

# 公司績效不佳後 採行反應動作之實證研究

蕭慧玲\* 林伊華\*\*

## 摘要

本研究以公司的年股價報酬率作為績效指標，衡量民國78年至民國87年之187家上市公司在面臨績效不佳時所採行之反應動作及採行因應策略後之績效。結果發現在績效不佳之前後年度的財務性與非財務性特性變數，會反映公司經營不佳之訊息。公司發生績效不佳後最常使用的反應策略是減少股利及增加短期融資此二項財務上的動作，其次為更換高階經理人、資產重整合及裁員，這些反應動作皆屬撤退策略，亦即公司短期取得現金流入或減少現金支出的最快方式；相對於績效不佳次一年所採行之反應動作，則轉向於進行轉投資及資產重整合的動作，這些動作屬於強化策略，以求未來營運的健全。至於績效不佳後所採行之反應動作的績效分析，本研究以年股價報酬率排名百分位變動作為績效標準，發現採行財務性反應動作短期對公司的價值產生減損的效果，但長期則有增加的效果；至於採行營運性反應動作的影響則較為分歧。而且公司採行反應動作後的績效表現，亦受到公司採行反應動作當時公司特性的影響，尤其是績效不佳當期有採行反應動作的公司，必需配合有高度的資產成長力，其長期之績效表現才会有顯著的進步。

**關鍵詞：**績效不佳、反應動作、財務性反應動作、營運性反應動作。

## 1. 前言

企業經營在公司管理當局察覺到公司營運出現異狀時，即會採取一些營運上及財務上的因應策略，例如民國87年發生績效不佳的順大裕公司，當年度同時採行了資產重整合、多角化轉投資、債務重整合、減少股利及增加短期融資等反應動作以求改善公司經營不善的窘境；另外，被瑞聯集團借殼上市的瑞圓紡織於民國87年發生財務危機時，亦同時採行更換經理人及

---

\* 東海大學企業管理學系副教授

\*\* 東海大學企業管理學系碩士

增加短期融資兩項反應動作來因應。

在理論上，許多探討策略性的文獻常常談到公司在面臨績效不佳時應採行的因應策略，大致上分為營運性策略及財務性策略兩類；營運性活動包括 Gilson (1989)、Pfeffer and Davis-Blake (1986) 認為公司在績效不佳時必需對高階經理人有所更動，Kose, Lang and Netter (1992) 認為裁員是最快減少公司支出的方式、Wruck and Karen (1990) 則認為有效挽救企業的方式為組織結構與經營策略的改變，以及 Bowman and Singh (1993) 主張資產重整或縮小規模；財務上的活動像是 Kose, Lang and Netter (1992) 提出進行債務重整、Gilson, Kose and Lang (1990) 則認為經營不善的公司會直接申請破產、及 Smith and Warner (1979)、DeAngelo and DeAngelo (1990) 建議公司先以縮減股利的策略來因應所需的資金。因此，公司在面臨績效不佳後會採行何種因應策略，乃一值得探討的主題。

各種反應動作為什麼會被採行，國外有許多研究針對這個議題進行相關的研究。Jensen (1986) 及 Stulz (1990) 指出，槓桿程度愈高的公司在績效不佳時愈易採行能創造短期現金流量的活動，以求現金快速流入來解決立即面臨的問題。Harris and Raviv (1990) 亦指出債務延遲的公司，其槓桿程度愈高，愈會進行能使公司價值增加的營運活動，例如：停止未獲利的營運部門、裁員及更換管理階層。Jensen (1989) 也指出，高度槓桿的公司較喜歡重整債務。Hite, Owens, and Rogers (1987) 認為公司出售資產能增加整體營運的效率；但 Lang, Poulsen, and Stulz (1994) 卻相對指出，由於債務的代理成本及資訊不對稱的原因，導致利用出售資產來取得的資金較其他財務方式成本來的昂貴，故公司在面臨績效佳時不易以資產出售來因應。Markides (1995) 則談到，公司在面臨績效不佳的情況後應要把焦點放在適當的策略上，例如要進行組織學習、確認先前的錯誤進行改善。

有部分理論則指出董事會的成員有可能會影響到公司在面臨績效不佳時的反應能力。代理理論的觀點指出，當董事會沒有能力來反應公司績效不佳的情況時，往往會使市場低估公司的價值。Zahra and Pearce (1989) 從代理理論的角度出發，認為外部董事能較有效處理公司失敗的情況，而由

內部董事主導的公司很難在公司績效不佳時採行反轉的活動。

有許多的實證研究支援了這些理論根據。Jensen (1989) 即發現高度槓桿的公司比低度槓桿的公司快速反應公司市場價值的跌落。Lang, Poulsen, and Stulz (1994) 亦發現公司在績效不佳或高度槓桿的情況下會出售資產。Ofek (1993) 發現在績效不佳發生前槓桿程度愈高的公司，會增加公司在績效不佳後營運上資產重整及裁員及財務上降低股利的反應動作；同時，他也發現，較高的經理人持股會降低那些無法創造現金的營運反應動作。Duhaime and Baird (1987) 及 Johnson, Hoskisson and Hitt (1993) 的研究顯示，使用資產重整的方式或在績效不佳前出售資產，能增加公司的績效。Pearce and Robbins (1994) 也發現緊縮活動對於績效下降之公司能否成功來說是相當重要的因素。Daily and Dalton (1995) 亦發現公司特性中由高階經理人與內部董事所組成之董事會所主導時，公司較易面臨破產的窘境。Harmbrick and D'Averni (1992) 發現公司績效與經理人的轉換程度有負向的關係。

至於在國內方面，對此議題的研究相當有限，劉自強 (民 84) 以每股盈餘作為績效標準採用問卷方式取得反應動作資訊，探討公司的資本結構與績效不佳後反應動作間的關係，唐瑞麟 (民 87) 探討法定財務困難公司重整成功的因素。

因此由上述文獻可以發現，過去學者顯少針對短期發生績效不佳的公司會採行何種策略以及採行策略後之成效進行研究。因此本文將就公司在面臨績效不佳後會採行何種因應策略，以及分析公司績效指標之變動情況，衡量公司在採行反應動作後之成效，以瞭解各種反應動作的價值，提供公司管理當局及投資人作為參考。

