

國立臺灣大學管理學院會計學系

碩士論文

Department of Accounting

College of Management

National Taiwan University

Master Thesis

歸類為負債還是權益？

海外可轉換公司債性質探討

Debt or Equity?

The Characteristics of European Convertible Bonds

張筱筠

Hsiao-Yun Chang

指導教授：陳坤志 博士

高偉娟 博士

Advisor: Kun-Chih Chen, Ph.D.,

Wei-Chuan Kao, Ph.D.

中華民國 106 年 6 月

June, 2017



謝辭

這篇論文能有完成的一天，要感謝太多人。

謝謝坤志老師及偉娟老師，你們的建議不僅讓實證結果星光熠熠，更在每次指導時不吝給予鼓勵，告訴我進度很快，儘管比對同學的進度後不免有所懷疑，但卻讓我在每次接受指導的一個星期後，有看到苦難盡頭的錯覺，給予我勇氣重新開啟 TEJ Smart Wizard，催眠自己正在做那最後一個變數。

謝謝博智，不斷重回過去論文寫作的美好記憶現場，找回失落的 STATA CODE，從像貓被遛的二月底，芒刺在背的三月，針插眼睛的四月，自暴自棄的五月到最後麻木不仁的六月初，適時空投樣本、CODE、偷工減料建議並參雜邀功等各種論文組成成分，讓這篇論文能在失去知覺的七月來臨前生成。

謝謝虹伶，作為班上學術研究的先驅，並獲得首位口試者稱號的勇者，除了提供許多實用的建議，幫我霸氣擋下各式報告的騷擾，還不時被迫接收我關於實證研究對現實世界有用性的論述，謝謝你為這篇論文所犧牲的心理健康。

謝謝我的家人們，總是對研究生付出無盡的關懷，除了經常提醒我月份的更替，熱心關切口試日期，更不時替我的畢業倒數計時，突刺我鬆弛的神經，你們的關懷淬煉成我的求生本能，讓我發下不要多付一學期學費的宏願。

謝謝常駐研究室的慘慘小夥伴們，以及碩二還有學分的慘兮小夥伴們與我分享你們超英趕美的進度與被時間追趕的恐懼，你們的分享就像家人的關懷，讓知名期刊文獻那玄學般的內容在夢中常相我左右。

凌遲般的四個月中，人性的美好光輝蒸發了惰性，留下看著謝辭的你手中達到畢業門檻的論文，謹以謝辭記錄此一過程。

張筱筠 2017.06

中文摘要



IFRIC 19 認為公司所發行之外幣計價可轉債之轉換權符合負債之定義。然而將外幣計價可轉債之轉換權認列為負債，將使損益與股價呈反向變動。當企業股價上揚時，轉換權價值提升，但轉換權係企業之金融負債，企業反而須認列金融負債評價損失，造成公司獲利表現良好卻需要認列損失之奇特現象，此規定更進一步導致分析企業信用風險時陷入矛盾，外幣計價可轉債分類為負債之合理性似乎有待商榷。

本研究試圖以普通股風險及預期報酬與外幣可轉債之關係，探討新台幣及外幣計價可轉換公司債之性質究竟為負債抑或權益。實證結果顯示，普通股風險及預期報酬與新台幣計價之可轉債及外幣計價之可轉債均呈顯著負相關，顯示我國資本市場將我國企業所發行之外幣計價可轉債及新台幣計價可轉債均視為權益，與以功能性貨幣所發行之可轉債相同。實證結果也顯示，轉換價格普通重設條款及轉換價格特別重設條款並不影響外幣計價可轉債之性質。

ABSTRACT



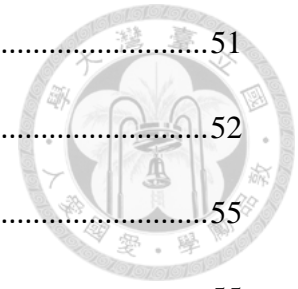
Under current accounting rules, Convertible Bonds (CBs) are treated as equity while European Convertible Bonds (ECBs) are treated as debt. This study reviews the logic and the theories behind this controversial rule and investigates empirically whether European Convertible Bonds share key characteristics of liabilities or equities. We find evidence that ECBs, similar to CBs, are negatively associated with the common equity risk and expected return, consistent with the notion that the market treated it as equity. The above association still exist for ECBs with repricing clauses.

目錄



第一章 研究簡介	1
第二章 研究背景	4
2.1 負債與權益區分之現行規定	4
2.2 負債與權益區分之理論架構	5
2.3 可轉換公司債	8
2.4 可轉債之會計處理	9
2.5 海外可轉債相關之會計處理	13
第三章 文獻回顧與假說形成	22
3.1 負債與權益之定義	22
3.2 可轉債性質	24
3.3 資本結構對普通股風險報酬之影響	29
3.4 其他類似請求權之性質	30
3.5 可轉債對普通股風險報酬之影響	31
3.6 研究假說	32
第四章 實證模型與變數衡量	35
4.1 變數衡量	37
4.2 樣本選取	43
4.3 敘述統計	44
4.4 相關係數分析	47
4.5 迴歸分析	47

4.6 額外分析	51
第五章 研究結論	52
附錄	55
附錄 A.....	55
附錄 B.....	56
參考文獻	58



表目錄

表 2.1—負債權益分類比較-----	11
表 2.2—依據 IAS 32，可轉債發行人會計處理方式-----	16
表 2.3—外幣交易之會計處理-----	21
表 2.4—在台母公司外幣交易處理-----	23
表 4.1—變數定義表-----	42
表 4.2—自變數關聯表-----	43
表 4.6—敘述統計表-----	52
表 4.7—相關係數表-----	53
表 4.8—迴歸分析表之一-----	55
表 4.9—迴歸分析表之二-----	56
表 4.10—迴歸分析表之三-----	57

圖目錄

圖 2.1—發行企業對可轉債認列之程序-----	17
圖 2.2—發行企業對可轉債之價值分攤方式-----	18
圖 4.1—自變數與假說關聯圖-----	44

第一章 研究簡介



根據 IFRIC 19，公司所發行之外幣計價可轉債之轉換權應分類為負債。然而將外幣計價可轉債之轉換權認列為負債，將使損益與股價呈反向變動。當企業股價上揚時，轉換權價值提升，但轉換權係企業之金融負債，企業反而須認列金融負債評價損失，造成公司獲利表現良好卻需要認列損失之奇特現象，像是 2014 年晶電董事長指出，2014 上半年原本獲利 14 億元，卻因發行 ECB，股價愈高便要提列的評價損失愈大，使得晶電上半年變成虧損 9700 萬元；而聯電更為規避此一規定，於 2011 年發行以台幣計價之海外可轉債。

然而若能藉由有效避險，降低匯率波動之影響，外幣計價可轉債分類為權益理由也屬充分，因此強制外幣計價可轉債之轉換權分類為負債之合理性似乎有待商榷。

而造成外幣計價可轉債分類爭議之原因，在於負債定義不明，致難以判斷發行之金融商品究竟應做何分類，而造成負債定義不明之主要原因，是目前會計上以經濟個體理論作為描述產權關係之主要架構。然而改採基本所有權理論，儘管能繞過負債定義模糊、迴避判斷金融商品是否符合負債定義的問題，卻會衍生其他如負債組成複雜、報導目標不明確等問題，在這樣進退兩難的情況下，本研究試圖以 Barth et al.(2013)所採用之實證模型，就普通股風險及預期報酬與外幣可轉債之關係，探討新台幣及外幣計價可轉換公司債之性質究竟為負債或權益，希望藉由提供實證之證據，讓公報制定者重新考量外幣計價可轉債之分類方式及會計處理的合理性。

由於部分海外可轉債具價格重設條款，故本研究除考量外幣計價因素對可轉債性質之影響外，也一併考量一般價格重設條款及特別價格重設條款對可轉債性質之影響。

由於具備此兩種條款之可轉債其轉換價有下修之可能，進而使發行方發行

更多股數以償還債務，根據我國三十六號公報以變動數量普通股償付之金融工具規定應分類為負債，且我國 97 基密字第 331 號函及 98 基密字第 046 號函亦規定約定根據市價調整轉換價格之可轉債，其轉換權應歸類為負債。


然而此兩種條款之設置係為維持投資方轉換之意願，讓可轉債成為普通股之機率增加，進而使可轉債偏向權益之特性，與三十六號公報應認列為負債之規定背道而馳，三十六號公報規範之合理性亦有待商榷。

實證結果顯示，普通股風險及預期報酬與新台幣計價之可轉債及外幣計價之可轉債均呈顯著負相關，顯示我國資本市場將我國企業所發行之外幣計價可轉債及新台幣計價可轉債均視為權益，暗示發行幣別不影響可轉債之性質。

本研究另測試可轉債之一般價格重設條款及特別價格重設條款是否會影響外幣計價可轉債之性質，實證結果顯示，我國資本市場亦將具有轉換價格普通重設條款及轉換價格特別重設條款之可轉換公司債視作為權益，重設條款並不影響外幣計價可轉債之性質。

本研究之結果與目前 IFRIC 19 對於與功能性貨幣相異貨幣計價之可轉債之轉換權應認列為負債之規定，以及我國 97 基密字第 331 號函及 98 基密字第 046 號函對約定根據市價調整轉換價格之可轉債其轉換權應歸類為負債之規定相違背，顯示目前相關會計規範是否完全反映交易之經濟實質，可能存在討論空間。

因此本研究建議準則製訂者，在目前無法改變產權關係架構的情況下，審慎考量目前針對外幣計價可轉債分類之相關規範，進一步評估是否有比發行本身固定數量權益商品或變動數量權益商品更為合理的負債及權益分類準則，將有效避險之外幣計價可轉債分類為權益，解除造成獲利狀況良好卻認列損失，以及信用風險評估矛盾之狀況。若暫時沒有更好的分類對策，退一步規定外幣計價可轉債轉換權之公允價值變動應進入其他綜合損益，亦不失為一有效之解決辦法。



本研究與過去研究之相異之處在於，過去可轉債相關研究多以探討可轉債評價方法為主，對複合型金融工具之性質探討則多以員工認股權為主要標的；而針對可轉債性質之文獻則多以會計理論之辯論作為性質判斷之依據，至於外幣計價可轉債之性質，儘管目前有許多實務界看法與現行公報規範不同，但尚無相關之研究佐證。本研究使用普通股作為權益的標準，並以普通公司債作為負債的標準，然後去測試外幣計價可轉債與普通股風險及預期報酬間之關聯，進而針對現行外幣計價可轉債分類及會計處理提出建議。

第二章 研究背景



2.1 負債與權益區分之現行規定

為判斷外幣計價可轉債在現行規範下之定位，需了解現行規範下負債及權益之定義，以判斷其是否符合該定義，從而決定外幣計價可轉債之性質。

FASB 第六號公報及其觀念架構對負債的定義均顯示，當企業需要移轉資產時，才符合負債的定義，因此若以發行股票來償還義務即非屬負債，而屬於權益，僅以現金償還之義務可被視為負債。

但美國 FAS 150 及國際財務會計準則第三十二號(IAS 32)規定當義務「可以」發行「變動股數」之普通股償還義務時，應認列為負債，也就是在過去僅能以資產交割的條件外，新增加了以變動股數之股份做為交割之方式亦屬負債。

而 IAS 32 及我國財務會計準則公報第三十六號—金融商品之表達與揭露，對權益範圍界定為發行方可以其本身權益商品交割，權益商品限於以下兩種：

1. 發行人「無合約義務」交付「變動數量」發行人本身權益商品之非衍生商品。
2. 發行人僅能以固定金額現金或其他金融資產交換「固定數量」發行人本身權益商品之方式交割之衍生性金融商品。

表 2.1—負債權益分類比較

規範公報	交割方式	分類
FASB 第 6 號、觀念架構	移轉資產。	負債
FASB 第 6 號、觀念架構	發行股票。	權益
FAS 150、IAS 32	「可以」發行「變動股數」。	負債
IAS 32、我國 36 號	可以其本身權益交割： 1.無合約義務交付變動數量發行人本身權益商 品之非衍生商品=交付「固定數量」。 2.以固定金額金融資產交換「固定數量」發行 人本身權益商品。	權益

資料來源：本研究整理。

2.2 負債與權益區分之理論架構

從以上各公報對負債及權益定義紛雜之情況，可發現負債與權益之定義並非明確，而是存在部分解釋空間目前對於負債和權益的區分尚無共識，進而使可轉債應屬負債或權益之問題沒有定論。然而區別負債和權益是目前財務報導的重要議題。理由有二：首先，為了計算出正確的槓桿比率來衡量財務風險，必須知道如何辨認負債。第二，負債和權益的區分會直接影響到稅後淨利金額，因為負債後續衡量時其變動進入損益，但權益後續衡量時，其變動則否。舉例來說，若轉換權被分類為負債，則其價值變動會做為費用。若轉換權被分類為權益，則認股權價值變動不會作為費用。也因此若轉換權沒有明確的分類標準，將導致盈餘金額失真。

FASB Preliminary Views—具權益性質之金融工具(2007)認為，因負債和權益的定義缺乏共識，導致目前與金融工具有關的會計處理準則中，有超過60處的會計處理被認為是不連貫的，也因此難以被實務者理解、運用。

經濟個體理論(目前架構)

