

南華大學管理學院財務金融學系財務管理碩士班

碩士論文

Master Program in Financial Management

Department of Finance

College of Management

Nanhua University

Master Thesis

減資宣告效果的再檢視

The Re-examination of the Announcement Effects of
Capital Reduction

蔡宗祐

Tsung-Yu Tsai

指導教授：吳依正 博士

Advisor: Yi-Chen Wu, Ph.D.

中華民國 108 年 6 月

June 2019

南 華 大 學

財務金融學系財務管理碩士班

碩 士 學 位 論 文

減資宣告效果的再檢視

THE RE-EXAMINATION OF THE ANNOUNCEMENT
EFFECTS OF CAPITAL REDUCTION

研究生：蔡宗在

經考試合格特此證明

口試委員：吳依正

羅建水
廖永強

指導教授：吳依正

系主任(所長)：廖永強

口試日期：中華民國 108 年 6 月 14 日

論文題目：減資宣告效果的再檢視

研究生：蔡宗祐

指導教授：吳依正 博士

中文摘要

過去的研究大部份所探討的都是減資事件對市場的影響，顯少研究是以投資人的角度來分析”減資”事件的影響。本研究以 2000 年 1 月 1 日起，至 2018 年 12 月 31 日之間，統計我國進行減資(彌補虧損減資、現金減資及庫藏股減資)的上市(櫃)公司資料，探討彌補虧損減資、現金減資與庫藏股減資等三種減資之市場宣告效果。研究結果顯示：彌補虧損減資於事件宣告會造成顯著負向異常報酬，從宣告日前一日至宣告日後一日則會產生事件中最大負向累積異常報酬。現金減資的事件宣告會造成顯著正向異常報酬，宣告日前一日股價亦有提早反應的情形。庫藏股減資於事件宣告會造成顯著正向異常報酬。

關鍵詞：彌補虧損減資、現金減資、庫藏股減資、異常報酬

Title of Thesis : The Re-examination of the Announcement Effects of Capital Reduction

Name of Institute: Master Program in Financial Management, Department of Finance, Nanhua University

Graduate date: June 2019

Degree Conferred: M.S.

Name of student: Tsung-Yu Tsai

Advisor: Yi-Chen Wu Ph.D.

Abstract

Most of the researches in the past dealt with the influence of capital reduction on the market; rarely did they attempt to analyze such an influence from the perspective of investors. This study aims to investigate the different announcement effects on the market of capital reduction for cover accumulated deficits, cash refund capital reduction, and capital reduction by stock repurchases respectively. The empirical results are as follows. First, the capital reduction for cover accumulated deficits will lead to a remarkable negative abnormal return, and its maximum negative abnormal return takes place from the day before to the day after the announcement. Second, the cash refund capital reduction will lead to a remarkable positive abnormal return, and the stock prices tend to react to it as early as the day before its announcement. Last but not the least, the capital reduction by stock repurchases will also cause a remarkable positive abnormal return on the day of its announcement.

Keywords: capital reduction for cover accumulated deficits, cash refund capital reduction, capital reduction by stock repurchases, and abnormal return

目錄

中文摘要.....	i
Abstract.....	ii
目錄.....	iii
表目錄.....	iv
圖目錄.....	v
第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究目的.....	2
第三節 研究架構.....	3
第二章 文獻探討.....	4
第一節 減資的法規與定義.....	4
第二節 企業減資宣告的相關研究.....	15
第三節 資訊內涵的相關文獻.....	16
第四節 文獻評論.....	18
第三章 資料及研究方法與研究假說.....	19
第一節 樣本蒐集與資料分析.....	19
第二節 研究假說.....	22
第三節 實證分析方法.....	23
第四章 實證結果與分析.....	26
第五章 結論.....	35
參考文獻.....	36
中文部份.....	36
英文部份.....	38

表目錄

表 1 1999 年至 2018 年上市(櫃)公司減資資本變動統計表.....	20
表 2 2000~2018 年企業宣告減資樣本統計	21
表 3 彌補虧損減資之異常報酬統計表.....	27
表 4 彌補虧損減資宣告事件窗期之 CAR.....	28
表 5 現金減資之異常報酬統計表.....	31
表 6 現金減資宣告事件窗期之 CAR.....	31
表 7 庫藏股減資之異常報酬統計表.....	33
表 8 庫藏股減資宣告事件窗期之 CAR.....	34
表 9 減資宣告影響彙總表.....	34



圖目錄

圖 1 本文研究流程圖.....	3
圖 2 公司減資流程圖.....	5
圖 3 彌補虧損減資宣告平均異常報酬率 SAR.....	28
圖 4 彌補虧損減資宣告平均累積異常報酬率 SCAR.....	28
圖 5 彌補虧損減資宣告 120 事件期之平均異常報酬率 SAR.....	28
圖 6 彌補虧損減資宣告 120 事件期之平均累積異常報酬率 SCAR.....	29
圖 7 現金減資宣告平均異常報酬率 SAR.....	30
圖 8 現金減資宣告平均異常報酬率 SCAR.....	30
圖 9 庫藏股減資宣告平均異常報酬率 SAR.....	32
圖 10 庫藏股減資宣告平均異常報酬率 SCAR.....	33

第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

107年5月11日，鴻海發表重大訊息說明會，鴻海董事會決議辦理自上市以來的首次現金減資案，擬辦理現金減資新台幣約346.57億元，消除股份34.65億股，預期減資比例達20%，每千股減少約200股，減資後股本約1386.29億元，每股退還股東現金2元。

該消息引起投資市場上一片熱議，鴻海是台灣名列前茅的績優股公司，公司版圖位於世界各地，董事長郭台銘也是世界知名的企業家，因此當鴻海公司宣布減資時，各方皆給予合理的且正面的解讀，但隨著時間經過，市場上則開始有不同的解讀，同一個事件，卻有正反二面不同的解讀分析，減資對企業而言，是利多還是利空呢？

鴻海減資一事，究竟是正面訊息？還是負面訊息呢？有分析師指出，鴻海減資的決定是一項利多的消息，對股東的稅負有立即的影響，退還減資股本的第一個效應是稅，因為退還的股本是屬於投資資金退還，故不需繳稅。對於股價具有激勵作用，果然在減資的消息宣布之後，鴻海股價止跌反彈，原本持續賣超的外資馬上就反手轉賣為買，累計7個營業日已買超46449張鴻海股票。也有分析師認為，鴻海這個舉動同時也反映出企業目前資金氾濫的現象，鴻海釋出將近700億元資金，對資本市場應該具有加分作用。

減資也可以提高股東權益報酬率，因為減資後會降低股本，故在相同的獲利條件下可拉高每股盈餘的表現，短期內的營運績效好轉。不過，減資代表公司用不到手上的資金，鴻海啟動成立以來首次減資，是否代表未來成長動能趨

緩？相對於利多方對於鴻海減資的正向解讀，市場上有另一派不同聲音的利空方分析，認為鴻海此舉已代表其公司本業成長性已到達極限。此次的減資案乃屬短多長空的現象，台灣的資本市場應該要有警覺。

面對如此混亂的訊息，讓許多的投資人感到迷惘，減資？什麼是減資？對於投資人的權益是否有影響？怎麼有人持正面的看法？卻也有人持負面的評價？減資所包含的義意到底是什麼？投資人到底要如何看待企業的減資？投資人應該採取何種措施因應，該持續持有該股票或者該提早退場避免損失？

減資其實並不是新的企業財務操作手法，過去已有許多的文獻，皆有對各種型式的減資對市場的影響做過相關的研究(黃劭彥、鐘宇軒、邱安安、許景翔，2011；王若蓮、熊杏華、林孟慧，2017)，本研究將把樣本資料的時間軸從 2000 年取至 2018 年以較長的時間及較完備的資料，來分析公司進行減資對投資人的影響。目前市場上的減資型態有三種，分別是彌補虧損減資、現金減資及庫藏股減資，但各種型式的減資，皆各有正反向影響的分析解讀，過去的研究大部份所探討的都是減資事件對投資市場的影響，顯少研究是以投資人的角度來分析減資事件的影響。當一個減資事件的發生，其短期影響，對投資人而言，事件的累積報酬有多少？減資事件如屬正面訊息，那其正面異常報酬的程度；反之如是負面訊息，那其負面異常報酬程度？這些訊息都是和投資人息息相關，也是本研究感興趣及欲探討的方向。國內對於減資的研究，大部份都以單一型態研究，或以二種型態減資比較之研究，但顯少有對目前國內的三種主要型態減資綜合分析，故本文將綜合討論三種減資事件分別的市場效果。

第二節 研究目的

相信有不少投資人都對於企業減資的概念相當模糊，對於投資標的未來的影響是正面還是負面？當企業宣布減資後投資人應該是搶進、觀望還是迴避？企業

減資的原因能代表公司財務狀況不好嗎？企業減資對於股價的有什麼的影響？

有些股價後續應聲喊漲，有些則是持續放空，這又是為什麼呢？

本研究將以投資人的角度來解讀減資事件的影響，以投資人而言，減資事件的發生，會造成損失或者獲利？其影響週期會有多長？該施以何種的投資策略？減資事件的發生，是否確實會引起市場上的注意及反應，進而產生持續的異常報酬？