本文內容共分為四節，除了前言外，第 2 節研究方法與設計；第 3 節為實證結果與分析；第 4 節為結論與建議。

## 2. 研究設計

為探討公司在面臨績效不佳之情況下，採行反應動作及採行因應策略

後之績效。首先在反應動作變數的選擇上，本研究主要是根據 Lee, Mathur, and Gleason (1998) 之研究，將公司所可能採行的反應動作分為營運上的反應動作 (Operational Responses) 與財務上的反應動作 (Financial Responses)。在營運上的反應動作方面，包括資產重整、裁員、更換高階經理人及進行不同目的之轉投資；而財務上的反應動作方面，則包括債務重整、申請破產、減少股利及增加短期融資。其中，Lee et al.(1998) 的研究中採行了購併 (Merger and Acquisition) 此二項的反應動作，由於台灣的公司進行購併的個案不多，而是以轉投資的方式來達到購併中多角化或垂直整合的效果，故本研究以轉投資為一反應動作變數。以下為公司可能採行反應動作之涵義與操作型定義：

1. 資產重整 (R1)：當公司有進行裁撤子公司或部門、出售大量資產或有停止生產單位或事業線的情形，即定義為公司有進行資產重整的動作。
2. 裁員 (R2)：在公司沒有進行裁撤子公司、部門，或沒有停止生產單位及事業線的情況下，公司的總員工數下降 5% 以上者，定義為公司有進行裁員的動作。
3. 更換高階經理人 (R3)：當年度公司之董事長、總經理、副總經理及各單位協理有進行異動 (包含人員變動、新增與刪除)，定義為公司有進行更換高階經理人的動作。
4. 轉投資—多角化 (R4)：公司當年度有用權益法評價之新增轉投資公司，或增加投資金額使轉投資公司由原先以成本法或成本與市價孰低法評價轉為權益法評價的轉投資公司，且轉投資公司與公司為不同產業者，視為多角化之轉投資活動。
5. 轉投資—投資公司 (R5)：同樣是新增以權益法評價之轉投資公司，但被投資公司的型態為投資公司或控股公司<sup>1</sup>。

---

<sup>1</sup> 公司轉投資投資公司的目的亦可能為多角化，但往往投資公司是專門進行證券市場的投資動作，以從證券投資賺取業外收入，與多角化有所不同，故本研究將其與多角化目的之轉投資分開。

6. 轉投資—上下游公司或子公司 (R6)：亦為新增以權益法評價之轉投資公司，但投資目的是為了增加公司營運利益，故取得上下游公司之股權或成立子公司，此與多角化的目地與效果不同，故本研究將其區分出來。
7. 債務重整 (R7)：公司與債權人達成重整協議，債務重整的方式分為三大類<sup>2</sup>：
  - a. 公司移轉資產給債權人（通常其公平市價較債務之帳面價值為低），作為全部或部分債務之清償。
  - b. 公司發行權益證券（股票）給債權人，作為全部或部分債務的清償（但轉換公司債換成股票者，不在此限），亦即債權人成為公司的股東。
  - c. 修改債務條件，包括以下幾種方式：
    - (a) 降低剩餘期間之利率。
    - (b) 將債務展期，利率亦降低至一般市場利率之下。
    - (c) 減少負債面值或到期值。
    - (d) 減少或免除積欠之利息或違約金。
8. 申請破產 (R8)：公司的董事會決議於該年度進行清算，結束營運。
9. 減少股利 (R9)：此乃針對普通股股利的發放是否較前一年度少，若有，即定義為有採行減少股利的反應動作。
10. 增加短期融資 (R10)：公司期末資產負債表上之『短期借款與應付短期票券』金額較前一年高時，即定義為公司有採行增加短期融資的反應動作。

由於本研究期望以較客觀的方式來分析公司採行反應動作的行為，因此不同於過去採取問卷調查的方式，而就公開的資訊中來衡量公司是否有

---

<sup>2</sup> 鄭丁旺，中級會計學下冊，第六版，民國 87 年 1 月，PP.86~98。

採行某一特定之反應動作。由於資料取得相當不易，本研究主要是從樣本公司各年度的財務報告中之資產負債表及其它揭露事項中取得有關於資產重整、更換高階經理人、轉投資、債務重整、申請破產、減少股利及增加短期融資的相關訊息，再比較前後年度的資料來認定樣本公司於績效不佳後是否有採行這些反應動作。裁員的部份則由經濟新報社資料庫中取得各年度公司員工人數的資料，比較前後年度的員工人數，在沒有採行資產重整的情況下，員工人數下降超過 5% 的公司視為有進行裁員的動作<sup>3</sup>。

其次在探討公司採行反應動作後之績效表現，本研究分別探討績效不佳當年度採行反應動作後次一年及次二年之績效表現，及績效不佳次一年度採行反應動作後次二年的績效表現。其中，研究採行反應動作次一年之績效表現，主要目的為探討公司在採行反應動作後短期的績效變化；研究採行反應動作次二年之績效表現則在觀察採行反應動作後長期的情況；未探討採行反應動作後更長期間的績效表現，主要是因為期間愈長，影響績效表現的因素愈多，無法證實績效的改變是純粹受到反應動作的影響。

有關採行反應動作後公司績效的表現，本研究採行反應動作後績效百分位的變動，即公司之股票報酬率在股市排名之相對百分位的變動程度。以當年度之績效百分位減掉前一年度公司所處之績效百分位，此數值為正時表示股票報酬排名進步，即公司採行反應動作後有較佳的績效表現，且幅度愈大，績效表現愈佳；反之，為負時表示股票報酬排名退步，公司績效表現不佳。而以無母數統計中的 Mann-Whitney-Wilcoxon 檢定，來測試有採行反應動作之公司，其績效百分位的變動是否顯著優於未採行反應動作的公司。觀察期間為採行反應動作後一至二年的時間。

在初步探討公司採行各種反應動作的成效後，本研究嘗試進一步探討在採行反應動作後影響公司績效指標變動的因素。以有採行特定反應動作的公司為樣本，利用公司的特性變數作為解釋變數，樣本公司續後是否發

<sup>3</sup> 以 5% 作為選取標準主要是根據劉自強(民 84)的研究中所採取的選取標準，因為以台灣的社會環境，資方通常是非常不願意破壞勞資間的關係，故採取裁員的動作往往是非必要的決定，故 5% 已為相當高的員工減少數。

