

論著

論參與型國際存託憑證發行之投資人保護法制（下）

陳思廷(台大法研所碩士)

參、參與型國際存託憑證投資人服務架構之超國家法制

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

(一)國際存託憑證受託人法制之基本概念

1. 國際證券（存託憑證）受託人之意義

發行公司以參與發行 IDR 方式，由發行公司將原股存託於存託機構而指定由保管機構保管，藉存託機構發行 IDR 以代替直接持有原股，發行公司實為設立股票信託之委託人，存託機構與保管機構則共同扮演受託人之角色，使 IDR 持有人成為存託股票（財產）之受益人，性質上屬於「他益信託」（註二八）之一種，存託機構製發之 IDR 即為存託股票（財產）之受益證明，投資人所支付之對價即為發行公司所欲募集之資金。由於發行 IDR 係為集合眾人資金，以享受投資於存託股票（財產）獲取利益為目的，性質上亦有「集團信託」之特質。

2. 證券受託人制度與財務代理人制度之比較

財務代理契約為證券代理制度之一種，其與信託契約本質實有不同（註二九）。實務上在財務代理契約條款常約定：「財務代理人僅為發行人之代理人，不僅對債券持有人不負任何義務，亦不與其產生任何代理或信託關係。」故僅有財務代理人卻無受託人之設，在發行人支付債券本息或股息股利予財務代理人時，發行人在代理人未償還（或交付）證券持有人前破產，將有無法受償之信用風險；倘欲避免此風險，應同時訂定信託契約（或以受託人行使財務代理人職務），於該契約中規定財務代理人為支付債券本息或股票之股息股利所持有款項，係為受託人利益而占有，藉著信託契約規定受託人為受益人利益而占有，確保此款項於發行人破產時非成為破產財團，發行人之其他債權人不得對此款項請求，證券持有人的利益方可獲得保障。

(二)國際存託憑證發行前置作業與投資人保護

1. 存託股票（財產）之保管原則

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

(1)存託財產與存託機構固有財產分離原則

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

每一 DR 發行目的、條件以及投資人權利不同（因而各具其信託目的），各存託股票（財產）均具有獨立性，故不僅存託股票（財產）須與存託機構固有財產分別管理，各存託股票（財產）間亦須分別管理。

(2)存託財產之保管與經理分離原則-存託機構須指定保管機構保管存託財產

IDR 制度係基於一般信託制度而演變發展，雖本質近似但卻有相異之處。一般信託制度中委託人與受託人間存有信任關係，原則上受託人應親自處理信託財產事項，不得使他人代為處理，故通常由受託人占有信託財產。然而，如為追求受益人保護之更大利益，理論上非不可另覓一保管機構代受託人占有（所有）信託財產。尤其 IDR 制度牽涉證券跨國發行時實體股票跨境移動之不便與政策限制（註三〇），故在發行組織架構中以位於發行公司所在地之保管機構保管存託股票，最為方便，而且，若存託機構另指定保管機構保管存託財產，將可達成分工合作、避免詐欺背信情事發生等機能（註三一）。

從 IDR 制度近來之發展情形可知，持有人多在流通市場轉讓憑證獲利，欲長期持有憑證以參與發行公司經營者 並不多見，投資大眾對存託機構運作多不關心，存託機構之受託權限亦不斷擴大，投資人權益恐有受損害之虞，故有必要進一步使保管機構由單純遵從存託機構指示保管、處分存託資產之機關，功能上發展轉變為兼具代替投資人監督存託機構管理權正當行使之機關，如此，存託機構對保管機構有指示權，保管機構對存託機構之指示有審查權，就逾越契約或法令規定之指示則不予執行，透過兩者相互監督、制衡，將更能確保投資人權益。

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

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

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

(3)保管機構固有財產與存託財產分離保管原則

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

2. 存託機構決定接受股票存託之前提要件

IDR 係表彰存託股票（財產）之受益憑證，DR 持有人係以登記在存託機構名下之存託股票（財產）為擔保，實際上必須確有發行公司存託股票（財產）予存託機構與保管機構，存託機構始得製發 DR 交付投資人，且其須為全體受益人之利益嚴格審查存託股票（財產）之交付手續（註三二）。

