

財務危機公司重生之策略探討

洪佳鎂¹

國立高雄第一科技大學 財務管理研究所 碩士生
u0443810@nkfust.edu.tw

王瑪如²

國立高雄第一科技大學 財務管理系
majuwang@nkfust.edu.tw

摘要

有關財務危機方面的探討，從財務危機預警到探討財務危機發生的原因以及爾後的重整行為等皆是重要的議題，本文將探討公司財務危機的前因與後果，並探究能使財務危機公司恢復正常營運，使之重生的關鍵策略。

本研究採用 2010 年 1 月到 2016 年 12 月的資料，符合本文研究樣本共 110 家財務危機公司，針對財務危機公司分為重生與下市兩個子樣本，來探討不同財務危機的原因及財務決策的追蹤與比較。

關鍵詞：財務危機、重生、反應策略

壹、緒論

過去財務危機的相關研究大部份著重於財務危機的預警，研究發生財務危機前的警訊以預測公司發生財務危機的可能性，早期如 Beaver(1966)利用財務變數來預測公司的財務危機，後續有許多學者利用不同的方法和各種財務變數來預測財務危機，如 Altman(1968)、Ohlson(1980)、Campbell et al.(2008)等。

在諸多財務危機預警模型中，對於如何預測財務危機有不少的貢獻，但在面對大環境的不景氣，許多公司已經面臨財務危機的情況下，公司會採取哪些策略讓公司能恢復重生則是值得探討的。過去有一些研究對於公司面對績效不佳的困境時，會採取哪些重生策略以及當公司面臨財務危機時會有哪些反應動作的探討，如 John et al. (1992)研究美國大型公司在績效不佳時所採取的自願重整行為；Ofek(1993)研究公司在績效不佳所採取的重建行為，其資本結構和反應行為的關係；Kang and Shivdasani(1997)研究績效不佳的日本公司之重建行為。

相關研究從公司在面臨財務困境時所採取的重建策略與反應著手，在這些研究中對於公司後續發展的影響未多著墨，故本文研究針對公司在面臨財務危機時所採取的策略作分析，以及公司在面臨財務危機時採取哪些重整策略較有利於公司重生。

本研究採用 2010 年至 2016 年共 110 家財務危機公司之樣本資料，除資料庫外，並以整理重大金融資訊及新聞的方式來獲得每一筆資訊，針對危機公司中的 44 家重生公司來探討這些公司透過那些策略來扭轉劣勢。

貳、文獻探討

本章分為三大部分，分別是(一)財務危機之定義(二)公司發生財務危機之原因(三)反應策略。

一、財務危機之定義

過去學者對於財務危機的定義有許多看法，Beaver (1966) 提出當公司發生鉅額銀行透支、公司債違約、未支付特別股股利及宣告破產四種情況之一，即視為財務危機；Deakin(1972)表示財務危機為經歷過倒閉、無力清償債務或為債權人利益而清算的公司；Altman (1968)、Ohlson(1980)、Zmijewski(1984)、Campbell et al.(2008)則認為當公司申請破產時，才認定為財務危機公司。

在國內針對財務危機有不同的定義，台灣經濟新報資料庫(TEJ)列舉出九項條件來定義公司已發生財務危機，包括：公司跳票或銀行擠兌、宣布倒閉破產、會計師意見對其繼續經營提出疑慮、聲請重整、向外界紓困求援、被外界接管、淨值為負、轉列為全額交割股或下市、財務吃緊停工。陳肇榮(1984)將財務危機公司，定義為企業為清償短期債務，因其自有營運資金相對不足導致發生重大的週轉困難，其嚴重的程度足以危害整個企業體的生存，而且在短期內無法改善者。潘玉葉(1990)及林嬋娟、洪櫻芬與薛敏正(1997)以台灣證券交易所之規定，作為財務危機公司之定義，皆認為「股票變更交易方式為全額交割」便屬於財務危機公司。

