臺大管理論叢 2011/6
第 21 卷第 2 期 157-186

台灣海外可轉債發行後轉換價格重設對股東價值之影響

The Effect of Conversion Price Downward Resetting on the Value of Convertible Bond Issuing Companies in Taiwan

李存修／國立臺灣大學財務金融學系教授
Tsun-Siou Lee, Professor, Department of Finance, National Taiwan University

胡星陽／國立臺灣大學財務金融學系教授
Shing-Yang Hu, Professor, Department of Finance, National Taiwan University

王瑪如／國立高雄第一科技大學財務管理系副教授
Ma-Ju Wang, Associate Professor, Department of Finance, National Kaohsiung First University of Science and Technology

Received 2009/2, Final revision received 2010/3

摘 要

可轉換公司債的轉換價格向下重設使轉換比率提高，預期每股盈餘會被稀釋，但轉換價格的調降也使轉換的可能性升高，減緩償債壓力。我們發現公司宣告重設轉換價格時，市場反應並不顯著，但重設生效日的事件效果則顯著為負，此時盈餘稀釋效果大於債務緩和效果。比較發行日與重設轉換價格日兩個期間的營運績效顯示，重設期間之績效相對於發行時都是衰退的。

一般而言，重設轉換價格下降之幅度愈大，對股東愈不利，但是對於營運現金流量衰退幅度較大之公司，包括向下重設幅度接近法定兩成上限之公司，可能面臨較嚴重的償債壓力，當重設的幅度愈大，轉換可能性愈高，償還本息的壓力愈小，重設日之股票異常報酬卻是正的，顯示此時股東重視債務緩和更勝於盈餘被稀釋。

【關鍵字】可轉換公司債、轉換價格、重設條款

Abstract

It is not uncommon for convertible bonds to have a conversion-price reset option built in, especially in Taiwan. Downward resetting of conversion price raises the conversion ratio and hence induces heavier potential dilution on EPS upon conversion. On the other hand, downward resetting of CP also enhances the likelihood of conversion and therefore ease the cash flow burden of principal repayment. While the former, called dilution effect, is predicted to be negative, the latter, called debt alleviation effect, is predicted to be positive-on the underlying share price.

It is found in this paper, using Taiwanese data, that share prices do not react in any significant way around the announcement date of CP downward resetting. Share prices however do react negatively around the effective date of the resetting event, making dilution effect dominant over debt alleviation effect. After reviewing the operating performance between the CB issuing period and the CP resetting period, we find that sales growth, return on assets and operating cash flow have all been worsening off, which may explain the motivation behind the decision of CP downward resetting.

Intuitively, the higher the magnitude of CP downward resetting, the more the dilution effect will be. But for companies suffering from severe cash flow shortage, the opposite effect may prevail. In other words, when CP reset by close to 20% downward (the legal limit), share prices react positively to the event, i.e., debt alleviation effect becomes dominant.

【Keywords】convertible bond, conversion price, reset clause

臺灣大學會計期刊資料庫

壹、緒 論

從 1998 年至 2005 年台灣發行的海外可轉債其發行量與市場規模都居亞洲各國之冠。當時美元利率屢創新低，海外可轉債以零票面利率、低賣回收益率、高轉換溢價率之優勢，加上政府對海外可轉債之發行及次級市場流通寬鬆的措施下，在 2002 至 2004 年海外可轉債發行創造出顛峰量，佔歷年總發行量的八成。

海外可轉換公司債 (Euro-convertible Bond；ECB) 為吸引投資人購買，證券商輔導募集與發行有價證券自律規則中載明可轉債可於發行後一段時間重新檢視轉換價格，此由純債及選擇權組成之可轉債，因轉換價格重設使得選擇權執行有利之機會增加，讓公司得以更順利發行，投資人有更大的誘因去購買。該重設為公司得以時價之一定成數重新訂定轉換價格，時價為決定重新訂定轉換價格基準日前十、十五、二十個營業日普通股收盤之簡單算術平均數孰低者為準。轉換價格每次調整之下限以發行時轉換價格之八成為限，此為一般重設條款。故當股價此段期間表現不理想，依目前匯率可重新計算新的轉換價格，若較當初發行時依固定匯率計算的轉換價格低，即可在 20% 幅度內調降轉換價格。

2002 年 1 月在一波金融政策放寬中，自律規則中新增了特別重設條款，重新訂定之轉換價格調整下限得不受發行時轉換價格之八成限制，且按特別重設轉換股份，其得轉換期間至多不得超過七個營業日，期滿則回復適用該次重新訂定前之轉換價格。由於一般重設與特別重設條款可同時並存於同一份可轉債契約，而該重設對股東、債權人權益影響甚大，故公司董事會決議執行該條款時預期應對股價造成影響。

在整個 ECB 從募集資金到支付利息，倘若公司獲利不如預期，發行公司可藉轉換價格向下重設，吸引投資人轉換，降低負債減輕償債壓力，可轉債給予公司相當程度之融資彈性，但是此時也使股東、債權人之間的代理問題甚囂塵上，倘若公司重設轉換價格，使得轉換股權增加，則公司部份信用風險將轉由股東承受，又若轉換後出售股票可獲利也使得股票供給面增加，影響股價，而且轉換股權將造成股權、盈餘之稀釋，事實上形成股東財富移轉給原債權人。倘若內部人涉及輾轉迂迴投資海外可轉債，則仍為內部人與股東之代理問題。

重設條款有無，由發行公司自行決定。以下從三個觀點探討公司設置重設之考量。

一、吸引投資但償債信心不足

可轉債為一進可攻退可守的金融工具，但往往轉換權利的價值是投資人較重視的部份，這是對於公司過去績效表現及未來成長潛力的樂觀。公司發佈正面訊息以利發行無可厚非，但只有公司內部人知悉公司未來的前瞻性與風險，倘若公司對未來獲利不甚有保握，擔心轉換不成，反成為沉重的債務負擔，公司往往會有重設機制為自己

臺灣大學圖書館期刊資料庫

解套。從投資人的觀點，縱使展望未來，股價表現不甚明朗，但附有重設條款仍具吸引力。此重設決定權來自董事會，並非像市場認購權證由市場機制決定，故猶如給投資人一個保障。2000 年始，網路股泡沫化後，科技類股價跟著下跌，但公司仍有成長性需求投資，又股價不利現金增資，可轉換債附重設便成為炙手可熱的融資工具。此時有無重設也向市場發出訊息，沒有重設的發行公司明確地釋放了正面的訊號給市場；公司對未來現金流量有十足把握。有重設者，可能擔心未來之償還能力，欲利用重設吸引轉換，有機會不用清償本金。

二、內部人自身利益

公司內部人極容易利用 ECB 規範較寬鬆，透過包裝變成假外資購買自家發行的可轉債，配合當時開放證券商可操作可轉債選擇權部份之資產交換交易，將純債部份分離售予金融機構切斷可轉債背後的真正持有人，內部人只持有轉換權利的部份，透過自己董事會自行裁決重設轉換價格，內部人極易在此預先放空股票，鎖定轉換價差進行套利，日後拿到轉換股份再補回。這個灰色地帶，因有重設機制，牽涉到內部人之自身利益，形成公司內部人與股東之間的代理問題。唯該部份資料，不易取得也無法驗證。

三、稀釋效果

有重設機制，即代表轉換後股數之增加，盈餘將產生稀釋，對於原公司股東權益明顯受到影響，故沒有重設的公司對市場所發出的訊號不只是對公司成長獲利有信心，也宣示利潤與原股東共享的決心。

從三個觀點綜合言之，無論是那一個觀點來看，公司發行可轉債附設重設條款，對股市都是一個負面的訊號，可能是代理問題的惡化或是公司治理不佳的前兆。設置重設條款是台灣特有的，有別於其他國家發行之海外可轉債。李存修、胡星陽與王瑪如 (2007) 研究台灣發行 ECB 的宣告效果，顯示在 2003 年後，股市投資人視 ECB 的發行為一壞消息。再者，台灣股市投資人對於公司設置特別重設條款反應不佳，但對一般重設條款並不排斥。和這篇不同的是，本文強調 ECB 發行後的一段時期，公司是否決定動用重設條款對市場的影響，並進一步的觀察這段期間發行公司的業績表現，藉由重設來驗證可轉債發行時的動機以及重設幅度之大小對市場之影響。因為台灣的重設條款在 ECB 市場的獨特性，加上在發行 ECB 的 190 件中，動用一般重設的件數為 120 件，約占 63%。重設幅度接近 20% 占重設公司 55%。一半以上的 ECB 動用重設，又重設中，調降調幅達 20% 上限的公司超過半數，顯見此重設的議題在可轉債的流通市場實不容忽視。因特別重設轉換價格調降不受二成限制，又轉換價格調降後七日回復原來之轉換價格，不同於一般重設的特性，為取得實證資料一致性，故

臺灣大學圖書館期刊資料庫

本文只採一般重設的公司。

從單純股東的觀點來看，若調降促使可轉債投資人有意願轉換成股票，對股東的盈餘稀釋效果是直接的。Huson、Scott 與 Wier (2001)，Core、Guay 與 Kothari (2002)，Marquardt 與 Wiedman (2005) 都提到投資人會將盈餘的稀釋列入考慮，故宣告調降或實際調降轉換價格日之股價應不會出現太正面的反應。

從公司的角度，轉換價格重設增加轉換之誘因，公司未來或許可以節省融資成本取得資金，對公司盈餘挹注幫助應該很大，尤其對於面臨償債壓力的公司。若這是股東關心的，從股東與債權人的代理問題來看，於宣告調降或實際調降轉換價格時，股市也不必然會有負面反應。

Stein (1992) 首次將財務危機成本納入可轉債發行的動機研究；當公司已舉債接近上限，此時會再發行可轉債，推論公司應對未來獲利前景是樂觀的，否則，一旦公司營運衰退，盈餘不足以支付本利和，將導致公司破產，得不償失。以 Stein (1992) 的說法，台灣過去成功發行 ECB，當時投資人對股價應該是抱持樂觀的，原因可能來自於公司發佈的訊息，也可能是政府政策的積極開放，但是 2004 年陸續爆發的博達、訊碟資金被淘空案，皆與 ECB 的發行有直接或間接的關係。

2005 年之後，甚多公司面臨資金壓力 (註 [1]) 紛紛採重設，甚至有些公司採取特別重設，導致重設價格與原轉換價落差過大，引發市場恐慌而出現更龐大的賣壓。顯而易見過去文獻提到的發行動機與發行公司的特徵探討，在這幾年台灣的 ECB 市場的觀察是不一致的。本文擬由發行時與發行後實際動用重設調降轉換價格，藉由這兩個期間的公司營運績效變化，反觀其發行動機的實際內涵與變化。

