

我國實施減資之上市櫃公司其公司治理對公司績效之影響

黃劭彥

國立中正大學前瞻製造系統頂尖研究中心、會計與資訊科技學系副教授

林琦珍

銘傳大學會計學系助理教授

黃怡倫

安侯建業會計師事務所查帳員

摘要

我國減資之類型可以細分為三種：(1) 現金減資 (2) 彌補虧損減資 (3) 買回庫藏股減資。目前多數文獻及相關研究，集中於庫藏股的實施對於市場上之宣告買回效果之影響。另外對減資公司之各類研究，多數仍著重於彌補虧損之減資以及買回庫藏股之減資類型。但自民國 91 年起，辦理現金減資之公司家數逐年增加，因此，本研究加入辦理現金減資之類型。另外，將彌補虧損減資公司，研究其後續是否有再辦理增資之情形，進一步列入探討。本研究結果發現，辦理現金減資及庫藏股減資公司，由於此類公司其營運狀況相較穩定，董事長兼任總經理、管理當局持股比率與國內法人機構持股比率對公司績效有正向影響。而彌補虧損減資公司由於減資後一年之績效，無法立即恢復其財務體質，因此公司治理機制無法於短暫期間之內，予以提升其公司績效。

關鍵詞：減資、公司治理、公司績效

壹、緒論

近年經濟情況急遽變化，辦理減資之公司家數有逐漸增加之趨勢。根據金融管理委員會證券期貨局的網站統計，這幾年在台灣初次上市（櫃）的企業總數不斷下滑，而辦理減資的公司家數反而持續增加，其所減少之資本額比率有逐年增加的情形，顯示台灣資本市場之資金活絡度受到影響。

過去公司辦理減資，其目的大多是為了彌補虧損，係當公司財務發生鉅額虧損時，期望透過減少資本的策略予以改善財務結構，以全新財務體質引進新資金。因此，過往投資人看到公司辦理減資之消息，通常都會視為負面訊息。

另外，我國於民國 89 年通過證券交易法第二十八條之二，正式開放公司買回本身已發行流通在外股票，此買回庫藏股制度之主要內容為允許公司有三種買回庫藏股情況，包括轉讓股份予員工、配合發行具有股權轉換之有價證券、為維護公司信用及股東權益而買回者。此庫藏股制度前兩項買回目的為轉讓予員工以及發行具有轉換股權之有價證券，若未於三年內轉換完畢，則須註銷其股份。另外，為維護公司信用及股東權益而買回者，必須於買回後六個月內註銷其股份，屬於公司自發性選擇註銷股份以減少其資本。由此可知，公司亦可藉由實施庫藏股制度達到減少公司資本之目的，因此自法令通過之後，陸續有相當多的公司辦理庫藏股減資，以達調整公司財務結構之策略。

不過近年來，愈來愈多財務穩定之公司著眼於每股盈餘，而將現金減資決策做為財務報表之操作方式（例如：晶華酒店、聯華電子、凌陽科技）（張翔一，2006）。特別是於民國 91 年 3 月，晶華酒店決定以現金減資方式，將資本返還予股東，每股退還 5 元，以達到提升股東權益、每股盈餘及投資報酬率，並同時消除股本過大及閒置資金之目的，這是首例為財務狀況穩定之公司辦理現金減資，自此之後，投資人對於減資決策之負面印象則大幅改觀，後續亦有許多企業跟進減資的行列。

其中，中華電信自民國 96 年起，已連續三年辦理現金減資之決策，並且擬定未來仍會持續辦理現金減資，期望透過此方式提升公司股東權益報酬率，以及調整資本結構。中華電信經由多次減資策略，當公司每年累積穩定之現金部位，則辦理現金減資將資本退還於股東。然而，減資退還之金額大部分會流入股份相對較多之大股東手上，對於小股東而言，現金減資決策似乎有圖利大股東之疑慮，對公司未來營運上之績效亦會產生影響。因此是否可透過公司內部之公司治理，有效監督減資決策之執行過程，防止減資決策為高階管理當局所操縱，替一般投資大眾維護利益，係為本研究之主要目的。

以較早期曾經辦理彌補虧損減資之東隆五金為例，於公司發生虧損前各項公司治理之特性，顯示出東隆五金之控制股東傷害公司價值的負侵占效果，包含：控制股東擔任半數以上之董事席位、董事長兼總經理、成立五家投資公司等情況，導致股權資訊之揭露較不透明、關係人保證背書及資金往來之金額高達 20 億元買賣大量股票及其他金融商品、大股東持股比例高達 70%。由此可知，公司除了財務報表之表達揭露外，其他公司治理之特性可以提醒投資人公司內部控制及公司治理機制是否健全。東隆五金在歷經了重整、減資再增資，並由新的經營團隊接管後，重新整頓公司之公司治理機制，於短短四年之內已將掏空事件之累積虧損完全彌補完畢。顯示新就任之經營團隊能體認建立良好公司治理對於公司之重要性，使公司整體都能朝向健全公司治理之方向前進，這也是東隆五金由危機到轉機之關鍵因素。

另外，力霸集團之亞太固網寬頻於爆發掏空案件之後，台鐵法人代表賴春田董事長進駐整頓，其減、增資案首度經由法定程序辦理，顯示在新經營團隊接手以來，對於亞太財務透明化的落實，以及對股東絕對負責之態度，使公司逐漸步上良好公司治理機制之途。亞太經由彌補虧損減資，改善公司財務體質後，更加積極投入電信市場爭霸，亦讓投資人對亞太遠景重拾信心。

由上述說明可知，減資為公司重要的財務政策之一。然而，公司必須透過法定之程序，才可消滅代表股東資金的股東權益，以達到減少公司資本之目的。

依法規定, 減資決策必須經由董事會之決議通過, 因此公司應有健全的公司治理機制及董事會結構, 善盡其管理職責, 發揮其公司治理功效, 做出對於公司有利之決策, 以達到股東利益極大化, 進而提升公司未來績效。

目前多數文獻及相關研究, 集中於實施庫藏股對於市場上的宣告買回效果之影響。另外對於減資類型之研究, 多數仍著重於彌補虧損之減資以及買回庫藏股之減資類型, 且集中於市場上之資訊傳遞效果方面, 較少研究探討公司治理特性對減資公司之影響。另外, 自民國 91 年起, 辦理現金減資之公司家數有逐年增加之現象, 因此, 本研究再加入辦理現金減資之類型, 進一步擴大探討公司治理機制對於公司之績效是否有影響, 俾以達到研究之完整性。

本研究主要探討在公司治理之監督下, 採用不同減資方式之公司是否進而改善公司的營運績效。實施彌補虧損減資之公司, 其財務狀況較差, 藉由減資決策改善財務結構。近年來, 卻有愈來愈多數之彌補虧損減資公司, 於減資後決定再辦理增資決策, 主要目的係為改善公司財務狀況並且引進新資金, 期待可以提升公司營運績效。

而相較於彌補虧損減資, 採用現金減資及買回庫藏股註銷股份減資之公司, 其通常須具備多餘閒置資金, 將閒置資金退還於股東以及利用閒置資金將公司流通在外股票買回。故本研究將辦理減資之公司, 依其減資類型分為兩類: 彌補虧損減資之公司以及現金減資與買回庫藏股註銷股份減資之公司, 探討各種類型減資公司的公司治理機制對其公司績效之影響。另外, 再將彌補虧損減資之公司細分為兩類型: 辦理彌補虧損減資後有再辦理增資之樣本公司, 以及辦理彌補虧損減資後沒有再辦理增資之樣本公司, 檢視是否有於減資後辦理增資之樣本公司, 其公司治理機制對公司績效之影響。

貳、文獻探討與研究假說

一、減資的類型及對績效之影響

一般而言, 減資之類型可以細分為三種類型: (1) 依公司法第 168 條之 1 辦理彌補虧損減資; (2) 依公司法第 168 條辦理現金減資, 即減少公司閒置資金, 返還資本於股東; (3) 依證券交易法第 28 條之 2 買回公司庫藏股而註銷者。減資決策之執行主要涉及我國公司法關於股份有限公司資本原則制度, 其精神係為公司是否有足夠的資金維持公司正常營運, 以追求公司價值極大化之目標。且股份有限公司之資本係為債權人之最低債權限度之擔保額, 基於保護債權人之利益, 公司亦應維持相當於資本額之財產。因此, 減資決策係關乎公司利害關係人之權益, 必須經過審慎之考慮使得執行。

