

# 目次

第一章 緒論.....	2
第一節 研究動機.....	3
第二節 論文架構及限制.....	5
第二章 整併背景.....	7
第一節 全球性的交易所異質整併風潮.....	8
一、德國.....	9
二、法國.....	11
三、新加坡.....	12
五、義大利.....	15
六、韓國.....	17
七、澳洲.....	19
第二節 臺灣證券、期貨交易所等之整併背景.....	20
第三節 小結.....	30
第三章 整併模式、架構及分工建議.....	32
第一節 整併模式概述.....	32
第二節 台灣四單位目前現況.....	34
一、臺灣證券交易所.....	35
二、臺灣櫃檯買賣中心.....	37
三、台灣集中保管結算所.....	40
四、臺灣期貨交易所.....	42
第三節 預定架構及業務分工建議.....	43
一、他國架構.....	44
二、對我國之架構及分工建議.....	51
第四節 小結.....	55
第四章 四合一相關法律問題探討.....	57
第一節 合併過程中之法律障礙.....	57
一、股份轉讓對象之限制.....	58
二、合併之法源依據.....	59
第二節 公益與營利目的之衝突.....	60
一、利益衝突之產生及解決方式.....	61
二、他國案例.....	67
三、我國情形及建議.....	76
第三節 小結.....	80
第五章 結論.....	81

## 第一章 緒論

企業之發展需要資金，而資金的來源依照其取得方式，又可分為直接金融及間接金融兩種。間接金融是透過金融中介，如銀行、保險公司等進行資金之流通，直接金融則是由資金赤字單位，直接向資金有餘單位籌措資金，而不透過銀行等金融機構借貸，此部份之資金流通因借貸期間之不同，又分為短期（一年以內，又稱貨幣市場）及長期（一年以上，又稱資本市場）；短期之籌資方式如發行商業本票及銀行承兌匯票，長期則是如發行股票及公司債等<sup>1</sup>。對企業而言，在籌措中長期投資所需的資金時，若以發行股票之方式進行募資，其籌資後無需負擔還款義務，而是出讓其所有權，以股票報酬之方式回饋投資人，則其籌資成本較低，因此許多企業會考慮以此種直接金融方式進行募資<sup>2</sup>。附錄一即為我國直接金融與間接金融存量分析之數據，可看出金融海嘯前，企業藉直接金融取得資金之比例漸有提升，已占企業籌資來源的四分之一，其中又以發行上市櫃股票為大宗，且有不斷增加的趨勢<sup>3</sup>。

直接金融市場又分為初級市場及次級市場，初級市場又稱為發行市場，即企業第一次發行有價證券的市場，次級市場則又稱為流通市場，為有價證券初次公開發行後流通之市場，而要使直接金融市場順利運作的基本要求，主要為公司必須充分揭露資訊及投資人自負盈虧兩項<sup>4</sup>；公司資訊充分揭露，投資人才有信心進行投資及借貸，而因投資人需自負盈虧，故穩定且流動性高之次級市場是直接金融市場必備的條件，如此一來，才能產生足夠之誘因，使投資人具備足夠的信心將資金投入企業之發展與投資。企業是否可順利取得資金，與一國之經濟及國

<sup>1</sup> 沈中華，「金融市場」，頁 2-5、10-12，華泰文化事業股份有限公司出版，2002/10。

<sup>2</sup> 同上註，頁 10-12。

<sup>3</sup> 中央銀行經濟研究處金融統計科，金融機構授信與金融市場票債券發行餘額（直接金融與間接金融存量分析），中央銀行官網，網址：

<http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=1077&CtNode=524&mp=1>，2009/6/25 更新。

<sup>4</sup> 同前註 1，頁 12-18。

力息息相關，故健全、穩定且流動性強的資本市場，不僅對該國的產業發展十分有助益，更是使社會安定的重要因素之一。職是之故，如何適度且妥善的管理一國之資本市場，便成為各國政府的重要課題。

如前所述，在我國，直接金融市場最重要的一環即是上市櫃股票，亦即證券市場，而證券市場之合法、最主要之交易市場即為證券交易所，故證券交易所之運作是否穩定、其提供之服務是否有效率及符合需求、甚至因其為資本市場之最重要角色，必須具有一定公益色彩、保護投資大眾及公益利益，因此，證券交易所之發展和管理，理所當然的成為關注焦點，也為我國政府金融管制之重心之一。但由於時代之變遷及科技之發展，近年來全球交易所的發展逐漸傾向商業化，以利面對隨之而來的國際競爭及挑戰，也因此，我國政府為因應此趨勢，擬定了相關政策，本文即欲對政府之政策，提供一些基本價值上的檢驗及法規上之建議。

## **第一節 研究動機**

自西元 2000 年左右始，全球開始興起一股交易所整併的風潮，以因應時代變遷及科技進步所造成之漸趨激烈的國際競爭。交易所整併之目的除了提升可見度外，主要還為了擴大產品種類及客群，使交易所的獲利增加，因此，此股整併風潮已不是單純的證券交易所與證券交易所、或是期貨交易所與期貨交易所間的同類合併，而是擴展到證券交易所與期貨交易所，甚至加入結算、資訊機構等的異功能機構整併，例如 1997 年德國即完成證券交易所、期貨交易所及結算集保中心的整合；而 1996 年時，法國也跟隨德國的腳步著手進行證券交易所及期貨交易所等的整併；1999 年，亞洲的新加坡證券交易所與新加坡國際金融期貨交易所也完成合併，成立新加坡交易所；另外，香港聯合交易所、香港期交所及香港中央結算有限公司則在 2000 年時合併成單一控股公司；2003 年義大利完成整

併；2005年，韓國證券交易所、韓國期貨交易所與Kosdaq<sup>5</sup>合併，成立韓國交易所；2006年有澳洲證券交易所與雪梨期貨交易所的整併等。證券交易所暨期貨交易所與相關周邊單位的整併，頓時蔚為一股時代世界風潮。

國外整併盛行，我國也逐漸出現相關之呼籲，2003、2004年左右出現臺灣證券交易所（以下簡稱證交所）、臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所）及周邊單位之整併構想，不過直至2005年龔照勝先生出任金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）主委後，此案才有更進一步的推動。臺灣證交所、期交所暨周邊相關單位之整併計劃，其推行過程一波多折，從計劃可能涵括之單位到整併應採取何種組織架構等，相關共識一直難以凝聚，其間甚至數度出現近乎停擺的狀態。到了2008年中，整併計劃正式定調，證交所、期交所、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心），以及臺灣集中保管結算所股份有限公司（以下簡稱集保公司）四個單位的整併（以下簡稱四合一整併案）拍板定案，四合一整併案才漸有較具體的規劃出現。

臺灣的四合一整併案採控股母公司模式運作，最大的現存法律問題在於證交所的股權轉讓限制以及櫃買中心的組織型式，前者之限制須透過修法解決，目前只待三讀公佈，後者因公司法已允許一人股東公司而使得櫃買中心可以法人股東身份新設一公司以參與四合一整併案而終能順利解套。如此一來，四合一整併案最大也最具爭議之議題便在於成立交易所控股母公司後，由於該控股母公司日後還將掛牌上市，則其營利目的與受投資股東之獲利期望及監督下，如何解決並調和其旗下各交易所子公司之公益角色衝突。本文之目的即是希望透過他國實例，配合我國四合一整併案的歷史發展脈絡及法律規範，為我國四合一整併後之控股

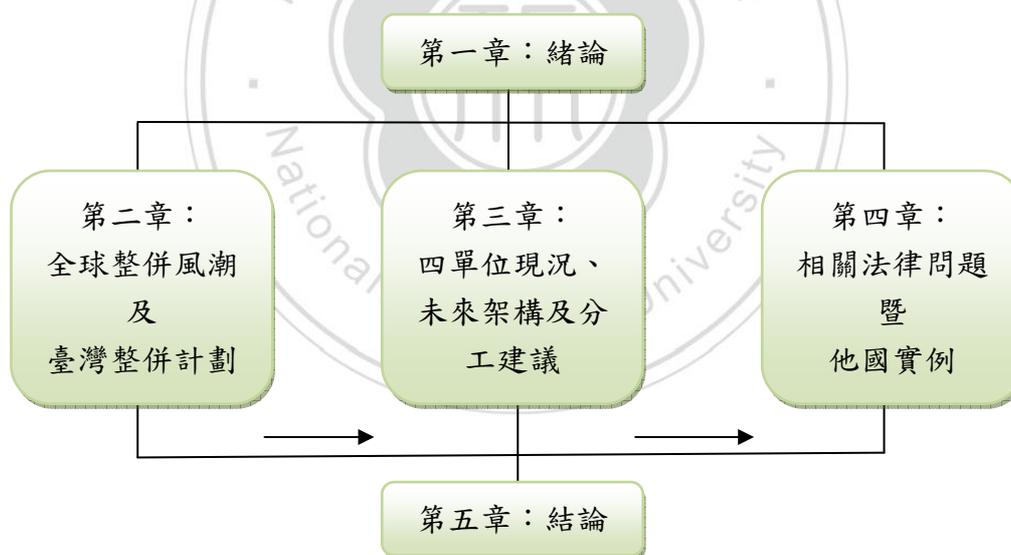
---

<sup>5</sup> Kosdaq, Korean Securities Dealers Automated Quotations. 1996年7月成立，目的是為知識密集、具高附加價值的高科技新興公司以及小型企業進行融資，同時也提供尋求高報酬卻高風險的投資者的投資工具。

母公司，如何維持其公益與營利功能，做出一些建議，希冀可藉此對台灣資本市場的健全發展提供些許貢獻。

## 第二節 論文架構及限制

本文共有五個章節，第一章為緒論；第二章則簡述全球的交易所整併風潮及臺灣四合一案的歷史進程及變化；第三章介紹臺灣四單位之現況以及未來採控股公司後之預計架構、列舉相同模式之國家案例以利分工參考並提出個人的建議；第四章則是法律問題探討，主要針對交易所控股母公司之營利性與公益性衝突應如何調和，及法律上應如何規範進行研究，以採用同樣整併模式之國家為例，檢視其立法、監理架構及實際運作，提出個人之意見與建議；第五章即為結論。



研究方法上，主要採比較方式，觀察他國實例並配合我國之法律及歷史等，再提出個人建議；在研究限制方面，因本文並未進行任何的經濟模型量化分析，故關於整併是否具有效益及整併之模式以何為佳，皆非本文探討的範疇。此外，有關外國交易所整併案例部份，為限縮及集中討論範圍，也僅針對異質整併、且採取與四合一整併案相同之整併模式——即交易所控股公司者，進行研究，特此先行敘明。



## 第二章 整併背景

由於資本市場的健全穩定與否與一國之經濟發展緊密相關，因此各國對其資本市場皆有一定程度之管制，其中當然包括在間接金融中扮演重要角色的各交易所及相關機構；以交易所來說，其具有提供資本流動、服務提供、針對掛牌公司之警示功能、監督交易以防操縱或內線交易、標準化作業程序，減少交易成本、及結算等重要功能<sup>6</sup>，因此交易所功能、組織及法規的發展及變動往往備受各界矚目。隨著時代變遷，國際經濟情勢、科技創新與技術等也有大幅的進展及改變，自 1990 年代始，全球籌資及投資之地域疆界逐漸被打破，各國之政府在交易市場規範上，以及交易所本身為因應隨之而來的國際競爭，也亟思改變<sup>7</sup>，例如內國管制法規的鬆綁，以及各交易所為提升國際競爭力而做之變革等。

歸納各交易所為因應全球化競爭而做的變革，可得出其所採取的策略大致如下：一、不再由券商等少數人獨占壟斷，邁向「股份化」及「上市」；二、以服務和獲利為交易所未來營運方向；三、確立公司化的治理與組織架構；四、整合現貨與衍生性商品市場，以及五、跨境擴張與策略聯盟<sup>8</sup>。其中，去共同化（demutualization）、股份化及掛牌上市是交易所在發展競爭策略時相當重要的過程與決策，但因其非本文所欲討論之重心，故略過此部份之介紹及討論；本文所欲探討之重心在於現貨市場與衍生性商品市場的整合，即配合臺灣近年來推動的證交所、期交所與周邊相關機構的四合一整併案，著重在「交易所之異質整併」與其「組織架構和分工」應如何安排，以及最關鍵的——在整併後，該控股

---

<sup>6</sup> Shamshad Akhtar, *Demutualization of Asian Stock Exchanges—Critical Issues and Challenges*, p3, in *DEMUTUALIZATION OF STOCK EXCHANGES—PROBLEMS, SOLUTIONS AND CASE STUDIES*, edited by Shamshad Akhtar, Asian Development Bank 2002.

<sup>7</sup> 吳榮義，「全球化資本市場新風貌與臺灣證券交易所角色之轉變」，證交資料，551 期，頁 7，2008 年 3 月，後載於氏者書，*全球化資本市場新風貌與臺灣證券交易所角色之轉變*，臺灣證券交易所出版，2008 年 3 月。

<sup>8</sup> 同上註，頁 8-9。

公司因「營利目的與從屬公司（即交易所）之公益角色間所產生之衝突，應如何調和」。因此，接下來本章之重點將集中於全球交易所異質整併風潮之介紹，依時間順序檢視此股世界風潮之興起、歷程及成果概況，及此股風潮如何延燒至臺灣，再回顧臺灣四合一整併案之推動及發展脈絡。

## 第一節 全球性的交易所異質整併風潮

1990 年代開始，由於科技的進步使交易所的運作及競爭型態大幅改變，各國之各交易所開始亟思改進，希望能提升競爭力、維持市場地位，例如原先採取會員制之交易所為了提高營運效率，紛紛去共同化<sup>9</sup>（demutualization）、改制為公司制交易所<sup>10</sup>，後來更進而推動交易所掛牌上市，以市場力量驅策交易所之營運效率及效能。

除了本身組織的變革外，各交易所也開始尋求外部資源，希望藉著合併及策略聯盟等方式，補強自身弱點或不足之處、提升資源使用效率、降低成本；另一方面，此類策略帶來的好處還有擴大營業規模及客群，進而增加交易量，並提升交易所在全球競爭市場的可見度等。因此，在交易所以同質整併之方式擴大客戶群及整合資源使用以達規模經濟外，購入或與不同性質之交易所或服務部門結盟，也成為各交易所重要的發展策略之一，此亦即本文討論之主軸——交易所的異質合併，交易不同產品之證券交易所及期貨交易所之整併即為顯例。

<sup>9</sup> 去共同化乃指交易所由原本之券商等會員制轉為公司制，開放外界參股。

<sup>10</sup> 全球第一個將會員制交易所改制為公司制交易所之國家為 1993 年瑞典之期德哥爾摩交易所，其餘交易所改制案例及上市概況詳見蘇彥蓉，「我國資本市場整合之策略與法律問題研究」，國立臺北大學法律學系碩士論文，2008 年 7 月。

另外，不論是同質整併或異質整併，交易所在規模擴大後，資源及談判能力也大幅增加，加上為因應全球化競爭，各交易所紛紛在國際間進行策略聯盟、提升跨國競爭力，也因而形成一股更強勁的整合動力，進一步驅策其他國家進行類似之整併動作，以下即依時間順序，簡略介紹各國整併歷程及完成態樣。

## 一、德國

1993年，法蘭克福交易所（the Frankfurt Stock Exchange）改名為德國交易所股份有限公司（Deutsche Börse AG，以下簡稱DBAG），德國交易所股份有限公司（DBAG，以下或稱德國交易所集團）正式成立<sup>11</sup>，1994年收購德國期貨交易所（DTB），1995年時，又接著收購經營德國證券結算保管股份公司（DKV）、德國證券國外結算股份有限公司（AKV）及德國證券數據中心有限公司（DWZ）<sup>12</sup>，到了1997年，DBAG啟用了Xetra，此電子交易平台之啟動使傳統證券交易所失去其重要性，成為現貨交易的主要平台<sup>13</sup>。同年間，DBAG又收購了德國系統軟體股份有限公司（DB System AG）<sup>14</sup>，並將DKV與AKV合併為德國交易所結算保管股份公司（DB Clearing AG），負責德國內外有價證券之結算交割與保管。至此，德國交易市場相關單位之整併大致完成主架構，分以交易、結算、系統科技三大結構運作，也是全球第一個進行交易所異質整併的案例。

<sup>11</sup> *History, Wars, reconstruction, the computer age and cross-border growth: 20th century*, Deutsche Börse Group, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/career/10\\_The\\_Company/10\\_Deutsche\\_Boerse\\_Group/](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/career/10_The_Company/10_Deutsche_Boerse_Group/), last visited: 2009/6/24. 另有資料指出整併為1992年，見Deutsche Börse AG, *DEUTSCHE BÖRSE GROUP: FROM TRADING FLOOR TO ELECTRONIC MARKETPLACE*, pp32-33, March 2008, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_downloads/11\\_about\\_us/DB\\_DBG\\_P\\_z\\_v\\_HP.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/11_about_us/DB_DBG_P_z_v_HP.pdf), last visited: 2009/6/24.

<sup>12</sup> 汪萬波，全球重要交易所整合之趨勢與展望，收錄於「『證券、期貨交易所合併、收購及策略聯盟法制與經濟』國際學術研討會論文集」，頁122，輔仁大學法學院財經法律學系，2001/3/23、24。

<sup>13</sup> *Supra* note 11.

<sup>14</sup> *Supra* note 11.

到了1998年，DBAG與瑞士交易所集團（SWX）建立策略聯盟，將德國衍生性商品交易所（DTB Deutsche Terminbörse；the German derivatives exchange）與瑞士選擇權與金融期貨交易所（SOFFEX；Swiss Options and Financial Futures）合併，成立歐洲期貨交易所（European Exchange，以下簡稱Eurex<sup>15</sup>），為世界最大的衍生性商品交易所之一，也為歐洲領先的衍生性商品結算機構<sup>16</sup>。2000年時，DBAG與盧森堡之世達銀行（Cedal International）合作併購Clearstream International S.A.並成立Clearstream International，專責證券與債券交易市場跨國結算交割等後台業務<sup>17</sup>。至2001年2月5日，DBAG掛牌上市<sup>18</sup>。

圖一：德國交易所集團業務功能簡圖



來源：德國交易所官網，

[http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/about\\_us/10\\_Deutsche\\_Boerse\\_Group/30\\_Company\\_Structure](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/about_us/10_Deutsche_Boerse_Group/30_Company_Structure)，last visited: 2009/6/24。

<sup>15</sup> Eurex 總部設在瑞士，稱為歐洲期貨交易所蘇黎世股份有限公司（Eurex Zurich AG），並由其在德國地區成立子公司歐洲期貨交易所法蘭克福股份有限公司（Eurex Frankfurt AG），也在法蘭克福成立歐洲期貨交易所結算股份有限公司（Eurex Clearing AG）。

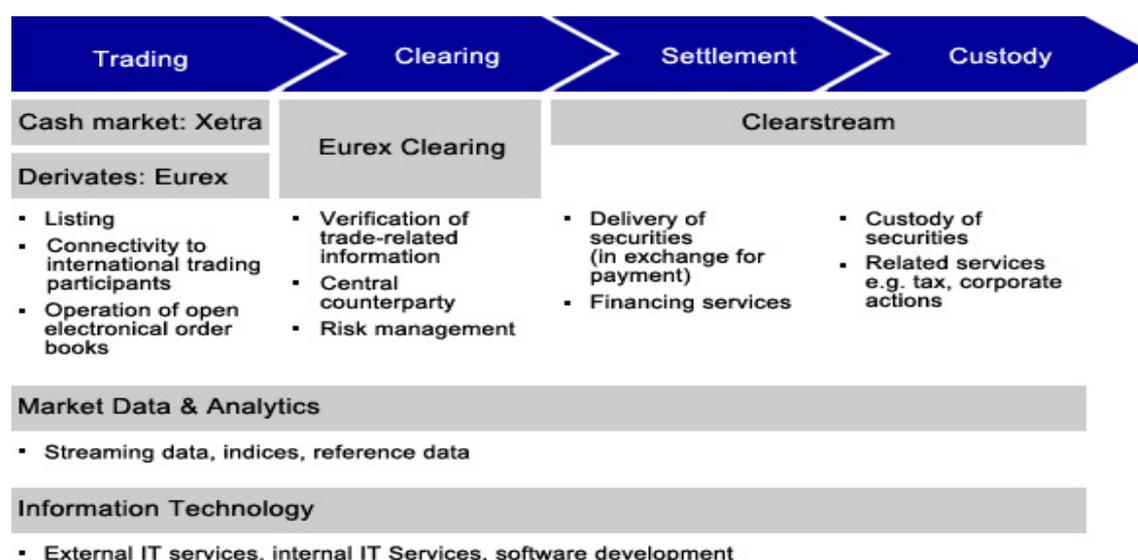
<sup>16</sup> *Supra* note 11、12.

<sup>17</sup> *Supra* note 11. 此併購於2002年完成。

<sup>18</sup> Deutsche Börse AG, DEUTSCHE BÖRSE GROUP: FROM TRADING FLOOR TO ELECTRONIC MARKETPLACE, pp32-33, March 2008, available at:

[http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_downloads/11\\_about\\_us/DB\\_DBG\\_P\\_z\\_v\\_HP.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/11_about_us/DB_DBG_P_z_v_HP.pdf), last visited: 2009/6/24.

圖二：DBAG 業務分工



來源：同上圖。

## 二、法國

1999年6月1日時，法國成立了巴黎交易所公司（Paris Bourse SBF SA），整合巴黎證交所（SBF）、法國國際期貨交易所（Matif SA）、法國商品交易所（Monep SA）與新興小型企業市場（Société du Nouveau Marché）<sup>19</sup>，成為法國資本市場唯一的交易所，統合現貨及期貨交易<sup>20</sup>。

整併後之新公司主要也依功能分為三個架構，其一便是前述之交易作業，其二則是在新公司下設立結算公司（Clearnet SBF SA），負責結算及保證服務，其三則是在新公司下設立資訊公司（Euronext SBF SA），專責資訊軟體及系統<sup>21</sup>。

<sup>19</sup> NYSE Euronext, *NYSE Euronext Corporate Timeline*, p.2, available at: <http://www.nyse.com/pdfs/NYSEEuronextTimeline-web.pdf>, last visited: 2009/6/24.

