

彌補虧損減資與企業長期發展： 南亞科技之個案研究

張竹萱* 盧德康** 林修葳***

摘要

企業可因應本身現況與對產業前景觀察，選擇不同的資本調整行為。南亞科技為知名DRAM製造商，自2007年開始，南亞科技營收逐年下滑，造成帳上嚴重虧損，故南亞科技於2009年由董事會決議通過減資311.78億元以彌補累積虧損，減資幅度達66.43%。本文分析南亞科技採取資本減除行為之產業環境與背景，探討公司財務調整面臨的考驗，從教學輔助角度與觀點，分析公司減資前後的財務狀況，探究減資相關法令依據、作業時程、市場反應與長期投資績效影響。實證結果顯示，南亞科技之負向宣告效果僅持續三天，且減資後新股上市之長期投資績效不錯，分析師亦給予正面評價，顯示南亞科技虧損減資暨新募資金挹注下，對於穩定公司營運與財務結構，及提升公司價值，具正面助益。

關鍵詞：減資、彌補虧損、南亞科技、個案研究、事件研究

* 通訊作者，清雲科技大學財務金融系助理教授。聯絡地址：320桃園縣中壢市健行路229號。
e-mail: cch@cyu.edu.tw; tel: 03-458-1196ext6716; fax: 03-468-4025

** 清雲科技大學財務金融所研究生 e-mail: m9835001@cyu.edu.tw

***國立台灣大學國際企業系教授 e-mail: plin@management.ntu.edu.tw

壹、個案本文

財經媒體常以正面利多字眼報導企業減資彌補虧損事件，如在先探投資週刊第 1565 期，曾以「DRAM 大減資等於股價大翻身？」為標題，討論晶華酒店、南亞科技與力晶等減資企業與其股價反應，認為減資對於公司股價有正面助益，文中結論「總歸一句，減資對股價都是好事，因為籌碼減少，尤其是減資救淨值的公司，如果業者可以痛定思痛，好好經營，長期來看股價都是正面發展」，其所傳遞訊息是「減資可增益企業價值」；群益證券亦以「彌補虧損，改善財務結構，南科減資 66.43%，短期股價將反應此題材」為投資分析報告標題（發表於 2009 年 4 月 20 日），提到「南科為彌補虧損，改善財務結構，減資 66.43%，台塑集團將會參與私募，有助南科順利導入 Micron 製程，增加競爭力」；時報資訊亦曾於 2009 年 9 月 11 日刊載「南科減資，股價倒吃甘蔗，登 DRAM 股王」為其新聞報導標題，文中指出「南科減資打銷虧損，減資比率 66.4%，自 8 月 26 日新股上市，13 個交易日以來，股價呈現向下後上的走勢，……，並創下減資掛牌後新高」。究竟企業進行資本調整行為對於企業與股東財富影響為何，引發我們的研究興趣。

南亞科技為知名的動態隨機存取記憶體(Dynamic Random-Access Memory, DRAM)製造商，2007 年全球 DRAM 市場供需失衡，導致 DRAM 價格持續滑落、業者虧損嚴重，使得 DRAM 公司面臨前所未有的經營窘境。南亞科技自 2007 年開始，營收逐年下滑，帳上嚴重虧損，2007 年與 2008 年營業收入皆呈現負成長狀態，成長率分別為 -29.58% 與 -31.35%，稅後淨損 124.58 億元與 367.3 億元，故南亞科技公司於 2009 年 4 月 17 日由董事會決議通過減資 311.78 億元。截至 2009 年底，南亞科技為台灣製造業執行彌補虧損金額最高之企業^(註 1)，本文以南亞科技於 2009 年宣告彌補虧損減資為研究案例，分析個案公司之減資背景與產業環境，並從財務觀點切入，分析南亞科技減資前後的財務狀況，觀察其宣告彌補虧損減資時之市場股價反應、同產業其他公司股價影響及減資後對股東長期績效。

一、企業減資

減資就是縮減資本額。即公司透過法定之程序，將個別股票所表彰的股東權益消滅。企業依法^(註2)辦理減資主要有四種動機：一、公司經營不善累積巨額虧損，為了讓公司的資本額和財產總額維持一致，所以透過辦理減資以彌補虧損。如本文所討論的南亞科技公司，即因其帳上累積虧損金額過高而辦理減資。二、公司產業成熟，經營績效與獲利能力都具有水準，手中有閒置資金、但沒有良好的投資機會時，將資金依股東持股比例返還給股東。國內早期最知名的是晶華酒店現金減資案件，該公司於2002年經董事會決議辦理現金減資，每股退還股東現金5元，減資後半個月內股價從15元增至22元，漲幅逾46.7%。三、為維護公司信用及股東權益目的而買回庫藏股，並辦理資本註銷。此為國內企業採行最多的減資方式，例如2008年，受到整體經濟情勢不佳影響，許多企業選在公司股價相對偏低時，買回自家公司流通在外股份以縮減股本。四、為配合分割讓與相關營業與新設公司，由新設公司發行新股與原公司股東為對價行為，而進行相對減資。如華碩於2009年12月11日宣布將原公司之品牌與代工區隔，將品牌事業留在華碩，而代工事業則分割至其100%持股的和碩公司，而和碩公司則發行新股與華碩及全體股東作為對價行為^(註3)。

過去我國上市公司不斷地以現金增資與發放股票股利方式來增加股本、保留現金，長期下導致股本膨脹，當公司的營收成長速度無法與股本膨脹速度相當時，將可能出現公司每股盈餘下滑及股東權益報酬率衰退等問題，所以從2000年減資相關法令制定後，愈來愈多企業採取減資瘦身，截至2010年底，台灣企業累計有1,432家上市櫃公司選擇不同的資本減除行為。

二、企業減資執行現況

我們蒐集整理2000年到2010年台灣企業辦理減資的相關資料，並彙整於表1與表2。無論從減資家數或減資金額觀察，顯示近年來有愈來愈多的企業採行不同的資本減除行為，截至2010年底，我國共有1,432家上市櫃公司辦理減資，其中，辦理現金減資、庫藏股減資、彌補虧損減資與分割減資分別為49、1,014、364及5家公司；減資家數最多的集中於2008年，共298家公司，其中以執行庫藏股減資之案件最多（共251家）。2009年辦理彌補

虧損企業家數最多（共 63 家），而自 2006 年以後，每年約有 8 家以上的企業辦理現金減資；分割減資企業辦理家數，則明顯偏低，2009 年實施家數雖最多，但僅有 3 家公司辦理分割減資。

表 1 2000 年至 2010 年台灣減資公司家數一覽

年度	公司家數				
	現金減資	庫藏股減資	彌補虧損減資	分割減資	總計
2000 年	0	59	5	0	64
2001 年	0	48	11	0	59
2002 年	1	46	30	0	77
2003 年	1	63	28	1	93
2004 年	1	109	28	0	138
2005 年	3	107	46	0	156
2006 年	8	82	40	0	130
2007 年	10	83	38	0	131
2008 年	9	251	37	1	298
2009 年	8	91	63	3	165
2010 年	8	75	38	0	121
總計	49	1014	364	5	1432

說明 1：減資資料來源為台灣經濟新報資料庫，並交叉比對 CMoney 資料庫、情報贏家資料庫與公開資訊觀測站等資料，以確保資料來源的正確性。

說明 2：若當年度同一家公司執行多次庫藏股減資時，則視為一筆。因金融產業特性異於其他產業，故將此產業之樣本剔除。

再從減資金額觀察，雖然採行庫藏股的公司家數明顯較多，但彌補虧損企業的減資金額卻遠超過企業買回庫藏股和現金減資的金額。從表 2 觀察，截至 2010 年底，企業減資總金額為 11,986 億元，其中以彌補虧損減資金額規模最大，約為 6,970 億元，其次為庫藏股減資。若從分年資料觀察，企業整體減資金額最高的為 2010 年（約 2,478 億元），其中以彌補虧損減資金額最高（約佔 89.37%），其次則為現金減資；減資總金額居次的為 2007 年，其中以現金減資金額最高，約 900 億元（佔 43%）。

表 2 2000 年至 2010 年企業減資金額一覽

年度	減資金額（千元）				
	現金減資	庫藏股減資	彌補虧損減資	分割減資	總計
2000 年	0	6,020,368	5,704,936	0	11,725,304
2001 年	0	6,608,734	10,711,637	0	17,320,371
2002 年	2,156,250	11,012,507	33,299,834	0	46,468,591
2003 年	762,540	17,370,594	48,902,641	412,200	67,447,975
2004 年	177,926	39,457,230	56,812,099	0	96,447,255
2005 年	1,902,801	11,847,915	63,041,307	0	76,792,023
2006 年	21,814,781	42,651,776	37,439,020	0	101,905,577
2007 年	90,005,241	62,772,558	55,638,049	0	208,415,848
2008 年	24,919,918	71,637,172	34,992,333	530,000	132,079,423
2009 年	11,782,979	12,836,134	128,981,345	38,612,411	192,212,870
2010 年	22,208,721	4,142,784	221,456,265	0	247,807,769
總計	175,731,157	286,357,772	696,979,467	39,554,611	1,198,623,007

