

# 國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班

碩士論文

企業價值成長驅動因子對經濟附加價值影響之研究-  
以台灣零售通路業為例

Study on the Growth-Driven Factors Influencing on the  
EVA-Case on Taiwan Retail Industry

研究生：何緯婷

指導教授：王淑芬博士

承立平博士

中華民國 102 年 5 月

企業價值成長驅動因子對經濟附加價值影響之研究-  
以台灣零售通路業為例

Study on the Growth-Driven Factors Influencing on the  
EVA-Case on Taiwan Retail Industry

研究生：何緯婷

Student：Wei-Ting Ho

指導教授：王淑芬 博士

Advisor：Dr. Sue-Fung Wang

承立平 博士

Dr. Li-Ping Cheng

國立交通大學

管理學院財務金融學程碩士班

碩士論文

1896

A Thesis

Submitted to College of Management  
National Chiao Tung University  
in Partial Fulfillment of the Requirements  
for the Degree of  
Master  
in  
Finance

May 2013

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國 102 年 5 月

# 企業價值成長驅動因子對經濟附加價值影響之研究- 以台灣零售通路業為例

研究生：何緯婷

指導教授：王淑芬 博士

承立平 博士

國立交通大學管理學院財務金融學程碩士班

## 摘 要

本研究係探討以內部人的觀點，對於影響零售通路業獲利能力的四個因子，包括企業規模、資產週轉率、資本支出成長率、銷貨淨額成長率，利用統計假說檢定判斷是否顯著正向影響企業經濟附加價值，以上市、櫃零售通路公司為樣本，計有 13 家公司，有效樣本數為 78 筆，研究期間為包括金融風暴前及後的 2006 年至 2011 年。

本研究以單位經濟附加價值作為代理變數，並透過企業規模、銷貨淨額成長率、資產週轉率與固定資本支出成長率來判斷實際影響企業經濟附加價值的方向與程度，

研究結果發現，零售通路業經濟附加價值與企業規模、銷貨淨額成長率、資產週轉率以及固定資本支出成長率呈現正相關性。幅度高低分別為企業規模大於資產週轉率，大於銷貨淨額成長率以及大於固定資本支出成長率。符合 Myers(1977)提出公司的價值是由現有的資產價值與未來成長機會現值的組合；符合 Stephen H. Penman(2010) “Financial Statement Analysis and Security Valuation”，提到企業為了追求成長，將循序漸進的透過投資增加營收成長，接著帶動獲利成長，最後增加企業價值；符合 Alfred Marshall(1890)提出經濟附加價值是扣除投入資本在現有利率下的資金成本的淨利潤；符合 Solomons (1965) 建議以剩餘利潤的觀念作為企業評估績效的準則，必要的報酬是指債權與股權的資金成本。

關鍵字：經濟附加價值、企業規模、資產週轉率、資本支出成長率、銷貨淨額成長率

# Study on the Growing – Driving Factors of Influencing the Economic Added Values - Case on Taiwan Retail Sales Channel Industry

Student : Wei-Ting Ho

Advisor : Dr. Sue-Fung Wang

Dr. Li-Ping Cheng

Institute of finance College of Management National Chiao Tung University

## ABSTRACT

This essay aims to find from the company insider's view, studying on the four factors deciding retail sales channel profit ability, including size, asset turnover rate, capital expenditure growth rate and net sales growth rate, by using statistical hypothesis to test if such four factors significantly influence company economic added values positively. The dataset employed in this paper is acquired from 13 companies, including listed and OTC companies. The number of observations is 78 and the period under analysis starts from year 2003 to 2011, covering the financial storm occurred in 2008.

The study takes company excess return as a proxy variable to reflect the enterprise economic added values. Through size, asset turnover rate, capital expenditure growth rate and net sales growth rate, to judge the direction and the degree actually influencing company economic added values.

The study finds out sales channel profit ability positively correlated to size, net sales growth rate, asset turnover rate and capital expenditure growth rate; the degree with the four factors ranking from high to low are size, asset turnover rate, net sales growth rate and capital expenditure rate. The results comply with Myers(1977), stating the company values major from the combination of outstanding and future growth opportunity present value; comply with Stephen H. Penman(2010) "Financial Statement Analysis and Security Valuation", illustrating for seeking growth, company follows routine procedures form investing to increase sales growth, bringing out profit growth, and final upgrading company value; comply with Alfred Marshall(1890), mentioning the economic profit is the excess profit form deducting the invested capital as funding cost ; comply with Solomons( 1965 ), suggesting the rule to evaluate company performance with the concept of excess profit, with the definition of weighted average funding cost on equity and bond.

Keyword : EVA 、 Firm Size 、 Asset Turning Over Rate 、 Capital Expenditure Growth Rate 、 Net Sales Growth Rate

## 誌 謝

回顧在交大求學兩年的生涯，課程內容的確對從事投資實務經驗的我裨益良多，但也因課業需於週末兩日奔波於台北新竹之間，所以與家人相聚的時間相對受到壓縮，惟感謝這兩年同住家人的體諒，特別是目前年僅幼稚園年紀的長女婕妤，總是樂觀正向面對媽媽這段期間的辛苦，並且天真立志未來自己也要唸到大學以上的階段心願。除了家人的關懷體諒外，自己也幸運的得到真如苑導親、經親及其他共修法友的支持，不僅仰賴他們持續進行公益活動，也得到他們對於我跟幼女實質的關懷與照顧，於此表達真誠的感謝。

目前的工作實務上需要用到對於總經、原物料、外匯以及公司債信的判斷與看法，於交大的求學期間內，特別感謝指導教授王淑芬老師對於財報分析精闢的見解，讓我在實際的投資操作上能夠以最短的時間，判斷出標的的投資價值，即便修課過程仍有免不了辛苦，但學習的成果相信未來仍持續展現在標的績效表現上，如此方不辜負王老師對於學生的高度期待與用心呵護。

從修課到完成這篇論文，要感謝的人實在太多，除了上述的重要人士外，也特別感謝我的父母、同屆的同學、研究部主管以及任職公司的總經理，以及研究團隊的工作夥伴及同行的好朋友彼此互相的切磋，其實工作跟求學的成就，個人認為從來都不是自己的功勞，沒有與其他人互相合作與幫忙實難有最好的表現，所以於此我將此碩士的榮耀，歸於上述提及的生命中的重要人士。

# 目 錄

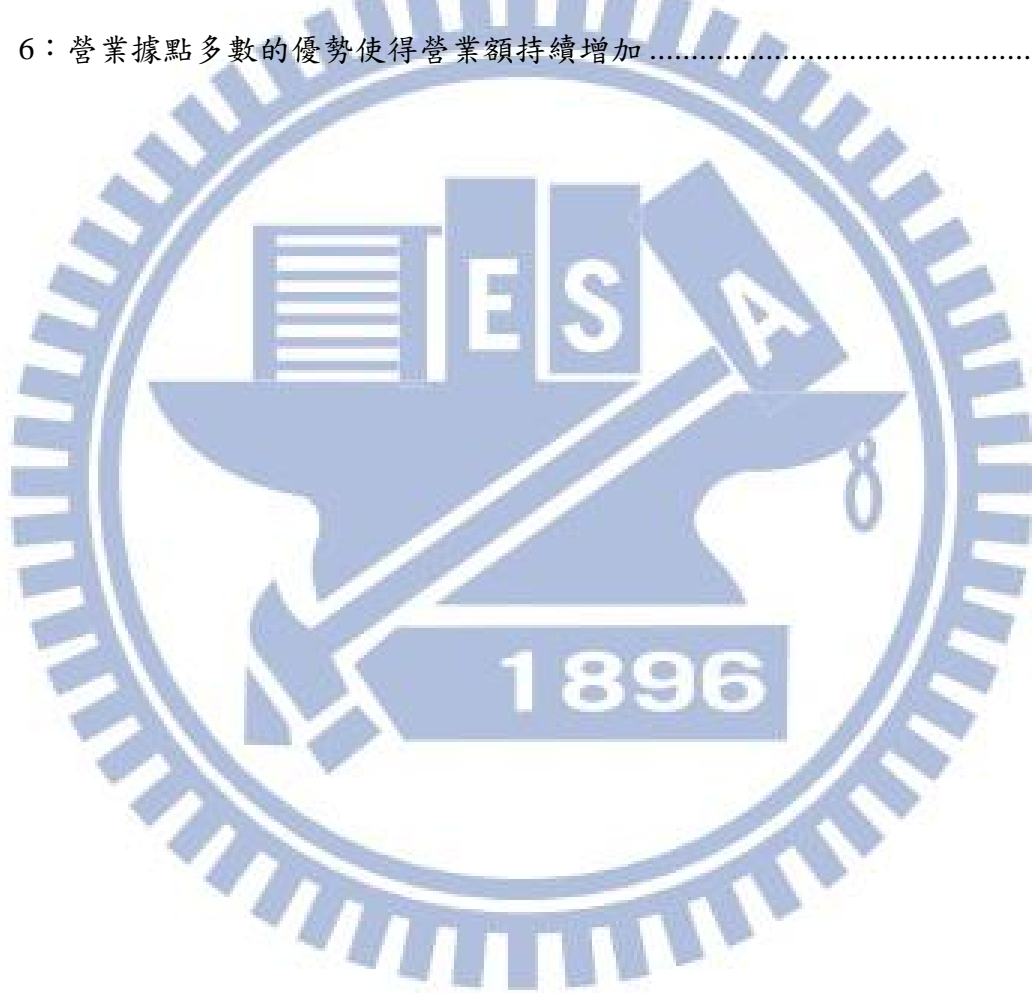
摘 要.....	I
ABSTRACT .....	II
誌 謝.....	III
目 錄.....	IV
表 目 錄.....	V
圖 目 錄.....	VI
一、緒論.....	1
1.1 研究背景及動機.....	1
1.2 研究目的.....	2
1.3 研究流程.....	3
二、產業介紹及文獻探討.....	4
2.1 零售通路產業介紹.....	4
2.2 文獻探討.....	6
2.2.1 企業成長價值之定義及相關文獻.....	6
2.2.2 驅動企業成長價值因子衡量及相關文獻.....	12
三、研究方法.....	16
3.1 研究樣本及資料來源.....	16
3.2 變數衡量.....	17
3.2.1 應變數.....	17
3.2.2 自變數.....	18
3.3 研究假說.....	22
3.4 實證模型.....	25
四、實證結果分析.....	29
4.1 敘述統計分析.....	29
4.1.1 企業單位經濟附加價值.....	29
4.1.2 企業規模.....	30
4.1.3 資產週轉率.....	31
4.2 多元迴歸分析.....	34
4.2.1 企業規模對單位企業經濟附加價值高度顯著正向.....	34
4.2.2 資產週轉率對單位企業經濟附加價值中度顯著正向.....	34
4.2.3 固定資本支出成長率對單位企業經濟附加價值低度顯著正向.....	34
4.2.4 銷貨淨額成長率對單位企業經濟附加價值低度顯著正向.....	34
五、結論與建議.....	36
參考文獻.....	39