FASB(FASB 1985, para. 35)目前的觀念架構將負債定義為：因現時義務所導致的未來資產犧牲。也就是說，要認列為負債，須符合兩個要件：一是現時義務的存在，二是公司須以移轉其資產作為償付方式，因此在目前定義下負債不包含以發行股份清償之義務。然而此定義受到許多批評，因為現時義務存在與否的判斷是主觀的，而償付的方式則受到雙方約定的影響。

FASB和 IASB曾有一項讓觀念架構更加完善的共同計劃。此計畫之重點為改善當時對財務報表要素的定義，首要目標就是讓負債或權益的定義能更加客觀，以解決當時對負債定義的批評，然而時至今日這項目標仍未達成。

基本所有權法

為了建立完善的財務報導要素定義，FASB發布了Preliminary Views—具權益性質之金融工具(2007)，指出應使用基本所有權法(Basic Ownership Method)來辨別權益及負債。Preliminary Views認為用目前的定義來區別權益及負債是主觀的，尤其是對交割方式不確定的複合型金融工具更是如此。舉例來說，在目前會計準則的規範下，發行一個以現金交割的買權會被分類為負債，而發行一個以普通股交割的買權則會被分類為權益，但若採用基本所有權法，則不論交割方式為何，均會被分類為負債，那麼權益的組成會更為單純。

因此在FASB提倡的基本所有權法下，特別股、選擇權、認股權和其他種類的或有請求權都會被分類為負債，而非不同類別的權益。

基本所有權法的採用，也許可以迴避掉目前對負債的定義太過主觀的問題，因為採用基本所有權法就不必去判斷負債的性質，也可避免去判斷金融工具是否符合負債的定義。

在基本所有權法下，負債是由所有不屬於普通股—不被認為是基本所有權利益的請求權所組成，無論這些請求權是否導因於現時義務。而將權益定義為

基本所有權利益，表示負債為基本所有權之外，其他所有的資產請求權。

這和目前對權益的定義正好相反，目前權益的定義為資產減去負債的剩餘部分，這也導致基本所有權觀點下的分類系統無法忠實地反映出基本所有權外，其他請求權對權益風險及預期報酬的影響。

而基本所有權法的批評者(FASC 2001, p. 388)抱持相同的觀點，認為把因現時義務與非因現時義務產生的請求權都分類為負債，會導致現有的負債是由性質歧異的請求權¹所組成，而權益則由較具同質性的請求權所組成，使財務狀況表評估清償能力和評價剩餘請求權的決策有用性大打折扣。批評者認為決策有用性的降低主要是因為負債定義不明，而非導因於基本所有權定義不明確。

風險與報酬法

在這樣的背景下，本研究嘗試使用一不同於目前會計準則、也不同於基本所有權法的分類架構，考量請求權的風險與報酬性質，來決定其應屬於負債或權益。使用這樣的分類架構，不只是轉換權，其他所有目前分類為負債或權益的請求權可能不會符合目前之會計準則規範。

舉例來說，儘管在目前會計準則下，外幣計價可轉債依照IFRIC 19號之規定被分類為負債，然而計價貨幣的匯率變動應可藉由有效之避險將影響減到最低，進而使交割之股數維持近乎固定，而使可轉債對普通股風險及預期報酬之影響趨近於權益，如此一來在本研究所採用之分類架構下，外幣計價可轉債可能會分類為權益。

¹關於請求權的異質性，在基本所有權法下，部分被分類為負債之請求權會使普通股風險及預期報酬增加，如普通公司債，而另一部分則為使普通股風險及預期報酬減少，如員工認股權。

以下2.3—2.5節針對發行外幣計價可轉債會牽涉到的議題，如可轉債、功能性貨幣、價格重設條款等之相關規範及現況做一介紹。



2.3 可轉換公司債

2.3.1 可轉債之定義

可轉換公司債係公司所發行的有價證券，是直接向投資者籌措長期資金的一種金融工具，發行公司依發行時所訂定的發行條件，定期支付一定的利息予投資者，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的報酬率高於公司債可領取的利息時，於特定的期間內，依事先約定的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，但若投資者未行使轉換權，發行公司將於到期時依發行條件償還本金及補償利息。

2.3.2 可轉債之特性

1. 結合債權與股權的債券，轉換公司債市價下跌時，投資人仍可領取固定收益及保有本金；若股價表現良好，可選擇轉換為普通股股票，獲取資本利得。
2. 債權順位與一般公司債相同，償還本金及債息的順位高於普通股股權。
3. 市場流通性較普通股差。
4. 若有價格重設條款，轉換價格會隨著公司配股而向下調整，同樣達到參加除權的作用。

2.3.3 我國可轉債之規格及相關條款

票面金額：可轉債每張票面金額為十萬元，是計算債息收入、到期償還本金及計算轉換股數之基準。

票面利率：係投資人每年可領取的利息，因可轉換公司債提供投資人將債權轉換為股票的選擇權，故票面利率較普通公司債低，甚至為零。

轉換價格：指投資人在未來一定期間內，可將可轉債轉換為股票的每股價格，當股價大於轉換價時，投資人可選擇將可轉債轉換為普通股，賺取資本利得。

轉換溢(折)價比率：指公司發行可轉換公司債時，所訂的轉換價格比當時的普通股市價高(低)之比率。

公司贖回殖利率：指在一段期間後、特定的條件下，公司有權利以所約定的價格贖回可轉換公司債，而投資人必須接受公司買回可轉換公司債。

投資人賣回收益率：指投資人在一定期間後，有權利以所約定的價格，要求發行公司買回可轉換公司債，而發行公司必須履行約定買回可轉換公司債。

2.4 可轉債之會計處理

IAS 32 規定可轉換為企業固定數量普通股之公司債包含兩項組成要素：

1. 金融負債—交付現金或其他金融資產之合約義務，及
2. 權益—一定期間內持有人可轉換為企業「固定數量」普通股。

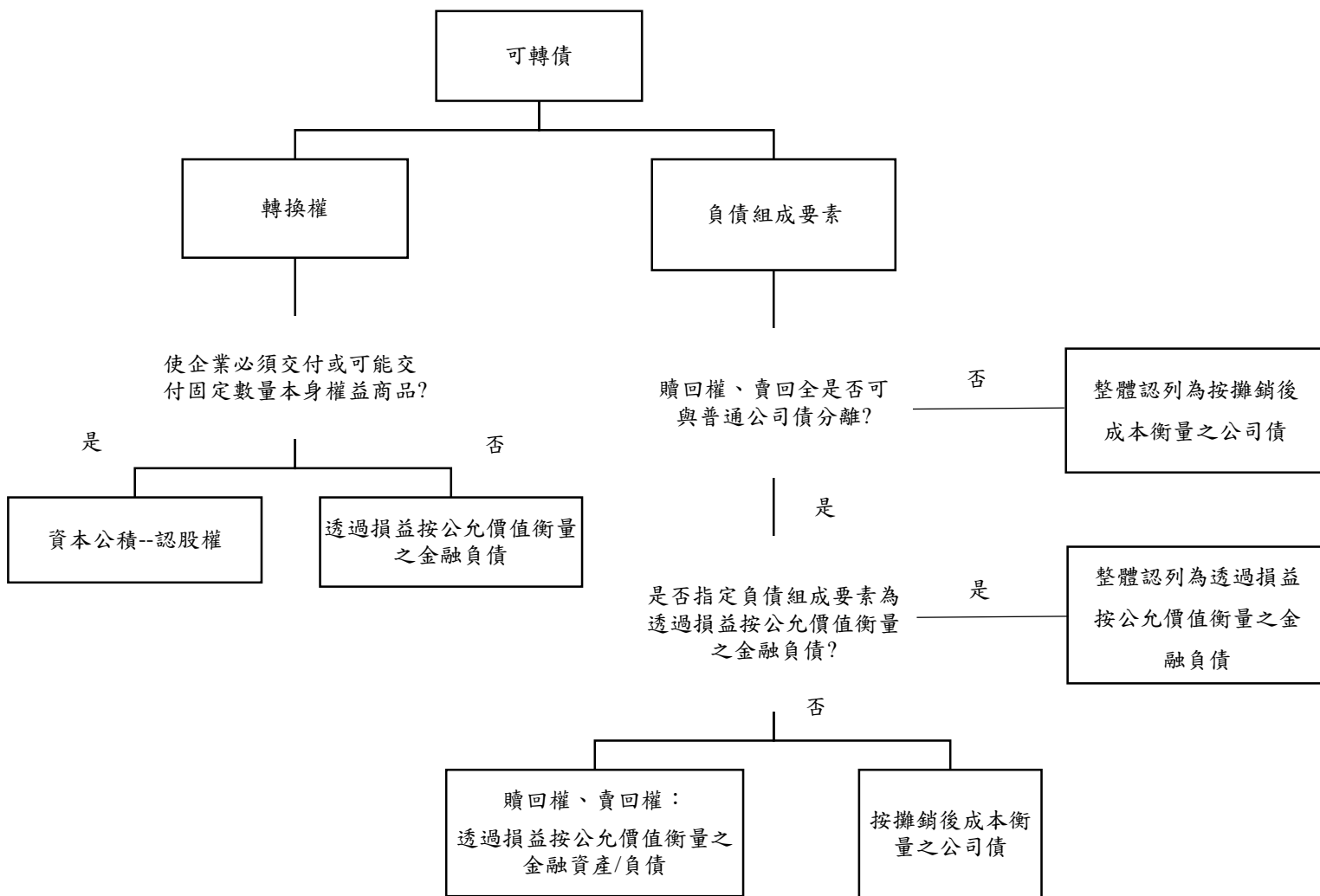
其中權益轉換為「固定數量」普通股之限制即為對權益商品範圍限制中之第一項：「無合約義務」交付「變動數量」普通股。

表 2.2—依據 IAS 32，可轉債發行人會計處理方式

方式	權益	負債組成要素
1	資本公積--認股權	整體：以公允價值衡量且變動列入損益之金融負債
2	資本公積--認股權	衍生性商品：以公允價值衡量且變動列入損益之金融負債 公司債：應付公司債
3	資本公積--認股權	衍生性商品：以公允價值衡量且變動列入損益之金融負債 公司債：以公允價值衡量且變動列入損益之金融負債

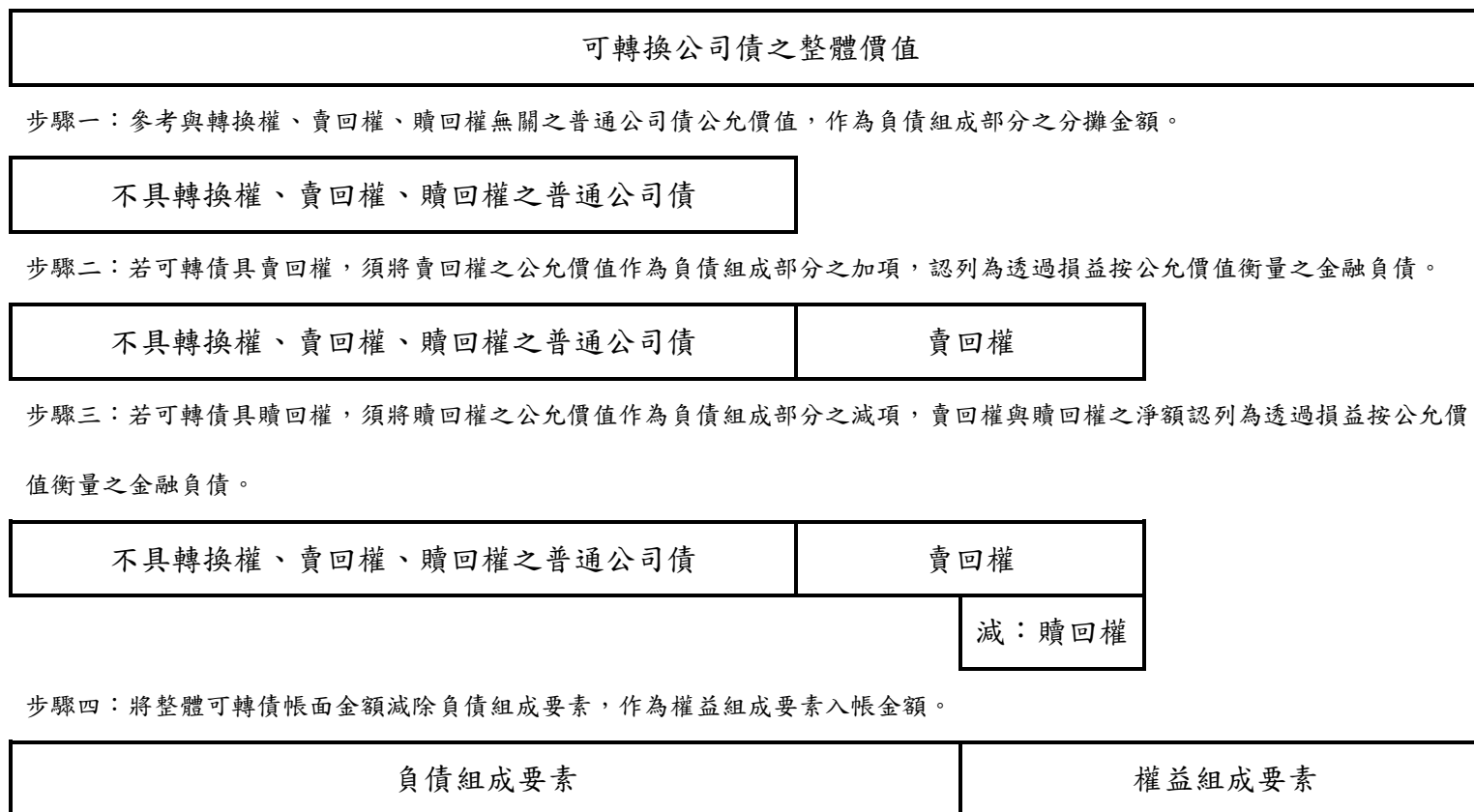
資料來源：本研究整理。

圖 2.1—發行企業對可轉債認列之程序



資料來源：呂寶華(2012)，可轉債之研究。

圖 2.2—發行企業對可轉債之價值分攤方式



資料來源：張肇文(2011)可轉換公司債之性質為負債或權益



2.5 海外可轉債相關之會計處理

目前導致企業須交付或可能交付變動數量權益商品之情況有二：

1. 海外可轉債：每期期末要按當時即期匯率換算為功能性貨幣評價，即使轉換價固定，依照 IAS 21 之規定，外幣交易應按功能性貨幣評價，可轉換之普通股股數並不固定。
2. 價格重設條款：將使轉換所得之普通股股數比例變動。

