

彌補虧損減資與營運績效

*魏慧珊、洪韻雅、張牧依

南臺科技大學會計資訊系

*hswei@stust.edu.tw

摘要

本文探討 2002 至 2011 年間，臺灣上市櫃公司進行彌補虧損減資前後營運績效之變化。研究發現，辦理彌補虧損減資的公司，其減資後之營運績效相較於減資前顯著提高，顯示減資活動確實能夠使虧損公司的營運績效變好。接著，依照公司辦理彌補虧損減資是否同時辦理私募融資，區分為單純減資公司與減資暨私募公司。研究發現，單純減資公司相較於減資暨私募公司，減資前有顯著相對較佳的營運績效，但減資後兩者營運績效並無顯著差異。另外，發現減資暨私募公司於減資前後營運績效的提升幅度，顯著較單純減資公司高，表示同時辦理減資與私募融資對虧損公司營運績效的改善程度較大。最後，發現辦理彌補虧損減資公司，其減資後營運績效的提高，主要來自於虧損情形的改善與資產運用效率的提高所致。

關鍵詞：減資、私募、營運績效

Capital Reduction to Write Off Accumulated Losses and Operational Performance

Hui-Shan Wei, Yun-Ya Hong, Mu-Yi Chang

Department of Accounting Information, Southern Taiwan University of Science and Technology

Abstract

This study examined changes in the operational performance (OP) of TWSE/GTSM-listed companies between 2002 and 2011, before and after their implementation of capital reduction to write off accumulated losses. Its findings indicated a significant increase in OP following capital reduction for writing off accumulated losses, confirming that capital reduction activities improved the OP of loss-making companies. The research companies were categorized into two groups for the analysis: those exclusively engaged in capital reduction (CR) and those engaged in a combination of capital reduction and private placement (CR + PP). The results of the analysis indicated that prior to capital reduction, the OP of the CR group was comparatively better than that of the CR + PP group. However, the two groups showed no significant differences in OP following capital reduction. Moreover, after post-capital reduction, the magnitude of OP improvement within the CR + PP group was significantly greater than that within the CR group. This finding suggests that capital reduction, combined with a private placement approach, is more effective than an approach that exclusively focuses on capital reduction in improving the OP of loss-making companies. The results of the analysis also indicated that the increase in OP, following capital reduction, was attributable to a reduction of accumulated losses and an improvement in the efficiency of asset utilization.

Keywords: Capital Reduction, Private Placement, Operational Performance

* 本文感謝科技部 104 年度大專生研究計畫經費補助，條碼編號：104CFDA600047。

Received: July 25, 2016; first revised: Nov. 8, 2016; accepted: Jan, 2017.

Corresponding author: H. S. Wei, Department of Accounting Information, Southern Taiwan University of Science and Technology, Tainan, Taiwan.

壹、前言

臺灣企業依財務決策目的不同，有三種減資方式，分別為彌補虧損減資、現金減資與庫藏股減資。不同於現金減資公司和庫藏股減資公司，辦理彌補虧損減資的公司通常經營績效較差。由於當公司帳面未彌補虧損造成每股淨值低於面額時，將導致公司股票會被取消融資融券之信用交易，虧損更嚴重者，甚至會被變更為全額交割股(註1)。因此，部分虧損的上市櫃公司為避免被取消信用交易或變更為全額交割股，將有強烈的動機進行彌補虧損減資，亦即將資產負債表中的待彌補虧損與部分股本相互抵銷，並透過減少股本與流通在外股數方式，調整資本結構以改善公司的財報表現，進而提高每股淨值與每股盈餘。然而，雖然減資能夠讓公司帳上無待彌補虧損，等同於賦予虧損公司一個重生的機會，但減資後公司是否真的能夠改善虧損的情況，提高公司營運績效，值得後續追蹤研究。

目前國內針對企業進行彌補虧損減資之相關研究仍較少。王瑪如與蕭君宇(2013)探討彌補虧損減資、現金減資與庫藏股減資之市場宣告效果，發現雖然彌補虧損減資宣告時的市場反應不佳，但往後公司有漸入佳境之情形。張竹萱、盧德康、林修葳(2011)以個案研究方式，探討南亞科技公司之彌補虧損減資對企業的長期發展，發現南亞科技公司辦理彌補虧損減資並透過私募融資的資金挹注下，對於穩定公司營運與財務結構具有正面的助益。最近，面臨長期虧損的台灣高鐵公司，其於2015年實施減資六成彌補虧損並同時辦理私募增資300億元之財務改革後，已於2016年10月正式上市。因此，從現有文獻與實務案例，似乎皆顯示彌補虧損減資將有助於企業未來的發展。

另外，上述南亞科技公司與台灣高鐵公司的案例，皆為同時辦理彌補虧損減資與私募融資。這是因為累積虧損過大的公司經常需要辦理增資，但如果要順利完成募資則必須先辦理減資，於改善公司財務結構，使每股淨值等於或高於面額後，才能吸引新的投資者參與募資。惟虧損過大的公司因為缺乏市場投資者的認同，較難採用現金增資方式從公開市場募得所需要的資金，因此，從2002年台灣證券市場引進私募融資後，許多進行彌補虧損減資的企業會伴隨私募融資，亦即先將原有股本沖銷累積虧損後，再透過私募股權融資的方式，使企業得以順利取得新資金的挹注。是故，本文將以2002至2011年間完成彌補虧損減資之臺灣上市與上櫃公司作為研究對象，探討企業進行彌補虧損減資前後的營運績效變化。

辦理彌補虧損減資的公司中，部分公司會同時辦理私募，但部分公司僅單純實施減資，此意味前者公司相較於後者公司，虧損更加嚴重且更急需資金的注入？還是，前者公司相較於後者公司，有更好的成長機會而急需投資的資金？亦即，兩者於減資前的公司特徵是否存在差異。另一方面，因為私募乃管理者私下洽詢少數的特定人士參與募資，且其所認購之私募股票受三年禁售條款約束，這對於經營狀況非常差的彌補虧損減資公司而言，其能夠順利完成私募增資，意味私募投資者看好公司未來的發展？還是，只是投資者對公司未來存在過度樂觀的現象？再者，同時辦理減資與私募的公司，因取得私募資金的注入，其減資並增資對公司營運績效的影響是否較單純減資的公司明顯？皆值得深入探討。所以，本文進一步將辦理彌補虧損減資的公司，依其是否同時辦理私募融資，區分為單純減資的公司以及同時辦理減資與私募的公司，並進一步檢驗這兩類公司於減資前的公司特徵與減資特徵是否不同、減資前後的營運績效以及減資前後營運績效的增減幅度變化是否存在差異。

由於美國上市企業僅存在庫藏股減資，並無彌補虧損減資與現金減資活動，因此缺乏彌補虧損減資的相關國外文獻。不過，近年美國與臺灣皆有許多私募股權融資之研究，且大多集中探討私募後的短期與長期股價績效。不論美國或是臺灣文獻，皆發現股票市場對於私募融資宣告時的股價影響是正向的，Wruck (1989)認為正的宣告效果來自私募會使股權集中度提高，市場預期未來將會提高對管理階層的監督。Hertzel and Smith (1993)則認為私募投資者在蒐集公司真正價值資訊後仍然願意挹注資金，代表私募投資者是看好公司未來的發展。Hertzel and Rees (1998)指出，市場投資人認為公司進行私募是因為有新的投資機會，若此計畫案成功將會增加未來盈餘。另外，謝宛庭與吳清在(2010)和張琬瑜、蔡明秀、郭一帆(2010)以臺灣私募公司為樣本，亦皆發現正向的股價宣告效果。

註1：證交所營業細則第49條規定，若公司淨值低於股本二分之一(即每股淨值低於新台幣5元)將變更交易方法。

不過，臺灣與美國私募的長期績效則有不同的結論。美國樣本發現私募公司長期有顯著為負的異常報酬率，後續許多文獻進一步分析造成長期績效為負值的原因。Hertzel, Lemmon, Linck, and Rees (2002)認為因為投資者對於發行公司未來的營運過度樂觀，並且發現募資後公司的營運績效確實較市場績效差。Krishnamurthy, Spindt, Subramaniam, and Woidtke (2005)認為當公司價值被低估時，與公司有關聯的投資者會參與募資，但多數私募的投資者是與公司無關聯的投資者，顯示私募公司並不存在價值被低估的情況。Barclay, Holderness, and Sheehan (2007)則認為因為多數私募投資者於完成募資後，並不會積極參與公司的事務，結果使管理者的職位更穩固，進而產生怠職的情形。Wruck and Wu (2009)發現私募給募資後不會與公司建立新關係的投資者，這些投資者無法使公司的獲利和價值提高，是導致公司的長期績效為負值的原因。

