國立政治大學風險管理與保險學系

碩士學位論文

金融控股公司之財務績效評估

—應用多變量分析方法

Applying the Multivariate Analysis in Evaluating the Performance of the Financial Holding Companies

指導教授：張士傑 博士

研究生：鄭熒熒 撰

中華民國 110 年 7 月

DOI:10.6814/NCCU202101282

摘要

為使我國金融機構如何創造經營綜效，提供全面性的金融服務，又國內金融機構家數過多，容易導致惡性競爭，因此透過 2000 年「金融機構合併法」和 2001 年「金融控股公司法」，推動金融機構間同業與異業間的合併，成立金融控股公司。由於近年來台灣金控市場家數已近飽和，預期透過本研究探討金控公司財務績效於金融市場上之經營效益。

本研究以 2015 年至 2020 年之台灣 15 家上市金控為樣本，收集代表金控公司財務績效之 6 個變數進行主成份分析，萃取成兩個主成份評估金控相對財務績效，並利用階層式集群方法將金控按照財務績效結果分為三個主要群，並探討（1）金控經營主體對財務績效之差異分析（2）公民營金控對財務績效之差異分析（3）金控財務績效隨時間之變化。

透過統計研究結果發現：(1)具有銀行與保險子公司之雙引擎發展金控，於財務績效方面有最優的表現，其次以銀行為主體金控之財務績效；（2）泛公股金控和以銀行為主體的民營金控在財務績效表現上無明顯差異；（3）績效最優的第一群隨著時間推進，金控家數有增加的趨勢。

關鍵字：金融控股公司、財務績效、主成份分析、階層式集群分析

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

Abstract

In order to deliver One-Stop-Services and increase the marketing synergy across financial industries, 「The Financial Institutions Merger Act」 in 2000 and 「Financial Holdings Company Act」 in 2001 were promulgated to promote the mergers between different financial industry. Hence the Financial Holding Companies (FHCs) were established.

This paper examines the performance for 15 FHCs in Taiwan from year 2015 through year 2020. In this study, we tried to utilize 6 financial variables to reduce them into 2 independent financial indices by Principal Component Analysis. According to FHC's performance, 15 FHCs were separated into 3 groups by using Hierarchical Cluster Analysis. We explored that (1) The performances among different main business of FHCs. (2) The performances between public and private FHCs. (3) The changes in performance during the period.

The results show that (1) The performances of main business with dual-engine strategies FHCs perform the best. (2) The performances of public and private FHCs do not have significant differences. (3) The quantity of FHCs in the best performance cluster is increasing during the period.

Keywords: Financial Holding Company, Financial Performance, Principal Component Analysis, Hierarchical Cluster Analysis

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

目錄

摘要 **2**

ABSTRACT **3**

目錄 **4**

表目次 **5**

圖目次 **5**

第一章 緒論 **6**

一、研究背景與動機 6

二、研究目的 11

三、研究架構 12

第二章 文獻探討 **14**

一、金融控股公司定義 14

二、金融機構績效相關文獻 15

三、多變量分析 17

第三章 研究方法 **18**

一、績效衡量指標選取 18

二、研究方法 20

第四章 實證結果分析 **25**

一、敘述統計 25

二、主成份分析結果 26

三、集群分析結果 32

第五章 結論 **37**

一、總結 37

二、未來建議 38

參考文獻 **39**

附件一 **41**

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

表目次

表格 1 台灣上市金控組織成員表.....10
表格 2 文獻變數整理.....19
表格 3 2015-2020 金控敘述統計表.....25
表格 4 2015 年至 2020 年各項指標平均值的相關係數.....26
表格 5 各主成份特徵值.....27
表格 6 主成份特徵向量.....28
表格 7 主成份正負值定義.....28
表格 8 金控財務績效分群.....32

圖目次

圖表 1 本篇論文研究架構.....13
圖表 2 金融控股公司組織架構.....14
圖表 3 2015 年至 2020 年各家金控財務績效 Biplots.....31
圖表 4 各群組標準化後變數平均值.....33
圖表 5 以保險或證券票券為主體的財務績效平均值.....33
圖表 6 以銀行為主體的泛公股和民營金控財務績效平均值.....35
圖表 7 各家金控財務績效分群樹狀圖.....43

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

第一章 緒論

一、研究背景與動機

為了要解決銀行過剩（Overbanking）的問題，在 2001 年先後通過「金融控股公司法」和「金融機構合併法」，這兩部法律的實施，促進了金融機構的整合，發揮了較高的經濟效能，也是金融行銷與服務上產生新的變化，目的是希望能藉由整併手段解決長久以來銀行過多的問題，進而擴大規模、改善營運績效，以提高金融體系的穩定度。然而，當時候這一波的合併，未如預期解決銀行數量的問題。原因有二：（1）當銀行被納入金控旗下時，除少數案例（如兆豐商銀與中國國際商銀合併）外，其他僅是成為集團內的子公司，實際上銀行家數並無改變；（2）當時暫停設立新分行的政策使分行執照顯得格外珍貴，金控在併購後自然不會輕易減少分行。因此，影響實在有限。在成立金控公司之浪潮退去後，往後數年間，各金控公司及銀行業的併購行為明顯 趨於沉寂。主要係因未併入金控公司之銀行所剩不多，故併購方更加謹慎，而出售方亦待價而沽。

金管會曾表示，國內金控家數只會減少不會增加，指出 16 家金控已經太多，不會再核發新的執照。為了有效解決金融機構過多的問題，金管會在 2018 年時針對金金併提出「增加金融機構整併誘因的政策方向」，7 月時召開公聽會聽取各方意見，並在 11 月 30 日，正式公布金金併的相關法規，在鼓勵金融併購上，可區分為「敵意併購」和「惡意併購」。敵意併購方面，當時有共有 5 家金控、6 家銀行先後拿到身為買家的資格，分別是：富邦金、中信金、國泰金、玉山金、台新金，而銀行方面則是：台北富邦、國泰世華、中信、玉山、台新、上海商銀。

為了提供友善之併購法規環境，提供本已符合大股東適格性要求之金融控股公司或銀行，先以參股合作擔任其他金融機構持股超過 10%之大股東，再洽商整併之機會，並以資本計提之彈性處理方案作為誘因。該會議主要係就金管會規劃之政策方向、參股投資之購股方式、申請人應具備資格、資本計提彈性處理方案等議題進行討論，重點如下：

（1）政策對象為民營金融機構

（2）參股比率：首次投資持股比率不能超過 10%。

DOI:10.6814/NCCU202101282

（3）購股方式：首次投資應採公開收購。擬參股投資之標的已選定，未經金管會核准參股投資前，不得透過關係企業先進行投資布局，關係企業先前因財務性投資之持股，不得再主動增加。經金管會核准參股投資，依公開收購規定進行股份收購時，關係企業不得為應賣人。未依原定投資計畫完成公開收購者，於一年內不得就同一金融機構進行公開收購。

（4）非合意併購案件，除應符合原業法所規定之轉投資條件(如財務、守法性條件)外，另須同時符合下列條件：

I. 資本充足：設算以資本計提彈性處理方案所計算取得控制性持股後之資本適足率及雙重槓桿比率(銀行為投資限額)，須符合法定標準。

II. 經營能力佳：最近 3 個年度 ROE 及 ROA 平均數屬同業前 2/3 水準。

III. 有國際佈局發展能力：申請人於 3 個以上國家或地區設有營業據點(不含辦事處)，且其中 1 個營業據點經營業務超過 5 年 (申請人為金融控股公司者，以旗下子公司之合計營業據點計算)。

IV. 企業社會責任良好：前一年度之公司治理評鑑屬前 35%，並能提出深耕社會責任具體事蹟者(例如積極參與社會或公益活動、消費者保護、勞資關係與員工福利、環境永續等)。

（5）完成整併期限：申請人須承諾核准後三年內完成整併，無法依核准期限完成整併者，除經金管會核准外，需於期限內釋出持股。完成整併後可再申請轉投資另一家金融機構。完成整併指投資與被投資金融機構作成合併決議，或將被投資之金融機構納入成為具有實質控制力且持股超過 25%之子公司。

（6）資本計提之彈性處理方案內容及適用範圍：

I. 投資主體為銀行者，投資主體為銀行者，該投資於整併規劃期限內，於計算資本適足率時，得帳列交易簿，適用 200%風險權數之方式計提資本，無須於自有資本中扣除；投資主體為金融控股公司者，該投資於整併規劃期限內，其應計提之法定資本需求，比照銀行為主體投資時採風險權數 200%之應計提資本數額（即投資金額之 20%）。

II. 國內併購投資，無論屬合意或非合意併購，於整併規劃之期限內(最長 3 年)，均得適用資本計提之彈性處理方案適用範圍；國外併購投資，可於一

DOI:10.6814/NCCU202101282

定期間內(最長 3 年)完成整併者，於整併規劃期限內，比照適用資本計提之彈性處理方案。

台灣史上第一宗的金金併是 2020 年底富邦金宣布以新台幣每股 13 元公開收購日盛金流通在外 50%的股權，最終目標為取得 100%的股權。富邦金背後的動機除了為因應政府的金金併政策，強化銀行及證券業務以達成規模經濟更是主要考量。日盛金擁有 59 年歷史的老牌券商，客戶基礎穩固。日盛金目前有 44 家銀行，富邦金則有 135 家銀行，併購後全台的銀行家數有望達到第一。證券經紀市場方面市占率第三（5.54%）的富邦證券在併購市占率第七（3.59%）的日盛證券後，富邦證券經紀有望達到第二。2021 年 3 月，富邦金宣布成功收購日盛金超過 50%的股權，預計年底完成金控合併，明年完成子公司合併。另外，國票金也在 2021 年 2 月宣布授權董事長針對「投資業務」進行洽談交易條件，而外界普遍認為該投資業務指的是安泰銀行。併購動機無外乎是因為國票金控為所有金控中唯一一間尚未有銀行業務的公司，畢竟所有的金融交易都要透過銀行來完成。

台新金，是一家以消費金融銀行為主體的金控，以 2019 年資料來看，旗下的台新銀行獲利能力佔台新金獲利達 82%，台新證券獲利僅佔 4%。台新金多年來獨缺壽險版圖，所以在保德信人壽宣布出售後，台新金就全力備戰勢必要拿下保德信人壽。2020 年 8 月，台新金和保德信人壽簽署了 55 億元的交割款。經過 10 個月的努力，在 2021 年 6 月 1 日台新金終於獲得主管機關的認可，成功收購保德信人壽 100%的股權，並在 6 月 30 日完成交割。因應併購交割款 55 億元，台新金出售了彰化銀行的持股，已於 6 月 10 日在集中市場出售達 2 億股，共計 31 億元，其餘約 24 億元以短期借款的商業本票支應，完成交割後，台新金 7 月初將再出售 2 億股彰化銀行，支應合併交割款相當充足。同年 8 月底，保德信人壽將改名為台新人壽。台灣金融業除了持續強化並改善營運績效，預計將持續透過國內外併購來擴大市場規模綜效及快速取得技術，以提升競爭優勢。下表整理了目前金控的組織成員表。

