

【專題一】



淺談國際間對雙掛牌之監理規範 與實務運作

鍾函芳（證期局專員）

壹、前言

隨著全球證券交易市場的蓬勃發展，愈來愈多的國內外企業希望尋求在我國及外國證券交易所雙掛牌的可能性，藉以因應資本市場之快速變化，選擇較為有利之資本市場進行籌資。

探究我國法制，我國上市（櫃）公司至海外資本市場雙掛牌（duo-list）之途徑主要有二，一是透過發行存託憑證，另一是以原股至海外市場雙掛牌。就我國而言，以原股至外國證券交易市場掛牌，雖有證券交易法所授權訂定之「發行人募集與發行海外有價證券處理準則」第 29 條所揭示之可能性，惟實務上並無任何案例；另一方面，亦無外國公司以原股同時在我國及外國證券市場交易之案例。但以原股在我國掛牌，並在海外以存託憑證或轉換公司債券掛牌者，或以原股在外國證券交易市場掛牌，並在我國發行臺灣存託憑證掛牌者，所在多有。至於將不具股權性質之普通公司債券在兩個以上證券交易市場掛牌者，則較為常見。

我國上市（櫃）公司不論以原股至外國交易所主板或非主板雙掛牌，除涉及兩交易所是否已簽約合作外，亦涉及諸多法律層面議題，故有需要進一步探究其可行性，以健

全我國證券交易市場。

貳、雙掛牌之各國法制分析及實務運作

一、美國

(一) 概述

無論是本國或外國發行公司在美國公開募集有價證券，除私募有價證券、對外國投資人募集有價證券等依法可豁免外，均須先向美國證券交易委員會辦理登錄（registration）。而依外國法成立之外國發行公司如同時在美國及其他地區證券交易所掛牌，在已遵循其註冊地國法規的前提下，得豁免某些義務，如欲使有價證券在紐約證券交易所或那斯達克掛牌上市，須符合其所定相關規範，包含公開流通之股數、股價、股東人數、營業淨利與其他財務指標等量化條件，以及與公司治理有關之質化條件。

據紐約證券交易所之統計，116 家於紐約證券交易所掛牌之亞太地區外國發行公司中，有 103 家是發行美國存託憑證或美國存託股票（以下統稱 ADR），顯示亞太地區之外國發行公司較偏好發行 ADR，而非直接以普通股掛牌，原因係 ADR 透過存託銀行代理發行、執行掛牌程序，毋須於美國備置股東名簿，作業程序更為便捷且作業成本降低。再者，ADR 之掛牌規費亦低於普通股，如紐約證券交易所收取發行費用係以發行 ADR 之單位數計價，若以 1 單位 ADR 表彰複數股數，減少發行總單位數，將大幅減少發行費用¹。

(二) 以股票形式在美國掛牌

按美國聯邦證券法規，外國發行公司如有下列情形，應就其所發行之有價證券向美國證券交易委員會辦理登錄：

1. 該外國發行公司擬在美國公開募集有價證券；
2. 該外國非公開發行公司擬將特定類別有價證券於美國證券交易所掛牌或登錄櫃檯買賣；

¹ 節自財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心、臺灣證券交易所，我國上市櫃有價證券至海外證券市場雙掛牌之可行性研究，109 年 11 月 26 日，頁 5。

3. 該外國發行公司全球資產、全球或美國股東人數達一定規模：(1) 該外國發行公司於前一會計年度之資產總額超過 1,000 萬美元；(2) 全球持有該外國發行公司權益性證券達 2,000 人以上，或全球持有該外國發行公司權益性證券之非合格投資人達 500 人以上；或 (3) 美國居民持有該外國發行公司權益性證券者達 300 人以上。

