

【專題一】

臺灣存託憑證發展外界關注議題



高珮菁 (證交所專員)

壹、緣由

2009 年至 2010 年 2 月底，計新增 12 家臺灣存託憑證 (TDR) 上市，已申請尚未掛牌者計 4 家，更有許多企業積極規劃中。相較 2003 年 9 月泰金寶上市後 5 年來未有新增企業而言，2009 年表現著實亮麗。為利 TDR 市場持續擴展，吸引優質海外企業來臺 TDR 掛牌，增加投資人優良之投資標的，爰彙整新政策開放以來 TDR 外界關注議題，作為改善依據並供各界參考。

貳、外界關注議題

一、原股溢價情形

據統計，2009 年來自香港交易所的 9 家企業中，2008 年原股週轉率皆不及大盤週轉率 (如表一)，在 2009 年初，有 5 家本益比遠不及香港大盤平均數。由於香港投資人較注重地產、金融業，不若台灣以電子族群為焦點，因此容易造成特定產業在港股較受冷落。

表一 TDR 原股之本益比及週轉率

	公司簡稱	2009 年初本益比	2008 年週轉率	2009 年底本益比
1	康師傅	33.47	20.43%	53.17
2	新焦點	19.87	4.32%	64.36
3	聖馬丁	16.02	2.38%	39.45

	公司簡稱	2009 年初本益比	2008 年週轉率	2009 年底本益比
4	巨騰	4.32	95.47%	11.74
5	精熙	3.34	30.68%	8.14
6	越南製造	1.46	93.37%	23.97
7	真明麗	2.64	146.06%	30.74
8	旺旺	28.44	42.92%	35.10
9	陽光能源	2.6	118.63%	34.71
	香港大盤	6.61	171%	27.48

(一) TDR 流通量相對較少

TDR 的發行係由大股東提供老股，或發行公司以增發新股方式申請上市，故上市單位數不若一般國內 IPO 公司以普通股全數申請上市來得多，以迄 2009 年 2 月底新上市的 12 家 TDR 為例，上市流通量最多的為康師傅，最少的是華豐泰國，上市流通量少自然「物以稀為貴」，加上投資人預期有蜜月行情，造成有錢也可能買不到的現象（如表二）。

表二 近年新上市 TDR 流通單位數及占原股比例

公司簡稱	2010 年 2 月底 流通單位數	TDR 表彰股數/原 股股數
旺旺	210,000,000	1.59%
巨騰	160,000,000	14.31%
精熙	80,000,000	9.66%
新焦點	90,000,000	16.7%
越南製造	54,500,000	12%
陽光能源	100,000,000	5.86%
康師傅	380,000,000	3.4%
聖馬丁	148,000,000	26.58%
真明麗	140,000,000	8.16%
歐聖	200,000,000	10.72%
僑威	60,000,000	23%
華豐泰	35,000,000	33.57%

(二) DR 溢價，國內外皆然

由 2010 年 3 月 1 日收盤價顯示，16 家已上市 TDR 中，13 家為溢價，3 家為折價，平均溢價比率為 29.14%（如表三），溢價比主要係反映兩地市場本益比等因素。

表三 2010年3月1日已上市 TDR 溢(折)價資訊

公司代號	公司名稱	每單位表彰普通股股數	TDR	原股	溢(折)價%
9102	東亞科	2	2.39	4.8	0.42%
9103	美德醫	1	2.62	7.32	179.39%
910322	康師傅	0.5	77.43	39.05	0.85%
9104	萬宇科	1	13.62	17.35	27.39%
910482	聖馬丁	1	7.93	9.42	18.79%
9105	泰金寶	1	2.91	5.06	73.88%
910579	歐聖	1	8.33	14.55	74.67%
9106	新焦點	1	7.81	7.4	-5.25%
9110	越南製造	2	5.83	10.65	-8.66%
911201	僑威	1	11.57	10.5	-9.25%
911602	華豐泰國	6	1.87	15.3	36.36%
911868	真明麗	0.5	24.77	12.65	2.10%
9136	巨騰	1	27.36	28.7	4.90%
9151	中國旺旺	1	21.36	22.1	3.46%
9157	陽光能源	1	7.23	11.25	55.60%
9188	精熙國際	1	7.11	7.93	11.53%