故本研究目的將分成以下 3 個方向

1. 將減資分類，分別探討宣告事件對市場的反應。
2. 檢視”減資”事件是否具有資訊內涵效應。
3. 投資人針對公司不同減資方式採取的投資策略。

第三節 研究架構

本文共分成五個章節，第一章為緒論，說明研究動機與目的，第二章為文獻探討，說明減資類型程序及相關法規、資訊內涵假說的相關文獻；第三章為資料及研究方法與研究假說，第四章為實證結果分析，第五章為結論，圖 1 為本文研究流程示意圖。



圖 1 本文研究流程圖

第二章 文獻探討

第一節 減資的法規與定義

所謂減資，是公司收回流通在外的股份，降低公司資本額，以達到財務調整之目的。當企業經營達一定規模時，企業的成長速度到達極限後，將面臨成長速度減緩或者是股本膨脹過大，以致於每股盈餘、股東權益報酬率降低；又或者企業因經營不善、產業環境不佳導致公司虧損，此時企業最有可能採取的作法，就是減資。

企業會減資的理由有下列幾種：

1. 公司因長年經營不理想，以致每股淨值在 10 元以下將被取消股票信用交易，或及在 5 元以下將被列入全額交割股之危機，使得市場投資人交易意願低，公司內部管理階層為改善投資人意願，即可藉由減資提高每股盈餘、每股淨值及股東權益報酬率，也就是說可以藉此提高公司淨值及公司股價，以增加投資人交易之意願。
2. 公司因經營困境難以突破，在外尋得新的經營團隊、或有新的資金願意投入讓公司得以重新運作，公司得以減資方式，先認列以往之虧損後，再讓新的經營團隊或資金得進入讓公司得以脫胎換骨重新出發，也對新的經營團隊或資金較公平。
3. 公司經營到達一定規模，現金流足夠，但中長期無良好之投資計劃，故退還股金給股東，以達公司降低資本額並提高股東權益報酬之目的。

4. 公司股東需要資金進行投資，故公司以減資方式，退還現金給股東，讓股東得有資金可以運作其他投資。
5. 企業管理階層認為公司價值被市場低估，故欲採取措施，為提升公司的股東權益及股票價格，以達管理階層認為的合理價格。
6. 自從 102 年，政府實施二代健保制度後，因現金股息將被課以 2% 稅率，企業多以利用現金減資方式來避開二代健保扣稅，以及納入綜合所得稅的問題；同時，還能達到縮減股本、提高每股獲利，甚至拉高本益比的功效。

公司申辦減資（彌補虧損減資、現金減資及庫藏股減資）其辦理的程序如圖 2 所示：

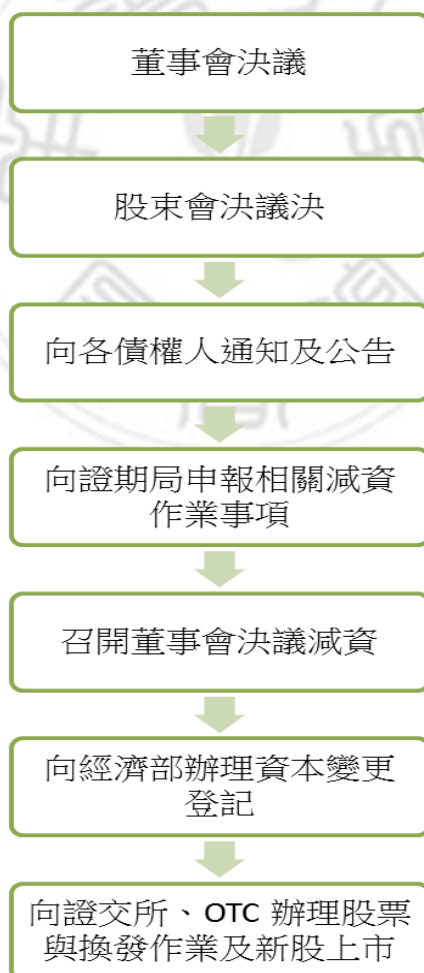


圖 2 公司減資流程圖

三種類型的減資之流程大致相同，但相關辦理手續的差異，由以下說明：

1. 提董事會決議：

上市櫃公司減少資本案應由董事會二分之一以上董事出席，且出席董事過半數通過；上市櫃公司減少資本案經董事會通過，應依本中心對上櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序第 2 條暨證交所對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序第 2 條規定發布重大訊息並召開重大訊息記者說明會。

2. 提請股東會決議：

彌補虧損減資及現金減資是依公司法第 168 條規定「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。公司減少資本，得以現金以外財產退還股款；其退還之財產及抵充之數額，應經股東會決議，並經該收受財產股東之同意。因此上市櫃公司減少資本案，得以正式議案或臨時動議提請股東會決議。」以及公司法第 168 之 1 條規定「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。」等相關規定辦理。

庫藏股減資是依證券交易法第 28 之 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 43 條之 1 第二項規定買回其股份，不受公司法第 167 條第一項規定之限制：(1)轉讓股份予員工。(2)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。(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。將減資決議事項向各債權人分別通知及公告」及「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。」等相關規定辦理。

3. 向各債權人通知及公告：

是依據公司法第 281 條「該法第 73 條及第 74 條之規定，於減少資本準用之。」、公司法第 73 條「公司決議合併(減資)時，應即編造資產負債表及財產目錄。公司為合併(減資)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。」、公司法第 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(減資)對抗債權人。」等相關規定辦理之。

4. 向證期局申報相關減資作業事項：

在股東會決議減資後，向證期會提出預定申報日期，並依據發行人募集與發行有價證券處理準則第 3 條「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。」、及第 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，載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本會提出申報。」並於送件後 12 個營業日生效之。

5. 召開董事會決議減資基準日：

- (一) 依公司法第 273 條規定「證券主管機關核准通知到達後三十日內，加記核准文號及年、月、日，公告並發行之。」公告與減資相關之減資基準日、原發行股份總額及每股金額、本次減資銷除股份總額及條件、減資後資本總額及每股金額、本次減資用途等相關事項。
- (二) 上市櫃公司減少資本案經董事會決議減資基準日，應依本中心對上市櫃公司重大訊息之查證暨公開處理程序第 2 條暨證交所對上市公司重大訊息之查證暨公開處理程序第 2 條規定發布重大訊息。

6. 向經濟部辦理資本變更登記：

(一) 上市櫃公司應於減資基準日後 15 日內，向經濟部辦理變更登記。

(二) 上市櫃公司辦理減資應備下列文件向經濟部辦理：

- (1) 申請書。
- (2) 其他機關核准函(公開發行公司應檢附行政院金融監督管理委員會核准函;無經營許可業務者應檢附目的事業主管機關許可文件影本;無則免送)。
- (3) 公司章程(不涉及修章者免附)。
- (4) 章程修正條文對照表(不涉及修章者免附)。
- (5) 股東會議事錄。
- (6) 董事會議事錄及其簽到簿影本(已於股東會決議減資基準日者免付)。
- (7) 股東名簿(屬公開發行公司者,應送董事、監察人及持有股份總額百分之十以上之股東名冊)。
- (8) 會計師資本額查核報告書暨其附件。
- (9) 委託會計師簽證之委託書。
- (10) 公司變更登記表二份。
- (11) 登記費。

(三) 庫藏股減資應備下列文件向經濟部辦理變更登記：

- (1) 申請書一份(由公司及半數以上董事暨至少監察人一人提出具名蓋章申請;如由會計師或律師代理申請時,應加附委託書)。
- (2) 目的事業主管機關核准減資之核准(核備)函。
- (3) 行政院金融監督管理委員會註銷庫藏股備查函。

- (4) 董事會議事錄(內容應包括註銷股數、減資基準日。
- (5) 減資向債權人之通知及公告。
- (6) 董事、監察人、經理人及持有股份總額百分之五以上之股東名冊。
- (7) 減資基準日前一日之試算表、減資基準日之資產負債表。
- (8) 繳銷原領公司執照。
- (9) 公司變更登記表一式二份。
- (10)規費。

7. 向證交所、OTC 辦理股票與換發作業及新股上市：

- (一)上市櫃公司之公司名稱、有價證券種類、每單位金額、發行數量或其他內容有變更者，應於遵照法令之規定為變更後，填具「上市櫃有價證券內容變更申請書」，連同「換發有價證券作業計畫」等書件，向證交所及 OTC 為有價證券內容變更之申請，經證交所及 OTC 核備同意後，再於開始停止變更股東名簿記載日前 12 個營業日之前，以書面向證交所及 OTC 辦理停止過戶申報作業，並在證交所及 OTC 指定之網際網路資訊申報系統申報。另應於所報「換發有價證券作業計畫」中訂定自換發計畫經主管機關核准之日起三個月內，辦理新有價證券換發作業之程序條款，後並應依該換發計畫確實執行；其減資之換發新股作業計畫如有落後或異常之虞者，應事先函報證交所及 OTC。（證交所營業細則第 45 條；OTC 證券商營業處所買賣有價證券業務規則第 9 條之 1）。

