

第一章 緒論

1.1 研究背景及動機

當公司處於爆發成長的時期，公司會藉由現金增資、每年的盈餘轉增資、亦或將過去年度之資本公積或法定盈餘公積轉增資，用以擴張公司的規模。然而當此產業處於成熟期甚或是衰退期，獲利能力追不上先前過度擴張的股本，此時表現不佳的每股盈餘、股東權益報酬、投資報酬率將會促使企業透過瘦身減資的方式，擺脫低迷的股價，期望企業能夠脫胎換骨浴血重生。減資因此而成為爭相仿效的企業瘦身方式，此鼓風潮近來更是延燒至高科技電子業，不難看出過去為了擴張營運實力而過度膨脹股本的企業，現在已有獲利能力趨緩並力圖改善企業體質的跡象。

不同於公司法減資彌補虧損及證券交易法之庫藏股減資，透過返還股東股款消除股份（又稱現金減資），此種實質上的減資是公司實際資金的減少，其具有特殊的減資背景。一般而言，實施現金減資的公司產業已屆成熟階段，帳上現金充裕流動資產過高但短期無重大資本支出計畫、負債比率低、營收穩定但股本過度膨脹使投資報酬率偏低而無法刺激股價表現，使得企業開始下猛藥採取減資瘦身改善體質。有人比喻如果把「買回庫藏股」說為「吃減肥藥」，則「現金減資」就如同「外科手術」一般，有立竿見影的效果。歸納過去賺錢的企業辦理現金減資的原因有以下幾種：其一，股東需資金進行其他投資，如富邦產險減資 100 億元，將錢還給母公司富邦金控，讓母公司可充分運用資金；其二，公司資金太多，獲利穩定，且短期無投資計畫，故主動把錢還給股東，健康「瘦身」，代表性的例子如晶華酒店；其三，企業股本擴充太快，獲利成長速度已無法追上擴充速度，變成一隻「不會跳舞的大象」，因此大股東希望股本適度降低，迅速提升每股報酬率，帶動股價上揚，如光寶科、中華電信、聯電等。究竟此種賺錢企業偏好採取之減資方式的興起與其產業發展或財務結構有無特殊關係，本研究將針對現金減資返還股東股款作進一步的深入探討。

另外以公司利益、股東個人稅務考量及預期觀感而言，返還股東股款減資相較於發放現金股利較具財務操作彈性：首先，公司在現金減資提升股價後，對於後進的投資者有較大的吸引力；其二，透過此兩種方式將公司內部閒置現金發還給股東皆可解決代理問題；其三，減資返還之股款不需列入股東個人所得，相較於現金股利需納入個

人綜合所得稅有利；最後，在股東的預期心理下，若公司同時有處理閒置資金及減資的需求，則建議採取返還股東股款減資方式進行，以免造成當期發放大額現金股利以處理閒置資金，但未來卻無穩定的現金流量以發放相似水準之現金股利時，投資人以不符合預期或誤認為是公司營運績效衰退之跡象而調整其投資組合，造成股價下跌，對於公司吸引投資者相對不利。

1.2 研究目的

許多公司在過去需要資金時，趁股價好辦理現金增資，以高於 10 元溢價發行新股。然而在現金部位過高時，以現金減資方式退回股東股款，卻只要退還每股 10 元面額，其餘溢價部分仍留在公司，對公司的現金部位影響有限，但對每股盈餘卻有立即的改善效果。

自晶華酒店於 2002 年 3 月 25 日首創先例宣告辦理現金減資返還股東股款後，現金減資的企業瘦身成效受到各方矚目，因而引發一股上市櫃公司的瘦身風潮。企業主要期望藉著現金減資消除過度膨脹的股本、處理閒置資金、提升每股盈餘、股東權益報酬率及投資報酬率，更期望可以藉調整財務體質而刺激股價表現。然而亦有持不同意見者，認為此舉乃因大股東有資金需求，選擇此種取回資金的方式對其最為有利。若大股東於市場上直接出售持股，因為法令限制，需於事前申請而受到限制，且出售持股造成持股比率下降可能影響其對公司的控制權，相較於現金減資是所有股東之持股等比例減少不利。至於藉現金減資取回資金後的目的，可能將另循管道投資大陸，以擺脫政府對公司西進大陸投資比率的限制。

究竟現金減資的魅力為何？受到市場點名高現金水位的公司是否都應現金減資返還股東股款，活絡投資人的資金運用，甚而創造所謂的“減資行情”？本研究將透過事件研究法 (Event Study) 探討此舉對於整體市場而言，是利空或利多？外資的投資策略是否支持此“減資行情”？“減資行情”是否與其減資幅度、每股現金流量及資本支出成長率相關？另外，透過羅吉斯模型 (Logit Model) 檢測過去現金減資的案例找出影響減資的財務比率，用以預測未來可能執行現金減資的標的。

1.3 研究架構

本研究共分五章，各章內容及研究流程圖分述如下：

第一章 緒論

包含研究動機與目的、研究範圍及研究架構。

第二章 文獻探討

討論減資類型及國內外文獻回顧。

第三章 研究方法

敘述本研究採取之研究方法，包含以事件研究法 (Event Study) 之市場模型 (Market Model) 討論現金減資的宣告效果；並藉由線性迴歸觀察與累積異常報酬相關的財務因素；最後以羅吉斯模型 (Logit model) 探討與減資決策相關之財務比率。

第四章 實證結果分析

將第三章研究方法所得之統計實證結果進行分析。

第五章 結論與建議

總結並將本研究疏漏之處提出建議，提供未來研究者繼續研究方向。

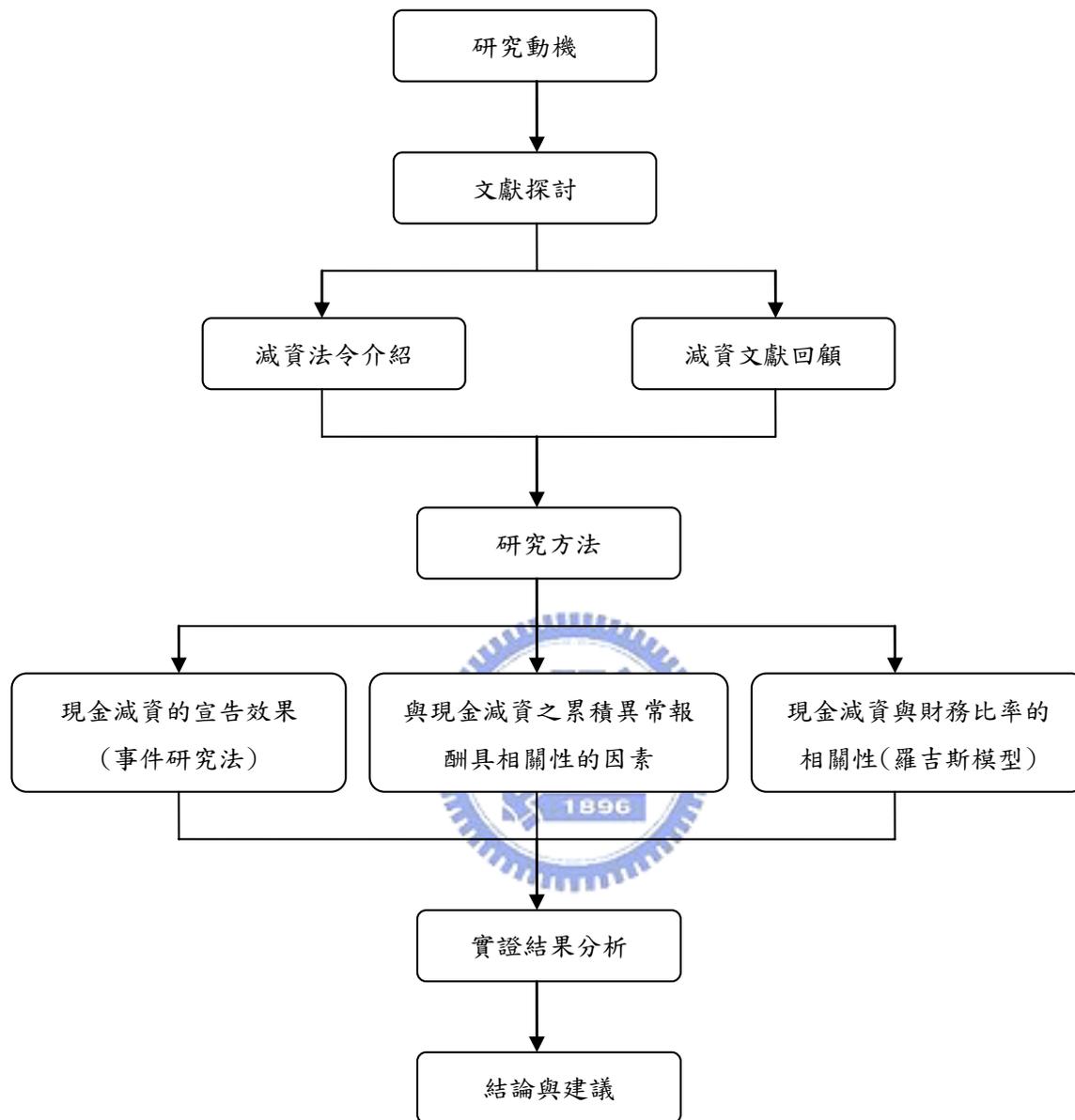


圖 1 研究流程圖

第二章 文獻探討

2.1 國內減資法令介紹

公司減資議案首先於董事會提出，議案之決議，應有過半數董事之出席，出席董事過半數之同意，以下將分別介紹依公司法及依證券交易法減資法令的差異。

2.1.1 依公司法之減資（適用於彌補虧損減資與現金減資返還股東股款）

減資彌補虧損與現金減資返還股東股款法源依據為公司法第 168 條，公司非依股東會決議減少資本，不得銷除其股份；減少資本，應依股東所持股份比例減少之。符合公司法規定辦理減少資本者，議案經董事會同意後送交股東會，並由超過半數股份之股東們通過，送交主管機關行政院金融監督管理委員會證券期貨局審查並經證期局核准方能執行。實際進行減資時，尚須遵照相關處理細則「發行人募集與發行有價證券處理準則第 3、72、73、74、75 條」、「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 45 條」、「上市公司換發有價證券作業程序」、「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 67-1 條」、「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 60 條」、「股份有限公司發行股票簽證規則第 3 條」、「公司之登記及認許辦法第 12 條」、「公司申請登記資本額查核辦法第 7 條」等。與減少資本相關法令條文規定詳見於附錄一。

惟政府訂定相關配套措施，行政院金融監督管理委員會證券期貨局於「發行人募集與發行有價證券案件檢查表」中審核返還股東股款減資公司案件時需較其它減資類型多符合下列規定（詳見附錄二減資案件檢查表第（五）及第（六）項）：

1. 公司減資時，如擬將股本退還股東，是否有足夠之資金？
2. 減資後資本額是否符合申請上市櫃之最低資本額限制？
3. 最近年度及半年度經會計師查核簽證之財務報表，是否無虧損及累積虧損情形？
4. 是否承諾經本會核准辦理減資退還股本後一年內除目的事業主管機關另有規定者外，不得再辦理現金增資或募集公司債？
5. 是否說明下列事項，檢具相關資料，洽請簽證會計師複核並出具具體意見：

- (1) 編製未來一年度各月份現金收支預估表，並說明減資退還股本之資金來源及相關資料，暨說明退還股本後並不影響公司財務、業務之正常運作。
- (2) 前各次現金增資或發行公司債之資金運用計畫尚未完成者，公司應說明其現金增資或發行公司債計畫完成之可行性，並舉證減資退還股本之資金來源與現金增資或發行公司債之資金無關。
- (3) 從屬公司持有該上市上櫃公司股票者，說明從屬公司因控制公司減資所取得之資金，其預定用途及預期效益。

2.1.2 依證券交易法之減資（適用於買回庫藏股註銷的減資方式）

依公司法第 167 條規定，我國原則上係禁止公司買回本公司股份。惟自 2000 年 7 月 19 日總統公佈證券交易法修正條文後，按該法第 28-2 條規定，上市上櫃公司如有為維護公司信用及股東權益所必要而買回股份，並辦理銷除股份者，即可按同條文及上市上櫃公司買回本公司股份辦法規定，買回公司股份，不受公司法第 167 條第一項規定之限制。買回庫藏股註銷之減資依據證券交易法進行，符合證券交易法規定辦理減少資本者，議案經董事會同意後直接送交主管機關行政院金融監督管理委員會證券期貨局審查。經證期局核准後即可執行。行政院金融監督管理委員會證券期貨局於「發行人募集與發行有價證券案件檢查表」中審核依證券交易法買回庫藏股份註銷公司案件時需符合檢查表所列各項標準（詳見附錄二減資案件檢查表，惟不需考慮檢查表第（五）及第（六）項專為返還股東股款減資設置之規範）。符合證券交易法規定辦理買回庫藏股減資者，實際進行減資時，尚須遵照相關處理細則「上市上櫃公司買回本公司股份辦法第 2 至第 11 條」、「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 10 條」、「公司之登記及認許辦法第 12 條」、「公司申請登記資本額查核辦法第 7 條」。證券交易法與買回股份相關法令規定列示於附錄三。

惟證券交易法對於庫藏股買回數量及金額皆有嚴格限制，買回股份之數量比例，不得超過該公司已發行股份總數百分之十；收買股份之總金額，不得超過保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積之金額。買回之股份，應於買回之日起六個月內註銷並辦理變更登記。

2.1.3 各類型減資程序比較

相較於彌補虧損減資及現金返還股款減資之繁複程序，買回庫藏股註銷之減資程序則較為簡易。主要原因為依公司法之減資，違反公司法的理論基礎--資本不變原則，故當股東所持有之股份等比例減少，實際影響股東權益時，需經過嚴格的法定程序；而依證券交易法所進行之減資，為公司自發購回股份註銷，並不影響各別股東持股，故法令程序相對寬鬆，其主要減資程序分述於下。

1. 依據公司法之彌補虧損減資及現金返還股款減資之程序如下：

- (1) 召開董事會決議減資
- (2) 召開股東會決議減資及變更公司章程
- (3) 通知主要債權人減資並公告
- (4) 向行政院金融監督管理委員會證券期貨局申請減資並經核准
- (5) 召開董事會訂定減資基準日
- (6) 向經濟部投資審議委員會辦理外國人減資之核備
- (7) 發布重大訊息並於公開資訊觀測站公告
- (8) 向經濟部申請減資變更登記並取得核准
- (9) 申請核發營利事業登記證
- (10) 印製股票並換發股票
- (11) 支付股東減資股款
- (12) 減資後重新掛牌上市

2. 依證券交易法之買回庫藏股註銷之減資程序如下：

- (1) 董事會決議通過
- (2) 向證期局申報買回庫藏股之價格與數量
- (3) 兩個月內應執行完畢
- (4) 申報實際執行狀況
- (5) 註銷股票(買回之日起六個月之內註銷)