## 表 目 錄

表 1：台灣零售通路業發展進程.....	6
表 2：企業價值動因相關變數表.....	13
表 3：企業價值動因與成本領導策略相關變數.....	14
表 4：企業價值動因與差異化策略相關變數表.....	14
表 5：企業損益表項目與企業營運價值動因相關聯表.....	15
表 6：企業資產負債表項目與企業營運價值動因相關聯表.....	15
表 7：變數名稱及定義彙整表.....	21
表 8：Pearson 相關係數檢定.....	27
表 9：變異數膨脹因子.....	28
表 10：D-W 值及調整過後 R 平方檢定彙整表.....	28
表 11：重要變數之敘述統計與單變數均值檢定分析.....	33
表 12：多元回歸模型實證結果表.....	35

## 圖目錄

圖 1：研究流程圖 .....	4
圖 2：零售通路產業分類.....	5
圖 3：臺灣零售通路業營業額統計量.....	6
圖 4：企業單位經濟附加價值顯示大者恆大趨勢益發明顯.....	29
圖 5：企業規模隨時間演化至偏好便利購物的模式 .....	30
圖 6：營業據點多數的優勢使得營業額持續增加 .....	31





# 一、緒論

## 1.1 研究背景及動機

零售通路業類型可概分為一般連鎖式便利商店、3C 賣場、百貨公司、直營門市等。一般連鎖式便利商店主要銷售食品、飲料、日常用品等一般生活所需商品;3C 賣場主要銷售電子資通訊產品及零組件;百貨公司提供各類專櫃品牌商品銷售通路服務;直營門市主要銷售自有或代理品牌商品。

台灣零售業的演變，首發於民國 78 年的首家量販店「萬客隆」在桃園開幕，當時不但引爆國內通路革命，並正式開啟民眾購物走向「自助式、低價、一次購足」的大型化賣場時代。時序進入民國 92 年初，因經營模式的包裝、商品定位、及投資土地取得的不易，從台灣市場中退出，轉而將重心投入中國大陸市場。市場重心轉移的演變可由台灣總經數據中，零售業佔台灣地區服務業的比重一窺端倪。根據經濟部統計，民國 94 年台灣零售業全年整體營業額為新台幣 3 兆 1471 億元，佔當年整體商業銷售營業額 11 兆 8027 億元的 26.66%，然到了民國 101 年，台灣零售業全年整體營業額為新台幣 3 兆 8131 億元，佔當年整體商業銷售營業額 14 兆 2072 億元的 26.84%，反應過去 7 年來，零售業的年均增長幅度不到 0.03%。

根據經濟部統計民國 101 年台灣批發零售餐飲業年投資額新台幣 374.8 億元，其中，零售業達 303.7 億元，年成長率高達 4.5 倍，創歷史新高，反應雖然台灣服務業已經非常成熟，但陸續外資如日本等國家，仍紛紛來台投資，以致年增率倍增。

外資近年來積極展店擴點，主要因為看好陸客來台政策開放，有著龐大的潛在商機，加上經濟部發布工商綜合區設置、開發管理辦法後，大型購物中心陸續加入市場，總計目前我國百貨公司與購物中心家數合計高達 129 家，可謂進入競爭激烈的市場經營型態。

本研究試圖找出近幾年來零售通路商積極投資後，是否能接續創造營收增長，進而提高獲利，最後成功創造企業經濟附加價值，並進而建議零售通路業者藉由瞭解其產業特性，依據企業所處的生命週期及競爭環境，透過內部改善或外部創新等方式，以其未來能持續創造企業經濟附加價值。

## 1.2 研究目的

Stephen H. Penman(2010, Financial Statement Analysis and Security Valuation)，提到企業為了追求成長，將尋序漸進的透過投資增加營收成長，接著帶動獲利成長，最後增加企業經濟附加價值。此過程可透過對股權結構分為內部人與機構法人來探討投資後衍生的代理問題，或是透過綜合性的財務風險指標如 Z-score、MZ-score 及 ZFC 來衡量公司營運活動的經營績效，至於企業價值是否增長的衡量指標，則有 Tobin's Q、EVA、P/B 以及 Residual Earning。

本研究係探討以內部人觀點，評估企業是否可由營運活動賺到單位經濟附加價值利潤，衡量指標以單位經濟附加價值是否為正數作為判斷標準，即當投入資本報酬率大於加權平均資金成本時，可增加賺取邊際企業經濟附加價值。

本研究採用與投資活動相關之企業規模與固定資本支出成長率為代理變數，營運活動相關之資產週轉率與銷貨淨額成長率為代理變數。

綜合上一節所述，本研究欲探討下列問題：

- (一) 企業規模大小是否顯著增加單位經濟附加價值？
- (二) 資產週轉率是否顯著增加單位經濟附加價值？
- (三) 固定資本支出成長率是否顯著增加單位經濟附加價值？
- (四) 企業銷貨淨額成長率是否顯著增加單位經濟附加價值？

### 1.3 研究流程

本論文共分為五章，研究流程如圖 1，主要內容略述如下：第一章緒論，說明研究動機、背景及目的，並簡述研究架構及流程。第二章文獻探討，探討及彙整過去相關研究，作為研究發展之依據。第三章研究方法，說明樣本選取、資料來源及相關變數之定義，並建立研究模型及假說。第四章實證結果分析，描述樣本特性，說明實證結果並驗證與假說是否相符。第五章結論，歸納彙整實證結果。

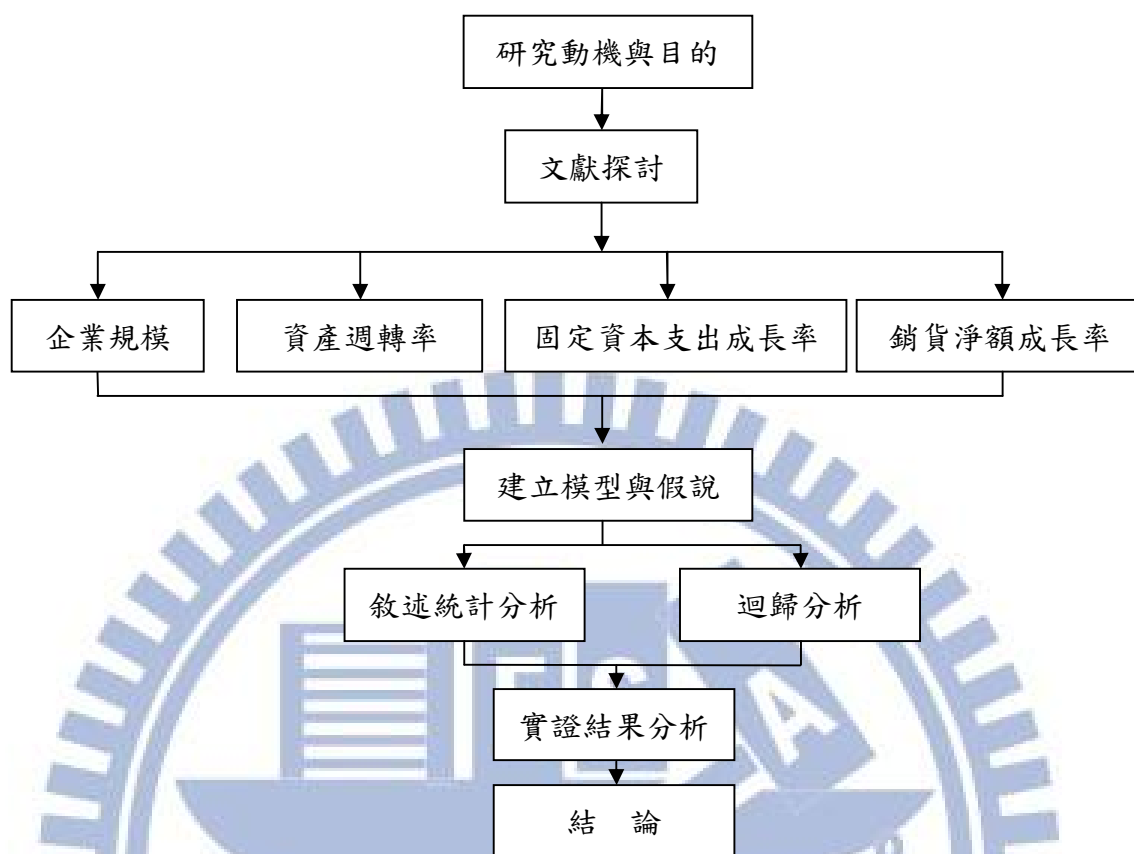


圖 1：研究流程圖

## 二、產業介紹及文獻探討

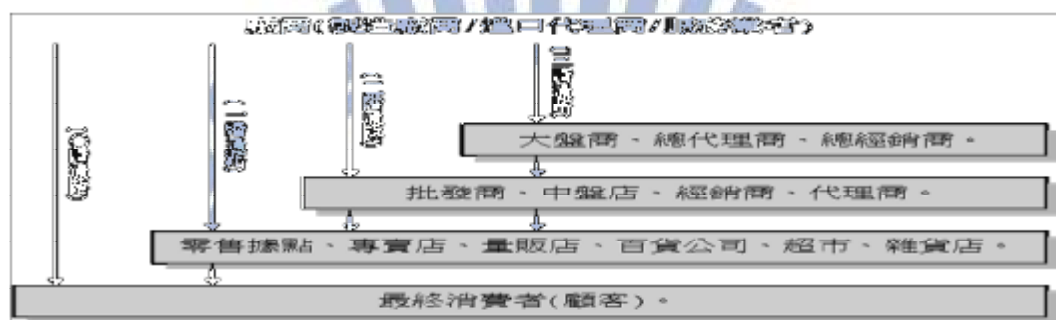
### 2.1 零售通路產業介紹

零售通路產業定義為參與一個可以提供消費或使用的產品或服務之製造過程的一群互相依賴與互蒙互利、互相合作的組織體。近年來因面臨網購平台日趨完善，團購網站以團購壓低售價搶市的影響未來獲利空間壓縮的壓力。

零售通路業類型可概分為一般連鎖式便利商店、3C賣場、百貨公司、直營門市等。一般連鎖式便利商店主要銷售食品、飲料、日常用品等一般生活所需商品。3C賣場主要銷售電子資通訊產品及零組件；百貨公司提供各類專櫃品牌商品銷售通路服務；直營門市主要銷售自有或代理品牌商品。

依據戴國良(2008)所著「行銷通路與管理」的分類，可分為四階通路領域，分別為(一)大盤商、總代理商、總經銷商；(二)批發商、中盤商、經銷商、代理商；(三)零售據點、專賣店、量販店、百貨公司、超市、雜貨店；(四)最終消費者(顧客)等各階市場。各階市場的貨流順序如圖2所示。

