

Chapter 10

特別股、租賃、 認股權證及可轉換證券

本章導讀

本章節主要介紹一些金融商品，而且其共通點在於都是公司可資使用的融資工具。所以在準備上除了以投資者的觀點來瞭解其特性跟評價方式之外，也要以融資者的觀點來看這些工具的使用時機跟目的。

| |
|-------------|
| 重點精要 |
|-------------|

一、特別股 (preferred stock)

(一)定義：為一混合證券，兼具負債和普通股的特質，一方面和債券一樣具面值股利固定不變，另一方面和普通股相同，當公司未能賺到足夠盈餘時，可暫時停止支付股利，而不會使公司破產。

(二)優、缺點：

1. 站在公司立場：

(1)優點：

- ① 藉著發行特別股來固定融資成本，可將更多潛在利潤保留給普通股股東。
- ② 特別股無到期期間，不會給公司帶來現金流量問題。
- ③ 不會喪失控制權。

(2)缺點：

- ① 特別股收益率通常較債券票面利率高。
- ② 特別股股利不能當費用抵減所得稅。

2. 站在投資者的立場：

(1)優點：特別股股東有優於普通股股東的優先受償權。

(2)缺點：

- ① 縱使公司有利可圖，但特別股股東並未擁有強制公司發放股利的權利。
- ② 個別投資者而言，特別股股東無法免稅，故風險低於特別股的債券，所提供的收益率往往會比特別股的收益率高。

〈表10-1〉特別股股利與負債利息的比較

| | 特別股股利 | 負債利息 |
|----|---|---|
| 相同 | 1. 固定的特別股股利。 2. 公司清算時會收到清算價值。 3. 受償權優先於普通股。 | 1. 固定利息。 2. 公司清算時會拿到清算價值。 3. 受償權優先於普通股。 |
| 相異 | 1. 在資產負債表認列為股東權益。 2. 不可抵稅。 | 1. 在資產負債表認列為負債。 2. 可抵稅。 |

10-4 財務管理與投資學

〈表10-2〉普通股、特別股和負債之比較

| | 普通股 | 特別股 | 負債 |
|---|----------------|----------------|------------------|
| 收入 | 非固定股利。 | 固定股利。 | 固定利息。 |
| 租稅狀況 | 股利不能抵稅。 | 股利不能抵稅。 | 利息可以當作費用，可以抵稅。 |
| 控制權 | 一定具有投票權。 | 不一定有投票權。 | 用債券契約來規範公司。 |
| 違約或財務危機 | 公司不會因未發放股利而破產。 | 公司不會因未發放股利而破產。 | 未償還本金或利息會導致公司破產。 |
| 結論：租稅上，舉債較普通股和特別股有利，但負債有違約風險，這是普通股和特別股沒有的。公司的控制權則各有優劣，不分上下。 | | | |

(三)特別股的評價：特別股和債券類似，也是一種固定的收益證券，依據記載之條款，公司必須每隔一段期間支付固定股利；又特別股通常沒有到期日，因此其評價可視為永續年金。

$$P_f = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+r)^t} = \frac{D}{r}$$

D：特別股股利。

r：折現率。

☞某公司發行利率8%，面值1,000元之特別股，在折現率為9%時，問該特別股之市價為何？

$$\Rightarrow P_f = \frac{\$1,000 \times 8\%}{9\%} = \$888.9 \text{ (該特別股為折價發行)}$$

(四)特別股的相關名詞：

1. 面值或面額 (face value or stated value)：特別股的面值相當於是清算時的價值。
2. 股利 (dividend)：通常特別股的股利是以每股發多少錢來表示，或以面值的一個百分比表示。
3. 累積股利 (cumulative dividend)：若公司在某些年度因盈餘不足而無法支付股利，稱之為有積欠股利，此積欠之股利可累積於往後年度補發放之。
4. 參加權 (participating)：若公司盈餘十分可觀，則除特別股約定之股利外，可分配到額外的股利，稱為參加特別股。

(五)認股權證與買權之差異：認股權證雖然也是一種買權，但其與買權有下列幾點差異：

1. 發行者不同：認股權證是由發行公司發行，而買權是在交易所由買賣雙方決定是否買權交易，和發行公司無關。
2. 契約期間不同：認股權證期間通常在5年以上，而一般買權較短，經常在9個月以內。
3. 履約價格高低不同：由於契約期間較長，認股權證發行時履約價格不會太低，通常大於市價。買權則有數個不同的履約價格，由買賣雙方自行決定。
4. 公司盈餘稀釋效果不同：如果認股權證持有者執行認股權利，公司必須發行新股或賣出庫藏股予認股人，故公司流通在外股票會增加而產生股權和盈餘的稀釋效果；買權之執行僅造成買權賣方將持股移轉予買權的買方，和發行公司無關，故不會有稀釋效果。
5. 標準化程度不同：買權多在交易所交易故具有高度的標準化，而認股權證由各發行公司互訂發行條件，故不具標準化。

