

可轉換公司債發行宣告效果之再驗證－內部人交易觀點

The Reexamination of Announcement Effects on Issuing Convertible Bonds

－An Insider Trading Prospective

周建新¹ 張簡榮奮² 王朝仕³

(Received : Apr. 11, 2005 ; First Revision : Jul. 14, 2005 ; Accepted : Aug. 4, 2005)

摘要

本研究旨在探討可轉換公司債發行公司的宣告效果及發行後營運績效預測，除了考慮其成長機會與所屬產業別的影響外，並進而檢測發行宣告前內部人持股變動對公司營運績效是否具有預測效果。實證結果發現，發行可轉債具有的負向的宣告效果，但未達統計上的顯著性。而高成長機會公司的宣告效果較低成長者佳，非電子產業者具顯著負向的宣告效果。董監事於發行宣告前買入發行公司股票愈多，宣告後股價之績效愈差。最後，董監事買入持股較賣出持股，對公司營運績效有較佳的預測效果。

關鍵字：內部人交易、可轉換公司債、宣告效果、營運績效

Abstract

This paper examines the announcement effects of issuing convertible bonds and the operation performance after the issuance. In addition to the growth opportunity of individual firms and the industry's attributes, we take the insiders trading behavior prior to the offering date into consideration. We find that firms perform poorly following the issuance of convertible bonds, but it is not statistically significant. Firms with high growth opportunity have better announcement effects than those with low growth opportunity. With regard to the industry attributes, the non-electronic industry has negative announcement effects. Interestingly, a company whose insiders buy more stocks prior to the offering date performs negatively after the commencement of stock sales. Finally, the director's buying-in behavior is a better predicting indicator than the selling-out behavior.

Keywords: Insider Trading, Convertible Bond, Announcement Effects, Operation Performance

壹、前言

可轉換公司債(Convertible Bond, CB)，是一種公司債與轉換選擇權之混合體(Hybrid)。在未經轉換前，持有人以債權人身份請求利息的支付，其償債順位高於普通股股東；

¹國立高雄第一科技大學財管系副教授

²康那香股份有限公司財務經理

³國立高雄第一科技大學管研所博士班

而在轉換為普通股之後，則享有股東的所有權利。相較於直接發行公司債或股票，可轉換公司債對發行公司股權的稀釋是漸進的，且每年支付的債息也低於發行普通公司債，故對發行公司財務運用具有更大的彈性。因此，自 1989 年永豐餘發行國內第一檔海外可轉換公司債、1990 年遠東紡織發行國內第一檔可轉換公司債以來，已有愈來愈多的上市（櫃）公司透過發行可轉換公司債籌措資金。近幾年來，由於全球利率走低，而台股亦自萬點行情崩落，上市、櫃公司所辦理的現金增資案有逐漸減少的趨勢；但值得注意的是，利用可轉換公司債市場融資的案件，反而呈現大幅成長，其中 2002 年的規模高達 50 億美元，顯見發行可轉換公司債，已成了國內上市櫃公司主要的募資管道之一。

國外有關探討可轉換公司債發行公司宣告效果，與發行後營運績效的相關文獻甚多，以往學者對於可轉換公司債的研究，大多探討發行可轉換公司債的宣告效果，即宣告日前後的短期股價行為反應；但該效果究竟對股價的影響為正面或負面，則尚無定論。近年來，逐漸有學者將焦點放在發行可轉換公司的長期股價或營運績效之變化，發現在發行可轉換公司債之後的長期績效呈現下跌的趨勢，該現象可能隱含公司經理人採取「擇時策略」(Timing Strategy)，選擇在公司績效相對高的期間，發行可轉換公司債。McLaughlin, Safieddine, and Vasudevan(1998)針對美國發行可轉換公司債公司進行長期績效的研究，實證發現發行可轉換公司債公司在發行前會有較佳的股價績效，而在發行後，其績效與對照組相比，卻有顯著低落的現象。該結論亦引發吾人進一步探討之興趣，即公司宣告發行可轉換公司債之事件，對股東財富之影響究竟為何？是否受公司成長機會及產業別影響？

此外，由於公司內部人對經營狀況較為瞭解⁴，且擁有公司事務之經營權或決策權，故較能事先獲知公司重大機密情報，為具有資訊優勢一方；因此當內部人買賣公司股票時，往往引起其他投資人的注意，而一般投資人亦認為跟隨內部人進行股票的操作，應能獲得較佳的報酬。但就長期而言，是否能根據內部人交易資訊，掌握買賣股票的時機，並進而預期公司未來營運績效，亦是值得探討的問題。目前國內有關內部人交易的文獻，大多在驗證內部人是能否獲得異常報酬，本研究擬以可轉換公司債發行的角度，探討發行宣告前內部人持股比率的變動，對於公司未來股價及其營運績效是否具有預測效果。

以下，本研究將針對相關文獻進行探討，並設計研究假設與研究方法，進行實證結果的分析，最後為結論與建議。

貳、文獻探討

一、可轉換公司債宣告效果之相關研究

在國外的相關文獻中，大多指出發行可轉換公司債的宣告事件對標的股價的影響具有顯著負的異常報酬，如 Myers and Majluf(1984)、Eckbo(1986)、Mikkleson and

⁴ 我國於 1988 年增列證券交易法第 157 條中規定：所謂「內部人」，含公司之董事、監察人、經理人，及持有公司股份超過百分之 10 大股東。

Partch(1986)等。由於公司管理當局(內部)與投資者(外部)存在資訊不對稱的問題，造成市場對公司的價值認定抱持不同的看法，而投資者一般認為公司只有在股價被高估時才會發行可轉換公司債，故發行可轉換公司債被市場解讀為負面事件。但並非所有發行可轉換公司債對公司股價有顯著負效果，如 Larry and Mikkelson(1984)發現當公司宣告發行可轉換公司債時，公司股價會產生不顯著負向的異常報酬；Kim and Stulz(1992)則發現該宣告事件對股價有不顯著異於零之影響。在國內相關文獻方面，林靜容(1991)、吳建達(1995)、徐雍鑫(1996)等發現可轉換公司債宣告具有顯著負的異常報酬；但亦有學者認為無顯著效果存在，例如邱華光(1999)、周建新、于鴻福及蘇郁雅(2003)發現發行國內可轉換公司債與海外可轉換公司債，在宣告日會對公司股票產生不顯著的負異常報酬。

此外，在可轉換公司債的宣告效果是否受到發行公司之成長機會影響方面，Myers(1977)指出當公司市價與帳面比率愈大，表示未來投資機會愈大，則公司會產生投資不足問題，故不傾向發行負債型證券；Lewis, Rogalski, and Seward(2003)將市價與帳面比率作為未來投資機會的代理變數，預期當市價與帳面比率愈大，即未來投資機會愈佳時，公司會發行權益型可轉換公司債的契約；Brennan and Schwartz(1977)認為公司的資產與投資機會風險，將是選擇是否發行轉換公司債的決定性因素，若公司的風險資訊不透明，則發行可轉換公司債將造成股價的產生負向變動。

二、公司內部人交易與公司股價之關係

內部人對公司事務擁有經營權或決策權，故較有機會能事先獲悉公司重大機密情報，如Jaffe(1974)、Joseph(1976)、Givoly and Palmon(1985)及Seyhun(1986)等皆發現內部人會在利多情報揭露之前買入股票、在利空情報之前賣出股票，顯示內部人買賣股票在時機掌握上十分準確。在國內之實證研究方面，陳安琳、黎萬琳、陳振遠(2001)探討公司內部人持股變動對現金增資宣告期間股票報酬率的影響，發現在現金增資宣告前，若公司內部人若減少持股，對該公司增資宣告期間之異常報酬率具有顯著負向的影響；若公司內部人持股增加，對該公司增資宣告期間之異常報酬率並無顯著的影響。夏志恆(2002)針對內部人持股轉讓交易的事件進行研究，實證結果顯示宣告日前的股價報酬多為正值，而宣告日後的報酬則為負值，顯示內部人持股轉讓交易宣告事件對股市的確具有相當的衝擊。