林鴻光、許永聲、沈家瑜 (2009) 探討上市上櫃公司中宣告現金減資的為樣本, 研究市場上對現金減資的資訊, 實證結果顯示, 宣告現金減資後, 股價產生正向的反應, 具有宣告效果。Kothari, Shu, and Wysocki (2009) 研究結果顯示, 股利減少所產生的市場反應顯著大於股利增加的反應, 推論是管理者隱匿且累積壞消息所產生。而 Akhigbe and Madura (1996) 站在訊號發射效果的論點, 認為現金減資可能隱含高階管理當局對於公司未來經營績效的樂觀預期。由上述文獻可以發現, 市場對於減資會有所反應, 亦會影響公司的績效。

二、減資公司之公司治理

對於公司而言，減資決策係為一項重要之財務政策，而對公司股東亦影響極大。當公司欲辦理減資，依法規定須經由董事會與股東會通過，且依減資類型有不同之法定決議方式。而減資之決策皆須經由董事會提起該議案，因此董事會對於減資決策扮演著關鍵性角色。

代理理論中指出董事會為公司內部最高管理階層，有責任監督管理階層之決策行為，以確保股東能夠獲取應得的報償，並追求股東利益極大化。因此董事會必須具備獨立性及客觀性，以減少經營權與所有權分離下所產生之代理成本 (Fama & Jensen, 1983)。若董事會之成員無法盡守本身之管理與監督本份，減資決策容易流於董事會成員為了自身利益，而犧牲股東及利害關係人之權益。

因此本研究欲探討減資決策之制定，可否經由良好公司治理機制之監督，以達到保護股東及利害關係人之權益，並且提升公司未來績效。然而，目前探討實施減資決策之公司治理特性的相關研究較為少數，因此本研究藉由過去對於公司治理與公司績效之相關研究，探討不同減資類型公司其公司治理特性與公司績效之關聯性。

(一) 獨立董監事

獨立董事之角色係在於監督公司財務報導，董事會若有較高的獨立董事比率，則可有效監督管理當局 (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983)。國外學者針對公司治理與公司績效之關聯性研究，多數發現獨立董事的席次比率與公司績效呈正向關係 (Fama, 1980; Morck, Shleifer, & Vishny, 1988; Rosenstein & Wyatt, 1990)。顯示公司存在較多獨立董監事比率，可以發揮其專業知識與經驗，並且超然獨立的監督公司營運及決策過程，以解決股東與公司管理階層之間的代理問題，進而增加公司營運績效。

有鑑於獨立董監事是健全公司董事會結構的重要設計之一，因此我國為強化董事會與監察人之功能，主管機關積極推動獨立董監事制度。自民國91年起，依據「上市上櫃公司治理實務守則」規定，初次上市（櫃）公司必須設置兩位獨立董事與一位獨立監察人。並且規範獨立董事、監察人之專業能力方面，要求必須具有五年以上商務、法律、財務或公司業務上所需之工作經驗。冀望藉由獨立董監事之獨立性與專業能力，有效監督董事會與公司管理當局，以達到保障股東權益之目的。

以國內之獨立董監事制度為研究對象，洪世馨（2003）發現外部董事在董事會之席次比例與公司績效呈正向關係。廖秀梅、李建然、吳祥華（2006）則發現在非家族企業中，董監事持股對公司績效有正面的影響，認為外部或獨立董監事的設立，的確能提升公司績效。

減資決策係為一項重要財務政策，若公司董事會於決議減資決策之過程，可透過獨立董監事的專業監督，較可以客觀之角度保護投資人利益，進而提升公司績效。故本研究欲瞭解辦理減資之公司，公司績效是否會因為在獨立董監事的監督之下而更好，因而建立下列假說：

假說一：減資公司會因獨立董監事席次愈多，而增加公司績效。

(二) 董事長是否兼任總經理

公司存在董事長同時兼任總經理職務的現象,稱之為「CEO 雙元制」(CEO duality),但是否有助於公司價值的提升,目前研究並無一致的結論。Brickley, Coles, and Jarrell (1997)發現董事長兼任總經理對公司績效會產生正向的效果。此外,有學者認為總經理需要為公司績效負責,若當董事長兼任總經理時,其經營決策可以得到董事會全力支持,並且可以充分瞭解公司相關資訊,將有助於監督之執行,以提高公司價值 (Donaldson & Davis, 1991)。

相反地,Patton and Baker (1987)認為經理人若具有雙重身分,會因其自身利益而干擾董事會之進行。當公司存在董事長兼任總經理之情形,監督效果大打折扣,代理問題比較嚴重 (Yermack, 1996)。Daily and Dalton (1993)、Dahya, Lonie, and Power (1996)發現董事長是否兼任總經理的問題,對公司績效產生負面影響。我國學者廖秀梅等 (2006)指出公司管理當局與董事會分別扮演監督與被監督之角色,若當董事長兼任總經理時,則董事會之客觀性與監督能力較易喪失,對公司績效亦會產生負面影響。然而,大部分實證研究則發現董事長是否兼任總經理的問題,對公司績效所產生之影響並不是很明顯 (Baliga, Moyer, & Rao, 1996; Dalton, Daily, Ellestrand, & Johnson, 1998; Vafeas & Theodorou, 1998)。

由上述文獻,發現並無一致結論。為瞭解辦理減資公司之董事長兼任總經理情形,是否會使公司董事會於決議減資決策時,可增加經營決策效率或者降低公司之監督能力,進而影響公司績效。因此本研究將探討當公司實施減資決策時,存在董事長兼任總經理情形,對於公司績效之影響,因而建立下列假說:

假說二: 減資公司會因董事長兼任總經理之情形,而影響公司績效。

(三) 管理當局持股

從代理問題的角度而言,管理當局持股可視為另一種緩和代理問題的機制 (Jensen & Meckling, 1976),當公司所有權與經營權趨於分離時,在自利誘因驅使下,管理當局的行為或決策未必與股東或債權人利益完全一致,可能會產生道德危機或逆選擇之行為。但隨著管理當局持股比率增加,其利益便較會與其他利害關係人愈趨一致 (Dhaliwal, Salamon, & Smith, 1982; Warfield, Wild, & Wild, 1995)。Jensen and Meckling 認為,當管理者持股比率愈高或股權愈集中,其利益會與其他股東利益愈趨於一致,可使得公司價值提高。

若在公司經營權與所有權分離的情況之下,管理當局未持有公司大部分股權時,則管理當局無需承受減資決策的結果,此時若管理當局有自利動機,則可能會追求個人利益大於追求股東價值極大化。因此,當公司擁有較高的現金,管理當局則有機會使用此現金滿足自我利益。則股東亦會質疑管理當局是否會利用此龐大閒置資金滿足自身利益,而罔顧公司整體利益。因此,本研究欲探討當公司實施減資決策時,管理當局持有公司股份愈多,則與股東之利益會趨於一致,進而提升公司績效。因此建立下列假說:

假說三: 減資公司會因管理當局持股比率愈高,而增加公司績效。

(四) 機構投資人持股

由外部監督機制來看，機構投資人扮演著重要的角色。根據 Pound (1988) 提出「效率監督假說 (efficient monitoring hypothesis)」，認為機構投資人相對於一般股東，會擁有較多的專業人才與知識，其監督成本也會相對較低。當機構投資人持股較高時，則有機會取得公司董事席次，得以進一步參與公司營運之監督。因此，機構投資人更能有效的監督公司，進而降低代理成本，有利於提升公司價值。當機構投資人藉由監督公司管理當局之活動，可達到保護自我投資利益，並且可降低代理問題存在 (Gilson, 1990; Jensen, 1993; Shleifer & Vishny, 1986)。因此，當機構投資人持股比例愈高，有助於公司價值的提升 (Agrawal & Mandelker, 1990)。Steiner (1996) 探討股權結構對財務績效的影響，研究結果機構投資人持股比例對公司價值有顯著為正的影響。

而公司管理階層與股東之間存在利益衝突，為了避免產生嚴重的代理問題，持有股份較多之機構投資人則會願意參與公司決策之動機相對較強，對公司而言可以降低代理問題，進而提升公司績效。故本研究欲瞭解辦理減資之公司，是否會因在機構投資人的監督之下，降低公司代理問題，使得公司績效於實施減資決策之後有正向之影響。本研究將機構投資人分類為外國法人以及我國法人，分別探討兩類機構投資人對於公司實施減資決策時，是否發揮其監督功能，提升公司營運績效。因而建立下列假說：

