

多角化策略與自願性資訊揭露對金融產業公司績效影響之實證分析

The Empirical Analysis of the Impact of Diversified Strategy and Voluntary Information Disclosure on the Market performance of Financial Industry firms

歐陽豪

崑山科技大學企管系副教授

james1200@so-net.net.tw

林松霽

崑山科技大學企管所研究生

d11300328@hotmail.com

摘要

本研究係遵循林惠文(2001)、楊朝旭(2008)及歐陽豪與蔣聲雄(2011)的研究，旨在探討集團多角化策略與公司治理機制—自願性資訊揭露—召開法人說明會對金融集團組成公司績效之影響。本研究採用熵索比(Entropy)方法計算集團多角化的程度，對台灣2003至2007年金融集團企業之上市櫃公司為樣本進行統計及實證分析，結果發現：全體金融樣本下，研究模型未達顯著水準，集團總多角化策略(DT)、相關多角化(DR)策略及非相關多角化策略(DU)對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均為不顯著之負向影響，自願性資訊揭露的代理指標—是否召開法人說明會對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均為顯著上項影響。在區分為金融控股公司型態與非金融控股公司型態兩類下，金融控股公司型態模式達1%的顯著水準，非金融控股公司型態未達顯著水準，金融控股公司型態之集團總多角化(DT)與相關多角化(DR)對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均呈不顯著之負向影響，非金融控股公司型態之集團總多角化(DT)與相關多角化(DR)對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均呈不顯著之正向影響，顯示金融控股公司組織型態減弱總多角化策略與相關多角化策略對市場績效的影響，非金融控股公司型態反而增強總多角化策略與相關多角化策略對市場績效的影響，但因未達顯著水準，假說二之一未獲得支持；金融控股公司型態與非金融控股公司型態之非相關多角化(DU)對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均呈不顯著之負向影響，顯示金融控股公司組織型態與非金融控股公司型態均增強非相關多角化策略對市場績效不利的影響；金融控股公司型態之自願性資訊揭露代理指標—是否召開法人說明會對市場績效均為顯著正向影響；非金融控股公司型態之是否召開法人說明會對市場績效的影響均不顯著。本研究的貢獻在三方面：第一，補充了台灣金融集團多角化策略對集團組成公司績效影響之實證證據；第二，補充了台灣金融集團法人說明會對集團組成公司績效影響之實證證據；第三，驗證了金融控股公司對多角化策略與法人說明會的調節效果。

關鍵字：多角化策略、自願性資訊揭露、法人說明會

壹、前言

近年來隨著科技發展，以知識為基礎的新經濟浪潮席捲全球。在此知識經濟時代，企業經濟價值與財富的來源已經不再單靠實體產品的生產，而是來自於無形資產的創造與運用。自2004年至2009年行政院主計處統計資料可知，我國工業比重從35.90%降到35.44%；服務業從57.54%上升到59.25%，此數據勾勒出台灣產業結構變動的軌跡。面對服務業在台灣經濟定位升級與轉型上所扮演的重要機能，國內產官學界紛紛提出「知識經濟」與「創新」觀點。其中，「多角化策略」與「公司治理機制」兩者皆是金融產業取得競爭優勢的關鍵因素。金融機構的大型化、國際化與多角化是最受到重視與廣泛探討的項目。因為隨著國內金融產業彼此競爭的加劇，產品不斷創新，全球佈局與產業結構的快速變化，加上2009年11月下旬台灣與中國大陸簽訂「金融監理備忘錄(M.O.U.)」，2010年6月我國與大陸簽定「經濟合作架構協議(ECFA)」，以因應東南亞國協的新經貿政策「東協加一」(2010年1月1日)的威脅，企業欲持續創造價值與獲利，就必須因應國際經貿局勢及新的財經規範要求(例

如：2006年我國實施的「巴塞爾資本協定II」，及上市櫃公司在2013年將採行「國際財務報告準則(IFRS)」¹與「巴塞爾資本協定III」)，不斷進行多角化投來提昇創新能力，同時於公司網站上與會計報告上做及時揭露攸關的訊息，以取得投資大眾的信賴。

原本的成本、速度與品質優勢皆已逐漸成為競爭的基本要件時，企業欲持續創造價值與獲利，就必須不斷進行「多角化」投來提昇創新能力，同時於公司網站上「即時揭露攸關的訊息」，並不定期「召開法人說明會」說明公司近況及對未來的願景看法，最後於「年報中」做詳實且正確的「資訊揭露」，以取得投資大眾的信賴。

台灣多年來在自由經濟的體制之下，為了降低交易成本與促進資源互補(Khanna and Palepu 2000)，亦出現了許多大型企業，而台灣地區無論是集團家數或集團分子企業家數均呈現成長趨勢。根據中華徵信所的調查，2007年台灣前300大集團企業在全球布局分子企業，達到9,500家，合計資產總額高達42兆9,490億，營收總額達18兆多，整體實力已遠超過台灣國民的生產總值(GNP)。可見集團企業對台灣地區產業結構及經濟的影響力。集團企業多角化已成為必然的趨勢，過去數十年來，企業多角化一直是策略管理文獻的重要研究議題之一(Rumelt 1974; Hoskisson and Hitt 1990; Montgomery 1994; 楊朝旭，2008；歐陽豪等，2008)。本研究在探討金融集團企業多角化策略如何對集團企業之市場績效產生影響，研究結果應可協助金融集團企業有效利用集團企業間彼此的創新，促進企業本身績效提昇及台灣經濟之升級與發展。

許多學者認為集團多角化策略將會減損股東價值（如：Brealey and Myers 2000）。楊朝旭(2008)指出：過去的研究大多忽略了無形資產具備的可擴充性(scalability)和報酬遞增(increasing returns)特性對創造價值及帶動成長的潛力。Klette (1996)發現，集團內不同公司間在不同產品線的創新具有範疇經濟(economies of scope)，亦屬創新資產具有可擴充性的展現。因此，本研究認為，金融集團企業若能有效透過「多角化策略」來享受無形資產的可擴充性及範疇經濟，這些效益應遠超過多角化所帶來的代理成本或資源配置無效率的成本。尤其像台灣這樣的新興市場，其資訊與科技交易市場的交易成本較高，更需要透過「集團多角化這樣的內部機制」來獲取創新的範疇經濟。

在前述研究背景下，本研究的第一個研究動機在探討金融集團企業多角化策略對集團市場績效的影響。首先，本研究的焦點放在集團企業的多角化方式（包括：總多角化、相關多角化與非相關多角化）如何影響集團組成公司的績效。亦即檢視集團之多角化策略是否對公司本身的績效有所幫助，這是本研究的重點之一。

在討論金融集團企業的多角化策略對集團組成公司的績效後，本研究的第二個研究動機聚焦於集團企業的自願性資訊揭露一是否有召開法人說明會將如何影響集團組成公司的績效。由於法人說明會已逐漸成為管理當局重要的對外溝通方式(Frankel, Johnson and Skinner, 1999；金成隆等，2008；歐陽豪與王玉昌，2009)，所以本研究以金融機構是否召開法人說明會作為自願揭露政策之代理變數。2008年至2009年間的全球信貸危機則再度將焦點拉回管理當局與股東間的權益代理問題，至於控制股東對於財務報導與揭露政策的影響，主要集中在檢測代理問題對於強制性的財務報表(年報)的影響，例如探討控制股東對於盈餘資訊性(Fan and Wong, 2002；Jung and Kwon, 2002)或盈餘品質(Leuz et al., 2003)的影響。然而對於自願性揭露政策之影響，則甚少有研究²。但是不定期之自願性報資訊揭露是否真的可提升公司績效？還是增加公司的揭露成本，進而導致公司績效降低？召開法人說明會資訊是否可提升金融集團之績效？這亦是本研究的重點之二。

在我國已推動採行巴塞爾資本協II的規範、與大陸已簽定MOU、ECFA，即將在2013年正式實施IFRS作為我國GAAP的過程中，這些外生環境的變遷將對將現行我國上市櫃公司自願性揭露(例如：法人說明會之召開與否)的影響為何？對金融業多角化策略，經營績效的效果各為多少？以及金融控股公司組織型態對多角化策略

¹ 鑒於美國的發展趨勢，我國金管會於2008年成立推動小組，並於2009年5月24日公布，上市、上櫃與興櫃公司自2013年開始必須依照IFRS編製財務報表，但得提早於2012年採用之。非上市、上櫃與興櫃公司自2015年開始必須依照IFRS編製財務報表，但得提早於2013年採用之。

² 參見金成隆等(2008)與歐陽豪與王玉昌(2009)的研究。

與自願性資訊揭露程度之效果為何？以上均是本研究將予以驗證之處，並提出實證的證據則是本研究的主要動機。茲將本研究的研究架構及欲驗證的各變數間的因果關係以圖 1 表示。

本研究具有以下貢獻：就學術上而言，過去多角化的相關研究強調一般產業多角化與企業績效的直接關聯性，鮮少有關『金融產業多角化策略』之實證研究³。本研究利用台灣金融集團企業多角化經營的特色，除驗證集團多角化策略對組成公司績效的影響外，亦結合自願性資訊揭露—法人說明會這一脈的研究，探討「多角化策略」與「自願性資訊揭露」對金融集團組成公司績效的影響。本研究的結果可提供金融集團企業的管理者參考，使集團企業有效利用本身的結構優勢，採用妥善之「多角化策略」來發揮創新資產所具有的無形資產特性，提昇集團的競爭優勢；同時配合風險管理與「召開法人說明會」，以降低營運風險與爭取法人機構及散戶的投資信心。本文其餘內容簡述如下：第貳節為文獻探討與假說發展；第參節為研究方法；第肆節實證結果分析與討論；最後是結論與建議。

