股權結構與財務績效之間發揮中介效果。

研究以 2019 至 2023 年臺灣上市公司排除金融產業做為樣本，採用 PLS-SEM 進行分析。結果顯示，股權結構對財務績效具有顯著正向影響，且部分透過 ESG 表現發揮間接效果。尤其，外資對公司治理正向影響力最強，本國機構次之，大股東與內部人持股則可能削弱外部監督，限制 ESG 投入，而政府持股亦具正向影響，惟其影響程度相對有限。本研究不僅驗證 ESG 表現的中介角色，亦突顯多元化股權結構在促進企業永續與財務成果間的關鍵作用，為企業在永續轉型時提供股權治理的方向建議，亦有助於長期投資者、政策制定者與責任投資機構於資本配置與治理評估中做出更具策略性的決策。

關鍵字：股權結構、ESG 表現、財務績效、中介效果+-

ABSTRACT

The ownership structure determines how corporate ownership is distributed and influences decision-making and governance mechanisms, thereby affecting financial performance. Existing empirical evidence further indicates that ownership structure also impacts ESG (Environmental, Social, and Governance) performance. With the global trend toward sustainable development, increasing attention has been directed toward whether firms can enhance performance through strong ESG practices. Therefore, this study aims to examine the mediating role of ESG performance in the relationship between ownership structure and financial performance.

This study uses a sample of Taiwan-listed companies from 2019 to 2023, excluding firms in the financial industry, and employs Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM) for empirical testing. The results show

that ownership structure has a significant positive impact on financial performance, with part of the effect mediated through ESG performance. Specifically, foreign ownership exerts the strongest positive influence on corporate governance, followed by domestic institutional ownership. In contrast, greater ownership by large shareholders and insiders may weaken external oversight and constrain ESG investment. Government ownership also shows a positive but relatively limited impact. The findings confirm the mediating role of ESG performance and highlight the importance of a diversified ownership structure in promoting both corporate sustainability and financial outcomes. These results provide practical implications for firms undergoing sustainability transitions through ownership governance and offer strategic insights for long-term investors, policymakers, and responsible investment institutions in capital allocation and governance evaluation.

Keywords: Ownership Structure, ESG Performance, Financial Performance, Mediation Effect

壹、緒論

企業的股權結構不僅決定所有權的分配形式，更影響決策過程與治理機制。根據代理理論（Agency Theory），當所有權與經營權分離時，管理階層可能基於自身利益，做出不符股東最佳利益的決策，導致代理問題（Jensen & Meckling, 1976）。大股東持股比例越高，越可能透過有效監督管理階層來減少代理問題，提升公司效率與財務績效（Shleifer & Vishny, 1986）；內部人持股則有助於使管理者與股東利益一致（Jensen & Meckling, 1976），但亦可能誘發短期行為與道德風險（Alkurdi, Hamad, Thneibat, & Elmarzouky, 2021）。此外，本國機構與外資持股不僅提供資本，更能挹注資源與專業知識，強化治理能力與競爭優勢（Pfeffer & Salancik, 1978）。至於政府持股，雖具政策資源優勢（Pfeffer & Salancik, 1978），但也可能因政治考量導致資源錯置和決策效率降低（Shleifer & Vishny, 1994），可見股權結構對企業財務具複雜且多變的影響。

然而，隨著全球化與環境變遷，企業的發展已不再僅限於傳統的財務目標，越來越多的企業開始將環境、社會責任及公司治理等永續發展議題納入其決策考量。在此背景下，企業社會責任（CSR）概念逐漸被具體化為 ESG（環境、

社會與公司治理）框架，成為衡量企業永續發展能力的重要指標。國際間也相繼推出如聯合國責任投資原則（Principles for Responsible Investment, PRI）與永續發展目標（Sustainable Development Goals, SDGs）等倡議，鼓勵企業將 ESG 融入決策與營運架構之中。ESG 績效已被視為企業風險管理與長期價值的重要指標，更是投資者資本配置的依據之一。相關實證指出，良好的 ESG 表現不僅能強化企業內部治理與風險控制，還能提升資本市場的信任度，吸引長期資金流入（Tang, Xiong, & Peng, 2024；Zhang, Zhang, Tian, Yuan, & Tu, 2024）。然而，企業在推動 ESG 策略時，往往會受到治理結構與資源配置的制約。從代理理論（Jensen & Meckling, 1976）、資源基礎觀點（Barney, 1991），乃至風險管理理論（Elkington & Rowlands, 1999）來看，股權結構對 ESG 表現具有潛在影響力，進而可能間接影響財務績效。

綜上所述，本研究旨在探討臺灣上市公司中，企業股權結構如何影響 ESG 表現與財務績效，並檢驗 ESG 是否在股權結構與財務績效間發揮中介效果。本研究不僅補充既有文獻聚焦於「股權與績效」或「ESG 與績效」之不足，亦為企業整合治理結構與永續策略提供實務參考。而為更完整呈現此研究架構，研究採用偏最小平方法之結構方程模式（Partial Least Squares Structural Equation Modeling, PLS-SEM）進行分析，以同時處理多元潛在變數並檢驗中介效果，補強傳統方法較少涉及的綜合性互動關係。研究結果將為投資人提供 ESG 導向的投資建議，以協助其辨識具潛力之投資標的，並促使企業在追求財務績效的同時，實現永續發展目標。

貳、文獻探討

一、股權結構與財務績效

企業的績效不是自然形成，它依賴好的管理來達成。由於現行的企業組織普遍存在所有者與管理者非同一人的現象。代理理論認為控制權與所有權的分離，管理者更容易制定有利於自身目標而非股東價值的政策並且管理者與所有者存在很嚴重的資訊不對稱問題（Jensen & Meckling, 1976）。很多研究認為不同的股權結構會影響利益不一致及資訊不對稱的程度進而影響管理的績效。

(一) 大股東持股

Berle and Means (1932) 指出，企業所有權與控制權的分離現象，導致所有者與管理者之間可能出現利益衝突。而 Jensen and Meckling (1976) 在其代理理論中進一步表示，代理問題產生的主因為管理階層追求個人利益而非公司股東的最大利益。隨著公司規模的成長，所有權（股東）和控制權（管理階層）之間逐漸分離，可能導致代理問題之擴大。因此，持股集中度較高的大股東有更強的動機和能力監督並約束管理階層行為，以減少代理問題，進而提升公司財務績效。例如，Shleifer and Vishny (1986) 指出，大股東可以透過行使投票權和影響董事會決策來有效監督管理階層，促使管理階層為公司創造良好財務績效。Alkurdi et al. (2021)、Nashier and Gupta (2023) 及李沃牆、陳彥廷 (2023) 的實證結果顯示，當公司股權集中度越高時，公司財務績效表現越佳。但朱文儀、李庭閣、莊正民與廖盈琇 (2019) 則指出，大股東持股比例過高可能導致資源掏空和內部人控制問題，進而對財務績效產生顯著負面影響。

綜合上述，持股集中度較高的大股東有更強的動機和能力監督並約束管理階層行為，以減少利益不一致及資訊不對稱的代理問題，進而提升公司財務績效。但過高的大股東持股反而不利公司績效。

(二) 內部人持股

內部人持股是由董監事和高階管理階層持有公司的股份比例表示。Jensen and Meckling (1976) 在其代理理論的基礎上延伸提出了利益收斂假說 (Convergence of Interests Hypothesis)，認為隨著管理階層持股比例增加，管理階層的利益會與股東的利益趨於一致，進而降低代理成本。該假說強調內部人持股對公司治理的影響，在股權獎勵機制下，當內部人持有公司股票時，不僅可以激勵內部管理階層更有效地經營公司，增強公司財務表現及自身持有股份的價值，隨持股比例的增加，也會更傾向於採取有利於公司長期發展的策略，並減少短期行為和道德風險。Fama and Jensen (1983) 也指出，內部持股能增加管理階層的責任感，因為持有公司股份使其個人利益與公司目標趨向一致，進而激勵他們更努力地提高公司績效。實證研究，Iwasaki, Ma, and Mizobata (2022) 證實經理人持股會對公司績效產生積極影響。Alkurdi et al. (2021) 的研究則表示，管理階層可能因優先考慮自身利益，而忽視其他股東的需求，因此內部人持股的增加與資產報酬率之間存在負面的影響。

