

論著

論參與型國際存託憑證發行之投資人保護法制（上）

陳思廷(台大法研所碩士)

對國際金融市場之參與者而言，追求資金之最有效率配置係最重要的目標。企業至海外發行股票籌資，不但能降低籌資成本、提供另一穩定的資金蓄池（Pool）、穩定公司經營以及提高企業國際知名度，並能擴大股東基礎，將「證券大眾化」進一步推向「證券國際化」，對投資人更有擴充投資管道、分散風險、追求更高獲利率之優點。1960 年代以降，政府逐步放寬外匯管制與外資投資我國證券市場之規範，首先開放國內市場供外國人投資（註一），嗣後允許國人對外投資。有關國人對外投資部份，係先推動成立證券投信募集國內資金以投資國外有價證券（註二），再開放國人直接投資外國有價證券並允許外國公司直接在台灣發行證券（註三）。國內企業至海外發行存託憑證家數甚多，然 TDR 之發行，迄今只有新加坡福雷電子一家；但有關國內上市、上櫃公司以原股至國外證券市場發行上市，以及外國公司以原股來台上市交易事宜，則尚在規劃中（註四）。

國際存託憑證（International Depositary Receipt, 簡稱 IDR）之出現，解決了國人直接參與海外投資所面臨的交易方式、賦稅、匯率、資訊等困難，投資人得以購買 DR 代替直接持有外國原股之不便，參與發行 IDR 之公司亦得藉此達成海外籌資與分散股權等目的。近年來，國內企業紛至國際市場發行海外存託憑證（Depositary Receipts, 簡稱 DR）籌資，且引進外國企業來台發行台灣存託憑證（Taiwan Depositary Receipts, TDR）吸取氾濫資金，除可擴充既有投資管道外，亦可拓深台灣證券市場之國際化。然因國人對於 IDR 之性質及其法律風險並不瞭解，我國現行法令對 IDR 投資人保護法制亦不完備，且 IDR 之發行橫跨複數法域（Jurisdiction），而分散於發行公司境外各地之 IDR 投資人多屬經濟上弱勢，如生法律糾紛，傳統國際私法方式訂準據法方式處理法律適用問題，難以完整解決不同法律、語言與選法方式之衝突，導致投資人求救無門之窘狀；目前國際證券發行實務已形成以保障投資人權益為核心之統一方式（Uniform Approach），甚值借鏡。

故，本文擬以參與型國際存託憑證發行服務架構為研究對象，嘗試建立良善的投資人保護法制。研究方法則採契約、期刊論文等文獻分析、歸納法；此外，為期符合國際商事慣例與我國法制，將比較法國法之「債券持有人會議」（Societe des obligataires）、英美法之債券受託人（Trustee），以及德國法之債券信託（Treuhänder）等制度，分析在國際證券發行相關契約上因各國法律概念妥協、讓

步所產生「超國家契約法律」（Transnational Contract Law）之內容（註五），研究設計「國際存託憑證投資人服務之法律架構」問題。

壹、參與型國際存託憑證之基本概念

一、參與型存託憑證之意義、法律性質與類型

存託憑證（DR），係指外國發行公司不將該外國證券在本國境內以原證券形式直接發行、流通，而約定委由本國存託機構（Depository Bank）在境內發行一種表彰已寄存於外國保管機構之一定數額外國有價證券的可轉讓證書或憑證（Negotiable Certificates or Receipts）（註六）。參與型（Sponsored）（註七）係指發行公司與存託機構簽訂存託契約（Depository Agreement），發行公司依約參與發行 DR，並須定期提供相關之財務與股務資訊予存託機構或保管機構。

