臺大管理論叢 2010/6
第20卷 第2期 251-272

金融控股公司購併後業務多角化對財務績效之影響：以成本與市場相關表現爲中介變數

Impacts of Diversification after Mergers and Acquisitions on Performance for Financial Holding Companies: Mediated by Cost and Market-related Performance Variables

陳妙玲／國立中山大學財務管理學系教授
Miao-Ling Chen, Professor, Department of Finance, National Sun Yat-Sen University

陳欣瑜／國立中山大學財務管理研究所研究生
Hsin-Yu Chen, Master, Department of Finance, National Sun Yat-Sen University

Received 2006/10, Final revision received 2008/11

摘要

金融業實務中，購併行動愈來愈普遍。尤其金控公司經常採行水平購併以進行業務多角化經營。但是，實際上相當多的購併行動並未成功地帶來財務績效提升，因此影響購併後財務績效之相關學術研究愈來愈重要。本研究運用台灣金融控股公司資料，探討購併後多角化對財務績效之影響。本研究建立模型，探討金控公司購併後，業務多角化分別經由中介變數：成本及市場相關表現對財務績效之影響。本研究四項實證結論分別為：(1) 多角化對變動成本率有顯著正向影響，因此降低財務績效。(2) 多角化對市場相關表現有顯著負向影響，因此降低財務績效。(3) 經由市場相關表現對財務績效的影響，大於經由成本率對財務績效的影響。(4) 市場相關表現與變動成本率呈顯著正相關。

【關鍵字】購併、多角化、市場相關表現

Abstract

Mergers and Acquisitions (M&A) have become increasingly popular in the banking industry, and especially the horizontal M&A of financial holding companies done for diversification. However, there is considerable evidence that many M&A are unsuccessful. Thus, studying factors that influence the result of diversification after M&A is a promising field for academic research. This paper investigates the impact of diversification after mergers and acquisitions on the performance of financial holding companies, using a sample of financial holding companies in Taiwan. A model is postulated in which diversification can influence financial performance through the two variables of cost and market-related performance. We generate four empirical generalizations. (1) Diversification is significantly positively associated with variable cost, thus reducing financial performance. (2) Diversification is significantly negatively associated with market-related performance, thus reducing financial performance. (3) The effects on market-related performance are greater than the effects on variable cost. (4) There is a significant positive relation between market-related performance and variable cost.

【Keywords】mergers and acquisitions, diversification, market-related performance

作者衷心感謝兩位匿名評審委員惠賜卓見。

壹、前言

近年來，國際金融業購併行動愈來愈頻繁，國內金融控股公司 (以下簡稱金控公司) 經常採行水平購併以進行業務多角化經營。但是實際上相當多的購併行動並未有效地帶來財務績效提升。根據統計，一般購併的失敗率介於 40%-60% 之間 (Marks & Mirvis, 2001; Tetenbaum, 1999) 。因此影響購併後績效之相關研究愈來愈重要。2001 年以來，國內金控公司經過多次的購併後最後形成 14 家金控 (註[1])。金控公司不斷地進行購併，其最終目的，除了財務觀點，運用資源共享及規模經濟，以節省子公司間重複的成本支出達到降低成本效果，以提高財務績效之外。並且由行銷觀點，運用交叉銷售提高市場相關表現 (Market-related Performance) 以擴大市場占有率。但是實務上以購併方式進行業務多角化，是否能為金控公司帶來以上效益，為值得探討之重要議題。

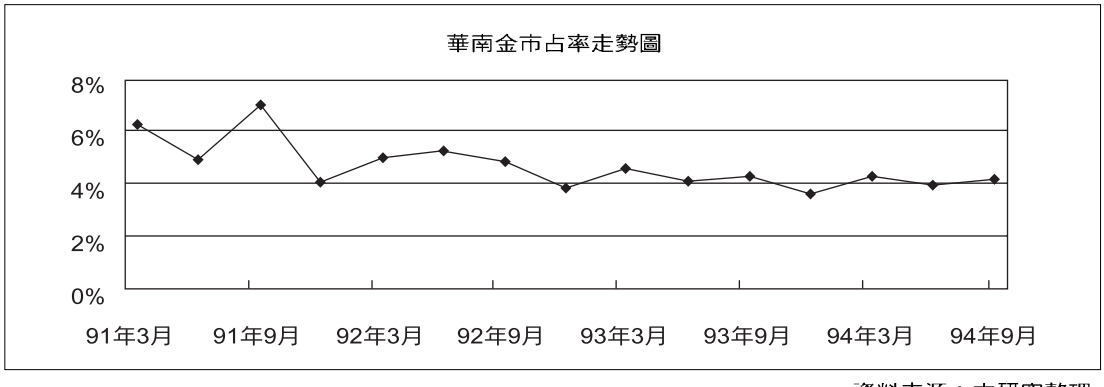
Porter (1985) 在「Competitive Advantage」 書中指出，成本節省的效益會因為成本特性而有所不同，甚至對於不同成本的特性會有正負相反的效果。業務多角化可節省金控子公司間重複的成本支出而有降低成本之效果。但是當金控子公司間差異過大造成整合困難時，也會對相關成本造成負面影響。因此本研究除了探討金控公司業務多角化，經由總成本率對財務績效影響之外。並以成本習性 (Cost Behavior) 之觀點，將成本進一步分為固定成本與變動成本，探討金控公司業務多角化，對固定成本與變動成本的影響是否有所差異。

另一方面，由行銷觀點而言，業務多角化由於共同行銷及交叉銷售的效益，經由提高市場占有率及市場力量 (Market Power) 以提高財務績效。2005 年台新金控公司買進彰化銀行，目的就是以彰化銀行的企業金融業務期待能與台新金互補。但是購併如雙面刃，當多角化程度愈高時，將不利於整合工作的進行，反而會使得市場相關表現不佳。如圖 1 所示，華南金控公司 2001 年底成立後，2002 年至 2005 年間不斷地以購併方式拓展版圖，但是其市場占有率卻逐年下降。造成其市場相關表現不佳原因，可能為子公司間互補性愈高，公司間的差異會愈大，整合工作的進行愈不易。尤其，過度注重在內部整合工作，反而忽略顧客的需求，對市場相關表現造成負面影響，致使得財務績效下降。金控公司進行業務多角化，一方面產生交叉銷售的效益，但是卻因為整併範圍過大造成整合不易，致使財務績效降低。

過去有關金控公司購併業務多角化之相關研究，並未同時考慮行銷與財務相關變數。愈來愈多的高階主管要求行銷活動需要考慮其最終目的—財務績效。Srivastava、Shervani 與 Fahey (1998) 指出財務管理與行銷管理之關係必須有系統地加

註[1] 華南金、富邦金、開發金、國泰金、中信金、建華金、玉山金、復華金、台新金、新光金、兆豐金、第一金、日盛金及國票金。

以整合考量，主管人員不應該只考慮產品與市場而應兼顧財務績效。本研究結合財務與行銷觀點，將成本及市場相關表現納入模型之中，探討金控公司購併後，業務多角化分別經由財務與行銷中介變數：成本及市場相關表現，對財務績效之影響。