三、可轉換公司債發行與公司營運績效之關係

可轉換公司債發行與公司營運績效關係方面，多顯示發行可轉換公司債後，公司營運績效有衰退的現象。Hansen and Crutchley(1990)發現無論是採權益或是負債方式融資，均有顯著盈餘衰退的現象，發行後三年的營運績效惡化情況以普通股最為嚴重，可轉換公司債公司次之，最後才是公司債；Lee and Loughran(1998)以邊際利潤率與資產報酬率作為營運績效的衡量，發現公司在發行可轉換公司債後營運績效急速衰退，其中資產報酬率在發行後的跌幅，遠高於同產業的配對公司；McLaughlin, Safieddine, and Vasudevan(1998)發現可轉換公司債發行公司在發行後的營運績效衰退，隱含公司經理人擇時發行證券，也就是選擇在公司營運績效相對高的期間發行可轉換公司債；Lewis, Rogalski, and Seward(2001)亦發現可轉換公司債發行後的營運績效大幅衰退。國內陳俐

君(2002)亦發現融資選擇決策所造成公司財務彈性的改變，對於可轉換公司債發行公司發行後營運績效有顯著負向的影響，表示在發行後，財務槓桿愈高，但營運績效表現愈差。

歸結上述文獻可知，對於可轉換公司債宣告效果為何，目前尚無定論，頗值得更深入探討。再者，發行公司的成長機會是否對可轉換公司債的宣告具有某種程度的影響，且代理變數的不同是否具有將產生不同結果，亦值得探究。最後，公司內部人交易與發行公司營運績效之關係，大多以現金增資事件進行分析，而以可轉換公司債事件進行分析者，則較不多見。因此，本研究擬就可轉換公司債發行的角度，探討內部人交易對公司營運績效之影響。

參、研究假說與研究方法

一、研究假說

本研究係以可轉換公司債發行的角度，探討發行宣告前內部人持股比率的變動，對於公司未來股價及其營運績效是否具有預測效果，因此建立以下五項研究假說。

首先，經由前述對可轉換公司債宣告效果相關文獻的回顧，國外研究多數顯示可轉換公司債的宣告具有資訊內涵，市場對宣告公司的股價有負面的評價，即產生顯著負向異常報酬。此外，當資訊不對稱愈嚴重時，發行可轉換公司債的事件更將傳遞對一些未來負面的訊號。據此，本研究再次驗證可轉換公司債之宣告效果，提出假說一如下：

假說一：發行可轉換公司債之宣告，具有負向的資訊效果。

依成長機會價值模型(Growth Opportunity Model)，認為公司的價值係由成長機會所構成，而成長機會則視公司未來投資機會而定—當預期市價與帳面比率愈大時，表示未來投資機會愈佳，則其後續效表現亦愈佳。根據此一論述，本研究欲探討具獲利成長機會之公司（以下簡稱「高成長公司」），對其發行可轉換公司債的宣告效果是否具有正向的影響，提出假說二如下：

假說二：高成長公司，其發行可轉換公司債之宣告效果較低成長公司為佳。

由於一般認為高科技產業與傳統產業之成熟型公司，在成長機會上應有所不同，前者屬於成長型公司，而後者則屬於非成長型公司。故本研究為進一步檢驗成長機會價值對可轉換公司債的宣告效果之影響，並依產業別將樣本區分為電子產業及非電子產業兩組，提出假說三如下：

假說三：成長型產業公司，其發行可轉換公司債之宣告效果，較非成長型產業公司為佳。

一般認為公司內部人較市場投資者具有資訊優勢，故較易獲取異常報酬，且過去文獻多顯示內部人買賣股票在時機掌握上十分準確。因此，當公司內部人於事件宣告前增加該公司的持股，則可表示對公司未來的績效表現樂觀，對公司的股價應有正面的助益。本研究為檢驗可轉換公司債宣告前內部人的持股變化，是否在可轉換公司債宣告前買入持股，對發行公司之股價具正向效果，因此提出假說四如下：

假說四：公司內部人於發行可轉換公司債宣告前買入（賣出）持股，對發行公司之股價

具正向（負向）效果。

此外，根據國內外研究可轉換公司債的營運績效文獻得知，發行可轉換公司債後公司的營運績效多數呈現大幅衰退，但皆未考慮到公司內部人比市場投資者具有資訊優勢的因素。本研究為進一步探討轉換公司債宣告前，內部人的持股變動是否可以預測公司營運績效，亦即公司內部人於發行可轉換公司債宣告前買入持股，則預期發行公司未來營運績效較佳。因此提出假說五如下：

假說五：公司內部人於發行可轉換公司債宣告前買入（賣出）持股，則預期發行公司營運績效較佳（差）。

二、研究變數之定義

本研究旨在探討可轉換公司債發行公司的宣告效果，由於前述國外文獻指出「成長機會價值」，對於可轉換公司債發行公司的宣告具有關鍵性影響，當公司未來投資機會愈佳時，則其後股價表現亦愈佳。本研究為驗證可轉換公司債發行公司的宣告效果，是否受到其成長機會及所屬產業別的影響，首先依「成長機會價值」構面，定義成長機會變數的衡量方式⁵；其次，為進一步檢測發行宣告前內部人持股變動對公司營運績效是否具有預測效果，本研究亦定義「營運績效」構面變數，分別如下所示。

（一）成長機會價值

在理性預期的假設下，投資人將以公司實質成長率預期未來的成長機會，故本研究以淨利成長率為成長機會的代理變數，公式如式(1)所示。

$$\text{稅後淨利成長率} = \frac{\text{本期稅後淨利} - \text{前期稅後淨利}}{\text{前期稅後淨利}} \quad (1)$$

（二）營運績效

1. 每股盈餘 (EPS)：一般以每股盈餘表示公司的獲利能力，公式如式(2)所示。

$$\text{每股盈餘} = \frac{\text{稅後淨利} - \text{特別股股利}}{\text{流通在外普通股加權平均股數}} \quad (2)$$

2. 總資產報酬率(ROA)：總資產報酬率為衡量總資產的獲利能力，亦即為衡量公司運用所有投入的資源後，所產生之經營績效，公式如式(3)所示。

⁵在國內外文獻中，不同學者採用衡量「成長機會價值」與「營運績效」兩構面之選用指標，差異甚大。不過本研究旨在以內部人觀點，分析可轉換公司債發行的宣告效果，並預測發行公司之營運績效，此一研究主題目前相似者僅許明峰(2003)一文，然其以上市公司現金增資為例，因此為方便與其結果作一比較，作者在此參考許明峰(2003)研究之所選用之指標與變數。

$$\text{總資產報酬率(ROA)} = \frac{\text{稅後淨利} + \text{利息費用} \times (1 - \text{稅率})}{\text{平均資產總額}} \quad (3)$$