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

為落實投資人權益保障，由發行公司存入保管機構之存託股票（財產），除由發行公司對存託機構承諾與保證其權利無瑕疵外，另須由存託機構對保管機構保管存託股票（財產）為擔保（註三三），保管機構得藉此發揮監督之功能，使存託機構忠實執行投資人所信託權限。

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

3. 存託機構與保管機構之資格限制

(1) 存託機構之資格限制

參閱美國 1933 年信託契約法第三百一十條對公司債受託人之資格所為限制，可推知存託機構亦應有類似之資格限制。該法主要係規定受託人須為一依法成立之公司組織，其財務狀況應有一定門檻（註三四），最重要者必須不得有與公司債債權人利益衝突（Conflicting Interests）情事（註三五）。

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

(2) 保管機構之資格限制

為保護投資人，存託機構與保管機構間之法律關係亦有必要定性為信託關係（註三六），故上述對於存託機構有關財務門檻、公開揭露與禁止利益衝突之限制理當一致適用於保管機構。而保管機構與存託機構間更應注意利益衝突之問題，例如同時以某銀行作為存託機構、該銀行之外國分行作為保管機構，遇有利益衝突之情況較難排除，甚至如內部控管不嚴，兩機構間容易發生勾結而挪用存託財產，保管機構與存託機構相互監督之功能將無從發揮，投資人亦面臨更大之法律風險。

4. 發行公司對國際存託憑證之發行承諾

實務上，發行公司在存託契約中須就 IDR 之發行後之存續期間予以承諾，詳見附錄（一）新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第十八條約定。

(三)存託機構與保管機構之權利與義務

1. 存託機構與保管機構之權利

存託機構與保管機構之權利通常係指受託報酬、費用償還請求權以及損害賠償請求權（註三七），因其與投資人權益保護較不相關，茲不贅述。

2. 存託機構與保管機構之義務

1.善良管理人之注意義務：受託人（存託機構）對於發行公司及證券持有人（投資人）負以善良管理人之注意處理信託事務之義務（註三八）。美國法院並認為受託人有採取任何必要行為以保護信託財產之默示義務，且不得以契約排除之（註三九）。

2.公平誠實之（忠誠）義務：受託人（存託機構與保管機構）應公平且誠實地處理信託事務，並限制受託人為利益衝突行為（包括二重信託架構下兩受託人間之利益衝突行為），以維護 IDR 持有人利益之平等（註四〇）。

3.存託機構與保管機構受檢查存託股票（財產）保管狀況之義務：在國際債券發行之投資人保護架構下，債券受託人有受檢查擔保物保管狀況之義務，即債務人公司、公司債債權人會議所選任之代表人，或持有公司債債權額十分之一以上之公司債債權人，得隨時檢查受託公司保存擔保物之狀況（註四一）。

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

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

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

3. 存託機構與保管機構之免責條款

受託人爲避免所負擔義務繁重，常於受託契約中設計免責條款。在美國，受託人常於一般受託契約中訂定「免責條款」，使受託人僅就故意（Willful Default）、重大過失（Gross Negligence）、惡意（Bad Faith）行爲負責；而美國 1939 年信託契約法第三百十五條(b)規定：「受託人就因信賴專家之證明（Approval of Expert）所生之損害受託人之變更，得主張免責。

但因故意或重大過失者，不在此限」，亦給予受託人訂定免責條款之合理化基礎。然因受託人與證券投資人間並無契約關係存在，投資人就受託人故意或重大過失之權利侵害，得否直接對受託人起訴，歷來美國法院均持否定見解，但自 1975 年在 Morris v. Cantor 一案中，美國地方法院（District Court）始承認證券投資人（公司債債權人）對受託人故意違反受託契約條款有民事訴訟權（Civil Right of Action）（註四二）。

(四)存託機構與保管機構之變更

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

變更存託機構（受託人）之原因，歸納可得下列三種原因：存託機構辭任（註四三）、解任或資格喪失，存託機構與保管機構如有變更，應事先通知投資人，且該變更應自新存託機構任命後始生效力。

1. 辭任或終止指定

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

參考美國證券信託法制有關受託人辭任規定，受託人雖得以任何理由辭去受託事務，但實務上通常已在信託契約中對辭任事由與繼任方式有所約定，受託人仍應受契約拘束；而參考其 1939 年信託契約法第三百十條(b)項規定：「公司債受託