本文以列入全額交割股之公司來定義財務危機，根據台灣證券交易所股份有限公司營業細則第 49-1 條規定，上市公司有下列情事之一者，本公司對其上市股票得列為變更交易方法：

- (一) 其依規定公告並申報之最近期財務報告，顯示淨值已低於財務報告所列示股本二分之一者。
- (二) 未於會計年度終結後六個月內召開股東常會完畢者。
- (三) 其依規定公告並申報之最近期財務報告，簽證會計師出具繼續經營能力存在重大不確定性之查核報告或繼續經營假設有重大疑慮之核閱報告者，或經其簽證會計師出具保留意見之查核報告或保留式之核閱報告者，但期中財務報告若因非重要子公司或採用權益法之投資及相關損益金額係採未經會計師查核簽證或核閱之財務報告計算，經其簽證會計師將保留之原因及可能影響之會計項目金額於查核或核閱報告中充分揭露且無重大異常者，不在此限。
- (四) 違反對上市外國有價證券重大訊息等相關章則規定，經通知補行辦理公開程序，未依限期辦理且個案情節重大者。
- (五) 向註冊地國法院聲請重整者。
- (六) 第一上市公司或其從屬公司之現任董事、監察人、總經理有本公司有價證券上市審查準則第二十八條之八第一項第四款規定之情事，經本公司限期改善而未改善者。
- (七) 無法如期償還到期或債權人要求贖回之普通公司債或可轉換公司債。
- (八) 發生存款不足之金融機構退票情事且經本公司知悉者。
- (九) 於重大訊息說明記者會之說明未能釐清疑點，本公司基於保障投資人權益認有必要者。
- (十) 上市普通股股數未達其已發行普通股股份總數之百分之二十五，且未達六仟萬股及淨值未達六億元。
- (十一) 因第五十條之三第一項第十一款規定停止買賣後六個月內無法符合同條第二項第十一款規定者。
- (十二) 經董事會決議為提請股東會決議解散之議案者。
- (十三) 本公司基於其他原因認有必要者。

二、公司發生財務危機之原因

財務危機發生的原因，可分為外在因素與內在因素，Sharma and Mahajan(1980)認為外在因素指的是經濟和產業特性的因素，在內在因素方面，不當的策略管理是公司經營失敗的主因，而績效指標的惡化則是發生經營失敗的徵兆，因此當績效指標每況愈下時，公司就得提高警覺。

根據 John, Lang and Netter(1992)針對美國大型公司在績效衰退時所採取的自發性重整行為的研究中，將績效不佳的原因分為外生因素和內生因素，外生因素指的是總體經濟環境對公司營運的影響，包括經濟環境、國外競爭者加入、政府放寬管制、匯率變動及原物料價格變動等，在外生因素方面有 95%的公司表明是因為大環境經濟狀況不佳而造成公司績效衰退；內生因素指的是內部經營環境對公司營運的影響，包括會計制度的改變、公司過度擴張、成本過高及效率不足、罷工、負債過多及公司治理差等。

本文定義被打入全額交割股公司即視為財務危機公司，故將其定義整理成六點，將較不屬於財務危機的原因歸類於其他，本文專注探討發生前五項原因之公司所採行的反應策略與後續發展，分類如下：(一)其依規定公告並申報之最近期財務報告，顯示淨值已低於財務報告所列示股本二分之一者。(二)其依規定公告並申報之最近期財務報告，簽證會計師出具繼續經營能力存在重大不確定性之查核報告或繼續經營假設有重大疑慮之核閱報告者。(三)向註冊地國法院聲請重整者。(四)發生存款不足之金融機構退票情事且經本公司知悉者。(五)無法如期償還到期或債權人要求贖回之普通公司債或可轉換公司債。(六)其他。