生績效不佳的情況作為因變數，以迴歸模型來探討在採行特定反應動作後影響公司績效變化的因素。

$$P_{ik} = \alpha_k + \sum_{j=1}^m \beta_{kj} C_{ij} + \varepsilon_k$$

其中

$i$  為採行第  $k$  種特定反應動作之樣本公司家數， $i=1, 2, \dots, n_k$

$j$  為公司特性變數之個數， $j=1, 2, \dots, m$ ， $m=10$

$P_{ik}$  為第  $i$  個樣本公司採行第  $k$  個反應動作績效百分位變動值

$C_{ij}$  為第  $i$  個樣本公司的第  $j$  個採行反應動作當期之公司特性變數

$\alpha_k$ 、 $\beta_{kj}$  為迴歸係數

$\varepsilon_k$  為殘差項

有關本研究之樣本選取，是以短期績效不佳之公司做為研究樣本。而短期績效不佳公司之選取標準是依循 Ofek (1993) 之研究，以公司的市場價值來判定其績效狀況，故短期績效不佳係指公司在短期間內市場價值發生嚴重衰退的現象，亦即樣本公司在前一年度之股價年報酬率在股市排名前 67%，而次一年度迅速衰退到後 10% 者。

本研究觀察期間為民國 78 年至 87 年，以發生績效不佳之上市公司為研究對象。在樣本選擇中，由於金融保險產業之特殊性，故剔除之。最後選出各年度績效不佳之樣本公司數如《表 1》，從表中可以看出，紡織纖維業發生績效不佳的情況最頻繁，10 年中有 4 年為最主要發生績效不佳的產業，民國 81 年甚至超過樣本公司的一半。

由於本研究希望能從客觀的角度來判斷公司於績效不佳後反應動作的採行，故以公司的財務報表中能取得的資訊為主，而無法確認公司採行反應動作的目的是否真的為因應績效不佳的策略。且資料蒐集亦無法包括公司內部的資訊，因此在反應動作變數的選擇有所限制。另外財務報表的資訊易遭窗飾 (Window Dressing)，因此資料能否反應公司之真實性，亦為本研究的限制。

《表 1》 各年度績效不佳公司數一覽表

年度	上市公司 總家數	符合績效不佳定義 之公司數	發生率 (%)	績效不佳公司 所處最大產業	
				產業別	家數
78	178	9	5.06	塑膠業	3
79	194	11	5.67	紡織纖維業	3
80	217	13	5.99	化學業	3
81	250	13	5.20	紡織纖維業	7
82	278	20	7.19	營建業	4
83	306	14	4.58	電子業	3
84	342	30	8.77	紡織纖維業	6
85	388	23	5.93	食品業	6
86	414	21	5.07	水泥業	4
87	438	33	7.53	紡織纖維業	7
合計	3005	187	6.22		

註：本表為各年度發生績效不佳之公司數及發生率，本研究選取樣本的標準為公司於前一年度股價報酬率排名在全部上市公司中排名前 67%，於當年衰退至後 10% 者。部分公司之報酬率排名未在前 67%，而當年衰退至後 10% 者未包含在研究樣本中。

### 3. 實證結果與分析

#### 3.1. 公司特性變數分析

《表 2》為公司各特性變數從績效不佳前一年到績效不佳次一年的基本統計資料。從表中可以看出樣本公司在經歷績效不佳期間各項公司特性變數的變化，以中位數來分析，公司的流動比率、資產週轉率、資產報酬率及外部持股比率在績效不佳當期都出現下滑，但隨即於績效不佳次一年就有回升的趨勢。資產報酬率為所有公司特性中下滑幅度最為嚴重的變數，並且效果持續到績效不佳次一年，表示公司於績效不佳當年度發生淨利嚴重衰退的現象，淨利的嚴重衰落為銷貨下跌與成本增加的雙重效果，過去對財務困難公司的研究皆明確的指出，財務困難的發生是一件相當耗費成本的事件，不僅會使公司進行一些



有損利害關係人（如：債權人、顧客、供應商、員工）的舉動，甚至會引發一些競爭者趁機掠奪公司的市場，或是顧客流失的情況。在此，我們可以推論，公司在遭遇短期績效不佳的情況時，就必需付出淨利下跌的成本，並且這個影響可能不只一年。

《表 2》 樣本公司特性變數之基本統計資料表

	公司特性變數	時間	平均數	中位數	最大值	最小值	標準差
財務特性變數	流動比率 (X1)	t = -1	1.77	1.31	14.43	0.04	1.74
		t = 0	1.78	1.29	21.11	0.03	2.24
		t = 1	1.92	1.39	12.61	0.05	1.79
	資產週轉率 (X2)	t = -1	0.25	0.18	1.44	0.00	0.23
		t = 0	0.17	0.14	0.84	-0.06	0.12
		t = 1	0.29	0.22	1.56	0.02	0.11
債本比 (X3)	t = -1	1.61	0.69	139.06	-4.51	10.37	
	t = 0	0.89	0.73	7.07	-3.71	0.90	
	t = 1	2.43	0.66	116.11	7.31	14.25	
銀行債權比率 (X4)	t = -1	0.57	0.61	2.72	0.00	0.30	
	t = 0	0.63	0.62	8.46	0.00	0.70	
	t = 1	0.61	0.58	7.32	0.00	0.76	
資產報酬率 (X5)	t = -1	2.56	1.68	36.59	-24.01	6.14	
	t = 0	-1.38	0.43	46.00	-72.69	3.97	
	t = 1	0.87	0.88	16.81	-7.39	2.57	
資產成長率 (X6)	t = -1	29.35	12.15	736.07	-24.76	67.04	
	t = 0	10.70	6.56	152.52	-44.30	24.59	
	t = 1	0.87	0.36	32.92	-1.74	16.76	
非財務特性變數	管理者持股百分比 (X7)	t = -1	11.17	7.59	84.14	0.00	12.21
		t = 0	9.70	6.67	51.00	0.00	10.93
		t = 1	9.49	6.64	82.14	0.00	12.92
	外部持股百分比 (X8)	t = -1	9.58	6.84	44.64	0.00	8.80
t = 0		9.36	6.13	60.00	0.00	10.15	
t = 1		11.27	6.61	82.44	0.00	9.64	
公司規模 (X9)	t = -1	9.02	9.03	11.74	6.11	1.22	
	t = 0	8.53	8.48	11.54	4.65	1.11	
	t = 1	10.37	7.38	11.70	5.95	0.94	
產業景氣 (X10)	t = -1	0.45	0	1	0	0.48	
	t = 0	0.46	0	1	0	0.48	
	t = 1	0.32	0	1	0	0.40	

