

【實務新知】

轉換公司債健全管理措施

李岳霖（證期局專員）

壹、前言

轉換公司債（Convertible Bond）係公司所發行之有價證券，為直接向投資者籌集長期資金之一種金融工具，發行公司依債券發行時所訂定之發行條件，支付一定利息予投資者，該債券並附有可轉換為普通股的權利，持有此種公司債券之投資者，得在當轉換為普通股後設算之報酬率高於公司債可領取的利息時，於特定期間內，依事先約定之轉換比率或轉換價格，將此公司債轉換為發行公司之普通股股票，以獲取更高的報酬率，而對於未行使轉換權的投資者，發行公司於債券到期時應依發行條件償還本金及補償利息。

近年來發現部分上市（櫃）公司發行轉換公司債時，有下列異常或舞弊情事，包括（一）轉換公司債之轉換溢價率偏低導致轉換價格與債券發行時之普通股市價接近（轉換價格為基準價格乘以轉換溢價率），並有公司內部人於發行後立即拉抬股票價格，以利轉換公司債持有人嗣後轉換為普通股並獲取鉅額利潤，（二）過往轉換公司債閉鎖期多為1個月，衍生轉換公司債持有人於取得債券後，短期即可轉換為普通股套現獲利之疑慮，（三）轉換公司債之承銷配售管道目前均係採詢價圈購方式，發生有承銷商等配合大股東，以人頭戶配售取得轉換公司債之情事，（四）另證券商或銀

行提供轉換公司債資產交換業務，將轉換公司債拆解後之選擇權賣給發行公司內部人之相關人員，並配合上述炒作標的股價之方式，利用轉換公司債選擇權之槓桿效果獲取高額利益。

就上述轉換公司債之相關弊端，影響投資人權益與市場秩序，金融監督管理委員會（下稱金管會）已就轉換公司債發行面、交易面及資產交換選擇權業務等強化相關制度面規範及監理措施。本文擬就轉換公司債之基本性質、發展歷程及近期強化監理措施等進行介紹。

貳、轉換公司債介紹與發展歷程

一、轉換公司債基本簡介

（一）轉換公司債定義：

所謂轉換公司債，即公司債持有人得自發行日起屆滿一定時間後，於一定期間內按約定轉換價格或轉換比率，將公司債轉換成發行公司普通股之有價證券。轉換公司債是兼具債券與股票特質之有價證券，當發行公司股價低迷時，轉換公司債持有人可以選擇保有債券價值，以領取債息和利息補償金為固定投資收入；當發行公司股價（相對於轉換價格）上揚時，轉換公司債持有人便可以將轉換公司債轉換成公司股票，以賺取股價差額之資本利得，即轉換公司債持有人實質上不僅擁有債券，也同時擁有標的股票之選擇權。

（二）轉換公司債特色：

1. 特色：轉換公司債為結合權益（選擇權）特性之債券商品，債券持有人在發行公司獲利能力上升時，具有可參與股票增值之機會。而在未轉換為股票前，投資者為債權人，享有債券保本之好處，且可享有公司股票未來如上漲時之獲利空間，若到期時仍未轉換為股票，則可以拿回本金，整體而言仍係屬保本商品。
2. 對發行人之優點：(1) 相較於現金增資，股權稀釋可分散或延後，(2) 相較於普通公司債，轉換公司債經投資人行使轉換後，由負債變為資本，可免除公司到期還本之資金壓力，(3) 通常票面利率為零，相較普通公司債可節省利息支出。
3. 對發行人之缺點：(1) 因轉換公司債具有股權性質，發行募資時點需要視整體股市及發行公司個股股價表現而定，(2) 到期前若投資人未行使轉換

權，公司將面臨債務清償壓力。

4. 發行時機：公司股價或股市呈多頭走勢時。

(三) 轉換公司債發行申報規定：

1. 申報生效制：發行人檢齊相關書件向金管會申報，除因申報書件應記載事項不充分、保護公益等其他法令規定之原因經主管機關停止申報生效或退回者，自送件起屆滿一定營業日即生效，其中營業日係指證券市場交易日。
2. 申請轉換公司債掛牌：發行人於申報發行轉換公司債申報生效後，檢具「轉換公司債櫃檯買賣申請（報）書」向櫃買中心申請掛牌，並於相關書件備齊後第 6 個營業日掛牌。
3. 承銷方式：目前實務上多採取詢價圈購方式，由主辦承銷商訂定價格區間，探詢市場實際需求並彙總詢價圈購資料，據以與發行人議定實際承銷價格，並配售給有意承購之投資人。投資人參與詢價圈購僅係表達認購意願，承銷商受理圈購亦僅係探求投資人之認購意願，雙方並無購買或銷售之義務。承銷商得自主決定銷售對象，被銷售對象亦得自主決定是否認購。

