

外國企業來台上市櫃問題之研析

*

摘要

我國推動外國企業來台上市櫃已多年，惟截至目前，僅 5 家來台發行台灣存託憑證，來台發行債券者，又以國際金融組織為主，成效有限。為此，本文擬就我國資本市場現況及上市櫃法規，研析外國企業來台籌資可能問題。經研析後，得知限制資金用途與匯出是我國與國際規範明顯不同處，因此，建議政府應在營造良好的投資環境、積極導入外資、健制完備公司治理制度，以及強化市場資訊揭露等配套措施下，加速檢討資金運用及匯出之限制。

壹、前言

民國 80 年代起，為因應世界自由化、國際化潮流，政府積極推動外國企業來台籌資，以利我國資本市場得與國際接軌。其中，政府除於 81 年 6 月開放外國發行人來台發行台灣存託憑證 (Taiwan Depositary Receipts, TDR)，85 年 2 月修正「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，開放外國企業來台發行公司債，另為推動台灣成為亞太金融中心，政府並於 86 年 6 月修正「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，開放外國績優企業來台發行股票。其後，基於外國企業來台發行台灣存託憑證以及原股等上市(櫃)條件較其他國家嚴，也曾多次修訂相關法規。惟截至目前為止，外國企業來台籌資情況，並未如預期。僅 5 家來台發行台灣存託憑證，至於原股發行部分，則付之闕如；有關來台籌資的外國債券，也以國際金融組織來台發行的債券為主。

目前政府刻正積極推動我國成為全球運籌中心，如何吸引外國企業來台籌資已成為重要關鍵。我國若能吸引外國企業來台籌

資，不但可提高國家國際知名度；擴大股票市場規模，加速市場國際化；吸收國外經驗與人才，提升國內金融資訊與技術；加速台灣成為國內外企業從事金融交易、籌資及財務調度中心；並促使跨國企業來台成立營運據點，加速台灣成為全球運籌管理據點。因此，檢討外國企業來台籌資問題，並研析可行方向，即為本文重點。

本文擬分四部分進行分析。除第壹節為前言外；第貳節，說明外國企業來台上市櫃現況；第參節，就影響外國企業來台上市櫃之因素進行探討；第肆節，再對本案研析所得的關鍵問題，研提結論與建議，以供各界參考。

貳、外國企業來台上市櫃現況

最早來台發行有價證券者，可追溯至民國 80 年政府同意來台發行小龍債券的亞洲開發銀行(ADB)。由於當時國內並無外國發行人來台發行有價證券等相關規定，因此亞銀來台所發行的小龍債券，係依證券交易法第六條以及第二十二條規定，取得法律基礎，以專案方式向我國政府提出申請。由於我國為亞銀會員國，曾依憲法程序簽署亞洲開發銀行協定書，因此，亞銀發行的小龍債券係比照我國國家債券，享有簡化程序及免課千分之一證交稅之利¹。

在自由化、國際化潮流推動下，81 年起，政府陸續開放外國企業來台發行台灣存託憑證、公司債及以原股來台上市(櫃)。另鑒於推動台灣成為亞太籌資中心是政府既定目標，因此，政府對外國企業來台籌資所訂之上市(櫃)標準、審核程序等，數年來亦不斷檢討修訂。而政府歷年來所推動過的重大財經計劃或會

¹詳李存修(1995)。

議，例如：發展台灣成為亞太營運中心計畫、經濟發展諮詢會議、行政院金融改革專案小組資本市場工作小組等，均將積極引進外國企業來台發行台灣存託憑證或以原股來台上市(櫃)，以及擴大跨國企業來台發行債券等議題納入，並積極推動，成果詳附表一。由於台灣存託憑證所表彰係屬股權，因此本節擬依股權、債權方式，對外國企業來台籌資進行現況說明：

一、外國企業來台發行台灣存託憑證及股票部分

所謂存託憑證(Depositary Receipts, DR)係指外國發行人或有價證券持有人，透過本國境內存託機構於國內發行的憑證。該憑證係表彰一定數額之外國有價證券，且該有價證券是由外國保管機構代為保管，存託憑證的持有人，則為實際上寄存於保管機構有價證券的所有人。換言之，外國有價證券並未直接對國內發行，而是透過存託憑證作為替代證券，供國內投資人投資。

存託憑證可依發行地不同分成不同名稱。例如：在美國發行或掛牌稱為美國存託憑證(ADR)，在歐洲倫敦、盧森堡發行稱為歐洲存託憑證(EDR)，對全球多國證券市場發行之存託憑證，稱全球存託憑證(GDR)，在台灣發行則稱作台灣存託憑證(TDR)。

存託憑證尚可依發行人範圍，區分為公司參與型(Sponsored)與非公司參與型(Unsponsored)。公司參與型為外國發行人與國內存託機構簽訂存託契約，須依契約規定允諾協助執行發行計畫，並依規定持續提供相關財務、業務資訊等給存託機構。至於非公司參與型，屬發行人未介入發行計畫，僅由該有價證券持有人或機構(如：投資銀行)，將其在境外購得之外國有價證券，存入當地保管機構，再委託國內存託機構發行存託憑證。由於公司參與型具籌資功能，非公司參與型僅具流通目的，因此各國對公司參與型的審查程序均較非公司參與型嚴格。目前外國企業來台發行