3. 淨值報酬率(ROE)：淨值報酬率可衡量股東所能獲得的投資報酬率，即可表示公司的經營與理財績效，公式如式(4)所示。

$$\text{淨值報酬率} = \frac{\text{稅後淨利}}{\text{平均股東權益}} \quad (4)$$

三、實證研究方法

(一)樣本定義與分組

由於公司內部人比一般投資大眾，具有資訊優勢，較易掌握買賣股票之時機。為清楚了解內部人的持股變動，是否可以預測可轉換公司債發行公司，未來股價與未來營運績效，本研究以淨買入股數為準則，將內部人交易樣本區分為買入組與賣出組。淨買入股數的計算方式，係以可轉換公司債宣告日為基準日，計算前一個月至前十二個月，第 j 家公司內部人每一個月與上一個月持股股數之差額，再依年度加總計算，即可求得每年內部人淨買入股數，如式(5)所示。

$$NB_j = \sum_{i=1}^{12} (B_{ij} - S_{ij}) \quad (5)$$

其中： NB_j 為第 j 家公司淨買入股數； B_{ij} 為第 j 家公司第 i 個月內部人買入股數； S_{ij} 為第 j 家公司第 i 個月內部人賣出股數。若淨買入股數 $NB_j > 0$ ，則歸為買進組；若 $NB_j < 0$ ，則歸為賣出組。

(二)市場模式檢定

事件研究法之分析方式可分二個階段：第一階段估計出股價之期望報酬率，第二階段再依實際報酬率、期望報酬率算出異常報酬率進行分析。本研究在估計股票之期望報酬方面，係採用市場模式(Market Model)，而事件研究法的詳細流程如下：首先，決定估計期與事件期的長短，以及選定評估期望報酬率的方法；其次，利用估計期資料求算事件期的期望報酬率後，以事件期的實際報酬率減去該期望報酬率，即可得到異常報酬率，並檢定該異常報酬率是否顯著異於零，以進一步分析該事件之影響。

本研究以發行可轉換公司債的董事會宣告日為事件日，並根據一般的作法，以事件日前後各30個交易日 ($t = -30 \sim +30$)，共計61個交易日為觀察期間。此外，為避免漲跌幅限制對股價反應造成的不效率性，以及事件宣告提前外溢之情形，故將事件窗口分為(-30,-20)、(-30,-15)、(-30,0)、(-30,30)、(-5,-1)、(0,20)及(0,30)等7個觀察窗口，並定義窗

口起始日為 b 日、結束日為 e 日，即 (b,e) 。而估計期係指事件日前180個交易日至事件日前31日，共計150個交易日，並以此估計期間資料代入市場模式中，計算出所需的參數。

(三)公司內部人交易與累積異常報酬率(CAR)之迴歸分析

本研究將公司內部人依買入與賣出的交易行為進行區分，並利用迴歸分析以累積異常報酬為依變數，而以發行可轉換公司債宣告事件日前1至6個月內部人交易之買賣為自變數，探討兩者間的關係。藉以瞭解公司發行可轉換公司債宣告前內部人持股變動，對發行公司未來之股價報酬是否具有資訊內涵。建立迴歸模式如式(6)所示。

$$CAR_i(b,e) = \alpha_0 + \beta_i NB_i + \varepsilon_i, \quad i = 1, 2, \dots, 6 \quad (6)$$

其中： $CAR_i(b,e)$ ：為樣本在起始日(b 日)至結束日(e 日)之累積異常報酬率； NB_i ：第 i 公司之淨買入股數。

(四)公司內部人交易與長期績效關係之迴歸分析

本研究以普通最小平方方法(Ordinary Least Squares, OLS)進行迴歸係數之估計，由於OLS估計式根據高斯-馬可夫定理，具有最佳線性不偏估計式(Best Linear Unbiased Estimator, BLUE)之特性⁶，因此本文分別以每股盈餘、總資產報酬率及淨值報酬率為被解釋變數，而以公司發行可轉換公司債宣告事件日前一至六個月內部人交易之淨買入股數(NB_j)為解釋變數，以探討公司內部人交易與營運績效關係，迴歸模式分別如式(7)至式(9)所示。

$$EPS_i(b,e) = \alpha_0 + \beta_i NB_i + \varepsilon_i, \quad i = 1, 2, \dots, 6 \quad (7)$$

$$ROA_i(b,e) = \alpha_0 + \beta_i NB_i + \varepsilon_i, \quad i = 1, 2, \dots, 6 \quad (8)$$

$$ROE_i(b,e) = \alpha_0 + \beta_i NB_i + \varepsilon_i, \quad i = 1, 2, \dots, 6 \quad (9)$$

其中： $EPS_i(b,e)$ 為樣本在起始日(b 日)至結束日(e 日)之每股盈餘；

$ROA_i(b,e)$ 為樣本在起始日(b 日)至結束日(e 日)之總資產報酬率；

$ROE_i(b,e)$ 為樣本在起始日(b 日)至結束日(e 日)之總淨值報酬率。

四、資料來源

為探討國內發行可轉換公司債的宣告效果，本研究係以於台灣證券交易所上市且有發行國內可轉換公司債的公司為樣本，若於研究期間有重複發行者，則以選取首次發行為主。在排除公營事業、金融事業，與列為全額交割股者，本研究之樣本為99家公司，

⁶ 參見鐘惠民、吳壽山、周賓鳳、范懷文 (2002)，p.66。

其中電子業74家、非電子業25家。實證期間為1999年1月至2003年12月，共計60個月。

本研究所使用資料之操作性定義與來源，如下所示：(一)可轉換公司債之宣告日，為事件之董事會決議日期，資料取自台灣經濟新報資料庫、證券發展基金會，以及中時電子報。(二)研究期間內公司股票之交易資料及每日市場加權指數綜合報酬率，取自台灣經濟新報資料庫。(三)我國於1988年增列證券交易法第157條中規定：所謂「內部人」，含公司之董事、監察人、經理人，及持有公司股份超過百分之10大股東。由於專業經理人一般持股比例不高，因此本研究僅以董事與監察人為內部人之代理，進行本議題之探討。而董事與監察人之持股變動資料，取自台灣經濟新報資料庫之董監事持股狀況資料庫。

肆、實證結果分析

一、可轉換公司債之宣告效果

由表1可知，在所有樣本累積異常報酬的表現方面，可轉換公司債宣告之事件期間內，所有樣本之累積異常報酬皆為負向，但僅在宣告前21至19日達到顯著水準1%，其他並未達到統計上的顯著性；該結果雖與徐雍鑫(1996)、吳建達(1995)、林靜容(1991)的研究顯示發行國內可轉換公司債有負的異常報酬率的結論相同，唯本研究未達顯著水準。在平均異常報酬方面，亦多為負向。宣告日後5日、後7日、後12日、後22日皆達統計上之顯著性，其中宣告日後12日的平均負向異常報酬更達到顯著水準5%。

另觀察圖1，可發現在可轉換公司債宣告前後均具有負的累積異常報酬，且呈向下趨勢，故傾向接受可轉換公司債宣告事件為負面訊息。觀察圖2，則發現平均異常報酬在零的上下波動，其中以平均為負的異常報酬較多。再由表2之平均累積異常報酬⁷事件窗口中可知，窗口(-30,-20)為-1.699，達顯著水準10%，顯示公司在可轉換公司債宣告前後報酬績效都變差，傳遞了公司預期未來盈餘不佳之訊息。

綜合以上之結果，本研究與Eckbo(1986)、Mikkleson and Partch(1986)認為數可轉換公司債公司之宣告效多為負面訊息的論述有一致的結果。據此，傾向支持假說一，即發行可轉換公司債之宣告，具有負向的資訊效果。