註：折溢價計算方式=(DR 價格-原股換算為台幣價格)/原股換算為台幣價格

2010年3月1日收盤價顯示，6家已上市ADR中有5家為溢價，平均溢價比率為8.95%（如表四），顯示DR與原股普遍存在溢價情況。

表四 2010年3月1日ADR溢(折)價資訊

公司代號	公司名稱	每單位表彰普通股股數	ADR	原股	溢(折)價%
2303	聯電	5	3.55	16	43.01%
2311	日月光	5	4.25	26.85	2.02%
2325	矽品	5	5.96	38	1.09%
2330	台積電	5	9.95	59.6	7.60%
2412	中華電信	10	19.10	62	-0.72%
2409	友達	10	10.70	34.25	0.68%

註：換算匯率：2010.03.01 匯率 32.227，溢(折)價計算方式=(DR 換算為台幣價格-原股價格)/原股價格

二、籌資規模

(一) 2009年迄今新上市TDR籌資總額319.84億元，約7成匯出使用

2009 年迄 2010/3/18 止，新上市 13 檔實際籌資金額 319.84 億元，上市後增資（巨騰、美德醫）籌資金額 37.3 億元，合計籌資 357.09 億元，約 92.98 億元（26.04%）留在國內。迄 2010/3/18 止，送件申請中 4 檔籌資金額 13.64 億元。

根據美國紐約梅隆銀行（The Bank of New York Mellon Corporation）資料統計，2000 年迄今我國上市公司發行 ADR 共 6 檔，累計籌資金額約 173.94 億美元，合約 5,596.69 億台幣；發行 GDR（不含 ADR）計 73 檔，累計籌資金額 174.29 億美元，合約 5,607.96 億台幣。

（二）2009 年國內上市櫃公司赴外發行 GDR 募資約 748 億元

2009 年國內上市櫃公司發行 GDR 募資約 23.25 億美元，合約 748 億台幣（遠雄建設及勝華科技尚未完成募資計畫，暫未計入）。

表五 2009 年我國企業發行 GDR 募資彙總表

公司	產業	發行日	發行單位 (千單位)	募資金額 (億美元)
昱晶能源	光電業	03/19	28,241	0.50
緯創資通	電腦及週邊設備業	06/16	15,000	2.24
新光金控	金融業	07/28	42,088	3.75
中華印管	光電業	07/28	100,000	2.95
華亞科技	半導體業	07/30	64,000	3.12
綠能科技	光電業	07/31	5,600	0.69
凱基證券	金融業	08/06	33,500	2.86
晶元光電	光電業	09/22	26,998	3.51
大同電腦	其他電子業	10/02	50,000	1.98
元太科技	光電業	12/11	7,000	1.65
遠雄建設	建材營造	NA	NA	2.00
勝華科技	光電業	NA	NA	0.87~1.30

（三）2006 至 2009 年，全球主要市場 DR 募資約 3.46 兆元

NYSE、Nasdaq、London 及盧森堡等主要市場（詳見下表），2006-2009 年存託憑證募資金額合計約 107,383 百萬美元（合約 3.46 兆台幣）。

表六 全球企業透過存託憑證募資金額

單位：百萬美元

	NYSE	Nasdaq	London	Luxem
2006	3,450	3,712	6,786	752
2007	23,230	6,807	17,881	1,196
2008	15,271	858	3,092	489
2009	18,751	1,985	974	2,149
合計	107,383 (約 3.46 兆台幣)			

三、上市標準

(一) 上市標準過濾優質企業來臺上市

TDR 上市標準分為一般事業及科技事業，於公司規模、獲利能力、股權分散等均設有標準。TDR 公司除須受第一上市地交易所監理外，尚須遵循本國財報審查、資訊揭露及內部人監理規範。