<sup>20</sup> 汪萬汪，前揭註12，頁125。

<sup>21</sup> 同上註。

圖三：1999 年時巴黎交易所公司國內整併後之母子公司與功能



來源：本研究整理。

由於法國之國內整合十分成功，稍後在 2000 年 10 月，巴黎交易所公司與同已於 1997 年及 1999 年完成國內現貨及衍生性商品交易所之阿姆斯特丹交易所及比利時交易所合併成立歐洲交易所集團 (Euronext N.V.)<sup>22</sup>，建立了第一個泛歐交易所，並在 2001 年 7 月 6 日掛牌上市<sup>23</sup>。2007 年時，Euronext N.V. 和紐約證券交易所集團 (NYSE Group, Inc.) 合併成立了紐約證券交易所暨歐洲交易所控股公司 (NYSE Euronext)，成為橫跨歐美、結合五個國家、六家現貨交易所及六個衍生性商品交易所的大型控股公司<sup>24</sup>。

### 三、新加坡

1999 年，新加坡副總理李顯龍先生宣佈了新加坡證券交易所 (SES) 與新加坡國際金融期貨交易所 (SIMEX) 股份化公司制及合併之政策<sup>25</sup>，12 月 1 日即成立新加坡交易所集團 (SGX)，完成前述兩家公司股份之轉換，成為亞太地區第一家整合證券與衍生性商品的交易所，並於 2000 年 11 月 23 日掛牌上市<sup>26</sup>，而如今所見之新加坡交易所集團下完整的子公司架構，皆是由原先的新加坡證券交易

<sup>22</sup> 汪萬波，前揭註 12，頁 125。

<sup>23</sup> NYSE Euronext, *supra* note 19.

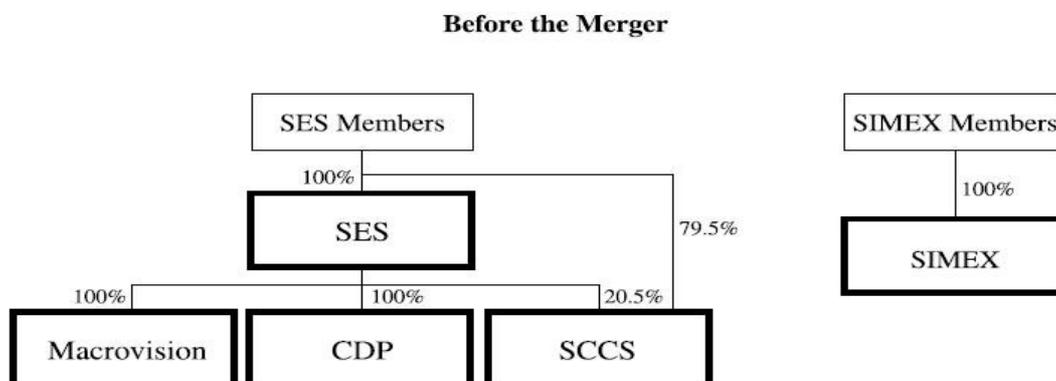
<sup>24</sup> *Id.*

<sup>25</sup> 汪萬波，前揭註 12，頁 129。

<sup>26</sup> SGX, *About SGX: Overview*, available at: [http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/about\\_sgx](http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/about_sgx).

所及新加坡國際金融期貨交易所之子公司或內部單位設立而成，附圖如下。

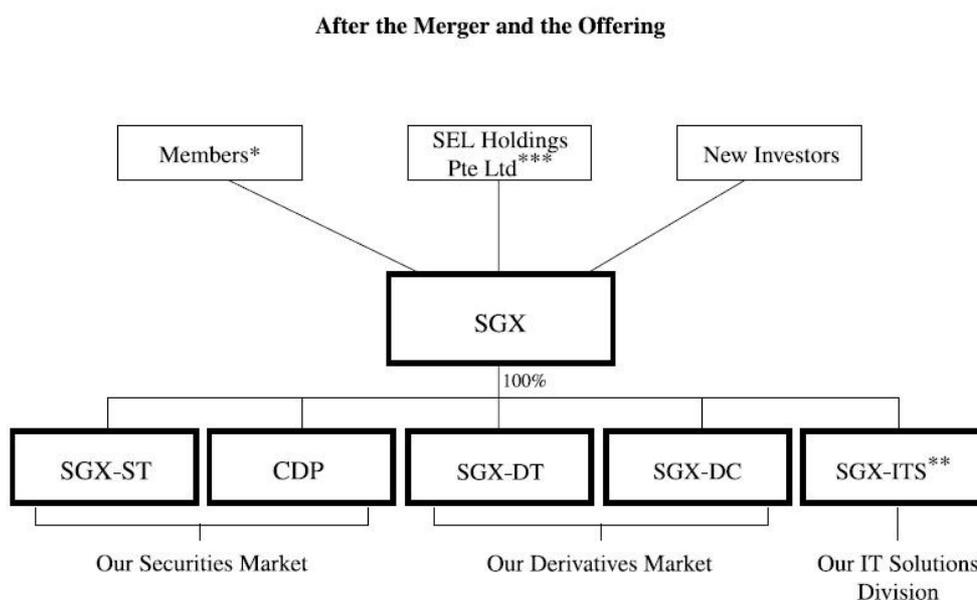
圖四：新加坡交易所集團整併前之組織架構圖



來源：新加坡交易所官網，

[http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/investor\\_relations/prospectus\\_and\\_annual\\_reports/ipo\\_prospectus/](http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/investor_relations/prospectus_and_annual_reports/ipo_prospectus/)，最後瀏覽日：2009/6/24。

圖五：新加坡交易所集團整併後現行之組織架構圖



\* Consists of persons that were SES members, SIMEX members or SIMEX seatholders at

December 1, 1999 and that received SGX shares pursuant to the Merger Act, or their transferees with respect to such shares

\*\* Formerly Macrovision

\*\*\* Pursuant to the Merger Act, SEL Holdings Pte Ltd cannot exercise or control the exercise of the votes attached to our shares, which are held by SEL Holdings Pte Ltd fund.

來源：同圖四。

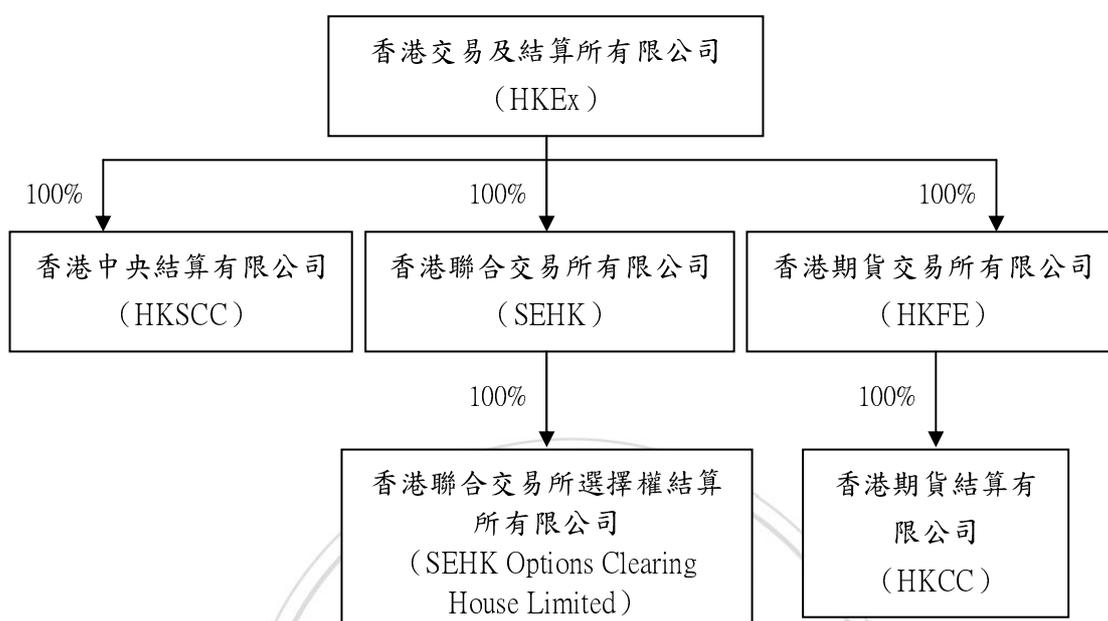
#### 四、香港

香港交易所及相關機構的整併是由政府主導、分階段完成的。在法律訂定審議完成後，於 1999 年 3 月，由香港財政司司長曾蔭權先生宣布全面改革香港證券及期貨市場，以加強香港邁向全球化金融市場的競爭力。根據改革方案，香港聯合交易所有限公司(HKSE, 簡稱香港聯交所)與香港期貨交易所有限公司(HKFE, 簡稱香港期交所)實行股份化，並與香港中央結算有限公司(HKSCC, 簡稱香港結算)合併，由單一控股公司香港交易所(HKEX)擁有，並在 2000 年 3 月 6 日完成換股合併，香港交易所並於同年 6 月 27 日於聯交所掛牌上市<sup>27</sup>。

---

<sup>27</sup> 香港交易所，香港交易所及其市場的發展歷史，香港交易所官網，2004/1/30 更新，available at : [http://www.hkex.com.hk/exchange/history/history\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/exchange/history/history_c.htm) , last visited: 2009/6/25 。

圖六：香港交易所控股公司與其子公司



來源：陳春山，金融整合及資本市場發展策略（上），「證券暨期貨月刊」，頁 57，卷 29，期 9，2004/9/16。

## 五、義大利

義大利歷史上曾有十個交易所，隨著 1990 年代市場改革開始，到 1990 年代中後期已整合為一，由米蘭證券交易所（the Milan Stock Exchange）負責所有現貨與衍生性商品之交易<sup>28</sup>。1998 年時，交易所私有化完成，義大利交易所集團（Borsa Italiana S.p.A.）成立；爾後，義大利交易所集團為了加強其獲利及競爭力，開始設立或併購其他交易相關公司，以獲取更多資源、提供更廣泛之服務<sup>29</sup>。

<sup>28</sup> 整理自 Borsa Italiana, *History Tour- Geographical Tour*, 200 Anni Dr Borsa Italiana Website, available at: <http://www.historytour.it/default.php?idp=g>, last visited: 2009/6/25.

<sup>29</sup> 參見 Borsa Italiana, *History Tour- Historical Tour*, 200 Anni Dr Borsa Italiana Website, available at: <http://www.historytour.it/default.php?idp=s>, last visited: 2009/6/25.

義大利交易所集團之子公司及整併過程如下：2000年時由義大利交易所集團成立之PAGS (Piazza Affari Gestione E Servizi S.p.A.) 即負責設備、財產管理及人資培訓<sup>30</sup>；同年，義大利交易集團也成為結算公司CC&G的主要股東<sup>31</sup>，在2006年時持股達到86.36%<sup>32</sup>。2001年7月，義大利交易所集團與S.I.A.S.p.A.各持股65%與35%合資成立Blt Systems，負責提供金融市場內資訊技術及通信設備，並於2004年3月時成為義大利交易所集團100%持股之子公司<sup>33</sup>。2002年12月時，負責保管及交割Monte Titoli也成為義大利交易所集團之一員，義大利交易所持股達98.77%<sup>34</sup>。2007年時，經過一連串股份收購，提供軟體、服務外包及營運顧問之Servizio Titoli也成為義大利交易所集團之一份子<sup>35</sup>。此外，義大利交易集團也轉投資MBE Holding SpA，透過其持有MTS（債券電子交易系統）60.37%之股份<sup>36</sup>。

在2007年時，倫敦交易所集團（London Stock Exchange Group Holdings (Italy) Plc）入主義大利交易所集團，持股99.96%<sup>37</sup>。

<sup>30</sup> Borsa Italiana, *PAGS*, Borsa Italiana Website, available at:

<http://www.borsaitaliana.it/chi-siamo/gruppo-borsa-italiana/gruppoborsaitaliana/pags/palazzomezzanotte.en.htm>, last visited: 2009/6/25.

<sup>31</sup> CC&G, *History*, CC&G website, available at:

<http://www.ccg.it/jportal/pcontroller/NavigatorHandler?nodo=20630>, last visited: 2009/6/25.

<sup>32</sup> Borsa Italiana, *Cassa Compensazione & Garanzia*, Borsa Italiana Website, available at:

<http://www.borsaitaliana.it/chi-siamo/gruppo-borsa-italiana/gruppoborsaitaliana/cccg/cassacompensazionegaranzia.en.htm>, last visited: 2009/6/25.

<sup>33</sup> Borsa Italiana, *Blt Systems*, Borsa Italiana Website, available at:

<http://www.borsaitaliana.it/chi-siamo/gruppo-borsa-italiana/gruppoborsaitaliana/bitssystem/bitssystem.en.htm> last visited: 2009/6/25.

<sup>34</sup> Monte Titoli, *Monte Titoli*, Monte Titoli Website, available at:

<http://www.montetitoli.it/eng/index.php?dir=chisiamo&pagina=strut>, last visited: 2009/6/25.

<sup>35</sup> Borsa Italiana, *Servizio Titoli*, Borsa Italiana Website, available at:

<http://www.borsaitaliana.it/chi-siamo/gruppo-borsa-italiana/gruppoborsaitaliana/serviziotitoli/serviziotitoli.en.htm>, last visited: 2009/6/25.

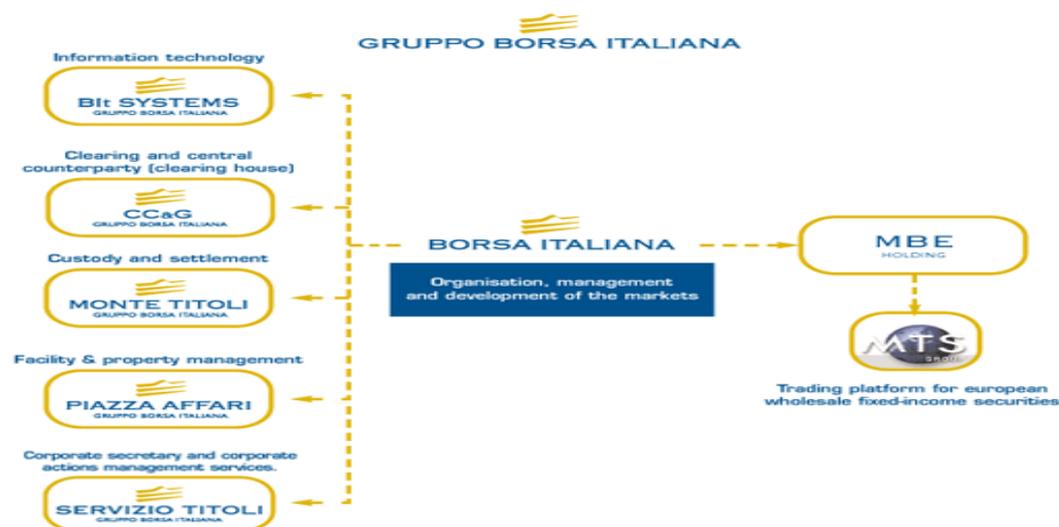
<sup>36</sup> Borsa Italiana, *Borsa Italiana Group- Borsa Italiana*, Borsa Italiana Website, available at:

<http://www.borsaitaliana.it/chi-siamo/la-societa/chi-e-borsa-italiana/chi-siamo.en.htm>, last visited: 2009/6/25.

<sup>37</sup> Borsa Italiana, *supra* note 29; Borsa Italiana, *Shareholders*, Borsa Italiana Website, available at:

<http://www.borsaitaliana.it/chi-siamo/la-societa/azionisti/azionisti.en.htm>, last visited: 2009/6/25.

圖七：義大利交易所集團組織架構圖



來源：義大利交易所官網，

<http://www.borsaitaliana.it/chi-siamo/gruppo-borsa-italiana/gruppoborsaitaliana/gruppoborsaitaliana.en.htm>，

最後瀏覽日：2009/6/25。

## 六、韓國

2001年1月，韓國國會通過「韓國交易所法」(Korea Securities and Futures Exchange Act)，確立未來證券期貨市場整併之法源<sup>38</sup>，並於2004年8月由官方宣佈即將進行市場整合計劃<sup>39</sup>。2005年1月，韓國交易所(KRX)成立，整併了原先之韓國證券交易所(KSE)、韓國期貨交易所(KOFEX)與店頭市場KOSDAQ<sup>40</sup>，並在2006年宣佈其上市計劃<sup>41</sup>，唯對於上市計劃仍有許多疑慮與反對聲浪<sup>42</sup>，至今仍未實行。

<sup>38</sup> 郭建中等，「提升台灣期貨市場國際競爭力之研究」，頁132-133，臺灣期貨交易所股份有限公司委託財團法人台灣智庫研究，2007/11。

<sup>39</sup> KRX, *History*, KRX Website, available at: <http://chn.krx.co.kr/index.html>, last visited:2009/6/25.

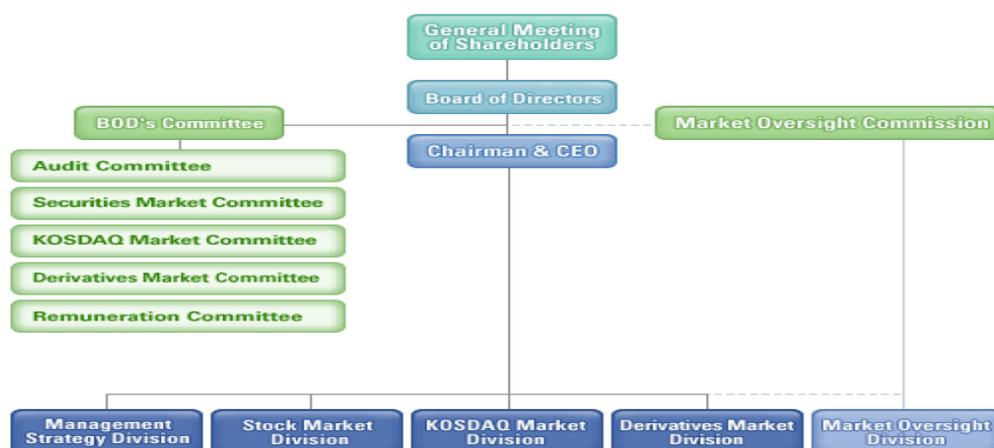
<sup>40</sup> *Id.*

<sup>41</sup> *Id.*

<sup>42</sup> Park Hyong-ki, *KRX Unions Split Over Listing Plan*, THE KOREAN TIMES, 2007/8/26, available at: [http://www.koreatimes.co.kr/www/news/biz/2007/08/123\\_8963.html](http://www.koreatimes.co.kr/www/news/biz/2007/08/123_8963.html), last visited: 2009/6/25.

整併後之韓國交易所較特別之處乃是其非採控股公司模式，而是以公司底下分設不同部門別之模式運作，在 KRX 底下設置管理策略部(Management Strategy Division)、證券市場部(Stock Market Division)、期貨市場部(Futures Market Division)、KOSDAQ 店頭市場部(KOSDAQ Market Division)及市場監管部(Market Oversight Division) 五個部門<sup>43</sup>，但市場監管部為韓國交易所之自治部門<sup>44</sup>，故直接向董事會之市場監管委員會(Market Oversight Commission)負責<sup>45</sup>。另外，韓國交易市場之整合並未涵蓋集保機構－韓國證券集保公司(KSD)<sup>46</sup>，單純集中在交易所之異質整併。

圖八：韓國交易所組織圖



來源：韓國交易所官網，網址：<http://eng.krx.co.kr/index.html>，最後瀏覽日：2009/6/25。

<sup>43</sup> KRX, *Organization*, KRX Website, available at: <http://eng.krx.co.kr/index.html>, last visited: 2009/6/25.

<sup>44</sup> KRX, *Divisions- Market Oversight Division*, KRX Website, available at: <http://chn.krx.co.kr/index.html>, last visited: 2009/6/25.

<sup>45</sup> 郭建中等，前揭註 38，頁 133。

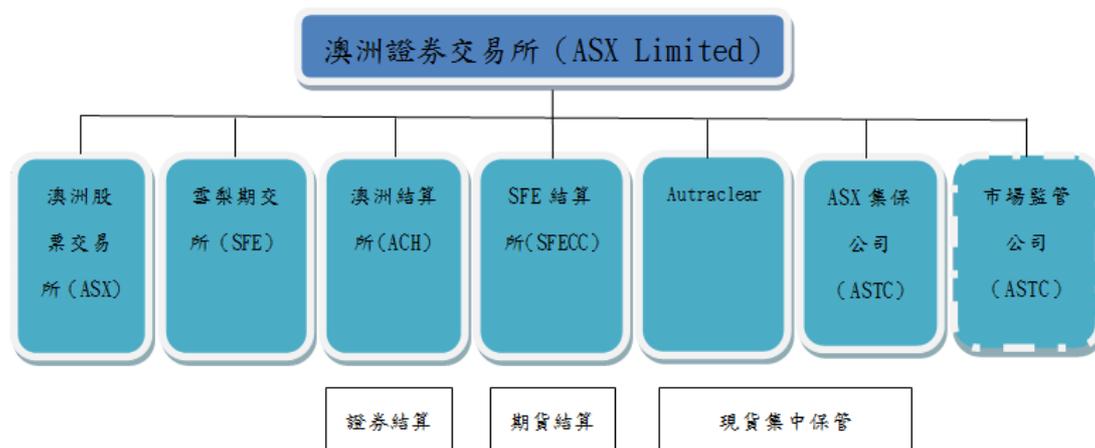
<sup>46</sup> 同上註。

## 七、澳洲

1998年10月13日，澳洲股票交易所（ASX, Australian Stock Exchange）去共同化，並於隔(14)日掛牌上市<sup>47</sup>。2002年，雪梨期貨交易所公司<sup>48</sup>（SFE Corporation Limited）也在ASX掛牌上市，使ASX成為世界唯一可交易二家交易所股票之交易所<sup>49</sup>。2006年7月25日，澳洲交易所與雪梨期貨交易所公司進行合併<sup>50</sup>，成立澳洲證券交易所集團（ASX Limited），對外正式名稱則為Australian Securities Exchange<sup>51</sup>。

合併前之ASX Group即是一個集團，由2004年3月之資料便可看出其旗下有澳洲股票交易所（ASX）、澳洲結算所（ACH）及澳洲集保公司（ASTC）三個子公司<sup>52</sup>。再加上整併雪梨期交所公司後，其組織圖應如下：

圖九：澳洲交易所組織圖



附註：虛線部份為無直接相關資料機構。

<sup>47</sup> ASX, *History of ASX*, ASX Website, available at:

[http://www.asx.com.au/about/asx/history/history\\_ASX.htm](http://www.asx.com.au/about/asx/history/history_ASX.htm), last visited: 2009/6/25.

<sup>48</sup> 雪梨期貨交易所公司旗下擁有雪梨期貨交易所（Sydney Futures Exchange Limited）、雪梨期交所結算公司（SFE Clearing Corporation Pty Ltd）及 Austraclear Limited。

<sup>49</sup> ASX, *supra* note 47.

<sup>50</sup> *Id.*

<sup>51</sup> 郭建中等，前揭註 38，頁 135。

<sup>52</sup> ASX, *FSR Transition and ASX Group Structure*, Media Release 2004/3/1, available at: <https://www.asx.com.au/about/pdf/FSRComplete110304.pdf>, last visited: 2009/6/25.

