

國立臺灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組

碩士論文

Executive MBA Program in Finance

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

國內上市櫃公司從事企業分割之探討

A Study on Taiwan Listed Companies' Spin-Off Activities



Mei-Husueh Kang

指導教授：邱顯比 博士

Advisor：Shean-Bii Chiu Ph.D.

中華民國 98 年 5 月

May, 2009



國立臺灣大學碩士學位論文  
口試委員會審定書

國內上市櫃公司從事企業分割之探討

A Study on Taiwan Listed Companies' Spin-Off Activities

本論文係 康美雪 君（學號 P96745010）在國立臺灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組所完成之碩士學位論文，於民國九十八年五月十八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：

邱顯比

（指導教授）

陳碧如

林明敏

邱顯比

陳明賢

系主任、所長

## 誌 謝

光陰荏苒，在台大渡過兩年充實且愉快的時光，最要感謝指導老師 邱顯比教授，從決定論文題目後，邱老師即不斷提點我論文架構、研究方向、研究方法及重點，在研究撰寫過程中隨時跟催進度及檢討指正，並指導我不太熟悉的異常報酬與 t 檢定，讓我功力在短時間內精進不少，亦能在工作之餘如期完成論文。

離開學校踏入職場，至今已有 24 個年頭，在 郭重松董事長的支持與鼓勵下，讓我有機會重返校園。學習期間同學澄源、純霞、崇源及天立等，就有如戰鬥夥伴般，除了在課業上互相切磋、幫忙，更在工作、生活方面給予建議與鼓勵，讓我的人生留下豐富的印記。

在論文撰寫的過程中，除了要感謝同事淵凌、文玲、咪秋、玲慧、朝祥、偉仲、君偉、紫齡等，提供予資料蒐集、整理上之幫助外，亦要謝謝學長姊李森盛副董事長及蕭官芬副總鼎力協助論文之撰寫及提點口試時注意事項，更要感謝老公杰奇及父母這段時間的支持與容忍，讓我能順利完成。

並再次感謝兩位論文口試委員，本校財金系陳聖賢教授及國企系林修葳教授等著名學者在百忙之中，撥冗賜教，對於論文中分割前後效應分析與國內外論述之差異等方面，不吝給予指導及專業寶貴之修正意見，以補強論文內容之不足。最後謹寄望本論文之結論與建議能對企業、政府有所貢獻。

康美雪 謹識

于台大管理學院

民國九十八年五月

## 中文摘要

企業組織重整為企業面對產業結構快速變遷及激烈競爭之經營環境下，為提高企業價值及創造股東權益最大化，從而達成永續經營之主要經營策略手段之一。本研究論述之重點即以台灣公佈實施「企業併購法」後，國內企業依法令規範所採母子分割與兄弟分割之比較，及企業因應法令修訂、產業及經營環境改變、企業組織發展、公司員工、股東及債權人權利之考量與分割所產生之股價效應等。

本研究先就 91~97 年間國內企業從事分割之案例，比較其分割目的、分割方法等，並以事件研究法分析企業公告分割前後所產生之股價效應予以歸納；同時以本身之實務經驗，從分割程序、稅賦及會計等面向，來探討企業進行分割時所面臨之問題及應注意事項；另再以個案之實地訪談與分析，了解企業進行分割之決策時，所遭遇之困難及解決之道等，以為日後國內企業執行分割策略時之考量。

依事件研究法分析企業公告分割前後所產生之股價效應，研究發現國內外企業公告分割之股價效應有所差異，依 Schipper and Smith(1983)、Hite and Owers(1983)及 Krishnaswami and Subramaniam(1999)之研究發現，企業分割公告日時會有 2.84% 或 3.8% 之異常收益且具有統計上之顯著性，並以公告日前後一天效益最大，高達 3.28% 且具統計上之顯著性；相較於本研究發現國內企業公告分割時產生，1.異常報酬較低；2.出現異常報酬之期間短(約 3 天，即事件日前一天~事件日後一天)；3.且異常報酬及累積異常報酬並未達統計上之顯著水準；主要係由於 1.國內引進企業重組工具時間不如國外運作已久；2.國內企業重組工具及市場認知度均未成熟；3.國外分割案例多將 ROI 較低之部門分拆出去，進而改善母公司體質，相較於國內分割出 ROI 較高之部門之不同；4.國外分割出之事業單位可立即掛牌交易，但國內分割後之子公司須耗時一年多時間才得掛牌，使其回饋於母公司之效益無法及時反

應；致使未如國外文獻之研究結果，於企業公告分割之時具有較高之異常報酬及統計上之顯著性。

依現行國內之法令規範與企業經營環境，本研究歸納出之結論為：”分割”係於國內日趨成熟之企業經營環境下，為提供國內企業更有效運用資源，提高經營績效之主要工具之一。在此同時並對於欲從事分割之企業，提供以下之建議：(一)事前規劃之重要性，須審慎評估分割之目的、企業核心價值與各事業群之發展方向、並考慮當前經濟與產業情勢及法令規範等，做為分割方法之選擇依據；(二)分割後之營運重點，即對於分割受讓公司獨立性之收放及須定期檢視分割後之效益是否符合原先規劃。另對於主管機關提供幾點看法與建議：(一)增加企業重組工具，例如追蹤股，以提升國內企業經營環境得與國際接軌，從而提高競爭力；(二)法條規範應具體可行，例如兄弟分割時外資與投信股東依法不能投資未上市櫃股票所遭遇之窘境，又如企業分割重組後改型為投資控股公司，受限於現行法令規定，致使無法善用重組工具，均為猶待改善之例。

關鍵字：企業分割、母子分割、兄弟分割、事件研究法、股價效應、追蹤股。

**THESIS ABSTRACT**

**SENIOR PUBLIC ADMINISTRATION**

**COLLEGE OF MANAGEMENT**

**NATIONAL TAIWAN UNIVERSITY**

**NAME : Mei-Husueh Kang**

**MONTH/YEAR : May, 2009**

**ADVISER : Shean-Bii Chiu Ph.D**

**TITLE : A Study on Taiwan Listed Companies' Spin-Off Activities**

As business operations remain heavily impacted by rapid changes within industry structure and ever-increasing competition, “Corporate Restructuring”, enhances a company’s value and maximizes shareholder equity. Corporate Restructuring has become one of the main business strategies to ensure sustainable operation. This study investigates and compares the differences between “carve-out” and “spin-off” divisions undertaken by Taiwan’s domestic enterprises after the implementation of “Merger and Acquisition Law” in Taiwan. The focus has been placed upon how these companies react to the enactment of the law and how they respond to changes within the operating environment. Organizational development, the consideration of interest among staff, shareholders, creditors, and the effect on stock prices associated with the spin-off are all examined.

This study looks into spin-off cases for domestic enterprises from 2002 through 2008 and compares the purpose as well as the method involved with these cases. Event study method is used to analyze the variation of stock price before and after the spin-off. Based on the practical experience of the business operation, the author investigates the issues frequently encountered during the spin-off process and highlights matters that require special attention, especially on the facets of spin-off procedures, taxation and accounting. This is followed by field visits and two individual case interviews. The purpose of these visits and interviews are to thoroughly understand the difficulties encountered in a spin-off and the countermeasures sought to resolve them, with the

hope the finding can serve as a strategy reference for future spin-offs in Taiwan's domestic enterprises.

The event study method was utilized in this study to investigate the effects of spin-offs on the stock price of an enterprise immediately before and after the public announcement of the spin-off. It is found that the effect on Taiwan's domestic enterprises is different from the counterpart of foreign enterprises. According to studies conducted by Schipper and Smith (1983), Hite and Owers (1983) and Krishnaswami and Subramaniam (1999), an abnormal return rate of 2.84% or 3.8% with statistical significance of difference was found on the announcement date of the spin-off. Contrast to the finding in foreign enterprises, this study points out the following characteristics of a spin-off announcement on Taiwan's domestic enterprises: (1) lower abnormal return; (2) shorter duration for the abnormal return (roughly three days, i.e. from the day right before the announcement to the 2<sup>nd</sup> day after the announcement); and (3) the abnormal return and accumulated abnormal return do not demonstrate sufficient statistical significance. Subsequent analysis shows that these characteristics are due to several reasons, including (1) Corporate restructuring tools that were recently introduced into Taiwan's domestic enterprises; (2) Corporate restructuring tools and their market recognition are not mature in Taiwan; (3) Contrary to the common practice of foreign enterprises who spin off divisions with lower ROI in order to improve the finance of the parent companies, Taiwan's domestic enterprises frequently spins off divisions with higher ROI; and (4) Contrast to foreign countries where trading of subsidiaries stock in the market is permitted immediately after the spin-off, the subsidiaries of Taiwan's enterprises have to wait for at least one year before their stocks can be publicly traded. As a result, the financial benefit of the spin-off cannot be timely fed back to the parent company.

This study concludes that a Spin-off can be considered as one of the vital means to provide domestic enterprises with a more effective way to utilize resources, as well as to enhance operating efficiencies under an increasingly mature operating environment in Taiwan. The following recommendations are made for local enterprises that intend to undertake a spin-off:

- 1) Planning ahead: When a spin-off method is to be selected, it is necessary to cautiously assess the main purpose of the spin-off and how it will impact the core values of the company, the future development of each business group and the conformance with the current economic situations and legal regulations.

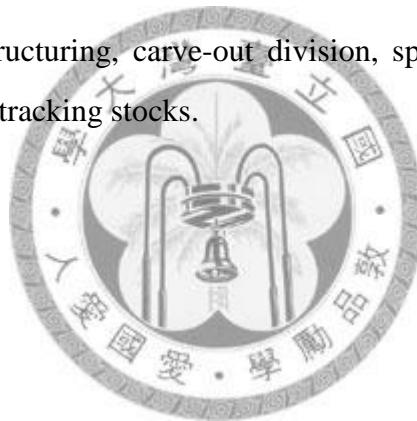


- 2) Postmortem review: It is equally important to conduct periodic reviews on critical indices after a spin-off. For example, the extent of independence granted to the spin-off company and whether the efficacy of the spin-off conforms to the original planning should be reviewed.

In addition, the following recommendations are provided to government authorities:

- 1) More tools for Corporate restructuring, such as tracking stocks is necessary. This should be available to Taiwan's domestic enterprises so that the business operating environment can be geared to meet international practices, in addition to better securing the competitiveness of local companies.
- 2) Make government regulations more specific and feasible. For instance, foreign investors and venture capital shareholders are prohibited from investing in non-IPO stocks in carve-out cases. Investment holding companies are also restrained from making active use of the restructuring tools due to the restrictions of existing regulations. These remain areas for future improvement.

Keywords : corporate restructuring, carve-out division, spin-off division, event study method, stock price effect, tracking stocks.



# 目 錄

口試委員會審定書.....	I
誌謝.....	II
中文摘要.....	III
英文摘要.....	V
目錄.....	VIII
圖目錄.....	X
表目錄.....	XII
第一章 緒論.....	1
第一節、研究動機與目的.....	1
第二節、研究範圍與方法.....	2
第三節、論文架構.....	2
第四節、研究流程.....	4
第二章 文獻探討.....	5
(一)企業分割的目的與動機.....	5
(二)企業分割的效益.....	8
第三章 企業分割之目的、方法與股價效應.....	12
第一節、企業分割之目的.....	12
第二節、企業分割之方法.....	26
第三節、企業分割之股價效應.....	34
第四章 企業分割之程序、稅賦、會計實務面應注意事項.....	60
第一節、企業分割程序實務面應注意事項.....	60
第二節、會計、稅賦實務面應注意事項.....	67
第五章 個案分析.....	73
第一節、凌陽科技.....	73

第二節、和桐公司.....	86
第六章 結論與建議.....	96
第一節、結論.....	96
第二節、建議.....	103
參考文獻.....	106
附錄.....	110
附件一 91~97 年上市櫃公司公告分割案件明細表.....	110



## 圖目錄

圖 1-1	研究流程圖.....	4
圖 3-1	母子分割—新設分割.....	27
圖 3-2	母子分割—既存分割.....	28
圖 3-3	兄弟分割—新設分割.....	29
圖 3-4	兄弟分割—既存分割.....	30
圖 3-5	事件日、事件期關係圖.....	35
圖 3-6	企業公告分割前後之 AR、CAR 圖.....	38
圖 3-7	整體之 t(AR)、t(CAR)圖形.....	39
圖 3-8	$\beta$ 值介於 0.9~1.1 者之 AR、CAR 圖.....	41
圖 3-9	$\beta$ 值介於 0.9~1.1 者之 t(AR)、t(CAR)圖形.....	42
圖 3-10	分割目的為品牌與代工分開之 AR、CAR 圖.....	44
圖 3-11	企業目的為品牌與代工分開之 t(AR)、t(CAR)圖形.....	44
圖 3-12	分割目的為租稅優惠之 AR、CAR 圖.....	46
圖 3-13	分割目的為租稅優惠之 t(AR)、t(CAR)圖形.....	47
圖 3-14	分割目的為引進策略聯盟伙伴之 AR、CAR 圖.....	49
圖 3-15	分割目的為引進策略聯盟之 t(AR)、t(CAR)圖形.....	49
圖 3-16	分割目的為集團內部資源有效整合之 AR、CAR 圖.....	52
圖 3-17	分割目的為集團內部資源有效整合之 t(AR)、t(CAR)圖形.....	52
圖 3-18	分割目的為專業分工之 AR、CAR 圖.....	55
圖 3-19	分割目的為專業分工之 t(AR)、t(CAR)圖形.....	55
圖 5-1	凌陽集團企業架構圖.....	73
圖 5-2	凌陽科技 86~96 年度股價走勢圖.....	80
圖 5-3	凌陽科技與旭曜分割後股價走勢圖.....	81
圖 5-4	凌陽科技分割前後之 AR、CAR 圖.....	84

圖 5-5	和桐公司分割合併時程圖.....	87
圖 5-6	和桐公司分割前轉投資概況圖.....	88
圖 5-7	和桐公司分割後轉投資概況圖.....	88
圖 5-8	和桐公司 92~96 年度每股盈餘及股價走勢圖.....	90
圖 5-9	和桐公司分割前後之 AR、CAR 圖.....	93



## 表目錄

表 3-1	分割目的為品牌與代工分開，避免與客戶衝突案例.....	16
表 3-2	分割目的為租稅優惠案例.....	17
表 3-3	分割目的為引進策略聯盟伙伴案例.....	18
表 3-4	分割目的為集團內部資源有效整合案例.....	19
表 3-5	分割目的為專業分工，提升產業競爭力及管理者之激勵案例...	19
表 3-6	分割模式.....	26
表 3-7	母子分割與兄弟分割比較表.....	30
表 3-8	91~97 年間母子分割與兄弟分割案件數.....	33
表 3-9	整體之 AR、CAR 值及其檢定值.....	38
表 3-10	採樣公司之 $\beta$ 值表.....	40
表 3-11	$\beta$ 值介於 0.9~1.1 者之 AR、CAR 值及其檢定值.....	40
表 3-12	分割目的為品牌與代工分開之 AR、CAR 值及其檢定值.....	43
表 3-13	分割目的為租稅優惠之 AR、CAR 值及其檢定值.....	45
表 3-14	分割目的為引進策略聯盟伙伴之 AR、CAR 值及其檢定值.....	48
表 3-15	分割目的為集團內部資源有效整合之 AR、CAR 值及其 檢定值.....	51
表 3-16	分割目的為專業分工之 AR、CAR 值及其檢定值.....	54
表 3-17	公告分割前後之 AR、CAR 值及檢定值.....	59
表 4-1	企業分割法定程序.....	60
表 5-1	凌陽集團主要事業產品表.....	75
表 5-2	2000~2005 年台灣 IC 設計業者年營收及營收排名.....	76
表 5-3	凌陽科技股本形成表.....	77
表 5-4	凌陽科技與聯發科營收獲利比較表.....	78
表 5-5	凌陽科技 86~96 年度平均股價及本益比表.....	80

表 5-6 凌陽科技公告分割之 AR、CAR 值.....	83
表 5-7 和桐公司最近六年度財務資料.....	90
表 5-8 和桐公司公告分割之 AR、CAR 值.....	92
表 5-9 投資控股公司申請上市規定.....	94
表 6-1 公告分割前後之 AR、CAR 值及檢定值.....	102



# 第一章 緒論

## 第一節、研究動機與目的

企業併購是企業因應外在競爭環境變化，為使內部資源達到最高綜效或企業版圖擴張等之主要手段。1960 年代為企業合併之高峰期，企業藉由合併達成管理能力、後勤支援共享等效益，並使營運多角化，藉以達成企業成長、擴張之目的。至 1980 年代開始，企業之併購活動轉以分割為主，例如 1995 年 9 月 AT&T 一分为三，new AT&T 負責通訊服務，Lucent 負責通訊硬體設備生產，GIS(後更名為 NCR)則負責全球資訊電子；HP 於 1999 年 3 月分割出精密儀器設備部門，成立 Agilent。而企業分割之目的，係考量多角化經營未能使企業內部資源有效運用、為引進策略聯盟夥伴、專業分工組織重整等因素，使得近期分割案件有增加之趨勢。

台灣為因應市場環境之變遷及全球競爭壓力下，於民國 90 年 11 月 12 日修正公司法，引進公司分割制度，並於民國 91 年 2 月 6 日公佈實施「企業併購法」，明確制定公司分割之相關規定與租稅優惠等條款，至此國內之企業分割才有較完備之法令規範，亦對於員工、債權人及股東之權益有保護程序。彙整分析民國 91~97 年間國內上市櫃公司之分割案件，企業分割確實為國內企業達到營運策略或進行租稅規劃之手段。

本研究希望藉由統計分析國內企業分割之目的、分割方法及以事件研究法分析分割前後所產生之股價效應，並參酌本身之實務經驗佐以案例之探討，提供予欲從事分割之企業做為參考，並對目前法令措施提出建議。



## 第二節、研究範圍與方法

本論文之進行係以「企業併購法」公佈實施後，統計國內企業在現行分割相關法令下，所從事之企業分割案例，分析比較其分割目的、分割方法及以事件研究法分析企業公告分割前後所產生之股價效應。

另為切合本論文對於分割實務之研討，故以本身實務經驗，探討分割流程中所會面臨之問題及應注意事項，並以個案做實地訪談與分析，研討其進行分割所遭遇之問題及提出可能解決方式，以供日後國內企業進行分割時之參考。

## 第三節、論文架構

本論文主要分為緒論，文獻探討，企業分割之目的、方法與股市效應，企業分割流程、會計、稅務等應注意事項，個案分析及結論與建議等六個章節，各章內容分述如下；

第一章為緒論，說明國外、國內企業分割之發展，及本論文之研究方法與論文架構詳加說明。

第二章為文獻探討，探討國內外分割相關之研究結果。

第三章為企業分割之目的、方法與股價效應，從國內外企業重組之方式，進而以統計分析國內企業分割之目的，及現行規定下國內之分割方式與其優缺點比較，再以事件研究法及分析顯著性(累積異常報酬是否顯著異於零)之統計檢定方法，探討企業公告分割前後所產生之股價效應。

第四章為企業分割流程、會計、稅務等應注意事項，析述國內企業分割流程，並佐以本身實務經驗，研討分割流程在會計、稅務、員工、債權人、原股東等各層面應注意事項或可能產生之問題，予以提供建議或看法。

第五章為個案分析，以實地訪談並研究，國內上市公司—凌陽科技股份有限公司，其 95 年間分割三事業體之實際案例，從描述公司主要產業、財務狀況、產業地位及同業比較到其分割之目的、效益與其所遇困難及解決之道。另以國內上

市公司一和桐化學股份有限公司，其 93 年為集團多角化發展考量，分割出兩個事業部，並將母體轉型為投資控股公司，後於 94 年以簡易合併方式恢復其化學本業，將研討分析其分割又簡易合併之原因。

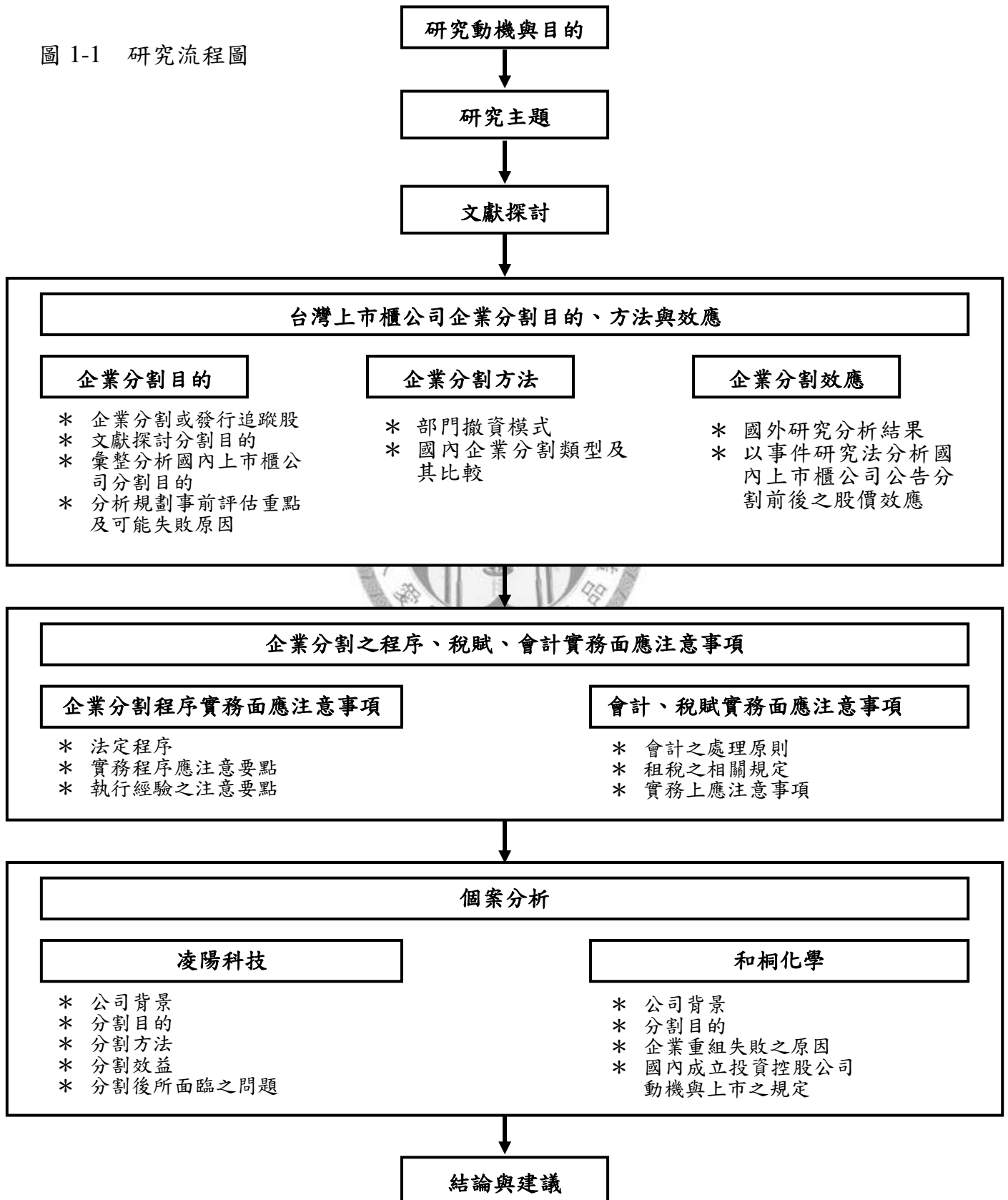
第六章為結論與建議，以實務經驗並參酌實際案例之研討，提出建議，期以對國內分割之法制或企業策略有所助益。



## 第四節、研究流程

本論文之研究流程如下：

圖 1-1 研究流程圖



## 第二章 文獻探討

### 第一節、企業分割的目的與動機

現代企業處在產業結構迅速改變及競爭激烈的經營環境之下，為追求永續經營，尋求提高企業價值，面臨必須同時思考創造股東價值與維持企業穩定之方法。除了從企業價值鏈著手外，亦有許多企業從企業組織再造進行，以達到企業成長的策略。在現今的經濟發展中，企業分割已被廣泛地運用在使企業達成上述目標的策略之一，並成為企業對外擴充的重要手段。

企業進行企業分割之最終目的，主要著眼於企業分割後能發揮企業最大之營運效能，因此對個別事業群之產業環境、生產流程、銷售作業、管理階層及總體經濟等事項能進行深層的評估與分析，據此，主導者才能全盤掌握個別事業群之核心價值，進而擬訂出分割後之經營方針。

以下，本文針對當代文獻中，整理出企業為何會進行企業分割的主要目的與動機；

#### 一、獎酬與監督成本

Alchain and Demsetz(1972)指出企業透過經營團隊合作，生產並創造超過原始投資的價值，而透過監督管理當局的機制與過程，在兼顧其他利害關係人利益的條件下，約束經營團隊以加強企業營運績效，並透過市場機制與法律規範等制度保障股東權益。透過監督管理當局的績效，即是一個重要的機制。

Jensen and Meckling (1976)提出了在經營者、股東及債權者存在一個最適經營結構模型的相關看法，最適結構的模型由經營者、投資者、契約成本等因素所決定。在 Jensen and Meckling(1976)的文獻中，指出經理人的股權與公司的價值有很大關係，當股權愈高時，經理人將捨去所在職位的利益角度而追求股權利益，此時經理人決策與股東財富極大的決策愈趨一致。

在這些理論架構中，若企業分割能提供經營團隊之薪酬與其營運績效更緊密結合，提供投資者更透明的監督機制、使經營團隊以更有效率的方式從事營運，將會促進企業進行分割活動，進而增加投資的資產價值。

## 二、資訊不對稱

Myers and Majluf(1984)兩位教授對資訊不對稱下誘因理論的早期發展作出了重大貢獻。資訊不對稱下的誘因理論大致內容是指，資訊較少的一方如何設計一套誘因制度克服資訊較少的劣勢，誘使資訊較多的一方透露出其所擁有的資訊，或誘使資訊較多的一方行為符合資訊較少一方的要求。

Williamson (1979)在近代經濟學的發展中貢獻良多，其中最重要的一項是提出了交易雙方的互動關係，尤其是提出交易雙方資訊不對稱的「投機主義」(opportunism)。依據 Williamson (1979)的想法，交易成本不僅是買賣者對商品的資訊問題，更重要的是個人的行為，即使事前有了充分資訊，也不能保證契約簽訂後一定會被遵守，只要有機會讓其中一方做出利己不利對方的選擇，就可能使交易結果與事先想像的不一樣。這種互動假設使解決交易成本的方法不能僅限於訊息與知識，而必須考慮對進行交易者的行為做有效限制，才能達到效果。

資訊不對稱假說的環境下，讓經營團隊擁有較多的私有資訊，而外部投資者會利用商譽來評價公司的情況下，建立了結合了商譽的效果與資訊不對稱假說的模型，低商譽好公司會出現過少投資的現象；而高商譽壞公司則會出現過度投資的現象。另外，利用公司與外部投資者的衝突關係，可以解釋過度投資與過少投資發生的原因。

資訊不對稱理論也認為，由於市場及投資人往往受限於財務報表有限的資訊揭露及透明度的影響，而低估多角化公司的整體價值，要改善此

方面缺失的方法之一，就是透過將某些事業部門分割出去，讓其獨立營運，提高公司財務報表之透明度。在組織進行企業分割的過程中會釋放出新資訊，使市場認為交易者擁有較佳的資訊，所透露出來的訊息也可以使投資者重新評估公司的價值。進而促使管理當局採行可使公司價值最大化的營運策略，亦可將企業實質價值彰顯於外。

Desai and Jain (1999) and Daley, Mehrotra and Sivakumar (1997)的研究發現，藉由企業分割的母公司、子公司及合併集團，自分割後有正面的股票異常報酬。

### 三、交易成本

根據 Coase (1937)提出的交易成本理論，企業家創業與經營行為必須付出交易成本。如果對照 Coase (1937)之後對廠商性質的研究，當可發現廠商降低交易成本的功能至少有部份來自知識的彙集與創造。企業家的功能並非本身一人做決策，而是統合管理企業內的員工，讓員工參與決策或代理業主進行決策，知識的匯集正是企業家能夠處理「不確定性」的關鍵原因。

交易成本是一套制度運作所需要的成本，包含擬定、協商契約等事前成本，以及監督執行契約等事後成本。成功的企業家克服或降低交易成本的功能就是解決了「不確定性」。Coase (1937)認為在某些情況下，市場交易成本會超過組織內部進行交易的成本，有時則相反，企業必須尋找一個最適交易成本最佳的模式。交易成本其中另一主要論述在於企業面對營運的不確定性，當營運不確定性增加時，企業會更有動因去評估由企業內部管理或是轉由市場機制去評估企業分割是否可在事業間的人力運用、資源規劃、實體資產的使用效率，以及是否能夠改善獲利能力及專注於核心事業等不確定性時，何者較能產生最大綜效，而做成是否進行企業

分割的策略制定。以租稅目的為例，公司的邊際稅率會影響稅務規劃，若進行企業分割，可達到整體集團的租稅最適稅賦，則企業分割便因為最低交易成本的條件下，發揮了效益。

Alchian (1950)指出「不確定性」是經濟學必須列入考量的因素，因為企業的利潤充滿不確定性，因此企業決策者必須面對在不確定的情況下進行決策。Alchian (1950)提出以「演化」的方式看待經濟學的理论模型，假設在競爭條件很嚴格的情況下，所有達成利潤極大化的廠商都只能賺取到正常利潤，任何不能達成利潤極大化的廠商必然只能得到負的利潤，也就是低於機會成本。廠商在不確定的情況下並無法進行「利潤極大化」的決策，而是在「嘗試錯誤」(trial and error)的方式下尋求提高利潤，長期之下，不採取「利潤極大化」決策的廠商被淘汰，只有「利潤極大化」的廠商存在市場上。

## 第二節、企業分割的效益

由上述當代經濟學家提出的主要文獻，成為在 20 世紀的學者進行統計分析模型建立及實證推論的重要文獻基礎，進而也衍生出諸多學者提出企業分割產生效益的文獻，本文就近年文獻中有關企業分割主要優點整理如下；

### 一、財務綜效

當企業多角化發展到一定程度，因為多角化的成本產生負綜效，Daley(1997)，Desai and Jain(1999)提出分割可以產生利益，主要在於企業分割能讓企業重新聚焦，消除多角化發展產生的負綜效。

### 二、重新聚焦

Berger and Ofek (1995) 指出一個經營分散的企業，其市場交易價格比只聚焦在主要核心產業的企業為低，其一快速有效的解決方法，就是進

行企業分割，由此可得知企業聚焦的重要性。Chemmanur & Yan(2004)則提出當企業處於高度購併及科技變化較快的產業，較容易產生分割，而表現不佳或離核心事業較遠的事業，則容易被切割出去，此論點呼應了企業分割可以讓企業重新聚焦的優點。

Desai and Jain (1999) and Daley, Mehrotra and Sivakumar (1997)亦指出欲分割企業與母公司所經營之產業異質性相對高的企業，其市場對進行分割的公司，其市場股價反映、長期累計異常報酬，以及企業內部經營績效都比經營項目同質性高而進行分割的企業來的高。主要原因亦來自市場對企業經營是否聚焦有密切關係。

