

公司治理与减资后实行反应动作之研究

萧慧玲¹,蔡尚朴²

(1.2 天津南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071; (中国) 台湾东海大学管理学院财务金融研究所)

摘要: 本研究主要探讨台湾 2001 年至 2009 年 333 家进行弥补亏损减资的上市柜公司, 在减资后实行的反应动作与减资前公司治理机制的关系, 并以多元 Logit 回归分析模型来进行实证。我们的结果发现: 公司治理越差的亏损减资公司越容易实行资产重组、裁员与更换高阶经理人等反应动作来因应; 而公司治理越佳的公司则会倾向实行负债重整与增资之方式来因应。因此公司治理机制的优劣, 会影响弥补亏损减资公司因应绩效不佳之困境实行差异化的反应动作, 进而影响往后公司的治理机制。

关键词: 减资; 反应动作; 公司治理

中图分类号: F830 **文献标识码:** A

一家公司的资本是否充足决定了企业拓展业务、提升绩效与获利的能力。当公司前景一片看好、有良好的投资机会时, 企业为了追求公司价值极大化, 必然需要大额的资本投入, 在资本市场成长期时, 大量买进营运所需之机器设备以便扩充产能。但当企业面临投资环境改变与景气变化、资本市场转趋成熟期时, 在目前没有良好的投资机会、营收获利成长趋缓甚至衰退的情况下, 以股本为计算基础的资产报酬率、股东权益报酬率、每股盈余等指标呈现营运绩效难以持续成长之趋势, 因为股本相对较营运初期不断扩大, 呈现营运绩效难以持续成长之趋势。因此, 公司会透过减资的方式把过去所累积的大额资本予以降低, 以达到企业减肥之目的, 进而提升公司营运绩效。

一般来说, 目前台湾企业办理减资主要可以分为以下三种型态^[1]: 一、弥补亏损减资。二、现金减资。三、库藏股减资。第一类型弥补亏损减资的公司是处于累计亏损且企业每股净值过低的情况下的公司。公司为避免被打入全额交割股或准备增资引进新资金而进行的弥补亏损减资, 提升每股净值, 以防被列为全额交割股的措施, 一般称之为弥补亏损减资。这类型的减资, 市场通常以负面消息解读。吕佳真(2002)、邱继毅(2004)等发现公司宣告弥补亏损减资, 有显著的负向异常报酬。第二种类型的减资称之为现金减资, 通常是帐上资金充裕、财务状况良好的公司, 但企业本身成长面临瓶颈、成长趋缓, 因此公司发展受限, 此时公司会将目前手边握有多余的资金以现金方式退还给投资大众, 减少资本且可以达到立即提升每股净值与权益报酬率之好处, 增进公司营运绩效, 因此投资人会将此方式视为公司正面评价的讯号(杨芳瑜, 2006)。第三种我们称之为库藏股减资, 是指公司为了维护公司信用及股东权益而买回, 以稳定公司股价的情况。

回顾过去台湾文献关于减资之研究, 多着重在股价报酬的探讨与宣告效果的研究, 且大致可整理出以下几个论点: 现金减资伴随着正向异常报酬(杨芳瑜, 2007; 庄宗勋, 2007; 林俐榕、陈俊宏, 2008; 苏菁惠, 2010), 而弥补亏损减资则伴随着负向异常报酬(邱继毅、林宝珍 2004; 施俊廷, 2006; 李俊亿、张哲嘉, 2007)。

近年来减资议题持续延烧, 其中又以 2010 年上半年, 茂德、力晶、华映、大同等四家

[1] 本研究之目的为探讨亏损减资之公司治理与反应动作之关系, 因此将不针对现金减资及库藏股减资进行研究, 仅将焦点摆在亏损减资的研究上。

公司亏损减资案合计金额高达 1,375.57 亿元之多，且预计减资幅度多介于 38%~65%之高最受到外界瞩目。就在同一年也有其他将近 80 家的上市柜公司预计要进行减资，堪称是历年最大的一波「减资潮」。在这样的背景下，引发了本文探究公司进行弥补亏损减资是否对于营运绩效有所提升的关注。