依我國證券交易法第六條第一項規定，DR 屬該項後段中有關「財政部核定之其他有價證券」，故無論是外國企業在我國發行之 TDR，抑或我國企業於境外地區或國家發行 IDR，均應屬「證交法上有價證券」，並受我國相關證券法律之規範。又，DR 係表彰存託股票（Depository Shares）之替代證券，發行人欲將所持有股票（老股）或新股以 DR 跨國發行時，依其與存託機構所訂立之存託契約，必須先將上述股票存託於保管機構後，存託機構始得發行相當數額之 DR，發行人交付保管機構保管之股票即稱為「存託股票」，本質上係屬股票。DR 與存託股票間有依存託契約約定之一定轉換比例（conversion ratio）（註八），DR 既表彰存託股票上所有權利義務，兩者之關係密不可分，如存託股票係屬「無表決權」之特別股，該存託股票之 DR 持有人即無法行使表決權，但一般而言，實務上多以普通股（Common Shares）發行 DR，且存託機構多要求發行人所存託之股票係屬同一性質（如同為普通股）（註九）。在 IDR 投資人服務架構中，普通股股票因存託登記於保管機構名下，依存託契約與保管契約約定，存託機構得為投資人利益指示保管機構行使該存託股票上所表彰之股東權利。

參與型 DR 之種類，可分為海外存託憑證與台灣存託憑證及全球存託憑證（GDR）與國際存託憑證（IDR）（註一〇）。

二、參與型國際存託憑證發行整體組織架構宜側重投資人服務面之探討

公司發行 IDR 基本組織架構與發行流程，可從發行承銷面、投資人服務面兩個面向加以分析說明。於發行承銷面，公司藉由 IDR 承銷相關契約將 IDR（證券）讓（售）與投資大眾，使投資人取得 IDR 而參與投資。然從投資人服務架構面來看，係包含 IDR 發行時與發行後投資人得主張所持有 IDR 上所有權利之相關配套措施，此與投資人權益保護密切相關。

茲以我國「台灣積體電路股份有限公司」(Taiwan Semiconductor Manufacturing Company, 以下簡稱 "TSMC") 1997 年 10 月 8 日向我國證期會申請參與發行海外 DR 為例，簡述其發行流程：

TSMC 於美國紐約證交所 (New York Stock Exchange, NYSE) 發行參與型普通股存託憑證 (sponsored American Depositary Receipts, ADRs) (註一三)。

1. TSMC (發行公司) 提出一定數量普通股 (Common Shares) 參與發行美國存託股票 (American Depositary Shares, ADSs)，該 ADSs 係由美國證券承銷集團 (Underwriting Group) 負責承銷 (註一四)；

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

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

圖：參與型存託憑證發行之整體組織架構 (註一一)

圖：參與型國際存託憑證發行之整體組織架構 (註一二)

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

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

投資人得提示 DR 自存託機構兌回原存託股票，或得要求存託機構代為出售存託股票，另外，投資人並得按其憑證數額受領由發行公司給付存託機構之存託股票權利 (股息、股利)、委託存託機構行使存託股票表決權。然而，存託股票形式上登記在存託機構名義下，即發行公司股東名冊上所記載之股東為保管機構，投資人僅得依所持有 DR 數額對存託機構主張存託股票上權利，對發行公司並無股東權，故如發

行公司違法分派股利或為違背章程行為，DR 持有人並無法以公司股東地位直接行使糾正監督權利，另外，因存託機構受領發行公司分派之股利後交付投資人前，可能遭破產宣告等，而使投資人無法受給付之風險等等，因此，若無適當的投資人保護法制相配合，將因投資人恐懼權益不保而投資意願低落，進而導致 IDR 發行制度之崩潰。