然而，Shiu and Wei (2013)以臺灣私募公司作為研究樣本，發現臺灣的私募融資公司在私募前大多是經營較困難的公司，並且在募資前有顯著為負的股價與營運績效，但是私募後則有顯著正向的股價與營運績效。該文章進一步發現，長期績效為正的原因，主要是來自於私募後所有權的集中使得代理問題的降低與監督效果的提高所致。由於本文彌補虧損減資的研究樣本中，大約有三分之一的公司減資同時亦辦理私募融資，因此部分樣本可能與 Shiu and Wei (2013)的樣本相同，倘若如此，同時辦理私募的公司可以預期長期應該會有不錯的營運績效，惟其是否較單純減資樣本高，仍得進一步深入探討。

本文研究樣本為 2002 至 2011 年間申報並完成的彌補虧損減資案件，減資樣本取自證券交易所所屬之公開資訊觀測站的「重大訊息與公告」。另外，辦理彌補虧損減資公司是否同時辦理私募，以減資完成日前後半年，樣本公司是否於此期間亦完成私募募資作為判斷的標準，至於私募訊息則取自公開資訊觀測站的「重大訊息與公告」與「私募專區」。本文將全部「彌補虧損減資」樣本，依是否同時辦理私募區分為「單純減資」樣本與「減資暨私募」樣本，除檢驗彌補虧損減資樣本於減資前後營運績效之變化情形，並比較單純減資與減資暨私募兩組樣本，於減資前之公司特徵、減資特徵與營運績效之差異，以及減資完成後兩年營運績效與營運績效變化之差異。最後，亦檢視導致各樣本營運績效變化的原因。

本文參考 Shiu and Wei (2013)，以資產報酬率和調整產業平均值的調整後資產報酬率來衡量公司之營運績效。研究發現，辦理彌補虧損減資的公司，其減資後之營運績效相較於減資前顯著提高，顯示減資確實能夠使虧損公司的營運績效變好。進一步，發現單純辦理彌補虧損減資的公司，較同時辦理減資暨私募的公司，有顯著較低的負債比率與發生財務危機情形。不過，同時辦理減資暨私募的公司，其減資後的營運績效提升幅度，則顯著較單純辦理減資的公司高，顯示同時辦理募資能夠提高減資公司的營運績效。因此，本文認為公司辦理彌補虧損減資對公司整體營運確實是有幫助的，尤其是對同時辦理私募的公司，其營運績效提升的效果更為明顯。最後，亦發現辦理彌補虧損減資公司的營運績效提高，主要是來自於虧損情形的改善與資產運用的效率提高所致。

本研究貢獻在於，美國上市企業並無彌補虧損的減資活動，而國內針對企業進行彌補虧損減資之研究仍較少，故本文進一步將彌補虧損減資的企業區分為單純減資公司與減資暨私募公司，可使讀者了解這兩類公司特徵的差異外，亦發現辦理私募的公司確實較單純減資公司營運狀況差，而急需資金的注入。另外，本文進一步發現對於一間累積虧損過大的公司，辦理彌補虧損減資的同時亦辦理私募融資，將有助於該企業未來的營運發展，而該實證結果可提供市場投資者投資該類企業時的參考。最後，文章後續安排，第二部分說明樣本組成與變數建立；第三部分為實證結果；最後為本文結論。

貳、樣本與變數

一、資料來源與樣本組成

本文以 2002 至 2011 年間，臺灣上市與上櫃公司完成彌補虧損減資之事件作為研究樣本。樣本主要來自公開資訊觀測站中的「重大訊息與公告」，並於「重大訊息主旨全文檢索」中輸入「減資」關鍵字，以取得所有減資的公告樣本。接著，再於所有減資公告資料中，整理出以彌補虧損為目的之減資樣本，並且確認所有減資樣本皆於樣本期間內執行完畢，結果總共蒐集到 354 筆樣本觀察值。最後，刪除 13 筆金融類股樣本、11 筆減資資料不齊全與 8 筆同一年辦理多次減資樣本，最終樣本數為 322 筆彌補虧損減資樣本觀察值。

為進一步瞭解辦理彌補虧損減資公司是否同時辦理私募，以減資完成日前後半年，樣本公司是否於此期間完

成私募融資作為「減資暨私募」樣本的判斷標準，例如，某一筆減資樣本於完成日後三個月內亦完成私募，則將該筆減資案定義為減資暨私募樣本。至於私募資訊的蒐集，除了同樣取自公開資訊觀測站的「重大訊息與公告」，並於「重大訊息主旨全文檢索」中輸入「私募」關鍵字外，亦搭配公開資訊觀測站於2006年建構的「私募專區」所提供的資訊內容。因此，322筆全部「彌補虧損減資」樣本中，可進一步區分為「單純減資」樣本共205筆，「減資暨私募」樣本共117筆。最後，本文研究所需之樣本公司股價與財務報表項目資料分別取自台灣經濟新報資料庫(TEJ)中的「權益資料庫(Equity DB)」與「財報資料庫(Finance DB)」。

表1呈現2002至2011年間，歷年與各產業關於彌補虧損減資樣本的分佈情形。分表A為依照樣本減資完成日所屬年度呈現之歷年次數分配表，全部彌補虧損減資樣本中，2009年完成減資的樣本高達51筆，約占總樣本數的15.8%，相較於其他年度明顯高出許多。推論這是因為2008年的全球金融危機造成許多公司營運產生巨額虧損，並於2009年景氣逐漸好轉跡象下，促使許多公司紛紛於2009年辦理彌補虧損減資，希望能夠透過股本抵銷巨額未彌補虧損的方式，美化公司財報後，再重新出發。

表1 彌補虧損減資樣本之歷年與產業分配

分表A. 歷年分配

年度	彌補虧損減資		單純減資		減資暨私募	
	樣本數	(%)	樣本數	占彌補虧損減資 比率(%)	樣本數	占彌補虧損減資 比率(%)
2002	13	4.0	12	92.3	1	7.7
2003	19	5.9	15	78.9	4	21.1
2004	24	7.5	17	70.8	7	29.2
2005	33	10.2	22	66.7	11	33.3
2006	36	11.2	18	50.0	18	50.0
2007	36	11.2	22	61.1	14	38.9
2008	35	10.9	24	68.6	11	31.4
2009	51	15.8	33	64.7	18	35.3
2010	39	12.1	22	56.4	17	43.6
2011	36	11.2	20	55.6	16	44.4
總計	322	100.0	205	63.7	117	36.3

分表B. 產業分配

產業分類	彌補虧損減資		單純減資		減資暨私募	
	樣本數	(%)	樣本數	占彌補虧損減資 比率(%)	樣本數	占彌補虧損減資 比率(%)
塑膠工業	3	0.9	2	66.7	1	33.3
紡織工業	28	8.7	23	82.1	5	17.9
電機機械	10	3.1	9	90.0	1	10.0
電器電纜	4	1.2	4	100.0	0	0.0
化學生技醫療	12	3.7	6	50.0	6	50.0
造紙工業	2	0.6	2	100.0	0	0.0
鋼鐵工業	11	3.4	9	81.8	2	18.2
橡膠工業	1	0.3	1	100.0	0	0.0
電子工業	165	51.2	111	67.3	54	32.7
建材營造	45	14.0	21	46.7	24	53.3
航運	2	0.6	0	0.0	2	100.0
觀光	5	1.6	3	60.0	2	40.0
貿易百貨	14	4.3	4	28.6	10	71.4
其他	20	6.2	10	50.0	10	50.0
總計	322	100.0	205	63.7	117	36.3

註：本表樣本為 2002 至 2011 年間臺灣上市櫃公司申報並完成之彌補虧損減資案件，總共有 322 筆觀察值，其中單純辦理彌補虧損減資的單純減資樣本有 205 筆，同時辦理減資與私募融資的減資暨私募樣本有 117 筆。