以下分析造成企業須交付變動數量權益商品之原因：

2.5.1 功能性貨幣

我國十四號公報對功能性貨幣之定義為—國外營運機構經營決策及收支所使用之主要貨幣。而國外營運機構係指本國企業在國外營運之分公司、子公司及採權益法處理之轉投資事業，因此從該定義將適用範圍侷限在國外營運機構來看，可知財務會計準則公報第十四號未要求在台母公司判斷功能性貨幣。

而我國第十四號公報亦未明確對外幣交易下定義，故本研究在閱讀並比對其與 IAS 21 之差異後，推論使用與報導貨幣不同之貨幣交易即為我國第十四號公報所稱之外幣交易。

企業從事國外活動可透過發生以外幣為基準之交易以及擁有國外營運機構這兩種方式，而公司發行以外幣計價之海外可轉換公司債即屬以外幣為基準之交易，故本文以下僅就以外幣為基準之交易部分探討我國十四號公報之相關規定，而 2011 年聯電發行以台幣計價之海外可轉換公司債，雖發行至海外，但以台幣計價即非以外幣為基礎之交易，該海外可轉換公司債自無從適用我國第十四號公報之相關規定。

我國十四號公報對在台母公司外幣交易會計處理之規定如下：以交易發生日之即期匯率作為入帳基礎，交易金額與結清金額之差額為當期兌換損益；外

幣貨幣性資產負債(非衍生性商品外幣交易)則以財務狀況表日即期匯率為入帳基礎，財務狀況表日與交易日(或上個財務狀況表日)之差額為當期兌換損益。

我國十四號公報之會計處理參照 IAS 21，但功能性貨幣之定義並未參考 IAS 21 之相關規定，因此在台母公司外幣交易處理係跳過功能性貨幣，直接將外幣交易及外幣資產負債換算成報導貨幣。

而國際會計準則公報第 21 號—匯率變動之影響(下稱 IAS 21)，對功能性貨幣之定義為個體營運所處主要經濟環境之貨幣。因此不僅是國外營運機構須決定功能性貨幣，在台母公司也要依照 IAS 21 之規定決定功能性貨幣，同時因為所有個體都要決定功能性貨幣，與我國十四號公報不同的是，IAS21 並未將外幣交易加以區分，所以不論是為以外幣為基準之交易以及擁有國外營運機構，其會計處理均遵循相同的規範。

而依照 IAS 21 的定義，非以功能性貨幣進行的交易就是外幣交易，要將外幣交易依功能性貨幣認列衡量。此公報適用後，企業之功能性貨幣若改為非本國貨幣，會改變原分類為金融負債或權益商品之分類²。

我國從 2013 年後全面改採國際會計準則，上市櫃企業若有外幣交易，改按國際會計準則 21 號公報—匯率變動之影響處理。依照 IAS 21 之規定，目前外幣交易之會計處理流程為—外幣交易發生時按功能性貨幣入帳、一般交易發生時按記帳貨幣入帳，再按功能性貨幣編製財報，最後再依報導需要換算為表達貨幣。

由於影響外幣可轉換公司債性質的主要部份是在外幣交易之相關規定，故本研究以下僅針外幣交易部分之會計處理作進一步探討，功能性貨幣換算為表達貨幣之部分請參考附錄 B。

² 國際會計準則 21 號公報匯率變動之影響問答集。

外幣交易之會計處理

首次認列：按交易日即期匯率換算至功能性貨幣。

後續衡量：依照資產負債之類型分為貨幣性項目³及非貨幣性項目⁴，有不同之會計處理方式。



表 2.3—外幣交易之會計處理。

資產負債類型		換算匯率	差額處理
貨幣性		按報導期間結束日匯率換算至功能性貨幣	當期兌換損益 ³
非 貨 幣 性	以歷史成本衡量 ¹	按資產負債首次入帳之歷史匯率換算至功能性貨幣	根據該項目損益處理方式認列為當期兌換損益 ⁴ 或是其他綜合損益-兌換差額 ⁵ 。
	以公允價值衡量 ²	按公允價值決定日匯率換算至功能性貨幣	換算差額根據該項目損益處理方式認列為當期兌換損益 ⁴ 或是其他綜合損益-兌換差額 ⁵ 。

資料來源：本研究整理。

1. 如依IAS 16—Property, Plant, and Equipment規定選擇採歷史成本衡量之固定資產。
2. 如依IAS 16規定選擇採重估價值衡量之固定資產。
3. 惟若
 - a. 母公司對其國外營運機構之外幣長期應收款或放款屬淨投資一部份，在母、子公司之個別報表中，將差額認列為損益，在合併報表中

³ 貨幣性項目(monetary item)係指未來企業將會有定額或可衡量之現金流入或流出的資產或負債，如應收、應付帳款、銀行借款等在到期日會收付現金者。

⁴ 非貨幣性項目(non-monetary item)係指所有貨幣性項目以外的資產或負債，也就是未來不會導致現金流入或流出的資產或負債，如固定資產。



列於權益項下。

b.指定為現金流量避險者。

c.於合併財務報表內被指定為淨投資避險，屬避險有效之部分。

相關的外幣換算差額應在報告個體的合併財務報表中認列為股東權益項目，直到處分(含部份處分)始轉列至綜合損益表。

4. 如固定資產的減損。

5. 如選擇採重估價值衡量固定資產時，重估價值的變動。

以外幣計價可轉債交易來說，發行權益商品來償還負債看似並未影響現金流入或流出，無法歸類為表 2.3 中之貨幣性項目，但依照 IFRIC 19 之見解，以發行權益工具消滅金融負債之交易可拆解為兩項交易：第一項為發行新權益工具予債權人並換取現金，第二項為收取為消滅金融負債所支付之現金。依照此見解，外幣計價可轉債屬於使企業未來有定額或可衡量之現金流入或流出之資產或負債，屬於貨幣性項目，應於原始認列時按交易日即期匯率換算製功能性貨幣，期末衡量時按報導期間結束日匯率換算至功能性貨幣，換算差額則作為當期損益。

在未導入 IAS 21 以前，在台母公司依據我國十四號公報之規定，多未判斷功能性貨幣，或直接以所在地流通之貨幣為功能性貨幣，而大部分情況下，報告個體會以其功能性貨幣作為表達貨幣，即便是本研究進行期間，在台母公司仍多以台幣為功能性貨幣，並同時以台幣為表達貨幣，因此通常無此部分之換算⁵。但全面改採 IFRS 後，應根據 IAS 21 的規定來決定其功能性貨幣，據以衡量並編製財務報表，而不是直接認定台幣就是功能性貨幣。

⁵ 李宜樺及林雯瑜，會計研究月刊(2009 年一月號)迎接 IFRS 專欄。

IAS 21 與我國十四號公報會計處理之比較

表 2.4—在台母公司外幣交易處理

我國 14 號公報	報導貨幣 按商會法、稅法規定為新台幣	
IAS 21	功能性貨幣 (外幣交易入帳、編制個別報表) 我國目前多為企業所在國貨幣 對在台母公司而言即為新台幣	表達貨幣 (編制合併報表) 按商會法、稅法規定為新台幣 通常以功能性貨幣為表達貨幣

資料來源：本研究整理。

從表 2.4 可以發現，根據國際會計準則 21 號之規定，原本報導貨幣已拆分為功能性貨幣及表達貨幣。

且原先以企業所在地通用貨幣為記帳本位之概念已經改變，不再是國外營運機構才要判斷功能性貨幣，而是所有企業均需依其所屬之經濟環境(產生及支用現金之環境)判斷功能性貨幣。

雖根據財務會計準則公報第十四號外幣換算之會計處理準則對功能性貨幣的定義可知我國目前未要求在台母公司判斷功能性貨幣⁶，但也未禁止在台母公司以外幣為功能性貨幣；而根據商業會計法第七條：商業應以國幣為記帳本位，至因業務實際需要而以外國貨幣記帳者，仍應在其決算表中，將外國貨幣折合國幣或當地通用之貨幣；以及稅捐稽徵機關管理營利事業會計帳簿憑證辦法十九條第二款：記帳本位應以新台幣為主，如因業務需要而以外國貨幣記帳，仍應在其決算表中將外國貨幣折合新台幣之規定可知，目前我國僅規定表達貨幣為新台幣，若企業因業務實際需要，依照 IAS21 判斷功能性貨幣作為記帳貨幣，並未違反相關規定。

⁶ 94 基密字 057 號—功能性貨幣疑義。

2.5.2 海外可轉債

國內外幣計價可轉債之轉換辦法常約定轉換價以台幣計價，並約定整體外幣計價可轉債以一固定之匯率換算，達成發行人以固定數量本身權益商品償還固定金額之負債，依 95 基密字第 109 號函及我國三十六號公報之規定，發行人以固定數量普通股償還固定數量公司債(固定金額外幣債*約定之匯率)，應為權益。

而國際財務報導解釋委員會 (International Financial Reporting International Committee, 下稱 IFRIC) 認為企業發行權益工具以消滅負債之交易可分拆為：發行人以固定數量發行人權益交換變動數量現金(整體外幣計價可轉債按變動匯率換算為功能性貨幣)，再以該變動數量現金來償債，故應屬負債。

但此項規定導致損益與股價呈反向變動，當企業股價上揚時，轉換權價值提升，然而轉換權係企業之金融負債，故企業反而須認列金融負債評價損失，造成公司獲利表現良好卻認列損失之情況，導致損益組成複雜，甚至發生本業不佳時自動產生評價利益使損益反轉。

此情況將導致分析企業信用風險時陷入矛盾⁷，當企業股價上漲時，可轉債持有人有較高意願轉換為普通股，使企業贖回可轉債之機率大幅減低，信用風險降低，然而此時金融負債增加，使借款依存度(金融負債/權益)及負債比率等信用風險財務指標轉差，顯示信用風險增加，因此將轉換權作為負債會導致可轉債發行方信用風險與衡量指標呈反向變動。

國際財務報導解釋委員會因而建議修訂 IAS 32，將轉換權分類為權益。但國際會計準則委員會認為此項修訂與雙重指數合約得否分類為權益之議題相抵觸，尚待討論，故暫不修訂，因此現行會計處理仍係根據 IFRIC 19 及 IAS 32，將轉換權認列為負債⁸。

從我國三十六號公報改採 IAS 32 之觀點以來，主要影響為將認股權由資本

⁷ 2013/09 TEJ 信用風險評估專刊。

⁸ 彭詠涵(2013)—IFRS 金融工具表達與揭露對企業每股盈餘及籌資影響，以發行 ECB 為例。

公積—認股權轉作公允價值變動列入損益之金融負債，並於每期期末評價，影響保留盈餘。而由於轉換權採公允價值評價，也增加後續損益之波動性，為了避免轉換權價值波動影響損益，聯電於 2011 年發行以台幣計價之海外可轉債，讓轉換權分類為權益，除避免匯率風險，也避免複雜會計處理。

應付公司債金額亦受影響，因轉換權分類改變會影響到認列時價值決定順序，若轉換權為權益，則順序為整體複合金融工具價值扣除負債組成部分後才是轉換權價值，若轉換權屬於負債，則整體複合金融工具價值扣除轉換權價值後才是應付公司債價值。

2.5.3 價格重設條款

除外幣計價之因素外，價格重設條款亦會導致企業須交付變動數量權益商品，使具備價格重設條款之可轉債其轉換權被分類為負債；本研究之主要研究對象—外幣計價之可轉債中，具備價格重設條款者亦不在少數，故亦須釐清價格重設條款使可轉債被分類為負債之機轉。

普通重設條款

此係發行方為了避免投資方因股價下跌而導致轉換意願降低所設置。條款內容為：在重設基準日⁹，若發行方之平均股價低於原轉換價，則原轉換價得下調為該平均股價。

根據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 20 條第三項之規定，轉換價最多僅能下調 20%。

⁹通常是除權息基準日前一段期間內。



特別重設條款

此係發行方為了避免投資方行使賣回權或避免發行方到期贖回而設置。
條款內容為：在基準日¹⁰後七日內，轉換價格得無限下修，七日後調回原轉換價。

此條款為我國所獨有，由於在七日內的重設期間中，轉換價下修無任何限制，對原有股東影響重大，已於2004年廢止；但在2008年金融海嘯時期，因可轉債即將到期的發行方面臨流動性不足的問題，金管會同意僅在2009年間增設此條款¹¹。