貳、參與型國際存託憑證投資人保護法律架構之比較法制

一、存託機構作為國際存託憑證發行之財務代理人(Fiscal Agent)尚不足以保護投資人存託機構在 IDR 發行組織架構中，依存託契約約定，主要處理製發 DR、分派紅利(Dividends)、股息(Bonus Shares)或其他財產、將該分派現金股利兌換成本國貨幣支付、行使存託股票所賦予之表決權、提供公司財務資訊與開會通知、辦理憑證兌回等事務，在法律上至少可將存託契約定性為民法委任契約，發行公司與存託機構間之內部關係是基於處理事務之委任關係，對外關係則為發行公司之代理人關係，將所生法效果直接歸於發行公司，實務上稱為「財務代理契約」(Fiscal Agent Agreements)。另就存託機構受寄存託股票(財產)之事務處理(實務上由存託機構另指定保管機構保管)，雖得進一步定性為寄託關係，實質上仍為一種特殊之委任關係，發行公司對於存託股票(財產)僅有債權請求權，存託機構(或保管機構)係負受任人之義務(參閱我國民法第五百二十八條至第五百五十二條)；投資人因購買 DR 而受存託契約與 DR 上條款之拘束，而成為存託契約之相關當事人(註一五)。

比較在國際債券持有人之服務架構中，債券發行人與代理人亦簽訂財務代理契約，內容規定代理發行人辦理本息償還方式、相互補償、債券註銷、換發等權利義務事項(註一六)，由財務代理人主要作為發行人之付款代理人(Paying Agent)，受任處理主要有關本金、利息之償還、辨識債券真偽、記錄債券、息票(Coupon)之受償情形，債券遺失、毀損滅失或遭竊盜之換發等行政事務(註一七)，以維持本息償還之正常運作，其與存託機構在法律地位上相同。在少數歐洲債券發行對債權人之服務架構中，在發行成本較設置受託人為低廉之考量下，僅指定財務代理人以代替受託人。在此種投資人服務架構下，債券持有人將面臨較高之法律風險。例如發行人雖支付債券本息予財務代理人，如發行人在代理人未償還(或交付)債券持有人前破產，因財務代理人為發行人之代理人，此時該款項僅由代理人為發行人之計算而占有，此款項歸入發行人之破產財團，債券持有人僅能與發行人之其他債權人依破產程序參與分配，顯然對債券持有人權利之保障不夠周延。

同樣地，倘若認為存託機構(或保管機構)所持有之存託股票(財產)係受寄物，於存託機構(或保管機構)破產或受強制執行時，投資人將無法排除債權人之執行而受損害。又從(我國)民法上對於受任人或代理人規定雖可得有關注意義務之明文，但更能保護投資人之受任人忠誠義務卻僅能以解釋引伸而得，不若以信託法制規定較周到。另外，發行公司未能按存託契約履行義務，或違法使公司為不當行為而損及 DR 投資人權益，存託機構能否適時發揮其有別於上述事務代理權限外之監督、制止功能，則頗有疑問。由於一般 IDR 持有人係個別且分散，處於經濟上弱勢地位，僅將 IDR 制度之法律關係認定為委任關係尚有不足，必須使投資大眾能形成團體，凝聚力量以保障自身權益，或另外設置機構代

投資人監督行使權利，因此，如何透過各國有關證券持有人服務法制之參考比較，設計一套保護 IDR 投資人之制度，即有研究之必要。

二、國際存託憑證投資人保護之比較法制

(一)國際存託憑證持有人團體法律地位之直接承認——比較法國法中國際債券「債權人團體」(Societe des obligataires)法制 IDR 發行實務上具有集團的、大量的、分散零星的集資特性，且其內容漸趨定型性、統一性與繼續性，通常 IDR 投資人為不特定之公眾，原係經濟上之弱者，通常缺乏保護自我權利知識，如彼此任其孤立，憑其一己之力亦無法與公司分庭抗禮，甚至將使其無法行使法律所賦予之正當權利，實有集體保護債權人利益之必要，且唯有承認 IDR 投資人團體之存在，藉團體力量與公司立於對等地位，始足以監督發行公司確實履行其債務(註一八)。甚且，集合所有分散的證券投資人形成法律主體之可行性，似無疑義，蓋 IDR 發行條件同一且內容定型化，可構成一個具共通利害關係之統一債權，並因 IDR 權利之繼續性特徵而強化其共通性，經濟上已有利益團體之特性。因此，為使為數眾多之 IDR 持有人對發行公司得共同採取行動，以維護其等之共同利益，以及使發行公司在必要時得與 IDR 持有人商討而統一地變更原 IDR 發行約定，即有承認證券持有人結合之必要性與可行性，除可透過信託契約達成前述需求外，可以不同之債權人結合型態加以解決：如以事先擬妥 IDR 持有人團體組成之 IDR 條款，於投資人取得 IDR 時成立；或於發行後與 IDR 持有人約定。

