

證券交易市場法制之研究----以建構多元交易市場為中心¹

張哲偉²

¹ 理律文教基金會 2019 超國界法學議題研究案，指導老師：楊岳平助理教授

² 國立臺灣大學法律學系碩士班商法組二年級，學號 R07A21110

第一章：研究背景與架構

本研究起因於 108 年 6 月行政院通過之證券型代幣(Securities Token Offering, STO)規範之出爐，當時引發學界與業界之一片嘩然，而櫃買中心於 109 年 1 月 20 日更釋出「虛擬通貨業務管理辦法」，以針對細節性之公開說明書、內控制度等進行規範。論者有謂規範中將虛擬通貨交易所以證交所為模板規範，卻仍維持證券商之議價交易制度過於僵化¹。此制度上矛盾之處在於此種新型之交易市場之交易方式係以競價方式為之，然我國目前法制上將此種交易方式限於證交所，但課與其證交所之監管規範又過於嚴格，此亦突顯目前證券市場法制架構不合之處²。

我國具有多層次之證券市場架構，包括上市、上櫃、興櫃、創櫃與群眾募資，然目前整體證券交易場所仍過於單一與獨占，證券交易所與櫃檯買賣中心皆為獨占性交易平台，僅有興櫃股票於證券商營業處所具備多個交易平台，但其卻只得於場所內進行議價交易。觀諸外國證券交易市場，如美國與歐盟之證券市場生態，可得知多元之證券交易市場可在不同規範密度下創造更多競爭空間，進而達成效率之最大化。我國金管會預計於年底再創設一「新創版」，為市場參與者設計不同之進入門檻與交易規範，以提供新創與中小企業一進入門檻較低之籌資管道。且與過往之創櫃板不同，新創版將設有次級交易市場，顯現金管會亦認為次級交易市場之存在與其制度之完備實對初級籌資平台之成敗有所相關³。有鑑於此，本研究將聚焦在我國該如何於各層證券交易市場內創建「多元證券交易市場」以促進次級交易場所間之競爭，增加市場效率與選擇。具體而言，本文欲分別從上市、上櫃以及興櫃之法規範以及交易制度之設計，討論我國目前對於多元交易市場之成形有無需求，以及其在法律上與市場上可能受到之阻礙，最後參考比較法之設計模式，探討我國於法制設計上有無可借鏡之處。

本文第二章將先行對我國現有證券交易市場法制架構進行回顧與介紹，包括其歷史進展、運作現狀與交易規則，並討論若我國欲建構多元證券交易市場可能需克服之阻礙，以及多元證券交易市場究竟可帶來何種助益。第三章將聚焦在證券次級市場之監管上，討論傳統之證券監管理論如何增進市場信心，而於多元交易市場之情形又有何須調整或另外加強之處。第四章為比較法研究，將對美國與歐盟之證券市場架構進行介紹，觀察其運作狀況與監管模式。第五章為本文對我國法之改革建議，此處將參考比較法之模板，探討我國應從何種角度切入建立多元交易市場。第六章為結論。

¹ 相關評論可參：楊岳平 (2019)，〈區塊鏈時代下的證券監管思維挑戰：評金管會最新證券型虛擬通貨監管方案〉，《臺大法學論叢》，第 48 卷特刊，頁 1339-1346；李靜宜，臺灣首版 STO 規範草案太嚴格引起各界批評聲浪，金管會終於回應，日後會放寬，iThome，2019 年 7 月 11 日，<https://www.ithome.com.tw/news/131803> (最後瀏覽日：05/25/2020)。

² 楊岳平，前揭註 1，頁 1346。

³ 高敬原，跟創櫃板差在哪？金管會評估年底開「新創版」，降低中小企業籌資門檻，數位時代，2020 年 5 月 25 日，<https://www.bnext.com.tw/article/57822/fsc-startup-funding> (最後瀏覽日：05/25/2020)

第二章：我國現有證券交易市場法制架構探討

第一節：上市、櫃與興櫃之現況與法制概述

一、歷史簡介

若欲重新評估我國證券交易市場之法制設計，並討論有無引進多元證券交易市場之空間與必要性，則需先回頭審視起初市場之設立過程與所背負之使命與目的。臺灣證券交易所(下稱「證交所」)於民國 50 年正式成立⁴，而因起初之設立目的為拉動我國投資環境，加速經濟發展，故設立當時係以較強之國家介入方式以「獨占」之方式成立，此觀諸當時之證券交易法(下稱「證交法」)第 95 條規定即可得知：「證券交易所之地區及組織，由主管機關斟酌當地情況，報請財政部副核定之。前項同一地區內，以設立一個證券交易所為限。每一證券交易所開設一個有價證券集中交易市場為限。」由此可知，初期建立證交所時為了避免因業務量不足而引起惡性之競爭，進而將證交所之數量規定同一地區以一家為限，以穩定經濟。