假說四 A：減資公司會因外國法人持股比率愈大，而增加公司績效。

假說四 B：減資公司會因我國法人持股比率愈大，而增加公司績效。

參、研究方法

一、研究模型與變數定義

於大部分探討公司績效之關聯性研究當中，公司績效之代理變數多為：每股盈餘、Tobin's Q、資產報酬率 (ROA)、股東權益報酬率 (ROE)、經濟附加價值 (EVA)。由於本研究目的為探討減資公司之績效，然而當公司辦理減資後，公司之股價必然會上升，且資本額與股東權益均會因此降低。檢視上述之衡量公司績效變數中，若有涉及股權計算之績效，必然會因為分母及減項之股東權益降低，而產生績效上升之情形，此外涉及股價之績效亦會上升。因此多數變數均會因減少資本之決策，而產生公司績效較佳之現象，較無法衡量公司經營上之真實績效。因此，為衡量公司實際營運狀況之下，公司績效之影響，故使用公司獲利能力成長率為代理變數。因此，本研究使用常續性稅後淨利除以銷貨收入之變動 ($\Delta NI / SALE$)，以及營業活動之現金流量除以銷貨收入之變動 ($\Delta OCF / SALE$)，衡量公司績效。期望後續研究可再增加未涉及公司股權及股價之其他衡量公司績效變數。

本研究主要探討減資公司之公司治理情形與公司績效之關係，首先，探討減資公司是否會因為公司治理機制較良好，而使其公司績效更好，其次再依各別減資類型，分別瞭解其公司治理之情況是否有差異。本研究之公司績效主要使用兩項公司真實的獲利能力來衡量，首先為常續性稅後淨利相對於銷貨收入

之變動，再者為營業活動之現金流量相對於銷貨收入之變動。研究模型及相關變數之定義如下（表 1）：

$$\Delta Performance = \alpha + \beta_1 IndDir_t + \beta_2 CEO_t + \beta_3 MGT\%_t + \beta_4 FInst\%_t + \beta_5 TInst\%_t + \beta_6 BS_t + \beta_7 SIZE_t + \beta_8 CF_t + \beta_9 CA\%_t + \beta_{10} DEBT\%_t + \varepsilon$$

表 1 變數之定義

變數名稱	衡量方式
$\Delta NI / SALE$: 獲利能力成長率，(t+1, t-1) 年變動比率。
$\Delta OCF / SALE$: 獲利能力成長率，(t+1, t-1) 年變動比率。
IndDir	: 獨立董監事席次。
CEO	: 虛擬變數，董事長兼任總經理為 1，其他為 0。
MGT%	: 管理當局持股比率。
FInst%	: 外國法人持股比率。
TInst%	: 我國法人持股比率。
BS	: 董事會規模，全體董事會人數。
SIZE	: 公司規模，減資當年度之總資產金額取自然對數。
CF	: 自由現金流量。
CA%	: 流動比率
DEBT%	: 負債比率。

其中，

(一) 公司績效變數－獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$ 、 $\Delta OCF / SALE$)

本研究主要所採用之公司績效衡量變數，為減資後一年 (t+1 年) 與減資前一年度 (t-1 年) 之公司常續性稅後淨利除以銷貨收入淨額之變動比率。常續性稅後淨利 = 不含非常損益之稅後淨利 - 非常續淨利。非常續淨利係指一次式處分損益，例如處分資產損益及處分投資損益等。

另外再使用營業活動之現金流量除以銷貨收入淨額之變動比率為衡量績效之變數。本研究主要採用具有經常性質且實際營運狀況之公司績效，以排除因為減資策略可能會造成與公司權益、每股盈餘以及每股盈餘等要素之必然性影響。

(二) 公司治理變數

1. 獨立董監事席次 (IndDir) : 以減資當年度獨立董監事席次作為衡量標的，本研究認為當獨立董監事席次較高時，在具備獨立性之監督下，公司於辦理減資之後，公司績效會有正面之影響。
2. 董事長兼任總經理 (CEO) : 董事長兼任總經理則可能會發生因權力集中之情形，使得公司經營效率增加以及決策執行更順暢；但亦可能會因缺乏獨立性而使監督能力降低，並影響董事會之公正客觀性，因此本研究不預期董事長兼任總經理之方向。本研究以減資當年度公司是否有董事長兼任總經理情

形作為虛擬變數之衡量方式，公司若有董事長兼任總經理情形設為 1，其他為 0。

3. 管理當局持股比率 (MGT%)：基於利益一致假說，管理當局持股愈高，與股東之利益會趨於一致，因此本研究認為當公司管理當局持股比率愈高時，則公司績效於減資後會產生正向影響。本研究以減資當年度管理當局期末持股數 ÷ 持股數。
4. 機構投資人持股比率 (FInst%, TInst%)：將機構投資人分類為外國法人持股與國內法人持股，分別探討機構投資人對於減資公司經營績效之影響，本研究認為當機構投資人持股比率愈高，則其可以發揮監督之效果愈高，對於公司績效有正面之影響。
 - (1) 減資當年度外國法人持股 (FInst%) = 僑外金融機構持股 + 僑外法人持股 + 僑外信託基金持股
 - (2) 減資當年度國內法人持股 (TInst%) = 政府機構持股 + 本國金融機構持股 + 本國信託基金持股 + 本國公司法人持股 + 本國其他法人持股

(三) 控制變數

1. 董事會規模 (BS)：以全體董事會人數作為控制變數。
2. 公司規模 (SIZE)：公司規模以減資當年度之總資產金額取自然對數。
3. 自由現金流量 (CF)：(淨稅前息前折舊前之營業淨利 - 所得稅費用 - 利息費用 - 特別股現金股利 - 普通股現金股利) ÷ 資產總額。
4. 流動比率 (CA%)：減資當年度之稅後淨利除以總資產。
5. 負債比率 (DEBT%)：減資當年度之總負債除以總資產。

二、樣本資料來源及選取標準

我國買回庫藏股制度自民國 89 年起開始實施，且我國證券交易所及櫃買中心於民國 91 年實施「上市上櫃公司治理實務守則」，藉以推動設置獨立董監事制度。因此，本研究期間選取自民國 91 年至 96 年之間，辦理減資之上市(櫃)公司作為研究樣本。減資公司樣本之資料來源分別為：

- (1) 申請現金減資與彌補虧損之公司，以行政院金融監督管理委員會證券期貨局網站所公布申請減資公司之資料為主。
 - (2) 辦理庫藏股減資之公司，資料係由公開資訊觀測站所公布之資料為主。
- 於確定減資公司樣本後，其財務性資料來自台灣經濟新報社。本研究針對我國宣告辦理減資之上市(櫃)公司為研究對象，其選取標準如下：
- (1) 減資公司須為台灣證券交易所之上市公司，或是在中華民國證券櫃檯買賣中心交易之上櫃公司。
 - (2) 由於金融保險業具有產業特殊性質，故不列入本研究之樣本公司中。
 - (3) 樣本公司若有財務資料不全或無法取的相關資料者，將從樣本中排除。
 - (4) 減資計畫須確實完成，若於減資宣告後取消該減資計畫者，將不列入本研究樣本中。
 - (5) 若同一家樣本公司，於同一年內同時實施兩項以上之減資決策，將不列入本研究之樣本。

經過上述樣本選取標準之篩選後，得到彌補虧損減資公司之樣本家數有 180 家，現金減資公司之樣本家數有 21 家，庫藏股減資公司之樣本家數有 297 家。

肆、實證結果

一、敘述性統計

表 2 為辦理全部減資樣本之各變數敘述性統計值，由於此結果包含全部減資樣本，係為各類型減資公司之敘述性統計量，因此將全部減資公司再依據不同減資類型於表 3 表達個別類型敘述性統計量，並且予以比較。

表 2 全部減資樣本之敘述性統計量表 (N = 498)

