

第二章 文獻探討

本章之目的主要在針對國際化與財務績效之主要變數，及加入了併購為干擾變數之相關理論進行文獻回顧，同時依據前人研究結果，作為本研究變數操作性定義、研究假設、資料收集與分析、及研究結論與建議之基礎。本章內容共分為四節，首先進行國際化文獻探討；第二節探討財務績效相關文獻；第三節說明併購之相關文獻；第四節說明國際化與財務績效、併購與財務績效關係相關文獻。

第一節 國際化策略

國際化可被視為，當企業面臨國際競爭與國內市場飽和，必須另闢新市場，例如海外市場，以擴充的方式促使企業成長的一種過程。即企業將經營資源做最適當的分配，並以投資收益極大化為目標，以維持或是提升企業之競爭優勢。因此，企業國際化可定義為，企業逐漸增加其國際經營活動，從單一國籍企業到多國籍企業的組織發展過程 (Welch and Luostarinen, 1988)。國際化是描述一企業增加對國際營運的參與過程和發展。又，企業隨著跨國經營活動的拓展，迅速累積國際經營知識與經驗，以及為了降低經營風險與不確定性和跨國營運已增加市場銷售潛力與利潤，或是提升市場佔有率，他們會積極地涉入海外的營運，此國際涉入的過程即稱之為國際化 (Welch and Luostarinen, 1988)。林彩梅 (2006)指出，當企業面臨國內市場狹小問題時，必須靠積極國際化來解決，而國際化乃為統籌利用國際經營資源(包括資金、原料、技術、人才、資訊、市場、管理…等)，以彌補國內經營資源之不足，提高國際合作，獲取最高之經營成果。例如，銀行業

者會以國際化為策略，會透過設立海外據點、提供國際金融商品服務、培訓國際金融專業人才及積極參與國際金融以提高市場佔有率、業績成長及獲利，此即為銀行之國際化策略。此外，有關國際化策略的動機，Vernon (1971)認為企業從事海外活動最主要的誘因是能在地主國獲得比國內更強的競爭優勢。當企業同時面臨複雜的外在環境和受到組織特性的影響時，可能會產生不同的國際化動機，Dunning (1993)則認為，企業國際化是為了追求實質資源與策略性資源來增加企業之比較優勢、以及為了服務國外主要客戶和成長或是因寡占競爭，會積極涉入國外市場銷售。Czinkota, Pietra, and Ronkainen (1992)則指出，企業國際化的動機包括追求利潤、專屬產品、技術優勢、獨特的資訊、管理契約、稅賦與經濟規模等積極的動機，以及競爭壓力過大、產能過剩、國內銷售額遞減、國內市場飽和與接近市場與顧客等消極的動機。Dunning (1993)指出，企業國際化另外一項誘因為採取企業內部價格移轉，可使其下在各國之子公司或是子母公司間的經營資源做最佳之分配，因此從價格移轉的觀點視之，雖然內部價格移轉可以增加多國籍企業之國際市場競爭力、降低營運成本、資源最適配置，但仍會面臨諸多來自於企業內部與外部壓力，例如：內部壓力則為稅率與匯率變動差異會影響其價格移轉，當對一方有利時對另一方則可能增加成本或是獲利降低，會影響到其市場競爭力，當子公司為生產部門或是生產導向時，則希望訂定高內部移轉價格，希冀能增加該部門之獲利，若該子公司為銷售部門或是銷售導向時則希望能壓低內部移轉價格，才能獲得較高利潤。在外部壓力部分，各國政府之稅率政策不一，往往造成許多國際企業與過國政府之間的衝突與對立。故，上述不管是內部或是外部壓力，都有可能或促成企業國際化之潛在威脅，因此，企業會特別注意價格移轉政策，避免因國際化而使得營運獲利降

低。此外，企業國際化亦必須考量到地主國通貨膨脹以及外匯管制或是匯率波動的問題，林彩梅 (2006)指出，地主國通膨問題與外匯管制對於多國籍企業的財務影響甚鉅，企業在採取國際化時必須審慎因應，採行的策略有：隨時注意總體經濟環境變化掌握機會、適時提高產品價格、提出誘因鼓勵客戶採預付或是先行付款、考慮由當地融資避免匯兌損失、獲利立即匯回母公司避免高通膨極速上漲之損失、可增加地主國之固定資產投資以保值避免因實質貨幣價值下跌。