惟時至今日，儘管該條例現已廢除「前項同一地區內，以設立一個證券交易所為限」之語句，且我國證券交易法第 93 條⁵與證交所管理規則第 2 條⁶皆規定欲設立證交所者可經由金融監督管理委員會之許可設立，但實質運作上至今仍僅有臺灣證券交易所一家證交所，處於獨占之狀態⁷。而相較於獨占地位之不變，其撮合方式隨著科技之進步不斷地更新，民國 65 年時之交易方式係以人工專櫃撮合，至民國 77 年後則改採電腦輔助撮合交易，於 82 年更在上市股票全面納入電腦全自動交易系統，自此開啟自動競價系統之開端，並同步啟用線上監視作業系統以加強對不法交易之查察⁸⁹。

相較於證券交易所，店頭市場與興櫃市場亦各自有其獨特之發展過程。於證交所於民國 51 年開業後，店頭市場暫時關閉，自此證券交易市場進入證交所一家獨占時代。直至民國 71 年後，證券主管機關訂定證券商營業處所買賣有價證券管理辦法，並陸續恢復店頭市場，隨後亦於民國 77 年初由證券商公會成立櫃檯買賣服務中心，並於民國 83 年 11 月 1 日正式成立財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心，自此才開啟了集中市場

⁴ 臺灣證券交易所網站，歷史介紹，<https://www.twse.com.tw/zh/page/about/company/history.html> (最後瀏覽日：05/25/2020)

⁵ 證券交易法第 93 條：「證券交易所之設立，應於登記前先經主管機關之特許或許可；其申請程序及必要事項，由主管機關以命令定之。」

⁶ 證交所管理規則第 2 條：「證券交易所之組織分會員制及公司制兩種，其設立應經金融監督管理委員會(以下簡稱本會)之許可。」

⁷ 余雪明 (2016)，《證券交易法-比較證券法》，頁 519，五版一刷，臺北：財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會。

⁸ 林坤鎮(2011)，〈淺談我國證券市場百年發展史〉，《證券暨期貨月刊》，第 29 卷第 9 期，頁 6-16。

⁹ 臺灣證券交易所網站，<https://www.twse.com.tw/zh/page/about/company/history.html> (最後瀏覽日：03/18/2020)

與櫃檯買賣市場之不同體系¹⁰¹¹。

而興櫃市場之形成，則係由於原先未上市櫃之股票係由盤商自己仲介交易，在發行公司資訊不明之情況下財務業務未公開，交易資訊也沒有正當之揭示管道，也顯示出未納管之困境。有鑑於此，櫃買中心乃將未上市櫃之股票於民國 91 定名為「興櫃股票」，並於民國 91 年正式開始議價交易¹²。自此開始，興櫃市場主要為一般公司企業提供於上市櫃前熟悉證券市場相關法規及提高公司之知名度，另亦提供股票流動性及價格發現之機能，相當程度扮演著一公司於上市櫃前之預備平台¹³。

二、運作現狀與交易規則

若欲具體討論臺灣創建多元證券交易市場之必要性與優劣，首先須檢視現行交易市場之運作現狀與交易規則，進而探討現行之設計是否足夠應付投資人與籌資公司所需，或有開放多元交易市場之空間與需求。以下將從上市、上櫃與興櫃市場各自之整體股票成交資訊、成交周轉值與市場管理規則、交易規則制度等方面切入，具體討論不同交易場所間有何相同與相異之處。

首先在市場運作現狀，可以從各個市場成交量如成交值、成交總股數等數字，進而分析各個市場之運作規模大小。除此之外再從交易之效率面切入，比較各個市場證券之成交周轉率(一定時期之股票實際交易額/一定時期可供交易的股票總額)，觀察其不同市場間之證券交易活躍程度，反映出其相對流動性高低。以 2019 年為比較基準，以證交所(上市)而言，共有 942 檔上市股票，成交值為 26,464,627(佰萬元)，成交總股數為 520,271,693(1,000Shs.)，成交周轉率為 72.87%，成交周轉率相較 2018 年之 82.60%稍有下降¹⁴。而櫃買中心之店頭市場 2019 年共有 775 檔上櫃股票，成交值為 7,607,480(佰萬元)，成交總股數為 103,178,872(1,000Shs.)，成交周轉率為 236.49%，成交周轉率較 2018 年之 250.78 亦稍有下降。興櫃市場於 2019 年共有 248 檔興櫃股票，成交值為 173,716(佰萬元)，成交總股數為 3,614,915(1,000Shs.)，成交周轉率為 35.14%，略較 2018 年之 34.16%高¹⁵。