圖 2：零售通路產業分類



資料與圖片來源：戴國良，行銷通路與管理、第1章

依據許英傑(2001)流通經營管理中研究零售通路業發展史的演變，可發現零售通路業的業態轉變近 40 年來由傳統商店及攤販，轉變為現在的多功能休閒購物中心。造成此業態轉變的原因主要受到來自國民所得與消費者習慣兩個因素交互影響，即當國民所得持續提高時將影響消費者習慣的改變。舉例來說，在民國 73 年前國民所得年收入僅 3,233 美元以下時，滿足基本生理需求以及多品種高品質的產品為當時消費者的首要考量，但演化到民國 89 年後，由於國民所得已經穩定高於 14,000 美元之上，消費者轉變為喜愛能提供便利性、時效性甚至休閒性的多功能購物中心(如表 1)。

根據經濟部每月定期公佈的台灣商業營業額統計資料顯示，台灣綜合商品零售業營業額從2005年僅7,605億新臺幣，逐年成長到2012年的1.03兆新臺幣，就成長率來看，綜合商品零售業2005~2012年的平均成長率為4.24%，而同期間便利商店與超級市場的營業額成長率分別為5.65%與5.5%，應證上節所述台灣人民消費

習慣的確隨收入增加演化至偏好便利購物的模式(如圖3)。

表 1：台灣零售通路業發展進程

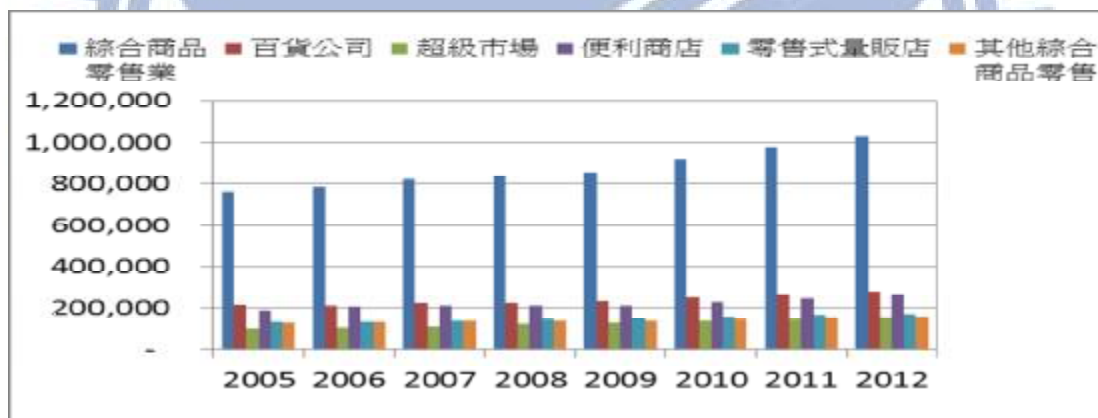
單位: 美元

年度	GDP	消費者消費特性	主要業態
65 年	1,150	喜愛多品種、高品質的商品	百貨公司
73 年	3,233	注重便利、快速	超級市場
76 年	5,397	追求便利、時效、明亮賣場	便利商店
78 年	7,805	喜好低價商品，消費多樣化	量販店
89 年~至今	14,712 以上	多功能休閒購物	購物中心或超級便利商店

資料來源及本研究整理：許英傑(2001)流通經營管理

圖 3：臺灣零售通路業營業額統計量

單位: 百萬新臺幣



資料與圖片來源：經濟部

## 2.2 文獻探討

本研究主要探討企業規模、固定資本支出成長率、企業資產週轉率、企業銷貨淨額成長率與企業經濟附加價值之關係，本節分二部份回顧文獻：(一) 企業成長價值之定義及相關文獻；(二) 驅動企業成長價值因子衡量及相關文獻。

### 2.2.1 企業成長價值之定義及相關文獻

## (一) 企業成長價值之定義

本研究對於企業成長價值的探討以經濟附加價值是否為正數作為判斷標準，關於經濟附加價值的起源，最早可追溯自經濟學家 Hamilton (1777) 提出一企業若要創造財富，其報酬率必須要超過負債及權益的資金成本的概念。

Alfred Marshall (1890) “Principles of Economic” 提出經濟附加價值是扣除投入資本在現有利率下的資金成本的淨利潤；Solomons (1965) 建議以經濟附加價值的觀念作為企業評估績效的準則，必要的報酬是指債權與股權的資金成本。

企業成長價值明確定義以經濟附加價值來衡量，最早來自由 Joel. M. Stern 和 G. B. Stewart 於 1982 年創設的 Stern Stewart & Co. 管理顧問公司所發展並極力倡導的一種衡量和創造公司價值的方法，將經濟附加價值視為傳統的會計盈餘外，在公司內部評估績效或從事其他管理會計決策，甚至於投資大眾制定投資決策的重要指標。

在 S. David Young and Stephen F. O'Byrne (2000) “EVA and Value-Based Management”，提出將經濟附加價值延伸為現在營運價值(COV)與未來成長價值(FGV)的概念，因為經濟附加價值能夠比會計盈餘更準確的傳達公司的營運狀況，對於影響企業的未來成長價值或是未來發展的機會，都是企業價值中值得探討的一環，也是企業汲汲追求永續經營的契機。

經濟附加價值衡量企業成長價值較傳統會計績效指標，如資產報酬率、股東權益報酬率或每股盈餘的優勢之處，主要來自經濟附加價值可避免傳統績效指標的兩大缺點，包括一般公認會計原則為基礎計算的盈餘及資產，忽略了費用支出能創造未來經濟附加價值的部份，以及傳統會計績效指標未將負債及權益的資金成本視為機會成本做考量，扭曲了企業投資後真實的報酬率。

Gressle (1996) 提到經濟附加價值結合了剩餘利潤的概念，是一種企業財務績效的衡量指標，衡量企業在某一時間內，經由獲利增加、營運資金管理改善及有效專案投資所創造出來的經濟附加價值。其特別強調「所有資金皆有成本」及「賺取超過資金成本的盈餘」，認為企業目標是去追求股東財富最大化，而其根源是經濟附加價值的提昇，股價則是反映投資者對企業目前經濟附加價值的水準及對未來經濟附加價值的預期。

Young (1999) 提到一般公認會計原則造成財務數字上的扭曲，經濟附加價值藉由約當權益項目調整，來修正營運利潤與投入資本。並指出對於多數公司而言，經濟附加價值與剩餘利潤的計算結果差異不大，因為可實際進行調整的項目不多，故在採用經濟附加價值指標時，必須考量成本效益，不宜貿然採行。

Stern Stewart & Co.管理顧問公司首先將剩餘利潤的觀念依據財務經濟的理論修訂落實並將經濟附加價值(的名稱註冊登記。並自 1993 年起開始報導由 Stern Stewart & Co.管理顧問公司提供的 1000 大企業的經濟附加價值。因此本研究採用 Stern Stewart & Co.管理顧問公司對企業經濟附加價值的定義計算方式，其公式如下：

$$EVA = NOPLAT - IC * WACC = IC * (ROIC - WACC)$$

$$\text{因為 } NOPLAT / IC = ROIC$$

NOPLAT (Net Operating Profits Less Adjusted Taxes)：稅後淨營業利益

DEBT: (流動負債-流動資產)+長期負債

WACC(Weighted Average Cost of Capital)：加權平均資金成本

ROIC(Return on Invested Capital)：投入資本報酬率

IC(Invested Capital):投入資本



## (二) 企業成長價值之相關文獻

經濟附加價值與過去傳統財務指標不同在於傳統財務指標忽略資金成本，對於企業的行銷費用、研發費用都以費用處理而無法量化其效用於未來的企業價值上，但經濟附加價值因為考量了稅後淨營業利益與資金成本的差異，當此差異為正數時代表投資活動的支出能有效於未來營業活動上創造獲利，使公司價值成長。

由於經濟附加價值強調：(1) 計算資金成本時，必須同時考慮負債及權益的資金成本，且在收益大於資金成本時，方能創造企業的價值；(2) 藉由約當權益準備項目的調整，將財務與會計所受到的扭曲，加以調整後而計算之，確實企業所從事的投資帶來的盈餘效果，所以國內外許多研究採用經濟附加價值作為衡量企業成長價值的評價指標，而影響經濟附加價值的因素相當多，以下就相關文獻加以探討。

### 1. 國外文獻

Myers(1977)提出公司的價值是由現有的資產價值與未來成長機會現值的組合。Myers 更進一步指出，公司未來成長機會價值與實體資產價值的分別在於未來成長機會的最終價值受到公司裁決性支出的影響較大，現有資產的價值受裁決性支出的影響較小。

Aaker(1984)定義企業成長策略是指企業針對重大的成長決策與成長模式進行分析，以引導企業的資源配置與活動的一連串決策過程。企業追求成長是經營活動中最重要目標之一，而成長的內涵包括銷貨的成長、附加價值的成長、利潤的成長、員工的成長及資源的成長。

Kester(1986)認為公司的成長機會決定於公司資產的性質，公司間資產性質

差異，成長機會也就不同。

Christie(1989)指出公司選擇的產業決定其成長機會，因此不同產業的公司成長機會就不同。

Stewart (1990) 是第一個進行 EVA 與 MVA 相關研究專家，以 1984~1988 年為研究期間，美國 613 家上市公司為研究樣本，探討 EVA 與 MVA 之間的關連性。結果顯示除了  $EVA < 0$  及  $MVA < 0$  之外，EVA 與 MVA 之間具有高度的相關性。而之所以造成  $EVA < 0$  及  $MVA < 0$  時，EVA 與 MVA 之間相關性不高的主要原因，是投資人對公司未來前景的預期及公司清算價值的認定有關。

Chung and Charoenwong(1991)提到公司在市場的地位也影響其成長機會，公司對提升進入障礙、市場佔有率的投資也造就公司的成長機會，這些投資包括產品差異化、提升顧客品牌忠誠度、專利權等。

Smith and Watt(1992)以產業的觀點提出，產業特定的資產與人力資源造成產業間的資產組合不同，也因此彼此間的成長機會也不同。

Milunovich & Tsuei(1996)以資訊業中伺服器產業為研究樣本，1990~1995 年為研究期間，比較 EVA 及一些常用的傳統績效指標對 MVA 進行迴歸分析，其 EVA 的解釋能力為 42%，高於其他傳統績效指標 (EPS 成長率 34%、ROE29%、EPS29%)。

S. David Young, Stephen F. O'Byrne (2000) “EVA® and Value-Based Management”，針對 1992 年到 1997 年的美國企業，將樣本區分為 29 個產業，利用多因子模型，以企業未來成長價值(FGV)為被解釋變數，以上述因子為解釋變數，其結果發現 R&D 支出、銷貨成長、市場報酬與產業報酬對企業未來成長價值(FGV)有顯著正向的關係，而商譽對企業未來成長價值(FGV)影響則無顯著

關係。

## 2. 國內文獻

蔡爵穗(1999)研究透過經濟附加價值來評估中油的經營績效，並藉此提出改善建議，提昇其國際競爭力。首先，調整各公司所有可調整之約當權益項目，計算「真實經濟附加價值」以分析各公司實際之經營績效；其次，調整各公司可共同調整項目，計算「一致經濟附加價值」與「標準化一致經濟附加價值」作為各公司比較之指標。