資料來源：台灣經濟新報資料庫，並交叉比對 CMoney、情報贏家與公開資訊觀測站等資料。

三、企業減資之相關文獻討論

國內外文獻討論企業減資宣告之投資人反應研究，顯示市場將因應不同之企業減資類型，導致不同之股價反應^(註4)。一般而言，企業彌補虧損減資宣告具負向股價反應（吳桂銀，民 93；張穎仁，民 97；蘇菁惠，民 99），現金減資則為正向宣告效果（楊芳瑜，民 96；林瑋莉，民 96；洪士峻，民 97），而市場對於企業辦理庫藏股時的反應則與其股價低估程度與實際執行比率有關（蔡柳卿及郭法雲，民 93；陳振遠、張眾卓、王朝仕及莊博勝，民 98；李亮君、李顯儀、吳幸姬及李欣微，民 99）。舉例來說，國內學者如楊馥如、顧廣平及董建中（民 94）曾選取於 2001 年至 2003 年 6 月之上市（櫃）公司減資資料，採用四種不同的異常報酬衡量方式，發現企業辦理庫藏股減資之長期平均投資績效明顯優於彌補虧損減資。李國榮、呂素蓮及張舜迪（民 98）則以 2002 年 1 月至 2008 年 4 月之台灣企業宣告辦理現金減資與彌補虧損減資為研究樣本，探討台灣證券市場減資效應，實證結果發現，市場對於現金減資宣告具正向反應，相反地，對彌補虧損宣

告則產生顯著之負向股價影響。而企業辦理庫藏股的相關研究則較多，如陳玉珍（民 96）與黃冠仁（民 92）探討企業以為維護公司信用及股東權益而進行庫藏股減資公司之股價及其同業競爭對手之股價反應進行研究，發現股票購回宣告若藉此傳達公司目前價值被低估且未來前景看好的訊息，將使公司股價產生顯著的正向反應，且同業競爭者的股價亦產生正向影響。劉啟群及陳妮雲（民 99）則發現當企業執行庫藏股之實際執行比率大於預期時，將有助於彰顯公司價值，市場將給予正面評價。

至於國外文獻研究，則針對企業辦理庫藏股與股票分割之股價反應，及此宣告對於其他競爭同業影響，進行相關討論^{（註 5）}。研究結果發現，平均而言，公司宣告庫藏股具正向之短期（如 Dann, 1981; Vermaelen, 1981）及長期（如 Ikenberry、Lakonishok 及 Vermaelen, 1995）之股價反應。Erwin 及 Miller (1998) 選樣 1985 年至 1990 年於美國公開市場宣告股票購回公司，發現當公司宣告購回自家股票時，於宣告後三日內，公司股價明顯上揚，但此宣告對於同業競爭者則產生了顯著之負向股價影響。Otchere 及 Ross (2002) 則以企業股票價格低估假說，檢測企業宣告執行庫藏股事件，採用 1991 年至 1999 年之澳洲企業宣告辦理股票購回為研究樣本，發現宣告公司在宣告當日及次日，股價反應明顯為正向，在對於同業競爭公司之股價影響方面，雖亦具有正向之傳染效果，但其股價有落後反應之現象。Tawatnuntachai 及 D'Mello (2002) 則探討企業宣告股票分割之市場反應，選取 1986 年至 1995 年間共 327 筆股票分割公司為研究樣本，發現宣告辦理股票分割公司，其股價將產生顯著之正向異常報酬，且對於其他競爭同業亦產生明顯之正向股價反應影響。

然而，從過去文獻資料觀察，發現相關研究缺乏從個案討論的角度與觀點，進行相關論述，故本文將以南亞科技公司為研究案例，討論南亞科技減資時之產業背景，分析其減資前後的財務狀況，觀察其宣告減資時之市場股價反應、同產業其他公司股價反應及減資後對股東長期績效影響等，進行相關討論如后。

四、南亞科技彌補虧損減資案例

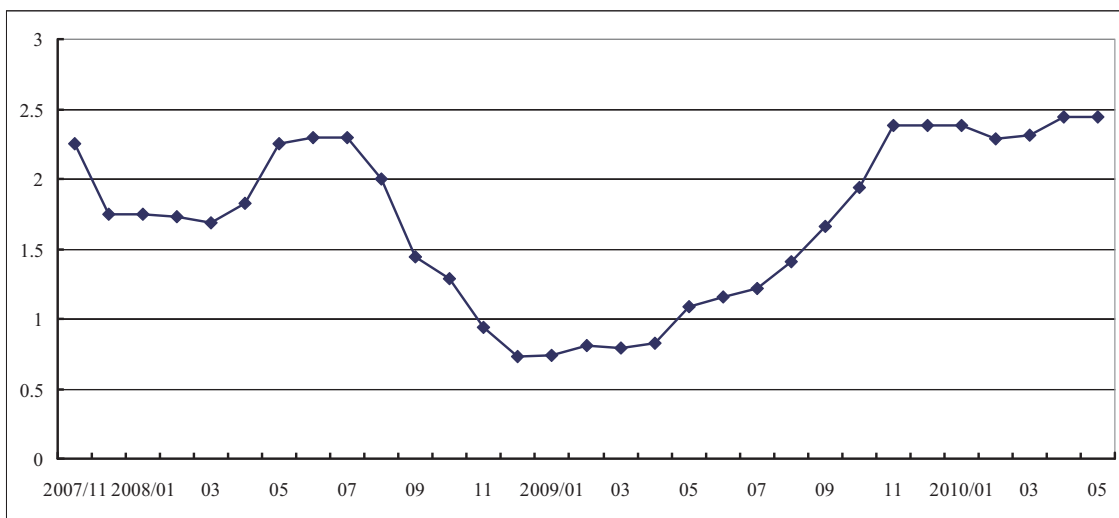
(一)南亞科技簡介

南亞科技股份有限公司（股票代碼 2408）設立於 1995 年 3 月 4 日，主要經營業務為 DRAM（動態隨機存取記憶體）之研究開發、設計、製造及銷售。最大股東為台塑集團之南亞塑膠股份有限公司。擁有八吋和十二吋晶圓廠。為提昇技術力與競爭力，在 2008 年 4 月與美國美光公司(Micron)簽訂 10 年研發合約，共同致力於先進製程技術，開發更高附加價值產品。2009 年 7 月導入 50 奈米堆疊式製程技術生產 1Gb DDR3 產品。

(二)減資時產業環境

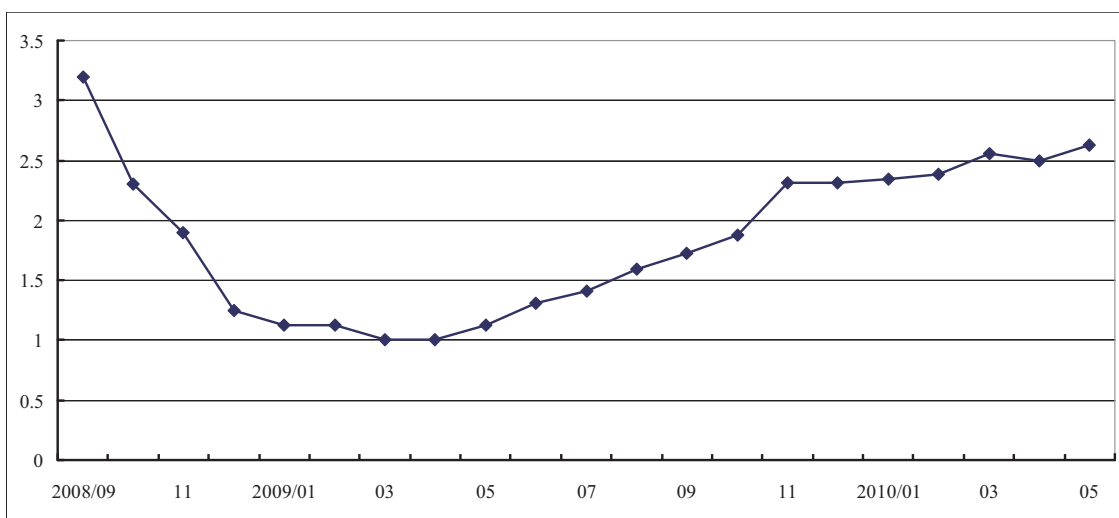
自 2007 年起，全球 DRAM 廠商開始進入虧損期，全球 DRAM 產業面臨產業結構調整與供需失衡問題。DRAM 廠商因先前產能擴充過劇，導致產品供過於求，使得價格急速下滑，甚至低於成本，加上 2008 年下半年的金融海嘯所造成的消費緊縮，市場對記憶體需求大幅下滑，DRAM 產業面臨嚴重虧損及營運危機。

圖 3 與圖 4 說明近年記憶體顆粒合約價格走勢。記憶體顆粒 DDR2 合約價格由 2007 年 11 月 USD2.25/個下滑，至 2008 年 11 月初跌破 1 美元報價，直到 2009 年 5 月逐漸回升。但根據台經院產經資料庫針對 DRAM 產業景氣之研究調查報告，此波 DRAM 價格的漲升，主要來自供給面縮減效應，而非需求推升結果。DDR3 1Gb 1333MHz 記憶體顆粒合約價格，亦呈現類似走勢。