歸納不同減資類型各項比較如下表。

表 1、減資類型整理

減資類型	遵從法令	減資方式	會計處理	減資原因	公司經營狀況	減資程序	宣告效果	特殊限制
減資返還股東股款 (現金減資)	公司法	又稱實質上減資，將多餘資金退還股東，公司資產將實質減少	借：普通股股本 貸：現金	1. 考量經營環境而縮小營業規模 2. 考量資金運用的機會成本將多餘資金返還股東	推論此類型公司應為獲利穩定、帳上現金多、負債低、公司已屆成熟階段、短期內無重大資本支出計畫	複雜	正向效果	減資退還股本後一年內可能不得再辦理現金增資或募集公司債
減資彌補虧損	公司法	又稱形式上減資，因公司虧損，以減少資本來彌補虧損，公司資產並無實質減少，且依股東持股比例消除股份	借：普通股股本 貸：保留盈餘 (累積虧損)	1. 為彌補虧損或公司自發性重整 2. 提高公司每股盈餘以避免遭證交所去消費信用交易(每股淨值低於 10 元)與淪為全額交割股(每股淨值低於 5 元)	通常為長年虧損公司，由於虧損造成淨值過低，限於法令規定亦難再進行新的增資計畫，透過大規模減資打消壞帳，以較健全體質爭取重新出發的機會	複雜	負向效果	無
庫藏股減資	證券交易法	買回庫藏股，並辦理銷除股份者，非依持股比例減少資本	借：股本 借：資本公積-股票發行溢價 借：保留盈餘 貸：庫藏股票	為維護公司信用及股東權益	通常為公司股本過大，以至投資報酬率過低，於現有資金允許下購回庫藏股註銷，爭取競爭優勢	相對簡單	正向效果	受申報內容限制，且主管機關就每日買回股份數量、總金額、交易方式等嚴格限制，減資幅度有限，且需於買回之日起六個月內註銷股票

資料來源：本研究整理

2.2 國內外文獻回顧

茲將國內外與現金減資相關文獻整理並介紹於下。

2.2.1 國內文獻

自晶華酒店於 2002 年首創減資返還股東股款先例（以下簡稱現金減資），2006 年起國內上市櫃公司掀起一波現金減資潮。然截至 2008 年 6 月底止，國內上市櫃現金減資案例僅 32 例，故針對現金減資研究之國內文獻仍屬少數，分述如下：

1. 李陸德 (2006)，顯示減資公司處於成熟成長期、整體獲利穩定、現金充裕，惟因股本過大使每股盈餘及股東權益報酬率偏低。減資可提升每股盈餘、每股淨值及股東權益報酬率。另探討晶華酒店於現金減資董事會宣告、股東會宣告、變更登記完成宣告及新股票重新掛牌宣告當日之股價報酬率優於大盤，惟宣告日後一周及一個月之股價無明顯之累積異常報酬。
2. 林寶珍 (2004)，透過事件研究法驗證上市公司減資宣告之效果。庫藏股註銷之減資宣告，僅於宣告日前後有零星幾日之顯著異常報酬，並不能強力證明有顯著宣示效果，但宣告日前後其標準化累積平均異常報酬均成持續上升現象，此效果雖非由此事件宣告而形成，但可說明此一宣告無負向之效果。反之，依公司法之虧損減資，事件日後 1-4 日有顯著之負向異常報酬，且自事件日起標準化累積異常報酬持續成負向走勢，顯示此一宣告影響為負向。
3. 陳達新 (2003)，研究庫藏股制度對臺灣上市公司股票價格的宣告效果。發現公司購回股票主要目的為穩定及維持自家股票價格，並以電子業及傳統產業的宣告效果較為強烈。庫藏股的宣告亦可使股價擺脫低迷走勢而回升，故穩定股價的機制基本上市顯著及有效的。
4. 楊芳瑜 (2007)，對減資返還股款之所有公司進行分析比較，並以事件研究法探討公司宣告現金減資對股價的影響。研究結果顯示：(1) 公司宣告現金減資當天及隔天，對股價有立即的正向效果；(2) 透過相關性分析得知公司減資比率、公司決議減資前三年平均 ROE 及公司盈收是否穩定三項因素與 CAR 顯著相關；(3) 觀察現金減資公司皆符合公司已達成熟穩定階段、獲利及現金流量穩定、負債比率

相對為低。

5. 闕志中 (2007)，辦理現金減資公司重要財務特性為本業營收處於減緩趨勢、負債比率低、(現金+短投+股本) 除以總資產之平均接近 8 成、平均每股超過 5 元以上現金可退還股東、股本太大以至每股產生之營收太小。宣告效果則於董事會宣告後第一天及新股重新掛牌當日平均值有正向宣告效果、中長期宣告效果不明顯。

2.2.2 國外文獻

現金減資為國內獨特的減資方式，故國外亦無相關研究，相較於虧損減資之性質不同，故僅以買回庫藏股之國外減資論文作為參考。

1. Dann (1981)，針對公開收購方式進行庫藏股宣告效果的實證研究。實證發現宣告買回普通股份後二日累積平均異常報酬為正向且顯著，支持訊號發射假說。同時研究其可轉換債券及可轉換特別股，並不因為普通股股東財富增加而受損失，故不支持財富移轉假說。
2. Masulis (1980)，針對公司以公開收購方式買回股份時，宣告買回後的二日內有顯著的異常報酬。且實證結果顯示個人稅負節省假說、公司稅盾增加假說、證券間財務移轉假說及股東間財富移轉假說成立。
3. Paugh and Jahera (1990)，公司宣告買回股份而產生的異常報酬與負債比率成正相關，證明藉著購回股份可調整公司資本結構進而影響股價表現。此外認為公司舉債融資買回庫藏股可享受稅盾好處，且若假設有最適槓桿比率，公司可能使用購回庫藏股的方式調整資本結構並增加公司價值。
4. Vermaelen (1981)，以事件研究法市場模型，估計公開收購及公開市場買回二種買回方式之宣告異常報酬及累積異常報酬。研究顯示公司宣告買回股份後，股價有顯著的正向異常報酬，且透過公開收購方式比公開市場買回之結果更為顯著。研究結果支持訊號發射假說，但未支持個人稅負假說、財務槓桿假說及財富剝奪假說。

2.3 返還股東股款減資與發放現金股利比較

以下分別以公司利益考量、落實公司治理、股東個人稅務考量及股東預期效果來說明返還股東股款（又稱現金減資）與發放現金股利的異同。

1. 公司利益考量

公司當年度盈餘彌補過去年度虧損後，需提撥百分之十之法定盈餘公積（但法定盈餘公積累積已達資本總額時，不再此限），另外，剩餘盈餘若不將盈餘轉增資或配發現金股利予股東，則需加徵剩餘盈餘百分之十之未分配盈餘稅。故站在公司角度，基於稅務的考量，即使企業當年度將執行減資返還股東股款，仍需將盈餘轉增資後再進行現金減資或發放現金股利，作為節稅管理。另外返還股東股款的模式相對於發放現金股利較有操作彈性，對公司提升每股盈餘、股東權益報酬率、總資產報酬率等財務比率、提升股價及縮小股本有立竿見影的效果，對於後進的投資者亦有較大的吸引力。

2. 落實公司治理

公司內部若有過多的閒置現金又無完善的內外部監理機制，可能產生代理問題以及因而滋生的管理成本。尤其在股東與管理者之間，當公司留有多餘現金，經理人可能將其用於自利支出及享受，而未積極採取使全體股東獲取最大利益的行為，將會造成企業更大的代理衝突及企業剩餘價值的浪費。返還股東股款與發放現金股利皆能達到處理公司內部的閒置資金的目的，同樣可達到降低代理成本的效果，解決代理問題。

3. 股東個人稅務考量

在股東個人的稅務考量下比較返還股東股款與發放現金股利，雖然都是將公司的現金發放給股東，但卻有截然不同的影響，分別於以下說明之。

(1) 減資返還股東股款

退還股款為股東原始投入資本的取回，不需列入其所得，並未產生個人綜合所得稅的問題。但有二種例外，若股本來自土地溢價所得轉增資者，股東需繳所得稅；另外若是獎勵投資條例施行期間，未分配盈餘轉增資之緩課股票，減資

時視同轉讓，亦需繳稅。公司採減資返還股款的政策，隱含了大股東有資金需求下，基於稅務考量，支持採用減資返還股東股款政策代替發放現金股利而取回資金。另外，以現金減資取回資金相較於大股東於公開市場出售股票較為有利，因出售持股可能下降其對公司的控制權，且於出售時受到法令限制需事前申請；而現金減資取回資金則因所有股東持有股份同比例下降，對於原有之控制權並無影響，取回資金亦不會受到太多注目。

(2) 發放現金股利

股利所得將列入個人綜合所得稅，相較於退還股款為股東原始投入資本的取回，不需列入其所得不利，惟若由資本公積轉增資所配發之股利，認定其成本為零，不列入個人綜合所得稅。另外相較於發放現金股利需等待填息，減資返還股東股款後股價的調整方式，係依該股票減資前後的總市值不變之先決條件下所計算出，故減資後，股東所持有的股數雖減少，惟股票的價格是向上調升，股東持有投資標的之總市值不變，計算方式為減資後股價＝（減資前一日之收盤價－每股減資退回股款）÷（減資後之實收資本／減資前之實收資本）。

4. 股東預期效果

若考慮股東對返還股東股款及發放現金股利的預期觀感，兩者雖然同樣取回現金，但就預期心裡而言，股東對減資返還股款事件認定是公司非常態之偶發財務操作；但若採用發放現金股利方式，在現金股利的宣告效果影響下，股東期望未來收到相似水準之現金股利，藉以證明公司仍有良好的經營及獲利能力，一旦宣告現金股利水準下降，將可能造成投資人因不符原來預期且對公司未來營運產生質疑而調整投資組合，對於公司吸引潛在投資者不利。故若公司預期未來無相似水準及穩定之現金流量可發放大額現金股利，同時又面臨減資改善資本結構的需要時，建議應採取較有彈性之返還股款減資方式的財務操作。

第三章 研究方法

本研究主要透過事件研究法 (Event Study) 及羅吉斯模型 (Logit model)，用以探討現金減資是否符合本研究所設定之研究假說。

3.1 研究假說與研究設計

本研究透過實證資料分析，檢測臺灣上市櫃公司現金減資的宣告效果；同時討論與現金減資之累積異常報酬 (以下簡稱 CAR) 相關的財務因素；另外探討公司財務比率是否影響現金減資的決策，故建立以下假說：

假說一、董事會決議現金減資並宣告後，市場反映出顯著的正異常報酬。

公司執行現金減資，往往因為內部擁有太多閒置現金，故在考量機會成本之下，將這些資金退回給股東，讓股東可以自由選擇投資標的，且減資以後，若營運狀況不變，因為股本縮小，所以預期未來每股盈餘將會增加並刺激股價表現，對股東有利。本研究推論，基於信號發射假說，現金減資之宣告效果應有顯著的正向異常報酬。

假說二、現金減資之累積異常報酬 (CAR) 與以下四個自變數具相關性：

2a. CAR 與累積外資持股增減率相關；

外資對國內證券市場一向有舉足輕重的影響，更是許多投資者跟進的指標，但因國外並無現金減資的實例，故無從得知外資對國內特有的現金減資案例可能採取何種投資策略？本假說將討論外資對於國內現金減資的看法為何，是否跟隨市場機動調整持股比例，因而使 CAR 攀升？

2b. CAR 與減資比率相關；

現金減資比率越高者，返還股款金額越大，表示公司願意還給股東的現金越多，可以降低股東與經理人之間的代理問題，故研究推測市場將給予正面的支持，並且貢獻正向的 CAR。

2c. CAR 與減資前一年度每股現金流量相關；

當減資前一年之每股現金流量高時，表示公司有足夠的資金可以退還股東，並且仍有實力繼續支持營運所需的資金，故投資人較願意持有股票，推測將與 CAR 呈現正相關。

2d. CAR 與減資前一年度的資本支出成長率相關。

現金減資公司一般因缺乏投資機會方採取減資策略，故資本支出成長率呈現下降趨勢，此時將支持企業執行現金減資，故研究推測當資本支出成長率低時，可能是貢獻正向 CAR 的因素。

假說三、企業執行現金減資與以下八個自變數具相關性：

本假說主要在檢測採行現金減資的公司前三年的財務比率是否透露出減資的訊息，透過實證研究找出顯著相關的財務比率，藉以提供投資大眾一個指標推測未來可能執行現金減資的企業，並適時調整投資組合。

3a. 企業執行現金減資與營業毛利率相關；

預期與現金減資之執行負相關，表示當營業毛利率下降時，為產業漸趨成熟期之徵兆，此時將會促使現金減資發生。

3b. 企業執行現金減資與常續性每股盈餘相關；

預期與現金減資之執行負相關，表示當股本擴大時，所造成的每股盈餘下降會促使現金減資發生。

3c. 企業執行現金減資與淨值成長率相關；

預期與現金減資之執行正相關，推測當淨值成長率較高時，股本擴大速度快，每股盈餘表現不佳，可能會促使現金減資的發生。

3d. 企業執行現金減資與負債比率相關；

預期與現金減資之執行負相關，代表一般採現金減資公司之負債比率通常較低。

3e. 企業執行現金減資與現金股利率相關；

預期與現金減資之執行正相關，代表一般採現金減資公司之現金較為充裕，願意配發較多的現金股利代替股票股利，較有可能執行現金減資。

3f. 企業執行現金減資與年底外資持股比率相關；

預期與現金減資之執行正相關，代表外資持股比率較高之企業，將會促使公司進行減資決策，以刺激股價表現。

3g. 企業執行現金減資與獨立董事制度完整性相關。

預期與現金減資之執行正相關，表示公司宣告減資前，若內部設立獨立董事，會以較超然的立場權衡公司與股東間利益，亦表示公司治理較為完善下，將會藉現金減資消化公司內部的閒置資金，降低代理成本，因此將促使現金減資的發生。

3h. 設有獨立董事之下，企業執行現金減資與現金股利率相關。

預期與現金減資之執行負相關，因為設立獨立董事之公司表示公司治理較佳，而公司治理佳且現金股利率又相對較高者，閒置現金的代理問題較小，較不需要執行現金減資。



3.2 事件研究法 (Event Study)

3.2.1 事件研究法 (Event Study)簡介

本研究參考鍾惠民等所著之“財金計量”(2007) 加以沈中華及李建然所著之“事件研究法”(2000)，分析現金減資的宣告效果。事件研究法 (Event Study) 是用來瞭解股票市場證券價格與特定事件間關聯性之實證分析。若此事件發生使該公司股價波動狀況明顯異於無此事件時之表現，則會產生異常報酬率。而事件研究主要目的在於利用統計方法檢定異常報酬狀況，藉以明瞭該事件是否對公司股價造成影響。

近代事件研究法大量應用於會計與財務領域實務狀況，截至目前為止已累積相當多的研究文獻。近年來，由於臺灣財經股價資料庫已建立且研究風氣逐漸興盛，事件研究法儼然成為商學研究中常見的研究方法。大體而言，利用事件研究法的相關文獻，大致可以分為四大類：

1. 市場效率性研究 (market effect studies)，這類的主題探討股票市場是否快速的，不偏的反映某項新資訊。
2. 資訊內涵之研究 (information content studies)，探討資訊有用性之研究，主要目的是評估股價對於某項資訊揭露的反應程度。
3. 解釋異常報酬率研究 (metric explanation studies)，主要目的是進一步瞭解影響異常報酬率之因素。
4. 方法論之研究 (methodology studies)，主要目的在於探討事件研究法之改進，並多以模擬方法 (simulation)進行。

