

## 論參與型國際存託憑證發行之投資人保護法制

對國際金融市場之參與者而言，追求資金之最有效率配置係最重要的目標。國際證券募集發行與投資之概念，從需求資金公司募集發行證券觀點，可分為我國公司跨國募集與發行海外有價證券（全球型(Global)或國際型(International)）--如海外股票、公司債與存託憑證(Depository Receipts, 簡稱 DR)等，以及外國公司至我國募集與發行有價證券(如台灣存託憑證(Taiwan Depository Receipts, 簡稱 TDR)、外國股票、外國公司債等)；如從投資人之觀點，則有募集國外投資人資金投資我國內有價證券或募集國內投資人資金投資海外有價證券之分，亦即經由證券投信事業吸引外資間接投資我國資本市場，或吸收我國內資金間接投資外國資本市場。企業至海外發行股票籌資，不但能降低籌資成本、提供另一穩定的資金蓄池(Pool)、穩定公司經營以及提高企業國際知名度，並能擴大股東基礎，將「證券大眾化」進一步推向「證券國際化」，對投資人更有擴充投資管道、分散風險、追求更高獲利率之優點。

1960 年代以降，台灣國民所得大幅提高，惟卻受限於外匯管制與出口貿易導向政策，造成外匯存底(Foreign Reserves)不斷升高，國內資金過剩問題日趨嚴重性。政府意識到貿然全面開放資金自由進出對整體經濟帶來的影響將弊多於利，遂採取漸進放寬外匯管制與外資投資我國證券市場之計畫。我國證券市場國際化之政策最先是開放國內市場供外國人投資<sup>1</sup>，其後方允許國人對外投資。而後者之開放進程，係推動成立證券投信募集國內資金以投資國外有價證券<sup>2</sup>，最後，方使國人得直接投資外國有價證券並允許外國公司直接在台灣發行證券<sup>3</sup>。

---

<sup>1</sup> 依據行政院 1982 年核定之「引進僑外資投資證券計畫」，我國引進僑外資投資國內證券之步驟分為三階段，逐步開放我國證券市場供僑外人投資，以期奠定我國證券市場國際化之雛形，其內容為：1. 先採取僑外資間接投資國內證券之方式；2. 准許僑外資專業投資機構(Qualified Foreign Institution Investors, QFII)，直接投資國內證券；3. 全面開放僑外資直接投資國內證券。詳細說明參閱 陳思廷，從投資人保護法制論國際存託憑證發行服務架構及其電子化帳簿劃撥作業，國立台灣大學法律研究所碩士論文（1999 年），頁 42-50。

<sup>2</sup> 1986 年初，國內第一家投資於本國證券之基金（國際投信之「第一證券投資信託基金」）募集成功，其後為配合央行放寬外匯管制並增加國人對外投資管道，1988 年起准許國際型基金之募集，嗣於 1996 年始放寬投資標的為大陸以外地區之外國證券集中交易市場與美國店頭市場之證券。參閱王仁宏，「國際證券的投資與募集發行」投影片，台北，國立台灣大學法律學研究所「國際經濟法專題研究」上課講義（1998 年）；饒仁宏，台灣證券市場國際化法律問題之研究，私立文化大學法律學研究所碩士論文（1993 年），頁 66。

<sup>3</sup> 按外國人於本國發行有價證券，乃依證交法第二十二條、外國發行人募集與發行有價證券處理

就外國債券之發行而言，亞洲開發銀行(Asian Development Bank, ADB)於臺灣已發行小龍債券(Dragon Bonds)；而 TDR 之發行，迄今只有新加坡福雷電子一家；但有關國內上市、上櫃公司以原股至國外證券市場發行上市，以及外國公司以原股來台上市交易事宜，則尚在規劃中<sup>4</sup>。

隨著我國證券市場逐步開放，投資人參與國際投資之管道已較多元化<sup>5</sup>。近來，國際存託憑證(International Depositary Receipt, 簡稱 IDR)之出現，解決了國人直接參與海外投資所面臨的交易方式、賦稅、匯率、資訊等困難，投資人得以購買 DR 代替直接持有外國原股之不便，參與發行 IDR 之公司亦得藉此達成海外籌資與分散股權等目的。由於分散於發行公司境外各地之 IDR 投資人多屬經濟上弱勢，國際證券發行實務與規範中有關 IDR 發行之組織架構，莫不以保障投資人權益作為制度核心。由於 IDR 之募集與發行橫跨兩國家以上法域，其投資人亦分散於各國，實務上係依發行公司與經理承銷集團約定來建立之投資人服務架構，存託契約以英美「信託受託人制度」保護 IDR 投資人者，可能因該契約或 DR 上所約定之準據法或依國際私法選法原則而抵觸內國強行規定，例如在歐陸法系未普遍使用英美法上「信託」概念，而係以證券持有人代表或團體之方式來保護投資人，若在以存託機構為受託人之存託契約中，存託機構決定延緩對於發行公司之股利請求，將因該決定抵觸內國法所規定證券持有人團體之權限而無效，此即內國法不承認 IDR 發行投資人服務相關契約之法律風險。為使 IDR 發行公司與投資人能預測契約之法律適用，並配合國際證券發行實務所需，於不抵觸當事人內國法之強行規定下，各國多已承認與尊重「當事人契約自由」在國際經濟法上之地位，在國際證券市場已逐漸形成「超國家法律」(Transnational Law)性質之契約。

---

準則、及臺灣證券交易所股份有限公司外國證券上市準則之規定辦理。

<sup>4</sup> 相互開放外國企業至國內市場以及本國企業至外國市場直接發行原股上市交易之作業，並非本文之研究範圍，然其作業架構近似國際存託憑證發行投資人服務之法律架構。該作業涉及跨國交易連線作業、外匯管制、股東權如何行使等問題，先進國際性證券市場如美國、日本、西歐等地業已實施，我國近來亦積極規劃「原股直接發行上市交易方案」，考量與新加坡合作事宜，值得密切注意其後續發展，進一步說明，參閱 陳思廷，前揭論文，頁 51-53。

<sup>5</sup> 包含間接投資（如購買海外共同基金）或直接投資外國有價證券，後者歸納來說有以下數種形式：1.透過外國或本國券商之經紀或證券投資信託事業，於外國證券市場購買外國股票；2.購買國際存託憑證；或 3.直接於本國證券市場買賣外國原股（股票）。然而直接的投資的第一種方式不但無助於本國證券市場之國際化，投資人尚需自行負擔外國交易風險，通常僅為法人機構所採，並非證券市場國際化措施主要推行重點。

## 壹、參與型國際存託憑證之基本概念

### 一、參與型存託憑證之意義與類型

存託憑證(DR)，係指外國發行公司不將該外國證券在本國境內以原證券形式直接發行、流通，而約定委由本國存託機構(Depository Bank)在境內發行一種表彰已寄存於外國保管機構之一定數額外國有價證券的可轉讓證書或憑證

(Negotiable Certificates or Receipts)<sup>6</sup>。簡言之，DR 係本國存託機構簽發用以表彰外國有價證券之憑證，當本國投資人購買 DR 時，則「相當」於購買該外國有價證券<sup>7</sup>，故本國投資人所持有者為表彰外國原證券權利之替代憑證。而參與型(Sponsored)係相對於非參與型(Unsponsored)<sup>8</sup>而言，指發行公司與存託機構簽訂存託契約(Depository Agreement)，發行公司依約參與發行 DR，並須定期提供相關之財務與股務資訊(如新股認購、股東會召集以及配發股息股利等公告或通知)予存託機構或保管機構，對投資人較有保障<sup>9</sup>。

---

6 參閱陳春山、李啓賢合著，<<證券發行實務精華：制度、法令、契約>>，台北，五南圖書出版(1994年5月)，頁115；陳春山，<存託憑證及股票國際發行之規範—國際化股權證券市場之建立>，證交資料，第422期，台北(1997年6月)，頁13。有關DR之產生背景介紹，參閱林當茂，<<台灣存託憑證問題之探討>>，台北，台灣證券交易所(1994年11月)，頁1。

7 本文此處所謂「相當」於購買該外國有價證券，其意義精確而言並非「等於」直接購買原外國證券，僅取得該外國證券之替代證券而已，故以「相當」一詞稱之，不可不辨。且須注意者，雖存託之外國證券得為股票或債券，然基於存託憑證之特性，以存託憑證發行者，多以表彰股權(Equity)之證券—普通股股票(Common Shares)為主，此時存託憑證持有人之權利義務與發行公司本國普通股股東相同，故本文以下所指稱之存託憑證，除有特別註明外，皆係指表彰存託股票之存託憑證。

8 非參與型(Unsponsored)乃投資銀行、信託公司、證券商或股票發行公司大股東為使其所持有之股票流通於海外市場，以自己名義(非發行公司名義)將該股票存入本國保管機構，並委託外國存託機構發行海外存託憑證。因發行該股票之本國公司並未介入參與此發行程序，故其僅須出具無異議(no objection)文件即可。參與型與非參與型在締約當事人、申請程序、費用負擔、認股權、股東表決權之行使、有關股東會通知及發行目的與功能等方面之有所不同，詳請參閱本文附錄(二)。

9 目前我國證券管理法令規定之海外與台灣存託憑證發行類型，僅以公司參與型為規範對象(「發行人募集與發行海外有價證券處理要點」第二點第一項以及「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」第六條)。倘證券商發行非參與型海外存託憑證者，除受外國證券市場規範外，因非在我國市場募集發行，目前僅得以「華僑及外國人投資證券及其結匯辦法」或其他外匯管理法令加以規範。另外，如券商發行非參與型台灣存託憑證時，目前似可依銀行法「禁止未經允許收受資金」規定加以規範之。

茲以我國「台灣積體電路股份有限公司」(簡稱「台積電」)(Taiwan Semiconductor Manufacturing Company, 以下簡稱「TSMC」)1997年10月8日向我國證期會申請參與發行海外 DR 為例,其係於美國紐約證交所(New York Stock Exchange, NYSE)發行參與型普通股存託憑證(sponsored American Depositary Receipts, ADRs),簡述其發行流程如下<sup>10</sup>(其發行整體組織架構圖請見本目文後):

1.TSMC(發行公司)提出一定數量普通股(Common Shares)參與發行美國存託股票(American Depositary Shares, ADSs),該 ADSs 係由美國證券承銷集團(Underwriting Group)負責承銷(主辦承銷商(Leading Manager)為 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.(高曼亞洲),承銷集團之成員有 SBC Warburg Dillon Read(華寶證券)、Barits Securities Corporation(培利證券)、Jardine Fleming(怡富集團)...