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$)	-2.332	0.016	56.737	-1263.369	52.126
獲利能力成長率 ($\Delta OCF / SALE$)	0.211	-0.012	9.043	-96.278	107.372
獨立董監事席次 (IndDir)	0.858	0.000	1.344	0.000	5.000
董事長兼任總經理 (CEO)	0.359	0.000	0.480	0.000	1.000
管理當局持股比例 (MGT%)	0.992	0.200	2.255	0.000	25.260
外國法人持股比例 (FInst%)	6.076	0.870	11.558	0.000	76.730
國內法人持股比例 (TInst%)	27.361	22.630	19.126	0.460	94.820
董事會規模 (BS)	7.513	7.000	3.089	2.000	26.000
公司規模 (SIZE)	15.153	15.000	1.466	11.715	20.005
自由現金流量 (CF)	-0.015	0.024	0.142	-1.310	0.227
流動比率 (CA%)	220.060	152.270	273.774	0.900	3,922.020
負債比率 (DEBT%)	41.980	40.000	20.460	2.210	98.610

表 3 為各類型減資樣本之各變數敘述性統計值，由表 4 之 Panel A 之彌補虧損減資公司之獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$) 之平均數 (-6.536) 相較於 Panel B 之現金減資與 Panel C 之庫藏股減資公司來得低，且其獲利成長率平均數呈現負向，可能是由於彌補虧損減資公司於減資後一年之淨利獲利能力並無法立即提升使然。另外，現金減資公司之獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$ 平均數 = 0.307) 為三類減資類型中績效提升最高者。而另一項現金流量獲利能力成長率 ($\Delta OCF / SALE$) 之平均數，以 Panel B 之現金減資公司為最低 (-0.042)。於 Panel C 之庫藏股減資公司，其現金流量獲利能力則為三類型中最高 (0.339)。

於各項公司治理特性方面，現金減資公司之獨立董監事席次 (IndDir) 平均數 (1.286) 為最高，彌補虧損減資公司之獨立董監事席次平均數 (0.661) 為最低。現金減資公司之管理當局持股比例 (MGT%) 平均數 (0.661) 為三類型中最低者，而庫藏股減資公司之管理當局持股比例平均數 (1.013) 為最高。而在機構投資人持股比例方面，區分為外國法人持股比例 (FInst%) 與國內法人持股比例 (TInst%)，由表 4 當中顯示各類型減資公司之國內法人持股比例之平均數均呈現較高之結果。相對於國內法人持股比例，外國法人持股比例則明顯低於國內法人持股比例。值得注意的是現金減資公司之外國法人持股比例平

均數 (21.599) 明顯高於其他兩類型之外國法人持股比率平均數，且其平均數高出四倍，顯示外國法人似乎較傾向持有財務狀況較穩定之現金減資公司。

於財務性之控制變數方面，彌補虧損減資公司之自由現金流量 (CF) 呈現 -0.098，顯示彌補虧損公司之財務狀況較不佳，因此其自由現金流量之平均數為負向。然而現金減資與庫藏股減資公司，由 Panel B、C 中可見其自由現金流量各呈現 0.049、0.031，其平均數均呈現正向，顯示其財務體質較佳，公司本身擁有較充裕的資金。另外，彌補虧損減資公司之流動比率 (CA%) 平均數 (175.562) 為各類型減資公司當中平均數最低者。然而，彌補虧損減資公司之負債比率 (DEBT%) 之平均數 (55.689) 則為各項減資類型當中最高者。最後，其他規模性之控制變數方面，各項類型之減資公司其董事會規模 (BS) 與公司規模 (SIZE) 變數均呈現相似之結果。

表 3 各類型減資樣本之敘述性統計量表

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Panel A: 彌補虧損減資 (N=180)					
獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$)	-6.536	0.103	94.390	-1263.369	52.126
獲利能力成長率 ($\Delta OCF / SALE$)	0.030	-0.024	12.860	-96.278	107.372
獨立董監事席次 (IndDir)	0.661	0.000	1.192	0.000	4.000
董事長兼任總經理 (CEO)	0.433	0.000	0.497	0.000	1.000
管理當局持股比率 (MGT%)	0.996	0.140	2.869	0.000	25.260
外國法人持股比率 (FInst%)	4.592	0.090	11.487	0.000	76.730
國內法人持股比率 (TInst%)	26.424	18.430	21.603	0.460	94.820
董事會規模 (BS)	6.628	7.000	2.277	2.000	15.000
公司規模 (SIZE)	14.294	14.115	1.254	11.715	18.454
自由現金流量 (CF)	-0.098	-0.059	0.196	-1.310	0.227
流動比率 (CA%)	175.562	108.695	344.240	0.900	3,922.020
負債比率 (DEBT%)	55.689	58.660	22.142	2.210	98.610
Panel B: 現金減資 (N=21)					
獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$)	0.307	-0.033	1.793	-0.827	8.091
獲利能力成長率 ($\Delta OCF / SALE$)	-0.042	0.014	0.398	-1.403	0.720
獨立董監事席次 (IndDir)	1.286	0.000	1.521	0.000	4.000
董事長兼任總經理 (CEO)	0.333	0.000	0.483	0.000	1.000
管理當局持股比率 (MGT%)	0.661	0.250	0.923	0.000	3.890
外國法人持股比率 (FInst%)	21.599	14.900	19.898	0.000	58.010
國內法人持股比率 (TInst%)	29.079	20.990	18.572	4.510	63.490
董事會規模 (BS)	8.095	7.000	3.506	4.000	17.000
公司規模 (SIZE)	16.312	15.792	1.726	13.323	19.958
自由現金流量 (CF)	0.049	0.049	0.069	-0.110	0.203
流動比率 (CA%)	223.319	178.180	147.024	27.670	529.050
負債比率 (DEBT%)	25.984	21.470	13.660	7.000	62.080
Panel C: 庫藏股減資 (N=297)					
獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$)	0.029	0.005	0.358	-1.222	4.755
獲利能力成長率 ($\Delta OCF / SALE$)	0.339	-0.009	6.103	-1.925	105.080
獨立董監事席次 (IndDir)	0.946	0.000	1.404	0.000	5.000

表 3 各類型減資樣本之敘述性統計量表 (續)

董事長兼任總經理 (CEO)	0.315	0.000	0.465	0.000	1.000
管理當局持股比例 (MGT%)	1.013	0.240	1.871	0.000	11.330
外國法人持股比例 (FInst%)	5.878	1.310	9.970	0.000	56.080
國內法人持股比例 (TInst%)	27.805	24.035	17.548	0.610	86.480
董事會規模 (BS)	8.007	7.000	3.361	3.000	26.000
公司規模 (SIZE)	15.590	15.333	1.312	13.364	20.005
自由現金流量 (CF)	0.031	0.032	0.060	-0.339	0.223
流動比率 (CA%)	246.708	178.100	225.584	9.480	2,361.910
負債比率 (DEBT%)	34.827	35.940	14.510	3.910	73.350

表 4 為針對辦理彌補虧損減資後，公司是否有於後續年度立即辦理增資之情形。其中，減資後沒有再增資公司之獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$ 、 $\Delta OCF / SALE$) 平均數 (0.332、0.129) 高於減資後有再增資公司 (-9.802、-0.017)，且彌補虧損減資後再辦理增資公司之兩項獲利能力均呈現負向結果。顯示公司實施減資決策之後，吸引新投資者之資金後，無法立即提升公司經營績效之能力。反而，減資後沒有再辦理增資之公司，其於實施減資後之獲利能力有向上提升之情形。而其餘變數於減資後沒有再辦理增資公司中，大部分都存在相對較高之平均數結果。

表 4 彌補虧損減資後，有無增資之敘述性統計量表

變數	平均數	中位數	標準差	最小值	最大值
Panel A：彌補虧損減資後有辦理增資 (N=122)					
獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$)	-9.802	0.113	114.650	-1263.369	52.126
獲利能力成長率 ($\Delta OCF / SALE$)	-0.017	-0.028	15.628	-96.278	107.372
獨立董監事席次 (IndDir)	0.885	0.000	1.325	0.000	4.000
董事長兼任總經理 (CEO)	0.500	0.500	0.502	0.000	1.000
管理當局持股比例 (MGT%)	1.233	0.190	3.394	0.000	25.260
外國法人持股比例 (FInst%)	5.226	0.090	13.037	0.000	76.730
國內法人持股比例 (TInst%)	24.900	17.205	20.396	0.850	81.330
董事會規模 (BS)	6.582	7.000	2.241	2.000	15.000
公司規模 (SIZE)	14.044	13.767	1.248	11.715	18.454
自由現金流量 (CF)	-0.131	-0.091	0.217	-1.310	0.227
流動比率 (CA%)	194.052	114.925	389.179	0.900	3,922.020
負債比率 (DEBT%)	56.611	60.135	23.243	2.210	98.610
Panel B：彌補虧損減資後無辦理增資 (N=58)					
獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$)	0.332	0.097	2.229	-4.249	15.829
獲利能力成長率 ($\Delta OCF / SALE$)	0.129	-0.013	0.917	-1.923	4.911
獨立董監事席次 (IndDir)	0.190	0.000	0.634	0.000	3.000
董事長兼任總經理 (CEO)	0.293	0.000	0.459	0.000	1.000