由上述重設條款內容可知，具備此兩種條款之可轉債其轉換價有下修之可能，進而使發行方發行較多股數償還負債，符合我國三十六號公報規定之以變動數量普通股償付之金融工具而應分類為負債，且根據我國97基密字第331號函及98基密字第046號函之規定，約定根據市價調整轉換價格之可轉債，其轉換權應歸類為負債。

然而此條款之設置係為維持投資方轉換之意願，讓可轉債成為普通股之機率增加，進而使可轉債偏向權益之特性，與三十六號公報應認列為負債之規定背道而馳。

反稀釋之轉換價格重設條款

此係為避免可轉債發行後，發行方之普通股或潛在普通股數量增加(如發行員工認股權、股票股利、現金增資)或大量發放現金股利，導致可轉債價值下跌，造成投資方損失。

根據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4-7條之規定，企業發行可轉債時，發行辦法中應明訂發行方

¹⁰賣回權屆滿日或債券到期日前三十日。

¹¹陳逸凡(2010)，海外可轉換公司債傳統與特別重設對股價與融券之影響。

在發行可轉債後，除了私募轉換權或認股權外，若發行方私募普通股或以低於每股時價之轉換價再私募轉換權或認股權，發行方應依照公式下修可轉債之轉換價。

同規則第 25 條亦規定，發行方在發行可轉債後，若普通股現金股利佔股本之比重超過 1.5%，應將轉換價下修為：原轉換價*(1-股利比重)。

由反稀釋之轉換價格重設條款內容可知，具備此種條款之可轉債，其轉換價亦有下修之可能，因此發行方可能交付較多股數以清償其負債。但若考量可轉債整體價格下跌，下修轉換價反而可讓實質轉換股數趨於不變，應屬於我國第三十六號公報規定之獲得固定數量普通股之金融工具而應分類為權益，而轉換價下修能增加投資方轉換之意願，讓可轉債轉換成為普通股之機率增加，進而使可轉債偏向權益之性質。

第三章 文獻回顧與假說形成



3.1 負債與權益之定義

隨著財務工程技術的進步，企業資金來源不再侷限於傳統的債權人及股東，而過去負債與權益的定義，已漸漸無法因應日趨複雜的金融工具及金融交易。

財務狀況表的右半邊顯示企業的資金來源，而綜合損益表則先將利息費用扣除給債權人後，剩餘的部分才轉入屬於普通股股東的保留盈餘，可知會計是從企業的產權關係為基礎來描述財務狀況與經營成果，因此產權關係的架構將影響負債與權益的區分，目前針對產權關係之描述有如下兩種理論：

3.1.1 所有權理論(Proprietary Theory)

由 FA Bird, LF Davidson, CH Smith (1974)提出，此理論以業主為報表使用者，認為業主的權益為其所擁有之資產減去其所承擔之負債，以會計恆等式表示此理論即為： $\text{業主權益} = \text{資產} - \text{負債}$ ，收益費損則為權益之變動。任何使普通股股東價值稀釋之金融工具均被視為負債，在此理論觀點下，認購價低於市價之認股權即屬於負債。

FASB 於 2007 年提出的基本所有權法(Basic Ownership Approach)，採所有權理論，把使股東權益受損之金融商品一律視為負債。

在此觀點之下，負債及權益的區分相當明確，洪芝瑩(2006)認為，若能採用此觀點，將所有經濟實質相近的收益取決於股價之選擇權(Performance-contingent claims)採用一致的會計處理，而非不同類型的金融工具採不同的會計處理，除有助於面對金融創新、日新月異的環境，也有助於符合會計品質一致性的要求。

若以股東的角度來看，不論公司未來要以現金或是發行普通股來清償義務，均會影響股東對企業資產請求權的價值，只有以當時公平價值做為普通股對價之合約才屬於權益，以此觀之，可轉債之性質應為負債。



3.1.2 經濟個體理論(Entity Theory)

以企業經濟個體角度出發，紀錄企業個體之經營績效，在此理論下資產是由債權人與業主提供給經濟個體使用，以會計恆等式表示此理論即為：資產 = 債權人權益 + 業主權益。債權人與業主均為資產之所有權人，經濟個體運用資產產生之淨利為收益扣除費損後之餘額，由債權人和業主共有，但兩者所面臨的風險與預期報酬不同。在此理論觀點下，權益與負債的界線難以劃分。

我國財務會計準則公報第一號及美國 FASB 觀念公報第五號即採此理論，規定會計視企業為一獨立於業主外之經濟個體，為資產的所有者並負擔義務。

FASB 觀念公報第六號定義負債為導因於過去之交易或事件，導致未來可能須透過移轉資產或提供勞務予其他個體，使經濟利益流出之現時義務。而權益則為資產減去負債之餘額。根據六號公報對負債及權益之定義，除普通股及公司債可明確區分為權益及負債外，多數複合型金融商品可能兼具負債與權益之性質，如可轉債、可轉換特別股等。



3.2 可轉債性質

可轉債之性質長久以來眾說紛紜莫衷一是，根據龔樸及王菁華(2007)，可轉債之性質目前有以下多種觀點：

直接債務觀(Strait debt)

美國會計原則理事會 (Accounting Principles Board，下稱 APB) 於 1966 年發布第十號意見書，規定可轉債發行方於可轉債原始認列時，應將可轉債分別認列為普通公司債及轉換權。然而當時因受到實務界反對，故 APB 於十二號意見書中停止此會計處理方式。

APB 於 1969 年發布之十四號意見書中重新規定可轉債於原始認列時應全數認列為負債。因 APB 認為可轉債之轉換權與公司債具不可分割性，債權人無法單獨行使轉換權，需與債券併同使用，且在債權人行使轉換權前，可轉債在法律形式上為負債。另因轉換權價值無公開市價可供參考，故直接忽略認股權之價值。

Ford (1969)、Stephens (1971)及 King & Ortegren (1988)等學者對直接債務觀提出反對看法。主要基於以下三項理由：

1. 可轉債之不可分割性理由不充分

Ford(1969)主張會計上具不可分割性而仍實行價值分攤之例子不勝枚舉，如租賃會計之承租人須將應付租賃款之利息與本金加以區別，利息並不會獨立於本金單獨存在，因此利息與本金亦具不可分割性，但會計上仍須將兩者分別列示，因此十四號意見書中因不可分割性而不必估計認股權價值之理由並不充分。

2.可轉債與附可分離認股權證公司債具相同之經濟實質，應有相同之會計處理

Ford (1969)認為可轉債與附可分離認股權證公司債之差異僅在轉換權無法與公司債分離，而認股權可以，因此認股權價值較轉換權高，但權利價值之高低並不會對經濟實質造成影響。

Stephens (1971)以及 King et al. (1990)認為可轉債與附可分離認股權證公司債之差異僅是債權人轉換時之支付形式不同，可轉債債權人以低於普通公司債之票面利率及債券作為支付，而附可分離認股權證公司債之債權人則直接支付權利金，因此兩者具相同之經濟實質。

以上學者均主張可轉債與附可分離認股權證公司債具有相同之經濟實質，但 APB 第十四號意見書對附可分離認股權公司債之會計處理係分別認列為權益及負債，而可轉債則全部認列為負債，使得具有相同經濟實質之金融工具卻有不同之會計處理方式，不符合經濟重於形式之會計理論。

3.轉換權價值已能可靠衡量

Ford (1969)認為將可轉債之發行金額減去相似條件之普通公司債發行金額之差額，即可作為轉換權之衡量依據。

King & Ortegren(1988)亦認為雖然 APB 第十四號意見書發布時，轉換權評價技術尚不成熟，但其研究提出當下轉換權已可單獨衡量，故可轉債實應分別認列為負債及權益。

分離債務觀 (debt with separable right)¹²

Ford(1969)、Stephens(1971)及 King & Ortegren(1988)等學者之理論發展為分離債務觀。

此觀點認為，可轉債的經濟實質與具特殊條款的附可分離認股權公司債相

12 Stevens et al.(1996)，Accounting for convertible bonds: An alternative approach.

同，將可轉債視為公司債與轉換權之混合物，發行方應分別認列為權益及負債，King et al.(1990)認為應先將與公司債部分相關之未來現金流量按風險相當之公司債收益率折現，計算普通公司債之擬制價值，再將可轉債價值扣除普通公司債之擬制價值，以得出轉換權之價值，此與 IAS 32 號公報之作法類似。

國際會計準則理事會(International Accounting Standard Board，下稱 IASB)之前身—國際會計準則基金會(International Accounting Standard Committee，下稱 IASC)於 1995 年制訂之 IAS 32 號公報--金融工具：表達，規定包含金融負債及可轉換為發行方固定數量普通股之權益商品之複合型金融工具應於財務狀況表上分別列示為權益及負債。

Ford (1969)、Imdieke & Weygandt 及 King & Ortegren (1988)點出直接債務觀與分離債務觀在會計處理上之差異為：在分離債務觀下，發行方因分離認列使負債金額較小，故需認列折價，導致後續利息費用因折價攤銷逐期遞增，認列之利息費用較直接債務觀高，因此採直接債務觀，會使可轉債原始認列時負債金額高估，後續利息費用低估。

直接權益觀 (Strait equity)

此觀點認為大多數可轉債最終會轉換成普通股，因此應於原始認列時直接全數作為權益，此觀點由 Brigman(1966)提出，主張發行方應將可轉債全數作為權益，其以問卷調查可轉債發行人對可轉債性質之看法，結果超過 70%之發行人表示視可轉債為權益資金來源，同時視利息支出為可抵稅之股利。此觀點凸顯出可轉債具備潛在權益性質之特性。

標的資產價值決定觀 (Equity or debt depending on underlying stock value)

McCullers (1971)、Givoly & Palmon (1981)、Bierman (1986)、Purdy (1990)等學者則對直接權益觀提出反駁，認為發行人之意圖不代表企業實際股價情

況，即便發行人認定可轉債為權益，轉換與否仍是依據企業股價表現而定，決定權是握在債權人手上。

McCullers (1971)認為可轉債於發行時應整體認列為負債，只有在標的股價超過轉換價時，整體會被認為是應支付可抵稅股利之權益。Purdy (1990)則更進一步提出，可轉債在轉換前應重新分類。

相較於 McCullers (1971)及 Purdy (1990)提出依股價是否超過轉換價來決定應採直接債務觀或是直接權益觀的整體可轉債觀點，Givoly & Palmon (1981)、Bierman (1986)則提出依股價是否超過轉換價來決定認股權應屬債務或是權益。

在 Marcelle & Martin (2005)提出可透過迴歸經驗數據計算，或藉由 Black-Scholes model 來估計轉換權行使可能性後，此一觀點越發受到重視，Givoly & Palmon (1981)、Bierman (1986)的研究指出，當股價接近轉換價時，資本市場對可轉債經濟實質的認定從負債轉變為權益，而認股權即為可轉債市價與普通股市價間的差額。

權益索償觀 (Claim on equity)

Falk & Buzby (1978)視可轉債為潛在普通股，認為發行方發行可轉債的資金成本為普通公司債之利息再加上債權人轉換後所能獲得的利益，該項利益應作為利息費用的一部分，並同時造成負債的增加，此轉換利益的累積數(負債的一部分)即為債權人的歷史成本，此法讓可轉債在轉換前可與普通股併同計算每股盈餘，若可轉債最後未轉換，則轉換利益的累積數由負債轉為利益。

契約觀 (Contract)

Rue et al. (1996)將可轉債視為發行方與債權人間的契約協議，發行方以高於目前市價之價格銷售未來時空的普通股，並承諾在發行普通股前支付利息給債權人，若未來債權人沒有取得股票 (發行人贖回可轉債)，則發行人將退還認

購價；而債權人則承諾當股價超過轉換價時執行轉換權。此為一種對債權人來說風險有限(最大損失為可轉債與普通公司債的利息差額)但利益無限(股價上漲沒有限制)的股票發行計畫。



綜合觀

龔樸及王菁華(2007)融合以上觀點，認為可轉債兼具公司債、普通股及選擇權等三種特性，但在同一時間點，此三種特性並不一定會同時出現，可能有時具普通股特性，有時具公司債特性，或是兼有普通股與公司債特性，但唯有選擇權特性是未轉換前隨時存在，並提出應於可轉債原始認列時，估計轉換可能性，設算可轉債發行價值的分攤。

特殊情況

黃振豐及呂麗美(2004)指出當可轉債附有特別價格重設條款時，該可轉債轉換之可能極高，應分類為權益。此係因為特別重設條款使轉換價訂為當時股價乘以某一特定比率(小於一)，因此不論股價走向為何，轉換後投資方可得價值(公司債面額除以特定比率)必超過公司債原價值，投資方行使轉換權絕對能獲益。

小結

針對可轉債本身性質就有以上七大觀點，更遑論加上外幣因素後會使情況更加複雜，龔樸及王菁華(2007)採微觀之觀點認為每一間公司的可轉債在每一個時間點會具備不同之性質，針對個案、個別時點做判斷才能找到最適合當下的表達。

目前已有其他會計處理，如資產重估價即係根據公司個別營運能力之微觀觀點來估計未來現金流量的流入，進而做出評價，相信待未來評價模型及理論

越趨成熟，會計估計處理之成本降低，此觀點即可能成為未來可轉債處理的主要方向。

而本研究則嘗試以一宏觀之角度切入，以過去資本市場上長期間存在的普遍現象，來探討可轉債在多數、普遍情況下之集體性質，以及加入外幣計價導致的匯率變動因素後，是否對可轉債總體之性質造成不同的影響，以期讓後續會計政策制定時能廣納微觀與宏觀之論點，發展出更貼合使用者需要之報導方式。