在轉換價格調降日因每股盈餘之稀釋成定局，可以預期股市會反應不佳。倘若在這段期間的營運績效還較發行時差，顯見當初美好前景的預期已往下修正。本文實證結果顯示，轉換價格下降日附近的股票異常報酬是顯著為負，且宣告重設期間公司的營運績效也較發行時的績效明顯下降。顯示重設前一段時間的股價下跌與公司本業的經營有某種程度的關係。

從資訊不對稱的角度來看，如果公司認為股價的下跌是一時的，未來仍會回升，則董事會應不會通過調降轉換價格，因此轉換價格向下重設，如同是一個對未來股價的負面訊號。另外，若轉換價格向下重設是為了鼓勵轉換以緩和償債的壓力，這也等於向市場發射了公司可能無力還本的負面訊號。反之，對於負債漸趨飽和或是本利支付捉襟見肘的公司面臨的壓力，若能將負債轉換成權益，猶如注入一股活水，故此時轉換對於股東而言不一定是當負面訊息解讀。

註 [1] 如 2005 年 7 月 27 日經濟日報 C5 版報導精碟 (2396) 國碩 (2406) 虧損，面臨償債壓力…，2005 年 10 月 4 日聯合晚報證券版報導遠茂 (3142) 上半年出現鉅額虧損陷資金困境等。

臺灣大學學術期刊資料庫

本文發現轉換價格調降幅度接近二成的公司，其調降幅度與股票異常報酬的關係和其他樣本剛好相反。一個正常的公司調降幅度愈大，股東異常報酬愈小，但幅度接近二成的公司，也意味著其股價跌幅頗深，倘公司營運現金流量不足，轉換可以緩和償債壓力，這時所顯現的調降幅度和異常報酬也許不會是負相關，本研究的結果支持此一論點。換言之，此時股東對於償債壓力緩和的考量更勝於盈餘被稀釋的效果。

本研究第貳節探討可轉債之使用，回顧發行動機的相關文獻，第參節描素樣本資料與公司特性，第肆節為動用重設之事件研究，第伍節為迴歸結果之分析與討論，最後一節是結論。

貳、可轉債相關之文獻探討

有相當多文獻探討可轉債發行之訂價策略。及以公司贖回條款 (Call Provision) 的特性研究為大宗。本研究探討發行後轉換價格重設的決策本質與動機，至目前為止無類似之文獻，重設條款的設置是台灣有別於先進國家可轉債的特例，此可能為原因之一。

查閱文獻，其中強迫轉換贖回宣告 (Conversion-forcing Call Announcements；COFCAs) 之初始意義雖與重設機制不相同但有幾分類似。重設大都降低轉換價格，雖沒有強迫轉換之意，但希望價格接近讓投資人轉換有利，盡可能保留公司現金而採取的策略。

Brick、Palmon 與 Patro (2007) 提到解釋 COFCAs 宣告期間的負異常報酬有兩種假說，其一是資訊不對稱 (Asymmetric Information)，其二是流動性假說 (Liquidity Hypothesis)。但他們皆不支持此二假說，認為此事件研究的負異常報酬成因尚待進一步研究。

回顧過去 Mikkelson (1981)，Ofer 與 Natarajan (1987)，Cowan、Nayar 與 Singh (1993) 等學者發現，可轉債強迫轉換時市場出現負異常報酬，資訊不對稱說明此舉動對公司價值影響是負面的。當經理人收到公司營運負面的消息，他們通常會傾向強迫轉換，保存公司的現金流量。當經理人收到好的訊號，通常不會強迫轉換而是讓債券投資人自由選擇轉換與否，故資訊不對稱模型隱含 COFCAs 之市場反應是負面的，且價格都在宣告期反應，在宣告後應不會再有異常報酬。

後續研究 Campbell、Ederington 與 Vankudre (1991)，Mazzeo 與 Moore (1992)，Byrd 與 Moore (1996)，Ederington 與 Goh (2001)，Bechmann (2004) 以宣告後為估計期間，找到 COFCAs 期間仍有負異常報酬，但接著有正的異常報酬。Ederington 與 Goh (2001) 發現在宣告前內部人會買進股票，而且分析師多會提高盈餘的預測。因此，他們認為宣告期股價的下跌是由於流動性造成的股價壓縮而非資訊不對稱使然。在一個不完美的市場，轉換意味著流通在外股數的大增將使股價下跌，而當市場都吸收了新

臺灣期刊論文索引

釋出的股票後，接著股價就會回升。

有更多的實證文獻討論有關公司於資本市場外部融資時的股市反應，Stein (1992) 的模型改編自 Myers 與 Majluf (1984)，因逆選擇的問題 (Adverse Selection) 使得發行權益證券不可行，又財務危機成本不容忽視，於是經理人有動機想使用可轉債。在 Stein (1992) 的模型中，公司分成優等、劣等及中等型三類公司，在均衡時，最好的公司發債，最壞的公司發行股票，中等公司會用可轉債，一來是怕發行時股價被低估，二來是怕發純債要承擔較高的財務危機成本，故先發行可轉債直到股票被合理的評價，並藉此釋放較正向的訊息給市場，而一旦股價合理，公司即會強迫投資人轉換。

Davidson、Glascock 與 Schwartz (1995) 的實證研究支持 Kim (1990) 的風險轉移理論模型 (Risk-sharing Model) 及 Stein (1992) 的後門權益理論。他們使用一個新的變數：預期可轉債自發行後達到可轉換條件 (at the money) 中間的時間長短。這個時間變數決定於 Kim (1990) 的假說；即轉換比率送出的訊息，以及 Stein (1992) 的假說；即市場對公司成長的預期。當到達可轉換的時間愈短，市場宣告期間負的異常報酬愈大，如此較像權益證券發行的訊號 (Equity-like Signal)，另一方面，這個變數也顯示了內部人想要風險移轉給轉換股東的程度，此與 Kim (1990) 的說法一致。實證上，這個時間平均小於 1.5 年，這不算長的時間，意味投資人預期將很快地進行轉換，如同 Stein (1992) 所言，可轉債募集資金其實走現金增資後門，實質上是權益融資。

近期從盈餘管理的角度討論可轉債的發行亦有著墨。Huson et al. (2001) 和 Core et al. (2002) 證明投資人評估股價會將每股盈餘 EPS 的稀釋列入考慮，他們並發現可預期到的稀釋明顯地降低了盈餘刷新的績效表現，實證也支持被稀釋的有價證券其報酬和公司盈餘的關係較不密切。Marquardt 與 Wiedman (2005) 也視稀釋的 EPS 為一重要的績效衡量指標，除此之外，他們也將焦點放在或有可轉債 (Contingent Convertible Bonds；COCOs) 上，研究公司是否可藉由建構可轉債交易去作稀釋盈餘管理。有別於傳統的可轉債，COCOs 是只要達到先前契約指定的股價，即可被轉換成普通股的可轉債。

他們利用實證分析說明為何經理人偏好用 COCOs，這是盈餘管理文獻上的新論點。他們發現 COCOs 的使用最主要原因是美國財務會計準則公報 (SFAS) 128 號，允許 COCOs 發行公司將其稀釋效果暫時不納入稀釋後 EPS (Dilutecl EPS) 的計算，使得公司可以較高的盈餘數字呈現給投資人，到 COCOs 實際被轉換的那一天才納入計算。故發行 COCOs 公司最明顯的受益即在稀釋的每股盈餘上之影響，報告較高的稀釋每股盈餘，公司的股價亦能有較佳的表現。這是特殊會計準則所衍生出新金融商品發展之一例。

無論是從發行宣告效果的實證研究著手，亦或盈餘管理的角度，都可以探討經理人發行可轉債的動機。而隨著時間的經過，重設條款的動用，轉換的機制啟動，倘若

臺灣大學學術期刊資訊庫

能配合發行後營運績效的分析，藉由檢驗發行時與發行後動用重設這期間營運績效與風險特徵，也許可以了解或獲得更多發行時動機的實際內涵和變化，這是興起本研究作相關實證的動機之一。

Stein (1992) 提到，公司有潛在高的財務危機成本或評價較低的債券，若屆時不能強迫轉換，公司償債壓力極大甚至虧損至鉅，故除非公司前景相當樂觀，否則不會選擇發行可轉債。Kim (1990) 提到優質公司 (Hype type firm；H) 願意吸收風險，稀釋少一點，反之，劣質公司 (Low type firm；L) 希望多些人和他們分擔風險，可容忍多一些的稀釋，可轉債剛好居中提供靈活度。Davidson et al. (1995) 也提到可轉債提供經理人與投資人作預期之修正，且原來的轉換價格有傳遞私有資訊的功能。若以 H、L 型公司分類，我們可以進一步推演以下幾種情況：

(1) 可轉債可贖回，沒有重設條款→ H 型。
(2) 可轉債可贖回，有重設條款→偏 H 或中等型皆可能。
(3) 可轉債可贖回，有重設，但沒動用重設→偏 H 或中等型，發行前後一段時間預期獲利沒有太大變動。
(4) 可轉債有重設且動用重設→中等型或 L 型，預期獲利向下修正。

倘若發行後，沒有太多公司動用重設，表示發行前後一段時間成長獲利預期無太大改變。但若營運績效衰退，獲利、股價不如預期，動用重設者為數甚多，甚至如 2004 年有幾家公司爆發資金掏空案，我們認為可由幾個角度分析：

(1) 成長快、風險性高的公司，面臨產業週期快速變化，獲利、股價向下修正，乃反映該產業之特性。
(2) 重設條款政策宣告放寬，將使公司經理人因有重設轉換價格作為降低負債的後盾，而對公司前膽性預測鈍化，而原來轉換價格傳遞私有資訊的功能也可能無法發揮。
(3) 劣質公司的預謀，該公司在發行時發佈誇大的獲利以順利取得資金，實則早已罔顧投資人的權益，計劃以債養債，這是公司治理討論的範疇。

本研究並無法實際區分出動用重設條款的公司在發行當初的想法，但我們嘗試找出動用重設的公司，其發行後的營運績效是否真的衰退，而可能導致獲利、股價不若預期，達到重設轉換價格的標準。果真如此，則以轉換價格重設當事件日，其宣告動用所顯示的市場反應應是負面的。此外，Huson et al. (2001)、Core et al. (2002) 提到的每股盈餘稀釋影響股價，在台灣，上市上櫃公司發行可轉債時，會計師通常會設算轉換後稀釋的每股盈餘，投資人會看到此項訊息，如此確實也會是市場負面反應的可能原因之一。

發行時與動用重設兩個時點，無論是產業的風險或錯估前景或蓄意造假，皆可使轉換價格調降提升轉換意願。當轉換價格重設幅度愈大，可能對未來抱持悲觀的想法；股價下跌頗大或者公司現金流量不足以償債之情況。但若股東認為當前只是過渡時

