

國立臺灣大學管理學院會計系研究所

碩士論文

Graduate Institute of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

權益分割誘因與重大訊息宣告效果

Equity Carve-Outs Incentives and

Announcement Effects

葉志賢

Yeh, Chih-Hsien

指導教授：吳琮璠 博士

Advisor: Wu, Chung-Fern, Ph.D.

中華民國 101 年 6 月

June, 2012

國立臺灣大學碩士學位論文

口試委員會審定書

權益分割誘因與重大訊息宣告效果

Equity Carve-Outs Incentives and

Announcement Effects

本論文係葉志賢君 (R99722035) 在國立臺灣大學會計學系、所完成之碩士學位論文，於民國 101 年 06 月 07 日承下列考試委員審查通過及口試及格，特此證明

口試委員：

吳志賢

(簽名)

(指導教授)

許弘

吳志賢

系主任、所長

李世龍

(簽名)

## 誌謝

本論文之完成，首先要感謝指導教授吳琮璠老師。老師從論文題目的選定、至研究方法及內容之潤飾，給了我無數的幫助。在這一年論文撰寫的過程中，除了研究進度以外，像媽媽一樣不斷地耳提面命，關心我們的生活，使我在論文撰寫過程中沒有壓力而且備感溫馨。此外亦要感謝口試委員許文馨老師與王怡心老師，在口試過程中提供建議，使本論文能夠更加完整。另外要感謝同門的怡君與馨民，一路上的互相打氣及協助，也要感謝同門的俊廷、東廷學長及必琪學姐，提點了論文撰寫及口試的技巧。

在台大會研所的兩年期間，先要感謝 r98 的諸位學長姐的熱情與親切，使我能快速地融入會研所的生活中。柏宏、博淵、俊宏及期全學長在課業與生活的關心與協助；東佑、皇丞、向捷、仕堯學長給予美好的 113 時光；詩惠、虹菱、妍伶、雨珊、冠羽、詩詠諸位學姐的照顧。而 r99 的同學們更使我在會研所的時光更為多采多姿。最要感謝的是欣霈，在我最低潮的時候總是不畏風雨地陪我喝酒聊天，給了我許多關懷與照顧、也提供了不少未來的方向與建議；昱良在無數次的活動中對我力挺到底，也能在課業及論文中彼此討論互相精進，從他身上著實獲益良多；與益如、妙如及如芳一起參與日日夜夜的會研所聚會，在你們面前能放鬆地做自己，分享當下的心情，聆聽日常生活的瑣碎小事也不厭倦；與嵐芯、旻君一起失控地準備會計師考試，到了固定時間總是一大群人前往台科大覓食；而怡方、怡君是最棒的企評夥伴，想到那些日子瘋狂地準備吳媽媽的報告，現在嘴角仍然掛著微笑。高管報告時加入了沛誼，細心地關照了大大小小的事情以及情緒，也是我們聚餐時義不容辭挺身而出的好揪團成員；此外還有緯新、德元、培豪，雖然你們常常陪女朋友而不參加聚會；禹竹、佳玲、思璇、雅雯的溫馨送禮團，會研所的生活如果沒有你們，一定會變得乏味無趣。

此外也要感謝生命中其他重要的人，世奕從大學到研究所是一路成長的好夥伴、韋翰時常在我研究所時光中，每次快崩潰的時當我的心靈導師、仁瑋與德安在外宿的生活中給予的照顧，帶領我見識不同的世界。最後我要感謝我的家人們，給予我最無私的愛與照顧，包容我任性的行為，支持我完成碩士學位。

葉志賢

僅誌於台大會研所

2012.07.16

## 摘要

本研究探討公司進行權益分割後，產生之宣告效果，並探討公司進行權益分割背後之誘因。本研究以 2002 年至 2011 年於公開資訊觀測站中，以重大訊息公告進行權益分割之公司共 69 筆公告為樣本，以事件研究法計算宣告之異常報酬。本研究擬定六項誘因，評估產生異常報酬之主要誘因為何。六項誘因包括產業特性、產業聚焦、稅制優惠、出售股權、初次上市、資本支出。此外本研究亦分析盈餘管理程度對異常報酬率之影響。

本研究之實證結果顯示，對短期的投資人而言，若公司進行權益分割之又因為產業特性、稅制優惠、及出售股權時，市場的多為負面反應。而對長期來說，分割誘因為出售股權、資本支出時，則給予正向的反應。但若誘因為初次上市及盈餘管理實，則給予負向之反應。另外本研究將電子業及非電子業分別進行長期異常報酬分析，發現非電子業對於稅制優惠、初次上市、及資本支出三種誘因有正向影響，但若分割誘因屬於產業聚焦則有負向影響。本研究並發現進行權益分割之電子業公司其盈餘管理程度較非電子業高。

關鍵字：分割、權益分割、事件研究法、宣告效果、盈餘管理

## Abstract

The study investigates the association between announcement effects and incentives of equity carve-outs. The sample includes 69 equity carve-outs material information announcements published on Market Observation Post System from 2002 to 2011. The study analyzes the impacts of short-term and long-term abnormal returns on incentives and also evaluates the incentives attributed to abnormal returns. The study identifies six types of equity carve-outs incentives including industry characteristic, industrial focus, tax deduction, share sales, initial public offering, and capital expenditures. Moreover the study also analyzes the impacts of degree of earnings managements on abnormal returns.

The study finds that industrial characteristic, tax deduction and share sales attribute to short-term abnormal returns. The aforementioned incentives have negative effects on short-term abnormal returns. On the other hand, share sales and capital expenditures have positive effects on the long-term abnormal returns. The rest incentives- initial public offering and earnings managements would have negative effects on the long-term abnormal returns to the companies.

Lastly, the study discusses samples separately depending on industrial characteristic electronic and non-electronic industry. The study finds that tax deduction, initial public offering and capital expenditure have positive effect in non-electronic industry, and industrial focus with negative effect. The study also finds that the degree of earnings managements in electronic industry is higher than non-electronic industry.

**Keywords** : Divestiture, Equity carve-outs, Event study, Announcement effect, Earnings management

# 目錄

口試委員會審定書 .....	I
誌謝 .....	I
中文摘要 .....	II
英文摘要 .....	III
圖目錄 .....	V
表目錄 .....	VI
<b>第一章 緒論 .....</b>	<b>1</b>
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	4
第三節 研究架構.....	5
<b>第二章 文獻探討 .....</b>	<b>6</b>
第一節 分割策略之文獻探討.....	6
第二節 權益分割誘因與假說發展.....	9
第三節 分割之法律規定.....	15
第四節 分割之會計處理.....	26
<b>第三章 研究方法 .....</b>	<b>31</b>
第一節 研究假說.....	31
第二節 變數定義.....	36
第三節 多元迴歸實證模型.....	46
第四節 研究樣本與資料來源.....	48
<b>第四章 實證結果與分析 .....</b>	<b>50</b>
第一節 單變量分析.....	50
第二節 相關分析.....	58
第三節 多元迴歸分析.....	60
<b>第五章 結論與建議 .....</b>	<b>71</b>
第一節 研究結論.....	71
第二節 研究限制.....	74
第三節 研究建議.....	75
<b>參考文獻 .....</b>	<b>76</b>

## 圖目錄

圖 2-1 資產出售流程圖 .....	6
圖 2-2 公司分割流程圖 .....	7
圖 2-3 權益分割流程圖 .....	8
圖 2-4 分割會計入帳金額判斷流程 .....	28
圖 2-5 A公司分割流程圖 .....	29



## 表目錄

表 2-1 公司分割與權益分割之比較 .....	9
表 2-2 公司分割及權益分割簡易上市之比較 .....	19
表 2-3 分割稅制優惠整理 .....	25
表 2-4 A公司分割前資產負債表 .....	29
表 2-5 A公司及B公司分割後資產負債表 .....	30
表 3-1 控制變數與測試變數定義 .....	45
表 3-2 樣本之產業分佈 .....	49
表 4-1 短期長期異常報酬之敘述性統計 .....	51
表 4-2 產業特性之異常報酬率比較 .....	52
表 4-3 產業聚焦之異常報酬率比較 .....	53
表 4-4 稅制優惠之異常報酬率比較 .....	54
表 4-5 股權出售之異常報酬率比較 .....	54
表 4-6 初次上市之異常報酬率比較 .....	55
表 4-7 資本支出之異常報酬率比較 .....	56
表 4-8 誘因與異常報酬之關聯性彙總表 .....	57
表 4-9 皮爾森相關係數(Pearson Correlation) .....	59
表 4-10 自變數之敘述性統計量 .....	60
表 4-11 短期異常報酬之多元迴歸分析 .....	62
表 4-12 長期異常報酬多元迴歸分析 .....	63
表 4-13 產業別之裁決性應計項目比較 .....	65
表 4-14 電子業長期異常報酬多元迴歸分析 .....	66
表 4-15 非電子業長期異常報酬多元迴歸分析 .....	67
表 4-16 刪除部分樣本後短期異常報酬之多元迴歸分析 .....	69
表 4-17 刪除部分樣本後長期異常報酬之多元迴歸分析 .....	70
表 5-1 影響權益分割公司股價異常報酬之因素 .....	71



# 第一章 緒論

## 第一節 研究背景與動機

管理階層為了達到公司價值最大化之目的，對企業內部進行組織重整而言，分割能夠將組織進行重組，達成使公司價值最大的目的。在公司甫創立時，公司會藉由收購其他公司將其合併來達成綜效(synergy)，無論是水平整合或垂直整合，目的皆是使公司逐漸成長。但公司進行組織重整之手段非僅限於收購或購買之「擴張」手段。另外一種組織重整之方法是採取「緊縮」行動，其行動包括了清算及分割(divestiture)。分割是企業將公司部份之資產出售或交換。企業能將部分資產進行分割，被分割的資產對於經營者而言可能與企業之核心業務無關，或是對於潛在的收購者有更大的利益，企業亦可直接將該資產分割出去獨立成立一家新公司。

企業進行分割行為若無特定之目的，分割後之現金流量應該等於分割前之狀態。公司之價值在效率市場假說(efficiency market hypothesis) 下，應該反映所有之資訊。Hite 及 Ower(1983)對 1963~81 年間 123 個分割案例的實證結果顯示，在公司宣告分割案件前一天有 2.3%的異常報酬(abnormal return)，而事件日當天有 1%的異常報酬，從前 50 日到分割完成日有 7%的累積異常報酬。顯示分割的宣告具有短期的正向報酬。Schipper(1983)認為企業將部分營運分割之後，向公眾及市場所揭露之分割部分營運相關資訊，在過去僅為內部之資訊，市場並無法得知並給予正確之評價，而有資訊不對稱之情形。若企業分割宣告有特定之目的或效果，能將公司內部資訊傳達給外界，投資人能夠利用分割宣告，更深入了解該企業及分割部門詳細的營運狀況，使其評價結果更接近公司之價值，因此分割宣告具有其資訊內涵(information content)。

我國在企業併購法實施前，企業多以資產出售或交換等方式，達到財產分割目的，而我國在 2002 年 2 月 6 日公布實施企業併購法實施之後，企業能將公司的部門或部分資產負債，以分割的方式獨立於公司之營運，或是出售予其他企業。使企業在產業佈局及策略規劃上能更有彈性。而我國 2002 年修改土地稅法及平均地權條例，將土地增值稅減半徵收，後續更減低至 40%、30%、20%。修正後有許多擁有龐大資產之公司將土地及不動產相關業務分割成立資產管理公司，藉著分割計有土地與分割公司，享受土地增值稅減半之優惠，而將土地增值稅準備減半計存，轉入資本公積。2009 年的華碩和碩分割案，主管機關將分割公司得以簡易上市之規定，從一年延長至三年。因該條款的修正，增加許多上市公司將旗下具有成長機會之公司，以權益分割方式吸引外部資金。

我國企業進行企業分割尚有其他原因，如 2002 年宏碁分割緯創、2007 及 2009 年華碩二次分割和碩，把旗下筆記型電腦的品牌跟代工業務切割，使公司聚焦於產業的發展。台積電認為半導體的發展再過六到八年就會到達極限，而將太陽能及發光二極體(LED)業務切割獨立成為新公司，追求多角化的橫向發展。生技業因為產業特性的關係，投資回收期較長，風險亦高，機構經理人亦偏好專案投資而非股權投資。國內如中天生技，將癌症與病毒感染新藥相關業務分割移轉至新成立的泉盛生技。而亦有公司將虧損部門分割，僅留下獲利之部門。如佳世達將虧損之品牌業務切割、擎泰科技將虧損之多媒體晶片部門分割成為擎展公司。

企業分割使企業自行決定切割之資產與負債，透過交易安排或盈餘管理，能在短期之內使分割公司有帳上顯示較高之資產價值及收入，如母公司將開發中之無形資產切割予分割公司後，立刻處分半數以上之股權，使該分割公司不用納入母公司之合併報表中。後續再向分割公司購回或租回該項無形資產，藉著交易安排於資產負債表中認列無形資產，避開無形資產認列之條件。

國內對於公司之分割行為主要研究，多數集中在於品牌與代工分割之個案研

討(呂堃璋, 2008)。包括宏碁(莊政達, 2007)、華碩(伍建興, 2010; 高誌鴻, 2011)與明基(張晏精, 2008)之分割案。而在實證研究方面, 洪連盛(2005)將分割公司分為不動產型分割及業務行分割, 發現享有土地增值稅減半優惠之不動產型公司有較高之短期異常報酬。康美雪(2009)則對進行公司分割之公司進行研究, 但由於樣本數較少, 其短期異常報酬較低且不具統計之顯著性, 該研究認為企業分割之效益未有顯著效果之原因在於國內引進分割制度不如國外運作已久、市場對於分割之認知度尚未成熟。此外國外分割後之事業單位可以立刻掛牌交易, 但國內分割後之子公司仍需一年才得掛牌上市, 使其分割效益無法及時交易。

而近期之研究多於我國進行權益分割後是否具有長期效果。林卦緣(2006)之研究結果發現我國權益分割案例中, 當母子公司關係愈強時, 則市場對於此分割行為抱持負面之看法, 因此股價會有不利之影響。王鈺貞(2011)之研究發現我國進行權益分割之公司, 其分割後之股東權益報酬率(ROE)並未優於分割前。劉福運(2011)則以 Tobin's q 比率來分析, 發現分割後之 Tobin's q 比率為負值, 顯示我國市場對於公司進行權益分割之行為仍有疑慮。

本研究以我國於公開資訊觀測站中公告分割之公司為樣本, 公告中共有 12 筆公司分割及 69 筆權益分割之公告, 但由於公司分割之樣本數較少, 且其交易型態與權益分割具有差異, 為了避免影響實證結果, 因此本研究僅對權益分割進行實證分析。而本研究之研究貢獻為將企業進行權益分割之誘因, 以 Vijh(2002)之架構下, 延伸並結合了國內土地增值稅減半及簡易上市之規定, 將企業進行權益分割之誘因分為產業特性、產業聚焦、稅制優惠、初次上市、出售股權及資本支出六項誘因, 並對於不同誘因下, 以較完整之架構對短期及長期異常報酬進行分析。此外本研究以裁決性應計基礎衡量企業進行權益分割是否會進行盈餘管理之行為, 並針對電子業與非電子業分別進行分析。

## 第二節 研究目的

本研究主要探討企業進行權益分割之宣告效果及誘因之關聯性。企業進行權益分割宣告時會產生正向異常報酬，而 Vijh(1999)之結果發現公司雖然會產生宣告短期盈餘，但長期之異常報酬為負值。而本研究以 Vijh(2002)之架構，以資訊不對稱假說(information asymmetry hypothesis)及分割利得假說(divestiture gain hypothesis)為基礎，分析臺灣上市櫃公司進行權益分割時，不同誘因對於異常報酬之關聯性。藉此了解投資人在面對公司之分割宣告時，對於不同誘因是否有正向或負向之反應。本研究之主要目的為以下幾點：

- 一、 分析企業於權益分割宣告後，短期與長期異常報酬之變化。
- 二、 在不同誘因下，權益分割產生之異常報酬是否有顯著差異。
- 三、 企業所屬產業別不同，是否影響權益分割宣告之效果。
- 四、 以盈餘管理變數衡量進行權益分割所產生之異常報酬是否有所影響。

### 第三節 研究架構

本研究架構共分五章，各章內容大綱如下：

#### 第一章 緒論

簡述本研究之背景及動機，並說明研究目的及介紹研究架構。

#### 第二章 文獻探討

彙整與本研究相關之文獻，包含分割種類之區分、進行權益分割之誘因、我國分割法制及會計處理之規定。

#### 第三章 研究方法

首先依據前述之研究動機、目的與過去相關文獻建立研究假說，其次說明研究之變數定義與衡量，並說明研究方法，最後則簡述本研究之資料來源、期間及樣本篩選過程。

#### 第四章 實證結果

首先對樣本資料中各變數進行單變量分析與相關分析，接著檢驗實證結果是否與研究假說一致，並對各項結果提出解釋，以助於瞭解企業進行權益分割之宣告效果及誘因影響

#### 第五章 結論

對於本研究之假說與實證分析結果提出最後結論，並說明本研究之限制，及對後續研究之方向提出建議。

## 第二章 文獻探討

本章共分三節，第一節說明分割策略之文獻探討。第二節說明權益分割誘因之文獻探討。第三節說明我國對於分割行為之法律規定。第四節說明分割之會計處理。

### 第一節 分割策略之文獻探討

分割有以下三種主要策略(Slovin, Sushka, & Ferraro, 1995)：資產出售(sell-off)、公司分割(spin-off)、以及權益分割(equity carve-outs)。以下針對三種策略之交易形式分別進行介紹：

#### 一、資產出售

資產出售是將企業之財產，以現金或證券的方式為對價，與第三人進行交易。此財產包括一個資產或是產品、一個事業個體、或是一個部門或子公司(Landers, 2004)。資產出售之對價通常為現金或股票，但以資產交換之方式亦算資產出售型態之一。企業藉由資產出售的交易獲得現金，該交易若使企業獲得利益，該筆利益應予課稅(Cumming & Mallie, 1999)。Hite、Owers 與 Rogers (1987)認為進行資產出售宣告之公司，能藉著移轉閒置資源，使出售資產之公司效率有所提升，因此資產出售宣告會產生正向異常報酬。