註：此表為 187 家樣本公司於績效不佳前一年 (t = -1)、績效不佳當年度 (t = 0)，及績效不佳次一年 (t = 1) 的公司特性變數資料。樣本之選取標準為前一年度公司股價報酬率在股市排名前 67%，而後一年度衰退至後 10% 者。其中銀行債權比率的衡量方式為向銀行借貸之金額除以總負債；資產成長率為資產總額除以去年同期

資產總額；管理者持股為公司高階經理人持有之股權比例；外部持股則以非經理人之最大股東持股比例作為代理變數；公司規模為計算年度最後一天交易日之公司權益市價的對數值；產業景氣則為公司所屬產業當年度同時發生產業中有半數以上的公司銷貨成長為負及股票報酬率低於-30%時，定義此產業處於不景氣的情況，本研究令公司所處產業不景氣時為1，其餘為0。

在債本比與銀行債權比率方面，績效不佳當年度有發生些微上升的現象，表示公司在績效不佳時會利用增加負債的方式來取得所需的資金，並且有部份資金是向銀行貸款取得。另一個值得注意的現象為資產成長率與公司規模逐年遞減的情況，此乃公司在績效不佳當年度採行資產重整的結果，與過去文獻所提及，公司在面臨績效不佳時往往會採行瘦身計畫，而出現公司規模逐年下降的情況一致。公司所處產業的景氣情況，於績效不佳前一年及績效不佳當年景氣較差，績效不佳次一年即有回升的趨勢。

### 3.2. 公司採行之反應動作

《表3》為樣本公司在面臨績效不佳的情況下，於績效不佳當年度及次一年度採行反應動作的概況。由各種反應動作採行的次數可看出，樣本公司最普遍所採行的因應策略為減少股利及增加短期融資此二項財務面的反應動作，在績效不佳當年度187家樣本公司中佔54.55%及52.94%的發生率，其餘像裁員、資產重整等反應動作在績效不佳當年度也被廣泛採行，由此可以印證李仁芳(民76)所論述企業對危機的因應最先採行的為撤退策略，亦即在最短期間內要同時達到開源節流的效果。減少股利發放、裁員，及裁撤績效不佳之部門、子公司皆為立即減少公司支出的方式；增加短期融資及處分大量資產則為獲得短期資金最迅速的方式。劉自強(民84)針對此議題所進行之問卷調查結果也顯示：有36%的公司於績效不佳後隨即暫停或減少發放股利，並有12%的公司增加負債以迅速取得現金流入。

至於，在績效不佳次一年度撤退策略的發生比率有下降的趨勢，轉投資及資產重整的活動開始增加，表示公司在績效初步改善後即開始進行強化組織的動作。其中李仁芳(民76)的研究指出，更換經理人

為公司強化期的策略，與本研究結果不相符，以本研究的樣本公司來看，有 37.38% 的公司有在績效不佳當年度有異動經理人的情況發生，但到次一年度異動經理人的發生率下降至 14.01%，有逐漸減少的趨勢。

《表 3》 績效不佳當年度與次一年度反應動作採行一覽表

反應動作	績效不佳當年度 所採行之反應動作		績效不佳次一年度 所採行之反應動作	
	發生次數	發生率 (%) <sup>a</sup>	發生次數	發生率 (%)
反應動作總樣本家數	187	100.00	187	100.00
<b>Panel A：營運上的反應動作</b>				
資產重整 <sup>b</sup>	37	19.79	41	21.93
裁員 <sup>c</sup>	45	24.06	38	20.32
更換經理人 <sup>d</sup>	40	37.38	15	14.01
轉投資 <sup>e</sup> —多角化	35	18.72	32	17.11
轉投資—投資公司	23	12.30	23	12.30
轉投資—上下游	12	6.42	36	19.25
<b>Panel B：財務上的反應動作</b>				
債務重整	1	0.53	0	0.00
申請破產	1	0.53	0	0.00
減少股利	102	54.55	47	25.13
增加短期融資	99	52.94	66	35.29

- 註：a. 發生率是指每一種反應動作在 187 個樣本點下發生次數的比率，其中更換經理人此項為一例外，因為民國 83 年以前資料蒐集不易，故僅取得 107 個樣本點。
- b. 公司於績效不佳後有進行裁撤子公司或部門、出售大量資產或有停止生產單位或事業線的情形。
- c. 裁員的認定標準是公司在發生績效不佳後在沒有停止營運部門、生產事業線或子公司等資產重整動作下，員工人數減少 5% 以上者。
- d. 更換經理人之定義為績效不佳後公司之董事長、總經理、副總經理及各單位協理有進行異動（包含人員變動、新增與刪除）。
- e. 轉投資活動為公司於績效不佳後有新增用權益法評價之轉投資公司，因為投資目的不同，本研究將其分為多角化、投資公司與上下游、子公司。

《表 4》為比較 Ofek (1993) 與 Lee, Mathur, and Gleason (1998) 用相同的績效標準對美國、英國及加拿大進行之相關研究。各國在反應動作的採行上，裁員與減少股利兩策略的採行有較大的差異，美國與

台灣的發生率在 24% 及 47% 以上，相對英國與加拿大 4% 的發生率高出許多。另外，美國的企業使用債務重整的公司比率最高，其餘三國的發生債務重整的比率皆低於 5%，主要的原因可能有二：一為各國對於

《表 4》 各國於績效不佳年度採行反應動作比較表

	美國	英國	加拿大	台灣
研究期間	1983-1987	1983-1992	1983-1992	1989-1998
總樣本數	358	156	77	187
<b>Panel A：營運上的反應動作</b>				
資產重整	82 (23%)	45 (29%)	13 (17%)	37 (18%)
裁員	74 (28%)	7 (4%)	3 (4%)	45 (24%)
更換高階經理人	76 (21%)	17 (11%)	19 (25%)	40 (37%)
購收	-	25 (16%)	10 (13%)	-
<b>Panel B：財務上的反應動作</b>				
債務重整	38 (11%)	7 (4%)	3 (4%)	1 (0.5%)
申請破產	4 (1%)	1 (1%)	4 (5%)	1 (0.5%)
減少股利	37 (47%)	6 (4%)	5 (7%)	102 (55%)
增加融資	-	37 (24%)	15 (19%)	99 (53%)
購併	-	11 (7%)	5 (6%)	-

資料來源：Ofek, E. (1993), "Capital Structure and Firm Response to Poor Performance", *Journal of Financial Economics*, 34, 3-30.