文獻 (Czinkota, Pietra, and Ronkainen, 1992)指出，重複課稅是企業國際化必須面臨的重要問題之一，因各國法規租稅不一，企業可因此藉由國際化來規避高稅率國家往低稅率國家投資，降低經營成本，但同時亦須了解各國之稅率制度避免重複課稅而遭受損失。林彩梅 (2006)指出，各國稅制之管轄分為兩種，即屬的主義和屬人主義兩種，屬地則是不管國籍只要是在境內之所得均須要課稅，屬人則是以本國籍之企業或是個體在境內或境外之所得均要予以課徵，研究 (Czinkota, Pietra, and Ronkainen, 1992)指出，此兩種均會影響到多國籍企業的獲利。因此，此稅制問題值得國際企業重視。

又，Root (1987)認為國際化的主要動機是因為國外市場的迅速成長、國內市場不景氣、產業結構變遷促使客戶移往國外設廠或是營運、防禦外來競爭者瓜分本國市場利潤，以及進軍國際市場以尋求更大的業績或降低單位生產成本。Czinkota, Pietra and Ronkainen (1992)指出，企業國際化的動機主要是為了分散經營風險與降低不確定性，當面臨競爭時希望藉由國際化取得新技術或以現有之技術，進入國際市場以取得有利之競爭地位，他們認為國際化可增加營運獲利。

根據文獻指出，企業國際化的過程可分成四個階段，分別為

非例行性出口、代理出口、建立海外銷售子公司和海外直接投資 (FDI) 以建立子公司 (Johanson and Wiedersheim-Paul, 1975)。至於會採取何種方式，會視企業之規模與策略而定。又，Johanson and Vahlne (1977) 指出，企業國際化會受到其規模大小的影響，因中小型企業相對於大型企業，較缺乏資源與財務的規模經濟，因此會以出口方式來進入國際市場。然，大型企業則可能藉由 FDI 或併購來進入國際市場。又，國際化的過程亦可分狀態觀點 (state aspect) 和變動觀點 (change aspect) 兩種 (Johanson and Vahlne, 1977)。狀態觀點即企業會考慮現階段，如市場知識和資源承諾度，市場資源承諾度指的是投入的金額和資源的程度，亦即整合公司各部門資源而產生活動；而變動的觀點則是企業會考慮下一階段的決策，包含現有經營活動，亦即當企業面臨市場機會與問題時，必須調整其營運活動和承諾，也就是動態的觀點。

此外，在國際化衡量方面，過去文獻對國際化程度的衡量並無一致性的方法，但大致可分成單一和多種兩類的衡量指標，單一指標為國外資產佔總資產比例 (Daniels and Bracker, 1989)、國外子公司數目 (Tallman and Li, 1996)、銷售國家數目 (Cohen, 1972)、營運區域數目 (Hitt et al, 1997; Olusoga, 1991)、國外銷售額佔總銷售額之比例 (Grant, 1987; Tallman and Li, 1996; Kumar, 1984) 等。多重指標則是同時考慮國外銷售額佔總銷售額比例、國外資產佔總資產比例、國外子公司數、高階管理者國際化經驗與國際多角化程度等 (Sullivan, 1994a)。雖然各種國際化衡量指標以及操作性定義都有其理論上之優點，但究竟採取何種指標來衡量國際化程度較為恰當，至今並無一致性看法，因此本研究則認為應根據不同研究對象和產業特性之需要來選擇。是故，本研究考量資料收集的正確性與可獲得性，以下述三種指標來衡量企業國際化程度：一、國外銷售比：國外子公司之銷售額/總銷售額；二、

國外資產比：國外子公司之總資產/總資產；三、國外子公司之總家數。

根據上述國際化之文獻，本研究認為國際化是企業拓展國際市場必須採行的方針，因為國際化是企業永續發展，可透過市場開發策略、多角化、來進入新市場或是提供新產品以增加其競爭力。然，根據上述文獻指出，國際化仍面臨諸多挑戰，在不同環境的不確定下可能會引發的營運成本增加，進而使得獲利降低，造成績效不如預期，此是企業國際化必須審慎思考之問題。因此，本研究即從此為出發點，探討企業國際化對其財務績效之影響。

