

## 重整聲請、法院裁定與股東財富：資料更新下之實證結果

# The Impact of Corporate Reorganization on Shareholders' Wealth : Empirical Findings from Up-dated Empirical Data

顏吉利

朝陽科技大學企業管理系特聘教授

吳彥勳

朝陽科技大學財務金融所碩士

### Abstract

The master thesis is a follow-up study of Yen, Chen & Lee (2008). The major purpose of the present study is to ascertain whether or not the empirical findings reported in Yen, Chen & Lee (2008) are re-confirmed. In this follow-up study, the author also collects the sample firms which have launched a contest in the wake of corporate reorganization.

Ever since the enforcement of the law of corporate reorganization in 1966, the present study follows suit Yen, Chen & Lee (2008) and identifies three important event days such as filing for corporate reorganization, court's decision and finalization, and re-examines shareholders' wealth changes around the chosen event days. The major findings are as follows: As for the first event day, the present study finds no asset-rebirth effect. As for the second event day, the shareholders' wealth changes as expected are most favorable for self-withdrawn sub-group, most unfavorable for the dismissed sub-group, while shareholders' wealth changes for the approved group falls somewhere in between. As for the third event day, as expected that positive shareholders' wealth gains are associated with the completion of corporate reorganization, whereas wealth losses are associated with the termination of corporate reorganization. In essence, the present study obtain empirical findings which are similar to what abnormal are reported in Yen, Chen & Lee (2008). As for the contest during corporate reorganization, a continuous deterioration in cumulative average returns is found which implies shareholders' wealth is further reduced.

**Keywords:** Corporate reorganization; Filing for corporate reorganization; Reorganization finalization; Shareholders' wealth

## 重整聲請、法院裁定與股東財富：資料更新下之實證結果\*

### 摘要

本篇論文為 Yen, Chen & Lee (2008)之後續研究，以 Yen, Chen & Lee (2008)之實證資料為骨幹，並將資料截止日期自民國 93 年 8 月 31 日展延至民國 97 年 12 月 31 日，運用重整聲請公司計有 51 家：准予重整公司計有 19 家；駁回重整公司計有 16 家；自行撤回公司計有 16 家。在准予重整組中，重整完成公司計有 4 家，重整終止公司計有 12 家。本論文之主要研究目的，即在經由實證資料之更新，以確認 Yen, Chen & Lee (2008)之實證結果是否依然可以成立。另本後續研究同時蒐集全體樣本公司在重整聲請過程中曾提出抗告之公司，以瞭解抗告對股東財富之可能影響。

自民國 55 年設置重整制度以降，至民國 97 年這段期間，臺灣地區曾提出重整聲請之公司，經由三個事件日，即重整聲請日、法院裁定日以及重整終結日(完成重整日或終止重整日)，觀察這三個事件日附近之平均累積異常報酬(ACAR)，本論文獲致如下之實證發現：一、就第一個事件日，即重整聲請日而言，公司提出重整聲請後，平均累積異常報酬出現一路下滑的趨勢，亦即未能產生「資產再生」效果。二、就第二個事件日，即法院裁定日而言，「核准重整組」與「駁回重整組」兩組均出現平均累積異常報酬下滑之趨勢。然而，核准重整組之跌幅明顯地小於駁回重整組之跌幅，對股東而言，獲准重整較為有利。另就「自行撤回組」與「核准重整組」之比較而言，「自行撤回組」擁有優於但未顯著異於「核准重整組」之累積異常報酬。三、就第三個事件日，即重整終結日而言，重整完成組平均累積異常報酬止跌回升，而重整終止組平均累積異常報酬出現持續下滑。上述這三個事件日於更新實證資料下之實證結果，皆與 Yen, Chen & Lee (2008)之實證結果完全一致，且皆與預期相符。另就抗告效果而言，重整聲請公司提出抗告後，平均累積異常報酬仍持續下滑，造成股東財富持續減少。

關鍵詞：公司重整、重整聲請、法院裁定、重整終結、股東財富

\*本篇論文為顏吉利特聘教授進行中研究之一部分，除實證分析外，各章節係根據顏吉利特聘教授(2005)提交國科會專題研究計畫成果報告「公司重整對股東財富之影響－台灣地區上市公司之實證分析」(計畫編號 NSC 93-2416-H-324-003)及 Yen, Chen & Lee (2008)之相關內容，直接引述或增刪改寫而成，謹此說明。在修訂文稿過程中，陳慶隆副教授、李見發助理教授惠提許多寶貴意見，謹此銘誌。另外，第二位作者對於淡江大學陳慶隆副教授在運用市場模型法重行估算實證結果過程中惠予指點，對於朝陽科技大學李見發助理教授在本文於第十二屆財金理論與實務研討會宣讀演練過程中惠予指導，謹此一併申謝。

## 一、研究主題與研究目的

根據我國證交法規定，公司上市前須通過一連串的審查步驟，經主管機關核准後始得正式掛牌上市。因之，上市公司在上市之初通常為體質健全公司。然而，隨著外在經營環境之改變與內部管理能力之差異，體質健全的上市公司在經過一段時間的經營之後，也可能發生財務危機。而且，上市公司屬規模較大之公司，一旦發生經營困難或財務危機，將導致眾多的員工失業或薪資不獲支付、股東之投資難期回收、債權人無法獲得足額清償，往往對於社會經濟造成重大衝擊。為降低財務危機帶來之不利影響，給予財務危機公司重建更生之機會，公司重整制度(corporate reorganization)乃應運而生。

當企業遭逢財務危機時，最下策乃進行破產清算，通常則多方尋求杼困，或透過向法院聲請重整(filing for reorganization)，尋求再生契機。發生財務危機之公司提出重整聲請，是否意味著可透過重整提高資源之運用效率，為股東帶來正面之財富效果？這是學者們關注的重點。有鑑於此，本篇論文乃延續 Yen, Chen & Lee (2008)針對台灣地區上市公司重整行為之研究，重行檢視「公司重整」對「股東財富」的影響。本研究之實證資料係以 Yen, Chen & Lee (2008)之實證資料為主幹，於加入晚近資料，經重行確認後，將樣本觀察期間擴展成自民國 55 年設置重整制度以來至民國 97 年底為止，以所有提出重整聲請的上市公司作為研究對象，實際蒐集到之第一宗案例，為於民國 66 年 11 月 16 日提出重整聲請之裕成企業。重行檢視，「公司重整」事件對股東財富之影響，以確認 Yen, Chen & Lee (2008)乙文之實證發現是否依然成立；另蒐集於重整聲請過程中，曾提出抗告之子樣本，以瞭解抗告對股東財富之可能影響。以上所述，即為本文之研究目的。

## 二、文獻回顧

雖然，公司重整制度之立法旨意主要在保障股東之權益，但對於公司重整所造成的股東財富變動，學者間的看法並不一致。根據 Yen, Chen & Lee (2008)，公司進行重整會同時對股東財富造成「正面」以及「反面」兩種效果，茲引述如下：

### (一) 公司重整對股東財富產生之正面效果

#### 1. 減少破產成本與代理成本

公司重整制度的目的旨在透過法院的積極介入，解決債權人與股東之間的利益衝突，確立債權清償之法定程序，並提供財務危機公司改善營運之機會，因此，公司重整可以降低破產成本。另就代理成本論，先前研究的實證結果顯示，迫使管理者揭露公司面臨財務危機的資訊，有助於降低代理成本。(David & Shan, 1999)

#### 2. 資本結構之調整/新營運計畫之提出

除減少破產成本外，重整公司可透過調整資本結構或提出新營運計畫來增加重整公司的價值。例如，重整公司可藉由修訂原有不當的營運計畫以增加營運收入、調整資本結構以減少利息的支付，有利於股東財富之創造，協助重整公司脫離財務艱困的窘境。

### 3. 財富重分配之效果

重整公司一方面向法院提出重整聲請、另一方面向債權銀行提出調降利息之要求，將原屬於債權人的部分財富移轉給股東；另重整公司於重整過程中，往往採行風險性較高的營運策略，期能使公司從財務困境中脫身。然而，根據選擇權理論，風險性較高的經營策略，往往以犧牲債權人的權益，來增加股東財富。(Miller, 1977; Bradley & Jarrell, 1981; Chen, Weston & Altman, 1995)

## (二) 公司重整對股東財富產生之負面效果

### 1. 重整人之不當選任

重整人幾乎全由最初使營運陷於困境的現任董監事會成員、大股東或高階經理人出任。重整人縱使擁有良好之意圖，也可能因欠缺使公司重新出發的經營管理能力，而無力使公司起死回生。曾有學者研究經理人異動與破產後經營績效間之關係，得到「續聘破產前的經理人」與「不佳的破產後經營績效」兩者間存有高度相關的結論。(Hotchkiss, 1995)

