

我國企業赴海外募集資金案件之發行 條件及其發行價格合理性之研究

專題研究計畫期末報告書

計畫主持人：康榮寶

共同主持人：林仁光

林信助

陳美娥

研究助理：林家帆

委託單位：中華民國證券商業同業公會

中華民國九十三年十月

目 錄

| | |
|--|------------|
| 第一章、緒論 | 2 |
| 第一節、研究背景與目的..... | 2 |
| 第二節、研究內容與架構..... | 5 |
| 第三節、研究方法概述..... | 6 |
| 第四節、章節安排..... | 7 |
| 第二章、上市櫃企業國際籌資分析 | 8 |
| 第一節、簡介..... | 8 |
| 第二節、定義 ECB、ADR、GDR..... | 11 |
| 第三節、上市(櫃)公司海外籌資之規劃..... | 24 |
| 第三章、相關法規與 ECB 訂價模式 | 31 |
| 第一節、企業海外募集資金之一般性規定..... | 31 |
| 第二節、企業發行海外可轉換公司債之規定..... | 35 |
| 第三節、海外存託憑證相關法規..... | 38 |
| 第四節、海外可轉換公司債評價模式..... | 39 |
| 第五節、美國沙氏法案與海外籌資..... | 44 |
| 第四章、企業海外募資案例分析 | 49 |
| 第一節、第一金控 GDR 案例分析..... | 49 |
| 第二節、2003 年海外募資一般性統計..... | 57 |
| 第三節、2003 年海外募資案例分析..... | 59 |
| 第四節、2004 年海外募資案例彙總..... | 65 |
| 第五章、海外籌資發行條件與價格分析 | 88 |
| 第一節、簡介..... | 88 |
| 第二節、企業海外募集資金問題總說明..... | 91 |
| 第三節、海外發行 ADR 與配套建議..... | 94 |
| 第四節、企業海外發行 ECB 與配套建議..... | 98 |
| 第五節、其他配套建議..... | 104 |
| 第六章、結論與建議 | 111 |
| 第一節、結論..... | 111 |
| 第二節、建議..... | 126 |
| 參考文獻 | 130 |
| 附錄一：我國企業海外籌資相關法規 | 131 |
| 附錄二：美國沙賓法案 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) | 159 |

第一章、緒論

第一節、研究背景與目的

近年來基於我國企業全球布局的需要，企業赴海外籌集資金的個案越來越多，其中包括以存託憑證或可轉換公司債等各種不同籌資工具。由於我國企業赴海外募集資金的案例中，例如第一金控所發行的 GDR (Global Depository Receipt, 全球存託憑證，簡稱 GDR)，係採私募的方式、提供折價予釋股對象、取消閉鎖期規定，因此，外界對於上市櫃公司赴海外募集資金具有潛在道德危險的疑慮，認為所洽特定人可能具有利益輸送的情事發生。同時近期博達案中顯示，企業可能利用海外籌資工具掏空公司資金。根據企業赴海外籌資的案例呈成長趨勢，本研究擬探討並建議，我國證券商應如何參與相關業務。同時，本研究亦擬根據投資者保護的觀點，探討我國企業赴海外籌資發行海外金融商品應有的發行條件與其發行價格的合理性。

公開發行公司辦理募集發行海外有價證券之件數及發行金額均逐年成長，尤其是去(2003)年我國企業海外籌資創下有史以來最大發行量，並且超越國內籌資之金額。會產生這種結果與我國企業赴海外布局日益成長有關。同時，由於兩岸人民關係條例、國際租稅理由、企業投資大陸資金流動的限制、企業投資大陸上限限制等原因(詳見康榮寶，2002)，我國企業赴大陸投資通常經過第三地，導致無論是合法或未經許可投資大陸的個人或企業，會利用台灣境外金融體系從事資金運籌。據此，台灣境外金融體系擁有龐大的游資可供投資。在企業全球布局的資金需求下，企業便會透過發行海外金融商品，例如 ADR (American Depository Receipt, 美國存託憑證，簡稱 ADR)、GDR、CB (Convertible Bond, 轉換公司債，簡稱 CB)，在海外募集資金。除了台灣境外金融體系的游資外，由於上述這些 ECB、GDR、ADR 的發行可能提供承銷價折價，也可能在發行期間存在可利用融券鎖價差進行無風險套利，更可能因為股票選擇權特性的值錢處與/或 DR 在台灣兌回現股所產生的套利機會，ECB、GDR、ADR 成為企業融資選擇的最愛。

本研究初始，嘗試以輿論討論內容最豐富的第一金控 GDR 案例，發現，第一金 GDR 採私募方式，在發行時提供折價予釋股對象，在金管會證期局(當時屬財政部證期會)取消閉鎖期的規定後，第一金 GDR 成為投資者的無風險套利天堂，其他案例是否具有與第一金 GDR 類似的情況，仍有待深入研究。鑒於企業海外募集資金案件之發行條件與其發行價格如不合理，將損及發行公司原股東及其他投資者之權益，因此實有必要進一步探討我國企業海外籌資之相關規範，以保障股東權益與資本市場的公平性。同時，企業發行海外金融商品呈成長趨勢，如何引導我國證券商公平合理從事這方面業務，擴展業務範圍，也應深入一併研究之。

表 1-1 為近年來我國公開發行公司海外有價證券之發行概況，由表中可觀察到去(2003)年不論是海外存託憑證或海外公司債，其發行金額與發行件數均創下歷史新高紀錄，其發行金額均有百億美元以上，其中多數採私募的方式募集資金，也就是多數海外金融商品的資金仍來自與發行公司有關的特定人。

在 2003 年，美國存託憑證(ADR)發行額比 2002 年成長 32%，其中台灣企業表現尤其突出，約占 87%。除景氣好轉的因素之外，政府大舉釋出官股也是我國企業 ADR 發行量龐大原因之一。以金額而言，台積電發行 ADR 總額高達 19.9 億美元，高居榜首，其次為中華電信 15.8 億美元，而中鋼 10.77 億美元居於第三。

過去我國上市櫃公司在海外發行 ADR、GDR、ECB 時，規定認購的投資者必須持有六個月以上的閉鎖期。為了貼補閉鎖期的潛在風險，往往會在發行條件中會提供折價。例如，2003 年 7 月，第一金控成為國內首家發行 GDR 的金融機構，以 11.4%的折價，發行五億一千五百萬美元 GDR(股本的部分)，總計募集到一百七十五億元資金。根據當時的匯率計算，當時 GDR 的定價約台幣 17.72 元。在募集發行 GDR 之前，第一金控 7 月初的股價每股曾上漲到 24.4 元。財政部證期會臨時取消 GDR 閉鎖期的規定，導致一定比例的投

資者以融券放空的方式進行無風險套利。第一金在 7 月 29 日於盧森堡上市後，8 月 1 日開放接受申請轉換為現股，之後僅 14 個工作天，10 億股 GDR 幾乎都兌回轉換成普通股。第一金控的案例說明，上市公司海外釋股制度面具有一定程度的缺失，應予重新檢討。

表 1-1 我國公開發行公司海外有價證券發行概況統計表

單位：億元

| 年 | 海外存託憑證 GDR/ADR | | | | 海外公司債 | | | |
|------|----------------|--------------|------------|--------------|-------|-----------|-------------|-----------|
| | 發行新股參與發行 | | 原有股東持股參與發行 | | 核准件數 | 核准金額 | | |
| | 核准件數 | 核准金額 (美元) | 核准件數 | 核准金額 (美元) | | 美元 USD | 瑞士法郎 SFR | 日圓 YEN |
| 1993 | 1 | 1.15 | - | - | 1 | - | 0.60 | - |
| 1994 | 6 | 4.61 | - | - | 24 | 15.80 | 5.45 | 40 |
| 1995 | 5 | 5.90 | - | - | 2 | 2.50 | - | 30 |
| 1996 | 7 | 17.04 | - | - | 14 | 9.77 | - | 200 |
| 1997 | 7 | 13.44 | - | - | 24 | 29.67 | 0.50 | - |
| 1998 | 5 | 5.88 | - | - | 6 | 7.71 | - | - |
| 1999 | 18 | 23.17 | - | - | 10 | 12.25 | - | - |
| 2000 | 26 | 76.64 | - | - | 12 | 17.18 | - | - |
| 2001 | 27 | 28.92 | - | - | 21 | 28.22 | - | - |
| 2002 | 24 | 43.97 | - | - | 48 | 75.03 | - | - |
| 2003 | 12 | 29.95 | 23 | 73.41 | 123 | 106.27 | - | - |

資料來源：證期會。

- 註：1.海外存託憑證自 1992 年開始核准發行。
 2.海外公司債 1989 年開始核准發行。
 3.截至 1998 年 12 月為止，海外公司債皆為可轉換公司債。
 4.各年度核准件數以結案日計。
 5.1997 年度前核准金額已修改為實際發行金額。
 6.2003 年起海外存託憑證案件統計指標區分為「發行新股參與發行」及「原有股東持股參與發行」等二類，1992 年度至 2003 年度前之核准案件統計指標則為該二類合計數。

隨著臺灣企業的國際化，以及海外業務的拓展需要，企業財務運作也更加靈活，企業在全球佈局時由於企業對外幣的需求增高，加上我國對於海外募集資金的規定較為寬鬆，企業海外募集資金的需求將會越來越龐大。如何瞭解目前我國證券商如何承作這些海外金融商品業務，未來如何訂定合理的規章

制度，適度保障投資者，屬必要的措施。其中，海外募集資金案件之發行條件是否公平，其發行價格是否合理，均須主管機關進行適當的規範與管理，以符合國際發行慣例，並防止內線交易、炒作股票或影響股價行情等不法情事。據此，本研究計劃除了瞭解證券商承作海外金融商品的實務，並提供相關建議外，擬探討我國企業海外籌資案件之發行條件與其發行價格之合理性，及其相關配套措施，俾保障股東權益與健全證券市場。

第二節、研究內容與架構

一、研究範圍

本研究計劃的研究範圍大致包括下列數項：

1. 蒐集我國企業赴海外募集資金案件之發行條件與其發行價格等資料，研析是否合理、是否損及發行公司股東權益；
2. 探討我國證券商承作海外金融商品，協助企業赴海外籌集資金的相關實務；
3. 比較分析可行海外金融商品的優劣點，供證券商參考；
4. 提供證券商未來承作類似案例時的相關實務建議。

二、研究內容

在積極開放有效管理的原則下，本計劃擬就下列綱要進行探討、分析與提出具體建議。

(一)、國內企業赴海外募集資金現況之研究

我國上市櫃公司近年來盛行在海外發行 ADR、GDR、ECB 等金融工具進行籌資，本研究將探討我國企業赴海外募集資金案件之發行條件，及其發行價格之合理性，是否損及發行公司原股東權益，並探究其中可能疏漏之處。

(二)、潛在海外金融商品之研究

本研究除了將比較分析 ADR、GDR、ECB 等海外籌資工具的優缺點外，本研究將深入探討 ADR、GDR、ECB 等海外籌資金融工具的內涵及其經濟特

質，以供台灣主管機關未來開放相關業務之參考，並利證券商執行相關業務。例如，ADR 產品分為三級¹，未來我國是否應當開放更多的 ADR 產品，供台灣企業選擇，以利企業全球布局。

(三)、法規等相關建議

此部份將集結前面章節，在保障公司原有股東權益下，對於目前國內企業赴海外募集資金之相關發行規範與發行價格之合理性，提出具體可行之建議及其相關配套措施，以保障公司原有股東權益，並增加資本市場的公平性與健全性。同時，將建議證券商及主管機關，可行海外金融商的種類，及其經濟特性。未來如擬開放新海外金融商，台灣主管機關及證券商的因應策略。

第三節、研究方法概述

本研究計劃主要將利用下列的研究方法，探討相關議題，其中包括文獻探討、實地訪查、舉辦座談會、理論分析等，茲分別討論如下。

- (一)、文獻探討與資料蒐集：針對我國企業赴海外募集資金案件之發行條件與其發行價格，以及國際發行慣例與相關規範，蒐集相關文獻、市場資料與法令規範，並加以整理與分析。
- (二)、實地訪談：透過實地訪問以深入瞭解我國企業赴海外籌資的狀況，以及主管機關的立場。
- (三)、綜合座談：邀請產官學界代表，對於目前我國企業海外籌資的現況與問題，進行研討會的綜合性座談。
- (四)、綜合各界意見與國際發行實例，對於我國企業赴海外募集資金案件之發行條件與其發行價格的合理性，研擬具體規範建議，以提供主管機關強化海外募集資金案件相關規範之參考。

¹ ADR 的第一級為中小企業 ADR，通常會在 OTCBB (Over-the-Counter Bulletin Board)採私募方式掛牌；第二級為重新在美國作第二上市掛牌；第三級為目前所稱的 ADR，不但在美國相關證券交易所掛牌，並且進行籌集資金者。按 ADR 上市掛牌不限於老股上市，也可以使用新股上市。

第四節、章節安排

本研究計劃計分為五章，除了本章為整個研究計劃的緒論，說明整個研究計劃的背景、目的、研究方法、研究內容外，第二章則探討，企業國際籌資的相關實務。第三章探討，我國上市上櫃公司赴海外發行 ECB、ADR、GDR 等工具時的相關法規，以及 ECB 的理論定價模式。本章定義這三個海外金融工具。由於 ECB 中同時包括權益證券與債券的時性，也具有匯率風險，因此，本章特別討論 ECB 的定價模式。第四章彙總民國 92 年及 93 年上市上櫃公司發行 ECB、GDR、ADR 等海外金融商品的相關資料，並提出解釋。第五章為本研究計劃之結論與建議，除了提出本研究的結論外，本章亦說明，我國若擬建全上市櫃公司發行海外金融商品，所必要的配套措施。

第二章、上市櫃企業國際籌資分析

第一節、簡介

檢視臺灣企業成為兩岸三地 1000 大的共同特性中可見，台灣企業普遍已跨越臺灣，佈局到兩岸三地，甚至美、歐市場。所以，台灣企業具有高度全球化的能力，也擁有高度的營運效能、技術上及管理細節的能力。若企業擬進一步發展成為具有國際競爭力國際企業集團，企業不但要在台灣境內募集資金，也必須向國際資本市場募集資金。如此，企業才能夠籌集到規模足夠大，所籌集的國際資金或外幣才能因此企業國際化的需求。據此，企業向全球資本市場籌資的能力絕對是未來影響企業競爭力的一項重要因素。

一般而言，企業或上市上櫃公司籌集長期性資金的主要方式，包括向外舉債或發行權益證券。由於單純的舉債或權益證券，可能對投資者的吸引力逐漸喪失，近來國內資本市場興起發行一些介於舉債與權益證券之中間產品，例如，可轉換公司債(CB, convertible bond)、附認股權公司債(WB, warrant bond)等。就具有市場價格的上市櫃公司，在海外籌資資金的工具間，最常使用者包括，與股權連結的公司債(ECB)、全球存託憑證(GDR)、美國存託憑證(ADR)等三種，也就是本研究計劃所探討的主要三種金融工具。

近幾年來，國內上市櫃企業籌資有兩個重要的變化，在境內募集資金的方式，自現金增資逐漸轉向發行債券，其中主要可轉換公司債為主；其次，上市櫃公司利用 ECB、GDR、ADR 等海外金融工具募集資金的現象日益明顯。我國上市櫃企業利用現金增資募集資金的案件，在 2002 年達到民國 84 年之後的高峰後，2003 年的現金增資僅 40 件，民國 93 年前八月更僅 28 件。反觀可轉債(CB)自 2002 年以來，由 93 件一路成長到民國 93 年前八月的 141 件。同時，近十年來，國內企業透過現金增資籌資金額，從 1997 年的 4,183 億元，縮減到民國 92 年的 380 億元，2004 年首季現金增資金額則僅為 194

億元。至於企業透過 CB 和海外可轉債 (ECB) 籌資金額，由 1997 年的 1,368 億元，增至去年的 4,445 億元，民國 93 年年首季的金額亦達 2,067 億元。所以，不論從金額或案件數來看，企業透過 CB 和 ECB 籌資比重，均由八年前不到三成的水準，提高到占企業籌資比重的七成以上，其中以 ECB 為最甚。圖 2-1、圖 2-2 係由台灣證券交易所整理的統計繪圖，其中顯示，我國近年來上市上櫃公司，現金增資的籌資比重逐年下降，發行公司債的籌資比重則逐年上升；且比較各種籌資管道的送件案件數，其中亦有類似的結果。

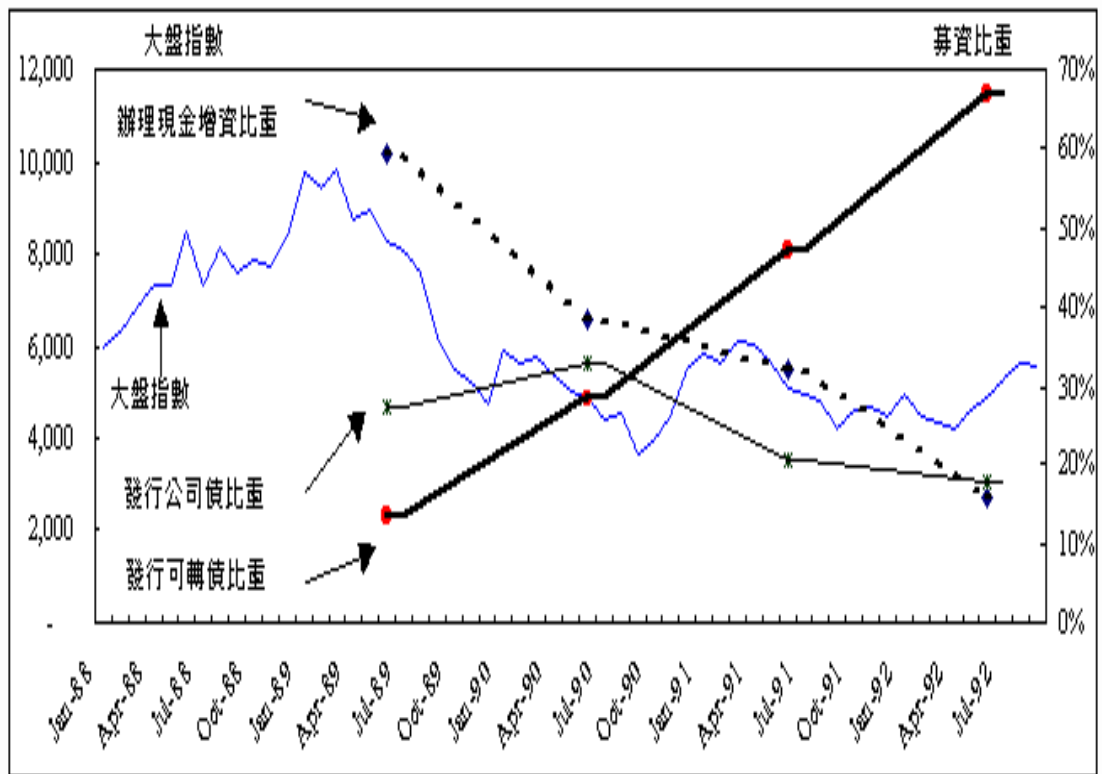


圖 2-1 上市(櫃)公司籌資比重比較圖

我國自發生博達、訊碟事件之後，由於博達與訊碟案發生的原因，部分與 ECB 有關，主管機關開始對於企業發行 CB、ECB 等金融工具均採取較為保守的態度，嚴格把關審查，許多證券商和上市上櫃公司因此知難而退，暫不在證券市場籌集新資金。再者，由於電子業者近年來，每年都有數十億美元海外可轉換公司債 (ECB) 陸續到期，在國內債市未來數年均可能因為升息的因

素籠罩在空頭下，不但許多未轉成現股的 ECB 或 CB，企業的財務問題隨時可能會浮現外，未來上市上櫃企業的籌資成本無形中亦將會升高。

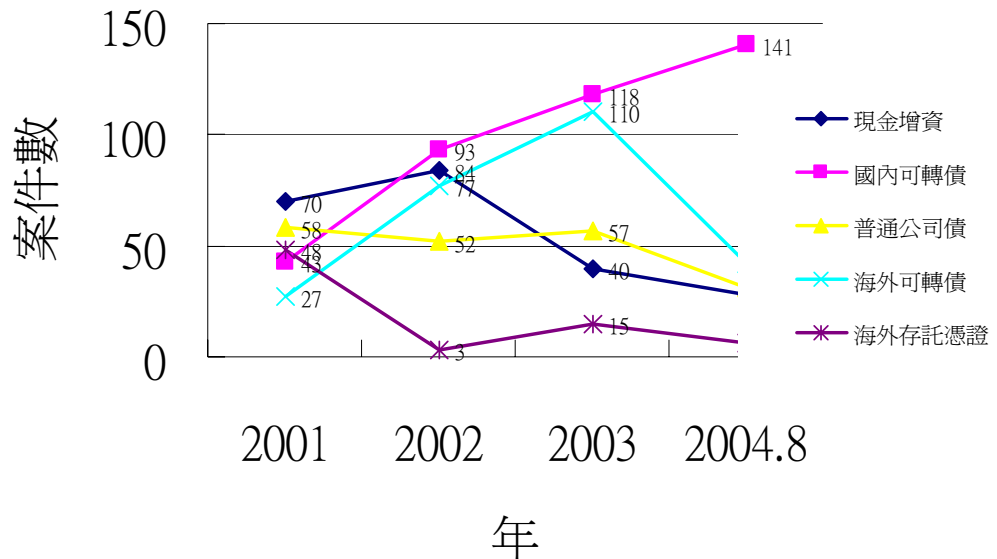


圖 2-2 籌資種類案件數比較圖

從上述簡單的統計數字中可知，國內上市櫃企業透過 ECB 等海外金融商品籌集資金的需求，相較於在境內以現金增資籌集資金，增加許多。2003 年間，上市櫃公司在海外籌集的資金是在境內籌集的一點五倍之多，這種趨勢在未來可能也會方興未艾。我國企業會興起在海外募集資金與我國本身的經濟環境有關。我國長久以來，由於稅制及其他原因的關係，除了上市櫃公司轉投資海外需要經過投審會的登記與核准外，多數台商都以非法身份投資海外，甚至中國大陸。台商在投資海外，包括中國大陸時，會先經過免稅天堂，以享受國際租稅規劃的優勢。同時，由於中國大陸目前仍然存在外匯管制，且台灣對於企業投資中國大陸存在投資上限及資金流動的限制，致許多台商，特別是大陸台商，在大陸的投資主要維持固定資產投資，除了會將營運資金掛在大陸以外的境外地區外，營運資金通常會選擇在我國銀行體系的 OBU，

或香港、新加坡等地運籌，以收利息收入免稅，及資金運籌自由特性。不但我國上市櫃公司具有國際布局的資金需求，我國台商在境外所運籌之營運資金也有投資之需求，在供給與需求的配合下，我國上市上櫃公司在海外募集資金儼然成為風潮。但是，上市上櫃公司間，也有利用海外募集資金對國內投資者具有較高程度資訊不對稱的特性，對海外所募集資金進行上下起手，博達企業就是一個很好的案例；官股釋股的第一金控也屬另一個很好的案例。

本章主要分析，我國上市櫃公司國際籌資的目前實務。國內企業至海外募資，可選擇的工具有許多，一般而言，最常使用的工具有與股權連結的公司債、全球存託憑證、美國存託憑證，或是以海外控股公司直接至國外的證券交易所掛牌，也有少數公司以反併購已在國外證券交易所上市公司的方式來達到借殼上市的目的。工具雖然如此多，但國內企業多半還是以發行海外可轉換公司債(ECB)、全球存託憑證(GDR)或美國存託憑證(ADR)為最主要的募資工具，故本文將以此三種海外商品為主要探討重點。本章將先定義這三個金融工具，再分析目前我國從事國際籌資之相關實務。

第二節、定義 ECB、ADR、GDR

一、存託憑證 (DR)

存託憑證是指在一國證券市場流通的代表外國公司有價證券的可轉讓憑證。存託憑證(Depositary Receipts，簡稱 DRs)種類可分為：美國存託憑證(ADRs)、全球存託憑證(GDRs)、歐洲存託憑證(Euro DRs)及 NYSs。一般來說，存託憑證都是以美元計價，亦可以歐元計價。存託憑證在美國所有證券交易所內可如同許多歐洲證券交易市場般地流通。

存託憑證可以更細分為美國存託憑證(American Depositary Receipts, ADRs), Rule 144A Depositary Receipts 或全球存託憑證(Global Depositary Receipts, GDRs)，亦代表了它們在那個市場進行交易。美國存託憑證可以在紐約證券交易所(New York Stock Exchange，簡稱 NYSE)、美國證券交易所(American

Stock Exchange，簡稱 AMEX)、那斯達克(National Association of Securities Dealers Automative Quotation，簡稱 NASDAQ)等全國性的證券交易所掛牌並交易，其中包括在那斯達克託管的報備市場(Over-the-Counter Bulletin Board，簡稱 OTCBB)掛牌交易。在 ADR 的四種類別中，Rule 144A Depositary Receipts 屬 GDR 性質，通常透過私募募集資金，故這種 DR 只能賣予符合法令規定的機構投資人。全球存託憑證 GDR 則多半在上市企業所屬國家之境外，全球母國以外其他國家的證券交易所發行並交易。

一般及機構投資人為了降低投資組合風險，一般均希望能以較有效率的方式進行跨國性投資，致全球證券市場對於存託憑證的需求日益增加。存託憑證使得投資人克服了直接去上市所在地的證券交易市場從事交易時，可能遭遇到的問題。例如，若投資者直接赴上市所在地證券交易所交易，可能會產生交割延誤的情事。同時，投資者赴海外的證券市場直接投資，也會產生對於股務相關規定不熟悉及換匯風險等機會成本。此外，投資者也會在其他國家證券市場發生其他高額交易成本，以及其他與跨國交易有關的不方便之處...等。最後，從清算、交割、過戶和所有權的角度來看，存託憑證在掛牌的證券交易所中，投資者可以像在買賣當地原股一般，不會感到任何區別。

二、企業發行存託憑證的好處

存託憑證中的美國存託憑證 (ADR) 和全球存託憑證 (GDR)，都可以方便跨國界交易和用於面對美國及非美國投資者的全球性公開發行有價證券。從法律、運作、技術和管理的觀點來看，美國存託憑證與全球存託憑證相當地相類似。原則上企業發行存託憑證主要具有下列優點，茲根據以發行公司及投資者為觀點，整理企業發行存託憑證的優點如下：

(一)、發行公司

目前有超過 70 個國家，2000 家企業發行存託憑證。企業考量發行存託憑證大致上有兩個主要考量點：資金及商業利益。茲將企業發行存託憑證的優點整理列示如下：

- (1). 投資人較為分散，不限於一個市場，會使得股票流動性更好，能夠使得股價更為穩定甚至更高。
- (2). 能夠在母國市場外更加提高公司的知名度，更加深對於公司的印象。
- (3). 增加籌資機會及能夠進行一些合併的計劃。
- (4). 讓為非美國企業在美國子公司工作的員工能夠更容易投資母公司。

(二)、投資者

愈來愈多的投資人希望能夠透過跨國投資來分散投資組合的風險，然而，種種的障礙，如：資訊取得不易、不熟悉的市場特性、換匯成本、對於交割結算的不安定感、複雜的稅負規定...等使得一般或機構投資人對於跨國投資躊躇不前。企業發行存託憑證對投資者的優點可整理分析如下：

- (1). 像其他可流通證券一樣，存託憑證通常用美元報價和支付股息或利息。
- (2). 存託憑證可以克服共同基金、退休基金和其他機構投資者在購買和持有非本國證券時所可能有的障礙。
- (3). 由於省掉了國際託管銀行的保管費用，所以每年可以為存託憑證投資者節約 0.1%-0.4%的投資成本。
- (4). 股息和其他現金分配可以以具有競爭性的匯率兌換成美元。
- (5). 存託憑證與它所代表的標的股票具有同樣的流動性，因為兩者之間是可以互換的。

三、存託憑證發行的運作程序

茲將存託憑證的運作程序繪示如下圖：

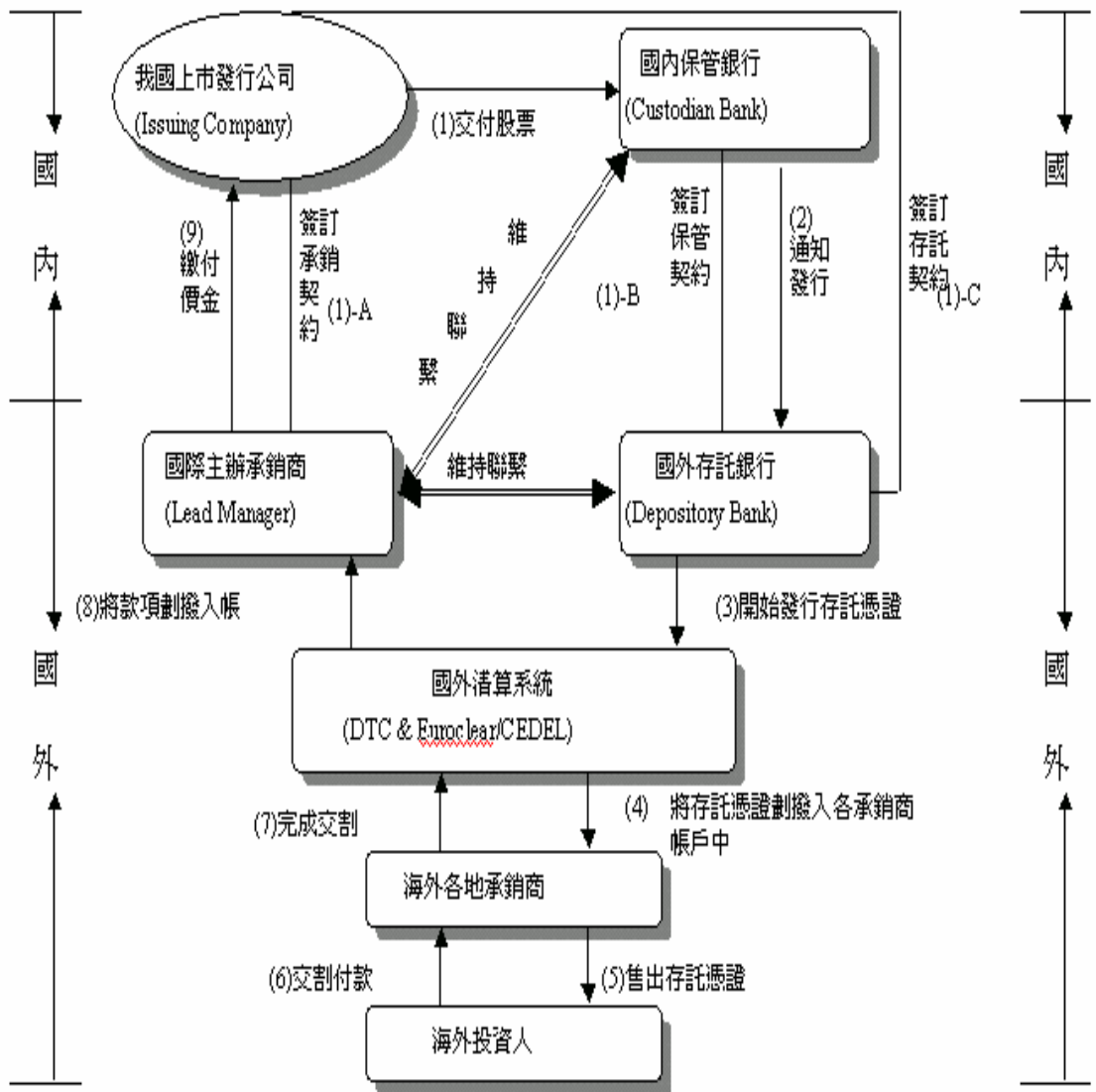


圖 2-3 存託憑證運作圖

四、海外可轉換公司債(ECB)

ECB 係海外可轉換公司債，一般稱為歐洲可轉債(ECB)。除了 ECB 外，也有部分公司發行海外可交換公司債，其與 ECB 類似，只是轉換標的並非發行公司的股權，而是發行公司轉投資的其他公司股權；另還有少數公司發行附認股權的債券，該債券不得轉換或交換為股權，但發行公司給予投資人以特定價格認購公司股票之權利。本節僅簡單定義海外可轉換公司債，其理論定價模式將於第三章中詳細說明。

(一)、定義

所謂海外可轉換公司債為企業在海外發行以外幣計價的可轉換公司債，投資人可於發行後特定期間內，以特定價格轉換為發行公司股權的債券，投資人也可以不轉換而要求發行公司以約定價格贖回依一定轉換價格或轉換比率將公司債轉換成發行公司之普通股股票或存託憑證。下列係將海外可轉公司債的基本名詞予定義與說明。

(二)、基本名詞說明

1. 轉換價格:可轉換公司債可以轉換成普通股的價格

$$\text{Conversion price(NT)} = \frac{\text{Par value}}{\text{Conversion ratio}} \times (\text{Fixed FX rate})$$

※ 轉換比率(conversion ratio): 每一基本單位可轉換公司債可以轉換的普通股股數。

※ 固定匯率(Fixed FX Rate):可轉換公司債在計算轉換比率時，所選取債券計價幣別與轉換標的計價幣別之固定匯率。

2. 百元平價 (Parity) : 約當轉換標的目前市價與轉換價格之百分比關係

$$\text{Parity} = \text{Current stock price} \times \text{Conversion ratio} \times \frac{100}{\text{Nominal value} \times (\text{Spot FX rate})}$$

3. 轉換價溢價率: 可轉換公司債市場價格超過其轉換價值相對於的比率

$$\text{Conversion Premium} = \frac{\text{Convertible Price} - \text{Conversion Parity}}{\text{Conversion Parity}}$$

4. 轉換價格的重設:海外可轉換公司債由於轉換標的牽涉兩種貨幣匯率之因素，因此別其轉換價格的調整除了需考率基準日前平均價格之計算，亦需注意匯率之影響。

$$\text{Average Conversion Price} = \text{Average Closing Price} \times \frac{\text{Fixed Exchange Rate}}{\text{Prevailing Rate}}$$

5. 賣回收益率: 可轉換公司債投資人，如依照債券發行人所設定的可賣回日期及賣回特定價格，以特定利率可折回成現值的報酬率。
6. 發行人提前買回權:可轉換公司債投資人賦予發行人可以在，通常為一定期間(hard call protection)後，在被轉換標的於一定期間內超過預設之價

格之上而債券持有人未執行轉換，則發行人可以執行以約定價格贖回債券之權利。

7. 保管/結算機構:海外可轉換公司債大多是透過國際大型清算機構如 Euro Clear 或 Clearstream 作為保管結算機構。

(三)、可轉換公司債特性

茲將可轉換公司債的特性列表如下，其中海外可轉換公司債僅加上外匯風險，餘與一般可轉換公司債類似：

| | |
|--------|--|
| 獲利來源 | 利息收入、資本利得、轉換利得 |
| 價格風險 | 1. 相較於普通股具抗跌性 2. 對利率敏感度亦相對普通公司債小 |
| 求償順位 | 優於普通股 |
| 反稀釋條款 | 轉換價格重設，保護投資人因如現增、盈餘轉增資、股票分割、公司合併等情況發生時，造成標的股價滑落之保護條款 |
| 新增條款設計 | 如賣回權、贖回權，轉換價格重設使投資人與發行者更具彈性 |
| 投資的時機 | 1. 股市多頭行情: 標的股股價有上揚的可能。 2. 套利機會存在時: 即可轉債價格低於百元評價(parity)時,投資人可透過買進可轉債並同時放空相對應股數之標的股票進行套利，賺取無風險利潤。 |

(四)、海外可轉換公司債發程序

茲將海外可轉換公司債的發程序繪示如下圖。

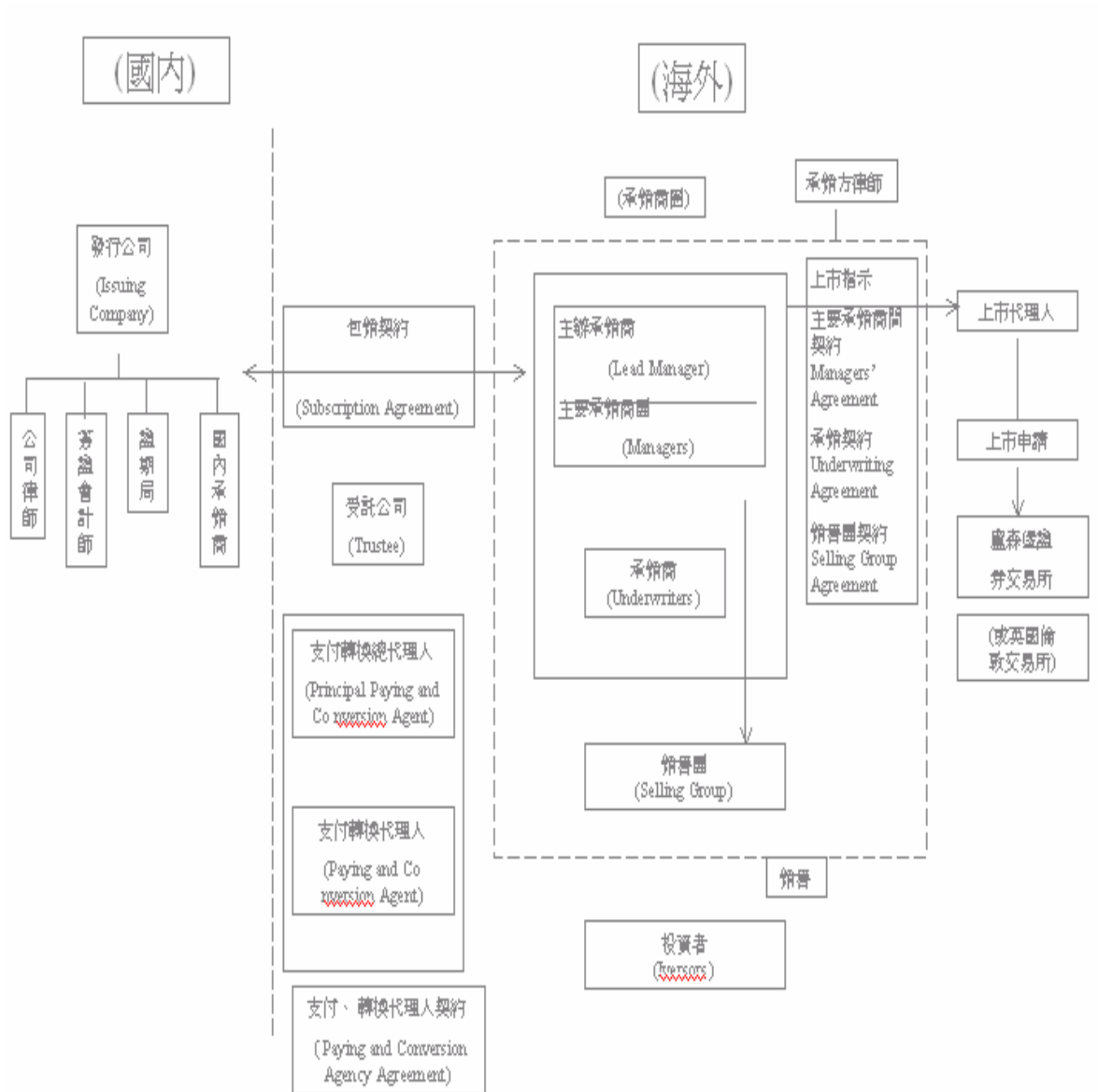


圖 2-4 海外可轉換公司債的發程序圖

與股權連結的公司債，一般而言發行成本最低，準備時間最短，且因有債的成分，較容易為保守型投資人所接受，特別是在景氣不好，股市表現不佳時，可能是大多數投資人較喜歡的選擇，這也是國內在 2001 及 2002 年間海外募資的案件幾乎清一色是這類發行的原因。此外，由於其他工具的發行成本相對較高，一些較小金額的案件，恐怕也以發行與股權連結債券的方式較為划

算。從另外一個角度來看，相對於純股權的發行，發行這類債券必須面臨到期贖回的資金壓力、轉換時可能對股價有不利影響的壓力、在轉換前公司的負債比例會較高，且會有匯率風險等，這些都是對發行公司較不利之處。

發行與股權連結的公司債的兩個最重要的成功因素就是發行公司的債信及轉換標的股價是否看好且有足夠的流通性，債信越好，轉換標的公司越受投資人肯定，則通常發行條件對發行公司越有利、發行成本越低、認購意願也越踴躍。

五、全球存託憑證(GDR)