⁷ 礙於篇幅，故本研究以下僅就累積平均異常報酬(CAR)進行分析，省略平均異常報酬(AR)之分析。

表 1 發行可轉換公司債全體樣本之累積平均異常報酬與平均異常報酬

單位：%

累積平均異常報酬				平均異常報酬			
t 日	CAR	t 日	CAR	t 日	AR	t 日	AR
-30	-0.0629	0	-0.6620	-30	-0.0629	0	-0.0020
-29	-0.1847	1	-0.6392	-29	-0.1218	1	0.0228
-28	-0.2695	2	-0.6929	-28	-0.0848	2	-0.0537
-27	-0.3807	3	-0.6967	-27	-0.1111	3	-0.0038
-26	-0.4269	4	-0.6340	-26	-0.0463	4	0.0627
-25	-0.3171	5	-0.4339	-25	0.1099	5	0.2002*
-24	-0.4122	6	-0.5192	-24	-0.0952	6	-0.0853
-23	-0.4732	7	-0.7193	-23	-0.0610	7	-0.2001*
-22	-0.5406	8	-0.6155	-22	-0.0674	8	0.1038
-21	-0.6596*	9	-0.5183	-21	-0.1190	9	0.0972
-20	-0.6865*	10	-0.5575	-20	-0.0270	10	-0.0392
-19	-0.7563*	11	-0.6086	-19	-0.0698	11	-0.0511
-18	-0.6432	12	-0.7761	-18	0.1131	12	-0.1675**
-17	-0.7049	13	-0.8514	-17	-0.0617	13	-0.0753
-16	-0.7412	14	-0.7896	-16	-0.0363	14	0.0617
-15	-0.7957	15	-0.7948	-15	-0.0545	15	-0.0051
-14	-0.7620	16	-0.8679	-14	0.0338	16	-0.0731
-13	-0.6368	17	-0.9360	-13	0.1251	17	-0.0681
-12	-0.5604	18	-0.8941	-12	0.0765	18	0.0418
-11	-0.7037	19	-1.0040	-11	-0.1433	19	-0.1099
-10	-0.6939	20	-1.1350	-10	0.0097	20	-0.1309
-9	-0.5908	21	-1.2310	-9	0.1032	21	-0.0960
-8	-0.5311	22	-1.3915	-8	0.0597	22	-0.1605*
-7	-0.6236	23	-1.3107	-7	-0.0925	23	0.0808
-6	-0.6400	24	-1.2262	-6	-0.0164	24	0.0845
-5	-0.7719	25	-1.3632	-5	-0.1320	25	-0.1371
-4	-0.6852	26	-1.3505	-4	0.0868	26	0.0127
-3	-0.8115	27	-1.3865	-3	-0.1263	27	-0.0360
-2	-0.7082	28	-1.3612	-2	0.1033	28	0.0254
-1	-0.6600	29	-1.3620	-1	0.0481	29	-0.0009
		30	-1.4848			30	-0.1228

註：***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

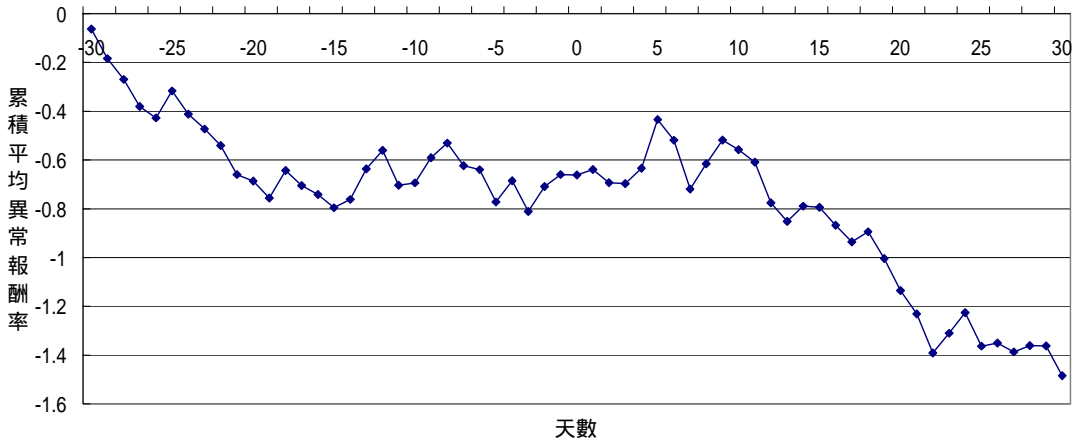


圖 1 發行可轉換公司債全體樣本之累積平均異常報酬走勢圖

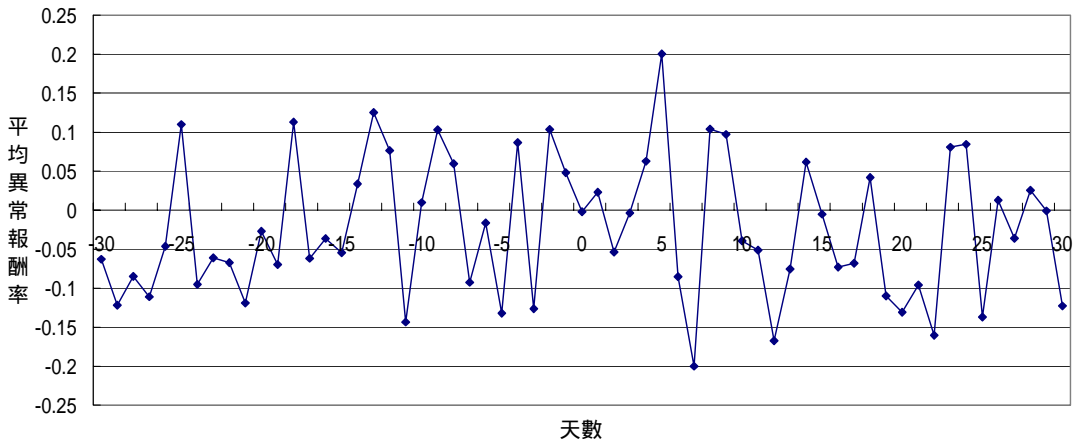


圖 2 發行可轉換公司債全體樣本之平均異常報酬走勢圖

表 2 各事件窗口下，發行可轉換公司債全體樣本之累積異常報酬

單位：%

事件窗口 (b,e)	全體樣本之累積平均異常報酬
(-30,-20)	-0.624*
(-30,-15)	-0.733
(-30,0)	-0.599
(-30,30)	-1.422
(-5,-1)	0.112
(0,20)	-0.473
(0,30)	-0.823

註：***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

二、公司成長機會對可轉換公司債宣告效果的影響

本研究採用稅後淨利成長率為判別成長機會大小的準則，以探討公司成長機會的高低對可轉換公司債宣告效果之影響。由表3可知，稅後淨利成長率高成長組⁸在事件日後之累積異常報酬皆為正值，而低成長組在事件日後累積異常報酬則皆顯著為負值，顯示高成長機會公司於可轉換公司債宣告後，具有正的累積異常報酬；而低成長機會公司於可轉換公司債宣告後，則具有負的累積異常報酬。由圖3則可更清楚的觀察到，高成長機會公司在事件期間累積異常報酬為向上趨勢，而低成長公司則為向下趨勢。

另就不同事件窗口進行累積異常報酬之分析，如表4所示，高成長組除(-30,-20)及(0,30)窗口外，在所有窗口之累積異常報酬均為正值，其中於事件窗口(-5,-1)之累積異常報酬為0.510，達顯著水準10%；而低成長組於事件窗口(-30,-20)、(-30,-15)、(-30,0)及(-30,30)之累積異常報酬，皆達到統計上的顯著性。顯示公司成長機會之高成長組可轉換公司債宣告效果較低成長組為佳，亦即可轉換公司債宣告對成長機會高的公司而言，具有較有利的資訊傳遞效果。