公司在处于累积亏损之情况下进行减资，其首要目的在于维持公司的正常交易，以维护公司信誉。但这类公司在减资前通常经历了绩效不佳的问题，因此在减资后之实质营运绩效是否有显着提升是我们所关心的重要议题。而在过去文献中，有 Ofek(1993)、 Hillier & McColgan (2005)、 Yawson (2009)等学者针对绩效不佳的问题进行研究，这些研究发现公司在面临绩效不佳后会采取特定反应动作来因应，包含营运上及财务上之反应动作。营运上反应动作包含资产重组、裁员、更换高阶经理人与资产扩张，而财务上反应动作有申请破产、减少股利、增加短期融资与负债重整等。

而在公司治理机制与反应动作间关系的研究方面，Weisbach(1988)发现公司绩效不佳时，经理人持股比率与经理人异动的可能性呈现负向关系，因为经理人持有股数愈多，经理人与股东间的代理问题相对减少，一旦发生绩效不佳的情况时，经理人自身了解公司营运上的实际情况，不会马上以更换经理人的方式来因应。Ofek(1993)亦指出较高的经理人持股与营运上反应动作的实行呈负向关系。Hillier and McColgan(2005)的研究也指出管理者持股比率越高实行资产重组之机会越低。

因此本研究将探讨公司在亏损减资后是否会实行反应动作来因应其绩效不佳的困境，我们结合了 Ofek(1993)、 Hillier & McColgan (2005)、 Yawson (2009)对于绩效不佳后公司所采取的反应动作的研究，探究公司弥补亏损减资后所实行的反应动作与公司治理机制之关系。

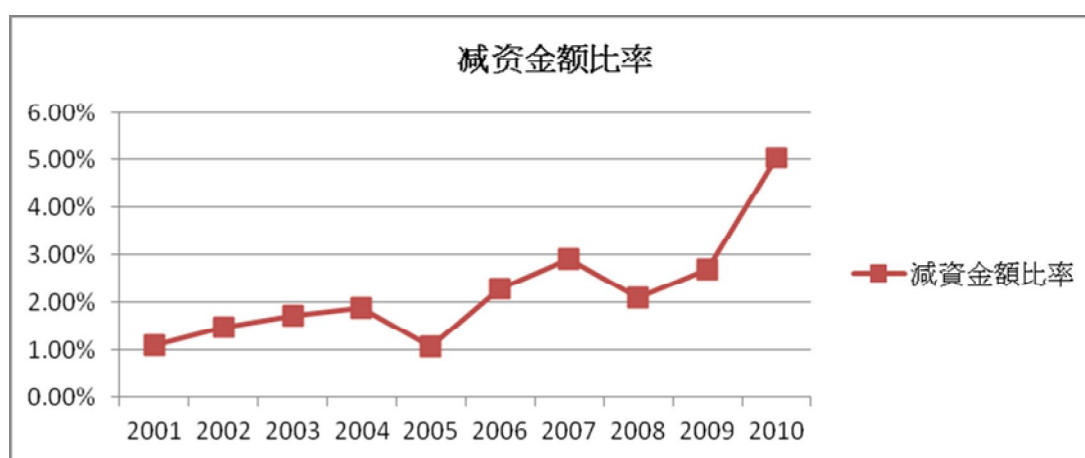


图 1 历年减资金额比率图

说明:本图减资金额比率包含弥补亏损减资、现金减资与库藏股减资，而减资金额比率=减资面额/全部上市柜公司总资本额。数据源: 行政院金融监督管理委员会证券期货局公告之重要指标。

1. 研究方法

1.1 研究设计与实证模型

本节将介绍本研究设计与使用的相关研究方法，并探讨亏损减资公司的公司治理机制与进行减资后所实行反应动作间的关系。

根据 Leitain(1991)研究指出, 公司发生财务困难的类型有三种, 其中慢性失败的公司往往在发生财务困难前一至二年就有警讯出现, 故本研究以公司弥补亏损减资作为警讯, 分析公司在警讯出现后所实行之反应动作, 并研究公司在弥补亏损减资前的公司治理机制变量与所实行反应动作间的关系。

