

第一章 緒論

1.1 研究背景與動機

2007年第三季至2008年第一季的金融海嘯襲捲全球，全球各國各產業無不一倖免。金融海嘯的始作俑者金融服務業更是受傷慘重。約瑟夫·熊彼得(Joseph Alois Schumpeter,1883-1950)，提出景氣循環理論(Business Cycle)，這是指經濟的景氣週期可分為四階段:繁榮、衰退、蕭條、復甦。此外，他並提出「創造性毀滅」(Creative Destruction)，按照熊彼得教授的理論，經濟景氣的大波動，會引發新一波的技術創新改革；而技術創新改革，卻又是下一波景氣波動引爆的火苗，預期地會創造下一次的蕭條，帶來衰退。他相信資本主義經濟會因為無法承受其快速成長膨脹大來的能量而崩潰衰退。而這樣的循環，會不斷的重覆。各個產業皆適用。例如，企業不斷地推出新產品包括電腦，無線手機，液晶電視，生物晶片，衍生性金融商品等，這解釋了這波金融海嘯造成的原因。

國內金融服務業的研究不在少數，但真正對全球金融服務業的營運策略進行分析的研究仍為少數，故引發本研究開始之動機。



1.2 研究目的

在這波金融海嘯始作庸者的金融服務業下，到底有多少企業順利度過金融海嘯存活下來，到底有多少優勢企業在這波金融海嘯侵襲下仍然維持競爭優勢，造成他們的競爭優勢的資源構型為何？他們的策略是什麼？

本研究想對金融服務產業找出適合的經營策略，同時對全球金融服務業企業提出管理上的建議。

研究的資料來源取自於S&P compustat資料庫中SIC代碼為#6020全球金融服務企業之商業銀行為研究樣本，並將這些企業區分為數個不同的集群，透過資源構型分析金融服務業之競爭優勢來源。隨後，將對這些不同的組織結構的集群(資源構型)進行其是否具有競爭優勢的相關檢測，也就是依企業的財務績效平均值為檢驗標準，優於即具有競爭優勢，低於則為競爭劣勢。同時，並檢驗其在歷經金融海嘯劇烈的環境變動下是否真具有不變的持續性競爭優勢。

1.3 產業分析

金融服務產業概述

金融服務產業分類頗細。金融服務業可簡要劃分為兩個領域，即資本市場(Equity Financing)和貸款市場(Debt Financing)，從領域可劃分為投資銀行、商業銀行與金融保險等。從商品上來分，金融服務產業主要交易銷售產出是以非實體商品，也就是虛擬金融商品或金融交易服務。

定義上，次廣義的投資銀行幾乎涵蓋所有資本市場的活動，從證券承銷、公司理財、企業購併，諮詢服務，基金管理，創業投資和商人銀行(Merchant Bank)，以及非零售性質的金融交易活動皆在此定義範圍內，但不包含證券零售、房地產仲介、抵押貸款等業務。

次狹義的投資銀行僅包括資本市場上之活動，主要是著重在證券承銷與企業購併兩項業務，至於基金管理、創業投資、商品交易、風險管理等業務則未包含在內。

最狹義的投資銀行亦是最具有傳統功能的銀行，其主要經營業務相當於我國綜合券商的業務，包括初級市場(Primary Market)的承銷業務，以及次級市場(Secondary Market)的經紀業務等。

大體而言，投資銀行(Investment Bank)最早是由美國相關業者投資銀行業務(Investment Banking)而來，主要因美國於1933年時，通過史帝格勒(Glass Steagall)法案，將商業銀行與證券商的業務範圍做嚴格的區分，規定商業銀行不得經營投資銀行業務範圍超過百分之十，造成商業銀行與大型證券商的區分，為因應時勢之變遷，大型券商則逐漸發展為投資銀行。

相較於傳統金融業被動等待企業上門借款，資本市場則充滿多元活力。美國在一九六零年代時還是大企業的天下，七零年代起許多新創事業冒出來，使許多新研發的技術得以變成產品問世，重要原因就在於資本市場一環的創投業蓬勃發展，創投業因為募集資金後的壓力，必須主動找尋投資標的，許多新興但有潛力的產業於是能得到創投的資金活水而開展商機。

然而金融海嘯發生後之短短半年間，美國前五大投資銀行已經相繼銷失。

- (1) 高盛：9/21 已申請轉型為商業銀行
- (2) 摩根史坦利：9/21 已申請轉型為商業銀行
- (3) 美林：9/14 賣給美國銀行

- (4) 雷曼兄弟: 9/15 申請破產
- (5) 貝爾斯登: 3/16 賤價賣給摩根大通銀行

商業銀行乃以收受支票存款，供給短期信用為主要業務的銀行，是銀行中最普遍的。通常看到的銀行大多是商業銀行，例如：台新銀、中信銀、華南銀。。等。

商業銀行經營下列業務：

- 一 收受支票存款。
- 二 收受活期存款。
- 三 收受定期存款。
- 四 發行金融債券。
- 五 辦理短期、中期及長期放款。
- 六 辦理票據貼現。
- 七 投資公債、短期票券、公司債券、金融債券及公司股票。
- 八 辦理國內外匯兌。
- 九 辦理商業匯票之承兌。
 - 一〇 簽發國內外信用狀。
 - 一一 保證發行公司債券。
 - 一二 辦理國內外保證業務。
 - 一三 代理收付款項。
 - 一四 代銷公債、國庫券、公司債券及公司股票。
 - 一五 辦理與前十四款業務有關之倉庫、保管及代理服務業務。
 - 一六 經主管機關核准辦理之其他有關業務。

由於金融自由化、金融全球化等因素影響,各國競相放鬆金融管制,出現了明顯的混業經營趨勢--集團式的金融集團 (Financial Conglomerates)。為適應這一趨勢,越來越多的國家實行由一個監管機構對整個金融業實施監管的統一監管模式。

一般來說，金融機構跨業經營模式與型態，大致可分為綜合銀行(Universal Bank)、金融集團(Financial Conglomerates)、及金融控股公司(Financial Holding company)。綜合銀行是由單一金融機構分別設立事業部門的方式，全面整合保險、銀行、證券等業務；金融集團是由金融機構以直接投資設立子公司方式，經營各項金融業務。金融控股公司則是近年來所創立的一種綜合金融機構，亦即在各國金融規定下，透過控股公司方式，設立銀行、保險、證券等子公司型態經營金融業務。

1999年11月，美國通過《金融服務現代化法案》，允許成立金融控股公司從事具有金融性質的任何業務，因此分業監管的監理模式於焉受到衝擊。再者，大量新型金融商品與業務成為市場的新趨勢，例如信用衍生性金融商品（Credit Derivatives），將貸款業務的信用風險再轉嫁包裝為可供交易的金融商品，遂模糊了金融商品的原有界線，使分散監管的體制再次面對挑戰。英國於2000年通過《金融服務暨市場法》（The Financial Services and Markets Act, FSMA 2000），主要規範金融服務管理局（Financial Services Authority, FSA）的組織架構、監理目標和原則，其法律架構趨分為三部份：一為FSA的組織法，二為對於金融活動的規範，三為金融消費爭端的解決機制。

2008年金融危機暴露出當前美國金融監管體系的弊端，也使改革這一體系成為美國各界的共識。美國總統奧巴馬於2009年6月17日公布金融監管改革方案，這將是大蕭條以來美國金融體系最大膽也是最徹底的一次改革。

明確責任、加強監管、防患未然，是這次金融監管改革“新政”的方向。根據改革方案，美國將把監管觸角延伸至金融市場的各個角落，清除導致當前危機的“系統性風險”。

英國金融服務業

英國的監理體系，傳統上傾向重視金融業者的自律機制。然因其國內陸續爆發影響國際金融秩序的金融舞弊事件，使其過於放任銀行經營階層的監管方式受到嚴重質疑；又接繼發生證券市場的基金銷售醜聞，乃源於過度縱容業者不當銷售而忽視公共利益的優先保護。至國際情勢的變遷，亦加速了其金融改革的步伐。

2000年英國通過了《金融服務與市場法》(Financial services and markets act, FSMA),該法規定由金融服務管理局(FSA)全面承擔對金融行業的監管職能,而英國的中央銀行——英格蘭銀行只承擔貨幣政策職能,不再兼有銀行監管職能

美國金融服務業

以1924年發行第一只共同基金到現在，美國基金業已經有八十四年的發展歷程。經立了無數風雨條礪的美國基金業，到目前已發展成為具有近十二萬億管理資產的美國最大金融機構，超過了商業銀行。其中，近六萬億投資於股票基金，近兩萬億投資於債券基金，近四萬億投資於貨幣市場基金。

美國基金業蓬勃發展，發展壯大最主要的因素是建立了一個較為強大的監管體制，其目標集中於保障投資者的利益。在美國，共同基金的經營受至美國全部四個有關證券法規的監管：即《1940年投資公司法》、《1940年投資顧問法》、《1933年證券法》、《1940年投資公司法》。《1940年投資公司法》確立了通過對共同基金實行嚴格監管

而有效管理美國共同基金業的典範。比如，該法禁止基金發起人和管理人向基金出售任何證券；要求基金的資產必須自獨立的託管人進行託管；對基金的槓桿作用和功能設定嚴格的限制；要擊共同基金必須要由多數獨立於基金發起公司的獨立董事進行管理等。此外，投資公司法由美國證券交易委員會負責實施監管，而美國證交會是一個獨立的，有強大監管力度的政府監管機構。這對引發美國次貸危機的金融衍生產品非常鬆散的監管體制甚至沒有任何監管的情況形成鮮明的對照。總之，美國的基金業具有一個堅情的管理體制，嚴格的監管機構，以及從總體來講嚴格合規的基金管理業，這對於培養和發展公會對美國基金業的信用和誠信度起到了最關鍵的作用。也是美國基金業得以成功發展壯大的最主要的原因。

美國基金業成功發展的第二個重要因素是相對開放的基金業市場--即使沒有從法律和行為運營的角度設立任何進入基金市場的障礙，大大的刺激了美國基金業的良性競爭，起到了幫助美國基金業健康成長的作用，比如，在美國可以發行共同基金的金融機構包括各種金融公司--投資顧問公司、證券公司、保險公司、商業銀行、實業公司和任何外國金融機構。相對開放的市場鼓勵良性的競爭，從而在發展產品和客戶服務方面達到了較高的水平。

美國基金業發展壯大的另一個重要原因是，多種基金銷售渠道同時開舉，從而使基金投資者能夠十分便利的申購和贖回基金。今天，美國共同基金的銷售渠道包括銀行、券商、保險公司以及直接通過基金公司本身或者通過如 401(K)等企業雇主所資組的退休金計畫。企業養老金對美國基金業發展起到了重要作用，多種不同類型的共同基金為養老金計畫參加者提供了包括各種風險與回報特徵的廣泛的投資選擇範圍。

最後，基金公司經過多年的努力與嘗試已開發出十分豐厚的有效效果的投資者教育資料，而人民所重視的養老退休金協助養老金參加者做出適當的投資決定。由為成功的是教育投資者進行長線投資，受益於多年的教育，投資於美國共同基金的投資者大部分都有抱有長線投資的理念。據美國基金協會的調查，84%投資於基金的投資者聲明其投資的目標是為將來退休而進行儲蓄。根據美國基金協會的調查，典型的投資於基金的投資為中產階級，四十多歲，大部分已婚並有工作，而且擁有平均大概八萬美元的金融資產和年收入在十萬美元左右。退休養老金為基金的投資和成功的投資者教育，使美國基金業在經濟形勢和證券市場發生波動時能夠有相對穩定的資產流和較小的贖回量。根據有關的法律規定，通過企業養老金金進行儲蓄的資產不能在退休之前隨便提出；此外，根據為退休而進行儲蓄的投資者心理，即便是在經濟衰退或證券市場下跌的情況下，他們仍願意將自己收入的一部分定期儲存到養老金帳戶中，從而為基金業提供了源源不斷的資產流。而投資於共同基金的投資者大部分都有較為長期的投資理念和時限，對證券市場短期內的波動不大會驚慌失措。