然而，按美國證券法 12g3-2(b) 規定，外國發行公司若同時符合下列三項條件，得豁免依前開規定辦理登錄：

1. 該外國發行公司按美國證券交易法第 13 條第 (a) 項規定，無須申報 10-K 年報與 10-Q 季報，且按同法第 15 條第 (d) 項，無須申報 8-K 重大訊息報表；
2. 該外國發行公司所發行之該有價證券於美國境外之一個或數個證券交易所掛牌，且其交易量達全球交易量之 55% 以上，構成主要交易市場；
3. 該外國發行公司透過自己網站或在其主要交易市場對公眾之電子資訊揭露平台，以英文揭露下列資訊：(1) 按該公司註冊或所在地之法規已（應）公開者；(2) 已（應）向該公司在其有價證券主要交易市場之主要掛牌交易所申報，且經該交易所公開者；(3) 已（應）對其有價證券持有人揭露者。

美國證券交易委員會允許外國發行公司適用其他國家地區之管制標準，而僅須遵循部分美國法規，具體來說，對外國發行公司採行以下規範原則：

1. 編製財務報表得適用美國一般公認會計原則（US GAAP）、國際財務報標準（IFRS）或該公司註冊地所採用而能與美國一般公認會計原則、國際財務報標準相容之會計準則²。
2. 得不適用美國證券交易法準則 3a12-3(b) 關於代理人之規範。
3. 內部人得不適用美國證券交易法第 16 條第 (a) 項規定申報實質受益人報告，亦不適用同法第 16 條第 (b) 項關於短線交易之規範。

2 美國於 2020 年 12 月 2 日通過「外國公司問責法」（Holding Foreign Companies Accountable Act），主要規範其一是外國發行公司若連續 3 年未能滿足美國公開發行公司會計監督委員會（PCAOB）對會計師事務所之檢查要求，美國證券交易委員會應禁止該公司證券於證券交易所交易；二是外國公司應揭露其是否由外國政府所擁有或控制（包括外國政府在該公司持有的股份百分比、公司董事會成員中是否有政府官員等）。

4. 申報相關資訊時，得採用自製報告之形式。
5. 登錄公開募集有價證券，得豁免適用美國證券交易法相關規定。

表一、美國本國與外國公司法令遵循義務之差異

類別	本國發行公司	外國發行公司
申報義務	<ul style="list-style-type: none"> • 10-F 報表（含經會計師簽證之年度財務報告） • 10-Q 報表（含經會計師核閱之季度財務報告） • 8-K 報表，揭露下列重大資訊 <ul style="list-style-type: none"> – 締結或終止重大契約 – 承擔直接財務負擔 – 分派股息、股利 – 變更董事、經理人或處分營業或資產 – 變更公司登記或章程 – 變更簽證會計師 	<ul style="list-style-type: none"> • 20-F 報表（含公司營運年報）。 • 6-K 報表（含公司按其註冊地及其他上市地法規應揭露之資訊；包含於第 2 季結束後 6 個月內應提交未經簽證之半年度財務報表）。 • 實務上公司仍會申報季度財務報表，但公司並無申報季度財務報表之義務。
內部人持股管理	<p>公司董事、經理人、直接或間接持有各類別已發行股份總數 10% 股份之股東，皆應於該大量持有或持有股數變動之日起 2 日內通知美國證券交易委員會³。</p>	<p>無相關要求。</p>
公司治理	<ul style="list-style-type: none"> • 獨立董事須占董事會多數席次。 • 設置審計委員會，且均由獨立董事組成，具備財務知識，至少 1 人為財務專家。 • 設置薪酬委員會，且均由獨立董事組成。 • 設置提名暨公司治理委員會，且均由獨立董事組成 	<ul style="list-style-type: none"> • 僅須遵循註冊地相關法規，獨立董事人數無須占董事會多數席次 • 須設置審計委員會，惟其組成或運作程序，得依各該公司註冊地法規之規定 • 須設置薪酬委員會

3. 實務上，多由公司代為揭露前開資訊。

類別	本國發行公司	外國發行公司
	<ul style="list-style-type: none"> • 制定商業經營守則、道德與公司治理相關內部規範。 • 公司發行股份數達 20% 以上時，應事先取得既有股東同意，除非採高度分散發行之方式為之。 	<ul style="list-style-type: none"> • 須設置提名暨公司治理委員會 • 制定商業經營守則、道德與公司治理相關內部規範，惟其內容得依註冊地法規之規定。

