

國立交通大學

管理學院碩士在職專班財務金融組

碩士論文

返還股東現金與彌補虧損減資研究

The Study of Cash Refund and Capital Reduction



研究生：蘇菁惠

指導教授：謝文良 教授

鍾惠民 教授

中華民國九十九年九月

返還股東現金與彌補虧損減資研究
The Study of Cash Refund and Capital Reduction

研究生：蘇菁惠

Student : Ching-hui Su

指導教授：謝文良

Advisor : Wen-liang Hsieh

鍾惠民

Hui-min Chung

國立交通大學
管理學院碩士在職專班財務金融組
碩士論文



Submitted to Department of College of Management
National Chiao Tung University
in partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master

in

Finance

September 2010

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十九年九月

返 還 股 東 現 金 與 彌 補 虧 損 減 資 研 究

學生：蘇菁惠

指導教授：謝文良
鍾惠民

國立交通大學管理學院碩士在職專班財務金融組

摘 要

現行法令中提供企業減資的方式共有三種：返還現金減資、彌補虧損減資以及收購庫藏股註銷，本研究以財務面解釋三項減資的異同點，並以現金減資及彌補虧損減資宣告做為主要研究目標探討減資宣告效果。

自從晶華酒店開啟現金減資風潮以來，許多公司以現金減資做為提升股東權益報酬率並順勢拉抬股價的手段。相較於現金減資，帳上有虧損的公司則以彌補虧損減資做為快速提升每股淨值並加強股票流通的方法。本文以事件研究法配合明基個案，探討 2002 年至 2008 年間，減資宣告所累積的正負向異常報酬，除減資宣告效果，本研究進一步以明基為案例討論個別公司減資何以產生不同結果。

實證結果顯示現金減資宣告後第一日及第二日有顯著且正向累積異常報酬，累積異常報酬中長期表現較宣告前佳，彌補虧損減資宣告後連續六日產生顯著且負向累積異常報酬，累積異常報酬中長期表現較宣告前差。進一步以明基減資前後財務報告及異常報酬研究可知，彌補虧損減資公司並非只會持續呈現負向累積異常報酬，顯示減資宣告理由雖然大同小異，但減資後投資者更在乎公司經營狀況。

關鍵字：現金減資、彌補虧損減資、事件研究法

The Study of Cash Refund and Capital Reduction

Student : Ching-hui Su

Advisor : Wen-liang Hsieh
Hui-min Chung

Graduate Institute of Finance
College of Management
National Chiao Tung University

ABSTRACT

According to the current law in Taiwan, there are three ways to decrease the capital, the cash refund, the purchases of treasury stock, and the capital reduction. This study explains the similarities and differences between these three kinds of capital decreased from the financial side. The announcement effects of the cash refund and the capital reduction are the main research goals.

Since Formosa Hotel launched the capital decreased by cash refund, it has become a new finesse to promote the ROE and the stock price. Different from the cash refund, the companies with net loss take capital reduction as a rapid method to promote the net earnings per share and increase the stock circulation in the market. This study combines the Event Study and the case study of BenQ Ltd. to examine the cumulative average abnormal returns about the announcement effect of capital reduction during the year 2002 to 2008, and discuss the different results between independent companies.

The result shows that there are two days positive abnormal returns after the announcement of cash refund, and companies would have a better performance after the announcement of cash refund. There are six days negative abnormal returns after the announcement of capital reduction, and companies would have worse performance. Furthermore, compared to the financial statement and the abnormal returns of BenQ Ltd., the result shows the companies are not only sustaining negative cumulative abnormal returns after the announcement of capital reduction. It demonstrates that the announcement of capital reduction is not the main reason that the investors care about. The investors pay more attention to the operational performance.

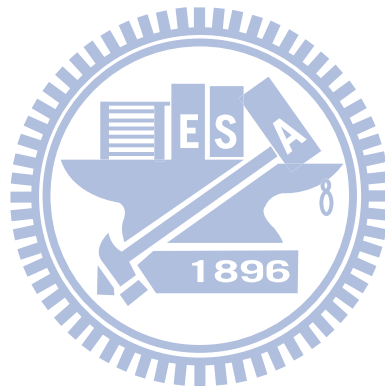
Keywords : Cash Refund , Capital Reduction, Event Study

誌 謝

本篇論文能順利完成，首先要感謝謝文良老師在論文及學業上的指導。此外，對邊工作邊念書的我，在論文進度及時間上都給予極大的包容，雖然比同學慢了許多，論文也在終於在今年完成。同時，感謝鍾惠民老師在統計方法上的指導，讓我在實證研究上並未遇到太多阻礙，順利做出研究結果。

再來，要感謝所有指導過我的老師，讓我學習到更多更豐富的財金知識。謝謝班上同學俐榕、清霽以及靖雯，除了學業上的扶持、口試前給予建議外，平時也總是不忘催促我快點將論文完成、快點畢業。

最後，要謝謝我的家人以及身邊朋友、昔日同窗好友，因為你們的鼓勵及支持，讓我能順利完成學業及論文，願與大家一起分享這份喜悅。



目 錄

中文提要	.....	i
英文提要	.....	ii
誌謝	.....	iii
目錄	.....	iv
表目錄	.....	v
圖目錄	.....	vii
符號說明	.....	viii
一、	緒論	1
1.1	研究背景及動機	1
1.2	研究目的	1
1.3	研究架構及流程	2
1.3.1	研究架構	2
1.3.2	研究流程	2
二、	減資之原理、類型與文獻探討	3
2.1	減資類型	3
2.1.1	減資彌補虧損	3
2.1.2	買回庫藏股註銷	4
2.1.3	返回股東現金減資	6
2.2	現金股利與現金減資的課稅	9
2.2.1	現金股利的課稅	9
2.2.2	現金減資的課稅	9
2.3	現金減資與彌補虧損減資比較	9
2.4	文獻回顧	12
三、	研究方法	15
3.1	研究設計及假說	15
3.2	研究方法	15
3.2.1	事件研究法介紹	15
3.3	研究範圍及限制	17
3.3.1	事件定義	17
3.3.2	資料來源及樣本選取	17
3.3.3	研究限制	17
四、	實證結果與分析	19
4.1	敘述統計分析	19
4.2	現金減資與彌補虧損減資宣告效果	21
4.2.1	現金減資短期宣告效果	22
4.2.2	彌補虧損減資短期宣告效果	23

4.2.3	現金減資與彌補虧損減資中長期宣告效果·····	25
4.3	明基(佳世達)減資探討·····	27
4.3.1	減資相關日期股價變化·····	28
4.3.2	以董事會為宣告日之累積異常報酬·····	29
4.3.3	以重新掛牌日為宣告日之累積異常報酬·····	30
五、	結論與建議·····	33
5.1	結論·····	33
5.2	研究建議·····	34
參考文獻	·····	35
附錄	·····	37



表 目 錄

表 1	減資彌補虧損前資產負債表.....	3
表 2	減資彌補虧損後資產負債表.....	3
表 3	庫藏股減資前資產負債表.....	5
表 4	庫藏股減資後資產負債表.....	5
表 5	庫藏股減資後資產負債表.....	5
表 6	現金減資前資產負債表.....	7
表 7	發放現金股利後資產負債表.....	7
表 8	現金減資後資產負債表.....	7
表 9	資本結構調整前資產負債表.....	8
表 10	資本結構調整後資產負債表.....	8
表 11	資本結構調整後資產負債表.....	8
表 12	聯電 2007 年財務報表.....	10
表 13	彩晶 2007 年財務報表.....	11
表 14	現金減資與彌補虧損減資額比較表.....	19
表 15	現金減資異常報酬及累積異常報酬表.....	22
表 16	彌補虧損減資異常報酬及累積異常報酬表.....	23
表 17	明基投資西門子手機事業部年度財務報表.....	27
表 18	明基投資西門子手機事業部前後年度財務報表.....	27
表 19	以董事會宣告日為事件日之異常報酬表.....	29
表 20	以減資後重新掛牌日為事件日之異常報酬表.....	31

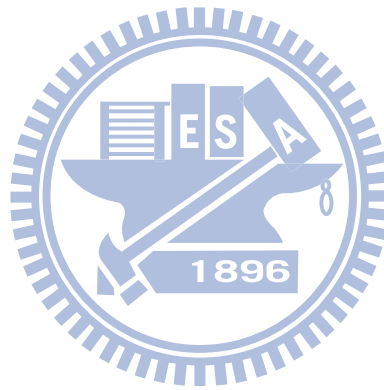
圖 目 錄

圖 1	研究流程圖.....	2
圖 2	現金減資與彌補虧損減資家數比較圖.....	19
圖 3	現金減資與彌補虧損減資金額比較圖.....	20
圖 4	現金減資與彌補虧損減資平均金額比較圖.....	20
圖 5	現金減資與彌補虧損減資比率比較圖.....	21
圖 6	現金減資累積異常報酬 25 圖.....	23
圖 7	彌補虧損減資累積異常報酬 25 圖.....	24
圖 8	現金減資及彌補虧損減資累積異常報酬 60 圖.....	25
圖 9	現金減資及彌補虧損減資累積異常報酬 100 圖.....	26
圖 10	明基減資相關日期前後五日收盤價變化圖.....	28
圖 11	明基減資後第一交易日收盤價變化圖.....	28
圖 12	以董事會宣告日為事件日累積異常報酬圖.....	30
圖 13	以減資後重新掛牌日為事件日之累積異常報酬圖.....	32



符 號 說 明

AR	Abnormal Returns
CAR	Cumulative Average Abnormal Returns
EPS	Earning Per Shares
OBS	the total number of observation days
ROE	Return of Equity



一、緒論

1.1 研究背景及動機

在經濟高度成長時期企業擴張快速，公司為取得、保留大量現金，會以增資發行新股來籌措資金，以股票股利代替現金股利回饋股東，並以發放股票代替現金做為員工分紅。但當企業發展逐漸成熟時，營收獲利穩定但股本比起營運初期相對擴大，股東權益報酬率及每股盈餘等以股本做為計算基礎，同時也是投資者經常做為買賣參考的財務比率卻再難快速成長，此時許多企業便反向採取減資手段，以現金返還股東收回股份，或在市場上買回庫藏股註銷，企圖快速降低股本美化財務比率以順勢帶動股價。相對於以上二種情況，也有公司因累積虧損過高不得不減資，這三種方法看似不同，但由於都是股本的減少，都被稱為減資。

不同於收購庫藏股是依證交法規定的減資方式，現金減資與彌補虧損減資都是依照公司法減資，二者申請減資程序相同，減資後股數及股價換算方式相同，最大的不同在於前者是公司處於盈餘狀態，發放現金回股東處，而後者則恰恰相反，是公司為打消帳上虧損而採取的減資。一般而言採取現金減資的公司財務及營運健全，當公司留有大量現金，近期內並無資本支出計劃或擴大營運準備時，減資的確是快速提升股價的手段，尤其晶華酒店首開現金減資先例並成功快速拉升股價後，市場開始視現金減資為股價必勝法則。此外，彌補虧損減資在打消帳上虧損後能拉高股價，減資後也較易引入私募基金，故公司在帳上有虧損又欲引入資金幫助營運順暢時，會採取減資。市場上也曾流行以宣告庫藏股買回註銷方式帶動股價。減資究竟是長期利多，還是一時間提升股價的手段，對於返還的現金該採取何項處理（如稅務上的申報），手中持股的變化跟影響．．．等等問題，都讓股東們處於不確定的狀況，是否所有的公司都適合趕這股流行，是本研究想討論的問題。

1.2 研究目的

以往申請減資的公司家數不多，但 2006 年起減資逐漸成為市場風潮，公司使用各種減資來達成不同目的，但不論是美化帳務數字或提升淨值，最終目標都指向股價，期盼以減資活絡股票交易並帶動股價上揚。當公司已到達成熟瓶頸，採取現金減資後是否還能夠獲得投資者青睞，另一方面，體質較弱的公司積極處理帳上虧損，決心東山再起採取彌補虧損減資後，投資者是否會再給公司一次機會？本研究透過事件研究法，分析現金減資及彌補虧損減資二種減資方式異常報酬的變化，探討減資風氣盛行這幾年，投資大眾對減資的看法。

另一方面，彌補虧損減資公司一向被認為經營不善，投資者對公司做出減資宣告存有負面觀感，但也有公司減資後股價逆勢上揚，與一般印象中彌補虧損減資後公司股價只能每況愈下的情況不同。故除減資宣告效果外，本研究進一步以明基為案例討論個別公司減資何以產生不同結果。