等);

2.TSMC(發行公司)與美國花旗銀行(Citibank)(存託機構)(通常為主辦承銷商所安排)簽訂存託契約;

3.美國花旗銀行(存託機構)與美商花旗銀行台灣分行(保管機構)簽訂保管契約,由 TSMC(發行公司)交付股票予美商花旗銀行台灣分行(保管機構)保管;後者再通知美國花旗銀行(存託機構)發行 ADRs;後者於美國簽發 ADRs 以表彰保管機構所保管之 ADSs;

4.美國投資人繳納認購 ADSs 價金,由證券分銷集團(Selling Group)交付 ADRs(通常係以帳簿劃撥方式交付)。

5.TSMC(發行公司)如就 ADSs 分配股利、提供財務報告、通知認購新股與召集股東會時,均須委託美國花旗銀行(存託機構)為 ADRs 持有人之利益辦理。

參與型 DR 之種類,以籌資流向與募集區域為標準,尚可分為<sup>11</sup>:

### (一) 海外存託憑證與台灣存託憑證

如我國企業至海外資本市場發行 DR 籌資,此憑證因在海外發行流通而稱「海外存託憑證」,其作為吸引外資投資我國證券市場之手段之一,其資金流向

---

<sup>10</sup> 參閱「台灣積體電路股份有限公司 1997 年 10 月 8 日發行美國存託憑證公開說明書」。另可參閱美國花旗銀行(Citibank)網站以瞭解 ADR 發行現況, Available online URL:

[http://www.citibank.com/corpbank/adr/overview/iss\\_can.htm](http://www.citibank.com/corpbank/adr/overview/iss_can.htm). (Last visited 1999/05/21 AM09:41 CST+8:00)。

<sup>11</sup> 如依募集與發行存託憑證地區所涵蓋市場範圍,尚可分為單國型與區域型存託憑證,詳見附錄(一)之說明。

係由外國匯回到我國內，發行交易事項係屬外國證券市場管理，我國法規範重點在於發行人之資格與所募得資金匯入管理問題，並須考量確保我國企業在外資金之籌措，當然，我國市場投資人如股東與債權人之保障，我證管機關亦須考量。

相對地，如外國企業至我國發行 DR 籌資，因此憑證係在台灣發行流通，故稱「台灣存託憑證」，其資金將由我國流出至外國，除生外匯管理事項外，亦涉及我國證券市場發行交易監理問題，更重要的是因我國投資人實際上係投資於外國公司，如何保障我國投資人（特別是投資 TDR 者）權益則為我國證券法令規範重點。

## （二）全球存託憑證(GDR)與國際存託憑證(IDR)

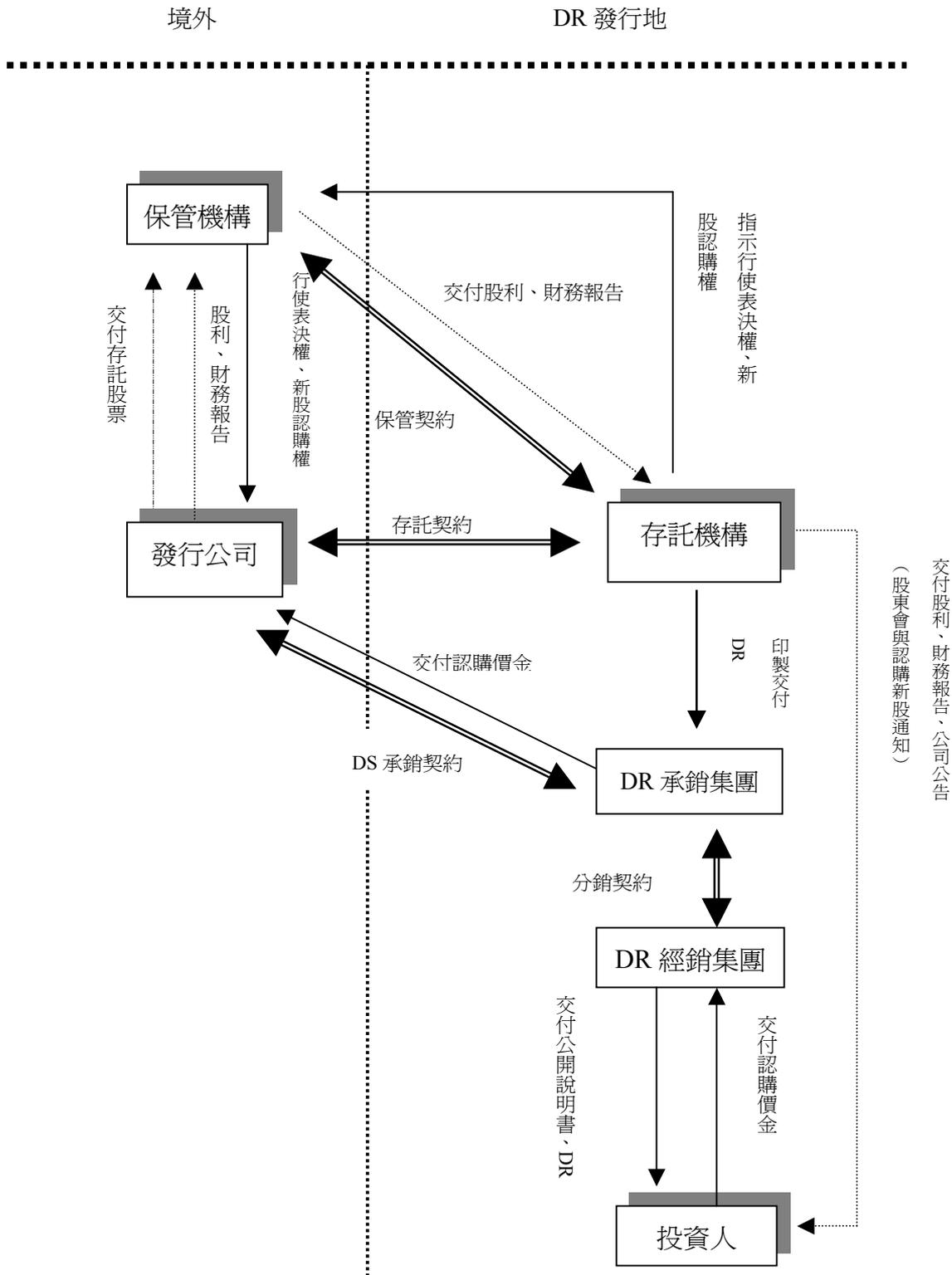
國內公司因需求資金，除得在本國資本市場募集與發行有價證券外，更可進一步跨國募集與發行海外 DR，依募集資金對象之範圍，如同時在國內外籌資並發行海外 DR 者，稱為全球型存託憑證(GDR)；如只在海外募集資金與發行 DR 者，則稱為國際型存託憑證(IDR)。外國企業僅在海外籌資與發行 IDR，其中募集資金對象如包括或專對台灣證券市場，從我國證管法令之觀點，亦稱該 IDR 為 TDR<sup>12</sup>。實務上常見的 DR 發行技巧為--避免於本國亦同時發行股票，亦即較少發行 GDR，否則，同一證券於不同市場為發行時，因股價穩定之制度及市場因素不同將相互影響，而使發行價格無從穩定<sup>13</sup>；故發行 DR 之案例以 IDR 佔多數，本文重心亦集中在國際型之探討。由於 IDR 發行時常同時牽涉不同國家法域之多樣性，如依傳統國際私法方式訂準據法方式處理法律適用問題，仍不能完整解決不同法律、語言與選法方式之衝突，幸而在國際證券發行實務上已形成統一方式(Uniform Approach)，使 IDR 契約具有一致性跨國家法律性質。

---

<sup>12</sup> 參閱王仁宏，「國際證券的投資與募集發行」投影片，台北，國立台灣大學法律學研究所「國際經濟法專題研究」上課講義（1998 年）。

<sup>13</sup> 例如我國首次發行全球型存託憑證之中鋼公司，即因同時於外國及本國發行存託憑證與股票，由於本國股票之價格跌落，亦使存託憑證價格降低，影響外國承銷商於外國為安定操作。

圖：參與型存託憑證發行之整體組織架構<sup>14</sup>



<sup>14</sup> 資料來源：本圖參照王仁宏，前揭「國際證券的投資與募集發行」投影片，自行整理繪製而

## 二、參與型國際存託憑證之法律性質

### (一) 國際存託憑證為我國證交法上有價證券

IDR 依證交法第六條第一項規定，屬該項後段中有關「財政部核定之其他有價證券」，故無論是外國企業在我國發行之 TDR，抑或我國企業於境外地區或國家發行海外 DR，均認定 IDR 為「我國證券交易法上有價證券」，並受我國相關證券法律之規範。

### (二) 存託憑證為表彰存託股票之替代證券

DR 實為表彰存託股票(Depository Shares)之替代證券，發行人欲將所持有股票（老股）或以新股以 DR 跨國發行時，依其與存託機構所訂立之存託契約，必須先將上述股票存託於保管機構後，存託機構始得發行相當數額之 DR，發行人交付保管機構保管之股票即稱為「存託股票」，本質上係屬股票。DR 與存託股票間有依存託契約約定之一定轉換比例(conversion ratio)<sup>15</sup>，DR 既表彰存託股票上所有權利義務，兩者之關係密不可分，如存託股票係屬「無表決權」之特別股，該存託股票之 DR 持有人即無法行使表決權，但一般而言，實務上多以普通股(Common Shares)發行 DR，且存託機構多要求發行人所存託之股票係屬同一性質（如同為普通股）<sup>16</sup>。在 IDR 投資人服務架構中，普通股股票因存託登記於保管機構名下，依存託契約與保管契約約定，存託機構得為投資人利益指示保管機構行使該存託股票上所表彰之股東權利。

投資人得提示 DR 自存託機構兌回原存託股票，或得要求存託機構代為出售存託股票，另外，投資人並得按其憑證數額受領由發行公司給付存託機構之存託股票權利（股息、股利）、委託存託機構行使存託股票表決權。然而，存託股票形式上登記在存託機構名義下，即發行公司股東名冊上所記載之股東為保管機構，投資人僅得依所持有 DR 數額對存託機構主張存託股票上權利，對發行公司並無股東權權，故如發行公司違法分派股利或為違背章程行為，DR 持有人並無法以公司股東地位直接行使糾正監督權利，另外，因存託機構受領發行公司分派之股利後交付投資人前，可能遭破產宣告等，而使投資人無法受給付之風險等等，因此，若無適當的投資人保護法制相配合，將因投資人恐懼權益不保而投資意願低落，進而導致 IDR 發行制度之崩潰。

---

成。

<sup>15</sup> 例如依台積電 1997 年 10 月發行 ADR 公開說明書所載，台積電之 ADR 與 ADS 之 ratio 係 1 單位兌換 5 普通股。

<sup>16</sup> 參閱新加坡福雷電子 TDR 發行公開說明書中之存託契約。

### 三、參與型國際存託憑證發行整體組織架構宜側重投資人服務面之

#### 探討

公司募集資金、發行有價證券基本組織架構與發行流程，可從發行承銷面、投資人服務面兩個面向加以分析說明（參閱以下兩張圖表，可見兩者有極相似處）。從證券發行承銷面分析，發行公司藉由證券承銷相關契約將證券讓與（售）投資大眾，使投資人取得證券而參與投資。然從投資人服務架構面來看，係包含證券發行時與發行後投資人得主張所持有證券上所有權利之相關配套措施，例如在國際債券發行時，設立債券受託人(Trustee)以確保分散於各地之債券持有人本息之清償，並得以受託人監督債務人公司財務狀況，以及公司違約時擔保之行使。相同地，IDR 發行之整體組織架構亦應包含承銷程序與 DR 投資人之保障兩方面，且應將投資人權益保護視為關注焦點。

分析 IDR 發行之組織架構，可知相關當事人有：

(1) 保管機構：係指位於外國發行人所屬國境內，與存託機構訂立保管契約，保管 DR 所表彰之有價證券之金融機構(Custodian Bank)<sup>17</sup>。

(2) 受外國發行人或外國有價證券持有人委託，於本國發行 DR 之機構，即所謂之存託機構（或銀行）(Depository Bank)<sup>18</sup>。

(3) 參與發行 DR 之該有價證券之外國公司，即所稱之外國發行人(Foreign Issuer)。「參與發行」係指發行人依存託契約協助執行 DR 發行計畫，並提供相關財務資訊予存託機構之行為，在參與型中，一般均認為「發行人」係發行原有價證券之發行公司。