二、轉換公司債特別規定

- (一) 轉換公司債閉鎖期規定：發行公司或外國發行人申報發行具有普通股轉換權之各種有價證券，自發行日後屆滿一定期間起，除依法暫停過戶期間外，持有人得依發行人所定之發行及轉換辦法請求轉換。上述所稱一定期間不得少於三個月（原規定為一個月，自 106.1.1 起改為三個月），並應由發行人於轉換辦法中訂定之。
- (二) 轉換價格：係指投資人得將轉換公司債轉換為股票的每股價格，其中用以計算轉換價格之基準價格，為訂價日之前一、三、五個營業日擇一計算普通股收盤價之簡單算術平均數，而轉換價格訂定應高於基準價格，實務上轉換溢價率多訂於 101%~110% 間。
- (三) 發行價格：係指轉換公司債於募集時，投資人認購轉換公司債之價格，該發行價格應達理論價格扣除流動性貼水之九成，其中流動性貼水以一年期定存利率為計算依據。
- (四) 賣回權：屬於投資人的權利，投資人可於持有該債券屆滿一特定期間後，要求發行公司依發行辦法約定之價格收回轉換公司債。通常賣回價格為債

券面額加計利息補償金。例如 5 年期轉換公司債，公司得於發行辦法約定於發行後第 3 年投資人可執行賣回權。

- (五) 買回權：屬於發行人的權利，主要目的在降低發行公司的發行成本及資本膨脹風險。當發行公司的股票市價持續上漲至某一程度（普通股之收盤價格連續 30 個營業日超過當時轉換價格達 30%），或是轉換公司債流通在外餘額過少（債券流通在外餘額低於原發行總額之 10% 時）時，發行公司得行使強制贖回權以保障公司權益。
- (六) 反稀釋條款：當發行人股權比率發生變動時，應就股權比率變動前的轉換價格進行相對的調整，因此當發行公司進行無償配股、配息、現金增資、合併換股、現金減資時，均會按其相對稀釋的比例調整轉換價格，以保障既有轉換公司債投資人的權益。

三、國內轉換公司債市場發展歷程

- (一) 一般而言，轉換公司債之轉換標的股票即為發行公司之股票，轉換標的股票若非發行公司股票，則稱為「交換公司債」（Exchangeable Bond）。舉例而言，77 年永豐餘造紙股份有限公司所募集之交換公司債，其轉換標的股票為其所持有中華紙漿股份有限公司之普通股。
- (二) 轉換公司債的發展在國外大型市場已行之有年，自 1960 年代迄今，已有 50 多年的歷史。前財政部證券暨期貨管理委員會於 72 年發布「上市發行公司申請募集與發行轉換公司債審核標準」，並於 73 年制定「募集轉換公司債申請書」及作業流程表。但由於審核標準中規定，轉換公司債持有人僅能在每年 12 月底及 6 月底起 15 日內提出轉換要求，使得轉換公司債的轉換權利受到極大的限制，且發行公司於接受債權人請求轉換普通股後，尚應申請公開行新股及辦理新股上市買賣，若每年債權人申請次數過於頻繁，將造成發行公司作業上之不便與困擾，故當時並無公司發行可轉換公司債。
- (三) 針對上述情形，前財政部證券暨期貨管理委員會於 78 年 8 月 8 日公布「上市發行公司申請募集與發行可轉換公司債處理準則」，規定可轉換公司債自可轉換之日起至到期日前 10 日止，除依法暫停過戶期間外，持有人得依發行公司之轉換辦法隨時請求轉換，發行公司得於每年營業年度結束之前，一次辦理換發新股上市買賣之申請。對於投資者來說，債券換股權利證書自交付股東之日起便可上市買賣，已十分便利，使得轉換公司債逐漸受到企業及投資大眾所重視，而成為我國上市（櫃）公司募集資金的管道