的存託憑證，以公司參與型為限。²

依現行法令規定，外國企業均可透過發行台灣存託憑證或以原股來台上市(櫃)，惟截至 92 年 10 月止，僅有新加坡福雷電子、新加坡東亞科技、百慕達商美德向邦醫療國際、南非萬宇科技以及泰金寶科技股份有限公司等 5 家公司來台發行台灣存託憑證，共籌集資金約新台幣 105 億元。其中，泰金寶科技係台商國外子公司回台籌資首例，其餘 4 家均屬台資背景或淵源的外國企業；至於外國企業以原股申請來臺上市部分，目前仍無進展。

另觀察台灣存託憑證交易市場，除 88 年成交值明顯成長外，往後幾年表現並不佳；近三年來，台灣存託憑證成交值占股市總成交值比重，也均低於 0.1%(詳表一)。台灣存託憑證次級市場不活絡，與其發行面籌碼不多或有關聯。惟隨政府陸續檢討放寬台灣存託憑證相關發行措施，加以公司治理制度、資訊透明化漸被各界注重，未來台灣存託憑證的發行市場應可逐漸改善，進而帶動交易市場的活絡。例如：政府於 92 年 4 月開放外國發行人得以參與發行台灣存託憑證受讓本國公司股份，或依法律規定合併或收購本國公司；並開放外國發行人募集發行之轉換公司債或附認股權公司債，得以台灣存託憑證做為履約標的等措施。隨台灣存託憑證應用之擴大，對擴大台灣存託憑證市場規模，應有所助益。

² 陳春山、李啟賢(1994)。

表一 台灣存託憑證成交概況

(民國) 年	集中市場 股票成交值① (新台幣億元)	台灣存託憑證		②/① (%)
		成交金額② (新台幣億元)	較上年同期 成長(%)	
87	296,189.7	364	-	0.12
88	292,915.2	707	94.2	0.24
89	305,265.7	485	-31.4	0.16
90	183,549.4	87	-82.1	0.05
91	218,739.5	100	15.2	0.05
92(1-9)	149,555.6	100	18.6	0.07

資料來源：財政部證券暨期貨管理委員會編印，中華民國台灣地區證券暨期貨市場重要指標，各期。

二、外國企業來台發行債券部分

80年11月，亞銀來台發行並上市買賣的小龍債券，可視為外國債券來台發行首例，惟小龍債券發行量不大，加以初級市場購買者多為金融機構，所以流通性不高。因當時外國企業來台發行債券相關法規並不完備，因此，自84年起，均只有國際性金融機構，如：中美洲銀行(CABEI)、歐洲復興開發銀行(EBRD)、北歐投資銀行(NIB)、歐洲投資銀行(EIB)、美洲開發銀行(IDB)等，參照亞銀發債方式，以專案核定來台發行債券。

至85年2月，政府修訂公布「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，正式賦予開放外國企業來台發行債券法源。惟觀察目前國內所發行的外國債券，均屬國際性金融組織所發行的金融債券為主，且自87年起，皆採新台幣計價方式發行。截至92年9月底止，來台發行的外國債券種數共計166種，發行餘額達新台幣1,620億元；若再觀察今年前三季交易金額，則明顯增至4,838億元，創歷年來外國債券交易新高。但若觀察外國債券發行額、淨額或是交易總額，其占我國全體債券市場發行面或交易面的比重均不大，足見外國債券在我國仍有發展空間。(詳表二)

表二 外國債券來台發行與交易概況

單位：新台幣億元；%

民國 (年)	發行面					交易面		
	種 數	外國債 券發行 總額	外國債券 占我國債 市總發行 額比重*	外國債 券發行累 積淨額	外國債券占 我國債市發 行累積淨額 比重	外國債 券成交 金額 ①	我國債市 總成交金 額②	①/② 比重
88	18	280	5.8	911	4.5	1,721	524,326	0.3
89	25	220	3.6	1,131	4.7	2,448	688,431	0.4
90	46	405	5.0	1,430	4.7	3,601	1,189,925	0.3
91	78	260	2.7	1,496	4.0	2,864	1,343,990	0.2

註：*我國債市係指包含在上市(櫃)發行及交易債券，含公債、公司債、金融債券及外國債券。

資料來源：財政部證期會編印，中華民國台灣地區證券暨期貨市場重要指標，各期。

中央銀行經濟研究處編印，「中央銀行季刊」，各期。

參、影響外國企業來台上市櫃因素之探討

鑒於發行市場的規模、企業籌資成本、交易市場的活絡性、上市櫃條件、行政審查效率以及資金匯出便利性等，均是歷年來國內各界探討吸引外國企業來台上市(櫃)主因。因此，擬依前述因素，考量時空環境之演變，加入政府近來積極開放外國企業來台籌資結果，將相關問題重新審視，俾以尋找現階段影響外國企業來台籌資意願的可能原因。