Lee, C.I., I. Mathur, and Gleason, K.C. (1998), "Corporate Response to Poor Performance: Evidence from the UK and Canada", *Journal of General Management*, 24, 69-80.

註：此表為 Ofek (1993), Lee, Mathur, and Gleason (1998) 與本研究針對不同國家之公司在面臨績效不佳後採行反應動作之彙整。表中上排數字代表發生次數下排為相對應之發生率。

申請破產及債務重整的法律規定及處理方式不同，導致各國公司採行債務重整的意願亦不同；另一個原因則是績效不佳期間長短的問題，

Gilson, Kose, and Lang (1990) 研究長期財務困難的公司發現，易與債權人協商維持正常營運，一旦績效不佳的期間持續，就很有可能必需申請破產。因為本研究對績效不佳的定義為短期公司價值的下跌，故採行債務重整及申請破產的個案非常少。

### 3.3. 公司採行反應動作後之成效

以各年度公司採行反應動作後之績效表現來分析，《表 5》顯示績效不佳當期或次期採行反應動作者，其次一期的績效排名變動幾乎皆為負，到次二期才轉為正值，表示採行反應動作的公司到次二年的表現才開始受到投資人的肯定。但採行不同類型的反應動作，又會有不同的結果。其中績效不佳當期有採行財務動作之公司於績效不佳次一期之績效百分位變動，顯著劣於未採行的公司，而至次二期才顯著為正，顯示財務動作的採行必需等到績效不佳次二期才能反應出效果。反之採行營運反應動作之公司正好相反。以下將分別就各個反應動作來分析。

在公司有無採行特定的營運反應動作方面，發現不管是在績效不佳當期或次一期採行資產重整的動作，對績效百分位的變動皆為負向影響，表示投資人並不認為公司進行資產重整能為公司創造更多的價值，甚至減損公司的價值，此有可能為投資人對公司進行資產重整的確實目的有所質疑的結果，公司進行資產重整應為處分獲利不佳的事業線或子公司及閒置資產，但公司在急需現金的時候，所進行之資產重整項目是否真的為閒置或獲利不佳的資產，值得商議。

而在更換高階經理人上，不管在何時更換皆能增加公司的價值，可能是因為投資人對於新的管理階層抱著新的期望，希望能為公司帶入新氣象，故給予正面的評價。至於公司進行裁員雖能減少短期的支出，但公司一旦脫離績效不佳的窘境，要開始發展的同時，卻無足夠有經驗的員工，此時再聘新的員工又必需付出教育訓練及員工對工不熟練的成本，故短期對投資人而言，裁員並非為好消息。

《表 5》 有無採行反應動作之樣本公司，績效百分位變動之 MWW 檢定表

	$R_0 \rightarrow P_1$	$R_0 \rightarrow P_2$	$R_1 \rightarrow P_2$
有無採取任一反應動作	<b>-0.9692</b> (0.83)	<b>0.3260</b> (0.37)	<b>-0.0149</b> (0.50)
有無採取任一營運動作	<b>0.6770</b> (0.25)	<b>-1.3562*</b> (0.91)	<b>-1.6242**</b> (0.95)
有無採取任一財務動作	<b>-1.4918*</b> (0.93)	<b>1.3065*</b> (0.09)	<b>-0.0732</b> (0.53)
有無採取資產重整 (R1)	<b>-0.2780</b> (0.60)	<b>-2.1283**</b> (0.97)	<b>-1.0766</b> (0.85)
有無採取裁員 (R2)	<b>-1.1219*</b> (0.90)	<b>0.4908</b> (0.31)	<b>-0.5146</b> (0.70)
有無採取更換高階經理人 (R3)	<b>0.2926</b> (0.38)	<b>0.7746</b> (0.22)	<b>0.8626</b> (0.19)
有無採取多角化轉投資 (R4)	<b>1.8544**</b> (0.03)	<b>-0.9453</b> (0.83)	<b>-1.9160**</b> (0.98)
有無採取投資公司轉投資 (R5)	<b>0.8773</b> (0.19)	<b>-1.3501*</b> (0.91)	<b>-0.8415</b> (0.80)
有無採取上下游轉投資 (R6)	<b>0.5486</b> (0.29)	<b>-0.4524</b> (0.32)	<b>-1.7125**</b> (0.96)
有無採取減少股利 (R9)	<b>-0.5517</b> (0.81)	<b>1.9533**</b> (0.02)	<b>0.0233</b> (0.61)
有無採取增加短期融資 (R10)	<b>-3.1170***</b> (0.99)	<b>0.1238</b> (0.45)	<b>0.3176</b> (0.62)

註：\*、\*\*、\*\*\*分別為 10%、5%、1%的顯著水準。

本表為有無採行特定反應動作之樣本公司，績效百分位變動值的檢定。其中， $R_i$  為第  $i$  期公司採行之反應動作； $P_j$  為第  $j$  期公司之績效表現， $R_i \rightarrow P_j$  的關係，即績效不佳公司在第  $i$  期採行反應動作後第  $j$  期之績效表現。當  $Z$  值顯著為正時，表示有採取反應動作公司的平均績效百分位的變動優於未採取反應動作的公司。表中上排數字為檢定統計量  $Z$  值，下排為相對應的  $P$  值。

在轉投資活動的部分，結果也相當一致，不管進行何種轉投資活動，對公司短期價值的提升有所幫助，但對長期來說則產生負面的影響。轉投資投資公司的主要目的是公司想從資本市場的操作賺取現金，故當公司於績效不佳當年度進行轉投資投資公司的動作，為公司帶入現金以疏緩績效不佳的情況，能讓公司價值回復；但有許多個案<sup>4</sup>發

<sup>4</sup> 民國 87 年證交所進行『上市公司財務危機之分析與檢討建議』調查報告中指出：以子公司方式成立投資公司而發生問題的公司有味全、台鳳、台光、國揚、台芳、順大裕、普大、名佳利、中精機，及正道。

