

聚焦经营 v. s. 多角化

作者: Patrick Viguerie, Neil Harper

来源: 《麦肯锡高层管理论丛》 2002. 2

成功企业成熟茁壮后，如何透过多角化的经营扩展事业，并大幅增加公司股东报酬率？何时为恰当时机？

企业总裁可透过各种手段创造优异表现，其中管理企业营运范畴也许是最有可能为股东创造最大获利的方式。景气循环和造成企业营运盈亏的其它因素也许非企业主所能掌握，然而根据针对三五〇家史坦普五百大公司（S&P 500）所做的多变量回归分析，调查不同行业与企业中公司股东总获利之趋动力研究显示，在企业主有能力发挥影响力的活动中，调整公司营运组合的广度，对于企业本身所创造的股东获利，的确具有举足轻重的地位。

可是令人费解的是，人们对这个主题鲜少出现共识。没错，长久以来传统智能始终主张「一切讲求专注」。各种金融理论说得都没错，投资人将资金分配于各间企业的效率胜过企业将投资分散于各项事业，理论也认为优秀的计画通常都能够吸引政府与民间资本市场的资金。反之，市场认为多角经营企业问题层出不穷，因此总是毫不留情地调低此类企业的价值，市场观察到的问题包括公司交叉贴补获利前景乏人问津的计画、难以顺利运用企业整体财富安排各种事业体所需的管理激励措施等。

另外，每家企业总裁都晓得，无论自己经营的公司如何专注于特定事业，在企业发展的过程中，迟早必须透过多角经营方得促进公司再度成长，创造长期价值。当企业原有事业获利前景衰退时，即须于新领域进行投资以弥补损失。不仅如此，许多成功企业总裁凭着本身的经营常识补足学术研究成果之不足，他们根据自己的经验强调，投资人在进行投资时，心中暗自思量的往往不是个别计画，而是管理团队的经营策略。

麦肯锡的研究发现，在专注经营与多角发展间存在着一片特别肥沃的中间地带。尽管专注型企业通常会较多角化企业略胜一畴，但是在麦肯锡研究分类中列为适度多角化的企业，表现至少和专注型同业一样杰出，往往更胜一筹。简而言之，专注不见得是唯一的解决之道。此外，这些适度多角化的企业和管理经营范畴运用的是同样的方法——在企业周期的正确时刻采取这样的做法，能够因为实际上更高的成长与资本市场预期的高成长，创造更为优异的获利。

找到「好球区」

麦肯锡的研究发现，适度多角化经营即是纯粹专注型企业与广泛多角化企业之间的「好球区」。但问题是该怎么做？因为每间公司的最佳平衡点都不同，即使同一间公司也会因为营运周期的不同阶段而异。不仅如此，范畴经理人不应将适度多角化的经营方式视为一种稳定状态；

经理人必须持续不断维持两者间的平衡：有时必须紧缩企业专注焦点，有时则须透过企业建立、收购以及其它与多角化经营相关的型态，拓展企业触角。麦肯锡认为，经营目标应该是维持目前营运表现与未来成长潜力间的适当平衡，同时集中管理焦点亦能透过积极重整资产的方式满足市场的期待心理。

适度多角化经营确实具有正面效应。麦肯锡的分析样本为史坦普五百大公司中的四一一家企业，将其分类为专注型（即百分之六十七以上的营收来自同一项营运事业）、适度多角化（百分之六十七以上的营收来自两项营运事业），以及多角化（来自两项营运事业的营收低于百分之六十七）三类。虽然以百分之六十七来分类并非基于实证经验，但是麦肯锡深信即使将区隔百分点往上或往下调整十个点数，仍可获得相同的结果。分析时完全排除企业集团，因为已经有许多研究针对此类企业低于水准的表现加以探讨，毋庸赘言。完成样本定义后，将这些群组与其它两项常用的焦点评估方法相比较，证实麦肯锡的分析结果正确无误。麦肯锡亦将分析所采用的方法与修正后的 Herfindahl-Hirschman 指数相较，这种指数的计算方法是将企业本身定义的每项事业以及依据美国财务会计准则委员会（Financial Accounting Standards Board）规定申报之营业额百分比平方和，与每一企业申报之标准工业分类码（Standard Industrial Classification code）相比对，三种方法的比对结果都十分类似。因此，即使依据财务会计准则委员会所定义之分类规定所公开申报之营业额而进行大范围分析，也证实以股东总报酬率进行评定时，专注型企业的表现仍然优于多角化经营企业。