### 2. 重整人未盡善良管理人之責任

如果缺乏有效的外部控制機制，似乎沒有足夠的誘因促使重整人追求股東財富之極大化。(Jensen & Smith, 1984) 相反地，重整人很可能為提高自身利益，而從事過多無效率的投資。(Bradley & Rosenzweig, 1992; Hotchkiss, 1995; Khanna & Poulson, 1995)

### 3. 財務危機解決時機之延宕

發生財務危機的公司，可由以下三個可能的資金來源籌措所需資金：舉債；發行新股；或出售資產。但是，重整公司所面臨的破產風險極高，不論是舉債抑或是增資都有其實際困難。且又因面對著不完全市場，公司在出售資產時，往往必須削價求售，損失不訾。(Brown, 1997; Puluino, 1998; Pulvino, 1999) 考慮極其有限取得資金的機會，從股東的立場觀之，聲請公司重整可能只存有虛幻的好處，尤有甚者，如果資產價值持續貶落，重整聲請期間所造成財務危機處理時機之延宕，可能「降低」而非「增加」股東財富。

綜上所述，從減少「破產成本」、締造「經營契機」及帶來「財富移轉」諸種有利效果觀之，重整自然能增加股東財富。但另一方面，一旦發生財務危機公司提出重整聲請，將遭逢「重整人選任不當」、「重整人未盡善良管理人責任」與「財務危機解決時機之延宕」等不利效果，重整反而減損股東財富。因而，公司提出重整聲請對股東財富之淨效果，究係為正？抑或為負？實屬乙項有待驗證之實證議題 (an empirical issue)。因而本研究以雙尾檢定之方式，來判定「重整聲請」是否對股東財富造成系統性之影響。次就第二事件日「法院裁定日」而言，可依樣本公司之屬性將全體樣本公司區分為「核准重整組」、「駁回重整組」與「自行撤回組」，經由「組」與「組」之比較，可設定單一影響方向之配對待驗證臆說。另就第三個事件日「重整終結日」而言，可將獲准重整公司區分為「重整完成組」與「重整終止組」，經由「組」與「組」之比較，可設定單一影響方向之配對待驗證臆說。最後，針對曾提出抗告之子樣本，先驗上無法判定係帶來「股東財富增加效果」，抑或是，帶來「股東財富減損效果」。因而，與處理「重整聲請」之手法類似，本研究以雙尾檢定之方式，來判定「公司抗告」是否對股東財富造成系統性之影

響。詳下一節有關待驗證臆說建立之相關說明。

### 三、待驗證臆說之建立

我國公司重整制度係由法院積極介入主導。因此，在重整程序上，除聲請重整之第一個事件日外，不像美國報備生效制，亦存有法院裁定之第二個事件日。另繼法院裁定准予重整後，尚有重整終結日(完成重整日或終止重整日)之第三個事件日。本研究擬延續 Yen, Chen & Lee (2008)之研究，加進晚近之實證資料，重行檢視公司進入重整程序所肇致之股東財富變動效果。另前已述及，本後續研究將同時蒐集於重整聲請過程中曾提出抗告之樣本公司，以明瞭抗告之股東財富效果。

先就提出公司重整聲請之股東財富效果論，同時存有「資產再生效果」與「資產持續貶落效果」。故就全體重整聲請樣本公司而言，其淨效果為何？無法預作判斷(雙尾檢定)。再者，就法院裁定日加以觀察，重整聲請將產生三種不同之結果，即「法院核准重整聲請」、「法院駁回重整聲請」與「公司自行於裁定日前撤回重整聲請」。本研究即根據前述三種可能狀況，將樣本區分成「核准重整」、「駁回重整」與「自行撤回」三組，並進行組間比較。先就核准重整組與駁回重整組進行比較，因核准重整組有「可為重整」或「不為重整」之雙重選擇，本研究預期核准重整組之股東財富變動應優於重整駁回組(單尾檢定)。此外，根據相關報章雜誌之報導中得知，自行撤回組多屬於預期會被法院裁定駁回之公司，但亦有若干公司係因已取得其他救濟途徑而撤回<sup>1</sup>。鑑於自行撤回組樣本公司可能已尋獲解決財務危機之其它途徑，本研究因而預期自行撤回組股東財富之變動應優於駁回重整組(單尾檢定)，惟是否優於核准重整組，無法預作判斷(雙尾檢定)。最後，就核准重整樣本公司而言，可視後續發展區分成「重整完成」與「重整終止」兩組。顯而易見，本研究預期重整完成組股東財富之變動應優於重整終止組(單尾檢定)。根據上述說明，在同時考量第一事件日(重整聲請日)，第二事件日(法院裁定日)以及第三事件日(重整終結日)之前提下，本研究爰建立如下配對之三組待驗證臆說：

#### (一) 第一組待驗證臆說(重整聲請日之股東財富效果)

虛無假設：重整聲請前期之股東財富 = 重整聲請日附近之股東財富；

對立假設：重整聲請前期之股東財富  $\neq$  重整聲請日附近之股東財富。

預期結果：針對第一組待驗證臆說，公司向法院聲請重整，對股東財富之影響，可能為資產價值持續貶落，亦可能產生資產再生之效果，因此預期第一組待驗證臆說之虛無假設將會遭到實證上的拒絕。換言之，本研究預期重整聲請日後之股東財富，相較於聲請日前之股東財富而言，將發生顯著之變化。

#### (二) 第二組待驗證臆說之一(法院裁定日之股東財富效果)

虛無假設：重整核准組之股東財富變動率 = 重整駁回組之股東財富變動率；

<sup>1</sup>根據 Helwege & Packer (2003)，重整制度與我國相似的日本，因可能受制於債權人主宰了公司的命運且能阻撓重整的聲請，其公司申請受法院監督的重整會面臨較大的提出障礙並獲得較少的保護。因此，公司往往會尋求其它拚困途徑以彌補重整制度中保障之不足。

對立假設：重整核准組之股東財富變動率 $>$ 重整駁回組之股東財富變動率。

預期結果：針對第二組待驗證臆說之一，因重整核准組擁有「可為重整」或「不為重整」之雙重選擇；與此不同，被法院駁回重整的公司除非續提抗告，否則一經駁回別無選擇。因此預期第二組待驗證臆說之一之虛無假設會遭到實證上的拒絕。換言之，本研究預期「重整核准組」之股東財富變動率應優於「重整駁回組」之股東財富變動率。

#### 第二組待驗證臆說之二(法院裁定日之股東財富效果)

虛無假設：重整核准組之股東財富變動率 $=$ 自行撤回組之股東財富變動率；

對立假設：重整核准組之股東財富變動率 $\neq$ 自行撤回組之股東財富變動率。

預期結果：針對第二組待驗證臆說之二，根據相關報章雜誌報導，自行撤回組當中有一定比例重整聲請公司係因獲得重整以外之其它救濟途徑而主動撤回；但另有一定比例重整聲請公司因預期會遭法院裁定駁回重整聲請而主動撤回。本研究因而預期第二組待驗證臆說之二之虛無假設不會遭到實證上之拒絕，即預期「重整核准組」與「自行撤回組」於法院裁定日後之股東財富變化率不會出現顯著的差異。

#### 第二組待驗證臆說之三(法院裁定日之股東財富效果)

虛無假設：自行撤回組之股東財富變動率 $=$ 重整駁回組之股東財富變動率；

對立假設：自行撤回組之股東財富變動率 $>$ 重整駁回組之股東財富變動率。

預期結果：針對第二組待驗證臆說之三，基於前述針對第二組待驗證臆說之一、之二的相關說明，預期第二組待驗證臆說之三之虛無假設將遭到實證之拒絕。換言之，本研究預期，「自行撤回組」之股東財富變動率應優於「重整駁回組」之股東財富變動率。

#### (三) 第三組待驗證臆說(重整終結日之股東財富效果)

虛無假設：重整完成組之股東財富變動率 $=$ 重整終止組之股東財富變動率；

對立假設：重整完成組之股東財富變動率 $>$ 重整終止組之股東財富變動率。

預期結果：針對第三組待驗證臆說，本研究之預期結果如下：向法院報請「重整完成」之獲准重整公司，想必財務危機已大致獲得解決；而向法院報請「重整終止」之獲准重整公司，大多以下市收場。因此預期本組待驗證臆說之虛無假設將遭到實證上之拒絕。換言之，本研究預期「重整完成組」之股東財富變動率應優於「重整終止組」之股東財富變動率。