涂宏任(2000)以台灣上市公司的資訊電子及紡織業為研究樣本，民國 86 年 3 月~88 年 9 月為研究期間，探討 EVA 指標與傳統績效評估指標(EPS、ROE、ROA)對公司 MVA 的解釋能力，以瞭解經濟附加價值管理模式在台灣科技與傳統產業的適用性，以及經濟附加價值指標是否比傳統績效評估指標更能明確反映台灣科技與傳統產業的經營績效能力。

冉彩芳(2001)以台灣上市公司的航運業共 8 家公司為研究樣本，民國 84 年~88 年為研究期間，利用 EVA 指標與傳統績效評估指標(RI、EPS)對公司 MVA 的解釋能力，探討 EVA 指標與傳統績效評估指標在台灣航運業的適用情形，及航運業企業價值的變動情形。

沈佳玲(2002)以民國 85 年至 89 年之台灣上市上櫃資訊電子公司為研究對象，其實證結果發現，現在營運價值(COV)及未來成長價值(FGV)與股價呈現顯著正相關，其中又以熱門股與股價的關聯性最高，結論說明現在營運價值及未來成長價值對股價具有相關性。

張崇興(2003)探討台灣資訊電子產業的未來成長價值(FGV)影響因子之研究，實證結果顯示，台灣資訊電子產業的未來成長價值(FGV)與企業規模、

市場加權指數呈顯著正相關；與負債比率、獲利能力成顯著負相關；而未來成長價值（FGV）與研發密度(研發費用／銷貨收入)、銷貨淨額成長率無顯著關係。

潘世奇(2003)探討影響企業波動之關鍵因素探討中，研究企業價值波動之真正經濟現象所在，由實證之結果顯示，在類股之 COV 及 FGV 方面，大致呈現電子類股為正相關而非電子類股為負相關之狀態，至於類股與類股間之 FGV、MVA 則呈現明顯正相關，亦突顯了台灣股市齊漲齊跌之現象。

邱昱芳(2004)探討企業的未來成長價值（FGV）影響因子之研究，實證結果顯示，主要影響公司未來成長價值的因素，除了公司預期營收成長率外，可以分成兩個部分：一是市場中交易的供給與需求，二是產業有其特性以及無形資產的價值。

朱玲瑤(2007)探討企業的未來成長價值（FGV）影響因子之研究，實證結果顯示，台灣 IC 產業的聯發科受長期股權投入率與稅後淨營業利益成長率優勢的影響，可出現轉投資效益帶動的企業成長。

陳翊禾(2010)探討 LED 產業的晶電產業，其企業未來成長價值受稅後淨營業利益成長率、競爭力比率以及長期股權投入率皆有明顯的影響。

### 2.2.2 驅動企業成長價值因子衡量及相關文獻

企業價值動因首先由 Rappaport (1986) 所提出，認為企業股權價值的創造主要來自價值動因。而整個創造股權價值的過程中，價值動因與企業經理人的管理決策息息相關，其中包括營運決策、投資決策及融資決策。因此，企業股權價值極大化評價主要考量點為價值動因及管理決策之間的連結關係。

Stephen H. Penman(2010) “Financial Statement Analysis and Security Valuation”，提到企業為了追求成長，將尋序漸進的透過投資增加營收成長，

接著帶動獲利成長，最後增加企業經濟附加價值。此過程可透過不同的財務衡量指標，如 Tobin's Q、EVA、P/B 或 Residual Earning 來評估企業是否由營運活動中，當投入資本報酬率大於加權平均資金成本的情況下，可增加賺取邊際經濟附加價值。

關於影響企業成長價值動因的選擇，國內文獻方面本研究參考了黃德舜(1998)，提到公司想達到股東價值創造的目的，必須透過目標的設定，使企業的價值動因與作業目標聯貫起來，相關價值動因對應的相關變數(如表 2):

表 2：企業價值動因相關變數表

價值動因	相關變數
銷貨成長率	進入新市場;發展新產品;推展顧客忠誠度計劃;使用新的配銷通路;針對不同顧客使用不同的廣告
營業淨利成長率	降低購貨及服務成本;集中辦公及統一財務功能;與資訊科技結合進行製程再造工程
現金稅率	採用國際合作投資策略;發展智慧財產權及品牌;設立協調中心;訂定轉撥計價方案及考慮關稅問題;降低國外事業賦稅比率
營運資金	改善債權管理;引進供應商管理制度及及時管理制度
資本支出	發展資本支出評估作業程序及技術;做好租賃或購買的決策;發展一套資金避險及風險管理制度
加權平均資金成本	建立資金成本的管理體系;計算最佳的負債比率;考慮企業重組計劃
競爭優勢期間	改變事業單位現金流量資訊;關注核心能力的建立 ;發展經理人員績效獎金計劃;做好風險管理工作

資料來源及本研究整理：黃德舜(1998，企業財務分析-企業價值的創造與評估，台北，華泰文化事業股份有限公司，p.329)

國外文獻方面，本研究則參考 Rappaport (1986) 提出根據 Porter 所提出的五力分析及價值鏈分析，強調競爭優勢為企業買方所創造的價值，超過了創造該

價值所需要的成本，而企業通常採用的競爭策略有成本領導策略與差異化策略兩種，而此兩種策略又與股東價值動因有密切的關係。相關價值動因對應的成本領導策略以及差異化策略 (如表 3、4):

表 3：企業價值動因與成本領導策略相關變數表

價值動因	成本領導策略的戰略
銷售成長率	維持競爭價位; 追求市場佔有率機會; 以獲得在生產上的規模經濟
營運利益率	對每一項價值活動達成相關的規模經濟; 透過機械化, 增進學習效率; 透過供應商的結合, 以達到降低成本的方法; 刪除不會增加產品附加價值的費用
營運資金投資	現金餘額最小化; 管理應收帳款, 以降低流通在外的天數; 在維持顧客服務水準之下, 將存貨降至最低
固定資本投資	增進固定設備使用率的政策; 取得能增進生產力的資產; 出售不用的固定設備; 以最低成本取得資產, 如租賃或購買決策
資金成本	達到最適的資本結構; 選擇成本最低的負債或權益資金; 透過策略, 降低企業的風險因素

資料來源及本研究整理：Rappaport Alfred(1986, Creating Shareholder Value, New York, The Free Press, p.97)

表 4：企業價值動因與差異化策略相關變數表

價值動因	差異化策略的戰略
銷售成長率	訂定有利潤之價格; 追求有差異化的市場區隔
營運利益率	選擇價值活動組合, 使其能達到成本效益最大化的方法; 降低不必要的成本
營運資金投資	現金餘額最小化; 將應收帳款政策與差異化策略結合; 配合差異化程度來維持存貨水準並取得最佳的付款條件
固定資本投資	投資於能產生差異化的特殊資產; 以最低成本取得資產並購買最適效用的資產; 出售沒用的固定資產
資金成本	達到最適的資本結構; 選擇成本最低的負債或權益資金; 增加差異化, 減少對整體經濟依賴的需求

資料來源及本研究整理：Rappaport Alfred(1986，Creating Shareholder Value，New York，The Free Press，p.98)

Knight (1998) 提到價值動因是能對企業的營運和財務結果產生重大影響的因素，不僅包含財務性因素，也包含非財務性因素，從損益表及資產負債表即可找到許多項目與公司營運相關價值動因有所連結，(如表 5、6):

表 5：企業損益表項目與企業營運價值動因相關聯表

會計科目	營運價值動因
銷貨淨額	行銷/促銷費用；銷售方式；訂價/折扣決策；消費者/市場區隔；產品組合
銷貨成本	服務成本；生產力的提升；資產設備的改良；製程工作流程的改良；物流的配合；產品組合；原料成本
銷管費用	行銷/促銷費用；間接人工工資
其他所得及費用	保固服務費用；現金管理；資產使用情況
稅率	策略規劃；會計方法；稅盾

資料來源及本研究整理：Knight James A.(1998，Value Based Management: Developing A Systematic Approach to Creating Shareholder Value，New York，McGraw-Hill p.169)

表 6：企業資產負債表項目與企業營運價值動因相關聯表

會計科目	營運價值動因
現金	現金管理
應收帳款	收款程序/政策；消費者/市場區隔；時間（長短、預付折現）
存貨	存貨管理（存貨週轉率）；消費者需求預估
預付費用	預付款的交易
固定資產淨額	服務成本；重置/更新設備；資產利用率
短期負債	營運資金管理；融資決策

應付帳款 預付款的交易；購買決策；時間（長短、預付折現）

長期負債 融資決策

---

資料來源及本研究整理：Knight James A.(1998，Value Based Management: Developing A Systematic Approach to Creating Shareholder Value，New York，McGraw-Hill p.169)

綜上所述，本研究根據學者 Rappaport(1986)、黃德舜(1998)以及 Knight(1998)所提出的價值動因相關參考資料，選擇了企業規模、資產週轉率、固定資本支出成長率以及銷貨淨額成長率等 4 個驅動企業成長價值因子，並嘗試建立下列假說，驗證這 4 個影響價值因子是否顯著增加企業經濟附加價值(EVA)。

企業經濟附加價值透過超額報酬率創造的軌跡，可由經濟附加價值公式得知，由於經濟附加價值等於  $IC * (ROIC - WACC)$ ，當  $ROIC > WACC$ ，則  $EVA > 0$ ，才能為公司創造價值；相反地，當  $ROIC < WACC$ ，則  $EVA < 0$ ，造成公司價值破壞。

Tully(1993)曾提到管理者有以下三種可提高 EVA 的方法：

1. 在投入資本不變下，提昇資本使用效率，使得投入資本報酬率提高或降低加權平均資金成本。
2. 投入資本報酬率  $>$  加權平均資金成本的情況下，可賺取超過投入資本的經濟附加價值。
3. 投入資本報酬率  $<$  加權平均資金成本的情況下，放棄無法賺取高於加權平均資金成本的投資方案。

## 三、研究方法

### 3.1 研究樣本及資料來源

本研究之研究對象為上市、櫃之零售通路公司，研究期間為 2006 年至 2011



年，共計 6 年，資料採用樣本公司當年度年底之財務合併報表。其中，為求資料完整性，排除資料不全者後，總計樣本公司共 13 家(以 2011 年底區分，上市公司計 11 家，上櫃公司有 2 家)，有效樣本數為 78 筆。資料來源取自 C Money (理財寶) 系統分類之上市、櫃零售通路公司財務資料庫。

本研究所採納零售通路業的公司家數原本有 22 家，但考量時間為 2011 年(含)過去 5 年的資料完整性，以及營收獲利主要來源主要來自台灣地區，故以上述兩標準剔除了 F-台南、F-大洋、詩肯、F-金麗、弘帆、關中、寶雅、F-東凌及德記等 9 家公司。