來源：參考 ASX 官網，將郭建中等，「提升台灣期貨市場國際競爭力之研究」，頁 135，圖 4.5

做部份修正，臺灣期貨交易所股份有限公司委託財團法人台灣智庫研究，2007/11。

除了上述國家外，泰國、印度等國家也跟隨世界潮流，進行證券交易所、期貨交易所及相關周邊單位的整併。從結果來看，完成整併後之交易所集團，相較於以往，普遍擁有更多的國際策略夥伴，在國際上之可見度及競爭力，理論上也應較整併之前有所提升。因此，此股不僅止於水平整併、大部份擴及垂直整併的交易所及相關機構之異質整併風潮，成為全球化趨勢，不能免除的也延燒到臺灣之資本市場。

## 第二節 臺灣證券、期貨交易所等之整併背景

因應國際潮流，臺灣之證券交易等市場自 2003 年時即出現了進行整併的聲音，隨著時間發展，討論到的相關整併機構包括證交所、期交所、櫃買中心、臺灣證券集中保管股份有限公司（以下簡稱集保公司）、台灣票券集中保管結算股份有限公司（以下簡稱票保公司）等，期間也因時間的推移及指涉單位的不同，在各時期對此案有不同的代稱，如「三合一」、「四合一」及「五合一」。

至 2009 年初，臺灣之交易市場整併案已有幾近明確之定案<sup>53</sup>，即證交所、期交所、櫃買中心，以及臺灣集中保管結算所（以下簡稱集保結算所）四個機構的整合，也即是今日所指稱之「四合一」。為了更清楚的瞭解此案的脈絡，以下簡述其背景及歷程。

<sup>53</sup> 至再次進行論文修改時（2009 年 6 月），金管會主委陳沖先生以四合一之目的及成效究竟為何，應再仔細考量，再度暫緩四合一案之進行；另因相關政策歷程來源多整理自報章雜誌，相關細節或過於臆測性質而與事實稍有偏誤，併此說明。

發端：

2003年陳沖先生擔任證交所董事長時，出於使風險控管更清楚<sup>54</sup>的構想，第一次提出了「四合一」的整併概念<sup>55</sup>；不過也另有報導指出，陳沖先生乃是鑑於全球交易所整併風潮大盛而有此構想，並提出了採行控股公司模式的提案<sup>56</sup>。不過，陳沖先生當時的想法最後因財政部另有考量而未實行<sup>57</sup>。

到了2004年中旬，由於同年年初時韓國證交所成功整合為韓國交易所、同在亞洲地區之香港及新加坡交易所也早已整合完畢，再加上金管會主委龔照勝先生參訪義大利交易所後，發現其整併後成效良好，於是便由金管會在整合資源與配合時勢潮流之雙重考慮下責令證交所規劃市場整合方案<sup>58</sup>。證交所該時提出之方案有二：一為成立控股公司，另一則以證交所為存續公司，吸收合併其他機構，經評估後由於後者需大幅修改法令，且各公司企業文化不同，合併後可能面臨之問題反而可能更多，故最後決定採取第一案之控股公司模式<sup>59</sup>。在此階段，臺灣交易市場整併案之參考對象主要為香港及新加坡，討論時也曾短暫出現以義大利模式為師法對象之建議，提議擴大整併範圍，將電腦公司及訓練機構功能也加入控股公司裡<sup>60</sup>。另外，由於我國法令之限制<sup>61</sup>，若採香港交易所模式，與其不同者，為維護公益，臺灣相關交易所整併後仍會保留政策功能<sup>62</sup>，以上為我國交易所暨相關機構整併案的最雛型。

<sup>54</sup> 或許是因為合一後，所有交易參與者之保證金將可互相流用，在需要之情況下可扣押其保證金。

<sup>55</sup> 薛翔之、彭禎伶，金管會推動台商回台上市，「工商時報」，2008/12/23。

<sup>56</sup> 陸倩瑤、鄒秀明，股市周邊機構，擬四合一，「經濟日報」，「A4版」，2005/8/9。

<sup>57</sup> 同上註。

<sup>58</sup> 前揭註56；蕭志忠，證交所等四合一，採義大利模式，「經濟日報」，A4版，2005/8/25。

<sup>59</sup> 陸倩瑤、鄒秀明，前揭註56。

<sup>60</sup> 蕭志忠，前揭註58。

<sup>61</sup> 證券交易法第161條。

<sup>62</sup> 陸倩瑤、鄒秀明，前揭註56。

## 發展：

在確定以控股公司模式為整併方案後，各界便開始討論細節性問題，此時引起討論之議題有欲行合併所應適用的法源、櫃買中心的定位及相關問題<sup>63</sup>。前者為應依據金融控股公司法或企業併購法為整併法源之爭論，後者則是櫃買中心之存廢及其業務、章程或財產歸屬之討論<sup>64</sup>。第一個議題由於金融控股公司法中對金控公司中之子公司業別做了詳細之規定及解釋<sup>65</sup>，其明文規定之子公司業別為銀行、保險公司及證券商，與交易所為「交易平台」之性質不符，故無疑義的，整併案應依據企業併購法進行，而非金融控股公司法甚至金融機構合併法。關於第二個議題，在討論整併案時，也曾因櫃買中心之體制特別，而將其排除在整合案之外，只配合整併規劃移轉其部份業務予整併後之控股公司<sup>66</sup>，此議題之爭辯直至櫃買中心董事長李庸三先生表示櫃買中心願配合政策規劃改制<sup>67</sup>，且因民國90年公司法修訂，早開放、允許一人公司之設立<sup>68</sup>，故櫃買中心才正式成為整併案中之一份子。

至此，整併案牽涉機關及模式底定，預計分為二個階段進行相關機構的整併，據官員表示：第一階段將成立控股公司，但各公司仍先維持現有運作機制；第二階段再按功能別調整各子公司業務，以達到專業分工、資源集中的目標<sup>69</sup>。四合一案召集人金管會副主委呂東英表示，第一階段預計將於半年內完成，且屆時控

---

<sup>63</sup> 蕭志忠，前揭註 58。

<sup>64</sup> 同上註。

<sup>65</sup> 金融控股公司法第 4 條、第 6 條。

<sup>66</sup> 陸倩瑤，證交所等 3 單位，將合組控股公司，「聯合報」，A12 版，2005/10/24。

<sup>67</sup> 吳美燕，上櫃業務移轉證交所，露端倪，「經濟日報」，C2 版，2005/12/16。

<sup>68</sup> 公司法第 2 條及其沿革。

<sup>69</sup> 陸倩瑤，前揭註 66。

股母公司之股票將掛牌上市<sup>70</sup>。此期間內，各機構內的預備動作不斷，例如金管會即做了分組，將四合一案分為財務組、法制組、資訊組、人力資源組及 OTC 組分頭進行規劃<sup>71</sup>；櫃買中心則在 2006 年 1 月 5 日時即召開臨時董事會，通過轉投資設立櫃檯買賣公司之提案，以便日後整併之合理與便利<sup>72</sup>；同年 1 月，金管會通過整併提案，即將進行整併之相關機構為證交所、期交所、櫃買中心、集保公司以及票保公司<sup>73</sup>，其中，集保公司與票保公司更於同年 3 月 27 日先行完成合併<sup>74</sup>，成為今日之臺灣集保結算所。

在此時期，各界對於是否應進行四合一案、如何進行，以及四合一之目的為何，仍有諸多之不解及質疑，例如期交所股東便提出質疑：換股比例將如何計算<sup>75</sup>？、合併後由原有的主管機關外，又增加控股公司一個管控層級，效率是否真能有效提升<sup>76</sup>等。對此，金管會主委龔照勝先生明確表示：整併案之目標是結合五個機構的資源、降低單位經營成本及投資人手續費等相關費用，以發揮經營效益，並將合併綜效回饋給市場參與者<sup>77</sup>，舉例來說，原本在集中市場與店頭市場各有一個「共同交割結算基金」，經過整併後，便可將其中一個市場之結算基金退還予證券商<sup>78</sup>，不過，最終而言，四合一整併案的最終目標仍是提升國際競爭力<sup>79</sup>。

### 困頓至停擺：

<sup>70</sup> 賴育漣、李淑慧，交易所四合一，來真的，「經濟日報」，A4 版，2005/12/16。

<sup>71</sup> 同上註。

<sup>72</sup> 吳美燕，設立櫃買公司櫃買中心通過，「經濟日報」，B2 版，2006/1/7。

<sup>73</sup> 李淑慧、雷凱音，證交所五合一，年內整併，「經濟日報」，A4 版，2006/1/13。

<sup>74</sup> 葉景成，集保、票保合併週年回顧，「集保結算所月刊」，第 5 期，2007/3。

<sup>75</sup> 賴育漣，證券單位四合一，有得喬，「經濟日報」，B4 版，2005/12/26。

<sup>76</sup> 賴育漣，證交所四合一，步履蹣跚，「經濟日報」，A4 版，2006/6/5。

<sup>77</sup> 李淑慧、雷凱音，前揭註 73。

<sup>78</sup> 陸倩瑤，金管會擬降證券交易手續費率，「聯合報」，B2 版，2006/1/13。

<sup>79</sup> 李淑慧、雷凱音，前揭註 73。

到了2006年5月左右，金管會主委龔照勝先生停職，整個四合一計劃面臨停擺，計劃中原訂將於7月成立的控股母公司也因時間過於倉促而延後至年底再行成立<sup>80</sup>。不過，在呂東英先生代理金管會主委職務不到一個禮拜的時間，金管會旋即提出「證券及期貨控股公司管理規則」及「櫃檯買賣事業管理規則」<sup>81</sup>，宣示對於推動四合一整併案的決心<sup>82</sup>；7月18日，證交所董事會通過簽署股份轉換意向書，是四合一案自討論以來，成果最具體的一次<sup>83</sup>。

但於隨後之8月，由於內閣改革，金管人事面臨全盤變動，連帶使得四合一案產生波折。誠如業界所指，儘管四大單位彼此為平行單位，但因證交所掌握之資源較豐富，往往以證交所決定之政策方向馬首是瞻，此次人事變動後，因各機構董座間輩份及資歷的差異，四合一案是否能順利進行，產生變數<sup>84</sup>。另外，由於人事變動，原為四合一案最主要主導人之一的呂東英先生轉任為櫃買中心董事長，隨著職位與任職單位轉變，其是否仍會戮力於推動四合一案並發揮具體影響力，也為市場帶來極大的疑問<sup>85</sup>。

新任金管會主委由施俊吉先生接任，其鑑於四合一案正反意見兩極，因此在9月時由金管會報請行政院暫緩推動四合一案，整併案也因此停擺<sup>86</sup>。此時各界提出反對之意見更多也更具體，例如證券業人士即指出：新加坡及香港的合併乃是因期交所業務規模不大，故需藉整併增加其效益，假使我國欲實行整併，必需

---

<sup>80</sup> 同上註。

<sup>81</sup> 金管會，「訂定『證券期貨控股事業管理規則』及『櫃檯買賣事業管理規則』」，2006/6/15，網址：<http://www.fscey.gov.tw/ct.asp?xItem=1707292&ctNode=17&mp=2>。

<sup>82</sup> 陸倩瑤，證券單位新官，將成末代董座，「經濟日報」，A9版，2006/7/12。

<sup>83</sup> 曹佳琪，證券單位四合一：證交所通過簽署股份轉換意向書，「經濟日報」，C2版，2006/7/19。

<sup>84</sup> 蕭志忠，證券三巨頭，競合關係受關注，「經濟日報」，A4版，2006/8/5。

<sup>85</sup> 賴育漣，呂東英轉檯，可能沒了主導權：證券單位四合一，打問號，「經濟日報」，A4版，2006/8/7。

<sup>86</sup> 蕭志忠，從長計議不是壞事，「經濟日報」，A4版，2006/9/5。

考量台股特性，且在完善配套下才能實施<sup>87</sup>；其並指出：韓國從決定到正式合併也花了三年，故認為我國不應倉促完成四合一整併案，應從長計議才是上策<sup>88</sup>。也有新聞報導推測：金管會決定暫緩推動四合一，除了整併案之成效仍讓人懷疑外，尚因四合一案有法令上之疑義——即證交所股份若移轉到控股母公司，此行為可能違反證券交易法第 128 條所規定之：「公司制證交所股份轉讓之對象，以證券商為限<sup>89</sup>。」但是，修改證券交易法乃是件費時力之大工程，故金管會認為應再加審慎評估，故暫緩推動實行。

四合一案進行至此，似乎回到原點，整合各界意見，我國是否應推動或繼續推動原本之四合一計劃，應先徹底思考以下問題：四合一目的為何？及以四合一之整併手段可否達成欲獲得之目的<sup>90</sup>？此些前提性之問題若不徹底加以解決，即便日後繼續推動整併案，仍會面臨各界不斷之質疑聲浪，且無法完整且全面的擬定最適臺灣之整併架構及方向，極有可能使立意良善之政策再度一波三折。另外，在此整併案中其餘較後期之問題，例如如何解決法律上的問題？除了前述之證交法第 128 條轉讓限制之問題需先設法解決外，如果未先給予證券期貨控股母公司經營市場的法源即成立之，其是否也會面臨與櫃買中心目前經營店頭市場卻未有法源依據的相同尷尬處境<sup>91</sup>，也是若欲繼續推動四合一時應先設法解決之一些可見問題。

四合一案於 2006 年 11 月 13 日時正式宣告破局，金管會主委施俊吉先生指出，其看不出四合一案有相當的綜效，且電腦系統全整併在一起也會產生很大的

---

<sup>87</sup> 同上註。

<sup>88</sup> 前揭註 86。

<sup>89</sup> 李淑慧、溫建勳、林政忠，證券單位年底四合一，恐跳票，「經濟日報」，A4 版，2006/9/5。

<sup>90</sup> 為什麼四合一？，「經濟日報」，A2 版社論，2006/9/6。

<sup>91</sup> 同上註。

問題，故四合一案必須重新檢討<sup>92</sup>。

四合一確定破局後，時任期交所董事長之吳榮義先生參酌國際趨勢，提出期交所自行掛牌上市之計畫，也獲得主管機關金管會之支持<sup>93</sup>，但吳榮義董事長也表示：若政策仍希望四合一，期交所也可配合，但因各單位特性不同，故其實不應做一致的要求<sup>94</sup>；其並舉國際上其它期貨交易所為例，認為期交所獨立上市是有利的，且因四合一案以控股公司模式進行，需時甚久，故期交所先行獨立上市也是合理的因應方式之一<sup>95</sup>。

### 重新啟動：

2007年1月25日，行政院公布內閣小幅改組名單，金管會主委由胡勝正先生接任<sup>96</sup>。胡主委上任後，四合一案再度出現轉機<sup>97</sup>，新聞報導也於3月中發出四合一案重新啟動之訊號，指出各證券周邊單位已達成共識，將先完成證交所、櫃買中心及集保結算所之整併，而期交所仍維持單獨掛牌上市之目標，待三大單位整併完成後再進行與期交所之合併<sup>98</sup>。

同年5月，由於南韓交易所宣布6月底前將完成掛牌上市，證交所受到刺激，預計在6月底前完成「台灣證交所條例」控股專法草案，作為後續整併及上市的

<sup>92</sup> 李淑慧、溫建勳，證券單位四合一，可能喊卡，「經濟日報」，A4版，2006/11/14。

<sup>93</sup> 賴育漣，四合一破局，期交所擬獨立上市，「經濟日報」，A2版，2006/12/18。

<sup>94</sup> 賴育漣，吳榮義：期交所走出去，IPO是選項，「經濟日報」，C2版，2007/1/5。

<sup>95</sup> 許佳佳，證券單位四合一，吳榮義主張分立，「聯合報」，B2版，2007/1/5。

<sup>96</sup> 王貝林，金管會主委胡勝正、經建會主委何美玥、公平會主委湯金全，「大紀元」，2007/1/26，網址：<http://www.epochtimes.com/b5/7/1/26/n1603177.htm>。

<sup>97</sup> 見胡勝正先生接受經濟日報之專訪，其在專訪內即明確表示：「田合一到底要不要合、怎麼合？都有很多的討論空間。重要的是知道合併後對市場發展有何貢獻，再來討論合併的方式。目前的方式大概有二：一為金控下轄四個子公司，兄弟登山各自努力，另外則為四家合併成一家，再由這家存續單位申請上市。」李淑慧、溫建勳、邱金蘭，金管會主委接受本報專訪、暢談施政理念；胡勝正：推動與國外股市互相掛牌，「經濟日報」，A2版，2007/4/15。

<sup>98</sup> 曹佳琪、李淑慧、邱金蘭，證券單位整合，加入期交所，「經濟日報」，A11版，2007/3/16。

法源依據<sup>99</sup>。該專法之內容據該時之證交所董事長陳樹先生表示，將尋求避開證交法第 128 條轉讓限制等法律障礙，以控股母公司架構掌控證交所、櫃買中心、集保結算所及期交所等四個機構，此些機構間彼此將透過董事會溝通協調，進行資源整合並界定功能、職掌，目的是在不必修法及不消滅現行子公司的前提下，大幅減少四合一的困難度，在時間上取得優勢<sup>100</sup>。同月 24 日，陳樹先生指出，目前國內資本市場之整併將分兩階段，第一階段為證券市場的垂直與水平整併，第二階段再推動證券與期貨市場的整併，意味著此次之四合一整併案，期交所將不加入第一階段之整併，仍朝獨自上市之目標邁進<sup>101</sup>。

不過，金管會主委胡勝正先生在接受專訪時則表示，四合一之方向及模型應待所有機構之董事長都取得共識後再行規劃，且上市牽涉到如公權力行使等複雜之問題，故此案相關之各機構得等金管會政策明朗後才能有所動作<sup>102</sup>。至此，政府與業界似乎仍未達成共識，腳步上仍有所歧異。

2007 年 6 月底時，金管人事又有些許變動，期交所董事長吳榮義先生轉任證交所董事長<sup>103</sup>。對於此職務調動，外界盛傳乃是因為吳董事長期力主期交所單獨上市，故政府高層安排其接掌證交所，希望其可以主導證交所、期交所、櫃買中心及集保結算所的四合一整併及上市案<sup>104</sup>。同年 7 月，新任期交所董事長葉景成先生上任，其立場較偏向周邊單位完成整併後再行上市，因此期交所是否繼續推動先行獨立上市成為各界關注的重點<sup>105</sup>。8 月 31 日，證期局和證券周邊單位開會討論資本市場整合案並達成共識：期交所不再規畫單獨上市，而是等待完成證

<sup>99</sup> 葉憶如，台灣證交所規畫上市股價上看 100 元，「聯合晚報」，15 版，2007/5/1。

<sup>100</sup> 同上註。

<sup>101</sup> 蕭志忠，證券單位整合，三合一先行，「經濟日報」，B3 版，2007/5/25。

<sup>102</sup> 溫建勳、邱金蘭，議題二：金管會目標，打造台灣成籌資中心，「經濟日報」，A12 版，2007/5/21。

<sup>103</sup> 謝偉妹，接任證交所董座，吳榮義：要讓資金流進來，「經濟日報」，2007/6/29。

<sup>104</sup> 同上註。

<sup>105</sup> 謝偉妹，期交所新董座，葉景成上任，訂出三大任務，「經濟日報」，2007/7/5。

交法第 127、128、177 條修法後，成立控股公司、完成四個機構之整併後，日後再尋求上市<sup>106</sup>。在此同時，行政院也要求金管會提出四合一案之規劃方向<sup>107</sup>（即「證券暨期貨周邊單位整合方案」），並在 10 月 3 日通過四合一整併案<sup>108</sup>、提送證券交易法修正草案至立法院審議<sup>109</sup>，四合一案再次重來似乎勢在必行。

同年 11 月，立法院審議與四合一攸關之證交法修正案，在會中，立委提出質疑，認為四合一案圖利特定人士，故要求四合一案應在合併時同步將控股公司股票上市以供全民認股，與金管會之規劃先合併再談上市之規劃不同<sup>110</sup>；隨後，於 12 月 12 日時，證交法修正案第四度闖關失敗，且該立院會期即將結束，四合一案註定再度延宕<sup>111</sup>。但立法院下一會期將是新一屆立委，依規定所有法案必須重新來過，加上總統大選在即，選後內閣必然會有所調整，屆時金管人事可能再度變動，四合一整併案之未來變數大增<sup>112</sup>。2008 年 2 月國會新會期開始，四合一案果然又受到質疑<sup>113</sup>，再加上同年 3 月 19 日總統大選政黨輪替，金管會於是決定，在新政府交接前，為尊重新內閣，不再送審證交法修正案，四合一案再度進入停擺<sup>114</sup>。

2008 年 5 月中，據報導指出，準金管會主委陳樹先生主張繼續推動四合一整併案<sup>115</sup>，並表示其將尋求立法院儘速通過證券交易法修法、且將在半年內推動

<sup>106</sup> 蕭志忠，吳榮義：證券四合一達共識，「經濟日報」，B2 版，2007/9/1。

<sup>107</sup> 謝偉妹，證單位四合一，年底啟動，「經濟日報」，A4 版，2007/9/8。

<sup>108</sup> 具體方案內容仍是分兩階段進行：第一階段先成立台灣交易所控股公司，第二階段則是在控股公司成立後一到三年內整合四家子公司業務，推動控股公司上市和成立監理中心，基本上和 2005 年版本無太大差異，見證券四合一，明年設控股公司，「經濟日報」，A2 版，1007/10/24。

<sup>109</sup> 證券四合一，明年設控股公司，「經濟日報」，A2 版，2007/10/24。

<sup>110</sup> 陳素玲，證期四合一，立委籲全民認股，「聯合晚報」，4 版，2007/11/7。

<sup>111</sup> 陳芝豔、邱金蘭，修法，四度闖關失敗；證券單位四合一，面臨破局，「經濟日報」，A4 版，2007/12/13。

<sup>112</sup> 同上註。

<sup>113</sup> 邱金蘭，證券四合一，立院闖關難，「經濟日報」，A2 版，2008/1/14。

<sup>114</sup> 李淑慧，金管會凍結人事，胡勝正做到 6 月，「經濟日報」，A4 版，2008/3/25。

<sup>115</sup> 邱金蘭，準金管會主委陳樹：引陸資，金融政策大解放，「經濟日報」，F1 版，2008/5/21。

研擬「台灣交易所控股公司法」，以完整的架構規範母子公司之權利義務，陳樹先生並透露，一旦四機構成立控股公司、掛牌上市後，將減少其監控股市之功能，而另由財團法人性質之櫃買中心以子公司之方式成立監理中心負責監控<sup>116</sup>。不過在陳樹主委上任並加速推動四合一整併案後，引起證交所工會的質疑，認為：四合一為假議題——由於集保結算所為證交所持有股份 50%以上之公司，只要法規鬆綁，經營管理權即可回歸證交所，真正需考慮合併的僅有證交所及期交所，且若先將兩家交易所上市，經營績效會反映其股價，屆時再由市場考量是否必須合併提升競爭力即可<sup>117</sup>，為四合一案提出了另一種思考方向，但此意見似未影響已定調之四合一整併案途徑。