(4) 投資 DR 者，即 DR 持有人 (DR Holder)，得主張與原存託有價證券相同

---

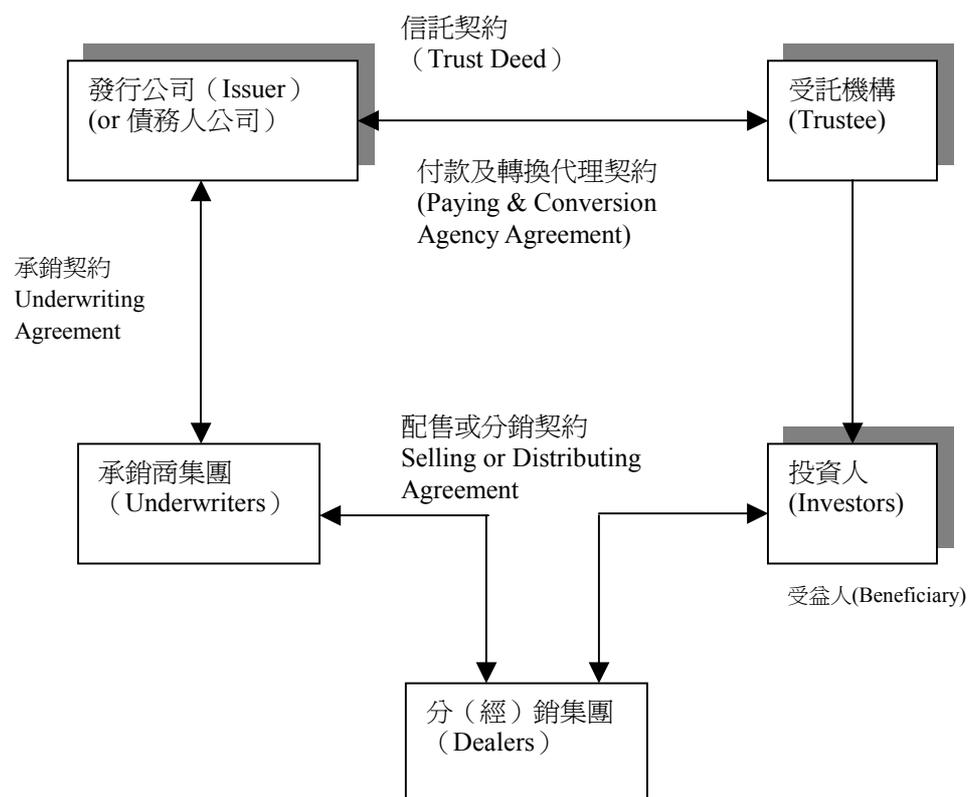
<sup>17</sup> 參閱「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」第四條規定：「保管機構，指與存託機構訂立保管契約或其他文件，保管臺灣存託憑證所表彰有價證券之金融機構；或指保管外國發行人所發行股票之機構。」

<sup>18</sup> 參閱「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」第三條規定：「存託機構指位於中華民國境內，經有關主管機關許可得辦理臺灣存託憑證業務之金融機構。」其主要業務包括：(1)募集資金、印製發行存託憑證；(2)辦理存託憑證所表彰股票之過戶與發放股息、紅利、利息或其他利益；(3)扮演發行公司與存託憑證持有人間溝通橋樑，提供與憑證相關資訊予發行公司，如存託憑證持有人名單、市場銷售、流通情況與憑證價格變動等資訊，另一方面亦提供如發行公司營運獲利狀況、原股市場價格等資訊予存託憑證持有人；(4)代理存託憑證持有人行使股東權（如股東會表決權、新股認購權等）；(5)以及處理存託憑證兌回原股票事宜。另參閱魏灼瑩，前揭論文，頁 12。

之權利，但其權利行使方式卻與直接持有該原有價證券之行使稍有差異，依存託契約與 DR 上所載規定，DR 持有人必須委託存託機構代其行使實質權利。

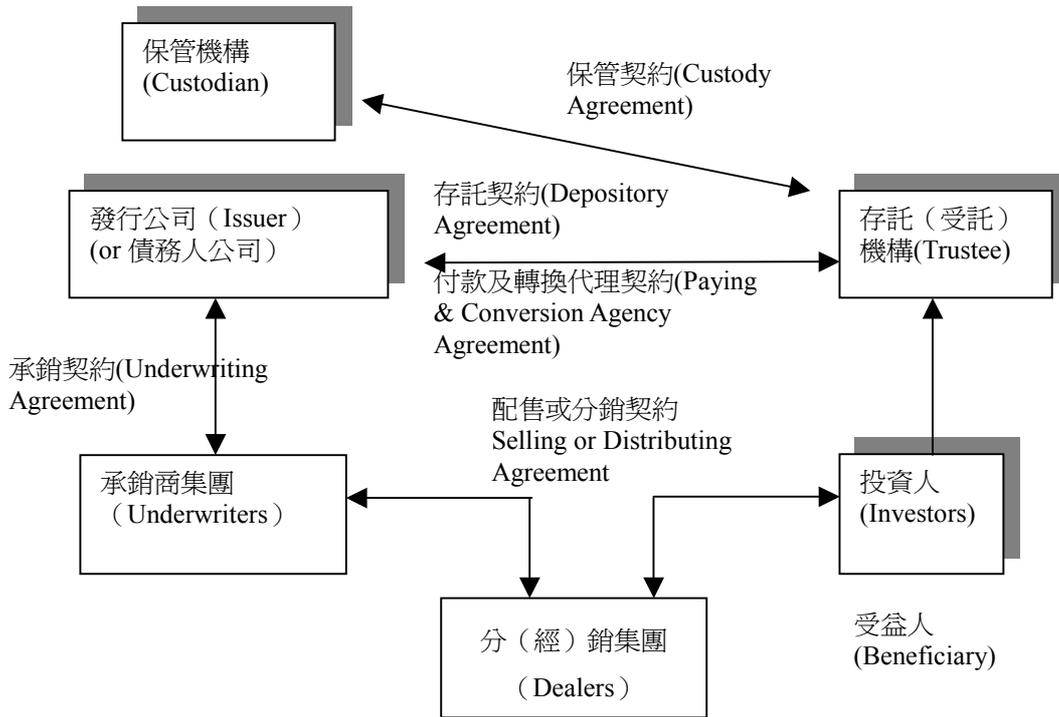
(5)證券承銷商或承銷集團(Underwriting Group)。

圖：公司募集與發行有價證券（承銷與投資人服務）之整體組織架構<sup>19</sup>



<sup>19</sup> 資料來源：王仁宏，前揭「國際證券的投資與募集發行」投影片。

圖：參與型國際存託憑證發行之整體組織架構<sup>20</sup>



## 貳、參與型國際存託憑證投資人保護法律架構之比較法制

### 一、存託機構作為國際存託憑證發行之財務代理人(Fiscal Agent)尚不足 以保護投資人

存託機構在 IDR 發行組織架構中，依存託契約約定，主要處理製發 DR、分派紅利(Dividends)、股息(Bonus Shares)或其他財產、將該分派現金股利兌換成本國貨幣支付、行使存託股票所賦予之表決權、提供公司財務資訊與開會通知、辦理憑證兌回等事務，在法律上至少可將存託契約定性為民法委任契約，發行公司與存託機構間之內部關係是基於處理事務之委任關係，對外關係則為發行公司之代理人關係，將所生法效果直接歸於發行公司，實務上稱為「財務代理契約」(Fiscal Agent Agreements)。另就存託機構受寄存託股票(財產)之事務處理(實務上由存託機構另指定保管機構保管)，雖得進一步定性為寄託關係，實質上仍為一種特殊之委任關係，發行公司對於存託股票(財產)僅有債權請求權，存託機構(或保管機構)係負受任人之義務(參閱我國民法第五百二十八條至第五百五十二條)；投資人因購買 DR 而受存託契約與 DR 上條款之拘束，而成為存託

<sup>20</sup> 資料來源：本文參考王仁宏，前揭投影片自行繪製。

契約之相關當事人<sup>21</sup>。

比較在國際債券持有人之服務架構中，債券發行人與代理人亦簽訂財務代理契約，內容規定代理發行人辦理本息償還方式、相互補償、債券註銷、換發等權利義務事項<sup>22</sup>，由財務代理人主要作為發行人之付款代理人(Paying Agent)，受任處理主要有關本金、利息之償還、辨識債券真偽、記錄債券、息票(Coupon)之受償情形，債券遺失、毀損滅失或遭竊盜之換發等行政事務<sup>23</sup>，以維持本息償還之正常運作，其與存託機構在法律地位上相同。在少數歐洲債券發行對債權人之服務架構中，在發行成本較設置受託人為低廉之考量下，僅指定財務代理人以代替受託人。在此種投資人服務架構下，債券持有人將面臨較高之法律風險。例如發行人雖支付債券本息予財務代理人，如發行人在代理人未償還（或交付）債券持有人前破產，因財務代理人為發行人之代理人，此時該款項僅由代理人為發行人之計算而占有，此款項歸入發行人之破產財團，債券持有人僅能與發行人之其他債權人依破產程序參與分配，顯然對債券持有人權利之保障不夠周延。

同樣地，倘若認為存託機構（或保管機構）所持有之存託股票（財產）係受寄物，於存託機構（或保管機構）破產或受強制執行時，投資人將無法排除債權人之執行而受損害。又從（我國）民法上對於受任人或代理人規定雖可得有關注意義務之明文，但更能保護投資人之受任人忠誠義務卻僅能以解釋引伸而得，不若以信託法制規定較周到。另外，發行公司未能按存託契約履行義務，或違法使公司為不當行為而損及 DR 投資人權益，存託機構能否適時發揮其有別於上述事務代理權限外之監督、制止功能，則頗有疑問。由於一般 IDR 持有人係個別且

---

<sup>21</sup> 學者對於存託契約之當事人是否尚包括投資人有爭議，一說認為應只規範發行公司與存託機構，並不能拘束未有成立契約意思合致之憑證持有人，參閱饒仁宏，前揭論文，頁 121-122。另一說則從契約內容實質探討，認為涉及持有人權義而應認持有人受存託契約拘束；參閱陳春山，〈存託憑證及股票國際發行之規範—國際化股權證券市場之建立〉，證交資料，第 422 期，台北（1997 年 6 月），頁 17；魏灼瑩，前揭論文，頁 15；戚仁俊，〈論「美國存託憑證（ADRs）」〉，法律評論，第 62 卷第 10 至 12 期合刊，台北（1996 年 12 月），頁 24。然本文認為，與其爭執存託契約是否包括憑證持有人，不如注重為憑證投資人權益是否受到充分保障。

<sup>22</sup> 包括(1)於收受發行公司所交付之公司債本息基金後，即將之分發予各債權人；(2)於發行結束日時交付債券、認證債券；(3)換發正式債券(Definitive Bonds)並收回臨時債券(Temporary Global Bonds)；(4)寄發贖回通知；(5)管理償債基金等行政工作。 See FISHER, FREDERICK G., EUROBONDS, London: Euromoney Publications, 1988, pp.86-87.

<sup>23</sup> 參閱 ICBC Paying Agent Agreement Art.7(1), “...each of the Principal Paying Agent and the Paying Agents is acting solely as agent of the Bank [Issuer] and does not assume any obligations to or relationship of agency or trust for or with any of the owners or holders of the Certificates.” 轉引自朱純蕙，國際債券發行有關契約之研究，國立台灣大學法律學研究所碩士論文（1986 年），註 38，頁 316。

分散，處於經濟上弱勢地位，僅將 IDR 制度之法律關係認定為委任關係尚有不足，必須使投資大眾能形成團體，凝聚力量以保障自身權益，或另外設置機構代投資人監督行使權利，因此，如何透過各國有關證券持有人服務法制之參考比較，設計一套保護 IDR 投資人之制度，即有研究之必要。

## 二、國際存託憑證投資人保護之比較法制

### (一) 國際存託憑證持有人團體法律地位之直接承認--比較法國法

#### 中國際債券「債權人團體」(Société des obligataires)法制

IDR 發行實務上具有集團的、大量的、分散零星的集資特性，且其內容漸趨定型性、統一性與繼續性，通常 IDR 投資人為不特定之公眾，原係經濟上之弱者，通常缺乏保護自我權利知識，如彼此任其孤立，憑其一己之力亦無法與公司分庭抗禮，甚至將使其無法行使法律所賦予之正當權利，實有集體保護債權人利益之必要，且唯有承認 IDR 投資人團體之存在，藉團體力量與公司立於對等地位，始足以監督發行公司確實履行其債務<sup>24</sup>。甚且，集合所有分散的證券投資人形成法律主體之可行性，似無疑義，蓋 IDR 發行條件同一且內容定型化，可構成一個具共通利害關係之統一債權，並因 IDR 權利之繼續性特徵而強化其共通性，經濟上已有利益團體之特性。因此，為使為數眾多之 IDR 持有人對發行公司得共同採取行動，以維護其等之共同利益，以及使發行公司在必要時得與 IDR 持有人商討而統一地變更原 IDR 發行約定，即有承認證券持有人結合之必要性與可行性，除可透過信託契約達成前述需求外，可以不同之債權人結合型態加以解決：如以事先擬妥 IDR 持有人團體組成之 IDR 條款，於投資人取得 IDR 時成立；或於發行後與 IDR 持有人約定。

