

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別:考察)

「金融憑證暨衍生性商品等專業議題考察」
出國報告

服務機關:中華電信股份有限公司

出國人 :職稱:科長

姓名:李世欽

出國地區:新加坡

出國期間: 92 年 12 月 14 日-92 年 12 月 18 日

報告日期: 93 年 3 月 11 日

D9/09300652

系統識別號:C09300652

公 務 出 國 報 告 提 要

頁數: 25 含附件: 否

報告名稱:

金融憑證暨衍生性商品等專業議題考察

主辦機關:

中華電信股份有限公司

聯絡人／電話:

柯志勇／2344-4094

出國人員:

李世欽 中華電信股份有限公司 財務處 科長

出國類別: 考察

出國地區: 新加坡

出國期間: 民國 92 年 12 月 14 日 -民國 92 年 12 月 18 日

報告日期: 民國 93 年 03 月 10 日

分類號/目: D9／證券、期貨 D9／證券、期貨

關鍵詞: 利率風險管理,信用型衍生性金融商品,存託憑證

內容摘要: 由於全球性財富的擴張及財務工程領域的蓬勃發展，造成金融性商品不斷地推陳出新，對個人及企業無論是在融資借貸領域或是理財投資管道方面，均產生革命性之變革。而電子通訊技術的日新月異，更加速世界經濟的連動，使得金融性活動超越了時間及空間的限制。

目

錄

壹、考察目的及摘要.....	P. 1
貳、行程.....	P. 2
參、議題內容.....	P. 2
肆、心得.....	P. 4
一、利率風險管理暨避險操作策略.....	P.4
(一)利率交換.....	P. 4
(二)遠期利率協定.....	P. 7
二、信用型衍生性金融商品.....	P.9
(一)Products.....	P. 9
(二)Credit Linked Notes.....	P. 11
(三)Repacked Credit Linked Notes.....	P. 13
三、存託憑證.....	P.15
(一)存託憑證之意義.....	P. 15
(二)存託憑證之種類.....	P. 15
(三)發行存託憑證之優點.....	P. 16
(四)存託憑證之發行程序與法律關係.....	P. 17
(五)美國存託憑證(ADR)發行之法律問題.....	P. 20
伍、建議.....	P. 24

壹、考察目的及摘要：

由於全球性財富的擴張及財務工程領域的蓬勃發展，造成金融性商品不斷地推陳出新，對個人及企業無論是在融資借貸領域或是理財投資管道方面，均產生革命性之變革。而電子通訊技術的日新月異，更加速世界經濟的連動，使得金融性活動超越了時間及空間的限制。

為因應本公司日趨多元化的財務操作及其衍生之風險管理，職於92/12/14-92/12/18奉派至新加坡參加 Wall Street Institute 所舉辦金融存託憑證暨衍生性商品等相關議題考察，期間主要之考察議題涵蓋了利率避險暨其風險管理、信用型衍生性金融商品及存託憑證等三大領域。此三大領域對本公司目前所從事之財務活動(如 ADR 及負債管理)提供了許多寶貴之知識及啟發。其中因本公司已在海外發行ADR，除存託憑證的議題是屬於溫故知新者外，其餘兩大議題都是在闡述如何設計並運用結構性金融商品於避險或風險管理，因此此次考察，除有益於個人知識的增長外，更冀望所學新知能應用在本公司的財務規劃上。

貳、行程：

92/12/14-92/12/14	前往新加坡並安排住宿事宜
92/12/15- 92/12/17	參加 Wall Street Institute 所舉辦之存託憑證、結構型金融商品暨外匯風險管理等相關專業課程
92/12/18-92/12/18	返台

參、議題內容：

92/12/15

1.Structured Finance - An Introduction

Corporate needs, investor appetites the bankers and the rocket scientists

2.Risk management for corporations

- ☒ Mismatch between assets and liabilities
- ☒ As corporations expand to new markets they become exposed to many new risks
- ☒ Bundling risks: exposure to one risk factor vs. exposure to a basket
- ☒ How do risks affect shareholder value?

3.Overview to Interest Rate Risk Management ·Arbitrage, Speculation, and Hedging

- ☒ A Roadmap to U.S. Monetary Policy and Fed-Watching – implications for Asia-Pacific
- ☒ The History of Jumps and Twists in the Treasury Yield Curve
- ☒ Steps in the Risk Management Decision Process
- ☒ Reasons To Hedge Interest Rate Risk
- ☒ Reasons Not To Hedge Interest Rate Risk
- ☒ Risks and Limitations to Risk Management

4. Interest Rate Futures Contracts ·Characteristics of Over-the-Counter Forward Contracts

- ☒ Forward rate agreements (FRAs)
- ☒ Collars and zero cost collars
- ☒ Interest rate swaps

92/12/16

1.Evaluating the Credit Derivatives Market and the Rationale for its Development

- ☑ Current and future potential of credit derivatives market
- ☑ Assessing the size of the market in terms of capacity and liquidity
- ☑ The size of the market and the distribution among product lines and underlying instruments
- ☑ Difficulties in developing a true “two way” market
- ☑ Evaluating the potential for a secondary market in credit derivatives
 - How the Euro will impact on the credit derivatives market
 - Credit derivatives: the US experience
 - The recent credit crunch and its implications on the market

2.Different Structures and Assessing their Risks to Ensure Successful Implementation

Default Swaps & Options

Total return swaps

Credit linked notes

Put credit spreads on asset swaps

Credit spread notes

Demystifying the risks: cross, equity, term structure, settlement, legal and basis risk

Collateralized Bond Obligations (CBOs) and collateralized loan obligations (CLOs)

Downgrade options and their uses

92/12/17

1.Introduction to deposit receipt

2.Coping with the Risks of deposit receipt

Credit risk

- What is “netting” - How does it mitigate credit risk

Liquidity risk

- Will there always be a secondary market for

Model risk

- Is pricing software correct?