最後針對曾提出抗告之重整聲請公司而言，本研究建立如下配對之第四組待驗證臆說：

#### (四) 第四組待驗證臆說(抗告提出日之股東財富效果)

虛無假設：重整聲請前期之股東財富 $=$ 抗告提出日附近之股東財富；

對立假設：重整聲請前期之股東財富  $\neq$  抗告提出日附近之股東財富。

預期結果：針對第四組待驗證臆說，重整聲請公司向法院提出抗告，法院可能更裁為「核准重整」，法院亦可能維持「駁回重整」之裁定，提出抗告公司亦可能提出「撤銷抗告」。本研究預期第四組待驗證臆說之虛無假設會遭到實證上的拒絕。換言之，本研究預期抗告提出日後之股東財富，相較於抗告提出日前之股東財富，將發生顯著之變化。

另外，需加以說明者，在驗證上述第一、四組待驗證臆說時，即在探討「重整聲請」與「公司抗告」之股東財富效果時，本研究著眼於「重整聲請」或「公司抗告」之提出，是否帶來系統性之股東財富變化，故在進行實證分析時，分析之重點在於相對於重整聲請前期(及基準期)之股價，樣本公司之股東財富是否在事件日前後發生明顯之變化。至若第二個事件日、第三個事件日所對應的第二、三組臆說，本研究著眼於不同的群組間是否在股東財富變動上出現系統性之差異，因而須設定一較長之觀察期，再就觀察期間之股東財富變動進行「組」與「組」間之比較，方能獲得較為明確之結論<sup>2</sup>。

#### 四、資料更新下之實證結果

##### (一) 「重整聲請」之股東財富效果

針對第一組待驗證之臆說進行統計檢定，並將實證結果彙總於表 4-1。表 4-1 之實證結果係經由下述之實證步驟而得：1.先就本研究所蒐集 51 家提出重整聲請之上市公司，透過經市場風險調整之事件研究法，以重整宣告前 600~300 天為基期，估算各樣本公司於重整聲請提出期間(重整宣告前後 10 個交易日)之平均累積異常報酬(ACAR)；2.根據步驟一求得樣本之平均累積異常報酬(ACAR)，進一步檢定重整聲請提出期間股東財富變動與股東財富變動為零間之差異，在統計上是否具有顯著性。

從表4-1、圖4-1 可以得知，經根據樣本公司之股價報酬率資料計算，此一部分，實證結果如下：在事件觀察期間內，樣本公司之平均累積異常報酬(ACAR)呈現下滑的現象。就觀察期而言，全樣本公司在重整聲請當日之平均累積異常報酬(ACAR)為-15.73%，並在重整聲請後十日持續惡化至-34.15% ( $t=-5.84$ )，而對應雙尾檢定0.01顯著水準之臨界值 $t$ 為-2.678。由此可知，全體重整聲請樣本公司在重整聲請期間股東財富之減損達統計顯著性。換言之，在0.01之顯著水準下，重整聲請對股東財富並無影響之虛無假設在雙尾檢定下遭到拒絕。

基於上述分析，就第一組待驗證臆說而言，其對立假設得到強力之實證支持。換言之，在公司提出重整聲請後，平均累積異常報酬(ACAR)不僅沒有止跌回升之跡象，還呈現持續下滑的現象：重整聲請公司，在重整聲請提出期間，其股東財富持續減少。本研究實證結果顯示，公

<sup>2</sup>根據資料顯示，重整失敗之公司往往在法院裁定重整終止前就以下市收場，另因樣本重整公司多數於下市時已無交易資料，故本研究以樣本公司最終交易日當作重整終止組觀察期之結束日。在進行第2個事件日之實證分析時，駁回重整組通常於法院駁回重整聲請不久後下市，縱使獲准重整公司亦不乏於法院准予重整不久後下市。倘發生上述情事，本研究即以樣本公司最終交易日當作觀察期之結束日。

司重整之聲請，並未如預期產生「資產再生」之效果，此一結果與 Yen, Chen & Lee (2008)之實證結果相一致。

表 4-1 重整聲請全體樣本公司之平均累積異常報酬(ACAR)彙總表

日期	聲請重整公司		
	樣本數	ACAR	t 值
P-10	51	-0.47	-0.87
P-9	51	-2.20**	-2.48
P-8	51	-3.73***	-2.85
P-7	51	-5.42***	-3.16
P-6	51	-6.51***	-3.06
P-5	51	-8.01***	-3.18
P-4	51	-8.78***	-3.03
P-3	51	-10.11***	-3.09
P-2	51	-10.64***	-3.12
P-1	51	-12.50***	-3.52
P	51	-15.73***	-4.11
P+1	51	-18.68***	-4.69
P+2	51	-19.12***	-3.76
P+3	51	-20.27***	-4.73
P+4	51	-22.64***	-5.05
P+5	51	-25.48***	-5.45
P+6	51	-26.90***	-5.52
P+7	51	-28.91***	-5.55
P+8	51	-30.70***	-5.60
P+9	51	-32.75***	-5.73
P+10	51	-34.15***	-5.84

備註：1.實證資料取自 Yen, Chen & Lee (2008)，樣本涵蓋期間為民國 55 年 1 月 1 日至民國 93 年 8 月 31 日。加入晚近資料後，樣本涵蓋期間為民國 55 年 1 月 1 日至民國 97 年 12 月 31 日。有關本文實證資料與 Yen, Chen & Lee (2008)乙文實證資料間之稍許差異，詳見附錄一。

2. P 表重整聲請日。

3. \* 表在 0.10 顯著水準下顯著；

\*\* 表在 0.05 顯著水準下顯著；

\*\*\* 表在 0.01 顯著水準下顯著。



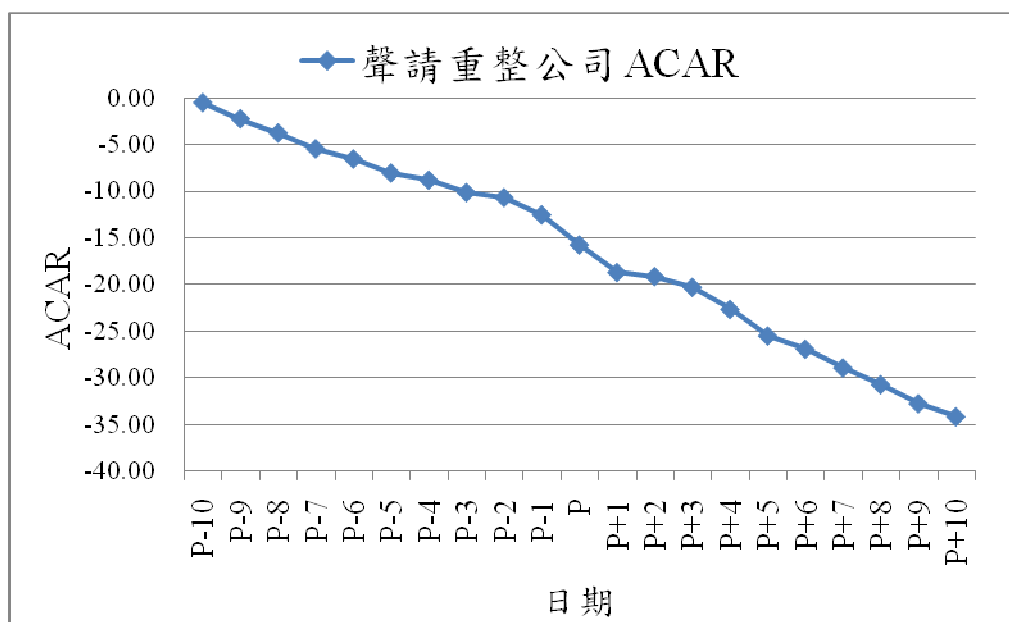


圖 4-1 重整聲請全體樣本公司於提出重整聲請前後之 ACAR 走勢圖

## (二) 「法院裁定」之股東財富效果

### 1. 核准重整公司與駁回重整公司

針對第二組待驗證臆說之一進行統計檢定，並將實證結果彙總於表4-2。表4-2之實證結果係經由下述之實證步驟而得：1.先將本研究所蒐集而來之重整聲請樣本公司分為核准重整組、駁回重整組以及自行撤回組；2.透過經市場風險調整之事件研究法，以重整宣告前600~300天為基期，分別估算核准重整組、駁回重整組樣本公司於事件期間(重整聲請前15天至法院裁定後190天)之平均累積異常報酬(ACAR)；3.根據步驟二所求得兩組樣本之平均累積異常報酬(ACAR)，進一步檢定兩組間之差異在統計上是否具有顯著性。

從表4-2、圖4-2 可以得知，經根據樣本公司之股價報酬率資料計算，此一部分，實證結果如下：在事件觀察期間內，兩組樣本公司之平均累積異常報酬(ACAR)均呈現下滑的現象。其中，就全段觀察期而言，核准重整公司之ACAR值為-22.97% ( $t=-1.35$ )，而駁回重整公司之ACAR值為-100.90% ( $t=-1.98$ )，在0.10之顯著水準下，對應單尾檢定0.10顯著水準之臨界值 $t$ 為-1.298，故知兩組ACAR值與零之差異均達統計顯著性。另兩組組間比較之ACAR值相差77.94% ( $t=1.44$ )，而對應單尾檢定0.10顯著水準之臨界值 $t$ 為1.298。經上述之組間比較，核准重整組公司之ACAR等於駁回重整組公司之ACAR之虛無假設在單尾檢定下遭到拒絕。