而就交易場所管理法規與交易制度方面，三個證券交易市場亦各有不同¹⁶。證交所

¹⁰ 林坤鎮，〈淺談我國證券市場百年發展史〉，頁 9-10。

¹¹ 證券櫃檯買賣中心網站，<https://www.tpex.org.tw/web/about/introduction/history.php?l=zh-tw> (最後瀏覽日：03/19/2020)

¹² 林坤鎮，〈淺談我國證券市場百年發展史〉，頁 10。

¹³ 證券櫃檯買賣中心網站，興櫃條件及流程簡介，https://www.tpex.org.tw/web/regular_emerging/apply_way/application_emerging/emg_listing.php?l=zh-tw (最後瀏覽日：03/19/2020)

¹⁴ 臺灣證券交易所 107、108 年「年度股票交易量值統計表」年報、「歷年股票市場概況表」年報，<https://www.twse.com.tw/zh/statistics/index/07> (最後瀏覽日：05/20/2020)

¹⁵ 資料來源：證券櫃檯買賣中心網站，櫃買市場重要指標，<https://www.tpex.org.tw/web/bulletin/statistics/statistics.php?l=zh-tw> (最後瀏覽日：03/19/2020)

¹⁶ 與證券交易場所制度有關之文獻，可參楊岳平 (2019)，〈區塊鏈時代下的證券監管思維挑戰：評金管會

之管理法規主要為證交法(第 93 條至第 165 條)與證券交易所管理規則，前者就證交所之監管有原則性之規範，後者則就相關細節如證交所設立所需之許可¹⁷ (公司制或會員制)營業保證金¹⁸、賠償準備金¹⁹、監視制度之建立²⁰等細節進行規範。而證交所(上市)內之證券交易規則，則規定於證交法 11 條：「本法所稱證券交易所，謂依本法之規定，設置場所及設備，以供給有價證券集中交易市場為目的之法人。」與第 12 條：「本法所稱有價證券集中交易市場，謂證券交易所供有價證券之競價買賣所開設之市場。」由此可知，證券交易所內之證券係採集合競價交易之方式，而此種交易方式之方式須滿足最大量成交，且高於決定價格之買進申報與低於決定價格之賣出申報需全部滿足。亦即透過證券需求者與證券供給者之競爭形式，使買賣雙方得以在同一市場上公開競價，充分表達自身之投資意願，進而形成該證券之市場價格，而非僅透過買賣雙方單一協商之議價方式，價格形成之方式較為透明亦較具效率²¹。

而就證券之交易是否限於集中市場方面，依證交法第 150 條：「上市有價證券之買賣，應於證券交易所開設之有價證券集中交易市場為之。但左列各款不在此限：一、政府所發行債券之買賣。二、基於法律規定所生之效力，不能經由有價證券集中交易市場之買賣而取得或喪失證券所有權者。三、私人間之直接讓受，其數量不超過該證券一個成交單位；前後兩次之讓受行為，相隔不少於三個月者。四、其他符合主管機關所定事項者。」此乃上市股票場外交易之限制，投資人若欲購買上市有價證券僅得於集中交易市場透過證券商名義為之，違者並有相關刑事處罰²²。有論者認為此項規定之存在目的早已消失，其僅係使用刑事威嚇保障證券商和證交所之佣金收入，卻造成人民處分財產之自由受到嚴重之限制，實應予以取消²³。

店頭市場與興櫃市場主要之交易皆透過證券商為之，故市場之主要監管對象亦落在對證券商進行相關之規範，而此處主要之監管法規為證交法與證券商管理規則²⁴。證交法第 44 至 92 條就證券商之設立、人事、營業保證金、自營買賣等有原則性之規定，而

最新證券型虛擬通貨監管方案》，《臺大法學論叢》，第 48 卷特刊，頁 1341-1345。

¹⁷ 證券交易所管理規則第 2 條：「證券交易所之組織分會員制及公司制兩種，其設立應經金融監督管理委員會（以下簡稱本會）之許可。」

¹⁸ 證券交易所管理規則第 18 條：「證券交易所經本會許可並依法登記後，應向國庫繳存營業保證金。前項營業保證金之金額為其會員出資額總額或公司實收資本額百分之五。」

¹⁹ 證券交易所管理規則第 19 條：「證券交易所應依本法第一百五十四條規定一次提存新臺幣五千萬元作為賠償準備金；並於每季終了後十五日內，按證券交易經手費收入之百分之二十，繼續提存。但賠償準備金提存金額已達資本總額時，不在此限。」

