

多角化發展與企業獲利關連性的實證研究-以 S&P500 家企業為例

An Empirical Analysis of the Correlation between Diversified Development and the Lucre of Enterprises – Based on the Firms of S&P500

洪裕勝

靜宜大學 財務金融學系 副教授兼系主任

張瑞芬

靜宜大學 財務金融學系 兼任講師

Abstract

This study according to the geographic regions and the diversity of industrial operation divided into four parts and examined the influence by the multinational locations and cross-business for the profit of firms, including that a corporation was inside or outside U.S. domestic, cross-border for five continents, the total number of crossed five continents and the form of the industrial management. The financial indexes which we measured were that the return on assets (ROA), the return on equity (ROE), the earning per share (EPS) and the risk value (BETA).

We adopted enterprises of S&P500 as our samples, in fact we only according to 476 firms with the information during 2006 and applied the least-squares multiple regression model to test. The conclusion was that the first, the capital will develop negatively with diversity. Second, the relationship between we invested only inside the U.S. and the return on equity was negative. Third, the utility in Oceania and Africa was better, but Asia was not. Fourth, the return on equity will increase with the total number of continents we invested. Fifth, industries which were with the single business, vertical combination or horizontal merger were not better than conglomerate industries.

Key word: Diversification, Multinational Enterprise (MNE), Cross-Business, Performance Evaluation, S&P500

壹、緒論

一、研究背景與動機

近年來許多企業爲了因應景氣循環、產品生命週期、市場供需變動、環境變化、潮流轉變.....等不穩定因素，不僅藉由內部擴張(Internal Expansion)來控制生產規模(Production Scale)而達到規模經濟(Economies of Scale)，同時亦進行外部擴張(External Expansion)使財務整體更有效用的管理，以致成長與獲利提升。

在外部擴張的部份，除了純粹直接外國投資(direct foreign investment, DFI)，也包含現今企業最普遍與熱門的商業行爲，即收購(Acquisition)、合併(Merger)兩種基本型態，另外仍有常見的策略聯盟(Alliance)、合資企業(joint venture).....等方式，借助外力來經營事業，延展其分布區域、全球市場佔有率與多元化產業合併內容，促進風險分散效果。圖 1-1 表示了企業多角化發展型態，多角化發展形成了跨業與跨國企業，同時能滿足不同階層、不同地區的消費群。當公司由初期逐漸進入成熟期階段之時，國內的成長空間將會受到限制，某些產品市場落後，產業甚至趨近於單一化，可能的改善方案即是進入一個具有潛在需求、發展潛力的國外市場，或者將固有的產業擴張。擴張的執行方法有四種：一、橫向擴張，設立新的分公司或是利用購併來成立子公司，主要是在同一產業中成長，增強市場力量，將成本減低。二、縱向擴張，產業向前發展稱作「前向擴張」(Forward Expansion)，向後發展即爲「後向擴張」(Backward Expansion)，如同所謂的垂直合併，加強對上(供應商)、下游(顧客)產業的掌控能力且發揮整合後的綜效，同時可以增加商品的銷售與原料供應的穩定性，藉此降低生產成本。三、側面擴張，最大的利益就是運用原有的優勢應用於相關事業，類似水平合併，業務不孤注一擲，更多元化，進而將風險分散。四、集團整合，結合與原始產業完全非關聯性的事業，又稱複合式多角化經營形式，雖然能避免風險集中與適當的財務資源配置，但可能會因此而需要額外的資金、提高成本的花費來投資新產業。

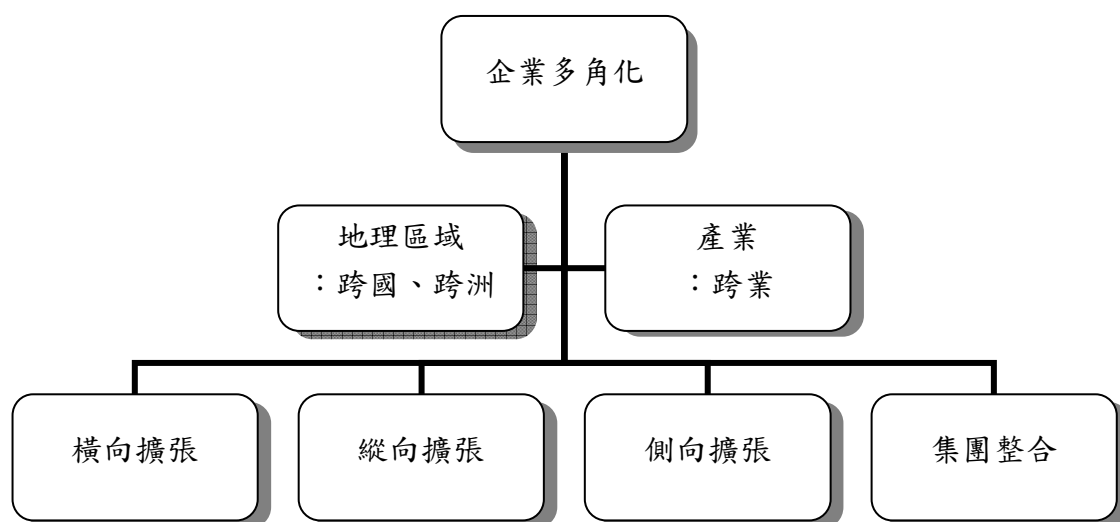


圖 1-1 企業多角化發展型態

以上所提及的企業多角化策略，其最終的共同目標是進入一個可能具有超額報酬的市場來控制與對抗當地市場的競爭者、銷售各地區生產的產品，增加產量且提升生產效率，由規模經濟取得充份利益以及藉由產業不同型態的合併來獲取利潤、追求成長、延長企業生命週期、創造極大化的盈餘及股東財富，使之能永續發展。

二、 研究目的

企業採取多角化來改善財務狀況的策略繁多，一般而言，最常見的籠統說法即是多國籍企業與跨業整合兩大主軸，但是仍能由此兩部份做更深層探討。在跨國界的部份，除了當紅的併購話題外，尚可細分出企業在美國境內外設立分公司的情況，目前類似的研究議題尚未採用之，所以或許是個值得參考的因素。市場區域不再只是以主要的工業經濟強國為主，而是以世界五大洲：美洲、歐洲、亞洲、非洲、大洋洲為考慮因素，投資於各大洲對經營績效的影響。另一方面，因子公司分佈於不同地理位置，所以可延伸出跨國數是否亦存在著影響因子，但由於統計數據也許會隨著時間、策略不同變動而過於繁瑣，如果以跨洲數目來取代，資料取得可能性較大，且能從另一個角度來檢驗研究的主題。跨業整合部分，除了產業種類的區分外，產業經營型態與是否整合對企業本身較有利益？這些都是需要思考的問題。除此之外，假如把影響要素侷限在多角化是不夠的，必須加入一些財務數據一起討論，使研究更有證實性。此目標，是以多角化策略為出發點，再將以上所提出的觀點做更深入的研究，來檢測其與企業獲利的關連性。

