



企业资本减少对财务绩效影响之研究分析

傅秀仁

(侨光科技大学 企业管理系,台湾 台中 40721)

摘要: 一般企业在股票市场的减资活动可分为二种:一种是像欧美市场所减少的为每股票面金额,第二种是因面额固定因而现金减资,即减少流通在外股数,并将减少的资本退回给股东,除有维持财务绩效稳定成长外亦可减轻公司代理成本。如今现金减资已成为企业提升财务绩效的重要工具,更是资本市场一个讨论课题。现金减资活动因有企业资产减少肇成公司闲置资产下降,导致公司财务绩效比以往更有效率,进而提高了公司的报酬率。

关键词: 现金减资活动;库藏股减资活动;减资弥补亏损活动;财务绩效

中图分类号: F275

文献标识码: A

文章编号: 1671-931X (2014) 01-0028-04

一、研究背景

一般企业在股票市场的减资活动可分为二种:一种是像欧美市场所减少的为每股票面金额,流通在外股数不变,减资后每股盈余、每股净值不变,换发股票后对股价无影响。第二种是台湾岛内因面额固定故现金减资是减少流通在外股数,并将减少的资本退回给股东,除有维持财务绩效稳定成长外亦可减轻公司代理成本。岛内第一个减资案例是2002年的晶华酒店,该公司办理减资退还股东股款,以提升股东权益、每股盈余、投资报酬率等效率并消除闲置资金、解决股本过大问题。自2006年起岛内上市柜公司开始涌现现金减资活动,晶圆代工大厂联电以每股现金减资新台币3元为代表之后如中华电信、台湾大哥大、远传等如雨后的春笋般跟进实施。如今现金减资已成为企业提升财务绩效的重要工具更是资本市场一个讨论课题。

根据现行相关规定,减资的类型可分为弥补亏损之减资、库藏股减资及现金减资三种。弥补亏损之减资通常是因为公司出现严重亏损,为提高每股净值或为打消账面上的亏损在公司有严重亏损且短期未能转亏为盈或可能面临违约时才会出现。传递给

投资人的是公司负面评价的讯号。库藏股减资则是依证交法规定买回库藏股进行减资,对企业的影响理论上虽需视买回价格而定但在资本市场通常都视为好消息(McNally, 1999)。现金减资方式一般使用情形为企业之经营状况及获利能力良好且有相当盈余帐上现金充沛,所属产业环境成熟短期间亦无合适的投资管道或资本支出又不想将资金闲置而拖累绩效,而将现金归还股东从而减少流通在外的股份的一种方式。在不影响营运跟获利的情况下除可提高公司的获利亦可视为公司正面评价的讯号(林玮莉, 2006; 杨芳瑜, 2006)。

相对于弥补亏损之减资对股价的负面效应,资本市场对于库藏股减资及现金减资通常倾向于比较正面的评价。现金减资之性质与库藏股减资相似不论是现金减资或买回库藏股注销股东权益报酬率和每股报酬都会增加(林玮莉, 2006),可视为正面的评价讯号。当公司成长机会低但现金流量高,若公司减资减少的资本退回给股东将可抑制经理人不当投资决策或自我消费等剥削股东利益之行为,可以降低股东与经理人间代理问题。此外相对于盈余分配股东经现金减资拿回的现金也没有税负问题因此投资人视此为一利多讯息,股价在现金减资后会出现

收稿日期: 2013-11-04

作者简介: 傅秀仁(1966-),男,台湾人,侨光科技大学企业管理系助理教授,博士,研究方向: 国际投资、公司治理、证券分析。

正向的异常报酬。因此我们推论现金减资宣告对于投资人而言可视为一正向的讯息(林宝珍 2004, 邱继毅 2004, McNally 1999)。

在营运绩效方面, 现金减资的主要目的是透过降低资产总额、股本及股数等预期改善 EPS、ROA 及 ROE 等财务绩效指标, 但从 Jensen(1986)投资成长机会的观点, 公司宣告现金减资可能表示公司未来的成长机会较小, 因而预期公司现金减资后的经营绩效比现金减资前差。此经营绩效的变动可能将抵销公司办理现金减资改进财务绩效指标的效果。此外 Akhigbe and Madura (1996)从讯号发射效果的观点认为现金减资可能隐含管理当局对未来经营绩效的乐观预期此观点与 Jensen (1986)的看法并不相同。本研究将以 ROA、ROE、EPS 做为财务绩效指标, 探讨企业资本减少后对财务绩效的影响。