²⁰ 證券交易所管理規則第 22 條：「證券交易所對集中交易市場，應建立監視制度，擬具辦法申報本會核備，並確實執行。證券交易所為前項市場之監視，必要時得向其會員或證券經紀商、證券自營商、上市公司查詢及調閱有關資料或通知提出說明，其會員或證券經紀商，證券自營商、上市公司，不得拒絕。」

²¹ 惟證交所之交易方式於 2020 年 3 月 23 日將由集合競價方式改為盤中全面逐筆交易，詳情可見證交所逐筆交易專區：<https://www.twse.com.tw/zh/page/products/trading/information13.html>（最後瀏覽日：03/19/2020）

²² 證券交易法第 177 條。

²³ 李開遠 (2019)，《證券交易法理論與實務》，頁 232-234，四版。

²⁴ 賴英照 (2020)，《股市遊戲規則——最新證券交易法解析》，頁 402-441，四版，臺北：元照。

證券商管理規則另就證券商之財務(營業保證金²⁵、特別盈餘公積²⁶等)、業務(包銷總金額²⁷、專用存款帳戶²⁸等)等細節進行規範。

兩個市場之交易方式則略有不同，店頭市場依證券商營業處所買賣有價證券管理辦法(下稱證券商管理辦法)第2條：「本辦法所稱證券商營業處所買賣有價證券，指有價證券不在集中交易市場以競價方式買賣，而在證券商專設櫃檯進行之交易行為，簡稱櫃檯買賣。」，其交易方式應不得以公開競價方式為之。惟依據財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則(下稱證券商業務規則)第32條之1第1項：「證券商櫃檯買賣有價證券依下列方式為之：一、股票得採在證券商營業處所議價以自營方式為之；或參加本中心股票等價成交系統、鉅額交易系統、盤後定價交易系統及零股交易系統以自營或經紀方式為之。但證券承銷商出售依證券交易法第七十一條第二項規定所取得之股票，應透過等價成交系統為之」，可得知原則上其可透過等價成交系統或議價之方式進行交易。而何謂等價交易，依證券商業務規則第35條第2項²⁹，等價成交系統之成交方式可分為集合交易與逐筆交易，故實質上此種方式與證交所之競價交易並無二致，皆是透過買方與賣方之相對出價以形成價格。故店頭市場一方面可供一般投資人至證券商營業處所以議價方式進行買賣，另一方面亦提供證券自營商與證券經紀商透過櫃檯買賣中心之等價交易系統買賣，實際上存有兩個交易場所³⁰。

興櫃市場之交易方式則有所不同，其主要透過系統外之議價交易來進行證券之買賣。具體之方式係由該興櫃股票之推薦證券商(須具備證券自營商資格³¹)主導該股票之買進與賣出報價，而該報價資訊經由過證券經紀商或自營商到達投資人後，再由該投資人透過經紀商或自營商進行委託下單。因此興櫃股票之交易其實大幅仰賴推薦證券商之促成，其亦負有一定之造市義務，且該股票成交之一方需為各該股票的推薦證券商³²，投資人間無法直接相互成交³³。

由以上之資訊，可以整理出以下之表格：

	上市股票	上櫃股票	興櫃股票
--	------	------	------

²⁵ 證券商管理規則第9條。

²⁶ 證券商管理規則第14條。

²⁷ 證券商管理規則第22條。

²⁸ 證券商管理規則第38條。

²⁹ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第35條第2項前段：「等價成交系統之成交方式，分為集合交易及逐筆交易，當市第一次撮合採集合交易，其後至收市(即交易時間結束)前一段時間採逐筆交易，收市彙集一段時間所有買賣申報採集合交易。其成交方式及買賣申報之優先順序規定如下...」

³⁰ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則第32條之1第1款。

³¹ 櫃買中心興櫃股票買賣辦法第3條第2項與第4條第3項。

³² 櫃買中心興櫃股票買賣辦法第4條第1項。

³³ 資料來源：證券櫃檯買賣中心網站，興櫃股票交易制度專區，https://www.tpex.org.tw/web/emergingstock/trading_rule/rule.php?l=zh-tw (最後瀏覽日：03/20/2020)

檔數(2019 年)	942	775	248
成交值(2019 年/佰萬元)	26,464,627	7,607,480	173,716
成交總股數(2019 年/1,000Shs.)	520,271,693	103,178,872	3,614,915
成交周轉率(2019 年)	72.87%	236.49%	35.14%
交易場所管理法規	證券交易法	證券交易法	證券交易法
	證券商管理規則	證券商管理規則	證券商管理規則
		證券商營業處所買賣有價證券管理辦法	證券商營業處所買賣有價證券管理辦法
		財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則	財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則
證券交易方式	競價交易	等價交易	議價交易
		議價交易	