之一。79年6月，由遠東紡織股份有限公司發行了我國國內第一個轉換公司債，開啟了國內上市（櫃）公司以轉換公司債籌募資金的发展歷史，其後櫃買中心為達到活絡債券市場及相關衍生性金融商品之目的，於89年6月公告開放接受證券商申請承作轉換公司債資產交換選擇權業務。

（四）目前上市（櫃）公司發行轉換公司債多選擇在櫃買中心掛牌，近年來轉換公司債市場之變化趨勢及特性如下述：

1. 票面利率以0%為主流：近年來受到低利率環境影響，轉換公司債票面利率亦逐步降低來到0%之低點，但是發行人仍會於投資人賣回時或公司贖回時提供利息補償金。0%的票面利率除了有讓發行人於投資人轉換前毋需支付利息之優點，還可以節省每年的利息支付手續作業及還本付息銀行的經手費。
2. 發行年期有逐漸縮短趨勢：依據「發行人募集與發行有價證券處理準則」第30條規定，轉換公司債面額限採新臺幣10萬元或為新臺幣10萬元之倍數，償還期限不得超過10年。除了台灣茂矽電子股份有限公司曾在85年及87年發過二檔10年期的轉換公司債外，早期轉換公司債發行期間主要集中在5年，但是近年來發行期間則有逐步縮短至3年的趨勢，而且也有採半年期而非整數年數發行者，例如100年度的兆豐E1為2.5年、101年度的日勝三為3.5年。發行年期的縮短除了可以降低利率風險，以提升投資人的購買意願外，亦讓發行公司與投資人間取得了成本與效益之平衡。
3. 無擔保平均發行規模仍大於有擔保者：現行中小型企業若要發行無擔保公司債時只能透過轉換公司債，因為普通公司債若沒有銀行擔保時，依投資市場要求多需要取具信用評等報告，由於信用評等為一個固定成本金額的投入，因此若發行公司發行金額不具規模時，則較不符合成本效益，因此現行轉換公司債即成為中小型或中型企業發行無擔保債券之主要管道。

（五）近年國內轉換公司債募集發行情形統計：

單位：新臺幣億元

年度	103年度		104年度		105年度		106年1~9月	
	件數	金額	件數	金額	件數	金額	件數	金額
合計	95	614.6	98	589.6	55	393.6	33	298.9

四、轉換公司債資產交換選擇權業務

- (一) 所謂「轉換公司債資產交換交易」(Convertible Bond Asset Swap)，即由資產交換業者(一般為銀行或證券商)於取得轉換公司債後，將轉換公司債拆解為一普通公司債與一執行標的為該轉換公司債之美式買權(即轉換公司債資產交換選擇權)，分別售予債券投資人(即固定收益端，通常為保險公司)與選擇權投資人。
- (二) 債券端交易：
 1. 資產交換業者以約定之利息報酬與債券投資人就該轉換公司債所生之利息與利息補償金進行交換，資產交換業者並保有契約到期日前得向債券投資人買回該轉換公司債之權利。
 2. 債券投資人：透過可轉換公司債資產交換交易，取得多樣化公司信用等級之債券。債券端投資人透過賣出資產交換選擇權，享有較佳之收益率，並可依據資金需求彈性規劃現金流量。
- (三) 選擇權交易：
 1. 選擇權買方支付資產交換業者權利金，以取得在契約到期日前，可隨時買回取得該轉換公司債之權利。
 2. 選擇權投資人：透過轉換公司債資產交換交易，以持有選擇權方式掌握未來取得轉換公司債的權利。資產交換選擇權因具高槓桿特性，享有未來標的股票上漲之獲利潛能。投資人於轉換公司債發行時透過資產交換交易買入選擇權，於持有期間可隨時履約取得可轉換公司債與轉換後之股票，可免除以大筆資金直接投資轉換公司債的資金成本，惟仍可享有標的股票未來股價上漲之利益。

參、轉換公司債健全管理措施

近年外界對部分上市(櫃)公司發行轉換公司債時所發生之弊端，涉及轉換公司債發行面之閉鎖期規定、承銷面之詢價圈購配售方式、交易面之市場股價炒作及金融機構配合發行公司內部人辦理轉換公司債資產交換業務等情事，金管會已於近期督導相關證券周邊單位完成有關制度面規範修正及強化監理措施如下：