歐洲金融服務業

歐洲的開放型投資信託藉由專業第三方的銷售管道已非常普遍，幾乎所有的零售銀行或資產管理人都有提供專業第三方的相關商品。歐洲大陸的通路則被零售銀行支配。

法規發展因法規產生的通路型態變化及「單一市場」的障礙

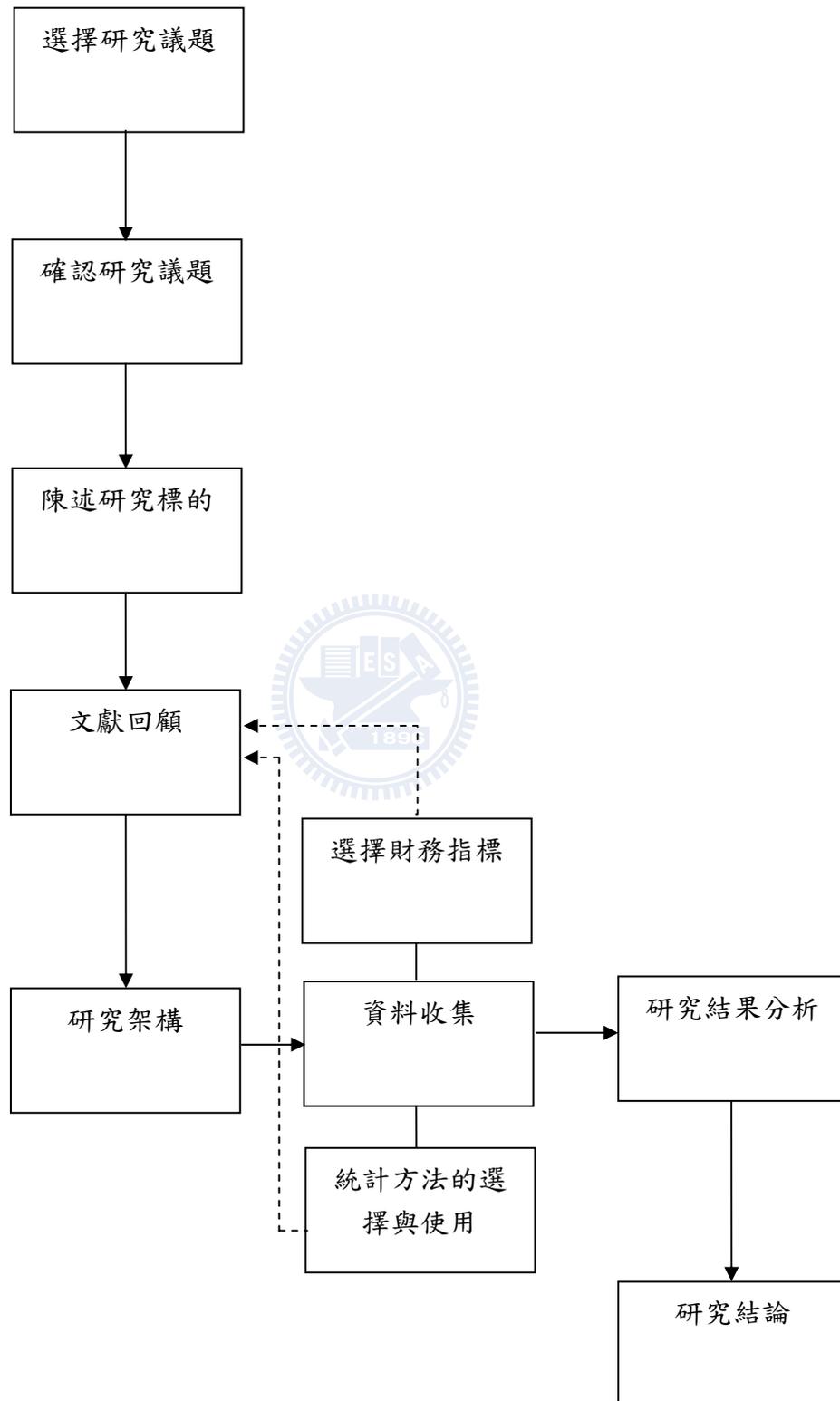
- 網路銀行人氣升高及線上通路的進化
 - 線上通路的各種成功模式
- 幾年之內專業的第三方將成為標準的通路

金融顧問市場

- 德國：最大的金融仲介機構市場
- 英國：有多達 40,000 個金融仲介機構
- 法國：尚未開發的市場
- 西班牙・義大利：與零售銀行的強大關係
- 北歐地區：非 IFA 的別的金融顧問服務專家提供建議



1.4 研究流程



第二章 文獻探討

過去文獻中，針對競爭優勢與企業績效之因果關係的探討，仍存在待確認的問題，也就是策略管理研究學者對於此兩者間之關係有兩派不同的論述。

第一種是將競爭優勢視同企業績效，也就是競爭優勢當作依變數，即利用VRIN 模型(具有價值、稀少性、不易模仿及難以替代等特性)之各項資源去解釋競爭優勢從何而來。當競爭優勢被當成依變數時，此時企業績效就等同競爭優勢，因此不會用到企業績效這個名詞，更不需要去探討競爭優勢的內涵。

第二種則是將競爭優勢視為導致企業績效的因素，也就是將競爭優勢當成自變數。亦即競爭優勢的內涵是各種不同的複合性資源，這些具競爭優勢的複合性資源帶來企業的優良績效，若採用RBV 的主張來說，競爭優勢就等同於VRIN各個資源加上管理能力(Barney, 1991)。Barney(1986)曾於AMR 採用第二種將競爭優勢視為自變數，但後來改用第一種將競爭優勢當作依變數 (1991)，而Porter(1991)和Powell (2001)則採用第二種方式。

Tang and Liou (2010)亦於SMJ 採用第二種方式，將較優績效(Superior Performance)當成競爭優勢的依變數，除此之外，更進一步引入輔助性假說，重新定義持續性競爭優勢與較優績效間之因果關係，並將之推導為「策略－資源構型－企業績效」(Strategy－Resource Configuration－Performance)的因果鏈。Tang and Liou (2010)一文即將一企業所特有的資源組合稱為「資源構型」(Resource Configuration)，也就是不同的策略及管理能力，致使各企業具有其獨特的企業資源組合，此理論觀點與組織理論所探討之組織構型(Organizational Configuration)(Miles and Snow, 1978; Miller and Mintzberg 1983; Miller, 1986; 1996)相仿。更主張競爭優勢是企業透過資源構型來導致企業績效。

然而對非公司內部者而言，競爭優勢與資源構型皆無法直接觀察。Tang and Liou (2010)於SMJ 即引述Powell (2001; 2002; 2003)依貝氏事後機率的推論邏輯，提出與「競爭優勢」(Competitive Advantage)相應的「競爭弱勢」(Competitive Disadvantage)一詞，主張將「競爭優勢’ 創造’ 持續較優績效」(Competitive Advantages ‘Create’ Sustained Superior Performance) 改為「機率式」推論(Probabilistic Inference)，取代以往的「決定性」推論(Deterministic Inference)，亦即相較於產業內的其他公司，持續優績效優於平均的企業「較可能」擁有持續性競爭優勢。意思即為，並非所有具競爭優勢的企業都可以持續創造較優績效；同樣地，並非所有具競爭弱優勢的公司都無法創造較優績效。即表示，績效的創造是機率論並非決定論。因此，透過企業的財務績效、動態管理能力、及資源構型三者間之關係，推論該企業是否擁有競爭優勢。

本文採用Tang and Liou (2010)之論點，剖析財務績效之杜邦恆等式與VPC 模式的關係，並解釋如何利用杜邦恆等式去衡量策略管理學者所定義的競爭優勢之「價值創造」，進而擴充杜邦恆等式內含之財務指標，用以分析企業之「資源構型」，並探討持續競爭優勢與財務之關聯。

2.1 競爭優勢理論起源

依據唐瓊璋(2010)，企業診斷與經營分析-行銷戰略篇，國立空中大學，如果把公司的績效定義為企業的成長，戰略管理的簡單因果鏈就是競爭優勢為因，而市場和企業的成長為果。市場的競爭優勢的同義詞，包括強勢品牌、產品創新、高品質、低成本、價格競爭、銷售尖兵、雄厚財務等。一般來說，只要是企業在某方面具有某種獨特的特質，它就具某種市場的競爭優勢。可能是品牌或價格魅力，或是在新市場開發上的創新能力。

但是市場環境的變化，會影響競爭優勢以及公司績效。市場環境的變化會與公司內部的運作交互影響。這三者間，即市場環境、與競爭優勢、公司內部運作、及公司績效這三者間的交互關係，在管理文獻上產生了四個不同的派別，即(1) 戰略規劃論，(2) 產業經濟論，(3)企業生態論，以及(4)企業資源論。

(1) 戰略規劃(Strategic Planning,1960s)

強調企業內部的組織、領導者能力、和企業規劃，企業應不斷調整業務和塑造新產品，使企業健康地成長。企業成長的主因是「組織剩餘」；而企業要獲取利潤，除須擁有優越的資源外，更要具備有效利用這些資源的獨特能力。

策略事業單位(BU)組合:強調企業的外部環境、市場機會、和內部資源的整合性分析，企業從中選擇最佳投資戰略組合，以維持公司的長期生存與發展 (Henderson1972)

(2) 產業經濟(Industry Economics,1970s & 80s)

產業吸引力與組織經濟:強調產業結構、產業吸引力、競爭戰略與企業利潤的關聯。競爭戰略是企業因應所處的產業結構進行分析而形成 (Porter,1980;1985)

五力競爭模是取決於產業競爭狀態的五種基本力量；及新進入者進入障礙、供應商的議價能力、替代品的威脅、購買者的議價能力、及現有企業的競爭強度。這五種力量的相對影響程度在每個產業都不濃，但共同塑造了氣諷面

臨的企業競爭優勢。由這五種力量決定的產業競爭條件既定下，企業戰略的中心任務是找到能抵禦或是影響這競爭性力量的位置，即透過差別化策略(Differentiation)使企業免於這些競爭力量的傷害。因此，五力競爭結構分析的目的，即在於協助企業定位(Positioning)。

(3) 企業生態論(Population Ecology,1990s)

企業生態論與產業經濟論的最大差別是對外部環境的定義。企業不只是面對產業結構的壓力，其他產業的變化，PEST 的劇變，會徹底改變企業生態的結構，影響其生存。企業管理的任務是如何對企業資源與能力和環境之間保持均衡。

(4) 企業資源論(Resource-Based View,1990s)

重新強調企業內部組織結構，核心競爭力的重要性。強調內外部資源整合、管理程式、組織文化、和組織再造。

產業經濟論與企業生態論之弱點在於無法解釋何以在相同的產業條件或劇變的大環境中，企業之間仍然存在績效上明顯的差異；因此「核心能力」的概念源於九〇年代以後再被提出以補其不足。

核心能力被定義為組織集體學習，特別是學習如何協調多樣化的生產技能並如何整合多重技術的源流、是組織工作與提供價值、是溝通致力於跨越組織邊界的工作，此涵蓋許多層面的人員和所有的職能。而此一核心能力「不是資產，非會計帳上的資產項目，是動態的活動，累積性的學習以及無形與有形兼具的知識。」是企業能創造核心價值，差異化及進入新市場的能力，提高競爭對手的「進入障礙」。

2.2 競爭優勢的定義

Hofer and Schendel(1978)提出競爭優勢(Competitive Advantage)一詞，並解釋競爭優勢來自於企業透過資源配置而發展出有別於其他競爭者的獨特資源定位。Porter(1985)在「競爭優勢」一書提到企業的競爭優勢源自於「企業能為客戶創造的價值」，Porter將競爭優勢定義為公司相對於其他競爭者而言，長期中所具有之獨特且優越之競爭地位。而競爭是企業成敗的關鍵，決定企業的創新、文化凝聚力及執行效率等與整體表現相關的各項活動；優勢是指在任何環境中皆能佔之上風。公司則可藉由三種策略來為購買者提供價值，即低成本領導(Cost Leadership)、差異化(Differentiation)與集中(Focus)等策略。

Aaker (1989) 則認為一公司所擁有之資產與技巧 (Assets and Skills) 是公司的競爭基礎，可提供給公司持久之競爭優勢(Sustained Competitive Advantage,SCA)與長期之績效表現。Ansoff 與McDonnell(1990)將競爭優勢定義為公司在產品/市場範圍中所具有的特質，而這些特質可以為公司帶來比其他競爭者更優越的競爭地位。Barney(2002)認為當企業獲得超額報酬率，代表使用資源之報酬大於其預期值，此預期價值與實際價值之差即為經濟利潤或經濟租，而這經濟利潤就是其對競爭優勢之解釋。Hunt(2002)對競爭優勢的定義是指企業之財務績效優於產業平均，而較佳的財務績效不等於古典理論中之「超額報酬」或「經濟租」的概念，而是「高於」或「優於」產業平均值。

競爭優勢的主流學說整理如下：

2.2.1 SCP 模型(Structure, Conduct , Performance)

結構(Structure)、作為(Conduct)、績效(Performance)(SCP)的因果論，是戰略管理的經典理論。談的是產業的結構會影響公司的作為，包括生產、定價、行銷、服務、組織文化等等。而這些公司的組織管理或作為，會創造出公司的績效，包括銷售、利潤、市場佔有率等。這個結構—作為—績效(SCP)的因果論可用簡單的因果鏈表示，即

產業結構→公司組織的作為→公司的績效

因此，獲利的因果源頭來自外部的產業結構，以及內部的公司組織管理與相關的作為。

如同寡佔(Oligopoly)或完全競爭(Perfect Competition)的產業結構是產業經濟(Industrial Organization)的核心觀念，主要在描述特定市場結構中，企業的數量、市場佔有率、以及經濟規模間的相互關係(Brian,1950)；

企業成長理論文獻提到，企業成長的主因是「組織剩餘」(Organizational Slack)即存在不完全市場。企業競合式的組織規模乃發揮經濟效率而改變，企業要如有機體般的成長，企業能否保持市場的競爭優勢，取決於企業在不完全市場中規劃、開發、並取得異質性資源的能力(Penrose,1959)；此外在管理文獻中還有，描述策略與組織結構的關係(Chandler,1962)；策略對應組織結構的四個模式；探索型、分析型、防禦型、反應型(Miles and Snow,1978)。公司應產業結構的壓力而形成的獨特獲利「戰略模式」(Strategic Archetypes or Strategy Typologies)，統稱為競爭優勢(Competitive Advantage)。

「結構—行動—績效」(SCP, Structure-Conduct-Performance)，是以Porter為主要學者的學派所提倡，認為產業的競爭是影響企業績效的主因，認為企業為取得競爭優勢可採取

成本領導、差異化及專注化三種一般化策略(General Strategies)(Porter, 1980; 1985)。SCP學派著重在外在環境對企業績效的影響也就是當企業進入市場時，應選擇具優勢之產業介入，或是建立進入障礙防止競爭者的侵襲。企業經營方面，則須致力於價值鏈的管理，例如包括存貨管理、物流管理、行銷與服務等，屬於前端營運以及財務管理、技術發展、人力資源管理等後端支援。

而SCP因果論所談的只是產業的變化，並沒有探討市場大環境的影響。其後的資源基礎學派(RBV, Resource-Based View)的研究則多著重於集體性資源(Resource Bundles)。

2.2.2 VRIN (Valuable, Rare, Imitable, Non-substitutable)

資源基礎學派(RBV, Resource-Based View)重新強調企業內部組織結構及核心競爭力的重要性。強調內外部資源整合、管理程式、組織文化、和組織再造。資源基礎學派(RBV, Resource-Based View)儼然成為分析產業內績效差異，亦稱競爭異質性(Competitive Heterogeneity)領域中的領導學派(Hoopes, Madsen and Walker, 2003)。

對於企業之所以擁有競爭優勢並享有財務績效之主張，Hunt(2002a)統稱其為「資源差異創造優勢」理論。其中，資源基礎觀點學派主張企業競爭優勢來自於企業所控制的策略性資源，而其前提假設有二：其一為企業所擁有的資源是異質的(所以某些企業因為擁有其它企業所缺乏的資源而獲得競爭優勢)，其二是這些資源在企業間不能完全流動，所以異質性得以持續(競爭優勢得以持續)。故當企業擁有「資源」又具有運用它的「獨特能力」時，企業就會有競爭優勢。