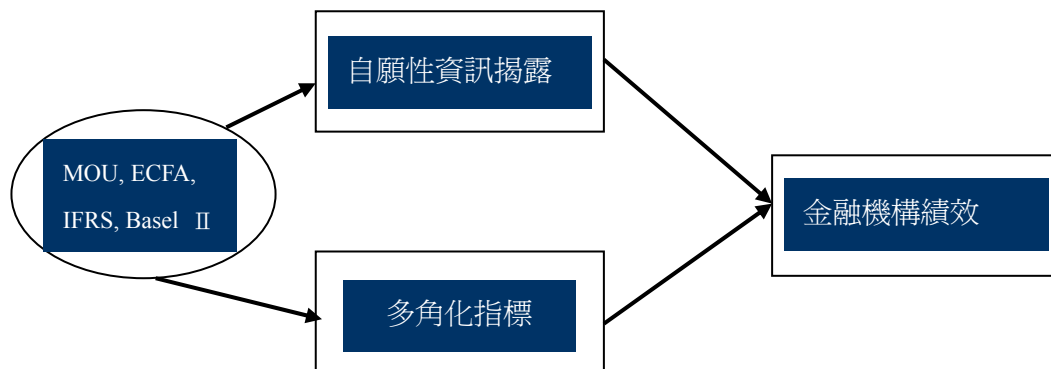


圖 1 研究架構及各變數間的因果關係圖

貳、文獻探討與假說發展

一、多角化與績效

G.A.Steiner(1982)主張：凡企業從事兩種或兩種以上的活動就是多角化經營，包括發展新產品、開拓新市場、創辦新事業或提供新勞務。

(一)多角化是否影響績效

Imel and Helmlberger(1971)研究1959到1967年間的美國99家食品與菸草製造商資料，對其財務資料進行分析，結果發現多角化程度與獲利無關係，僅有市場集中度增加公司獲利才會增加。Peters(1982)亦主張：能認清本身的競爭優勢堅守本業的企業，其績效較佳，雖然新產業潛在獲利高但承擔的風險亦較高，因此企業很少進入非相關的新產業，此一發現亦適用於高科技之中小企業。國內學者林惠文(2001)以1996至1998的33家上市、上櫃銀行為研究樣本，結果發現：相關多角化與非相關多角化策略與銀行的財務績效並無顯著的關連；楊朝旭(2008)以2003年國內以上市、上櫃之116個集團，合計309家公司為研究樣本，結果發現：總多角化策略與集團的市場績效間呈現顯著之負向關聯。本研究旨在探討集團多角化策略與年報資訊揭露對金融機構績效之影響。

Palepu(1985)以投入資本報酬率(Return on Invested Capital; ROIC)為指標，發現公司的獲利力大致與多角化之相關程度成正比。Nguyen, Seror and Devinney (1990)以1980至1983年加拿大的312家公司為研究對象，分析探究企業多角化策略與績效之關連，結果發現採取與現有技術相關的公司，其多角化策略的績效較高，且隨著

³目前國內有關金融產業多角化策略之實證研究期刊論文僅一篇：林惠文，「國際化與多角化策略對財務績效之影響—本國銀行夜之比較分析」，商管科技季刊，第二卷第四期，2001年，頁377-397。此外，尚有一篇研討會的論文專門探討金融產業多角化策略之實證研究：歐陽豪與黃美惠，「角化策略與年報資訊揭露對金融產業公司績效影響之實證分析」，2009第五屆企業國際化理論與實務研討會，長榮大學。

多角化程度提高，其績效愈高，並且技術相關多角化策略，可以產生範疇經濟之綜效。Simmonds(1990)的研究結果為追求相關多角化的企業，將比追求不相關多角化的企業績效高。Berger and Ofek(1995)綜合以前學者的理論與觀點，探討多角化對公司價值的正(負)面之影響，結果發現：多角化對公司績效不利情況相當顯著，而有利因素卻微不足道，故整體而多角化會使公司價值降低。

(二).多角化策略影響績效表現—相關多角化較非相關多角化使公司獲得更多的報酬

Rumelt(1974)以 1949 到 1969 年美國財星雜誌(Fortune)上前 500 大企業為抽樣母體，分析九類多角化企業的獲利能力與風險，Rumelt 提出「相關多角化優於非相關多角化」這個結論；Keats(1990)引用 Rumelt 的分類為依據，市場績效以平均市場報酬與資本市場績效為衡量標準重新驗證，結果發現相關多角化與市場及會計績效有顯著的關係，非相關多角化只與市場績效有顯著關係。

Markides and Williamson(1994)研究發現：策略相關多角化的績效較市場相關多角化為高，同時亦比非相關多角化有較高的績效。Hill and Hoskisson(1987)曾研究事業部型態組織的企業，應配合何種多角化策略，可以產生比較理想之績效。結果發現未相關事業多角化企業，若採用事業部型態之組織結構，能夠增加企業之報酬率。而垂直整合與相關事業多角化企業，若採行事業部型態之組織結構，反而降低企業之報酬率。Amit and Livnat(1988)探討相關多角化與非相關多角化策略與績效的關係，所得結論為：從事多角化經營企業之獲利能力，通常較未多角化經營企業之獲利能力為低，而企業從事無關事業角化將可降低風險。

Hamilton and Shergill(1993)分析紐西蘭企業多角化策略型態與財務績效間的關係，結果顯示採取相關多角化的企業，在資產報酬率、資本報酬率與銷售成長率三方面，均較採其他多角化策略的企業為佳。楊朝旭(2008)的實證發現：相關多角化策略與集團的市場績效間呈現不顯著之正向關聯，非相關多角化策略與集團的市場績效間呈現顯著之負向關聯。歐陽豪與張理誠(2008)運用Entropy法來計算集團多角化的程度，並以台灣2006年167個集團，659個上市櫃公司為樣本進行分析，結果發現：集團研發資產與組成公司之財務績效具有顯著正向的關聯性，特別是公司的策略方向為相關多角化時；同時他們也指出在集團多角化公司中，在採相關多角化策略時，研發外部性與財務績效間有顯著正向關聯，在集團公司採非相關多角化策略時，研發外部性與財務與市場績效間有不顯著負向關聯；而年報資訊揭露對公司績效為正向不顯著影響。歐陽豪與黃美惠(2009)以我國2003年至2007年266個金融集團，451個上市櫃公司為樣本，探討台灣金融集團企業多角化策略與年報資訊揭露對金融機構市場績效的影響。實證結果發現：集團整體多角化(DT)與組成公司之杜賓Q(Tobin's Q)呈不顯著之負向關係，集團相關多角化(DR)與組成公司之杜賓Q呈不顯著正向關係，集團非相關多角化(DU)與組成公司之杜賓Q呈不顯著的負向關係。

本研究將焦點放在金融集團的多角化策略與公司治理機制一年報資訊揭露對市場績效的影響，主因是有形資產所創造的多角化範疇經濟效果遠小於無形資產所能創造者。實體、人力和財務資產都是具競爭性的資產(rival assets)，無法同時被使用在多個地方，此導致集團在多角化時，只有組織的超額實體資源才能移轉至其他產業，集團所能享有的範疇經濟效果相當有限。相對的，無形資產是共享的，亦即無形資產被使用在某一個地方，並不會減損它在別的地方的效用。所以，除了原始研發投資之外，研發所獲得的知識或專利可以同時使用在不同的地方，其投入的機會成本是零或相當微小。再者，無形資產(知識)的效益通常呈現規模報酬遞增的現象(Grossman and Helpman 1994)。因此，集團當前迫切需要瞭解如何透過多角化，將既有的金融創新資產設法應用在不同的產品市場，以有效利用金融創新資產的可擴充性。

歐陽豪與黃美惠(2009)以我國2003年至2007年金融集團企業之上市櫃公司為樣本，探討台灣金融集團企業多角化策略與年報資訊揭露對金融機構市場績效的影響。實證結果發現：集團整體多角化(DT)與組成公司之杜賓Q呈不顯著之負向關係，集團相關多角化(DR)與組成公司之杜賓Q呈不顯著正向關係，集團非相關多角化(DU)與組成公司之杜賓Q呈不顯著的負向關係，可能是市場績效受公司股價影響，影響股價的因素眾多，同時反應迅速，多角化策略的影響需要時間累積與發酵，因此多角化變數與市場績效指標的結果與預期相反或不顯著，可

能是集團相關多角化使集團進入熟悉的產業，較可能是多角化導致集團分子公司績效提升的主因，而集團非相關多角化使集團進入陌生的新產業，可能是多角化導致集團分子公司績效不易提升的主因。此外，也可能是我國金融機構的相關多角化策略效益未能充分發揮所致。