四、認購權證及認售權證

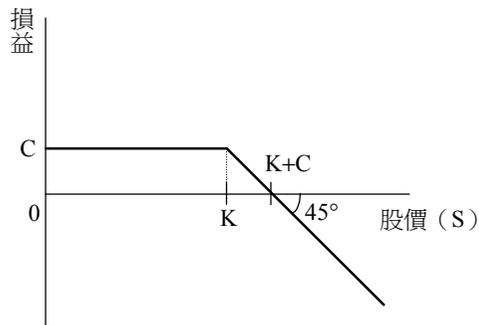
(一)認購（售）權證的特性：認購（售）權證是由標的公司以外的證券商或銀行所發行，存在於投資者與標的公司以外的第三者之間的權利義務關係，與標的公司本身無關。故認購權證與前述之認股權證最大的不同，在於發行者身分不同，前者為證券商，後者為發行公司。除了個股外，認購權證標的物也可以是一籃子股票或股價指數。

認購（售）權證無論在特性或評價上皆與股票選擇權相似，不同的是契約標準化及交易制度上的差異。認購權證（call warrant; covered warrant）相當於買權，持有人有權於到期前，依履約價格購買特定數量的股票。認售權證（put warrant）相當於賣權，持有人有權於到期前，依約定的履約價格出售特定數量的股票。目前台灣證券商發行的認購權證是在證券交易所掛牌上市，屬於美式認購權證，投資人可於到期前的任一營業日向發行之證券商要求履約，依履約價格買進一定數量的標的股票。

(二)發行證券商避險策略：

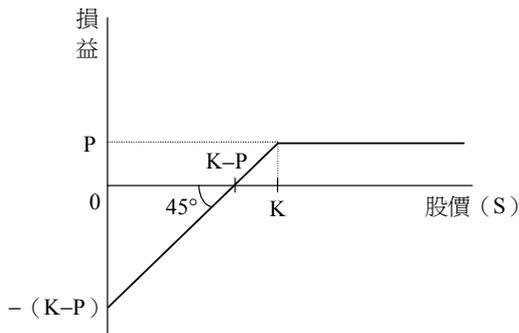
◎避險部位：

- (1)認購權證：認購權證發行證券商暴露之風險如同買權之賣方一般，當股價上漲超過損益兩平點 ($K + C$)，發行證券商在認購權證部位將產生損失，且股價越高，損失越大。故認購權證之發行證券商應建立現貨（即標的股票）之多頭部位，以規避股價上漲時在認購權證部位之損失。



〈圖10-1〉認購權證發行證券商的損益情況（相當於賣出買權）

- (2)認售權證：認售權證發行證券商暴露之風險如同賣權之賣方一般，當股價下跌超過損益兩平點 ($K - P$)，發行證券商在認售權證部位將產生損失，且股價越低損失越大。故認售權證之發行證券商應建立現貨（即標的股票）之空頭部位（即放空標的股票），以規避股價下跌時在認售權證部位之損失。



〈圖10-2〉認售權證發行證券商的損益情況

範題精選

一、解釋名詞：

(一)可轉換公司債 (convertible bond)。

(二)認股權證 (warrant)。(86普)

(三)轉換價值溢酬 (conversion value premium)。

答：(一)可轉換公司債 (convertible bond)：係由公司所發行的一種證券，該證券賦予證券持有人一項權利，允許證券持有人在特定期間內，以約定之比率或價格將該公司債轉換成普通股。

(二)認股權證 (warrant)：是由公司發行的一種證券，允許持有人在既定的期限內以一定價格，購買一定數量發行公司新股的選擇權。

(三)轉換價值溢酬 (conversion value premium)：可轉換證券的市價高出轉換價值的部分；若為市價高出純粹證券價值的部分，則稱為證券價值溢酬。

二、什麼是認股權證 (warrant)？認股權證如何評價？在評價時應注意那些事項？

答：(一)認股權證 (warrant) 是一種由公司所發行的長期選擇權，它允許持有人按照某特定的價格來買進既定數量的公司股票。

(二)認股權證的評價：

每一認股權證的理論價值，可以用下式來表示：

$$W_0 = \text{Max}[N(P - E), 0]$$

式中P：每一股票之市價。

E：認購一股的認購價格。

N：每一認股權可認購股數。

(三)1. 認股權證是一種call option，其價值最小為零，不可能為負。

2. 影響認股權證價值之最重要因素為股票價格之幅度，股價變化幅度愈大，認股權證的價值愈高。

(二)租賃分析：

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| (1)稅後租賃成本 | \$2,240,000 | \$2,240,000 | \$2,240,000 | \$2,240,000 | \$3,240,000 |
| (2)五年後設備購買價格 | | | | | 1,000,000 |
| (3)淨現金流出量 | 2,240,000 | 2,240,000 | 2,240,000 | 2,240,000 | 3,240,000 |
| (4)現值利率因子 (8%, n) | 0.9529 | 0.8573 | 0.7938 | 0.7350 | 0.6806 |