Barney在1991年發表的《企業資源與可持續競爭優勢》(Firm Resources and Sustained Competitive Advantage)一文中明確指出，超額經濟在一定程度上是可以透過「VRIN」資源來獲得。即，Barney認為競爭企業所擁有的資源具備「富價值性、稀少性、不可模仿、不可替代」(VRIN, Valuable, Rare, Imitable, Non-substitutable)(Barney, 1991; 1997)等複雜社會特性的資源。而此即為下述所述的核心競爭能力。

以下將核心競爭能力做進一步說明。

2.2.3 核心能力

Prahalad & Hamel (1990)提出，企業的「競爭優勢」必須來自其核心能力，核心能力是由企業基礎能力開始培養。而企業的核心能力為事業發展的競爭優勢根源，也是企業成長策略制定的基礎(Prahalad & Hamel, 1990; Hamel & Prahalad, 1994; Tampoe, 1994; Collis&Montgomery, 1995; Coates, 1996; Petts, 1997; Javidan, 1998)。Sanchez &Heene(1997)認為企業透過檢視既有核心能力可以辨識出產品市場機會，有助於企業進策略規劃，並認為建立以核心能力為基礎的策略管理理論，可以讓管理者更能應付快速變動與演化的產業環境。其缺點仍是站在同一時點上看既有能力和既有市場。

核心能力是一種動態活動，累積性的學習，以及無形有形兼具的知識。是企業創造核心價值、差異化及進入新市場的能力，提高競爭對手的進入障礙。企業資源論認為核心能力是組織結構、企業文化、決策模式，競爭優勢是因為核心能力形成的，由於專屬能力、知識轉移、因果模糊的特性再形成策略基模。但是有競爭優勢並不等於核心競爭力，因為核心競爭力必須有獨特性，且讓其它競爭對手很難複製。



2.3 持續競爭優勢(策略配置與動態管理能力)

全球化和資訊技術的發展、加速了產品的生命週期、複雜的顧客需求、技術躍遷等因素改變了企業所處的競爭環境，隨著競爭更加激烈，使得企業競爭優勢持續時間有縮短的現象(Starbuck,1993; Wiggins and Ruefli,2002)。Aaker(1989)廠商之長期競爭優勢與經營績效的競爭基礎是存在公司內部的「資產」與「能力」。Barney(1991) 當企業現存或潛在競爭者無法同時與該企業相同的價值創造策略時，此企業即擁有「持續性的競爭優勢」。此外，有學者主張「持續性的競爭優勢」即是企業享有長期的競爭優勢(Jacobsen,1988)。Aharoni(1993)建議採用財務績效的指標衡量競爭優勢。Barney(1986)提出企業文化，以Barney為主要學者的資源基礎觀點學派(RBV, Resource-Based View)，著重於企業內部資源對公司績效的影響。

2.3.1. 策略配適(Strategic Fit)

不同於以 RBV，Porter 提出了策略配適(Strategic Fit)。Porter (1996)「策略配適帶來持

續競爭優勢」的論述，認為策略是一種選擇；再者，策略是一種配適。例如，產業內有些機會不見得適合所有企業，也就是說，外部雖有某種機會，如果企業內部沒有成功所需能力，那麼公司就不應該選擇這樣的策略；即使公司具備了成功所需要的能力，外部也提供了機會，但若公司沒有將兩者做理想的配適，一樣不是好的策略。而持續性是來自策略配適。

2.3.2 動態管理能力(Dynamic Capability 、RBV)

RBV則是發展出更進階的動態管理能力(Teece, Pisano and Shuen 1997)、動態RBV(Dynamic RBV) (Helfat and Peteraf, 2003)、組織共識(Organizational Alignment)(Porter, 1996; Sigglekow, 2001; 2002)及NK 模型(Levinthal, 1997)等亦都以集體資源做為競爭優勢的來源。Teece et al. (1997) 定義「動態能力」為公司整合、建立及重新配置內部與外部能力來因應快速變動環境的能力。其中「動態」一詞是指組織為了因為外部環境變動，而擁有的更新的能力；當產業技術的變動速度較快或變動幅度較大時，未來市場競爭將充滿更大的不確定性，這時，企業之創新反應能力就顯得極為重要。而「能力」一詞則強調修正、整合及重新配置組織內部與外部創業管理研究的技能、資源來配合環境變動需求的能力。

Teece et al.(1997)對動態能力之定義頗受其他學者的肯定及延伸。例如，Helfat (1997) 提到動態能力為使廠商可以創造新的產品與程序以回應變動市場情況的能力，同時比競爭者更能應對變動、不確定的市場環境，並藉著這樣的能力來維持競爭優勢並增加在市場上的價值。Eisenhardt & Martin (2000) 則認為動態能力為企業使用資源的過程--特別是整合、重組、取得及釋放資源的過程，創造與發展新的能力以符合甚至創造市場機會(Luo, 2000)。Zollo & Winter (2002) 也認為動態能力為在追求效能改善下，透過組織系統地產生與修正它營運例規等共同活動的一種學習而來的穩定模式，並認為動態能力來自於學習，它們為修正營運例規組成廠商的系統化方法。Zott (2003) 沿用Teece et al. (1997) 對於動態能力的定義，並視動態能力為一組引導資源配置的例規或過程。

2.4 績效之評估

評估競爭優勢之公司績效有很多種，策略管理中用高於產業平均的企業成長率或投資效益等來測量公司績效；行銷管理中以顧客購買率和市場佔有率(Market Share); 或運用心理學使用的忠誠度和滿意度用以測量績效。以 Hoopes 為首的一行學者 2003 於

SMJ 的 Special Issue (Hoopes, Madsen and Walker, 2003) 點出，RBV (Resource-Based View) 只是解釋產業內部績效的差異和解釋其各種來源眾多論述中的一派，並提出「價值－價格－成本」模型(VPC, Value, Price, and Cost)。將競爭優勢定義為「價值創造」，來加以衡量「競爭異質性」(Competitive Heterogeneity)，取代以往的「績效差異」(Performance Difference)與「企業競爭優勢」。因此，「價值創造」亦被擴大用以衡量績效評估。

當一家公司若能為它的購買者創造價值，該公司便能獲得競爭優勢。競爭優勢的前提在於企業所創造出的價值超過在創造價值的過程中所付出的成本代價，價值則表現在購買者所願意支付的價格上。而此價值與價格之間多出來，即是價值創造，亦是競爭優勢了。

以下介紹 VPC 模型。

2.4.1 VPC 模型(Value-Price-Cost)

Tirole(1988)，Hoopes, Madsen and Walker (2003)及Priem(2007)所設定VPC(Value-Price-Cost)模型，假設消費者只消費一單位的產品或服務，消費者剩餘(或稱作價值剩餘Surplus, S)就等於消費者”願意”支付的價值(Value, V = 最高願付價格(WTP, willing to pay))減掉”實際”付出的代價(付款價格Payment = P)， $S = V - P$ 。消費者的付款就等於生產者的收入(Payment = P = Revenue)，而生產者獲取的毛利潤(Profit = π)就等於收入扣掉中間投入的成本(C)， $\pi = P - C$ 。產品或服務對於消費者的價值 V 是生產者創造的價值(Created Value)， $V - C$ 則是生產者的附加價值(Added Value)。市場中的競爭者，面對相同的市場需求，成本較低的生產者($C_1 < C_2$)所產生的附加價值的差異就是他的競爭優勢(Competitive Advantage) = $(V - C_1) - (V - C_2) = C_2 - C_1 > 0$ 。在生產者所附加貢獻的價值中，只有 $P - C$ 是生產者獲取的價值(Captured Value)，其他的部分就是消費者獲得的效益($S = V - P$)。P 的高低直接影響者生產者與消費者價值獲取 (Value Capture) 的相對大小。

但此些理論卻都未能有效且清楚地解釋企業競爭優勢、公司績效及企業資源三者間複雜的因果關係。這些模型都有著一個共同點，也就是存在難以分解的複雜且模糊的關係，亦不易對這些資源與競爭優勢之關係進行長期性的檢定與預測。

2.4.2 財務指標與持續競爭優勢探討

(引述基本面分析、VPC 模型、價值創造、杜邦方程式)

基本面分析

基本面分析法應用許多，有將基本面分析法應用在編製指數而形成基本面指數，美國學者 Arrnott(2005)在經過潛心的研究後于 2005 年 4 月在美國金融分析期刊 (Financial Analysts Journal) 發表了《基本面指數投資策略》(Fundamental Indexation)一文，提出基本面指數投資策略，拋棄由股票價格定義的公司市值，以公司的賬面值(Book Value)、營業額(Sales)、現金流(Cash Flow)和分紅(Dividends)等最能反映公司經營和盈利能力的指標，計算公司的基本面價值並構造指數進行投資，從而除能有效地降低股票價格偏離公司價值對投資收益帶來的負面影響，亦能選出最具競爭優勢的企業進行投資。

Arrnott 的研究主要是針對現代財務學將公司的基本面(而非市場價值)處於財務宇宙的中心(先前有位學者討論將市場價值(永遠等於公平價值)當作財務宇宙的中心)，而市場價值似乎只是公平價值不精準的估計值。

從投資者的角度看，投資者投資的是一家企業，投資經常利用財務報表上的股東權益報酬率、本益比等的觀察指標做為投資依據，而著名的投資專家巴菲特更是將基本面投資法發揮得靈淋盡至，除了創造自己驚人的財富，也創造出舉世聞名的巴菲特價值投資法。

杜邦恆等式 (ROIC 與 ROE 探討)

資本投入報酬率(ROIC, Return On Invested Capital)則可做為衡量企業獲利效率和管理階層為股東所創造之能力(Cao, Jiang and Koller,2006)。利用杜邦恆等式可將投入資本報酬率分解為兩項指標:

- (1) 純益率(NOPM, Net Operating Profit Margin)
- (2) 資本周轉率(CTR,Capital Turnover Rate)

純益率可以做為衡量企業資源配置及運用「效率」(Efficiency)程度，資本周轉率則可作為衡量資源槓桿與管理的「效能」(Effectiveness)

一般來說，我們常以每股盈餘分析一家公司之獲利能力，但在發放股票股利之後將稀釋每股盈餘，但總股東權益並不會改變，財務報表呈現的是一個企業運用其累積擁有之資源與能力的結果。故以總股東權益報酬率來分析公司獲利狀況應更為適當。但資本投入報酬率(ROIC)則是衡量一家公司整體資本運用能力的直接指標，代表公司的盈餘能力(Earning Power)，是經營者整體經營能力的成績單；而股東權益報酬率(ROE)則是資本投入報酬率(ROIC)透過財務槓桿後對股東投資權益的報酬率指標。以下為兩者的簡易的數學式表示:

The general equation for ROIC is as follows: $\text{ROIC} = \text{Net Income} / \text{Invested Capital}$

$$\text{ROIC} = \text{NI} / \text{IC}$$

Multiply by 1(S/S) and then rearrange

$$\text{ROIC} = (\text{NI} / \text{S}) (\text{S} / \text{IC})$$

$$= \text{淨利率} * \text{資本周轉率}$$

$$= \text{營運效率} * \text{資本使用效率}$$

The general equation for Return on Equity is as follows: = Net Income/Shareholder's Equity

用杜邦方程式簡單拆解為:

$$\text{ROE} = \text{NI} / \text{TE}$$

Multiply by 1 (IC/IC) and then rearrange

$$\text{ROE} = (\text{NI} / \text{TE}) (\text{IC} / \text{IC})$$

$$\text{ROE} = (\text{NI} / \text{IC}) (\text{IC} / \text{TE})$$

Multiply by 1(S/S) and then rearrange

$$\text{ROE} = (\text{NI} / \text{IC}) (\text{IC} / \text{TE}) (\text{S} / \text{S})$$

$$\text{ROE} = (\text{NI} / \text{S}) (\text{S} / \text{IC}) (\text{IC} / \text{TE})$$

$$\text{ROE} = \text{淨利率} * \text{資本周轉率} * \text{EM 財務槓桿}$$

$$\text{ROE} = \text{邊際獲利} * \text{資本周轉率} * \text{Equity Multiplier}$$

$$= \text{營運效率} * \text{資本使用效率} * \text{企業資本結構}$$

When:

ROE = Return on Equity, NI = Net Income, TE = Total Equity, IC= Invested Capital

EM = 1 + D/E = The Equity Multiplier

S = Sales

兩者之間只隔了財務槓桿的因素。如果不考慮資本結構，即不管資金的來源是股東權益還是借款，則 ROIC 是正確的經營能力指標。

對經營者而言，他是以 ROIC 來檢視公司整體的經營效率與成果；但對股東而言則要同時看 ROIC 與 ROE，因為股東除了關心成果(ROE)外，也會看該成果是如何達成的，是利用過度的財務槓桿？還是穩健的財務槓桿？對投資人來說，過度的財務槓桿隱含著很高的長期風險。

因此粗略說來，如果兩家公司 ROE 接近，則 ROIC 較大者為佳，因其財務槓桿比較保守；反過來說，如果 ROIC 差不多，只要財務穩健，則 ROE 大者為佳，因對股東的投資報酬率較有利。兩者的主要差別在於財務槓桿的保守性與安全性，反映出經營者對

負債的態度。但前述原則也非絕對。如果公司競爭優勢特別強，通常可有較高的財務槓桿，但不影響其公司經營體質。(此外有兩個不一樣的影響因素，一為舉債二為發放股利)。股利影響淨利、舉債增加股東權益)

VPC 模型與 杜邦恆等式應用 (價值創造)

前述 2.4.1 章節所提 VPC 模型可用杜邦恆等式的各財務報酬率詮釋。杜邦恆等式亦常做為分析企業經營效率和管理能力的指標，更可引申為策略參考之工具 (Grant,1991,2008;Firer,1999)。資本投入報酬率(ROIC) 代表一家企業的獲利來自營運效率和資本管理效率(資本周轉率)的驅動力。