1.3 研究架構及流程

1.3.1 研究架構

本研究一共分為五章，內容如下：

第一章 緒論，說明研究背景、動機及目的。

第二章 減資之原理、類型與文獻探討，以財務面說明各項減資類型及文獻回顧。

第三章 研究方法，本研究使用事件研究法。

第四章 實證結果分析。

第五章 結論及建議。

1.3.2 研究流程

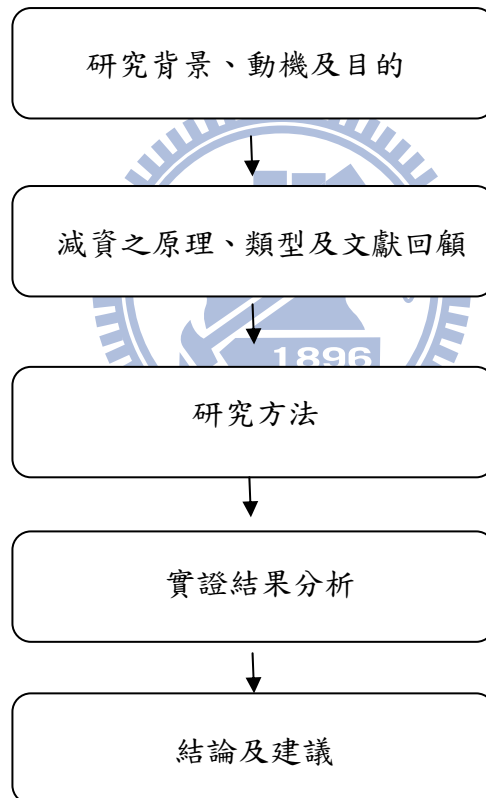


圖 1、研究流程圖

二、減資之原理、類型與文獻探討

2.1 減資類型

企業辦理減資有許多原因，原因不同採取的方法也不同。減資有『彌補虧損減資』、『買回庫藏股註銷』及退還股東現金的『現金減資』與三種。以下就三種減資情況分別介紹討論。

2.1.1 減資彌補虧損

減資彌補虧損的『虧損』指的是資產負債表上『保留盈餘』科目，科目餘額為負時表示有累積虧損。減資是用股本打消累積虧損提高公司淨值，是會計『帳務上虧損減除』，而非實際上虧損彌補。由於證交法規定，公司淨值低於十元將取消其信用交易（融資融券），淨值低於五元為全額交割股，需使用現金交易。無法信用交易及使用現金交易二點造成投資人較不願意也不方便做股票買賣。故透過減資將淨值提升至5元或10元以上，除了提升公司淨值外，也能讓公司股票在市場上可正常交易。

當公司採用減資彌補虧損表示經營上有疑慮，故減資時不會退回股東現金，是形式上的減資，股東持有股數則會跟公司減資比例同向減少，即公司減資40%，股東手中持股會減少40%，原先持有1000股會變為600股。另依臺灣證券交易所股份有限公司營業細則規定，減資後持有股數變少但市值不變，故重新掛牌時股東持股由『持有1000股*市價18元=18000元』變為『持有600股*市價30元=18000元』。減資後股價由原先市價每股18元會變為每股30元，股東總持股市值不變。

公司採取減資彌補虧損時，會計分錄為，借：股本；貸：保留盈餘。由分錄可看出彌補虧損減資是將負向保留盈餘透過股本沖銷，由於保留盈餘及股本都是股東權益科目，資產負債表總額並無變化，透過減資前後資產負債表變化可清楚看出差異。

表1、減資彌補虧損前資產負債表

減資前資產負債表		單位:萬元	
資產	360	負債總計	300
		普通股股本	100
		保留盈餘	-40
		股東權益總計	60
資產合計	360	負債+股東權益合計	360

每股淨值為：6萬/10萬股=6元。

表2、減資彌補虧損後資產負債表

資後資產負債表		單位:萬元	
---------	--	-------	--

資產	360	負債總計	300
		普通股股本	60
		保留盈餘	0
		股東權益總計	60
資產合計	360	負債+股東權益合計	360

每股淨值為：6 萬/6 萬股=10 元。

由表 1 及表 2 可看出，減資分錄使資產負債表右方股東權益項目裡，股本及保留盈餘科目同時同額減少，股東權益總額保持不變。資產負債科目未受影響故保持原狀。每股淨值方面，由於股本減少使每股淨值的分母（流通在外股數）變小，每股淨值得以提昇，由 6 元增加為 10 元。

實施彌補虧損減資公司多為營運上有疑慮，才會產生大幅虧損使淨值降低至須透過減資提升淨值，上述也提及減資彌補虧損指的是彌補虧損科目，並非真正彌補金錢上的虧損，營運中產生損失仍得由現金償還，此時公司可能會以變賣資產，或對外籌措資金（私募）來確保公司後續營運順暢。由於可透過出售閒置資產籌措資金的公司較少，大多數公司實施減資彌補虧損後會以增資做為資金來源。公司在引進新資金時，為了讓入股資金完全使用於營運，無須承受先前營運虧損，會採用先減資再增資方式以吸引新股東入股。以下就『增資再減資』與『減資再增資』二種方法舉例做一說明。

若某公司有 ABC 三名股東，以每股 10 元各出資 10 萬股，股本共 300 萬元成立，目前帳上有累積虧損 120 萬元，每股淨值為 6 元。此時公司希望 D 入股增資 300 萬元。若先增資再減資，D 股東以每股 10 元共 30 萬股取得公司股權 50%，公司每股淨值變為 7.1 元。公司再實施減資彌補虧損後，淨值提升至每股 10 元，D 原先持有股數 30 萬股將與減資比率一同減少剩 24 萬股，並在減資時與其它股東一同承擔公司虧損 50% 共 60 萬，此結果對 D 不利。若先減資再增資，ABC 三名股東減資後各自負擔 40 萬虧損，股本由 300 萬變為 180 萬，每股淨值提升至 10 元，D 再以每股 10 元取得 30 萬股增資入股。

二者相比，相同的是 D 股東以每股 10 元取得 30 萬股增資，減資後公司淨值為 10 元，但 D 股東持股比率卻有 50% 與 62.5% 的差異。原因在於新股東是否應該為公司先前虧損負責，故先減資後增資對新加入的股東較公平有利。

2.1.2 買回庫藏股註銷

公司法第一百七十六條規定，公司得收回或收買本公司股份的情形有三種，(1)特別股之收回。(2)股東之收買請求：反對公司營業政策或財產重大變大，反對公司與他公司合併。(3)股東清算或受破產之宣告時。買回庫藏股註銷並不在上述規定裡，是依證交法第二十八條之二規定，公司可以買回自己發行的股份而不受公司法第一百七十六條限制的情形有以下三種，(1)轉讓股份予員工。(2)配合附認股權公司債、特別股、可轉換公司債、特別股或認股權憑證之發行，作為股權轉換之用。(3)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。採取買回庫藏股註銷的方法為證交法規定之第三點，由於註銷同時股本減少及資本公積溢價都會減少，故視為減資。

不同於台灣，國外並不使用退回現金的方法減資，因為減資後各股東持股比例雖不變，但會使股東持有股數減少，故國外通常使用買回庫藏股註銷減資。加上許多研究顯示公司宣告庫藏股對於股價有提升作用(毛治文，1999；吳明政、謝依婷，2006)，故買回庫藏股除了股東持股不變外，對股價也有某些程度的維護效果。相較於減資彌補虧損能提升公司每股淨值，使用收購庫藏股註銷的減資方法對每股淨值並不一定有幫助。原因在於收購庫藏股時若公司市價高於面額，在註銷時須一同註銷股本及資本公積溢價，當資本公積溢價不足以抵減庫藏股票購回溢價，則須動用保留盈餘，對每股淨值的影響更是不增反降。

公司使用成本法買回庫藏股時，會計分錄為，借：庫藏股票，貸：現金；買回後註銷會計分錄為，借：股本（或資本公積及保留盈餘），貸：庫藏股票。舉例某公司股本 100 萬，資本公積 100 萬（發行時溢價 10 元），保留盈餘 200 萬，在外流通股數 10 萬股。原始資產負債表及以不同市價收購庫藏股資本結構改變如下。

表 3、庫藏股減資前資產負債表

減資前資產負債表		單位:萬元	
資產	700	負債總計	300
		普通股股本	100
		資本公積	100
		保留盈餘	200
		股東權益總計	400
資產合計	700	負債+股東權益合計	700

每股淨值為：400 萬/10 萬股=40 元。

表 4、庫藏股減資後資產負債表

減資後資產負債表：收購五萬股，每股 30 元		單位:萬元	
資產	700	負債總計	300
現金	-150	普通股股本	50
		資本公積	0
		保留盈餘	200
		股東權益總計	250
資產合計	550	負債+股東權益合計	550

每股淨值為：250 萬/5 萬股=50 元。

表 5、庫藏股減資後資產負債表

減資後資產負債表：收購五萬股，每股 50 元		單位:萬元	
資產	700	負債總計	300

現金	-250	普通股股本	50
		資本公積	0
		保留盈餘	100
		股東權益總計	150
資產合計	450	負債+股東權益合計	450

每股淨值為：150 萬/5 萬股=30 元。

比較表 4 及表 5 可知，以市價 30 元收購庫藏股 5 萬股註銷，須沖銷股本 50 萬及資本公積 100 萬，每股淨值上升至 50 元。若以市價 50 元買回庫藏股 5 萬股註銷，由於帳上資本公積不足以沖銷庫藏股買回溢價時須動用保留盈餘，此次收購會沖銷股本 50 萬、資本公積 100 萬及保留盈餘 100 萬，每股淨值降至 30 元。

股本、資本公積及保留盈餘三者之間比例增減的變化，使得收購庫藏股註銷後每股淨值變動不定。由於研究支持宣告庫藏股買回對股價有提升作用，故即使買回庫藏股註銷可能會造成淨值降低，也不影響其正面宣告效果。由此也可得知，單純淨值的提高或降低並不影響宣告效果，彌補虧損減資公司提高淨值的主要目的並不在拉抬股價，而在使股票在市場上維持正常交易。

收購庫藏股減資是以市價在公開交易市場上買回，當公司股價高於面額 10 元，比起退回每股面額 10 元的現金減資方式會付出更多現金，但相反若公司股價低於面額，則支付現金部位較少。台積電曾選用收購庫藏股而非退回現金方式減資，除了公司有大量現金暫時無任何使用計劃外，也是正巧遇上大股東菲利浦要釋股，當大量股票在市場上拋售時，若沒有足夠需求要接下這些供給，勢必會造成股價下跌，此時收購庫藏股主要是財務決策，而非單純想藉由收回股票提高股價 (Lakonishok and Vermaelen, 1990)。由於收購庫藏股宣告對股價有助益，使其一度成為公司間提升股價的手段，但在市面上購買庫藏股需要大量現金，單為護盤而宣告減資只能短暫提高股價，對公司營運並無任何幫助 (Grullon and Michaely, 2004)。

2.1.3 退還股東現金減資

收回庫藏股註銷以及退回股東現金的減資都是付出現金的減資，本段指的是退回股東現金的現金減資。一般認為公司持有充份且大量的現金卻未做為投資或擴廠等營運用途，表示公司產能以足以應付目前需求，缺乏未來成長機會，或是產業狀態已達飽和。由股東角度看來，當公司狀況良好，又賺得超過足以應付擴充產能及投資以外的現金，如同發放現金股利將現金分配回給股東，並不一定會將減資視為不利消息，故本文在後續章節也將就此點做討論，探討股東對於宣告現金減資是否有正面反應。

現金股利及現金減資都是退還現金給股東。不同處在於投資者收取現金股利時，手中持有股數不變，但收取減資退還現金時，持股數會跟隨減資比例同向減少。如公司減資 40%，每股退還現金 4 元，股東持股同向減少 40%，原先持有 1000 股會變為 600 股。價值計算上與彌補虧損減資相同，即持有股數變少但市值不變，若原先市價為每股 18

元，現金減資 4 元，意味著股票價值在重新上市時會由『持有 1000 股*市價 18 元=18000 元』變為『持有 600 股*市價 23.33 元+退回現金 4000 元約=18000 元』。

由上述敘述可判斷公司發放現金股利或實施現金減資帳務處理必不相同。發放現金股利會計分錄為，借：保留盈餘，貸：現金；現金減資會計分錄為，借：股本，貸：現金。貸方同樣為支付現金，借方則顯示出差異為減少保留盈餘或股本，亦即現金股利發放是種盈餘分配，現金減資則是資本減少。透過資產負債表變化可清楚看出差異性。

表 6、現金減資前資產負債表

原始資產負債表		單位:萬元	
資產	500	負債總計	300
現金		普通股股本	100
		保留盈餘	100
		股東權益總計	200
資產合計	500	負債+股東權益合計	500

每股淨值為：200 萬/10 萬股=20 元。

表 7、發放現金股利後資產負債表

資產負債表：發放現金股利		單位:萬元	
資產	500	負債總計	300
現金	-40	普通股股本	100
		保留盈餘	60
		股東權益總計	160
資產合計	460	負債+股東權益合計	460

每股淨值為：160 萬/10 萬股=16 元。

表 8、現金減資後資產負債表

資產負債表：現金減資 40%		單位:萬元	
資產	500	負債總計	300
現金	-40	普通股股本	60
		保留盈餘	100
		股東權益總計	160
資產合計	460	負債+股東權益合計	460

每股淨值為：160 萬/6 萬股=26.67 元。

由上述三張資產負債表可看出，現金股利是公司將保留盈餘化為現金分配給股東，現金減資則是將股東出資額以現金退回。相較之下二者在資產負債表上並無顯著差異，如資產、負債以及股東權益總額皆相同，但現金減資是股本減少，即流通在外股數降低，比起發放現金股利，現金減資可以提升 EPS 每股盈餘帶動股價。

相異於彌補虧損減資公司先減資後增資的作法，實施現金減資的公司則可能為了調整資本結構、增加股東權益報酬率等原因，採取先將帳上資本公積轉增資（即發放股票股利），而後再減資的作法。近年來中華電信減資即是利用此種方法，除發放現金股利外，同時每仟股又公積配股 1.00 元，此時每仟股雖然增加 100 股，但後續再實施現金減資回復為仟股。除了利用現金減資將現金返還於股東，減少帳上資本公積外，也可避免股本因資本公積轉增資而膨脹。

表 9、資本結構調整前資產負債表

原始資產負債表		單位:萬元	
資產	700	負債總計	300
		普通股股本	100
		資本公積	100
		保留盈餘	200
		股東權益總計	400
資產合計	700	負債+股東權益合計	700

每股淨值為：400 萬/10 萬股=40 元。

表 10、資本結構調整後資產負債表

增資後資產負債表：資本公積轉增資 10%		單位:萬元	
資產	700	負債總計	300
		普通股股本	110
		資本公積	90
		保留盈餘	200
		股東權益總計	400
資產合計	700	負債+股東權益合計	700