臺灣社會科學期刊資料庫

期，其所投資的公司依發行當初的想法並非屬劣質之列，希望公司渡過危機，至少保有最後剩餘請求權，此時若可藉大幅調降轉換價格以利債權人轉換，改善財務結構減緩償債壓力，也許是股東樂意見到的。故本文嘗試從轉換價格調降的宣告市場反應、發行後到動用重設期間的營運績效比較，以及股東對於重設幅度大小的反應，來回溯發行可轉債的動機，以期對發行可轉債融資的資訊內涵有進一步了解。

參、樣本描述與公司特性

一、樣本資料

有關 ECB 發行日、發行條件與動用重設調整轉換價格日之公告，以及樣本公司相關之財務數據，主要來自台灣經濟新報 (TEJ)，並與公開資訊觀測站與證期局相關網站核對數字以求正確性，並以 SAS 軟體作數據分析。

本文研究動用一般重設條款之 ECB，包含上市及上櫃公司，為排除金融法規等特殊規範只針對金融保險業的影響，將以非金融保險產業為主。樣本期間自 1998 年至 2006 年，動用重設的樣本共計 130 件，有效動用重設 120 件。前者多出的 10 件，分別為 3 件宣告動用但實際調整幅度為 0，另外 3 件轉換價格下降日無股市交易且遇到春節長假，最後的 4 件因該筆和前一筆轉換價格下降日接近而捨去。本文實證部份之動用重設事件研究取有公告轉換價格下降生效日的 130 件樣本，其餘之樣本特性分析與迴歸分析中的有效樣本則取 120 件。此 120 件樣本是經過公司發佈的公開說明書中的資料核對，倘若與公開說明書內容不符，未列入樣本中。另外，該樣本已考量該期間內其它重大事件之影響，再者，因重設涉及股價的變化，其中 16 件樣本其重設日期太接近除權除息日，這些公司也不包含於樣本中。當初發行的公司已經下櫃下市者，或有些公司資訊站及 TEJ 無法提供資料者計 6 家公司，皆無法列入有效樣本中。

二、動用重設之公司

發行 ECB 的件數統計自證期局的申請案件，自 1998 年至 2005 年共計 190 件，其中 2001 年至 2004 年的件數佔了近九成。因一般重設轉換價格調降空間在二成以內，即使當時股價下跌甚多也只能調整二成，圖 1 樣本公司重設幅度分佈圖，是將 120 家樣本公司實際動用重設其轉換價格調降之幅度加以分類，以 0.02 為級距來看，重設幅度在 0.19 以下者每個級距分佈都頗為平均，最後一組 0.19 以上者重設幅度最高，這些接近或調足兩成的公司有 66 家，佔樣本 55% 超過半數。電子類股 87 件佔樣本的 72.5%，全部樣本中上市公司 91 件佔了 76%。

臺灣大學學術期刊資料庫

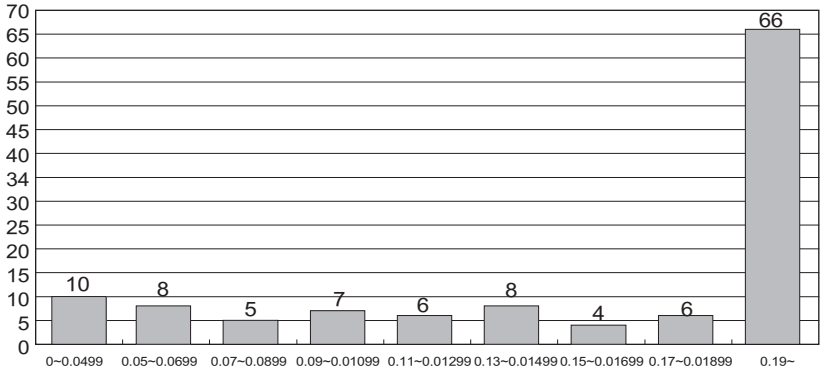


圖 1 樣本公司重設幅度分佈圖

三、動用重設公司特性分析

經查 2004 年至 2007 年中，包括電子工業、電機機械、鋼鐵、塑化等產業 ECB 發行占 87% 近九成的樣本，其平均產業負債比率約為 38% 至 41%。表 1 中動用重設公司的負債比率其平均數、中位數皆為 48.1%，大於產業平均甚多，樣本中負債比率大於產業平均的家數有 95 家，約佔八成。當負債比率高於 60% 時，公開資訊觀測站上會用紅色標記警示，這類公司計有 17 家，約佔 14%。李存修等人 (2007) (註 [2]) 中曾描述有關 ECB 宣告發行公司有 225 家，這些公司發行之初的負債比率平均數、中位數約只為 41%，在此顯然較實際動用重設的公司負債比率平均 48.1% 小很多。動用重設樣本中的大型產業，電子公司 87 筆占 72.5%，其平均產業負債比率也約為 38%~41%，塑化占 2.5% 有較低產業負債比率近年在 34% 左右，其他包括電機機械占 7.5% 與鋼鐵占 4.2% 其個別平均產業負債比率在 45%~47% 之間，仍低於動用重設之樣本組平均 48.1%。

大致上看來，本研究動用重設樣本公司並非是因為債務水準小於平均產業；為了平衡資本結構而去發債，換言之，樣本公司並沒有因為負債水準已瀕臨或大過產業平均水準而少用可轉債，應該是大環境有利發行海外可轉債為優先考量，而且依照 Dann 與 Mikkelson (1984) 提到多數可轉債是用在負債再融資減少槓桿上。本研究從表 1 中顯示動用重設公司平均重設幅度為 15.49%，但是中位數接近 19.9%，前圖 1 統計調降幅度最高者近兩成的公司佔 55%，顯示大部份的公司在負債比率趨大、融資彈性愈小之際，調降重設幅度到近 20% 上限，如此有助於增加轉換機會降低負債。

動用重設平均公司規模較宣告發行公司的平均規模小很多，李存修等人 (2007) 資料顯示當初宣告發行海外可轉債公司的市值平均數約為 40,826 百萬元，中位數 15,488

註 [2] 數字摘自李存修等人 (2007) 第 17 頁之表 2. 樣本期間自民國 82 年至 94 上半年。

臺灣大學學術期刊資料庫

百萬元，但表 1 中實際動用重設公司的市值平均只有 13,428 百萬元，中位數為 4,728 百萬元。平均而言，動用重設的公司是曾經發行海外可轉債中規模較小的公司。

李存修等人 (2007) 曾計算過股票報酬績效在宣告發行期間平均是 2.79%，但表 1 動用重設期間股票報酬平均下降為 -1.05%。公司治理變數方面，動用重設公司其董監質押比率平均而言較宣告發行公司的略微下降，其他現金權、偏離程度和宣告發行公司特性相似。全部樣本中，除了重設幅度以外，各項變數之最小與最大數仍有極大差異，樣本並無集中於某一族群。若將重設幅度最高組 (大於 0.19 的公司) 區分開來，相對於重設幅度小於 0.19 的公司，兩組重設有顯著差異。而且除了資產報酬率平均數差異顯著外，其他變數都不顯著，無母數的 Wilcoxon (Rank Sums) test 的檢定結果同 t 檢定。代表重設幅度小於 0.19 的樣本公司資產報酬率上績效較好，但他們在股票報酬與營收成長上並沒有較佳的表現。

表 1　ECB 動用轉換價格重設公司特性描述

公司特性	全部樣本公司				R≥0.19(A)	R<0.19(B)	(B)-(A)
	平均數	中位數	最小數	最大數	平均數	平均數	均數差
市值 (百萬元)	13,428	4,728	294	117,167	10,469	17,044	6,574.4
負債比率	48.11%	48.10%	18.83%	75.18%	48.74%	47.34%	-1.39%
重設幅度	15.49%	19.90%	0.15%	20.21%	19.98%	10.00%	-9.98%
現金權	14.87%	12.05%	0.21%	49.63%	13.56%	16.47%	2.90%
控制權減現金權	4.89%	1.14%	0	37.65%	4.93%	4.83%	-0.10%
董監質押比	9.26%	0	0	75.69%	9.75%	8.66%	-1.09%
股票月報酬率	-1.05%	-3.54%	-51.94%	81.51%	0.14%	-2.52%	-2.66%
單季資產報酬率	0.02%	0.91%	-34.21%	4.89%	-0.83%	1.06%	1.89%
年累計營收成長	16.11%	8.60%	-48.85%	142.19%	17.24%	14.73%	-2.51%
樣本數：120					66	54	

市值為動用重設生效日當天 (事件日) 樣本公司權益之價值，負債比率為事件日當月的比率，重設幅度指轉換價格調降之幅度，現金權的替代變數為盈餘分配比率，偏離程度是指控制權與現金權之差異，以股份盈餘偏離差當替代變數。董監質押比為董監事持股質押比率。股票月報酬率指事件日前一個月公司股票之月報酬率，單季資產報酬率指最靠近事件日之單季稅後息前淨利與總資產之比率。年累計營收成長指事件日最近 12 個月之累計營收成長率。R>=0.19 代表重設幅度大於等於 0.19 的樣本公司；以 A 表示。R<0.19 代表重設幅度小於 0.19 的樣本公司；以 B 表示。(B)-(A) 為平均數差異的 t 檢定。

* 顯著水準 10%；** 顯著水準 5%；*** 顯著水準 1%。

臺灣大學學術期刊資料庫

總而言之，動用重設的公司是發行 ECB 公司中偏小規模的公司，他們相較於當初發行時有較高的負債比率，平均而言股價表現較發行時還差。

我們計算 ECB 發行後到公司第一次實際動用重設調降轉換價格中間的距離時間長短，大部分公司在公開說明書上已明確訂定可重設之期間與重設條件，其中多數公司明訂發行後滿半年或週年可重設，亦有公司以每季為單位，甚至有少數公司沒有限定期限，直接以觀察股價變化調整轉換價格。證券商自律規則第二十條中，除了規定調降以 20% 為限，其他由公司自行彈性決定調整之實際幅度。樣本中有 105 家樣本公司第一次發行的 ECB，若包含同一家公司發行兩次以上 ECB 則為 115 件，再包括同一 ECB 被動用重設兩次以上的 ECB，總件數為 120 件。本表樣本取第一次動用者且除去兩家極端值公司後計 103 家，動用重設距發行日在半年以內者佔 34%，一年內動用的約 76%，已達四分之三以上之家數，全部樣本平均年數為 11.84 個月，約為一年。

Davidson et al. (1995) 文中指出當到達可轉換的時間愈短，市場宣告期間負的異常報酬愈大，比較像發行權益證券，此外，這個時間長度也顯示內部人想要移轉風險給轉換股東之程度，該文實證中達可轉換平均年數為 1.5 年。本研究從發行至實際動用重設平均年數約為一年，也許有部分公司可達轉換之條件處於價內，倘在這約一年的時間可轉債可很快地進行轉換，即如同 Stein (1992) 所言，可轉債募集資金表面上是負債，實際內涵和現金增資沒有不同。