DOI:10.6814/NCCU202101282

成立日期	名稱	主體業務	經營之子公司
2001 年 12 月 19 日	華南金控	華南銀行	華南銀行、華南永昌綜合証券、華南產物保險、華南金資產管理、華南金創業投資、華南永昌投信
2001 年 12 月 19 日	富邦金控	富邦人壽、台北富邦銀行	台北富邦銀行、富邦証券、富邦產險、富邦人壽、富邦投信、富邦金控創投、富邦資產管理、富邦行銷、運彩科技、富邦銀行（香港）
2001 年 12 月 28 日	中華開發金控	中國人壽	中國人壽、凱基銀行、凱基證券、中華開發資本
2001 年 12 月 31 日	國泰金控	國泰人壽、國泰世華銀行	國泰人壽、國泰世華銀行、國泰產險、國泰綜合証券、國泰投顧、國泰投信
2002 年 1 月 28 日	玉山金控	玉山銀行	玉山銀行、玉山證券、玉山創投
2002 年 2 月 4 日	兆豐金控	兆豐銀行	兆豐証券、兆豐票券、兆豐銀行、兆豐保險、兆豐資產、兆豐投信
2002 年 2 月 4 日	元大金控	元大證券	元大期貨、元大投信、元大証券、元大投顧、元大人壽、元大國際資產管理、元大創投、元大銀行
2002 年 2 月 5 日	日盛金控	日盛證券	日盛證券、日盛銀行、日盛期貨、日盛投顧、日盛產代、日盛保代、日盛香港嘉富
2002 年 2 月 18 日	台新金控	台新銀行	台新銀行、台新証券、台新資產、台新創投、台新投信、台新投顧
2002 年 2 月 19 日	新光金控	新光人壽	新光人壽、元富証券、新光銀行、新光投信、新光金保代、新光金創投
2002 年 3 月 26 日	國票金控	國際票券	國際票券、國票綜合證券、國票創投
2002 年 5 月 9 日	永豐金控	永豐銀行	永豐銀行、永豐金証券、永豐金租賃、永豐投信、永豐創業投資

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

2002 年 5 月 17 日	中國信托金控	中國信託商業銀行、台灣人壽	中國信托商業銀行、台灣人壽、中國信托証券、中國信托創投、中國信托資產管理、中國信託投信、中信保全、台灣彩券
2003 年 1 月 2 日	第一金控	第一銀行	第一銀行、第一金証券、第一金投信、第一金人壽、第一金 AMC、第一創投、第一管理顧問、第一金投顧、第一金和昇證券、一銀租賃、一銀國際租賃
2011 年 12 月 1 日	合庫金控	合作金庫商業銀行	合作金庫商業銀行、合作金庫証券、合作金庫資產管理、合作金庫票券、合作金庫人壽、合庫創業投資

表格 1 台灣上市金控組織成員表

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

二、研究目的

隨著金金併是未來的趨勢，預計將持續透過國內外併購來擴大市場規模綜效及快速取得技術，以提升競爭優勢，而獲利能力與資產規模往往呈現正相關。若要提升營運績效，金融界的進一步整併勢不可免。在整併前，要先探討各家金控的優劣來判斷整併的需求和對象，透過 6 個績效指標來判斷金控公司的財務績效。

本文的研究目的主要分為以下三點:

（1）探討金控經營主體對財務績效的影響

檢定各性質別金控公司是否將因其企業主體性質之不同，而在財務績效上會有不同的表現。

（2）探討公民營金控對財務績效的影響

檢定相同企業主體性質的公司，在政府的持股下是否會造成財務績效的不同。

（3）探討金控財務績效隨時間的變化

了解近 6 年的金控市場的變化，績效較好的金控是否隨著時間的推進而增加。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

三、研究架構

本篇研究共分為五章節，依序為緒論、文獻探討、研究方法、實證結果分析及結論與建議，研究流程圖如圖表 1，各章節內容概述如下:

第一章 緒論

概述並說明本篇研究背景、目的及研究架構。共分「研究背景與動機」、「研究目的」與「研究架構」三節。

第二章 文獻探討

首先先定義金控，並列述以往有關金控財務績效評估文獻和多變量分析的文獻，探討金控主體性質不同對財務績效的影響。

第三章 研究方法

前半段先介紹本文的研究對象、研究期間、資料來源以及指標選取定義。後半段介紹了本篇研究的多變量分析使用方法——主成份分析和集群分析。

第四章 實證結果分析

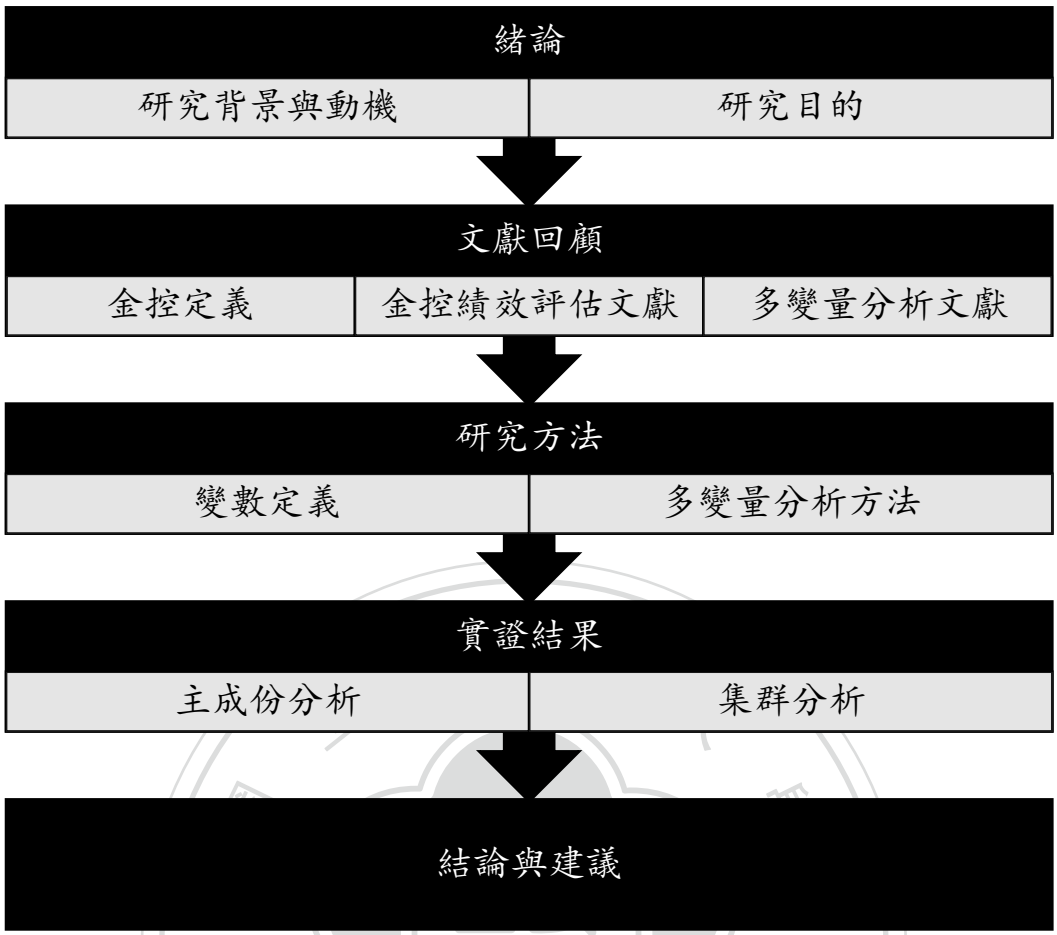
依據研究方法所做的實證結果進行分析及探討，並加以彙整說明。

第五章 結論與建議

就實證所歸納之結果，提出本篇研究結論，並針對不足之處提出建議，予未來後續學者做更進一步之探討。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282



圖表 1 本篇論文研究架構

National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

第二章 文獻探討

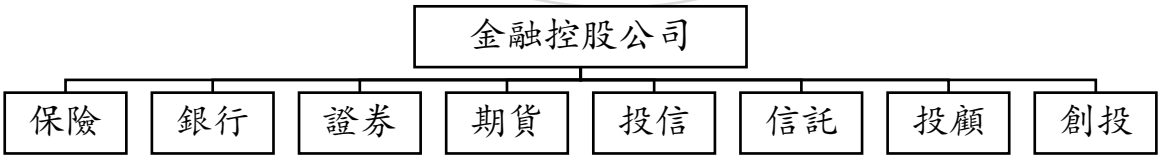
本篇研究文獻探討主要分為三個部分：金控定義、金融機構績效相關文獻和多變量分析相關文獻。

一、金融控股公司定義

金融控股公司可視其經營之業務內容，區分為營業型控股公司（Operation Holding Company）或是純粹控股公司（Pure Holding Company）兩大類。營業型控股公司中，控股公司本身除持有並控制各子公司股份外，還同時經營一種或是多種金融業務。換言之，營業型控股公司本身兼具金控公司與金融機構雙重身份。但純粹控股公司則不然，控股公司除持有子公司股份外，並未從事任何金融服務業務。以我國金控制度而言，金控法第 36 條規定，台灣的金融控股公司為一純粹控股公司（Pure Holdings Company），母公司持有子公司的股份，負責投資或管理子公司為成立目的。金控公司旗下子公司按照各業別的規則獨立運作，金控公司則負責其投資策略或資金調度等運籌中心的角色。金控公司作為一個中心，可以妥善利用資金以達到最大化績效，股權也可集中化，達到經營多角化的目標。金控公司不從事金融業務，獲利來源在於股利收益。

我國金控子公司之類型主要包括以下三類：

a. 核心金融機構——保險、銀行、證券
b. 金融相關子公司——期貨、投信、信託、投顧
c. 創業投資子公司——創投



圖表 2 金融控股公司組織架構

根據金控法第 4 條，金控成立當初必須具備對一銀行、保險公司或證券商有控制性持股，並依法設立之公司，所以金控法通過後，欲成立金控之金融相關公司必須具備保險、銀行或證券子公司。當時金控成立後，每一家金控旗下都有一家主體的金

DOI:10.6814/NCCU202101282

融機構，而判別是否為主體的金融機構則是按照獲利能力，獲利越高則為該金控之主體。例如：中華開發金控成立初期是以中華開發工業銀行以股份轉換方式成立中華開發金融控股公司，後來先後併購當時第二大的凱基證券和中國人壽。併購凱基證券後，開發金主要的獲利能力來自凱基證券，當時候的開發金則是以證券為主體。然併中國人壽後，成為獲利最高之子公司。

二、金融機構績效相關文獻

高瑞霞（2012）以台灣 2001 年第四季至 2011 年第三季，共 14 家金控公司為研究對象，觀察不同金控主體及規模其營運指標對財務績效的影響，探討（一）金控公司營運指標對財務績效的影響；（二）金控公司依其主體的不同對營運績效及財務績效的影響；（三）不同規模的金控公司對營運績效及財務績效的影響；（四）不同金控主體及不同規模的金控公司對營運績效及財務績效的影響。利用多元迴歸分析法、變異數分析法以及 Duncan 法進行分析。實證結果顯示，以金控主體檢視金控表現差異時，不論是財務績效或者營運指標，皆以銀行為主體業務的表現最佳。而以金控規模大小檢視金控表現差異時，大型金控的表現在財務績效以及營運指標為最佳。金控主體和規模檢視金控表現差異時，就金控之財務績效表現而言，每股盈餘在金控主體下顯示銀行與保險為主體之金控表現相當，加入規模因素後，結果卻顯示，以保險為主體之大型金控表現優於以銀行為主體之大型金控，說明在以保險為主體之大型金控下，其財務操作較銀行為佳，而其餘指標的差異分析結果與分別以金控主體和金控規模探討下之結果一致。

