

台積電 ADR 大幅溢價的省思

黃志典專欄

正經八百

新新聞 674/5 期

89.01.28 (31)

台灣股市最近持續飆漲，佔股價指數比重最大的台積電在 1 月 26 日創下每股 208 元的最高價紀錄，同期間台積電在紐約證交所交易的美國存託憑證(ADR)，也飆升至每單位 72 美元的歷史巔峰。1 單位的台積電 ADR 相等於 5 單位的台積電普通股，經過換算可知，台積電普通股在美國的成交價高達新台幣每股 444 元，比台灣的價格足足多出了 113.6%。台積電的 ADR 之所以有這麼高的溢價，表面上看起來，是國外投資人對台積電乃至於台灣股市情有獨鍾，但更深一層的原因則是台灣財金當局對跨國資金流動形近刁難的行政管制，這對於不時便要高喊「自由化」及「國際化」，甚至還經常誇口要將台灣發展成為「亞太營運中心」乃至「全球物流運籌中心」的執政當局而言，真是莫大的諷刺。

理論上，類似的商品在兩個市場的價格若差距過大，便會引起套利行為，套利行為最後會使價差縮小至合理的範圍，這是經濟學裡有名的「單價法則」。以台積電的普通股與 ADR 而言，投資人如果可以在台灣買進台積電普通股，並將這些普通股換成 ADR 在美國賣出，轉手之間便可以賺取約高達一倍的價差。在投資人一買、一賣之間，台積電普通股的價格自然會趨於上升，而 ADR 的價格會趨於下跌，這兩股力量會使台積電普通股與 ADR 的價差縮小。

投資人為什麼會眼睜睜的看著這高達一倍左右的價差而不去套利呢？答案是國內外的一般投資人要突破台灣財金當局的層層管制去進行套利，簡直難如登天。

首先是投資人若要將持有的台積電普通股轉換為 ADR 發行，必須

受到證期會的嚴格管制，截至目前為止，只有台積電董事長張忠謀等少數人得以如願將持股轉換為 ADR，稍早前，張忠謀還因此被媒體誇獎為具有專業的理財眼光，可說是名利雙收，而一般投資人也因此體會到「人生而不平等」的滋味。

另外，國外投資人若要購買台積電的普通股當然也要受到財金當局的嚴格管制。以國外投資法人來說，儘管政府已將外資持有國內股票的上限提高至 50%，並宣稱今年內要將投資上限完全取消，可是台灣卻實行一個舉世罕見的「外國專業投資機構」(Qualified Foreign Institutional Investors, QFII)的制度，國外投資法人必須經過繁雜的申請手續才可以取得 QFII 的資格，而且縱使取得 QFII 資格，日後在台灣的资金進出與運用也要受到嚴格的限制。投資法人的待遇如此，國外自然人所受到的待遇會如何，可想而知。

台積電 ADR 大幅溢價正是這些繁瑣的政府管制導致資金不能自由流通所引起的。

近年來政府提出的重大財經政策構想，從「亞太營運中心」到「全球物流中心」，成功的關鍵都是建立在資金與商品可以自由而有效率進出的前提上，可是，主事官員對喊口號、搞宣傳的興趣顯然大於創造一個自由而有效率的經濟環境，所以，一些莫名其妙的管制至今仍然隨處可見。以這樣的心態，多一個「中心」只是多一個笑話罷了。