進一步，將全部彌補虧損減資樣本區分為單純減資樣本與減資暨私募樣本，其中全部樣本約有 63.7% 為單純減資案，約 36.3% 為減資暨私募案，顯示辦理彌補虧損減資的公司中約有 1/3 會同時辦理私募融資。另外，私募制度始於 2002 年，實施的前幾年國內上市上櫃公司對私募融資制度尚不熟悉，故 2005 年以前辦理減資暨私募樣本的比率相對於單純減資樣本低很多。不過，除了 2008 年與 2009 年因為全球金融危機不適合股權融資，導致減資暨私募樣本的比率較低外，近年已約有 40% 辦理彌補虧損減資的公司會同時辦理私募。因為私募制度對於虧損非常嚴重的企業而言，不僅可以使其順利且快速地取得救命資金，透過私募引進新的經營團隊，藉以改善公司治理環境與財務狀況，對公司未來更是一大幫助。

表 1 的分表 B 為依照樣本所屬產業之次數分配表。全部彌補虧損減資樣本中，電子工業樣本高達 165 筆，約占總樣本數的 51.2%，符合臺灣證券市場以電子業為主之產業特徵，其次為建材營造業有 45 筆，約占總樣本數的 14%，合計電子工業與建材營造業約占全部彌補虧損減資樣本的 65%。

二、變數建立

本文參考 Shiu and Wei (2013) 與 Loughran and Ritter (1997)，採用資產報酬率與調整產業平均值的調整後資產報酬率作為營運績效之替代變數，其中資產報酬率分別採用稅後淨利除以資產(NI/A)、稅前息前淨利除以資產(EBIT/A)與稅前息前折舊前淨利除以資產(EBITDA/A)，三種不同衡量值來計算。調整後資產報酬率之計算方式為樣本公司的資產報酬率減掉樣本公司所屬產業中所有公司平均之資產報酬率，依照計算資產報酬率之三種不同衡量值，調整後資產報酬率分別表示為 ANI/A、AEBIT/A 與 AEBITDA/A。

另外，為比較單純減資公司與減資暨私募公司於減資前後的營運績效變化情形，分別計算減資前後資產報酬率的變化($\Delta NI/A$ 、 $\Delta EBIT/A$ 與 $\Delta EBITDA/A$)與調整後資產報酬率的變化($\Delta ANI/A$ 、 $\Delta AEBIT/A$ 與 $\Delta AEBITDA/A$)。最後，進一步對營運績效的變化進行迴歸分析，以資產報酬率的變化值和調整後資產報酬率的變化值作為被解釋變數，並建立減資暨私募樣本之虛擬變數作為解釋變數。迴歸模型如下：

$$\begin{aligned} \Delta \text{資產報酬率} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{虛擬變數}_{\text{減資暨私募}} + \beta_2 \times \text{Ln}(\text{公司市值}) + \\ & \beta_3 \times \text{市值帳面比} + \beta_4 \times \text{負債比率} + \beta_5 \times \text{減資比率} + \\ & \beta_6 \times \text{虛擬變數}_{\text{年度}} + \beta_7 \times \text{虛擬變數}_{\text{產業}} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \Delta \text{調整後資產報酬率} = & \beta_0 + \beta_1 \times \text{虛擬變數}_{\text{減資暨私募}} + \beta_2 \times \text{Ln}(\text{公司市值}) + \\ & \beta_3 \times \text{市值帳面比} + \beta_4 \times \text{負債比率} + \beta_5 \times \text{減資比率} + \\ & \beta_6 \times \text{虛擬變數}_{\text{年度}} + \beta_7 \times \text{虛擬變數}_{\text{產業}} + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

迴歸式(1)與迴歸式(2)的被解釋變數， Δ 資產報酬率為減資完成後第 2 年的資產報酬率減掉減資完成前 1 年的資產報酬率； Δ 調整後資產報酬率為減資完成後第 2 年的調整後資產報酬率減掉減資完成前 1 年的調整後資產報酬率，其中調整後資產報酬率為樣本的資產報酬率減掉樣本所屬產業中所有公司平均的資產報酬率。

迴歸式(1)與迴歸式(2)的解釋變數為虛擬變數_{減資暨私募}，該變數定義為若樣本為彌補虧損減資暨私募此值設為 1；否則設為 0，預期該係數顯著為正，即同時辦理減資與私募的公司，減資後的營運績效增加幅度，顯著較單純辦理減資的公司高。另外，各迴歸式中加入公司特徵變數與減資特徵變數作為控制變數，包括公司市值、市值帳面比、負債比率與減資比率，並且加入年度與產業的虛擬變數，以控制年度與產業對被解釋變數的影響。

公司特徵變數與減資特徵變數之衡量方式與其對營運績效變化的影響：公司市值為減資前 1 年年底的總市值取對數，Ln(公司市值)，該變數用來衡量公司的規模；預期 Ln(公司市值)的係數為負值，因公司規模愈大的公司，其營運績效的成長空間可能較小。市值帳面比為減資前 1 年年底的公司市值除以權益帳面價值，該變數主要衡量公司減資前的成長機會；預期市值帳面比的係數為正值，因為市值帳面比愈大的公司，表示其成長機會愈高，故其減資後營運績效的成長空間將會愈大。負債比率為減資前 1 年年底的總負債除以總資產，該變數主要衡量公司的資金成本；預期負債比率的係數為負值，因為負債比率愈高的公司，資金成本負擔愈大，故其營運績效的成長空間可能愈小。減資比率為彌補虧損減資金額除以減資前的公司實收資本額，該變數用來衡量彌補虧損的程度；

預期減資比率的係數為正值，因減資比率愈高的公司，表示其虧損愈嚴重，故其減資後營運績效的成長空間應該會愈大。

參、實證結果

一、敘述統計

表 2 呈現彌補虧損減資樣本的公司特徵變數與減資特徵變數之平均數與中位數，以及單純減資樣本與減資暨私募樣本於各變數平均數與中位數之差異性檢定。分表 A 與分表 B 的左半邊分別列出全部彌補虧損減資樣本與單純減資樣本和減資暨私募樣本，其公司特徵變數之平均數與中位數。首先，全部彌補虧損減資樣本之公司市值平均約為 23.66 億元(中位數約為 6.19 億元)、負債比率約 53.61%(中位數約 54.48%)、市值帳面比為 1.83(中位數為 1.05)、連續 8 季稅前息前淨利為負的財務危機公司數約占總樣本數的 36%，顯示辦理彌補虧損減資的公司大多為高負債比率與成長機會，且面臨財務困難的公司。

表 2 彌補虧損減資之公司特徵與減資特徵

樣本	樣本數	公司特徵變數				減資特徵變數	
		公司市值 (百萬元)	負債比率 (%)	市值 帳面比	財務危 機比例	減資比率 (%)	減資規模 (百萬元)
分表 A. 平均數							
彌補虧損減資	322	2366.38	53.61	1.83	0.36	46.34	1862.68
單純減資	205	2609.13	51.40	1.79	0.31	42.70	2093.32
減資暨私募	117	1954.76	57.50	1.89	0.45	52.71	1458.56
單純減資-減資暨私募		654.38	-6.10 **	-0.10	-0.14 **	-10.02 ***	634.76
分表 B. 中位數							
彌補虧損減資	322	618.50	54.48	1.05	0.00	44.29	552.00
單純減資	205	720.00	52.12	0.88	0.00	40.12	610.00
減資暨私募	117	393.00	65.10	1.27	0.00	50.00	466.00
單純減資-減資暨私募		327.00 ***	-12.99 ***	-0.39 ***	0.00 **	-9.88 ***	144.00 **

註：本表樣本為 2002 至 2011 年間臺灣上市櫃公司申報並完成之彌補虧損減資案件，總共有 322 筆觀察值，其中單純辦理彌補虧損減資的單純減資樣本有 205 筆，同時辦理減資與私募融資的減資暨私募樣本有 117 筆。公司市值為減資前 1 年年底的總市值；負債比率為減資前 1 年年底的總負債除以總資產；市值帳面比為減資前 1 年年底的公司市值除以權益帳面價值；財務危機比例為連續 8 季稅前息前淨利為負的財務危機公司數占各組樣本的比例；減資比率為彌補虧損減資金額除以減資前的公司實收資本額，減資規模為公司辦理彌補虧損減資的金額。分表 A 單純減資樣本與減資暨私募樣本間之平均數差異檢定採用 t 檢定，分表 B 單純減資樣本與減資暨私募樣本間之中位數差異檢定則採用無母數檢定 Wilcoxon rank sum test，而***、**與*分別表示兩者差異之顯著水準達 1%、5%與 10%。