一、台灣存託憑證及原股部分

(一)市場籌資規模雖見成長，但仍較先進國家小

民國 86 年起，在我國集中市場進行首次公開發行股票(Initial Public Offering, IPO)公司，平均每家所籌金額均已達新台幣 25 億元以上，其中，87 年、90 年、91 年三年，平均每家籌資規模，更近達新台幣 50 億元；同期間，初上櫃平均每家所籌資金，除 91 年受電子產業表現未如預期，降為新台幣 7 億元以外，其餘年份均達新台幣 10 億元以上。國內市場籌資規模，每年雖有波動，但長期仍呈逐步成長走向。至於美國紐約證券交易所以及那斯達

克市場，近幾年來，前往進行初次公開發行股票公司，平均每家所籌資金規模分別為 10 億美元以及 1 億美元。(詳表三)

表三 台、美首次公開發行股票(IPO)概況

(西元) 年	美 國						台 灣					
	紐約證交所			那斯達克			初 上 市			初 上 櫃		
	家數	總金額 (億美元)	平均每家 募集金額 (億美元)	家數	總金額 (億美元)	平均每家 募集金額 (億美元)	家數	總金額 (新台幣 億元)	平均每家 募集金額 (新台幣億元)	家數	總金額 (新台幣 億元)	平均每家 募集金額(新 台幣億元)
1997	87	182.0	2.1	494	193.7	0.4	26	788.9	30.3	41	386.2	9.4
1998	68	358.5	5.3	273	137.6	0.5	35	1,710.3	48.9	74	991.2	13.4
1999	49	544.2	11.1	485	504.3	1.0	33	825.7	25.0	102	1,304.4	12.8
2000	48	597.0	12.4	397	525.9	1.3	80	2,072.2	25.9	105	1,601.2	15.2
2001	35	363.9	10.4	63	78.4	1.2	69	3,614.3	52.4	97	966.5	10.0
2002 ³	25	182.3	7.3	35	29.4	0.8	85	4,139.2	48.7	110	780.0	7.1

註：美國資料僅截至 9 月。

資料來源：財政部證期會，NASDAQ 網站。

由於我國證券市場籌資規模較先進國家小，但公司跨國籌資須付一定的人力與物力，進行市場調查與說明會工作，加以籌資後，尚須提供後續財務、業務等資訊資料，致來台籌資成本相對較大，因此，影響知名外國企業來台上市(櫃)意願。以美國那斯達克為例，截至 2002 年 9 月止，外國企業發行之證券已達 216 種，至於美國存託憑證為 162 種，遠較我國目前僅吸引到 5 家來台發行台灣存託憑證，以及外國企業以原股來台上市(櫃)仍無進展相比，差距頗大。

(二)次級市場活絡性雖減，惟市場體質已見改善

由於活絡的次級市場，將有助於發行面的蓬勃發展。因此，民國 80 年代初，我國證券市場高成交值、高股價、高本益比、以及高週轉率，常被視為有利吸引外國企業來台籌資指標。不過，近幾年來，受國內外經濟普遍不景氣影響，股市成交值漸減，目前已退居全球第十六名。股價亦由亞洲金融風暴發生前的八千多點，降至目前約六千點水準。至於本益比與週轉率部分，近來雖有下降趨勢，但仍較各國證券交易所高，足見國內仍有吸引外國

企業來台籌資利基。尤其高週轉率，雖代表市場活絡，但也代表高投機率，因此，有關這部分趨小，則有助於市場穩定發展。(詳表四)

表四 各國重要股市指標之比較

	台 灣				紐 約				倫 敦			
	加權指數股價 (月底)	成交值 (億美元)	週轉率 (%)	本益比 (倍)	道瓊工業股價 (月底)	成交值 (億美元)	週轉率 (%)	本益比 (倍)	金融時報股價 (月底)	成交值 (億美元)	週轉率 (%)	本益比 (%)
1997	8,187	13,086	407	27	7,908	57,776	66	19	5,136	19,895	44	19
1998	6,418	8,960	314	26	9,181	73,179	70	22	5,883	28,880	47	23
1999	8,449	9,173	289	48	11,497	89,452	75	25	6,930	33,994	57	30
2000	4,739	9,933	259	15	10,787	110,601	82	23	6,223	45,586	64	23
2001	5,551	5,461	207	42	10,022	104,893	88	31	5,217	45,505	76	20
2002	4,452	6,352	217	42	8,342	103,112	89	29	3,940	39,985	89	18
2003*	5,611	4,375	148	28	9,275	62,823	64	28	4,091	22,181	69	17
	東 京				香 港				韓 國			
	日經225股價 (月底)	成交值 (億美元)	週轉率 (%)	本益比 (倍)	恆生指數股價 (月底)	成交值 (億美元)	週轉率 (%)	本益比 (倍)	綜合指數股價 (月底)	成交值 (億美元)	週轉率 (%)	本益比 (%)
1997	15,259	8,960	33	38	10,723	4,537	91	12	376	1,708	146	19
1998	13,842	7,508	34	103	10,049	2,062	62	11	562	1,451	207	13
1999	18,934	16,757	49	-	16,962	2,300	51	27	1,028	7,334	345	16
2000	13,786	23,155	59	171	15,096	3,767	63	13	505	5,561	302	21
2001	10,543	16,605	57	241	11,397	2,410	47	12	694	3,806	218	20
2002	8,579	15,658	65	-	9,321	1,940	43	15	628	5,928	255	18
2003*	10,219	11,535	46	337	11,230	1,544	26	16	698	2,894	145	10