由於上述兩種 IDR 持有人結合方式係以「約定」方式成立，其合法性頗有爭議(註一九)。此問題之解決，必須參考國際債券發行實務與法制如何以立法或契約約定方式達成。以立法明文促成債權人共同行動之基礎者，如德國 1899 年之「債券法」(Schuldverschreibungsgesetz)，規定公司債債券持有人得任命一類似英美債券信託受託人功能之代表人(註二〇)，其他如比利時、瑞士立法例皆有類似規定(註二一)。其中，以法國債券債權人團體之立法例實行最早且最為重要。

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

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

法國現行公司法於 1966 年頒佈（第三百零四條至三百二十一條之一），繼受 1933 年法律之立法例，除將過去須經債權人會議一致決之事項限縮成三項--即債權人義務之增加、同次債權人間不平等待遇與債券轉換成股票之事項外，亦規定債券債權人得依法組成具有權利能力之團體（Masse）：「屬於同次發行之公司債債券持有人，為保護其共同利益，在法律上當然組成有權利能力之團體（Masse）。但在公司債分次發行之情形，如各次發行契約條款另有規定者，公司得以具有同等權利之公司債債券持有人組成一單一權利能力團體。」該團體得以章程組織之，本身即為公司債發行之機關（Organ），其得指定一或數位代表（Representant）或受任人（Mandataire），並承襲過去法例而有債權人大會（Assemblée generale des obligataires）以形成債權人共同意思。受任人得以 Masse 名義從事為債權人共同利益之保護，如一般保全債權事項之執行，但關於實行擔保權或對發行公司起訴則須經債權人大會之授權，另外，如受任人同意發行公司變更資金運用目標、在附擔保公司債中修正擔保標的、就債券持有人之請求與公司達成和解或同意本息之遲延償還，除經債權人會議四分之三以上之授權外，仍須法院之許可始得為之（註二二）。債權人大會在任免受任人、決議由受任人執行事項上有廣泛權限，但仍應遵守「平等對待債權人」與「不得剝奪各債權人支付請求權」原則。

由於有關 Masse 之債權人大會之程序（開會人數、多數決等事項）與受託人之資格規定，在國際債券（尤其是無記名債券）發行時適用困難且不實用，加上多數法國債務人公司發行國際債券時皆選擇適用外國法，故法國在 1967 年修正公司法，免除法蘭西企業在法國境外發行公司債適用法國公司法之規定，亦即，1966 年法律從此僅適用於法國境內發行之公司債，不適用於法國公司發行國際債券之情形。

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

為使債務人公司順利於本國以外之數個國家同時募集並發行國際債券，並避免當事人權義關係適用各國內國法結果之不確定性，法國公司在國際債券發行實務上以相關契約建構投資人服務架構之超國家法制，即組成債權人會議之契約條款（合夥契約）在債券發行前已擬妥並公證，該條款主要內容印製在債券與發行公開說明書（Prospects）上以為公告，包括債券持有人之代表、個別債券持有人訴訟之排除與債券持有人會議等。債權人會議（Societe civil）於債券發行時成

立，債權人於取得債券時成為團體一員，受債權人會議契約與債權人大會決議之拘束。債權人會議僅為債權人利益共同並統一行使所有債權人權利，本屬個別債權人權利(如本息之收受)仍由各債權人分別行使，只有涉及債權人共同利益時，債權人權利才會交給債權人會議行使(註二三)。