3. Features of American deposit receipt

4.Transaction of American deposit receipt

5.Regulations and limits of American deposit receipt

肆、心得：

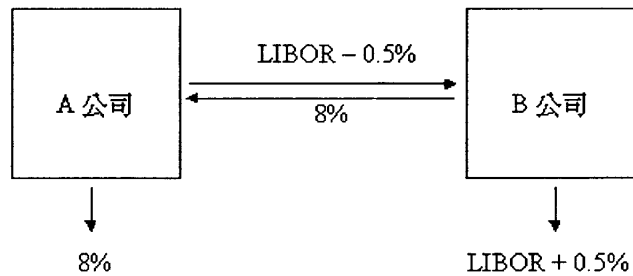
本報告原則是依據考察議題之先後順序撰寫而成，其主要範圍涵蓋利率風險管理暨其避險操作策略、信用型衍生性金融商品及存託憑證等三大領域，茲詳述如下：

一、利率風險管理暨避險操作策略

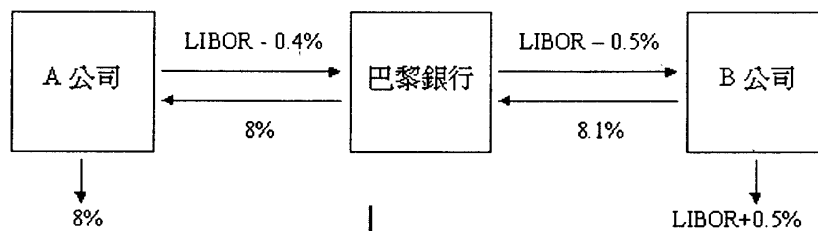
(一) 利率交換(Interest Rate Swap, IRS)

1. 利率交換之交易方式

通常在市場上，常見的利率互換交易是把短天期的負債交換成長天期的負債，以避免利率上漲的風險。舉例說明，A 公司是信用評等 AAA 的大型績優公司，其以長天期固定利率舉債成本為 8%，以短天期浮動利率舉債融資成本為 LIBOR(London Interbank Offering Rate 倫敦銀行間拆款利率，為短期利率)加上 0.2%。B 公司為信用評等 BBB 的中小型公司，其以固定利率舉債年息為 9.5%，以浮動利率舉債年息為 LIBOR 加 0.5%。假設 A 及 B 兩家公司為配合其個自資產負債管理，A 公司需以浮動利率來支付其融資利息，而 B 公司需以固定利率支付其融資利息。比較 A、B 兩家公司之融資成本，A 公司以長天期的固定利率舉債時，有比較利益；而 B 公司採短天期的浮動利率舉債時，有比較利益。即 A 公司若以固定利率舉債，其融資成本可較 B 公司節省 1.5% (9.5%減 8%)，倘若 A 公司以浮動利率舉債時，其融資成本則只較 B 公司節省 0.3% (LIBOR+0.5%減 LIBOR+0.2%)。相反地，以 B 公司的立場來看，B 公司的比較利益是在以浮動成本舉債，因其若以浮動利率融資時，只較 A 公司高出 0.3% 的成本，但若以固定利率融資時，則較 A 公司高出 1.5% 之多。今若透過利率互換交易，A 與 B 公司不僅滿足各自資產負債管理上的需要，而且可共享因比較利益所帶來之融資成本降低的好處。



透過雙方利率交換，A 公司所須支付之融資成本為 $\text{LIBOR} - 0.5\%$ ，即先以固定利率舉債融資之成本 8% ，減去利率交換時收到 B 公司之 8% ，再加上交換時支付給 B 公司的 $\text{LIBOR} - 0.5\%$ 。而 B 公司所須支付之融資成本為 9% ，即以浮動利率舉債融資成本 $\text{LIBOR} + 0.5\%$ ，減去利率交換時收到 A 公司的浮動利率 $\text{LIBOR} - 0.5\%$ ，再加上支付給 A 公司之固定利率 8% 。透過利率交換，A 公司不僅可滿足其以浮動利率支付利息之需要，亦可較直接以浮動利率去融資時節省 0.7% 的資金成本，即 $\text{LIBOR} + 0.2\%$ 的浮動利率成本減去 $\text{LIBOR} - 0.5\%$ 的利率交換後成本。而 B 公司亦蒙其利，不僅可滿足其以固定利率付息的需要，而融資成本亦減少了 0.5% ，即直接以固定利率舉債時之 9.5% 減去利率交換後之 9% 。當然在實際的商業環境中，A、B 兩家公司很難知道彼此的需要，唯有透過銀行的中介穿針引線，利率交換交易方得以順利達成。當然在實際的商業環境中，A、B 兩家公司很難知道彼此的需要，唯有透過銀行的中介穿針引線，利率交換交易方得以順利達成。而銀行從中收取一些差價或手續費用，其結果可能如下圖所示：



利率交換後，A 公司之融資成本為： $8\% + (\text{LIBOR}-0.4\%) - 8\% = \text{LIBOR} - 4\%$ ，而 A 公司之融資成本樽節了： $(\text{LIBOR}+0.2\%) - (\text{LIBOR}-0.4\%) = 0.60\%$ 。B 公司之融資成本為： $8.10\% + (\text{LIBOR}+0.5\%) - (\text{LIBOR}-0.5\%) = 9.10\%$ 而 B 公司之融資成本樽節了： $9.50\% - 9.10\% = 0.40\%$ ，在此銀行賺取之手續費用為： $(\text{LIBOR}-0.4\%)-(\text{LIBOR}-0.5\%)+(8.1\%-8\%) = 0.2\%$