在國內文獻部分，黃郁卿(2005)指出以其研究之個案(閱暉電子)為例，將獲利的事業單位或是績效較不好的事業單位分割出去，分割效益在一段期間後會逐漸顯現，其個案在 93 年分割後的淨利率高出分割前近三倍，EPS 亦較母公司高出甚多，證實了透過企業分割可以讓企業重新聚焦，進而提高企業經營績效、以及市場價值。

### 三、資源重新分配

當組織過於龐大，容易使企業資源被分散掉造成資源配置無效率，而企業分割可以針對組織龐大的問題，例如降低資訊代理成本，增加資源效用，減少資源配置無效率等方式，增進企業價值。Schipper and Smith(1983)統計資料中有高達 94%的子公司承擔原有企業負債的情形，顯示企業分割可以做為資源重新分配的的有效工具。

劉醇正(2006)指出，企業分割造就了企業經濟附加價值的增加，相對的也提升了無形價值智慧資本。由經濟附加價值相關指標的提高得知，企業分割正吻合了透過企業分割可以增加價值鏈資產效率配置的理論，亦證明了企業分割降低負綜效及聚焦經營效果。



#### 四、增加企業透明度，提高市場認同

資訊不對稱理論衍生出企業分割可以減少資訊不對稱的情形，使企業透明度增加，進而提升企業價值。Krishnaswami & Subramaniam(1999)提出若企業進行分割，資訊對稱的程度會大於未分割的企業。進而推論企業分割的主要價值之一為減輕資本市場對於不同營運單位獲利狀況模糊的情形。資訊不對稱情形越減輕，股東價值進而會被提高。Aron(1991)也提及企業分割提供資本市場一個衡量管理的指標，而使企業的權益價值增加。

Schipper and Smith(1983)提出進行企業分割的公司，其母公司股價會有正向的成長，股價大概會有 3%左右的異常報酬率。另外，Miles and Woolridge(1999)統計美國在 1965 到 1974 年間進行企業分割的 174 家企業發現，進行企業分割的企業，在分割前後三年間，平均會有 27%的年連續複利報酬率，最大利潤在分割日後的一至二年間。

李宇玲(2007)指出透過企業分割之模擬試算數據推論，企業分割能解決或預防個案公司於市場上遭逢的資訊無效率的情形，進而改善個案公司股價低估。透過股價低估情形的改善，進而亦增進個案公司未來籌資能力、及降低資金成本的效益。李宜靜(2006)亦指出透過企業分割，其個案公司在宣告分割基準日 3 日事件日，具有顯著且正向 8.15% 累積異常報酬率。

以上文獻說明了減少經營團隊與投資者的資訊不對稱情形，將有助於企業股價中長期的表現，而企業分割則在適當時候提供了減少資訊不對稱的方式。

#### 五、提供市場更清楚的經營績效，鼓勵經營團隊

若企業內部從事不同事業部門經營較多時，對投資大眾而言將增加

分析該企業營運狀況的交易成本，透過資本市場來激勵經營團隊的交易成本亦將資加。對企業內部管理者而言，管理更多產品的交易成本亦提高。Aron(1991)發現當管理當局建立許多獎勵制度雖可激勵部門主管，但不見得獎勵制度都可客觀的表達該事業單位的經營績效。透過股價反映企業未來價值的關係時，Aron 發現當企業未來有意進行企業分割時，將會刺激被分割事業的經營績效，其原因有可能是因經營團隊之績效容易被市場分析，且與其獎勵更關連，而使自己投入於經營事業的程度，更具企業家的精神，而非只是單純的受雇者，進而為自己及股東創造了更多價值。



### 第三章 企業分割之目的、方法與效應

#### 第一節、企業分割之目的

##### 一、企業分割或發行追蹤股(tracking stock)

企業重組為調整組織、增加競爭力或解決代理等問題所產生之策略，而國外對於企業重組之模式有資產重組、企業分割、財務重組等，本論文為國內上市櫃公司從事企業分割之探討，先就分割及較為相似之發行追蹤股做一概述；

##### (一) 定義

企業分割於企業併購法中第 4 條第 6 款明確規定其定義為：「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立他公司，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」。

追蹤股是將在同一個公司內一個或數個營運單位獨立出來，並發行此獨立營運單位股票給予股東，可做為母公司進行收購時之特定支付手段，最早即 1984 年通用汽車為收購電子資料系統公司 (Electronic Data Systems) 及休斯航太公司 (Hughes Aircraft) 而籌資所發行之追蹤股，由於其突破傳統股票資產之不可分割性，將資產所有權和收益權分離，使股票收益權與母公司單位部門經營績效連結，成為資本市場上的一新金融工具。

##### (二) 企業分割與追蹤股之比較

分割與追蹤股相同點，均是將某一個獨立事業單位獨立出來發行股票，計算盈虧，並依據此給予各事業單位主管之報酬。

分割與追蹤股相異點，最大之不同處是分割是成為二家公司，而追蹤股則仍是為同一個公司裡。

Danielova(2008)指出決定選擇分割或發行追蹤股之 4 項要素；

1.內部資本市場(Internal Capital Markets)

即內部資金之互相移轉運用，例如：可將資金從較多之事業單位移轉至較少且有較高成長機會之事業單位，如此則應選擇追蹤股。

2.無效率之相互資助(Inefficient Cross-Sub sidization)

將資源投入較小又較低成長機會之事業單位，則此時應採取分割策略。

3.公司所得稅之考量(Corporate Income Tax Purpose)

如果公司有一個事業單位是賺錢的，另一個是虧損的，則應採取追蹤股之方式，使公司之所得稅達到最高之效益。

4.管理者控管之角色(Role of Management Control)

如果同一批董監事及最高經營管理者，想同時控管此二個事業單位，則應採取追蹤股。

綜上所述，企業若擁有內部營運綜效(資本及資源之互相調配)並且可有效之配置，且想擁有原先之控制權並使公司所得稅達到最高之效益，則應選擇發行追蹤股代替分割。

但目前國內尚未有追蹤股之制度，希望政府可以考慮追蹤股制度，以便讓企業有更多靈活工具可供選擇。

## 二、分割之目的

就國外文獻及統計國內分割實際案例，探討企業分割之主要目的、分割規劃之事前評估要點及分割失敗之原因。

(一)Weston、Siu and Johnson(2001)提出其 10 項原因；

### 1.資訊假說

分割出來之公司其資訊較為公開且透明，才不致於被低估其價值。

### 2.管理效率

讓經營管理者集中注意力於其相對優勢之領域。

### 3.管理者激勵

管理者針對其事業單位之績效領取報酬，才不至於有吃大鍋飯之現象。

### 4.稅收或管制方面之因素

基於稅賦之優惠或因其某些事業單位營業項目是受國家管制，而將其分割，如此其它事業單位才不致受控管。

### 5.變化的經濟環境

過去也許合併經營效益大於獨立經營效益，但因環境之變化，現在也許獨立經營更洽當。

### 6.避免與各戶衝突

某事業單位之客戶是另一個事業群之競爭對手，因而分割。

### 7.為投資者提供純粹的贏家

將不好之事業單位分割出去，才不致影響整個公司之獲利及聲譽。

### 8.期權創造

二個期權價值勝過一個期權之價值。

#### 9.提高市場跨度

可吸引不同領域之投資客。

#### 10.促成兼併活動之可能性

如果收購公司只願合併公司其中某一事業單位而非全公司，則可以將此目標單位分割出來，以便促成兼併之可能性。

(二)Liedgren、Olofsson and Zetterlund(2008)亦指出瑞典企業從事分割之主要

10 項目的；

- 1.讓母公司專注於其核心事業。
- 2.分割出來之子公司其成長之機率較大。
- 3.直接由資本市場取得資金。
- 4.事業單位已成熟到可以自己成立為一家公司。
- 5.分割出來之子公司能見度較高，較有媒體新聞，且會提高其聲譽。
- 6.較容易評價各營業單位。
- 7.各事業單位有不同之策略目標。
- 8.增加財務及策略之彈性。
- 9.投資者可以直接擁有子公司之股票。
- 10.改善組織。

### (三)國內上市櫃公司之分割目的

從國內上市櫃公司 91~97 年公告分割案件裡，彙總出以下 5 種目的；

#### 1. 品牌與代工分開，避免與客戶衝突

因國內電子業之經營型態，以代工為主，而發展自有品牌之廠商，當自有品牌達一定規模時，品牌與代工在企業內部或與客戶間產生衝突，因而有品牌代工分家之情況，下表即為因品牌與代工產生衝突或為避免衝突產生之分割案例；

表 3-1 分割目的為品牌與代工分開，避免與客戶衝突案例

被分割公司	分割受讓公司	分割目的
宏碁(2353)	緯創	將代工業務事業分割予緯創。
天瀚(6225)	勝捷光電	將代工業務事業分割予勝捷。
華碩(2357)	和碩聯合 永碩聯合	為發揮自有品牌經營與代工業務分離之綜效，將電腦相關代工事業部分割移轉予和碩聯合科技(股)公司，機殼模具研製及非電腦類代工事業分割予永碩聯合國際(股)公司。
佳士達(2352)	明基亞太	將品牌事業部分割移轉予明基亞太，以達組織重組及專業分工，以提高整體競爭力及經營績效。
友訊(2332)	明泰科技	為組織重整與調整經營模式，以強化體質與專業分工，確立自有品牌經營與代客研製(OEM/ODM)分開。

資料來源：本研究整理

## 2. 租稅之優惠

考量土地稅法第 33 條第 2 項規定「為促進經濟發展，對於依前項及第 34 條規定稅率計徵之土地增值稅，自本法中華民國 91 年 1 月 17 日修正施行之日起三年內，減徵百分之五十」，即土地增值稅減半之優惠期間，將於 94 年 1 月底為止，故持有長期不動產之企業，均於租稅優惠截止前，分割成立不動產管理公司，達到沒有實質交割，卻可享受租稅之優惠。由下表所示，以租稅優惠為考量之分割案件均發生於 92~93 年土增稅減半優惠期間；

表 3-2 分割目的為租稅優惠案例

被分割公司	分割受讓公司	分割基準日	備註
光寶(2301)	光寶不動產管理	92/7/1	
遠紡(1402)	遠東資源開發	92/9/2	
漢平(2488)	漢池投資開發	92/11/28	
嘉泥(1103)	嘉新資產管理開發	92/12/3	
士紙(1903)	陽光士林開發	92/12/30	
三陽(2206)	上陽資產管理	93/6/24	
精成(6191)	晟成實業	93/6/30	
黑松(1234)	黑松資產管理 松通資產管理	93/9/24	將敦化段三小段及通化段一小段分別分割予黑松資產管理及松通資產管理

資料來源：本研究整理



### 3. 引進策略聯盟伙伴

為突破企業發展瓶頸，可能須採取與他公司策略聯盟，為簡化談判過程及使合作順利進行，多角化企業勢必先將欲與他公司策略聯盟之部門分割獨立出來，增加雙方合作意願。下表列示，國內企業為引進策略聯盟之分割案例；

表 3-3 分割目的為引進策略聯盟伙伴案例

被分割公司	分割受讓公司	分割目的
智邦(2345)	智易科技	分割無線網路事業部與 Philips 合資設立智易。95 年 2 月 Philips 將智易科技股權全數轉予智邦，95 年 10 月智邦將智易科技近 7 成股權轉讓予仁寶電腦及其聯屬公司。
裕隆(2201)	裕隆日產	1.強化與日產合作發展關係；2.分享大陸汽車市場；3.確保未來中長期穩健成長。而將有關日產之銷售、研發、海外投資等相關業務分割，設立裕隆日產。
富爾特(6136)	富威科技	分割半導體事業部門予富威科技並與世平興業進行策略聯盟。
大同(2371)	精英電腦	基於經營理念相同及產業優勢互補，將桌上型電腦系統事業部，分割移轉予精英電腦，並取得精英電腦 30% 股權作為對價，以進行策略聯盟。

資料來源：本研究整理

#### 4.集團內部資源有效整合

集團組織調整，發揮經營效率，內部資源有效整合運用。

表 3-4 分割目的為集團內部資源有效整合案例

被分割公司	分割受讓公司	分割目的
特力(2908)	力特國際	因應集團組織調整，發揮經營效率，將楊梅倉儲及物流相關業務分割予力特國際，以期藉由倉儲及物流業務之調整，提昇整體營運績效及市場競爭力。
仁寶(2324)	華寶通訊	為有效整合企業集團資源，增進企業經營績效，並提升行動通訊產品業務之國際競爭力，將行動通訊產品事業群予以分割，由華寶通訊概括承受。

資料來源：本研究整理

#### 5.專業分工，提升產業競爭力及管理者之激勵

企業內各事業部性質或所營業務範圍領域差異較大時，為提升組織競爭力，將與本業相異之事業部門分割獨立，使經營效率及管理效能充分發揮。而目前國內之分割案例多以該目的為主；

表 3-5 分割目的為專業分工，提升產業競爭力及管理者之激勵案例

被分割公司	分割受讓公司	分割目的
中綸(1809)	致嘉科技	將與本業建築陶瓷產業迥異之電子料事業部分割予致嘉科技，使經營效率及管理效能充分發揮，提昇產業競爭力。
華宏新技(8240)	宏葉新技	原華宏新技主要產品為 LCD 材料及 BMC 材料，分割鎂合金射出成型事業部，以達成產

被分割公司	分割受讓公司	分割目的
		業特性分工、進行組織調整、提升營運營運績效與競爭力。
吉祥全(2491)	浩瀚數位	為進行組織調整，依產業性質分工，使企業經營效率與管理效能得以充分發揮，進而提昇產業競爭力，擬採新設分割方式，將空白媒體部分割設立為一新公司浩瀚數位(股)公司。
矽統(2363)	矽統半導體 新設 S1 公司及 S2 公司	92 年分割半導體事業部。 97 年分割數位電視事業及行動裝置產品事業 原矽統保留邏輯晶片設計業務。
和桐(1714)	中華全球石油 和桐國際	93 年將台中油槽、專用碼頭及油品相關轉投資分割予中華全球石油，化學事業部分割予和桐國際，原公司改型為控股公司(和桐投資控股)，朝專業化經營，使經營績效達到最大。
台化(1326)	台塑生醫科技	將清潔劑專案組相關營業分割予轉投資台塑生醫科技，以提高效率，降低成本，促進合理經營。
威達電(3022)	威強工業電腦	為因應企業轉型及專業分工，落實業務及管理單純化，以期在獨立運作下提昇工業電腦事業部整體營運績效及市場競爭力。
日揚(6208)	德揚科技	因應企業轉型，將潔淨工程部分割，使企業經營效率及管理效能充分發揮，提昇產業競爭力。
永豐餘(1907)	永豐餘包裝	進行組織重組及專業分工，提高競爭力及經

被分割公司	分割受讓公司	分割目的
	永豐餘消費品 實業	營績效，將台灣之工紙紙器事業部分割予永豐餘包裝。  將台灣之家庭用品事業部之相關營業分割移轉予永豐餘消費品實業。
太設(2506)	太平洋營造	因應企業轉型，將營造工程相關部門分割設立為太平洋營造，以提升營運績效及競爭力。
光華開發 (8036)	大豐能源科技	因應企業轉型、提昇營運績效及競爭力，將太陽能事業部及有關在大陸之海外投資部份分割設立大豐能源科技。
展宇(1776)	展宇聚氨酯	因 TPU 部門自成立以來剛好趕上眾多同業之投入，市場之競爭激烈，為積極拓展銷售，故將該部門分割成立一獨立之新設公司，成一獨立運作之企業個體。
凌陽(2401)	旭曜科技 凌陽創新 凌陽電通	因事業體日趨龐大，為進行組織重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將平面顯示驅動晶片及控制晶片事業部門分割移轉至旭曜科技。  為專注特定市場領域，更有效提高競爭力及經營績效，將控制與週邊事業群分割予凌陽創新。將個人娛樂平台事業群及先端事業群分割予凌陽電通。
致茂(2360)	日茂微金屬	為專注量測儀器相關產業，因此調整經營模式與組織重組，以強化體質與專業分工。
日月光(2311)	日月光電子	因應企業專業分工，強化企業核心競爭力，

被分割公司	分割受讓公司	分割目的
		並使材料事業部相關業務蓬勃發展，將材料事業部分割予日月光電子。
神腦(2450)	神源科技	因應企業重組及專業分工，將無線通訊事業群分割予神源科技，以提升整體營運績效及市場競爭力。
立基(8111)	立基光能	進行組織重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將太陽能事業處分割移轉至立基光能。
華上(6289)	華信光電	為進行組織重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將雷射二極體事業部分割移轉予華信光電。
台半(5425)	鼎翰科技	進行組織重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將條碼印表機事業處之相關營業分割移轉至鼎翰科技。
晶睿(3454)	睿緻科技	進行組織調整及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將系統單晶片部門之相關營業分割予睿緻科技。
大陸工程 (2526)	萬國商業開發	為提昇大直商業大樓整體營運績效及營業效率，更落實資產專業管理，並發揮資產經營之最大利益，以將大直商業大樓之相關營業分割移轉予萬國開發。
銖德(2349)	安可光電	為進行組織專業分工，提高競爭力及改善經營績效，將光電事業群部門之相關營業分割予安可光電。

被分割公司	分割受讓公司	分割目的
精技(2414)	精聯電子	為進行組織重組及專業分工，將資料蒐集器事業部分割設立精聯電子。
圓剛(2417)	圓展科技	為因應企業重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將簡報網路視訊事業群之相關營業分割予圓展科技。
力晶(5346)	鉅晶電子	為因應企業重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將 8A 廠之相關營業分割移轉至鉅晶電子。
中天(4128)	合一生技	為因應企業重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將研發中心有關特定植物藥萃取之相關營業分割予合一生技。
華邦(2344)	新唐科技	為因應企業重組及專業分工，以提高整體競爭力及經營績效，將邏輯 IC 事業之相關營業分割予新唐科技。
統振(6170)	達振能源	為提昇未來中長期產品發展與產業競爭力，將現有電池模組之相關營業分割讓與達振能源。
陞泰(8072)	樵屋國際	為進行組織重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將半導體零組件代理部門分割予樵屋國際。
興農(1712)	台灣生鮮超市	因事業體日趨龐大，進行組織重組及專業分工，以提高整體競爭力及經營績效，將生鮮超級市場事業相關營業分割移轉予台灣生鮮超市。

被分割公司	分割受讓公司	分割目的
陽明(2609)	光明海運	為進行組織重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將散裝事業之相關營業分割予光明海運。
京元電(2449)	京寶科技	為進行組織重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效，將記憶體測試業務之相關營業分割予京寶科技。

資料來源：本研究整理

註：91~97 上市櫃公司公告分割案件明細，附件一

綜上，企業分割之主要目的為，避免與客戶衝突、租稅優惠、國家法律限制、策略聯盟、總體營運之間已無綜效可言而形成之專業分工。但無論分割之目的為何，均須以考量員工、債權人及股東之權利為最後之依歸。

#### (四)分割規劃事前評估重點

分割成功與否，著眼於事前之評估規劃，彙整企業分割事前應評估之重點如下；

- 1.企業核心事業及未來營運發展方向。
- 2.分析產品或事業部別之營收、獲利及財務基礎。
- 3.產品、事業體發展方向、研發能力及行銷能力。
- 4.企業、集團業務劃分之關鍵因素。
- 5.衡量企業併購方式採行之順序。
- 6.併購方式預計效益及成本分析比較。
- 7.管理者理念與組織文化。
- 8.法令規範及優惠措施之考量。

### (五)分割失敗之原因

依 LOAD, MANDEL and WAGER (2002)指出進行分割時會遇到的四大陷阱，亦是在進行分割決策時所需嚴加考量之要點；

#### 1.切出「至寶」的陷阱

分割出之事業體性質與母公司核心事業相近，如同售出至寶。

#### 2.將分割出之事業體視為「搖錢樹」之陷阱

過於關切分割出之事業體其盈餘或財務數字，更勝於合理之分割策略。

#### 3.形勢不利的「獨角凳」陷阱

分割出之事業可能欠缺成功企業所需之關鍵要素，如確切的營運模式或穩健的財務基礎。

#### 4.與母公司「藕斷絲連」的陷阱

母公司對分割策略定位不清時，對於分割出之子公司仍不願放棄其控制權，終損及子公司經營決策能力。





## 第二節、企業分割之方法

### 一、部門撤資之模式

主要模式有下列四種：

表 3-6 分割模式

	處份 Assets Sales	兄弟分割 Spin Off	母子分割 Equity Carve- outs	控股公司 Investment Holding
公司資金挹注	YES	NO	YES	YES
股東結構改變	YES	NO	YES	YES
新股發行	NO	YES	YES	YES
對分割受讓公司 持股比例	0 %	0 %	0~70%可採漸 進式降低持股 比例	50~100%

資料參考：富邦證券

### 二、企業分割之類型

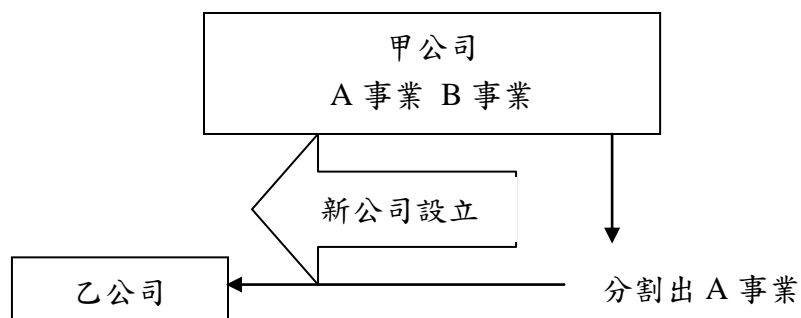
(一)目前國內主要有二種類型

#### 1.母子分割

分割受讓公司發行新股予與被分割公司，並成為被分割公司之子公司。以下分別圖示新設分割與既存分割；

圖 3-1 母子分割—新設分割

分割 A 事業



分割後

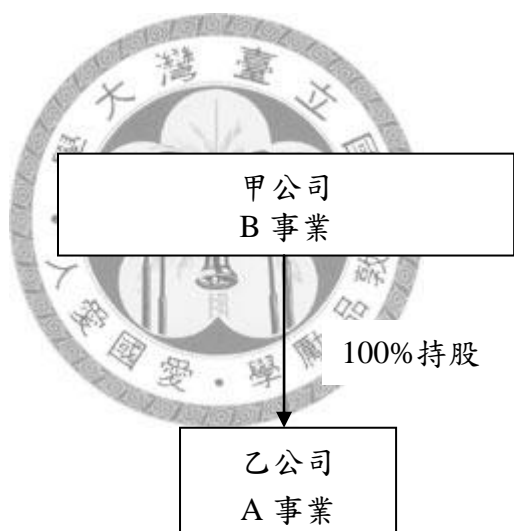
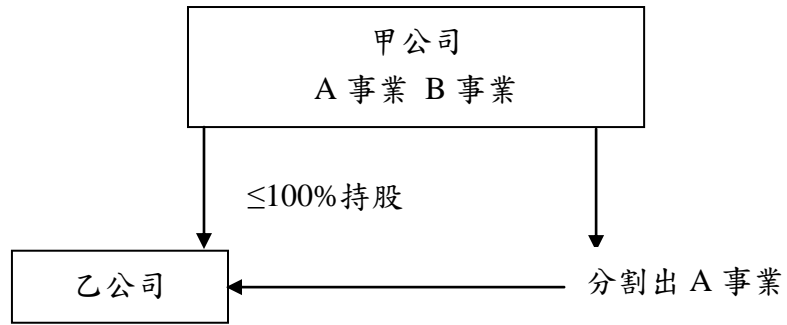
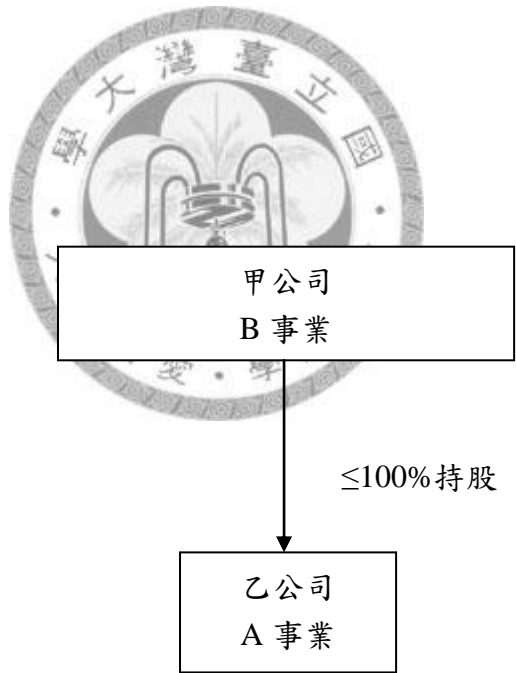


圖 3-2 母子分割—既存分割

分割 A 事業



分割後



## 2. 兄弟分割

分割受讓公司發行新股，並全數依比例給予被分割公司之原股東，被分割公司並應進行減資。以下分別圖示兄弟分割新設分割與既存分割；

圖 3-3 兄弟分割—新設分割

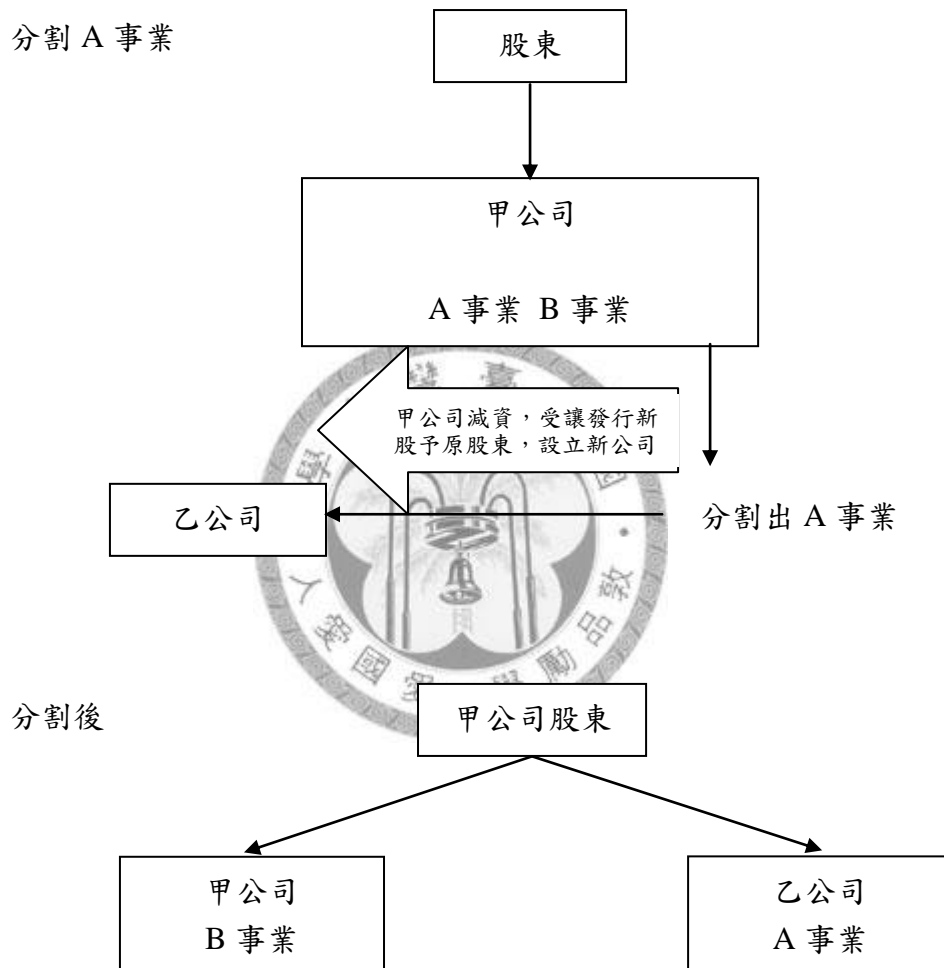
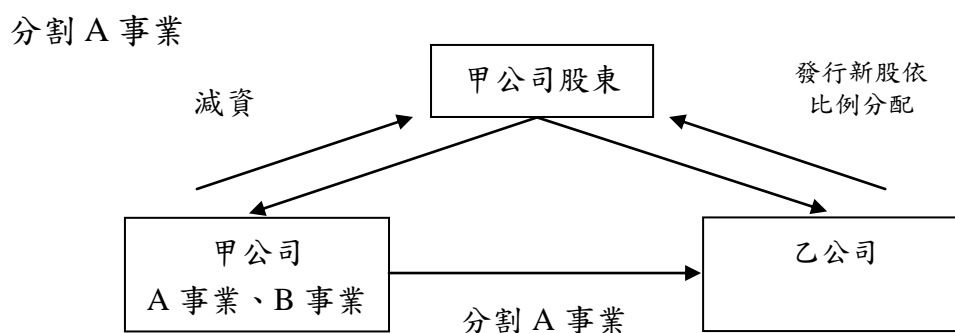


圖 3-4 兄弟分割—既存分割



(二) 母子分割與兄弟分割之比較

表 3-7 母子分割與兄弟分割比較表

類型	優點	缺點
母子分割	(1) 子公司股東較少，甚至可能只有母公司 1 位股東，所以在營運程序上較容易執行。	(1) 對母公司原股東之公平性。
	(2) 母公司不必進行減資程序。	(2) 子公司缺乏獨立性。
	(3) 母公司仍擁有子公司經營權之控管。	(3) 子公司虧損，將依權益法認列入母公司財報。

類型	優點	缺點
	(4)子公司獲利，將依權益法認列入母公司財報。	
	(5)未來子公司有上市櫃釋股時，母公司將有資本利得及現金注入。	
兄弟分割	(1)對被分割公司原股東較公平。	(1)被分割公司須進行減資程序。
	(2)分割受讓公司獨立性較強。	(2)分割受讓公司股東多，在執行營運程序上較麻煩。
	(3)被分割公司達到企業瘦身之效果，亦可提高每股淨值與盈餘。	(3)被分割公司失去分割受讓公司之經營權控管。
	(4)分割受讓公司申請簡易上市櫃只需採書面審核，審核條件較寬鬆。	(4)加入被分割公司之股東，股權不易掌控。

資料來源：本研究整理

除了以上所列母子分割與兄弟分割之優點缺點外，在實務運作上，兄弟分割亦會遇到下列情況；

1. 國內基金或外資法人之投資限制

國內基金依證券投資信託基金管理辦法第8條規定，其投資範圍以下列為限；

(1)上市有價證券。

(2)依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有

價證券審查準則第三條規定在證券商營業處所買賣之有價證券  
(以下簡稱上櫃有價證券)。

(3)經本會核准或申報生效承銷有價證券。

.....

外國專業投資機構投資國內證券，其投資範圍係依華僑及外國人申請投資國內證券說明資料第九條規定，其包含；

(1)上市、上櫃公司股票。

(2)上市、上櫃受益憑證。

(3)政府債券、金融債券及一般公司債券(不含可轉換公司債)。

.....

(8)公開招募承銷之上市公司股票(八十三年四月廿八日(83)台財證  
(四)第〇〇八〇九號函)。

(9)初次上市前承銷及現金增資承銷股票(八十四年五月卅日(84)台  
財證(四)第二三七一八號函)。

(10)初次上櫃前承銷及現金增資承銷股票(八十五年一月九日(85)台  
財證(四)第五九四九八號函)。

.....