表 4 彌補虧損減資後，有無增資之敘述性統計量表（續）

管理當局持股比例 (MGT%)	0.496	0.040	1.007	0.000	4.130
外國法人持股比例 (FInst%)	3.259	0.090	7.135	0.000	31.360
國內法人持股比例 (TInst%)	29.631	22.910	23.811	0.460	94.820
董事會規模 (BS)	6.724	6.000	2.368	4.000	14.000
公司規模 (SIZE)	14.820	14.727	1.105	12.381	17.037
自由現金流量 (CF)	-0.030	-0.010	0.121	-0.483	0.214
流動比率 (CA%)	136.669	89.325	219.874	14.310	1,671.740
負債比率 (DEBT%)	53.751	53.445	19.676	2.630	89.300

表 5 與表 6 分別為彌補虧損減資公司以及現金與庫藏股減資公司之 Pearson 相關係數表。由表 5 與表 6 當中，顯示各項公司治理變數間，均為相關性較低之情形。然而，於表 5 當中，獨立董監事席次 (IndDir) 與董事會規模 (BS) 呈現較高之相關性。另外，於表 6 當中，外國法人持股比例 (FInst%) 對於公司規模 (SIZE) 有較高之相關性。在控制變數方面，於表 5 當中，自由現金流量 (CF) 與公司規模 (SIZE) 存在著較高的相關性。在表 5 與表 6 中，流動比率 (CA%) 與負債比率 (DEBT%) 之間均存在著較高度的相關性。

表 5 Pearson 相關係數表——彌補虧損減資公司 (N=180)

	IndDir	CEO	MGT%	FInst%	TInst%	BS	SIZE	CF	CA%	DEBT%
IndDir	1									
CEO	0.023	1								
MGT%	0.099	0.110	1							
FInst%	0.057	-0.134*	-0.072	1						
TInst%	0.015	0.146**	0.129*	-0.217***	1					
BS	0.554***	-0.084	0.012	0.038	0.137*	1				
SIZE	-0.224***	-0.115	-0.217***	0.106	-0.029	0.133*	1			
CF	-0.049	-0.126*	-0.136*	0.082	-0.008	0.060	0.432***	1		
CA%	-0.003	0.161**	0.150**	-0.070	0.150**	-0.043	-0.231***	0.021	1	
DEBT%	-0.162**	-0.115	-0.099	0.067	-0.034	-0.126*	0.141*	-0.130*	-0.443***	1

註 1：*** 為顯著水準 1%，** 為顯著水準 5%，* 為顯著水準 10%。

註 2：IndDir：獨立董監事席次；CEO：董事長兼任總經理；MGT%：管理當局持股比例；FInst%：外國法人持股比例；TInst%：國內法人持股比例；BS：董事會規模；SIZE：公司規模；CF：自由現金流量；CA%：流動比率；DEBT%：負債比率。

表 6 Pearson 相關係數表——現金減資及庫藏股減資公司 (N=318)

	IndDir	CEO	MGT%	FInst%	TInst%	BS	SIZE	CF	CA%	DEBT%
IndDir	1									
CEO	0.053	1								
MGT%	0.118**	0.224***	1							
FInst%	0.189***	-0.068	-0.083	1						
TInst%	-0.137**	-0.048	-0.030	-0.081	1					
BS	0.283***	-0.171***	-0.059	0.150***	0.040	1				
SIZE	-0.037	-0.168***	-0.155***	0.503***	0.137**	0.374***	1			
CF	0.038	0.007	-0.034	0.214***	0.112**	0.043	0.251***	1		
CA%	0.020	0.132***	0.060	-0.113**	-0.045	-0.063	-0.201***	-0.001	1	
DEBT%	0.056	-0.028	0.114**	-0.028	0.050	0.068	0.100*	-0.123**	-0.507***	1

註 1: *** 為顯著水準 1%, ** 為顯著水準 5%, * 為顯著水準 10%。

註 2: IndDir: 獨立董監事席次; CEO: 董事長兼任總經理; MGT%: 管理當局持股比率; FInst%: 外國法人持股比率; TInst%: 國內法人持股比率; BS: 董事會規模; SIZE: 公司規模; CF: 自由現金流量; CA%: 流動比率; DEBT%: 負債比率。

二、實證結果

(一) 各減資類型之實證結果分析

本研究首先依據減資類型將迴歸實證模型分類為 (I) 全部減資公司, 再區分為 (II) 彌補虧損減資方式與 (III) 現金及庫藏股減資方式, 探討此兩類型減資公司是否會因其公司治理特性之良窳, 進而影響公司經營績效。

本研究探討辦理減資公司之公司治理特性與其公司績效之間的關係, 首先所採用衡量之公司績效係為常續性稅後淨利除以銷貨收入淨額, 於減資前一年度 (t-1) 與減資後一年度 (t+1) 之變動比率為應變數, 觀察公司於實施減資策略之後, 各項公司治理特性之變數是否會影響公司績效之提升。而本研究主要採用公司實際營運結果衡量公司績效, 以排除因為減資策略可能會造成與公司權益、每股盈餘等要素之必然性影響。

由表 7 之 (I) 全部減資公司實證結果顯示, 整體而言, 各項公司治理變數與公司績效之間無顯著相關。由表 7 之實證結果可發現於 (II) 彌補虧損減資公司中, 各項公司治理變數與公司績效之間沒有影響。因此, 本研究認為當公司財務上已發生虧損狀況時, 雖然可以彌補財務上的虧損數字, 但公司財務狀況並不會因此立刻獲得實質之改善, 因此其公司治理機制之優劣亦無法對於彌補虧損減資公司後一年績效發揮功效。本研究後續再將彌補虧損減資公司, 分類為減資後是否有再辦理增資之情形, 探討其公司治理特性是否會提升公司績效。

而於 (III) 現金與庫藏股減資公司中, 其公司治理變數: 獨立董監事席次 (IndDir)、董事長兼任總經理 (CEO)、管理當局持股比率 (MGT%)、外國法人持股比率 (FInst%)、國內法人持股比率 (TInst%) 均與減資後之公司績效無顯著相關。

於控制變數方面, 公司規模 (SIZE) 及流動比率 (CA%) 與公司績效呈現顯著正向關係。董事會規模 (BS)、自由現金流量 (CF) 以及負債比率 (DEBT%) 則與公司績效無顯著相關。

表 7 公司治理特性與公司績效 ($\Delta NI / SALE$) 影響之實證結果

應變數 = Δ 常續性稅後淨利 / 銷貨收入				
自變數	預期符號	(I) 全部 減資公司	(II) 彌補虧減資 公司	(III) 現金與庫藏股減 資公司
截距項		0.366 (0.714)	0.403 (0.687)	-1.894 (0.059)
獨立董監事席次 (IndDir)	+	0.305 (0.761)	0.026 (0.980)	-0.258 (0.796)
董事長兼任總經理 (CEO)	?	-1.095 (0.274)	-0.952 (0.342)	1.333 (0.184)
管理當局持股比例 (MGT%)	+	0.642 (0.521)	0.360 (0.719)	1.155 (0.249)
外國法人持股比例 (FInst%)	+	0.094 (0.925)	0.074 (0.941)	-0.851 (0.395)
國內法人持股比例 (TInst%)	+	0.400 (0.689)	0.365 (0.716)	0.136 (0.892)
董事會規模 (BS)	?	0.333 (0.739)	0.390 (0.697)	-0.646 (0.519)
公司規模 (SIZE)	+	-0.313 (0.754)	-0.506 (0.614)	1.799* (0.073)
自由現金流量 (CF)	-	0.145 (0.885)	0.035 (0.972)	-1.332 (0.184)
流動比率 (CA%)	?	-1.052 (0.293)	-0.764 (0.446)	3.136*** (0.002)
負債比率 (DEBT%)	?	-0.750 (0.453)	-0.091 (0.928)	-0.466 (0.442)
Adjusted - R ²		-0.013	-0.044	0.043
F 值		0.364	0.245	2.416***
樣本數		498	180	318