## 3.2 變數衡量

### 3.2.1 應變數

本研究採用投入資本單位化淨營業利益扣除加權平均資金成本作為應變數，用以衡量企業經濟附加價值，係由經濟學家 Hamilton (1777) 提出，定義為一企業若要創造財富，其報酬率必須要超過負債及權益的資金成本的概念。Stern Stewart & Co.管理顧問公司首先將剩餘利潤的觀念依據財務經濟的理論修訂落實並將經濟附加價值的名稱註冊登記，並自 1993 年起開始報導由 Stern Stewart & Co.管理顧問公司提供的 1000 大企業的經濟附加價值。因此本研究採用 Stern & Stewart 顧問公司對企業經濟附加價值的定義計算方式。

企業經濟附加價值計算公式如下：

$$\text{EVA} = \text{年底稅後淨營業利益} - \text{【投入資本} * \text{加權平均資金成本】} = \text{投入成本} * \text{【投入資本報酬率} - \text{加權平均資金成本】}$$

(本研究對於加權平均資金成本數字，來自 C Money (理財寶) 系統實際數字)

### 3.2.2 自變數

#### 1.財務績效指標

企業價值動因首先由 Rappaport (1986) 所提出，認為企業股權價值的創造主要來自價值動因。而整個創造股權價值的過程中，價值動因與企業經理人的管理決策息息相關，其中包括營運決策、投資決策及融資決策。故本研究於投資活動方面，採用企業規模與固定資本支出成長率為自變數，而營運活動方面，採用資產週轉率與銷貨淨額成長率為自變數，其計算方式分述如下：

##### (1) 企業規模

Venkatrtraman & Ramanuian (1986) 對企業經營績效的衡量提出三種指標：(a)財務性績效 (financial performance)：為傳統策略研究最常用的指標，例如銷售額成長率、獲利率…等;(b)企業績效 (business performance)：除財務性績效指標外，是最近策略研究所常採用的指標，例如市場佔有率、產品品質、新產品導入…等;(c)組織效能 (organization performance)：是最廣泛的績效定義，除包括前兩者外，還包括類似組織內員工之目標滿足…等指標。本研究認為市場佔有率的高低即可從企業規模大小評估最為直接，而為了消除同業不同公司彼此規模差異過大影響實證結果誤差擴大的問題，將銷貨收入淨額取對數，畢竟透過單位經濟附加價值百分比來衡量經營績效，故企業規模絕對數值必須標準化消除規模差異對該比率的影响，公式如下：

$$\text{SIZE} = \text{Ln}(\text{Sales})$$

##### (2) 固定資本支出成長率

陳炳宏(2009)研究發現，在鋼鐵業中董監事持股與公司績效存在明顯的正向關係，而股權結構的加入，也使得資本支出對公司績效之影響更為顯著，即

當企業欲進行固定資產投資時便可考量其股權結構之配置，而投資者在進行未來企業績效好壞判斷時，亦可以從資本支出或是關係人持股狀況來進行考量。本研究認為資本支出因回收期間較長，對企業未來經濟價值的成長有長遠的影響，公式如下：

$$CEGi,t\% = (NFA_{i,t} - NFA_{i,t-1}) / NFA_{i,t-1}$$

$CEGi,t\%$  = i 公司第 t 期固定資本支出成長率

$NFA_{i,t}$  = i 公司第 t 期淨固定資產

$NFA_{i,t-1}$  = i 公司第 t-1 期淨固定資產

### (3) 資產週轉率

張士晏(2012)研究曾實施庫藏股之危機公司進行其財務比率與董監持股比率與危機發生之關聯，其中解釋變數包括：負債比率、總資產週轉率、速動比率與稅後淨值報酬率等四項財務比率，並加入公司治理之代理變數-董監持股比率，研究對象為民國 89 年 1 月至民國 96 年 12 月台灣上市公司中總計 51 家公司。該研究實證結果顯示，負債比率、總資產週轉率、稅後淨值報酬率及董監持股比率與實施庫藏股危機公司發生財務危機之間皆呈現顯著的關係。本研究認為資產週轉率表示企業資產之使用效率，直接影響企業未來盈餘發展，是公司衡量營運活動效率重要指標之一，公式如下：

$$\text{資產週轉率} = \text{銷貨淨額} / \text{總營運資產}$$

### (4) 銷貨淨額成長率：

Woo & Willard (1983) 研究指出有 14 種常用的定量衡量變數：投資報酬率、銷售額報酬率、銷售收入成長率、現金流量／投資、市場佔有率、市場佔有率之取

得、相對於競爭者的產品品質、相對於競爭者的新產品活動、相對於競爭者的直接成本、產品 R&D、製程 R&D、ROI 差異、ROI 百分比變化及現金流量／投資百分比變化，利用 PIMS 資料將這 14 個變數進行因素分析的結果，得到四組因素：獲利率、相對市場地位、獲利率及現金流量的改變及銷售額與市場佔有率的成長影響對衡量企業經營績效的效果最為顯著。本研究認為銷貨淨額成長率為價格跟數量乘數的增長率，直接影響企業盈餘的增長動能，公式如下：

$$SG_{i,t}\% = \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{S_{i,t-1}}$$

$SG_{i,t}\%$  = i 公司第 t 期銷貨淨額成長率

$S_{i,t}$  = i 公司第 t 期銷貨收入淨額

$S_{i,t-1}$  = i 公司第 t-1 期銷貨收入淨額

表7: 變數名稱及定義彙整表

主要變數	變數代號	變數操作定義
<b>應變數</b>		
EVA/IC	RW%	= (投入資本報酬率-資金成本後的超額報酬率)/投入資本
<b>自變數</b>		
SIZE	S	= Ln (營業收入淨額)
Sales Growth Rate	SG%	$SG_{i,t} = \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{S_{i,t-1}}$ ; 其中 $SG_{i,t}\%$ = i 公司第 t 期銷貨淨額成長率; $S_{i,t}$ = i 公司第 t 期銷貨收入淨額; $S_{i,t-1}$ = i 公司第 t-1 期銷貨收入淨額
Asset Turn Over Rate	AT%	= 銷貨淨額 / 總營運資產
Capital Expenditure Growth Rate	CEG%	= $CEG_{i,t}\% = \frac{NFA_{i,t} - NFA_{i,t-1}}{NFA_{i,t-1}}$ ; 其中 $CEG_{i,t}\%$ = i 公司第 t 期資本支出成長率; $NFA_{i,t}$ = i 公司第 t 期淨固定資產; $NFA_{i,t-1}$ = i 公司第 t-1 期淨固定資產

### 3.3 研究假說

在評估企業績效時，財務報表分析佔有相當重要之地位。財務報表是企業經營活動之縮影，而必須針對決策需要加以整理分析，才能有對決策訂定有參考價值。本研究參考國內外文獻學者研究，將財務績效指標濃縮集中於 4 項衡量標準，包括企業規模、固定資本支出成長率、資產週轉率以及銷貨淨額成長率，主要考量為企業創造附加價值的整個過程，從一開始拉動投資支出，到營收成長繼起，以及最後創造經濟附加價值的整個過程，都與此 4 項衡量指標的關係密不可分，預期只要此 4 項財務指標的增長，終將提高企業經濟附加價值。

#### **H1：企業規模對單位企業經濟附加價值有正向影響效果。**

國外研究方面，Rappaport(1986)研究提出根據 Porter 所提出的五力分析及價值鏈分析，企業通常採用的競爭策略有成本領導策略與差異化策略與股東價值中許多價值動因有密切的關係。而追求市場佔有率機會，以獲得在生產上的規模經濟即為成本領導策略之一。

國內研究方面，邱惠玲(2004)研究提出企業為了因應經營績效不佳或外部環境的改變，而欲透過多角化策略來增加其獲利率，和延續企業生命。在企業生命週期分類模型中，使用了企業年齡、企業規模、企業員工數、銷售成長率、負債比率、現金股利發放率、資產報酬率以及固定資本支出比率等 8 變數的分類模型，而得到的實證結果為，在成熟期的企業，對企業多角化策略對企業經營績效為，正向影響。

由目前實證結果發現，支持提高企業規模可以增加企業價值的觀點較為普遍，而本研究認為零售通路業市場持續擴大，擁有強勢通路的零售業者掌握商品價格主導權因而變成主導商品銷售的強勢業態，對增加其企業經濟附加價值的機

率也將提高，故提出以上假說。

## **H2：資產週轉率對單位企業經濟附加價值有正向影響效果。**

支持資產週轉率可提高企業成長價值的研究，包括涂楷瑩(2006)研究以傳統產業為研究對象，以我國上市(櫃)傳統產業為研究對象，以 2001 年至 2005 年共計五年為研究期間，實證結果顯示流程資本構面的每人配備率、每人平均管理費用、流動資產週轉率、固定資本支出成長率及總資產週轉率對傳統產業經營效率有顯著的關係。另外，曾裕侯（1991）研究財務比率與企業經營績效之關係，研究樣本為民國 69 年至 76 年股票上市公司 36 項財務比率，研究方法則包括逐步迴歸、主成分分析、區別分析等。該研究認為經營績效為財務比率之函數，並可依純益率、資產報酬率與淨值報酬率分為優劣兩類。研究結論顯示，最佳的財務績效指標包括流動資產比率、平均應收帳款期間、資本週轉率、信用期間、流動負債比率、邊際銷管費用、速動比率以及淨值百分比。

本研究認為零售通路業主要資產在於賣場的建置或裝潢投資，不需花費太多在產品的研究與創新的支出，所以資產週轉率高代表資產的營運效率佳，補貨的次數越多，企業獲利將持續穩健成長提高經濟附加價值的機率越高，故提出以上假說。

## **H3：固定資本支出成長率對單位企業經濟附加價值有正向影響效果。**

國外研究方面，Rappaport（1986）文獻提出股東價值為公司價值扣除負債所得的金額，而公司價值是未來現金流量（或自由現金流量），以加權平均資金成本折現後之金額，從成長、報酬、風險三個角度衡量，並以銷售成長、現金利潤邊際、現金稅率、營運資金、資本性支出、加權平均資金成本、競爭優勢期間七個價值驅動因子分析公司經濟附加價值。另外，Andrew Black、Philip Wright、John Davies（2003）研究指出，周轉成長、EBITDA margin、現金稅營運資金、

資本支出、加權平均資金成本、存續期間成長，皆為顯著可應用於水電業的價值驅動因子，可提升企業價值。McConnel and Muscarella(1985)認為企業提高研究發展的相關資本支出可提高公司的價值，此後 Morck, Shleifer and Vishny(1988)，McConnell and Servaes(1990)及 Demsetz and Villalonga(2001)皆考慮研究發展費用對公司績效可能之影響。