三、 研究流程

在整個研究過程中，將之分為五大步驟，可由圖 1-2 金字塔圖由下而上表示。

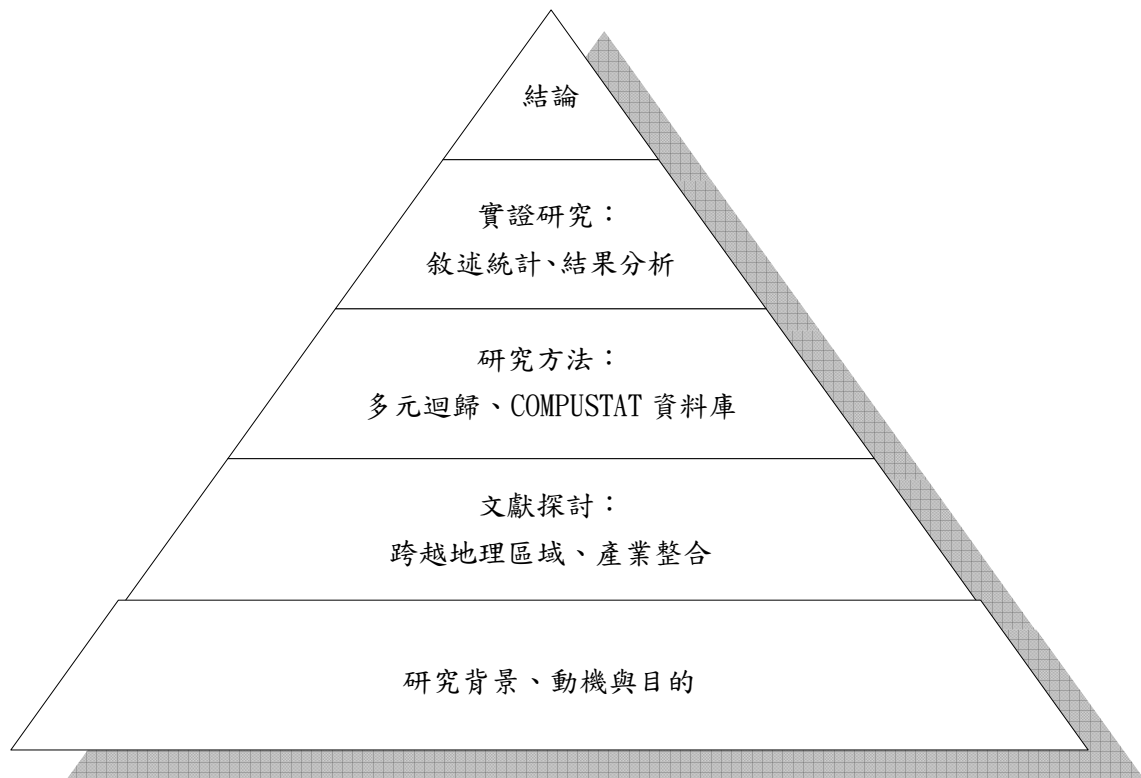


圖 1-2 研究流程金字塔圖

貳、文獻回顧

企業多角化發展的文獻大部分將其分成地理區域與產業內容兩大主軸來探討，(Chansog Kim, Kim and Pantzalis, 2001)檢驗影響多角化的因素方式包含產業，利潤因生產線不同而異；地理位置，營運地區不同，受各地的環境、市場經濟、貨幣價值的影響；產業與地理要素之間的相關性對企業整體的效用，最主要是爲了分析這兩種多角化發展重要的關聯性如何去影響公司的盈餘波動。(DeLong, 2001)提到，企業合併是根據產業活動內容與分佈的地理位置爲基礎，以這兩方面的集中度或多元化的交叉成長來分類，進一步地分別檢視合併內容對公司價值的影響程度。以下把文獻區分爲兩大部分來回顧：

一、地理區域多角化文獻

將固有的企業往海外進行擴展，設立子公司或分公司，擴大營利事業的範圍，取得更多的額外利潤，(Madura, 2001)指出，國外投資的優點如下：

1. 可直接利用外國生產要素：不同國家間的勞力與不動產成本可能會有很大的差距。投資者通常傾向把生產總部設在土地與勞力價格低廉的地方，以降低所需花費的成本。
2. 使用外國的原料：公司從某國家進口某種原料，假設它計畫把產品銷售至原料來源國的消費者，在這個情況下，爲了要減少之間的運輸成本，一個可行的解決方案就是儘可能在原料所在國來生產商品。
3. 取得外國技術：企業在海外設廠或併購海外工廠的情形逐漸增加，目的是以便取得外國的技術，然後再利用這些技術來改善分佈於全球各地的子公司之生產流程。
4. 賺取獨占利益：由(Hymer, 1960)提出的產業結構理論中，說明了假如公司擁有海外競爭者所沒有的資源或技術，企業的優勢使他們走向全球化。假如公司擁有較先進技術且成功地在本地市場賺取相關性利益，即其可能表示是一個行銷、生產、或者融資流程較有效率的企業。結論是，只要比競爭對手擁有較特殊的優勢，就能在國際上獲取更大的利益。
5. 因應貿易限制：有些跨國公司並非利用直接外國投資當作攻擊策略來獲利，反而是防守的一種方式，用來避免貿易間可能發生的問題。
6. 在全球分散風險：投資區域越多，分散風險程度越高，但盈餘的波動性也會降低。國家之間的經濟不可能長時間完美地同步移動，所以跨區域銷售產品而獲得的淨現金流量應該比只在單一國家銷售的淨現金流量來的穩定。透過在國際間分散生產與銷售的金額，公司可以使其淨現金流量波動率穩定。此外，由於具有較固定的現金流量，所以股東和債權人認爲跨國公司的風險應該隨之而較低，亦可以承受較低的資金成本。

但是由於每地區的市場並不完美，例如資訊不完整，經營各種產業所遭遇的障礙、遷廠交易成本以及特定勞力成本在不同國家之間不一定會相等.....等缺點。所以文獻的結論也會有所不同，(Kim and Lyn, 1986)認爲企業經營狀況與地

理區域多角化呈現正向關係，(Siddharta and Lall, 1982)則呈負向關係，(Errunza and Senbet, 1984)實證結果卻是無顯著關係；投資地區的不同也會存在著顯著差異，(Pantzalis, 2001)指出在開發中國家設立子公司之跨國企業價值高於已開發中國家跨國企業公司價值，(鄭學淵 1999)採單變量變異數分析、無母數 k-w 檢定、杜邦模式檢定後的結果發現投資於歐美地區有較高的 ROE，東南亞則顯著較差；股東權益部分，(Fatemi, 1984)利用市場模型檢定出多國籍企業股東真正報酬率較純粹國內公司股東報酬有顯著性，反之，(Hughes, Logue and Sweeney, 1975)使用一般的迴歸統計及卡方分配最後表示多國籍企業股東權益平均報酬率低於國內企業；總資產報酬率在(Bettis and Hall, 1982)中，以多元迴歸分析的方式得知跨國企業之相關連結公司將提高 ROA，(梁文貴, 2000)採用抽樣與迴歸分析檢驗出國際化程度與風險調整後之資產報酬率成顯著負相關；負債比率，(Burgman, 1996)也是運用了多元迴歸分析，探討出國際化公司在控制規模及產業效果後，其負債比率較低，獲利能力較穩定，(Chkir and Cosset, 2001)、(王建聰和許溪南, 1999)卻發現負債比率會隨著跨國程度成正向變動，(Doukas and Pantzalis, 1999)也認為其將會產生高成本而使財務負債提升；對於風險的影響，(Fatemi, 1988)同時採用市場模型與複迴歸方程式討論出多國籍公司較本國公司維持較低之財務槓桿，用意於抵銷較高的經營風險，所以其系統風險及總風險較低，(Burgman, 1996)區域多角化使盈餘波動降低，並且同時能消除風險，另外，(David, Kwok and Baek, 1998)則提出企業國際化程度與系統風險之間是顯著正向關係，(鄭學淵, 1999)亦探討出多國籍企業之系統風險顯著高於單國籍企業，國際化水準越高並非代表較容易獲利。(Dunning, 2000)以折中理論的觀點，研究出直接國外投資和國際化企業將增加廠商在全球化、市場經濟活動的範圍