表 11、資本結構調整後資產負債表

減資後資產負債表：現金減資 10%		單位:萬元	
資產	700	負債總計	300
現金	-10	普通股股本	100
		資本公積	90
		保留盈餘	200
		股東權益總計	390
資產合計	690	負債+股東權益合計	690

每股淨值為：390 萬/10 萬股=39 元。

由上述資產負債表變化可看出，資本公積轉增資時增加的股本，將會被等額的現金減資打消，加上資本公積減少使得股東權益減少，每股淨值及股東權益報酬率都得以提

升。此種方法將資本公積變相以現金分配給股東，可美化帳務並避免股本膨脹，是適合公司帳上有大量現金及資本公積時的資本結構調整方式。

2.2 現金股利與現金減資的課稅

發放現金股利與現金減資投資人方面都是收取到現金，但二筆現金在課稅上定義有所不同，以下做一簡單介紹。

2.2.1 現金股利的課稅

現金股利為個人所得，需扣繳所得稅。由於二稅合一的緣故，若公司股利憑單上的可扣抵稅額大於與個人所得稅率，甚至可以退稅。若是股利憑單上的可扣抵稅額小於與個人所得稅率，則是繳交個人所得稅時將稅金補上。

股利憑單上的可扣抵稅額並非公司自訂，而是與各項租稅優惠與未分配盈餘加徵等各項有關，由於不在減資討論範圍之內，故不做詳細解說。

2.2.2 現金減資的課稅

現金減資的現金退還則無需扣稅。但以下二種情況為例外，一為減資股本來來自於土地溢價所得轉增資，一為過去盈餘轉增資時發放的緩課股票。換句話說若是由股東自行出資買進的股票，減資退還其現金等於退還股東當出資的金額，當然免課稅，但若是資本公積或者土地溢價所得轉增資以及緩課股票等情況，由於股票當初並非股東出資所取得，會課所得稅。

以上所指課稅為自然人股東，法人股東的課稅與自然人股東有所不同，依稅法規定股利所得不課徵營所稅，但再分配給股東時要課稅，若未分配則依法未分配盈餘加徵 10% 稅。單就現金減資退回股款免課稅這點，對一般小型投資者影響或許不大，但對於掌控公司控制權大股東而言，既可退還一大筆無需扣稅的現金，對持股比率也絲毫沒有影響，實為一大利多，若將退回現金在公開市場上買回同公司股票，等同不花一分錢即可買回股票增加控股比例。

相較於發放現金股利，現金減資作業流程繁複又費時，但當公司內部有多餘現金又無其它投資計劃時，選擇現金減資而非發放現金股利，除了對大股東有利外，又可美化公司帳務數字，提高 ROE 與 EPS，無怪乎 2006 開始，現金減資申請愈來愈多。發放現金減資是否是一項提升股價的利多，還是只是美化帳務及將現金返還大股東的手段，還得看得公司接下來的經營狀況，否則減資也只是暫時美化財務數字的障眼法。

2.3 現金減資與彌補虧損減資比較

被稱為減資元年的 2002 年，雖有晶華酒店首開現金減資首例，但每年現金減資家數至多只有二家，但自 2006 年 01 月中連開始實施其第四次現金減資後，市場似乎開始

發覺現金減資這項法寶，2007年及2008年實施現金減資的公司合計有19家，申請減資緣由不約而同為『提升股東權益報酬率』。由於現金減資在公司退回股東現金後，流通在外股數會相對減少，故股東權益報酬率在公司獲利穩定成長卻無法快速拉升時，減資能快速調整出優於其它年度之數字。對於市場上投資大眾喜愛參考股東權益報酬率及EPS來觀察公司效益而言，『提升股東權益報酬率』確實有極大效益。另一種減資的情況則是公司長期虧損，在淨值過低情況下，為了活絡交易及避免下市櫃而採取的『減資彌補虧損』。在2002至2006年間總共只有25家申請減資。2007年及2008年各有15家及13家公司宣告減資，不同以往市場普遍對減資彌補虧損觀感不佳的情況，也出現減資後股價不降反升的公司。

但減資畢竟是一種美化的手段，而非真正獲利上的表現，股東對於現金減資是否也會給予長短期上的支持？是否近年來投資人對於彌補虧損減資是否已有不同的觀感？是否支持並期待公司改善體質後的作為？以下就減資前後財務報表變化，及近年度申請現金減資及彌補虧損減資數據比較，來探討這些現象。

申請現金減資公司向主管機關提出減資的理由大多為『提升股東權益報酬率』，申請彌補虧損減資公司提出減資理由則是『彌補虧損以強化財務結構』，或直接說明是為『提升每股淨值』。現金減資及彌補虧損減資在財務報表上究竟能夠為公司產生什麼樣子的變化，以下各舉實例說明之。

1. 現金減資實例

公司名稱：聯電（股票代碼 2303）

減資基準日：2007/08/07

資本變更登記日：2007/08/21

停止交易日：2007/09/20-10/08

減資金額：57,393,578,070 元

減資比率：30.283357%

減資退還現金：每股 3.0283357 元

原始資本額：189,521,846,900

減資後資本額：132,128,268,830

減資緣由：提昇股東權益報酬率，6座八吋晶圓廠即將折舊完畢，現金流入將明顯增加，為避免現金水位過高並順應資本市場潮流。

由於資本變更登記日為2007/08/21，故取聯電2007年半年報、第三季季報以及年報做為比較。

表 12、聯電 2007 年財務報表

單位：仟元	06/30	09/30	12/31
現金及約當現金	77,057,682	76,787,162	37,452,629
現金占資產比率 %	21.67	21.82	12.88

普通股股本	191,442,517	132,128,269	132,144,949
本期淨利(淨損)	6,369,668	15,602,710	16,961,762
股東權益總計	246,649,043	246,649,043	236,466,889
股東權益報酬率 % (年化)	4.74	7.74	6.43
每股淨值	12.88	18.67	17.89
普通股每股盈餘	0.40	0.93	1.09

由表 12 可知，由於股本減少股東權益降低，股東權益報酬率、每股淨值以及普通股每股盈餘都向上提升。帳上現金數因在 9 月底時尚未支付各股東減資退還的現金，此時資產負債表上此筆應付而未付的現金以『其它應付款項』科目呈現，年底時返還股東現金已支付，『現金及約當現金』科目相較之前明顯減少，現金占總資產比率也由 22% 減低至 13%，成功降低持有現金水位。年化股東權益報酬率由 4.74 提升至 7.74，每股盈餘則由第二季 0.4 提升至第三季 0.93。此次現金減資對美化財務數字有相當助益，達成減資緣由『提昇股東權益報酬率』及『減少現金水位』目的。

2. 彌補虧損減資實例

公司名稱：彩晶（股票代碼 6116）

減資基準日：2007/10/17

資本變更登記日：2007/08/28

停止交易日：2007/10/11-10/25

減資金額：10,410,369,600 元

減資比率：17.20%（每仟股換發 828 股）

原始資本額：60,526,748,730

減資後資本額：50,116,379,130

減資淨值變化：減資前每股淨值為 8.70 元，減資後每股淨值為 10.51 元。

減資緣由：彌補虧損。

由於資本變更登記日為 2007/08/28，故取彩晶 2007 年半年報、第三季季報及年報做為比較。

表 13、彩晶 2007 年財務報表

單位：仟元	06/30	09/30	12/31
普通股股本	60,526,749	50,116,379	50,117,999
股東權益總計	52,664,586	58,886,590	68,597,336
本期淨利(淨損)	- 899,482	5,238,064	14,379,491
保留盈餘	- 11,309,851	5,238,064	14,379,491
股東權益報酬率 % (年化)	- 3.40	12.45	23.60
每股淨值	8.70	11.75	13.69

普通股每股盈餘	-	0.15	1.05	2.89
---------	---	------	------	------

由表 13 可知，保留盈餘虧損已透過減資打消。由於股本減少及本期淨利由負轉正後逐季增加，股東權益報酬率、每股淨值以及普通股每股盈餘都有提升，每股淨值大於 10 元。達成減資緣由『彌補虧損』目的。

彩晶董事會在提出減資彌補虧損同時，也決議通過洽特定人私募特別股 8 億股，以及現增(普通股或海外存託憑證)7 億股內，增資理由為購買機器設備及充實營運資金。以上議案並於股東常會通過。同年 12 月董事會決議通過先洽 LG Philips LCD Co., Ltd 私募 1.8 億股特別股，私募總額 18 億元，私募價格為每股 17.6125 元。此上作法說明彩晶公司在引進營運資金時，為避免讓新股東負擔公司原有虧損，便先行減資將帳上累積虧損打消，強化財務結構後再讓新股東入股。符合本文先前所提及增資再減資與減資再增資二種作法在實務上意義並不相同，先減資再增資使新進股東無需為公司先前虧損負責，較為公平有利的內涵。

另外從本期淨利逐季向上這點可看出彩晶在彌補虧損減資後為改善體質努力，顯示出將過去一筆勾銷重新出發的欲望，除了對股東表示最大誠意之外，也企圖在引進外部資金時提出更有利的正向誘因。

2.4 文獻回顧

由於現金減資及彌補虧損減資為台灣市場獨有減資方法，國外僅以庫藏股買回註銷做為減資手段。近幾年申請減資公司逐漸增多，但因時間不長研究文獻仍數少數，主要以現金減資及庫藏股買回註銷做研究。整理各項文獻顯示出以下論點，現金減資具有正向異常報酬(楊芳瑜，2007；莊宗勳，2007；林俐榕，2008)，彌補虧損減資具有負向異常報酬(施俊廷，2006；李俊億，2007)，且現金減資宣告的異常報酬高於彌補虧損減資公司異常報酬(李國榮、呂素蓮、張舜迪，2009)，然而在空頭市場時期不論減資種類均會產生負向異常報酬(彭台英，2004；李國榮、呂素蓮、張舜迪，2009)。而彌補減資公司由於體質不佳，即使後續伴隨著通常會刺激股價的私募宣告，也未能拉抬股價(施俊廷，2006)。

1. Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen. (1995)，針對樣本期間 1980-1990 間，在公開市場上購回自家公司庫藏股的公司，其購回庫藏股對股價長期的效應做研究。研究發現投資者對宣告並無立刻的反應，無顯著的異常報酬，但異常報酬卻持續累積長達四年，表示投資者對購回庫藏股事件有延遲反應，且投資者心態也不如公司經理人所預期。投資者對公司經理人在公開市場上宣稱因股價被低估抱持著懷疑的態度，故公司要購回庫藏股這件事，投資者並無在市場上對其股價給予快速且正面的反應。
2. 彭台英 (2004)，針對樣本期間為 2000 年 8 月 7 日至 2004 年 6 月 30 日四年間，實施減資的上市上櫃公司做研究，使用事件研究法探討在減資除權日是否產生除權行情，以及在多空頭市場及不同產業中是否都能有一致的效果。研究結果發現就全體不分減

資類別的樣本而言，在多頭市場有正向異常報酬，在空頭市場時減資則產生負向的異常報酬。若以產業分類，電子業在公司法減資中有較大且較長的正向效應，金融業則在庫藏股註銷減資中有較顯著的正向異常報酬。

- 3.施俊廷(2006)，針對樣本期間為2002年至2005年四年間，在減資宣告後又伴隨著私募增資的公司做研究，使用事件研究法探討股價的異常變動，並使用時間數列法探討首次宣告減資與私募對股價的波動。研究結果發現，宣告減資後有顯著的負向異常報酬，但宣告私募與同時宣告減資及私募二種情況，對股價並沒有顯著的正負向反應。相較於一般認為私募宣告會使公司股價有正向異常報酬的研究，作者認為由於宣告減資的公司已經體質不佳，私募是為了引進資金提升股本後，再大額減資，因為此時才有足夠現金及股本打消帳上虧損。這與一般宣告要私募的公司大多為引進新的經營團隊或近期內有重資支出之目的實在大不相同。故也非同一般研究顯示出股價會與私募的宣告有正相關。
- 4.吳明政、謝依婷(2006)，針對樣本期間2000年8月9日至2005年9月底止，使用事件研究法探討上市上櫃公司在公開市場上購回自家公司股票後，對股價的長短期效應。作者將樣本分類為買回目的，買回比率以及產業特性等三大分類分別檢視，研究結果得出，在宣告庫藏股買回後，不論長短期均有正向異常報酬。買回目的以維護公司信用及股東權益效果最為明顯。產業分類以電子金融紡織三大產業效果較為顯著。而購回比率愈高之上市公司，異常報酬愈顯著，上櫃公司則無此差異性存在。
- 5.楊芳瑜(2007)，針對樣本期間2002年至2007年四月底止共17家宣告現金減資的公司做研究。利用事件研究法探討宣告現金減資後公司股價的表現是否有異常報酬，同時也分析各家現金減資公司的財務報表，包含其獲利能力，負債比率，現金持有量等等，以期由各方面歸納出宣告現金減資的原因理由，及效用及影響為何。研究結果發現，大多公司在財務上均有良好的表現，公司已達成熟階段、獲利穩定、負債比率低、近期無重大資本支出計劃及現金部位大。在宣告減資後一日，股價立即有顯著的正向異常報酬，表示投資人視這項訊息為利多。
- 6.莊宗勳(2007)，針對樣本期間2007年1月1日至4月30日，曾經宣告實施現金股利、現金減資以及庫藏股等三種配發現金方式給股東的方式的公司做研究。研究發現，實施這三種政策的公司都有相同特性，即為公司的營運現金流量穩定且充足。顯著的差異則為分配現金股利及現金減資的公司，規模大於實施庫藏股的公司。而公司的外資持股比例愈高，愈會支持公司實施現金減資代替發放現金股利。
- 7.李俊億(2007)，針對樣本期間2001年至2006年間，宣告並經過董事會決議以減資彌補虧損的公司為研究對象，探討公司治理機制的優劣與減資宣告後累積異常報酬間的關連性，藉以解釋何以有些公司減資後異常報酬為正，有些則為負。作者使用盈餘管