資料來源：情報贏家資料庫；單位：（個）（美元）

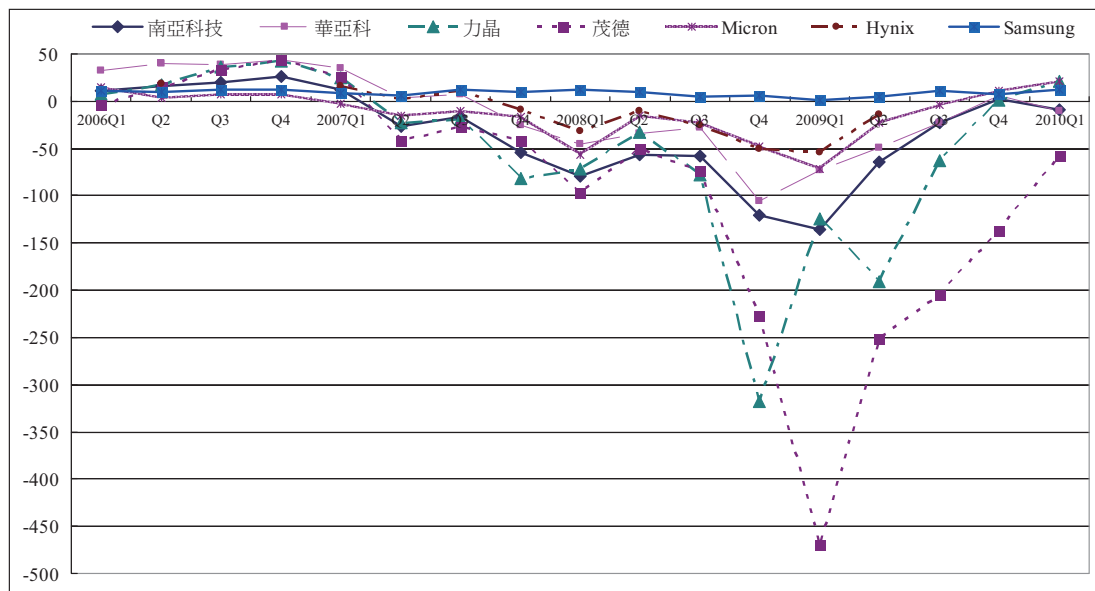
圖 3 記憶體顆粒 DDR2 1Gb 128M*8 667MHz 合約價
(2007年11月-2010年5月)



資料來源：情報贏家資料庫；單位：（個）（美元）

圖 4 記憶體顆粒 DDR3 1Gb 128M*8 1333MHz 英鼎合約價
(2008年9月-2010年5月)

觀察國內及全球主要DRAM公司近年營業淨利率走勢（見圖5），顯示全球DRAM企業之營業淨利率於2007年開始下降，除Samsung的營業淨利率仍維持正數外，其餘國內外DRAM業者均陷入負數困境，美國DRAM大廠美光(Micron)的營業淨利表現亦不佳，於2009年第四季始轉虧為盈。台灣DRAM廠商的營業淨利率於2008年底（2009年初）至谷底後雖好轉，但大部分廠商之營業淨利表現仍欠佳，DRAM產業面臨危機，而德國DRAM大廠奇夢達(Qimonda)雖獲得政府同意紓困補助，但仍於2009年初宣布破產，成為這波DRAM產業不景氣中率先出局的DRAM企業。



註：營業淨利率定義為單季（非累計）之營業淨利 ÷ 營業收入淨額

資料來源：台灣經濟新報及各公司網站所提供之財務資料

圖 5 南亞科技與全球主要 DRAM 企業之營業淨利率

(三) 減資前財務分析

2007年因DRAM產能擴充過速導致價格持續滑落，再加上2008年的金融海嘯影響下，造成景氣不佳、電腦需求減弱，讓公司陷入經營危機，南亞科技營收逐年下滑，帳上嚴重虧損，2007年與2008年營業收入皆呈現負成長，成長率分別為-29.58%與-31.35%，稅後淨損124.58億元與367.3億元。

截至 2009 年 3 月 31 日，南亞科技帳上累積虧損達 596 億元，每股淨值僅 \$3.78 元。將南亞科技與同樣製造 DRAM 的台灣上市櫃公司如華亞科(3474)、力晶(5346)與茂德(5387)等三家公司之財務資料進行觀察比較，分析減資前三年（2006 年至 2008 年）與減資後（2009 年至 2010 年第 3 季）南亞科技與其他同產業公司之財務情況，分別就財務結構、償債能力、經營能力與獲利能力進行比較分析（財務資料明細見附錄 2）（註 6）。

表 3 台灣上市櫃 DRAM 產業公司一覽

股票代號	股票名稱	實收資本額 (百萬)	成立日期	掛牌日期	上市/ 上櫃	經營項目	營業收入 (百萬)	
							2008 年	2009 年
2408	南亞科技	34,279	1995/3/4	2000/8/17	上市	晶粒 99.83%、其他 0.17%	36,312	42,456
3474	華亞科	46,175	2003/1/23	2006/3/17	上市	晶圓 99.99%、其他 0.01%	37,540	36,104
5346	力晶	90,510	1994/12/20	1998/3/23	上櫃	包裝元件 69.21%、晶圓 30.61%、其他 0.18%	52,834	31,172
5387	茂德科技	72,670	1996/12/12	1999/5/13	上櫃	動態隨機存取記憶體 100.00%	30,657	10,035

資料來源：CMONEY；2010 年 5 月

1. 財務結構

2006 年至 2008 年南亞科技負債比率逐年增加，負債比率分別為 43.05%、52.26% 及 75.81%，與其他同業相較下，可發現近幾年 DRAM 公司負債比率皆呈現逐年增加趨勢，南亞科技相對地負債比率稍高，資金週轉壓力較重。相較下，華亞科負債比率較低。而南亞科技 2006 年至 2008 年的長期資金適合率分別為 364.19%、125.1% 及 127.77%，較其他 DRAM 產業公司高，顯示其長期資金配置尚屬穩健。相較下，茂德的長期資金適合率偏低。

2. 償債能力

南亞科技流動比率從 2006 年起逐年下降，流動比率分別為 453.18%、65.47% 及 56.9%，短期償債能力逐年下滑且低於 100%，分析其主要原因除獲利不佳外，亦可能來自於公司債到期因素影響，南亞科技 2007 年底與 2008 年底之一年內到期之長期負債金額，分別為 142.66 億元與 118.85 億元，相較於 2006 年的 23 億元，增加許多，且在營運獲利不佳情況下，造成短期償債壓力；相較下，其他 DRAM 公司之流動比率亦逐年下滑，顯示該產業近幾

年面臨著嚴重的短期償債問題，如力晶，2008年流動比率僅20.93%，2009年更下跌至18.91%。南亞科技2006年至2008年的速動比率分別為397.4%、47.37%及32.67%，亦呈現明顯下降趨勢，與其他同產業相較下速動比率雖屬中等，但其短期償債能力欠佳。

此外，2006年至2008年南亞科技的利息保障倍數分別為29.23、-13.1及-26.43，與其他同業相較下，同業公司之利息保障倍數大部分亦為負值，顯示公司以正常營業活動產生的盈餘支付利息能力不足，然相較下，南亞科技的利息保障倍數偏低。

3. 經營能力

南亞科技2006年至2008年的應收款項週轉率分別為6.16、4.52及5.66，與其他同業相比偏低，表示其應收款項收現天數相較於同業偏高，公司現金回收速度稍慢。而南亞科技2006年至2008年的存貨週轉率分別為8.72、9.56及9.47，與其他同業相較下，資金積壓於存貨的壓力約屬中等水準，略有下降趨勢。

南亞科技固定資產週轉率2006年至2008年逐年下降，分別為2.29、0.94及0.49，與其他同產業相較下固定資產週轉率較高，表示其固定資產的使用效能雖逐年下降，但仍優於其他同業。

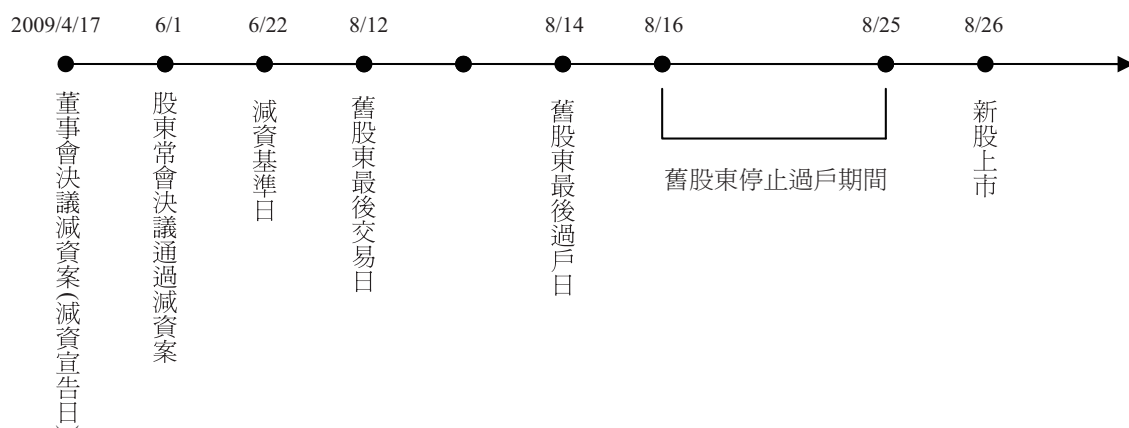
4. 獲利能力

南亞科技2006年至2008年的資產報酬率分別為15.19%、-8.66%及-28.21%，與其他同業相較下，南亞科技的資產運用效率較其他同產業表現稍差。另觀察其股東權益報酬率，2006年至2008年亦逐年下降，分別為25.84%、-17.49%及-78.6%，與其他同業相較下股東權益報酬率偏低。另從其純益率觀察，南亞科技2006年至2008年的純益率分別為23.16%、-23.55%及-101.15%，獲利能力逐年下降。而其2006年至2008年每股盈餘亦逐年下降，分別為4.55、-2.89及-7.86，與其他同業相較下每股盈餘偏低。