以現行法令限制，國內基金及外國專業投資機構，其規定不能投資未公開發行或未上市櫃公司股票限制，故兄弟分割時須被迫在市場上大量拋售母公司之股票，造成一股無形之賣壓。

## 2. 停止過戶期間過長

因兄弟分割須辦理減資，依臺灣證券交易所(股)公司營業細則第 51-2 條第 6 項規定：「上市公司有第一、二項情事，.....，應併案申辦分割及減資換發有價證券作業，其上市有價證券應自分割基準日前十個營業日起停止買賣迄分割基準日(即減資基準日)後卅個營業日(無實體發行者為十五個營業日)為止，期間並已依據第四

十五條暨「上市公司有價證券換發作業程序」一、二、三等規定完成換發有價證券作業....」；停止過戶之期間長達1個多月。

另若企業分割之目的係為避免與客戶之衝突，若採母子分割方式，分割出之子公司仍受母公司掌控，未能達到其獨立性及分割效應，亦未達到企業瘦身之效果。

綜上，母子分割或兄弟分割之優缺點及實務上執行之困難度均為企業在進行分割時所審慎考量之重點，以利分割案順利完成並達成分割之目的。並建議對從事母子分割之企業，在子公司進行 IPO 程序中，讓母公司之原股東有機會參予子公司之認購，以便均衡因進行母子分割所對母公司原股東之公平性。

### (三) 國內企業執行分割情形

統計分析 91~97 年國內上市櫃公司公告分割之 57 件案例中，只有 7 件從事兄弟分割，多數企業採行母子分割。

表 3-8 91~97 年間母子分割與兄弟分割案件數

	91~97 年件數
母子分割	50
兄弟分割	7
共計	57

資料來源：本研究整理

無論企業進行母子分割或兄弟分割，被分割公司與分割受讓公司間分割的越乾淨，可避免消耗內部溝通協調之過程，及不必要之糾紛，使雙方分割後營運順利。



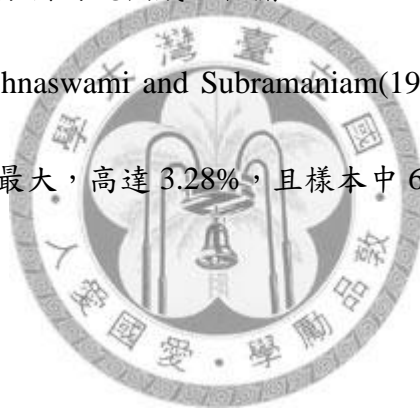
### 第三節、企業分割之股價效應

#### 一、國外之研究報告

依據 Schipper and Smith(1983)研究發現，企業分割公告日，母公司的股票會有 2.84%的異常收益(具有統計上的顯著性)。且公告效應的大小與分割的規模相對母公司規模的大小成正相關，並且發現以規避國家管制為分割目的者，其異常收益高達 5.07%，其餘之分割目的者為 2.29%。

Hite and Owers(1983)的研究發現，公告日的異常收益為 3.8%，且公告效應的大小與分割的規模成正相關。

另一篇 Krishnaswami and Subramaniam(1999)的研究亦發現，公告日的前後一天效益最大，高達 3.28%，且樣本中 68%有正效應，具有統計上的顯著性。



#### 二、國內 91~97 年上市櫃公司分割事件之股價效應

本節係分析企業公告分割前後之股價效應，分析方式以採公告日前後是否產生累積異常報酬(Cumulative Abnormal Returns, CAR)，分析說明如下；

##### (一)名詞定義

係以事件研究法分析公司公告分割時，是否會對股價產生異常收益。

1.事件日( $t_0$ )

以採樣公司於公開資訊觀測站公告其分割決議之日。

2.事件期( $t_{-10}$ - $t_{+10}$ )

以事件日前後各十個交易日，每一個事件期為二十一個交易日。

3.股票報酬率資料頻率

以日報酬率為基準。

4.異常報酬率之估計( $AR_{i,t}$ )(Market adjusted model)

以個股日報酬率與市場報酬率之差距為異常報酬之認定。

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

5.累積異常報酬率之計算

為事件期內每日異常報酬率之累加值。 $(CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t})$

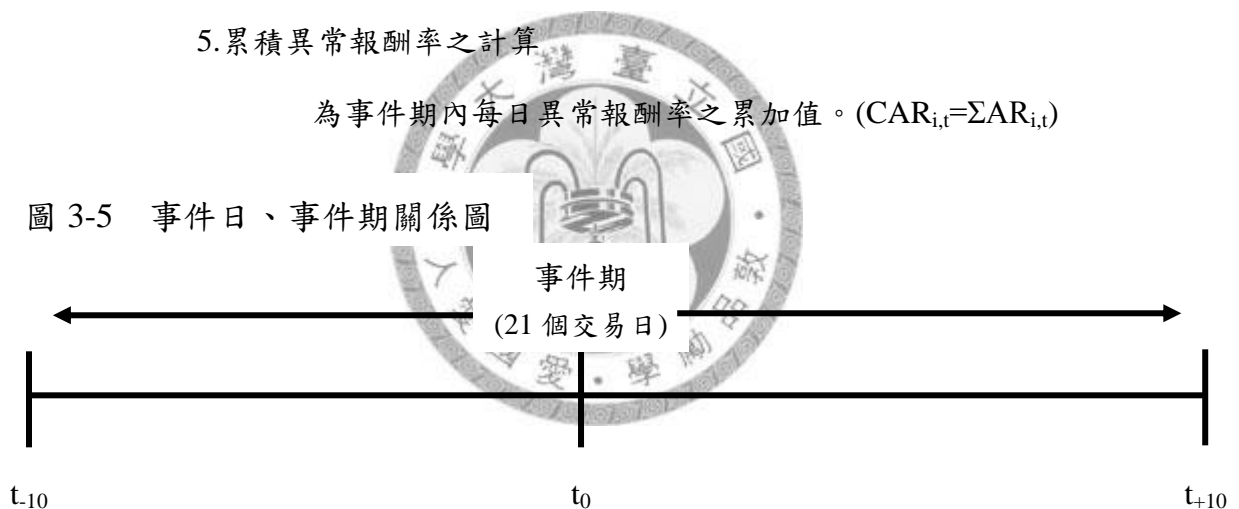


圖 3-5 事件日、事件期關係圖

(二)異常報酬率之檢定與研究假說

即檢測個別股票之異常報酬率( $AR$ )與累積異常報酬率( $CAR$ )是否有顯著大於(小於)零。檢定統計量為

$$\text{檢定統計量 } t(AR_t) = AR_t / (\sigma(AR_t) / \sqrt{N})$$

$$t(CAR_t) = CAR_t / (\sigma(CAR_t) / \sqrt{N})$$

其中，

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

=採樣公司在 t 時間的平均異常報酬

$N$ =採樣公司數目

$CAR_t$ =事件期間採樣公司之累積平均異常報酬

研究假說為

$H_0$ =企業公告分割前後十日不具股價效應， $AR_t=0$  or  $CAR_t=0$

$H_1$ =企業公告分割前後十日具股價效應， $AR_t \neq 0$  or  $CAR_t \neq 0$

### (三)研究期間

本研究以企併法發佈實施年度起至去年底止，即 91 年至 97 年底。

### (四)樣本選取

以研究期間內上市櫃公司公告分割決議日，該期間內共有 57 件案例，其中扣除宏碁(原為宏碁電腦，其與宏碁科技合併後為消滅公司，故無其重大訊息及股價等相關資料)、華宏新技(92 年進行分割時為公開發行公司，故無股價交易資料)、光華開發及展宇科技均為興櫃公司故不列入採樣，另期間內和桐公司、黑松及凌陽科技於同一公告日進行兩個事業部之分割，故以公司別分析其股價效應。扣除無股價資訊及重複計算案例後，採樣案例為 50 家上市櫃公司。

### (五)整體效應分析

以下分別就 50 個採樣公司及採樣公司中其公告日  $\beta$  值介於 0.9~1.1 者之股價效應分析；

#### 1. 整體效應分析

依下表所示，採樣之 50 個案例中，企業公告分割於事件日前一天~事件日後一天會產生異常報酬，分別為 0.59%、0.25% 及 0.24% 之異常報酬，但唯有事件日前一天具有統計上之顯著性。

另於事件日前第四天及事件日後第三天及第八天則有 1% 之負

顯著水準之異常報酬，於事件日前第一天有 10% 顯著水準之異常報酬；在累積異常報酬方面，則於事件期間內均無顯著水準之累積異常報酬。相較前述 Schipper and Smith(1983)、Hite and Owers(1983) 及 Krishnaswami and Subramaniam(1999)之研究發現企業於公告日或公告日前後一天具有統計上顯著水準之異常報酬，但經本研究發現，所採樣之公司 1.異常報酬較低；2.出現異常報酬之期間短(約 3 天，即事件日前一天～事件日後一天)；3.且異常報酬及累積異常報酬並未達統計上之顯著水準；主要係由於 1.國內引進企業重組工具時間不如國外運作已久；2.國內企業重組工具及市場認知度均未成熟；3.國外分割案例多將 ROI 較低之部門分拆出去，進而改善母公司體質，相較於國內分割出 ROI 較高之部門之不同；4.國外分割出之事業單位可立即掛牌交易，但國內分割後之子公司須耗時一年多時間才得掛牌，使其回饋於母公司之效益無法及時反應；致使未如國外文獻之研究結果，於企業公告分割之時具有較高之異常報酬及統計上之顯著性。

另分析個別公司之異常報酬，其中鍊德於事件日當日出現 5.36% 之異常報酬，而於事件日前後出現負的異常報酬，由於鍊德所營本業為光碟片之生產製造，於分割當時本業已連續五年虧損，公告分割出 ITO 導電玻璃部門，而該部門自 2000 年成立以來，至分割前一年開始才有獲利，顯示市場對於鍊德分割出安可光電，採保守之態度，致使股價出現負的異常報酬。另以下依不同分割目的別所提之案例，顯示市場對於企業進行分割，對於原母公司之財務或營運上能否帶來效益為主要考量因素，因此會有不同之股價效應產生。

表 3-9 整體之 AR、CAR 值及其檢定值

期間	n	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-10	50	0.002610	0.899635	0.002610	0.899635
-9	50	0.003866	1.274877	0.006475	1.430839
-8	50	0.003071	0.863370	0.009547	1.535486
-7	50	0.002358	0.694202	0.011905	1.367968
-6	50	0.002025	0.733113	0.013930	1.371474
-5	50	0.001340	0.431552	0.015270	1.401483
-4	50	-0.007141	<b>-2.696211***</b>	0.008129	0.709407
-3	50	0.000660	0.201901	0.008789	0.739069
-2	50	-0.002370	-0.999166	0.006419	0.535264
-1	50	0.005899	<b>1.763368*</b>	0.012318	0.944328
0	50	0.002481	0.735986	0.014799	1.079036
1	50	0.002411	0.592287	0.017210	1.195343
2	50	-0.004955	-1.558118	0.012255	0.824186
3	50	-0.008647	<b>-3.362725***</b>	0.003608	0.238507
4	50	-0.001792	-0.511352	0.001816	0.109107
5	50	-0.002462	-0.689038	-0.000646	-0.039659
6	50	-0.003741	-1.112178	-0.004388	-0.271768
7	50	0.003290	0.971076	-0.001097	-0.065358
8	50	-0.007336	<b>-2.746362***</b>	-0.008433	-0.491773
9	50	-0.002914	-1.211093	-0.011347	-0.648878
10	50	0.000632	0.163852	-0.010716	-0.563048

1.  $t(0.90,49)=1.677$ ;  $t(0.95,49)=2.010$ ;  $t(0.99,49)=2.680$

2. "\*"表 10%的顯著水準，"\*\*\*"表 5%的顯著水準，"\*\*\*\*"表 1%的顯著水準

圖 3-6 企業公告分割前後 AR 及 CAR 圖

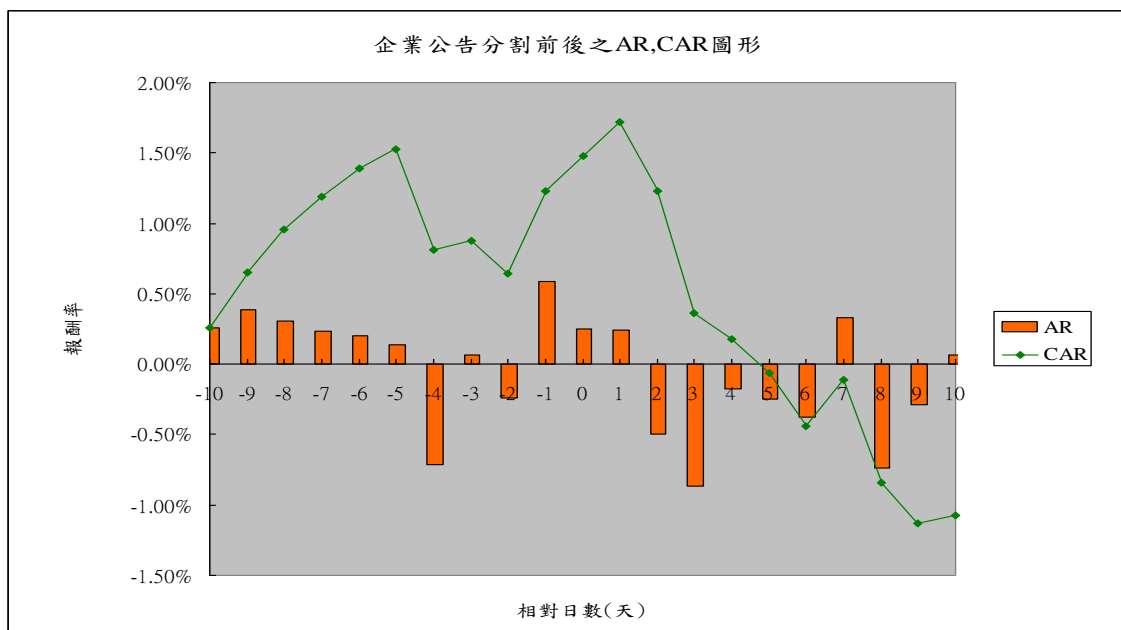
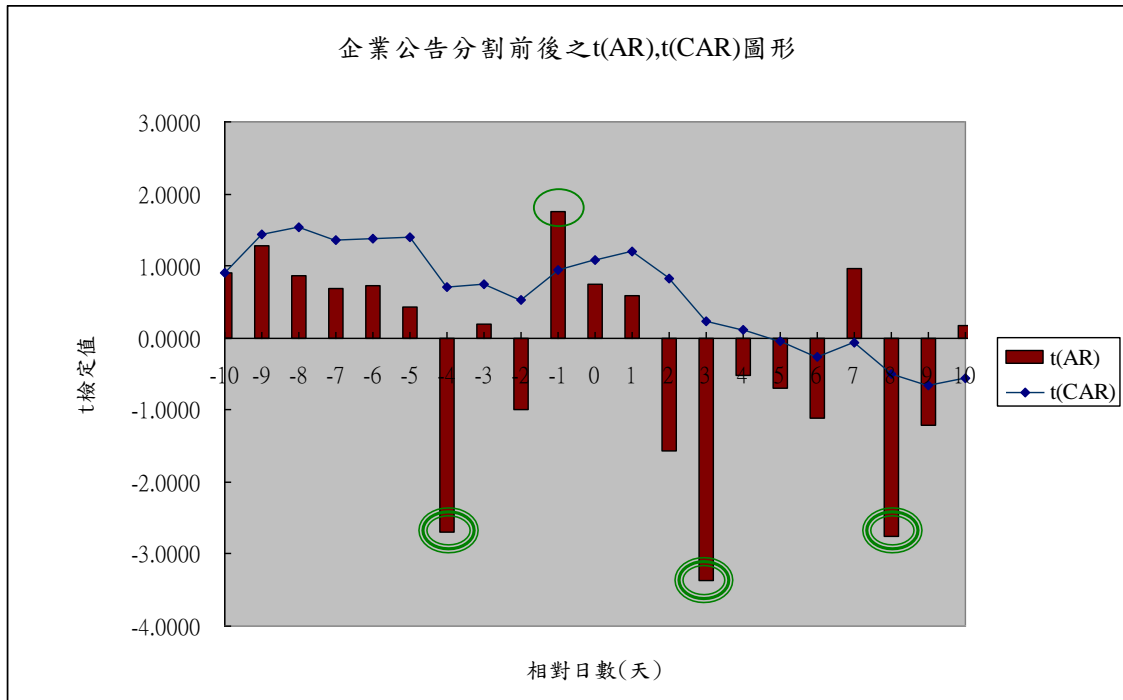


圖 3-7 整體之 t(AR)、t(CAR)圖形



### 2. $\beta$ 值介於 0.9~1.1 者之效應分析

另考量個股之  $\beta$  值，係受到系統風險影響之程度，本研究以  $\beta$  值介於 0.9~1.1(與大盤指數漲跌波動較一致者)之採樣公司進行股價效應分析，依表 3-10 所示，事件日  $\beta$  值介於 0.9~1.1 之採樣公司共有八家，分別為和桐、黑松、華碩、圓剛、力晶、中天、華邦電及統振等，依表 3-11 所示，於事件日前一天~事件日後日一天產生異常報酬，分別為 1.04%、0.62%及 1.43%，但均不具統計上之顯著性，於事件日前十天及事件日後三天均出現 5% 負顯著水準之異常報酬，事件日前四天及事件日後八天出現 10% 負顯著水準之異常報酬；而累積異常報酬於事件日前一天~事件日後一天均未產生統計上之顯著性，於事件日前九天出現 1% 負顯著水準之累積異常報酬，事件日前十天出現 5% 負顯著水準之累積異常報酬；此與整體效應出現相同之結果—異常報酬低/出現異常報酬之期間短/未達統計上之顯著水準，顯示分析企業分割之股價效應時， $\beta$  值對其影響不大，故以下

就各分割目的別分析股價效應時，均不列入  $\beta$  值之考量。

表 3-10 採樣公司之  $\beta$  值表

代號	公司名稱	事件日	$\beta$	代號	公司名稱	事件日	$\beta$
1809	中紬	91/05/07	-0.4488	2360	致茂	95/03/31	1.1535
2345	智邦	92/02/13	1.3715	2311	日月光	95/05/02	1.4613
2301	光寶	92/03/31	1.4105	2450	神腦	95/05/05	1.2242
2332	友訊	92/02/10	1.2117	2401	凌陽	95/08/25	1.6691
1402	遠紡	92/03/13	1.666	8111	立基	96/03/15	1.4491
2201	裕隆	92/05/20	1.493	6289	華上	96/03/22	1.648
2488	漢平	92/09/05	0.7667	5425	台半	96/03/26	1.2073
1103	嘉泥	92/09/15	1.3706	3454	晶睿	96/04/10	1.1898
2491	吉祥全	92/09/30	0.8097	2526	大陸工程	96/04/27	0.5216
2363	矽統	92/09/15	2.7139	2349	鍊德	96/05/03	0.2663
1903	士紙	92/10/09	0.3835	2352	佳士達	96/04/25	0.2293
<b>1714</b>	<b>和桐</b>	<b>92/10/17</b>	<b>0.9362</b>	1907	永豐餘	96/03/30	1.4865
2206	三陽	93/04/16	1.1082	<b>2357</b>	<b>華碩</b>	<b>96/07/02</b>	<b>0.9519</b>
6191	精成	93/03/26	0.4812	2414	精技	96/04/16	1.7001
1326	台化	93/03/09	1.1131	<b>2417</b>	<b>圓剛</b>	<b>96/04/13</b>	<b>0.9417</b>
<b>1234</b>	<b>黑松</b>	<b>93/04/09</b>	<b>1.0088</b>	<b>5346</b>	<b>力晶</b>	<b>97/01/29</b>	<b>0.9858</b>
3022	威達電	93/03/30	1.2106	<b>4128</b>	<b>中天</b>	<b>97/01/18</b>	<b>0.9525</b>
6136	富爾特	93/09/27	1.1301	<b>2344</b>	<b>華邦電</b>	<b>97/03/14</b>	<b>0.9474</b>
6208	日揚	93/12/22	0.2322	<b>6170</b>	<b>統振</b>	<b>97/04/18</b>	<b>0.9214</b>
1907	永豐餘	94/04/29	1.1062	8072	陞泰	97/03/19	0.7088
2506	太設	94/05/06	1.9577	1712	興農	97/03/24	0.6705
2908	特力	94/03/24	0.5581	2609	陽明	97/05/08	0.5317
2324	仁寶	94/06/28	0.8555	2363	矽統	97/03/13	1.155
2371	大同	94/10/06	2.5501	6225	天瀚	97/11/10	1.1083
2401	凌陽	94/11/29	0.6551	2449	京元電	97/03/21	0.891

資料來源：台灣經濟新報

表 3-11  $\beta$  值介於 0.9~1.1 者之 AR、CAR 值及其檢定值

期間	n	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-10	8	-0.010101	<b>-2.667779**</b>	-0.010101	<b>-2.667779**</b>
-9	8	-0.004719	-1.411930	-0.014820	<b>-3.799719***</b>
-8	8	0.018391	1.656660	0.003571	0.262987
-7	8	-0.002370	-0.237861	0.001201	0.052826

期間	n	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-6	8	0.006632	1.276611	0.007833	0.297724
-5	8	0.004936	0.725540	0.012769	0.606549
-4	8	-0.017538	<b>-2.177202*</b>	-0.004769	-0.194177
-3	8	0.014087	1.513145	0.009317	0.283665
-2	8	-0.006413	-1.182532	0.002904	0.100015
-1	8	0.010403	1.295309	0.013307	0.461070
0	8	0.006170	0.735728	0.019477	0.658292
1	8	0.014321	1.477414	0.033798	0.912998
2	8	0.007552	0.856859	0.041350	0.996740
3	8	-0.008865	<b>-2.825547**</b>	0.032485	0.779796
4	8	-0.002531	-0.486993	0.029954	0.771478
5	8	-0.000987	-0.194725	0.028967	0.726557
6	8	-0.000088	-0.011567	0.028879	0.635729
7	8	-0.012260	-1.774658	0.016619	0.376793
8	8	-0.017560	<b>-2.114072*</b>	-0.000942	-0.020157
9	8	-0.009401	-1.475527	-0.010343	-0.211319
10	8	0.010635	1.016920	0.000292	0.005928

1.  $t(0.90,7)=1.895$ ;  $t(0.95,7)=2.365$ ;  $t(0.99,7)=3.499$

2. "\*"表 10%的顯著水準，"\*\*"表 5%的顯著水準，"\*\*\*"表 1%的顯著水準

圖 3-8  $\beta$  值介於 0.9~1.1 者之 AR 及 CAR 圖

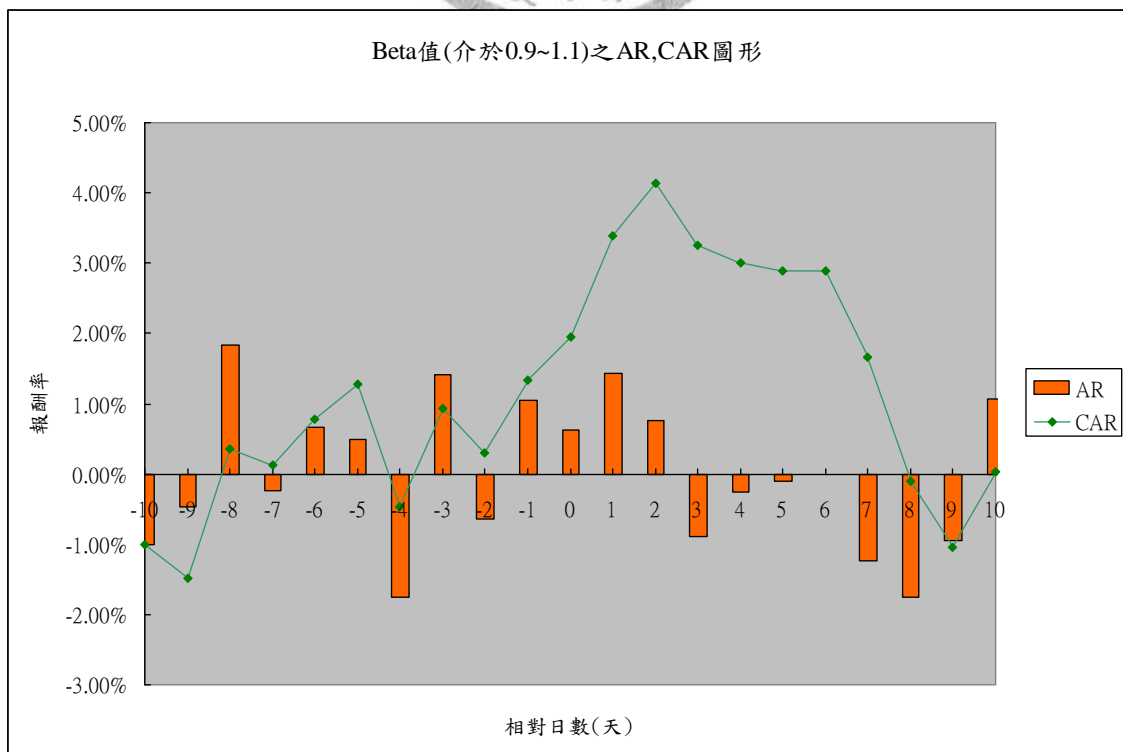
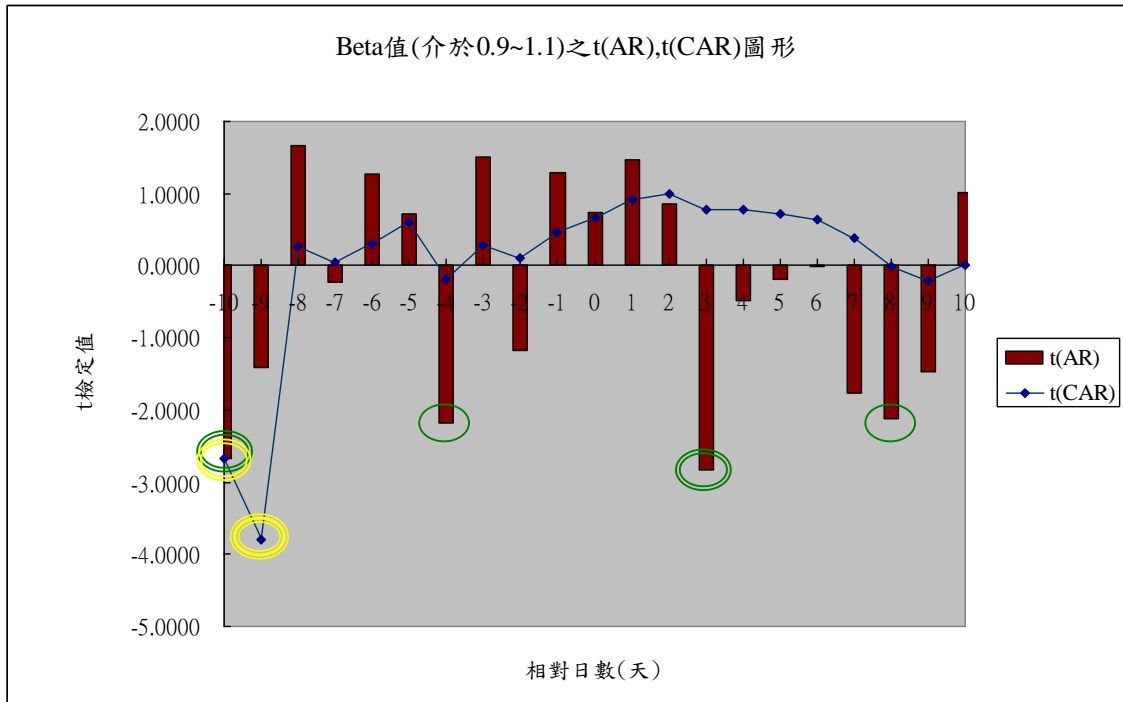




圖 3-9  $\beta$  值介於 0.9~1.1 者之  $t(AR)$ 、 $t(CAR)$  圖形



(六) 分割目的別之效應分析

以下另分別就不同分割目的，分析企業公告分割前後對股價所產生之效應；

1. 品牌與代工分開，避免與客戶衝突

分割目的為品牌與代工分開之採樣案例共 4 家，依下表所示，於事件日前後一天均出現正的異常報酬，分別為 0.87%、2.37% 及 1.01%，但均不具顯著水準；於顯著性分析方面，事件日後第二天出現 10% 負顯著水準之異常報酬，於事件日前一天之累積異常報酬出現 5% 負顯著水準之累積異常報酬，於事件日前第二、三天出現 10% 負顯著水準之累積異常報酬，而於事件日前第八天出現 1% 負顯著水準之累積異常報酬。

進一步分析以品牌與代工分開之分割目的之採樣公司之 AR、CAR 值，四個案例中，除天瀚外，其餘三家(華碩、友訊及佳士達)於事件日及事件日後一天均有正的異常報酬，例華碩事件日當天有

2.8%之異常報酬，事件日後一天有 0.97%之異常報酬，佳士達於事件日當天有 3.54%之異常報酬而於事件日後一天更出現 6.78%之異常報酬，而於天瀚方面，其分割出勝捷光電，於事件日有-1.32%之異常報酬，於事件日後一天則出現-4.59%之異常報酬，由於天瀚為二線數位相機品牌及代工廠，市場認為天瀚品牌與代工分開之分割案較無效益，致使天瀚於公告日及其前後一天均出現負的異常報酬。

整體而言，市場對於品牌與代工分開採正面支持之反應，唯有天瀚因為其於所屬產業中為二線廠商，對其分割案件市場未有反應。

表 3-12 分割目的為品牌與代工分開之 AR、CAR 值及其檢定值

期間	n	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-10	4	-0.009990	-2.267149	-0.009990	-2.267149
-9	4	0.004328	0.227539	-0.005662	-0.379996
-8	4	-0.021343	-1.386563	-0.027005	<b>-8.456549***</b>
-7	4	-0.000953	-0.084868	-0.027958	-1.959435
-6	4	-0.003063	-0.500433	-0.031022	-2.260342
-5	4	0.002142	0.299830	-0.028879	-1.677370
-4	4	0.000780	0.163562	-0.028100	-1.328603
-3	4	-0.020848	-1.394189	-0.048948	<b>-2.602549*</b>
-2	4	-0.016081	-2.276255	-0.065028	<b>-2.843376*</b>
-1	4	0.008716	0.681862	-0.056312	<b>-3.772925**</b>
0	4	0.023664	1.856963	-0.032648	-1.394756
1	4	0.010126	0.436031	-0.022522	-0.495537
2	4	-0.028098	<b>-3.020785*</b>	-0.050620	-1.145431
3	4	-0.009111	-0.949189	-0.059731	-1.718977
4	4	-0.013770	-0.881203	-0.073501	-1.670752
5	4	-0.030668	-1.748177	-0.104169	-1.937222
6	4	-0.016952	-2.105734	-0.121121	-1.990880
7	4	-0.023770	-1.753006	-0.144891	-1.961917
8	4	-0.005484	-0.712701	-0.150375	-1.881740
9	4	-0.007378	-0.688506	-0.157753	-1.747296
10	4	-0.014877	-0.872749	-0.172629	-1.615035