資料來源：本研究整理

圖 1 華南金市場占有率走勢圖

貳、文獻探討

有關銀行購併之研究相當多，Felgran (1985) 的研究顯示銀行跨業經營保險，無法使得獲利提高，反而因為風險的增加，致使獲利下降。Kwast (1989) 指出銀行因為擴張證券及投資銀行業務，所產生的潛在利益並不顯著。Carow (2001) 利用事件研究法進行研究，研究顯示當合併對象為人壽保險與大型銀行時，會產生正的超額報酬。反之，合併對象為產險與小型銀行時，將無顯著的超額報酬。因此，金融業多角化與財務績效關係之相關研究，並無一致之結論。其原因可能如 Akhavein、Berger 與 Humphrey (1997) 所指金融購併活動透過來成本效率 (Cost Efficiency)、市場力量 (Market Power) 及利潤效率 (Profit Efficiency) 提高利潤，其成功與否受以上因素之影響。本研究整合財務與行銷之觀點，假設金控公司業務多角化，會先影響成本及市場相關表現，最後才反映在財務績效上。因此以下將文獻探討分成二部分：多角化與成本、多角化與市場相關表現。

一、多角化與與成本

我國金融控股法第 43 條及第 48 條規定，只要不損害顧客權益，金控子公司可以共用營業設備、營業場所及業務人員。營運據點及業務人員是主要接觸顧客的通路，更是獲取利潤、提升銷售的來源。近年來金控公司購併，多著眼於分行數目多寡，台新金買下彰化銀行即為其中一例。因為營運據點建置及業務人員的培訓成本昂貴，透由多角化方式可以共享彼此資源並降低成本。而且子公司間共享廣告效果，可

以減少各子公司重複廣告支出。例如大眾傳播媒體上金融業之廣告，多以金控公司的形象廣告為主，因此廣告費用為可共享的資源。金控公司投入資金於顧客關係管理時，如能共享顧客資訊，將可降低相關成本支出。

金控公司以購併方式進行業務多角化時，會形成規模經濟 (Economic of Scale) 及範疇經濟 (Economic of Scope) (註[2])，使得成本支出減少，產生成本效率。以資源利用的角度而言，金控公司業務多角化時，可以資源共享，節省重複成本支出，使得整體營運成本降低 (Penrose, 1995)，其中包括通路據點或分支機構、業務人員、廣告、顧客資源等。Demsetz (1973) 與 Peltzman (1977) 認為集中度或市場占有率會提高效率降低成本。由於維持顧客的成本較開發新客源來的低 (Anderson, Fornell, & Rust, 1997)。金控公司以併購方式進行多角化，會使得規模擴大，並因為業務整合使得成本降低 (Akhavein et al., 1997)。另外，市場力量愈強，顧客的忠誠度愈高。同時，市場力量愈強，使得公司議價的能力愈強，可以節省成本支出。

Walter (1997) 對規模經濟之相關研究做整理，以規模經濟和範疇經濟的觀點分析成本節省之效果。結果顯示：1982 年至 1993 年間 22 篇與規模經濟之實證研究中，有 9 篇研究顯示有規模經濟存在，其中 13 篇研究沒有顯著結果。而 16 篇研究與範疇經濟的相關研究中，只有 5 篇研究顯示有正的範疇經濟，其餘研究都沒有顯著之範疇經濟。Amel、Barnes、Panetta 與 Salleo (2004) 整理過去 20 年工業國家的各類金融機構購併與效率相關文章，顯示併購對規模經濟的溢酬及效率之提升無顯著效果。

Berger (2003) 指出金融跨業經營，業務多角化和成本間不一定必然呈顯著正向關係；甚至可能因為代理成本問題，產生過度投資 (Overinvestment) 或是交叉補貼 (Cross-subsidization)的現象。使得整體而言，成本節省並未有顯著效果 (Montgomery, 1994; Berger & Ofek, 1995)。尤其金控公司成立時，大多以銀行、證券或是保險為主體，透由購併擴張版圖。當管理多種不同性質的子公司時，極有可能產生上述代理成本之問題。另外，子公司間文化的差異也可能造成資源共用整合上的困難。張文武與陳淑萍 (2003) 指出企業文化衝突在銀行保險的行銷體系中可能是最具決定性的因素，尤其是雙方共同適用的行銷通路之間更易造成衝突。保險人員素來以佣金收入做為其報酬，行銷手段以推銷為主。與大部分銀行人員在銀行內等客戶上門的企業文化有很大的差異。可能造成資源共享效果不佳，進而無法達到降低成本之效果。

綜合以上相關研究顯示：購併後業務多角化對成本之影響並未有一致的結論。其原因可能如 Teece (1980) 指出資源可以轉移使用或是可共用時，才會產生資源共享

註[2] 規模經濟 (Economic of Scale) 是指整併後公司規模增加，使得成本支出降低，範疇經濟 (Economic of Scope) 是指公司因為不同的業務產生成本上的互補 (Cost Complementarities) ，使得平均成本降低。

的效益。如通路據點或分支機構、業務人員、廣告、顧客資源等，這些資源支出多屬於管銷費用性質。依成本會計的觀點，因成本習性不同，可以將成本分為固定成本及變動成本兩大類。固定成本較不會因為為產量的變動而變動 (如：廣告費等管銷費用)，變動成本則否 (如：利息支出、手續費支出等金融業務成本)。固定成本會因為資源共享，而使得成本降低。而不具有資源共享效益的變動成本則會受整合效率之影響。本研究除以總成本為變數之外，進一步將總成本分成固定成本與變動成本，分別探討金控公司業務多角化對固定成本與變動成本的影響。

二、多角化與市場相關表現

Coughlan、Erin、Stern 與 Adel (2006) 在其所著的「Marketing Channels」書中，以 Charles Schwab 基金公司為例，對共同基金通路加以分析。顯示 Mutual Fund Supermarket 最能滿足 DIY 投資人。而金控公司提供與 Mutual Fund Supermarket 類似之多元化金融商品並擁有較多通路，除能同時對客戶推銷其他商品優勢外，也節省消費者收集資訊的時間與交易的成本，並可提高其交叉銷售。此外，品牌權益及名聲的移轉也有助於市場相關表現的提升。金融服務業屬於信賴財 (Credence Goods)，消費者會因為對銷售人員或是公司本身的信任，而購買相關產品。若是銀行子公司擁有良好的名聲，投資人會因為對此銀行的信賴而選擇此金控公司旗下的其他金融商品。另金控公司也可能搭售其他子公司的產品，增加彼此業務量。金控公司如果購併成功，會因為滿足顧客一次購足的需求 (Santomero & Babbel, 2001; Coughlan et al., 2006)、顧客資訊的移轉、品牌權益及名聲的移轉，可產生交叉銷售的效益 (Rajan, 1996; Kanatas & Qi, 2003)。以上會使得金控公市場力量增加，市場相關表現較佳，進而提升獲利。

