

國立交通大學

管理學院碩士在職專班管理科學組

碩士論文

可轉換公司債回溯定價之研究

The Empirical Study of Backdating in
Convertible Bond

研究生：梁文議

指導教授：許和鈞 教授

中華民國九十八年六月

可轉換公司債回溯定價之研究
The Empirical Study of Backdating in
Convertible Bond

研究生：梁文議

Student：Wen-Yi Liang

指導教授：許和鈞 博士

Advisor：Dr. Her-Jiun Sheu

國立交通大學

管理學院碩士在職專班管理科學組



碩士論文

A Thesis

Submitted to Institute of Management Science

College of Management

National Chiao Tung University

in Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master in Business Administration

June 2009

Hsinchu, Taiwan, Republic of China

中華民國九十八年六月

可轉換公司債回溯定價之研究

研究生：梁文議

指導教授：許和鈞 博士

國立交通大學

管理學院碩士在職專班管理科學組

中文摘要

本研究主要討論國內發行可轉換公司債時，訂定轉換價日期回溯之影響，觀察可轉債在初級發行時因轉換基準定價日與報備承銷日時間之落差，可推論發行公司有機會將定價日回溯至早先市場股價較低的時候，在這種取巧及資訊不對稱之情況下，可能對股東權益有影響。另 2003 年 12 月 30 日後因法令之修訂使轉換價格決定期間回溯定價可行性下降，所以用此日期作為分水嶺，利用事件研究法之市場模式進行實證分析，以可轉債轉換價格基準日為事件日，觀察事件期之股價累計異常報酬及其趨勢，分析採回溯定價方式發行之影響及其資訊內涵。本研究之實證結論如下：

1. 有回溯定價(140 個樣本)：2002~2004 年有回溯訂價之在定價前可轉債公司股價累計異常報酬多為負值且呈下滑的趨勢而定價後上升，轉換價格決定基準日前 10、15、20 個營業日為整段事件期間之相對最低點。
2. 無回溯定價(170 個樣本)：2004 年~2005 年間無回溯訂價之在定價前可轉債公司累計異常報酬亦多為負值且呈下滑的趨勢，定價在低點但該定價時點並非為事件期間之相對最低點，定價時點反映發行公司仍擁有對目前股價及營運的優勢判斷之資訊絕對優勢，但定價後事件期間未來股價變化無絕對的掌控性；結果顯示修法後對市場公平性有正面幫助。
3. 將 2002 年~2003 年回溯定價之 127 個樣本，模擬若不採回溯定價方式，將報備承銷之日期作為定價之基準，與原實際發行基準價比較差異，模擬結果採用不回溯定價後 2002 年~2003 年有 97 家定價上升，定價下降為 30 家，遠少於上升公司，而重定後整體轉換價上升平均比率 7.2%，潛在利益分別為 4,433 百萬；模擬結果之內涵，採以較高轉換定價發行而使籌資成本較低之公司較少，大多數公司是將可轉債轉換定價和較低股價的更早日期相連結，使認購可轉債投資人立即賺得紙上利得，從另一方面而言因轉換價格下降發行公司需發行更多股本以籌得相同資金。

關鍵字：可轉換公司債、回溯定價、事件研究、異常報酬

The Empirical Study of Backdating in Convertible Bond

Student : Wen-Yi Liang

Advisor : Her-Jiun Sheu

Submitted to Institute of Management Science

College of Management

National Chiao Tung University

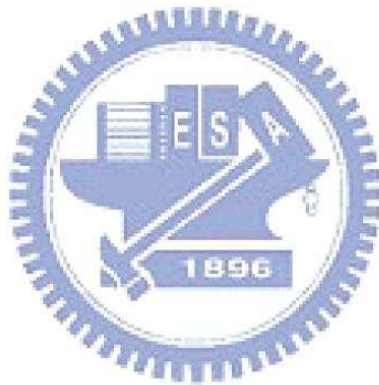
Abstract

This research mainly discusses the impacts of backdating the conversion price base day of domestically issued corporate convertible bonds. Through observations on timing differences between the conversion price base day, the recordation date, and the bookbuilding date, we inferred that a bond issuer has an opportunity to backdate the conversion price base day to the time when the market share price was lower. This opportunistic behavior plus the existence of asymmetrical information may impact shareholders' interests. Since 30 Dec 2003, new regulations were imposed that greatly reduced the feasibility of backdating the conversion price base day; hence we took this day as the ex-ante date for our empirical analysis using the market model of event study. We designated the conversion price base day as the event day, observed the cumulative abnormal stock returns and its trends over the event period, and analyzed the impact and implication of backdating conversion prices. The conclusions of our empirical research are as follows:

1. With backdating (140 samples): between 2002~2004, the cumulative abnormal stock returns of corporate convertible bonds with backdating clauses were mostly negative and falling before conversion prices were set, and rising after conversion prices were set. The stock prices were the lowest at 10, 15, or 20 business days before the conversion price base day.
2. Without backdating (170 samples): between 2004~2005, the cumulative abnormal stock returns of corporate convertible bonds without backdating clauses were also mostly negative and falling before conversion prices were set. The conversion prices were set low but not at the lowest among the entire event period. The timing reflected that the bond issuer still has the advantage of asymmetric information over stock prices and business performance, but has no absolute control over the changes in stock prices after conversion prices were set.
3. We have also simulated the pricing of 127 with-backdating samples between 2002~2003 as if their conversion prices were not backdated, and designated the bookbuilding date as the conversion price base day. A comparison between the simulated pricing and the actual pricing revealed that 97 samples between 2002~2003 had simulated pricing without-backdating higher than their actual pricing, the remaining 30 samples had simulated pricing lower than actual pricing; the proportion of over-priced issues was significantly

less than the under-priced issues. The simulated pricing was on average 7.2% higher than the actual pricing, which translated into a potential gain of \$4,433 million. The research also revealed that among the companies who issued bonds with backdating clauses, few have chosen a higher pricing that reduces the company's funding costs while most have chosen to date the conversion price base day on days when the stock prices are cheapest, thereby producing unrecognized gains instantly for bond subscribers. The downside of the latter is that at a lower price, more shares need to be issued to raise the same amount of funds.

Key words: convertible bond, backdating, event study, abnormal returns



致謝

工作了十幾年，幸運的回到校園重拾課本，對我而言是件難得夢想，在忙碌的工作與學業中，可說是蠟燭兩頭燒，期間感謝老婆斐方給予我的支持與包容，寶貝兒子志榆和女兒雅晴給予心靈慰藉，讓我在工作之餘能專心課業學習及完成論文，深切感謝上天對我們的眷顧。

同時由衷感謝指導教授許和鈞老師對我撰寫論文的諸多協助，沒有您有力的指導，我可能因工作繁忙很難在期限內完成論文寫作。口試委員鍾惠民教授、黃明聖教授與葉立仁教授的修改建議，也令本文周延性增進甚多。另承蒙王顥樺財務長所給予在校求學期間工作上的支持，也是我能完成研究所學程的重要因素，在此獻上誠摯的感謝。

最後，僅以此論文獻給我的雙親。願上天保佑我最敬愛的父母親，身體健康心情快樂長命百歲。



梁文議 謹誌

民國 98 年 7 月於交通大學

目 錄

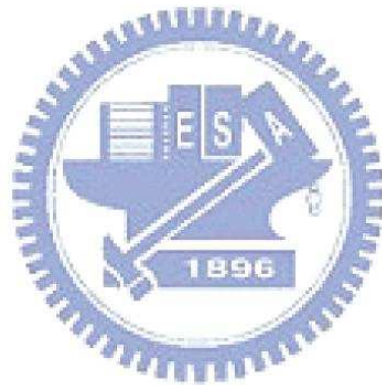
	頁次
中文摘要.....	ii
Abstract.....	iii
致謝.....	v
目 錄.....	vi
表 目 錄.....	viii
圖 目 錄.....	ix
第一章 序論	1
1.1 研究背景與動機.....	1
1.2 研究目的.....	5
1.3 研究流程與架構.....	6
第二章法規介紹及文獻回顧	8
2.1 可轉債相關法令修正的整理與影響分析.....	8
2.1.1 發行流程與轉換價格訂定.....	9
2.1.2 對公司內部人認購、持有及處分的限制.....	12
2.2 回溯定價之相關研究.....	15
2.2.1 股票選擇權之操縱與影響.....	15
2.2.2 回溯定價.....	15
2.3 資訊不對稱問題.....	17
2.4 可轉換公司債發行動機、宣告效果及對公司營運績效之相關理 論。.....	20
2.4.1 可轉換公司債發行動機之相關研究.....	20
2.4.2 宣告效果.....	21
2.4.3 可轉換公司債對公司營運績效.....	22
三、研究方法	24
3.1 研究假說.....	24
3.2 研究設計.....	25
3.2.1 事件研究期間之設定.....	26
3.2.2 股票報酬率預期模式.....	27
3.2.3 異常報酬之估計.....	28
3.2.4 統計檢定.....	30
3.4 研究期間與樣本.....	32
3.4.1 研究期間.....	32
3.4.2 資料來源.....	32
3.4.3 選樣標準及描述.....	32
第四章 實證結果	35

4.1 研究假說：可轉換公司債轉換價格基準之訂定時點，在法令修正 前後之宣告效果。	35
4.2 研究假說：可轉換公司債轉換價格基準之訂定時點，回溯定價之 資訊內涵。	44
第五章 結論與建議	46
5.1 結論	46
5.2 建議	47
5.3 研究貢獻.	47
參考文獻	49
附錄	52



表 目 錄

	頁次
表 1 發行條件影響可轉換公司債投資價值因素	3
表 2 券商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 17 條，修法前後比較表 (2003 年 12 月 30 日)	12
表 3 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，修法前後比較表(2003 年 12 月 30 日)	13
表 4 發行可轉債之樣本公司彙總	33
表 5 2002 年~2003 年間回溯定價樣本群之異常報酬檢定結果	35
表 6 2004 年度回溯定價樣本群之異常報酬檢定結果	38
表 7 2004 年~2005 年無回溯定價樣本群之異常報酬檢定結果	41
表 8 回溯定價還原無回溯比較表	45



圖目錄

	頁次
圖 1 國內可轉債發行概況	1
圖 2 本研究的架構流程圖：	7
圖 3 員工選擇權授予日前後累計異常報酬(1992~2002)	16
圖 4 事件研究法之時間表	27
圖 5 2002~2003 年發行可轉換公司債之回溯天數公司家數統計圖	34
圖 6 2004 年度發行可轉換公司債之回溯天數公司家數統計圖	34
圖 7 2002~2003 年回溯定價樣本群之累積平均異常報酬走勢圖	37
圖 8 2004 回溯定價樣本群之累積平均異常報酬走勢圖	40
圖 9 2004~2005 年 2 年度無回溯定價樣本群之累積平均異常報酬走勢圖	43
圖 10 2004~2005 年各年度無回溯定價樣本群之累積平均異常報酬走勢圖	44



第一章 序論

本研究針對上市櫃公司發行可轉換公司債其回溯定價行為對異常報酬之影響進行實證性研究。本章共分三節，第一節說明研究背景與動機，第二節敘明研究目的，第三節介紹研究架構與流程。

1.1 研究背景與動機

轉換公司債發行從 1990 年第一檔遠東紡織公司發行之後，根據證券期貨局的資料統計，國內轉換公司債年度發行總額由從 1991 年 67.9 億元至民國 2008 年大幅增至 2,047.8 億元，由此可知，可轉換公司債已經成為國內企業融通資金的重要金融工具。(詳見圖 1)。相對投資人而言因可轉換公司債為一混合型之債券，利用轉換債轉換價格使得債權與股權的彈性結合，給予投資人在未來轉換為標的股票或是取回本金的選擇權利；當股價上升時，可轉換在性質上比較接近於標的股票之買權，投資人可以執行轉換的權利而享有股價成長的好處；反之當股市不佳時，可轉換在性質上卻變成單純的普通債券，此時投資人將可於到期時取回契約所訂之面額本金而不會選擇轉換為標的股票，相當於是擁有一個投資損失的下方保護，這種的股債連結商品廣泛地受到市場投資者的喜愛，增強投資人投資報酬及保本性。

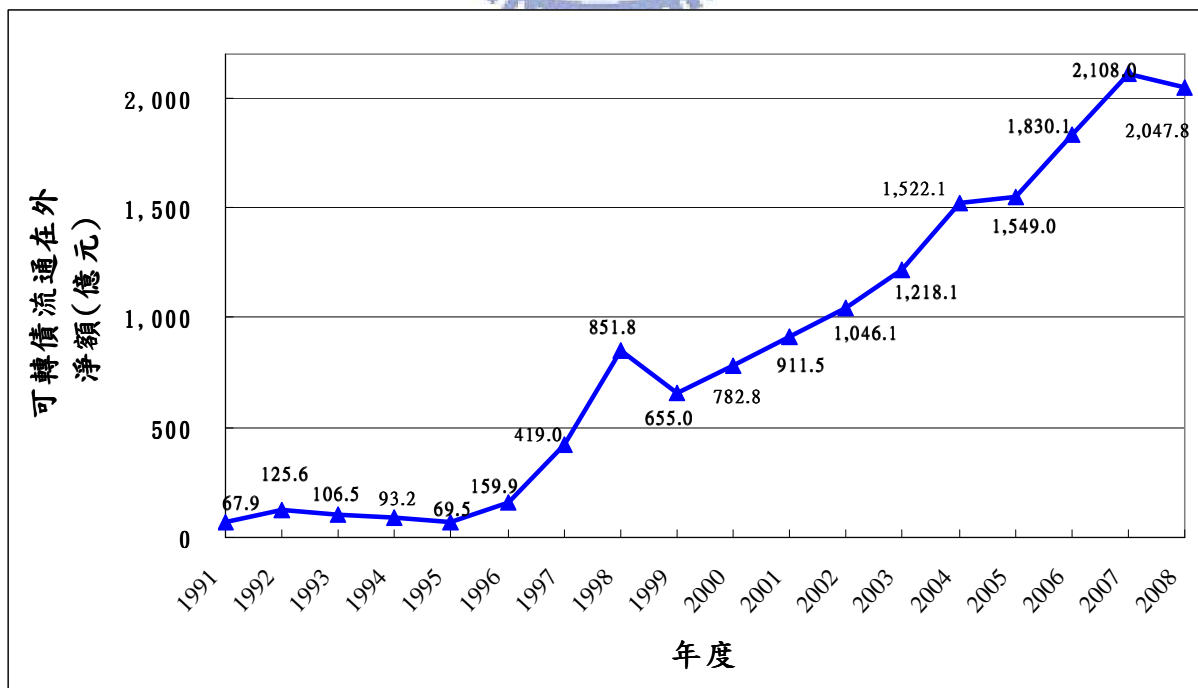


圖 1 國內可轉債發行概況

資料來源：證券期貨局

隨著可轉債發行市場的蓬勃發展，發行條款亦越來越富有彈性，包含以下幾個特點對債券投資人有利：

1. 債券持有人的賣回權：賣回權給予投資人在未來某特定時點以契約所定的價格賣回給發行公司，形同為投資人提供了一個投資本金之損失的保護條款。
2. 轉換價格向下調整機制：在發行條款通常會規定在重設基準日時，以基準日前若干營業日收盤價之算術平均數孰低者作為重設的依據價格，若此價格小於原先的轉換價格，則會將可轉債原約定的轉換價格重新訂定為此依據價格的水準，並以最低可調整至原先轉換價格 80% 為限，此提供投資人另一轉換價格調降的機制條款。
3. 轉換價格之反股權稀釋條款：在可轉債發行期間，公司已發行普通股股份較原始發行增加時，於每次新股發行基準日轉換價格向下調整，這其中也包含公司每年盈轉之除權除息時對除權除息價格的調整，反應在轉換價格的調整即形式上形同參予普通股的除權除息，而該項之轉換價格調整而增加轉換股數與投資人以普通股持有之除權除息股數相同，在所得稅上，持有普通股應稅之股利所得可轉為不必課稅的資本利得¹，此項租稅誘因對高所得稅之投資人更具吸引力。
4. 特別重設條款：發行公司可於債權人行使賣回權或到期前三十日，在此期間另行擇定轉換價格基準日決定時價，以時價之一定成數重新訂定轉換價格，此重新訂定之轉換價格，且不受原轉換價格之訂定方式 80% 之規定，但該重新訂定之轉換價格所轉換股份，會設定以時價計算之金額上限，以 2003 年發行多數可轉債為例：計算方式通常以不高於發行公司該次受行使賣回權或到期日應支付之債券面額加計利息補償金之合計總額之 110% 為限，所以特別重設條款則另外提供了一個保證獲利的條件。

1 統一證金融商品快訊(89.09 梁煒怡)：購買股票參與除權時需對配股課稅，但股票除權時，可轉債的轉換價格會一併向下調整，故可轉債投資者之權值不變，達到參與除權的目的，權值增加部份不需要課所得稅。

除上述對投資人有利投資架構外，另一方面對發行公司而言，以此方式進行籌資不僅具有發行成本較低、票面利率為零且因發行而產生之相關費用可節稅、發行期間若轉換為股票部分不需再支付現金還本等優點，驅使企業樂於發行可轉債，且在發行契約訂定公司贖回權條件，使公司股價在大漲時，發行公司有權利以契約所訂之贖回價格強制向投資人買回。

表 1 發行條件影響可轉換公司債投資價值因素

發行條件	意涵	投資價值
轉換價格溢價	轉換權價格	不利
轉換凍結期之長短	流動性	不利
市場利率	資金報酬率差異性	不利
贖回條款	限制投資人獲利	不利
賣回條款	到期前，投資人下方損失的保護條款	有利
價格重設條款（反稀釋條款）	轉換價格調降的機制條款	有利
1.標的股票發放現金股息之金額	除權除息股價調整，使轉換價格下降	有利
2.標的股票之股票股利或折價之現金增資		
特別重設條款	保證賣回獲利	有利

資料來源：本研究整理

如表 1 所示，在這些發行契約之附加的權利中，雖然贖回權限制了投資人的最大獲利空間，但其效果並無不利的影響效果；而賣回權和重設權對於投資人為有利的條款，所以契約設定對於投資人投資可轉債的投資價值的影響效果依然正面。上述這些發行條件設計雖可增加可轉債投資人認購意願，但卻也隱含著公司內部人可藉著發行可轉債來進行獲利的空間，因而間接損及公司其他股東的權益。其中公司管理階層對轉換價格訂定的高低直接對轉換標的股票之股數有不同的差異，進而影響投資可轉債是否有獲利空間；以發行公司採詢價圈購方式發行可轉換公債，其定價基準日之前 10、20、30 個營業日發行公司壓低可轉債轉換價格基準日前之標的股價，藉以圖利相關人士及大股東（陳念超，2004）。

本研究檢視 2001 年至 2006 年間證券公司送證券同業之 443 件報備承

銷可轉債資料，顯示其中僅 2 件採公開申購配售，其餘 441 件皆採詢價圈購方式承銷，本研究將由發行公司採詢價圈購之可轉債發行時程分析轉換價訂定時點，討論是否有回溯定價的情形；可轉債發行過程從董事會核准後，送證期局申報生效，再辦理投資人投資意願之詢價圈購後，發行公司再將承銷契約送證券商業同業公會辦理報備承銷並於報備承銷後 10 日內上櫃掛牌；而轉換價格定訂為主辦承銷商送證券同業公會前先探詢市場接受程度，並與發行公司議訂承銷價格可能範圍，以圈購單得知投資人認購意願；在彙總圈購情況後，與發行公司議訂最後承銷價格，再由券商及發行公司選擇分配認購之投資人。