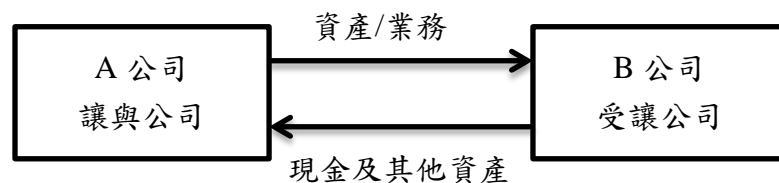


圖 2-1 資產出售流程圖

## 二、 公司分割

公司分割又稱為兄弟型分割，母公司將部分資產或營業分拆，獨立成為另外一家獨立且具有法人格之個體，並由母公司決定分拆之比例，並以減資方式使原有股東依照分拆比例取得所有權，同時成為分拆後兩家公司之股東。公司分割雖然不能產生現金流量，但是此交易型態免稅。Schipper(1983)認為企業進行公司分割可能有以下誘因：產業聚焦之提升、消除負面綜效、由債權人處移轉財富給股東、稅的規範及利益。

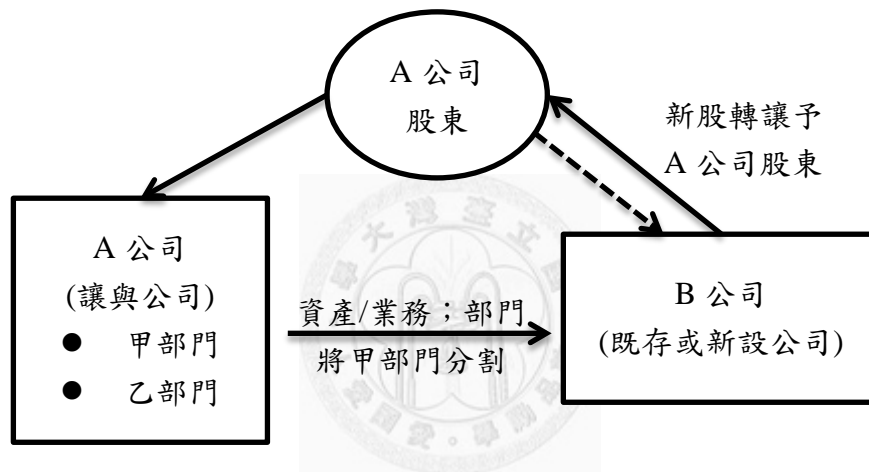


圖 2-2 公司分割流程圖

## 三、 權益分割

權益分割又稱為母子型分割。Schipper(1986)定義為公司將其子公司部份股票進行公開發行(initial public offerings, IPO)，子公司能在公開市場上發行權益證券來得到外部的資金。由於母公司通常仍對子公司之有控制權，子公司僅得到少部分的自主權。母公司也能藉由處分被分割公司之股權認列利益、或是讓被分割公司增發新股來引進新的資金，能夠藉著合資或是策略聯盟的方式，為公司帶來綜效。

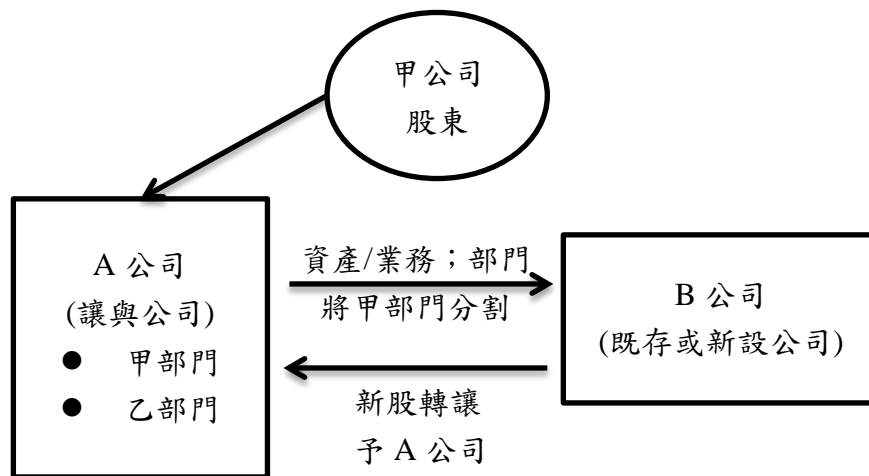


圖 2-3 權益分割流程圖

公司分割與權益分割有三個主要的差異點：

1. 公司分割中，子公司所發行之股票以減資之方式退還給原股東；而權益分割中，子公司所發行之股票為母公司所持有。
2. 公司分割發行之股票並不能為母公司創造現金流量；而透過權益分割母公司能藉由處分分割公司之股份或將子公司股票初次上市取得資金。
3. 權益分割公司若要將其子公司股票上市，則必須支付更多的揭露成本，以符合證券主管機關的要求。

我國企業併購法第四條第六款將分割明確定義如下：「分割：指公司依本法或其他法律規定將其得獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，作為既存公司或新設公司發行新股予該公司或該公司股東對價之行為。」從此定義可區分我國對於分割之法律規定，依照新股發行對象之不同而有區別，若為將新股發予該公司則為公司分割之型態；發予該公司之股東則為權益分割之型態。下表為公司分割及權益分割之比較：



表 2-1 公司分割與權益分割之比較

分割型態	公司分割(兄弟分割)	權益分割(母子分割)
定義	將營運部門分割讓與新設或既存公司，作為公司股東取得新設或既存公司之對價。	將營運部門分割讓與新設或既存公司，作為公司取得新設或既存公司之對價。
對價	股份	股份
公司稅負所得稅	免徵	須課徵
股東所得稅	股利所得	無

## 第二節 權益分割誘因與假說發展

### 一、權益分割之誘因研究

Schipper 與 Smith(1986)將權益分割及公司的現金增資的宣告效果進行實證研究，權益分割於宣告期間有 1.8%的異常報酬。當分割以權益分割方式作為組織重組之方法，使現有股財富增加，因此具有財富效果(wealth effect)。Schipper 與 Smith(1986)分析企業進行權益分割之誘因，主要有以下三個：

#### (一)、 分割公司得到額外的資金來源支應未來之成長機會

當分割公司的股票公開發行後，其所募集而來之資金被視為僅供分割公司之投資計畫使用。但若被分割公司(母公司)已經支應了分割公司所需之資金，則購買分割公司所發行之股票可以被視作與母公司合資。當投資人購買分割公司之股份後，投資人更能了解其所購買之權益，其對應為分割部份資產之價值。相較於直接購買未分割前之母公司股票，若直接購買分割公司之股份能降低投資人與管理階層間之資訊不對稱。Nanda(1991)認為進行權益分割之公司，是將公司所分

割之部門，視作一個新的投資計畫。此新計畫能夠為公司創造正的淨現值，但公司無法以內部資金支應，因此需要藉由增發新股(SEO)或是權益分割的方式來向外籌措資金。

## (二)、 分割公司揭露更多資訊

當企業欲以分割之型式募集資金時，被分割公司必須按照公司法及企業併購法之規定準備分割說明書，而分割公司若欲藉由出售股份之方式募集資金時，亦須依照證券交易法準備公開說明書，揭露相關之資訊，因此分割型為可以提升資訊之揭露之程度降低不確定性。

Chen 與 Zhang(2007)以實質選擇權方式建構理論模型，將公司價值與各部門的會計資訊相連結。由於公司整體之價值與各部門總和之評價結果不同，使得公司的市場價值產生了扭曲的報導。若公司整體之價值被低估，則公司有誘因將部門分割出去，將原先以部門別形式報導之財務資訊，改由外部獨立報導的方式使市場對公司重新評價，藉此增加報導品質並讓錯誤評價被更正。

## (三)、 分割公司能進行資產重組，並提供管理階層更合理之獎酬方案

許多進行權益分割之目的是為了對集團內部執行重組計畫，集團內之部門在重組過後，透過權益分割之方式成為子公司，而具有不同專長之管理階層能直接對分割部份負責，使得管理階層之績效能以較為單純的基礎評估。除此之外，亦能藉由員工紅利計畫，使分割公司之管理階層及員工獲得分割公司之股份，當分割公司表現好時，自然會反應在分割公司之股價上，對管理階層及員工皆能有激勵之效果。

## 二、 權益分割之假說

在 Schipper 與 Smith(1986)後，對權益分割之誘因後續發展出許多不同假說，

Vijh (2002)將不同之誘因分為資訊不對稱假說(information asymmetry hypothesis)及分割利得假說(divestiture gain hypothesis)：

(一)、 資訊不對稱假說(information asymmetry hypothesis)

Myers 與 Majluf(1984)認為公司內部人和外在投資人在公司資產與投資機會之間存在資訊不對稱，由於投資人不瞭解公司的實際營運情形及投資機會，因此只會依照對公司的期望價值去進行投資決策。依照融資順位理論(pecking order theory)，公司若採用發行證券的外部融資方式來募集資金時，反而會使公司的價值下降，因此公司若發行股票對市場而言屬於壞消息。

Nanda(1991)延伸 Myers 與 Majluf(1984)的研究，發展出資訊不對稱假說，認為在宣告期間產生正向異常報酬的原因，來自於母公司價值被低估。當母公司價值被低估且子公司價值被高估時，公司以權益分割方式，向市場發出訊號，將價值被高估的子公司分割，使子公司發行股票將其價值降低。母公司則出售子公司持股以內部融資方式獲得資金，如此可使企業之資訊不對稱程度降低，市場重新給予公司評價。Gilson、Healy、Noe 與 Palepu(2001)比較公司分割、權益分割、以及追蹤股(targeted stock)之公司，發現企業執行分割策略後，與子公司相關產業的專業分析師，會提升對子公司的關注程度，而且對於母公司及子公司的分析正確度增加 30%~50%。但 Slovin 等人(1995)及 Vijh(2002)的研究結果並不支持資訊不對稱假說。

(二)、 分割利得假說(divestiture gain hypothesis)

由於發行新股宣告產生之負向報酬，通常能被資訊不對稱假說所解釋。但權益分割所產生的正向報酬背後的原因卻有非常多種。Schipper 與 Smith(1986)提出了一組分割利得假說之誘因，包括提供子公司投資計劃所需之融資來源、與子公司管理階層訂定更有效率之薪酬契約、使公司聚焦於特定產業。Vijh (2002)延

伸 Schipper 與 Smith(1986)之分割利得假說，並與資訊不對稱假說同時比較。實證結果並不支持資訊不對稱假說。並進一步驗證權益分割公司之分割宣告有正向反應，其誘因為分割與本業無關之部門、提供新投資計劃之資金、以及減少公司經營的複雜度。

### 1. 管理誘因假說(managerial incentive hypothesis)

公司為激勵管理當局，常會訂定紅利獎酬計畫，以降低代理成本。若以公司盈餘作為基礎，能管理階層會為了追求本身利益的極大化，對公司的營運更盡力。在進行分割之前，經理人並無持有子公司之股份。Schipper 與 Smith(1986)、Aron (1991)認為如果分割公司屬於高成長性質，以股份基礎給付之方式直接給予經理人與公司價值高度相關之股票，提供予經理人一個更具吸引力及激勵效果的獎酬契約。Allen (1998)對 Thermo Electron 公司的權益分割個案研究也支持此項假說。

### 2. 重新聚焦策略假說(refocusing strategy hypothesis)

管理者的管理技能只適合於特定的核心產業，若將非核心業務進行分割後，能消除公司的負面綜效。進行權益分割能消除代理成本，增加產業的競爭能力，因此市場會給予正向宣告反應(Comment & Jarrell, 1995)。Daley、Mehrotra 與 Sivakumar(1997)實證結果發現當進行公司分割之母公司及子公司屬於不同產業，其分割時之宣告報酬與分割後之營運績效會較高。Hulburt、Miles 與 Woolridge (2002)延續此研究，在分割宣告時之報酬與同產業之競爭對手相比，母公司有正向異常報酬而競爭對手有負向報酬。

### 3. 投資與融資策略假說(the financing and investment strategy hypothesis)

Allen 與 McConnell(1998)假設建立王國(empire-building)的管理者遇到資金

限制時，才會進行分割策略。而 Allen 與 McConnell(1998)及 Pettit (2004)研究發現當進行權益分割前，母公司大多績效表現較差、成長較緩、且負債比率高。因此進行權益分割後，出售子公司持股或子公司發行新股所獲得之現金，可藉此來償還公司原有之債務、支應分割公司的投資計畫。Lang、Poulsen 與 Stulz(1995)認為公司利用分割所取得之資金償還債務，能降低資訊不對稱及管理階層的裁決性支出。除此之外 Jongbloed (1994)與 Vijn (2002)發現母公司會將權益分割初次上市得到之資金，以特別股利的方式發還給母公司。母公司之管理階層會將此資金作為債務之減除或投資計畫之基金，紓減母公司的資金限制。

而企業籌措資金來源時，亦有可能透過資產出售之方式獲得資金。但多數企業會選擇權益分割之方式，將高成長或高獲利的子公司分割(Michaely & Shaw, 1995; Eric A. Powers, 2001)。藉由權益分割所產生之現金流量，使子公司在投資及融資決策上更有效率。但進行公司分割之公司會藉著將部分的負債轉移到分割公司，以降低母公司之負債比率。

權益分割之公司相較於公司分割有較低之風險及負債，在未來之營運與股價績效表現亦比進行公司分割之公司好，且更具獲利能力，因此較容易吸引新股東之注意(Michaely & Shaw, 1995)。管理階層與分析師也認為，權益分割方式能在評估公司的投資決策時，更能瞭解企業長期的成長趨勢(Vijn, 2002)。相對來說，公司分割是以股票股利形式減資退還給原股東，對公司並未帶來任何的資金流入。因此公司若要做投資及融資決策時，較難藉由公司分割及資產出售來達成公司之目標。

### (三)、 其他進行權益分割之誘因

#### 1. 稅制優惠

稅之議題為公司考量採行何種分割方式主要因素之一(Schipper & Smith,

1983), 在美國大部分的免稅交易架構必須基於 IRS 第 355 號規定, 必須持有 80% 的股權才能夠享有免稅優惠(Maydew, Schipper, & Vincent, 1999)。如果採用權益分割方式, 母公司必須依照再次發行的股份計算資本利得稅, 但若母公司採用權益分割, 須保有 80% 以上的所有權, 始可享有免稅的優惠。公司如果後續處分子公司股權, 使持股比例低於 80%, 則仍須追繳資本利得稅。此外在母子公司所得稅合併申報制度下, 母公司亦能享有虧損扣抵的優惠。因此無論是何種分割制度都能夠建立免稅之交易架構。

## 2. 保留所有權

Schipper 與 Smith(1986)認為公司進行權益分割後所產生之少數股權, 有助於公司之治理與控制。如果公司認為分割能產生綜效或是為了管理者私人利益, 則公司會選擇進權益分割而不是公司分割(Jongbloed, 1994)。若採取公司分割, 在美國必須分割超過 80% 之股權才能享有免稅交易利益, 因此母公司為了要保有控制權及規避稅負, 多半不採取公司分割之方式。當公司保留控制權時, 能幫助公司面對未來經營策略之不確定性時(如併購或重組), 有更多的選擇(Schipper & Smith, 1986)。

就策略面而言, 在權益分割後的第二階段(two-stage), 進行後續之交易安排, 如出售子公司股權或是重新在公開市場買回。Klein、Rosenfeld 與 Beranek(1991)的實證結果發現無論是後續出售或買回子公司股權, 其宣告時母公司股價皆有正向的異常報酬。Perroti 與 Rosseto(2007)認為企業進行權益分割一方面能保留控制權, 另一方面又能向市場揭露有價值的相關資訊。亦可以實質選擇權的方式, 評估是否出售或買回股權之決策, 找到最適合的時機。

不同之分割策略皆為企業達成目標之方法, 但在保留所有權之目的下, 權益分割相較於公司分割與資產出售兩種方式, 更能夠面對與未來經營之不確定性。

### 第三節 分割之法律規定

#### 一、企業併購法之分割分類

企業併購法第四條第六款將公司分割明確定義如下：「分割：指公司依本法或其他法律規定將其得獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，作為既存公司或新設公司發行新股予該公司或該公司股東對價之行為。」從企業併購法之定義中，尚可再區分以下四種分類：

##### (一)、 新設分割與吸收分割

新設分割與吸收分割最大的不同在於，分割公司係屬新設公司或既存公司。當被分割公司將部份部門或資產分割單獨成立為一家新公司時，則為新設分割；若被分割公司移轉至另一既存公司，由既存公司承受該部份之資產或營業，為既存分割。

##### (二)、 人的分割與物的分割

人的分割與物的分割以分割公司發行股份之交付對象來劃分。若分割公司依照原股東之持股比例，將新發行之股份交付與原股東，則為人的分割；若以被分割公司為新股發行之對象，則屬物的分割。

##### (三)、 消滅分割與存續分割

消滅分割與存續分割之差異，係以被分割公司是否仍具有法人格來區分。消滅分割係指被分割公司在完成分割程序後，辦理解散而法人人格消滅；存續分割則是被分割公司完成分割程序後，並未進行解散，法人人格依然存在。

#### (四)、 共同分割與單獨分割<sup>1</sup>

共同分割與單獨分割係以被分割公司數量來劃分。若被分割公司有兩家以上，將各自之部份部門分割至同一分割公司，則為共同分割；若僅有一家被分割公司，則為單獨分割。

#### 二、 股東權益之保護

分割標的限於得獨立營運之營業，經濟部於九十一年八月二十二之函釋進一步闡釋獨立營運之定義。獨立營運係指公司將其經濟上成為一整體之獨立營運部份之營業(含資產及負債)，以對既存公司(即吸收分割)或新設公司(即新設分割)為出資方式，而由該公司或該公司股東取得他公司發行新股或新設立之股份，並由他公司概括承受該獨立營運部門營業之情形。

經濟部曾於民國九十一年七月二十五日之函釋，認為公司分割後承受營業之既存公司或新設公司應發行新股予被分割公司或全數予被分割公司股東，而不得一部分發行予被分割公司，一部份發行予股東。自企業併購法修正後，經濟部於民國九十九年一月十二日另為函釋變更前述見解，認為分割後既存公司或新設公司發行之新股，得由被分割公司或股東全數取得，或由兩者各取得一部分。再者經濟部於民國九十九年一月十四日之函釋，公司分割後，被分割公司及其股東如均取得既存或新設公司發行之新股，則於被分割公司股東會(亦即新設公司之發起人會議)訂立新設公司之章程及選舉新設公司之董事及監察人時，被分割公司及其股東均得行使表決權。