由於上述兩種 IDR 持有人結合方式係以「約定」方式成立，其合法性頗有爭議<sup>25</sup>。此問題之解決，必須參考國際債券發行實務與法制如何以立法或契約約定方式達成。以立法明文促成債權人共同行動之基礎者，如德國 1899 年之「債券法」(Schuldverschreibungsgesetz)，規定公司債債券持有人得任命一類似英美債券信託受託人功能之代表人<sup>26</sup>，其他如比利時、瑞士立法例皆有類似規定<sup>27</sup>。其

---

<sup>24</sup> 承認「國際債券持有人團體之法律地位」之理由，並無不同。另參閱柯芳枝，〈論公司債債權人會議〉，公司法專題研究，國立台灣大學法學叢書（11），台北（1976年），頁 162。

<sup>25</sup> 債權人為有效的共同利益之行動，其個別權利必須受到限制，但問題是建立在當事人「約定」之「債權人結合」（團體）如何為相異於民事法一般原則之有效規定？法國實務有關國際債券債權人團體(société des obligataires)制度即提供了除債券信託(trust)外之另一種思考。

<sup>26</sup> 代表人權限係由任命之決議所界定，其得依債權人會議中四分之三以上多數決經授權專屬行使債權人權利、修正發行契約或棄權等事項（取得並排除原屬債權人之權利），但債券本金非經債

中，以法國債券債權人團體之立法例實行最早且最為重要。

### 1. 國際債券發行服務架構中債權人會議(*Société des obligataires*)之創立

**(1)法國法有關公司債債券債權人團體(Masse des obligataires)之規定**--法律上直接承認該團體之主體性者，如法國 1935 年 10 月 30 日法律(Loi 1935/10/30) (第十一條至第二十四條)關於公司債債券人之保護，規定「在法國同時發行之公司債債券持有人，以及在法國流通而在外國同時發行之公司債債券持有人，於該法律所訂之條件下，得為保護共同利益而組成具有法人格之團體(Masse des obligataires)」。債務人公司或持有已發行債券總額三分之一以上之債權人得召開債權人大會(Assemblée générale des obligataires)，以保護債權人利益。

法國現行公司法於 1966 年頒佈(第三百零四條至三百二十一條之一)，繼受 1933 年法律之立法例，除將過去須經債權人會議一致決之事項限縮成三項--即債權人義務之增加、同次債權人間不平等待遇與債券轉換成股票之事項外，亦規定債券債權人得依法組成具有權利能力之團體(Masse)：「屬於同次發行之公司債債券持有人，為保護其共同利益，在法律上當然組成有權利能力之團體(Masse)。但在公司債分次發行之情形，如各次發行契約條款另有規定者，公司得以具有同等權利之公司債債券持有人組成一單一權利能力團體。」該團體得以章程組織之，本身即為公司債發行之機關(Organ)，其得指定一或數位代表(Representant)或受任人(Mandataire)，並承襲過去法例而有債權人大會(Assemblée générale des obligataires)以形成債權人共同意思。受任人得以 Masse 名義從事為債權人共同利益之保護，如一般保全債權事項之執行，但關於實行擔保權或對發行公司起訴則須經債權人大會之授權，另外，如受任人同意發行公司變更資金運用目標、在附擔保公司債中修正擔保標的、就債券持有人之請求與公司達成和解或同意本息之遲延償還，除經債權人會議四分之三以上之授權外，仍須法院之許可始得為之<sup>28</sup>。債權人大會在任免受任人、決議由受任人執行事項上有廣泛權限，但仍應遵守「平等對待債權人」與「不得剝奪各債權人支付請求權」原則。

由於有關 Masse 之債權人大會之程序(開會人數、多數決等事項)與受託人之資格規定，在國際債券(尤其是無記名債券)發行時適用困難且不實用，加上多數法國債務人公司發行國際債券時皆選擇適用外國法，故法國在 1967 年修正

---

權人一致決不得取銷或減少。See WOOD, PHILIP R., INTERNATIONAL LOANS, BONDS AND SECURITIES REGULATION, London: Sweet & Maxwell, 1995, p184.

<sup>27</sup> For the legislation of bondholder communities of Belgium and Luxembourg, see WOOD, *ibid*, p183. 有關瑞士立法例，參閱柯芳枝，前揭「論公司債債券人會議」一文，頁 164。

<sup>28</sup> WOOD, *op. cit.*, pp.182-183.

公司法，免除法國企業在法國境外發行公司債適用法國公司法之規定，亦即，1966年法律從此僅適用於法國境內發行之公司債，不適用於法國公司發行國際債券之情形。

**(2)國際債券發行服務架構中債券持有人會議(Société des obligataires)之創立**--發行歐洲債券之法國公司有依其本國法律實務創設債券持有人會議(Société des obligataires) (或簡稱「債權人會議」)之趨勢，然此會議為民事合夥(Société civil), 非依其本國 1966 年公司法規定成立之有權利能力團體(Masse), 而係一種民事合夥人(Civil Partnership)制度。國際債券債權人僅能依約定 (通常以制訂合夥契約方式) 結合成會議，其結構以行政委員會(Comité d'administrateurs)與債權人大會(Assemblée générale des obligataires)對外行使債權人共同權利。

為使債務人公司順利於本國以外之數個國家同時募集並發行國際債券，並避免當事人權義關係適用各國內國法結果之不確定性，法國公司在國際債券發行實務上以相關契約建構投資人服務架構之超國家法制，即組成債權人會議之契約條款 (合夥契約) 在債券發行前已擬妥並公證，該條款主要內容印製在債券與發行公開說明書(Prospects)上以為公告，包括債券持有人之代表、個別債券持有人訴訟之排除與債券持有人會議等。債權人會議(Société civil) 於債券發行時成立，債權人於取得債券時成為團體一員，受債權人會議契約與債權人大會決議之拘束。債權人會議僅為債權人利益共同並統一行使所有債權人權利，本屬個別債權人權利 (如本息之收受) 仍由各債權人分別行使，只有涉及債權人共同利益時，債權人權利才會交給債權人會議行使<sup>29</sup>。

## 2. 國際債券持有人會議是否足以保障投資人權益之檢討

然而，僅有國際債券持有人會議法律地位之承認，是否足以保護公司債債權人 (或投資人)？在國際債券持有人會議中，個別債權人有關本息收受權利仍由各債權人分別行使，僅於涉及債權人共同利益事項時，債權人權利得依合夥契約與債券條款約定，召開債券持有人大會進行表決，並由行政委員會(Comité d'administrateurs)執行上開決議，債權人會議功能實際上僅在於為所有債權人利益共同並統一行使債權人權利；例如就債務人公司本息償付之違約，為避免有一持有人堅持要求公司償還而加速債務到期(Acceleration)，並導致連帶違約(Cross Default)之嚴重後果，合夥契約或債券條款中通常約定債券持有人受不得個別或直接對債務人公司求償 (或訴訟)，須召開債券持有人大會決定是否進行訴訟，並由行政委員會負責代表債權人會議起訴。行政委員會並不得行使債券持有人一般權利，不同於英美債券受託人得為全體債券持有人利益受領利息之支付，並且

---

<sup>29</sup> Id. at p.183. also see DELAUME, GEORGES RENE, Choice of Law and Forum Classes in Eurobonds, 11 Columbia Journal of Transnational Law 240 (1972).

其並未具有如債券受託人之廣泛權限，債務人之債券發行擔保係受託人之信託財產，受託人得以自己名義為全體債券持有人利益管理處分之，但行政委員會對於發行公司所提供之擔保僅有管理權限，監督發行公司違約之功能較為薄弱<sup>30</sup>。

由於一般投資人並未具備專業之投資、經營與法律知識，難以期待其等得對發行公司從發行時起持續監督，或從事管理擔保物之工作，而防範於未然，並且於發生重大違約時始召開臨時集會，已緩不濟急，未若同時另外以一專業受託人(Trustee)制度彌補上述缺點，充分保障投資人權益。例如在附擔保公司債之發行，一般債權於設定擔保時必須確定債權人身分，但公司債債權之擔保卻須於發行前先設定，此時公司債債權人身分尚未確定，形成無法設定之困難，且若要將債權擔保一一設定予不特定之債權人，將花費許多勞力、時間與金錢，如有不易分割之擔保品更顯此方式捉襟見肘之處，另外在後續之保管與實行擔保時亦面臨相同困難。相對於此，信託制度中之受託人便能救其不足，由發行公司將擔保直接設定予公司債（或證券）受託人，使其為全體投資人利益保管與實行擔保權，將使證券發行之投資人服務更有效率，同時，也更能保障投資人權益。

綜上所述，本文認為僅有上述之債券持有人會議制度，對於保障 IDR 投資人權益仍有不足，如能同時引進信託制度，將更能給予投資人權益雙重保障，至於信託制度因受託人權限設計不同而有英美法與德國法信託立法例，將在下文繼續論述。

## （二）英美債券信託人(Trustee)制度

立法例間接承認證券持有人法律地位者，如德國法上信託(Treuhaend)與英美證券信託人(Trustee)法制。亦即不直接承認證券持有人團體之主體性，而以受託人制度或證券持有人會議等方式（制度上兩者得兼採），達到承認證券持有人團體之目的。英美國家採受託人制度(Trustee)，使受託人為全體證券投資人管理與行使證券上之一切權利，以投資人為受益人(Beneficiary)，享受依該信託證券均等部份之擔保利益。

## （三）德國法上債券信託人(Treuhaender)制度

德國法上之信託(Treuhaend)制度，係發行債券之法定款式(Legal Form)，債券受託人(Treuhaender)並不行使權利人之債券本息支付請求權，而係**管理（或**有時執行）為這些支付請求權而設定之**擔保**，同時，使證券投資人透過信託契約之「利益第三人性質」對受託人取得請求權<sup>31</sup>，為介於英美「信託」與法國「債券債權人會議」制度之中間型態。

---

<sup>30</sup> Wood, *ibid.*

<sup>31</sup> 參閱 王仁宏，前揭「國際債券發行」之投影片講義。

國際證券發行服務架構中有關投資人保護法制，採取英美法系之信託法概念及大陸法系之證券持有人會議制度之精神，經由發行人與受託人間簽訂之證券信託契約，賦予受託人有為全體證券持有人之利益，而以自己名義管理與實行證券上權利之權限與義務，使受託人成為全體證券持有人利益之守護者(Watchdog)，另以規定證券持有人會議組織、投票程序及少數者權利保護等方式，以決定彼此共同利害關係事項<sup>32</sup>。發行公司經由承銷時之主要經理承銷商(Leading Manager)指定之財務代理人或付款代理人(Paying Agents)代為從事支付利息與發放贖回(Redemption)款項、記錄證券股利發放或債券本息償付情形、銷毀贖回證券、換發遺失或受損證券等行政工作，同時配合證券受託人制度運作，以確保證券投資人權益，以國際債券市場為例，幾乎所有公司債券跨國發行均有受託人之設置<sup>33</sup>。

由於在國際證券發行組織架構中以受託人制度對投資人權益保障較周全，因此本文主張存託機構除處理股利支付或憑證兌回等財務代理事項外，更應作為IDR發行組織架構中之受託人(Trustee)，使存託機構為所有投資人利益監督發行公司，受託行使投資人信託權限。

## 參、參與型國際存託憑證投資人服務架構之超國家法制

### 一、存託機構應作為參與型國際存託憑證投資人服務架構中之受託人(Trustee)

#### (一) 國際存託憑證受託人法制之基本概念

##### 1. 國際證券(存託憑證)受託人之意義

發行公司以參與發行IDR方式，由發行公司將原股存託於存託機構而指定由保管機構保管，藉存託機構發行IDR以代替直接持有原股，發行公司實為設立股票信託之委託人，存託機構與保管機構則共同扮演受託人之角色，使IDR持有人成為存託股票(財產)之受益人，性質上屬於「他益信託」<sup>34</sup>之一種，存

---

<sup>32</sup> Horn, Norbert, A uniform approach to Eurobond agreements, Law & Policy in International Business, Vol.9 (1977), p.756, p.758.