(四) 減資作業時程

南亞科技於2009年4月17日經董事會及當年度6月1日股東常會決議通過進行彌補虧損減資，減少資本31,178,239,760元，銷除已發行股份3,117,823,976股，用以彌補累積虧損，並依公司法第168條之一的規定，依

股東所持有股份比例減少資本，減資比率 66.43%，減資後實收資本額為 15,755,735,490 元。我們查詢公開資訊觀測站之公司公告資料，彙整南亞科技辦理減資相關作業時程如圖 6 所示：

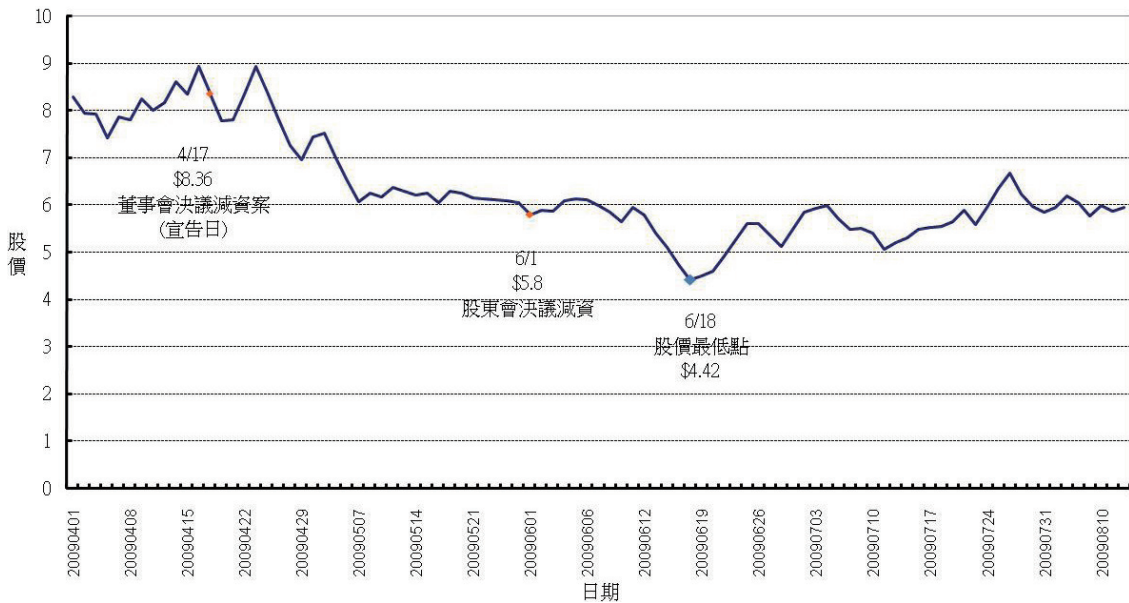


資料來源：公開資訊觀測站

圖 6 南亞科技減資作業時程一覽

南亞科技訂定 2009 年 6 月 22 日為減資基準日，並於 7 月 9 日辦理實收資本額變更登記完成，故減資後其淨值總金額不變，惟流通在外股數減少，使得減資後的每股淨值由減資前 \$3.78 元／股（2009 年 3 月 31 日），上升為 \$9.09 元／股（2009 年 6 月 30 日）。此外，南亞科技同時於 4 月 17 日的董事會決議私募普通股與現金增資，以購置機器設備、償還債務及充實營運資金，於同年 6 月下旬增資 10 億股、取得私募資金 122.2 億元，又於同年 11 月進行 8 億股的現金增資，增資價為每股 20 元。

觀察南亞科技於減資宣告期間的股價狀況（見圖 7），4 月 17 日董事會決議辦理減資宣告當天股價下跌，收盤價 \$8.36 元，與前一天收盤價相比，下跌幅度 -6.49%，宣告後股價逐漸下跌，最低價為 6 月 18 日、收盤價 \$4.42 元。



資料來源：台灣經濟新報資料庫

圖 7 南亞科技減資宣告期間股價走勢(2009/4/1~2009/8/10)

(五) 減資宣告之市場反應

南亞科技過去無辦理彌補虧損減資紀錄。過去文獻討論公司宣告彌補虧損減資之資訊傳達效果研究，實證發現在減資宣告後之短期內將出現顯著地負向異常報酬，而且累積異常報酬率在事件期各交易日持續向下，認為宣告彌補虧損減資具有負向的宣告效果（邱繼毅，民 93；呂曉雯，民 95；張穎仁，民 97；李國榮等，民 98）。因此，我們將探討南亞科技彌補虧損減資宣告之市場反應（即檢視其宣告效果），依循過去文獻所採行之事件研究法作為檢測方式。事件研究法泛指在研究某一個事件發生後，公司股價是否會產生變化，並可進一步檢測資本市場的效率性。事件研究法經常使用於財務與會計實證研究，例如，盈餘宣告、財務預測公佈、股利及減資宣告等。在異常報酬的衡量方法上，本文採用市場模型(market model)如下：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， R_{it} 為第 i 個樣本公司在第 t 期之報酬率， R_{mt} 為第 t 期之市場報酬率。股價與報酬率等資料來源為台灣經濟新報資料庫。

先利用式(1)估計樣本公司於事件期之預期報酬率，再將事件期之實際報酬率與預期報酬率相減後，可求得個別樣本公司於事件期之異常報酬率 (Abnormal Returns, AR)，再將事件期之異常報酬率加總可得累積異常報酬率 (Cumulative Abnormal Return, CAR) 以衡量企業減資宣告效果。

學術上習慣採用於事件宣告前後之短天期股價反應，以檢測市場對於不同訊息之反應程度，故我們參考過去文獻之研究方法（如 Lang 及 Stulz，1992；Erwin 及 Miller，1998；Otchere 及 Ross，2002），以事件期前 180 日為估計期，以事件日前 5 日與事件日後 5 日為事件期間，以南亞科技董事會通過減資決議（2009 年 4 月 17 日）當天定義為事件日，觀察南亞科技減資宣告事件期（減資當日，及其前五日與後五日）之市場股價反應。表 4 顯示南亞科技在減資宣告前五日至後五日之每日異常報酬率，採用同為 DRAM 產業之華亞科、力晶與茂德公司股價作為對照研究，檢視南亞科技減資宣告效果，及此事件是否對其他同業公司造成影響。

不同於以往之彌補虧損減資宣告之負面訊息傳達效果，從表 4 可看出，南亞科技在董事會決議減資當日，南亞科技的股價異常報酬率雖呈現負值，但不具有顯著水準，反而僅於減資宣告後一日，有顯著負向異常報酬，表示當南亞科技宣告虧損減資時，雖然傳遞著負面訊息，但投資人反應不強烈，且減資宣告後 2 至 4 日，異常報酬顯示為正值、但不具有統計顯著水準，可見南亞科技減資宣告後之訊息效果驟降。

表 4 南亞科技減資宣告期間之異常報酬率 單位：%

事件期	公司	南科(2408)	華亞科(3474)	力晶(5346)	茂德(5387)
前 5 日		-4.55 (-1.21)	-3.81 (-0.96)	-3.61 (-0.90)	5.37 (1.13)
前 4 日		1.13 (0.30)	-3.01 (-0.76)	0.67 (0.17)	5.03 (1.06)
前 3 日		5.79 (1.55)	6.99 (1.76)	5.16 (1.28)	-3.94 (-0.83)
前 2 日		-5.52 (-1.47)	-4.02 (-1.01)	2.20 (0.55)	2.77 (0.58)
前 1 日		12.07 (3.20)*	11.46 (2.87)*	12.09 (2.99)*	6.16 (1.29)
事件日		-7.05 (-1.88)	1.18 (0.30)	-1.90 (-0.47)	6.95 (1.47)
後 1 日		-9.11 (-2.43)*	0.24 (0.06)	-4.97 (-1.24)	-7.62 (-1.61)
後 2 日		0.43 (0.11)	6.43 (1.62)	4.56 (1.14)	-0.87 (-0.18)
後 3 日		7.16 (1.91)	6.90 (1.74)	7.22 (1.80)	7.71 (1.63)
後 4 日		6.84 (1.83)	6.66 (1.68)	6.95 (1.73)	6.98 (1.47)
後 5 日		-2.34 (-0.62)	-3.59 (-0.90)	1.62 (0.40)	10.40 (2.18)