過去許多文獻指出知識的範疇經濟是經濟成長的重要驅動力量，可見範疇經濟在知識生產的重要性；Klette (1996)檢視某一事業的研發知識是否可以「有成果地」轉移到其他事業，結果發現集團內分子公司的研發確實具有正外部性效果。前述經濟理論與實證證據皆主張多角化可協助公司獲得研發的範疇經濟利益⁴。另外，鑑於有形資產的部份排他特性，集團應採用多角化，盡量充分利用目前擁有的創新知識，從自己的創新中，快速獲取最大的利益。基於上述討論，本研究之假說一(H1)推論，隨著集團企業多角化的程度提高，集團創新資產運用的領域增加，除可充分利用創新資產的可擴充性外，亦降低了創新資產之部份排他特性所引發的潛在損失，因而使創新資產在集團內的正外部性愈大，同時在多角化策略未產生效益前，公司須投入額外成本，因此本研究不預設多角化策略對公司績效影響之方向。本研究之假說二(H2)推論，由於金融控股公司的規模與資源遠超過非金融控股公司，隨著集團企業多角化的程度提高，金控集團創新資產運用的領域增加，充分利用創新資產的可擴充性，均會高於非金融控股公司，因此本研究預期：金控集團多角化的效益應高於非金融控股公司，同時因降低了創新資產之部份排他特性所引發的潛在損失，因而使創新資產在今控集團內的正外部性較非金控集團為高。另外，由於整體多角化又可以區分為相關多角化與非相關多角化(Rumelt 1974; Palepu 1985;)，楊朝旭(2008)及歐陽豪與張理誠(2008)實證研究結果均指出：在集團相關多角化的階段中，集團相關多角化程度的增加才能增強集團創新之正的外溢性。就集團非相關多角化而言，則發現在集團進入非相關多角化階段後，隨著非相關多角化的程度繼續增加，創新之正的外溢性反而降低。歐陽豪與黃美惠(2009)實證研究結果均指出：只有相關多角化(DR)策略對金融機構的績效才有正向影響。此外由於金融控股公司擁有較多的人才與資源，規模遠較非金融控股公司為大，因此本研究預期金融控股公司之多角化策略對公司績效的影響應較大。本研究亦進一步將假說一與假說二區分為相關及非相關多角化兩個次要假說。本研究所提出之假說一(H1)、假說二(H2)、及其兩個次要假說(H11、H12；H21、H22)如下所示：

H1：金融集團多角化可增強集團創新之的外溢性，亦即金融集團多角化程度越高，集團創新資產對組成公司績效的影響越大。

H11：金融集團相關多角化程度越高，金融集團創新資產對組成公司績效的正面影響越大。

H12：金融集團非相關多角化程度越高，金融集團創新資產對組成公司績效的負面影響亦越大。

H2：金控集團多角化策略對公司績效的影響高於非金控集團

H21：金控集團相關多角化策略對公司績效的正向影響高於非金控集團

H22：金控集團非相關多角化策略對公司績效的負向影響高於非金控集團

針對此兩個次要假說，雖然理論上金融集團相關多角化與非相關多角化對於集團研發外溢性有相同的影響。然而，就實際執行面而言，非相關多角化使集團進入陌生的產業環境，若欲有效運用集團現有的產品經驗與知識於新擴充的產品市場上，可能需要經過一套特殊的機制來予以吸收與轉化，如此可能削弱了其對金融集團創新的外溢性。另一方面，非相關多角化亦可能造成金融集團資源配置的無效率及合作障礙等問題。相形之下，當公司多角化經營聚焦於與其本身相關之產業（亦即，相關多角化經營）時，除了提供金融集團一個有效的方法來達成範疇經濟和節省生產成本外，亦可降低其他成員的交易成本、提供新成員現成的市場網絡配銷系統(Hoskisson and Hitt 1990)、允許新成員使用集團已建立的顧客群及產品認知以取得較佳的產品市場位置

⁴雖然有學者認為高多角化的公司較會採用投資報酬率基礎的薪酬契約來決定其部門經理的薪酬，此導致部門經理短視並厭惡風險，進而損害公司的創新效率，但Cardinal and Opler (1995)發現，多角化公司較有可能成立研發中心，集中各事業部門的研發人員，以增加研發人員彼此間技術的轉換及降低溝通成本，進而提昇組織的研發生產力。亦即，多角化的企業因應多角化引發的資訊不對稱問題，自動調整研發的組織結構。

(Newbound, Buckley and Turwell 1978)、及幫助集團成員提升技術技能和管理專業知識(Luo and Chen 1997)。因此，本研究將進一步分析實證金融控股公司組織型態「集團相關多角化」對金融集團創新正外溢性之影響與「集團非相關多角化」對金融集團創新負溢性之影響，是否較非金融控股公司組織型態來的大。

三、法人說明會對集團組成公司績效的影響

金成隆等(2008)的研究引用企業亞洲網絡(Corporate Asia Network) 和國際愛迪西公司(TechInsight Inc.)的報告指出，舉辦法人說明會將有助於提升公司與投資人關係，進而提升企業的資訊透明度，同時也指出，有53.8%的大型公司常舉辦法人說明會。歐陽豪與王玉昌(2009)的實證指出：決定法人說明會召開與否的主要因素是控制股東成員擔任董事席次之比率；此外，當控制股東成員擔任董事席次比率愈高，管理當局為控制家族成員，同時董事長兼任總經理時，管理當局召開法人說明會的機率也愈低。顯示出控制股東的股權結構愈不偏離與掌控董事會程度愈高時，控制股東為掩飾其剝削小股東與債權人之行為，因此較不可能召開法人說明會，也使得公司的資訊揭露較不透明。而公司存在次大股東時，對公司召開法人說明會的機率亦不顯著，亦即，當公司存在次大股東時，對於公司揭露之政策未必有正面之影響。

基於上述討論，金融集團資訊揭露與透明度對公司績效有正面助益，因此，本研究預期金融集團企業之自願資訊揭露程度與公司的績效間有正向關聯。因此，本研究之假說三(H3)推論，金融集團企業之自願資訊揭露程度可增強集團組成公司的績效；本研究之假說四(H4)推論，金融集團企業之自願資訊揭露的頻率可增強集團組成公司的績效。本研究所提出之假說三(H3)與假說四(H4)如下所示：

H3：集團企業之自願性資訊揭露與公司的績效間有正向關聯。

H4：金控集團企業之自願性資訊揭露程度對公司的績效正向影響應高於非金控集團企業。

參、研究方法

一、變數定義

(一).應變數：集團組成公司之績效

王睦舜等(2007)以財務績效即市場績效與會計績效，Namchul Shin(2006)以 ROA 與 ROE 來衡量公司績效，蔡幸珊(2005)係採用每股盈餘(Earning Per Share)、資產報酬率(Return of Asset)、股東權益報酬率(Return of Equity)與杜賓 Q(Tobin's Q)等作為公司經營績效的衡量標準，Pingsun Huang 等(2009)楊朝旭(2008)以 Tobin's Q 作為公司經營績效的衡量標準，本研究亦利用市場績效來衡量金融集團組成公司之績效。本研究採用杜賓 Q(Tobin's Q)值(即市場績效)來衡量金融集團組成公司之市場績效，杜賓 Q(Tobin's q)的計算方式如下：
$$\text{Tobin's Q} = (\text{公司期末普通股市場價值} + \text{期末特別股股東權益帳面價值} + \text{期末總負債帳面價值}) / \text{期末總資產帳面價值}。$$

(二).自變數

1.集團多角化指標—總多角化指標(DT)、相關多角化指標(DR)及非相關多角化指標(DU)

常見的多角化衡量方式主要有標準產業分類碼法(Standard Industrial Classification, SIC)⁵、賀芬德(Herfindahl)指數、熵索比或熵衡量法(Entropy 法)⁶、Rumelt 的策略專業比率衡量法⁷等。而本研究參考 Jacquemin and Berry (1979)、Palepu (1985)、楊朝旭(2008)、歐陽豪等(2008)及歐陽豪與黃美惠(2009)之方法，使用 Entropy 法來計算集團多角化的程度，並區分集團相關多角化與非相關多角化的程度。茲將其計算方式說明如下：假設一集團跨

⁵標準產業分類碼法(Standard Industrial Classification, SIC)是以跨越 SIC 碼之二、三、四碼之產品數目來判斷產業之多角化程度。

⁶熵索比衡量法(Entropy 法)是將多角化程度以 SIC 二碼產業間及二碼產業內之四碼產業分成產業間多角化與產業內多角化程度兩個構面；其中，產業間多角化即企業在所有 SIC 2 產業間多角化程度總和，以 DT 表示，產業內多角化則是企業在各 SIC2 產業內，SIC4 產業間多角化之總和，以 DR 表示，

⁷Rumelt(1974)以 Wrigley(1970)對多角化策略的分類為基礎，以專業比率(specialization ratio)、相關比率(related ratio)及垂直比率(vertical ratio)為分類標準，將一個企業所參與的新業務與原有業務在技術上或市場上的相關型態，分為九類多角化策略型態。

足 L 個產品數，且令 P_r 為集團在 r 產品的銷貨金額相對集團總銷貨金額之比率 $\sum_{r=1}^L P_r \ln(1/P_r)$ ，則集團整體多角化指標(DT)為：

$$DT = \sum_{r=1}^L P_r \ln(1/P_r) \quad (1)$$

此公式考量了多角化的兩個要素，分別為：(1)集團所跨足的產品數及(2)每一產品銷貨金額對集團總銷貨淨額之相對權重。本研究之分析進一步將多角化區分為相關多角化與非相關多角化。依據 Palepu (1985)，集團整體多角化 (DT)=集團相關多角化(DR)+集團非相關多角化(DU)。假設集團所跨足之 L 個產品聚集於 n 個產業 ($L \geq n$)。DR_s 定義為集團在 s 產業中所屬產品相關多角化之程度，以公式表達如下：

$$DR_s = \sum_{r=1}^m P_r^s \ln(1/P_r^s) \quad (2)$$

其中， m 為集團在 s 產業中所跨足的產品數， P_r^s 為集團在 s 產業中 r 產品 r 的銷貨金額相對比率 $\left(\frac{\text{集團在}r\text{產品的銷貨淨額}}{\text{集團在}r\text{產品所屬之}s\text{產業的銷貨淨額}} \right)$ 。