本研究分别针对弥补亏损前一年度(t=-1)的公司治理机制变量与其他控制变量, 对弥补亏损当年度(t=0)及次一年度(t=1)所实行之反应动作进行测试。首先, 建构多元 Logit 回归模型来测试采取反应动作的公司与没有采取反应动作的公司, 在弥补亏损减资前各种公司治理变量是否有显著的不同, 并探讨公司治理变量与反应动作间的方向关系。

多元 Logit 回归模型如下:

$$R_{il} = \alpha_l + \sum_{j=1}^m \beta_{lj} G_{ij} + \sum_{k=1}^m \beta_{lk} C_{ik} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,

i 为样本公司, $i=1,2,\dots,n$

j 为公司治理变量之个数, $j=1,2,\dots,m$ $m=5$

k 为其他控制变量之个数, $k=1,2,\dots,m$ $m=8$

l 为公司反应变量个数, $l=1,2,\dots,p$ $p=9$

R_{il} 为第 i 个样本公司是否实行第 l 个反应动作之虚拟变量, 实行者为 1, 未实行为 0

G_{ij} 为第 i 个样本公司的第 j 个公司治理变量

C_{ik} 为第 i 个样本公司的第 k 个其他控制变量

α_l 、 β_{lj} 、 β_{lk} 为回归系数

ε_{it} 为残差项

本文以上述之 Logit 回归式, 来分析公司所采取的特定反应动作, 是否会由于受到公司治理机制的影响而存在显著差异。有关反应动作与公司治理变量与其他控制变量说明如下:

(一)反应动作

在反应动作变量的选择上, 本研究主要是根据 Lee, Mathur, and Gleason(1998)与 Yawson(2009)的研究, 将公司所可能实行的反应动作分为营运面反应动作(Operational Responses)与财务面反应动作(Financial Responses)。在营运面反应动作方面, 包括资产重组、裁员及更换高阶经理人; 而财务面反应动作方面, 则包括债务重整、申请破产、减少股利、增加短期融资及增资。以下为公司可能实行反应动作的涵义与操作型定义:

1 营运面反应动作

(1) 资产重组(R1):由于处分长期股权投资、不动产金额达到一亿元或达到实收资本额百分之二十以上者, 须于财务报表中揭露, 所以本研究以此信息作为判断公司是否采取本措施。此外, 根据李佩芳(2003)之定义, 以出售资产来作为资产重组之衡量, 并以当年度之固定资产是否较前一年减少 10%。

(2) 裁员(R2):采用刘自强(1995)、林伊华(2000)的定义, 员工人数较前一年减少 5% 以上即视为采取本措施; 此外, 根据 John, Lang and Netter(1992)的研究指出, 当公司发生

财务危机时，大约会裁减 5% 的员工以降低成本。

- (3) 更换高阶经理人(R3):当年度有更换董事长或总经理，即设虚拟变量为 1，否则为 0。
- (4) 资产扩张(R4): 采用邱信彰(2006)的定义，以当年度之固定资产是否较前一年增加 5% 作为衡量依据。

2 财务面反应动作

- (1) 申请破产(R5):根据林伊华(2000)之定义，采用当年度发生破产之宣告，董事会决议进行清算结束营运为依据。
- (2) 减少股利(R6):根据林伊华(2000)之定义，若当年度之股利发放较前一年度减少，即认定采取此措施。
- (3) 增加短期融资(R7):采纳林伊华(2000)对于增加短期融资之定义，公司期末资产负债表上的『短期借款与应付短期票券』金额较前一年高时，即定义为公司实行了增加短期融资的反应动作。
- (4) 负债重整(R8):根据刘自强（1995）、庄东升（1996）的研究，当年度的负债总额较前一年度减少 30% 者，即认定采取此一行为。另外亦根据 Gilson, John, and Lang(1990)的研究，当有更换债务契约的信息时，如和债权人达成延期还款、减少利息、或是降低本金等协议，均视为其债务重整行为，因此在此以台湾经济新报数据库中有息利率是否降低来作为是否有债务重整的依据。
- (5) 增资(R9):以当年度是否有进行现金增资与私募增资作为判别依据。以上变数兹将汇总整理于表1:

表 1 弥补亏损减资反应动作之操作型定义

营运操作	资产重组(R1)	1. 处分资产或投资。 2. 固定资产减少达 10%。
	裁员(R2)	员工人数较前一年度减少达 5%
	更换高阶经理人(R3)	更换董事长或总经理。
	资产扩张(R4)	固定资产较前一期增加达5%
财务操作	申请破产(R5)	破产宣告。
	减少股利(R6)	减少股利发放。
	增加短期融资(R7)	短期借款、应付票券较前一年高。
	负债重整(R8)	负债总额减少 30%。
	增资(R9)	现金、私募增资。

(二)公司治理变量

- (1) 经理人持股比率：经理人持股占公司总发行股份的比例。
- (2) 三大法人持股比率：用来衡量机构法人持股的比率。以当年度最后交易日的投信、自营商、外资合计持股数占总发行股数之比例。
- (3) 独立董事席次：该公司独立董事席次。
- (4) 董事长兼总经理：衡量该公司是否为董事长兼任总经理之虚拟变量，若是则为 1，否

则为 0。

- (5) 盈余席次偏离比：盈余分配权/席次控制权。参考 La Porta et al.(1999)的控制权与现金流量请求权偏离程度的算法。用来衡量公司是否采用控制权扩增机制以扩充管理阶层对公司的控制权。当偏离系数小于 1 时，本研究判断该公司该年度有采用控制权扩充机制。

(三)其它控制变量

1. 公司获利能力

资产报酬率：当年度息前税前折旧前净利/平均资产总额。

2. 公司规模

公司规模：公司该年度期末之总资产取对数后的值。

3. 偿债能力

(1) 负债比率：公司该年度期末的负债总额/资产总额。

(2) 流动比率：此为衡量公司资产流动性的代理变量，表示每一元的流动负债能有多少的流动资产来抵偿，显示短期债权人的安全边际程度，衡量方式为：公司年底的流动资产除以流动负债。

(3) 利息保障倍数：用来衡量公司短期支付利息之能力，衡量方式为(税前净利+利息支出)/利息支出。

4. 公司成长性变量

(1) 市值账面比：市值/账面权益总额

(2) 资产成长率：此为公司成长力的代理变量，衡量企业总资产的成长情形，其衡量方式为：(当年底之资产总额-去年底资产总额)/去年底资产总额。

5. 资产利用效率变数

总资产周转率：销货收入/总资产

1.2 研究样本与数据源

本文研究期间为 2001 年至 2010 年，以台湾上市柜公司进行弥补亏损减资者为样本，数据来源为台湾经济新报社数据库与行政院金融监督管理委员会证券期货局所公布申请减资公司的资料。在样本选择中，由于金融保险产业之特异性，故剔除之，最后得到弥补亏损减资样本 333 笔。

表 2 弥补亏损减资公司样本分布情形

本表为各年度与各产业弥补亏损减资公司样本分布情形，各年度部分以公司当年是否向金管会申请核准为样本选取标准。表中之比例为该年度或该产业所占样本之比例。

Panel A: 各年度样本分配情形											
年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	合计	
亏损减资	N	13	34	33	31	42	46	36	38	60	333
	N of %	4%	10%	10%	9%	13%	14%	11%	11%	18%	100%

Panel B: 各产业样本分配情形

产业	食品业	纺织业	电子业	电机业	塑化业	建筑业	服务业	综合业	合计
N	3	30	179	11	16	36	12	15	302
亏损减资 N of %	1%	10%	59%	4%	5%	12%	4%	5%	100%

表 2 的 Panel A 所呈现的是各年度样本分配情形，从中可以了解弥补亏损减资的公司在近年度都较过去增加许多。本研究将产业划分为：食品业、纺织业、电子业、电机业、塑化业、建筑业、服务业与综合业等八大类。而在表 2 的 Panel B 部份，可得知亏损减资以电子产业居多，而建筑业与纺织业次之。