接著，將全部彌補虧損減資樣本區分為單純減資樣本與減資暨私募樣本，其中單純減資樣本之公司市值平均值約為 26.09 億元(中位數約為 7.2 億元)、負債比率約 51.40%(中位數約 52.12%)、市值帳面比為 1.79(中位數為 0.88)，連續 8 季稅前息前淨利為負的財務危機公司數約占總樣本數的 31%。減資暨私募樣本之公司市值平均值約為 19.55 億元(中位數約為 3.93 億元)、負債比率約為 57.50%(中位數約 65.10%)、市值帳面比為 1.89(中位數為 1.27)，連續 8 季稅前息前淨利為負的財務危機公司數約占總樣本數的 45%。這些結果顯示，單純減資樣本相較於減資暨私募樣本的公司規模大、較低的負債比率與成長機會、面臨財務危機的公司較少。

進一步地，根據公司特徵於單純減資樣本和減資暨私募樣本間之平均數與中位數差異性檢定結果，發現減資暨私募公司相較單純減資之公司有顯著較高的負債比率與財務危機比例，顯示減資暨私募之公司相較於單純減資之公司，其確實有較高的資金成本並面臨財務困境，非常急需要資金的挹注。

分表 A 與分表 B 的右半邊分別列出全部彌補虧損減資樣本與單純減資樣本和減資暨私募樣本，其減資特徵變數之平均數與中位數。全部彌補虧損減資樣本之減資比率約 46.34%(中位數約 44.29%)、減資規模約 18.63 億元

(中位數約 5.52 億元)；單純減資樣本之減資比率約 42.70%(中位數約 40.12%)、減資規模約 20.93 億元(中位數約 6.1 億元)；減資暨私募樣本之減資比率約 52.71%(中位數約 50.00%)、減資規模約 14.59 億元(中位數約 4.66 億元)。這些結果顯示，減資暨私募樣本雖然有較低的減資規模，但因其公司規模相對較小，事實上其有較高的減資比率。進一步地，根據減資特徵變數於單純減資樣本和減資暨私募樣本間之平均數與中位數差異性檢定結果，發現減資暨私募公司相較於單純減資公司，其減資比率確實顯著較高。

二、減資前的營運績效

表 3 呈現彌補虧損減資樣本於減資前 1 年的資產報酬率與調整後資產報酬率之平均數與中位數，以及單純減資樣本與減資暨私募樣本的平均數與中位數之差異性檢定。

分表 A 分別列出全部彌補虧損減資樣本與單純減資樣本和減資暨私募樣本，於減資前 1 年的資產報酬率與調整後資產報酬率之平均數與中位數差異檢定。首先，全部彌補虧損減資樣本於減資前 1 年的資產報酬率與調整後資產報酬率平均值皆呈顯著的負值，樣本於減資前 1 年的 NI/A 為顯著 -21.26% (ANI/A 為顯著 -26.41%)、EBIT/A 為顯著 -19.50% (AEBIT/A 為顯著 -25.96%)、EBITDA/A 為顯著 -15.22% (AEBITDA/A 為顯著 -25.56%)。這些結果顯示，辦理彌補虧損減資的公司於減資前 1 年確實有非常差的營運績效。

接著，將全部彌補虧損減資樣本區分為單純減資樣本與減資暨私募樣本，其中單純減資樣本於減資前 1 年的 NI/A 為顯著 -16.21% (ANI/A 為顯著 -21.32%)、EBIT/A 為顯著 -14.79% (AEBIT/A 為顯著 -21.24%)、EBITDA/A 為顯著 -10.44% (AEBITDA/A 為顯著 -20.99%)。減資暨私募樣本於減資前 1 年的 NI/A 為顯著 -30.12% (ANI/A 為顯著 -35.33%)、EBIT/A 為顯著 -27.75% (AEBIT/A 為顯著 -34.24%)、EBITDA/A 為顯著 -23.59% (AEBITDA/A 為顯著 -33.56%)。這些結果顯示，同時辦理減資暨私募的公司於減資前的營運績效比單純減資的公司來的更差。最後，進行單純減資樣本與減資暨私募樣本之資產報酬率與調整後資產報酬率之平均數差異性檢定，發現單純減資樣本之資產報酬率與調整後資產報酬率皆顯著較減資暨私募樣本高。結果進一步證實，同時辦理減資與私募的公司，其減資前的營運情況顯著較單純辦理減資的公司來得更差，顯示該類公司確實急需大筆資金的挹注，故選擇同時辦理減資與私募，該結果與表 2 發現減資暨私募公司有較高的財務危機比例相符。

分表 B 分別列出全部彌補虧損減資樣本與單純減資樣本和減資暨私募樣本，減資前 1 年的資產報酬率與調整後資產報酬率之中位數與中位數差異檢定。由於平均數容易受到極端值的影響，故中位數的資產報酬率與調整後資產報酬率皆較平均數大。中位數與平均數的結果相同，不論是全部彌補虧損減資樣本，還是單純減資樣本與減資暨私募樣本，減資前 1 年的資產報酬率與調整後資產報酬率之中位數皆顯著為負值，且單純減資樣本之資產報酬率與調整後資產報酬率皆顯著較減資暨私募樣本高。結果亦證實，減資暨私募公司相較於單純辦理彌補虧損減資公司，其減資前的經營績效更差，故需要同時辦理私募融資來解決公司當前嚴重的財務問題。

三、減資後的營運績效

表 4 呈現彌補虧損減資樣本於減資完成後 1 年、後 2 年的資產報酬率與調整後資產報酬率之平均數與中位數，以及單純減資樣本與減資暨私募樣本的平均數與中位數差異性檢定。

分表 A 分別列出全部彌補虧損減資樣本與單純減資樣本和減資暨私募樣本，於減資後 1 年、後 2 年的資產報酬率與調整後資產報酬率之平均數與中位數差異檢定。首先，全部彌補虧損減資樣本，減資後 1 年、後 2 年的資產報酬率與調整後資產報酬率皆為顯著的負值，但減資後 2 年的值皆明顯較減資後 1 年的值大，其中減資後 1 年的 NI/A 為顯著 -10.34% (ANI/A 為顯著 -16.04%)、EBIT/A 為顯著 -8.55% (AEBIT/A 為顯著 -15.43%)、EBITDA/A 為顯著 -5.20% (AEBITDA/A 為顯著 -15.74%)，於減資後 2 年的 NI/A 為顯著 -6.73% (ANI/A 為顯著 -12.39%)、EBIT/A 為顯著 -5.46% (AEBIT/A 為顯著 -12.28%)、EBITDA/A 為顯著 -2.20% (AEBITDA/A 為顯著 -12.55%)。

這些結果顯示，辦理彌補虧損減資的公司於減資後 1 年、後 2 年仍有顯著為負的營運績效。不過，相較於表 3 呈現的減資前的營運績效結果已提高非常多，表示彌補虧損減資確實能夠改善嚴重虧損公司的營運績效；再者，減資後 2 年的資產報酬率與調整後資產報酬率皆較減資後 1 年的值明顯提高，表示彌補虧損減資的公司於減資後，營運績效確實有逐年變好的現象。

表 3 彌補虧損減資前 1 年之營運績效

樣本	樣本數	NI/A	EBIT/A	EBITDA/A	ANI/A	AEBIT/A	AEBITDA/A
分表 A. 平均數							
彌補虧損減資	322	-21.2617 (0.0001)	-19.5002 (0.0001)	-15.2199 (0.0000)	-26.4096 (0.0001)	-25.9648 (0.0001)	-25.5587 (0.0000)
單純減資	205	-16.2074 (0.0001)	-14.7891 (0.0001)	-10.4445 (0.0000)	-21.3185 (0.0001)	-21.2433 (0.0001)	-20.9895 (0.0000)
減資暨私募	117	-30.1175 (0.0001)	-27.7547 (0.0001)	-23.5872 (0.0000)	-35.3299 (0.0001)	-34.2374 (0.0001)	-33.5645 (0.0000)
單純減資-減資暨私募		13.9101 (0.0001)	12.9657 (0.0001)	13.1427 (0.0000)	14.0114 (0.0001)	12.9942 (0.0001)	12.575 (0.0001)
分表 B. 中位數							
彌補虧損減資	322	-15.4948 (0.0001)	-13.5023 (0.0001)	-9.4571 (0.0000)	-19.6199 (0.0001)	-19.1854 (0.0001)	-18.9129 (0.0000)
單純減資	205	-12.3772 (0.0001)	-11.1270 (0.0001)	-7.0746 (0.0000)	-18.1077 (0.0001)	-17.2274 (0.0001)	-16.6211 (0.0000)
減資暨私募	117	-19.9626 (0.0001)	-18.9023 (0.0001)	-14.2318 (0.0000)	-25.7158 (0.0001)	-25.7401 (0.0001)	-24.5660 (0.0000)
單純減資-減資暨私募		7.5854 (0.0001)	7.7753 (0.0001)	7.1572 (0.0000)	7.6081 (0.0001)	8.5127 (0.0001)	7.9449 (0.0002)