註 1：括號內數值，表示為 t 統計量。

註 2：*代表 5% 的顯著水準，採用雙尾檢定方式。

註 3：股價與報酬率等資料為台灣經濟新報資料庫。

觀察事件期間其他 DRAM 公司之股價異常報酬率情況，發現減資宣告前一日，除茂德外，其他 DRAM 公司股價（包含南亞科技在內），皆呈現顯著的正向異常報酬，主要係因 DRAM 現貨價格連續兩天大漲，累計漲幅 13% 誘因下，DRAM 群股價皆大漲（註 7）。除此之外，同產業公司在南亞科技宣告減資事件期間，異常報酬皆不顯著，似乎意味著南亞科技的減資宣告，對競爭同業的衝擊有限。若我們進一步地針對事件期之異常報酬率進行兩樣本 t 檢定，發現僅南亞科技相較於力晶企業，有顯著的負向異常報

酬，至於其他同業則無明顯地股價報酬差異變化。另觀察南亞科技減資宣告後之累積超額報酬(CAR)，從表 5 可發現，南亞科技之減資宣告效果僅明顯地持續 3 天，3 日的累積超額報酬為-15.72%，之後則無明顯的負向累積報酬情況。

表 5 南亞科技減資宣告後之累積超額報酬(CAR)

	事件日	後 1 日	後 2 日	後 3 日	後 4 日	後 5 日
累積異常報酬(CAR)	-7.07 (-1.83)	-16.11 (-2.95)*	-15.72 (-2.35)*	-8.61 (-1.12)	-1.80 (-0.21)	-4.38 (-0.46)

單位：%

註 1：括號內數值，表示為 t 統計量。

註 2：*代表 5%的顯著水準，採用雙尾檢定方式。

(六)減資後財務分析

從 2009 年至 2010 年第三季財務資料觀察，南亞科技減資後帳上累積虧損從減資前的 596 億元（2009 年 9 月 30 日）下降為 152.2 億元（2010 年 9 月 30 日），且減資暨增資後，負債比率稍降，負債比率由 2008 年 75.81%降為 2010 年第三季 75.42%，然負債比率仍偏高。減資後償債能力改善，2009 年流動比率與速動比率分別為 76.23%與 58.92%，皆較 2008 年提升，2010 年因長期負債到期，致 2010 年償債能力下降，其第三季流動比率與速動比率分別為 52.53%與 31.57%；另其利息保障倍數雖仍為負數，但其利息償還能力有顯著之改善。觀察其各項經營能力指標，其存貨消化速度與收款變現能力，就現有資料來看，尚無好轉情勢，其平均收帳天數與售貨天數，與同業相較仍偏長。

此外，南亞科技之各項獲利指標，至 2010 年第三季其值雖仍為負數，但已有明顯改善。觀察其 2009 年至 2010 年第三季之季營收資料，季營收淨額與前季相比呈現遞增趨勢，且南亞科技營業毛利自 2009 年第四季已轉為正數，與去年同季財務資料相較，其營業淨利與稅後盈餘之虧損皆縮小。

(七)減資後對股東績效影響

過去文獻研究我國上市櫃公司減資後長期績效，實證結果發現實施減

資彌補虧損後之新股上市公司，平均而言，投資人之長期績效呈現顯著為負向異常報酬（楊馥如等，民 94）。本研究將採取買進持有異常報酬法 (Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) 衡量南亞科技減資後之效益，其公式如下：

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=a}^b (1 + R_{it}) - \prod_{t=a}^b (1 + R_{mt}) \quad (2)$$

上式之 $BHAR_{i,t}$ 為 i 公司 a 到 b 日的買進持有超額報酬率， R_{it} 為第 i 個樣本公司在第 t 期之報酬率， R_{mt} 為第 t 期之市場報酬率。報酬率之資料來源為台灣經濟新報資料庫。

我們自南亞科技減資後之新股上市日（2009 年 8 月 26 日）開始計算，評估投資人買入持有南亞科技上市新股之長期投資績效。

表 6 南亞科技減資後之持有期間超額報酬率(BHAR)

持有期間	(0, +10)	(0, +20)	(0, +30)	(0, +40)	(0, +50)	(0, +60)
BHAR	6.79%	18.69%	13.60%	15.09%	35.32%	33.83%
持有期間	(0, +70)	(0, +80)	(0, +90)	(0, +100)	(0, +110)	(0, +120)
BHAR	24.12%	29.12%	68.22%	72.59%	50.20%	42.77%
持有期間	(0, +130)	(0, +140)	(0, +150)	(0, +160)	(0, +170)	(0, +180)
BHAR	41.68%	71.30%	64.64%	42.38%	42.26%	41.91%

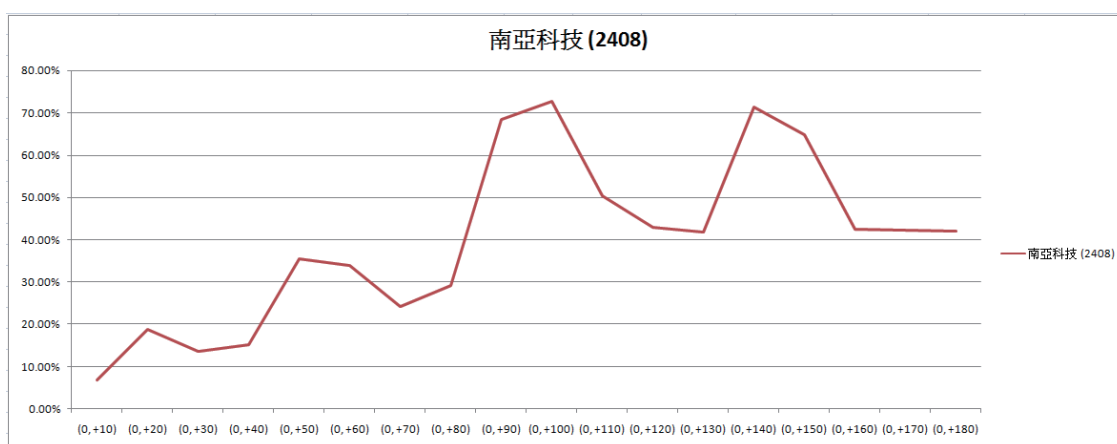


圖 8 南亞科技減資後之持有期間超額報酬率(BHAR)

表 6 與圖 8 顯示南亞科技減資後投資人買入並持有期間超額報酬率，若買入持有南亞科技上市新股 20 日之持有期間報酬為 18.69%，持有 50 日之投資績效為 35.32%，至買入持有 70 日之超額報酬為 24.12%；而自買入持有 70 日後，投資績效遞增，從 24.12% 上升到買入持有 100 日之投資報酬高達 72.59%，然持有 100 日後之投資績效略有起伏，持有至五個月之投資績效 64.64%，超過此期間，超額報酬開始下降。整體觀察，若投資人買入持有減資後新上市之南亞科技股票半年，投資績效尚有 41.91%，其中以持有三個月至六個月的持有期間報酬最佳，介於 40% 至 70% 之間。

貳、個案討論

本節共可分為兩大討論主題：第一，從管理者的角度出發，探討管理者面臨公司財務情況之資本調整抉擇；第二，從投資人的觀點出發，討論公司減資宣告對於投資人長短期投資績效影響。個案討論重點在於希望藉由減資案例，協助學生了解公司何時會作資本減除，市場投資人反應與對企業長期發展影響。

企業連年虧損，該退場嗎？

自 2007 年開始，全球 DRAM 公司因產業景氣不振，發生連年虧損。N 公司為台灣知名之 DRAM 製造商，其營收受到整體大環境影響下逐年下滑，

帳上嚴重虧損，企業董事心中盤算是否應提出減資議案？

減資之必要性？

討論：臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 49 條第一項規定，上市公司有下列情事之一者，本公司對其上市之有價證券得列為變更交易方法有價證券：「其依證券交易法第三十六條規定公告並申報之最近期個別財務報告，顯示淨值已低於財務報告所列示股本二分之一者」。依該公司減資前最近期之財務資料設算（2009 年第一季之財務報告），相對影響每股淨值約計如下：

	實收資本額（元）	流通在外股數 （股，A）	股東權益總額 （千元，B）	每股淨值（元） （=B/A*1,000）
減資前	46,933,975,250	4,693,397,525	17,732,416	3.78
減資後	15,755,735,490	1,575,573,549	17,732,416	11.25

依上表設算，該公司減資前每股淨值僅 3.78 元／股，已低於面額二分之一（5 元／股），故為避免打入全額交割股而影響股票交易的流動性，故減資有其必要性。

另從個案本文「減資前財務分析」討論得知，該公司減資前之帳上累積虧損金額偏高，且短期償還債務壓力沉重，故除應減資以彌補累積虧損外，更應積極尋求權益資金之挹注，始可真正改善其財務結構。