實際上，一般購併的失敗率介於 40%-60% 之間 (Marks & Mirvis, 2001; Tetenbaum, 1999)。Vestring、Rouse 與 Rovit (2004) 指出，併購後的整合是併購最大的困難。Walter (1997) 列舉出綜合銀行在進行多角化跨業經營時，可能產生利益衝突的活動。併購後業務整合的過程中，業務範圍愈廣時，管理者會花較多的心力在於內部作業的問題，而忽略顧客及服務品質，導致顧客流失 (Hitt, Hoskisson, & Ireland, 1990; Urban & Pratt, 2000)。Montgomery (1985) 研究顯示多角化程度高的公司，其市場占有率及投資報酬率均低於多角化程度低的公司。Kannan (1997) 以 1984~1990 年間美國銀行為研究對象，研究結果顯示合併前兩家公司差異性愈小，併購後的績效愈好。Homburg 與 Bucerius (2005) 指出多角化程度愈高，業務整合範圍愈廣，會使得其在市場占有率降低，進而使得銷貨報酬率降低。市場相關表現降低的原因來自於顧客之流失、文化衝突降低效率等因素。因此，子公司間互補性愈高，公司間差異會愈大，整合工作的進行愈不易。尤其，過度注重在內部整合工作，反而忽略顧客面的需

求，對市場相關表現造成負面影響，致使得財務績效下降。業者期望業務多角化能產生交叉銷售的效益，有利於財務績效的提升。但是卻因為整併範圍過大造成整合不易，致使財務績效下降。

參、研究方法

一、研究模型

有關金控公司績效的文獻，係假設成本、市場相關表現及財務績效同時會受到業務多角化程度的影響。在此情況下，迴歸分析方法為適當之統計方法。但本研究假設金控公司業務多角化程度會先影響到成本及市場相關表現，然後才會顯現在財務績效上。因此本研究探討多角化對成本及市場相關表現的直接影響，以及多角化透由成本及市場相關表現對財務績效的影響，來衡量多角化對績效的效果。SEM 模型 (Structural Equation Model) 係以多個線性模式呈現變數間關係之統計模式，目的在於根據多個變數間之邏輯關係建立高配適度之統計模式 (Joreskog & Sorbom, 1982)。Bagozzi (1980) 指出線性結構關係模型包括理論性之構念 (Constructs)，構念與觀察顯現變數 (Manifest Variables) 之關係，結合構念之假說。SEM 模型係以無法觀察之潛伏變數 (Latent Variables) 為主，探討變數間之聯立關係，使用之參數估計法為最大概似估計法。本研究之業務多角化、成本、市場相關表現、財務績效屬於潛伏變數。因此採用 SEM 模型，將業務多角化視為外生變數，成本及市場相關表現為內生變數，探討多角化如何經由成本及市場相關表現影響財務績效。

二、研究假說

金控公司以併購方式進行多角化，從資源的觀點來看，因為重複的資源，可以彼此共享，而使得成本支出減少，達到成本節省效益。因此，金控公司業務多角化的程度愈高，會使得成本率下降。但是部分研究顯示金融跨業經營，業務多角化和成本間可能因為代理成本問題，產生過度投資或是交叉補貼的現象，使得整體成本並未有顯著節省效果 (Montgomery, 1994; Berger & Ofek, 1995)。尤其金控公司成立時，大多以銀行、證券或是保險為主體，透由購併擴張版圖；當管理多種不同性質的子公司時，有可能產生代理成本之問題。

其原因可能如 Teece (1980) 所說，因為成本習性以及資源共享程度的不同，會使得業務多角化對成本節省產生不同的影響；因此資源可以轉移使用或是可共用時，才會產生資源共享的效益。可共享的資源如通路據點或分支機構、業務人員、廣告、顧客資源等。這些共享程度較大的資源在財報上的支出多屬於管銷費用項下，成本習性較類似固定成本，會因為資源共享的效益而使得固定成本降低。而利息支出、手續費支出等營業成本，其成本習性較偏向於變動成本。這類的成本多列示於財務報表的業

務成本項中；由於比較不具有資源共享的效益，並可能存在代理成本問題，使得變動成本的上升，造成財務績效下降 (註[3])。由以上可知，業務多角化對總成本、固定成本及變動成本率之效果並不一致。為探討其對財務績效不同的影響，因此本研究以三種方式定義成本率，即總成本、固定成本及變動成本率，分別探討業務多角化如何透過三種成本率對財務績效產生影響。因此建立下列假說：

H_1：業務多角化的程度愈高，透過總成本的下降，造成財務績效提升。

H_{1-1}：業務多角化的程度愈高，透過固定成本的下降，造成財務績效提升。

H_{1-2}：業務多角化的程度愈高，由於變動成本的上升，造成財務績效下降。

根據一份針對國際企業執行長的調查，有超過三分之二的受訪者表示，併購後的整合是併購最大的困難 (Vestring et al., 2004)。業務多角化會因為併購後整合困難，而使市場相關表現不佳。業務範圍愈廣時，不同的子公司彼此文化上差異愈大，使整合上愈困難。當利益衝突發生時，管理者會花較多的注意力在內部的整合，而忽略顧客需求，容易造成嚴重的顧客流失，會使得市場相關表現不佳。(Walter, 1997; Berger, 2003; Hitt et al., 1990; Urban & Pratt, 2000; Homburg & Bucerius, 2005)。因此建立下列假說：

H_2：業務多角化的程度愈高，對市場相關表現具有負向影響，造成財務績效下降。

三、研究變數之測量

本研究中業務多角化、成本、市場相關表現及財務績效為 SEM 模型的潛伏變數，業務多角化為模型中的外生變數，財務績效、市場相關表現及成本均為內生變數。內生變數又可以區分為，中介變數及結果變數，前者包括市場相關表現及成本，後者為財務績效。本研究潛伏變數間之邏輯關係，及衡量各潛伏變數之顯現變數，彙總 SEM 模型如圖 2。探討多角化如何經由成本及市場相關表現影響財務績效。