國內研究方面，陳威廷(2001)作有關研究發展支出與市場價值之關聯性之實證研究。結果顯示研究發展支出無論在單一年度或綜合年度均對股票報酬有正向反應且具有顯著性影響，其解釋能力顯示良好，進而推論研究發展支出為一項能增加公司未來價值的資產，而非單純的費用科目。另外，洪紫芳(2001)探討公司價值、研發支出和生產力之間的關係，用以進行實證的模型分為兩個部份，(一)董監事持股與公司績效的關係，(二)探討負債比率、廣告支出、研發支出對公司價值的影響。將金融保險業排除在樣本之外，以營收淨額、固定資產、薪資支出、董監事持股、Tobin's Q、市場與帳面價值比、本益比、負債比率、研發支出、廣告支出、效率指標、資產總額為變數。採用生產函數模型以公司價值的複迴歸分析導出自變數與應變數之間的關係，實證顯示廣告支出、研發支出與公司的市場價值之間具有顯著的正效果。

由國內外實證結果發現，支持提高固定資本支出可以增加企業價值的觀點較為普遍，而本研究認為零售通路業的固定資本支出大多在於賣場的設立或改裝上，對於增加當期營業收入的成長性效果顯著，而營收成長後帶來充沛的營運資金，有助於零售通路業持續擴點對增加企業經濟附加價值的機會也提高，故提出以上假說。

**H4：銷貨淨額成長率對單位企業經濟附加價值有正向影響效果。**

國外研究方面，S. David Young and Stephen F. O'Byrne(2000)“EVA® and



Value-Based Management”中，針對1992年到1997年的美國企業，將樣本區分為29個產業，利用多因子模型，以企業未來成長價值(FGV)為被解釋變數，以R&D支出、銷貨成長、市場報酬與產業報酬因子為解釋變數，其結果發現這些因子對企業未來成長價值(FGV)有顯著正向的關係，而商譽對企業未來成長價值(FGV)其影響則無顯著關係。另外，West and Jones (1992)除以收益法運用外，亦針對不同行業如零售業、製造業等，提出適合該產業之評價方法。較特別的是提出經驗法則，並定義為「經驗法則是一市場導向之評價工具，乃長期在該行業或是相關行業所獲得之整體感覺。」之後被普遍接受。利用經驗法則進行企業評價時，是以單位售價、銷售額、盈餘或是銷售額/盈餘加上資產為基礎評價。由於經驗法則不是正式的評價方式，只適用於所有人兼任經營人的企業。

國內研究方面，黃德舜(1998)“企業財務分析-企業價值的創造與評估”中，提到公司想達到創造股東價值目的，必須透過目標設定，把企業價值動因與作業目標相互聯貫，其中價值動因的銷貨成長率，即與企業作業目標包含進入新市場、發展新產品、推展顧客忠誠度計劃、使用新的配銷通路、針對不同顧客使用不同的廣告互相影響，可見銷貨成長率與創造股東價值關係相當密切。

本研究認為隨著零售通路業規模持續擴大，其銷貨淨額也將逐漸成長，不論是來自銷貨數量增加或是售價的上升，而只要銷售金額上升幅度較前一年為佳，則代表零售通路業未來經濟附加價值提高的機率也在增加，故提出以上假說。

### 3.4 實證模型

本研究依次探討企業規模、固定資本支出成長率、資產週轉率、銷貨淨額成長率與企業附加價值之關聯性，取樣樣本公司共13家上市櫃於研究期間民國95年至民國100年，共計有效樣本數78筆，茲以多元迴歸模型(Multiple Regression Model)建構實證模型如下：

(一) 多元迴歸模型：

探討財務績效指標包括企業規模、資產週轉率、固定資本支出成長率以及銷貨淨額成長率作為自變數，單位經濟附加價值為應變數，探討財務績效指標與企業經濟附加價值彼此之間的關係，代入公式如下：

$$RW_{it} = a_0 + b_1 S_{it} + b_2 SG_{it} + b_3 AT_{it} + b_4 CEG_{it} + e_{it}$$

其中：X<sub>it</sub>分別帶入 4 個財務績效指標 S、AT、CEG、SG，根據 4 個不同財務風險指標產生的模型來探討對 RW 之影響

(二) 皮爾森(Pearson)相關係數檢定：

相關係數是一種用以衡量兩配對隨機變數之關係的度量，相關測度值應介於-1 和 +1 之間，相關性可能狀況為，若隨機變數 X 之較大值傾向與 Y 之較大值配對，且 X 之較小值傾向與 Y 之較小值配對，則其相關測度值應為正值，且若此配對愈密切，則其值應愈趨近於 +1；若隨機變數 X 之較大值傾向與 Y 之較小值配對，且 X 之較小值傾向與 Y 之較大值配對，則其相關測度值應為負值，且若此配對愈密切，則其值應愈趨近於 -1；若隨機變數 X 之值似乎與 Y 值隨機配對，則其相關測度值應趨近於 0。此時稱兩隨機變數 X 與 Y 無關。本研究透過用皮爾森(Pearson)(Karl Pearson, Francis Galton, 1894)檢驗企業未來成長價值(應變數)與價值動因(自變數)間以及自變數因子彼此之間強度與方向。若相關係數(r)為 0.2 以下，則相關性極低，若介於 0.2~0.4，則相關性低，若介於 0.4~0.6，則相關性普通，若介於 0.6~0.8，則相關性高，若為 0.8 以上，則相關性極高。經檢測結果如表一，企業單位經濟附加價值報酬率對企業規模相關係數(r)值為 0.702 最高，對資產週轉率相關係數(r)值為 0.653 次之，與營收成長率相關係數(r)值為 0.341，相關性普通，與固定資本支出成長率相關係數(r)值為 0.198，相關性低，檢測結果如表 8：

另外，P 值(P-Value) 是在統計檢定中用來顯示「顯著性」的指標，反應出虛無假設成立的可能性。因此，P 值越小，表示檢定的結果越顯著，越可以拒絕假設檢定中的虛無假設。本研究透過用 P 值檢驗企業單位經濟附加價值(應變數)與價值動因 (自變數)之間是否具統計顯著性，界定標準為若 P 值小於 0.05 以下，則具統計上的顯著性。經檢測結果企業單位經濟附加價值對所有自變數的 P 值均小於 0.05，所以統計顯著性均相當顯著，檢測結果如表 8:

表8: Pearson相關係數檢定(以年資料為單位 樣本數=78)

	單位經濟附加價值	企業規模	銷貨淨額成長率	資產週轉率	固定資產週轉率
單位經濟附加價值	1.0000				
企業規模	0.7018 ***	1.0000			
銷貨淨額成長率	0.3408 ***	0.1467 ***	1.0000		
資產週轉率	0.6528 ***	0.4549 ***	0.3252 ***	1.0000	
固定資產週轉率	0.1976 ***	0.2369 ***	0.0564 ***	0.1781 ***	1.0000

\*\*\*表示符合1%顯著水準，\*\*表示符合5%顯著水準，\*表示符合10%顯著水準

### (三) VIF 多元共線性檢定:

在多元線性迴歸中，如果自變數間相關程度過高，會產生「多元共線性」問題，造成自變數與應變數共變分析上的扭曲，而產生一些解釋不合理的現象。所以在建立模型進行迴歸分析前，先針對自變數進行共線性診斷，本研究透過變異數膨脹因子 VIF(Variance Inflation Factors; Belsley et al., 1991) 測試自變數間是否存有共線性的問題，若 VIF 高於 10 則存在高度的共線性。經檢測結果如表 4，VIF 值介於 1.066 到 1.388 之間，均遠小於 10，故模型之自變數間可合理推估無共線性問題，檢測結果如表 9:

表9: 變異數膨脹因子(Variance Inflation Factor;VIF)

自變數	
企業規模	1.302
營收成長率	1.118
資產週轉率	1.388
固定資產週轉率	1.066
MEAN VIF	1.2185

(四) D-W 值獨立性檢定:

本研究為了避免自變數誤差項影響預測結果，透過 D-W 值 (Durbin-Waston) 檢定殘差項序列相關問題，而在  $Y = \alpha + \beta X_i + \varepsilon_i$  式中， $\varepsilon_i$  稱為誤差(殘差)，而誤差項間彼此是否獨立不僅影響了迴歸的基本假設，也影響了迴歸式的好壞。為了鑑定誤差項是否獨立，可計算 D-W 值，如果該值越接近 0，則表示序列有正相關，越接近 4 表示其有序列為負相關，接近 2 表示無序列相關。本研究經檢測結果 D-W 值為 2.193，略大於 2，可推斷模型之殘差項序列無相關性，檢測結果如表 10:

(五) 調整後 R 平方多元判定係數檢定:

本研究為了衡量 X 預測 Y 的解釋力，採用調整後 R 平方多元判定係數 (Multiple Determination Coefficient) 檢定。調整後 R 平方 (Adjusted R square) 又稱為迴歸可解釋變異量比，即 Y 變項被自變項所解釋的比率，反應了自變數與硬變數所形成的線性迴歸模式的配適度 (goodness of fit)，樣本數越小，越容易高估，解釋力膨脹效果越明顯，樣本數越大，膨脹情形越輕微，而調整後 R 平方 (Adjusted R square)，可以減輕因為樣本估計帶來的 R<sup>2</sup> 膨脹效果，當樣本數越小，應採用調整後 R 平方，檢測結果如表 10:

表10: D-W值及調整過後的R平方檢定彙整表

	D-W	調整過後R平方
檢定值	2.193	0.632

## 四、實證結果分析

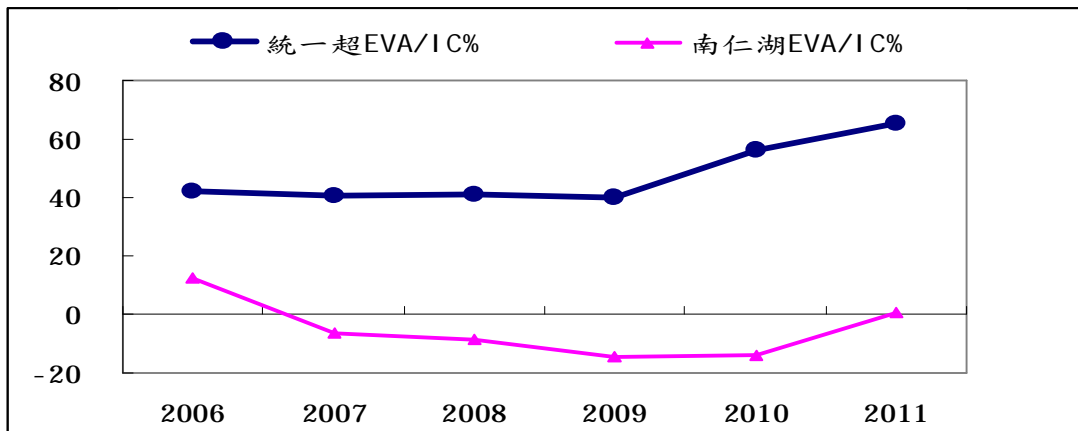
### 4.1 敘述統計分析

本研究樣本敘述統計資料整理如表 6，樣本數共 78 筆，分屬上市櫃公司家數 13 家。變數中單位經濟附加價值、固定資本支出成長率以及銷貨淨額成長率屬於右偏，而企業規模及資產週轉率為左偏，而偏態幅度以固定資本支出成長率最為右偏。峰態則固定資本支出成長率以及銷貨淨額成長率屬高狹峰，樣本分佈較常態分配來得高瘦，企業單位經濟附加價值則次之；至於企業規模及資產週轉率屬於低闊峰，樣本分佈較常態分配來得低寬。由上述型態歸納，本研究認為成長率相關的指標如單位經濟附加價值、固定資本支出以及銷貨淨額等，樣本分佈型態離散值較少，數值分佈偏向平均值的左側，容易出現負數；而其他變數如企業規模及資產週轉等，樣本分佈型態離散值較多，反映零售通路業的規模彼此差異相當大，而且有大者恆大的趨勢存在。各變數細項敘述統計分析茲分述如下(如表 11)：