誠如Ambarish, John, and Willians(1987)之研究，認為股價變動的反應源自於資產配置與成長機會的相對貢獻。就非成長公司而言，在資產配置方面較具有優勢，因此若其股價對宣告發行新股事件的反應為負，則相對的，對具有成長機會優勢的成長公司而言，其股價反應為正，與本研究的結果相同。據此，接受假說二，即高成長公司，其發行可轉換公司債之宣告效果較低成長公司為佳。

三、產業別對可轉換公司債宣告效果的影響

本研究將樣本依產業別區分為電子產業及非電子產業兩組進行分析，結果如表5所示。電子產業公司之累積異常報酬在事件日前皆為負向，但在事件日後，卻大多為正向，唯皆未達顯著水準。在非電子產業公司方面，事件日前後之累積異常報酬皆為負，且多有達到統計上的顯著性；然而值得注意的是，非電子產業公司之負向累積異常報酬有愈趨嚴重的現象，特別是在事件日後。另觀察圖4，清楚的顯示電子產業公司於事件期間之累積異常報酬，在-1%至1%之間微幅波動，而非電子產業公司明顯呈現向下趨勢。

簡言之，電子產業在可轉換公司債宣告後之異常報酬有傾向為正的現象，而非電子產業則皆具顯著負向異常報酬。本研究認為高科技產業係屬於成長型公司，而與傳統產業成熟型公司相比較，由於在成長機會上的不同，導致可轉換公司債的宣告效果產生相當之差異。

若以不同事件窗口進行累積異常報酬之分析，結果如表6所示。電子產業公司在所有事件窗口之累積異常報酬皆未達顯著水準，而非電子業公司在事件窗口(-30,-20)、(-30,-15)、(-30,30)、(0,20)及(0,30)皆具有顯著負向之累積異常報酬，顯示非電子產業公司在可轉換公司債宣告後，產生負異常報酬。故本研究認為可轉換公司債之宣告效果受公司產業別的影響，據此接受假說三，即成長型產業公司，其發行可轉換公司債之宣告效果，較非成長型產業公司為佳。

⁸ 稅後淨利成長率高於樣本平均數稱高成長組，反之稱低成長組。

表 3 高成長與低成長公司發行可轉換公司債之累積平均異常報酬

單位：%

高成長公司之累積平均異常報酬				低成長公司之累積平均異常報酬			
t 日	CAR	t 日	CAR	t 日	CAR	t 日	CAR
-30	-0.2819	0	0.6923	-30	0.0794	0	-1.5423
-29	-0.1343	1	0.6988	-29	-0.2175	1	-1.5089
-28	-0.2627	2	0.7247	-28	-0.2740	2	-1.6143
-27	-0.3079	3	0.6168	-27	-0.4280*	3	-1.5504
-26	-0.2869	4	0.5004	-26	-0.5179*	4	-1.3714
-25	-0.1112	5	0.4884	-25	-0.4509	5	-1.0333
-24	-0.2350	6	0.5448	-24	-0.5275	6	-1.2108
-23	-0.3037	7	0.4906	-23	-0.5834*	7	-1.5057
-22	-0.1222	8	0.4386	-22	-0.8126**	8	-1.3007
-21	-0.0945	9	0.4867	-21	-1.0269***	9	-1.1715
-20	-0.3266	10	0.5824	-20	-0.9205**	10	-1.2985
-19	-0.1750	11	0.5783	-19	-1.1342***	11	-1.3801
-18	0.1504	12	0.3713	-18	-1.1591***	12	-1.5218
-17	0.0777	13	0.3245	-17	-1.2136***	13	-1.6157
-16	-0.0624	14	0.4353	-16	-1.1825**	14	-1.5859
-15	0.0404	15	0.3618	-15	-1.3393**	15	-1.5466
-14	0.0187	16	0.2769	-14	-1.2695**	16	-1.6120
-13	0.0575	17	0.4599	-13	-1.0882*	17	-1.8433
-12	0.2485	18	0.6332	-12	-1.0862*	18	-1.8869
-11	0.0576	19	0.6622	-11	-1.1985*	19	-2.0871
-10	0.0453	20	0.7248	-10	-1.1744*	20	-2.3438*
-9	0.1864	21	0.8009	-9	-1.0959	21	-2.5517*
-8	0.0825	22	0.5263	-8	-0.9299	22	-2.6381*
-7	0.0130	23	0.4364	-7	-1.0373	23	-2.4463*
-6	0.2765	24	0.5179	-6	-1.2356	24	-2.3598*
-5	0.1851	25	0.3940	-5	-1.3940*	25	-2.5054*
-4	0.4602	26	0.4433	-4	-1.4297	26	-2.5165*
-3	0.2856	27	0.3960	-3	-1.5245*	27	-2.5452*
-2	0.6132	28	0.4770	-2	-1.5670*	28	-2.5560*
-1	0.6950	29	0.3508	-1	-1.5408*	29	-2.4754*
		30	0.2634			30	-2.6212*

註：***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

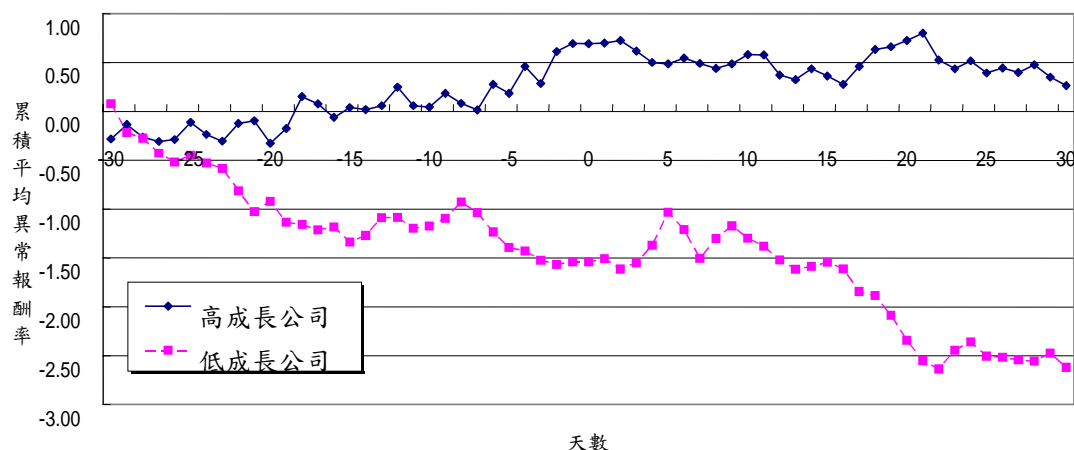


圖 3 高成長與低成長公司發行可轉換公司債之累積平均異常報酬走勢圖

表 4 各事件窗口下，高低成長公司發行可轉換公司債之累積平均異常報酬

單位：%

事件窗口	高成長公司 之累積平均異常報酬	低成長公司 之累積平均異常報酬
(-30,-20)	-0.045	-1.000**
(-30,-15)	0.322	-1.419***
(-30,0)	0.974	-1.622*
(-30,30)	0.545	-2.701*
(-5,-1)	0.510*	-0.147
(0,20)	0.033	-0.802
(0,30)	-0.429	-1.079