2. 國際債券持有人會議是否足以保障投資人權益之檢討

然而，僅有國際債券持有人會議法律地位之承認，是否足以保護公司債債權人(或投資人)?在國際債券持有人會議中，個別債權人有關本息收受權利仍由各債權人分別行使，僅於涉及債權人共同利益事項時，債權人權利得依合夥契約與債券條款約定，召開債券持有人大會進行表決，並由行政委員會(Comite d'administrateurs)執行上開決議，債權人會議功能實際上僅在於為所有債權人利益共同並統一行使債權人權利；例如就債務人公司本息償付之違約，為避免有一持有人堅持要求公司償還而加速債務到期(Acceleration)，並導致連帶違約(Cross Default)之嚴重後果，合夥契約或債券條款中通常約定債券持有人受不得個別或直接對債務人公司求償(或訴訟)，須召開債券持有人大會決定是否進行訴訟，並由行政委員會負責代表債權人會議起訴。行政委員會並不得行使債券持有人一般權利，不同於英美債券受託人得為全體債券持有人利益受領利息之支付，並且其並未具有如債券受託人之廣泛權限，債務人之債券發行擔保係受託人之信託財產，受託人得以自己名義為全體債券持有人利益管理處分之，但行政委員會對於發行公司所提供之擔保僅有管理權限，監督發行公司違約之功能較為薄弱(註二四)。

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

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

(二)英美債券信託人（Trustee）制度

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

(三)德國法上債券信託人（Treuhaender）制度

德國法上之信託（Treuhaend）制度，係發行債券之法定款式（LegalForm），債券受託人（Treuhaender）並不行使權利人之債券本息支付請求權，而係管理（或有時執行）爲這些支付請求權而設定之擔保，同時，使證券投資人透過信託契約之「利益第三人性質」對受託人取得請求權（註二五），爲介於英美「信託」與法國「債券債權人會議」制度之中間型態。

國際證券發行服務架構中有關投資人保護法制，採取英美法系之信託法概念及大陸法系之證券持有人會議制度之精神，經由發行人與受託人間簽訂之證券信託契約，賦予受託人有爲全體證券持有人之利益，而以自己名義管理與實行證券上權利之權限與義務，使受託人成爲全體證券持有人利益之守護者（Watchdog），另以規定證券持有人會議組織、投票程序及少數者權利保護等方式，以決定彼此共同利害關係事項（註二六）。發行公司經由承銷時之主要經理承銷商（Leading Manager）指定之財務代理人或付款代理人（Paying Agents）代爲從事支付利息與發放贖回（Redemption）款項、記錄證券股利發放或債券本息償付情形、銷毀贖回證券、換發遺失或受損證券等行政工作，同時配合證券受託人制度運作，以確保證券投資人權益，以國際債券市場爲例，幾乎所有公司債券跨國發行均有受託人之設置（註二七）。

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

註 釋

註一：依據行政院 1982 年核定之「引進僑外資投資證券計畫」，我國引進僑外資投資國內證券之步驟分爲三階段，逐步開放我國證券市場供僑外人投資，以期

奠定我國證券市場國際化之雛形，其內容為：1.先採取僑外資間接投資國內證券之方式；2.准許僑外資專業投資機構（Qualified Foreign Institution Investors, QFII），直接投資國內證券；3.全面開放僑外資直接投資國內證券。詳細說明參閱 陳思廷，從投資人保護法制論國際存託憑證發行服務架構及其電子化帳簿劃撥作業，國立台灣大學法律研究所碩士論文（1999 年），頁 42-50。