2 实证结果与分析

2.1 基本统计资料分析

表 3 为各公司治理变量从弥补亏损减资公司前一年到减资后一年的基本统计资料。由表 3 中可以清楚观察到弥补亏损减资公司其公司治理有恶化趋势。以中位数来分析，公司的三大法人持股比率出现下滑，表示三大法人于公司进行弥补亏损减资后有资金撤退之情形。过去的文献指出，弥补亏损减资常被市场解读为负面讯息(邱继毅、林宝珍 2004；施俊廷，2006；李俊亿、张哲嘉，2007)，因此由此可推论三大法人对弥补亏损减资公司持股降低是符合预期的。经理人持股在减资后有逐渐下滑之趋势，而盈余席次偏离比在减资后更加恶化。

表 3 弥补亏损减资公司治理变量之基本统计数据

本表为 2001 年至 2009 年共计 333 家弥补亏损减资样本公司于减资前一年、减资当年度，及减资次一年的公司治理特性变量基本统计数据

公司特性变量		时间	平均数	中位数	标准偏差
公司治理 变数	经理人持股比率	t=-1	3.71%	1.47%	5.53%
		t=0	3.48%	1.19%	5.43%
		t=1	3.56%	1.13%	5.48%
三大法人持股比率	t=-1	5.14%	0.68%	10.39%	
	t=0	5.13%	0.51%	11.35%	
	t=1	5.84%	0.47%	12.42%	
独立董事席次	t=-1	0.75	0.00	1.24	
	t=0	0.63	0.00	1.10	
	t=1	0.56	0.00	1.05	
董事长兼总经理	t=-1	0.38	0.00	0.49	
	t=0	0.41	0.00	0.49	
	t=1	0.38	0.00	0.49	

	t=-1	38.86	28.00	37.49
盈余席次偏离比	t=0	42.77	32.93	38.31
	t=1	45.77	37.14	38.55

2.2 弥补亏损减资公司实行反应动作

表 4 为弥补亏损公司于减资当年度及次一年度实行的营运面与财务面反应动作。从表中我们可得知资产重组及负债重整是弥补亏损减资公司最常采取的反应对策，在当年度分别有高达 65%及 69%的公司采用，且到减资之次一年度也仍然分别有 54%与 62%的公司采取此一策略。其他例如裁员、更换高阶经理人、增加短期融资及增资等应对政策在减资当年度也有分别高达 44%、43%、31%与 30%的弥补亏损公司予以实行。这显示当公司进行弥补亏损减资时，也同时伴随了许多的营运面及财务面的策略调整，以期提升公司未来之营运绩效。因此可以发现，弥补亏损公司确实在减资后会实行相关之反应动作来加以因应。

然而，在申请破产、减少股利与资产扩张之反应动作方面，则甚少公司实行。在减少股利发放的部份，由于减资公司在长期的经营困难下，可能在减资前就已没有任何股利之发放，因此减少股利之样本仅占极少数。而申请破产方面，可能因为公司在面临危机申请时，大多早已下市柜，不在本研究之范围内，所以样本数为零。而在资产扩张方面，由于亏损减资之公司一般来说资金短缺，且面临减资之危机时，一般会采取撤退之策略，应该较无能力采取扩充资产增加产能之策略，因此所占比率较低。

2.3 弥补亏损减资公司治理机制与减资后反应动作间的关系

表 5 为公司治理变量对个别反应动作所建构之 Logit 回归式，以样本公司于弥补亏损减资当年度是否有实行反应动作为因变量，有实行者为 1，没有实行者为 0，利用多元 Logit 回归分析，以分析弥补亏损减资公司前一年之公司治理变量，与减资公司当年度及次一年度是否实行各种反应动作间的关系。

表 4 弥补亏损减资公司当年度与次一年度反应动作实行次数

一年度实行反应动作次数，比率部份表示该项反应动作占总样本数之比率。由于本研究期间上未取得部分公司 2010 年之财

亏损减资当年度		亏损减资次一年度
发生次数	发生率	发生次数
333	100%	293
217	65%	158
146	44%	110
142	43%	114
22	7%	28
0	0%	0
0	0%	13
104	31%	79