三、反應策略

John, Lang and Netter(1992)研究大型公司在績效不佳時所採取的自願性重整活動，包括：(1)緊縮政策(contraction policies)：出售資產(sell assets)、處分資產(divest)、出售子公司業務(sell businesses of subsidiaries)、減少員工(reduce employment)、減少負債(reduce debt)、強調核心業務(emphasize core business)、關廠(close plant)、減薪(cut wages)、減少產能(reduce capacity)和減少資本支出(reduce capital expenditures)；(2)擴張政策(expansion policies)：推出新產品(introduce new product)、進入新市場(enter new markets)、增加負債(increase debt)、多角化(diversify)和發行股票(issue equity)；(3)改變行銷或定價(change marketing or pricing)：改變行銷策略(change marketing)、改變品牌名稱(change name)和改變定價(change pricing)；(4)改變生產方式或管理結構(change production methods or management structure)：現代化或引進新的生產技術或設備(modernize or improve efficiency)、合資經營(embark on joint venture)、改變管理結構(change management)和移往海外生產(move production overseas)；(5)其他：改變公司的產品或市場組合(change focus (product or market mix) of the firm)、強調監管(call for regulation)和改善品質(improve quality)。其中績效不佳的公司，主要採取的重整行為為緊縮政策，有 63%的公司會採取此策略。

Ofek(1993)在研究績效不佳的公司其資本結構與反應行為的關係之研究中，觀察其所蒐集的樣本，在績效不佳時所採取的重整行為，包括(1)資產重整：出售公司資產、對公司未繼續營運的生產線或地理區域進行分割、關閉工廠；(2)裁員：在危機年度至少裁減 10%的員工；(3)更換經理人：在危機年度更換高階經理人，高階經理階層包括董事長和總經理；(4)債務重整；(5)申請破產；(6)減少股利：在危機年度減少股利的發放。Ofek 將重整行為分成營運面及財務面的活動，資產重整、裁員和更換經理人歸類為營運上的活動，而債務重整、申請破產和減少股利則歸類為財務上的活動，其中有 53%的公司會採行營運上的活動，其中最常被採用的是資產重整行為。

Kang and Shivdasani(1997)在對營運績效不佳的日本公司與美國公司進行重建行為研究中，提出以下的重整行為，包括(1)資產緊縮策略：減少或取消資本支出、減少營運線、關閉工廠或分公司、出售資產、減少產能、暫停生產動作；(2)改變雇用策略：裁員、改變薪酬結構、降低退休年齡或提供提早退休的動機、減薪；(3)資產擴張策略：策略聯盟、增加產出、新廠或新設備的建構、推出新產品、增加資本支出、合併或收購、多角化、增加研發支出；(4)內部組織重整策略：降低營運成本、現代化的生產技術或設備、重新規劃現有的生產流程、有效率的資產管理、降低存貨、改變進料策略、改變價格策略、增加產品的品質、改善分配效率；(5)改變內部控制策略：撤換高階經理階層、增加外部董事至董事會、從董事會中去除外部董事；(6)改變外部控制策略：接管傳聞、爭奪代理權、成功被收購、申請破產；(7)其他：出售他公司之上市股權、減少銀行負債或利息支出、交叉持股、改變公司名稱、改變會計原則。其中有 76.1%的日本公司在績效不佳時會採行資產擴張策略，而美國的公司有 57.9%的比例會採行改變內部控制策略。

本文根據 John, Lang and Netter(1992)、Ofek(1993)、Kang and Shivdasani(1997)的分類方式，重新整理分類成十一項反應策略：

1. 緊縮政策：出售資產、處分資產、減少負債或利息支出、減少資本支出、減少股利、出售他公司股票、擺脫業外包專注本業、減少生產線、關廠。
2. 擴張政策：擴張既有生產設備、新廠新設備建構、推出新產品、跨入新產品或新市場、增加負債、增加資本支出、擴展業外。
3. 改變經營策略：放棄原有市場或產品、改變產業(轉型)、多角化、策略聯盟、合併。
4. 改變行銷策略：改變行銷策略、改變公司名稱、改變定價策略、自創品牌、改變公司產品或市場集中。
5. 改變生產策略：現代化或引進新的生產技術或設備、重新規劃生產流程、改善分配效率、改變進料策略、移至海外生產。
6. 改變雇用策略：裁員、改變薪酬結構、減薪、人事與體制重整、發行員工認股權證。
7. 改變內部控制：強調監管、經營管理階層改組、董監事改選。
8. 改變外部控制：成功被收購、爭奪代理權、新組織引進、申請重整或破產。
9. 債務協商：原有債務之展期、債務協商。