表七 TDR 上市標準

	一般事業	科技事業
上市股數 或市值	2 千萬個單位以上，或市值達新台幣 3 億元以上者	2 千萬個單位以上，或市值達新台幣 3 億元以上者
股東權益	最近期財務報告之股東權益折合新台幣 6 億元以上者	最近期財務報告之股東權益折合新台幣 3 億元以上者
獲利能力	最近一個會計年度無累積虧損，並符合下列標準之一者： 稅前純益占股東權益比率，最近一年度達 6% 以上者 稅前純益占股東權益比率，最近二年度均達 3% 以上，或平均達 3% 以上，且最近一年度獲利能力較前一年度為佳者 稅前純益最近二年度均達新台幣 2 億 5 千萬元以上者。	最近一個會計年度暨申請上市時經會計師查核簽證之最近期財務報告，均無累積虧損者。
股權分散	上市時，在中華民國境內之 TDR 持有人不少於 1 千人，且扣除外國發行人內部人及該等內部人持股逾 50% 之法人以外之持有人，其所持單位合計占發行單位總數 20% 以上或滿 1 千萬個單位	

四、TDR 承銷機制

(一) 修改承銷制度，滿足市場需求

TDR 市況熱，且在投資人預期有蜜月行情的情況下，普遍存在超額認購情形，以 2009 及 2010 年發行的 12 檔 TDR 為例（如下表），超額認購情形以巨騰最為嚴重，達到 41.88 倍，中籤率僅有 2.38%，而發行單位數最多的康師傅，中籤率也僅有 13.21%。

表八 新上市 TDR 發行單位數、超額認購倍數及中籤率

公司簡稱	發行單位數	申購倍數	中籤率(%)
中國旺旺	210,000,000	18.31	5.46
巨騰	160,000,000	41.88	2.38
新焦點	90,000,000	14.47	6.91
精熙	80,000,000	28.74	3.48
越南製造	54,500,000	17.94	5.57
陽光能源	100,000,000	18.56	5.38
康師傅	380,000,000	7.57	13.21
聖馬丁	148,000,000	13.18	7.58
真明麗	140,000,000	15.49	6.45
歐聖	200,000,000	10.41	9.61
僑威	60,000,000	21.33	4.68
華豐泰國	35,000,000	27.86	5.38
平均		19.65	6.34

註：申購倍數=總合格件數/實際承銷件數；中籤率(%)=實際承銷件數/總合格件數

依據現行承銷制度，公開申購比率大多落於 15% 以下，造成投資人 TDR 難求的現象，而未來散戶「看得到吃不到」的情況即將有改變，證交所已與券商公會協商，將券商自行認購部分，於掛牌後 5 營業日內，視漲幅採階梯式上調之比例釋出股份；另調整現行公開申購倍數級距，將級距縮小，並增加公開申購比例，以解決中籤率偏低的情況。

五、漲跌幅限制適用

(一) 訂價可參考原上市地國股票價格

現行國內 IPO 上市首 5 日無漲跌幅限制，主要係因訂定 IPO 承銷價格時，除興櫃市場參考價外，並無其他市場參考價格，然而興櫃股票的交易係採與推薦證券商議價交易的方式，市場流動性較差，其股價較無法真實反映公司價值，因此為使初次上市普通股的市場價格得以充分反應其合理價值，故採行此措施，由市場機制來決定其價格。

TDR 訂價則與國內 IPO 不同，其訂價可參考原上市地國股票價格，因此公司及承銷商可依原上市地國股票價格，並參考發行市場環境及其他因素據以訂價。

(二) 國內 IPO 上市首 5 日無漲跌幅限制以過額配售機制為配套措施

此外國內 IPO 上市首 5 日雖無漲跌幅限制，但為避免原股東因持股成本低廉而於掛牌後立即賣出持股，導致公司股價大幅下跌，亦引進「過額配售機制」為配套措施，以發揮穩定價格的功能，而 TDR 則尚無相關穩定價格配套措施，貿然實行