綜合上述，大部分的研究支持內部人士持有公司股份越高會讓其個人利益與公司利益趨向一致，減少代理問題進而提高公司績效。

(三) 本國機構持股

由本國機構投資者（如：銀行、證券自營商、投信投顧公司、保險公司及其他企業或機構等）持有公司的股份比例衡量。根據資源依賴理論（Pfeffer & Salancik, 1978），機構投資者通常具有豐富的資本和專業知識，被視為資本市場中關鍵資源之一，能為公司提供資源支援和治理監督，有助於提高財務績效。而 Shleifer and Vishny (1997) 及 Pound (1988) 所支持的效率監督假說 (Efficient Monitoring Hypothesis)，則強調機構投資者憑其專業知識和資源，能更有效地監督公司運作，藉以減少代理問題和提高財務績效。

實證研究 Alkurdi et al. (2021) 和 Abedin, Haque, Shahjahan, and Kabir (2022) 指出，機構投資者能透過嚴格的監督作用來提高公司治理，進而促進企業財務績效的提升。Kirimu, Kariuki, and Ocharo (2022) 以肯亞商業銀行的研究結果則指出，機構投資者通常持有較大比例的股權，這可能導致他們優先考慮自身利益，並促使管理階層做出短期利益的決策，而這些決策不一定有利於長期資產效益，因此，對資產報酬率產生負面影響。

大部分研究支持機構投資者憑其專業知識和資源，能更有效地監督公司運作，藉以減少資訊不對稱所造成的代理問題進而提高企業財務績效。

(四) 外資持股

外資持股是指外國投資者持有的公司股份比例。根據代理理論，外國投資者通常擁有更高的監督能力和更嚴格的投資標準，有助於改善企業的治理結構，並降低代理成本（Douma, George, & Kabir, 2006）。另外，根據國際投資理論，外資還能帶來技術轉移、管理專業知識和更多的資本和資源支持，促使企業擴展和創新，有助於提高企業的市場價值、競爭力及經營效率（Buckley & Casson, 1976；Hymer, 1960；張振山、王宏瑞，2022）。而 Chhibber and Majumdar (1999) 研究更表示，由於外國投資者對於經營標準和財務透明度的要求較高，當公司外資持股比例增加時，生產效率和獲利能力也會隨之提高。

實證方面，Besim (2023)、Iwasaki et al. (2022)、Neupane, Thapa, Marshall, Neupane, and Shrestha (2024) 及張振山、王宏瑞 (2022) 的研究均指出，外資持股有助提升企業財務績效。但 Neupane et al. (2024) 也指出，過度依賴外國機構投資者可能會削弱董事會的獨立性，並對公司的治理效果和長期財務績效產生負面影響。

大部分研究支持外資投資者憑其專業知識和管理能力，能更有效地監督公司運作，藉以減少資訊不對稱，且外資投資人能提升公司管理者的管理能力進而提高企業財務績效。

(五) 政府持股

政府持股是由政府或政府機構實體持有公司的股份比例來衡量。從資源依賴理論 (Pfeffer & Salancik, 1978) 的角度來看，政府持股企業往往在資金、土地和政策上得到更多資源支持，且更重視社會責任和永續發展，這有助於穩定和增強市場競爭力並提升企業形象，進而對企業財務績效產生積極影響。然而，根據國有企業 (State-Owned Enterprises) 的理論觀點，由於政府和管理階層之間的利益不一致，加上政府管理者可能缺乏有效激勵、經常受政治干預，導致資源分配不當、作業效率低下和代理問題，對企業財務績效產生負面影響 (Shleifer & Vishny, 1994)。

實證研究，Iwasaki et al. (2022) 的結果顯示，東歐歐盟成員國、俄羅斯和中國等新興市場的國營企業對財務績效具負面影響。Aguilera et al. (2021) 綜合分析 131 個國家的國營企業，顯示國有制對企業財務績效的負面影響很小，但在不同國家的規模和方向上存在高度的異質性，主要係受到國家流行的政治意識形態以及現存的政治制度強烈影響。

綜合上述，政府持股可能提供資源但也可能因為政府與管理者利益不一致，造成政府持股對於財務績效有影響但正負向不確定。

二、股權結構、ESG 中介性與財務績效

股權結構會影響管理者的決策行為進而影響公司財務績效，亦即單純從股權結構不足以說明股權結構如何影響公司財務績效。股權結構影響到公司的策略決策，而策略進而造成財務績效。由全世界的趨勢及政府的規範，ESG (環境、社會與公司治理) 已被列為衡量企業永續經營策略的重要指標。從政策的角度來看，政府和政策制定者通常透過法規、激勵措施、監管和公共政策，促使企業將 ESG 因素融入其經營和管理策略中 (Henriques & Sadosky, 1996)。

本研究將公司 ESG 視為公司永續經營的策略，ESG 執行的成效影響到公司財務績效。

從代理理論（Jensen & Meckling, 1976）、資源基礎觀點（Barney, 1991），乃至風險管理理論（Elkington & Rowlands, 1999）來看，股權結構對企業 ESG 表現具有潛在影響力，進而可能影響財務績效。ESG 在於規範企業公司治理亦即減少代理問題的存在。公司股權結構會影響管理者面對 ESG 要求的作為，如果股權結構讓管理者有較大的自利機會，管理者對於 ESG 採用較消極的作為。從資源基礎觀點（Resource-Based View）來看，股權結構會影響企業的資源配置，進而決定 ESG 投資是否能獲得有效支持（Barney, 1991）。因此，不同類型的股東及其持股比例，將導致企業在環境保護、社會責任和公司治理等方面的策略選擇產生差異，而這些 ESG 策略的有效實施，又將直接影響企業的經營風險與財務績效。從風險管理理論（Risk Management Theory）的角度來看，ESG 的實施有助於降低企業營運風險（Elkington & Rowlands, 1999），因為不同類型的股東對風險的承擔態度各異，這進一步對 ESG 的實行及財務績效產生不同的影響。

ESG 是否在股權結構與財務績效間具中介效果，必須同時能有股權結構對於 ESG 有顯著影響的實證研究及 ESG 顯著影響公司財務績效的實證研究；故而以下兩小節將分別討論股權結構對於 ESG 有顯著影響及 ESG 顯著影響公司財務績效。

（一）股權結構影響 ESG 表現

實證研究如邱慈觀、黃啟瑞（2019）證實國外機構持股對 CSR 績效有正向影響。Doshi, Jain, Sharma, Mukherjee, and Kumar（2024）的研究顯示，印度政府持股對企業 ESG 得分有顯著的正向影響，而由於民營企業對 ESG 議題的關注度相對較低，導致其 ESG 分數也較低。另外，Fuadah, Mukhtaruddin, Andriana, and Arisman（2022）研究也指出，外資持股和公共持股（Public Ownership）對 ESG 揭露有顯著積極的影響。