理程度、平穩化指標及公司治理之效果預測指標等主要因素加入迴歸模型中進行分析，發現公司治理效果愈好且盈餘管理程度愈高時，減資彌補虧損的宣告後累積異常報酬幅度會縮小，顯示投資者對於董監事持股高且有盈餘管理的公司較有信心。而投資者對於董監事質押比愈高及家族或集團企業控制的公司，抱持著較懷疑的態度。

8. 李國榮、呂素蓮、張舜迪(2009)，針對樣本期間 2002 年至 2008 年間，利用事件研究法對現金減資及彌補虧損減資公司做各方面研究，研究發現不論在多頭或空頭市場，減資後均有負向異常報酬，但空頭時期比多頭時期累積更多負向異常報酬。另區分減資種類後，發現現金減資的異常報酬優於彌補虧損減資公司，並且現金減資比例愈高時，正向異常報酬愈高；彌補虧損減資比例愈高時，負向異常報酬愈高。



三、研究方法

3.1 研究設計及假說

市場投資大眾對公司實施減資宣告普遍懷有二極化觀感。實施現金減資一則認為公司已無發展機會，導致帳上留有大量現金未能有效利用，一則認為表示公司已進入成熟期，目前雖無投資機會，但能退還現金表示公司存有大量資金且相當穩健。實施彌補虧損減資，一則認為公司經營不善須透過減資打消帳上虧損，此舉對股東是利益減少，減資後將伴隨股價下滑，另一則認為公司打消虧損後會伴隨著私募增資，資金活水引入對營運有相當助益。

本研究欲探討公司董事會宣告減資後，是否對股價產生正向或負向影響？是否會造成立刻性的影響？影響的強度及影響的持久性如何？若研究顯示在減資宣告後產生異常報酬，表示減資事件對投資人產生影響，若是正向異常報酬，顯示投資人有正向看法，若是負向異常報酬，顯示投資人對減資抱持負向看法。由異常報酬持續期間可判斷減資宣告是否有長遠效果，或只是公司短時間內拉抬股價的手段。此外，由於影響股價的重大決議都在董事會決議當日之股市收盤後公告，若在董事會宣告日當日或之前產生異常報酬，表示公司在尚未宣告前市場搶先得知事件的發生，並提早對事件產生反應。

透過實證分析上市櫃公司中，董事會宣告現金減資或彌補虧損減資對股價產生的影響，並探討結果是否如市場所認為，減資宣告對股價為一有力影響因素。針對此點，本文提出以下假說：

假說一：現金減資的宣告，會產生異常報酬。

假說二：彌補虧損減資的宣告，會產生異常報酬。

假說三：減資宣告對異常報酬有立即性且長遠的影響。

3.2 研究方法

3.2.1 事件研究法介紹

事件研究法主要是用來衡量某個特定事件對公司股價的影響。事件指的是市場上公開宣告的某件事情，例如公司併購、盈餘宣告、股利分派等，對公司股價是否有所衝擊而產生超額報酬，由此來探討事件與股價之間是否有關係。事件研究法的步驟如下：

1. 事件、事件日、事件期及估計期的確定

事件研究法第一步即為決定研究事件為何，以及事件是否會影響到市場股價波動。故事件日的確定對事件研究法影響甚巨，準確的事件日能幫助判斷出股價是否在事件發生時即期、提早、或延遲反應。事件日、事件期、估計期及觀察期說明如下：

事件日：影響股價的事件發生日或宣告日。

事件期：以事件日為基準，前後用以計算事件是否造成異常報酬的期間。

估計期：事件期前，用以估計預期報酬的期間。

觀察期：估計期至事件期結束，稱之為觀察期。

利用事件研究法主要研究的課題有以下幾件：為何此事件可以影響股價？從那一個時間點起影響股價？影響股價的幅度的強弱如何？是否對股價造成長期的影響？故本研究採取事件研究法探討減資宣告的影響效果。

2. 建立適合的模式

事件研究法在探討股價的波動，故要建立股票報酬率預期模式，以預估預期報酬。包含了平均收益法(Constant Mean Return Model)，市場模式(Market Model)，CAPM (Capital Asset Pricing Model)等，其中最廣泛使用的預期模式為市場模式：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{i,t}$$

R_{it} ：第 t 期 i 公司股票的報酬率

α_i ：截距項

β_i ：斜率，代表 i 公司股票的系統風險，即其對市場的敏感度

R_{mt} ：第 t 期市場報酬率

ϵ_i ：殘差項，除符合常態分配外，還須符合以下三點

$$E(\epsilon_i) = 0, \text{Cov}(\epsilon_i, \epsilon_j) = 0 \quad i \neq j, \text{Cov}(\epsilon_i, R_{mt}) = 0$$

由以上得出，使用事件研究法時的事件期的預期報酬為

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

$E(R_{it})$ ：經由估計期計算而來，第 t 期 i 公司股票的預期報酬率

R_{mt} ：第 t 期大盤加權指數的報酬率

為排除減資事件以外的市場因素影響股價的變動、市場多空頭時股價可能向上攀升或向下跌，以及次貸風暴引發台灣股市全面暴跌等影響。本研究採用事件研究法中的市場模型，並配合異常報酬率而非單純股價上下變化，做為主要觀察變數。

3. 計算異常報酬率

在步驟 2 時已計算出預期報酬率，將事件期內 i 公司股票之實際報酬率減去預期報酬率即為異常報酬率。

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

AR_{it} ：第 t 期 i 公司股票異常報酬率

R_{it} ：第 t 期 i 公司股票實際報酬率

$E(R_{it})$ ：經由估計期計算而來，第 t 期 i 公司股票預期報酬率

計算出異常報酬率後，可計算出在某特定期間內累加計算每日異常報酬率，得到累積異常報酬率。

4.選擇統計檢定及分析結果

異常報酬率的正負顯示出事件對於股價波動有正向或負向影響，但影響是否顯著仍需透過統計檢定來決定。

根據 Patell(1976)與 Zibart(1985)的研究，將異常報酬率標準化後能夠提高檢定力，而標準化的異常報酬率即是將異常報酬率除以其標準差如下：

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\sqrt{VAR(AR_{it})}}$$

SAR_{it}：第 t 期 i 公司股票的標準化異常報酬率

AR_{it}：第 t 期 i 公司股票的異常報酬率

VAR(AR_{it})：第 t 期 i 公司股票的異常報酬率變異數

5.最後再針對異常報酬率及其檢定結果，分析解釋出事件對股價的影響力。

3.3 研究範圍及限制

3.3.1 事件定義

本研究以 2001 年至 2008 年間，依據公司法實施現金減資及彌補虧損減資之上市櫃公司為樣本，由於旨在探討董事會宣告減資後對股價之影響，故以董事會開會日期為事件日，以事件日為基準，事件日前 275 日為估計期，前事件期為 25 日，後事件期則選擇 25 日、60 日以及 100 日三個期間，以便探討短中長期內是否有不同的效果。

3.3.2 資料來源及樣本選取

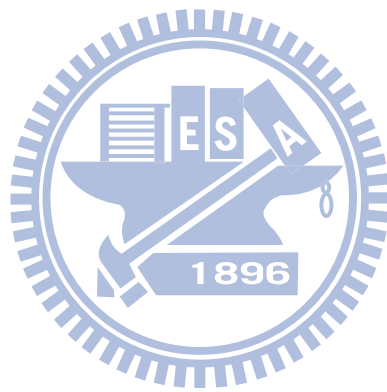
本研究以公開資訊觀測站中上市櫃公司發佈之重大公告，及行政院金融監督管理委員會證券期貨局網站上公告，依據公司法申請實施現金減資及彌補虧損減資之上市櫃公司名單為樣本，配合 TEJ 台灣經濟新報資料庫找尋樣本公司及大盤股價等資訊。

由於減資停止交易日期間公司並無股價，本研究視停止交易期間公司投資報酬率為零。另，彌補虧損減資之後通常會伴隨私募，根據『公司減資宣告與增資私募對股價影響之比較研究』（施俊廷，2006），由於宣告私募與同時宣告減資及私募二種情況，對股價並無顯著正負向反應，故本研究不區分減資或減資後私募二種情況之差異。若公司減資宣告後因下市櫃而未能取得完整交易資料，或觀察期等資訊不足者則予以刪除。

3.3.3 研究限制

本研究力求資料正確及完整，但由於公開發行卻未上市櫃公司資料取得不易而未計入樣本數，上市櫃公司中現金減資公司樣本數僅有 32 家，彌補虧損減資公司也僅有 53

家，故研究樣本數較少。另部分公司曾實施一次以上減資，本研究裡視為不同樣本。以上因素使得研究有所限制。



四、實證結果與分析

4.1 敘述統計分析

本節由 2002-2008 年間現金減資與彌補虧損減資公司宣告減資家數、減資金額、平均減資金額等數字，來分析最近七年現金減資及彌補虧損減資的演進及趨勢變化。

表 14、現金減資及彌補虧損減資金額比較表

減資方式	現金減資		彌補虧損減資	
	年度		年度	
個數		32		53
最大值	2007	90,168,336,310	2007	36,151,593,155
最小值	2004	177,925,980	2005	876,884,850
平均最大	2007	8,197,121,483	2007	2,410,106,210
平均最小	2004	177,925,980	2006	350,558,873
總金額		122,631,448,910		87,636,266,331
平均值		3,832,232,778		1,653,514,459

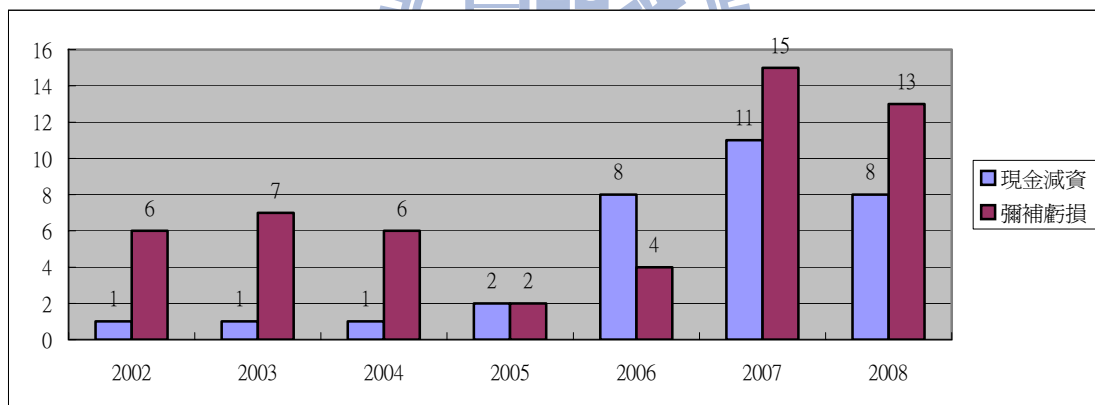


圖 2、現金減資與彌補虧損減資家數比較圖

由表 14 及圖 2 可知，申請彌補虧損減資公司家數通常高於現金減資的公司，唯一例外即是 2006 年，申請現金減資公司比往年增加許多，為前一年的四倍共有 8 家，其中晶華酒店為 2002 年初次減資後第二次申請，中連貨運為 2003 年初次減資後年第四次申請現金減資，顯示減資宣告能達成公司『提升股東權益報酬率』目的，進而拉升公司股價，故多次申請現金減資。

2007 年現金減資及彌補虧損減資公司家數最多，減資總額及平均金額為歷年最高。2008 年稍有下降但比起往年仍較高，顯示近年來市場普遍開始接受以減資方式調整財務報表狀況、美化財務數字活絡市場交易，並強化資產使用效率。