註：2003年資料以當年9月截止之資料代表。

資料來源：財政部證券暨期貨管理委員會編印，中華民國台灣地區證券暨期貨市場重要指標，92.10.16 出版。

(三)法令規章漸符國際規範，惟資金運用與匯出尚有限制

依現行規定，外國企業來台募集與發行有價證券，只要符合證交所或櫃買中心所定外國有價證券之上市(櫃)條件，如：符合一定之資本額、獲利能力以及股權分散等標準，並取具我國外匯

業務主管機關同意函，即可依「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」規定，向證期會提出申請。現依上市(櫃)條件、審查程序、外匯管理角度述說如次：

1.上市(櫃)條件

近幾年來，政府因多次檢討並修訂「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，並督促證交所、櫃檯中心配合修訂有關外國有價證券上市(櫃)審查準則，因此，有關外國企業來台發行有價證券等上市(櫃)條件，目前已與國內企業在台上市(櫃)相似，亦與國際相當(詳附表二)。以上市條件為例，目前外國企業來台上市條件中，有關股東權益部分，已由原訂新台幣 20 億元，降為 10 億元；獲利能力亦由最近二年均達 8% 以上，或最近二年平均達 8% 以上，且最近一年較佳的條件，調整為最近一年達 6% 以上，或最近二年均達(或平均達)3% 以上，且最近一年較佳。因此，以往因上市條件太嚴，導致國際企業無法依規定申請來台上市疑慮，已降低許多。

至於上市(櫃)設立年限，由於我國對外國企業申請來台發行有價證券係採第二上市制度，因此發行人必須在政府所核定的世界著名證券交易所或證券市場之一，上市滿 1 年始得申請來台上市。由於政府目前只核定美、英、德、法、義、荷、加、澳、日、星、馬、泰、南非等 13 國，共 16 個證券交易所。至於香港地區，因涉及兩岸政策問題，至今我國並未對其開放，因香港為亞洲金融中心之一，加以具台資背景的外國企業眾多，能否將其納入我國核定對象，恐才是目前各界關注重點所在。

2.行政審查效率

外國企業來台申請上市審查程序方面，民國 90 年，為縮短審查時間，政府允許外國企業可同時向交易所、證券主管機關以及外匯業務主管機關送件申請。惟外匯業務主管機

關為避免來台上市櫃的外國企業具有台商背景，一般常會要求發行者須出具將所募資金須全數用於國內，不得匯出承諾，並作為出具同意函與否主要參考依據。由於外匯業務主管機關要求出具資金不得匯出之承諾，類似內規，易使外國企業對國內法規透明度與審查方式產生質疑。為改善前述問題，並加強募集資金用途之追蹤管理，行政院金融改革專案小組資本市場工作小組，業於 92 年 4 月 30 日修正「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」。主要修訂內容有：

- (1)配合行政程序法及大陸政策之調整，將以往用函令規範外國發行人投資大陸地區者，其來台籌資之處理原則，納入準則中規範。其中，明訂外國企業來台募資，其所募資金若直接或間接用於投資大陸；或該外國發行人直接、間接投資大陸金額，累計超過淨值 40% 者；證期會得退回或不核准該外國公司有價證券之募集與發行。
- (2)將審查程序，由原先的申請制，由改為申報、申請併行制。例如：書件齊全者(已檢附央行同意函以及證交所或櫃買中心所出具之符合上市或上櫃條件之證明文件)，得適用申報制，原則上自申報日起屆滿 12 個營業日申報生效；至於書件未齊全者，則適用申請制³。

另證交所及櫃檯買賣中心並增修外國企業來台申請上市櫃書件中，增列募集資金流向承諾書，即：要求來台籌資之外國企業，須出具對所募資金不得直接或間接用於大陸投資之承諾；對台資直接或間接投資持股達 20% 以上之外國企業，且設立年限未達國內企業初次申請上市(櫃)標準者，出

³以申請上市為例，目前台灣證券交易所，原則上應於外國企業申請股票上市案日起算，10 個營業日內完成書面審查工作，外國企業取得該同意函後，須於 30 日內檢具相關書件(含外匯業務主管機關同意函)，向證券主管機關申請公開發行，否則證交所所出具之同意函將自動失效。

具不匯出所募得資金承諾。此種明文規定，對台商持股在 20% 以下者的外國企業；或台商持股在 20% 以上，但公司成立年限已滿 5 年者，均可依外資方式前來台籌資，並將資金匯出，無異係對經營形式日益複雜，透過併購、策略聯盟等日益增多的跨國企業型態有了正面回應。