註二：1986 年初，國內第一家投資於本國證券之基金（國際投信之「第一證券投資信託基金」）募集成功，其後為配合央行放寬外匯管制並增加國人對外投資管道，1988 年起准許國際型基金之募集，嗣於 1996 年始放寬投資標的為大陸以外地區之外國證券集中交易市場與美國店頭市場之證券。參閱王仁宏，「國際證券的投資與募集發行」投影片，台北，國立台灣大學法律學研究所「國際經濟法專題研究」上課講義（1998 年）；饒仁宏，台灣證券市場國際化法律問題之研究，私立文化大學法律學研究所碩士論文（1993 年），頁 66。

註三：按外國人於本國發行有價證券，乃依證交法第二十二條、外國發行人募集與發行有價證券處理準則、及臺灣證券交易所股份有限公司外國證券上市準則之規定辦理。

註四：相互開放外國企業至國內市場以及本國企業至外國市場直接發行原股上市交易之作業，並非本文之研究範圍，然其作業架構近似國際存託憑證發行投資人服務之法律架構。該作業涉及跨國交易連線作業、外匯管制、股東權如何行使等問題，先進國際性證券市場如美國、日本、西歐等地業已實施，我國近來亦積極規劃「原股直接發行上市交易方案」，考量與新加坡合作事宜，值得密切注意其後續發展，進一步說明，參閱 陳思廷，前揭論文，頁 51-53。

註五：由於 IDR 之募集與發行橫跨兩國家以上法域，其投資人亦分散於各國，實務上係依發行公司與經理承銷集團約定來建立之投資人服務架構，存託契約以英美「信託受託人制度」保護 IDR 投資人者，可能因該契約或 DR 上所約定之準據法或依國際私法選法原則而抵觸內國強行規定，例如在歐陸法系未普遍使用英美法上「信託」概念，而係以證券持有人代表或團體之方式來保護投資人，若在以存託機構為受託人之存託契約中，存託機構決定延緩對於發行公司之股利請求，將因該決定抵觸內國法所規定證券持有人團體之權限而無效，此即內國法不承認 IDR 發行投資人服務相關契約之法律風險。為使 IDR 發行公司與投資人能預測契約之法律適用，並配合國際證券發行實務所需，於不抵觸當事人內國法之強行規定下，各國多已承認與尊重「當事人契約自由」在國際經濟法上之地位，在國際證券市場已逐漸形成「超國家法律」性質之契約。

註六：參閱陳春山、李啓賢合著，<<證券發行實務精華：制度、法令、契約>>，台北，五南圖書出版（1994 年 5 月），頁 115；陳春山，<存託憑證及股票國際

發行之規範-國際化股權證券市場之建立>，證交資料，第 422 期，台北（1997 年 6 月），頁 13。有關 DR 之產生背景介紹，參閱林當茂，<<台灣存託憑證問題之探討>>，台北，台灣證券交易所（1994 年 11 月），頁 1。

註七：存託憑證分為參與行及非參與行二種，所謂非參與型（Unsponsored）乃指投資銀行、信託公司、證券商或股票發行公司大股東為使其所持有之股票流通於海外市場，以自己名義（非發行公司名義）將該股票存入本國保管機構，並委託外國存託機構發行海外存託憑證。因發行該股票之本國公司並未介入參與此發行程序，故其僅須出具無異議（no objection）文件即可。參與型與非參與型在締約當事人、申請程序、費用負擔、認股權、股東表決權之行使、有關股東會通知及發行目的與功能等方面之有所不同。

註八：例如依台積電 1997 年 10 月發行 ADR 公開說明書所載，台積電之 ADR 與 ADS 之 ratio 係 1 單位兌換 5 普通股。

註九：參閱新加坡福雷電子 TDR 發行公開說明書中之存託契約。

註一〇：詳參閱，陳思廷，前揭論文，頁 15-16

註一一：資料來源：本圖參照王仁宏，前揭「國際證券的投資與募集發行」投影片，自行整理繪製而成。

註一二：資料來源：本文參考王仁宏，前揭投影片自行繪製。

註一三：參閱「台灣積體電路股份有限公司 1997 年 10 月 8 日發行美國存託憑證公開說明書」。另可參閱美國花旗銀行（Citibank）網站以瞭解 ADR 發行現況，Available online URL:http://www.citibank.com/corpbank/adr/overview/iss_can.htm. (Last visited 1999/05/21AM09:41 CST+8:00)。