註：本表樣本為 2002 至 2011 年間臺灣上市櫃公司申報並完成之彌補虧損減資案件，總共有 322 筆觀察值，其中單純辦理彌補虧損減資的單純減資樣本有 205 筆，同時辦理減資與私募融資的減資暨私募樣本有 117 筆。NI/A 為減資前 1 年的公司淨利除以資產總額；EBIT/A 為減資前 1 年的公司稅前息前淨利除以資產總額；EBITDA/A 為減資前 1 年的公司稅前息前折舊前淨利除以資產總額。ANI/A 為樣本的 NI/A 減掉樣本所屬產業中所有公司平均的 NI/A；AEBIT/A 為樣本的 EBIT/A 減掉樣本所屬產業中所有公司平均的 EBIT/A；AEBITDA/A 為樣本的 EBITDA/A 減掉樣本所屬產業中所有公司平均的 EBITDA/A。分表 A 以 t 統計量檢定平均數是否顯著異於 0，單純減資樣本與減資暨私募樣本間之平均數差異檢定亦採用 t 檢定。分表 B 以符號檢定中位數是否顯著異於 0，單純減資樣本與減資暨私募樣本間之中位數差異檢定則採用無母數檢定 Wilcoxon rank sum test。括號內數字為各統計檢定量相對應之 p 值。

表 4 彌補虧損減資後 1 年與後 2 年之營運績效

樣本	樣本數	NI/A		EBIT/A		EBITDA/A		ANI/A		AEBIT/A		AEBITDA/A	
		後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年
分表 A. 平均數													
彌補虧損減資	322	-10.3443 (0.0022)	-6.7316 (0.0000)	-8.5496 (0.0035)	-5.4630 (0.0000)	-5.1958 (0.0742)	-2.2016 (0.0622)	-16.0355 (0.0000)	-12.3907 (0.0000)	-15.4341 (0.0000)	-12.2801 (0.0000)	-15.7401 (0.0000)	-12.5473 (0.0000)
單純減資	205	-5.9134 (0.0000)	-5.2348 (0.0000)	-4.5903 (0.0001)	-4.2643 (0.0002)	-1.2056 (0.3003)	-1.0578 (0.3506)	-11.5070 (0.0000)	-10.7900 (0.0000)	-11.3836 (0.0000)	-10.9893 (0.0000)	-11.8901 (0.0000)	-11.5292 (0.0000)
減資暨私募	117	-18.1078 (0.0455)	-9.3540 (0.0012)	-15.4870 (0.0469)	-7.5633 (0.0061)	-12.1872 (0.1161)	-4.2055 (0.1029)	-23.9700 (0.0084)	-15.1955 (0.0000)	-22.5312 (0.0041)	-14.5417 (0.0000)	-22.4858 (0.0042)	-14.3313 (0.0000)
單純減資-減資暨私募		12.1944 (0.1797)	4.1192 (0.1734)	10.8968 (0.1648)	3.2990 (0.2623)	10.9816 (0.1610)	3.1477 (0.2621)	12.4631 (0.1698)	4.4055 (0.1437)	11.1477 (0.1549)	3.5524 (0.2249)	10.5957 (0.1768)	2.8021 (0.3179)
分表 B. 中位數													
彌補虧損減資	322	-2.5951 (0.0657)	-1.6501 (0.1059)	-1.1323 (0.4688)	-0.3640 (0.4032)	1.6646 (0.0510)	1.9548 (0.0087)	-7.4292 (0.0000)	-7.5474 (0.0000)	-7.6908 (0.0000)	-7.3105 (0.0000)	-8.8847 (0.0000)	-8.4500 (0.0000)
單純減資	205	-1.9424 (0.1623)	-2.1619 (0.0502)	-0.7199 (0.7800)	-0.6004 (0.2086)	2.2621 (0.0691)	1.6254 (0.0502)	-7.0947 (0.0000)	-7.4871 (0.0000)	-7.2121 (0.0000)	-7.4449 (0.0000)	-8.8899 (0.0000)	-8.7969 (0.0000)
減資暨私募	117	-3.3834 (0.2672)	-0.2254 (1.0000)	-1.6883 (0.4597)	0.5535 (0.8534)	0.9227 (0.4597)	2.3087 (0.0957)	-8.8751 (0.0000)	-7.6750 (0.0000)	-8.2987 (0.0000)	-6.4233 (0.0000)	-8.8739 (0.0000)	-7.8879 (0.0000)
單純減資-減資暨私募		1.4410 (0.3912)	-1.9365 (0.5737)	0.9684 (0.3292)	-1.1539 (0.4719)	1.3394 (0.1977)	-0.6833 (0.6895)	1.7804 (0.289)	0.1879 (0.7804)	1.0866 (0.2734)	-1.0216 (0.6425)	-0.0160 (0.3662)	-0.9090 (0.6038)

註：本表樣本為 2002 至 2011 年間臺灣上市櫃公司申報並完成之彌補虧損減資案件，總共有 322 筆觀察值，其中單純辦理彌補虧損減資的單純減資樣本有 205 筆，同時辦理減資與私募融資的減資暨私募樣本有 117 筆。NI/A 為本期淨利除以資產總額；EBIT/A 為稅前息前淨利除以資產總額；EBITDA/A 為稅前息前折舊前淨利除以資產總額；ANI/A 為樣本的 NI/A 減掉樣本所屬產業中所有公司平均的 NI/A；AEBIT/A 為樣本的 EBIT/A 減掉樣本所屬產業中所有公司平均的 EBIT/A；AEBITDA/A 為樣本的 EBITDA/A 減掉樣本所屬產業中所有公司平均的 EBITDA/A。分表 A 以 t 統計量檢定平均數是否顯著異於 0，單純減資樣本與減資暨私募樣本間之平均數差異檢定亦採用 t 檢定。分表 B 以符號檢定中位數是否顯著異於 0，單純減資樣本與減資暨私募樣本間之中位數差異檢定則採用無母數檢定 Wilcoxon rank sum test。括號內數字為各統計檢定量相對應之 p 值。

接著，將全部彌補虧損減資樣本區分為單純減資樣本與減資暨私募樣本，其中單純減資樣本於減資後1年的NI/A為顯著-5.91% (ANI/A為顯著-11.51%)、EBIT/A為顯著-4.59% (AEBIT/A為顯著-11.38%)、EBITDA/A為-1.21% (AEBITDA/A為顯著-11.89%)，於減資後2年的NI/A為顯著-5.23% (ANI/A為顯著-10.79%)、EBIT/A為顯著-4.26% (AEBIT/A為顯著-10.99%)、EBITDA/A為-1.06% (AEBITDA/A為顯著-11.53%)。減資暨私募樣本於減資後1年的NI/A為顯著-18.11% (ANI/A為顯著-23.97%)、EBIT/A為顯著-15.49% (AEBIT/A為顯著-22.53%)、EBITDA/A為-12.19% (AEBITDA/A為顯著-22.49%)，於減資後2年的NI/A為顯著-9.35% (ANI/A為顯著-15.20%)、EBIT/A為顯著-7.56% (AEBIT/A為顯著-14.54%)、EBITDA/A為-4.21% (AEBITDA/A為顯著-14.33%)。這些結果顯示，同時辦理減資暨私募的公司於減資後1年與後2年的營運績效仍然比單純減資的公司來的更差。

最後，針對單純減資樣本與減資暨私募樣本資產報酬率與調整後資產報酬率之平均數差異性檢定，發現單純減資樣本之資產報酬率與調整後資產報酬率皆沒有顯著較減資暨私募樣本高。這些結果顯示，辦理減資暨私募的公司，其減資後的營運情況已沒有顯著較單純辦理減資的公司來得差，且相較於表3減資前的經營績效，減資暨私募公司於減資後營運績效的提升幅度明顯高於單純辦理彌補虧損減資的公司。因此，本文認為公司辦理彌補虧損減資對公司整體營運是有幫助的，尤其是對同時辦理私募的公司，其營運績效提升的效果更為明顯。

分表B分別列出全部彌補虧損減資樣本與單純減資樣本和減資暨私募樣本，減資後1年、後2年的資產報酬率與調整後資產報酬率之中位數與中位數差異檢定。同樣地，因為平均數容易受到極端值的影響，故中位數的資產報酬率與調整後資產報酬率皆較平均數大。中位數的結果與分表A的平均數結果有些不同，但更能夠看出同時辦理減資與私募融資的公司，其減資後的營運績效有更明顯的提升。