(一)研究动机与目的

企业减少资本是改善财务的管理决策目的在使股东财富最大化、企业永续经营, 本研究衡量其长期的企业绩效, 希望藉由对减资公司研究来分析其结果, 以提供投资大众参考。在吕佳贞(2002)、林宝珍(2004)的研究中显示, 企业减少资本时期多是负向报酬; 但后来演变为公司藉企业减少资本活动来提高公司财务绩效, 这类减资方式资本市场多抱持着正面态度但长期而言, 这些公司是否能持续带给股东同样的营运绩效, 目前的研究仍旧没有定论因此本研究目的在检视企业减少资本活动后是否影响其财务绩效。

(二)研究假说

本研究假说如下:

1. 公司亏损减资对财务绩效具有显著负向关系。
2. 公司现金减资对财务绩效具有显著正向关系。
3. 公司库藏股注销减资对财务绩效具有显著正向关系。

二、文献探讨

(一)资本减少活动

1997 年金融风暴席卷亚洲, 而今金融海啸席卷全球。风暴前后期间, 各种讯息都无法影响报酬误差, 说明着台湾资本市场对信息的反应是相当迅速 Akhigbe and Madura (1996)。1987 美国股市大崩, 全球股市连动性日益增加。1997 年从泰国开始的亚洲金融风暴, 引起各国股、汇市相继滑落的连锁效应, 2007 年美国次级房贷市场所造成的巨大信用损失进而更引发 2008 年全球的金融海啸, 造成各国股市应声倒地。台湾股市受到信息传递影响, 通常会与国际股市呈现一致走势使得台湾股市与国际股市更形密切, 台湾股市在历次金融风暴中亦皆受重创无法幸免, 企业为维持财务绩效因此各项资本减少活动相继而起(Jensen, 1986)。

资本减少活动中、减资通常对股价有正向指标作用, 因股本变小股价净值提高。反之增资则对股价有负向指标作用因股本变大净值变小 Jensen (1986)。但是否参与股票减资, 也要看股价当时所处的价位与营收是否改善。但若先减资后增资的股票, 通常股价会有好的表现, 尤其是股票缴款期股价更是有支撑, 因减资后增资。上市公司无论是电子股或非电子股, 在现金减资后都有显著的异常报酬率, 减资弥补亏损后电子股与非电子股都会产生负的异常报酬率投资人一般信心指数较低, 吕佳贞(2002)。然而现金减资的幅度愈大, 正异常报酬也愈大, 林宝珍(2004)。

(二)财务绩效

财务报表能表达企业的财务状况、经营绩效, 本研究财务绩效以 ROA、ROE 做分析。资产报酬率(return on assets, ROA): 资产报酬率即在衡量公司所其资产是否充份利用。不论公司的资产是以举债而来或是股东资金, 公司利用其所有的资产从事生产活动, 所获得的报酬表现在税后净利上, 因此资产报酬率便在衡量公司的营运使整体资产的报酬运用效率状况。比率越高, 表示公司的营运使整体资产的报酬运用效率越高 (陈隆麒 2004 年)。

计算方式为: 资产报酬率(ROA)=税后净利 ÷ 总资产 × 100%

股东权益报酬率(Return on Equity, ROE), 又称为净值报酬率, 代表在某一段时间内(通常为一年), 公司利用股东权益为股东所创造的利润, 通常以百分比表示, ROE 愈高, 愈具投资价值。(陈隆麒 2004 年)