註一四：主辦承銷商（Leading Manager）為 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.（高曼亞洲），承銷集團之成員有 SBC Warburg Dillon Read（華寶證券）、Barits Securities Corporation（培利證券）、Jardine Fleming（怡富集團）……等。

註一五：學者對於存託契約之當事人是否尚包括投資人有爭議，一說認為應只規範發行公司與存託機構，並不能拘束未有成立契約意思合致之憑證持有人，參閱饒仁宏，前揭論文，頁 121-122。另一說則從契約內容實質探討，認為涉及持有人權義而應認持有人受存託契約拘束；參閱陳春山，<存託憑證及股票國際發行之規範-國際化股權證券市場之建立>，證交資料，第 422 期，台北（1997 年 6 月），頁 17；魏灼瑩，前揭論文，頁 15；戚仁俊，<論「美國存託憑證（ADRs）」>，法律評論，第 62 卷第 10 至 12 期合刊，台北（1996 年 12 月），頁 24。然本

文認為，與其爭執存託契約是否包括憑證持有人，不如注重為憑證投資人權益是否受到充分保障。

註一六：包括(1)於收受發行公司所交付之公司債本息基金後，即將之分發予各債權人；(2)於發行結束日時交付債券、認證債券；(3)換發正式債券(Definitive Bonds)並收回臨時債券(Temporary Global Bonds)；(4)寄發贖回通知；(5)管理償債基金等行政工作。See FISHER, FREDERICK G., EURO BONDS, London: Euromoney Publications, 1988, pp.86-87.

註一七：參閱 ICBC Paying Agent Agreement Art.7(1), "...each of the Principal Paying Agent and the Paying Agents is acting solely as agent of the Bank [Issuer] and does not assume any obligations to or relationship of agency or trust for or with any of the owners or holders of the Certificates." 轉引自朱純蕙，國際債券發行有關契約之研究，國立台灣大學法律學研究所碩士論文（1986年），註38，頁316。

註一八：承認「國際債券持有人團體之法律地位」之理由，並無不同。另參閱柯芳枝，〈論公司債債權人會議〉，公司法專題研究，國立台灣大學法學叢書（11），台北（1976年），頁162。

註一九：債權人為有效的共同利益之行動，其個別權利必須受到限制，但問題是建立在當事人「約定」之「債權人結合」（團體）如何為相異於民事法一般原則之有效規定？法國實務有關國際債券債權人團體（société des obligataires）制度即提供了除債券信託（trust）外之另一種思考。

註二〇：代表人權限係由任命之決議所界定，其得依債權人會議中四分之三以上多數決經授權專屬行使債權人權利、修正發行契約或棄權等事項（取得並排除原屬債權人之權利），但債券本金非經債權人一致決不得取銷或減少。See WOOD, PHILIP R., INTERNATIONAL LOANS, BONDS AND SECURITIES REGULATION, London: Sweet & Maxwell, 1995, p184.

註二一：For the legislation of bondholder communities of Belgium and Luxembourg, see WOOD, *ibid*, p183. 有關瑞士立法例，參閱柯芳枝，前揭「論公司債債權人會議」一文，頁164。

註二二：WOOD, *op. cit.*, pp.182-183.

註二三：Id. at p.183. also see DELAUME, GEORGES RENE, Choice of Law and Forum Classes in Eurobonds, 11 Columbia Journal of Transnational Law 240 (1972).

註二四：Wood, *ibid*.

註二五：參閱王仁宏，前揭「國際債券發行」之投影片講義。

註二六：Horn, Norbert, A uniform approach to Eurobond agreements, Law & Policy in International Business, Vol.9 (1977), p.756, p.758.

註二七：Ibid, at p.760.