註[3] 根據台灣經濟新報的分類，其將利息支出、手續費支出等項目，歸類在財務報表中金融業務成本項下，而管理費用、人事費用及推廣費用，歸類於營業費用項下。

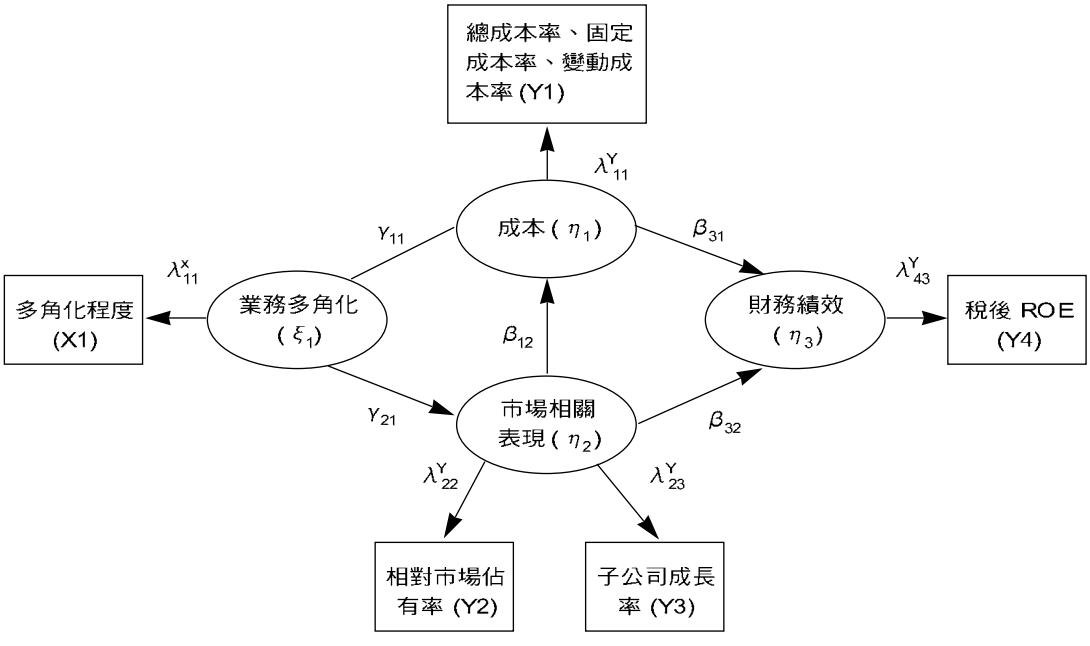


圖 2 業務多角化、成本、市場相關表現及績效之 SEM 模型圖

潛伏變數對應之顯現變數及其操作定義與資料來源彙總如表 1，說明如下：

(一) 業務多角化

本研究以顯現變數-多角化程度衡量潛伏外生變數-業務多角化。當多角化的程度愈高，代表需要整合的範圍就愈大。公式如下：

$$多角化的程度 = 1 - \sum_{i=1}^{n} s_i^2$$

s_i 為各子公司銷售佔金控公司總銷售比率。

(二) 成本

根據成本習性及資源共享程度不同，總成本可分為變動成本及固定成本。前者資源共享程度較低，例如：利息支出、手續費支出等營業成本。後者資源共享程度較高，例如：管理費用、推銷費用等。因此本研究成本潛伏變數分別以總成本率、固定成本率及變動成本率顯現變數予以衡量。

表 1 各變數操作定義與資料來源

潛伏變數	顯現變數	操作定義	資料來源
業務多角化	多角化程度	多角化程度＝$1-\sum_{i=1}^{n} s_i^2$ s_i 為各子公司銷售佔金控公司總銷售比率	台灣經濟新報 (TEJ) 真像王證券專業資料庫 各公司網站財務報表
成本	總成本率 固定成本率 變動成本率	總成本/銷貨 固定成本/銷貨 變動成本/銷貨	台灣經濟新報 (TEJ) 真像王證券專業資料庫 各公司網站財務報表
市場相關表現	相對市場占有率	各公司市場占有率/市場占有率最大公司之市場占有率	台灣經濟新報 (TEJ) 真像王證券專業資料庫 各公司網站財務報表
	子公司成長率	子公司成長率＝$\sum_{i=1}^{n} w_i g_i$ w_i 為子公司資產佔金控公司之資產比率 g_i 為子公司銷貨成長率	台灣經濟新報 (TEJ) 真像王證券專業資料庫 各公司網站財務報表
財務績效	股東權益報酬率	稅後淨利/股東權益	台灣經濟新報 (TEJ) 真像王證券專業資料庫 各公司網站財務報表

(三) 市場相關表現

市場相關表現除了銷售成長率外，相對市場占有率也是市場相關表現優異與否的衡量指標。因此市場相關表現以兩個顯現變數予以衡量：子公司銷售成長率及相對市場占有率。本研究根據 Chen (2004) 以相對市場占有率做為市場力量指標。相對市場占有率計算方式以每一季為單位，將各金控公司的營業收入淨額除以 14 家金控公司全體總營業收入淨額，計算出各金控公司的市場占有率，再用各金控公司市場占有率除以當期市場占有率最大金控公司之市場占有率：

相對市場占有率＝各公司之市場占有率／市場占有率最大公司之市場占有率

本研究中，另一市場相關表現之顯現變數為子公司成長率。Berger 與 Ofek (1995) 提出進行多角化時，過度投資及交叉補貼會使得公司價值損失。金控公司旗下子公司有可能有些獲利率高，有些則否，甚至有很大的虧損。如果是看金控公司整體的銷售成長率，將有可能因為旗下子公司的獲利彌平虧損，而使得整體銷售成長率穩定成長。因此本研究以子公司加權銷售成長率為顯現變數，權重為各子公司與金控公司之資產比，公式為：

子公司成長率＝ $\sum_{i=1}^{n} w_i \, g_i$

w_i 為子公司資產佔金控公司之資產比率，g_i 為子公司銷貨成長率。

(四) 財務績效

Srivastava et al. (1998) 指出，財務管理與行銷管理之關係必須有系統地加以整合考量，不僅應該考慮產品與市場而且應兼顧財務績效。本研究結合財務與行銷觀點，將成本及市場相關表現納入模型之中，探討金控公司購併後業務多角化分別經由財務與行銷中介變數 (成本及市場相關表現) 對財務績效之影響。由於稅後股東權益報酬率 (Return on Equity；ROE) 為普通股股東衡量財務績效重要比率之一。因此本研究將稅後股東權益報酬率作為財務績效的顯現變數，公式如下：

稅後股東權益報酬率 (ROE) ＝ 稅後淨利／股東權益

四、樣本與資料來源

國內 14 家金控公司大部分成立於 2001 年底，本研究樣本為國內 14 家金控公司 (註[4])，由於需要擴充足夠樣本數，故以季資料為研究對象。因為單年度季資料樣本數不足以進行 SEM 分析，只好將 14 家金控公司之 15 季資料合在一起進行 Pooling Data 分析 (註[5])。由於計算成長率須要以 2002 年前 4 季資料做為基期，原來樣本數共 202 項觀察值 (註[6]) 扣除基期 56 項觀察值後，總樣本為 146 項觀察值。樣本期間為 2003 年第一季至 2005 年第三季。本研究之相關資料來自於台灣經濟新報 (TEJ) 資料庫，真像王證券專業資料庫及各金控公司網站公告之財務資料 (註[7])。

註[4] 華南金、富邦金、開發金、國泰金、中信金、建華金、玉山金、復華金、台新金、新光金兆豐金、第一金、日盛金及國票金。

註[5] Pooling data 與 SEM 分析詳見 Phillips、Chang 與 Buzzell (1983) 。

註[6] 資料期間從 2002 年第一季至 2005 年第三季，除中信金、建華金及第一金外，其餘 11 家共有 15 項觀察值，因中信金開業日為 91/5/17，故樣本量從 2002/Q3 開始，建華金開業日為 91/5/9，故樣本觀察值從 2002/Q3 開始，此兩家之樣本量為 13 項觀察值，第一金開業日 92/1/2，樣本量從 2003/Q1 開始，樣本數為 11 項觀察值，總樣本觀察值為 11*15+13*2+11=202。