3.3 資本結構對普通股風險報酬之影響

Modigliani & Miller (1958)、(1963) 發現，若不考慮所得稅之影響，當企業舉債時，其普通股之必要報酬為未舉債企業之普通股必要報酬加上舉債所導致之風險溢酬，暗示當企業負債比例增加，將導致普通股風險增加。因企業發行債務將導致利息支出增加，使屬於普通股股東的淨利減少，因而增加普通股股東無法收回其投資之風險。

Hamada (1972) 及 Bowman (1979) 延續 Modigliani & Miller (1963) 之研究，進一步發現普通股報酬會隨著槓桿比率增加，企業之財務槓桿對系統風險具正向影響。但理論上來說，或有請求權對普通股風險報酬之影響，並不如對純債券造成的影響一樣直觀。相較於純債券必然導致風險增加，或有請求權可能會因為真實世界的其他因素使普通股風險報酬增加或減少。

後續 Beaver (1970) 及 Rosenberg & McKibben (1973) 亦證實系統風險與財務槓桿呈正相關，Crisite (1982) 延續 Modigliani & Miller (1963) 之研究，為財務槓桿對普通股報酬波動率有正向影響之假設提出證據。

這些研究雖未對負債直接提出定義，但可以發現負債多被視為是無法避免、需用公司資產償付的義務。且研究結果顯示，辨別出負債形式的請求權，

並以其風險報酬特性來分類請求權，應可幫助投資人評價或是評估普通股和其他或有請求權的風險及預期報酬。



3.4 其他類似請求權之性質

Clark (1993)反對財務報導準則架構要求選擇權應被分類為負債，因為選擇權代表著潛在而非目前所有者的資產請求權。

Kirschenheiter et al. (2004)、Ohlson and Penman (2005)則認為發行選擇權，會產生一個未來以低於選擇權發行當下普通股公平價值之價格發行普通股的義務，此義務符合負債定義中對現時義務的要求，且無論報導日為何時，使用模型評價是對這類義務而言最適合的評估方式。因此Kirschenheiter et al. (2004)、Ohlson and Penman (2005)支持FASB的基本所有權法架構¹³。主要是因為這些研究認為財務報導首要目標是替目前的普通股股東提供資訊，也因此假設普通股股東為最基本的請求權人。

另有不少研究提供實證結果來證實普通股價值和請求權價值間的關聯和選擇權分類方式是否一致。

員工認股權部分，除了上述Kirschenheiter et al. (2004)、Li and Wong (2005)及 Landsman et al. (2006)之研究外，還有Barth et al. (2013)發現將員工認股權作為權益時計算的財務槓桿比率相較於將選擇權視為負債時計算的財務槓桿比率與普通股風險間的關係較強。

特別股部分，Cheng et al. (2007)運用剩餘收益評價法¹⁴，發現發行特別股

¹³ 此以現有普通股股東為財務報導目標之觀點與目前 FASB 的觀念架構不同，FASB 認為財務報導的首要目的是同時為現有及潛在投資人提供資訊。

一個根據現有普通股股東為資訊需求者的報導模型，在企業個體沒有普通股股東(如合夥組織)或是有多種控制權及受償順位之普通股股東(Hopkins et al. 2009)時會造成混淆。

¹⁴ $Fair Value = Book Value + ((RoE - re) / re) * Book Value$, re: cost of shareholder capital. 股東預期報酬率。假設一家公司剛上市時 book value 為 10, RoE 是 24%, 股東預期報酬率為 8%(re)。一年後這家公司的淨值會變成 $10 + 10 * ((24\% - 8\%) / 8\%) = 10 + 10 * 2 = 30$ 。RoE 扣掉股東預期收益，即為公司賺到而未分配給股東之部分，使公司淨值增加。

會使權益資金成本提高，而若在合約中包含一個轉換特性則會使普通股權益資金成本降低，但不會使特別股資金成本降低。因此Cheng et al. (2007)的結論為，市場普遍將特別股視為負債。Cheng et al. (2011) 繼續做了類似的測試，但使用beta (非系統性風險) 和普通股報酬波動性作為衡量普通股風險的變數，發現特別股和負債--不論是長短期、資本租賃或負債總額等除了遞延所得稅負債外，均會導致較高的普通股風險。Cheng et al. (2011) 推論，市場視特別股為負債，並視遞延所得稅負債為權益。

可轉債部分，Carrizosa (2010)發現可轉債的組成項目—公司債和轉換權，與beta及與信用違約交換合約 (下稱CDS¹⁵) 報酬的關係有所不同。Carrizosa (2010) 並歸納出不論是普通股投資人或是CDS投資人，均不將整個可轉債視為負債的結論。張肇文 (2011) 則發現普通股風險與可轉換公司債呈負相關，顯示資本市場將企業所發行之台幣計價可轉換公司債視為權益。此外，轉換價格特別重設條款將使可轉換公司債更具權益之性質。

3.5 可轉債對普通股風險報酬之影響

Ingersoll (1977) 用純負債價值與執行價與純負債總額相等的轉換權價值模擬可轉債價值，發現可轉債對普通股風險的影響其實來自於兩股相抵觸的力量—普通股風險隨著純債券的增加而上升，同時卻隨著轉換權的增加而減少¹⁶。後續 Gebhardt(2001)、Botosan & Plumlee(2005)及 Dhaliwal(2006)之研究亦印證此結果。

Galai and Schneller (1978) 延伸了Ingersoll (1977) 的研究，建立適用於舉債

¹⁵ 信用違約交換(Credit default swap, 簡稱 CDS), 是一種讓信用提供者(放款人或公司債債權人)規避信用風險之契約, 讓銀行可藉由購買 CDS 將信用風險移轉給賣方, 但仍保留信用標的資產, 故不影響銀行與客戶間之契約關係。

¹⁶ FASB 曾考慮採用基本組合法(fundamental components approach), 在基本組合法下, 轉換權將被分類為權益(FASB 1990), 向 IAS 32 之要求看齊。

公司的認股權評價模型，並預測認股權的發行降低公司普通股風險及報酬。

Merton (1974) 的財務理論認為請求權所彰顯的公司資產價值，會隨著公司實際資產價值變動，即便是償付金額固定的請求權。請求權價值隨資產價值變動的原因及變動程度會決定請求權如何影響其他請求權的風險及預期報酬。因此任一特定請求權可以按其對風險及預期報酬的影響程度來做分級：導致標竿選擇權(普通股)風險及預期報酬增加的選擇權(轉換權、認股權等)會被分級為次級(近似權益)，而會導致標竿選擇權風險及預期報酬減少者，則被分類為初級(近似負債)。

因為將普通股分類為權益及純債券分類為負債不存在任何疑慮，故本研究以純債券和普通股作為辨別負債和權益的標竿請求權。若不按照這樣的標準做分類，將導致使風險和預期報酬增加的請求權被分類成權益，而使風險和預期報酬減少的請求權卻被分類為負債。

3.6 研究假說

由上述負債及權益之區分及可轉債之會計處理，可知轉換權被分類為權益之要件為發行方交付固定股數，若發行方交付變動股數，則轉換權為負債。

過去採用我國十四號公報及三十六號公報規定時期，在台母公司毋須判斷無功能性貨幣，且公報對外幣交易亦無明確定義，故可約定整體外幣計價可轉債帳面金額按固定匯率換算回表達貨幣，因此整體帳面金額不論在入帳時或是期末時均一致，使企業未來須償還之負債金額為固定，固定的負債金額除以固定的轉換價，讓企業導未來可以「固定數量」企業本身權益商品償還其負債，使轉換權符合我國三十六號公報中權益之定義。

改採 IAS 32 及 IAS 21 後，由於外幣計價可轉債整體帳面金額因為入帳時和期末時均需換算為功能性貨幣，無法再像過去約定按固定匯率換算，故入帳

時和期末時之帳面金額不再相同，整體帳面金額會隨著功能性貨幣之匯率波動而變動。而整體外幣可轉債帳面金額不確定，就代表企業未來需償還之負債金額不確定，不確定的負債金額除以固定的轉換價，導致企業未來要以「變動數量」企業本身權益商品償還其負債，使轉換權符合 IAS 32 中負債之定義，而應依照規定分類於負債項下。

然而因換算為功能性貨幣所導致之整體外幣計價可轉債帳面金額波動，應可藉由有效之避險交易將波動減輕，進而達到使外幣計價可轉債整體之帳面金額趨於固定，使企業未來能以「固定數量」企業本身權益商品償還其負債，符合 IAS 32 中權益之定義，唯目前公報尚無將外幣計價之複合式金融工具與避險交易併同考量之規定。

本研究以 Modigliani & Miller (1958)、(1963)之發現作為理論依據，在不考慮所得稅影響的情況下，當企業舉債時，其普通股之必要報酬為未舉債企業之普通股必要報酬加上舉債所導致之風險溢酬，暗示當企業負債比例增加，將導致普通股風險增加。並根據 Merton (1974) 的財務理論作為判斷性質之方法，其理論暗示請求權與普通股風險及預期報酬有直接關聯，且是一有效區別權益和負債之方法，以普通股作為權益的標準，普通公司債作為負債的標準，然後去測試外幣計價可轉債與普通股風險及預期報酬間之關聯。這樣做的由來是財務理論預期負債會使普通股風險及預期報酬增加，而其他發行對公司資產的請求權會使普通股風險及預期報酬減少。如果外幣計價可轉債與普通股風險報酬間之關聯為正向，則外幣計價可轉債具有負債之性質，反之若關聯為負向，則外幣計價可轉債性質較接近權益。

並參照 Barth et al.(2013)用以判別員工認股權性質之模型，提出以外幣計價是否對發行方發行外幣計價可轉債交易之經濟實質造成影響為研究問題，並形成假說一、二如下：

H₁：普通股風險及預期報酬與發行不具重設條款之台幣計價可轉債呈正相關。

H₂：普通股風險及預期報酬與發行不具重設條款之外幣計價可轉債呈正相關。

若能拒絕假說一、二，則暗示不具重設條款之台幣計價可轉債及不具重設條款之外幣計價可轉債性質均為權益，且外幣計價與否並不影響可轉債之性質。

由於部分海外可轉債具價格重設條款，故本研究除考量外幣計價因素對可轉債性質之影響外，尚須併同考量一般價格重設條款及特別價格重設條款因素對可轉債之影響。

由於具備此兩種條款之可轉債其轉換價有下修之可能，進而使發行方發行較多股數，符合我國三十六號公報定義之以變動數量普通股償付之金融工具而應分類為負債，且根據我國 97 基密字第 331 號函及 98 基密字第 046 號函之規定，約定根據市價調整轉換價格之可轉債，其轉換權應歸類為負債。

然而此兩種條款之設置係為維持投資方轉換之意願，讓可轉債成為普通股之機率增加，進而使可轉債偏向權益之特性，與三十六號公報應認列為負債之規定背道而馳，因此本研究提出具價格重設條款是否對發行方發行外幣計價可轉債交易之經濟實質造成影響之命題，並形成假說三如下：

H₃：普通股風險及預期報酬與發行具重設條款之外幣計價可轉債呈正相關。

若能拒絕假說三，則暗示具重設條款之外幣計價可轉債性質為權益。若與假說二併同考量，則可得出有無重設條款與否不影響可轉債之性質之結論。

第四章 實證模型與變數衡量



本研究參考 Barth et al. (2013) 之研究模型，測試可轉債與普通股預期報酬間之關聯，此測試是基於舉債之企業普通股預期報酬較未舉債企業高 (Hamada 1969、Rubinstein 1973) 之理論，當可轉債性質較近似於負債時，自變數可轉債將會與應變數普通股預期報酬呈正向關聯，反之當可轉債性質較近似於權益時，自變數可轉債將會與應變數普通股預期報酬呈負向關聯，實證模型如下：

$$\begin{aligned} \text{RISK}_t = & \beta_0 + \beta_1 \text{CB}_t + \beta_2 \text{LEVERAGE}_t + \beta_3 \text{SIZE}_t + \beta_4 \text{BM}_t + \beta_5 \text{BETA}_t + \beta_6 \\ \text{MOM}_t + & \beta_7 \text{GROWTH}_t + \beta_8 \text{DISPERSION}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

各變數定義請見表 4.1 及表 4.2。

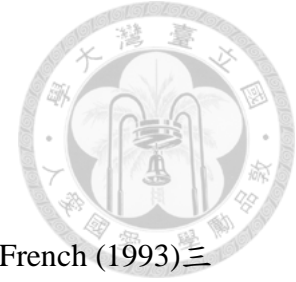


表 4.1—變數定義表

應變數 RISK _t	
ECC _t	預期普通股資金成本
STD _t	普通股報酬率標準差
自變數 CB _t	
PCB _t	虛擬變數，若企業發行無價格重設條款之台幣計價可轉債為 1
PECB _t	虛擬變數，若企業發行無價格重設條款之外幣計價可轉債為 1
AECB _t	虛擬變數，若企業發行外幣計價之可轉債為 1
控制變數	
LEVERAGE _t	財務槓桿
SMB _t	規模因子
HML _t	股價淨值比因子
BETA _t	CAPM 市場報酬與公司報酬間相關係數
MOM _t	成長動能因子
GROWTH _t	預期稅前淨利成長率
DISPERSION _t	以 EPS 預測之離散程度衡量之資訊風險