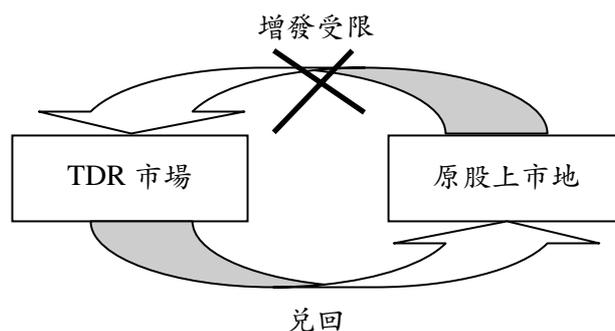
易致股價波動過大。

六、TDR 套利機制

(一) 可運用套利機制

投資 TDR 和一般股票最大的不同就是可以直接進行兩地套利，只要 TDR 與原股股票可以自由兌換，由於目前 TDR 普遍存在溢價的現象，因此若要進行套利僅需放空 TDR，並同時買進原股，並待價差縮小時，回補 TDR 及賣出原股即可，相對而言，若 TDR 係處於折價的狀況時，則需放空原股，並同時買進 TDR。

目前 TDR 上市後半年即具備信用交易的資格，亦即投資人得開始運用套利機制，然而受現行法規限制，除原兌回額度內再發行等特定情況外，一般 TDR 增發時需經初次發行（IPO）約 1 個半月之作業時程，TDR 發行人因難以掌握時機籌集資金，進而限制 TDR 發行量，使得市場籌碼不足，致交易價格與原股交易價格間差異過大，套利機制無法有效運作，產生價差。



(二) 引進非參與型 TDR 及總括申報分次發行解決 TDR 增發瓶頸

金管會業於 99 年 3 月 15 日預告「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」修正草案，為增加臺灣存託憑證發行管道之多元化，將開放參與發行 TDR 公司之股東得以持有之已發行股份委託存託機構於國內發行 TDR（即非參與型 TDR），及開放參與發行 TDR 之公司得總括申報 TDR 並分次發行。

1. 發展非參與型 TDR

所謂非參與型存託憑證（Unsponsored DR），係指存託憑證所表彰之有價證券，該發行公司本身並不介入發行存託憑證之過程，僅是因應客戶或股東需求，請求存託機構發行非參與型 DR。

由於發行公司僅在非參與型 DR 當中扮演被動角色，格外凸顯存託機構之能力，因此定有相關配套措施如下：

- (1) 先發行參與型存託憑證，後以非參與型存託憑證支應參與型存託憑證上市後市場籌碼之需求。

- (2) 非參與型 TDR 與參與型 TDR 間僅係發行主體不同，其所表彰之投資人權利義務應相同。
- (3) 參與型存託憑證與非參與型存託憑證之存託機構一致，以便利投資人兌回及股務相關業務辦理。
- (4) 為避免造成投資人混淆，擬併入原掛牌參與型存託憑證掛牌上市。

2.開放「總括申報分次發行」制度，適時增加供給

所謂總括申報分次發行係指發行公司於申請核准後，在期限內得分次發行。例如：申請額度 3 億單位，首次發行 1 億單位，剩餘 2 億於其後一年內擇機發行，期限屆滿尚未發行完畢者，須重新申請核准。

另考量發行公司在可分次發行期間內，財務、業務狀況可能產生變化之風險，每次增額發行前必須提供簡式公開說明書，且預計發行期間不可超過一年，另規定需符合上市滿一年，且最近三年內無重大違反資訊揭露等資格條件。

七、TDR 資訊揭露透明

(一) TDR 原上市地財報揭露規定

海外企業來臺發行 TDR 係屬第二上市，就該發行人之財務、業務及資訊揭露等尚有所屬國或第一上市地之證券主管機關及證券交易所把關，故原則上相關財務報表及重大資訊均係依該發行人所屬國或上市地國法令規定辦理。

公告或申報項目	內容摘要	公告或申報期限	法令依據
1.年度財務報告	1.合併財務報告。 2.財務報告應以中文及英文方式，並於公開資訊觀測站公開及書面申報。 3.財務報告所採用之會計原則及編製內容得依所屬國或上市地國之規定辦理。 4.但其採用之會計原則若非採我國、美國或國際會計準則編製者，應由公司另行出具差異說明，並經本會核准簽證公開發行公司財務報告之我國二位會計師複核後，併同財務報告公告申報。 5.依規定公告申報之財務報告，應經董事長、經理人及會計主管出具財務報告內容無虛偽或隱匿之聲明。	依外國發行人所屬國或上市地國法令規定辦理。但年度財務報告應有會計師查核且至遲不得晚於每營業年度終了後 6 個月內公告申報。	外國發行人募集與發行有價證券處理準則第 55 條