但觀察調整後機制，除對檢具完備申請書件者，增列申報生效管道，可望改善部分外界對主管關審核時程未明之疑慮；其他調整項目，並未解決如下疑慮。例如：

- (1) 以要求台商方式，要求純外國企業承諾資金不得直接或間接投資大陸，另限制外國企業直接、間接投資大陸金額，累計超過淨值 40% 者，證期會得不核准該外國企業來台籌資，此種資金運用限制，不但與國際慣例不同，實務上管理亦有限。換言之，如果外國企業最終資金運用仍在中國大陸，即使要求外國企業出具承諾不將所募資金用於大陸，惟其仍會透過其他管道增加自有資金投資大陸，因此，這種承諾在經濟意義上效果不大，反而會阻礙外資來台籌資意願。
- (2) 目前國內以台資比率是否超過該來台籌資外國企業股份的 20%，做為資金匯出與否考量，短期內或許有效，但隨企業跨國經營策略日益盛行，未來外國企業股權結構中，含有台資情況將可能日益增多，另外國公司股權結構中，台資股權也不會一成不變，將隨企業營運情況而調整。因此，以限制台商資金流向規定限制外國企業，並不利達成吸引外國企業來台籌資目的。
- (3) 觀察各主要國家對於外國企業前往該國籌資時，其審核過程與資金運用或匯出，大都未涉外匯主管機關業務。因此，有關外國企業須取具外匯業務主管機關同意函的審查程序，也與國際情況明顯不同。(詳表五)

表五 市場申請上市及募集發行有價證券相關規範比較表

國 別	內 容
台 灣	DR 及原股審查程序—外國企業須向我國證期會、證交所、外匯業務主管機關送件申請。 審查時間—順利情況為 2 個月 (交易所：10 天；企業取得交易所同意函後，須於 30 日內須取具央行同意函向證期會申請，否則證交所所出同意函視同失效，證期會：12 日)。 募集資金之金額限制—需符合交易所上市標準。 資金用途之限制—有不准投資大陸以及資金匯出之限制。
紐 約	DR 及原股審查程序—外國企業須先向美國證管會登記，並向交易所申請上市。 審查時間—約 4-6 個月(交易所：約 1-2 個月；證券主管機關：約 3-4 個月)。 募集資金之金額限制—除需符合交易所上市標準，尚無發現其他限制規範。 運用資金之限制—無。
那 斯 達 克	DR 及原股審查程序—外國企業須先向美國證管會登記，並向交易所申請上市。 審查時間—約 4-6 個月(交易所：約 1-2 個月；證券主管機關：約 3-4 個月)。 募集資金之金額限制—除需符合交易所上市標準，尚無發現其他限制規範。 運用資金之限制—無。
倫 敦	DR 及原股審查程序—外國企業須向英國上市主管機關(UKLA)申請准予掛牌，並向倫敦交易所申請准予交易。 審查時間—資料尚缺 募集資金之金額限制—市值最少在 70 萬英磅以上。 運用資金之限制—無。
盧 森 堡	審查程序—外國企業須由盧森堡證交所的會員向證交所提出申請，再由證交所進行審查。 審查時間—交易所：約 3-4 週。 募集資金之金額限制—市價最少在 5,000 萬盧幣以上。 運用資金之限制—無。
南 韓	原股及 KDR 審查程序—外國企業須先經交易所(KSE)審查後，再經金融監理委員會(FSC)審查。 審查時間—約 3.5 個月(交易所「KSE」：約 2 個月。證券主管機關「金監會」：約 1.5 個月)。 募集資金之金額限制—上市原股或 KDR 單位數為 30 萬單位以上。 運用資金之限制—無。
新 加 坡	原股審查程序—外國企業須在呈交上市申請前，先和新加坡交易所就任何相關問題進行探討，審批後排期上市。 審查時間—計 3 週或 5-7 週(交易所-初次上市 5-7 週；二次上市-3 週)。 募集資金之金額限制—初次上市：市價不低於 8,000 萬新加坡幣。二次上市：符合原掛排交易所之上市條件。 運用資金之限制—無。
香 港	原股審查程序—外國企業須先向聯交所上市科申請上市排期，經上市委員會審查後，證券開始買賣。 審查時間—至少 25 個營業日 (交易所：25 個營業日，必要時可延長 25 個營業日)。 募集資金之金額限制—市價不得低於 1 億港元。 運用資金之限制—無。
馬 來 西 亞	原股審查程序—外國企業(限實質為馬資企業)於馬來西亞募集資金並申請上市須先由證監會(SC)審查後，再向交易所(KLSE)申請上市。【註】 募集資金之金額限制—上市原股單位數為 6,000 萬單位數以上。 運用資金之限制—無。

註：目前馬國證監會凍結外國企業申請在 KLSE 上市之規定，截至目前尚無任何一家外國企業在 KLSE 掛牌上市。
資料來源：整理自台灣證券交易資料。

二、跨國企業或政府來台發行債券部分

(一)債市發展不健全，發行市場以公債為主，交易市場又不熱絡，尚未營造吸引外國企業來台發行公司債環境

由於我國資本市場發展，一向偏重股市輕債市，因此我國債市發展並不健全。就如 92 年監察院財政及經濟委員會所編印「我國金融國際競爭力總體檢調查報告」一書中所提：「查長期以來我國資本市場之發展即呈跛足狀態，偏重股票市場而未能健全發展債券市場，導致相關的發行、交易、清算、稅賦等制度均未臻成熟完備。」另也對我國債市提出如下問題，即：政府發行公債期限多以十年以上長期債券為主，造成籌碼不多、流通性不足；交易給付結算不健全，延遲時效，增加風險；缺乏遠期交易及借券機制，無法充分發揮價格以及避險機能，影響市場的深度及廣度，也影響長期資金指標利率之形成；債市交易、資訊不夠透明，使殖利率曲線失真問題無法改善等。因此，國內債市在未進一步強化之前，當也會影響外國債券來台發展。