四、價內價外程度 (Moneyness) 分析

ECB 於發行時賦予投資人將債券轉換為股票之權利，故可轉債定價時多以溢價形式發行，以反映股票選擇權之價值。此轉換溢價指的是轉換價格之訂定高於平均現股股價幅度，當此幅度愈高，顯示投資人看多其股價表現，而願意以較高溢價幅度買入此可轉債。本研究樣本公司 (以下稱樣本組) 中最大轉換溢價率為 135%，最小為 100%。證期局已於 2004 年 2 月規定可轉債價格不得低於市價，轉換溢價率已由 100% 提高為 101% 以上。為進一步了解樣本組的特色，我們將當初發行且設置一般重設條款但未動用重設的公司整理為對照組，共計 54 家。

臺灣大學學術期刊資料庫

表 2　樣本組與對照組公司之 Moneyness

一 . 樣本組公司 (S)	家數	平均負債比率	平均轉換溢價
Moneyness < 1	108(90%)	48.02%	108.35%
Moneyness > 1	12(10%)	48.93%	102.92%
合計或總平均	120(100%)	48.11%	107.80%
二 . 對照組公司 (M)	**家數**	**平均負債比率**	**平均轉換溢價**
Moneyness < 1	19(35%)	46.18%	108.82%
Moneyness > 1	35(65%)	47.11%	107.47%
合計或總平均	54(100%)	46.78%	107.94%
(M)-(S) 差異平均		-1.33%	0.14%

Moneyness 為市價與轉換價格之比，用以衡量其為價內或價外。樣本組以動用重設當時的市價與重設後之轉換價格去計算 Moneyness，對照組則是以第一次可動用但未動用日的市價與當時轉換價格計算。平均負債比率與平均轉換溢價分別是同時期樣本組與對照組公司的負債比率平均與發行當初轉換溢價的平均。

* 顯著水準 10%；** 顯著水準 5%；*** 顯著水準 1%。

倘若 ECB 定價後標的股票價格表現不理想，使得溢價幅度拉大，藉由轉換價格重設的調整，可有效縮小轉換價格與現股之間的價差，對投資人是一種保障，增加未來可轉換之機會。但重設轉換價格的當時，ECB 未必是具有轉換價值的，處於價內 (In-the-money) 或價外 (Out-of-the-money) 的狀況需視重設當時的市價而定。Moneyness 為市價與轉換價格之比，用以衡量其為價內或價外。表 2 是樣本組與對照組的相關資料。樣本組以動用重設當時的市價與重設後之轉換價格去計算 Moneyness，對照組則是以第一次可動用但未動用日的市價與當時轉換價格計算。平均負債比率與平均轉換溢價分別是同一時期樣本組與對照組公司的負債比率平均與發行當初轉換溢價的平均。對照組之平均負債比率較樣本組稍低，兩組的平均轉換溢價近似。經過 t 檢定與無母數檢定平均差異後，顯示這兩個變數對於樣本組與對照組之間並無顯著差異。

樣本組有九成公司之 Moneyness 小於 1，亦即重設當時市價較轉換價格為低處於價外不具轉換價值。而對照組 65% 之 Moneyness 大於 1，表示可重設之當時大部分公司是具有轉換價值，顯然可重設時對照組的股價表現較佳。進一步觀察 Moneyness 大於 1 及小於 1 兩組的平均轉換溢價，發現樣本組 Moneyness 大於 1 的平均轉換溢價只有 102.92% 低於 Moneyness 小於 1 這組的 108.35% 甚多，平均轉換溢價愈小表示發行當初轉換價格相對愈低，愈容易在重設時看到 Moneyness 大於 1，反之，高溢價愈容易在重設時看到 Moneyness 小於 1。若股價波動幅度不是太大，對照組都有相似的平

臺灣大學圖書館期刊資料庫

均轉換溢價 108.82% 及 107.47%，但是 Moneyness 大於 1 的家數顯然較多，顯示其股價相對於樣本組確實有更好的表現，或許可推論公司營運績效較樣本組更佳。

整體而言，雖然對照組之股價表現較樣本組佳，但是樣本組中高溢價容易看到 Moneyness 小於 1，低溢價容易看到 Moneyness 大於 1，這樣的觀察對樣本組而言，較無法直接推敲其股價有無成長及其營運績效的表現為何。然而該組有較高的平均負債比率，也動用了重設，是否公司現金流量不夠充裕有償還債務壓力，適時調降轉換價格以利轉換來緩和債務壓力，下一小節將從各項營運績效來觀察。

五、樣本組與對照組營運績效之觀察

轉換價格達到調降的標準，勢必某一期間股價績效表現不如預期，有可能是整個大盤系統性風險造成，當排除這個因子之後，也有可能是當初發行時獲利預測過度樂觀或錯估形勢，亦或許是人為蓄意隱瞞真實數據。一些可能的推論目前也許無法驗證，但是發行時與動用重設這段期間營運績效的變化，可提供可循之跡。我們先假設倘若公司非惡意隱瞞財務不佳的情況，單純從股價表現不佳公司動用重設，合理推論可能是公司營運衰退，且重設幅度愈大的公司營運績效可能更差。

我們從三個角度來觀察公司營運績效表現：(1) 近三個月累計營收成長率 (2) 單季總資產報酬成長率 (3) 營運現金流量 (以下簡稱現金流量)。其中營收成長沒有經過規模處理，而資產報酬已考慮規模的差異，兩者都減去去年同期資料，以消彌淡旺季的季節因子。現金流量是營業利益加折舊、攤提減本期支付 (包括利息、所得稅、特別股股息及現金股利)。

再將轉換價格實際生效日當作事件日時，CAAR (0,1) 為 -0.286% 具顯著性 (5% 顯著水準下)，CAAR (-1,1) 為 -0.188% 具顯著性 (10% 顯著水準下)。顯示這些公司之股價表現確實較預期績效差，利用異常報酬將大盤系統風險排除後，剩下的應是公司個別風險的部份，在事件日附近 CAAR 顯著為負值，有可能是公司內部風險因素營運績效衰退使然。

利用上述三個衡量營運績效的財務數字，檢定發行期間到重設價格調降日期間的績效變化。先計算三個衡量變數在發行日與調降日的差別即變動率的計算，再以變動率作為估計統計量，進行有母數 t 檢定及無母數之符號統計檢定，觀察兩時期數據有無顯著差別。

表 3 上半部分，發行宣告與實際轉換價格重設期間之績效差異研究發現，樣本公司無論是未考慮規模的營收成長，或考慮公司規模的資產報酬成長或公司可動用的現金流量，重設價格日的績效都較發行當時來得差，t 值檢定與無母數檢定都有不同程度但類似的結果，且發行日績效優於重設日的家數 (Percent Positive；%pos) 皆不超過四成。原發行宣告樣本有 92 家，因 3 家公司其營運績效成長率為極端值，對顯著性

臺灣大學圖書館期刊資料庫

無影響但影響平均值的呈現故未納入。就全部樣本而言，我們可以推論絕大多數重設的公司其股價下跌伴隨營運衰退，倘若轉換遙遙無期，公司可能將面臨償債壓力，此時重設調降轉換價格，無論是處於價內或價外，增加未來轉換的機會與期望，有助於減輕償債壓力降低財務危機之可能性。

將樣本再區分為重設幅度大於 0.19 及小於 0.19 二個族群，除了前面小節中所提及的大於 0.19 此調幅最高組的樣本數異常之大以外，因法規規定調降不得低於原轉換價格的八成，中間 20% 的調幅，往往因海外可轉債涉及匯率的運算，無法剛好調至 20% 的數字，亦或有些公司股價實在跌太深，早已超過 20%，但是只能下降 20%，另外，也有公司可以往上調而不調，或是依公司考量只調整一些幅度甚至不調 (註 [3])。公司是否重設及重設的幅度大小，依照公司面臨股價的變化及公司自行裁量的結果多有不同。但可以確定的是，重設幅度最高這一組，不是股價跌幅甚大，就是跌幅比預料中的更大。另外，我們也將上市上櫃公司分類，意欲分離出不同公司大小，不同公司獲利等因素下，是否有差異。依據表 3 結果說明了無論是哪一種衡量指標，發行後的營運績效都變差。

上市與上櫃公司的營運現金流量都是衰退的 (註 [4])，重設幅度小於 0.19 之公司幾乎沒有現金流量下降之問題，但總資產報酬明顯衰退很多，但營收上還差強人意。原本認為重設幅度大於 0.19 之公司各方面都可能衰退甚多，結果不如原來預期，沒有證據顯示這類公司的各項營運績效下降最大。上櫃公司其營收成長沒有顯著衰退，雖然總資產與現金流量也是衰退的，但平均值較優於上市公司。

註 [3] 2331 精英於 20020319 發行之 ECB，第一次可動用重設為 20040219，此 ECB 於當時不具轉換價值 (Moneyness=0.3)，但經查該公司於 20040219 可以 109.5% 賣回予公司 (20040206 公司並宣布私募普通股)，公司最初發行 12000 萬元，在 200402 只剩 1610 千元，猜測此為公司沒必要用重設之原因。另 6104 創惟科 20031028 發行之 ECB，第一次可動用重設為 20041028，當時也無轉換價值 (Moneyness=0.28)，但公司在 20041013 即買回自家 ECB，發行餘額在 200411 為 0，故公司也無必要動用重設。6188 廣明 20040312 發行之 ECB，第一次可動用重設為 20050126，當時亦無轉換價值 (Moneyness=0.17)，公司無任何買回動作也未重設，這三家公司都列入對照組中。

註 [4] 我們也做了上市與上櫃公司營運現金流量的差異檢定，無論是 t 檢定或無母數檢定都無顯著性，故兩類樣本公司的營運現金流量變動率沒有明顯差異。

臺灣大學學術期刊

表 3 ECB 發行宣告與實際轉換價格重設兩期間之營運績效差異

一 . 全部樣本	營收成長率	總資產報酬成長率	營運現金流量
績效差異平均值 %	36.02	-88.43***	-122.05**
	(1.027)	(-3.652)	(-2.084)
績效差異中位數 %	-64.37***	-114.46***	-26.26***
	(0.129, 0.003)	(0.000, 0.000)	(0.003, 0.033)
% pos(N=89)	33.71%	29.21%	39.33%
二 . 重設幅度 <0.19	**營收成長率**	**總資產報酬成長率**	**營運現金流量**
績效差異平均值 %	49.06	-72.44***	-123.11
	(0.972)	(-3.222)	(-1.233)
績效差異中位數 %	-60.71*	-102.19***	-19.01
	(0.593, 0.088)	(0.001, 0.001)	(0.186, 0.644)
% pos(N=42)	35.71%	23.81%	45.24%
三 . 重設幅度 >=0.19	**營收成長率**	**總資產報酬成長率**	**營運現金流量**
績效差異平均值 %	24.38	-102.72**	-121.11*
	(0.496)	(-2.483)	(-1.808)
績效差異中位數 %	-66.48**	-133.33***	-43.68***
	(0.111, 0.019)	(0.002, 0.040)	(0.008, 0.019)
% pos(N=47)	31.92%	34.04%	34.04%
四 . 只有上市公司	**營收成長率**	**總資產報酬成長率**	**營運現金流量**
績效差異平均值 %	4.51	-91.34***	-136.17*
	(0.119)	(-3.118)	(-1.743)
績效差異中位數 %	-64.37***	-113.85***	-25.88**
	(0.029, 0.001)	(0.000, 0.001)	(0.032, 0.109)
% pos(N=66)	29.85%	28.79%	39.39%
五 . 只有上櫃公司	**營收成長率**	**總資產報酬成長率**	**營運現金流量**
績效差異平均值 %	131.99	-80.09*	-81.54**
	(1.627)	(-1.890)	(-2.315)
績效差異中位數 %	-57.32	-129.83**	-32.35**
(0.539, 0.832)	(0.049, 0.093)		(0.039, 0.21)
% pos(N=23)	45.46%	30.44%	34.78%
六 . 對照組公司	**營收成長率**	**總資產報酬成長率**	**營運現金流量**
績效差異平均值 %	48.00	181.48*	115.80***
	(0.402)	(1.976)	(3.140)
績效差異中位數 %	-2.00	16.00	40.06***
	(0.969, 0.784)	(0.161, 0.684)	(0.001, 0.004)
% pos(N=54)	47.17%	53.70%	70.37%