- (二)依據證券交易法第 28 條之 2 規定買回庫藏股並經銷除股份者，得免辦理有價證券之換發，亦即庫藏股之註銷僅須填具「上市櫃有價

證券內容變更申請書」及相關書件向證交所及 OTC 辦理股票註銷，無須訂定「換發有價證券作業計劃」。

(三)上市、櫃公司減資訂定之「換發有價證券作業計劃」，應訂明下列事項：（證交所上市公司換發有價證券作業程序第 3 條；OTC 上櫃公司換發有價證券作業程序）

(1) 舊有價證券停止過戶之日期，其期間不得逾廿日，採無實體發行有價證券者，其期間不得逾十五日，前述期間最低不得少於五日。

(2) 因減資或其他原因致新舊有價證券權利義務不同者，應訂定舊有價證券停止在市場買賣之日期。該日期應為自舊有價證券停止過戶日起算之前第二個營業日。

(3) 新有價證券換發之基準日，依公司法第一百六十五條規定，該日期應為舊有價證券停止過戶日起算之第五日。

(4) 新有價證券上市、櫃買賣日與舊有價證券終止上市、櫃日，應訂為同一日。

(5) 若公司係因分割而辦理減資者，其停止過戶期間應自有價證券換發基準日之前八個營業日起至分割基準日後卅個營業日為止（無實體發行者為基準日後十五個營業日）；新有價證券換發之基準日，應為停止過戶起算之第八個營業日。

企業進行減資的原因各有不同，針對不同的原因所採取的減資方法就各有所別，據國內學者王元璋、黃永成(2013)，王瑪如、蕭君宇(2013)等人的研究，本研究將我國公司進行減資的方式分為依據公司法第 167 條之 1 及 168 條之 1 等相關規定辦理的「彌補虧損減資」、「現金減資」；以及依據我國證券交易法第 28 條之 2 相關規定辦理的「庫藏股減資」三種類型做相關討論。以下將針對這三種類型的減資方式進行各別的研究討論。

1. 彌補虧損減資

當一家公司在經營上，有持續性的虧損發生，會讓公司的資產負債表中的保留盈餘科目變成負數，也就是代表有累積虧損，而當累積虧損數字過大時，會使得公司的股票淨值下降，公司股票每股淨值低於十元時，這檔股票就會被停止信用交易買賣的服務，也就是股票禁止以融資、融券方式交易；當每股淨值低到五元以下時，這家公司就會被變更交易方式為全額交割股，全額交割股，買進前，要先支付現金；賣出前，也要先通知營業員。對於不能信用交易及全額交割，市場上的投資人都會感到不安及不便，故不受市場上投資人的青睞，故通過減資，以股本消除累積虧損，以提高公司股票淨值，使得股票淨值高於五元或十元，以提高投資人願意投資，讓公司股票可以在市場上得以正當交易。

彌補虧損減資所依據之法源為公司法第 168 條規定辦理，其辦理方式簡單來說就是在公司虧損時，依出資比例減少每一股東出資，以抵消應彌補的資本虧損。

公司在大環境的變動及商場上的競爭下，公司整體的表現並不好，連年虧損，財務狀況不佳，使得公司股票不能信用交易甚至被列為全額交割股，如此一來，因股票買賣不易，更使得市場的投資人不願意進行該公司的股票交易，相對的公司在其資金的運轉上，如銀行質押借款，市場招募資金等都會變得相當的困難，故此時公司管理階層會希望藉由

減資的方式，降低資本額，以提高股票淨值；又或者是因公司有新的經營團隊或者有新的資金可以進入，故需先進行彌補虧損減資，讓新的經營團隊或新的資金不用面對之前的虧損，較為公平；另有原因為公司管理階層看好未來市場展望，認為公司接下來的經營能夠有好的表現，故先藉由減資調整公司財務結構，重新出發。近期的旺宏減資就是一例，旺宏在 106 年 8 月進行減資，旺宏的股本從 367.10 億元，減資約 186.51 億元，減資幅度達 50.8%，減資後股本約達 180.59 億元。且旺宏減資後每股淨值重返票面 10 元之上，得以恢復融資券交易，且旺宏也在同一時間決議辦理國內現金增資、現金增資發行新股參與發行海外存託憑證、私募普通股或私募國內或海外轉換公司債，股數不超過 7 億股。爾後確獲得市場上投資人的注意，且股價在 106 年下半年也的確有亮麗的表現。

張哲嘉（2007）探討減資彌補虧損過程中，董事會決議宣告日及股東大會決議日對股價的影響及重新掛牌上市後股價及財務績效。其研究結果在減資決議宣告日當天並沒有顯著的異常報酬，但在決議日宣告後第一天則有顯著的異常報酬，其宣告後連續三天皆是顯著的負異常報酬，代表減資彌補虧損對市場而言是負面消息。

王瑪如、蕭君宇(2013)探討減資事件之市場宣告效果，其中彌補虧損減資宣告於事件日當天($t = 0$)至 $t = 6$ 均有顯著的負向平均異常報酬 AR，且累積異常報酬 CAR 於 $t = 2\sim 10$ 均顯著為負，顯示以彌補虧損為目的之減資宣告，市場將視為負面消息。

2. 現金減資

通常進行現金減資的公司都是較為成熟且表現穩定的企業，公司有穩定的成長及獲利，且握有充足的現金流，足以應付各項資本支出，但在未來暫無明確可獲利之投資計劃時，著眼於為提升公司淨值、及股東權益報酬率等，又或者是股東有資金的需求，可以以現金減資退還股東投資資本，因退還投資資本是可以不用扣稅，如此運作，股東即可獲得資金，又不需有稅金的支出。現金減資普遍都認為是 2002 年晶華酒店開啟現金減資案，是現金減資始祖，當年也是現金減資元年，2002 年晶華首度宣布現金減資 5 成、每股現金退還 5 元，引起投資人大眾的討論，而因資本額的降低，進而提升每股盈餘，帶動營運績效表現，晶華股價從 13 元附近一路漲到隔年的 41 元高點。

近期就有鴻海現金減資一例，鴻海(2317)最近宣布 106 年每股配息 2 元，以及每股 2 元的現金減資，有部份報導解析，依鴻海的財務報表分析，執疑鴻海公司的現金並沒有已經多到必須退還給股東，只是股東節稅及提升股價而已，並無特別經營需求。

林有志、陳筱平(2011)發現在公司宣告現金減資的當天和隔日，有顯著正的異常報酬，顯示投資人認為現金減資宣告是管理當局傳達公司未來前景看好所放出來的訊息，就短期效果觀之，現金減資宣告對股價確有提昇之作用。

李在僑、趙永祥(2012)研究結果為：現金減資在董事會決議宣告事件會有正向顯著的異常報酬發生。

3. 庫藏股減資又稱為證交法減資

我國證券交易法第 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。

庫藏股減資是依此法條第三項之規定辦理，並在買回之日起 6 個月內辦理減資變更登記，由於註銷同時股本亦會減少，故視為減資。簡言之就是拿公司的現金去買回自家公司股票，再將買回之股票註銷，以打消股本，進而提升 EPS，讓股東權益變大。

公司實施庫藏股的回購往往作為對股東的回報，但比直接發放紅利更省稅。公司在分析認為自己股票價格偏低時也往往會進行庫藏股回購，作為一種融資手段，所以市場上有些投資者會將公司回購庫藏股視為一個該檔股票之股價偏低的信號。一般來說公司購回庫藏股後，由於發行股票總數減少會有刺激與提高自己公司股票的交易量與股價的作用產生。

第二節 企業減資宣告的相關研究

王元章、黃永成(2013)以台灣股市 2002 年至 2007 年期間公司依公司法宣告減資期間對市場微結構的影響。以樣本組和對照組資料比對，比較事件宣告後股票的流動性及波動性差異，研究發現公司於減資事件宣告後，股票的波動性變大、股票的流動性變好，但事件宣告後並不具市場效率性，並歸納出兩個推論：一、臺灣股票對於正面的訊息的反應，較具效率性；對於負面訊息的反應則較不具效率性，容易產生過度反應的現象。二、臺灣股票市場中投資人會有追漲殺跌的傾向，若能適時的操作可獲得超額報酬。

林有志、陳筱平(2011) 研究 2009 年 4 月 30 日前所有有現金減資公司的宣告效果，採用事件研究法探討市場對於現金減資宣告後的反應，並以迴歸模式檢測國內市場反應是由現金減資的那一些動機所驅動及檢定第一次進行現金減資宣告和多次減資宣告之平均累積異常報酬是否有顯著差異。研究發現，現金減資宣告具有正的平均異常報酬；企業減資宣告的動機方面，確實支持訊號發射假說及價值低估假說；對於初次現金減資公司及多次現金減資公司，投資人並未將其同等視之，投資人認同多次減資公司，認為該公司品質更佳，會有更大的正向反應。