(三) 以存託憑證形式在美國掛牌

紐約證券交易所要求發行美國存託憑證（ADR）之外國公司應有承銷商保薦，並與美國存託銀行締結存託協議，並提交紐約證券交易所審查。外國發行公司與美國存託銀行締結存託協議，約定將擬於美國發行 ADR 之股份，存託在美國存託銀行，美國存託銀行則發行以美元計價之等值 ADR，表彰存託之股份。美國存託銀行係代表外國發行公司於美國證券交易所發行 ADR，以供投資人於美國證券交易所買賣該美國存託憑證。

ADR 分為參與型（sponsored）及非參與型（unsponsored），參與型 ADR 是由外國發行公司與美國存託銀行簽訂存託契約而發行的存託憑證，表示外國發行公司透過存託契約對美國投資人完全負責，並負擔發行相關之會計、律師與行政費用。投資人持有參與型 ADR，將定期收到財務報告，相較於非參與型存託憑證，投資人的保障較高。非參與型 ADR，一般由投資銀行在境外購得外國公司已發行之有價證券後，將其存入當地保管銀行，再委託美國境內存託銀行發行，而該外國公司完全沒有參與發行，故原則上無法讓外國發行公司對非參與型存託憑證之發行或募集負責，故非參與型 ADR 不得在美國主要證券交易所上市，僅能在美國次級市場（over-the-counter market）上流通，因此，對非參與型 ADR 登錄之審查程序也較為簡化。

表二、參與型及非參與型存託憑證比較

類型	參與型存託憑證	非參與型存託憑證
表彰之原有價證券	新股或老股	老股
資訊揭露	在發行期間依掛牌交易所規定揭露財報等相關資訊	無須額外資訊揭露
發行及存續期間之費用	由發行公司(新股)或原股東(老股)負擔;存託銀行及保管機構之費用由發行公司負擔	由存託銀行負擔,但會轉嫁至投資人
發行功能	籌資功能(新股)流通功能(老股)	流通功能,無籌資效果

二、日本

(一) 概述

日本東京證券交易所對外國上市公司雙掛牌之審查標準及交易方法,除考量該外國上市公司之註冊地法特性或為維持日本證券市場穩定運作而設置若干特別規定外,與日本本國企業上市之審查機制大致相同。有關外國上市公司股東權益、股東會、經營組織等之事項,原則係依註冊地法,但在註冊地法允許之範圍內,日本可要求其配合日本之規定調整。在無法妥善調整的情況,將考量依註冊地法運作是否仍能有效達成相同規範目的,以決定是否給予豁免;於無法豁免之情形,則無法准其上市。

現況而言,外國上市公司以原股同時在日本上市(櫃)之情形可謂非常稀少(上市及上櫃各僅一家)。另一方面,日本上市公司在外國證券市場掛牌的情形也似乎不如一時之盛行。近年來亦不乏日本知名企業在外國證券市場申請下市之案例⁴。

(二) 以股票形式在日本掛牌

雙掛牌之義務方面,東京證券交易所針對在日本上市之外國公司,亦有若干針對資訊揭露之特別規範,概要如下:

4 例如 2013 年 7 月, Kubota 從紐約證券交易所下市; 2015 年 4 月, Konami 從紐約證券交易所下市。

表三、日本有關資訊揭露之特別規定

規定性質之區分	規範主要內容	
東證有價證上市場 規程之一般規定	公司相關資訊	應揭露股份認購之募集、減資、股份之分割或合併、公司合併、公司分割、解散、業務合作、固定資產之出讓或取得、業務之全部或一部之休業或停業、破產等之聲請、代表人異動、裁員、簽證會計師之異動、變更章程等之資訊，共 73 項目。
	其子公司等之 相關資訊	應揭露公司合併、公司分割、解散、業務合作、固定資產之出讓或取得、業務之全部或一部之休業或停業、破產等之聲請等之資訊，共 33 項目。
	年度財務報告 及季報	年度財務報告、季報，或合併年度財務報告或季報之揭露。
東證有價證券上 場規程之特別規 定	本國法令之變 更	對股東或公司有重大影響之本國公司法制度相關法令等經變更時，應立即揭露。
	對股份流通有 重大影響之事實	針對在外國發生而對該公司股份之流通有重大影響之事實，應立即揭露。
金融商品取引法 之特別規定	以英文版之文 件提交申報書 或報告書	提交有價證券申報書或報告書時，在符合一定條件時，該外國公司得以英文文件提交（但應同時附上其概要之日文翻譯本）。