註[7] 除第一金之建弘投信與新光金之新昕投信在台灣經濟新報資料庫無資料，因而建弘投信以真 像王所公告之財報資料代替，新昕投信以其網站公告之財務資料為主。各金控公司旗下子公司資料，除未公開發行及未達 100% 持股者，其餘均納入計算，另台新金雖於 2005 年 7 月以轉換特別股購入彰化銀行，但由於股權尚未完全轉換，故亦不包括在內。

肆、實證結果與分析

一、敘述性統計分析

由表 2 敘述性統計可知，稅後股東權益報酬率平均為 2.75%，顯示金控公司平均而言獲利不高；費用率平均約為 29.21%，業務成本率平均為 55.67%，總成本率平均約 85%。顯示金控公司的成本佔銷售的比率極高，且主要來自於業務成本。此外，業務成本率標準差大，顯示各家金控公司在業務成本的控管差異相當大。多角化程度指標平均為 36%，國內金控公司的銷售多半來集中在同一子公司 (如：新光金有近 90% 的收入來自於新光人壽，中信金平均 87% 收入來自於中信銀行)，造成多角化程度指數不高。相對市場占有率約為 20% 左右，且標準差約為 25% 左右，顯示各金控公司相對市場占有率差異相當大。子公司成長率平均為 23%，標準差為 86%，顯示各金控公司之間的子公司成長率差異相當大。

表 2 各變數之平均數與標準差

變數名稱	平均數	標準差	變數名稱	平均數	標準差
股東權益報酬率	0.02750	0.02597	多角化程度	0.36247	0.21995
總成本率	0.84880	0.53661	相對市場占有率	0.18657	0.26107
固定成本率	0.29217	0.26206	子公司成長率	0.23026	0.86820
變動成本率	0.55663	0.66530			

由表 3 各變數 Pearson 相關係數可知稅後股東權益報酬率與總成本率、變動成本率和固定成本率率，有顯著負相關；與相對市場占有率、子公司成長率，有顯著正相關性。顯示成本降低、子公司成長率與相對市場占有率提高，會使得股東報酬率增加。多角化指標和相對市場占有率有顯著負相關，顯示多角化程度愈高會使得市場的表現愈差。

表 3 各變數之 Pearson 相關係數

	股東權益報酬率	總成本率	固定成本率	變動成本率	多角化程度	相對市場占有率	子公司成長率
股東權益報酬率	1.000						
總成本率	-0.623***	1.000					
固定成本率	-0.163**	-0.306***	1.000				
變動成本率	-0.439***	0.927***	-0.641***	1.000			
多角化程度	-0.244**	-0.068	0.119	0.114	1.000		
相對市場占有率	0.305***	-0.426***	0.227***	0.074	-0.226***	1.000	
子公司成長率	0.155*	-0.042	-0.125	-0.175**	-0.012	-0.018	1.000

* p<0.10; **p<0.05; *** p<0.01

二、SEM模型實證結果

(一) 業務多角化—成本—財務績效

如以上所言，多角化對成本的影響會因成本習性差異造成不同的效果。因此本研究以三種方式定義成本率，即總成本率、固定成本及變動成本。分別探討業務多角化如何透過三種成本率對財務績效產生影響。原來應該將固定成本及變動成本一併納入同一模型。但是由於受限於衡量變數及估計參數會影響 SEM 模型自由度與配適度，以致無法將固定成本及變動成本納入同一模型合併驗證。由於各別 SEM 模型整體的配適度相當良好，故不影響本研究之結果。

1. 總成本率

業務多角化、總成本率、市場相關表現與財務績效之 SEM 結果如圖 3 所示。模型最大標準化係數為 0.5126，未超過 0.95，未產生 Hair、Anderson、Tatham 與 Black (1998) 所提出違犯估計項目。在整體配適度方面，GIF 為 0.9860，AGFI 為 0.9300，整體的配適度指標均達 0.9 以上，卡方統計量為 5.1956，自由度為 3，P 值為 0.155。根據 Bagozzi 與 Yi (1988)，本研究模型具有統計意義。

業務多角化對總成本率的影響未達顯著水準，因此未支持本研究假說 H1。其原因可能如 Porter (1985) 指出成本節省的效益會因為成本特性而有所不同。對於資源共享程度高的固定成本，多角化會造成固定成本下降。對於資源共享程度低的變動成本而言，如果多角化無法有效整合成本控管不佳，業務多角化反而容易使變動成本上升。業務多角化對固定成本與變動成本影響有正反不同效果時，互相抵銷的結果會使多角化對總成本率的影響不顯著。此外，總成本率對財務績效有顯著負向影響，顯示總成本率愈高，會造成財務績效下降。Montgomery (1994) 以及 Berger 與 Ofek (1995) 指出業務多角化和成本間可能因為代理成本問題，產生過度投資的現象，使得整體成本並未有顯著節省效果。金控公司成立時，大多以銀行、證券或是保險為主體，透由購併擴張版圖。當管理多種不同性質的子公司時，可能產生代理成本。

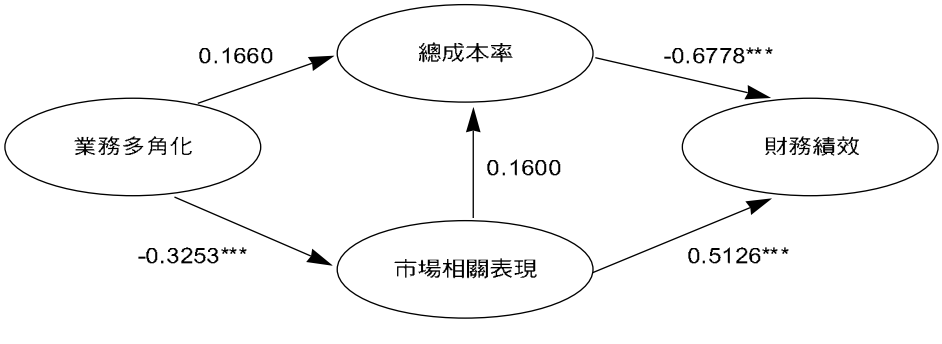


圖 3 業務多角化、總成本率、市場相關表現與財務績效之 SEM 模型圖

**p<0.05; *** p<0.01.

本研究進一步將總成本分為變動成本及固定成本，探討業務多角化對固定成本及變動成本之影響。

2. 固定成本率

業務多角化、固定成本、市場相關表現與財務績效之 SEM 結果如圖 4 示。最大標準化係數為 0.6735，未超過 0.95，未產生 Hair et al. (1998) 所提出違犯估計項目。同樣的整體模型配適度均很高，不論是 GFI 或是 AGFI 均高達 0.9 以上，卡方檢定之 p 值為 0.2696，卡方統計量不顯著，表示接受此模型假說。AIC 為 -2.0744。根據 Bagozzi 與 Yi (1988)，本研究模型具有統計意義。

如圖 4 所示，業務多角化對固定成本率有顯著負向影響 (-0.3358)。顯示業務多角化的程度愈高，費用的支出比率愈低，因為彼此間資源的共享，使得營業費用大幅降低。Akhavein et al. (1997) 指出銀行以併購方式進行多角化，會因為業務整合使得成本降低。金控公司可共享的資源有通路據點或分支機構、業務人員、廣告、顧客資源等。這些共享程度較大的資源在成本習性較類似固定成本，因為資源共享的效益而使得固定成本降低。但是固定成本率對財務績效之影響未達顯著水準，推測可能因為國內金控公司固定成本佔總成本的比重較低所致。實證結果未支持本研究假說 H_{1-1}。