當公司召開股東會決議進行分割前，被分割公司董事會應依照企業併購法第六條，委請獨立專家對分割後受讓營業或財產，所提出新股之價格及所受讓營業或財產價值合理性提出意見。再依照企業併購法第三十三條及公司法三百一十七

<sup>1</sup> 企業併購法第三十三條第一項第九款規定分割計畫中，必須以書面記載「與他公司共同為公司分割者，分割決議應記載其共同為公司分割有關事項。」



條之二，於股東會就分割事項，於股東會提出分割計畫，並分送予股東。分割計畫項目如下：

1. 承受營業之既存公司章程需變更事項或新設公司章程。
2. 被分割公司讓與既存公司或新設公司之營業價值、資產、負債、換股比例及計算依據。
3. 承受營業之既存公司發行新股或新設公司發行股份之總數、種類及數量。
4. 被分割公司或其股東或二者所取得股份之總數、種類及數量。
5. 對被分割公司或其股東配發之股份不滿一股應支付現金者，其有關規定。
6. 既存公司或新設公司承受被分割公司權利義務及其相關事項。
7. 被分割公司之資本減少時，其資本減少有關事項。
8. 被分割公司之股份銷除所應辦理事項。
9. 與他公司共同為公司分割者，分割決議應記載其共同為公司分割有關事項。

公司之分割議案應於股東會中，依照公司法第三百一十六條及企業併購法第三十二條第二項、第三項之規定，經代表已發行股數三分之二以上出席，出席股東表決權過半之同意行之。公開發行股票之公司，出席股東不足上述定額者，得以有代表已發行股票總數半數股東出席，出席股東表決權三分之二以上同意行之。若股東對於分割議案有異議時，可依照公司法三百一十七條或企業併購法第十二條第一項第六款，在集會前或集會中，行使少數股東收買請求權，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。

公司在決議分割後，應依照公司法第三百一十九條及企業併購法第三十二條

第五項履行債權人保護程序。向各債權人分別通知及公告，並指定三十日以上之期限，聲明債權人得於期限內提出異議。

### 三、 簡易上市規定

為避免上市櫃公司在進行分割後造成下市之結果，我國企業併購法第三十二條第十項規定，上市（櫃）公司進行分割後，該分割後受讓營業或財產之既存或新設公司，符合公司分割及上市（櫃）相關規定者，於其完成公司分割及上市（櫃）之相關程序後，得繼續上市（櫃）或開始上市（櫃）；原已上市（櫃）之公司被分割後，得繼續上市（櫃）。

因此上市櫃公司依法進行分割後，其上市有價證券如欲繼續上市買賣，或分割受讓公司之有價證券欲上市買賣者，應依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則(以下簡稱證交所營業細則)第五十九條之十九辦理，完成分割及上市作業程序。若分割係成立投資控股公司，該投資控股公司符合投資控股公司申請股票上市審查準則之規定者，得繼續上市，不適用證交所營業細則第五十九條之十九之規定

就證交所營業細則中之規定，於第五十三條之二十一及二十二條依照不同分割公司是否減資或保留分割公司股權，分為公司分割及權益分割兩種型態，而此二種型態簡易上市之規定整理如下表：

表 2-2 公司分割及權益分割簡易上市之比較

分割型態	公司分割	權益分割
適用法條	第五十三之二十一條	第五十三之二十二條
資本額 <sup>2</sup>	實收資本額達新台幣六億元	實收資本額達新台幣六億元
獲利能力 <sup>3</sup>	<p>個別及依財務會計準則公報第七號規定編製之合併財務報表之營業利益及稅前純益符合下列標準之一，且最近一個會計年度決算無累積虧損者。但編有合併財務報表者，其個別財務報表之營業利益不適用下列標準：</p> <p>1. 營業利益及稅前純益占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近二個會計年度均達百分之六以上者；或最近二個會計年度平均達百分之六以上，且最近一個會計年度之獲利能力較前一會計年度為佳者。</p> <p>2. 營業利益及稅前純益占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近五個會計年度均達百分之三以上者。</p>	<p>個別及依財務會計準則公報第七號規定編製之合併財務報表之營業利益及稅前純益符合下列標準之一，且最近一個會計年度決算無累積虧損者。但編有合併財務報表者，其個別財務報表之營業利益不適用下列標準：</p> <p>1. 營業利益及稅前純益占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近二個會計年度均達百分之六以上者；或最近二個會計年度平均達百分之六以上，且最近一個會計年度之獲利能力較前一會計年度為佳者。</p> <p>2. 營業利益及稅前純益占年度決算之財務報告所列示股本比率，最近五個會計年度均達百分之三以上者。</p>
設立年限 <sup>4</sup>	無限制	三年以上
股權分散 <sup>5</sup>	無限制	記名股東人數在一千人以上，公司內部人及該等內部人持股逾百分之五十之法人以外之記名股東人數不少於五百人，且其所持股份合計占發行股份總額百分之二十以上或滿一千萬股者。
會計師意見	最近一年擬制性財務報表無保留意見	最近一年擬制性財務報表無保留意見

<sup>2</sup> 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第四條第一項第二款

<sup>3</sup> 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第四條第一項第三款

<sup>4</sup> 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第四條第一項第一款

<sup>5</sup> 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第四條第一項第四款

若分割之型態為公司分割其審議程序最為寬鬆，原則上僅檢視資本額及公司獲利能力。而進行權益分割公司為避免有挾帶上市之流弊，另有設立年限及股權分散之條件，其審查條件較為嚴格。

上市公司進行分割時，若分割受讓公司係既存公司，而其所受讓單一上市公司之營業收入或營業利益，占其擬制性合併財務報表之營業收入或營業利益百分之五十以上，且占該被分割公司營業收入或可辨認資產百分之十以上者，該分割受讓既存公司於向本公司申請上市時，亦應符合權益分割之各項條件。

如分割公司未依照上述條件向臺灣證券交易所提出上市之申請時，依照證交所營業細則第五十三之二十四條之規定，符合下列條件者，得經證券交易所經理部門審查已符合規定並經董事會同意者，得報請主管機關核准後公告上市。

1. 提出上市申請時，尚未逾分割變更登記完成日起三年。
2. 被分割上市公司於分割前一營業日市值達新臺幣二百億元或經會計師查核（核閱）之最近期財務報表股東權益達新臺幣一百億元以上。
3. 分割受讓公司經會計師查核（核閱）之最近期財務報表股東權益達新臺幣五十億元以上。
4. 分割受讓公司符合權益分割各項條件者。

若上市公司因進行權益分割所取得分割受讓公司發行之新股，於其分割變更登記完成日起一年內，出售或放棄現金增資之股權，累計達因分割所取得股權之百分之二十以上者，應經股東會決議。

臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則第九條第一項第十一款中規定，若申請公司係屬上市（櫃）公司進行分割後受讓營業或財產之既存或新設公司，該上市（櫃）公司最近三年內為降低對申請公司之持股比例所進

行之股權移轉，有損害公司股東權益者，臺灣證券交易所應不同意其股票上市。其中損害公司股東權益之判斷，規定於臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則補充規定第十七條之二，上市（櫃）公司為降低對分割受讓公司之持股比例，其所進行之股權移轉行為，包括出售、放棄現金增資洽特定人認股等移轉行為。「損害公司股東權益」，指前項之股權移轉行為，其出售股權之受讓對象及交易價格、或現金增資發行之發行價格、或放棄現金增資所洽之特定對象等，顯有圖利特定人之不合理情事，而有損害上市（櫃）公司股東權益之虞。

#### 四、 稅制優惠

##### （一）、 個人所得稅部分

依照財政部賦稅署台稅一發字第 0920453014 號函「公司分割股東取得新設公司新股應無歸課所得稅之問題」。被分割公司將其獨立營運之一部或全部之營業讓與既存或新設之他公司，由既存或新設之他公司發行新股予被分割公司，並由被分割公司將該取得之股票轉予股東，被分割公司應依公司法第 168 條規定辦理減資。股東取得既存或新設之他公司所發行新股，同時減少其在被分割公司之股份，因此股東取得既存公司或新設公司之股票，係取回被分割公司發還之股本，並無所得發生。其股東取得之股份面額若大於減少之股份面額，其超過之金額亦非已實現之證券交易所所得或股利所得，因此無無歸課股東所得稅問題。

##### （二）、 企業得享之稅制優惠

企業併購法三十四條第一項第五款規定分割能享以下稅制優惠：

1. 所書立之各項契據憑證，免徵印花稅
2. 取得不動產所有權者，免徵契稅。
3. 其移轉之有價證券，免徵證券交易稅。
4. 其移轉貨物或勞務，非屬營業稅之課徵範圍。

5. 公司所有之土地，經申報審核確定其土地移轉現值後，即予辦理土地所有權移轉登記。其依法由原土地所有權人負擔之土地增值稅，准予記存於併購後取得土地之公司名下；該項土地再移轉時，其記存之土地增值稅，就該土地處分所得價款中，優先於一切債權及抵押權受償。

公司因進行分割而移轉之土地，根據上述法令規定，能將土地增值稅予以寄存，等到該土地再度進行移轉時，併同一次繳納。而我國於民國九十三年一月十四日修改土地稅法第三十三條第二項規定，為促進經濟發展，對於第三十三條及第三十四條規定稅率計徵之土地增值稅，自中華民國九十一年一月十七日修正施行之日起三年內，減徵百分之五十。而民國九十四年一月二十一日再次修改土地稅法第三十三條，將土地增值稅之稅率由原先 40%、50%、60% 調降至 20%、30%、40%。公司能藉由分割之制度，將土地移轉予既存或新設公司，獲得土地增值稅減半記存之稅制優惠。

由於分割公司被視為原先被分割公司之延伸，企業併購法第三十七條中規定公司進行分割後既存或新設公司得分別繼續承受被分割公司之財產或營業部分，依相關法律規定已享有而尚未屆滿或尚未抵減之租稅獎勵。但適用免徵營利事業所得稅之獎勵者，應繼續生產被分割公司受獎勵之產品或提供受獎勵之勞務，且以分割後新設或既存公司及被分割公司原受獎勵且獨立生產之產品或提供之勞務部分計算所得額為限；適用投資抵減獎勵者，以分割後新設或既存公司及被分割公司部分計算之應納稅額為限。

財政部於民國九十六年十月三十一日發布台財稅字第 09604546420 號函釋，明定投資抵減及財稅差異之相關處理原則如下：

➤ **機器設備投資抵減之繼受**

1. 機器設備屬尚未使用且未申請適用投資抵減者，得由分割後既存或新設

公司提示載有被分割公司名稱之訂購或交貨證明文件，及相關購置憑證，向主管機關申請並經審核後，投抵獎勵即可由分割後既存或新設公司依法適用。

2. 機器設備已適用抵減獎勵者，分割後既存或新設公司得繼受被分割公司在併購前，就併購機器設備已享有而尚未屆滿之租稅獎勵；被分割公司亦無須就該次移轉之機器設備補繳分割前已抵減之所得稅款。

➤ **五年免稅優惠之繼受及免稅所得之計算：**

1. 被分割公司與分割後既存或新設公司應依據「修正前促進產業升級條例第 8 條之 1 免稅所得計算公式」計算其免稅所得額；分割後既存或新設公司並應就屬於分割公司部分獨立設置帳簿，獨立計算屬被分割公司部份之銷貨額、銷貨成本及毛利，且應合理分攤營業費用及非營業損益，並以該帳簿為準，核實計算被分割公司原受獎勵且獨立生產之產品或提供之勞務部分之所得額或應納稅額。
2. 於年度中進行分割者，被分割公司與分割後既存或新設公司，依規定公式各自計算免稅所得額時，應按免稅有效日數占全年日數比率計算，並依其免稅期間銷貨量分別核算全年度銷貨量，分別減除被分割公司基準年度的銷貨量後，再計算可以享有免稅的新增免稅所得額。

➤ **被分割公司財稅間暫時性差異之隨同移轉**

1. 被分割公司於將其得獨立營運之資產及負債一併轉讓予既存或新設之它公司時，其帳列未實現費用或損失屬於該分割部分者，應一併轉讓予該它公司承受。而被分割公司以往年度申報營所稅時，如已將上開未實現費用或損失，依查核準則第 63 條規定調整減列者，則該分割後既存或新設公司在未來支付義務或損失實際發生時，即可依法列報為費用或損

失。

2. 被分割公司對於聯屬公司間之銷貨，依財務會計原則視為未實現銷貨部分，如於以往年度辦理營利事業所得稅結算申報時，已依法調整增加銷貨收入及銷貨成本，則分割後既存或新設公司如受讓該未實現銷貨，於嗣後聯屬公司銷貨予非關係人而沖銷該未實現銷貨時，得於辦理沖銷年度之營利事業所得稅結算申報時，調整減列相關銷貨收入及銷貨成本。

下表 2-3 為我國進行分割各法中規定稅務優惠之比較：





表 2-3 分割稅制優惠整理

項目	公司法 (317-2)	促進產業 條例(15)	企業併購法 (34~43)	金融機構合併法 (17)
適用對象	股份有限公司	公司	股份有限公 司	金融機構
申請程序	無	經濟部專案 核准	無	主管機關許可
落日條款		98.12.31		
<b>租稅優惠</b>				
1.印花稅	免	免	免	免
2.契稅	免	免	免	免
3.證交稅		免	免	
4.營業稅		免	免	
5.登記規費	免			免
6.商譽攤銷	15 年	15 年	15 年	5 年
7.費用攤銷	5 年	10 年	10 年	10 年
8.不良債權損 失認列	15 年		15 年	15 年
9.土增稅記存	准予記存	准予記存	准予記存	准予記存
10.租稅獎勵之 繼受		准予繼受	准予繼受	
11.盈虧互抵		依比例盈虧 互抵	依比例盈虧 互抵	依比例盈虧互抵

資料來源：櫃檯買賣中心—上市櫃公司併購相關規定介紹

## 第四節 分割之會計處理

### 一、分割之會計處理規定

分割之會計方法無論在美國的財務會計準則委員會(Financial Accounting Standard Board, FASB)或國際財務報導準則(International Financial Reporting Standards, IFRS)皆無特定之公報規範。但依照國際財務報導準則之財務報表編制及表達之架構中，將實質重於形式定義為：「資訊若欲忠實表述其意圖表達之交易及其他事項，則會計處理表達須依其實質及經濟事實而非僅依其法律形式。交易或其他事項之實質並非總是與法律或外觀形式所顯示者一致。例如，企業可能意圖以書面文件之方式移轉法定所有權予他方以處分資產；惟可能另有協議以確保企業持續享有該資產所含之未來經濟效益。於此情況下，出售之報導並未忠實表述所從事之交易(若確實有交易)。」

我國財務會計準則基金會，對分割的會計處理規定於以下所列之解釋函中。其主要精神認為分割僅為組織重整之手段，將分割公司視為被分割公司之延續。分割之交易處理可依照被分割公司與分割公司分割前後是否為聯屬企業之關係以及是否轉讓主要營業部分做為判斷依據。

- 91 基秘字第 128 號分割所涉及之會計處理
- 91 基秘字第 187 號公司法修正條文之相關會計處理疑義
- 92 基秘字第 106,107 號公司分割所涉及之會計處理
- 99 基秘字第 277 號被分割公司轉讓資產之會計處理疑義。

若被分割公司與分割公司分割前為聯屬企業(如母公司與子公司或為同一母公司之子公司)，其被分割公司之會計處理應以原資產帳面價值減除負債後之淨額作為取得股權之成本，不得認列交換利益。而分割公司亦應以讓與公司之資產

與負債之帳面金額入帳，做為取得資產及負債之成本，以淨額為基礎，計入股東權益項下，超過發行股本之面額部分計入資本公積。

若被分割公司與分割公司於分割前非屬聯屬企業，但分割後為聯屬企業者，比照分割前為聯屬企業之會計處理，以原資產帳面價值減除負債後之金額作為取得股權之成本，不認列交換利益。應以受讓資產則視分割之資產是否為被分割公司之主要部分及分割後兩公司間是否為聯屬企業作為判斷依據。

若分割前後兩公司皆非聯屬企業時，應以是否轉讓主要部分之營業做為判斷依據。主要部份之營業係指所讓與營業之資產或營業收入，達讓與公司總資產或營業收入百分之五十以上。轉讓之資產若為主要部份之營業，則應比照前述作法以資產及負債之帳面價值作為取得股權之成本。但若轉讓之資產非屬主要部份之營業，則分割公司(受讓公司)應以所受讓資產及負債之公平價值作為取得資產及負債之成本，視為以淨資產作價投資，認列交換利益。被分割公司(轉讓公司)應依財務會計準則公報第五號「長期股權投資會計處理準則」第 20 段規定，以淨資產之公平價值或取得股權之公平價值，兩者較客觀明確者作為成交價格。但若所讓與營業風險報酬未移轉至受讓公司(例如企業讓與後，對所讓與營業進行擔保)，則應將交換利益全部消除。另若取得股之股權具重大影響力，則於所讓與營業之風險報酬完全移轉制分割公司後，仍應第五號公報第 34 段之規定，將交換損益視為未實現損益加以消除。分割公司應以所受讓之資產及負債之公平價值兩者淨額為基礎入帳，面額部分作為股本，超過面額部分為資本公積。