根據重整制度之設計，提出重整聲請之公司只能靜候法院之裁定。本研究實證結果顯示：「法院裁定“准予重整”可帶給重整聲請公司跌幅較小之平均累積異常報酬(ACAR)。因而，對股東而言，獲准重整較為有利。」換言之，核准重整組公司之股東財富變動明顯優於駁回重整組公司之股東財富變動，與預期相符。基於上述分析，就第二組待驗證臆說之一而言，其對立假設得到實證上之支持。此一結果與Yen, Chen & Lee (2008)之實證結果相一致。

表 4-2 核准重整公司與駁回重整公司之平均累積異常報酬(ACAR)彙總表

日期	核准重整公司			駁回重整公司			差額	
	樣本數	ACAR(1)	t 值	樣本數	ACAR(2)	t 值	ACAR(1)- ACAR(2)	t 值
P-15	19	-1.26**	-2.14	16	-0.91	-0.71	-0.35	-0.25
P-1	19	-16.17***	-3.22	16	-14.98**	-1.77	-1.20	-0.12
P	19	-17.94***	-3.37	16	-19.25**	-2.14	1.31	0.13
D-1	19	-26.24**	-2.09	16	-66.73**	-1.70	40.50	1.02
D	19	-24.33**	-1.89	16	-68.43**	-1.75	44.10	1.11
D+1	19	-22.48**	-1.73	16	-75.29**	-1.88	52.80*	1.31
D+30	19	-18.68	-1.01	16	-93.99**	-2.06	75.32*	1.57
D+50	19	-25.35*	-1.31	16	-96.10**	-2.00	70.75*	1.41
D+70	19	-29.49*	-1.43	16	-86.78**	-1.78	57.29	1.11
D+90	19	-34.64**	-1.74	16	-90.37**	-1.81	55.74	1.07
D+110	19	-30.54*	-1.55	16	-90.74**	-1.82	60.21	1.16
D+130	19	-25.43	-1.23	16	-100.14**	-2.06	74.71*	1.45
D+150	19	-25.94	-1.28	16	-96.44**	-2.04	70.50*	1.41
D+170	19	-24.04	-1.15	16	-102.90**	-2.08	78.86*	1.51
D+190	19	-22.97*	-1.35	16	-100.90**	-1.98	77.94*	1.44

備註：1.資料來源：同表 4-1。

2. P 表重整聲請日；D 表法院裁定日。

3. \* 表在 0.10 顯著水準下顯著；

\*\* 表在 0.05 顯著水準下顯著；

\*\*\* 表在 0.01 顯著水準下顯著。

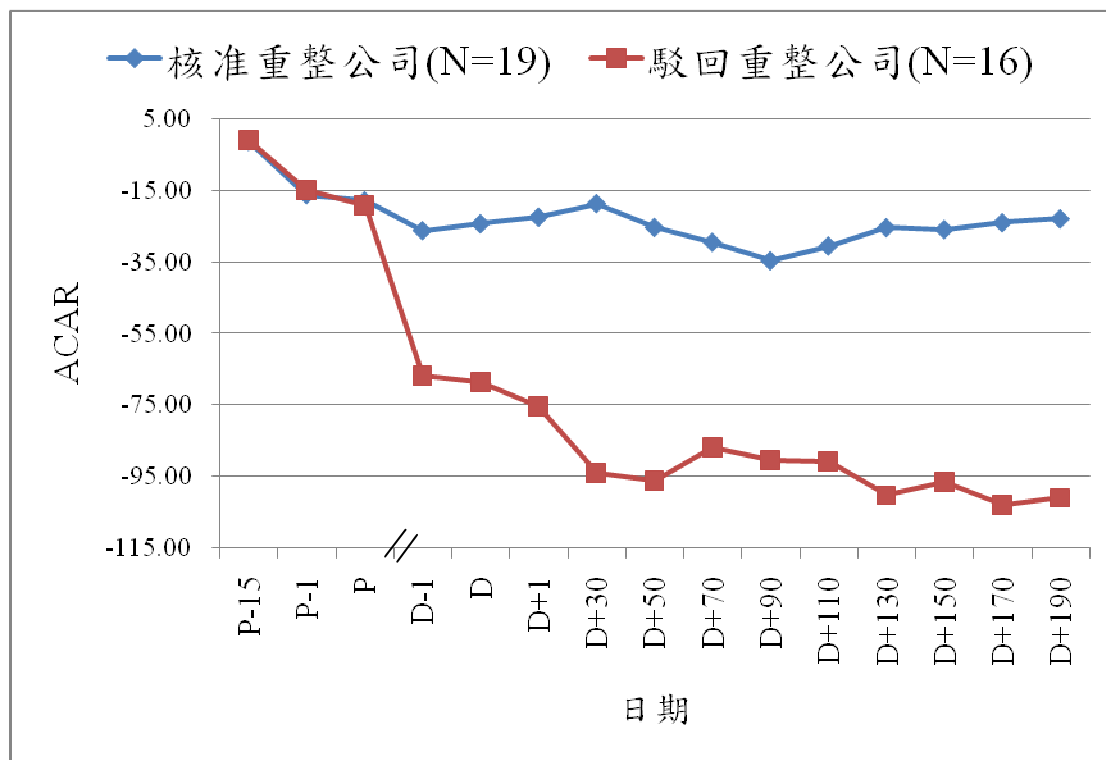


圖 4-1 核准重整公司與駁回重整公司之 ACAR 走勢圖

## 2. 核准重整公司與自行撤回公司

針對第二組待驗證臆說之二進行統計檢定，從表4-3、圖4-3 可以得知，實證結果如下：在事件觀察期間內，兩組樣本公司之平均累積異常報酬(ACAR)並無明顯趨勢。其中，就全段觀察期而言，核准重整公司之ACAR值為-22.97% ( $t=-1.35$ )，而自行撤回公司之ACAR值為5.38% ( $t=0.08$ )。易言之，兩組組間比較之ACAR值相差28.34% ( $t=-0.41$ )，而對應單尾檢定0.10顯著水準之臨界值 $t$ 為-1.298。於此可知，自行撤回組相較於核准重整組，有較佳之平均累積異常報酬(ACAR)，惟其間之差異未達統計之顯著性。

本研究實證結果顯示：「自行撤回公司之股東財富變動擁有優於但未顯著異於核准重整公司之股東財富變動，與預期相符。」可能的解釋，是因為若干自行撤回公司已經由其它途徑化解財務危機，因而抵消了因預期會遭法院駁回而自行撤回之不利影響，因此與獲准重整之樣本公司之股東財富變動並未出現明顯的差異。基於上述分析，就第二組待驗證臆說之二而言，其虛無假設並未遇到實證上之拒絕。此一結果與 Yen, Chen & Lee (2008)之實證結果相一致。

表 4-3 核准重整公司與自行撤回公司之平均累積異常報酬(ACAR)彙總表

日期	核准重整公司			自行撤回公司			差額	
	樣本數	ACAR(1)	t 值	樣本數	ACAR(2)	t 值	ACAR(1)-ACAR(2)	t 值
P-15	19	-1.26**	-2.14	16	-2.66**	-2.51	1.40*	1.37
P-1	19	-16.17***	-3.22	16	-22.05**	-2.21	5.87	0.54
P	19	-17.94***	-3.37	16	-25.96**	-2.42	8.01	0.68
D-1	19	-26.24**	-2.09	16	-27.00	-0.73	0.76	0.02
D	19	-24.33**	-1.89	16	-24.59	-0.66	0.26	0.01
D+1	19	-22.48**	-1.73	16	-21.37	-0.57	-1.12	-0.03
D+30	19	-18.68	-1.01	16	-9.25	-0.19	-9.42	-0.18
D+50	19	-25.35*	-1.31	16	-17.41	-0.34	-7.94	-0.15
D+70	19	-29.49*	-1.43	16	-17.64	-0.34	-11.86	-0.22
D+90	19	-34.64**	-1.74	16	-13.93	-0.27	-20.70	-0.38
D+110	19	-30.54*	-1.55	16	-19.96	-0.36	-10.58	-0.19
D+130	19	-25.43	-1.23	16	-21.15	-0.37	-4.28	-0.07
D+150	19	-25.94	-1.28	16	-14.89	-0.24	-11.05	-0.18
D+170	19	-24.04	-1.15	16	-13.25	-0.21	-10.79	-0.17
D+190	19	-22.97*	-1.35	16	5.38	0.08	-28.34	-0.41