表 5 弥补亏损减资公司当年度有无实行反应动作之多元 Logit 回归分析

本表 Panel A 是以样本公司于弥补亏损减资当年度是否有实行反应动作为因变量，而 Panel B 为次一年度是否有实行反应动作为因变量，有实行者为 1，没有实行者为 0，利用 Logit 回归分析，以找寻弥补亏损减资前一年之公司特性与是否实行各种反应动作间的关系。表中各栏乃分别就采取不同反应动作所建构的 Logit 回归模式。表格中上排的数字为各公司特性变量之回归系数，下排为相对应的 P 值。由于本研究样本当年度并无公司进行减少股利之操作，因此本表仅呈现次一年度之结果。本研究尚包含资产报酬率、市价账面比、资产成长率、公司规模、负债比率、流动比率、资产周转率与利息保障倍数 8 个控制变量，但碍于篇幅且非本篇主要探讨对象，故本表不予呈现。表中*、**、***分别为 10%、5%、1%的显着水平。

	营运面反应动作				财务面反应动作			
	资产重组	裁员	更换经理	资产扩张	减少股利	短期融资	负债重整	增资
Panel A 当年度实行								
经理人持股率	-6.12 *	-5.12 *	0.08	-6.23	-0.06	6.96 **	2.26	
	(0.05)	(0.07)	(0.97)	(0.17)	(0.98)	(0.02)	(0.40)	
三大法人持股比率	1.90	2.03	1.58	-0.57	-1.18	0.46	5.28 **	
	(0.27)	(0.22)	(0.35)	(0.83)	(0.48)	(0.80)	(0.03)	
独立董事席次	-0.14	-0.18	0.07	-0.01	0.08	-0.01	-0.15	
	(0.29)	(0.13)	(0.56)	(0.97)	(0.52)	(0.95)	(0.22)	
董事长兼任总经理	-0.36	0.15	0.54 *	0.86	-0.48	0.29	-0.47	
	(0.27)	(0.62)	(0.06)	(0.18)	(0.14)	(0.42)	(0.13)	
盈余席次偏离比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01 **	0.00	
	(0.59)	(0.53)	(0.35)	(0.62)	(0.99)	(0.04)	(0.32)	
Panel B 次一年度实行								
经理人持股率	-3.46	-4.72	-2.91	8.21	-0.50	-1.24	-6.56 *	-6.56 **
	(0.25)	(0.12)	(0.28)	(0.15)	(0.95)	(0.69)	(0.07)	(0.03)
三大法人持股比率	-1.40	2.00	1.85	-5.69 ***	-2.77	-0.93	-2.66	2.57
	(0.43)	(0.28)	(0.30)	(0.01)	(0.48)	(0.61)	(0.27)	(0.16)
独立董事席次	0.02	-0.13	-0.15	0.07	-0.06	0.05	0.19	-0.36 ***
	(0.86)	(0.32)	(0.23)	(0.76)	(0.84)	(0.73)	(0.17)	(0.00)
董事长兼任总经理	0.30	0.09	0.83 **	-1.39 **	-0.53	-0.56	0.69 *	0.17
	(0.39)	(0.80)	(0.01)	(0.02)	(0.50)	(0.15)	(0.06)	(0.60)
盈余席次偏离比	0.00	0.00	0.00	-0.01 *	-0.01	0.00	0.00	0.01 **

(0.86) (0.56) (0.50) (0.07) (0.69) (0.68) (0.66) (0.03)

由表 5 Panel A 结果显示，经理人持股比率越高时，公司在减资当年度实行负债重整之机会越高，而实行资产重组、裁员的机会越低。同时，在三大法人持股方面则会显著且正向的影响增资的反应动作，即当法人持股越高时，公司可能因为来自法人监督之压力，希望以减资方式打消账上原有的累积亏损，以吸引有意入股的潜在投资人，挹注公司资金，使公司得以减肥复活、取得浴火重生的机会。另外，在董事长兼任总经理方面，本研究结果发现当董事长兼任总经理对更换高阶经理人与负债重整具有显著且正向的影响，显示当面临亏损减资时，有兼任情形的公司会引进专业经理人负责公司营运。盈余席次偏离比则对负债重整有显著且负向影响，显示公司的控制权与现金流量请求权偏离程度越小，实行负债重整之机会越高。