1.  $t(0.90,3)=2.353$ ;  $t(0.95,3)=3.182$ ;  $t(0.99,3)=5.841$

2. "\*"表 10%的顯著水準，"\*\*\*"表 5%的顯著水準，"\*\*\*\*"表 1%的顯著水準

圖 3-10 分割目的為品牌與代工分開之 AR、CAR 圖

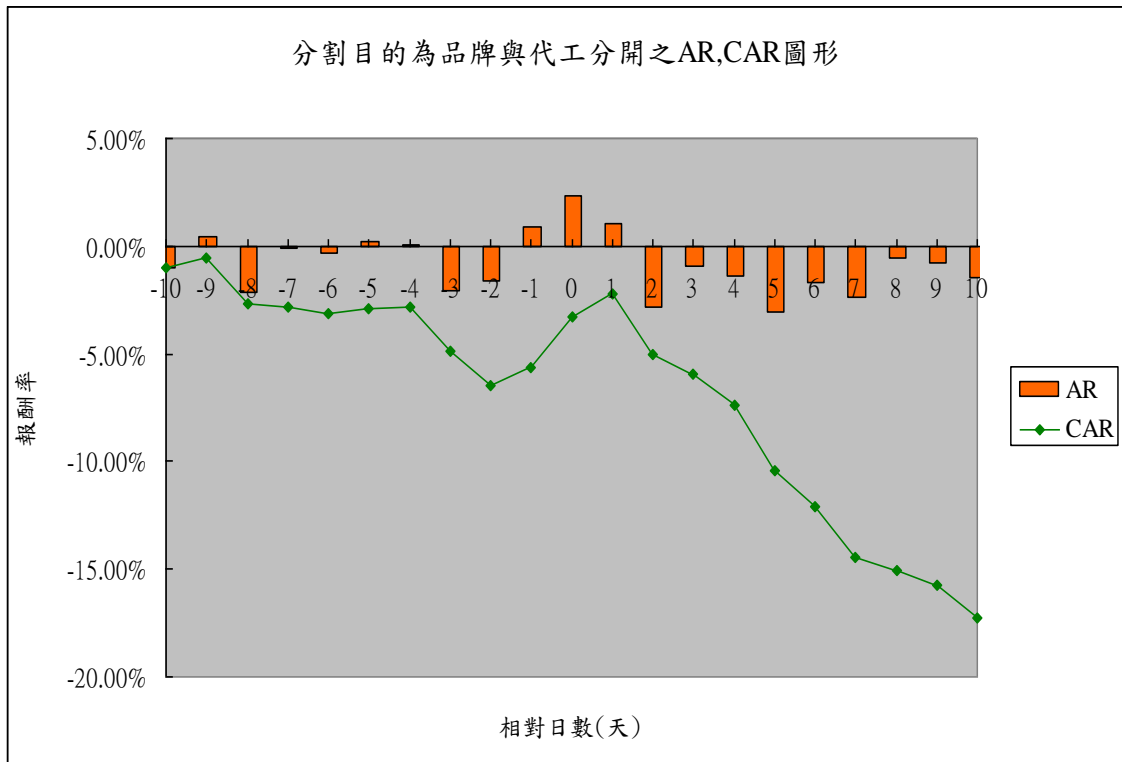
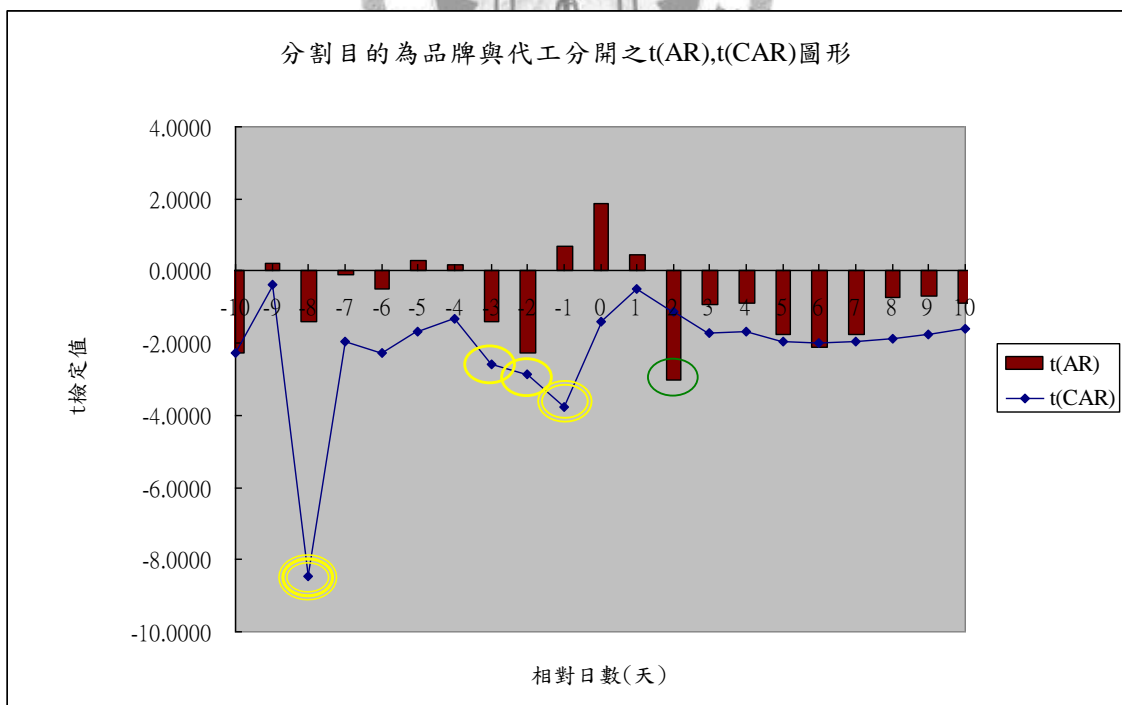


圖 3-11 分割目的為品牌與代工分開之 t(AR)、t(CAR)圖形



## 2. 租稅之優惠

租稅優惠為分割目的者共有 8 家，以下表所示，事件日前後一

天均有正異常報酬，分別為 0.55% 及 0.90%，而事件日當日則為負異常報酬為 -0.09%，且均未達顯著水準，而於事件日後第三天則出現 1% 負顯著水準之異常報酬、事件日後第七天出現 10% 正顯著水準之異常報酬，而事件期內之累積異常報酬均未出現統計上之顯著水準。

採樣公司中嘉泥公告分割土地資產(台北嘉新大樓、高雄岡山廠等)日時有正的異常報酬，但在公告日後第一～三天均出現負的異常報酬，及精成公告分割出高雄永安鋁材事業部廠房於公告日前後一天均出現負異常報酬；另遠紡、士紙、三陽及黑松因分割之不動產均屬台北市或其他熱門地區，而使該等公司於公告日及公告日後第一天均有正異常報酬；綜上，市場對於分割目的為租稅優惠考量者，因地點不同所帶來之節稅效果不同，致使其股價反應有所差異。

表 3-13 分割目的為租稅優惠之 AR、CAR 值及其檢定值

期間	n	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-10	8	0.005263	0.764517	0.005263	0.764517
-9	8	0.009732	1.735498	0.014995	1.501675
-8	8	0.005311	1.086419	0.020306	1.544468
-7	8	0.003510	0.486456	0.023815	1.213729
-6	8	-0.006901	-1.323214	0.016914	0.958873
-5	8	-0.007807	-1.503204	0.009107	0.634283
-4	8	-0.006534	-1.401938	0.002574	0.201685
-3	8	-0.001558	-0.169201	0.001016	0.051845
-2	8	-0.003211	-0.627732	-0.002195	-0.108691
-1	8	0.005518	0.870278	0.003323	0.198465
0	8	-0.000959	-0.169818	0.002364	0.126847
1	8	0.009028	1.003233	0.011392	0.659829
2	8	-0.003322	-0.561415	0.008069	0.408089
3	8	-0.015027	<b>-4.311184***</b>	-0.006958	-0.344348
4	8	0.000124	0.028181	-0.006834	-0.332347
5	8	-0.001387	-0.192848	-0.008220	-0.360290

期間	n	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
6	8	-0.000735	-0.180015	-0.008955	-0.373779
7	8	0.019004	<b>1.920415*</b>	0.010049	0.357926
8	8	-0.004473	-0.983585	0.005576	0.176000
9	8	0.000781	0.151481	0.006356	0.180505
10	8	0.009593	1.357925	0.015949	0.385445

1.  $t(0.90,7)=1.895$ ;  $t(0.95,7)=2.365$ ;  $t(0.99,7)=3.499$

2. "\*"表 10%的顯著水準，"\*\*"表 5%的顯著水準，"\*\*\*"表 1%的顯著水準

圖 3-12 分割目的為租稅優惠之 AR、CAR 圖

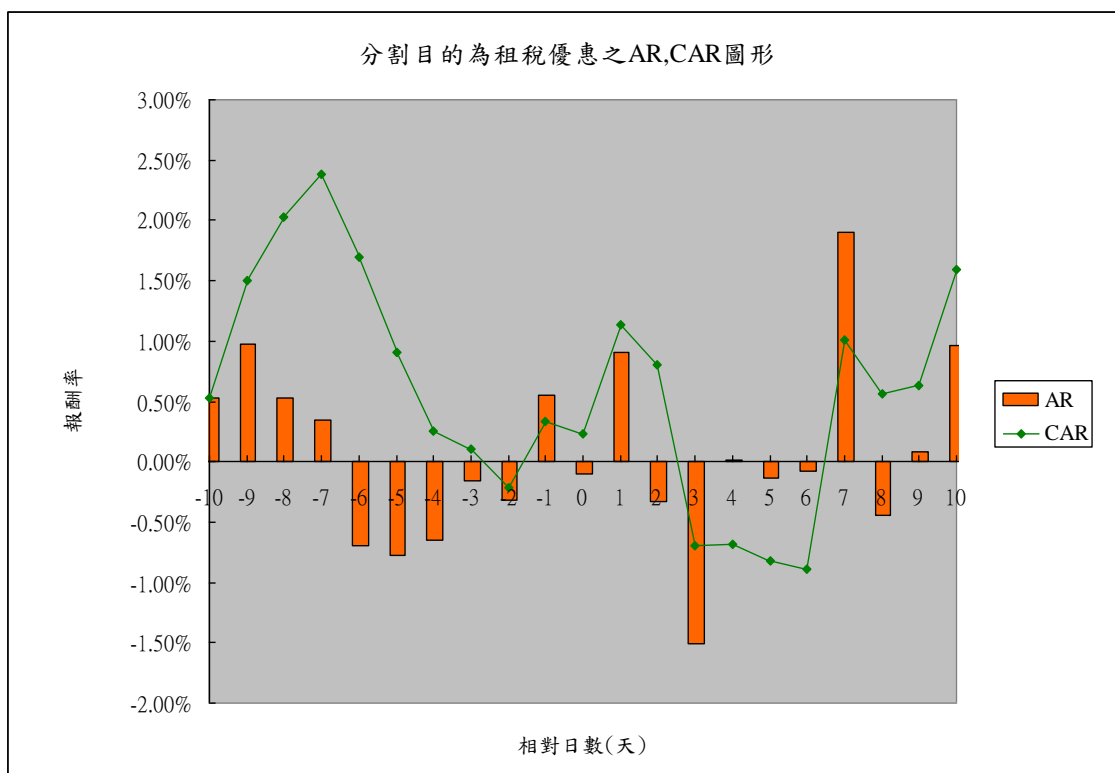
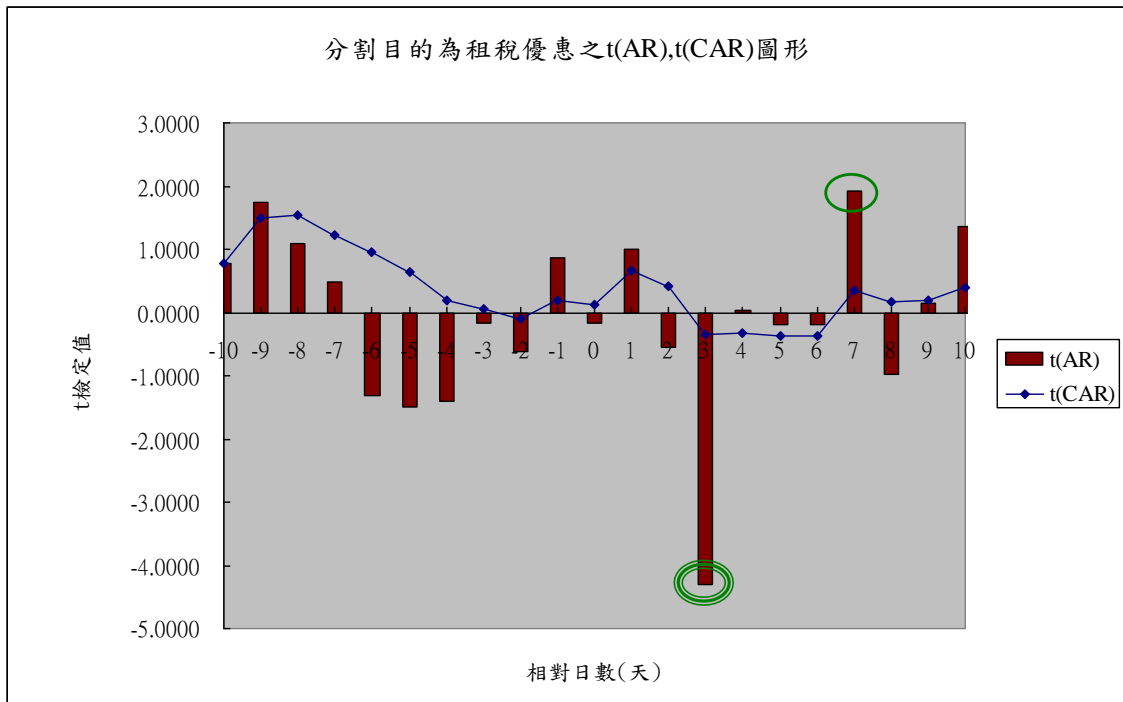


圖 3-13 分割目的為租稅優惠之 t(AR)、t(CAR)圖形



### 3. 引進策略聯盟伙伴

以引進策略聯盟伙伴為分割目的者共四個案例，以下表所示，在事件日前後一天均出現負的異常報酬，分別為-0.65%及-2.37%，而於事件日當日則為正異常報酬為 1.88%，但均未達顯著水準；於事件日後第二及第三天之異常報酬分別達 10%及 5%之負顯著水準；而於累積異常報酬方面，事件日後第八～十天出現 10%之負顯著水準，顯示企業公告分割目的為引進策略聯盟伙伴於事件日時並未有顯著水準之異常報酬，至事件日後第二天之才出現具統計上顯著水準之異常報酬。

採樣公司中，富爾特公告分割日及公告日後第一～四天均出現負的異常報酬，由於公司採行分割時點，即為通路業者整併盛行之時，另當時傳言富爾特有與其他通路業者整併之考量，市場認為其不確定性高，再加上通路業競爭激烈等因素下，而產生負的異常報酬；裕隆分割裕隆日產及大同分割精英於公告日後第一天～第四天

均出現負異常報酬，裕隆分割時，市場對於該案之解讀為日產拿走肥肉，將不要的留給裕隆，致使公告分割後出現負的異常報酬；大同將營收比重過半、淨資產價值 67 億元之電腦系統事業部切割與精英合併，市場解讀為將金雞母切出，對大同母公司而言，整體營收規模立刻減半，掌控度也不及過往等不利因素，致使公告分割出現負異常報酬。

表 3-14 分割目的為引進策略聯盟伙伴之 AR、CAR 值及其檢定值

期間	n	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-10	4	-0.001918	-0.256427	-0.001918	-0.256427
-9	4	-0.006472	-0.823691	-0.008391	-0.567406
-8	4	-0.004616	-0.571028	-0.013007	-0.699918
-7	4	-0.000655	-0.084855	-0.013662	-0.621382
-6	4	-0.002932	-0.729116	-0.016594	-0.819253
-5	4	-0.001002	-0.047462	-0.017596	-0.751803
-4	4	-0.007649	-0.520410	-0.025245	-0.798839
-3	4	-0.003993	-0.926427	-0.029237	-1.058967
-2	4	0.000410	0.076058	-0.028827	-0.924912
-1	4	-0.006455	-1.732762	-0.035283	-1.047847
0	4	0.018836	1.298355	-0.016447	-0.342828
1	4	-0.027381	-1.847299	-0.043828	-0.883748
2	4	-0.025790	<b>-2.691430*</b>	-0.069618	-1.349344
3	4	-0.012488	<b>-3.655878**</b>	-0.082106	-1.598065
4	4	-0.017538	-2.043288	-0.099644	-1.752942
5	4	0.001667	0.275512	-0.097976	-1.724996
6	4	-0.013701	-2.110525	-0.111677	-2.215294
7	4	0.001460	0.270265	-0.110217	-2.320924
8	4	-0.010579	-0.706192	-0.120796	<b>-3.062013*</b>
9	4	0.008010	0.880175	-0.112786	<b>-2.495055*</b>
10	4	-0.020693	-1.593518	-0.133479	<b>-2.419020*</b>

1.  $t(0.90,3)=2.353$ ;  $t(0.95,3)=3.182$ ;  $t(0.99,3)=5.841$

2. "\*"表 10%的顯著水準，"\*\*"表 5%的顯著水準，"\*\*\*"表 1%的顯著水準

圖 3-14 分割目的為引進策略聯盟伙伴之 AR、CAR 圖

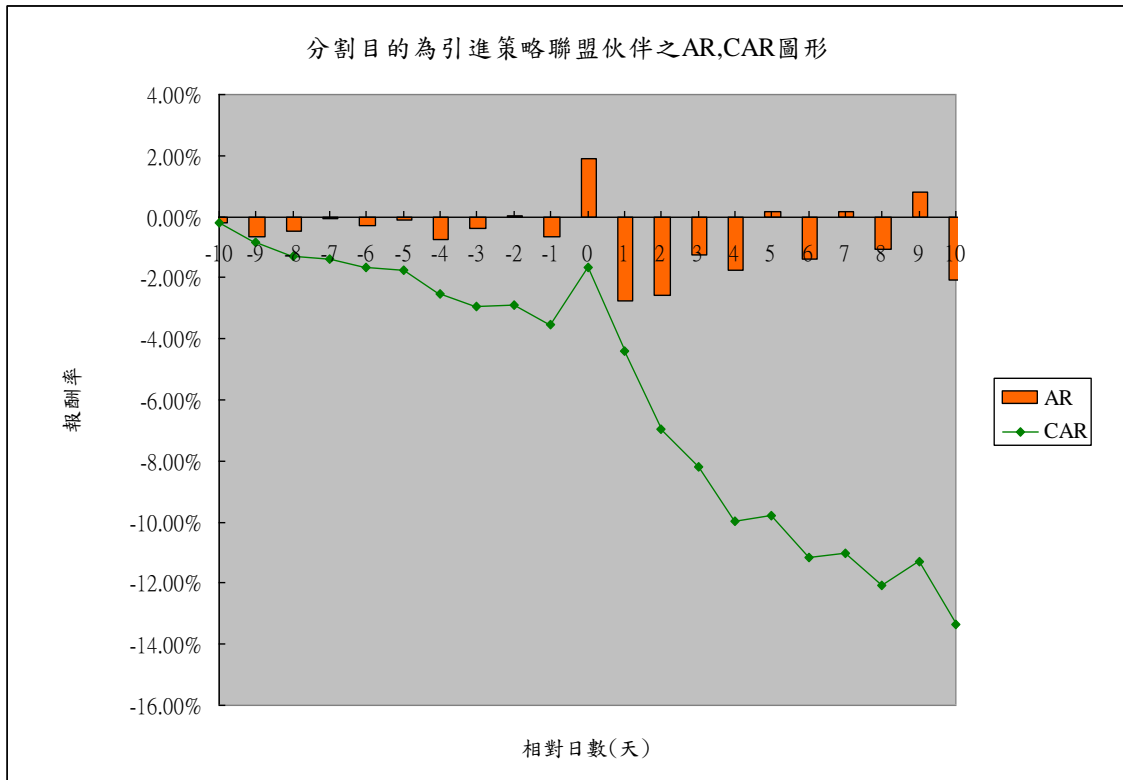
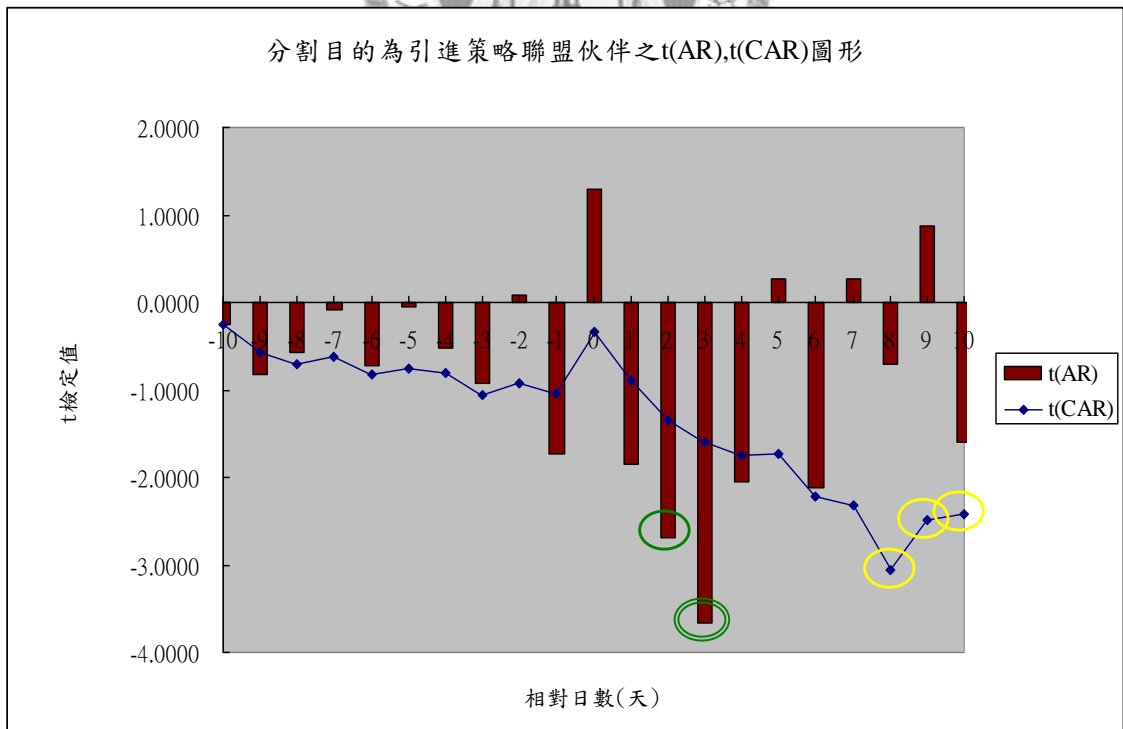


圖 3-15 分割目的為引進策略聯盟之 t(AR)、t(CAR)圖形





#### 4.集團內部資源有效整合

以集團內部資源有效整合為分割目的者只有特力及仁寶兩個案例，以下表所示，集團內部資源有效整合之分割案例，事件日前一天～事件日後一天之異常報酬率為 0.06%、-0.31%及-0.79%，但均未產生顯著水準，而事件日前第三天及第四天分別出現 10%正顯著水準之異常報酬及 5%負顯著水準之異常報酬，而於事件日後第六天出現 10%負顯著水準之異常報酬，事件日後第九天出現 5%正顯著水準之異常報酬，而於累積異常報酬方面於事件日後第二天出現 10%之負顯著水準。

另分別探討特力及仁寶該二例事件期內之異常報酬，仁寶將 PMCC 手機部門(Personal Mobile Computing & Communication, PMCC)切割售予子公司華寶通訊，華寶即增加 PMCC 部門之 CDMA、GPRS 手機及 PDA，亦可順勢取得原 PMCC 客戶 HPQ、Toshiba 等訂單，避免華寶業務過度依賴 Motorola 之風險，而仁寶切割出 PMCC 部門後，將集中資源於 NB 代工業務，而該分割案，於事件日前一天～事件日後一天之異常報酬率分別為 0.59%、-0.70%及-0.26%顯示，市場對於其分割案並無較特別之看法。特力分割楊梅倉儲及物流業務予子公司力特國際，於事件日前一天～事件日後一天異常報酬率分別為-0.48%、0.07%及-1.32%，顯示市場對其分割案並無太大之反應。

由於該分割目的只為集團內之資源重新分配，而其是否能為集團帶來財務或營運上之效益並不顯著，且採該分割目的之案例只有兩例，較難評估市場對此分割目的之看法。

表 3-15 分割目的為集團內部資源有效整合之 AR、CAR 值及其檢定值

期間	n	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-10	2	0.011842	0.672302	0.011842	0.672302
-9	2	-0.012418	-1.179447	-0.000576	-0.081368
-8	2	-0.004727	-0.592222	-0.005304	-5.910025
-7	2	0.005501	2.181694	0.000197	0.057683
-6	2	0.005606	1.229983	0.005803	0.727515
-5	2	0.001236	0.407509	0.007039	0.639337
-4	2	-0.011881	<b>-15.611759**</b>	-0.004841	-0.411276
-3	2	0.004151	<b>12.110315*</b>	-0.000691	-0.057020
-2	2	-0.006195	-1.050633	-0.006886	-0.382319
-1	2	0.000589	0.109982	-0.006297	-0.497602
0	2	-0.003131	-0.809834	-0.009428	-0.570675
1	2	-0.007875	-1.490373	-0.017302	-1.539832
2	2	0.014479	1.243010	-0.002824	<b>-6.864202*</b>
3	2	-0.000030	-0.001270	-0.002854	-0.121589
4	2	-0.001378	-0.209539	-0.004232	-0.140835
5	2	0.010949	2.147014	0.006717	0.269196
6	2	-0.012618	<b>-6.436023*</b>	-0.005901	-0.219279
7	2	0.002482	0.441847	-0.003420	-0.160580
8	2	-0.008281	-1.214974	-0.011700	-0.808071
9	2	0.009900	<b>16.138837**</b>	-0.001800	-0.129825
10	2	-0.005626	-1.445490	-0.007426	-0.418172

1.  $t(0.90,1)=6.314$ ;  $t(0.95,1)=12.706$ ;  $t(0.99,1)=63.657$

2. "\*"表 10%的顯著水準，"\*\*"表 5%的顯著水準，"\*\*\*"表 1%的顯著水準

圖 3-16 分割目的為集團內部資源有效整合之 AR、CAR 圖

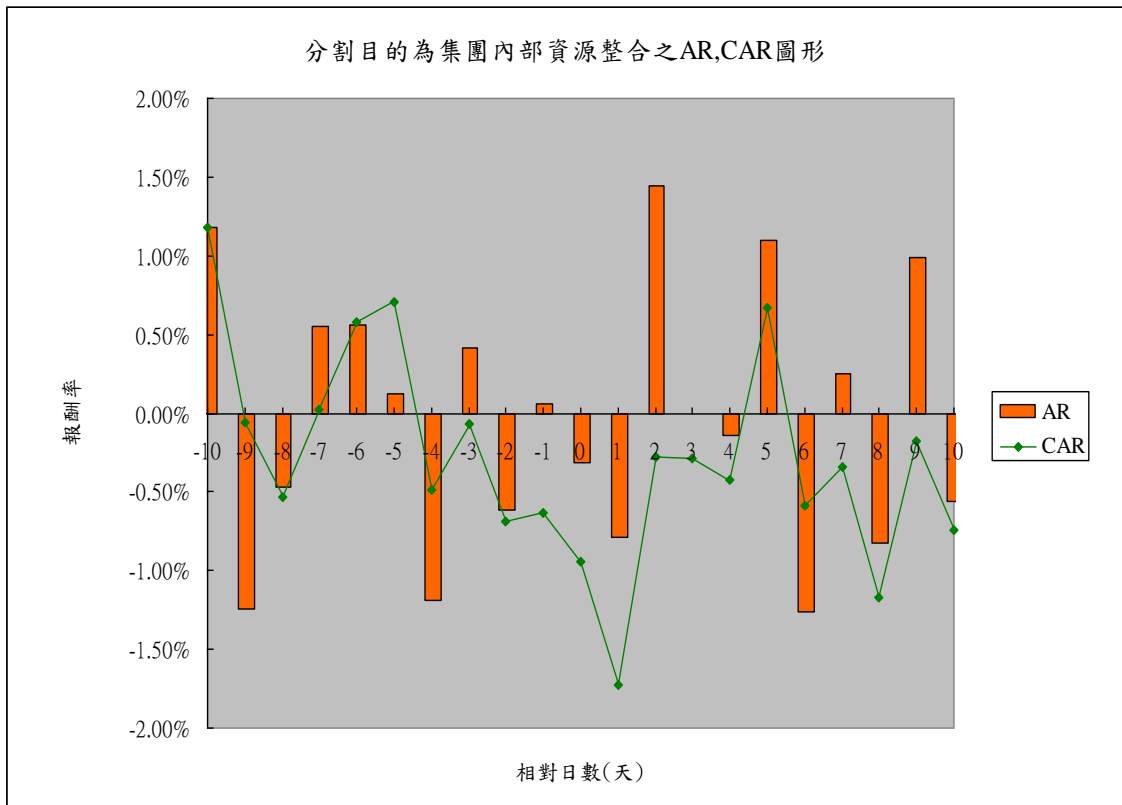
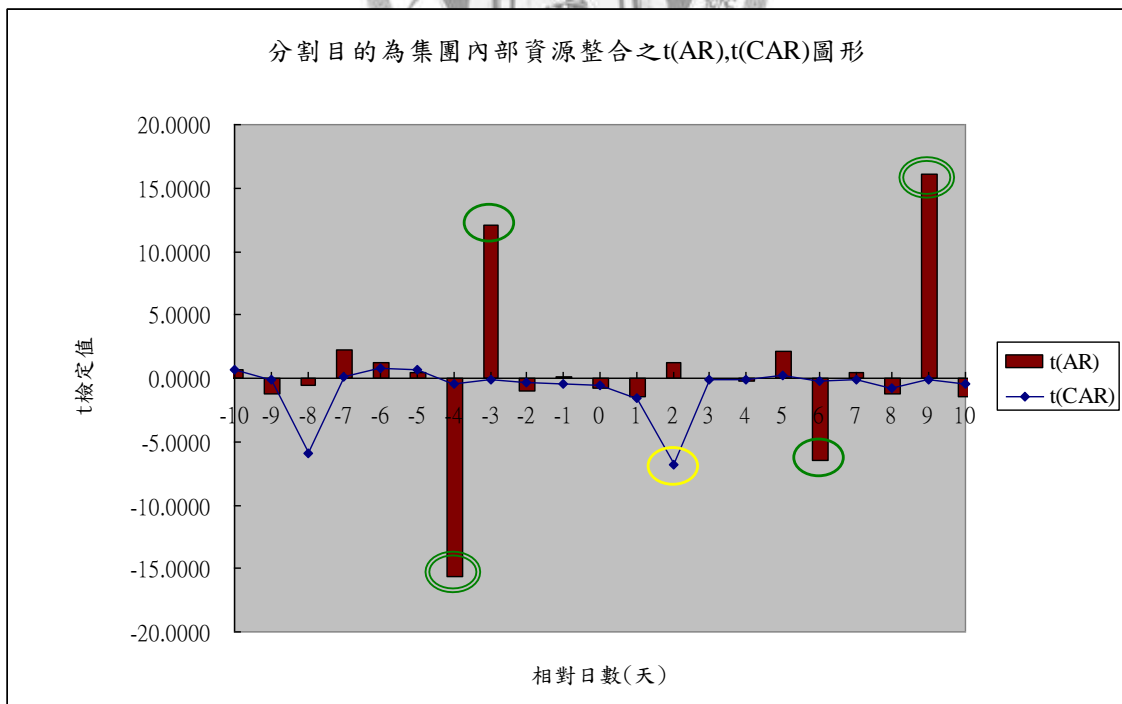