備註：1.資料來源：同表 4-1。

2. P 表重整聲請日；D 表法院裁定日。

3. \* 表在 0.10 顯著水準下顯著；

\*\* 表在 0.05 顯著水準下顯著；

\*\*\* 表在 0.01 顯著水準下顯著。

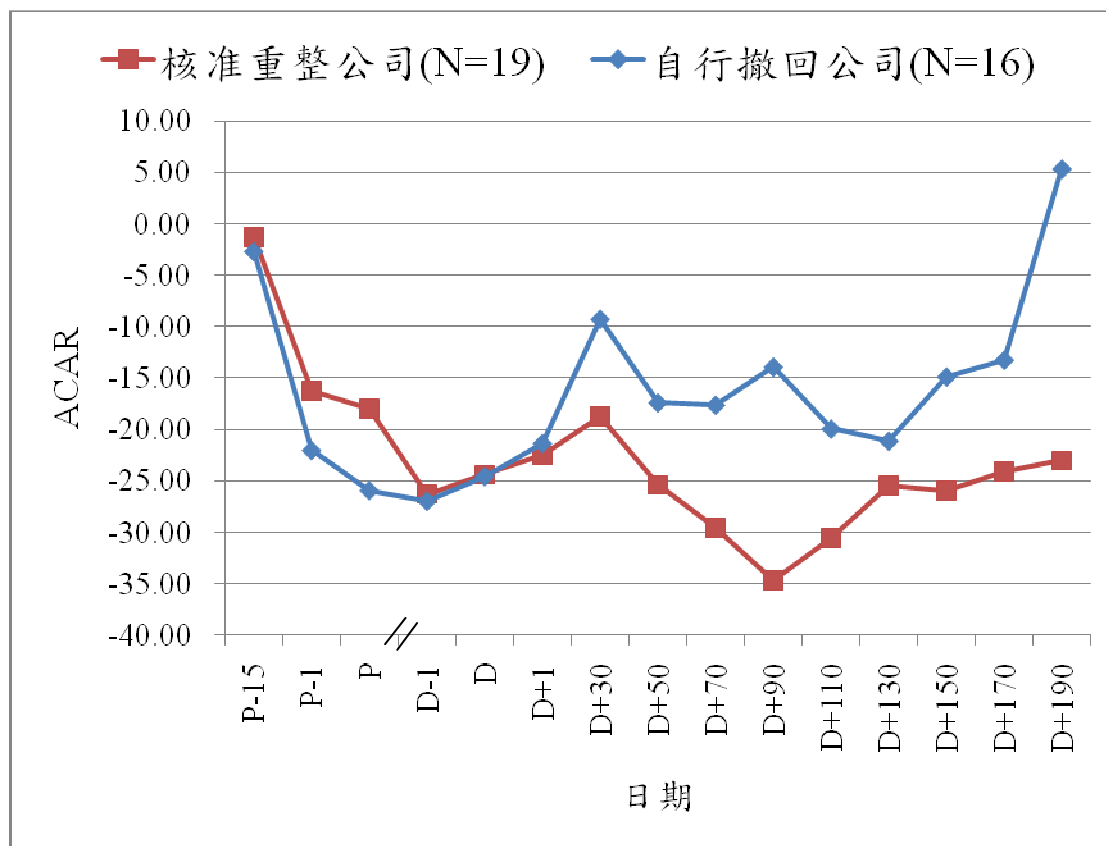


圖4-2 核准重整公司與自行撤回公司之ACAR走勢圖

### 3. 自行撤回公司與駁回重整公司

針對第二組待驗證臆說之三進行統計檢定，從表4-4、圖4-4 可以得知，實證結果如下：在全段事件觀察期間內，兩組樣本公司之平均累積異常報酬(ACAR)均呈現下滑的現象。其中，就觀察期而言，自行撤回公司之ACAR值為5.38% ( $t=0.08$ )，而法院駁回公司之ACAR值為-100.90% ( $t=-1.98$ )，而對應單尾檢定0.05顯著水準之臨界值 $t$ 為-1.676。於此可知，駁回重整組公司有顯著小於零之平均累積異常報酬(ACAR)，自行撤回組公司之平均累積異常報酬(ACAR)則未顯著異於零。另兩組組間比較之ACAR值相差106.28% ( $t=-1.71$ )，在0.05之顯著水準下，自行撤回公司之ACAR等於駁回重整公司之ACAR之虛無假設在單尾檢定下遭到拒絕。

根據重整制度之設計，提出重整聲請之公司只能靜候法院之裁定。本研究實證結果顯示：「若遭法院裁定駁回重整，其平均累積異常報酬(ACAR)將呈現下滑現象；與上述情形不同，自行撤回重整聲請之公司，則可能係部份公司因已取得其它救濟途徑而撤回，故本組全體平均累積異常報酬(ACAR)呈現小幅上揚。因而，對股東而言，自行撤回較為有利。」具體言之，自行撤回組公司之股東財富變動明顯優於駁回重整組公司之股東財富變動，與預期相符。基於上述分析，就第二組待驗證臆說之三而言，其對立假設得到實證上的支持。此一結果也與Yen, Chen & Lee (2008)之實證結果相一致。

表 4-4 自行撤回公司與駁回重整公司之平均累積異常報酬(ACAR)彙總表

日期	駁回重整公司			自行撤回公司			差額	
	樣本數	ACAR(1)	t 值	樣本數	ACAR(2)	t 值	ACAR(1)-ACAR(2)	t 值
P-15	16	-0.91	-0.71	16	-2.66**	-2.51	1.75*	1.52
P-1	16	-14.98**	-1.77	16	-22.05**	-2.21	7.07	1.02
P	16	-19.25**	-2.14	16	-25.96**	-2.42	6.71	0.96
D-1	16	-66.73**	-1.70	16	-27.00	-0.73	-39.73	-1.21
D	16	-68.43**	-1.75	16	-24.59	-0.66	-43.84*	-1.29
D+1	16	-75.29**	-1.88	16	-21.37	-0.57	-53.92*	-1.45
D+30	16	-93.99**	-2.06	16	-9.25	-0.19	-84.74**	-1.71
D+50	16	-96.10**	-2.00	16	-17.41	-0.34	-78.69*	-1.58
D+70	16	-86.78**	-1.78	16	-17.64	-0.34	-69.14*	-1.44
D+90	16	-90.37**	-1.81	16	-13.93	-0.27	-76.44*	-1.52
D+110	16	-90.74**	-1.82	16	-19.96	-0.36	-70.79*	-1.42
D+130	16	-100.14**	-2.06	16	-21.15	-0.37	-78.99*	-1.51
D+150	16	-96.44**	-2.04	16	-14.89	-0.24	-81.55*	-1.52
D+170	16	-102.90**	-2.08	16	-13.25	-0.21	-89.65*	-1.57
D+190	16	-100.90**	-1.98	16	5.38	0.08	-106.28**	-1.71