對應 VPC 模型可將上述之淨利潤進一步拆解之單位價格函數如下所示：

$$NI = (p \times q - c \times q) / (p \times q) = (p - c) / p = 1 - (c / p)$$

其中，p = 價格；c = 每銷售數量單位成本；q = 銷售數量。

而為解析企業複雜的整體資源及管理能力的杜邦恆等式可再進一步將 ROIC 的兩項驅動因子淨利率及資本周轉率分解成幾項相關的財務比率，如下所示：

$$ROIC = \frac{NI}{S} \times \frac{S}{IC} = \frac{(S - CGS - Adv - R \& D - Dep - SG \& A - Tax) / S}{(FA + AR + Inv - AP + Cash) / S}$$

此論述一提出，才讓競爭優勢來源及測量方式，有了明確的衡量方式。而上述各財務指標皆表示企業投入資源並進行價值創造活動(產品差異化、降低成本及有效管理資產)所產生的結果。

本研究引用 Tang and Liou(2010)將這些財務比率再加上股東權益報酬率所使用的財務槓桿依據其與企業活動之關係分為五類的論述基礎，加以針對本研究的研究對象進行分析：

- (1) 資產管理指標：現金配息占營收比率、固定資產週轉率、負債比率；
- (2) 關係經營與管理效率能力指標：應付帳款週轉率、股東權益占營收比率、淨利率；
- (3) 資產使用效率指標：稅占營收比率、現金流量占營收比率、資產週轉率；
- (4) 品牌管理能力指標：折舊對營收比率、無形資產占營收比率。
- (5) 企業(領導人)經營指標：權益乘數、員工平均營業收入額。

以上，第二段文獻探討結束。

第三章 研究方法

3.1 研究樣本及資料來源

本研究預計選取 S&P Compustat 資料庫 SIC 代碼#6020 之商業銀行共 880 家。資料期間為 S&P Compustat 資料庫所提供 2003~2009 年之財務資料。

本研究之資料來源為 **Compustat Global Vantage** (全球版資料庫) 提供近 20 年全球 (北美版以外) 的 近 25,000 家全球公司之財務報表與市場資料，其中包括 3,500 餘家美加地區上市公司。完整之國際資料涵蓋 80 個國家有公開交易之公司，所佔全球資本額超過 80%。

Compustat 是由美國 Standard & Poor's 公司發行，為一光碟資料庫，收錄北美及全球近 20 年上市公司之財務資料。該資料庫共提供約 180 種範本報表、及上市或下市公司財務數據等訊息。並且整合最新或歷史性之主要財務數據以製作所需之報表和圖表。應用的研究領域包括資產分析、計量分析、競爭者分析、公司資本結構、財務比率、合併與購併、R&D、資本及存貨投資、股市報酬、及資本市場效率等主題。



3.2 變數的操作性定義及衡量

競爭優勢與非競爭優勢：本研究以資本投入報酬率(ROIC)作為區分競爭優勢定位之基準，選取之競爭優勢相關財務比率包括：淨利率、總資產週轉率、股東權益乘數、固定資產週轉率、負債比率、現金流量占營收比率、現金配息占營收比率、應付帳款占營收比率、折舊占營收比率、稅占營收比率、無形資產占營收比率、股東權益占營收比率、員工平均營業收入額等十三個變數。

3.3 分析方法

本研究首先應用因素分析(Factor Analysis)將商業銀行十三個關鍵財務指標變數萃取成五個共同因素，即資源構型。並定義各資源構型之名稱。其次，利用因素分析所得出之因素分數(Factor Scores)，利用集群分析(Cluster Analysis)對樣本進行分群，商業銀行

得到三個集群，投資銀行群組得到四個集群。並為所得之集群群組命名。並以區別分析(Discriminate Analysis)驗證上述集群群組分析之穩定性。而後進行不同期間(2003~2007; 2008; 2009)分析。以期檢驗其優勢群組在歷經金融海嘯劇烈的環境變動下是否真具有不變的持續性競爭優勢。

3.3.1 因素分析(Factor Analysis)：

起源於心理學上的研究。在心理學上常會遇到一些不能直接量測的因素，例如：人的智力、EQ、人格特質、食物偏好、消費者的購買行為等。對於這些無法明確表示(抽象的)或無法測量的因素，希望可以經由一些可以測量的變數，加以訂定出這些因素。

因素分析的主要目的是對資料找出其結構，以少數幾個因素來解釋一群相互有關係存在的變數，而又能到保有原來最多的資訊，再對找出因素的進行其命名，如此方可達到因素分析的兩大目標：資料簡化和摘要。

相互有關係存在的變數受共同因素(Common Factor)及獨特因素(Specific Factor)的影響。

因素分析分成探索性因素分析(Exploratory Factor Analysis)與驗證性因素分析

(Confirmatory Factor Analysis)。探索性因素分析是在沒有任何限制之下，找出因

素的結構。驗證性因素分析是在已知可能的結構下，驗證是否仍適用，如線性結構方程式(Lisrel)。

因素分析的應用

1. 找出潛在因素
2. 篩選變數
3. 對資料做摘要
4. 由變數中選取代表性變數 (在因素中挑選一個變數使用)
5. 建構效度
6. 做資料簡化 (相關性高的變數，僅需選取一個做代表)

因素分析與主成分分析的比較

1. 主成分分析是以變異數為導向。因素分析是以共變異數為導向，關心每個變數與其他變數共同享有部分的大小。
2. 主成分分析是選擇一組成份(Component)，盡可能的解釋原變數的變異數。因素分析是選取少數因素(Factor)，解釋原變數的相關情形。
3. 主成分分析是所有變數的變異都考慮在內。因素分析只考慮每一變數與其他變數共同享有的變異。
4. 主成分分析較適合做資料(變數)的簡化。因素分析較適合做偵測資料結構。

5. 主成分分析不需要旋轉。因素分析可能需要旋轉才能對因素命名與解釋。
6. 主成分分析是資料(變數)做變換(線性組合)，對資料(變數)不需要任何假設。因素分析是假設資料(變數)滿足某些結構而得到的結果。

因素分析的應用

經因素分析將資料(變數)簡化成少數幾個因素，可對個體分群(群集分析)，或進行ANOVA、MDS(多元尺度)，或畫因素得點的散佈圖找出異常點，或做Lisrel(線性結構方程式)的構面中測量變數指標。

因素分析模式架構

設有 p 個變數，每個變數可分解成少數 q 個共同因素(Common Factor) f_j ($q < p$) 及獨特因素(Specific Factor) ε_i 的線性組合。

$$\begin{aligned} x_1 &= \mu_1 + l_{11}f_1 + l_{12}f_2 + \cdots + l_{1q}f_q + \varepsilon_1 \\ x_2 &= \mu_2 + l_{21}f_1 + l_{22}f_2 + \cdots + l_{2q}f_q + \varepsilon_2 \\ &\vdots \\ x_p &= \mu_p + l_{p1}f_1 + l_{p2}f_2 + \cdots + l_{pq}f_q + \varepsilon_p \end{aligned}$$

f_1, f_2, \dots, f_q 在每個變數中都擁有。

ε_i 只在第 i 個變數中擁有。

l_{ij} 為第 i 個變數在第 j 個共同因素的權重或因素負荷(Factor Loading)。

因素選取方法有

主成分法(Principal Component Analysis)、
主因素法(Principal Factor Analysis)、
最大概似法(Maximum Likelihood)。

應萃取的因素個數

1. 保留特徵值大於 1 的主成分，選取的因素解釋的比原來變數平均解釋的還多。
2. 利用陡坡圖(Scree plot)，如主成分分析方法。
3. 最大概似法選取因素可做因素個數的適合度檢定。

因素分析模式的合適性評估

1. 殘差分析
2. MSA判斷準則
3. 最大概似法判斷準則

4. 偏相關判斷準則

因素的命名

負荷愈大表示該因素對變數的影響愈大，藉以對因素命名。所以想找共同因素使負荷進可能的有很多元素很小，幾乎是零，這需要利用旋轉。

因素分析模式的旋轉

直交旋轉

1. 變異最大旋轉法(Varimax)：負荷矩陣行變異最大
2. 四方最大的旋轉法(Quartimax)：負荷矩陣列變異最大
3. 一般直交旋轉法：上面兩者的加權平均
4. 相等最大值法(Equamax)：

斜交旋轉

1. 直接斜交轉軸法(Direct Oblimin)
2. 轉軸法(Promax)

3.3.2 集群分析(Cluster Analysis)

將比較相似的樣本聚集在一起，形成集群(cluster)。以『距離』作為分類的依據，『相對距離』愈近的，『相似程度』愈高，歸類成同一群組。此統計分析方法不需要任何的假設。集群分析可分成分層法(Hierarchical)、非分層法(Nonhierarchical)和兩階段法。

1. 分層法有凝聚分層法(Agglomerative)和分離分層法(Divisive)。『距離』可分為『點間距離』和『群間距離』。

『點間距離』：

歐氏距離(Euclidean Distance)：

馬氏距離(Mahalanobis Distance)：

城市街距離(City Block Distance)：

(1) 凝聚分層法(Agglomerative)：開始時每一個體為一群，然後最近的兩個體合成一群，一次結合使群組越變越少，最後所有個體結合成一群。依不同的『群間距離』分為，(A)最近法(單一聯結法 Single Linkage)：

$$d_{A,B} = \text{Min}_{\substack{i \in A \\ j \in B}} d_{ij}$$

(B)最遠法(完全聯結法 Complete Linkage)：

$$d_{A,B} = \text{Max}_{\substack{i \in A \\ j \in B}} d_{ij}$$

(C)平均法(Average Linkage)：

$$d_{A,B} = \sum \sum d_{ij} / n, n \text{ 為全部距離的個數}$$

(D)中心法(Centroid Method)：

$$d_{A,B} = d(\bar{x}_A, \bar{x}_B) = \|\bar{x}_A - \bar{x}_B\|^2$$

(E)華德法(Wards Method 華德最小變異法)：

$$d_{A,B} = n_A \|\bar{x}_A - \bar{x}\|^2 + n_B \|\bar{x}_B - \bar{x}\|^2$$

(2)分離分層法(Divisive)：開始所有個體為一群，然後分成兩群、三群，直到每個體為一群。此法不常用。

2. 非分層法最具代表性的為K 組平均法(K-Means)。開始任意將個體分成K組，然後將個體在個群間移動，使(1)群內變異最小；(2)群間變異最大。

3. 兩階段法為第一階段分層法分群，決定群組個數，第二階段再以K組平均法進行群集，移動各群組內的個體，保持全部群組為k組。

3.3.3 區別分析、判別分析(Discriminant Analysis)

區別分析是多元統計分析中用於判別樣品(受訪者)所屬類型(族群)的一種方法，與集群分析相同的勢將相似的樣本(受訪者)歸為一類(族群)，不同處卻在於集群分析預先不知道分類，而區別分析是在研究對象分類已知的情況下，根據樣本資料推導出一個或一組區別(判別)函數，同時指定一種判別規則，用於確定待判別樣本的所屬類別，使錯判率最小。

主要目的是運用於計算一組預測變數(自變數)包括知識、價值、態度、環保行為的線性組合，對依變數(間斷變數)接受有機農產品更高售價之意願加以分類，並檢定其再分組的正確率。利用逐步區別分析針對願意與不願意支付更高售價購買有機農產品的兩個族群，以知識、價值、態度、環保行為等變數進行區別化。進行逐步區別分析前數值先經過標準化(Normality) 和變異數同質性(Homogeneity Of Variance/Covariance Matrices)程序之確認。

第四章 實證結果

4.1 研究結果

4.1.1 因素分析

本研究首先先用 Univariate 單變量統計分析檢視各變數。各變數之統計量敘述如下表：

表 1 各變數統計量敘述表

| 財務指標(變數) | MEAN | VARIANCE | RANGE | Std Deviation | Skewness | Kurtosis |
|--------------|------------|------------|-----------|---------------|------------|------------|
| 應付帳款占營收比率 | 1.609324 | 445.30071 | 380.77612 | 21.10215 | 17.7951615 | 320.264949 |
| 折舊占營收比率 | 0.077882 | 0.87225 | 28.15560 | 0.93395 | 25.9805121 | 701.575262 |
| 固定資產週轉率 | 12.14701 | 3011 | 1454 | 54.87080 | 21.8976149 | 553.115993 |
| 稅占營收比率 | 0.05941 | 0.00301 | 1.28903 | 0.05485 | 5.25701443 | 92.5398211 |
| 現金流量占營收比率 | -1.27342 | 1665 | 1164 | 40.79981 | -27.650788 | 765.728328 |
| 現金配息占營收比率 | 0.073395 | 0.00591 | 0.63864 | 0.07685 | 2.88473886 | 12.474993 |
| 股東權益占銷售比率 | 3.76495667 | 18432 | 5305 | 135.76625 | 16.3348096 | 536.441429 |
| 無形資產占銷售比率 | 0.188585 | 0.09199 | 2.02329 | 0.30330 | 2.90453562 | 10.471627 |
| 負債占資產比率 | 14.52787 | 322.53354 | 92.72840 | 17.95922 | 1.89452823 | 3.70652552 |
| 純利占銷售比率(淨利率) | -42672.9 | 1.44932E12 | 34847524 | 1203875 | -28.92353 | 837.030536 |
| 總資產週轉率 | 0.110500 | 0.05354 | 4.67837 | 0.23140 | 11.6841433 | 194.757151 |
| 股東權益乘數 | 5457.048 | 355144178 | 331792 | 18845 | 5.32450468 | 44.1459277 |
| 員工平均營業收入額 | 164.0779 | 82071 | 3696 | 286.48109 | 8.63763737 | 88.4895356 |