圖 3-17 分割目的為集團內部資源有效整合之 t(AR)、t(CAR)圖形



## 5.專業分工，提升產業競爭力及管理者之激勵

以專業分工，提升產業競爭力及管理者激勵為分割目的共有 32 個案例，以下表所示，於事件日前後一天均出現正的異常報酬，分別為 0.75% 及 0.41%，而於事件日當天則出現負的異常報酬為 -0.10%，且均未達顯著水準；而在事件日後第三天之異常報酬出現 10% 之負顯著水準，而事件日前第四天達 5% 之負顯著水準，事件日後第八天及第九天分別有 5% 及 10% 之負顯著水準，於累積異常報酬方面於事件日前第八天達 10% 之正顯著水準。

採樣公司中有 17 家於事件日後一天有正異常報酬，例如統振其異常報酬為 6.16%、矽統(公告日為 92/9/15)5.53%、神腦 5.40% 及陞泰 4.54% 等，另產生負的異常報酬率者有永豐餘(公告日為 94/4/29)為 -4.41%、精技 -4.23%、立基 -3.31%、台半 -3.01% 及華邦電 -2.21% 等，顯示市場對於企業採以專業分工為分割目的者之解讀有所差異；以神腦分割出無線通訊事業部成立神源科技，市場聯想為神腦為引進中華電信暖身，致使其於事件日後一天出現 5.40% 之異常報酬，統振分割出電池模組相關營業及相關轉投資分割給達振能源，專責於電動自行車、電動機車及未來電動汽車與新興能源的多串並高功率電池模組設計與開發，因該電池模組事業部發展已成熟，且其產品為目前及未來市場發展之趨勢，故其公告分割產生正的異常報酬。另以精技分割出成長性較高之資料蒐集器部門，使母公司在已飽和之國內資訊通路市場營運持平，致使公告分割後產生負的異常報酬。

綜上，市場對於以專業分工為分割目的者，其所分割出之事業部是否已成熟能獨立運作，以及對母公司財務或營運為有利或不利之影響等，均為考量之因素，即造成採樣公司股價上不同之反應。

表 3-16 分割目的為專業分工之 AR、CAR 值及其檢定值

期間	n	AR	t(AR)	CAR	t(CAR)
-10	32	0.003511	0.888987	0.003511	0.888987
-9	32	0.004651	1.229089	0.008162	1.337110
-8	32	0.007011	1.468020	0.015173	<b>1.793542*</b>
-7	32	0.002664	0.553316	0.017837	1.479417
-6	32	0.005289	1.347413	0.023126	1.577144
-5	32	0.003825	0.975978	0.026952	1.690986
-4	32	-0.007923	<b>-2.207084**</b>	0.019029	1.130898
-3	32	0.004267	1.057830	0.023296	1.374879
-2	32	-0.000554	-0.171333	0.022741	1.363177
-1	32	0.007518	1.589324	0.030260	1.622467
0	32	-0.001001	-0.234197	0.029259	1.485869
1	32	0.004159	0.874351	0.033418	1.655257
2	32	-0.001080	-0.275398	0.032337	1.594001
3	32	-0.007052	<b>-1.985264*</b>	0.025285	1.215692
4	32	0.001168	0.241258	0.026453	1.170021
5	32	-0.000559	-0.123154	0.025894	1.225574
6	32	-0.001042	-0.212079	0.024852	1.234527
7	32	0.003024	0.774919	0.027876	1.397610
8	32	-0.007818	<b>-2.185536**</b>	0.020057	0.986776
9	32	-0.005447	<b>-1.795666*</b>	0.014611	0.722257
10	32	0.003387	0.683729	0.017997	0.874663

1.  $t(0.90,31)=1.696$ ;  $t(0.95,31)=2.040$ ;  $t(0.99,31)=2.744$

2. "\*"表 10%的顯著水準，"\*\*"表 5%的顯著水準，"\*\*\*"表 1%的顯著水準

圖 3-18 分割目的為專業分工之 AR、CAR 圖

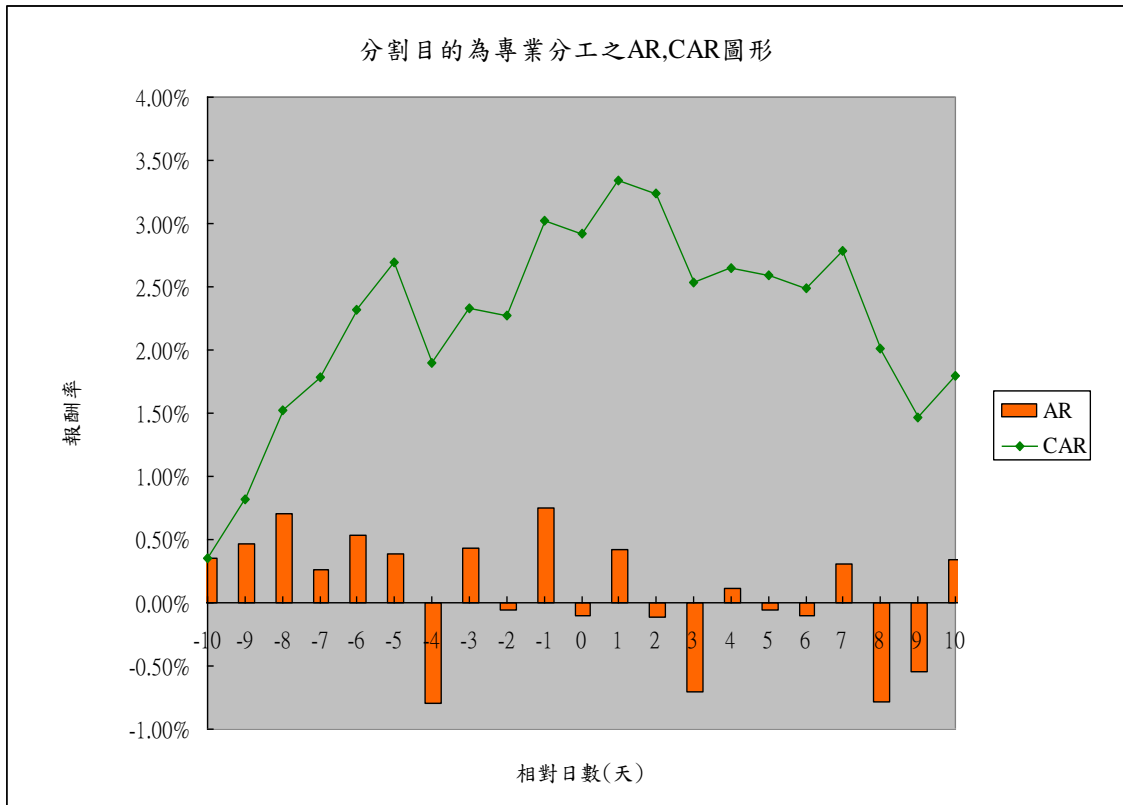
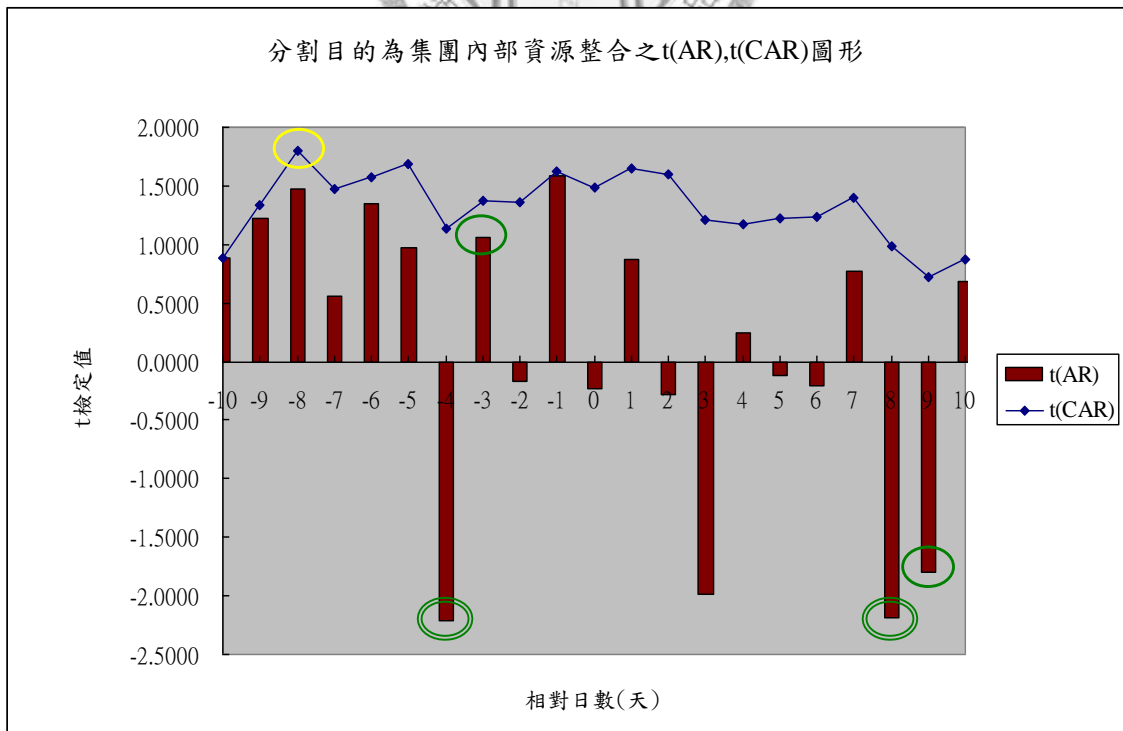


圖 3-19 分割目的為專業分工之 t(AR)、t(CAR)圖形



## (七)結論

綜上所述，整體採樣之 50 個案例中，企業公告分割於事件日前一天～事件日後一天會產生異常報酬，分別為 0.59%、0.25% 及 0.24% 之異常報酬，但唯有事件日前一天具有統計上之顯著性。另分析  $\beta$  值介於 0.9~1.1 之採樣公司，其於事件日前一天～事件日後一天會產生異常報酬，但均不具統計上之顯著性，此與整體效應出現相同之結果—異常報酬低/出現異常報酬之期間短/未達統計上之顯著水準，顯示分析企業分割之股價效應時， $\beta$  值對其影響不大，故以下就各分割目的別分析股價效應時，均不列入  $\beta$  值之考量。

研究分析發現，國內外之研究結果有所差異，依 Schipper and Smith(1983)、Hite and Owers(1983) 及 Krishnaswami and Subramaniam(1999)之研究發現，企業分割公告日時會有 2.84% 或 3.8% 之異常收益且具有統計上之顯著性，並以公告日前後一天效益最大，高達 3.28% 且具統計上之顯著性；相較於本研究之結果顯示，國內企業公告分割產生，1.異常報酬較低；2.出現異常報酬之期間短(約 3 天，即事件日前一天～事件日後一天)；3.且異常報酬及累積異常報酬並未達統計上之顯著水準，主要係由於 1.國內引進企業重組工具時間不如國外運作已久；2.國內企業重組工具及市場認知度均未成熟；3.國外分割案例多將 ROI 較低之部門分拆出去，進而改善母公司體質，相較於國內分割出 ROI 較高之部門之不同；4.國外分割出之事業單位可立即掛牌交易，但國內分割後之子公司須耗時一年多時間才得掛牌；致使未如國外文獻之研究結果，於企業公告分割之時具有較高之異常報酬及統計上之顯著性。

以下另就分割目的別其事件期內異常報酬及累積異常報酬是否達到顯著水準分析之；

### 1. 品牌與代工分開，避免與客戶衝突

分割目的為品牌與代工分開之採樣案例共 4 家，依表 3-15 所示，於事件日前後一天均出現正的異常報酬，分別為 0.87%、2.37% 及 1.01%，但均不具顯著水準；以品牌與代工分開之分割目的之採樣公司之 AR、CAR 值，四個案例中，除天瀚外，其餘三家(華碩、友訊及佳士達)於事件日及事件日後一天均有正的異常報酬，而於天瀚方面，其分割出勝捷光電，於事件日有-1.32%之異常報酬，於事件日後一天則出現-4.59%之異常報酬，由於天瀚為二線數位相機品牌及代工廠，市場認為天瀚品牌與代工分開之分割案較無效益，致使天瀚於公告日及其前後一天均出現負的異常報酬。

整體而言，市場對於品牌與代工分開採正面支持之反應，唯有天瀚因為其於所屬產業中為二線廠商，對其分割案件市場未有反應。

### 2. 租稅之優惠

以租稅優惠為分割目的者共有 8 家，由表 3-15 所示，事件日前後一天均有正異常報酬，分別為 0.55% 及 0.90%，而事件日當日則為負異常報酬為-0.09%，且均未達顯著水準，而於事件日後第三天則出現 1% 負顯著水準之異常報酬、事件日後第七天出現 10% 正顯著水準之異常報酬，而事件期內之累積異常報酬均未出現統計上之顯著水準。由(六)分析，市場對於分割目的為租稅優惠考量者，其因地點不同所帶來之節稅效果不同，致使其股價反應有所差異。

### 3. 引進策略聯盟伙伴

以引進策略聯盟伙伴為分割目的者共四個案例，以表 3-15 所示，在事件日前後一天均出現負的異常報酬，分別為-0.65% 及 -2.37%，而於事件日當日則為正異常報酬為 1.88%，但均未達顯著水準；依(六)分析，分割出之事業部與他公司策略聯盟，市場會評估考量分割引進策略聯盟伙伴是否所能為企業帶來財務或營運效



益，進而對其股價有所反應。

#### 4.集團內部資源有效整合

以集團內部資源有效整合為分割目的者只有特力及仁寶兩個案例，以表 3-15 所示，集團內部資源有效整合之分割案例，事件日前一天～事件日後一天之異常報酬率為 0.06%、-0.31%及 -0.79%，但均未產生顯著水準，集團內部資源有效整合之分割案例，事件日前第三天及第四天之異常報酬分別出現 10%及 5%之顯著水準，而於累積異常報酬方面於事件日後第二天出現 10%之顯著水準。以(六)之分析發現，由於該分割目的只為集團內之資源重新分配，而其是否能為集團帶來財務或營運上之效益並不顯著，且採該分割目的之案例只有兩例，較難評估市場對此分割目的之看法。

#### 5.專業分工，提升產業競爭力及管理者之激勵

以專業分工，提升產業競爭力及管理者激勵為分割目的共有 32 個案例，以表 3-15 所示，於事件日前後一天均出現正的異常報酬，分別為 0.75%及 0.41%，而於事件日當天則出現負的異常報酬為-0.10%，且均未達顯著水準，依(六)分析，市場對於以專業分工為分割目的者，其所分割出之事業部是否已成熟能獨立運作，以及對母公司財務或營運為有利或不利之影響等，均為考量之因素，即造成採樣公司股價上不同之反應。

綜上，整體而言，企業公告分割於事件日前後一天會產生異常報酬，但由於國內引進企業重組法令之期間不長，案例亦不多，市場、投資人對其認知度不深，而有異常報酬率較低、異常報酬出現期間短及異常報酬有統計上之顯著水準。

另本研究未分析企業分割前後對其總市值之影響，而國外文獻對分割前後之效應以分析公告分割時之股價效應或分割前後之市值進行比較，係因國內法令制限，分割受讓公司不能立即掛牌交易，無法取得

相關之財務數字進行分割前後之市值比較，故本研究以探討分割之股價  
效應為主。

表 3-17 公告分割前後之 AR、CAR 檢定值

項目 期間	整體股價效應				分割目的別股價效應分析									
	整體		β 值介於 0.9~1.1 者		品牌與代工分開		租稅優惠		引進策略聯盟伙伴		集團內部資源有效整合		專業分工	
	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)
-10	0.899635	0.899635	-2.667779**	-2.667779**	-2.267149	-2.267149	0.764517	0.764517	-0.256427	-0.256427	0.672302	0.672302	0.888987	0.888987
-9	1.274877	1.430839	-1.41193	-3.799719***	0.227539	-0.379996	1.735498	1.501675	-0.823691	-0.567406	-1.179447	-0.081368	1.229089	1.33711
-8	0.86337	1.535486	1.65666	0.262987	-1.386563	-8.456549***	1.086419	1.544468	-0.571028	-0.699918	-0.592222	-5.910025	1.46802	1.793542*
-7	0.694202	1.367968	-0.237861	0.052826	-0.084868	-1.959435	0.486456	1.213729	-0.084855	-0.621382	2.181694	0.057683	0.553316	1.479417
-6	0.733113	1.371474	1.276611	0.297724	-0.500433	-2.260342	-1.323214	0.958873	-0.729116	-0.819253	1.229983	0.727515	1.347413	1.577144
-5	0.431552	1.401483	0.72554	0.606549	0.29983	-1.67737	-1.503204	0.634283	-0.047462	-0.751803	0.407509	0.639337	0.975978	1.690986
-4	-2.696211***	0.709407	-2.177202*	-0.194177	0.163562	-1.328603	-1.401938	0.201685	-0.52041	-0.798839	-15.611759**	-0.411276	-2.207084**	1.130898
-3	0.201901	0.739069	1.513145	0.283665	-1.394189	-2.602549*	-0.169201	0.051845	-0.926427	-1.058967	12.110315*	-0.05702	1.05783	1.374879
-2	-0.999166	0.535264	-1.182532	0.100015	-2.276255	-2.843376*	-0.627732	-0.108691	0.076058	-0.924912	-1.050633	-0.382319	-0.171333	1.363177
-1	1.763368*	0.944328	1.295309	0.46107	0.681862	-3.772925**	0.870278	0.198465	-1.732762	-1.047847	0.109982	-0.497602	1.589324	1.622467
0	0.735986	1.079036	0.735728	0.658292	1.856963	-1.394756	-0.169818	0.126847	1.298355	-0.342828	-0.809834	-0.570675	-0.234197	1.485869
1	0.592287	1.195343	1.477414	0.912998	0.436031	-0.495537	1.003233	0.659829	-1.847299	-0.883748	-1.490373	-1.539832	0.874351	1.655257
2	-1.558118	0.824186	0.856859	0.99674	-3.020785*	-1.145431	-0.561415	0.408089	-2.691430*	-1.349344	1.24301	-6.864202*	-0.275398	1.594001
3	-3.362725***	0.238507	-2.825547**	0.779796	-0.949189	-1.718977	-4.311184***	-0.344348	-3.655878**	-1.598065	-0.00127	-0.121589	-1.985264*	1.215692
4	-0.511352	0.109107	-0.486993	0.771478	-0.881203	-1.670752	0.028181	-0.332347	-2.043288	-1.752942	-0.209539	-0.140835	0.241258	1.170021
5	-0.689038	-0.039659	-0.194725	0.726557	-1.748177	-1.937222	-0.192848	-0.36029	0.275512	-1.724996	2.147014	0.269196	-0.123154	1.225574
6	-1.112178	-0.271768	-0.011567	0.635729	-2.105734	-1.99088	-0.180015	-0.373779	-2.110525	-2.215294	-6.436023*	-0.219279	-0.212079	1.234527
7	0.971076	-0.065358	-1.774658	0.376793	-1.753006	-1.961917	1.920415*	0.357926	0.270265	-2.320924	0.441847	-0.16058	0.774919	1.39761
8	-2.746362***	-0.491773	-2.114072*	-0.020157	-0.712701	-1.88174	-0.983585	0.176	-0.706192	-3.062013*	-1.214974	-0.808071	-2.185536**	0.986776
9	-1.211093	-0.648878	-1.475527	-0.211319	-0.688506	-1.747296	0.151481	0.180505	0.880175	-2.495055*	16.138837**	-0.129825	-1.795666*	0.722257
10	0.163852	-0.563048	1.01692	0.005928	-0.872749	-1.615035	1.357925	0.385445	-1.593518	-2.419020*	-1.44549	-0.418172	0.683729	0.874663

1.\*\*表 10%的顯著水準，\*\*\*表 5%的顯著水準，\*\*\*\*表 1%的顯著水準

## 第四章 企業分割之程序、稅賦、會計實務面應注意事項

### 項

#### 第一節、企業分割程序實務面應注意事項

##### 一、法定程序

依公司法及企業併購法(以下簡稱企併法)之規定，企業分割之法定

程序如下：

表 4-1 企業分割法定程序

法條依據	程序內容
企業併購法第六條	先委請獨立專家就換股比例或配發股東之現金或其他財產之合理性表示意見，並分別提報董事會及股東會。
公司法第三百十七條之二、企業併購法第三十三條	董事會就分割有關事項，作成分割計畫書、分割契約，提出於股東會。分割計畫書應以書面為之，並記載法定事項，且應於發送分割承認決議股東會之召集通知時，一併發送於股東。
公司法第一七二條第五項	召集股東會，且應於股東會召集事由中列舉公司分割事項，不得以臨時動議提出。
公司法第三百一十七條第一項、企業併購法第十二條第一項第六款	少數股東之股份收買請求權：被分割公司之股東或受讓營業或財產之既存公司之股東於決議分割之股東會前，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，並放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其特有之股份。並準用公司法第一八七條及第一百八十八條之收買請求權的日期、價格與時效等規定。
公司法第三百一十六條、企業併購法第三十二條第二項、三項	股東會特別決議：經代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。公開發行之公司，出席股東之股份總數不足前項定額者，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意行之。
企業併購法第三十二條第七項	他公司為新設公司者，被分割公司之股東會視為他公司之發起人會議，得同時選舉新設公司之董事及監察人。

法條依據	程序內容
公司法第三百一十九條準用第七十三條與七十四條、公司法第企業併購法第三二條第五項	履踐債權人保護程序：公司為分割之決議後，應即向各債權人分別通知及公告，並指定三十日以上期限，聲明債權人得於期限內提出異議。如公司不為此一債權人通知及公告，或對於在指定期限內提出異議之債權人不為清償，或不提供相當擔保、未成立專以清償債務為目的之信託或未經公司證明無礙於債權人之權利者，不得以其分割對抗債權人。
證券交易法第三十六條第二項	如被分割公司為依證券交易法發行有價證券之公司，則由於公司分割應屬於「對股東權益或證券價格有重大影響之事項」，故應於事實發生之日起二日內公告並向主管機關申報。

資料參考：顏雅倫律師「公司分割與營業讓與間的利弊得失」

## 二、實務程序應注意要點

### (一) 保密承諾之出具

由於企業進行分割屬極機密且為內部性之策略，訊息外漏除會影響分割案成功與否，甚至會影響股價，而有涉及內線交易之風險，故要求參與或知悉分割計劃之相關人員均須出具書面保密承諾。

### (二) 專家意見之出具

委請獨立專家對換股比例、收購價格合理性表示意見，並須於董事會及股東會中提報。獨立專家之定義，依經濟部 93.05.25 經商字第 09300553741 號函規定，獨立專家係指會計師、律師或證券承銷商。

### (三) 分割計畫之擬定

企業決議進行分割時，董事會須就分割有關事項，作成分割計

畫，提報股東會。分割計畫書之內容，須依公司法第 317 條之 2 及企併法第 33 條規定項目逐一載明。

#### (四)異議股東收買請求權

依公司法第 317 條規定：股東得於股東會前，以書面表示異議，或於股東會以口頭表示異議經紀錄，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。公平價格之認定，係以當時之證券交易市場買賣價格為主，除法令另有規定者外。

#### (五)債權人保護程序

##### 1.異議債權人

依公司法第 319 條及第 73~75 條規定，公司決議分割後，應即向各債權人分別通知及公告，而債權人得於期限(30 日以上)內提出異議。

若為進行通知或公告或對異議債權人不為清償、不提供相當擔保者，不得以其合併對抗債權人。

##### 2.債務之連帶保證

分割後受讓之既存或新設公司，對分割前公司所負債務於其受讓營業之出資範圍負連帶清償責任。但債權人之連帶清償責任請求權，自分割基準日起二年內不行使而消滅。

#### (六)擬制性財務報表之編製

被分割公司須編製最近二個會計年度未包括分割部門之擬制式財務報表，以申請繼續上市櫃。

分割受讓之新設公司或既存公司於申請上市櫃時，亦須編製擬制性質之歷史性分割財務報表及合併財務報表。

### 三、執行經驗之注意要點

#### (一)分割前規劃階段

##### 1.清楚之策略目標

企業要確定何種事業單位要分割出去，且如何分割，例如：分割受讓公司要含 1 個事業單位或 1 個以上之事業單位，或者一次有幾家分割受讓公司成立等。免得屆時一家分割受讓公司含二個事業單位，因為其中一個事業單位不賺錢，而影響分割受讓公司之獲利狀況及財務數字，使分割案宣告失敗。

##### 2.公司章程表決程序之訂定

依公司法第 316 條規定，分割屬於特別決議案須採重度決議，即須有 2/3 股東出席，以出席股東表決權 1/2 同意才可，但就上市櫃公司而言，2/3 之股東出席實為困難，又該法條第 2 項載明，若出席股東之股份總數不足前項定額者，得採以 1/2 出席，2/3 同意之方式行之，故章程表決程序之訂定，建議以公司法規定，以免屆時窒礙難行。

##### 3.成立一個有專責且有權之協調單位

專責進行資產、負債、員工、專利、技術等分割調配事宜，避免分割進行時人、事等糾紛發生。

##### 4.母公司繼續上市櫃申請

依據「台灣證券交易所(股)公司營業細則」第 51-2 條及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 16-3 條中規定規定，最近二年度，不含分割部門營業範圍之擬制性報表，營業利益不可低於同期之 50%，其目的在於保護公司之原始投資者，故在計劃分割前，要先檢視是否符合繼續上市櫃之規定。另政府以營業利益來當標準，是有待商確，若為國際性公

司其所囊括很多之海外子公司，按現行會計制度之規定，其海外子公司之獲利認列於營業外利益，而營業利益並無涵括此部份，故以營業利益來當標準，是否達到其原先立法之目的，是有待商確。

#### 5. 是否申請簡易上市櫃

上市櫃公司從事企業分割，依「台灣證券交易所(股)公司營業細則」第 51-2 條及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第 16-3 條中規定，受讓分割之既存或新設公司，可於分割基準日起一年內送件申簡易上市櫃；由於上市櫃準備工作繁雜，分割受讓後，公司應審慎評估簡易上市櫃之可行性，另若分割之事業群如已明確於公司內部獨立運作，其獨立之運作年限，亦可算入設立年限，如此即可不用急得趕 1 年內之簡易上市櫃申請。

#### 6. 品牌之分割問題

分割受讓公司是否延用企業自有品牌，一直為重要且困惑之事，品牌之開發成本、知名度、授權費、不予授權或法律糾紛(如母公司之產品有專利權之糾紛，分割受讓之子公司用相同之品牌在外行銷，亦可能有被扣押之情況產生)等，企業均應深思再決定。

#### 7. 母公司原股東持有子公司股票

如分割是以母子分割法執行，且公司想讓母公司原股東持有子公司之股票原則應於公開發行前以現增或母公司釋老股之方式給予原股東認購，程序上會較簡易，但如此亦會造成股東人數增加，而增加股務及股東會之工作量。

### (二) 分割中決策階段

#### 1. 合約檢視

公司所有合約均須檢視，並依分割計畫辦理移轉變更，如軟體

授權合約等，以免除受罰之風險。

## 2. 共用 IP

如有共用 IP 之使用，建議原 IP 留在母公司，子公司採共用之方式，再依使用量等分擔所需費用。

## 3. 訴訟案件

當分割之部門遇有既存訴訟案件時，因訴訟主體及擔保設定之變更均耗時費工，故建議將訴訟案件留在母體，再按實際發生之訴訟相關費用向受割受讓之子公司收取。

### (三) 分割後營運階段

#### 1. 海外子公司變更

如有海外子公司被分割出去，亦須辦理變更公司名稱、股東、董事、經理人等。

#### 2. 子公司董監事選派

因母公司握有大部份或全部之股權，所以董監指派與選任將是母子公司之間另一個重要協調議題。

#### 3. 海外子公司之營運據點

有些公司一個海外營運據點人數少，是否應按分割計畫將其分成二家海外子公司，實在應有所考量。

#### 4. 退休金之問題

舊制退休金，大部份提撥於中央信託局均是不足，分割後，子公司所承接之退休金準備亦會不足，但此部份之不足應是母公司之責，卻移轉至子公司身上，而勞委會又不允許只結算分割出去之員工年資，其要求如要結算，則須母子公司之員工一起結算，如此龐大之金額將會造成公司結算之意願。



#### 5. 成本增加

分割將會造成營運成本之增加而非減少，如後勤原先共用部門一人資、財會、MIS...等人員將會增員，且一些軟體授權亦會增加授權套數。

#### 6. 增加一次性成本

例如 MIS 系統建置、退休金、工廠證照之取得等。

#### 7. 共用單位之分擔

分割後初期，會有一些共用之成本分擔，如後勤單位之主管或設備，所以應妥善規劃共用成本分擔之比例。

#### 8. 營運之空窗期

子公司如為新設公司，則因新公司之設立登記約為 10~15 個工作天，而使該段期間無統一編號可收發貨。

#### 9. 內部移轉訂價之產生

因客戶之集中採購，而會產生分割後母子公司間之內部移轉訂價。

#### 10. 存貨控管

如有共用料之情形，分割後須各別備料，存貨會較分割前增加，因此存貨之控管亦相當重要。

#### 11. 供銷端之延續

分割出之事業部門其原供應商或銷售客戶均予以告知，以避免下錯單、匯錯款等事件。

#### 12. 銷貨退回及售後服務

分割初期，會遇進銷貨為母公司之前所下或所接之單，而產生之銷貨退回、進貨折扣或售後服務等問題，即由母公司處理後，再賣回給子公司或收取相關維修費用。

### 13.員工紅利分配數增加

因分割而虛增員工紅利，例一企業分割前稅後淨利 10 元，分割後母公司稅後淨利 6 元，子公司稅後淨利 4 元，則子公司分配完後，又加回母公司來分配，(如分配後盈餘為 3 元)，則母公司有  $6+3=9$  來分配，原集團只有 10 元可配，現因分割而變成  $9+4=13$  元可分配，所以分割會虛增員工紅利可分配數。

### 14.自動化設備投資抵減之繼受

進行分割受讓時，投資抵減之繼受須辦理完成，在投資抵減期限未屆滿前，分割受讓予他公司時，同樣享有投資抵減之優惠，若未確實辦理分割受讓，之後自動化設備之移轉須改以買賣方式進行，且須補繳抵減之稅金及加計利息。

## 第二節、會計、稅賦實務面應注意事項

### 一、會計之處理原則

因目前大部份分割是採取母子分割，所以此將以母子分割之會計處理原則為例，而母子分割之會計處理，主要以被分割公司與分割受讓公司於分割後是否屬於聯屬公司，作為以帳面價值或公平價值為入帳基礎之判斷依據；

#### (一) 被分割公司

不論分割前後是否屬聯屬公司，均以原資產及負債之帳面價值衡量，原資產帳面(若有資產減損，則應以認列損失後之金額為基礎)減負債帳面價值後之淨額，作為取得股權之成本，不認列交換利益。