單純減資樣本於減資後1年的NI/A為不顯著的-1.94% (ANI/A為顯著的-7.09%)、EBIT/A為不顯著的-0.72% (AEBIT/A為顯著的-7.21%)、EBITDA/A為顯著的2.26% (AEBITDA/A為顯著的-8.89%)，於減資後2年的NI/A為顯著-2.16% (ANI/A為顯著的-7.49%)、EBIT/A為不顯著的-0.60% (AEBIT/A為顯著的-7.44%)、EBITDA/A為顯著的1.63% (AEBITDA/A為顯著的-8.80%)。這些結果顯示，單純減資樣本於減資後第2年的營運績效並沒有較前1年提高，表示減資對單純減資公司營運績效的改善非常短暫，大約僅1年。

減資暨私募樣本於減資後1年的NI/A為不顯著的-3.38% (ANI/A為顯著的-8.88%)、EBIT/A為不顯著的-1.69% (AEBIT/A為顯著的-8.30%)、EBITDA/A為不顯著的0.92% (AEBITDA/A為顯著的-8.87%)，於減資後2年的NI/A為不顯著的-0.23% (ANI/A為顯著的-7.68%)、EBIT/A為不顯著的0.55% (AEBIT/A為顯著的-6.42%)、EBITDA/A為顯著的2.31% (AEBITDA/A為顯著的-7.89%)。研究發現，減資暨私募公司於減資後1年、後2年的資產報酬率大多不顯著，且第2年的營運績效皆明顯較前1年提高，表示減資暨私募公司於減資後的營運績效明顯改善且很穩定上升。

最後，針對單純減資樣本與減資暨私募樣本之資產報酬率與調整後資產報酬率之中位數差異性檢定，同樣發現單純減資樣本之資產報酬率與調整後資產報酬率皆沒有顯著較減資暨私募樣本高外，值得注意的是，減資後2年減資暨私募樣本的資產報酬率與調整後資產報酬率反而較單純減資樣本高。這些結果顯示，辦理減資暨私募的公司，其減資後的營運情況已經沒有較單純辦理減資的公司更差，且甚至在減資後2年可能表現的更好。另外，相較於表3減資前的經營績效，減資暨私募公司於減資後營運績效的提升幅度亦確實明顯高於單純辦理彌補虧損減資的公司。因此，本文認為公司辦理彌補虧損減資對公司整體營運確實是有幫助的，尤其是對同時辦理私募的公司，其營運績效提升的效果更為明顯。

四、減資前後營運績效的變化

為進一步瞭解彌補虧損減資公司於減資前後營運績效的變化情形，表5呈現彌補虧損減資樣本於減資完成前1年至完成後1年、後2年的資產報酬率變化與調整後資產報酬率變化之平均數與中位數，以及單純減資樣本與減資暨私募樣本的平均數與中位數差異性檢定。

分表 A 分別列出全部彌補虧損減資樣本與單純減資樣本和減資暨私募樣本，減資前 1 年至完成後 1 年、後 2 年的資產報酬率變化與調整後資產報酬率變化之平均數與平均數差異檢定。首先，全部彌補虧損減資樣本，於減資後 1 年的 $\Delta NI/A$ 為顯著提升 10.92% ($\Delta ANI/A$ 為顯著 10.37%)、 $\Delta EBIT/A$ 為顯著提升 10.95% ($\Delta AEBIT/A$ 為顯著 10.53%)、 $\Delta EBITDA/A$ 為顯著提升 10.02% ($\Delta AEBITDA/A$ 為顯著 9.82%)，於減資後 2 年的 $\Delta NI/A$ 為顯著提升 14.53% ($\Delta ANI/A$ 為顯著 14.02%)、 $\Delta EBIT/A$ 為顯著提升 14.04% ($\Delta AEBIT/A$ 為顯著 13.68%)、 $\Delta EBITDA/A$ 為顯著提升 13.02% ($\Delta AEBITDA/A$ 為顯著 13.01%)。這些結果顯示，辦理彌補虧損減資的公司於減資前 1 年至完成後 1 年、後 2 年的營運績效確實皆有顯著提高，並且有逐年提升的跡象。

接著，將全部彌補虧損減資樣本區分為單純減資樣本與減資暨私募樣本，其中單純減資樣本於減資後 1 年的 $\Delta NI/A$ 為顯著提升 10.29% ($\Delta ANI/A$ 為顯著 9.81%)、 $\Delta EBIT/A$ 為顯著提升 10.20% ($\Delta AEBIT/A$ 為顯著 9.86%)、 $\Delta EBITDA/A$ 為顯著提升 9.24% ($\Delta AEBITDA/A$ 為顯著 9.10%)，於減資後 2 年的 $\Delta NI/A$ 為顯著提升 10.97% ($\Delta ANI/A$ 為顯著 10.53%)、 $\Delta EBIT/A$ 為顯著提升 10.52% ($\Delta AEBIT/A$ 為顯著 10.25%)、 $\Delta EBITDA/A$ 為顯著提升 9.39% ($\Delta AEBITDA/A$ 為顯著 9.46%)。減資暨私募樣本於減資後 1 年的 $\Delta NI/A$ 為不顯著的 12.01% ($\Delta ANI/A$ 為不顯著的 11.36%)、 $\Delta EBIT/A$ 為不顯著的 12.27% ($\Delta AEBIT/A$ 為不顯著的 11.71%)、 $\Delta EBITDA/A$ 為不顯著的 11.40% ($\Delta AEBITDA/A$ 為不顯著的 11.08%)，於減資後 2 年的 $\Delta NI/A$ 為顯著提升 20.76% ($\Delta ANI/A$ 為顯著 20.13%)、 $\Delta EBIT/A$ 為顯著提升 20.19% ($\Delta AEBIT/A$ 為顯著 19.70%)、 $\Delta EBITDA/A$ 為顯著提升 19.38% ($\Delta AEBITDA/A$ 為顯著 19.23%)。

進一步地，針對單純減資樣本與減資暨私募樣本之資產報酬率變化與調整後資產報酬率變化之平均數差異性檢定，發現單純辦理彌補虧損減資的公司，其減資完成後 2 年營運績效提高的幅度，皆較同時辦理減資與私募的公司顯著來得低。這些結果顯示，公司辦理彌補虧損減資對公司整體營運是有幫助的，尤其是對同時辦理私募的公司，其營運績效提升的效果比單純辦理彌補虧損減資樣本的公司更為明顯。

分表 B 分別列出全部彌補虧損減資樣本與單純減資樣本和減資暨私募樣本，於減資前 1 年至完成後 1 年、後 2 年的資產報酬率變化與調整後資產報酬率變化之中位數與中位數差異檢定。中位數的結果與平均數差異不大，惟統計數據結果更加肯定，減資暨私募公司於減資後的營運績效增幅確實顯著高於單純減資公司之實證結果。

最後，表 6 呈現公司於減資完成後 2 年的資產報酬率變化與調整後資產報酬率變化之迴歸分析結果，其中解釋變數虛擬變數_減資暨私募之係數皆顯著為正，表示同時辦理減資暨私募的公司，減資後的營運績效增加幅度，顯著較單純辦理減資的公司高。除此之外，控制變數的係數結果雖不見得皆為顯著，但皆符合預期方向。 $\ln(\text{公司市值})$ 之係數皆為不顯著的負值，表示公司規模愈大的公司，其營運績效的成長空間可能較小；市帳面比之係數皆為顯著正值，表示成長機會愈高的公司，其減資後營運績效的成長空間愈大；負債比率之係數皆為不顯著的負值，表示資金成本負擔愈大的公司，其營運績效的成長空間可能會愈小；減資比率之係數皆顯著為正值，表示虧損愈嚴重減資愈多的公司，其減資後營運績效的成長空間愈大。

五、影響營運績效變化之因素

為進一步分析影響彌補虧損減資公司於減資前後營運績效提升之因素，本文參考 Fu (2010)的方法，將公司的資產報酬率拆解為純益率與資產週轉率的乘積，其中純益率為稅前息前折舊前淨利(EBITDA)除以營業收入淨額，資產週轉率為營業收入淨額除以平均資產總額，公式如下：

$$\text{資產報酬率} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{營業收入淨額}} \times \frac{\text{營業收入淨額}}{\text{平均資產}} = \text{純益率} \times \text{資產週轉率} \quad (3)$$