由於集團組織跨足 n 個產業數，故集團相關多角化程度(DR)為 DR_s 之函數 ($s=1, \dots, n$)，即所有 n 個產業之相關多角化的加權平均：

$$DR = \sum_{s=1}^n DR_s P^s \quad (3)$$

其中， P^s 代表集團在 s 產業之銷貨金額相對比率 $\left(\frac{\text{集團在}r\text{產品的銷貨淨額}}{\text{集團在}r\text{產品所屬之}s\text{產業的銷貨淨額}} \right)$ 。

集團非相關多角化程度(DU)在衡量集團產品跨足不同產業的程度，其變數定義為集團所有產業銷貨金額相對比率之加權平均，如下式所示：

$$DU = \sum_{s=1}^n P^s \ln(1/P^s) \quad (4)$$

在操作化時，產業別係以行政院主計處中華民國行業標準分類的「產業中分類」來定義；產品別則以「產業細分類」內各產品項目來定義。集團在同一產業生產不同產品，定義為相關多角化；集團跨足不同產業則定義為非相關多角化。計算出集團相關多角化之值愈高時，表示集團在同一產業中，產品線擴張的程度愈大；而集團非相關多角化之值愈高時，表示集團跨足不同產業的程度愈大。

2.集團組成公司本身的自願性資訊揭露指標—「是否有召開法人說明會(DUM_CC)」與「法人說明會召開的次數(N_CC)」：

Abe N, Chung YCY(2009)以自願性資訊揭露之頻率、次數來分析訊息披露的公司的所有權，董事會和資本結構的影響。金成隆等(2008)及歐陽豪與王玉昌(2009)將自願性資訊揭露區分成有揭露和無揭露(有、無召開法人說明會)，如有揭露又加以探討揭露之頻率、次數(N_CC)。黃劭彥等(2009)認為在自願性財務預測制度下實施後，若公司仍會進行自願性財務預測，表示公司較有意願揭露其資訊，亦提高其資訊的透明度，故將管理當局財務預測揭露意願區分成有財務預測(TYPE=1)和無財務預測，(TYPE=0)。本研究參採歐陽豪與王玉昌(2009)之模式進行探討。

(三).控制變數

1.公司規模(SIZE)：由於過去許多研究指出，大企業之績效較小企業為佳，故本研究控制組織規模以排除潛在的無關因素之影響(Keats and Hitt 1988)。參酌 Khanna and Palepu (2000)、楊朝旭(2008)及歐陽豪與黃美惠(2009)之

研究，公司規模係以前期銷貨收入淨額取自然對數來衡量。

2. 公司成立年數(AGE)：公司成立年數可能會影響公司經營績效(Khanna and Palepu 2000；楊朝旭，2008；及歐陽豪與黃美惠，2009)。參考楊朝旭(2008)及歐陽豪與黃美惠(2009)的模型，本研究以研究年度扣除樣本公司成立年度來衡量公司成立年數，並控制其對公司經營績效的影響。

3. 集團規模(GSIZE)：當集團內網絡體系所涵蓋的成員愈多時，其對外之談判力愈高，可為成員帶來更大的獲利與成長空間。為控制集團網絡規模對分子公司績效的影響，本研究參考 Khanna and Palepu (2000)及楊朝旭(2008)及歐陽豪與黃美惠(2009)，以集團內所擁有之組成公司的家數來衡量集團規模。當集團組成公司家數愈多時，代表集團的規模愈大。

4. 營業利潤率(NOP)

由於公司的市場績效主要受到其獲利性的影響，本研究以營業利潤率衡量公司產品的獲利能力，將之納入模式中作為控制變項。營業利潤率定義為營業利潤除以銷貨淨額。

二、實證模式—集團多角化策略、法人說明會對集團組成公司績效之影響模型

本研究以模型5及模型6探討集團多角化策略與公司治理機制—自願性資訊揭露—法人說明會(DUM_CC)對集團組成公司市場績效—杜賓Q(Tobin's Q)的影響。模型5與模型6之差別，僅在於模型2式係將整體多角化(DT)進一步將區分為相關多角化(DR)與非相關多角化(DU)。

$$\text{Tobin's } Q_i = \gamma_1 + \gamma_2 DT_i + \gamma_3 \ln(\text{SIZE}_i) + \gamma_4 \ln(\text{AGE}_i) + \gamma_5 \text{GSIZE}_i + \gamma_6 \text{NOP}_i + \gamma_7 \text{DUM_CC}_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

$$\text{Tobin's } Q_i = \lambda_1 + \lambda_2 DR_i + \lambda_3 DU_i + \lambda_4 \ln(\text{SIZE}_i) + \lambda_5 \ln(\text{AGE}_i) + \lambda_6 \text{GSIZE}_i + \lambda_7 \text{NOP}_i + \lambda_8 \text{DUM_CC}_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

其中，

Tobin's Q_i = i 公司之市場績效指標—杜賓Q；

DT_j = j 集團之整體多角化指標；

DR_j = j 集團之相關多角化指標；

DU_j = j 集團之非相關多角化指標；

$\ln(\text{SIZE}_i)$ = i 公司期初公司規模自然對數值；

$\ln(\text{AGE}_i)$ = i 公司的成立年數自然對數值；

GSIZE_i = i 集團的集團規模；

NOP_i = i 公司之營業利益率；

DUM_CC_i = i 公司是否有召開法說會； $\text{DUM_CC}_i = 1$ ， i 公司有召開法說會； $\text{DUM_CC}_i = 0$ ， i 公司未召開法說會；

ε_i = 殘差項。

(三) 集團多角化策略對集團組成公司績效之影響迴歸係數預期

在控制集團組成公司自身集團組成公司的規模和成立年數、集團規模等與年報資訊揭露程度後等變數後，過去實證研究指出，集團多角化策略為公司績效及價值創造的主要驅動因素(闕河士等，2000；劉正田，2002；吳學良等，2003；楊朝旭，2008；歐陽豪與黃美惠等，2009)，故本研究預期 $\gamma_2 < 0$ ， $\lambda_2 > 0$ 與 $\lambda_3 < 0$ ，即集團組成公司本身總多角化程度或非多角化程度越高時，公司績效愈差；集團組成公司本身相關多角化程度越高，公司績效愈佳；此外，金控集團的多角化指標對績效的正向或負向影響高於非金融控股集團。

若模式5的實證結果顯示 $\gamma_2 < 0$ ，則假說一(H1)成立：表示當金融集團總多角化程度越高，集團組成公司市場績效越低；若模式2的實證結果顯示 $\lambda_2 > 0$ ，則假說一之一(H11)成立：表示當金融集團相關多角化程度越高，集團組成公司市場績效越高；若模式2的實證結果顯示 $\lambda_3 < 0$ ，則假說一之二(H12)成立：表示當金融集團非相關多

角化程度越高，集團組成公司市場績效越低；若金控集團1式的實證結果顯示 α_2 絕對值較高，則假說2(H2)成立：表示當金控集團多角化程度對公司績效的影響高於非金控集團；若金控集團模式2的實證結果顯示 γ_2 較大，則假說二之一(H21)成立：表示金控集團相關多角化對公司績效的正向影響高於非金控集團；若金控集團模式2的實證結果顯示 γ_3 絕對值較大，則假說二之二(H22)成立：表示當金控集團非相關多角化對公司績效的負向影響高於非金控集團。

(四).法說會與控制變數對集團組成公司績效之影響迴歸係數預期

本研究以模型5及模型6探討集團多角化策略與公司治理機制—法人說明會對集團組成公司市場績效—杜賓Q的影響。模型5與6之差別，僅在於模型6進一步將「總多角化指標(DT)」區分為「相關多角化指標(DR)」與「非相關多角化指標(DU)」。

若模式5、6的實證結果顯示 $\gamma_7 > 0$ ，則假說三之一(H31)成立：表示有自願性資訊揭露—有召開法人說明會的金融集團企業之績效較佳；若金控集團模式5與模式6的實證結果顯示 α_7 或 λ_8 較高，則假說四(H4)成立：表示金控集團企業有召開法人說明會對集團組成公司績效之增強效果高於非金控集團企業。

在控制變數方面，一般而言，相較於小規模的公司，大規模的公司其經營績效較好，故本研究預期 $\gamma_3 > 0$ 與 $\lambda_4 > 0$ 。在公司成立年數對績效的影響方面，剛成立的新公司可藉由技術優勢、創新能力或創業精神來取得市場的肯定及佔有率，而較年長的公司，則可能藉由增加產能、投資設備改善生產流程等來降低企業營運成本(Stickney 1999)。因此，本研究不預測公司成立年數與公司經營績效間的關係(亦即對 γ_4 與 λ_5 的正負方向不做預測)。另外，鑑於公司所擁有的合作關係數量越多，知識分享的機會越多，創新績效也越好(Shan, Walker and Kogut 1994)，本研究預期，當集團組成公司的數量愈多時，組成公司的績效越佳，即 $\gamma_5 > 0$ 與 $\lambda_6 > 0$ 。

三、樣本選取與資料來源

本研究以2003至2008年已上市櫃之曆年制金融機構為研究對象，並進一步根據下列選樣標準進行篩選：1. 刪除營業性質、財務結構及法令規章與金融產業迥異且研發活動較活絡一般業；2. 排除股價、財務及相關研究用資料不齊全之公司。