現，公司利用投資公司進行業外的投資或買回公司自身的股票來抬升股價而產生財務困難的現象，故長期而言，投資人並不認同此一策略。

相對地，財務動作的採行對投資人而言，短期減少股利及增加短期融資皆為負面的消息，但長期來看則有正面的評價。亦即公司股利發放的減少及增加短期融資對投資人而言為一利空消息，短期股價下跌；其中的原因可能為公司在績效不佳前的平均債本比已高達 1.61，中位數也有 0.69，顯示負債金額偏高，在績效不佳當年又再度增加短期融資，投資人可能會害怕因公司債務的增加會減損到股東的權益，故反應到績效不佳次一期時公司價值的下跌。但長期看來，此為因應當時績效不佳所採行的策略，因此資本市場長期仍會反應該策略對公司產生之價值。

#### 3.4. 採行特定反應動作下，公司特性與績效百分位變動間的關係

當發現公司進行某些反應動作後，會對公司績效表現有顯著的影響，本研究將進一步測試有採取特定反應動作的公司，其公司原本的特性是否也同時影響公司績效百分位的變動，故以有採行反應動作的公司為樣本，以公司績效百分位變動的值為因變數，公司的特性變數為解釋變數，建立不同期間迴歸分析。結果如《表 6》。

根據《表 6》，在績效不佳當期有採行反應動作的公司，其績效不佳當期的獲利能力顯著影響公司於績效不佳後一年股價報酬排名，公司在績效不佳時的獲利能力愈高者，績效排名於次一年度會變得較佳。同樣的情況亦出現在採行財務性反應動作及增加短期融資上。表示，在績效不佳時採行財務上反應動作的公司，還要配合較佳的獲利能力，才能使公司的績效顯著改善。

在績效不佳當期有採行反應動作的公司，其績效不佳當期的公司特性對績效不佳次二年的股價報酬率有較顯著的影響，其中公司的經營能力與績效排名變動呈顯著負相關，可能的原因是公司在績效不佳前為維持較佳的經營績效，採行降價求售的策略，故績效不佳前的公

《表 6》 績效不佳當期之公司特性與採行特定反應動作後  
績效百分位變動間的關係表

Panel A：採行特定反應動作後次一期								
	Total	Oper.	Fin.	R1	R2	R3	R9	R10
截距	43.4641 (0.29)	52.5876 (0.31)	24.4048 (0.55)	24.2213 (0.86)	38.7548 (0.74)	62.2449 (0.32)	-5.1521 (0.91)	58.8367 (0.26)
X1	0.5959 (0.88)	-0.3427 (0.94)	2.2164 (0.59)	-4.1439 (0.85)	8.8261 (0.29)	-1.4428 (0.65)	5.8947 (0.20)	0.3322 (0.94)
X2	-14.7925 (0.40)	-2.6952 (0.40)	-23.9590 (0.21)	49.9935 (0.33)	-84.4563* (0.08)	-24.2248 (0.47)	-30.0890 (0.17)	-33.4397 (0.15)
X3	-1.2665 (0.75)	-1.7184 (0.72)	-1.1096 (0.78)	3.3989 (0.70)	8.7647 (0.51)	-2.9152 (0.81)	2.9210 (0.68)	-2.5206 (0.55)
X4	-8.7793 (0.67)	-13.1138 (0.61)	-2.5369 (0.91)	28.6958 (0.68)	-5.5749 (0.91)	-16.3565 (0.64)	-10.7380 (0.67)	6.2799 (0.82)
X5	1.2099* (0.09)	0.6467 (0.59)	1.5616** (0.04)	1.7269 (0.56)	1.1744 (0.54)	0.6907 (0.65)	1.3471 (0.16)	2.0424** (0.03)
X6	-0.0705 (0.64)	0.0777 (0.70)	-0.0457 (0.77)	-0.6181 (0.33)	-0.6281 (0.11)	-0.0584 (0.82)	-0.1905 (0.13)	0.0340 (0.86)
X7	-0.2760 (0.37)	-0.2218 (0.56)	-0.2218 (0.47)	0.4858 (0.59)	-1.3029 (0.12)	-0.1243 (0.81)	-0.4845 (0.13)	-0.4520 (0.33)
X8	0.1685 (0.64)	0.0872 (0.83)	0.1157 (0.76)	0.1571 (0.86)	-0.7258 (0.31)	0.4920 (0.41)	-0.0007 (0.99)	0.7032 (0.14)
X9	0.2753 (0.94)	0.0376 (0.99)	1.6688 (0.65)	1.1572 (0.92)	-2.8517 (0.77)	-3.4115 (0.58)	5.0345 (0.24)	-3.5756 (0.44)
X10	2.9069 (0.68)	-1.5725 (0.85)	4.3180 (0.58)	33.5199 (0.22)	15.0400 (0.21)	5.9575 (0.67)	7.0869 (0.44)	8.0264 (0.37)
Panel B：採行特定反應動作後次二期								
截距	69.9867 (0.14)	89.3264 (0.13)	74.8442 (0.10)	-24.3777 (0.86)	-44.2026 (0.69)	-9.2028 (0.90)	92.3900* (0.07)	114.2281* (0.06)
X1	-4.1804 (0.37)	-9.2418 (0.11)	-4.5397 (0.33)	30.5282 (0.20)	6.7718 (0.43)	5.1098 (0.62)	-6.0466 (0.23)	-5.7655 (0.33)
X2	-53.9678** (0.02)	-12.6239 (0.73)	-66.628*** (0.00)	-86.8372 (0.51)	-198.625** (0.03)	-168.5400 (0.16)	-69.7438*** (0.00)	-33.4225 (0.31)
X3	1.7841 (0.66)	-1.0901 (0.82)	1.9814 (0.62)	10.9692 (0.35)	-12.8744 (0.26)	17.2098 (0.23)	6.7799 (0.34)	-0.0679 (0.99)
X4	7.5140 (0.74)	-7.3819 (0.80)	4.3575 (0.86)	12.9382 (0.84)	126.3214** (0.03)	-74.3398 (0.35)	-0.4427 (0.99)	-5.8366 (0.87)
X5	-0.3739 (0.62)	0.2640 (0.86)	-0.2988 (0.68)	-0.6260 (0.80)	1.4023 (0.51)	0.8515 (0.76)	0.0552 (0.95)	-1.2032 (0.27)
X6	0.3972** (0.02)	0.8230*** (0.01)	0.3653** (0.03)	1.1920 (0.14)	1.2104** (0.01)	0.5360 (0.45)	0.2197 (0.24)	0.5705** (0.02)
X7	0.1445 (0.65)	0.4889 (0.24)	0.1853 (0.56)	0.1768 (0.86)	-0.6308 (0.36)	1.4647 (0.16)	0.0037 (0.99)	0.6751 (0.21)
X8	0.4119 (0.34)	0.3998 (0.43)	0.2527 (0.58)	-2.3491 (0.33)	0.0909 (0.91)	-0.0199 (0.98)	0.2938 (0.54)	0.2648 (0.67)
X9	-7.5129* (0.09)	-6.2002 (0.27)	-8.3431* (0.06)	4.0568 (0.66)	-6.5605 (0.48)	-8.6260 (0.41)	-9.3976* (0.06)	-12.4250** (0.03)
X10	-13.6442* (0.08)	-14.8885 (0.12)	-8.8854 (0.30)	-35.0935 (0.23)	-5.7192 (0.60)	-58.3729* (0.07)	-10.0154 (0.30)	-3.1993 (0.76)