## (二) 分割受讓公司

### 1. 分割受讓後為聯屬公司

以受讓資產及負債之原帳面價值作為取得資產及負債之成本，並以兩者淨額為基礎，面額部份作為股本，超過面額部份作為資本公積。

### 2. 分割受讓後為非聯屬公司

以受讓資產及負債之公平價值作為取得資產及負債之成本，並以兩者淨額為基礎，面額部份作為股本，超過面額部份作為資本公積。

## (三) 公平價值之認定

依國際會計準則規定有下列三種；

1. 市場上客觀之成交價。
2. 同類或類似資產股票之參考價。
3. 買賣雙方協議並載明於合約之價格。



## 二、租稅之相關規定

目前分割之主要相關租稅規定如下；

(一) 公司進行分割，可依企業併購法第 34 條規定，享有免徵印花稅、契稅及記存土地增值稅等優惠；

1. 所書立之各項契據憑證一律免徵印花稅。
2. 取得不動產所有權者，免徵契稅。
3. 應納之證券交易稅一律免徵。
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。

(二) 公司依企業併購法進行分割，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，分割後既存或新設公司依企業併購法第 37 條規定繼受之投資抵減及 5 年免徵營利事業所得稅等租稅獎勵，其規定如下；

1. 因分割而讓與之機器設備投資抵減之繼受

(1) 被分割公司分割予分割後既存或新設公司之機器設備，屬尚未使用且未申請適用訂購時之「網際網路業製造業及技術服務業購置設備或技術適用投資抵減辦法」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，向主管機關提出申請，其經審核符合前開投資抵減辦法規定者，得由分割後既存或新設公司依法申請適用投資抵減。

(2) 分割讓與之機器設備屬已適用「公司研究與發展及人才培訓支出適用投資抵減辦法」(以下簡稱研發投資抵減辦法)之儀器設備者，分割後既存或新設公司得依企業併購法第 37 條第 1 項及第 2 項規定，繼受被分割公司於併購前就併購之儀器設備依促進產業升級條例(以下簡稱促產條例)第 6 條及研發投資抵減辦法規定已享有而尚未屆滿之租稅獎勵；該次移轉之儀器設備無須依研發投資抵減辦法第 9 條第 1 項規定補繳已抵減之所得稅款及加計利息。

2. 已享有而尚未屆滿之重要科技事業 5 年免徵營利事業所得稅之繼受及免稅所得額之計算；

(1) 被分割公司依 88 年 12 月 31 日修正公布前促產條例第 8 條之 1 規

定適用重要科技事業 5 年免徵營利事業所得稅者，分割後既存或新設公司依企業併購法第 37 條第 1 項及第 2 項規定，繼受被分割公司已享有而尚未屆滿之 5 年免徵營利事業所得稅租稅獎勵時，被分割公司與分割後既存或新設公司應依據本部 91 年 5 月 20 日台財稅字第 0910451619 號令修正發布之促產條例第 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應依企業併購法第 37 條第 1 項但書規定，就屬被分割公司部分獨立設置帳簿，獨立計算屬被分割公司部分之銷貨額、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) 公司如係於年度中進行分割，被分割公司與分割後既存或新設公司依上開計算公式各自計算其免稅所得額時，應依該公式註 6 及註 8 規定，按免稅有效日數占全年日數比例計算及按其免稅期間銷貨量分別核算全年度銷貨量，並分別減除被分割公司基準年度之銷貨量後，再計算新增免稅所得額。

(三) 分割讓與之資產標的中，如有國內外企業之長期投資，應按分割時帳面價值(包括採權益法認列之投資收益)減除原始取得成本，計算財產交易所得或證券交易所得，其證券交易所得並應依所得基本稅額條例，規定計入基本所得課稅。

### 三、實務上應注意之事項

(一) 進口國內無產製設備之免徵進口稅及營業稅

被分割公司將「進口國內無產製設備」讓與分割受讓公司，且

此進口設備仍於 5 年觀察期中，則分割受讓公司必須依促產條例第 9 條之 1 及其相關規定，申請被認定為「科學工業公司」，才能繼續享受，否則被分割公司須補徵，免徵稅額並加計利息。

## (二) 五年免稅之產品

依企併法第 37 條規定，分割受讓公司可繼續享有五年免稅產品之優惠，但如此產品未在被分割公司辦理完“完工證明”，只拿到工業局之產品項目之核准，那麼分割讓與至分割受讓公司，分割受讓公司必須重新申請。

## (三) 營運總部

分割讓與之資產中，如有國外企業之長期投資，如被分割公司依促產條例第 70-1 條辦理營運總部，則此國外企業之長期投資，因分割所產生之財產交易所得，得以免徵營利事業所得稅。

## (四) 遞延所得稅資產

除了長期股權投資所發生之未實現銷貨毛利，可明確地讓與至分割受讓公司，其餘自動化投資抵減及研發投資抵減等遞延所得稅資產是很難明確分割。

## (五) 應收帳款

被分割公司應將讓與分割受讓公司相關之應收帳款，轉讓至分割受讓公司，但實務上顧客常是同時購買二個事業群之產品，而無法明確分割。

(六) 資產/負債分割之調整

公司均以自行結算之財報，先進行資產及負債之分割，等會計師查核後，會產生未實現銷貨毛利、長期股權投資等調整金額，則此時產生之調整金額，只能以現金科目來調節。

(七) 分割受讓公司須有足夠之營運現金

因為分割受讓公司為新公司，所以較難獲得銀行之信用額度，因此在做資產/負債分割時，需審慎考量。

(八) 代收代付之產生

分割時必須確實分割乾淨，以免產生被分割公司及分割受讓公司間之代收代付，增加內部程序之成本。



## 第五章 個案分析

### 第一節、凌陽科技

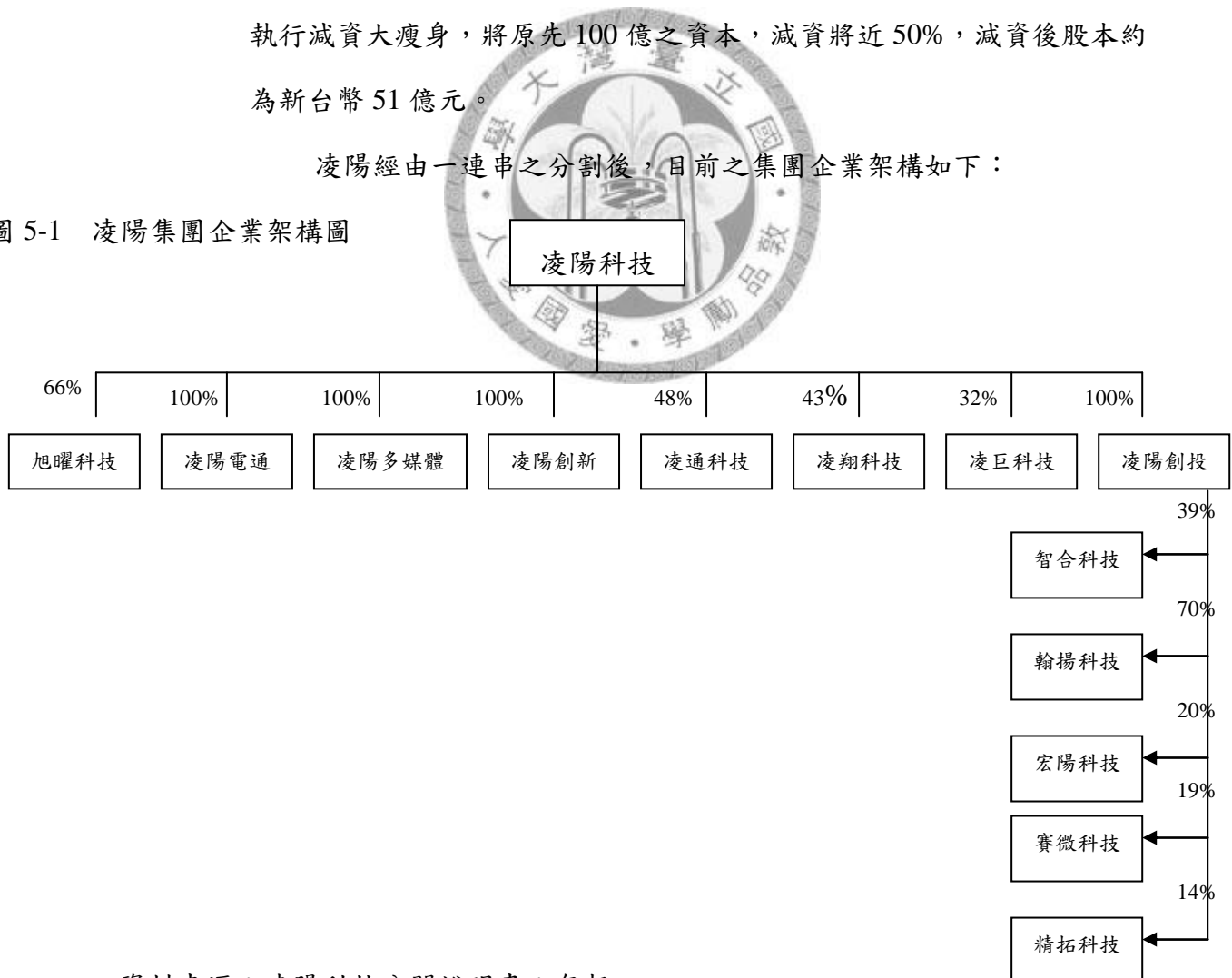
#### 一、公司背景

凌陽科技股份有限公司(以下簡稱凌陽科技)成立於79.8.3迄今約19年，是一家歷史悠久之老字號 IC 設計公司，資本額由原先之 620 萬元，至 96 年 1 月減資前成長為 100 億之大型 IC 設計公司。

凌陽科技於 94 年間做一組織之重大變革，將原先功能性組織架構，改成依產品別分別成立事業群來營運，並於 95 年間進行三次分割，成立三家子公司(分割成立旭曜、凌陽創新及凌陽電通)，於 96 年 1 月又執行減資大瘦身，將原先 100 億之資本，減資將近 50%，減資後股本約為新台幣 51 億元。

凌陽經由一連串之分割後，目前之集團企業架構如下：

圖 5-1 凌陽集團企業架構圖



資料來源：凌陽科技公開說明書；年報



## 二、分割目的

(一)經由訪談，凌陽科技表示其分割之主要目的有二；

### 1.專業分工

公司產品線過於廣範，已失焦之問題產生，藉由分割，讓各個事業群能專注於本業，並解決共用資源分配之問題。

### 2.員工激勵

因政府政策之改變，如員工分紅費用化等，使得原本即不多之員工紅利，更加稀少，因此藉由分割，讓各個事業群之營運結果能夠回歸至其經營團隊，讓其員工可享受到自己之經營成果，以達到公平之目的。

(二)分割策略之產生

藉由 94、95 年當時台灣 IC 設計產業發展、凌陽科技產品發展、財務狀況與同業之比較，以了解分析凌陽科技分割策略之產生。

### 1.台灣 IC 設計產業之發展

#### (1)台灣 IC 設計業之競爭利基

台灣數家已具規模之 IC 設計公司與台灣晶圓代工者如台積電、聯電等合作關係密切，較能即時提供先進之製程設計，並能掌握晶圓生產技術與良率，而提供客戶更具成本效益之服務，此為與國際 IC 設計業競爭之重要利基。

#### (2)台灣 IC 設計產業之特色

根據拓璞產業研究所(94 年 9 月)之報告，台灣 IC 設計業有下列 4 點特色；

①精緻化專業分工；因為各種 IC 功能日益增強及複雜化，所以更須細緻之專業分工。

②佔台灣 IC 產業比重與日俱增。

③廠商數目眾多，但營收高度集中，壁壘分明；以 93 年為例，營收前 20 名業者，市佔率已達 70% 以上，如以營收前 5 名者，則市佔率達 40% 以上。

④獲利豐厚、產業變化快速：毛利率高於 30~40% 以上，但因終端產品生命週期短，所以產品線變化快。

### (3)台灣 IC 設計業之發展方向

低階消費性 IC 進入門檻相對較低，較易受大陸 IC 設計業以低價搶單，所以台灣 IC 設計業者，其規模較大且技術層級較高者，將轉型為 IC 設計業之 IP 供應商，即為 SIP 供應商；而產品線亦將由 Computer 領域，轉型至 Consumer 領域。

### 2.凌陽科技之產品線及產業地位

凌陽科技是從一般應用消費性微控制器(MCU)(如液晶 IC、微控制器 IC)起家，一路發展至影音相關應用 IC(DVD Player、PC CAM、數位電視等)可堪稱為台灣 IC 設計業中產品線最廣、產品組合最複雜之公司。

由以下分割後凌陽集團企業主要事業產品表中，可知其產品線之廣度。

表 5-1 凌陽集團主要事業產品表

公司名稱	主要產品
凌陽科技	DVD/VCD Player SoC、DVR SoC、STB SoC、LCD TV Controller、HDTV/DTV Solutions
旭曜	LCD 驅動及控制 IC
凌陽電通	手機晶片
凌陽多媒體	DSC & PC Cam Controller、MP3/MP4/PMP IC 及 Game Platform
凌陽創新	Desktop Solutions、Storage Bridge Controller、Printer 及

公司名稱	主要產品
	MFP SoC、General-Purposed MCU
凌通	玩具禮品 IC
凌巨	STN 面板及模組
宏陽	PC ODD 晶片

資料來源：凌陽科技公開說明書、年報

另，從拓璞產業研究所所整理 2000~2005 年台灣 IC 設計業者年  
 營收排名中可發覺凌陽均在前 5 名中，可見其在台灣 IC 設計業中之  
 重要性。

表 5-2 2000~2005 年 台灣 IC 設計業者年營收及營收排名

單位：新台幣億元

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2003 排名	2004 排名	2005 排名
聯發科	128.6	153.8	295.1	380.6	400.5	464.9	1	1	1
威盛	308.7	338.5	251.2	203.9	193.7	191.9	2	2	3
凌陽	62.7	66.4	86.4	111.0	189.4	187.8	3	3	4
聯詠	41.6	42.0	66.9	109.1	175.1	259.2	4	4	2
矽統	78.3	99.8	157.6	167.3	106.5	113.5	Na	5	5
奇景	?	3.0	19.4	45.0	100.8	-	9	6	-
瑞昱	53.6	72.8	91.6	92.8	93.1	106.4	5	7	6
晶豪科	42.5	30.4	39.0	53.3	87.1	57.1	7	8	11
鈺創	34.0	27.1	30.6	44.0	63.3	66.9	10	9	7
揚智	30.6	53.9	60.9	65.2	60.9	41.3	6	10	12
義隆電	39.1	35.6	40.0	46.2	53.4	-	8	11	-
智原	24.0	24.1	33.7	37.7	50.4	57.4	Na	12	10
矽成	61.3	25.0	27.5	40.8	50.3	-	11	13	-
群聯			8.4	24.7	39.9	63.1	15	14	9
盛群	45.7	32.2	32.6	36.2	38.4	37.2	12	15	13
擎亞			23.0	29.1	38.3	63.3	Na	16	8
敦茂				25.1	35.0	-	Na	17	-

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2003 排名	2004 排名	2005 排名
普誠	11.6	15.0	23.6	25.8	29.2	28	14	18	14
聯笙			22.4	25.8	26.1	17.8	13	19	16
其樂達			14.9	19.0	23.6	26.7	18	20	15

資料來源：拓璞產業

### 3. 凌陽科技獲利情況與同業之比較

IC 設計產業是一個標準之智慧型密集產業，附加價值較高，所以為一高獲利之產業，尤其 88~90 年這段期間更是半導體業最為風光之期間，由於高獲利所帶來之大手筆盈餘配股，加上 IC 設計首重人才，而不必像晶圓代工等須要大筆之儀器設備資本支出，而造成這些公司目前面臨股本膨脹之苦。

下表為凌陽科技從成立迄今之資本形成表，從表中可發現自 79 年股本為新台幣 620 萬至 95 年擴增為新台幣 102 億元，這段期間所增加之新台幣 102 億元，有 95% 來自於盈餘轉增資。

凌陽科技股份有限公司(2401)

成立時間：79.08.03

上櫃時間：86.09.08

上市時間：89.01.27

表 5-3 凌陽科技股本形成表

單位：新台幣仟元

年月	實收股本	備註
7908	6,200	現增 6,200
7908	11,500	現增 5,300
8103	23,000	現增 11,500
8212	60,000	現增 20,900+盈轉 16,100
8309	198,000	現增 60,000+盈轉 78,000
8406	396,000	盈轉 198,000

年月	實收股本	備註
8506	643,600	盈轉 247,600
8606	1,055,000	盈轉 411,400
8706	1,840,000	盈轉 785,000
8806	2,691,200	盈轉 851,200
8906	3,700,000	盈轉 1,008,800
8909	3,900,000	參與發行海外存託憑證 200,000
9006	5,340,000	盈轉 1,440,000
9012	5,447,424	合併轉增資 10,742
9106	6,949,500	盈轉 957,334+資轉 544,742
9207	7,775,040	盈轉 130,590+資轉 694,950
9306	8,752,544	盈轉 355,500+資轉 622,004
9407	9,455,700	盈轉 487,576+資轉 175,051+員認 40,529
9411	9,481,472	員認 25,772
9503	9,487,297	員認 5,825
9506	9,497,844	員認 10,547
9506	10,213,578	盈轉 508,844+資轉 189,230+員認 17,660
9511	10,227,773	員認 14,195
9601	5,122,119	減資 5,114,358+員認 8,703
9603	5,129,537	員認 7,418
9609	5,542,399	盈轉 288,622+資轉 102,415+員認 21,825
9611	5,560,514	員認 18,115
9703	5,567,504	員認 6,990

資料來源：凌陽 96 年年報

另選取股本同為百億元以上之聯發科，其營收及獲利比較如下：

表 5-4 凌陽科技與聯發科營收獲利比較表

年度	營業收入(仟元)		稅後淨利(仟元)		毛利率(%)		EPS(元)		ROE(%)		每股淨值(元)	
	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科
85	1,538,058		499,050		43.06		7.75		40.43		23.01	
86	2,584,761	507,629	1,123,324	94,354	46.79	58.09	10.65	2.57	55.03	26.42	24.66	12.99
87	2,707,661	2,802,537	955,046	949,926	52.08	53.25	5.19	15.28	31.11	79.90	19.23	26.44
88	4,171,285	5,658,885	1,263,286	1,645,854	45.76	42.82	4.69	14.60	30.22	66.31	17.92	28.27
89	6,273,662	12,861,702	2,177,015	3,326,543	41.59	41.70	5.88	15.34	36.46	67.10	19.24	21.66

年度	營業收入(仟元)		稅後淨利(仟元)		毛利率(%)		EPS(元)		ROE(%)		每股淨值(元)	
	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科	凌陽科技	聯發科
90	6,639,352	15,375,350	2,132,300	6,703,034	40.62	51.39	4.03	21.21	22.18	67.78	22.23	41.66
91	8,635,911	29,513,149	2,115,735	12,233,439	36.37	49.71	3.07	26.79	16.68	66.10	19.08	51.79
92	11,097,653	38,064,419	2,006,971	16,522,089	34.44	51.64	2.60	25.96	14.71	55.18	18.04	56.17
93	18,940,056	40,054,302	2,737,691	14,322,985	31.38	48.97	3.15	18.73	18.69	36.41	17.44	55.86
94	18,781,122	46,491,209	2,398,355	18,273,633	32.59	54.60	2.56	21.31	15.35	38.32	16.85	61.52
95	17,076,426	52,941,605	2,972,695	22,579,582	33.54	57.90	2.94	23.50	17.81	37.55	16.98	70.27
96	9,214,059	74,778,579	2,061,502	33,592,702	42.46	56.47	3.53	32.59	13.62	43.78	23.14	83.18

資料來源：凌陽科技與聯發科 85~96 年度經會計師查核簽證之財務報告

依上表所示，凌陽科技於 94 年度首度產生營收負成長 (-1%YOY)，探討其原因為凌陽科技 93 年度原以 DVD Player 單晶片為主要營收來源，而於 94 年時一方面既有產品已進入成熟期，而新產品又開發不順下，其 DVD Player 單晶片及 LCD 驅動 IC，無法超越聯發科及聯詠，再加上未發掘具市場性、成長性之產品下，使其營收獲利，均較不如以往。

在聯發科方面，94 年度其手機晶片出貨量達 3,300 萬套，較 93 年大幅成長 9 倍，達全球手機 IC 市佔率 4%，並以 Total Solution 方式銷售手機 IC，突破國際手機 IC 大廠所建立的進入障礙。另其在數位電視控制 IC 發展順利下，可發現聯發科長期產品佈局方向正確，且產品優異，使其永遠保持台灣 IC 設計業之龍頭。

綜上，公司股本達一定規模，在產品研發方向正確，且研發產品優異，並能夠擁有市場性之產品來支撐其成長動能，就不會發生股本過大，而對營運獲利造成稀釋之現象。

#### 4.凌陽股價之表現

由下圖表中可發現其股價由原先年均價 180 元降至 94 年 40 元左右，而本益比亦由 20~30 倍，降至 94 年 15 倍左右。

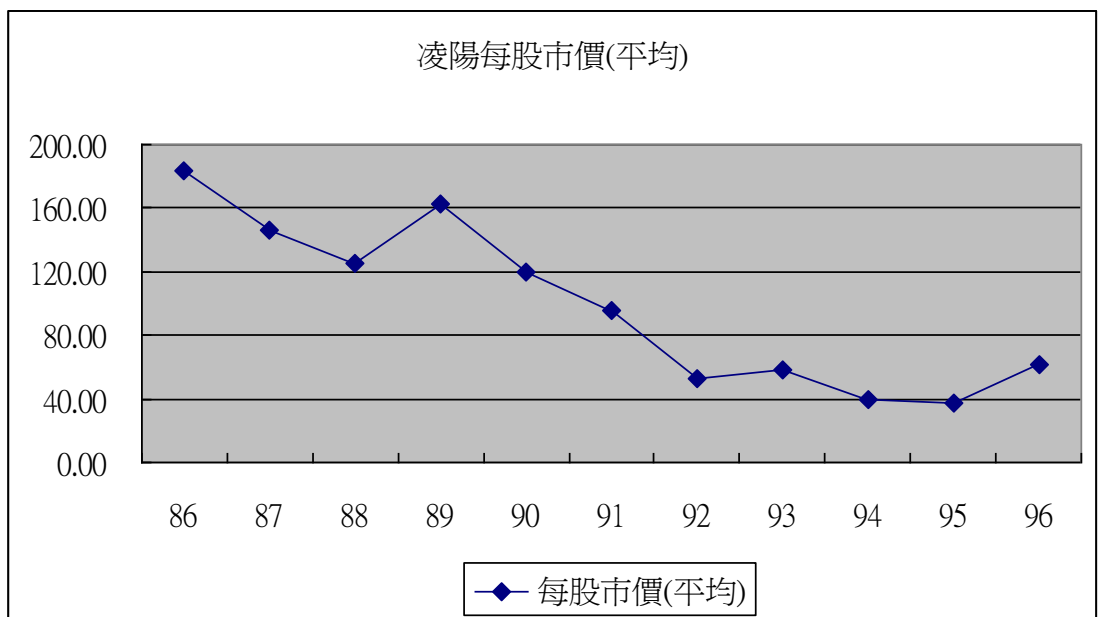
表 5-5 凌陽科技 86~96 年度平均股價及本益比表

單位：新台幣元/倍

年度	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96
每股市價(平均)	183.67	145.80	124.80	162.40	120.00	96.00	53.00	58.09	39.12	37.62	62.03
本益比	17.24	28.09	26.61	27.62	29.78	31.27	20.38	18.44	15.56	12.26	17.57

資料來源：台灣證券交易所

圖 5-2 凌陽科技 86~96 年度股價走勢圖



綜上所述，凌陽科技執行企業分割策略，係考量 IC 設計產業，其成功發展之主要關鍵因素是要有優秀人才，而高股價公司對人才之吸引力遠過於中低價位股價公司，且資本市場對高 EPS 公司較願付出較高之本益比，所以凌陽以分割策略，來專注各產品線之發展，以提升競爭力，並併同減資進而提高 EPS 及股價，來吸引人才。

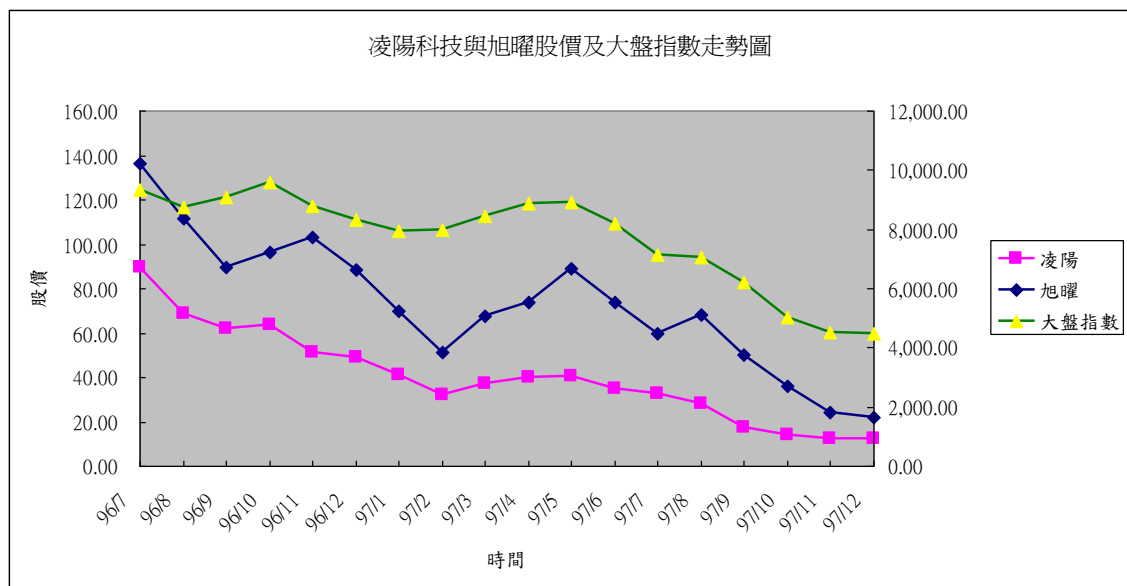
### 三、分割方法

透過訪談，得知凌陽科技原擬採行之分割方式為兄弟分割，以同時達到分割及減資之效果，但公司經評估考量其股東結構中約 30% 為外資及投信法人股東(外資 15%~20%；投信 10%)，該等身份之股東其投資範圍依法受限不得投資於未上市櫃公司股票，為避免因分割所造成之股票賣壓，故凌陽科技改以母子分割之方式，先進行企業分割，再執行母公司之減資，分兩階段達成目的。由此亦可呼應本論文第二章第二節所述，企業分割方法中，企業分割時所會面臨之問題。

### 四、分割效益

依據 Weston、Siu and Johnson(2001)提及「資訊假說」，即認為子公司資產的真實價值因其所歸屬的公司結構複雜性而難以判斷。而下圖為凌陽與旭曜分割後股價走勢圖，旭曜獨立分割後，其股價表現均優於原母公司凌陽，顯示分割前凌陽之股價未能反應旭曜之價值。

圖 5-3 凌陽科技與旭曜分割後股價走勢圖





## 五、分割之股價效應

### (一)名詞定義

以下係以事件研究法分析凌陽科技於94年11月29日公告分割旭曜是否會對股價產生異常收益。

#### 1.事件日( $t_0$ )

以採樣公司於公開資訊觀測站公告其分割決議之日。

#### 2.事件期( $t_{-10}$ ~ $t_{+10}$ )

以事件日前後各十個交易日，每一個事件期為二十一個交易日。

#### 3.股票報酬率資料頻率

以日報酬率為基準。

#### 4.異常報酬率之估計( $AR_{i,t}$ )

以個股日報酬率與市場報酬率之差距為異常報酬之認定。

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

#### 5.累積異常報酬率之計算

為事件期內每日異常報酬率之累加值。 $(CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t})$

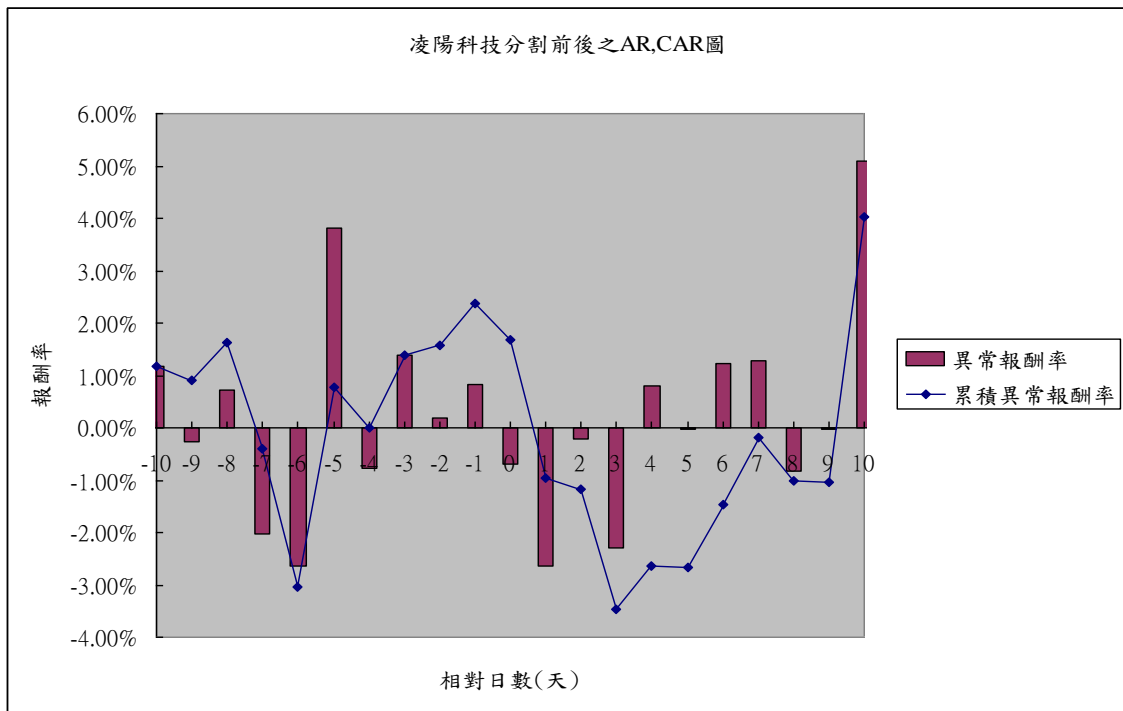
### (二)AR、CAR值

以下即表列出凌陽科技於事件期之AR及CAR值及其圖形，由下表可知，凌陽科技於事件前一天產生正的異常報酬，而於事件日之後，則出現負的異常報酬，因凌陽科技為IC設計公司，而IC設計業首重即為研發人員，而分割出旭曜科技後，部份共用之研發單位，例類比IC及演算法部門均須再增設，而使成本增加，且市場對於凌陽科技分割後其本身之發展性及競爭力仍存有疑慮，致使事件日前後均出現負的異常報酬。