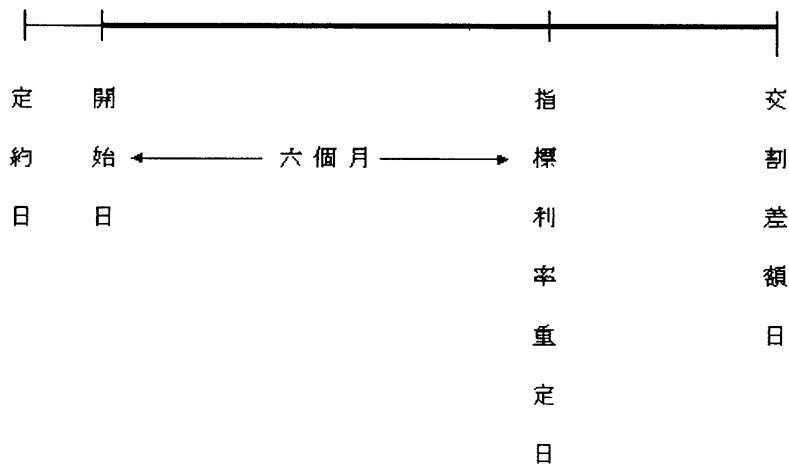
2.利率交換之優點有：

- A. **降低資金成本**：交易雙方利用其信用差異(Credit Differential)以其個別之比較利益進行套利，以降低雙方資金成本。
- B. **規避利率風險**：讓使用者對於已有之債務，有機會可以利用固定利率債務，換成浮動利率，若預期利率上漲時，則反向操作，得以規避利率風險，使企業樽節資金成本以持盈保泰。
- C. **增加資產收益**：利率互換交易並不侷限於負債方面利息支出的交換，同樣的，在資產方面亦可有所運用。一般資產持有者可以在預期利率下跌時，轉換資產為固定利率型態，或在預期利率上漲時，轉換其資產為浮動利率型態。
- D. **增加資金籌措途徑**：除了以傳統融資方法取得資金外，利率互換交易提供資金籌措者另一個資金取得途徑，使其克服了因本身債信不足而無法取得某種資金，或不同資本市場間及各國外匯管制或多或少存在之資金籌措障礙。
- E. **靈活資產負債管理**：當欲改變資產或債務類型之組合，以配合投資組合管理或對利率未來動向之鎖定時，可以利用利率交換交易調整，而無需賣出資產或償還債務。浮動利率資產可以與浮動利率負債相配合，固定利率資產可以與固定利率負債相配合。此外，亦有利於未來現金流量之管理(Cash Flow Management)，使流入與流出相配合。

(二) 遠期利率協定(Forward Rate Agreement, FRA)

1. 遠期利率協定之交易方式

例一：Hope 公司在六個月之後需要一筆資金，金額一千萬美金，為期三個月，其財務經理預測屆時利率將上漲，因此為鎖定其資金成本，該公司向本行支付「6 × 9 FRA」固定利率，如果報價之協定利率為：「5.6% — 5.90%」，則雙方議定利率為 5.9% 名目本金金額一千萬美元。六個月後，市場利率果然上漲，三個月之市場利率為 6%。其於清算日交割之金額如下：



Hope 公司配合其財務資金需求，六個月之後，如財務計劃以市場利率 6% 借入一為期三個月之資金，然由於承作上述 FRA 避險交易，其資金成本得以固定在 5.90%，其財務成本計算如下：

借入資金利息成本：

$$\text{USD } 10,000,000 \times 6\% \times (90/360) = \text{USD } 150,000$$

遠期利率協定利息差價收入：

$$\text{USD } 10,000,000 \times (6 - 5.9)\% \times (90/360)$$

$$/(1+6\%*90/360)=\text{USD } 2,463.05$$

淨財務成本：

$$\text{USD } 150,000.00 - 2,463.05 = \text{USD } 147,536.95$$

$$147,536.95 / 10,000,000 \times 360 / 90 = 0.059 = 5.90\%$$

故財務成本為 5.90%，即為原先 FRA 設定之資金成本。

例二：A 公司已知未來一年內每兩個月可有一筆固定金額的現金收入，且計劃將收入轉為存款，於一年結束後再逐筆收入本利一併向銀行取回，然認為未來利率有走低之趨勢，A 公司可經由一系列遠期利率協定，將長天期的收益完全固定，如此就可保障利息收益，規避利率下跌之風險。

	2 個月	2 × 4	4 × 6	6 × 8	8 × 10	10 × 12
		FRA	FRA	FRA	FRA	FRA
定	二	四	六	八	十	十
約	個	個	個	個	個	二
日	月	月	月	月	月	個
						月

2. 遠期利率協定之優點有：

透過遠期利率協定將浮動資產（負債）與固定資產（負債）間作轉換，主要係在幫助企業規避因利率變動而引起的融資成本上升風險，或投資收益的下降風險。當企業因擔心未來利率將上揚，可將浮動利率之借款利用遠期利率協定的方式鎖定為固

定利率來支付。相反地，若擔心未來利率下跌，則可將存款以遠期利率協定的方式鎖定為固定利率作為保障。

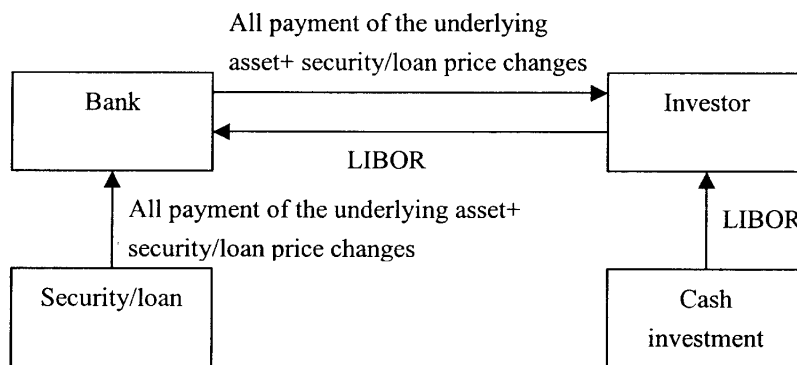
二、信用型衍生性金融商品

信用衍生性金融商品共分為三大類：Products、Credit Linked Notes、Repacked Credit Linked Notes。接下來將針對各大類的代表性產品詳細說明。

(一) Products：信用風險直接衍生出來的產品

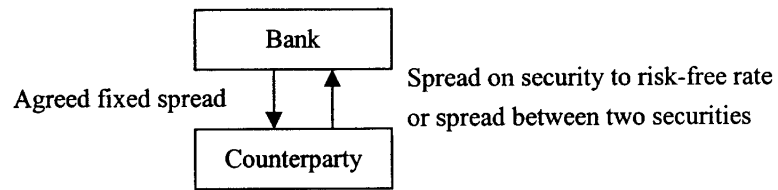
1. Total Return Swap

銀行將整體債權(價值變動, 利息, 費用)轉給投資人, 換取浮動或固定利息。(因此, 投資人承受利率風險與信用風險。如果投資人希望針對利率進行避險, 可以透過在貨幣市場投資獲取等額的利息以支付銀行, 如下表中投資人透過 cash investment 獲得 LIBOR 以支付給 bank。)