全球存託憑證係對台灣以外的許多國家的投資人同時發行，其中美國投資人若根據 Rule 144A Depositary Receipts 的規定投資 GDR，因受限於其證管法令的要求，僅能由符合一定資格的法人機構參與認購。國內的全球存託憑證發行通常都選擇至盧森堡交易所掛牌，也有少數公司至倫敦交易所掛牌，和其他交易所比起來，盧森堡交易所對於上市的規定及審核可算是最鬆的，只要發行文件符合一些最基本的要求，通常不會有什麼實質的審核意見，因此文件的準備較發行美國存託憑證容易的多，時間也短許多，但由於是純股權的發行，投資人相對風險較高，因此承銷商基於必須對投資人負責，企業實地審查(Due Diligence)的過程通常會較債的發行嚴謹，而且必須花較多的時間向各地的投資人做巡迴說明會(Roadshow)，這些都增加了發行的成本及時間。此外，由於沒有債的保護，全球存託憑證的案件通常都是折價發行，不像轉換公司債都是以溢價發行，故對於公司股本稀釋的程度可能較轉換公司債來得高。

與可轉換公司債相比，全球存託憑證通常適合較大金額的發行，且發行公司的市場知名度較高，但又不想面臨發行美國存託憑證時繁複的上市程序及後續的維護成本，可說是介於美國存託憑證及轉換公司債的一個折衷方案，但也由於其較為鬆弛的管理，流通性通常較低，投資人將其轉換為國內股票的

機率較高，對發行公司股價可能有所衝擊。另外值得一提的是，證期會曾通過可以發行存託憑證方式直接併購海外企業，但由於全球存託憑證的流通性很低，實務上較不可行，除非被併購企業的原股東願意接受發行公司台灣上市的股票。

六、美國存託憑證(ADR)

與前兩種發行工具比較起來，美國存託憑證由於必須符合美國證管會的規定，並接受其嚴格的審核，可說是最為浩大的工程，以財務資訊而言，前兩種工具都是按照發行公司當地的會計原則編製即可，但發行美國存託憑證則必須將最近三年的財務資訊轉換為按美國會計準則編製，美國會計準則的複雜程度眾所皆知，光這項工作便可以耗去數個月甚至一年以上的時間，其他因符合美國證管法令要求而增加的工作更是不計其數，而除了上市的成本外，後續的維護成本也非常可觀，尤其在沙氏法案(見附錄二)通過後，其所增加的風險及成本係難以衡量的，有些上市公司亦已開始打退堂鼓，考慮準備申請下市。

(一)、ADR 的種類

ADR 可分為兩類：有擔保的和無擔保的，目前無擔保的 ADR 已很少使用。目前美國有擔保的 ADR 主要分為四種類型，依企業的選擇以及掛牌交易平台之不同分為 Level I、II、III 三級和依照 144A 規則所發行的 GDR。其中根據 rule 144A 所發行者，係私募方式發行的 GDR，主要以犧牲流動性來換取較低的發行費用和較寬的資訊披露要求。目前，我國僅允許我國上市櫃公司利用 ADR Level III 在美國掛牌 ADR，例如，目前在美國掛牌的台積電 ADR。茲將三級 ADR 計劃的比較彙總如下表。

表 2-1 三級 ADR 之比較表

| | 第一級 ADR | 第二級 ADR | 第三級 ADR |
|------|--|---|--|
| 交易 | 櫃檯報備交易 OTCBB 或粉紅色 報價單 | 掛牌上市： 紐約證券交易所(NYSE) 美國證券交易所(AMEX) NASDAQ | 增資發行 紐約證券交易所(NYSE) 美國股票交易所(AMEX) NASDAQ |
| 註冊要求 | 按 1933 年"證券 法"以表 F-6 註冊 登記 | 按 1933 年證券法以表 F-6 及按 1934 年證券交易法 以 20-F 表註冊登記 | 按 1933 年證券法以專供首 次公開上市用的 F-1 表以及 按 1934 年證券交易法以 20-F 表 F-2 和 F-3 可用於以 後各項上市 |
| 呈報報告 | 按 1934 年證券交 易法的 12g3-2(b) 的豁免申請書 | 每年報 20-F 表格，財務清 單必須部分的符合美國的 公認會計準則 GAAP | 每年報 20-F 表格，財務清單 必須完全符合美國的 GAAP |
| 籌資能力 | 不能，必須升級 | 不能，必須升級 | 可以在美國市場集資 |
| 發行時間 | 短 | 較長 | 長 |

簡言之，一級 ADR 允許外國公司無須改變現行的報告制度就可以享受公開交易證券的好處。想在一家美國交易所上市的外國公司可採用二級 ADR。如果要在美國市場上籌集資本，則須採用三級 ADR。ADR 的級別越高，所反映的美國證券交易委員會（SEC）登記要求也越高，對機構投資者和一般投資者而言，該 ADR 的透明度和吸引力就越大。

(二)、ADR 的上市要求

發行第一級 ADR 要求比較簡單，只需按美國 1933 年《證券法》，以 F-6 註冊登記單註冊，按 1934 年《證券法》的 12g3-2 (b) 豁免申請書呈報報告就

可以。其他均不作要求。

第二級、第三級 ADR 的上市要求如下：

1. 紐約證券交易所 (NYSE)：大額股東人數全世界 5000 名以上，流通在外股數全世界 250 萬股以上，流通在外股票價值全世界 1 億美元以上，有形資產為淨值 1 億美元以上，稅前利潤最近三年累計 1 億美元以上，每年最少 2500 萬美元。
2. 全美證券交易商協會自動報價系統 (NASDAQ)：造市商 2 個，有記錄股東 800 人，流通在外股數多於 50-100 萬，發行市值 300 萬美元以上，有形資產為淨值 400 萬美元以上，稅前利潤 75 萬美元以上，淨利潤最近 1 年或最近 3 年中 2 年在 40 萬美元以上。
3. 兩個市場均需要公司董事會中有 2 名獨立董事。

(三)、ADR 主要中介機構

企業在美國發行 ADR，主要涉及的關鍵中介機構包括下列三種：

1. 存託銀行。存託銀行作為 ADR 的發行人和 ADR 市場仲介，為 ADR 投資者提供所需的一切服務。
2. 保管銀行。保管銀行是由存託銀行在標的證券發行國安排的銀行，負責保管 ADR 所代表的標的證券；根據存託銀行的指令領取紅利或利息，用於再投資或匯回 ADR 發行國，並向存託銀行提供當地市場信息。
3. 存託信託公司。指美國的證券中央保管和清算機構，負責 ADR 的保管和清算。

茲將 ADR 的發行程序、交易方式、交易定價整理如下。

(四)、ADR 發行程序

企業在美國申請 ADR 時，主要依照下列程序為之：

1. 美國投資者委託美國經紀人以 ADR 形式購入非美國公司證券。
2. 美國經紀人與標的證券所在地的經紀人聯繫購買事宜，並要求將所購買的證券解往美國的存託銀行在當地的託管銀行。

3. 當地經紀人通過當地的交易所或場外市場購入所指示的證券，該證券既可以是已經在次級市場上流通的證券，也可以是非美國公司一部分以 ADR 形式發售的證券。
4. 將所購買的證券存放在當地的保管銀行。
5. 保管銀行取得相應的證券後，立即通知美國的存託銀行。
6. 存託銀行即發出 ADR 交與美國經紀人。
7. 經紀人將 ADR 交給投資者或存放在存託信託公司，同時把投資者支付的美元按當時的匯價兌換成相應的外匯支付給當地的經紀人。

(五)、ADR 的交易形式

ADR 的交易形式可以列示如下：

1. 市場的內部交易。即在美國證券市場，像任何其他美國證券一樣，ADR 持有者之間自由交易。
2. 登出。當客戶指示賣出 ADR 時，美國的經紀人委託標的證券所在國的經紀人出售標的證券，由存託銀行登出 ADR。

(六)、交易定價

一旦在美國市場流通的存託憑證達到相當的數量，通常是一家公司發行股份的 3%到 6%時，一個真正的內部交易市場就開始出現了。在這個市場出現以前，大多數的買進存託憑證都是透過發行存託憑證來達成的。當經紀人公司執行客戶的指令時，他們會通過比較存託憑證的美國價格和當地市場實際股票的美元折算價格來為客戶尋求最理想的價位。

經紀人公司可以採用三種方法在提供他們最理想價位的市場買進或賣出：發行新的存託憑證，轉手已有的存託憑證，登出存託憑證。當標的股票的價格和存託憑證的價格持平時，經紀人公司就簡單地以買、賣存託憑證來執行客戶的指令。這樣不斷的買賣存託憑證，有助於縮小當地市場和美國市場之間的差價到最小的程度。結果是，95%左右的存託憑證交易是由市場內部交易

完成的，其中並不包括存託憑證的發行與登出。

儘管在美國屬外國公司身份者擬在美國發行 ADR 的規定如此之多，對於一些體質較好之大型公司，發行美國存託憑證仍然有其吸引人之處。首先在於公司形象，一般認為符合美國證管法令要求並能夠通過美國證管會的嚴格審核的公司，其體質通常較佳，財務透明度也較高，投資人因此願意給予較高之溢價，相對於全球存託憑證通常以折價發行，美國存託憑證則通常以溢價或較小幅度的折價發行；其次，美國存託憑證的流通性通常較前兩種工具為高，能夠吸引較多的投資人，也較適合用於併購海外企業，或是以其作為報酬吸引海外人才；另外，由於美國資本市場的胃納量最大，對於經常有募集資金需求，或股東需要變現管道的公司，美國存託憑證不失為一個值得考量的工具。

七、ECB/ADR/GDR 的比較

國內上市櫃企業至海外募資，最常使用的工具有與股權連結的公司債 (ECB)、全球存託憑證(GDR)、美國存託憑證(ADR)等三種。通常，企業規模較大且體質較好的企業選擇發行美國存託憑證(ADR)，並選擇在紐約證券交易所或那斯達克交易所掛牌。茲將 ECB、GDR、ADR 等三種海外籌資金融工具的比較列示如下表。

表 2-2 ECB、GDR、ADR 三種海外籌資金融工具比較表

| ECB | GDR | ADR |
|--------------------------|---|------------------------------------|
| ○ 皆是溢價發行。 | ○ 通常都是折價發行。 | ○ 其體質通常較佳，財務透明度也較高，投資人願意給予較高之溢價。 |
| ○ 發行成本最低，準備時間最短。 | ○ 盧森堡，新加坡或香港交易所審核及文件的準備較發行 ADR 容易的多，時間也短許多。 | ○ 必須將最近三年的財務資訊轉換為按美國會計準則 (GAPP)編製。 |
| ○ 因有債的成分，較容易為保守型投資人所接受。 | ○ 實審(Due Diligence)的過程通常會較債的發行嚴 | ○ 流通性通常較前兩種工具 |
| ○ 相對於純股權的發行，發行公司必須面臨到期贖回 | | |

| | | |
|---|--|---|
| <p>的資金壓力。</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 轉換時可能對股價有不利影響的壓力、在轉換前公司的負債比例會較高，且會有匯率風險。 ○ 發行公司的債信及轉換標的股價流通性，影響認購意願。 ○ 董事及經理人主要針對公開說明書內容負有誠信責任。 | <p>謹，間接增加發行的成本及時間。</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 流通性通常較低，投資人將其轉換為國內股票的機率較高，對發行公司股價可能有所衝擊。 ○ 在美國地區只有特定資格的機構法人(QIBs)才能購買，但在美國以外地區則不限購買對象。 ○ 董事及經理人主要針對公開說明書內容負有誠信責任。 | <p>為高</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 適合用於併購海外企業，或是以其作為報酬吸引海外人才。 ○ 適合經常有募集資金需求，或股東需要變現管道的公司。 ○ 全世界各地區的機構投資人及自然人均可購買。 ○ 後續的維護成本也非常可觀，尤其在沙氏法案通過後，其所增加的風險及成本係難以衡量。 ○ 美國證券法規規定較嚴，董事及經理人對申請書件、公開說明書及後續資訊揭露如有虛偽不實或隱匿情事，均負有法律責任。 |
|---|--|---|

資料來源：富邦證券整理

第三節、上市(櫃)公司海外籌資之規劃

一、海外籌資之事前規劃

就上市上櫃公司規劃發行海外籌資時，除非是金額較小的海外可轉債發行，一般的海外募資，特別是海外上市案件，都需要一段較長時間的規劃與醞釀。完善的海外籌資包括市場的接受度測試及選擇適當的執行中介機構等。茲將規劃海外籌資的成功因素整理如下表：

在規劃的初期，發行公司主要要與證券商或會計師討論，俾作最佳規劃，其

中公司應比較國際資本市場，找出對企業最有利的市場與金融工具。同時，企業應比較發行工具，並研擬各種金融工具對公司的影響，以及該金融工具的相關成本效益。企業應深入瞭解，準備在該市場募集資金的會計準則及證管法令，分析在該市場所發行工具間，可能會產生那些問題，作初步瞭解，並進行籌集資金的時程規劃工作。

| | |
|-----------|---|
| 完善的事前規劃 | 對於發行目的、時機、工具、規模、成本、對公司及股東的影響及法令的限制等，都必須有妥善的規劃。 |
| 市場接受度 | 公司所處的產業、公司的前景及獲利能力、過去的紀錄、公司的國際知名度、是否有特殊題材及要求的價格等，都可能影響國際投資人的接受度，這些通常可藉由平時的曝光度及承銷商分析師的強力推薦來提高。 |
| 選擇堅強的執行團隊 | 從公司本身、承銷商、律師、會計師、甚至印刷廠都是成功案件不可或缺的關鍵角色，考量因素除專業知識及經驗外，能否全心投入該專案也是非常重要的。 |
| 公司的決心 | 海外上市、募資通常耗工且耗時，經常占用公司員工正常的工作時間，一定程度會影響公司其他的業務，因此必須經由高階主管的決心及全體員工的配合，才能在預定時間內達成任務。 |
| 專案執行的速度 | 最佳的募資時機稍縱即逝，能在最短的時間內整合團隊的力量完成須準備的文件，並通過證管機關的審核，才能掌握最佳時機。 |

資料來源：富邦證券整理

二、國內外募集資金之差異分析

上市櫃公司在國內募資與在海外募資間，其間存有相當大差異，一般而言，國內募資與海外募資可能有以下幾個主要差異：

| 項目 | 差異之處 |
|------|--|
| 策略目標 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 國內募資通常單純以募集營運所需資金為主要目標。 ○ 海外募資策略目標除資金成本、盈餘稀釋等財務性因素外，可能尚需配合其他策略目標作整體之規劃。 |
| 成本結構 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 台灣募資成本的絕對金額可算是非常低。eg. 國內上市或現金增資為例，券商佣金及輔導費用，經常是低於 1%，有時甚至僅收取工本費。 ○ 國外平均 1.5%-4% 差距頗大，且律師及會計師的費用，國內募資的花費可能不及海外募資的十分之一。 |

| | |
|---------|--|
| 籌資的效果 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 一般海外募資的投資人係純以投資為目的，發行的條件通常都是將相關的投票權委託現有管理階層代為行使，與國內募資經營權多半稀釋的結果不同。 ○ 海外募資有許多國內募資無法達到的效果，eg. 開闢更多的籌資管道、協助現有股東取得更多的出脫管道, ect.。 |
| 執行過程 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 國內募資案件除申請上市櫃 IPO 外，一般國內 SPO 只有書面整理文件後就直接送件。 ○ 海外 SPO 募資案件則較嚴謹，每一次的海外募資實務上券商都會進行實地審核，由其委任的國外律師及券商作 Due Diligence。關於財務資訊，則委由會計師來進行實審，並以出具 comfort letter 方式將審查結果。較大型的海外募資案件，通常必須對海外投資人進行巡迴說明會(road show)，由高階主管親自面對投資人來推銷公司，這在國內實務上也很少見。 |
| 所需專業人才 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 進行海外募資時會有較多的外部專家(主辦券商、國內外律師、會計師、轉換付款代理人、掛牌代理人等)來輔導。 |
| 後續的維護成本 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 與國內募資相比，海外募資的後續維護成本要高出許多。 ○ 維護成本有法規遵循成本及投資人關係成本兩種： <ol style="list-style-type: none"> 1. 法規遵循成本：持續符合上市地點的證管法令及會計準則所須支付的成本 2. 投資人關係成本：係滿足投資人的特定需求及維護股價之成本，由於國外投資人多為較專業的法人，因此對與投資標的公司的要求也較嚴格，相對公司的成本也較高。 |

資料來源：富邦證券整理

三、企業國際籌資的優勢及效益

企業如果透過國際籌資方式，不但可以有效促進企業的國際化，更可透過國際籌資提高企業國際知名度，對於企業產品的國際行銷將產生正面效益。通常，企業進行國際籌資較可以籌集較大規模資金，且企業可以在國際間尋找對企業籌資最適宜、成本最低的籌資工具。所以，通常國際化程度越高的企業，其外資所佔股權的比例就會越高，也就是這些企業較可能利用跨國市場及跨國金融商品，在國際間籌集所需資金。根據 PricewaterhouseCoopers (PwC) 會計師事務所在 2003 年所作的一項調查報告顯示，全球化越深的企業，其外資比重通常也越高。例如，Nokia、台積電外資比重都相當高。

為何國際級的企業需積極爭取本國以外的資金來源或尋求海外掛牌上市的機會?其原因大致可以整理如下：

| 理由 | 說明 |
|------------------|---|
| 提高國際知名度 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 提高公司在全球資本市場的知名度，有利於企業全球布局及提高公司或品牌的全球知名度 ○ 利用企業知名度配合發放可轉換為海外上市股票員工認股權證（ESOP）吸引國際人才。 |
| 自我體質的提升 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 部分企業主選擇進入國際資本市場係著眼於自我體質的提升，透過國外較專業投資人的檢驗，了解目前公司體質及人力素質與國際級企業的差距，並進一步改善體質，提升管理的透明度。 |
| 取得較佳的戰略地位 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 一般認為一個在國際主要資本市場（如美國資本市場）掛牌的公司，在中國大陸經營較能享有優勢，因此部分意圖在中國大陸長期耕耘的企業，選擇在美國或其他主要資本市場掛牌，以取得較佳的戰略地位。 |
| 跨國購併的易容性 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 許多企業利用跨國購併行為來達到快速成長或切入市場的目的，而以能在國際資本市場流通的股權作為全部或部分購併海外企業的價款，較單純的現金交易更有彈性，對公司資金壓力也較輕。 |
| 開闢大股東出脫手中大量持股的管道 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 以台積電為例，自發行 ADR 在紐約證交所掛牌後，其主要股東國安基金幾乎每年都利用發行 ADR 來調節手中持股，若非如此，想要在台灣證券市場大量釋股將非常困難。 |

資料來源：富邦證券整理

四、海外募資發行情序

我國上市上櫃公司若擬發行海外金融商品，包括 ECB、GDR、ADR 等，其募集發行情序及所涉及的中介機構可說明如下表：

| ECB | DRs | 工作項目 | 主導者 |
|-----|-----|--|--------------|
| 1 | | 選定主辦承銷商及國內、外律師並討論工作計畫 | 發行公司，國外主辦承銷商 |
| 3 | | 發行公司董事會決議發行 | 發行公司 |
| 4 | | 起始會議並進行實地審查 Due Diligence | 國內外律師、會計師 |
| 6 | | 向中央銀行申請同意函 | 國內主辦承銷商 |
| 6 | | 向證期局申請 ECB 案 | 國內主辦承銷商 |
| 7 | | 草擬相關法律文件：OC and principle legal documents: Trust Deed, Subscription Agreement, Conversion and Paying Agency Agreement. | 國外律師 |
| 7 | | 草擬 comfort letter and legal opinions | 會計師、國外律 |

| | | |
|----|-------------------------|---------------|
| | | 師 |
| 8 | 取得中央銀行核准函 | |
| 11 | 取得證期局核准函 | |
| 13 | 15 註取得海外交易所 Sigh off 同意 | Listing Agent |
| 14 | 16 籌組承銷團及市場測試 | 國外主辦承銷商 |
| 15 | 17 Roadshow 及決定初步發行價格 | 國外主辦承銷商 |
| 16 | 18 Launch | 國外主辦承銷商 |
| 16 | 18 訂價及分配 | 國外主辦承銷商 |
| 16 | 18 交割並結案 | 國外主辦承銷商 |

註：

1. ADR：須向美國證管會及掛牌之美國交易所申請，作業時間較長
2. GDR：向美國證管會申請 12g3-2(b)豁免或非美國地區交易所申請掛牌，所須時間較短
3. 資料來源：富邦證券整理

五、ECB/DRs 參與中介機構角色說明

一般海外募資或上市的過程中，除公司本身是最重要的主角外，其他工作夥伴包含承銷商、會計師、國內外律師等，每個角色對於案子的貢獻可說明如下：

| | |
|--------|--|
| 發行公司 | 配合相關單位提供所需資料，管理階層必須參與發行作業流程準備工作及海外巡迴說明會 |
| 國外主辦承銷 | 負責海外發行作業協調與執行，重點包括實地查證、擬定公開說明書、承銷團籌組、市場行銷、海外巡迴說明會、承銷價格訂定及售後市場維繫 |
| 國內主辦承銷 | 負責國內送件申請工作和評估報告編寫、與主管機關溝通協調 |
| 法律顧問 | 1. 國外律師（代表承銷商律師）實地查證、草擬定公開說明書及相關文件並提供相關之法律意見 2. 國內律師（代表發行公司律師） 3. Trustee 律師 |
| 會計師 | 審計編製英文財務報表、複核英文公開說明書、出具 Comfort Letter |
| 存託銀行 | 提供和存託憑證相關的股務代理業務 |
| 保管銀行 | 代表存託銀行保管存託憑證所表彰之股票，依存託銀行指示領取及匯寄股利 |

資料來源：富邦證券整理

企業無論發行 ECB、GDR、ADR 等，都需要透過海外巡迴說明(Roadshow)，

以吸引長期且穩定的投資者，能夠有足夠意願購買所發行之金融產品。海外巡迴說明的目的包括，對企業內部可以有效凝聚共識，對外宣揚公司的經營理念以及公司的競爭優勢、核心價值等。同時，在巡迴說明會的過程中，發行公司及承銷商較易取得投資者之回饋資訊，有利於整體 ECB/DRs 的價格訂定及發行。一般而言，海外巡迴說明(Roadshow)的方式大致包括，一對一會議(One-on-one meetings)、大型簡報(Presentations)、小型簡報(Seminars)等三種。其中若針對中小型 ECB 的發行案，通常說明會都在香港或新加坡舉行；若屬大型 ECB/GDR 的發行案，除了香港、新加坡等地點以外，亦會考慮赴英國倫敦舉辦說明會。至於 ADR 的發行案，除了一般的香港、新加坡、英國倫敦等地外，由於 ADR 屬在美國發行並掛牌，致海外巡迴說明會也會在美國的西岸與東岸的紐約舉辦。

六、潛在投資者與會計準則之要求

(一)、潛在投資者

主辦證券商通常是企業發行 ECB、GDR、ADR 的主要配銷中介機構。根據過去證券商發行 ECB、GDR、ADR 的經驗，會購買台灣企業發行的這些海外金融商品，主要投資者仍然來自亞洲地區，也就是本研究計劃中強調之洽特定人或私募的對象；其餘約 15%會來自歐洲的投資者。亞洲與歐洲地區以外的投資者，在過去發行的經驗觀之，約僅佔所有投資者的 5%。

(二)、會計準則之要求

企業若擬利用 ECB、GDR、ADR 等金融工具在海外籌資，則募集資金的公開說明書中，其內容所採用的會計準則將主要依循國際會計準則(International Accounting Standards)編制。

目前我國上市上櫃公司間，海外籌資掛牌主要地點有盧森堡(Luxembourg Stock Exchange, LSE)、香港(Hong Kong Stock Exchange, HKSE)及新加坡(Singapore Stock Exchange)三地，目前以盧森堡交易所較受台灣發行公司青

瞭。茲將盧森堡交易所、香港聯交所、新加坡證券交易所的公開資訊揭露要求彙總如下表：

| | 盧森堡交易所 | 香港交易所 | 新加坡交易所 |
|--------|--|---|--|
| 特點 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 審核簡便 ○ 掛牌費用較低 ○ 約90%以上台灣的海外籌資案件在此掛牌。 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 資訊揭露最嚴苛 ○ 掛牌費用較高 | 掛牌條件最嚴苛，如： <ul style="list-style-type: none"> ○ 債券(如 ECB/EEB)需有投資等級 (Investment ratings)以上的評等 ○ 債券(如 ECB/EEB)部分，80%以上發行額度需安排由具專業投資經驗或機構投資人認購 |
| 會計準則應用 | 2005年後 OC 財報需依國際會計準則 (IAS GAAP) 標準編制 | 未來 OC 財報將依 IAS GAAP 標準編制 | 除非 80%以上發行額度需安排由具專業投資經驗或機構投資人認購，否則 OC 財報需依 IAS、US 或 Singapore GAAP 標準編制， |

資料來源：協合國際法律事務所

第三章、相關法規與 ECB 訂價模式

本章主要分為兩個部分。第一個部分，整理彙總我國上市上櫃公司海外募集資金的相關法規，並予分析討論，以供第五章結論與建議時的參考；第二部分係整理 ECB 的理論定價模式。亦即，本章主要提供第四章及五章的基礎訊息。除了基礎法規外，鑑於企業海外募集資金的主要三個金融工具間，包括 GDR、ADR、ECB 等，GDR 與 ADR 直接與權益證券相關，且由於權益證券(股票)在上市櫃公司規劃與發行期間，已存在公開價格，因此，這二種海外金融商品的訂價問題不需加以討論。為分析我國上市櫃公司發行 ECB 的定價與發行條件問題，本章特別亦將 ECB 的理論訂價模式，予彙總，俾供第四章與第五章參考。有關企業海外募集資金相關法規的原文，則列示於本章的附錄中。

本章僅分為三節，第一節為我國企業海外募集資金的相關法規研究，其中主要包括「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」及「中華民國證券商業同業公會輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」的法規研究。第二節，本章整理 ECB 的主要理論定價模式，供瞭解 ECB 的理論訂價與目前法規之間的差異性。第三節中，本章重新分析第一節及第二節中所整理之相關資料。

第一節、企業海外募集資金之一般性規定

一、法源基礎

我國證券主管機關對於國內企業進行海外募資之法律規範主要記載於「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」及「中華民國證券商業同業公會輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」中。其中，無論企業發行 ECB、ADR、GDR 均需經過證期局及中央銀行的審查。茲將相關的規定整理如后。至於本研究所擬探討的重點，包括發行條件與價格訂定的合理性，再以專節討論之。

關於我國企業募集與發行海外有價證券，其主要法規為「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」以及「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」，其他相關法規還包括公司法與證券交易法。就海外可轉換公司債而言，「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」之第三章有詳細之規定；而海外存託憑證來說，上述募發準則之第二章也有詳細規定，茲將海外籌資之相關法規整理於附錄。

二、企業海外募集資金之限制

在海外有價證券之發行限制方面，企業發行海外有價證券，必須符合公司法、證券交易法、「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」（簡稱自律規則）與「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」（簡稱募發準則）之規範，茲將相關規定列示如下：

- 公司法第 247 條規定公司債之總額，不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額。無擔保公司債之總額，不得逾前項餘額二分之一。
- 公司法第 248 條規定轉換(認購)股份數額如超過章程規定，應先完成變更章程增加資本額後，始得為之。
- 公司法第 249 條規定無擔保者，最近三年稅後平均淨利須達原定發行之公司債應負擔年息總額之 150%。
- 公司法第 250 條規定最近三年稅後平均淨利須達原定發行債券應負擔年息總額之 100%，但經銀行保證發行之公司債不受限制。
- 證交法第 28 條規定有擔保公司債、轉換公司債或附認股權公司債，其發行總額不得逾淨值之二倍，不受公司法第 247 條之限制。
- 自律規則第 4 條規定公司申請發行具認股權之有價證券，加計其前有價證券流通在外餘額依個別轉換價格設算轉換後所增加之股數，不得逾已發行股數之 50%。
- 募發準則第 9 條規定募集資金運用計畫用於直接或間接赴大陸地區投資金額不得超過該次發行金額之百分之二十。但募集與發行之海外有

價證券為股票、存託憑證、轉換公司債及附認股權公司債等具股權性質之有價證券者，且資金運用計畫用於直接或間接赴大陸地區投資金額未超過本次募集總金額之百分之四十，並已於發行或轉換辦法訂明持有人不得於海外有價證券發行後一年內請求兌回、轉換、認購或請求償還者，不在此限。

所以，上市上櫃公司在發行海外有價證券時，必須遵守上述的限制規定，其中也要遵守上市櫃公司在海外募集資金投資大陸的限制。原則上，企業在海外募集資金，不像企業在台灣境內募集資金完全不得投資大陸，這部分資金得以投資中國大陸，最高上限亦不得超過當次募集的 40%。由於我國企業投資大陸，具有一定的吸引力，所以，這項規定也是我國企業具有較高動機在海外募集資金的原因之一。企業在海外募集資金，證期局及中央銀行均必須參與審查工作，其中證期局與中央銀行的審查重點，依照相關法規，可以整理如下。

三、證期局審查重點

我國企業赴海外募集與發行有價證券，需經由證期局與中央銀行審查核可。證期局的審查制度為申報生效及申請核准併行制，其中申報生效制為先取其目的事業主管機關及中央銀行核准函，再向證期會送件申報，屆滿 12 個營業日生效；而申請核准制為中央銀行核准函於核准前補送即可。就企業募集資金與發行計畫而言，證期局之評估重點如下：

1. 計畫應具可行性、必要性；資金運用計畫、預計進度及預計可能產生效益應具合理性。
2. 本次計畫之重要內容（發行辦法、資金來源、計畫項目、預定進度及預計可能產生效益等）應列成議案，依公司法及章程提董事會或股東會討論並決議通過。
3. 若本次海外募資有部分係用於大陸投資，則應先取得投審會之核准函。

4. 本次募集資金運用計畫用於直接或間接赴大陸地區投資金額不得超過本次募集總金額之 20%。若超過 20%未超過 40%，則發行後一年內不得請求兌回、轉換、認購或請求償還。
5. 直接或間接赴大陸地區投資不得違反經濟部投資審議委員會規定。但本次計畫之資金用途係用於國內購置固定資產並承諾不再增加對大陸地區投資者，不在此限。
6. 發行公司之關係人不得為認購海外有價證券或為認購之最終資金來源。(發行公司應出具承諾書)
7. 發行計畫中應敘明該海外公司債係屬全數公開發行或部分洽特定人認購。

證期局也在民國 90 年 6 月新聞稿中發佈高額無償配股公司海外募集資金之審查原則，若當年度（預計）辦理無償配股之每股配發金額達二元以上，且依當年度財務預測預估每股盈餘較前一年度下降達 30%者，從嚴審查其海外募集資金案件；但其海外募集資金用途係用於投資國內以擴充生產設備或購置固定資產，且能提供具體資料佐證其每股盈餘下降為短期現象者，不在此限。此外，尚有緘默期（Quiet Period）之規定，亦即公開發行公司於募集發行有價證券時，在提出申請至准駁期間，與核准後致繳款截止期間，應注辦所發表言論是否與申請書件或公開說明書內容一致，並嚴禁發表假設性的預測訊息。發行人至申報生效或申請核准前，如發表言論與送審書件不符，應提出說明，否則增資案將停止申報生效。

四、中央銀行審查重點

除向證期局申報生效/申請核准外，企業於海外募集資金並須取具外匯業務主管機關(即中央銀行)之同意函。中央銀行審查重點在於募集與發行海外有價證券之資金用途。目前國內企業申請募集與發行海外有價證券之資金用途，主要為海外購料款、興建廠房、購買機器設備、轉投資及償還銀行借款等。就海外購料款來說，央行會對照發行公司海關進口通關數字，以佐證海外購

料之需求；就興建廠房及購買機器設備來說，該項用途為央行較鼓勵之項目；就轉投資事業來說，央行會要求發行公司檢具該轉投資事業之資料以供查核；而償還銀行借款之用途，當初借款目的係以資本支出為宜。至於未來所募集資金是否兌回新台幣使用，仍須視資金用途而定。

第二節、企業發行海外可轉換公司債之規定

一、相關規定

依照「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」第 23 條中規定，發行人申報（請）募集與發行海外可轉換公司債，應載明下列事項：

1. 請求轉換之程序。
2. 轉換條件（含轉換價格、轉換期間等）之訂定方式。
3. 轉換價格及其調整。
4. 轉換年度有關利息、股利之歸屬。
5. 轉換時不足一單位金額之處理。
6. 以參與發行海外存託憑證供轉換者，應載明海外存託憑證所表彰有價證券之種類，每單位海外存託憑證表彰有價證券之數額，存託機構、保管機構名稱、海外存託憑證預定發行計畫及相關約定事項。
7. 發行方式。發行方式應敘明係屬全數公開發行或部分洽特定人認購，若有約定部分由特定人認購之情事，應載明洽特定人認購之目的、特定人認購之張數、總金額及特定人與發行人之關係。
8. 為履行轉換義務，應以發行新股或交付已發行股份，擇一為之。但與櫃股票公司限以發行新股方式履約。
9. 其他重要約定事項。

另外，海外公司債轉換股份時，不受公司法第 140 條關於股票發行價格不得低於票面金額規定之限制。海外公司債轉換之相關事項除有適用國際間之慣例者外，準用發行人募集與發行有價證券處理準則第三章第二節有關規定。國際慣例中 ECB 之轉換價格訂定方式多半係於訂價日時決定之，轉換價格係

參考價格乘以發行時之轉換價格溢價率。參考價格係以下列方式擇一決定：
(a)訂價基準日前一段時間發行公司普通股之平均收盤價，或(b)訂價基準日
前一日發行公司普通股之收盤價格，或(c)訂價基準日當日發行公司普通股之收
盤價格。上述所提一段時間由過去 60 日、45 日、30 日漸漸規定為 10 日、15
日、20 日，最近規定為比照國內可轉換公司債訂價 1 日、3 日、5 日。

自律規則第 26 條也規定承銷商輔導發行公司申報（請）發行海外轉換公司
債，應審慎評估其暫訂發行價格與理論價格之差異，並應依下列規定辦理：

1. 承銷商輔導發行公司申報（請）發行海外轉換公司債，得以發行總
額上限方式向金管會申報（請），惟以一次發行為限，並敘明如未
足額發行，導致募集資金不足時之處理，承銷商並應就其適法性及
合理性評估。
2. 向金管會申請其案件時之暫訂發行價格及實際發行價格皆不得低於
理論價格扣除流動性貼水之九成。
3. 發行公司於計算海外轉換公司債理論價格所選定之模型宜整體涵蓋
並同時考量發行條件中所包含之各項權利，所選用模型如未能同時
考量者，應說明選用該模型之原因及與其他模型理論價格之可能差
異。如有未能納入模型中考量之權利，該未考量之權利應自發行條
件中剔除。所選用模型之各項參數、轉換價格重設之下限及其他決
定發行價格之因素應於承銷商評估報告中逐項分析並提出具體估算
資料及合理性評估。
4. 向金管會申報（請）案件時，用以計算暫定轉換價格之基準價格，
應以向金管會申報（請）日前一、三、五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，且暫定轉換價格之訂定應高於基
準價格；其實際發行時，用以計算轉換價格之基準價格，應以訂價
當日及其前一、三、五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；且轉換價格之訂定應高於基準價格。

5. 轉換價格再調整之下限以發行時轉換價格（可因公司普通股股份總額發生變動而調整）之八成為限。
6. 興櫃股票公司之轉換價格應高於發行日最近期經會計師查核簽證或核閱之財務報告每股淨值；但發行時已為上市（櫃）公司時應符合第四款之規定。

另外，承銷商應輔導發行公司於實際發行金額確認後，於公開資訊觀測站中公告實際發行計畫，並更新公開說明書相關內容。

二、募集發行之法規限制節要

由於 ECB 是目前上市上櫃公司間海外募集資金的最重要金融工具，因此本節將上述法規予整理，也就是發行公司在發行 ECB 之前，必須充分瞭解的限制如下：

1. 公司債之總額，不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額。無擔保公司債之總額，不得逾前項餘額二分之一(公司法第 247 條)。
2. 無擔保者，最近三年稅後平均淨利須達原定發行之公司債應負擔年息總額之 150% (公司法第 249 條)。
3. 最近三年稅後平均淨利須達原定發行債券應負擔年息總額之 100%，但經銀行保證發行之公司債不受限制(公司法第 250 條)。
4. 公司在募集發行有擔保公司債、轉換公司債或附認股權公司債時，其發行總額不得逾淨值之二倍，不受公司法第 247 條之限制(證 28-4)。
5. 根據證券商自律規則，公司申請發行具認股權之有價證券，加計其前各上述有價證券流通在外餘額依個別轉換價格設算轉換後所增加之股數，不得逾已發行股數之 50%(自律規則 4)。

三、企業募集發行 ECB 釋例

下列根據台灣的法規及掛牌所在的相關法規，所提出之釋例如下：

| | | | |
|------------------------------------|---|---------------------------|----------|
| Size | US\$40MM | Issue Price | 100% |
| Tenor | 5 years | Final Redemption | 100% |
| Coupon | 0% | Conversion Premium | 1% ~ 10% |
| Issuer Call | HNC 2 years, then end of year 2 subject to 130% trigger | | |
| Option: Investor Put | YTP(2)= 2yr-UST+ 【 25bps~ 100bps 】 YTP(3)= 2yr-UST+ 【 25bps~ 100bps 】 (即 2.12 % ~2.87%) | | |
| Conversion Price Adjustment | Maximum adjustment down to 80% of the original conversion price. | | |
| Listing | Luxembourg | Lock-up | 30 days |

資料來源：富邦證券整理

第三節、海外存託憑證相關法規

根據「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」第 12 條規定發行人申報（請）增資發行新股參與發行海外存託憑證，應敘明價格訂定之依據與合理性及對股東權益之影響，並提股東會決議通過。第 15 條規定發行人申報（請）參與發行海外存託憑證，應檢具發行計畫，並載明下列事項：

1. 發行目的。
2. 預定發行日期、發行總金額、發行單位總數、海外存託憑證表彰之有價證券之數額及預計單位發行價格之訂定方式。
3. 海外存託憑證持有人之權利義務。
4. 海外存託憑證所表彰之有價證券之來源。以現金增資發行新股參與發行海外存託憑證者，若股東會授權董事會於額度範圍內視市場狀況調整發行額度並一次發行者，應載明之。
5. 發行方式。發行方式應敘明係屬全數公開發行或部分洽特定人認購，若有約定部分由特定人認購之情事，應載明洽特定人認購之目的、特定人認購之單位總數、總金額及特定人與發行人之關係。
6. 發行及交易地點。
7. 以現金增資發行新股參與發行海外存託憑證者，其募集資金運用計畫及預計可能產生效益。

8. 合併外國公司、受讓外國公司股份，或依法律規定收購或分割外國公司而申報（請）增資發行新股參與發行海外存託憑證者：
 - （一）受讓之股份或收購之營業或財產之名稱、數量及對象。
 - （二）計畫預計執行進度、預計完成日期。
 - （三）換股比例之決定方式及合理性。
 - （四）受讓之股份或收購之營業或財產未來移轉之條件及限制。
 - （五）預計可能產生效益。
 - （六）併購或換股對象為關係企業或關係人者，應列明與關係企業或關係人之關係、選定關係企業或關係人之原因、必要性及對股東權益之影響。
9. 發行及存續期間相關費用之分攤方式。
10. 其他經本會規定應記載事項。

另外，自律規則第 9 條也規定承銷商輔導上市（櫃）公司辦理現金增資發行新股參與發行海外存託憑證，其發行價格之訂定方式及依公司法第 267 條第一項保留員、工承購股份於員、工未認購時之處理方式，均應列成議案經股東會討論並決議通過。

承銷商輔導上市（櫃）公司向金管會申報（請）案件，暫訂發行價格不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）後平均股價之九成。實際發行價格不得低於訂價日收盤價、訂價日前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）後平均股價之九成。

第四節、海外可轉換公司債評價模式

所謂海外可轉換公司債為企業在海外發行以外幣計價的可轉換公司債，投資人可於發行後特定期間內，依一定轉換價格或轉換比率將公司債轉換成發行公司之普通股股票或存託憑證。由於海外可轉換公司債之評價模型與一般可

轉換公司債類似，基本的架構近似於純粹債券(Straight Bond)再加上股票買權，而其不同之處在於海外可轉債必須加入匯率因素之考量，因此本研究主要先簡介一般可轉換公司債之評價模型，之後再說明海外可轉換公司債之評價方法。大部分的可轉換公司債為可贖回(Callable)，並且通常有贖回保護期(Call Protection Period)之規定，也就是可轉債在發行後一段時間內發行公司不可執行贖回之權利，通常設定為3或5年。

首先介紹一般可轉換公司債評價方法，我們可由 Merton(1974)得到描述任何公司證券價格(f)與公司權益價值(V)關係之微分方程式(Partial Differential Equation)²，如(1)式。

$$\frac{1}{2}V^2\sigma^2 f_{VV} + (rV - C) - rf + c + f_t = 0 \quad (1)$$

其中 f_V 與 f_{VV} 為證券價格對公司權益價值 V 之一階與二階微分， f_t 為對時間 t 之一階微分， C 為支付股東與可轉換證券持有者之總(年化)現金流量，包括股利與債息等， c 為支付該評價證券持有者之(年化)現金流量， σ 為權益報酬率之標準差， r 為無風險利率。上述之微分方程可經由給定該證券之邊界條件(Boundary Condition)，而解出證券價格，若在一些簡化的情況下，更能求得該證券之封閉解(Closed-form Solution，亦稱公式解)。

以下本文將介紹利用或有求償權法(Contingent-Claims Valuation Method)評價具有贖回權之可轉換公司債³，並以數字舉例說明之。假設該債券為零息、五年到期的債券，面額(B)為四百萬元，而其適當的連續複利折現率為7.8588%，因此可求出無贖回權、無轉換權之純粹債券價值為：

$$Be^{-rT} = \$4,000,000 \times e^{-0.078588 \times 5} = \$2,700,277$$

若該債券可轉換為 200,000 股普通股(n)，而該公司流通在外股數(N)為 1,000,000 股，其權益價值為 450 萬元。因此，轉換因子 $\alpha = n/(N+n)$ 代表可

² 請參見 R.C. Merton (1974), "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates," Journal of Finance, pp. 449-470.