彭美玲（2005）以台灣 1998 年至 2002 年 43 家銀行之公開資訊來建立金融預警模型。實證結果發現，利用階層式集群分析將樣本分為經營績效好、次好與較差三類。透過因素分析萃取之財務變數，包含獲利能力、資本適足率、成長能力、流動能力、資產品質與市場風險性等指標。其中以獲利能力最重要，且三組樣本間在獲利能力有顯著差別外，其他指標則無顯著差異。

林子超（2003）以三項常用的營業績效衡量指標:「ROA」、「ROE」、「獲利率」來評估金控公司的經營績效，並藉由績效來檢視金控目前的狀況是否為最佳組合，依何種原則來制定金控公司的未來法規。該研究的實證結果如下: 1 建構出一個用以衡量金控公司績效的總指標，結果顯示可有效績效與資產、資本規模的關係，其累積解釋力達 76.16%。2.若就金控公司的性質特性變數與績效之關係來看，並無法有效

DOI:10.6814/NCCU202101282

區隔出不同性質金控公司的績效表現，但在排除極端值後，則可得到銀行及保險類型金控績效優於證券類型金控的結論，但仍無法有效比較出銀行及保險型的金控，何者有較佳的績效。3.目前我國金控公司績效表現，與資產、資本及股東權益規模皆呈現一定呈度的正向關係。

林俐均（2006）以台灣 2002 年至 2005 年 14 家金控，利用 18 項財務比率變數以因素分析法分成四項獨立綜合指標與加權之整體綜合指標來分析 14 家金控公司的財務績效，並使用一階段抽樣法結合多重比較程序，分別對與最佳金控公司及全體平均之金控公司作比較。結果顯示：在四項獨立綜合指標中，中華開發金融控股股份有限公司與國泰金 融控股股份有限公司為 14 家金控公司中財務績效最好的金控公司;而在整體綜合指標中，國泰金融控股股份有限公司與新光金融控股股份有限公司的財務績效則在全體平均金控公司之上。

詹承翰（2011）以台灣 2006 年至 2009 年間的 27 間本國銀行(TEJ 公開發行以上企業)，七家泛公股銀行、一家公營銀行以及十九家民營銀行探討泛公股銀行與民營銀行之經營績效比較。研究結果顯示，在技術效率、純技術效率以及規模效率各方面的經營績效皆是以公營銀行優於泛公股銀行而泛公股銀行優於民營銀行，而公營銀行可能因具政府的保護，對於環境因素變動具有較高的適應能力。由於這些經由民營化之泛公股銀行與民營銀行在效率的表現上皆不如公營銀行，可見在泛公股銀行和民營銀行在規模上的掌控以及主管階層人員在管理上皆沒有進行好相關的把關。泛公股銀行與民營銀行經營效率差異不大，可能因為泛公股銀行經由民營化釋股之後，其管理階層由民間所擔當，導致其經營模式與民營相差無異，因此在效率方面也相差無幾。

柏婉貞（2019）以台灣 14 家金控與國外外匯市場實證進行研究，採用 2003 第一季至 2018 第三季之季資料，利用追蹤資料模型、追蹤單根檢定和追蹤共整合堅定，探討台灣金融控股公司經營績效與外匯市場之關聯性在變數選擇上利用 ROE、ROA、EPS 和股價來觀察金控財務績效。結果顯示：ROE、ROA、EPS 與各國匯率均存在長期均衡關係。在追蹤資料估計結果，發現各國外匯市場顯著影響國泰金股價和富邦金股價。

DOI:10.6814/NCCU202101282

三、多變量分析

王少安（2006）在提出利用 24 項財務績效評估指標並以結合型灰關聯分析法與主成份分析法進行 2003 年與 2004 年國內 14 家金融控股公司整體財務績效之排名。該研究利用主成份分析法所建構的績效評估分析程序，先將眾多具相關性的財務指標簡化成少數獨立的主成份，進而對各主成份得點決定其權重而成加權平均數，並依此加權平均數訂出績效指標值，作為評估受評對象績效良窳之依據。其排名結果與天下雜誌社之排名結果一致性相當高，顯示該研究利用主成份分析法所建立的績效評估分析程序在金融控股公司整體財務績效評估之應用上是可行的。

曾雨哲（2013）以目前台灣銀行業的 34 家銀行當作研究對象，資料期間為 2003 年至 2011，研究台灣銀行業在實施巴賽爾資本協定 II 之後，經營績效是否受到資本適足率規範的改變而有所影響。研究內容包含兩部分:1.透過主成份分析法對 21 個銀行的財務及營運指標進行簡化，萃取出六個主成份指標，各自代表影響銀行經營績效的不同因素;2.以銀行的淨值報酬率和資產報酬率當作銀行績效的指標，並分別與六個主成份進行迴歸分析，探討各期間影響銀行報酬率的顯著因素。實證結果:1.六個主成份在不同期間對銀行報酬率的影響顯著程度多有變動;2.淨值報酬率與資產報酬 率的顯著影響變數各不相同，比較穩定的共同影響因素為獲利能力;3.在巴賽爾協定 II 實施前後共九年的期間中，資本適足性對銀行報酬率的影響並不顯著。

陳冠志（2008）評估 2002 年至 2006 年台灣地區十九家產險公司的經營績效及各因素對市占率之影響，利用因素分析、集群分析、迴歸分析等統計方法。實證結果分為三部份，第一部份利用因素分析，將 29 個財務比率整理成四個財務指標，分別是整體營運指標、獲利能力指標、經營效能指標及投資績效指標;第二部分再以 各公司在各年度之因素得點為主，利用群集分析將產險公司區分為 7 個群集，結果證明四個因素在不同群集間均有顯著差異，分群結果並可顯示在研究期間經營績效有問題之公司;第三部份利用迴歸分析，探討四個因素與市占率之間的關係，並找出金控體系與非金控體系之間的差異，結果建構金控體系與非金控體系之迴歸式，本研究發現整體營運在兩體系中有很大的差別，而獲利能力及投資績效也是影響金控體系公司市占率之重要因素。

DOI:10.6814/NCCU202101282

第三章 研究方法

一、績效衡量指標選取

在國際上沒有一個標準的準則去衡量金控公司的績效。按照金控公司獲利來源的方向，並參考了張士傑（2020）「解讀資本市場評價金融控股公司經營成果」裡面所提到的指標去衡量金控公司的績效。

a) 股東權益報酬率（Return on Equity，ROE）

股東權益報酬率是用來分析股東投資公司所能獲得的報酬比率，亦表示公司運用自有資金經營從事營運活動之獲利能力，原則上，此比率越大，股東投資公司所獲得利潤的機會就越高。

股東權益報酬率（ROE）=稅後淨利/股東權益

b) 資產報酬率（Retuan on Assets，ROA）

資產報酬率是用來衡量公司利用整體資產來投資的獲利能力。當此比率越大時，表示獲利能力越好，經營績效越佳。

資產報酬率（ROA）=稅後淨利/總資產

c) 每股盈餘（Earnings per Share，EPS）

每股盈餘表示公開市場上，股東或投資者持有一股所能獲得的收益，也是綜合反映公司獲利的重要指標。比例越高，表示公司創造的獲利越高。

每股盈餘（EPS）=稅後淨利/流通在外股數

d) 股票價格（Stock Price）

股票價格（下稱股價）是指股票在證券市場上買賣的價格。本篇研究的股價是採每一年最後一個交易日的收盤價來計算。金控公司有無績效，也將反映在股價上。

e) 股價淨值比（Price to Book Ratio，PBR）

股價淨值比是衡量公司股價是否符合目前公司的價值，代表這間公司目前的股價是淨值的多少倍。股價淨值比小於 1 的時候表示目前公司股價低於公司價值，該公司潛在的報酬高，投資者會傾向買入。股價淨值比大於 1 則反之。

股價淨值比（PBR）=股價/每股淨值

f) 本益比（Price to Earnings Ratio，PER）

DOI:10.6814/NCCU202101282

本益比是表示股東或投資人在買入公司股票時，需要耗時多少年才能透過盈餘來賺回一開始投入的本錢。此比例越低越好，表示相對短時間就可以賺回一開始的本錢。

本益比（PER）=股價/每股盈餘

綜合前面論文文獻回顧，整理出相關文獻所採用的財務績效的指標。

文獻	選用指標
高瑞霞（2012）	ROE、ROA、EPS
林子超（2003）	ROE、ROA
林俐均（2006）	ROE、ROA、EPS
張研婷（2003）	ROE、PBR
柏婉貞（2019）	ROE、ROA、EPS、股價

表格 2 文獻變數整理

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

二、研究方法

（1）多變量分析——主成份分析

本研究主要是利用多變量分析中的主成分分析法 (Principal Components Analysis，PCA) 來觀察金控集團的績效。主成分分析主要是由 Karl Pearson (1901) 所提出。PCA 主要目的是在於將大量的原始變數簡化成較少數幾個主成分，而這少數幾個主成分可解釋大部分的變異。主成分的另外一個功能是把大量具有相關性的原始變數簡化成較少幾個相關係數為 0 的新變數，既是互相獨立的線性組合變數，此過程成為萃取（Extraction）。這些經由線性組合而得的主成份，為了讓其保留大部分原始變數的訊息，變異數越大越好。

假設我們的資料集由 n 個觀測值和 p 個維度所組成，而主成份分析(PCA)所找出的維度將是 p 個維度的線性組合。第一個主成份(Z_1)到第 p 個主成份(Z_p)可透過以下公式來表示：

$$Z_1=\phi_{11}X_1+\phi_{21}X_2+\ldots+\phi_{p1}X_p$$

$$\ldots$$

$$Z_p=\phi_{1p}X_1+\phi_{2p}X_2+\ldots+\phi_{pp}X_p$$

其中，

a. ϕ_{ji}稱為每一個主成分Z_i的負荷向量(Loading vector)(由$\phi_{1i},\phi_{2i},\ldots,\phi_{pi}$所組成)。為標準化數值，不同主成分間的負荷向量可互相比較。
b. 每個主成份Z_i的ϕ_{ji}是透過最大化對應主成份Z_i的解釋變異而得。
c. $\sum_{j=1}^{p}\phi_{ji}^2=1$，表示各主成分由不同比重的原始維度所組成。
d. 每個主成分的負荷向量ϕ_{ji}都是相互垂直的向量($\phi_1\perp\phi_2\perp\ldots\perp\phi_p$)，即表示各主成分彼此間的解釋變異為互相獨立的。