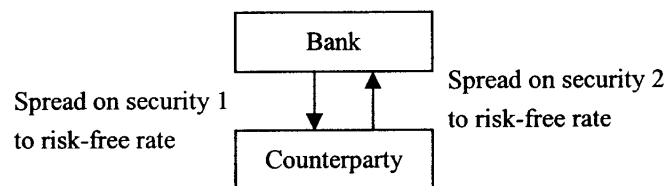


2. Credit Spread Swap

A. the absolute spread: 以固定的價差換取浮動的價差
(某債券利率與無風險利率間的差額)

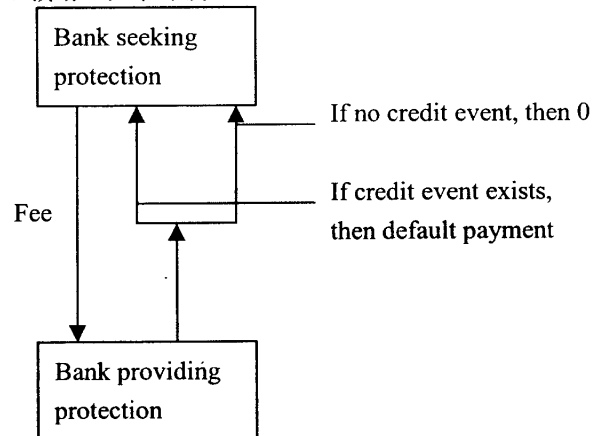


B. the relative spread: 以浮動換取浮動（例：以甲債券與無風險利率間的利差換取乙債券與無風險利率間的利差）



3. Credit Default Swap

避險銀行透過支付對手銀行固定的費用，將該公司承受的信用風險轉由對手銀行承擔。當發生倒閉時對手銀行須支付避險銀行該債券的倒閉損失。



4. Basket- Linked Credit Default Swap

是 Credit Default Swap 的一種，但是標的信用資產為一籃子債券或債權，因此使整體信用品質較單一標的 Credit Default Swap 之信用品質低。這樣商品的優點在於可以提供避險銀行針對手上高品質的信用風險債券進行一籃子的避險(優點:一項費用就可以提供一籃子標的資產進行信用風險避險)，只要任一個標的資產發生信用風險則該契約到期，並且由對手銀行針對該標的資產進行倒閉補償。

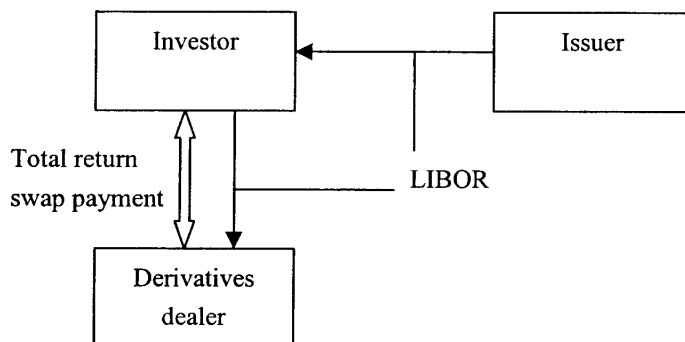
(二)Credit Linked Notes：整合固定收益證券以及信用風險，使投資人透過債權或證券直接面對信用風險

1. Total Return Credit Linked Notes

可以看作是一般的票券加入了信用風險的連結。例如:由 AAA 銀行發行 ABC 公司為標的資產的票券，年息 LIBOR+250bp、到期支付本金。但是，本金的支付會隨著標的資產價格的變動而調整(可能是正值或負值)(EX: $\text{principal amount} \times \text{change in the price of the underlying credit asset}$)。

因此，Total Return Credit Linked Notes 可以視為下列兩種商品的結合：

- A. floating-rate notes: 投資人投入本金獲取浮動利率（投資人投入本金、發行者按期支付投資人利息及本金。）
- B. total return swap: 透過支付利息給信用衍生金融商品經紀商，承受風險資產的信用風險。



2. Leveraged Total Return Credit Linked Index Notes

與 Total Return Credit Linked Notes 類似，不過利息以及本金調整必須乘以約定的槓桿倍數，用以增加投資槓桿。

3. High Yield Credit Linked Notes

為 Leveraged Total Return Credit Linked Index Notes 的延伸。標的資產並非單一特定的信用風險資產，而為指定的 High-Yield Bond Index。

(EX: 到期本金贖回價值為：投入本金+(槓桿倍數)(指定之 High-Yield Bond Index 的變動))

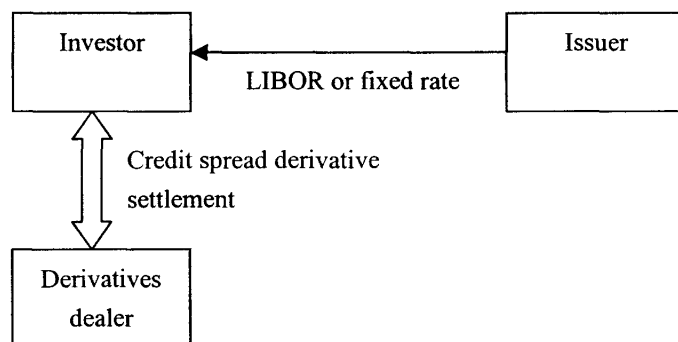
4. Credit Spread Linked Notes

與 Total Return Credit Linked Notes 類似，不過本金贖回受到信用利差的影響。Credit Spread Linked Notes 可以視為下列兩種商品的整合：

A. floating-rate notes

B. credit spread derivatives

例如：投資者投入本金獲取浮動利率，到期贖回本金。該本金贖回價值計算方式為：原始本金+(槓桿倍數)(120bp-Credit Spread)。所以當利差變小，亦即信用風險降低，則投資人獲利。



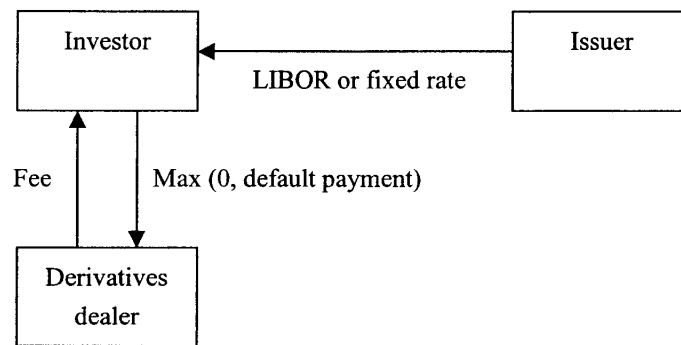
5. Credit Default Linked Notes

發行者發行以某特定債券或債權連結的票券，投資人定期收到利息。不過，本金贖回受到連結債權的倒閉與否影響，也就是發行者將某債券的倒閉風險轉給投資人。例如：當標的債權未倒閉時，本金贖回價值為原始本金；當債權發生倒閉時，則本

金贖回價值為(原始本金-倒閉損失)

Credit Default Linked Notes 可以視為下列兩種商品的結合:

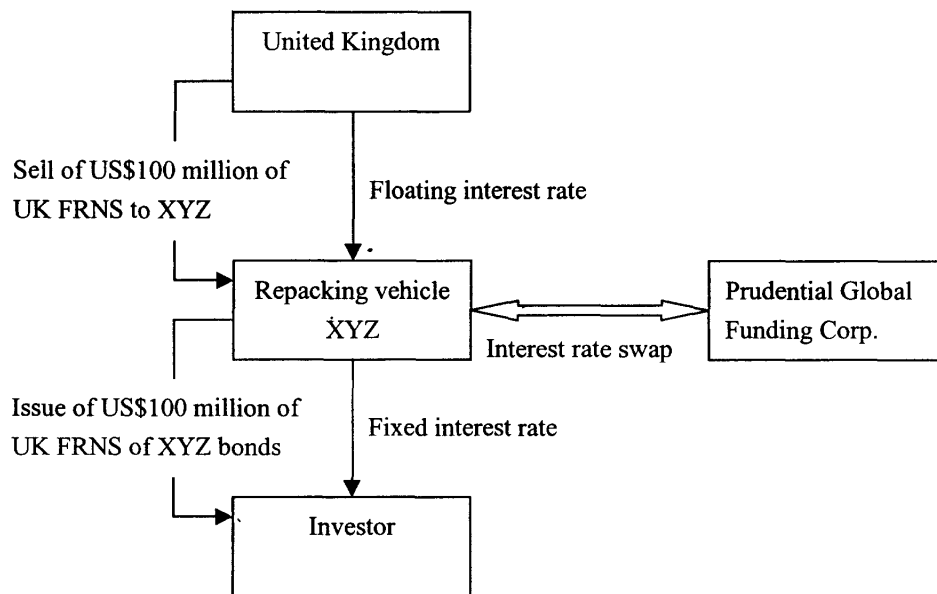
- A. floating-rate notes
- B. credit Default Swap



(三) Repacked Credit Linked Notes: 透過中介機構，對信用風險進行重新組合，增加或是移除信用風險，使原本市場上不存在的信用風險產品透過中介機構的運作而得以在市場上交易

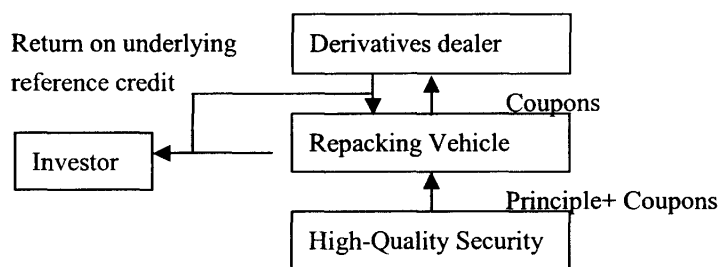
1. Securitized Asset Swaps

1985 年以前的 Asset Swaps 為私下承作，並未公開證券化。資產交換證券化有以下的優點: 增加信用品質、使利率與貨幣符合投資人需求、增加交易流動性。例如: 市場上並沒有以美元計價的固定利率英國政府公債，XYZ 公司知道該公司客戶有這樣的需求，於是用美金購買英國政府公債，並透過利率交換後握有固定利率的英國公債，接著 XYZ 公司在市場上發行以美金計價的固定利率債券，該債券並擁有 AAA 等級的債券評等(該債券信用評等是透過英國公債加上該利率交換的評等)。



2. Synthetic Credit Asset

Repacking vehicle 購買低信用風險(高信用評等)的 A 債券之後與信用風險經紀商進行 total return swap、or default swap 換成特定信用風險(信用風險較高)的 B 債券，收取費用並承擔較高的信用風險。於是，Repacking vehicle 發行以 B 債券為標的之債券。因此，投資人可以獲得 B 債券的利息報酬(較 A 債券高)加上收取的費用(由信用風險經紀商)，但是必須承擔較高的信用風險(B 債券信用風險)，當 B 債券發生倒閉時則本金贖回價值降低。本商品的優點在於；與直接投資 B 債券相較，投資人可以獲取較高的報酬。



三、存託憑證

(一) 存託憑證之意義

存託憑證(Depositary Receipts)為存託銀行簽發，用以表彰外國有價證券之憑證。當外國公司或有價證券持有人欲於本國境內發行或銷售所持有之有價證券時，將一定數額之有價證券寄存於外國保管機構，並經由存託銀行簽發可轉讓之存託憑證，當本國人民購買存託憑證時，則相當於購買該外國有價證券，故存託憑證屬於本國的一種有價證券。

存託憑證於一九二七年由美國摩根銀行(Morgan Guaranty Trust Company)首創，其發行目的為使美國之投資人得在當地投資外國有價證券，以避免直接投資國際市場時，會面臨因各國不同的交易制度、語言、法律及金融實務等困難，以降低國際證券交易之風險。

(二) 存託憑證之種類

1、依發行地區分：

存託憑證按其發行或交易地點之不同，冠以不同之名稱，於美國發行者為美國存託憑證(American Depositary Receipts, ADR)，其中參與型第二級及第三級之存託憑證可於其全國市場中交易(NYSE, NASDAQ, AMEX)；於歐洲發行者為歐洲存託憑證(European Depositary Receipts, EDR)；在兩個以上國家發行之存託憑證稱為全球存託憑證(Global Depositary Receipts, GDR)。

此外，由於自一九九九年一月四日起歐元(Euro)開始發行，隨之形成的歐元存託憑證(euro Depositary Receipts, euroDRTM)，係以歐元計價、於歐洲發行，以表彰歐洲聯盟(European Union)以外之外國公司之有價證券(多為股票)，且以公開發行方式發行，並於歐體之巴黎交易所(Paris Bourse)上市。

2、依原有價證券發行之外國公司是否參與發行計劃而區分：

存託憑證就外國原有價證券之發行公司是否參與可分為：參與型(Sponsored)與非參與型之(Unsponsored)存託憑證。

參與型存託憑證，係由外國有價證券之發行人與存託銀行簽訂存託契約，以約定由存託銀行協助發行存託憑證，並由外國發行人承諾定期提供相關財務及業務資訊予存託銀行等權利義務。而後發行人將有價證券存入保管銀行，再由保管

銀行通知存託銀行發行的存託憑證。而非參與型之存託憑證，係指外國公司並未介入，而由投資銀行或證券商將其由境外所購得之外國有價證券存入保管銀行，該投資銀行或證券商乃委託存託銀行發行之存託憑證。