註：\*、\*\*、\*\*\*分別為 10%、5%、1%的顯著水準。

本表是以績效不佳當年度已採行特定反應動作後之公司為研究樣本，來探討影響績效不佳次一期及次二期之績效百分位變動的影響因素。Y 為績效百分位變動



額，其中 Total 為有無採行任一反應動作的公司、Oper. 為有無採行營運性動作、Fin. 為有無採行財務性動作、R1 為有無資產重整、R2 為有無裁員、R3 為有無更換高階經理人、R4 為有無轉投資活動、R9 為有無減少股利、R10 為有無增加短期融資表示樣本公司於績效不佳當年有採行該動作。缺少 R5 與 R6 兩項轉投資的反應動作原因為當年度採行該項動作的有效樣本太少所導致。解釋變數方面：X1 代表公司的流動比率、X2 為公司的資產週轉率、X3 為公司之債本比、X4 為銀行佔公司債權比率、X5 為公司的資產報酬率、X6 為公司資產成長率、X7 為公司管理者持股百分比、X8 為公司外部持股比率、X9 為公司規模，X10 為公司所處產業景氣狀況，其中 X1、X2、X3、X5、X6 的變數有經過產業平減。表格中上排的數字為計算出的迴歸係數，下排為相對應的 P 值。

司資產週轉率雖然很高，但事實上幾乎無利可圖，故產生績效排名大幅下跌的情況，亦或是公司進行財務報表窗飾的結果。公司成長力與股價報酬呈顯著正相關，表示在短期績效不佳發生時，若公司的資產成長率愈大，表示公司於績效不佳當年度有投資愈多的資產，故短期發生績效不佳可能是投資尚未回收的結果，對於長期來說有顯著提升公司價值的效果。公司規模在這些有採行反應動作公司的績效表現中，規模愈小的公司表現愈佳，此現象可能為規模愈小的公司採行反應動作的彈性愈大，快速反應的結果，公司的績效表現也愈好，結合前述的結果，規模較大的公司較易採行反應動作，但其中規模較小者效果較佳。另外，公司所處產業的景氣狀況亦為顯著的影響因素，因為本研究在變數設定時為產業發生不景氣的狀況時為 1，故產業在績效不佳當期愈景氣的時候，公司於績效不佳次二年的股價報酬表現愈佳。

在所有的公司特性中，績效不佳當期的公司成長率為顯著影響公司於績效不佳次二年表現的因素，不管採行營運性反應動作或財務性的反應動作，公司成長力愈高的公司，其績效發展的情況愈佳。在績效不佳當期採行財務性反應動作的公司，公司的經營能力與公司規模皆顯著負向影響公司於績效不佳次二年的績效變動情況。公司於績效不佳次一期採行反應動作後，績效不佳次一期的公司特性並無特別顯著影響公司於績效不佳次二期的績效變動情況。顯示公司於績效不佳當年快速採行反應動作後，配合公司於績效不佳當年的各種特性，資本市場要到績效不佳次二年才反應出改善的效果。

由此可知，績效百分位變動的情況，不僅受到公司採行反應動作的影響，亦受到公司採行反應動作當時公司特性的影響，尤其是績效不佳當期有採行反應動作的公司，必需配合有高度的資產成長力，其於績效不佳次二期的股價報酬排名百分位會有顯著的進步。故公司在面臨績效不佳時，除了緊急採行因應措施外，應注意公司的基本特性是否健全，如此公司才能恢復績效水準。

#### 4. 結論與建議

本研究以財務報表揭露的內容為依據，整理出公司在績效不佳後所採行之反應動作，以及採行因應策略後之績效。比較樣本公司的基本統計資料及績效不佳後採行反應動作的情況可以發現，公司在績效不佳的當時其公司的各種財務與非財務特性都會反應出公司經營的訊息。而且公司在績效不佳發生後也會採取營運及財務上之因應策略，以台灣公司而言，一旦發生績效不佳的情況，最常使用的反應策略是減少股利及增加短期融資此二項財務上的動作，其次為更換高階經理人、資產重組及裁員，這些反應動作皆屬撤退策略，亦即公司短期取得現金流入或減少現金支出的最快方式；相對於績效不佳次一年所採行之反應動作，則轉向於進行轉投資及資產重組的動作，這些動作屬於強化策略，以求未來營運的健全。這些策略的採行情況與美國相類似，也印證了 Kose, Lang, and Netter (1992) 所述公司在面臨績效不佳時最先的反應便是採行撤退策略。

至於績效不佳後所採行之反應動作之成效，本研究發現採行反應動作短期對公司的價值皆產生減損的效果，但長期對公司價值則有增加的效果；另外，採行營運動作中的資產重組，多角化、垂直整合轉投資，及財務動作中的減少股利及增加短期融資等反應動作的公司與未採行者後續績效的發展有顯著的不同。其中，不管在何時進行資產重組，投資人並不能認同其能為公司增加價值；而轉投資活動短期能有提升公司價值的効果，但長期則有負面的影響；財務動作方面，短期減少股利及增加短期融資皆為負面的消息，但長期來看，績效不佳當時採行財務上的反應可能為最適

的策略，故長期公司價值會再度回升。而且公司採行反應動作後的績效表現，亦受到公司採行反應動作當時公司特性的影響，尤其是績效不佳當期有採行反應動作的公司，必需配合有高度的資產成長力，其長期之績效表現才會有顯著的進步。故公司在面臨績效不佳時，除了緊急採行因應措施外，應注意公司的基本特性是否健全。