本研究以 2002 年至 2005 年發行之可轉債資料為依據，就其中 2003 年度之可轉債發行為例，送證券同業公會報備承銷共有 112 家全數採詢價圈購方式，實際完成可轉債發行共有 104 家公司，分析實際完成發行公司送承銷契約至同業公會報備日期與公開說明書轉換價格基準日期間之差異，差異天數從 0 到最多 132 天不等，整體平均為送公會報備承銷前 26 天定價，這些資料說明 2003 年之發行公司平均以承銷前 26 天之收盤價作為承銷的價格，更有發行公司以前 132 天之收盤價來作承銷價，加計轉換價格計算採基準日前 10、15、20 個營業日普通股收盤價之簡單算數平均數孰低者為發行價格之基準，所以轉換價格定訂日其實與承銷時市價有一大段時間的落差，其實意味發行公司可轉債準備在初級市場認購時，可回溯選擇送公會承銷前之任一天作為定價之基準日，進而可能操縱轉換價格，選擇有利於得發行公司或投資人時點進行可轉債的發行。以 Lie(2004)針對研究美國員工選擇權定價時點，研究焦點主要在公司內部人除可利用因對經營狀況較為瞭解，而有資訊取得優勢外，還可回溯決定自身相關員工選擇權定價時間，該論文發現員工選擇權發行授予時有異常報酬並為觀察期間最低點，乃因執行者對定價時間點有事後日期回溯選擇的決策能力，即內部人為圖利自己而選擇過去一段時間中股價最低點做為員工選擇權定價時間。此實證結果使人聯想公司內部人在轉換公司債發行時，是否對轉換價格亦有回溯定價的現象，這樣的聯想主要是因為可轉債發行也有可回溯定價機會且在可轉債發行時亦涉及重大可分配利益，所以本研究欲探討的課題之一為發行公司內部人是否會利用這種投機取巧選擇定價時間的方法讓

報酬變得更佳，剝奪其他小股東權益。

從法令面討論，關於規範可轉債轉換基準日之法令為「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」，本研究希望從該法令中探討回溯定價空間，所以針對該法規之第 17 條規定，在 2003 年 12 月 30 日以前以訂定時點為：「承銷商輔導發行公司發行國內轉換公司債，其用以計算轉換價格之基準價格，應以決定轉換價格基準日前 10、15、20 個營業日普通股收盤價之簡單算數平均數孰低者為準」，只規定計算標準為轉換價格基準日前 10、15、20 個營業日普通股收盤價之簡單算數平均數孰低者為準，但並無述明該以何日期為基準，意味發行公司與承銷券商可於送券商同業公會取得核備募集發行有價證券承銷契約核備函前之任一日，作為該次可轉換公司債之轉換價格基準日，使得發行公司可選擇對自己有利價格來發行；而後之規則修正為：「用以計算轉換價格之基準價格，應以向本公會申報承銷契約日前 1、3、5 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」；修正前後之最大差異除了計算之普通股收盤價之簡單算術平均數縮短外，亦將基準價格日期限制為向公會申報承銷契約日，即公會送件日為定價基準日，使得發行公司無法像法令修正前，可選擇送公會前之任一天作為定價之基準日，若定價時間可回溯時，可轉債發行公司可能因不同利益操縱轉換價格選擇以有利於得發行公司或投資人。當發行公司內部人參與投資認購可轉債且為擁有決定回溯定價時，雙重條件下有可能會發生以低於合理價格將資產定價，這意味了其他股東的權益受損，在轉換公司債市場規模越來越龐大的趨勢下，長期會降低投資人將資金投入股票市場的意願，因而可能對於資本市場的秩序的維持與發展造成嚴重的影響。但情形也可能內部人會考量公司利益，當目前股價無法反應公司未來價值，但公司有長期資金需求，發行公司以回溯定價方式尋求較高基準價格，以避免公司價值的低估。因此，將轉換價格基準日回溯機會取消是否可降低大股東套利的空間，即為本研究欲探討另一課題。

1.2 研究目的

由於國內外之回溯定價研究大都偏向員工認股權證授予時點；而可轉

債之實證多偏向發行動機、對公司營運績效、宣告效果、及套利行為之相關理論。本研究除補強可轉債宣告效果實證之研究外，也希望結合回溯定價之行為與可轉債宣告效果，檢視發行公司是否刻意選擇較低轉換價格發行圖利投資人或以較高價格較低籌措資金，進一步對政府在制定證券管理規則時，能審慎評估法令修改之方向以增進其經濟效益，而使價格是否受公司內部人士所操控機會減少，讓可轉債市場更具公平合理性。

本研究以 2003 年 12 月 31 日前後各橫跨 2 個年度共 4 個年度(2002 年~2005 年)之可轉債回溯定價法令沿革前後作為研究樣本，來深入探討下列事項：

1. 運用「事件研究法」來探討國內可轉債前後的價格行為，在事件期間（可轉債回溯定價日前後）裡，股價是否會因有回溯定價而產生異常報酬。
2. 比較在法令變革後在事件期間裡，股價是否會因無回溯定價因素而有異常報酬差異。
3. 將日期回溯之樣本重新模擬以送證券公會報備承銷日為新基準日取得新定價價格在與原定價比較差異，來推測回溯定價之資訊內涵，因公司內部人可完全參與可轉債發行之決策及決定轉換價採回溯定價，其日期回溯內涵一方面可能選擇較低轉換價，讓投資人可賺取價差或但另一方面選擇較高轉換價，使公司籌資成本較低。

1.3 研究流程與架構

本研究的流程如圖 2：

第一章：介紹分別說明研究可轉換公司債回溯定價之動機與目的及論文的研究架構，並說明研究背景與動機，進而建立研究目的。

第二章：先針對國內可轉換公司債發行法令規定及回溯定價相關文獻，並彙整國內外資訊不對稱及可轉債相關實證文獻，進行探討。

第三章：為研究設計，說明待驗證的研究假說、研究變數、採用之實證方法、統計檢定方法與流程。

第四章：為實證結果分析，解釋市場模型之適切性、迴歸統計檢定、可轉換公司債發行宣告之資訊意涵，並進一步探討其對股價或異常報酬反應程度之主要因素。

第五章：針對研究結果彙總結論，並提出相關建議與說明研究限制。

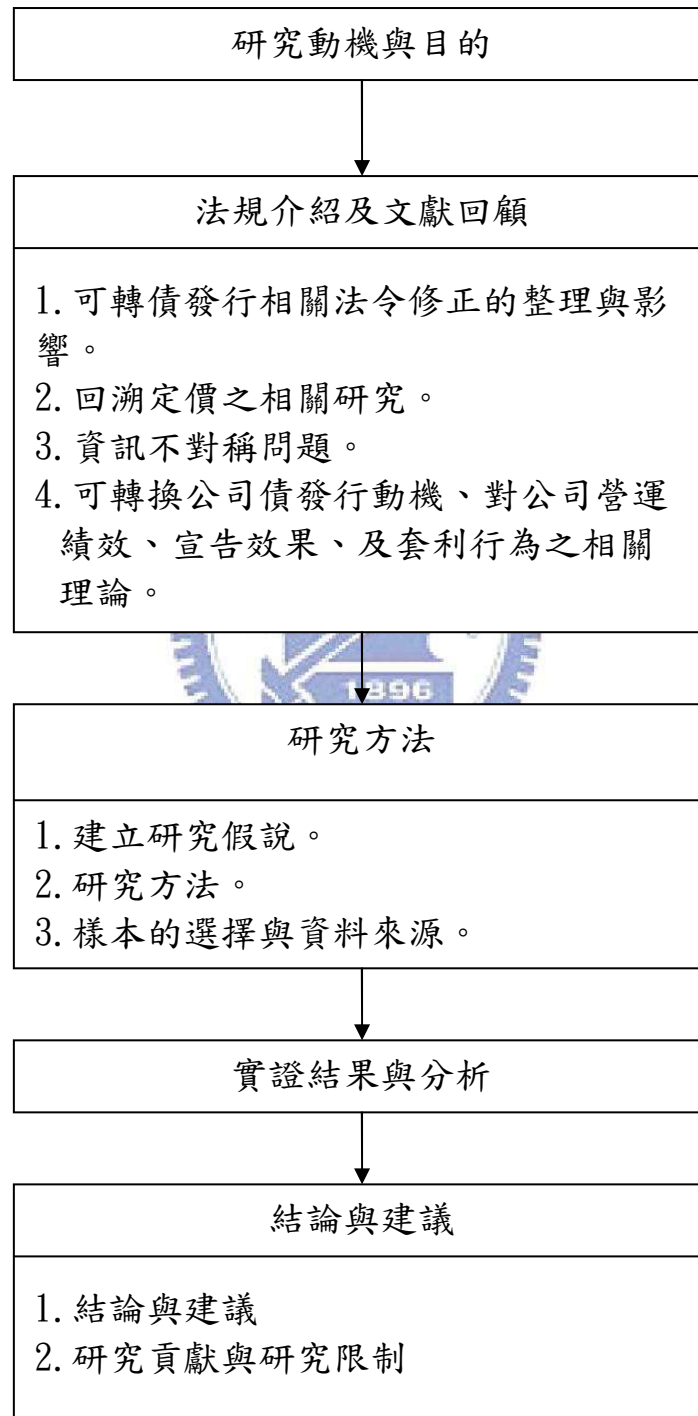


圖 2 本研究的架構流程圖：

第二章法規介紹及文獻回顧

本章第一節介紹可轉債發行相關法令修正的整理與影響分析，第二節回溯定價之相關研究，第三節整理資訊不對稱問題，第四節可轉換公司債發行動機、對公司營運績效、宣告效果、及套利行為之相關理論。

2.1 可轉債相關法令修正的整理與影響分析

本研究係以可轉債對發行公司採回溯定價之異常報酬為主，因 CB 定價之法令於 2003 年制度有大幅修正，特以當時之法令為背景說明法令修正之原由，而證券法令修正之目的不外乎擴大市場規模，促進債券流動性與市場效率，進行法令修定與開放措施，但這些法令及措施除上述效益外，另一方面卻也給發行公司內部人操作空間，以下針對法令修正及影響說明之：

2.1.1 法令面作業簡化

1. 轉換公司債發行額度無需再特別保留於額定股本中，使公司董事會發行權利加大，亦使增加轉換公司債發行之時間彈性。

公司法二百六十八條亦開放公司之額定股本得彈性用於發行新股、認股權憑證、附認股權公司債可認購股份數額、附認股權特別股可認購股份或轉換公司債可轉換股份之用；本法令修正使轉換公司債可轉換股份數額已無須列為章程相對必要記載事項。所以發行公司只要公司股東會通過之額定資本額充裕，在額度股本內，只要董事會決議即可分次發行，無須再經過股東會之決議，公司減少召集股東會所需耗費之高昂時間及人力成本，及免於繁複的變更程序，對發行公司而言可說一項發行權利彈性加大及決議時間減少。

2. 公司債轉換為標的股票時間縮短，增強可轉債市場流動性及與股價價差縮小，提高投資人投資意願。

公司法第一百六十一條修正允許公開發行公司經證券主管機關同意者，得先發行股票，再作資本變更登記。經主管機關財政部證券暨期貨管理委員會之民國91年3月29日(91)台財證(一)字第106134號

函規定，對可轉債發行公司可隨時應投資人之轉換申請5個工作日後發給股票，而無需先經債券換股權利證書之過渡性產品再換發普通股，此項改變使投資人從債券更快拿到股票，使可轉債之加快流動性及與現股價差縮小。

3.無實體債券發行

公司法第二百五十七條之二修正，允許發行公司發行無實體債券時，得免印製債券，而採洽證券集中保管事業機構登錄，將可有效降低現行債券遺失、毀損、被盜等持券風險，並提高交割結算之效率及次級市場之交易意願。

2.1.2 發行流程與轉換價格訂定

國內承銷制度共分為公開申購配售（Open subscription）競價拍賣（Auction）及詢價圈購（Book building）三種，分析2001年至2006年間證券公司送證券同業公會之443件報備承銷可轉債資料顯示，其中僅2件採公開申購配售外，其餘441件皆採詢價圈購方式承銷，本研究由發行公司採詢價圈購之可轉債發行時程分析轉換價訂定時點，有無日期回溯的空間，特將詢價圈購發行及其轉換價格訂定做說明：

1.國內承銷制度之詢價圈購（Book building）

所謂詢價圈購乃承銷商藉由投資人圈購，探求市場需求情形，以訂定承銷價格及投資人認購數量之方法。

(1)適用時機

①已發行股票或現金增資發行新股辦理股票初次上市、上櫃前之承銷案件，如未採競價拍賣辦理承銷者，應以詢價圈購為之。承銷團應提出對外公開銷售部分之百分之五十辦理詢價圈購，其餘應由承銷團內各證券承銷商辦理公開申購配售，但承銷總數未達三百萬股者，亦得就對外公開銷售部分全數辦理公開申購。

②公司募集公司債及金融債券、募集台灣存託憑證或公開招募案件得以對外公開銷售部分全數辦理詢價圈購或部分詢價圈購部分公開申購配售方式辦理。

(2)配售流程

已上市、上櫃公司現金增資全數提出承銷，且對外公開銷售部分全數辦理詢價圈購配售者，應於定價及申報承銷契約後辦理下列事項：

第 1 天：刊登承銷公告，開始寄發認購通知書、公開說明書及繳款書。

第 4 天：繳款開始日，暨未獲配售之圈購保證金退款日。

第 7 天：繳款截止日。

第 8 天：完成股東名冊整理；發行人向證交所或櫃買中心申請股款繳納憑證上市或上櫃。

第 9 天：股款繳納憑證上市或上櫃公告。

第 10 天：發放股款繳納憑證並上市或上櫃。

上市櫃公司發行有價證券採全數辦理詢價圈購者，應於定價及申報承銷契約後，辦理下列事項：

第 1 天：刊登承銷公告及開始寄發認購通知書、公開說明書、相關應募書及繳款書。

第 4 天：繳款開始日。

第 7 天：繳款截止日。

第 8 天：完成相關名冊整理；發行人向證交所或櫃買中心申請有價證券上市或上櫃。

第 9 天：有價證券上市或上櫃公告。

第 10 天：發放有價證券並上市或上櫃。

可轉債完成證期局審查通過後，發行公司應於3個月內完成，但可申請延期一次而再延長3個月，即在主管機關核准後發行公司須於6個月完成報備承銷，當發行公司決定承銷發行可轉債時，但

從證券承銷商送證券公會報備承銷起計10天即可完成發行交易所掛牌。

2. 轉換價格訂定

關於可轉債轉換基準日回溯定價之法令規定方面，對於轉換價格基準日發行價格決定定價時間點，在2003年12月30日以前以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17條規定訂定時點為：「承銷商輔導發行公司發行國內轉換公司債，其用以計算轉換價格之基準價格，應以決定轉換價格基準日前10、15、20個營業日普通股收盤價之簡單算數平均數孰低者為準」，只規定計算標準為轉換價格基準日前10、15、20個營業日普通股收盤價之簡單算數平均數孰低者為準，但並無述明該以何日期為基準，意味發行公司與承銷券商可於送券商同業公會取得核備募集發行有價證券承銷契約核備函前之任一日，作為該次可轉換公司債之轉換價格基準日，使得發行可轉換公司可選擇對自己有利價格來發行；而後之規則修正為：「用以計算轉換價格之基準價格，應以向本公會申報承銷契約日前1、3、5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」；修正前後之最大差異除了計算之普通股收盤價之簡單算術平均數縮短外，亦將基準價格日期限制為向公會申報承銷契約日，即公會送件日為定價基準日，使得發行公司無法像法令修正前，可選擇送公會前之任一天作為定價之基準日；當定價時間可回溯時，即可操縱可轉債轉換價格選擇有利於得發行公司或投資人，換言之將可轉債轉換價格基準日和更早更有利的日期相連結，參與可轉換公司債認購之投資人立即賺得紙上利得。

表 2 券商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
17 條，修法前後比較表 (2003 年 12 月 30 日)

修正前原條文	修正後原條文
第 17 條 承銷商輔導發行公司發行國內轉換公司債，其用以計算轉換價格之基準價格，應以決定 <u>轉換價格基準日前 10、15、20 個營業日</u> 普通股收盤價之簡單算數平均數孰低者為準；且轉換價格之訂定不得低於基準價格。	第 17 條 承銷商輔導發行公司申報(請)發行國內轉換公司債，.....；其實際發行時，用以計算轉換價格之基準價格，應以 <u>向本公會申報承銷契約日前 1、3、5 個營業日</u> 擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數為準；且轉換價格之訂定不得低於基準價格。

以轉換定價日期早於送件報備承銷日期者5日者視為日期回溯公司，檢視2003年12月31日前2個年度發行之可轉換公司債之同業公會送件日期及轉換價格基準日之統計資料，回溯定價家數為127家佔全部165家之比率為77%，顯現多數可轉債發行公司都有回溯定價行為；而2003年12月31日後2個年度發行日期回溯家數為13家佔全部183家之比率為7%，回溯定價公司已大幅減少，且2005年全年發行可轉債公司已無日期回溯之現象。

當發行公司內部人為投資人且擁有回溯定價機會時，以回頭尋找較低價格將資產定價的同時，也意味了其他股東的權益受損，在轉換公司債市場規模越來越龐大的趨勢下，長期會降低投資人將資金投入股票市場的意願，因而可能對於資本市場的秩序維持與發展造成嚴重的影響。但情形也可能是內部人考量公司利益，當目前股價無法反應公司未來價值，但公司有長期資金需求，發行公司以日期回溯方式尋求較高基準價格，以避免公司價值的低估。

2.1.3 對公司內部人認購、持有及處分的限制

發行公司與承銷商共同決議承銷價格後，公司內部人是否能直接參與可轉債初級市場之認購，間接強化回溯定價的動機。

1. 公司內部人認購之規定

公司內部關係人於辦理詢價圈購時得參與認購具有轉換、認購或交換權利之各種有價證券，如轉換公司債、附認股權公司債、現金增資特別股、附認股權特別股、交換公司債及新股認購權利證書等。因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中規定，承銷採用全數對外公開銷售部分全數辦理詢價圈購配售方式之對象可為公司之內部人，所以發行可轉換公司債公司之內部人可利用詢價圈購配售制度之圈購之特性，藉由採用詢價圈購配售制度之選擇，使大股東或特定人優先認購可轉換公司債，而外部股東則喪失分享公司成長之機會。

但此規定於2003年12月31日以後因修法，公司發行轉換公司債時，禁止公司關係人參與認購，以避免股東權益因而受損，所以2003年12月31日為內部人本人認購可轉債之分水嶺。

表 3 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，修法前後比較表(2003年12月30日)

修正前原條文	修正後原條文
第 43 條 證券商承銷商受理詢價圈購之對象，準用第三十五條、第三十六條之規定。但依第二十二條第二款至第四款、第二十二條之一、 <u>第四十條規定</u> 辦理之承銷案件，證券商承銷商受理詢價圈購之對象， <u>不受第三十六條第一款至第七款之限制</u> ，及依第四十條第五項優先配售予原股東部分，不受第三十六條各款之限制。證券商承銷商就配售後認購人未繳款部分另洽特定人認購之對象，準用前項規定。	第 43 條 證券商承銷商受理詢價圈購之對象，準用第三十五條、第三十六條之規定。但依第二十二條、第二十二條之一第二款規定辦理之承銷案件，證券商承銷商受理詢價圈購之對象，不受第三十六條第一款至第七款之限制。證券商承銷商就配售後認購人未繳款部分另洽特定人認購之對象，準用前項規定。