惟亞洲金融風暴後，東亞各國紛紛倡議成立亞洲債市，國內相關單位，對債市發展也採行許多措施。除 89 年建立債券等殖成交系統之電腦議價制度，提高交易效率；91 年元月底修正公布「促進產業升級條例」，在條例第二章租稅減免中，增列第二十條之一法條，明定「為活絡債券市場交易，協助企業籌措資金，凡買賣公司債及金融債券，免徵證券交易稅」，對活絡國內債券次級市場頗有助益⁴。91 年 7 月推出指標公債電腦議價制度，提供透明資訊。此外，政府業於 91 年 8 月成立「行政院金融改革專案小組」，其中，有關資本市場工作小組，繼續推動多項健全我國債市措施。主要成效有：91 年完成建立政府債券發行前交易制度、債券融券制度；92 年建立公司債與金融債券合適之交易平台、規劃定期適

⁴依同條例第七十二條條文規定：有關此項措施，僅施行至 98 年 12 月 31 日止。

量發行公債，以及設立中央公債交易商等，以降低發行市場籌資成本，提升交易市場效率。另為滿足市場投資人多樣化需求，目前政府刻正積極研議推動債券借券制度、規劃分割債券交易等，前述措施，相關單位若能據以落實推動，不但可改善國內債市體質，對吸引外國企業來台發行債券，應有相當助益。

(二)上市櫃法令與 TDR 相當，資金運用及匯出亦受限制

目前規範外國企業來台發行公司債法規，與外國企業來台發行台灣存託憑證與原股一樣，且規範內容大致相當。其中，外國企業來台發行債券上市(櫃)資格，須符合已來台發行過台灣存託憑證或股票上市(櫃)者；或是符合外國企業來台申請發行台灣存託憑證或原股，有關設立年限、股東權益、獲利能力以及股權分散等上市(櫃)條件者，才能申請⁵。另上市櫃審查程序中，均有需取得外匯業務主管機關同意函，另有關外國企業來台發行台灣存託憑證或股票所需面對的資金運用與資金匯出限制，在此均同樣限制來台發行債券的外國企業。

(三)外幣債券缺乏，不利國內債市與國際接軌

雖然相關審查法規，並無禁止外國企業不得來台發行外幣債券，惟觀察國內現有的外國債券，目前特色為：均屬專案申請來台的國際金融組織，並以新台幣發行的金融債券為主。此與我國外匯管理政策，以及外幣款券交割等技術面問題是否成熟有關，相關單位宜及早因應，以提高國際組織或外國企業來台發行債券意願。

⁵依櫃買中心所訂之外國有價證券櫃檯買賣審查準則第十二條第一項第四款規定，符合「經主管機關認可之國內、外信用評等機構取得 A 級以上評級之債信評等者」，可來台發行債券。

肆、結論與建議

一、結論

經前節分析，目前吸引外國企業來台籌資主要問題有：

(一)市場因素

- 1.我國資本市場籌資規模仍小，加以知名外國企業每次籌資，動輒須數十億元美金，遠超過我國資本市場胃納量，因此，不利達成我國吸引跨國知名企業來台募資之目標。
- 2.國內債市發展不健全，不利於公司債發展的環境未改善前，不易吸引外國企業來台籌資。

(二)法規因素

在考量資金安全以及配合兩岸政策前提下，目前外國企業來台籌資所受限制，與世界主要國家明顯不同處，有：資金運用、資金匯出以及香港上市櫃公司無法來台掛牌上市櫃等問題，均是影響外國企業來台籌資意願主因，因此，制度面問題若無法做通盤檢討開放，擬依現行法規吸引外國企業來台上市櫃，恐將事倍功半。

二、建議

為加速吸引外國企業來台籌資，早日達成我國成為亞太運籌中心目標，相關單位宜朝以下方向思考：

一、總體政策方面

- (一)思考以吸引中小型外國企業來台籌資，取代以往擬吸引世界知名企業來台籌資之目的

由於我國市場規模、資金用途、資金匯出限制等，並無法吸引國際知名企業前來籌資，因此，應可朝吸引績優中小型外國企

業來台籌資，待國內市場規模擴大、國際名聲打響後，再循序漸進，並透過市場機制，吸引國外知名企業來台籌資，成功機率可能較大。

(二)檢討開放讓在香港掛牌企業來台上市(櫃)

隨兩岸加入 WTO 後，我國將面對更嚴峻挑戰；另為因應全球經濟整合風潮，尤其東亞各國政府間已透過許多管道進行頻繁互動，目前除有整合東南亞國協區域市場的 AFTA(東協自由貿易區)，還有東協(ASEAN)+中國、東協+日本、以及東協加中國、日、韓(ASEAN+3)等。為避免台灣被邊陲化，我國應善用紮實的產業基礎，為數眾多的台商，以及充沛的資金，把握參與國際經濟金融市場之機會。因此，政府宜思考開放讓在香港掛牌企業來台上市櫃。