<sup>33</sup> Ibid, at p.760.

<sup>34</sup> 依信託利益是否歸屬於委託人本身可分「自益信託」與「他益信託」，前者係委託人為自己利益而設定信託，兩者之區別實益在於有關信託之終止，自益信託之委託人或其繼承人得隨時終止，而他益信託之委託人則須與受益人共同為之始可(參閱我國信託法第六十三條第一項與第六十四條第一項)，但此限制可以特約排除之。而「公益信託」即為他益信託之典型，其區別係以

託機構製發之 IDR 即為存託股票（財產）之受益證明，投資人所支付之對價即為發行公司所欲募集之資金。由於發行 IDR 係為集合眾人資金，以享受投資於存託股票（財產）獲取利益為目的，性質上亦有「集團信託」之特質。

## 2. 證券受託人制度與財務代理人制度之比較

財務代理契約為證券代理制度之一種，其與信託契約本質實有不同<sup>35</sup>。實務上在財務代理契約條款常約定：「財務代理人僅為發行人之代理人，不僅對債券持有人不負任何義務，亦不與其產生任何代理或信託關係。」故僅有財務代理人卻無受託人之設，在發行人支付債券本息或股息股利予財務代理人時，發行人在代理人未償還（或交付）證券持有人前破產，將有無法受償之信用風險；倘欲避免此風險，應同時訂定信託契約（或以受託人行使財務代理人職務），於該契約中規定財務代理人為支付債券本息或股票之股息股利所持有款項，係為受託人利益而占有，藉著信託契約規定受託人為受益人利益而占有，確保此款項於發行人破產時非成為破產財團，發行人之其他債權人不得對此款項請求，證券持有人之利益方可獲得保障。

## （二）國際存託憑證發行前置作業與投資人保護

### 1. 存託股票（財產）之保管原則

投資人所持有之 IDR 實為**存託股票之受益憑證**，憑證持有人對於該存託股票（財產）並無直接處分之權利，僅有請求存託機構依 DR 上記載兌回存託股票（財產），或委託存託機構行使存託股票上之權利。為落實專業分工與充分防止存託機構挪用存託股票（財產），在 IDR 發行法律架構上似可參考證券投資信託法律架構之優點，將存託股票另由保管機構保管，存託機構則為投資人利益指示保管機構行使存託股票上權利。

---

信託目的是否具有公益性（如慈善、文化、學術、技藝、宗教、祭祀等公共利益）（參閱我國信託法第六十九條以下規定）。參閱賴源河、王志誠合著，<<現代信託法論>>，台北，五南圖書出版，第二版（1997年12月），頁29-30。

<sup>35</sup> 有關證券信託制度與證券代理制度之異同，可歸納分述如下：(1)本質上之不同：信託制度下，受託人依信託契約接受財產權轉讓，以自己名義依信託目的就信託財產為一定管理處分，權限較代理人為大，且受益人毋庸對受託人行為所生義務負責；代理人係以本人名義，對外所為合法行為之法律效力直接對本人發生效力，代理人依本人指示為業務處理者，對此所生法效果本人應負責。(2)受託人係為證券持有人（受益人）之利益監督發行公司，並管理、行使信託證券上權利；代理人則為發行人之代理，非代理證券持有人。但代理人受發行人委託並授權處理股務必然係基於相互信賴關係，就此點很類似於受託人與受益人間之信任關係，然而，受託人負有較代理人為嚴格且複雜之忠誠義務。

### (1)存託財產與存託機構固有財產分離原則

在國際債券受託人之法律架構下，債券受託人雖受讓發行人所信託之擔保財產所有權，得取得管理處分信託擔保財產之權能，然為免受託人濫用管理處分權以致侵害投資人權益，信託擔保財產應具有獨立性質，因此，受託人應將信託擔保財產與其固有財產分別管理，視信託擔保財產為獨立於受託人固有財產以外而個別存在。同理，為保護 IDR 受益投資人權益，存託機構對於發行公司所存託股票（財產），基本上亦應獨立於存託機構固有財產外管理，如存託機構受託發行數種不同 DR 時，因每一 DR 發行目的、條件以及投資人權利不同（因而各具其信託目的），各存託股票（財產）均具有獨立性，故不僅存託股票（財產）須與存託機構固有財產分別管理，各存託股票（財產）間亦須分別管理。

### (2)存託財產之保管與經理分離原則—存託機構須指定保管機構保管存託財產

IDR 制度係基於一般信託制度而演變發展，雖本質近似但卻有相異之處。一般信託制度中委託人與受託人間存有信任關係，原則上受託人應親自處理信託財產事項，不得使他人代為處理，故通常由受託人占有信託財產。然而，如為追求受益人保護之更大利益，理論上非不可另覓一保管機構代受託人占有（所有）信託財產。尤其 IDR 制度牽涉證券跨國發行時實體股票跨境移動之不便與政策限制<sup>36</sup>，故在發行組織架構中以位於發行公司所在地之保管機構保管存託股票，最為方便，而且，若存託機構另指定保管機構保管存託財產，將可達成分工合作、避免詐欺背信情事發生等機能<sup>37</sup>。

從 IDR 制度近來之發展情形可知，持有人多在流通市場轉讓憑證獲利，欲長期持有憑證以參與發行公司經營者並不多見，投資大眾對存託機構運作多不關心，存託機構之受託權限亦不斷擴大，投資人權益恐有受損害之虞，故有必要進一步使保管機構由單純遵從存託機構指示保管、處分存託資產之機關，功能上發

---

<sup>36</sup> 在早期證券交易尚未無實體化前，兩交易場所之地理距離與證券實體搬運可能帶來毀損或失竊之風險常成為跨國發行之阻礙，故證券以不移出境外為原則。在現今電腦網路科技發達之幫助下，證券無實體化發行交易已成為可能，但如有實體證券存在，仍以不出境為原則，國內投資人仍僅能以帳簿劃撥方式持有外國股票。

<sup>37</sup> 1. 分工合作：存託機構與保管機構共同係為投資人利益，受託管理投資人共同出資購買組成之存託股票（財產），為憑證持有人利益決定並執行有關處分存託股票（財產）、行使存託股票上權利（包括表決權、新股認購權、股利分配請求權等）與監督發行公司財務狀況等權限，以及其他存託憑證之製發、換（補）發、憑證兌回存託股票（財產）等事務，為配合專業分工與經濟效益之考量，而將決策與事務性執行工作分別交由存託機構與保管機構執掌。以及 2. 避免詐欺背信情事發生：使有管理決策權之存託機構因無存託股票（財產）（之持有而無法為己所用，有名義上所有權之保管機構因對該存託資產無管理權而無法恣意處分，藉以保障投資人權益。

展轉變為兼俱代替投資人監督存託機構管理權正當行使之機關，如此，存託機構對保管機構有指示權，保管機構對存託機構之指示有審查權，就逾越契約或法令規定之指示則不予執行，透過兩者相互監督、制衡，將更能確保投資人權益。

實務上，存託機構應與保管機構於 IDR 發行日前簽訂保管契約，保管機構須依約收受、保管（持有）、釋出（於憑證兌回時受託在證券市場賣出）及交付（於憑證兌回時交付股票）股票，並分派由存託股票所生權利。存託機構應在保管機構開立並維持一登記為「存託機構國際存託憑證」之保管帳戶（專戶）（以下簡稱「保管帳戶」）；此保管帳戶由證券帳戶與現金帳戶組成以收受(1)股票及(2)與股票有關之任何股利、利息財產及其他分派（不論是現金或股票）。除非經存託機構之書面指示，保管機構不得將證券保管帳戶中之股票出借、設質或作為其他擔保物權之標的。

存託股票雖登載於保管機構名義下，但除非存託機構另有指示，否則保管機構對於為存託機構而持有之存託股票應(i)領取其受分派之利益，包括所有股利（現金股利與股票股利）；(ii)提示股票並收取因股票屆期或贖回、買回等應收款項；以及(iii)依約定處理股票之出售、交換、代替、購買、轉換或與其他交易有關之事宜。保管機構亦應於每營業日通知存託機構保管帳戶內之股票轉讓情形，並應提供存託機構有關保管帳戶內每月之交易變動表。

總之，存託機構、保管機構係為持有人之利益持有存託股票（財產），存託股票（財產）並非其等之自有財產，故存託機構與保管機構僅得為持有人之利益處分、管理存託財產及其收益，並行使所有附隨於存託股票（財產）之權利，而不得以自己名義且為自己利益處分存託股票（財產）及其收益，或向發行公司主張或請求任何附隨於存託股票（財產）之權利。

### (3)保管機構固有財產與存託財產分離保管原則

存託機構在與保管機構所簽訂保管契約中，應約定保管機構之固有財產應與存託股票（財產）分離保管，由存託機構在保管機構開立並維持一登記為「存託機構國際存託憑證」之證券與現金保管帳戶（專戶）。證券保管帳戶中之實體股票應與保管機構之財產（包括信託財產）、存託機構之個別財產分別設帳及保管，並與保管機構其他客戶之財產分離，除非經存託機構之同意，保管機構不得處分保管帳戶中之股票（如將股票出借、設質或作為其他擔保物權之標的等行為）。而現金之處理亦設有專戶，不至於與保管機構之固有資金或其他信託資金相混同。

### 2. 存託機構決定接受股票存託之前提要件

IDR 係表彰存託股票（財產）之受益憑證，DR 持有人係以登記在存託機構名下之存託股票（財產）為擔保，實際上必須確有發行公司存託股票（財產）予

存託機構與保管機構，存託機構始得製發 DR 交付投資人，且其須為全體受益人之利益嚴格審查存託股票（財產）之交付手續<sup>38</sup>。

存託機構進行初次發行 IDR 時，應相對應調整 DR 數額，使存託股票與 DR 依比例變動，例如在存託比例為 5：1 之條件下，發行人提供 500 萬股普通股存託於保管機構時，存託機構僅得發行 100 萬單位之 DR。存託機構接受發行公司股票存託後，得洽證券集保機構辦理帳簿劃撥配發 IDR 事宜，以簡化發行作業手續。

為落實投資人權益保障，由發行公司存入保管機構之存託股票（財產），除由發行公司對存託機構承諾與保證其權利無瑕疵外，另須由存託機構對保管機構保管存託股票（財產）為擔保<sup>39</sup>，保管機構得藉此發揮監督之功能，使存託機構忠實執行投資人所信託權限。

通常在存託契約中，發行公司須與存託機構確定存託股票之存託額度與 DR 之發行額度，原則上非經證管機關允許，均不得任意增加上述額度，故保管機構在保管契約中亦須約定接受存入保管帳戶中股票之最大存託額度，除有特別情事而須相對調整存託額度外，不得接受超出存託額度之股票，以避免過量發行 DR。而保管機構收受存託股票後應即通知存託機構，以便使存託機構製發 DR，則不待言。

### 3. 存託機構與保管機構之資格限制

#### (1) 存託機構之資格限制

參閱美國 1933 年信託契約法第三百一十條對公司債受託人之資格所為限制，可推知存託機構亦應有類似之資格限制。該法主要係規定受託人須為一依法成立之公司組織，其財務狀況應有一定門檻<sup>40</sup>，最重要者必須不得有與公司債債權人利益衝突(Conflicting Interests)情事<sup>41</sup>。

---

38 附錄（三）新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第 3 條。

39 附錄（四）新加坡福雷電子發行台灣存託憑證保管契約第 3 條。

40 美國 1933 年信託契約法第 310(a)(1)(2)條規定：「需為一公司組織，且依美國州、地區或哥倫比亞特區之法律，從事商業行為，或受聯邦、州、地區或哥倫比亞之監督或檢查，另其資產與盈餘之和須維持在十五萬美元之上。」

41 例如「a. 雙重發行(Dual Trusteeship)：以為債務人（發行）公司所發行其他債券之受託人，再為其受託人(trustee serves as trustee under other in debentures of the obligor)。惟後一信託契約為證券抵押契約(Collateral Trust Indenture)，而其擔保物係一前一信託契約所發行之債券；或債務人為經營不動產公司，其實質上之資產均以已供擔保，而前後二信託契約之擔保，分別由不同部份之不動產所構成者，不在此限 (§310(1))；