我們可以使用線性代數的技術來計算每一個主成分的負荷向量：

a. 資料標準化。
b. 計算個原始維度兩兩間的共變異矩陣(Covariance matrix)。其中，共變異數計算公式如下：

DOI:10.6814/NCCU202101282

$$cov(X,Y) = \frac{1}{N-1}\sum_{i=1}^{N}(x_i - \overline{x})(y_i - \bar{y})$$

c. 計算共變異矩陣的特徵值(Eigenvalues)與特徵向量(Eigenvectors),而對應由大到小排列的特徵值的特徵向量，依序分別為解釋最大變異的主成分Z_1到解釋變異最小的主成分Z_p的負荷向量。

d. 萃取主成分。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

（2）多變量分析——集群分析

俗話說「物以類聚」，把類似的資料儘量排在一起，才能從資料內找到共有的特徵，而集群分析（Cluster Analysis）正是一種精簡資料的方法，將樣本分為不同的數個組，以使各組內的相似性最大化，以及各組之間的異質性最大化。集群分析屬於一種非監督式學習（Unsupervised Machine Learning）。這邊將集群分析分兩部分說明。第一部分為集群分析種類，第二部分為集群分析步驟。

a.集群分析種類

I. 階層式分群(Hierarchical clustering)：透過群聚反覆的分裂和合併後，以產生最後的樹狀結構，再選取最佳的群聚數。階層分群法的概念是在分群中建立分群，並不需要預先設定分群數。主要分為以下三種：
   - 聚合式階層分群法（Agglomerative）：起初視每一個個體為一個集群，再由下到上將兩個相近的個體一步一步的進行合併，到最後所有相似的個體將合成一個集群，也是目前常用的方法。
   - 分裂式階層分群法(Divise)：反向的聚合式，一開始所有個體都是一個集群，由上到下將異質性較大的個體一步一步分裂。

II. 切割式分群(Partitional clustering)：目標是讓子集合間差異最大化，子集合內差異最小化，需事先設定分群數。
   - K-means：選取平面上的任何一點做為群中心，然後計算個體到點的距離，距離最短的則被分為一群，缺點是會受離群值影響，不能處理類別變數的資料，優點則是適合資料量較大的資料使用。
   - K-medoid：與 K-means 不同的是群中心必須是資料內的某個觀測值，必須是存在的點，不受離群值影響，處理資料能力比 K-means 更強大，但是資料量太大的話就會相對很耗時，較適合資料量小的使用。

III. 譜分群(Spectral Clustering)：將所有的資料視為空間中的點（Vertex），而點與點之間可以邊（Edge）相接。而點間的距離較近，便賦予較大的權重；反之，則給予較小的權重。最後，對建構好的圖去做裁切，使得圖間的權重和盡可能的低，同時讓圖內的權重和盡可能的高，達到分群的效果。

DOI:10.6814/NCCU202101282

b.集群分析步驟

I. 個體間距離測量：聚合式分群法是利用個題之間的距離作為依據，可以是二維、三維或多維空間。主要是用在集群分析測量距離的方法有：

- 歐式距離（Euclidean distance）：常見的點到點的直線距離。
- 曼哈頓距離（Manhattan distance）：在幾何度量空間的幾何學用語，用以標明兩個點上在標準坐標繫上的絕對軸距總和。

II. 群體間距離測量：經過上一步以後形成兩個或以上的群體時，需要計算群與群之間不相似度。主要的方法有以下五種：

- 單一連結聚合演算法(Single-linkage agglomerative algorithm)：群與群的距離定義為不同群聚中最近的兩個點的距離,傾向產生較緊致的群體。

$$d(C_i, C_j) = \min_{a \in C_i, b \in C_j} d(a, b)$$

- 完整連結聚合演算法(Complete-linkage agglomerative algorithm): 群與群的距離定義為不同群聚中最遠的兩個點的距離。傾向產生較鬆散的群聚。

$$d(C_i, C_j) = \max_{a \in C_i, b \in C_j} d(a, b)$$

- 平均連結聚合演算法(Average-linkage agglomerative algorithm): 群與群的距離定義為不同群聚中各點與各點距離總和的平均。

$$d(C_i, C_j) = \sum_{a \in C_i, b \in C_j} \frac{d(a, b)}{|C_i||C_j|}$$

其中，$|C_i|$和$|C_j|$分別為兩個群聚的大小。

- 中心連結聚合演算法(Centroid-linkage agglomerative algorithm): 群與群的距離定義為不同群聚中心點之間的距離。

$$d(A, B) = d(\overline{X}_A, \overline{X}_B) = \left\|\overline{X}_A - \overline{X}_B\right\|^2$$

- 華德最小變異法(Ward's minimum variance): 以變異數方法來定義群間的距離，反覆比較每對資料合併後的群內總變異數的增量，並找增量最小的組別優先合併，越早合併的子集表示其間的相似度越高。使用此方法的前提為初始各點資料必須是歐式距離的平方和。

DOI:10.6814/NCCU202101282

$$d(A,B) = n_A\left\|\bar{X}_A - \bar{\bar{X}}\right\|^2 + n_B\left\|\bar{X}_B - \bar{\bar{X}}\right\|^2$$

本篇論文在所有集群種類中選擇階層式分群底下的聚合式階層分群法，個題與個體之間的距離計算方法選擇歐氏距離，群與群之間的距離測量選擇了華德法，最後利用樹狀圖把分群呈現出來。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

第四章 實證結果分析

一、敘述統計

此章節整理了台灣 15 家金控 2015 年至 2020 年當中金控市場的敘述統計量，原始數據總共 6 年 15 家金控，總共 90 筆資料。上市金控有：（1）華南金融控股公司（2)富邦金融控股公司（3）國泰金融控股公司（4）國泰金融控股公司（5）中華開發金融控股公司（6）玉山金融控股公司（7）元大金融控股公司（8）兆豐金融控股公司（9）台新金融控股公司（10）新光金融控股公司（11）國票金融控股公司（12）永豐金融控股公司（13）中信金融控股公司（14）第一金融控股公司（15）日盛金融控股公司。研究的資料來源主要是各個金控公司的財務報表、台灣證券交易所公開資料、公開資料觀測站。

這六年當中所有金控的 ROE 平均是 8.5%，最大值落在 2015 年的富邦金，最小值是 2016 年的開發金。ROA 的最大值落在 2020 年的國票金，最小值是 2016 年的新光金。EPS 最大值則是 2020 年的富邦金，最小值是 2016 年的開發金和日盛金。由於股價、股價淨值比、和本益比都是受到股價的影響，這邊取的股價都是每年 12 月的最後一個工作天，所以最大值並不能代表一整年的最大值，所以這邊不多贅述。

	ROE	*ROA*	*EPS*	*Price*	*PBR*	*PER*
平均數	0.085	0.0068	1.75	19.46	1.00	16.78
中位數	0.084	0.0069	1.29	16.43	1.01	12.37
標準差	0.024	0.0019	1.47	12.3	0.26	38.87
最小值	0.0357	0.0017	0.4	6.9	0.48	5.18
最大值	0.1611	0.0124	8.54	53.5	1.92	380

表格 3 2015-2020 金控敘述統計表

DOI:10.6814/NCCU202101282

二、主成份分析結果

這章節先對資料做基本的統計與分析，進而求出其相關係數矩陣，接著再利用相關係數矩陣求出特徵值與特徵向量，來對資料做進一步的分析。由累積解釋的變異數百分比來選取主成分的個數，最後再根據主成份負荷量寫出每個估計的主成分，並根據負荷量的正負與大小來替主成分命名。

	EPS	*ROA*	*ROE*	*PERatio*	*PBRatio*	*Price*
EPS	1					
ROA	0.25228295	1				
ROE	0.73767997	0.25970458	1			
PERatio	-0.1776203	0.10167876	-0.0379709	1		
PBRatio	0.32095392	0.09914999	0.71462135	-0.0821862	1	
Price	0.96835352	0.21114112	0.74612371	-0.1967885	0.47746227	1

表格 4 2015 年至 2020 年各項指標平均值的相關係數

從表格 4 各成分的相關矩陣可以觀察出本益比（PERatio）和 EPS、ROE、股價淨值比（PBRatio）、股價呈現負相關，另外各變數之間無呈現明顯的非相關性。接下來利用 R 語言找出六個變數的影響程度，得到表格 5 的結果。

2015	Proportion	Cumulative Proportion	Eigenvalue	2016	Proportion	Cumulative Proportion	Eigenvalue
PC1	0.6467265	0.646726496	3.880358978	PC1	0.641745171	0.641745171	3.850471019
PC2	0.191792	0.838518014	1.150749117	PC2	0.224609173	0.866354344	1.347655028
PC3	0.099514	0.938032486	0.597086833	PC3	0.086261104	0.952615447	0.517566618
PC4	0.045116	0.98314854	0.270696325	PC4	0.036849969	0.989465416	0.221099814
PC5	0.015517	0.99866505	0.093099057	PC5	0.010313549	0.999778965	0.061881294
PC6	0.001335	1	0.008009697	PC6	0.000221035	1	0.00132621
2017	**Proportion**	**Cumulative Proportion**	**Eigenvalue**	**2018**	**Proportion**	**Cumulative Proportion**	**Eigenvalue**
PC1	0.52304306	0.523043056	3.138258345	PC1	0.494342084	0.494342084	2.96605251
PC2	0.20863011	0.731673169	1.251780681	PC2	0.25585956	0.750201644	1.535157352
PC3	0.16090089	0.892574059	0.965405347	PC3	0.155797393	0.905999037	0.934784362
PC4	0.09707744	0.989651494	0.582464608	PC4	0.089213337	0.995212374	0.535280028
PC5	0.00957103	0.999222527	0.057426199	PC5	0.004350167	0.999562541	0.026101004
PC6	0.00077747	1	0.004664838	PC6	0.000437459	1	0.002624756

DOI:10.6814/NCCU202101282

2019	Proportion	Cumulative Proportion	Eigenvalue	2020	Proportion	Cumulative Proportion	Eigenvalue
PC1	0.426681	0.426681361	2.560088161	PC1	0.522445777	0.522445777	3.121640898
PC2	0.27670625	0.703387608	1.660237481	PC2	0.250020034	0.772465811	1.520565451
PC3	0.18701563	0.890403235	1.122093758	PC3	0.146720399	0.91918621	0.884094697
PC4	0.09924701	0.989650249	0.595482074	PC4	0.065008767	0.984194977	0.373214938
PC5	0.00951333	0.999163576	0.057079966	PC5	0.013945849	0.998140826	0.087136782
PC6	0.00083642	1	0.005018542	PC6	0.001859174	1	0.013347204

表格 5 各主成份特徵值

（1）主成份個數選擇與解釋能力

在選擇主成份個數上，目前有兩種方法，陡坡圖（Scree Plot）和 Kaiser 準則（Kaiser rule）。陡坡圖是利用圖表觀察特徵值（Eigenvalue）下降是否趨緩，則取趨緩前特徵值的數量作為主成份選取的個數，此方法較為主觀。而 Kaiser 準則則是利用觀察特徵值，選取大於 1 的特徵值為選取主成份數量。本篇研究選擇 Kaiser 準則作為衡量標準。從上表可以看出，在特徵值表現上，大於 1 的特徵值大部分是第一個主成份和第二個主成份，但是 2019 年第三個主成份也大於 1。為了達到統一，2019 年也和其他年份一樣選擇前兩個主成份作為研究對象。前兩個主成份可以解釋變異程度幾乎都超過 70%。第一個主成份大部分可以解釋 50%以上的變異程度。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