(三)適時檢討放寬資金用途與匯出之限制

要求外國企業來台所募資金不得投資大陸；或是對外國企業投資大陸已超過 40%者，須將來台所籌資金留在台灣使用，不但與一般企業經營概念有違，亦與國際不同；另以限制外國企業中台資所占比重，當作外國企業來台籌資資金是否可匯出之依據，在企業跨國經營策略風行的時代，不但管理上日形困難，實務上也會降低外國企業來台籌資意願，相關單位應加速審慎評估，以適時調整放寬。

二、市場環境方面

除檢討放寬上述限制外，為加速完備我國加入國際金融市場所需之實力，建議主管機關仍應積極推動如下配套措施：

(一)持續吸引外資來台投資，增加外國企業來台籌資所需資金量

為避免台灣資金，因外國企業來台籌資，影響資金外移，造成排擠效果，建議應持續吸引外資來台投資。目前我國已取消外國專業投資機構制度(QFII)，可望吸引外地或本地資金進入國內

資本市場，由於資本市場是動態，如果此時需要籌資的外商或台商也能來台籌資，利用國際資金供其籌資，不但可降低國內資金排擠問題，擴大國內資本市場規模，提高我國競爭力，其對發展我國經濟亦較有利。

(二)強化資訊揭露功能，健全信用評等機制，並積極建立完備公司治理制度

國內投資人認購外國企業來台發行的有價證券，最擔心的應是該發行公司透明度問題，一旦資訊透明，便可減少投資人投資風險。因此，相關單位仍宜加強市場資訊透明化以及監理工作，並健全信用評等制度，以確保國內投資人權益。此外，亦應繼續推動公司治理工作，落實獨立董監事制度，提升會計師執業品質，以強化我國資本市場體質。

(三)改善國內投資環境，並適時至海外宣導來台籌資工作

思考根留台灣政策時，未必要拘泥將資金留在台灣，目前各金融業如此發達，資金必將流向最有效運用之處，因此，只要有好的投資機會和環境，資本市場國際化，自然會吸引台商及外資來台投資。為促使外國資金能持續投入台灣，支應國內外企業來台籌資，加速建立良好投資環境，並適時前往海外宣導來台籌資工作，亦有助於提高經營良好的企業來台上市意願。

(四)繼續推動金融改革工作，以健全股市、發展債市

近幾年來，由於世界經濟金融情勢急速轉變，致金融市場結構與運行機制產生結構性變化。為因應國際潮流與挑戰，行政院已將金融改革納入「挑戰 2008—國家發展重點計畫」中，並組成「行政院金融改革專案小組」，分別對銀行、保險、以及資本市場等，研提多項金融措施。目前短期措施雖已實施，惟中、長期措施仍在進行中，由於該小組所涉措施，包含諸多有關提高資本市場效能與發展債市措施，期政府繼續加速落實，相關制度得與國際接軌，營建一個吸引外國企業來台籌資的金融環境。

參考文獻

- 1.陳春山、李啟賢(1994)，**證券發行實務精華-制度·法令·契約**，五南圖書出版公司。
- 2.李存修(1995)，**我國證券市場自由化相關問題之研究**，行政院經濟建設委員會。
- 3.廖宗聖(2001)，「台灣存託憑證之發行與窘境-以美國存託憑證為比較基礎(上)、(下)」，**證券櫃檯月刊**，第 63 期、第 64 期，中華民國證券櫃檯買賣中心。
- 4.黃煌雄等(2003)，**我國金融國際競爭力總體檢調查報告**，監察院財政及經濟委員會。
- 5.行政院金融改革專案小組(2003)，**行政院金融改革專案小組執行成果**，行政院金融改革專案小組。
- 6.台灣證券交易所彙編(2003)，**世界主要證券市場相關制度(上)、(下)**，台灣證券交易所。
- 7.佐藤和美(2003)，「東亞經濟整合構想(ASEAN+5)-台灣的挑戰與思考」，**台灣經濟研究月刊**，第 26 卷第 5 期，台灣經濟研究院。