以上所歸納出的結論，又正面也有反面，每一個文獻探討出的結果並非絕對的，在外國投資的部份，是值得繼續去研究的議題。

二、 產業多角化文獻

產業內容營運狀況對企業的影響亦不容忽視，(Comment and Jarrell, 1995)討論出公司的負債比例並未隨著產業多角化而增加，由(John and Ofek, 1995)可得知產品多元化發展的企業其資產的銷售額與銷售者所獲得的利益成正向關係，(Chkir and Cosset, 2001)使用多元迴歸分析檢驗出產品多角化具有低水準信用風險的效果。(游志賢、邱騰珍、賴怡洵, 2004)則以銀行業為主要樣本，來研究金融業務整合是否也能獲取更多利潤，得到的結果是，多角化業務可使銀行分散風險，但卻不能創造超額價值。以上文獻回顧大多說明了產業多角化的經營對公司獲利績效有正面的作用。

不過，我們卻可發現跨業整合也可能帶來負面的影響，在(Lang and Stulz, 1994)文獻中，其使用 Tobin's q 檢定出產業多角化與成效是呈負向關係，(Lubatkin and Chatterjee, 1994)同樣採用 Tobin's q 來衡量，得出的結果顯示，太多業務反而使公司價值下降。(Berger and Ofek, 1995)提及管理產業繁多的企業將導致較低的

公司價值且存在著隱性的負債問題。(Chansog Kim, Kim and Pantzalis, 2001)指出企業融合了多業務會使公司利潤不穩定，波動性提高，所以，變動性較低的盈餘狀況比較容易使公司獲利，也易預知未來遭遇的問題、財務危機也隨之降低。

三、多角化綜合探討文獻

綜合以上所提到的主要兩項影響企業獲利績效的多角化因素，(Jensen, 1986)和(Stulz, 1990)認為多角化的發展能改善廠商管理的能力與提升聲譽；(Shleifer and Vishny, 1989)評論新的生產線，將替公司創造多方面的專業管理流程；(Amihud and Lev, 1981)發現多角化居然造成事業管理私人的財富組合減少；(Chansog Kim, Kim and Pantzalis, 2001)指出產業多角化之盈餘波動大於區域多角化，所以其推論產業多樣化經營所得的利益將小於分散地區投資；(DeLong, 2001)卻提出地理位置與產業活動同時集中，反而使得股東價值上升。所以本文以這兩大因素為原則，來檢驗 S&P 500 所參考企業的獲利情形，是否與先前文獻提出的論點產生共鳴。

參、研究方法

一、研究架構

圖 3-1 陳述了研究主體，藉由處於不同的多角化策略情況下，包含了企業分公司在美國境內外分佈比例、跨越五大洲情勢、跨五大洲的數量.....等地理因素，以及專注於經營產業的手法，例如以單一、水平合併、垂直整合、混合營運方式，將以上提出的四項影響因素，分別檢驗一般常見的財務績效衡量指標：ROA、ROE、EPS、BETA，來推論出多角化發展與企業獲利之間的關係。

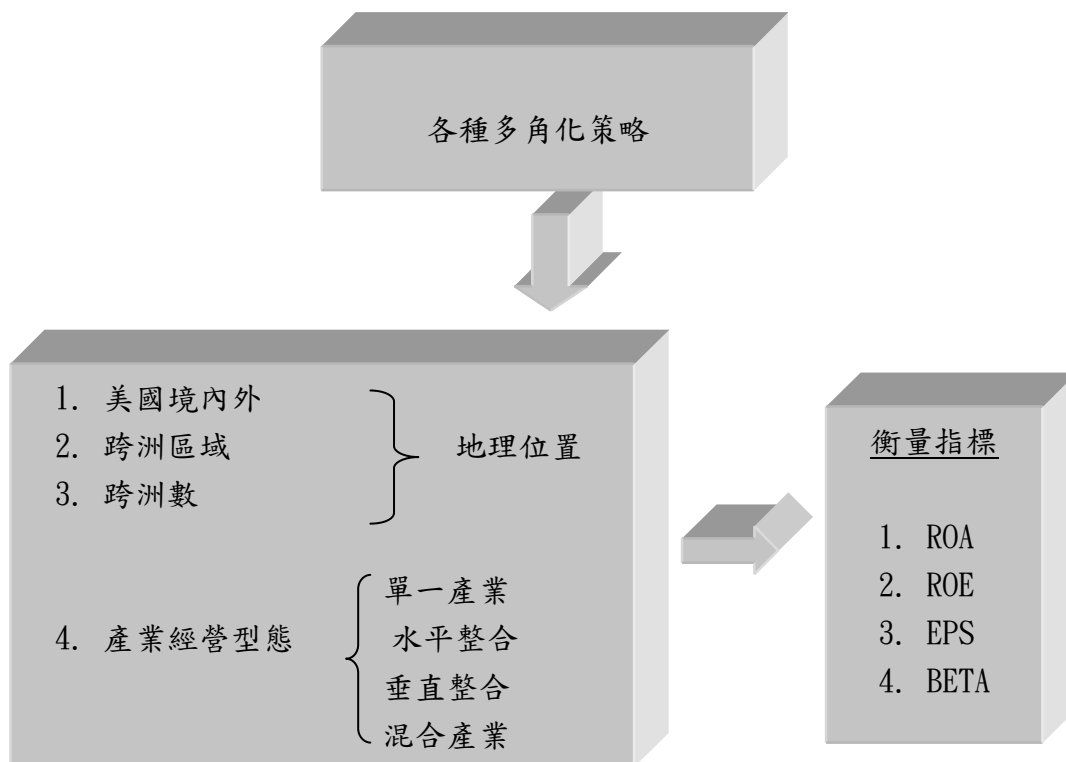


圖 3-1 研究架構圖

二、計量模型

本研究採用線性複迴歸模型 (Linear Multiple Regression Model)，以最小平方法 (OLS) 進行估計，經由各變數與衡量指標之間的關係來判斷企業實施多角化所獲利的效用。運用最小平方法的理由包含以下幾點：

1. 最普遍的估計方法。
2. OLS 為最小線性不偏估計式。
3. 母體機率分配不一定需得知即可進行估計。

在參考文獻中，(沈中華，張雲翔，2002)以及(DeLong, 2001)均使用 OLS 配合多元迴歸方程式執行研究，且(Chkir, and C. Cosset, J, 2001)、(Burgman, T. A, 1996)、(Fatemi, 1988)、(Bettis, R.A. and W.K. Hall, 1982)、(Hughes, J, D. Logue and R. Sweeney, 1975)、(郝晉明, 1999)、(梁文貴, 2000).....等研究方法亦採取複迴歸模型來處理資料。

本研究在提出的四個討論部份中，實證模型複迴歸裡所代表的應變數雖相同，但自變數除了資本額、負債比率相同外，所假設的虛擬變數卻不盡相同，以下便逐一敘述之：

(一)實證模型

1. 模型一：企業於美國境內設立分公司對獲利的影響

$$y = f(d_1, Cap, DR) \quad (1)$$

$$y_{ij} = \beta_{0ij} + \beta_{1ij}d_1 + \beta_{2ij}Cap + \beta_{3ij}DR + \varepsilon_{ij} \quad (2)$$

其中，

y_{ij} ：財務績效衡量指標

$i=1 \sim 4$ ：依序表示檢驗的指標為 ROA、ROE、EPS、BETA

$j=1 \sim 476$ ：第 j 家企業

d_1 ：虛擬變數 $\begin{cases} =1 \text{ (僅設立於美國境內)} \\ =0 \text{ (美國境內外同時皆有分公司)} \end{cases}$