（三）以存託憑證形式在日本掛牌

在東證有價證券上市場規程之體系中，有關重複上市之規範，不僅適用於外國公司原股於東京證券市場上市之情形，亦適用於外國公司之原股在外國市場上市後、其股票存託憑證在東證上市，以及外國公司之股票存託憑證在外國市場上市後、其股票在東證上市之情形。再者，日本上市公司在日本國外發行存託憑證，與日本上市公司在日本國內發行股票或存託憑證（包括外國公司在日本以原股或存託憑證上市之情形），亦適用相同規範。

另日本似未允許外國公司在當地發行非參與型存託憑證，亦未允許上市公司股票在日本國外發行非參與型存託憑證。

三、新加坡

(一) 概述

若外國證券交易市場掛牌之股票或存託憑證在新加坡流通，即屬在新加坡公開發行有價證券，應按規定向新加坡金融管理局申報並提出公開說明書。持股 5% 以上股東將股票交存託銀行在海外發行非參與型存託憑證，仍受持股 5% 以上股東轉讓持股之限制。涉及董事會之部分，亦有董事受託義務 (fiduciary duty) 之規範。新加坡交易所上市手冊並未明定雙掛牌公司得豁免遵循上市規範之條件，但觀察新加坡交易所審查雙掛牌之案例，仍可發現新加坡交易所實際上有基於個案事實豁免發行公司遵循部分規範之裁量權限。

2020 年 7 月，新加坡交易所與美國 Nasdaq 簽訂合作備忘錄，簡化兩地雙掛牌之上市流程及規範，在新加坡交易所第二上市的公司，可利用公司在美國證券交易委員會登錄以及在 Nasdaq 第一上市所申報的資訊，僅須遵守新加坡要求上市公司在公開說明書的必要揭露即可。

(二) 以股票形式在新加坡掛牌

在新加坡第二上市之發行公司，必須符合下列條件：(1) 至少於全球有 500 名股東。若新加坡交易所與第一上市交易所沒有股份跨境移轉之機制，則該公司必須至少於新加坡有 500 名股東或至少於全球有 1000 名股東；(2) 其財務報表編製原則為新加坡財務報告標準 (SFRS)、國際財務報標準 (IFRS) 或美國一般公認會計原則 (US GAAP)；及 (3) 章程須符合上市手冊之要件。

對於申請在新加坡第二上市之發行公司，新加坡交易所將視其第一上市地是否為高度發展市場，如係高度發展市場，基於較完善法律架構、執行程序、對股東權利保護與公司自利之要求，而監理風險較低，通常將認定該等公司能符合新加坡交易所第二上市條件，不必遵循上市手冊之額外規範。

第二上市發行公司於上市後應負下列義務：(1) 維持股票於第一上市交易所之掛牌地位並遵循第一上市地交易所相關規則；(2) 在對第一上市交易所提交資訊時，亦同時以英文對新加坡交易所提交相同資訊；(3) 公告主要股東持股比例與持股比例之變動，並同步遵循第一上市交易所關於公告主要

股東持股比例的相關規定；(4) 將第一上市交易所要求之公司年度報告與附件以英文版提供予新加坡交易所，若公司年報非以英文編製，則應提供翻譯版本；(5) 公司應選擇有相關專業與經驗之股票保管機構，若更擬換股票保管機構應事先取得新加坡交易所核准，並公告。

(三) 以存託憑證形式在新加坡掛牌

新加坡交易所設有美國存託憑證與全球存託憑證之交易機制，提供外國發行人於新加坡募集資本，且允許新加坡投資人參與之便捷管道。

1. 美國存託憑證 (American Depositary Receipt, ADR)