第二節 財務績效

回顧文獻對於企業國際化之績效的衡量指標與觀點發現，之間的關係至今尚未有定論。一般而言可分成客觀的衡量指標，例如：獲利能力、銷售金額、投資金額、市場績效、和財務績效等，以及主觀的衡量指標。雖然有文獻認為以財務的績效指標，譬如市場占有率、投資報酬率較為客觀和嚴謹 (Guest, 1997)。然，Geringer and Hebert (1991)對於國際企業績效的實證研究則發現，主客觀的績效衡量結果其差異並不大，換言之兩者間具有可替代性。

因此，必須視研究的主題和領域來選擇恰當的績效指標。企業進行績效評估時，可同時考慮財務性與非財務性的指標，因為非財務性的指標如員工士氣、產品品質等，對公司長期的經營非常重要(Geringer and Hebert, 1991)。因此，綜合各文獻的看法，可分成五種作為組織績效指標的衡量：一、財務指標：獲利率、資產報酬率；二、行銷績效：銷售成長率、市場佔有率；三、適應性績效：新產品成功上市率；四、人力資源績效：員工士氣、員工流動率、員工生產力；五、公司整體績效表現。

Ruekert, Walker and Roering (1985)指出，績效可分為三個構面：一、效能 (effectiveness)：指與競爭對手比較企業所提供的產品與服務，以銷售成長率、市場佔有率來衡量。二、效率 (efficiency)：指企業投入的資源與產出之比率，以稅前純益率或投資報酬率來衡量。三、適應性 (adaptability)：指企業面對環境的機會與威脅時應變的能力。

Guest (1997)認為，若無法取得量化的績效衡量指標，亦可透過員工的行為來衡量組織績效，如觀察員工是否為顧客主動提供服務和協助。然，主客觀績效衡量指標之間，具有一定的替代性存在 (Geringer and Hebert, 1991)。

此外，一般針對多國籍企業之經營績效衡量指標方面，文獻提到四個最常被企業與學者作為衡量企業國際化績效的指標，分別是海外子公司的銷售額成長率、海外子公司利潤額成長率、海外子公司銷售額占總銷售額的成長率、海外子公司利潤額占總銷售額的成長率。多國籍企業在評估績效時多是採用多重衡量指標，按指標使用的多寡依序為純益數、ROI、實際純益與預期純益相比較、純益報酬率。Rugman and Hodgetts (2000)認為，多國籍企業的特性及其欲達成的目標不同，因此會有不同的衡量績效的方法。一般而言，有下列四種衡量績效的方法：

一、將稅前淨利除以總資產的投資報酬率 (ROI)，此財務衡量指標最常被使用的方法之一。因此，投資報酬率被廣泛使用為評估工具，理由如下：

- (一)影響企業經營造成單一且廣面的結果之各種因素；
- (二)衡量全球子公司經理人員運用資金的合理性；
- (三)可作為同一基礎比較同一國家或不同國家之間事業單位之績效。

但投資報酬率作為衡量績效的工具也有一些缺點，如：

- (一)內部轉撥計價時，則會造成因為人為的因素而使其中一單位投資報酬率膨脹；
- (二)在衰退或成熟市場投資報酬率為低；
- (三)過分依賴投資報酬率，經理人員將不會考慮必要的長期因素，因為它只是衡量短期績效的工具。投資報酬率雖然有上述的缺點，但仍然是最主要衡量績效的方法。

二、以銷售成長率或市場佔有率衡量。以市場佔有率來衡量的理由有二：

- (一)多國籍企業想要增加銷售量；
- (二)多國籍企業至少希望維持現階段的市場佔有率。如果判斷市場將會萎縮，則銷售目標將會調低市場佔有率。

三、以成本來衡量。成本極小化可增加銷售及市場佔有率，因此，是多國籍企業的首要目標。企業希望藉由嚴謹的生產成本管控來增加銷售及市場佔有率以獲利，所以必須謹慎控制各項費用。