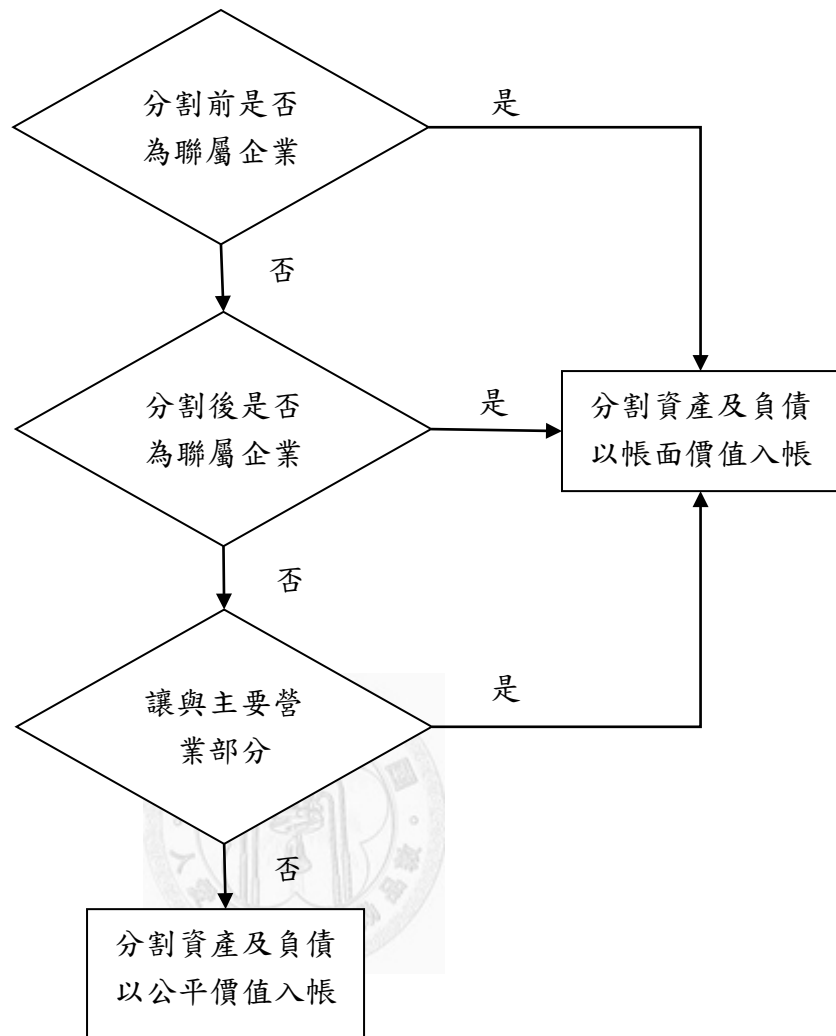


圖 2-4 分割會計入帳金額判斷流程

綜上所述，不論係主要部份或非主要部份讓與，只要被分割公司及分割公司分割前後為聯屬公司，皆視為組織重組，以帳面價值入帳，不認列交換利益。分割前後兩者皆非聯屬公司，因視為讓與公司作價投資，即以淨資產公平價值或股權公平價值，兩者較客觀者作為成交價格，因此讓與公司得認列交換利益。最後解釋函中規定因分割而負擔之會計師及律師費用，係屬一般管理費用，應做當年度費用處理。此與企業併購法第 36 條「公司因併購而產生之費用，得於十年內攤銷」之規定有所不同。

## 二、 分割會計處理範例

茲舉例說明分割之會計處理方式。假設 A 公司係依企業併購法規定進行分割，其分割流程如下圖 2-5 所示：

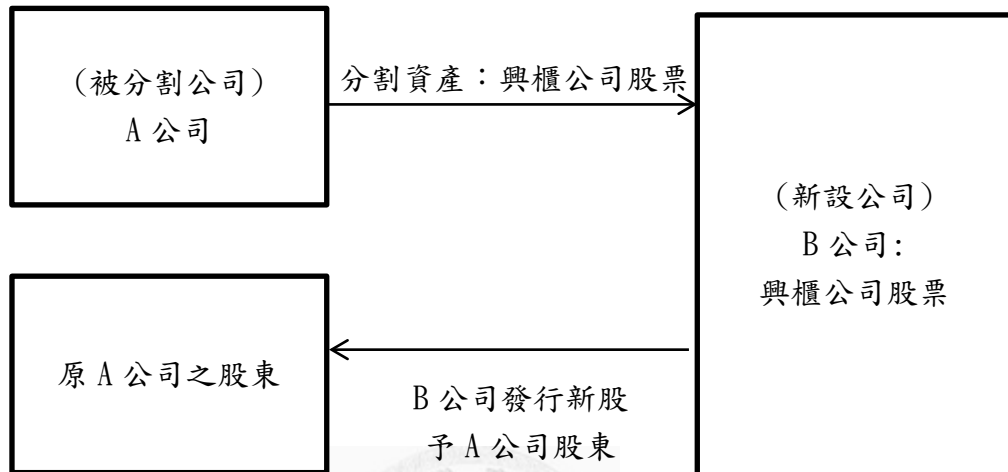


圖 2-5 A 公司分割流程圖

### (一)、 問題背景

被分割公司 A 公司因分割同時減資成立一新公司「B 公司」，B 公司發行新股予 A 公司股東，並由 A 公司股東按原持股比例持有，A 公司與 B 公司分割前、分割後皆非聯屬公司，被分割資產為 A 公司持有之興櫃公司股票，原帳列「採權益法之長期股權投資」。A 公司分割前之資產負債表如下 2-6：

表 2-4 A 公司分割前資產負債表

A 公司資產負債表			
長期股權投資	100	負債	50
其他資產	100	權益	150

## (二)、 會計處理

A 公司將其原帳列「採權益法之長期股權投資」分割給 B 公司，其會計處理應依照 92 基秘字第 106、107 號之函釋處理。依該號函釋，若 A 公司股東就所取得之受讓股權而言，其相對持股比例並未改變，B 公司(分割公司)經濟實質係延續 A 公司(被分割公司)。依照 91 基秘字第 128 號函釋之處理方式，雖然 A 公司與 B 公司於分割前、後皆非聯屬公司，但其分割之「採權益法之長期股權投資」之資產達總資產之百分之五十，已達轉讓主要營業部份之條件，仍應視為被分割公司之延續。

因此 A 公司之會計處理應以原資產之帳面價值做為減少股東權益之金額，A 公司之股東權益除與分割項目相關之科目(如長期股權投資所產生之資本公積及累積換算調整數)應配合分割項目轉給 B 公司外，其餘金額應沖減股本(減資面額)與資本公積。B 公司之會計處理亦以 A 公司原資產帳面價值做為取得資產之成本，並作為股東權益入帳基礎，將面額轉為股本，並轉入與分割項目相關之科目，其餘部分則調整資本公積。分割後 A 公司及 B 公司之資產負債表如下表 2-4：

表 2-5 A 公司及 B 公司分割後資產負債表

分割後 A 公司資產負債表	
其他資產 100	負債 50
	權益 50

B 公司資產負債表	
長期股權投資 100	權益 50

## 第三章 研究方法

本章共分四節，第一節為研究假說之發展。第二節為變數之衡量及定義。第三節為多元迴歸實證模型。第四節為研究樣本與資料來源。

### 第一節 研究假說

#### 一、權益分割宣告之財富效果

分割宣告所創造的財富效果，能夠帶來正向異常報酬(Chen & Zhang, 2007; Hite & Owers, 1983; Hulburt et al., 2002; Michaely & Shaw, 1995; Schipper & Smith, 1983, 1986; Slovin et al., 1995; Sun & Shu, 2011; Vijh, 2002)。由 Ritter(1991)、Loughran 與 Ritter(1995)實證結果發現進行初次上市公司在宣告時有正的短期異常報酬，但以長期來看，三年的異常報酬為負。Vijh(1999)認為市場對於初次上市及新股發行之結果過度樂觀，由於權益分割具有部分上市之特性，因此 Vijh(1999)對權益分割公司進行實證研究，其結果指出，宣告日至宣告後次季盈餘公布間，有顯著的正向異常報酬。而進行權益分割之公司在短期的報酬雖然較小，但是與進行初次上市之公司相比，卻有較大之正向報酬。但無論是初次上市或是權益分割之公司，其長期報酬皆為負向，但統計結果並不顯著。

因此本研究建立以下假說：

假說一之一(H1-1)：上市櫃公司分割宣告產生正向短期異常報酬。

假說一之二(H1-2)：上市櫃公司分割宣告產生負向長期異常報酬。

## 二、 權益分割之誘因

由前章文獻探討，本研究參考 Vihj(2002)之研究，討論企業進行分割宣告產生異常報酬之主要誘因，並以不同之變數對分割利得假說進行實證研究，發展出以下假說，並針對不同之誘因發展出其他子假說：

### 假說二(H2)：上市櫃公司進行分割會因不同誘因對異常報酬產生影響。

#### (一)、 產業特性

Lamont 與 Thaler (2001)對進行權益分割之公司產業特性之研究，石油業與電子業即使有相同的資產基礎及現金流量，市場會給予電子業較高之評價，創造了套利的空間。由於在分割前電子業之股價已經較高，在進行分割後會重新對電子業分割部分之營運狀況重新評價。因此本研究提出以下假說：

### 假說二之一(H2-1)：權益分割公司會因產業特性影響異常報酬率。

#### (二)、 聚焦本業

投資人對於公司從事為了聚焦本業之分割有正向反應(Daley et al., 1997)。Hite and Owen(1983)就分割誘因為回歸基本面(getting back to basics)之專業化經營之公司之實證研究，其宣告產生了 14.5%的正向異常報酬。Comment 與 Jerrell(1995)、Delay、Mehrotra 與 Sivalumar(1997)之實證結果也符合重新聚焦策略假說，因此本研究提出以下假說：

### 假說二之二(H2-2)：權益分割公司若能聚焦本業，其宣告異常報酬較高。

#### (三)、 稅制優惠

Schipper 與 Smith(1983,1986)認為公司會因為稅制之優惠而進行分割，而我國進行分割能享企業併購法所提供之各項稅務，包括土地增值稅寄存(洪連



盛,2004)、機器設備投資抵減、五年免稅優惠及免稅所得、財稅上之暫時性差異之移轉等。

**假說二之三(H2-3)：權益分割公司若享有稅制優惠，其宣告異常報酬較高。**

#### (四)、 股權出售

當母公司持有子公司股權數愈多，隱含子公司營運有較低之風險，使母公司願意長期持有子公司之股權。當子公司進行公開發行時，若出售股數愈多，子公司之股票價值就會愈低(Thompson, 2010)。Powers(2003)之研究分析當母公司後續出售子公司股權愈多時，其公司績效會愈差。因此本研究建立以下假說：

**假說二之四(H2-4)：權益分割公司若持股下降，其宣告異常報酬較低。**

#### (五)、 初次上市

Vijh (2002)之研究認為純粹進行權益分割之公司，在宣告期間提及分割公司欲進行初次上市者，其宣告報酬會較低。但是若進行權益分割後，再進行公司分割者，通常會較單純進行權益分割公司多 2%之報酬。因此本研究發展出以下假說：

**假說二之五(H2-5)：分割公司進行初次上市，其宣告異常報酬較低。**

#### (六)、 成長機會

企業能以權益分割方式將具有成長機會之部門分割，獲得資金後再以該資金支應企業之投資計畫。而衡量公司成長機會之變數有許多，如 Tobin's Q、研發費用等。而本研究以資本支出作為成長機會之變數。資本支出屬於一種為了實現將來利益而投入資源之長期性投資活動，投資人如果認為企業的資本支出能夠提升企業在產業中之競爭及獲利能力時，公司股價會先行反應潛在之獲利(Park &

Pincus, 2003)，而許多國外文獻(McConnell & Muscarella, 1985)均支持資本支出宣告具有資訊內涵。

假說二之六(H2-6)：權益分割公司若增加資本支出，其宣告異常報酬較高。

### 三、盈餘管理

Schipper (1989)將盈餘管理定義為：「管理者有目的的介入財務報表之編製過程，並在合理範圍內利用一般公認會計原則(GAAP)所提供之彈性，達到其所預定之盈餘目標。」Healy 及 Wahlen(1999)則定義盈餘管理為「管理當局利用財務報告中裁量性應計項目之判斷，或者經由設計之交易條件，藉以誤導某些利害關係人，使無法瞭解該企業的實際經營績效，或是藉以改變將會受到財務報告結果影響的契約結果。」Watt 及 Zimmerman(1978)提出實證性會計理論(positive accounting theory)，在代理理論與契約關係的基礎下，提出三項進行盈餘管理之誘因假說：

#### 1. 紅利獎酬計畫假說(bonus plan hypothesis)

為了降低股東和管理階層間之目標不一致，許多企業採用紅利獎酬計畫來達到激勵效果，而這些紅利獎酬計畫通常都以會計盈餘為基礎，因此管理階層基於自利(self-interest)動機，可能透過會計方法的選擇影響盈餘數字來達到提高獎酬之目的。

#### 2. 債務契約假說(debt covenant hypothesis)

債權人與企業簽訂債務契約時通常會設有限制性條款，已負債比率等財務比率來設定違約標準，以避免企業使股東受益而犧牲債權人利益之行為。當企業財務比率接近限制性條款規定而有違約之虞時，管理階層即有誘因透過會計方法的選擇來影響財務比率，以降低違約風險。

### 3. 政治成本假說(political cost hypothesis)

當企業規模越大且獲利能力越佳時，其政治成本(political cost)也越高，包括較嚴格的法令規範、較高的稅負、較多的社會責任，以及來自政府與民間團體較大的監督壓力。為了減少此類政治成本，企業傾向透過會計方法的選擇來降低或平穩盈餘，以避免造成壟斷市場之嫌疑而引起主管機關注意。

權益分割被視作一個重建融資及薪酬契約之方法(Schipper & Smith, 1986)除此之外，許多研究認為母公司將營業單位分割出去是為了(1)有效執行策略(Vijh,2002)、(2)將部門賣給其他買家以增加子公司價值(Hite & Owers, 1983)、(3)減輕母公司自身之財務限制(Smith, 1986; Allen & McConnell, 1998)。

不同的誘因使母公司在進行權益分割時，選擇不同的會計方法。如果母公司有關於負債之財務限制時，較偏好將負債切割予子公司；如果母公司最後的目的是為了將子公司銷售給其他買家，則有誘因藉由盈餘管理的方式，增加收入及其他應計項目，盡量使子公司的初次上市股票價格最大化。

除此之外，如果子公司管理階層之薪酬是以股份基礎給付之方式(如股票選擇權)給予時(Allen & McConnell, 1998; Aron, 1991)，則管理階層會盡量使子公司初次發行承銷價降低，等到子公司開始公開發行後，再透過交易安排使子公司之盈餘提高，使後續股價上升。綜上所述，本研究提出以下假說：

**假說三(H3)：權益分割公司之異常報酬會因為盈餘管理程度而受影響。**

---

## 第二節 變數定義

### 一、應變數

本研究以事件研究法(Event study)分析公司宣告進行權益分割時，該資訊是否改變投資人之決定，引起股價的異常變動。事件研究法首先須建立股票報酬率之預期模型，估計個別公司之股票在權益分割宣告下之預期報酬率，再將個別股票在分割之實際報酬率減去未發生分割時之預期報酬率。計算異常報酬率及累積異常報酬率，並用此變數衡量短期之財富效果，長期之財富效果則仿照 Vijh(1999)之作法，以買進持有異常報酬率(buy and hold abnormal return)衡量之。

#### (一)、 短期異常報酬之衡量

本研究採用 Fama(1976)研究方法中之市場模型(Market Model)，在事件發生前取一段時間作為估計期，以樣本公司之股價資料計算市場模型中個變數之係數，估計本研究事件若未發生時，各樣本公司在事件發生期間(事件期)之預期報酬率。如下列方程式所列：

$$R_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$E(R_{i,t}) = \alpha_{i,t} + \beta_i R_{m,t}$$

$R_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 日實際報酬率

$R_{m,t}$  : 台灣加權股票指數於第 t 日之市場報酬率

$\alpha_{i,t}$  : 常數項

$\beta_i$  : 樣本公司 i 在市場模式下對加權指數之係數

$\varepsilon_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 日之殘差項(error term)

$E(R_{i,t})$  : 樣本公司 i 在第 t 日之預計報酬率

接著將各事件期間之實際報酬率減去預計報酬，求得各樣本公司因該事件所產生之異常報酬。再計算各樣本公司之累積異常報酬。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=0}^n AR_{i,t}$$

$AR_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 日異常報酬

$CAR_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 日至第 n 日累積異常報酬

本研究亦採用 Brown 與 Warner(1985)之方法，將事件日之異常報酬(AR)標準化，方法為將異常報酬率除以標準差，得出標準化異常報酬(SAR)，並計算事件日期間之標準化累積異常報酬(SCAR)。計算方法如下：

$$SAR_{i,t} = \frac{AR_{i,t}}{S(AR_{i,t})}$$

$$S(AR_{i,t}) = \sqrt{\frac{\sum (AR_{i,M} - \overline{AR}_i)^2}{(M_i - 1)}}$$

$$\overline{AR}_i = \frac{\sum AR_{i,M}}{M_i}$$

$$SCAR_{i,t} = \sum_{t=0}^n SAR_{i,t}$$

$SAR_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 日之標準化異常報酬率

$S(AR_i)$  : 樣本公司 i 在估計期間之異常報酬率標準差

$AR_{i,M}$  : 樣本公司 i 在估計期間 M 日之異常報酬

$\overline{AR}_i$  : 樣本公司 i 在估計期間股價異常報酬之平均值

$M_i$  : 樣本公司 i 在估計期間之天數

$SCAR_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 日至第 n 日之標準化累積異常報酬率

## (二)、 長期異常報酬之衡量

本研究仿照 Ritter(1991)與 Vijh (1999)以買進持有異常報酬率(buy and hold abnormal return, BHAR)，計算公式如下：

$$BHAR_{i,t} = \ln \left[ \prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) \right] - \ln \left[ \prod_{t=1}^T (1 + R_{QM}) \right]$$

$BHAR_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期之買進持有異常報酬率

$R_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 月之月報酬率

$T$  : 買進持有異常報酬率之計算期間

$R_{QM}$  : 台灣加權股市 t 期間之市場月報酬率

## 二、 控制變數

### (一)、 公司規模(LnAsset)

由於較大規模公司其複雜度較高，因此資訊較不容易被外界所得知。Hite 與 Owen(1983)對公司的規模進行實證研究，將樣本公司分為大規模跟小規模，發現小規模公司的分割效果不如大規模公司。本研究以公司於分割前期季報所列之總資產作為公司之規模之變數(LnAsset)，並以自然對數平減消除公司規模之影響，預期公司規模與股價異常報酬之方向為正向。

### (二)、 財務槓桿(Leverage)

Allen與McConnell(1998)發現當進行權益分割之公司，將進行權益分割後所得到之資金用來償還債務或支付股利時，能夠使公司的股價有所提升。Hand與Skantz(1998)之研究發現權益分割公司在SAB51之規定下<sup>6</sup>，負債權益比較高之公