10. 彌補虧損減資。

11. 增資：私募、公募。

由於彌補虧損減資與增資，皆屬於台灣公司在面對財務危機時使用率甚高的策略，故不同於以往的文獻，本文特別獨立出來的一個反應策略。

參、研究方法

一、樣本抽樣與描述

本研究定義被列入全額交割股的公司為財務危機公司，本文採用該公司最近一次被列入全額交割股的資料，當公司被列入全額交割股後，能夠重新恢復正常交易的公司視為重生公司；而符合證券交易所下市規定，強制下市的公司則視為下市公司。

本研究從台灣經濟新報 (Taiwan Economic Journal, TEJ) 資料庫，蒐集 2010 年 1 月到 2016 年 12 月這段期間，發生財務危機(列入全額交割股)之上市櫃公司作為樣本公司。並根據台灣經濟新報資料庫之金融大事記、公開資訊觀測站之歷史重大訊息、聯合知識庫，以整理重大金融資訊及新聞的方式來獲得每一筆資訊。

2010 年到 2016 年符合本研究定義的財務危機公司共 110 筆，再從財務危機公司樣本中區分出此期間得以恢復正常交易的重生公司共 54 筆、宣告下市公司共 13 筆和依然被列入全額交割公司共 43 筆，此期間的樣本資料整理為依年度區分的表 1 和依產業區分的表 2。

本表將 2010 年到 2016 年發生財務危機公司、重生公司和下市公司的樣本資料，依照年度去區分出不同樣本在各年度下發生的家數和比例，其中財務危機公司為列入全額交割股的公司共 110 筆、重生公司為列入全額交割股後得以重新恢復正常交易的公司共 54 筆、而下市公司為列入全額交割股後宣告下市的公司共 13 筆，另外還有 43 筆仍然為全額交割公司。

表 1 財務危機公司各年度分配

年度	全額交割公司	Ratio	重生公司	Ratio	下市公司	Ratio
2010	15	13.64%	2	3.70%	0	0.00%
2011	9	8.18%	1	1.85%	0	0.00%
2012	13	11.82%	5	9.26%	2	15.38%
2013	21	19.09%	6	11.11%	0	0.00%
2014	19	17.27%	14	25.93%	0	0.00%
2015	16	14.55%	15	27.78%	4	30.77%
2016	17	15.45%	11	20.37%	7	53.85%
合計	110	100.00%	54	100.00%	13	100.00%

表 1 將 2010 年到 2016 年的樣本資料按照各年度區分，區分不同樣本在各年度的分布情形，由表 1 可看出 2013 年到 2016 年財務危機公司的比例有遞減的趨勢，而發生財務危機後重生公司在 2014 年到 2016 年有相對較高的比例。

本表將 2010 年到 2016 年發生財務危機公司、重生公司和下市公司的樣本資料依產業區分，依照 TWSE 產業別分為 19 種產業，區分出不同樣本在各產業間發生的家數和比例。

表 2 財務危機公司依各產業分配

產業別	全額交割公司	Ratio	重生公司	Ratio	下市公司	Ratio
水泥工業	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
食品工業	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
塑膠工業	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
紡織工業	6	5.45%	2	3.70%	1	7.69%

表 2 財務危機公司依各產業分配(續)