所謂非參與型之存託憑證，係指發行原有價證券之外國公司並未介入，而由投資銀行或證券商將其由境外所購得之外國有價證券存入保管銀行，該投資銀行或證券商乃委託存託銀行發行之存託憑證。

(三)發行存託憑證之優點

1. 對外國發行人之利益：外國公司藉由存託憑證之發行可獲下列利益
 - A. 藉由存託憑證之發行，進入他國資本市場以募集資金。
 - B. 可提升發行公司該國市場之知名度，有利其未來發展業務或募集有價證券。
 - C. 擴大有價證券市場，有助於增加其有價證券之流動性，並維持或提高其價格。
 - D. 增加存託憑證發行公司在外的股東人數，相對可避免股票集中於國內少數大股東，以減少股價被操縱之可能，亦有助於其股票價格之穩定。
2. 對投資人之利益：
 - A. 便於投資外國有價證券：外國人直接投資外國有價證券，往往會面臨時差、語言、交易制度等諸多障礙，故購買存託憑證，相當於購買其國內有價證券，並依照當地之交易程序及制度，可保障交易安全及便利交易，可免除上列困難。
 - B. 規避匯率風險：由於存託憑證是以發行地當地之貨幣為計價單位，故投資人不必負擔匯率變動風險及轉換成本費用，亦可免除匯兌作業之麻煩。
 - C. 就法律面而言，存託憑證乃依投資人本國之法律，可避免國際法上適用法律之問題，例如持有人死亡時，得經由本國法律而進行繼承或適用本國公司法規定。此外，投資人之本國法律可能限制直接投資外國有價證券，而透過存託憑證之投資則可豁免。
 - D. 就交易成本及風險而言，投資人購買存託憑證較直接投資外國有價證券之成本低，時效快；且存託憑證之股利及過戶等