3.2.2 事件研究法步驟

一般來說，事件研究依以下四步驟進行：

1. 事件日之確定

事件研究法的第一步，需確定所要研究的事件與資訊，並確定市場接收該事件訊息的時間點 (即事件日的確定)。事件日是否能夠準確地認定，對事件研究法產生關鍵性的影響。

2. 定義與估計異常報酬率

建立股票報酬率之預期模式以及估計事件發生時，個別證券所產生的異常報酬率。首先必須設定在沒有該事件影響下個別證券的預期報酬率，再以事件發生後的實際報酬率減去預期報酬率估計之。

3. 異常報酬率之檢定

計算每一樣本之平均異常報酬率以及累積平均異常報酬率。

4. 分析結果

根據研究的研究目的及理論所建立之假設，進行統計顯著性檢定以及解釋。

3.2.3 建立股票報酬率預期模式與異常報酬率估計模式

首先定義各期間如下，並以時間線表示於圖 2。

T：代表估計期的長度 ($W=t_2-t_1+1$)，用以估計股票預期報酬。本研究估計期的長度設定為事件期前的 250 天。

W：代表事件期的長度 ($W=t_4-t_3+1$)，用以計算股票異常報酬。本研究事件期的長度設定為事件日前後 10 天。

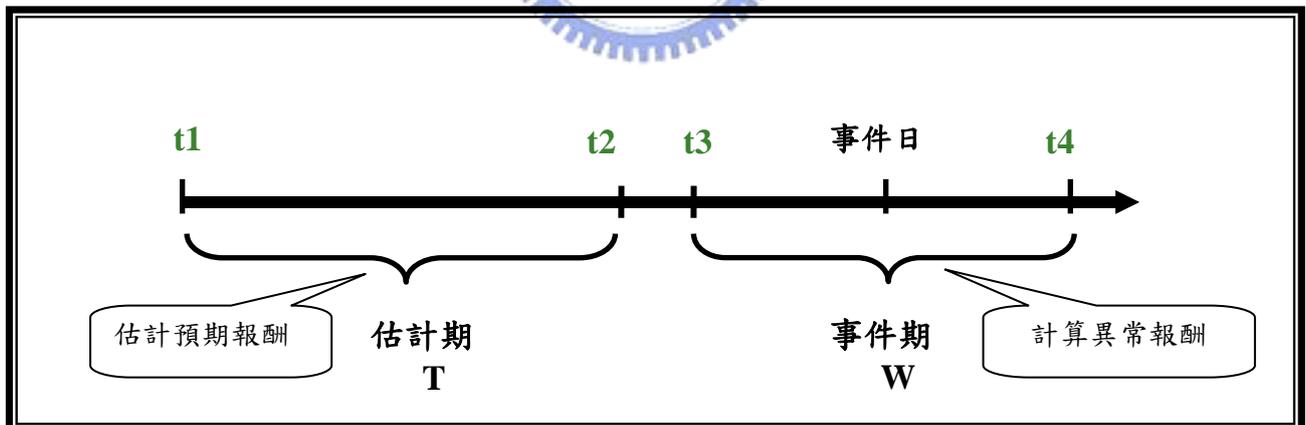


圖 2 事件研究法之時間線

資料來源：沈中華及李建然著“事件研究法”

股票報酬率預期模式可以分為三大類：

1. 平均調整模式 (Mean Adjusted Returns model)

此模式假設個別證券在沒有所要研究事件的影響下，事件期各期的預期報酬率，為估計期之平均報酬率。

2. 市場指數調整模式 (Market Adjusted Returns model)

此模式假設個別證券在沒有所要研究事件的影響下，事件期當中之某一期的預期報酬率即為同期之市場報酬率。在事件日中，用市場大盤的報酬率代表個股的預期報酬率。

3. 風險調整法模式 (Risk-Adjusted Returns model)

該模式主要利用迴歸模式，將個別證券的系統風險，作為個別證券報酬率的預測因子。經過多年發展有許多的改良，如市場模型、資本資產定價模型、零 β 模式、自我變異數模式及多指標市場模式等。其中又以市場模型最簡單且最被廣泛應用。由於本篇論文應用此模式中的市場模型作實證研究，故在此詳細說明。

首先，以估計期資料利用普通最小平方法 (Ordinary Least Square, OLS) 建立個別證券的迴歸模型：


$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad , \quad t = t_1, \dots, t_2 \quad i = 1, 2, \dots, N \quad (3.1)$$

式中 R_{it} 為第 i 種股票在時點 t 的投資報酬率；

α_i 為截距項，為估計參數，指當市場投資組合報酬率 R_{mt} 為零時，股票 i 的期望報酬率；

β_i 為斜率，為估計參數，代表股票 i 的系統風險，以衡量個別證券的報酬率對市場投資組合的敏感性；

R_{mt} 為市場投資組合在時點 t 的投資報酬率；

ε_{it} 為誤差項，且 $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma)$ 。

因此個別證券在沒有所要研究事件的影響之下，事件期中某一期的預期報酬率即為：

$$E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mE} \quad , \quad E \in W = [t3, t4] \quad (3.2)$$

式中 $\hat{\alpha}_i$ $\hat{\beta}_i$ 於估計期計算得出，並假設它們不會變，亦適用於事件期，此稱為沒有結構改變的參數模型；

R_{mE} 為事件期某天的大盤報酬率；

W 為事件期長度，範圍是 $t3 \sim t4$ 。

接下來則是估計事件期，以事件期的實際報酬率減去預期報酬，計算每一證券因事件宣告而產生的異常報酬(Abnormal Returns, AR)：

$$AR_{iE} = R_{iE} - E(\hat{R}_{iE}) \quad , \quad E \in W = [t3, t4] \quad (3.3)$$

式中 AR_{iE} 為 i 公司在事件期 E 期之異常報酬；

R_{iE} 為 i 公司在事件期 E 期之實際報酬；

$E(\hat{R}_{iE})$ 為 i 公司在事件期 E 期之預期報酬；

W 為事件期長度，範圍是 $t3 \sim t4$ 。

3.2.4 統計檢定

事件研究法的精神在於探討某事件對股票報酬之影響，但每家公司在估計過程中存在許多不確定因素，為了去除這些干擾事件所造成之影響，將所有樣本的異常報酬率平均，可降低這些干擾對股票報酬的影響。因此欲進行統計檢定之前，必須先計算平均異常報酬率(Average Abnormal Returns，以下簡稱 AAR)：

$$AAR_E = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{iE} \quad , \quad E \in W = [t3, t4] \quad (3.4)$$

式中 AAR_E 為事件期中，所有公司在 E 期之平均異常報酬率；

AR_{iE} 為 i 公司在事件期 E 期之異常報酬；

N 為所有樣本數；

W 為事件期長度，範圍是 $t3 \sim t4$ 。

除此之外，研究會依其目的累積事件期之異常報酬率，稱為累積平均異常報酬率 (Cumulative Average Abnormal Returns，以下簡稱 CAR)：

$$CAR_E = \sum_{E=t3}^{t4} AAR_E, \quad E \in W = [t3, t4] \quad (3.5)$$

式中 CAR_E 為事件期中，所有公司E期之累積平均異常報酬率；

AAR_E 為事件期中，所有公司在E期之平均異常報酬率；

W 為事件期長度，範圍是 $t3 \sim t4$ 。

在進行檢定平均異常報酬率或是累積異常報酬率是否顯著異於 0 前，必須決定使用有母數檢定或無母數檢定。有母數檢定是以常態分配作為理論基礎，通常假定異常報酬率為常態分配，常見的檢定方法有傳統法 (Traditional Method)、標準化殘差法 (Standardized-Residual Method)、普通橫剖面法 (Ordinary Cross-Sectional Method) 及標準化橫剖面法 (Standardized-Residual Cross-Sectional Method)。無母數檢定則不需要對異常報酬率作任何分配的假設，檢定方式採用符號檢定法 (Sign Test)。

一般而言，我們所關心的是橫剖面的平均異常報酬率或是累積平均異常報酬率是否顯著異於零，因此儘管各別證券的異常報酬率可能不是常態分配，根據中央極限定理 (Central Limit Theorem)，只要橫剖面的個別證券異常報酬率為獨立且齊一 (independent and identical) 的分配，當樣本量越大即保證樣本橫剖面平均異常報酬率趨近於常態分配。此時，傳統有母數檢定法會有不錯的檢定力。

在假設股票報酬率符合常態分配下，僅介紹本篇論文將使用之有母數傳統檢定法之檢定統計量，並檢定其是否顯著異於 0：

$$t_{TM}^{AAR} = \frac{AAR_e}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}} \quad (3.6)$$

式中 t_{TM}^{AAR} 為有母數檢定傳統法之 AAR 檢定統計量 t 值；

AAR_E 為事件期中，所有公司在E期之平均異常報酬率；

\hat{S}_i^2 為估計期中 i 公司殘差項的變異數；

N 為所有樣本數。

3.3 羅吉斯模型 (Logit Model)

羅吉斯模型類似線性迴歸模式,是描述一個因變數與一個或多個自變數之間的關係。一般迴歸分析時因變數與自變數通常均為連續變數,但羅吉斯迴歸 (Logit Regression) 所探討結果的因變數是離散型,主要能處理因變數有兩個類別的名目變數(例如“是與否”、“同意與不同意”、“成功與失敗”,就是針對二元因變數,非1即0),用以預測事件發生的勝算比 (Odds Ratio)。它可解決了傳統線性迴歸模式中,不能處理因變數是兩個類別的名目變數的缺點,建立一個最精簡和最能配適 (fit) 的分析結果,用來預測因變數與自變數之間的關係。羅吉斯迴歸方程求解參數是採用最大概似 (Maximum Likelihood) 法,因此其迴歸方程式的整體檢定係透過概似值 (Likelihood)。首先介紹羅吉斯迴歸之基本假設為:自變項是非隨機的、所有樣本資料符合常態性、無自我相關(即無線性相關)、變異數齊一性。

羅吉斯迴歸使用的Logit函數:

$$\text{Logit}(X) = Y = \frac{1}{(1 + e^{-x})} = \frac{e^x}{(1 + e^x)} \quad (3.7)$$

當 X 趨近於無限大時, e^x 會趨近於無限大,因此Logit函數會趨近於1,而當 X 趨近於負無限大時, e^x 會趨近於零,因此Logit函數會趨近於0。

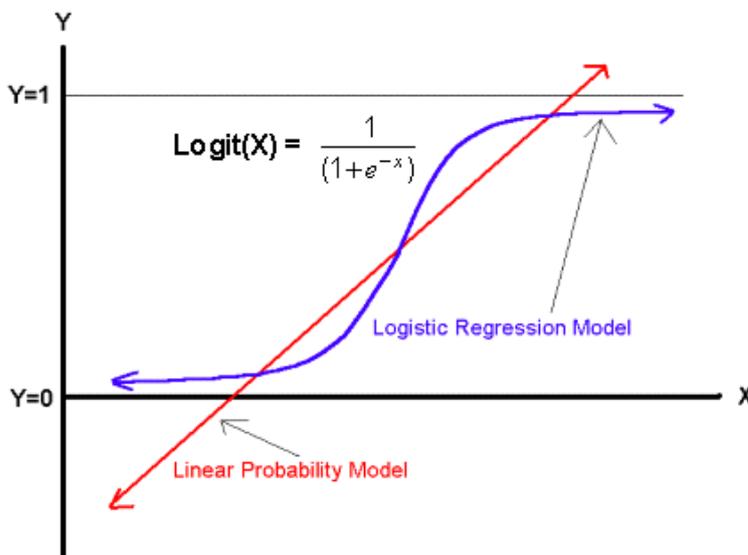


圖3 羅吉斯迴歸模型圖

資料來源: AsiaMiner Data Mining Solution

接著將其轉換成線性方程式：

$$P = \frac{1}{(1+e^{-z})} \quad Z = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n \quad (3.8)$$

把式子的分子分母交換，可以得到：

$$e^{-z} = \frac{1}{P} - 1 = \frac{(1-P)}{P} \quad (3.9)$$

將式子兩邊取對數，然後再消去負號，可以得到：

$$Z = \ln \left[\frac{P}{(1-P)} \right] \quad Z = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n \quad (3.10)$$

透過這個轉換之後，我們可以把原先是非線性模型的方程式轉換成線性方程式，本研究即採此線性方程式選擇與減資返還股東股款相關財務比率。

最後透過檢定統計量Z值，對 $\beta_1 \sim \beta_n$ 進行檢定是否顯著異於0：

$$Z = \frac{\beta_i}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}} \quad (3.11)$$



3.4 研究範圍及限制

本研究依臺灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 中 Company DB 模組之上市櫃資本形成資料庫整理所有上市櫃公司現金減資返還股東股款事件；另於公開資訊觀測站 (重大訊息/現金減資董事會公告事實發生日及股東會通過現金減資案件) 加以驗證，確認宣告現金減資返還股款時已是上市櫃公司且資料可取得；並參考證期局 (申請案件/受理申請案件情形) 核准通過案件。自 2002 年晶華酒店之現金減資首例後至 2008 年 6 月 30 日止，共計 32 個樣本。事件日設定為董事會決議並公告之現金減資宣告日，若宣告當日非市場交易日，則以下一交易日替代。

確定事件樣本後，透過臺灣經濟新報資料庫蒐集所有樣本及大盤的每日報酬率、外資持股比率、實驗樣本及其對照組之各年度財務比率。非上市櫃公司因資料蒐集不易，暫不列入研究範圍；金控子公司辦理現金減資，因其為「金融、證券、保險」公司類，屬金控集團整併結果，且現金減資股款並非退還投資大眾而是退回其所屬母公司，故不納入本研究討論範圍。

3.4.1 採事件研究法及線性迴歸之樣本檢視

觀察現金減資宣告日前後之異常報酬，使用事件研究法，研究範圍內所有現金減資樣本資料列示於表 2，共計 32 個事件樣本。估計期為事件期前之 250 天，作為其預期報酬，事件日設定為董事會決議並公告之減資宣告日。透過事件研究法觀察事件發生前後是否有顯著的異常報酬；並拉長事件期分別至 90 天及 200 天 (此部分需去除 2008 年宣告至今未達 90 天以上樣本) 之長天期趨勢，並將 2007 年 8 月至 2008 年至今受到美國次級房貸風暴影響，造成股價全面下跌之所屬期間樣本去除後兩者比對，觀察事件是否有類似之累積異常報酬趨勢，抑或是受到總體經濟環境影響造成研究偏誤。

同時將以線性迴歸檢視減資宣告日後各事件樣本之累積異常報酬與同時間之累積外資持股增減率、決議之減資比率、宣告前一年度之每股現金流量及資本支出成長率是否顯著相關，以作為評估投資策略的參考。

