

# 『可轉換公司債』投資及套利實務

黃梓蒼

在全球結束低利率水準下，美國及我國央行也連續出現調升利率動作，調升手筆之大，為近年所少見，目的不外乎加速引導利率走高。但一般預估調升利率動作即將告一段落，債券市場將有跌後之反彈行情，數月來掀起交易熱潮，投資人、投機客紛紛進場搶價差，許多結合套利及擴張信用手法的交易方式應運而生，銀行、券商及法人機構投資人都大發央行的「政策財」。

然而一般公債金額偏高，利用保證金交易的信用擴張方式，風險又比較大，對於一些上班族的小額投資人並不適合。因此，兼具債券及股票雙重特性的可轉換公司債，即可列入考慮，惟須有長期投資的準備。花費時間和力氣去了解可轉債，將是值回票價的投資，因為它具有低風險和收益穩健的特性，享有保本功能的同時還可以等待轉換價值隨標的股價上揚的資本利得，是一項進可攻退有守的衍生商品。

## 花費時間和力氣去理解，將是值回票價的投資

### 1. 票面利率

部份可轉債每年會固定發放一次利息，1% 到 3% 不等，目前一般發行公司傾向將票面利率設為零。

### 2. 凍結期

可轉債通常在發行日後三個月內無法行使轉換權，此段時間即所謂凍結期

### 3. 轉換權

可轉換公司債最大的特色便是持有者可以在特定期間內要求轉換為發行公司的普通股股票，此即為轉換權；不過實際上，投資人是先拿到所謂的換股權利證書，一段時間後，才會真的拿到普通股股票。

### 4. 轉換價格與轉換比率

可轉債持有人在要求轉換為普通股時，所能獲得的股數（轉換比率）是依據可轉債面額（十萬元）除以轉換價格而來，例如假設某可轉債之轉換價格目前為 50 元整，則其轉換比率為 2（=100/50），換句話說，每一張可轉債可以換得 2000 股普通股。

目前可轉換公司債票面利率及計算出來的到期殖利率（到期報酬率）大多高於銀行一年期的定期存款。如勤美,勤益,亞崴,聚陽,車王,裕隆、華紙、正隆、神達、立益、聯成、榮化。至於有提前贖回條款的可轉換公司債，有些因為價格已先漲，因此到期殖利率偏低，其餘的提前賣回到期殖利率亦可觀,如東鋼、三商、新纖、東元。由此可看出，如以長期投資的角度，投資可轉換公司債確實比銀行定存好得多。

### 上檔有潛力，下檔有保障

可轉換公司債賦與一定的轉換期間內，以特定之轉換價格轉換成股票的權利，因此兼具債券與股票的特性，安全性亦高。當債券值大於轉換成普通股的價值（表示股市偏向於空頭）時，可將轉換債券視為純債券，定期領息到期還本，毫無風險可言，此為下檔保障(Downside potential)。

反之，當債券價值小於轉換成普通股的價值（表示股市偏向於多頭，普通股市價高於轉換價格）時，可轉換成股票，享受股票價差，此為上檔潛力(Upside potential)。因此，形容可轉換債券為下檔有限而上檔無限的投資工具，當不為過。至少對投資人而言，可轉換公司債有以下的優點：

- 1．優先受償：債券持有人因係公司債權人，除了領取債券發行條件上規定的利息以外，對公司資產亦有優先受償的權利。
- 2．風險性小：如以上所述，理論上，轉換債的下檔有限，上檔無窮。
- 3．買賣成本低：國內對證券交易稅的課徵，股票買賣係課以0.3%而對債券及受益憑等金融商品僅課以0.1%之證交稅。

### 以瑞昱在國內發行的第一次無擔保轉換公司債為例：

- 1、債券名稱：瑞昱半導體股份有限公司國內第一次無擔保轉換公司債。
- 2、發行日期：民國 89 年 5 月 18 日。
- 3、發行金額：發行總額為新台幣壹拾肆億元。每張面額新台幣壹拾萬元整，依票面金額十足發行。
- 4、發行期間：發行期間五年，自民國 89 年 5 月 18 日開始發行至 94 年 5 月 18 日到期。
- 5、票面利率：年利率 0%。

6、還本方式：除轉換為本公司普通股者，或提前贖回者，或要求本公司提前收回外，到期時以現金一次還本。

7、擔保情形：本轉換公司債為無擔保債券。

8、轉換標的：本公司普通股。

### **購買可轉換債券之投資指南**

投資人一旦決定購買可轉換債券，首先面臨的是如何選擇轉換債券，以下幾個方向，可做為投資參考。

#### **1. 勿介入轉換價格太高的可轉債**

可轉換債券是否轉換成普通股獲利，其關鍵在於普通股市價是否高於轉換價格。因此，我們可以普通股市價除以轉換價格，得出轉換債券的理論價格；如果目前可轉換公司債的市價低於理論價格越多，越值得買進，如某一可轉債的轉換價格目前為 40 元，假設標的股價格為 28 元，可轉債市價為 101 元，在此情況下，可轉債市價並不容易隨著標的股價格上漲，除非標的股有機會上看 40 元以上，其市價才有可能因為轉換價值的逐步提升，而開始上揚。

#### **2. 可轉債價格太低通常表示發行公司有違約可能**

如果某一可轉債市價遠低於面額 100 元，通常透露出一個訊息，那就是市場強烈質疑該可轉債發行公司的償債能力，投資人宜抱持謹慎的態度。

#### **3. 到期殖利率越高越好**

到期殖利率(ytm)可與定存利率或其他投資工具的報酬率比較，以決定是否投資轉換債券。到期殖利率高，表示目前轉換債之市折價幅度大，長期持有至債券到期日，公司仍會以面額還本，換算投資報酬率自然較高。