人有利益衝突情事時，即應除去其情事或自行辭任信託事務。受託人辭任後，委託人即應任命新受託人承繼信託事務，自新受託人任命後，原受託人之辭任始生效力。」即同上述意旨（註四四）。

2. 法院或行政機關之解任

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

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

3. 資格喪失

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

(五)存託契約與保管契約之修正與終止

1.存託契約之修正：證券信託契約依「當事人自治」之精神，得約定以合意修正（Modification）契約條款，此種對基本信託契約補充修改者，稱為「補充契約」，與基本契約有同一法效，構成受託人與發行公司（證券信託設立者）間權利義務關係。而投資人（受益人）權益深受此信託契約影響，雖非訂約當事人，但仍不可輕視投資人權益保護，故如在信託契約中訂定受託人無須經由證券持有人同意，得自行決定與債務人公司合意修改契約內容者（註四五），亦應以不損害證券持有人利益為前提，並須將此契約之修正情事通知證券持有人（投資人）（註四六）。

2.存託契約之終止：本文認為存託契約係信託契約，存託契約之終止係消滅信託關係，雖得以合意終止，尚須考量受益人利益。故發行公司或存託機構雖得以書面通知他方及保管機構一定期間後，逕行終止本契約，惟如係存託機構擬終止本

契約，本契約之終止僅得於發行公司指定繼任存託機構，且繼任之存託機構已獲主管機關許可後方得生效。

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

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

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

二、存託機構行使受託權利之規範

(一)發行公司與存託機構增加發行存託憑證之限制

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

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

(二)國際存託憑證發行之行政監督權限

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

1. 國際存託憑證發行之簽證

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

2. 協助國際存託憑證之換發

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

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

(三)國際存託憑證所表彰存託股票上股東權利之行使

1. 存託股票上股利之領取

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

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

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

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

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

2. 國際存託憑證表彰存託股票上新股認購權之行使

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

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

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

3. 國際存託憑證表彰存託股票上表決權之行使

存託股票如非無表決權之特別股，自與普通股般得行使股東會議決權等股東權利，關於股東會之議決事項，簡言之，主要可分為一般事項之表決與董事與監察人之選舉兩方面討論。

發行公司將普通股交付保管機構後，信託存託機構發行 IDR 以表彰該存託股票，存託股票因須登記在保管機構下，由保管機構依據存託契約、保管契約約定及存託機構之特別指示，就其所持有之存託股票行使投票表決權。在存託契約實務中，通常約定 DR 持有人不得自行、直接或個別行使存託股票所賦予表決權，而由存託機構、保管機構行使之，其應依發行人所屬國相關法令、發行人（公司）章程、內部規則及存託契約行使存託股票所賦予之表決權，則不待言（註四七）。又發行公司於召開股東會法定期日前將其股東會議之召集與事由通知存託機構後，由存託機構儘速通知持有人，此通知書應附有投票指示書，由持有人在此指示書上載明其贊成或反對待表決之議案。保管機構亦應將 A.任何關於投票表決通知書、B.代理證明或其他與保管帳戶中股票有關之投票表決及委託書代理徵求文件，以及 C.發行公司任何公告、財務報表、股東會通知等文件即刻傳送予存託機構。

保管機構所保管之存託股票應登記在「存託機構保管專戶」下（註四八），惟「保管專戶」並無權利能力及行為能力，本身當不能有效持有基金所購入之股票，亦無法行使該等股票之表決權。又保管機構依存託機構指示辦理交割，係本於存託機構之委託，並不因辦理交割而取得股權或行使表決權。投資人雖係 DR 受益人，事實上應為存託股票之實質所有人，本得行使存託股票之表決權，惟投資大眾分

散且對於表決權行使並無太大興趣，且 DR 持有人會議實際上常難以召開，亦無法行使。因此，在解釋上就保管機構之存託股票，其表決權由存託機構行使較為實際可行，且就存託機構原即扮演依契約為投資人處理股利配發與存託股票（財產）管理等事務角色而言，其行使基金股權之表決權亦屬合理。