上式(3)的資產為資產總額扣除現金與短期借款所得之金額。

表 5 彌補虧損減資前 1 年至後 1 年與後 2 年之營運績效變化

樣本	樣本數	$\Delta NI/A$		$\Delta EBIT/A$		$\Delta EBITDA/A$		$\Delta ANI/A$		$\Delta AEBIT/A$		$\Delta AEBITDA/A$	
		後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年	後 1 年	後 2 年
分表 A. 平均數													
彌補虧損減資	322	10.9174	14.5301	10.9506	14.0372	10.0242	13.0184	10.3742	14.0189	10.5307	13.6847	9.8186	13.0114
		(0.0021)	(0.0001)	(0.0005)	(0.0001)	(0.0012)	(0.0000)	(0.0033)	(0.0001)	(0.0007)	(0.0001)	(0.0014)	(0.0000)
單純減資	205	10.2940	10.9725	10.1988	10.5248	9.2389	9.3866	9.8116	10.5286	9.8597	10.2540	9.0994	9.4603
		(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0000)
減資暨私募	117	12.0097	20.7635	12.2677	20.1914	11.4000	19.3817	11.3599	20.1345	11.7062	19.6957	11.0788	19.2333
		(0.1997)	(0.0001)	(0.1333)	(0.0001)	(0.1606)	(0.0000)	(0.2234)	(0.0001)	(0.1504)	(0.0001)	(0.1710)	(0.0000)
單純減資-減資暨私募		-1.7157	-9.7909	-2.0689	-9.6667	-2.1611	-9.995	-1.5483	-9.6059	-1.8465	-9.4418	-1.9794	-9.7729
		(0.8560)	(0.0155)	(0.8024)	(0.0135)	(0.7926)	(0.0085)	(0.8695)	(0.0183)	(0.8226)	(0.0168)	(0.8089)	(0.0108)
分表 B. 中位數													
彌補虧損減資	322	9.8748	11.6663	9.0164	10.7467	8.7988	10.3253	9.2078	11.1021	9.3609	10.6045	8.8876	9.6873
		(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0000)
單純減資	205	8.1713	9.2883	7.9040	8.6278	7.6094	8.2274	7.9207	8.3109	8.7204	7.5528	7.7829	7.1496
		(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0000)
減資暨私募	117	14.3886	17.1285	15.0344	18.4246	13.0479	15.5788	12.1071	14.8765	11.7010	15.1318	11.7007	13.9023
		(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	(0.0000)
單純減資-減資暨私募		-6.2173	-7.8402	-7.1304	-9.7968	-5.4385	-7.3514	-4.1864	-6.5656	-2.9806	-7.5790	-3.9178	-6.7527
		(0.0129)	(0.0008)	(0.0248)	(0.0013)	(0.0237)	(0.0005)	(0.0123)	(0.0019)	(0.0284)	(0.0024)	(0.0194)	(0.0014)

註：本表樣本為 2002 至 2011 年間臺灣上市櫃公司申報並完成之彌補虧損減資案件，總共有 322 筆觀察值，其中單純辦理彌補虧損減資的單純減資樣本有 205 筆，同時辦理減資與私募融資的減資暨私募樣本有 117 筆。表內的 $\Delta NI/A$ 為減資完成後的 NI/A 減掉減資前 1 年的 NI/A； $\Delta EBIT/A$ 為減資完成後的 EBIT/A 減掉減資前 1 年的 EBIT/A； $\Delta EBITDA/A$ 為減資完成後的 EBITDA/A 減掉減資前 1 年的 EBITDA/A； $\Delta ANI/A$ 為減資完成後的 ANI/A 減掉減資前 1 年的 ANI/A； $\Delta AEBIT/A$ 為減資完成後的 AEBIT/A 減掉減資前 1 年的 AEBIT/A； $\Delta AEBITDA/A$ 為減資完成後的 AEBITDA/A 減掉減資前 1 年的 AEBITDA/A。分表 A 以 t 統計量檢定平均數是否顯著異於 0，單純減資樣本與減資暨私募樣本間之平均數差異檢定亦採用 t 檢定。分表 B 以符號檢定中位數是否顯著異於 0，單純減資樣本與減資暨私募樣本間之中位數差異檢定則採用無母數檢定 Wilcoxon rank sum test。括號內數字為各統計檢定量相對應之 p 值。

表 6 彌補虧損減資公司營運績效變化之迴歸分析

解釋變數	被解釋變數	$\Delta NI/A$	$\Delta EBIT/A$	$\Delta EBITDA/A$	$\Delta ANI/A$	$\Delta AEBIT/A$	$\Delta AEBITDA/A$
截距項		-9.859 (-0.70)	-7.753 (-0.57)	-9.122 (-0.69)	-12.901 (-0.91)	-11.462 (-0.84)	-12.293 (-0.93)
虛擬變數_私募暨減資		10.764 *** (2.85)	10.419 *** (2.85)	10.391 *** (2.93)	10.666 *** (2.82)	10.358 *** (2.83)	10.412 *** (2.93)
Ln(公司市值)		-0.945 (-0.64)	-0.963 (-0.67)	-0.929 (-0.67)	-0.758 (-0.51)	-0.722 (-0.50)	-0.674 (-0.48)
市值帳面比		0.768 *** (3.20)	0.721 *** (3.10)	0.682 *** (3.02)	0.768 *** (3.18)	0.723 *** (3.09)	0.689 *** (3.04)
負債比率		-0.086 (-1.04)	-0.094 (-1.18)	-0.082 (-1.06)	-0.090 (-1.09)	-0.097 (-1.22)	-0.085 (-1.10)
減資比率		0.396 *** (4.30)	0.371 *** (4.15)	0.366 *** (4.23)	0.397 *** (4.30)	0.375 *** (4.19)	0.372 *** (4.27)
虛擬變數_年度	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
虛擬變數_產業	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
樣本數		322	322	322	322	322	322
F 值		2.350 ***	2.280 ***	2.300 ***	2.420 ***	2.430 ***	2.470 ***
R ²		0.106	0.100	0.102	0.110	0.111	0.114

註：本表樣本為 2002 至 2011 年間臺灣上市櫃公司申報並完成之彌補虧損減資案件，總共有 322 筆觀察值。各迴歸式之被解釋變數， $\Delta NI/A$ 為減資完成後第 2 年的 NI/A 減掉減資完成前 1 年的 NI/A； $\Delta EBIT/A$ 為減資完成後第 2 年的 EBIT/A 減掉減資完成前 1 年的 EBIT/A； $\Delta EBITDA/A$ 為減資完成後第 2 年的 EBITDA/A 減掉減資完成前 1 年的 EBITDA/A； $\Delta ANI/A$ 為減資完成後第 2 年的 ANI/A 減掉減資完成前 1 年的 ANI/A； $\Delta AEBIT/A$ 為減資完成後第 2 年的 AEBIT/A 減掉減資完成前 1 年的 AEBIT/A； $\Delta AEBITDA/A$ 為減資完成後第 2 年的 AEBITDA/A 減掉減資完成前 1 年的 AEBITDA/A。解釋變數，虛擬變數_減資暨私募為若樣本為彌補虧損減資暨私募此值設為 1；否則設為 0；Ln(公司市值)為減資前 1 年年底的總市值取對數；市值帳面比為減資前 1 年年底的公司市值除以權益帳面價值；負債比率為減資前 1 年年底的總負債除以總資產；減資比率為彌補虧損減資金額除以減資前的公司實收資本額。

表7呈現彌補虧損減資公司於減資前後兩年的資產報酬率、純益率與資產週轉率之平均數與中位數，以觀察彌補虧損減資公司於減資前後營運績效、獲利能力與資產運用效率的變化情形。研究發現，減資前，單純減資樣本與減資暨私募樣本皆有顯著為負的資產報酬率，且減資暨私募樣本的資產報酬率比單純減資樣本更低。進一步檢視兩組樣本於減資前的純益率與資產週轉率，發現減資暨私募樣本有相對較差的資產報酬率主要來自虧損過多，導致雖然減資暨私募樣本有較單純減資樣本更高的資產週轉率，仍無法有較高的資產報酬率。

減資後，雖然單純減資樣本與減資暨私募樣本皆有不顯著的平均資產報酬率，但減資後第2年，則皆有顯著為正的中位數資產報酬率，且減資暨私募樣本高於單純減資樣本，顯示減資後辦理彌補虧損減資的公司，其營運績效皆有顯著提高，而其中以減資暨私募樣本營運績效提升的程度最大。另外，進一步檢視兩組樣本於減資後的純益率與資產週轉率，研究發現不論是單純減資樣本或是減資暨私募樣本，減資後虧損的情形皆有明顯改善，並且產能運用的效率亦皆有明顯提高之情形。