在表 5 Panel B 显示弥补亏损减资公司次一年度实行反应动作的情形。在经理人持股的部分，与负债重整呈现显著正相关，而与增资呈显著负相关，表示经理人持股比率越高的公司在亏损减资后，实行增资之机率越低，而实行负债重整之机会越高；三大法人持股的部分，与实行资产扩张呈显著负相关；独立董事席次的方面，与实行增资呈显著负相关；董事长兼任总经理的部分，与实行资产扩张呈显著负相关，而与更换高阶经理人与负债重整呈现显著正相关，显示公司治理越佳的公司，获得新资金挹注并增资成功的机会也越高。另外，盈余席次偏离比则对资产扩张与增资有显著的负相关与正相关，显示公司的控制权与现金流量请求权偏离程度越小，则实行增资之机会越高，而实行资产扩张之机会越低。

比较表 5 之 Panel A 与 Panel B 可以看出影响弥补亏损减资公司当年度及次一期实行反应动作的公司治理变量有所差异。我们发现，在经理人持股方面，不论是减资当年度还是次年度都与负债重整呈现正相关，而与资产重组、裁员和增资等反应动作呈负相关。在三大法人持股方面，则显示与资产扩张呈负相关、而与增资呈正向关。这表明当公司有越多法人股东监视，在公司绩效不佳的情况下，资产得以持续扩张的机会越低，但透过增资引进资金的成功机会较高。而在董事长兼任总经理部份，研究结果发现有兼任情形的公司有较高机会更换其董事长或总经理与负债重整，而实行资产扩张计划的机率较低，可能原因是兼任情形的公司所有权与经营权无分离，因此与股东间的代理问题减少，因此采取的策略倾向于负债重整并且不扩充资产的较保守策略。而盈余席次偏离比方面显示，公司治理越佳的公司进行资产扩张的机会越低、而实行增资之机率较高。

3 结论

本研究对弥补亏损公司在进行减资后，采取营运及财务面之因应策略进行分析，发现公司一旦公司进行减资，最常使用的反应策略是资产重组及负债重整，其次为裁员、更换高阶经理人、增加短期融资及增资，这些反应动作皆属撤退策略，亦即公司短期取得现金流入或减少现金支出的最快方式，以求公司早日摆脱危机。

另外本文也探讨减资后实行之反应动作与减资前公司治理机制的关系。本研究以多元 Logit 回归分析模型来进行实证发现：公司治理越差的亏损减资公司越容易实行资产重组、裁员与更换高阶经理人等反应动作来因应，由于属于撤退性的消极策略，对于公司治理机制优化的提升效果有限；而公司治理越佳的公司则会倾向实行负债重整与增资之方式来因应，此一积极作为可能有助于提升公司未来治理机制。因此公司治理机制的优劣，会影响弥补亏损减资公司因应绩效不佳之困境实行差异化的反应动作，进而影响往后公司的治理机制。