接著試列出全球金融服務業之商業銀行相關企業的名稱、國別及相關財務比率，如下表：

表 2: 金融服務業之商業銀行前二十大列表

| Rank | Company Name | Country | ROIC | TA | AP/Sales | DEP/Sales | FAT | TAX/Sales | CASH/Sales | Dividen/Sales | Equity/Sales | ITG/Sales | TD/TA | NPM/Sales | Sales/TA | TA/EQY | Sales/EMP |
|------|---------------------------------|-------------------|---------|-----------|----------|-----------|-------|-----------|------------|---------------|--------------|-----------|-------|-----------|----------|--------|-----------|
| 1 | ESCORTS FINANCE LTD | India | 688.451 | 50.072 | -6.112 | 0.070 | 0.010 | 4.584 | 0.139 | -0.136 | 0.055 | 2.226 | 0.015 | 44.988 | -0.006 | 0.201 | 1801.353 |
| 2 | BOURSE DIRECT | France | 115.242 | 258.632 | 11.743 | 0.000 | 0.035 | 4.120 | 0.103 | 0.253 | 0.084 | 1.380 | 0.356 | 9.080 | 0.030 | 0.066 | 745.364 |
| 3 | SIAM GENERAL FACTORING CO | Thailand | 56.108 | 32.732 | 7.086 | 0.000 | 0.087 | 8.541 | 0.093 | 0.271 | 0.074 | 1.011 | 0.574 | 22.773 | 0.000 | 0.086 | 26071.065 |
| 4 | TMX GROUP INC | Canada | 51.907 | 1049.369 | 10.389 | | 0.048 | 2.722 | 0.059 | 0.291 | | 1.548 | | 4.411 | 0.107 | 0.077 | 203.947 |
| 5 | SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK | Switzerland | 47.214 | 97896.289 | 15.951 | 0.940 | 0.019 | 35.348 | 0.013 | 0.076 | | 0.286 | | 7.226 | 0.171 | 0.646 | 3.954 |
| 7 | HONG KONG EXCH & CLEARING | Hong Kong | 37.922 | 4948.307 | 4.226 | | 0.028 | 6.449 | 0.053 | 0.132 | 0.025 | 0.868 | 0.030 | 18.176 | 0.001 | 0.071 | 10377.365 |
| 8 | STANDARD CHARTERED BK CHINA | China | 35.249 | 617.913 | 2.444 | | | 3.895 | 0.022 | | | 1.396 | 0.014 | 16.709 | 0.015 | 0.045 | |
| 9 | ASX LTD | Australia | 32.586 | 1939.525 | -0.485 | | 0.030 | 1.148 | 0.049 | 0.013 | 0.014 | 3.508 | 0.000 | 0.000 | -0.002 | 0.019 | 2719.559 |
| 10 | AL RAJHI BANK | Saudi Arabia | 32.550 | 24954.775 | 11.879 | 0.002 | 0.035 | 3.367 | 0.048 | 0.194 | 0.013 | 0.852 | | 3.974 | 0.001 | 0.108 | 6261.252 |
| 11 | TEP EXCHANGE GROUP PLC | United Kingdom | 32.284 | 0.442 | 21.947 | 0.000 | 0.014 | 8.031 | 0.137 | 0.299 | 0.256 | 1.287 | 0.000 | 2.955 | 0.160 | 0.060 | 143.205 |
| 15 | BANESTES SA BANCO ESTADO ESP | Brazil | 26.509 | 2004.345 | 0.692 | 0.000 | | 11.574 | 0.042 | | 0.052 | 0.873 | 0.744 | 0.000 | 0.006 | 0.073 | 830.609 |
| 18 | HELLENIC EXCHANGE HOLDING SA | Greece | 25.780 | 362.464 | 6.179 | 0.035 | 0.011 | 8.144 | 0.048 | 0.125 | 0.100 | 0.854 | | 18.687 | 0.148 | 0.092 | 58.452 |
| 21 | SINGAPORE EXCHANGE LTD | Singapore | 24.783 | 767.313 | 4.573 | | 0.065 | 2.318 | 0.025 | 0.324 | | 1.904 | 0.051 | 22.642 | 0.021 | 0.041 | 1821.998 |
| 22 | SAUDI BRITISH BANK | Saudi Arabia | 24.502 | 18427.188 | -4.792 | | 0.043 | 2.969 | -0.005 | 0.022 | | 0.700 | 0.111 | 16.094 | -0.001 | 0.131 | |
| 23 | BANQUE SAUDI FRANSI | Saudi Arabia | 23.908 | 19214.029 | 1.589 | | 0.111 | 1.816 | 0.113 | 0.232 | 0.026 | 1.444 | | 0.000 | 0.003 | 0.032 | 7656.035 |
| 24 | BANESCO BANCO UNIVERSAL | Venezuela | 23.873 | 5877.501 | -7.114 | | 0.041 | 0.965 | 0.057 | -0.090 | 0.004 | 1.362 | 0.000 | 0.000 | -0.130 | 0.025 | 208.761 |
| 25 | HANG SENG BANK LTD | Hong Kong | 23.736 | 78351.143 | 10.279 | | 0.021 | 16.211 | 0.078 | 0.179 | | 0.622 | | 29.409 | 0.001 | 0.164 | |

本研究採用因素分析中的主成份法來萃取共同因素，依據特徵值(EigenValue)大於 1 作為選取共同因素個數的原則，結果共選取五個主要因素，共可解釋全部變異 63.86%。在經過變異最大轉軸(Varmax)法，對選出的因素進行轉軸，使各因素之代表意義更明顯且更易解釋，其結果如下表

表 3 資源構型列表

| 財務指標 | 資源構型 | | | | |
|--------------|--------------------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|
| | 因素一 現金配息與 固定資產管理能力 | 因素二 關係經營能力 | 因素三 現金流量管理能力 | 因素四 品牌管理能力 | 因素五 企業經營能力 |
| 應付帳款占銷售比率 | 0.03408 | 0.78897 | -0.15119 | -0.25489 | -0.18245 |
| 折舊占營收比率 | 0.00300 | -0.17736 | -0.08780 | 0.58546 | -0.01241 |
| 固定資產週轉率 | 0.95277 | -0.16122 | -0.04863 | -0.00462 | -0.01930 |
| 稅占營收比率 | -0.02816 | 0.05250 | 0.67825 | 0.14891 | -0.07486 |
| 現金流量占營收比率 | 0.07861 | 0.31599 | -0.59422 | 0.07465 | -0.24154 |
| 現金配息占營收比率 | 0.96030 | 0.08200 | 0.01934 | -0.02877 | -0.04433 |
| 股東權益占銷售比率 | 0.12315 | 0.76185 | 0.25762 | 0.09890 | -0.13468 |
| 無形資產占銷售比率 | 0.09217 | 0.29614 | 0.34011 | 0.76090 | -0.00354 |
| 負債占資產比率 | 0.55407 | 0.35099 | -0.05999 | 0.34081 | 0.15002 |
| 純利占銷售比率(淨利率) | 0.28625 | -0.60837 | 0.22731 | -0.17560 | -0.34020 |
| 總資產週轉率 | 0.06827 | 0.34822 | 0.44679 | -0.17176 | -0.27683 |
| 股東權益乘數 | 0.00145 | 0.14025 | 0.19616 | -0.26101 | -0.62567 |
| 員工平均營業收入額 | 0.03580 | -0.00820 | 0.17481 | -0.27525 | 0.72890 |
| 特徵值 | 2.42981 | 2.0464 | 1.4191 | 1.3823 | 1.0240 |
| 解釋變異量(%) | 18.69% | 15.74% | 10.92% | 10.63% | 7.88% |
| 累積解釋變異量(%) | 18.69% | 34.43% | 45.35% | 55.98% | 63.86% |

接著針對所萃取出共同因素加以命名，本研究的轉軸則使用每個變數只在一個因素出現高的因素負荷量，且絕對值 0.5 以上，以便於可明確解釋。因此，本研究利用上表個因素的原始變數負荷量絕對值大於 0.5 以上部分加以排列完成，並將五個萃取的因素加以命名以及說明其管理意涵如下：

1. 現金配息與固定資產管理能力

資產管理能力是企業運用資產的能力，包含現金配息占營收比率、固定資產週轉率、負債占資產比率。股利是公司最主要用以償還提供投資資本的股東的方式，但股利政策在各個產業是大不同，例如能源產業或金融服務業相對較高。而對高科技公司或是成長型公司則幾乎是不想發放。固定資產週轉率在此能力的負擔值也很高，表現出有效率的淘汰資產設備等，會突顯良好企業具有較佳的資產管理能力。

2. 關係經營與管理效率能力

關係經營能力指的是與供應商及股東的關係經營能力。包含應付帳款率、股東權益占銷售比率、純利占銷售比率(淨利率)。在企業會計裡，股東權益指股東對資產清償所有負債後剩餘價值的所有權。(請參見國際會計準則 F.49(c))。它出現在財務報表的資產負債表裡，並等於資產減去負債。企業帳面價值增加，例如發行新股、資產增加、負債減少、利潤實現等，股東權益亦隨之增加，反之，當企業帳面價值減少，例如買回庫藏股、資產減少、負債增加、損失實現、發放股利等股東權益亦相對減少。而淨利率是以本期稅後純益除以本期銷貨淨額之比率，用以測試公司獲利能力之高低及控制成本、費用的績效表現指標；淨利率可以看出企業的管理的效率性。因而當一家企業，股東權益增加則影響其淨利率的表現。但能關注到股東權益與卻是使企業能具有長期競爭優勢。

3. 現金流量管理能力

此能力包含稅占營收比率、現金流量占營收比率、總資產週轉率。現金流量占銷售比率為負向指標。因現金流量在杜邦恆等式中為分母，越大則 ROIC 越小。資產週轉率反映出生產力及資產使用的效率性。資產週轉率係以銷貨淨額，除以平均總資產來衡量公司資產之使用效率，倍數越大即生產力越高，但運用此比率需注意所分析的行業，如百貨業其總資產周轉率必高，而資本密集的產業如鋼鐵、汽車，其總資產周轉率相對較低。

因為是資產週轉率及使用效率性高，表示較高的稅以及相較之下影響現金流量，但仍表示有效率的使用資產，會突顯良好企業具有較佳的資產使用效率能力。負債占資產比率則顯現出企業財務結構及償債能力(此為負向指標)。

註：總資產周轉率為銷售/總資產。包括固定資產。

4. 品牌管理能力

品牌管理能力包含無形資產占銷售比率、折舊占營收比率。對金融服務業來說，品牌管理及商譽是相當重要的資產之一。許多銀行透過購併去增加其無形資產，而能有有價值的品牌管理及好的商譽對金融服務業來說更是具有競爭優勢。

5. 企業(領導人)經營能力

此能力包含員工平均營業收入額、股東權益乘數。高的員工平均營業額收入代表經營能力高，越少的員工創造出越多的營業收入。而從股東權益乘數可看出企業債務結構，企業債務結構好相較財務槓桿就低，償債能力就高，經營能力也就高。其公式為平均總資產除以平均總股東權益，用以測度企業總資產中由債權人提供資金之大小；此比率越大，表示負債越高，相對自有資本較低，反之亦然。分析此比率時，需考慮其債務結構：若負債結構中大部分屬於公司債或短期借款，公司之獲利能力需提昇，才能在償還利息費用後，尚能為股東創造利潤。而這些都反映出企業領導人之經營能力。

表 4 變數解釋列表

| 變數 | 變數解釋 |
|-----------|--|
| 應付帳款占銷售比率 | 供應商關係管理。表示議價能力。 |
| 折舊占營收比率 | 資產管理能力 |
| 固定資產週轉率 | 固定資產週轉率，表現出有效率的淘汰資產設備等，會突顯良好企業具有較佳的資產管理能力。 |
| 稅占營收比率 | 影響企業現金及盈餘的項目。在部分產業有獲得政府免稅優惠鼓勵產業發展。 |
| 現金流量占營收比率 | 企業運轉健康主要指標之一。現金流量，它是整個財務分析中至關重要的方面。一家企業在生產經營、投資或籌資過程中，其現金流量的大小，反映其自身獲得現金的能力。現金流量是企業財務狀況和運營能力重要的判斷指標，也是企業價值判斷的重要依據。 |
| 現金配息占營收比率 | 股利是公司最主要用以償還提供投資資本的股東的方式，但股利政策在各個產業是大不同，例如能源產業或金融服務業相對較高。而對高科技公司或是成長型公司則幾乎是不想發放。 |

| | |
|---------------|---|
| 股東權益占銷售比率 | 股東權益的意義就是公司的帳面淨值(總資產減去總負債)。 |
| 無形資產占銷售比率 | 無形資產的運作與經營是企業資產經營的核心。其主要運作與經營的方式是企業併購。對企業自身價值影響最大的六種無形資產分別為：客戶、品牌、科研開發、知識產權與版權、企業聲譽和人力資源。是一種權利經營。對企業帶來資產增值槓桿作用。是知識管理經營。 |
| 負債占資產比率(負債比率) | 負債總額與資產總額的比率關係，是衡量一家公司資本結構的重要指標。由負債比率可大致看出一家公司的體質是否健全 |
| 純利占銷售比率(淨利率) | 本期稅後純益除以本期銷貨淨額之比率，用以測試公司獲利能力之高低及控制成本、費用的績效表現指標；淨利率可以看出企業的管理的效率性。 |
| 總資產週轉率 | 資產週轉率反映出生產力及資產使用的效率性。資產週轉率係以銷貨淨額，除以平均總資產來衡量公司資產之使用效率，倍數越大即生產力越高 |
| 股東權益乘數 | 股東權益乘數可看出企業債務結構，企業債務結構好相較財務槓桿就低，償債能力就高，經營能力也就高。其公式為平均總資產除以平均總股東權益，用以測度企業總資產中由債權人提供資金之大小；此比率越大，表示負債越高，相對自有資本較低 |
| 員工平均營業收入額 | 高的員工平均營業額收入代表經營能力高，越少的員工創造出越多的營業收入。 |

4.1.2 集群分析

藉由因素分析萃取出關鍵的資源構型後，使用這些因素進行集群分析，欲將現有樣本找出所屬的集群群組(Michael Hunt,1972)，並觀察分析各資源構型以找出其競爭優勢來源。

本研究採用兩階段集群分析，第一階段利用階層式集群分析法(Hierarchical Cluster Analysis)中的華德法(Ward's Method)求算出各個觀察值分群概況並判定最佳的分群。研判最佳分群的組數可能落在3群。第二階段已非分層法中最具代表性的為K均值法(K-Means)進行2~6群的集群分析。本研究集群個數使用3C(Cubic Clustering Criterion)集群準則，做為決定最適集群個數選擇的評判準則，此法則將樣本依不同個數分成不同群組後，依據3C來當作最適集群。