本研究的樣本選取過程彙總如表一所示。在2003年至2008年間，台灣已上市櫃之曆年制集團分別有48，47，45，41，37及48家集團，而集團組成公司分別有56家，83家，82家，73家，72家及85家，在分別剔除集團中僅含1家公司者(GSIZE=1)，2003年至2008年中納入研究的分別為56，83，82，73及72個金融保險及證券業之樣本，合計共得451個樣本進行後續分析。

表1、樣本篩選彙總表

年度	2003	2004	2005	2006	2007	2008	合計
金融保險業及證券業集團數	48	47	45	41	37	48	266
金融保險業及證券業公司數	56	83	82	73	72	85	451
GSIZE=1 集團數、公司數	28	30	28	24	20	31	161

資料之蒐集方面，相關的財務及股價資料等皆取自台灣經濟新報社(TEJ)之資料庫。而集團之區分係依據TEJ公司屬性資料庫中所揭露之集團歸屬。此外，本研究計算公司多角化指標所採用的產品及產業分類，係採用行政院主計處中華民國行業標準分類之中分類架構來進行。

肆、實證結果分析與討論

一、敘述統計分析

表二、列示各研究變數之敘述統計結果。首先，在2003年至2008年中，金融機構之杜賓Q(Tobin's Q)平均數為0.9310，中位數為0.9624，標準差為0.3137，最小值為0.0732(2003年凱基證)，最大值為6.4276(2004年玉山票

券)；由上述兩項績效指標的數值可知，我國金融產業的市場績效亦遠低於非金融產業⁸，此與我國開放金融機構合併，聲稱金融控股公司(Financial Holding Companies; FHC)有共用營業場所、共用電子交易平台(降低成本，Cost reduction)、共享客戶資源(交叉銷售，Cross selling)以及資本配適(Capital allocation)，透過此三C原則，發揮經營綜效，可提昇績效與價值的說法並不一致。

另外，在集團多角化相關指標之敘述統計量方面，金融機構整體多角化程度(DT)平均值為2.01，中位數為1.41，標準差為2.5928，最小值為0(2005年的玉山票券)，最大值為25.89 (2007年的統一集團之統一證券)；整體多角化程度之最大值為2007年統一集團之統一證券的25.89，該公司的相關多角化(DR)為20.96，非相關多角化(DU)為4.92，整體多角化程度之最小值為2005年之玉山票券的0.1019，該公司的相關多角化(DR)為0.40，非相關多角化(DU)為0.42。將整體多角化拆解為相關與非相關多角化分別觀察，表二顯示相關多角化程度(DR)之平均值為1.05，中位數為0.52，標準差為1.82，最小值為0.00 (2004年的臺工銀)，最大值為20.96 (2003年的大眾銀)；非相關多角化程度(DU)之平均值為0.97，中位數為0.21，最大值為4.92 (2003年的大眾銀)，最小值為0.00(2004年的臺工銀等)。

樣本公司平均銷貨淨額(SALES)約為393.36億元；平均公司成立年數(AGE)為36年，此表示平均而言，金融機構企業歷史相當久，規模也較大。另外，在集團規模方面，平均每個集團擁有約4家上市(櫃)公司，集團組成公司家數最多的是新光集團等八個集團共13家上市櫃公司，集團組成公司家數最少的是大展證券集團等，共1家上市櫃公司。在營業利潤(NOP)方面，平均數為3.45%，中位數為9.48%，最低為-776.2%(2005年，寶來曼氏期貨)，最高為100%(2005年安泰銀行)。在有無召開法說會(DUM_CC)方面：平均數為0.09(表示在2005年至2008年間我國金融機構僅有9%召開法說會)，中位數為0.00，標準差為0.292，最小值為0.00 (2003年凱基證)，最大值為1(有召開法說會)(2003年開發金等23家)。

表2 各研究變數之敘述性統計量表

變數名稱	樣本數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Tobin's Q	467	0.9310	0.9624	0.3137	0.0731	6.4276
DT	411	2.0667	1.4140	2.5928	0.1019	25.8885
DR	411	1.0489	0.5246	1.8153	0.0000	20.9637
DU	411	0.9710	0.2051	0.3713	0.0000	4.9248
SALES(億)	473	393.3617	114.8292	1034.08173	0.03183	9352.4041
AGE	510	36.8193	26.1000	31.7912	0.9 9	109.08
Gsize	378	3.62	3.00	2.955	1	13
NOP	469	3.4506	9.4800	56.5316	-776.20	100.00
DUM_CC	510	0.09	0.00	0.292	0.0 0	1

註：

1. 樣本集團及公司家數：

2003年已上市(櫃)金融業樣本數為：48家集團及56家公司；2004年已上市(櫃)金融業樣本數為：47家集團及83家公司；2005年已上市(櫃)金融業樣本數為：45家集團及82家公司；2006年已上市(櫃)金融業樣本數為：41家集團及73家公司；2007年已上市(櫃)金融業樣本數為：37家集團及72家公司；2008已上市(櫃)金融業樣本數為：48家集團及85家公司；2003至2008年已上市(櫃)金融集團數為266家，樣本公司合計數為451家公司。

⁸ 楊朝旭(2008)以我國2003年116個非金融產業集團，309家公司所進行的多角化實證研究中指出，2003年台灣的非金融產業集團之Tobin'q平均為1.3767。歐陽豪與張理誠(2008)以我國2005年至2007年的台灣非金融產業為樣本，其中，集團與及團組成公司數分別為：2005年之114家集團及691家公司，2006年之167家集團及659家公司及2007年之123家集團及699家公司，合計共得2,049個樣本，非金融產業集團之Tobin'q平均為5.0085。

2.變數定義：Tobin's Q 為集團分子公司之杜賓 Q；DT 為集團整體多角化程度；DR 為集團相關多角化程度，DU 為集團非相關多角化程度；SALES 為集團分子公司前期銷貨淨額，本研究以 ln(SALES) 衡量公司規模 (SIZE)；AGE 為公司成立年數；Gsize 為集團規模，以集團所擁有之分子公司家數來衡量；NOP 為集團分子公司之營業利益率；DIS_ACCU_T 為年報資訊揭露總分；DIS_ACCU1 為「財務與營運資訊透明度」(39-68)，DIS_ACCU2 為「董事會與股權結構」(69-87)；DUM_CC=有無召開法說會。

二、相關分析結果

表3列示研究變數間之Pearson 積差相關係數矩陣。其中，就市場績效指標—杜賓Q而言：金融集團組成公司之集團整體多角化指標(DT)、集團相關多角化指標(DR)、集團非相關多角化指標(DU)均與市場績效指標—杜賓Q間均呈不顯著之負相關(Pearson 相關係數分別為-0.026、-0.007及-0.051)；公司規模(SIZE) 與杜賓Q(Tobin's Q) 間呈不顯著正相關(相關係數為0.057)；公司年齡(AGE)、集團規模(GSIZE)及集團分子公司之營業利益率(NOP)均與杜賓Q間均呈不顯著之負相關(Pearson 相關係數分別為-0.075、-0.058及-0.033)；「財務與營運資訊透明度(DIS_ACCU1)」、「董事會與股權結構資訊透明度(DIS_ACCU2)」及「年報資訊揭露總分(DIS_ACCU_T)」均與杜賓Q間均呈顯著負相關(相關係數分別為-0.189、-0.0137及-0.181)；有無召開法說會(DUM_CC)與市場績效指標—杜賓Q間呈顯著正相關(相關係數為0.117)，法說會召開之次數(N_CC)與杜賓Q間呈不顯著之正相關(相關係數為0.075)。

表3 相關係數彙總表(全體樣本)

變數名稱	Tobin's Q	DT	DR	DU	SIZE	ln AGE	Gsize	NOPi	DUM_CC
Tobin's Q	1	-0.026 (0.605)	-0.007 (0.886)	-0.051 (0.308)	0.057 (0.221)	-0.075 (0.105)	-0.058 (0.226)	-0.033 (0.479)	0.117 (0.011)**
RET		0.060 (0.362)	-0.01 (0.873)	0.115 (0.077)	0.542 (0.000)***	-0.005 (0.935)	-0.122 (0.056)	0.300 (0.000)***	-0.077 (0.213)
DT		1	0.835 (0.000)***	0.749 (0.000)***	0.264 (0.000)***	0.039 (0.432)	0.229 (0.000)***	0.088 (0.075)*	-0.041 (0.405)
DR			1	0.419 (0.000)***	0.18 (0.000)***	0.042 (0.400)	0.173 (0.000)***	0.091 (0.068)*	0.020 (0.692)
DU				1	0.289 (0.000)***	-0.008 (0.877)	0.210 (0.000)***	0.076 (0.124)	-0.099 (0.045)**
SIZE					1	-0.107 (0.019)**	0.023 (0.627)	0.113 (0.014)**	0.012 (0.793)
ln AGE						1	-0.049 (0.299)	-0.147 (0.001)***	-0.462 (0.000)***
Gsize							1	0.011 (0.820)	0.104 (0.027)**
NOP								1	0.032 (0.483)
DUM_CC									1

1.樣本集團及公司家數：

2003年已上市(櫃)金融業樣本數為：48家集團及56家公司；2004年已上市(櫃)金融業樣本數為：47家集團及83家公司；2005年已上市(櫃)金融業樣本數為：45家集團及82家公司；2006年已上市(櫃)金融業樣本數為：41家集團及73家公司；2007年已上市(櫃)金融業樣本數為：37家集團及72家公司；2008已上市(櫃)金融業樣本數為：48家集團及85家公司；2003至2008年已上市(櫃)金融集團數為266家，樣本公司合計數為451家公司。