四、以新產品的發展來衡量。此種衡量方法，對需要不斷提供新產品的公司而言是相當重要的。

另外，Rugman and Hodgetts (2000)以新產品推出、成本分析、銷售成長率或預估成長率、以及投資報酬率等來衡量多國籍企業整體績效。Geringer et al. (1989)認為，以銷售基礎為衡量指標（如銷售報酬率，ROS），較適用於國際企業之研究，因為國際企業所宣稱的銷售額及利潤，多以當時匯率為準，其被操縱的空間有限。

因此，根據上述財務性指標之評估，有採用多重標準的，因

研究樣本與範圍不同，亦有採用單一構面，例如：銷售報酬率 (ROS)(Daniels and Bracker, 1989; Geringer, et. al., 1989)、資產報酬率 (ROA)(Hitt et l., 1997)、權益報酬率 (ROE)(Grant, 1987)、銷售成長率 (Higgins, 1977; Donaldson, 1985; Ramaswamy, Kroeck and Renforth, 1996)或多重構面組合 (Vernon, 1971; Buhner, 1987;)。因此，本研究主要目的在於研究企業國際化對財務績效之影響，採用資產報酬率(ROA)、銷售報酬率(ROS)、權益報酬率(ROE)，此三種衡量指標均屬企業財務獲利性指標之構面，可做為衡量本研究企業國際化之財務績效。

第三節 併購

合併與收購 (mergers and acquisitions)，簡稱為併購，常被廣泛定義為接收 (takeover)、公司重組 (corporate restructuring)、企業控制及所有權結構改變等所有的相關活動。因其定義過於廣泛，因此一般學者研究多依法律、經濟、財務層面來區分其定義與類型。

根據法律上的定義，合併 (merger)與收購 (acquisition)為兩種財務活動的合稱。合併是二家或二家以上的公司，依當事者所訂之合併契約及合併所在地法律規定之合併程序，合併為一家公司或另設一家新的公司；收購指主併公司透過購買目標公司的資產或股票，而取得經營控制權或進行業務整合(Ravenscraft and Scherer, 1989)。合併在各國公司法的規定中，可分為吸收合併和新設(創新)合併。在跨國合併上，因涉及不同國家間法律適用性問題。故，在進行跨國合併，須先在當地設立一家子公司作為合併的第三公司，而無法直接進行，此種方法又稱為間接合併或三角

合併。

吸收合併的定義是根據公司法第三百九十八條規定，吸收合併係指二家或二家以上的企業合併後，其中一家存續，其他公司消滅，存續公司概括承受消滅公司所有之資產與負債。新設合併則係指二家或二家以上的企業於合併後均歸於消滅，另行設立一新的公司，並由新公司概括承受所有消滅公司的資產與負債。收購在法律上的義涵，隨著購買標的之不同而有所不同，可區分為資產收購與股權收購。資產收購為一般的資產買賣行為，著眼於每項資產清點時符合契約所記載，而不承受目標公司的債務。亦即收購公司買入目標公司全部或部份資產，但若資產被設定抵押他項權利者，則由買賣雙方協議負債的處理，此時負債將成購入資產價格的減項。股權收購指的是收購者透過向目標公司股東收購、或認購目標公司所發行的新股，採取直接或間接買入目標公司全部或部份的股權，使目標公司成為收購者之全部或部分的轉投資事業，亦即收購者依持股比例概括承受目標公司的所有資產與負債。

在經濟層面，通常以經濟學的觀點來定義，亦即公司的營運特性和產業的關聯性。因此，Ravenscraft and Scherer (1989)和Kitching (1967)將併購類型區分為水平式合併、垂直式合併 (Vertical Merger)及複合式合併。

在財務層面的定義，Brigham and Gapenski (1994)將併購區分為下列二類：一、財務合併 (Financial Merger)：指二家公司合併的動機，非為了產生營運上的「綜效」，而是藉合併使二家公司財務可以達到互補支援的效果，即二家公司合併後的營運仍各自獨立。二、營運合併 (Operating Merger)：指二家公司合併的動機，預期合併後能產生營運上的「綜效」。因此，合併的二家公司通常為相關產業，藉由合併來擴大規模、將低生產成本和提升市場