（二）ESG 影響公司財務績效

很多實證研究分別以 ESG 分數或企業永續報告來衡量企業在 ESG 執行的成效，故而有關 ESG 影響公司財務績效的實證分成兩分節來說明。

1. ESG 分數

ESG 表現指的是企業在環境保護（E）、社會責任（S）和公司治理（G）等三大領域中的表現，反映出企業在這些方面的管理成效和承諾（Friede, Busch, & Bassen, 2015）。ESG 分數是一種透過定量指標來評估企業在 ESG（環境、社會和公司治理）等三方面的績效表現，以衡量其在永續發展的執行成果。評分方法及計算依不同的評級機構所使用的標準和指導原則而有所差異。隨著全球對 ESG 議題的重視，ESG 分數已經成為投資者、分析師和其他利害關係人評估公司永續發展和風險管理能力的重要工具。根據利害關係人理論（Stakeholder Theory）及訊號理論（Signaling Theory），較高的 ESG 分數可以向市場利害關係人傳遞企業具有良好管理和社會責任等積極訊號，有助於提升品牌形象（Chen, Song, & Gao, 2023），增強投資者信心（Tang et al., 2024），並透過內部控制制度的有效實施等方式降低訴訟風險，提升企業整體營運效率（Zhang et al., 2024），以吸引投資人資金，推動財務成功。透過強化 ESG 表現，企業不僅提高聲譽，還能促進整體績效並推動永續發展（Friede et al., 2015；侯介澤、王朝賢、謝明叡，2023）。Veeravel, Murugesan, and Narayanamurthy（2024）及 Qu and Zhang（2023）指出，不管是 ESG 揭露程度分數或是 ESG 績效總分較高的公司，其整體公司績效都較好。Chen et al.（2023）、Wu, Gao, Luo, Xu, and Shi（2024）及 Tang et al.（2024）進一步證實，ESG 各構面表現和總分與企業財務績效之間皆存在顯著的正向關係。而 Chen and Yang（2020）以臺灣上市櫃公司為研究對象，指出企業良好的 ESG 分數表現通常會帶來好的股價表現，且投資者對於企業 ESG 分數之高低存在過度反應的現象。強調 ESG 分數在投資決策中的重要性及對市場行為的影響力。

2. 企業永續報告書揭露情形

永續報告書是企業公布 ESG 相關倡議、執行與成果的文件，通常包含企業的永續性策略、目標、績效和進展。為提升報告的公信力和透明度，企業常會透過第三方機構依據國際標準（如 GRI、SASB、TCFD 等）進行驗證（Simnett, Vanstraelen, & Chua, 2009；Sun, Zhao, & Cao, 2024）。Sun et al.（2024）以多種理論觀點說明永續報告書對企業的重要性。首先，以代理理論觀點，ESG 報告可減少公司內部和外部利害關係人之間的資訊不對稱情形；其次，依訊號理論，永續報告向市場傳遞企業致力於透明治理與長期價值創造的訊號；第三，基於合法性理論（Legitimacy Theory），企業從事 ESG 活動獲得社會的認可和支持，以確保其營運能夠符合社會規範和期望；最後，根據利害關係人理論，永續報告有助於建立企業與利害關係人間的信任與長期合作關係，促進企業財務績效的提升。

實證研究，He and Ismail (2024) 認為企業揭露 ESG 資訊有助於減少與債權人間的資訊不對稱，進而降低其債務融資成本。此外，Eccles, Ioannou, and Serafeim (2014) 證實，儘管揭露永續報告在初期會帶來額外的營運成本，但這種揭露能改善內部組織流程，從長遠來看，這些成本將被更高的市場報酬和更低的風險管理成本所抵消，最終對公司績效產生正面影響。而 Yan, Jia, Chen, and Yan (2022) 更進一步指出，經第三方驗證的永續報告書更能增強投資者信任，不僅吸引投資資金，也強化公司市場聲譽與利害關係人對公司價值的評估，最終增強企業的市場表現和財務績效。

綜合以上文獻，認為股權結構透過影響管理行為、監督機制與企業資源運用，進而形塑企業之 ESG 永續策略與績效表現。代理理論與資源依賴理論分別從監督機制與資源取得角度，說明不同股權結構對企業決策與 ESG 投入之影響；而利害關係人理論、合法性理論與風險管理觀點，則進一步解釋企業 ESG 行為如何影響外部認知、降低經營風險，並轉化為財務績效。在此理論脈絡下，可推論股權結構可能透過影響企業對 ESG 的關注程度與實踐方式，進而改變其財務績效。這支持了 ESG 表現作為中介變數的假設，即 ESG 可能在股權結構與財務績效之間發揮關鍵的橋樑作用。因此，本研究將透過實證，驗證 ESG 表現的中介效果，以期為理解公司治理與永續發展之間的關係提供新的見解。

相較於以往研究只探討股權結構影響財務績效、股權結構對於 ESG 有顯著影響及 ESG 顯著影響公司財務績效。本研究整合探討股權結構對於財務績效的影響並加入 ESG 成效為中介變數。在衡量 ESG 成效時，不同於國內外類似的研究常只以 ESG 分數為衡量變數，本研究同時考量經常被衡量的 ESG 分數與永續報告書揭露。

參、研究設計

一、研究架構與假設

根據文獻整理，本研究以 ESG 表現為中介變數，探討股權結構對財務績效之影響。股權結構的討論涵蓋大股東持股、內部人持股、本國機構持股、外資持股以及政府持股比例等 5 個觀察變數，中介變數 ESG 表現以 ESG 分數和永續報告書揭露情形作為觀察變數，而財務績效使用資產報酬率 (Return on Assets, ROA) 和股東權益報酬率 (Return on Equity, ROE) 進行測量。研究之概念架構如圖 1 所示：

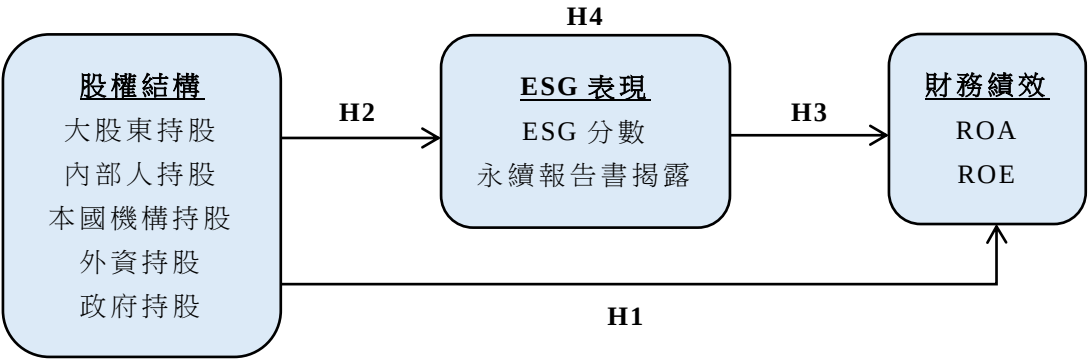


圖 1 概念架構圖

從公司治理的監督機制與資源配置觀點出發，不同的股東類型共同作用，形成企業的股權結構，進而對企業的財務績效產生綜合效應。代理理論（Jensen & Meckling, 1976）、效率監督假說（Pound, 1988）指出，當大股東與內部人持股比例過高時，可能因代理問題而抑制外部監督，損及財務績效；相對地，資源依賴理論（Pfeffer & Salancik, 1978）則強調，本國機構與外資持股則能透過較嚴格監督與專業資源，改善公司治理並提升經營績效。至於政府持股，可能因政策導向與資源挹注而對企業績效帶來正向效果，但也可能因政治干預而降低治理效率，呈現複合影響（Shleifer & Vishny, 1994）。因此，本研究認為股權結構會因不同股東類型的治理與資源配置機制對企業的財務績效產生正負不一的影響，並提出假設：