註 1：*** 為顯著水準 1%，** 為顯著水準 5%，* 為顯著水準 10%。

註 2：公司績效衡量期間為 (t+1) - (t-1)。

(二) 彌補虧損減資後是否再辦理增資之實證結果分析

另外，觀察本研究彌補虧損減資之樣本公司，其後續年度是否有再辦理增資之情形。首先，本研究篩選減資後再增資之樣本公司條件：為減資當年度立即再辦理增資者，或者減資後一年度內再辦理增資者，由此條件可看出公司減資後有較強烈動機欲立刻辦理增資，以吸引新進投資者。由表 8 顯示，在未區分彌補虧損減資是否有再辦理增資情形之下，全部彌補虧損減資公司由民國 91 年的 17 家辦理彌補虧損減資之公司，持續增加至民國 96 年的 36 家，整體而言辦理彌補虧損減資有逐年增加之現象。

而在區分彌補虧損減資公司於後續年度是否有再辦理增資之子樣本中，辦理彌補虧損減資公司且於減資當年度立即辦理增資或者於減資後一年度內辦理增資之公司，由表 8 顯示，於民國 91 年的 6 家辦理減資後再增資之公司，持續增加至民國 95 年之 34 家，而民國 96 年則下降為 27 家，整體而言辦理減資後有再增資公司亦產生逐年遞增之情形。然而，減資後沒有再辦理增資之公司，於民國 91 年有 11 家，高於同時期之 6 家辦理減資後再增資之公司。自民國 92 年起，減資後沒有再辦理增資之公司家數反而產生逐年下降之情形，且減資後有再辦理增資之公司家數每年均高於沒有再辦理增資之公司家數。

由上述可知, 欲彌補虧損減資之公司在近年來紛紛傾向於減資後再辦理增資, 希望透過減資之決策, 將公司累積虧損打銷後, 再藉由辦理增資之決策, 期待能以全新之財務結構吸引投資者, 獲取新資金以重振公司營運狀況。

因此, 本研究將彌補虧損減資公司, 區分為兩群子樣本: 彌補虧損減資後有辦理增資之公司、彌補虧損減資後無辦理增資之公司。進一步探討彌補虧損減資後是否有再辦理增資之公司, 其公司治理機制對公司績效之影響。

表 8 彌補虧損減資之樣本公司, 後續年度有無增資之分配

年度	減資後有辦理增資		減資後無辦理增資		合計	
	家數	比率	家數	比率	家數	比率
91	6	4.92%	11	18.97%	17	9.44%
92	13	10.66%	11	18.97%	24	13.33%
93	14	11.48%	9	15.52%	23	12.78%
94	28	22.95%	10	17.24%	38	21.11%
95	34	27.87%	8	13.79%	42	23.33%
96	27	22.13%	9	15.52%	36	20.00%
合計	122	100%	58	100%	180	100%

由表 9 之實證結果分析, 彌補虧損減資後有辦理增資之公司, 其各項公司治理變數以及控制變數均與公司績效無顯著相關。另外, 於彌補虧損減資後無辦理增資之公司, 管理當局持股比率 (MGT%) 與公司績效呈現顯著正相關, 顯示公司管理當局持股愈高, 則現金與庫藏股減資公司於減資後一年績效有提升之情形, 支持假說三。於控制變數方面, 其董事會規模 (BS) 與公司績效之間有顯著負向關係, 負債比率 (DEBT%) 則與公司績效呈現顯著正向關係。

另外, 再說明更換公司績效之代理變數為營業活動之現金流量除以銷貨收入淨額, 於減資前一年度 (t-1) 與減資後一年度 (t+1) 之變動比率為應變數, 再進行探討各項公司治理變數於不同減資方式之下, 與公司績效之間的影響。由表 10 之實證結果顯示, 於 (I) 全部減資公司當中, 各項公司治理變數均與公司營運績效之間無顯著相關, 此結果與本研究前述之實證結果分析相同。於控制變數方面, 公司規模 (SIZE) 與流動比率 (CA%) 與公司績效呈顯著正相關。於 (II) 彌補虧損減資公司中, 其結果亦無顯著相關且與前述實證結果分析相同。

然而, 於 (III) 現金與庫藏股減資公司中, 管理當局持股比率 (MGT%) 與公司績效之間有顯著正相關, 支持假說三。另外, 國內法人持股比率 (TInst%) 與公司績效之間呈現正向關係。表示當公司有愈多國內法人持股比率時, 公司於減資之後績效會較佳, 支持假說四 B。由於法人機構相對於一般投資大眾而言, 會擁有較多的專業人才與知識, 代理問題亦可經由法人機構之監督而降低, 其監督成本也相對較低。因此, 辦理現金減資或庫藏股減資公司, 可透過國內法人機構監督公司管理當局之決策活動, 以達到保護國內法人及投資人利益, 並且可降低代理問題存在, 其公司績效也於減資後有較佳之情形。

其餘公司治理變數: 獨立董監事席次 (IndDir)、董事長兼任總經理 (CEO)、外國法人持股比率 (FInst%) 則與公司績效無顯著相關。於控制變數方面, 公司規模 (SIZE)、流動比率 (CA%) 與負債比率 (DEBT%) 均與公司績效呈

現顯著正向關係，董事會規模 (BS) 與自由現金流量 (CF) 則與公司績效無顯著相關。

表 9 彌補虧損減資子樣本，公司治理與績效 ($\Delta NI / SALE$) 之實證結果

應變數 = Δ 常續性稅後淨利 / 銷貨收入			
自變數	預期符號	彌補虧損後 有辦理增資	彌補虧損後 無辦理增資
截距項		65.113 (0.677)	1.827 (0.686)
獨立董監事席次 (IndDir)	+	0.041 (0.977)	-0.053 (0.911)
董事長兼任總經理 (CEO)	?	-17.768 (0.432)	-0.757 (0.213)
管理當局持股比例 (MGT%)	+	1.129 (0.735)	1.095*** (0.000)
外國法人持股比例 (FInst%)	+	0.013 (0.988)	0.047 (0.258)
國內法人持股比例 (TInst%)	+	0.117 (0.840)	0.014 (0.260)
董事會規模 (BS)	?	3.058 (0.677)	-0.317*** (0.010)
公司規模 (SIZE)	+	-6.242 (0.558)	-0.139 (0.680)
自由現金流量 (CF)	-	-0.215 (0.997)	3.334 (0.175)
流動比率 (CA%)	?	-0.020 (0.553)	0.001 (0.714)
負債比率 (DEBT%)	?	0.015 (0.978)	0.035* (0.057)
Adjusted - R ²		-0.070	0.298
F 值		0.211	3.422 ***
樣本數		122	58

註 1：*** 為顯著水準 1%，** 為顯著水準 5%，* 為顯著水準 10%。

註 2：公司績效衡量期間為 (t+1) - (t-1)。

表 10 公司治理特性與公司績效 ($\Delta OCF / SALE$) 影響之實證結果

應變數 = Δ 營業活動之現金流量 / 銷貨收入				
自變數	預期	全部減資公司	彌補虧損減資公司	現金與庫藏股減資公司
截距項		-10.208 (0.064)	1.891 (0.369)	-14.478 (0.000)
獨立董監事席次 (IndDir)	+	-0.010 (0.977)	-0.020 (0.926)	-0.211 (0.318)
董事長兼任總經理 (CEO)	?	0.389 (0.657)	0.072 (0.797)	-0.350 (0.526)
管理當局持股比例 (MGT%)	+	-0.081 (0.660)	0.408 (0.303)	0.557*** (0.000)
外國法人持股比例 (FInst%)	+	-0.015 (0.707)	0.004 (0.835)	0.019 (0.503)

表 10 公司治理特性與公司績效 ($\Delta OCF / SALE$) 影響之實證結果 (續)