2015	PC1	PC2	2016	PC1	PC2
ROE	-0.471776	-0.116646	ROE	-0.482591	-0.027254
ROA	-0.314433	-0.401181	ROA	-0.286772	-0.575748
EPS	-0.484352	0.094132	EPS	-0.450447	0.319997
PERatio	0.008319	-0.881556	PERatio	0.296577	0.636548
PBRatio	-0.465287	0.099421	PBRatio	-0.449961	0.125853
price	-0.476866	0.171933	price	-0.437656	0.379923
2017	PC1	PC2	2018	PC1	PC2
ROE	0.507146	0.036309	ROE	-0.50812	0.079898
ROA	0.101355	-0.490133	ROA	-0.106012	0.3235
EPS	0.520177	0.111577	EPS	-0.498826	-0.360472
PERatio	-0.102091	-0.807162	PERatio	-0.073582	0.708537
PBRatio	0.424522	-0.304922	PBRatio	-0.461538	0.423751
price	0.520869	0.038908	price	-0.513144	-0.27827
2019	PC1	PC2	2020	PC1	PC2
ROE	0.475498	0.22902	ROE	0.501127	0.168749
ROA	0.050543	-0.229424	ROA	0.371323	-0.053813
EPS	0.58217	-0.082729	EPS	0.509683	0.117564
PERatio	-0.342536	0.593301	PERatio	-0.393261	0.507392
PBRatio	0.069894	0.707656	PBRatio	-0.139245	0.723216
price	0.556965	0.187849	price	0.420917	0.417514

表格 6 主成份特徵向量

2015		2016	
PC1	-營運面	PC1	-營運面
PC2	-市場面	PC2	+市場面
2017		2018	
PC1	+營運面	PC1	-營運面
PC2	-市場面	PC2	+市場面
2019		2020	
PC1	+營運面	PC1	+營運面
PC2	+市場面	PC2	+市場面

表格 7 主成份正負值定義

DOI:10.6814/NCCU202101282

2020 年第一個主成份可以表示成：

$$Z_1 = 0.501127X_1 + 0.371323X_2 + 0.509683X_3 - 0.393261X_4 - 0.139245X_5 + 0.420917X_6$$

2020 年第二個主成份可以表示成：

$$Z_2 = 0.168749X_1 - 0.053813X_2 + 0.117564X_3 + 0.507392X_4 - 0.723216X_5 + 0.417514X_6$$

其中 X_1、X_2、…、X_6 為表格 5 所對應到的六個變數。

根據張妍婷（2003）將財務績效分成營運面績效和市場面績效，定義 ROE、ROA 和 EPS 為營運面績效，而本益比（PERatio）、股價淨值比（PBRatio）和股價（Price）定義為市場面績效。接著把表格 6 的結果整理成表格 7，前面的正負值表示在 PC1 或 PC2 越小營運面或市場面的績效越好，而正值表示 PC1 或 PC2 越大，營運面或市場面績效越好。例如：2020 年 PC1 受 ROE、ROA、EPS 的影響程度較大， 呈現正相關，數值越大營運面績效越好。PC2 受本益比、股價淨值比、股價的影響程度較大，數值越大市場面績效越好。再對應到下圖，越右上角的金控在整體績效上最好，單從營運面績效或財務面績效來看，2020 年營運面績效最好的是富邦金，市場面績效最好的是玉山金。

根據集保結算大數據的分析，2020 年玉山金已經成為 20-29 歲的投資人最愛的一檔股票。而富邦金在營運面績效雖然表現優異，卻未擠入年輕人持股排名的前 20 名，主要原因是其獲利雖高，但股價也相對較高，且股利配發率低，導致殖利率未勝過低價金融股。從主成份分析的結果來看，新光金在 2016 至 2018 的績效表現都不好，不管是 PC1 或者 PC2 都處於最差的那一邊。由於新光金的前身是新光集團，屬於家族化集團，經營版圖橫跨紡織、百貨、醫療、金融保險等領域，最近這幾年陸續爆發家族爭位問題，影響績效，導致投資人不看好。

根據統計，2019 年台灣股民最愛買的金融股大部分集中在泛公股金控，當時外資無論對於泛公股或民營金控持股水位都創下數年新低，但是各家金控股價還是能夠收復大部分的跌幅，表示整體散戶的買超力道，加上壽險業、四大基金的買盤幾乎可以抵銷了外資的賣單。從圖表 3 可以看出，4 家泛公股金控在市場面績效僅次於年輕

DOI:10.6814/NCCU202101282

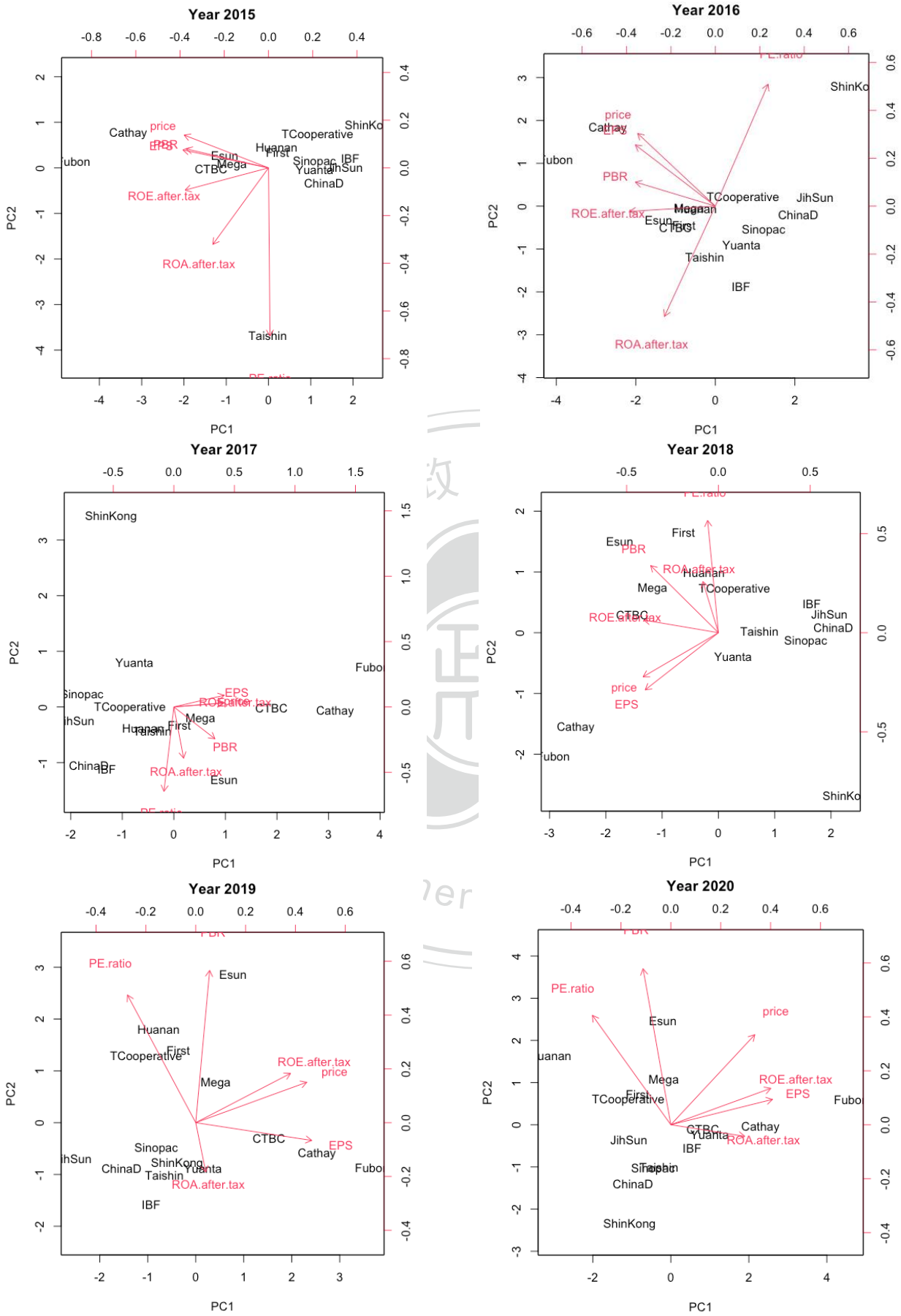
人最愛的玉山金。大部分投資人認為泛公股金控作風保守，且幾乎所有泛公股以銀行為主體，相較民營金控以壽險、財富管理為主要業務，更加穩定。民營金控針對財管業務需靈活、敢衝，但獲利波動大。

再來觀察 2018 年和 2019 年，富邦金和國泰金身為金控雙雄，在市場面績效上表現卻屬於後段班，在 PC2 上兩家都落在較差的方向。雖說國泰金和富邦金都是雙引擎，但是按照獲利來說這兩家金控的獲利主要還是受到壽險子公司為最大影響。而在當時候，壽險業受到 IFRS17 號公報要上路的影響，要面臨的挑戰是過去高利時代推出的高利率保單必須增提準備金，且必須要鞏固資本適足率，所以配息能力受到很大的影響。又 2018 年的壽險風波中，外資持續站在賣方，其中便是富邦金外資累計賣超 28 萬張，累計賣超總金額為 124.8 億元；而國泰金更是慘重，外資累計賣超 69 萬張之多，累計賣超總金額將近 300 億元。這幾家壽險金融股的股價遭受無情的打壓，後來隨著帳面上的獲利回升，2019 下半年其股價有出現回升的情況。

開發金，是少數以創投、直接投資業務起家的金控。從 PCA 的結果來看，雖然開發金的在這六年內的財務績效表現上不俗，但是今年 2 月，開發金提高轉投資中國人壽，目前已經持股超過 50%，預計明年會持有 100%的中國人壽。開發金目前已成為涵蓋壽險、證券、銀行、創投四大領域的金控公司，並以中國人壽獲利貢獻最大，推升開發金今年前四月的獲利已經超越去年一整年。而今年開發金在外資持股面，為全體金融股增幅最大，原因可能是開發金目前的經營高層很多是外籍經理人，未來經營策略藍圖和中國人壽對開發金的助益，令外資看好有助開發金打開有別與其他金控的格局，預計今年績效會遠大於以往。

比較特別的是，2015 年的 PC2，受到台新金本益比離群值的影響，PC2 特徵向量特別小，導致結果變成 PC2 越小營運面績效越好。而從後面的集群分析的結果也可以看出，台新金被歸類為離群值。台新金自從 2005 年成為彰化銀行（彰銀）第一大股東後，後來又因政治因素，財政部要求取回彰化銀行的經營權，導致台新金在 2014 年遭受龐大損失。僵持了 16 年的彰銀經營權官民爭奪戰，而 2020 年台新金申請併購保德信人壽時，金管會要求併購保德信的資金來源必須明確，台新金開始陸續送件，包括現金增資、可轉債以及特別股等方式募集資金，結果全部都被金管會駁回。台新金深知必須解決彰銀的問題才能得到金管會通過併購保德信人壽，最後決定出售彰銀來籌措保德信的交割金，而這場僵持 16 年的官民爭奪，有望落幕了。