因此，相關證券法令得訂定存託機構之財務狀況門檻（如證券投資信託事業管理規則第四條、第五條），要求其對受益投資人公開揭露與存託股票（財產）處分管理之必要訊息（例如定期提供管理報告、資產發生重大損失時應即時通知等），並應規定存託機構之董、監、經理人、業務人員及其他受雇人之禁止行為事項。

## (2)保管機構之資格限制

為保護投資人，存託機構與保管機構間之法律關係亦有必要定性為信託關係<sup>42</sup>，故上述對於存託機構有關財務門檻、公開揭露與禁止利益衝突之限制理當一致適用於保管機構。而保管機構與存託機構間更應注意利益衝突之問題，例如同時以某銀行作為存託機構、該銀行之外國分行作為保管機構，遇有利益衝突之情況較難排除，甚至如內部控管不嚴，兩機構間容易發生勾結而挪用存託財產，保管機構與存託機構相互監督之功能將無從發揮，投資人亦面臨更大之法律風險。

## 4. 發行公司對國際存託憑證之發行承諾

實務上，發行公司在存託契約中須就 IDR 之發行後之存續期間予以承諾，

- 
- b. 受託人或其董事或其他執行業務之人，為債務人或債務人之承銷人（§310(2)）；
  - c. 受託人與債務人及其承銷人間有直接、間接與共同控制之關係(trustee control or are controlled by the obligor or its underwriter)（§310(3)）；
  - d. 受託人之董事或其他執行業務之人，亦為債務人或其承銷人之董事、其他執行業務之人員、受僱人。惟如受託人公司有逾九人以上之董事，其中一人得重複(overlap)（§310(4)）；
  - e. 債務人或任何其董事或其他執行業務之人，持有受託人公司有表決權證券達 10%，或二個具上開資格者持有 20%之有表決權證券（§310(5)）；
  - f. 受託人擁有債務人公司有表決權證券達 5%，或債務人或其承銷人其他證券達 10%者(§310(6))；
  - g. 受託人擁有債務人公司之母子公司(persons controlling or controlled by obligors)、或對債務人公司擁有 10%以上表決權證券之公司(persons owning 10% or more of the obligor's voting securities)之表決權證券達 5%以上者（§310(7)）；
  - h. 受託人擁有任何持有債務人公司表決權證券達 50%以上之人(any person who, to the trustee's knowledge ,owns 50% or more of the obligor's voting securities)，其任何證券達百分之十以上者（§310(8)）；
  - i. 受託人持有上述 f-h 所述之人任何證券合計達 25%以上，而有代表資格，將與上述 f-h 之人有利益衝突者(trustee own an aggregate of 25% or more of any class of securities in a representative capacity where beneficial ownership would constitute a conflict of interest under(6),(7), or (8)above)（§310(9)）。

<sup>42</sup> 參考證券投資信託制度中，證券投信機構與保管機構間亦係以信託關係架構，購買受益憑證之投資大眾成為該信託關係中之受益人。

詳見附錄（三）新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第十八條約定。

### （三）存託機構與保管機構之權利與義務

#### 1. 存託機構與保管機構之權利

存託機構與保管機構之權利通常係指受託報酬、費用償還請求權以及損害賠償請求權<sup>43</sup>，因其與投資人權益保護較不相關，茲不贅述。

#### 2. 存託機構與保管機構之義務

1. 善良管理人之注意義務：受託人（存託機構）對於發行公司及證券持有人（投資人）負以善良管理人之注意處理信託事務之義務<sup>44</sup>。美國法院並認為受託人有採取任何必要行為以保護信託財產之默示義務，且不得以契約排除之<sup>45</sup>。

2. 公平誠實之（忠誠）義務：受託人（存託機構與保管機構）應公平且誠實地處理信託事務，並限制受託人為利益衝突行為（包括二重信託架構下兩受託人間之利益衝突行為），以維護 IDR 持有人利益之平等<sup>46</sup>。

3. 存託機構與保管機構受檢查存託股票（財產）保管狀況之義務：在國際債券發行之投資人保護架構下，債券受託人有受檢查擔保物保管狀況之義務，即債務人公司、公司債債權人會議所選任之代表人，或持有公司債債權額十分之一以上之公司債債權人，得隨時檢查受託公司保存擔保物之狀況<sup>47</sup>。

存託機構與保管機構係為投資人保管存託股票（財產），應賦予發行公司與投資人檢查存託股票（財產）保管狀況之權利。然為避免投資人利用檢查存託股票（財產）之名影響存託事務之正常運作，應有限度地允許以憑證持有人團體名義，經持有人會議決議執行該項檢查。

4. 報告與通知義務：在公司債受託人制度下，依美國 1939 年信託契約法之規定，受託人須向公司債債權人寄發定期報告(Periodic Report)，扼要記載與債務人公司間之財務關係、擔保物之收益、釋放、替換、公司債之發行情形、償債基金之支付情形，及其他其他信託契約所載事項等。於公司債之本金或利息有遲延支付情事時，受託公司應於該事實發生之日起九十日內通知公司債債權人。

---

<sup>43</sup> 參閱附錄（三）新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第十七條。

<sup>44</sup> 日本擔保信託法第六十九條。

<sup>45</sup> 參閱陳麗玲，前揭論文，頁 129。

<sup>46</sup> 參考比較日本擔保信託法第六十八條。另外，限制受託人為利益衝突行為之情形，可參考美國 1939 年信託契約法第三百十五條規定。

<sup>47</sup> 日本擔保信託法第九十五條第一項。

保管機構應定期提供存託股票（財產）變動狀況報告予存託機構，如有存託股票（財產）重大損失，亦應即刻通知。同樣地，存託機構與投資人間亦當如此，以強化保障受益投資人之目的。

### 3. 存託機構與保管機構之免責條款

受託人為避免所負擔義務繁重，常於受託契約中設計免責條款。在美國，受託人常於一般受託契約中訂定「免責條款」，使受託人僅就故意(Willful Default)、重大過失(Gross Negligence)、惡意(Bad Faith)行為負責；而美國 1939 年信託契約法第三百十五條(b)規定：「受託人就因信賴專家之證明(Approval of Expert)所生之損害受託人之變更，得主張免責。但因故意或重大過失者，不在此限」，亦給予受託人訂定免責條款之合理化基礎。然因受託人與證券投資人間並無契約關係存在，投資人就受託人故意或重大過失之權利侵害，得否直接對受託人起訴，歷來美國法院均持否定見解，但自 1975 年在 Morris v. Cantor 一案中，美國地方法院(District Court)始承認證券投資人（公司債債權人）對受託人故意違反受託契約條款有民事訴訟權(Civil Right of Action)<sup>48</sup>。

#### （四）存託機構與保管機構之變更

信託當事人間具有高度信賴關係，且為信託事務之順利進行，應使受託人保持身分同一不變更，如信託任務已完成而無必要繼續信託關係者，當然可終止信託；如信託關係持續中有必要變更受託人時，應予合理限制。新受託人承繼原受託人於受託契約所有法律地位與權利義務（包括信託財產之名義所有權），但原受託人因違反契約所生之責任，並不隨之移轉，而受託人依約所生之報酬、費用補償與損害賠償請求權，亦不移轉予繼任受託人。

變更存託機構（受託人）之原因，歸納可得下列三種原因：存託機構辭任<sup>49</sup>、解任或資格喪失，存託機構與保管機構如有變更，應事先通知投資人，且該變更應自新存託機構任命後始生效力。

---

<sup>48</sup> See Hazon, Thomas Lee, “Debt Securities and Protection of bondholders-the trust indenture Act of 1939” in THE LAW OF SECURITIES REGULATION, pp.562-563，轉引自陳麗玲，前揭論文，頁 131。

<sup>49</sup> 歸納受託人辭任之原因，有下列三點：(1)發生信託契約所訂之辭任理由；或(2)經證券持有人（投資人）會議之同意；發生上述(1)、(2)之情形時，受託人應指定承繼信託事務者（但承繼者為外國人者，須經國內主管機關許可），而信託事務之承繼以經委託人（發行公司）、原受託人與承繼受託者以契約合意，經向主管機關申報且對投資人通知（或公告）後，始生承繼信託之效力；以及(3)受託人以不得已之事由提出辭任，經主管機關核准者，承繼之效力以核准日起生效，毋須再簽訂承繼契約書，惟此時仍應對投資人為公告或通知。

### 1. 辭任或終止指定

原則上，除非受託人符合約定辭任(Resignation)事由外，非經委託人與受益人之同意，應限制其辭任。

參考美國證券信託法制有關受託人辭任規定，受託人雖得以任何理由辭去受託事務，但實務上通常已在信託契約中對辭任事由與繼任方式有所約定，受託人仍應受契約拘束；而參考其 1939 年信託契約法第三百十條(b)項規定：「公司債受託人有利益衝突情事時，即應除去其情事或自行辭任信託事務。受託人辭任後，委託人即應任命新受託人承繼信託事務，自新受託人任命後，原受託人之辭任始生效力。」即同上述意旨<sup>50</sup>。

### 2. 法院或行政機關之解任

「解任」係屬法定單方強制行為，由國家公權力（通常由法院，亦有由行政機關）介入信託關係強迫不適任受託人去職，以特別保障投資人權益，其要件有(1)受託人因有法定利益衝突情事而不辭任時，證券持有人得訴請法院或申請主管機關將之解任，並選任新受託人；(2)受託人無法維持證券持有人權益時，證券持有人會議得以多數決解任受託人，並選任新受託人，但委託人無片面解任受託人之權利，只得訴請法院或申請主管機關將之解任。上述新受託人經任命後，亦應通知（或公告）投資人，則無待言。

IDR 發行以「當事人意思自主」為原則，通常在存託契約中並無法就此事由為約定，然各國證管機關為保護投資人，非不得介入該私法關係中，在證券管理法規中規範存託機構與保管機構之解任事項。

### 3. 資格喪失

參考美國法規定，受託人如有無法執行職務、破產(Bankruptcy)或支付不能(Insolvency)情事時，證券持有人得以多數決選任新受託人；於未選任前，受託人得暫時選任新受託公司以繼續該信託事務之執行。但如自受託人出缺已達六個月仍未選任新受託人時，證券持有人或已卸任受託公司得訴請法院選任之。存託契約亦得為類似約定。

## (五) 存託契約與保管契約之修正與終止

### 1. 存託契約之修正：證券信託契約依「當事人自治」之精神，得約定以合意

---

<sup>50</sup> 實務上關於存託機構（或保管機構）之辭職及發行公司終止對存託機構之指定（或存託機構終止對保管機構之指定）均在存託契約中約定參閱新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第十九條、第二十二條。

修正(Modification)契約條款，此種對基本信託契約補充修改者，稱為「補充契約」，與基本契約有同一法效，構成受託人與發行公司（證券信託設立者）間權利義務關係。而投資人（受益人）權益深受此信託契約影響，雖非訂約當事人，但仍不可輕視投資人權益保護，故如在信託契約中訂定受託人無須經由證券持有人同意，得自行決定與債務人公司合意修改契約內容者<sup>51</sup>，亦應以不損害證券持有人利益為前提，並須將此契約之修正情事通知證券持有人（投資人）<sup>52</sup>。

**2.存託契約之終止：**本文認為存託契約係信託契約，存託契約之終止係消滅信託關係，雖得以合意終止，尚須考量受益人利益。故發行公司或存託機構雖得以書面通知他方及保管機構一定期間後，逕行終止本契約，惟如係存託機構擬終止本契約，本契約之終止僅得於發行公司指定繼任存託機構，且繼任之存託機構已獲主管機關許可後方得生效。

存託機構給予持有人上項通知後迄本契約終止之期間內，持有人得依本契約交付相關憑證予存託機構後，依存託契約請售出或兌回其持有託憑證所表彰之存託財產，且毋需給付費用予存託機構。如本契約終止後，仍有流通在外且尚未註銷之 DR，存託機構除交付持有人出售相關存託財產所得之價款及任何尚未交付持有人所應得之現金外，不得登記轉讓、分發股利、為任何分配或採取任何行動。存託機構於出售此等存託財產後，除了對出售之淨所得及其他構成存託財產之現金（不計算利息）對持有人負責外，存託機構不再負存託契約中之任何責任。