³ 請參見 Ingersoll (1977), "A Contingent-Claims Valuation of Convertible Securities," Journal of Financial Economics, pp.289-322.

轉債持有者可請求權益價值之比例，此處 α 為 0.1667，而該可轉債之轉換價值(Conversion Value) αV 為 $0.1667 \times \$4.5 \text{million} = \$750,150$ 。

轉換權(Conversion Option)即為一種買權，標的價值為轉換價值 αV ，而執行價格為債券面額 B ，故可應用 Black-Scholes 買權評價模型以評價轉換權之價值：

$$\text{Conversion option} = \alpha V N(d_1) - B e^{-rT} N(d_2) \quad (2)$$

其中 $d_1 = \frac{\ln\left(\frac{\alpha V}{B}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$ ， $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$ ，而 T 為可轉債之到期期限

($T=5$)。假設 $\sigma=0.45$ ， $r=6\%$ ，因此由(2)式可得到轉換權價值為 \$54,316，而純粹債券價值為 \$2,700,277，因此加入轉換權的可轉債價值應為 \$2,754,593，若每一張債券面額為 \$1,000，則共有 4,000 張可轉債流通在外，故每張債券價值為 \$688.65。值得注意的是，目前該可轉債為價外($\alpha V < B$)，故持有者並不會去轉換。

接下來考慮贖回權之價值，假設該可轉債之贖回價格(K)為 \$4,200,000，因此可利用下列 Ingersoll (1977)的贖回權評價公式：

$$\text{贖回權價值} = (K(T)/\alpha V)^{2(r-\rho)/\sigma^2} [CALL_1 - CALL_2] \quad (3)$$

其中 $K(T)$ 為在到期期限 T 下之總贖回價格， ρ 為贖回價格之年變動率，此處 $K(T)$ 為固定(\$4,200,000)，因此 $\rho=0$ 。 $CALL_1$ 係指以執行價格為 Ke^{rT} 與標的價值 $(B/K)\alpha Ve^{-rT}$ 之買權價值，故 $CALL_1$ 為 \$9,839。 $CALL_2$ 係指執行價格為 Ke^{rT}/α 與標的價值 $(B/K)\alpha Ve^{-rT}$ 之買權價值，故 $CALL_2$ 為 \$47。我們可由(3)式得到贖回權價值為：

$$(K(T)/\alpha V)^{2(r-\rho)/\sigma^2} [CALL_1 - CALL_2] = 2.775[9,839 - 47] = \$27,172$$

總而言之，具有贖回權之可轉換公司債之價值為純粹債券價值加上轉換權價值，再扣除贖回權價值，因此在這個例子中，具有贖回權之可轉換公司債價

值為 $\$2,700,277 + \$54,316 - \$27,172 = \$2,727,421$ ，換算後每張債券價值為 $\$681.86$ 。值得注意的是，此例中轉換權與贖回權均為歐式，然而在實務上它們通常為美式，因此在更複雜的情況之下，常以數值方法(Numerical Method)來求解可轉債之價值，例如樹狀模型。以下將簡介二元樹模型(Binomial Method)，將可用於解決某些複雜條款的可轉債評價問題，如具有贖回保護期之可轉債。

為建構股價樹狀圖，假設無風險利率 r 為 6%，而且要評價的可轉債為三年期。目前標的股價為每股 $\$75$ ，而轉換比率(Conversion Ratio)為 12，每 $\$1,000$ 面額債券之贖回價格為 $\$1,010$ (任意時點公司均可執行贖回)，考慮信用風險之折現率(r^*)為 15%，股價波動度(σ)為 20%。首先決定股價上漲幅度 $u = e^{\sigma\sqrt{dt}}$ ，以及下跌幅度 $d = e^{-\sigma\sqrt{dt}}$ ，若我們建構以年為單位之股價樹狀圖，則 $dt=1$ ， $u = e^{0.20} = 1.2214$ ， $d = e^{-0.20} = 0.8187$ 。該樹狀圖如下圖所示，每一節點之第一列為股價，例如節點 B 的股價為節點 A 股價上漲一次，即 $uS = 1.2214 \times 75 = \91.16 ，節點 C 的股價為節點 A 股價下跌一次，即 $dS = 0.8187 \times 75 = \61.40 ，其他依此類推。此外，在風險中立的環境之下，可得到股價上漲之機率(p)為 $\frac{e^{rt} - d}{u - d}$ ，而股價下跌之機率即為 $1 - p$ 。代入上述數字，可求得 $p = 0.6037$ ，而 $1 - p = 0.3963$ 。

樹狀圖節點之第二列為轉換價值，其算法為轉換比率乘以當時股價，例如節點 G 之轉換價值為 $12 \times \$136.66 = \$1,639.92$ ，此時很明顯地可轉債持有者將會在此時點轉換成股票。樹狀圖節點之第三列為可轉債之權益成分(Equity Component, EC)與債券成分(Debt Component, DC)，例如在節點 G 確定會轉換為股票，因此權益成分為 $\$1,639.92$ ，而債券成分為 0；在節點 J 轉換價值小於債券面額 $\$1,000$ ，因此可轉債持有者並不會轉換，因此權益成分為 0，而債券成分為 $\$1,000$ 。接下來可從第三年開始，由後往前將每期期望價值折現，推算到目前之可轉債價值。

首先由第三年期望價值折現到第二年，例如節點 D 之權益成分(EC)可由節點 G 和 H 以無風險利率 (6%) 折現求算， $EC = [0.6037 \times \$1,639.92 + 0.3963 \times \$1,099.32]e^{-0.06} = \$1,342.68$ ，而其債券成分 (DC) 為 0，故該節點之可轉債價值為 $EC + DC = \$1,342.68 + 0 = \$1,342.68$ 。節點 E 之權益成分(EC)可由節點 H 和 I 以無風險利率折現求算， $EC = [0.6037 \times \$1,099.32 + 0.3963 \times 0]e^{-0.06} = \624.95 ，而債券成分須以 r^* 折現求算，即 $DC = [0.6037 \times 0 + 0.3963 \times \$1,000]e^{-0.15} = \$341.10$ ，因此該節點之可轉債價值為 $EC + DC = \$624.95 + \$341.10 = \$966.05$ ，高於轉換價值 \$900，代表可轉債持有者並不會轉換，而且低於贖回價格 \$1,010，代表公司並不會執行贖回權。依此類推，便可由後往前折現到目前的時點，得到具贖回權可轉債之價值為 \$978.68，與無贖回權、無轉換權之純粹債券價值 $\$637.63 (= \$1,000e^{-0.15 \times 3})$ 相比，該可轉債之價值高出 \$341.05。

以上本文已簡介一般可轉換公司債利用或有求償權法與二元樹法二種評價方法，海外可轉換公司債之評價方法與其相當類似，不同之處在於加入匯率因素考量。由於海外可轉換公司債之報酬型態中，匯率可自其中分離出來，因此可應用單一價格法則(The Law of One Price)，在求算出一般可轉換公司債價值後，乘以目前匯率，即為海外可轉債價值。例如上述二元樹模型求算出具贖回權可轉債之價值為 978.68 元台幣，假設目前台幣兌美元匯率為 33.5，因此我們可得到具贖回權海外可轉債之價值為 29.21 美元。

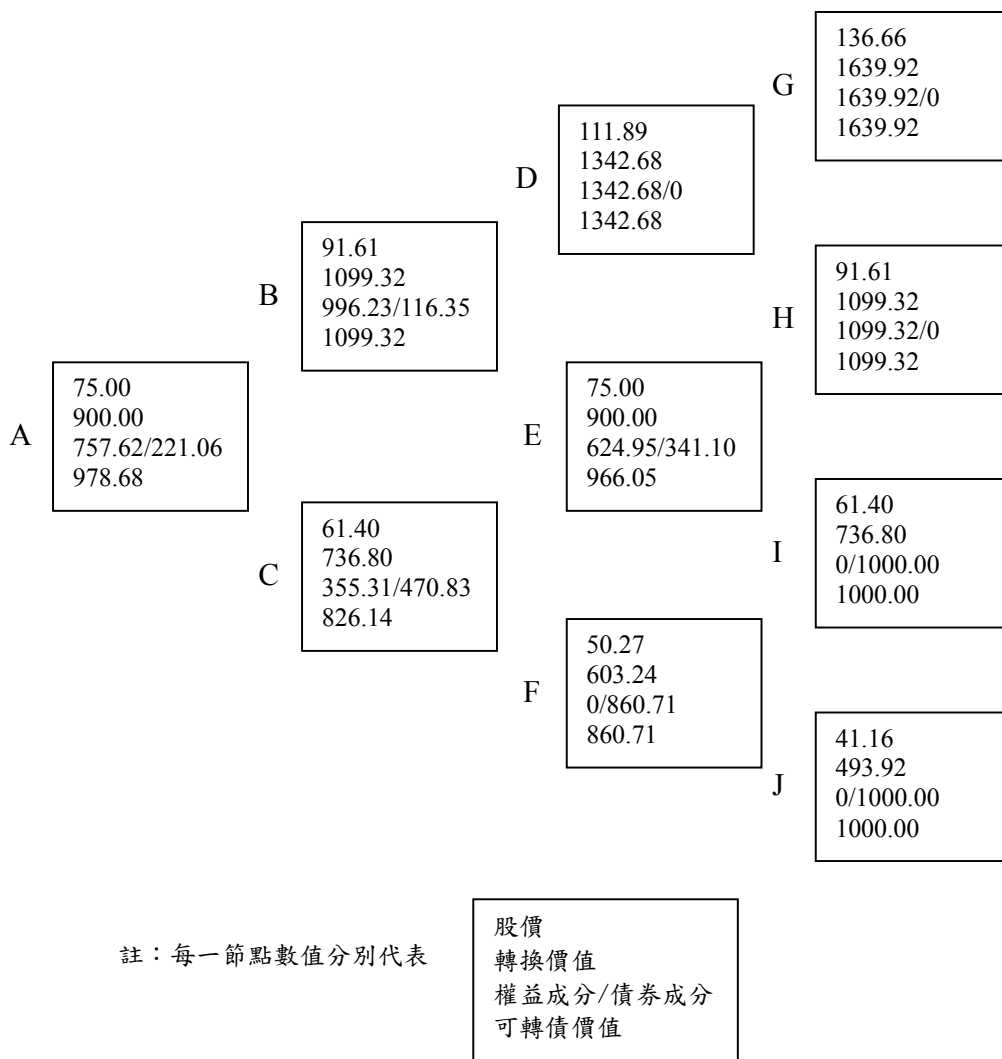


圖 3-1 具贖回權可轉換公司債之二元樹狀圖

第五節、美國沙氏法案與海外籌資

鑑於美國安隆、世界通訊等弊案的影響，2002 年 7 月 30 日沙班氏／歐克斯利法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002，以下簡稱沙氏法案）在美國總統布希的簽署下，正式成為自 1933 及 1934 年證券交易法（Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934）以來，對美國及全球證券市場影響最為深

遠、改變也最為巨大的法律。未來，這個沙氏法案不但會影響，我國上市上櫃公司赴海外募集資金的可能性，特別是赴美國證券市場募集資金的難度大幅度提高。同時我國證券主管機關也會因為美國沙氏法案，重新制定如何加強我國上市上櫃公司的公司治理，以及海外募集資金的相關配套措施。茲將沙氏法案的可能影響簡要說明如下。

1. 沙氏法案是美國國會因應安隆公司 (Enron Corp.) 及安達信會計師事務所 (Arthur Andersen LLP) 在 2001 年底之舞弊事件，對美國各界及全球資本市場所造成的負面影響，以重建美國投資人的信心。
2. 由於這股風潮正快速向全球蔓延，包含英國在內的許多其他國家的資本市場都已宣布或計劃制定類似的規定，因此對於有計劃於未來進入國際資本市場，向全球投資人募集資金的公司都應了解沙氏法案的影響，並密切注意其發展。

一、沙氏法案相關規定簡介

從企業海外募集資金的影響瞭解沙氏法案，可將重要的基本內容整理如下。沙氏法案要求，上市公司必須維持財務報表的可靠性與正確性。同時，沙氏法案提高上市公司高階主管的責任，以提高公開財務資訊的可靠性與合理性。所以，沙氏法案顯著地改變上市公司董事會、高階管理階層的功能與責任。茲將相關基礎法規規定簡要說明如下。

沙氏法案第九〇六條規定，企業高階主管應保證財務報表之正確性，以提高財務報表之可信度。企業應於定期申報財務報表予證管會時，附帶提供執行長與財務長(或任何相當職位之高階主管)之聲明書，表明財務報表係依據一九三四年證券交易法之相關規定編製，且在重大性方面足以允當表達企業之財務狀況及經營成果。若企業公開之定期財務報表與法案規定之要求不符，或有虛偽不實之情事，而高階主管仍出具前述聲明書時，經調查證實，將可處美金一百萬元以下之罰金或處（或併處）十年以下有期徒刑；如係故意為之者，可加重至美金五百萬元以下之罰金或處（或併處）二十年以下有期徒

刑，期能以重刑遏止企業操縱盈餘。

沙氏法案第三〇四條規範高階主管之「報酬返還義務」，即企業若有任何不當行為，致重大違反財務報告編製之相關規定，而被證管會要求重編財報時，則其執行長及財務長應將該財務報告公告申報起一年內所領取之紅利、處分公司股票之已實現利益，及誘因報酬或權益基礎報酬返還予公司，以為懲罰。此一罰則非以執行長或財務長知悉該不當行為，或有故意或過失為要件。

沙氏法案徹底改變了上市公司董事會、審計委員會、高階主管及會計師的角色及應負責任。茲將沙氏法案對上市公司董事會、審計委員會、高階管理階層、會計師等角色的影響列示如下表：

| | |
|---------------|--|
| 董事會、審計委員會 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 沙氏法案要求所有在美國上市的公司都必須在董事會內成立全數由獨立董事組成的審計委員會(note)，且其中一名必須是財務專家。 ○ 沙氏法案規定會計師的委任、報酬及監督必須由審計委員會負責。 ○ 簽證會計師所提供的任何服務必須由審計委員會事前核准。 ○ 審計委員會必須建立一套制度及流程來處理公司員工對於會計、審計及內部控制相關議題的申訴。 ○ 有些國際化較深的企業如台積電等也成立了審計委員會，可見這樣的觀念也開始為國內企業所接受。 |
| 高階主管（財務長及執行長） | <ul style="list-style-type: none"> ○ 沙氏法案於是規定，公司所有的資訊揭露及會計處理是執行長及財務長共同責任，並要求於申報年度或季度資料時必須各自針對資訊揭露出具聲明書，聲明本身責任，所揭露資訊是正確及完整。 ○ 執行長及財務長也必須對於與財務報告有關內部控制有效性出具聲明，而會計師則必須對主管的內控聲明表示意見。任何不實的聲明是刑事責任，如係故意為之者，最高可處 500 萬美元罰金及 20 年的牢獄。 ○ 沙氏法案於是規定，若公司未遵循規定致重編財務報表，執行長及財務長應歸還公司自首次公開或向證管會申報財務資訊（孰早）以後 12 個月自公司所獲薪酬及股票獲利。 ○ 高階主管不當影響會計師查核、與公司間借貸行為以及內線交易等，沙氏法案也都加以禁止或加重其責任。 |

| | |
|-----|---|
| 會計師 | <ul style="list-style-type: none"> ○ 將以往會計師界自律的方式改為由新成立的公開公司會計監督委員會來監督 ○ 明訂會計師不得提供的服務，例如代客戶處理帳務、設計並執行財務資訊系統、出具鑑價服務、公平性意見或相關報告、精算服務、委外的內部稽核服務、管理性功能或人力資源、經紀、仲介、投資顧問或投資銀行服務、法律服務等。 ○ 會計師不得連續簽證同一家上市公司超過五年，並應於停止五年後才能再度簽證該公司。 ○ 上市公司於任何審計服務開始查核日之前一年內不得聘請曾參與查核該上市公司成員擔任公司的執行長、財務長、會計主管或任何相當職位。 ○ 禁止簽證會計師因介紹非審計業務而取得額外的報酬。 ○ 沙氏法案要求會計師向審計委員會報告重大會計、審計及內部控制事宜。 |
|-----|---|

註：審計委員會的主要功能之一便是負責公司內部會計、審計及內部控制相關事宜

二、沙氏法案與企業海外籌資

美國沙氏法案所帶來的影響不僅是美國證券市場，未來對於全球性證券市場都將產生重大影響。台灣企業身處全球化的浪潮下，未來不但台灣企業會與美國企業互動，這種互動在後沙氏法案之後，台灣企業一定要更瞭解沙氏法案的內容，本身可能也要適應沙氏法案的規定，或本身要逐漸符合沙氏法案的要求，如此，才能得到顧客、供應商等相對應利益關係人的尊重。其次，我國上市上櫃公司未來可能會赴美國發行金融商品，例如 ADR，在這種情況下，企業適應沙氏法案的規定將更為直接。第三，我國證券主管機關為了強化我國上市上櫃公司間的公司治理，也會仿倣美國沙氏法案的規定，制定一套適合台灣上市上櫃公司的公司治理與資訊透明化守則。第四，我國上市上櫃公司國際化布局已經成為必然的趨勢，未來在國際間募集資金，甚至在美國證券市場籌資屬必然的結果與發展。

據此，本研究計劃認為，我國上市上櫃公司應深入瞭解美國沙氏法案的內容，提早根據沙氏法案落實公司治理、建立並執行相關制度及流程、與會計師建立與國際慣例更為一致的關係。在股權與經營權的安排上，儘量使得所有權與經營權分離，尊重專業經理人，並且加重專業經理人在公司治理與資訊透

明化的責任，這些都是值得企業主及早思考的課題。

第四章、企業海外募資案例分析

本章主要根據近年來，台灣上市上櫃公司發行海外金融商品，包括 ECB、GDR、ADR 等相關案例予分析，俾瞭解台灣上市上櫃公司發行海外金融商品中，在發行條件、發行價格方面存在那那些問題。根據所分析的結果，本研究計劃俾可在第五章結論與建議中，提出相關建議。

在所有企業海外募集資金的案例中，輿論討論最多，公開媒體資料最豐富者，數第一金控的 GDR 案例。由於這個案例屬第一個案例，證券主管機關在快速時間內取消 GDR 兌回閉鎖期的規定，當時訂價方式仍然利用具閉鎖期的折價概念，因此，造成這次 GDR 發行充滿套利的投機機會，且創新許多圖利他人的可能性。本章第一節將以第一金控的 GDR 為例，說明這個 GDR 案例在發行條件與發行價格中出了那些問題。

由於全球利率處於歷史性低點，加上我國 ECB 的相關規定寬鬆，以及游資充沛下，2003 年是台灣上市上櫃公司間發行 ECB 最鼎盛時期。本章將根據 2003 年的相關案例予分析，以瞭解 2003 年間，我國 ECB 相關規定到底出了那些問題，俾作為第五章建議一節中的參考。

第一節、第一金控 GDR 案例分析

一、背景說明

本節主要根據公開報載所整理的一些結果。第一金控在民國 92 年七月底發行以 11.4% 的折價，發行五億一千五百萬美元 GDR(股本的部分)，總計募集到一百七十五億元資金。根據當時的匯率計算，當時 GDR 的定價約台幣一七·七二元。在募集發行 GDR 之前，第一金七月初的股價每股曾上漲到二四·四元。當時由於財政部證期會臨時取消 GDR 的閉鎖期，一些「內線確定會取得 GDR 釋股的對象人士」在七月底前後以融券放空的方式，進行無風險

套利，致該期間第一金控的融券餘額鉅幅增加。據統計，在民國 92 年七月底發行 GDR 之際，融券放空最高額超過十八萬張。這些確定可以購得 GDR 的「內線人士」，在發行方式的設計中，以最快速的方式，讓第一金的 GDR 股票從訂價始，僅一周時間立即以繳款憑證上市買賣，在游說當時證期會取消閉鎖期的規定後，這些「內線人士」立即以融券放空賺取無風險價差。由於融券係實質出售股票的行為，在股票供給增加的條件下，股價會大幅拉回，同時融券餘額也會在釋股對象取得 GDR 後立即回補，因此，融券餘額會在之後也會銳減，包括融券超售股票及取得 GRD 兌回並且回補的時點之後。最後，第一金的股價在當時曾經腰斬到十五元左右。

第一金控當時計發行十億股（每個單位二十股，共計五千萬個單位）GDR，員工認股二千多萬股，另九億七千萬股在海外發行，七月二十三日在倫敦定價，每單位（二十股）美元一〇·三元發行，定價前當時的證期會對外宣布取消現增發行 GDR 必須九十天後才可轉換的閉鎖期規定。所以，第一金控在七月二十九日於盧森堡上市後，八月一日開放接受申請轉換為現股。投資者在當時，可以等到獲取 GDR 並兌回現股後，在台灣售出；也可以選擇在盧森堡的證券市場直接售出 GDR；投資者在確定取得 GRD 之後，亦可以選擇在台灣證券市場融券放空第一金控的股票，以確保短期套利的資本利得。

我國上市櫃公司近二、三年來，盛行在海外發行美國存託憑證 ADR、全球存託憑證 GDR、歐洲可轉換公司債 ECB。其原因主要與我國在海外募集的資金至少可投資中國大陸至少是所募集資金的 20%。其次，我國對於海外資金的運籌活動不但提供免稅的優惠，也無相關法規可供管理，資金運籌的自由度比其他資金運籌管道高。例如，如果公司在海外發行 ECB 或 ADR，公司及承銷商可以根據外國投資銀行不受台灣管轄，所以，投資銀行或發行公司可以不提供釋股對象，在操作上更容易產生資訊不對稱的結果。第三，據瞭解，由於中國大陸台商為免中國的外匯管制，也擬規避台灣對企業投資大陸的限制，所以大陸台商通常將全球運籌的營運資金放置在我國或其他國家境

外金融體系，這些豐厚的境外資金，也屬台灣上市上櫃公司發行海外金融商品時的主要資金來源之一。其次，我國上市上櫃公司在發行海外金融商品時，由於發行條件中往往提供折價或短期套利的條件，因此，企業內部人或經安排的特定投資者可以有效提供發行所需資金。這也是，近期我國上市上櫃公司發行海外金融商品容易成功的原因之一。第三，公股釋股作業中，若利用海外金融商品，其資訊透明化程度較低(例如，國人投資者不見得全部如國內現股般的瞭解，或發行公司可以不提供釋股對象)，有利釋股發行的整體性作業，也可以有效降低輿論或立法院的監督工作。

在第一金控 GDR 發行之前，我國上市櫃公司在海外發行 ADR、GDR、ECB 時，規定認購的投資者必須持有六個月以上，這六個月期間投資者不得出售所認購股票，稱之為閉鎖期。由於閉鎖期的原因，投資者不知道閉鎖期之後，股市會發生那種情況的變動。因此，發行公司在定價時，必須提供折價，作為閉鎖期的風險貼水。如果公司在發行 ADR、GDR、ECB 時，若歐美國家的規定般，無閉鎖期的規定，則理論上，該 GDR 或 ADR 或 ECB 的發行價格不得具有折價。但是，ADR、GDR、ECB 是否具有折價，會影響到承銷的方式。按新股或新債的承銷方式分為私募與公募兩種。

如果上市櫃公司在發行 GDR、ADR、ECB 無閉鎖期規定，理論上，承銷價不得提供折價，且必須嚴防發行期間，承購投資者利用信用交易進行無風險套利，否則認購新股投資者在發行期間的套利行為，屬不當得利。相對的，如果發行價格無折價，則該股票或債券的發行只能依賴，所募集資金的投資計劃是否具有足夠的吸引力，亦即未來是否會產生足夠的獲利，讓股票或債券可以產生足夠的資本利得。其次，如果發行公司所發行者屬可轉換公司債，則可轉換公司債中所包含的股票選擇權特性也必須依照股票選擇權的定價模式，如此才可能達到效率且公平的結果。所以，通常，海外金融商品發行的承銷價可能不提供折價，或折價甚低只提供非常小額度的風險貼水，同時，其他 ECB 中權益證券特性能予有效分離，並適當訂價，在私募洽特定人無套

利條件下，自然發行公司與證券商在發行該股票或債券時，就會多採用公募的方式向公眾募集資金。就目前的現況而言，如果股市或債市屬多頭，發行公司在所發行海外金融商品的承銷價，以承銷價折價或現價的波動性提供投資者無風險套利機會，則發行公司，甚至投資銀行，會將這項「無風險的保證不當得利」分配予利益相關人，俾得到相對應的利得。最壞的情況是，所有新股或新債全部分配予內部人，所有利益由內部人分配得之。

由於我國上市櫃公司在發行海外金融商品時，承銷價具有一定程度的套利空間，致公司一定會選擇私募方式，將利益分配予利害相關人。這也就是，為什麼，我國上市櫃公司在發行海外金融商品時，為什麼會提供承銷價折價？為什麼會採用私募方式？為什麼希望能夠在具有折價的條件下，證券主管機關能夠取消閉鎖期的原因。第一金所發行的 GDR 具有上述這些所有的理由。此外，第一金原來法定要分配予員工認購的部分，內部人便透過一些技術性障礙的方式，阻礙員工認購，最後，法規規定員工認購的 73%以洽特定人方式，完成認購程序。

上述這些問題都是屬於我國上市櫃公司在發行 GDR、ADR、ECB 等海外金融商品時，會發生問題的通則。第一金控發行 GDR 的個案中，所有可能發生的道德危險均發生了。

二、模擬第一金控 GDR 無風險套利策略

第一金控發行 GDR 時，由於第一金的股票在台灣證券市場具有融資融資的資格，因此投資者可以透過融券放空的方式，達到無風險套利的目的。按照我國融券的規定，投資者若準備融券放空某一股票，則必須繳納股價 90% 的融券保證金，並且只有在「平盤以上」才能進行融券放空的行為。所謂融券放空意指，投資者向證券公司或相關單位借券，並予所借股票在市場上出售之謂；所謂平盤以上意指，當天的股價必須在前一交易日的收盤價以上，投資者才可以融券放空，其中前一交易日的收盤就是所謂當天交易的「平盤」。

同時，唯有當日交易日以融資買進的股票，才能夠以融券方式進行當日沖銷。

假設某一投資者以每股 17 元的價格向第一金購得 GDR，且假設台灣的股票現貨市場中，第一金每股股價為 25 元，該投資者可以在台灣的股票現貨市場中存入股價市價 90% 的融券保證金，並予「借券」，再利用所借的股票在現貨市場中以每股 25 元的價格拋售，未來在取得 GDR 之後，由於證期會取消 GDR 的閉鎖期。因此，該投資者可以在取得 GDR 後，立即換成台灣的股票現貨(約需三個交易日的時間落差)，並立即回補所借券的股票。這樣來回就每股就可賺取 8 元的差價。這個過程就是所謂的 GDR 無風險套利。當然，GDR 的持有者不見得會以融券方式鎖價差，GDR 的持有者可以利用兌回台灣現股的方式，在台灣以現股售出，但是這個程序約需三個交易日，致其中仍然存在一些風險。

雖然第一金的 GDR 可能存在每股 8 元的無風險套利空間，但是這個過程端視投資者的操作策略，第一金股價是否能夠隨時維持在平盤以上；同時，自借券融券至回補股票期間，投資者必須支付利息，所以期間的長短及融券的利率水準、投資策略、市場風險等，將影響投資者的套利成本。

既然第一金擁有幾乎屬無風險的套利機會，只要投資者能夠認購到 GDR 新股，便可以透過融券放空進行套利。當然這種好處最好是肥水不落外人田，也就是最好採用私募，或洽特定人的方式來達到目的。在第一金控發行 GDR 的方式中，據查確實採用私募方式，洽「特定人」認購，由於發行過程的股價偏高，雖然發行當日的折價僅 11.4%，俾讓特定人可以獲利無風險套利的肥水，或不當得利。

在調查那些人不當得利這些無風險套利時，具有三個檢查點，一是洽特定人清單，二是那些 GDR 的認購人在短期內轉換成台灣的現股，三是那些投資者在發行 GDR 之後不久進行融券回補者。所以，調查單位一則可要求取得

「洽特定人」的清單，另一種方式則可要求，到底那些人進行融券放空的動作，這些人何時回補？或何人在取得 GDR 後不久即轉換成為現股？凡是在 GDR 發行新股之後，進行轉換且回補的對象就可能是這些洽特定人。

三、第一金潛在無風險套利機會

第一金控的股票，在第一金控公告發行 GDR 前幾天融券張數爆增。根據資料顯示，七月十六日起到二十一日，第一金控融券增加九萬三千三百零二張，二十一日到二十三日因股價在平盤以下無法放空，二十四日到三十日五個交易日又增加了六萬六千七百零八張空單，合計九個交易日第一金控融券張數高達十六萬多張。所以，在 GDR 發行後，短期內即總計有六成五至七成的 GDR 已轉換為普通股，約六億多股轉換完成。

經初步估算，第一金控 GDR 的訂價，以一美元兌換新台幣三十四點一三八元的匯率計算，相當於普通股每股十七點七五元。若以當日台股第一金控收盤價二十元比較，折價率達一一·二五%計算，九個交易日十六萬多張的空單，「放空集團」從中套取差價利潤，超過新台幣五億元。

由於 GDR 的定價模式，涉及內部人的「套利機會」，為創造套利機會，第一金控 GDR 的定價，是以國內台股交易某日的收盤價為基準，這種方式被認為是最可能創造「套利空間」的方式，與市場上常見的以某一基準日的前十天或三十天平均價有異，也是形成內部人與特定人上下其手搞內線交易等弊端的關鍵因素之一。

當時第一金控董事長陳建隆先生在海外 GDR 釋股中，主要洽元大京華證券集團購買 GDR，元大集團以元大海外子公司名義，購買第一金控 GDR，元大因而握有高達一億三千五百萬美元價值的 GDR。無論是否元大京華事先知悉折價率將逾一成，或者第一金控 GDR 將取消「閉鎖期」，如前所分析，海外金融商品發行的私募行為，本來就會產生不當得利的道德危險，何況元

大京華屬台灣最大的證券商，經專業評估，元大京華會耗資逾一億美元購買第一金 GDR，代表該 GDR 具有相當程度的套利可能性。元大京華可能利用 GDR 進行無風險套利，也可能在套利後，低價買入第一金股票，俾入主第一金的董監事會；也有可能本來購買第一金控 GDR 的動機就是擬入主第一金的第一步。

元京證買進的一億二千六百多萬股 GDR 目前已經完成轉換。元京證經過轉換 GDR 為現股，在經立法委員的追查下開始處分。92 年 10 月 21 日子元大亞洲金融公司公告處分第一金控持股一萬五千張，處分利益達到二百一十八萬七千多萬美元。據元京證說，目前對第一金控庫存持股仍有十一萬一千張，未來將持續處分。估算帳面未實現利益已達二、三成左右，若以持股金額五千七百餘萬元計算，持股潛在利益至少有四、五億元。若元大京華未出售持股，至少目前持股仍足夠讓元大京華取得一席第一金的董事席次。

元京證承購 GDR 的六千餘萬美元，其資金並非來自母公司元京證，而係由該公司自行向海外銀行借貸，元京證並無背書保證行為，且已出具相關證據，經查其中並無違反國內相關規定之處。雖然如此，折價所帶來的不當得利，以及 GDR 私募行為的私相授受本來就屬不公平不合理的行為。同時，如果類似第一金具有無風險套利機會，經洽的特定人可以透過海外貸款方式，購取無風險價差，這種也應不是公營行庫海外釋股的主要目的。

四、非法侵佔員工法定認購份額

第一金所發行 GRD 亦產生非法侵佔員工法定認購份額的情事，茲將報載的相關資料予整理分析如下。

一銀所發行 GDR，原來人事室本來發文請員工以二十二元認購，但是資方臨時取消一百八十天的閉鎖期，要求員工在不到十天時間內繳款認購，作業流程短暫粗糙，讓員工無法及時認股，最後只有兩成員工認股成功，工會質疑

董事長陳建隆為何「寧賜外人，不給家奴」？在員工認股部分，計有七成三的股權，係指定「特定人」承購。由於一銀員工對於認股一事，多數原因屬來不及籌資認股，或者認為股價與當時一銀股市價格僅差一元左右，在不知當時證期會即將取消閉鎖期規定的情況下，投資者會認為，GDR 存在六個月閉鎖期其投資風險太高，即便是員工也會不敢認購。同時，第一金控在接獲財政部公文通知解除「閉鎖期」禁令後，資方卻未如實明白告知第一銀行員工，讓員工誤以為仍有一百八十天的閉鎖約束、同時亦未通告定價已由每股二十二元調降為十七點七五元，其間所涉內情，所透過這個資訊不透明方式，方便「特定財團或特定人」承購，以達到利益輸送目的，也屬部分不當行為。

第一金控決策階層對十億股 GDR 中一成的員工認股部分，既沒有循往例民營化釋股舉辦國內說明會，又沒有給予員工充份籌資與認股時間，那麼員工認股部分的二七%是誰買走、資金來源有無異常，與另外的七三%被指為「特定人物」的部分，到底是誰，本研究認為，有深入清查的必要。

五、初探第一金控 GDR 問題

第一金控屬政府掌控的金融控股集團，從當時陳建隆董事長被任命之後，對於第一金控管理權的控制程度，無人可及。從上述的案例分析中可知，第一金控透過 GDR，雖然宣稱成功地發行 GDR，但是其中利用私募方式提供的套利機會、市場以股價炒作所創造的波動因應 GDR 的套利行為；還有因為資訊不對稱因素，員工認購股票的權利被剝奪；內部人士可以透過股價波動、信用交易等，進行無風險套利。進而言之，輿論也稱，可能元大京華擬透過 GDR 的大額購買，取得進軍第一金控的董事會，最後以賺取鉅額資本利得報酬收場。上述這些結果，部分與證券市場的不公平交易或不當資本利得有關。固然，證券市場的規範體系的基本目的在於，提高市場的活絡性與創新性，不能因為為了證券市場的公平性而因噎廢食。

第二節、2003 年海外募資一般性統計

下表整理民國 92 年一至十二月，上市上櫃公司海外募集資金的案件統計。按 2003 年係台灣上市上櫃公司間，海外募集資金的案件最興盛時期。從表中可知，2003 年完成募集與發行的海外可轉換公司債計 95 件，其中實際發行金額為 246,861,756 千元台幣，平均每件實際發行金額為 2,598,545 千元台幣。2003 年我國上市上櫃公司透過海外金融商品募得的資金計 736,898,521 千元台幣。這個數字相當龐大，數在境內透過現金增資募得的資金之 150% 以上。

表 4-1 92 年度 1~12 月海外市場案件統計匯總表

單位：千元

| 項目 | | 案件數 | 發行金額 (美金) | 發行金額 (台幣) | 平均每件發行 金額(台幣) |
|------------------------|------------------------------|------|--------------------------|------------------------------|--------------------------|
| 海外 轉換 公司 債 | 募集完 成(a) | 95 件 | 8,269,850 (7,265,341) | 280,992,963 (246,861,756) | 2,957,821 (2,598,545) |
| | 已核准 尚未募 完成(b) | 16 件 | 1,455,500 | 49,454,979 | 3,090,936 |
| | 已送件 尚在審 理中 | 25 件 | 2,071,500 | 70,385,427 | 2,815,417 |
| | 撤銷 (註 8) | 4 件 | 212,500 | 7,220,325 | 1,805,081 |
| | 遭退件 (註 7) | 1 件 | 55,000 | 1,868,790 | 1,868,790 |
| 海外 交 換 公 司 | 募集完 成(a) | 6 件 | 1,067,000 (1,018,032) | 36,254,526 (34,590,691) | 6,042,421 (5,765,115) |
| | 已核准 尚未募 集完 成 (b) | 1 件 | 160,000 | 5,436,480 | 5,436,480 |

| | | | | | |
|----------------------|--------------------------|-------|------------|-------------|------------|
| 債 | 已送件 尚在審 理中 | 1 件 | 10,000 | 339,780 | 339,780 |
| | 撤銷 | 0 件 | - | - | - |
| 海外附認 股權可轉 換公司債 | 換公司 募集完 成(a) | 1 件 | 35,000 | 1,182,230 | 1,182,230 |
| | 已核准 尚未募 集完成 (b) | 0 件 | - | - | - |
| | 已送件 尚在審 理中 | 0 件 | - | - | - |
| | 撤銷(註 9) | 1 件 | 55,000 | 1,868,790 | 1,868,790 |
| 海外存託 憑證 | 募集完 成(a) | 22 件 | 10,025,467 | 340,645,318 | 15,483,873 |
| | 已核准 尚未募 集完成 (b) | 5 件 | 674,702 | 22,925,025 | 4,585,005 |
| | 已送件 尚在審 理中 | 7 件 | 908,393 | 30,865,377 | 5,144,230 |
| | 撤銷 (註 10) | 1 件 | 13,235 | 449,669 | 449,669 |
| 已核准案件 合計(c) | | 146 件 | 21,687,519 | 736,898,521 | 5,047,250 |

註：

1. 海外市場申請案件新台幣金額係以 1:33.978(92/12/19 收盤價)之匯率計算。
2. 92 年度募集完成件數及金額為 92 年度經證期會核准且募集完成之案件。
3. 已核准案件合計(c)係包括募集完成(a)及已核准尚未募集完成(b)之案件合計數。
4. ()內係實際發行金額。
5. 發行 GDR 案件，除重大訊息有揭露發行股數或調整發行價者外，其餘發行金額皆以送件金額推估。
6. GDR 案件若以老股發行，不同參與發行之股東案件視為一件(如日月光、南亞科、國泰金控)。
7. 海外轉換公司債 (ECB) 遭退件為和鑫光電。其於 92 年 10 月 15 日收到證期會公函，要求 20 天內重編去年度、及今年首季、半年財報。因和鑫財務報告未符一般公認會計

- 原則，其申請發行 5500 萬美元海外可轉換公司債 (ECB) 不予核准。和鑫募集 5500 萬美元 ECB 的用途為海外購料及償還借款，未來部份亦將用於投資南鑫光電之用。
8. 海外轉換公司債(ECB)經証期會核准後申請撤銷發行之案件如下(不含 TMBF)為 92/ 1/ 27 經核准的台南企業及 92/9 /17 經核准的萬海航運。案件發行金額分別為 1 千 8 百萬美金及 1 億 7 千 2 百萬美金；國內分別為由富邦証券及中信証券送件，國外分別為由 FB Gemini 及摩根史坦利主辦。
 9. 海外附認股權可轉換公司債(EWB)申請撤銷發行之案件為英群企業。此案件發行金額為 5 千 5 百萬美金，由大眾商銀及華南商銀擔保；國內由大眾証券送件，國外由大眾証券及華南永昌(HK)主辦。此案件於 92/11/06 獲准撤回。但其於 92/11/03 改以發行金額為 3 千 5 百萬美金之 EWB 送件，由大眾商銀擔保；國內由大眾証券送件，國外亦由大眾証券主辦；此案於 92/12/29 經証期會核准發行。
 10. 海外存託憑證 (GDR) 申請撤銷發行之案件為力晶半導體。此案件發行金額為 USDS 1,325,000，係以老股發行。此案件於 92/09/26 獲准撤回。