DOI:10.6814/NCCU202101282



圖表 3 2015 年至 2020 年各家金控財務績效 Biplots

DOI:10.6814/NCCU202101282

三、集群分析結果

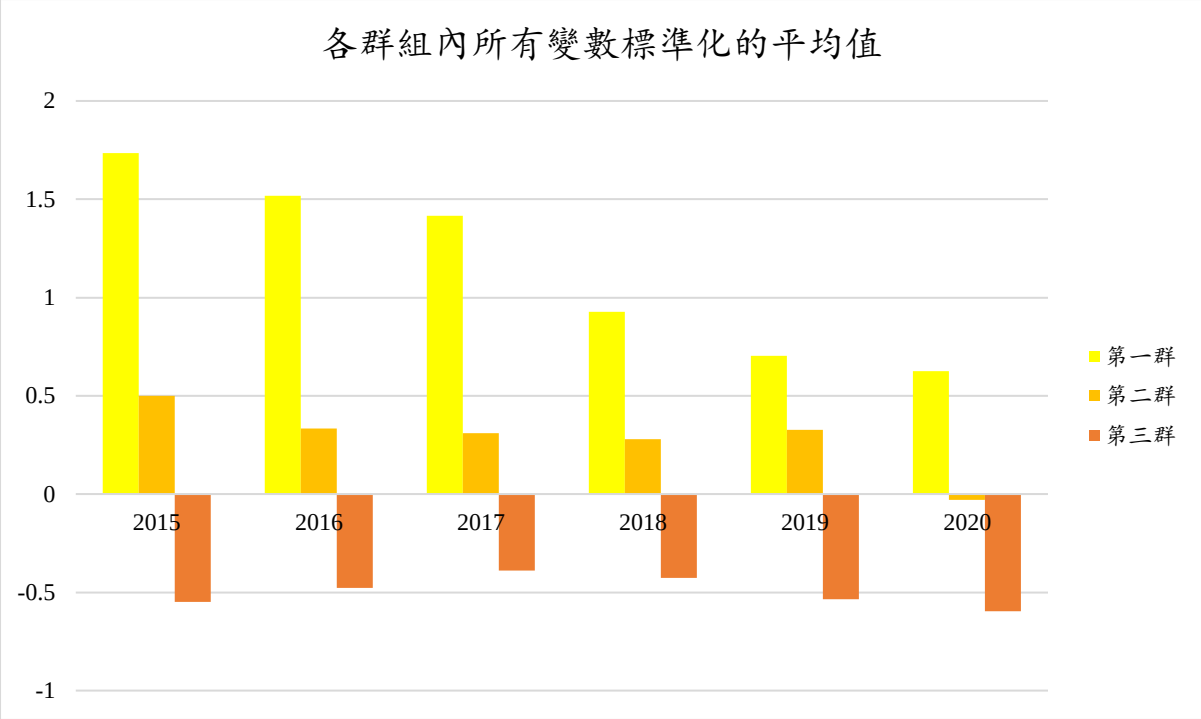
主成份分析後接著進行階層式分群，參考彭美玲（2005）針對銀行經營績效進行分類，將金控財務績效分群結果定義為績效最好的第一群，績效普通的第二群和績效相對較差的第三群。分群定義參考附件一的樹狀圖，以高度 5 為分群數量界線，基本上都可以分為三群。資料分成三群後，參考 Guandalina Capece 等人（2010）對其他產業的作法，將各家金控原始資料標準化，標準化後大於 0 的表示該金控在該變數的績效上優於平均，並分別把每個群組內金控的所有變數加總計算平均，數值最大者的群定義為第一群，數值最小者定義為績效最差第三群。分群結果如下表。

金控	2015	2016	2017	2018	2019	2020
華南金	富邦金	富邦金	富邦金	富邦金	富邦金	富邦金
富邦金	國泰金	國泰金	國泰金	國泰金	國泰金	國泰金
國泰金	玉山金	華南金	華南金	華南金	中信金	國票金
開發金	兆豐金	玉山金	玉山金	玉山金	華南金	元大金
玉山金	中信金	兆豐金	兆豐金	兆豐金	玉山金	中信金
元大金	開發金	中信金	中信金	中信金	兆豐金	華南金
兆豐金	元大金	第一金	開發金	第一金	第一金	玉山金
台新金	華南金	開發金	元大金	開發金	合庫金	兆豐金
新光金	新光金	元大金	台新金	元大金	開發金	第一金
國票金	國票金	台新金	國票金	台新金	元大金	合庫金
永豐金	永豐金	國票金	永豐金	國票金	台新金	開發金
中信金	第一金	永豐金	第一金	永豐金	新光金	台新金
第一金	日盛金	日盛金	日盛金	日盛金	國票金	新光金
日盛金	合庫金	合庫金	合庫金	合庫金	永豐金	永豐金
合庫金	台新金	新光金	新光金	新光金	日盛金	日盛金

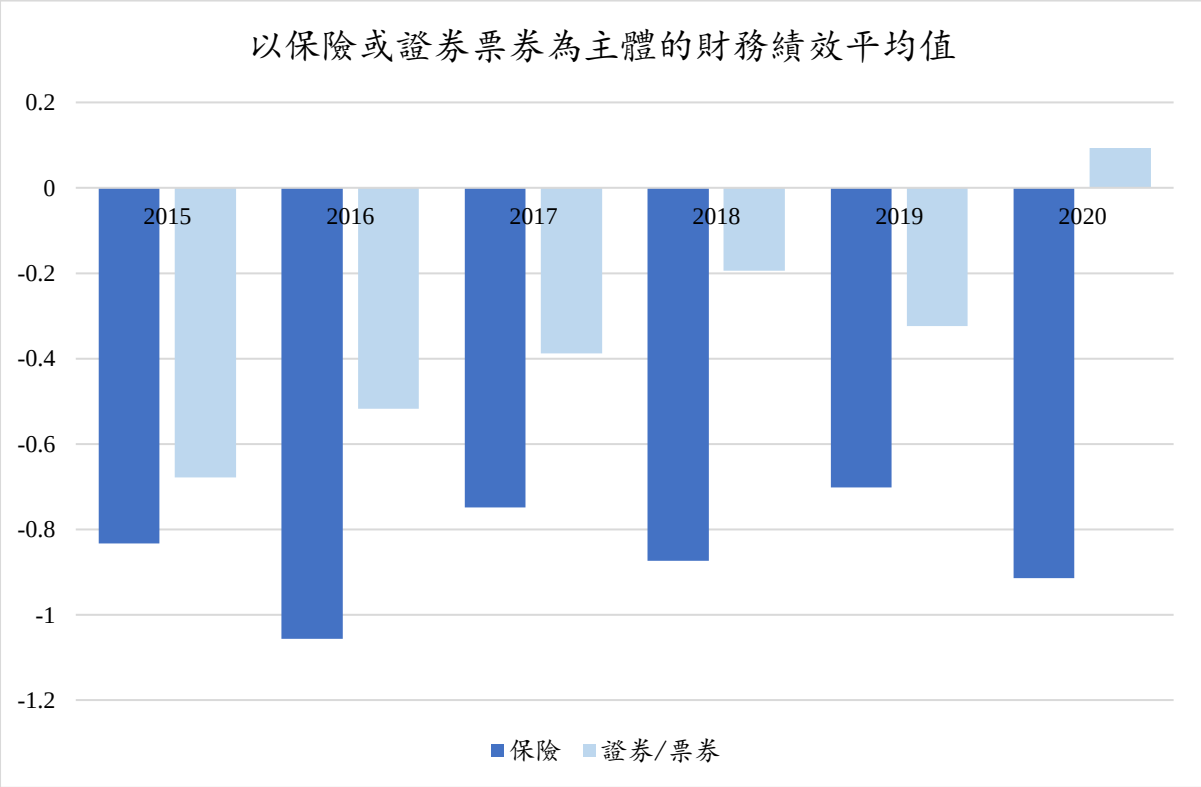
	第一群（優）
	第二群（中等）
	第三群（劣）
	離群值

表格 8 金控財務績效分群

DOI:10.6814/NCCU202101282



圖表 4 各群組標準化後變數平均值



圖表 5 以保險或證券票券為主體的財務績效平均值

DOI:10.6814/NCCU202101282

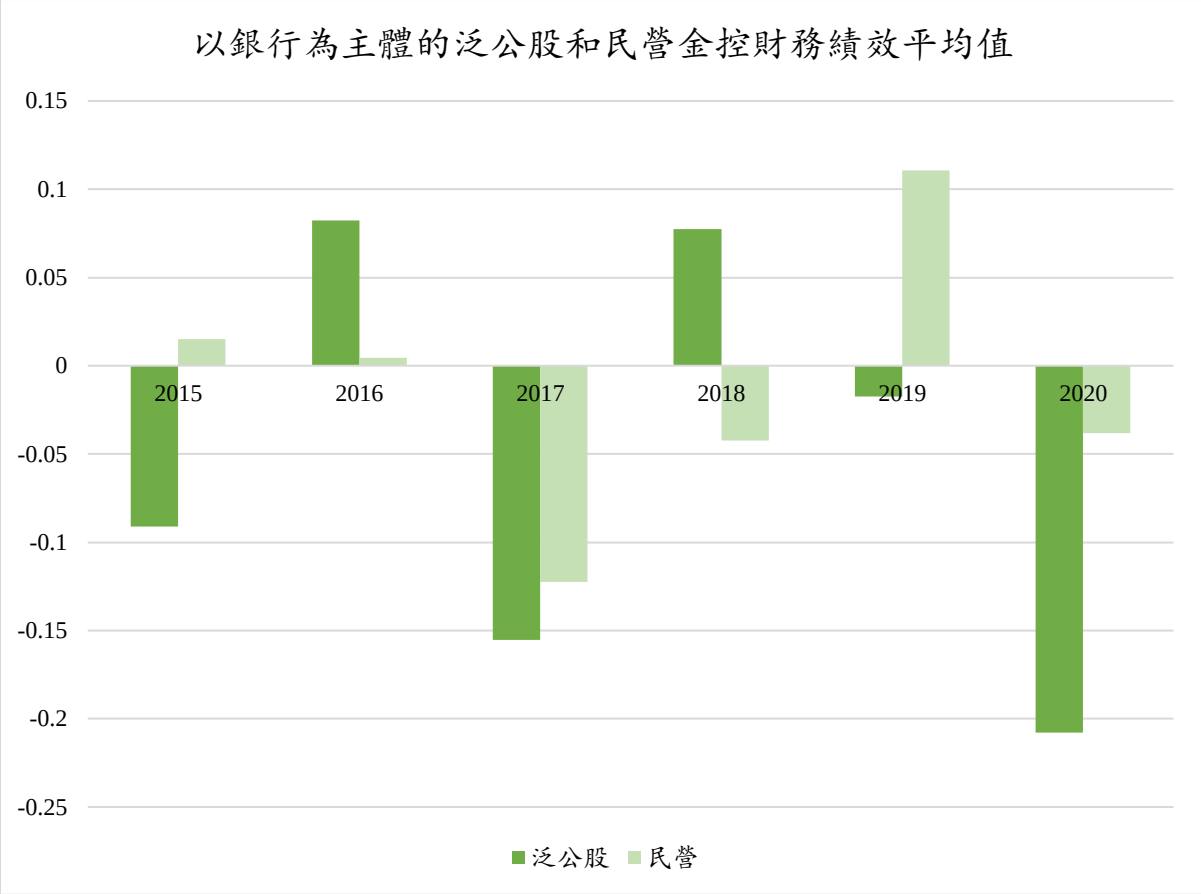
（1）探討金控經營主體對財務績效的影響

從表格 8 結果可以看出，富邦金和國泰金在分群上都被分在第一群，雙引擎發展的確在財務績效表現上很亮眼。雖說國泰金和富邦金都是雙引擎，但是按照獲利來說這兩家金控的獲利主要還是受到壽險子公司為最大影響。雖然去年 2020 年初受到疫情重創第一季的股債市，但是第二季後一路輕舞飛揚下，靠著靈活運用壽險業的龐大資金，獲利也跟著水漲船高，國泰金獲利創下歷史新高。再來，2016 年完成併購台灣人壽朝雙引擎發展的中信金，在績效表現上也有進步，分別在 2019 年和 2020 年擠入第一群。中信金是以銀行起家的金控，按照資產配置，中信銀和其他的子公司佔比 65%，而台灣人壽佔比 35%。從 2020 年的獲利來看，中信銀佔金控獲利 64%而壽險佔 39%，相當合理。但是到了 2021 年第一季時，中信金的獲利比例變成壽險獲利 52%而銀行獲利 41%，總獲利與 2020 年同期相比是大幅增長的，預計 2021 全年獲利會大於 2020 年，但是中信銀的獲利與去年同期是下降的。從圖表 3 的市場面績效來看，投資人對中信金較沒信心，因為中信銀資產配置佔比較大，受到大環境的拖累，而中信金的雙引擎只有壽險有啟動，其股價表現上不如第一群的其他家金控。