表 2、現金減資返還股東股款公司

公司代碼	公司名稱	現金減資宣告日 (董事會公告)	減資緣由	減資比例	每股退還現金
2707	晶華酒店	2002/3/25	提昇股東權益、每股盈餘及投資報酬率，同時消除股本過大及閒置資金	50%	5
5604	中連	2003/1/27	為提升股東權益報酬率	30%	3
5604	中連	2004/1/19	為提升股東權益報酬率	10%	1
5604	中連	2005/1/31	為提升股東權益報酬率	20%	2
2514	龍邦開發	2005/4/1	為提升股東權益報酬	9.05%	0.905
5302	太欣	2005/5/12	因歷經數次盈餘增資發放股票股利,以致股本過度膨脹,為提升股東權益及本業投資報酬率,辦理現金減資退還股東股款	40%	4
5604	中連	2006/1/25	為提升股東權益報酬率	20%	2
2437	旺詮	2006/4/21	現金減資退還股東股款	64.5786%	6.45786
2707	晶華	2006/8/16	處理子公司持有之庫藏股票後，約有現金 10 億元，且營運獲利穩定，每年增加的現金除了支付新的投資案外，仍有大量剩餘，為避免造成公司資金閒置及提昇股東權益，辦理現金減資	72%	7.2
2401	凌陽	2006/10/19	為提昇股東權益及投資報酬率，辦理現金減資退還股東股款	50%	5
2301	光寶科	2006/11/14	提昇股東權益	30.34%	3.034
1708	東鹼	2006/11/27	為提昇股東權益及投資報酬率，辦理現金減資退還股東股款	25%	2.5
2379	瑞昱	2006/12/1	為提昇股東權益報酬率，辦理現金減資退還股東股款	50%	5
2303	聯電	2007/1/23	為提昇股東權益報酬率，辦理現金減資退還股款作業	30%	3
1810	和成	2007/4/4	為提昇股東權益報酬率及每股獲利，辦理現金減資退還股款作業	10%	1
5211	蒙恬	2007/4/11	提昇股東權益及投資報酬率	20%	2

公司代碼	公司名稱	現金減資宣告日 (董事會公告)	減資緣由	減資比例	每股退還現金
4104	東貿	2007/4/17	為提昇每股淨值及投資報酬率，辦理減資退還股東股款	20%	2
2365	昆盈	2007/4/24	為有效執行資本管理以強化資產負債表運用效率,提昇股東權益，辦理現金減資退還股東股款	10%	1
2412	中華電	2007/4/24	為提昇股東權益報酬率，辦理現金減資退還股款作業	9.09%	0.909
2390	云辰	2007/4/24	為提昇每股淨值及投資報酬率	7.3891%	0.738
2332	友訊	2007/4/25	配合營運模式改變、降低閒置資金及提昇股東權益報酬率	20%	2
4904	遠傳	2007/4/30	為提昇股東權益報酬率及增加股東資金運用效率，辦理現金減資退還現金	20%	2
3045	台灣大	2007/5/7	為維持穩定之每股盈餘與股利發放能力，以提高股東權益之報酬率	24%	2,4
4506	崇友	2007/8/28	為提高股東權益之報酬率並維持穩定之每股盈餘與股利發放能力	30%	3
2359	所羅門	2008/1/17	提昇股東權益報酬率	45.28%	4.528
6214	精誠資訊	2008/3/20	為調整股本規模	10%	1
2906	高林實	2008/4/22	為提升股東權益報酬率及公司每股獲利能力	30%	3
1538	正峰工業	2008/4/24	為提升股東權益及投資報酬率	31.59%	3.159
3055	蔚華	2008/4/25	為提昇股東權益報酬率	40%	4
6136	富爾特	2008/4/25	為降低閒置資金、提昇股東權益報酬率	25%	2.5
2365	昆盈	2008/4/28	為有效執行資本管理及強化資產負債表運用效率,提昇股東權益報酬率	10%	1
2480	敦陽科	2008/5/2	為提昇股東權益報酬率	40%	4

資料來源：截至 2008/6/30 本研究整理

3.4.2 採羅吉斯模型之樣本檢視

將 32 個事件樣本，依其產業別找出同產業中營收比重類似、但未執行現金減資之競爭公司做為對照組，列示於表 3。並將表內現金減資公司減資前三年之財務比率與對照組同期比率以羅吉斯模型做迴歸分析，藉以找出公司內部財務比率與現金減資事件的相關性。

經過初步篩選，將探討樣本公司執行現金減資前，其營業毛利率、常續性每股盈餘、淨值成長率、負債比率、現金股利率、年底外資持股比率、董事制度完整性及設有獨立董事公司之現金股利率與現金減資的執行是否顯著相關？以整理出之模型，提供研究者一個參考標準，用以推測未來可能採取現金減資的公司。

現金減資樣本中，中連 (5604) 連續四年執行現金減資、昆盈 (2365) 連續兩年執行現金減資，依照上述研究方法找出現金減資前三年財務比率時，將有重複樣本產生(其對照組亦同)。為避免重複樣本出現造成研究模型的標準差變小，因此提高顯著性而失真，故刪除重複樣本。

另外所有上市櫃電信業者(中華電信、台灣大哥大、遠傳)皆於 2007 年上半年度宣告現金減資，無法找出相對應之對照組，故於模型中不予列入。但對於電信業者於相近時間一一實施現金減資，本論文將再另作探討。

扣除以上重複及無對照組之樣本，本研究每項財務比率的觀察值共計 158 筆(32 事件樣本扣除 3 電信業者樣本後找出其減資前三年財務比率，再扣除中連及昆盈重複年度 8 筆，對照組亦同)。

表 3. 羅吉斯迴歸之實驗組及對照組

公司代碼	公司名稱	所屬產業	對照樣本	現金減資宣告日
2707	晶華	觀光事業	2704 國賓	2002/3/25
5604	中連	貨運倉儲業	2608 大榮	2003/1/27
5604	中連	貨運倉儲業	2608 大榮	2004/1/19
5604	中連	貨運倉儲業	2608 大榮	2005/1/31
2514	龍邦	其它	2537 春池	2005/4/1
5302	太欣	電子業-半導體	5314 世紀	2005/5/12
5604	中連	貨運倉儲業	2608 大榮	2006/1/25
2437	旺詮	電子業-零組件	2452 乾坤	2006/4/21
2707	晶華	觀光事業	2704 國賓	2006/8/16
2401	凌陽	電子業-半導體	2458 義隆	2006/10/19
2301	光寶科	電子業-電腦及周邊	2308 台達電	2006/11/14
1708	東鹼	化工業	1722 台肥	2006/11/27
2379	瑞昱	電子業-半導體	2454 聯發科	2006/12/1
2303	聯電	電子業-半導體	2330 台積電	2007/1/23
1810	和成	玻璃陶瓷	1806 冠軍	2007/4/4
5211	蒙恬	電子業-其它	2471 資通	2007/4/11
4104	東貿	化學生技	4111 濟生	2007/4/17
2365	昆盈	電子業-電腦及周邊	2385 群光	2007/4/24
2390	云辰	電子業-其它	5484 慧友	2007/4/24
2332	友訊	電子-通訊網路	2391 合勤	2007/4/25
4506	崇友	電機機械	1507 永大	2007/8/28
2359	所羅門	電子業-電子通路	2403 友尚	2008/1/17
6214	精誠資訊	電子業-資訊服務	5201 凱衛	2008/3/20
2906	高林實	貿易百貨	2916 滿心	2008/4/22
1538	正峰工業	電機機械	1521 大億	2008/4/24
3055	蔚華	電子業-電子設備通路	6196 帆宣	2008/4/25
6136	富爾特	電子業-資訊通路	6159 詮鼎	2008/4/25
2365	昆盈	電子業-電腦及周邊	2385 群光	2008/4/28
2480	敦陽科	電子業-資訊服務	3021 衛道	2008/5/2
2412	中華電	電子業-電信事業	無可供對照者，因上市三家電信業者皆於民國2007上半年度宣告現金減資	2007/4/24
4904	遠傳			2007/4/30
3045	台灣大			2007/5/7

資料來源：本研究整理

第四章 實證結果與分析

經過資料整理後，分別將實證資料採用 SAS 及 EVIEWS 統計軟體執行事件研究法及羅吉斯模型，得出以下結果。

4.1 現金減資的宣告效果

本研究以事件日（董事會宣告現金減資）發生前後 10 天為事件期觀察每日平均異常報酬（以下簡稱 AAR），如表 4 所示。在宣告當日及宣告後之第 1、2 日有顯著的正異常報酬，第 4、6 日有顯著的負異常報酬。而累積平均異常報酬（以下簡稱 CAR）於事件期的第 3 日最高，第 4 至 7 日逐日下降，之後趨緩。

表 4. 現金減資之異常報酬

事件期	CAR	AAR			事件期	CAR	AAR		
		AAR	t值	標準差			AAR	t值	標準差
-10	-0.3558	-0.3558	-1.0060	11.3174	0	0.8155	0.8433	2.3843 *	11.3181
-9	0.0381	0.3938	1.1131	11.3226	1	3.3815	2.5660	7.2556 **	11.3172
-8	0.0348	-0.0033	-0.0092	11.3467	2	4.1030	0.7215	2.0384 *	11.3271
-7	-0.5388	-0.5736	-1.6220	11.3154	3	4.1151	0.0121	0.0341	11.3636
-6	-0.1790	0.3598	1.0160	11.3317	4	3.4084	-0.7067	-1.9978 *	11.3199
-5	-0.3748	-0.1958	-0.5531	11.3272	5	3.1287	-0.2798	-0.7910	11.3182
-4	-0.6056	-0.2308	-0.6529	11.3120	6	2.2166	-0.9121	-2.5786 **	11.3190
-3	-0.5051	0.1005	0.2840	11.3258	7	2.3613	0.1447	0.4087	11.3337
-2	-0.1899	0.3152	0.8908	11.3218	8	2.4792	0.1179	0.3334	11.3178
-1	-0.0279	0.1620	0.4580	11.3212	9	2.7661	0.2869	0.8110	11.3192
0	0.8155	0.8433	2.3843 *	11.3181	10	3.0963	0.3302	0.9331	11.3247

註：*5%顯著水準 **1%顯著水準

資料來源：本研究結果

研究結果顯示，市場確實於宣告後有顯著的 AAR，但觀察事件期間，僅宣告當天及往後兩天有顯著的正 AAR，支持假說一、董事會決議現金減資並宣告後，市場反映出顯著的正異常報酬，至第 4、6 日則有顯著的負 AAR，顯示宣告效果強度無法持續，亦可能是投資大眾了解現金減資潛在的經濟意涵為企業缺乏投資標的及獲利能力下降而反映我至股價上的結果。

將 AAR 及 CAR 趨勢，分別列示於下圖 4 及圖 5：

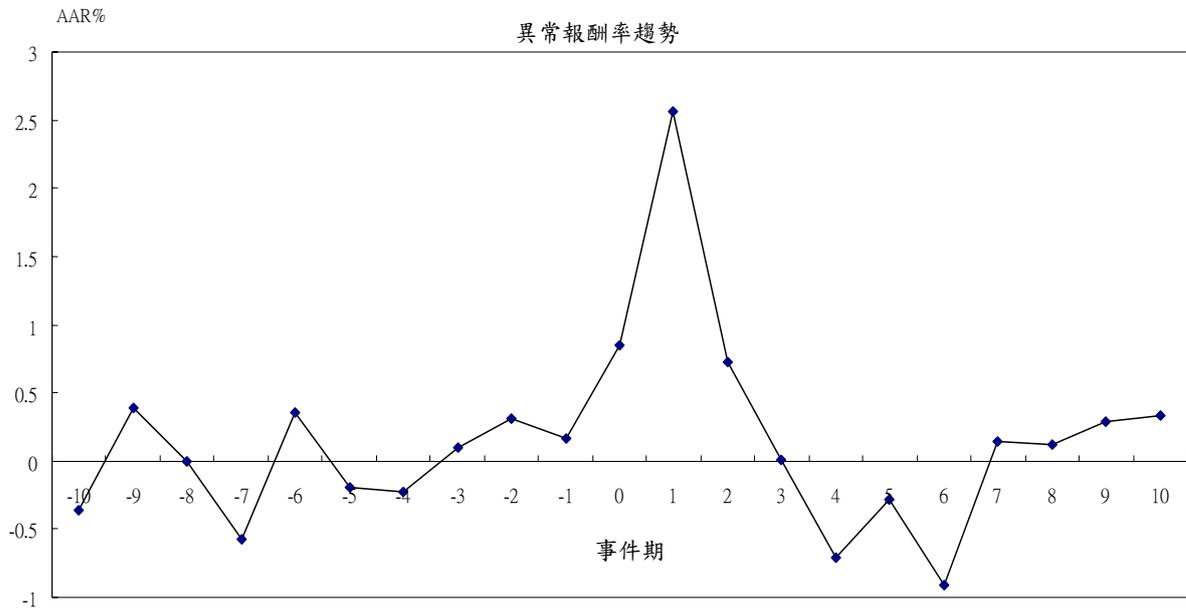


圖 4. 事件期 (20 日) AAR 趨勢 (32 樣本)

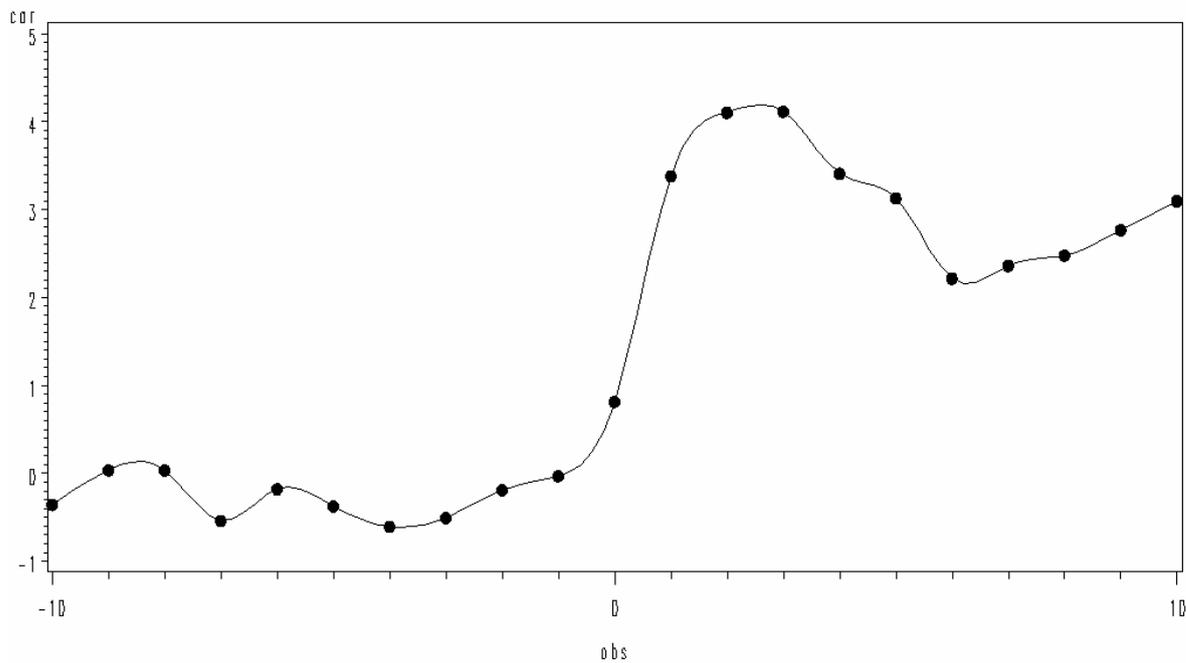


圖 5. 事件期 (20 日) CAR 趨勢 (32 樣本)