註：***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

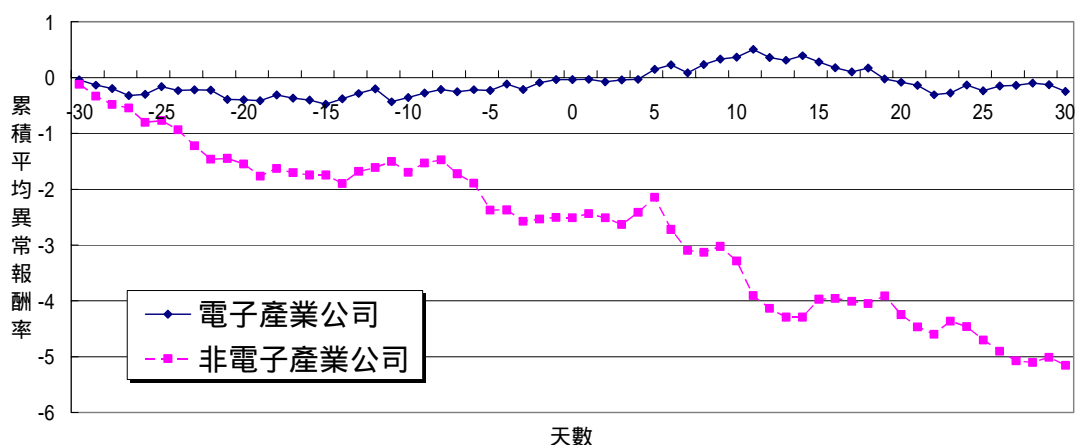


圖 4 電子產業與非電子產業公司發行可轉換公司債之累積平均異常報酬走勢圖

表 5 電子產業與非電子產業公司發行可轉換公司債之累積平均異常報酬

單位：%

電子產業公司之累積平均異常報酬				非電子產業公司之累積平均異常報酬			
t 日	CAR	t 日	CAR	t 日	CAR	t 日	CAR
-30	-0.0433	0	-0.0375	-30	-0.1212	0	-2.5104*
-29	-0.1358	1	-0.0317	-29	-0.3294	1	-2.4373
-28	-0.1970	2	-0.0783	-28	-0.4841*	2	-2.5121
-27	-0.3257	3	-0.0423	-27	-0.5432	3	-2.6337
-26	-0.3002	4	-0.0323	-26	-0.8020	4	-2.4150
-25	-0.1632	5	0.1440	-25	-0.7725	5	-2.1443
-24	-0.2350	6	0.2248	-24	-0.9367*	6	-2.7215
-23	-0.2211	7	0.0836	-23	-1.2195**	7	-3.0959
-22	-0.2286	8	0.2330	-22	-1.4641***	8	-3.1272
-21	-0.3931	9	0.3287	-21	-1.4484***	9	-3.0253
-20	-0.3958	10	0.3641	-20	-1.5469***	10	-3.2856
-19	-0.4158	11	0.5051	-19	-1.7643***	11	-3.9051*
-18	-0.3097	12	0.3587	-18	-1.6305**	12	-4.1351**
-17	-0.3681	13	0.3102	-17	-1.7019***	13	-4.2895**
-16	-0.4014	14	0.3928	-16	-1.7472**	14	-4.2897**
-15	-0.4751	15	0.2784	-15	-1.7449**	15	-3.9712*
-14	-0.3787	16	0.1742	-14	-1.8965**	16	-3.9524*
-13	-0.2840	17	0.1010	-13	-1.6814**	17	-4.0054*
-12	-0.2044	18	0.1711	-12	-1.6140*	18	-4.0471**
-11	-0.4338	19	-0.0222	-11	-1.5025	19	-3.9102*
-10	-0.3553	20	-0.0844	-10	-1.6962	20	-4.2446**
-9	-0.2745	21	-0.1381	-9	-1.5271	21	-4.4660**
-8	-0.2130	22	-0.3085	-8	-1.4726	22	-4.5971**
-7	-0.2520	23	-0.2794	-7	-1.7233	23	-4.3633**
-6	-0.2167	24	-0.1333	-6	-1.8929	24	-4.4612**
-5	-0.2307	25	-0.2362	-5	-2.3741*	25	-4.6993**
-4	-0.1163	26	-0.1516	-4	-2.3691*	26	-4.8994**
-3	-0.2156	27	-0.1411	-3	-2.5751*	27	-5.0729**
-2	-0.0918	28	-0.0966	-2	-2.5326*	28	-5.1043**
-1	-0.0359	29	-0.1296	-1	-2.5074*	29	-5.0101**
		30	-0.2457			30	-5.1524**

註：***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

表 6 各事件窗口下，電子與非電子產業公司發行可轉換公司債之累積平均異常報酬

單位：%

事件窗口	電子產業公司 之累積平均異常報酬	非電子產業公司 之累積平均異常報酬
(-30,-20)	-0.353	-1.426**
(-30,-15)	-0.432	-1.624*
(-30,0)	0.006	-2.389
(-30,30)	-0.202	-5.031**
(-5,-1)	0.195	-0.133
(0,20)	-0.047	-1.734**
(0,30)	-0.208	-2.642**

註：***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

四、董監事交易對發行可轉換公司債公司股價之預測效果

一般認為公司內部人可以利用資訊優勢獲取異常報酬，故本研究欲藉由內部人的交易行為，檢視公司發行可轉換公司債事件對其股價的影響。以下分別針對董監事買入組與賣出組進行分析。

在董監事買入組方面，由表7可知，董監事持股變動對累積異常報酬的影響以負向居多，表示董監事於發行可轉換公司債宣告前，買入發行公司股票愈多，則宣告後其股價績效愈差，唯大部份並未達到統計上的顯著性；尤其在發行可轉換公司債宣告前一至二個月，董監事持股變動對累積異常報酬的影響皆不顯著。

在董監事賣出組方面，由表8可知，董監事持股變動對累積異常報酬的影響以正向居多，表示董監事於發行可轉換公司債宣告前，賣出發行公司股票愈多，則宣告後其股價績效愈佳，唯大部份並未達到統計上的顯著性；尤其在發行可轉換公司債宣告前一至三個月，董監事持股變動對累積異常報酬的影響皆不顯著。

董監事持股變動對累積異常報酬的影響與本研究預期不同，探究其原因，可能是公司在可轉換公司債宣告前，為使籌資得以順利，故公司內部人欲維持股價而進場護盤；待籌資任務成功後，公司股價向下修正至應有之水準，故產生董監事於發行可轉換公司債宣告前買入發行公司股票愈多，在宣告後其股價之績效反而愈差的現象。據此，本研究無法接受假說四，即不支持公司內部人於發行可轉換公司債宣告前買入（賣出）持股，對發行公司之股價具正向（負向）效果。

表 7 不同事件窗口下，累積異常報酬對董監事淨買入股數之迴歸分析 (買入組)

$$\text{檢定模式：} CAR_i(b,e) = \alpha_0 + \beta_1 NB_i + \varepsilon_i, \quad i = 1 \sim 6$$