備註：1.資料來源：同表 4-1。

2. P 表重整申請日；D 表法院裁定日。

3. \* 表在 0.10 顯著水準下顯著；\*\*表在 0.05 顯著水準下顯著。

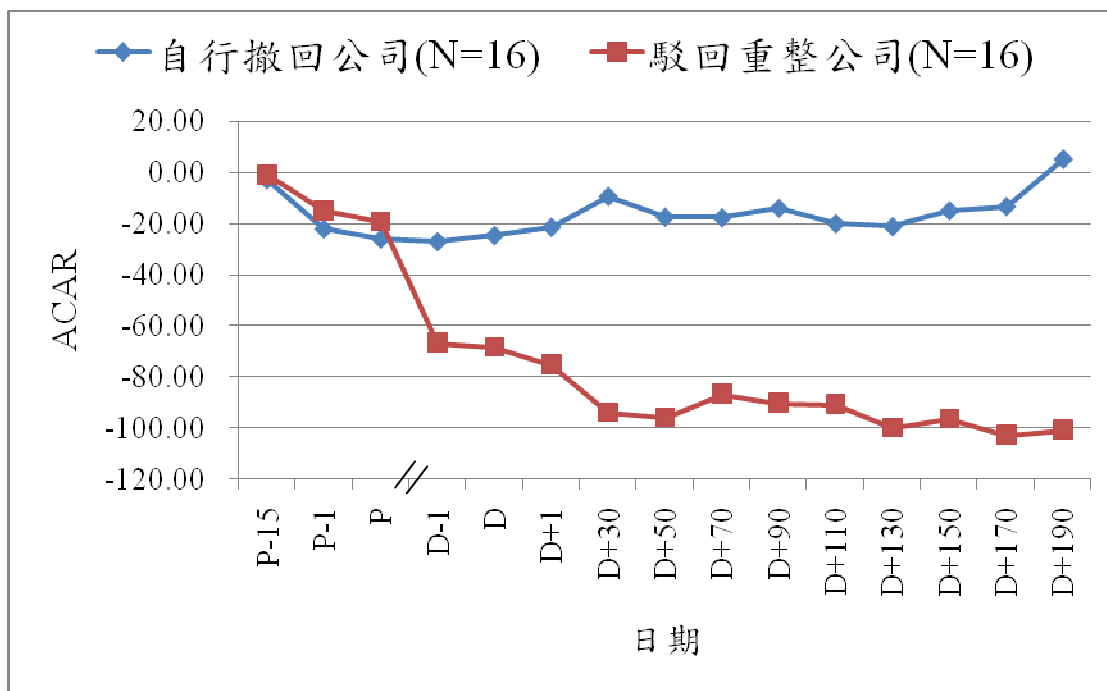


圖 4-3 自行撤回公司與駁回重整公司之 ACAR 走勢圖

### (三)「重整完成/重整終止」之股東財富效果

針對第三組待驗證之臆說進行統計檢定，並將實證結果彙總於表4-5。表4-5之實證結果係經由下述之實證步驟而得：1.先就本研究所蒐集19家獲准重整之樣本公司，將其細分為「重整完成」與「重整終止」兩組子樣本；2.透過經市場風險調整之事件研究法，以重整宣告前600~300天為基期，分別估算兩子樣本於事件期間(重整完成日/重整終止日前20日至第三個事件日當天)之平均累積異常報酬(ACAR)；3.根據步驟二所求得之兩子樣本之平均累積異常報酬(ACAR)，進一步檢定兩組間之差異在統計上是否具有顯著性。

從表4-5、圖4-5 可以得知，經根據樣本公司之股價報酬率資料計算，此一部份，實證結果如下：在全段事件觀察期間內，重整完成之樣本公司之平均累積異常報酬(ACAR)呈小幅上漲之現象，重整終止組樣本公司則呈現下滑之趨勢：重整完成組公司之ACAR值為8.92% ( $t=4.32$ )；而重整終止組公司之ACAR值則為-41.70% ( $t=-3.96$ )。而對應單尾檢定0.01顯著水準之臨界值 $t$ 為-2.40，故可知，兩組ACAR值相較於零均達統計顯著性。另兩組組間之ACAR相差達50.62% ( $t=2.40$ )，在0.01顯著水準下，可見兩組ACAR之差異達統計顯著性。換言之，重整完成公司之ACAR等於重整終止公司之ACAR之虛無假設在單尾檢定下遭到拒絕。

本研究實證結果顯示：「如完成重整，平均累積異常報酬(ACAR)將隨重整完成而大幅上漲；反之，如終止重整，則平均累積異常報酬(ACAR)將隨重整終止而持續下滑。」具體言之，重整完成公司之股東財富變動明顯優於重整終止公司之股東財富變動，與預期相符。基於上述分析，就第三組待驗證臆說而言，其對立假設得到實證上的支持。此一結果也與 Yen, Chen & Lee (2008)之實證結果相一致。

表 4-5 重整完成公司與重整終止公司之平均累積異常報酬(ACAR)彙總表

日期	重整完成公司			重整終止公司			差額	
	樣本數	ACAR(1)	$t$ 值	樣本數	ACAR(2)	$t$ 值	ACAR(1)-ACAR(2)	$t$ 值
F-20	4	1.39	0.59	12	-0.93	-0.64	2.32	0.72
F-19	4	1.04	0.36	12	-3.98**	-1.91	5.03	1.11
F-18	4	1.11	0.49	12	-5.71**	-1.91	6.83	1.11
F-17	4	-0.52	-0.21	12	-7.73**	-2.39	7.21	1.08
F-16	4	-3.25**	-1.91	12	-9.47**	-2.32	6.22	0.76
F-15	4	-2.05	-1.20	12	-12.32***	-2.44	10.27	1.01
F-14	4	-1.71**	-1.74	12	-16.10***	-2.98	14.39*	1.33
F-13	4	-0.94	-0.54	12	-19.05***	-3.42	18.10*	1.62
F-12	4	-0.74	-0.45	12	-20.83***	-3.48	20.09**	1.67
F-11	4	1.30	0.71	12	-23.87***	-4.04	25.16**	2.12
F-10	4	3.19	1.11	12	-25.84***	-4.15	29.03**	2.31
F-9	4	3.46	0.88	12	-26.75***	-3.69	30.21**	2.05

F-8	4	4.60**	1.70	12	-25.59***	-3.39	30.19**	1.99
F-7	4	5.16**	1.77	12	-23.28***	-3.24	28.43**	1.97
F-6	4	4.66**	1.72	12	-25.24***	-3.56	29.90**	2.10
F-5	4	2.98	0.79	12	-27.37***	-3.64	30.35**	2.00
F-4	4	4.95*	1.68	12	-29.17***	-3.72	34.11**	2.16
F-3	4	4.14*	1.49	12	-31.31***	-3.79	35.45**	2.13
F-2	4	4.08**	1.76	12	-33.54***	-3.72	37.63**	2.08
F-1	4	5.43*	1.68	12	-38.71***	-4.07	44.14**	2.31
F	4	8.92***	4.32	12	-41.70***	-3.96	50.62***	2.40

備註：1.資料來源：同表 4-1。

2. F 表重整終結日(完成重整日或終止重整日)。

3. \* 表在 0.10 顯著水準下顯著；

\*\* 表在 0.05 顯著水準下顯著；

\*\*\*表在 0.01 顯著水準下顯著。

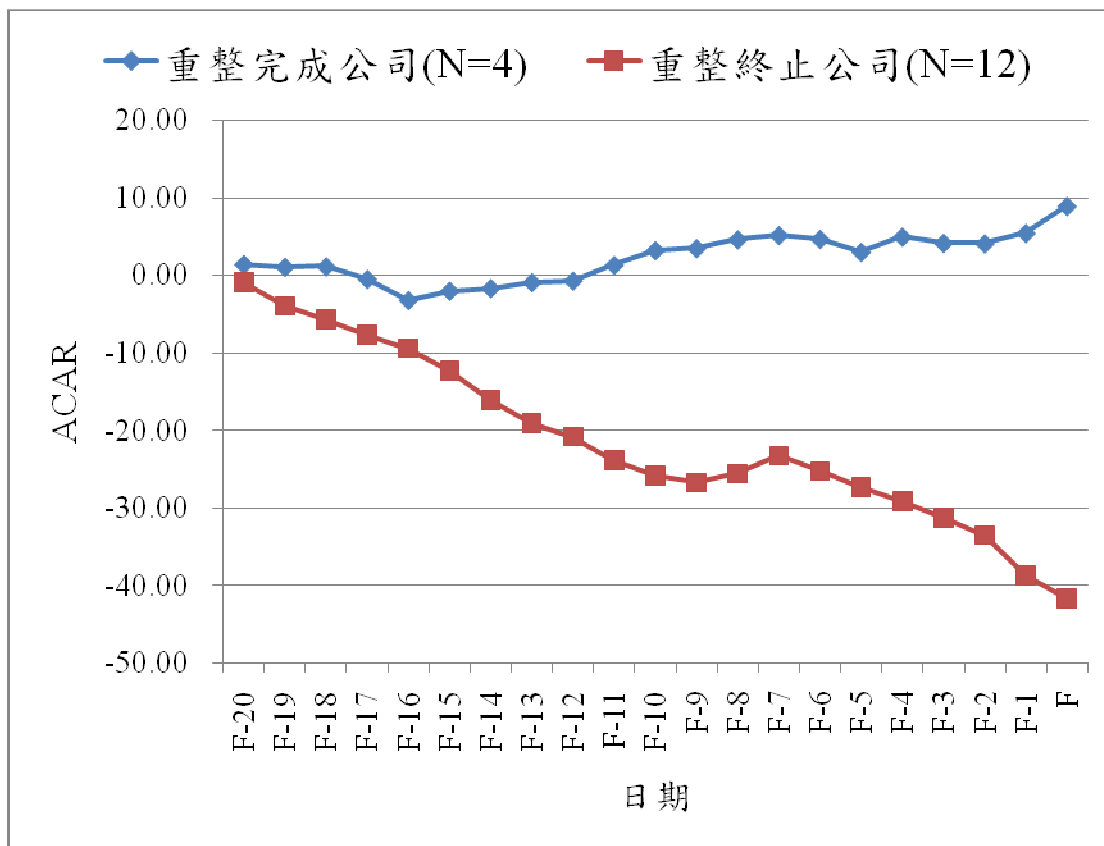


圖 4-4 重整完成公司與重整終止公司之 ACAR 走勢圖



#### (四)「抗告」之股東財富效果

在重整聲請過程中，假如不服地方法院裁定結果，裁定後原董事會、債權銀行還可向高等法院提出抗告，以期獲得重行裁定之機會。基於以上說明，本後續研究爰進一步探討重整聲請公司提出抗告對股東財富之可能影響，並將實證結果彙總於表5-1。表5-1之實證結果係經由下述之實證步驟而得：1.先就本研究所蒐集之全體樣本公司，在重整聲請過程中，曾提出抗告之上市公司，透過經市場風險調整之事件研究法，以重整聲請宣告前600~300天為基期，估算各樣本公司於提出抗告期間(提出抗告前後10個交易日)之平均累積異常報酬(ACAR)；2.根據步驟一求得樣本公司在提出抗告期間股東財富之變動與股東財富變動為零間之差異，在統計上是否具有顯著性。