國內法人持股比例 (TInst%)	+	-0.007*** (0.733)	-0.002 (0.746)	0.031** (0.046)
董事會規模 (BS)	?	-0.148 (0.343)	-0.107 (0.509)	-0.091 (0.320)
公司規模 (SIZE)	+	0.631* (0.084)	-0.120 (0.447)	0.466* (0.079)
自由現金流量 (CF)	-	-4.562 (0.169)	1.371 (0.229)	-1.971 (0.671)
流動比率 (CA%)	?	0.007*** (0.000)	-0.012 (0.967)	0.018*** (0.000)
負債比率 (DEBT%)	?	0.016 (0.497)	0.011 (0.187)	0.079*** (0.000)
Adjusted - R ²		0.019	-0.033	0.358
F 值		1.977**	0.426	18.681***
樣本數		498	180	318

註 1：*** 為顯著水準 1%，** 為顯著水準 5%，* 為顯著水準 10%。

註 2：公司績效衡量期間為 (t+1) - (t-1)。

另外，再說明更換公司績效之代理變數為營業活動之現金流量除以銷貨收入淨額，於減資前一年度 (t-1) 與減資後一年度 (t+1) 之變動比率為應變數，進一步探討彌補虧損減資後是否有再辦理增資之公司，其公司治理機制對公司績效之影響。由表 11 之實證結果顯示，彌補虧損減資後有再辦理增資者，其公司治理特性與公司減資後經營績效之變動並無顯著之相關。本研究認為公司於彌補財務報表上之虧損後，並無法迅速恢復公司經營績效，仍須經過一段時間之經營改善，故其公司治理之良窳亦無法由新經營團隊之短暫經營而看出其與公司績效之間之影響，此結果與前述之實證結果相同。

然而，於彌補虧損減資後沒有再辦理增資者，其公司治理特性與公司減資後經營績效之變動則有部分之顯著相關。其中，管理當局持股比例 (MGT%) 與公司績效有顯著正相關，顯示管理當局持股比例愈高，則公司於減資後經營績效有提升之情形。本研究認為辦理彌補虧損減資後沒有再辦理增資者，當其公司治理機制較為良好時，則可以提升公司減資後之績效，而此類型之公司亦傾向不須再辦理增資。其餘公司治理變數：獨立董監事席次 (IndDir)、董事長兼任總經理 (CEO)、外國法人持股比例 (FInst%)、國內法人持股比例 (TInst%)，均與公司績效無顯著相關。

於控制變數方面，董事會規模 (BS) 與公司經營績效呈現顯著負相關，表示若公司規模過大，則可能因為其執行決策過程之無效率，而造成公司經營績效之降低。其餘控制變數：公司規模 (SIZE)、自由現金流量 (CF)、流動比率 (CA%) 及負債比率 (DEBT%) 均與公司績效無顯著相關。

表 11 彌補虧損減資子樣本，公司治理與績效 (Δ OCF / SALE) 之實證結果

自變數	預期	應變數 = Δ 營業活動之現金流量 / 銷貨收入	
		彌補虧損減資公司	現金與庫藏股減資公司
截距項		-8.171 (0.698)	1.891 (0.369)
獨立董監事席次 (IndDir)	+	0.776 (0.851)	-0.020 (0.926)
董事長兼任總經理 (CEO)	?	1.195 (0.696)	0.072 (0.797)
管理當局持股比例 (MGT%)	+	-0.521 (0.251)	0.408*** (0.003)
外國法人持股比例 (FInst%)	+	-0.011 (0.927)	0.004 (0.835)
國內法人持股比例 (TInst%)	+	-0.050 (0.526)	-0.002 (0.746)
董事會規模 (BS)	?	-0.456 (0.587)	-0.107* (0.059)
公司規模 (SIZE)	+	0.920 (0.512)	-0.120 (0.447)
自由現金流量 (CF)	-	-7.841 (0.309)	1.371 (0.229)
流動比率 (CA%)	?	0.000 (0.938)	-0.102 (0.967)
負債比率 (DEBT%)	?	-0.028 (0.710)	0.011 (0.187)
Adjusted - R ²		-0.055	0.107
F 值		0.370	1.680
樣本數		122	58

註 1：*** 為顯著水準 1%，** 為顯著水準 5%，* 為顯著水準 10%。

註 2：公司績效衡量期間為 (t+1) - (t-1)。

三、敏感性分析

本研究之敏感性分析係將公司績效變數之衡量期間更換為，於減資當年度 (t) 與減資後一年度 (t+1) 之變動比率為應變數。探討辦理減資公司之公司治理特性與其公司績效之間的關係，首先所採用衡量之公司績效係為常績性稅後淨利除以銷貨收入淨額，觀察公司於實施減資策略之後，各項公司治理特性之變數是否會影響公司績效之提升。

(一) 各減資類型之實證結果分析

研究結果顯示 (I) 全部減資公司以及 (II) 彌補虧損減資公司實證結果顯示，各項公司治理變數與公司績效之間無顯著相關，此兩類型減資公司與本研究前述主要衡量實證結果相同。後續再將彌補虧損減資公司，分類為減資後是否有再辦理增資之情形，探討其公司治理特性是否會提升公司績效。

而於 (III) 現金與庫藏股減資公司中，董事長兼任總經理 (CEO) 與公司績效之間呈現正向關係，表示當公司存在有董事長兼任總經理之情形時，則董事長於董事會會議中，可能會因其權力較集中之情形，其經營決策可以得到董事會全力支持，使得決策執行更順暢，並且可以充分瞭解公司相關資訊，將有助於監督之執行，以提高公司價值，因此支持假說三。其餘公司治理變數均與減資後之公司績效無顯著相關。

(二) 彌補虧損減資後是否再辦理增資之實證結果分析

另外, 觀察本研究彌補虧損減資之樣本公司, 其後續年度是否有再辦理增資之情形, 區分為兩群子樣本: 彌補虧損減資後有辦理增資之公司、彌補虧損減資後無辦理增資之公司。

實證結果顯示, 不論減資後有再辦理增資之公司或者無再辦理增資之公司, 其公司治理特性與公司績效之間均無顯著相關, 此結果與全部彌補虧損減資之實證結果相同。

另外, 再說明更換公司績效之代理變數為營業活動之現金流量除以銷貨收入淨額, 於減資當年度 (t) 與減資後一年度 (t+1) 之變動比率為應變數, 再進行探討各項公司治理變數於不同減資方式之下, 與公司績效之間的影響。實證結果顯示, 於 (I) 全部減資公司與 (II) 彌補虧損減資公司, 各項公司治理變數均與公司營運績效之間無顯著相關, 此結果與本研究前述之實證結果分析相同。然而, 於 (III) 現金與庫藏股減資公司中, 管理當局持股比率 (MGT%) 與公司績效之間有顯著正相關, 顯示公司管理當局持股愈高, 則現金與庫藏股減資公司於減資後一年績效有提升之情形。另外, 國內法人持股比率 (TInst%) 與公司績效之間呈現正向關係。其餘公司治理變數則與公司績效無顯著相關。

另外, 再說明更換公司績效之代理變數為營業活動之現金流量除以銷貨收入淨額, 於減資當年度 (t) 與減資後一年度 (t+1) 之變動比率為應變數, 進一步探討彌補虧損減資後是否有再辦理增資之公司, 其公司治理機制對公司績效之影響。實證結果顯示, 彌補虧損減資後有再辦理增資者, 其公司治理特性與公司減資後經營績效之變動並無顯著之相關, 此結果與前述之實證結果相同。

然而, 於彌補虧損減資後沒有再辦理增資者, 其公司治理特性與公司減資後經營績效之變動則有部分之顯著相關。其中, 管理當局持股比率 (MGT%) 與公司績效有顯著正相關, 其餘公司治理變數則均與公司績效無顯著相關。

伍、結論與建議

一、研究結果與貢獻

公司選擇不同的減資方式後, 整體財務結構將發生改變, 而公司是否能夠藉由減資策略, 以改善公司體質並且提升經營績效, 係為投資人所關切之重點之一, 亦為本研究所要討論之目的。因此, 本研究主要探討在公司治理之監督下, 採用不同減資方式之公司是否進而改善公司的營運績效。過去研究較少探討不同減資類型之公司治理, 期望透過瞭解各減資公司的公司治理特性之良窳, 是否會影響公司減資後之營運績效。

本研究測試在不同減資方式之下, 其公司治理特性對於公司績效之變化影響。由實證結果顯示, 辦理彌補虧損減資公司, 其公司治理之各項變數與兩項衡量績效之獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$ 、 $\Delta OCF / SALE$) 均無顯著相關, 顯示公司於打銷帳上累積虧損之後, 無法於減資後之短暫期間內恢復公司獲利成長能力。公司必須檢視實質經營層面, 擬出一套改善營運模式之決策。因此, 本研究認為彌補虧損減資公司更需要良好的公司治理機制監督公司營運上之決策, 以幫助公司恢復其營運狀況。