表 4.2—自變數關聯表

自變數	無價格重設條款	全部 (有+無價格重設條款)
台幣計價	PCB	-
外幣計價	PECB	AECB



4.1 變數衡量

4.1.1 應變數

ECC 是每季底預期普通股資金成本，本研究係以 Fama & French (1993) 三因子模型以及動能因子、無風險報酬率及風險溢酬，預測出每季的普通股預期資金成本，以代表舉債公司可觀察報酬，也就是系統性風險。計算方式則係根據 Barth et al. (2013) 之步驟，按公司別先以每 12 週之週資料作複迴歸得出每季之係數，再以該係數預測每間公司每一季之普通股資金成本¹⁷。

STD 為季報酬率標準差，以股價波動程度作為普通股風險之衡量，包含系統及非系統性風險。本研究從 TEJ 股價資料庫之調整股價(週)-除權息調整中取得企業週報酬率後，每季每企業計算一標準差。

4.1.2 自變數

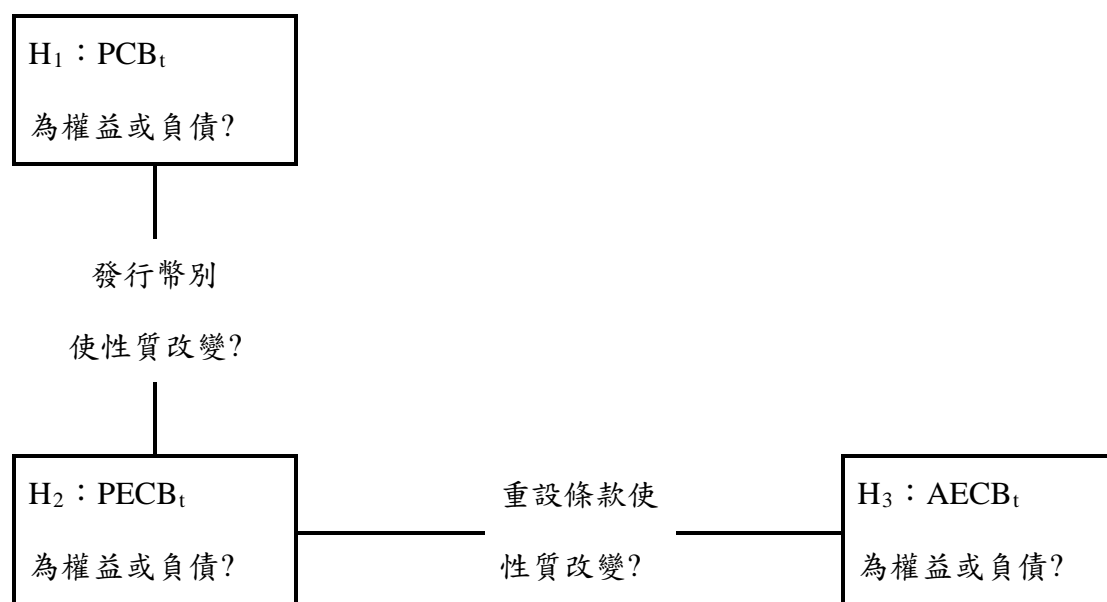
本研究主要係測試以外幣計價是否會改變可轉債與普通股風險及預期報酬間之關聯，故先確認以台幣計價之可轉債與普通股風險及預期報酬間之關聯，再確認以外幣計價之可轉債與普通股風險及預期報酬間之關聯，若以台幣計價之可轉債和以外幣計價之可轉債對普通股風險與預期報酬之影響相同，則可推論外幣計價不影響可轉債之性質，反之以台幣計價之可轉債和以外幣計價之可轉債對普通股風險與預期報酬之影響相異，則可推論外幣計價對可轉債之性質具有影響。

除了計價幣別外，一般及特別價格重設條款對可轉債性質亦可能有所影響，根據我國第三十六號公報，具備這兩種價格重設條款之可轉債其轉換權應認列為負債，然而 Carrizosa (2010) 發現不論是普通股投資人或是 CDS 投資人，均不將整個可轉債視為負債。張肇文(2012)之實證結果發現具備這兩種價

¹⁷ 詳細計算方式請見附錄 B。

格重設條款之可轉債性質較近似於權益，故本研究將台幣計價且不具這兩種價格重設條款之可轉債獨立出來做為 PCB_t ，另因反稀釋價格重設條款其性質近似權益，故未將之排除於 PCB_t 以外；外幣計價之可轉債則區分為不具一般及特別價格重設條款之外幣可轉債 $PECB_t$ ，以及所有以外幣計價之可轉債 $AECB_t$ ，這樣一來本研究即可排除價格重設條款之干擾，先比較不具有一般及特別價格重設條款之 PCB_t 及 $PECB_t$ 間，是否因發行幣別之差異導致可轉債性質改變，再進一步比較當幣別相同時， $PECB_t$ 及 $AECB_t$ 間因存在重設條款對外幣計價可轉債性質所造成之影響，如圖 4.1 所示：

圖 4.1—自變數與假說關聯圖



可轉債債券名稱、發行期間、發行幣別、是否有重設條款等發行條件可從 TEJ BOND DB 中之 CB 到期資料庫取得，唯海外可轉債尚需判斷發行貨幣是否與在台母公司所判斷之功能性貨幣不同，因計價貨幣與功能性貨幣相異時才屬 IAS 21 所規範的外幣交易，也才會產生按照 IFRIC 19 應將可轉債分類為負債之問題，而存在分類問題的樣本，才是本研究主要探討的範圍，也就是 $PECB_t$ 及 $AECB_t$ 之範圍。因此針對發行海外可轉債之企業，尚須至 TEJ IFRS Finance-國際會計準則模組中之外幣資產負債項目下，篩選出合併為 N 之在台母公司，並

確認其功能性貨幣幣別，並刪除計價貨幣與功能性貨幣相同之樣本。

另因控制變數均為企業別之資料，故三個自變數之樣本均為發行可轉債之企業，而非可轉債金融工具；且由於發行外幣計價可轉債企業樣本較少之先天限制，以上三個自變數均採季資料。

以上三個自變數雖以虛擬變數之方式呈現，但本研究另行針對此三個虛擬變數採不同衡量方式¹⁸並進行複迴歸分析，唯其結果與以虛擬變數進行之結果相類似，故僅以虛擬變數做解釋以簡化單位轉換。

儘管文獻回顧中，對於可轉債性質並無定論，但根據張肇文(2012)之實證結果，具一般或價格重設條款之可轉債性質仍較近似權益，故本研究預期 PCB_t 及 ACB_t 對應變數有負向影響，而外幣計價之 $PECB_t$ 及 $AECB_t$ 則因本研究認為外幣計價所造成之價格波動可藉由避險消彌，不致影響可轉債原有之性質，故本研究預期 $PECB_t$ 及 $AECB_t$ 與應變數間之關聯亦為負向。

4.1.3 控制變數

模型中除了自變數外，也加入對應變數有影響的控制變數如下：

LEVERAGE

根據 Beaver (1970)、Hamada (1972)、Rosenberg & McKibben (1973) 及 Bowman (1979)等學者之研究發現企業之系統風險與其財務槓桿呈正相關，而 Christie (1982)也發現股價報酬率的波動程度亦與財務槓桿呈正相關，故本研究加入 LEVERAGE 作為控制變數，並預期其與應變數呈正相關。

LEVERAGE 之衡量係參考 Barth et al. (2013)，按以下(A1)式計算：

$$\text{總負債帳面金額} / (\text{總資產帳面金額} - \text{普通股帳面金額} + \text{普通股市值}) \quad (\text{A1})$$

¹⁸ 可轉債帳面金額、可轉債帳面金額/資產總額、可轉債帳面金額取自然對數、可轉債帳面金額/資產總額再取自然對數。

由於我國於 2006 年開始適用三十四及三十六號公報，以及 2013 年起全面改採 IFRS，故一般產業之財會資料按時間不同分散在 TEJ finance DB(下稱舊版)、TEJ new finance(下稱新版)及 TEJ IFRS finance(下稱 IFRS)三個資料庫中，且金融業之資料獨立於一般產業資料庫外。僅以表 4.3 列示變數 LEVERAGE 之資料來源：

表 4.3— LEVERAGE 資料來源

	06~07 年	08~16 年
總負債、總資產、 普通股帳面金額	新版會計	IFRS 版會計
普通股市值	股價資料庫，但 08 年以前多為半年資料，少有 Q1、Q3 資料	

由於金融業之正常負債比率與其他產業差異過大，若加入金融業資料將導致槓桿比率變數失去一致的衡量標準，故本研究未納入金融業之樣本。

BETA

根據 Fama & French (1993)，BETA 係市場報酬及個別係業報酬之關係系數。BETA 反映的是系統性風險，故本研究預期 BETA 與應變數呈正相關。

BETA 值可直接從 TEJ 股價資料庫中之股價報酬(日)-Beta 值模組中取得，本研究為配合其他變數之資料期間，採用的是季資料。

SMB、HML、MOM

以上三變數之衡量方式係由附錄 B 中，規模因子、股價淨值比因子及動能因子帶入(A7)式中複利為季資料。



DISPERSION

根據 Botosan & Plumlee (2005)，品質較佳的資訊可藉由降低交易成本和估計錯誤的風險來降低普通股資金成本，因此資訊風險與普通股資金成本呈正相關。本研究以 Botosan & Plumlee(2005)衡量資訊風險之方式計算 DISPERSION，以下式(A2)計算券商對 EPS 預測之離散程度，離散程度越大，則資訊風險越高，並預期資訊風險與普通股資金成本間呈正相關。

$$\text{DISPERSION} = (\text{EPS 預測最大值} - \text{EPS 預測最小值}) / \text{EPS 預測中位數} \quad (\text{A2})$$

DISPERSION 計算所需資料可由 TEJ Finance DB 中之券商預測總表模組取得，由於 Botosan & Plumlee(2005)係採用股價預測，應屬短期預測，故本研究以預測發布日與預測日期間相距一年內之資料為主，以每年 3 月份預測去年底 EPS，6/9/12 月份預測同年底 EPS 之方式篩選資料。

GROWTH

根據 Beaver (1970) 之發現，過去表現較佳之企業通常在未來也有較佳表現，可能是因為表現較佳之企業賺取較多之盈餘，因此有更多的資源能投入發展，未來又能賺取更多的盈餘，造成良性循環。因此本研究預期 GROWTH 和普通股風險及預期報酬間呈正向關聯。

變數 GROWTH 之估計式(A3)為：

$$\text{GROWTH} =$$

$$(\text{預估未來稅前淨利平均值} - \text{目前實際稅前淨利}) / \text{目前實際稅前淨利} \quad (\text{A3})$$

本研究從 TEJ IFRS Finance-國際會計準則之 IFRS 非合併(個別+個體)財報(累計)模組取得 2012~2016 稅前淨利之資料，並由 TEJ New Finance-新公報適用之新版財務(累計)取得 2006~2011 繼續營業部門稅前淨利之資料作為實際稅前

淨利。預估未來稅前淨利之平均值則由 TEJ Finance DB 中之券商預測總表模組中取得券商預估之稅前淨利平均值，由於稅後淨利僅有年度資料，故採稅前淨利。且由於券商係針對個體全年度而非合併、單季之稅前淨利進行預測，因此實際稅前淨利亦須為非合併之年度資料才符合一致性；另須注意實際稅前淨利單位為千元，預測稅前淨利單位為百萬元。

根據 Barth et al. (2013)，GROWTH 是屬於長年期之預測，故預測發布日與預測日期間相距以一年以上為主，本研究係採每年 3 月份預測同年度以後稅前淨利，6/9/12 月份預測次年度以後稅前淨利之方式篩選資料，儘管如此，仍有以下期間無長年期預測資料，見表 4.4。

表 4.4—因應變數 GROWTH 資料缺漏之處理。

發布日	本研究採用之代用品
2012/6/30	2012/12 發布之短期預測。
2012/9/30	2012/12 發布之短期預測。
2012/12/31	前後一季均無代用品，以 2013/6 對 2013/12 發布之短期預測代用之。
2013/3/31	2013/6 對 2013/12 之預測。

本研究為減輕此研究限制之影響，採用最近後一至二期之預測資料代用之。



4.2 樣本選取

樣本期間：

本研究之樣本期間自 2006/1/1 至 2016/12/31。

研究對象：

本研究以我國 2006 年至 2016 年間之上市櫃公司作為樣本，由於金融業因營業性質及產業受法規多所限制等特性，本研究不予選入樣本，以避免與其他產業差異過大影響結果。

刪除功能性貨幣與可轉債計價貨幣相同之海外可轉債，並刪除資料遺漏不全之樣本後，得到之觀察值數量如下表 4.5 所示。

表 4.5—觀察值數量表。

自變數	觀察值數量
上市櫃公司	12,236
發行無一般或特別價格重設條款且以台幣計價可轉債之企業	1,147
發行無一般或特別價格重設條款且以外幣計價可轉債之企業	358
發行外幣計價可轉債之企業	646