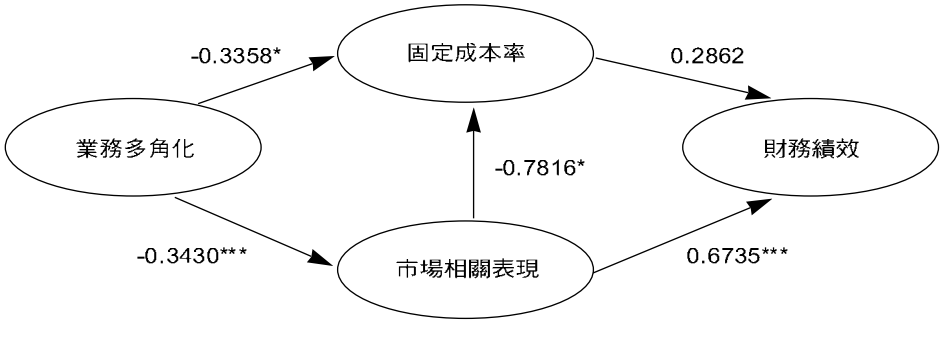


圖 4 業務多角化、固定成本率、市場相關表現與財務績效之 SEM 模型圖

*p<0.10; **p<0.05; *** p<0.01.

3. 變動成本率

業務多角化、變動成本率、市場相關表現與財務績效之 SEM 結果如圖 5 所示。以 SEM 模型最大標準化係數為 0.6118，未超過 0.95，未產生 Hair et al. (1998) 所提出違犯估計項目。以整體模型的來看，不論是 GFI 或是 AGFI 均高達 0.9 以上，表示模式之配適度很高，卡方統計量不顯著，表示接受此模型假說。Akaike's Information Criterion (AIC) 為 -1.5234。根據 Bagozzi 與 Yi (1988)，本研究模型具有統計意義。

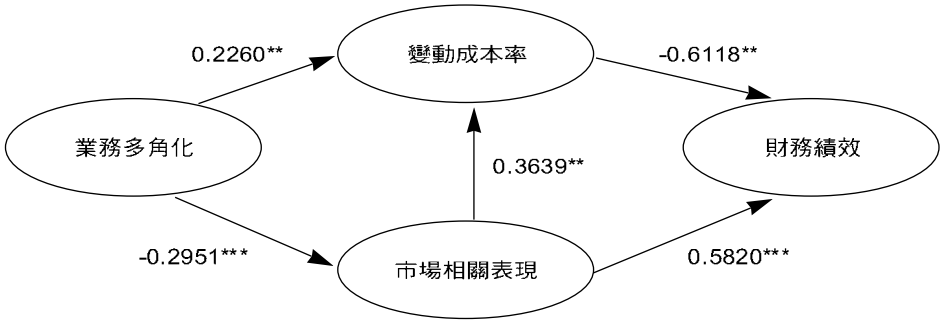


圖 5 業務多角化、變動成本率、市場相關表現與財務績效之 SEM 模型圖

**p<0.05; *** p<0.01.

如圖 5 所示，業務多角化對變動成本率有顯著正向影響。即業務多角化的程度愈高，會造成業務成本比率上升；原因在於業務成本率成本習性類似於變動成本，資源共享的程度不高，整合不易。當業務多角化程度愈高，反而使資源過於分散，不利於業務成本節省。再加上在整併的過程，容易因為文化差異，組織調整等外在因素。使得金控公司進行業務多角化時，變動成本反而上升。此外，變動成本率對財務績效有顯著負向影響，顯示變動成本率愈高，會造成財務績效下降，實證結果支持本研究假說 $H_{1\text{-}2}$。Teece (1980) 指出因為成本習性以及資源共享程度的不同，會使得業務多角化對成本節省產生不同的影響。利息支出、手續費支出等營業成本，其成本習性較偏向於變動成本。由於較不具有資源共享的效益，並可能有代理成本問題，使得變動成本上升。

4. 成本顯現變數之比較

本研究由於業務多角化對總成本率的影響未達顯著水準，進一步探討，其原因可能如 Porter (1985) 指出成本節省的效益會因為成本特性而有所不同。業務多角化對固定成本與變動成本影響有正反不同效果時，互相抵銷的結果會使多角化對總成本率的影響不顯著。因此進一步將模型總成本率分別以變動成本率與固定成本率進行分析(註[8])。實證結果：業務多角化對固定成本與變動成本影響有正反不同效果時，互相抵銷的結果會使多角化對總成本率的影響不顯著。換言之，多角化對變動成本具有顯著正向影響，對固定成本具有顯著負向影響，兩種效果相互抵消的結果使得業務多角化對總成本影響不顯著。由表 4 可知，整體模型而言無論成本率為總成本、變動成本或

註[8] Bagozzi (1980) 指出 SEM 模型解釋變數應避免相關性過高情形。根據表 3，「變動成本率」與「固定成本率」兩變數 Pearson 相關係數達 (-0.641) 屬於中度相關，而且二者關係為負，如果加入同一模型之中會造成互相抵銷的結果。

固定成本時之整體模型配適度相似。但是總成本之γ_{11}、β_{12}及固定成本之β_{13}未達顯著水準。因此整體而言以變動成本率模型的解釋力較高，故以下分析以變動成本率模型為主。

表 4 成本顯現變數之比較

整體模型配適度			
成本顯現變數	**總成本**	**固定成本**	**變動成本**
配適度指標 (GFI)	0.9860	0.9893	0.9880
調整後配適度指標 (AGFI)	0.9300	0.9467	0.9399
均方誤平方根 (RMR)	0.0211	0.0042	0.0189
卡方統計量 (Chi-Square, χ^2)	5.2418	3.9256	4.4766
自由度	3	3	3
P 值	0.1549	0.2696	0.2144
Hoelter's (1983) Critical N	218	290	255
Akaike's Information Criterion	-0.7582	-2.0744	-1.5234

Standardized Parameter Estimates for Causal Paths

	總成本		**固定成本**		**變動成本**	
	標準化係數	**顯著水準**	**標準化係數**	**顯著水準**	**標準化係數**	**顯著水準**
γ_{11}	0.1660	-	-0.3358	***	0.2260	**
γ_{12}	-0.3253	***	-0.3430	***	-0.2951	***
β_{12}	0.1600	-	-0.7815	***	0.3639	***
β_{13}	-0.6778	***	0.2862	-	-0.6118	**
β_{23}	0.5126	***	0.6735	***	0.5820	***