另外，在存託契約所約定之終止事由，如 1.證管機關撤銷發行公司參與募集 IDR 之核准；2.證交所終止該 DR 之上市或；3.發行公司股票於外國證券市場下市時，存託契約於該核准撤銷或下市之日終止。存託機構應於終止通知之日或下市日起一定期間內，依法加算利息返還憑證價款；若 DR 已發行，存託機構亦應立即出售存放於保管機構之存託股票及其他財產，扣除必要費用後，將所得之價款返還持有人。

**3.保管契約之修正與終止：**原則上與前述存託契約之修正與終止相同，值得注意的是，於保管契約終止時，保管機構須依存託機構之書面指示辦理存託股票、現金等財產之移轉（或返還）。

---

<sup>51</sup> 例如在公司債發行中最常見者為：對擔保之追加與變更、公司債總額之減少、對債務人公司課以額外之限制、以及對基本契約條款之修正等補充條款。

<sup>52</sup> 附錄（三）：新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第二十一條。

## 二、存託機構行使受託權利之規範

### (一) 發行公司與存託機構增加發行存託憑證之限制

因發行公司提供一定數額股票參與發行海外 DR，每一單位 DR 皆訂有固定比率表彰股票，如任由發行公司或存託機構追加發行 DR，使 DR 數額片面增加，在原存託股票數額未相對增加之情況下，將造成 DR 持有人之相對股權遭稀釋（Dilution）而權益受損，為避免此一弊端，非但應於內國證管法令中為限制，且應於存託契約中明確約定 DR 所表彰之存託股票應為一定比例變動，若發行人欲追加參與發行海外 DR 之數額，非經主管機關核准，原則上不得任意增加發行。

然而，於發行公司因辦理現金、盈餘或資本公積增資發行新股時，追加發行相對數額之 DR 應視為例外，得經主管機關核准後增加發行憑證數額。另外，DR 持有人請求存託機構出售憑證所表彰股票，外國流通市場之股票數量應增加，則 DR 數額應隨之減少，為求兩地市場（外國股票現貨市場與本國憑證市場）之價格均衡，在原發行額度內應允許存託機構得自外國流通市場買回現股再發行 DR，使現貨市場買盤得同步增加而使股價具支撐，同時可避免 DR 數量只減不增。在 DR 減少數額內為追加再發行（循環發行），亦係限制 DR 增加發行之例外。

### (二) 國際存託憑證發行之行政監督權限

若 IDR 仍採實體發行，或未就全部憑證採取強制集保帳簿劃撥作業時，因在外流通而有偽變造、遺失或失竊之風險，通常由存託機構作為發行公司股務代理人之角色，以處理憑證持有人申請換發（補發）實體憑證事務。然而，為更積極地保護投資人，存託機構應執行有關發行之行政監督權限，茲分述如下：

#### 1. 國際存託憑證發行之簽證

證券之簽證即係在證券上簽署證明該券係依法經過正式登記之信託契約所發行，且其發行符合信託契約相關規定與簽證規則，目的在防止證券超量發行或證券之偽造情形，投資人對已經簽證證券得善意信賴其為真正，如此可加速證券之流通性。證券之發行經此程序後方生效力，如證券因遺失、竊盜、毀損而請求補發時，受託人亦有於補發之證券上簽證之權限。證券簽證屬證券代理業務，一般均由股務代理機構處理之，並非受託人必要之權限，但為避免股務代理機構與發行公司舞弊而侵害投資人權益（如證券超量發行而由代理人幫忙作違法簽證），宜將此簽證權限交由受託人，由其為投資人權益監督發行公司。

## 2. 協助國際存託憑證之換發

實務上證券受託人協助證換發券之情形，例如：(1)正式證券未及印妥，而由發行公司以臨時證券替代，俟正式證券印妥後將臨時證券收回，換已正式證券；(2)記名與無記名證券之互換；(3)不同面額證券之轉換；(4)轉換公司債之持有人得於轉換期間行使轉換權，或附新股認購權公司債持有人得於約定期間內行使認股，此時即有將債券更換為公司股票或交付認購股票。此種事務本得由財務代理人辦理，但如訂有受託契約者，為求方便通常會將此職務委託受託人辦理。通常發行公司亦委託存託機構辦理上述事宜，DR 持有人就遺失、遭竊、殘缺或毀損之個別實體 DR，得於存託機構之營業處所，依 DR 規定之程序申請換發(補發)。存託機構應確保該持有人應享有之權利，於個別實體 DR 毀損滅失時起至收到補發之個別實體憑證止，不受影響。

另外，憑證持有人申請換發時應負義務如下：申請人應繳交相關費用及稅捐，並提供存託機構要求之證據與保證，如持有殘缺或毀損之個別實體 DR，應交還予存託機構。

### (三) 國際存託憑證所表彰存託股票上股東權利之行使

#### 1. 存託股票上股利之領取

存託機構就現金、新股與以非現金或股票方式所為之分派，應以存託機構所訂基準日當日「國際存託憑證持有人名簿」上所載持有人為分派對象。存託機構確定此基準日後應通知持有人。存託機構所為之現金分派，得選擇以支票或以電匯匯至持有人本人帳戶方式支付；至於非現金之有價證券、其他財產或權利，亦應依相關法規儘速交付持有人。存託機構因分派現金或出售存託財產而取得非本國(當地)貨幣時，有義務依相關法律將該貨幣兌換成當地幣支付予持有人，但存託機構不保證兌換之匯率係最有利於持有人。若發行公司已交付存託財產之分配予存託機構後，持有人就此分配對存託機構之請求權亦有消滅時效之適用。

保管機構除存託機構以書面指示為反對之意思表示外，依保管契約應視為已獲存託機構授權，得以保管帳戶名義並以其認為適當方式簽署必要文件來獲取與存託股票有關之利益；進而保管機構應將受分派之財產存入保管帳戶中，或依存託機構之書面指示將現金轉換成存託機構指示之貨幣，並將現金匯給存託機構或其他指定機構。詳言之：

1. 現金股利分派：存託機構收到發行公司就存託財產所分派之任何現金(包括現金股利、紅利及任何因發行公司清算所得之金額)時，應立即依存託契約與相關法令規定將前述金額兌換成當地貨幣，依持有人持有 IDR 所表彰存託股票之比例分配予持有人。

2.無償配發新股：存託機構於發行公司就存託股票無償配發新股時，得依下述方式擇一為之：A.依持有人持有 IDR 數額，以帳簿劃撥配發 DR 方式增加持有人憑證數額；或 B.調整每一單位 IDR 所表彰發行公司股票之數額，例如每 1 單位兌換 5 股增加為每 1 單位兌換 5.5 股。如存託機構因任何原因無法依前述方式分派所有新股，其得依存託契約出售上述股票之一部或全部，並將其剩餘股份依前述方式分派予持有人，或將出售股票所得價款以現金分派持有人。

3.非以現金或股票所為之分派：存託機構收到發行公司以有價證券（但非股票）或其他財產（但非現金）方式所發放之股利或其他分派時，得依其所認為適當且合法之方式，按持有人持有 DR 所表彰存託股票之比例，分派上述有價證券或其他財產。如存託機構因任何原因無法依前述方式分派上述全部有價證券或其他財產，其得依存託契約出售上述有價證券或其他財產之一部或全部，並將其剩餘部份依前述方式分派予持有人，或將賣得價款以現金分派持有人。

## 2. 國際存託憑證表彰存託股票上新股認購權之行使

在實務上曾有發生發行人為增加交由特定人認購之機會，私下請求存託機構或保管機構就投資人未能於通知期限內行使之新股認購權加以放棄，往往使無知之一般投資大眾蒙受損失，因此，最有效之保護方法，即課予存託機構承擔信託受託人之忠實義務。

發行公司現金增資發行新股時，保管機構因所持有之存託股票享有優先認購權者，應通知存託機構。存託機構最遲應於截止日前指示保管機構辦理。保管機構若未於截止日前收到存託機構之指示，雖對於未行使前述權利所生損害不負任何責任，然而，存託機構因未盡善良管理人之注意義務，須對投資人負損害賠償之責。若保管機構已收到發行公司之通知或經由其他管道得知，其仍應儘速通知存託機構，否則因明知卻怠於通知者，仍不能對前述損害主張免責。

存託機構亦應儘速將此事項通知持有人。原則上存託機構於通知持有人並待持有人繳交認購價款後，由存託機構以保管機構名義認購之，所認購之新股則透過前述帳簿劃撥配發方式增加持有人持有之 IDR 數額。然而，如存託機構認為持有人無法依相關法律或於發行公司通知之期限內認購新股或有價證券時（包括但不限於為行使該等權利而須繳納稅捐或費用，而持有人顯然無資力繳納者），存託機構應盡力依相關法律出售該等權利之一部或全部，並將出售該等權利之價款依約定以現金分派予持有人。最後，如依相關法令或實際上皆無法依前述方式行使認購權或處分該等權利，存託機構得不行使或處分新股認購權。

## 3. 國際存託憑證表彰存託股票上表決權之行使

存託股票如非無表決權之特別股，自與普通股般得行使股東會議決權等股東權利，關於股東會之議決事項，簡言之，主要可分為一般事項之表決與董事與監

察人之選舉兩方面討論。

發行公司將普通股交付保管機構後，信託存託機構發行 IDR 以表彰該存託股票，存託股票因須登記在保管機構下，由保管機構依據存託契約、保管契約約定及存託機構之特別指示，就其所持有之存託股票行使投票表決權。在存託契約實務中，通常約定 **DR 持有人不得自行、直接或個別行使存託股票所賦予表決權**，而由存託機構、保管機構行使之，其應依發行人所屬國相關法令、發行人(公司)章程、內部規則及存託契約行使存託股票所賦予之表決權，則不待言<sup>53</sup>。又發行公司於召開股東會法定期日前將其股東會議之召集與事由通知存託機構後，由存託機構儘速通知持有人，此通知書應附有投票指示書，由持有人在此指示書上載明其贊成或反對待表決之議案。保管機構亦應將 A.任何關於投票表決通知書、B.代理證明或其他與保管帳戶中股票有關之投票表決及委託書代理徵求文件，以及 C.發行公司任何公告、財務報表、股東會通知等文件即刻傳送予存託機構。

保管機構所保管之存託股票應登記在「存託機構保管專戶」下<sup>54</sup>，惟「保管專戶」並無權利能力及行為能力，本身當不能有效持有基金所購入之股票，亦無法行使該等股票之表決權。又保管機構依存託機構指示辦理交割，係本於存託機構之委託，並不因辦理交割而取得股權或行使表決權。投資人雖係 DR 受益人，事實上應為存託股票之實質所有人，本得行使存託股票之表決權，惟投資大眾分散且對於表決權行使並無太大興趣，且 DR 持有人會議實際上常難以召開，亦無法行使。因此，在解釋上就保管機構之存託股票，其表決權由存託機構行使較為實際可行，且就存託機構原即扮演依契約為投資人處理股利配發與存託股票(財產)管理等事務角色而言，其行使基金股權之表決權亦屬合理。

IDR 之法律架構與契約型國際證券投資信託類似，兩者均持有特定公司相當數額之股份，存託機構與投信事業若得行使本屬投資人之股東表決權，倘未予適度規範可能產生嚴重弊病，以證券投信事業行使股東表決權為例，因其聚集大眾資金而有強大投資力量，如集資購買特定股票以取得相當比例股份，不但有能力影響公司經營方向，亦得支持特定人士擔任董監。近年來我國公開發行公司董監事改選之糾紛不斷，究其原因，有因部分人士曾在法律未禁止股東會委託書買賣