王瑪如、蕭君宇(2013) 探討彌補虧損減資、現金減資及庫藏股減資之市場宣告效果，以事件研究法檢驗事件宣告後的股票異常報酬，研究發現三種類型的減資於事件宣告後之長期股價績效都有轉佳之現象；且彌補虧損減資比率，與異常報酬呈負向反應；現金減資比率，與異常報酬呈正向反應；庫藏股減資則沒有影響；並認為三種減資決策重點並不在調節公司資本結構。

李在僑、趙永祥(2012) 現金減資宣告效果探討-以事件研究法為例，探討驗證現金減資對股票流動性的影響，及投資人是否有賺取異常報酬的機會，以及公司股票在不同期間的績效表現。研究結果發現董事會決議宣告事件會有正向顯著的異常報酬；上市日宣告事件會有負向顯著的異常報酬，且股東會決議日及董事會決議減資日前後，交易量增減不顯著，無異常報酬。

林鴻光、許永聲、沈家琴(2009) 研究企業進行現金減資之宣告效果及其對營運績效之影響，探討公司宣告現金減資之訊息效果，並驗證現金減資對股票流動性及實質營運績效的影響。實證結果發現公司宣告現金減資後，股價具有正向的宣告效果；宣告日前，股價有提早反應現象；宣告事後，能提升股票流動性；但現金減資，對長期營運績效無影響，不過會增加資產週轉效應，可提升短期營運績效。

第三節 資訊內涵的相關文獻

Beaver (1968) 若公司的一項新資訊可以改變投資者對該公司股票未來報酬的預期，進而造成市場均衡價格的改變，則該資訊即可稱為具有效性，或具有資訊內涵。

Grossman and Stiglitz (1980) 對資訊內涵的定義則為：正式或非正式資訊，具有幫助區分與建立證券新價值者，即具有資訊內涵。

林雅玲（1999）以現金增資為宣告事件，實證結果顯示現金增資訊息的宣告，在非交易時間宣告時，不論在集中市場或店頭市場，市場的反應速度比在交易時間宣告時的反應速度快，並認為現金增資具有資訊內涵。

徐中琦、黃銘遠（2012）以事件研究法實證發現，資訊內涵的效果的普遍存在於臺灣的股票市場，該研究以市場模型來衡量資訊內涵是否存在，通常市場預期好消息的公布會使得股價有上漲的正面反應，反之，若是壞消息的公布會使得股價有下跌的負面反應。因此，公開資訊是否具有資訊內涵效果的判定方法是依好消息是否造成股價上漲（正向關係）或是壞消息是否會造成股價下跌（正向關係）來判定，若是具有統計上的顯著性並呈現正向關係，即具有資訊內涵；反之，若是呈現反向關係，則不具有資訊內涵。

杜化宇、劉文謙(2010)使用台股指數選擇權的日內資料來探討盤前期間選擇權買賣量不平衡是否含有資訊內涵以及是否能有效預測當日開盤後現貨股價指數的移動？實證結果顯示盤前期間選擇權買賣量不平衡能有效反映隔夜的訊息，確實具有資訊內涵。

林雅玲、馬黛(2011)認為當市場漸趨透明時，資訊交易者的下單積極性有待實際資料進一步分析。並以「三向量及五向量自我迴歸模型（Vector Autoregressive Model）」，以預測誤差變異數分析來衡量新制實施之後的限價簿資訊內涵，分析當限價簿資訊揭示時，對成交量的影響來判斷資訊內涵影響高低。

故本研究將以各類型減資之宣告，是否造成股價之顯著的異常報酬來判斷，其減資宣告事件是否具有資訊內涵效應。

第四節 文獻評論

各種型式的減資，皆各有正反向影響的分析解讀，過去的研究大部份所探討的都是減資事件對投資市場的影響，王元章、黃永成(2013)研究發現減資事件宣告後，股票會提高流動性、波動性但不具性率性；林有志、陳筱平(2011)研究確認企業減資宣告的動機方面，確實支持訊號發射假說及價值低估假說；王瑪如、蕭君宇(2013) 三種類型的減資於事件宣告後之長期股價績效都有轉佳之現象；綜合上述之文獻探討，發覺相關文獻有下述較不足的地方：

1. 顯少研究是以投資人的角度來分析”減資”事件的影響。當一個減資事件的發生，投資人如何在反應時間內做出相對應的投資策略，對投資人而言，事件的累積報酬有多少？減資事件如屬正面訊息，那其正面異常報酬的程度；反之如果是負面訊息，那其負面異常報酬程度？
2. 相關文獻之資料距今都已有相當一段的時空差距，其結果之準確性可再驗。
3. 過去的相關文獻所研究的樣本數都較為少量，其檢驗出之數據結果較欠缺更完善的統計。

第三章 資料及研究方法與研究假說

第一節 樣本蒐集與資料分析

在本研究開始前，我們可以先瞭解企業減資歷年年度之分佈及趨勢，企業減資的公司從 1999 年一開始的 5 家到 2001 年激增至 119 家，並且從 2001 年開始，企業減資的風氣開始盛行，根據金管會統計，在 2000 年以後，辦理減資的上市、櫃公司數逐年增多。到了 2016 年度，達至最高峰，共有 451 家（上市公司 259 家；上櫃公司 192 家）。而 2018 年亦有 345 家上市上櫃公司辦理減資（上市公司 224 家；上櫃公司 121 家），由此可以看出國內產業在台灣股市「瘦身」的情況，愈來愈多。下表 1 為自政府資料開放平臺所提供之上市（櫃）公司資本變動統計表（為國內有關初次上市櫃公司之家數、金額，上市櫃公司現金增資、盈餘轉增資、資本公積轉增資、合併增資、減資、終止上市之家數、金額之統計表）中所整理出國內上市櫃公司從 1999 年起至 2018 年為止，歷年減資家數統計表，此減資包含彌補虧損減資、現金減資及庫藏股減資。

在研究開始前，以下先說明本研究之資料取得及樣本篩選方式

1. 資料來源

本研究以 2000 年 1 月 1 日起，將資料更新至 2018 年 12 月 31 日之間，以較近期之資料統計我國進行減資（彌補虧損減資、現金減資及庫藏股減資）的上市（櫃）公司，其資料來源如下：（1）彌補虧損減資及現金減資公司之董事

會日期及股價和財務資料取自台灣經濟新報資料庫 TEJ 並於臺灣證券交易所公開資訊觀站有重大訊息宣告為研究對。(2)庫藏股減資公司之董事會日期及相關資料取自臺灣證券交易所公開資訊觀測站。

表 1 1999 年至 2018 年上市(櫃)公司減資資本變動統計表

年度別	家數	金額
1999	5	8.57
2000	7	11.57
2001	119	52.31
2002	94	75.37
2003	145	91.81
2004	179	106.70
2005	173	65.18
2006	246	142.69
2007	174	184.12
2008	253	134.57
2009	389	178.69
2010	122	335.00
2011	293	98.64
2012	259	109.49
2013	170	70.55
2014	289	270.23
2015	432	51.96
2016	451	67.34
2017	283	64.97
2018	345	110.41

註：1. 減資包括上市（櫃）公司買回庫藏股辦理減資

2. 資料來源：政府資料開放平臺及本研究整理

2. 本研究選取標準

我國企業實務上進行減資的類型可分為減資彌補虧損、現金減資及購入庫藏股並進行減資等方式，本研究採下列標準對樣本進行篩選：

- (1)選自 2000 年至 2018 年申請減資之上市上櫃公司。
- (2)需在臺灣證券交易所公開資訊觀測站有減資宣告訊息，否則予以排除。
- (3)統計資料，如有同一公司在不同日期進行減資宣告，則視為不同樣本，分別納入統計。

經由上述的選樣標準篩選後，研究期間中，本研究樣本現金減資 226 家，彌補虧損減資 554 家，庫藏股減資 4720 家，共計 5500 家。

表 2 2000~2018 年企業宣告減資樣本統計

年度	彌補虧損減資	現金減資	庫藏股減資
2000	2	0	219
2001	9	0	225
2002	21	1	200
2003	25	1	191
2004	22	1	396
2005	39	3	258
2006	41	7	211
2007	36	10	206
2008	34	8	720
2009	61	8	119
2010	40	7	92
2011	29	8	377
2012	29	11	207
2013	29	18	106
2014	36	20	145
2015	16	24	429
2016	32	29	244
2017	29	35	123
2018	24	35	252

資料來源：台灣經濟新報資料庫 TEJ 及本研究整理

第二節 研究假說

由於各個公司因為不同的時機及目的，而採取不同的減資方式，彌補虧損減資、現金減資與庫藏股減資對於股價反應也各有差異。蘇菁蕙(2010)返還股東現金與彌補虧損減資研究中，顯示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；李在僑、趙永祥(2012)現金減資宣告效果探討-以事件研究法為例，發現董事會決議宣告事件會有正向顯著的異常報酬；王瑪如、蕭君宇(2013)探討減資事件之市場宣告效果中，認為庫藏股減資公司管理階層認為股價已遭嚴重低估因而實施股票購回以維護股東權益，因此市場投資人對庫藏股減資給予正面的評價。