计算方式为: 股东权益报酬率(ROE)=税后净利 ÷ 加权平均股东权益 × 100

通常用来比较同一产业公司间获利能力及公司经营阶层运用总资产为股东创造利润的能力的强弱, 但公司运用财务杠杆的程度高低, 对经营风险有一定的影响, 在使用上, 应以股东权益报酬率(ROE)作辅助, 如金融、证券及公用事业等, 必需运用大量财务杠杆的行业 ROA 会相对较低(陈隆麒 2004 年)。

吴娟娟(2002)以二十八家上市化学工业公司为样本, 以二十二项财务比率分析现金流量再投资比率其差异性达 95%的显著水平; 而流动比率、速动比率、应收款项周转率(次)其差异性达 90%的显著水平。高、低绩效族群也存在显著的差异。林任达(2002)研究结果指出总资产周转率对于高科技产业与非高科技产业之财务绩效的贡献普遍具有相同的正向效果。拥有高成长的市价账面值比之企业将可产生显著成长的财务绩效。股东权益报酬率与每股盈余于高科技产业与非高科技产业间, 皆呈现明显正向效果。戴德贤(2003)以 31 项财务比率缩减为七个构面(获利能力、偿债能力、财务结构能力、营运能力、规模、成长能力、应付款项周转能力), 其解释总变异达 72.04%。吕佳玲(2001)以十九家证券业上柜

公司为研究对象,其中,以元大证券平均三年度经营绩效排名第一;日盛证券虽名列第二,但每年皆名列前矛,就整体证券业而言,十九家证券商平均经营绩效强度分数仅为五十分。

黄丽芬(2003)以台湾上市柜信息电子公司为分析对象,运用变异数分析与多元回归分析方法。研究结果显示,在不同产业其财务绩效有显著差异及研发支出强度与营业毛利率呈显著正相关;而研发支出强度与营业利益率及资产报酬率间呈显著当期负相关。邹有宪(2002)以从事策略联盟的台湾半导体公司为研究对象,共取得 12 个策略联盟样本。结果分析显示,在联盟后,则有营收成长率、负债比率、总资产周转率、销货利润边际对股东权益报酬率呈现显著的影响。就整体而言,策略联盟虽可藉由提高资产运用效率使绩效表现更好,但需对策略联盟目的与型态作进一步分析,因不同之策略联盟型态会造成不同的绩效。郭方升(2000)以台湾地区上市公司为实证对象,用发问卷方式调查各企业实际履行社会责任的程度。研究结果显示,企业从事社会责任活动并不会影响其获利能力,具企业社会责任的公司之市场价值并不会因参与社会责任事务而受损,企业善尽社会责任并不会影响其经营能力。

张明信(2001)以证券业购并后财务绩效之研究为主题,采取 1991-1996 年台湾 21 家证券商为研究样本,研究结果显示,就整体券商而言,购并后之绩效在活动力之固定资产周转率、自有资本周转率较购并前有明显的改善。而安定力之负债比率、偿债能力之流动比率检定的结果却明显的恶化。刘玉珍、黄俊英(1989)以社会责任与财务绩效关系之探讨,从学理观点说明企业善尽社会责任对其经营绩效的影响,并提出未来研究的方向。研究结论,以学理观点及实证文献来探讨上述假设,实证结果并未得到一致的结论,这可能是由于对于社会责任与财务绩效的衡量尚未完善所致。因此,提供未来研究建议,改善衡量方法着手。一、区别长期与短期的财务绩效。二、同时考虑各利益团体的关注焦点。三、进行产业研究。

三、研究方法

本研究数据源:台湾经济新报、公开信息观测站
本研究资料期间:2000 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日

本研究资料范围:台湾证券交易所上市公司、台湾证券柜台买卖中心上柜公司

本研究假说如下:

H1 公司现金减资对财务绩效具有显著正向关系。

H2 公司库藏股注销减资对财务绩效具有显著正向关系。

H3 公司弥补亏损减资对财务绩效具有显著负向关系。

本研究采用 SPSS 统计分析软件 12.0 版,使用的方法包括:描述性统计分析、及 Pearson's 等分析方法。描述性统计分析 (Descriptive Statistics Analysis):是以描述、整理、解释数据的系统与统计技术。单一因子变异数分析(ANOVA):适用的条件为自变项是 nominal scale,依变项是 interval scale 时使用,此分析该用于独立变量的解释因素,或依变量变异的解释,才可达到统计上的显著效果。相关系数分析(Pearson):r 适用于 Interval Scale,先看是否有达到显著,再看其 r 值为高(中 or 低)度正(负)相关。可以判断线性关联的强度与方向,r 越大,代表越有线性关系强度也越强。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计分析

统计量

年度	现金减资 家数	库藏股注销 减资家数	弥补亏损 减资家数
2000	0	59	5
2001	0	48	11
2002	1	46	30
2003	1	63	28
2004	1	109	28
2005	3	107	46
2006	8	82	40
2007	10	83	38
2008	9	251	37
2009	8	91	63
2010	8	75	38
总计	49	1014	364

现金减资家数以 2007 年最多有 10 家、库藏股减资家数以 2008 年最多多达 251 家、弥补亏损减资家数则以 2009 年出现 63 家为最多。总计 11 年来现金减资家数共计 49 家、库藏股减资家数共计 1014 家、弥补亏损减资家数共计 364 家。

(二)相关分析

** 在显著水平为 0.01 时(单尾),相关显著。

* 在显著水平为 0.05 时(单尾),相关显著。

在相关分析检测中现金减资与财务绩效 ROA Pearson 相关值.755、ROE Pearson 相关值.856、EPS Pearson 相关值.398 均呈正向显著关系,库藏股减资与财务绩效 ROA Pearson 相关值.953、ROE Pearson 相关值.735、EPS Pearson 相关值.935 均呈正向显著关系,弥补亏损减资与财务绩效 ROA Pearson 相关值 -.398、ROE Pearson 相关值 -.382、EPS Pearson 相关值 -.425 均呈负向显著关系。

		现金减资	库藏股减资	弥补亏损减资
ROA	Pearson 相关	.755(**)	.953(**)	-.398(*)
	显著性 (单尾)	.250	.000	.027
	个数	49	1014	364
ROE	Pearson 相关	.856(*)	.735(**)	-.382(*)
	显著性 (单尾)	.030	.000	.030
	个数	49	1014	364
EPS	Pearson 相关	.398(*)	.935(**)	-.425(*)
	显著性 (单尾)	.027	.000	.030
	个数	49	1014	364

五、结论

现金减资活动因有企业资产减少肇成公司闲置资产下降而导致公司财务绩效比以往更有效率也进而提高了公司的报酬率。除了本研究分析结果为正向显著关系外亦显示现金减资活动为市场投资人所能接受之正向讯息。

库藏股减资活动则因企业为提高营运效率,除降低公司闲置资产外亦同时将资本减损而导致财务更有绩效。除了本研究分析结果为正向显著关系外亦显示库藏股减资活动为市场投资人所能接受之正向讯息进而参与公司之经营。

减资弥补亏活动则因公司出现严重亏损,为提高每股净值或为打消账面上的亏损在公司有严重亏损且短期未能转亏为盈或可能面临违约时才会出现之活动因此传递给投资人的是公司负面评价的讯号。除了本研究分析结果为负向显著关系外亦显示减资弥补亏活动为市场投资人所不能接受之负向讯息。研究分析亦显示投资人认为宣告减资弥补亏损的公司财务状况不佳,对其较没信心。

根据实证结果可得下列结论:

研究假设	实证方法	结果
H1 公司现金减资对财务绩效具有显著正向关系。	Pearson 相关系数分析	符合
H2 公司库藏股注销减资对财务绩效具有显著正向关系。	Pearson 相关系数分析	符合
H3 公司弥补亏损减资对财务绩效具有显著负向关系。	Pearson 相关系数分析	符合