8月1日，證交所董事長由薛琦先生接任，薛琦先生表示證券暨相關機構之整併為全球趨勢，其樂見政府推動證交所、櫃買中心、期交所及集保結算所的四合一案，不過此案不能只是「為合併而合併」，而應先考量整併後是否能達到更高的國際競爭力綜效，再決定是否使用四合一做為工具<sup>118</sup>。9月時，相關機構再度確認四合一之方向，仍以控股母公司模式做整併，第一階段成立控股母公司，第二階段再做功能性整合<sup>119</sup>，與先前之規劃未有太大出入。

10月20日，證交法第128條<sup>120</sup>修正案於立法院初審通過，為四合一整併案解除了法律限制，可望正式啟動並進入實行，但立法院也同時通過二附帶決議，即一、要金管會儘速完成交易所控股事業及監理中心條例之制定，並送立法院審查；二、臺灣交易所控股股份有限公司在完成籌備作業、正式成立運作之前，應至立法院財政委員會提出整併作業之相關規則、財務業務管理、合併綜效等專案

<sup>116</sup> 陳素玲、曾桂香，證交所四合一，不再球員兼裁判，「聯合晚報」，A4版，2008/5/29。

<sup>117</sup> 蕭志忠，證交所工會，質疑四合一，「經濟日報」，D2版，2008/7/24。

<sup>118</sup> 蕭志忠，薛琦：爭取台股升等已開發市場，「經濟日報」，C2版，2008/8/2。

<sup>119</sup> 蕭志忠，薛琦：證券四合一，控股方式整合，「經濟日報」，A4版，2008/9/2。

<sup>120</sup> 證券交易法第128條第1項：公司制證券交易所不得發行無記名股票；其股份轉讓之對象，以依本法許可設立之證券商為限。

報告，經立法院同意後始得執行<sup>121</sup>。四合一案計劃了這麼多年，終於露出一絲曙光。

不過在 2009 年 6 月時，因立法院審查證券交易法內線交易條款協商多時仍無法進行二、三讀，連帶證券周邊單位四合一整併相關之證交法修正案也無法完成三讀，加上立法院此會期即在該日(16)結束，四合一整併案之進度可能再度延緩<sup>122</sup>。

### 第三節 小結

綜觀臺灣證券、期貨交易所與周邊單位之整併案，此四合一案不斷受到各界質疑，推動過程一波三折，甚至連政府也無法維持一貫之政策方向，追究四合一案之推動為何如此顛簸之原因，即是吾人未真正正本溯源，發掘並瞭解臺灣推動四合一整併案的目的是為何？該些目的又是否非得要以四合一為手段才能達成？此些前提問題不解，共識無法凝聚，即便後來已擬定好整併模式甚至步驟，仍會在整併中各時期不斷受到各界質疑，又因被質疑後沒有更深刻之目標方向可說服質疑者並給予期待，反而主事者常常也會因為此些質疑而對四合一案產生疑慮、甚至暫緩整併案之推行，如此過程一再反覆、時程一再延宕，若是四合一整併案事實上並非必需，如此作法徒耗費行政機關與相關業界甚至大眾的人力物力，增加各界困擾，但此仍尚屬小事；若四合一整併案為我國直接資本市場加強效率、資源使用率，並提升國際競爭力的有效手段及方法呢？那越晚實行，臺灣之競爭條件與國際相比之下將越為不利，更何況發展及競爭是有時間壓力及連續性的，

<sup>121</sup> 立法院第 7 屆第 2 會期財政委員會第 8 次全體委員會議議事錄，2008/10/20，查詢網址：[http://www.ly.gov.tw/ly/03\\_forum/03\\_forum\\_01.jsp?ItemNO=03010000](http://www.ly.gov.tw/ly/03_forum/03_forum_01.jsp?ItemNO=03010000)。

<sup>122</sup> 陳亮諭、邱金蘭，各方角力/內線交易豁免條款，沒過，「經濟日報」，2009/6/17，網址：<http://udn.com/NEWS/FINANCE/FIN2/4966837.shtml>，最後瀏覽日：2009/6/25。

此番未經事先審慎規劃而不斷重複的延宕，將嚴重損害臺灣資本市場在往後的國際競爭力，執政者應對此深切省思。

至於臺灣推動四合一案之真正目的究竟為何？探究四合一整併案的推動歷程，其實臺灣進行交易市場整併之目的並不十分明確，惟從各時期相關人士之發言可推知，其動機不離希望可在越來越趨激烈的國際競爭下，維持臺灣交易市場的高度競爭力、防止國際邊緣化。如前所述，四合一是否為達成此目的的唯一工具或途徑呢？是否仍有其他方式可達到同樣之目標？且以四合一之方式是否真能達成此目的呢？在在是值得政策制定者需要徹底深思的問題，但本文並不欲討論這些議題，也不欲對交易所整併是否具有實益或能否發揮綜效進行檢驗，而是假設一個前提：既然國際潮流如此，那整併必然具有一定效益；在支持整併的前提下進行整併可能遭遇之法律議題研究，特別在此敘明。

### 第三章 整併模式、架構及分工建議

有關證交所、期交所及相關單位的四合一整併案，初步推測由於合併後各機構成為關係較緊密之利益共同體，可望不再各守利益，應可合力提升、發展臺灣之直接金融市場，對臺灣的資本市場是有所裨益的；且整併後若運作、組織得當，理論上整併後更可以整合資源、降低成本、提升效率，提高在國際上的可見度，並握有較佳的籌碼與國外談判合作並進行策略聯盟，是提升國際競爭力的有力作法。

一個公司或機構要運作得當，需具備的重要前提即是妥適的組織及分工；證交所、期交所、櫃買中心及集保結算所原皆為獨立運作的公司，整併後必有許多資源可以整合並共享，但因其各自負責之業務仍有基本上之歧異，因此如何以業務做區別、配合相同資源共同使用之整併優勢，在維持專業、流暢、有效率的組織運作情形下又能大幅降低成本，是一件值得費思量的重要課題。本章便是根據國外已完成之整併案例，參考其組織架構與分工，加入臺灣本身之歷史、政治、法律及四合一整併案中四個單位原本之運作情況等因素，期望能在政府已決定採行之控股母公司模式下做全盤考量，提出些許對臺灣四合一整併案之組織、分工建議。

#### 第一節 整併模式概述

證券交易所、期貨交易所及相關周邊單位之整併，該風潮在世界上之盛，已在前些章節介紹過。整併前各單位大多為互不相隸屬之機構，整併後便成為利益

共同體，其獲利及營運在彼此間都會互相影響及牽連。但整併之模式將會決定其互相影響之程度，若關連太過緊密，則各單位間很有可能無法獨立運作，反而造成運作效率的低落；但若關連太過鬆散，則和未進行整併前無所差異，整併之綜效反而無法發揮，使整併成為多此一舉，徒然勞民傷財。經過整理國外相關異質整併實例，整併模式按彼此間之牽連緊密度由大至小依序排列可分為三類：一為交易所公司模式、另一則為以證券交易所為控股公司模式、最後則是交易所控股母公司模式。

交易所公司模式，顧名思義，則是將所有單位整併成為一個單獨的公司，目前唯一之實例為韓國，其將證券交易所、期貨交易所及店頭市場等整合進同一公司，改為證券市場部、期貨市場部、店頭市場部，並設立管理策略部及獨立之市場監管部，整併後完全成為單一公司，各單位間之關連按理說應較以往密切許多。以證券交易所為控股母公司模式，目前所見之案例有義大利及印度，此兩國之架構皆是以證券交易所為母公司，將期貨交易所納入證券交易所中（但如義大利則是原先無獨立之期貨交易所，期貨交易本身即由證券交易所運作），再將結算、集保等相關單位轉換為證券交易所控股公司下之子公司，亦即以此方式進行整併的話，證券交易所將是主導整個集團營運的先鋒，證券及期貨交易並未分立，應較適合證券交易及期貨交易規模相差懸殊之國家，且以此模式進行運作的話，按組織運作的原理，相關單位應都皆需聽命於證券交易所，整併後之牽連度應為中等。

最後一個整併模式，也是為大部份國家所採用者，即是控股母公司模式，即在證券交易所、期貨交易所及相關機構之上層，再建立一個控股母公司，該相關之機構則轉為其下之子公司，彼此間地位平等，需要合作、協調時再經由母公司居間處理，各子公司皆直接對母公司負責，不需聽命於其他單位；採用此模型之

國家有德國、法國、新加坡、香港及澳洲，其控股母公司集團下皆有證券交易所、期貨交易所、結算公司及集保公司，有些甚至還設有專門之資訊公司等。控股母公司模式會被大多數國家採用之原因，應是其各單位間既可透過控股母公司互相合作，卻又可保持一定的獨立性，在營運及監理上享有原本的自由，受到之限制較小之緣故。有關交易所之異質整併應採何模式，並非本文討論範圍，本文僅止於淺略介紹各種整併模式，至於整併模式孰優孰劣之探討，請讀者自行參閱相關資料<sup>123</sup>。

整併模式	交易所公司	證券交易所控股 母公司模式	控股母公司模式
國家實例	韓國	義大利、印度	德國、法國、新加坡、香港、澳洲
彼此間牽連度高低	最高	次之	最低

表一：交易所異質整併模式分類，作者自行整理。

## 第二節 台灣四單位目前現況

臺灣之四合一整併案已決定採用控股母公司模式，即在相關公司之上層再建立一控股母公司，使各子公司在維持各自運作的一定獨立性下，又可透過上層之母公司進行合作，形成利益共同體、擴大經營規模。但在討論我國採取控股母公司模式為整併後，應如何組織及分工之前，應先瞭解的，是我國四合一整併案牽涉的各單位狀況及現行業務，因為每個政策或模型都需因地制宜、無法一體適用

<sup>123</sup> 有關於整併之模式以何者為佳，另有許多學術研究，例如林幸輝先生，「證券暨期貨交易所與其相關機構未來發展趨勢—策略聯盟、合資、購併與控股模式之研究」，銘傳大學金融研究所碩士論文，2002/6，讀者可自行參考。

於所有國家，若強行適用國外模型，很有可能產生水土不服之情形。因此，為期之後能以「業務別」之方式，為整併後之分工做最妥適且最有效率之安排、建議，以下即先就整併案四個單位之歷史及主要業務做一簡介。

## 一、臺灣證券交易所

臺灣證券交易所之建立非如許多其他國家的交易所、為券商因交易需求而形成乃至成立，而是因政府於42年1月實行「耕者有其田」政策，發行土地實物債券、並將臺泥、臺紙、農林、工礦等四大公營事業的公司股票搭配補償給地主，做為收購土地的補償代價，而使此些債券及股票開始在市流通，但因此些交易處太過分散、管理不易並產生許多積弊，使政府興起籌備證券交易所之議<sup>124</sup>。民國47年起，政府開始前往他國考察、研究，並聘請美籍專家來臺考察提供建議等，終於在民國49年4月14日，行政院於第六六一次會議決定：證交所初創時期，採公司制組織，由有關金融、信託業及其他公民營事業參加投資；同年9月，經濟部並正式成立證券管理委員會（以下簡稱證管會），為管理及監督證券市場的主管機關，同時並邀請中央信託局、交通銀行、中華開發公司等負責證券交易所籌備發起事宜，另徵求其他公民營事業為共同發起人，證交所的籌備工作從此實際展開<sup>125</sup>。50年10月，依法呈請核准後，臺灣證券交易所正式成立，並於民國51年2月正式開業<sup>126</sup>。

證交所開業後，結算交割業務乃以人工作業辦理，即是每日於營業結束後，將各個證券商的證券成交數量及金額分別依買賣沖抵，再將證券和價款的淨差額，

---

<sup>124</sup> 臺灣證券交易所，「臺灣證券交易所三十年史」，頁28，臺灣證券交易所出版，1992/2。

<sup>125</sup> 同上註。

<sup>126</sup> 臺灣證券交易所，前揭註124。

透過交易所清算組，集中辦理交割，採餘額交割方式<sup>127</sup>。但因上市證券種類日多、成交量值也顯著增加等，結算交割業日益繁重，證交所於 65 年 9 月起改採電腦結算作業，廢除人工結算作業，藉以節省人力時間<sup>128</sup>。民國 68 年 9 月，證交所轉投資新台幣二千萬元於辦理融資融券及證券保管業務之復華證券金融股份有限公司<sup>129</sup>，開始辦理股票集中保管之業務<sup>130</sup>；78 年 9 月，證交所為配合政府之證券存摺化政策，積極推動有價證券集中保管劃撥制度，以新台幣三億元轉投資臺灣證券集中保管股份有限公司，期能提高交割作業效率並加強交割作業安全<sup>131</sup>。至今，證交所仍自行為結算，而由集保公司負責交割及集中保管業務<sup>132</sup>。

規範證交所的法源為證券交易法，於民國 57 年 4 月 30 日制定公布<sup>133</sup>，賦予證交易一定之權利義務，如董事、監察人之一定比例需由政府指派<sup>134</sup>等，並於該法第五章第六節訂定若干規定，使主管機關有絕對之權力對證交所為監督及管控，以維交易之公平及資本市場之健全<sup>135</sup>。在監理方面，證交法內所指之主管機關為行政院金融監督管理委員會<sup>136</sup>，雖其為法定單位，但經費來源部份亦來自於被監理機構，包含了證交所，帶有些許自律及使用者付費之色彩<sup>137</sup>。當然，證交所身

<sup>127</sup> 臺灣證券交易所，前揭註 124，頁 130。

<sup>128</sup> 同上註。

<sup>129</sup> 臺灣證券交易所，前揭註 124。

<sup>130</sup> 臺灣證券交易所，前揭註 124，頁 149。

<sup>131</sup> 臺灣證券交易所，前揭註 124，頁 34。

<sup>132</sup> 臺灣證券交易所，服務介紹，證交所官網：

<http://www.twse.com.tw/ch/about/company/service.php#2>，最後瀏覽日：2009/7/2。

<sup>133</sup> 證券交易法，全國法規資料庫，網址：

<http://law.moj.gov.tw/Scripts/newsdetail.asp?no=1G0400001>，最後瀏覽日：2009/7/2。

<sup>134</sup> 同上註，第 126 條。

<sup>135</sup> 最顯例為證券交易法第 161 條：「主管機關為保護公益或投資人利益，得以命令通知證券交易所變更其章程、業務規則、營業細則、受託契約準則及其他章則或停止、禁止、變更、撤銷其決議案或處分。」而交易所應訂定之規則等還包括證券上市審查、證券商之資格審查等。

<sup>136</sup> 前揭註 133，證券交易法第 3 條。

<sup>137</sup> 行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會），行政院金融監督管理委員會組織法，92 年 7 月，第 7 條第 1 項第 2 款：「本會設金融監督管理基金，其收入來源如下：……二、辦理金融監督、管理及檢查業務，向受本會監督之機構及由本會核發證照之專業人員收取之特許費、年費、檢查費、審查費、執照費、罰鍰收入及其他規費。」；詳細收費辦法則規定於「行政院金融監督管理委員會監理年費檢查費計繳標準及規費收取辦法」，本文之目錄 3，金管會官網，網址：

<http://www.fscey.gov.tw/>。

為公司，也設有監視部負責監視市場交易、稽核部稽核證券商、上市服務部負責上市公司之審查，以及負責證交所本身內控監督之內部稽核室<sup>138</sup>，也具有自律之功能。

圖十：證交所組織圖



來源：臺灣證券交易所，<http://www.twse.com.tw/ch/about/company/organization.php>，最後瀏覽日：2009/7/2。

## 二、臺灣櫃檯買賣中心

櫃檯買賣乃是有價證券不由集中市場以競價之方式買賣，而由證券商之櫃檯以議價方式買賣之稱，故櫃檯買賣市場又稱為店頭市場，此乃櫃檯買賣與集中市場交易基本上之不同特性，也因此不同之性質，在櫃檯買賣市場交易之有價證券其公司規模通常較小，價格較具彈性。

臺灣之櫃檯買賣市場（即為店頭市場）之發源同樣來自政府為推行「耕者有其田」政策時為補償地主所發行之土地實物價券及四大公營公司之股票，民國51年證交所成立前，此些股票皆在櫃檯買賣市場上流通，但至證交所成立，政

<sup>138</sup> 臺灣證券交易所，組織介紹，證交所官網：  
<http://www.twse.com.tw/ch/about/company/service.php#2>，最後瀏覽日：2009/7/2。

府為發展集中交易市場，曾一度關閉櫃檯買賣市場，一直到了民國 57 年證券交易法立法完成，確立了我國證券交易市場明分為二：一、證券交易所之買賣，採競價方式成交；二、證券商營業處所之買賣，為非集中交易市場，採議價方式成交<sup>139</sup>，才使櫃檯買賣市場重新運作。民國 71 年，主管機關重新開放債券之店頭交易，76 年初，財政部為便利中小企業籌資及擴大證券市場規模，指示證管會加速對股票櫃檯買賣中心設立之規劃，77 年便由台北市證券商業同業公會成立櫃檯買賣服務中心，但因交易模式不符投資人之特性，成效不彰，至民國 83 年時上櫃之公司只有 11 家<sup>140</sup>。83 年 11 月時，經過問卷調查加以改進之財團法人證券櫃檯買賣中心正式成立，總共由台北市證券商業公會、高雄市證券商業同業公會、台灣證券交易所股份有限公司及台灣證券集中保管股份有限公司共同捐助新台幣三億五千萬餘元<sup>141</sup>。

櫃買中心目前可交易之產品有股票、債券及衍生性商品<sup>142</sup>，上櫃股票之結算則由櫃買中心為之<sup>143</sup>，興櫃股票之結算由集保公司辦理<sup>144</sup>，交割及保管則由集保中心為之<sup>145</sup>。至於債券部份，又可分為買賣斷交易及附條件交易兩類<sup>146</sup>，其結算仍由櫃買中心統一為之，前者之交割方式由雙方自行約定，後者則符合櫃買中心規定即可<sup>147</sup>。

<sup>139</sup> 財團法人證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心），證券櫃檯買賣中心（十週年紀念特刊），頁 25，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心出版，2004 年。

<sup>140</sup> 同上註，頁 25、26。

<sup>141</sup> 櫃買中心，前揭註 139。

<sup>142</sup> 見櫃買中心官網，網址：<http://www.otc.org.tw/ch/>，最後瀏覽日，2009/7/3。

<sup>143</sup> 櫃買中心，組織介紹，櫃買中心官網，網址：<http://www.otc.org.tw/ch/about/introduction/organization.php>，最後瀏覽日，2009/7/3。

<sup>144</sup> 櫃買中心，前揭註 139，頁 81。

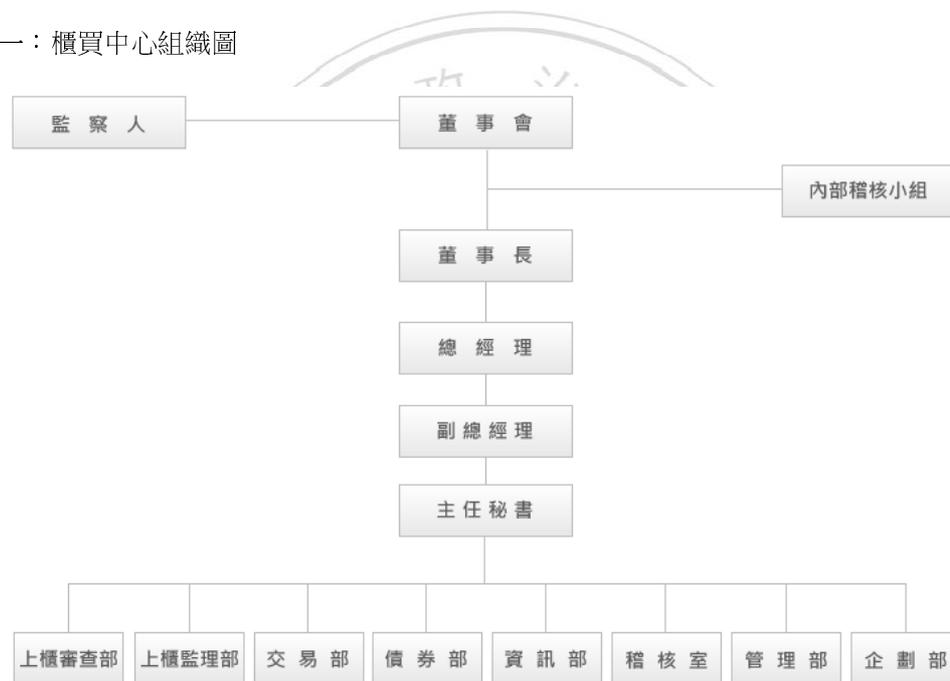
<sup>145</sup> 櫃買中心，前揭註 139，頁 61。

<sup>146</sup> 櫃買中心，同前註 139，頁 95。

<sup>147</sup> 櫃買中心，前揭註 139，頁 98。

櫃買中心之最基礎法源雖可謂是證交法第 42 條<sup>148</sup>及 62 條<sup>149</sup>，但卻無其他相關規定，因此，財政部證券暨期貨管理委員會於 83 年 10 月修正發布「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」，以確立櫃檯買賣中心之法律地位<sup>150</sup>。依該辦法，櫃買中心之主管機關為財政部證券暨期貨管理委員會（簡稱證期會；現已改制為行政院金融管理委員會證券期貨局，以下簡稱證期局）<sup>151</sup>，櫃買中心負有部份有價證券上櫃交易之登錄審查，也負有監督交易之責任<sup>152</sup>；由以下之組織圖可見其設有上櫃審查部負責上市事宜、上櫃監理部負責股票發行人之監理、交易部負責交易之監督、稽核室負責證券商之監督及具有自律功能之內部稽核小組。

圖十一：櫃買中心組織圖



來源：財團法人櫃檯買賣中心，<http://www.otc.org.tw/ch/about/introduction/organization.php>，最後瀏覽日：2009/7/3。

<sup>148</sup> 證券交易法第 42 條：「公司對於未依本法發行之股票，擬在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣者，應先向主管機關申請補辦本法規定之有關發行審核程序。未依前項規定補辦發行審核程序之公司股票，不得為本法之買賣，或為買賣該種股票之公開徵求或居間。」

<sup>149</sup> 證券交易法第 42 條：「證券經紀商或證券自營商，在其營業處所受託或自行買賣有價證券者，非經主管機關核准不得為之。」

<sup>150</sup> 櫃買中心，認識櫃檯買賣市場，櫃買中心官網，網址：<http://www.otc.org.tw/ch/about/introduction/organization.php>，最後瀏覽日，2009/7/3。