<sup>6</sup>在 1983 年以前進行權益分割的公司，其權益分割產生之利得能直接計入母公司的權益項下，不另外課稅。而在 1983 年以後美國發布了 SAB51。SAB51 規定可以將此利得可以計入損益表下非營業收入，企業亦可自行選擇該非營業收入是否課稅；或是依照以前的做法直接計入權益項下。因此管理者可以透過會計方法的選擇，調整損益表之金額，符合債務合約規定之條件。

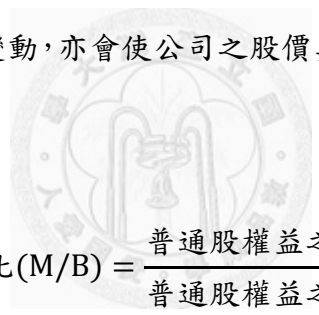
司較會透過會計方法的選擇認列利益。

本研究以分割當期之負債權益比(Leverage)作為財務槓桿之變數，當負債權益愈高，代表公司較仰賴以外部融資方式獲取資金，因此較有誘因藉由權益分割方式得到外部融資機會。

$$\text{負債權益比} = \frac{\text{負債總額}}{\text{權益總額}}$$

### (三)、 市價淨值比(M/B)

本研究以分割當日之市價淨值比(M/B)做為成長機會之變數，當投資人認為公司未來較具成長性時，會較願意給予公司較高之評價。而成長性高低不同的公司，其因宣告而產生之股價變動，亦會使公司之股價異常報酬變化程度有所不同。市價淨值比計算公式如下：


$$\text{市價淨值比(M/B)} = \frac{\text{普通股權益之市價價值}}{\text{普通股權益之帳面價值}}$$

### (四)、 分割資產佔總資產比(DIV\_TOTAL)

當公司分割規模愈大，代表在未分割前在內部運作應分屬兩個營運單位。若被分割部門之營運效率優於母公司其他部門，在分割後能使子公司之價值顯現出來，亦能以較合適之股本經營，使獲利表達能夠不被母公司所稀釋。我國有許多公司將代工部門分割(如華碩與和碩、友訊與明泰)，除了母公司原本的生產訂單，亦能自行向其他外部顧客接單，提升獲利能力，回饋母公司。許多國外實證結果也證明分割規模對股東報酬有正向影響(Hite & Owers, 1983; Schipper & Smith, 1983; Veld & Veld-Merkoulova, 2004)。本研究以樣本公司所揭露之分割資產總額，除以母公司前期季報之總資產金額，計算分割資產佔總資產比(DIV\_TOTAL)。

### (五)、 分析師預期錯誤(LnAnaErr)

當公司將其經營情況對市場發布消息愈多，分析師對於公司之評價會愈接近實際之營運狀況。因此當分析師預期盈餘與公司宣告盈餘之差異愈小，代表公司之資訊不對稱程度愈低。本研究以分析師對分割當年預期之盈餘與實際盈餘之差，取絕對值後自然對數平減計算分析師預期錯誤(LnAnaErr)。作為資訊不對稱之衡量指標。本研究預期分析師預期錯誤與公司之股價異常報酬率呈負向關係。

### (六)、 資產報酬率(ROA)

投資人能利用資產報酬率衡量公司所有之資產是否充分利用，無論公司之資產是以舉債或是股東之資金，皆能利用該資產從事生產活動，所獲得之報酬表現在稅後淨利上，因此以資產報酬率能衡量公司的營運狀況及整體資產之運用效率。本研究將將分割當年度之資產報酬率(ROA)納入實證模型之中，作為公司營運效率之衡量指標。本研究之以息前稅前折舊前淨利(EBITDA)除以平均總資產計算資產報酬率，列式如下：

$$\text{資產報酬率(ROA)} = \frac{\text{稅前息前折舊前淨利(EBITDA)}}{\text{平均總資產(average total asset)}}$$

## 三、 測試變數

### (一)、 產業特性-電子業(IND)

我國 2003 年 6 月尚未實施一碼到底以前，證券代碼之前兩碼係代表該公司所屬產業之意，目前此兩碼已無意義。但除部分電子公司及少數非電子公司之代碼與產業分類無關外，大多數之公司仍可依代碼判斷所屬產業。目前交易所自 2007/7 起上市及上櫃公司採用統一的產業分類碼，將原先化學生技醫療(17)拆分為化學工業(21)與生技醫療(22)兩類;原電子工業(13)拆分為半導體業(24)、電腦及



週邊設備業(25)、光電業(26)、通訊網路業(27)、電子零組件業(28)、電子通路業(29)、資訊服務業(30)、其他電子業(31)共八類。

由於台灣上市櫃進行分割之公司，多屬電子業。因此本研究以虛擬變數 IND 作為產業之代理變數，若公司屬電子業(上述八類)則為 1，非屬電子業則為 0。

## (二)、 聚焦本業(FOCUS)

國外之研究多以 SIC 碼之前二碼判別母公司與子公司所屬之產業，若前二碼不同則定義為非屬同產業。而本研究以台灣證券交易所發布之產業代碼判斷所屬產業，若後續子公司公開上市，則直接以證券代碼判斷，若分割之子公司未公開上市，則比照公司經營項目及新聞報導作為判斷依據。

本研究以虛擬變數 FOCUS 衡量產業是否聚焦於本業，分割公司與母公司分割後為不同產業，則屬於產業聚焦(IND=1)；若分割公司與母公司於分割仍屬相同產業，則屬於非產業聚焦(IND=0)

## (三)、 稅制優惠(TAX)

洪連盛(2004)將分割公司樣本分為業務型分割及不動產型分割，當公司享有土地增值稅減半利益時，其股價異常報酬較高。本研究仿照洪連盛(2004)之作法，以虛擬變數 TAX 判斷公司是否享有稅制優惠，若分割公司因分割之資產與不動產有關，則其享有分割之稅制優惠(TAX=1)；反之若分割部分非屬與不動產相關者，則其未享稅制優惠者(TAX=0)。

## (四)、 股權出售(SHARE)

當公司將分割公司股份處分達一定比例時，母公司能獲得資金以進行融資及投資決策，但若公司處分股權過多時，則市場會認為是否分割公司產生負綜效，使得母公司無意繼續經營。我國公司法規定關於公司之重大營運事件，必須經過

股東會之特別決議，若非控制權益股東持有分割公司股權達三分之一，則形同擁有股東會特別決議否決權。

因此本研究以虛擬變數 SHARE 衡量公司是否出售股權，若公司於三年內持股低於三分之二，則視作外部股東擁有特別決議否決權(SHARE=1)；若三年內持股高於三分之二(SHARE=0)，則母公司仍能對子公司之重大營運事件擁有決策權。

#### (五)、 初次上市(IPO)

企業在進行分割後，子公司能夠依循簡易上市規定於三年內提出申請，加快子公司公開發行之時間。因此本研究以虛擬變數 IPO 衡量分割公司是否後續有上市。若分割公司後續上市、上櫃、或興櫃者，則視作初次上市(IPO=1)、若分割公司未公開發行者，則為非初次上市(IPO=0)

#### (六)、 資本支出(CPE)

公司在進行權益分割後，能利用所獲得之資金進行進一步的投資計畫。因此本研究以公司分割年度之資本支出增加率(CPE)作為公司成長機會之衡量指標。該變數計算方式如下：

$$CPE_{i,t} = \left( \frac{CE_{i,t}}{SALE_{i,t}} \right) \times 100$$

$$CE_{i,t} = PPE_{i,t} - PPE_{i,t-1}$$

$CPE_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期之資本支出增加率

$CE_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期之資本支出增加金額

$SALE_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期之銷貨收入淨額

$PPE_t$  : 樣本公司 i 在第 t 期之固定資產總額

(七)、 裁決性應計項目(DA)

應計項目之衡量最先由 P. M. Healy (1985)所提出，而後續亦有諸多學者提出相關之實證模型，如 DeAngelo (1986)、Jones(1991)、Dechow、Sloan、與 Sweeney (1995)。P. M. Healy (1985)將總應計項目(accruals)定義為應計基礎計算之盈餘(NI)與現金基礎計算(CFO)之盈餘之差，而總應計項目(total accruals, TAC)由裁決性應計項目(discretionary accruals, DA)及非裁決性應計項目(nondiscretionary accruals, NDA)所組成，以公式表達如下：

$$TAC_{i,t} = NI_{i,t} - CFO_{i,t} = DA_{i,t} + NDA_{i,t}$$

$TAC_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期總應計項目

$NI_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期繼續營業部門稅後淨利

$CFO_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期來自營運活動之現金流量

$DA_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期裁決性應計項目

$NDA_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期非裁決性應計項目

Dechow 等人(1995)提出之 Modified Jones Model 對於以收益為基礎之盈餘管理有較高之解釋能力，因此本研究採用 Modified Jones Model 來分析裁決性應計項目，模型以公式表達如下：

$$\frac{TAC_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{(PPE_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

$TAC_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期總應計項目

$A_{i,t-1}$  : 樣本公司 i 在第 t-1 期資產總額

$\Delta REV_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期營業收入淨額變動數

$\Delta AR_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期應收帳款變動數

$PPE_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期固定資產總額

$\varepsilon_{i,t}$  : 樣本公司 i 在第 t 期之殘差項

本研究以現金流量表估計應計項目  $NI_{i,t} - CFO_{i,t}$  衡量總應計項目，以 2000 年至 2011 年全體上市櫃公司之年報資料作為估計期間，並依上述模型計算各產業三組迴歸係數  $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ ，並將各產業之迴歸係數代入下式求得個別公司之非裁決性應計項目，再將由總應計項目中扣除求得裁決性應計項目 (DA)。

$$\frac{NDA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \frac{(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{(PPE_{i,t})}{A_{i,t-1}}$$

$$\frac{DA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \frac{TAC_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{NDA_{i,t}}{A_{i,t-1}}$$



表 3-1 控制變數與測試變數定義

符號	變數名稱	定義
LnAsset	總資產	宣告分割當期期末總資產，取自然對數平減。
LEVERAGE	財務槓桿	公司分割當期負債權益比
MB	市值淨值比	公司分割當期，公司普通股權益市價與公司帳面淨值比。
DIV_TOTAL	分割規模	公司宣告分割資產佔當期總資產比例
LnAnaErr	分析師預期 錯誤	分割當期分析師預測之盈餘與實際盈餘之差額取絕對值，並以自然對數平減之。
ROA	資產報酬率	分割當期息前稅前折舊前淨利除以平均總資產
IND	產業特性	分割公司若為電子業則為 1，非屬電子業則為 0。
FOCUS	產業聚焦	公司分割之業務非屬核心業務則為 1，相同則為 0。
TAX	稅制優惠	公司分割時若能享受稅務利益則為 1，無稅制優惠則為 0。
IPO	初次上市	若分割公司之股票於集中市場(上市、上櫃、興櫃)交易為 1，反之則為 0。
SHARE	出售股權	若被分割公司於三年內處分超過 1/3 之股份則為 1，反之則為 0
CPE	資本支出	公司當期與前期資本支出差額，除以當期銷貨收淨額平減。若大於零則表示資本支出金額提高，小於零則表示資本支出金額減少。
DA	裁決性應計 項目	公司當年總應計項目減依產業別估計之非裁決性應計項目。

### 第三節 多元迴歸實證模型

#### (一)、 短期異常報酬迴歸模型

本研究以公司於公開資訊觀測站董事會通過分割案作為事件日(t=0)，以事件日前 50 日至 249 日共 200 日作為估計期間(t= -50 ~ -249)，以估計期間計算樣本公司市場模型係數後，再計算事件日當日之異常報酬(第 0 天異常報酬, AR(0))。考量公司可能會於事件日當日收盤後發布重大訊息，因此以事件日當日(t=0)及次日(t=1)計算累積異常報酬(第 0 至 1 天累積異常報酬 CAR(0,1))。並計算第 0 天標準化異常報酬(SAR(0))及第 0 至 1 天標準化異常報酬(SCAR(0))。

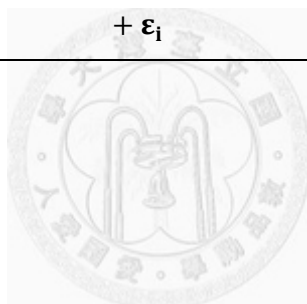
本研究預期當公司宣告權益分割時，上市櫃公司會產生短期異常報酬。為探討權益分割之誘因及公司特性之關聯性，以公司規模(LnAsset)、財務槓桿(Leverage)、市價淨值比(MB) 分割資產佔總資產比(DIV\_TOTAL)、分析師預期錯誤(LnAnaErr)、資產報酬率(ROA)、產業特性(IND)、聚焦本業(FOCUS)、稅制優惠(TAX)、出售股權(SHARE) 初次上市(IPO)、資本支出(CPE)、裁決性應計項目(DA)各變數，建立短期異常報酬及短期累積異常報酬之多元迴歸模型如下：

短期異常報酬	迴歸式
模型一：AR(0) <sub>i</sub>	$= \beta_0 + \beta_1 \text{LnAsset}_i + \beta_2 \text{Leverage} + \beta_3 \text{MB}_i$ $+ \beta_4 \text{DIV\_TOTAL}_i + \beta_5 \text{LnAnaErr}_i + \beta_6 \text{ROA}_i$ $+ \beta_7 \text{IND}_i + \beta_8 \text{FOCUS}_i + \beta_9 \text{TAX}_i$ $+ \beta_{10} \text{SHARE}_i + \beta_{11} \text{IPO}_i + \beta_{12} \text{CPE}_i + \beta_{13} \text{DA}_i$ $+ \varepsilon_i$
模型二：SAR(0) <sub>i</sub>	
模型三：CAR(0,1) <sub>i</sub>	
模型四：SCAR(0,1) <sub>i</sub>	

(二)、 長期異常報酬迴歸模型

本研究以買進持有異常報酬率衡量公司進行權益分割宣告後之長期財富效果。假設公司進行分割後買進該公司股票，並長期持有該公司股票。本研究以宣告日後 12 個月(BHAR12)、24 個月(BHAR24)、36 個月(BHAR36)作為長期異常報酬之變數。

長期異常報酬	迴歸式	
模型五：BHAR12 <sub>i</sub>	$= \beta_0 + \beta_1 \text{LnAsset}_i + \beta_2 \text{Leverage} + \beta_3 \text{MB}_i$	
模型六：BHAR24 <sub>i</sub>		$+ \beta_4 \text{DIV\_TOTAL}_i + \beta_5 \text{LnAnaErr}_i + \beta_6 \text{ROA}_i$
模型七：BHAR36 <sub>i</sub>		$+ \beta_7 \text{IND}_i + \beta_8 \text{FOCUS}_i + \beta_9 \text{TAX}_i$ $+ \beta_{10} \text{SHARE}_i + \beta_{11} \text{IPO}_i + \beta_{12} \text{CPE}_i + \beta_{13} \text{DA}_i$ $+ \varepsilon_i$



## 第四節 研究樣本與資料來源

### 一、資料來源

本研究之資料取自台灣經濟新報社資料庫系統(Taiwan Economics Journal, TEJ)及公開資訊觀測站之重大訊息公告以及財務報告書。

### 二、 樣本範圍與篩選

本研究以公開資訊觀測站 2002 年至 2011 年發布分割之重大訊息之公司，並輔以經濟日報及工商時報之新聞檢視是否有所遺漏。發布分割宣告之重大訊息公告共有 106 筆，其中不包含已不繼續公開發行及下市之公司，並扣除興櫃 2 筆及公開發行公司 11 筆。共有 93 筆分割宣告。後續再扣除 12 筆型態為公司分割、4 筆後續未執行、1 筆金融業、4 筆分割兩個以上之部門、以及 3 筆資料不全者，本研究之樣本包含 69 筆上市櫃公司之分割宣告。其宣告時間及產業類別彙整如下表：

### 三、 樣本分布

表 3-2 為權益分割公司公告及產業分布表，由表 3-2 中可見電子產業(包含半導體業、電腦及週邊設備業、光電業、通訊網路業、電子零組件業、電子通路業、資訊服務業、其他電子業、其他<sup>7</sup>)共 45 家佔樣本數之 65.22%，另外於 2009 年無任何公司進行分割宣告。

<sup>7</sup> 產業類別「其它」雖不屬證交所所發布產業類別之電子業，但樣本公司崇越電(代碼：3388)，其經營項目與分割業務(光電)屬於電子業類別，故本研究將其分類為電子業。



表 3-2 樣本之產業分佈

產業別	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2010	2011	總計
化學工業		1					1		1	3
水泥工業		1								1
生技醫療							1	2	1	4
汽車工業			1							1
建材營造				1					2	3
玻璃陶瓷	1									1
食品工業			1	1						2
紡織纖維		1	1							2
航運業							1			1
造紙工業			1	1		1				3
貿易百貨				1						1
塑膠工業				1						1
電機機械								1		1
<b>電子業</b>										
半導體	1			1	2	1	3		2	10
光電業		1			1	4	1	3	1	11
通信網路業		2		1	1		1			5
資訊服務業								1		1
電子通路業						1			1	2
電子零組件			2					2		4
電腦及週邊		1	1	1		3	1			7
其他電子業	1			1	1	1				4
其他								1		1
<b>總計</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>69</b>

## 第四章 實證結果與分析

本章依據前述假說、變數及模型進行實證測試。第一節為異常報酬率與誘因之關聯，驗證短期、長期異常報酬率是否因不同誘因而有所差異(假說一、假說二、假說二之一至二之五)。第二節為相關性分析，以皮爾森相關係數分析各變數間是否相關，並驗證第三節之多元迴歸分析，各變數間是否存在共線性之問題。第三節為多元迴歸分析，將所有誘因合併考量後，檢驗影響短期、長期異常報酬之主要原因為何，並考量產業別對長期異常報酬之影響，補足第一節單變量分析之不足。另外再進行額外測試，將樣本極端值刪除後對實證結果檢測及分析。

### 第一節 單變量分析

本節依照第三章所建立之實證模型，計算出上市櫃公司進行權益分割之宣告異常報酬率，並對異常報酬率與宣告誘因進行單變量分析。第一部份檢驗假說一之一及假說一之二，以敘述性統計方式驗證公司進行權益分割是否產生短期正向異常報酬及長期負向異常報酬。第二部分為異常報酬與不同誘因之關聯性分析。