修正前後之差異為將原第40條規定辦理之承銷案件(已上市、上櫃公司現金增資全數提出承銷，且對外公開銷售部分全數辦理詢價圈購配售者)內部人(第36條規定之身分)可參與認購，變更取消第40條適用，使得內部人不得參與認購。上述第36條認購人身分為：

- (1)發行公司（發行機構）採權益法評價之被投資公司。
- (2)對發行公司（發行機構）之投資採權益法評價之投資者。
- (3)公司之董事長或總經理與發行公司（發行機構）之董事長或總經理為同一人，或具有配偶或二親等關係者。
- (4)受發行公司（發行機構）捐贈之金額達其實收基金總額三分之一以上之財團法人。
- (5)發行公司（發行機構）之董事、監察人、總經理、副總經理、協理及直屬總經理之部門主管。
- (6)發行公司（發行機構）之董事、監察人、總經理之配偶。
- (7)發行公司（發行機構）之董事、監察人、總經理之二親等親屬。
- (8)承銷團之董事、監察人、受僱人及其配偶、二親等親屬。
- (9)前各款之人利用他人名義參與應募者（指具證券交易法施行細則第二條規定要件等之實質關係人）。

2. 內部人持有及處分的限制

內部人以公開承銷取得之可轉債，當行使轉換權將可轉換債轉換為普通股時，不受內部人取得股票後不得於六個月內再售出之限制。

公司內部人得認購採公開承銷取得之可轉債，依照財政部證券暨期貨管理委員會民國91年03月07日91台財證(三)字第172479號函解釋：公司內部人參與公開承銷認購可轉換公司債或附認股權公司債、行使可轉換公司債或附認股權公司債之轉換權或認股權取得股票、債券換股權利證書或股款繳納憑證、及以債券換股權利證書或股款繳納憑證換取股票，均非證券交易法第一百五十七條第一項所定『取得』範圍；其意函內部人若取得自家公司之可轉債並轉換成股票時，可於任何時間點處分，不受一般股票六個月內不得售出之短線交易規定之限制。

2.2 回溯定價之相關研究

由於回溯定價之實證多集中在股票選擇權與回溯日期間的關係，以下針對回溯定價的動機及文獻做較深入的討論。

2.2.1 股票選擇權之操縱與影響

股票選擇權是給持有人在一個特定的期間以一固定的價格（at a predetermined price，一般稱為行使（Exercise）或履約價格（strike price））購買（call options，一般稱為買進選擇權）或出售（put options，一般稱為賣出選擇權）一個數量的股票權利（而非一種義務）之合約。而一般公司以股票為主之薪津計畫下所發放給員工之股票選擇權多為買進選擇權；且一般員工股票選擇權的履約價格通常至少等於授予日（Grant date）股票的當時收盤價，所以授予日之決定對未來薪資多少有相當大的影響。

2.2.2 回溯定價

員工選擇權回溯日期（backdating）是指股票選擇權實際授予日期在後，但是公司將授予之日期回溯至早先市場股價較低的時候。由於履約價格是定在較低點的時間點，因此股票選擇權持有人不必等到股票上漲，在其收到股票選擇權當日就自動讓持有選擇權之主管賺得價差。換言之將選擇權履約價格(股票選擇權持有人可將選擇權轉換成股票時點)和更早更有利的日期相連結，被授予選擇權之執行主管已立即賺得紙上利得。可轉換公司債轉換基準日回溯的作法與選擇權日期回溯定價如同一樣，都是因法令規定漏洞所以本質上並未違法，但發行公司內部人為投資人且擁有日期回溯機會時，以低於合理價格將資產定價的同時，也意味了其他股東的權益受損，長期會降低投資人將資金投入股票市場的意願，因而可能對於資本市場的秩序維持與發展造成嚴重的影響。

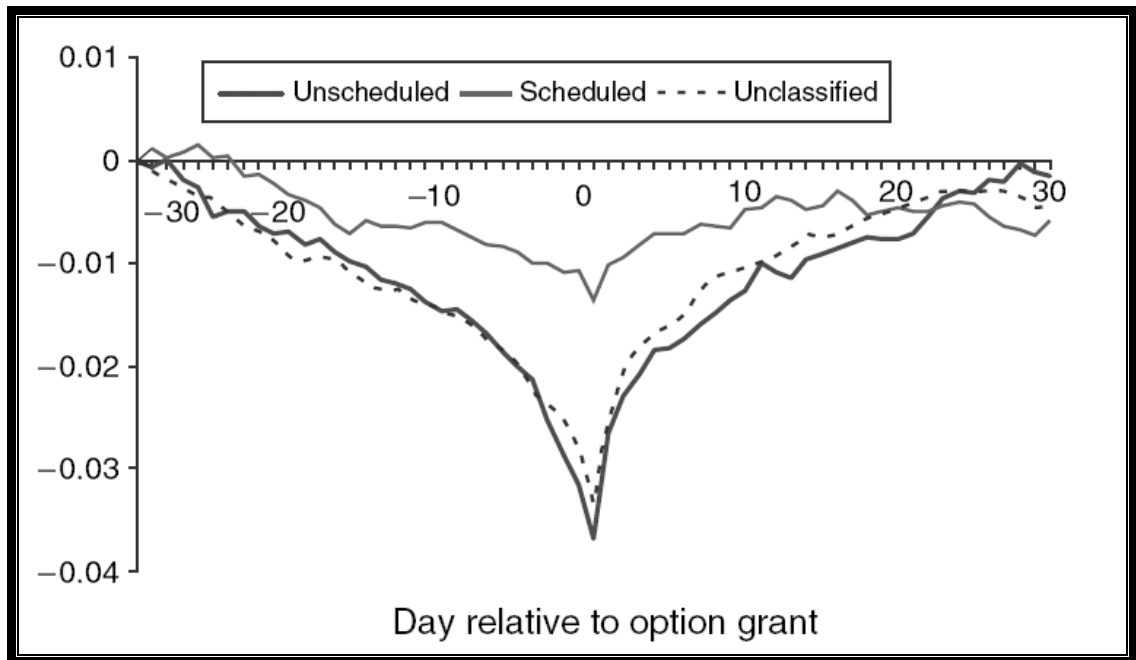


圖 3 員工選擇權授予日前後累計異常報酬(1992~2002)

資料來源：Lie, Erik "On the Timing of CEO Stock Option Awards",
Management Science Vol. 51, No. 5, pp. 807, May 2005

日期回溯的實證發現為Lie(2005)以1992年到2002年之間5,977個樣本企業，採Fama and French's (1993) 3因子市場模式事件分析股票選擇權授予日為事件日之累計異常報酬，估計期間50天，事件期間為事件日前後30日進行分析，如圖 3，實證發現樣本企業在授予之前的30 交易日到授予日(事件日)的累積平均異常報酬約為-4%；並為事件期最低點，但在股票選擇權授予日後累積異常報酬有明顯的反轉增加；本實證針對發放股票選擇權的時間有明顯的規則性，且公司股票價格最低點授受日同。分析可能的原因：

1. 純屬巧合。
2. 公司高階主管的運氣好，都是在股票價格處於低檔的時候被授予股票選擇權。
3. 這些公司執行者，能夠準確預測股票價格的變動趨勢，選在股價處於低檔時，授予股票選擇權。
4. 這些股票選擇權的發放日期是事後回溯的，亦即公司在發放股票選擇權的時候，刻意把發放日期回溯到股價處於低檔時。

依報酬模式該實證提出新假設，授予員工選擇權可以事後定價，

將授予日期設定在過去一段時間股票價格特別低的日期，稱為回溯定價現象，而在回溯定價論文公開前，針對授予日前後股價異常報酬其他實證包括：Yermack (1997)以1992到1994之間 620個授予員工選擇權樣本，實證結果授予股票選擇權後50個交易日，股票異常報酬增加比率約為2%；另Aboody和Kasznik (2000)以1992到1996之間針對依時間表計畫授予CEO員工選擇權的2,039個樣本調查及Chauvin和Shenoy (2001)以不同資料來源分析，從1981到1992之間的783個選擇權樣本亦有相同實證之結果；而Zhang (2002)和Lavelle's (2004)與Huddart和Lang(2003)研究員工選擇權授予公司內不同高低階人員效果，結論選擇權若授予一般員工無授予日後正的異常報酬現象，但對高階主管則有顯著正的異常報酬。這些文獻研究推測原因多傾向公司執行主管(尤其是高階主管)知道公司好消息將出現，事先控制有利的定價時機，並運用他們對董事會控制及友好關係，在股價上升之前授予選擇權，所以使股票選擇權授予日後顯著異常報酬，而使他們的薪酬更有價值。

2.3 資訊不對稱問題

在產業環境競爭程度的日益激烈，企業朝向多角化經營，專業分工的需求隨之增加，因此所有權與經營權分離的現象漸趨明顯。此經營型態主要為：企業的所有者（股東）為資金的主要提供者，其有權力掌管企業一切的行動，但大多數股東並無足夠的專業能力或知識來進行企業的營運與管理，因此便委託具備足夠專業能力的人（即經理人）來經營企業，股東本身即不參與此經營活動。如此各司其職，達成營運效率及企業利益的極大化。此經營型態原本是一項美意，卻在現實生活中企業營運活動偏離正軌，彼此間存在利益衝突，經理人基於自利動機，使其決策行為偏離對所有利益最大化的軌跡。另外，綜觀許多文獻對內部人士套利之研究，不外乎是因為內部人士較外部股東擁有更多之資訊，在此種資訊不對稱（information asymmetry）之情況下，產生進行套利之空間與動機。公司經理人相對於外部投資者而言，他們對於公司價值資訊的掌握占有絕對的優勢，因此當公司經理人的決策與行為會傳達有關公司價值的資訊給予外

部投資者。Jensen and Meckling (1976)之代理理論指出，當管理者在持有大部分公司股權比例時，將減少管理者謀求效用極大與外部股東要求股價極大化之潛在利益衝突，可降低股權代理成本。故公司在現金增資發行新股時，若管理者認為在股東認購後持股比例降低，將增加代理衝突，對公司價值及股價造成負面影響。另在資訊不對稱下，擁有資訊優勢者會藉由從事資訊劣勢者無法觀察的活動而移轉資訊劣勢者之財富。例如，管理階層可能從事特權消費而移轉股東財富、公司可能藉由投資風險性計畫而移轉債權人財富。

Myers and Majluf (1984)認為經理人只有在確知公司股票市價高於其真實價值時，才願意發行新股，以剝削新股東圖利舊股東；相反的，一旦經理人察覺股票市價低於真實價值，即不願發行新股，而改以內部融資或舉債的方式籌資。當公司以發行新股向外募集資金時，即已隱含股價高估的訊息，因此公司宣佈發行普通股會對股價表現產生負面影響。

在 Beaver(1998)所發表之論文中，將資訊不對稱之情況分為兩種，其一為投資者間所發生之資訊不對稱，指出投資者亦分為擁有較多資訊者以及擁有較少資訊者，對於擁有較多資訊之一方，可能會利用手中之資訊向資訊較少的一方賺取異常之報酬，而持有資訊較少的一方亦會以拒絕交易、推論對方及利用資訊仲介者的方式以避免被獲致異常報酬；第二種資訊不對稱的情況，是發生在管理階層與投資者之間，指出管理階層較現有之股東或潛在之投資者擁有較多之資訊，而本研究基於研究之立場及著眼點，將焦點即放在此類資訊不對稱之情況。

公司內部人士套利行為，通常伴隨著擁有資訊之多寡而產生。陳涵西(1999)探索台灣可轉換公司債發行條款之設計的關聯性研究中，公司可以透過發行條款的設計，將公司經營的風險以及未來盈餘成長性等資訊，發射到市場中，並將風險移轉給投資人，適度的反映了代理問題的存在。

魏序珊(2005)根據 1999 和 2000 年美國公司所發行的新債來探討影響公司選擇可轉債或普通債的決定因素。實證結果顯示，規模小、高成長性，以及高投資成長的公司傾向發行可轉債，此結果與資訊不對稱及代理成本理論一致。另外利用 1989 年至 2000 年公司發行的可轉債作為研究樣本，根據結果發現，發行具有可贖回條款之可轉債的公司較發行不可贖回

可轉債的公司在發行後有比較好的獲利表現，此結論也支持資訊不對稱理論所提出的，經理人透過贖回的權利作為顯示對公司未來前景看好的訊號。

由於可轉換公司債具有債權與權益雙重性質，持有者可以選擇行使轉換權而成為股東或增加股權，而轉換價格則決定於向證券同業公會報備承銷前一段期間之普通股收盤價格；決定機制為公司內部人與承銷商，若決定轉換價格期間的股價越低，轉換價格越低，公司債持有人能夠轉換的普通股股數也就越多。因此，當公司未來營運前景看好時，越低的轉換價格越能使可轉債持有人享受未來公司價值上漲的利益；但即使公司未來績效普通，較低的轉換價格仍然可以給予持有人套利的機會。所以管理階層可能會運用關於公司未來營運的優勢資訊，一方面藉由回溯方式決定較低的轉換價格，一方面因法令對內部人認購可轉債限制條件較寬鬆而進行認購，排除外部股東分享公司未來經營成果，並且稀釋外部股東之權益。



2.4 可轉換公司債發行動機、宣告效果及對公司營運績效之相關理論。

2.4.1 可轉換公司債發行動機之相關研究

一般而言，當企業發行可轉債時，一般投資人會認為公司對未來成長保持相當樂觀之態度，因而發行可轉債藉以籌資。事實上，發行可轉債之公司績效及未來獲利能力，未如預期。為何企業藉發行可轉債進行融資，國內外學者有許多不同之看法。Stein(1992)提出「後門權益假說」

(Backdoor-Equity Hypothesis) 說明績效中等之公司發行轉換公司債可以達到間接權益融資的目的，以解決權益融資可能產生的資訊不對稱問題，而且迴避債券融資可能產生的財務危機成本。其推論當模型均衡時，績效好公司發行負債，績效中等公司發行轉換公司債，績效不佳公司發行權益證券。進一步將績效中等公司發行轉換公司債視為公司預期發行權益證券的後門，亦即只有當公司對未來股價表現非常有信心時，才會發行轉換公司債，因為一旦未來股價上漲投資人轉換有利可圖，如此一來可增加公司資本結構中的權益比重，達成間接權益融資的目的。後門權益假說認為，許多快速成長的小公司在高財務危機成本及信用評等不佳的經濟條件下，並無能力發行長期的債券，且不願重視外部投資人對目前股價的看法。當公司「無能力發行長期的債券」且「不願意發行權益證券」時，反而傳遞經理人對未來成長有充分信心的正面訊息給市場。

陳俐君(2002)根據公司公開的財務資訊以及總體經濟狀況，利用Lewis, Rogalski, and Seward(1999)的機率分類法，建立一個證券選擇(security choice)的預期模型驗證可轉換公司債發行公司的發行動機，發現國內上市可轉換公司債發行公司大部份傾向於發行權益證券，即普通股。但其它實證卻有不同看法，曹育欣(2002)也是利用證券發行選擇模型，實證結果發現資訊不對稱、以及代理成本較小、營運風險較大者，發行權益型證券的機會較高。而經由機率分類法將台灣上市公司發行的國內可轉債做一分類，發現國內的可轉債多屬於「債券型」可轉債。

另一項假說為Mayers(1998)提出之「連續融資假說」(Sequential Financing Hypothesis)，其認為發行可轉債可降低公司連續籌資之發行成本，亦可控制經理人過度投資之問題。陳信智(1998)實證結果認為台灣

的企業發行可轉換公司債的目的，在轉換期間確實存在有階段式持續融資的特性，但是雖然並非完全如同 Mayers 所發現的配合投資活動所需，而應是如 Myers & Majluf(1984)所提，企業為了因應未來情況的變化所保持的財務寬鬆(Financing Slack)，也就是企業應該存在有一目標資本結構來替代最適資本結構，以保持財務彈性力，因此即使轉換後，負債減少資本結構獲得改善，但緊接的負債融資，並未惡化其財務槓桿及負債比率。但也有一些保留意見，林欣和(2004)為驗證 Mayers 連續融資假說提出公司發行可轉債之動機為節省發行成本與控制過度投資問題，以台灣證券交易所掛牌之公司於 1994 年至 2003 年的可轉換公司債發行宣告為研究樣本，實證結果雖然在長期負債比率之係數為正及公司規模之係數為負都有顯著水準，此實證與連續融資假說所認同之公司特徵一致，但集中度之係數不顯著，無法支持連續融資假說。

2.4.2 宣告效果

Dann 及 Mikkelson (1984)以 1970-1979 年的資料，探討宣告發行可轉換公司債對公司價值的影響，實證結果發現在公司宣告發行可轉換公司債時，股票會產生顯著且為負向的異常報酬；在公司發行可轉換公司債時，股票也會產生負向的異常報酬，但不顯著。

Mikkelson 及 Partch (1986)檢定新證券發行對股價的影響，在 1972-1982 年間在 NYSE (New York Stock Exchange)或 ASE(American Stock Exchange)的上市公司所發行的可轉換公司債、在宣告日與發行日都會有顯著的異常報酬。

Kim 及 Stulz (1992)以宣告日為事件日，在 1965 至 1984 的樣本為不顯著的負異常報酬；1984 至 1987 的樣本為顯著的負異常報酬，其原因為在 1984 年以前的國外投資者有免稅的優勢，所以導致樣本有不顯著的負異常報酬。

當公司宣告發行可轉債時，其股價之變動是否呈現異常是國內許多研究者關注的問題。杜俊霆 (2001)對長期異常報酬採用買下並持有方式來計算運用事件研究法之市場模式探討公司事件宣告對股價影響分析市場是否存在著效率性，其中發現可轉債之發行宣告短期對公司股價有顯著異常

報酬但長期卻無異常報酬。而姚智(2002)以2001年發行之國內可轉換公司債共81家為樣本亦利用市場模式探討可轉債發行之宣告效果，顯示在證期會核准日前後，上市公司均為負的異常報酬，且在核准日前多較顯著，而上櫃公司則為正的異常報酬，而在定價日前後，本研究樣本之上市櫃公司均為正的累積異常報酬且大多不顯著異於零，顯示在定價前後預期心理與市場反應相符，對股價有正面但波動不大之效果。張煥奇(2004)實證目的為發行公司是否刻意壓低股價，而在可轉換公司掛牌後，是否有拉抬股價的行為，以民國92年向證期會送件並在台灣證券交易所上市或證券櫃檯買賣中心上櫃之可轉換公司債的發行公司之77個樣本。實證結果得出，可轉換公司債發行後的第3日及第12日公司股票有顯著正的異常報酬，且累積異常報酬呈明顯的上升走勢，顯示公司股價於此段時間有被刻意拉抬的情況。在可轉換公司債發行前的15個交易日，並無顯著負的異常報酬，但亦無顯著正的異常報酬，因此不排除在轉換價格訂定期間，公司股價有被刻意壓抑的情況。陳世偉(2006)以民國93年至96年間，國內上市、上櫃公司發行國內外可轉換公司債為研究對象，國內可轉換公司債(CB)於轉換價格基準日前會有壓抑股價的情形，轉換價格基準日後之CAR則顯著呈向上趨勢，顯示內部關係人於事件期間內具可能套利的情形。陳念超(2004)以事件研究法進行詢價圈購制度異常報酬實證分析，以可轉債轉換價格基準日及圈購繳款截止日為事件日，發現可轉債詢價圈購繳款截止日至首次可進行轉換日之標的股股價累計異常報酬顯著為負