佔有率，以增加競爭力。

從綜效的概念視之，當企業藉由結合後的獲利超過結合前個別企業的獲利之和，由此產生額外效益的部分，亦即綜效 (synergy)。因此，企業以併購為策略可能獲得的綜效包括：營運綜效、市場綜效和財務綜效。Bradley and Kim (1988)則認為，企業的併購行為主要是為了獲取併購後之公司的價值大於併購前二家公司個別價值的總和。因此，此觀點強調企業併購的動機在於獲得綜效 (synergy)。即企業透過合併的方式可達到下列目標：一、規模經濟：強調，相關併購可以消除資源與設備的浪費，降低生產、採購、研發成本，增加市場競爭力，利於取得規模經濟的利益，且通常存在於水平式併購 (Singh and Montgomery, 1987)。然，範疇經濟則被歸類為垂直式併購。二、差異效率：指的是當主併公司的經營績效較目標公司為高時，透過合併來提高目標公司之效率，因此目標公司和主併公司之間之一致性的程度較接近 (Copeland and Weston, 1979)。三、交易成本經濟利得：企業通常利用垂直式的併購來內部化與降低上下游廠商之間的交易成本 (如訂購、契約成本等)。Williamson (1983)則認為，複合式的併購指的是以內部資本市場取代外部資本市場，透過更有效率的方式將企業資源分配至各個部門，以降低交易成本。此外，市場綜效則是為企業合併的另一個動機，因為藉由合併來增加其市場佔有率，可增強市場力量 (market power)。Singh and Montgomery (1987)、Shepherd (1979) 及 Seth (1990)認為水平式併購主要是以市場壟斷力來獲得市場綜效。但，亦有文獻發現水平式併購並不具市場綜效 (Muller, 1985)，因此市場佔有率必需與規模經濟相互配合才能產生真正綜效的產生 (Muller, 1985)。財務綜效則是指二家公司因合併後，其經營風險及資金成本可以因而下降，可增加財務運用的效率。例如多角化分散經營風險、降低企業內部資金成本以及共保效益 (Brealey and

Myers, 1988)。

Bradley and Kim (1988)和 Dodd and Ruback (1997)提及，主併公司經過公開收購股權後，根據訊息假說理論和宣示理論，目標公司的股價會上揚。反之，公開收購股權會刺激目標公司之經營者採取更有效率的管理方式與經營策略，故，訊息會促使目標公司股價上漲。但，公開收購股權傳達的是目標公司的價值被低估的訊息，市場亦可能會重新評估其股價。然，宣示理論為訊息假說的延伸，目標公司管理階層的反應都會透露出一些訊息，因此當主併公司決定以普通股換股方式收購，表示主併公司的股票可能被高估(Dodd and Ruback, 1997)。因此根據上述文獻分析，支付方式對企業國際化與財務績效之干擾影響仍有待釐清。有文獻(Bradley and Kim, 1988)則認為，併購主要是稅賦的考量。Jensen (1986)主張，採併購的主要原因是因為公司管理階層與股東間對於可支配現金流量的使用產生衝突，亦即當公司追求價值最大化，公司的可支配現金流量應支付給股東。然，對管理者而言，公司現金流量的降低將減少管理者可掌控的資源。故管理當局不願意將可支配現金流量發還給股東，而以其他方式消耗，併購活動的採行便是方式之一。Jensen and Meckling (1976)則提出代理理論 (agency theory)來解釋併購，因為公司管理階層未必是持有公司多數股權或是甚至未擁有公司股權，因此管理者可能會從事非股價極大化行為或從事次佳 (sub-optimal)風險的活動。股東為了確保管理者在追求股東財富極大化時，則監督成本 (monitoring costs)、殘差損失 (residual loss)與約束成本 (bonding costs)等代理成本會因而產生。然，當股東股權過於分散且經營者或管理者持有公司的股權較少時，因約束力量薄弱，他們會根據其個人效用極大化來配置及運用公司資源，因此，決策行為偏離利潤最大化的方向 (Jensen and Meckling, 1976)。Manne (1965)認為，若是因「無效率」

或「代理問題」之故，促使管理階層績效表現差強人意，則公司可能會成為被收購的標的，因此，他認為公司控制市場機制的存在可以改善整個經濟體系的效率。Mueller (1969)指出，管理當局的報酬視公司規模大小而定，故管理當局會藉著合併來擴大公司規模，且所採用的投資界限率也較低。根據 Roll (1986)則認為，公司管理者太過傲慢、自大且太過高估自己的能力，認為併購目標公司後必能整頓成功，使其轉虧為盈，但結果是可能付出極慘痛的代價與巨大損失。