臺灣大學學術期刊資料庫

上表中的樣本分為六大類，一至五項為樣本公司，第六項為對照組公司。研究發行宣告日與實際動用一般重設條款轉換價格調降日兩個期間之營運績效之差異分析。營收成長率係指近三個月累計營收成長率，資產報酬成長率指單季總資產報酬成長率，營運現金流量為營業利益加折舊攤提減掉本期支付利息、所得稅、特別股股息、現金股利。績效差異是將樣本公司兩個期間財務數字去計算變動率。平均值下方刮號內為 t 值，中位數下方刮號內分別為符號等級檢定及符號檢定之 p 值。%pos: 指發行宣告日與實際動用重設日兩個期間之營運績效差異為正的家數佔全樣本百分比，N 是樣本數。
* 顯著水準 10%；** 顯著水準 5%；*** 顯著水準 1%。

大體而言，三個營運績效指標都指出發行後大部分動用重設之公司都出現衰退，但是重設幅度小於 0.19 的公司，其現金流量幾乎沒有太大問題，其總資產報酬率明顯下降，重設可能是公司未雨綢繆之計，營收成長上尚差強人意。重設幅度大於 0.19 之公司與上市公司兩者在現金流量上衰退最明顯，可能有不足償債之隱憂。故由此重設調降轉換價格幅度可以看出公司現金流量的緊俏寬鬆程度。

在表 3 下半部分第六項針對對照組公司的營收成長、總資產報酬成長率與現金流量，於發行日與可動用重設日的績效差異分析顯示，這些公司發行後的一段時日，營運績效各方面都有成長，尤其是現金流量有明顯大幅度成長，表示發行海外可轉債有重設條款但未重設的公司，其可重設日期間較發行日期間的現金流量明顯增長許多，故判斷這些公司應足以負擔償債壓力。

肆、動用重設之事件研究

一、事件研究

近年來，可轉債賦予轉換價格重設，原本擔心若獲利不如預期恐怕無法償還債務的公司，更可以高枕無憂的發行可轉債，即使股價下跌，重設的機制仍可誘使債券投資人轉換為股票，降低了公司或有財務危機成本。在李存修等人 (2007) 的研究中，顯示股市投資人在發行時並不排斥一般重設條款。但是在本文中，我們將時間推進到若公司真的進行重設，股東是否還會視若無睹？當公司果真動用重設，首先，必定是股價不如原先預期的上漲也可能是下跌了一定程度，如果是整個大盤系統性風險的因素造成，或許不須太過擔憂，但若是公司獲利不如原先的預期，當初發行時太過樂觀導致需向下修正，恐非投資人所期待。再者，實際動用重設，使得原本只是設算稀釋每股盈餘，變成實現稀釋效果，包括股權、盈餘的稀釋，對原有股東都是相對不利的。故動用重設條款時，股票異常報酬應是負的。

我們先假設倘若公司非惡意隱瞞財務不佳的情況，單純從股價可能表現不佳，公司動用重設，上一節觀察到這些公司營運衰退，且重設幅度愈大的公司現金流量衰退甚多，則動用重設應有明顯之宣告效果。

公司欲動用重設，此為重大訊息須經過董事會決議並公布於公開資訊觀測站，研

臺灣博碩士論文知識加值系統

表 4 動用一般重設公司之事件研究分析

事件日	最早公開日		轉換價格下降日	
	平均數	中位數	平均數	中位數
CAAR (0, 1): Total	-0.292%	-0.234%*	-0.362%**	-0.249%***
CAAR (0, 1): R<0.19	-0.470%**	-0.403%***	-0.415%**	-0.354%***
CAAR (0, 1): R>=0.19	-0.127%	0.015%	-0.313%	-0.208%
CAAR (-1, 1): Total	-0.283%*	-0.055%	-0.237%*	-0.033%*
CAAR (-1, 1): R<0.19	-0.205%	-0.007%	-0.191%	0.010%
CAAR (-1, 1): R>=0.19	-0.356%	-0.158%	-0.280%	-0.167%
CAAR (-1,30): Total	-0.027%	0.013%	-0.010%	0.030%
CAAR (-1, 30): R<0.19	-0.093%	-0.103%	-0.044%	-0.094%
CAAR (-1, 30): R>=0.19	0.034%	0.099%	0.022%	0.089%
CAAR (-30, 30): Total	-0.043%	-0.004%	-0.005%	0.009%
CAAR (-30, 30): R<0.19	-0.152%***	-0.148%***	-0.097%	-0.105%**
CAAR (-30, 30): R>=0.19	0.059%	0.146%**	0.081%	0.109%***

R 代表重設 (Reset) 幅度，CAAR (0, 1): Total 表示全部樣本公司在事件日前後 2 天的 CAAR，CAAR (0, 1): R<0.19 表示重設幅度小於 0.19 的樣本公司之 CAAR (0, 1)。平均數 t 檢定與中位數無母數檢定 sign-rank test、sign test。

* 顯著水準 10%；** 顯著水準 5%；*** 顯著水準 1%。

究中發現動用重設的宣告日，有些公司拖延到實際轉換價格後才在公開資訊觀測站上發佈，故其宣告日並非一定是市場得知的第一時間，經向公司或 TEJ 查證後仍有 38 件樣本公司於動用前並無公開宣告。故本事件研究中將事件日分成兩種定義，其一為市場最早知道公司動用重設之日，亦即公司動用重設之宣告日或轉換價格重設生效日兩者中之較早者為最早公告日，樣本計 92 件，另一為轉換價格重設生效日計 130 件。再考量該期間內可能受其他重大宣告影響之事件：包括現金增資 3 筆、股票購回 4 筆、合併 2 筆、月營收宣告 2 筆、重大投資 1 筆共 12 筆，將該 12 筆自樣本中刪除，如此較能清楚反映轉換價格下降對市場之影響。

事件日市場反應之驗證採 Brown 與 Warner (1985) 的標準事件研究法，用市場模型 (Market Model) 估計參數，估計期間設定為事件日前 131 日至前 31 日，上市公司以台灣發行量加權股價指數為基準計算公司的異常報酬 (Abnormal Return；AR)，上櫃公司以 OTC 指數計算 AR。事件日 day 0 若指轉換價格下降日，是指該公司實際調降轉換價格生效的那一天。day 0 若指的是最早公告日，係指上市上櫃公司於公開資訊觀測站上首次將動用重設條款之宣告日或轉換價格下降生效日兩者孰前者。事件期取事件日前 30 日至後 30 日，利用 AR 的型態及顯著性觀察宣告期間股價對該事件的

臺灣大學圖書館期刊資料庫

反應。再計算累計異常報酬 CAAR 以瞭解事件期內股價異常報酬的連續變化。另取三天事件期計算 CAAR (-1, 1)，為累計事件日前一日至後一日共三日的 CAAR，以及 CAAR (-5, 5) 與 CAAR (-10, 10) 作為後續歸模型的因變數，研究事件期的樣本公司股價可能受那些因素的影響。

事件分析以 AR 及 CAAR 之觀察為主，並將整合的 CAAR 整理在表 4 動用一般重設公司之事件研究結果。表中CAAR的值幾乎都是負的，除了幾個重設幅度大於 0.19 的樣本以外。以全部樣本為例，在事件日附近當天及次日 (0, 1) 與前後三天 (-1, 1) 皆有顯著的負異常報酬，轉換價格重設生效日的事件效果大於最早公開日。如果觀察 CAAR 的每日序列 (-30, 30)，最早公告日之 CAAR 自事件日當天起有連續顯著性，遞延的顯著性達一個月的營業日。轉換價格調降日的CAAR卻無任何一個數值有顯著性。

最早公告日之樣本對於動用重設幾乎都有作市場宣告，股東對此訊息有印象，若股東了解可轉債的重設代表前一段時間股價不如預期成長，公司個別風險因素中的績效衰退應是合理的猜測，此負面的想法經過一些時日的觀察若仍無法排除可能性，股東信心愈不足，甚至出售持股，因而在事件日以後市場有遞延負面的報酬影響。另一方面，也可能是因預期即將盈餘遭稀釋的反應效果。轉換價格調降日當日市場反應為負，其 CAAR 序列全無顯著，表示市場具效率性，之後並無累計遞延之效果。

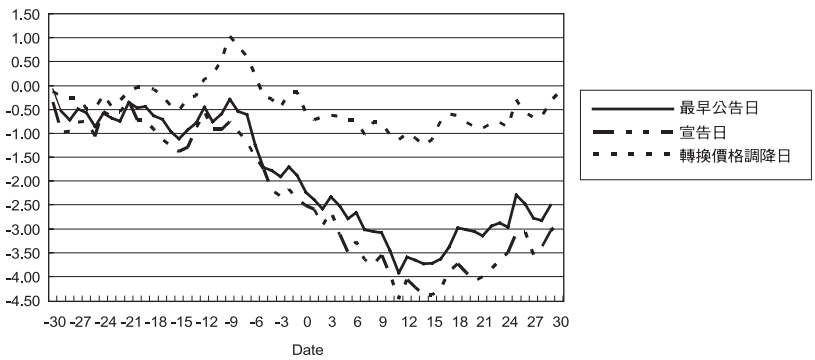


圖 2 動用一般重設公司之 CAAR 趨勢圖

圖 2 為事件日分別是最早公告日、宣告日以及轉換價格下降日之累計平均異常報酬 CAAR 的型態。事件日為最早公開日及宣告日時，此二 CAAR 線型在事件當日前一週 CAAR 明顯的往下降，事件期間的 CAAR 皆在 0 以下，最大累計降幅約為 4%，大約事件日後兩週回升。而事件日為實際轉換價格調降日時，其 CAAR 線型在事件日後，最大累計降幅約 2%，事件日後兩週回升，線型較為平緩。大體而言，市場在宣告日期間較轉換價格下降日更早接收到訊息，其反應程度較大，和宣告日有關的異常報酬影響有遞延性，而轉換價格調降日對股東已呈事實，市場在快速反應之後較無遞