產業別	全額交割公司	Ratio	重生公司	Ratio	下市公司	Ratio
電機機械	4	3.64%	3	5.56%	0	0.00%
電器電纜	2	1.82%	1	1.85%	0	0.00%
化學生技	3	2.73%	2	3.70%	0	0.00%
玻璃陶瓷	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
造紙工業	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
鋼鐵工業	5	4.55%	3	5.56%	0	0.00%
橡膠工業	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
汽車工業	1	0.91%	1	1.85%	0	0.00%
電子工業	73	66.36%	31	57.41%	9	69.23%
建材營造	3	2.73%	1	1.85%	2	15.38%
航運	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
觀光	3	2.73%	3	5.56%	0	0.00%
貿易百貨	3	2.73%	2	3.70%	0	0.00%
油電燃氣	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%
其他	7	6.36%	5	9.26%	1	7.69%
合計	110	100.00%	54	100.00%	13	100.00%

表 2 將研究期間的樣本資料依照 TWSE 產業別，分為水泥工業、食品工業和塑膠工業等 19 種產業，去區分不同樣本在各種產業的分布情形，整理發現電子工業不僅在財務危機公司的樣本中是最高比例(66.36%)，分別在重生公司(57.41%)與下市公司(69.23%)的樣本中也是最高比例。

紡織工業、鋼鐵工業和建材營造為傳統產業，傳統產業在財務危機公司的樣本也占了不少比例。

本文定義被打入全額交割股公司即視為財務危機公司，故將其定義整理成六點，將較不屬於財務危機的原因歸類於其他，本文專注探討發生前五項原因之公司所採行的反應策略與後續發展，分類如下：(一)其依規定公告並申報之最近期財務報告，顯示淨值已低於財務報告所列示股本二分之一者。(二)其依規定公告並申報之最近期財務報告，簽證會計師出具繼續經營能力存在重大不確定性之查核報告或繼續經營假設存有重大疑慮之核閱報告者。(三)向註冊地國法院聲請重整者。(四)發生存款不足之金融機構退票情事且經本公司知悉者。(五)無法如期償還到期或債權人要求贖回之普通公司債或可轉換公司債。(六)其他。

本表為被列入全額交割股之原因分配，在依照後續公司重生或下市區分，分別呈現重生公司和下市公司之財務危機原因分配和比例。

表 3 財務危機原因分配

被打入全額交割股原因	重生公司	Ratio	下市公司	Ratio
(一)淨值低於股本二分之一	41	75.93%	8	61.54%
(二)會計師出具繼續經營疑慮	3	5.56%	2	15.38%
(三)聲請重整	0	0.00%	1	7.69%
(四)發生存款不足之金融機構退票	0	0.00%	1	7.69%
(五)無法如期償債	0	0.00%	0	0.00%
(六)其他原因(非屬財務危機)	10	18.52%	1	7.69%
合計	54	100.00%	13	100.00%

表 3 為被打入全額交割股之原因分配，在研究期間內財務危機公司為 110 家，本文為專注探討後續發展故扣除依然全額交割股的公司 43 家，剩餘 67 家財務危機公司，再將其分為重生和下市兩個樣本。

整理發現重生公司中，發生財務危機之原因以淨值低於股本二分之一為最高比例(75.93%)；而下市公司中，發生財務危機之原因以淨值低於股本二分之一為最高比例(61.54%)。

爾後針對重生公司和下市公司反應策略的探討皆扣除其他原因的公司，重生公司 44 家，下市公司 12 家。

本表為重生公司和下市公司的反應策略分配，分別呈現重生公司和下市公司在面對財務危機所採用的反應策略分配。

表 4 反應策略分配

反應策略	重生公司	Ratio	下市公司	Ratio
(一)緊縮政策	29	21.48%	4	15.38%
(二)擴張政策	10	7.41%	2	7.69%
(三)改變經營策略	13	9.63%	1	3.85%
(四)改變行銷策略	2	1.48%	1	3.85%
(五)改變生產策略	4	2.96%	1	3.85%
(六)改變雇用策略	3	2.22%	3	11.54%
(七)改變內部控制	12	8.89%	1	3.85%
(八)改變外部控制	1	0.74%	1	3.85%
(九)債務協商	3	2.22%	2	7.69%
(十)彌補虧損減資	26	19.26%	3	11.54%
(十一)增資	32	23.70%	7	26.92%