---

<sup>53</sup> 但如依相關法令，存託機構、保管機構或其指定之人不得就國際存託憑證所表彰之存託股票，於相關股東會議中依存託契約規定行使其表決權，發行公司應儘快通知存託機構該等情事，且存託機構、保管機構或其指定之人於此情形即不得行使表決權(當次會期)；發行公司與存託機構應儘速修改存託契約有關規定，使上述人等得於其後之股東會議，以合於相關法律之方式行使其表決權。

<sup>54</sup> 就此點似可比較契約型證券投資信託架構中，有關受益憑證持有人行使基金持股之表決權之規範。基金經理公司(證券投信事業)運用基金所購入之證券，依證券投信管理法令與契約規定，應登記為「基金保管機構名義下某證券投資信託基金專戶」，法律架構上極為相同。

前，不當地利用收買委託書的手法，成為公司董監事，並掌握經營大權，釀成公司派系之爭。另一值得注意的是曾有證券投信事業介入董監事改選的糾紛中，濫用表決權之行使。上述惡例皆是我國在設計有關證券投信與存託機構行使股東表決權法制時所應考慮之公司生態背景。

為消弭 IDR 制度可能產生之上述亂象，存託機構行使存託股票上股東表決權應有必要加強管理。首先，存託機構行使保管機構所持有之存託股票上表決權，**應以受益人（DR 持有人）之最大利益為前提**，行使表決權原則上應由存託機構本身指派代表出席為之，不得委託他人代理行使表決權。蓋基於信託關係之信賴性，非無正當理由，應不得復全權委任他人執行信託事務，且證券投信事業具有專業與充足人力，由其指派代表應無困難。又存託機構行使之表決權，除有具體事實足認發行公司經營階層有不當或違法情事足至損害於公司或股東者外，其表決權之行使應支持公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人；發行公司發生經營權爭奪時應避免介入任何派別之董事、監察人選舉中<sup>55</sup>。

故存託契約中就一般事項之表決，實務上可能之約定方式有二：1.如存託機構收到超過 51%DR 持有人對同一議案為相同指示，存託機構應依該指示進行投票；如未超過 51%DR 持有人對同一議案為相同指示，存託機構出席但不投票。2.如存託機構收到超過 51%DR 持有人對同一議案為相同指示，存託機構應通知發行公司董事長或其指定之人依該指示進行投票；如未超過 51%DR 持有人對同一議案為相同指示，存託機構應通知發行公司董事長或其指定之人出席並親自投票。

另外，就董監事之選舉，實務上可能之約定方式亦有二：1.DR 持有人就公司所提出名單指示存託機構進行投票。2.如存託機構收到超過 51%DR 持有人對同一議案為相同指示，存託機構應通知發行公司董事長或其指定之人依該指示進行投票；如未超過 51%DR 持有人對同一議案為相同指示，存託機構應通知發行公司董事長或其指定之人出席並親自投票。參考福雷電發行台灣存託憑證之存託契約第十三條約定，似符合前述要求。

#### （四）國際存託憑證持有人大會

如前所述，IDR 持有人與國際債券持有人均屬於零散且弱勢之個體，然因上述證券發行之集團性與定型性，為確保該投資人權益，有必要集合組織投資人共同行使權利，但當投資人無法為一致行動，且受託人或投資人代表亦無法確定投資人之意見時，似有召開證券持有人（投資人）大會之需要。

---

<sup>55</sup> 參閱王文宇主持，證券投資信託事業行使表決權法制之研究，行政院研究發展考核委員會委託研究計畫，台北（1996 年 5 月），頁 51 以下。

普通法系之國家（如英美等國）一般雖對於證券持有人大會並無明文規定，但卻在受託契約(Trust Deed)中毫無例外地就此約定，例如英國倫敦證交所(Stock Exchange of London)規定上市證券發行之受託契約必須明訂：「經十分之一以上之名義債券持有人書面請求時，應召開債券持有人大會」<sup>56</sup>。在大陸法系國家則相反地明文規定，代表流通在外一定比例之債券持有人就「共同利益」事項有權召開大會。本來，證券持有人之權利應為平等，但在證券持有人大會中貫徹民主原則時，少數投資人應服從多數之決議，為防止多數投資人濫用權利，以保護少數持有人利益，英美國家之受託契約實務上均針對基本重要事項要求相當高之表決權數；比較大陸法系國家，則採取賦予證券持有人大會僅得決定共同利益之一般事項，或針對大會中得為決議之事項為限制，亦有將證券持有人大會之決議以司法審查作為最終救濟之手段者（參閱日本會社法（公司法）第三百二十六條）<sup>57</sup>。

因此，為更周全地保障 IDR 投資人權益，除設置受託人外，亦有組織 DR 持有人大會以表決有關投資人重大權益事項之必要。該大會原則上應由存託機構召集之，如存託機構拒不召開或不能召開，保管機構亦得為召集。有必要召開 DR 持有人大會之事由應屬重大影響投資人權益之事項，包括存託契約或保管契約之重大修改或終止、存託機構或保管機構之更換、對於發行公司重大違法或違約情事之股東權利行使，以及其他依事物本質(Natur der Sachen)顯對投資人權利有重大不利影響之事由。惟為防止兩機構若相互勾串不利於 DR 受益投資人，故於存託契約上應賦予投資人有召集大會之權利。但為避免個別持有人濫用召集權，宜限定得召集大會之持有人資格。

#### （五）國際存託憑證之兌回與存託股票數量之須對應變動

IDR 實為存託機構製發之受益憑證，投資人除將 DR 在當地證券流通市場為交易轉讓外，亦得向存託機構請求兌回 DR 以換取憑證所表彰之存託股票（及存託財產）。由於所兌回之存託股票（財產）必然在 DR 發行地之境外持有，故處理方式有兩種選擇，一是委託保管機構所在地券商賣出而收取價金，另一種則將兌回後之股票撥入外國證券集保帳戶中自行運用，國內一般投資大眾考量賦稅與在外國開戶之麻煩，通常選擇前者。

1. 兌回持有：如持有人已另向保管機構所在地之證券商開設集保帳戶（以下簡稱「持有人外國集保帳戶」），存託機構在收到持有人前述兌回存託股票之通知後，應指示保管機構立即洽該外國證券集保機構，將以存託機構或保管機構名義登記之存託股票撥入(credit)持有人外國集保帳戶。例如在存託比例為 5：1 之條

---

<sup>56</sup> Wood, op. cit., p.178.

<sup>57</sup> Id. at p.180.

件下，投資人兌回 10 萬單位 DR 時，DR 應減少 10 萬單位，但相對地存託股票應釋出(release)50 萬股成為一般普通股，由兌回之投資人持有，而使存託證券所上市之集中市場現股總量增加 50 萬股。

2.兌回賣出：領有證券存摺之持有人出售存託財產之請求，應檢具證券存摺、身份證明及申請文件，向其原開設集保帳戶之證券商為之。存託股票之出售應透過存託機構指定之合法證券經紀商於保管機構所在地市場出售，或依其他法律許可之方式出售。存託機構在收到出售存託股票（財產）之價款後，得以支票或以電匯匯入持有人本人帳戶之方式支付持有人。惟出售之風險及成本費用，全由投資人負擔。存託機構概不保證原股之出售一定成交，更毋論成交之時間和價格。

### **（六）存託機構對發行公司資本變動之監督**

IDR 所表彰之存託股票可能因發行公司資本重整--如發行公司進行減資、重整或合併，而生存託股票面額改變、合併、分割或存託財產價值變動之結果，此時存託機構除應依約定方式通知持有人，並以帳簿劃撥方式增加或減少持有人之憑證數額外，更應為全體憑證持有人利益，監督發行公司減資、財務重整或合併等程序之依法進行，如有違法情事，應依發行公司登記設立所依據內國法令與公司章程提出異議或進行訴訟。

## **肆、結論**

近來有關 IDR 發行承銷程序與技巧之研究，已逐漸轉向其如何健全投資人服務架構並保障投資人權益問題上。本文比較法國法之「債券持有人會議」(Société des obligataires)、英美法之債券受託人(Trustee)，以及德國法之債券信託(Treuhaend)等制度，並分析在國際證券發行相關契約上因各國法律概念妥協、讓步所產生超國家契約之內容，提出「IDR 投資人服務架構之設計應以存託機構為股票受託人」之論點：

1.存託股票之保管原則：為落實專業分工與充分防止存託機構挪用存託股票（財產），宜參考證券投資信託法制之優點，將存託股票另由保管機構保管，存託機構則為投資人利益指示保管機構行使存託股票上權利，並使保管機構在功能上發揮代替投資人監督存託機構管理權正當行使之機關，透過兩者相互監督、制衡，將更能確保投資人權益。存託機構須為全體受益人之利益嚴格審查存託股票之交付手續，以確保實際上確有存託股票寄存於保管機構。另外，存託股票應寄存在存託機構於保管機構所開設之保管專戶中，以落實「固有財產與存託財產分離保管」原則，自不待言。

2.存託機構與保管機構應適用財務門檻限制、公開揭露與禁止利益衝突原

則：存託機構與保管機構均具有信託受託人地位，應適用財務門檻限制、公開揭露與禁止利益衝突原則。

**3.存託機構與保管機構應負忠誠義務：**存託機構與保管機構除應負民法上善良管理人之注意義務外，更應公平且誠實地處理信託事務（此即忠誠義務），避免為與投資人利益衝突行為。保管機構應定期提供存託股票（財產）變動狀況報告予存託機構，如有存託股票（財產）重大損失，亦應即刻通知；同樣地，存託機構對於投資人亦當如此，以強化保障受益投資人之目的。

**4.存託機構與保管機構之變更，**應事先通知投資人，且該變更應自新存託機構任命後始生效力。

**5.存託契約與保管契約之修正、終止：**應以不損害投資人利益為前提，將修正、終止情事通知 DR 持有人。且前開契約之終止，僅得於發行公司指定繼任存託機構或存託機構指定繼任保管機構，且上開繼任機構已獲主管機關許可後方得生效。上述契約未規範明確之處，應適用信託法等規定。

**6.存託機構增加發行存託憑證之限制：**為避免造成 DR 持有人之相對股權遭稀釋（Dilution）而權益受損，應於存託契約中明訂 DR 所表彰之存託股票應為一定比例變動，且非經主管機關核准，原則上不得任意增加發行 DR。

**7.DR 所表彰存託股票上股東權利之行使：**存託機構就股利（現金、新股）所為之分派，應以存託機構所訂基準日當日 DR 持有人名簿上所載持有人為分派對象，存託機構應為全體持有人領取後配發之。發行公司現金增資發行新股時，保管機構因所持有之存託股票享有優先認購權者，應通知存託機構，由存託機構為全體持有人利益指示保管機構認購新股。且為避免存託機構介入發行公司經營權，應加強管理存託機構受託行使存託股票上股東表決權：首先，存託機構行使保管機構所持有之存託股票上表決權，應以 DR 持有人之最大利益為前提，行使表決權原則上應由存託機構本身指派代表出席為之，不得委託他人代理行使表決權；並且，除有具體事實足認發行公司經營階層有不當或違法情事足至損害於公司或股東者外，存託機構就該表決權之行使應支持公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人，如發行公司發生經營權爭奪時應避免介入任何派別之董事、監察人選舉中。

**8.設置「DR 持有人大會」制度之難議：**原則上應由存託機構召集之，如存託機構未為或不能召開，保管機構亦得為之；惟為防止兩機構相互勾串不利於 DR 投資人，於存託契約上應賦予投資人有召集大會之權利。然為避免大會召集過於頻繁而影響受託人權限，應限縮大會召集事由為重大影響投資人權益事項，或限定得為召集之持有人資格。

**9.兌回 IDR 時存託股票應隨之相對變動，**以確實反應 DR 所表彰存託股票權利數額。

總之，健全 IDR 制度，不但可為我國企業開發海外資金市場，提昇國際知名度與競爭力，政府公營事業民營化政策亦能順利推行，對投資人而言，國人有充足而多元的管道參與國際投資，外國投資人也能不斷地為我證券市場注入新血（資金），促進我國經濟發展。在面對全球性金融競爭壓力下，我們相信，唯有我國證券市場不斷的朝自由化、國際化方向邁進，才能在迅速多變的國際經濟發展中贏得我國最佳利益。

## 參考文獻

## 附錄