不过，后来麦肯锡更深入调整研究方法，以修正其它诸如美国财务会计准则委员会分类和标准工业分类码等标准方法出现的不一致情况。以 AT&T（美国电话电报公司）为例，其申报营业额全数来自消费与商业类，因此归类于适度多角化企业，但是除了主要的消费与商业电话营运外，AT&T 的事业还包括有线与宽频事业，以及最近设立的无线业务—根据这些事实，AT&T 应该属于「多角化」事业。于是麦肯锡采用较小的样本，组成公司系来自化学、计算机硬件、石油与天然气、制药、纸浆与造纸、电信服务业等二六七家企业，以此微调研究内容。经详阅分析报告并与专家研讨后，麦肯锡获得这些企业的详细信息，因此将每间公司的专注程度加以重新分类。经过上述修正后，麦肯锡发现十分微妙的现象：从 1990 到 2000 年间，无论上述三种范畴方法中的任何一种，专注型企业皆自豪其平均股东总报酬率高出同业平均值八个百分点—比起多角化类的四个百分点更为可观。但是适度多角化类却以每年百分之十三的年度超额报酬率拔得头筹。这样的结果和二十年期间的分析结果十分类似：三十七间适度多角化企业在十年期与二十期年中的表现都是一致的。的确，就三年移动平均期间来观察，百分之八十一的时候适度多角化企业的表现皆超越专注型和更为多角化经营的企业。除一九八五年以外，每年创造的股东总报酬率也都较高。

因此，麦肯锡获得以下结论：适度多角化经营模型有能力创造出与专注型企业模型同等的股东报酬率，甚至往往会有更为突出的表现。没错，一般人认定「专注较佳」的看法根本不正确，无论就企业周期的任何阶段而言，也都无法适用。

多角化经营以求卓越成长

适度多角化如何促进此种方法能够成功呢？答案之一是公司在经历营运周期的关键过度时期时，适度多角化比起专注型的经营方式，更能协助公司快速找到前进方向，也因此能够创造长久持续的成长。

举例来说，假设有间公司传统上向来均仅涉足单一产业，但是却必须在快速成熟、成长率不断衰退的产业中竞争。随着公司逐渐成熟，即须在营运策略上加以取舍，以最佳方式来利用公司传统营运事业的价值，如此方能将短期现金流动、固守顾客与延伸获利成长等维持在最佳状态。同时公司还必须想办法让投资人对其成长持续保持信心，建立永续发展的活跃型组织，吸引并留住人才，而且要让投资人与分析师对公司抱持高度兴趣。

公司想获致成功，必须运用既有优势进行适度的多角化经营，如此公司方得站稳脚步，开发新机会。此时公司多半会涉足相关产业进行多角化投资，但亦可能踏入全新领域，以公司原本有之能力为基础，朝向潜在的机会迈进。

以 Broadwing 公司为例，最初公司设立时只是一家地区性的电话公司，称为 Cincinnati Bell（辛辛纳提贝尔）。1980 年代，Broadwing 了解到身为一间受管制的独立企业实体，公司未来的成长可能会面临瓶颈。于是管理阶层在探索公司既有能力后，发现在与电话业务相关的系统与 service 上，例如出帐、顾客服务、电话行销等方面，公司具有发展优势。由于市场需求增加，使得这种由第三方提供服务的营业项目极具开发价值，Broadwing 遂设立崭新的事业部门，向其它企业提供电话中心与后勤服务。到 1990 年晚期，公司的电话中心服务已创造出较传统固网电话业务更高的营业额。1998 年，Broadwing 将其电话中心业务转投资为 Convergys 公司（营业额约为十亿美元），从宣布转投资到 2002 年初，为 Broadwing 与 Convergys 的股东创造了三十亿美元的价值。

当然，经营产业类型多元的企业和所有事业体几近全力合作的企业，只要以更集中的专注方式营运，便能增加其资本市场的价值，建立信心。举例而言，1990 年代中，Ivax 药厂在资本市场的表现不佳，再加上分析师的负面评价，迫使 Ivax 了解公司的确因为专注与多角化经营间的不平衡而受害，因为公司旗下多角化经营事业长期成长前景并不为投资人看好。1997 年和 98 年，Ivax 卖掉旗下的化妆品、静脉注射产品、特殊化学剂等事业。2000 年，Ivax 进行一连串国际并购行动，将公司转型为适度多角化企业，定位为品牌与一般药品的制造商。调整公司营运范畴的策略果然奏效：Ivax 的股价从 1998 年以来已暴涨三倍，其中一半以上的成长都是因为市场对公司长期成长乐观所致。

投资产业极度集中的公司亦能透过适度多角化而获利。以 Alltel 公司为例，这间公司和许多电信公司一样，都是在 1980 年代中开始推展无线业务。Alltel 公司发现科技与消费者需求的变革能为公司创造机会，于是进行一连串的并购行动，强化公司适度多角化经营的做法，并购的对象包括 360 Communications 通讯公司、Aliant Communications 通讯公司和 Liberty Cellular 行动电话公司。2001 年时，Alltel 无线业务的营业额为三十二亿美元，远远超过公司传统的有线电话业务。Alltel 的股价在过去五年中大约已上涨为原来的两倍，表示投资人相信公司长期的成长前景比以往更为突出。

仔细调查企业范畴

一间公司在开始积极涉入范畴管理（scope management）前，必须先考虑时机的问题。在新兴或成长型产业中发展的企业，必须将主要的管理时间与注意力投注于达成会影响股价的挑战性期望，因此必须专注于同一事业。