在前述個案中，董事會這項決議，係屬何種減資類型？

討論：N 公司董事會這項決議，是屬於「彌補虧損減資」案件。

若 N 公司董事會執行此項減資決議，其作業流程為何？

討論：企業辦理減資程序依序為：董事會決議、股東會決議、向各債權人通知及公告、向證期局申報相關減資作業事項、召開董事會決議減資基準日期、向經濟部辦理資本變更登記、向證交所、OTC 辦理股票與換發作業及新股上市。（另可參見圖 6 與個案本文「減資作業時程」說明）。

減資後，N公司財務結構改善了嗎？

討論：企業彌補虧損減資本身係會計科目調整，於減資基準日時借記「股本」，貸記「累積虧損」。減資後股東權益總額與資產總額不變，故減資本身對於企業之財務結構將無直接影響、股東權益報酬率不改變，但因減資後股數減少，每股盈餘及每股淨值將提升。

因許多企業於彌補虧損減資後續辦理增資作業，若N公司隨後辦理私募與現金增資，在新籌募資金挹注下，將可能使之負債比率下降。下表彙總2000年至2010年實施彌補虧損減資企業，於減資後之資本募集情況，其中，減資後約有超過半數以上的企業進行增資（總計50家公司採行現金增資、168家企業採取私募方式，佔減資公司總家數46%）。

表7 2000年至2010年彌補虧損減資企業減資後辦理募資情況

年度	減資家數	減資後一年內辦理企業募資情況		
		現金增資	私募	無辦理增資
2000年	5	2	0	3
2001年	11	3	0	8
2002年	30	8	3	19
2003年	28	6	8	14
2004年	28	5	10	13
2005年	46	4	23	19
2006年	40	4	24	12
2007年	38	3	21	14
2008年	37	3	16	18
2009年	63	5	36	22
2010年	38	7	27	5
總計	364	50	168	147

說明：資料來源為台灣經濟新報資料庫，並交叉比對CMoney資料庫、情報贏家資料庫與公開資訊觀測站等資料。

另事後觀察，根據個案本文之「減資後財務分析」討論得知，N 公司減資以進行財務調整後，在集團股東私募資金與現金增資的資金挹注下，負債比率略為下降，伴隨著 DRAM 回溫，其獲利能力已有明顯回升，然其經營能力與財務結構仍待調整。

下列為 ABCD 四家企業營運現狀，當時報章媒體提出四種企業可行之資本減除行為，包括現金減資、庫藏股減資、彌補虧損減資與分割減資。因為最合適方式可能視情境而定，管理者實應作取捨以決定採用哪一種減資因應方式。

A 企業：自前年開始，因受所屬產業景氣不振影響，發生連年虧損，營收受到整體大環境影響下逐年下滑，帳上嚴重累積虧損。

B 企業：公司歷年獲利豐富，惟目前未見良好的投資機會、有多餘的閒置資金，且因過去慣以發放股票股利、導致股本過度膨脹。

C 企業：該公司營運情況良好，帳上現金豐富，但股價表現相較於同業，有被市場投資人低估情況。

D 企業：公司希望能專業分工，強化其自有品牌業務與專業代工業務之經營效能，冀望進行組織重組，以提升兩種業務之經營績效及競爭力。

討論：

A 企業因公司經營不善累積巨額虧損，為了讓公司的資本額和財產總額維持一致，所以建議可辦理彌補虧損減資，若希望進一步地改善公司財務結構、強化財務體質，財務主管應積極尋求新的資金挹注。

B 企業因公司產業成熟，經營績效與獲利能力都具有水準，手中有閒置資金、但卻沒有良好的投資機會時，建議可將資金依股東持股比例返還給股東（辦理現金減資），以縮減股本、並可藉以提升股東權益報酬率、公司每股淨值及每股盈餘。

C 企業可利用市場可能低估股價機會，視股價變化採取分批買回策略，並辦理資本註銷（執行庫藏股減資），進而提拉公司股價，達到提升公司信用及維護整體股東權益目的。Jensen (1986) 提出「經理人係扮演代理人角色，身為主理人的股東，如果手中握有大量閒餘資金，或許會因自利理由作過度投資。」而企業買回庫藏股或現金減資，可以減輕代理人過度投資問題。

D 企業可將自有品牌業務與專業代工業務進行分割與組織重組，將代工業務分割讓與相關營業與新設公司，即由新設公司發行新股與原公司股東進行對價行為，執行相對減資（分割減資），以強化專業分工之經營效能，提升雙方業務之經營績效及競爭力。

若我所投資企業連年虧損，我該退場嗎？

A 君已持有 N 公司股票多年，在聽聞 N 公司董事會所提之彌補虧損減資案後，不禁心中納悶，是否該續抱該股？另 B 君為 A 君好友，雖手中現無 N 公司股票，在得知此彌補虧損減資新聞後，心中亦盤算是否為進場的好時機？

減資後股票參考價提高了，A 君應繼續持有該股？

討論：減資後 N 公司淨值總金額不變，惟流通在外股數減少，每股淨值提高（依該公司 2009 年第一季之財務報表數字設算，在不考慮其他財務變動情況下，（每股淨值從減資前的 3.78 元／股，上升為 11.25 元／股）。但對 A 君，雖每股淨值提高，但持股數按比例減少，故減資前後 A 君之持股比例與投資總值不變。

舉例來說：N 公司減資比率約 66%，每仟股減 660 股，舊股票最後交易日收盤價 \$5.95，則減資後新股票上市開盤參考價為 17.5 元 ($5.95/0.34=17.5$)。若 A 君原持有 N 公司 2,000 股，減資後持有 N 公司 680 股，減資前後持有 N 公司股票市值皆為 11,900 元。

減資前持有 N 公司股票市值： $2,000*5.95=\$11,900$

減資後持有 N 公司股票市值： $680*17.5=\$11,900$

若減資後股票價格高於 17.5 元，A 君投資總值較減資前增加。查詢 N 公司新股上市當天（2009 年 8 月 26 日）收盤價 \$16.5 元／股，至該年 9 月 1 日後其股價超越 17.5 元（9/1 當天收盤價 17.7 元）。

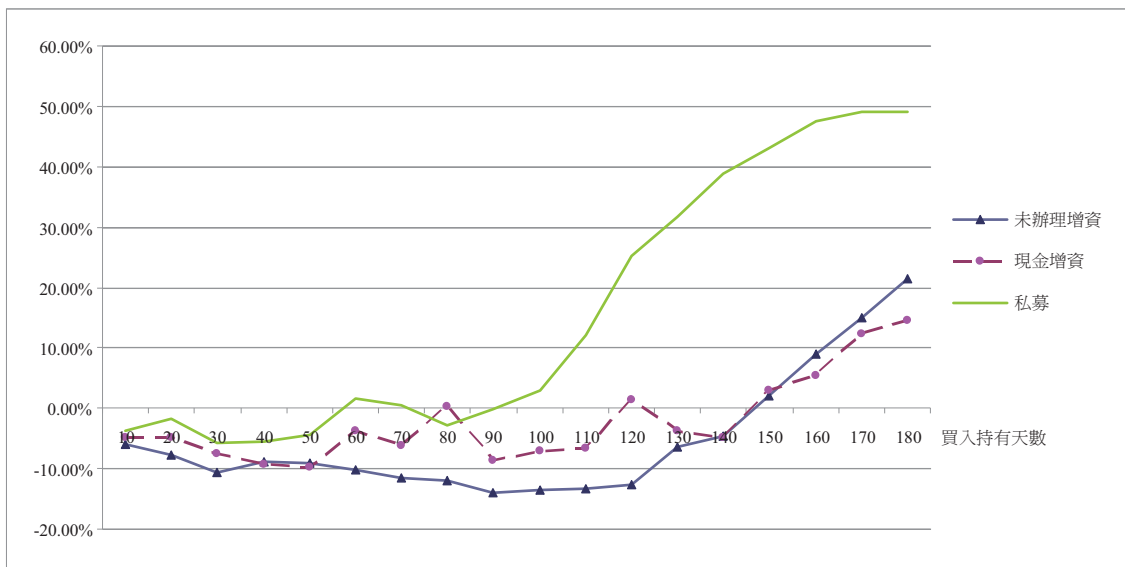
B 君可否進場購買該股？

討論：可分短期、長期投資兩方面觀察。若 B 君為短線投資，從個案本文「減資宣告之市場反應」討論得知，彌補虧損減資為負面之宣告效果，

在 N 公司尚未被取消信用交易情況下，平均而言，可於減資宣告當天短期放空該公司股票以賺取報酬。

但若 B 君為長期投資策略之投資人，則建議仍應從資金面、產業面與市場觀察面等多方面判斷。

下圖顯示彌補虧損減資後、在不同資金挹注情況下，其買入持有報酬率(BHAR)情況：



從企業減資後、投資人買入持有異常報酬率資料觀察，雖然減資後短期內會有負的異常報酬，但之後逐漸爬升，尤其以減資後辦理私募增資企業股價回升的速度較快，平均約在減資後 90 日累積的異常報酬率始由負轉正，相較於減資後未辦理增資或減資後採用現金增資募集資金企業，其股價回升速度則較為緩慢，約需延遲至持有 145 天以後，始有正的累積異常報酬。若 N 公司在減資後，能獲取新募資金挹注，且在其產業景氣回溫下，應可作為 B 君長期投資佈局標的。