#### 4.1.1 企業單位經濟附加價值

企業單位經濟附加價值(RW)全體公司之平均值為 14.21，最大值為 65.57(2011 年)，最小值為-14.44(2009 年)，表現最差的年度，發生於金融海嘯後隔年，而 2011 年時並未受到歐債危機太大衝擊，惟呈現大者恆大的現象益發明顯(如圖 4)。

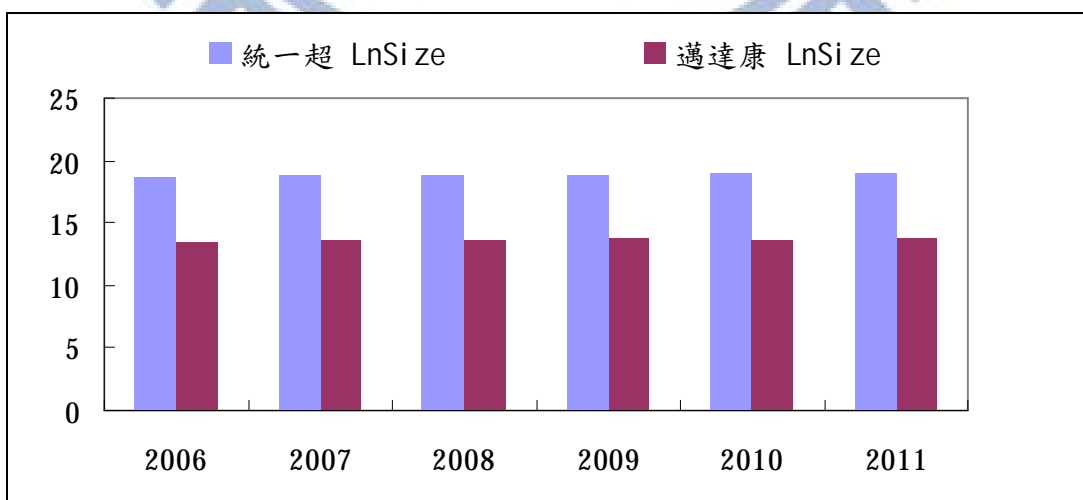
圖 4：企業單位經濟附加價值顯示大者恆大趨勢益發明顯



#### 4.1.2 企業規模

企業規模(S)全體公司之平均值為 15.97，最大值為 19.06(2011 年)，最小值為 13.45(2006 年)；本研究樣本大於平均值的規模數佔全體 78 筆資料其中的 36 筆，比例約 46.15%，顯示企業規模大小之間差異相當類似標準平均分配，而企業規模最大的遠百與統一超皆屬多功能休閒購物中心，應證之前所述台灣人民消費習慣的確隨時間演化至偏好便利購物的模式已經反映在企業規模的大小上(如圖 5)。

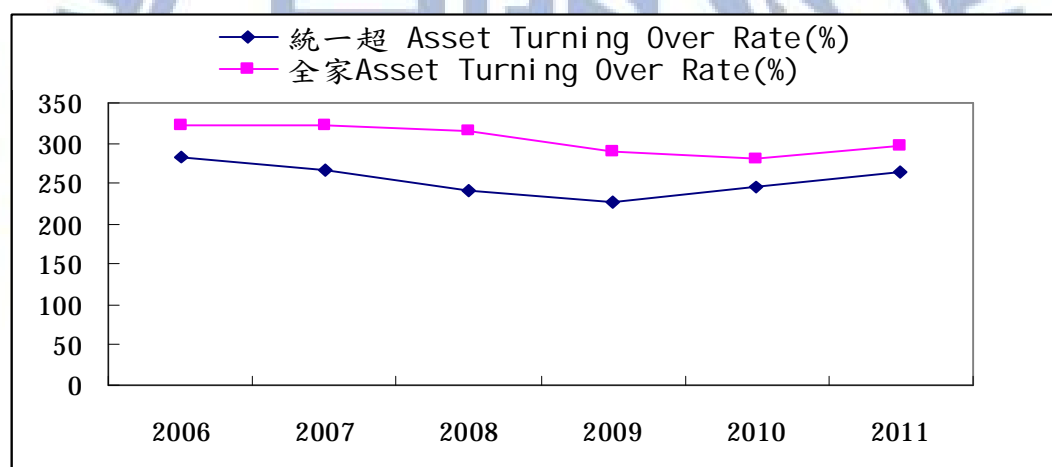
圖 5：企業規模隨時間演化至偏好便利購物的模式



### 4.1.3 資產週轉率

資產週轉率(AT)全體公司之平均值為 117.09，最大值為 321.94(2007 年)，最小值為 3.43(2011 年)，顯示零售通路業資產週轉率與經營據點多寡關係相當密切，大致呈現零售通路據點越多，則營業額持續穩健增長，持穩資產週轉率遠較其他同業來的高。例如 2011 年資產週轉率居前兩名的統一超商與全家便利商店，目前國內店數分達 4,849 家與 2,814 家，營業據點多數的優勢使得營業額持續增加，也讓資產週轉率分居前兩名，分別為 264%與 298%(如圖 6)。

圖 6：營業據點多數的優勢使得營業額持續增加



### 4.1.4 固定資本支出成長率：

固定資本支出成長率(CEG)全體公司之平均值為 1.95，最大值為 70.06(2011 年)，最小值為-29.05(2007 年)，顯示零售通路業固定資本支出成長率與該業態龍頭必須持續擴張支出維持市佔率領先優勢有關。例如 2011 年固定資本成長率居前兩名的邁達康與麗嬰房，分別為網路行銷高爾夫球器材領域以及國內嬰幼童服飾的龍頭公司，在該項產品上擁有最多品牌直銷或經銷通路據點，為了維持市佔

龍頭的地位，也必須持續增加資本支維持市展優勢，故也讓固定資本支出成長率分居前兩名，分別為 70.60%與 43.46%。

#### 4.1.5 銷貨淨額成長率：

銷貨淨額成長率(SG)全體公司之平均值為 2.53，最大值為 53.89(2008 年)，最小值為-36.70(2006 年)，由於零售通路業為偏重現金收付的業態，銷貨淨額成長率越高代表企業經營目標，例如發展新產品、推展顧客忠誠度計劃等經營績效的直接展現，當銷貨淨額持續強勁增長態勢，不論是來自銷貨數量增加或是售價的上升，都與企業競爭力持續增強有密不可分的關係。舉例 2011 年銷貨淨額增長率前兩名分為麗嬰房與統一超，其銷貨淨額成長率分達 14.60%與 11.38%，當年度股價即曾經分創下 48.05 元與 192 元的歷史高點。





表11: 重要變數之敘述統計與單變數均值檢定分析

		RW	S	SG	AT	CEG
所有樣本公司	Mean	14.21	15.97	2.53	117.09	1.95
	Median	12.21	15.9	3.8	111.27	-1.02
	Maximum	65.57	19.06	53.89	321.94	70.6
	Minimum	-14.44	13.45	-36.7	3.43	-29.05
	Std.Dev.	15.3	1.65	12.81	87.51	16.55
	Skewness	0.857	0.274	0.263	0.755	1.312
	Kurtosis	1.157	-1.165	3.399	-0.182	3.625
	Oberservations	78	78	78	78	78
平均值差異t檢定		T-statistics				
		8.206*	85.564***	1.745**	11.817*	1.043**

\*\*\*表示符合1%顯著水準，\*\*表示符合5%顯著水準，\*表示符合10%顯著水準

## 4.2 多元迴歸分析

本研究採用多元迴歸分析來探討財務績效指標與企業經濟附加價值(EVA)之關係，實證分析共計 78 筆資料，多元迴歸結果如表 12:

### 4.2.1 實證顯示企業規模對單位企業經濟附加價值呈現高度顯著正向關係

以企業規模(S)變數作為自變數，實證結果發現，企業規模(S)的相關係數高達 0.51，為顯著正向影響企業經濟附加價值。

### 4.2.2 實證顯示資產週轉率對單位企業經濟附加價值呈現中度顯著正向關係

以資產週轉率(AT)變數作為自變數，實證結果發現，資產週轉率(AT)的相關係數達 0.37，為顯著正向影響企業經濟附加價值。

### 4.2.3 實證顯示固定資本支出成長率對單位企業經濟附加價值呈現低度顯著正向關係

以固定資本支出週轉率變數作為自變數，實證結果發現，固定資本支出成長率(CEG)的相關係數達 0.002，為顯著正向企業經濟附加價值。

### 4.2.4 實證顯示銷貨淨額成長率對單位企業經濟附加價值呈現低度顯著正向關係

以銷貨淨額增長率變數作為自變數，實證結果發現，銷貨淨額增長率(SG)的相關係數達 0.144，為顯著正向影響企業經濟附加價值。

綜上，4 個財務績效指標皆顯著影響企業經濟附加價值(EVA)，其影響方向亦符合原先預期。單位經濟附加價值與財務績效指標自變數相關性幅度高低分別為企業規模大於，資產週轉率大於，營收成長率大於，固定資產週轉率。本研究推論零售通路業因已經進入大者恆大的經營模式，故維持市場佔有率為主要企業經營目標，而過去因大者恆大的態勢，使得佔有通路據點多的相對優勢可以持續透過營收成長，獲取更多現金流量繼續進行投資來維持市佔率，進而增加企業經濟附加價值。以多元迴歸實證得到自變數相關性高低來佐證也的確如此，相關性最高的企業規模越大代表通路據點最多，自然影響相關性中度的資產週轉率持續增長，而因以量制價的思維使得多數通路商採取薄利多銷模式，導致營收成長為低度相關，而也因大者恆大故小型零售通路商透過增加固定資本支出仍難在獲利尚有明顯起色，所以固定資本支出相關性最低。

表 12: 多元迴歸模型實證結果表

應變數: RW	
自變數	估計係數
S	0.51***
SG	0.144***
AT	0.373***
CEG	0.002***
N	78
Adj R-squared	0.632
F-statistic	34.102