与此相对，成熟型产业的公司已经进入关键时期，此时适度的多角化经营将对公司有益。首先企业必须开诚布公地评断本身的能力——这是企业塑造与重塑其投资产业组合关键的第一步。经理人也必须清楚了解公司目前营运的专注程度——必须明白公司不同事业单位在总收入中所占的比例，并以此为了解依据。经理人亦须计算公司反映在资本市场中的相对预期长期成长率（即透过五年以上的长期市场预期来解释公司股价对同业股价的平均值）。等到这个部分的演练完成后，公司便可就目前重塑投资事业组合的机会，发展初步的假设。

依逻辑推论，几乎未触及多角化经营且长期成长期望值又不高的公司，应该会因为把成长型事业引进停滞不进的投资事业组合而获益。反过来说，若公司多角化营运程度高，但市场对公司缺乏信心，这些公司则会因为缩小投资事业类别而获益。即使市场对其怀抱极高成长期望的多角化企业也必须做好心理准备，有朝一日旗下事业亦可能会成熟到价值创造前景即将开始滑落的瓶颈——因此公司必须主动将这些事业出售，而非观望静待，直到价值开始滑落仍未行动。

麦肯锡研究发现，最成功的范畴经理人都有几项共通特质：他们的企业会持续积极地追踪本身目前与未来的内部能力，并将企业与外部变动情况相较——例如科技、法令与消费者行为改变等，可能会在相关产业中创造新机会，或者须要原本即已拥有的管理技能。这些经理人只要发现某些事业未来可能会失败的早期迹象，便会迅速将其出售。此外，这群人会比其它经理人更早便区隔出成功的新事业单位，主动且持续地变换事业组成单位。

尤其要透过连串主动而兼顾大局的资产交易，达成适当等级的经营专注性，这点相当重要。积极管理公司营运事业组合（购并活动最为频繁的前三分之一公司）的企业，长期下来创造的价值与相对较为消极的企业相较，高出百分之三十。不仅如此，对成熟的公司而言，购并与脱产等策略往往会有超越专注策略的表现。

麦肯锡研究的适度多角化企业还有另一项特点：这些公司愿意与表现优异的事业体分离，毫不眷恋。就算我们不称这种方法是彻底地有勇无谋，至少也和一般直觉的判断相反，但是麦肯锡视其为范畴经理人能够成功的一项标竿。就麦肯锡对于主动管理营运事业组合之成功企业的了解，经理人确实应该以抛弃传统，以更为主动的方式处理旗下的事业单位；分析从 1990 年代至 2000 年仍然存在之二百家大型企业（依市场资本认定）显示：1990 年代中，未完成两次以上超过一亿美元脱产动作的美国大型企业比例逼近六十个百分点。此外，四分之三的脱产皆是在降价销售、事业部倒闭时进行，或受到事业单位长期表现低靡的压力所致，甚至因为市场完全知悉事业单位过差的表现，在无法违逆投资人要求出售该事业的情况下所完成的。

公司迟迟不肯放手会招致极大损失，这不仅是因为出售失败事业时市场价值较低，也是由于为了支持营运滑落的事业而拖跨整个组织，还会消耗掉原本即已匮乏的管理时间这类机会成本。一般而言，不成功的企业才会长期紧守着表现不佳的事业，徒望事业营运终究将会好转，管理阶层在决策时还会如此为其辩护。与此相反，成功的范畴经理人只要一发现事业的主要优势遭遇瓶颈，便会义无反顾地将高营运绩效的事业出售或与其画分楚河汉界。如此一来，便能更早享受画清界线的好处——诸如管理焦点获得改善、管理激励计画目标明确、策略自由度更高。

金伯利-克拉克 (Kimberly-Clark) 就是一家适度多角化经营的企业, 不断调整投资事业组合, 发挥企业内部能力。金伯利-克拉克最初成立时仅有消费产品与新闻纸, 目前多角化经营的程度, 甚至足以运用公司于管理本身航空机群过程中所发展出来的能力, 建立与管理小型航空公司。

纵观 1990 年代, 金伯利-克拉克积极对旗下事业进行交易, 不断买进卖出, 同时把握转投资的机会。公司管理阶层关闭几个规模较小、表现较差的事业体, 因为这些单位对于旗下航空事业中西快速航空 (Midwest Express) 之改善与转投资, 贡献机会有限。金伯利-克拉克亦扩大公司的营运组合, 1997 年购入 Tecnol Medical Products 医疗器材公司, 1998 年则买下抛弃式天然乳胶 (latex) 手套制造商 Safeskin, 因此运用公司原有之技术, 投资规模虽小但成长快速健康保健事业。金伯利-克拉克主动对旗下事业进行交易, 这种积极做法显然对公司股东创造绝佳获益: 不断反复保持长期成长期望, 最高可达股价的百分之三十。

公司投资事业组合的广度究竟为何, 是企业领导人必须考量的关键要点, 但是到底什么才是管理企业范畴的最理想做法, 很难有固定不变的看法。尽管显然专注型管理通常的表现均十分优势, 但麦肯锡发现持续不断进行适度的多角化经营 (即确保成长潜力、目前表现与管理密集度之间能够维持适度平衡), 的确能帮助公司获得锦上添花的大幅成长与优异股东报酬率。