NASDAQ 與新加坡交易所於 2010 年 10 月 1 日共建國際證券版 (GlobalQuote board, 下稱 GlobalQuote)，使投資人獲取美國存託憑證報價資訊，投資人得於 GlobalQuote 交易美國存託憑證 (GlobalQuote 並未提供募集資金之服務，於 GlobalQuote 流通之美國存託憑證仍由美國監理機關負責監理)。投資人於新加坡開設交易帳戶後，得買賣外國公司所發行的美國存託憑證⁵。

2. 全球存託憑證 (Global Depositary Receipt, GDR)

新加坡交易所允許全球存託憑證在其主板掛牌交易，只有機構投資人、合格投資人，及證券暨期貨法第 274 條、第 275 條所列舉之投資人 (合稱受指定投資人) 得交易全球存託憑證，一般散戶投資人並不得參與交易。

全球存託憑證之發行人須持續遵循新加坡交易所制定之規範，主要義務如下：(1) 維持原證券於第一上市交易所持續掛牌，並遵循該交易所之規範；(2) 提供予第一上市交易所之資訊，皆須以英文同時提供予新加坡交易所；(3) 得依照外國交易所之規範揭露主要股東對發行公司之利害關係、變動比例或發行公司從第三人接收到關於主要股東利害關係之通知；(4) 依照外國交易所之規範，將應提交之年度營運報告與附件資料，同時以英文提交新加坡交易所；(5) 發行公司如變更存託機構，應事先取得同意，並於新加坡交易所公告變更存託機構之訊息。

5 觀諸 GlobalQuote 市場掛牌交易實務，ADR 均係以美金計價。

四、香港

(一) 概述

香港提供兩地主要上市（dual primary listing）與第二上市（secondary listing）二種方式，前者係指二地同時掛牌，後者則為先在其他上市地掛牌、後在香港上市掛牌。雙掛牌公司之註冊地或管理或控制中心地之主管機關與香港須有管制合作機制⁶，須註冊於經認可司法管轄區（Recognized Jurisdiction）或可接受司法管轄區（Acceptable Jurisdiction），並遵循一切未經香港交易所豁免之條件與義務。香港承認香港、中華人民共和國、開曼群島及百慕達為經認可司法管轄區，在該等地區註冊的公司具有香港交易所要求的股東保護標準，並具有上市資格。此外，香港交易所承認奧地利、澳大利亞等地區⁷為可接受司法管轄區，在該等地區註冊的公司具有與香港同等的股東保護標準，不需提供有關主要的股東保護標準的詳細說明。

於香港交易所上市之公司，除遵循註冊地之規範外，尚須遵循香港《香港公司條例》（Companies Ordinance）、《證券和期貨條例》（Securities and Futures Ordinance）、《收購守則》（Takeover Code）等規範，並符合交易所關於公司上市的規定。於香港交易所雙掛牌上市之公司，應遵循香港交易所保護投資人之規定，通常情況下，因為第二上市公司已受第一上市地規範，故香港交易所給予第二上市公司較大的豁免範圍，而就欲爭取豁免條件之公司，香港交易所一般會要求該等公司有較高市值、於主要上市地之持續遵法之紀錄，且主要上市地交易所對股東保護與公司治理之要求有較佳之聲譽。

(二) 以股票形式在香港掛牌

發行公司於香港交易所雙掛牌，除須符合一般性規範外，應額外符合《海外公司上市聯合政策聲明》規定之要件。香港交易所審查時，會將公司註冊地、經營及控制中心地納入考慮，公司須說明前開地區之相關法規與公司章程等文件，符合香港對於股東之保護標準。

6 尋求第二上市公司之「重心」若位於大中華地區（註冊成立於中國、管理或控制中心地位於中國、經營活動位於中國、具控制權股東為中華人民共和國公民或居民），則香港交易所將不予核准第二上市。

7 尚有巴西、英屬維京群島、加拿大艾伯塔省、加拿大不列顛哥倫比亞省、加拿大安大略省、塞浦路斯、英格蘭和威爾士、法國、德國、根西島、印度、愛爾蘭、曼島、以色列、義大利、日本、澤西島、大韓民國、馬來西亞納閩、盧森堡、荷蘭、俄羅斯、新加坡、美國加利福尼亞州、美國德拉瓦州和美國內華達州等。