譬如立益可轉換公司債，假如目前以市價每張 85,000 元購買，票面利率 5%，每年可領固定息 5 萬元（面額 100,000\*5%），持有至到期，那麼公司將以面額 10 萬元還本，換算到期殖利率達 12.56%，遠高於定存利率。但是如果沒有機會轉換成股票獲利，又中途賣掉（假設以購買價 85,000 賣掉），那麼每年報酬將只有票面利率 5%。

可轉換公司債交易規則

項 目	股 票	轉 換 公 司 債
持有人身份	股 東	轉換前是債權人，轉換後是股東
持有人收益	股 利	轉換前領取債息，轉換後領取股利
開戶規定	1.上市：於證券經紀商開戶 2.上櫃：各證券商營業櫃檯交易	逕用上市股票交易戶買賣，不必另行開戶
交易市場	1.上市：台灣證券交易所 2.上櫃：各證券商營業櫃檯	台灣證券交易所
最小交易單位	1000	1000
每股(張)面額	10 元	10 萬元
升降幅度	1.上市者：前一日收盤價±7% 2.上櫃者：公會公告之參考價±7%	前一日收盤價±7%
報價方式	採每股市價表示揭示板價格，即每股實際價格	採百分比制，揭示板價格並非實際交易金額，而是百分比
升降單位	每股市價未滿 5 元者為 1 分，5 元未滿 15 元者為 5 分，15 元未滿 50 元者為 1 角，50 元未滿 150 元者為 5 角，150 元未滿 1000 元者為 1 元，1000 元以上者為 5 元	同 左
交易金額	股數 * 成交值	張數 * 每張價券面額 * 成交值 * 1%
規定利息結算	買賣交易時，沒有利息結算的問題	買賣交易時，每一手即結算一次，利息計算日數以每年 360 天，每月 30 天計
融資融券規定	可融資融券	目前尚不開放融資融券
經紀商手續費	0.15%	0.15%
證券交易稅	0.3%	0.1%
證券交易所所得稅	免併入所得課稅	同左

CB 套利的原理

如果市場上存在折價交易的可轉債(CB)，投資人便可進行套利，投資人必須先向發行公司或其股務代理機構，主動提出將 CB 轉換成 EC 的申請。

雅新一為雅新的可轉債(CB)，假如轉換價格為 30.2 元，換句話說，每張 CB 可換得普通股股數約 3,311 股，目前轉換後之 EC 名稱為雅新甲，2001 年 x 日收盤價格為 123.3 元，而雅新普通股同日收盤價為 40.2 元。如果買進的可轉債可以馬上轉換成股票並且立刻賣出，結果會變成只需花費 123,300 元買進 CB，轉換為 3,311 股的股票並以收盤價格賣出後，忽略相關手續費及交易稅，可以得到約 133,100 元，在這個簡化的套利過程中，投資人將因此可以得到 9,800 元的利潤。

**CB 套利方式，有很多細節必須留意：**

1. 可轉債之轉換，投資人先拿到所謂的換股權利證書 (EC)，實際上拿到股票的時間點約在 EC 轉換日期後一個半月，因此，進行可轉債套利時，必須放空約當轉換股數的股票。
2. 有兩個時期不接受轉換申請，一為可轉債發行初期的「凍結期」(通常為三個月，目的是避免股本及盈餘立即遭到稀釋)；另一為「停止過戶期間」(視股東會、除權基準日、及現增日期而定)。
3. 相關成本或利息收入包括交易稅千分之 3，單邊手續費千分之 1.425，融券手續費千分之 0.75，及融券保證金利息收入百分之 2.25。
4. 為避免融券強迫回補使自身暴露於單邊部位風險之中，宜儘量避開除權期間。

### **短線套利,處處機會**

在多頭市場，往往可以達成套利的目的，過去可轉換公司債歷史中，購買立益、宏電的報酬率皆曾在 50%，甚至 100% 以上，這就是可轉換公司債所謂「下檔有保障，上檔潛力無窮」的道理。

宏電可轉換公司債市價在 x 年 10 月 7 日時只有 106.1 元，y 年 2 月 2 日已高達 231 元，差價 121.9 元，短線獲高利於 100%，原因無他，因為宏電普通股市價高於轉換價格，宏電理論價格 263.5 元〔〈普通股市價 53.5 ÷ 轉換價格 20.3〉 \* 100%〕，因此轉換普通股有利可圖，促使宏電可轉換公司債水漲船高，直追

理論價格，只要宏電普通股續漲，那麼轉換債市價也會一直跟進，上檔無限。

或許有些投資人會疑惑地認為，普通股市價上漲，公司債市價才會漲，如果早知道普通股會漲，買宏電普通股就好了，何必買宏電一呢？問題就在於沒有人知道宏電普通股會漲，也許不漲反跌而遭套牢。換句話說購買普通股的風險大，而當時購買轉換債宏電的風險小，它可能隨著宏電普通股，狂飆而獲暴利，如果不幸購買宏電一以後，宏電普通股就江河日下，那麼宏電一至少每年可領一年的固定利息，到期保障一定的獲利率。

總之，操作可轉換債券的投資策略，不外乎先比較到期殖利率高低，其次再看看每一支轉換債的理論價格是否接近 100 或超過 100，兩者兼顧，則長短期投資、投機皆有獲利機會。