第三節、2003 年海外募資案例分析

下表整理，民國 91 年、92 年間，上市上櫃公司透過 ECB、EEB、EWB、GDR 等工具在海外募集資金的案件數及金額。從表中的統計數字中可知，民國 92 年度中，上市櫃公司透過 ECB 在海外募集資金的成長數最高，從 91 年的 48 件，至 92 年成長到 111 件。EEB 也從民國 91 年的 0 件成長到 92 年的 7 件。EWB 與 GDR 在民國 91 年與 92 年間案件的差異不大，亦即，在 92 年間，可能由於市場的利率水準偏低，且市場預期 92 年與 93 年間的景氣會大幅度成長，因此造成 ECB 大行其道，其間也因為 ECB 大行其道的的原因，突顯我國證券市場在國際金融商品發行的相關法規的問題。

| | 91 年度 | | 92 年度 | | CHG | | CHG(%) | |
|-------|-------|--------------------|-------|---------------------|-----|---------------------|--------|---------------------|
| | 案件數 | 核准金額 (USD\$ bn) | 案件數 | 核准金額 (USD\$ bn) | 案件數 | 核准金額 (USD\$ bn) | 案件數 | 核准金額 (USD\$ bn) |
| ECB | 48 | 7.503 | 111 | 9.725 | 63 | 2.222 | 131% | 30% |
| EEB | 0 | 0.000 | 7 | 1.227 | 7 | 1.227 | — | — |
| EWB | 0 | 0.000 | 1 | 0.035 | 1 | 0.035 | — | — |
| GDR | 23 | 4.220 | 27 | 10.700 | 4 | 6.480 | 17% | 154% |
| Total | 71 | 11.723 | 146 | 21.687 | 75 | 9.964 | 106% | 85% |

(一)、概況說明

91 年年底經證期會核准而於 92 年初募集發行之海外公司債有 8 件，募集總金額為 6.95 億美元，其中 1 件為海外交換債(大同發行，交換標的為中華映管普通股)，金額為 7,960 萬美元；其餘 7 件之募集總金額為 6.15 億美元。91 年年底經證期會核准而於 92 年初募集發行之海外存託憑證只有矽統科技，金額為 1.38 億美元。

92 年度上市(櫃)公司經證期會核准發行海外籌資案計有 146 件，經核准發行之總募集金額為美金 216.87 億元。其中 7 件為海外交換公司債(中國國際商銀、奇美實業、東元電機、南亞塑膠、國泰建設、聯電及統一企業；其中國泰建設尚未募集完成)，金額總計為美金 12.27 億元；海外轉換公司債佔 111 件，金額為美金 97.25 億元；海外附認股權轉換公司債(英群企業)共 1 件，金額總計為美金 3 千 5 百萬元；海外存託憑證為 27 件，金額估計為美金 107 億元。

(二)、案件分析

1. 市場掀起以發行海外公司債與存託憑證方式籌資之熱潮

- 主因在於利率處於歷史之低檔，部分企業利用低利率進行債務重整(re-financing)。
- 今年第三季國際資金大量流入亞洲，且國內上市櫃公司獲利前景看好，帶動外資鉅額匯入，投資國內股市
- 證期會對海外籌資規定較為寬鬆

2. 國外承銷商承銷海外轉換公司債開始考慮獲利佳、成長穩定的傳統產業為其承作對象

- 88 年度: 寶成工業 / 中石化
- 91 年度下半: 製罐業宏全、萬海航運及中鼎工程
- 92 年首度發行海外轉換公司債由上櫃公司之宏全及上市公司之萬海航

運、東陽實業、寶成工業等傳統產業公司拔得頭籌，代表外資券商和客戶對於傳統產業股看多及平衡投資的心態。

3. 92 年度海外公司債募集金額有朝小型案件發展之趨勢

| 經證期會核准之案件數 | 90 年度 | 91 年度 | 92 年度 |
|------------------------|--------|--------|--------|
| 小於等於 USD\$5000 萬之案件(a) | 3 | 20 | 45 |
| Total ECB/EEB/EWB (b) | 19 | 48 | 94 |
| % (a)/(b) | 15.79% | 41.67% | 47.31% |

- ❖ 籌資金額大於 2 億美元者有 20 件，約占 92 年度經證期會核准發行海外公司債案件之 24%，主要發行公司大多為金控公司與 TFT-LCD 業者。

4. 92 年度發行之有擔保海外轉換公司債案件數為近年來之首。

| | 發行公司 | 發行暨核准金額 (USD\$1000) | 擔保銀行 | 國外主辦 | 國內送件 |
|---|---------|------------------------|---------|---------------|------|
| 1 | 奇鎡科技 | 20,000 | 台北銀行與合庫 | 元大(HK) | 元大 |
| 2 | *台灣茂矽電子 | 30,000 | CSFB | 群益遠東及 CSFB | 群益 |
| 3 | 國碩科技 | 20,000 | 華南銀行 | 永昌(HK) | 永昌 |
| 4 | 茂德科技 | 90,000 | 荷蘭銀行 | 荷銀洛希爾, 摩根大通銀行 | 元大 |
| 5 | 博達科技 | 50,000 | 華南銀行 | 永昌(HK) | 永昌 |
| 6 | 利碟 | 30,000 | 華南銀行 | 永昌(HK) | 台灣工銀 |
| 7 | 捷力科技 | 7,600 | 板信銀行 | 元富(HK) | 元富 |
| 8 | 科橋電子 | 25,000 | 台新銀行 | 台証(HK) | 台証 |

| | | | | | |
|----|-----------|---------|----------------------------|---------------------|----|
| 9 | 華映 (尚未發行) | 250,000 | 中信銀; 台銀; 華銀; 北市銀; 彰銀 | 荷銀洛希爾&中信 銀國際業務分行 | 元大 |
| 10 | 佳鼎科技 | 20,000 | 中國國際商銀 | 中國國際商銀 | 元富 |
| 11 | 凌越科技 | 8,000 | 中國國際商銀 | 中國國際商銀 | 倍利 |
| 12 | 佰鈺科技 | 5,500 | 中國國際商銀 | 中國國際商銀 | 寶來 |

註: 其中, 國碩、利碟、博達、科橋等 4 件由金控集團擔保及發行

5. 銀行發行金融債券法令放寬, 銀行可以交換金融債券或轉換金融債券籌集所需資金

| 發行公司 | 發行暨核准金額 (USD\$1000) | 國外主辦 | 國內送件 | 發行目的 | 掛牌地點 |
|-----------------|------------------------|--|------|------------------------------------|------|
| 中國國際商銀 (EEB) | 218,373 | Goldman Sachs,; Lehman Brothers | 倍利 | 辦理中長期放款所 需之資金 | 盧森堡 |
| 台新金控 | 250,000 | SSB | 和通 | 投資金融事業、增資 台証證券及台新銀 行 | 盧森堡 |
| 遠東國際商業 銀行 | 150,000 | USB AG | 中信 | 充實外幣資金, 改善 資產負債結構 | 盧森堡 |
| 玉山金 | 250,000 | Morgan Stanley | 花旗 | 投資金融事業 | 盧森堡 |
| 兆豐金 | 900,000 | Lehman Brothers & Morgan Stanley | 建華 | 償還銀行借款與投 資金融相關事業 | 盧森堡 |
| 富邦金 | 257,500 | Citigroup Global Market, UBS | 元富 | 處分子公司之庫藏 股, 並償還前次 ECB 到期贖回款項 | 倫敦 |

註: 財政部於 92 年 5 月開放銀行業發行轉換金融債券與交換金融債券, 中國國際商銀為法令開放後, 銀行業首家赴海外發行交換公司債。此海外交換債以國泰金控為交換標的, 發行金額為 2.18 億美元, 交換溢價率高達 32%, 無重設與特別重設條款, 賣回殖利率為 1%。即使該交換債為高溢價率與低賣回殖利率, 仍獲得國際投資人超額認購, 原因在於此交換債獲得 Standard & Poors 評等為 A, 而交換標的國泰金控之評等則為 BBB+。

6. 92 年度經證期會核准及發行之海外公司債籌資案中，22 家公司以零賣回

殖利率籌資；10 家公司以負責回殖利率於海外籌資市場籌集所需資金

茲將相關案件彙總分析如下：

以零賣回殖利率籌資案件

| 海外公司債 | 國外主辦券商 | 國內送件券商 | 海外公司債 | 國外主辦券商 | 國內送件券商 |
|--------------|--------------|--------|-----------|------------|--------|
| 訊碟科技 | FB Gemini | 寶來 | 鍊德 | 德意志銀行 | 台証 |
| 茂矽電子 | CSFB 與群益遠東 | 群益 | 捷力科技 | 元富香港 | 元富 |
| 綠點高新 | FB Gemini | 富邦 | 力晶科技 0625 | 雷曼兄弟 | 元大 |
| 瀚宇彩晶 0304 | CSFB / ING | 富邦 | 茂德科技 | 荷蘭銀行/ 摩根大通 | 元大 |
| 瀚宇彩晶 1014 | CSFB / ING | 富邦 | 創見資訊 | 元大香港 | 元大 |
| 廣輝電子 | 雷曼兄弟 | 倍利 | 中環 | 雷曼兄弟 | 中信 |
| 毅嘉 | 倍利香港 | 倍利 | 力晶科技 1008 | 雷曼兄弟 | 中信 |
| 萬海航運 | 摩根士丹利 | 建華 | 歌林 | 中信亞洲 | 中信 |
| 聯電 EEB | 雷曼兄弟 / 摩根士丹利 | 建華 | 遠東國際商銀 | USB AG | 中信 |
| 玉山金控 | 摩根士丹利 | 花旗 | 東陽實業 | 法國興業 | 大華 |
| 開發金 | 摩根士丹利 | 玉山證券 | 鴻海 | 荷蘭銀行 | 大和國泰 |

負責回殖利率籌資案件

| 海外公司債 | 國外主辦券商 | 國內送件券商 | 海外公司債 | 國外主辦券商 | 國內送件券商 |
|-------|--------------|--------|--------|---------------|--------|
| 兆豐金 | 雷曼兄弟 / 摩根士丹利 | 倍利 | 台達電 | Goldman Sachs | 倍利 |
| 精英電腦 | 倍利香港 | 倍利 | 東元 EEB | 摩根士丹利 | 建華 |
| 寶成工業 | 美林證券/ 花旗 | 倍利 | 亞洲光學 | 建華亞洲 | 建華 |
| 廣達電 | 美林證券 | 倍利 | 南亞 EEB | 荷蘭銀行/ 摩根大通 | 元大 |

| | | | | | |
|-----|---------------|----|----|-----|----|
| 台達電 | Goldman Sachs | 倍利 | 國巨 | UBS | 大華 |
|-----|---------------|----|----|-----|----|

以上公司之轉換溢價率除訊碟折價 8%，力晶折價 4.5%及源恆工業折價 6% 外，其餘之轉換價格溢價率平均大多在 110%以上。

在上述以零賣回殖利率與負責回殖利率於海外籌資市場籌集所需資金案件中，大多數皆為體質優良、法人看好其今年營運之大型電子公司與金控公司，最佳發行條件籌集所需資金者應為 139%轉換價溢價率、無重設及特別重設條款發行海外轉換公司債之鴻海公司。

臺灣企業於今年於低利率之環境加上 SARS 過後景氣回溫，股市看漲，產生負利率海外公司債之情況，主要原因在於在發行標的股的股價看漲趨勢下，債券的選擇權（option）價值已經超過利率的價值，因此才會產生公司得以負利率舉債的狀況。

7. 中國國際商業銀行(ICBC)發行台灣中小企業基金(MBF)協助中小企業集體海外募資

92 年中國國際商業銀行與 ACP（Asia Capital Partner）公司及月涵投顧合作發行台灣中小企業基金（MBF），投資國內中小企業發行的海外轉換公司債。中國國際商業銀行(ICBC)發行台灣中小企業基金(MBF)協助中小企業集體海外募資，是本國銀行將國內中小企業推向海外籌資市場之創舉，因該等海外轉換公司債發行與轉換辦法條件類似且皆不掛牌，且由特定人認購，故應將該等國內中小企業發行的海外轉換公司債視為一特別發行族群，待發行後與其他之海外轉換公司債發行結果作對照及比較。92 年度 MBF 共有 26 件，其中以百鈺、佳鼎及凌越為有擔保 ECB；前鼎、合機電其轉換價為折價發行，其轉換折價率 2% 及 13%。

| | 發行公司 | 擔保 | 發行金額 (仟元美金) | 國外承 銷商 | 國內承 銷商 | 發行公司 | 擔保 | 發行金額 (仟元美金) | 國外承銷 商 | 國內承 銷商 | |
|----|---------------|----|----------------|-----------|-----------|-------------|------------|----------------|-----------|-----------|----|
| 1 | 中菲行航空 貨運承攬 | 無 | 10,000 | ICBC | 元富 | 青鋼金屬建 材 | 無 | 3,500 | ICBC | 元富 | 14 |
| 2 | 卓越光纖 | 無 | 10,000 | ICBC | 台証 | 慶豐富實業 | 無 | 10,000 | ICBC | 建華 | 15 |
| 3 | 寶雅國際 | 無 | 6,000 | ICBC | 台証 | 世昕企業 | 無 | 5,000 | ICBC | 元富 | 16 |
| 4 | 前鼎光電 | 無 | 3,200 | ICBC | 台証 | 洪氏英科技 | 無 | 8,000 | ICBC | 寶來 | 17 |
| 5 | 飛雅高科技 | 無 | 4,200 | ICBC | 元富 | 凌越科技 | ICBC 擔保 | 8,000 | ICBC | 倍利 | 18 |
| 6 | 揚博科技 | 無 | 10,000 | ICBC | 元富 | 合正科技 | 無 | 9,400 | ICBC | 寶來 | 19 |
| 7 | 合機電線電 纜 | 無 | 7,500 | ICBC | 元富 | 天剛資訊 | 無 | 7,500 | ICBC | 寶來 | 20 |
| 8 | 恩德科技 | 無 | 9,900 | ICBC | 元富 | 佰鈺科技 | ICBC 擔保 | 5,500 | ICBC | 寶來 | 21 |
| 9 | 高鋁金屬 | 無 | 7,000 | ICBC | 倍利 | 仲琦科技 | 無 | 10,000 | ICBC | 富邦 | 22 |
| 10 | 科橋電子 | 無 | 13,500 | ICBC | 倍利 | 衛道科技 | 無 | 10,000 | ICBC | 元富 | 23 |
| 11 | 鈺創科技 | 無 | 30,000 | ICBC | 倍利 | 大成不銹鋼 工業 | 無 | 10,000 | ICBC | 元富 | 24 |
| 12 | 建準電機工 業 | 無 | 10,000 | ICBC | 倍利 | 台灣百和工 業 | 無 | 30,000 | ICBC | 倍利 | 25 |
| 13 | 富驛企業 | 無 | 10,000 | ICBC | 建華 | 佳鼎科技 | ICBC 擔保 | 20,000 | ICBC | 元富 | 26 |

第四節、2004 年海外募資案例彙總

自 2003 上市上櫃公司海外募集資金的興盛期之後，2004 年在金管會證期局大幅度改變上市上櫃公司赴海外募集資金條件的限制，例如，為降低海外募集資金中私募方式所帶來的問題，證期局規定，所有海外募集資金若採私募方式發行，則必須報備私募洽特定人的名單，降低內部人透過私募方式上下起手，賺取短期套利的機會。其次，鑑於 2003 年上市上櫃公司發行海外金融

商品中的相關問題，包括價格訂定問題，證期局也要求：「承銷商輔導上市(櫃)公司向金管會申報(請)案件，暫訂發行價格不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)後平均股價之九成。實際發行價格不得低於訂價日收盤價、訂價日前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權(或減資除權)後平均股價之九成。」。這項價格決定方式的規定，造成海外金融商品的發行，內部人或知情投資者無利可圖。在證券主管機關嚴格管制海外金融商品發行的條件與價格訂定合理性後，由於內部人或知情人士在知悉海外金融商品的發行無套利機會後，加上，中國大陸採取宏觀調控、石油價格飆漲、利率預期上升等因素的影響下，2004年的申請與發行案件大幅度縮減。茲將 ECB 近期發行與 2004 年，上市上櫃公司申請與發行海外金融商品的統計列示如下。

一、ECB 近期發行舉例

- 04 年下半年，所有 ECB 案件的債息皆訂為零，除毅嘉科技及台塑石化 EEB (交換南亞，台塑及台化公司普通股) 以 101% 發行外，其餘皆以 Par 面額發行。
- 發行金額最高為新光金 (合計 US\$300mn)，最低則為歌林 (US\$13mn)
- 第一次贖回日最高在發行後兩年內，註：新光金的保障收益率為-0.23%，表示投資人在發行後兩年，如賣回 ECB 給公司反需補貼利息給發行公司 (新光金)。
- 轉換溢價以金融股 (新光金) 及績優股 (亞翔工程) 最高，皆在 30% 以上。

| 發行日 | 發行公司 | 發行金額 (US\$MM) | 債息 (%) | 發行 期間 (yrs) | 發行 價格 (%) | 第一次 贖回日 (yrs) | 保障收益率 Put Yield | 轉換溢價 率 (%) |
|---------|------|------------------|-----------|-------------------|-----------------|---------------------|--------------------|---------------|
| 7/2/04 | 毅嘉科技 | 70 | 0 | 5 | 101 | 2 | 0 | 19.71 |
| 6/28/04 | 台塑石化 | 250 | 0 | 7 | 101 | 2 | 0.5 | 10 |
| 6/16/04 | 國聯光電 | 25 | 0 | 5 | 100 | 2 | 1.23 | 15.12 |
| 6/10/04 | 力晶 | 150+30 | 0 | 5 | 100 | 2 | 0 | 25.02 |
| 6/2/04 | 益登科 | 30 | 0 | 5 | 100 | 1 | 0 | 13.41 |
| 6/2/04 | 新光金 | 260+40 | 0 | 5 | 100 | 2 | -0.23 | 30 |
| 6/2/04 | 歌林 | 13 | 0 | 5 | 100 | 1 | 0 | 7.2 |
| 5/27/04 | 亞翔工程 | 20 | 0 | 5 | 100 | 1 | 2.6 | 30.43 |

二、2004 海外募集資金案件統計表

本小節整理 2004 年海外籌集資金案例，其中案件數比 2003 年萎縮很多，其中主要原因包括，外在經濟與集資環境變差，例如景氣不如預期、利率水準預期會上升、石油價格飆漲所帶來問題、兩岸政治環境不穩定等；證券主管機關嚴審海外集資案件，法規要求透明化私募對象，對於相關價格訂定基礎改為以實價為基礎。至於案件特性，就不另外解釋。

表 4-2 九十三年度海外存託憑證發行案件 (一)

| 編號 | 企業 | 代碼 | 老/新股 | 送件 | | 申報生效日 | 發行 | | | | | | |
|----|------------|------|------|----------|-------------------|----------|----------|----------|------------|-------------|------------------------|----------------------------|---------------|
| | | | | 送件日 | 金額 (千美金) | | 訂價日 | 交割日 | 股數 (億股) | DR 數 (萬) | 單位 DR 發行價 格(USD) | 發行 金額 (K*L, 千 美金) | 發行金額 (千美金) |
| 1 | 博達科技 | 2398 | 新股 | 93/04/15 | 117,481 | 撤銷 | 取消發行 | - | 3.25 | 1320 | - | | 117,481 |
| 1 | 遠傳電信 | 4904 | 老股 | 93/04/13 | 125,802 | 93.05.31 | 93/6/8 | 93/6/11 | 1.5 | 1000 | 13.219 | 132,190 | 125,802 |
| 2 | 力晶半導體 | 5346 | 新股 | 93/04/27 | 401,212 | 93.06.03 | 93/6/11 | 93/6/17 | 3.85596 | 3855.96 | 7.27 | 280,328 | 280,328 |
| 3 | 友達光電 | 2409 | 新股 | 93/05/03 | 726000~ 847000 | 93.05.24 | 93/6/17 | 93/6/23 | 3 | 3000 | 16 | 480,000 | 480,000 |
| 4 | 玉山金融控 股 | 2884 | 老股 | 93/07/28 | 100,000 | 93.08.20 | 93/09/24 | 93/09/27 | 1.7 | 680 | 14.5 | 98,600 | 99,000 |
| 1 | 勝華科技 | 2384 | 老股 | 93/05/31 | 11,940 | 93.07.29 | - | 尚未發行 | - | - | | | 11,940 |

表 4-2 九十三年度海外存託憑證發行案件（一）（續）

| 編號 | 企業 | 折價率 | | 承銷商 | | 掛牌地點 | 保管銀行 | 存託機構 | 公司型態 | 結案類型 | 註 |
|----|------------|-----------|--|----------|--|-------|--------------|--------------|------|------|-------------|
| | | (%) | | 國內 | 國外 | | | | | | |
| 1 | 博達科技 | | | 金鼎 | Citigroup Global Markets | 盧森堡 | 花旗銀行 台北分行 | 花旗銀行 紐約分行 | 1 | 6 | |
| 1 | 遠傳電信 | 3 | | 大華 | Goldman Sachs International | 盧森堡 | 遠東國際 商業銀行 | 美國紐約 銀行 | 2 | 1 | 匯率 33.46 |
| 2 | 力晶半導 體 | 10 | | 元大京 華 | Lehman Brothers International(Europe) Deutsche Bank AG London | 盧森堡 | 中國國際 商業銀行 | 美國紐約 銀行 | 2 | 1 | 匯率 33.53 |
| 3 | 友達光電 | 溢價 1.7 | | 建華 | Goldman Sachs International | 紐約證交所 | 花旗銀行 台北分行 | 美商花旗 銀行 | 1 | 1 | 匯率 33.61 |
| 4 | 玉山金融 控股 | 4 | | 花旗 | Morgan Stanley | 盧森堡 | - | - | 1 | 1 | 匯率 33.85 |
| 1 | 勝華科技 | | | 元大京 華 | 野村國際 | - | | | 1 | 1 | |

表 4-3 九十三年度海外存託憑證發行案件 (二)

| 編號 | 企業 | 代碼 | 老/新股 | 送件 | | 申報生效日 | 發行 | | | | | | |
|----|------------|------|------|----------|------------------|----------|-----|------|------------------|-------------|------------------------|----------------------------|---------------------|
| | | | | 送件日 | 金額 (千美金) | | 訂價日 | 交割日 | 股數 (億股) | DR 數 (萬) | 單位 DR 發行價 格(USD) | 發行金 額 (K*L, 千 美金) | 發行金額 (千美金) |
| 2 | 勝華科技 | 2384 | 新股 | 93/05/31 | 95522~ 119403 | 93.07.29 | - | 尚未發行 | 0.8-1 | - | | | 95,522~ 119,403 |
| 3 | 遠傳電信 | 4904 | 新股 | 93/07/09 | 114,500 | 93.07.19 | - | 尚未發行 | 1.28745 | | | | 114,500 |
| 4 | 南亞科技 | 2408 | 老股 | 93/08/20 | 13,854 | 93.09.09 | - | 尚未發行 | | | | | 13,854 |
| 5 | 南亞科技 | 2408 | 新股 | 93/08/21 | 298,507.5 | 93.09.09 | - | 尚未發行 | | | | | 268,657~ 328,358 |
| 6 | 瀚宇彩晶 | 6116 | 新股 | 93/07/28 | 29,645.75 | 93.10.07 | - | 尚未發行 | 6.4~8 | | | | 269,373~ 336,716 |
| 7 | 富邦金融控 股 | 2881 | 老股 | 93/07/29 | 648,505 | 93.10.06 | - | 尚未發行 | 不超過 8.0590502 | | | | 648,505 |

表 4-3 九十三年度海外存託憑證發行案件 (二) (續)

| 編號 | 企業 | 折價率 | | 承銷商 | | 掛牌地點 | 保管銀行 | 存託機構 | 公司型態 | 結案類型 | 註 |
|----|------------|-----|--|------|----------------------------------|------|------|------|------|------|--------------|
| | | (%) | | 國內 | 國外 | | | | | | |
| 2 | 勝華科技 | | | 元大京華 | 野村國際 | - | | | 1 | 1 | |
| 3 | 遠傳電信 | | | 大華 | Goldman Sachs International | 盧森堡 | | | 2 | 1 | 匯率 34.554 |
| 4 | 南亞科技 | | | 元大京華 | Citigroup Global Markets Limited | | | | 1 | 1 | |
| 5 | 南亞科技 | | | 元大京華 | Citigroup Global Markets Limited | | | | 1 | 1 | |
| 6 | 瀚宇彩晶 | *10 | | 富邦 | UBS AG | 盧森堡 | | | 2 | | 匯率 33.5 |
| 7 | 富邦金融 控股 | | | 元富 | Citigroup Global Markets Limited | | | | 1 | | |

表 4-4 九十三年度海外存託憑證發行案件 (三)

| 編號 | 企業 | 代碼 | 老/新股 | 送件 | | 申報生效日 | 發行 | | | | | | |
|----|------|------|------|----------|---------|-------|-----|-----|--------|--------|---------------|----------------|--------------|
| | | | | 送件日 | 金額(千美金) | | 訂價日 | 交割日 | 股數(億股) | DR數(萬) | 單位DR發行價格(USD) | 發行金額(K*L, 千美金) | 發行金額(千美金) |
| 1 | 聯華電子 | 2303 | 老股 | 93/10/01 | 78,540 | 申請 | - | 申請 | 1.1 | 2200 | 3.57 | 78,540 | 約 78,540 |
| 2 | 鴻海精密 | 2317 | 老股 | 93/09/30 | 215,000 | 申請 | - | 申請 | | | | | 約 215,000 |

表 4-4 九十三年度海外存託憑證發行案件 (三) (續)

| 編號 | 企業 | 折價率(%) | 承銷商 | | 掛牌地點 | 保管銀行 | 存託機構 | 公司型態 | 結案類型 | 註 |
|----|------|--------|------|---------------------------------------|-------|--------------|--------------|------|------|---|
| | | | 國內 | 國外 | | | | | | |
| 1 | 聯華電子 | | 建華 | Lehman Brothers International(Europe) | 紐約證交所 | 花旗銀行 台北分行 | 花旗銀行 台北分行 | 1 | | |
| 2 | 鴻海精密 | | 大和國泰 | Goldman Sachs International | 紐約證交所 | | | 1 | | |

表 4-5 九十三年度海外可轉換公司債發行案件 (一)

| 編號 | 企業 | 代碼 | 收文日期 | 核准日期 | 核准金額 | | 訂價日 | 發行日期 | | 發行金額 | 期限 |
|----|----------|------|----------|----------|---------------|------|----------|----------|------|------|----|
| | | | | | 核准金額 美金(億) | 核准日期 | | (撤件日期) | (年) | | |
| 1 | 和鑫光電 | 3049 | 93.02.16 | 93.03.25 | 1.2 | | 93.03.29 | 93.04.06 | 1.2 | 5 | |
| 2 | 亞翔工程 | 6139 | 93.03.08 | 93.03.30 | 0.3 | | 93.04.15 | 93.04.27 | 0.3 | 5 | |
| 3 | 鍊德科技 | 2349 | 93.03.22 | 93.04.15 | 2.5 | | 93.04.19 | 93.04.27 | 2.4 | 5 | |
| 4 | 台新金融控股 | 2887 | 93.03.19 | 93.04.23 | 3 | | 93.04.23 | 93.04.28 | 2.25 | 1.5 | |
| 5 | 漢平電子 | 2488 | 93.04.05 | 93.04.21 | 0.15 | | 93.04.23 | 93.04.29 | 0.15 | 5 | |
| 6 | 估優 | 5452 | 93.02.24 | 93.03.31 | 0.35 | | 93.04.21 | 93.04.30 | 0.35 | 3 | |
| 7 | 晟銘電子科技 | 3013 | 93.04.08 | 93.04.26 | 0.2 | | 93.05.06 | 93.05.12 | 0.2 | 5 | |
| 8 | 新竹國際商業銀行 | 2807 | 93.04.09 | 93.05.03 | 1.1 | | 93.05.07 | 93.05.13 | 1.1 | 5 | |
| 9 | 歌林 | 1606 | 93.04.01 | 93.05.27 | 0.13 | | 93.06.03 | 93.06.03 | 0.13 | 5 | |
| 10 | 益登科技 | 3048 | 93.04.13 | 93.04.29 | 0.3 | | 93.06.03 | 93.06.03 | 0.3 | 5 | |

表 4-5 九十三年度海外可轉換公司債發行案件 (一) (續)

| 編號 | 企業 | 票面利率 (%) | 發行價 (%) | 溢價率 (%) | 轉換價 (台幣; * 暫定) | 擔保 | 贖回殖利率 (%) | | | | | |
|----|----------|----------|---------|------------|----------------|------|-----------------|------------|------------|----------|-----|--------------|
| | | | | | | | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | |
| 1 | 和鑫光電 | 0 | 100 | 110 | 28.66 | 無 | | 100 | 100 | | | 到期: 100 |
| 2 | 亞翔工程 | 0 | 100 | 101.89 | 90 | 無 | | 102.59 | 102.59 | | | 到期: 100 |
| 3 | 鍊德科技 | 0 | 105.16 | 108 | 25.272 | 無 | | 100 | 100 | | | 到期: 92.731 |
| 4 | 台新金融控股 | 0 | 100 | 114.29 | 36.8 | 無 | 1.5 年: 98.88 到期 | | | | | |
| 5 | 漢平電子 | 0 | 100 | 120 | 39 | 無 | | 100 | 100 | 100 | | 到期: 100 |
| 6 | 估優 | 0 | 100 | 101.36 | 22.4 | 華南商銀 | | 105 | 到期: 100 | | | |
| 7 | 晟銘電子科技 | 0 | 100 | 105.21 | 20.2 | 無 | | 101 | 102.27 | 104.06 | | 到期: 100 |
| 8 | 新竹國際商業銀行 | 0 | 100 | 133 | 24.738 | 無 | | 99.4009 | | 98.80539 | | 到期: 98.50897 |
| 9 | 歌林 | 0 | 100 | 107 | 10.13 | 無 | 1.5 年: 100 | 2.5 年: 100 | 3.5 年: 100 | | | 到期: 100 |
| 10 | 益登科技 | 0 | 100 | 110 | 46.5 | 無 | | 100 | 100 | | | 到期: 100 |

表 4-5 九十三年度海外可轉換公司債發行案件 (一) (續)

| 編號 | 企業 | 掛牌 | | 國內主辦 | 海外主辦 | 受託銀行 | Bloomberg |
|----|----------|-----|----|------|---------------------|------------------------|-----------|
| | | 不掛牌 | 地點 | | | | |
| 1 | 和鑫光電 | 不掛牌 | | 富邦 | FB Gemini Limited | BONY | ED4004427 |
| 2 | 亞翔工程 | 不掛牌 | | 統一 | 統一(香港) | BONY | ED4870702 |
| 3 | 鍊德科技 | 盧森堡 | | 台証 | UBS Investment Bank | BONY | ED4313943 |
| 4 | 台新金融控股 | 盧森堡 | | 康和 | Deutsche Bank, 台証 | DB Trustees(HK)Limited | ED4399892 |
| 5 | 漢平電子 | 不掛牌 | | 台証 | 台証(香港) | JPMorgan Chase Bank | ED4440050 |
| 6 | 倍優 | 不掛牌 | | 華南永昌 | 華南永昌(香港) | JPMorgan Chase Bank | ED4377609 |
| 7 | 晟銘電子科技 | 不掛牌 | | 復華 | 復華(香港) | JPMorgan | ED4612062 |
| 8 | 新竹國際商業銀行 | 不掛牌 | | 倍利 | Merrill Lynch | BONY | ED4568678 |
| 9 | 歌林 | 不掛牌 | | 中信 | 中信證,凱基證卷亞洲 | JPMorgan | ED4940604 |
| 10 | 益登科技 | 不掛牌 | | 建華 | 建華(亞洲) | JPMorgan | ED4955305 |

表 4-6 九十三年度海外可轉換公司債發行案件 (二)

| 編號 | 企業 | 代碼 | 收文日期 | 核准日期 | 核准金額 美金(億) | 訂價日 | 發行日期 | | 發行金額 (億美金) | 期限 (年) |
|----|--------|------|----------|----------|---------------|----------|----------|----------|---------------|-----------|
| | | | | | | | (撤件日期) | (年) | | |
| 11 | 陞技科技 | 2407 | 93.05.04 | 93.05.20 | 0.6 | 93.05.26 | 93.06.03 | 0.6 | 5 | |
| 12 | 力晶半導體 | 5346 | 93.04.27 | 93.06.03 | 4.4 | 93.06.17 | 93.06.17 | 1.5805 | 5 | |
| 13 | 新光金融控股 | 2888 | 93.05.18 | 93.05.28 | 3 | 93.06.02 | 93.06.17 | 2.6 | 5 | |
| 14 | 台塑石化 | 6505 | 93.06.04 | 93.6.18 | 2.5 | 93.06.28 | 93.06.30 | 2.5 | 7 | |
| 15 | 聚亨企業 | 2022 | 93.03.30 | 93.06.02 | 0.3 | 93.07.20 | 93.07.02 | 0.3 | 5 | |
| 16 | 毅嘉科技 | 2402 | 93.04.30 | 93.6.25 | 0.72 | 93.07.02 | 93.07.22 | 0.707 | 5 | |
| 17 | 享承科技 | 6241 | 93.04.23 | 93.05.28 | 0.055 | NA | 93.07.29 | 0.050 | 5 | |
| 18 | 瑞儀光電 | 6176 | 93.06.09 | 93.06.28 | 0.5 | 93.08.06 | 93.08.19 | 0.5 | 5 | |
| 19 | 瀚宇博德 | 5469 | 93.06.16 | 93.08.06 | 0.3 | 93.08.12 | 93.08.20 | 0.3 | 5 | |
| 20 | 光寶科技 | 2301 | 93.06.30 | 93.07.08 | 3.15 | 93.09.01 | 93.09.07 | 2.25+0.5 | 5 | |

表 4-6 九十三年度海外可轉換公司債發行案件 (二) (續)

| 編號 | 企業 | 票面利率 (%) | 發行價 (%) | 溢價率 (%) | 轉換價 (台幣;*暫定) | 擔保 | 賣回殖利率 (%) | | | | | |
|----|--------|-------------|------------|------------|-----------------|------|------------|------------|-----|-----|-----|----------------------------|
| | | | | | | | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | |
| 11 | 陞技科技 | 0 | 100 | 105.8 | 15.5 | 無 | 1.5 年: 100 | 2.5 年: 100 | | | | 到期: 100 |
| 12 | 力晶半導體 | 0 | 100 | 125 | 33.88 | 無 | | 100 | | | | 到期: 100 |
| 13 | 新光金融控股 | 0 | 100 | 130 | 39.13 | 無 | | 99.5 | | | | 到期: 98.76 |
| 14 | 台塑石化 | 0 | 100 | 110 | 58.3 | 無 | | 101 | | | | 5 年: 102.5 7 年到期: 103.6 |
| 15 | 聚亨企業 | 0 | 100 | 101 | 10.1 | 大眾商銀 | | 100 | 100 | | | 到期: 100 |
| 16 | 毅嘉科技 | 0 | 101 | 120.59 | 82 | 無 | | 100 | 100 | | | 到期: 100 |
| 17 | 享承科技 | 0 | 100 | 105 | 10.53 | ICBC | | 105.47 | | | | 到期條件 NA |
| 18 | 瑞儀光電 | 0 | 100 | 108.06 | 53.48 | 無 | | 100 | 100 | | | 到期: 100 |
| 19 | 瀚宇博德 | 0 | 100 | 105.36 | 22 | 無 | | | | 100 | 100 | 到期: 100 |
| 20 | 光寶科技 | 0 | 100 | 123 | 39.36 | 無 | | 100 | | | | 到期: 100 |

表 4-6 九十三年度海外可轉換公司債發行案件 (二) (續)

| 編號 | 企業 | 掛牌 | | 國內主辦 | 海外主辦 | 受託銀行 | Bloomberg |
|----|--------|-----|--|------|--|----------------------|-----------|
| | | 地點 | | | | | |
| 11 | 陸技科技 | 不掛牌 | | 統一 | 統一(香港) | BONY | ED4869746 |
| 12 | 力晶半導體 | 盧森堡 | | 元大京華 | Deutsche Bank(London); Lehman Brothers | BONY | ED5057143 |
| 13 | 新光金融控股 | 盧森堡 | | 倍利 | Morgan Stanley | Bank of New York | ED4937360 |
| 14 | 台塑石化 | 新加坡 | | 群益 | Goldman Sachs International | HSBC | ED5241770 |
| 15 | 聚亨企業 | 新加坡 | | 大眾 | 大眾 | JP MORGAN CHASE BANK | |
| 16 | 毅嘉科技 | 盧森堡 | | 台証 | 台証(香港) | JPMorgan | ED5301610 |
| 17 | 享承科技 | 不掛牌 | | 元富 | ICBC | BONY | |
| 18 | 瑞儀光電 | 盧森堡 | | 一銀 | 一銀證券 OBU, 和昇證券 | JPMorgan | |
| 19 | 瀚宇博德 | 盧森堡 | | 一銀 | 和昇證券 | JPMorgan Chase Bank | ED2302757 |
| 20 | 光寶科技 | 新加坡 | | 中信 | Citigroup Global Market | Citibank | ED1375234 |

表 4-7 九十三年度海外可轉換公司債尚未發行案件 (一)

| 編號 | 企業 | 代碼 | 收文日期 | 核准日期 | 核准金額 美金(億) | 訂價日 | 發行日期 | | 發行金額 (億美金) | 期限 (年) |
|----|--------|------|----------|----------|---------------|-----|--------|--|---------------|-----------|
| | | | | | | | (繳件日期) | | | |
| 1 | 新光合成纖維 | 1409 | 93.03.24 | 93.04.30 | 0.6 | NA | 尚未發行 | | | 5 |
| 2 | 中強光電 | 5371 | 93.04.30 | 93.6.18 | 0.8 | NA | 尚未發行 | | | 5 |
| 3 | 康舒科技 | 6282 | 93.05.03 | 93.06.04 | 0.6 | NA | 尚未發行 | | | 5 |
| 4 | 環隆電氣 | 2350 | 93.05.12 | 93.08.02 | 1.2 | NA | 尚未發行 | | | 5 |
| 5 | 復華金融控股 | 2885 | 93.05.17 | 93.07.29 | 0.5 | NA | 尚未發行 | | | 5 |
| 6 | 復華金融控股 | 2885 | 93.05.17 | 93.07.29 | 1 | NA | 尚未發行 | | | 5 |
| 7 | 兆赫電子 | 2485 | 93.05.28 | 93.06.23 | 0.3 | NA | 尚未發行 | | | 5 |
| 9 | 浩鑫 | 2405 | 93.06.10 | 93.06.29 | 0.38 | NA | 尚未發行 | | | 5 |
| 10 | 日勝生活科技 | 2547 | 93.06.10 | 93.09.23 | 0.2 | NA | 尚未發行 | | | 5 |

表 4-7 九十三年度海外可轉換公司債尚未發行案件 (一) (續)

| 編號 | 企業 | 票面利率 (%) | 發行價 (%) | 溢價率 (%) | 轉換價 (台幣; *暫定) | 擔保 | 賣回殖利率 (%) | | | | | | |
|----|--------|----------|---------|---------|---------------|----|-----------|------------|---------------|-----|-----|---------|---------|
| | | | | | | | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | | |
| 1 | 新光合成纖維 | 0 | | *101 | *101-130 | 無 | | 100-102.5 | | | | | |
| 2 | 中強光電 | 0 | | *101 | *20.7 | | | | 90-100 | | | | |
| 3 | 康舒科技 | 0 | | *115 | *115-125 | | | 100 | 0 | | | | |
| 4 | 環隆電氣 | 0 | | *115 | *115-145 | | | | 105-120 | | | 105-120 | 100-120 |
| 5 | 復華金融控股 | 0 | | *120 | 12.66 | | | | 105-120 | | | 105-120 | 100-120 |
| 6 | 復華金融控股 | 0 | | *125 | 12.66 | | | | 105-120 | | | 105-120 | 100-120 |
| 7 | 兆赫電子 | 0 | | 101-115 | | | | | 100 | | | | 100 |
| 9 | 浩鑫 | 0 | | 101~120 | *39.79~47.28 | 無 | | 101~103.02 | 101.51~104.57 | | | | |
| 10 | 日勝生活科技 | 0 | | 101~110 | *32.422~35.31 | 無 | | 101.71 | | | | | |

表 4-7 九十三年度海外可轉換公司債尚未發行案件 (一) (續)

| 編號 | 企業 | 掛牌 | | 國內主辦 | 海外主辦 | 受託銀行 | Bloomberg |
|----|--------|-----|----|------|----------------|---------------------|-----------|
| | | 不掛牌 | 地點 | | | | |
| 1 | 新光合成纖維 | 不掛牌 | | 康和 | 統一(香港) | 待決 | |
| 2 | 中強光電 | 不掛牌 | | 統一 | 倍利(香港); 統一(香港) | 待決 | |
| 3 | 康舒科技 | 不掛牌 | | 元大京華 | 元大(香港) | 待決 | |
| 4 | 環隆電氣 | 盧森堡 | | 倍利 | ABN AMRO | 待決 | |
| 5 | 復華金融控股 | 不掛牌 | | 亞東 | 野村國際(香港) | 待決 | |
| 6 | 復華金融控股 | 不掛牌 | | 亞東 | 野村國際(香港) | 待決 | |
| 7 | 兆赫電子 | 盧森堡 | | 元大京華 | 元大(香港) | | |
| 9 | 浩鑫 | 不掛牌 | | 台灣工銀 | 台灣工銀 | JPMorgan Chase Bank | ED1920195 |
| 10 | 日勝生活科技 | 不掛牌 | | 元富 | ICBC | 暫定美國紐約銀行 | ED5040172 |