参考文献

- [1] Gilson, S.C., K. John and L.H.P. Lang, 1990, "Troubled Debt Restructuring: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- [2] Hillier, D. and P. McColgan, 2005, "Corporate Responses to Performance Declines: Evidence from the UK". Working paper, Financial Economics Network.
- [3] Jensen, M.C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Financial, and Takeovers", *American Economic Review* 76, pp.323-329.
- [4] Jensen, M.C., 1989, "Active Investors, LBO's and Privatization of Bankruptcy", *Journal of Applied Corporate Finance* 2, pp.35-44.
- [5] John, K. and E. Ofek, 1995, "Decreases in Sales and Increase in Focus", *Journal of Financial Economics*, 37, pp.105-126.
- [6] John, K., L.H.P. Lang and J. Netter, 1992, "The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline", *Journal of Finance* 47, pp.891-918.
- [7] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 1999, "Corporate Ownership around the World" *Journal of Finance*, 54(2): 471-571.
- [8] Lee, C.I., I. Mathur and K.C. Gleason, 1998, "Corporate Response to Poor Performance: Evidence from the UK and Canada", *Journal of General Management* 24, pp.69-80.
- [9] Ofek, E., 1993, "Capital Structure and Firm Response of Poor Performance: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 34, pp.3-30."
- [10] Weisbach, M.S., 1988, "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics* 20, pp.431-460."
- [11] Yawson, A., 2009, "Interaction Effects of Restructuring Decisions on Operating Profit Following Performance Shocks", *Journal of Economics and Business* 61, pp.216-237.
- [12] 吕佳真 (2002), 「台湾上市公司减资信息内涵之研究」, 铭传大学金融研究所未出版硕士论文。
- [13] 李佩芳 (2003), 「业绩衰退公司之会计政策」, 成功大学会计学研究所未出版硕士论文。
- [14] 李俊亿 (2007), 「影响企业减资效应之因素探讨—以弥补亏损为例」, 义守大学管理研究所未出版硕士论文。
- [15] 林伊华 (2000), 「公司绩效不佳后实行反应动作之实证研究」, 东海大学企业管理研究所未出版硕士论文。
- [16] 林俐榕 (2008), 「返还股东股款之减资方式研究」, 交通大学, 管理学院硕士在职专班财务金融组未出版硕士论文。
- [17] 林宝珍 (2004), 「上市公司减资方式与其股价异常报酬关系之研究」, 东吴大学国际贸易研究所未出版硕士论文。
- [18] 邱信彰 (2006), 「财务绩效在不同董监及法人持股结构下对购并宣告效果影响之研究」, 东吴大学企业管理学系硕士班未出版硕士论文。
- [19] 邱继毅 (2004), 「我国上市柜公司减资行为之信息内涵实证研究」, 中正
- [20] 施俊廷 (2006), 「公司减资宣告与增资私募对股价影响之比较研究」, 成功大学高阶管理硕士在职专班未出版硕士论文。
- [21] 张哲嘉 (2007), 「弥补亏损减资宣告之异常报酬与财务绩效之研究」, 辅仁大学管理学研究所未出版硕士

士论文。

- [22] 庄宗勋 (2007), 「台湾上市公司现金减资与现金股利、库藏股政策之实证研究」, 中央大学财务金融系硕士在职专班未出版硕士论文。
- [23] 庄东升 (1996), 「我国财务困境公司之重整行为与其资本结构之相关研究」, 中兴大学会计研究所未出版硕士论文。
- [24] 许纯华 (2009), 「台湾上市柜公司减资后绩效与减资类型之关联性」, 交通大学科技管理研究所未出版硕士论文。
- [25] 陈俊宏 (2008), 「不同减资事件之实证研究」, 云林科技大学财务金融学系未出版硕士论文。
- [26] 杨芳瑜 (2007), 「公司减资返还股款之研究」, 台湾大学会计研究所未出版硕士论文。
- [27] 刘自强 (1995), 「资本结构与财务绩效不良反应关系之研究--以台湾上市公司为例」, 元智大学商学及管理学研究所未出版硕士论文。
- [28] 苏菁惠 (2010), 「返还股东现金与弥补亏损减资研究」, 交通大学管理学院硕士在职专班财务金融组未出版硕士论文。

Corporate Governance and Response of Capital Deduction

XIAO Hui-ling¹, CAI Shang-pu²

(^{1,2}. Research Centre of Corporate Governance in Nankai University, Tianjin 300071, China; Management Institute in Dong Hai University of China Taiwan)

Abstract: We investigate the relationship between the corporate governance and firm response of capital deduction. It studies 333 Taiwan's public companies from 2001 to 2010, the companies used capital deduction for losses. The empirical results by Logit regression analysis discover that the companies using capital deduction for losses with poor corporate governance are more prone to take reaction of asset restructuring, lay-off, high level management turnover. Furthermore, the companies with good corporate governance are more like to take reaction of debt restructure and raising capital to face the problem of capital deduction for losses.

Keyword: Capital Deduction, Corporate Governance, Reactions

收稿日期: 2011-09-30;

作者简介: 1. 萧慧玲 (1965-), 女, 汉, 中国台湾彰化人, (中国) 台湾东海大学管理学院财务金融研究所副教授, 硕士生导师, 主要研究方向: 公司财务策略、公司治理、财报资讯与企业价值等。

2. 蔡尚朴 (1986-), 男, 汉, 中国台湾台北人, (中国) 台湾东海大学管理学院财务金融研究所硕士生, 主要研究方向: 公司财务策略、公司治理、财报资讯与企业价值等。