2.4.3 可轉換公司債對公司營運績效

對於發行可轉債公司之營運績效的研究，多數學者認為公司發行可轉債後營運績效相較於發行前有顯著負的成長。Lee and Lorghran (1998)研究1975~1990年間發行長期可轉債之公司，共986個研究樣本，在紐約證交所及美國證交所之股價表現下跌約5.9%，顯示當公司股價被高估時，的確會發行可轉換公司債作為籌資管道；且在發行可轉換公司債後四年公司之資產報酬近乎為原本之半。

而國內對於可轉換公司債發行時機與營運績效之研究，江章文(2001)以股價報酬率與公司之8個財務比率來作為發行公司長期績效的評估標

準，觀察上市公司發行可轉換公司債之後，市場上對於該公司股價及財務報表上之會計數字是否有所反應。結論為公司在施行可轉換公司債此項融資決策後，大致上營運績效變差，且在營運績效的表現上普遍劣於同產業內未發行可轉換公司債的公司。與發行可轉換債相對於大盤、相似規模及相同產業之股價報酬率上：發行可轉換公司債之後股價的異常報酬多小於0，顯示發行可轉換公司債之後，股價報酬率表現較差。陳俐君(2002)以多元迴歸模型來分析公司選擇發行可轉換公司債造成發行後長期營運績效不佳的因素，因發行後財務槓桿過高加上營運績效改善太慢使得發行公司在發行後的營運績效表現也愈差。反映出的意義是，雖然可轉換公司債兼具權益與負債雙重特性，但若發行後公司的股價表現不若預期，短期間無法全數順利轉換為普通股時，可轉換公司債仍為負債證券的一種，在債券持有人依契約要求公司贖回時，公司尚須支付債券面額及高額利息補償金，龐大的資金壓力造成公司失去財務彈性，最終公司仍然必須為此一融資決策付出代價。



三、研究方法

本研究在探討法令變動前後可轉債發行公司之日期回溯行為及定價前後的價格行為。本章將依研究目的分為四小節，第一節說明本研究的架構並建立研究假說；為了進行實證，第二節將介紹所採用的研究方法並描述各研究假說的實證模式與變數衡量；最後，第三節說明樣本的選擇與資料來源。

3.1 研究假說

所欲驗證日期回溯定價研究，主因為本人多年從事財務工作並與證券商無記名訪談發現業界發行的定價行為，同時針對第一章所提出的研究問題，根據第二章探討的相關文獻推論以下可轉債回溯定價之研究假說。

研究假說一：可轉換公司債轉換價格基準之訂定時點，在法令修正前後之宣告效果。

因法令之修訂使轉換價格決定期間回溯日期可行性，在2003年12月30日採取受限制，故將研究假說一分為三個子研究假說如下：

研究假說1.1：2003年法令限制前，採回溯定價標的股之可轉債定價前10、15、20個營業日，股價累計異常報酬顯著異於0且為負值，並為事件期間之相對最低點。

研究假說1.2：2004年法令限制後，仍採回溯定價標的股之可轉債定價前10、15、20個營業日，股價累計異常報酬顯著異於0且為負值，並為事件期間之相對最低點。

研究假說1.3：2004年法令限制後，未採回溯定價標的股之可轉債定價前1、3、5個營業日，股價累計異常報酬顯著異於0且為負值，且非事件期間之相對最低點。

上述三個子研究假說除檢視發行公司採回溯定價之標的股股價是否有明顯選擇股價較低時間作為發行時點外，也評估相關法令度修改後，對於

內部人士藉由設定較低轉換價格而犧牲外部股東權益之行為是否具有抑制效果。在資訊不對稱的情況下，公司內部大股東擁有較多之內部資訊，較了解公司未來營運績效。當公司內部大股東預期公司未來經營績效能呈現良好成長之趨勢，則有動機藉由日期回溯之方式利用內部人優勢取得可轉債認購權，排除小股東認購公司可轉債，以期在未來轉換為普通股時可獨享公司成長利益。

研究假說二：可轉換公司債轉換價格基準之訂定時點，回溯定價之資訊內涵為：發行公司會選擇較高價格使公司籌資成本較低或選擇定價較低使認購可轉債投資人可立即賺得紙上利得。

當發行公司內部人參與投資認購可轉債且為擁有決定回溯定價時，雙重條件下有可能會發生以低於合理價格將資產定價，這意味了其他股東的權益受損，在轉換公司債市場規模越來越龐大的趨勢下，長期會降低投資人將資金投入股票市場的意願，因而可能對於資本市場的秩序的維持與發展造成嚴重的影響。但情形也可能內部人會考量公司利益，當目前股價無法反應公司未來價值，但公司有長期資金需求，發行公司以日期回溯方式尋求較高基準價格，以避免公司價值的低估，本研究假說希望探討回溯定價公司決策出發點。

3.2 研究設計

本研究採用事件研究法（event study）來探討可轉債決定轉換價格基準前後可轉債刻意採回溯定價法前後的股價行為，及比較法令修正前後，是否有明顯股價的異常報酬差異。並經由平均異常報酬及累積平均異常報酬的檢定來觀察該事件對股價的影響。

事件研究法是由Fama, Fisher, Jensen and Roll 於1969年首先採用其後廣為財務及會計實證研究用來測試某一特定事件對公司股價(成交量)波動等變數的影響方向與幅度，以了解該特定事件如何影響股票報酬，雖然大多數利用事件研究法的實證研究，主要是觀察某一事件是否會引起股票的異常報酬率，但根據目前的文獻，事件研究法亦可用來探討當某一資訊或事件發生時，股價是否會有所改變，所以多數的研究以股票的異常報酬率

作為觀察的重點，目前利用事件研究法的相關文獻，大致可以分為四大類：

- 1.市場效率性研究 (market effect studies)，這類的主題探討股票市場是否快速的，不偏的反映某項新資訊。
- 2.資訊內涵之研究 (information content studies)，探討資訊有用性之研究，主要目的是評估股價對於某項資訊揭露的反應程度。
- 3.解釋異常報酬率研究 (metric explanation studies)，主要目的是進一步瞭解影響異常報酬率之因素。
- 4.方法論之研究 (methodology studies)，主要目的在於探討事件研究法之改進，並多以模擬方法 (simulation)進行。

3.2.1 事件研究期間之設定

根據Lie(2005)對CEO之員工選擇權擇時定價的異常報酬研究中，實驗設計之事件日為選擇權定價日，事件期採事件日前30個交易日起到事件日後第30個交易日，估計期為事件期前50個交易日，本研究之設計模仿該論文之研究設計，本事件研究期間定義

1.事件日

依據法令規定，發行可轉債公司與承銷券商可於送券商同業公會取得發行核備募集有價證券承銷契約之核備函前一日，作為該次發行可轉換公司債之轉換價格基準日，所以各發行公司之公開說明書之轉換辦法載明之可轉換公司債轉換基準日為事件日。

2.相對日數

事件基準日訂為「第 t_0 日」，以 $t-$ 表示事件日前第 t 個交易日，以 $t+$ 表示事件日後第 t 個交易日。

3.事件期(E)

估計期的天數($W=t_{30}\sim t_{-30}+1$)，本實驗轉換價格計算標準為轉換價格基準日前10、15、20個營業日普通股收盤價之簡單算數平均數孰低者，為觀察對定價基準日前股價一段期間之變化，故採用事件日

前30個交易日起到事件日後第30個交易日止，共計61個交易日為可轉換公司債定價前後股價變動的研究期間。

4.估計期(T)

估計期的天數($T=t_{-31}\sim t_{-81}$)，本實驗以事件期前50個交易日作為計算樣本公司預期股價報酬率之估計期間。

5.觀察期

以事件日前第80個交易日起至事件日後第30個交易日止，共計111個交易日作為觀察期間。

上述所稱之事件日、觀察期、事件期及估計期之間關係，如圖4所示。

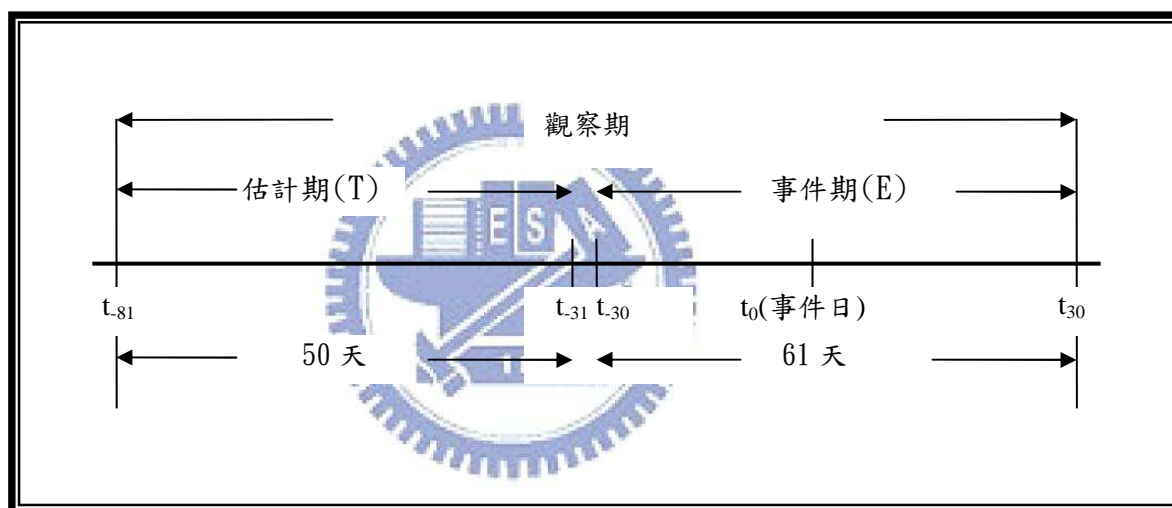


圖4 事件研究法之時間表

資料來源：本研究整理

3.2.2 股票報酬率預期模式

股票報酬率預期模式可以分為三大類：

1.平均調整模式 (Mean Adjusted Returns model)

此模式假設個別證券在沒有所要研究事件的影響下，事件期各期的預期報酬率，為估計期之平均報酬率。

2.市場指數調整模式 (Market Adjusted Returns model)

此模式假設個別證券在沒有所要研究事件的影響下，事件期當中

之某一期的預期報酬率即為同期之市場報酬率。在事件日中，用市場大盤的報酬率代表個股的預期報酬率。

3.風險調整法模式 (Risk-Adjusted Returns model)

該模式主要利用迴歸模式，將個別證券的系統風險，作為個別證券報酬率的預測因子。經過多年發展有許多的改良，如市場模型、資本資產定價模型、零β模式、自我變異數模式及多指標市場模式等。其中又以市場模型最簡單且最被廣泛應用，因此本研究使用此市場模型作實證研究來檢驗是否有異常報酬。

3.2.3 異常報酬之估計

1. 估計預期報酬率

對於異常報酬之計算，以日股票報酬資料作為估計基礎，係以普通最小平方法(OLS)來估計市場模式(Market Model)，市場模式殘差法(Market Model Residual)事實上為一用來描述預期均衡報酬率的隨機產生過程(return generating process)的統計模式，其假設個別股票*i*在*t*期的報酬率可表為市場投資組合報酬率的線性函數並加上一隨機的誤差項。此法係假定個別股票報酬僅與市場報酬率有關，且呈線性關係，如下式所示：

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}, \quad (3-1)$$

其中 $t = t_{-81}, \dots, t_{-31}$

R_{it} ：第*i*種股票在第*t*日之報酬率；

$$R_{mt} = \left(\frac{\text{第}t\text{日發行量加權指數}}{\text{前一日發行量加權指數}} - 1 \right) \times 100\% \quad (3-2)$$

α_i ：模式之截距項，為一常數。意指當市場報酬率為零時，第*i*種股票之期望報酬率；

β_i ：系統性風險，為個別股票報酬率的變動相對於市場報酬率變動之敏感程度；

R_{mt} ：合併台灣證交所與櫃買中心發行量加權股價指數日報酬

率；

R_{mt} ：台灣證交所加權股價指數日報酬率；

(1) 非除權、除息日時：

$$R_{it} = \left(\frac{\text{第}t\text{日收盤價}}{\text{前一日收盤價}} - 1 \right) \times 100\% \quad (3-3)$$

(2) 除權、除息日時：

$$R_{it} = \left(\frac{\text{第}t\text{日收盤價} \times (1 + S\% + N\%) + \text{現金股利}}{\text{前一日收盤價} + F \times N\%} - 1 \right) \times 100\% \quad (3-4)$$

其中， $S\%$ = 股票股利（即無償配股）率；

$N\%$ = 現金增資配股（即有償配股）率；

F = 現金增資每股承銷價。

N ：代表公司樣本數；

ε_{it} ：指個別股票 i 在第 t 日之誤差項

由於 α_i 、 β_i 及 ε_{it} 均為未知而須予以估計， α_i 及 β_i 之估計量分別為；因此個別證券在沒有事件的影響下，事件期某一日之預期報酬率即為： $E(\hat{R}_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$ ，其中 $t = t_{-30}, \dots, t_{30}$ (3-5)

式中 $\hat{\alpha}_i$ 與 $\hat{\beta}_i$ 由市場模式(3-1)中所估計之係數，並假設它們不會變，亦適用於事件期；

$E(R_{it})$ ：第 i 種股票在第 t 日之估計預期報酬率；

R_{mt} ：為事件期某天的大盤報酬率。

2. 估計異常報酬率、平均異常報酬率、累積異常報酬及累積平均異常報酬率

所謂的異常報酬率(abnormal returns, AR)是以事件期的實際報酬減去預期報酬，即

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}), \quad \text{其中 } t = t_{-30}, \dots, t_{30} \quad (3-6)$$

AR_{it} ：第 i 種股票在在事件期 E 期之異常報酬率；

R_{it} ：第 i 種股票在事件期 E 期之實際日報酬率；

$E(R_{it})$ ：第 i 種股票在事件期 E 期之估計預期日報酬率。

事件期(E)範圍是 $t_{-30} \sim t_{30}$ 。

事件研究法的精神在於探討某事件對股票報酬之影響，但每家公司在估計過程中存在許多不確定因素，為了去除這些干擾事件所造成之影響，將所有樣本的異常報酬率平均，可降低這些干擾對股票報酬的影響。因此欲進行統計檢定之前，必須先計算平均異常報酬率(Average abnormal returns, AAR)；在第 t 日之所有公司樣本股票異常報酬之平均為

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}, \quad \text{其中 } t = t_{-30}, \sim, t_{30} \quad (3-7)$$

AAR_t ：在第 E 期之所有樣本股票異常報酬之平均稱為平均異常報酬；

N ：代表公司樣本數；

AR_{it} ：第 i 種股票在第 t 日的異常報酬率。

事件期(E)範圍是 $t_{-30} \sim t_{30}$ 。

除此之外，研究會依其目的累積事件期之異常報酬率，累加數值為累積異常報酬(cumulative abnormal returns, CAR)，即

$$CAR_t = \sum_{t=t_{-30}}^{t_{30}} AAR_{it} \quad (3-8)$$

CAR_t 為事件期中，所有公司 E 期之累積平均異常報酬率；

AAR_t 為事件期中，所有公司在 E 期之平均異常報酬率；

事件期(E)範圍是 $t_{-30} \sim t_{30}$ 。

3.2.4 統計檢定

在進行檢定平均異常報酬率或是累積平均異常報酬率是否顯著異於 0

前，必須決定使用有母數檢定或無母數檢定。有母數檢定是以常態分配作為理論基礎，通常假定異常報酬率為常態分配，常見的檢定方法有傳統法 (Traditional Method)、標準化殘差法 (Standardized-Residual Method)、普通橫剖面法 (Ordinary Cross-Sectional Method) 及標準化橫剖面法 (Standardized-Residual Cross-Sectional Method)。無母數檢定則不需要對異常報酬率作任何分配的假設，檢定方式採用符號檢定法 (Sign Test)。

儘管有母數檢定，需要做樣本是否為獨立且齊一常態分配 (independently and identically distribution of normal, iid) 的假設，但Brown and Waner (1980, 1985) 及Berry, Gallinger, and Henderson (1990) 相關實證發現異常報酬率的分配若非常態分配，對有母數檢定似乎影響不大，且當樣本數量增加時，則橫剖面異常報酬率的分配會逐漸趨近於常態分配，故本研究以有母數檢定中的t檢定對統計假設進行統計量之顯著性檢定：

1. 事件期內各期平均異常報酬之檢定：

(1) 假設檢定

$$H_0 : AAR_t = 0$$

$$H_1 : AAR_t \neq 0$$

$$t(AAR_t) = \frac{AAR_t}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \hat{S}_i^2}} \quad (3-9)$$



$t(AAR_t)$ 為有母數檢定傳統法之AAR檢定統計量t值；

AAR_t 為事件期中，所有公司在t期之平均異常報酬率；

\hat{S}_i^2 為估計期中i公司殘差變異數；

N 為所有公司樣本數。

(2) 顯著水準為 α 之決策法則如下：

a. 若 $|t(AAR_t)| \leq t_{(1-\alpha/2, N-1)}$ ，則表示累計平均異常報酬不顯著異於0。

b. 若 $|t(AAR_t)| > t_{(1-\alpha/2, N-1)}$ ，則表示累計平均異常報酬顯著異於0。

經過統計檢定，可以判斷投資人是否能於事件期中的某一特定時日或期間中獲得異常報酬。

3.4 研究期間與樣本

3.4.1 研究期間

以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 17 條規定修訂點，2003年12月31日為基準，劃分為法令變更前日期可回溯與變更後不可回溯各2個年度，所有通過主管機關核准發行之上市及上櫃公司。故本研究之研究期間為2002年1月1日至2005年12月31日止，共4個年度。

3.4.2 資料來源

1. 上櫃及上市公司發行可轉換公司債之轉換價之發行條件、定價基準日及發行日收集自證券交易所資訊公開網站及發行公司發行時之公開說明書。
2. 上櫃、上市公司股票相關日股價資料以及台灣證交所與櫃檯買賣中心加權股價指數資料取自「台灣經濟新報資料庫」。
3. 上櫃及上市公司發行可轉換公司債之核備募集發行有價證券承銷契約日期，收集自中華民國證券商業同業公會承銷案件彙總報表。

3.4.3 選樣標準及描述

以2002年~2005年4個年度向証期會申請發行可轉債並送公會報備承銷之上市櫃公司可轉債348家進行分析，以2003年12月30日為法令修訂為分水嶺扣除當年度兩次送件、上市櫃時間過短、公開說明書記載不明及後來不再公開發行公司，表 4 為樣本相關的敘述統計內容。本研究選取之樣本說明：

1. 2002年~2003年法令變更前實際可用樣本數共165件發行，以轉換定價日期早於送件報備承銷日期者5日者視為回溯定價公司，統計回溯家數為127家，平均回溯天數為28天，回溯家數佔總發行家數比率為

77%，回溯天數從5天到最長為132天。(圖 5 2002~2003年發行可轉換公司債之回溯天數公司家數統計圖)

2. 2004年~2005年法令變更後實際可用樣本數共183件發行，其中轉換定價日期晚於送件報備承銷日期者5日視為非回溯定價公司家數共為170家。

3. 2004年因法令變動後，部分公司仍採日期回溯，以轉換定價日期早於送件報備承銷日期者5日者視為回溯定價公司，統計回溯家數為13家，平均回溯天數為27天，回溯家數佔總發行家數比率為8%，回溯天數從7天到最長為92天。(圖 6 2004年度發行可轉換公司債之回溯天數公司家數統計圖)