IDR 之法律架構與契約型國際證券投資信託類似，兩者均持有特定公司相當數額之股份，存託機構與投信事業若得行使本屬投資人之股東表決權，倘未予適度規範可能產生嚴重弊病，以證券投信事業行使股東表決權為例，因其聚集大眾資金而有強大投資力量，如集資購買特定股票以取得相當比例股份，不但有能力影響公司經營方向，亦得支持特定人士擔任董監。近年來我國公開發行公司董監事改選之糾紛不斷，究其原因，有因部分人士曾在法律未禁止股東會委託書買賣前，不當地利用收買委託書的手法，成為公司董監事，並掌握經營大權，釀成公司派系之爭。另一值得注意的是曾有證券投信事業介入董監事改選的糾紛中，濫用表決權之行使。

上述惡例皆是我國在設計有關證券投信與存託機構行使股東表決權法制時所應考慮之公司生態背景。

為消弭 IDR 制度可能產生之上述亂象，存託機構行使存託股票上股東表決權應有必要加強管理。首先，存託機構行使保管機構所持有之存託股票上表決權，應以受益人（DR 持有人）之最大利益為前提，行使表決權原則上應由存託機構本身指派代表出席為之，不得委託他人代理行使表決權。蓋基於信託關係之信賴性，非無正當理由，應不得復全權委任他人執行信託事務，且證券投信事業具有專業與充足人力，由其指派代表應無困難。又存託機構行使之表決權，除有具體事實足認發行公司經營階層有不當或違法情事足至損害於公司或股東者外，其表決權之行使應支持公司董事會提出之議案或董事、監察人候選人；發行公司發生經營權爭奪時應避免介入任何派別之董事、監察人選舉中（註四九）。

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

另外，就董監事之選舉，實務上可能之約定方式亦有二：1.DR 持有人就公司所提出名單指示存託機構進行投票。2.如存託機構收到超過 51%DR 持有人對同一議案為相同指示，存託機構應通知發行公司董事長或其指定之人依該指示進行投

票；如未超過 51%DR 持有人對同一議案為相同指示，存託機構應通知發行公司董事長或其指定之人出席並親自投票。

參考福雷電發行台灣存託憑證之存託契約第十三條約定，似符合前述要求。

(四)國際存託憑證持有人大會

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

普通法系之國家（如英美等國）一般雖對於證券持有人大會並無明文規定，但卻在受託契約（Trust Deed）中毫無例外地就此約定，例如英國倫敦證交所（Stock Exchange of London）規定上市證券發行之受託契約必須明訂：「經十分之一以上之名義債券持有人書面請求時，應召開債券持有人大會」（註五〇）。在大陸法系國家則相反地明文規定，代表流通在外一定比例之債券持有人就「共同利益」事項有權召開大會。本來，證券持有人之權利應為平等，但在證券持有人大會中貫徹民主原則時，少數投資人應服從多數之決議，為防止多數投資人濫用權利，以保護少數持有人利益，英美國家之受託契約實務上均針對基本重要事項要求相當高之表決權

數；比較大陸法系國家，則採取賦予證券持有人大會僅得決定共同利益之一般事項，或針對大會中得為決議之事項為限制，亦有將證券持有人大會之決議以司法審查作為最終救濟之手段者（參閱日本會社法（公司法）第三百二十六條）（註五一）。

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

(五)國際存託憑證之兌回與存託股票數量之須對應變動

IDR 實為存託機構製發之受益憑證，投資人除將 DR 在當地證券流通市場為交易轉讓外，亦得向存託機構請求兌回 DR 以換取憑證所表彰之存託股票（及存託財

產)。由於所兌回之存託股票(財產)必然在 DR 發行地之境外持有，故處理方式有兩種選擇，一是委託保管機構所在地券商賣出而收取價金，另一種則將兌回後之股票撥入外國證券集保帳戶中自行運用，國內一般投資大眾考量賦稅與在外國開戶之麻煩，通常選擇前者。

1.兌回持有：如持有人已另向保管機構所在地之證券商開設集保帳戶(以下簡稱「持有人外國集保帳戶」)，存託機構在收到持有人前述兌回存託股票之通知後，應指示保管機構立即洽該外國證券集保機構，將以存託機構或保管機構名義登記之存託股票撥入(credit)持有人外國集保帳戶。例如在存託比例為 5:1 之條件下，投資人兌回 10 萬單位 DR 時，DR 應減少 10 萬單位，但相對地存託股票應釋出(release) 50 萬股成為一般普通股，由兌回之投資人持有，而使存託證券所上市之集中市場現股總量增加 50 萬股。