<sup>151</sup> 證券商營業處所買賣有價證券管理辦法，90/9/28 修正，證券暨期貨法令判解查詢系統，第 2 條，網址：<http://www.selaw.com.tw/scripts/NewsDetail.asp?no=G0100702>，最後瀏覽日：2009/7/3。

<sup>152</sup> 同上註，第 5、7 條。

### 三、台灣集中保管結算所

臺灣集中保管結算所乃由原臺灣證券集中保管公司及原台灣票券集中保管結算公司合併，全名為臺灣集中保管結算所股份有限公司<sup>153</sup>。

臺灣推動證券集中保管制度最早可溯自民國七十年間，當時財政部證券管理委員會（簡稱證管會，86年更名為財政部證券暨期貨管理委員會）為解決證券商代客保管股票的弊端，於71年指定復華證券金融公司辦理證券集中保管業務，但因作業繁瑣，成效不彰，至73年底時交付集中保管之股票仍僅有26萬張<sup>154</sup>。76年後，台灣證券市場因新台幣大幅升值，呈現空前熱絡與繁榮的盛況，使主管機關決定全盤檢討當時之交割及保管制度，解決證券相關事業之龐大作業負荷，而進行「有價證券集中保管帳簿交割制度」之建構<sup>155</sup>。民國78年10月，經濟部核准了臺灣證券集中保管公司之成立，並於同年12月頒訂「有價證券集中保管帳簿劃撥作業辦法」並核定該公司之業務操作辦法；79年1月臺灣證券集中保管公司開始營業，隨後並完成承接復華公司原本處理之集中保管業務及交易所之現券交割作業<sup>156</sup>。後來為推動短期票券無實體化及集中結算交割制度，主管機關於93年4月核准台灣票券集中保管結算公司正式運作，統籌辦理短期票券之集中保管外，並與央行同資系統連線，提供款券兩訖之結算交割機制<sup>157</sup>。

94年7月，由於證券業及票券業者同時經營證券、債券及票券商品之交易量能逐年增加，金管會為兼顧市場參與者之方便度、避免資源重複投資及順應國際

<sup>153</sup> 臺灣集中保管結算所（以下簡稱集保結算所），集保結算所簡介，集保結算所官網：網址：[http://www.tdcc.com.tw/tc\\_01profile.htm](http://www.tdcc.com.tw/tc_01profile.htm)，最後瀏覽日：2009/7/3。

<sup>154</sup> 臺灣證券集中保管公司，臺灣證券集中保管公司八世紀，頁18；臺灣證券集中保管公司，1997年。

<sup>155</sup> 同上註。

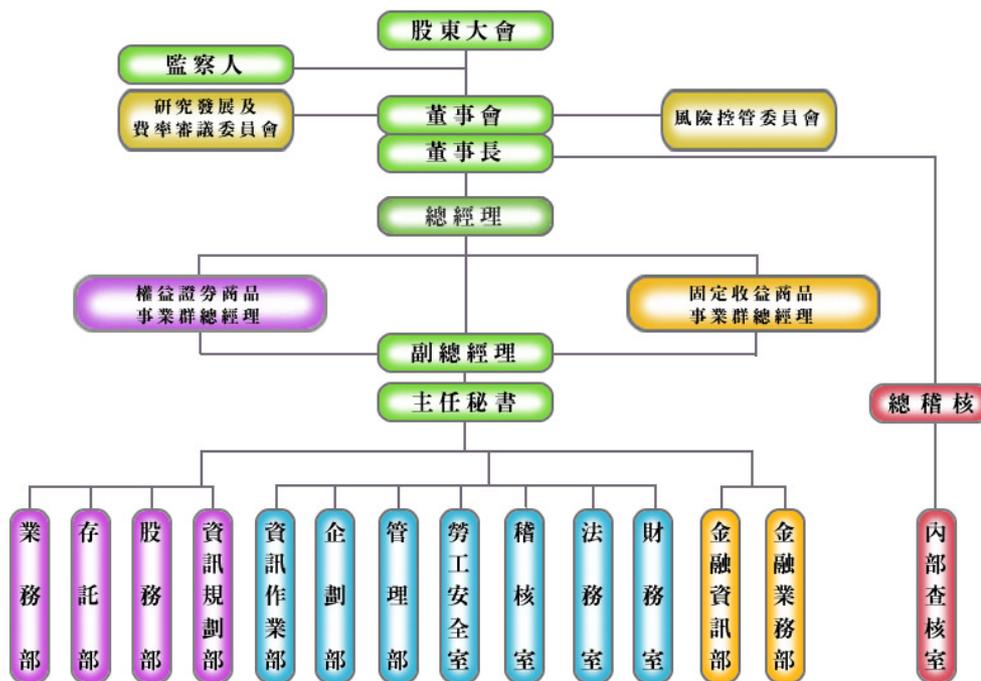
<sup>156</sup> 臺灣證券集中保管公司，前揭註154。

<sup>157</sup> 臺灣證券集中保管公司，前揭註154。

主要證券市場後台整合之趨勢，決議推動臺灣證券集中保管公司與台灣票券集中保管結算公司之合併，並於 95 年 3 月 27 日正式合併完成，名稱為臺灣集中保管結算所股份有限公司<sup>158</sup>，統一負責結算、交割及保管業務之後台業務。

集保結算所為一獨立公司，運作法源為證券交易法第 43 條，政府並設有證券集中保管事業管理規則專門管理；在監理方面，集保結算所受證券交易法、票券金融管理法及公司法等法規之規範<sup>159</sup>，並依法律規定及授權進行公司治理，設有稽核室監督參加人集保作業、內部查核室負責內稽內控等。

圖十二：集保結算所組織圖



來源：集保結算所，[http://www.tdcc.com.tw/tc\\_01profile.htm](http://www.tdcc.com.tw/tc_01profile.htm)，最後瀏覽日：2009/7/3。

<sup>158</sup> 臺灣證券集中保管公司，前揭註 154。

<sup>159</sup> 臺灣集中保管結算所股份有限公司章程，第 2 條，集保結算所，網址：[http://www.tdcc.com.tw/tc\\_08law.htm](http://www.tdcc.com.tw/tc_08law.htm)，最後瀏覽日：2009/7/3。

#### 四、臺灣期貨交易所

我國期貨市場之發展乃先開放國外期貨，再建立國內市場；81年6月立法院通過「國外期貨交易法」，83年四月第一家合法期貨經紀商成立，自此可經由正式管道交易國外期貨<sup>160</sup>。關於國內市場，經過兩年的研議及籌備，終於在85年元月通過期貨交易法，86年實行並取代國外期貨交易法，期交所並在同年9月完成設立登記，7月開始正式營運<sup>161</sup>。

期交所內交易之商品為期貨及選擇權等金融衍生性商品<sup>162</sup>，與證交所及櫃買中心之產品性質差異甚大。期交所除了負責前台交易之相關事務外，也負責後台結算交割之工作<sup>163</sup>，與證交所和櫃買中心大部份之交割工作移轉由集保結算所處理不同，簡言之，我國期交所之業務涵蓋前後台，為一相當獨立之交易市場。

監督期交所之主管機關原為財政部證券管理委員會，93年7月起，因行政院金融監督管理委員會成立，證期會改隸該會，並改稱證券期貨局，期貨市場之主管機關即改為行政院金融監督管理委員會<sup>164</sup>。在監理方面，期交所之董監事規定如證交所，除了資格之限定外，尚需有一定比例由政府指派<sup>165</sup>，以維持其公益利益及保護投資大眾；另外，期貨交易法第五章有關監督與管理部份，也賦予主管機關極大的權限去管理並監視期交所之運作<sup>166</sup>。在內部監理上，交易部為市場監視、結算部負擔風險管理責任及控管、稽核部則為證券商及結算會員等內部狀

<sup>160</sup> 臺灣期貨交易所（以下簡稱期交所），沿革、宗旨、展望，期交所官網：<http://www.taifex.com.tw/chinese/home.htm>，最後瀏覽日：2009/7/3。

<sup>161</sup> 同上註。

<sup>162</sup> 見期交所官網之商品部份，網址：<http://www.taifex.com.tw/chinese/home.htm>，最後瀏覽日：2009/7/3。

<sup>163</sup> 同上註之結算業務部份。

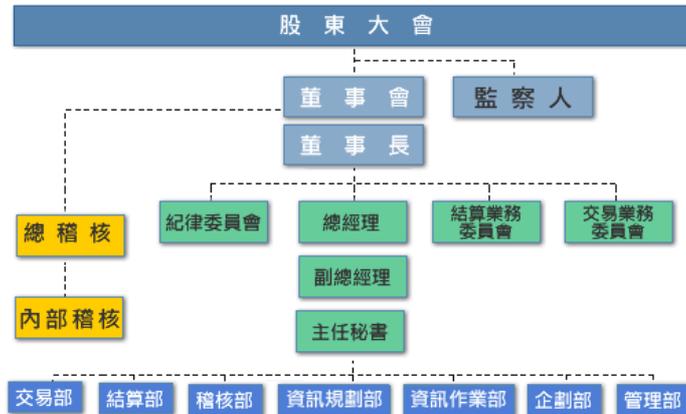
<sup>164</sup> 期貨交易法，91/6/12修正，第4條，證券暨期貨法令判解查詢系統，網址：<http://www.selaw.com.tw/scripts/NewsDetail.asp?no=G0101401>，最後瀏覽日：2009/7/3。

<sup>165</sup> 同上註，期貨交易法第36條。

<sup>166</sup> 詳見期貨交易法第5章，證券暨期貨法令判解查詢系統，網址：<http://www.selaw.com.tw/scripts/NewsDetail.asp?no=G0101401>，最後瀏覽日：2009/7/3。

況之監控，也同樣設有內部稽核為期交所本身之內部控管。

圖十三：期交所組織圖



來源：臺灣期貨交易所，<http://www.taifex.com.tw/chinese/home.htm>，最後瀏覽日：2009/7/3。

以上即是我國四合一整併案所涉四個單位其簡史、業務及監理概況。由於整併不應僅僅是型式之結合，而應是整併後能有綜效、並發揮一定效益，此整併才有實質之意義，也才值得為之，故先行瞭解各單位之現況，不僅有助於依「業務別」來建構整併後之組織架構，更能進一步做為將業務重新規劃、分工，整合可共享之資源，以求整併效益之最大化。

### 第三節 預定架構及業務分工建議

如第一節之介紹，整併模式大致可將其分為三種模式：一為將所有機構整合成為一單一公司，以部門別之方式進行運作，二為由證券交易所轉為控股母公司，合併其他相關機構，三則是成立一新設之控股母公司，再與子公司們進行換股進行整併。臺灣目前之整併方案已確定採用控股公司模式，也已定有較細之行程表

(見附錄二<sup>167</sup>)，由該「未修正證交法第 128 條前，各分組可進行之業務項目」表中，可看出四合一案大致分為二個階段，二階段間還夾著一過渡期，此三時期之主要目標各為：第一階段——櫃買中心轉投資設立櫃檯買賣公司，由證交所、期交所、集保公司及櫃檯買賣公司四單位，以股份轉換方式設立控股公司；過渡期——辦理上櫃股票移撥，並規劃證券、期貨結算業務整合為目標；第二階段——則是以證券、期貨、結算、監理業務授權等業務功能別整合子公司業務，並研議推動控股公司上市，另研議成立監理中心。

簡言之，我國將在證交所、期交所及相關單位之上成立一新控股母公司進行整併，期望能擴大規模、提高我國資本市場在國際間之可見度，並以業務功能別為區分、整合可互相流用之資源、降低經營成本，再者，甚至提高風險控管之安全性。只是，依目前之規劃，並同樣以控股母公司模式進行四合一整併為前提，我國計劃將以證券、期貨、結算及監理之四種業務功能別進行整併分工，是否妥適，或可再進一步檢視。雖然橘越淮可能為枳，但以他山之石做為範例及借鏡卻可得到前車之鑑、減少不必要的錯誤，且只要深入去探討國外作法其緣由及何以為所以然，再加入自身特殊因素之考量為規劃，應具有相當的參考價值，故以下將以同樣採取控股母公司模式之德國、香港、澳洲及新加坡其組織架構為例，試圖以其經驗，對本國四合一案之組織架構及分工做出建議，至於法國的部份，因其已經歷多次跨國整併，成為一泛歐之國際市場，非在一國國內單純之原貌，故將其排除於此節案例之外。

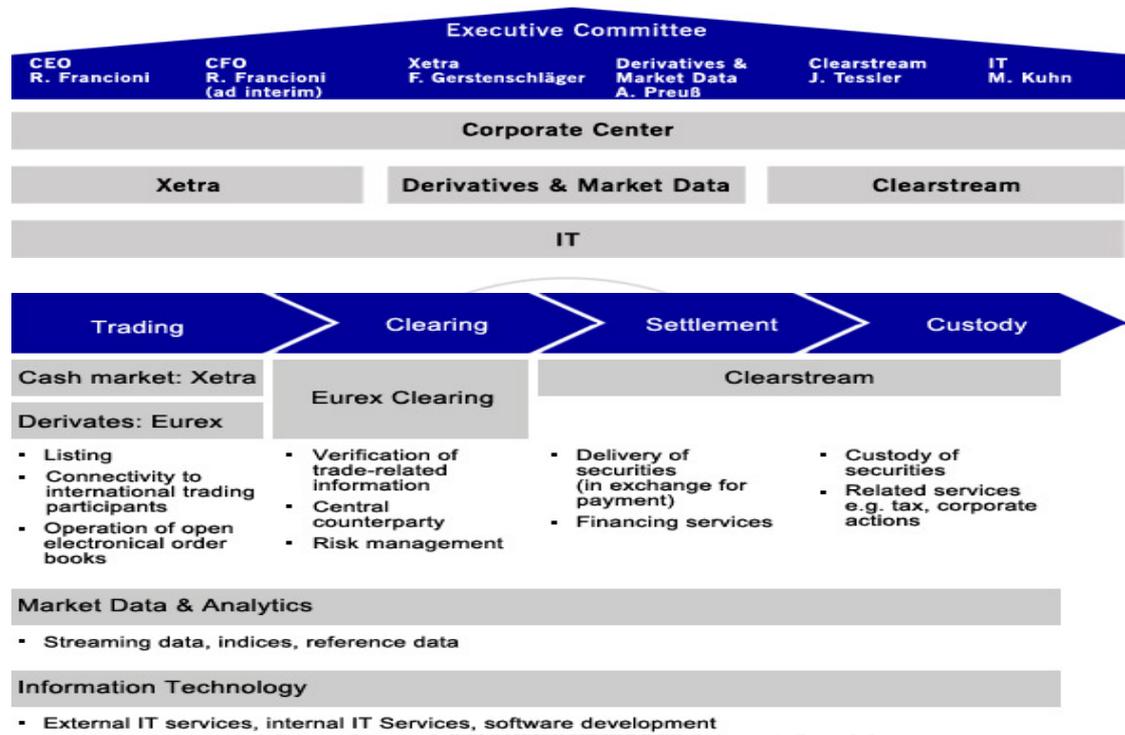
## 一、他國架構

以下將統一系列出四國之交易所集團組織圖以及其分工圖以便參考之用。

<sup>167</sup> 期交所 2008 年 10 月開會資料，該表名稱為「未修正證交法第 128 條前，各分組可進行之業務項目」。

## 1. 德國

圖十四：德國交易所集團組織及分工圖



來源：同圖一。

在整併前，德國之證券交易所及期貨交易所本為分立，整併後交易市場之分類改以證券交易所及衍生性商品交易所兩者為之。結算及交割集保的話，因整併前亦已有獨立之公司專責處理，故整併後仍由專門之獨立公司負責處理，且不僅只負責德國國內之結算交割，而尚可提供服務給歐洲其他國家；資訊公司之情況也大致相同。

監理部份，德國交易所控股公司主要是統領旗下所有子公司、做出經營上相

關之決策，本身依德國公司治理法案<sup>168</sup>設立行政董事會及監督董事會進行雙層運作，後者為具最後決策權之單位，並監督控股公司之運作及決策<sup>169</sup>。至於證券交易所（亦即法蘭克福交易所）及德國交易所集團持股 50%之衍生性商品交易所 Eurex，前者雖由德國交易所集團運作，但其性質為公法下之機關<sup>170</sup>，設有交易所委員會（the Exchange Council）監督證券交易所執行董事會<sup>171</sup>，為最後之決策機關，而證券交易所內部設有交易監視部，負責監管交易狀況，而交易所監理局（the Exchange Supervisory Authorities）則為州層次及監理機關，負責監督證券交易所之營運是否違反交易所法（the Exchange Act），聯邦層次之主管機關則是德國聯邦監理總署（the Federal Financial Supervisory Authority，又稱 BaFin）<sup>172</sup>；至於後者 Eurex，因其本身便非德國交易所集團下之完全子公司，擁有其本身之執行董事會及交易所委員會，在交易面同樣也具有監理功能<sup>173</sup>。

<sup>168</sup> 詳見本文第四章第二節有關德國監理之部份。

<sup>169</sup> See the corporate governance part of DBAG website, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/investor\\_relations/15\\_Corporate\\_Governance](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/investor_relations/15_Corporate_Governance), last visited: 2009/07/22.

<sup>170</sup> DBAG, Profile of the Frankfurt Stock Exchange, DBAG website, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/about\\_us/20\\_FWB\\_Frankfurt\\_Stock\\_Exchange](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/about_us/20_FWB_Frankfurt_Stock_Exchange), last visited: 2009/07/22。

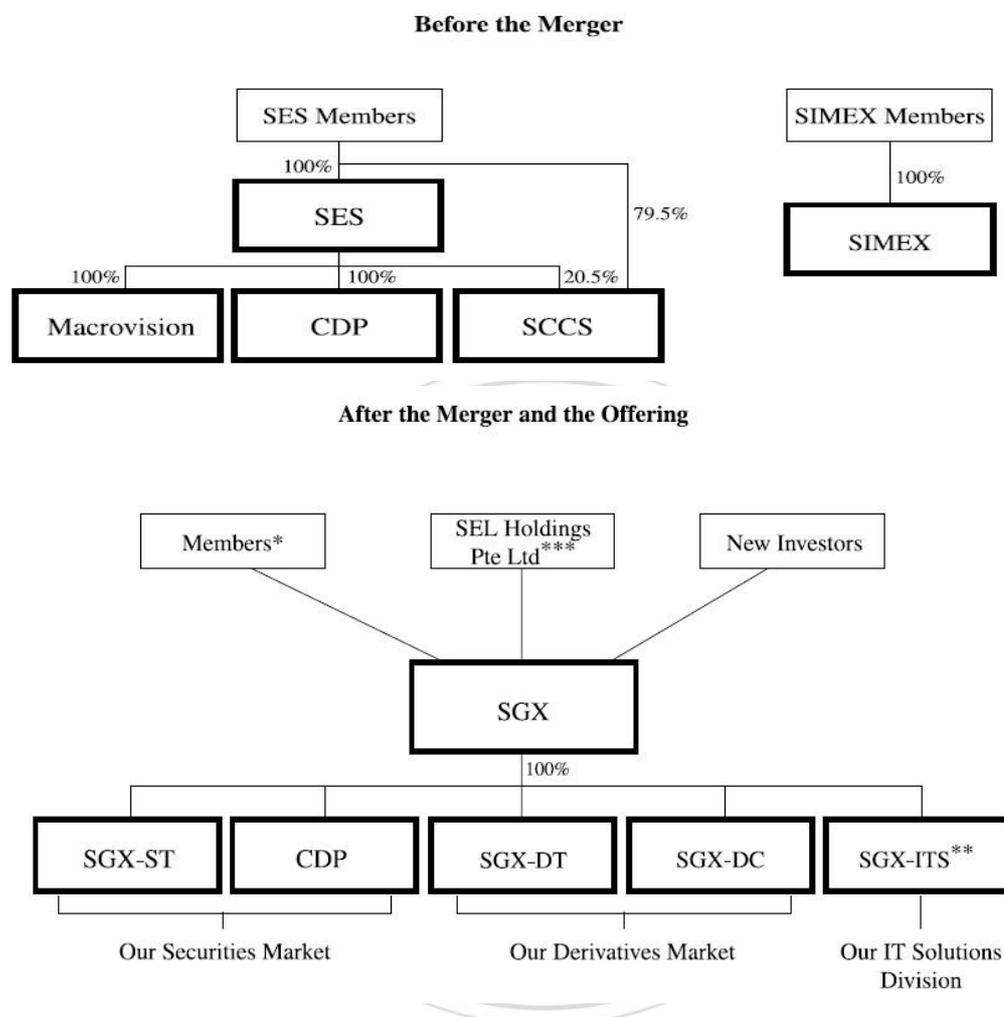
<sup>171</sup> DBAG, *Exchange Council*, DBAG website, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/about\\_us/20\\_FWB\\_Frankfurt\\_Stock\\_Exchange/30\\_Exchange\\_Council](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/about_us/20_FWB_Frankfurt_Stock_Exchange/30_Exchange_Council), last visited: 2009/07/22.

<sup>172</sup> DBAG, *The Proper Conduct of Trading within the Exchanges is Monitored by Market Surveillance*, DBAG website, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/about\\_us/20\\_FWB\\_Frankfurt\\_Stock\\_Exchange/40\\_Supervisory\\_Bodies](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/about_us/20_FWB_Frankfurt_Stock_Exchange/40_Supervisory_Bodies), last visited: 2009/7/22.

<sup>173</sup> Eurex, *Corporate Structure*, Eurex website, available at: [http://www.eurexchange.com/about/corporate\\_structure\\_en.html](http://www.eurexchange.com/about/corporate_structure_en.html), last visited: 2009/7/22.