表 4-8 九十三年度海外可轉換公司債尚未發行案件 (二)

| 編號 | 企業 | 代碼 | 收文日期 | 核准日期 | 核准金額 | | 訂價日 | 發行日期 (撤件日期) | 發行金額 | | 期限 (年) |
|----|------|------|----------|----------------------------|---------|----|-----|----------------|-------|------|-----------|
| | | | | | 美金(億) | 上限 | | | (億美金) | | |
| 11 | 中環 | 2323 | 93.06.16 | 93.09.22 | 2 | | NA | 尚未發行 | | 5 | |
| 12 | 燦坤實業 | 2430 | 93.06.16 | 93.07.16 | 0.8 | | NA | 尚未發行 | | 5 | |
| 14 | 愛之味 | 1217 | 93.07.23 | 93.08.10 | 上限 0.08 | | NA | 尚未發行 | | 5 | |
| 15 | 瀚宇彩晶 | 6116 | 93.07.28 | 93.10.07 | 2.6 | | NA | 尚未發行 | | 5 | |
| 16 | 憶聲電子 | 3024 | 93.08.09 | (93.09.07 停 效);93.10.07 | 0.35 | | NA | 尚未發行 | | 5 | |
| 17 | 展茂光電 | 8017 | 93.08.13 | 93.09.02 | 1.5 | | NA | 尚未發行 | | 5 | |
| 1 | 華泰電子 | 2329 | 93.08.31 | 申請 | 1.15 | | NA | 申請 | | | |
| 2 | 鈺德科技 | 2349 | 93.09.01 | 申請 | 2.18 | | NA | 申請 | | | |
| 3 | 中華映管 | 2475 | 93.09.03 | 申請 | 2.5 | | NA | 申請 | | *2.5 | |

表 4-8 九十三年度海外可轉換公司債尚未發行案件 (二) (續)

| 編號 | 企業 | 票面利率 (%) | 發行價 (%) | 溢價率 (%) | 轉換價 (台幣;*暫定) | 擔保 | 賣回殖利率 (%) | | | | | |
|----|------|-------------|----------------|------------|-----------------|----|------------------------------------|--------|--------|-----|-----|--|
| | | | | | | | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | |
| 11 | 中環 | 0 | *100 | 120~150 | *22.32 | 無 | 滿 12 至 36 個月面額加計 0%~1%按複利計算 | | | | | |
| 12 | 燦坤實業 | 0 | | 115~125 | *115~125 | 無 | 滿兩年面額加計 0%~1.5%按複 利計算 | 97.022 | | | | |
| 14 | 愛之味 | 0 | *100 | 101~110 | *7.29~ 7.94 | 無 | | 102.41 | | | | |
| 15 | 瀚宇彩晶 | 0 | *100- 105 | 110~140 | *19.74 | 無 | 發行滿 12 個月擇一個或數個特 定日期按面額 90-100% | | | | | |
| 16 | 憶聲電子 | 0 | *100 | | | 無 | | | | | | |
| 17 | 展茂光電 | 0 | *100- 103 | | | 無 | | 99-100 | 99-100 | | | |
| 1 | 華泰電子 | | | | | 無 | | | | | | |
| 2 | 鍊德科技 | | | | | 無 | | | | | | |
| 3 | 中華映管 | *0 | *100- 106.5 | | | 有 | 100 | 100 | | | | |

表 4-8 九十三年度海外可轉換公司債尚未發行案件 (二) (續)

| 編號 | 企業 | 掛牌 | | 國內主辦 | 海外主辦 | 受託銀行 | Bloomberg |
|----|------|---------------------------|----|------|--|----------------------|-----------|
| | | 擬不掛牌 | 地點 | | | | |
| 11 | 中環 | 擬不掛牌 | | 中信 | Citigroup Global Market Limited | 德意志銀行 | ED1672671 |
| 12 | 燦坤實業 | Channel Island 證交所或新加坡證交所 | | 建華 | Citigroup Global Market Limited | JPMorgan 或 紐約銀行 | ED7226102 |
| 14 | 愛之味 | 不掛牌 | | 元富 | The International Commercial Bank of China | Bank of New York | |
| 15 | 瀚宇彩晶 | 盧森堡 | | 富邦 | UBS Investment Bank | Citibank, N.A. | |
| 16 | 憶聲電子 | | | 建華 | 建華證券(亞洲)有限公司 | JP Morgan Chase Bank | |
| 17 | 展茂光電 | | | 一銀 | | | |
| 1 | 華泰電子 | | | 元大京華 | | | |
| 2 | 鍊德科技 | | | 台証 | | | |
| 3 | 中華映管 | | | 中國信託 | | Bank of New York | |

表 4-9 九十三年度海外可轉換公司債撤銷發行案件

| 編號 | 企業 | 代碼 | 收文日期 | 核准日期 | 核准金額 | | 訂價日 | 發行日期 (撤件日期) | 發行金額 (億美金) | 期限 (年) |
|----|----------------|------|----------|----------|---------------|------|-----|------------------|---------------|-----------|
| | | | | | 核准金額 美金(億) | 核准金額 | | | | |
| 1 | 華泰電子(退件) | 2329 | 93.05.04 | 退件 | 1.3 | | NA | 退件 | - | 5 |
| 2 | 榮睿生物科技(自 撤) | 4113 | 93.05.10 | 93.07.28 | 0.04 | | NA | 7/23 自撤 | | 5 |
| 3 | 勝華科技(自撤) | 2384 | 93.05.31 | 93.07.23 | 0.5 | | NA | 7/29 自撤 | | 5 |
| 4 | 連展科技(撤銷) | 5491 | 93.06.09 | 93.06.28 | 0.14 | | NA | 10/01 獲准 廢止發行 | | 5 |
| 5 | 合機電線電纜(自 撤) | 1618 | 93.06.18 | | 0.12 | | NA | 10/01 自撤 | | 5 |

表 4-9 九十三年度海外可轉換公司債撤銷發行案件 (續)

| 編號 | 企業 | 票面利率 (%) | 發行價 (%) | 溢價率 (%) | 轉換價 (台幣; *暫定) | 擔保 | 賣回殖利率 (%) | | | | | |
|----|------------|----------|---------|----------|---------------|----|-----------|--|-----------|-----------|-----|--|
| | | | | | | | 1 年 | 2 年 | 3 年 | 4 年 | 5 年 | |
| 1 | 華泰電子(退件) | 0 | - | *101 | *101-110 | - | | 0 | | | | |
| 2 | 榮譽生物科技(自撤) | 0 | | *101 | *101-120 | | 105 | | | | | |
| 3 | 勝華科技(自撤) | 0 | | *115-140 | 34.8 | | | Put: 95-105; Call 18-30 月 110-140% | | | | |
| 4 | 連展科技(撤銷) | 0 | | 101~110 | *101~110 | 無 | | 100~101.5 | 100~101.5 | 100~101.5 | | |
| 5 | 合機電線電纜(自撤) | 0 | *100 | 101~110 | *23.11~25.1 | 無 | | 105.37 | | | | |

表 4-9 九十三年度海外可轉換公司債撤銷發行案件 (續)

| 編號 | 企業 | 掛牌 | | 國內主辦 | 海外主辦 | 受託銀行 | Bloomberg |
|----|------------|-----|----|------|----------------|---------------------|-----------|
| | | 不掛牌 | 地點 | | | | |
| 1 | 華泰電子(退件) | 不掛牌 | | 元大京華 | 建華(亞洲); 元大(香港) | BONY | |
| 2 | 榮睿生物科技(自撤) | 不掛牌 | | 寶來 | ICBC | 暫定為 BONY | |
| 3 | 勝華科技(自撤) | | | 元大京華 | JPMorgan, 元大京華 | BONY | |
| 4 | 連展科技(撤銷) | 不掛牌 | | 建華 | 建華證券(亞洲)有限公司 | JPMorgan Chase Bank | |
| 5 | 合機電線電纜(自撤) | 不掛牌 | | 復華 | ICBC | 暫定美國紐約銀行 | ED0472479 |

第五章、海外籌資發行條件與價格分析

第一節、簡介

企業無論是在國內或赴海外募集資金，最重要的一件事是，該案件是否能夠成功。當企業的條件較佳、市場行情較好、承銷商專業能力越充足、會計師的查帳報告越嚴謹、資訊越透明化...則籌資的條件或價格就會好一些；反之亦然。一個最好的規範體系或制度，該制定一定是市場的活絡性、創新性、公平性並重的制競。制度所代表的市場活絡性、創新性往往會與市場的公平性相左，但是，市場的活絡性與創新性在制度設計的目標中，仍屬第一位。制度往往將公平性的設計放置在活絡性與創新性的設計中。

企業海外籌資，無論是採用 ADR、GDR 或 ECB，其中主要涉及海外證券或資本市場，比起企業在國內募集資金，需要更多的考慮與專業。這些金融工具的發行條件與價格的訂定，其實主要是證券承銷商所要發揮的專業功能的部分。在一個逐漸強調國際化的市場，以及必須加重承銷商責任或功能的市場中，更應當以尊重的方式，讓承銷商發揮專業知識與經驗，為發行公司取得最佳的發行條件與發行價格。所以，在這個部分，本研究建議，從市場活絡性及創新性的市場目標來看，我國證券主管機關應當充分尊重證券承銷商在不同企業、不同市場間為企業爭取最大福利。

然而過去，無論 ADR、GDR、ECB 都出了些問題，例如，中華電信 ADR 的案例、第一金控 GDR 的案例、博達 ECB 案例。顯然，我國對於企業海外籌資的瞭解程

度不足，造成海種海外金融工具發生問題之後，證券主管機關開始嚴審海外籌資工具。其實，我們最需要瞭解的是，企業海外籌資工具的特性以及可能發生的潛在問題。再來建議，我國應當如何規劃企業海外籌資工具的相關問題。

比起企業在境內募集資金，沒有太多選擇，只有單純公司債、CB、權益證券，餘認購權證、選擇權等都係企業以外的第三者發行。企業在海外籌集資金，除了工具繁多外，全球存在許多證券市場供選擇。所以，自由度遠比境內高出許多。同時，我國相關法規對於企業海外籌集資金，投資者中國大陸的自由度比在境內籌集高出許多。在中國的磁吸效應下，企業赴海外籌集資金的經濟動機就比在境內籌集高出許多。

若是我國在政策上希望，透過企業在海外籌集資的方式，鼓勵企業投資中國大陸，由於資金在海外募集，資金在海外使用，當然要重視我國企業國際布局的相關法規與配套。然而，我國目前僅實施營運總部、企業研發中心，對於企業在免稅天堂所作的國際租稅規劃一籌莫展，對於企業在海外進行國際分工與布局的資訊透明化問題，也是一籌莫展。所以，企業海外籌集資金方面，只是我國企業國際布局的一環，重視並瞭解各國證券市場的時性及相關金融商品，將有助於我國利用海外籌資工具，鼓勵企業國際布局與投資大陸的原意。

企業從全球不同證券市場間，選擇適當的金融工具籌資，本來就是一件很複雜的事，這些都需要證券承銷商的專業知識與經驗，甚至證券承銷商也必須與海外證券商合作，才能達到目的。各國的法規不同，也存在不同的工具，在市場與金融商品的選擇組合中，代表該企業對該組合的看法。假設我國存在適當的國際租稅制度與資訊透明化機制，依照目前證券法規以外的政策觀之，企業理論上應當以

最高限額投資中國大陸，餘進行其他地區的投資布局。不幸的是，我國有關投資大陸的法規不夠完整，所謂投資上限淨值 40%或其他，成為企業規避投資大陸的葵花寶典，將營運性資產放在境外，固定資產用帳外融資方式規避，成為企業投資大陸的常態。即便是企業在境外籌集資金，即便是目的在投資大陸，其投資的安排可能與財務報表所揭露的結果大相逕庭。

既然企業在海外籌集資金的投資目的會受到限制，且投資的過程中會涉及許多與法規規定不同的規避行為，企業在籌資過程中，難免會存在其他的動機。例如，國營事業赴海外釋股，名目上是「避免排擠國內資金」，但是，實質上可能是，在海外釋股造成的圖利行為，或其他道德危險行為較不易被國內投資者偵測到、瞭解到。企業赴海外籌集資金，可收大陸台商營運資金置於境外運籌部分需要投資工具的好處，兩相得利。由於台灣上市上櫃公司的所有權與經營權在，交叉持股能夠有效協助企業管理層穩定經營權下，其間並無分離狀況，且容易導致上市上櫃公司管理層會透過海外籌資之便，包括我國國際租稅與資訊透明化的體系不足下，逐行道德危險。其中的結果就是目前所看到的，許多上市上櫃公司選擇在盧森堡證券交易所掛牌 ECB 或根本就不掛牌。如果企業會在選擇一個，成交量不大，在全球金融市場間以自由化、國際化的角色生存的處所上市掛牌籌資，其司馬昭之心招然若揭。同時，兩市之間的資訊不對稱問題，也易招致其他道德危險的問題。

上市上櫃公司海外籌資的工具間，存託憑證純粹與兩市的特性有關，包括，例如上市上櫃公司在美國發行 ADR，可收美國市場係全球焦點之利，或 GDR 的掛牌市場選擇，易進行兩岸間價差套利者。我國存託憑證原則上係以每案核准方式，在證券市場的敏感性高的條件下，易造成兩市間的價差與套利機會。因此，我國

上市上櫃公司在海外發行 ADR、GDR 固有籌資需求、提高知名度需求者，但是也不排除企業利用存託憑證作為兩掛牌市場間的套利機會主義行為。

企業海外籌資的工具間，最興盛，可能問題最多者在 ECB。ECB 的發行條件中包括單純公司債與股票選擇權兩部分。許多公司發行 ECB，利用股票選擇權特性，完套利，取得無息，甚至負息的資金。其間若無法有效誘引投資者轉換成為現股，公司可能會面臨資金流動性問題，最終導致宣告破產的命運。我國基金間對於 ECB 的壟斷行為，操縱資本利得與殖利率。公司大股東甚至像博達般，掏空 ECB 所募得的資金。

整體而言，我國上市上櫃公司赴海外籌集資金，無論利用 ADR、GDR、ECB 都存在一些問題，如何整體思考，不限於發行條件與價格，建立適當的企業海外集資機制，應屬重要的研究議題，也是本研究所探討的主題。

第二節、企業海外募集資金問題總說明

一、主管機關應尊重企業海外籌資之市場機制

本研究探討我國企業海外籌資的相關問題，其中研究的重點置於海外籌資工具 (ECB、ADR、GDR 等) 的發行條件與價格訂定的問題。按海外籌資工具的發行與交易平台多數存在於海外各國證券市場，例如美國紐約證券交易所、歐洲的盧森堡證券交易所。公司與證券中介機構會選擇特定證券交易所作為發行與交易平台發行，代表證券中介機構與發行公司已經根據市場作最佳的評估。同時，根據證券商的專業角色就是協助客戶尋找最佳的證券發行與交易平台，根據市場的供需

情況，訂定對客戶最佳的發行條件與價格。

我國證券主管機關應本著證券法規中，在如何創造市場活絡性、創新性的目標下，有效保護投資者，其中根據海外證券發行與交易市場的情況，尊重證券中介的專業能力。如此才能有效培養證券中介機構的差異性競爭，才能有效創造證券商代客發行海外有價證券之市場機制。唯證券主管機關在保護投資者時，主要根據的原則是資訊透明化，並考慮會發生道德危險的可能性，透過適當的規範手段，包括內線交易、資訊透明化等方式，來達到市場的公平性。

二、鼓勵企業海外籌資是必然的趨勢

由於 2003 年，我國上市上櫃公司大量利用海外金融工具，包括 ECB、ADR、GDR 在海外籌集資金，其中籌資量是在境內籌集資金量的一點五倍。2003 年與 2004 年連續發生第一金控 GDR、中華電信 ADR、博達公司利用 ECB 掏空資金等弊案。鑑於海外金融商品中，每一種商品均發生與道德危險有關的問題。其中，第一金 GDR 係利用主管機關取消閉鎖期的規定，特定投資人進行無風險套利，並發生可能圖利特定財團的現象。中華電信的 ADR 在美國發行時，對投資者有過度承諾的現象，這些過度承諾的條件會造成圖利特定財團的可能性。博達則利用 ECB 的發行與交易，大股東不但進行套利，也掏空所籌集資金。造成證券主管機關開始以保守的態度來因應上市上櫃公司赴海外發行金融工具。2004 年在主管機關的保守心態下，上市上櫃公司仍然可以在海外籌集到近百億美元的資金，可見企業赴海外籌集資金已成常態，且海外可以提供有效的資金來源。

上市上櫃公司在市場上能夠成功籌集到資金，企業才能繼續發展，台灣經濟才能持續發展，主管機關應深入並充分瞭解企業赴海外籌集資金的經濟特性，並據以

作適當的管理，保守的態度只會讓市場的活絡性、創新性減弱，也會同時減弱台灣上市上櫃公司的經濟活力。

本研究大致將上市上櫃公司赴海外募集資金的問題分為兩類，第一類屬國營事業的問題，第二類屬上市上櫃公司的一般性問題。國營上市上櫃事業赴海外籌集資金較為複雜，通常會涉及圖利特定人，或財團化的問題。例如，第一金、中華電信都是很好的案例。

三、國營事業海外釋股之特殊問題

無論採用何種海外金融工具，ADR、GDR、或 ECB，國營事業海外籌資都需同時考慮是否被財團化的問題，以及國營事業的資產是否被賤賣的問題。國營事業釋股首要資訊透明化釋股對象，以釋疑公眾是否該國營事業會被財團化的疑慮。本來，國營事業是否一定要到海外釋股，本來就屬爭議性問題，所以，如果任何國營事業赴海外釋股，主管機關一定要特別要求釋股的公平性，也就是一定要即時地資訊透明化、公開釋股對象，讓公眾充分瞭解到底該國營事業釋股的對象如何，是否有財團化的疑慮。畢竟，國營事業的財團化條件與市場釋股應有所不同，所以資訊透明化國營事業釋股是最基本的公平條件。

其次，國營事業釋股的過程中會發生另一個一般性上市上櫃公司不會發生的問題，也就是是否會「賤賣國產」的問題。國營事業不屬於事業高階主管的財產，因此賤賣國產，方便行事是必然的道德危險。從第一金 GDR、中華電信 ADR 的案例中，均可看到類似的現象。第一金 GDR 成為特定投資人的無風險套利工具，中華電信 ADR 過度承諾大額庫藏股並註銷。所以，未來如果國營事業準備海外釋股，無論是採用 ADR、GDR、ECB 的金融工具，雖然發行條件與價格的訂定要尊

重投資銀行的專業，由投資銀行與公司協商訂定，但是必須要求在台灣境內作路演(road show)，充分向台灣的民眾說明該海外釋股的發行條件與價格，詳細說明這些發行條件與價格的合理性，以及這些條件與價格是否涉及「賤賣國產」。如果在釋股之前，主管機關不要求這個程序的資訊透明化，很容易招致輿論批評國營事業賤賣國產。

第三節、海外發行 ADR 與配套建議

一、存託憑證的套利與總括申報制

從一般上市上櫃公司發行 ECB、ADR、GDR 等海外金融工具從事籌資的經驗觀之，鑑於存託憑證本身具有兩個證券市場之間價格差異的套利特性，所以，企業是否在發行時，僅洽特定的大股東或投資人，並讓這些特定的大股東與投資人可以利用兩證券市場價差的特性，進行套利行為，其中大股東可以利用賣老股或融券放空的方式，進行無風險套利。

若要降低存託憑證的兩市套利機會，主管機關要採用「總括申報」的概念，提供或核准一定額度予發行存託憑證的上市上櫃公司，讓這些公司得以在額度內自由運用，因應具敏感性證券市場與股價的變動，可以立即滿足兩個不同證券市場的供需狀況。存託憑證在兩個不同證券市場之間會產生套利空間，部分來自目前法規不夠具有彈性。目前上市上櫃公司赴海外發行存託憑證，必須每案申請。亦即，企業初次申請發行存託憑證時，主管機關僅核准一定額度。當存託憑證在兩個不同掛牌證券市場發生套利機會時，由於台灣主管機關要增額發行存託憑證必須重新申請核准，因此只有單向利用存託憑證兌回現股的可能性。當存託憑證被掛牌

證券交易所的投資者兌回台灣的現股，並在台灣進行套利後，存託憑證掛牌證券交易所的存託憑證數量會變少。如果公司準備再發行新存託憑證的額度，必須再度向主管機關申請核准。這個申請核准程序費時，可能無法適應非常具敏感性的證券市場與股價，所以這個程序會創造新的套利機會。這種惡性循環會讓存託憑證這個工具失掉原來在兩個不同證券市場籌資，提高知名度的原意。所以，主管機關一定要開放存託憑證的總括申報制，讓公司擁有較大的空間來因應不同證券市場及股價供需的敏感性問題。

在存託憑證兌回、套利的機制過程中，最容易發生問題，或對投資者保護可能最不足之處在於，釋股存託憑證對象是否為洽特定人，以及兌回現股之前及過程是否涉及內線交易等問題。所以，主管機關要透過資訊透明化及內線交易的監視手段，嚴格把關這個過程。如前述所解釋者，只有釋股時洽特定投資者或大股東，這些大股東才會進行不公平的套利行為。所以，雖然目前主管機關已要求資訊透明化，或公開釋股存託憑證對象，但是並未針對釋股對象，或大額釋股對象進行內線交易的監控。主管機關應特別針對(大額或全部)釋股對象及其關係人，在兌回現股前，是否發生賣老股或融券放空行為，之後不久將存託憑證兌回現股。只要存在這種套利行為的特定釋股對象，代表該釋股對象涉及內線交易，讓課予內線交易的相關罰則。包括釋股對象的內線交易監控及釋股對象的舒鉞與資訊透明化，是保證存託憑證公平性的不二法門。

二、鼓勵企業發行 ADR

上市上櫃公司赴海外發行存託憑證募集資金，可以選擇 ADR 或 GDR。雖然 ADR 與 GDR 具有類似的經濟特性，由於掛牌地點對於公司治理及資訊透明化的要求不同，因此，企業與證券中介機構會作不同的考慮。目前由於美國開始實施沙氏法

案，所以也大幅度強化公司治理，公司高階主管與資訊透明化之間的關係；GDR 所發行的地點通常沒有 ADR 對於公司治理與資訊透明化的嚴格要求。所以，我國證券主管機關應鼓勵我國上市上櫃公司赴美國發行 ADR，也就是，如果企業選擇發行 ADR，證券主管機關應予鼓勵，並提供審核及事後管理的優惠措施。例如，企業赴美國發行 ADR 時，企業可以採用核准生效制，同時亦准企業採總括申報制，一次申請較大的發行額度，企業可以在大額度內自由運用發行 ADR。

企業考慮發行成本的原因，相較於 GDR，企業可能無意願發行 ADR。然而，ADR 存在許多樣化的產品，包括第一級、第二級、第三級、規則 144 等各種 ADR 產品，在逐漸瞭解全球資金焦點的美國證券市場條件下，企業發行 ADR 的意願可能會提高。企業若選擇發行 ADR，由於美國沙氏法案的緣故，企業的上市發行成本偏高，比發行 GDR 的成本高出許多，除非該發行公司的條件較佳、規模較大，或 ADR 可以募集到便宜且大額的資金，否則企業並無實質意願在美國發行 ADR。

從本研究的第三章中可知，美國的 ADR 產品分為四種，不但分為三級，還包括具私募特性的規則 144 ADR。第一級 ADR 是外國公司赴美國掛牌的初級產品。發行公司選擇第一級 ADR 時，可以採用經營所在地的一般公認會計準則，在 OTCBB(Over-the-counter Bulletin Board)掛牌，起始掛牌股票數量為零，所有掛牌成本由存託銀行負擔。所以，我國興櫃市場或櫃檯買賣中心的中小型企業可以在美國掛牌第一級 ADR，增加企業的國際知名度，並且可以試探美國或國際資本市場對企業的看法。進而言之，企業可以在 OTCBB 等待機會，成本美國證券市場紐約證券交易所，或美國證券交易所，或那斯達克的正式掛牌公司，或被特定投資者所青睞。

主管機關應當開放非以募集資金為目的的美國 ADR 上市掛牌，提升我國企業赴美國掛牌籌資的意願。我國目前僅允許企業赴美國利用第三級 ADR 上市掛牌，並不允許其他 ADR 的上市掛牌，這種結果代表，我國主管機關對於企業赴美國發行 ADR 屬緊縮政策。據此，我國證券主管機關應當開放並鼓勵企業，利用非以募集資金為目的之第一級、第二級、規則 144 的 ADR 種類在美國上市掛牌。如此，才可藉美國沙氏法案的精神，國際化我國企業國際籌資管道，並有效提升我國上市櫃公司的資訊透明化與公司治理。

三、存託憑證之申請額度

我國企業在募集發行海外存託憑證時，例如 GDR、ADR，企業必須每案申請。這種情形會讓存託憑證所處的兩個市場間，產生股票供需失衡的結果，進而創造兩個證券市場間的價差與套利空間。任何一個證券市場，其股價行為具有極度敏感性，若存託憑證每次增減額度，或兌回數過多擬彌補存託憑的額度時必須重新申請，不但曠日費時，也會造成存託憑證的發行無無法有效因應市場的變動。

所以，現制有關存託憑證的每案申請，會提高存託憑證在兩個證券市場間套利的機會。存託憑證的市場交易價格涉及第一上市與第二上市的兩個證券市場，這種每案申請所造成的限制，會在兩個第一、第二證券市場中產生供需失衡的結果。供需失衡會造成兩個市場間的價差，致導致投資者會利用兩市場的差價進行投機行為。未來我國主管機關若擬消除海外存託憑證，例如 ADR 與 GDR 交易價格的合理性，必須要考慮放寬發行是否一定要每案申請的程序？是否要提供更具彈性的發行方式，讓橫跨的兩個證券市場間股票能夠產生供需平衡的結果，對於雙邊證券市場的投資者才能夠產生較具公平性的結果？

這種制度就是所謂的「總括申報制」(shelf registration)。公司只需要申請一個額度，公司可以在在在這個額度內自由運用。如果掛牌存託憑證的市場需求強勁，公司可以在額度內自由增加發行存託憑證。如果產發行市場或原股掛牌市場的需求較高，存託憑證部分被兌回，未來也只需要在申請的額度內自行運用即可。這種總括申報制將可以有效創造存託憑證與原股市場間的供需平衡結果，對於股價的效率性會提高，並降低兩個證券市場間套利的機會。

第四節、企業海外發行 ECB 與配套建議

一、ECB 問題說明

在 2003 年年間，我國上市上櫃公司赴海外募集資金數量最多者數 ECB。在我國上市上櫃公司發行 ECB 的歷史而言，ECB 發生最多問題。ECB 本身同時具有權益證券與固定證券的兩種特性，而且 ECB 多屬外幣發行，所以，在 ECB 的評價中又多了一個外匯匯價的因素。因此，ECB 的評價較諸 ADR、GDR 純粹以權益證券為基礎的存託憑證，複雜許多。與存託憑證類似，如果發行公司屬國營事業，ECB 的問題比一般發行公司複雜。國營事業一樣具有被有心人士的財團化問題，也存在可能被賤賣，或被特定人作為套利的工具，造成國家與公眾的損失問題。所以，國營事業發行 ECB 不單純只是股市的公平性或開放的問題，它包括一些社會責任。由於上述已經討論，包括國營事業海外發行 ECB 的問題及解決方案建議，因此本小節僅討論，一般上市上櫃公司發行 ECB 時，所發生的可能問題。

企業發行 ECB 與國內 CB 的想法一致，也就是因為企業在籌資的當時，利用固定證券的方式向投資者保證，企業一定會定期付息，到期還本，發行企業願意負擔破產風險的法律責任。如果企業在債券期間的獲利或成長好轉，企業可以透過可

轉債中的固定轉換率賺取資本利得。投資者在初期得到固定利息與還本的法律保障，與未來並且有機會賺取資本利得的條件下，投資者會存在較高的願意認購 ECB。同時，由於 ECB 係以外幣發行，因此投資者也會考慮外幣的匯價與未來匯價的發展問題，雖然 ECB 的訂價比一般的存託憑證複雜，但也提供投資者一個匯價套利的機會。

ECB 的訂價完全視權益證券、債券、匯率等三個參數的特性來決定，其中雖然存在理論訂價模型，但是因為每一個 ECB 的發行，由於發行條件不同，承銷商必須依照 ECB 發行當時的市場狀況作最佳判斷。由於 ECB 主要同時包括權益證券與債券的特性，所以當權益證券的特性較多時，ECB 的實質利息(yield rate)就偏低；相對的，如果權益證券的特性較低時，ECB 的價格或實質利率就會與一般的債券趨於一致。在這種特性下，可轉換的特性等於是股票選擇權的特性。因此，若發行公司預期公司的股票會上漲或波動幅度會很大時，公司就會發行 ECB，因為 ECB 的實質利率就會偏低。ECB 的存續期間在股價波動性的特性下，存續期間越長，ECB 的價值越高，反之亦然。再者，在 ECB 的存續期間，若市場股價高於可轉換價格，投資者可以轉換成現股，並進行套利，賺取資本利得。進而言之，若市場利率下跌，且下跌到一定程度，且若公司的 ECB 未被贖回的比例達一定程度時，企業可透過贖回或實質贖回(defeasance in substance)ECB 的方式贖回，俾減少公司負債。

從發行市場的角度觀之，公司發行 ECB 時，茲將一些相關重點彙總並列示如下：

- 公司必須在公開說明書中，提供投資者有關該 ECB 的發行條件與轉換價格，並且必須說明 ECB 發行價格與轉換價的合理性，以及法律的相關規定，包括 ECB 何時可以轉換成現股的時間，俾供投資者參考。

- 公司可以透過擬制性報表的方式提供，從 ECB 所募集資金的用途、投資報酬、投資風險等相關資訊，俾供投資者評估是否擬投資該 ECB。
- 承銷商要提供 ECB 發行的對象，如果發行對象間包括部分內部人或內部關係人，且其釋股量超過一定程度時，承銷商必須在公開說明書中敘明，為什麼採這種方式，釋股予內部人及內部關係人的合理性理由，供投資者參考。
- 從第四章的案例說明中可知，許多 ECB 的發行地點在盧森堡，或根本就不掛牌，僅利用 Bloomberg 系統揭露相關資訊。
- 從過去的發行經驗觀之，發行對象多具黑箱作業特性，且發行後以轉換為現股，從事價差套利為主。多數公司發行 ECB 時，選擇在盧森堡或不掛牌。無論是盧森堡或不掛牌，均代表成交量可能存在一些問題。同時，我國共同基金等法人所募集發行的債券型基金，也就是作為類似 ECB 或 CB 的零售市場，均存在相當程度的壟斷行為。所以，ECB 的發行，在向公眾募集時，可能存在黑箱作業。
- 我國發行 ECB 時，並未強制搭配信用評等。目前由於信用評等的成本偏高，因此在公司發行 ECB 時並不盛行由中華信用評等公司提供評等資料。

從 ECB 的交易市場觀之，理論上 ECB 的交易市場必須透過類似債券型共同基金的方式，強化 ECB 的零售能力與流通性。然而，我國的債券型基金對於某特定債券的發行通常會產生共同基金壟斷所有特定債券發行的情事。其次，即便投資者擬投資特定 ECB，投資者難以即時的方式取得相關 ECB 的交易公開資訊。第三，投資者若擬投資 ECB，中華信用評等並未即時提供最及時，各台灣上市上櫃公司發行 ECB 的信用評等，以及最及時公司信用評等資訊。所以，從 ECB 的交易面來看，台灣的 ECB 交易市場並不是一個對投資者最友善，或最公平的市場。

所以，我國上市上櫃公司發行 ECB 時，主管機關對於發行條件與轉換價格的訂定，應儘量尊重承銷商的專業，及發行公司在市場機制中所扮演的角色。固然，當承銷商在訂定轉換價格時，必須依照本研究第四章中，有關 ECB 的理論訂價募式作為基礎，再根據市場的狀況，本身的專業判斷，以為訂價基礎。同時，訂價是否合理、發行條件是否合理，也必須同時具備健全合理的其他配套措施，包括健全的債券型基金制度、具備完整且即時的所有 ECB 交易資訊、公司發行 ECB 所募集資的用途風險報酬、適當且健全的信用評等制度等。有了這些健全的配套制度，搭配具市場機制的發行條件與轉換價格訂定，才能達到公平、合理、活絡股市、股市創新等目的。

據本節的分析，ECB 的發行中，可能是因為發行市場(像盧森堡證券交易所)的方便性與低成本，公司發行 ECB 的主要目的在讓大股東或特定投資者進行轉換套利。所以，證券主管機關應加強，ECB 的發行之後，台灣現股市場中融券放空、ECB 轉換前後等時期的潛在內線交易，或利用轉換的可能不公平套利行為的發生。

二、信用評等配套制度

我國上市上櫃公司發行 ECB 時，並無信用評等。未來，證券主管機關應伺機引導債券市場的發展，有效發展信用評等制度。目前雖然我國存在中華信用評等公司，但是並無法有效執行信用評等制度，主要原因與投資者不重視有關，也就是投資者並完全利用信用評等，作債券投資的依據。由於博達等弊案的原因，債券市場因為聯合投信事件已失血逾新台幣四千億元，基金經理人投資意願低落，企業發行公司債不易。

就債券市場而言，按除了信用評等的實施不夠落實外，具零售特性的債券型基金與發債企業相互為用，共同基金壟斷或聯合壟斷債券的發行，也是我國債券市場無法健全的發展的原之一。進而言之，政府不得不重視台灣電子業者過去兩三年利用可轉換債券大舉籌資的事實，未來幾年將這些可轉換公司債將會陸續到期，基於近期台股仍處於低本益時期，電子業具有再融資的急迫性需求，我國籌資的相關法令若過於嚴苛，加上外在環境不佳情況下，上市上櫃公司如何取得資金，因應還債與營運所需，將會是台灣一個嚴重問題。否則，許多電子業者將面臨無米可炊，或甚至破產的風險，對於我國本屬全球高科技製造重鎮的形象，將會產生重大負面影響。

像美國標準普爾（Standard & Poor's）、慕迪(Moody)等均熟諳信用評等、公司治理、資訊透明化等問題，標準普爾與慕迪為了解決這方面問題，協助企業在市場籌資，也發展一套指標，其中包括信用評等、公司治理評等相關資訊。雖然標準普爾與我國已經成立中華民國信用評等公司，但是，我國仍未善用標準普爾在這方面的專業知識與技術。同時，大多信用評等等指標都與財務報表有關，我國因為財務報表的相關規定及執行不夠嚴格，所以在使用類似標準普爾等相關技術時，也要根據我國上市上櫃公司財務報表特性作某種程度調整，作出一套具公眾信服力的信用評等指標。並將信用評等資訊普及至所有以債券籌資的案件，定期針對債券籌資案件及公司作評等，讓投資者擁有另一個可以判斷公司品質與風險的信心指標。

三、鼓勵期交所發行與 ECB 相關的選擇權

ECB 的價值因素包括三個：固定收益債券、選擇權、外匯風險等，由於我國外匯相對穩定，因此最具價值的兩個因素包括固定收益債券與選擇權。目前許多上市

上櫃公司發行 ECB，主要與 ECB 的選擇權價值有關，如果能夠分離 ECB 中有關選擇權與債券價值，對於投資者投資 ECB 將產生較佳市場機制，對於大股東透過 ECB 的選擇權套利或賺取套利資本利得的可能性就會降低。所以，本研究建議，期交所能夠研擬掛牌與 ECB 相關的股票選擇權，提高 ECB 交易與價值的資訊透明化。

四、鼓勵 ECB 債券型基金的發行

ECB 的次級市場若未由散戶投資者參與，其流通性一定大打折扣，由於債券型基金具有強化債券流動性的特性，如果我國能夠鼓勵投信公司發行與 ECB 相關的債券型基金。或者，鼓勵投信募集發行以 ECB 的選擇權，或固定收益債券的債券型基金，將有助於 ECB 的流通性。

五、建議櫃檯中心可接受外幣計價可轉債

從許多 ECB 的掛牌地點中可知，我國許多上市上櫃公司發行之 ECB，並未在任何證券交易所上市掛牌，僅利用 Bloomberg 系統作為交易資訊揭露平台。其實，若我國上市上櫃公司對於外幣計價的 ECB 具有高度需求，不妨建議由中華民國證券櫃檯買賣中心研議，可接受外幣計價的 ECB 掛牌。如此，不但有利我國管理 ECB，亦可賺取 ECB 發行上市與交易的相關利益。

第五節、其他配套建議

一、海外金融商品交易資訊透明化問題

從本章的分析中可知，我國企業在海外發行 ADR、GDR、ECB 時，其規範制度中所存在問題，部分與投資者無法有效且充分掌握這些海外金融商品資訊有關。這些產品都同時跨兩個市場，在兩個市場間的資訊不對稱，造成特定投資者的套利機會，也因此隱涵了許多道德危險問題。

為了降低發行人與外部投資者間的資訊不對稱，提高 ECB 發行的公平性，例如上小節中強調，我國目前實施透明化擬洽特人的名單，有助於降低內部人套利的機會與可行性。進而言之，我國如果能夠在股市觀測站中，設立專區，每日由公司或證券商的股務人員提供，並彙總所有 ECB 相關交易資訊，包括 ECB 掛牌地點、成交量、成交價格、信用評等。只要投資者能在方便的網路，能夠即時掌握交易資訊，則有利投資者作適當投資決策。如此，對發行 ECB 的市場公平性會產生極大助益。

二、公司治理問題

鑑於博達等弊案，挪用 ECB 所籌集資金之事實，我國務必要仿效美國，強化公司治理。其中除了要以獨立董監事制度強化公司內部治理以外，在所有規章制度中，更要思考如何強化市場機制的問題。此外，我國也特別應當考慮，如何建立一個具自律精神的證券分析師協會，讓獨立專業人士在自由競爭與合理遊戲規則中，為投資者爭取必要的權益。這些都是屬公司治理中，必要的措施。

公司治理的基礎之一在於，財報品質及資訊透明度，上市上櫃公司的資訊透明度越高，或資訊效率性越高，企業的籌資活動則越公平。從理論的角度觀之，資訊透明化包括兩個層面(Beaver, 1986)：公開資訊的數量與品質、資訊使用效率等，這兩個因性缺一不可。如果，一個證券市場只有強調公開資訊的品質與數量，市場中並無有效率的使用公開資訊，這些再高品質的公開資訊也無濟於市場資訊的效率性。按我國公開資訊供給面的特性，在全球證券市場間數一數二。由於我國上市上櫃公司間的所有權與經營權不分是既存的事實，且所有高數量與高品質的公開資訊，包括季報、半年報、年報、重大訊息、財務預測等，都由公司提供。在公司由大股東掌控下，大股東自利動機與自利行為屬經濟學中的基本假設，大股東不會也不願利用公開資訊照顧小股東的利益。這種經濟行為，造成我國證券市場中公司內部人與外部人之間的資訊不對稱程度極高，也造成許多被垢病的內線交易。從這個角度來看，我國上市上櫃公司間的資訊透明化有待加強。如果我國上市上櫃公司間的資訊透明度有待加強，則我國上市上櫃公司間的公司治理當然也存在某種程度的問題。我國未來要提高證券市場的效率性與公平性，一定要加強公開資訊的使用效率，也必須強化公司以外資訊來源與投資者間的互動關係，否則我國這種與資訊公開體系有關的資訊不對稱環境，對於企業籌資長期將產生非常負面的影響。

按我國上市上櫃企業間，由於交叉持股現象普遍，導致所有權與經營權不分。按我國企業董監事會的成員不是來自大股東，就是大股東所指定的成員，獨立董監事的指定也不例外，致經營權實質掌握在大股東手中。代理理論推論，若從我國上市櫃公司這種經營權與所有權不分的條件下，代理成本理論上應屬偏低(Jensen and Meckling, 1978)。但是，我國上市上櫃公司間的交叉持股現象普遍，大股東本