公告或申報項目	內容摘要	公告或申報期限	法令依據
2.半年度財務報告、第1季財務報告、第3季財務報告	1.合併財務報告。 2.財務報告應以中文及英文方式，並於公開資訊觀測站公開及書面申報。 3.財務報告所採用之會計原則及編製內容得依所屬國或上市地國之規定辦理。 4.但其採用之會計原則若非採我國、美國或國際會計準則編製者，應由公司另行出具差異說明，並經本會核准簽證公開發行公司財務報告之我國二位會計師複核後，併同財務報告公告申報。 5.依規定公告申報之財務報告，應經董事長、經理人及會計主管出具財務報告內容無虛偽或隱匿之聲明。	依外國發行人所屬國或上市地國法令規定辦理。	外國發行人募集與發行有價證券處理準則第55條
3.年報	1.外國發行人依所屬國或上市地國法令規定編製之年報。 2.發行普通公司債之外國發行人為外國金融機構分支機構或為他公司之從屬公司者，如該外國發行人未編製年報，應申報其總機構或他公司之年報。	依外國發行人所屬國或上市地國法令規定應公告及向主管機關、證券交易所或證券市場申報之期限。 依外國發行人之股東常會後二十日內，將其年報之電子檔案傳送至本會指定之國際網路資訊申報系統。	外國發行人募集與發行有價證券處理準則第55條

(二) 於公開資訊觀測站新增臺灣存託憑證專區

證交所目前已於公開資訊觀測站設置臺灣存託憑證專區，建置內容說明如下。

1. 增列臺灣存託憑證彙總表，表列所有於我國上市之 TDR，並於頁面提供原股掛牌交易所網址，供投資人彙總查詢 TDR 有關資訊。
2. 增列臺灣存託憑證收盤價彙總表，揭示 TDR 每日價量及折溢價%資訊，供投資人查詢。

3. 增列送件審查中（含首次發行及再次發行）之臺灣存託憑證基本資料。
4. 提供上市存託憑證之財務業務等資料供投資人查詢，如公司基本資料、存託憑證分散表、財務報告書、公司主要股東名單、董監事酬金相關資訊及內部人名單等。

（三）強化資訊申報內容

證交所自 2009 年初以來改善措施如下：

1. 業通函全體 TDR 發行公司注意資訊揭露之時效性、公平性與資訊對稱性。
2. 修正資訊申報辦法，增加下列事項：
 - ▶ 定期公開資訊申報
 - (1) TDR 半年報年度財報；第一、三季報依原上市地國規定。
 - (2) 財務比率重大變動說明及財務分析。
 - (3) 公司之法人董事、監察人及 10% 大股東資訊。
 - (4) 董監酬金。
 - ▶ 不定期公開資訊申報
 - (1) 股利分派。
 - (2) 股本形成經過。
 - (3) 取得及處分資產。
 - (4) 召開股東會。
 - (5) 決定分派股息及紅利。
 - (6) 股權分散表。
 - (7) 股東會年報及會議相關資料。
 - (8) 符合重大訊息項目應於規定之期限內申報。

（四）強化 TDR 重大訊息內容

證交所業於 2009 年 10 月 5 日修正重大訊息相關規章，主要內容如下：

1. 於公平、對稱原則下，要求 TDR 之外國發行人應依照國內上市公司相同之申報時限，輸入重大訊息等資訊。
2. 規範 TDR 發行人於事實發生日起，視不同事由、不同情況，「同時」將重大訊息輸入公開資訊觀測站。
3. 修正相關法令中，TDR 之各項公告事件之發生主體、資訊申報主體均為外國發行人，惟考量實務上作業，同意其亦得委託在我國境內之代理人辦理申報。
4. 明定資訊申報義務主體及裁罰對象均為外國發行人，訂定外國發行人於我國資訊申報與原上市地國申報時效落後之處理方式。
5. 新增外國發行人如於國外主動發布可能對其股東權益或證券價格有重大影響之訊息，應同時於我國揭露相關訊息。