本研究之可轉債發行回溯定價詳細內容請參閱附錄。

表 4 發行可轉債之樣本公司彙總

年度 敘述統計	2002年~2003年		2004年~2005年	
	全部樣本	有回溯定價樣本	全部樣本	有回溯定價樣本
個數	165	127	183	13
平均數	22天	28天	-2天	27天
中間值	16天	26天	-4天	21天
眾數	2天	5天	-5天	無
範圍	139天	127天	104天	85天
最小值	-7天	5天	-12天	7天
最大值	132天	132天	92天	92天

資料來源：本研究整理

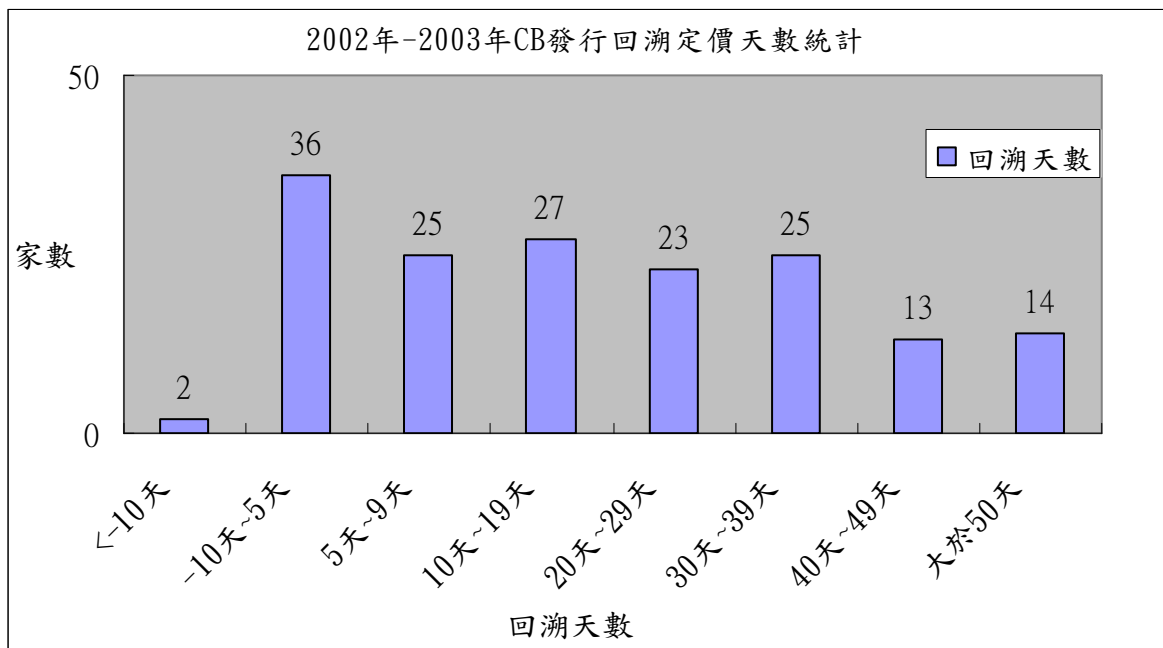


圖 5 2002~2003 年發行可轉換公司債之回溯天數公司家數統計圖

資料來源：本研究整理

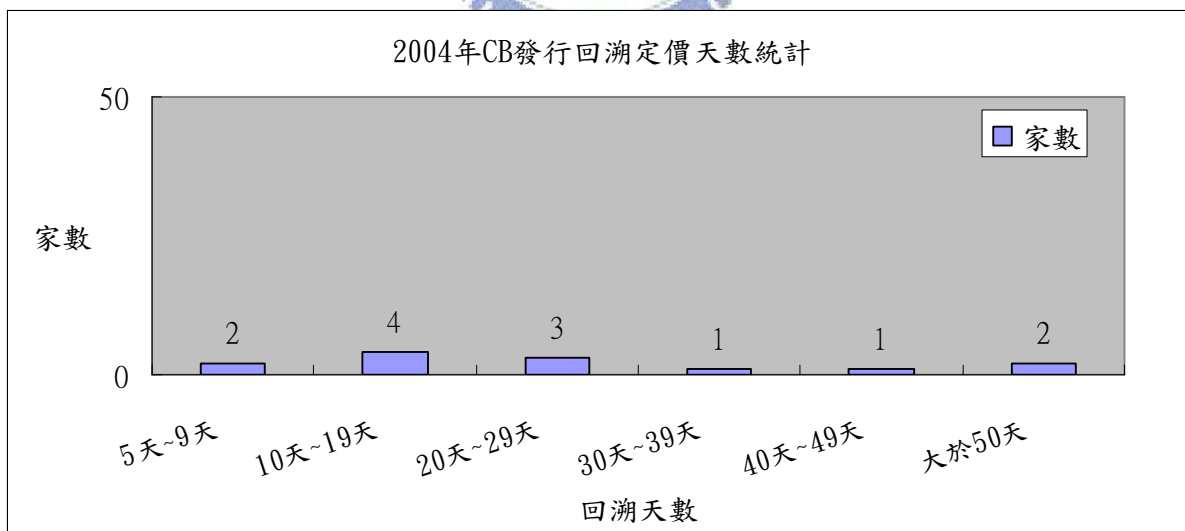


圖 6 2004 年度發行可轉換公司債之回溯天數公司家數統計圖

資料來源：本研究整理

第四章 實證結果

本章根據前章所述之事件研究法，利用本研究所蒐集之樣本加以統計，並彙整分析所獲得之結果是否符合本研究之假設。分析轉換價格基準日前，標的股股價之異常報酬趨勢及結果並加以探討。

4.1 研究假說：可轉換公司債轉換價格基準之訂定時點，在法令修正前後之宣告效果。

因法令之修訂使轉換價格決定期間日期回溯可行性，在 2003 年 12 月 30 日採取受限制，故將研究假說一分為三個子研究假說如下：

研究假說 1.1：2003 年法令限制前 2 個年度，採回溯定價及定價以前 10、15、20 營業日定價期孰低之標的股票，定價期為事件期間之相對最低點，股價有異常報酬顯著異於 0。

本研究假說對所有 2002 年及 2003 年送證券同業公會發行轉換債之公司不論產業性質共 165 個樣本，以轉換定價日期早於送件報備承銷日期者 5 日者視為回溯定價公司，再扣除兩次送件、上市櫃時間過短、公開說明書記載不明及後來不再公開發行之樣本，以事件分析檢驗 127 家日期回溯之發行公司是否有異常報酬。

表 5 2002 年~2003 年間回溯定價樣本群之異常報酬檢定結果
(2002 年~2003 年間，N=127)

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-30	-0.06869	-0.29203	-0.06869
-29	-0.41871	** -1.78561	-0.48739
-28	-0.33489	-1.42285	-0.82228
-27	-0.57427	** -2.4506	-1.39655
-26	-0.30186	-1.28553	-1.6984
-25	-0.63346	** -2.68882	-2.33186
-24	0.01627	0.06943	-2.31559
-23	-0.27892	-1.1836	-2.59451
-22	-0.24322	-1.03899	-2.83774
-21	-0.22499	-0.96011	-3.06272
-20	-0.14332	-0.61006	-3.20604

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-19	0.10905	0.46241	-3.09699
-18	-0.33424	-1.42406	-3.43122
-17	0.14177	0.60446	-3.28945
-16	0.22885	0.97493	-3.0606
-15	-0.17755	-0.75641	-3.23815
-14	-0.11898	-0.50665	-3.35713
-13	-0.11521	-0.49088	-3.47234
-12	-0.06736	-0.28655	-3.5397
-11	-0.21631	-0.91985	-3.75601
-10	-0.04013	-0.17122	-3.79614
-9	0.28786	1.22467	-3.50828
-8	-0.45478	-1.9405	-3.96306
-7	0.2128	0.90368	-3.75026
-6	-0.18134	-0.77004	-3.9316
-5	-0.11476	-0.48528	-4.04636
-4	0.01183	0.05027	-4.03453
-3	0.07477	0.31874	-3.95976
-2	0.2663	1.13224	-3.69347
-1	0.25905	1.09841	-3.43442
0	0.30969	1.31893	-3.12473
1	0.43301	1.84848	-2.69172
2	-0.12121	-0.51665	-2.81293
3	0.11405	0.48543	-2.69888
4	0.18402	0.78401	-2.51485
5	0.29986	1.27417	-2.215
6	-0.34565	-1.47429	-2.56064
7	0.1699	0.72455	-2.39074
8	-0.28842	-1.23119	-2.67916
9	-0.0469	-0.20024	-2.72606
10	0.37573	1.60373	-2.35033
11	0.2294	0.97837	-2.12092
12	0.30877	1.31796	-1.81215
13	0.12267	0.52189	-1.68949
14	-0.17229	-0.73426	-1.86178
15	0.11411	0.48548	-1.74767
16	0.25177	1.07033	-1.4959
17	-0.22131	-0.94646	-1.71721
18	0.41599	1.77479	-1.30122
19	0.16561	0.70663	-1.1356

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
20	0.17225	0.73593	-0.96336
21	0.1491	0.63222	-0.81425
22	-0.29274	-1.24605	-1.10699
23	0.21841	0.93204	-0.88859
24	0.02039	0.08693	-0.86819
25	0.30385	1.29168	-0.56435
26	0.1083	0.46315	-0.45604
27	-0.09675	-0.41285	-0.5528
28	0.41177	**1.75804	-0.14102
29	0.0424	0.18077	-0.09862
30	0.02714	0.11607	-0.07148

註：**5%顯著水準

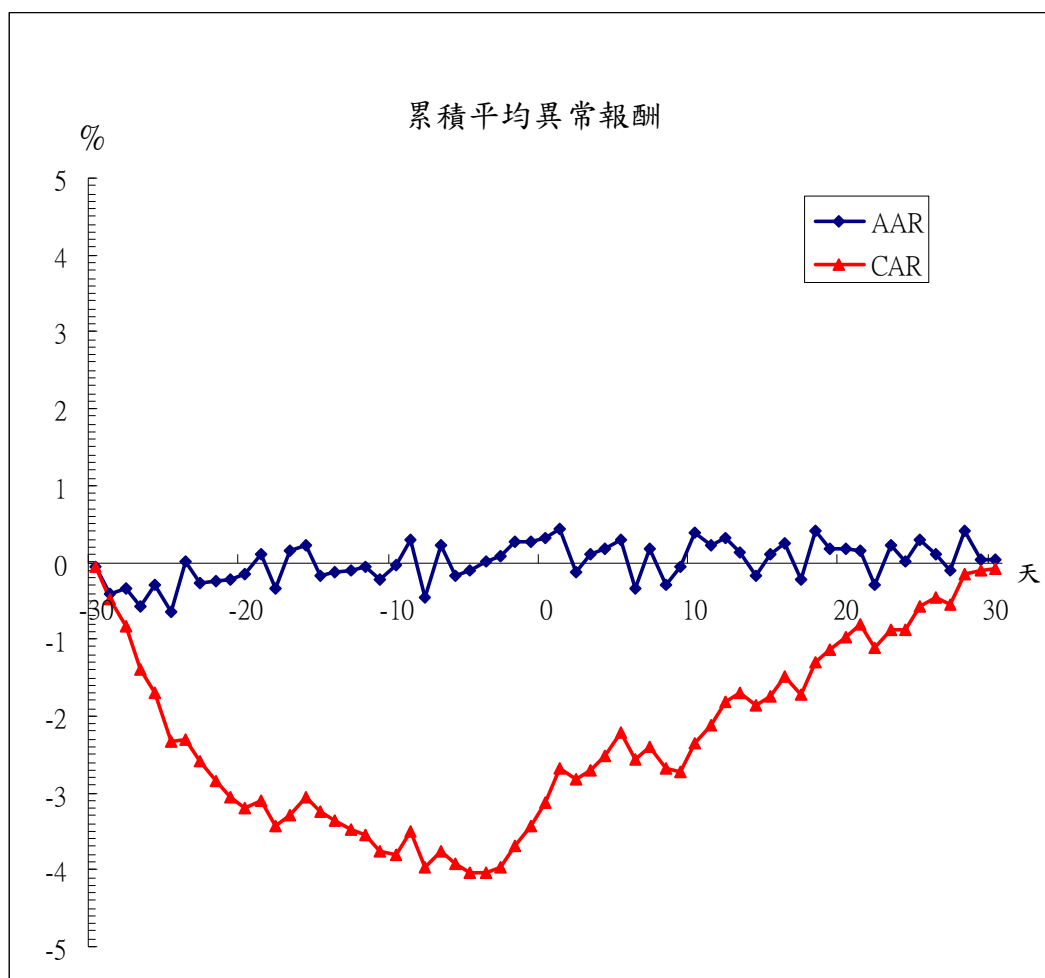


圖 7 2002~2003 年回溯定價樣本群之累積平均異常報酬走勢圖

從表 5 與圖 7 顯示，以轉換價格定價基準日作為事件日，在事件日前

多為顯著負異常報酬，但是在事件日後異常報酬多為正的。累計異常報酬在事件日前 30 日($t=-30$)一開前即呈現下降之趨勢且就整體事件期而言，累計異常報酬事件日落在前 10 日(t_{-10})~5 日(t_{-5})期間達到最低點，這與法令規定轉換價格須以轉換價格基準日前 10、15、20 個營業日之普通股收盤價之簡單算數平均數孰低者為基準有相當關係，因基準日為送件時回溯決定故定價時已考量前一段期間之普通股收盤價格，若計算事件期前 5 日(t_{-5})之低點至後 30 日(t_{30})止呈現上升之趨勢，整體升幅約達到 4%。表示當公司在發行可轉債之轉換基準日採日期回溯時有可能尋求低點定價。此與 Lie (2005) 等國外文獻 CEO 對酬庸自己之員工選擇權回溯低點定價實證結果一致；在決定回溯定價日通常是事件期間累計異常報酬之相對低點。

研究假說 1.2：2004 年法令限制後，仍採回溯定價及定價以前 10、15、20 營業日定價期孰低之標的股票，股價有異常報酬顯著異於 0，且定價期為事件期間之相對最低點。

本研究假說對所有 2004 年度法令變更後共有 143 家送證券同業公會發行轉換公債公司，扣除兩次送件、上市櫃時間過短、公開說明書記載不明及後來不再公開發行之樣本，以轉換定價日期早於送件報備承銷日期者 5 日者視為回溯定價公司，日期回溯家數下降為 13 家，回溯家數佔當年度總發行家數比率為 10%，從 5 天到最長為 92 天，以事件分析檢驗法令變更後日期回溯之 13 家發行公司是否有異常報酬。

表 6 2004 年度回溯定價樣本群之異常報酬檢定結果

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-30	0.25782	0.4411	0.2578
-29	-0.99227	-1.69243	-0.7344
-28	-0.30285	-0.51971	-1.0373
-27	-1.49909	** -2.55172	-2.5364
-26	0.13143	0.22435	-2.405
-25	0.21931	0.3727	-2.1856
-24	0.21238	0.36144	-1.9733
-23	-0.18688	-0.3154	-2.1601
-22	-0.12935	-0.2211	-2.2895
-21	0.93785	1.54518	-1.3516
-20	0.28169	0.47723	-1.0699
-19	0.02476	0.04263	-1.0452

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-18	0.86716	1.47923	-0.178
-17	0.39187	0.67065	0.2138
-16	0.56263	0.94466	0.7765
-15	0.01101	0.01887	0.7875
-14	-1.81365	** -3.09511	-1.0262
-13	0.27164	0.46433	-0.7545
-12	0.45642	0.77224	-0.2981
-11	0.56551	0.96043	0.2674
-10	1.52404	** 2.58511	1.7914
-9	0.57418	0.98547	2.3656
-8	2.31446	** 3.98181	4.6801
-7	0.75228	1.28368	5.4324
-6	-0.08664	-0.14852	5.3457
-5	0.81998	1.40235	6.1657
-4	-0.97061	-1.65562	5.1951
-3	0.66061	1.12924	5.8557
-2	-0.12385	-0.2115	5.7319
-1	0.01891	0.03192	5.7508
0	0.19225	0.32991	5.943
1	0.66904	1.09337	6.6121
2	0.20833	0.35167	6.8204
3	1.25924	** 2.15947	8.0796
4	-0.42561	-0.72732	7.654
5	1.16846	** 1.99825	8.8225
6	1.49382	** 2.4889	10.3163
7	0.77586	1.3209	11.0922
8	-1.40036	** -2.34187	9.6918
9	-0.37157	-0.63456	9.3202
10	-0.04474	-0.07643	9.2755
11	0.06573	0.10915	9.3412
12	-1.10367	** -1.88089	8.2376
13	-0.04364	-0.07352	8.1939
14	-0.49185	-0.82987	7.7021
15	-0.4193	-0.71873	7.2828
16	0.81821	1.39059	8.101
17	-0.68136	-1.16372	7.4196
18	0.10591	0.17932	7.5255
19	0.54321	0.90413	8.0687
20	-0.05112	-0.08715	8.0176

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
21	0.50099	0.83912	8.5186
22	0.56296	0.96559	9.0816
23	0.13582	0.22902	9.2174
24	0.29477	0.50209	9.5122
25	0.66238	1.10574	10.1745
26	-1.01223	** -1.71889	9.1623
27	-0.85536	-1.45487	8.307
28	0.37145	0.63478	8.6784
29	0.20158	0.34009	8.88
30	-0.46284	-0.7573	8.4171