表 4 為面對財務危機所採取的反應策略分配，呈現出重生公司和下市公司在這十一個策略的使用情形，整理發現發生 54 家重生公司在面對財務危機時，所採取的反應策略中，使用最多的策略依序為：增資(策略十一)、緊縮政策(策略一)、彌補虧損減資(策略十)、改變經營策略(策略三)、改變內部控制(策略七)；13 家下市公司在面對財務危機時所採取的反應策略中，使用最多的策略依序為：增資(策略十一)、緊縮政策(策略一)、彌補虧損減資(策略十)、改變雇用策略(策略六)。

二、研究設計

(一)模型架構

本研究探討公司主要被打入全額交割股的原因以及十一個策略的使用情形，分析公司發生財務危機的前因以及面對財務危機時策略的採行，進而討論十一個策略對重生影響。

本研究參考以往的文獻對於財務危機反應動作的分類方式，再加上台灣特殊的反應行為，總共十一個策略，包括緊縮政策、擴張政策、改變經營策略、改變行銷策略、改變生產策略、改變雇用策略、改變內部控制、改變外部控制、債務協商、彌補虧損減資和增資，若公司在財務危機期間採行某一策略，則設虛擬變數為 1，如果沒有採行則設虛擬變數為 0，之外還分別加入三個控制變數，包括公司規模、ROA 和負債比率。

假設(Z_i)為一隨機變數且服從 Logistic 分配，令(Z_i)= βX_i

而 $P_i = F(Z) = F(\beta'x_i) = 1/(1+e^{-Z_i}) = 1/(1+e^{-\beta'x_i})$ ， P 為機率，其值介於 0 到 1 之間， e 為自然對數值，由於 $P_i = F(Z) = 1/(1+e^{-Z_i})$ ，所以 $P_i(1+e^{-Z_i}) = 1 \rightarrow e^{-Z_i} = 1/P_i - 1 = (1-P_i)/P_i$

$\rightarrow e^{Z_i} = P_i/(1-P_i)$ ，因此將 Logistic Regression 模型重寫成：

$$Z_i = \ln(P_i/1-P_i) = \alpha + \beta_1 X_i + \beta_2 X_i + \dots + \varepsilon_i$$

$Z_i = 1$ 時，表示財務危機公司獲得重生； $Z_i = 0$ 時，表示財務危機公司下市， X_i 為第 i 項自變數，為個別反應策略。

(二)變數描述

模型如下：

$$Z_i = \alpha + \beta_1 * X_i + \beta_2 * Size_i + \beta_3 * ROA_i + \beta_4 * Debt_i + \varepsilon_i$$

其中 i 為採取反應策略的樣本公司， $i=1, 2, \dots, n$ ， $n=56$ ； $Z_i = 1$ 時，表示財務危機公司獲得重生； $Z_i = 0$ 時，表示財務危機公司下市， X_i 為個別反應策略，共十一個策略個別進入模型中，有採行該反應策略則數值為 1，若沒有

採行則數值為 0；控制變數 Size 採用恢復交易日前一個月的資料，ROA 和 Debt 採用恢復交易日前一季的資料。

模型中的控制變數，Size_i 為第 i 家公司之市值，用以衡量公司的規模；ROA_i 為第 i 家公司之總資產報酬率，用以衡量公司的獲利能力；Debt_i 為第 i 家公司之負債比率，用以衡量公司的資本結構健全程度。