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

(六)存託機構對發行公司資本變動之監督

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

肆、結 論

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

1.存託股票之保管原則：為落實專業分工與充分防止存託機構挪用存託股票(財產)，宜參考證券投資信託法制之優點，將存託股票另由保管機構保管，存託機

構則為投資人利益指示保管機構行使存託股票上權利，並使保管機構在功能上發揮代替投資人監督存託機構管理權正當行使之機關，透過兩者相互監督、制衡，將更能確保投資人權益。存託機構須為全體受益人之利益嚴格審查存託股票之交付手續，以確保實際上確有存託股票寄存於保管機構。另外，存託股票應寄存在存託機構於保管機構所開設之保管專戶中，以落實「固有財產與存託財產分離保管」原則，自不待言。

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

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

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

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

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

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

人候選人，如發行公司發生經營權爭奪時應避免介入任何派別之董事、監察人選舉中。

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

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

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

附錄(一)福雷電發行台灣存託憑證之存託契約

第三條

除經存託機構及發行公司同意，且為相關法律所允許，存託機構僅在存託股票者完成下列事項時，接受發行公司股票之委託：1.交付保管機構所擬存託之發行公司股票或表明其權利之證明文件，以及為轉讓發行公司股票及其上所有權利予存託機構、保管機構或其指定之人所必備文件、過戶申請書，或其他相關文件；2.交付保管機構依發行地國家、當事人所屬國或其他國家法令規定，應由該等國家主管機關核准存託股票及/或發行國際存託憑證之文件；3.交付證券集保機構所要求之文件及相關費用、稅捐予存託機構；及 4.交付為符合發行地國家之法令，且不違反原發行上市之外國證交所相關規定而合理要求之相關文件予存託機構。

第十三條

如存託機構於其訂定之基準日前，已收到代表台灣存託憑證已發行總數過半數持有人對同一議案為相同之指示（以下簡稱「持有人指示」），存託機構、保管機構或其指定之人應出席股東會，就所有存託股票所表彰之表決權數，依持有人指示就該議案進行表決（註五二）。

如存託機構未於其所訂定之基準日前收到代表台灣存託憑證已發行總數過半數持有人對同一議案為相同之指示，則存託機構、保管機構或其指定之人應就存託股票上全部表決權數出具委託書予發行公司之董事長或其指定之人，由其自行全權行使此等表決權。

第十七條

存託機構得向發行公司收取如下之報酬與費用：1.存託機構依約通知持有人，翻譯、印刷、郵寄相關文件，及因發行公司要求而生之其他費用；2.其他發行公司另外同意支付費用。另外，存託機構亦得向持有人收取報酬與費用：1.發行 TDR（首次發行除外），或因兌回或出售存託財產而註銷 TDR，或因新股（包括非以現金或新股）配發或認購新股（或其他有價證券）之手續，每一單位計收新台幣 0.05 元；2.為現金分派，每一單位 TDR 以新台幣計收該次分派金額之 1%；3.印製或補發個別 TDR，每張個別 TDR 計收新台幣 500 元。

第十八條

1.維持國際存託憑證與存託股票上市或交易：例如約定「盡其最大努力維持台灣存託憑證與存託股票分別在台灣證券交易所及美國那斯達克（NASDAQ）證券市場之上市，或雙方同意之其他證券交易所或市場掛牌交易」。

2.提供資訊與文件予存託機構：發行公司應依發行地存託憑證相關法規或相關證交所之規定提供資訊與文件予存託機構並由存託機構辦理公告及申報。

3.儘速委任繼任之存託機構：如發行公司終止對存託機構之指定，或得知存託機構辭職後，應盡其最大努力儘速委任依法得從事存託業務之繼任存託機構。

4.存託機構對發行公司存託不同以往權利義務之股票之處理：如任何依本契約存託之發行公司股票，其權利義務不同於已存託之股票時，例如發行「無表決權之特別股」時，發行公司應立即通知存託機構，存託機構僅得於相關法令許可範圍內接受此等股票之存託，並發行「暫時」之存託憑證，而此「暫時」之存託憑證須有別於已發行之存託憑證，直到其所表彰之發行公司股票之權利義務與已發行存託憑證所表彰存託股票之權利義務完全相同為止。