故我們提出下列假說

假說 1: 當公司於減資事件宣告後，股價會有異常報酬發生

假說 1-1: 彌補虧損減資於事件宣告後，股票有負向異常報酬率。

假說 1-2: 現金減資於事件宣告後，股票有正向異常報酬率。

假說 1-3: 庫藏股減資於事件宣告後，股票有正向異常報酬率。

根據上述假說，投資人可採取相對的投資策略：

當公司宣告彌補虧損減資時，股票會有負向異常報酬，故投資人應採取相對的投資策略應為即時清空持有或賣空該股票。

當公司宣告現金減資時，股票會有正向異常報酬，故投資人可以繼續持有手中股票或可以增加持有該股票。

當公司宣告庫藏股減資時，股票會有正向異常報酬，故投資人可以繼續持有手中股票或可以增加持有該股票。

假說 2：企業進行減資宣告後，股票價格波動有顯著的異常報酬，顯示具有資訊內涵

假說 2-1：企業進行彌補虧損減資事件具有資訊內涵。

假說 2-2：企業進行現金減資事件具有資訊內涵。

假說 2-3：企業進行庫藏股減資事件具有資訊內涵。

第三節 實證分析方法

本研究將採取事件研究法來研究減資事件的影響，事件研究法主要目的，探討當某一事件發生時(如公司宣告彌補虧損減資、現金減資、庫藏股減資)是否會引起股價的異常變動，股價因而有異常報酬率(abnormal returns; 簡稱 AR)，此資訊可以用來瞭解市場證券價格與特定事件是否有關聯性。

一般來說，事件研究依照以下步驟進行：

1. 事件日之確定：

即確定所要研究的事件與資訊。也就是其市場對於該資訊接收的時間點，時間點的認定，將對事件研究法產生不同的統計結果。

2. 定義及估計異常報酬率：

建立股票報酬率之預期模式以及估計事件發生時，個別股價所產生的異常報酬率。研究者必須先設定在沒有該事件影響下個別股價的預期報酬率，再以事件發生後的實際報酬率減去未發生事件時預期報酬率以得出異常報酬率。

3. 異常報酬率之檢定：

事件對股價之影響程度不同，研究者必須依照其目的將樣本中的觀察值依某一標準再區分為二個或以上的子樣本，然後進一步計算每一樣本的平均異常報酬率以及累積平均異常報酬率。

4. 分析結果:

對於研究目的所建立之假設，進行統計顯著性檢定以及解釋。典型的事件研究必進行這四步驟，但是利用事件研究法進行的實證研究，可能會因為研究目的、事件性質等因素，在每一個步驟上遭遇不同的問題。

本研究將以上市、上櫃公司在董事會通過實施減資(彌補虧損減資、現金減資、庫藏股減資)決議之日，並公告在臺灣證券交易所之公開資訊觀測站的日期當作事件日，因董事會召開決議減資之前，理論上議案會事先送至董事會成員了解，消息已事先被部分人士所悉，故我們取 $T=-10$ 為事件期間的起始日。本研究以 $(-10, -1)$ 、 $(0, 1)$ 、 $(1, 30)$ 等為事件研究期，探討事件對 CAR 之影響。並以事件日前 $[-200, -11]$ 期間做為為估計期。

在異常報酬之衡量方法，本文將採累計異常報酬法(cumulative abnormal returns, CAR)，累積異常報酬法為國內外文獻，常被用來衡量股票異常報酬的方法之一，計算方法如下

$$AR_{p,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N [R_{i,t} - E(R_{i,t})] \quad (1)$$

$$\overline{CAR}_{p,a,b} = \sum_{t=a}^b AR_{p,t} \quad (2)$$

公式(1)中， $AR_{p,t}$ 是第 p 個投資組合在第 t 日的平均異常報酬， N 為宣告減資的公司數， $R_{i,t}$ 是第 i 股票在 t 日的股票報酬， $E(R_{i,t})$ 為基準報酬或期望報酬。將 a 至 b 期的平均異常報酬相加即為公式(2)的累積平均異常報酬($\overline{CAR}_{p,a,b}$)

報酬率統計檢定

本文採用標準化殘差法(standard residual cross-sectional method)，將各別的異常報酬率加以標準化，再將所有樣本的累積異常報酬率予以加總平均，計算事件期某一期 t ， N 為各組所選的樣本數。即可得出各期平均異常報酬。 $(SAAR_t)$ ，計算方式如下：

$$SAAR_t = \frac{\sum_{i=1}^N SAR_t}{N} \quad (3)$$

將宣告事件期由 t_1 累積至 t_2 日，即可得出標準化累積平均異常報酬率(Standardized Cumulative Abnormal Return；簡稱 SCAR)。計算方式如下：

$$SCAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{i=1}^{t-t_2} SAAR_t \quad (4)$$

檢驗標準化平均異常報酬率及標準化累積平均異常報酬率的統計顯著性，其中， $S(SAAR)$ 為標準化平均異常報酬之標準差。本文採用 t 統計量檢定之，如下所述：

$$t(SAAR_t) = \frac{SAAR_t}{S(SAAR)} \quad (5)$$

$$S(SAAR) = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SAAR_{i,t} - \frac{\sum_{i=1}^N SAAR_{i,t}}{N} \right)^2}$$

$$t(SCAR) = \frac{SCAR_{(t_1, t_2)}}{S(SCAR_{(t_1, t_2)})} \quad (6)$$

$$S(SCAR) = \sqrt{\frac{1}{N(N-1)} \sum_{i=1}^N \left(SCAR_{i(t_1, t_2)} - \frac{\sum_{i=1}^N SCAR_{i(t_1, t_2)}}{N} \right)^2}$$

第四章 實證結果與分析

一、彌補虧損減資之宣告效果

由下表 3、圖 3 及圖 4 可得知彌補虧損減資宣告於事件日前，呈現出正向異常報酬，從事件日當天起 $T=0\sim 10$ 平均異常報酬率 SAR 皆呈現負向報酬，並在窗期 $[1, 10]$ 累積異常報酬 SCAR 均呈顯著為負向報酬，顯示當企業為了避免股票被列為全額交割、被取消信用交易或者為了吸引新的資金團隊投入認列財務虧損而進行的彌補虧損減資，市場將其視為負面消息，其股價於事件日起累積異常報酬呈現長期負向走勢，故所採取投資策略應為即時清空持有或賣空，支持假說 1-1；且因彌補虧損減資宣告，造成股價的顯著負向報酬，顯示彌補虧損減資宣告具有資訊內涵效應，支持假說 2-1。

從表 4 可以得知，在窗期 $[-10, -1]$ 時，在彌補虧損減資宣告前，股價仍呈顯著正向異常報酬，窗期 $[0, 1]$ 、 $[1, 10]$ 時，皆顯示自彌補虧損減資宣告後，股價呈現顯著負向異常報酬。

當事件期拉長至 $T=0\sim 120$ 時，從圖 5 及圖 6 可以發現至窗期 $[0, 36]$ 時，累積異常報酬率已呈止跌回穩狀態，最低負向累積異常報酬達 -1.9579% 。但 $[0, 120]$ 之窗期其平均累計異常報酬率 SCAR 皆呈現顯著負向報酬。顯示其市場信心短期間內難以回復，投資人需多留心。

表 3 彌補虧損減資之異常報酬統計表

事件日	AR	Prob.Value	SCAR	Prob.Value	事件日	AR	Prob.Value	SCAR	Prob.Value
-10	0.0784	0.0800*	0.0784	0.0800*	11	0.0027	0.9513	-1.6759	0.0000***
-9	0.066	0.1403	0.1444	0.0226**	12	0.0291	0.5156	-1.6469	0.0000***
-8	0.0655	0.1434	0.2098	0.0068***	13	-0.024	0.5912	-1.6709	0.0000***
-7	0.0841	0.0602*	0.2939	0.0010***	14	0.0117	0.7931	-1.6591	0.0000***
-6	-0.0392	0.3815	0.2548	0.0109**	15	-0.027	0.5464	-1.6861	0.0000***
-5	0.108	0.0158**	0.3628	0.0009***	16	0.0164	0.7147	-1.6698	0.0000***
-4	0.0902	0.0439**	0.4529	0.0001***	17	0.0334	0.4552	-1.6364	0.0000***
-3	0.0447	0.3179	0.4976	0.0001***	18	-0.0489	0.2748	-1.6852	0.0000***
-2	0.0346	0.4391	0.5322	0.0001***	19	0.0609	0.1736	-1.6243	0.0000***
-1	0.118	0.0084***	0.6503	0.0000***	20	-0.071	0.1128	-1.6953	0.0000***
0	-0.1709	0.0001***	0.4793	0.0012***	21	0.0972	0.0299**	-1.5981	0.0000***
1	-0.7826	0.0000***	-0.3033	0.0504*	22	-0.0175	0.6953	-1.6156	0.0000***
2	-0.5329	0.0000***	-0.8362	0.0000***	23	0.0517	0.2475	-1.5639	0.0000***
3	-0.3211	0.0000***	-1.1573	0.0000***	24	-0.0675	0.1313	-1.6314	0.0000***
4	-0.1843	0.0000***	-1.3416	0.0000***	25	0.0066	0.8822	-1.6248	0.0000***
5	-0.1385	0.0020***	-1.4801	0.0000***	26	0.0261	0.5598	-1.5987	0.0000***
6	-0.0221	0.6218	-1.5021	0.0000***	27	0.0005	0.9911	-1.5982	0.0000***
7	-0.0233	0.6034	-1.5254	0.0000***	28	0.0137	0.7601	-1.5845	0.0000***
8	-0.1206	0.0071***	-1.646	0.0000***	29	0.0168	0.7078	-1.5678	0.0000***
9	-0.0554	0.2156	-1.7014	0.0000***	30	-0.001	0.9823	-1.5687	0.0000***
10	0.0227	0.6119	-1.6787	0.0000***					