從表5-1、圖5-1 可以得知，經根據全體樣本公司中曾提出抗告公司之股價報酬率資料計算，此一部分，實證結果如下：在事件觀察期間內，抗告樣本公司之平均累積異常報酬(ACAR)呈現下滑的現象。就觀察期而言，抗告樣本公司在提出抗告當日之平均累積異常報酬(ACAR)為-14.94%，並在提出抗告後十日持續惡化至-33.75% ( $t=-2.23$ )。而對應雙尾檢定0.01顯著水準之臨界值 $t$ 為-1.96，由此可知，曾提出抗告之子樣本公司於抗告提出期間股東財富之減損達統計顯著性。

基於上述分析，就抗告效果而言，在公司不服裁定結果提出抗告後，平均累積異常報酬(ACAR)不僅沒有止跌回升之跡象，還呈現持續下滑的現象，其股東財富持續減少。換言之，重整聲請公司提出抗告，無法帶來「止跌回升」之效果。另與重整聲請前基準期之預期報酬相較，亦未能產生「起死回生」之效果。

表 5-1 曾提出抗告子樣本公司之平均累積異常報酬(ACAR)彙總表

日期	抗告公司		
	樣本數	ACAR	$t$ 值
C-10	10	-1.89**	-1.37
C-9	10	-1.90	-0.84
C-8	10	-2.00	-0.65
C-7	10	-2.05	-0.68
C-6	10	-3.13	-1.10
C-5	10	-3.99**	-1.39
C-4	10	-5.06**	-1.33
C-3	10	-6.92**	-1.47
C-2	10	-7.75*	-1.29
C-1	10	-11.04**	-1.67
C	10	-14.94***	-2.00
C+1	10	-18.13***	-2.12
C+2	10	-20.41***	-2.16

C+3	10	-22.32***	-2.20
C+4	10	-24.29***	-2.28
C+5	10	-25.72***	-2.19
C+6	10	-26.77***	-2.05
C+7	10	-28.16***	-2.12
C+8	10	-30.15***	-2.21
C+9	10	-32.89***	-2.35
C+10	10	-33.75***	-2.23

備註：1.資料來源：本研究。  
 2. C 表提出抗告日。  
 3. \* 表在 0.10 顯著水準下顯著；  
 \*\* 表在 0.05 顯著水準下顯著；  
 \*\*\*表在 0.01 顯著水準下顯著。

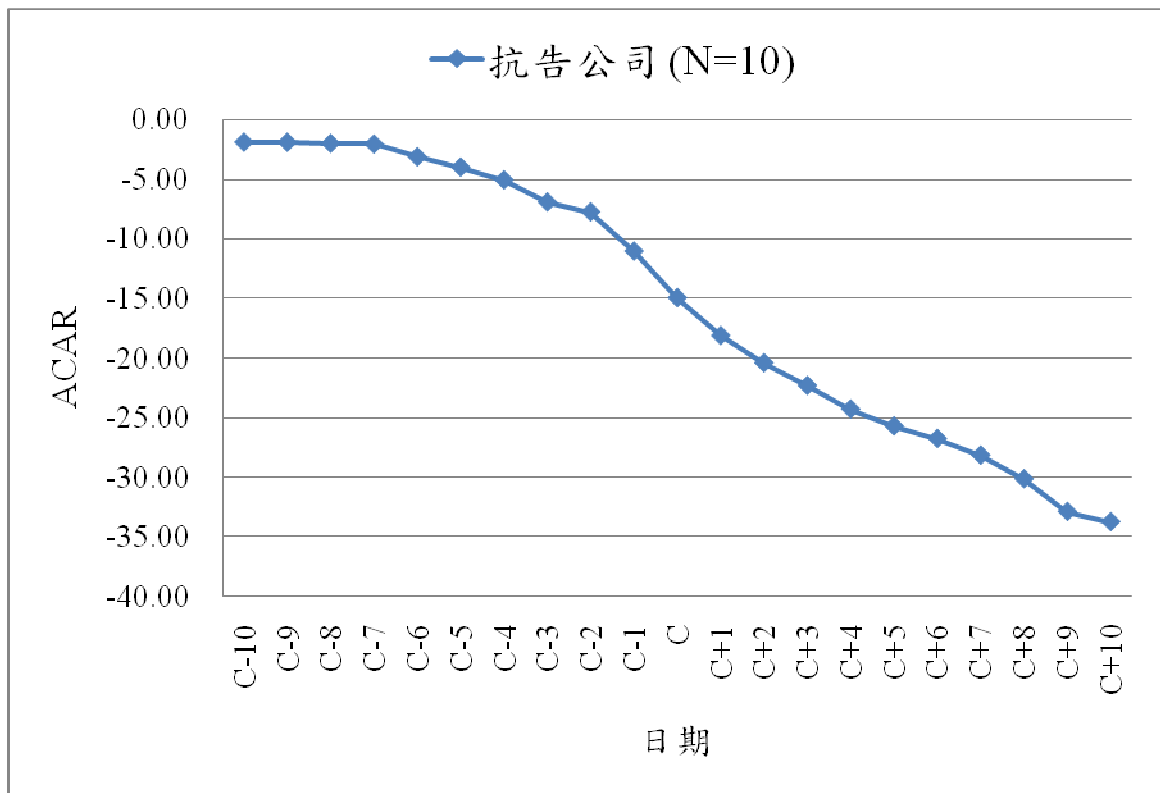


圖 5-1 曾提出抗告子樣本公司提出抗告前後之 ACAR 走勢圖

## 五、結論

本篇論文嘗試於更新實證資料後，重新檢視公司重整對股東財富之影響。民國 55 年設置重整制度以降，以迄於民國 97 年這段期間，本研究蒐集到臺灣地區共計有 51 家曾提出重整聲請之財務困難公司，經由三個事件日，即重整聲請日、法院裁定日以及重整終結日(完成重整日或終止重整日)，觀察這三個事件日附近之平均累積異常報酬(ACAR)之變動，以探討股東財富變動效果。本後續研究同時蒐集全體樣本公司在重整聲請過程中，曾提出抗告之公司，以瞭解抗告對股東財富之可能影響。

本篇研究獲致如下之實證發現：一、就第一個事件日，即重整聲請日而言，公司重整之聲請，並未能產生「資產再生」之效果。二、就第二個事件日，即法院裁定日而言，法院准予重整的公司之平均累積異常報酬(ACAR)之跌幅明顯小於法院駁回重整的公司之跌幅，對股東而言，較為有利。另就自行撤回公司在自行撤回日附近而言，較法院准予重整的公司而言，有較為優異的平均累積異常報酬(ACAR)。三、就第三個事件日，即重整終結日而言，重整完成組平均累積異常報酬(ACAR)會大幅翻升，而重整終止組平均累積異常報酬(ACAR)會出現持續下滑。上述這三個事件日於更新實證資料下之實證結果，皆與 Yen, Chen & Lee (2008)之實證結果完全一致，且均與預期相符。另就抗告效果而言，重整聲請公司提出抗告之後，提出抗告樣本公司之平均累積異常報酬(ACAR)仍持續下滑，造成股東財富持續減少。