4.3 敘述統計

表 4.1 為本研究所有變數之敘述性統計量，由左至右為觀察值數量、平均數、標準差、最小值、第 25 百分位數、中位數、第 75 百分位數、最大值。

本研究之應變數，季普通股風險及預期報酬之平均值為 9.6%，最大值為 81.7%，季報酬率波動性之平均值為 5.6%，最大值為 14.2%。

自變數均為虛擬變數，由上表觀察值數量分布可知，發行可轉債及外幣計價可轉債企業觀察值僅佔整體上市櫃公司觀察值約 22.7% 及 5%，故自變數從最小值一直到 75 百分位數均為 0。

本研究定對所有變數資料前後 1% 溫賽化(Winsorized)處理，以避免極端值影響結果。



表 4.6—敘述統計表

Variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
ECC	12256	0.096	0.157	0.000	0.000	0.011	0.137	0.817
STD	12259	0.056	0.026	0.014	0.037	0.052	0.071	0.142
PECB	12261	0.029	0.168	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
AECB	12261	0.053	0.223	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
PCB	12256	0.094	0.291	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
SMB	12256	0.011	0.075	-0.157	-0.034	0.005	0.051	0.178
HML	12256	0.031	0.075	-0.164	-0.019	0.022	0.066	0.202
MOM	12256	-0.008	0.069	-0.159	-0.035	0.002	0.031	0.109
BETA	12236	0.998	0.394	0.053	0.734	1.004	1.266	2.005
DISPERSION	12256	0.637	1.465	-5.243	0.168	0.423	0.785	9.198
LEVERAGE	12256	0.451	0.317	0.024	0.188	0.374	0.643	0.999
GROWTH	12256	0.209	0.729	-2.158	0.016	0.064	0.248	4.996



表 4.7—相關係數表

	ECC	STD	PCB	PECB	AECB	SMB	HML	MOM	BETA	DISPERSION	LEVERAGE	GROWTH
PCB	-0.069***	-0.090***	1.000									
PECB	-0.018**	-0.027***	-0.001	1.000								
AECB	0.002	-0.007	-0.035***	0.735***	1.000							
SMB	0.417***	-0.096***	-0.041***	0.014	0.037***	1.000						
HML	0.312***	-0.089***	-0.056***	0.006	0.036***	0.477***	1.000					
MOM	-0.065***	-0.004	0.056***	0.006	-0.014	0.106***	0.044***	1.000				
BETA	0.075***	0.437***	0.019**	0.050***	0.043***	-0.080***	-0.080***	0.018**	1.000			
DISPERSION	0.029***	0.022**	-0.001	0.069***	0.036***	0.021**	0.030***	-0.024***	0.071***	1.000		
LEVERAGE	0.110***	0.038***	-0.063***	0.093***	0.168***	0.030***	0.135***	-0.276***	-0.052***	0.025***	1.000	
GROWTH	0.015	0.042***	-0.007	-0.023**	-0.009	0.019**	0.036***	-0.055***	-0.001	0.004	-0.038***	1.000

***p 值達 1% 顯著水準，**p 值達 5% 顯著水準，*p 值達 10% 顯著水準



4.4 相關係數分析

Thomas & Williams (1991) 認為若變數間之相關係數小於 0.65，就表示兩變數間為獨立，無共線性之問題；若變數間之相關係數介於 0.4 到 0.69 間，則屬中度相關；若相關係數高達 0.8，則可能存在共線性之問題。由表 4.2 可發現，本研究之自變數及控制變數間相關係數均小於 0.65，應無嚴重之共線性問題存在。而自變數與應變數間之相關係數大致上與預測相同。

4.5 迴歸分析

從表 4.8 到 4.10 中 F 值之 p-value 小於 0.01 的結果來看，此模型具備一定的解釋能力。表 4.8 為不具有一般及特別價格重設條款且以台幣計價可轉債之統計結果，表 4.9 為不具有一般及特別價格重設條款之外幣計價可轉債之統計結果，表 4.10 為所有外幣計價可轉債之統計結果。

從表 4.8 到 4.10 可知，自變數 PECB、AECB 及 PCB 不論在哪個情況下均與普通股風險及預期報酬成顯著負相關，根據 Hamada (1969) 及 Rubinstein (1973) 舉債之企業相較未舉債之企業，其普通股風險及預期報酬較高之結論，可知發行不具有一般及特別價格重設條款且以外幣計價之可轉債可能可使普通股預期風險與報酬降低，具權益之性質；從 PCB 及 PECB 均近似權益的結果，可推論出外幣計價與否不會改變可轉債之性質；而從 PECB 及 AECB 均近似權益性質之結果來看，可推論一般及特別價格重設條款並不會改變外幣計價可轉債之性質。

控制變數方向大致上均與預期方向相同，唯 MOM 係數正負號在兩個情況下均與預期方向不同且顯著，由於該變數係根據 Carhart (1997) 所提出之過去報酬率高之企業在未來有較高機會能延續其高報酬率理論所估計而成，本研究猜測可能為時空背景及台灣市場產業組成與國外有所差異，反而導致過去股價報

酬高之企業未來反而較其他企業更無法維持其報酬率。

表 4.8—迴歸分析表之一

	預期方向	ECC		STD	
		Coef.	p-value	Coef.	p-value
Intercept		0.002	0.657	0.029	0.000
PCB	-	-0.030	0.000 ***	-0.008	0.000 ***
SMB	+	0.458	0.000 ***	0.028	0.000 ***
HML	+	0.095	0.000 ***	0.013	0.001 ***
MOM	+	-0.001	0.989	-0.022	0.000 ***
Beta	+	0.056	0.000 ***	0.028	0.000 ***
DISPERSION	+	0.001	0.550	-0.001	0.414
LEVERAGE	+	0.063	0.000 ***	0.001	0.448
GROWTH	+	0.007	0.727	0.001	0.000 ***
Number of obs		12236		12239	
F(9, 12226)		409.71		420.23	
Prob > F		0		0	
R-squared		0.3015		0.2759	
Root MSE		0.13156		0.02223	

***p 值達 1%顯著水準，**p 值達 5%顯著水準，*p 值達 10%顯著水準

表 4.9--迴歸分析表之二

	預期方向	ECC		STD	
		Coef.	p-value	Coef.	p-value
Intercept		-0.002	0.602	0.028	0.000
PECB	-	-0.039	0.000 ***	-0.008	0.000 ***
SMB	+	0.467	0.000 ***	0.030	0.000 ***
HML	+	0.0983	0.000 ***	0.014	0.000 ***
MOM	+	-0.005	0.797	-0.024	0.000 ***
Beta	+	0.057	0.000 ***	0.0281	0.000 ***
DISPERSION	+	0.001	0.366	-0.001	0.635
LEVERAGE	+	0.067	0.000 ***	0.001	0.100 *
GROWTH	+	0.006	0.739	0.016	0.000 ***
Number of obs		12241		12244	
F(9, 12231)		406.63		396.52	
Prob > F		0		0	
R-squared		0.3003		0.271	
Root MSE		0.1317		0.0223	

***p 值達 1%顯著水準，**p 值達 5%顯著水準，*p 值達 10%顯著水準

表 4.10—迴歸分析表之三

	預期方向	ECC		STD	
		Coef.	p-value	Coef.	p-value
Intercept		-0.002	0.561	0.028	0.000
AECB	-	-0.029	0.000 ***	-0.003	0.000 ***
SMB	+	0.468	0.000 ***	0.03	0.000 ***
HML	+	0.099	0.000 ***	0.014	0.000 ***
MOM	+	-0.005	0.787	-0.024	0.000 ***
Beta	+	0.057	0.000 ***	0.028	0.000 ***
DISPERSION	+	0.001	0.470	-0.001	0.461
LEVERAGE	+	0.068	0.000 ***	0.001	0.100 *
GROWTH	+	0.008	0.683	0.016	0.000 ***
Number of obs		12241		12244	
F(9, 12231)		406.56		392.69	
Prob > F		0		0	
R-squared		0.3002		0.2696	
Root MSE		0.13171		0.02232	

***p 值達 1%顯著水準，**p 值達 5%顯著水準，*p 值達 10%顯著水準



4.6 額外分析

由於我國自 2013 年全面改採 IFRS 後，始有外幣計價可轉債之轉換權分類爭議，在此之前，可轉債之轉換權按我國 36 號公報之規範分類為權益，2013 年開始按 IFRIC 19 之見解分類為負債。

故本研究將 PECB 及 AECB 再細分為 2013 年以前和 2013 年以後資料，變成 PECB_BEFORE、PECB_AFTER、AECB_BEFORE 及 AECB_AFTER 四群觀察值，並使用與第四章相同的迴歸模型，測試公報規範之改變是否對外幣計價可轉債之性質產生影響，實證結果如表 4.11 所示，本研究發現 PECB_BEFORE、PECB_AFTER、AECB_BEFORE 及 AECB_AFTER 之係數均顯著為負，性質屬於權益，過去公報之規範反而較貼近市場對外幣計價可轉債之看法。

表 4.11—額外分析

	STD		ECC	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value
PECB_BEFORE	-0.007	0.000***	-0.041	0.000***
AECB_BEFORE	-0.004	0.000***	-0.031	0.000***
PECB_AFTER	-0.005	0.007***	-0.019	0.072*
AECB_AFTER	-0.005	0.007***	-0.019	0.054*

***p 值達 1% 顯著水準，**p 值達 5% 顯著水準，
*p 值達 10% 顯著水準

第五章 研究結論



研究結論

在經濟個體會計理論架構下，多數複合型金融商品可能兼具負債與權益之性質，如可轉債、可轉換特別股等，權益與負債的界線難以劃分。

基本所有權法的採用，儘管可迴避目前對負債的定義太過主觀的問題，不必去判斷負債和金融工具之性質，但一個根據現有普通股股東為資訊需求者的報導模型，在企業個體沒有普通股股東或是有多種控制權或受償順位普通股股東時會造成混淆。

為替經濟個體會計理論與基本所有權法之兩難提供可能的解決之道，本研究跳脫這兩種會計理論架構，以外幣計價可轉債相關議題為例，採用2006~2016十年間之樣本資料，以實證分析之方式，根據Modigliani & Miller(1958)、(1963)發現當企業負債比例增加，將導致普通股風險增加之論點，提出外幣計價是否對發行方發行外幣計價可轉債交易之經濟實質造成影響之命題，以期為準則制定者提供不同性質之證據。

由於部分海外可轉債具價格重設條款，故本研究除考量外幣計價因素對可轉債性質之影響外，尚併同考量一般價格重設條款及特別價格重設條款因素對可轉債之影響。

實證結果顯示，普通股風險及預期報酬與新台幣計價之可轉債及外幣計價之可轉債均呈顯著負相關，顯示我國資本市場將我國企業所發行之外幣計價可轉債及新台幣計價可轉債均視為權益，暗示發行幣別不影響可轉債之性質。本研究另測試可轉債之一般價格重設條款及特別價格重設條款是否會影響外幣計價可轉債之性質，實證結果顯示，我國資本市場亦將具有轉換價格普通重設條款及轉換價格特別重設條款之可轉換公司債視作為權益，重設條款並不影響外幣計價可轉債之性質。

本研究之結果與目前 IFRIC 19 對於與功能性貨幣相異貨幣計價之可轉債之轉換權應認列為負債之規定，以及我國 97 基密字第 331 號函及 98 基密字第 046 號函對約定根據市價調整轉換價格之可轉債其轉換權應歸類為負債之規定相違背，顯示目前相關會計規範是否完全反映交易之經濟實質，可能尚存在討論空間。

研究貢獻

本研究與過去研究之相異之處在於，過去可轉債相關研究多以探討可轉債評價為主，對複合型金融工具之性質探討則多以員工認股權為主；而針對可轉債性質之文獻則多以會計理論之辯論作為性質判斷之依據，本研究是國內首篇將重點擺在外幣交易對可轉債性質影響，並以普通股風險及預期報酬與外幣計價可轉債關聯，來推論幣別因素是否會影響可轉債性質，進而針現形外幣計價可轉債分類及會計處理提出建議之研究。

另外本研究建議準則制定者，在目前無法改變產權關係架構的情況下，審慎考量目前針對外幣計價可轉債分類之相關規範，並進一步評估發行本身固定數量權益商品或變動數量權益商品作為判斷負債及權益分類之準則之合理性，若暫時沒有更好的分類對策，退一步規定外幣計價可轉債轉換權之公允價值變動應進入其他綜合損益，避免影響損益，免除造成獲利狀況良好確認列損失，以及信用風險評估矛盾之狀況。

研究限制

本研究之主要限制為我國分析師預測資料缺乏，導致控制變數資料不足，計算預期未來成長率時，需以較近期之資料作替代。分析師預測資料之缺乏亦造成大量刪除本就不多的外幣計價可轉債觀察值，使不具一般和特別價格重設條款之外幣計價可轉債觀察值稀少，最後僅得以季資料進行實證研究做為解決方案，使本研究與採年資料之文獻失去可比較性。

又因外幣計價可轉債之觀察值不足，使本研究無法刪除於同一期間發行多種不同類型可轉債之企業樣本，故普通股風險及預期報酬可能同時受多種類型可轉債之影響，無法完全獨立出純粹外幣計價可轉債之影響。



附錄



附錄 A

功能性貨幣換算為表達貨幣之會計處理：

	換算匯率	差額處理
財務狀況表	資產負債以財務狀況表日之收盤匯率換算至表達貨幣。 股東權益科目則無明文規定應以何種匯率換算，目前一般參考美國一般公認會計原則採用歷史匯率換算至表達貨幣。	累積換算調整數(Cumulative Translation Adjustment)，列入股東權益項下。
綜合損益表	以交易日之匯率換算至表達貨幣，若匯率波動不大可以當期平均匯率換算。	