一、發行面

(一) 延長閉鎖期為至少 3 個月：

1. 依中華民國證券商業同業公會「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第 4 條之 3 規定，證券承銷商輔導發行公司申報發行具有普通股轉換權（認購、交換權）之各種有價證券，自發行日後屆滿一定期間起，除依法暫停過戶期間外，持有人得依發行人所定之發行及轉換辦法請求轉換。
2. 前述所稱之一定期間即市場俗稱之閉鎖期，轉換公司債開放之始所規定之閉鎖期為 6 個月，但隨著環境的變遷，金管會在 98 年讓轉換公司債之轉換權行使時間回歸市場機制，規定閉鎖期最短可為 1 個月，惟為防範轉換公司債被作為炒作股價之工具，例如部分不法個案之轉換公司債發行後 1 個月內即被持有人轉換成股票，嗣再透過不實消息炒高股價，並讓轉換公司債持有人賺取暴利，爰將轉換公司債之閉鎖期由 1 個月延長為 3 個月，並應由發行人或外國發行人於轉換公司債之轉換辦法中訂定。

(二) 修正公開說明書之「轉換公司債發行及轉換價格計算書」範本：

過往「轉換公司債發行及轉換價格計算書」範本未明訂轉換公司債發行價格合理性評估之應具備項目，為強化訂價資訊揭露，證券商公會已修正轉換公司債價格說明書範本，要求轉換價格訂定合理性說明，應至少包含總體經濟及所屬產業趨勢分析、公司財務結構及經營績效分析、擔保情形及其他發行條件分析等項目。

二、承銷配售面：

- (一) 近來發現有證券商辦理轉換公司債承銷案件，有配合金融機構先配售轉換公司債予事先安排之名義圈購人，再由名義圈購人私讓或出售予金融機構，以提供金融機構取得承作轉換公司債資產交換業務之券源；另有證券商為因應客戶承作轉換公司債選擇權交易需求，先將轉換公司債配售予金融機構安排之名義圈購人，再由金融機構出售轉換公司債選擇權予客戶；該等行為已有失公平合理及影響有意認購投資人之權益，並影響市場參與者對詢圈配售制度之信心。
- (二) 金管會已於 106.2.3 函請證券商公會轉知所屬會員辦理轉換公司債承銷業務時，應依據證券商管理規則第 28 條第 1 項規定以公平、合理之方式辦理承銷作業，嗣後如查獲承銷商採詢價圈購方式配售轉換公司債有配合客戶或

金融機構辦理者等類似上開違規情事，將從重處分，並限制該違規證券商一定期間內（至少 6 個月）辦理 CB 承銷業務僅得採競價拍賣方式辦理，不得採詢價圈購方式配售。

（三）證券商公會已於 106.6.15 修正其「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」暨「承銷商會員輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」規定，強化相關承銷面作業規範如下：

1. 轉換公司債如採競價拍賣辦理承銷配售，為避免證交所及證券商競價拍賣相關作業系統之修正幅度過大，參酌債券次級市場交易採百元報價，明訂可轉換公司債之投標價格一律以百元價格計算。
2. 修正轉換公司債、附認股權公司債之承銷案件之最低承銷價格，應不得低於理論價格扣除流動性貼水之九成。
3. 考量轉換公司債如採競價拍賣辦理，係以債券發行價格為競價項目，為明確發行條件，明定用以計算轉換價格之基準價格，應以向本公會申報競拍約定書日前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數為準。
4. 參照初次上市（櫃）案件之作業申報期間，明訂承銷商辦理轉換公司債詢價圈購案件，主辦承銷商應於掛牌日起第七個營業日向櫃買中心函報詢價圈購配售名單。

三、交易面：上市（櫃）公司發行可轉換公司債掛牌後，該可轉換公司債亦適用股票監視作業相關規定，另證交所及櫃買中心已強化轉換公司債及標的個股之監視作業，如具體個案發現有發行面、資產交換或交易面等不法情事，將移送檢調機關辦理。

四、資產交換業務：櫃買中心業於 106.6.19 修正其「證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」如下：

- （一）為避免證券商有協助客戶及承銷商規避中華民國證券商業同業公會「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第 27 條（單一圈購人圈購上限為發行人 10% 規定）及第 43 條之 1（詢價圈購禁配對象）規範之情形，增訂證券商辦理資產交換業務，不得協助客戶規避詢價圈購禁止配售對象規範。
- （二）增訂轉換公司債選擇權限連結已上市（櫃）掛牌交易逾 5 個交易日之轉換公司債：為強化資產交換選擇權交易市場監理，轉（交）換公司債之市場