【圖一】上市、上櫃與興櫃市場之比較

※資料來源：作者自製。

第二節：

整理了我國證券交易市場基本之發展歷程、運作現況與監管法規後，本文試圖分析我國現有之資本市場環境與法制是如何限制了多元證券交易市場發展之可能。本節將從

市場環境面與法律規範面分別切入，分析多元市場於我國有無發展之需要以及可能遇到之阻礙。

一、市場環境面：

首先可探討者為台灣證交所之法律定位與市場角色。其公營事業持股約 24%，依法應為一民營事業，惟從實際運作情形及功能權責觀察，證交所應非一單純之民營公司，且政府管制色彩濃厚³⁴。依證交法第 126 條第 2 項：「公司制證券交易所之董事、監察人至少應有三分之一，由主管機關指派非股東之有關專家任之；不適用公司法第一百九十二條第一項及第二百十六條第一項之規定。」，政府可至少指派證交所三分之一之董事與監察人，故其實質上掌握證交所之人事權，而台灣證交所目前之 14 位董事與三位監察人中即有 5 位董事與 1 位監察人為主管機關指派³⁵。且依證交法第 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。」，主管機關對證交所的章則有核可權及變更權，而經核可或變更之章程時常會反映目前主管機關之證券管理政策，因此證交所其實更具有政策執行機構之性質，而非為一單純之營利公司³⁶。有鑑於此，現行法規層面雖開放欲成立證交所者可申請主管機關許可³⁷，並無硬性之限制，惟於現實面上因台灣證交所仍大幅度的帶有整體政策驅動作用，其法律定位亦同時涉及營利私法人與受委託行使公權力之性質³⁸，進而必須以市場獨占之方式來運作，同時也造成上市市場無法存在一多元證券交易平台。

我國店頭市場之運作模式，係指有價證券不在集中交易市場以競價方式買賣，而在證券商專設櫃檯進行之交易行為³⁹。其交易方式依上文之整理，大致上可分為經由櫃買中心之等價交易系統與於證券商營業處所進行議價交易，故其仍保留證券商營業處所模式而以證券商為交易中心，但實際運作下仍以櫃買中心為運作主體。綜上所述，上櫃股票與上市股票之差別在於一般投資人可直接至證券商營業處所議價買賣上櫃股票，未禁止場外交易⁴⁰，私人間亦可不透過證券商營業處所而自行買賣股票，較上市市場相對不具獨占性。

興櫃市場相較上市與上櫃市場則較具有平台多元性，一方面因投資人無須透過中介

³⁴ 賴英照，前揭註 24，頁 361-362。

³⁵ 臺灣證券交易所，董監事名錄，<https://www.twse.com.tw/zh/page/about/company/board.html>。(最後瀏覽日 03/21/2020)

³⁶ 其他與台灣證交所定位有關之討論，可參考易明秋(2018)，〈美國證券自律機構的法律定位與發展趨勢〉，《檢查新論》，第 23 期，頁 228-245；李智仁(2010)，〈證券業自律與公司治理—台灣經驗之觀察與分析〉，《月旦財經法雜誌》，第 20 期，頁 65-87。

³⁷ 證券交易所管理規則第 2 條：「證券交易所之組織分會員制及公司制兩種，其設立應經金融監督管理委員會（以下簡稱本會）之許可。」

³⁸ 林依仁(2015)，〈公權力委託制度的新發展—以台灣證券交易所為例〉，《國家發展研究》，第 15 卷第 1 期，頁 47-93。

³⁹ 證券商營業處所買賣有價證券管理辦法第 2 條。

⁴⁰ 證券交易法第 50 條。

機構如證券經紀商即可自行與推薦證券商議價完成交易⁴¹，且同一檔興櫃股票亦可於複數之推薦證券商處進行買賣⁴²，提供投資人多元興櫃股票交易場所，進而形成一多元化之證券交易平台。惟其雖具有多元平台，但交易方式僅限於議價交易⁴³，且依本文前段整理之圖一，可得知興櫃股票於 2019 年僅具有 35.14%之成交周轉率，顯現該市場內交易並不頻繁，股票流動性不佳，亦顯現出興櫃市場普遍僅作為企業進入上市櫃前之過渡平台⁴⁴。