#### 一、異常報酬率

本研究以我國上市櫃公司進行權益分割者為樣本，共計 69 家樣本公司。本研究對異常報酬率及累積異常報酬率進行分析，測試樣本公司之短期異常報酬是否顯著為正向及長期異常報酬是否顯著為負向。表 4-1 為短期及長期異常報酬率之敘述性統計。衡量短期異常報酬之各變數中，第 0 天異常報酬( $AR(0)$ )、第 0 天標準化異常報酬( $SAR(0)$ )、第 0 至 1 天累積異常報酬( $CAR(0,1)$ )、第 0 至 1 天標準化累積異常報酬( $SAR(0)$ )之平均數 0.2413%、0.1997%、0.4511%、0.2967%，其中第 0 天標準化異常報酬( $SAR(0)$ )及第 0 至 1 天標準化累積異常報酬( $SCAR(0)$ )達 10% 顯著水準，短期異常報酬之平均值皆為正向，符合假說一之一。

而長期異常報酬之分析中，一年、二年、三年買進持有異常報酬率(BHAR12、BHAR24、BHAR36)其平均數為-0.0373%、-0.1365%、-0.1127，其中二年買進持有異常報酬率(BHAR24)達 5%顯著水準、三年買進持有異常報酬率(BHAR36)達 10%顯著水準，長期異常報酬之平均數皆為負向，符合假說一之二。

表 4-1 短期長期異常報酬之敘述性統計

	樣本數	最小值	最大值	中位數	標準差	平均值 (單尾 P 值)
第 0 天異常報酬 (AR(0)) (%)	69	-7.2375	7.0269	-0.1056	2.3780	0.2413 (0.2010)
第 0 天標準化異常報酬 (SAR(0)) (%)	69	-2.8188	4.6737	-0.0736	1.2102	0.1997 (0.0875)*
第 0 至 1 天累積異常報酬 (CAR(0,1)) (%)	69	-13.4228	12.0887	0.6791	3.6906	0.4511 (0.1570)
第 0 至 1 天標準化累積異常報酬 (SCAR(0,1)) (%)	69	-3.9941	4.3828	0.2676	1.6809	0.2967 (0.0735)*
一年買進持有異常報酬率 (BHAR12)	63	-2.4540	0.9320	0.0110	0.4918	-0.0373 (0.2745)
二年買進持有異常報酬率 (BHAR24)	54	-2.4820	1.3160	-0.0290	0.5794	-0.1365 (0.0445)**
二年買進持有異常報酬率 (BHAR36)	51	-1.9960	1.4390	-0.0130	0.6139	-0.1127 (0.0980)*

\*代表達 10%顯著水準、\*\*代表達 5%顯著水準、\*\*\*代表達 1%顯著水準。

## 二、 不同誘因與異常報酬率之關聯

### (一)、 產業特性

本研究認為進行權益分割之公司，會因為產業特性而有不同之異常報酬率(假說二之一)。由於台灣上市櫃公司進行權益分割者多屬電子業，因此本研究以產業特性區分，檢視電子業與非電子業進行權益分割宣告時，平均異常報酬率是否有顯著之差異。

自表 4-2 可發現第 0 日異常報酬(AR(0))及第 0 日標準化異常報酬(SAR(0))之平均數比較，非電子業之異常報酬高於電子業。但第 0 日至第 1 日累積異常報酬(CAR(0,1))及第 0 日至第 1 日標準化累積異常報酬(SCAR(0,1))，電子業則高於非電子業，異常報酬與累積異常報酬間之結果相反。但自長期異常報酬之比較，非電子業之異常報酬均高於電子業之異常報酬。其中一年及三年買進持有異常報酬率(BHAR12、BHAR36)均達 5%顯著水準。

表 4-2 產業特性之異常報酬率比較

	非電子業 平均數	電子業 平均數	雙尾P值
第0天異常報酬(AR(0))	0.6984	-0.0024	0.247
第0天標準化異常報酬(SAR(0))	0.4732	0.0538	0.197
第0至1天累積異常報酬(CAR(0,1))	0.1909	0.5898	0.626
第0至1天標準化累積異常報酬(SCAR(0,1))	0.1902	0.3536	0.673
一年買進持有異常報酬率(BHAR12)	0.1022	-0.1121	0.049**
二年買進持有異常報酬率(BHAR24)	0.0055	-0.2018	0.138
三年買進持有異常報酬率(BHAR36)	0.1277	-0.2329	0.026**
樣本數	24	45	

\*代表達10%顯著水準、\*\*代表達5%顯著水準、\*\*\*代表達1%顯著水準。

## (二)、 產業聚焦

本研究認為產業聚焦之公司應有較高之異常報酬率(假說二之二)，自表 4-3 中可發現，當公司進行權益分割誘因是為了聚焦本業時，其平均異常報酬皆高於非聚焦本業之公司。無論長短期而言，第 0 至 1 天累積異常報酬(CAR(0,1))、第 0 至 1 天標準化累積異常報酬(SCAR(0,1))及三年買進持有異常報酬率(BHAR36)皆達 10%顯著水準。

表 4-3 產業聚焦之異常報酬率比較

	非聚焦本業 平均數	聚焦本業 平均數	雙尾P值
第0天異常報酬(AR(0))	-0.2178	0.6159	0.156
第0天標準化異常報酬(SAR(0))	0.0861	0.2924	0.489
第0至1天累積異常報酬(CAR(0,1))	-0.4577	1.1925	0.065*
第0至1天標準化累積異常報酬(SCAR(0,1))	-0.0706	0.5964	0.097*
一年買進持有異常報酬率(BHAR12)	-0.1241	0.0367	0.221
二年買進持有異常報酬率(BHAR24)	-0.2932	-0.0368	0.178
三年買進持有異常報酬率(BHAR36)	-0.3433	0.0242	0.065*
樣本數	31	38	

\*代表達10%顯著水準、\*\*代表達5%顯著水準、\*\*\*代表達1%顯著水準。

### (三)、 稅制優惠

本研究認為企業進行權益分割若能享有稅制優惠者，其異常報酬率應較高(假說二之三)。由表 4-4 可發現享有稅制優惠之公司其短期異常報酬率均高於未享有稅制優惠，其中第 0 至 1 天累積異常報酬(CAR(0,1))及第 0 至 1 天標準化累積異常報酬(SCAR(0))均達 10%顯著水準。但以長期而言，享有稅制優惠公司之平均異常報酬率並未大於未享有稅制優惠公司。三年買進持有異常報酬率(BHAR36)達 5%顯著水準。本研究認為由於衡量稅制優惠之變數，為公司是否享有土地增值稅減半之利益。該利益若要實現則其不動產必須有移轉之事實，但不動產並非經常移轉或出售之資產，因此實現之時間拉長至三年較能看見效果。

表 4-4 稅制優惠之異常報酬率比較

	無稅制優惠 平均數	享稅制優惠 平均數	雙尾P值
第0天異常報酬(AR(0))	0.1249	0.8554	0.329
第0天標準化異常報酬(SAR(0))	0.1647	0.3839	0.569
第0至1天累積異常報酬(CAR(0,1))	0.1941	1.8060	0.073*
第0至1天標準化累積異常報酬(SCAR(0,1))	0.1626	1.0042	0.062*
一年買進持有異常報酬率(BHAR12)	-0.0423	-0.0135	0.779
二年買進持有異常報酬率(BHAR24)	-0.1536	-0.0698	0.548
三年買進持有異常報酬率(BHAR36)	-0.1828	0.1745	0.017**
樣本數	58	11	

\*代表達10%顯著水準、\*\*代表達5%顯著水準、\*\*\*代表達1%顯著水準。

#### (四)、 股權出售

本研究認為若公司在後續期間持股比例下降者，其異常報酬率應較低(假說二之四)。自表 4-5 中可以發現當公司進行權益分割之目的是為了處分其股權之公司，其短期異常報酬低於非以出售股權為目的之公司，主要之宣告效果集中於宣告日時，第 0 天異常報酬(AR(0))達 5%顯著水準、第 0 天標準化異常報酬(SAR(0))達 1%顯著水準。但至第 0 至 1 天累積異常報酬及一年、二年、三年長期異常報酬皆未顯著，但未出售股權之公司仍有較高之長期異常報酬。

表 4-5 股權出售之異常報酬率比較

	未出售股權 平均數	出售股權 平均數	雙尾P值
第0天異常報酬(AR(0))	0.5675	-0.6827	0.031**
第0天標準化異常報酬(SAR(0))	0.3878	-0.3333	0.010***
第0至1天累積異常報酬(CAR(0,1))	0.5280	0.2331	0.780
第0至1天標準化累積異常報酬(SCAR(0,1))	0.3832	0.0519	0.501
一年買進持有異常報酬率(BHAR12)	-0.0373	-0.0373	1
二年買進持有異常報酬率(BHAR24)	-0.1476	-0.1125	0.859
三年買進持有異常報酬率(BHAR36)	-0.1534	-0.0238	0.548
樣本數	51	18	

\*代表達10%顯著水準、\*\*代表達5%顯著水準、\*\*\*代表達1%顯著水準。

### (五)、 初次上市

本研究認為公司進行權益分割宣告後，若子公司後續進行初次上市者，其異常報酬較低(假說二之五)。自表 4-6 可見分割公司進行初次上市公司之短期異常報酬率，低於無初次上市之公司。第 0 天標準化異常報酬(SAR(0))達 10%顯著水準、第 0 至 1 天標準化累積異常報酬(SCAR(0,1))達 5%顯著水準。而從事初次上市之公司之一年、二年買進持有異常報酬率(BHAR12、BHAR24)，雖然高於無從事初次上市之公司，但無統計上之顯著差異。

表 4-6 初次上市之異常報酬率比較

	無初次上市 平均值	初次上市 平均值	雙尾P值
第0天異常報酬AR(0)	0.4114	-0.3221	0.235
第0天標準化異常報酬(SAR(0))	0.3301	-0.2322	0.063*
第0至1天累積異常報酬(CAR(0,1))	0.7989	-0.7013	0.118
第0至1天標準化累積異常報酬(SCAR(0,1))	0.5189	-0.4392	0.031**
一年買進持有異常報酬率(BHAR12)	-0.0561	0.0179	0.568
二年買進持有異常報酬率(BHAR24)	-0.1498	-0.0988	0.778
三年買進持有異常報酬率(BHAR36)	-0.1115	-0.1168	0.980
樣本數	53	16	

\*代表達10%顯著水準、\*\*代表達5%顯著水準、\*\*\*代表達1%顯著水準。

### (六)、 資本支出

本研究為檢驗增加資本支出是否會提高進行權益分割公司之異常報酬率(假說二之六)，新增一虛擬變數 CPE\_Dummy，若公司於分割年度之資本支出率大於 0，表示資本支出增加，則 CPE\_Dummy =1；若公司於分割年度之資本支出率小於 0，表示資本支出減少，則 CPE\_Dummy=0。

由表 4-7 可見進行權益分割公司，資本支出增加與異常報酬率之關係。其中資本支出增加之公司，第 0 天異常報酬 AR(0)及第 0 天標準化異常報酬(SAR(0))高於資本支出減少之公司。但第 0 至 1 天累積異常報酬(CAR(0,1))及第 0 至 1 天

標準化異常報酬(SCAR(0,1))之結果卻與宣告日當日之異常報酬結果相反。但短期異常報酬之差異均不顯著。

長期異常報酬部分，資本支出增加之公司，其一年、二年、三年買進持有異常報酬率(BHAR12、BHAR24、BHAR36)均高於資本支出減少之公司。其中一年、二年買進持有異常報酬率(BHAR12、BHAR24)達 5% 顯著水準；三年買進持有異常報酬率(BHAR36)達 10% 顯著水準。

表 4-7 資本支出之異常報酬率比較

	資本支出減少 平均值	資本支出增加 平均值	雙尾P值
第0天異常報酬(AR(0))	0.1686	0.3001	0.822
第0天標準化異常報酬(SAR(0))	0.1059	0.2762	0.569
第0至1天累積異常報酬(CAR(0,1))	0.9201	0.0611	0.346
第0至1天標準化累積異常報酬(SCAR(0,1))	0.4843	0.1437	0.422
一年買進持有異常報酬率(BHAR12)	-0.1677	0.0891	0.040**
二年買進持有異常報酬率(BHAR24)	-0.2939	0.0329	0.035**
三年買進持有異常報酬率(BHAR36)	-0.2523	0.4429	0.078*
樣本數	31	38	

\*代表達10%顯著水準、\*\*代表達5%顯著水準、\*\*\*代表達1%顯著水準。

### 三、 小結

本節對異常報酬率及各誘因之關聯性進行單變量分析，實證結果公司進行權益分割宣告會產生正向短期異常報酬(0.2%)及負向長期異常報酬，研究結果與假說相符。而誘因分析中，若產業非屬電子業者，其長期異常報酬較高；屬產業聚焦者，短期及長期異常報酬較高；享稅制優惠者，短期及長期異常報酬較高；未出售股權者短期及長期異常報酬較高；分割公司後續初次上市者，短期異常報酬較低，但長期異常報酬較高；資本支出增加者，長期異常報酬較高。各變數之結果彙總如下表 4-8：



表 4-8 誘因與異常報酬之關聯性彙總表

變數名稱	預期方向	短期報酬	顯著變數	長期報酬	顯著變數
產業特性	不預期	無結果	無	非電子業較高	BHAR12、 BHAR24
產業聚焦	正向	產業聚焦較高	CAR(0,1)、 SCAR(0,1)	產業聚焦較高	BHAR36
稅制優惠	正向	享稅制優惠較高	CAR(0,1)、 SCAR(0,1)	享稅制優惠較高	BHAR36
股權出售	負向	未出售股權者較高	AR(0,1)、 SAR(0,1)	未出售股權者較高	無
初次上市	負向	未初次上市者較高	SAR(0,1)、 SCAR(0,1)	初次上市者較高	無
資本支出	正向	無結果	無	資本支出增加者較高	BHAR12、 BHAR24、 BHAR36



## 第二節 相關分析

為探討個變數間之相關性，本研究使用皮爾森相關分析，由表 4-9 可知應變數與自變數中，各係數間之相關係數。

短期異常報酬中分割資產佔總資產比與第 0 天異常報酬(AR(0))及第 0 天標準化異常報酬(SAR(0))顯著正相關、股權出售(SHARE)與第 0 天標準化異常報酬(SAR(0))顯著負相關。

長期異常報酬中財務槓桿(Leverage)與一年、二年買進持有異常報酬率(BHAR12、BHAR24)成顯著正相關；產業特性(IND)與三年買進持有異常報酬率(BHAR36)顯著負相關；產業聚焦(FOCUS)與三年買進持有異常報酬率(BHAR36)顯著正相關；資本支出(CPE)與一年、二年、三年買進持有異常報酬率(BHAR12、BHAR24、BHAR36)顯著正相關。

而自變數間之相關性，多項變數間雖具有顯著相關，總資產(LnAsset)與分析師預期錯誤(LnAnaErr)之相關係數為 0.668，為各變數間相關係數最大者，但仍未超過 0.7，尚無共線性之疑慮。

表 4-9 皮爾森相關係數(Pearson Correlation)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1. 第 0 天異常報酬	1.																			
2. 第 0 天標準化異常報酬	.951	1.																		
3. 第 0~1 天累積異常報酬	.661**	.550**	1.																	
4. 第 0~1 天標準化累積異常報酬	.622**	.580**	.950**	1.																
5. 一年買進持有異常報酬	.099	.074	.032	.031																
6. 二年買進持有異常報酬	.103	.04	.107	.068	.874**	1.														
7. 三年買進持有異常報酬	.056	.025	.055	.021	.823**	.859**	1.													
8. 總資產	.167	.237	.036	.144	-.036	-.085	-.028	1.												
9. 財務槓桿	-.029	-.005	-.135	-.131	.261*	.303*	.216	.211	1.											
10. 市價淨值比	-.126	-.077	-.151	-.112	.138	.092	-.005	-.331**	-.145	1.										
11. 分割資產佔總資產比	.294*	.249*	.191	.206	-.045	-.078	.042	-.206	-.208	-.074	1.									
12. 分析師預期錯誤	-.017	.06	-.03	.094	-.077	-.183	-.183	.668**	.184	-.098	-.25	1.								
13. 資產報酬率	-.049	.007	-.028	.007	.167	.136	.011	.035	-.172	.429**	-.195	.011	1.							
14. 產業類別	-.141	-.166	.052	.047	-.209	-.168	-.280*	.035	-.213	.2	-.055	.133	.270*	1.						
15. 產業聚焦	.176	.085	.224	.199	.164	.218	.292*	.123	-.087	-.172	.129	.021	.103	.136	1.					
16. 稅制優惠	.113	.067	.161	.185	.022	.059	.233	.06	-.097	-.094	.403**	-.065	-.049	-.264*	.314**	1.				
17. 出售股權	-.233	-.264*	-.035	-.087	0.	.028	.099	.002	-.169	.056	-.153	-.07	-.013	.295*	.072	-.259*	1.			
18. 初次上市	-.131	-.198	-.173	-.242*	.066	.039	-.004	-.188	-.22	.241*	-.1	-.136	-.09	.185	-.125	-.145	.456**	1.		
19. 資本支出	.099	.082	-.044	-.039	.669**	.629**	.510**	-.097	.068	.176	.002	-.014	.159	-.144	.135	.082	-.173	.1	1.	
20. 裁決性應計項目	-.064	-.028	-.159	-.175	.067	-.031	.213	-.129	.186	-.059	.026	-.338**	.02	-.351**	-.021	-.087	.097	-.021	-.004	1.