表5 集群準則列表 K means analysis

| Cluster | Pseudo statistic | R-squared | Cubic clustering certerion | No. of Cluster samples |
|-----------|------------------|-----------|----------------------------|------------------------|
| Cluster=2 | 40.19 | 0.15933 | 2.082 | 185、1 |
| Cluster=3 | 42.75 | 0.28156 | 3.274 | 7、178、1 |
| Cluster=4 | 39.37 | 0.38118 | 1.072 | 1、9、2、174 |
| Cluster=5 | 43.56 | 0.46476 | 2.375 | 3、148、32、2、1 |

本研究集群個數的選擇使用3C(Cubic Clustering Criterion) 集群準則，做為決定最適集群個數選擇的評判標準，此法則先將樣本依不同各數分成不同集群後，依據3C值來做最適集群數之選擇標準，值越高越佳。本研究 Cubic Clustering Certerion 最高為3.274(為Cluster=3)，因此找出最適集群數目為三群。

決定集群個數為三群後，接著，將 186 個觀察值分類為 3 個集群，3 個集群群組與個群組之間的集群平均數差異如下表，並由以下數據判斷進行集群群組之命名及詳加說明如下：

表6 集群群組平均數列表

| Cluster Means | | | | | |
|------------------------------|-----------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| Cluster | 因素一 | 因素二 | 因素三 | 因素四 | 因素五 |
| 集群名稱 | 資產管理及 現金配息能力 | 關係經營與 管理效率能力 | 資產使用效率能力 | 品牌管理能力 | 企業經營能力 |
| 集群一 7 品牌管理型 | 0.19375204 | 0.90316552 | 1.81564448 | 3.68024880 | 0.01731254 |
| 集群二 178 能力均衡型 | -0.07881980 | -0.02480786 | -0.06690824 | -0.14481274 | -0.00181232 |
| 集群三 1 資產管理及 現金配息能力型 | 12.67365997 | -1.90635900 | -0.79984503 | 0.01492562 | 0.20140463 |

由以上數據的判斷，進行集群群組的命名及詳加說明如下：

(1)、品牌管理型

集群群組一中的品牌管理能力遠優於其他集群群組，因此歸類命名於品牌管理能力型，也就是此類商業銀行擅長透過購併或股權投資來增加其無形資產創造優勢。

位在澳洲的 AvW Invest AG，隸屬於 AvW 集團旗下。主要業務項目為股權投資及房地產。在股權投資這部分主要是專注在澳洲及國外市場，特別是德國、亞洲的 IT 產業、通訊、產業資訊及提供財務服務的中小型企業。在房地產項目則至今 AvW 在房地產部分共管理了澳洲當地的九個不動產，這增加許多 AvW Invest AG 的公司資本資產。

(2)、能力均衡型

集群群處二為能力均衡型，此類的公司專注於某些能力外，並不忽略其它能力。Escorts Finance Limited 是印度的財務公司。主要的業務是提供租賃服務、投資、企業貸款、初期上市基金、創業投資、票券貼現服務。包含像是汽車、商業交通工具及建築物設配。它亦提供商人銀行(Merchant Bank)服務。並且涉及牽引機財務代理業務。

Bourse Direct SA 是家營運在法國的線上經紀商(Online Broker)，提供經紀服務業務。公司業務並提供線上交易平台，同時並提供公開經濟及財務資訊給投資人有效的運用。此外，還提供直接透過行動電話下單及投資組合管理。公司並提供後台服務，像是即時下單處理、交易、帳戶維護及對機構法人客戶的資產管理保管服務、財務機構及線上經紀人。公司總部在巴黎，是 Viel & Cie SA 的子公司。

Siam General Factoring Co.,Ltd.(SGF)，成立於 1985 年八月，是第一家將應收帳款承購業務帶進泰國。是家上市的財務公司。現在主要營運服務為發票信用的應收帳款承購及汽車交易商的信用提供。公司營運為應收帳款承購、機械租賃、存貨財務等。

(3)、現金配息與固定資產管理能力型

集群群組三的現金配息能力與固定資產管理能力，遠優於其他集群群組，因此歸類命名為現金配息與固定資產管理型。

位於土耳其的 Creditwest Factoring Hizmetl 是一家提供應收帳款承購財務服務的公司。提供企業在國內外市場因銷售所產生的債務融通。公司服務項目包括信用管理、收入及現金管理。它提供了多樣的應收帳款承購服務，例如，當地、進口、出口等。Creditwest Factoring Hizmetl 是在 59 個國家 180 個會員的 Factors Chain 的會員。是 Altinbas Holding A.S 的子公司。

4.1.3 區別分析

我們進一步針對這186個樣本，進行利用資源指標分辨出各企業競爭是否確實具有競爭優勢的相關檢測，所使用的統計方法即為區別分析。首先引用Hunt(2002)所定義的競爭優勢做為本文的標準，也就是一企業的財務績效優於其產業平均值即稱之。此處的區別分析，主要是利用資源構型指標，去分類出競爭優勢具備與否的方法，也就是區別企業的競爭優勢是否來自於資源構型指標。所有的資源構型使用2003~2007年的五年平均為依據，進行逐步區別分析。之後再比較2008、2009年資源構型的變化及集群移轉。

本研究先針對全球商業銀行 2003~2007年的平均資本投入報酬率(ROIC)為依據，欲將樣本企業將分成兩群，其中一群為具有競爭優勢的企業，其五年平均之資本報酬率(ROIC)高於所有樣本的五年平均，共50家企業；反之，則為非競爭優勢的企業，共82家企業。

接著將此四項資源構型做為區別分析的投入變數，利用區別判別分析，進行效度檢驗(Holdout Sample)，得出準確度73.32%。

擊中率(Hit Ration)係指正確歸類之樣本企業數相對於總樣本企業數之比率。換言之，集中率是歸類矩陣表中，對角線之樣本企業總和除以總樣本企業數之比率。本研究整理正確分類率如下表，由此區別判別分析結果可得知，競爭優勢企業的正确率为82.00%，非優勢企业的正确率是64.63%，整體的區別判別正确率为73.32%。顯然，資源構型是有區別企業的競爭優勢與非競爭優勢的能力。

表7:區別判別分析效度檢驗結果

Number of Observations and Percent Classified into group

| | From group | 非競爭優勢 | 競爭優勢 | 合計 | 正確率 |
|------|------------|-------|------|-----|--------|
| 實際情形 | 非競爭優勢 | 53 | 29 | 82 | 64.63% |
| | 競爭優勢 | 9 | 41 | 50 | 82.00% |
| | 合計 | 62 | 70 | 132 | 73.32% |

4.1.4 2008、2009 年資源構型的變化及集群移轉

為觀察優勢企業是否真具有持續的競爭優勢，而後進行不同期間(2003~2007; 2008; 2009)分析。以期檢驗其優勢群組在歷經金融海嘯劇烈的環境變動下是否真具有不變的持續性競爭優勢。也就是符合 Teece et al. (1997) 定義「動態能力」為公司整合、建立及重新配置內部與外部能力來因應快速變動環境的能力。

學生持續將2008年資料、2009年資料利用因素分析、集群分析找出新的資源構型及集群群組。其結論如下：

資源構型的移轉

經過金融風暴的洗禮，企業競爭優勢的資源構型的內涵也跟著移轉，這顯現了持續競爭優勢企業的策略配適及動態管理能力。

在金融海嘯發生的 2008 年，其資源構型改變。企業要具有競爭優勢之一則為固定資產周轉能力。而無形資產及財務結構與償債能力、股東權益被歸納為同一共同因素；企業經營能力顯現出員工平均營收額仍然重要，但越高的員工平均營收額卻有著越低的權益乘數也就是越高的財務槓桿度。而現金流量管理能力被單獨獨立出一個重要的資源構型因素。

而 2009 年則繼續呈現無形資產、財務結構與償債能力、股東權益、再加上 08 年被強調的現金流量管理被歸納為同一共同因素。但因景氣尚未完全恢復，因此資產週轉率在此時仍呈現負向走勢。固定資產管理能力仍是競爭優勢的資源構型之一。關係經營能力除強調與供應商關係之外，現金配息亦能維持與股東之間的關係並強調公司的獲利能力。公司的獲利能力、管理的效率性能力重新被強調。

競爭優勢集群群組的移動

體質優良的優勢企業例如，排名第 80 名的 Creditwest Factoring Hizmetl (土耳其)，似乎是在這次的”百年難得”的金融海嘯下採取保守策略，原本屬資產管理型，在金融海嘯發生之 2008 年及過後的 2009 年發展為能力均衡型。排名第 102 名的 AvW Invest AG(澳洲) 則亦相同於原本的品牌管理型亦轉而為能力均衡型。排名第 100 名的 PT Bank Cimb Niga Tbk(印尼) 則始終能力均衡型。

註: 2003-2007 的集群是品牌管理型、能力均衡型、現金配息與固定資產管理型。2008 的集群是經營能力型、資產管理型、能力均衡型、現金品牌型、品牌管理型。2009 的集群則恢復為品牌管理型、能力均衡型、固定資產管理型。

4.1.5 與投資銀行的比較

而為完整分析全球金融服務業之資源構型，學生並將全球保險業除外之投資銀行 (Compustat 資料庫/SIC#62xx 開頭) 樣本資料共 299 筆同樣利用因素分析萃取出五個共同因素。如下所述:

投資銀行因素分析結果如下:

- 1、 管理效率能力: 包含現金流量占銷售比率、淨利率、現金股利占銷售比率。
- 2、 資產使用效率能力: 包含總資產週轉率、股東權益占銷售比率、稅占銷售比率、固定資產週轉率。
- 3、 品牌管理能力: 無形資產占銷售比率、折舊占銷售率。
- 4、 財務結構與償債能力: 負債占資產比率、股東權益乘數(總資產除股東權益比率)
- 5、 與供應商關係: 應付帳款占銷售比率。

投資銀行分析僅投入扣除股東平均銷售額外的十二個因素，原因為資料不全。但即便將此因素除外，卻發現即使以相同的因素投入分析，但所得出之共同因素卻不盡相同，

也就是同為金融服務業的投資銀行與商業銀行之資源構型大不相同。比較下來，同為金融服務業的投資銀行更特別強調與供應商關係及現金流量管理，而財務結構與償債能力也較商業銀行較強調財務槓桿。而商業銀行則較強調經營能力與品牌管理能力。

之後，同樣利用集群分析得出四組投資銀行的最適集群群組: 財務結構與償債能力型、供應商關係型、管理效率與現金配息型、能力均衡型。各集群簡述如下:

(1) 財務結構與償債能力型:

此類投資銀行集群財務槓桿與償債能力遠高於其他集群。

(2) 供應商關係型:

較多數的投資銀行隸屬此類，顯現投資銀行較強調供應商關係。

(3) 管理效率與現金配息型:

強調管理效率也就是淨利率的管理，是投資銀行客們頗重視的一點。

(4) 集群四: 能力均衡型:

此類的投資銀行並不忽略其它能力。



第五章 結論與建議

5.1 結論

本研究原始投入資料樣本數 5318 筆，SIC#6020=1697 筆，扣除 2003 年(未有)777 筆，2008 年、2009 年(沒有或已下市)40 筆，剩餘共 880 筆。

跑完集群分析之後，剩 186 筆。再透過判別分析做正確率檢驗後，資料剩餘 132 筆。優勢企業 50 家、非優勢企業 82 家(正確率 73.32%)(平均 ROIC mean=7.32)

2009 優勢企業 45 家、非優勢企業 12 家。(正確率 57%)(平均 ROIC mean= -12)

本研究嘗試將自 1999 年之後就跨業經營的金融服務業且將其分為商業銀行與投資銀行，等類做為研究對象。研究期間為 2003-2009 年，主要探討財務指標是否能用於分析企業競爭優勢。

以結構決定績效(SCP)理論、資源基礎理論(RBV)、及資源優勢理論(R-A Theory)、持續競爭優勢理論(資源配適與動態管理能力(Dynamic Capability))為基礎，探討競爭優勢(或持續競爭優勢)與財務指標之關連。

並嘗試運用杜邦恆等式觀念將投入資本報酬率(ROIC)拆解，並加入無形資產與股東權益報酬率概念找出可代表各種資源之財務指標，將資源優勢分為五類：現金配息與固定資產管理能力、關係經營與管理效率能力、現金流量管理能力、品牌管理能力、企業經營能力。

本研究之貢獻為，過去許多學者僅將財務指標分類並利用區別分出公司績效好壞，但本文引用 Tang&Liou(2019)理論架構。透過 VPC 模型與 SCP 模型的理論做為連結，並透過貝氏定理推導出強而有力的推論，將所分析出來之因素，做為成功探討企業競爭優勢的來源。

此外，本研究並加入金融海嘯系統性風險因素，以不同時間做比較，成功從其資源構型探討企業”持續”競爭優勢的來源。並探討優勢企業策略盼得以做為金融服務業營運策略分析之參考。

對全球金融服務業管理上的建議則是建議增加銷售(Sales)、應付帳款(AP)、現金配息能力、減少現金流量、固定資產周轉率(FAT)。以提昇持續競爭優勢。

5.2 建議

本研究截稿之時並發生高盛銀行涉嫌詐欺之金融海嘯餘波盪漾，美國總統歐巴馬所提之金融改革法案亦未完全通過。但相信在將來嚴格的金融控管下，相同的金融危機將不再現。本研究只針對金融服務業之商業銀行與投資銀行進行分析，並未將保險業納入，且所使用的關鍵財務指標或許還有更好的財務指標可來分析其競爭優勢。建議未來學者可納入或繼續針對此部分提出更好的財務指標來分析。此外，此為次級資料，並有各國會計年度問題尚待克服。



參考文獻

中文文獻

- 唐瓊璋(2010)，企業診斷與經營分析-行銷戰略篇，國立空中大學。
- 準則基礎監理制度之簡介(2009)，投信投顧公會。
- 台大金融研究中心與台灣金融教育協會發表國內二十四家上市櫃銀行 2001 至 2009 第一季財務績效評比(2009)。
- 歐洲資產管理市場簡介(2008)，投信投顧公會。
- 謝劍平(2006)，現代投資銀行，智勝文化。
- 中國國民銀行法(2005)。