其中， $CAR_i(b,e)$ 為樣本在起始日 (b 日)至結束日 (e 日)之累積異常報酬率；淨買

$$\text{入股數 } NB_i = \sum_{j=1}^{12} (B_{ij} - S_{ij})$$

$CAR(b,e)$	$(-30,-20)$	$(-30,-15)$	$(-30,0)$	$(-30,30)$	$(-5,-1)$	$(0,20)$	$(0,30)$
宣告前一個月							
α_0	0.946	0.507	0.045	0.159	0.214	-0.218	0.114
β_1	-10.438	-8.777	-20.968	-13.089	-1.934	10.635	7.879
R^2	0.078	0.050	0.074	0.014	0.008	0.058	0.016
宣告前二個月							
α_0	-1.063	0.322	-1.380	-2.995	-1.138	-1.658	-1.615
β_1	6.396	-11.389	-9.301	-0.753	15.137*	12.822	8.548
R^2	0.092	0.179	0.033	0.000	0.357	0.152	0.036
宣告前三個月							
α_0	0.484	-1.002	-2.956	-5.475	1.012	-4.728*	-2.519
β_1	-12.876	-12.521	-6.232	-23.218	-4.372	7.949	-16.986
R^2	0.254	0.380	0.069	0.204	0.074	0.083	0.325
宣告前四個月							
α_0	4.368	7.933*	11.806*	15.428	-1.039	3.654	3.623
β_1	-39.627	-56.289*	-62.301	-89.343	5.208	-9.449	-27.043
R^2	0.321	0.413	0.222	0.165	0.042	0.008	0.057
宣告前五個月							
α_0	-0.629	-1.660	-1.771	-7.401	-0.836	-2.207	-5.630*
β_1	7.114	7.704	12.820	21.406	8.979*	5.708	8.586
R^2	0.045	0.030	0.043	0.045	0.328	0.023	0.040
宣告前六個月							
α_0	0.788	1.536	3.635	5.088	-0.495	0.412	1.453
β_1	-29.368	-15.833	-0.657	-41.441	26.492**	-16.996	-40.784
R^2	0.135	0.020	0.000	0.031	0.314	0.053	0.101

註：***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

表 8 不同事件窗口下，累積異常報酬對董監事淨買入股數之迴歸分析（賣出組）

$$\text{檢定模式：} CAR_i(b,e) = \alpha_0 + \beta_1 NB_i + \varepsilon_i, \quad i=1\sim 6$$

其中， $CAR_i(b,e)$ 為樣本在起始日 (b 日)至結束日 (e 日)之累積異常報酬率；淨買入

$$\text{股數 } NB_i = \sum_{i=1}^{12} (B_{ij} - S_{ij})$$

$CAR(b,e)$	$(-30,-20)$	$(-30,-15)$	$(-30,0)$	$(-30,30)$	$(-5,-1)$	$(0,20)$	$(0,30)$
宣告前一個月							
α_0	-0.549	-0.359	0.051	-1.118	0.136	-0.766	-1.169
β_1	1.988	4.645	11.343	8.789	3.812	-5.718	-2.554
R^2	0.002	0.005	0.013	0.004	0.015	0.009	0.001
宣告前二個月							
α_0	-0.597	-0.519	-0.364	-1.499	0.163	-0.920	-1.135
β_1	9.697	9.486	12.154	17.910	3.052	5.001	5.756
R^2	0.021	0.017	0.011	0.011	0.009	0.004	0.005
宣告前三個月							
α_0	-0.659	-0.553	0.191	0.011	0.241	-0.035	-0.180
β_1	3.429	18.516	114.417	153.703	32.678	6.306	39.286
R^2	0.000	0.002	0.024	0.022	0.019	0.000	0.005
宣告前四個月							
α_0	-0.836	-1.646**	-1.260	-1.428	0.789**	0.257	-0.168
β_1	-2.192	-13.383	24.747	42.359	19.673*	14.436	17.612
R^2	0.000	0.009	0.013	0.018	0.070	0.009	0.010
宣告前五個月							
α_0	-0.215	-0.440	-0.514	1.390	-0.158	1.561*	1.903*
β_1	33.469**	30.860*	31.957	57.322	-7.788	16.268	25.365
R^2	0.120	0.087	0.033	0.053	0.021	0.020	0.040
宣告前六個月							
α_0	-0.681	-0.723	-1.227	-1.805	0.273	-0.046	-0.577
β_1	0.109	-1.067	-10.910	-29.839	2.299	-21.895**	-18.929*
R^2	0.000	0.000	0.020	0.066	0.009	0.160	0.089

註：***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

五、董監事交易對發行可轉換公司債公司營運績效之預測效果

本研究分別以EPS、ROA及ROE等三項指標為公司營運績效的代理變數。依此三項指標分別對發行公司在宣告前一季與宣告後一季、宣告前一季與宣告後二季作比較。其次，將內部人交易行為依宣告事件日前一至六個月區分為買入與賣出兩組，進一步分析內部人持股變化對於發行公司營運績效預期效果的差異，進而可幫助投資人藉由內部人交易行為，降低與發行公司間資訊不對稱現象，並對發行公司未來的經營績效作預測。

結果如表9、表10與表11所示，在買入組部份，發現董監事持股變動對EPS、ROA、ROE等公司營運績效的影響多為負向，表示董監事在發行可轉換公司債宣告前買入持股愈多，則宣告後公司的營運績效愈差。在賣出組方面，則發現董監事持股變動對EPS、ROA、ROE等公司長期績效的影響多為正向，但皆未達到統計上的顯著性。據此，本研究無法接受假說五，即無法支持公司內部人於發行可轉換公司債宣告前買入（賣出）持股，則預期發行公司長期績效較佳（差）。但值得注意的是，上述該結果卻顯示出董監事買入持股較賣出持股對公司長期績效有較佳的預測效果。

表 9 董監事持股變化對發行公司EPS之迴歸分析

檢定模式： $EPS_i(b,e) = \alpha_0 + \beta_1 NB_i + \varepsilon_i, i = 1 \sim 6$

其中， $EPS_i(b,e)$ 為樣本在起始日(b 日)至結束日(e 日)之每股盈餘；淨買入股數

$$NB_i = \sum_{j=1}^{12} (B_{ij} - S_{ij})。$$

組別	買入組		賣出組	
	前 1 季至後 1 季	前 1 季至後 2 季	前 1 季至後 1 季	前 1 季至後 2 季
宣告前一個月	1.888	-1.693	-0.045	-0.514
宣告前二個月	3.677	6.352***	0.531	0.255
宣告前三個月	-4.242	-11.141	7.199	4.765
宣告前四個月	-9.182	-15.981	2.082	0.152
宣告前五個月	3.323	0.473	-2.396	3.854
宣告前六個月	-13.875*	-12.480	-3.870	-3.870

註：表中各數據皆為 β_1 之估計值。***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

表 10 董監事持股變化對發行公司ROA之迴歸分析

檢定模式： $ROA_i(b,e) = \alpha_0 + \beta_1 NB_i + \varepsilon_i, i = 1 \sim 6$

其中， $ROA_i(b,e)$ 為樣本在起始日(b 日)至結束日(e 日)之總資產報酬率；淨買入

$$股數 NB_i = \sum_{i=1}^{12} (B_{ij} - S_{ij})。$$

組別	買入組		賣出組	
	前 1 季至後 1 季	前 1 季至後 2 季	前 1 季至後 1 季	前 1 季至後 2 季
宣告前一個月	17.491	-3.824	-0.340	-2.283
宣告前二個月	17.445	20.831**	-2.831	1.463
宣告前三個月	-12.851	-18.396	17.443	9.538
宣告前四個月	-8.380	-40.764	28.224	12.040
宣告前五個月	16.871	0.706	-0.684	11.497
宣告前六個月	-56.469	-48.988	-16.357	-7.324

註：表中各數據皆為 β_1 之估計值。***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

表 11 董監事持股變化對發行公司ROE之迴歸分析

檢定模式： $ROE_i(b,e) = \alpha_0 + \beta_1 NB_i + \varepsilon_i, i = 1 \sim 6$

其中， $ROE_i(b,e)$ 為樣本在起始日(b 日)至結束日(e 日)之總淨值報酬率；淨買入股

$$數 NB_i = \sum_{i=1}^{12} (B_{ij} - S_{ij})。$$

組別	買入組		賣出組	
	前 1 季至後 1 季	前 1 季至後 2 季	前 1 季至後 1 季	前 1 季至後 2 季
宣告前一個月	20.437	-6.527	-1.268	-6.651
宣告前二個月	0.516	37.597***	3.869	3.869
宣告前三個月	-8.254	-52.393	52.641	42.299
宣告前四個月	-28.499	-55.835	21.499	-0.127
宣告前五個月	16.787	-4.467	-13.333	21.496
宣告前六個月	-95.519*	-87.680	-23.873	-17.173