註：\*代表達 10%顯著水準、\*\*代表達 5%顯著水準、\*\*\*代表達 1%顯著水準。

### 第三節 多元迴歸分析

本節以多元迴歸方式分析不同之誘因及企業特性是否影響權益分割宣告之異常報酬。表 4-8 為自變數之敘述性統計，其中資本支出增加率(CPE)之最小值為-514.1952，為求樣本之完整性，本研究第一部份短期異常報酬分析及第二部分長期異常報酬分析中之各模型，並未剔除極端值，第三部分額外測試再對極端值做進一步之處理。

自表 4-10 可見產業類別(IND)為電子業者佔 65.22%；分割目的為產業聚焦(FOCUS)者佔 55.07%；享有稅制優惠(TAX)者佔 15.94%；分割後處分股權達 1/3 者(SHARE)佔 26.09%；分割後子公司初次上市者(IPO)佔 23.19%；樣本公司之平均資本支出增加率為-9.0823%，扣除極端值<sup>8</sup>後其平均資本支出增加率為-0.8161%。

表 4-10 自變數之敘述性統計量

	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
總資產	9.6598	9.5125	1.5230	6.9098	13.5719
財務槓桿	1.0459	0.8709	0.7659	0.0785	4.9396
市價淨值比	2.1029	1.6600	1.5168	0.2400	6.8200
分割資產佔總資產比	0.1187	0.0757	0.1431	0.0000	0.8400
分析師預期錯誤	5.3254	4.9557	1.9991	1.0654	10.3008
資產報酬率	10.1751	9.0600	8.4016	-8.1400	34.4200
產業類別	0.6522	1.0000	0.4798	0.0000	1.0000
產業聚焦	0.5507	1.0000	0.5011	0.0000	1.0000
稅制優惠	0.1594	0.0000	0.3687	0.0000	1.0000
出售股權	0.2609	0.0000	0.4423	0.0000	1.0000
初次上市	0.2319	0.0000	0.4251	0.0000	1.0000
資本支出	-9.0832	0.0101	68.3421	-514.1952	30.2755
裁決性應計項目	-0.0397	-0.0264	0.1290	-0.4702	0.4368

<sup>8</sup> 吉祥全(股票代碼：2491)之資本支出增加率為-514.1952%

## 一、異常報酬之多元迴歸分析

### (一)、 短期異常報酬

表 4-11 彙整了短期異常報酬之迴歸分析結果。自表 4-1 中模型一及模型二，可發現公司規模愈大及分割規模佔總資產愈大者，其短期之宣告異常報酬愈大。顯示公司能藉由分割行為降低公司營運之複雜度。而當公司所屬產業為電子業，其宣告權益分割時，其結果與異常盈餘呈現反向。符合假說二之一中，公司產業特性與異常報酬率相關之假說。

模型一(AR(0))及模型二(SAR(0))中,稅制優惠分別在 10%及 5%顯著水準下與短期異常報酬負相關，與假說二之三之預期不符。模型三(CAR(0,1))及模型四(SAR(0))之解釋能力較低，調整後 R 平方僅-0.0140 及 0.0450。分割資產佔總資產比(Div\_Total)在模型三(CAR(0,1))及模型四(SCAR(0))中於 10%、5%顯著水準下正相關。

### (二)、 長期異常報酬

表 4-12 為長期異常報酬之多元迴歸分析。模型五至七中，影響長期股價異常報酬之因素主要是資本支出(CPE)，資本支出與一年、二年、三年買進持有異常報酬率皆於 1%顯著水準下正相關，符合本研究之假說二之六。而公司處分股權(SHARE)對於二年、三年之買進持有異常報酬率，分別在 10%及 5%顯著水準下與長期異常報酬正相關，與本研究之假說二之四不符，

模型六(BHAR24)中，財務槓桿(Leverage)在 10%顯著水準下正相關；分析師預期錯誤(LnAnaErr)在 10%顯著水準下負相關。除此之外，本研究之假說三認為公司之異常報酬與盈餘管理程度有關，本研究之模型六(BHAR24)中，裁決性應計項目(DA)於 5%顯著水準下負相關。

表 4- 11 短期異常報酬之多元迴歸分析

	模型一	模型二	模型三	模型四
	AR(0)	SAR(0)	CAR(0,1)	SCAR(0,1)
短期異常報酬	第 0 天異常報酬	第 0 天標準化異常報酬	第 0 至 1 天累積異常報酬	第 0 至 1 天標準化累積異常報酬
(Constant)	-2.2659 (0.2930)	-1.6874 (0.1170)	1.9060 (0.6007)	-0.3616 (0.8220)
LnAsset (總資產)	0.6926 (0.0115)**	0.4194 (0.0023)***	0.1485 (0.7421)	0.1989 (0.3207)
Leverage (財務槓桿)	0.0915 (0.8310)	0.0247 (0.9078)	-0.1507 (0.8359)	-0.0973 (0.7622)
MB (市價淨值比)	0.0240 (0.9175)	0.0698 (0.5444)	-0.2716 (0.4899)	-0.0248 (0.8864)
Div_Total (分割資產佔總資產比)	0.7359 (0.0023)***	0.3964 (0.0010)***	0.6580 (0.0971)*	0.3838 (0.0300)**
LnAnaErr (分析師預期錯誤)	-0.2877 (0.1597)	-0.1212 (0.2318)	-0.1475 (0.6683)	-0.0087 (0.9544)
ROA (資產報酬率)	0.0030 (0.9419)	0.0057 (0.7812)	0.0098 (0.8900)	0.0038 (0.9033)
IND (產業特性)	-1.4535 (0.0619)*	-0.8155 (0.0357)**	-0.4385 (0.7359)	-0.2640 (0.6461)
FOCUS (聚焦本業)	1.0511 (0.0976)*	0.3234 (0.3010)	1.1452 (0.2838)	0.3906 (0.4071)
Tax (稅制優惠)	-1.5500 (0.0885)*	-0.9035 (0.0466)**	-0.0622 (0.9675)	-0.0018 (0.9978)
SHARE (分割後出售股權)	-1.1525 (0.1387)	-0.5850 (0.1303)	0.5557 (0.6710)	0.1985 (0.7313)
IPO (初次上市)	0.2644 (0.7394)	-0.0743 (0.8506)	-1.4089 (0.2981)	-0.8820 (0.1425)
CPE (資本支出)	0.0020 (0.6586)	0.0009 (0.6828)	-0.0005 (0.9513)	0.0001 (0.9756)
DA (裁決性應計項目)	-3.2365 (0.2015)	-1.2085 (0.3352)	-5.7922 (0.1782)	-2.4175 (0.2031)
調整後 R 平方	<b>0.1510</b>	<b>0.1920</b>	<b>-0.0140</b>	<b>0.0450</b>

註：括號內為雙尾 p 值，\*代表達 10%顯著水準、\*\*代表達 5%顯著水準、\*\*\*代表達 1%顯著水準。

表 4-12 長期異常報酬多元迴歸分析

	模型五	模型六	模型七
	BHAR12	BHAR24	BHAR36
長期異常報酬	一年買進持有 異常報酬率	二年買進持有 異常報酬率	三年買進持有異 常報酬率
(Constant)	-0.0222 (0.9672)	-0.0799 (0.8956)	0.0584 (0.9382)
LnAsset (總資產)	-0.0109 (0.8586)	0.0027 (0.9694)	0.0123 (0.8857)
Leverage (財務槓桿)	0.1664 (0.1564)	0.2529 (0.0676)*	0.1183 (0.4970)
MB (市價淨值比)	-0.0010 (0.9834)	-0.0353 (0.5527)	-0.0309 (0.6852)
Div_Total (分割資產佔總資產比)	0.2615 (0.6188)	0.0087 (0.9883)	-0.4182 (0.5666)
LnAnaErr (分析師預期錯誤)	-0.0195 (0.6211)	-0.0871 (0.0608)*	-0.0633 (0.2573)
ROA (資產報酬率)	0.0066 (0.4100)	0.0100 (0.2769)	-0.0048 (0.6689)
IND (產業特性)	-0.1728 (0.2324)	-0.1529 (0.3872)	-0.1283 (0.5561)
FOCUS (聚焦本業)	0.0580 (0.6790)	0.0900 (0.5736)	0.1221 (0.5312)
Tax (稅制優惠)	-0.0609 (0.7521)	0.1370 (0.5355)	0.3202 (0.2380)
SHARE (分割後出售股權)	0.1985 (0.1610)	0.3147 (0.0590)*	0.5212 (0.0166)**
IPO (初次上市)	0.0047 (0.9748)	0.0667 (0.6954)	-0.2435 (0.3017)
CPE (資本支出)	0.0046 (0.0000)***	0.0048 (0.0000)***	0.0045 (0.0003)***
DA (裁決性應計項目)	-0.4956 (0.3572)	-1.4352 (0.0219)**	0.5820 (0.4673)
調整後 R 平方	<b>0.4300</b>	<b>0.4770</b>	<b>0.3270</b>

註：括號內為雙尾 p 值，\*代表達 10% 顯著水準、\*\*代表達 5% 顯著水準、\*\*\*代表達 1% 顯著水準。

## 二、 產業別之長期異常報酬迴歸分析

由 2002 至 2011 年進行權益分割樣本中電子業佔 65.22%，因此本研究將電子業跟非電子業分別進行長期異常報酬之多元迴歸分析。

### (一)、 電子業(IND=1)

表 4-14 為電子業之長期報酬分析，主要結果與表 4-12 類似。模型八至模型十中(BHAR12、BHAR24、BHAR36)，資本支出(CPE)皆在 1%顯著水準下與長期異常報酬正相關；模型八、模型九中(BHAR12、BHAR24)，裁決性應計項目(DA)分別於 5%、1%顯著水準下與長期異常報酬負相關，與假說三相符；模型十(BHAR36)中，出售股權(SHARE)於 10%顯著水準下與長期異常報酬正相關，與假說四不符，但與第一節之分析相符。控制變數部分模型八、模型九中(BHAR12、BHAR24)，財務槓桿(Leverage)在 5%顯著水準下與長期異常報酬正相關；模型九(BHAR24)中分析師預期錯誤(LnAnaErr)與在 5%顯著水準下與長期異常報酬負相關。

### (二)、 非電子業(IND=0)

表 4-15 為非電子業長期異常報酬分析。模型十二(BHAR24)中，稅制優惠(TAX)、初次上市(IPO)、資本支出(CPE)皆在 5%顯著水準下正相關；聚焦本業(FOCUS)在 5%顯著水準下負相關，與假說二之二不符。三年買進持有異常報酬率(BHAR36)則與初次上市(IPO)在 5%水準下正相關，與假說二之五不符，但與第一節之分析相符。控制變數部分，模型十二與模型十三中(BHAR24、BHAR36)，市價淨值比(M/B)分別在 1%、10%顯著水準下與長期異常報酬負相關；模型十二(BHAR24)中分割資產佔總資產比(DIV\_TOTAL)在 10%顯著水準下負相關；模型十三中(BHAR36)，資產報酬率(ROA)在 10%顯著水準下正相關。



而自以上分析中。果電子業之結果接近所有樣本之長期異常報酬分析。由於影響長期異常報酬之誘因中，電子業被裁決性應計項目所(DA)影響，但非電子業則無此誘因。本研究對不同產業之裁決性應計項目(DA)進行單變量分析，結果如下表 4-13：

表 4-13 產業別之裁決性應計項目比較

	電子業 平均數	非電子業 平均數	雙尾P值
裁決性應計項目(DA)	-0.7252	0.2175	0.004***
樣本數	45	24	

註：\*代表達 10%顯著水準、\*\*代表達 5%顯著水準、\*\*\*代表達 1%顯著水準。

自表 4-13，電子業之盈餘管理程度大小，高於非電子業。其裁決性應計項目之平均數差異於 1%顯著水準下顯著。在權益分割之公司中，電子業之公司其盈餘管理程度較非電子業大，因此電子業公司進行權益分割時，與非電子業公司相比，盈餘管理程度亦會影響長期異常報酬。

表 4-14 電子業長期異常報酬多元迴歸分析

	模型八	模型九	模型十
	BHAR12	BHAR24	BHAR36
長期異常報酬	一年買進持有 異常報酬率	二年買進持有 異常報酬率	三年買進持有 異常報酬率
(Constant)	0.1564 (0.801)	-0.02 (0.978)	-0.0589 (0.949)
LnAsset (總資產)	-0.0306 (0.655)	-0.0014 (0.986)	0.0383 (0.706)
Leverage (財務槓桿)	0.3235 (0.029)**	0.3984 (0.024)**	0.1614 (0.468)
MB (市價淨值比)	-0.0795 (0.223)	-0.0822 (0.288)	-0.0512 (0.607)
Div_Total (分割資產佔總資產比)	0.1582 (0.801)	0.0451 (0.952)	-0.1524 (0.870)
LnAnaErr (分析師預期錯誤)	-0.0486 (0.338)	-0.1416 (0.030)**	-0.1237 (0.124)
ROA (資產報酬率)	0.0124 (0.254)	0.0152 (0.235)	-0.0047 (0.765)
FOCUS (聚焦本業)	0.0233 (0.883)	0.1409 (0.458)	0.3078 (0.202)
Tax (稅制優惠)	-0.2499 (0.391)	-0.1019 (0.767)	-0.1008 (0.815)
SHARE (分割後出售股權)	0.1831 (0.219)	0.2595 (0.146)	0.3976 (0.091)*
IPO (初次上市)	-0.0647 (0.669)	0.0443 (0.804)	-0.3104 (0.222)
CPE (資本支出)	0.0048 (0.000)***	0.0047 (0.000)***	0.0044 (0.001)***
DA (裁決性應計項目)	-1.2365 (0.045)**	-2.2962 (0.003)***	-0.0718 (0.942)
調整後 R 平方	0.592	0.592	0.368

註：括號內為雙尾 p 值，\*代表達 10% 顯著水準、\*\*代表達 5% 顯著水準、\*\*\*代表達 1% 顯著水準。

表 4-15 非電子業長期異常報酬多元迴歸分析

	模型十一	模型十二	模型十三
	<b>BHAR12</b>	<b>BHAR24</b>	<b>BHAR36</b>
長期異常報酬	一年買進持有 異常報酬率	二年買進持有 異常報酬率	三年買進持有 異常報酬率
(Constant)	-0.4959 (0.826)	3.1644 (0.055)*	0.0451 (0.984)
LnAsset (總資產)	0.0319 (0.872)	-0.1712 (0.149)	0.0483 (0.805)
Leverage (財務槓桿)	0.0207 (0.924)	-0.1772 (0.168)	0.1283 (0.563)
MB (市價淨值比)	0.1247 (0.518)	-1.0801 (0.007)***	-1.0199 (0.056)*
Div_Total (分割資產佔總資產比)	0.1203 (0.891)	-1.2484 (0.051)*	-0.3475 (0.693)
LnAnaErr (分析師預期錯誤)	-0.0494 (0.446)	0.0087 (0.777)	0.0208 (0.738)
ROA (資產報酬率)	0.039 (0.115)	0.0195 (0.150)	0.0504 (0.091)*
FOCUS (聚焦本業)	-0.0442 (0.911)	-0.5965 (0.045)**	-0.2936 (0.477)
Tax (稅制優惠)	0.1441 (0.663)	0.5184 (0.039)**	0.4552 (0.225)
SHARE (分割後出售股權)	0.8965 (0.200)		
IPO (初次上市)	-0.3097 (0.745)	3.7099 (0.013)**	5.7571 (0.027)**
CPE (資本支出)	-0.0159 (0.167)	0.0222 (0.020)**	-0.0015 (0.888)
DA (裁決性應計項目)	0.3945 (0.793)	0.5118 (0.508)	-0.582 (0.702)
調整後 R 平方	0.251	0.828	0.723

註：括號內為雙尾 p 值，\*代表達 10% 顯著水準、\*\*代表達 5% 顯著水準、\*\*\*代表達 1% 顯著水準。

### 三、 額外測試

由表 4-10 敘述性統計之分析，其中資本支出之最小值為-514.1952%，為避免該筆資料(吉祥全，股票代碼 2491)影響多元迴歸分析之結果，因此本研究將該筆資料從樣本中刪除。此外再刪除各迴歸式中各應變數平均值兩個標準差以外之資料，僅取其中 95%之資料，降低極端值對各模型之影響。

#### (一)、 短期異常報酬

表 4-16 為刪除部分樣本後短期異常報酬之多元迴歸分析，各模型之調整後 R 平方均高於表 4-11 之結果。主要之差異在於產業聚焦(FOCUS)在模型十四至模型十七皆未顯著，另外模型十四(AR(0))及模型十五(SAR(0))中，出售股權(SHARE))皆在 5%顯著水準下與異常報酬負相關，符合假說二之四。此外模型十六及模型十七中，初次上市(IPO)皆於 10%顯著水準下負相關，與假說二之五相符。

#### (二)、 長期異常報酬

表 4-17 為刪除部分樣本後長期異常報酬之多元迴歸分析，模型十八至模型二十之調整後 R 平方均低於表 4-12 之結果，其中模型十八(BHAR12)之調整後 R 平方值僅 0.0340，解釋能力偏低，可見刪除資本支出(CPE)之極端值對於長期異常報酬之模型均有影響。

表 4-12 中資本支出(CPE)對各模型均具有顯著解釋能力，但表 4-17 中資本支出(CPE)僅對模型十九(BHAR24)於 5%顯著水準下正相關，符合假說二之六。而模型十八(BHAR12)中初次上市(IPO)在 10%顯著水準下與長期異常報酬負相關符合假說二之五；模型二十(BHAR36)中產業特性(IND)在 10%顯著水準下與長期異常報酬負相關，符合假說二之一。

表 4-16 刪除部分樣本後短期異常報酬之多元迴歸分析

	模型十四	模型十五	模型十六	模型十七
	AR(0)	SAR(0)	CAR(0,1)	SCAR(0,1)
短期異常報酬	第 0 天異常報酬	第 0 天標準化異常報酬	第 0 至 1 天累積異常報酬	第 0 至 1 天標準化累積異常報酬
(Constant)	-2.8461 (0.0939)	-1.5595 (0.0559)	1.2793 (0.6590)	-0.5992 (0.6782)
LnAsset (總資產)	0.6032 (0.0052)***	0.3334 (0.0013)***	0.1119 (0.7551)	0.1908 (0.2884)
Leverage (財務槓桿)	0.3464 (0.3069)	0.0779 (0.6225)	-0.3498 (0.5610)	-0.1815 (0.5450)
MB (市價淨值比)	0.1000 (0.5853)	0.0881 (0.3055)	-0.0263 (0.9333)	0.0585 (0.7091)
Div_Total (分割資產佔總資產比)	0.6903 (0.0006)***	0.3022 (0.0013)***	0.6710 (0.0405)**	0.3792 (0.0209)**
LnAnaErr (分析師預期錯誤)	-0.2067 (0.2220)	-0.1211 (0.1305)	0.0623 (0.8287)	0.0565 (0.6937)
ROA (資產報酬率)	0.0151 (0.6562)	0.0105 (0.5091)	0.0235 (0.6843)	0.0094 (0.7434)
IND (產業特性)	-0.6625 (0.2845)	-0.4337 (0.1366)	-0.4726 (0.6529)	-0.2970 (0.5708)
FOCUS (聚焦本業)	0.8398 (0.0937)*	0.2038 (0.3821)	0.2635 (0.7586)	0.0829 (0.8461)
Tax (稅制優惠)	-1.7416 (0.0179)**	-0.8344 (0.0161)**	0.3720 (0.7605)	0.1653 (0.7857)
SHARE (分割後出售股權)	-1.3278 (0.0319)**	-0.5694 (0.0500)**	0.8510 (0.4192)	0.3154 (0.5474)
IPO (初次上市)	0.1686 (0.7865)	-0.0997 (0.7319)	-1.8761 (0.0847)*	-1.0330 (0.0575)*
CPE (資本支出)	0.0183 (0.1662)	0.0073 (0.2393)	0.0016 (0.9443)	-0.0008 (0.9397)
DA (裁決性應計項目)	-3.2131 (0.1045)	-1.3223 (0.1527)	-5.4368 (0.1122)	-2.2760 (0.1805)
調整後 R 平方	<b>0.2230</b>	<b>0.2270</b>	<b>0.0590</b>	<b>0.1100</b>