以下為本文分類的十一項反應策略：

1. 緊縮政策：出售資產、處分資產、減少負債或利息支出、減少資本支出、減少股利、出售他公司股票、擺脫業外包專注本業、減少生產線、關廠。
2. 擴張政策：擴張既有生產設備、新廠新設備建構、推出新產品、跨入新產品或新市場、增加負債、增加資本支出、擴展業外。
3. 改變經營策略：放棄原有市場或產品、改變產業(轉型)、多角化、策略聯盟、合併。
4. 改變行銷策略：改變行銷策略、改變公司名稱、改變定價策略、自創品牌、改變公司產品或市場集中。
5. 改變生產策略：現代化或引進新的生產技術或設備、重新規劃生產流程、改善分配效率、改變進料策略、移至海外生產。
6. 改變雇用策略：裁員、改變薪酬結構、減薪、人事與體制重整、發行員工認股權證。
7. 改變內部控制：強調監管、經營管理階層改組、董監事改選。
8. 改變外部控制：成功被收購、爭奪代理權、新組織引進、申請重整或破產。
9. 債務協商：原有債務之展期、債務協商。
10. 彌補虧損減資。
11. 增資：私募、公募。

肆、實證分析

本研究著重於面臨財務危機時，採取哪些反應策略較有利於公司重生，以台灣證券交易所營業細則第 49-1 條規定，將上市公司變更交易方法的情事整理出其中五項較符合財務危機的原因，以做為這部分財務危機公司的探討，包括淨值低於股本二分之一、會計師出具繼續經營疑慮、聲請重整、無法如期償債及發生存款不足之金融機構退票。

從財務危機樣本 110 家公司中獲得重生的公司有 54 家其中扣除 10 家打入全額交割股的原因非屬財務危機，下市的公司有 13 家扣除 1 家打入全額交割股原因非屬財務危機之公司，最後以 44 家經歷打入全額交割股又獲得重生的公司以及 12 家經歷打入全額交割後下市的公司探究其反應策略，探討各個策略對發生財務危機公司後續的影響。

表 5 以後續發展重生或下市為應變數，自變數為個別反應策略，模型如下：

$$Z_i = \alpha + \beta_1 * X_i + \beta_2 * Size_i + \beta_3 * ROA_i + \beta_4 * Debt_i + \varepsilon_i$$

其中 i 為採取反應策略的樣本公司，i=1, 2, ..., n, n=56；Z_i=1 時，表示財務危機公司獲得重生；Z_i=0 時，表示財務危機公司下市，X_i 為個別反應策略，共十一個策略個別進入模型中，有採行該反應策略則數值為 1，若沒有採行則數值為 0；控制變數 Size 採用恢復交易日前一個月的資料，ROA 和 Debt 採用恢復交易日前一季的資料。模型一為公司採行緊縮政策對後續發展影響；模型二為公司採行擴張政策對後續發展影響；模型三為公司採行改變經營策略對後續發展影響；模型四為公司採行改變行銷策略對後續發展影響；模型五為公司採行改變生產策略對後續發展影響；模型六為公司採行改變雇用策略對後續發展影響；模型七為公司採行改變內部控制對後續發展影響；模型八為公司採行改變外部控制對後續發展影響；模型九為公司採行債務協商對後續發展影響；模型十為公司採行彌補虧損減資對後續發展影響；模型十一為公司採行增資對後續發展影響；Size_i 為第 i 家公司之市值，用以衡量公司的規模；ROA_i 為第 i 家公司之總資產報酬率，用以衡量公司的獲利能力；Debt_i 為第 i 家公司之負債比率，用以衡量公司的資本結構健全程度。

實證結果顯示緊縮政策(策略一)、彌補虧損減資(策略十)有 10% 的正顯著，表示採行這些政策有助於公司獲得重生。

本表以 $Z_i = \alpha + \beta_1 * X_i + \beta_2 * Size_i + \beta_3 * ROA_i + \beta_4 * Debt_i + \varepsilon_i$ 模型來分析個別策略對公司後續重生或下市的影響，其中 i 為的樣本公司，i=1, 2, ..., n, n=56；Z_i =1 表示公司獲得重生；Z_i =0 表示公司下市，X_i 為個別反應策略，

共十一個策略，有採行為 1，若沒有採行為 0；控制變數 Size 採用恢復交易日前一個月的資料，ROA 和 Debt 採用恢復交易日前一季的資料。*為 10%的顯著水準，**為 5%的顯著水準，***為 1%的顯著水準。括號內數字為 z 值。