在併購與公司控制權相關的文獻 (Jensen and Ruback, 1983)指出，針對成功與失敗的併購事件發現，不同併購方式的異常報酬率，在併購宣告期間，以收購方式者，目標公司比主併公司享有較高的異常報酬，以合併方式者，主併公司無顯著超額報酬，目標公司則有顯著超額報酬。此結果傾向推翻市場力 (market power) 的假說，即無法達到市場綜效。Lewellen, Loderer, and Rosenfeld (1985)採用市場模式，探討主併公司高階管理者的持股比例與主併公司報酬之關係。以高階管理者的持股比例及兩項成本效益比率，衡量管理者進行價格降低的併購決策時所考慮之因素。研究結果發現，主併公司的異常報酬與主併公司高階管理者之持股比例呈顯著正相關，顯示管理者的持股比例提高將使得管理者和股東之利益趨於一致。Duggal (1995)以 1985-1989 年之間 155 家主併公司為研究樣本。採用市場模式，以宣告日前 270 日至宣告日前 21 日為估計期，宣告日前後 20 日為觀察期。探討主併公司併購利得與內部人士持股比例之關係。在複迴歸分析中，以 11 日至 41 日之累積異常報酬為應變數，內部人士持股比率、主併公司權益市價等為解釋變數。研究結果發現，併購宣告後主併公司享有負的累積異常報酬，但不顯著。

Subarsanam, Holl, and Salami (1996)以 1980 -1990 年之間 429

個成功併購案件為研究對象。探討綜效和股權結構對主併公司與目標公司股東財富之影響。以宣告日前 290 日至宣告日前 41 日為估計期間，宣告日前後 40 日為觀察期。在複迴歸分析中，以累積異常報酬為自變數，解釋變數則分別為綜效、股權結構變數，研究結果顯示，併購宣告對目標公司有顯著正的累積異常報酬，對主併公司顯著為負向關係。因此，此研究結論為，營運、財務與管理上的綜效確實會對主併公司與目標公司創造價值。然，當主併公司或目標公司中有大股東持股時，股東會蒙受損失。多重競價對雙方之股東財富亦有重大影響。在惡意接管時，雙方之股東會獲利。採股權交換為支付方式時，雙方之獲利會低於以現金或混和性方式支付時。Thomsen and Pedersen (2000)以 1990 年 435 家歐洲大型公司為研究對象，其探討股權結構與公司經營績效之關係，並進一步分析不同的所有權類型對於公司績效的影響。以最大股東的持股比例作為股權集中度的衡量變數，並將所有權類型區分為：機構投資人、銀行、(非金融機構)公司，單一投資人/家族，政府。究結果發現，股權集中度對股東價值 (MBV)和獲利力 (資產報酬)呈正相關，但在高股權比例下則影響會遞減。此外，亦發現，在與其他所有權類型比較之下，機構投資人股權集中度與股東價值和獲利力之間有較高的相關性，但銷售成長率則較低。因此，不同所有權的類型之股權集中度所影響之程度也不一致。

根據上述併購文獻回故，可發現併購對主併公司在財務績效的影響仍是不確定，亦即產生不一致的結果，以及過去文獻亦未針對併購目的，如市場、技術、人才、生產，是否會影響其國際企業之表現有實證之研究。因此，本研究將之納入做為國際化程度與財務績效之干擾變項，釐清併購行為、支付方式、以及併購的目的是否會影響企業國際化與其財務績效之關係。