註:*表示在 10%的顯著水準，**表示在 5%的顯著水準，***表示在 1%的顯著水準

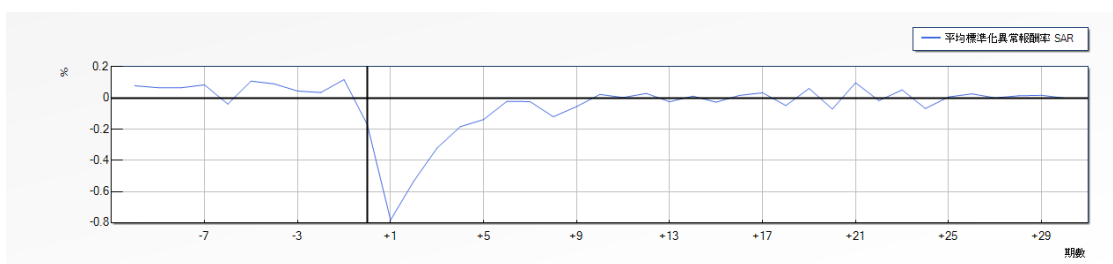


圖 3 彌補虧損減資宣告平均異常報酬率 SAR

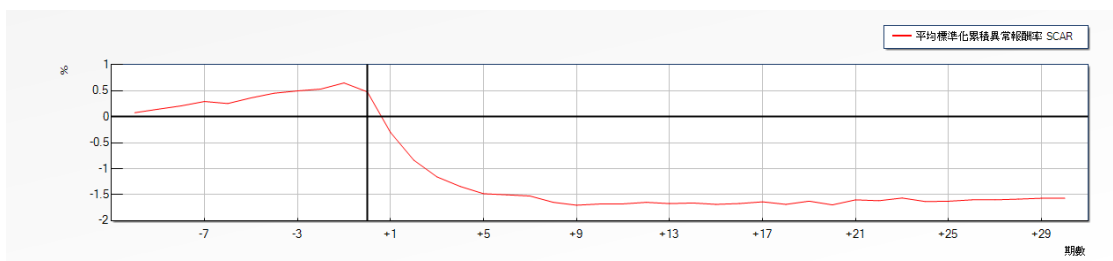


圖 4 彌補虧損減資宣告平均累積異常報酬率 SCAR

表 4 彌補虧損減資宣告事件窗期之 CAR

事件窗期	CAR	標準差	T	結果
[-10, -1]	0.6503	0.0448	14.5280***	正向顯著
[0, 1]	-0.9535	0.4325	-2.2044*	負向顯著
[1, 10]	-2.1581	0.2595	-8.3160***	負向顯著

註:*表示在 10%的顯著水準，**表示在 5%的顯著水準，***表示在 1%的顯著水準

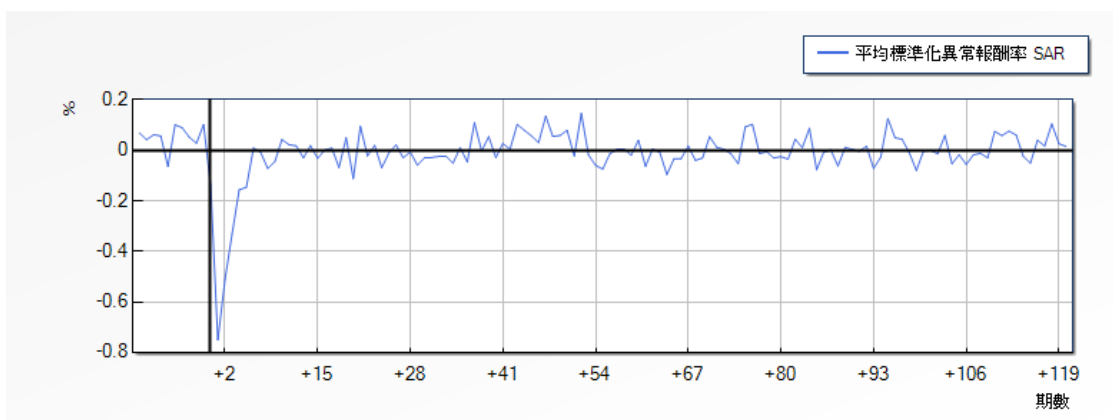


圖 5 彌補虧損減資宣告 120 事件期之平均異常報酬率 SAR

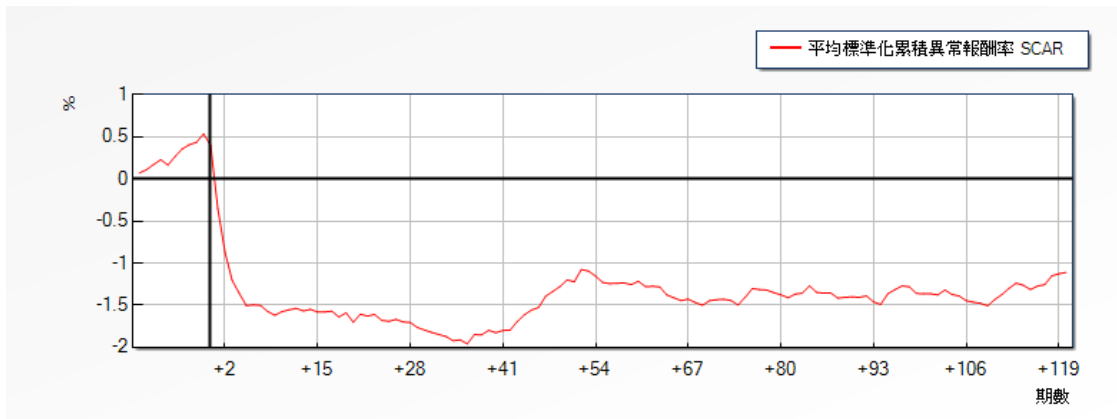


圖 6 彌補虧損減資宣告 120 事件期之平均累積異常報酬率 SCAR

二、現金減資之宣告效果

由表 5、圖 7 及圖 8 可以得知現金減資宣告日前股價已呈正向報酬； $T=-1$ 時呈現顯著正向報酬，有提早反應之情事，於事件日開始 $T=0\sim 2$ 之股價顯著為正向。於 $T=1$ 時，AR 呈現高峰達 0.7349% 且 $T=0\sim 2$ 期間累積異常報酬 CAR 亦呈顯著的正向累積報酬達 1.6664%，顯示當公司因有足夠現金流，於是退還股金給股東，以達公司降低資本額並提高股東權益報酬又或者是因二代健保扣稅問題，改以現金減資方式發放股金，而宣告現金減資之決策訊息時，此一消息是受到市場投資人的肯定，將其視此為利多消息，股價因現金減資宣告，而產生顯著正向異常報酬，持支假假說 1-2 及假說 2-2；投資人可以繼續持有手中股票或可以增加持有該股票。

但從表 6 的資料做事件窗口分析，其現金減資宣告時，市場反應週期很短， $T=3$ 時，AR 即開始呈現負向走勢，雖長期之平均累積報酬仍呈正向報酬，故當現金減資宣告時，投資人宜在 $[0, 3]$ 窗口期間即該將手中持股出清。