公司欲於香港雙掛牌，其管理或控制中心地證券監理機關須具備以下條件：(1) 該地證券監理機關簽署國際證券管理機構組織之多邊資訊交換合作備忘錄（IOSCO MMOU）；(2) 該地證券監理機關與香港證監會締結雙邊資訊交換與執法互助協議。判斷公司管理或控制中心地，係以下列事項為考量因素：(1) 公司高階經理人管理公司營運活動之地點；(2) 公司簿冊資料存放地點；(3) 公司主要營運地或資產所在地。按《海外公司上市聯合政策聲明》，於前開條件未符合之情形，香港交易所仍得經香港證監會核准，例外允許公司兩地主要上市或第二上市。

香港交易所核准在香港兩地主要上市或第二上市公司豁免遵循部分《上市規則》之要求。其中，第二上市公司甚至就部分豁免資格，得不經申請，而自動取得，分析如下表：

表四、香港交易所核准雙掛牌之豁免事項

上市規則	兩地主要上市	第二上市
公司董事就公司遵循上市規則，承擔全部責任。	沒有豁免。	如果公司沒有董事會，則同等理事機構的所有成員必須承擔上市規則的全部責任。
董事應遵守董事買賣證券之相關規範，任何違反該標準的行為將被視為違反上市規則。	沒有豁免。	自動豁免。
須設置由非執行董事組成的審計委員會，由至少三名成員組成，至少一位具有會計或財務管理專長。	沒有豁免。	自動豁免。
財務報告須由符合《專業會計師條例》所定資格之註冊且具備獨立性之會計師所編製。	編製公司會計報告之人如不具備香港註冊會計師資格者，若符合下列條件，經證監會具豁免證明書，得為香港交易所接受：(a) 編製會計報告之人具有國際聲譽；(b) 編製會計報告之人是公認會計師團體的成員；且 (c) 公司受到 IOSCO MMOU 簽署會員的證券監理機關的獨立監督。	
任何類別的公開發行股份至少皆必須有 25% 由公眾持有。	沒有豁免。	參照上市規則 19.31 豁免規定。

(三) 以存託憑證形式在香港掛牌

香港交易所不允許非參與型存託憑證上市，並僅允許存託憑證在主板上市，其掛牌、管理、交易與結算應適用一般上市規則規範，並應另外遵循上市規則第 19B 章之規定。

發行人於香港發行存託憑證前，應先取得公司註冊地相關監理機關之核准，存託機構須係經香港交易所認可並監理之金融機構。存託機構將為存託憑證持有人之利益，持有發行人之股份。發行人得以發行新股或以原股參與發行存託憑證，且存託憑證持有人得以存託憑證自由兌換為相應之股份。

發行人無須於香港存放存託憑證持有人之名冊，但發行人應確保存託憑證係由合格憑證代理機構辦理登記、過戶事宜。存託憑證必須於代理機構登記，始得於香港交易所交易。按上市規則之規定，發行人應確保存託機構之適格，於變更存託機構或保管機構前通知憑證持有人，並就存託協議書之實質變更取得持有人事前同意。存託憑證之清算、交割程序比照股份之清算、交割。

參、結語

一、各國雙掛牌制度比較

國家 議題	美國	日本	新加坡	香港	臺灣
是否允許 雙掛牌	允許	允許	允許	允許	允許
是否允許 外國非參 與型存託 憑證掛牌	限店頭市場交 易	不允許	無禁止規定	不允許	允許
資訊揭露	比照本國公 司，惟符合特 定要件之外國 公司可豁免部 分揭露義務	除比照本國公 司外，尚有外 國公司之特別 揭露義務	除比照本國公 司，尚有外國 公司、第二上 市公司特別揭 露義務	比照本國公 司，若執行困 難，可採經證 券交易所同意 之替代方法	比照本國公 司，亦有針對 外國公司、第 二上市公司之 特別規範