註：括號內為雙尾 p 值，\*代表達 10%顯著水準、\*\*代表達 5%顯著水準、\*\*\*代表達 1%顯著水準。

表 4-17 刪除部分樣本後長期異常報酬之多元迴歸分析

	模型十八	模型十九	模型二十
	<b>BHAR12</b>	<b>BHAR24</b>	<b>BHAR36</b>
長期異常報酬	一年買進持有 異常報酬率	二年買進持有 異常報酬率	三年買進持有 異常報酬率
(Constant)	-1.3728 (0.3894)	0.0099 (0.9833)	-0.3608 (0.3645)
LnAsset (總資產)	0.1692 (0.3655)	0.0173 (0.7461)	0.0338 (0.4619)
Leverage (財務槓桿)	-0.4014 (0.1735)	0.1603 (0.1546)	0.1078 (0.1299)
MB (市價淨值比)	0.0819 (0.6160)	-0.0998 (0.0430)**	-0.0110 (0.7876)
Div_Total (分割資產佔總資產比)	1.7269 (0.2874)	0.0668 (0.8911)	0.1940 (0.6230)
LnAnaErr (分析師預期錯誤)	0.0231 (0.8765)	-0.0879 (0.0203)**	-0.0450 (0.2208)
ROA (資產報酬率)	0.0031 (0.9173)	0.0049 (0.5113)	0.0038 (0.6214)
IND (產業特性)	-0.0598 (0.9105)	-0.0934 (0.5055)	-0.2417 (0.0722)*
FOCUS (聚焦本業)	0.0484 (0.9133)	0.1111 (0.3682)	0.0665 (0.5458)
Tax (稅制優惠)	0.3060 (0.6423)	0.2296 (0.1887)	0.2564 (0.1168)
SHARE (分割後出售股權)	0.2509 (0.6451)	0.4256 (0.0021)***	0.3132 (0.0284)**
IPO (初次上市)	-1.0609 (0.0620)*	-0.1411 (0.3236)	-0.0059 (0.9668)
CPE (資本支出)	-0.0033 (0.7745)	0.0072 (0.0103)**	0.0046 (0.1136)
DA (裁決性應計項目)	-1.7394 (0.3193)	-0.8917 (0.0827)*	-0.0555 (0.8980)
<b>調整後 R 平方</b>	<b>0.0340</b>	<b>0.4570</b>	<b>0.2180</b>

註：括號內為雙尾 p 值，\*代表達 10% 顯著水準、\*\*代表達 5% 顯著水準、\*\*\*代表達 1% 顯著水準。

## 第五章 結論與建議

### 第一節 研究結論

我國自 2002 年企業併購法實施後，企業採行分割策略始有法源基礎，但自實施以來已逾十年，我國證券市場對企業進行分割之宣告反應，依本研究之實證結果分割宣告確實產生異常報酬，但異常報酬之比率相較於國外並無太大變化（我國僅 0.2%）。而長期之異常報酬亦為負值與 Vijh(1999)之研究結果相符。

本研究將公司進行權益分割之誘因分為產業特性、產業聚焦、稅制優惠、股權出售、初次上市、及成長機會等不同誘因。並以單變量及多元迴歸方式分析公司進行權益分割誘因及盈餘管理程度，影響短期、長期異常報酬率之原因。此外再依產業別進行長期異常報酬之分析，其結果彙總如下表 5-1：

表 5-1 影響權益分割公司股價異常報酬之因素

	正向影響	負向影響
短期異常報酬	<ul style="list-style-type: none"><li>● 總資產</li><li>● 分割資產規模</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 產業特性</li><li>● 稅制優惠</li><li>● 出售股權</li></ul>
長期異常報酬	<ul style="list-style-type: none"><li>● 出售股權</li><li>● 資本支出</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 初次上市</li><li>● 裁決性應計項目</li></ul>
電子業長期異常報酬	<ul style="list-style-type: none"><li>● 出售股權</li><li>● 資本支出</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 裁決性應計項目</li></ul>
非電子業長期異常報酬	<ul style="list-style-type: none"><li>● 稅制優惠</li><li>● 初次上市</li><li>● 資本支出</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>● 產業聚焦</li></ul>

#### (一)、 短期異常報酬

根據本研究之實證結果，權益分割之公司規模愈大時，當其宣告分割時，投資人能夠降低分析之複雜度，提高對公司之評價。而當公司分割之規模愈大時，

能使分割部門之營運以較適當之規模經營，並使其獨立創造更多之獲利機會。

本研究假說二之一認為公司之產業特性與宣告異常報酬應有關連，實證結果當分割之公司屬於電子業時，市場多給予負向之評價。本研究電子業本身已屬高成長之產業，進行分割未必能夠創造更多之成長機會，反而較有可能將其虧損部門分割出去<sup>9</sup>。

本研究假說二之三認為公司進行權益分割時若能享有稅制優惠，能有較高之異常報酬，但實證結果卻不支持本研究之假說。而根據陳明進、汪瑞芝、林世銘(2005)之研究，發現土地增值稅減半徵收的消息發布時，的確使上市公司產生正向累積異常報酬。因此本研究認為若公司屬於擁有大量土地之資產股，其土地增值稅減半之利益應於法規公布時反應，當企業將土地資產分割獨立成另一家公司時，該資訊所產生之異常報酬自然不如預期。

本研究假說二之四認為公司分割後出售股權會產生負向異常報酬。於短期異常報酬之分析中，符合本研究之假說。但於長期異常報酬之分析中，公司將股權出售產生正向異常報酬。本研究認為當公司甫分割則宣告出售股權，市場會認為分割部分對公司無法產生綜效，公司才迫切出售股權，因而產生負向短期異常報酬。

## (二)、 長期異常報酬

影響正向長期異常報酬之誘因主要為出售股權與資本支出。本研究之假說預期出售股權會產生負向異常報酬，但僅有短期異常報酬符合假說，已於前段分析。就長期異常報酬而言，公司處分股權能使其認列部分投資收益，對長期持有之投資人給而言會給予公司較高之評價。

---

<sup>9</sup> 本研究進行權益分割之樣本中，無公告將虧損部門進行權益分割者。但仍有公司將虧損部分分割後而進行減資(如佳世達將品牌部分分拆後減資)，由於分割後進行減資屬於公司分割之態樣，因此未納入本研究之樣本。



第二項正向影響長期異常報酬之誘因為資本支出。本研究之假說二之六預期權益分割公司之增加資本支出能提高異常報酬，實證結果對於短期之宣告效果並不明顯，投資人在公司宣告權益分割時並未直接認為公司會增加資本支出。但長期而言，資本支出之增加確實能提高公司長期異常報酬。

本研究假說二之五認為公司進行權益分割後，將分割公司之股份進行初次上市，會使異常報酬降低。實證結果發現進行初次上市之公司，僅對長期異常報酬產生負向影響。本研究認為以長期來看，分割公司若進行初次上市，依照融資順位理論，公司無法以自有資金或從債權人處得到資金來源，必須透過發行股票才能獲得資金，因此其資訊不對稱程度最高，投資人因而對長期異常報酬給予負向反應。

本研究假說三認為權益分割公司之盈餘管理程度，會對異常報酬造成影響。實證結果證明權益分割公司進行盈餘管理程度愈高，會對異常報酬造成負向影響。與假說相符。

### (三)、 產業別之長期異常報酬

而影響非電子業長期異常報酬之正向誘因，包括稅制優惠、初次上市、及資本支出；產業聚焦則產生了負向影響。

產業聚焦則與本研究假說二之二不符；稅制優惠與本研究之假說二之三相符；初次上市則與本研究之假說二之五不符；資本支出部分已於前段分析過，亦與本研究假說二之六相符。而影響公司進行權益分割之誘因，對於不同產業仍有不同之誘因及策略上之考量，亦符合本研究假說二之一，不同產業對異常報酬之反應仍有所差異。

綜上所述，本研究將第四章之實證結果彙整為以下數點：

1. 電子業之短期異常報酬並未有顯著差異，但長期而言，非電子業之異常報酬高於電子業。
2. 宣告權益分割時具產業聚焦誘因之公司，其短期及長期異常報酬較高於未產業聚焦者。但對於非電子業而言，產業聚焦反而會產生負向影響。
3. 享稅制優惠之公司其短期及長期異常報酬，較未享有稅制優惠公司高，特別對非電子業公司之長期異常報酬，有顯著正向影響。
4. 出售股權之公司其短期異常報酬較低，但有助於挹注企業之長期異常報酬，該正向長期異常報酬於電子業特別顯著。
5. 誘因為初次上市之公司，其短期與長期異常報酬皆較低，但對非電子業而言，進行初次上市使其長期異常報酬提高。
6. 資本支出增加之公司其短期宣告效果並不明顯。但無論企業是否屬於電子業，其長期異常報酬皆與資本支出增加率正相關。

本研究另外考量進行權益分割公司，其盈餘管理程度是否對異常報酬造成影響。實證結果短期之異常報酬未受企業之盈餘管理程度所影響，但長期之異常報酬與盈餘管理程度呈現負相關，其中電子業之盈餘管理程度較非電子業高。

## 第二節 研究限制

自 2002 至 2011 年，宣告分割且後續執行之上市櫃公司僅有 89 筆。其中執行公司分割僅有 12 筆公告，如實行公司分割樣本數提高則有助於比較公司分割與權益分割之差異。

- (一)、 我國上市櫃公司採行權益分割後所成立之公司，大多數非為公開發行公司，或是將海外部門分割獨立營運，因此較難取得相關資料加以分析。

- (二)、 本研究衡量變數時，產業聚焦及稅制優惠係以研究者自行判斷，參考之資訊來源可能有所遺漏或錯誤。

### 第三節 研究建議

- (一)、 本研究主要係以 Vijh(2002)之架構分析進行權益分割之誘因，後續研究可加入公司治理之變數，分析公司分割前後是否有助於資訊透明度與治理機制，檢驗 Schipper(1986)認為進行權益分割能產生少數股權，增加治理機能之假說。
- (二)、 由於本研究是探討各誘因與異常報酬之關係，未納入薪酬之誘因。後續研究可針對管理階層薪酬制度是否於進行分割後，更能結合績效表現。
- (三)、 國外亦有研究進行權益分割之公司，其子公司上市之承銷價格與資訊不對稱之間之關係，但國內子公司後續進行公開上市之公司仍不多，尚無此類之研究。

## 參考文獻

- 王鈺貞，2011，上市櫃公司股權分割(Equity Carve-Outs)宣告效果及長期股價績效之表現，國立臺北大學會計學系碩士論文。
- 伍建興，2010，個案研究-華碩切割和碩，國立政治大學財務管理研究所碩士論文。
- 呂堃璋，2008，品牌與代工分割之宣告效果研究，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 汪瑞芝、陳明進、林世銘，2005，土地增值稅減半徵收之股市效應，證券市場發展季刊，第17卷第1期，頁79-104。
- 吳春敏，2004，企業分割與簡易上市之實務研析，國立台灣大學財務金融學研究所碩士論文。
- 林卦緣，2006，母子公司的關係強弱對於分割後母公司長短期績效的影響-以臺灣上市櫃公司為例，國立政治大學財務管理研究所碩士論文。
- 洪連盛，2005，我國上市公司分割行為與分割宣告效果之研究，國立政治大學會計研究所碩士論文。
- 高誌鴻，2011，企業分割策略對股東價值之影響：華碩電腦個案研究，國立臺灣大學商學研究所碩士論文。
- 康美雪，2009，國內上市櫃公司從事企業分割之探討，國立臺灣大學財務金融組碩士論文。
- 張晏精，2008，品牌與代工切割：明基電通之個案研究，國立清華大學科技管理研究所碩士論文。
- 莊政達，2007，探討企業分割策略之施行-以宏碁集團為例，國立政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 劉福運，2011，上市櫃公司股權分割(Equity Carve-Outs)後營運績效之表現，國立臺北大學會計學系碩士論文。
- Allen, J. W. (1998). Capital markets and corporate structure: the equity carve-outs of Thermo Electron. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 99-124.
- Allen, J. W., & McConnell, J. J. (1998). Equity Carve-outs and Managerial Discretion. *The Journal of Finance*, 53(1), 163-186.
- Aron, D. J. (1991). Using the capital market as a monitor: corporate spinoffs in an agency framework. *The Rand Journal of Economics*, 505-518.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3-31.
- Chen, P. F., & Zhang, G. (2007). Segment Profitability, Misvaluation, and Corporate Divestment. *The Accounting Review*, 82(1), 1-26.
- Comment, R., & Jarrell, G. A. (1995). Corporate focus and stock returns. *Journal of*

- Financial Economics*, 37(1), 67-87.
- Cumming, J., & Mallie, T. Y. (1999). Accounting for divestitures: A comparison of sell-offs, spin-offs, split-offs, and split-ups. *Issues in Accounting Education*, 14(1), 75-97.
- Daley, L., Mehrotra, V., & Sivakumar, R. (1997). Corporate focus and value creation Evidence from spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 45(2), 257-281.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, 400-420.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 193-225.
- Fama, E. F. (1976). *Foundations of Finance*. New York: Basic Books.
- Gilson, S. C., Healy, P. M., Noe, C. F., & Palepu, K. G. (2001). Analyst specialization and conglomerate stock breakups. *Journal of Accounting Research*, 39(3), 565-582.
- Hand, J. R. M., & Skantz, T. R. (1998). The economic determinants of accounting choices: The unique case of equity carve-outs under SAB 51. *Journal of Accounting and Economics*, 24(2), 175-203.
- Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-384.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.
- Hite, G. L., & Owers, J. E. (1983). Security price reactions around corporate spin-off announcements. *Journal of Financial Economics*, 12(4), 409-436.
- Hite, G. L., Owers, J. E., & Rogers, R. C. (1987). The market for interfirm asset sales: Partial sell-offs and total liquidations. *Journal of Financial Economics*, 18(2), 229-252.
- Hulburt, H. M., Miles, J. A., & Woolridge, J. R. (2002). Value creation from equity carve-outs. *Financial Management*, 83-100.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Jongbloed, A. (1994). Why do firms divest units? Evidence from spin-offs and equity carve-outs: unpublished manuscript, University of Rochester.
- Klein, A., Rosenfeld, J., & Beranek, W. (1991). The two stages of an equity carve-out and the price response of parent and subsidiary stock. *Managerial and Decision Economics*, 12(6), 449-460.
- Lamont, O. A., & Thaler, R. H. (2001). Can the market add and subtract? Mispricing in tech stock carve-outs: National Bureau of Economic Research.
- Landers, D. E. (2004). Lightening the lead: an exploratory analysis of divestiture

- strategies of major media firms. *Journal of media business studies*, 1(2).
- Lang, L., Poulsen, A., & Stulz, R. (1995). Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 3-37.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The new issues puzzle. *Journal of Finance*, 23-51.
- Maydew, E. L., Schipper, K., & Vincent, L. (1999). The impact of taxes on the choice of divestiture method. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 117-150.
- McConnell, J. J., & Muscarella, C. J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, 14(3), 399-422.
- Michaely, R., & Shaw, W. H. (1995). The choice of going public: Spin-offs vs. carve-outs. *Financial Management*, 5-21.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Nanda, V. (1991). On the good news in equity carve-outs. *Journal of Finance*, 1717-1737.
- Park, C. W., & Pincus, M. (2003). A reexamination of the incremental information content of capital expenditures. *Journal of accounting auditing and finance*, 18(2), 281-302.
- Perotti, E., & Rossetto, S. (2007). Unlocking value: Equity carve outs as strategic real options. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 771-792.
- Pettit, J. (2004). Positioning for Growth: Carve-Outs & Spin-Offs. *SSRN eLibrary*.
- Powers, E. A. (2001). Spinoffs, Selloffs and Equity Carveouts: An Analysis of Divestiture Method Choice. *SSRN eLibrary*.
- Powers, E. A. (2003). Deciphering the Motives for Equity Carve-Outs. *Journal of Financial Research*, 26(1), 31-50.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 3-27.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4-5), 91-102.
- Schipper, K., & Smith, A. (1983). Effects of recontracting on shareholder wealth: The case of voluntary spin-offs. *Journal of Financial Economics*, 12(4), 437-467.
- Schipper, K., & Smith, A. (1986). A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 153-186.
- Slovin, M. B., Sushka, M. E., & Ferraro, S. R. (1995). A comparison of the

- information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and asset sell-offs. *Journal of Financial Economics*, 37(1), 89-104.
- Sun, M., & Shu, P. G. (2011). The valuation effects of equity carve-outs. *Applied Economics Letters*, 18(9), 887-891.
- Thompson, T. H. (2010). Partial Price Adjustments and Equity Carve-Outs. *Financial Review*, 45(3), 743-759.
- Veld, C., & Veld-Merkoulova, Y. V. (2004). Do spin-offs really create value? The European case. *Journal of Banking & Finance*, 28(5), 1111-1135.
- Vijh, A. M. (1999). Long-term returns from equity carveouts. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 273-308.
- Vijh, A. M. (2002). The Positive Announcement-Period Returns of Equity Carveouts: Asymmetric Information or Divestiture Gains? *The Journal of Business*, 75(1), 153-190.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting Review*, 112-134.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*: Prentice-Hall Inc.