身真正的持股不高，即便大股東從事道德危險，其危及大股東的權益也不高，這也是我國上市上櫃公司道德危險行為仍然偏嚴重的原因之一。

在我國上市上櫃公司普遍存在交叉持股，致公司治理的問題比想像嚴重許多。理論上，公司治理是公司內部強化類似內部控制、內部稽核、董事會結構與運作功能、股東結構與運作功能等，若在公司大股東的經營權獨大的情況下，公司治理可能僅成為大股東排除異己的工具，也可能屬具經營權大股東為符合法規要求，所作的表面功夫。本研究認為，我國在設計公司治理相關制度時，一定要深入考慮，我國上市上櫃公司所有權與經營權不分，以及交叉持股所帶來的問題。否則，表面上所實施的公司治理，可能無法實質解決證主管機關所擬解決的問題，例如，利用獨立董監事制度來強化公司治理。

其次，我國證券主管機關在考慮公司治理時，往往只著重於內部公治理，對於外部公司治理並不重視，上述我國上市上櫃公司間公開資訊體系，過度偏重公司內部所提供公開資訊的角色，就是一例。我國目前證券市場提供予投資者的資訊集中，無論是定期公告的財務報表、定期報表間的月營收、重大訊息、財務預測等資訊，都只來自公司一個來源。也就是，我國證券市場的財務資訊環境中，環繞著公司內部人的色彩。若擬強化外部治理，我國應當考慮建立具自律精的證券分析師團體，在設計的機制下，鼓勵具獨立第三者特性的證券分析師可以在證券市場提供公司以外的獨立資訊，如此，才可有效強化上市櫃公司的公司治理。

博達案透露了一個重要的訊息，也就是上市上櫃公司必須要擁有高度的公司治理水準與財報資訊的透明化。目前，證券主管機關在公司治理的實施方案中，準備仿倣美國沙氏法案的設計，強化董事會中審計委員會和獨立董事兩個角色與功

能。例如，以審查財報為例，審計委員會可以扮演從旁協助的角色，提供董事會更完整的意見。也就是，審計委員會的工作重點應包括獨立與決策階層的監督，借由董事會本身的決策功能與決策審計，達到公司治理的目的。要達到審計委員會的有效功能，審計委員會是否具有足夠的獨立性就顯得非常重要。其次，上市櫃公司間必須存在真正具獨立性的獨立董事，如果上市上櫃公司間擁有具獨立性的董事參與公司營運，至少可確保公司存在更多公正表達的立場。然而，由於我國上市上櫃公司間，在所有權與經營權無法有效分離的條件下，獨立董監事的獨立性仍有待加強。博達、訊碟和皇統等案例，提供我國證券主管機關發展公司治理的重要機會與案例，未來如何透過外部監理與內部治理，降低類似博達等地雷股的問題，是證券主管機關面臨的挑戰。第三，在強化董事會中審計委員會功能時，會計師、獨立董事與審計委員會之間，一定要有良好互動。據聞，目前主管機關已將金控列為首波推動公司治理的目標。如何強化獨立董監事的獨立性，公司在監事會與審計委員會間擇一實施下，審計委員會要具有成效，則獨立董事與審計委員會的良好合作與互動成為基本要求。

鑑於博達案的問題，證券主管機關特別強調本年度半年報的查核，其中主管機關特別加強查核子公司，尤其是海外子公司，包括其應收帳款、存貨等等事項。但是，我國證券市場在未透過一些方法強化獨立董監事的獨立性問題，無法提升外部治理的機制與水準，未來類似博達案的情事將層出不窮，未來所發生的弊案將更具創新性。這個推論可以從博達、訊碟、皇統等案件的內容中可以觀察到，這些地雷公司的董事會和監察人制度完全無法有效彰顯，由於在整個董事會的成員中，半數以上都是關係人，公司無法有效發揮專業、制衡等功能，致董事會流於形式。未來雖然我國證交法修正案中，公司未來獨立董事至少要有兩席，可是如果我國無法解決獨立董監事的獨立性問題，可能問題仍然存在。

我國會計學術界普遍認為，我國上市上櫃公司的報表與簽證會計師品質，普遍存在「最低法規要求最低品質水準」的現象，也就是公司與會計師對於財務報表的態度，僅願維持在法規要求的最低品質要求。其主要原因在於，由於投資者對於公開財務資訊的使用程度低，造成上市上櫃公司無意提高比法規要求品質高的公開資訊，會計師也無意提高查核品質的條件下，會計師的查帳功能不具競爭性，產生同業殺價競爭的情形；同時，上市櫃公司的大股東在「最低法規要求最低品質」的環境因素下，為了自身利益鋌而走險，隱瞞會計師，反正市場對公開資訊的使用性低，市場機制喪失無存下，會計師的專業性難以突顯。但是，在博達案發生後，會計師反而以過度的保守的態度來看待財務報表的查帳工作，過猶不及，會計師與公司的這種互動關係，可能要提供一些其他配套來強化。例如，如果我國能夠強化具自律精神獨立證券分析師的功能與角色，在投資者與證券分析師之間的互動下，公司便不是公開財務資訊的唯一來源，且證券分析師也會深入分析與瞭解財務報表的內涵，如此才能提升公開財務資訊的品質，也才能讓台灣的證券市場脫離「最低法規要求最低品質」的夢魘。

博達案等弊案中，固然實際問題可能部分與公司所宣稱的「衍生性金融商品」有關，也就是恩龍事件的內涵第二。其實，我國財務報表的編製原則本身，就提供上市上櫃公司過度的彈性與空間，供上市上櫃公司操縱財務報表。其中二個最基本的問題就是，我國證券主管機關與會計原則制定單位，未嚴格把關收益原則；同時，在我國企業一直發展國際化的過程中，我國上市上櫃公司平日財務報表的編製仍以母公司為主體，造成企業國際布局活動的資訊透明化不足。這些財務報表操縱的過程中，一定會涉及資金的操縱、挪用、貪污、浪費等情事，致我國應強化這方面的品質與機制，否則博達等類似的問題不但會繼續存在，未來可能還會發生更具創新性的操縱手法。

此外，證券主管機關最近擬將財務預測由強制性預測，改變成為自願性預測。其實原來的強制性預測的條件，以及證券主管機關要求上市上櫃公司所提供的強制性預測屬擬制性報表(pro forma financial statements)。所謂擬制性報表是，當上市上櫃公司面臨重大變動事件，例如，現金增資、新上市、董事會成員變動逾三分之一或以上...特定事項時，公司為了讓投資者充分瞭解這些特定事項對公司的影響，致編製擬製性報表，告知投資者在如許重大變動之後，公司的財務狀況與經營成果會產生那些重大改變。在公司編製擬制性報表之後，公司也必須定期「更新」，讓投資者可以充分掌握，公司在這些重大事件變動之後，公司的執行是否與原先向投資者承諾者類似？是否原先所預估的財務狀況及經營成果的影響也與原先預估或原先向投資者承諾者類似？所以，無論就上市上櫃公司在境內或利用海外金融商品籌集資金時，證券主管機關最好仍然維持強制性擬制性報表編製的要求，同時，在要求公司定期更新資訊的條件下，投資者可以掌握公司的投資目的與進度。這種發行市場的資訊透明化真諦，也是公司必須對投資者的基本承諾。

舉例來說，我國衍生性金融商品的會計處理與財務報表表達，在我國一般公認會計原則中仍然存在一些問題。例如，利用衍生性金融商品避險和實質避險之間的矛盾。假設，某一公司在國外進行了一筆 1,000 萬美元的投資，為規避匯率風險，另外買了 1,000 萬美元的選擇權，這在實質上是完美的避險，但會計表達上卻不是，一千萬美元投資歸投資項下，而另外一千萬美元的選擇權則必須根據衍生性金融商品的相關會計處理處理之，並進行公開資訊的揭露。兩者之間並不存在協調性的會計處理與資訊揭露。所以，其實，我國若擬發展成為區域籌資中心，就財務報表的相關處理與表達中，仍有許多部分仍需要強化。尤其是企業在發行 ECB、GDR、ADR 等海外金融商品時，因此其中涉及外匯管理的相關問題，我國應當發展適當的外匯管理會計處理與資訊揭露，其中包括允許企業以外幣記帳。

如此，不但企業可以有效且充分地揭露與外幣相關的活動，且投資者才能有效率地瞭解上市上櫃公司發行 ECB、GDR、ADR 的實質經濟意義。投資者所作的與海外金融商品有關的決策，才能符合實際。

所以，我國在制定企業海外募集資金的相關法規時，必須同時考慮公司治理、資訊透明化的相關原則，包括對於籌集資金如何透過市場機制，產生較佳的資金競爭效果、強審計委員會與獨立董事間的功能、健全財務報表的基礎原則與規定、建構具獨立性與自律精神的證券分析師等，在資訊透明化的環境中，內外兼備的公司治理環境下，足夠開放的金融產品環境，自然會產生最具效率的證券市場。

第六章、結論與建議

第一節、結論

從前台灣企業籌資方式，大部分以向銀行融資或藉用貨幣市場工具發行商業本票為主，而一般上市、上櫃公司也常採用財務調度方式，包括發行普通公司債、國內外轉換公司債、海外存託憑證（GDR）及普通股或特別股現金增資。近年來，我國上市上櫃公司盛行以 ECB、ADR、GDR 等海外金融工具，在海外籌集資金。

根據央行金融統計月報，截至 93 年上半年度止，本國銀行對公民營企業授信總餘額為新台幣 5 兆 5,308 億元。證期局統計：93 年上半年度上市、上櫃公司發行發行普通公司債，金額為新台幣 1,010.5 億元；發行轉換公司債，金額為新台幣 2,061.83 億元；發行海外存託憑證（GDR 或 ADR），金額為新台幣 495 億元；現金增資發行新股，金額為新台幣 343.16 億元。加上貨幣市場短期票券累積發行餘額比較，公民營企業籌資方式，仍以偏好向銀行辦理融資為主，而上市上櫃公司間，似乎以發行可轉換公司債及 DRs 籌集資金為主。所以，上市上櫃公司在海外籌集資金儼然已成為趨勢，這也代表，我國上市上櫃公司的國際化腳步會越來越快。

博達科技及訊諜公司違約事件影響，其中涉及對 ECB 的舞弊與挪用。海內外投資人對於台灣企業發行的有價證券產生信心危機，其中尤以 ECB 為然。基於此，證期局對於上市上櫃公司籌集資金的申請，無論屬境內或海外金融商品，其審查趨於嚴格，加上由於博達案的原因，上市上櫃公司在台灣資本市籌集資金的環境變

差。在海內外籌集資金的可能性變小的情況下，未來上市櫃企業的融資可能會轉向銀行融資之比率可能提高。在博達事件後，公司即便向銀行融資，其信用風險也會增加，預期未來銀行體系間「專案融資」將成為聯貸市場的主流。銀行實地查核，深入了解財務運作、現金流量、資產及公司架構後，將現金分為收入與支出專戶，並設置備償專戶的機制來確保銀行債權，同時提高對企業信用加碼的幅度，並嚴加控管風險。所以，未來銀行間對於企業放款，將會以風險控管作為主要訴求，將不會再以殺價作為主要競爭的基礎。所以，預期未來國內聯貸市場將會更專業化，更注意風險控管，尤其主辦銀行會適度參與公司治理之運作，一方面企業可利用風評較佳之銀行擔任主辦行以合理聯貸條件方式取得資金，另一方面亦可符合社會大眾對企業財務透明化的強烈要求。如何搭配企業聯貸的專業審查與管理，加上企業在海內外的籌資活動，發展企業理財的整體性市場，是未來我國資本市場重要的發展。這項發展亦將與我國即將推動的區域服務中心，產生相互輝映的效果。

從在我國加入 WTO，以及全球各地發展共同市場的趨勢觀之，我國企業國際化布局與國際籌資蔚為風潮，我國上市上櫃公司在 2003 年赴海外籌資達到高峰，如何利用過去企業海外籌資的經驗，建構一個與國際接軌且合理化的國際籌資市場機制，是一個重要的研究議題。據此，本研究計劃探討，我國上市上櫃公司海外發行 ECB、GDR、ADR 等工具進行籌資時，其發行條件與發行價格的合理性。

本節係本研究計劃的結論，法規代表企業海外籌資的限制條件，本節首先彙總整理企業海外籌集資金的相關法規，再分析與企業海外籌資的相關問題。其中，本章會將相關結論與建議，撰寫在一起，並在建議一節，再彙總簡述本研究計劃的各項建議。

一、企業海外籌資相關法規彙總

依照「中華民國證券商業同業公會輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」第二十七條規定：「承銷商輔導上市（櫃）及興櫃股票公司申請發行海外轉換公司債，其相關發行條件、發行及轉換辦法約定事項，應遵循國外市場慣例及當地國之相關法令規定。」，因此，過去海外有價證券之發行係遵循所謂國外市場慣例訂定條件。由於 ECB 之轉換價格訂定方式多半係於訂價日時考量當時市場狀況及投資人之認購意願方能決定，因此，於送主管機關申請時所核准之發行辦法中所訂之訂價原則亦相當具有彈性，常可見到訂價原則如此記載。同時，鑑於 ECB 的訂價模式中，其價格因素包括基礎權益證券的市場特性、債券特性的殖利率、股票選擇權特性、匯率風險等，法規無法精確訂定，致法規中存在市場定價時的部分彈性，合理供承銷商及公司本身依照理論訂價模式及協商結果決定合理價格。亦即，企業海外發行金融商品籌集資金時，必須同時考慮海外市場與公司的條件。

根據企業海外募集資金的相關規定，企業發行海外可轉換公司債時，「轉換價格係基準價格乘以發行時之轉換價格溢價率。基準價格係以下列方式擇一決定：

1. 訂價基準日前一段時間發行公司普通股之平均收盤價，或
2. 訂價基準日前一日發行公司普通股之收盤價格，或
3. 訂價基準日當日發行公司普通股之收盤價格。」

上述所提一段時間由過去 60 日、45 日、30 日均價決定，漸漸調整為 10 日、15 日、20 日的平均收盤價格，但是，隨著近來國內發生類似利用發行海外商品圖利特定人的事件層出不窮，與博達案的實際結果。故證券主管機關已於九十三年度分別修訂有關實價規則與私募對象的資訊透明化，以確保股市的公平性。茲將證

券局對這兩項修訂，整理如下小節。

二、主管機關更迭制度內容

金管會證期局於民國九十三年八月九日，修正「中華民國證券商業同業公會輔導發行公司募集與發行有價證券自律規則」，其中已明確將海外商品的訂價原則做明確規定，以貼近訂價日近期市價為基本原則，採訂價 1 日、3 日、5 日均價擇一為基準價格打九折。這項發展與規定，讓已存在市場的有價證券可以實價發生，大幅度降低利用有價證券發行進行套利的可能性。

其次，在民國 93 年 6 月間，證券主管機關曾就海外金融商品配售的問題舉行過一次公聽會，之後證券主管機關並發布相關規定如下，以資訊透明化的方式，降低私募方式所來的圖利特定人問題：

第一、海外承銷商必須出具聲明書，聲明是沒有接受公司事先的安排、特定的名單。

第二、海外承銷商也必須聲明沒有刻意要給海外的特定人，也就是不會有事先的一些特定方式。

公司必須出具承諾，不會把這些特定名單或關係人名單交給海外承銷商去配售。

所以，法規中已加入實價發行與資訊透明化私募，洽特定人的機制。從法規中可知，企業發行海外金融商品，包括 ECB、GDR、ADR 等，本來就必須遵照國外的相關條件訂定之，且價格屬市場供給與需求問題，一般無需特別訂定規則。同時，目前相關法規已明確規定，訂價時應採均價為基準，其中所謂均價為訂價日前一日、三日、五日的均價作為訂定之基準價格。就此觀之，我國相關法規能夠調整

的發行條件與發行價格訂定問題，所作限制可能過度嚴格，導致海外籌資活動的活絡性與創新性就大幅縮減，這種結果也不是一般所樂見。

上述這些發展主要在因應，博達、訊碟等地雷股引爆所發生的問題。博達案的大股東不但利用 ECB 的發行進行套利，並涉嫌掏空 ECB 所募得的資金，其藉口與所募得資金從事衍生性金融商品有關。證券主管機關上述的嚴格把關，為自然的發展。

三、目前企業海外籌資環境分析

目前國內企業的籌資環境已經產生一些問題，包括法規與審查均趨於嚴格，更讓國內企業的籌資產生一些困難。無論從外在經濟環境的變動，加上主管機關的嚴審與更嚴格的法規觀之，似乎台灣企業赴海外發行 ECB、ADR、GDR 會逐漸成為絕響。畢竟，許多規定也要尊重市場機制。在 2003 年期間，外在環境相當有利海外募集資金，其中全球利率水準仍然處於歷史性低點；今年開始，台灣投資者已經感受到，全球有升息的可能性。同時，台灣及全球景氣並未如去年所預期般；全球油價大幅度飆漲；中國大陸也於日前破天荒公告升息 0.27% 逾一碼多，表示中國宏觀調控的效果也不如預期。我國投資者在博達案後謹慎許多，如果再加上法規將原來發行海外金融商品間最具彈性的價格訂價方式與私募洽特定人的部分封死，企業赴海外募集資金的部分仍然需要存在市場機制與彈性，俾利企業海外募集資金，這樣結果對企業國際化與我國發展區域服務中心都才會產生正面的效果。

隨著全球經濟穩定復甦，美國從 6 月調升聯邦利率，從 1% 向上調升到 1.75%，我國如今也跟進升息，中國大陸也在十月底宣布升息 0.27%。在匯率方面，美元雖

有良好經濟數據及預期美國升息下維持強勢，但在美國不斷擴大的雙赤字問題，短期資金回流亞洲影響下，美元面臨貶值壓力，相對而言，亞洲貨幣潛藏升值動能。未來，台灣雙率看漲的趨勢，勢必影響台灣企業營收及獲利程度。薄利時代來臨，企業產品利潤縮水，上市上櫃公司的國際化腳步會加強，連帶也會強化利用 ECB、ADR、GDR 等工具在國際間進行融資活動。由於企業利用 ECB、ADR、GDR 所募集的資金屬外幣，若企業沒有相對採取避險策略，雙率動往往會牽動公司的財務能力。

如果企業發行 ECB、ADR、GDR 等海外金融商品籌資，這些金融商品都會涉及外匯匯率變動的問題。從我國外匯政策的趨勢觀之，中央銀行現在允許利率、匯率有更大幅度的變動。如此對於企業界會形成新的挑戰，風險比從前高，企業也可能必須作更多的避險。但是無論外匯管理或外匯避險操作，都需要專業知識與經驗。企業一定要瞭解外匯管理的意義，以及外匯避險的風險與投機意義，否則會對企業帶來更多的風險。

如第一章所提及，我國由於存在數量龐大的台商，其間台商習於將營運資金停留在我國境外金融體系，包括香港與新加坡，俾便台商從事國際資金運籌，如此也可收資金運籌自由化與資金所產生之所得的免稅優惠。據悉，上述包括我國銀行銀行中的 OBU、香港、新加坡等所謂的廣義境外金融體系中，擁有相當龐大台商所停留的資金。其實，這些資金亦具有投資的需求，其中，我國上市上櫃公司所發行的海外金融商品就可能屬於這些境外游資的投資標的之一。未來，我國如何設計適當金融產品，善用廣義境外金融體系的資金，豐富我國資本市場的內涵，是一個重要的研究議題。

四、企業海外籌資問題總說明

由於博達等弊案中涵蓋 ECB 的相關問題，其中博達的大股東不但利用 ECB 套利，也涉嫌掏空部分所募到的資金。其次，公司透過 ECB 募資後，並進一步在海外承作衍生性金融商品，並從事資金掏空的事實，反過來以企業操作衍生性金融商品的損失作為主要藉口。

其次，目前我國上市上櫃公司間海外籌資出現許多假外資的現象，也就是當上市上櫃公司在發行 ECB、ADR、GDR 等海外金融工具時，透過私募、洽特定人的方式配售，並搭配折價發行的有利條件，造成吸引許多假外資在海外金融工具的發行間進行套利，或作為大股東利益輸送的一部分。同時，有時候，承銷商與發行公司間發現，該海外金融商的發行時機不佳，承銷商也會「技術性」請發行公司自行吸收部分籌碼。無論上述這兩種結果，都是上市上櫃公司利用發行海外金融商品的機會，並利用發行海外金融商品的資訊透明度較差的機會，以大股東或承銷商利益為軸心的道德危險行為與結果。

所以，博達等弊案彰顯海外金融商品在海外配售所發生的問題，其實，上市上櫃無論是利用海外金融商品或現金增資，其取得的資金理論上應投入固定資產或其他投資機會，但是目前現金增資或海外金融商品募集資金的目的，卻允許公司從事彌補營運資金，也同意公司清償債務，從事未來投資機會的投資者寥寥無幾。未來，不是只是企業發行海外金融商品要與公司未來投資機會聯結，在境內現金增資也必須有相同的目標，否則公司在利用操縱報表的手段從事報表操縱行為，所凍結的資金卻要公眾投資者提供資金去解決，這是非常不公平的結果。其次，公司在舉債時，本來就會評估，所舉債務的資金，其所代表的投資機會所產生的效益是否能夠用來清償本金與利息，如果現金增資或海外發行金融商品的目的在

清償債務，不是代表從前的舉債評估不夠合理，就是從前的評估的失敗，現金卻要由投資大眾提供資金，這種也不是很好的結果。本研究計劃認為，我國應當在公司募集資金時，以未來投資機會，予及未來投資機會的報酬、風險評估為主。然而要發展上市上櫃公司籌集直接金融資金從事長期性投資或未來投資機會，仍有待一些有效的市場機制與制度的設計。

根據博達案所發現的事實，證券主管機關發現，最近類似博達等幾個弊案，都是在民國 90 年、91 年陸續發行 ECB 所產生的問題。其中，上市上櫃公司會特別安排給承銷商，要求將 ECB 配售給特定人。或者是安排的對象可能是，公司透過海外存款作擔保，由海外銀行提供融資給這些特定人。這樣的行為，就博達案件而言，發行公司最後也沒有真正收到所籌集的所有資金。經訪查，我國目前的實務中，無論上市上櫃公司發行 CB 也好，發行海外 ECB 或者 DR(包括 GDR、ADR) 也好，資金用途多潛藏虛偽不實的可能性，也可能被公司挪用到轉投資事業，甚至在滿足大股東的資金需求，最後並未真正使用在擴充廠房設備，訊碟案就是這種問題下的產物。上述有關上市上櫃公司利用發行海外金融商品的機會，作類似的安排，例如，公司發行 ECB 不是公司在籌募資金，也是在幫助大股東籌錢，公司為了掩飾這些事實，對外揭露的公開資訊與資金用途，也就會虛偽不實。所以，未來如果上市上櫃公司擬到海外發行 ECB，就要真正透過海外承銷商，真的去做投資說明會，真的有做配售，而非公司本身利用人頭或關係人來做一些安排財務性操作的工具。但是要公司真的利用海外金融商品籌資，真的配售，資訊透明化的方式，仍屬最基本且最重要的方式。

本小節利用中華電信 ADR 案例，說明我國企業在美國發行 ADR 的潛在問題；利用第一金控 GDR 案例說明，我國企業在海外發行 GDR 的相關問題。最後，再整

體性說明 ECB 的問題。按國內上市上櫃公司常將 ECB 視為境內 CB 處理，其中 ECB 相較於 CB 多了一項海外外匯問題，這也是 ECB 在國內企業間所謂的優勢因素之一。

我國上市上櫃公司利用 GDR、ECB 赴海外募集資金，基於盧森堡證券交易所的規定與管理較為寬鬆，且上市掛牌成本較低，加上 ECB、GDR 的操作重點都放在台灣的證券市場，因此，我國上市上櫃公司多會選擇盧森堡作為主要掛牌地點。其次，許多上市上櫃公司所發行的 GDR 並未正式在國外證券交易所上市掛牌，僅透過 Bloomberg 系統在證券商的櫃檯買賣交易。ECB 的這些掛牌地點或未掛牌事實，都顯示出，我國上市上櫃公司在發行 ECB 時，操作重點在台灣證券市場的背後原因。

我國上市上櫃公司海外發行 ECB、GDR、ADR 時，由於制度規章的原因，加上我國投資者不習於海外資本市場，因此這些工具的發行多少都會發生利益相關人的道德危險。例如，公司大股東買回多數所發行的 ECB，在一個月閉鎖期之後，在轉換之後，可能利用閉鎖期期間的信用交易，或轉換現股後在台灣證券市場出售，賺取差價。第一金控發行 GDR 時，就發生可能會被元大京華財團化的疑慮，也發生操弄員工認購公司股票的機會。

從本研究計劃的分析與瞭解中可知，我國上市上櫃公司赴海外募集資金的過程中，最大的問題是，案件的發行與大股東的個人利益相結合的問題，其中與台灣上市上櫃公司間，所有權與經營權未有效分離有關。其次，在發行 ECB 時，與企業在國內發行 CB 的情況類似，理論上 ECB 或 CB 提供投資者一個具安全又可賺取資本利得的安全機制與工具，但是企業發行 ECB 或 CB，其重點卻在 CB 或 ECB

中股票選擇權的特性。導致大股東以這項工具為套利工具，小股東以這項股票選擇權作為投機的依據。當發行後發展到最後，若股價波動或上漲幅度不如預期，也就是所含股票選擇權的特性發展不如預期，公司到期就必須實際承擔清償到底可轉債債務的責任，最後要負清償責任者仍屬公司，吃虧者仍然數一般投資者。茲將 ADR、GDR、ECB 問題，依序分別以案例說明之。

五、中華電信 ADR 與國營事業海外釋股

中華電信於去年赴美國發行 ADR 釋股，並於 92 年 7 月 18 日正式在紐約證券交易所掛牌 ADR 上市。中華電信主要配合交通部釋股參與發行的美國存託憑證 (ADR)，上市總股數為 9650 萬單位，相當於 9 億 6500 萬普通股，每股存託憑證上市價格為 14.24 美元，這也是國內首宗國營事業成功在美上市。此次在美上市的股份，為交通部轉讓的持股，如加上承銷商執行 15% 的超額配售額度，交通部總釋出量將達 11 億 975 萬普通股。在 ADR 發行後，台灣政府目前仍然擁有中華電信 69.6% 的股份。

中華電信的股權結構中，除了台灣政府持有逾 60% 的股權以外，富邦集團在 2002 年以洽特定人方式持有中華電信逾 13% 的股權，餘投資者多為經多次公眾釋股所產生的次級市場投資者。雖然中華電信在第一次釋股時，承銷價為 104 元，但是目前中華電信的股價在 50 元上下徘徊，公司每年可以發放每股四至五元的現金股利，在台灣上市公司間屬獲利能力優異的績優股。同時，公司在股市加權平均指數中所佔的權值大，若中華電信漲一根停板，對台灣加權平均指數的影響至少 50 點，在台灣股市中舉足輕重。ADR 在美國紐約證券交易所掛牌後，除了上市當天成交量較大外，交投清淡，目前價位在 14 美元上下微幅波動，此亦代表 ADR 釋

股的對象多為長期投資的投資客，較少短線投機客。

中華電信在 ADR 的釋股過程中，與本研究有關的問題主要有二，一為釋股競價拍賣的過程中，競拍機制不夠公平合理，另一則為，公司在募股說明書中對投資者的庫藏股承諾。

中華電信 ADR 的募股說明書中提及或允諾，中華電信將承諾以庫藏股方式改善資本結構。美國方面主辦這次中華電信在美 ADR 上市案的三大承銷商為高盛證券、美林證券與瑞銀投資銀行。這項承諾涉及，中華電信若實施庫藏股，公司將買回 7 至 10% 的庫藏股，並予註銷。因此，公司在買回庫藏股後，股本將會減資，每股盈餘將會升高，相對的，公司的股利配息率也會提高。這種結果對一些機構投資者，特別是長期投資者，像壽險公司將產生更高的投資吸引力。其次，中華電信 ADR 發行的競價拍賣規則為，所有投標者，無論投標價格如何，一律以底標成交。難免會讓人想像，中華電信的 ADR 釋股，是以形式上的競價拍賣實施實質上的私相授受釋股。

中華電信 ADR 競價拍賣的私相授受機制，加上 2002 年富邦洽特定人買進部分，輿論產生是否會財團化的疑慮，特別是，中華電信本身兼具公共事業特性為然；同時，也會令人產生圖利他的想像空間。固然，庫藏股的實施並予註銷，會顯著提高投資者的利益，但是這是賤賣國產的問題，與本研究較不相關。

從上述案例中可知，雖然美國證券市場強調市場機制，但是主辦投資銀行顯然並未有效偏向中華電信等國營事業的利益。若真的實施庫藏股，對於投資者有利，對於中華電信不見得有利，其此一。美國投資銀行也會協助中華電信 ADR 投資者

安排類似，上述不公平競價拍賣機制。由於美國證券相關法規規定，若公司利用私募方式發行，則股票的流通僅能在特定人之間，不能公開買賣，中華電信的 ADR 競價拍賣的這種安排，等於將實質上的私募行為，以公募的競價拍賣來包裝，其中當然會包括部分不公平的可能性。

美國沙氏法案後，因要求較高水準的資訊透明化與公司治理，外國企業赴美國上市的成本會大幅度提高。就我國企業赴美發行 ADR 而言，價格的訂定本來就是在台灣證券市場中存在的價格，也應尊重美國投資銀行的專業，由美國投資銀行依照兩地市場狀況、公司及產業狀況，作最佳的評估與發行。在發行條件中有二個部分可以討論，第一個部分是，我國目前對於存託憑證赴美國或其他地區發行，必須每案申請，未來是否能夠採用總括申請的方式，以一個較大的總額度作為控制點，由於公司在額度內自由應用，如此，才能夠創造美國與台灣證券市場間，該企業股票的均衡狀態。第二個部分是，我國目前主要僅允許企業以第三類 ADR 赴美國發行，並不允許第一級、第二級、規則 144(a) 等 ADR 在美國發行。若為鼓勵台灣企業國際化，未來是否能夠允許台灣企業以第一級、第二級、規則 144(a) 等 ADR 在美國發行。這二個問題將於其他小節詳細討論之。

六、第一金控 GDR 與國營事海外釋股

第一金控 GDR 案例的內容已於第四章中說明，其中主要包括下列幾個問題：

1. 第一金控 GDR 與中華電信 ADR 類似，由於屬國營事業釋股，都有透過海外金融商品的發行財團化的疑慮。第一金控 GDR 主要的部分股份係向元大京華證券釋股。當時輿論就懷疑，是否元大京華準備利用這次 GDR 釋股，取得第一金控的董監事席次，再逐漸入主第一金控。

2. 由於證券主管機關在這個案中，以最短的時間取消閉鎖期規定，造成許多投資者可以利用第一金控 GDR 套利。當時，第一金控 GDR 的承銷價訂價係以存在閉鎖期作為主要訂價基礎，若 GDR 存在閉鎖期，為了吸引投資者，訂價中一定要存在一定程度的折價，以貼補閉鎖期期間股價的不確定性部分。第一金控當時的股價本來就與承銷價間存在折價，投資者可以在台灣證券市場，利用融券放空方式進行無風險套利；也可以直接兌回現股，在台灣伺機出售，賺取資本利得，唯投資者必須忍受兌回期間的股票風險。
3. 第一金控 GDR 選擇盧森堡作為掛牌，顯然當初公司的設計是要以台灣證券市場作為操作的主體，盧森堡只是一個借用的境外掛牌平台，更不是良好的交易平台。
4. 從實例資料中顯示，在 GDR 掛牌後二週內，大部分的 GDR 都已在台灣兌回現股，且在發行與兌回期間，融券餘額大幅度增減，可以證明，第一金 GDR 以台灣證券市場為主題的事實，以及第一金控 GDR 投資者，以信用交易從事無風險套利的事實。

從第一金控 GDR 及其他 GDR 的案例中可知，我國上市上櫃公司在海外發行 GDR，均選擇盧森堡作為掛牌地點。由於我國證券市場中的股價，對大股東或內部人言之，具有可操控性。由於第一金控本身擁有信用交易資格，因此可以透過融券交易，或在台灣先賣老股，再利用兌回的 GDR 回補，進行無風險套利。

所以，GDR 的規範重點應與 ADR 的規範重點予區隔，若企業在類似盧森堡較寬鬆的證券市場掛牌，則主要應防範，投資者利用兩地價差、融券放空並予回補的機制所造成的不公平行為與結果。所以，對於 GDR 發行期間與兌回現股期間，應嚴加監管，強內線交易防範機制。所以，從資訊透明化角度觀之，我國對於在較

寬鬆證券市場發行 GDR 的企業，不但要透明化釋股對象，也要要求企業每日將交易資訊在台灣公告，讓投資者易於瞭解該 GDR 在海外的交易情況。

七、ECB 相關問題彙總

從本研究計劃所統計的 ECB 案例顯示，2003 年是台灣上市上櫃公司發行 ECB 的高峰期。同時，如果 ECB 選擇掛牌，會在盧森堡，否則就沒有掛牌，僅透過 Bloomberg 系統，在證券商交易。再者，ECB 的訂價比 ADR、GDR 複雜。原則上 ECB 包括負債與權益證券兩種特性，而且因為 ECB 在海外發行，因此，ECB 的訂價也要考慮外匯因素。ECB 中可以從負債轉成權益證券的轉換權，從第三章所述的 ECB 訂價模式，其實就是股票選擇權。公司會發行 ECB，主要考慮，未來股價可能會上漲，或股價波動幅度會很大，投資者可以透過轉換成權益證券，賺取相對的資本利得。股票選擇權本身，時間價值也是判斷價值的基礎之一。據此，ECB 價值的考慮因素包括，債券票面利率、股票選擇權價值、重設條件、到期償還本金條件、匯率風險、利率變動風險等。

從案例說明中可知，我國上市上櫃公司發行 ECB，都將 ECB 視為國內發行的 CB，只是 ECB 在境外發行，投資者對 ECB 的資訊瞭解會比國內 CB 難，如果大股東或公司內部人擬對股價、轉換權利的實現等上下起手，在資訊不對稱比較嚴重的情況下，會容易許多。為了讓 ECB 實現轉換權，俾賺取不當的套利利得，台灣的上市上櫃公司會選擇像盧森堡這種管理寬鬆、門檻低、掛牌成本低的交易所，其主要背後原因也是考慮，盧森堡證券交易所上市掛牌對大股東或內部人比較容易操控。第三，當特定人投資者、大股東，或內部人擬在一個月閉鎖期後實現轉換權利，俾賺取資本利得時，可能持有 ECB 投資者會選擇在現貨價格超過轉換價格水

準，或現貨價格與轉換價格之間差異數大於交易成本者。由於轉換價格屬固定數額，致當現貨價格越高，實現轉換權利的價值越高，對投資者越有利。

據此，只要持有投資者屬大股東或內部人，不是選擇股票價格會上漲的時期發行 ECB，就是會想辦法操縱股票現貨價格，創造實現轉換權利的價值。當實現轉換權利的價值越高，或取得這種價值的風險越低，企業在發行時，就越可能利用洽特定人，或私募發行的方式。從上述的猜測中可知，我國上市上櫃公司發行 ECB，其問題主要出在，大股東可能預知股價會上漲的事實或內線消息，透過私募方式發行 ECB，是在實現內線消息的主要方法或工具。也可能，公司內部人員或大股東預知，公司股價會大幅度波動，因此 ECB 的發行也有助於大股東實現股價波動所代表的資本利得。

就 ECB 的價格與發行條件訂定的合理性而言，可以透過掛牌地點或不掛牌因素來判斷公司大股東或內部人的經濟動機，在管理越鬆、成本越低、該市場的交易量偏低的市場，發行公司大股東或內部人越可能會透過私募發行方式，及股價操縱或資訊優勢，實現轉換權利所帶來的資本利得。

因此，ECB 的規範重點在於，所掛牌地點的合理性，在越寬鬆證券交易所掛牌的個案，越應嚴格管制其發行或實現轉換權的過程中，可能發生的內線交易，或操縱股價行為，包括是否透過賣老股，或是否利用融券放空方式，來進行鎖差價的套利行為。同時，ECB 的洽特定行為，或洽特定人的可能性也會與未來實現轉換權利中的資本利得有關，因此，目前證期局要求，企業在發行前要核備洽特定人的名單，資訊透明化特定人屬較合理的作法，至少可以降低 ECB 的不當利得問題。餘價格訂定原則與發行條件，應由專業承銷商、公司等，考慮 ECB 價格的相關因

素，依市場供需條件自行訂定之。

如果證期局能夠部自由化，ECB 的價格或轉換率的訂定、發行條件的訂定，並且以資訊透明化可能私募名單，並以嚴格執行內線交易方式來達到市場公平性問題，較可能創造 ECB 的市場活絡性，對於企業海外籌資，或企業國際化較會產生正面的效應。其次，如果，我國證券主管機關能夠責成台灣證券交易所及櫃買中心能夠專區，每日將 ECB 的交易資訊，包括成交量、價格、掛牌地點等，予即時性揭露，將更能強化 ECB 市場的效率性。

第二節、建議

本章的第一節結論的討論中，已涵蓋所有的建議，因此，本節將僅節錄討論一節中與建議事項有關的重點供參考。

1. 建議我國主管機關針對企業海外籌資工具間，無論是 ADR、GDR、ECB，尤其是 ECB，目前證券商與銀行間的競爭，均令發行條件與價格符合投資者的需求。所以，證券主管機關應尊重海外籌資工具發行條件與價格的市場機制，培養證券商的專業能力。另外，建議我國主管機關在對海外籌資案件審查時，核准或不核准的時間應訂立上限，例如兩個月。
2. 我國目前的數個國營事業釋股案例中可知，國營事業海外釋股通常伴隨著與私人利益有關的道德危險，例如圖利特定財團。因此，證券主管機關應當加強國營事業海外釋股對象、發行條件、價格決定等因素，作較佳的資訊透明化設計，降低圖利特定財團的可能性。
3. 對於存託憑證的管理應分級管理，其中 ADR 的環境較為合理，應對應美國的規章制度，予投資銀行與發行公司更多的尊重，不必作過多或與 GDR 相同的

管制。同時，也應鼓勵我國企業赴美國發行 ADR，故應開放第一級、第二級、規則 144(a)ADR 或 GDR 私募產品，在一個較佳環境下，鼓勵企業國際化與國際籌資，可能可以收事半功倍之效。

4. 在 GDR 的管理中，目前證期局已經要求企業發行 GDR 時，若採用私募發行，必須透明化私募對象。這項規範已足夠減少部分道德危險，唯在價格訂價與發行條件合理性方面，仍必須能夠有效防範兌回套利部分。針對發行與可能兌回期間，我國主管機關要加強內線交易、信用交易、賣老股回補兌回新股等股價管理，有效降低內部人、大股東、特定投資者不當套利的機會。
5. 建議對存託憑證的發行採用總括申報的概念，讓企業與證券商能夠有效率反應市場的變化，立即且有效調節各掛牌市場的供需狀況。
6. 就 ECB 而言，也屬類似，尤其是今年以來，不但景氣不如預期，利率水準全球也開始調升、石油價格飆漲等，ECB 外在籌資環境已經屬不佳，主管機關鑑於博達案嚴審籌資案，對於 ECB 轉換價格建議以實價為之，加上透明化私募對象等措施 今年籌資變少。本研究計劃據此建議，ECB 的籌資問題，應當與 GDR 類似，除了私募中對象問題外，其他問題出於轉換時交易的內涵與內線交易之間的關係，致應嚴格管制閉鎖期期間，是否內部人透過出售老股、信用交易等方式，最後以轉換的現股回補，來達到套利的目的。由於 ECB 的轉換價訂定比 CB 或 GDR、ADR 複雜，其中涉及外匯風險的部分，因此，我國主管機關應尊重投資銀行的專業，唯應透明化訂價的基礎與假設，讓投資者可以充分瞭解訂價的基礎。
7. 建議完整化 ECB 的信用評等制度。
8. 建議台灣期貨交易所發行與 ECB 相關的選擇權，讓 ECB 選擇權部分的計價能夠獨立，強化 ECB 價格形成的效率性。
9. 鼓勵發行與 ECB 相關的債券型基金，或與 ECB 的選擇權有關的共同基金，