## 2. 新加坡

圖十五：新加坡交易所集團整併前後之組織圖



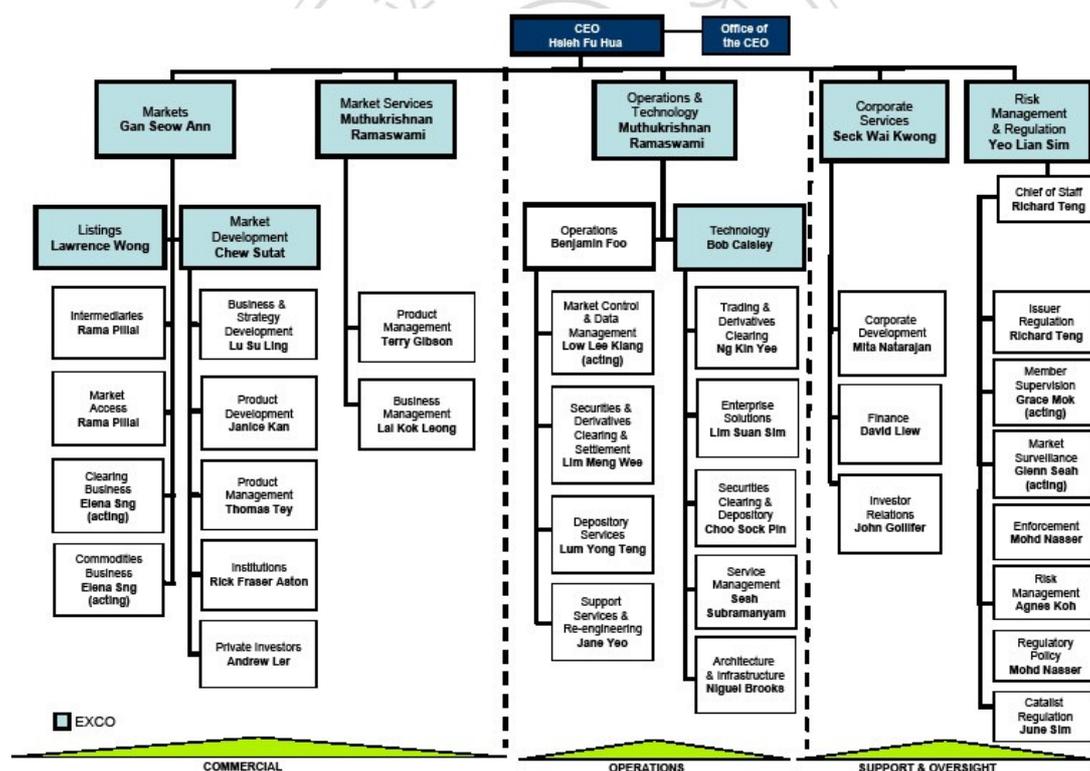
來源：同圖四。

新加坡交易所集團其整併後，證券及衍生性商品之交易與結算、集保仍各自獨立；具有單獨之證券交易所及衍生商金融商品交易所，現貨之結算、集保和衍生性商品之結算則分由兩個不同的公司處理。整併前在證券交易所下之資訊公司在整併後則成為控股公司下之子公司，負責集團內資訊相關工作。

監理部份，新加坡交易所集團乃採自律模式，其下設有風險管理和規範群及

規範衝突委員會，前者對交易所集團之營運進行監控，確保其不會因營利而降低其標準等，後者則是監督交易所集團之董事會是否妥善處理利益衝突之問題；至於證券交易所及衍生性金融商品交易所部份，前者由官網中可看出仍負責交易面及會員資格等之管理，後者則因無法取得資料而無法得知，但推測應也具有一定之監理功能。在外部監理方面，新加坡交易所集團之主管機關為金融監理當局(以下簡稱 MAS)，但證券交易所本身是否也受金融監理當局管制，尚無資料可得知，唯由新加坡交易所集團與證券交易所同時與 MAS 簽署之上市瞭解書，似可推論出證券交易所本身也受 MAS 之管理。

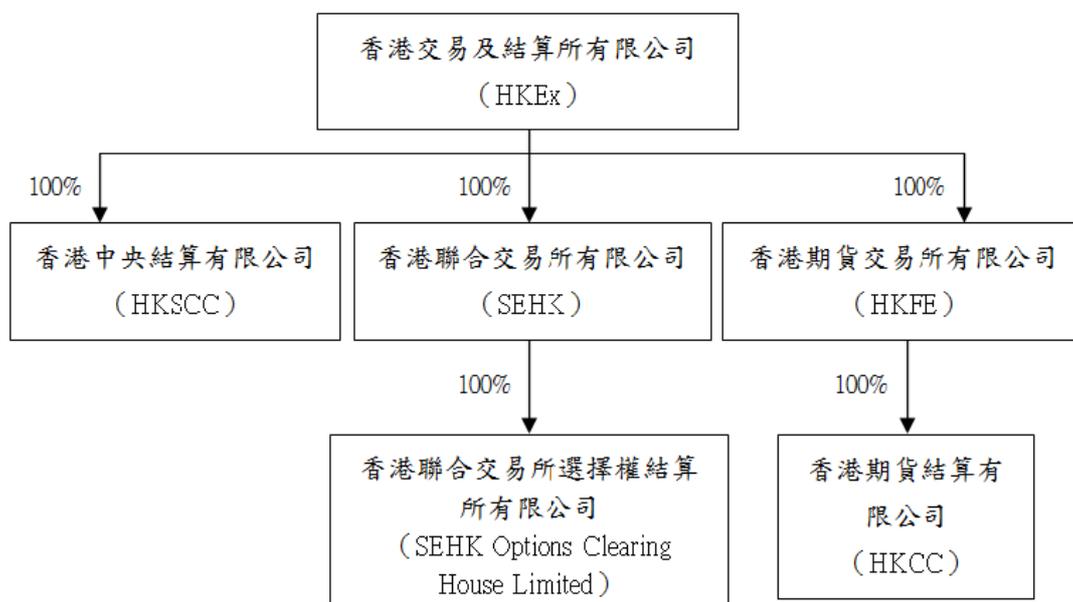
圖十六：新加坡交易所集團業務組織圖



來源：新加坡交易所，<http://www.sgx.com>。

### 3. 香港

圖十七：香港交易所集團架構圖



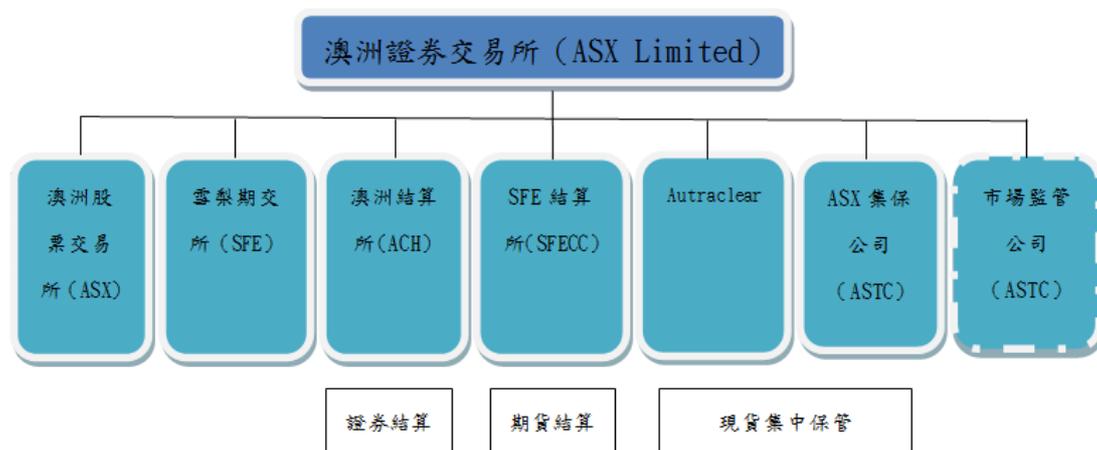
來源：同圖六。

香港交易所集團之成立與整併抵以原先即存之運作方式為之，現貨與期貨交易依舊分立，結算等後台工作也由原先之負責公司處理，只是在聯交所、期交所及結算公司上再建立一控股公司為集團領導。

監理部份，交易所集團本身與相關子公司仍照常運作與其業務相關之監理行為，主管機關為證監會，也管理香港交易所本身利益衝突之問題。

#### 4. 澳洲

圖十八：澳洲交易所集團組織架構圖



附註：虛線部份為無直接相關資料機構。

來源：同圖九。

澳洲之整併也是將現貨與期貨交易分離，結算部份仍維持分立，惟由於兩結算所原先即是獨立之公司，故合併後即直接隸屬交易所集團之下，集保公司也是同樣之情形。

特別的是，交易所集團特別設立了一個獨立的監管公司，負責監督交易所集團本身處理利益衝突等相關的問題，而控股公司旗下之交易所們本身仍負有與業務相關監理之責。在外部監理上，主管機關為 ASIC，監理所有金融相關事項，包含交易所集團及交易所<sup>174</sup>。

由以上觀察可簡單歸納出以下的結論：

<sup>174</sup> 參見第四章第二節澳洲之部份與澳洲交易所官網。

	交易	結算	交割集保
德國	現貨與衍生性商品 分別由不同子公司 經營運作	統一由 Eurex Clearing 處理	統一由 Clearstream 處理
新加坡	同上	證交所仍是自行處 理，衍生性商品則由 獨立之子公司負責結 算。	由獨立之中央集保 公司處理
香港	同上	現貨、期權、期貨之 結算分由不同之子公 司處理	似無統一集中保管 制度
澳洲	同上	現貨與期貨分別由不 同子公司處理	由獨立之集保公司 處理

表二：四國前後台業務分工表，作者自製。

監理部份的話，一般與交易、資格相關之監理仍由各交易所為之，控股公司所為之監理主要在於整個集團之營運風險上，還有其本身利益衝突之問題，只是呈現之組織模式可能為部門，也可能為一委員會，甚至為一單獨公司，無法一概而論。政府的外部監理通通存在，只是重心可能著重在對控股公司本身之監理，或是對交易所之監理，也或者是對兩者皆進行管制。

## 二、對我國之架構及分工建議

參考以上案例，可發現：在證券、期貨交易所及其周邊機構的整併中，前後台並未全面進行整合，這或許是由於前台與後台之業務運作、性質、所需系統及

人才大不相同之緣故，因此，前後台之完全整合出於整併綜效的考量，不應將其強行結合，造成在同一屋簷下各自為政之表面整合，卻獲取不了任何效益。因此，在此部份，贊成台灣目前既定之模式，將交易所與集保公司分立，由不同之子公司專精業務處理。

證券交易與期貨交易部份，由於我國之期貨市場發展也具有相當之歷史淵源，規模並不小，且證券交易與期貨交易之性質基本上即迥然不同，加上國外整併案例之實證，故我國整併後之分工，仍應維持證券交易所與期貨交易所分立，以利營運效率及品質之維持。

至於結算之部份，要決定仍維持現行之由證交所、期交所及櫃買中心自行處理，或是將該業務分離另設立一子公司專門處理，應徹底了解的是：證券及期貨之結算性質是否相似？其特性是否可整合為以同一系統即可統一處理？若是，則證券、期貨，甚至衍生性商品的結算可合併，成立一子公司，由專門之人員統一運作管理，增加結算效率及準確性；若否，硬將結算業務由現行之證券交易所及期貨交易所等抽離移轉至另一新設之結算公司，則該結算公司仍需有兩套系統、兩類不同領域之結算人才，只具合署辦公之形式，不具任何合併綜效，還不如維持現況仍由證券交易所及期貨交易所自行處理，而不需再花辦成本另立一子公司及處理組織變革及業務移轉之問題。當然，如果仍認為將結算獨立於交易面可加強風險控管，及讓交易所本身可更專精於提升交易業務之質與量，則可考慮參考香港模式，在交易所下或控股母公司下再成立百分之百之控股子公司，專門處理結算事宜，但若要採此模式，則需考量我國之證券、期貨、衍生性商品分別之交易量是否龐大到可負擔新設立的結算公司成本，否則在經費來源不足、獲利有限之情況下，貿然設立子公司專責處理結算業務，反倒有可能使結算業務之品質下降、甚至面臨不穩定之風險。

另外，有關於櫃買中心未來之業務，目前仍未有明確的分工，僅有維持少部份債券業務為運作或轉為監理中心之傳言。值得思考的是：櫃買中心在整併後最適之業務為何如吾人所知，櫃買中心目前負責上櫃、興櫃股票和債券之交易，另兼營些許衍生性商品交易，但是，經過整併後，由於上櫃、興櫃業務也為現貨市場之一部份，照規劃及最理想的狀態應是將此部份業務移轉予證券交易所，由證券交易所統一運作，擴大交易量及交易客群、防止兩個性質十分相似之市場相互搶奪客源、分散資源、削弱雙方之競爭力。只是，如果將上櫃、興櫃業務移出，債券及衍生性商品之交易其實也可由證交所或期交所接手繼續運作，那櫃買中心之業務等於全然被移出，成為一有名無實之機構，那麼：櫃買中心是否有續存之必要？

依目前之規劃及需求看來，整併之目的應是為了整合資源使用、降低成本並提高競爭力與國際可見度，如果再將類似之市場做切割，而無法以性質及業務別分工運作，則等於悖離整併之用意，還不如維持現狀、節省籌備中之人力物力、減少相關人士之不安及爭論。因此，櫃買中心之業務既然確定可由其他二交易所完全取代，便應將櫃買中心之業務完全移轉，而非保留其少許功能、苟延殘喘，造成交易市場無法徹底整合、徒增交易人之交易成本及單位之運作成本。因此，建議整併後可考慮裁撤掉櫃買中心，將其業務及相關人員轉入證交所或期交所中，其資產則依法收歸國庫；若無適當之獨立業務可賦予櫃買中心，則櫃買中心應無繼續存在之價值，更無需進行轉投資櫃買公司存續及進行形式上之整併。惟無論如何，原先櫃買中心之職員其工作權仍先行做好相關轉換或配套措施。

關於櫃買中心之業務，目前之倡議也有因櫃買中心本身為財團法人組織性質之故，而欲使其負責監理業務。對於此提案，若是本來便欲成立一專責監理機構，

櫃買中心為財團法人，有其本身之經費資源與獨立性，較之其他機構來說，的確可能較符合需求，不過，將櫃買中心收入來源之業務功能移出後，其如何維持經費來源及其獨立性，則需要再進行審慎評估及計算，否則監理之成本並不小，櫃買中心目前儘管具有一定資本，但在無穩定收入之情形下要期待其永續並高品質的經營，仍是過於空中樓閣之想法。最後，櫃買中心若真要加入整併案內、擔下監理之重任，則其需要先行轉換成公司形式才能整併，既然如此，因新的監理業務和櫃買中心原本之業務、領域完全不同，其運作、架構及人力都需全盤重新規劃，並非留用原櫃買中心之人才即可，如此一來，櫃買中心在整併後也等於一全新之機構，若為使其存續會造成許多問題及成本花費，倒不如直接成立一新的監理公司。要保留櫃買中心最主要之考量應是最棘手之人員工作權問題，但此問題可由承接櫃買中心原本業務之證交所及期交所做好長期之人員配置規劃後吸收之，日後再慢慢消化及安排。

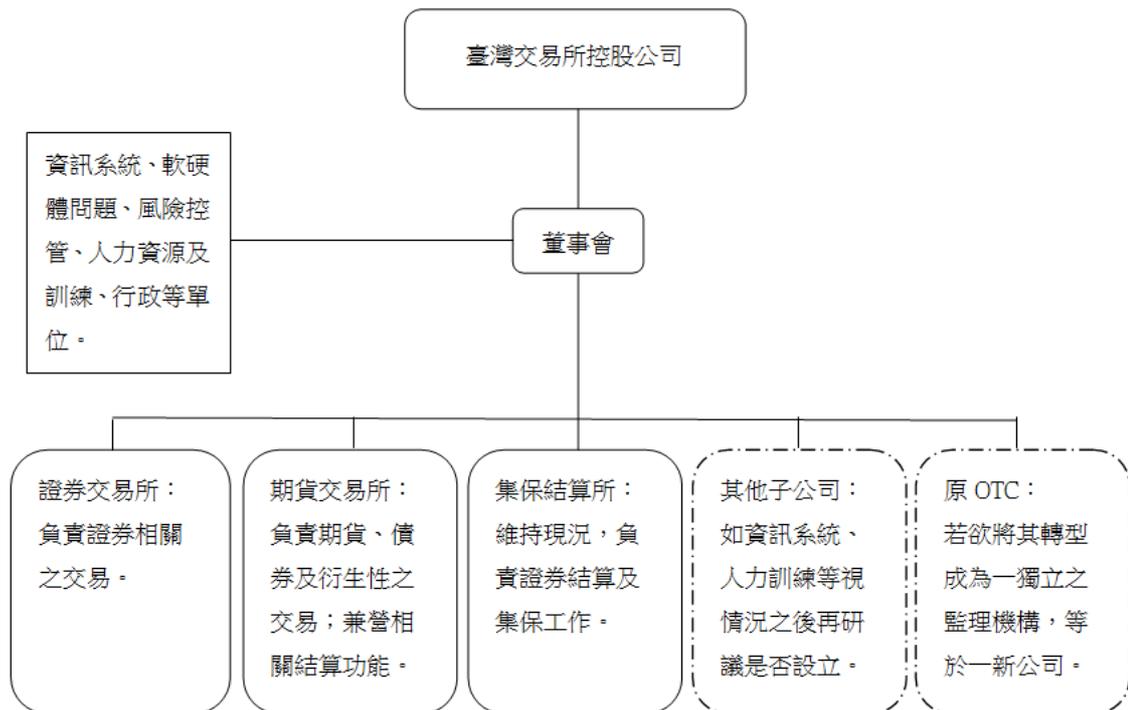
整併之目的即是將可互相流用之資源及人員統一運籌使用以降低成本，因此，在依業務別將交易、結算、集保等專門業務分出後，餘下如系統開發、人力訓練、一般行政之工作上，都可統一整併為母公司之業務，使旗下所有子公司不需再各自支出此些成本進行研發及訓練；爾後若此些功能之需求龐大，且其獲利足以支持一個獨立之子公司，也可考慮在交易所控股公司下再設立相關之子公司。至於監理功能方面，因交易所本身及集保公司本身業務運作的關係，仍需維持其市場監督及內稽內控之功能，控股公司應為之監理則是集團之風險控管及本身公益與營利目的之衝突問題，組織架構可為公司中之獨立部門，或是成立一個專門委員會，甚至成立一單獨之監理子公司，只要能維持該監理單位超然之獨立性及賦予其足夠之權力，在評估後確定其有足夠經費來源支持之情況下，其組織型態為何並非重點。

#### 第四節 小結

我國要推動四合一整併案，應先徹底瞭解參與整併之各單位其現行業務及組織狀況，爾後依業務功能別重新進行分工規劃，最後再照分工決定整個控股公司下之架構及組織應如何配置。

因此，考量我國四單位之現況並參考他國整併後之架構案例後，對於整併後之分工及組織架構提出以下建議：

圖十九：對整併後之組織架構與業務分工建議



註：虛線部份為不一定需成立。

來源：作者自製。

即證券交易所及期貨交易所仍分立，結算及集保維持現狀，櫃買中心可直接裁撤或轉型成為一獨立之監理子公司，其他如資訊、人力訓練等可由控股公司統籌之業務先由母公司處理，待相關之業務因各界需求龐大，控股公司無法負荷或因該些業務已可獨立對外營利時，再考慮成立獨立之控股子公司。



## 第四章 四合一相關法律問題探討

有關四合一整併案，在整併過程中首先需解決的法律問題，即是四個子公司要整併至同一控股公司下將遭遇到的法律限制；再來，也是最值得關切的議題——即控股公司為公司，當然以營利為目的，但是其旗下之交易所卻又具有一定的公益性質，此兩者間本有衝突，又假若控股公司未來還計劃掛牌上市的話，因上市後所有權之歸屬將分散於投資大眾，控股公司更必須向其投資股東負責，將更注重股價表現及獲利，使控股公司面臨之公益與營利的衝突更加強烈，因此，此衝突應如何折衷磨合、取得平衡並妥善處理，是整併之前亟需先行考慮並解決的。

職是之故，本文接下來之討論即集中於探討實行四合一整併案所需先解決之法律問題，包括其整併過程中將遭遇之法律障礙，以及最主要的核心——交易所控股公司之角色將導致其本質上何些矛盾？輔以他國整併後對於此利益衝突之處理方式做參考，對於應以何機制、或如何以法律規範制衡此營利與公益之衝突，提出些許建議。

### 第一節 合併過程中之法律障礙

欲推動四合一整併案前，必需先行解決的，即是證交所、期交所、櫃買中心及集保公司轉換股權至交易所控股公司下的問題。在轉換之前，先行成立一控股公司——即臺灣交易所控股股份有限公司（以下簡稱交易所控股公司）<sup>175</sup>，應無

<sup>175</sup> 立法院，立法院第7屆第2會期財政委員會第8次全體委員會議議事錄，2008/10/20，立法院議事系統，網址：<http://lis.ly.gov.tw/ttscgi/>。

問題，因交易所控股公司之業務及未來旗下公司之屬性皆非受特別法管制、也並非屬金融控股公司，故依公司法之規定設立一新公司即可<sup>176</sup>；若政府考量交易所控股公司之性質特殊，欲加諸其他規定及限制，則應再行立法限制或授權主管機關以行政規則加以規範，如立法院便在 2008 年 10 月 22 日之證交法第 128 條修正案中附帶決議：金管會「應儘速完成交易所控股事業及監理中心條例之制定，用以規範所控事業之設立許可、核准程序、財務業務與管理制度、監理中心等，並送立法院審查<sup>177</sup>」，也因為此附帶決議，交易所控股公司之設立便需待交易所控股事業及監理中心條例之制定與立法院之審查通過，才能依此法申請設立。

### 一、股份轉讓對象之限制

交易所控股公司設立之後，便是進行其與子公司間股權之轉換。在轉換過程中，最根本的問題在於：法律是否允許此些公司之股權轉換。雖然整併最快速之方法即是股權之移轉，但如證券交易法第 128 條第 1 項即規定：「……（公司制交易所）其股份轉讓之對象，以依本法許可設立之證券商為限。」第 2 條規定：「每一證券商得持有證券交易所股份之比率，由主管機關定之。」等於限制了證交所股份之轉讓對象，交易所控股公司並非證券商，若此規定不除，則其經由轉讓而持有證交所百分之百股權，十分明顯的違反了證券交易法第 128 條兩項規定。幸而，此明顯之法律違反已於 2008 年 10 月 20 日<sup>178</sup>證券交易法第 128 條修正案中經立法院一讀審議通過，解除了轉讓對象之限制，相信在不久的將來應可順利完成三讀，徹底解決四合一整併案中最基礎也最根本之障礙。

在期交所方面，雖期貨交易法第 34 條規定：「…（期貨交易所）…，其單一股東持股比例不得超過實收資本額百分之五。但有特殊情形經主管機關核准者，

<sup>176</sup> 公司法第 6 條，相關條件及應具資料也規定於公司法中。

<sup>177</sup> 立法院，前揭註 175。

<sup>178</sup> 立法院，同前註 175。

不在此限。」意即，雖然有單一股東持股上限之限制，但因期交所併入交易所控股公司底下、成為其百分之百子公司之情形為特殊情況，符合但書之規定，經主管機關核准後即可解除限制，故此規定不致造成阻礙，只需主管機關完成核准程序。不過，證券交易所與期貨交易所未來若成為交易所控股公司之完全子公司的話，此轉讓限制及持股比例似乎便無續存之必要，應轉而對控股公司之股東進行持股上限之規範，以確保交易所控股公司之營運不會落入有心操控之人士手中。

集保公司的話，因其股份之轉讓無相關特殊規定，只待換股比例計算完成，依企業併購法及公司法相關規定執行一定程序<sup>179</sup>，便可順利股權之轉換，整併成為交易所控股公司下之完全子公司。