**p<0.05; *** p<0.01.

(二) 業務多角化—市場相關表現—財務績效

如圖 3、4 及 5 所示，業務多角化對市場相關表現均具有顯著負向影響，且市場相關表現對財務績效之間均具有顯著正向影響。即業務多角化程度愈高，市場相關表現愈低，造成財務績效降低。與 Montgomery (1985)、Kannan (1997) 以及 Homburg 與 Bucerius (2005) 實證結果相同。其原因如 Walter (1997) 、 Berger (2003) 以及 Homburg 與 Bucerius (2005) 指出業務多角化愈廣時，因為整合工作較困難，而使市場相關表現變差，進而造成財務績效降低 (Berger & Hannan, 1989; Hannan, 1991)。實證結果支持本研究假說 H_2。此外，本研究顯示經由市場相關表現間接對財務績效的影響，大於

經由成本率間接對財務績效的影響 (註[9])，和 Homburg 與 Bucerius (2005) 的研究結果相似，顯示在市場相關表現的整合活動，比成本節省更為重要。

(三) 市場相關表現—成本

如圖 5 所示，市場相關表現對變動成本率呈顯著正向影響，顯示市場相關表現愈好，反而使得業務成本增加。推測原因可能為金控公司過於注重創造營收，忽略成本控管，當銷售增加時，變動成本率也跟著上升。Bowers、 Gibb 與 Wong (2003) 在「Banking in Asia: Acquiring a Profit Mindset」書中指出亞洲金控公司在進行併購時，多著重於營收綜效，成本往往不是其所考慮的重點。如果成本控管不佳，當銷售增加時，業務成本也會跟著提高，會使得變動成本率上升。

三、 實證結果彙總

本研究結合財務與行銷觀點，將成本及市場相關表現納入模型之中，探討金控公司購併後業務多角化分別經由財務與行銷中介變數 (成本及市場相關表現) 對財務績效之影響。實證結果彙總如下：就業務多角化—成本—財務績效間關係而言，多角化對變動成本具有顯著正向影響，對固定成本具有顯著負向影響，兩種效果相互抵消的結果使得業務多角化對總成本影響不顯著。而變動成本與財務績效之間具有顯著負向影響。顯示：金控公司購併後，業務多角化對變動成本率呈顯著正向影響，因此降低財務績效。其次，業務多角化—市場相關表現-財務績效間關係而言，業務多角化對市場相關表現具有顯著負向影響，而市場相關表現對財務績效之間均具有顯著正向影響。顯示：金控公司購併後，業務多角化程度愈高，市場相關表現愈低，進而造成財務績效降低。此外，本研究實證結果顯示經由市場相關表現對財務績效的效果，大於經由成本率間接對財務績效的影響。最後，市場相關表現—成本間關係而言，市場相關表現對變動成本率呈顯著正向影響，顯示市場相關表現愈好，反而使得變動成本增加。其原因可能為金控公司過於注重創造營收，忽略成本控管，當銷售增加時，容易造成變動成本上升。

伍、結論

近年來在金融業實務中購併行動愈來愈普遍，尤其是金控公司經常採行水平購併以進行業務多角化經營。但是實際上相當多的購併行動並未成功地帶來財務績效提升。因此影響購併後績效提升因素之相關學術研究愈來愈重要。過去有關金控公司購併業務多角化之相關研究並未考慮行銷相關變數。本研究結合財務與行銷觀點，將成

註[9] 經由市場相關表現 (0.2951 ×0.5820=0.1717) 標準化係數之絕對值大於經由成本率標準化係數之絕對值 (0.2260 ×0.6118 ＝0.1383)。

本及市場相關表現納入模型之中，探討金控公司購併後業務多角化分別經由財務與行銷中介變數：成本及市場相關表現對財務績效之影響。此外，多角化對成本的影響會因成本習性差異造成不同的效果。因此研究模型，依據成本習性分別定義成本率：即總成本、固定成本及變動成本率。分別探討業務多角化如何透過三種成本率對財務績效產生影響。並運用台灣金融控股公司資料進行實證分析，探討購併後多角化對財務績效之影響，本研究四項結論分別彙總如下：

一、金控公司購併後業務多角化對變動成本率呈顯著正向影響，因此降低財務績效。

本研究探討業務多角化如何透過成本影響財務績效。實證結果顯示：多角化對變動成本具有顯著正向影響，對固定成本具有顯著負向影響，兩種效果相互抵消的結果使得業務多角化對總成本影響不顯著顯著。顯示:固定成本會因為資源共享而產生下降之效果；但變動成本率的控管不佳造成變動成本上升，使得總成本並未因為業務多角化而有顯著下降。若能加強整合與控管金融業務的變動成本，將對財務績效的提升有所助益。

二、金控公司購併後業務多角化對市場相關表現呈顯著負向影響，因此降低財務績效。

一般而言，經由共同行銷及交叉銷售的方式，可以增加財務績效。但是子公司間互補性愈高，公司間的差異會愈大，整合工作的進行愈不易。尤其，過度注重在內部整合工作，反而忽略顧客的需求，對市場相關表現造成負面影響，致使得財務績效下降。金控公司進行業務多角化，一方面產生交叉銷售的效益，有利於財務績效的提升，但是卻因為整併範圍過大造成整合不易，抵銷了交叉銷售的效益致使財務績效減少。

三、金控公司購併後業務多角化經由市場相關表現對財務績效的影響，大於經由變動成本率對財務績效的影響。

金控公司採取購併舉動，目的之一為擴充其業務版圖成為金融百貨業使得整體績效提升。但是實際上，績效表現好的金控公司，其整體的銷售額仍集中在某一子公司。顯示：金控公司雖為金融百貨業，但多半仍以其所擅長的業務為主。原因可能在於業務多角化的程度愈高時，所面臨的整合障礙也就愈高，由於旗下不同子公司的文化差異，以及行銷整合上的不完善，致無法產生交叉銷售的效益，造成市場相關表現不佳，致使財務績效變差。

四、市場相關表現對變動成本率呈顯著正向影響。

市場相關表現愈好，反而使得變動成本增加，推測原因可能為金控公司過於注

重創造營收，忽略成本控管，當銷售增加時，業務成本率也跟著上升。尤其金控公司在進行併購時，多著重於營收綜效，成本往往不是其所考慮的重點，若成本控管不佳，當銷售增加時，會使得變動成本率上升。

國內 14 家金控公司大部分成立於 2001 年底，雖然本研究已經將樣本由年資料改為季資料，但是受限於研究對象，無法更進一步擴大樣本，為本研究之限制所在。本研究雖然採用 Pooling Data 進行分析，由於樣本屬於同一行業 (金融業)，而且各別模型整體的配適度相當良好，故不影響研究之結果。

近年來，愈來愈多的高階主管要求行銷活動需要考慮其最終目的—財務績效。1998 年行銷學者提出財務管理與行銷管理之關係必須有系統地加以整合考量，主管人員不應該只考慮產品與市場而應兼顧財務績效，獲得極大回響 (Srivastava et al., 1998)。本研究結合財務與行銷觀點，將成本及市場相關表現納入模型之中，探討金控公司購併後業務多角化分別經由財務與行銷中介變數：成本及市場相關表現對財務績效之影響。實證結果顯示，業務多角化會造成市場相關表現不佳，並抵消成本節省所帶來的效益，使得金控公司的財務績效不彰。實務上，若金控公司期望在併購後綜效能顯現，應重視購併後的整合，尤其是市場相關的整合，其次應加強變動成本的控管。本研究結合行銷與財務的觀點，提供金控公司在以購併方式進行業務多角化時，對於成本控管及市場相關整合的方向。過去在討論購併績效時，多著重在經營的效率，本研究顯示：市場的整合與成本控管同時是併購成功與否的關鍵要素。

參考文獻

張文武、陳淑萍，2003，「金融整合：金融控股公司」，保險實務與制度，2 卷 1 期：頁 1-35。(Chang, Wen-Wu, & Chen, Shu-Ping. 2003. Financial integration: Financial holding companies. ***Journal of Insurance Issues and Practices***, 2 (1): 1-35.)