國家 議題	美國	日本	新加坡	香港	臺灣
股票持有人資訊之取得	股務代理機構得在有正當理由需要時，隨時經由與集保機構、存託機構的資訊串聯系統，作成股東名簿	股務代理機構得在有正當理由需要時，隨時經由三方資訊系統匯出股東資訊，作成股東名簿	股務代理機構得在有正當理由需要時，隨時經由與集保機構、存託機構的資訊串聯系統，作成股東名簿	股務代理機構得在有正當理由需要時，隨時經由與集保機構、存託機構的資訊串聯系統，作成股東名簿	僅於集保機構認為有所謂法令依據之具體情況，方能提供股票持有人資訊
申報大股東持股資訊義務	申報義務人為大股東；實務上多由公司申報	申報義務人為大股東，違反者處罰鍰	申報義務人為大股東及公司，違反者可能有刑責	申報義務人為大股東，違反者可能有刑責	大股東、公司皆有申報義務，違者處罰鍰
外地股東權之行使	股東可以委任代表人或視訊方式參與股東會議及表決	股東得寄送書面表決意見予股務代理機構，或委任代理人出席股東會	由集保機構委任實質股東為代理人，使實質股東得以代理人名義參加該公司股東會、行使表決權	海外股東可以視訊參與股東會、行使表決權	指定本地代理人（保管銀行）出席股東會、行使表決權；實質股東可以分別行使表決權
股票之兩地移轉機制	投資人透過股務代理機構移轉兩地集保機構存放的股票	可與海外集保機構建立 SWIFT 系統連線，發行公司應股東指示，代為辦理兩地集保機構間的股票劃撥	投資人指示股務代理機構將股份由保管機構提出，移轉另一地股務代理機構，再由另一股務代理機構存入該地保管機構	投資人指示股務代理機構將股份由保管機構提出，移轉另一地股務代理機構，再由另一股務代理機構存入該地保管機構	兩地集保機構得互在對方開戶，在兩地同步辦理帳簿劃撥，或透過保管銀行辦理。投資人指示開戶券商接洽集保機構移轉股份

國家 議題	美國	日本	新加坡	香港	臺灣
存託憑證 終止上市 時是否有 回購義務 機制	無，除非公司 與存託機構在 協議中有約定	無	強制或自願終 止上市皆有	自願終止上市 才有	強制或自願終 止上市皆有

資料來源：財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心、臺灣證券交易所，我國上市櫃有價證券至海外證券市場雙掛牌之可行性研究。

二、結論及建議

檢視國外規範，美國、日本、新加坡、香港、及我國在法規及政策面原則允許原股雙掛牌，惟實務上，除北美、歐盟等金融高度整合市場外，以存託憑證在他國掛牌情形更為普及，乃因存託憑證無論就發行程序、股東權行使、兌回機制等均較原股雙掛牌有較低成本及較高效益。鑒於存託憑證甚為投資人熟悉與接受，且中介服務機構、股東權益保障、兩地兌回機制均相當成熟，發行成本較低，在募集資金、延攬營運地人才、提高知名度以建立供應體系與經銷體系等效益相較原股亦無明顯劣勢之情況下，推動原股雙掛牌取代以股票、存託憑證雙掛牌的實益，似不明顯。

至或有外界建議開放臺灣上市（櫃）公司大股東以老股在海外掛牌或發行非參與型存託憑證掛牌之可行性一節，考量大股東以老股在海外雙掛牌或發行非參與型存託憑證掛牌，可能形成證券交易法第 22 條之 2 對大股東持股轉讓限制之破口，影響經營權穩定，也有陸資管制不易之困擾⁸，似宜審慎評估開放大股東以原股在海外發行非參與型存託憑證之可行性及妥適性。

最後，我國資本市場具有科技業集中掛牌之群聚效果，對部分海外投資人具有相當吸引力，然基於成本考量或當地法令規範限制，許多海外投資人無法直接投資我國上市（櫃）公司，因此，雙掛牌機制除可提供海外投資人投資我國上市（櫃）公司之管道外，對我國上市（櫃）公司而言，亦可藉此提升海外知名度而有助於國際業務之推展。透過對各國雙掛牌制度及實務面之研析，無論是對於外國企業至我國雙掛牌、或本國企業赴海外市場雙掛牌之制度精進與設計，應能有所助益。

⁸ 節自財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心、臺灣證券交易所，我國上市櫃有價證券至海外證券市場雙掛牌之可行性研究，109 年 11 月 26 日，頁 157-159。