5.協助存託機構取得法定文件：除法令禁止外，發行公司應合理協助存託機構為完成本契約有關現金、新股、非以現金或股票所為之分派、認購新股或其他有價證券之分派，以及有關發行公司之存託股票或資本變動所生國際存託憑證數額增減之分配，所應取得之相關登記或許可文件。

6.為履行本契約有關費用、稅捐及其他賠償責任所應採取之必要程序：發行公司應依所屬國相關規定採行所有必要之程序，包括但不限於在發行國際存託憑證年度股東會通過之必要決議，以使發行公司依法履行本契約有關負擔費用、稅捐及其他賠償責任。如發行公司尚未完成前述所有必要程序前，應洽其股東 XXX 依本契約負擔費用、稅捐及其他賠償責任。

第十九條、二十二條（註：筆者整理）

1.存託機構（或保管機構）如擬辭職，應於辭職生效日 XX 天前書面通知發行公司、保管機構與投資人（保管機構辭職則通知存託機構，由存託機構通知投資人），並以前述書面通知所載之終止日為生效日。如發行公司於前述 XX 天期間屆滿時仍未能指定繼任存託機構時，生效日得再延長 XX 天。

2.如發行公司擬終止對存託機構之指定（或存託機構擬終止對保管機構之指定），應於終止日前 XX 天書面通知存託機構及保管機構（終止對保管機構之指定則通知保管機構）。存託機構於收到上述通知後應即通知持有人。

發行公司即應任命新存託機構承繼存託事務，自新存託機構任命後，原存託機構之辭任始生效力。存託機構辭職或發行公司終止對存託機構之指定後，存託機構應提供繼任存託機構所有與任何與存託財產有關之資料及紀錄使繼任之存託機構得依本契約履行其義務。存託機構亦須交付依本契約保管之所有財產及現金予繼任之存託機構。存託機構辭職或經發行公司終止指定前，依相關法令規定所應負擔之義務外，存託機構於辭任後對發行公司或持有人不再負擔任何權利或義務。」

第二十一條

發行公司及存託機構認為適當或必要時，得隨時合意修正本契約。任何本契約之修正（除更正顯然之錯誤外）應由存託機構依本契約之規定通知持有人。惟任何增加持有人費用之修正（除本契約另有規定外），或其他存託機構認為會重大損害持有人利益之修正，應於通知到達後 XX 日屆滿時生效。在前述 XX 日之期間內，任一持有人除存託契約另有規定外，得毋須支付本契約規定之費用予存託機構，而請求出售或兌回存託財產。前述修正生效時，繼續持有國際存託憑證之持有人視為已同意上述影響其權利之修正，應受本契約之拘束。任何損及持有人依本契約出售或兌回存託財產權利之修正皆屬無效。

附錄(二)新加坡福雷電子發行台灣存託憑證保管契約

第三條

存託機構應擔保所有交付並存託於保管機構之股票為真正，並且無股款未全額付清或質借等權利瑕疵情形。並且，存託機構應負完全交付義務，其應交付或促使發行公司交付任何依法令規定或實務上須具備之證書或其他證明文件與保管機構，以便保管機構得合法接受股票寄存及得依存託機構之書面指示自保管帳戶中兌回與出售股票。另外，在可能發生的買方未支付價金之違約交割風險下，保管機構並無為保管帳戶下之股票執行收付款項之義務，此時，應由存託機構追討應收款項。

存入保管帳戶中股票有最大存託額度（以下簡稱「存託額度」），此額度應由存託機構告知保管機構，除在下列情事外，保管機構應依約定不得接受超出存託額度之股票：(i)因發行公司股票分割（split）或發放股票股利而存託股票，此時存託額度應為相對調整；(ii)存託機構在現金增資時以書面指示請求寄存股票或依存託契約規定之存託通知。