肆、結論

本文以2002至2011年間申報並完成彌補虧損減資之臺灣上市與上櫃公司作為研究對象，探討企業進行彌補虧損減資前後的營運績效變化。由於累積虧損過大的公司經常必須辦理增資，因此，進行彌補虧損減資的企業經常伴隨私募融資，亦即先將原有股本沖銷累積虧損後，再透過私募股權融資的方式，使企業得以順利取得新資金的挹注。本文依照公司辦理彌補虧損減資是否同時辦理私募融資，將樣本區分為單純減資公司與減資暨私募公司，並比較這兩類公司進行彌補虧損減資前後的營運績效變化。

研究發現，樣本中約有三分之一的公司，減資同時會進行私募融資，而且減資暨私募的公司相較於單純減資的公司，有顯著較高的負債比率與財務危機比例，顯示減資暨私募公司確實非常急需要資金的挹注。進一步地，發現辦理彌補虧損減資的公司(單純減資公司與減資暨私募公司)，其減資後之營運績效相較於減資前皆有顯著提高，顯示減資活動確實能夠使虧損公司的營運績效變好，並且發現減資暨私募公司的營運績效提升效果顯著高於單純減資公司。最後，本文透過杜邦分析，發現辦理彌補虧損減資公司的營運績效提高，主要是來自於虧損情形的大幅改善與資產運用效率的些微提高所致。

本文研究貢獻在於，美國上市企業並無彌補虧損的減資活動，而國內針對企業進行彌補虧損減資之研究仍較少，故本文進一步將彌補虧損減資的企業區分為單純減資公司與減資暨私募公司，除可了解這兩類公司特徵的差異外，亦得到證實辦理私募的公司確實減資前的經營情況不如單純辦理減資的公司。但是，研究發現對於一間累積虧損過大的公司，辦理彌補虧損減資後再辦理私募增資，將有助於該企業未來的營運發展，該實證結果可提供證券市場投資者投資該類企業的參考。例如，2015年9月台灣高鐵(股票代碼：2633)通過財務改革方案，內容包括普通股減資六成並辦理私募普通股增資300億元，而該公司於2016年10月上市，即為企業辦理減資暨私募轉型成功的案例。最後，本研究樣本並未包括彌補虧損減資後破產的企業，意即樣本為存活下來的企業，因此，研究結果可能存在存活偏誤(survivorship bias)，建議後續對該議題有興趣的學者，可以加入已破產的企業，使研究結果更加完整。

表 7 彌補虧損減資公司於減資前後兩年的營運績效

樣本	相對減資 完成年	資產報酬率		純益率		資產週轉率	
		平均數	中位數	平均數	中位數	平均數	中位數
彌補 虧損減資 (樣本數=322)	-2	-0.0912 (0.0001)	-0.0493 (0.0001)	-0.2693 (0.0001)	-0.0678 (0.0001)	0.7227 (0.0001)	0.5777 (0.0001)
	-1	-0.1304 (0.0001)	-0.0996 (0.0001)	-0.3493 (0.0001)	-0.1605 (0.0001)	0.7248 (0.0001)	0.6103 (0.0001)
	0	-0.0362 (0.0001)	-0.0024 (0.6161)	-0.1462 (0.0001)	-0.0043 (0.5768)	0.7010 (0.0001)	0.6080 (0.0001)
	1	-0.0103 (0.2879)	0.0192 (0.0657)	-0.1134 (0.0001)	0.0280 (0.0502)	0.7759 (0.0001)	0.6395 (0.0001)
	2	-0.0021 (0.8236)	0.0209 (0.0073)	-0.1020 (0.0014)	0.0266 (0.0061)	0.7892 (0.0001)	0.6860 (0.0001)
單純減資 (樣本數=205)	-2	-0.0755 (0.0001)	-0.0317 (0.0008)	-0.2065 (0.0001)	-0.0532 (0.0008)	0.6736 (0.0001)	0.5641 (0.0001)
	-1	-0.0955 (0.0001)	-0.0828 (0.0001)	-0.2430 (0.0001)	-0.1067 (0.0001)	0.7060 (0.0001)	0.5962 (0.0001)
	0	-0.0027 (0.7722)	0.0188 (0.1623)	-0.0447 (0.0797)	0.0272 (0.1833)	0.7017 (0.0001)	0.5877 (0.0001)
	1	0.0039 (0.7129)	0.0250 (0.0935)	-0.0748 (0.0095)	0.0361 (0.0798)	0.7489 (0.0001)	0.6296 (0.0001)
	2	0.0030 (0.7728)	0.0193 (0.0421)	-0.0418 (0.1082)	0.0224 (0.0350)	0.7581 (0.0001)	0.6492 (0.0001)
減資暨私募 (樣本數=117)	-2	-0.1173 (0.0001)	-0.0711 (0.0001)	-0.3563 (0.0001)	-0.1123 (0.0001)	0.8255 (0.0001)	0.6841 (0.0001)
	-1	-0.2040 (0.0001)	-0.1572 (0.0001)	-0.5476 (0.0001)	-0.2383 (0.0001)	0.7449 (0.0001)	0.6425 (0.0001)
	0	-0.0984 (0.0001)	-0.0552 (0.0053)	-0.3349 (0.0001)	-0.0698 (0.0053)	0.7181 (0.0001)	0.6864 (0.0001)
	1	-0.0308 (0.1034)	0.0092 (0.4597)	-0.2008 (0.0011)	0.0219 (0.4035)	0.8370 (0.0001)	0.7075 (0.0001)
	2	-0.0066 (0.7091)	0.0253 (0.0957)	-0.1912 (0.0193)	0.0430 (0.0957)	0.8322 (0.0001)	0.7545 (0.0001)

註：本表樣本為 2002 至 2011 年間臺灣上市櫃公司申報並完成之彌補虧損減資案件，總共有 322 筆觀察值，其中單純辦理彌補虧損減資的單純減資樣本有 205 筆，同時辦理減資與私募融資的減資暨私募樣本有 117 筆。為檢定平均數與中位數是否異於 0，分別使用 t 統計量檢定與符號檢定，括號內數字為各統計檢定量相對應之 p 值。

參考文獻

- 王瑪如與蕭君宇 (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》，57，105-135。
- 張竹萱、盧德康與林修葳 (2011)。彌補虧損減資與企業長期發展：南亞科技之個案研究。《東吳經濟商學學報》，74，83-118。
- 張琬喻、蔡明秀與郭一帆 (2010)。股權私募宣告效果與股權結構變動-以台灣上市上櫃公司為例。《財務金融學刊》，18(1)，91-136。
- 謝宛庭與吳清在 (2010)。股權募集或私募有價證券之決定因素及其市場反應。《會計評論》，51，73-106。
- Barclay, M. J., Holderness, C. G. & Sheehan, D. P. (2007). Private placements and managerial entrenchment, *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 461-484.
- Fu, F. (2010). Overinvestment and the operating performance of SEO firms, *Financial Management*, 39(1), 249-272.
- Hertzel, M. & Rees, L. (1998). Earnings and risk changes around private placements of equity, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 13(1), 21-35.
- Hertzel, M., Lemmon, M., Linck, J. S. & Rees, L. (2002). Long-run performance following private placements of equity, *Journal of Finance*, 57(6), 2595-2617.
- Hertzel, M. & Smith, R. L. (1993). Market discounts and shareholder gains for placing equity privately, *Journal of Finance*, 48(2), 459-485.
- Krishnamurthy, S., Spindt, P., Subramaniam, V. & Woidtke, T. (2005). Does investor identity matter in equity issues? Evidence from private placement, *Journal of Finance Intermediation*, 14(2), 210-238.
- Loughran, T. & Ritter, J. R. (1997). The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings, *Journal of Finance*, 52(5), 1823-1850.
- Shiu, C. Y. & Wei, H. S. (2013). Do private placements turn around firms? Evidence from Taiwan, *Financial Management*, 42(4), 875-899.
- Wruck, K. H. (1989). Equity concentration and firm value: Evidence from private equity financings, *Journal of Financial Economics*, 23(1), 3-28.
- Wruck, K. H. & Wu, Y. (2009). Relationship, Corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock, *Journal of Corporate Finance*, 15(1), 30-47.