股務作業，可由存託機構及保管機構代辦，替投資人省去許多困擾。此外，購買存託憑證可免直接投資外國有價證券於保管及運送上之風、費用。

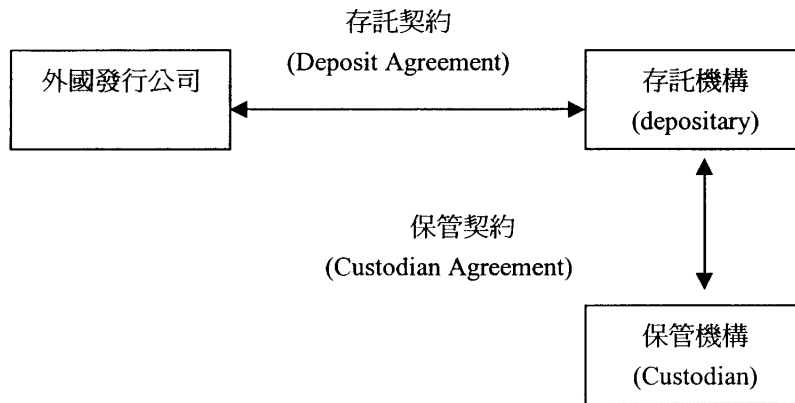
3. 其他：

投資銀行、證券商及會計師及律師，均可於存託憑證之發行程序中從事業務、獲取相關費用。

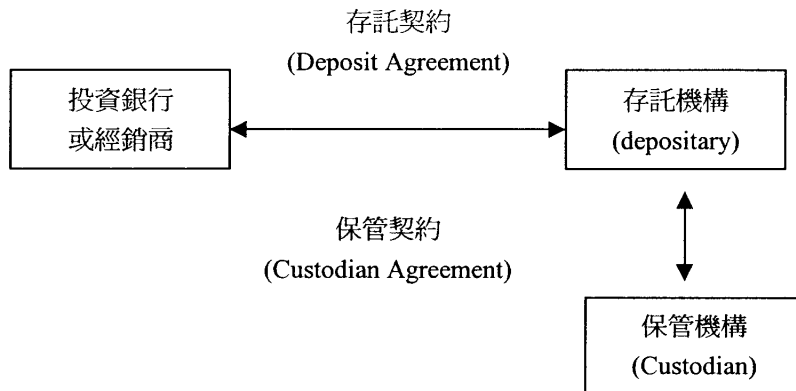
(四)存託憑證之發行程序與法律關係

1、法律關係

A. 參與型存託憑證



B. 非參與型存託憑證

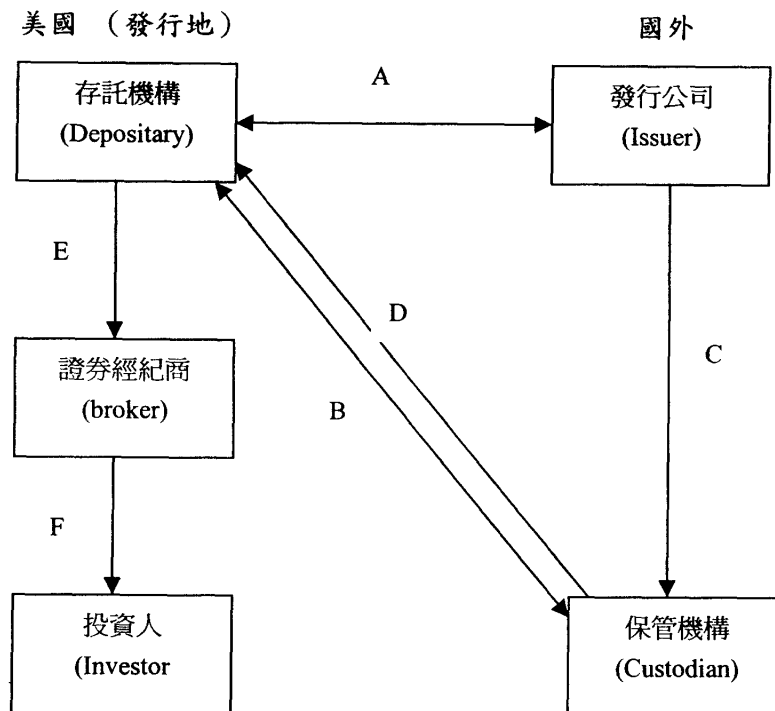


2、存託憑證之發行程序

以企業於美國發行存託憑證(ADR)為例，其發行程序如下：

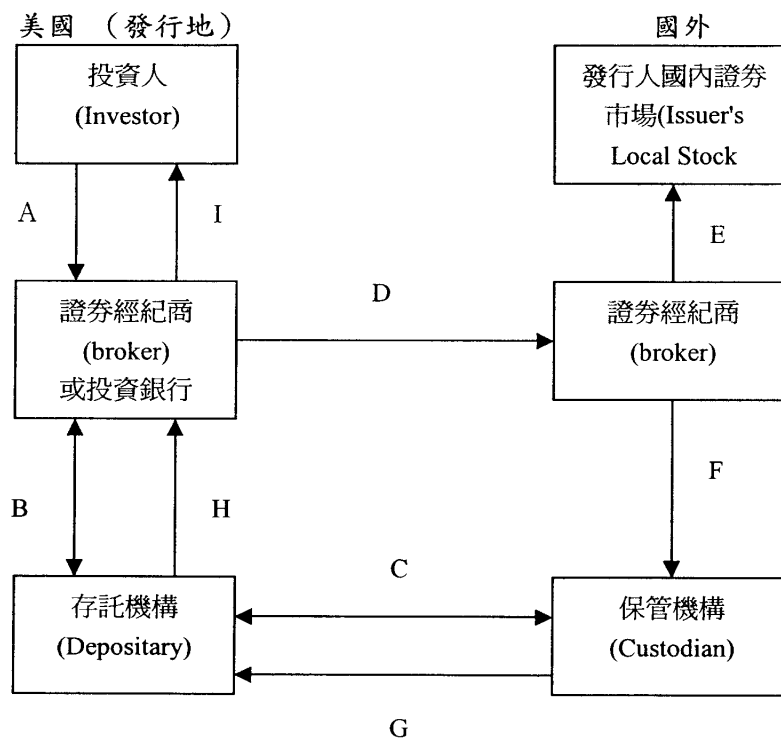
A. 參與型存託憑證

- a、發行公司與存託機構簽訂存託契約
- b、存託機構與保管機構簽訂保管契約
- c、由發行公司交付有價證券（股票）予保管機構
- d、保管機構通知存託機構發行美國存託憑證
- e、存託機構於美國發行存憑證以表彰保管機構所保管之股票，並將存託憑證交付美國證券經紀商委託其銷售
- f、經紀商將存託憑證交付美國投資人，投資人並給付買賣價金



B 非參與型存託憑證

- a、美國投資人委託經紀商購買存託憑證。此時，證券經紀商可購買現已發行之存託憑證，或先經由存託銀行發行新存託憑證。
- b、證券經紀商或投資銀行與存託機構簽訂存託契約
- c、存託機構與保管機構簽訂保管契約
- d、若新發行存託憑證者，先由美國經紀商與國外經紀商連絡
- e、國外經紀商於國外證券市場購買股票
- f、上述股票交付由保管機構保管
- g、保管機構通知存託機構發行美國存託憑證
- h、存託機構於美國發行存託憑證以表彰保管機構所保管之股票，並將存託憑證交付美國證券經紀商，或委託其銷售
- i、經紀商將存託憑證交付美國投資人，投資人並給付買賣價金



(五)美國存託憑證 (ADR) 發行之法律問題

美國存託憑證之種類及相關規範

表一：

	非參與型 (unsponsored)	第一級 (Level I Sponsored)	第二級 (Level II Sponsored)	第三級 (Level III Sponsored)	私募 (Rule 14)
應向證管 會提出之 文件規範	Form F-6 12g 3-2(b)	Form F-6 12g 3-2(b)	Form F-6 Form 20-F	Form F-6 Form 20-F Form F-1	N/A
財務報告 是否需符 合 U. S. GAAP	否	否	是	是	否
資訊揭露 之要求				最嚴格	
證管會註 冊	是	是	是	是	否
交易處所	OTC	OTC	NYSE、 AMEX、 NASDAQ	NYSE、 AMEX、 NASDAQ	PORTAS
可否募集 資金	否	否	否	可	可
可否公開 發行	否	否	否	可	否
可否於交 易市場上 市	否	否	可	可	否

A 非參與型存託憑證 (Un-sponsored ADR)

a. 相關規範及資訊揭露義務

非參與型存託憑證，多由於證券商或投資銀行為因應客戶需求而請求存託銀行發行，故其係以有價證券之流通為目的，且外國公司未發行新股，無籌措資金之功能，故美國證管會 (Securities and Exchange Commission, SEC) 之審查程序較簡化。此種存託憑證之發行人 (Issuer，證券商或投資銀行) 必須依據 Rule 12g 3-2(b) 之規定，向證管會提出申請，請求豁免依 1943 年證券交易法所規定完全資訊揭露之要求。經證管會准許其豁免後，由存託機構以註冊登記表 F-6 向證管會註冊登記。由上述規定可知，證管會之唯一要求，即發行人應將其在本國市場公開而對投資人具重要性之資訊呈報證管會，並使美國投資者便於利用，惟並不要求該文件須翻譯成英文，亦不要求將其修改以符合美國會計制度。

b. 交易處所

由於此種存託憑證豁免證券交易法之完全資訊揭露之義務，故只能於店頭市場 (OTC) 交易並登錄於「粉紅色報價單」 (Pink Sheets)。

c. 發展現況

由於美國證管會於一九八三年起，規定非參與型存託憑證之存託銀行，仍需洽請外國公司提出豁免申請書，使得外國公司有某程度之參與，與原計劃之精神大異其趣。故存託銀行為因應此變革，乃鼓勵外國公司將非參與型之 ADR 改成參與型，加上近年來存託銀行為加強投資人之保障，亦趨向要求外國公司發行參與型 ADR，惟將非參與型存託憑證轉換為參與型時，其解約金及相關費用高昂，增加其發行成本。近年來參與型存託憑證已占大多數。

B. 參與型存託憑證 (Sponsored ADR)

美國參與型之存託憑證因是否於美國市場籌集公司所需資金、是否於證交所上市及是否向美國管會註冊登記，又可分為參與型第一級、第二級、第三級及私募等四種型態。

a. 第一級 (Level I ADR)

參與型第一級存託憑證提供外國公司以最簡便及廉價之方式，將其已在原上市市場上流通之有價證券在美國市場交易。

- 相關規範及資訊揭露義務：此種存託憑證須以註冊登記表 F-6 向美國證管會註冊登記，並可依據 Rule 12g 3-2(b) 之規定，向證管會提出申請，請求豁免依 1933 年證券交易法所規定完全資訊揭露之要求。