註：**5%顯著水準

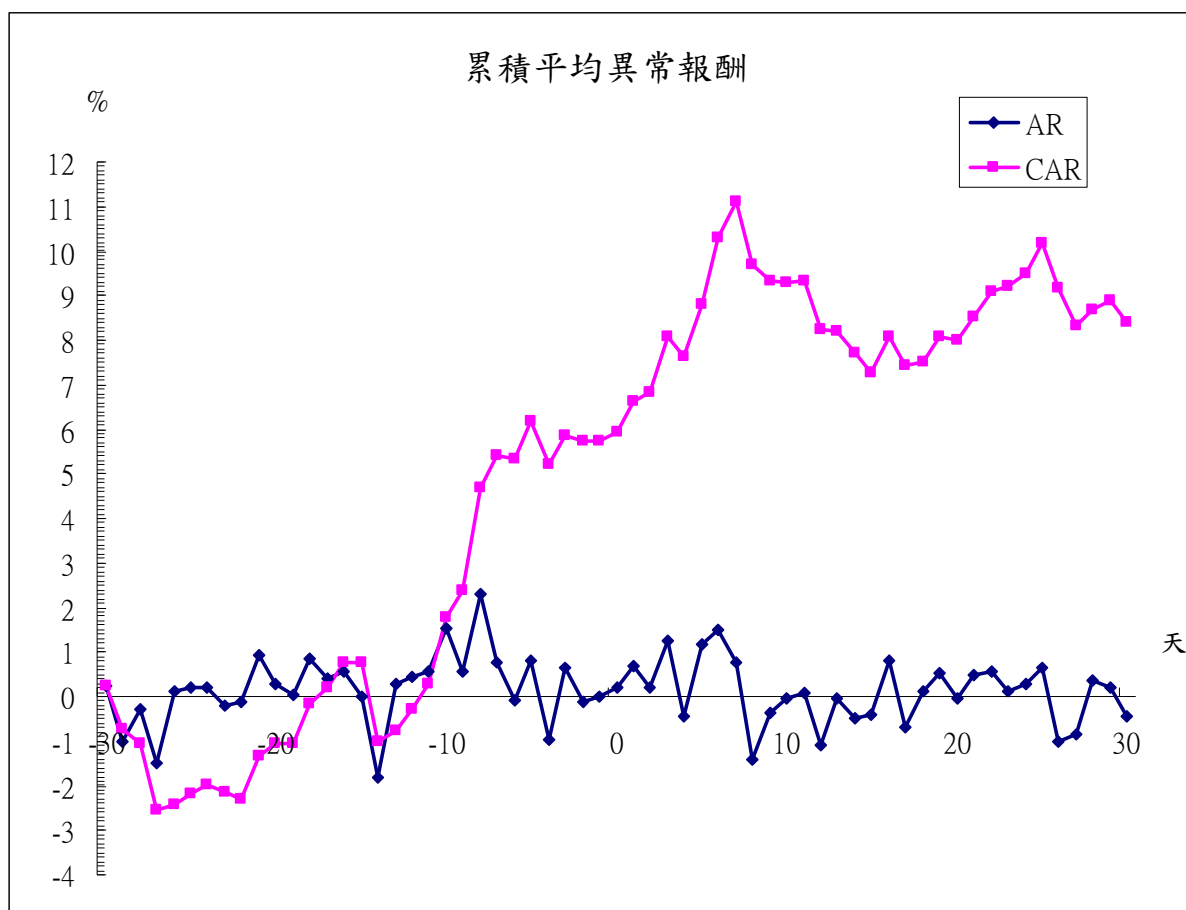


圖 8 2004 回溯定價樣本群之累積平均異常報酬走勢圖

從表 6 與圖 8 顯示，法令變更不允許日期回溯方式定價後，採回溯定價發行公司明顯減少，觀察平均異常報酬及累計異常報酬之趨勢線，累計異常報酬在事件日前 30 日(t_{-30})一開前即呈現下降，在定價其前後達到相對低點的現象，過了定價期後累計異常報酬呈現增加，若計算事件日前一

段期間之普通股收盤價格低點及爾後呈現上升累計異常報酬幅度約達到 13%；研究結果顯示與研究假說 1.1 雷同，表示當公司在發行可轉債之轉換基準日採日期回溯時有可能尋求低點定價。

研究假說 1.3：2004 年後法令限制，以 2004 年及 2005 年未採回溯定價標的股之可轉債定價前 1、3、5 營業日，股價累計異常報酬顯著異於 0 且為負值，並非事件期間之相對最低點。

由於法令變動，使發行公司無回溯定價機會，本研究假說針對所有 2004 年及 2005 年共 204 家送證券同業公會發行轉換債之公司，扣除轉換定價日期早於送件報備承銷日期者 5 日者之回溯定價公司，在扣除兩次送件、上市櫃時間過短、公開說明書記載不明及後來不再公開發行之樣本，有效樣本為 170 家，再以事件分析檢驗這些發行公司是否有異常報酬。

表 7 2004 年~2005 年無回溯定價樣本群之異常報酬檢定結果
(2004 年~2005 年，N=170)

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-30	0.17564	0.92255	0.17564
-29	-0.30158	-1.59462	-0.12594
-28	0.22886	1.2095	0.10293
-27	-0.43255	** -2.27954	-0.32962
-26	-0.37589	** -1.97321	-0.70551
-25	-0.18993	-0.98934	-0.89544
-24	-0.24445	-1.29113	-1.1399
-23	-0.02045	-0.10693	-1.16035
-22	-0.23119	-1.21774	-1.39153
-21	-0.09445	-0.49937	-1.48598
-20	-0.13589	-0.7085	-1.62187
-19	-0.24641	-1.30052	-1.86829
-18	-0.02137	-0.11091	-1.88965
-17	-0.05727	-0.30193	-1.94692
-16	0.21158	1.11172	-1.73535
-15	-0.46478	** -2.44843	-2.20013
-14	-0.50563	-2.6766	-2.70576
-13	-0.06376	-0.33406	-2.76952
-12	-0.01053	-0.05565	-2.78004
-11	0.20464	1.08216	-2.5754

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
-10	-0.04604	-0.24327	-2.62144
-9	-0.18507	-0.97861	-2.80652
-8	-0.13229	-0.69079	-2.93881
-7	-0.03094	-0.16221	-2.96975
-6	-0.58903	** -3.11241	-3.55878
-5	-0.27876	-1.45755	-3.83754
-4	0.13235	0.69458	-3.7052
-3	0.10277	0.53834	-3.60242
-2	-0.29984	-1.54913	-3.90226
-1	-0.06	-0.315	-3.96226
0	0.74198	** 3.89999	-3.22028
1	0.11768	0.6224	-3.1026
2	-0.10577	-0.55629	-3.20837
3	0.3401	** 1.76475	-2.86826
4	-0.06719	-0.35397	-2.93545
5	-0.05792	-0.30411	-2.99337
6	-0.04604	-0.24181	-3.03941
7	-0.34565	-1.78511	-3.38506
8	-0.29152	-1.5253	-3.67658
9	-0.3444	** -1.80318	-4.02099
10	-0.17873	-0.93696	-4.19972
11	-0.13494	-0.71159	-4.33466
12	-0.07238	-0.37638	-4.40704
13	-0.18581	-0.97818	-4.59285
14	-0.26129	-1.37204	-4.85413
15	-0.4168	** -2.19011	-5.27093
16	0.00378	0.0199	-5.26715
17	0.30732	1.60206	-4.95984
18	-0.3865	** -2.04434	-5.34634
19	-0.326	** -1.71682	-5.67235
20	-0.15286	-0.80339	-5.82521
21	-0.19161	-1.00804	-6.01682
22	-0.70888	** -3.71919	-6.7257
23	0.10534	0.55694	-6.62036
24	-0.31838	-1.66376	-6.93875
25	-0.19242	-1.0165	-7.13117
26	0.02058	0.10861	-7.11058
27	-0.19747	-1.02305	-7.30806
28	-0.49421	** -2.61063	-7.80227

事件期	平均異常報酬	t 值	累積平均異常報酬
29	-0.06024	-0.31897	-7.86251
30	-0.28799	-1.48695	-8.1505

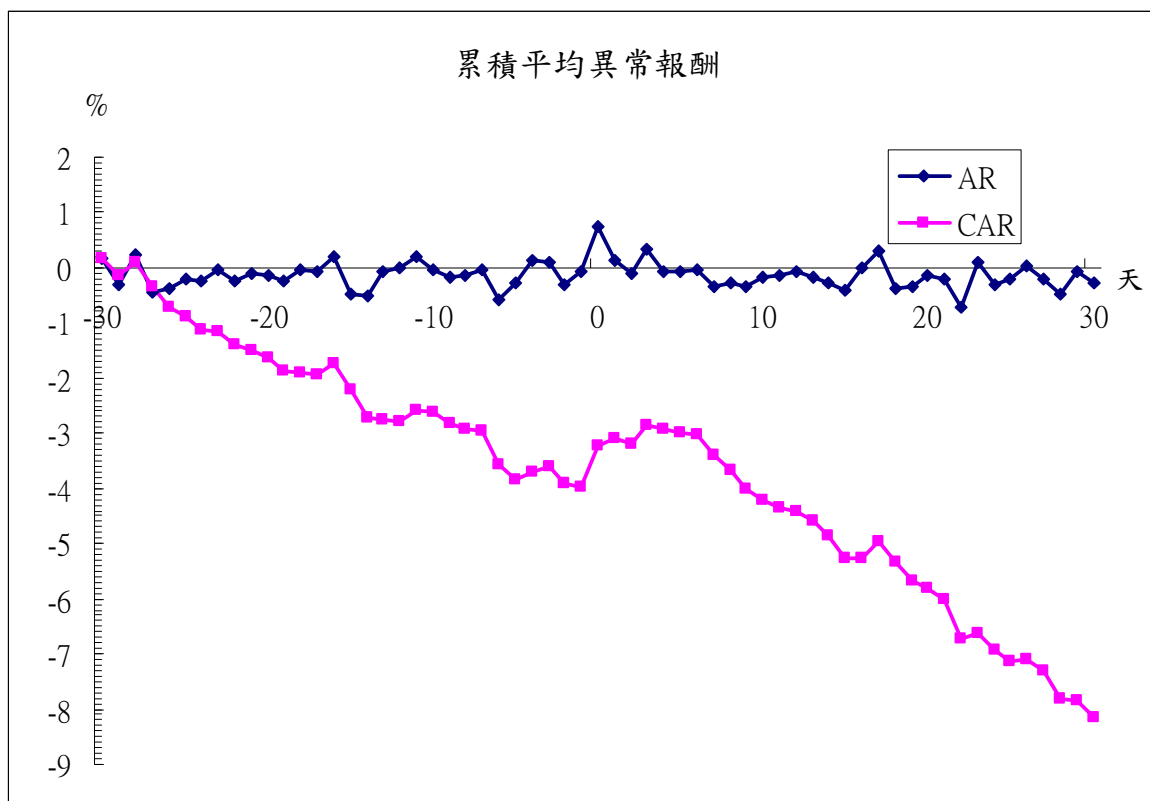


圖 9 2004~2005 年 2 年度無回溯定價樣本群之累積平均異常報酬走勢圖

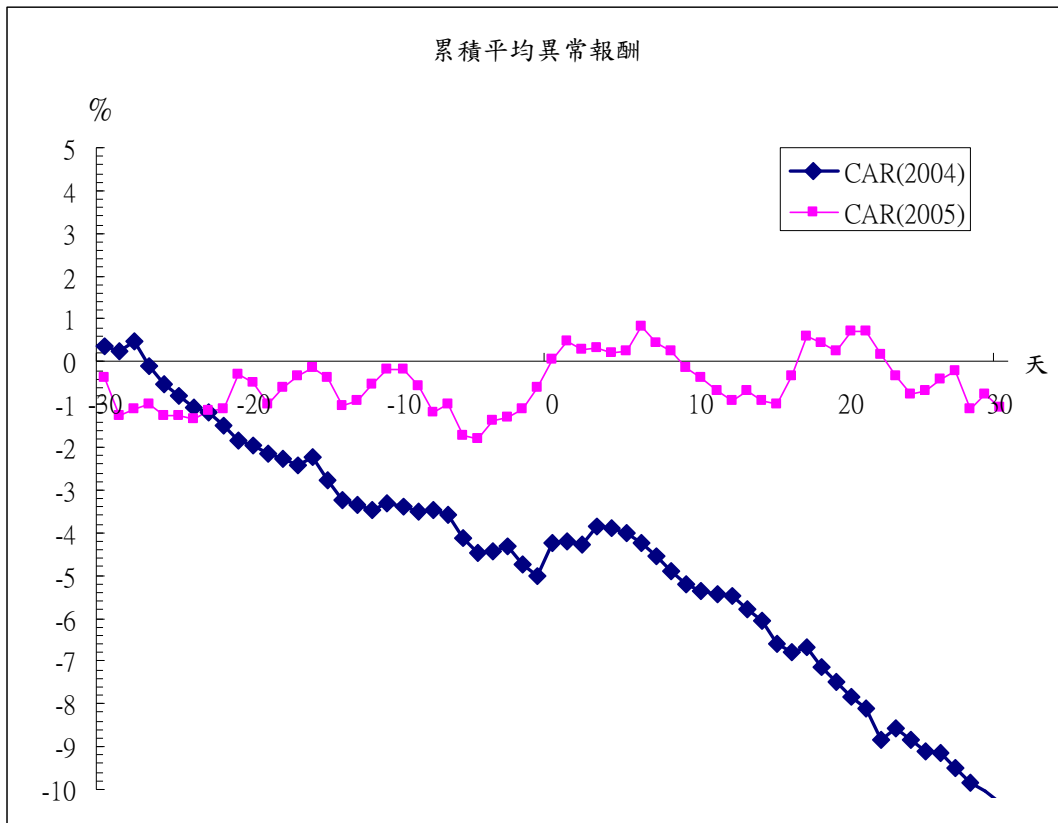


圖 10 2004~2005 年各年度無回溯定價樣本群之累積平均異常報酬走勢圖

從表 7 與圖 9、圖 10 顯示，以轉換價格定價基準日作為事件日，觀察累積平均異常報酬前 5 日(t_{-5})期間達到最低點，這與 2004 年後法令規定轉換價格以轉換價格基準日前 1、3、5 個營業日之普通股收盤價之簡單算數平均數孰低者作為基準有關，在定價(t_0)後累積異常報酬呈現下降趨勢，這隱含當發行公司無日期回溯，即轉換定價日期與送件報備承銷日期同時或較晚，無存在公司經營人回頭選擇定價時點的效果，雖然定價時點發行公司仍擁有對目前股價及未來營運的優勢判斷之資訊絕對優勢，可在低點定價，定價後事件期間異常報酬無絕對的掌控性。

4.2 研究假說：可轉換公司債轉換價格基準之訂定時點，回溯定價之資訊內涵。

研究假說二：可轉換公司債轉換價格基準之訂定時點，回溯定價之資訊內涵為：發行公司會選擇較高價格使公司籌資成本較低或選擇定價較低使認購可轉債投資人可立即賺得紙上利得。

因公司內部人可完全參與可轉債發行之決策加上轉換價決定可採回溯定價時，將日期回溯之樣本重新模擬以送證券公會報備承銷日為新基準日

取得新定價價格在與原定價比較差異，來推測回溯定價之資訊內涵，其內涵可能選擇較低轉換價反應的是投資人獲取較大利差的利益或是選擇較高轉換價考量公司較低籌資成本。為計算日期回溯之運用對可轉債轉換價格訂定高低差異的影響，本研究以 2002 年~2003 年回溯定價之樣本，模擬若採用不採日期回溯方式，將送證券同業公會之日期作為定價之基準，取前 10、15、20 個營業日定價期孰低之標的股票股價計算無回溯之轉換基準定價，再與原實際發行基準價比較差異，模擬結果表 8 顯示：

1. 回溯對投資人有利：其中 2002 當年度有 38 家公司回溯定價，模擬不採用日期回溯重新計算轉換價有 29 家轉換價格上升，而 2003 年有 68 家價格上升，結果明顯多於轉換價格下降之家數，且加計個別發行公司價格差異 2002 年無日期回溯後轉換價格上升平均達+7.3%，2003 年為+7.2%；再以各公司發行金額計算，對投資人認購潛在利益 2002 年為 1,275 百萬，2003 年為 3,158 百萬，共計 4,433 百萬。
2. 回溯對發行公司籌資成本有利：2002 當年度有 38 家公司回溯定價中，模擬不採用日期回溯重新計算轉換價有 9 家下降，而 2003 年有 21 家下降，加計個別發行公司價格差異 2002 年無日期回溯後轉換價格下降平均達-2.6%，2003 年為-3.8%；再以各公司發行金額計算，對發行公司減少發行成本 2002 年為 202 百萬，2003 年為 397 百萬，共計 599 百萬。

此模擬結果顯示 2002~2003 年間有回溯定價之發行公司，選擇有利公司的定價較少數而大多數是將可轉債轉換定價和較低股價的更早日期相連結，使認購可轉債投資人立即賺得紙上利得，而從另一方面說明，因轉換價格下降發行公司需發行更多股本以籌得相同資金。

表 8 回溯定價還原無回溯比較表

年度	2002	2003	合計
回溯定價總家數	38 家	89 家	127 家
重轉換價格上升(原日期回溯對投資人有利)	29 家	68 家	97 家
轉換價格上升比率(%)	+7.3%	+7.2%	+7.2%
以發行金額各別計算總差異(百萬)	+1,275	+3,158	+4,433
重轉換價格下降(原日期回溯對公司有利)	9 家	21 家	30 家
轉換價格下降比率(%)	-2.6%	-3.8%	-3.5%
以發行金額各別計算總差異(百萬)	-202	-397	-599

第五章 結論與建議

本研究運用事件研究法來探討可轉換公司債回溯定價的股價行為，本章將彙總以下結論，並提出相關建議、研究貢獻與研究限制。

5.1 結論

回溯定價之研究國內外實證研究多集中於公司管理階層對員工選擇權擇時定價時故意將授予日期回溯至股價最低點定價，使被授予者潛在報酬增加；另外就可轉換公司債發行目前國內外文獻來看，大多傾向於可轉債發行之動機、發行宣告、承銷方式與套利行為對公司股價之影響進行探討，並無針對可轉債因人為操作採日期回溯對股東權益影響之研究。本研究即針對發行公司發行可轉換公司債之採回溯決定發行價格實證研究，在資訊不對稱之情況下，對股東權益之影響。

本研究利用事件研究法之市場模式進行實證分析，探究公司管理階層在決定發行可轉債時，以往實證都認為發行公司發行前刻意壓低股價或因資訊不對稱下，公司管理階層知道公司有好消息，在消息發布前發行可轉債。本研究以可轉債轉換價格基準日為事件日，觀察基準日前 30 日事件期之累計異常報酬及其趨勢，分析採日期回溯方式發行對公司股東權益之影響。本研究之實證結果如下：

1. 有回溯定價：2002~2004 年有回溯訂價之在定價前可轉債公司股價累計異常報酬多為負值且呈下滑的趨勢而定價後上升，轉換價格決定基準日前 10、15、20 個營業日為整段事件期間之相對最低點。
2. 無回溯定價：2004 年~2005 年間無回溯訂價之在定價前可轉債公司累計異常報酬亦多為負值且呈下滑的趨勢，定價在低點(轉換價格決定基準日前 5 個營業日)但該定價時點並非為事件期間之相對最低點，定價時點反映發行公司仍擁有對目前股價及營運的優勢判斷之資訊絕對優勢，但定價後事件期間未來股價變化無絕對的掌控性。
3. 以 2002 年~2003 年回溯定價之全數樣本，模擬若不採用日期回溯方式，將送證券同業公會之日期作為定價之基準，與原實際發行基準價比較差異比較，模擬結果採用不回溯定價後 2002 年~2003 年有 97 家價格上升，價

格下降為 30 家，遠少於上升公司，而平均上升比率為 7.2%，潛在利益分別為 4,433 百萬；模擬結果回溯定價之發行公司，採以較高轉換定價發行而使籌資成本較低樣本較少，而多數是將可轉債轉換定價和較低股價的更早日期相連結，使認購可轉債投資人立即賺得紙上利得，而從另一方面而言因轉換價格下降發行公司需發行更多股本以籌得相同資金。

本研究之結果顯示大多數公司管理階層採用回溯定價主要之目的在尋求可轉債初級發行時較低價轉換價，且因公司董監及經理人之可轉債認購權，在 2003 前法令上尚無認購資格限制，在加上這些內部人無須事前事後公告買賣交易資訊，可能在公司發行可轉債進行轉換時，運用決策之定價優勢再配合內部人以詢價圈購方式參與可轉債認購，過程中使董監及內部人士有機會套利或進而增加公司籌資成本，結果損害其他小股東投資人之權益。

5.2 建議

對本研究之後續發展進行研究者之建議有下列三部分：

1. 可經由不同之管道獲取更加完整年度之可轉債資訊(最主要為證券同業公會承銷資訊)，將可增進本研究之完整性，結果亦較不會產生太大誤差。
2. 未來後續研究時，可將公司市值大小、發行規模、發行目的對累計異常報酬之影響進行分析，比較其中之差異。
3. 可針對不同資本市場籌資發行工具包括現金增資、GDR、海外可轉債探討發行價格是否也有日期回溯之行為及其對股價影響。