附表一 外國企業來台籌資開放歷程

日期	開放措施
80年11月 80年12月	政府依證券交易法第22條第1項，特准亞銀(ADB)來台發行小龍債券。 亞銀正式來台發行以美元計價的「小龍債券」。
81年 6月	訂定「募集與發行台灣存託證處理準則」，開放經主管機關核定之外國市場上市公司，可來台發行TDR；核定12家外國交易所家數。
81年10月	亞洲開發銀行第二次在台發行募集「小龍債券」美金3億元。
82年 5月	配合開放外國企業來台發行TDR，證交所公告發布「台灣證券交易所股份有限公司台灣存託憑證上市審查準則」。
84年 8月	亞洲開發銀行首次在台發行26億元新台幣債券。
85年 2月	將「募集與發行台灣存託證處理準則」修正為「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，開放外國企業來台發行公司債。
85年 4月	主管機關核定之外國交易所家數，增至15家。
86年 5月	核准歐洲復興開發銀行首次申請來台募集與發行新台幣債券60億元案。北歐投資銀行以新台幣計價，40億元債券，期限5年。
86年 6月	將「台灣證券交易所股份有限公司台灣存託憑證上市審查準則」納入「台灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」內規範。 修正「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，開放外國績優企業來台發行股票；開放台灣存託憑證得兌回原股；並簡化股務作業。
86年 7月	櫃買中心公告發布「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外國有價證券櫃檯買賣審查準則」。
86年10月	放寬外國股票上市股數、股權分散標準，放寬TDR股權分散標準。
87年 1月	福雷電子TDR正式上市。(第1家來台發行TDR)
89年 1月	修訂外國股票及TDR等上市條件，放寬股東權益、獲利能力以及股權分散等上市標準。 放寬主管機關所核定之外國交易所家數至16家。
89年 3月	修訂外國股票及台灣存託憑證上櫃條件，放寬股東權益、獲利能力，以及股權分散等上櫃標準。
90年 4月	東亞科技TDR正式上市。(第2家來台發行TDR)
90年 9月	開放外國發行人來台募集與發行有價證券，同時向證期會及外匯主管機關送件申請，以縮短審查時程；經核准掛牌後之各項書面申報作業，改由公開資訊觀測站揭露方式取代，簡化申報作業。
90年10月	修訂上市(櫃)規章，放寬外國發行人之設立年限、股東權益及獲利能力等規定；並放寬外國科技事業來台發行有價證券之資格。
91年12月	美德向邦TDR正式上市。(第3家來台發行TDR)
92年 1月	萬宇科技TDR正式上市。(第4家來台發行TDR)
92年 4月	開放外國發行人來台募集與發行有價證券，由「申請核准」改為「申請核准」與「申報申效」併行。 開放外國發行人得以參與發行TDR作為受讓本國公司股份之對價或依法律規定合併或收購本國公司；開放外國企業募集發行轉換公司債或附認股權公司債亦得以TDR做為履約標的。
92年 9月	泰金寶科技TDR正式上市。(以台商國外子公司回台籌資第1家)

資料來源：本報告整理。

附表二 本國企業與外國企業在台上市櫃條件比較表

項 目		我國企業在台上市櫃條件	外國企業來台上市櫃條件	
			台灣存託憑證(TDR)	原 股
設立年限(上市年限)	上市	依公司法設立滿五年以上	經我國證券主管機關核定之16個證券交易所或市場之一，上市滿一年	與發行TDR規範相同
	上櫃	依公司法設立滿二個會計年度		
資本額(或股東權益)	上市	實收資本額達新台幣6億元以上	股東權益折合新台幣10億元以上，且TDR須達2,000萬個單位以上或市值不低於新台幣3億元	與發行TDR規範相似(註)
	上櫃	實收資本額達新台幣5,000萬元以上	股東權益折合新台幣2億元以上，且TDR須達1,000萬個單位以上或市值不低於新台幣1億元	
獲利能力	上市	最近一會計年度決算無累計虧損且營業利益及稅前純益占實收資本額比率符合以下標準之一 1.最近二個會計年度均達6%以上 2.最近二個會計年度平均達6%以上，且最近年度較前一年度為佳 3.最近五個會計年度均達3%以上	最近二會計年度稅前純益均為正，且無累積虧損，並符合以下標準之一 1.稅前純益占股東權益，最近一年度達6%以上 2.最近二個年度均達3%以上 3.最近二個年度平均達2%以上，且最近年度較前一年度為佳 4.稅前純益最近二個年度均達新台幣4億元以上	與發行TDR規範相同
	上櫃	營業利益及稅前純益占實收資本額比率符合以下標準之一 1.最近年度達4%以上，且最近一會計年度決算無累計虧損 2.最近二個會計年度平均達2%以上 3.最近二個會計年度平均達2%以上，且最近年度較前一年度為佳 4.決算營業利益及稅前純益，於最近一會計年度不得低於新台幣400萬元	最近一會計年度無累積虧損，且符合以下標準之一 1.稅前純益占股東權益，最近一年度達4%以上 2.最近二個年度均達2%以上 3.最近二個年度平均達2%以上，且最近年度較前一年度為佳 4.稅前純益最近二個年度，均達新台幣1億元以上	
股權分散	上市	記名股東1,000人以上，其中持有股份1,000股至5萬股之股東不少於500人，且其所持股份須占總發行股份20%以上或1,000萬股	1.在中華民國境內之TDR持有人不少於1,000人，且持有1,000至5萬單位者所持單位合計須占發行單位總數20%以上或1,000萬股 2.TDR所表彰的記名股票，全體記名股東須達2,000人以上，且公司內部人以外之大眾持股須達已發行股份25%以上	與發行TDR規範相似
	上櫃	持股份1,000股至5萬股之記名股東不少於300人，且持股份總額須占總發行額10%以上或達500萬股	1.在中華民國境內記名股東不少於500人，且持有1,000至5萬單位者所持單位合計須占總發行數15%以上或200萬股 2.TDR所表彰的記名股票，全體記名股東須達1000人以上，且公司內部人以外之大眾持股須達已發行股份15%以上	

註：1.原股與TDR不同，有關TDR上市櫃條件出現TDR持有人或單位等字，在原股規範時應酌調為記名股東或股份。

2.外國科技公司來台上市櫃(含發行TDR及原股)，若取得交易所或櫃買中心委託之專業機構出具其係屬科技事業，且其產品或技術開發成功具市場性之評估意見者，可享較低上市櫃申請標準。

資料來源：本報告整理。