註 釋

註二八：依信託利益是否歸屬於委託人本身可分「自益信託」與「他益信託」，前者係委託人為自己利益而設定信託，兩者之區別實益在於有關信託之終止，自益信託之委託人或其繼承人得隨時終止，而他益信託之委託人則須與受益人共同為之始可（參閱我國信託法第六十三條第一項與第六十四條第一項），但此限制可以特約排除之。而「公益信託」即為他益信託之典型，其區別係以信託目的是否具有公益性（如慈善、文化、學術、技藝、宗教、祭祀等公共利益）（參閱我國信託法第六十九條以下規定）。參閱賴源河、王志誠合著，<<現代信託法論>>，台北，五南圖書出版，第二版（1997年12月），頁29-30。

註二九：有關證券信託制度與證券代理制度之異同，可歸納分述如下：(1)本質上之不同：信託制度下，受託人依信託契約接受財產權轉讓，以自己名義依信託目的就信託財產為一定管理處分，權限較代理人為大，且受益人毋庸對受託人行為所生義務負責；代理人係以本人名義，對外所為合法行為之法律效力直接對本人發生效力，代理人依本人指示為業務處理者，對此所生法效果本人應負責。(2)受託人係為證券持有人（受益人）之利益監督發行公司，並管理、行使信託證券上權利；代理人則為發行人之代理，非代理證券持有人。但代理人受發行人委託並授權處理股務必然係基於相互信賴關係，就此點很類似於受託人與受益人間之信任關係，然而，受託人負有較代理人為嚴格且複雜之忠誠義務。

註三〇：在早期證券交易尚未無實體化前，兩交易場所之地理距離與證券實體搬運可能帶來毀損或失竊之風險常成為跨國發行之阻礙，故證券以不移出境外為原則。在現今電腦網路科技發達之幫助下，證券無實體化發行交易已成為可能，但

如有實體證券存在，仍以不出境為原則，國內投資人仍僅能以帳簿劃撥方式持有外國股票。

註三一：1.分工合作：存託機構與保管機構共同係為投資人利益，受託管理投資人共同出資購買組成之存託股票（財產），為憑證持有人利益決定並執行有關處分存託股票（財產）、行使存託股票上權利（包括表決權、新股認購權、股利分配請求權等）與監督發行公司財務狀況等權限，以及其他存託憑證之製發、換（補）發、憑證兌回存託股票（財產）等事務，為配合專業分工與經濟效益之考量，而將決策與事務性執行工作分別交由存託機構與保管機構執掌。以及 2.避免詐欺背信情事發生：使有管理決策權之存託機構因無存託股票（財產）（之持有而無法為己所用，有名義上所有權之保管機構因對該存託資產無管理權而無法恣意處分，藉以保障投資人權益。

註三二：附錄ㄚ新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第三條。

註三三：附錄ㄚ新加坡福雷電子發行台灣存託憑證保管契約第三條。

註三四：美國 1933 年信託契約法第 310(a)(1)(2)條規定：「需為一公司組織，且依美國州、地區或哥倫比亞特區之法律，從事商業行為，或受聯邦、州、地區或哥倫比亞之監督或檢查，另其資產與盈餘之和須維持在十五萬美元之上。」

註三五：例如「a.雙重發行（Dual Trusteeship）：以為債務人（發行）公司所發行其他債券之受託人，再為其受託人（trustee serves as trustee under other in debentures of the obligor）。惟後一信託契約為證券抵押契約（Collateral Trust Indenture），而其擔保物係一前一信託契約所發行之債券；或債務人為經營不動產公司，其實質上之資產均以已供擔保，而前後二信託契約之擔保，分別由不同部份之不動產所構成者，不在此限（§310(1)）；

b. 受託人或其董事或其他執行業務之人，為債務人或債務人之承銷人（§310(2)）；

c. 受託人與債務人及其承銷人間有直接、間接與共同控制之關係（trustee control or are controlled by the obligor or its underwriter）（§310(3)）；

d. 受託人之董事或其他執行業務之人，亦為債務人或其承銷人之董事、其他執行業務之人員、受僱人。惟如受託人公司有逾九人以上之董事，其中一人得重複（overlap）（§310(4)）；

e. 債務人或任何其董事或其他執行業務之人，持有受託人公司有表決權證券達 10%，或二個具上開資格者持有 20%之有表決權證券（§310(5)）；

f. 受託人擁有債務人公司有表決權證券達 5%，或債務人或其承銷人其他證券達 10%者（§310(6)）；

g. 受託人擁有債務人公司之母子公司（persons controlling or controlled by obligors）、或對債務人公司擁有 10%以上表決權證券之公司（persons owning 10% or more of the obligor's voting securities）之表決權證券達 5%以上者（§310(7)）；