價值，應經次級市場交易充分反映後，再辦理相關衍生性金融商品交易為宜，爰參考現行初次上市（櫃）股票，應自上市櫃日起 5 個交易日，股價升降幅度無漲跌幅限制之精神，增訂臺股股權相關之衍生性金融商品連結標的為轉（交）換公司債者，須於標的債券上市（櫃）屆滿 5 個交易日後，始得連結。

- （三）增訂規範同一人最高承作轉換公司債選擇權之名日本金不得逾該轉換公司債發行面額 10%：參考中華民國證券商業同業公會「證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」第 27 條規定，每一圈購人之實際認購數量，不得超過該次對外公開銷售部分之 10% 規定，增訂證券商應確認每一客戶從事資產交換選擇權數量不得逾該轉換公司債發行面額 10% 之規範，並就客戶利用其配偶、未成年子女及利用他人名義從事交易者亦納入規範。
- （四）增訂相關強化內部評估作業：為避免證券商透過營業處所議價交易以低於市場行情之價格買進轉（交）換公司債，做為承作資產交換選擇權之券源，爰增訂規範證券商應就資產交換選擇權價格合理性建立與市場行情差異分析之內部評估作業；另考量資產交換選擇權具高槓桿特性，易成為特定人士從事不法交易之工具，為強化證券商公司治理及內部評估作業，爰增訂規範證券商辦理資產交換選擇權業務，應建立防範不法交易之內部評估作業。上開事項並應納入證券商內部控制及內部稽核項目，定期檢討分析並作成紀錄以供查核。
- （五）訂定相關罰則：增訂違反前述規定者，櫃買中心得處以警告處分、課以違約金處分、予以停止或終止業務之規定。

肆、結語

轉換公司債具有債權及股權混合之金融商品特性，就債權的面向而言，發行公司可以用較市場水準為低的利率來籌措資金；就股權的面向而言，如債券持有人選擇轉換為股票，轉換後也可以改善公司資本結構，是資本市場的重要金融工具之一，尤其為成長性公司的重要籌資來源，過往是不少國內電子業上市（櫃）公司籌措資金的重要管道，也使投資人於資本市場有更多投資選擇之機會。

因為轉換公司債兼具股債性質的特點，研究發現轉換公司債發行宣告之時機、發行條件亦會對公司股價造成影響，例如票面利率、面額、發行年數、轉換價格及閉鎖期間等亦是投資人關心的重點。一般而言，當公司股價處於高檔、利率也處於高檔時或在股價揚升走多頭行情時，往往是發行轉換公司債的最佳時機，以上現象也表示發

行公司以轉換公司債為籌資方式需要考量的財務面、市場面等因素，遠較一般現金增資及普通公司債為複雜。

從近期的案例觀察國內轉換公司債發行條件、配售方式及辦理資產交換業務之模式，顯示在金融商品多元化的趨勢下，其中舞弊的空間及手法也益趨複雜，且涉及的市場面向也更為廣泛。金管會已就近期部分上市（櫃）公司發行轉換公司債時所涉及之弊端，就發行面、承銷面、交易面及資產交換業務等全盤強化監理措施，以維護市場秩序及投資人權益，而資本市場之健全運作，亦有賴發行公司及中介機構落實公司治理、內部控制制度及法令遵循之義務，以防止違法或脫法行為之經營舞弊，並維持我國資本市場之長期良性發展。

※ 參考資料：

- ◎謝宏裕，2002年，國立中山大學企業管理學系碩士論文：首次發行可轉換公司債折價發行現象之探討
- ◎陳君達、洪福彬、陳達新、林欣和，2008年7月，經濟與管理論叢：可轉換公司債發行動機 - 連續融資假說之實證
- ◎蔡宛玲、王熙碩，2012年6月，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券櫃檯雙月刊：我國公司債市場之現況發展
- ◎財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心網站：<http://www.tpex.org.tw/web/>

～ 證券投資小提醒 ～

投資人參與有價證券之認購前，應先至「公開資訊觀測站」下載並詳閱公開說明書。（網址 <http://mops.twse.com.tw/>）。