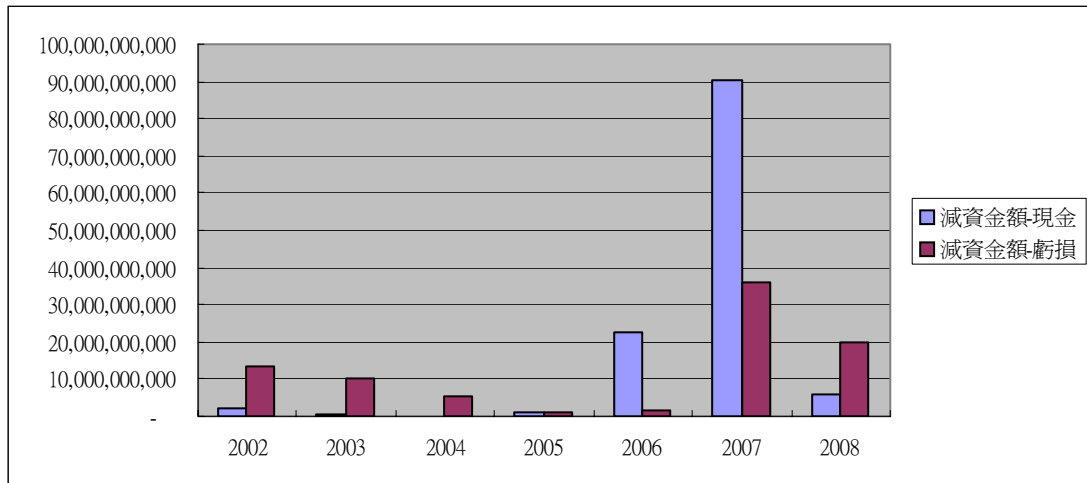


圖 3、現金減資與彌補虧損減資金額比較圖

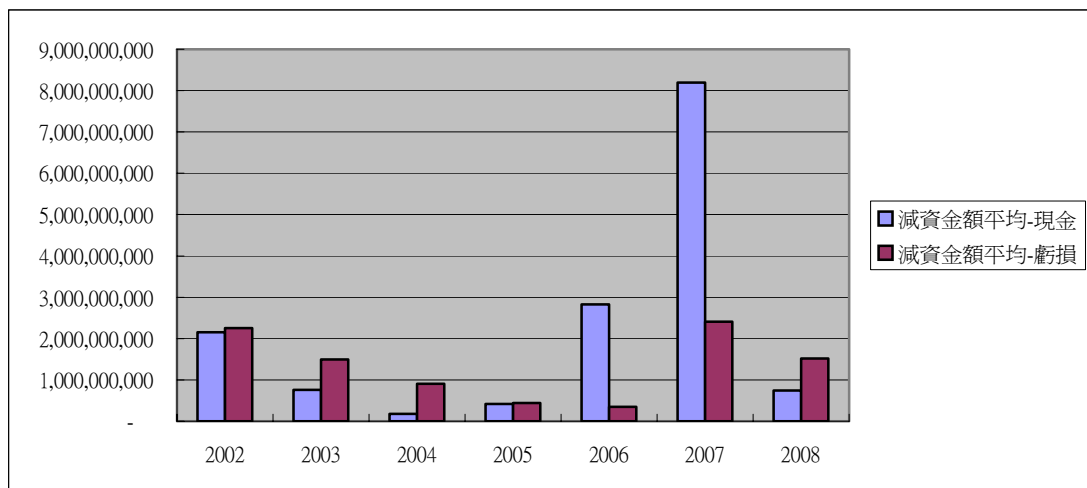


圖 4、現金減資與彌補虧損減資平均金額比較圖

由圖 3 及圖 4 可看出，2002 年起減資金額逐年下降，直至 2006 年時開始上升，並於 2007 年達到巔峰。比較現金減資與彌補虧損減資二者，現金減資方面，由於 2006 年帶動現金減資風潮，2007 年有九百億現金流回資本市場，占現金減資七年總額 73%。其中聯電減資退回股東 573 億現金為當年最高，是當年現金減資第二名台哥大 120 億元之數倍，對較表 12 聯電財報可知，聯電帳上留有 770 億現金，加上 6 座八吋晶圓廠即將折舊完畢，目前並無特別現金需求，返還股東現金對美化帳務並降低現金水位有相當程度助益。2008 年則因次貸風暴效應仍未完全解除，公司普遍希望將現金留在帳上以因應各項狀況，故現金減資公司申請家數雖無明顯減少，但減資金額遠低於前二年。彌補虧損減資方面，2007 年彌補虧損減資總額 361 億為七年最高，當年度彩晶、明基(佳世達)、及福陞科技都各有百億虧損透過減資打消，由於彌補虧損減資實際上並無現金流出，故不像現金減資在 2008 年時減資金額及平均金額大幅減少。

2002-2008 年七年間現金減資總額 1223 億，彌補虧損減資總額約 88 億，其中更以

2007 年成長最為快速，與 2002 年相比，現金減資總額成長 41 倍，平均每家減資金額成長 3.8 倍，平均退回現金 82 億元，彌補虧損減資金額較 2002 年成長 2.7 倍，平均每家減資金額成長 1 倍，平均打銷虧損 24 億，單 2007 年一年就有超過千億股本透過二種減資方式在市場上減少。相對於台灣經濟起飛時期公司印新股增資、發放股票股利及員工股票分紅讓股本快速膨脹，企業成長相對穩定後，開始反向以減資調整公司財務至最佳狀態，同時也更普遍利用彌補虧損減資讓公司股票在市場上流通。

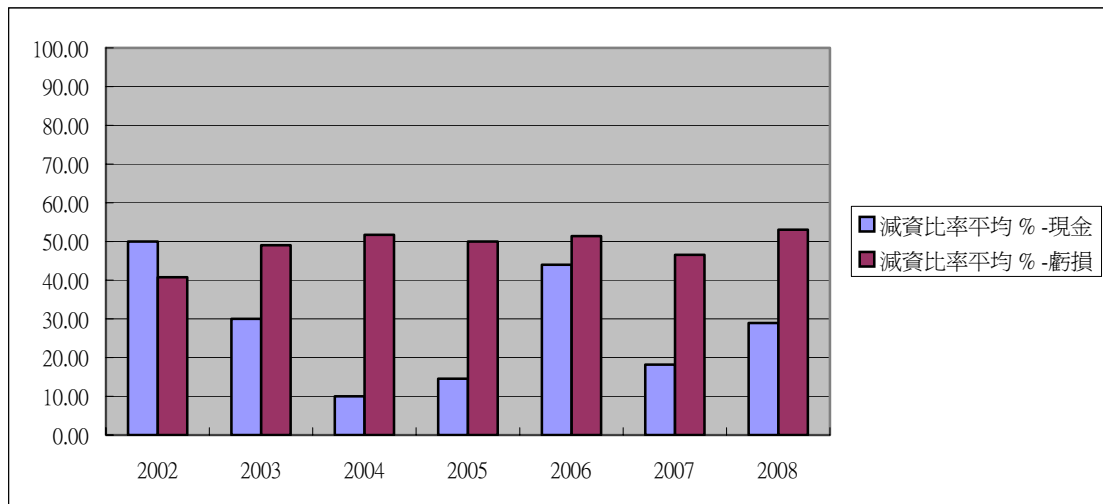


圖 5、現金減資與彌補虧損減資比率比較圖

透過減資比率來看各年度減資比率之間是否具有相關性，由圖 5 可看出現金減資比率分散在 10%-50% 之間，而彌補虧損減資幅度則落在 50% 上下區間。

進一步分析，現金減資宣告公司財務健全，加上減資目的『提升股東權益報酬率』並非維護股價之必要措施，故減資比率不定，端視公司營運及財務考量及現金水位高低。反觀彌補虧損減資公司有短期內提升淨值之必要性，前面提及證交法規定，公司淨值低於十元將取消其信用交易（融資融券），淨值低於五元為全額交割股，需使用現金交易。無法信用交易及使用現金交易二點造成投資人較不方便做股票買賣。故透過減資將淨值提升至 5 元或 10 元以上，能使公司股票在市場上維持正常交易。由此可知公司以此為目的實施減資時，淨值低於 5 元成為全額交割股的公司，或淨值介於 5-10 元欲避免成為全額交割股並同時恢復為可信用交易的公司，會一口氣打消一半股本讓淨值快速提升一倍至 5 元或 10 元以上。

4.2 現金減資與彌補虧損減資宣告效果

本研究使用事件研究法，以董事會宣告日為事件日，分別取後事件期 25 日、60 日以及 100 日三種時間長度之累積異常報酬，來驗證現金減資及彌補虧損減資宣告是否具有短中長期效果。

4.2.1 現金減資短期宣告效果

本節分析現金減資的短期宣告效果，以事件期為事件日前後各 25 日之累積異常報酬來驗證減資宣告短期效果，可得減資宣告時異常報酬及累積異常報酬如下。

表 15、現金減資異常報酬及累積異常報酬表

現金減資之異常報酬(AR)累積異常報酬(CAR)					
事件期	AR	CAR	事件期	AR	CAR
-25	0.00279	0.00279	0	0.00371	0.01836
-24	-0.00511	-0.00232	1	0.04314	0.04686 ***
-23	0.00038	-0.00194	2	0.00802	0.05487 **
-22	0.00080	-0.00114	3	-0.00143	0.05345
-21	0.00328	0.00214	4	-0.00534	0.04810
-20	0.00342	0.00556	5	-0.00247	0.04563
-19	0.00178	0.00734	6	-0.00647	0.03916 *
-18	0.00036	0.00770	7	0.00048	0.03964
-17	0.00618	0.01388 *	8	0.00141	0.04105
-16	-0.00132	0.01255	9	-0.00128	0.03977
-15	0.00428	0.01683	10	0.00291	0.04268
-14	-0.00198	0.01485	11	-0.00268	0.04000
-13	-0.00554	0.00931	12	0.00233	0.04233
-12	0.00181	0.01112	13	0.00076	0.04309
-11	0.00473	0.01584	14	0.00095	0.04404
-10	-0.00150	0.01434	15	-0.00372	0.04032
-9	0.00164	0.01598	16	0.00527	0.04559
-8	-0.00156	0.01442	17	-0.00130	0.04429
-7	-0.00434	0.01008	18	0.00703	0.05132 **
-6	0.00468	0.01476	19	-0.00450	0.04682
-5	-0.00021	0.01456	20	-0.00034	0.04647
-4	-0.00325	0.01131	21	-0.00173	0.04475
-3	0.00214	0.01345	22	0.00043	0.04518
-2	0.00184	0.01529	23	0.00293	0.04811
-1	-0.00065	0.01465	24	-0.00102	0.04709
			25	-0.00293	0.04416

註：*、**、***分別表示 t 統計量達 10%、5%以及 1%之顯著水準

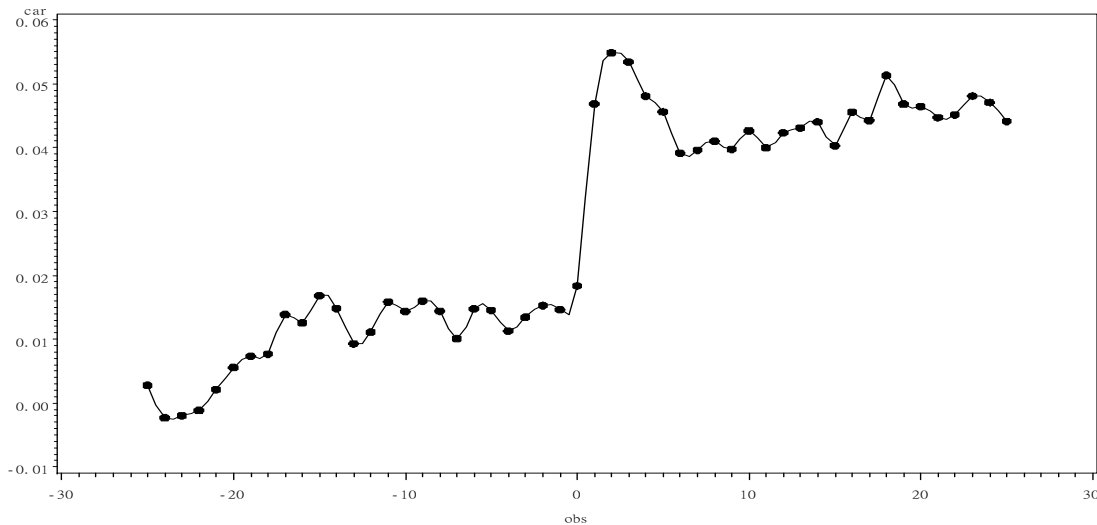


圖 6、現金減資累積異常報酬 25 日圖

由圖 6 得知現金減資在減資事件宣告日及之前，未有顯著累積異常報酬，而宣告日後立即有正向的累積異常報酬，尤以宣告日隔日時累積異常報酬到達最高，再逐漸向下直至第六日才逐漸平緩，但累積異常報酬仍比未宣告前佳，顯示出投資者對於現金減資公告有立即且正向反應，並有正向累積異常報酬。

對照表 15 可知減資宣告後隔日(+1)即有相當顯著的異常報酬，但僅維持二日(+1, +2)，接下來的時間(+3)累積異常報酬呈現正向反應但並不顯著，且異常報酬已由前二日的正向轉為負向，表示投資者對於減資宣告印象逐漸減弱。減資宣告所帶來的強力效果在五日後(+6)逐漸減弱，累積異常報酬趨緩，公司想利用減資宣告一口氣提升股價的效果在初期效果顯著但無法持久，但由於實施現金減資公司為體質穩健且帳上擁有大量現金，故累積異常報酬仍比宣告前高，並呈現穩定狀況，顯示投資人將減資宣告視為利多消息，減資後仍對公司正向支持。

4.2.2 彌補虧損減資短期宣告效果

本節分析彌補虧損減資的短期宣告效果，以事件期為事件日前後各 25 日之累積異常報酬來驗證減資宣告短期效果，可得彌補減資宣告時異常報酬及累積異常報酬如下。

表 16、彌補虧損減資減資異常報酬及累積異常報酬表

彌補虧損減資之異常報酬(AR)累積異常報酬(CAR)					
事件期	AR	CAR	事件期	AR	CAR
-25	-0.00208	-0.00208	0	-0.00704	-0.03034
-24	-0.00109	-0.00317	1	-0.01471	-0.04505 ***
-23	-0.00221	-0.00538	2	-0.01273	-0.05778 **
-22	0.00157	-0.00381	3	-0.01732	-0.07510 ***
-21	0.00211	-0.00170	4	-0.01069	-0.08579 *