Cap：資本額 DR：負債比率

2. 模型二：企業分公司跨五大洲區域對獲利績效的影響

$$y = f(d_2, d_3, d_4, d_5, Cap, DR) \quad (3)$$

$$y_{ij} = \theta_{0ij} + \theta_{1ij}d_2 + \theta_{2ij}d_3 + \theta_{3ij}d_4 + \theta_{4ij}d_5 + \theta_{5ij}Cap + \theta_{6ij}DR + \varepsilon_{ij} \quad (4)$$

其中，

y_{ij} ：財務績效衡量指標

$i=1 \sim 4$ ：依序表示檢驗的指標為 ROA、ROE、EPS、BETA

$j=1 \sim 476$ ：第 j 家企業

d_2 ：虛擬變數 $\begin{cases} =1 \text{ (有包含歐洲)} \\ =0 \text{ (無投資於歐洲，但至少要有美洲)} \end{cases}$

d_3 ：虛擬變數 $\begin{cases} =1 \text{ (有包含亞洲)} \\ =0 \text{ (無投資於亞洲，但至少要有美洲)} \end{cases}$

d_4 ：虛擬變數 $\begin{cases} =1 \text{ (有包含非洲)} \\ =0 \text{ (無投資於非洲，但至少要有美洲)} \end{cases}$

d_5 : 虛擬變數 $\left\{ \begin{array}{l} =1 \text{ (有包含大洋洲)} \\ =0 \text{ (無投資於大洋洲, 但至少要有美洲)} \end{array} \right.$
 Cap : 資本額 DR : 負債比率

當 $\left\{ \begin{array}{l} d_2, d_3, d_4, d_5 =1 \text{ (表示世界五大洲皆有設立分公司)} \\ d_2, d_3, d_4, d_5 =0 \text{ (表示分公司僅於美洲)} \end{array} \right.$

3. 模型三：企業跨五大洲數目對獲利績效的影響

$$y = f(N, Cap, DR) \quad (5)$$

$$y_{ij} = \lambda_{0ij} + \lambda_{1ij}N + \lambda_{2ij}Cap + \lambda_{3ij}DR + \varepsilon_{ij} \quad (6)$$

其中，

y_{ij} : 財務績效衡量指標

$i=1 \sim 4$: 依序表示檢驗的指標為 ROA、ROE、EPS、BETA

$j=1 \sim 476$: 第 j 家企業

$N=0 \sim 4$: 跨洲數

Cap : 資本額 DR : 負債比率

4. 模型四：企業以不同產業經營型態對獲利績效的影響

$$y = f(d_6, d_7, d_8, Cap, DR) \quad (7)$$

$$y_{ij} = \gamma_{0ij} + \gamma_{1ij}d_6 + \gamma_{2ij}d_7 + \gamma_{3ij}d_8 + \gamma_{4ij}Cap + \gamma_{5ij}DR + \varepsilon_{ij} \quad (8)$$

其中，

y_{ij} : 財務績效衡量指標

$i=1 \sim 4$: 依序表示檢驗的指標為 ROA、ROE、EPS、BETA

$j=1 \sim 476$: 第 j 家企業

d_6 : 虛擬變數 $\left\{ \begin{array}{l} =1 \text{ (單一)} \\ =0 \text{ (其他經營型態)} \end{array} \right.$

d_7 : 虛擬變數 $\left\{ \begin{array}{l} =1 \text{ (水平合併)} \\ =0 \text{ (其他經營型態)} \end{array} \right.$

$$d_8 : \text{虛擬變數} \begin{cases} =1 \text{ (垂直整合)} \\ =0 \text{ (其他經營型態)} \end{cases}$$

Cap : 資本額 DR : 負債比率

當 $d_6, d_7, d_8 = 0$ (表示經營型態為混合：兼具水平與垂直合併)

(二) 變數整理說明

在應變數部份，爲了評估獲利成效，所以將一般被廣泛使用的四個財務衡量指標套入變數 y_{ij} 中應用，於表 3-1 解釋之，並在考慮的各種情勢下，皆須檢驗這四項固定的指標。

表 3-1 應變數說明

符號	名稱	公式
y_{1j}	ROA (Return on Assets : 總資產報酬率 ¹)	1. { [稅後損益+利息費用(1-稅率)] / 平均 資產總額 } ×100%總資產報酬率(ROA) 2. (稅後淨利+利息費用)÷平均資產
y_{2j}	ROE (Return on Equity : 股東權益報酬率 ²)	1. (稅後損益 / 平均股東權益淨額) × 100% 2. (純利-特別股股利)÷平均股東權益總額
y_{3j}	EPS (Earning Per Share : 每股盈餘 ³)	稅後盈餘(扣除特別股股利)/在外流通股數
y_{4j}	BETA (系統風險以 β 係數 表示之 ⁴)	1. 市場模式(Market model)之報酬經迴歸估 計式而得 2. CAPM 模型

在自變數部份，代表影響因子，其中有兩項財務數據是固定變數(表 3-2)，其餘虛擬變數會隨研究內容不同而異。

表 3-2 財務數據上的自變數

符號	名稱	公式
Cap	資本額 ⁵	-----
DR	負債比率 (Debt-Ratio ⁶)	1. 負債總額 / 資產總額 2. 有些國家是定義成：負債/淨值

三、資料來源

S&P 500 指數是由史坦普公司挑選出 500 家各產業具代表性的領導者所組成，通常在美國上市公司中，市場價值為最高。指數用於測量美國前 500 家大公司股票市場表現的一個標準，在紐約證券交易所裡，交易投資最頻繁，包含的範圍也較道瓊工業平均指數廣，更精確地反映市場情況，常被用來預測股市波動的一種指標。本研究是探討多角化發展與公司獲利的關連性，目前尚未發現將 S&P 500 做為研究樣本的文獻，所以試著採用此樣本來討論。可是，S&P 500 會隨著財務環境的變化而變動，參考企業亦隨時點不同而異，然而此次採取資料的時間點以民國九十七年一月時，S&P 500 所包含的 500 家企業為樣本。研究期間因為九十六年的資料尚未公佈完整，所以將使用九十五年一整年的財務數據與其他資訊來進行研究。其中 24 家公司因無法完全收集研究期間所需的資料，因此扣除之，最後樣本共計 476 家。資料主要來自於 COMPUSTAT 資料庫(北美版)，以各公司網站宣佈的訊息為輔。地理位置區分以 Geo Area Code 分類；產業經營整合型態則參考 GICS Ind Group、GICS Industry、GICS Sub-Group 的內容來著手判斷

- 1 ROA (總資產報酬率)：在某一段時間內(通常為一年)，公司利用總資產為股東所創造的利潤，通常以百分比表。代表企業利用全部資源的效率，其值要越大越好(但不得低於市場利率)。
- 2 ROE (股東權益報酬率)：又稱為淨值報酬率，代表在某一段時間內(通常為一年)，公司利用股東權益為股東所創造的利潤，通常以百分比表示。代表股票的投資價值，其值要越大越好。從外部股東的觀點衡量公司價值 應該會重視股東報酬率。故可探討其在企業產品多角化及國際化程度下對公司獲利之影響。
- 3 EPS (每股盈餘)：代表每一普通股所獲得的盈餘，用來評估公司獲利能力的重要指標之一。每股盈餘越高，代表公司每單位資本額的獲利能力高，這表示公司具有某種較佳的能力——產品行銷、技術能力、管理能力等等，使得公司可以用較少的資源創造出較高的獲利。
- 4 BETA (系統風險)：理論上風險可區分為系統風險與非系統風險兩種，合稱總風險。系統風險又稱為市場風險，不容易藉由投資組合分散，如天災、地震、總體經濟變動等。非系統風險可以因公司營運不佳或財務危機造成，投資人可藉由分散投資組合來降低非系統風險。計算一段特定時間內，個別資產(如:個股)報酬受到系統風險影響的大小，通常以 β (Beta)的數值來表示，即市場(如:指數)報酬變動時，個別資產預期報酬率同時發生變動的幅度，即投資該資產所須承擔的系統風險。經由系統風險來衡量，從投資人角度看跨國企業有分散風險利益，降低國內市場產生系統風險。所以多國籍企業總風險及系統風險應隨著國際化程度的擴增，有逐漸降低趨勢。
- 5 資本額：股東出資或是由公司對外舉債而得到。資本額越低，企業發揮性越高。公司經營績效越好，獲利增加，認列在資本公積時，將會使其「淨值」增加。
- 6 負債比率：債比例為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與長期償債的能力重要指標，適當的負債比率每個行業不同，因此，必須比較公司與同業水準，才能正確診斷比率的高低。基本上，比率越大，公司的負債越多，信用風險越大。一般認為多角化可以在不同國家易於獲取資金來源，使得現金流量變異小進而降低破產機率及成本。多國籍企業屬於跨國經營，處於多重經濟環境，財務風險及資金取得能力是影響負債比率的重要因素。