英文文獻

- Arnott, Robert D , Jason Hsu, Philip Moore , "Fundamental Indexation.2005," *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, No. 2, March, pp85-86.
- Barney, J.B., 1991, "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage," *Journal of Management*, Vol. 17, No. 1, March, pp. 99-120.
- Barney, J. B., 1986. "Organizational culture: Can It be a Source of Sustained Competitive Advantage," *Academy of Management Review*, 11(3): 656-665.
- Barney, J. B., 1997. "Organization Economics: Understanding the Relationship between Organizations and Economic Analysis. In Stewart Clegg," *Cynthia Hardy and Walter Nord* (Eds.) *Handbook of Organization Studies*: 115-147. London: Sage Publishers.
- Besanko, David, David Dranove and, Mark Shanley, 2000. *Economics of Strategy*, 2nd ed., New York, NY: John Wiley & Sons.
- Besanko, David, David Dranove, Mark Shanley and Scott Schaefer, 2004. *Economics of Strategy*, 3rd ed., Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Bharadwaj, A. S., "A Resource-Based Perspective on Information Technology Capability and Firm Performance: An Empirical Investigation," *MIS Quarterly*, Vol. 24, No. 1, 2000, pp. 169-196.
- Brandenburger, Adam M. and Harborne W. Stuart, 1996. "Value-Based Business Strategy," *Journal of Economics and Management Strategy* 5: 5-24.
- Cao, Bing, Bin Jiang and Timothy Koller, 2006. *Balancing ROIC and Growth to Build Value*, McKinsey on Finance, 19 (Spring): 12-16.
- Christensen, Clayton M. and Michael E. Raynor, 2003. "The Innovator's Solution: Creating and Sustaining Successful Growth," *MA: Harvard Business School Press*, Boston.
- Coates, D., 1996, "Putting Core Competence Thinking into Practice," *International Journal of Technology Management*, Special Issue on the 5th International Forum on Technology Management, Vol. 11, No. 3/4, pp. 441-450.

- Collis, D.J., Montgomery, C.A., 1995, "Competing on Resources: Strategy in the 1990s" *Harvard Business Review*, July-August, pp. 118-128.
- Grant, Robert M., 1991. "The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation," *California Management Review*, 33(3): 119-135.
- Grant, Robert M., 2008. "Contemporary Strategy Analysis, Malden," MA: Blackwell Publish.
- Hamel, G. and Prahalad, C.K., 1994, "Competing for the Future"; *Harvard Business School Press*; Boston, Massachusetts.
- Hamel, G., 1994, "The Concept of Core Competence," in Hamel and Heene (Eds.) , *Competence-Based Competition*, Wiley, Chichester.
- Helfat, Constance E. and Margaret A. Peteraf, 2003. "The Dynamic Resource-Based View: Capability Lifecycles." *Strategic Management Journal*, 24(10): 997 – 1010.
- Hill, Charles W.L. & Jones, Gareth R., 1998, *Strategic Management Theory: an Integrated Approach*, 4th Edition, Boston, Houghton Mifflin.
- Hofer, C.W., Schendel, D., 1978, *Strategy Formulation: Analytical Concepts*, St. Paul, MN: West.
- Hoopes, David G, Tommy L. Madsen and G.ordon Walker, 2003. "Guest Editors' Introduction to The Special Issue: Why Is There a Resource-Based View? Toward a Theory of Competitive Heterogeneity," *Strategic Management Journal*, 24(10): 889-902.
- Javidan, M., 1998, "Core Competence: What Does it Mean in Practice?" *Long Range Planning*, Vol.31 , No.1. pp60-71.
- Klein, J. A., Edge, G. M., & Kass, T., 1991, "Skill-base competition," *Journal of General Management*, Vol. 16, No. 4, pp. 1-15.
- Klein, J.A., Hiscocks, P.G., 1994, "Competence-based Competition: A Practical Toolkit," in Hamel and Heene (Eds.), *Competence-based Competition*, Wiley, Chichester.
- Lei, D., Hitt, M.A., Bettis, R., 1996, "Dynamic Core Competences through Meta-Learning and Strategic Context," *Journal of Management*, Vol. 22, No. 4, pp. 549-569.
- Leonard-Barton, D., 1992, "Core capabilities and core rigidities: A paradox in managing new product development," *Strategic Management Journal*, Vol. 13, No. 1, pp. 111-125.
- Pinches, George E. and Kent A. Mingo, 1973, "A Multivariate Analysis Industrial Band Ratings," *Journal of Finance*, pp.1-18.
- Porter, M., 1991, "Towards a Dynamic Theory of Strategy," *Strategic Management Journal*, Winter Special Issue, Vol. 12, pp. 95-117
- Porter, M.E., 1980, "Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors," *The Free Press*, New York.
- Porter, M.E., 1985, "Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance," *New York: Free Press*.
- Prahalad, C.K. and Hamel, G., 1990, "The Core Competence of the Corporation," *Harvard Business Review*, May-June, pp79-91.

- Rumelt, R. P., Schenfel, D. and Teece, D., 1994, *Fundamental Issues in Strategy. Harvard Business School Press*, Cambridge, MA.
- Rumelt, R., 1984, "Towards a Strategic theory of the firm," in Lamb, R. (Ed.), "Competitive Strategic Management". *Englewood Cliffs*, NJ: Prentice Hall, pp. 556-570.
- Sanchez R., Heene, A., 1997, "Reinventing Strategic Management: New Theory and Practice for Competence-based Competition," *European Management Journal*, Vol. 15, No. 3, pp. 303-317.
- 43
- Siggelkow, Nicolaj, 2001. "Change in The Presence of Fit: The Rise, the Fall, and the Renaissance of Liz Claiborne," *Academy of Management Journal*, 44: 838-857.
- Sivia, DS (1996). "Data Analysis: a Bayesian Tutorial," *Oxford University Press*.
- Tang and Liou, 2010. Does Firm Performance Reveal its own Causes : the Role of Bayesian Inference, . *Strategic Management Journal*
- Tampoe, M., 1994, "Exploiting the core competitive of your organization," *Long Range Planning*, Vol. 27, No. 4, pp. 66-77.
- Teece, David J., Gary Pisano and Amy Shuen, 1997. "Dynamic Capabilities and Strategic Management," *Strategic Management Journal*, 18(7): 509-533.
- Wernerfelt, B., 1984, "A Resource-Base View of Firm," *Strategic Management Journal*, Vol. 5, No. 2, pp. 171-180.



附錄表一：商業銀行之集群公司列表

| Cluster1 品牌管理型 | | Cluster2 能力均衡型 | | Cluster3 現金配息與固 定資產管理能 力型 |
|---|--------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|---|
| AVW INVEST AG (澳洲) | ESCORTS FINANCE LTD (印度) | BOURSE DIRECT (法國) | SIAM GENERAL FACTURING CO (泰國) | CREDITWEST FACTORING HIZMETL(土耳其) |
| ARBUTHNOT BANKING GROUP PLC | TEP EXCHANGE GROUP PLC(英國) | COL CAPITAL LTD | CORP BANCA | |
| OSTJYDSK BANK(丹麥) | AEGUS CAPITAL LTD | ALTERNATIFBANK | QUEST INVESTMENTS LTD | |
| INDEPENDENT BANK CORP/MI(美國) | CASH CONVERTERS INTL LTD | TASMANIAN PERPETUAL TRUSTEES | TAITUNG BUSINESS BANK | |
| TISCO FINANCIAL GROUP PUBLIC(泰國) | CADIZ HOLDINGS LTD | ROBE AUSTRALIA LTD | CITY BANK LTD (THE) | |
| CADENCE FINANCIAL CORP(美國) | BANK NUSANTARA PARAHYANGAN | CENTRAL FINANCE CO (LANKA) | BANK DANAMON | |
| CRCAM SUD RHONE ALPES (法國) | PT BANK CIMB NIGA TBK | FINANSBANK | BANK PERMATA TBK PT | |
| | BARNARD JACOBS MELLET HLDGS | NATIONAL BANK OF KENYA | JORDAN COMMERCIALBANK | |
| | S & U PLC | FSA GROUP PTY LTD | ROCK BUILDING SOCIETY LTD | |
| | SKJERN BANK AS | TOTALBANKEN A/S | AMAGERBANKEN AS | |
| | SELSKABET AF 1 SEPT 2008 AS | NORDFYNS BANK | SASFIN HLDGS | |
| | FIRSTFED FINANCIAL CORP/CA | IRELAND (W.H.) GROUP PLC | GUJARAT LEASE FINANCING LTD | |
| | BANK SWADESI TBK PT | RCE CAPITAL BHD | EQUITY TRUSTEES LTD | |
| | HATTON NATIONAL BANK | BANKAS SNORAS | BANK INTERNATIONAL | |

| | | |
|---------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|
| LTD | | INDONESIA |
| SKAELSKOR BANK AS | TEKSTIL BANK | HVB BANK |
| AVENIR FINANCE | BK ARTHA GRAHA INT | DIBA BANK |
| ACL BANK PCL | VESTFYNS BANK | MORSO BANK |
| SOC GENERALE BANQUE JORDANIE | HVIDBJERG BANK AS | MICROMEGA HOLDINGS LTD |
| VINDERUP BANK | BONUSBANKEN | SAMPATH BANK LTD |
| SALLING BANK | VOZROZHDENIYE BANK | BDO LEASING & FINANCE INC |
| BBVA COLUMBIA SA | INDBANK MERCHANT BANKING SVC | UNICOM GROUP HOLDINGS CORP |
| LOLLANDS BANK | SCOTIABANK PERU SA | NEDBANK LIMITED |
| TONDER BANK | MERCHANT BANK OF SRI LANKA | WIDE BAY AUSTRALIA LTD |
| WALKER CRIPS GROUP PLC | VORDINGBORG BANK | PHATRA LEASING PCL |
| ZAGREBACKA BANKA | TANRICH FINANCIAL HLDGS LTD | ABC COMMUNICATIONS (HLDGS) |
| OVER FIFTY GROUP LTD | UNITED FINANCE CORP | AARHUS LOKALBANK |
| CRCAM TOURAINE POITOU | UKIO BANKAS | FUJITOMI CO LTD |
| IFS CAPITAL LTD | BANCO GUIPUZCOANO | KOBAYASHI YOKO CO LTD |
| CRCAM LOIRE HAUTE LOIRE | OCTAVIAR LTD | TURKIYE IS BANKASI AS |
| TURKIYE IS BANKASI AS | SHARELINK FINANCIAL SERVICES | BANK OF SIAULIAI AB |
| SAUDI PAK LEASING LTD | FORTIS BANK A.S. | CENTREPOINT ALLIANCE |
| YUTAKA SHOJI CO LTD | BK FUR KARNTEN & STEIER | INDYMAC BANCORP INC |
| RATCHTHANI LEASING PCL | HONG KONG BLDG & LOAN AGENCY | HELGELAND SPAREBANK |
| WASHINGTON MUTUAL INC | SANDNES SPAREBANK | USB BANK PLC |
| HOL SPAREBANK | SIAM INDUSTRIAL CREDIT PCL | VORARLBERG LANDES & HYPOTK BK |
| BANK KESAWAN TBK PT | KUROKAWA-KITOKU FIN | DFL INFRASTRUCTURE |

| | HLDGS | FINANCE |
|---------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| CONSORCIO ALFA DE ADMIN SA | SPAREBANKEN VEST AS | BANK ICB BUMIPUTERA TBK |
| CHUBU SECURITIES FINANCNNG CO | BANKUNITED FINANCIAL CORP | ALEXANDRIA COML & MARITIME |
| MARINER CORP LTD | NES PRESTEGJELD SPAREBANK | APPLE FINANCE LTD |
| DORCHESTER PACIFIC LTD | CANFIN HOMES | MERITZ INVESTMENT BANK |
| PHILIPPINE BK OF COMMUNICATS | SOVEREIGN REVERSIONS PLC | GRUPO FINANCIERO GALICIA SA |
| ASIATRUST DEV BANK INC | TOTENS SPAREBANK AS | DAIICHI COMMODITIES CO LTD |
| FINANSA PCL | INSTITUT REGIONAL DE DEV | SCANDINAVIAN LEASING PCL |
| RINGERIKES SPAREBANK | CRCAM ALPES-PROVENCE | PRIVATE & COML FINANCE GROUP |
| CHOLAMANDALAM INV & FINANCE | SIMSEN INTERNATIONAL CORP | OKATO HLDGS INC |
| NAVA LEASING PCL | ATR KIM ENG FINANCIAL CORP | EXPORT & INDUSTRY BANK INC |
| BK FUER TIROL VORARL BG | SOCIEDAD MATRIZ BANCO CHILE | DANIEL STEWART SECS PLC |
| ASKARI LEASING | SOCIEDAD MATRIZ BANCO CHILE | IND CREDIT CO AFRICA HLDGS |
| CITYSTATE SAVINGS BANK INC | SOCIEDAD MATRIZ BANCO CHILE | MANX FINANCIAL GROUP PLC |
| SPAREBANKEN PLUS AS | DKN FINANCIAL GROUP LTD | FUTURE CORP AUSTRALIA LTD |
| MELHUS SPAREBANK | AFRICAN DAWN CAPITAL LTD | HOMELOANS LTD |
| SPAREBANK1 BUSKERUD-VESTFOLD | AFFIANCE GROUP LTD | GREAT PACIFIC CAPITAL LTD |
| CIE INTL LEASING | CREDIT ORG OF S&M SZ ENT CO | HIMAWARI HOLDINGS INC |
| SPAREBANKEN OEST ASA | SAMBA BANK LTD | PLUS MARKETS GROUP PLC |
| DANASUPRA ERAPACIFIC | LIGHTHOUSE GROUP | SIGMA CAPITAL GROUP |

| | | |
|------------------------------|------------------------------|--------------------|
| TBK PT | PLC | PLC |
| GOLDBOND GROUP HOLDINGS LTD | CHINA GAMMA GROUP LTD | AUTORIDERS FINANCE |
| RH INSIGNO CO LTD | NMBZ HOLDINGS LTD | CAVANAGH GROUP LTD |
| MERCANTILE LISBON BANK HLDGS | HILLCREST LITIGATION SERVICE | AFFIANCE GROUP LTD |
| J TRUST CO LTD | BANKARD INC | |
| STAR HOLDINGS CO LTD | MERCHANT HOUSE GROUP PLC | |
| INTEGRATED ASSET MGMT PLC | | |
| | | |
| | | |
| | | |
| | | |