從本研究的實證結果可知，公司出現短期績效不佳時普遍存在資產流動性低、經營能力不佳、槓桿程度高、獲利能力衰退的現象。因此，管理當局應以此為鑑，隨時注意公司的營運狀況，以避免公司價值的下跌。而對投資人而言應慎選投資對象，在投資前除了該公司的財務報表外，應廣泛蒐集企業經營方向及經濟產業資訊，公司的各種特性會影響其日後對危機反應的能力。當公司的基本特性健全，在面臨短期績效不佳時不用急著出脫手中的持股，可觀察是否有採取因應策略，在本質健全的前題下，短期股價報酬績效不佳可能為公司價值低估的情況。

最後在後續研究上，可考慮運用公司營運面的成果來衡量公司績效表現，並納入更完善的反應動作變數及公司特性變數，以尋找公司特性與反應動作間的關係。另外，因為本研究以績效不佳之公司為出發，研究反應動作是否能改善公司的價值，已限制住採行特定策略的公司，可能會造成研究結果上的偏差。故建議納入績效正常的公司，改以各種策略採行作為選取樣本的標準，則可比較採行特定策略的公司績效發展的情況，以測試各種策略對公司的價值。

## 參考文獻

- 李仁芳 (1987)，「我國企業經營危機過程與偵測之探討」，中國生產力中心。
- 林伊華 (2000)，*公司績效不佳後採行反應動作之實證研究*，東海大學企研所未出版碩士論文。
- 唐瑞麟 (1998)，*我國財務困難公司重整成功影響因素之實證研究*，國立成

功大學會研所未出版碩士論文。

劉自強 (1995), 資本結構與財務績效不良反應關係之研究—以臺灣上市公司為例, 元智工學院商學及管理學研所未出版碩士論文。

鄭丁旺 (1998), 中級會計學下冊, 第六版。

Bowman, E. and H. Singh (1993), "Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm", *Strategic Management Journal*, 14 : 5~14.

Daily, C.M. and D.R. Dalton (1995), "CEO and Director Turnover in Failing Firms: An Illusion of Change? ", *Strategic Management Journal*, 16 : 393~401.

DeAngelo, H. and D. DeAngelo (1990), "Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firm", *Journal of Finance*, 45 : 1415~31.

Duhaime, I.M. and I.S. Baird, (1987), "Divestment Decision Making: the Role of Business Unit Size", *Journal of Management*, 13 : 483~98.

\_\_\_\_\_ and J.H. Grant, (1984), "Factors Influencing Divestment Decision-Making: Evidence from a Field Study", *Strategic Management Journal*, 5 : 301~8.

Gilson, and Stuart. (1989), "Management Turnover and Financial Distress", *Journal of Financial Economics*, 25 : 241~62.

Gilson, S., J. Kose, and L. Lang (1990), "Troubled Debt Restructuring: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default", *Journal of Financial Economics*, 27 : 315~54.

Hambrick, D.C. and R.A. D'Aveni (1992), "Top Team Deterioration as Part of the Downward Spiral of Large Corporate Bankruptcies", *Management Science*, 38 : 1455~66.

Harris, M. and A. Raviv (1990), "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance*, 45 : 297~356.

Hite, G., J. Owens, and R.C. Rogers (1987), "The Market for Interfirm Assets

Sales: Partial Sell-Offs and Total Liquidations”, *Journal of Financial Economics*, 18 : 229~52.

Jensen, M. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Financial, and Takeovers”, *American Economics Review*, 76 : 323~29.

\_\_\_\_\_ (1989), “Active Investors, LBO’s and Privatization of Bankruptcy”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2 : 35~44.

Johnson, R., R. Hoskisson, and M. Hitt (1993), “Board of Director Involvement in Restructuring: the Effects of Board Versus Managerial Controls and Characteristics”, *Strategic Management Journal*, 14 : 33~50.

Kose, J., L. Lang, and J. Netter (1992), “Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline”, *Journal of Finance*, 47 : 891~918.

Laitinen, E.K. (1991), “Financial Ratios and Different Failure Processes”, *Journal of Business Finance & Accounting*.

Lang, L., A. Poulsen, and R. Stulz (1994), “Assets Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion”, *Journal of Financial Economics*, 37 : 3~37.

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 : 69~80.

Markides, C. (1995), “Diversification, Restructuring and Economic Performance”, *Strategic Management Journal*, 16 : 221~39.

Ofek, E. (1993), “Capital Structure and Firm Response of Poor Performance: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 34 : 3~30.

Pearce, J. and D.K. Robbins (1994), “Retrenchment Remains the Foundation of Business Turnaround”, *Strategic Management Journal*, 15 : 407~17.

Pfeffer, J. and A. Davis-Blake (1986), “Administrative Succession and Organizational Performance: How Administrator Experience Mediates the Succession Effect”, *Academy of Management Journal*, 29 : 72~83.

- Smith, C. and J. Warner (1979), "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants", *Journal of Financial Economics*, 7 : 117~61.
- Stulz, R. (1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, 26 : 3~27.
- Wruck, and Karen. (1990), "Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency", *Journal of Financial Economics*, 27 : 419~46.
- Zahra, S.A. and J.A. Pearce (1989), "Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model", *Journal of Management*, 15 : 291~334.

# An Empirical Study on Corporate Reactions to Its Poor Performance

*Huey-Ling Shiao\* I-Hua Ling\*\**

## Abstract

This study surveys the reactions of 187 public companies from 1989 to 1998, whose annual stock returns ranked in the top 67% the year before but ranked in the bottom 10% the year of **poor performance**. It was found that most companies adopted downsizing strategies in the poor performing year, for the purpose of quickly increasing cash inflows and reducing cash outlays. They resorted to dividend cuts and short term financing, followed by management turnover, asset restructuring and lay-offs. In contrast, they turned to positive strategies of investing and asset restructuring in the year that followed, setting the way for future healthy operations. And we also verify the effects of **reactions** base on the stock return percentile. Companies reacted by **financial responses** appeared to have short-term negative effects but long-term positive effects on the corporate performance. **Operation responses** have no consistent conclusion. Corporate characteristic before poor performance had substantial bearing on the result of reactions to poor performance. Companies with growth rate before temporary setbacks could recover better and get back to further development.

**Keywords** : Poor Performance, Reactions, Financial Responses, Operation Responses.

---

\* Associate Professor of Department of Business Administration, Tunghai University

\*\* Master of Department of Business Administration, Tunghai University