肆、實證結果

一、敘述統計分析

觀察樣本中，S&P 500 中的 476 家企業，於表 4-1 和圖 4-1 顯示，以美國境內為唯一投資地區的比率有將近 46%，共計 217 家；另一方面，同時在美國境內外皆有分公司則是 54%，259 家。476 家樣本全體都有分公司建立於美國境內，但超過一半以上的比例，除了境內之外，還往外發展，表示美國境外或許存在著具有潛力的市場。

表 4-1 S&P 500 企業於美國境內外分佈統計

條件	美國境內外	
內容	僅美國境內	兼具美國境內外
家數	217	259

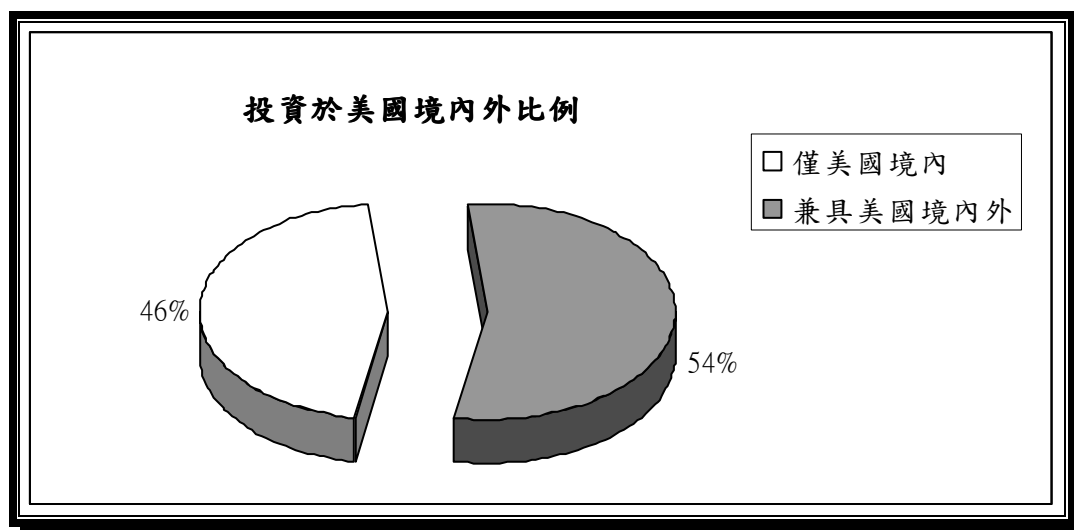


圖 4-1 S&P 500 企業於美國境內外分佈比率

跨越地理區域部分，見表 4-2 和圖 4-2，可發現全數包含美洲，100%(476 家)；而有分佈於歐洲，則是 47.48%(226 家)；亞洲，32.35%(154 家)；非洲，11.97%(57 家)；大洋洲 4.62%(22 家)。由以上數據推斷，幾乎集中於經濟環境成長較蓬勃的美、歐、亞三大洲，亦是涵蓋世界強國與八大工業國(G8)的地理位置。非洲與大洋洲的比率較低，甚至未達 20%，也許大多低度開發國家於此，所以企業對其未來經濟成長較不看好，無承擔投資風險的信心。

表 4-2 S&P 500 企業於世界五大洲分佈統計

條件	跨洲區域				
內容	美洲	歐洲	亞洲	非洲	大洋洲
家數	476	226	154	57	22

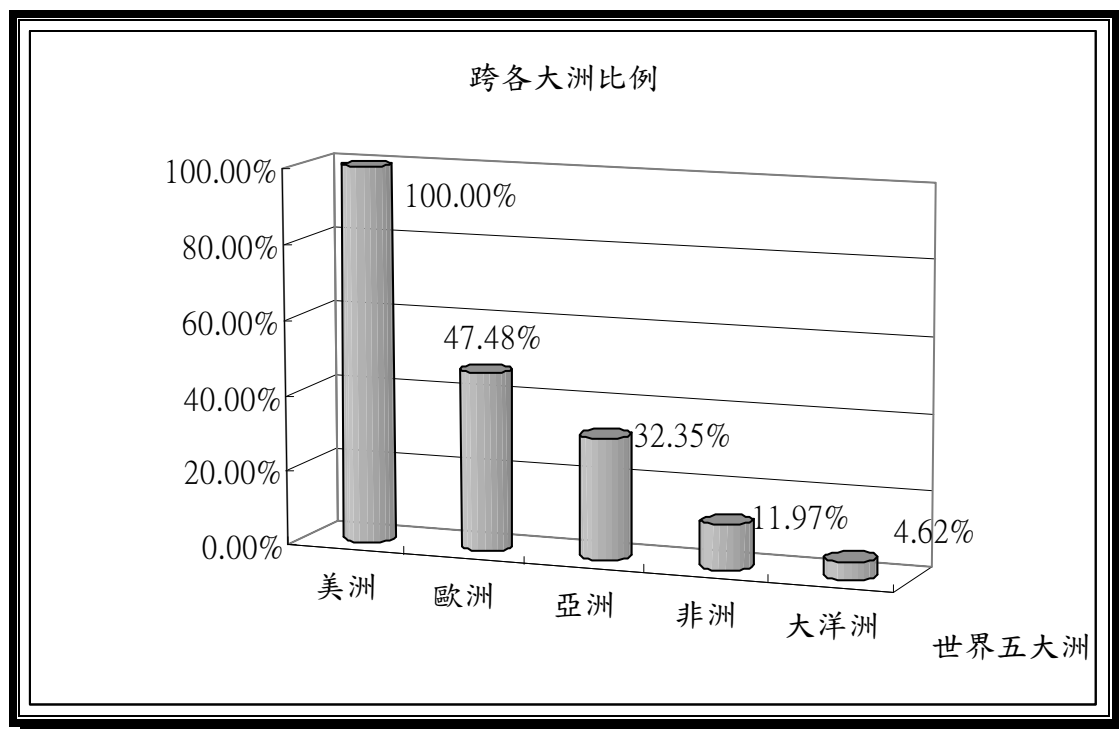


圖 4-2 S&P 500 企業於世界五大洲分佈比率

跨越多重投資各大洲數量的統計，表 4-3 和圖 4-3 表示，單獨在某一大洲營業的比率將近 50%(239 家)，經由資料分類整理後，未跨越任何一大洲的部份，代表只在美洲經營公司；跨一大洲，佔了 17%(81 家)；跨兩大洲 20%(93 家)；跨三大洲 12%(57 家)；除母公司本身所在的洲別之外，其餘四大洲皆有公司分部存在，即分佈於世界五大洲只佔了 1%(6 家)。企業散佈區域越廣，基本上，獲利機會將隨之提升，但風險與成本也可能增加，在以上敘述中，大約二分之一的企業即使有跨國，但仍只在母公司本洲發展，我們可以推知，許多企業未準備完善地向世界各州投資的計畫，所以全世界都跨足的公司，在此次研究中的樣本，比率少之又少。