H1：股權結構對企業財務績效具有顯著的直接影響

從監督機制與資源配置的理論觀點出發，企業推行 ESG 政策的程度受到股東監督強度與資源配置的影響，代理理論（Jensen & Meckling, 1976）指出，所有權集中可能造成內部人追求短期利益而抑制對永續投資的重視；而資源基礎觀點（Barney, 1991），則強調企業的競爭優勢來自於其擁有的資源和能力，外部投資人可提供專業資源與國際經驗，促進企業在 ESG 領域的投入。同時，政府持股也可能透過政策導向與公共資源支持推動 ESG 發展，但亦可能因行政效率不足而產生限制。綜合上述理論推導，股權結構將影響企業對 ESG 議題的重視程度與實踐表現。因此，本研究假設：

H2：股權結構對 ESG 表現具有顯著的直接影響

從利害關係人認知與風險管理的理論觀點出發，良好的 ESG 表現有助於企業提高營運效率、降低融資成本、增強投資者信心，進而促進企業的財務績效（Eccles et al., 2014）。根據利害關係人理論，企業若能積極回應員工、客戶、投資人與社會等利害關係人的需求，能建立信任與聲譽，以吸引更多資源投入，進而提升財務績效。訊號理論則指出，企業的 ESG 表現可向市場傳遞出透明度與永續承諾的正面訊號，投資人因而降低風險評估與資金成本，有助於提升財務績效（Chen et al., 2023）。此外，根據合法性理論，積極從事 ESG 實踐有助於取得社會認同、強化企業正當性（Suchman, 1995）；而根據風險管理理論，ESG 策略可降低營運不確定性與潛在風險，進而穩定財務表現（Elkington & Rowlands, 1999）。基於利害關係人認知與風險降低之理論推導，ESG 表現不僅是企業永續發展的展現，更是提升經營效率、降低不確定性並強化市場信任的重要途徑。因此，本研究假設：

H3：ESG 表現對企業財務績效具有顯著的正向影響

綜合前述代理理論、資源依賴理論、利害關係人理論以及合法性理論與風險管理等理論觀點，股權結構不僅可能直接影響企業財務績效，亦可能先影響企業對 ESG 議題的關注程度與實踐方式，進而透過 ESG 表現間接影響財務績效。不同類型的股東持股，可能透過提供監督與資源，促進企業 ESG 實踐並進一步提升財務績效；反之，亦可能因追求短期利益而忽視長期永續投資，抑制 ESG 投入，進而削弱財務表現。由此可見，ESG 表現具備連結股權結構與財務績效之中介機制，因此，本研究假設：

H4：ESG 表現在股權結構與企業財務績效之間具有顯著的中介效果

二、變數定義

依據文獻回顧，將變數區分為自變數（股權結構）、中介變數（ESG）、應變數（財務績效），並納入控制變數進行實證分析，股權結構作為自變數，涵蓋大股東持股、內部人持股、本國機構持股、外資持股與政府持股比例，均以各類型股東持股占公司總股數的比例來衡量，反映不同股東結構對公司治理與決策的影響。ESG 表現作為中介變數，包含 ESG 分數與企業永續報告書揭露情形。ESG 分數取自臺灣經濟新報（TEJ）資料庫 TESI 指標，評分範圍為 0 至 100 分，分數愈高，表示 ESG 表現愈佳。參照 SASB 架構、遵循 GRI 準則，並結合臺灣市場資訊建構，涵蓋環境、社會、治理三大構面，共 16 項評估議題。環境構面包含溫室氣體排放、能源管理、用水及廢水管理、廢棄物與有毒物質

管理及生態影響；社會構面包含人權與社區關係、資料安全、產品品質與安全、員工資訊統計、員工健康與安全及員工多元化；治理構面則包含商業模式與創新程度、管理領導、控制權與席次、公平對待利害關係以及公司治理資訊透明度，以全面反映企業在 ESG 面向之實際表現。企業永續報告書則依是否揭露及是否經第三方驗證分級賦值，從未揭露（1 分）到經第三方驗證（3 分），以反映不同層次的揭露品質與透明度。財務績效作為應變數，採用 ROA 和 ROE 衡量企業經營狀況，前者反映企業資源使用效率和獲利能力，後者則衡量公司為股東創造利潤的能力。控制變數包括公司規模、財務槓桿及營收成長率。茲整理本研究變數之定義如表 1，並根據其具體操作型定義進行數據測量。

三、資料來源與樣本選取

以臺灣上市公司為研究對象，樣本期間為 2019 年至 2023 年，共計 5 個年度，研究數據股權結構、ESG 分數及財務績效取自 TEJ 資料庫，企業永續報告書揭露情形則透過公開資訊觀測站資料整理。考量金融產業在資本結構和財務報表編製上具行業特殊性，研究時排除金融產業樣本 170 筆，以避免造成研究結果偏誤，並剔除資料不齊全的樣本 120 筆，最終保留 4,381 筆完整樣本進行分析。

四、PLS-SEM 分析方法

研究同時涵蓋股權結構、ESG 表現與財務績效等多個潛在構面，並進一步探討 ESG 表現於其中所扮演之中介角色，故採用偏最小平方法之結構方程模式（Partial Least Squares Structural Equation Modeling, PLS-SEM）進行分析。相較於以共變數為基礎、著重整體模型適配度之共變異數形式結構方程模式（Covariance-Based Structural Equation Modeling, CB-SEM），以及偏重單一路徑估計之傳統縱橫資料迴歸（Panel Regression），PLS-SEM 能同時處理反映性（Reflective）與形成性（Formative）測量模式，並在單一模型架構下同時檢驗潛在變數間之直接與間接效果，較能配合本研究之結構設計與測量特性。在研究取向上，本研究係以既有理論推導為基礎，屬於理論解釋導向，著重於檢驗股權結構如何透過 ESG 表現影響企業財務績效之結構關係，而非僅評估整體模型配適度，同時兼顧模型之預測效度，故採用 PLS-SEM 作為分析工具。

表 1 變數定義表

潛在變數	觀察變數	變數定義
股權結構 (自變數)	大股東持股	前十大股東持有股份數／公司總發行股份×100%
	內部人持股	(董事持股數+經理人持股數)／公司總發行股份×100%
	本國機構持股	本國法人機構持有股份數／公司總發行股份×100%
	外資持股	外國法人持有股份數／公司總發行股份×100%
	政府持股	政府機構持有股份數／公司總發行股份×100%
ESG 表現 (中介變數)	ESG 分數	TEJ 資料庫的 TESG 永續發展指標分數，介於 0-100 分，數值愈高，表示 ESG 表現愈佳。
	永續報告書揭露	未發布永續報告書的公司，賦值 1； 僅揭露而無外部驗證永續報告書的公司，賦值 2； 報告書取得第三方驗證的公司，賦值 3。
財務績效 (應變數)	資產報酬率 (ROA)	(稅後淨利+利息費用(1-稅率))／平均資產總額×100%
	股東權益報酬率 (ROE)	稅後淨利／平均股東權益×100%
控制變數	公司規模	總資產取自然對數
	財務槓桿	負債總額／資產總額×100%
	營收成長率	(當年度營業收入-前一年度營業收入)／前一年度營業收入×100%

模型的設計，考量股權結構係由多種類型股東綜合影響公司治理，故採用形成性 (Formative) 測量模式測量，ESG 表現與財務績效則採用反映性 (Reflective) 測量模式。測量模式的信效度評估，形成性測量模式透過變異數膨脹因子 (Variance Inflation Factor, VIF) 檢測觀察變數間之共線性 (Collinearity)，及透過因素權重 (Weights) 與顯著性評估觀察變數對潛在變數的相對貢獻 (Sarstedt, Ringle, Smith, Reams, & Hair, 2014)。反映性測量模式則包含因素負荷量 (Indicator Loading)、組成信度 (Composite Reliability, CR) 和平均變異萃取值 (Average Variance Extracted, AVE)，以確保測量結果的內部一致性與解釋力，並透過區別效度 (Discriminant Validity) 檢驗變數間的獨立性 (Sarstedt et al., 2014)。