## 二、合併之法源依據

在櫃買中心的股權轉換部份，其障礙並非在於轉讓對象之限制，而是其本身之法律性質造成股權轉換之不可能。如前面章節已提，四合一整併案中之證交所、期交所、櫃買中心等單位，並非金融控股公司法中所定義之金控公司子公司範疇，故其合併法源非為金融控股公司法；而早金融控股公司法一年公布施行的金融機構合併法（以下簡稱金併法），其對金融機構的定義明文訂於第4條第1項：「金融機構：指下列銀行業、證券及期貨業、保險業所包括之機構，及其他經主管機關核定之機構：（一）銀行業：包括銀行、信用合作社、農會信用部、漁會信用部、票券金融公司、信用卡業務機構及郵政儲金匯業局。（二）證券及期貨業：包括證券商、證券投資信託事業、證券投資顧問事業、證券金融事業、期貨商、槓桿交易商、期貨信託事業、期貨經理事業及期貨顧問事業。（三）保險業：包

<sup>179</sup> 如企業併購法第29條之董事會特別決議，企業併購法，93/5/5 最新修正，網址：<http://db.lawbank.com.tw/FLAW/FLAWDAT0201.asp>。另外，這些公司併購之相關規定及程序，交易所控股公司、證交所、期交所、集保公司，甚至未來櫃買中心轉投資之櫃買公司在進行股份轉換時，也皆應遵守。

括保險公司及保險合作社。(四) 信託業等。」<sup>180</sup>其中最可能相符之證券金融事業，也因證交所、期交所及櫃買中心乃僅為提供證券等交易之場所，集保結算所更僅僅是提供結算及集中保管服務之中心，故不包含在本條之範圍內，因此金併法也非四合一整併案所應依據之法源，而應將整併之法源依據回歸至一般之企業併購法及公司法中。

但依公司法第 316-1 條第 1 項規定：「股份有限公司相互間合併，或股份有限公司與有限公司合併者，其存續或新設公司以股份有限公司為限。」櫃買中心為財團法人性質，本身與其他公司合併即非法律所允許，故櫃買中心若欲成為四合一整併案中之一分子，必需先進行轉投資、設立一股份有限公司或將本身轉型成為股份有限公司才有可能。因為財團法人組織轉型為股份有限公司史無前例，且無相關之法律可遵循，操作難度較高，故櫃買中心為參與四合一整併案，已提出依公司法規定，以一人股東之方式轉投資成立櫃買公司，再由櫃買公司與交易所控股公司進行股份轉換而可望解套。惟櫃買公司整併後所負責之業務為何？是否有存在之必要？甚至櫃買中心是否只要進行其業務之移轉予交易所控股公司中之子公司即可，而無整併之必要？此些問題都應先行考慮並規劃清楚後，再決定櫃買中心是否需續行轉投資之計劃，否則，櫃買中心之轉投資和其投資成立之櫃買公司加入四合一整併案，皆有可能只是徒勞，而無實際之功效。

## 第二節 公益與營利目的之衝突

交易所控股公司成立後，面臨之最大問題在於其角色及定位之衝突。公司之目的為營利，交易所控股公司當然也不例外，但舉證券交易所為例，證券交易法

<sup>180</sup> 金融機構合併法第 4 條第 1 項：金融機構合併法，89/12/31 最新修正，法源法律網，網址：<http://law.moj.gov.tw/Scripts/Query4A.asp?FullDoc=all&Fcode=G0380098>。

第1條之立法宗旨即規定：「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。」依學者之看法，「發展國民經濟」，為「興利」之性質，而「保障投資」，則可說是有「防弊」之意義；而解釋證券交易法的條文，則以同時達到此二目的為理想<sup>181</sup>，不管是「防弊」或「興利」，皆屬公益性質，防弊可能增加交易所之監理成本，發展國民經濟之興利則可能因維持市場之健全及高品質，阻礙了交易所收取費用、獲得利潤之機會。或有人謂，交易所控股公司不等於交易所，何來衝突之說？但試想，交易所必須遵從其上之控股公司的經營策略及行政指示等，若控股公司要求交易所們以獲利為最大優先，則各交易所子公司該如何處理此衝突？是遵從可能存在之法律規範，違背上級之指示？或是在無法律規範交易所應負起公益責任之情形下，遵從上級指示，損害投資大眾及社會利益？因此，優先處理交易所控股公司所面臨的營利與公益衝突的問題，不但可保護社會及投資大眾，更可以將交易所子公司未來可能面臨的指令與義務衝突預先解決。

### 一、 利益衝突之產生及解決方式

簡單來說，交易所控股公司之股東若為政府單一持股，或是其股東皆需高度遵從政府指示，則其自然可以公益及政策目的為優先，營利色彩自然較淡泊，甚至可不考慮營利，此利益衝突之問題自然不會產生；但若交易所控股公司為民間股東出資成立，且不受政府指示之約束，則其性質理論上應與一般之公司無異，而股東進行投資之目的即為獲利，故營利當然為其優先考量，如此一來，交易所控股公司必定要求其旗下所有子公司皆以獲取最大利潤為目標，對於可能多花費成本或減少收益之治理或行為拒絕為之；不過如本文一再強調，交易所並非一般之公司，其關係到一國直接金融市場，故此利益衝突的問題變得十分關鍵且重

<sup>181</sup> 林國全，證券交易法，頁122，收錄於「金融法」，王文字主編，元照出版，2005/10。

要。

我國先前之證交所及期交所等，同樣為公司組織，為何未見有利益衝突問題的討論？原因在於證交所設立之歷史背景，我國證券交易所為政府因市場之需要而研議籌設，自民國 47 年起，多次派員前往國外考察，甚至在 49 年 1 月延聘美籍專家來台提供建議<sup>182</sup>。不僅設立之研議及發起為政府主導，最後之創立仍為政府操刀，於 49 年 4 月 14 日由行政院在第六六一次會議決定：證交所初創時期，採公司制組織，由有關金融、信託業及其他公民營事業參加投資，所謂的金融、信託及其他公民營事業，即如臺灣銀行、交通銀行、中央信託局、中華開發公司、臺灣水泥公司、大同鋼鐵機械公司、遠東紡織公司等<sup>183</sup>，多屬國營及黨營事業。至 74 年 12 月時，證交所的股東名冊如下<sup>184</sup>：

股東名稱	股份	股款（新台幣：元）	所占 比率%
台灣水泥股份有限公司	910	9,100,000	7
中華開發信託股份有限公司	910	9,100,000	7
中央信託局	650	6,500,000	5
交通銀行	650	6,500,000	5
台灣銀行	650	6,500,000	5
永豐餘造紙股份有限公司	520	5,200,000	4
台灣電力股份有限公司	390	3,900,000	3

<sup>182</sup> 證交所，歷史介紹，證交所官網，網址：<http://www.twse.com.tw/ch/about/company/history.php>，最後瀏覽日：2009/7/22。

<sup>183</sup> 同上註。

<sup>184</sup> 賴英照，「證券交易法逐條釋義」，第三冊，頁 208-211，作者自行出版發行，1992/8。由於無法取得最新之證交所股東名冊，且股權轉換之相關規定及營運情形並無太大改變，故以舊有之資料為參考。

中國國際商業銀行股份有限公司	390	3,900,000	3
台灣糖業股份有限公司	390	3,900,000	3
大同股份有限公司	390	3,900,000	3
味全股份有限公司	390	3,900,000	3
中國石油股份有限公司	390	3,900,000	3
華僑商業銀行股份有限公司	390	3,900,000	3
第一商業銀行股份有限公司	390	3,900,000	3
華南商業銀行股份有限公司	390	3,900,000	3
彰化商業銀行股份有限公司	390	3,900,000	3
台灣土地銀行	390	3,900,000	3
台灣紙業股份有限公司	260	2,600,000	2
台灣肥料股份有限公司	260	2,600,000	2
台灣農林股份有限公司	260	2,600,000	2
齊魯企業股份有限公司	260	2,600,000	2
台灣化學纖維股份有限公司	260	2,600,000	2
中央投資股份有限公司	260	2,600,000	2
富邦實業股份有限公司	260	2,600,000	2
日新投資股份有限公司	200	2,000,000	1.5
茂陽股份有限公司	152	1,520,000	1.2
亞洲水泥股份有限公司	130	1,300,000	1
台灣工礦股份有限公司	130	1,300,000	1
中國人造纖維股份有限公司	130	1,300,000	1
南港輪胎股份有限公司	130	1,300,000	1
啓業化工股份有限公司	130	1,300,000	1

嘉新水泥股份有限公司	130	1,300,000	1
味王股份有限公司	130	1,300,000	1
太平洋電線電纜股份有限公司	130	1,300,000	1
台灣鋁業股份有限公司	130	1,300,000	1
裕隆汽車製造股份有限公司	130	1,300,000	1
東南碱業股份有限公司	130	1,300,000	1
利華羊毛工業股份有限公司	130	1,300,000	1
大東紙器工業股份有限公司	108	1,080,000	0.8
永豐化學工業股份有限公司	65	650,000	0.5
中一企業股份有限公司	65	650,000	0.5
美亞銅管廠股份有限公司	65	650,000	0.5
遠東紡織股份有限公司	65	650,000	0.5
永豐工業股份有限公司	65	650,000	0.5
太平企業股份有限公司	65	650,000	0.5
嘉新畜產股份有限公司	50	500,000	0.4
嘉新股份有限公司	50	500,000	0.4
新竹玻璃製造廠股份有限公司	10	100,000	0.1
中國稅務與投資顧問股份有限公司	10	100,000	0.1
華隆投資股份有限公司	10	100,000	0.1
嘉新投資股份有限公司	10	100,000	0.1
華新投資股份有限公司	10	100,000	0.1
義新投資股份有限公司	10	100,000	0.1
益新投資股份有限公司	10	100,000	0.1
集新股份有限公司	10	100,000	0.1

華瑞股份有限公司	10	100,000	0.1
共計	13,000	130,000,000	100

表三：民國 74 年 12 月時證交所股東名冊，來源：賴英照，證券交易法逐條釋義，第三冊，頁 208-211。

由上表可知，在該時總發行股數一萬三千股中，政府持有 39%，民營企業持有 61%，唯因政府所持之股權已近 40%，加上若干黨營事業之持股（如中央投資股份有限公司），政府實際控制之股權超過半數，對於台灣證券交易所之營運，具有舉足輕重的影響力<sup>185</sup>，自然可控制證交所之營運需配合政策及公益目的。期交所與櫃買中心之設立情形也甚為相似，故雖皆為公司，卻非以營利為其主要目的。表中又可觀察到，該時雖法無禁止專營證券商投資證券交易所，但真正使用交易所服務之專營證券商卻無投資於證券交易所者<sup>186</sup>，和國外交易所之設立與運作多為證券商因需求而自行籌組、設立、營運不同。造成證券商不願投資證交所之最主要原因乃在於我國當時之證券交易法第 126 條規定：「證券商及股東或經理人不得為公司制證券交易所之董事、監察人或經理人。」如此一來，證券商就算持有證交所股票成為股東，但仍無法真正對於證交所之營運產生影響而獲利，此規定雖於 89 年廢除，但因同條第 2 項仍有證交所董監事有三分之一需由政府指派，及即使證券商可實際參與並影響證交所之營運，但因其仍受政府管制，實難不配合政府之政策與指令，故證券商投資證交所、成為其股東之意願並不高，這也為我國證券交易所創立以來可一直配合政策、維護公益之原因。

未來成立交易所控股公司後，該控股公司甚至可能掛牌上市，股權結構將分散至各種股東手上，除前述具政府色彩之股東（即所謂的公股）外，一般股東持

<sup>185</sup> 同上註，頁 211。

<sup>186</sup> 賴英照，前揭註 184，頁 211。

股皆以獲利為目的，是以交易所控股公司若因一般股東之驅策，以營利為導向，本無可厚非，但若又考量其旗下交易所之公益責任，而改以法規、命令、政策等限制交易所控股公司及其子公司之運作，是否會造成投資人投資意願的低落，進而影響當初成立交易所控股公司、並掛牌上市之初衷？此種利益衝突情形便如同近年來國外各交易所進行「去共同化（demutualize）」——即由會員制交易所轉換為公司制交易所時所遭遇到之問題相同，皆是由於交易所投資人變成一般投資大眾所致。

英美之交易所源起大多是由證券商因交易需求而自行籌組創設，由使用該交易所之證券商擔任會員負責營運，為一封閉的會員性非營利組織<sup>187</sup>，該些證券商為吸引投資者前來交易，當然致力於維護高品質之交易機制及服務，畢竟健全且流動性佳的交易所可以吸引更多的投資者前來，使經營交易所之會員們可因此永續獲利；而後為擴大資本、增加競爭力，各會員制交易所開始考慮「去共同化」，轉變成公司制交易所<sup>188</sup>。

由於英美交易所去共同化後所面臨的利益衝突問題與上述我國四合一控股公司所面臨者相同，故或可借鏡亞洲開發銀行對「去共同化」議題所做之研究，該研究指出去共同化後之交易所將面臨之公益與營利衝突問題大致可分為：一、所有權人議題；二、公司治理議題；三、風險控管；及四、財務管理議題<sup>189</sup>。在所有權，即持股股東之議題上，最主要要考量的問題在於交易所擬吸引的投資人為何？若擬上市，投資人自然會擴大到一般大眾。接下來，是否限制持股上限之問題？若是考慮到公共利益，便可能限制最高持股上限或投票權上限，另外，為

<sup>187</sup> IOSCO, ISSUES PAPER ON EXCHANGE DEMUTUALIZATION, p3, IOSCO, 2001/06.

<sup>188</sup> *Id.*

<sup>189</sup> Davie Holthouse, *The Structure of a Demutualized Exchange—The Critical Issues, in* DEMUTUALIZATION OF STOCK EXCHANGES—PROBLEMS, SOLUTIONS AND CASE STUDIES, edited by Shamshad Akhtar, Asian Development Bank 2002.

維護本國利益，還可能對外資持股比例進行規範，但採取此作法將可能影響外資投資之意願、對未來欲進行之國際策略聯盟即有可能產生一定的負面效果<sup>190</sup>。在公司治理部份，既然為一公司，尤其為上市公司，便需對全體股東負責，因此需致力於完善的公司治理制度，包括董事會成員之選擇及其所組成之委員會應具有專業度及獨立性等，甚至為了公共利益，也可由政府指派一定席次之公益董事。另外，董事之股份交易規範、相關之資訊揭露、決策過程的透明性等也都是良好公司治理的指標<sup>191</sup>。

第三點，公司的經營，風險是不可避免的，故風險控管是每個公司都應注意及關心之重要事項。因此，不同於以往由會員們決定可承受之風險程度為何，公司化後為使公司永續、穩定的經營，如何決定可容許之風險範圍，甚至可能需設立專門之部門或委員會來評估決定<sup>192</sup>。最後，在財務管理方面，包括資金來源、投資者之期望、財務控管等<sup>193</sup>，都是值得討論的議題；以投資者及股東來說，獲利極大化才是其最終期待，但對公司而言，除了利潤，是否能永續經營、甚至擔負起一定的社會責任，也是其經營之目標之一，但這些責任和獲利間不免存有矛盾，因此如何在此矛盾中取得平衡，是值得討論的重要議題。

## 二、他國案例

除了借鏡「去共同化」交易所處理大眾股東加入後所帶來之與公益衝突的經驗外，本文以為採取與四合一同樣整併模式之國家實例更可做為參考，故以下列舉大陸法系之德國與英美法系之新加坡、香港及澳洲等，檢視其交易所控股公司在上市後，面臨本身營利與公益角色之衝突後，如何解決，譬如是否另設專責之

---

<sup>190</sup> *See id.*

<sup>191</sup> *See supra* note 189.

<sup>192</sup> *See supra* note 189.

<sup>193</sup> *See supra* note 189.

單位為此部份之監理，及是否有相關之法律規定。

## 1. 德國

德國交易所營利與公益衝突並未顯示有特別安排，但其在官網上明白的宣示其企業責任：依對象不同將其分為四大類：社會股東、生態股東、內部股東和經濟股東，亦即是社會公益、生態、員工及實際持有股份受有公司經營之經濟利益的持股股東<sup>194</sup>，而該公司的營運目標在於永續經營、維持高度專業及品質、注重在地服務以及員工之參與等<sup>195</sup>，以永續發展及長久的美好營運作為最高指導方針，不僅侷限於經濟上利益的追求。此外，特別是對於投資股東此塊責任，德國交易所在其宣言裡，具體指出其將以持續投資、不斷開發產品和服務；保證提供最佳品質及最穩定的服務予顧客；進行良好的風險控管以將風險降至最低；無條件遵守法律義務，尤其是內線交易和利益衝突相關；在公司治理上達到最大的透明化；並持續不斷的與執政者進行對話，減少危機、與時俱進<sup>196</sup>，其中，德國交易所也一再強調，其董事會之運作，都以企業責任所表彰之價值為最優先考量及施行。

德國交易所 2001 年時在其旗下之子公司——法蘭克福交易所掛牌上市<sup>197</sup>，面臨之公益與營利之衝突更加明顯。於此，德國交易所似乎是以良善的公司治理

---

<sup>194</sup> Deutsche Börse Group, *Corporate Responsibility: Taking Responsibility*, Deutsche Börse Group website, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/about\\_us/12\\_Corporate\\_Responsibility/10\\_Responsibility](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/about_us/12_Corporate_Responsibility/10_Responsibility), last visited: 2009/7/22.

<sup>195</sup> *Id.*

<sup>196</sup> Deutsche Börse Group, *Economy – Economizing successfully based on stable values*, Deutsche Börse Group website, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/about\\_us/12\\_Corporate\\_Responsibility/20\\_Economy](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/about_us/12_Corporate_Responsibility/20_Economy), last visited: 2009/7/22.

<sup>197</sup> Deutsche Börse Group, *Deutsche Börse AG*, Deutsche Börse Group website, available at: <http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/isg/>, last visited: 2009/7/22.

模式為解決方式，其認為：公司治理等於負責任的經營與監督該公司遵行永續價值的經營<sup>198</sup>。因此，交易所公司之運作將嚴格遵行「德國公司治理法案（以下簡稱公司治理法案）<sup>199</sup>」。該法案之目的在於使德國公司治理的規範對國內及國際投資者透明化，並針對德國之公司治理在先前備受批評之不足處進行補強及改善，該些評論可歸納為五點，為：對於股東權益不夠重視、行政董事會及監督董事會兩層系統運作似乎成效不佳、公司治理不夠透明、監督董事會不夠獨立，以及財報稽核有限的獨立性，以上五點多少皆在公司治理法案中做了改善，甚至影響了其法律架構；不過，由於法案也無法完全規範細節，故該法案之最終目的也僅在於提供一個公司實行公司治理時所應遵循的法律架構<sup>200</sup>，實際上之運作及執行仍是由各公司自己實施。

依照公司治理法案，德國上市公司依法必須實行雙軌制之董事會進行公司治理<sup>201</sup>——第一為行政董事會，負責經營該企業，第二則為監督董事會，指定、監督及建議行政董事會中之成員，而監督董事會本身之成員則由股東選舉產生<sup>202</sup>。

<sup>198</sup> Deutsche Börse Group, Corporate Governance: Introduction, Deutsche Börse Group website, available at:

[http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/investor\\_relations/15\\_Corporate\\_Governance](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/investor_relations/15_Corporate_Governance), last visited: 2009/7/22.

<sup>199</sup> 德國公司治理準則，原文為 the German Corporate Coherence Code，為德國司法部（Ministry of Justice）於 2001 年 9 月指定的治理委員會（the Governance Commission）於 2002 年提出並於同年 2 月 26 日通過之準則，該準則於 2002 年 7 月 26 日經德國公司法（the Stock Corporation Act，簡稱 AktG）採認後，有了法源依據。關於治理委員會，德國交易所自始即為該委員會之成員之一，該會於法案公布後仍然繼續運作，觀察德國公司治理在法案及實務上的施行及運作，並每年召開一次會議進行討論。委員會官方網址及相關介紹可見：

<http://www.corporate-governance-code.de/index-e.html>。

<sup>200</sup> Commission of the German Corporate Governance Code, *German Corporate Governance Code*, Commission of the German Corporate Governance Code website, available at: <http://www.corporate-governance-code.de/index-e.html>, last visited: 2009/7/22.

<sup>201</sup> 公司治理依架構之不同可分為單軌制與雙軌制兩種；雙軌制依兩董事會之權力關係又分為垂直式及並立式兩種，德國屬前者，見賴英照，「股市遊戲規則，最新證券交易法解析」，頁 114，作者自行出版，2006/2。

<sup>202</sup> German Corporate Governance Code, *Forward*, available at: <http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/1.html>.

法案中並明文規定，行政董事會之成員必須完全符合無競爭義務<sup>203</sup>，並以公司之最大利益為決策考量，而監督董事不僅需符合前述規定，且必需具備一定之專業知識及經驗，並具相當獨立性<sup>204</sup>；德國交易所為上市公司，當然必需遵從此法律規定，且其依德國公司法第 96(1)及 101(1)條、三分之一參與法（One-Third Participation Act，又稱 Drittelbeteiligungsgesetz）第 4 (1) 和 1 (1) 第 1 款之規定，及 DBAG 條例（the Articles of Association of Deutsche Börse AG）第 9 (1)第 1 句規定，在交易所控股公司監督董事會裡，需有 1/3 為公司員公代表，如現今 18 個監督董事中，有 12 位股東代表及 6 位員工代表，以平衡並維持代表員工及公司利益者之量，對一般投資股東純營利之目的做了些許制衡，該委員會負責監督行政董事會之運作及指定該董事會成員，對於交易所之運作策略等有最後決策權<sup>205</sup>。

綜合觀察，德國對於交易所控股公司之營利及公益衝突之處理並無特別規定，仍依公司法及證券交易法相關條文處理。反而在法蘭克福交易所層次，其需依證券交易法及交易所法等規定實行交易相關之監督，有維持良好交易市場之責任；因此，法蘭克福交易所內部設有交易監視部（Trading Surveillance Office）進行一般交易活動之監視，並直接向各州之交易所監理主管機關（the Exchange Supervisory Authority）負責，也受中央主管機關——德國聯邦金融監理總署（BaFin）<sup>206</sup>管理，但此些監理及規定並非本文對交易所控股公司做規範，而是延伸到了證券交易所等身上，此為德國對此議題之處理、管控方式。

<sup>203</sup> See German Corporate Governance Code, chapter 4.

<sup>204</sup> See German Corporate Governance Code, chapter 5.

<sup>205</sup> Deutsche Börse Group, *Supervisory Board*, Deutsche Börse Group website, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/investor\\_relations/15\\_Corporate\\_Governance/30\\_Supervisory\\_Board](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/investor_relations/15_Corporate_Governance/30_Supervisory_Board), last visited: 2009/7/22.