第四節 國際化、併購和財務績效之關係

Sullivan(1994b)的研究以 17 篇國際化相關為文獻發現，有 6 篇為正向關係，6 篇無法決定其關係，5 篇則為負向關係。Ramaswamy, Kroeck and Renforth(1996)在國際化與績效關係之相關研究發現，國際化對組織績效的影響仍尚未有定論。Daniels and Bracker(1989)、Grant(1987)及 Haar(1989)的研究均認為，國際化與績效為正向關係。然，Kumar(1984)及 Siddharthan and Lall(1982)則認為國際化與績效是呈負向關係。Erruna and Senbet (1984)以 60 家證券產業的公司為樣本進行國際化與財務績效之研究發現，國際化程度高，市場評價則越高。Delios and Beamish (1999)以日本製造商為受測對象，發現兩者呈現線性關係。但亦有文獻 (Michel and Shaked, 1986) 發現，國際化與績效之間為負向關係，以及 Wan (1998)以香港上市公司為樣本發現，國際化程度與財務績效兩者無顯著關係。Hitt, Hoskisson, and Kim (1997)則發現，企業國際化與績效呈現非線性倒 U 關係，此研究亦發現，多角化有助於改善績效。Lu and beamish (2001)則發現，日本中小企業國際化與績效呈現非線性 U 型關係。文獻 (Contractor et al., 2003; Lu and Beamish, 2001; Gomes and ramaswamy, 1999)亦指出，國際化過程與績效為 S 曲線關係，亦即績效第一階段先遞減、第二階段為遞增、最後再遞減，因為當企業國際化初期規模較小、對國際市場的文化與環境較陌生，因此學習成本較高，又因地主國法規的限制，進入初期績效為負向關係，但隨著 FDI 與涉入過程較深，經驗累積，並透過母子公司資源的分配與產生規模經濟，績效因此呈現正向關係，然隨著可能的過度擴張 (Contractor et al., 2003) 與過度集中在 LDCs，使得管控成本增加，則績效會產生負面的影響。根據上述國際化與財務績效相關研究發現，國際化與財務績效之間的關係

為正向線性關係、負向線性關係、S 型關係、U 型關係、倒 U 關係，呈現不一致的結果。因此，值得進一步釐清之間的關係為何？

在併購與財務績效的研究方面，Ravenscraft and Scherer (1989) 將研究分為二部份，首先為探討併購前被併公司的獲利性，衡量變數為營業收入/資產；另一則探討併購後的經營績效，衡量變數為營業成本/營業收入、營業收入/實收資本與營業毛利/營業收入等三項。研究結果顯示，併購方式採權益法者，目標公司在併購前有顯著高於同業的獲利。在併購型態方面，採水平併購較垂直併購有較高的獲利水準。然，在併購後的七、八年，目標公司的獲利率較併購前顯著下降。Flower and Schmid (1989) 採用普通股報酬率以及股東總報酬率作為績效衡量變數發現，併購後公司的經營績效並無顯著改善，反而有衰退的情形。

Healy, Palepu, and Ruback (1992) 以 50 家美國最大的併購案例進行併購後營運現金流量報酬率變化的研究發現，參與併購的公司在併購後其營運現金流量報酬率有顯著改善，尤其是主併與被併公司產業有具高度相關。此外，Switzer(1996) 以美國 324 件合併案進行分析，同樣採 Healey 等人的研究方法，用大樣本且取更長的時間序列資料，結果支持 Healy, Palepu, and Ruback 的論點。因此，Healy, Palepu, and Ruback(1992) 和 Switzer(1996) 之研究都顯示，併購後主併公司之營運績效顯著改善。然，Flower and Schmidt(1989) 的研究發現，併購後主併公司之經營績效呈現負向。亦有文獻 (Ghosh, 2001) 以 315 家美國併購公司為研究對象，57 家採取股票換股方式、147 家採取現金支付方式、111 家為混合式併購，績效的衡量變數包含現金流量/銷貨、現金流量/資產、員工數/銷貨額、營業費用/銷貨額、及銷貨成長率等，研究發現主併公司之營運績效相較於同規模公司並無顯著改善，但以現金支付方式作為併購行為的公司則有較大的現金流量發生。Bacon, Shin

and Murphy (1994)以 1942-1988 年間的美國電子產業為樣本，被併購公司與非被併購公司之間財務績效比較，採 18 項財務指標，並分為 5 個財務構面，分別為效率性、獲利性、槓桿程度、流動性及活動性等。結果指出，被併公司在獲利性、效率性、流動性均小於非被併公司，但非被併公司的總銷管費用佔總資產的比例較高。根據上述文獻，併購與財務績效之間的關係亦尚未有一致性之結果，其結果亦存在著解釋不清，有待釐清。