-20	0.00552	0.00382	5	-0.01390	-0.09969 **
-19	-0.00146	0.00236	6	-0.01298	-0.11267 **
-18	-0.00274	-0.00038	7	-0.00506	-0.11773
-17	-0.00796	-0.00834	8	0.00356	-0.11417
-16	-0.00231	-0.01065	9	-0.00262	-0.11679
-15	0.00840	-0.00225	10	0.00365	-0.11314
-14	-0.00259	-0.00484	11	0.00734	-0.10580
-13	0.00113	-0.00371	12	0.00532	-0.10048
-12	-0.00103	-0.00474	13	-0.00286	-0.10334
-11	-0.00142	-0.00616	14	-0.00822	-0.11156
-10	-0.00556	-0.01172	15	-0.00791	-0.11947
-9	0.00513	-0.00659	16	0.00408	-0.11539
-8	-0.00057	-0.00716	17	0.00234	-0.11305
-7	0.00141	-0.00575	18	0.00395	-0.10910
-6	-0.00117	-0.00692	19	0.00201	-0.10709
-5	-0.00021	-0.00713	20	-0.00443	-0.11152
-4	0.00298	-0.00415	21	-0.00254	-0.11406
-3	-0.01124	-0.01539 **	22	0.00286	-0.11120
-2	-0.00756	-0.02295	23	0.00443	-0.10677
-1	-0.00035	-0.02330	24	-0.00740	-0.11417
			25	0.00412	-0.11005

註：*、**、***分別表示 t 統計量達 10%、5%以及 1%之顯著水準

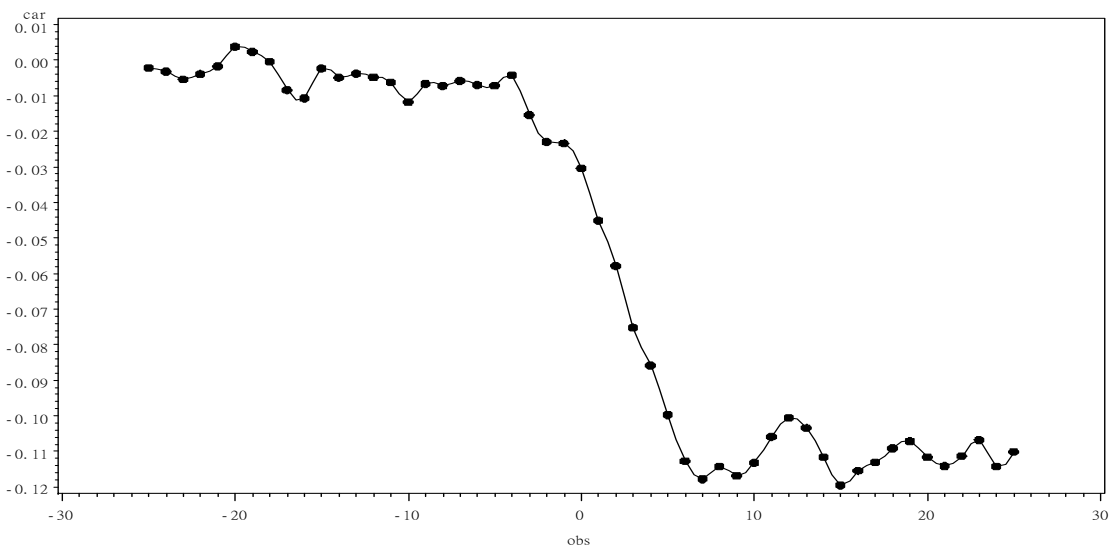


圖 7、彌補虧損減資累積異常報酬 25 日圖

由圖 7 可知彌補虧損減資在減資事件宣告日及之前，累積異常報酬無太大變化，但

宣告日隔日(+1)則立即產生負向累積異常報酬，往後持續向下累積直至第六日起逐漸減緩，但表現仍較減資宣告前差。

對照表 16，宣告日後六日(+1，+2，+3，+4，+5，+6)有顯著且負向異常報酬，顯示出投資者對於彌補虧損減資公告有立即且負向的反應，且持續長達六日。彌補虧損減資宣告效果強度夠且持續六日，但對提升股價完全沒有效果，顯示出投資大眾對於公司沒有信心，即使實施彌補虧損減資也無法拉抬買氣。減資事件過後(+7)累積異常報酬呈現負向但不顯著，表示投資者對於減資宣告印象逐漸減弱，減資所帶來的負向效果也逐漸減弱。由於彌補虧損減資公司多為經營能力差導致帳上有鉅額虧損，投資者普遍觀感不佳，即使減資宣告後(+7)投資者反應逐漸減弱，累積異常報酬仍低於宣告前。即使減資後淨值上升且帳上並無虧損，投資者也不視減資宣告為利多消息，負向累積異常報酬後續呈現穩定狀況，且無拉升至宣告前的跡像，顯示投資者對公司實施減資打消虧損抱持負面態度，後續未表支持。

4.2.3 現金減資及彌補虧損減資中長期宣告效果

本節探討減資的中長期效果，以事件期為事件日前 25 日及後 60 日及 100 日之累積異常報酬，進一步驗證減資宣告中長期效果。

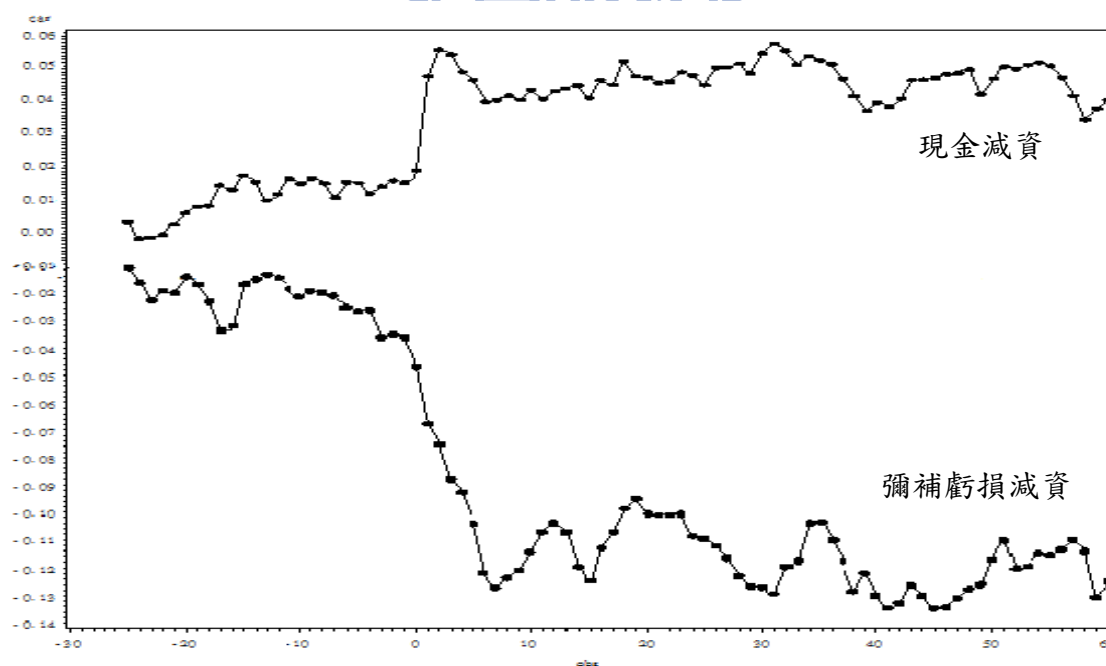


圖 8、現金減資及彌補虧損減資累積異常報酬 60 日圖

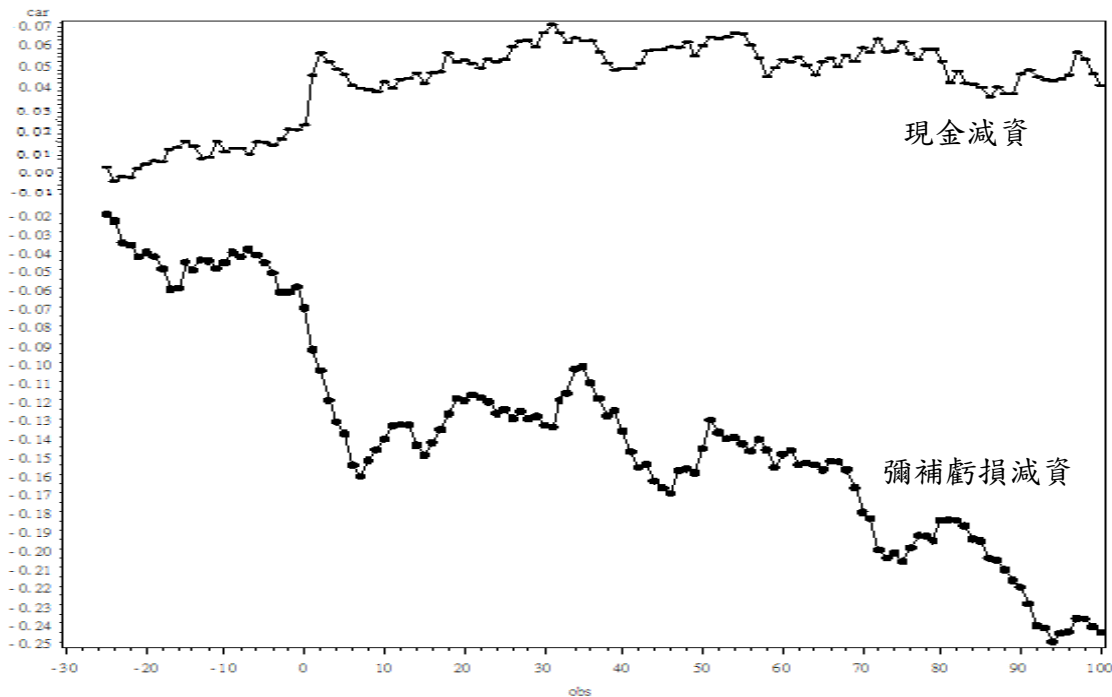


圖 9、現金減資及彌補虧損減資累積異常報酬 100 日圖

相較於上述時間較短的事後事件期 25 日，由表 15 及表 16 可知減資宣告並無長期顯著效果，但將後事件期拉長到 60 日及 100 日，可由中長期累積異常報酬的變化探討減資事件後投資者對減資公司後續經營狀況的反應。

由圖 8 及圖 9 可看出現金減資公司後續累積異常報酬變動差異不大，雖然減資宣告效果無法持續長久，但宣告後中長期累積異常報酬都較減資宣告前佳。由此可知公司透過減資宣告向投資大眾說明其利用資本結構調整以提高股東權益報酬率的作法，廣為投資者所接受，並且能往後都持續對公司抱持正向看法。

反觀彌補虧損減資，由圖 8 得知減資宣告後 60 日內異常報酬變化較小，但時間往後拉長至 100 日則可看出累積異常報酬有向下趨勢，顯示減資宣告暫時讓淨值回到正常交易水位但並無法累積正向異常報酬，宣告後累積異常報酬遠低於宣告前。彌補虧損減資是資產負債表上調整，對公司經營並無任何利害影響，先前也提及研究支持宣告庫藏股買回對股價有提升作用，即使買回庫藏股註銷可能會造成淨值降低，也不影響其正面宣告效果。由彌補虧損減資能提升公司淨值、打消負向保留盈餘，但減資宣告並無累積正向異常報酬看來，彌補虧損減資公司申請減資提升淨值的主要目的並不在拉抬股價，而在使股票在市場上維持正常交易，股票正常交易使市場更能立即反應實際情況，加上投資者認為減資後手中持股數減少，公司經營績效若未改善會導致股價再度下跌，以及減資後低價引入私募圖利特定人士等行為是對小股東變相剝削，長期下來導致累積異常報酬每況愈下。減資雖能使帳上累積虧損消失，但並不能使公司起死回生，體質及經營績效有效改善並累積盈餘才是解決之道。

4.3 明基(佳世達)減資探討

由上一章節可知，減資彌補虧損在事件日之後呈現負向累積異常報酬，與市場上認為需要透過減資來彌補虧損表示公司體質不良，即使減資後續也不再有好表現相符。減資不是股價靈藥，即使現金減資及彌補虧損減資在統計上呈現正向或負向異常報酬，但各家公司是否同向變化卻是未定。

本文以明基減資(減資後改名佳世達)為例，就其宣告減資做一簡單的介紹及討論。明基於2005/10/01透過投資西門子手機事業部擴展海外手機市場占有率，宣布購併時西門子股價上漲但明基股價由35元一路跌至17元，雖媒體廣泛討論讚揚此件購併案，但仍舊與市場上普遍存在的被併公司股價上揚但購併公司股價下跌相符。西門子投資案一路虧損，直至隔年09/28下午六時召開記者會正式停止此案。七個月後2007/04/25明基以『為健全財務結構及配合公司未來營運發展需要，擬辦理彌補虧損減資』為由，宣布減資彌補明基—西門子手機部門巨大財務虧損，減資金額高達新台幣10,259,520,050元，減資比率40%，減資後每股淨值擬由新台幣6.90元提升為新台幣11.49元。

比較明基在投入西門子手機事業部門前(2004)，投入年度(2005-2006)以及結束投資年度(2007)年底公布的財務報表資訊，可看出投資前後對明基資本結構改變如下。

表 17、明基投資西門子手機事業部年度財務報表

會計科目	2005/12/31		2006/12/31	
	金額	%	金額	%
單位:百萬元				
銷貨收入淨額	124,407	100.00	130,255	100.00
營業毛利(毛損)	6,606	5.31	3,544	2.72
權益法認列之投資收益	0	0	0	0
權益法認列之投資損失	5,515	4.43	29,290	22.48
本期淨利(淨損)	-5,226	-4.20	-27,611	-21.19
普通股每股盈餘(元)	-2.12	0	-17.97	0

表 18、明基投資西門子手機事業部前後年度財務報表

會計科目	2004/12/31		2007/12/31	
	金額	%	金額	%
單位:百萬元				
銷貨收入淨額	147,770	100.00	122,253	100.00
營業毛利(毛損)	11,698	7.91	2,140	1.75
權益法認列之投資收益	3,564	2.41	6,505	5.32
採權益法認列之投資損失	0	0	0	0
本期淨利(淨損)	7,619	5.15	4,772	3.90
普通股每股盈餘(元)	3.1	0	3.11	0