接下來探討以銀行為主體的金控在績效上的表現，可以發現第二群的金控幾乎都是以銀行為主體的。截至目前，可以判定發展雙引擎的金控在財務績效的表現上是優於以銀行為主體的金控，而以銀行為主體的則優於其他。在研究期間以銀行為主體的金控都處於第三群的有台新金和永豐金。其他以保險為主體和以證券或票券為主體的金控，在財務績效上表現不俗，從圖表 5 來看，又以證券或票券為主體的金控優於以保險為主題的金控。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282



圖表 6 以銀行為主體的泛公股和民營金控財務績效平均值

（2）探討公民營金控對財務績效的影響

從泛公股金控和民營金控來看，泛公股金控幾乎都是以銀行為主體，銀行的獲利佔比幾乎都在九成左右，有華南金、兆豐金、第一金、合庫金。民營的則是玉山金、台新金、永豐金。上表可以看到，泛公股和民營的金控在財務績效上沒有絕對的優勢，雖然大部分年份還是以民營金控的財務績效較為優秀，推測民營績效較好可能是受到玉山金的拉高，從圖表 6 可以看出永豐金和台新金都處在第三群績效較差的群。台新金主要的獲利來源是台新銀，台新銀獲利佔台新金大約 85%左右，而彰化銀行佔比 10%左右，台新銀在 2020 年的獲利是較前一年多，但是在台新金獲利卻沒有增加，因為受到彰化銀的拖累，台新金在 2020 年持有 22.5%彰化銀的股權，彰化銀以權益法認列的獲利較去年減少了 39%，後來為了籌措保德信的資金將這個燙手山芋賣掉了。

DOI:10.6814/NCCU202101282

泛公股金控在表格 8 的表現大部分都是落在第二群，在財物績效屬於中規中矩，平均績效較為一致。由於泛公股金控背後有政府機構的持股，在績效表現上相對穩定，受市場波動影響較小。四家泛公股金控都是以銀行為主體，但是值得一提的是兆豐金旗下的兆豐票券，是市場上排名第一的票券公司，而兆豐證券市占率也有 3%，是所有泛公股金控中市占率最好的，兆豐金在產業的完整度上也較其他的泛公股金控完善。

（3）探討財務績效隨時間的改變

以時間推進的角度來看，從整體來說金控的財務績效有在進步，從一開始的第一群只有兩家金控，到 2020 年第一群有 5 家金控，而第三群的金控也有減少的趨勢，從一開始的 10 家到最後的 5 家。值得一看的是國票金和元大金在 2020 年直升第一群。2020 年金融業受到新型冠狀病毒疫情低利率的影響，又銀行主要收入來源——信用卡手續費也受疫情影響人民減少了消費，導致銀行的績效相對較差。因受到近期股市交易熱絡，加上降息對票券業務有利，大部分投資人把錢投入證券或債券市場以獲得更高額的報酬，而證券或票券公司從中賺取交易手續費等等。2020 年獲利成長，主要因為票券及證券子公司表現優異，其中旗下的國際票券近年積極調整授信結構，推展循環票券及跨足聯貸業務，並經營外幣債券業務有成，養券及部位操作得宜，實現資本利得，獲利優於其他年度。

元大金旗下的元大證券 2020 年則因股市成交量暴增帶動經紀業務收益，同時更拉大對其他券商經紀業務的競爭優勢，市占率增加至 12.9%之外，獲利更水漲船高，稅後淨利 143.99 億元，相較於元大證券在 2019 年全年稅收淨利 91.02 億元，獲利年增率接近 6 成；而除了現有證券業務發展「強者恆強」之姿，元大證券 2020 年新開戶數較前一年大增 12 萬戶，突破 23 萬戶，其中 40 歲以下族群超過 7 成。雖然目前在金金併方面只有富邦金提出要併購日盛金來減少市場上金控的家數，離金控家數減半的目的還很遠，希望未來可以透過規模綜效，讓台灣也有一家護國金控。

DOI:10.6814/NCCU202101282

第五章 結論

一、總結

台灣的金控市場存在太多同質性的金控，且目前開發新業務並不容易。像是以銀行為主體的金控就有 7 家加一家未上市的台灣金，幾乎佔整個金控市場的一半，這不包括發展雙引擎的三家金控。未來勢必要透過擴大規模經濟來降低營運成本。去年 2020 年全球受到疫情的影響，導致國人消費能力降低，央行通過降息來刺激股債市，導致 2020 年一些以證券或票券為主體的金控獲利都創新高，而銀行佔金控比例大且業務版圖不完整的就會受到銀行獲利差的影響。以壽險起家的國泰金和富邦金在疫情剛爆發時也面臨了虧損的狀態，壽險有一部分的獲利是來自於壽險資金的投資，後來全球經濟復甦，他們也從中獲取大量報酬，以致 2020 年國泰金的獲利創新高。

本文的核心概念是建立在台灣地區金控的財務績效，為最狹義的經營績效，使用 ROE、ROA、EPS、本益比、股價淨值比、股價作為衡量財務績效指標，對 2015 年至 2020 年台灣 15 家上市金控進行多變量分析，運用主成份分析將 6 個財務績效萃取成營運面和市場面。ROE、ROA、EPS 定義為營運面的財務指標，而本益比、股價淨值比、股價則定義為市場面的財務指標，利用 Biplots 畫出金控的相對績效圖。最後利用集群分析，將金控分為三群，定義第一群為績效最好、第二群為績效一般、第三群為績效最差。本研究結果除了提供金控經營者決策參考之外，同時也可以為投資者的投資決策提供一些重要的訊息。

本篇研究目的主要有三點：（1）探討金控經營主體對財務績效的影響（2）探討公民營金控對財務績效的影響（3）探討財務績效隨時間的改變。而研究結果發現：

（1）探討金控經營主體對財務績效的影響

以雙引擎發展為經營主體的金控在財務績效的表現上最為優越，其次為以銀行為經營主體的金控，再來則是以證券或票券為主體的金控，最後則是以保險為主體的金控，與高瑞霞（2012）結果一致。發展雙引擎的金控在之前的併購已經達到了規模經濟及多角化發展。

（2）探討公民營金控對財務績效的影響

DOI:10.6814/NCCU202101282

四家泛公股金控與三家民營金控在財務績效表現上不相上下。2020 年因全球央行降息，導致獲利結構以利差收益為主的公股行庫獲利減少，加上積極紓困與海外企金業務踩雷導致提存損失增加，各家公股金控、銀行去年獲利均陷入衰退。

（3）探討財務績效隨時間的改變

隨著時間推進，金控財務績效有逐漸提升，從一開始第一群的兩家金控到 2020 年的 5 家金控，且第三群的金控家數也減少了。富邦金、國泰金在 2015 年至 2020 年都包辦前兩名，而中信金在 2019 和 2020 年就被歸類在第一群。在發展雙引擎方面，相對富邦金和國泰金，中信金一開始的壽險版圖並不夠大，直到 2016 年時併購台灣人壽後才能算是發展雙引擎策略。國票金在 2020 年大躍進，在調整授信結構、擴展業務有成，EPS 達到 1.12 元，創金控成立以來的新高，實現資本利得。元大金則受到 2020 年股市成交量暴增，帶動經濟業務收益，EPS 也達到歷史新高，來到 1.99 元。

二、未來建議

由於所有的金融相關的交易手續都必須經過銀行，所以目前大部分的金控都會有自己的銀行子公司，不論規模大小。目前本篇研究只針對金控公司去做分類研究，未來可以研究金控下銀行為主體的銀行績效、金控下非主體的銀行和非金控底下銀行績效去做探討，相較於大部分只探討到金控底下的銀行和非金控底下的銀行的績效，提供一個更全面的比較。

國立政治大學 National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101282

參考文獻

中文文獻

1. 張維夫，2021，我國銀行業併購趨勢概述，KPMG 2021 台灣銀行業報告，pp59-67。
2. 蘇思雲，2021，富邦金成功收購日盛金 國內首樁金金併，中央通訊社。
3. 陳欣文，2021，每股不超過 13 元 富邦金持續公開買進日盛金，工商時報。
4. 呂清郎，2021，台新併保德信 提前今日交割，工商時報。
5. 高瑞霞，2012，不同金控主體及規模其營運指標對財務績效的影響，國立臺北大學國際財務金融碩士在職專班碩士論文
6. 彭美玲，2005，本國銀行經營績效之實證研究，萬能科技大學工業管理系商管科技季刊第六卷第一期。
7. 林子超，2003，我國金融控股公司特性與經營績效關係之研究，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
8. 林俐均，2006，應用多重方法評鑑台灣金控公司之財務績效，國立成功大學統計系研究所碩士論文。
9. 詹承翰，2011，泛公股銀行與民營銀行之經營績效比較，中國文化大學經濟學系碩士論文。
10. 柏婉貞，2019，金融控股公司經營績效與外匯市場關聯性之研究，全球商業經營管理學報第十一期，pp15-24。
11. 王少安，2006，結合型灰關聯分析與主成份分析在國內金融控股公司財務績效評估之應用研究，南台科技大學工業管理研究所碩士學位論文。
12. 曾雨哲，2013，巴賽爾協定 II 實施前後台灣銀行業經營比較分析，國立政治大學商學院金融學系碩士班碩士論文。
13. 陳冠志，2008，台灣地區金控體系與非金控體系下產險業經營績效分析，國立高雄第一科技大學風險管理與保險系碩士論文。
14. 張士傑，2020，解讀資本市場評價金融控股公司經營成果，工商時報。
15. 陳仲興，劉曉霞，2021，不留燙手山芋給兒子 吳東亮放手彰銀換保德信，鏡週刊。
16. 陳相州，2020，不怕外資賣！過去一年散戶最愛買的金融股，經濟日報。

DOI:10.6814/NCCU202101282

17. 朱漢崙，2021，持股比重逾三成 中信金、玉山金、元大金 外資最愛，工商時報。
18. 張妍婷，2003，台灣金融控股公司策略群組與績效關係之研究，國立政治大學企業管理系碩士論文。
19. 葉憶如，2021，六大壽險去年大賺 1903 億，年增逾 4 成再創新高，經濟日報。

英文文獻

1. GuendalinaCapece, LivioCricelli, FrancescaDi Pillo, NathanLevialdi, 2010, A cluster analysis study based on profitability and financial indicators in the Italian gas retail market, Energy Policy Volume 38, Issue 7, pp 3394-3402