觀察較長天期 (90 天) 的 CAR 趨勢圖,列示如下圖 6,顯示 CAR 於長天期的表現有向下趨勢 (去除 32 個樣本中未超過 90 天觀察期者 7 筆,則僅剩 25 個樣本)。

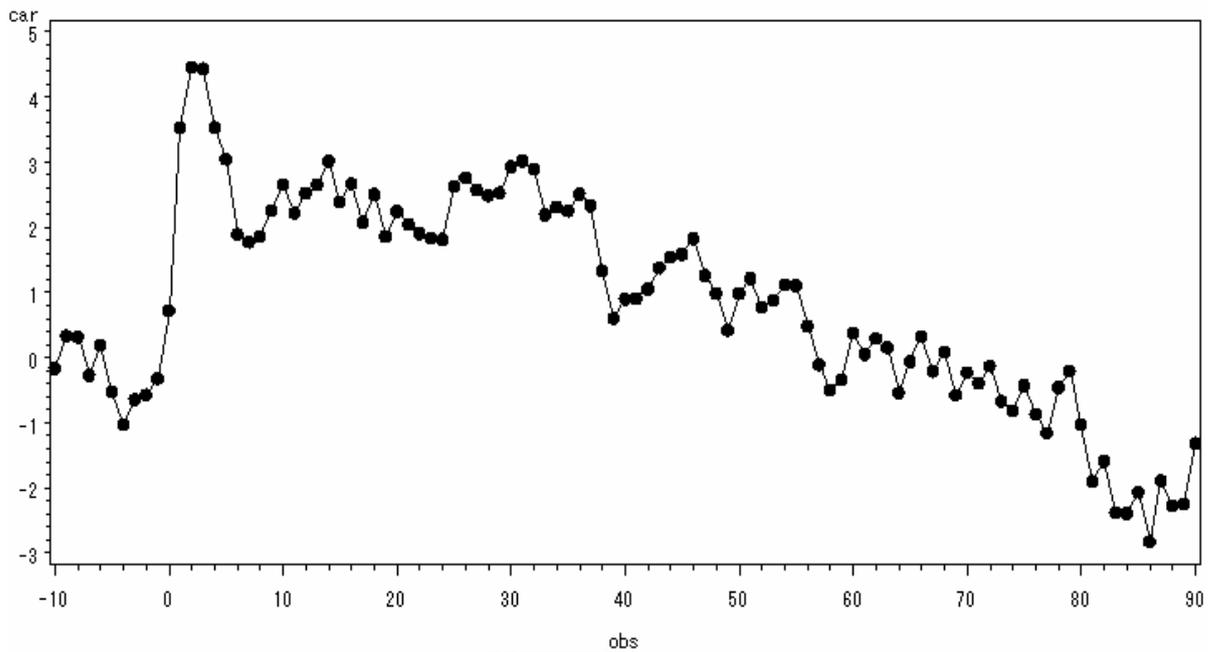


圖 6. 事件期 (100 日) CAR 趨勢 (25 樣本)

觀察事件日後 200 天的 CAR 趨勢圖,列示如下圖 7,CAR 自事件日後 100 天至 200 天明顯下滑 (去除 32 個樣本中未超過 200 天的觀察期者 8 筆,則僅剩 24 個樣本),CAR 達到約-19%。

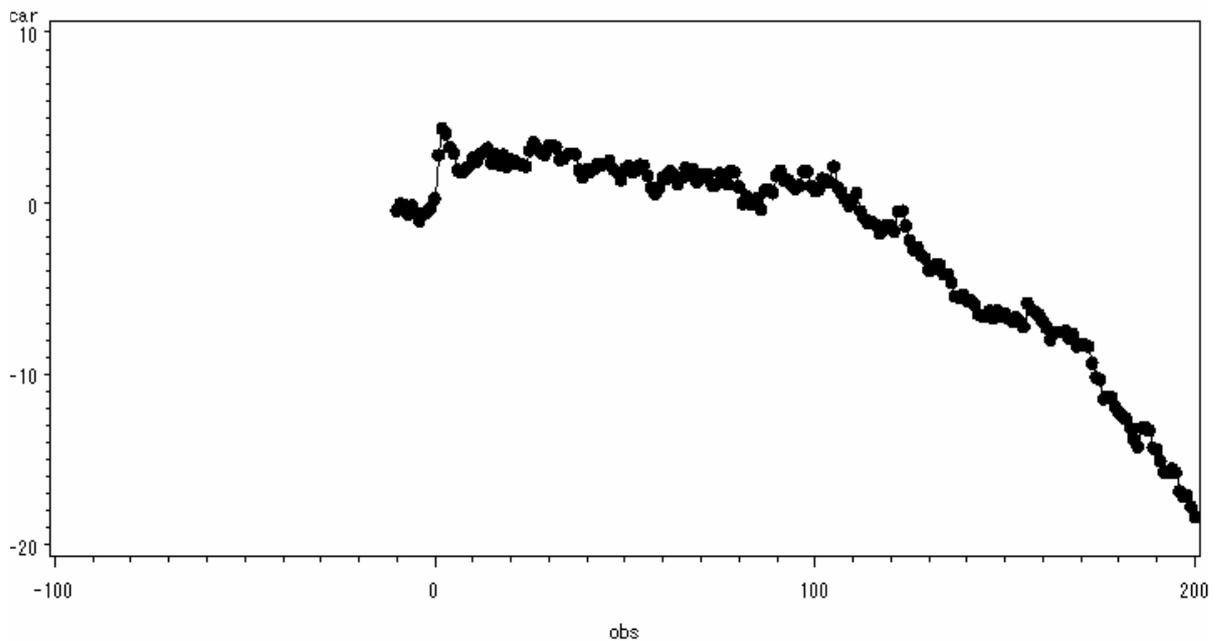


圖 7. 事件期 (200 日) CAR 趨勢 (24 樣本)

為避免因 2007 年 8 月起至今受到美國次級房貸風暴影響，造成股市恐慌性下跌至今，故去除含蓋此區間之樣本，再重新觀察現金減資宣告日後 200 天的 CAR 趨勢圖，列示如下圖 8 (去除含蓋此區間的 19 個樣本，剩下 13 個樣本作比對)，CAR 自事件日後 100 天雖震盪較大，但仍呈現下滑趨勢，僅顯示下滑的幅度相對較小，至事件日後 200 天時達到-3.6%。顯示儘管去除美國次級房貸風暴對臺灣股市的影響，現金減資宣告後長天期股價表現仍顯疲軟。

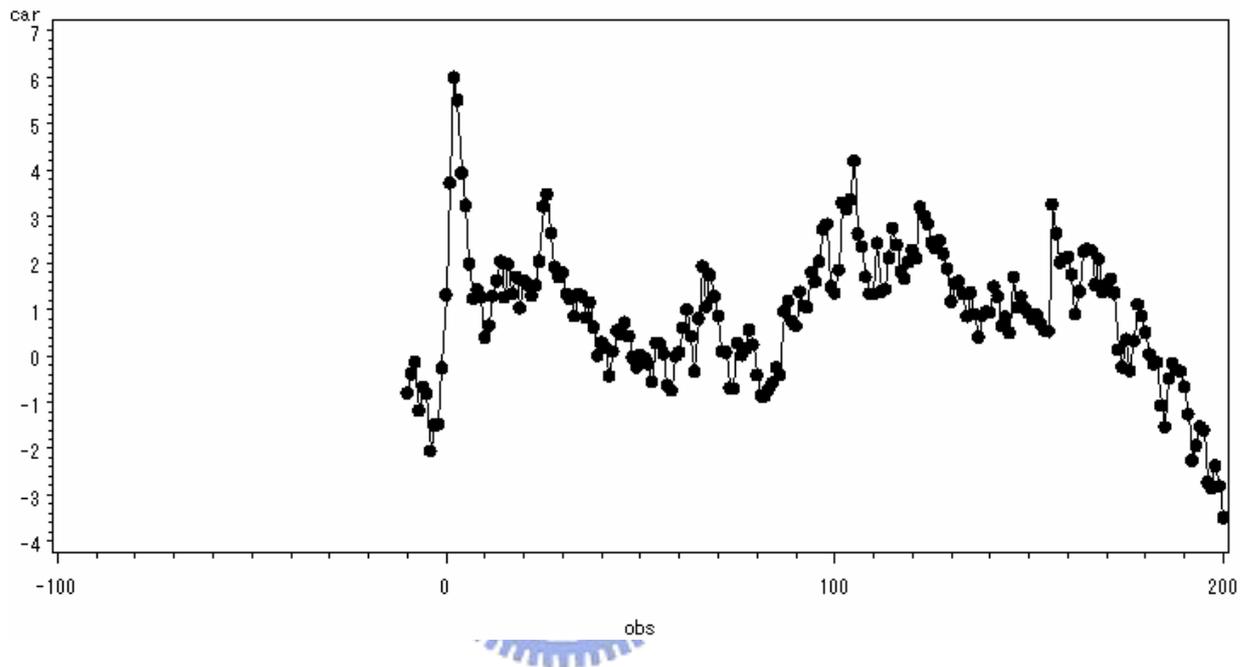


圖 8. 事件期 (200 日) CAR 趨勢 (13 樣本)

綜合以上圖表顯示，宣告日當天及宣告後兩天，確實有正向且顯著的 AAR，支持假說一，亦表示市場對於現金減資的宣告，短期呈鼓勵且正面的看待。以圖 5 為例，事件期 0-4 天的 CAR 圖形顯示市場有過度反應的情形，之後趨緩。然而若將事件期拉長，觀察圖 6、圖 7 之 CAR 則呈現下降趨勢，儘管去除股市受到美國次級房貸期間影響的樣本，由圖 8 觀察其它剩餘樣本長天期的 CAR 走勢，亦呈現不如預期的下滑表現，但下滑幅度縮小，顯示美國次級房貸對於 CAR 有一定的影響。此研究結果希望提供投資人一個實證的數據參考，亦提醒投資人現金減資並非刺激股價的萬靈丹，不宜視為絕對利多而持續追高，以免在市場過渡反應的時期追高而蒙受損失。

4.2 與現金減資之累積異常報酬具相關性的因素

臺灣股市一直受到三大法人影響很深，尤其以外資的動態，更是受到大眾關注，其持股比例亦是股市分析中極受重視的指標。本節將觀察宣告前 10 天起至宣告後 10 天，外資對於 32 家現金減資樣本的個別累積持股增減率，藉以討論外資對於現金減資返還股東股款看法？有鑒於國外並無現金減資案例，僅有買回庫藏股註銷減資的實證，故探討外資對現金減資是否與庫藏股註銷減資之宣告效果類似，持正面支持態度？同時亦透過線性迴歸了解減資比率、每股現金流量及資本支出成長率是否與累積異常報酬（以下簡稱 CAR）具相關性。

經由線性迴歸模型，樣本迴歸式為：

$$CAR = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1(X_1) + \hat{\beta}_2(X_2) + \hat{\beta}_3(X_3) + \hat{\beta}_4(X_4) \quad (4.1)$$

式中 CAR 為宣告日前 10 天始至宣告後 10 天，樣本之累積異常報酬率；

X_1 為宣告日前 10 天始至宣告後 10 天，樣本之累積外資持股增減率；

X_2 為所有樣本宣告之減資比率；

X_3 為所有樣本宣告減資前一年度之每股現金流量；

X_4 為所有樣本宣告減資前一年度之資本支出成長率。

透過假設檢定檢視所估計係數是否顯著：

$H_0: \beta_i = 0$ ； $H_1: \beta_i \neq 0$ ， t 統計量及 P -value 整理如下：

表 5. 迴歸分析(宣告前 10 天至宣告後 10 天)

自變數	係數 β_i	標準差	t 值	P value
X_1	-1.5199	1.2260	-1.2397	0.2257
X_2	-15.5883	10.5172	-1.4822	0.1499
X_3	0.2275	0.7654	0.2972	0.7686
X_4	-0.0176	0.0169	-1.0439	0.3058

註：皆未達 5% 以上顯著水準

資料來源：本研究結果

結果顯示自變數 $X_1 \sim X_4$ 皆未達顯著水準，故不拒絕 $H_0: \beta_i = 0$ ，故 β_i 非顯著異於 0。

因宣告日前 10 天至宣告後 10 天的 CAR 與累積外資持股增減率、減資比率、宣告減資前一年度之每股現金流量與資本支出成長率相關性皆未達顯著水準，故將事件期分別拆解為宣告日前 10 天至宣告日前 1 天及宣告當天至宣告後 10 天分別作迴歸分析。

首先檢定宣告日前 10 天至宣告日前 1 天的樣本迴歸式，參照迴歸式 (4.1)，並修改應變數 CAR 及自變數 X_i (樣本之累積外資持股增減率) 之期間為宣告前 10 天至宣告前 1 天，檢定結果如下：

$H_0: \beta_i=0$; $H_1: \beta_i \neq 0$, t 統計量及 P -value 如下表所示：

表 6. 迴歸分析(宣告前 10 天至宣告前 1 天)

自變數	係數 β_i	標準差	t 值	P value
X_1	-0.6704	1.6441	-0.4078	0.6867
X_2	-6.5717	6.3807	-1.0299	0.3122
X_3	0.0409	0.4668	0.0876	0.9308
X_4	-0.0070	0.0102	-0.6847	0.4994

註：皆未達 5% 以上顯著水準
資料來源：本研究結果

結果顯示自變數 $X_1 \sim X_4$ 皆未達顯著水準，故不拒絕 $H_0: \beta_i=0$ ，故 β_i 非顯著異於 0。

另外再以宣告日當天至宣告日後 10 天之 CAR 及累積外資持股增減率作比較，樣本迴歸式 (4.1) 應變數 CAR 及自變數 X_i 期間的修改為宣告前 10 天至宣告前 1 天，檢定結果如下：

$H_0: \beta_i=0$; $H_1: \beta_i \neq 0$, t 統計量及 P -value 整理如下：

表 7. 迴歸分析 (宣告當天至宣告後 10 天)

自變數	係數 β_i	標準差	t 值	P value
X_1	-2.6249	1.0587	-2.4793	0.0197 *
X_2	-10.0251	8.1745	-1.2264	0.2306
X_3	0.2073	0.5907	0.3509	0.7284
X_4	-0.0105	0.0131	-0.7989	0.4313

註：*5% 顯著水準
資料來源：本研究結果

結果顯示僅自變數 X_1 達 5% 之顯著性 $t = -2.4793$ $Pvalue = 0.0197$

檢定顯示在 5% 的顯著水準下，不接受 $H_0: \beta_1=0$ ，故 β_1 顯著異於 0。

由以上檢定可知，現金減資宣告日前 10 天至宣告後 10 天的 CAR 與累積外資持股增減率、減資比率、宣告減資前一年度之每股現金流量與資本支出成長率相關性皆未達顯著水準。拆解事件期後，觀察宣告日前 10 天至宣告日前 1 天之檢定結果亦未達顯著水準；惟觀察宣告日當天至宣告日後 10 天之累積外資持股增減率與 CAR 呈現顯著負相關，顯示外資動向與 CAR 並不一致，外資持股並未因總體市場對現金減資持較樂觀的看待而增加持股且貢獻正向的 CAR，推測其正向的 CAR 不是由外資法人機構所造成，故研究支持假說二之 **2a. 現金減資之累積異常報酬與累積外資持股增減率相關**。