## 附 錄

&lt;&lt;附錄一&gt;&gt; 樣本公司彙總表

公司名稱	聲請日	裁定日	重整完成日/重整終止日(終止上市日)
核准公司			
裕成企業	66.11.16	67.08.31	73.01.20 終止重整
和信興實業	70.03.21	70.12.09	84.03.10 終止上市
津津	71.11.04	72.08.30	82.11.04 完成重整
合發興業	71.12.20	72.11.01	84.10.03 完成重整
寶隆紙業	72.09.18	73.03.31	79.10.15 完成重整
展群紡織	72.11.08	76.11.23	84.03.10 終止上市
中信	72.10.06	73.05.28	81.09.18 完成重整
復興木業	73.04.20	73.10.17	84.09.15 終止上市
永康工業	74.02.13	74.08.20	84.03.10 終止上市
大能	74.02.05	74.08.05	83.11.10 終止上市
楊鐵工廠	74.05.29	74.08.28	82.03.09 完成重整
國豐興業	74.06.11	74.11.22	78.11.20 完成重整
新竹玻璃	74.08.05	75.05.22	84.09.15 終止上市
新亞電器	75.05.31	75.10.16	84.09.15 終止上市
光男企業	84.05.23	85.02.14	86.09.30 終止上市
大穎	89.05.23	90.03.15	90.11.14 終止上市
元富鋁業	90.03.27	90.10.22	92.09.22 終止上市
順大裕	90.04.30	91.02.03	92.10.28 終止重整
尚德實業	90.12.21	91.06.21	93.11.01 終止上市
駁回公司			
裕和纖維	70.06.01	73.03.01	76.12.31 終止上市
新東紡織	72.11.14	73.06.14	84.03.10 終止上市
國泰塑膠	74.03.05	74.06.11	80.09.20 終止上市
國際海運	74.03.07	74.06.18	75.09.09 終止上市
台灣煉鐵	74.08.08	74.12.22	83.05.02 終止上市
同光企業	82.03.15	82.07.29	86.09.30 終止上市
東隆五金	87.10.14	88.01.11	88.07.22 終止上市,轉上櫃
大業工業	88.03.09	88.08.20	88.06.14 終止上市,轉上櫃 89.07.31 終止上櫃
紐新企業	88.09.03	88.10.30	89.06.15 終止上市,轉上櫃 91.11.22 終止上櫃
尖美建設	89.05.19	89.05.23	89.08.15 終止上市,轉上櫃 92.05.22 終止上櫃

瑞圓纖維	89.06.21	90.04.02	90.10.22 終止上市
三采建設	90.09.21	91.03.20	91.11.08 終止上市,轉上櫃 95.01.04 終止上櫃
惠勝實業	90.10.11	91.05.03	93.07.07 終止上市,轉上櫃 95.09.04 終止上櫃
羅馬磁磚	90.11.26	91.07.16	95.08.08 終止上市,轉上櫃 97.09.16 終止上櫃
長谷生活科技	90.12.28	91.07.11	92.01.22 終止上市
源益農畜	91.06.06	91.10.07	92.01.09 終止上市
自行撤回公司			
尚鋒興業	86.01.10	86.02.27	
新泰伸銅	87.11.20	89.03.01	
大中鋼鐵	88.02.10	88.03.18	
中強電子	88.04.21	88.08.09	
新燕紡織	88.05.21	88.06.03	
國賓瓷	88.05.24	88.06.07	
工礦	89.11.28	90.04.26	
中信權	89.11.28	90.04.25	
東雲	90.05.21	90.11.23	
志聯工業	90.11.22	91.05.06	
亞瑟	90.12.18	91.03.26	
千興鋼鐵	90.12.20	91.05.07	
台一國際	91.01.02	91.05.21	
寶成建設	91.04.25	91.09.13	
衛道科技	93.08.09	94.02.01	
大魯閣纖維	94.04.04	94.08.17	

資料來源:

1. 本研究之實證資料係以 Yen, Chen & Lee (2008)之實證資料為主幹，經重行確認並將實證資料展延至 2008 年以及另行蒐集曾提出抗告之公司。
2. 經確認後與先前資料不符者如下:
  - (1) 核准重整公司部分：包括「中信」一家樣本公司之重整聲請日、「國豐興業」一家樣本公司之法院裁定日與「裕成企業」、「順大裕」兩家樣本公司之重整終結日與原資料不符；另新增「大穎」、「元富鋁業」、「尚德實業」等三家樣本公司。
  - (2) 駁回重整公司部分：新增「新東紡織」、「同光企業」、「東隆五金」、「三采建設」、「惠勝實業」、「羅馬磁磚」、「紐新企業」、「瑞圓纖維」等八家樣本公司。
  - (3) 自行撤回公司部分包括「大中鋼鐵」一家樣本公司之重整聲請日與原資料不符；另新增「新泰伸銅」、「寶成建設」、「衛道科技」、「大魯閣纖維」等四家樣本公司。

&lt;&lt;附錄二&gt;&gt; 曾提出抗告子樣本公司彙總表

公司名稱	抗告人	抗告日	裁定日
提出抗告後更改原裁定公司			
新東紡織	原董事會	73.07.04	74.04.22
同光企業	原董事會	82.10.26	83.03.25
東隆五金	原董事會	88.01.14	88.04.28
提出抗告後維持原裁定公司			
台灣煉鐵	原董事會	74.12.26	75.08.28
紐新企業	原董事會	88.11.11	89.01.04
長谷生活科技	原董事會	91.07.12	91.10.22
源益農畜	原董事會	91.11.07	91.12.12
提出抗告後自行撤回公司			
三采建設	原董事會	91.03.29	92.03.14
惠勝實業	原董事會	91.05.09	91.08.26
羅馬磁磚	原董事會	91.07.18	91.08.20

資料來源：同附錄一，本研究之實證資料係以 Yen, Chen & Lee (2008)之實證資料為主幹，經重行確認並將實證資料展延至 2008 年以及另行蒐集曾提出抗告之公司。

備註：

1. 提出抗告後才獲法院更改原裁定者共 4 家，續遭法院駁回者共 9 家，自行撤回者共 3 家，後又因股價資料不完整而剔除 1 家獲法院更改原裁定者(誠洲電子)，以及 5 家遭法院維持原裁定者(大業工業、瑞圓纖維、民興國際開發、陞技電腦、中國力霸)，因而抗告效果之分析最後共使用 10 家樣本公司：3 家提出抗告後更改原裁定公司；4 家提出抗告後維持原裁定公司；3 家提出抗告後自行撤回公司。
2. 美式家具與三采建設兩家樣本公司，由債權銀行為抗告人所提出之抗告，然此兩家樣本公司於抗告後無完整股價資料，故予剔除。
3. 有關重整聲請公司，於提出抗告後又自行撤回之原因：三采建設向法院聲請之重整案，經公司管理階層基於經營現實及與各債權機構達成初步協議，故向台灣高等法院撤回抗告案。惠勝實業經過多次協商已大致與銀行團達成支持公司之共識，故向法院撤回抗告案。羅馬磁磚因與銀行團已達成協議，於是向台灣高等法院提出撤回抗告案。

## 參考書目

### 中文部分

1. 顏吉利，2004，公司重整對股東財富之影響－台灣地區上市公司之實證分析，行政院國家科學委員會專題研究計畫計畫書。
2. 顏吉利，2005，公司重整對股東財富之影響－台灣地區上市公司之實證分析，行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告。

### 英文部分

1. Bradley, M., and G. A. Jarrell, 1981, "Firm Risk, Default and Optimal Capital Structure," Working Paper, No. GPB 81-5, Graduate School Management, University of Rochester.
2. Brown, D., 1997, "Liquidity and Liquidation: Evidence from Real Estate Investment Trusts," *Journal of Finance*, 55, pp.469-485
3. Bradley, M., and M. Rosenzweig, 1992, "The Untenable Case for Chapter 11," *Yale Law Journal*, 101, PP.1043-1095.
4. Chen, Y., Weston, F., and E. Altman, 1995, "Financial Distress and Restructuring Model," *Financial Management*, 24, pp.57-75.
5. Helwege, J., and F. Packer, 2003, "Determinants of the Choice of Bankruptcy Procedure in Japan," *Journal of Financial Intermediation*, 12, pp. 96-120.
6. Hotchkiss, E. S., 1995, "Post-bankruptcy Performance and Management Turnover," *Journal of Finance*, 50, pp. 3-21.
7. Jensen, M. C., and C. W. Smith, Jr., 1984, "The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview," in Jensen, M. C., and C. W. Smith, Jr.,(eds.), *The Modern Theory of Corporate Finance*. New York, N.Y., : McGraw-Hill, pp.1-20.
8. Khanna, N., and A. Poulsen, 1995, "Managers of Financially Distressed Firms: Villains or Scapegoats?" *Journal of Finance*, 50, pp. 919-940.
9. Li, D. D., and S. Li, 1999, "An Agency Theory of the Bankruptcy Law," *International Review of Economics and Finance*, 8, pp.1-24.
10. Mackinlay, A. C., 1997, "Event Studies in Economics and Finance" *Journal of Economic Literature*, 35, pp. 13-40.
11. Miller, M., 1977, "The Wealth Transfers of Bankruptcy: Some Illustrative Examples," *Law and Contemporary Problems*, 41, pp. 1-38.
12. Pulvino, T., 1998, "Do Asset Fire-sales Exist? An Empirical Investigation of Commercial Aircraft Transactions," *Journal of Finance*, 53, pp. 939-978.
13. Pulvino, T., 1999, "Effects of Bankruptcy Court Protection on Asset Sales," *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 151-186.
14. Warner, J. B., 1977, "Bankruptcy Costs: Some Evidence," *Journal of Finance*, 32, pp.337-347.
15. Yen, G., C. Chen, and Y. Lee, 2008, "Shareholder Wealth Change in the Wake of Corporate Reorganization: Court-approved vs. Court-dismissed vs. Self-withdrawn Groups", mimeographed.