附錄表二：投資銀行之集群公司列表

| CLUSTER1 財務結構與償債能力型 | CLUSTER2 供應商關係型 | CLUSTER3 管理效率型 | CLUSTER4 能力均衡型 |
|----------------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| DANIEL STEWART SECS PLC | BOURSE DIRECT | TMX GROUP INC | HLG CAPITAL BHD |
| VAN DER MOOLEN NV | ABG SUNDAL COLLIER HLDG ASA | SEI INVESTMENTS CO | SHARELINK FINANCIAL SERVICES |
| ECM LIBRA FINANCIAL | GROUP EUROZ LTD | CITY PACIFIC LTD | HANYANG SECURITIES CO LTD |
| | GLOBAL INVT HOUSE | RM RHEINER MGMT AG | |
| | PERPETUAL LTD | UNION FINANCIERE FRANCE BQE | |
| | HELLENIC EXCHANGE HOLDING | SA BAYAN INVEST CO | |
| | TREASURY GROUP LTD | EVOLUTION GROUP PLC | |
| | SINGAPORE EXCHANGE LTD | CIE FINANCIERE TRADITION | |
| | COL CAPITAL LTD | ICAP PLC | |
| | EATON VANCE CORP | CADIZ HOLDINGS LTD | |
| | INVESTMENT DAR CO | TD AMERITRADE HOLDING CORP | |
| | PRICE (T. ROWE) GROUP | SCARBOROUGH EQUITIES | |
| | KIM ENG SECURITIES (THA) | MLP AG | |
| | GULF INVESTMENT SERVICE | AUSTRALIAN ETHICAL INV LTD | |
| | DEUTSCHE BOERSE AG | KIM ENG HLDGS LTD | |
| | BELLEVUE GROUP AG | WAM CAPITAL LTD | |
| | SOUTH CHINA FINL HLDGS LTD | MONEX GROUP INC | |
| | HQ AB | IRELAND (W.H.) GROUP PLC | |
| | BREWIN DOLPHIN HLDGS PLC | MIZUHO INVESTORS SEC CO LTD | |
| | SCHRODERS PLC | KGI SECURITIES (THA) PCL | |
| | BARNARD JACOBS MELLET HLDGS | DAB BANK AG | |
| | EFG HERMES HOLDINGS | BAADER BANK AG | |

| | |
|-----------------------------|------------------------------|
| INDUSTRIAL INVESTMENTS CO | AVENIR FINANCE |
| CITIC SECURITIES CO LTD | WATERLAND FINANCIAL HOLDINGS |
| ASSET MANAGERS HLDG CO LTD | ICHIYOSHI SECURITIES CO LTD |
| GRUPO SECURITY SA | ALLIED PROPERTIES (HK) LTD |
| GET NICE HOLDINGS LTD | KAS BANK NV |
| GOWING BROS LTD | TAIB BANK |
| AGF MANAGEMENT LTD | KAF-SEAGROATT & CAMPBELL BHD |
| CLOSE BROTHERS GROUP PLC | JEFFERIES GROUP INC |
| SAMSUNG SECURITIES CO LTD | CSI PROPERTIES LTD |
| OVER FIFTY GROUP LTD | ABC COMMUNICATIONS (HLDGS) |
| POLARIS SECURITIES CO LTD | SICCO SECURITIES PCL |
| UBS AG | WOORI INVT & SECS CO LTD |
| FUJITOMI CO LTD | YUTAKA SHOJI CO LTD |
| VALUE CONVERGENCE HOLDINGS | MWB FAIRTRADE WERTPAPIERHAND |
| FISKE PLC | E TRADE FINANCIAL CORP |
| GOLDMAN SACHS GROUP INC | TAIWAN INTL SECURITIES CORP |
| OKASAN SECURITIES GROUP INC | ABERDEEN ASSET MANAGEMENT |
| DAISHIN SECURITIES CO | |
| JPT SECURITIES LTD | |
| MORNINGSTAR JAPAN KK | |
| CONSORCIO ALFA DE ADMIN SA | |
| HANWHA SECURITIES CO LTD | |
| INDIA SECURITIES LTD | |
| K & N KENANGA HLDGS BHD | |

DONGBU SECURITIES CO
LTD

MACQUARIE GROUP LTD

DAIKO CLEARING
SERVICES CORP

MEDIOBANCA SPA

KARL THOMSON
HOLDINGS LTD

DKN FINANCIAL GROUP
LTD

SK SECURITIES CO LTD

KOSEI SECURITIES CO LTD

BANQUE PROFIL DE
GESTION SA

SW KINGSWAY CAPITAL
HLDGS

F&C ASSET MANAGEMENT
PLC

APEX EQUITY HLDGS BHD

FUTURE CORP AUSTRALIA
LTD

附錄表三：投資銀行的因素分析

敘述統計量

| Var | mean | variance | range | std deviation | skewness | kurtiosis |
|--------|------------|-----------|-----------|---------------|------------|------------|
| AP/S | 1.14975785 | 12.42648 | 47.71514 | 3.52512 | 10.2887495 | 129.144972 |
| DEP/S | 0.03716025 | 0.00424 | 1.07385 | 0.06510 | -4.1428626 | 65.4136328 |
| FAT | 35.7571256 | 9528 | 1593 | 97.60922 | 4.55830858 | 47.6446851 |
| TAX/S | 0.0574617 | 0.00334 | 0.45094 | 0.05781 | -0.7059265 | 5.62837924 |
| CASH/S | -0.0123628 | 5.36527 | 35.82758 | 2.31631 | -10.014375 | 117.404997 |
| DIV/S | 117.404997 | 0.20988 | 7.04821 | 0.45813 | 10.3706943 | 128.294279 |
| ITG/S | 0.33847174 | 0.30550 | 4.06445 | 0.55272 | 2.85125025 | 10.5409085 |
| EQY/S | 2.59565175 | 58.38477 | 135.52212 | 7.64099 | -2.1477864 | 66.1052926 |
| TD/TA | 12.3347534 | 232.69168 | 71.86790 | 15.25423 | 1.48136399 | 1.64621591 |
| 淨利率 | -4.4116418 | 49194 | 3595 | 221.79667 | -10.372795 | 127.776556 |
| REV/TA | 0.35286011 | 0.37307 | 9.19790 | 0.61080 | 10.3772545 | 140.748554 |
| TA/EQY | 217.217986 | 1877344 | 14459 | 1370 | 8.5092368 | 75.739495 |

| | Factor1 管理效率能力 | Factor2 資產使用效率能力 | Factor3 品牌管理能力 | Factor4 財務結構與償債能力 | Factor5 與供應商關係 |
|------------|-------------------|---------------------|-------------------|----------------------|-------------------|
| AP/S | -0.00319 | -0.04443 | 0.02497 | 0.00157 | 0.95035 |
| DEP/S | -0.15549 | -0.38863 | 0.75032 | -0.07444 | 0.12181 |
| FAT | 0.33244 | 0.52035 | -0.03815 | 0.09829 | -0.14453 |
| TAX/S | 0.38470 | 0.56304 | 0.04742 | -0.25177 | 0.12055 |
| CASH/S | 0.94879 | 0.03792 | -0.10317 | 0.03618 | 0.02178 |
| DIV/S | 0.65045 | 0.23292 | 0.19360 | -0.22953 | -0.06537 |
| ITG/S | -0.02558 | 0.01796 | 0.87665 | 0.06643 | -0.03452 |
| EQY/S | 0.09694 | -0.68343 | 0.36765 | -0.27339 | -0.12146 |
| TD/TA | 0.07079 | -0.19418 | -0.07707 | 0.75581 | -0.20844 |
| 淨利率 | 0.93053 | 0.10485 | -0.23094 | 0.04761 | -0.00083 |
| REV/TA | 0.05787 | 0.75289 | -0.09405 | -0.32188 | -0.09238 |
| TA/EQY | -0.11910 | 0.07811 | 0.07201 | 0.77196 | 0.17711 |
| 特徵值 | 3.19895310 | 1.74898099 | 1.52371947 | 1.06395336 | 0.98903664 |
| 解釋變異量(%) | 26.66% | 22.53% | 12.70% | 8.87% | 8.24% |
| 累積解釋變異量(%) | 26.66% | 41.23% | 53.93% | 62.80% | 71.04% |

附錄表：投資銀行的集群分析

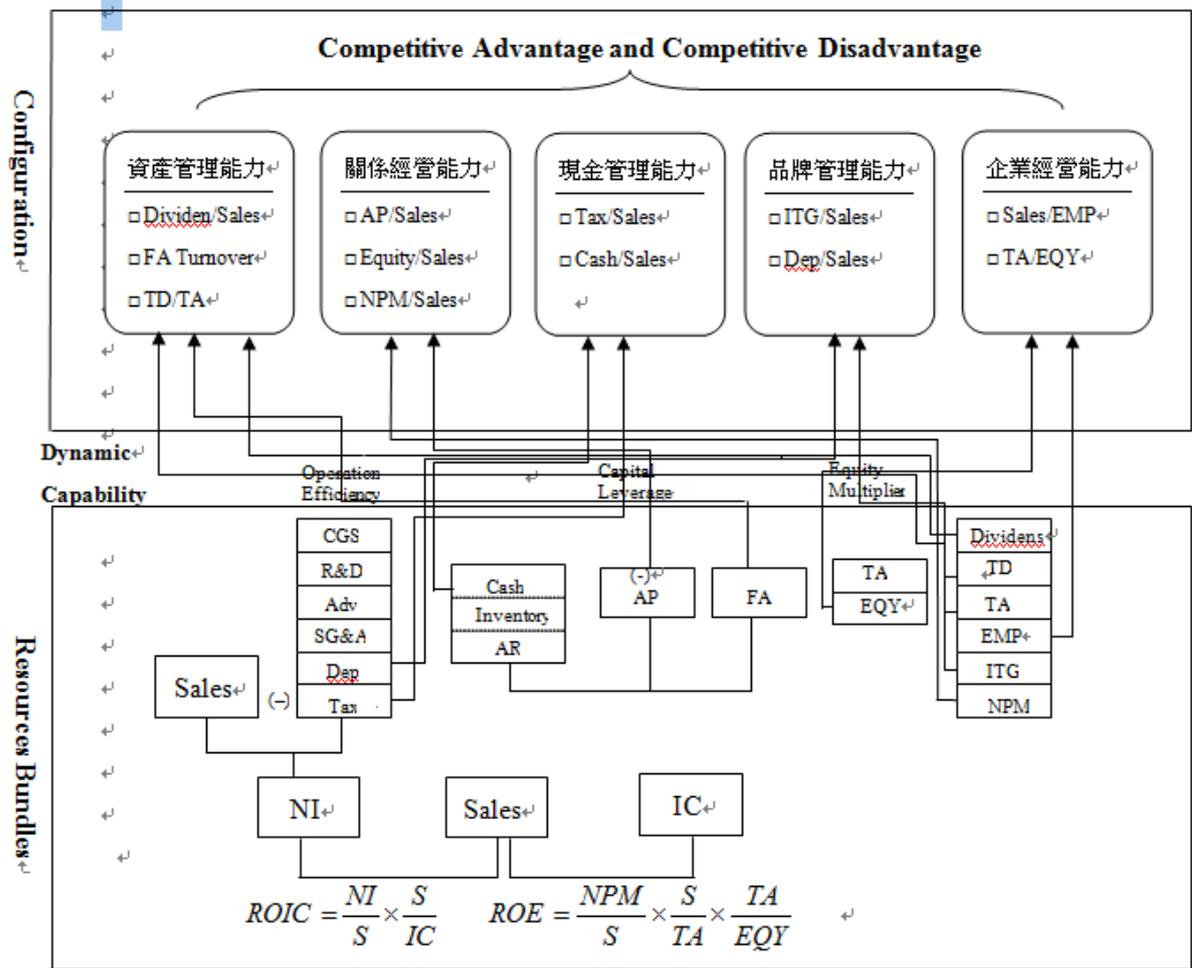
| CLUSTER | Pseudo statistic | R-squared | Cubic clustering certerion | No of cluster samples |
|-----------|------------------|-----------|----------------------------|-----------------------|
| Cluster=2 | 17.79 | 0.20370 | -3.241 | 5,99 |
| Cluster=3 | 19.50 | 0.35775 | -4.057 | 4,3,97 |
| Cluster=4 | 27.32 | 0.48211 | -1.778 | 3,61,37,3 |
| Cluster=5 | 20.68 | 0.58513 | -7.460 | 3,80,2,3,16 |

依據3C值來做最適族群之選擇標準，值越高越佳。本研究cubic clustering certerion 最高為-1.778(Cluster=4)，因此找出最適集群為四群

Cluster Means

| Cluster | Factor1 管理效率能力 | Factor2 資產使用效率能力 | Factor3 品牌管理能力 | Factor4 財務結構與償債能力 | Factor5 與供應商關係 |
|------------------------------|-------------------|---------------------|-------------------|----------------------|-------------------|
| 集群一 3 強力財務結構與 償債能力型 | -0.560678596 | 0.442742076 | 0.020269993 | 4.137547841 | 0.671637373 |
| 集群二 61 強力供應商關係型 | -0.167833024 | 0.274424543 | -0.050437089 | -0.393378888 | 8.720749499 |
| 集群三 37 強力管理效率 能力型 | 0.867471429 | 0.266683583 | 0.076032540 | -0.143065913 | -0.105486490 |
| 集群四 3 能力均衡型 | -0.734363931 | -0.266731682 | -0.067620798 | -0.099908806 | -0.109015030 |

附錄圖一：商業銀行研究架構圖



附錄圖二：假說檢定/研究流程(商業銀行)