Akhavein, J. D., Berger, A. N., & Humphrey, D. B. 1997. The effect of megamergers on efficiency and prices: Evidence from a bank profit function. ***Review of Industrial Organization***, 12 (1): 95-139.

Amel, D., Barnes, C., Panetta, F., & Salleo, C. 2004. Consolidation and efficiency in the financial sector: A review of the international evidence. ***Journal of Banking and Finance***, 28 (10): 2493-2519.

Anderson, E. W., Fornell, C., & Rust, R. T. 1997. Customer satisfaction, poductivity, and profitability: Differences between goods and services. ***Marketing Science***, 16 (2): 129-145.

Bagozzi, R. P. 1980. ***Causal models in marketing***. New Jersey, NJ: John Wiley & Sons.

Bagozzi, R. P., & Yi, Y. 1988. On the evaluation of structural equation models. ***Journal of Academy of Marketing Science***, 16 (1): 74-94.

Berger, A. N. 2003. The efficiency effects of a single market for financial services in Europe. ***European Journal of Operational Research***, 150 (3): 466-481.

Berger, A. N., & Hannan, T. H. 1989. The price-concentration relationship in banking. ***Review of Economics and Statistics***, 71 (2): 291-299.

Berger, P. G., & Ofek, E. 1995. Diversification's effect on firm value. ***Journal of Finance Economic***, 37 (1): 39-65.

Bowers, T., Gibb, G., & Wong, J. 2003. ***Banking in Asia: Acquiring a profit mindset***. New Jersey, NJ: John Wiley & Sons.

Carow, K. A. 2001. Citicorp-travelers group merger: Challenging barriers between banking and insurance. ***Journal of Banking and Finance***, 25 (8): 485-497.

Chen, M. L. 2004. The effects of advertising on retail price competition under vertical restraint: A Japanese case. ***Journal of Business Research***, 57 (3): 277-283.

Coughlan, A. T., Erin, A., Stern, L. W., & Adel, I. E. 2006. ***Marketing channels*** (7th ed.). New Jersey, NJ: Prentice-Hall.

Demsetz, H. 1973. Industry structure market rivalry and public policy. ***Journal of Law and Economics***, 16 (1): 1-9.

Felgran, S. 1985. Banks as insurance agencies: Legal constraints and competitive advances.

New England Economic Review, 5 (1): 34-49.

Hair, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. 1998. ***Multivariate data analysis***. New Jersey, NJ: Prentice-Hall.

Hannan, T. H. 1991. Bank commercial loan markets and the role of market structure: Evidence from surveys of commercial lending. ***Journal of Banking and Finance***, 15 (1): 133-149.

Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. 1990. Merger and acquisitions and managerial commitment to innovation in m-form firms. ***Strategic Management Journal***, 11 (4): 29-48.

Homburg, C., & Bucerius, M. 2005. A marketing perspective on mergers and acquisitions: How marketing integration affects postmerger performace. ***Journal of Marketing***, 69 (1): 95-113.

Joreskog, K., & Sorbom, D. 1982. ***LISREL: Analysis of linear structural relationships by method of maximum likelihood***. Chicago, IL: National Educational Resources.

Kanatas, G., & Qi, J. 2003. Integration of lending and underwriting: Implications of scope economies. ***The Journal of Finance***, 58 (3): 1167-1191.

Kannan, R. 1997. The performance impact on strategic similarity in horizontal merger: Evidence from the U.S. baking industry. ***Academy of Management Journal***, 40 (3): 697-715.

Kwast, M. 1989. The impact of underwriting and dealing on bank return and risks. ***Journal of Banking and Finance***, 13 (1): 101-125.

Marks, M. L., & Mirvis, P. H. 2001. Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. ***Academy of Management Executive***, 15 (2): 80-92.

Montgomery, C. A. 1985. Product-market diversification and market power. ***Academy of Management Journal***, 28 (4): 789-798.

_____ . 1994. Corporate diversification. ***Journal of Economic Perspectives***, 8 (3): 163-178.

Peltzman, S. 1977. The gains and loans from industrial concentration. ***Journal of Law and Economics***, 20 (2): 229-263.

Penrose, E. 1995. ***The theory of the growth of the firm***. New York, NY: Oxford University Press.

Phillips, L. W., Chang, D. R., & Buzzell, R. D. 1983. Product quality, cost position and business performance: A test of some key hypotheses. ***Journal of Marketing***, 47 (2): 26-43.

Porter, M. E. 1985. ***Competition advantage***. New York, NY: The Free Press.

Rajan, R. 1996. The entry of commercial banks into the securities business: A selective survey of theories and evidence. In A. Saunders, & I. Walter (Eds.), ***Universal banking: Financial system design reconsidered***: 282-302. Chicago, IL: Irwin.

Santomero, A., & Babbel, D. 2001. ***Financial markets, instruments and institutions*** (2nd ed.). Boston, MA: McGraw-Hill.

Srivastava, R. K., Shervani, T. A., & Fahey, L. 1998. Market-based assets and shareholder value: A framework for analysis. ***Journal of Marketing***, 62 (1): 2-18.

Teece, D. J. 1980. Economics of scope and the scope of enterprise. ***Journal of Economic Behavior and Organization***, 1 (3): 223-247.

Tetenbaum, T. J. 1999. Beating the odds of merger & acquisition failure: Seven key practices that improve the chance for expectedintegration and synergies. ***Organizational Dynamics***, 28 (2): 22-36.

Urban, D. J., & Pratt, M. D. 2000. Perceptions of banking services in the wake of bank merger: An empirical study. ***Journal of Services Marketing***, 14 (2): 118-131.

Vestring, T., Rouse, T., & Rovit, S. 2004. Integrate where it matters. ***MIT Sloan Management Review***, 46 (1): 15-18.

Walter, I. 1997. Universal banking: A shareholder value perspective. ***European Management Journal***, 15 (4): 344-360.

作者簡介

陳妙玲

日本慶應大學行銷學博士，現任國立中山大學財務管理系教授。主要研究領域為：行銷與財務管理跨領域研究、實質選擇權在廣告學之應用、金融行銷研究等相關議題。學術論文刊載於 Journal of Business Research、Applied Economics、Applied Economics Letters、Journal of Chinese Economic and Business Studies、 International Journal of Risk Assessment and Management、臺大管理論叢、中山管理評論、公平交易季刊等期刊。

E-mail: miaoling@mail.nsysu.edu.tw

陳欣瑜

國立中山大學財務管理研究所研究生。