表 5-6 凌陽科技公告分割之 AR、CAR 值

t	AR	CAR
-10	1.17%	1.17%
-9	-0.26%	0.91%
-8	0.72%	1.63%
-7	-2.02%	-0.39%
-6	-2.64%	-3.03%
-5	3.80%	0.77%
-4	-0.76%	0.01%
-3	1.38%	1.39%
-2	0.17%	1.56%
-1	0.82%	2.38%
0	-0.68%	1.69%
1	-2.65%	-0.96%
2	-0.21%	-1.17%
3	-2.29%	-3.46%
4	0.81%	-2.64%
5	-0.03%	-2.68%
6	1.22%	-1.46%
7	1.27%	-0.19%
8	-0.83%	-1.02%
9	-0.03%	-1.05%
10	5.08%	4.03%

圖 5-4 凌陽科技分割前後之 AR、CAR 圖



## 六、分割後所面臨之問題

### (一) 重覆投資，成本增加

IC 設計產業最主要之資產即為研發人才，凌陽科技中演算法部門及類比 IC 部門屬於公用部門，各個事業群均會用到其中之技術支援，分割後，此二部門之全功能性被拆開，各個公司得自己重新建立此二個全能性之部門，造成成本效益無原先合在一起強。

### (二) 分割後景氣未如預期佳

分割計劃以將剛起步且需要較大資金來支付 IP 專利權之通信 IC，與預期已經成熟且獲利之多媒體 IC 一起搭配分割出去，成立了凌陽電通公司，但因景氣反轉，使其原本獲利之多媒體 IC，分割後變成虧損，而造成二個事業群員工間之嫌隙，以及部份員工之離職，所以

在分割後一年，即將其再分割成為二家凌陽科技 100%持有之子公司。

### (三) 相互競爭

對於終端產品之解決方式，各個子公司可能會提出不同之解決方案提供予客戶，造成子公司之間的相互競爭。

### (四) 公司內部移轉計價之認同

凌陽科技將較貴之設備，如 MIS、CAD 及 IP 等留於母公司，再依使用情況向各個子公司收取費用，而有些子公司目前其營運規模仍小，但依人數比例等衡量基礎須支付相對較高之設備使用費，造成其成本過高。

### (五) 競爭力是否真提高

因為分割後規模較小，且為新公司，供應商如晶圓代工廠，無法提供與凌陽科技同等之信用，且遇到景氣反轉，加上成本增加，其競爭力是否真的提高，有待商確。

## 七、結論

綜上所述，分割決策成功與否，受到公司內部條件及外在環境等因素影響，由上例可歸納出下列幾點建議；

(一) 公司內事業群劃分明確，且落實利潤中心制時，其分割之必要性有待商確。

(二) 採行分割策略時，建議分割出較成熟且有穩定獲利之事業部，因其有足夠能力應付市場環境變遷；而發展中之事業部若留在母公司，在遇景氣不佳時，仍能有母公司健全之財務背景支持，增加競爭力。而於

訪談中，凌陽科技亦提到，若能重新規劃分割案時，公司或許只分割出液晶驅動與控制 IC 及 DVD 事業部，其餘事業部待成熟且獲利時，再進行分割之動作，可能較現況為佳。

## 第二節、和桐公司

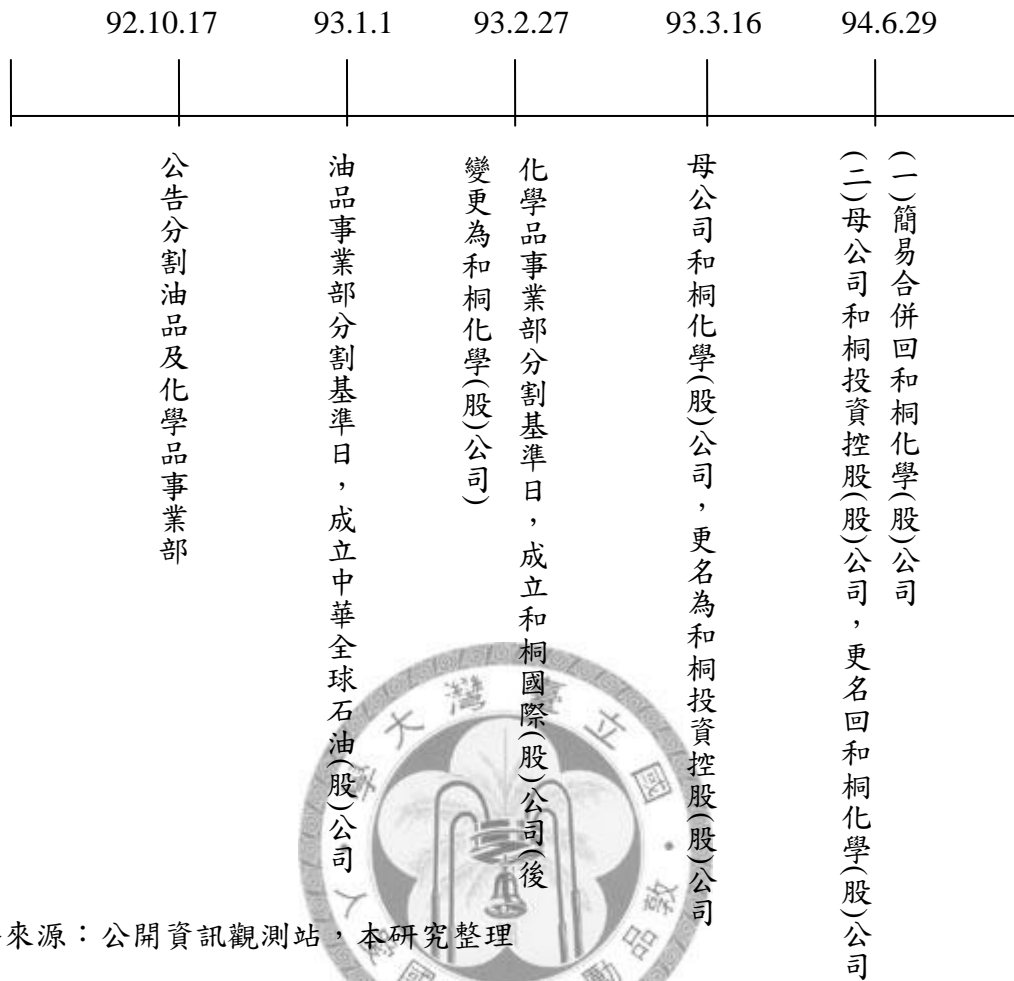
### 一、公司背景

和桐化學(股)公司(以下簡稱和桐公司)成立於民國 69 年 8 月，創立時資本額為 1,250 萬元，發展至今已為一家 60 億元股本之大型化學製造公司。

和桐公司創立初期是以經營清潔劑相關原料之進出口及銷售為主，於民國 73 年 2 月份獲得美國優歐匹公司生產正烷屬煙之莫列史(MOLEX)製程技術，民國 76 年 2 月份開始生產正烷屬煙。和桐公司於民國 80 年申請上市，並於民國 81 年開始進行多角化之經營策略，除了化學品、油品外，並跨足電子、電腦與營建等多方面領域。

和桐公司於民國 92 年 10 月 17 日召開董事會決議，將油品事業部及化學品事業部分割出來，分別成立 100% 中華全球石油(股)公司，及和桐國際(股)公司(後又更名為和桐化學)(以下簡稱和桐國際)，並將原來之母公司和桐公司轉型為投資控股公司，並更名為和桐投資控股(股)公司，其分割基準日分別為民國 93 年 1 月 1 日及 2 月 27 日；相隔 1 年，94 年 6 月和桐控股又將分割出去 100% 持有之和桐國際用簡易合併法，併回母公司，並將和桐投資控股(股)公司又更名回原先之和桐化學(股)公司，並繼續上市。下圖即為和桐公司分割合併之時程。

圖 5-5 和桐公司分割合併時程圖



資料來源：公開資訊觀測站，本研究整理

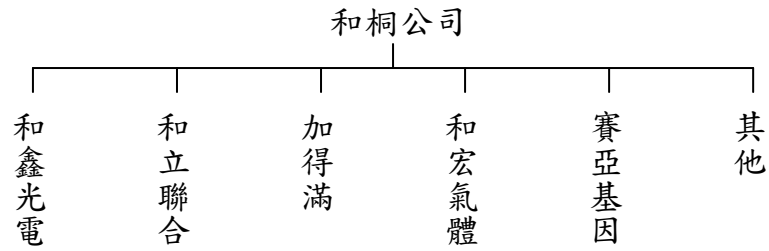
和桐公司為國內第一家也是截至目前為止唯一之一家經由企業分割後，轉型為投資控股公司，但分割一年多後即放棄原先之企業重組策略，以下即從和桐公司之營運策略及國內對投資控股公司之相關法令規範探討其決策轉變之過程與原因。

## 二、分割目的

依據和桐公司 92 年度年報所載，公司轉型為投資控股型態之目的，為落實「專注本業，分散投資」理念，嚴格督管轄下投資事業，提高營運績效，增加投資收益；另亦規劃分割出來之和桐國際預計於 94 年申請簡易上市櫃，而其上市櫃前之釋股將為和桐控股 1.77 億之處份利益。

轉型前和桐公司枝葉繁多，跨足化學、油品、光電、生技等領域，投資人逐漸失焦。

圖 5-6 和桐公司分割前轉投資概況圖



資料來源：和桐公司 92 年年報，本研究整理

和桐公司轉型後為投資控股公司，呈現 4 大佈局，化學品、油品，光電及生技分別獨立，並強調各轉投資事業未來可依個別成熟度，申請海內外上市櫃或與他公司合併，以便極大化整個企業之價值。

圖 5-7 和桐公司分割後轉投資概況圖



資料來源：和桐公司 93 年年度，本研究整理

### 三、企業重組失敗之原因

經分析了解，和桐公司係因下列二項因素造成無法達成其原先之企業分割之預計效益，並放棄其投資控股之經營策略；

#### (一) 終止上市之規定

和桐公司之企業重組規劃，係母公司轉型為投資控股公司並將旗下轉投資子公司逐步推向上市櫃，但在考量交易所營業細則第 50 條之 1，對於上市公司發生某些特定情形時，即終止其上市交易之規定，其中一項為營業範圍重大變更，而其認定標準之一，係為「投資控股公司最近期經會計師簽證之年度(半年度)財務報告，其投資於上市(櫃)公司之金額，高於其股東權益百分之二十者。」；此與公司原先規劃有所衝突，因為如和桐公司之規劃，其所控股之上市櫃公司投資總和，必會超過股東權益 20% 之限制，致使母公司終止上市。

#### (二) 分割後旗下子公司營運結果未如預期

下表為和桐公司 91~96 年之簡易損益表，分割前和桐公司獲利穩定，且年平均配發約 1 元之股利，但於分割年度 93 年起發生虧損之現象，並連續 4 年從 93~96 年均未配發股利予股東，和桐公司於 94 年新調整營運策略，專注於化學本業，並積極處份未賺錢之子公司，從 95 年度起開始轉虧為盈。



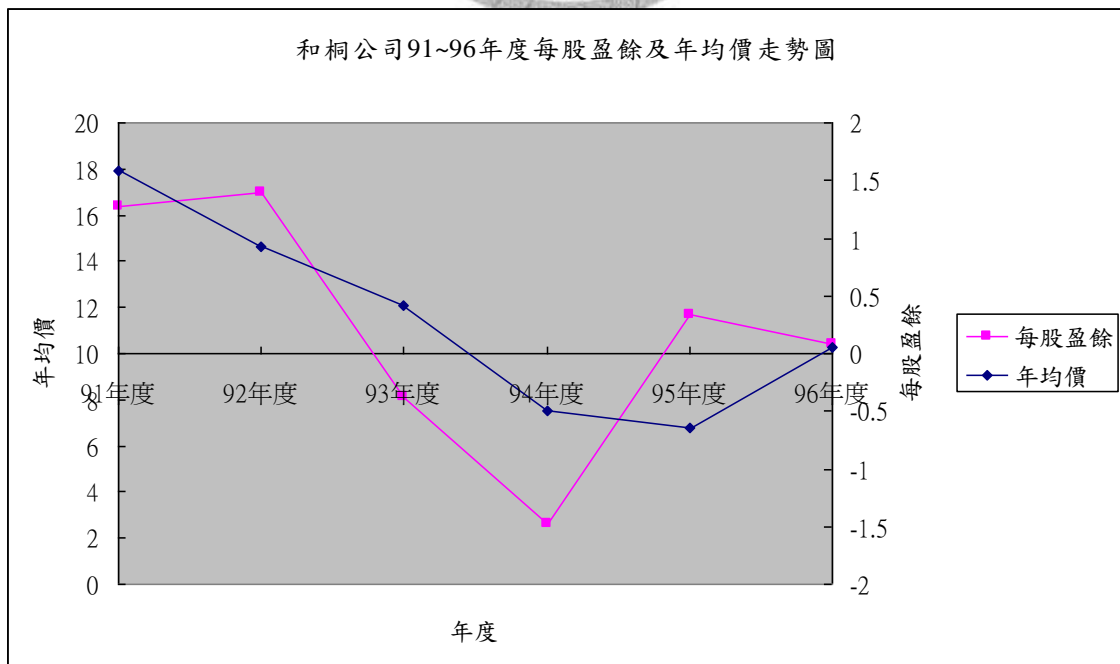
表 5-7 和桐公司最近六年度財務資料

單位：新台幣仟元；股價：元

項目	年度	最近六年度財務資料					
		96 年度	95 年度	94 年度	93 年度	92 年度	91 年度
營收收入(淨額)		11,225,520	11,204,218	5,782,990	1,121,751	12,184,812	8,306,517
營業毛利		463,540	373,902	127,882	4,837	769,983	395,990
營業損益		183,157	124,992	21,289	(109,776)	535,646	215,796
營業外收入及利益		124,713	423,856	90,630	48,048	507,028	709,165
營業外費用及損失		222,327	371,421	1,044,430	188,248	99,119	278,605
繼續營業部門稅前損益		85,543	177,427	(932,511)	(249,976)	943,555	646,356
繼續營業部門損益		48,423	191,369	(841,834)	(234,247)	843,954	627,660
原計原則變動之累積影響數		0	(21,836)	0	0	0	0
本期損益		48,423	169,533	(841,834)	(234,247)	843,954	719,602
每股盈餘		0.08	0.34	(1.47)	(0.38)	1.40	1.27
股利(發放 前一年度)	現金股利	0.00	0.00	0.00	0.519	0.2	0.3
	股票股利	0.00	0.00	0.00	0.5199	0.8	0.8
年均價		10.29	6.76	7.51	12.11	14.63	17.90

資料來源：和桐公司 91~96 年度經會計師查核簽證之財務報告；台灣證券交易所

圖 5-8 和桐公司 92~96 年度每股盈餘及股價走勢圖



另和桐公司前任董事長陳武雄於 97 年 6 月接受鉅亨網記者訪問時表示，和桐公司近年來因轉型為投資控股公司失利，其多角化、多元化經營策略未能成功，所以回歸專注本業經營，並積極處份虧損的轉投資事業，並加強與大陸中石化合作關係，希望藉此使烷基苯的生產量衝上世界第一。

#### 四、分割之股價效應

##### (一) 名詞定義

以下係以事件研究法分析和桐公司於 92 年 10 月 17 日公告分割油品及化學品事業部是否會對股價產生異常收益。

##### 1. 事件日( $t_0$ )

以採樣公司於公開資訊觀測站公告其分割決議之日。

##### 2. 事件期( $t_{-10}$ ~ $t_{+10}$ )

以事件日前後各十個交易日，每一個事件期為二十一個交易日。

##### 3. 股票報酬率資料頻率

以日報酬率為基準。

##### 4. 異常報酬率之估計( $AR_{i,t}$ )

以個股日報酬率與市場報酬率之差距為異常報酬之認定。

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

##### 5. 累積異常報酬率之計算

為事件期內每日異常報酬率之累加值。 $(CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t})$

##### (二) AR、CAR 值

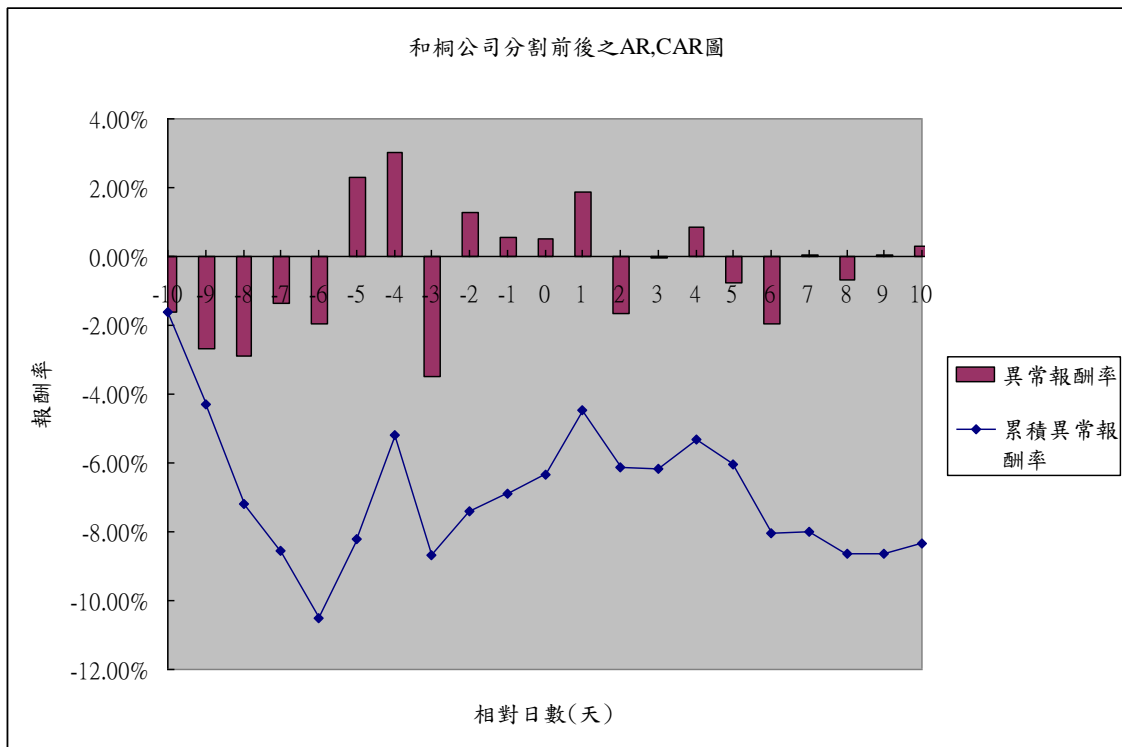
以下即表列出和桐公司於事件期之 AR 及 CAR 值及其圖形，由下表可知，和桐公司在事件日當日出現正的異常報酬，而於事件日前後

一天均出現負的異常報酬，由於和桐集團所營事業橫跨多種產業，包含化學、石油、光電、生技等，且同時進行分割及轉型為投資控股公司，在國內對投資控股公司之法令及相關規範仍未有健全完整之配套措施，再加上和桐公司企業重組當時尚未有上市櫃公司轉型投資控股公司之案例，故由其事件期內異常報酬之表現，顯示市場對於其企業重組策略並無特別反應。

表 5-8 和桐公司 AR、CAR 值

t	AR	CAR
-10	-1.77%	-1.77%
-9	-0.84%	-2.61%
-8	1.36%	-1.25%
-7	-1.45%	-2.70%
-6	1.63%	-1.07%
-5	-1.17%	-2.24%
-4	-6.54%	-8.78%
-3	-1.23%	-10.01%
-2	0.24%	-9.77%
-1	-0.05%	-9.82%
0	1.32%	-8.50%
1	-1.65%	-10.14%
2	-0.80%	-10.95%
3	0.32%	-10.63%
4	1.12%	-9.50%
5	0.57%	-8.93%
6	-1.05%	-9.98%
7	-1.60%	-11.58%
8	-0.70%	-12.27%
9	0.53%	-11.75%
10	1.03%	-10.71%

圖 5-9 和桐公司分割前後之 AR、CAR 圖



## 五、國內成立投資控股公司動機與上市之規定

「投資控股公司」係以投資為專業，並以控制他公司之營運為目的；但若企業不僅從事控股事項外，本身尚有經營其他事業者，則可再稱為「產業控股公司」。以下分就說明企業成立投資控股公司之動機及國內對投資控股公司之法令規定。

### (一) 成立「投資控股公司」之動機如下

1. 專業分工，呈現企業實際價值。
2. 整合資源並兼具獨立性。
3. 全球多角化佈局，掌握與國際廠商合作先機。
4. 掌握企業大者恆大，而擁有較佳市場議價能力與籌資能力。
5. 旗下被控股公司，仍可獨立上市櫃或海外掛牌。

(二) 國內投資控股公司上市之主要相關規定如下

表 5-9 投資控股公司申請上市規定

項目	上市
設立年限	設立登記屆滿三年或其任一被控股公司之實際營運年限已逾三年。
股東權益	最近一個會計年度之股東權益總額在新台幣十億元以上。
獲利能力	合併財務報表之營業利益及稅前純益占股東權益總額比率，最近二個會計年度均達百分之三以上者。
股權分散	持有股份一千股至五萬股之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。
營業項目	本身未從事投資以外之任何業務。
被控股公司	應持有逾百分之五十已發行有表決權股份之被控股公司二家以上，且該被控股公司不得以投資為專業，並不得持有申請公司之股份。
合併財報營業利益來源	合併財務報表之營業利益百分之七十以上應來自所持有逾百分之五十已發行有表決權股份之各被控股公司。
轉投資限制	其投資於前款所規定各被控股公司之帳面金額應占其長期股權投資及股東權益均達百分之五十以上。
合併財報淨值之規範	最近一年度合併財務報表盈餘分派前之淨值占資產總額比率應達三分之一以上。
其他	1. 未向非金融機構借貸資金。 2. 已於國內上市櫃之投資控股公司，其持股逾 70% 之被控股公司不得在國內申請股票上市。

資料來源：台灣證券交易所(股)公司投資控股公司申請股票上市審查準則

## 六、結論

### (一) 對政府之建議

由上述法規得知投資控股公司必須符合；

1. 須持有兩家以上被控股公司 50% 以上之股權。
2. 投資控股公司之營業利益 70% 須來自被控股公司。
3. 投資控股公司投資於被控股公司之帳面金額，應佔其長投及股東權益之 50% 以上。

依交易所營業細則第 50 條之 1 終止上市規定之一，係遇營業範圍重大變更，而其認定標準之一，為「投資控股公司最近期經會計師簽證之年度(半年度)財務報告，其投資於上市(櫃)公司之金額，高於其股東權益百分之二十者。」，再加上(1)~(3)之規定，限制被控股公司上市櫃之路，又與成立投控公司之主要目的相左。政府立法之原意，是希望上市之投資控股公司，不會因旗下子公司上市櫃而虛增膨漲其市值，但政府是否深思，只有上市投資控股公司有此問題，還是其它上市公司旗下之子公司上市櫃亦有相同之疑慮？另是否唯有嚴苛之規定，才能達成其效益？是否參酌國外對上市投資控股公司之規定？這些均有待政府再商確。

### (二) 對企業之建議

企業欲轉型為投資控股公司須審慎評估及規劃，應訂定中長期之投資策略與子公司之發展佈局，確實清楚成立投資控股公司之最終目的，並了解法規立法之宗旨，而非欲以單純轉型為投資控股公司，來解決企業原先所面對之問題，如此轉型才能成功。

## 第六章 結論與建議

### 第一節、結論

企業組織重整為企業面對產業結構快速變遷及激烈競爭之經營環境下，為提高企業價值及創造股東權益最大化，從而達成永續經營之主要經營策略手段之一。一百多年前之產業工業革命，由機器生產取代了勞動力，創造了規模經濟與範疇，奠定了大型企業為主之產業結構，進而促進了企業併購之活動，實有大者恆大之趨勢，但當企業多角化發展到一定程度時，發現多角化之結果，不但不能為企業帶來綜效，反而有負綜效之產生—企業整體價值被低估，營運成本增加，經理人無企業家之精神等，進而又促進了企業分割策略活動之產生。

台灣於民國 91 年 2 月 6 日公佈實施「企業併購法」，此為國內首度以專法方式制定企業併購基礎法制，並明確規範企業分割之相關法條與租稅優惠等規定，因此從民國 91 年公布法條至民國 97 年底，國內共有 57 件企業分割之公告，且有逐年增加之趨勢。

本論文分析國內 91~97 年公告之 57 件企業分割案件，其分割之目的與方法如下；

#### 一、分割之目的

##### (一) 品牌與代工分開，避免與客戶衝突—共有 5 件案例

當企業之自有品牌發展達到一定規模時，品牌與代工在企業內部或與客戶間產生衝突，因而造成品牌與代工分家之情況，其中較具代表為宏碁分割出緯創，與近期之華碩分割出和碩聯合與永碩聯合。

##### (二) 租稅之優惠—共有 9 件案例

國內為了促進經濟發展，於民國 91 年 1 月 17 日公告，土地增值稅連續三年減半徵收，加上配合企業併購法之修定，對於長期持

有不動產之企業，均藉由企業分割成立不動產管理公司，達到沒有實質交割，卻可享受租稅之優惠。較具代表者為遠紡成立遠東資源發開與嘉泥成立嘉新資產管理開發等。

### (三) 引進策略聯盟伙伴—共有 4 件案例

企業為了達到企業最大之綜效，可能某一部門須與他公司策略聯盟，為了簡化談判過程並使合作順利進行，企業會將欲與他公司策略聯盟之部門分割出來，其中以有裕隆分割出裕隆日產，與大同將桌上型電腦系統事業部，分割移轉予精英電腦較具代表。

### (四) 集團內部資源有效整合—共有 2 件案例

集團組織重整，使內部資源更有效整合運用，發揮集團經營效率。特力將楊梅倉儲及物流相關業務分割予集團內之力特國際；仁寶將行動通訊產品事業群分割予集團內之華寶通訊。

### (五) 專業分工，提升產業競爭力及管理者之激勵—共有 37 件案例

企業在多角化達到一定程度後，發現非但沒有相輔相乘之效果，反而有負綜效產生時，會將非本業之事業部門分割獨立，並促使分割出之事業部經營者養成企業家創業之精神，目前為此目的而分割之案例最多，較具代表為威達電分割出威強工業電腦，及凌陽分割出旭耀、凌陽創新與凌陽電通三家子公司等。



## 二、企業分割之方法

目前國內企業分割主要類型有二；

### (一) 母子分割—共有 50 件案例

被分割公司將欲獨立之事業部分割讓予新設或既存之分割受讓公司，而分割受讓公司發行新股予被分割公司，成為被分割公司之子公司，目前國內之分割案件大部份均採取此模式。其主要優點如下；

1. 母公司仍擁有子公司經營權之控管。
2. 子公司獲利，將依權益法認列入母公司財報。
3. 未來子公司有上市櫃釋股時，母公司將有資本利得及現金注入。
4. 母公司不必進行減資程序。
5. 因子公司股東較少，在營運程序上較容易執行。

另外國內亦有一家企業—和桐公司，先以母子分割後再將母公司轉型為投資控股公司，但因國內制度尚未完整而宣告失敗。

### (二) 兄弟分割—共有 7 件案例

被分割公司將欲獨立之事業部分割讓予新設或既存之分割受讓公司，而分割受讓公司發行新股，並全數依比例給予被分割公司之原股東，被分割公司並應進行減資。因此種模式程序複雜，且引發外資與投信等原股東持有未上市櫃股票之問題，因此較少使用，其主要優點如下；

1. 分割受讓公司獨立性較強。
2. 被分割公司達到企業瘦身之效果，亦可提高每股淨值與盈餘。
3. 分割受讓公司申請上市櫃只需採書面審核，審查條件較寬鬆。

### 三、分割之股價效應

本論文亦針對民國 91~97 年國內企業分割案件之公告日前後，以事件研究法分析其是否具有之累積異常報酬並檢定其是否具有顯著水準，其結果如下；

#### (一) 整體效應分析；

整體而言，採樣之 50 個案例中，企業公告分割於事件日前一天～事件日後一天會產生異常報酬，分別為 0.59%、0.25% 及 0.24% 之異常報酬，但唯有事件日前一天具有統計上之顯著性。另分析  $\beta$  值介於 0.9~1.1 之採樣公司，其於事件日前一天～事件日後一天會產生異常報酬，但均不具統計上之顯著性，此與整體效應出現相同之結果—異常報酬低/出現異常報酬之期間短/未達統計上之顯著水準，顯示分析企業分割之股價效應時， $\beta$  值對其影響不大，故以下就各分割目的別分析股價效應時，均不列入  $\beta$  值之考量。

研究分析發現，國內外之研究結果有所差異，依 Schipper and Smith(1983)、Hite and Owers(1983) 及 Krishnaswami and Subramaniam(1999) 之研究發現，企業分割公告日時會有 2.84% 或 3.8% 之異常收益且具有統計上之顯著性，並以公告日前後一天效益最大，高達 3.28% 且具統計上之顯著性；相較於本研究之結果顯示，國內企業公告分割產生，1. 異常報酬較低；2. 出現異常報酬之期間短(約 3 天，即事件日前一天～事件日後一天)；3. 且異常報酬及累積異常報酬並未達統計上之顯著水準，主要係由於 1. 國內引進企業重組工具時間不如國外運作已久；2. 國內企業重組工具及市場認知度均未成熟；3. 國外分割案例多將 ROI 較低之部門分拆出去，進而改善母公司體質，相較於國內分割出 ROI 較高之部門之不同；4. 國外分割出之事業單位可立即掛牌交易，但國內分割後之子公司須耗時一年

多時間才得掛牌；致使未如國外文獻之研究結果，於企業公告分割之時具有較高之異常報酬及統計上之顯著性。

(二)另就分割目的別其事件期內異常報酬及累積異常報酬是否達到顯著水準分析之；

#### 1.品牌與代工分開，避免與客戶衝突

分割目的為品牌與代工分開之採樣案例共 4 家，依表 6-1 所示，於事件日前後一天均出現正的異常報酬，分別為 0.87%、2.37% 及 1.01%，但均不具顯著水準；以品牌與代工分開之分割目的之採樣公司之 AR、CAR 值，四個案例中，除天瀚外，其餘三家(華碩、友訊及佳士達)於事件日及事件日後一天均有正的異常報酬，而於天瀚方面，其分割出勝捷光電，於事件日有-1.32%之異常報酬，於事件日後一天則出現-4.59%之異常報酬，由於天瀚為二線數位相機品牌及代工廠，市場認為天瀚品牌與代工分開之分割案較無效益，致使天瀚於公告日及其前後一天均出現負的異常報酬。

整體而言，市場對於品牌與代工分開採正面支持之反應，唯有天瀚因為其於所屬產業中為二線廠商，對其分割案件市場未有反應。

#### 2.租稅之優惠

以租稅優惠為分割目的者共有 8 家，由表 6-1 所示，事件日前後一天均有正異常報酬，分別為 0.55%及 0.90%，而事件日當日則為負異常報酬為-0.09%，且均未達顯著水準，而於事件日後第三天則出現 1%負顯著水準之異常報酬、事件日後第七天出現 10%正顯著水準之異常報酬，而事件期內之累積異常報酬均未出現統計上之顯著水準。由第三章第三節第二點之(六)所述，市場對於分割目的為租稅優惠考量者，其因地點不同所帶來之節稅效