臺灣大學國際期貨資訊中心

延效果。

無論是處於價內或價外，調降轉換價格，增加未來轉換的機會與期望有助於減輕償債壓力，降低財務危機之可能性，對股東而言未必不好。以 AAR 序列觀察，在以最早公開日當事件日的研究中，事件日當天宣告效果並不顯著，除了前述的看法，在此，我們認為或許公司償債壓力減輕，抵銷了一些不利股東的因子，並非全是財富移轉 (Wealth Transfer) 的負面考量，這可能也是當日宣告效果不顯著為負的原因之一。

二、依重設幅度分類之事件研究分析

接著將樣本分為重設幅度大於等於 0.19 與小於 0.19 兩組分析其事件研究之差異性。兩組樣本公司在最早公告日皆有顯著負異常報酬 AAR，顯示股東對公司調降轉換價格的訊息抱持悲觀的想法。而當事件日是實際調降轉換價格日，在 t=0 事件日當天降幅小的樣本組仍持續是負異常報酬且更為顯著，但降幅大的樣本組卻無顯著性。而且降幅小的樣本組無論事件日的定義為那一天，其 CAAR 每日序列 (-30, 30) 在整個事件期間中都有顯著負累計異常報酬，相對地，降幅大的這組樣本 CAAR 序列幾乎無顯著性，即使以轉換價格下降日為事件日的 CAAR 序列有顯著性，卻都是正累計異常報酬。顯然，降幅大小在整個事件期間股市投資人對其看法與反應是不同的。

表 4 中重設幅度小於 0.19 公司之 CAAR 毫無疑問都是負的，其 CAAR (0, 1) 在兩種事件日定義下期間負異常報酬皆非常顯著，CAAR (-30, 30) 在事件日期間也都有顯著的負異常報酬。反之，重設幅度大於等於 0.19 的樣本公司其 CAAR (-30, 30) 為正且具顯著性，且該小樣本在其他事件期之 CAAR 有正有負皆不具顯著性。

由以上結果與前節樣本特性描述提到的各項績效觀察，我們認為重設幅度最近上限 20% 的公司，其現金流量衰退潛藏財務危機，適時調降轉換價格有利日後投資人轉換成股權降低償債壓力，故對於公司宣告重設，股市投資人較無明顯的持續負面反應，此由圖 3 CAAR 的趨勢圖可看出。反之，圖 4 重設幅度小的樣本，現金流量沒有滑落的疑慮，反倒是重設有利轉換，可能造成股東享有的盈餘被稀釋而有負面持續的反應，和圖 3 的型態是不同的。故重設幅度大小對於股東對重設事件的反應確實不同。由事件研究可以驗證先前公司特性描述中有關樣本組營運績效衰退之說法，下一小節我們從迴歸分析進一步證實我們的推論 (註 5) 。

註 5 我們將 2003 年以後的子樣本重做一次，其正負數字結果和本文全部樣本 (1998~2006) 大同小異，但是 2003 年後的樣本檢定多出了一些顯著性，更支持本文所述之重設幅度大小對於股東對重設事件的反應確實不同。2003 後的樣本 CAAR (0, 1) 與 CAAR (-1, 1) 都是負的顯著性，重設幅度小於 0.19 的樣本其負異常報酬顯著性增加，而重設幅度大於等於 0.19 的樣本其正異常報酬之顯著性也更強，相較於全樣本的結果更具解釋力，CAAR 趨勢圖也近似全期樣本的走勢。李存修等人 (2007) 的實證顯示在 2003 年後發行海外可轉債被市場視為一壞消息，但投資人並不排斥公司設置一般重設條款，在此可以再次驗證這個說法。

臺灣博碩士論文知識加值系統

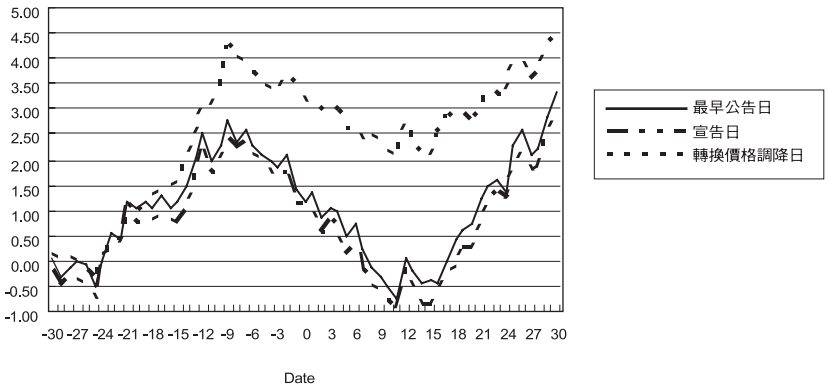


圖 3　重設幅度大等於 0.19 公司之 CAAR 趨勢圖

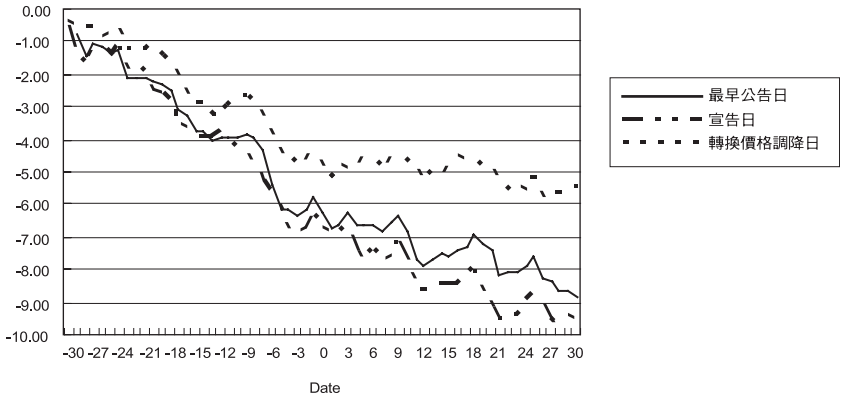


圖 4　重設幅度小於 0.19 公司之 CAAR 趨勢圖

伍、迴歸分析

一、假說與迴歸模型

綜合公司特性之觀察與事件研究分析之結果，最後擬由迴歸分析驗證以下假說：

對一般公司而言，重設幅度愈大，欲容易吸引可轉債投資人進行轉換，對股東將造成股權與盈餘之稀釋，不利股東，此為盈餘稀釋假說。對於現金流量明顯衰退潛藏財務危機之公司，重設幅度愈大，有利日後轉換成股權，可望減緩償債壓力，此時債務緩和之考量大過於盈餘被稀釋之可能性，故股東並不反對或排斥大幅調降轉換價格，此時重設幅度愈大對股票異常報酬之影響可能是非負面的，此為債務緩和假說。

迴歸分析中使用之主要解釋變數為重設幅度，該變數是指動用重設時，調降的轉換價格與發行時設定的轉換價格之差異，以變動幅度表示。相關的 ECB 重要特徵參

臺灣科技大學圖書館

考 Davidson et al. (1995) 後，取 Moneyness、發行日到動用重設之期間長短與營收成長為替代變數 (Proxy) (註 6)。控制變數除了事件日前一個月股票月報酬率、負債比率外，尚考慮了一些公司治理變數，包括現金權、控制權與現金權之偏差程度、董監質押比及長期股權投資比率。包括所有自變數在內之迴歸模型為：

$$CAAR_i = \beta_0 + \beta_1 reset_i + \beta_2 cash_i + \beta_3 devi_i + \beta_4 pledge_i + \beta_5 inv_i + \beta_6 mrtn_i + \beta_7 debt_i + \beta_8 length + \beta_9 moneyness + \beta_{10} op3 + \beta_{11} ind + \varepsilon_i \quad (1)$$

式中 $CAAR_i$ 為事件日至事件日後一日共計兩日之 i 公司累計平均異常報酬 CAAR (0, 1) 以及 CAAR (-1, 1)，另外也使用 CAAR (-5, 5), CAAR (-10, 10) 驗證前面的迴歸結果。$reset_i$ 為 i 公司動用重設的轉換價格調降幅度，$cash_i$ 為公司控制股東的現金權，dev_i (deviation) 為控制股東的控制權和現金權相減後之差距，$cash_i$ 與 dev_i 的選取皆依 Claessens、Djankov 與 Lang (2000) 的作法，和李存修等人 (2007) 相同。$pledge_i$ 為董監事持股質押比率。inv_i (Investment) 為長期投資比率，係長期投資科目除以總資產而得。張漢傑 (1999) 指出該科目之資訊是否充分揭露與大股東的誠信經營有很大之關係，長期投資金額高低是衡量財務資訊透明度的重要指標，該比率愈低，透明度愈高，易受外部人信賴。葉銀華 (2004)、鄭惠之 (2004) 在博達案的省思中，提出閱讀財務資訊需注意十大警訊，其中一項即為長期股權投資比率。$mrtn_i$ (Monthly Return) 為事件日前一個月股票月報酬率。$debt_i$ 為事件日當月之總負債 / 總資產。$length_i$ 為發行日到動用重設生效日之期間長短。$Moneyness_i$ 為股票市價 / 轉換價格。$op3_i$ (Operating Quarterly) 是近重設生效日 3 個月累計營收成長率。ind (Industry) 為一代表變數，因七成的樣本屬電子產業，故設虛擬變數以控制產業效果，ind=1 時，代表電子業之公司，否則為 0。

重設幅度愈大，對股東盈餘稀釋愈嚴重，加上股價跌幅可能也較大，此跌幅若是公司獲利前景的指標，則動用重設時的市場反應愈不佳，累計平均異常報酬愈小，故 β_1 應為負。公司治理變數中的現金權為控制股東實質享受盈餘分配的權利，基於禍福與共的基礎，控制股東現金權愈高的公司，愈受股市投資人歡迎。控制權與現金權偏離程度與董監事股票質押比例愈大的公司，控制股東較有可能站在利己的角度運用

註 6 Davidson et al. (1995) 用指數型的股價成長模型 $E(S_T) = S_0 \cdot e^{u \cdot T}$ 估計 u， 再代入模型估計 T。我們參考該文中樣本期間 1980~1985 的 DJ 指數為多頭走勢，適用指數型模型。但本文樣本期間 1999~2006 的台股指數 TSE 非全然多頭趨勢，用指數型估計成長率似乎有欠妥當。且台灣 ECB 自民國 89 年以來才開始有大量的發行，很多當時新上市公司取其前 3~5 年股價作估計實有困難。故資料屬性不同及取樣期間有困難，再加上股市多空頭情況不同，成長率估計出的數字很多是負數，難以套用於模型。考量後，本著利用成長率與轉換價格的估計透過該模型使用的本意，本文以營收成長、Moneyness、發行日到動用重設生效日之期間長短為特徵替代變數。