4.3 現金減資與財務比率的相關性

本節將透過羅吉斯模型 (Logit Model) ，以減資前三年之財務比率找出與現金減資相關之因素，羅吉斯迴歸式估計如下：

$$Y = \hat{\alpha} + \hat{\beta}_1(X_1) + \hat{\beta}_2(X_2) + \hat{\beta}_3(X_3) + \hat{\beta}_4(X_4) + \hat{\beta}_5(X_5) + \hat{\beta}_6(X_6) + \hat{\beta}_7(X_7) + \hat{\beta}_8(X_8) \quad (4.2)$$

式中 Y 以1代表實驗組現金減資公司，0代表對照組未現金減資公司；

X_1 代表營業毛利率(=營業毛利/營業收入淨額) ；

X_2 代表常續性每股盈餘(= \sum 最近四季常續性利益/當年底加權平均股數) ；

X_3 代表淨值成長率(=兩期淨值增加額/前期淨值) ；

X_4 代表負債比率(=負債總額/資產總額) ；

X_5 代表現金股利率(=現金股利/季底市值) ；

X_6 代表年底外資持股比率；

X_7 代表獨立董事制度完整性(設立獨立董事者為1，否則為0)，獨立董事設立辦法請詳見附錄四；

X_8 代表設有獨立董事公司之現金股利率(= $X_5 \times X_7$)。

假設檢定 $H_0: \beta_i=0$ ； $H_1: \beta_i \neq 0$ ， Z 統計量及 P -value整理如表8：

表8. 羅吉斯迴歸分析

自變數	係數 β_i	標準差	Z 值	P value
X_1	-0.0324	0.0130	-2.5005	0.0124 *
X_2	-0.2658	0.1602	-1.6596	0.0970
X_3	0.0002	0.0053	-0.0340	0.9729
X_4	-0.0690	0.0159	-4.3465	0.0000 **
X_5	0.4310	0.1042	4.1358	0.0000 **
X_6	-0.0255	0.0139	-1.8421	0.0655
X_7	2.1081	0.8657	2.4353	0.0149 *
X_8	-0.3674	0.1870	-1.9645	0.0495 *

註：*5% 顯著水準 **1% 顯著水準

資料來源：本研究結果

檢定顯示在1%的顯著水準下，不接受 $H_0: \beta_4、\beta_5=0$ ；在5%的顯著水準下，更多拒絕 $\beta_1、\beta_7、\beta_8=0$ 的假設，故以上五個自變數之係數 β 顯著異於0。

由以上羅吉斯迴歸式及檢定得知，支持本研究假說三之3a. 企業執行現金減資與營業毛利率相關；3d. 企業執行現金減資與負債比率相關；3e. 企業執行現金減資與現金股利率相關；3g. 企業執行現金減資與獨立董事制度完整性相關；3h. 設有獨立董事之下，企業執行現金減資與現金股利率相關。與現金減資公司具相關性且顯著性達1%之財務變數包括負債比率及現金股利率。另外將顯著性降低至5%，則營業毛利率、獨立董事制度完整性及設有獨立董事的公司之現金股利率皆與現金減資顯著相關。各顯著之自變數代表意義及迴歸結果分別說明於下：

X_1 營業毛利率

與現金減資之執行負相關，表示當營業毛利率下降時，為產業漸趨成熟期之徵兆，此時將會促使現金減資發生。

X_4 負債比率

與現金減資之執行負相關，顯示一般採現金減資公司之負債比率通常較低。

X_5 現金股利率

與現金減資之執行正相關，顯示一般採現金減資公司之現金較為充裕，願意配發較多的現金股利代替股票股利，較有可能執行現金減資。

X_7 獨立董事制度完整性

與現金減資之執行正相關，表示公司宣告減資前，若內部設立獨立董事，會以較超然的立場權衡公司與股東間利益，亦表示公司治理較為完善下，將會藉現金減資消化公司內部的閒置資金，降低代理成本，因此將促使現金減資的發生。

X_8 設有獨立董事公司之現金股利率

排除無設立獨立董事之公司後再將現金股利率與公司減資之關係深入探討，發現兩者呈負相關。顯示設有獨立董事公司之現金股利率越高，則越不容易執行現金減資，推測應是公司治理制度較佳的公司，當已經發放較高的現金股利時，公司內部的閒置現金也獲得處理，不易產生代理問題，故較不需要執行現金減資。

4.4 電信三雄現金減資探討

我國所有上市電信業者，皆於 2007 年上半年度陸續提出現金減資的方案，故無法找出對照組樣本，透過羅吉斯迴歸找出現金減資相關的財務比率。但電信業者紛紛執行現金減資，2008 年 6 月中華電信再度宣告減資，台灣大哥大則因為 2007 年併購台灣固網，2008 年帳上現金不似去年寬裕，故宣佈不跟進減資。究竟三大電信業者認為現金減資對本身的助益為何，是本節想要額外討論的部分。

由於我國三大電信業者過去出現成長停滯情形，且因電信業對所屬客戶的經營方式皆採現金收款，現金部位過多，且投資於電信設備的速度及金額遠緩於現金增加的速度，外資法人呼籲減資的聲浪不絕於耳。以下個別說明中華電信、台灣大哥大、遠傳電信三者減資背景。

中華電信：首先於 2007 年 4 月 24 日宣告減資，並於 2007 年 10 月 19 日執行減資。因其資本公積高達 2000 多億，因此先以資本公積轉增資再減資的方式，將 96.67 億退還股東，減資比率達 9.09%，每股退回現金約 0.909 元。2008 年 6 月 27 日更宣告減資逾 191.15 億，創電信業者現金減資新高，減資比率達 16%，每股將退還現金約 1.6 元。

遠傳電信：緊接著中華電信之後於 2007 年 4 月 30 日宣告減資，並於 2008 年 1 月 15 日執行減資。將 77.45 億退還股東，減資比率達 20%，每股退回現金 2 元。

台灣大哥大：於 2007 年透過併購子公司台灣固網，達到減資的效果；2007 年 5 月 7 日再宣告現金減資，並於 2007 年 12 月 1 日執行減資。將 120 億退還股東，減資比率達 24%，每股退回現金 2.4 元。減資幅度於 2007 年高居電信三雄之冠。

三大電信業者皆表示在不影響公司長期營運及策略發展所需財務靈活度前題下，辦理現金減資退還部分現金給投資人，希望快速藉由改善資本結構提昇每股盈餘，以及股東權益報酬率，並期望提升資本結構的效果反應於股價表現上。

第五章 結論與未來研究方向

5.1 結論

依事件研究法之結果顯示，現金減資公司在宣告的當日及往後兩天皆有顯著的正異常報酬（以下簡稱 AAR），分別是宣告當日 0.8433%（顯著性達 5%）、宣告後連續兩天 2.5660%（顯著性達 1%）及 0.7215%（顯著性達 5%），支持「假說一、董事會決議現金減資並宣告後，市場反映出顯著的正異常報酬」，顯示市場短期對於現金減資的宣告持樂見其成的態度，相信公司本身體質良好並且獲利穩定下將閒置資金退還股東，提供投資人另一個投資機會成本的選擇，由投資人選擇資金有效的運用方式。但正 AAR 僅限於宣告當天及往後兩天的短暫效果，宣告日後第四天及第六天，即出現顯著的負 AAR，分別為 -0.7067%（顯著性達 5%）及 -0.9121%（顯著性達 1%）。顯示宣告效果無法持續激勵股價攀升，投資人可能於宣告的正向效果過度反映後，意識到企業將資金退還股東之舉隱含公司沒有新的投資標的，同時又處於企業獲利衰退時期，應審慎投入資金。除此之外當事件期拉長至二百天時，累積異常報酬 (CAR) 呈現急速下降趨勢達到 -19%，對於許多投資人認為現金減資是絕對利多而追高不利，希望藉此提供投資人一個實證的數據參考，於投資時審慎考慮，然其真正下跌原因仍待後續研究者闡述。

另外，檢視與現金減資之累積異常報酬(CAR)相關的財務因素，研究結果支持「假說二、現金減資之累積異常報酬與累積外資持股增減率相關」，但僅顯示現金減資宣告當日至宣告後 10 日之累積外資持股增減率與 CAR 呈現負相關，並達 5%的顯著性，說明正向的 CAR 不是來自外資法人機構造成，推論應為散戶的預期減資行情所貢獻。但為何外資法人未於此時增加持股，與樣本之 CAR 同向成長？投資大眾在預期有所謂減資行情的心理下購買樣本股票創造高波段的股價時，應審慎觀察市場變化並適時檢視個人投資組合，以免蒙受損失。

最後，以羅吉斯模型檢視現金減資樣本及其對照樣本找出的五個財務比率與減資事件相關，分別是營業毛利率（負相關且顯著性達 5%）、負債比率（負相關且顯著性達 1%）、現金股利率（正相關且顯著性達 1%）、獨立董事制度完整性（正相關且顯著性達 5%）、設有獨立董事公司之現金股利率（負相關且顯著性達 5%），支持本研究

「假說三、企業執行現金減資與營業毛利率、負債比率、現金股利率、獨立董事制度完整性、設有獨立董事公司之現金股利率具相關性」此部分將可提供於檢驗未來可能採取現金減資政策的企業，作為財務分析之用。

5.2 再深思減資返還股東股款的意涵

目前臺灣針對現金減資的研究大多談論返還股東股款的正面看法，然而現金減資果真如此的「百利而無一害」嗎？觀察以上樣本，大多數企業不論以股價的後勢表現，或是公司成長的限制，現金減資的都對企業的實質幫助有限，甚至內含經營者企圖心有限、自我侷限、同時也代表未來經營出現瓶頸、資金撤資臺灣的警訊。尤其近年來的減資，竟然不遑競爭激烈、資金需求較高且過去以高額無償配股予員工、高價現金增資的高科技電子業。也許在股價被低估的當下，現金減資可以迅速提升企業的股東權益報酬率、每股淨值等，但未來若出現投資機會時，企業將需付出更高的代價，透過舉債、現金增資等方式進行籌資。故唯有公司對於未來提出完整的營運展望、並以產品的競爭力提供給投資大眾美好的願景，才是公司價值重估的關鍵。

由個體經濟角度觀察現金減資，隱含公司短期內沒有增資擴充計畫，未來業績不會有爆發性成長、減資後更將提高負債比率，影響財務結構。對於總體經濟而言，逐現台灣失去投資競爭力、國內沒有具投資價值的機會，造成產業向外、尤其是西進發展圖存的趨勢。企業現金減資風潮的擴大，使掛牌企業留在國內的資金減少，股市動能降低，連帶影響資金活絡度，長期可能會拖累國內的經濟成長速度，對於總體及個體經濟的影響不容忽視。

麥可·波特 (Michael Porter) 在“競爭優勢”一書中提及，「競爭優勢中，最重要的部分不是靜態的效率而是充沛的產業活力。」書中提及的觀念正是，依照正常的市場經濟下資本主義的生產邏輯，公司現金多，應該把握機會壯大規模，借更多錢，創造更大的投資利潤。因為在正常的經濟環境下，還是經濟規模大者取勝。

況且並非所有高現金水位的公司都適合現金減資，聯電宣告減資時，市場熱烈討論其競爭者台積電現金減資的可能性。同期台積電帳上現金逾一千億元，似乎也是減資的熱門選擇。但台積電說明短期無現金減資計畫，僅提高現金股利代替，對於大股東飛利浦的釋股，以買回庫藏股註銷方式減資達到減資瘦身的目的，亦有其專業的財

務考量。且其股價表現、每股盈餘並不遜於聯電的成長，足見其經營的優勢。如何在現金減資下兼顧公司及股東雙贏，長期而言，投資人的選擇將反應在公司股價的漲跌。

5.3 未來研究方向

截至研究完成為止，採現金減資將股款返還股東方式之上市櫃公司樣本數僅 32 家，對於研究數量尚嫌不足，可能影響到顯著性。未來待現金減資公司漸多，建議可朝此方向進行更深入之分類及研究。在探討現金減資的宣告效果中，本研究僅針對於短期的效果作討論，由於大部分現金減資的宣告發生於 2006~2008 年（其中近六成皆發生於 2007 年至 2008 年），故無法對長天期（200 天以上）的宣告效果作研究。某些現金減資經過董事會提案通過、股東會通過、證期局核准至真正減資基準日，實施時間達一年以上，故亦無法針對執行減資後之績效作討論，未來研究者可以朝此方向再作探討。

另外，研究中對於以羅吉斯迴歸選出具顯著性的財務比率，未來可提供對現金減資深入研究者以此推測可能執行現金減資的公司，並加以驗證。



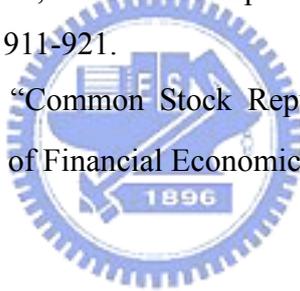
參考文獻

一、中文參考文獻

- [1] 李陸德，「企業辦理現金減資之個案研究」，國立政治大學，經營管理碩士學程碩士論文，民國 95 年 1 月。
- [2] 沈中華，李建然，事件研究法-財務與會計實證研究必備，台北，華泰文化事業公司發行，民國 89 年。
- [3] 林寶珍，「上市公司減資方式與其股價異常報酬關係之研究」，東吳大學，碩士論文，民國 93 年 7 月。
- [4] 林祖嘉，「從聯電減資看臺灣企業投資環境」，財團法人國家政策研究基金會，科經(析)096-006 號，台北，民國 96 年 3 月 2 日。
- [5] 施俊廷，「公司減資宣告與增資私募對股價影響之比較研究」，國立成功大學，碩士論文，民國 95 年 6 月。
- [6] 徐谷楨，「減資拿回資金 股東課稅較少」，經濟日報 A13 版，民國 95 年 10 月 30 日。
- [7] 陳達新，「庫藏股制度對股票價格的宣告效果--臺灣上市公司的實證研究」，商管科技季刊，第四卷第四期，377~400 頁，民國 92 年。
- [8] 楊芳瑜，「公司減資返還股款之研究」，國立台灣大學，會計學研究所碩士論文，民國 96 年 6 月。
- [9] 臺灣經濟新報文化事業公司(TEJ)，事件研究法暨模組。
- [10] 賴雅淳，「電信業減資報告 2007.2Q」，鉅亨網，民國 96 年 5 月 7 日。
- [11] 鍾惠民等編著，財金計量，台北，雙業書廊發行，民國 96 年。
- [12] 薛明玲，「理性看待現金減資」，民國 96 年 2 月 1 日。
- [13] 闕志中，「現金減資對股東價值影響之研究」，國立政治大學，經營管理碩士學程碩士論文，民國 96 年 6 月。

二、英文參考文獻

- [1] Baker, H. Kent, Patricia L. Gallagher and Karen E. Morgan, 1981, "Management's view of stock repurchase," *Journal of Financial Research*, 4, 233-247.
- [2] Dann, Larry. 1981, "Common stock repurchases : An analysis of returns to bondholders and stockholders," *Journal of Financial Economics* ,9, 113-38.
- [3] Masulis, R.W., 1980, "Stock Repurchase by Tender Offer : An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes," *The Journal of Finance*, 35, 2, 305-21.
- [4] Merdury, Prasad V., Bowyer, Linda E., and Srinivasan, Venkat, 1992, "Stock Repurchases : A Multivariate Analysis of Repurchasing Firms," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 31, 1, 21-44.
- [5] Paugh,W., and J. S. Jahera, Jr., 1990, "Stock repurchases and excess returns : An empirical examination, " *The Financial Review*,25, 127-42.
- [6] Samuel S. Stewart, Jr., 1976, "Should A Corporation Repurchase Its Own Stock ?" *The Journal of Finance*, 31, 3, 911-921.
- [7] Vermaelen, Theo, 1981, "Common Stock Repurchases and Market Signaling : An Empirical Study," *Journal of Financial Economics* ,9,139-83.