結構模式則透過拔靴法 (Bootstrapping) 執行 5,000 次模擬，檢測路徑係數的統計顯著性，並進行潛在變數間的共線性檢查。模型的解釋能力以 R^2 值評估，而其預測效度則以預測相關性 (Predictive Relevance)，簡稱 Q^2 檢驗 (Sarstedt et al., 2014)。最後，透過間接效果分析，確認 ESG 表現是否在股權結構與財務績效之間發揮部分或完全中介作用，以揭示股權結構在企業永續經營及財務表現中的關鍵影響機制，並為政策制定及公司治理提供參考。

肆、資料分析及實證結果

一、敘述性統計分析

表 2 呈現主要變數的敘述性統計結果。在股權結構方面，大股東持股平均 23.953%，內部人持股平均 23.195%，兩者分布接近，但內部人持股的變異較大，顯示部分企業內部人幾乎無持股，但亦有高度集中的情況。本國機構持股平均 35.862%，範圍從 0% 至 100%；外資持股平均為 10.789%，範圍從 0% 至 90.060%，顯示不同企業間外部法人參與度落差明顯。政府持股平均僅 0.920%，但在特定企業中具有重要的影響力。

ESG 表現方面，ESG 分數平均值為 57.065，整體呈現中等偏上水準，但分數具明顯差異。永續報告書揭露平均為 1.929，範圍介於 1 至 3，顯示多數企業已發布報告，但第三方驗證比例偏低，可見在 ESG 趨勢下，資訊透明度與揭露完整性仍有提升空間。財務績效方面，ROA 平均 4.830%，ROE 平均 7.911%，均呈現較高的波動性，且部分企業具極端財務表現。控制變數方面，公司規模平均為 16.178，財務槓桿平均為 44.293%，營收成長率平均高達 250.753%，但標準差也高達 13595.418%，反映公司間成長幅度差異極大。整體而言，樣本公司在股權結構、ESG 表現及財務績效上存在明顯的異質性。

表 2 敘述統計表

變數	平均數	中位數	最小值	最大值	標準差
大股東持股	23.953	21.340	0.010	86.080	13.275
內部人持股	23.195	19.040	0.030	91.670	16.185
本國機構持股	35.862	33.320	0.000	100.000	20.961
外資持股	10.789	6.060	0.000	90.060	13.407
政府持股	0.920	0.000	0.000	47.630	4.392
ESG 分數	57.065	56.910	29.890	83.730	9.253
永續報告書揭露	1.929	2.000	1.000	3.000	0.916
ROA	4.830	4.500	-127.500	61.900	7.881
ROE	7.911	7.940	-143.760	122.370	15.621
公司規模	16.178	16.005	9.757	22.434	1.467
財務槓桿	44.293	44.660	0.480	97.870	18.637
營收成長率	250.753	1.810	-99.780	894736.360	13595.418

註：大股東持股、內部人持股、本國機構持股、外資持股、政府持股、ROA、ROE、財務槓桿及營收成長率以百分比(%)表示；ESG 分數為 TEJ ESG 評分(0-100 分)；永續報告書揭露為有序變數，依序編碼為 1 至 3；公司規模為總資產取自然對數。

二、信度與效度檢驗

(一)形成性測量模式信效度評估

在 PLS-SEM 模型分析中，首先檢驗潛在變數的測量模式信度與效度，本研究股權結構採形成性測量模式，如表 3 所示，各觀察變數的因素權重 (Weights) 皆達統計顯著水準 (p 值 < 0.05)，表示各類股東的持有比例是股權結構的顯著構成要素。其中，外資持股 (0.912) 與本國機構持股 (0.730) 的相對貢獻最高，顯示具備專業監督能力與治理要求之投資人，在樣本企業中對整體股權結構具有較強影響力，亦有助於強化企業治理品質與永續導向之經營行為。政府持股的因素權重雖相對較低 (0.121)，仍顯示其在特定企業中透過政策導向與公共資源，對股權結構的形成亦具一定程度影響。而大股東持股 (-0.418) 和內部人

持股 (-0.432) 則呈顯著負向權重，反映當控制權集中於特定股東或管理階層時，可能與外部股東如機構、外資與政府的參與呈現潛在替代關係，進而弱化外部治理制衡，對企業永續治理與長期價值導向決策之推動較為不利。各觀察變數的內部膨脹因子 (Variance Inflation Factor, VIF) 介於 1.053 至 2.118，均低於建議門檻值 3 (Diamantopoulos & Siguaw, 2006)，表示測量變數間無嚴重共線性問題，整體而言，能有效捕捉企業所有權結構的多元性與投資者類型之相對影響。

(二) 反映性測量模式信效度評估

ESG 表現與財務績效變數採用反映性測量模式，根據表 4，所有觀察變數的因素負荷量 (Indicator Loadings) 均大於 0.70，表示各觀察變數與其對應的潛在變數具有顯著關聯性。(Cronbach's Alpha, CA)、組成信度 (Composite Reliability, CR) 均高於 0.7，表示潛在變數的內部一致性良好，觀察變數間的相關性高，能有效捕捉核心內涵並一致衡量相同概念 (Bagozzi & Yi, 1988)。平均變異萃取量 (Average Variance Extracted, AVE) 均高於 0.5，表示潛在變數能夠解釋觀察變數 50% 以上的變異，具良好的收斂效度 (Convergent Validity) (Bagozzi & Yi, 1988)。另進一步透過 Fornell-Larcker 準則檢驗區別效度，如表 5 所示，所有潛在變數的 AVE 開根號值 (對角線上的值) 均大於其與其他潛在變數的相關係數，表示變數之間不會發生過度重疊或混淆 (Fornell & Larcker, 1981)。以上說明 ESG 表現與財務績效測量模型具良好的信效度，可為後續結構模式分析提供可靠基礎。

三、PLS-SEM 分析

(一) 路徑分析

確認測量模型的信度與效度後，本研究依據 PLS-SEM 路徑分析結果探討各潛在變數之間的直接關聯性。所有變數間的結構關係均透過拔靴法進行 5,000 模擬，以檢測統計顯著性，結果如圖 2 及表 6 所示。股權結構對 ESG 表現 ($\beta = 0.157$, $p < 0.001$) 與財務績效 ($\beta = 0.157$, $p < 0.001$) 均具有顯著正向影響，ESG 表現亦正向促進財務績效 ($\beta = 0.084$, $p < 0.001$)，支持 ESG 投資對企業財務表現有正向影響。在股權結構的組成中，外資與本國機構投資者為主要正向構成因子，大股東與內部人持股則呈負向貢獻，政府持股其權重相對較低，但仍具正向影響，顯示不同股東類型在企業治理中扮演差異性角色。而控制變數，公司規模對 ESG 表現 ($\beta = 0.531$, $p < 0.001$) 及財務績效 ($\beta = 0.119$, $p < 0.001$) 皆呈顯著正向關係。財務槓桿對 ESG 表現 ($\beta = -0.075$, $p < 0.001$) 及財務績效 ($\beta = -0.175$, $p < 0.001$) 則呈顯著負向關係。營收成長率對 ESG 表現 ($\beta = -0.009$, $p = 0.324$) 與財務績效 ($\beta = 0.011$, $p = 0.375$) 之影響則皆不顯著。

表 3 形成性測量模式之信度與效度分析表

潛在變數	觀察變數	因素權重	p 值	VIF
股權結構	大股東持股	-0.418	0.000	1.638
	內部人持股	-0.432	0.000	1.935
	本國機構持股	0.730	0.000	2.118
	外資持股	0.912	0.000	1.065
	政府持股	0.121	0.000	1.053

表 4 反映性測量模式之信度與效度分析表

潛在變數	觀察變數	因素負荷量	CA	CR	AVE
ESG 表現	ESG 分數	0.906	0.780	0.901	0.819
	永續報告書揭露	0.905			
財務績效	ROA	0.974	0.945	0.973	0.947
	ROE	0.972			