二、法律規範面：

本節將討論各個交易平台中哪些法律規範直接或間接造成多元化交易平台無法形成，雖從上述之討論可得知我國多元證券交易所之形成主要受限於市場環境與政策面，然亦可進一步討論若政策面開放後有哪些法律規範需隨之調整，以使法律制度上對多元市場更加友善。本段將從證券交易法、證交所管理規則、證券商管理規則與其他細節性之法律規範及行政命令中討論有哪些規定過於僵化，需要在多元交易市場開放之同時同步調整。

1、交易平台設立所需資金

首先需觀察者為法規上要求設立一證券交易平台所需準備之資金。以證交所為例，證交所管理規則對公司制之證券交易所設有最低資本額新台幣五億元之要求⁴⁵，另亦有營業保證金⁴⁶、賠償準備金⁴⁷等。而證交所此類規定較為硬性，無任何例外豁免之規定，此亦可反映我國目前仍朝著一家證交所獨占而無放寬之傾向。

相較之下證券商之設立則設有若干例外，首先其除了營業保證金⁴⁸、交割結算基金⁴⁹等，其最低資本額之要求依證券商設置標準第 3 條：「證券商須為股份有限公司；其最低實收資本額如下：

一、證券承銷商：新臺幣四億元。

二、證券自營商：新臺幣四億元，僅經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務者為新臺幣一億元。

三、證券經紀商：新臺幣二億元，僅經營股權性質群眾募資業務者為新臺

⁴¹ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票買賣辦法第 4 條第 2 項與 3 項。

⁴² 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票買賣辦法第 28 條第 2 項。

⁴³ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票買賣辦法第 4 條第 1 項：「興櫃股票之櫃檯買賣，得採經紀或自營方式，以議價方法為之，其買賣雙方至少有一方須為該興櫃股票之推薦證券商。」

⁴⁴ 有關興櫃股票流動性不佳之討論，可參考：陳怡凱、高蘭芬、陳安琳、林玟均 (2017)，〈興櫃股票公允價值估價模型探討〉，《兩岸金融季刊》，第 5 卷第 3 期，頁 115-123。

⁴⁵ 證券交易所管理規則第 12 條。

⁴⁶ 證券交易所管理規則第 18 條：「證券交易所經本會許可並依法登記後，應向國庫繳存營業保證金。前項營業保證金之金額為其會員出資額總額或公司實收資本額百分之五。」

⁴⁷ 證券交易所管理規則第 12 條：「證券交易所應依本法第一百五十四條規定一次提存新臺幣五千萬元作為賠償準備金；並於每季終了後十五日內，按證券交易經手費收入之百分之二十，繼續提存。但賠償準備金提存金額已達資本總額時，不在此限。」

⁴⁸ 證券商管理規則第 9 條。

⁴⁹ 證券商管理規則第 10 條。

幣五千萬元。

前項最低實收資本額，發起人應於發起時一次認足。」

由此可知，證券商之設置若是僅為了經營虛擬通貨業務與股權群募業務等新興業務，有另外降低資本額之要求，亦較為彈性。由設立資金之角度進行觀察，若證券交易所欲開放多元交易平台，似可如同證券商設置標準此種設計模式，對於新成立之多元平台設計例外規定，初期放寬成立成本，待其規模提升至一定程度後再提高資本額要求，以降低進入門檻，增加交易所之潛在競爭可能。

2、交易制度與交易對象之設計

除了對於各個市場的成立資本限制外，本節討論不同交易所交易制度與交易對象之規定，討論其是否限制了多元交易市場之成行可能。交易制度首先可檢視不同市場之交易制度，由【圖一】可知證交所之交易方式為競價交易，且證交法第 12 條⁵⁰將競價交易限於證交所方能為之，等於變相將此種交易模式鎖定予目前僅有一家之台灣證交所。而若檢視目前具有多元交易平台之興櫃市場，可發現其則僅能以議價方式進行交易，等同各個買賣家皆須以證券商為交易對象，證券商負責擔任報價與造市之角色，如此亦不利於價格形成與流動性之促進。

除此之外，證交所另一不利於形成多元市場之原因在於其對於交易對象亦有限制，此可觀證交法第 151 條：「於有價證券集中交易市場為買賣者，在會員制證券交易所限於會員；在公司制證券交易所限於訂有使用有價證券集中交易市場契約之證券自營商或證券經紀商。」因此於現行證交所，買賣家僅得透過證券商進行買賣，無法直接進入證交所掛單買賣，此係對於交易平台的服務提供對象之限制。相較於此，興櫃市場則無類似之限制，一般自然人可直接至證券商營業處所進行買賣。