強化價格形成機能。

10. 我國企業海外籌資工具間，其交易資訊透明化的程度不足，也是特定人會利用這些工具從事道德危險的主要原因之一。因此，建議，在股市觀測站中另闢專區，每日由發行公司或股務證券公司提供，即時或每日開盤前揭露，掛牌地點、交易數量、交易價格等相關資訊，讓投資者瞭解這些金融工具的成交量與交易價格，不但可以強化這些工具的市場性，也可以有效監督公司在發行這些工具時的資金取得、資金使用效率，並由成交資料判斷，公司發行的海外工具是否存在過多成分的道德危險。
11. 就 ECB 的發行而言，我國應強化信用評等資訊的提供與使用。要求公司在發行 ECB 時，一定要提供信用評等資訊，並定期更新。我國信用評等指標的建立，也應參酌我國財務報表的特性，建立適當且可信的指標，透過中華信用評等公司，宣導投資者，如何有效使用信用評等資訊。
12. 建議行政院陸委會，我國應當全面開放企業投資大陸的限制，讓企業海外籌集資金具有正常的投資管道與需求，因此，較不會產生利用籌資機會進行與私人利益有關的道德危險。
13. 在相關配套措施中，我國應仿效美國沙氏法規，強化公司治理、資訊透明化，建立具自律精神的獨立證券分析師團體，作為公司以外，提供予投資者的獨立資訊，強化資訊的效率性。
14. 就發行市場而言，應強調企業的籌資在於有效率使用所獲取得資金，協助投資者創造利潤，不是以套利的道德危險為主軸，這才是資訊使用效率性的基礎。所以在防範內線交易外，要求公司要提供與籌資有關的擬制性報表，並定期更新，讓投資者瞭解公司籌資與資金使用的效率。同時，證券主管機關也要訓練投資者使用這類資訊，鼓勵具獨立性的證券分析師從事企業籌資效率的評等資訊。創造一個，以誘人的投資機會來誘導、競逐投資者手中資金

的市場機制，才可能讓台灣的資金市場產生效率性的結果。

15. 我國正擬發展區域服務中心，或台商籌資中心，其中鼓勵企業國際籌資是企業國際化的基礎之一，也是我國證券等中介機構要國際化的一個重要發展。未來無論台商回台上市的政策實施，或鼓勵企業國際化布局，都需要一個健全的國際籌資環境。所以，在建構相關環境時，一定要與國際接軌，考慮以市場機制為基礎，發展誘導式的籌資活動。

參考文獻

1. Beaver, W, *Financial Reporting*, Prentice Hall, second edition, 1986.
2. Bank of New York、American Stock Exchange、New York Stock Exchange、NASDAQ 等網站
3. 工商時報、經濟日報剪報系統
4. 台灣證券交易所網站
5. 中華民國證券櫃檯買賣中心網站

附錄一：我國企業海外籌資相關法規

發行人募集與發行海外有價證券處理準則(民國 92 年 12 月 31 日修正)

第一章 總則

第 1 條 本準則依證券交易法（以下簡稱本法）第二十二條第一項規定訂定之。

第 2 條 發行人募集與發行海外有價證券，除法令另有規定外，適用本準則規定。

第 3 條 有價證券已在證券交易所上市或依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第三條規定在證券商營業處所買賣之公開發行公司（以下簡稱上市公司或符合上櫃審查準則第三條規定之上櫃公司），得申報（請）募集與發行海外公司債、海外股票、參與發行海外存託憑證及申報（請）其已發行之股票於國外證券市場交易。

已與臺灣證券交易所股份有限公司簽訂有價證券上市契約或依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第三條規定申請且已與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心簽訂有價證券櫃檯買賣契約之公開發行公司，得申報（請）於辦理國內承銷作業時，同時募集與發行海外股票或參與發行海外存託憑證。

有價證券已依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣興櫃股票審查準則第五條規定在證券商營業處所買賣之公開發行公司（以下簡稱興櫃股票公司），得申報（請）募集與發行海外轉換公司債及海外附認股權公司債。

未上市或未符合上櫃審查準則第三條規定之公開發行公司得申報（請）募集與發行海外普通公司債及以所持有其他上市公司或符合上櫃審查準則第三條規定之上櫃公司股票作為償還標的之海外可交換公司債及海外附認股權公司債。

第 4 條 本準則用詞定義如下：

一、參與發行：指發行人依存託契約協助執行存託憑證發行計畫，並提供相關財務資訊予存託機構之行為。

二、存託機構：指在中華民國境外，依當地國之證券有關法令發行存託憑證之機構。

三、保管機構：指設於中華民國境內，經財政部核准得經營保管業務之銀行。

四、海外存託憑證：指存託機構在中華民國境外，依當地國之證券有關法令發行表彰存放於保管機構之有價證券之憑證。

五、申報生效：指發行人依規定檢齊相關書件向財政部證券暨期貨管理委員會（以下簡稱本會）提出申報，除因申報書件應行記載事項不充分、為保護公益有必要補正說明或經本會退回者外，其案件自本會及本會指定之機構收到申報書件即日起屆滿一定營業日即可生效。

六、申請核准：指本會以發行人所提出相關書件予以審查，如未發現異

常情事即予以核准。

七、營業日：指證券市場交易日。

第 5 條 發行人有下列情形之一者，不得申報（請）募集與發行海外有價證券：
一、違反公司法第二百四十七條第二項規定或有公司法第二百四十九條所列情形之一者，不得發行無擔保海外公司債。但符合本法第二十八條之四規定者，不受公司法第二百四十七條規定之限制。
二、違反公司法第二百四十七條第一項規定或有公司法第二百五十條所列情形之一者，不得發行海外公司債。但符合本法第二十八條之四規定者，不受公司法第二百四十七條規定之限制。
三、有公司法第二百六十九條、第二百七十條或第二百七十八條第二項所列情形之一者，不得增資發行新股以供發行海外存託憑證或增資發行海外股票。但依公司法第一百五十六條第六項規定受讓外國公司股份者，不受公司法第二百七十八條第二項之限制。

第 6 條 發行人募集與發行海外有價證券，應依規定檢齊相關書件（包括外匯業務主管機關或目的事業主管機關同意函），向本會申報生效。
發行人募集與發行海外有價證券除依前項規定辦理外，應向本會申請核准，並取具外匯業務主管機關同意函。
發行人申報（請）募集與發行海外有價證券，應洽請證券承銷商評估，並依規定提出評估報告。
申報（請）事項及所列書件內容如有變更，應即向本會辦理變更。

第 7 條 發行人募集與發行海外有價證券，依規定檢齊相關書件提出申報，於本會及本會指定之機構收到申報書即日起屆滿十二個營業日生效。
因申報書件不完備或應記載事項不充分，或為保護公益而有必要者，本會得停止其申報發生效力。
發行人所提出之申報書件不完備、應記載事項不充分之情事，於未經本會通知停止其申報生效前，自行完成補正者，自本會及本會指定之機構收到補正書件即日起屆滿十二個營業日生效。
發行人申報參與發行海外存託憑證或募集與發行海外股票，因變更發行價格，於申報生效前檢齊修正後相關資料，向本會及本會指定之機構申報者，仍依第一項規定之申報生效期間生效，不適用前項規定。
發行人於停止申報生效送達日起，得就停止申報生效之原因提出補正，如未再經本會通知補正或退回案件，自本會及本會指定之機構收到補正書件即日起屆滿十二個營業日生效。
發行人經本會停止其申報生效後，自停止申報生效函送達即日起屆滿十二個營業日，未依前項規定申請解除停止申報生效，或雖提出解除申請而仍有原停止申報生效之原因者，本會得退回其案件。

第 8 條 發行人募集與發行海外有價證券，除依前條規定辦理者外，應檢附書件向本會申請核准。
申請書件不完備或應記載事項不充分，經本會限期補正，逾期不能完成補正者，本會得退回其申請書件。

第 9 條 發行人有下列情形之一者，本會得退回或不核准其募集與發行海外有價證券：
一、有本法第一百五十六條第一項各款所列情事之一者。

二、本次募集與發行海外有價證券計畫不具可行性、必要性及合理性者。
三、前各次現金增資或發行公司債計畫之執行有下列情事之一，迄未改善者：

(一) 無正當理由執行進度嚴重落後，且尚未完成者。

(二) 無正當理由計畫經重大變更者。但計畫實際完成日距申報(請)時已逾三年者，不在此限。

(三) 計畫經重大變更，尚未提報股東會通過者。

(四) 最近一年內未確實依第十一條及發行人募集與發行有價證券處理準則第九條第一項第四款至第八款規定辦理者。

(五) 未能產生合理效益且無正當理由者。但計畫實際完成日距申報(請)時已逾三年者，不在此限。

四、前各次合併發行新股、受讓他人公司股份發行新股、依法律規定進行收購或分割發行新股未能產生合理效益且無正當理由者。但計畫實際完成日距申報(請)時已逾三年者，不在此限。

五、本次募集與發行海外有價證券計畫之重要內容(如發行辦法、資金來源、計畫項目、預定進度及預計可能產生效益等)未經列成議案，依公司法及章程提董事會或股東會討論並決議通過者。

六、非因公司間或與行號間業務交易行為有融通資金之必要，將大量資金貸與他人或有重大非常規交易，迄申報(請)時尚未改善者。

七、持有大量短期投資、閒置資產或不動產投資而未有處分或積極開發計畫者。但所募得資金用途係用於購買固定資產且有具體增資計畫佐證其募集資金之必要性者，不在此限。

八、提供公司資產為他人借款之擔保者。但因業務需要為子公司借款提供擔保者，不在此限。

九、本次募集與發行海外有價證券之認購人或認購之最終資金來源為發行人之關係人者。所稱關係人，依財務會計準則公報第六號第二段之規定。

十、本次募集與發行海外有價證券有下列情事之一者：

(一) 本次募集資金運用計畫用於直接或間接赴大陸地區投資金額超過本次募集總金額之百分之二十者。但募集與發行之海外有價證券為股票、存託憑證、轉換公司債及附認股權公司債等具股權性質之有價證券者，且資金運用計畫用於直接或間接赴大陸地區投資金額未超過本次募集總金額之百分之四十，並已於發行或轉換辦法訂明持有人不得於海外有價證券發行後一年內請求兌回、轉換、認購或請求償還者，不在此限。

(二) 直接或間接赴大陸地區投資金額違反經濟部投資審議委員會規定者。但其資金用途係用於國內購置固定資產並承諾不再增加對大陸地區投資者，不在此限。

十一、公司董事或監察人違反本法第二十六條規定，經本會通知補足持股尚未補足者。

十二、最近二年度財務報告，未依有關法令及一般公認會計原則編製，且情節重大者。

十三、發行人或其現任董事長、總經理或實質負責人於最近三年內，有違反誠信原則之行為，經法院判決有罪確定者。

十四、受讓外國公司股份或併購外國公司案件，有下列情形之一者：

(一) 受讓或併購之外國公司股份非為外國公司新發行之股份、外國

公司所持有之長期投資、或華僑或外國人所持有之外國公司已發行股份。

(二) 違反公司法第一百六十七條第三項及第四項之規定。

(三) 受讓之股份或收購之營業或財產有設質或限制買賣等權利受損或受限制情形。

(四) 被合併公司最近一年度之財務報告非經會計師出具無保留意見之查核報告。但經出具保留意見之查核報告惟其資產負債表經出具無保留意見者，不在此限。

十五、違反其他法令規定，或本會為保護公益或維護國家信譽，認為有必要者。

前項第五款至第十款規定，對於發行人申報(請)以已發行股份參與發行海外存託憑證或以已發行股票至國外證券市場交易者，不適用之。

發行人合併外國公司、受讓外國公司股份，或依法律規定收購或分割外國公司而申報(請)增資發行新股參與發行海外存託憑證者，不適用第一項第三款及第十款之規定。

第一項第七款所稱大量，係指持有短期投資、閒置資產及不動產投資合計之總金額達下列情形之一者：

一、最近期經會計師查核簽證或核閱之財務報告之股東權益之百分之四十者。

二、本次申報(請)發行海外有價證券募集總金額之百分之六十者。

第 10 條 發行人募集與發行海外有價證券，於申報生效或申請核准後，經發現有下列情形之一者，本會得撤銷或廢止其申報生效或核准：

一、自申報生效或申請核准通知到達之日起，逾三個月尚未募足並收足現金款項者。但其有正當理由申請延期，經本會核准，得再延長三個月，並以一次為限者，不在此限。

二、參與發行海外存託憑證或募集與發行海外股票，未依申報(請)事項及所附書件記載之發行方式發行且未於存託契約簽約日或發行訂價日前向本會申請變更者。但對於發行人申報(請)以已發行股份參與發行海外存託憑證或以已發行股票至國外證券市場交易者，不在此限。

三、募集與發行海外公司債，附轉換條件或認股權者，未依申報(請)事項及所附書件記載之發行方式及轉換或認股條件發行且未於發行訂價日前向本會申請變更者。

四、其他有違反本準則規定或本會於通知申報生效或申請核准時之限制或禁止規定者。

海外有價證券於海外不得以新臺幣掛牌交易。

第 11 條 海外有價證券發行後，應依照下列規定辦理：

一、依發行當地國證券法令規定所編製之公開說明書，應上傳至本會指定之資訊申報網站。但發行海外存託憑證供海外公司債轉換或認購者，得免上傳。

二、在其資金運用計畫完成前，應於年報中揭露計畫執行進度；發行海外公司債者，應於資金募集完成後二日內及海外公司債發行期間每月十日前，於本會指定之資訊申報網站輸入公司債發行相關資料。

三、募集資金案件應依本會規定於每季結束後十日內，將資金運用計畫及資金運用情形季報表輸入本會指定之資訊申報網站。

四、募集資金案件經本會限制專款專用者，應按季洽請原承銷商對資金執行進度及未支用資金用途之合理性出具評估意見，於每季結束後十日內，併同前款資訊輸入本會指定之資訊申報網站。

五、以增資發行新股參與發行海外存託憑證方式，合併外國公司、受讓外國公司股份，或依法律規定收購或分割外國公司者，應於完成登記後一年內按季洽請原主辦承銷商就該事項對發行人財務、業務及股東權益之影響出具評估意見，並輸入本會指定之資訊申報網站。

六、資金運用計畫項目變更或個別項目金額調整，而致原個別項目所需資金減少金額合計數或增加金額合計數，達所募集資金總額之百分之二十以上者，應報外匯業務主管機關核准後，辦理計畫變更，於董事會決議通過之日起二日內將相關資訊於本會指定之資訊申報網站辦理公告，並提報股東會追認。資金運用計畫變更時及嗣後每季結束後十日內，應洽請原證券承銷商對資金執行進度及未支用資金用途之合理性出具評估意見，併同第三款資訊輸入。

第二章 海外存託憑證

第 12 條 發行人申報 (請) 增資發行新股或以已發行股份參與存託機構發行海外存託憑證，應依案件性質分別檢具參與發行海外存託憑證申報 (請) 書 (附表一至附表十) 載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本會申報生效或申請核准後，始得為之。

發行人申報 (請) 增資發行新股參與發行海外存託憑證，應敘明價格訂定之依據與合理性及對股東權益之影響，並提股東會決議通過。

第 13 條 發行人得申報 (請) 以低於票面金額辦理現金增資發行新股參與發行海外存託憑證。

發行人申報 (請) 以低於票面金額發行新股參與發行海外存託憑證，應依前條第二項規定辦理外，並應敘明未採用其他籌資方式之原因與合理性提股東會決議通過。

第 14 條 發行人得參與發行海外存託憑證之數額，除下列情形外，非經本會申報生效或申請核准不得追加發行：

一、依「華僑及外國人投資證券管理辦法」規定再發行者。但以存託契約及保管契約已載明海外存託憑證經兌回後，得再發行者為限。

二、海外存託憑證募集發行後，因發行人辦理現金增資發行新股、盈餘或資本公積配發新股而辦理追加發行相對數額之海外存託憑證者。

發行人之董事、監察人、經理人或持有公司股份超過已發行股份總額百分之十股東擬依前項第一款辦理者，應依本法第二十二條之二第一項第一款規定，檢具申請書 (附表十一) 載明其應記載事項，申請經本會核准後，始得為之。

第一項因發行人辦理現金增資發行新股而需辦理追加發行海外存託憑證者，所募集國外資金如需兌換新臺幣在國內使用者，發行人於向本會申報 (請) 辦理現金增資前應取具外匯業務主管機關同意函。

第 15 條 發行人申報 (請) 參與發行海外存託憑證，應檢具發行計畫，載明下列事項：

一、發行目的。

二、預定發行日期、發行總金額、發行單位總數、海外存託憑證表彰之

有價證券之數額及預計單位發行價格之訂定方式。

三、海外存託憑證持有人的權利義務。

四、海外存託憑證所表彰之有價證券之來源。以現金增資發行新股參與發行海外存託憑證者，若股東會授權董事會於額度範圍內視市場狀況調整發行額度並一次發行者，應載明之。

五、發行方式。發行方式應敘明係屬全數公開發行或部分洽特定人認購，若有約定部分由特定人認購之情事，應載明洽特定人認購之目的、特定人認購之單位總數、總金額及特定人與發行人之關係。

六、發行及交易地點。

七、以現金增資發行新股參與發行海外存託憑證者，其募集資金運用計畫及預計可能產生效益。

八、合併外國公司、受讓外國公司股份，或依法律規定收購或分割外國公司而申報（請）增資發行新股參與發行海外存託憑證者：

（一）受讓之股份或收購之營業或財產之名稱、數量及對象。

（二）計畫預計執行進度、預計完成日期。

（三）換股比例之決定方式及合理性。

（四）受讓之股份或收購之營業或財產未來移轉之條件及限制。

（五）預計可能產生效益。

（六）併購或換股對象為關係企業或關係人者，應列明與關係企業或關係人之關係、選定關係企業或關係人之原因、必要性及對股東權益之影響。

九、發行及存續期間相關費用之分攤方式。

十、其他經本會規定應記載事項。

第 16 條 海外存託憑證持有人請求兌回其持有之海外存託憑證時，得請求存託機構將海外存託憑證所表彰之有價證券過戶予請求人；或得請求存託機構出售海外存託憑證所表彰之有價證券，並將所得價款扣除稅捐及相關費用後給付請求人。

第 17 條 存託機構發行海外存託憑證後，對於受分配之現金股利、兌回並出售海外存託憑證所表彰有價證券所獲價款及依第十四條第一項第一款規定由投資人自行或委託存託機構在原兌回股數範圍內自國內市場買入所表彰之原有價證券交付保管機構後，由存託機構據以再發行者所需價款之結匯事宜，應依外匯相關法令規定辦理。

第 18 條 存託機構應指定國內代理人，辦理國內有價證券買賣之開戶、有價證券之權利行使、結匯之申請及稅捐繳納等各項手續。

第 19 條 發行人經申報生效或申請核准參與發行海外存託憑證，應於存託契約簽約日起二日內，於本會指定之資訊申報網站公告下列事項：

一、海外存託憑證發行總金額、單位發行價格、發行單位總數及發行日期。惟其海外存託憑證係供海外公司債轉換者，得僅公告海外存託憑證預計發行單位總數。

二、海外存託憑證所表彰之有價證券，其股數及每股價格。惟其海外存託憑證係供海外公司債轉換者，得僅公告其預計股數。

三、發行及交易地點。

四、發行方式若有約定部分由特定人認購之情事，應公告洽特定人認購

之目的、特定人認購之單位總數、總金額及特定人與發行人之關係。

五、以現金增資發行新股參與發行海外存託憑證者，其募集資金運用計畫及預計可能產生效益。

六、合併外國公司、受讓外國公司股份，或依法律規定收購或分割外國公司者，其併購或換股對象及數量、計畫預計執行進度、預計完成日期、預計可能產生效益，及其換股比例、參與發行海外存託憑證價值與取得資產價值之決定方式與合理性。

七、對股東權益之主要影響（如發行人參與發行海外存託憑證所負擔之費用、對股權結構產生之影響等）。

前項應公告事項，於公告後如有變更，應於募集完成日起二日內，補正公告變更項目。

第 20 條 發行人經申報生效或申請核准參與發行海外存託憑證，應於海外存託憑證發行後十日內檢附下列書件乙份，向本會申報：

一、依發行當地國證券法令規定所編製之公開說明書。但其海外存託憑證係供海外公司債轉換或認購者，得免予檢附。

二、存託契約副本。

三、保管契約副本。

四、本國律師出具該海外存託憑證發行辦法與本會同意生效或核准內容無重大差異之意見書中文本。

五、其他經本會規定之文件。

參與發行人依存託契約約定應提供存託機構之任何資料，應於提供資料三日內向本會申報。

第 21 條 海外存託憑證發行後，參與發行人應於每月二十日及終了五日內，於本會指定之資訊申報網站分別輸入截至當月十五日止及前一個月底止之「海外存託憑證暨其所表彰有價證券流通餘額報表」（附表二十六），並向外匯業務主管機關申報。

遇有參與發行人辦理現金增資發行新股、盈餘或資本公積配發新股，存託機構依第十四條第一項第二款規定辦理追加發行相對數額之海外存託憑證時，參與發行人應於該次海外存託憑證發行後二日內向外匯業務主管機關申報海外存託憑證發行總金額、單位總數及該次海外存託憑證表彰之有價證券之數額，並將相關資料輸入本會指定之資訊申報網站。

第三章 海外公司債

第 22 條 發行人募集與發行海外公司債，依其性質應分別檢具募集海外公司債申報（請）書（附表十二至附表十七）載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本會申報生效或申請核准後，始得為之。

興櫃股票公司申報（請）募集與發行海外轉換公司債或海外附認股權公司債，應檢附經本會核准或認可之信用評等機構出具該發行標的之信用評等報告。

發行人已募集發行海外公司債，如依轉換或認股辦法約定以海外存託憑證供海外公司債轉換或認購者，應檢具參與發行海外存託憑證申報（請）書（附表十八至附表二十一）載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本會申報生效或申請核准後，始得為之。

第 23 條 發行人申報（請）募集與發行海外公司債，附轉換條件者，其發行辦法，

應載明下列事項：

- 一、請求轉換之程序。
- 二、轉換條件(含轉換價格、轉換期間等)之訂定方式。
- 三、轉換價格及其調整。
- 四、轉換年度有關利息、股利之歸屬。
- 五、轉換時不足一單位金額之處理。
- 六、以參與發行海外存託憑證供轉換者，應載明海外存託憑證所表彰有價證券之種類，每單位海外存託憑證表彰有價證券之數額，存託機構、保管機構名稱、海外存託憑證預定發行計畫及相關約定事項。
- 七、發行方式。發行方式應敘明係屬全數公開發行或部分洽特定人認購，若有約定部分由特定人認購之情事，應載明洽特定人認購之目的、特定人認購之張數、總金額及特定人與發行人之關係。
- 八、為履行轉換義務，應以發行新股或交付已發行股份，擇一為之。但興櫃股票公司限以發行新股方式履約。
- 九、其他重要約定事項。

海外公司債轉換股份時，不受公司法第一百四十條關於股票發行價格不得低於票面金額規定之限制。

海外公司債轉換之相關事項除有適用國際間之慣例者外，準用發行人募集與發行有價證券處理準則第三章第二節有關規定。

發行人以所持有其他上市公司或符合上櫃審查準則第三條規定之上櫃公司股票作為償還標的之海外可交換公司債，應依第一項規定辦理，除有適用國際間之慣例者外，準用發行人募集與發行有價證券處理準則第二十八條有關規定。

第 24 條 發行人申報(請)募集與發行海外公司債附認股權者，其發行辦法，應載明下列事項：

- 一、附可分離認股權者，其認股權憑證之發行單位總數及每單位認股權憑證價格之計算方式。
 - 二、認股條件(含認股價格、認股期間、認購股份之種類及行使比例或每單位認股權憑證可認購之股數等)之決定方式。
 - 三、認股價格之調整。
 - 四、行使認股權之程序及股款繳納方式。
 - 五、以參與發行海外存託憑證履行認股權義務者，應載明海外存託憑證所表彰之有價證券之種類、來源、每單位海外存託憑證表彰有價證券之數額，存託機構、保管機構名稱、海外存託憑證預定發行計畫及相關約定事項。
 - 六、發行方式。發行方式應敘明係屬全數公開發行或部分洽特定人認購，若有約定部分由特定人認購之情事，應載明洽特定人認購之目的、特定人認購張數、總金額及特定人與發行人之關係。
 - 七、為履行認股權義務，應以發行新股或交付已發行之股份，擇一為之。但興櫃股票公司限以發行新股方式履約。
 - 八、其他重要約定事項。發行公司履行認股權義務時，不受公司法第一百四十條關於股票發行價格不得低於票面金額規定之限制。
- 海外公司債認股權行使之相關事項除有適用國際間之慣例者外，準用發行人募集與發行有價證券處理準則第三章第三節有關規定。

第 25 條 海外存託憑證如係由海外公司債轉換或行使認股權而取得者，海外存託憑證持有人向存託機構請求兌回海外存託憑證時，準用第十六條規定。

第 26 條 海外公司債經申報生效或申請核准後，應於發行訂價日起二日內，於本會指定之資訊申報網站公告下列事項：

- 一、募集海外公司債總額，債券每張金額、發行價格及預定發行日期。
- 二、募集海外公司債之利率。
- 三、募集海外公司債償還方法及期限。
- 四、有擔保者，擔保之種類名稱。
- 五、發行辦法中附有轉換條件者，其轉換辦法及重要約定事項。
- 六、發行辦法中附有認股條件者，其認股辦法及重要約定事項。
- 七、發行及交易地點。
- 八、發行方式若有約定部分由特定人認購之情事，應公告洽特定人認購之目的、特定人認購之張數、總金額及特定人與發行人之關係。
- 九、資金運用計畫及預計可能產生效益。
- 十、對股東權益之主要影響。

前項應公告事項，於公告後如有變更，應於募集完成日起二日內，補正公告變更項目。

第 27 條 海外公司債經申報生效或申請核准發行，應於海外公司債發行後十日內檢附下列書件乙份，向本會申報：

- 一、依發行當地國證券法令規定所編製之公開說明書。
- 二、發行合約書副本。
- 三、附可轉換或認購海外存託憑證條件者，其存託契約及保管契約副本。
- 四、付款代理人合約書副本。
- 五、承購合約書副本。
- 六、受託合約書副本。
- 七、本國律師出具該海外公司債發行辦法與本會同意生效或核准內容無重大差異之意見書中文本。
- 八、其他本會規定事項。

第 28 條 海外公司債發行後，發行人應於每月二十日及終了五日內，於本會指定之資訊申報網站分別輸入截至當月十五日止及前一個月底止之「海外公司債異動情形報表」（附表二十七），並向外匯業務主管機關申報。發行人受理海外公司債或認股權憑證投資人轉換或認股後，辦理現金增資發行新股後十日內，應向經濟部投資審議委員會申報海外投資人認股之情形。

第四章 海外股票

第 29 條 發行人申報（請）現金增資發行海外股票，或以已發行股份於國外證券市場交易者，應依案件性質分別檢具發行海外股票申報（請）書（附表二十二至附表二十五）載明其應記載事項，連同應檢附書件，向本會申報生效或申請核准後，始得為之。

第 30 條 發行人得以低於票面金額募集與發行海外股票。發行人申報（請）以低於票面金額發行海外股票，應敘明未採用其他籌資方式之原因與其合理性、發行價格訂定方式及對股東權益之影響，並

依公司法或證券相關法令規定提股東會或董事會決議通過。

第 31 條 發行人申報 (請) 發行海外股票，除下列情形外，非經本會申報生效或申請核准不得追加發行：
一、海外股票經於國內市場出售後，投資人於原出售股數範圍內，再自國內市場買入後，至國外市場交易者。
二、海外股票發行後，因發行人辦理現金增資發行新股、盈餘或資本公積配發相對數額之新股者。
前項因發行人辦理現金增資發行新股而需辦理追加發行海外股票者，所募集國外資金如需兌換新臺幣在國內使用時，發行人於向本會申報 (請) 辦理現金增資前應取具外匯業務主管機關同意函。

第 32 條 發行人申報 (請) 發行海外股票，應檢具發行計畫，載明下列事項：
一、發行目的。
二、預定發行日期、發行股數、每股發行價格之訂定方式及發行總金額。
三、發行及交易地點。
四、發行方式。發行方式應敘明係屬全數公開發行或部分洽特定人認購，若有約定部分由特定人認購之情事，應載明洽特定人認購之目的、特定人認購之股數、總金額及特定人與發行人之關係。
五、股票之處理或保管方式。
六、以現金增資發行新股者，其募集資金運用計畫及預計可能產生效益。
七、發行及存續期間相關費用之分攤方式。
八、其他重要約定事項。
九、其他經本會規定應記載事項。

第 33 條 海外股票持有人得將其投資之海外股票，於國內市場出售。

第 34 條 發行人經申報生效或申請核准發行海外股票，應依規定期限於本會指定之資訊申報網站公告下列事項：
一、屬募集資金案件，應於發行訂價日起二日內，公告下列事項：
(一) 發行股數、每股發行價格、發行總金額及預定發行日期。
(二) 發行及交易地點。
(三) 發行方式若有約定部分由特定人認購之情事，應公告洽特定人認購之目的、特定人認購之股數、總金額及特定人與發行人之關係。
(四) 以現金增資發行新股發行海外股票者，其募集資金運用計畫及預計可能產生效益。
(五) 對股東權益之主要影響(如發行海外股票所負擔之費用、對股權結構產生之影響等)。
二、未募集資金案件，應於掛牌日起二日內，公告下列事項：
(一) 掛牌股數、每股掛牌價格及掛牌總金額。
(二) 掛牌交易地點。
(三) 對股東權益之主要影響 (如發行海外股票所負擔之費用、對股權結構產生之影響等)。
前項第一款應公告事項，於公告後如有變更，應於募集完成日起二日內，補正公告變更項目。

第 35 條 發行人經申報生效或申請核准發行海外股票，應於發行或掛牌後十日內檢附下列書件乙份，向本會申報：

- 一、依發行當地國證券法令規定所編製之公開說明書。但未募集資金案件，若無則免附。
 - 二、國外股務代理合約副本。
 - 三、股票保管契約副本。
 - 四、本國律師出具該海外股票發行辦法與本會同意生效或核准內容無重大差異之意見書中文本。
 - 五、其他經本會規定之文件。
- 發行人依發行當地國證券相關法令規定，應提供或揭露之任何資料，應於提供資料三日內向本會申報。

第 36 條 海外股票發行後，發行人應於每月二十日及終了五日內，於本會指定之資訊申報網站分別輸入截至當月十五日止及前一個月底止之「海外股票流通餘額報表」（附表二十八），並向外匯業務主管機關申報。

遇有發行人辦理現金增資發行新股、盈餘或資本公積配發新股，發行人依第三十一條第一項第二款規定辦理追加發行時，發行人應於該次發行後二日內向外匯業務主管機關申報發行股數及發行總金額，並將相關資料輸入本會指定之資訊申報網站。

第五章 附則

第 37 條 依本準則提出之申報（請）書件應依附表規定格式製作並裝訂成冊。

第 38 條 發行人依第十九條、第二十六條及第三十四條規定辦理公告，應下載該公告資料報外匯業務主管機關備查。

第 39 條 本準則自發布日施行。

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 (民國 93 年 8 月 9 日 修正)

第壹章 總則

第 1 條 為推動有價證券之發行，並保障投資，除其他法令另有規定外，本公會承銷商會員輔導發行公司辦理募集與發行有價證券事宜時應遵守本自律規則。

第 2 條 承銷商輔導發行公司募集與發行有價證券時，主辦承銷商與發行公司間不得有左列情事：

- 一 任何一方與其持股超過百分之五十之被投資公司，合計持有對方股份總額百分之十以上者。
- 二 任何一方與其持股超過百分之五十之被投資公司派任於對方之董事，超過對方董事總席次半數者。
- 三 任何一方董事長或總經理與對方之董事長或總經理為同一人，或具有配偶、二親等以內親屬關係者。
- 四 任何一方股份總額百分之二十以上之股份為相同之股東持有者。
- 五 任何一方董事或監察人與對方之董事或監察人半數以上相同者。其計算方式係包括該等人員之配偶、子女及具二親等以內之親屬關係者在內。
- 六 任何一方與其關係人總計持有他方已發行股份總額百分之五十以

上者。但證券承銷商為金融機構或金融控股公司之證券子公司時，如其本身、母公司及其母公司之全部子公司總計持有發行公司股份未逾發行公司已發行股份總額百分之十，且擔任發行公司董事或監察人席次分別未逾三分之一者，不在此限。

七 雙方依相關法令規定，應申請結合者或已經行政院公平交易委員會准予結合者。

八 其他法令規定或事實證明任何一方直接或間接控制他方之人事、財務、業務經營或雙方有重大業務往來關係，致有失其獨立性之情事者。前項第六款所稱關係人之定義，依財務會計準則公報第六號「關係人交易之揭露」之規定。

第 3 條 承銷商輔導發行公司募集與發行有價證券，應於向本公會申報承銷契約副本時，檢送有關承銷商與發行公司於向行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）申報（請）案件至繳款截止日止，其相關宣傳或資訊揭露應以公開說明書所載內容為限之聲明書；承銷商並應複核發行公司有無違反前開規定。前項聲明書之聲明事項，應增列有關不得發表除依金管會「公開發行公司公開財務預測資訊處理準則」辦理公告之財務預測資訊內容以外之其他假設性預測資訊。

第 4 條 承銷商輔導發行公司申報（請）發行具有普通股轉換（認購）權之各種有價證券（員工認股權憑證除外），加計其前各次（含其所私募者）上述有價證券流通在外餘額依各別轉換（認購）價格設算轉換（認購）後所增加之股數，不得逾已發行股數之百分之五十。發行公司以已發行之股份做為轉換（認購）之用者，其做為轉換（認購）用之已發行股份不列入前項增加股數之計算。

第 4-1 條 承銷商輔導發行公司申報（請）發行具有普通股轉換（認購）權之各種有價證券，以新發行之股份履行轉換義務或履約者，承銷商應加強輔導發行公司採取股票無實體發行之制度。

第 4-2 條 承銷商輔導發行公司申報（請）發行具有普通股轉換（認購）權之各種有價證券，應注意發行公司之發行與轉換（認購）辦法中應訂明自發行公司向台灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證交所）或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃檯中心）洽辦無償配股停止過戶除權公告日、現金股息停止過戶除息公告日或現金增資認股停止過戶除權公告日至少前三個營業日起，至權利分派基準日止，不得請求轉換（認購）規定；

另應注意已發行流通在外之轉換公司債其轉換股份時先交付股票再辦理變更登記者，如遇普通股除息、除權或現金增資認股時，應符合證交所「上市公司應辦業務事項一覽表」壹—二—第八項、第十七項及櫃檯中心「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」第十條有關二階段公告規定。

第 4-3 條 承銷商輔導發行公司申報（請）發行具有普通股轉換（認購、交換）權之各種有價證券，自發行日後屆滿一定期間至到期日前十日止，除依法暫停過戶期間外，持有人得依發行人所定之發行及轉換（認股、交換）辦法請求轉換（認股、交換）。

前項所稱一定期間不得少於一個月，並應由發行人於轉換（認購、交換）辦法中訂定之。

第 4-4 條 承銷商輔導上市（櫃）公司申報（請）募集與發行國內有價證券，或辦理現金增資發行新股參與發行海外存託憑證或發行海外轉換公司債、交換公司債及附認股權公司債時，如上市（櫃）公司當年度辦理無償配股金額達每股二元以上，且當年度財務預測之預估每股稅前盈餘（按發行在外流通股數加權平均計算）較前一年度每股稅前盈餘（按該年度發行在外流通股數加權平均計算）下降達百分之三十時，應暫緩辦理。但其募集資金用途係用於投資國內以擴充生產設備或購置固定資產，且能提供具體資料佐證其每股盈餘下降為短期現象者，不在此限。

第貳章 現金增資普通股

第 5 條 承銷商輔導上市（櫃）公司辦理現金增資發行普通股，應於申報（請）案件時出具發行公司之子公司不得參與新股認購之承諾書。

第 5-1 條 承銷商輔導上市（櫃）公司辦理現金增資發行普通股，如申請延長募集期間且其財務預測無重大變動者，應檢送由發行公司出具經會計師複核之財務預測仍屬有效性聲明書。

第 5-2 條 承銷商輔導發行公司以現金增資發行普通股申請初次上市（櫃）案件，向金管會申報案件時應以合理之方式訂定暫定價格，並敘明實際發行價格如有變動，導致募集資金不足時之處理或募集資金增加時之資金用途及預計效益，承銷商並應就其適法性及合理性評估。
承銷商應輔導發行公司於實際發行價格確認後，於公開資訊觀測站中公告實際發行計畫，並更新公開說明書相關內容。

第 6 條 承銷商輔導上市（櫃）公司辦理現金增資發行普通股如採公開申購配售辦理承銷，其發行價格之訂定，於向金管會申報（請）案件及案件生效（核准）後董事會決議除權基準日之會議當日，皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）後平均股價之七成。

前項規定如由董事會授權董事長決定除權基準日，則以董事長決定除權基準日之當日為衡量基準日。

承銷商輔導發行公司向金管會申報（請）案件時，應載明暫定發行價格及因市場變動實際發行價格須依第一項規定調整，並敘明募集資金不足時之處理或募集資金增加時之資金用途及預計效益，承銷商並應就其適法性及理性評估。

承銷商應輔導發行公司於實際發行價格確認後，於公開資訊觀測站中公告實際發行計畫，並更新公開說明書相關內容。

第 6-1 條 承銷商輔導上市（櫃）公司辦理現金增資發行普通股，如發行公司依證券交易法第二十八條之一第三項規定，決議提撥發行新股總額超過百分之十對外採公開申購配售辦理承銷，其發行價格訂定方式應提報公司股東會。

第 7 條 承銷商輔導上市（櫃）公司辦理現金增資發行普通股經股東會決議原股東全數放棄優先認股者，如採詢價圈購方式辦理承銷，其發行價格之訂定，於向金管會申報（請）案件、辦理詢價圈購公告及向本公會申報承

銷契約時，皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）後平均股價之九成；如採競價拍賣方式辦理承銷，其發行價格之訂定，於向金管會申報（請）案件、向本公會申報辦理競價拍賣公告時，皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）後平均股價之九成。

承銷商輔導發行公司向金管會申報（請）案件時，應載明暫定發行價格、股數區間及因市場變動實際發行價格須依第一項規定調整，並敘明募集資金不足時之處理或募集資金增加時之資金用途及預計效益，承銷商並應就其適法性及合理性評估。

承銷商應輔導發行公司於實際發行價格及股數確認後，於公開資訊觀測站中公告實際發行計畫，並更新公開說明書相關內容。

第 8 條 採詢價圈購配售辦理之承銷案件，於承銷契約報本公會前，如發行價格偏離市場價格過大者，應重新辦理詢價，並於詢價後，隨即進行承銷作業。

承銷商於向本公會申報承銷契約時，應一併檢送左列資料：

一、詢價圈購之相關資料（含詢價期間、詢價範圍、各圈購價格及其圈購股數、詢價公告暫訂發行價格占詢價公告日前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）後平均股價之成數等資料）。

二、配售原則及預計配售予自然人、法人及本公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法第三十六條第一項第一款至第七款有關董事、監察人、大股東、關係人等之股數及配售比率。

承銷商於向本公會申報承銷契約後，應隨即辦理承銷公告及相關承銷事宜。

第 9 條 承銷商輔導上市（櫃）公司辦理現金增資發行新股參與發行海外存託憑證，其發行價格之訂定方式及依公司法第二百六十七條第一項保留員、工承購股份於員、工未認購時之處理方式，均應列成議案經股東會討論並決議通過。

承銷商輔導上市（櫃）公司向金管會申報（請）案件，暫訂發行價格不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）後平均股價之九成。

實際發行價格不得低於訂價日收盤價、訂價日前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權（或減資除權）後平均股價之九成。

第 參 章 現金增資特別股

第 10 條 承銷商輔導上市（櫃）公司發行之特別股如訂有得轉換為普通股者，應符合左列規定：

一 特別股開始轉換期間至少應於發行滿一年後始得轉換。

二 於發行辦法中訂明特別股得（應）轉換為普通股之時點、轉換條件及

請求轉換程序。若該特別股訂有投資人得要求發行公司收回之權利者，應明訂得收回之時點、條件、價格及程序。

三 於發行辦法中明訂轉換前原特別股未及分配之股息等權利義務於轉換後之歸屬，並於公開說明書中充分揭露。

四 特別股轉換為普通股之比例應訂為一：一。

五 如訂有發行公司得要求強制轉換或收回條款者，應於發行辦法中明確敘明強制轉換或收回之時點、條件、價格及程序。

第 11 條 承銷商輔導上市（櫃）公司發行特別股，公開說明書中應充分揭露當次發行特別股之發行條件及該發行條件對特別股股東權益之影響，與特別股稀釋作用之相關說明。

第 12 條 承銷商輔導上市（櫃）公司發行特別股，應審慎評估其暫訂發行價格與理論價格之差異，並應依左列規定辦理：

一 考量發行條件之各項權利選定適當計價模型，該模型應整體涵蓋並同時考量發行條件中所包含之各項權利；所選用之模型如未能同時考量者，應就其未能涵蓋部分具體說明其對投資人及股東權益之影響。