果不同，致使其股價反應有所差異。

### 3. 引進策略聯盟伙伴

以引進策略聯盟伙伴為分割目的者共四個案例，以表 3-15 所示，在事件日前後一天均出現負的異常報酬，分別為-0.65%及-2.37%，而於事件日當日則為正異常報酬為 1.88%，但均未達顯著水準；依第三章第三節第二點之(六)分析，分割出之事業部與他公司策略聯盟，市場會評估考量分割引進策略聯盟伙伴是否所能為企業帶來財務或營運效益，進而對其股價有所反應。

### 4. 集團內部資源有效整合

以集團內部資源有效整合為分割目的者只有特力及仁寶兩個案例，以表 6-1 所示，集團內部資源有效整合之分割案例，事件日前一天～事件日後一天之異常報酬率為 0.06%、-0.31%及-0.79%，但均未產生顯著水準，集團內部資源有效整合之分割案例，事件日前第三天及第四天之異常報酬分別出現 10%及 5%之顯著水準，而於累積異常報酬方面於事件日後第二天出現 10%之顯著水準。以第三章第三節第二點之(六)之分析發現，由於該分割目的只為集團內之資源重新分配，而其是否能為集團帶來財務或營運上之效益並不顯著，且採該分割目的之案例只有兩例，較難評估市場對此分割目的之看法。

### 5. 專業分工，提升產業競爭力及管理者之激勵

以專業分工，提升產業競爭力及管理者激勵為分割目的共有 32 個案例，以表 3-15 所示，於事件日前後一天均出現正的異常報酬，分別為 0.75%及 0.41%，而於事件日當天則出現負的異常報酬為-0.10%，且均未達顯著水準，依第三章第三節第二點之(六)分析，市場對於以專業分工為分割目的者，其所分割出之事業部是否已成熟能獨立運作，以及對母公司財務或營運為有利或不利

之影響等，均為考量之因素，即造成採樣公司股價上不同之反應。

綜上，整體而言，企業公告分割於事件日前後一天會產生異常報酬，但由於國內引進企業重組法令之期間不長，案例亦不多，市場、投資人對其認知度不深，而有異常報酬率較低、異常報酬出現期間短及異常報酬有統計上之顯著水準。

表 6-1 公告分割前後之 AR、CAR 檢定值

項 目 期 間	整體股價效應				分割目的別股價效應分析									
	整體		β 值介於 0.9~1.1 者		品牌與代工分開		租稅優惠		引進策略聯盟伙伴		集團內部資源有效整合		專業分工	
	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)	t(AR)	t(CAR)
-10	0.899635	0.899635	<b>-2.667779**</b>	<b>-2.667779**</b>	-2.267149	-2.267149	0.764517	0.764517	-0.256427	-0.256427	0.672302	0.672302	0.888987	0.888987
-9	1.274877	1.430839	-1.41193	<b>-3.799719***</b>	0.227539	-0.379996	1.735498	1.501675	-0.823691	-0.567406	-1.179447	-0.081368	1.229089	1.33711
-8	0.86337	1.535486	1.65666	0.262987	-1.386563	<b>-8.456549***</b>	1.086419	1.544468	-0.571028	-0.699918	-0.592222	-5.910025	1.46802	<b>1.793542*</b>
-7	0.694202	1.367968	-0.237861	0.052826	-0.084868	-1.959435	0.486456	1.213729	-0.084855	-0.621382	2.181694	0.057683	0.553316	1.479417
-6	0.733113	1.371474	1.276611	0.297724	-0.500433	-2.260342	-1.323214	0.958873	-0.729116	-0.819253	1.229983	0.727515	1.347413	1.577144
-5	0.431552	1.401483	0.72554	0.606549	0.29983	-1.67737	-1.503204	0.634283	-0.047462	-0.751803	0.407509	0.639337	0.975978	1.690986
-4	<b>-2.696211***</b>	0.709407	<b>-2.177202*</b>	-0.194177	0.163562	-1.328603	-1.401938	0.201685	-0.52041	-0.798839	<b>-15.611759***</b>	-0.411276	<b>-2.207084**</b>	1.130898
-3	0.201901	0.739069	1.513145	0.283665	-1.394189	<b>-2.602549*</b>	-0.169201	0.051845	-0.926427	-1.058967	<b>12.110315*</b>	-0.05702	1.05783	1.374879
-2	-0.999166	0.535264	-1.182532	0.100015	-2.276255	<b>-2.843376*</b>	-0.627732	-0.108691	0.076058	-0.924912	-1.050633	-0.382319	-0.171333	1.363177
-1	<b>1.763368*</b>	0.944328	1.295309	0.46107	0.681862	<b>-3.772925**</b>	0.870278	0.198465	-1.732762	-1.047847	0.109982	-0.497602	1.589324	1.622467
0	0.735986	1.079036	0.735728	0.658292	1.856963	-1.394756	-0.169818	0.126847	1.298355	-0.342828	-0.809834	-0.570675	-0.234197	1.485869
1	0.592287	1.195343	1.477414	0.912998	0.436031	-0.495537	1.003233	0.659829	-1.847299	-0.883748	-1.490373	-1.539832	0.874351	1.655257
2	-1.558118	0.824186	0.856859	0.99674	<b>-3.020785*</b>	-1.145431	-0.561415	0.408089	<b>-2.691430*</b>	-1.349344	1.24301	<b>-6.864202*</b>	-0.275398	1.594001
3	<b>-3.362725***</b>	0.238507	<b>-2.825547**</b>	0.779796	-0.949189	-1.718977	<b>-4.311184***</b>	-0.344348	<b>-3.655878**</b>	-1.598065	-0.00127	-0.121589	<b>-1.985264*</b>	1.215692
4	-0.511352	0.109107	-0.486993	0.771478	-0.881203	-1.670752	0.028181	-0.332347	-2.043288	-1.752942	-0.209539	-0.140835	0.241258	1.170021
5	-0.689038	-0.039659	-0.194725	0.726557	-1.748177	-1.937222	-0.192848	-0.36029	0.275512	-1.724996	2.147014	0.269196	-0.123154	1.225574
6	-1.112178	-0.271768	-0.011567	0.635729	-2.105734	-1.99088	-0.180015	-0.373779	-2.110525	-2.215294	<b>-6.436023*</b>	-0.219279	-0.212079	1.234527
7	0.971076	-0.065358	-1.774658	0.376793	-1.753006	-1.961917	<b>1.920415*</b>	0.357926	0.270265	-2.320924	0.441847	-0.16058	0.774919	1.39761
8	<b>-2.746362***</b>	-0.491773	<b>-2.114072*</b>	-0.020157	-0.712701	-1.88174	-0.983585	0.176	-0.706192	<b>-3.062013*</b>	-1.214974	-0.808071	<b>-2.185536**</b>	0.986776
9	-1.211093	-0.648878	-1.475527	-0.211319	-0.688506	-1.747296	0.151481	0.180505	0.880175	<b>-2.495055*</b>	<b>16.138837***</b>	-0.129825	<b>-1.795666*</b>	0.722257
10	0.163852	-0.563048	1.01692	0.005928	-0.872749	-1.615035	1.357925	0.385445	-1.593518	<b>-2.419020*</b>	-1.44549	-0.418172	0.683729	0.874663

1. "\*" 表 10% 的顯著水準，" \*\*" 表 5% 的顯著水準，" \*\*\* " 表 1% 的顯著水準

## 第二節、建議

### 一、對欲從事企業分割公司之建議

#### (一) 分割前之規劃重點

##### 1. 審慎思考分割之目的

企業管理者要充份了解分割之目的，是否唯有分割才能帶給整體企業價值最大化？為了美化目前企業之財報或管理者之私利而從事分割，均是不正確之方向。

##### 2. 企業核心價值與各事業群之發展方向

企業要了解其核心事業及規劃好各事業群未來之發展方向，及其研發、製造、行銷等能力和財務基礎，才可避免未來互相衝突與競爭，及判斷其獨立之能力。

##### 3. 總體經濟與產業經濟之分析

企業預先評估分割後幾年總體及產業經濟之走勢，因分割受讓公司體質及應變能力會較被分割公司弱，若分割後，遇景氣衰退，可能會影響分割受讓公司之生存能力。

##### 4. 慎選分割之方法

了解原先分割之目的，再選擇分割之方法，如分割之目的是避免與顧客之衝突，卻以母子分割來執行，那麼母公司仍擁有子公司之控制權，如何能信服子公司之顧客呢？但仍需配合法條規範之可行性。

##### 5. 法令規範及優惠措施之考量

要充分了解企業分割及相關之法令，避免分割後無法達到原先之預期，而又重新併回。

##### 6. 領導與管理者之人才

分割受讓公司是否有不錯之領導與管理之人才？公司成功與

否，除了研發、行銷等能力外，領導與管理之人才亦不可或缺。

#### 7.共同資產之規劃

如品牌、專利等是否共用或如何分配，須審慎思考。

### (二)分割後之營運重點

#### 1.分割受讓公司之獨立性

被分割公司要給予分割受讓公司獨立之營運空間，不可藕斷絲連，掌握其控制權；而分受割讓公司其需建構完整之經營架構及財務能力，以達分割之目的。

#### 2.檢視分割後之效益

企業要定期檢視分割後之效益是否符合原先之規劃，如偏離過多，須隨時調整其營運策略。

## 二、對主管機關之建議

### (一)增加企業重組工具

國內對於企業組織重組之法令推行不到十年時間，現行相關法令規範，雖參酌國外法令制定，但未全盤適用或採行，例如國內企業組織重組之工具，除了合併與分割外，亦可引進國外更多企業之重組工具，如追蹤股等；除考量國內企業經營環境及與國際接軌，週全的法令，能讓企業處於快速變更之激烈競爭環境下，更具競爭力。

### (二)法條規範能更具體可行性

國內法令除了公司法外，對於有價證券之發行公司、交易制度、專業投資人投資範圍等規定均相當周密，但法令規定間之相互關聯

與規範，可能使部份企業在執行某些法令時產生其他之障礙；例如：以兄弟分割之企業，分割受讓公司將發行新股予被分割公司原股東時，公司原外資股東及投信股東等，依法無法取得未上市櫃公司股票之窘境。又如投資控股公司規定，投資控股公司須持有兩家以上被控股公司 50% 以上之股權，營業利益 70% 須來自被控股公司，且投資於被控股公司之帳面金額，應佔其長投及股東權益之 50% 以上；但卻於營業細則上規定投資控股公司投資上市櫃公司不得超過股東權益 20%，否則終止投資控股公司上市，如此之規範均讓企業窒礙難行。





# 參考文獻

## 一、中文部分

### (一)法規

1. 中華民國公司法
2. 證券交易法
3. 企業併購法
4. 土地稅法
5. 促進產業升級條例
6. 台灣證券交易所股份有限公司營業細則
7. 台灣證券交易所股份有限公司投控股公司申請股票上市審查準則
8. 證券投資信託基金管理辦法
9. 華僑及外國人申請投資國內證券說明資料
10. 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則
11. 網際網路業製造業及技術服務業購置設備或技術適用投資抵減辦法
12. 公司研究與發展及人才培訓支出適用投資抵減辦法

### (二)其他

1. 凌陽科技 96 年年報；公開說明書 85~96 年度經會計師查核簽證之財務報告。
2. 聯發科 85~96 年度經會計師查核簽證之財務報告。
3. 和桐公司 92~93 年年報；91~96 年度經會計師查核簽證之財務報告。
4. 公開資訊觀測站 <http://newmops.tse.com.tw>
5. 臺灣證券交易所 <http://twse.com.tw>
6. 證券櫃檯買賣中心 <http://www.otc.org.tw>

- 7.證券暨期貨法令判解查詢系統 <http://www.selaw.com.tw>
- 8.李宜靜，2006年6月，「企業分割與創造價值關聯性之探討—以遠東紡織公司為例」，私立東吳大學會計學系，碩士論文。
- 9.李宇玲，2007年7月，「分割策略應用於解決多角化問題之研究以個案公司為例」，國立臺灣大學管理學院，碩士論文。
- 10.黃郁卿，2005年6月，「企業分割策略效益-以閱暉公司為個案探討」，國立政治大學經營管理碩士學程財管組，碩士論文。
- 11.劉醇正，2006年6月，「以價值鏈模式探討企業價值分割-以友訊科技公司為例」，屏東科技大學企業管理系碩士班，碩士論文。

## 二、英文部分

- 1.Alchian, Armen A. and Harold Demsetz (1972), "Production, information costs, and economic organization," *American Economic Review* 62, (December), 777-795.
- 2.Aron, D., (1991), "Using the capital market as a monitor : Corporate spin-offs in an agency framework," *the Rand Journal of Economics* 22, 505-518.
- 3.Berger, Philip G. and Eil Ofek, (1995), "Diversification's effect on firm value," *Journal of Financial Economics* 37,39-65.
- 4.Chemmanur, Thomas J. and Kose John (1996), "Optimal incorporation, structure of debt contracts, and limitedrecourseproject financing," *Journal of Financial Intermediation* 5, 372-408.
- 5.Chemmanur, Thomas J. and An Yan (2001), "Corporate control contests and the disciplining effect of spin-offs : a theory of performance and value improvements in spin-offs," *Journal of Financial Economics* 72,

259-290

6. Chemmanur, Thomas J. and An Yan (2002), "Corporate Control Contests and the Disciplining Effect of Spin-offs : A Theory of Performance and Value Improvements in Spin-offs Current," Version : January 2002
7. Coase, Ronald H. (1937), "The Nature of the Firm," *Economica* 4 (November), 386–405.
8. Daley, L., Vikas Mehrotra and Ranjini Sivakumar (1997), "Corporate focus and value creation: Evidence from spin-offs," *Journal of Financial Economics* 45, 257-281
9. Danielva, Anna N. (2008), "Tracking Stock or Spin-off? Determinants of Choice," *Financial Management* March 22 2008, 4-8
10. Desai, H., Jain, P., (1999), "Firm performance and focus : Long-run stock market performance following spin-offs," *Journal of Financial Economics* 54, 75-101.
11. Hite, Gailen and James E. Owers, (1983), "Security Price Reactions Around Corporate Spin-Off," *Journal of Financial Economics*, 12(4), 409-436
12. Jensen, M.J., and W.H. Meckling (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, 305 - 360.
13. Krishnaswami, S., and Venkat Subramaniam (1999), "Information asymmetry, valuation, and the corporate spinoff decision," *Journal of Financial Economics* 53, 73-112
14. Liedgren, G., Josefin Olofsson and Sofie Zetterlund, (2008), "Spin-off Performance," Urban Osterlund. Jonkoping May, 25

15. Lord, D. M., Stanley W, Mandel and Jeffrey D. Wager, (2002),  
“Spinning Out a Star,” Harvard Business Review, 116
16. Miles, James A. and J. Randall Woolridge (1999), “Spin-Offs and  
Equity Carve-Outs,” Financial Executives Research  
Foundation(Morristown, NJ)
17. Myers, Stewart C. and Nicholas S. Majluf (1984), “Corporate  
financing and investment decisions when firms have information that  
investors do not have,” Journal of Financial Economics 13, 187– 221.
18. Nanda, Vikram K. and M.P. Narayanan (1999), “Disentangling value :  
Financing needs, firm scope and divestures,” Journal of Financial  
Intermediation 8, 174-204.
19. Schipper, K. and Abbie Smith (1983), “Effects of recontracting on  
shareholder wealth : the case of voluntary spin-offs,” Journal of  
Financial Economics 12, 437-467.
20. Weston, J. F., Juan A. Siu and Brian A. Johnson, (2001), “Takeovers,  
Restructuring, and Corporate Governance,” (3E)吳清松(2004)譯,  
383-384
21. Williamson, Oliver E. (1979), "Transaction Cost Economics : The  
Governance of Contractual Relations," Journal of Law and  
Economics, .233-261.

附錄

附件一：91~97年上市櫃公司公告分割案件明細表

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
2353	宏碁	緯創資通股份有限公司	企業轉型以提昇營運績效及競爭力。	(因年代久遠,已查不到資料)	91/2/28	?	母子	電腦及週邊設備業	V			1.緯創：3231 92/08/19上市 2.年代久遠查無股價及公告日,故不列入
1809	中鈇	致嘉科技股份有限公司	依產業特性分工,進行組織調整,使企業經營效率與管理效能得以充分發揮,提昇產業競爭力。	專業分工,提昇企業經營效率及產業競爭力。	91/7/1	91/5/7	母子	玻璃陶瓷			V	
2345	智邦科技	智易科技股份有限公司	本公司為調整業務經營模式並引進策略聯盟夥伴,以發揮企業經營效率,提昇中、長期競爭力、成長力及獲利率。	提昇中、長期競爭力、成長力及獲利率。	92/6/1	92/2/13	母子	通信網路業			96/10/30興櫃	智易：3596 96/10/30興櫃
2301	光寶科技	光寶不動產管理股份有限公司	依產業特性分工,以強化企業經營管理效能得以提昇產業競爭力。	專業分工,提昇企業經營效率及產業競爭力。	92/7/1	92/3/31	母子	電腦及週邊設備業			V	
2332	友訊科技	明泰科技股份有限公司	為組織重整與調整經營模式,以強化體質與專業分工,確立自有品牌經營與代客研製(OEM/ODM)分開。	以專業分工提昇企業經營效率及產業競爭力。	92/8/16	92/2/10	母子	通信網路業	V			明泰：3380 93/12/20上市
8240	華宏新技	宏葉新技股份有限公司	為依產業特性分工、進行組織調整、提升營運績效與競爭力。	專業分工,提升企業經營效率及產業競爭力。	92/8/31	92/5/22	兄弟	光電業		V		1.華宏：3380 93/01/27興櫃 94/06/23上櫃 2.因92年度

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
												無收盤價及大盤指數，故不列入。
1402	遠紡	遠東資源開發股份有限公司	期在獨立運作下能更多元運用土地等不動產資源及提昇公司投資事業部之整體營運績效及市場競爭力。	專業分工，提昇企業經營效率及產業競爭力。	92/9/2	92/3/13	母子	紡織纖維			V	
2201	裕隆汽車	裕隆日產汽車股份有限公司	1.強化與日產合作發展關係。2.為分享大陸汽車市場高成長所帶來之利益。3.為確保未來中長期穩健成長。	1.分割後，兩家公司可落實專業分工，深耕汽車市場，有利於競爭力與獲利能力之增加。 2.可結合日產與雷諾資源，加入國際分工體系，有利於中長期車型開發與經營獲利之穩定成長。 3.裕隆公司透過轉投資 60%之裕隆日產公司及裕隆日產公司轉投資大陸風神公司之股權仍可認列大陸投資收益。 4.原裕隆之股本將降為 137 億元。	92/10/1	92/5/20	兄弟	汽車工業	V			裕隆日產： 2227 93/12/21 上市

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
2488	漢平	漢池投資開發股份有限公司	為因應專業分工，並使不動產開發等相關業務之蓬勃發展，擬將原有營建部門分割成立漢池投資開發股份有限公司，以期在獨立運作下能更多元化運用土地等不動產資源及提昇本公司營業部門之整體營運績效及市場競爭力。	專業分工，提昇企業經營效率及產業競爭力。	92/11/28	92/9/5	母子	其他電子業			V	
1103	嘉泥	嘉新資產管理開發股份有限公司	落實專業分工，集中資產管理，以創造企業績效。	在專業經營下更能多元化經營不動產開發管理業務，提昇營運績效及市場競爭力。	92/12/3	92/9/15	母子	水泥工業			V	
2491	吉祥全	浩瀚數位股份有限公司	為進行組織調整，依產業性質分工，使企業經營效率與管理效能得以充分發揮，進而提昇產業競爭力，擬採新設分割方式，將空白媒體部分割設立為一新公司浩瀚數位股份有限公司。	加強專業分工，提升競爭力。	92/12/19	92/9/30	母子	光電業			V	
2363	矽統科技	矽統半導體股份有限公司	調整業務經營模式。	加強專業分工，提升競爭力。	92/12/15	92/9/15	母子	半導體業			V	
1903	士紙	陽光士林開發股份有限公司	落實專業分工，集中資產管理開發，以創造企業績效。	在專案經營下更能多元化經營不動產開發管理業務，提昇營運績效及市場競爭力。	92/12/30	92/10/9	母子	造紙工業			V	

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
1714	和桐化學	中華全球石油股份有限公司	使企業經營效率及管理效能充分發揮,進而提昇產業競爭力。	(未說明)	93/1/1	92/10/17	母子	化學工業			V	
1714	和桐化學	和桐國際股份有限公司	為使本公司化學品及油品事業部朝更專業化經營,使經營績效達到最大。	(未說明)	93/2/27	92/10/17	母子	化學工業			V	
2206	三陽工業	三陽資產管理股份有限公司	進行資產專業管理、提高競爭力及積極落實專業分工。	在多元化經營下更能專業經營不動產開發管理業務,提昇營運績效及市場競爭力。	93/6/24	93/4/16	母子	汽車工業			V	
6191	精成科技	晟成實業股份有限公司	依產業特性分工,以強化企業經營管理效能得以提昇產業競爭力。	專業分工,提昇企業經營效率及產業競爭力。	93/6/30	93/3/26	母子	電子零組件業			V	
1326	台化	台塑生醫科技股份有限公司	為提高效率降低成本促進合理經營。	提升整體經營績效增進市場競爭能力。	93/8/1	93/3/9	母子	塑膠工業			V	
1234	黑松	黑松資產管理股份有限公司	為企業再造提高競爭力並積極落實專業分工。	本公司將台北市敦化段三小段之不動產分割至黑松資產管理股份有限公司。將由有不動產經營經驗的團隊來專業經營不動產開發管理,以將不動產資源做最有效益的運用,並於分割後可以增加本公司整體的經營效益。	93/9/24	93/4/9	母子	食品工業			V	



上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
1234	黑松	松通資產管理股份有限公司	為企業再造提高競爭力並積極落實專業分工。	本公司將台北市通化段一小段之不動產分割至松通資產管理股份有限公司。將由有不動產經營經驗的團隊來專業經營不動產開發管理，以將不動產資源做最有效益的運用，並於分割後可以增加本公司整體的經營效益。	93/9/24	93/4/9	母子	食品工業			V	
3022	威達電	威強工業電腦股份有限公司	為因應企業轉型及專業分工，以期在獨立運作下提升工業電腦事業部整體營運績效。	專業分工，提昇企業經營效率及產業競爭力。	93/12/1	93/3/30	母子	電腦及週邊設備業			V	
6136	富爾特	富威科技股份有限公司	為進行策略聯盟及組織重整並調整業務經營模式。	發揮企業經營效率，提昇企業整體競爭力。	94/1/1	93/9/27	母子	通信網路業			V	
6208	日揚科技	德揚科技股份有限公司	調整業務經營模式。	加強專業分工，提升服務品質及競爭力。	94/3/31	93/12/22	母子	電子零組件業			V	
1907	永豐餘	永豐餘包裝股份有限公司	為進行組織重組及專業分工，以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重整，朝向專業分工，以提升企業經營效率及產業競爭力。	94/7/29	94/4/29	母子	造紙工業			V	
2506	太設	太平洋營造股份有限公司	為因應企業轉型，落實營造專業分工，以提昇營運績效及競爭力。	未來新設公司展開營造實績後估計可帶來正面效益。	94/8/15	94/5/6	母子	建材營造			V	

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
8036 (興櫃)	光華開發科技	大豐能源科技股份有限公司	為因應企業轉型、提昇營運績效及競爭力。	(未說明)	94/8/23	94/4/21	兄弟	其他電子業			V	1. 光華 92/01/09 興櫃 2. 因興櫃之故無大盤指數，故不列入
2908	特力	力特國際股份有限公司	因應組織調整，發揮經營效率。	提昇本公司之整體營運績效及市場競爭力。	94/9/1	94/3/24	母子	貿易百貨			V	
2324	仁寶電腦	華寶通訊股份有限公司	集團內部資源有效整合。	研發及通路資源整合、規模經濟效益、市場競爭力提昇。	95/1/1	94/6/28	兄弟	電腦及週邊設備業		V		華寶：8078 92/12/09 已經上市了
2371	大同股份有限公司	精英電腦股份有限公司	雙方基於電腦產業發展之趨勢，為有效降低生產成本、提供給客戶更完整之整合平台及一次購足服務，並整合資源共同拓展市場，以提昇經營績效及競爭力，本公司擬發行新股受讓大同股份有限公司分割之桌上型電腦系統事業部門。	(1)擁有完整及貼近客戶之全球生產及運籌基地，有助於服務全球性客戶。 (2)藉由規模經濟降低生產成本，提昇競爭力。 (3)提高代工市場占有率。 (4)獲利增加，財務結構更為健全。	95/1/1	94/10/6	兄弟	其他電子業		V		精英：2331 83/09/21 已經上市了
1776 (興櫃)	展宇科技	展宇聚氨酯股份有限公司	鑑於本公司 TPU 部門自成立以來剛好趕上眾多同業之投入，市場之競爭激烈，為積極拓展銷售，擬將該部門分割成立一獨立之新設公司，成一獨立運作之企業個體。	分割後除成為獨立運作之體系對市場之脈動可加速反應外；亦可提供便捷之平台吸引策略夥伴之加入，合作開創雙贏局面。	95/1/31	94/12/1	母子	化學工業			V	因興櫃之故無大盤指數，故不列入

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
2401	凌陽科技	旭曜科技股份有限公司	為進行組織重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	95/3/31	94/11/29	母子	半導體業	V			旭曜: 3545 96/07/03 上市
2360	致茂電子	日茂微金屬股份有限公司	為專注量測儀器相關產業,因此調整經營模式與組織重組,以強化體質與專業分工。	透過組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	95/7/30	95/3/31	母子	其它電子業			V	
2311	日月光	日月光電子股份有限公司	為因應企業專業分工,強化企業核心競爭力。	分割後預計產生之效益:透過企業專業分工,使材料事業部在獨立運作下能提昇整體營運績效及市場競爭力。	95/8/1	95/5/2	母子	半導體業			V	
2450	神腦	神源科技股份有限公司	透過組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	透過組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	95/10/1	95/5/5	母子	通信網路業			V	
2401	凌陽科技	凌陽創新科技股份有限公司	為進行組織重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	95/12/1	95/8/25	母子	半導體業			V	
2401	凌陽科技	凌陽電通科技股份有限公司	為進行組織重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	95/12/1	95/8/25	母子	半導體業			V	

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
8111	立碁電子	立碁光能股份有限公司	為進行組織重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	96/7/1	96/3/15	母子	光電業			V	立碁光能 96/11/15 公開發行
6289	華上光電	華信光電科技股份有限公司	為進行組織重組及專業分工,專注於特定市場領域,有效提高競爭力及資源整合。	透過專業技術的分工與產業垂直整合,以提升企業經營綜效及產業競爭力。	96/8/1	96/3/22	母子	光電業			V	華信光電 97/04/17 公開發行
5425	台半	鼎翰科技股份有限公司	為進行組織重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	96/8/1	96/3/26	母子	半導體業	V			鼎翰: 3611 97/11/26 上櫃
3454	晶睿	睿緻科技股份有限公司	為因應組織調整及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	96/8/10	96/4/10	母子	通信網路業			V	
2526	大陸工程	萬國商業開發(股)公司	進行組織重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	期望在資產完整下,落實資產專業管理,並發揮資產經營之最大效率	96/8/19	96/4/27	兄弟	建材營造			V	
2349	銖德科技	安可光電股份有限公司	透過本次資產之重組及安可光電股份有限公司專業經營,未來可適時擴大經營規模,提升營收與獲利。	透過專業經營與分工,以期獨立運做下更專業經營,未來擴大經營規模,有助企業提昇營收及獲利。	96/8/31	96/5/3	母子	光電業			V	安可光電 97/07/24 興櫃

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
2352	佳士達 (原名稱：明基電通)	明基亞太(股)公司	為進行組織重組及專業分工,以提高整體競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	96/9/1	96/4/25	母子	電腦及週邊設備業			V	
1907	永豐餘	永豐餘消費品實業股份有限公司	為進行組織重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過本次分割案,進行本公司家品事業部之組織調整,以產銷整合的思維來進行公司整體營運之規劃,創造最佳資源與人力配置。同時,藉此強化組織架構與經營管理制度,朝向專業分工與產銷資訊整合,以提升企業經營效率及競爭力。	96/10/1	96/3/30	母子	造紙工業			V	
2357	華碩電腦	1.和碩聯合科技股份有限公司 2.永碩聯合國際股份有限公司	分割之目的為進行組織重整及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過本次分割案,進行本公司品牌與代工業務之調整,透過專業經營與分工,以提升整體經營績效及競爭力。	97/1/1	96/7/2	母子	電腦及週邊設備業			V	
2414	精技電腦	精聯電子股份有限公司	進行組織重整及專業分工。	提高競爭力及經營績效。	97/1/1	96/4/16	母子	電子通路業	V			精聯電子 97/10/08 公開發行 97/11/26 申請上櫃

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
2417	圓剛	圓展科技股份有限公司	為因應企業重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提昇企業經營效率及產業競爭力。	97/1/1	96/4/13	母子	電腦及週邊設備業			V	
5346	力晶	鉅晶電子股份有限公司	為進行組織重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織重整,朝向專業分工,提升企業經營效率。	97/4/1	97/1/29	母子	半導體業			V	
4128	中天生技	合一生科技股份有限公司	為因應企業重組及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	97/6/2	97/1/18	母子	生技醫療業			V	
2344	華邦電	新唐科技股份有限公司	為因應企業專業分工,強化企業核心競爭力,並使邏輯IC相關業務蓬勃發展。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	97/7/1	97/3/14	母子	半導體業			V	
6170	統振	達振能源股份有限公司	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	97/8/1	97/4/18	母子	通信網路業			V	
8072	陞泰	樵屋國際股份有限公司	透過業務及組織之重整,達到專業經營及分工,以提升企業整體營運效率及產業競爭力。	透過業務及組織之重整,達到專業經營及分工,以提升企業整體營運效率及產業競爭力。	97/9/1	97/3/19	母子	光電業			V	

上市櫃代號	被分割公司	分割受讓公司	分割目的	預計產生之效益	分割基準日	公告日	分割方式	分類	簡易上市櫃	一般上市櫃	未上市櫃	備註
1712	興農	台灣生鮮超市股份有限公司	進行組織重整及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,以提升整體經營績效,增進市場競爭能力。	97/10/1	97/3/24	母子	化學工業			V	
2609	陽明海運	光明海運股份有限公司	分割目的為進行組織調整及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	透過業務及組織的調整,朝向專業分工,以提升企業經營效率及產業競爭力。	97/10/1	97/5/8	母子	航運業			V	
2363	矽統科技	1.新設 S1 股份有限公司(公司名稱另訂) 2.新設 S2 股份有限公司(公司名稱另訂)	分割之目的為進行組織重整及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	以期能提升企業整體營運績效及市場競爭力。	98/1/1	97/3/13	母子	半導體業			V	
6225	天瀚	勝捷光電股份有限公司	為進行組織重整及專業分工,以提高競爭力及提昇整體營運績效。	透過業務及組織的重組,朝向專業分工,提升經營效率及產業競爭力。	98/6/1	97/11/10	兄弟	光電業			V	
2449	京元電	京寶科技股份有限公司	分割之目的為進行組織重整及專業分工,以提高競爭力及經營績效。	分割後期能提昇企業整體營運績效及市場競爭力。	99/1/1	97/3/21	母子	半導體業			V	