2.變數定義：Tobin's Q 為集團分子公司之杜賓Q；DT 為集團整體多角化程度；DR 為集團相關多角化程度，DU 為集團非相關多角化程度；SALES 為集團分子公司前期銷貨淨額，本研究以 $\ln(\text{SALES})$ 衡量公司規模(SIZE)；AGE 為公司成立年數；GSIZE 為集團規模，以集團所擁有之分子公司家數來衡量；NOP 為集團分子公司之營業利益率；DUM_CC= 有無召開法說會。

三、市場績效指標—杜賓Q (Tobin's Q)之迴歸分析

表4列示模式5與模式6之市場績效指標—杜賓Q之迴歸分析結果。由表4可知，兩模迴歸模式均不顯著(F值分別為0.934與40.815，均未達顯著水準)，調整後的判定係數($\text{adj}R^2$)分別為-0.001與-0.004，顯示模型5與模型6均不具解釋力，杜賓華特森值(DW)均為1.903(均介於1.5與2.0間)，顯示模式1與模式2之不同自變數所產生的誤差間之自我相關現象並不嚴重，模式1中6個自變數的VIF值均小於1.338，模式2中8個自變數的VIF值均小於1.362，所以自變數間的共線性並不嚴重，樣本數均為345家，至於各變數之分析結果則如下所述。

首先，在集團多角化方面，由表4模式5之迴歸結果可知，集團總多角化(DT)與組成公司之杜賓Q呈不顯著之負向影響(迴歸係數為-0.013， p 值 >0.1)，與預期方向一致，但因未達顯著水準，假說一(H1)未獲得支持，此結果與過去多數實證結果一偏向支持「多角化經營會降低公司績效」的實證結果一致(Wernerfelt and Montgomery 1988; Servaes 1996; 楊朝旭，2008)，但與歐陽豪等(2008)及歐陽豪與黃美惠(2009)的實證結果方向相反。模式6式之迴歸結果顯示，集團相關多角化(DR)對組成公司之杜賓Q 為不顯著之負向影響(迴歸係數為-0.004， p 值 >0.1)，與預期方向相反，但因未達顯著水準，未拒絕假說一之一(H11)，集團非相關多角化(DU)與組成公司之杜賓Q 亦呈不顯著的負向關係(迴歸係數為-0.023， p 值 >0.1)，與預期方向一致，因未達顯著水準，假說一之二(H12)未獲得支持，此實證結果與楊朝旭(2008)、歐陽豪等(2008)及歐陽豪與黃美惠(2009)的研究結果並不一致⁹，可能是市場績效受公司股價影響，影響股價的因素眾多，同時反應迅速，多角化策略的影響需要時間累積與發酵，因此多角化變數與市場績效指標的結果與預期相反或不顯著，此外，可能是金融機構包含金融控股公司與非金融控股公司兩類組織型態，不同型態的金融機構的多角化策略對公司績效的影響不同¹⁰，在正負抵銷後出現不顯著或與預期方向相反的實證結果(歐陽豪與蔣聲雄，2011)。過去文獻發現，當公司多角化經營的焦點置於與其本身相關的產業時，亦即相關多角化經營時，公司較能獲取多角化為組織所帶來的效益，增進公司經營績效(Rumelt1974; Montgomery 1979; Palepu 1985; 楊朝旭，2008; 歐陽豪等，2008; 歐陽豪與黃美惠，2009)。此外，也可能是我國金融機構的相關多角化策略效益未能充分發揮所致，2009年11月台灣與大陸簽訂「金融備忘錄(M.O.U.)」，2010年將與大陸簽定「兩案經濟合作架構協議(ECFA)」，金融機構高層應重新審視集團的相關多角化策略，以便提升集團整體績效。在自願性資訊揭露的代理指標—是否召開法人說明會方面，兩模式均達顯著水準(標準化迴歸係數分別為0.116與0.114，均達10%的顯著水準)，假說3獲得支持。

表5列示在區分為金融控股公司型態與非金融控股公司型態兩類下，模式5與模式6之市場績效指標—杜賓Q之迴歸分析結果。由表5可知，兩模迴歸模式之金融控股公司型態樣本顯著(F值分別為13.380與11.601，均達1%的顯著水準)，調整後的判定係數($\text{adj}R^2$)均為0.251，顯示模型5與模型6在金融控股公司型態均有相當的解釋力，杜賓華特森值(DW)分別為2.049與2.050(均介於2.0與2.5間)，顯示金融控股公司型態樣本下之模式5與模式6之不同自變數所產生的誤差間之自我相關現象並不嚴重，模式5中6個自變數的VIF值均小於1.371，模式6中8個自變數的VIF值均小於1.393，所以自變數間的共線性並不嚴重，樣本數均為254家，至於各變數之分析結果則如下所述。而兩模迴歸模式之非金融控股公司型態均不顯著(F值分別為-0.009與-0.017，均未達顯著水準)，調整後的判

⁹楊朝旭(2008)實證結果為：集團相關多角化(DR)與組成公司之Tobin'Q呈不顯著的正向關係，集團非相關多角化(DU)與組成公司之Tobin'Q呈顯著的負向關係；歐陽豪等(2008)的實證研究指出：集團相關多角化(DR)與組成公司之ROA呈顯著的正向關係，集團非相關多角化(DU)與組成公司之ROA呈不顯著的負向關係。歐陽豪與黃美惠(2009)對台灣2003至2007年金融集團企業之上市櫃公司為樣本進行年報資訊揭露進行統計及實證分析，結果發現：總多角化策略與市場績效間為不顯著負向關聯，相關(非相關)多角化與公司市場績效間為正向(負向)但不顯著之關聯。

定係數(adj R²)分別為-0.009與-0.017，均不具解釋力，杜賓華特森值(DW)分別為2.283與2.294(均介於2.0與2.5間)，顯示非金融控股公司型態樣本下之模式5與模式6之不同自變數所產生的誤差間之自我相關現象並不嚴重，模式5中6個自變數的VIF值均小於1.249，模式6中8個自變數的VIF值均小於3.0105，所以自變數間的共線性並不嚴重，樣本數均為91家，至於各變數之分析結果則如下所述。

表4、集團多角化策略與法人說明會與對市場績效指標—杜賓Q(Tobin's Q)之影響彙總表

自變數	預期符號	模式 5	變異膨脹因子(VIF)	模式 6	變異膨脹因子(VIF)
截距項	?	0.945 (8.106)***		0.942 (8.074)***	
DT	?	-0.013 (-0.214)	1.122		
DR	+			-0.004 (-0.063)	1.226
DU	+			-0.023 (-0.349)	1.337
Ln(SIZE)	+	0.000 (0.000)	1.119	0.004 (0.068)	1.150
Ln(AGE)	?	-0.033 (-0.502)	1.325	-0.034 (-0.516)	1.332
GSIZE	+	-0.006 (-0.093)	1.059	-0.004 (-0.062)	1.060
NOP	+	0.000 (-0.013)	1.049	0.000 (-0.008)	1.053
DUM_CC	+	0.116 (1.731)*	1.338	0.114 (1.684)*	1.362
Adj R ²		-0.001	-0.004		
Model F		0.934	0.815		
DW		1.903	1.903		
N		345	345		

1.樣本集團及公司家數：

2003年已上市(櫃)金融業樣本數為：48家集團及56家公司；2004年已上市(櫃)金融業樣本數為：47家集團及83家公司；2005年已上市(櫃)金融業樣本數為：45家集團及82家公司；2006年已上市(櫃)金融業樣本數為：41家集團及73家公司；2007年已上市(櫃)金融業樣本數為：37家集團及72家公司；2008已上市(櫃)金融業樣本數為：48家集團及85家公司；2003至2008年已上市(櫃)金融集團數為266家，樣本公司合計數為451家公司。

2.變數定義：Tobin's Q 為集團分子公司之杜賓 Q；DT 為集團整體多角化程度；DR 為集團相關多角化程度，DU 為集團非相關多角化程度；SALES 為集團分子公司前期銷貨淨額，本研究以 ln(SALES) 衡量公司規模(SIZE)；AGE 為公司成立年數；GSIZE 為集團規模，以集團所擁有之分子公司家數來衡量；NOP 為集團分子公司之營業利益率；DIS_ACCU_T 為年報資訊揭露總分；DIS_ACCU1 為「財務與營運資訊透明度」(39-68)，DIS_ACCU2 為「董事會與股權結構」(69-87)；DUM_CC=有無召開法說會。

3.(***)表示達1%的顯著水準；(**)表示達5%的顯著水準；(*)表示達10%的顯著水準。

首先，在集團多角化方面，由表5金融控股公司型態與非金融控股公司型態之模式5與模式6之迴歸結果可知，金融控股公司型態之集團總多角化(DT)與相關多角化(DR)對組成公司之杜賓Q均呈不顯著之負向影響(標準化迴歸係數分別為-0.023與-0.005，p值均>0.1)，非金融控股公司型態之集團總多角化與相關多角化對組成公司之杜賓Q均呈不顯著之正向影響(標準化迴歸係數分別為0.016與0.127，p值均>0.1)，與預期方向一致，顯示金融控股公司組織型態減弱總多角化策略與相關多角化策略對市場績效的影響，非金融控股公司型態反而增強總多角化策略與相關多角化策略對市場績效的影響，但因未達顯著水準，假說二之一未獲得支持，此結果與歐陽豪與蔣聲雄(2011)的實證結果一致；金融控股公司型態與非金融控股公司型態之非相關多角化對組成公司之杜賓Q均呈不顯著之負向影響(標準化迴歸係數分別為-0.064與-0.133，p值均>0.1)，顯示金融控股公司組織型態與非金融控股公司型態均增強非相關多角化策略對市場績效不利的影響，但因未達顯著水準，假說二之二未獲得支持，此結果與歐陽豪與蔣聲雄(2011)的實證結果並不一致¹¹。