<sup>206</sup> Deutsche Börse Group, *The Proper Conduct of Trading within the Exchanges is Monitored by Market Surveillance*, Deutsche Börse Group website, available at: [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb\\_navigation/about\\_us/20\\_FWB\\_Frankfurt\\_Stock\\_Exchange/40\\_Supervisory\\_Bodies](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/about_us/20_FWB_Frankfurt_Stock_Exchange/40_Supervisory_Bodies), last visited: 2009/7/22.

## 2. 新加坡

新加坡交易所公司也在官網裡指出，該公司具有兩個重要角色：一個是身為市場管理者，需維護公共利益、維持一個公平透明之交易市場，另一則是身為上市公司，需為其股東追求最大利益，而這兩者間卻是相互衝突的，其解決方式則是採取自律措施<sup>207</sup>。

新加坡交易所公司為維持其商業利益與公共利益的平衡，具有基本之架構——包含了服從法律義務及嚴格的自律標準<sup>208</sup>。其主要之法律義務規定於證券與期貨法下（Securities & Futures Act, SFA），要求其應運作一個公平、有秩序且透明的市場和一個安全且有效率的結算機構，不能做出違反公共利益的行為，尤其是對於投資大眾；並要求交易所控股公司確保旗下公司有平等的參與權、維持適宜的商業規範，並確保會員之遵行；在風險控管上，需審慎的管理和其商業、運作上有關的風險，並提供充足的財務、人力及系統資源，且確保主要經理人是適任的<sup>209</sup>。這些交易所之義務，明確規範在證券及期貨法裡，故新加坡交易所在實行自律管理時，需遵守此些法律規定，並朝著此些方向前進。

在公司治理上，新加坡交易所提供了有效的管理、解決自律的衝突，也同時提供了對市場的有效規範；主要支撐交易所控股公司之規範功能者，為其下之風險管理和規範群（the Risk Management and Regulation Group, RMG）及規範

---

<sup>207</sup> SGX, *What are SRO Conflicts*, SGX website, available at: [http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/regulation/rulemaking\\_and\\_sro](http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/regulation/rulemaking_and_sro), last visited: 2009/7/17.

<sup>208</sup> SGX, *How does SGX manage SRO conflicts?*, SGX website, available at: [http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/regulation/rulemaking\\_and\\_sro](http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/regulation/rulemaking_and_sro), last visited: 2009/7/17.

<sup>209</sup> *Id.*

衝突委員會 (the Regulatory Conflicts Committee, RCC) , 前者為確保新加坡交易所公司的規範功能不會因其商業功能而有所妥協的前線, 後者則是監督交易所董事會對於發生自律衝突時, 其決策及行為<sup>210</sup>。支持 RMG 及 RCC 的自律治理架構則是自律衝突法及資訊障礙政策 (the SRO Conflicts Code and Information Barrier Policy, 簡稱 the Code) 、內部自律遵行年報, 還有對交易所控股公司之所有權持有限制、培養員工對於自律衝突管理之自覺及責任感、持續對外揭露以維持交易所控股公司的公益可靠性、及確保規則的公平實行<sup>211</sup>。關於自律衝突的解決, 最主要的規範仍是自律衝突法及資訊障礙政策, 所有交易所控股公司的員工都必需在書面及精神上遵從<sup>212</sup>, 其中最重要也具最大影響力的規定, 是要求交易所公司的商業部門及規範部門分開向經營者報告, 防止不適當的相互影響, 成為風險管理及規範群的守護<sup>213</sup>。

外部監理方面, 負責監管交易所公司的主管機關是新加坡的金融管理當局 (the Monetary Authority of Singapore, MAS) , 其每年評估新加坡交易所公司對於證券與期貨法下義務之遵行程度 (該公司每年也必須提交相關的自我評鑑給 MAS) , 並對交易所公司之規則有表示不反對意見之權力; 另外, MAS 在被要求時, 應發布指令予交易所公司, 並負責管理交易所公司之掛牌上市及其交易, 需要時更可直接下令公司之經營者去職等。此外, MAS 之權力還有管控交易所公司董事會之組成及其職責之劃份, 使其中重要之職位由適當的人選接任, 以求較完善的保障公共利益<sup>214</sup>。

---

<sup>210</sup> SGX, *supra* note 208.

<sup>211</sup> SGX, *supra* note 208.

<sup>212</sup> SGX, *supra* note 208.

<sup>213</sup> SGX, *supra* note 208.

<sup>214</sup> SGX, Oversight of SGX's Management of SRO Conflicts, SGX website, available at: [http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/regulation/rulemaking\\_and\\_sro](http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/regulation/rulemaking_and_sro), last visited: 2009/7/17.

在 MAS 之要求下，新加坡交易所公司及其旗下子公司 SGX-ST 提出了上市協議瞭解書裡 (Deed of Undertaking) 確保自律衝突的問題可妥善處理並實行，為了實行此協議，交易所公司還特別成立前述的 RCC 委員會，輔佐控股公司董事會，專責監督自律的衝突議題，RCC 委員會之委員資格在證券及期貨法裡也加以規定，需為獨立委員，且指派前需先經過 MAS 之同意，以確保其公正性及獨立性。RCC 最特別之功能之一即是監督交易所控股公司配置足夠的財務、人力及系統資源在自律上<sup>215</sup>。最後順帶一提，交易所控股公司董事會中，其任職董事也以獨立董事居多，如此屆十位董事中，便有八位獨立董事<sup>216</sup>。

### 3. 香港

有關香港交易所之利益衝突及監管等問題，皆規定於 2003 年 4 月 1 日生效之「證券及期貨條例<sup>217</sup>」中，主管機關則是依「證券及期貨事務監察委員會條例」而設立的證監會。證監會為香港證券及衍生性金融商品的主要監管機構，為一獨立的法定組織<sup>218</sup>，其經費主要由市場承擔。

香港交易所的監理架構大致可分為外部監理及內部監理兩大部份，前者即是前述之證監會，其管制目標在「證券及期貨條例」中明定：維持和促進證券期貨業的公平性、效率、競爭力、透明度及秩序；提高公眾對證券期貨業的運作及功能的了解；為投資於或持有金融產品的公眾提供保障；盡量減少在證券期貨業

---

<sup>215</sup> *Id.*

<sup>216</sup> 參見 SGX 官網，網址：

[http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-ch/about\\_sgx/board\\_of\\_directors](http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-ch/about_sgx/board_of_directors), last visited: 2009/7/17.

<sup>217</sup> 由 1989 年之「證券及期貨事務監察委員會條例」（簡稱證監會條例）及九條與證券及期貨業相關的條例整合而成。

<sup>218</sup> 香港交易所，監管架構與規則，香港交易所官網，網址：

[http://www.hkex.com.hk/rulereg/introreg/introreg\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/rulereg/introreg/introreg_c.htm)，最後瀏覽日：2009/7/17。

內的犯罪行為及失當行為；減低在證券期貨業內的系統風險；採取與證券期貨業有關的適當步驟，以協助財政司司長維持香港在金融方面穩定性<sup>219</sup>，故如香港交易所等單位欲徵收費用或制訂及修改相關規則，需先經過證監會之同意。後者所謂的內部監理，則是香港交易所、聯交所、期交所及結算所等仍負責與其業務相關的風險管理等監督責任<sup>220</sup>。

在所有權限制方面，根據「證券及期貨條例」，除了經證監會及財政司司長協商後書面批准，作何人均不得成為香港交易所、聯交所、期交所及結算所的次要控制人，即持股限制在5%，而證監會要批准例外時，除非是符合公眾投資者的利益或公共利益，否則不得批准<sup>221</sup>。風險控管部份，香港交易所設有風險管理委員會，負責制定有關香港交易所、聯交所及期交所以及相關結算所活動的風險管理事宜的政策，再將有關政策提交香港交易所考慮<sup>222</sup>。當然，在公司治理上，香港交易所也表明其管治架構旨在讓香港交易所能夠在公共職能與商業牟利兩個宗旨之間取得平衡<sup>223</sup>，期能妥善解決利益衝突之問題。董事會成員上，目前之董事會中有獨立非執行董事12位，其中有6位為由香港財政司司長根據「證券及期貨條例」第77條委任的董事。

另外，由於香港交易所也在本身之證券市場掛牌上市，故此部份便由證監會監管，確保其他上市公司擁有平等的市場機會；證監會之監管是透過「主板上市規則」第38章及「創業板上市規則」第36章及其他特別載有關於香港交易所上市的條文等，及證監會與香港交易所、聯交所在2001年8月22日訂立的諒解備

---

<sup>219</sup> 同上註。

<sup>220</sup> 香港交易所，同前註218。

<sup>221</sup> 香港交易所，同前註218。

<sup>222</sup> 香港交易所，同前註218。

<sup>223</sup> 香港交易所，同前註218。

忘錄<sup>224</sup>，預先劃分清楚監管責任及職權。

#### 4. 澳洲

澳洲交易所本身也從事監理的工作，被視為金融市場上的管制者之一，其監理之對象乃是在交易所上市及進行交易的公司<sup>225</sup>；因為此一管制的角色，澳洲交易所在公司法下（the Corporations Act）被要求要配置足夠的資源去解決其義務和商業利益間之衝突，因為身為一個擁有執照的市場經營者，其必須確保市場營運的公平、秩序及透明，而身為結算及清算者，其同樣也需提供一個公平且有效的服務。

在自我監管方面，在 2006 年澳洲交易所控股公司成立了一個專門的子公司 ASX Markets Supervision Pty Limited (ASXMS)，專門負責營運的監督、檢查是否遵行規則及調查分支機構是否採取妥善措施等；而 ASXMS 最後是直接向控股公司董事會報告，而非 CEO<sup>226</sup>。另外，在該公司內，設有監督一般交易行為的 CSO，其直接向 ASXMS 報告，而 ASXMS 對於澳洲交易所有關利益衝突的解決及安排有決定權<sup>227</sup>。

---

<sup>224</sup> 香港交易所，同前註 218。

<sup>225</sup> ASX, *ASX's supervisory role*, ASX website:

[http://www.asx.com.au/supervision/supervisory\\_role/index.htm](http://www.asx.com.au/supervision/supervisory_role/index.htm), last visited: 2009/7/18.

<sup>226</sup> ASX, *Supervision subsidiary - ASX Markets Supervision*, ASX website:

[http://www.asx.com.au/supervision/supervisory\\_role/index.htm](http://www.asx.com.au/supervision/supervisory_role/index.htm), last visited: 2009/7/18.

<sup>227</sup> *Id.*

圖二十：澳洲交易所監理架構圖



來源：澳洲交易所，網址：[http://www.asx.com.au/supervision/approach/supervision\\_subsidary.htm](http://www.asx.com.au/supervision/approach/supervision_subsidary.htm)，最後瀏覽日：2009/7/18。

由於澳洲交易所也在自己的交易所掛牌上市，為避免利益衝突的問題，故其上市審查及交易之監理乃由其監理機關 ASIC(Australian Securities & Investments Commission)負責<sup>228</sup>；ASIC 也正是監督澳洲交易所必須符合公司法下的義務，提供足夠的資源以監督和運作相關交易所及結算單位的政府主管機關。

最後，澳洲交易所之董事會一共有 9 位董事，而有 8 位為獨立董事，其中一位也是 ASXMS 中之董事，特別的是，ASXMS 也擁有自己獨立的董事會，一共有 5 位董事，只有一位同時兼任控股公司之董事。

### 三、我國情形及建議

我國立法院在通過四合一整併案時，附帶決議必須制定交易所控股事業及監

<sup>228</sup> ASX, *supra* note 226.

理中心條例，用以規範所控事業之設立許可、核准程序、財務業務與管理制度、監理中心等<sup>229</sup>，也包括了設立交易所控股公司之法源。所以在法律上，除了實體法的問題需全盤考量外，還需思考訂立組織法的必要性。證交所及期交所之本質為公司，組織法法源原本為公司法，但因其業務對於投資大眾及公益具有極大之影響，故設有證券交易法及期貨交易法專門管理，其中也包含對其組織之規範。如今成立交易所控股公司，應為所謂的純粹控股公司（又稱投資控股公司），本身並不經營事業，而僅投有子公司之股份<sup>230</sup>，在此情形下，因交易所控股公司並未經營業務，是否需如證交所及期交所以專法特別規範，答案似乎是否定的，如此一來，交易所控股公司之組織法源即應為公司法，而無特別訂定交易所控股事業及監理中心條例之必要，其下之子公司依舊依循該相關業法之規定運作即可。立法院要求訂定專法對交易所控股公司作規範，或許是出於交易所控股公司因其所控事業具公益性，而欲特別加強管制以保護公益之故；但因證券交易法及期貨交易法在控股公司成立後仍適用於其旗下之交易所，且規範交易所控股公司擔負起其公益義務之方法仍有其他，如政府維持最大比例之持股、掌有主控權，如此仍可維護交易所之公益性，故是否確實需要特別設立一部專法管控交易所控股公司，應視採取之管制措施其限制程度及多寡來決定。

解決交易所控股公司公益與私益衝突之方法有哪些呢？依舊可分為一、所有權；二、公司治理；三、風險控管；及四、財務管理四個方面來討論。在所有權的部份，由於控股公司日後將公開上市，為防有心人士為操弄公司之營運而蒐羅交易所控股公司股份，成為具影響力之股東，故應訂定持股上限，若是有特殊情形，如與國外之交易所控股公司合作結盟等，則仿效現行期貨交易法之規定，經主管機關同意即可。

<sup>229</sup> 立法院，前揭註 175。

<sup>230</sup> 王文宇，*控股公司與金融控股公司法*，頁 15，元照出版，2001/12。

第二、在公司治理方面，加強交易所控股公司之公司治理也可監督其對公益之保障，如德國之案例，便是以公司治理之方式著手對交易所控股公司負擔公益進行要求，可採取之方式有對於董事會之成員及資格進行要求及篩選、保留主管機關對於董監事之去職權利，甚至若考量其公益性重大，也可要求一定比例之董事會由主管機關指派具專業智識及經驗之獨立董事出任。此外，也可在董事會以外設立獨立之監理委員會，如德國之監督委員會及新加坡之規範衝突委員會，監督並對董事會之相關決議提出建議。公司治理之概念源於英美法系國家，漸漸拓展至其他國家，帶有自律之意味，如澳洲交易所成立之監理子公司、新加坡交易所控股公司下兩個關於監理之單位，以及德國交易所之雙軌制董事會，都是顯例，只是實行之方式及組織之外貌不同罷了，最重要的原則即是維持其獨立和轉移和交易所有利益衝突之業務至該單位專責處理即是。我國對於公司之治理原則上採雙軌制<sup>231</sup>，由董事會及監察人兩軌構成，其餘並無特殊之強制規定<sup>232</sup>；但證券交易法中，更進一步的，在第 14-2 條有明文規定：「已依本法發行股票之公司，得依章程規定設置獨立董事。但主管機關應視公司規模、股東結構、業務性質及其他必要情況，要求其設置獨立董事，人數不得少於二人，且不得少於董事席次五分之一。」及第 14-4 條：「已依本法發行股票之公司，應擇一設置審計委員會或監察人。但主管機關得視公司規模、業務性質及其他必要情況，命令設置審計委員會替代監察人；其辦法，由主管機關定之。」並規定了獨立董事及監察人之資格及利益迴避要求，還有與公司治理透明化之財務、業務及股權變動公開義務<sup>233</sup>等，由於交易所控股公司未來規劃掛牌上市，在其上市後便需依循證券交易法之規定實行公司治理，只是在上市之前，如何要求交易所控股公司落實其公司治理以保護公益，可能仍需透過主管機關以行政命令，或是如新加坡之案例與主

<sup>231</sup> 見賴英照，「股市遊戲規則－最新證券交易法解析」，頁 114-124，作者自行出版，2006/2。

<sup>232</sup> 見公司法董事會部份章節。

<sup>233</sup> 證券交易法第 36 條。

管機關簽立瞭解書之方式實行。當然，此措施若欲落實，仍有賴於主管機關外部之監督及查核；我國四合一整併後，主管機關應仍是金管會下之證期局，因其一向專門監管證券期貨相關業務，具備足夠之知識及經驗，故由其繼續管理證券期貨相關之業務，包含新設立之控股公司之營運，應屬恰當，但若要求證期局增加交易所控股公司治理之監管，需確認其擁有足夠之權力及相關人才，以能達到確保公益會被控股公司經營者優先考量之效。

第三、風險之控管。交易所控股公司之目的為營利，故其有可能採取較高風險之營運策略，以求獲得更大之利潤，如此一來，便會造成社會公益之減損，例如降低其下之交易所對於上市櫃公司之審核標準，以求更多之費用收入、將應公開之資料以販售之方式謀利等，或是從事高風險之投資行為等。由於交易所控股公司一但無法遵從穩定且永續的經營策略，其下之交易所等子公司也將受其影響，故風控部份應該是交易所控股公司內必備之重要部份，妥善且專業的評估各項交易及策略之風險性，再提供董事會參考。第四、財務之要求。此部份最主要在於監理單位財源之來源及其穩定度；監理是需要極高之成本的，如澳洲、新加坡及香港便皆以法律規定之方式，要求交易所控股公司對於監理機構提供足夠之資源與人力，確保監理是可被執行的。

另外，在自我上市之部份，綜合其他國家實例，其審查及交易多由主管機關為之，以防止其可能產生之弊端，我國當也應該採取此法。主管機關之監理方面，除了對交易所控股公司本身為監理外，對其旗下之交易所及相關子公司之管控也不應廢除，應該是同時並進，甚至對控股公司之監理程度還可限於其公益與營利之衝突部份，反而對交易市場上之運作及利益衝突為較高之管控。

### 第三節 小結

綜合以上，我國整併後新設之交易所控股公司仍需擔負起維護公益之責任，因此需要採取相關之措施要求並確保交易所控股公司在進行決策時能優先考慮其公益責任，該些措施例如限制股東持股上限、要求並監督交易所控股公司實行良好的公司治理，就此點具體而言，有限制獨立董事及監察人資格、在董事會中由政府指派一定比例之公益董事、定期公開其財務及營運報告等方法，其他措施尚有監管交易所控股公司確切實行謹慎的風險管理，以及要求交易所控股公司提供並確保其內部監理單位擁有足夠之資源及人力運作等。公司治理之部份於證券交易法中已有規定，只是原則上是由公司自由決定是否採行，因交易所控股公司牽涉到者為公益保護之責任，故應由主管機關以行政命令強制其施行；至於在交易所控股公司未上市、不適用證券交易法相關規定前，除了由主管機關發布行政命令為強制管制外，也可考慮參考他國實例，由交易所控股公司與主管機關簽定瞭解書，增加一層交易所控股公司自律之義務。

當然，欲落實以上措施、解決交易所控股公司公益與營利目的的衝突，除了控股公司需自律並遵循相關法律規範上，主管機關確實之監理也是必須的。因此，我國之證券期貨業主管機關——金管會證期局，一方面需加強其對於交易所控股公司利益衝突面相關之監理能力，事先研擬管制之規則及行政命令，另一方面也需繼續對交易所本身進行監理，以確保對投資人之保障及對公益之保護。

## 第五章 結論

資本市場的健全穩定與否與一國之經濟發展緊密相關，因此各國對其資本市場皆有相當的重視及一定程度之管制，其中當然包括在間接金融中扮演重要角色的各交易所及相關機構。隨著時代的變遷及科技的進步，交易所在國際間的競爭也日趨激烈，各國之交易所莫不亟思改革及創新，以求在國際競爭上占得一席之地，因此，近年來交易所間之同異質整併風潮興盛，我國亦不例外，亦即紛擾多時之證券、期貨交易所及相關單位之四合一整併案。

此案在推動的過程中，不斷受到各界質疑，甚至幾度停擺，主要原因在於吾人未深思臺灣推動四合一整併案的目的是為何？該些目的又是否非得要以四合一為手段才能達成？經過研究整理，推測臺灣推動四合一案之動機不離維持並提升臺灣交易市場在國際間的競爭力、防止被國際邊緣化，因此欲藉由四合一之手段，擴大規模、交易市場及國際能見度，另一方面則期盼能以此降低營運成本、加強各相關公司間之合作。本文不去討論上述目的是否只得以四合一整併之方達成，而是在支持四合一整併案的前提下，接著探討整併後之組織及分工。

由於我國之四合一整併案已決定採用控股公司模式，因此在模型之討論上也不再多加討論，而是直接在使用控股公司模式為整併模式之前提下，參考他國同樣採取此模式之整併案例，加上考量參與整併之各單位其現行業務及組織狀況，依「業務別」建議控股公司之架構及分工，提出了以下建議：即證券交易所及期貨交易所仍分立，結算及集保公司則維持現狀，櫃買中心的話，可直接裁撤或轉型成為一獨立之監理子公司，其他如資訊、人力訓練等可由控股公司統籌之業務先由母公司處理，待相關之業務因各界需求龐大，控股公司無法負荷或因該些業務已可獨立對外營利時，再考慮成立獨立之控股子公司。

但成立控股公司後，由於其旗下交易所所具之公益性質，也使其需擔負保護投資大眾及公益之責任，此和計劃掛牌上市之交易所控股公司，其持股股東將以獲利為目的大相逕庭，將因此產生營利與公益之利益衝突，是整併案中極重要、也必須解決之問題。因此在第四章中，除了討論在整併過程中可能遇到之現存法律限制，主要之重心著重在於論此利益衝突應如何解決，以同樣具有此衝突問題之交易所去共同化議題做為借鏡，整理其解決方式，並參考同樣採控股公司整併模式之國家其配套機制，對我國交易所控股公司如何處理此利益衝突做出建議。建議解決之方式為採取相關措施，要求並確保交易所控股公司在進行決策時能優先考慮其公益責任，例如限制股東持股上限、要求並監督交易所控股公司實行良好的公司治理，並確保其內部監理單位擁有足夠之資源及人力運作等。

有關公司治理之部份於證券交易法中已有規定，但原則上仍是由公司自由決定是否採行。關於此點，由於交易所控股公司所牽涉者為公益保護之責任，故應由主管機關以行政命令強制其施行；至於在交易所控股公司未上市、不適用證券交易法相關規定前，除了由主管機關發布行政命令為強制管制外，也可考慮參考他國實例，由交易所控股公司與主管機關簽定瞭解書，增加一層交易所控股公司自律之義務。又欲落實以上措施，除了控股公司需自律並遵循相關法律規範外，主管機關確實之監理也是必須的。因此，我國之證券期貨業主管機關——金管會證期局，一方面需加強其對於交易所控股公司利益衝突面相關之監理能力，事先研擬管制之規則及行政命令，另一方面也需繼續對交易所本身進行監理，以確保對投資人之保障及對公益之保護。