八、風險提醒與投資人宣導手冊

(一) TDR 自成一類股 與國內一般股票及外國第一上市股票有別

現行國內一般股票及外國第一上市股票，均需依證交所「上市公司產業類別劃分暨調整要點」，依各該股票所營主要項目，劃分為 29 類產業類別，惟因為 TDR 在我國，是屬於第二上市有價證券，其審查及監理方式與一般初次上市股票（國內或外國企業）有別，故對 TDR 是採自成一類股，其證券代碼「91XX」或「91XXXX」（即首 2 位為 91），例如：9151 中國旺旺、910322 康師傅等，有助投資人容易辨別。

(二) 編製投資風險須知，提醒投資人買賣 TDR 前「停、看、聽」

為將買賣 TDR 風險適度揭露或傳達與投資人，證交所業與證券櫃檯買賣中心及證券投資人及期貨交易人保護中心共同編製「投資在臺掛牌外國有價證券風險須知」，其內容包含：1.上市上櫃及興櫃外國企業定義及辨別方式、2.投資上市上櫃及興櫃外國有價證券的風險、3.如何查詢外國發行人財務業務資訊及交易資訊，及 4.投資人民事救濟之管道及其困難與風險。該風險須知已經置於公開資訊觀測站 TDR 專區首頁，可適當提醒投資人交易前，應審慎評估並瞭解投資該有價證券可能產生之潛在風險，並於專區首頁增列風險警語，以增加警示效果。

九、交易面監理機制

(一) 監視比照國內上市公司辦理

TDR 係屬於交易所監視有價證券標的之一，因此其交易監視作業係比照國內上市公司，在發現其交易有異常情形達一定標準時，即於交易所網站公布其注意股票資訊或處置措施，並適時要求其發布重大訊息，說明最近營收獲利資訊或澄清媒體報導，以提醒投資人注意。

(二) 進一步強化監視措施，保障投資人權益

此外為強化對 TDR 之監理，參與 TDR 發行之外國發行人於掛牌前，需檢送內部人基本資料表以建檔監視；另考量原股股價對本國 TDR 交易具一定影響，並將原股股價交易異常，可能影響本國上市 TDR 交易價格情形納入線上即時監視，例如，TDR 收盤價與其原股交易市場收盤價計算之溢折價百分比有異常情形等，以提醒投資人注意其原股交易情形。

十、上市後平時例外管理與財報審閱

證交所對 TDR 發行人之監理主要係依據主管機關「外國發行人募集與發行有價證券應公告及向本會申報事項一覽表」規範，於 TDR 發行人公告申報財務報表

之期限，審閱發行人財務報表及相關書件是否已依規公告申報。另為增進 TDR 發行人財務資訊之透明度，證交所已修訂「對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法」部分條文，並建置 TDR 發行人簡明財務報表申報作業，以便投資人於公開資訊觀測站「臺灣存託憑證專區」中得以查詢 TDR 發行人之簡明財務資料。

十一、融資融券資格

(一) 臺灣存託憑證上市滿六個月，該外國發行人依所屬國法令所編製經會計師查核簽證之最近期年度合併財務報告或經會計師查核簽證之半年度合併財務報告顯示無累積虧損，且上市單位數為六千萬個單位以上者，另由證交所審核無股價波動過度劇烈、股權過度集中及成交量過度異常之情事，則公告其得為融資融券交易之有價證券。

(二) 取得融資融券資格後，如有下列情事之一者，即暫停其融資、融券交易：

1. 變更交易方法。
2. 停止買賣。
3. 終止上市。
4. 該外國發行人所表彰外國有價證券依所屬國法令所編製經會計師查核簽證之最近期年度合併財務報告或經會計師查核簽證之半年度合併財務報告顯示累積虧損。
5. 上市單位數經兌回不足六千萬個單位。
6. 有鉅額違約情事且融資或融券餘額達一定比率（即單日買賣違約申報金額累計達新臺幣二億元以上，且當日融資或融券餘額達單位數百分之十五以上）。

上開暫停原因消滅時，由證交所公告恢復。

(三) 取得融資融券資格後，如有下列情事之一者，即可調整其融資比率或融券保證金成數：

1. 股價波動過度劇烈。
2. 股權過度集中。
3. 成交量過度異常。

上開調整原因消滅時，由證交所公告恢復。