綜上所述，若欲於我國建構一多元證券交易市場，於上市市場主要之疑慮為需求資金過高、對於可參與買賣之對象有所限制；而於興櫃市場主要之問題則在於交易方式僅得以議價方式為之，且目前僅被視為一過度平台，市場內證券之流動性不高。

第三節：多元證券交易市場之存在必要

於檢視我國多元交易市場之可能成立阻礙後，本文進一步將討論多元證券交易市場於我國之「需求面」，亦即建構多元交易市場可達成之目的及效益。我國現行制度下雖已有上市、上櫃、興櫃三種不同層級之交易市場，亦各自有不同之監管程度與交易制度，一定程度亦有劃分市場客群之功能。然如本文上述所提，不同市場各自有其不足之處，因此創立一多元證券交易場所仍得以帶來許多優勢。

一、促進競爭：

⁵⁰ 證券交易法第 12 條：「本法所稱證券集中交易市場，謂證券交易所為供有價證券之競價買賣所開設市場。」

多元證券交易市場與單一市場之不同處，對於投資者而言，此時其有複數之交易場所可供選擇，若某個交易平台想要脫穎而出，勢必得與其他競爭對手做出劃分，比如在交易速度、交易手續費、使用介面等領域佔有優勢。在這種情況下，多元平台之存在可以藉由彼此之間之競爭，例如加速平台本身交易之科技便捷化，進而降低相關之交易成本如手續費等，以使投資人間接受惠⁵¹。

以我國而言，目前證交所與櫃檯買賣中心皆為一家獨大，無潛在之競爭可能。而具備競爭基礎之興櫃股票，原先之制度設計應可透過不同推薦證券商彼此對興櫃股票之造市而形成競爭，然實務上每檔股票之造市商數量普遍偏低，且交易型態僅採用報價驅動之機制，而導致其彼此間競爭性不足，同時也使得價格發現之功能相對薄弱⁵²。

二、為不同之需求客製化不同證券交易市場：

在交易市場中，不同的投資人可能有不同之投資動機、交易需求。而在一個多元之證券交易市場中，交易場所可以為不同之投資目的設計不同之交易規則，對相關交易資訊知情與不知情之投資者可能有相異之投資策略與目的⁵³。例如於美國具有多個交易平台之替代交易系統(Alternative Trading System, ATS)中，有些投資者可能出於投資策略，藉由較不透明之 ATS 平台來隱藏交易目的，進而降低交易透明性與對交易對價格造成之影響，以得到較佳之成交價格⁵⁴。由此可知，於開放多元之交易場所內，交易場所間可藉由不同之收費標準、交易透明度等來吸引不同之投資族群，如近期美國摩根大通與高聖即另外九家金融機構，即因不滿現行交易所之收費標準與透明度，進而另成立了投資會員交易所(Members Exchange, MEMX)，欲為投資者提供簡單與公平之定價⁵⁵。

由此觀之，若一證券市場存在多元交易平台，將可透過平台間彼此之競爭、為不同投資客戶設計客製化之交易環境，進而降低交易手續費以及促進交易平台間之創新，增進市場效率。而回顧我國資本市場之狀況，近年來為了拓展新創業者之籌資管道，不斷新增如股權群募、創櫃板等渠道。然而這些新興平台除了整體申請程序過於繁雜、額度過小等缺陷外，欠缺一完善之次級市場亦是其難以成功的原因之一⁵⁶。我國現行最為活絡之證券市場為單一平台之上市與上櫃股票，僅存之多元交易平台興櫃股票亦因推薦證券商數過少及股票流動性過低等原因競爭性不足，因此若能有效地創建一有效率且具競爭性之多元市場架構，不僅可改善現有之上市上櫃興櫃體制，未來若欲引進新型之籌資

⁵¹ Mark Klock, *The SEC's New Regulation ATS: Placing the Myth of Market Fragmentation Ahead of Economic Theory and Evidence*, 51 FLA. L. REV. 753, 768 (1999).

⁵² 陳永明 (2012)，〈強化興櫃股票推薦證券商造市功能及交易市場機制研究〉，《證券櫃檯》，第 143 期，頁 101-102。

⁵³ Klock, *supra* note 51.

⁵⁴ Brian P. Baxter, *The Securities Black Market Dark Pool Trading and the Need for A More Expensive Regulation ATS-N*, 70(1) VANDERBILT L. REV. 311, 312 (2017).