另從前述章節討論得知，南亞科技在減資後，獲其財團私募資金挹注，且國內分析師對於南亞科技發展前景觀察，大部分傾向正面看法（註 8）。從事後檢視其投資績效，根據個案本文「減資後對股東長期績效影響」，若投資人於減資後持續握有南亞科技股票半年，投資績效達 41.91%。

參、結論與建議

自 2007 年起，全球 DRAM 產業面臨產業結構調整與嚴重供需失衡情況，再加上 2008 年下半年的金融海嘯所造成全球性的消費緊縮，使得全球 DRAM 產業面臨嚴重虧損及營運危機，產業的減資與整併陸續於 2009 年展開。雖然經濟部於 2009 年 3 月宣布成立「台灣記憶體公司(Taiwan Memory Company, TMC)」，爾後改名為台灣創新記憶體公司(TIMC)，提出由政府主導的 DRAM 整併架構，以建立台灣 DRAM 產業的自主技術。但後來因產業界爭議不斷，於 2009 年 11 月立法院經濟委員會決議要求經濟部停止 DRAM 產業再造方案計畫，且不得向國發基金申請資金挹注，顯示台灣 DRAM 企業仍需仰賴自身與資本市場之財務支持與調整。繼南亞科技於 2009 年辦理彌補虧損減資後，台灣其他 DRAM 公司，亦陸續進行財務調整，如力晶於 2009 年在政府政策與銀行團大力支持下，執行貸款展延紓困方案，且於 2010 年 4 月 12 日經董事會決議辦理彌補虧損減資，減資金額 344 億元，減資比率 38%；茂德亦於 2010 年 4 月 26 日經董事會決議辦理彌補虧損減資，減資金額 472 億元，減資比率 65%；顯示隨著 2009 年下半年迄今，國內外 DRAM 產業景氣復甦之際，各 DRAM 業者紛紛掌握時機辦理減資，進行財務調整後，總計南亞科技、力晶、茂德合計的減資規模約 1,128 億元。

針對南亞科技之減資個案，我們分析其減資前的財務情況，觀察減資時之市場反應，不同於以往實證研究結果，南亞科技之負向宣告效果僅持續三天，且減資後新股上市之長期績效不錯，分析師亦給予正面評價，顯示南亞科技虧損減資暨挹注新募資金，對於穩定公司營運與財務結構，及提升公司價值，具正面助益。

附 註

1. 但若將資料期間延伸至 2010 年，截至 2010 年 12 月下旬，南亞科技彌補虧損減資金額規模則為第四位。前三大家彌補虧損減資企業，依減資金額大小排序，依序為華映(2475)、減資金額 99,889,238,690 元（減資基準日 2010 年 6 月 29 日），茂德(5387)、減資金額 47,235,606,760 元（減資基準日 2010 年 8 月 20 日），及力晶(5346)、減資金額 34,377,499,770 元（減資基準日 2010 年 6 月 24 日）。
2. 減資的種類與法令依據見附錄 1。
3. 2010 年 7 月 1 日為其分割基準日，原持有 1,000 股華碩公司股票股東，分割減資後將持有 150 股華碩公司與 404 股和碩公司股權。
4. 因國內企業目前辦理分割減資樣本數過少（僅 5 家，見表 1），目前國內學術界尚未有系統性的針對企業辦理股票分割進行相關討論。
5. 查詢現存之國外文獻，無針對企業辦理彌補虧損減資與現金減資之相關研究。
6. 查詢 CMoney 資料庫內，台灣上市櫃公司電子產業上游中之 IC-DRAM 製造公司名單，與南亞科技(2408)經營相同業務的有華亞科(3474)、力晶(5346)與茂德(5387)等 3 家公司，且查詢情報贏家資料庫內，此三家公司在 2009 年以前均無辦理彌補虧損減資紀錄。
7. 見 2009 年 4 月 17 日工商時報《DRAM 現貨價 2 天連漲逾 13% 出現久違的合約價、現貨價同步上漲盛況，並推升 DRAM 族群股價》記載。
8. 舉例來說，2010 年 1 月 5 日康和證券對於南亞科技的投資分析報告，分析師認為南亞科技的製程轉換速度領先、獲利爆發力較強，投資建議轉為「買進」。報告中亦說明「南科將在產出增加以及成本下降兩方面雙重受惠，加上南科在減資再增資後的股本為 338.2 億元，為台灣 DRAM 廠中股本最輕者，因此 2010 年的 EPS 成長將最具爆發力」。另於 2009 年 12 月 30 日台灣工銀證券投顧對於南亞科技的投資分析，亦給予投資人「買進」的投資建議。
9. 企業進行分割減資時，除依公司法規定外，尚須符合企業併購法的規範。

參考文獻

1. 吳桂銀（民93），不同類型減資減資事件之實證研究，私立中原大學碩士論文。
2. 呂曉雯（民95），企業減資對股票價格之影響，國立成功大學碩士論文。
3. 李亮君、李顯儀、吳幸姬及李欣微（民99），「上市公司買回庫藏股資訊傳遞效果之探討」，東吳經濟商學學報，第六十八期，頁61-90。
4. 李國榮、呂素蓮及張舜迪（民98），「台灣證券市場減資效應分析」，台灣金融財務季刊，第十卷第二期，頁29-57。
5. 林瑋莉（民96），台灣現金減資宣告效果之實證研究，國立台灣大學碩士論文。林瑋莉（民96），台灣現金減資宣告效果之實證研究，國立台灣大學碩士論文。
6. 邱繼毅（民93），我國上市櫃公司減資行為之資訊內涵實證研究，國立中正大學碩士論文。
7. 洪士峻（民97），現金減資資訊內涵之研究，國立政治大學碩士論文。
8. 陳玉珍（民96），上市（櫃）公司股票買回宣告對同產業公司股價績效之影響－競爭效果與蔓延效果之檢測，私立朝陽科技大學碩士論文。
9. 陳振遠、張眾卓、王朝仕及莊博勝（民98），「庫藏股購回宣告後長期績效與影響因素之研究」，輔仁管理評論，第十六卷第三期，頁23-58。
10. 張穎仁（民97），台灣股票市場減資事件比較之實證研究，國立屏東科技大學碩士論文。
11. 黃冠仁（民92），我國上市公司股票購回宣告與同業股價關聯性之研究，國立中山大學碩士論文。
12. 楊芳瑜（民96），公司減資返還股款之研究，國立台灣大學碩士論文。
13. 楊馥如、顧廣平及董建中（民94），「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，頁35-55。
14. 蔡柳卿及郭法雲（民93），「我國庫藏股制度之實證研究：資訊效果與資訊傳遞動機」，會計評論，第三十八期，頁81-112。
15. 劉啟群及陳妮雲（民99），「買回庫藏股實際執行率宣告市場反應之研究」，證券市場發展，第二十二卷第一期，頁139-176。
16. 蘇菁惠（民99），返還股東現金與彌補虧損減資研究，國立交通大學碩士論文。
17. Dann, L. (1981), "Common Stock Repurchase: An Analysis of Returns to Bondholders and Shareholders." *Journal of Financial Economics*, 9, pp.115-138.
18. Erwin, R. and J. Miller (1998), "The Intra-industry Effects of Open Market Share Repurchase: Contagion or Competitive?" *Journal of Financial Research*, 21, pp.389-406.

19. Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995), "Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading." *Journal of Finance*, 55, pp.2373-2397.
20. Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *The American Economic Review*, 76, No. 2, pp.323-329.
21. Lang, L.H.P. and R.M. Stulz (1992), "Contagion and Competitive Intra-Industry Effects of Bankruptcy Announcements." *Journal of Financial Economics*, 32, pp.45-60.
22. Otchere, I. and M. Ross (2002), "Do Share Buy Back Announcements Convey Firm-specific or Industry-wide Information? A test of The Undervaluation Hypothesis." *International Review of Financial Analysis*, 11, pp.511-532.
23. Tawatnuntachai, O. and R. D'Mello (2002), "Intra-Industry Reactions to Stock Split Announcements." *The Journal of Financial Research*, 25, pp.39-57.
24. Vermaelen, T. (1981), "Common Stock Repurchase and Market Signaling: An Empirical Study." *Journal of Financial Economics*, 9, pp.139-184.