5.3 研究貢獻

本研究以可轉換公司債之轉換價格基準日為事件日，實證結果與 Erik Lie (2005) 等國外員工選擇權採回溯定價文獻結果相同，即可轉債發行時公司管理階層會因自利原因，在員工選擇權選擇授予日時，以取巧方式回溯前一段股價最低點作為定價日，增加長期投資報酬率或短期套利空間。

另其他針對企業以可轉債進行募資時之實證探討結果，與第四章文獻

其他有關國內的可轉債研究分析異常報酬之結論定價前股價下跌，定價後股價上升並無不同，但這些文獻探討其中原因是從不同產業、訊息面、資金用途、流動性及承銷制度等面向，與本文從因法令的不完備的觀點，造成發行公司內部人有人為回溯擇時定價的機會，進而在可轉債發行時即創造低點定價，雖然這種定價行為無法明確掌握發行後長期報酬，但短期卻有套利空間。

5.4 研究限制

1. 本研究針對發行可轉換公司債之發行公司在送公會報備承銷日期與其轉換價格定價基準日之時間差作為發行公司回溯的基準，擷取其中轉換價格基準日為事件日。2001年以前之公會送件報備承銷日期已無法獲得完整之資訊，故於2001年以前法令變更前日期回溯之樣本不可得，可能導致研究結果產生偏誤。
2. 董監及內部人認購可轉債之資訊屬未公開資訊，若能取得內部人認購資訊，對內部人是否因回溯定價從中獲利可更明確。
3. 本研究以市場模式來計算異常報酬，因此若估計期與事件期為不同的股市結構時，可能會有誤差。
4. 由於2004年回溯定價之法令修正後採回溯定價之發行公司減少，使樣本數量不大，再針對所欲研究的主題，實證的樣本顯不充裕。

參考文獻

中文文獻

- 江章文，(2001)，「可轉換公司債之長期績效評估」，國立東華大學企業管理學系碩士論文。
- 沈中華、李建然，(2000)，事件研究法：財務與會計實證研究必備，一版，台北，華泰文化事業股份有限公司。
- 杜俊霆，(2001)，「台灣股票市場效率性研究—過度反應與反應不足觀點」，國立雲林科技大學財務金融研究所碩士論文。
- 林欣和，(2004)，「可轉換公司債發行動機之連續融資假說實證」，國立交通大學財務金融研究所碩士論文。
- 姚智，(2003)，「臺灣企業發行可轉換公司債與股價異常報酬之研究」，輔仁大學管理學研究所碩士論文。
- 曹育欣，(2002)，「證券選擇與可轉換公司債發行宣告效果之研究」，國立中山大學企業管理學系研究所碩士論文。
- 張煥奇，(2004)，「國內可轉換公司債發行動機及對股價影響之研究」，國立政治大學經營管理碩士學程碩士論文。
- 陳信智，(1998)，「台灣企業發行可轉換公司債動機之研究—實質選擇權的應用」，長庚大學管理學研究所碩士論文。
- 陳念超，(2004)，「以詢價圈購方式發行可轉換公司債對股東權益之影響」，銘傳大學會計學系所碩士論文。
- 陳俐君，(2002)，「財務彈性對可轉換公司債發行公司長期營運績效影響之分析」，國立政治大學財務管理學系碩士論文。
- 陳紫雲，(2006年8月)，「日益擴大之美國股票選擇權醜聞」，會計研究月刊，第249期，34-45頁。
- 陳涵酉，(1999)，「探索台灣可轉換公司債發行條款之設計」，國立交通大學經營管理研究所碩士論文。
- 陳世偉，(2007)，「採詢價圈購發行可轉換公司債的套利情形及營運績效」，國立台北大學會計研究所碩士論文。

鍾惠民，(2006)，吳壽山、周賓鳳、范懷文，財金計量-修訂版，雙葉書廊有限公司。

魏序珊，(2006)，「發行可轉換公司債及贖回強度之決定因素」，國立臺灣大學財務金融學研究所碩士論文。

英文文獻

- Aboddy, D., R. Kasznik. 2000. CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *J. Accounting Econom.* 29 73–100.
- Beaver, W. H. (1998), *Financial Reporting : An Accounting Revolution*, 3rd Edition, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall.
- Chauvin, K. W., C. Shenoy. 2001. Stock price decreases prior to executive stock option grants. *J. Corporate Finance* 7 53–76.
- Fama, E. F., K. R. French. 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *J. Financial Econom.* 33 3–56.
- Heron, Randall A..2006.What fraction of stock option grants to top executives have been backdated or manipulated? , Indiana University.
- Huddart, S., M. Lang. 2003. Information distribution within firms: Evidence from stock option exercises. *J. Accounting Econom.* 34 3–31.
- Jensen, M., and W. Meckling.1976. Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305–360
- Lavelle, Louis. 2004. The stock-option myth. *Business Week* (May 6).
- Lee, I., and T. Lorchran.1998. Performance following convertible bond issuance. *Journal of Corporate Finance* 4 : 185-207.
- Lie, Erik . May 2005. On the Timing of CEO Stock Option Awards, *Management Science* Vol. 51, No. 5, pp. 802–812.
- Mayers, D. 1998. Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options. *Journal of Financial Economics* 47 : 83–102.
- Myers, S., and N. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13 : 187-222.

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

Yermack, D. 1997. Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. *J. Finance* 52 449–476.

Zhang, G. 2002. Market valuation and employee stock options. Working paper, Duke University, Durham, NC



附錄

可轉換公司債發行資料

發行年度	股票代號	案件名稱	定價日期	收文日期	回溯天數	發行日期	發行額度(億)
2002	5386	青雲國際科技	2002/6/19	2002/8/29	71	2002/9/16	2
2002	1532	勤美	2002/6/27	2002/9/4	69	2002/9/30	3.5
2002	6121	新普科技	2002/4/2	2002/5/27	55	2002/6/14	5
2002	2547	日勝生活科技	2002/10/3	2002/11/19	47	2002/12/18	2.58
2002	5310	天剛資訊	2002/7/5	2002/8/16	42	2002/9/11	2.5
2002	5388	中磊電子	2002/3/7	2002/4/17	41	2002/5/7	2
2002	6186	晶磊半導體	2002/10/23	2002/12/2	40	2002/12/27	1.2
2002	2314	台揚科技	2002/5/20	2002/6/24	35	2002/7/10	12
2002	6125	廣運機械工程	2002/10/25	2002/11/29	35	2002/12/24	10
2002	6165	捷泰精密工業	2002/8/9	2002/9/12	34	2002/10/2	4
2002	2456	奇力新電子	2002/3/7	2002/4/9	33	2002/4/24	7
2002	5478	智冠科技	2002/3/28	2002/4/30	33	2002/5/16	3
2002	5473	矽成積體電路	2002/3/11	2002/4/12	32	2002/5/2	6
2002	2337	旺宏電子	2002/10/29	2002/11/26	28	2002/12/12	32
2002	3028	增你強	2002/3/15	2002/4/12	28	2002/5/6	4
2002	2418	雅新實業	2002/8/16	2002/9/12	27	2002/10/2	15
2002	2887	台新金融控股	2002/8/1	2002/8/27	26	2002/9/13	30
2002	4105	台灣東洋藥品	2002/4/26	2002/5/21	25	2002/6/7	4
2002	4103	百略醫學科技	2002/5/14	2002/6/7	24	2002/6/27	4.2
2002	5326	漢磊科技	2002/10/15	2002/11/8	24	2003/1/2	7
2002	5442	世峰	2002/10/16	2002/11/8	23	2002/12/5	2
2002	2486	一詮精密工業	2002/10/16	2002/11/5	20	2002/11/27	3
2002	4414	如興製衣	2002/11/22	2002/12/11	19	2002/12/30	2
2002	5203	訊連科技	2002/10/17	2002/10/31	14	2002/11/20	10
2002	2440	太空梭高傳真	2002/9/18	2002/10/1	13	2002/10/17	7.5
2002	2442	美齊科技	2002/4/12	2002/4/24	12	2002/5/15	7.5
2002	6105	瑞傳科技	2002/5/17	2002/5/29	12	2002/6/18	3
2002	2458	義隆電子	2002/10/30	2002/11/11	12	2002/11/27	10
2002	2450	神腦國際企業	2002/9/26	2002/10/7	11	2002/10/24	6
2002	3011	今皓實業	2002/9/17	2002/9/27	10	2002/10/22	3.59
2002	9938	台灣百和工業	2002/12/9	2002/12/19	10	2003/1/26	4.5
2002	6120	輔祥實業	2002/7/16	2002/7/26	10	2002/8/20	4
2002	6141	柏承科技	2002/9/21	2002/9/30	9	2002/10/17	2
2002	3041	揚智科技	2002/10/16	2002/10/24	8	2002/11/13	9
2002	9944	新麗企業	2002/11/11	2002/11/18	7	2002/12/4	3
2002	5345	天揚精密陶瓷	2002/8/24	2002/8/30	6	2002/9/18	8.5
2002	3047	訊舟科技	2002/5/17	2002/5/22	5	2002/6/20	2
2002	6170	統振	2002/10/17	2002/10/22	5	2002/11/20	2
2002	8924	大田精密工業	2002/5/17	2002/5/21	4	2002/6/14	4
2002	2499	東貝光電科技	2002/7/5	2002/7/9	4	2002/7/30	7.5
2002	4532	瑞智精密	2002/7/22	2002/7/26	4	2002/9/2	10
2002	2466	冠西電子企業	2002/8/6	2002/8/9	3	2002/8/28	2
2002	6166	凌華科技	2002/6/3	2002/6/6	3	2002/6/27	3.2
2002	6129	普誠科技	2002/5/27	2002/5/30	3	2002/6/25	3
2002	2355	敬鵬工業	2002/6/24	2002/6/27	3	2002/7/24	19.1

發行年度	股票代號	案件名稱	定價日期	收文日期	回溯天數	發行日期	發行額度(億)
2002	2488	漢平電子	2002/4/15	2002/4/18	3	2002/5/17	3
2002	6115	鎰勝工業	2002/10/25	2002/10/28	3	2002/11/18	3.8
2002	2340	光磊科技	2002/7/31	2002/8/2	2	2002/8/22	13
2002	6196	帆宣系統科技	2002/12/25	2002/12/27	2	2003/1/15	5
2002	6161	捷波資訊	2002/9/2	2002/9/4	2	2002/9/25	3.8
2002	6114	翔昇電子	2002/7/15	2002/7/17	2	2002/8/14	2
2002	6112	聚碩科技	2002/4/2	2002/4/4	2	2002/4/25	3.22
2002	2104	中國合成橡膠	2002/6/6	2002/6/7	1	2002/6/27	7
2002	2444	友旺科技	2002/7/8	2002/7/9	1	2002/7/30	1.2
2002	2479	和立聯合科技	2002/4/8	2002/4/9	1	2002/4/26	5
2002	6127	九豪精密陶瓷	2002/5/30	2002/5/30	0	2002/6/13	1.5
2002	6123	上奇科技	2002/9/13	2002/9/13	0	2002/10/4	2.5
2002	6172	互億科技	2002/8/5	2002/8/5	0	2002/8/21	3
2002	8926	台灣汽電共生	2002/7/9	2002/7/9	0	2002/7/31	9
2002	3026	禾伸堂企業	2002/6/8	2002/6/5	-3	2002/7/1	10
2002	3036	文擘科技	2002/5/23	2002/5/16	-7	2002/6/11	8
2002	2459	敦吉科技	2002/5/7	2002/4/30	-7	2002/6/3	8
2003	2424	隴華電子	2003/6/10	2003/10/20	132	2003/11/5	1.5
2003	6173	信昌陶瓷	2003/2/18	2003/6/2	104	2003/6/24	3.6
2003	9924	台灣福興	2002/10/17	2003/1/6	81	2003/1/24	5
2003	2603	長榮海運	2003/10/3	2003/12/22	80	2004/1/12	40
2003	2369	菱生精密工業	2003/8/21	2003/10/31	71	2003/11/20	6
2003	6119	大傳	2003/4/2	2003/6/11	70	2003/7/2	4
2003	4533	協易機械工業	2003/9/17	2003/11/24	68	2003/12/15	1.8
2003	2446	全懋科技	2003/3/7	2003/5/9	63	2003/5/27	16.2
2003	6149	軍成科技	2003/7/31	2003/9/26	57	2003/10/24	1.5
2003	6233	旺玖科技	2003/6/27	2003/8/21	55		3.5
2003	6136	富爾特科技	2003/6/20	2003/8/11	52	2003/8/27	5
2003	2023	燁輝企業	2003/6/25	2003/8/12	48	2003/9/1	30
2003	1474	弘裕企業	2003/4/25	2003/6/11	47	2003/7/2	3
2003	4910	陽慶電子	2003/9/12	2003/10/27	45	2003/11/13	8.8
2003	3042	台灣晶技	2003/10/31	2003/12/15	45	2003/12/31	4
2003	4109	加捷科技	2003/5/26	2003/7/7	42	2003/7/30	2
2003	2908	特力	2003/8/14	2003/9/24	41	2003/10/9	5
2003	6205	詮欣	2003/10/24	2003/12/4	41	2003/11/24	2
2003	6158	禾昌興業	2003/6/11	2003/7/21	40	2003/8/18	3
2003	6153	嘉聯益科技	2003/6/13	2003/7/23	40		5
2003	3038	全台晶像	2003/4/25	2003/6/3	39	2003/6/23	3
2003	2482	連宇	2003/8/17	2003/9/25	39	2003/10/17	2
2003	1541	鋁泰工業	2003/10/31	2003/12/9	39	2003/12/25	5
2003	2854	寶來證券	2003/7/14	2003/8/22	39	2003/9/16	20
2003	3051	力特光電科技	2003/4/27	2003/6/3	37	2003/7/7	6
2003	4909	新復興微波	2003/7/7	2003/8/11	35	2003/9/1	1.5
2003	4526	東台精機	2003/7/14	2003/8/18	35	2003/9/4	3.5
2003	5213	捷鴻資訊	2003/11/12	2003/12/17	35	2004/1/6	2
2003	5328	華容	2003/5/5	2003/6/9	35	2003/6/30	4
2003	6152	百一電子	2003/6/3	2003/7/7	34	2003/7/28	2.5
2003	4721	美琪瑪國際	2003/10/22	2003/11/25	34	2003/12/18	2
2003	6111	大宇資	2003/7/4	2003/8/7	34	2003/8/29	1.5

發行年度	股票代號	案件名稱	定價日期	收文日期	回溯天數	發行日期	發行額度(億)
2003	1477	聚陽實業	2003/6/2	2003/7/4	32	2003/7/23	5
2003	4906	正文科技	2003/4/29	2003/5/30	31	2003/6/24	12
2003	2031	新光鋼鐵	2003/5/20	2003/6/20	31	2003/7/9	3.2
2003	6174	安基科技	2003/7/25	2003/8/25	31	2003/9/16	2
2003	6168	宏齊科技	2003/5/19	2003/6/18	30	2003/7/9	3.39
2003	6181	宇詮科技	2003/5/28	2003/6/27	30	2003/7/18	3
2003	2414	精技電腦	2003/11/3	2003/12/3	30	2003/12/26	4
2003	2484	希華晶體科技	2003/6/16	2003/7/15	29	2003/8/9	3
2003	6228	全譜	2003/10/27	2003/11/25	29	2003/12/22	2.41
2003	3039	宏傳電子	2003/2/26	2003/3/26	28	2003/4/15	1.8
2003	6226	光鼎電子	2003/4/8	2003/5/6	28	2003/6/3	2
2003	6244	茂迪	2003/10/16	2003/11/13	28	2003/12/5	5.5
2003	6141	柏承科技	2003/11/28	2003/12/25	27	2004/1/13	2.35
2003	6208	日揚科技	2003/3/13	2003/4/8	26	2003/5/5	2
2003	8942	森鉅科技材料	2003/8/21	2003/9/16	26	2003/10/13	2.5
2003	3050	鈺德科技	2003/6/30	2003/7/22	22	2003/8/11	6
2003	6230	超眾科技	2003/7/9	2003/7/31	22	2003/8/22	2
2003	6225	天瀚科技	2003/5/9	2003/5/30	21	2003/6/20	8
2003	1524	耿鼎企業	2003/10/1	2003/10/22	21	2003/11/11	2
2003	5388	中磊電子	2003/5/16	2003/6/5	20	2003/6/24	2
2003	6164	華興電子工業	2003/12/3	2003/12/23	20	2004/1/16	2
2003	6139	亞翔工程	2003/3/28	2003/4/16	19	2003/5/6	6.5
2003	3029	零壹科技	2003/6/18	2003/7/7	19	2003/7/24	2.5
2003	2888	新光金控	2003/11/7	2003/11/26	19	2003/12/23	50
2003	3013	晟銘	2003/4/21	2003/5/8	17	2003/5/30	3
2003	3056	駿億電子	2003/5/2	2003/5/19	17	2003/6/9	1.6
2003	6207	雷科	2003/5/30	2003/6/16	17	2003/7/10	2
2003	6216	居易科技	2003/4/7	2003/4/23	16	2003/5/14	1.6
2003	6199	精威科技	2003/4/10	2003/4/25	15	2003/5/21	3
2003	2426	鼎元光電科技	2003/10/15	2003/10/30	15	2003/11/21	3
2003	2885	元大京華證券	2003/5/22	2003/6/6	15	2003/6/24	50
2003	5306	訊康科技	2002/12/24	2003/1/7	14	2003/2/7	10
2003	3028	增你強	2003/6/2	2003/6/16	14	2003/7/7	5
2003	1532	勤美	2003/7/28	2003/8/11	14	2003/9/30	6
2003	6146	耕興	2003/10/28	2003/11/11	14	2003/12/2	3
2003	3054	萬國電腦	2003/5/16	2003/5/29	13	2003/6/23	3.6
2003	6234	高僑自動化	2003/6/18	2003/7/1	13		2
2003	2441	超豐電子	2003/7/11	2003/7/24	13	2003/8/12	10
2003	3099	頂倫企業	2003/8/27	2003/9/8	12	2003/9/25	3
2003	5498	凱崑電子	2003/7/25	2003/8/5	11	2003/8/26	2
2003	6196	帆宣系統科技	2003/10/3	2003/10/14	11	2003/10/29	5.8
2003	2618	長榮航空	2003/5/9	2003/5/19	10	2003/6/6	50
2003	6187	萬潤科技	2003/4/15	2003/4/23	8	2003/5/15	2
2003	2109	華豐橡膠	2003/5/15	2003/5/23	8	2003/6/16	7
2003	2609	陽明海運	2003/7/14	2003/7/22	8	2003/8/7	30
2003	4306	炎洲	2003/8/12	2003/8/20	8	2003/9/10	3.5
2003	5211	蒙恬科技	2003/8/21	2003/8/28	7	2003/9/22	1.2
2003	8935	邦泰複合材料	2003/12/2	2003/12/9	7	2003/12/30	1
2003	6220	岳豐科技	2003/12/3	2003/12/10	7	2004/1/5	2.4