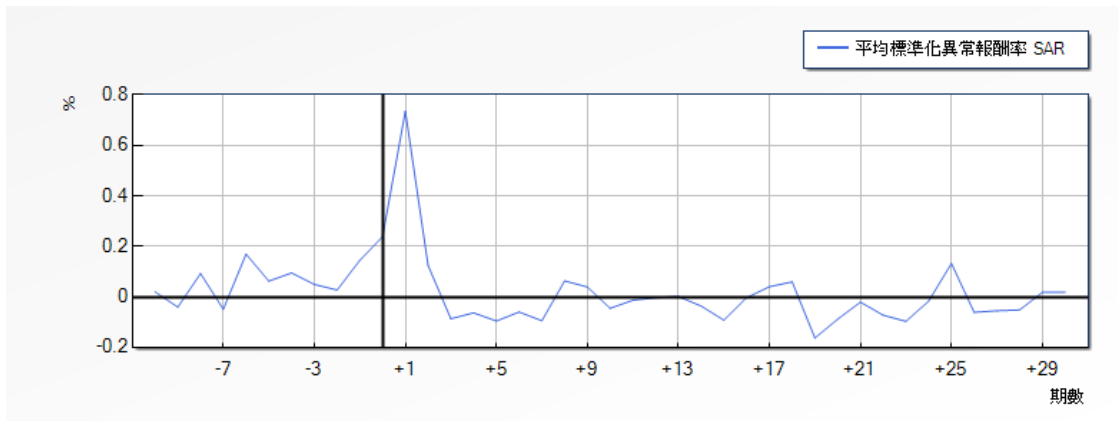


圖 7 現金減資宣告平均異常報酬率 SAR

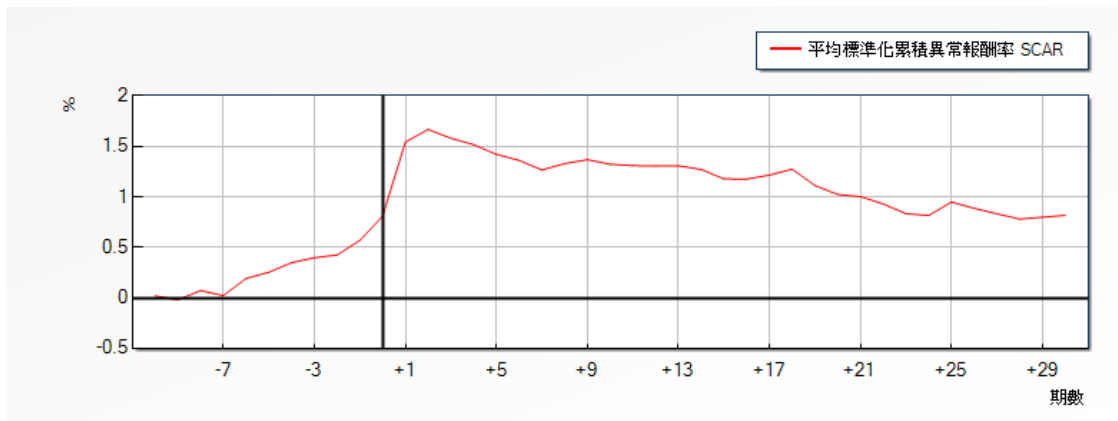


圖 8 現金減資宣告平均異常報酬率 SCAR

表 5 現金減資之異常報酬統計表

事件日	AR	Prob.Value	SCAR	Prob.Value	事件日	AR	Prob.Value	SCAR	Prob.Value
-10	0.02	0.7653	0.02	0.7653	11	-0.0133	0.8429	1.3089	0.0000***
-9	-0.0406	0.545	-0.0206	0.8283	12	-0.0034	0.959	1.3055	0.0000***
-8	0.092	0.1699	0.0715	0.5383	13	0.0013	0.984	1.3068	0.0001***
-7	-0.0492	0.4632	0.0223	0.8681	14	-0.0365	0.5859	1.2703	0.0002***
-6	0.1688	0.0118**	0.191	0.2026	15	-0.0924	0.1683	1.1779	0.0006***
-5	0.0622	0.3536	0.2532	0.1231	16	-0.0033	0.9613	1.1747	0.0007***
-4	0.0946	0.1585	0.3478	0.0499**	17	0.0399	0.5521	1.2145	0.0006***
-3	0.0493	0.462	0.3971	0.0363**	18	0.0591	0.3779	1.2737	0.0004***
-2	0.0271	0.6858	0.4243	0.0349**	19	-0.1628	0.0152**	1.1109	0.0025***
-1	0.1447	0.0310**	0.5689	0.0073***	20	-0.0885	0.1871	1.0225	0.0062***
0	0.2379	0.0004***	0.8068	0.0003***	21	-0.0207	0.7574	1.0018	0.0083***
1	0.7349	0.0000***	1.5417	0.0000***	22	-0.0724	0.28	0.9293	0.0158**
2	0.1247	0.0630*	1.6664	0.0000***	23	-0.097	0.1479	0.8323	0.0333**
3	-0.0869	0.1951	1.5795	0.0000***	24	-0.0168	0.8021	0.8155	0.0398**
4	-0.0633	0.3448	1.5162	0.0000***	25	0.132	0.0489**	0.9475	0.0185**
5	-0.0957	0.1535	1.4205	0.0000***	26	-0.0613	0.3604	0.8862	0.0298**
6	-0.0603	0.3681	1.3601	0.0000***	27	-0.0551	0.4108	0.8311	0.0444**
7	-0.0946	0.1582	1.2655	0.0000***	28	-0.0516	0.4418	0.7795	0.0627*
8	0.063	0.3473	1.3285	0.0000***	29	0.0182	0.7864	0.7977	0.0600*
9	0.0389	0.5623	1.3674	0.0000***	30	0.0189	0.7784	0.8165	0.0572*
10	-0.0452	0.5007	1.3222	0.0000***					

註:*表示在 10%的顯著水準，**表示在 5%的顯著水準，***表示在 1%的顯著水準

表 6 現金減資宣告事件窗期之 CAR

事件窗口	CAR	標準差	T	結果
[-10, -1]	0.5689	0.071479	6.4285***	顯著正向報酬
[0, 1]	0.9728	0.351432	14.048***	顯著正向報酬
[2, 10]	-0.2194	0.079866	-1.13309	不顯著

註:*表示在 10%的顯著水準，**表示在 5%的顯著水準，***表示在 1%的顯著水準

三、庫藏股減資之宣告效果

表 7 及圖 9、圖 10 顯示事件日後的 SAR 均呈現正顯著，均達 1% 顯著水準，於事件日前一日時負向的 SCAR 達到最大，於事件日 T=0 時，SCAR 停止下跌走勢，並開始逆勢持續上揚，此狀況符合說法：「企業管理階層認為公司價值被市場低估，故欲採取措施，為提升公司的股東權益及股票價格，以達管理階層認為的合理價格。」因而實施庫藏股購回以維護股東權益，因此市場投資人對庫藏股減資給予正面的評價；股價因庫藏股減資宣告而產生顯著正向異常報酬，顯示宣告具有資訊內涵，支持假說 2-3。

由表 8 可以顯示，庫藏股減資於事件日前[-10,-1]股價呈現顯著負向報酬，到事件日前一日 T=-1 時，負向的 SCAR 達到最大值達-2.1474%，事件日 T=0 開始股價上升，平均異常報酬率 SAR 呈顯著正向，平均累積異常報酬率 SCAR 亦有大幅上升的現象，[1,10]亦呈現顯著正向報酬，顯示市場對公司實施庫藏股減資給予正面的肯定，投資人可以繼續持有手中股票或可以增加持有該股票，支持假說 1-3。