附 錄 一

公司法減資參照條文(適用於彌補虧損減資與現金減資返還股東股款):

1、公司法

第 168 條 公司非依股東會決議減少資本，不得銷除其股份；減少資本，應依股東所持股份比例減少之。但本法或其他法律另有規定者，不在此限。公司負責人違反前項規定銷除股份者，各處新臺幣二萬元以上十萬元以下罰鍰。

第 168-1 條 公司為彌補虧損，於會計年度終了前，有減少資本及增加資本之必要者，董事會應將財務報表及虧損撥補之議案，於股東會開會三十日前交監察人查核後，提請股東會決議。第二百二十九條至第二百三十一條之規定，於依前項規定提請股東臨時會決議時，準用之。

第 279 條 因減少資本換發新股票時，公司應於減資登記後，定六個月以上之期限，通知各股東換取，並聲明逾期不換取者，喪失其股東之權利；發行無記名股票者，並應公告之。

股東於前項期限內不換取者，即喪失其股東之權利，公司得將其股份拍賣，以賣得之金額，給付該股東。公司負責人違反本條通知或公告期限之規定時，各處新臺幣三千元以上一萬五千元以下罰鍰。

第 280 條 因減少資本而合併股份時，其不適用於合併之股份之處理，準用前條第二項之規定。

第 281 條 第七十三條及第七十四條之規定，於減少資本準用之。

第 73 條 公司決議合併時，應即編造資產負債表及財產目錄。

公司為合併之決議後，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。

第 74 條 公司不為前條之通知及公告，或對於在指定期限內提出異議之債權人不為清償，或不提供相當擔保者，不得以其合併對抗債權人。

2、發行人募集與發行有價證券處理準則第 3、72、73、74、75 條

第 3 條 行政院金融監督管理委員會（以下簡稱本會）審核有價證券之募集與發行、公開招募、補辦公開發行、無償配發新股與減少資本採申報生效制。本準則所稱申報生效，指發行人依規定檢齊相關書件向本會提出申報，除

因申報書件應行記載事項不充分、為保護公益有必要補正說明或經本會退回者外，其案件自本會及本會指定之機構收到申報書件即日起屆滿一定營業日即可生效。

第一項案件之申報生效，不得藉以作為證實申報事項或保證證券價值之宣傳。

第二項所稱營業日，指證券市場交易日。

本準則所稱上櫃公司，指股票已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或第三條之一規定核准在證券商營業處所買賣者。

第 72 條 公開發行公司辦理無償配發新股與減少資本案件，須檢具申報書（附表三十二、附表三十三），載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本會提出申報。

上市或上櫃公司辦理減少資本者於本會及本會指定之機構收到發行新股申報書即日起屆滿十二個營業日生效。

公開發行公司辦理下列案件於本會及本會指定之機構收到發行新股申報書即日起屆滿七個營業日生效。但金融控股、銀行、票券金融、信用卡及保險等事業，申報生效期間為十二個營業日：

一、無償配發新股者。

二、興櫃股票公司、未上市或未在證券商營業處所買賣之公司辦理減少資本者。

依第一項規定辦理者，準用第五條、第十二條第二項、第十五條及第十六條規定。

申報生效後，經發現有第十一條第一項第三款至第六款所列情形之一，本會得撤銷或廢止其申報生效。

第 73 條 公開發行公司辦理無償配發新股及減少資本，有下列情形之一，本會得退回其案件：

一、簽證會計師出具無法表示意見或否定意見之查核報告者。

二、簽證會計師出具保留意見之查核報告，其保留意見影響財務報告之允當表達者。

三、發行人填報、簽證會計師複核之案件檢查表，顯示有違反法令或公司

章程，情節重大者。

四、申報盈餘轉作資本案件，有下列情事之一者：

- (一) 未分配盈餘扣除應依本法第四十一條第一項規定提列之特別盈餘公積後餘額不足分派。
- (二) 上市或在證券商營業處所買賣之公司未於章程中明訂具體之股利政策。
- (三) 上市或上櫃公司本次申報盈餘轉作資本案件，係全數配發員工紅利。
- (四) 上市或上櫃公司員工紅利以現金支付及配發新股依市價計算之合計總額高於本期稅後純益之百分之五十，或可分配盈餘（扣除法定盈餘公積、特別盈餘公積及彌補虧損後餘額）之百分之五十。

五、申報資本公積轉作資本案件，有下列情形之一者：

- (一) 最近連續二年有虧損之情事。
- (二) 違反第七十二條之一規定。

六、違反或不履行申請股票上市或在證券商營業處所買賣時之承諾事項，情節重大者。

七、經本會發現有違反法令，情節重大者。

八、其他本會為保護公益認為有必要者。

前項第四款第四目所稱市價係指會計期間最末一個月之平均收盤價。

第 74 條 公開發行公司辦理無償配發新股或減少資本，應依照下列規定辦理：

- 一、於申報生效通知到達之日起三十日內，依公司法第二百七十三條規定辦理。
- 二、於經濟部核准公司發行新股變更登記核准函送達公司之日起三十日內，依公開發行公司發行股票及公司債券簽證規則辦理簽證，對認股人交付有價證券，並應於交付前公告之。但不印製實體有價證券者，免依公開發行公司發行股票及公司債券簽證規則辦理簽證。

公開發行公司辦理無償配發新股或減少資本，以帳簿劃撥方式交付者，應依證券集中保管事業相關規定辦理，得不印製實體有價證券。

第 75 條 依本準則規定提出之申報書件，應依附表附註規定格式製作並裝訂成冊。

依第十二條、第十六條、第二十一條、第二十二條、第二十六條、第二十七條、第三十九條、第五十五條、第五十六條、第六十一條、第六十六條、第六十八條及第七十二條規定提出之補正書件，應將原申報書件補正後依附表規定格式重新裝訂成冊，封面註明補正之申報書件，以及補正之次數，並就補正之處，編為目錄，置於申報書件總目錄之前，補正處並應以線條標明於直寫文字之右側，橫寫文字之下方。

發行人申報募集與發行有價證券、補辦公開發行、無償配發新股、減少資本或有價證券持有人申報公開招募有價證券，依本準則規定應申報或補正之書件，應分別裝訂成冊，並於申報或補正同時，以抄本送證券交易所、證券櫃檯買賣中心、證券商業同業公會、財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會及其他經本會指定之機構團體各一份，供公眾閱覽。

第 76 條 本準則施行日期，除中華民國九十五年三月三日修正之第十條、第七十一條，自中華民國九十五年七月一日施行；中華民國九十六年三月六日修正之第五十六條之一，自中華民國九十七年一月一日施行；中華民國九十六年十一月九日修正之第七十二條之一，施行日期由主管機關訂定之外，自發布日施行。

3、臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 45、67-1 條

第 45 條 上市公司之公司名稱、股票總類、每股金額、發行股數或其他內容有變更者，應於遵照法令之規定為變更後，填具「上市股票內容變更申請書」，連同「換股作業計畫書」等書件，向本公司為上市股票內容變更之申請，經本公司函報主管機關核備後，於停止變更股東名簿記載日前，依本公司所訂期限，由上市公司將規定書件函送本公司，並在本公司所在地日報公告之。

前項換股作業計畫書之內容，應依本公司「上市公司換發股票作業程序」之規定訂定。

上市公司於其換發新股票之數額達已上市股份總額百分之三十以上時，方得擬訂新股票上市買賣日期（與舊股票停止交易日期應為同一日），向本公司申請，經轉報主管機關核備後，公告實施。

上市公司換發新股票之數額未達上市股份總額百分之三十者，如出具書面承諾保證在新股票開始買賣之日起，隨時辦理換發事務並於收到舊股票之

當日換給供交割之新股票者，則依前項規定辦理。如未出具書面承諾者，其新股票上市買賣日期（即舊股票停止交易日期）之訂定，至遲不得逾新股票開始換發日期起三十日，並自上開日期起，仍應隨時辦理換發事務且於收到舊股票之當日換給供交割之新股票。

外國發行人所發行之股票或外國發行人暨其存託機構所發行臺灣存託憑證所表彰之外國公司有價證券，其內容如有變更者，準用第一項至第四項之規定辦理。

第 67-1 條 上市公司依法減資後，其減資後股票上市買賣開始日升降幅度之計算，以減資前最後一日收盤價格除以減資後之資本額與原資本額之比率為計算之基準。

5、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 60 條

第 67-1 條 上櫃公司依法辦理減資換發新股作業，其減資後股票櫃檯買賣開始日參考價格之計算，以換發新股票前最後營業日之次日參考價格除以減資後之資本額與原資本額之比率為計算之基礎。但因進行分割而併案申辦分割及減資換發新股作業者，其減資後股票櫃檯買賣開始日參考價格之計算，應以換發新股票前最後營業日之次日參考價格為計算之基礎。

前項如有以現金退還股東股款者，其減資後股票櫃檯買賣開始日參考價格之計算，以換發新股票前最後營業日之次日參考價格減除每股退還現金金額後除以減資後之資本額與原資本額之比率為計算之基礎。

6、股份有限公司發行股票簽證規則第 3 條

第 3 條 股票簽證應依下列規定辦理之：

- 一、簽證機構辦理簽證期間，新發行之股票自接受委託之日起，不得超過五個營業日，並於簽證前應就公司設立（變更）登記表及股票之內容、公司印鑑式樣、紙質、編號、面值、張數、總額等詳為審核並記錄。
- 二、簽證機構簽證於股票之印鑑樣本及經簽證之股票樣張，於發行公司辦理清算完結前，應由簽證機構盡善良管理人之保管責任。
- 三、簽證股票數額應以經主管機關核准發行總額以內之實際發行數額及已實收款項之股票總數為限。
- 四、無記名股票申請補發者，應於申請人取得經法院宣告原股票無效之除權判決

書後簽證之；記名股票申請補發者，於依照該發行公司規定辦理掛失手續，並經發行公司認為應予補發新股票後簽證之。

五、同次發行之股票，應委託同一機構簽證。

六、發起人之股票，應於簽證註明本股票於公司設立一年內不得轉讓。但公司因合併或分割後，新設公司發起人之股份，不在此限。

股票因增加資本、減少資本、合併、分割或其他原因而須換發者，簽證機構應確認舊股票已截角作廢後，始得為新股票之簽證作業。

公司依法收回或收買股票註銷者，於辦理變更登記後，應截角作廢，並向原簽證機構申報。

7、公司之登記及認許辦法第 12、16 條

第 12 條 公司應於每次減少資本結束後十五日內，向主管機關申請登記。

第 16 條 本法所規定之各類登記事項及其應檢附之文件、書表，詳如表一至表五。

(減少資本為表二)。

申請人依前項規定所應檢附之文件、書表，如有涉及外國文件者，應另檢附中譯本。

目的事業主管機關規定應於特定基準日核准設立登記、增資變更登記、分割、收購、股份轉換或合併相關登記者，第一項所定應檢附之委託會計師資本額查核報告書及其附件，得於該特定基準日前先予簽核預擬資本額查核報告書，並於基準日次日起十五日內再補送截至基準日為止之會計師資本額查核報告書憑核。

無限、兩合及有限公司所檢附之股東同意書正本，應經股東親自簽名，並蓋具留存公司登記主管機關之公司印鑑章。

股份有限公司所檢附之董事會簽到簿影本應由董事親自簽名，並蓋具留存公司登記主管機關之印鑑章。有限公司之董事及董事長願任同意書、股份有限公司之董事、董事長及監察人願任同意書，應親自簽名，並檢送正本憑辦。

表二、兩合公司登記應附送書表一覽表

單位：份

登記事項	附送書表	申請書	其他機關核准函(註2)	公司章程	章程修正條文對照表	股東同意書(股東需親自簽名)	股東資格及身分證證明文件(註3)	股東退股、除名證明書	合併後改推新代表公司之股東，其身分證明文件	經理人資格及身分證證明文件	辭職證明文件	合併契約	法院裁定文件	建物所有權人同意書正本及最近一期房屋完稅稅單(或所有權狀)影本(註5)	會計師資本額查核報告書暨其附件	委託會計師簽證之委託書	設立(變更)登記表
1.公司設立		1	1	1		1	1							1	1	1	2
2.公司名稱變更		1	1	1	1	1											2
3.修正章程		1	1	1	1	1											
4.公司所營事業變更		1	1	1	1	1											2
5.股東出資轉讓		1	1	1	1	1	1(新增者)										2
6.股東地址變更		1		1	1	1	1										2
7.公司所在地變更	同一縣市	1	1			1								1			2
	不同縣市	1	1	1	1	1								1			2
8.變更組織		1	1	1	1	1	1(新增者)										2
9.經理人委任		1	1			1				1							2
10.經理人解任		1	1			1					1(辭職者檢附)						2
11.經理人、分公司經理人地址變更		1								1							2
12.分公司設立		1	1			1				1				1			2
13.分公司經理人變更		1	1			1				1							2
14.分公司名稱變更		1	1			1(如因總公司更名者免附，但應附總公司變更登記表影本等證明文件)											2
15.分公司所在地變更		1	1			1								1			2

二、兩合公司登記應附送書表一覽表(續)

登記事項	附送書表	申請書	其他機關核准函(註2)	公司章程	章程修正條文對照表	股東同意書(股東需親自簽名)	股東資格及身分證證明文件(註3)	股東退股、除名證明書	合併後改推新代表公司之股東，其身分證明文件	經理人資格及身分證證明文件	辭職證明文件	合併契約	法院裁定文件	建物所有權人同意書正本及最近一期房屋完稅稅單(或所有權狀)影本(註5)	會計師資本額查核報告書暨其附件	委託會計師簽證之委託書	設立(變更)登記表
16.分公司撤銷		1	1			1											
17.停業		1															
18.復業		1															
19.延展開業		1															
20.增資		1	1	1	1	1	1(新增者)								1	1	2
21.減資		1	1	1	1	1		1							1	1	2
22.新設合併		1	1	1		1(含新設及各消滅公司)	1					1		1	1	1	2
23.存續合併		1	1	1	1	1(含存續及各消滅公司)			1			1			1	1	2
24.合併解散		1	1			1						1					
25.解散		1	1			1											
26.裁定解散		1											1				

備註：1、委託會計師或律師代理者，應另檢附委託書一份。

2、依法應先經主管機關許可者，應檢附許可文件影本，無則免送。

3、如有涉及外國文件者，應另檢附中譯本。

4、公司申請設立、新設合併、名稱及所營事業變更者，應於申請書件上載明「公司名稱及所營事業登記預查申請表」核准文號。

5、公司登記所在地之建物所有權人出具之同意書，應載明同意提供使用之公司名稱；建物為公司所自有者或檢附租賃契約影本，免附同意書，仍應附最近一期房屋完稅稅單(或所有權狀)影本。