附錄 1 減資種類與法令依據

企業減資按法源依據可分為公司法與證券交易法兩大類型式（註 9），其法律依據簡述如下：

(1) 彌補虧損

依公司法第 168-1 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。

(2) 現金減資

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。但本法或其他法律另有規定者，不在此限。

(3) 分割減資

依公司法第 316 條規定，股東會對於公司解散、合併或分割之決議，應有代表已發行股份總數三分之二以上股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。且依公司法第 316-1 條規定，股份有限公司分割者，其存續公司或新設公司以股份有限公司為限。

另依公司法第 317 條規定，公司分割或與他公司合併時，董事會應就分割、合併有關事項，作成分割計畫、合併契約，提出於股東會；股東在集會前或集會中，以書面表示異議，或以口頭表示異議經紀錄者，得放棄表決權，而請求公司按當時公平價格，收買其持有之股份。他公司為新設公司者，被分割公司之股東會視為他公司之發起人會議，得同時選舉新設公司之董事及監察人。而公司法第 317 條更細項規定分割計畫內應載事項，且應於發送分割承認決議股東會之召集通知時，一併發送於股東。

(4) 庫藏股減資

依證券交易法第 28-2 條規定，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，有下列情事之一者，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：

- a. 轉讓股份予員工。
- b. 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。
- c. 為維護公司信用及股東權益所必要而買回，並辦理銷除股份者。

前項公司買回股份之數量比例，不得超過該公司已發行股份總數百分之十；收買股份之總金額，不得逾保留盈餘加發行股份溢價及已實現之資本公積之金額。

公司依前項規定買回其股份之程序、價格、數量、方式、轉讓方法及應申報公告事項，由主管機關以命令定之。公司依前項規定買回之股份，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；逾期末轉讓者，視為公司未發行股份，並應辦理變更登記。公司依前項規定買回之股份，不得質押；於未轉讓前，不得享有股東權利。前項董事會之決議及執行情形，應於最近一次之股東會報告；其因故未買回股份者，亦同。

公司於有價證券集中交易市場或證券商營業處所買回其股份者，該公司其依公司法第三百六十九條之一規定之關係企業或董事、監察人、經理人之本人及其配偶、未成年子女或利用他人名義所持有之股份，於該公司買回之期間內不得賣出。

附錄 2

附表 1 南亞科技財務分析表 (2006 年-2010Q3)

		南 亞 科 技(2408)						
		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010Q1	2010Q2	2010Q3
財務結構	負債比率%	43.05	52.26	75.81	71.89	71.67	73.47	75.42
	長期資金適合率%	364.19	125.1	127.77	121.5	110.23	108.61	101.3
償債能力	流動比率%	453.18	65.47	56.9	76.23	51.42	54.74	52.53
	速動比率%	397.4	47.37	32.67	58.92	32.55	34.83	31.57
	利息保障倍數	29.23	-13.1	-26.43	-14.11	-3.82	-3.13	-3.95
經營能力	應收帳款週轉率	6.16	4.52	5.66	4.71	1.16	4.84	4.93
	平均收帳天數 (天)	59.29	80.84	64.54	77.47	78.48	75.23	73.81
	存貨週轉率	8.72	9.56	9.47	7.68	1.75	6.59	6.01
	平均售貨天數 (天)	41.84	38.19	38.54	47.54	52.1	55.21	60.52
	固定資產週轉次數	2.24	0.94	0.49	0.62	0.2	0.83	0.83
獲利能力	資產報酬率%	15.19	-8.66	-28.21	-15.81	-1.04	-2.09	-3.75
	股東權益報酬率%	25.84	-17.49	-78.6	-63.32	-4.42	-7.62	-14.67
	純益率%	23.16	-23.55	-101.15	-48.88	-11.51	-9.08	-11.12
	每股盈餘 (元)	4.55	-2.89	-7.86	-8.67	-0.48	-0.79	-1.46

資料來源：台灣經濟新報

附表 2 華亞科財務分析表（2006 年-2010Q3）

		華 亞 科(3474)						
		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010Q1	2010Q2	2010Q3
財務結構	負債比率%	42.52	50.09	62.11	59.44	53.7	54.32	58.96
	長期資金適合率%	104.23	100.29	89.01	93.16	91.61	91.67	90.29
償債能力	流動比率%	110.6	98.98	51.41	64.43	67.71	60.67	55.36
	速動比率%	96.41	69.34	38.02	50.98	57.29	45.96	39.18
	利息保障倍數	10.96	1.61	-9.17	-6.07	-3.74	-4.29	-5.3
經營能力	應收帳款週轉率	6.09	6.12	7.99	5.89	1.34	5.54	5.28
	平均收帳天數 (天)	59.91	59.66	45.67	62.02	67.81	65.66	68.98
	存貨週轉率	6.56	9.65	13.62	14	3.6	13.68	12.99
	平均售貨天數 (天)	55.64	37.82	26.79	26.08	25.29	26.61	28.03
	固定資產週轉次數	0.49	0.41	0.32	0.34	0.11	0.44	0.4
獲利能力	資產報酬率%	15.42	1.57	-14.6	-8.12	-1.02	-2.53	-4.39
	股東權益報酬率%	25.49	1.23	-35.7	-23.2	-2.82	-5.51	-10.16
	純益率%	38.91	2.02	-58.01	-31.79	-13.55	-14.8	-18.3
	每股盈餘(元)	5.43	0.28	-6.52	-3.19	-0.36	-0.75	-1.32

資料來源：台灣經濟新報

附表3 力晶財務分析表(2006年-2010Q3)

		力 晶(5346)						
		2006年	2007年	2008年	2009年	2010Q1	2010Q2	2010Q3
財務結構	負債比率%	43.43	53.82	73.85	78.41	74.71	70.47	67.98
	長期資金適合率%	127.81	121.48	90.34	90.05	96.91	105.72	108
償債能力	流動比率%	136.99	76.14	20.93	18.91	27.93	35.68	38.23
	速動比率%	109.68	55.79	16.34	8.52	15.09	20.37	22.9
	利息保障倍數	32.03	-7.7	-17.43	-8.27	7.94	11.76	10.6
經營能力	應收帳款週轉率	10.48	9.21	16.82	17.9	10.21	24.75	21.84
	平均收帳天數(天)	34.83	39.61	21.7	20.39	8.91	14.71	16.66
	存貨週轉率	6.44	8.9	19.41	12.83	2.42	9.88	10.94
	平均售貨天數(天)	56.67	41	18.8	28.45	37.58	36.83	33.29
	固定資產週轉次數	0.84	0.57	0.42	0.32	0.23	1.1	1.19
獲利能力	資產報酬率%	14.9	-4.94	-27.98	-12.55	3.03	7.87	9.38
	股東權益報酬率%	26.05	-10.75	-77.69	-56.54	11.43	28.72	30.52
	純益率%	29.67	-15.9	-108.89	-66.45	19.14	24.23	18.12
	每股盈餘(元)	4.48	-1.6	-7.42	-2.52	0.4	1.88	2.22

資料來源：台灣經濟新報

附表 4 茂德財務分析表（2006 年-2010Q3）

		茂 德(5387)						
		2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010Q1	2010Q2	2010Q3
財務結構	負債比率%	38.49	54.96	65.51	78.69	81.19	81.2	84.34
	長期資金適合率%	129.97	107.92	42	94.29	94.26	100.88	94.12
償債能力	流動比率%	153.55	98.71	10.32	27.42	35.77	63.17	52.35
	速動比率%	111.64	50.8	2.99	3.78	5.76	21.08	16.18
	利息保障倍數	12.69	-4.59	-11.79	-13.22	-6.69	-3.55	-5.01
經營能力	應收帳款週轉率	7.31	5.95	9.26	9.81	9.34	26.79	24.89
	平均收帳天數 (天)	49.95	61.3	39.42	37.19	9.75	13.59	14.62
	存貨週轉率	5.3	4.95	7.06	9.6	2	8.97	11.36
	平均售貨天數 (天)	68.88	73.74	51.69	38.03	45.48	40.58	32.04
	固定資產週轉次數	0.77	0.44	0.26	0.11	0.05	0.28	0.32
獲利能力	資產報酬率%	12.37	-3.95	-22.71	-22.62	-2.92	-4.2	-8.74
	股東權益報酬率%	20.39	-8.93	-59.61	-83.17	-16.23	-22.34	-50.58
	純益率%	24.2	-15.38	-117.72	-231.46	-75.66	-37.58	-44.84
	每股盈餘(元)	2.64	-1.11	-5.24	-3.2	-0.45	-0.55	-3.11

資料來源：台灣經濟新報

Capital Reduction for Offsetting the Loss and Long-term Enterprise Development: A Case Study of Nanya Technology Corporation

Chu Hsuan Chang* Te Kang Lu Hsiou-wei W. Lin*****

Abstract

Enterprises can choose among different capital adjusting approach that fits their own status and the prospects of industries. This case study examines the 2009 capital reduction event by Nanya Technology, a worldwide famous DRAM manufacturer. Since year 2007, the decreasing revenue resulted in significant accumulated losses on its balance sheet. In response, Nanya's board of directors decided to reduce \$31.18 billion in capital (or 66.43% of its capital) to offset the reported accumulated losses. We present a case study of Nanya to explore the task of its capital reduction decision. From the case teaching point of view, we discuss the industrial background and its financial status to enhance students' understanding of the legal aspects and institutions for firm's capital reduction. We also examine the stock market reaction accompanying Nanya's announcement as well as the stock price behavior subsequent to its recapitalization. The empirical findings show that the negative announcement effects only lasted for three days and analysts made positive recommendation after Nanya's recapitalization. These phenomena show the positive impact on the stability of Nanya's

* Corresponding author: Assistant Professor, Department of Finance, Chin-Yun University.
E-mail: cch@cyu.edu.tw

** Department of Finance, Chin-Yun University

***Department of International Business, National Taiwan University

operating and financing, as well as to its enhancing the corporate value via capital reduction and raising new capital after capital adjustment.

Keywords: capital reduction, capital reduction for offsetting the loss, Nanya Technology Corporation, case study, event study