在自願性資訊揭露的代理指標一是否召開法人說明會方面，金融控股公司型態之模式5與模式6對市場績效均為顯著正向影響(標準化迴歸係數分別為0.179與0.174，均達1%的顯著水準)，假說三獲得支持；非金融控股公司型態之模式5與模式6對市場績效的影響均不顯著(標準化迴歸係數分別為0.004與-0.005，均未達顯著水準)，假說三務獲得支持，比較兩組織型態的係數，假說四獲得支持。

在其他控制變數方面，金融控股公司型態組成公司之規模自然對數值[Ln(SIZE)]對杜賓Q均為不顯著之正向影響(標準化迴歸係數分別為0.088與0.104，p值均>0.1)，顯示規模越大的公司，集團組成公司的市場績效越佳，與預期方向一致，推測可能是金融控股公司之公司規模可能均未超過最適規模，因此隨著公司規模擴大，內部經濟因素的影響高於內部不經濟因素的影響，使公司之市場績效隨之提升。金融控股公司型態集團組成公司成立年數自然對數值[Ln(AGE)]對杜賓Q均為顯著之正向影響(標準化迴歸係數分別為-0.389與-0.3923，p值均<0.01)，就金融控股公司集團言，在我國因成立年不久，所以成立越久的金融企業，在未能達成成本節省、交叉銷售與資本配置的三C原則，使其市佔率與多角化策略與在消費者心目中的印象產減分作用，同時在綜效效益未發揮下，反而降低公司潛在獲利空間，導致其市場績效較差。就非金融控股公司集團言，在我國已是歷史悠久的企業，而成立越久的非金融控股公司的金融機構，可能將資源及中投入劇比較利益的金融區隔市場，加上產業中因競爭者較少而使公司潛在獲利空間題稱，導致其市場績效較佳(標準化迴歸係數分別為0.260與0.257，均達5%的顯著水準)。

集對金融控股公司型態之集團規模(GSIZE)對組成公司之杜賓Q均為不顯著正向影響(標準化迴歸係數分別為0.054與0.061，p值均>0.1)，非金融控股公司之集團規模對組成公司之杜賓Q均為不顯著負向影響(標準化迴歸係數分別為-0.076與-0.060，p值均>0.1)，顯示金控集團成員數量較非金控集團為多，成員間分享金融創新產品及共享客戶資料下，使集團內部各組成公司彼此間的合作所帶來的綜效效益，高於非金融控股公司。金融控股公司型態之營業利益率(NOP)對組成公司杜賓Q均為顯著負向影響(標準化迴歸係數分別為-0.181與-0.179，p值皆<0.01)，顯示集團組成公司之營業利益率愈高，集團組成公司之杜賓Q愈低，推測可能是市場績效受公司股價影響，影響股價的因素眾多，同時反應迅速，營業利益率是會計績效，受會計準則一權責基礎影響，同有時間的落後性所致，非金融控股公司型態之營業利益率對組成公司杜賓Q均為不顯著正向影響(標準化迴歸係數分別為0.159與0.155，p值皆>0.1)。

¹¹歐陽豪與蔣聲雄(2011)以台灣2003至2009年金融集團企業之上市櫃公司為樣本進行多角化指標計算，並遵循證基會第8屆資訊揭露評鑑中的50項年報資訊揭露指標，以內容分析法進行評分，實證結果發現：「集團整體多角化策略(DT)」對市場績效—杜賓Q(Tobin's Q)為顯著正向的影響，「集團整體相關多角化策略(DR)」與「非相關多角化策略(DU)」對杜賓Q(Tobin's Q)分別顯著正向與不顯著負向的影響，年報資訊揭露對公司績效為不顯著的正向影響；金融控股公司型態對「總多角化策略」及「相關多角化」有減弱的調節效果，金融控股公司型態對「非相關多角化」則有增強的調節效果。

表5、金融控股公司與非金融控股公司之集團多角化策略、法人說明會與對市場績效指標—杜賓Q(Tobin's Q)之影響彙總表

因變數：杜賓 Q(Tobin'q)									
自變數	預期符號	模式 5 (DUM_FHC=1)	變異膨脹因子 (VIF)	模式 5 (DUM_FHC=0)	變異膨脹因子 (VIF)	模式 6 (DUM_FHC=1)	變異膨脹因子 (VIF)	模式 6 (DUM_FHC=0)	變異膨脹因子 (VIF)
截距項	?	0.996 (16.348)***		0.391 (0.904)		0.989 (16.209)***		0.441 (1.000)	
DT	?	-0.023 (-0.362)	1.154	0.016 (0.131)	1.126				
DR	+					-0.005 (-0.070)	1.219	0.127 (0.651)	2.889
DU	+					-0.064 (-0.945)	1.350	-0.133 (-0.655)	3.105
Ln(SIZE)	+	0.088 (1.412)	1.154	-0.038 (-0.310)	1.124	0.104 (1.634)	1.191	-0.019 (-0.150)	1.182
Ln(AGE)	?	-0.389 (-5.754)***	1.356	0.260 (2.058)**	1.217	-0.393 (-5.771)***	1.376	0.257 (2.021)**	1.219
GSIZE	+	0.054 (0.911)	1.057	-0.076 (-0.593)	1.249	0.061 (1.022)	1.059	-0.060 (-0.458)	1.292
NOP	+	-0.181 (-3.046)***	1.041	0.159 (1.325)	1.105	-0.179 (-3.009)***	1.045	0.155 (1.283)	1.108
DUM_CC	+	0.179 (2.630)***	1.371	0.004 (0.031)	1.061	0.174 (2.530)**	1.393	-0.005 (-0.044)	1.074
Adj R ²		0.251		-0.009		0.251		-0.017	
Model F		13.380***		0.881		11.601***		0.815	
DW		2.049		2.283		2.050		2.294	
N		254		91		254		91	

1.樣本集團及公司家數：

2003年已上市(櫃)金融業樣本數為：48家集團及56家公司；2004年已上市(櫃)金融業樣本數為：47家集團及83家公司；2005年已上市(櫃)金融業樣本數為：45家集團及82家公司；2006年已上市(櫃)金融業樣本數為：41家集團及73家公司；2007年已上市(櫃)金融業樣本數為：37家集團及72家公司；2008已上市(櫃)金融業樣本數為：48家集團及85家公司；2003至2008年已上市(櫃)金融集團數為266家，樣本公司合計數為451家公司。

2.變數定義：Tobin's Q 為集團分子公司之杜賓 Q；DT 為集團整體多角化程度；DR 為集團相關多角化程度，DU 為集團非相關多角化程度；SALES 為集團分子公司前期銷貨淨額，本研究以 ln(SALES) 衡量公司規模(SIZE)；AGE 為公司成立年數；GSIZE 為集團規模，以集團所擁有之分子公司家數來衡量；NOP 為集團分子公司之營業利益率；DUM_CC=有無召開法說會。

伍、結論與限制

一、研究結論

本研究係遵循林惠文(2001)、楊朝旭(2008)及歐陽豪與黃美惠(2009)及歐陽豪與蔣聲雄(2011)的研究，目的探討金融集團企業多角化策略與年報資訊揭露對金融機構市場績效的影響。以我國2003年至2008年金融集團企業之上市櫃公司為樣本進行分析，結果發現：全體金融樣本下，本研究的模型未達顯著水準，集團總多角化

策略(DT)、相關多角化(DR)策略及非相關多角化策略(DU)對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均為不顯著之負向影響，自願性資訊揭露的代理指標—是否召開法人說明會對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均為顯著上項影響。

在區分為金融控股公司型態與非金融控股公司型態兩類下，金融控股公司型態模式達1%的顯著水準，非金融控股公司型態未達顯著水準，金融控股公司型態之集團總多角化(DT)與相關多角化(DR)對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均呈不顯著之負向影響，非金融控股公司型態之集團總多角化(DT)與相關多角化(DR)對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均呈不顯著之正向影響，顯示金融控股公司組織型態減弱總多角化策略與相關多角化策略對市場績效的影響，非金融控股公司型態反而增強總多角化策略與相關多角化策略對市場績效的影響，但因未達顯著水準，假說二之一未獲得支持；金融控股公司型態與非金融控股公司型態之非相關多角化(DU)對組成公司之杜賓Q (Tobin's Q)均呈不顯著之負向影響，顯示金融控股公司組織型態與非金融控股公司型態均增強非相關多角化策略對市場績效不利的影響；金融控股公司型態之自願性資訊揭露代理指標—是否召開法人說明會對市場績效均為顯著正向影響；非金融控股公司型態之是否召開法人說明會對市場績效的影響均不顯著。