臺灣大學圖書館

資金，較易忽略投資大眾的利益，故 β_2 應為正號，β_3 、β_4 應為負號。長期投資比愈低，財務透明度愈高，對股東愈有保障，應為負號。公司的股票月報酬率愈高，反映投資人對公司未來成長獲利抱持樂觀想法，應會與股票異常報酬呈正相關，故 β_6 應為正號。負債愈高，依過去資訊不對稱之文獻認為公司前景較佳，故預期 β_7 應為正號。發行日到動用重設生效日之期間愈短，愈是 equity-like，負 CAAR 愈多，是為同向影響，故 β_8 應為正號。轉換價格愈大時，Moneyness 下降，依 Kim (1990) 的說法對市場是一個好訊息，則 Moneyness 愈小時，負 CAAR 愈少，是為反向影響，故 β_9 應為負號。累計營收成長率愈高，預期負 CAAR 愈少，是為正向影響，故 β_{10} 應為正 (註 [7]) 。

在表 4 中去除 12 家有其他重大宣告事件後，此 108 家的事件期 CAAR (0, 1) 與 CAAR (-1, 1) 皆具顯著性，故我們在迴歸分析中分別以此 2 個變數當應變數，迴歸結果如表 5 所示，模型 (1) ～ (4) 為以 CAAR (-1, 1) 為應變數，模型 (5) ～ (7) 為以 CAAR (0, 1) 為應變數。從表 5 應變數為 CAAR (-1,+1) 之迴歸分析模型 (1) 中，發現重設幅度的係數為負，符合一般預期；當重設幅度愈大，吸引更多債權人的轉換，因為稀釋之效果，股東財富移轉至債權人的程度愈高，另一個原因可能是公司營運績效可能不如預期，影響股價表現，皆使異常報酬愈小。當再將樣本作進一步分類，以重設幅度 0.19 為分界，見模型 (2)，當重設幅度調降大於等於 0.19 時，其重設幅度與重設幅度 B 兩項係數加總為正，對 CAAR 之正向影響顯著不同於 0.19 這組重設幅度小於 0.19 的公司，後者其重設幅度之係數為負不具顯著性。再者，重設幅度大於 0.19 的這組兩項截距加總為負，反之，降幅小於 0.19 的這組單一項截距為正，這兩組樣本重設幅度對股票報酬影響顯然大不相同。

註 [7] 將重要變數重設幅度 reset 另取平方項放入迴歸式中，觀察它與因變數間是否有非線性關係，結果該係數為 0.021，t 值為 1.09 不顯著。而原本未加入平方項前的調整後 R^2 都在 0.24 左右、F 值也很顯著，模型還算合適。加入平方項後，這兩個值並沒有太大改變。

臺灣博碩學術期刊資料庫

表 5 ECB 動用一般重設之迴歸分析結果

自變數	CAAR (-1, +1)				CAAR (0, 1)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
截距	1.525	2.028	-1.883	0.195	1.250	-1.040	1.024
	(1.07)	(1.31)	(-0.94)	(0.05)	(0.93)	(-0.58)	(0.31)
截距 *B		-146.307*		-149.937*	-160.955**		-154.943**
		(-1.93)		(-1.88)	(-2.46)		(-2.24)
截距 *T			4.857**			2.113	
			(2.49)			(1.20)	
重設幅度	-0.043	-0.103	0.112	-0.057	-0.090	0.078	-0.047
	(-0.75)	(-1.07)	(1.06)	(-0.57)	(-1.09)	(0.82)	(-0.55)
重設幅度 *B		7.367*		7.511*	8.126**		7.783**
		(1.94)		(1.88)	(2.47)		(2.24)
重設幅度 *T			-0.233*			-0.109	
			(-1.88)			(-0.98)	
董監質押比	-0.022	-0.017	-0.019	-0.025	-0.005	-0.011	-0.014
	(-1.16)	(-0.87)	(-0.99)	(-1.26)	(-0.28)	(-0.63)	(-0.79)
現金權	-0.015	-0.020	0.007	-0.013	-0.019	-0.004	-0.018
	(-0.48)	(-0.65)	(0.22)	(-0.40)	(-0.69)	(-0.13)	(-0.65)
偏離程度	-0.000	-0.006	-0.008	0.010	-0.039	-0.037	-0.017
	(-0.01)	(-0.14)	(-0.19)	(0.21)	(-0.99)	(-0.92)	(-0.41)
股價報酬率	0.113*****	0.104***	0.116***	0.105***	0.030	0.041**	0.040*
	(5.41)	(4.96)	(5.67)	(4.41)	(1.63)	(2.21)	(1.91)
長期投資	-0.029	-0.029	-0.034	-0.018	-0.021	-0.022	-0.010
	(-1.35)	(-1.39)	(-1.56)	(-0.77)	(-1.17)	(-1.11)	(-0.45)
負債比率				0.025			0.029
				(0.65)			(0.88)
距離期間				0.024			0.003
				(0.46)			(0.07)
Moneyness				-0.486			-2.082
				(-0.21)			(-1.05)
營收成長率				-0.018*			-0.010
				(-1.83)			(-1.15)

臺灣大學學術期刊資料庫

產業效果							
樣本數	108	108	108	108	108	108	108
Adj R^2	0.212	0.229	0.249	0.238	0.058	0.001	0.062
F 值	5.12***	4.53***	4.95***	3.57***	1.74*	1.01	1.54

模型 (1)~(4) 應變數為 CAAR (-1, +1)，模型 (5)~(7) 應變數為 CAAR (0, 1)。自變數中的重設幅度指轉換價格調降之幅度，董監質押比為董監事持股質押比率，現金權的替代變數為盈餘分配率，偏離程度指控制權與現金權之差異，以股份盈餘偏離差當替代變數。股票報酬率為事件日前一個月股票月報酬率，長期投資為長期投資科目除以總資產。負債比率為事件當月總負債 / 總資產。距離期間指發行日到動用重設日之期間長短。Moneyness 為股票市價 / 轉換價格。營收成長率是重設生效日近 3 個月累計營收成長率。B 為虛擬變數若重設幅度大於等於 0.19 則 B ＝ 1 否則 B ＝ 0。T 為虛擬變數若樣本公司為上市公司則 T ＝ 1 否則 T ＝ 0。已考慮產業效果。迴歸係數下方刮號內為 t 值。

* 顯著水準 10%，** 顯著水準 5%，*** 顯著水準 1%。

重設幅度大小表現出的不同影響可能之原因是，重設幅度愈大，逼近 20% 的公司，股價表現可能相對較不理想，之前提到其營運衰退且現金流量大幅減少，超出當初發行時的預期，恐不足以支應償債之需求，若利用可轉債重設的機制提高債權轉成股權的可能性，此時償債壓力緩和重要性應勝於股權、盈餘被稀釋的作用，重設幅度係數為正，支持債務緩和效果。反之，重設幅度小於 0.19 的公司，現金流量下降程度較不嚴重，較無償債壓力之包袱，此時，股東較重視股權、盈餘的稀釋，重設幅度係數為負，表示股東擔心權益將被瓜分，支持盈餘稀釋效果。

把樣本依上市或上櫃公司來分類，參模型 (3)，加總重設幅度與重設幅度 T 兩項係數後是負的，表示樣本是上市公司時，重設對 CAAR 的影響是負的，而依其交乘項係數顯著，表示上市對 CAAR 之影響是明顯不同於上櫃公司。此時單一項變數重設幅度的係數為正，顯示上櫃公司重設對 CAAR 為正向影響，只是不顯著。此結果與表 3 發現的上櫃公司平均績效表現較上市公司為佳是一致的 (註 [8])。

有關公司治理變數方面之結果如下：董監質押比在所有迴歸模型中之迴歸係數是負的，應該是公司現金流量上有可能出現調度危機時，董監質押比愈大，股東愈是擔心，代表其董監事或大股東的財務能力薄弱，當公司面臨財務困難時將可能缺乏充足的資金予以支援，相對的風險較高，故股票異常報酬會愈小。另一個長期股權投資，為財務資訊透明度之替代變數，就財務透明度而言，長期股權投資通常是最不透明的，常引起外資關切的科目，在所有迴歸模型中其迴歸係數也是負號，表示現金流量不足的公司，長期投資比率愈大，愈加重投資人對公司有資訊不對稱與資訊不完整之感，

註 [8] 截距 *B 是很大的負值且顯著，截距 *T 是小的正值也顯著，顯示重設幅度是否大於等於 0.19 較是否上市上櫃還要有顯著的影響。

臺灣大學學術期刊資料庫

股東權益有被剝削之疑慮，故股票異常報酬愈小。換言之，資訊愈透明愈受投資人歡迎。

在其他公司治理變數，包括現金權，偏離程度的迴歸係數大都不顯著，故本文無法作更多的探討。大盤股價的波動會影響股價表現，我們以 mrtni 當控制變數，其係數顯著為正。當引入此控制變數，重設幅度還能具顯著性，調整後 R^2 亦不小，顯見重設幅度在此事件中是解釋股東反應的重要變數。ind 產業效果已考慮 (註 [9]) 。

模型 (4) 加入負債比率，ECB 的發行動機多與融資政策有關，但實證結果顯示負債比率不影響股市。本文的 CAAR 為負具顯著性，當在迴歸式中加入 length，其迴歸係數為正具顯著性；length 愈短，愈像 Stein (1992) 所言 the more equity-like，負 CAAR 愈多，是為同向影響。當在迴歸式中加入 Moneyness，其係數為負不具顯著性；轉換價格愈大時，Moneyness 下降，依 Kim 的說法是一個 good signal to market，則 Moneyness 愈小時，負 CAAR 愈少，是為反向影響。當在迴歸式中加入近 3 個月累計營收成長率 op3，其迴歸係數為負具顯著性；營收成長率愈低，負 CAAR 愈少，此結果我們推論與本文所論述的有關 : 重設幅度很大的公司其營運績效下降很明顯，市場並不排斥他們進行重設以緩和償債壓力，故在此議題上會出現迴歸係數為負的現象。

模型 (5) 和模型 (2) 結果類似，CAAR (0, 1) 和 CAAR (-1, 1) 的結果差別在於：以 CAAR (0, 1) 為應變數之模型 (6) 顯示上市或上櫃對於重設的影響無顯著差異、營收成長率也是無顯著影響，其他的迴歸結果兩個模型則類似，而以 CAAR (-1, 1) 的模型配適較佳 (註 [10]) 。