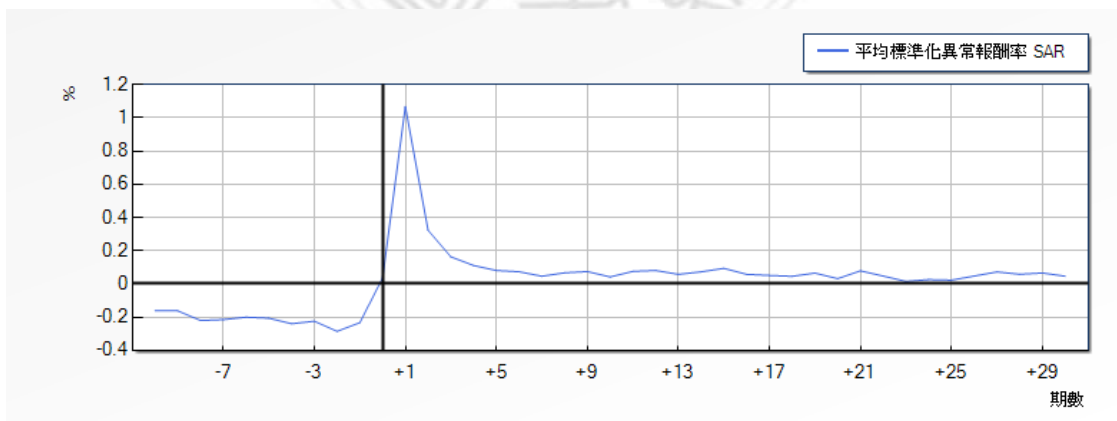


圖 9 庫藏股減資宣告平均異常報酬率 SAR

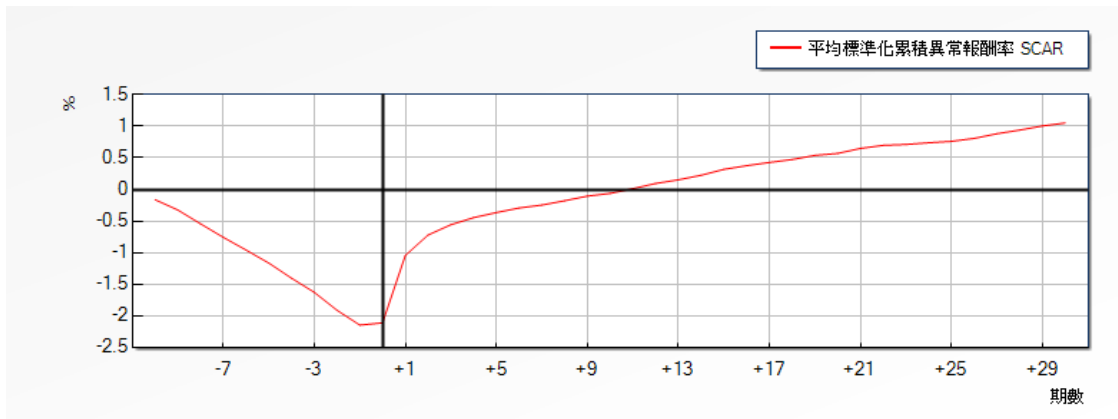


圖 10 庫藏股減資宣告平均異常報酬率 SCAR

表 7 庫藏股減資之異常報酬統計表

事件日	AR	Prob.Value	SCAR	Prob.Value	事件日	AR	Prob.Value	SCAR	Prob.Value
-10	-0.1615	0.0000***	-0.1615	0.0000***	11	0.0758	0.0000***	0.0135	0.8509
-9	-0.1622	0.0000***	-0.3237	0.0000***	12	0.081	0.0000***	0.0945	0.1993
-8	-0.22	0.0000***	-0.5437	0.0000***	13	0.0579	0.0002***	0.1524	0.0427**
-7	-0.2148	0.0000***	-0.7585	0.0000***	14	0.0731	0.0000***	0.2255	0.0033***
-6	-0.2004	0.0000***	-0.9589	0.0000***	15	0.0937	0.0000***	0.3192	0.0000***
-5	-0.2064	0.0000***	-1.1652	0.0000***	16	0.0578	0.0002***	0.3769	0.0000***
-4	-0.2394	0.0000***	-1.4046	0.0000***	17	0.0511	0.0009***	0.428	0.0000***
-3	-0.2245	0.0000***	-1.6291	0.0000***	18	0.0461	0.0026***	0.4741	0.0000***
-2	-0.2853	0.0000***	-1.9143	0.0000***	19	0.0653	0.0000***	0.5394	0.0000***
-1	-0.2331	0.0000***	-2.1474	0.0000***	20	0.032	0.0368**	0.5714	0.0000***
0	0.0352	0.0217**	-2.1122	0.0000***	21	0.0789	0.0000***	0.6503	0.0000***
1	1.068	0.0000***	-1.0441	0.0000***	22	0.0476	0.0019***	0.6979	0.0000***
2	0.3234	0.0000***	-0.7208	0.0000***	23	0.0152	0.3227	0.7131	0.0000***
3	0.1632	0.0000***	-0.5576	0.0000***	24	0.0258	0.0927*	0.7389	0.0000***
4	0.1109	0.0000***	-0.4467	0.0000***	25	0.023	0.1347	0.7619	0.0000***
5	0.0807	0.0000***	-0.366	0.0000***	26	0.0478	0.0019***	0.8096	0.0000***
6	0.0734	0.0000***	-0.2926	0.0000***	27	0.0724	0.0000***	0.882	0.0000***
7	0.0464	0.0025***	-0.2462	0.0002***	28	0.0582	0.0001***	0.9402	0.0000***
8	0.0672	0.0000***	-0.1789	0.0075***	29	0.0657	0.0000***	1.0059	0.0000***
9	0.0743	0.0000***	-0.1047	0.1273	30	0.0463	0.0026***	1.0522	0.0000***
10	0.0423	0.0058***	-0.0623	0.3756					

註:*表示在 10%的顯著水準，**表示在 5%的顯著水準，***表示在 1%的顯著水準

表 8 庫藏股減資宣告事件窗期之 CAR

事件窗期	CAR	標準差	T	結果
[-10, -1]	-2.1476	0.0363	-59.0189***	顯著負向報酬
[0, 1]	1.1032	0.7302	1.5106	不顯著
[1, 10]	2.0498	0.3144	6.5188***	顯著正向報酬

下列表 9 說明了三種類型減資對股價分別在事件日前後的影響及相對應之投資對策。

表 9 減資宣告影響彙總表

	事件日前	事件日後	說明
彌補虧損減資	呈正向異常報酬走勢	呈負向異常報酬	股價因彌補虧損減資宣告而產生顯著負向異常報酬，投資人應為即時清空股票持有或賣空
現金減資	呈正向異常報酬走勢	呈正向異常報酬	股價因現金減資宣告而產生顯著正向異常報酬；投資人可以繼續持有手中股票或可以增加持有該股票。
庫藏股減資	呈負向異常報酬走勢	呈正向異常報酬	股價因庫藏股減資宣告而產生顯著正向異常報酬，投資人可以繼續持有手中股票或可以增加持有該股票

第五章 結論

我國的企業減資類型共有彌補虧損減資與現金減資以及庫藏股減資三種型式，三種類型的減資都能提升公司每股盈餘、降低本益比，增加公司被投資之誘因，但企業各因為不同的政策、動機、目的，分別採取了不同類型的減資，彌補虧損減資大多為了為公司價值提升或為了吸引新的資金投入，而認列財務損失；現金減資則是為了處理過多現金流或為避開二代健保扣稅問題，改此方式發放股利，庫藏股減資則大多是企業管理階層認為公司價值被市場低估，為提升公司的股東權益及股票價格而執行。

本文整理了三種減資類型樣本公司分別探討其減資之宣告效果與異常報酬間之影響關係。在宣告效果方面，彌補虧損減資於事件日前的異常報酬為正，在事件宣告後其異常報酬呈現顯著負向報酬；現金減資在宣告日前並沒有明顯的異常報酬，在事件宣告前一日開始即有顯著正向異常報酬產生；庫藏股減資於事件日前的異常報酬為負，事件日後反轉為正。彌補虧損減資在宣告後則呈現長期的顯著負向累積異常報酬；現金減資在宣告日後雖呈現顯著正向異常報酬，但其最大正向累積異常報酬僅到宣告日後一天($T=1$)庫藏股減資在宣告後之異常報酬呈大幅度的上升。

參考文獻

中文部份

1. 王元章 黃永成(2013)，公司減資宣告對市場微結構之衝擊，證券市場發展季刊，第二十五卷，第一期，27-65。
2. 王瑪如 蕭君宇(2013)，彌補虧損減資、現金減資與庫藏股減資之市場宣告效果，會計評論，第五十七期，105-135。
3. 王若蓮、熊杏華、林孟慧(2017)，公司進行減資之長期經營績效探討，朝陽商管評論，第十六卷，第一期，61-80。
4. 沈中華、李建然(2000)，「事件研究法：財務與會計實證研究必備」，台北：華泰，1-131。
5. 杜化宇、劉文謙(2010)，「台指選擇權盤前交易具有資訊內涵嗎？」，證券市場發展季刊，22(3)，75-103。
6. 李在僑 趙永祥(2012)，現金減資宣告效果探討—以事件研究法為例，育達科大學報，第三十期，103-131。
7. 林鴻光 許永聲 沈家瑜(2009)，企業進行現金減資之宣告效果及對其營運績效之影響，台灣管理學刊，第九卷，第一期，285-203。
8. 林有志 陳筱平(2011)，現金減資之宣告效果，當代會計，第十二卷，第一期，31-56。
9. 林鴻光、許永聲、沈家瑜(2009)，企業進行現金減資之宣告效果及對其營運績效之影響，台灣管理學刊，第9卷，第2期，185-203。
10. 林雅玲、馬黛(2011)，透明度、資訊內涵及下單策略之實證研究，財務金融學刊，19(1)，1-32。
11. 吳美倫、黃馨誼(2011)，企業減資對股價影響之研究，科際整合管理研討會，第14屆，379-388。
12. 黃劭彥、鍾宇軒、邱安安、許景翔(2011)，公司減資、經營績效與盈餘管理，台灣管理學刊，第11卷第2期，155-175。
13. 徐中琦、黃銘遠(2012)，公開資訊之資訊內涵與投資人在不同情緒下投資行為之研究，臺灣銀行季刊，第六十三卷，第四期，112-129。
14. 張哲嘉(2007)，「彌補虧損減資宣告之異常報酬與財務績效之研究」，輔仁大學管理科學研究所碩士論文。
15. 楊馥如、顧廣平、董建中(2005)，我國上市櫃公司減資後長期績效評估，績效與策略研究，第二卷，第二期，35-55。

16. 蘇菁惠(2010)，返還股東現金與彌補虧損減資研究，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。



英文部份

1. Beaver, H.W. (1968), "The information content of annual earnings announcement," *Journal of Accounting Research* , 6, 67-92.
2. Grossman, S.J. and J.E. Stiglitz (1980), "On the impossibility of informationally efficient markets," *American Economic Review*, 70,393-408.