\*\*\*表示符合1%顯著水準，\*\*表示符合5%顯著水準，\*表示符合10%顯著水準

## 五、結論與建議

本研究以投入資本單位化的淨營業利益扣除加權平均資金成本來衡量公司之經濟附加價值(EVA)，探討臺灣上市、櫃零售通路公司其績效衡量指標與企業經濟附加價值(EVA)之關係，研究期間為民國 95 年至民國 100 年共計 6 年，本研究有 13 家公司於研究期間上市櫃，其資料含蓋整個研究期間，而本研究採用多元迴歸模型(Multi-regression Analysis，即複迴歸)來建構實證模型。

本研究「財務績效指標」方面，採用 4 種綜合指標來衡量公司之財務績效，分別為企業規模、資產週轉率、固定資本支出成長率、銷貨淨額增長率對單位經濟附加價值的影響並加以探討，本研究之結論如下：

### (一) 企業規模

零售通路業市場中擁有強勢通路的零售業者通常掌握市佔率與商品價格主導權的相對優勢，故零售通路業的既有規模越大將注定未來更加呈現大者恆大的經濟規模優勢，也因價量皆為其主導而成為提高企業經濟附加價值(EVA)的關鍵因素。

### (二) 資產週轉率

由於零售通路業大者恆大的趨勢使然，維持市場佔有率的優勢為既有最大零售通路商的主要經營策略，在通路據點最多的優勢下，補貨的次數越多自然提高了資產週轉率，營運效率佳也提高了相關零售商的獲取單位經濟附加價值，進而提高了企業經濟附加價值(EVA)。

### (3) 固定資本支出成長率

企業增加固定資本支出應用在零售通路業是否能提高企業經濟附加價值的關鍵因素在於該企業是否已經擁有市佔優勢。目前零售通路業已經進入大者恆大的業態趨勢不變下，沒有市佔率優勢的廠家，即便擴大資本支出，也難以提升既有市佔率到經濟規模，故固定資本支出的成長或多或少可以增加企業經濟附加價

值(EVA)，但僅限於具有市佔率優勢的零售通路商。

#### (4) 銷貨淨額成長率

隨著零售通路商通路據點持續擴大，其銷貨淨額逐漸成長實屬必然，但因零售通路龍頭廠商，對於市佔率維持第一作為其主要經營績效考量，故常採取以量制價，或稱為採取薄利多銷的經營模式，使得營收成長率即便持續提升，對於增加單位經濟附加價值或多或少有幫助，但並未提供非常明顯的幫助。

過去衡量公司價值的方法有許多種，包含 EVA、Tobin's Q、P/B 或 Residual Earning 等方法，雖然切入的角度有所不同，但共同點都是希望企業藉由投資活動增加資本支出，進而提高營收，最後帶動獲利成長，達到企業價值成長最終目的。其中 Tobin's Q 偏重資本支出及結構相關因子的探討，P/B 或 Residual Earning 則偏重企業獲利成長率未來的估計，而本研究的 EVA，探討因子則同時來自投資活動與營業活動，希望能找出零售通路業近年為了搶市佔採取積極展店擴點策略，最後是否能真的增加企業單位經濟附加價值。

經實證結果發現，由於零售通路業不斷展店擴點，將導致加權平均資金成本很難降低，而僅大規模的零售通路業因具規模經濟優勢，可不斷藉由營收成長創造足夠投資的現金流量，甚至因規模大而擁有訂價權，進而可增加提高經濟附加價值的機會，由此可知近年來積極展店的零售通路業者，最終勝出者將為規模具競爭優勢的大型通路業者為主。

本研究的結論在實務上的應用以便利商店產業的演變最為顯著。在臺灣，平均走路 6 分鐘就有一家便利商店，總店數超過 9,000 家，密集度居世界第一，市場也隨之日趨飽和。事實上，打從 2007 年開始，便利商店的總體淨增加店數，便從一年數百家驟降至不到百家，在超商密度趨於飽和、無法再大幅展店的情境下，就行銷策略的角度而言，龍頭品牌的便利商店所面對的策略挑戰在於如何追求持續的成長，包括如何提高客單價與來客數，同時增加便利商店的「被使用率」。

為了追求持續的成長，龍頭便利商店不斷地翻新其行銷策略，不僅讓人們愈來愈習慣對它的依賴，目前便利商店演化為有位置可以坐下來小憩的上網熱點區／聊天區、咖啡店、早餐店、便當店／鮮食店、郵局、購票／取票中心、電信公司，乃至於離家最近的「量販店」。

藉由此種新型行銷策略，過去靠展店衡量以提高營業額及獲利的策略，已被衝高每家門市的單店營業額來帶動成長。龍頭便利商店因佔有通路據點多的相對優勢可以持續透過營收成長，獲取更多現金流量繼續進行投資來維持市佔率，進而增加企業經濟附加價值。

根據實務上的統計數字，以一家 30 坪的門市和 50 坪的門市相比，前者每月營業額平均約為 165 萬元，每坪每月的貢獻為 55,000 元；後者每月營業額大約 225 萬元，每坪每月的貢獻為 45,000 元，雖然前者的坪效比較好，但只要大店鋪多賺的錢足以支付擴充坪數所額外增加的成本，超過的部分便成為多出來的收入與獲利。因此，短期看來的確是犧牲了單坪坪效，但長期而言，卻可以提升總體獲利。再者，大店鋪所能提供的機能較多，商品種類也較多元，吸客能力相對較強，雖然投入成本較高，但長期來說，競爭力與集客力也是比較高的，對照本研究的結果，的確零售通路業大者恆大所能創造的未來經濟附加價值確有較小型規模的零售通路業更具優勢。

# 參考文獻

## 一、中文文獻

1. 黃德舜(1998),「企業財務分析-企業價值的創造與評估」,台北,華泰文化事業股份有限公司,pp.329。
2. 許英傑(1999),「流通經營管理」,台北,新陸書局。
3. 蔡爵穗(1999),「以附加經濟價值(EVA)評估中油之經營績效」,國立臺灣大學會計學研究所碩士論文。
4. 陳威廷(2000),「研究發展支出與市場價值關聯性之實證研究」,私立中國文化大學會計研究所。
5. 涂宏任(2000),「經濟附加價值解釋科技產業經營績效能力之研究」,國立中正大學企業管理研究所碩士論文。
6. 冉彩芳(2001),「航運業價值評估之研究」,海洋大學航運管理研究所碩士論文。洪紫芳(2001),「公司價值、研發與生產力的關係」,朝陽科技大學財務金融研究所碩士論文。
7. 沈佳玲(2002),「台灣電子業經濟附加價值之探討」,國立台北大學會計研究所碩士論文。
8. 張崇興(2003),「企業未來成長價值影響因子之研究 --- 台灣資訊電子產業之實證」,國立中山大學財務管理所碩士論文。
9. 潘世奇(2003),「影響企業價值波動之關鍵因素探討」,國立中山大學商學院財務管理學系碩士在職專班碩士論文。
10. 邱惠玲(2004),「不同生命週期下,企業經營績效與多角化策略之研究」,台灣科技大學財務金融研究所碩士論文。
11. 邱昱芳(2004),「企業未來成長價值影響因素之研究證」,國立中山大學財務管理所碩士論文。
12. 涂楷瑩(2006),「智慧資本投入對經營效率影響之研究—傳統產業之探討」,東吳大學會計研究所碩士論文。
13. 朱玲瑢(2007),「企業未來成長價值與創新策略的探討-以聯發科為例」,國立

中山大學財務管理研究所碩士論文。

14. 戴國良(2008)，「通路行銷與管理:實戰與本土案例」，第1章，頁10-20。
15. 陳炳宏(2009)，「資本支出、股權結構對公司績效影響—以鋼鐵產業為例」，國立中山大學經濟學研究所碩士論文。
16. 陳翊禾(2010)，「LED 未來成長價值之研究-以晶電為例」，國立中山大學財務管理研究所碩士論文。
17. 張士晏(2012)，「財務比率與董監持股比率的危機預警能力—以實施庫藏股危機公司為例」，中原大學國際經營與貿易研究所論文。

## 二、英文文獻

1. Aaker D.A.. (1984). Strategic Market Management, pp.70.
2. Alfred Marshall . (1890) . Principles of Economics, Macmillan Press, London.
3. Black Andrew, Wright Philip, Bachman, John E., Wright, Phillip.(1997).In Search of Shareholder Value, pp.1-349.
4. Christie A. (1989). Equity risk, the opportunity set, production cost and debt, Working paper, University of Rochester, Rochester, NY.
5. Chung K.H.,C. Charoenwong. (1991). Investment options, assets in place, and the risk of stocks, Financial Management, pp.21-33.
6. Demsetz H.,B. Villalonga. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance, Journal of Corporate Finance, pp.209-233.
7. Gressle M.. (1996). Hoe to Implement EVA and Make Share Prices Rise, Corporate CashfLow, Vol.17, pp.28-30.
8. Hamilton R. . (1777). An introduction to merchandize, Edinburgh:7.
9. J.J. McConnell, H. Sercaes. (1990). Equity ownership and corporate value, Journal of Financial Economics North-Holland, pp.595-612.
10. Kester W.C.. (1986). An option approach to corporate finance, Ch.5, Handbook of corporate finance, pp.3-35.
11. Knight James A.. (1998). Value Based Management: Developing A Systematic Approach to Creating Shareholder Value, New York, McGraw-Hill, pp. 169.
12. Myers, S.C.. (1977). Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics 5,pp.147-145.



13. Milunovich S. & Tsuei A., "EVA in The Computer Industry, Journal of Applied Corporate Finance," Vol.9 Spring, No1, pp. 104-115.
14. Mock R., Shleifer A., Vishny, R.W.. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. Journal of Financial Economics, pp.293-315.
15. McConnel, J.J., C. J. Muscarella. (1985). Corporate Capital Expenditure and the Market Value of the Firm, Journal of Financial Economics, pp.399-422.
16. Rappaport, Alfred. (1986). Creating Shareholder Value, New York, The Free Press, pp.56.97.98.
17. Stephen H. Penman, (2010), "Financial Statement Analysis and Security Valuation, 3," pp.1-754.
18. Solomons D. (1965). "Divisional Performance: Measurement and Control, Financial Executives Research Foundation, New York".
19. Stewart III G. B.. (1991). "The Quest for Value, Harper Business, New York".
20. Smith C.W., R.L. Watts. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies, Journal of Financial Economics, pp.263-292.
21. S. David Young, Stephen F. O'Byrne. (2000). EVA® and Value-Based Management, A Practical Guide to Implementation, New York, McGraw-Hill Companies, pp.74.308~319.
22. Tully Shawn. (1993). The real key to creating wealth., Fortune. 128, pp.38-50.
23. Woo C. V. , Willard G., (1983), Performance Representation in Business Policy Research: Discussion and Recommendation, Peter Presented at the 23rd Annual National Meetings of the Academy of Management, Dallas.
24. West, Thomas L., Jones Jeffery. (1992). "Hand Book of Business Valuation, New York, John Wiley & Sons Inc."
25. Young S. D. , F. Stephen. (2001). "EVA and Value-Based Management : A Practical Guide to implementation, New York, McGraw Hill Publishing".