附錄 B

根據 Barth et al.(2013)之估計方法，先由以下(A4)式複迴歸得出 β 值。

$$\begin{aligned} \text{RETURN}_{i,w} - \text{RF}_{i,w} = & \alpha_i + \beta_{\text{RMRF},i} (\text{RM}_w - \text{RF}_w) + \beta_{\text{SMB},i} (\text{SMB}_w) + \beta_{\text{HML},i} (\text{HML}_w) \\ & + \beta_{\text{MOM},i} (\text{MOM}_w) + \varepsilon_{i,w} \end{aligned} \quad (\text{A4})$$

其中變數 $\text{RETURN}_{i,w}$ 為企業普通股之週報酬率，本研究直接從 TEJ 股價資料庫之調整股價(週)-除權息調整中取得。

變數 $\text{RF}_{i,w}$ 為週無風險利率，本研究以 TEJ BOUND DB 之指標債券殖利率(公債)中兩年期政府公債年報酬率之資料，按以下公式換算為週報酬率：

$$\text{週報酬率} = \sqrt[52]{(1 + \text{年報酬率})} - 1 \quad (\text{A5})$$

變數 RM_w 為市場報週酬率，本研究直接從 TEJ 股價資料庫之調整股價(週)-除權息調整中取得加權指數週報酬率做為市場週報酬率。

變數 MOM_w 係動能因子，根據 Jegadeesh & Titman(1993)之發現，過去股價表現較佳之企業，接下來的股價表現也會優於其他企業， MOM_w 之計算步驟如下：

1. 選定一週，將所有上市櫃企業每週報酬率由大到小排序。
2. 選出週報酬率排序在前、後 30% 之企業，作為 MOM 組合。
3. 由當週前 12 週作為估計期間，算出 MOM 組合中每一企業在估計期間的週平均報酬率。
4. 週 MOM = 前 30% 企業週平均報酬率 - 後 30% 企業週平均報酬
5. 重複以上步驟得出每週 MOM。



變數 SMB_w 及 HML_w 為規模因子及股價淨值比因子，計算步驟如下：

1. 選定一週，將所有上市櫃企業按市值由大到小排序。
2. 按市值將所有上市櫃企業分為大規模組(前 50%)與小規模組(後 50%)。
3. 在大規模組中，將所有上市櫃企業按當週股價淨值比由大到小排序。
4. 在大規模組中，按該週股價淨值比分為成長(前 30%)、中間(中間 40%)、價值(後 30%)三個小組。
5. 小規模組也如同上述步驟 3、4. 分組，共計有六小組。
6. 將小組內企業之週報酬率按市值加權平均。
小組加權平均週報酬率 = $\sum(\text{企業週報酬率} * \text{公司市值} / \text{小組市值})$
7. 週 SMB = 小規模組平均週報酬率 - 大規模組平均週報酬率。
週 HML = 價值組平均週報酬率 - 成長組平均週報酬率。
8. 重複以上步驟得出每週 SMB 及 HML 。

將複迴歸得出之 β 值帶入以下(A6)式估計預期普通股資金成本 ECC ：

$$ECC_{i,t} = \overline{RF}_t + \widehat{\beta}_{RMRF,i,t} * (\overline{RM}_t - \overline{RF}_t) + \widehat{\beta}_{SMB,i,t} * \overline{SMB}_t + \widehat{\beta}_{HML,i,t} * \overline{HML}_t + \widehat{\beta}_{MOM,i,t} * \overline{MOM}_t \quad (A6)$$

(A6)式中所有變數，係由季底前 12 週報酬率取平均後，帶入以下(A7)式複利計算而得之預期季資料。

$$\text{季報酬率} = (1 + \text{周報酬率})^{13} - 1 \quad (A7)$$

參考文獻



一、書籍

鄭丁旺 (2013)。中級會計學(第十一版)。鄭丁旺。

二、網站

證券櫃檯買賣中心，2013，轉(交)換公司債發行資料。台北：證券櫃檯買賣中心。網

址：http://www.gretai.org.tw/ch/bond/publish/convertible_search/code_table/cb_treaty.php。

三、文獻

中文部分

中華民國證券商業同業公會，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。

行政院金融監督管理委員會，發行人募集與發行有價證券處理準則。

行政院金融監督管理委員會，2011 年版國際財務報導準則，IAS 32：金融工具：表達。

行政院金融監督管理委員會，2011 年版國際財務報導準則，IAS 39：金融工具：認列與衡量。

行政院金融監督管理委員會，2011 年版國際財務報導解釋，IFRIC 19：以權益工具消滅金融負債。

李存修、胡星陽、王瑪如，2007，從公司治理角度探討海外可轉債對公司價值



之影響，財務金融學刊，第 15 卷第 3 期：1-42。

李存修、胡星陽、王瑪如，2011，台灣海外可轉債發行後轉換價格重設對股東價值之影響，臺大管理論叢，第 21 卷第 2 期：157-186。

呂寶華，2012，可轉債之研究，商學學報第 20 期：57-78。

洪芝瑩，2006，轉換公司債會計處理之探討，國立台灣大學會計學研究所碩士論文。

馬啟人，2007，台灣折價可轉換公司債投資績效之研究，國立中央大學財務金融學系碩士在職專班碩士論文。

陳逸凡，2010，海外可轉換公司債與特別重設對股價與融券之影響，高雄第一科技大學財務管理研究所碩士論文。

財務會計準則委員會，2008，財務會計準則公報第三十四號「金融商品之會計處理準則」，財團法人中華民國會計研究發展基金會，第三次修訂版。

財務會計準則委員會，2005，財務會計準則公報第三十六號「金融商品之表達與揭露」，財團法人中華民國會計研究發展基金會。

財務會計準則委員會，2005，財務會計準則公報第十四號「外幣換算之會計處理準則」，財團法人中華民國會計研究發展基金會。

財務會計準則委員會，2005，財務會計問題解釋函(94)基秘字第 057 號「功能性貨幣疑義」，財團法人中華民國會計研究發展基金會。

財務會計準則委員會，2006，財務會計問題解釋函(95)基秘字第 109 號「發行海外轉換公司債會計處理疑義」，財團法人中華民國會計研究發展基金會。

財務會計準則委員會，2008，財務會計問題解釋函(97)基秘字第 331 號「轉換公司債權益要素及相關會計處理疑義」，財團法人中華民國會計研究發展基金會。

財務會計準則委員會，2009，財務會計問題解釋函(98)基秘字第 046 號「(97)基秘字第 331 號解釋函之進一步解釋」，財團法人中華民國會計研究發展基金會。

財務會計準則委員會，2011，國際會計準則公報第 21 號「匯率變動之影響」問答集，財團法人中華民國會計研究發展基金會。

廖建寧，2011，國際會計準則 IAS 21「匯率變動之影響」功能性貨幣相關議題之探討，證期局。

黃振豐、呂麗美，2004，可轉換公司債之財務報導—特別重設條款之影響探討，會計人雙月刊第 258 期：4-8。

廖益均，2012，IFRIC19 以權益工具消滅金融負債解釋公告影響試析—以可轉債為例，TEJ 信用風險評估專刊。

龔樸及王菁華，2007，可轉換公司債券經濟實質分析，財貿研究第一期：140-144。

李宜樺、林雯瑜，《迎接 IFRS》系列三：IAS 21 功能性貨幣別的決定及外幣交易之處理，2009 年 1 月號會計研究月刊【迎接 IFRS】專欄。

外文部分

Accounting Principles Board. 1966. Omnibus opinion. Opinion NO. 10.


Accounting Principles Board. 1969. Accounting for convertible debt and debt issued with stock purchase warrants. Opinion NO. 14.


Barth, M., L. Hodder, and S. Stubben. 2013. Financial reporting for employee stock options: Liabilities or equity? *Rev Account Stud* (2013) 18:642–682

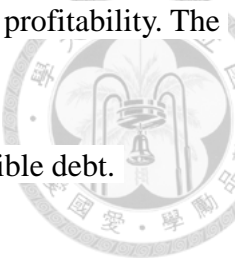
Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting & Economics*, 25, 1–34.

Barth, M. E., Hodder, L. D., & Stubben, S. R. (2008). Fair value accounting for liabilities and own credit risk. *The Accounting Review*, 83(3), 629–664.

Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting & Economics*, 55, 206–224.

- 
- Beaver, W., P. Kettler, and M. Scholes. 1970. The association between market determined and accounting determined risk measures. *Accounting Review* 45 (4): 654-682.
- Bierman, H. J. 1986. Common stock equivalents, earnings per share, and stock valuation. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 1 (1): 62.
- Botosan, C.A., and M. A. Plumlee. 2005. Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *Accounting Review* 80 (1): 21-53
- Bowman, .R. G. 1979. The theoretical relationship between systematic risk and financial (accounting) variables. *Journal of finance* 34 (3): 617-630.
- Brigman, E. F. 1966. An analysis of convertible debentures: Theory and some empirical evidence. *Journal of Finance*, 21 (1): 35-54.
- Carrizosa, R. 2010. Market participants' evaluation of the economic convertible debt. Working paper. New York University.
- Casson P. 1998. A re-examination of the case for accounting separately for the debt and equity features of convertible debt. *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (5/6): 595-612.
- Cheng, C. S. A., C. Z. Liu, and K. J. Reichelt. 2011. An empirical analysis of risk and liability components. Working paper. Louisiana State University.
- Christie, A. A. 1982. The stochastic behavior of common stock variances: Value, leverage and interest rate effects. *Journal of Financial Economics* 10 (4): 407-432.
- Dhaliwal, D., S. Heitaman, and O. Zhen Li. 2006. Taxes, leverage, and the cost of equity capital. *Journal of Accounting Research* 44 (4): 691-723.
- Falk, H., and S. L. Buzby. 1978. Some of the parts that make up the whole: What's missing in accounting for convertible bonds? *CA Magazine* (July): 40-45.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47 (2): 427-465.

- 
- Ford, A. 1969. Should cost be assigned to conversion value? *Accounting Review* 44 (4): 818-822.
- Gebhardt, W. R., C. M. C. Lee, and B. Swaminathan. 2001. Toward and implied cost of capital. *Journal of Accounting Research* 39 (1): 135-176
- Givoly, D., and D. Palmon. 1981. Classification of convertible cost debt as common stock equivalents: Some empirical evidence on the effects of APB opinion 15. *Journal of Accounting Research* 19 (2): 530-543.
- Hamada, R. S. 1972. The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stock. *Journal of finance* 27 (2): 435.
- Hanlon, M., S. Rajgopal, and T. Shevlin. 2004. Large sample evidence on the relation between stock options and risk taking. Working paper, University of Washington.
- Ingersoll, J. E. 1976. A contingent-claims valuation of convertible securities. *Journal of Financial Economics* 4 (3): 289-322.
- King, T. E., and A. k. Ortengren. 1988. Accounting for hybrid securities: The case of adjustable rate convertible notes. *Accounting Review* 63 (4): 522-535.
- King, T. E., A. K. Ortengren, and R. M. King. 1990. A reassessment of the allocation of convertible debt proceeds and the implications for other hybrid financial instruments. *Accounting Horizons* 13 (3): 10-19.
- Marcelle, A., and L. A. Martin. 2005. Convertible bonds: How much equity, how much debt. *Financial Analysts Journal* 61 (2): 44-51.
- McCullers, L. D. 1971. An alternative to APB opinion No.14. *Journal of Accounting Research*, Spring: 160-164.
- Modigliani, F., and M. H. Miller. 1958. The Cost of equity, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review* 48 (3): 261-297
1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53 (3): 433-443.

- 
- Pastor, L., and P. Veronesi. 2003. Stock valuation and learning about profitability. *The Journal of Finance* 58 (5): 1749-1789.
- Purdy, D. E. 1990. Towards a comprehensive accounting for convertible debt. *Accounting and Business Research* (Summer): 245-252.
- Rosenberg, B., and W. Mckibben. 1973. The prediction of systematic and specific risk in common stocks. *Journal of Accounting and Economics* 11 (4): 295-329.
- Stephens, M. J. 1971. Inseparability and the valuation of convertible bonds. *Journal of Accountancy* (8): 54-62.
- Stevens, W. T., and A. G. Volkan. 1996. Accounting for convertible bonds: An alternative approach. *Journal of Applied Business Research*, 12 (2): 41.
- Thomas, A., and G. R. Williams. 1991. A strategy to provide retirement benefits for international transferees in a global company. *Benefits and Compensation International*. (21): 2-7.
- Victor Fang, Rob Brown . 2016. How Accurately Can Convertibles be Classified as Debt or Equity for Tax Purposes? Evidence from Australia in *Review of Law & Economics*
- R.D.Nair, Larry E.Rittenberg & Jerry J. Weygandt. 1990. Accounting for Redeemable Preferred Stock: Unresolved Issues. *Accounting Horizon* p.33
- Shai Levi & Benjamin Segal. 2015. The Impact of Debt-Equity Reporting Classifications on the Firm's Decision to Issue Hybrid Securities. *European Accounting Review*. 24:4, 801-822.
- Mark M. Carhart. 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*. VOL, LII,NO.1.
- FA Bird, LF Davidson, CH Smith, 1974.Perceptions of external accounting transfers under entity and proprietary theory. *The Accounting Review*. Apr74, Vol. 49 Issue 2, p233-244.