表 4-3 S&P 500 企業跨世界五大洲數統計

條件	跨洲數				
	0	1	2	3	4
內容					
家數	239	81	93	57	6

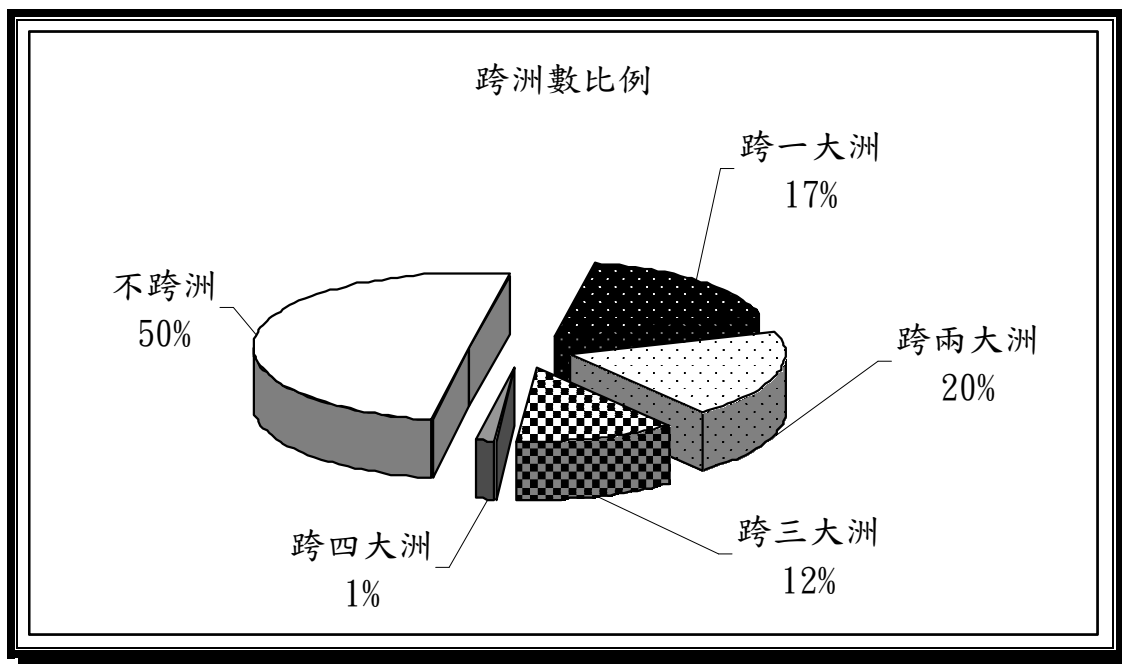


圖 4-3 S&P 500 企業跨世界五大洲數比率

產業經營管理，表 4-4 與圖 4-4 統計出，水平合併所佔百分比大於 50%，且達 60%(289 家)，其次為單一產業 21%(98 家)，再來是為垂直整合 14%(67 家)，最後才是混合產業部份僅 5%(22 家)。產業合併大多呈現水平狀態，企業管理者也許認為以此整合方式可以增加競爭力，進而使利潤提高；極少企業是屬於混合產業，其必須同時兼顧水平與垂直產業發展，風險大，但報酬也可能因較多元化產品的供應而成正相關，這必須妥善的策畫後才能真正實行。

表 4-4 S&P 500 企業之產業經營型態統計

條件	產業經營型態			
	單一	水平合併	垂直整合	混合
內容	單一	水平合併	垂直整合	混合
家數	98	289	67	22

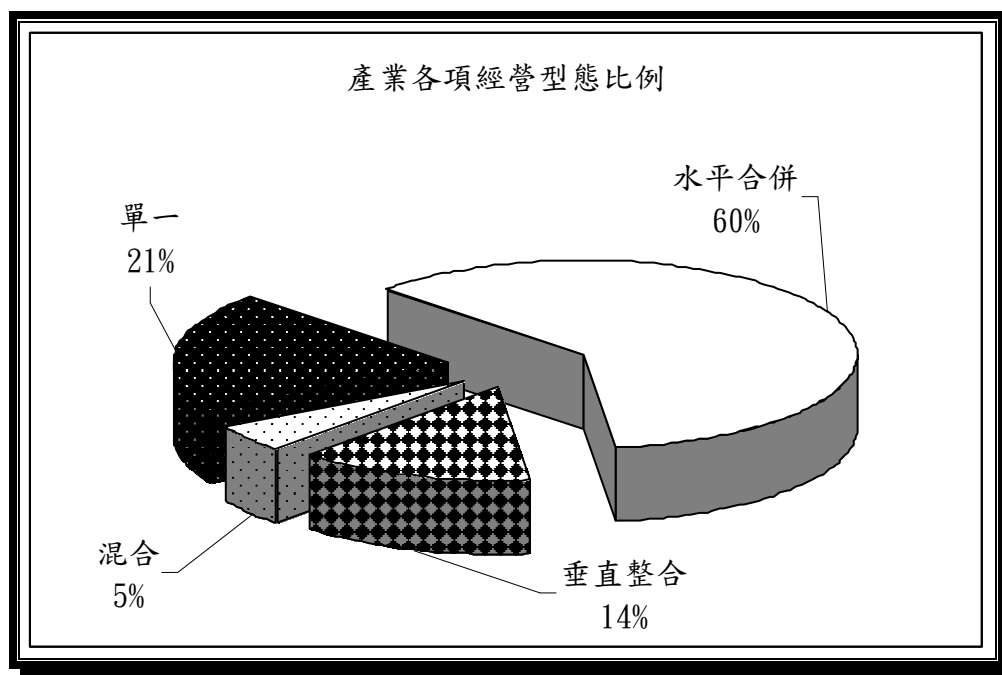


圖 4-4 S&P 500 企業之產業經營型態比率

二、實證結果分析

表4-5至表4-8顯示了研究中四個模型估計出來的結果，分別敘述實証中主要意涵如下：

模型一、 S&P 500 企業於美國境內外分佈對獲利績效的估計結果

由表 4-5 可得知，僅於美國境內投資，其與股東權益報酬率之間是呈現顯著負相關；而在每股盈餘部分，同時在美國境內外擁有分公司，則會顯示顯著正相關。由此可見，美國境外多了許多獲利機會，美國企業爲了追求永續成長，也一直熱衷於透過併購的方式來輔助企業的經營，不侷限只在境內發展。在全球五次併購浪潮中，始於 20 世紀 70 年代中期至 80 年代而進入高潮的第四次併購潮，即以美國爲中心，此時亦是出現跨國併購高潮的前奏。美國雖實行對外開放，爲自由市場經濟國家，互惠互利，但美國政府明確規定，禁止或限制外資進入美國通訊、交通運輸中的航空和海運、自然資源開發、水力發電、核能開發等領域。代表美國政府對重要產業的企業併購監督管理甚嚴格，所以，只在境內經營事業，必須遵守一些固有的規範，而可能錯失國外的獲利機會。如果將分公司擴展於國外，同時可在美國境內外取得利潤，或許是較好的營業方式。

模型二、 S&P 500 企業於世界五大洲分佈對獲利績效的估計結果

一般所預期的大多是投資於歐、亞、美洲等世界強國所在地，將會有較多的獲利，但此次研究，根據表 4-6 顯示，估計出來的結果，卻不盡然。表中，股東權益報酬率與在大洋洲營業的關係成顯著正相關，每股盈餘方面，則是與投資於美洲和非洲成顯著正相關，而與亞洲反而成顯著負相關，這些結果與之前的文獻