二 （刪除）

三 於評估報告中逐項分析所選用模型之各項參數及其他決定發行價格之因素，並提出具體估算資料及合理性評估。

四 如暫訂發行價格與理論價格差異達百分之十以上時，承銷商應具體說明其差異原因及分析是否可能損及投資人權益。

第 13 條 第五條及第五條之一之規定，於承銷商輔導上市（櫃）公司發行特別股準用之。

第 14 條 承銷商輔導上市（櫃）公司發行特別股，除私募案件外，應申請上市（櫃）。

第 參 章 之 一 附 認 股 權 特 別 股

第 14-1 條 第五條及第十條之規定，於承銷商輔導發行公司發行國內附認股權特別股準用之。

第 14-2 條 承銷商輔導發行公司發行國內附認股權特別股，公開說明書中應充分揭露當次發行附認股權特別股之發行條件及該發行條件對附認股權特別股股東權益之影響，與附認股權特別股稀釋作用之相關說明。

第 14-3 條 第十二條及第十七條第二項之規定，於承銷商輔導發行公司發行國內附認股權特別股準用之。

第 14-4 條 承銷商輔導發行公司發行國內附認股權特別股後，除發行公司所發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券換發普通股股份者外，遇有已發行普通股股份增加時，發行公司應依左列第一款或第二款公式，計算其調整後認股價格（向下調整，向上則不予調整），並依左列第三款公式計算其調整後每單位認股權可認購之股數（以下簡稱認股比例），另函請台灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證交所）或財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃檯中心）公告，於新股發行除權基準日調整之：

一、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔已發行股數＋（每股繳款額×新股發行股數）／調整前認股價格〕／（已發行股數＋新股發行股數）。

二、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔已發行股數＋（每股繳款額×新股發行股數）／每股時價〕／（已發行股數＋新股發行股數）。

三、調整後認股比例＝調整前認股價格×調整前認股比例／調整後認股價格。

承銷商輔導發行公司發行國內附認股權特別股後，發行公司遇有以低於每股時價之轉換或認股價格再發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券，發行公司應依左列第一款或第二款公式，計算其調整後認股價格，並依左列第三款公式計算其調整後認股比例，另函請證交所或櫃檯中心公告，於前述有價證券或認股權發行之日調整之：

一、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔已發行股數＋（新發行有價證券或認股權之轉換或認股價格×新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）／調整前認股價格〕／（已發行股數＋新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）。

二、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔已發行股數＋（新發行有價證券或認股權之轉換或認股價格×新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）／每股時價〕／（已發行股數＋新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）。

三、調整後認股比例＝調整前認股價格×調整前認股比例／調整後認股價格。

承銷商輔導發行公司發行國內附認股權特別股後，發行公司如遇非因庫藏股註銷之減資致普通股股份減少，應依左列公式，計算其調整後認股價格及調整後認股比例，另函請證交所或櫃檯中心公告，於減資基準日調整之：

一、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔減資前已發行普通股股數／減資後已發行普通股股數〕。

二、調整後認股比例＝調整前認股價格×調整前認股比例／調整後認股價格。

第一項及第二項每股時價之訂定，應以除權基準日、訂價基準日或股票分割基準日之前一、三、五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。

第一項認股價格之調整，發行公司如於現金增資發行新股之除權基準日後變更新股發行價格，應依更新後之新股發行價格與每股時價（以董事會決議之更新後新股發行價格訂定基準日作為更新後每股時價訂定基準日）重新按照前開公式調整之。如經設算調整後之認股價格低於原除權基準日前已公告調整之認股價格者，則應函請證交所或櫃檯中心重新公告調整之。

計算第一項調整後認股價格時，該項第一款及第二款中之已發行股數應減除發行公司買回惟尚未註銷或轉讓之庫藏股股數。

第二項認股價格之調整，發行公司再發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券如係以庫藏股支應，則第一款及第二款中之已發行股數應減除新發行有價證券可轉換或認股之股數。

承銷商應輔導發行公司於發行及認股辦法中敘明相關調整公式，所訂調整公式若與第一項至第三項公式不同者，應說明訂定理由、合理性及對股東權益之影響。

發行公司如訂有於合併發行新股或受讓他公司股份發行新股時得調整

附認股權特別股認股價格與認股比例者，承銷商應輔導發行公司於發行及認股辦法中敘明因合併或受讓他公司股份致普通股股份發生變動時第一項公式中「每股繳款額」之計算基準日及計算依據。

第 14-5 條 第十九條及第二十條第一項之規定，於承銷商輔導發行公司發行國內附認股權特別股準用之。

第 14-6 條 承銷商輔導發行公司發行國內附認股權特別股，應注意發行公司於發行及認股辦法中載明於次級市場買回所發行之附認股權特別股及經買回應即辦理銷除股份不得再行賣出之相關規定。

第 14-7 條 第二十五條第一款之規定，於承銷商輔導發行公司發行國內附認股權特別股準用之。

第 肆 章 轉 換 公 司 債

第 15 條 承銷商輔導發行公司申報（請）發行國內轉換公司債，於申報（請）生效（核准）後至承銷契約報本公會備查前，如其股價變化異常者，應暫緩發行。但有正當理由者，不在此限。

前項所稱股價變化異常及正當理由，依金管會「發行人募集與發行有價證券處理準則」第八條相關規定及本公會相關函令辦理。

第 16 條 承銷商輔導發行公司申報（請）發行國內轉換公司債，其發行及轉換辦法中如訂有發行公司得強制轉換或收回條款者，應限於有左列情況者方得適用：

- 一 本次轉換公司債流通在外餘額低於原發行總額之百分之十者。
- 二 發行公司普通股在集中交易市場或證券商營業處所之收盤價連續三十個營業日超過當時轉換價格達百分之五十者。

第 17 條 承銷商輔導發行公司申報（請）發行國內轉換公司債，得以發行總額上限方式向金管會申報（請），惟以一次發行為限，並敘明如未足額發行，導致募集資金不足時之處理，承銷商並應就其適法性及合理性評估。

向金管會申報（請）發行國內轉換公司債時，用以計算暫定轉換價格之基準價格，應以向金管會申報（請）日前一、三、五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，且暫定轉換價格之訂定應高於基準價格；其實際發行時，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一、三、五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；且轉換價格之訂定應高於基準價格。

興櫃股票公司之轉換價格應高於發行日最近期經會計師查核簽證或核閱之財務報告每股淨值；但發行時已為上市（櫃）公司時，應符合第二項之規定。

承銷商應輔導發行公司於實際發行金額確認後，於公開資訊觀測站中公告實際發行計畫，並更新公開說明書相關內容。

第 18 條 承銷商輔導發行公司發行國內轉換公司債後，除發行公司所發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券換發普通股股份者外，遇有已發行普通股股份增加時，發行公司應依左列計算公式之一，計算其調整後轉換價格（向下調整，向上則不予調整）並函請證交所或櫃檯中心公告，於新股發行除權基準日調整之：

- 一、調整後轉換價格 = 調整前轉換價格 × [已發行股數 + (每股繳款額 ×

新股發行股數) / 調整前轉換價格] / (已發行股數 + 新股發行股數)。

二、調整後轉換價格 = 調整前轉換價格 × [已發行股數 + (每股繳款額 × 新股發行股數) / 每股時價] / (已發行股數 + 新股發行股數)。

承銷商輔導發行公司發行國內轉換公司債後，發行公司遇有以低於每股時價之轉換或認股價格再發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券，發行公司應依左列計算公式之一，計算其調整後轉換價格並函請證交所或櫃檯中心公告，於前述有價證券或認股權發行之日調整之：

一、調整後轉換價格 = 調整前轉換價格 × [已發行股數 + (新發行有價證券或認股權之轉換或認股價格 × 新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數) / 調整前轉換價格] / (已發行股數 + 新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數)。

二、調整後轉換價格 = 調整前轉換價格 × [已發行股數 + (新發行有價證券或認股權之轉換或認股價格 × 新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數) / 每股時價] / (已發行股數 + 新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數)。

承銷商輔導發行公司發行國內轉換公司債後，發行公司如遇非因庫藏股註銷之減資致普通股股份減少，應依左列公式，計算其調整後轉換價格，另函請證交所或櫃檯中心公告，於減資基準日調整之：

調整後轉換價格 = 調整前轉換價格 × [減資前已發行普通股股數 / 減資後已發行普通股股數]。

第一項及第二項每股時價之訂定，應以除權基準日、訂價基準日或股票分割基準日之前一、三、五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。

第一項轉換價格之調整，發行公司如於現金增資發行新股之除權基準日後變更新股發行價格，應依更新後之新股發行價格與每股時價（以董事會決議之更新後新股發行價格訂定基準日作為更新後每股時價訂定基準日）重新按照前開公式調整之。如經設算調整後之轉換價格低於原除權基準日前已公告調整之轉換價格者，則應函請證交所或櫃檯中心重新公告調整之。

計算第一項調整後轉換價格時，該項第一款及第二款中之已發行股數應減除發行公司買回惟尚未註銷或轉讓之庫藏股股數。

第二項轉換價格之調整，發行公司再發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券如係以庫藏股支應，則第一款及第二款中之已發行股數應減除新發行有價證券可轉換或認股之股數。

承銷商應輔導發行公司於發行及轉換辦法中敘明相關調整公式，所訂調整公式若與第一項至第三項公式不同者，應說明訂定理由、合理性及對股東權益之影響。

發行公司如訂有於合併發行新股或受讓他公司股份發行新股時得調整轉換公司債轉換價格者，承銷商應輔導發行公司於發行及轉換辦法中敘明因合併或受讓他公司股份致普通股股份發生變動時第一項公式中「每股繳款額」之計算基準日及計算依據。

第 19 條 承銷商輔導發行公司發行國內轉換公司債，如於決定轉換價格基準日前遇有除權或除息者，其經採樣用以計算轉換價格之收盤價，應先設算為除權或除息後價格，轉換價格於決定後，實際發行日前，如遇有除權或除息者，應依轉換價格調整公式調整之。

第 20 條 承銷商輔導發行公司申報(請)發行國內轉換公司債，應審慎評估其暫訂發行價格與理論價格之差異，並應依左列規定辦理：

一、考量發行條件之各項權利選定適當計價模型，該模型應整體涵蓋並同時考量發行條件中所包含之各項權利；所選用之模型如未能同時考量者，應就其未能涵蓋部分具體說明其對投資人及股東權益之影響。

二、(刪除)

三、所選用模式之各項參數、轉換價格重設之下限及其他決定發行價格之因素應於承銷商評估報告中逐項分析並提出具體估算資料及合理性評估，無風險利率應以發行期限相當之中央公債發行利率作為參考依據。

四、轉換價格再調整之下限以發行時轉換價格(可因公司普通股股份總額發生變動而調整)之八成為限。

五、向金管會申報(請)案件時之暫訂發行價格及實際發行價格應達理論價格扣除流動性貼水之九成，其中流動性貼水以一年期定存利率為依據。

六、(刪除)

第 21 條 承銷商輔導發行公司申報(請)發行國內轉換公司債，如採詢價圈購方式辦理承銷，應以每張債券價格、票面利率、轉換溢價率、或賣回收益率等可明確決定債券價格者擇一為圈購之項目，惟同次發行之轉換公司債其圈購項目應歸一律，且應於詢價公告中訂明。

前項轉換公司債承銷案件如係採競價拍賣方式辦理承銷，則僅限以每張債券價格作為競價之項目。

第 22 條 承銷商輔導發行公司發行轉換公司債，有關其利息與股利之歸屬，以不得重複領取利息與股利為原則。

第 23 條 承銷商輔導發行公司發行國內轉換公司債，應注意發行公司於發行及轉換辦法中載明於次級市場買回所發行之轉換公司債及經買回應即註銷不得再行賣出之相關規定。

第 24 條 (刪除)

第 25 條 承銷商輔導發行公司發行國內轉換公司債後，不得違反左列規定：

一 發放普通股現金股利占股本之比率若有超過百分之十五者，應就其超過部分於除息基準日按左列公式調降轉換價格：

調降後轉換價格＝調降前轉換價格－(發放普通股現金股利占股本之比率－15%)×10

二 發行無擔保轉換公司債後，如再發行其他有擔保附認股權或轉換公司債時，對於該無擔保轉換公司債應比照有擔保附認股權或轉換公司債設定同等級之債權或同順位之擔保物權，並於發行及轉換辦法中訂明。

第 26 條 承銷商輔導發行公司申報(請)發行海外轉換公司債，應審慎評估其暫訂發行價格與理論價格之差異，並應依左列規定辦理：

一、承銷商輔導發行公司申報(請)發行海外轉換公司債，得以發行總額上限方式向金管會申報(請)，惟以一次發行為限，並敘明如未足額發行，導致募集資金不足時之處理，承銷商並應就其適法性及合理性評估。

二、向金管會申請其案件時之暫訂發行價格及實際發行價格皆不得低於理論價格扣除流動性貼水之九成。

三、發行公司於計算海外轉換公司債理論價格所選定之模型宜整體涵蓋並同時考量發行條件中所包含之各項權利，所選用模型如未能同時考量者，應說明選用該模型之原因及與其他模型理論價格之可能差異。如有未能納入模型中考量之權利，該未考量之權利應自發行條件中剔除。所選用模型之各項參數、轉換價格重設之下限及其他決定發行價格之因素應於承銷商評估報告中逐項分析並提出具體估算資料及合理性評估。

四、向金管會申報（請）案件時，用以計算暫定轉換價格之基準價格，應以向金管會申報（請）日前一、三、五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，且暫定轉換價格之訂定應高於基準價格；其實際發行時，用以計算轉換價格之基準價格，應以訂價當日及其前一、三、五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；且轉換價格之訂定應高於基準價格。

五、轉換價格再調整之下限以發行時轉換價格（可因公司普通股股份總額發生變動而調整）之八成為限。

六、興櫃股票公司之轉換價格應高於發行日最近期經會計師查核簽證或核閱之財務報告每股淨值；但發行時已為上市（櫃）公司時應符合第四款之規定。

承銷商應輔導發行公司於實際發行金額確認後，於公開資訊觀測站中公告實際發行計畫，並更新公開說明書相關內容。

第 27 條 承銷商輔導上市（櫃）及興櫃股票公司申請發行海外轉換公司債，其相關發行條件、發行及轉換辦法約定事項，應遵循國外市場慣例及當地國之相關法令規定。

第 27-1 條 承銷商輔導上市（櫃）及興櫃股票公司發行海外轉換公司債，承銷商應於申請案件時出具外國證券承銷商承諾本國證券商共同參與承銷之相關承諾書。

第 28 條 承銷商輔導發行公司以動產或不動產作為擔保品發行轉換公司債，應符合左列要件，方得視為有擔保轉換公司債：

一 該擔保品應設定抵押權或質權予公司債受託人。

二 所提供之擔保品應符合下列規定，並於受託契約中敘明：

（一）該擔保品表彰之擔保價值須足以償付轉換公司債未來應負擔之本金、利息及所有潛在之債務（包括設有發行公司提前贖回權及債券持有人之賣回權，於執行前揭贖回權或賣回權時，依發行及轉換辦法所須支付之所有金額）。

（二）受託人於轉換公司債存續期間應持續對該擔保品進行評價。

（三）因該擔保品之市價波動而發生跌價情事時，受託人應即通知發行公司就擔保成數不足部分限期補足差額。

（四）擔保期間應涵括債券之發行期間。

第 29 條 承銷商輔導發行公司發行銀行擔保轉換公司債，其設定擔保書或委任保證契約及受託銀行與保證銀行簽署之履行公司債保證義務契約內容應符合左列要件：

一 明訂所含保證期限、保證或擔保範圍、違約情事及違約求償方式。

二 前款所訂保證或擔保之範圍，除本金外尚須包含利息及所有潛在之債務（包括設有發行公司提前贖回權及債券持有人之賣回權，於執行前揭贖回權或賣回權時，依發行及轉換辦法所須支付之所有金額）。保證或擔保之期間應自發行日起，至公司債本息完全清償之日止。

三 保證銀行於發行公司發生違約情事時，應放棄先訴抗辯權或無條件履行立即且足額代為清償之責任。

四 保證銀行於保證或擔保期間內，不得逕行解除擔保責任或縮短保證或擔保之期間。

第 30 條 承銷商輔導發行公司發行以持有其他上市（櫃）公司股票作為擔保品之有擔保轉換公司債案件，應符合左列規定：

一 擔保品內容：以持有滿一年以上之其他上市（櫃）公司股票（櫃檯買賣第二類股票及管理股票除外）為限，且該擔保品不得有諸如設定質權、限制上市（櫃）買賣、變更交易方式或屬停止買賣等之任何限制。

二 擔保品評價方式：以評價日前三十、六十、九十個營業日之均價及送件日之市價孰低者。

三 擔保成數：不得低於原定發行之公司債應負擔本息之百分之一百五十。

四 擔保維持率：公司債之受託人應每日以當日市價評估擔保品總值，並不得低於原定發行之公司債應負擔本息之百分之一百二十。

五 於公司債存續期間，由受託人每日以該擔保品之收盤價進行評價。如擔保品發生跌價損失致擔保維持率低於百分之一百二十時，受託人應即通知發行公司補足差額，發行公司應於收到受託人通知日起二個營業日內補足，並應於受託契約中載明發行人未能於期限內補足差額之處置方法及受託人應負擔之責任。

六 發行辦法中應具體載明擔保品內容、擔保品評價方式及擔保成數。

七 發行公司與公司債受託人間應無財務會計準則公報第六號所訂之關係人或為實質關係人之情事。

第肆章之一 附認股權公司債

第 30-1 條 第十五條之規定，於承銷商輔導發行公司發行國內附認股權公司債準用之。

第 30-2 條 承銷商輔導發行公司申報（請）發行國內附認股權公司債，其發行及認股辦法中如訂有發行公司得強制認購或收回附認股權公司債條款者，應限於有左列情況者方得適用：

一 本次附認股權公司債流通在外餘額低於原發行總額之百分之十者。

二 發行公司普通股在集中交易市場或證券商營業處所之收盤價連續三十個營業日超過當時認股價格達百分之五十者。

第 30-3 條 第十七條之規定，於承銷商輔導發行公司發行國內附認股權公司債準用之。

第 30-4 條 承銷商輔導發行公司發行國內附認股權公司債後，除發行公司所發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券換發普通股股份者外，遇有已發行普通股股份增加時，發行公司應依左列第一款或第二款公式，計算其調整後認股價格（向下調整，向上則不予調整），並依左列第三款公

式計算其調整後每單位認股權可認購之股數（以下簡稱認股比例），另函請證交所或櫃檯中心公告，於新股發行除權基準日調整之：

- 一、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔已發行股數＋（每股繳款額×新股發行股數）／調整前認股價格〕／（已發行股數＋新股發行股數）。
- 二、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔已發行股數＋（每股繳款額×新股發行股數）／每股時價〕／（已發行股數＋新股發行股數）。
- 三、調整後認股比例＝調整前認股價格×調整前認股比例／調整後認股價格。

承銷商輔導發行公司發行國內附認股權公司債後，發行公司遇有以低於每股時價之轉換或認股價格再發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券，發行公司應依左列第一款或第二款公式，計算其調整後認股價格，並依左列第三款公式計算其調整後認股比例，另函請證交所或櫃檯中心公告，於前述有價證券或認股權發行之日調整之：

- 一、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔已發行股數＋（新發行有價證券或認股權之轉換或認股價格×新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）／調整前認股價格〕／（已發行股數＋新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）。

- 二、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔已發行股數＋（新發行有價證券或認股權之轉換或認股價格×新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）／每股時價〕／（已發行股數＋新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）。

- 三、調整後認股比例＝調整前認股價格×調整前認股比例／調整後認股價格。

承銷商輔導發行公司發行國內附認股權公司債後，發行公司如遇非因庫藏股註銷之減資致普通股股份減少，應依左列公式，計算其調整後認股價格及調整後認股比例，另函請證交所或櫃檯中心公告，於減資基準日調整之：

- 一、調整後認股價格＝調整前認股價格×〔減資前已發行普通股股數／減資後已發行普通股股數〕。

- 二、調整後認股比例＝調整前認股價格×調整前認股比例／調整後認股價格。

第一項及第二項每股時價之訂定，應以除權基準日、訂價基準日或股票分割基準日之前一、三、五個營業日擇一計算普通股收盤價之簡單算術平均數為準。

第一項認股價格之調整，發行公司如於現金增資發行新股之除權基準日後變更新股發行價格，應依更新後之新股發行價格與每股時價（以董事會決議之更新後新股發行價格訂定基準日作為更新後每股時價訂定基準日）重新按照前開公式調整之。如經設算調整後之認股價格低於原除權基準日前已公告調整之認股價格者，則應函請證交所或櫃檯中心重新公告調整之。

計算第一項調整後認股價格時，該項第一款及第二款中之已發行股數應減除發行公司買回惟尚未註銷或轉讓之庫藏股股數。

第二項認股價格之調整，發行公司再發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券如係以庫藏股支應，則第一款及第二款中之已發行股數應減除新發行有價證券可轉換或認股之股數。

承銷商應輔導發行公司於發行及認股辦法中敘明相關調整公式，所訂調整公式若與第一項至第三項公式不同者，應說明訂定理由、合理性及對股東權益之影響。

發行公司如訂有於合併發行新股或受讓他公司股份發行新股時得調整附認股權公司債認股價格與認股比例者，承銷商應輔導發行公司於發行及認股辦法中敘明因合併或受讓他公司股份致普通股股份發生變動時第一項公式中「每股繳款額」之計算基準日及計算依據。

第 30-5 條 第十九條、第二十條第一項及第二十一條之規定，於承銷商輔導發行公司發行國內附認股權公司債準用之。

第 30-6 條 承銷商輔導發行公司發行國內附認股權公司債，除以現金抵繳股款之附認股權公司債外，有關其利息與股利之歸屬，以不得重複領取利息與股利為原則。

第 30-7 條 第二十三條及第二十五條之規定，於承銷商輔導發行公司發行國內附認股權公司債準用之。

第 30-8 條 第二十六條、第二十七條及第二十七條之一之規定，於承銷商輔導發行公司發行海外附認股權公司債準用之。

第 30-9 條 第二十八條之規定，於承銷商輔導發行公司以動產或不動產作為擔保品發行國內附認股權公司債準用之。

第 30-10 條 第二十九條之規定，於承銷商輔導發行公司發行銀行擔保之國內附認股權公司債準用之。

第 30-11 條 第三十條之規定，於承銷商輔導發行公司發行以持有其他上市（櫃）公司股票作為擔保品之有擔保國內附認股權公司債準用之。

第 五 章 交 換 公 司 債

第 31 條 承銷商輔導發行公司發行國內交換公司債之發行及交換辦法中如訂有發行公司得強制交換或收回條款者，應限於有左列情況者方得適用：

- 一 流通在外餘額低於原發行總額之百分之十者。
- 二 交換標的公司普通股在集中交易市場或證券商營業處所之收盤價連續三十個營業日超過當時交換價格達百分之五十者。

第 32 條 第十七條之規定，於承銷商輔導發行公司發行國內交換公司債準用之。

第 33 條 承銷商輔導發行公司發行國內交換公司債後，遇有交換標的公司已發行普通股股份增加時，除交換標的公司所發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券換發普通股股份外，發行公司應依左列公式之一，計算其調整後交換價格（向下調整，向上則不予調整）並函請證交所或櫃檯中心公告，於新股發行除權基準日調整之：

- 一、調整後交換價格＝調整前交換價格×〔交換標的公司已發行股數＋（每股繳款額×交換標的公司新股發行股數）／調整前交換價格〕／（交換標的公司已發行股數＋交換標的公司新發行股數）。
- 二、調整後交換價格＝調整前交換價格×〔交換標的公司已發行股數＋（每股繳款額×交換標的公司新股發行股數）／每股時價〕／（交換標的公司已發行股數＋交換標的公司新發行股數）。

承銷商輔導發行公司發行國內交換公司債後，交換標的公司遇有以低於每股時價之轉換或認股價格再發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券，發行公司應依左列計算公式之一，計算其調整後交換價格並函請證交所或櫃檯中心公告，於前述有價證券或認股權發行之日調整之：

一、調整後交換價格＝調整前交換價格×〔已發行股數＋（新發行有價證券或認股權之轉換或認股價格×新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）／調整前交換價格〕／（已發行股數＋新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）。

二、調整後交換價格＝調整前交換價格×〔已發行股數＋（新發行有價證券或認股權之轉換或認股價格×新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）／每股時價〕／（已發行股數＋新發行有價證券或認股權可轉換或認購之股數）。

承銷商輔導發行公司發行國內交換公司債後，發行公司如遇交換標的公司非因庫藏股註銷之減資致普通股股份減少，應依左列公式，計算其調整後交換價格，另函請證交所或櫃檯中心公告，於減資基準日調整之：調整後交換價格＝調整前交換價格×〔減資前已發行普通股股數／減資後已發行普通股股數〕。

第一項及第二項每股時價之訂定，應以除權基準日、訂價基準日或股票分割基準日之前一、三、五個營業日交換標的公司普通股收盤價之簡單算術平均數孰低者為準。

第一項交換價格之調整，交換標的公司如於現金增資發行新股之除權基準日後變更新股發行價格，交換標的公司應依更新後之新股發行價格與每股時價（以交換標的公司董事會決議之更新後新股發行價格訂定基準日作為更新後每股時價訂定基準日）重新按照前開公式調整之。如經設算調整後之交換價格低於原除權基準日前已公告調整之交換價格者，則應函請證交所或櫃檯中心重新公告調整之。

計算第一項調整後交換價格時，該項第一款及第二款中之已發行股數應減除該交換標的公司買回惟尚未註銷或轉讓之庫藏股股數。

第二項交換價格之調整，交換標的公司再發行具有普通股轉換權或認股權之各種有價證券如係以庫藏股支應，則第一款及第二款中之已發行股數應減除新發行有價證券可轉換或認股之股數。

承銷商應輔導發行公司於發行及交換辦法中敘明相關調整公式，所訂調整公式若與第一項至第三項公式不同者，應說明訂定理由、合理性及對股東權益之影響。

發行公司如訂有於交換標的公司合併發行新股或受讓他公司股份發行新股時得調整交換公司債交換價格者，承銷商應輔導發行公司於發行及交換辦法中敘明因合併或受讓他公司股份致普通股股份發生變動時第一項公式中「每股繳款額」之計算基準日及計算依據。

第 34 條 承銷商輔導發行公司發行國內交換公司債，如於決定交換價格基準日前交換標的公司遇有除權或除息者，其經採樣用以計算交換價格之收盤價，應先設算為除權或除息後價格；交換價格於決定後，實際發行日前，如遇有除權或除息者，應依交換價格調整公式調整之。

第 35 條 第二十一條第一項及第二十三條之規定，於承銷商輔導發行公司發行國

內交換公司債準用之。

第 36 條 (刪除)

第 37 條 承銷商輔導發行公司發行國內交換公司債後，不得違反左列規定：

一 交換標的公司發放普通股現金股利占股本之比率若有超過百分之十五者，發行公司應就其超過部分於除息基準日按左列公式調降交換價格：

調降後交換價格 = 調降前交換價格 - (發放普通股現金股利占股本之比率 - 15%) × 10

二 發行無擔保交換公司債後，如再發行其他同一交換標的之有擔保交換公司債時，對於該無擔保交換公司債應比照有擔保交換公司債設定同等級之債權或同順位之擔保物權，並於發行與交換辦法中訂明。

第 37-1 條 第二十六條規定，於承銷商輔導上市 (櫃) 及興櫃公司申報 (請) 發行國外交換公司債準用之。

第 38 條 承銷商輔導上市 (櫃) 及興櫃股票公司申報 (請) 發行國外交換公司債，其相關發行條件、發行及交換辦法約定事項，應遵循國外市場慣例及當地國之相關法令規定。

第 39 條 第二十八條之規定，於承銷商輔導發行公司以動產或不動產作為擔保品發行交換公司債準用之。

第 40 條 第二十九條之規定，於承銷商輔導發行公司發行銀行擔保交換公司債準用之。

第 41 條 第三十條之規定，於承銷商輔導發行公司發行以持有其他上市 (櫃) 公司股票作為擔保品之有擔保交換公司債案件準用之。

第陸章 普通公司債

第 42 條 承銷商輔導發行公司發行之普通公司債，其發行條件相同時，不得再行拆券。如其發行條件不同而予以拆券者，單一券種之發行金額須達新台幣五億元以上。

第 42-1 條 承銷商輔導發行公司發行普通公司債，得以發行總額上限方式向金管會申報 (請)，惟以一次發行為限，並應事先於向金管會申報 (請) 相關書件中載明，如未足額發行，導致募集資金不足時之處理。發行公司應於公開資訊觀測站中公告實際發行條件並洽承銷商就其適法性表示意見。

承銷商應輔導發行公司於實際發行條件確認後，於公開說明書揭露更新後籌資計劃之相關內容。

第 43 條 普通公司債之承銷價格應為一律，惟如採全數確定包銷，且採洽商銷售方式配售者，承銷商於普通公司債承銷期間，得就其包銷之債券依市場利率波動隨時調價而免受單一承銷價之限制。

承銷商輔導發行公司發行普通公司債，於向金管會申報時其票面利率得暫訂為一特定之利率區間，惟該利率區間應符合公司法或證券相關法令規定；承銷商應於報備承銷契約時並向金管會報備最終票面利率。

第 44 條 第二十三條之規定，於承銷商輔導發行公司發行普通公司債準用之。

第 45 條 第二十八條之規定，於承銷商輔導發行公司以動產或不動產作為擔保品發行普通公司債準用之。

第 46 條 第二十九條之規定，於承銷商輔導發行公司發行銀行擔保普通公司債準用之。

第 47 條 第三十條之規定，於承銷商輔導發行公司發行以持有其他上市（櫃）公司股票作為擔保品之有擔保普通公司債案件準用之。

第 47-1 條 承銷商輔導發行公司發行受償順序次於公司其他債權之公司債時，應於發行辦法中充分揭露該公司債之債權順位及其權利義務。

第柒章 存託憑證

第 48 條 承銷商輔導外國發行人初次來台參與發行台灣存託憑證，其發行價格之訂定應參考該台灣存託憑證所表彰之原有價證券於國外掛牌市場之發行慣例，並考量每單位台灣存託憑證所表彰原有價證券之數額及原有價證券所用於報價之外幣與新台幣間之匯率。
前項發行價格之訂定方式應列明於申請發行時之公開說明書封面。

第 49 條 承銷商輔導外國發行人再次來台參與發行台灣存託憑證，其發行價格之訂定應參考該台灣存託憑證在證交所或櫃檯中心之收盤價，並應依左列規定辦理：

一、如採詢價圈購方式辦理承銷者，於向金管會申報（請）其案件、辦理詢價圈購公告及向本公會申報承銷契約時暫訂之發行價格皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通股收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股或考量股票分割等因素後之平均股價為計算基準之九成。

二、如採公開申購配售方式辦理承銷者，於向金管會申報（請）其案件及向本公會申報承銷契約時之發行價格皆不得低於其前一、三、五個營業日擇一計算之普通收盤價之簡單算術平均數扣除無償配股除權或考量股票分割等因素後之平均股價為計算基準之七成。

前項發行價格之訂定方式應列明於申請發行時之公開說明書封面。

第 49-1 條 第二十七條之一之規定，於承銷商輔導上市（櫃）公司參與發行海外存託憑證準用之。

第捌章 附則

第 49-2 條 承銷商協助發行公司私募有價證券之評估與規劃，其行為應注意符合證券交易法等有關私募制度之規定。

第 50 條 本規則經理事會通過報請金管會核備後實施，修正時亦同。

公司法

第 247 條 公司債之總額，不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額。

無擔保公司債之總額，不得逾前項餘額二分之一。

第 248 條 公司發行公司債時，應載明左列事項，向證券管理機關辦理之：

一 公司名稱。

- 二 公司債總額及債券每張之金額。
- 三 公司債之利率。
- 四 公司債償還方法及期限。
- 五 償還公司債款之籌集計畫及保管方法。
- 六 公司債募得價款之用途及運用計畫。
- 七 前已募集公司債者，其未償還之數額。
- 八 公司債發行價格或最低價格。
- 九 公司股份總數與已發行股份總數及其金額。
 - 一〇 公司現有全部資產，減去全部負債及無形資產後之餘額。
 - 一一 證券管理機關規定之財務報表。
 - 一二 公司債權人之受託人名稱及其約定事項。
 - 一三 代收款項之銀行或郵局名稱及地址。
 - 一四 有承銷或代銷機構者，其名稱及約定事項。
 - 一五 有發行擔保者，其種類、名稱及證明文件。
 - 一六 有發行保證人者，其名稱及證明文件。
 - 一七 對於前已發行之公司債或其他債務，曾有違約或遲延支付本息之事實或現況。
 - 一八 可轉換股份者，其轉換辦法。
 - 一九 附認股權者，其認購辦法。
- 二〇 董事會之議事錄。

二一 公司債其他發行事項，或證券管理機關規定之其他事項。
 公司債之私募不受第二百四十九條第二款及第二百五十條第二款之限制，並於發行後十五日內檢附發行相關資料，向證券管理機關報備；私募之發行公司不以上市、上櫃、公開發行股票之公司為限。

前項私募人數不得超過三十五人。但金融機構應募者，不在此限。公司就第一項各款事項有變更時，應即向證券管理機關申請更正；公司負責人不為申請更正時，由證券管理機關各處新臺幣一萬元以上五萬元以下罰鍰。

第一項第七款、第九款至第十一款、第十七款，應由會計師查核簽證；第十二款至第十六款，應由律師查核簽證。

第一項第十二款之受託人，以金融或信託事業為限，由公司於申請發行時約定之，並負擔其報酬。

第一項第十八款之可轉換股份數額或第十九款之可認購股份數額加計已發行股份總數、已發行轉換公司債可轉換股份總數、已發行附認股權公司債可認購股份總數、已發行附認股權特別股可認購股份總數及已發行認股權憑證可認購股份總數，如超過公司章程所定股份總數時，應先完成變更章程增加資本額後，始得為之。

第 249 條

公司有左列情形之一者，不得發行無擔保公司債：

一 對於前已發行之公司債或其他債務，曾有違約或遲延支付本息之事實已了結者。

二 最近三年或開業不及三年之開業年度課稅後之平均淨利，未達原定發行之公司債，應負擔年息總額之百分之一百五十者。

第 250 條

公司有左列情形之一者，不得發行公司債：

一 對於前已發行之公司債或其他債務有違約或遲延支付本息之

事實，尚在繼續中者。

二 最近三年或開業不及三年之開業年度課稅後之平均淨利，未達原定發行之公司債應負擔年息總額之百分之一百者。但經銀行保證發行之公司債不受限制。

證券交易法

第 28-4 條 已依本法發行股票之公司，募集與發行有擔保公司債、轉換公司債或附認股權公司債，其發行總額，除經主管機關徵詢目的事業中央主管機關同意者外，不得逾全部資產減去全部負債餘額之百分之二百，不受公司法第二百四十七條規定之限制。

附錄二：美國沙賓法案（Sarbanes-Oxley Act of 2002）

一、美國沙氏法案制定背景

1929 年美國股市大崩盤，導致 1933 及 1934 年國會採行 Louis Brandies 之建議「陽光是最好的消毒劑；路燈是最有效率的警察」，通過了以公開揭露體系為架構之 1933 年證券法及 1934 年證交法，成為往後規範美國證券市場之首要法規，也成為其他國家仿效之對象。

相隔 70 年後，安隆案爆發，導致美國眾議院議員 Michael G. Oxley 及參議院議員 Paul S. Sarbanes 提出 The Sarbanes-Oxley Act(以下簡稱「美國沙氏法案」)，兩院並於 2002 年 7 月 26 日通過堪稱證交法制定後最重要之企業改革法案。在安隆案調查過程中，其他會計醜聞案，如世界通訊及默克藥廠等亦相繼爆發，這些案件都暴露出美國自證交法制定以來，整個公司治理架構之缺失，須制定企業改革法予以改善。

美國沙氏法案內容甚廣，其中對於會計師事務所影響較大者，係劃分會計師事務所得從事之審計與非審計業務。在安隆案中，簽證會計師事務所安達信自安隆取得之非審計費用甚至高於審計費用，這也成了法案研擬過程中，對於會計師獨立性之質疑，本文以下即以此為中心，簡介美國沙氏法案之內容。

二、美國沙氏法案架構

美國沙氏法案共分十一章，各章之規範內容簡介如下。

第一章：

公開發行公司會計監督委員會之設置，該委員會主要功能在於監督提供發行公司審計服務之會計師事務所。

第二章：

審計人員之獨立性(詳後述)。

第三章：

企業責任，主要內容在於強制公開發行公司設置審計委員會以及嚴格化管理階層對於財務報告之責任。

第四章：

強化財務資訊之揭露，主要內容在於加強表外交易、特殊目的個體、財務預測等資訊之揭露，並禁止公司貸款予董事及管理階層。

第五章：

分析師利益衝突，主要內容在於避免證券分析師與投資銀行承銷業務間可能產生之利益衝突。

第六章：

證管會資源及職權，主要內容在於增加證管會之人力經費以強化其職權。

第七章：

研究與報告，本章之主要內容在於責成主計處及證管會就特定議題進行研究，並向國會提出報告。

第八章：

公司之刑事詐欺責任，主要內容在於禁止任何人竄改審計相關文件、課予會計師保存審計紀錄之義務並制定違法舉發者之保護條款。

第九章：

提高白領階級犯罪之刑罰，主要內容在於加重白領階級犯罪之處罰。

第十章：

公司所得稅申報，規定公司聯邦所得申報書應由公司執行長簽名。

第十一章：

公司詐欺及責任，主要內容在禁止竄改文件及妨礙公務行為，並賦予證管會暫時凍結公司資產及禁止擔任經理人與董事之權限。

三、美國沙氏法案對於稅務法律服務之影響

有鑒於安隆案之教訓，美國沙氏法案第二章禁止會計師同時提供審計及非審計服務予客戶，以維持會計師之獨立性，以下介紹其適用主體及範圍。

(一)、強制適用之主體

1. 必須是法律規定之審計客戶(含其聯屬企業)

審計客戶如果是在 1934 年證交法§12 下註冊之公司，或是依據 1934 年證交法§15 條應向證管會提出報告之公司(以下簡稱「公開發行公司」)，該公開發行公司(含其聯屬企業)始有美國沙氏法案之適用。據此，如果公開發行公司在美國是由國際四大會計師事務所進行財簽，則原則上在台之國際四大會計師事務所如擬提供下述公司稅務以外之非審計服務，將受有限制：

- i. 美國公開發行公司在台設立之子公司
- ii. 美國公開發行公司得以控制之在台公司

2. 必須是已註冊之公開會計師事務所(含一定關係之人)

依美國沙氏法案規定，任何提供公開發行公司審計服務之會計師事務所，都應向會計監督委員會註冊。只有這些註冊的會計師事務所(含與該會計師事務所有一定關係之人)始有美國沙氏法案之適用。

(二)、禁止從事之非審計業務

依據美國沙氏法案§201(a)及美國證管會 2003 年 1 月 28 日發布之規則，任何已註冊之公開會計師事務所不得同時提供公開發行公司審計及非審計服務。所謂非審計服務包含以下九大項目：

1. 簿記業務
2. 財務資訊系統之設計與執行
3. 估價、評價服務或提供公正意見書
4. 精算服務
5. 內部稽核之委外服務
6. 管理功能及人力資源服務

7. 經紀、仲介、投資顧問或投資銀行服務
8. 與審計無關之法律服務及專家服務
9. 其他會計監督委員會認為不得從事之業務

四、美國沙氏法案制定後仍得從事之非審計業務

1. 稅務服務

「稅務服務」並非上述列舉之禁止項目，從而，對於上開美國公開發行公司提供審計服務之會計師仍得執行稅務服務，惟必須事先獲致該公開發行公司審計委員會之同意。即便如此，對公開發行公司從事審計服務之會計師事務所如擬代表客戶出席稅務法院或其他公共辯護等，仍將會違反其獨立性。會計師應依據以下三原則決定提供之服務項目是否違反獨立性：(1) 不得擔任客戶具管理職能之職位。(2) 不得審計自己的工作。(3) 不得提供代表客戶立場之服務。

2. 法律服務

根據美國證管會所發布之規則，如果會計師對於上開美國公開發行公司之審計客戶提供有關彼等僅能由具有證照或合於資格之律師方能提供之法律服務，將會損及會計師之獨立性，因此予以禁止，此外，會計師不得提供上開美國公開發行公司之審計客戶專業意見或其他專業服務，亦不得為上開美國公開發行公司之審計客戶於法律訴訟、訴訟程序或調查時擔任法定代理人，因此，會計師事務對於上開美國審計客戶提供法律服務之空間可能大幅縮減。惟與審計有關之法律服務則不在禁止之列，仍得提供。

五、結論

在美國沙氏法案制定後，如果國際四大會計事務所提供美國公開發行公司審計服務，則不得同時提供前開公司在台子公司稅務以外之非審計業務。美國沙氏法案係對於一連串會計弊端之抑制性立法，是否失之過嚴，人言人殊，今後我們仍應

繼續觀察美國沙氏法案在美國之實際執法狀況及美國證管會命令之變動，以進一步釐清該法案對於整體稅務法律服務可能造成之衝擊。