二、綜合討論

本文支持 Stein (1992) 所提發行可轉債實為現金增資，但不支持發行可轉債公司對未來獲利有較樂觀之預期。依樣本資料特性顯示，動用重設之公司普遍營運績效皆下降，重設幅度愈大的公司營運現金流量明顯減少許多。樣本公司平均在一年內動用重設，且重設幅度大於 0.19 的公司佔了使用重設之公司近六成。故半數以上樣本公司償債壓力沈重，配合營運績效衰退，藉由發行可轉債實則現金增資，減輕財務負擔改善財務結構。

再者，實證結果中我們推論動用重設之負面市場反應，一則來自稀釋股東盈餘，另一則是對公司營運衰退之預期。重設幅度小於 0.19 之公司其係數是負的，在一般

註 [9] 另外，把公司規模大小納入模型中當控制變數，其 Adj R^2 下降，模型適合度的 F 檢定值也下降，因不影響其他變數的迴歸係數顯著性，故最終呈現之模型並未將此自變數納入。

註 [10] 為了確定模型結果的穩定性，亦分別以 CAAR (-5, +5) 與 CAAR (-10, +10) 為因變數去分析，兩者之重設幅度迴歸係數和 CAAR (-1, +1) 的符號與顯著性大致相同，支持以上的結果，故表中省略。

臺灣人文與學術期刊資料庫

情況下，股東對重設轉換價格調降愈多較不歡迎，稀釋效果強過償債壓力緩和效果。重設幅度幾近 20% 這類公司的股東，對於其大幅調降轉換價格以利重設是支持的，此時他們對盈餘稀釋造成財務移轉的考量在其次，償債壓力的緩和才是當務之急。

從這些結果，我們可以看到發行 190 件的 ECB 中，有 120 件占 63% 動用重設條款，其中 66 家第一次重設其調降幅度即高於 0.19，顯然整體產業走向衰退的說法不足以支持此結論。我們認為重設條款政策宣示放寬，使得可轉債成為變相現金增資，公司對前瞻性成長預期的能力鈍化，削弱了可轉債提供私有資訊的功能。另外，劣質公司可能在發行可轉債時，誇大成長獲利製造榮景的假象。

陸、結 論

台灣於 2000 年至 2005 年間發行大量的海外可轉債，居亞洲之冠。李存修等人 (2007) 的實證顯示在 2003 年後發行海外可轉債被市場視為一壞消息，但投資人並不排斥公司設置一般重設條款。

本文嘗試從海外可轉債發行後，經過一段時日，發行公司動用一般重設條款為事件分析主軸，探討動用重設條款時市場的反應。並從發行日與動用重設二個不同時期的營運績效觀察其變化，最後檢驗包括轉換價格重設幅度等變數是否影響股票異常報酬。藉由上述分析的架構，回溯公司發行海外可轉債動機的實際內涵。

實證結果顯示，動用一般重設的宣告效果偏向負面，且實際動用時市場反應顯著為負面，雖投資人不排斥此條款，但債權人實際轉換時，股權、盈餘的稀釋對股東是不利的。再者，動用重設意謂股價的表現可能不如發行時的預期，此時股東可以合理的判斷公司獲利也可能較發行時趨向悲觀。故一般而言，重設幅度愈大，愈不受股東歡迎，和股票報酬呈負相關。

本文進一步在發行日與動用重設日兩段期間的營運績效進行比較，實證結果支持股價的下跌大多來自營運的衰退，當中以營運現金流量恐不足以支付債務最為明顯。倘若無法將可轉債變成權益，可能有些潛藏財務危機的公司即將面臨龐大的債務造成周轉不靈，以代理關係的角度來看，此時股東也許支持轉換。我們發現重設幅度接近二成的公司，其重設幅度和異常報酬呈正相關，符合我們的推論，這些營運現金流量大幅衰退的公司，在重設轉換價格時，股東對於自身利益的考量，也許當前償債壓力的緩和優先於股權、盈餘之被稀釋。

文獻中提到的，可轉債發行可能伴隨著對未來股價、獲利的樂觀預期，在本實證中不獲支持，對於可轉債可視為期間拉長之現金增資的說法可以認同。我們不排除有部份公司一窩蜂的跟著發行是因政策的放寬產生對獲利預期鈍化的質疑，也不排除有些公司蓄意隱瞞未來獲利的可能，其間內部人與股東之代理問題在此文中無法作進一步推論。

臺灣大學圖書館

參考文獻

李存修、胡星陽、王瑪如，2007，「從公司治理角度探討海外可轉債發行對公司價值之影響」，財務金融學刊， 15 卷 3 期：頁 1-42。(Lee Tsun-Siou, Hu Shing-Yang and Wang Ma-Ju. 2007. Euro convertible bond and corporate value. ***Journal of Financial Studies***, 15 (3): 1-42.)

張漢傑，1999，「長期投資與股價關係」，會計研究月刊，162 期：頁 62-65。(Chang Han-Chieh. 1999. The relationship of long-term investment and stock price. ***Accounting Research Monthly***, 162: 62-65.)

葉銀華，2004，「博達事件省思—從銀行治理看問題」，會計研究月刊，225 期：頁 50-53。(Yen Yin-Hua. 2004. Rethinking the procomp event-questions used in the bank governance. ***Accounting Research Monthly***, 225: 50-53.)

鄭惠之，2004，「博達案後省思」，會計研究月刊，225 期：頁 28-35。(Cheng Hui-Chih. 2004. Rethinking of the procomp informatics event. ***Accounting Research Monthly***, 225: 28-35.)

Bechmann, K. L. 2004. Short sales, price pressure, and the stock price response to convertible bond calls. ***Journal of Financial Markets***, 7 (4): 427-451.

Brick, I. E., Palmon, O., & Patro, D. K. 2007. Stock price response to calls of convertible bonds: Still a puzzle? ***Financial Management***, 36 (2): 1-21.

Brown, S. J., & Warner, J. B. 1985. Using daily stock returns: The case of event studies. ***Journal of Financial Economics***, 14 (1): 3-31.

Byrd, A. K., & Moore, W. T. 1996. On the information content of calls of convertible securities. ***Journal of Business***, 69 (1): 89-101.

Campbell, C. J., Ederington, L. H., & Vankudre, P. 1991. Tax shields, sample-selection bias, and the information content of conversion-forcing bond calls. ***Journal of Finance***, 46 (4): 1291-1324.

Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. ***Journal of Financial Economics***, 58 (1/2): 81-112.

Core, J. E., Guay, W. R., & Kothari, S. P. 2002. The economic dilution of employee stock options: Diluted EPS for valuation and financial reporting. ***The Accounting Review***, 77 (3): 627-652.

Cowan, A. R., Nayar, N., & Singh, A. K. 1993. Calls of out-of-the-money convertible bonds. ***Financial Management***, 22 (4): 106-116.

Dann, L. Y., & Mikkelson, W. H. 1984. Convertible debt issuance, capitol structure change and financing-related information: Some new evidence. ***Journal of Financial***

臺灣大學圖書館期刊資料庫

Economics, 13 (2):157-186.

Davidson, W. N., & Glascock, J. L., & Schwartz, T. V. 1995. Signaling with convertible debt. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 30 (3): 425-440.

Ederington, L. H., & Goh, J. C. 2001. Is a convertible bond call really bad news? ***Journal of Business***, 74 (3): 459-476.

Huson, M. R., Scott, T. W., & Wier, H. A. 2001. Earnings dilution and the explanatory power of earnings for returns. ***The Accounting Review***, 76 (4): 589-612.

Kim, Y. O. 1990. Informative conversion ratios: A signaling approach. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, 25 (2): 229-243.

Marquardt, C. A., & Wiedman, C. I. 2005. Earnings management through transaction structuring: Contingent convertible debt and diluted earnings per share. ***Journal of Accounting Research***, 43 (2): 205-243.

Mazzeo, M. A., & Moore, W. T. 1992. Liquidity costs and stock price response to convertible security calls. ***Journal of Business***, 65 (3): 353-369.

Mikkelson, W. H. 1981. Convertible calls and security returns. ***Journal of Financial Economics***, 9 (3): 237-264.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. ***Journal of Financial Economics***, 13 (2): 187-221.

Ofer, A. R., & Natarajan, A. 1987. Convertible call policies: An empirical analysis of an information-signaling hypothesis. ***Journal of Financial Economics***, 19 (1): 91-108.

Stein, J. C. 1992. Convertible bonds as backdoor equity financing. ***Journal of Financial Economics***, 32 (1): 3-21.

臺灣大學學術期刊資料庫

作者簡介

李存修

畢業於國立臺灣大學工商管理學系，並於美國加州大學柏克萊校區 (The University of California Berkeley) 取得企管碩士 (MBA)、經濟碩士 (MA) 及企管博士 (主修財務)，曾任臺大 EMBA 第三任執行長，臺大財務金融系 (所) 主任與所長。

自臺灣大學於 1999 年首度設置教學優良與教學傑出獎項以來，連續 12 年獲獎，為臺大管院唯一獲獎未間斷的教師。此外，也曾受聘日本一橋大學 (Hitotsubashi University) 客座教授，並曾受邀於新加坡國立大學、香港大學、廈門大學、上海國家會計學院等 EMBA 以及北京大學 IMBA 授課，教學經驗豐富。

研究範圍包括財務管理、投資管理、衍生性金融商品、公司治理等，曾獲證基會金橡獎、管科會年度最佳論文獎、亞太財務學會 (APFA) 最佳論文獎、南開大學公司治理研討會最佳論文獎、臺灣財務金融學會年度最佳論文獎及臺大管理學院研究獎等。著作刊登於《Corporate Governance: An International Review (SSCI)》，《Journal of Business Ethics (SSCI)》，《Global Finance Journal, International Review of Finance》，《Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting (FLI)》，《Review of Quantitative Finance and Accounting (FLI)》、《臺大管理論叢 (TSSCI)》、《財務金融學刊 (TSSCI)》、《管理學報 (TSSCI)》及證券市場發展季刊 (TSSCI)》。

胡星陽

現任國立臺灣大學財務金融系教授。畢業於國立臺灣大學商學系、經濟研究所，並於美國羅徹斯特大學 (University of Rochester) 取得碩士及商學博士 (主修財務) 學位。

研究範圍包括行為財務、公司治理及市場微結構。曾獲 APFA/PACAP Finance Conference Chicago Mercantile Exchange Competitive Research Award，證券市場發展季刊優秀論文獎，臺灣大學管理學院學術研究獎，著作刊登於 Financial Management, Pacific-Basin Finance Journal, Corporate Governance: An International Review，財務金融學刊，證券市場發展季刊，經濟論文等學術期刊。

王瑪如

現任國立高雄第一科技大學財務管理系副教授。畢業於國立臺灣大學財務金融系、財務金融研究所，並取得國立臺灣大學財務金融所博士學位。研究範圍包括公司理財、投資管理與公司治理等。著作刊登於財務金融學刊 (TSSCI)，證券市場發展季刊 (TSSCI) 等學術期刊。

臺灣大學學術期刊資料庫

臺灣大學學術期刊資料庫