∴租賃成本現值 = \$9,624,024

即，應以租賃方式取得設備。

主、大華證券在證券市場發行台機電認股權證，張無忌可在1年內隨時以30元執行價格購買1萬股的台機電股票。同時間，台機電公司發行認股權證送給績優員工，也是以30元價格在1年期滿後認購1萬股台機電股票。試回答下列問題：

- (一)兩種認股權證係屬何種型態的認股權證？有何差異？
- (二)兩種認股權證對台機電公司的每股盈餘將會造成何種衝擊？
- (三)兩種認股權證對台機電公司募集資金有何衝擊？
- (四)兩家公司發行認股權證是否需要採取避險動作？理由是？（93高）

答：(一) 1. 大華證券發行的台機電認股權證屬於認購權證，此由標的公司以外之證券商所發行，存在於投資者與標的公司以外之第三者之間的權利義務關係，與標的公司本身無關。
2. 台機電發行的認股權證屬於公司認股權證，此由標的公司所發行，亦為財務激勵制度之工具之一。

(二) 大華證券發行之台機電認股權證在投資者執行時，只會使得股權在買賣雙方之間移轉，不會對每股盈餘造成影響；而台機電發行的認股權證在持有者執行認股權利時，會造成公司流通在外股數增加而稀釋每股盈餘。

(三) 台機電所發行之認股權證在持有者認購股票時，會為公司帶來新的現金流入；而大華證券所發行之認股權證，不影響台機電之現金流量。

(四)就大華證券而言，由於是認購權證的發行者，其風險在於標的股票價格的上漲，爲了規避此一風險，所以大華證券會持有標的股票多頭部位（例如直接買進現股持有或是持有標的股票的買權）來沖銷此一部分的風險。至於就台機電而言，在認股權證持有者要求履約時，可以採取發行新股或是直接以庫藏股來滿足對於現股的需求，所以公司可以採取先購回庫藏股的方式來滿足日後履約時的潛在需求，如此可免除發行新股可能對於公司盈餘的稀釋跟相關資本變更的程序。

五、選擇題：

- (A) 1. 下列對於特別股的敘述，何者有誤？ (A)其股利可當費用抵減所得稅 (B)不會喪失控制權 (C)相對於普通股股東有優先受償權 (D)無到期期間。
- (C) 2. 下列何者並非營運租賃的特徵？ (A)又稱爲服務租賃 (B)由出租人負擔租賃設備的維修工作 (C)租賃設備的成本通常已完全攤銷掉 (D)含有承租人提前解約的取消條款。
- (B) 3. 下列何者屬於「變動收益證券」？ (A)特別股 (B)普通股 (C)公司債 (D)公債。
- (D) 4. 由出租人、承租人與貸款者三方面所構成的租賃方式爲： (A)售後租回 (B)營運租賃 (C)資本租賃 (D)槓桿租賃。
- (B) 5. 對於槓桿租賃的敘述，下列何者爲非？ (A)貸款人將錢借給出租人，並向其收取利息 (B)由承租人向出租人收取租金 (C)由出租人將貸款來購買機器設備 (D)由出租人將機器設備租給承租人。
- (A) 6. 下列何項不是租賃的優點？ (A)租金成本通常很低 (B)以租賃方式，公司可保留充足資金，因應其他需求 (C)若出租人與承租人稅率不同時，可產生稅盾的好處 (D)租賃並非正式借貸，可免去限制條款約束資本租賃。
- (C) 7. 下列對於認股權證的敘述，何者有誤？ (A)認股證債券可使投資者得以在公司發展時分享公司的成長 (B)公司可以用較低的票面利率以及限制較少的債券條款來發行債券 (C)當認股證的履約價格一直低於市價時，認股證無價值 (D)即將除息時，是發行時機。

(D)其他條件相同下，附認股權債券（bond with warrant）價格低於純債券價格。

- (D)15. 可轉換公司債標的股票價格波動越大，則可轉換公司債之價格：
(A)視市場利率水準而定 (B)越低 (C)視到期日而定 (D)越高。
- (B)16. 在台灣，認購權證指的是由標的證券公司之外的第三者所發行的買進選擇權執行比率通常是1比1，舉例而言，若權證現價為5元，標的物現價50元，上漲至70元。則權證的報酬率為： (A)100% (B)300% (C)200% (D)40%。

(93政大財管)