由上表得知，明基在投入西門子手機事業部年度時，年底均出現龐大投資損失，2005

年至 2006 年投資損失由 55 億大幅增加至 293 億元，損失占年度營收比率由 4.43% 提高至 22.48%，虧損大幅侵蝕毛利，使得前後二個年度為本期淨損，每股盈餘為負。明基投資西門子手機事業部門時，西門子除了讓予明基品牌及專利外，另會支付補助款，卻仍讓明基在投資時期產生巨大虧損，顯示出西門子手機事業部門投資案對明基財務上之強力衝擊。相對於投資年度的鉅額虧損，投入西門子手機事業部前後年度都只有投資收益沒有投資損失，2007 年宣告停止投資後，雖然毛利及淨利表現不如投資前，但已由前二年度的本期淨損增加為本期淨利，每股盈餘回復至 3.11 元。由前後財務數字得知，明基鉅額虧損的確來自投資西門子手機事業部一案，在投資前財務狀況穩定，在解除投資後財務也恢復至原先狀況，其減資並非因長期營運績效不彰而導致累積虧損逐年擴大，而是在於某件特定投資案。

4.3.1 減資相關日期股價變化

比較董事會決議日、股東臨時會日期、主管機關核准日、資本變更登記日，等與各與減資相關日期間前後五日收盤價，探討投資者對減資事件的變化。

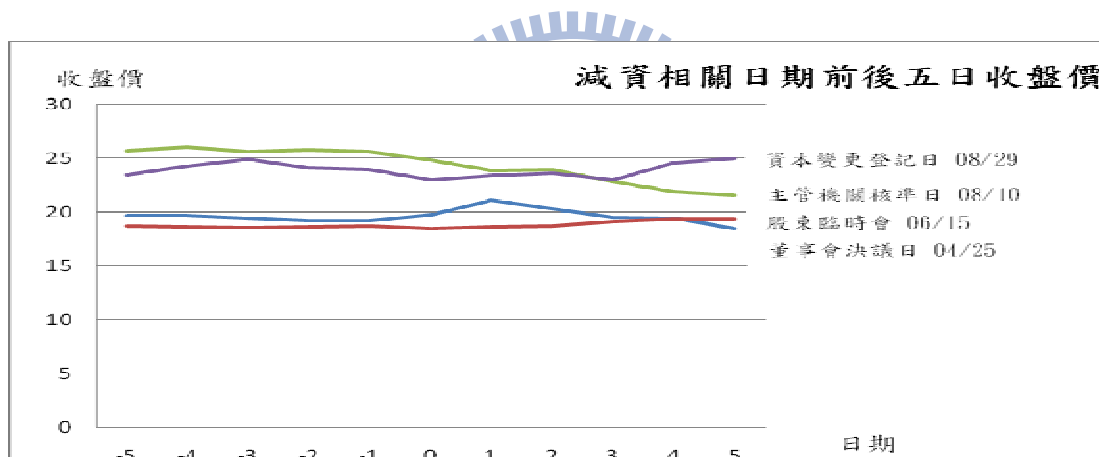


圖 10、明基減資相關日期前後五日收盤價變化圖

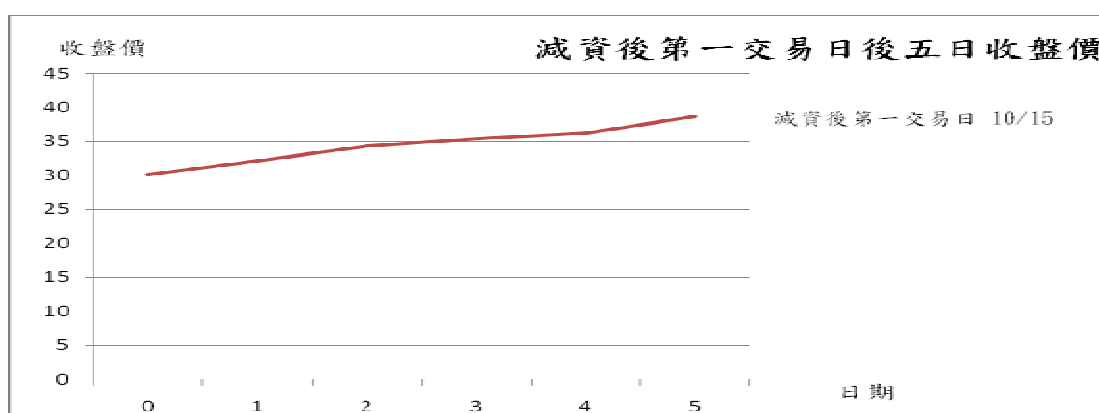


圖 11、明基減資後第一交易日收盤價變化圖

由圖 10 可知與減資相關的各日期，不論是董事會決議日、股東臨時會、主管機關

核准減資日以及資本變更登記日等，股價雖有起伏但均無太大的變化。但由日期順序上看來，與四月時召開決定減資的董事會相比較，宣布減資後四個月的主管機關核准日與資本變更登記日股價明顯都較高，而減資後明基改名為佳世達，股價從減資後重新掛牌上市第一交易日起一路向上，並未發生投資者普遍擔心減資實施後股價跌回原點的狀況，顯示明基減資宣告時投資者對此抱持懷疑態度，但後續轉向支持。

4.3.2 以董事會為宣告日之累積異常報酬

由減資相關日期股價變化得知彌補虧損減資宣告對明基股價沒有太大助益，但在減資後以佳世達為名重新上市後股價卻有上升趨勢，表示投資者對減資後的公司有所期待。本文進一步採取以減資宣告日為事件日或者以減資後重新上市日為事件日做比較，將事件後是否產生異常報酬，以及會產生正向或負向異常報酬，來探討減資事件對於投資者的影響。

表 19、以董事會宣告日為事件日之異常報酬表

以董事會宣告日為事件日之異常報酬(AR)累積異常報酬(CAR)					
事件期	AR	CAR	事件期	AR	CAR
-25	-0.05829	-0.05829 ***	0	0.03924	-0.05739 *
-24	-0.02146	-0.07975	1	0.07119	0.01380 ***
-23	-0.03190	-0.11165	2	-0.02614	-0.01234
-22	-0.03996	-0.15161	3	-0.02817	-0.04051
-21	-0.00314	-0.15475	4	-0.00420	-0.04471
-20	0.07603	-0.07872	5	-0.04697	-0.09168 ***
-19	-0.02268	-0.10140	6	0.00128	-0.09040
-18	-0.00084	-0.10224	7	-0.01526	-0.10566
-17	0.02183	-0.08041	8	0.01414	-0.09152
-16	-0.01561	-0.09602	9	0.00081	-0.09071
-15	0.01625	-0.07977	10	0.01818	-0.07253
-14	-0.01372	-0.09349	11	-0.00014	-0.07267
-13	-0.01498	-0.10847	12	0.00351	-0.06916
-12	0.01606	-0.09241	13	0.01070	-0.05846
-11	-0.00896	-0.10137	14	-0.00660	-0.06506
-10	-0.00314	-0.10451	15	-0.00316	-0.06822
-9	-0.01038	-0.11489	16	0.00393	-0.06429
-8	0.00558	-0.10931	17	-0.00668	-0.07097
-7	0.03121	-0.07810	18	0.03826	-0.03271 *
-6	-0.01229	-0.09039	19	-0.03634	-0.06905 *
-5	0.00938	-0.08101	20	0.00824	-0.06081

-4	0.01853	-0.06248	21	0.01070	-0.05011
-3	-0.01560	-0.07808	22	-0.00428	-0.05439
-2	-0.01740	-0.09548	23	-0.00387	-0.05826
-1	-0.00115	-0.09663	24	0.00374	-0.05452
			25	0.00372	-0.05080

註：*、**、***分別表示t統計量達10%、5%以及1%之顯著水準

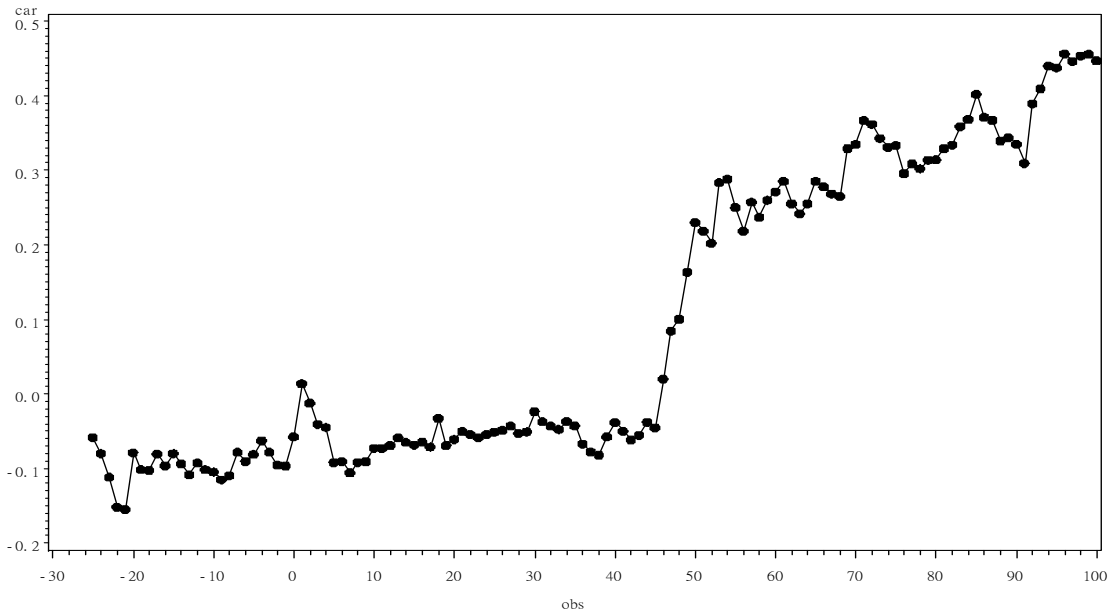


圖 12、以董事會宣告日為事件日之累積異常報酬圖

由累積異常報酬圖表可看出，彌補虧損減資的宣告對於明基的影響，在宣告日當日(+0)及隔日(+1)有顯著且正向異常報酬，後續(+2)則開始累積負向異常報酬，表示減資宣告對明基對股價提升只有短暫效果，投資者在減資宣告後即出清手中持股，異常報酬在第五日時顯著同時趨緩，顯示明基減資宣告效果至此已告一段落。將時間拉長來看可發現後期累積異常報酬忽然轉正且持續向上，此時為2007年07月初期，明基即將公告改名為佳世達，並準備出售內湖區明湖大樓及基湖大樓以支付實際虧損並增加流動資金。另外，明基減資相關公告在公告日當日或提前即產生反應，可能與明基投資西門子一案為媒體關注焦點，各大重要公告前新聞即大篇幅推測報導有關。

4.3.3 以重新掛牌日為事件日之累積異常報酬

2007/10/12 減資換股結束重新掛牌上市後，明基正式更名為佳世達，以此減資後重新掛牌上市日為事件日，異常報酬及累積異常報酬的變化如下表所示。

表 20、以減資後重新掛牌日為事件日之異常報酬表

以減資後重新上市日為事件日之異常報酬(AR)累積異常報酬(CAR)					
事件期	AR	CAR	事件期	AR	CAR
-25	0.01763	0.01763	0	0.06898	0.18139 ***
-24	0.03067	0.04830	1	0.06287	0.24426 **
-23	-0.00476	0.04354	2	0.07399	0.31825 ***
-22	0.01508	0.05862	3	0.02627	0.34452
-21	-0.01118	0.04744	4	0.02425	0.36877
-20	0.00561	0.05305	5	0.09415	0.46292 ***
-19	-0.00155	0.05150	6	-0.02526	0.43766
-18	-0.00921	0.04229	7	-0.04834	0.38932
-17	-0.00363	0.03866	8	0.04776	0.43708 *
-16	-0.01355	0.02511	9	0.00253	0.43961
-15	-0.01359	0.01152	10	-0.01769	0.42192
-14	-0.01091	0.00061	11	0.07517	0.49709 ***
-13	0.02651	0.02712	12	0.02562	0.52271
-12	-0.01086	0.01626	13	-0.03212	0.49059
-11	-0.01049	0.00577	14	-0.01429	0.47630
-10	0.06417	0.06994 **	15	0.05544	0.53174 **
-9	0.03377	0.10371	16	-0.01085	0.52089
-8	-0.01145	0.09226	17	-0.03628	0.48461
-7	-0.00591	0.08635	18	-0.03313	0.45148
-6	0.00793	0.09428	19	-0.00977	0.44171
-5	0.00222	0.09650	20	-0.03735	0.40436
-4	-0.00806	0.08844	21	0.01763	0.42199
-3	0.00838	0.09682	22	0.04837	0.47036
-2	-0.00413	0.09269	23	-0.02422	0.44614
-1	0.01972	0.11241	24	0.01665	0.46279
			25	0.02810	0.49089