- 交易處所：此種存託憑證只能登錄在「粉紅報價單」(Pink Sheet) 而於店頭市場中交易 (Over-The-Counter; OTC)，不能在美國交易市場中上市。

- 優點：對發行公司而言，相較於非參與型存託憑證，此種存託憑證由於外國公司與存託銀行訂有存託契約，故能掌控發行程序。此外，可作為有價證券在美國註冊登記，但可免除證交法上對上市有價證券嚴格完全資訊揭露之要求。又依美國存託憑證發行之實務經驗，外國公司常以發行此參與型第一級存託憑證開始，經逐步適應美國之法令與制度後，再逐步提升至第二、三級以上，以達上市籌集資金之目的。對投資人較有保障，存託銀行可作為與外國發行人之連絡管道，投資人透過存託銀行可取得股息紅利及關於外國公司財務狀況之重大訊息，外國公司可藉存託銀行取得資訊以了解存託憑證於美國交易運作之狀況。

- 缺點：係利用已上市之有價證券發行，無法為發行公司募集資金。又由於不能在美國市場交易，於店頭市場之流通性較低，其交易資訊亦不及時。

b. 第二級 (Level II ADR) (上市)

- 相關規範及資訊揭露義務：與第一級不同者，為參與型第二級之存託憑證可在證券交易所上市（但仍不能公開發行），故此存託憑證除須以註冊登記表 F-6 向美國證管會登記外，為達上市之要求，發行公司必須依證券交易法具備表格 20-F，包含詳細之年度報告，以遵守美國管會規定之資訊揭露義務。此外，發行公司之財務報表需依美國一般公認會計原則 (U. S. GAAP) 編製。

- 交易處所：美國全國證券交易所，包括 NYSE(New York Stock Exchange)、AMEX(American Stock Exchange)、

NASDAQ(National Association of Securities Dealers Automated Quotation)證券交易所，而各個交易所皆有其各別資訊揭露之規定。

- 優點：對發行公司而言，其提供有價證券在美國交易所上市交易之管道，且提高發行公司在美國之知名度。

對投資人而言較有保障，因發行公司必須遵守證券交易法上完全之資訊揭露義務，亦增加了此種存託憑證之流通性與交易性。又外國公司欲推動在美國分支機構實施員工認股計劃時，採用此形式之存託憑證，因可在全國性證券交易所上市，故流通性較佳較易為員工接受。

- 缺點：對發行公司而言，由於未發行新股，故無法為公司募集資金。又相較於第一級，發行公司必須遵守較嚴格之資訊揭露義務，其財務報表須依照美國一般公認會計原則編製，故所需成本費用較高及時間較長。

c. 第三級 (Level III ADR) (上市且公開發行)

- 相關規範及資訊揭露義務：此種存託憑證為所有存託憑證中，發行公司唯一可在美國募集資金並於交易所上市者。故其相關規範及資訊揭露義務除與第二級存託憑證相同須具備表格 F-6 及 F20-F 外，為達公開發行之要求，發行公司須向證管會提出表格 F-1。
- 交易處所：與第二級存託憑證同。
- 優點：除與第二級存託憑證相同外，可在美國公開發行以募集較多之資金資金。
- 缺點：對發行公司而言，其資訊揭露義務顯得較第二級存託憑證繁重，且其發行成本較高。

d. 私募 (Rule 144A -ADR Private Placement, RADRs)

- 發展源由：如前所述，美國證券法第五條有關向證管會登記之程序及相關公開募集有價證券之費用龐大且耗時甚久，事實上成為外國公司進入美國資本市場之主要障礙；此外，由於近年來鑑於美國資本市場之國際化與有經驗之大型機構投資者之比例增加，為避免上開證券法之繁瑣程序，美證管會於一九九〇年頒布規則 144A，其創設之主要目的，在使外國法人得以豁免登記，並以私募方式對機構投資人銷售，以增加此豁免登記證券之流動性，並使機構

投資人參與此等市場。成為外國法人於美國募集資金之重要管道。

- 規範及資訊揭露義務：依規則 144A 之規定，其創設豁免之領域(Safe Harbor)，發行此種存託憑證不須向證管會註冊登記，且其銷售對象限於符合資格之機構投資人(Qualified Institutional Buyers, QIBs)。所謂「機構投資人」，係指投資一億元以上於證券之投資人、銀行及其他金融機構。現今美國有超過三千家之機構投資人，且證管會計畫放寬「機構投資人」之定義，以使更多數量之投資人參與私募市場。而由於此種存託憑證不須遵守美管會之登記程序與資訊揭露規範，故相較於第三級存託憑證，其所需成本較低。
- 交易處所：美國證券商公會(National Association of Securities Dealers, NASD)專為私募證券設計一套電腦交易系統(PORTAL: Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages)，透過此系統而使交易更具流動性。
- 優點：對外國發行公司而言，透過規則 144A，不須履行證管會規定之登記程序及資訊揭露要求，惟機構投資人除依規則 12g3-2(b)條取得豁免外，仍須提供一定程度之資訊揭露。故私募無須資訊公開於投資大眾，使發行公司得守其公司及發行條件之機密。此外，相較於公開募集，其提供一較低廉、簡便及快速之方式募集資金。再者，透過 PORTAL 之交易系統，使交易更具流動性，增加外國法人發行有價證券之誘因。
- 缺點：對於已經於美國證券交易市場上市之股票，不能利用私募方式。且此種存託憑證只售予機構投資人，使其流動性仍不如公開資本市場。

伍、建議：

為因應本公司日趨多元化的財務操作及其衍生之財務風險，若未來景氣持續加溫、利率走漲且本公司擁有長期之負債部位時，可與金融機構簽定如上述心得報告中所提到之利率交換 (Interest Rate Swap, IRS)或是遠期利率協定(Forward Rate Agreement, FRA)，以規避利率波動所產生之利率風險。

至於本公司應收帳款之逾期欠款或是其他應收債權方面則可考慮操作上述心得報告中所提到的信用型衍生性商品來避險，將信用(違約)風險移轉給交易之另一方，以降低帳務處理及呆帳成本。

此三大領域對本公司目前所從事之財務活動(如 ADR 及負債管理)提供了許多寶貴之知識及啟發。其中因本公司已在海外發行 ADR，除存託憑證的議題是屬於溫故知新者外，其餘兩大議題都是在闡述如何設計並運用結構性金融商品於避險或風險管理，因此此次考察，除有益於個人知識的增長外，更冀望所學新知能應用在本公司的財務規劃上。