表 5 Fornell-Larcker 區別效度分析表

	ESG 表現	財務績效	公司規模	財務槓桿	營收成長率
ESG 表現	0.905				
財務績效	0.218	0.973			
公司規模	0.612	0.22	1		
財務槓桿	0.105	-0.116	0.315	1	
營收成長率	-0.024	-0.001	-0.018	0.024	1

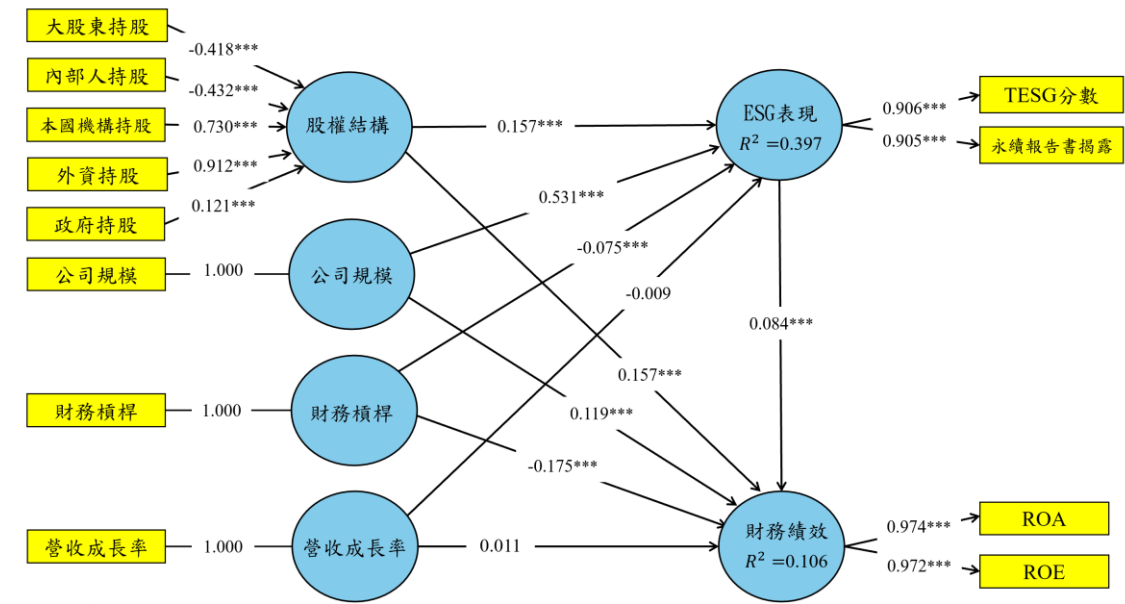


圖 2 PLS-SEM 模型圖

表 6 路徑分析檢定表

路徑關係	係數	T 統計量	p 值	VIF
股權結構→ESG 表現	0.157***	10.101	0.000	1.867
股權結構→財務績效	0.157***	6.345	0.000	1.907
ESG 表現→財務績效	0.084***	5.259	0.000	1.658
公司規模→ESG 表現	0.531***	37.273	0.000	2.059
公司規模→財務績效	0.119***	3.662	0.000	2.527
財務槓桿→ESG 表現	-0.075***	6.221	0.000	1.150
財務槓桿→財務績效	-0.175***	8.334	0.000	1.159
營收成長率→ESG 表現	-0.009	0.986	0.324	1.001
營收成長率→財務績效	0.011	0.887	0.375	1.002

註：「*」p<0.1，「**」p<0.05，「***」p<0.01

此外，模型解釋力 ESG 表現的 R^2 為 0.397，表示股權結構和公司規模等控制變數可解釋企業 ESG 表現約 39.7% 的變異量，股權結構與企業特性對 ESG 投入具重要影響。財務績效的 R^2 為 0.106，則反映股權結構、ESG 表現與控制變數共同對財務績效的影響，儘管解釋力相對較低，惟考量企業財務績效易受市場景氣、產業特性與經營策略等多重外生因素影響，本研究聚焦於股權結構與 ESG 表現層面，此結果仍具實務與理論參考價值。 Q^2 值（ESG 表現=0.323，財務績效=0.098）皆大於 0，表示模型對於 ESG 表現和財務績效都展現出一定的預測能力（Henseler, Ringle, & Sinkovics, 2009）。結構模型的 VIF 值介於 1.001 至 2.527，皆小於 3，表示模型沒有嚴重共線性問題（Diamantopoulos & Siguaw, 2006）。而模型配適度 SRMR 值為 0.035，小於 0.08（Hu & Bentler, 1999），表示本研究模型具有良好的配適度，能夠合理解釋數據。

（二）中介效果分析

為進一步驗證 ESG 表現是否在股權結構與財務績效之間發揮中介效果，本研究透過間接效果檢測進行確認，結果如表 7 所示。股權結構透過 ESG 表現對財務績效具有顯著的間接影響（ $\beta = 0.013, p < 0.01$ ），且其直接效果亦顯著（ $\beta = 0.157, p < 0.001$ ），顯示 ESG 表現在股權結構與財務績效之間發揮部分中介效果，支持本研究之核心假設，股權結構可直接與間接提升財務績效。同樣地，公司規模透過 ESG 表現對財務績效產生正向顯著間接影響（ $\beta = 0.045, p < 0.001$ ），財務槓桿則透過 ESG 表現對財務績效產生負向顯著間接影響（ $\beta = -0.006, p < 0.01$ ），兩者也皆對財務績效具直接效果，顯示公司規模與財務槓桿亦具部分中介效果。而營收成長率的間接效果（ $\beta = -0.001, p = 0.349$ ）與直接效果（ $\beta = 0.011, p = 0.375$ ）皆不具顯著性，表示其對財務績效之影響不具統計支持，或受到其他因素調節。

表 7 間接效果檢定表

路徑關係	係數	T 統計量	p 值
股權結構→ESG 表現→財務績效	0.013***	4.606	0.000
公司規模→ESG 表現→財務績效	0.045***	5.229	0.000
財務槓桿→ESG 表現→財務績效	-0.006***	4.062	0.000
營收成長率→ESG 表現→財務績效	-0.001	0.937	0.349

註：「*」p<0.1，「**」p<0.05，「***」p<0.01

伍、結論與建議

一、研究結論

(一) 主要實證發現

1. 股權結構透過 ESG 影響財務績效之整合效果

相較於以往研究單獨探討股權結構對績效影響、ESG 表現對財務績效影響及股權結構對 ESG 表現的影響，本研究透過 PLS-SEM 模型分析整合了臺灣上市公司股權結構、ESG 表現與財務績效三者之關係。本研究發現股權結構除了直接對財務績效具顯著正向影響，亦可以透過其對 ESG 表現的影響進而對財務績效造成顯著的間接正向影響。本研究補強了股權結構不同為何會影響財務績效的決策因素：企業對於永續經營的投入程度（ESG 表現）。

2. 不同股東類型之治理效果差異

本國機構與外資持股對公司治理具關鍵影響，尤其外資扮演較主導的角色，透過更嚴格的監督機制與資訊透明度要求，促使企業投入 ESG 並提升財務績效。相對而言，大股東與內部人持股比例偏高時，外部股東的監督機制可能減弱，使企業決策時傾向關注短期財務績效，而非投入 ESG 等長期發展計畫，導致 ESG 推動不足，進而抑制財務表現。至於政府持股雖具正向影響，但其影響力相對有限，可能與政府持股多集中於特定具政策導向或戰略性產業有關，其決策目標與績效責任機制與一般市場投資人存在差異。整體來說，股權結構對績效之影響並非單一方向，而係取決於不同股東類型之治理機制與互動關係。