註：表中各數據皆為 β_1 之估計值。***表示達到顯著水準 1%；** 表示達到顯著水準 5%；*表示達到顯著水準 10%。

伍、結論與建議

本研究為探討可轉債發行宣告效果，是否受公司成長機會及所屬產業別影響，並進而分析發行可轉換公司債宣告前內部人持股變動，對公司未來股價及長期績效是否具有預測效果。在發行可轉換公司債宣告之資訊效果的檢測方面，顯示期間內的累積異常報酬皆為負，但並未達統計上的顯著性，傾向接受假說一，即發行可轉換公司債之宣告，具有負向的資訊效果。

在公司成長機會對可轉換公司債宣告效果影響的檢測方面，顯示高成長機會公司於可轉換公司債宣告後，具有正的累積異常報酬；而低成長機會公司於可轉換公司債宣告後，則具有負的累積異常報酬。此外，高成長機會公司在事件期間累積異常報酬為向上趨勢，而低成長公司則為向下趨勢，表示可轉換公司債宣告對成長機會高的公司而言，具有較有利的資訊傳遞效果。據此，接受假說二，即高成長公司，其發行可轉換公司債之宣告效果較低成長公司為佳。在產業別對可轉換公司債宣告效果影響的檢測方面，顯示電子產業公司於事件期間之累積異常報酬於0之間微幅波動，而非電子產業公司明顯呈現向下趨勢。據此接受假說三，即成長型產業公司，其發行可轉換公司債之宣告效果較非成長型產業公司為佳。相較於非電子產業，電子產業公司屬於成長機會較高者，故本結果亦呼應了前述成長機會檢測之結果。

在內部人交易對發行可轉換公司債公司股價之預測效果方面，本研究係以董監事為公司內部人之代理，並依其於宣告前的交易行為將之區分為買入組與賣出組。實證指出董監事於發行可轉換公司債宣告前，買入發行公司股票愈多，則宣告後其股價績效愈差，而於發行可轉換公司債宣告前，賣出發行公司股票愈多，則宣告後其股價績效愈佳，與本研究之預期不符，亦無法接受假說四。該結果或許是受到內部人特定交易策略的影響，如為籌資任務的成功，而於宣告前策略性的買入發行公司的股票。在董監事交易對發行可轉換公司債公司營運績效之預測效果方面，不論公司營運績效的代理變數選用EPS、ROA，或是ROE，皆有一致之結果。董監事在發行可轉換公司債宣告前買入持股愈多，則宣告後公司的營運績效愈差；而賣出持股對公司營運績效的影響則多為正向。該結果亦與本研究之預期不符，無法接受假說五。但卻進一步發現，董監事買入持股較賣出持股對公司營運績效有較佳的預測效果。

由於內部人交易雖有法令約束，但台灣股市受市場消息面影響甚鉅，故本研究建議主管機關未來在制定相關法令方面，應詳加規範內部關係人交易資訊公開化及透明化，並應加強查核內部人的交易行為，致力維持資訊的流通及正確性，及降低資訊不對稱的程度。其次，建議公司執行者在進行投資時，應審慎考慮公司價值最大化之投資案，因為成長機會高的公司對可轉換公司債宣告會傳遞有利的資訊效果。建議投資人可參考內部關係人持股轉讓之訊息，研判及解讀其隱含的資訊內涵，以擬定投資理財決策。最後，在後續研究方面，內部人於發行可轉公司債的宣告後的持股變化是否與公司後續績效有關，且是否可發掘更多可探討宣告效果的構面，亦是值得發展的議題。

參考文獻

1. 吳建達(1995),「發行海外可轉換公司債對公司價值之影響」,中山大學碩士論文。
2. 邱華光(1999),「發行國內與海外可轉換公司債對公司股票影響之比較」,中正大學碩士論文。
3. 周建新、于鴻福、蘇郁雅(2003),「上市電子公司發行海外可轉換公司債之公司特質、宣告效果及財務績效之實證研究」,國立虎尾技術學院學報,第六卷,頁145-156。
4. 林靜容(1991),「我國可轉換公司債發行之決定因素及其影響公司價值之實證研究」,中央大學碩士論文。
5. 徐雍鑫(1996),「台灣可轉換公司債的性質及其股價的影響」,輔仁大學碩士論文。
6. 夏志恆(2002),「內部人持股轉讓交易宣告對股價變動之實證研究」,中央大學碩士論文。
7. 許明峰(2003),「國內上市公司內部人交易與現金增資長期績效關係之研究」,中央大學碩士論文。
8. 陳安琳、黎萬琳、陳振遠(2001),「成長潛力、內部人交易與現金增資之宣告效果」,中國財務學刊,第九卷第一期,1-25頁。
9. 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」,政治大學碩士論文。
10. 鍾惠民、吳壽山、周賓鳳、范懷文(2002),「財金計量」,初版,台北:雙葉書廊。
11. Ambarish, R., K. John and J. Williams(1987), "Efficient Signaling with Dividends and Investment", *Journal of Finance*, 42, 321-344.
12. Brennan, M. and E. S. Schwartz(1977), "Convertible Bonds: Valuation and Optimal Strategies for Call and Conversion", *Journal of Finance*, 32, 1699-1715.
13. Eckbo, B. E.(1986), "Valuation Effects of Corporate Debt Offerings", *Journal of Financial Economics*, 15, 119-152.
14. Givoly, D. and D. Palmon(1985), "Insider Trading and the Exploitation of Insider Information: Some Empirical Evidence", *Journal of Business*, 58(1), 69-87.
15. Hansen, R. and C. Crutchley(1990), "Corporate Earnings and Financings: An Empirical Analysis", *Journal of Business*, 63, 347-371.
16. Jaffe, J. J.(1974), "Special Information and Insider Trading", *Journal of Business*, 47(3), 410-428.
17. Joseph, E. F.(1976), "Insiders and Market Efficiency", *Journal of Finance*, 31(4), 1141-1148.
18. Kim, Y. C. and R. M. Stulz(1992), "Is There A Global Market for Convertible Bond?", *Journal of Business*, 65(1), 75-91.
19. Larry, D. and W. Mikkelson(1984), "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing Related Information", *Journal of Financial Economics*, 13, 157-186.
20. Lee, I. and T. Loughran(1998), "Performance Following Convertible Bond Issuance",

Journal of Corporate Finance, 4, 185-207.

21. Lewis, C., R. Rogalski and J. Seward(2001), “The Long-Run Performance of Firms that Issue Convertible Debt: An Empirical Analysis of Operating Characteristics and Analyst Forecasts”, *Journal of Corporate Finance*, 7, 447-474.
22. Lewis, C., R. Rogalski and J. Seward(2003), “Industry Conditions, Growth Opportunities and Market Reactions to Convertible Debt Financing Decisions”, *Journal of Banking and Finance*, 28, 5-27.
23. McLaughlin, R., A. Safieddine and G. Vasudevan(1998), “The Long-Run Performance of Convertible Debt Issuers”, *The Journal of Financial Research*, 21, 373-388.
24. Mikkelson, W. H. and M. Partch(1986), “Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process”, *Journal of Financial Economics*, 15, 31-60.
25. Myers, S. C.(1977), “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, 5,147-175.
26. Myers, S. C. and M. S. Majluf(1984), “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
27. Seyhun H.(1986), “Insider’s Profits’ Costs of Trading and Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, 189-212.