由于考虑到研究者人力、经费与时间的限制无法大规模搜集数据,以及公开信息站中无法取得历年数据之完整性,因此从中选取上市部份公司及上柜公司,未上市柜及兴柜公司则不在本研究范围内。本研究仅以近 11 年上市、柜公司为本研究之样本及其相关的数据加以汇整分析,仅使用部份分析工具做研究,并且未完整选取所有变量。

有意研究此议题的人,可依此为基础继续探索

其他相关产业做深入探讨。可采用更完善的资料 and 更多样的统计分析工具来进行分析,便可深入了解公司治理程度对财务绩效之影响程度是否有相关。日后较无研究限制上的考虑,可以更大规模搜集资料进行相关之研究,可望提出更具代表性建议。

参考文献:

- [1] Akhigbe, A., Madura, J. Dividend policy and corporate performance. Journal of Business Finance and Accounting [J]. 1996, (23): 1267-1287.
- [2] Jensen, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers [J]. American Economic Review, 1986, (76): 323-329.
- [3] McNally, W. J. Open market stock repurchase signaling [J]. Financial Management, 1999, (28): 55-67.
- [4] 陈隆麒. 当代财务管理 [M]. 台北: 华泰文化事业股份有限公司, 2004.
- [5] 吕佳贞. 台湾上市公司减资信息内涵之研究 [D]. 台北: 铭传大学, 2002.
- [6] 吴娟娟. 财务绩效指标之重要性分析研究——以台湾化学工业上市公司为例 [D]. 桃园: 中原大学, 2002.
- [7] 林任达. 台湾高科技及非高科技企业跨国购并宣告对股票报酬与财务绩效影响之研究 [D]. 桃园: 中原大学, 2002.
- [8] 戴德贤. 台湾生技公司财务绩效之研究 [D]. 台北: 中国文化大学, 2003.
- [9] 吕佳玲. 台湾地区上柜证券业财务绩效评估模式之研究 [D]. 台北: 台北大学, 2001.
- [10] 黄丽芬. 景气循环、研究发展对财务绩效影响之研究——以台湾上市上柜信息电子业为例 [D]. 桃园: 中原大学, 2003.
- [11] 邹有宪. 探讨台湾半导体策略联盟与财务绩效关联性之研究 [D]. 桃园: 中原大学, 2002.
- [12] 郭方升. 企业社会责任对企业财务绩效与投资组合绩效之影响性分析 [D]. 桃园: 中原大学, 2000.
- [13] 张明信. 证券业购并后财务绩效之研究 [D]. 台北: 中国文化大学, 2001.
- [14] 刘玉珍, 黄俊英. 社会责任与财务绩效关系之探讨 [J]. 台北市银月刊, 1989, (12): 2-10. (下转第 57 页)

（上接第 31 页）

- [15] 林玮莉.台湾现金减资宣告效果之实证研究[D].台北:台湾大学,2006.
- [16] 杨芳瑜.公司减资退还股款之研究[D].台北:台湾大学,2006.
- [17] 林宝珍.上市公司减资方式,与其股价异常报酬关系之研究[D].台北:东吴大学,2004.
- [18] 邱继毅.台湾上市柜公司减资行为之信息内涵实证研究[D].台北:政治大学,2004.

[责任编辑:张 磊]

The Impact of Capital Reduction on Corporate Financial Performance

FU Xiu-ren

(Department of Business Administration, Overseas Chinese University, Taizhong40721, China)

Abstract: There are two types of reduction activities in the stock market. The first type is as foreign market; it reduces the per value of stock. The second type reduces outstanding share of companies. The first reduction case was Regent hotel on 2002. Until now reduction is an importation tool and issue on capital market. The result of this study are : there is a positive significantly relationship on cash reduction and financial performance; there is a positive significantly relationship on treasure stock reduction and financial performance; there is a negative significantly relationship on reduction for income loss and financial performance.

Key words: cash reduction; treasure stock reduction; reduction for income loss reduction; financial performance