表 5 Logistic 迴歸分析

變數	(一)	(二)	(三)	(四)	(五)	(六)	(七)	(八)	(九)	(十)	(十一)	(十二)
策略一	1.051 (1.107)											8.606* (1.777)
策略二		1.179 (0.771)										1.336 (0.483)
策略三			1.490 (0.990)									3.689 (0.234)
策略四				-0.214 (-0.16)								-9.374* (-1.712)
策略五					-0.767 (-0.459)							-1.330 (-0.438)
策略六						-2.144 (-1.531)						-7.266 (-0.179)
策略七							1.014 (0.864)					7.073 (1.602)
策略八								-0.828 (-0.416)				3.508 (0.063)
策略九									-1.020 (-0.845)			-3.762 (-1.287)
策略十										1.665 (1.570)		10.319* (1.744)
策略十一											0.093 (0.097)	-5.724 (-1.415)
規模	-0.653 (-0.919)	-0.992 (1.155)	-0.976 (-1.288)	-0.632 (-0.898)	-0.389 (-0.475)	-0.719 (-1.006)	-0.868 (-1.129)	-0.594 (-0.855)	-0.473 (-0.644)	-0.553 (-0.816)	-0.593 (-0.852)	-6.123* (-1.875)
ROA	0.168** (2.384)	0.169** (2.319)	0.186** (2.375)	0.173** (2.406)	0.167** (2.362)	0.193** (2.406)	0.205** (2.348)	0.169** (2.341)	0.179** (2.347)	0.203** (2.563)	0.172** (2.377)	0.992** (1.981)
負債比率	-0.028** (-1.973)	-0.026* (-1.78)	-0.03** (-2.076)	-0.026* (-1.865)	-0.027* (-1.909)	-0.025 (-1.595)	-0.025** (-1.976)	-0.025 (-1.686)	-0.023 (-1.589)	-0.023 (-1.539)	-0.026* (-1.818)	-0.101 (-1.501)
樣本數	56											

伍、結論

本文以 2010 年到 2016 年上市上櫃公司為研究樣本，被列入全額交割股視為財務危機的發生，再從財務危機的樣本中分類出獲得重生的樣本和下市的樣本，並探討有助於公司獲得重生的關鍵策略。

實證結果顯示緊縮政策(策略一)、彌補虧損減資(策略十)有 10%的正顯著，表示採行這些政策有助於公司獲得重生。

雖然本研究在公司面對財務危機所採行的反應策略上，有得到實質的結果卻還是有些許缺失，本研究無法納入個別公司的特性下去探討，使得只能得到大方向的結論，建議後續的研究可以將個別公司的特性加入探討，以期得到那些公司特性適合採用那些策略，使得研究能更完整。

參考文獻

1. 陳肇榮，1984
2. 潘玉葉，1990
3. Altman, E. I. 1968. "Financial Ratio, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy". *Journal of Finance*. 23. 589-609.
4. Beaver, W. H. 1966. "Financial ratios as predictors of failure". *Journal of Accounting Research*. 4. 71-111.
5. Campbell, J. Y., Hilscher J., Szilagyi J., 2008, "In search of distress risk", *Journal of Finance*, Vol.63, No.6, pp. 2899-2939.
6. Deakin, E. B., 1972, A discriminate analysis of predictors of business failure, *Journal of Accounting Research* 51, 167-179.
7. John K., L. H. P. Lang and J. Netter. 1992. "The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline". *Journal of Finance*. 3. 891-917.
8. Kang, J.K., A. Shivdasani, 1997, "Corporate restructuring during performance declines in Japan". *Journal of Financial* 46 , 29-65.
9. Ohlson, J. A. 1980. "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy". *Journal of Accounting Research*. 18. 109-131.
10. Ofek, E., 1993, "Capital structure and firm response to poor performance". *Journal of Financial Economics* 34 , 3-30.