二、研究限制

在研究限制方面。本研究僅能取得研究時點集團企業成員之現狀，而無追溯過去多年集團成員隨著時間之經過而變動的資料，同時基於資料蒐集與產品歸類繁雜之困難，本研究僅以2003年至2007年的資料進行分析，並與楊朝旭(2008)及歐陽豪等(2008)的橫斷面研究相對照(楊朝旭採我國2003年的資料，未考慮資訊揭露；歐陽豪與蔣聲雄(2011)採我國2003年至2009年金融採業資料，考慮第8屆年報資訊揭露)，如此可能造成的外部效度仍不足。此限制有待後續研究者做進一步的補強與擴充。另外，關於集團多角化的衡量，本研究僅以熵比(entropy)法進行分析，未以其它三種方法進行多角化的研究，同時，本研究僅考慮台灣金融集團中上市上櫃公司的資料，然而集團企業仍有不少組成公司為非上市櫃或位於海外，受限於資料取得不易，而未納入集團多角化衡量之中，可能造成多角化的衡量與集團實際情況有所差異。

參考文獻

- [1] 李建然、陳信吉與張石義珍(2005)，*資訊評鑑系統與股票評價之攸關性*，當前會計理論與實務研討會，銘傳大學，台北。
- [2] 金城隆，林美鳳與梁家紋(2008)，*公司治理結構和法人說明會之關聯性研究*，管理學報，第25卷，2期，221-243。
- [3] 林惠文(2001)，*國際化與多角化策略對財務績效之影響—本國銀行業之比較分析*，商管科技季刊，第二卷第四期，377-397。
- [4] 吳學良、張祥憲與李振宇(2003)，*研究發展投入、績效與公司規模之關聯性研究：全球企業之實證*，經濟情勢暨評論季刊，第9卷第1期(6月)，281-250。
- [5] 陳冠宙、陳育成與陳雪如(2005年)，*影響上市公司網站資訊明度因子之實證*，會計與公司治理，第二卷第一期，33-59。
- [6] 薛明玲與蔡朝安(2003)，*從資訊揭露看公司治理*，月旦法學雜誌，第96卷，335-343。
- [7] 楊朝旭(2008)，*集團多角化對研發外溢調節效果之研究*，會計評論，第46期，31-65。
- [8] 劉正田(2002)，*無形資產、成長機會與股票報酬關係之研究*，會計評論，第35期(7月)，1-29。
- [9] 歐進士(1998)，*我國企業研究發展與經營績效關聯之實證研究*，中山管理評論，第6卷第2期(6月)，357-385。
- [10] 歐陽豪與王玉昌(2009)，*公司治理機制和自願性資訊揭露間之關連性實證分析—以法人說明會為例*，2009年亞洲就業、創業與投資管理研討會，和春技術學院。
- [11] 歐陽豪、林建璋、黃宥甄、林香君與梁鎩麟(2008)，*股權結構、董事會組成及公司特性與網路資訊揭露間關聯之實證研究*，2008管理與技術國際學術研討會，雲林科技大學，斗六。

- [12] 歐陽豪、林建璋與黃宥甄(2008)，*年報資訊揭露與股權結構、董事會組成與公司特性間關聯之實証分析*，第十一屆兩岸中華文化與經營管理學術研討會，成功大學、江蘇大學，A-9-1—A-9-16。
- [13] 歐陽豪、張理誠與黃宥甄(2008)，*集團多角化公司與資訊揭露對研發正外部性調節效果之實証研究*，第十一屆兩岸中華文化與經營管理學術研討會，成功大學、江蘇大學，G-3-1—G-3-18。
- [14] 歐陽豪與黃美惠(2009)，*多角化策略與年報資訊揭露對金融產業公司績效影響之實証分析*，2009 第五屆企業國際化理論與實務研討會，長榮大學。
- [15] 歐陽豪與蔣聲雄(2011)，*年報資訊揭露與多角化策略對金融產業公司績效影響之實証研究—金融控股公司對多角化策略調節效果*，2011 中部財金學術聯盟暨第八屆金融市場研討會。
- [16] 闕河士、管瑞昌與黃旭輝(2000)，*研究發展密集度與專利對股票績效影響—以台灣上市公司為例*，*產業管理學報*，第 1 卷第 2 期 (4 月) 257-268。
- [17] 13.Amit, R., & Livnat, J., (1988). Diversification Strategies, Business Cycles and Economic Performance. *Strategic Management Journal*, 9(2), 99-110.
- [18] 14.Barry, C.B., and S. J. Brown.,(1985). Discretionary Information and Security Market Equilibrium. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* ,20, 407-422.
- [19] 15.Berger, P., and E. Ofek.,(1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.
- [20] Bernstein, L. A., and J. J. Wild.,(2000). *Analysis of Financial Statements*. Singapore: McGraw-Hill.
- [21] Bettis, R.A.,(1981). Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms . *Strategic Management Journal*, 2(4), 379-393.
- [22] Brealey, R. A., and S. C. Myers.,(2000). *Principles of Corporate Finance*. 6th ed. New York, NY: McGraw-Hill.
- [23] Cardinal, L. B., and T. C. Opler.(1995). Corporate diversification and innovative efficiency: An empirical study.*Journal of Accounting and Economics*, 19 (March-May), 365-381.
- [24] Grossman, G., and E. Helpman.,(1994). Endogenous innovation in the theory of growth.*Journal of Economic Perspectives*, 8 (Winter), 23-44.
- [25] Hamilton, R.T. & Shergill, G. S.,(1993). Extent of diversification and company performance: The New Zealand evidence. *Managerial and Decision Economics*, Vol.14(1), 47-52.
- [26] Harris, M., C. H. Kriebel, and R. Raviv.,(1982). Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation. *Management Science*, 28 (June), 604-62.
- [27] Healy, P., A. Hutton and K. Palepu.,(1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* ,16, 485-520.
- [28] Hill, C.W.L. and Hoskisson, R.E.,(1987). Strategy and Structures in the Multiproduct Firm. *Academy of management Review*, 12, 331-341.
- [29] Hoskisson, R. E., and R. A. Hitt.,(1990). Antecedents and performance outcomes of diversification: A review and critique of theoretical perspectives. *Journal of Management*, 16 (June), 461-509.
- [30] Imel, B. and Helmberger, P.,(1971). Estimation of Structure-profit Relationships with Application to the Food processing Sector. *The American Economic Review*, Vol.41, Sep., 614-627.
- [31] Jacquemin, A., and C. H. Berry.,(1979). Entropy measure of diversification and corporate growth. *Journal of Industrial Economics* ,27 (June), 359-369.
- [32] Keats, B.W.,(1990). An Empirical Investigation of Strategic Investment Decision Models. *Strategic Management Journal*, 12(3), 243-250. (Research Note)
- [33] Keats, B. W., and M. A. Hitt.,(1988). A causal model of linkages among environmental dimensions, macro

- organizational characteristics, and performance. *Academy of Management Journal* ,31 (September), 570-598.
- [34] Khanna, T., and K. Palepu.,(2000). Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups. *The Journal of Finance*, 55 (April), 867-891.
- [35] Khanna, T., and W. Rivkin.,(2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 22 (January), 45-47.
- [36] Klette, T. J.,(1996). R&D, scope economies, and plant performance.*Rand Journal of Economics*, 27 (Autumn), 502-522.
- [37] Luo, Y., and M. Chen.,(1997). *Business Strategy, Investment Strategy, and Performance of International Joint Ventures*. San Francisco, CA: New Lexington Press.
- [38] Markides, C.C & Williamson, P.J.,(1994). Related Diversification, Core Competencies & Corporate Performance. *Strategic Management Journal*, 15, 149-165.
- [39] Megna, P., and M., Klock.,(1993). The Impact of intangible capital on Tobin's q in the semiconductor industry. *American Economic Review* ,83 (May), 265-269.
- [40] Montgomery, C. A.,(1994).Corporate diversification. *Journal of Economic Perspectives*, 8 (Summer), 163-178.
- [41] Newbound, G., P. Buckley, and J. Turwell.,(1978). *Going International: The Experience of Smaller Companies Overseas*. Somerset, NJ: Halstead Press.
- [42] Nguyen, T.H., Seror, A., & Devinney, T.M.,(1990). Diversification Strategy and Performance in Canadian Manufacturing Firms. *Strategic Management Journal*, 11(5), 411-418. (Research Note)
- [43] Palepu, K. G.,(1985).Diversification strategy, profit performance, and the entropy measure. *Strategic Management Journal*, 6 (July-September), 239-255.
- [44] Peters, T. I., & Waterman, R. H.,(1982). *In search of excellence*. New York: Harper & Row.
- [45] Ramaswamy, K., Kroeck, K. G. and Renforth, W.,(1996). Measuringthe Degree of Internationalization of Firms: A Comment. *Journal of International Business Studies*, Vol. 27, First Quarter, 167-177.
- [46] Reed, R. and Luffman, G. A.,(1986). Diversification: The Growing Conclusion. *Strategic Management Journal*, Vol, 7, 29-35.
- [47] Rumelt, R. P.,(1974). *Strategy, Structure and Economic Performance*. Boston, MA: Harvard University Press.
- [48] Simmonds, P.G.,(1990). The Combined Diversification Breadth and Mode Dimensions and the Performance of Large Diversified Firms. *Strategic Management Journal*, 11(5), 399-410.
- [49] Servaes, H.,(1996). The value of diversification during the conglomerate merge wave. *Journal of Finance*, 51 (September), 1201-1225.
- [50] Shan, W., G. Walker, and B. Kogut.,(1994). Interfirm cooperation and startup innovation in the biotechnology industry. *Strategic Management Journal*,15 (June), 387-349.
- [51] Stickney, C. P.,(1999). *Financial Reporting and Statement Analysis*. A strategic Perspective, 4th ed. Orlando, FL: Dryden Press.
- [52] Williamson, O. E.,(1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implication*. Macmillan Publishing Co., Inc., New York.