3.ESG 表現之中介效果與經濟意涵

實證結果顯示 ESG 表現對財務績效亦具正向顯著影響，且在股權結構與財務績效之間發揮部分中介效果。進一步量化分析可得，股權結構透過 ESG 對財務績效之間接影響約為 0.013 ($=0.157 \times 0.084$)，相較於其對財務績效之直接效果 (0.157)，其間接效果約為直接效果之 8.4%，顯示 ESG 中介效果相對於直接影響較小。此結果意味著，股權結構影響財務績效之主要途徑仍以直接治理效果為主，而 ESG 則作為補充性之傳導機制。

儘管 ESG 表現的影響幅度相對有限，其所產生之間接效果仍具一定經濟意涵，在本研究樣本中，股權結構配置較佳且 ESG 表現較高之企業，其財務績效亦相對較佳，且 ESG 約可解釋約 8% 左右之額外邊際績效差異。此結果反映 ESG 效益主要透過治理品質與風險管理機制逐步累積，而非立即性地反映於財務績效。此一現象亦可能與臺灣市場中 ESG 實踐多偏向法規遵循與資訊揭露導向有關，使 ESG 多被視為風險管理與合規工具，其對企業價值之經濟回饋需經較長時間方能顯現。研究結果對企業永續經營策略及長期投資決策具有實務參考價值。

4.控制變數之影響

公司規模對 ESG 表現的影響顯著且路徑係數最大，顯示資源規模與制度基礎是推動永續發展更為關鍵的基礎條件。大型企業在資源、人力與制度成熟度方面具備推動 ESG 的相對優勢，且這些優勢有助於提升財務表現。反之，財務槓桿過高可能對企業經營效率與獲利造成壓力，限制 ESG 方面的投入，進而間接抑制財務表現。營收成長率則未對 ESG 表現與財務績效產生顯著影響，顯示營收變動與永續及財務表現之間關聯性較弱，或受其他因素調節。

(二)理論意涵

1.股權結構影響機制與股東異質性

本研究支持代理理論與資源依賴理論對不同股東類型治理角色的差異化解釋，並進一步指出股權結構不僅透過監督機制與資源配置影響財務績效，亦可能透過 ESG 表現形成間接影響途徑，補充既有文獻多僅探討單一關係之不足。而多元股東參與監督整體有助於公司治理，但不同股東類型的影響方向卻存在異質性，進一步解釋既有文獻對股權結構影響方向不一致之現象。

2.國際文獻之整合與回應

相較於既有文獻多將股權結構或 ESG 視為單一解釋變數，本研究整合不同股東類型與 ESG 中介機制，補充公司治理與企業永續績效間之傳導路徑，亦回應股權結構與 ESG 文獻中對不同股東類型如何影響 ESG 進而影響財務績效之議題尚未充分釐清之缺口。結果進一步顯示 ESG 為關鍵中介機制，且整體正向效果主要來自外部股東治理效能對所有權集中負向影響的抵銷作用。基於此一差異化治理機制，研究將股權結構之影響設定為「具影響力」而非預設單一方向，不僅更貼近實際治理情境，亦回應既有文獻中對股權結構影響方向不一致之爭議。此外，本研究結果亦呼應並延伸近年國際文獻（如 Fuadah et al., 2022），強化公司治理與永續發展之理論整合。

(三)管理意涵與政策建議

1.投資決策意涵

投資人不能僅著眼於股權結構對於財務績效的影響，而應進一步考量不同股東類型在 ESG（監督強度、資訊透明度要求與資源投入社會及環境資源）上的差異。研究結果凸顯責任投資對企業永續發展與財務績效之重要性。對長期資金而言，建議在投資決策中將企業股權結構與 ESG 表現納入投資審查標準，例如設定最低 ESG 評等門檻、限制持股過度集中的企業之投資比例，並定期檢視其 ESG 執行成效。尤其應優先考量外資或本國機構法人持股比例較高，且永續報告經第三方驗證的企業，因其治理機制相對穩健、資訊揭露透明，有助於降低潛在治理風險並提升資本配置效率，ESG 與財務績效表現通常亦較佳。相對而言，對於持股集中於大股東或內部人之企業，則應審慎評估其監督機制與 ESG 策略落實情形，以降低潛在風險。

2.企業經營意涵

ESG 不僅是回應社會責任的表現，更為強化治理與提升績效的策略工具。良好的股權結構有助企業更有效的推動 ESG，並透過 ESG 提升其市場信任與資本吸引力。企業應依據自身股權結構特性，制定 ESG 佈局，在追求財務穩健的同時，強化永續表現，以增進整體競爭力。

3.政策建議

監管機構可透過強化 ESG 資訊揭露標準與完善 ESG 評鑑制度，降低市場資訊不對稱，提升投資信心。同時，政府亦可考慮提供稅賦減免、政策性基金等誘因，引導資金投入 ESG 表現優良企業，促使投資者依 ESG 標準配置一定比例資產，發揮投資端對企業永續經營的引導效果，進而強化資本市場的穩定性與永續發展潛力。

二、研究限制與未來研究方向

本研究僅聚焦於臺灣上市公司，建議未來可擴展樣本至不同國際市場或產業別，以檢驗市場環境對股權結構、ESG 表現與財務績效關聯性的影響，並提升研究結果的外部適用性。其次，研究以 ESG 分數與永續報告書揭露作為 ESG 表現衡量指標，雖具代表性，惟 ESG 涵蓋環境（E）、社會（S）與治理（G）三大構面，建議未來可進一步探討各構面的獨立影響，並比較其差異，以提升結果的解釋力與實務應用價值。此外，研究未能呈現變數間的動態關係，建議後續可結合縱向資料之實驗設計，以檢視 ESG 投入的長期效果與持續性，強化對企業永續價值的理解與評估。

參考文獻

一、中文部分

1. 李沃牆、陳彥廷(2023)，股權集中度與企業經營績效之關聯性，東吳經濟商學學報，(106)，65-98。
Lee, W. C., & Chen, Y. T. (2023). The relevance of ownership concentration and business performance. Soochow Journal of Economics and Business, (106), 65-98.
2. 朱文儀、李庭閣、莊正民、廖盈琇(2019)，大股東股權集中度、外部法人持股、外部董事年資對公司績效之影響－台灣上市公司的實證研究，中山管理評論，27(3)，551-582。
Chu, W., Lee, T., Chuang, C. M., & Liao, Y. H. (2019). Large shareholding, outside shareholding, outside director tenure, and firm performance: An empirical study of Taiwanese public firms. Sun Yat-Sen Management Review, 27(3), 551-582.
3. 邱慈觀、黃啟瑞(2019)，治理結構對企業社會責任的影響，中山管理評論，27(3)，511-550。
Chiu, T. K., & Huang, C. J. (2019). The effects of governance structures on corporate social responsibility. Sun Yat-Sen Management Review, 27(3), 511-550.
4. 張振山、王宏瑞(2022)，公司治理是否影響企業的經營績效？－家族與非家族企業的比較，證券市場發展季刊，34(2)，97-144。
Chang, C. S., & Wang, H. J. (2022). Does the corporate governance affect operating performance of the business? Comparison of family and non-family businesses. Review of Securities and Futures Markets, 34(2), 97-144.
5. 侯介澤、王朝賢、謝明叡(2023)，企業社會責任與公司財務績效的關係－公司聲譽的中介效果，中原企管評論，21(2)，32-53。
Hou, C. T., Wang, C. S., & Hsieh, M. J. (2023). The relationship between corporate social responsibility and financial performance: The mediating effect of corporate reputation. Chung Yuan Management Review, 21(2), 32-53.