h. 受託人擁有任何持有債務人公司表決權證券達 50%以上之人（any person who, to the trustee's knowledge, owns 50% or more of the obligor's voting securities），其任何證券達百分之十以上者（§310(8)）；

i. 受託人持有上述 f-h 所述之人任何證券合計達 25%以上，而有代表資格，將與上述 f-h 之人有利益衝突者（trustee own an aggregate of 25% or more of any class of securities in a representative capacity where beneficial ownership would constitute a conflict of interest under (6), (7), or (8) above）（§310(9)）。」

註三六：參考證券投資信託制度中，證券投信機構與保管機構間亦係以信託關係架構，購買受益憑證之投資大眾成為該信託關係中之受益人。

註三七：附錄 4 新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第十七條。

註三八：日本擔保信託法第六十九條。

註三九：參閱陳麗玲，前揭論文，頁 129。

註四〇：參考比較日本擔保信託法第六十八條。另外，限制受託人為利益衝突行為之情形，可參考美國 1939 年信託契約法第三百十五條規定。

註四一：日本擔保信託法第九十五條第一項。

註四二：See Hazon, Thomas Lee, "Debt Securities and Protection of bondholders-the trust indenture Act of 1939" in THE LAW OF SECURITIES REGULATION, pp.562-563，轉引自陳麗玲，前揭論文，頁 131。

註四三：歸納受託人辭任之原因，有下列三點：(1)發生信託契約所訂之辭任理由；或(2)經證券持有人（投資人）會議之同意；發生上述(1)、(2)之情形時，受託人應指定承繼信託事務者（但承繼者為外國人者，須經國內主管機關許可），而信託事務之承繼以經委託人（發行公司）、原受託人與承繼受託者以契約合意，經向主管機關申報且對投資人通知（或公告）後，始生承繼信託之效力；以及(3)受託人以不得已之事由提出辭任，經主管機關核准者，承繼之效力以核准日起生效，毋須再簽訂承繼契約書，惟此時仍應對投資人為公告或通知。

註四四：實務上關於存託機構（或保管機構）之辭職及發行公司終止對存託機構之指定（或存託機構終止對保管機構之指定）均在存託契約中約定。參閱 附錄（一）新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第十九條、第二十二條。

註四五：例如在公司債發行中最常見者為：對擔保之追加與變更、公司債總額之減少、對債務人公司課以額外之限制、以及對基本契約條款之修正等補充條款。

註四六：附錄（一）：新加坡福雷電子發行台灣存託憑證之存託契約第二十一條。

註四七：但如依相關法令，存託機構、保管機構或其指定之人不得就國際存託憑證所表彰之存託股票，於相關股東會議中依存託契約規定行使其表決權，發行公司應儘快通知存託機構該等情事，且存託機構、保管機構或其指定之人於此情形即不得行使表決權（當次會期）；發行公司與存託機構應儘速修改存託契約有關規定，使上述人等得於其後之股東會議，以合於相關法律之方式行使其表決權。

註四八：就此點似可比較契約型證券投資信託架構中，有關受益憑證持有人行使基金持股之表決權之規範。基金經理公司（證券投信事業）運用基金所購入之證券，依證券投信管理法令與契約規定，應登記為「基金保管機構名義下某證券投資信託基金專戶」，法律架構上極為相同。

註四九：參閱王文字主持，證券投資信託事業行使表決權法制之研究，行政院研究發展考核委員會委託研究計畫，台北（1996年5月），頁51以下。

註五〇：Wood, op. cit., p.178.

註五一：Id. at p.180.

註五二：例如，如股東會係以舉手方式表決，存託機構、保管機構或其指定之人就所有存託股票所表彰之表決權數，依持有人指示就該議案以舉手方式進行表決。如係以投票方式表決，則就每一持有人持有台灣存託憑證所表彰存託股票所賦予之表決權數，依持有人寄交投票指示書所載之指示，就相關議案分別填寫投票單；但有關持有人未寄交投票指示書部份之表決權數，存託機構、保管機構或其指定之人不得就相關議案填寫投票單。