註：*、**、***分別表示 t 統計量達 10%、5%以及 1%之顯著水準

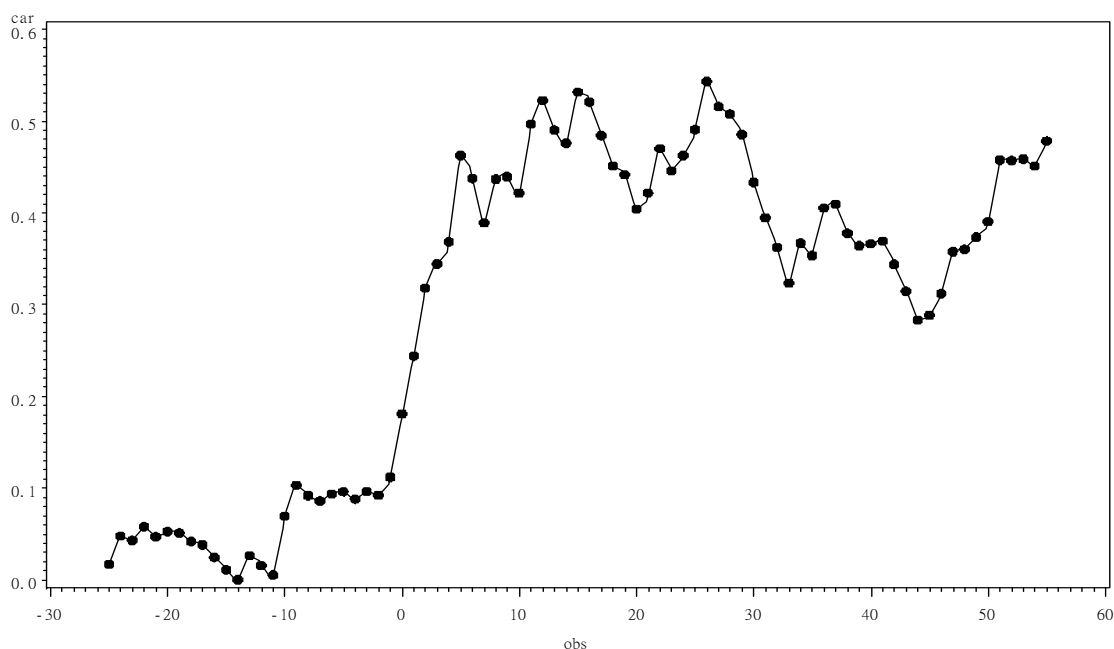


圖 13、以減資後重新掛牌日為事件日之累積異常報酬圖

由累積異常報酬圖表可得知，在更名上市後的當日即有顯著且正向的異常報酬，並且持續數日(+0, +1, +2, +5)，而後累積異常報酬持續向上，至當年度結束為止均呈現正向累積異常報酬，且異常報酬優於減資實施前。顯示投資者對於明基以自身能力解決當初為了合併西門子而造成的虧損的方法持正面看法，故雖為彌補虧損減資，但減資換股正式啟動時仍有正向累積異常報酬。

比較以減資宣告日及以重新掛牌日為事件日二者差異，明基在減資宣告時有二日(+0, +1)正向異常報酬，優於一般彌補虧損減資公司宣告後即累積負向異常報酬並每況愈下的情況，但明基減資宣告效果隨即(+2)轉往累積負向異常報酬，減資宣告後第五日起恢復至宣告前相同水準之累積異常報酬，顯示減資宣告對股價提升沒有持續作用，同時也可能因為投資者在長期虧損後極欲出清手中持股，減資宣告成為出清持股時機。減資後重新掛牌日當日(+0)即往上累積正向累積異常報酬，一直至當年年底異常報酬都優於重新掛牌日前，顯示投資者對減資抱持正向看法。

先前提及投資者對彌補虧損減資公司抱持負向看法，並因對公司經營績效有所顧慮，故往後累積負向異常報酬。就財務報表上看來，明基體質健康且財務制度完整卻因投資失利而採取彌補虧損減資，當減資彌補虧損將產生虧損主因（投資西門子手機事業部）解除後，即開始累積正向異常報酬，顯示投資大眾在減資宣告及實際減資後，更在乎公司本身經營狀況，減資宣告只是短時間刺激股價的手段。

五、結論與建議

5.1 結論

本文先前提出三項假說，經過實證研究驗證後，假說一『現金減資的宣告，會產生異常報酬。』成立，現金減資宣告後立即產生二日(+1, +2)顯著且正向異常報酬，累積異常報酬五日後(+6)逐漸減緩。假說二『彌補虧損減資的宣告，會產生異常報酬。』成立，彌補虧損減資的宣告，會產生六日(+1, +2, +3, +4, +5, +6)顯著且負向異常報酬，累積異常報酬六日後(+7)逐漸減緩。假說三『減資宣告對異常報酬有立即性且長遠的影響。』不成立，減資宣告對異常報酬在宣告日隔日立即有強力影響，但並不持久，現金減資宣告僅能維持二日顯著正向異常報酬；而彌補虧損減資宣告能維持六日顯著負向異常報酬。往後現金減資累積比宣告日前更大的正向異常報酬；彌補虧損減資累積比宣告日前更大的負向異常報酬，但均不顯著，表示公司透過減資宣告影響股價效果極短，投資者仍會就公司體質、營運狀況、事業前景、財務穩健...等各項因素判斷是否投資。

更進一步分析，現金減資在減資事件宣告日及之前未有顯著異常報酬，而宣告日後第一日(異常報酬 0.04314, 顯著水準 1%)及第二日(異常報酬 0.00802, 顯著水準 5%)，分別有顯著且正向累積異常報酬。表示投資人對減資宣告有正向反應，但反應並不持續，公司並不能由減資來達成長期拉抬股價，僅能在短期內刺激股價。另現金減資宣告後中長期持續保有優於宣告前正向累積異常報酬原因在於，宣告現金減資公司體質佳經營績效好，故中長期表現比減資宣告前佳。

彌補虧損減資宣告後產生負向累積異常報酬，投資人對減資宣告有負向反應，其異常報酬分別為一日(異常報酬-0.01471, 顯著水準 1%)、二日(異常報酬-0.01273, 顯著水準 5%)、三日(異常報酬-0.01732, 顯著水準 1%)、四日(異常報酬-0.01069, 顯著水準 10%)、五日(異常報酬-0.01390, 顯著水準 5%)、六日(異常報酬-0.01298, 顯著水準 5%)。減資宣告反應較現金減資宣告強，但累積異常報酬方面表現不佳，在董事會宣布減資後對提升股價完全沒有效果，顯示出投資大眾對於公司沒有信心，即使實施彌補虧損減資也無法拉回買氣。另宣告彌補虧損減資公司因長期虧損營運績效差，投資人對往後營運績效有所顧慮，中長期表現每況愈下，比減資宣告前更差。故彌補虧損減資公司提高淨值並不能拉抬股價，但能使股票在市場上維持正常交易。

本研究以明基為例深入探討彌補虧損減資是否投資者對其均產生負向反應。明基投資西門子手機事業部時一度成為大眾焦點，媒體以『小蝦米吞大鯨魚』來形容此案，同時也代表購併案失敗等同鉅額虧損。購併案失敗後，明基首先以減資宣告來彌補帳上損失，由統計數值看來，明基優於一般彌補虧損減資公司，在宣告日(+0, 異常報酬 0.03924, 顯著水準 10%)及隔日(+1, 異常報酬 0.07119, 顯著水準 1%)產生正常異常報酬，顯示出投資者對明基以減資正面支持，但可能因持股虧損過久一有正向報酬立即出清手中持股，使得後續幾日(+2)即開始累積負向異常報酬，第五日起累積異常報酬降為與宣告前之情況。市場上小股東普遍不支持減資後低價私募，明基未召集私募而以出售資產解決虧損狀況表現，由宣告出售資產清償負債時股價上揚且快速累積正向異常報

酬，以及減資更名重新掛牌後連續三日(+0，異常報酬 0.06898，顯著水準 1%；+1，異常報酬 0.06287，顯著水準 5%；+2，異常報酬 0.07399，顯著水準 1%)顯著且正向異常報酬得知，投資者對明基減資表達支持態度。

綜上所述，現金減資宣告會產生正向累積異常報酬，中長期表現較之前佳，彌補虧損減資宣告會產生負向累積異常報酬，中長期表現較之前差。加入單獨公司減資前後財務報告及異常報酬研究可知，減資宣告理由雖然大同小異，但理由之外投資者更在乎公司經營狀況，究竟是長期經營不力導致虧損逐年擴大或是單獨事件影響本期損益，減資是否能解決造成虧損的原因，則成為投資者關注焦點，否則減資宣告只是短時間刺激股價上揚的手段，無法獲得正向累積異常報酬，更會影響投資者對減資公司的後續觀感，唯有經營績效及財務健全才是減資後公司股價能否長期維持的關鍵因素。

5.2 研究建議

由於至晶華酒店首開現金減資先例至 2008 年止，現金減資公司樣本數僅有 32 家，彌補虧損減資公司也僅有 53 家，本研究在資料不全的情況下會將樣本剔除，中長期研究結果樣本數因此更加減少，另外，少數公司曾實施一次以上減資，本研究裡並未區分。未來實施減資公司數增加，更能充實減資研究數據，獲得更精確的結果。

明基個案裡顯示出並非所有公司都會在彌補虧損減資中失敗，若後續研究能以影響減資成功與否的可能因素提出探討，能使投資者深入了解減資對股價的影響及變化。



參考文獻

中文文獻

1. 毛治文，「內部關係人持股比率及其變動與上市公司購回庫藏股之關連性研究」，中國文化大學，會計研究所碩士論文，民國 88 年。
2. 李國榮，呂素蓮，張舜迪，「台灣證券市場減資效應分析」，台灣金融財務季刊，第十輯第三期，民國 98 年。
3. 李俊億，「影響企業減資效應之因素探討—以彌補虧損為例」，義守大學，管理研究所碩士論文，民國 96 年。
4. 吳明政，謝依婷，「庫藏股買回效果之再探討-以細分所有上市上櫃公司各分類購面之實證研究」，臺灣銀行季刊，第五十八卷第三期，民國 96 年。
5. 林俐榕，「返還股東股款之減資方式研究」，國立交通大學，管理學院碩士在職專班財務金融組碩士論文，民國 97 年。
6. 柯國華，「企業成長策略研究—以明基集團為例」，國立中山大學，企業管理學系碩士論文，民國 95 年。
7. 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，高階管理碩士在職專班碩士論文，民國 95 年。
8. 莊宗勳，「台灣上市公司現金減資與現金股利、庫藏股政策之實證研究」，國立中央大學，財務金融系碩士在職專班，碩士論文，民國 96 年。
9. 彭台英，「台灣股票市場減資除權行情之實證研究」，淡江大學，會計研究所碩士論文，民國 93 年。
10. 楊芳瑜，「公司減資返還股款之研究」，國立台灣大學，會計研究所碩士論文，民國 96 年。
11. 鍾惠民等編著，財金計量-第九章事件研究法。雙葉書廊有限公司，民國 96 年。
12. 羅欣怡，「跨國購併品牌策略對競爭優勢之影響—以明基電通購併西門子手機部門為例」，東吳大學，企業管理學系碩士論文，民國 96 年。

英文文獻

1. Dann, L. Y. "Common stock repurchases : An analysis of returns to stockholders and bondholders", Journal of Financial Economics, Vol.9, No.2, pp.113-138, 1981.
2. Fama, E.F., and French, K.R. "Value versus Growth : The international evidence", Journal of Financial, Vol.53, No.6, pp.1975-1999, 1998.
3. Grullon, G., and Michaely, R. "The information content of share repurchase programs", Journal of Financial, Vol.59, No2, pp.651-680, 2004.
4. Ikenberry, D., Lakonishok, J., and Vermaelen. T. "Market underreaction to open market share repurchases", Journal of Financial Economics, Vol.39, pp.181-208, 1995.
5. Lakonishok, J., and Vermaelen T. "Anomalous price behavior around repurchasetender

- offers”, Journal of Financial, Vol.45, No.2, pp.455-477, , 1990.
6. Paugh, W., and Jahera, J.S. Jr. “Stock repurchases and excess returns:An empirical examination”, The Financial Review, Vol.25, pp.127-142, 1990.
 7. Patell, J. “Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical test”, Journal of Accounting Research, Vol.14, pp. 246–276, 1976.
 8. Vermaelen, T. “Common stock repurchases and market signaling: An empirical study” Journal of Financial Economics , Vol.9, No.2, pp.139-153, 1981.
 9. Zibart D.A. “Control of Beta reliability in Studies of Abnormal Return Magnitude: A Methodological Note”, Journal of Accounting Research, Vol. 23, pp. 920-926, 1985.



附錄

減資相關法令

1.依公司法規定之減資（減資彌補虧損與減資退還股東現金）：

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。

公司法第 168 條之一

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，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。

2.依證交法規定之減資（購入自家公司庫藏股註銷）：

證交法第 28 條之二，股份之買回

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：

轉讓股份予員工。

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。

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。

3.其它相關法令：

公司法第 167-1 條

公司除法律另有規定者外，得經董事會以董事三分之二以上之出席及出席董事過半數同意之決議，於不超過該公司已發行股份總數百分之五之範圍內，收買其股份；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加已實現之資本公積之金額。

前項公司收買之股份，應於三年內轉讓於員工，屆期未轉讓者，視為公司未發行股份，並為變更登記。公司依第一項規定收買之股份，不得享有股東權利。

臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 67-1 條

上市公司辦理減資換發新股票作業，其減資後股票上市買賣開始日之升降幅度，以換發新股票前最後交易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。但因進行分割而併案申辦分割及減資換發新股作業者，其減資後股票上市買賣開始日之升降幅度，以換發新股票前最後交易日收盤價格為計算之基準。

前項如有以現金退還股東股款者，其減資後股票上市買賣開始日之升降幅度，以換發新股票前最後交易日收盤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準。

臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 49 條

上市公司有下列情事之一者，本公司對其上市之有價證券得列為變更交易方法有價證券：

一、其依證券交易法第三十六條規定公告並申報之最近期個別財務報告，顯示淨值已低於財務報告所列示股本二分之一者。