發行年度	股票代號	案件名稱	定價日期	收文日期	回溯天數	發行日期	發行額度(億)
2003	6132	銳普電子	2003/5/13	2003/5/19	6	2003/6/5	4
2003	5015	華祺工業	2003/7/9	2003/7/15	6	2003/8/11	1.2
2003	5608	四維航業	2003/12/25	2003/12/31	6	2004/1/28	2.3
2003	3024	憶聲電子	2003/5/7	2003/5/12	5	2003/5/29	8
2003	2470	品佳	2003/5/21	2003/5/26	5	2003/6/17	5
2003	3025	星通資訊	2003/8/22	2003/8/27	5	2003/9/18	2
2003	3036	文擘科技	2003/10/2	2003/10/7	5	2003/10/28	8
2003	3005	神基科技	2003/1/22	2003/1/27	5	2003/2/19	10
2003	6131	悠克電子	2003/4/3	2003/4/7	4	2003/4/24	3
2003	6213	聯茂電子	2003/6/23	2003/6/27	4	2003/7/16	2
2003	8925	偉盟工業	2003/9/29	2003/10/3	4	2003/10/23	4.5
2003	6195	旭展電子	2003/5/26	2003/5/29	3	2003/6/23	2
2003	6197	佳必琪	2003/10/31	2003/11/3	3	2003/11/25	5.2
2003	3019	亞洲光學	2003/4/2	2003/4/4	2	2003/4/28	12
2003	6206	飛捷科技	2003/9/16	2003/9/18	2	2003/10/14	2
2003	6135	佳營電子	2003/10/1	2003/10/3	2	2003/10/30	3
2003	6118	建達國際	2003/12/10	2003/12/12	2	2003/12/29	3.2
2003	5475	德宏工業	2003/7/30	2003/7/31	1	2003/8/29	2
2003	2313	華通電腦	2003/9/8	2003/9/9	1	2003/10/1	20
2003	6193	洪氏英科技	2003/10/13	2003/10/14	1	2003/10/31	5
2003	1720	生達化學製藥	2003/11/26	2003/11/26	0	2003/12/17	4
2003	6125	廣運機械工程	2003/12/22	2003/12/22	0	2004/1/12	4.2
2004	5434	崇越科技	2003/12/11	2004/3/12	92	2004/4/19	7.2
2004	4510	高鋒工業	2003/12/15	2004/2/3	50	2004/2/12	3
2004	6108	競國實業	2003/12/31	2004/2/11	42	2004/3/5	2
2004	5426	振發實業	2004/2/5	2004/3/8	32	2004/3/30	3
2004	6185	樟翔精密	2003/12/10	2004/1/2	23	2004/1/29	2
2004	6159	詮鼎科技	2004/1/6	2004/1/28	22	2004/2/23	4.3
2004	2610	中華航空	2004/1/9	2004/1/30	21	2004/2/24	100
2004	6161	捷波資訊	2004/1/27	2004/2/11	15	2004/3/5	4
2004	5207	飛雅高科技	2004/1/28	2004/2/11	14	2004/3/5	1.1
2004	2368	金像電子	2004/3/19	2004/3/31	12	2004/4/20	6
2004	6189	豐藝電子	2004/2/16	2004/2/26	10	2004/3/17	5
2004	2020	美亞鋼管廠	2004/3/3	2004/3/11	8	2004/4/5	7
2004	2333	碧悠電子	2004/4/20	2004/4/27	7	2004/5/19	9.2
2004	6223	旺矽科技	2004/4/1	2004/4/2	1	2004/4/14	2.5
2004	8039	台虹科技	2004/5/17	2004/5/18	1	2004/6/1	5
2004	6172	互德科技	2004/3/10	2004/3/10	0	2004/3/26	4
2004	6207	雷科	2004/4/6	2004/4/6	0	2004/4/20	3.6
2004	3012	廣輝電子	2004/4/7	2004/4/7	0	2004/4/22	105
2004	6016	康和證券	2004/4/22	2004/4/22	0	2004/5/6	10
2004	6120	輔祥	2004/6/18	2004/6/18	0	2004/7/1	5
2004	6199	精威科技	2004/5/10	2004/5/10	0	2004/5/24	5
2004	6274	台耀科技	2004/4/15	2004/4/14	-1	2004/4/29	5
2004	6187	萬潤科技	2004/4/15	2004/4/14	-1	2004/5/3	3
2004	5522	大都市建設	2004/4/22	2004/4/21	-1	2004/5/7	10
2004	6242	聯豪科技	2004/7/2	2004/7/1	-1	2004/7/16	2
2004	5493	三聯科技	2004/5/27	2004/5/26	-1	2004/6/9	2
2004	5475	德宏工業	2004/6/18	2004/6/17	-1	2004/7/6	5

發行年度	股票代號	案件名稱	定價日期	收文日期	回溯天數	發行日期	發行額度(億)
2004	2030	彰源企業	2004/6/3	2004/6/2	-1	2004/6/18	10
2004	2383	台光電子材料	2004/11/10	2004/11/9	-1	2004/11/25	3
2004	6248	台北沛波電子	2004/6/15	2004/6/14	-1	2004/6/29	1.5
2004	5014	建錫實業	2004/9/24	2004/9/23	-1	2004/10/8	5
2004	4107	邦拓生物科技	2004/3/24	2004/3/22	-2	2004/4/7	2
2004	8079	誠遠科技	2004/3/24	2004/3/22	-2	2004/4/8	0.5
2004	9955	佳龍科技工程	2004/5/6	2004/5/4	-2	2004/5/21	2
2004	1536	和大工業	2004/4/29	2004/4/27	-2	2004/5/13	3
2004	6182	合晶科技	2004/5/5	2004/5/3	-2	2004/5/19	2
2004	6222	上揚科技	2004/5/12	2004/5/10	-2	2004/5/28	3
2004	1437	勤益	2004/5/28	2004/5/26	-2	2004/6/10	6
2004	5481	華韡電子工業	2004/5/12	2004/5/10	-2	2004/5/25	4
2004	4105	台灣東洋製品	2004/5/27	2004/5/25	-2	2004/6/9	6
2004	2428	興勤電子工業	2004/5/27	2004/5/25	-2	2004/6/9	2
2004	8938	明安國際企業	2004/6/10	2004/6/8	-2	2004/6/28	4
2004	6605	帝寶工業	2004/6/18	2004/6/16	-2	2004/7/2	10.3
2004	4909	新復興微波通訊	2004/6/18	2004/6/16	-2	2004/7/6	2.5
2004	1522	堤維西交通	2004/6/10	2004/6/8	-2	2004/6/25	10
2004	8043	蜜望實企業	2004/7/15	2004/7/13	-2	2004/7/28	2.5
2004	6245	立端科技	2004/12/10	2004/12/8	-2	2004/12/27	2
2004	8069	元太科技工業	2004/10/8	2004/10/6	-2	2004/10/22	40
2004	3089	展成科技	2004/10/6	2004/10/4	-2	2004/10/20	2
2004	8067	志旭國際	2004/10/20	2004/10/18	-2	2004/11/2	1.5
2004	2006	東和鋼鐵	2004/10/8	2004/10/6	-2	2004/10/22	20
2004	8076	伍豐科技	2004/3/11	2004/3/8	-3	2004/3/26	2.5
2004	3026	禾申堂	2004/3/29	2004/3/26	-3	2004/4/14	10
2004	2034	允強實業	2004/4/1	2004/3/29	-3	2004/4/14	3
2004	2484	希華晶體科技	2004/4/15	2004/4/12	-3	2004/4/29	4
2004	6145	勁永國際	2004/4/16	2004/4/13	-3	2004/4/28	4
2004	1902	台灣紙業	2004/5/21	2004/5/18	-3	2004/6/7	2
2004	4207	環泰企業	2004/6/17	2004/6/14	-3	2004/7/5	2.5
2004	6163	華電聯網	2004/6/24	2004/6/21	-3	2004/7/14	1.5
2004	6198	凌泰科技	2004/6/11	2004/6/8	-3	2004/6/25	1
2004	2548	華固建設	2004/6/4	2004/6/1	-3	2004/6/18	6
2004	6213	聯茂電子	2004/7/16	2004/7/13	-3	2004/7/30	5
2004	5355	佳總興業	2004/6/14	2004/6/11	-3	2004/6/29	2.5
2004	8111	立基電子	2004/7/1	2004/6/28	-3	2004/7/14	3
2004	2460	建通精密	2004/7/23	2004/7/20	-3	2004/8/5	2
2004	5904	寶雅國際	2004/7/23	2004/7/20	-3	2004/8/6	1.5
2004	2614	遠森網路科技	2004/11/26	2004/11/23	-3	2004/12/14	15
2004	8074	鉅橡企業	2004/3/1	2004/2/26	-4	2004/3/15	1.5
2004	5905	南仁湖育樂	2004/4/2	2004/3/29	-4	2004/4/16	6
2004	3061	璨圓光電	2004/3/23	2004/3/19	-4	2004/4/14	6
2004	4527	堃霖冷凍機械	2004/3/29	2004/3/25	-4	2004/4/7	2.4
2004	4534	三林粉末冶金	2004/5/21	2004/5/17	-4	2004/6/2	1
2004	6215	和椿科技	2004/5/4	2004/4/30	-4	2004/5/18	1.5
2004	6119	大傳	2004/4/20	2004/4/16	-4	2004/5/4	8
2004	8092	建暉精密科技	2004/4/26	2004/4/22	-4	2004/5/10	1.5
2004	6136	富爾特科技	2004/5/4	2004/4/30	-4	2004/5/18	8

發行年度	股票代號	案件名稱	定價日期	收文日期	回溯天數	發行日期	發行額度(億)
2004	1617	榮星電線工業	2004/6/8	2004/6/4	-4	2004/6/23	4
2004	1529	樂士電機	2004/5/10	2004/5/6	-4	2004/5/24	3
2004	2486	一詮精密	2004/6/8	2004/6/4	-4	2004/6/23	2.5
2004	8082	捷超通訊科技	2004/6/15	2004/6/11	-4	2004/6/29	2
2004	4131	晶宇生物科技	2004/8/27	2004/8/23	-4	2004/9/10	2.8
2004	8042	台灣金山電子	2004/8/6	2004/8/2	-4	2004/8/20	2.5
2004	8071	豐聲科技	2004/8/31	2004/8/27	-4	2004/9/14	2
2004	2107	厚生	2004/12/10	2004/12/6	-4	2004/12/24	22
2004	6289	華上光電	2004/4/19	2004/4/14	-5	2004/4/30	10
2004	6150	撼訊科技	2004/3/1	2004/2/25	-5	2004/3/15	2.8
2004	4722	國精化學	2004/4/12	2004/4/7	-5	2004/4/26	2
2004	6174	安基科技	2004/4/21	2004/4/16	-5	2004/5/5	4
2004	4123	晟德大藥廠	2004/4/28	2004/4/23	-5	2004/5/12	1.5
2004	3090	日電質	2004/5/4	2004/4/29	-5	2004/5/18	2
2004	5204	得捷	2004/6/9	2004/6/4	-5	2004/6/24	2.2
2004	3039	宏傳電子	2004/5/3	2004/4/28	-5	2004/5/17	2.3
2004	2463	研揚科技	2004/4/26	2004/4/21	-5	2004/5/10	2
2004	8049	晶采光電科技	2004/5/11	2004/5/6	-5	2004/5/25	3.6
2004	8016	矽創電子	2004/4/27	2004/4/22	-5	2004/5/10	5
2004	6133	金橋科技	2004/5/17	2004/5/12	-5	2004/5/31	3.5
2004	6243	迅杰科技	2004/5/17	2004/5/12	-5	2004/5/31	2
2004	8942	森鉅科技材料	2004/5/19	2004/5/14	-5	2004/6/2	3.3
2004	6221	晉泰科技	2004/6/23	2004/6/18	-5	2004/7/7	1.5
2004	2417	圓剛科技	2004/5/24	2004/5/19	-5	2004/6/7	4
2004	1467	南緯實業	2004/7/6	2004/7/1	-5	2004/7/20	3
2004	2614	遠森網路科技	2004/5/26	2004/5/21	-5	2004/6/8	25
2004	8050	廣積科技	2004/6/1	2004/5/27	-5	2004/6/15	2
2004	3003	健和興端子	2004/5/24	2004/5/19	-5	2004/6/7	4.2
2004	1477	聚陽實業	2004/5/24	2004/5/19	-5	2004/6/7	5
2004	6156	科橋電子	2004/5/24	2004/5/19	-5	2004/6/7	8
2004	2499	東貝光電科技	2004/5/26	2004/5/21	-5	2004/6/9	8
2004	6175	立敦科技	2004/6/7	2004/6/2	-5	2004/6/21	3
2004	5315	光聯科技	2004/8/16	2004/8/11	-5	2004/8/30	8
2004	8928	鉅明	2004/6/7	2004/6/2	-5	2004/6/21	2
2004	9942	茂順密封元件	2004/6/9	2004/6/4	-5	2004/6/24	3
2004	2464	盟立自動化	2004/6/9	2004/6/4	-5	2004/6/24	5
2004	6287	元隆電子	2004/6/16	2004/6/11	-5	2004/7/1	4
2004	2204	中華汽車	2004/6/29	2004/6/24	-5	2004/7/14	50
2004	6259	百徽	2004/7/6	2004/7/1	-5	2004/7/20	2.8
2004	8084	巨虹電子	2004/7/21	2004/7/16	-5	2004/8/4	1.5
2004	1616	億泰電線電纜	2004/8/31	2004/8/26	-5	2004/9/14	4
2004	2618	長榮航空	2004/7/26	2004/7/21	-5	2004/8/9	45
2004	8087	華鎂光碟科技	2004/11/17	2004/11/12	-5	2004/12/1	1.5
2004	2616	山隆通運	2004/8/10	2004/8/5	-5	2004/8/24	3
2004	4414	如興製衣	2004/8/31	2004/8/26	-5	2004/9/14	2
2004	5403	中菲電腦	2004/9/22	2004/9/17	-5	2004/10/7	1.2
2004	2426	鼎元光電科技	2004/11/24	2004/11/19	-5	2004/12/8	3
2004	6227	茂綸	2004/11/10	2004/11/5	-5	2004/11/23	1.79
2004	6105	瑞傳科技	2004/11/8	2004/11/3	-5	2004/11/22	3

發行年度	股票代號	案件名稱	定價日期	收文日期	回溯天數	發行日期	發行額度(億)
2004	6283	淳安電子	2004/3/24	2004/3/18	-6	2004/4/7	2.8
2004	6138	茂達電子	2004/3/17	2004/3/11	-6	2004/4/20	3.6
2004	2313	華通電腦	2004/7/19	2004/7/13	-6	2004/8/2	15
2004	8103	瀚荃	2004/5/27	2004/5/21	-6	2004/6/10	2.5
2004	2543	皇昌營造	2004/5/18	2004/5/12	-6	2004/6/1	5
2004	5009	榮剛材料科技	2004/10/6	2004/9/30	-6	2004/10/19	10
2004	6167	久正光電	2004/6/23	2004/6/17	-6	2004/7/7	7
2004	8936	國統國際	2004/7/6	2004/6/30	-6	2004/7/20	1.5
2004	5466	泰林科技	2004/7/21	2004/7/15	-6	2004/8/4	10
2004	4126	太平洋醫材	2004/8/16	2004/8/10	-6	2004/8/30	1.8
2004	2603	長榮海運	2004/8/24	2004/8/18	-6	2004/9/7	45
2004	2201	裕隆汽車	2004/12/23	2004/12/17	-6	2005/1/6	55
2004	6147	頤邦科技	2004/3/11	2004/3/4	-7	2004/3/24	9
2004	2705	六福開發	2004/10/4	2004/9/27	-7	2004/10/18	5
2004	2838	聯邦商銀	2004/8/30	2004/8/23	-7	2004/9/13	50
2004	8070	長華電材	2004/3/19	2004/3/11	-8	2004/4/2	6
2004	6603	富強鑫精密	2004/6/10	2004/5/31	-10	2004/6/28	3.3
2004	2031	新光鋼鐵	2004/4/19	2004/4/8	-11	2004/4/27	10
2005	3214	元碁科技	2005/12/27	2005/12/28	1	2006/1/10	10
2005	2371	大同	2005/3/1	2005/3/1	0	2005/3/15	30
2005	3144	新揚科技	2005/6/15	2005/6/14	-1	2005/6/29	3
2005	2456	奇力新電子	2005/9/6	2005/9/5	-1	2005/9/20	4
2005	1524	耿鼎企業	2005/1/20	2005/1/18	-2	2005/2/2	4
2005	8077	冠華科技	2005/8/10	2005/8/8	-2	2005/8/24	2.5
2005	2610	中華航空	2005/7/22	2005/7/20	-2	2005/8/8	100
2005	5534	長虹建設	2005/9/8	2005/9/6	-2	2005/9/23	2
2005	3380	明泰科技	2005/12/22	2005/12/20	-2	2006/1/5	12
2005	5346	力晶半導體	2005/6/13	2005/6/10	-3	2005/6/28	40
2005	1787	福盈科技化學	2005/9/30	2005/9/27	-3	2005/10/17	1.5
2005	3264	欣銓科技	2005/10/6	2005/10/3	-3	2005/10/21	8
2005	3211	順達科技	2005/10/28	2005/10/25	-3	2005/11/11	4
2005	8249	菱光科技	2005/12/9	2005/12/6	-3	2005/12/23	2
2005	8264	佳邦科技	2005/12/22	2005/12/19	-3	2006/1/5	1.5
2005	5381	合正科技	2005/3/29	2005/3/25	-4	2005/4/12	3.7
2005	6234	高橋自動化	2005/3/14	2005/3/10	-4	2005/3/28	4
2005	4114	健喬信元醫藥	2005/9/30	2005/9/26	-4	2005/10/17	1.5
2005	8925	偉盟工業	2005/10/3	2005/9/29	-4	2005/10/19	6
2005	6182	合晶科技	2005/12/12	2005/12/8	-4	2005/12/26	3
2005	3059	華晶科技	2006/1/3	2005/12/30	-4	2006/1/17	15
2005	1609	大亞電線電纜	2005/1/25	2005/1/20	-5	2005/2/14	10.6
2005	5820	日盛金控	2005/3/14	2005/3/9	-5	2005/3/28	60
2005	3142	遠茂光電	2005/4/13	2005/4/8	-5	2005/4/27	10
2005	6270	倍微科技	2005/5/16	2005/5/11	-5	2005/5/30	2
2005	6122	擎邦國際科技	2005/5/24	2005/5/19	-5	2005/6/7	1
2005	3271	其樂達科技	2005/6/13	2005/6/8	-5	2005/6/27	1.5
2005	1532	勤美	2005/5/30	2005/5/25	-5	2005/6/13	6
2005	3038	全台晶像	2005/7/20	2005/7/15	-5	2005/8/3	10
2005	2315	神達電腦	2005/7/27	2005/7/22	-5	2005/8/12	30
2005	8034	榮群電訊	2005/10/17	2005/10/12	-5	2005/10/31	2

發行年度	股票代號	案件名稱	定價日期	收文日期	回溯天數	發行日期	發行額度(億)
2005	2542	興富發建設	2005/9/21	2005/9/16	-5	2005/10/5	5
2005	8112	至上電子	2005/10/24	2005/10/19	-5	2005/11/7	6
2005	6290	良維科技	2005/11/9	2005/11/4	-5	2005/11/23	2.4
2005	3260	威剛科技	2006/1/2	2005/12/28	-5	2006/1/16	10
2005	3012	廣輝電子	2005/7/4	2005/6/29	-5	2005/7/18	60
2005	2201	裕隆汽車	2004/12/23	2004/12/17	-6	2005/1/6	55
2005	3005	神基科技	2005/7/27	2005/7/21	-6	2005/8/12	10
2005	6213	聯茂電子	2005/6/28	2005/6/21	-7	2005/7/14	2
2005	8277	商丞科技	2005/5/24	2005/5/12	-12	2005/5/31	2

資料來源：本研究整理