和一般投資人的認知有些許不同。大洋洲中，澳洲為礦產國，鎳儲存量為各洲之首；紐西蘭為農產國，畜牧業發達，以羊、牛為主。隨著原物料議題走強，身為礦產國的澳洲及農產國的紐西蘭基本面都相當不錯，大體來說，全球原物料價格上漲，過去投資者也看好新興市場對礦產的需求，對農產品需求亦逐漸提升，尤其是牛奶，因此澳幣與紐幣也隨環境變化而升值。事實上，澳幣表現越來越強勢的主要原因，在於澳洲在 2001 年開始經濟復甦，而澳洲央行在 2002 年初開始其升息循環至今，所以帶動澳幣升值的趨勢，讓投資企業在大洋洲有更大的利潤空間。另一方面，非洲大部分屬於低度開發國家，照理來說，獲利機會應該不大，機率低，但我們忽略了一點，在低度開發國中設立子公司或分公司，成本的節省是很明顯的，因此，盈餘也會隨之增加，呈現正面的趨勢。亞洲部份，雖經濟發展不錯，但在近幾年，出口卻逐漸下降，石油價格也持續上漲，這些因素是導致這一地區經濟發展放慢的主要原因。油價仍可能不斷地上漲，導致能源價格開始影響核心通貨膨脹指數，使長期利率提高，造成經濟成長速度減緩之危機。另一個原因即是，2006 年「禽流感」將是亞洲區域主要的潛在威脅，以目前來說，應該是除了 1997 年亞洲金融風暴以外所遭遇到最嚴重的打擊，尤其禽流感對亞洲經濟的破壞，可能導致全球經濟大衰退，當時亞洲四小龍中的香港和新加坡損失最嚴重。即可推論，2006 年企業在亞洲發展或許受到此因素影響而使獲利績效成負向關係。

模型三、S&P 500 企業跨世界五大洲數對獲利績效的估計結果

概括來說，跨國數越多，風險分散程度越高，企業營業狀況穩定，但盈餘變動也會較低，在表 4-7 所估計出的結果為企業獲利隨跨越的洲數越多而提升，與資產報酬率和股東權益報酬率成顯著正相關，將風險分散於不同區域，也許能藉由不同的地理環境來避免遇到的多方面風險，使利潤增加。

模型四、S&P 500 企業之產業經營型態對獲利績效的估計結果

隨著潮流的改變，單一化產業漸漸不能滿足消費者的需求，導致大多企業朝多元化的趨勢發展，但此研究中，表 4-8 的估計顯示，不管以單一、水平合併或是垂直整合的方式來執行企業產業的經營，皆與資產報酬率和每股盈餘成顯著負相關，反而是以同時兼具水平合併與垂直整合的混合型態，則呈顯著正相關。單一產業雖然消耗的技術與原料成本較低，但卻無法達到投資者與需求者的滿意標準，是最主要的問題。水平合併，同業企業競爭者減少，進而強化產品的競爭力，在產業經濟學上，將提高廠商主宰市場的能力，並且能快速取得關鍵的資源與一定的市場佔有率，以水平產業合併的方式，擴大單一產業的規模，規模越大，單位成本越低。但是，合併前所存在的缺點在於產業組織需要重整，不同的產業所需的資源、成本、技術……等都不同，企業的作業流程不同，更要仔細監督，否則會造成內部的混亂與不安。垂直整合部份，能掌握原料、服務行銷市場及技術情報，並且穩定產業品質，奠定新產品的可信度，也能創造產品差異化的機會，

以增加附加價值，使企業達到規模經濟效益。反之，垂直整合會有產業移動及退出的障礙，亦無法從供應商及配銷商中獲得情報，從垂直經營中所獲得的綜效情形可能會被高估。採取混合產業經營型態，其結合了水平合併與垂直整合的優勢，以互補各方面的缺點，使獲利進而提升。

表 4-5 S&P 500 企業於美國境內外分佈估計結果

應變數	自變數			
	美國境內外			
	常數項 (包含兼具 美國境內外)	僅美國境內	資本額	負債比率
ROA	13.6272 (15.3720)	-0.9096 (-1.6243)	-0.0479*** (-2.9090)	-7.8240 (-3.9453)
ROE	2.4104 (0.2624)	-13.1947** (-2.2738)	0.1553 (0.9109)	33.8663 (1.648)
EPS	0.6271* (1.7381)	0.0034 (0.0148)	-0.027 (-4.0315)	5.2509 (6.5061)
Beta	1.4429 (1.4523)	0.5409 (0.8618)	-0.0151 (-0.8168)	0.2638 (0.1187)

說明：***，**及*分別代表估計係數在 1%，5%與 10%的顯著水準下，該變數為顯著。

估計係數下方括弧內的數據代表 t 值。

表 4-6 S&P 500 企業於世界五大洲分佈估計結果

應變數	自變數						
	跨洲區域						
	常數項 (包含美洲)	歐洲	亞洲	非洲	大洋洲	資本額	負債比率
ROA	13.0258 (12.8649)	-0.1806 (-0.2510)	0.7928 (0.9991)	0.9065 (0.9635)	0.6173 (0.4646)	-0.0467*** (-2.8262)	-8.0915 (-4.0605)
ROE	-2.8787 (-0.2762)	-2.4404 (-0.3295)	3.7117 (0.4545)	14.8605 (1.5347)	37.3822*** (2.7338)	0.1515 (0.8907)	26.8949 (1.3114)
EPS	0.8126** (1.986)	0.0954 (0.3280)	-0.678** (-2.1142)	0.8733** (2.2970)	-0.2860 (-0.5328)	-0.0270 (-4.0526)	5.0843 (6.3139)
Beta	1.8273 (1.6071)	-0.3994 (-0.4942)	0.0238 (0.0267)	-0.0473 (-0.0448)	0.0581 (0.0389)	-0.0151 (-0.8114)	0.3425 (0.1531)

說明：***，**及*分別代表估計係數在 1%，5%與 10%的顯著水準下，該變數為顯著。

估計係數下方括弧內的數據代表 t 值。

表 4-7 S&P 500 企業跨世界五大洲數估計結果

應變數	自變數			
	常數項	跨洲數	資本額	負債比率
ROA	12.826 (13.2124)	0.4304* (1.7645)	-0.0471*** (-2.8590)	-7.9206 (-4.018)
ROE	-9.126 (-0.9075)	6.1913** (2.4504)	0.1668 (0.9781)	32.4159 (1.5875)
EPS	0.6978* (1.7658)	-0.0429 (-0.4316)	-0.0271 (-4.0493)	5.2121 (6.4949)
Beta	1.7361 (1.5942)	-0.1444 (-0.5278)	-0.0152 (-0.8215)	0.4269 (0.1930)

說明：***，**及*分別代表估計係數在 1%，5%與 10%的顯著水準下，該變數為顯著。
估計係數下方括弧內的數據代表 t 值

表 4-8 S&P 500 企業之產業經營型態估計結果

應變數	自變數					
	產業經營型態					
	常數項 (包含混合)	單一	水平	垂直	資本額	負債比率
ROA	17.2263 (11.6280)	-4.6412*** (-3.3699)	-3.4787*** (-2.6933)	-4.3024*** (-2.994)	-0.0504*** (-3.0852)	-8.2576 (-4.2213)
ROE	6.0047 (0.3851)	-4.1896 (-0.289)	-5.2992 (-0.3893)	-5.9357 (-0.3924)	0.145 (0.8432)	26.5515 (1.289)
EPS	2.2334*** (3.7102)	-1.5759*** (-2.816)	-1.7369*** (-3.3095)	-1.7862*** (-3.0591)	-0.0274 (-4.1275)	5.3156 (6.6876)
Beta	1.0748 (0.6410)	-0.1593 (-0.1022)	0.6418 (0.4390)	0.5090 (0.3129)	-0.0149 (-0.8083)	0.5700 (0.2574)