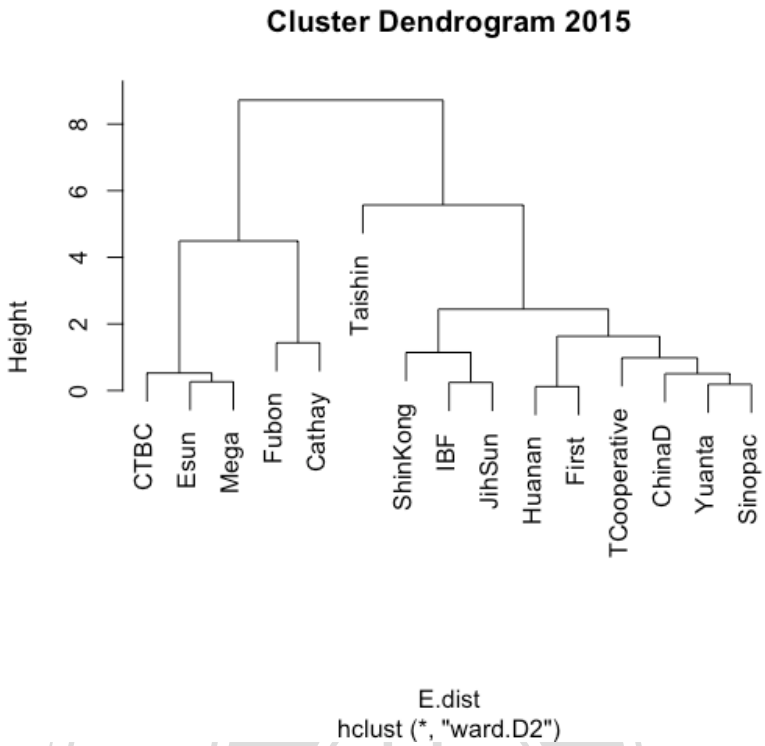
網站

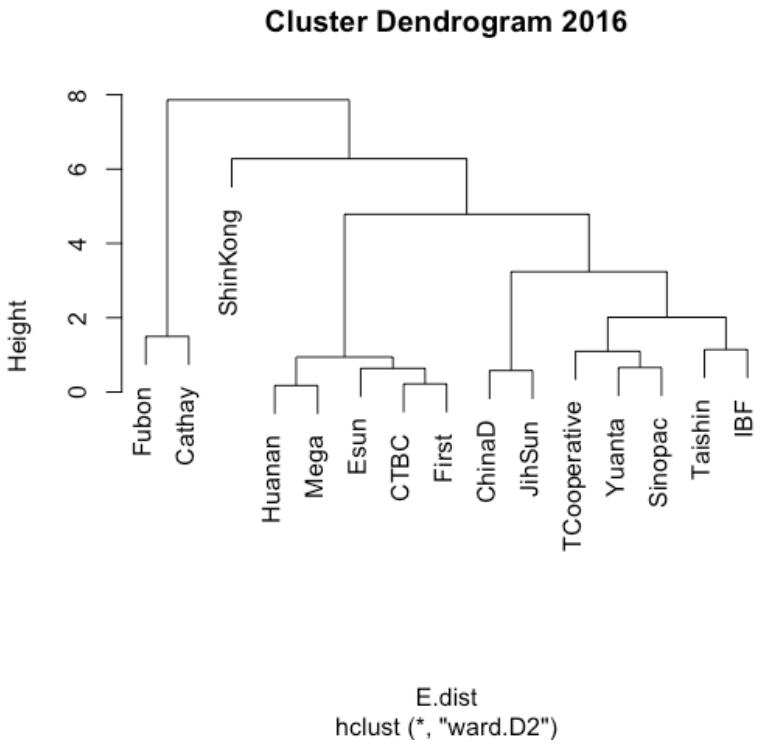
1. 台灣證券交易所，https://www.twse.com.tw/zh/，最後瀏覽日期：2021.6.25
2. 公開資訊觀測站，https://mops.twse.com.tw/mops/web/index，最後瀏覽日期：2021.6.25
3. 2015 年至 2020 年 15 家金控會計師簽證財務報表，最後瀏覽日期：2021.6.25

國立政治大學 National Chengchi University

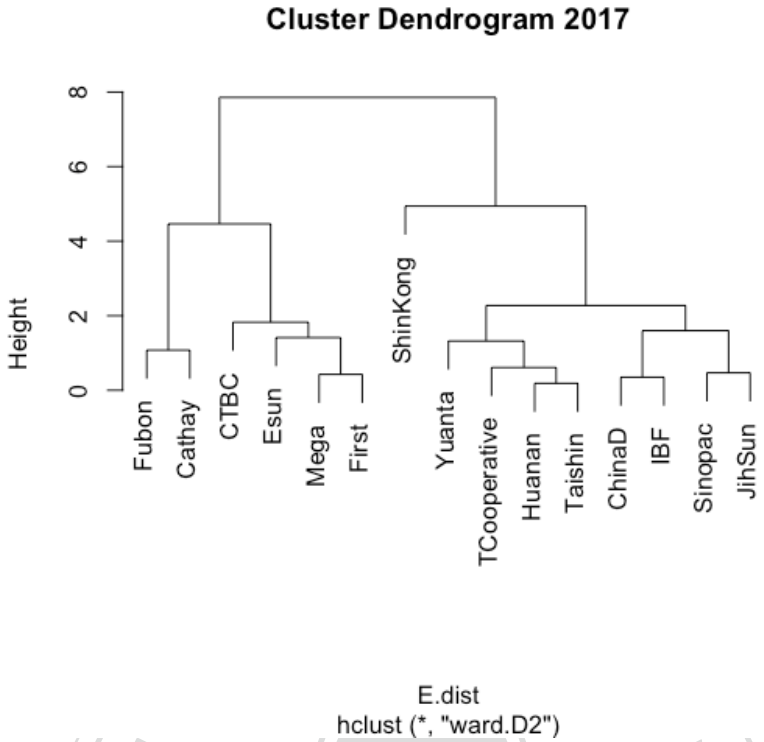
DOI:10.6814/NCCU202101282

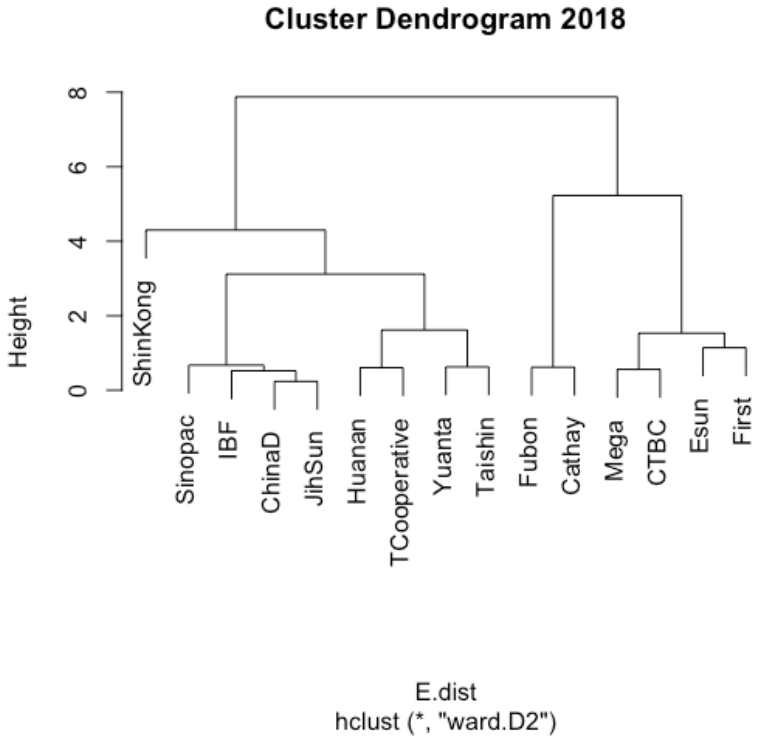
附件一



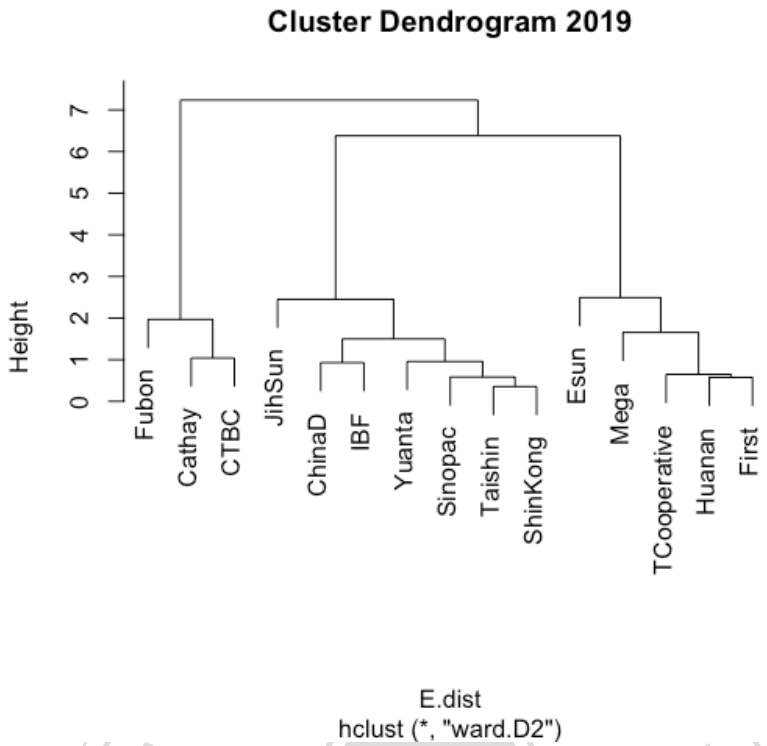


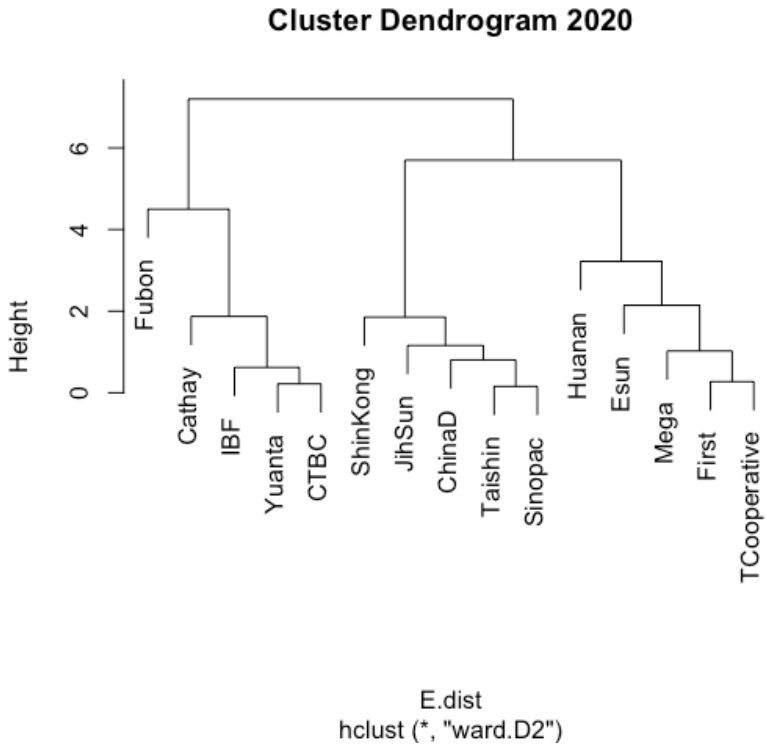
DOI:10.6814/NCCU202101282





DOI:10.6814/NCCU202101282





圖表 7 各家金控財務績效分群樹狀圖

DOI:10.6814/NCCU202101282