8、公司申請登記資本額查核辦法第7條

第7條 會計師出具減少資本額之查核報告書應分別載明減資原因(收回或收買股份辦理減資、減資退還股款、減資彌補虧損、分割減資)、銷除股份數、資本額，並載明減資前後之已發行股份總數、資本額。

減少實收資本額，應依據股東會或董事會之決議(股東同意書)就股東姓名、銷除股數等予以查核。

分割減資者，會計師應就分割減資，是否已依股東會之決議及分割計畫書，就股東姓名、銷除股份數等予以查核。會計師並應於查核報告書內載明被分割公司分割部分之帳面價值及減資金額，暨既存公司或新設公司對被分割公司股東配發新股總數等。



附 錄 二

發行人募集與發行有價證券案件檢查表

項 目	發 行 人 填 報				會計師複核見 意並註明參照 頁數
	正 常	異 常	不 適 用	備 註	
三十一、減資案件：					
(一)有無處理準則第七十三條規定，本會得 退回或不核准其案件之情事：					
1.簽證會計師出具無法表示意見或否定 意見之查核報告者。					
2.簽證會計師出具保留意見之查核報 告，其保留意見影響財務報告之允當 表達者。					
3.違反法令或公司章程，情節重大者。					
4.違反或不履行申請股票上市或在證券 商營業處所買賣時之承諾事項，情節 重大者。					
(二)公司減資時，是否依公司法第二百八十 一條準用同法第七十三條編造資產負 債表及財產目錄，並向各債權人分別通 知及公告。					
(三)公司減資是否依公司法第一百六十八 條規定銷除股份（附註）。					
(四)公司減資後是否符合公司法第一百五十 六條第三項規定之最低資本額。					
(五)公司減資時，如擬將股本退還股東，是 否有足夠之資金。					
(六)上市(櫃)公司辦理減資退還股本，是否 符合下列規定：					
1.減資後資本額是否符合申請上市（櫃） 之最低資本額限制。					
2.最近年度及半年度經會計師查核簽證 之財務報表，是否無虧損及累積虧損 情形。					
3.是否承諾經本會核准辦理減資退還股 本後一年內除目的事業主管機關另有 規定者外，不得再辦理現金增資或募 集公司債（註：請檢附資料）。					

項 目	發 行 人 填 報				會計師複核見 意 並註明參照數 頁
	正 常	異 常	不 適 用	備 註	
4. 是否說明下列事項，檢具相關資料，洽請簽證會計師複核並出具具體意見（註：請檢附資料）： (1) 編製未來一年度各月份現金收支預估表，並說明減資退還股本之資金來源及相關資料，暨說明退還股本後並不影響公司財務、業務之正常運作。					
(2) 前各次現金增資或發行公司債之資金運用計畫尚未完成者，公司應說明其現金增資或發行公司債計畫完成之可行性，並舉證減資退還股本之資金來源與現金增資或發行公司債之資金無關。					
(3) 從屬公司持有該上市上櫃公司股票者，說明從屬公司因控制公司減資所取得之資金，其預定用途及預期效益。					
(七) 公司經法院裁定重整並減資者，是否符合法院之裁定內容。					
(八) 公司因分割而減資者，董事會是否依企業併購法第三十三條第一項規定作成分割計畫書，並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。					
(九) 本次申報減少資本，如需目的事業主管機關核准者，是否已取具目的事業主管機關核准函。					
(十) 是否已依最近三年度會計師在查核簽證時所出具之內部控制改進建議書及本會函令之建議，確實改進。					
(十一) 公司為彌補虧損，於會計年度終了前，有減少資本及增加資本之必要者，是否由董事會將經會計師查核簽證或核閱之財務報表及虧損撥補之議案，於股東會開會三十日前交監察人查核後，提請股東會決議。					
(十二) 是否已依「公開發行公司股東會議事手冊應行記載及遵行事項辦法」第四條第一項第九款之規定辦理。					

附註：公司如有發行特別股、私募普通股或特別股，應併同依公司法第一百六十八條規定銷除其股份。

製表

主管

負責人

簽證會計師

附 錄 三

證券交易法減資參照條文(適用於買回庫藏股註銷的減資方式):

1、證券交易法

第 28 -2 條 股票已在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣之公司，有左列情事之一者，得經董事會三分之二以上董事之出席及出席董事超過二分之一同意，於有價證券集中交易市場或證券商營業處所或依第四十三條之一第二項規定買回其股份，不受公司法第一百六十七條第一項規定之限制：

一、轉讓股份予員工。

二、配合附認股權公司債、附認股權特別股、可轉換公司債、可轉換特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。

三、為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。

前項公司買回股份之數量比例，不得超過該公司已發行股份總數百分之十；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積之金額。

公司依第一項規定買回其股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法及應申報公告事項，由主管機關以命令定之。

公司依第一項規定買回之股份，除第三款部分應於買回之日起六個月內辦理變更登記外，應於買回之日起三年內將其轉讓；逾期未轉讓者，視為公司未發行股份，並應辦理變更登記。

公司依第一項規定買回之股份，不得質押；於未轉讓前，不得享有股東權利。

公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回其股份者，該公司其依公司法第三百六十九條之一規定之關係企業或董事、監察人、經理人之本人及其配偶、未成年子女或利用他人名義所持有之股份，於該公司買回之期間內不得賣出。

第一項董事會之決議及執行情形，應於最近一次之股東會報告；其因故未買回股份者，亦同。

第 178 條 有下列情事之一者，處新臺幣二十四萬元以上二百四十萬元以下罰鍰：
八、違反第二十八條之二第二項、第四項至第七項或主管機關依第三項所定辦法有關買回股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法及應申報公告事項之規定。

2、上市上櫃公司買回本公司股份辦法第 2 至第 11 條

第 2 條 公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回自己股份者，應於董事會決議之日起二日內公告，並向財政部證券暨期貨管理委員會（以下簡稱本會）申報下列事項：

- 一、買回股份之目的。
- 二、買回股份之種類。
- 三、買回股份之總金額上限。
- 四、預定買回之期間與數量。
- 五、買回之區間價格。
- 六、買回之方式。
- 七、申報時已持有本公司股份之數量。
- 八、申報前三年內買回本公司股份之情形。
- 九、已申報買回但未執行完畢之情形。
- 十、董事會決議買回股份之會議紀錄。
- 十一、本辦法第十條規定之轉讓辦法。
- 十二、本辦法第十一條規定之轉換或認股辦法。
- 十三、董事會已考慮公司財務狀況，不影響公司資本維持之聲明。
- 十四、會計師或證券承銷商對買回股份價格之合理性評估意見。
- 十五、其他本會所規定之事項。

第 3 條 公司非依前條規定辦理公告及申報後，不得於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回股份。其買回股份之數量每累積達公司已發行股份總數百分之二或金額達新臺幣三億元以上者，應於二日內將買回之日期、數量、種類及價格公告並向本會申報。

第 4 條 公司依本法第四十三條之一第二項規定之方式買回股份者，應依公開收購公開發行公司有價證券管理辦法向本會申請核准。

- 第 5 條 公司買回股份，應於依第二條申報日起一個月內執行完畢，並應於上述期間屆滿或執行完畢後五日內向本會申報並公告執行情形；逾期未執行完畢者，如須再行買回，應重行提經董事會決議。
- 第 6 條 公司買回股份，應將第二條、第三條及前條規定之訊息內容，輸入股市觀測站資訊系統。
- 第 7 條 公司買回股份，除依本法第四十三條之一第二項規定買回者外，其每日買回股份之數量，不得超過申報日前三十個營業日市場該股票平均每日成交量之百分之二十，或計畫買回總數量之四分之一；其委託價格不得高於當日漲幅限制之一半，且不得於開盤後三十分鐘內及收盤前三十分鐘內報價，並應委任單一證券經紀商辦理。
- 公司每日買回股份之數量不超過二十萬股者，得不受前項有關買回數量之限制。
- 第 8 條 公司依本法第二十八條之二第一項第一款至第三款之事由買回其股份之總金額，不得超過保留盈餘加超過票面金額發行股份所得之溢價及下列已實現之資本公積之金額：
- 一、處分資產之溢價收入。
 - 二、受領贈與之所得；但受捐贈之本公司股份除外。
- 前項保留盈餘包括法定盈餘公積、特別盈餘公積及未分配盈餘，但應減除下列項目：
- 一、公司董事會或股東會已決議分派之盈餘。
 - 二、公司依本法第四十一條第一項規定提列之特別盈餘公積；但證券商依證券商管理規則第十四條第一項規定提列者，不在此限。
- 公司得買回股份之數量及金額，其計算以董事會決議前最近期依法公開經會計師查核或核閱之財務報告為準；該財務報告應經會計師出具無保留查核意見或標準核閱意見；但期中財務報告如因長期股權投資及其投資損益之衡量係依被投資公司未經會計師查核或核閱之財務報告核算，而經會計師保留者，不在此限。
- 第 9 條 公司買回股份，除本辦法另有規定外，應於證券集中交易市場或證券商營業處所為之，並不得以鉅額交易、標購或參與拍賣之方式買回其股份。
- 第 10 條 公司依本法第二十八條之二第一項第一款情事買回股份轉讓予員工者，應事

先訂定轉讓辦法。

前項轉讓辦法至少應載明下列事項：

- 一、轉讓股份之種類、權利內容及權利受限情形。
- 二、轉讓期間。
- 三、受讓人之資格。
- 四、轉讓之程序。
- 五、約定之每股轉讓價格。但其價格不得低於訂定轉換辦法當日該股票之收盤價格。
- 六、轉讓後之權利義務。
- 七、其他有關公司與員工權利義務事項。

第 11 條 公司依本法第二十八條之二第一項第二款情事買回股份，作為股權轉換之用者，應於轉換或認股辦法中明定之。

3、公開收購公開發行公司有價證券管理辦法第 10 條

第 10 條 公開收購人依證券交易法第二十八條之二規定買回其股份者，應於公開收購開始日前檢具公開收購申報書及下列書件公告並向本會申報：

- 一、前條第一項第二款之書件。
- 二、董事會決議買回股份之會議紀錄。
- 三、董事會出具已考慮公司財務狀況，不影響公司資本維持之聲明書。
- 四、董事會決議前最近期依法公開經會計師查核或核閱之財務報告。
- 五、會計師或證券承銷商對買回股份價格之合理性評估意見。
- 六、依上市上櫃公司買回本公司股份辦法第十條轉讓股份予員工辦法或第十一條股權轉換或認股辦法。
- 七、對公司未分配盈餘之影響。
- 八、其他本會規定之文件。

4、公司之登記及認許辦法第 12、16 條(同附錄一)

5、公司申請登記資本額查核辦法第 7 條(同附錄一)

附 錄 四

獨立董事制度與職務相關應注意事項

為健全我國公司治理，強化董事之獨立性與功能及提升董事會運作效能，並落實專業人員及經營者之責任，經參考各國相關規定，修訂證券交易法第十四條，並引進獨立董事制度，定於96年1月1日起施行。

一、 上市上櫃公司應設立獨立董事

(一) 強制設立

依據新修正之證券交易法，授權主管機關要求依該法發行股票之金融控股公司、銀行、票券、保險及上市（櫃）或金融控股公司子公司之綜合證券商，暨實收資本額達新臺幣五百億元以上非屬金融業之上市（櫃）公司，應於章程規定設置獨立董事，其人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。

(二) 自願設立

上市上櫃公司得就公司經營發展規模及其主要股東持股情形，衡酌實務運作需要，於章程規定設立獨立董事，並應審慎考慮合理之專業組合及其獨立行使職權之客觀條件。

二、 獨立董事應具備之資格

(一) 積極資格

依據「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第二條第一項第一至三款規定，公開發行公司之獨立董事，應取得下列專業資格條件之一，並具備五年以上工作經驗：

1. 商務、法務、財務、會計或公司業務所需相關科系之公私立大專院校講師以上。
2. 法官、檢察官、律師、會計師或其他與公司業務所需之國家考試及格領有證書之專門職業及技術人員。
3. 具有商務、法務、財務、會計或公司業務所需之工作經驗。

(二) 消極資格

依據「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第二條第二項第一至三款規定，有下列情事之一者，不得充任獨立董事，其已充任者，當然解任：

1. 有公司法第三十條各款情事之一。
2. 依公司法第二十七條規定以政府、法人或其代表人當選。
3. 違反「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」所定獨立董事之資格。

三、 獨立董事獨立性之認定標準

考量獨立董事之獨立性應不僅止於獨立董事選任完成，故參考美國紐約證交所之規定，

要求公司獨立董事於選任前及任職期間均須符合獨立性之要求，爰於「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」中，規範公開發行公司之獨立董事本人與親屬應於選任前二年及任職期間與該公司並無下列關係，包括：

(一) 本人與公司之關係

1. 公司或其關係企業之受僱人。
2. 公司或其關係企業之董事、監察人。但如為公司或其 母公司、公司直接及間接持有表決權之股份超過百分之五十之子公司之獨立董事者，不在此限。

(二) 親屬與公司之關係

1. 本人及其配偶、未成年子女或以他人名義持有公司已發行股份總額百分之一以上或持股前十名之自然人股東。
2. 前三款所列人員之配偶、二親等以內親屬或五親等以內直系血親親屬。

(三) 法人股東

直接持有公司已發行股份總額百分之五以上法人股東之董事、監察人或受僱人，或持股前五名法人股東之董事、監察人或受僱人。

(四) 特定公司或機構之關係人

與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事(理事)、監察人(監事)、經理人或持股百分之五以上股東。

(五) 提供公司或關係企業服務之專業人士

為公司或關係企業提供商務、法務、財務、會計等服務或諮詢之專業人士、獨資、合夥、公司或機構之企業主、合夥人、董事(理事)、監察人(監事)、經理人及其配偶。

(六) 曾任下列職務而現已解任者不受限制

依據「公開發行公司獨立董事設置及應遵循事項辦法」第三條第二項規定，公開發行公司之獨立董事曾任下列職務而現已解任者，不再適用於選任前二年與該公司無下列關係之規定：

1. 公司或其關係企業之董事、監察人。
2. 與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之董事(理事)、監察人(監事)、經理人或持股百分之五以上股東。
3. 或其關係企業或與公司有財務或業務往來之特定公司或機構之獨立董事。

(七) 前述之特定公司或機構，係指與公司具有下列情形之一者：

1. 持有公司已發行股份總額百分之二十以上，未超過百分之五十。

2.他公司及其董事、監察人及持有股份超過股份總額百分之十之股東總計持有該公司已發行股份總額百分之三十以上，且雙方曾有財務或業務上之往來紀錄。前述人員持有之股票，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者在內。

1.公司之營業收入來自他公司及其聯屬公司達百分之三十以上。

2.公司之主要產品原料（指占總進貨金額百分之三十以上者，且為製造產品所不可缺乏關鍵性原料）或主要商品（指占總營業收入百分之三十以上者），其數量或總進貨金額來自他公司及其聯屬公司達百分之五十以上。

3.以上所稱母公司及聯屬公司，應依財團法人中華民國會計研究發展基金會發布之財務會計準則公報第五號及第七號之規定認定。