說明：***，**及*分別代表估計係數在 1%，5%與 10%的顯著水準下，該變數為顯著。

估計係數下方括弧內的數據代表 t 值。

伍、結論與建議

企業多角化的研究，在近年來，被熱烈的討論，不同的研究議題、方向、目標與運用不同樣本、資料來源將會影響最後的實證結果。環境會隨著時間而變化，在各國、各洲直接投資而獲得的利益也會隨之變動。由此可見，有些國家在市場上會因各種因素變的越來越具有價值而吸引投資者，換句話說，一些國家卻會變得越來越沒有吸引力。

此次研究，最後得知 S&P 500 家美國上市公司在 2006 年所有直接外國投資金額一半以上是花費在歐洲國家，其中投資於東歐國家的因素大多因為其市場自由開放；拉丁美洲部分則是高度經濟成長，它鼓勵跨國公司從對其產品的新需求獲利。另外，跨國公司以拉丁美洲和亞洲為目標的話是可能為了要利用其生產要素，因為它要比在美國便宜。非洲部分，因為低度開發國投資成本較低，大洋洲則是近年來紐澳幣的升值，漸漸使投資者感興趣。產業併購的部份，不管是單一、水平合併或者是垂直整合都有缺點存在，如果將水平和垂直併購方式一起執行，達到互補作用，其效用會更好。

多角化發展為企業帶來更多獲利機會，但是必須謹慎的執行與考慮多方面的問題，才能得到正面的價值，幫助企業永續成長。

參考文獻

中文文獻：

1. 王健聰、許溪南(1999)，「臺灣多國籍企業財務績效與財務特性之實證研究」，國立成功大學學報人文·社會篇，第三十四卷，第 143-165 頁。
2. 沈中華、張雲翔(2002)，「金融機構跨業經營及轉投資之利潤與風險：全球實證分析」，經濟論文，第三十卷，第三期，第 275-310 頁。
3. 林銘勳譯，M. Ghertman 著(1990)，多國籍企業，初版，台北：遠流出版公司。
4. 周文賢、張以文(1996)，企業多角化整體規劃程序—理論架構與實務運作，初版，台北：華泰書局。
5. 郝晉明_(1999)，「多角化與國際化對企業經營績效影響之實證研究—以國內上市公司為例」，中原大學企業管理學系碩士論文。
6. 梁文貴 (2000)，「產品多角化及國際擴張互動與廠商績效之關係-台灣資訊電子業之實證」，台灣大學商學研究所未出版博士論文。
7. 黃晉偉 (2005)，「多角化海外投資對台灣製造業經營績效的影響」，私立東吳大學經濟學系研究所碩士論文。
8. 游志賢、邱臙珍、林怡洵 (2004)，「銀行非傳統業務之效率與價值」，台灣金融財務季刊，第五輯，第二期，79-93 頁。
9. 賈毅然、葉兆輝譯，Madura 著(2003)，國際財務管理，第六版，台北：高立圖書。
10. 鄭學淵_(1999)，「我國上市公司-多國籍與單國籍企業在財務績效暨風險之探討」，國立成功大學會計學系研究所碩士論文。
11. 顏錫銘譯，Alan C. Shapiro 著(2007)，國際財務管理，第五版，台北：華泰文化。

英文文獻：

12. Allen, Linda and Christos Pantzalis (1996), "Valuation of operating flexibility of multinational corporations," *Journal of International Business Studies*, Vol. 27, No. 4, pp. 633-653.
13. Amihud, Jakov and Baruch Lev (1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers," *Bell Journal of Economics*, Vol. 12, pp. 605-617.
14. Berger, Philip G. and Eli Ofek (1995), "Diversification's effect on firm value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 39-65.
15. Bettis, R. A. and W.K. Hall (1982), "Diversification Strategy, Accounting Determined Risk, and Accounting Determined Return," *Academy of Management Journal*, Vol. 25, pp. 254-264
16. Burgman, T. A (1996), "An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure," *Journal of International Business Studies*, Vol. 27, No. 3, pp. 553-570.
17. Chansog (Francis) Kim, S. Kim and C. Pantzalis (2001), "Firm Diversification and Earnings Volatility: An Empirical Analysis of U.S.-Based MNCs," *American Business Review*, pp. 26-38.
18. Chkir, I. E and J C. Cosset (2001), "Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations," *Journal of Multinational Financial Management*, Vol.11.
19. Christos Pantzalis, First Quarter (2001), "Does Location Matter? An Empirical Analysis of Geographic Scope and MNC Market Valuation," *Journal of International Business Studies*, Vol. 32, No. 1, pp. 133-155.

20. Comment, Robert and Gregg A. Jarrell (1995), "Corporate focus and stock returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 67-87.
21. David M. Reeb, Chuck C.Y. Kwok and H. Young Baek (1998), "Systematic Risk of the Multinational Corporation," *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, pp. 263-279.
22. DeLong, Gayle L. (2001), "Stockholder gains from focusing versus diversifying bank merger," *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, pp. 221-252.
23. Doukas, John and Chris Pantzalis (1999), "The agency costs of debt of multinational firms, Working Paper," *University of South Florida*.
24. Doukas, John and Nickolaos G. Travlos (1988), "The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: Evidence from international acquisitions," *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 5, pp. 1161-1175.
25. Dunning, J. H. (2000), "The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity," *International Business Review*, Vol. 9, pp. 163-190.
26. Errunza, Vihang, R. and Lemma Senbet (1981), "The effects of international operations on the market value of the firm: Theory and evidence," *Journal of Finance*, Vol. 36, No. 2, pp. 401-417.
27. Fatemi, Ali M. (1988), "The Effect of International Diversification on Corporate Financing Policy," *Journal of Business Research*, Vol. 16, No. 1, pp. 17-30.
28. Fatemi, A. M. (1984), "Shareholder Benefits from Corporate International Diversification," *The Journal of Finance*, Vol. 5, pp. 1325-1344.
29. Geringer, Michael J., Paul W. Beamish & Richard C. da Costa (1989), "Diversification strategy and internationalization: Implications for MNE performance," *Strategic Management Journal*, Vol. 10, No. 2, pp. 109-119.
30. Hymer, S. (1960), "The International Operation of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment," Ph.D. Thesis, Cambridge, MA, MIT Press.
31. Hughes, J., D. Logue and R. Sweeney (1975), "Corporate International Diversification and Market Assigned Measures of Risk and Diversification," *Journal of Financial Quantitative Analysis*, Vol. 10, pp. 627-637.
32. Jensen, Michael C., (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.
33. John, Kose and Eli Ofek (1995), "Asset sales and increase in focus," *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 105-126.
34. Kim, Wi Saeng, and Esmeralda O. Lyn. (1986), "Excess market value, the multinational corporation, and Tobin's ration," *Journal of International Business Studies*, Vol. 17(spring), pp. 119-125.
35. Lang, Larry H.P. and Rene M. Stulz (1994), "Tobin's corporate diversification and firm performance," *Journal of Political Economy*, Vol. 102, pp. 1248-1280.
36. Lubatkin, M. and S. Chatterjee (1994), "Extending Modern Portfolio Theory into the Domain," *Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 1, pp. 109-136.
37. Morck, Randal and Bernard Yeung (1991), "Why investors value multinationality," *Journal of Business*, Vol. 64, No. 2, pp. 165-187.
38. Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1989), "Managerial entrenchment: The case of manager specific investments," *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.
39. Stulz, Rene (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 3-27.