於辦理現金與庫藏股減資公司，於獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$) 當中，各項公司治理變數均為不顯著。而以另一項獲利能力成長率 ($\Delta OCF / SALE$) 衡量時，發現管理當局持股比率 (MGT%) 以及國內法人持股比率 (TInst%) 與公司績效之間呈現顯著正相關。顯示當管理當局持股比率愈高時，則管理當局之利益與公司利益愈趨一致，藉此以減少代理成本之發生，更可提升公司減資後之獲利能力。國內法人持股比率愈高時，則藉由機構投資人之專業知識監督公司決策之制定過程，以保護機構投資人與一般投資人之利益，進而提升減資後之公司績效。相較於國內法人持股比率與公司績效之影響，本研究認為在減資公司當中，由於國外法人持股比率均呈現相對較低之比率，因此推測由於國外法人持股比率較低，顯示國外法人參與公司治理程度有限，較無法衡量其與公司績效之間的關聯性。

另外，本研究進一步區分彌補虧損減資公司是否有再辦理增資之情形，其實證結果發現減資之後有再辦理增資者，各公司治理變數與兩項獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$ 、 $\Delta OCF / SALE$) 之間並無顯著關係。顯示財務發生困難之公司，欲以減資策略打銷帳上虧損，期待未來引進新資金，並改善其公司未來財務狀況。然而，彌補虧損減資後，其公司治理機制並無法發揮及時之功效，予以提升彌補虧損減資公司之績效。

於減資後沒有再辦理增資之公司，其管理當局持股比率 (MGT%) 與兩項獲利能力成長率 ($\Delta NI / SALE$ 、 $\Delta OCF / SALE$) 之間有顯著相關性，表示當執行減資決策之後，無須再辦理增資之公司，其管理當局持股比率愈高時，管理當局與公司之利益會愈趨一致，更可提升公司減資後之獲利能力。

整體而言，本研究進一步區分彌補虧損減資公司是否有再辦理增資之情形，各項公司治理變數僅部分與兩項公司績效之間有顯著相關。因此，進一步觀察彌補虧損減資公司，其於辦理彌補虧損減資後再辦理增資者，此類公司所採取增資之方式，大多數均集中於以私募增資方式取得新資金。由表 12 中顯示，採取私募增資方式之公司家數，由民國 91 年之後不斷持續增加，且採取私募增資方式之公司家數每年均大於採取其他增資方式之公司家數。由此可以瞭解，當公司營運資金不足，且發生彌補虧損公司欲採取公開募集資金之方式較不容易，因此公司為增加營運資金，改善財務結構，多數仍傾向辦理私募現金增資之方式。

表 12 辦理彌補虧損減資後再增資方式之公司家數分配

年度	私募增資方式	其他增資方式	減資後有辦理增資者
91	4	2	6
92	7	6	13
93	11	3	14
94	24	4	28
95	30	4	34
96	23	4	27
合計	99	23	122

因此綜合上述說明，多數彌補虧損減資公司透過消除公司帳上虧損，欲以全新體質吸引新資金，礙於一般投資人對於彌補虧損減資公司之負面印象，大多數彌補虧損減資公司於公開市場上募集資金之方式較不容易，故多數公司傾向以私募方式取得新資金，顯示彌補虧損減資公司仍無法藉由減資決策，吸引投資大眾之青睞。且公司帳上之累積虧損並無法由短暫財務結構之改善，對實質營運層面之公司績效產生影響。本研究認為彌補虧損減資公司，可深入探討公司財務上發生困難之原因，例如：經濟環境、產業發展或者公司經營模式等等之問題，並針對造成公司財務困難之原因制定一套改善方式，方為維護公司價值極大化之策略。

而現金與庫藏股減資公司，其財務體質較彌補虧損減資公司穩健，故此減資類型公司可透過良好之公司治理機制，監督其減資決策過程，以維護一般投資者之利益，並且提升公司減資後營運績效。

最後，本研究之結果可提供一般投資大眾瞭解減資之決策並非完全為負面訊息，公司可透過良好的公司治理機制，以監督公司進行減資決策之制定，以保護投資大眾之權益，並且提升公司未來之價值。

目前多數文獻較少研究探討公司治理特性對減資公司之影響，並且考量自民國 91 年起，辦理現金減資之公司家數有逐年增加之現象，因此，本研究再加入辦理現金減資之類型，進一步擴大探討公司治理機制對於公司之績效是否有影響，俾以達到研究之完整性。

二、研究限制與建議

本研究之樣本期間為民國 91 年至民國 96 年，衡量公司績效係使用減資後一年度 ($t+1$ 年) 與減資前一年度 ($t-1$ 年) 之變動成長率，故僅衡量公司獲利能力成長率於減資後一年之情形，因此，本研究建議後續研究可往後擴大公司績效之衡量期間，探討公司長期績效與減資公司之公司治理機制之關聯性。

參考文獻

- 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，185-203。
- 洪世馨，2003，設立外部董事與企業經營績效之關係，國立成功大學會計學系未出版碩士論文。
- 張翔一，2006，「企業減資潮，削弱台灣競爭力」，*天下雜誌*，第356期，114-116。
- 廖秀梅、李建然、吳祥華，2006，「董事會結構特性與公司績效關係之研究——兼論台灣家族企業因素的影響」，*東吳經濟商學學報*，第54期，117-160。
- Agrawal, A., & Mandelker, G. N. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25: 143-161.
- Akhigbe, A., & Madura, J. 1996. Dividend policy and corporate performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23: 1267-1287.
- Baliga, B. R., Moyer, R. C., & Rao, R. S. 1996. CEO duality and firm performance: What's the fuss? *Strategic Management Journal*, 17: 41-53.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. 1997. Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3: 189-220.
- Dahya, J., Lonie, A. A., & Power, D. M. 1996. The case for separating the roles of chairman and CEO: An analysis of stock market and accounting data. *Corporate Governance: An International Review*, 4: 71-77.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. 1993. Board of directors leadership and structure: Control and performance implications. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17(3): 65-81.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellestrand, A. E., & Johnson, J. L. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19: 269-290.
- Dhaliwal, D. S., Salamon, G. L., & Smith, E. D. 1982. The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics*, 4: 41-53.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16: 49-64.
- Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Gilson, S. C. 1990. Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics*, 27: 355-387.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48: 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, M. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency

- costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. 2009. Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47: 241-276.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- Patton, A., & Baker, J. 1987. Why won't directors rock the board? *Harvard Business Review*, 65(Nov-Dec): 10-18.
- Pound, J. 1988. Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20: 237-265.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26: 175-191.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94: 461-488.
- Steiner, T. L. 1996. A reexamination of the relationships between ownership structure, firm diversification, and Tobin's Q. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 35(4): 39-48.
- Vafeas, N., & Theodorou, E. 1998. The relationship between board structure and firm performance in the U.K. *The British Accounting Review*, 30: 383-407.
- Warfield, T. D., Wild, J. J., & Wild, K. L. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20: 61-91.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40: 185-211.

The Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Capital Decrease Company

Shaio-Yan Huang

Associate Professor, Advanced Institute of Manufacturing with High-Tech Innovations
& Department of Accounting and Information Technology,
National Chung Cheng University

Chi-Chen Lin

Assistant Professor, Department of Accounting, Ming Chuan University

Yi-Lun Huang

Auditor, KPMG CPA Firm

Abstract

The objectives of capital decrease can be categorized into three aspects: The first aspect is eliminating accumulated losses. The second aspect is returning cash to the shareholder. The third aspect is stock repurchases. Previous studies only investigated the market reaction on stock repurchase announcement. However, capital decrease has become an important policy in Taiwan recently. Specially, refunding capital to shareholders is becoming more and more popular. This study discusses how corporate governance affects the operating performance among three difference capital decrease aspects. First, when company chooses refunding capital to the shareholders and stock repurchases, the operating performance is positively related to the institutional shareholdings. However, there is no relationship between corporate governance mechanism and operating performance in the eliminating accumulated loss companies. This result can change the investor's view that "capital decrease" was a bad news in the past.

Keywords: capital decrease, corporate governance, firm performance



National Chung Hsing University