二、英文部分

1. Abedin, S. H., Haque, H., Shahjahan, T., & Kabir, M. N. (2022). Institutional ownership and firm performance: Evidence from an emerging economy. Journal of Risk and Financial Management, 15(12), 567.
2. Aguilera, R., Duran, P., Heugens, P. P. M. A. R., Sauerwald, S., Turturea, R., & VanEssen, M. (2021). State ownership, political ideology, and firm performance around the world. Journal of World Business, 56(1), 101113.
3. Alkurdi, A., Hamad, A., Thneibat, H., & Elmarzouky, M. (2021). Ownership structure's effect on financial performance: An empirical analysis of Jordanian listed firms. Cogent Business & Management, 8(1), 1939930.
4. Bagozzi, R. P., & Yi, Y. (1988). On the evaluation of structural equation models. Journal of the Academy of Marketing Science, 16(1), 74-94.
5. Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. Journal of Management, 17(1), 99-120.
6. Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.
7. Besim, S. (2023). The impact of control structures on firm value. Borsa Istanbul Review, 23(5), 1001-1012.
8. Buckley, P. J., & Casson, M. (1976). The Future of the Multinational Enterprise. London: Macmillan.
9. Chen, H. Y., & Yang, S. S. (2020). Do investors exaggerate corporate ESG information? Evidence of the ESG momentum effect in the Taiwanese market. Pacific-Basin Finance Journal, 63, 101407.
10. Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. Journal of Environmental Management, 345, 118829.
11. Chhibber, P. K., & Majumdar, S. K. (1999). Foreign ownership and profitability: Property rights, control, and the performance of firms in Indian industry. The Journal of Law and Economics, 42(1), 209-238.

12. Diamantopoulos, A., & Sigauw, J. A. (2006). Formative versus reflective indicators in organizational measure development: A comparison and empirical illustration. British Journal of Management, 17(4), 263-282.
13. Doshi, M., Jain, R., Sharma, D., Mukherjee, D., & Kumar, S. (2024). Does ownership influence ESG disclosure scores? Research in International Business and Finance, 67, 102122.
14. Douma, S., George, R., & Kabir, R. (2006). Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market. Strategic Management Journal, 27(7), 637-657.
15. Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. Management Science, 60(11), 2835-2857.
16. Elkington, J., & Rowlands, I. H. (1999). Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business. Alternatives Journal, 25(4), 42-43.
17. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. The Journal of Law and Economics, 26(2), 301-325.
18. Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. Journal of Marketing Research, 18(1), 39-50.
19. 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.
20. Fuadah, L. L., Mukhtaruddin, M., Andriana, I., & Arisman, A. (2022). The ownership structure, and the environmental, social, and governance (ESG) disclosure, firm value and firm performance: The audit committee as moderating variable. Economies, 10(12), 314.
21. He, L., & Ismail, K. (2024). ESG information disclosure, industrial policy support, debt financing costs. Finance Research Letters, 66, 105630.

22. Henseler, J., Ringle, C. M., & Sinkovics, R. R. (2009). The use of partial least squares path modeling in international marketing. In R. R. Sinkovics & P. N. Ghauri (Eds.), New Challenges to International Marketing, 20, 277-319. UK: Emerald Group Publishing Limited.
23. Henriques, I., & Sadorsky, P. (1996). The determinants of an environmentally responsive firm: An empirical approach. Journal of Environmental Economics and Management, 30(3), 381-395.
24. Hu, L. T., & Bentler, P. M. (1999). Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives. Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal, 6(1), 1-55.
25. Hymer, S. H. (1960). The International Operations of National Firms, a Study of Direct Foreign Investment. Doctoral dissertation, Massachusetts Institute of Technology.
26. Iwasaki, I., Ma, X., & Mizobata, S. (2022). Ownership structure and firm performance in emerging markets: A comparative meta-analysis of East European EU member states, Russia and China. Economic Systems, 46(2), 100945.
27. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 4, 305-360.
28. Kirimi, P. N., Kariuki, S. N., & Ocharo, K. N. (2022). Ownership structure and financial performance: Evidence from Kenyan commercial banks. PloS One, 17(5), e0268301.
29. Nashier, T., & Gupta, A. (2023). Ownership concentration and firm performance in India. Global Business Review, 24(2), 353-370.
30. Neupane, B., Thapa, C., Marshall, A., Neupane, S., & Shrestha, C. (2024). Do foreign institutional investors improve board monitoring? Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 91, 101962.
31. Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective. New York: Harper & Row.

32. Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. Journal of Financial Economics, 20(1-2), 237-265.
33. Qu, W., & Zhang, J. (2023). Environmental, social, and corporate governance (ESG), life cycle, and firm performance: Evidence from China. Sustainability, 15(18), 14011.
34. Sarstedt, M., Ringle, C. M., Smith, D., Reams, R., & Hair, J. F. (2014). Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM): A useful tool for family business researchers. Journal of Family Business Strategy, 5(1), 105-115.
35. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. Journal of Political Economy, 94(3), 461-488.
36. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. The Journal of Finance, 52(2), 737-783.
37. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Politicians and firms. The Quarterly Journal of Economics, 109(4), 995-1025.
38. Simnett, R., Vanstraelen, A., & Chua, W. F. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. The Accounting Review, 84(3), 937-967.
39. Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. Academy of Management Review, 20(3), 571-610.
40. Sun, Y., Zhao, D., & Cao, Y. (2024). The impact of ESG performance, reporting framework, and reporting assurance on the tone of ESG disclosures: Evidence from Chinese listed firms. Journal of Cleaner Production, 466, 142698.
41. Tang, H., Xiong, L., & Peng, R. (2024). The mediating role of investor confidence on ESG performance and firm value: Evidence from Chinese listed firms. Finance Research Letters, 61, 104988.
42. Veeravel, V., Murugesan, V. P., & Narayanamurthy, V. (2024). Does ESG disclosure really influence the firm performance? Evidence from India. The Quarterly Review of Economics and Finance, 95, 193-202.

43. Wu, Z., Gao, J., Luo, C., Xu, H., & Shi, G. (2024). How does boardroom diversity influence the relationship between ESG and firm financial performance? International Review of Economics & Finance, 89, 713-730.
44. Yan, M., Jia, F., Chen, L., & Yan, F. (2022). Assurance process for sustainability reporting: Towards a conceptual framework. Journal of Cleaner Production, 377, 134156.
45. Zhang, H., Zhang, H., Tian, L., Yuan, S., & Tu, Y. (2024). ESG performance and litigation risk. Finance Research Letters, 63, 105311.

114 年 06 月 26 日收稿

114 年 07 月 28 日初審

114 年 12 月 01 日複審

115 年 04 月 09 日接受

作者介紹

Author's Introduction

姓名	傅澤偉
Name	Tze-Wei Fu
服務單位	國防大學管理學院財務管理學系副教授
Department	Associate Professor, Department of Financial Management, National Defense University
聯絡地址	臺北市北投區中央北路二段 70 號
Address	No.70, Sec. 2, Zhongyang North Rd., Beitou Dist., Taipei City, Taiwan
E-mail	futzewei@gmail.com
專長	財務管理
Speciality	Financial Management

姓名	潘大畏
Name	Ta-Wei Pan
服務單位	臺北科技大學工業工程與管理系助理教授
Department	Assistant Professor, Department of Industrial Engineering and Management, National Taipei University of Technology
聯絡地址	台北市大安區忠孝東路三段 1 號
Address	No.1, Sec. 3, Zhongxiao E. Rd., Da'an Dist., Taipei City, Taiwan
E-mail	twpan@ntut.edu.tw
專長	績效評估
Speciality	Performance Evaluation

姓名	王欣郁
Name	Sin-Yu Wang
服務單位	國防大學管理學院財務管理學系碩士
Department	Master, Department of Financial Management, National Defense University
聯絡地址	臺北市北投區中央北路二段 70 號
Address	No.70, Sec. 2, Zhongyang North Rd., Beitou Dist., Taipei City, Taiwan
E-mail	j8009081991@gmail.com
專長	財務管理
Speciality	Financial Management