⁵⁵ 〈小摩、高盛投資新證交所〉，聯合報，https://udn.com/news/story/6811/4362058?from=udn-catelistnews_ch2&fbclid=IwAR12Yy17cW559-SOdhCWvXqyuuW8VKoWSTK43PxOQwuxevhuoEoV8SolR_0，(最後瀏覽日：05/04/2020)

⁵⁶ 臧正運、曾宛如、方嘉麟(2018)，〈從區塊鏈融資論眾募規範趨勢〉，《月旦法學雜誌》，第 273 期，頁 72-105。

管道時亦能為其創造充滿活動性之次級流動市場。

第三章：多元交易市場監管—以次級市場為中心

第一節：多元交易市場之監管

本節將試圖從證券市場之監管面出發，討論目前傳統上既有之證券市場監管理論，包括其所採取之監理手段、欲達成之目的。而既然本文之目標係在我國建立一多元交易市場，而單一與多元交易市場雖在本質上皆為對證券市場進行監管，但多元交易市場由於其交易平台之複雜性，亦會衍生出其他監管需求。有鑒於此，本節後段將接續著探討於多元交易市場下，證券市場之監管有哪些需額外注意之點，並回頭檢視我國目前既有之監理規範。

1、現有之證券監管制度

政府之所以對證券次級交易市場進行監管，目的即在於透過對投資人提供保護，進而確保交易市場之公平、效率與透明性，使投資人對資本市場具備信心⁵⁷。由此可知，法規監管、風險控管之強弱將牽涉投資人對整體市場之信心，進而影響到一國資本市場之穩固，故對於證券市場施以一定之監管有其必要性。

也因存在著監管之必要，政府在設計監管模式時往往將維持市場穩定之責任轉嫁至證券市場經營者身上，對其訂定規範準則並課予其一定之法遵成本，以維護交易市場之妥善運作。而從各國證交所之運作觀察，證交所除了提供交易所需之場所與設備外，更具有訂定規則管理市場參與者(包括證券商、上市公司)、審核有價證券之上市、維護交易市場秩序、協助清算與交割等相關事業運作之權責⁵⁸。除此之外，就證券交易次級市場之監管，國際證券管理機構組織(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)亦列出了相關監管原則⁵⁹，包括：

- 1、對證券交易場所之監管：包括對其交易規則、使用規定進行檢視，以及有無公平開放交易平台之使用予所有投資者，有無爭端解決機制，有無揭露所有應公開之資訊，有無交易控制機制(如暫停交易門檻)。
- 2、對證券交易系統之監測：有無實施日常交易監控，對市場中介機構及交易所之監管，監管者對所有交易前及交易後之資訊有無取得管道，監管者對交易所有無強制行動(enforcement actions)措施。
- 3、促進交易之透明性：確保每筆證券於交易前及交易後皆提供完整之資訊，以及

⁵⁷ International Organization of Securities Commissions(IOSCO), IOSCO Standards Implementation Monitoring (ISIM) on Secondary and Other Markets Principles, 8-30 (2019).

⁵⁸ 賴英照，前揭註 24，頁 325。

⁵⁹ IOSCO, *supra* note 57.

對於部分交易不完全透明之暗池(dark pools)之監管。

4、市場操縱或其他不公平交易行為之偵測：異常交易之監測、建立對市場操縱之監管規則、對違法行為之處罰措施

5、對大額曝險、違約風險或市場破壞之妥善管理：為了能因應可能發生之風險與損失，需有資本額要求、結算與清算機制，並讓市場參與者知悉相關曝險或違約之風險。

而就我國而言，於傳統之證券市場監理方面，制度上亦有相對應之證券監管法規⁶⁰。如對於證券交易場所本身設有資本額、營業準備金、交割結算基金等要求，以因應突發之大量違約風險，並確保交易場所可承擔一定之損失。於市場之監視與不法行為之處理上，證交所亦訂有「台灣證券交易所股份有限公司實施股市監視制度辦法」，可偵測異常交易之發生情形，證券交易法亦對短線交易與內線交易等市場操縱行為有所規定。然如本文上述所提及，因我國於監管上採國家壟斷與高度干預之方式(證交所、櫃買中心皆有大量政府色彩)，進而導制證券市場之數量稀少，亦影響到原先證券交易市場可能帶來之正面作用，如多元市場下可透過交易平台間之競爭以鼓勵創新，並各自吸引帶有不同目的之投資族群。此時若能藉機開發多元化與多層次之證券交易市場，並對其進行分層管理，將可於保持監管力道之同時，增進我國交易市場之多元與彈性。

2、多元交易市場之監管問題

雖多元交易市場可一定程度的帶來鼓勵競爭、增加創新動機等誘因，但於證券市場監管面上，其亦帶來一定之新興難題。本文以下將介紹目前國外開放多元交易市場後所遇到之問題，並試圖探討若我國最終開放多元市場下，有哪些因應措施可供參考。

(1) 最佳報價不易取得

多元交易市場第一個可能帶來之監管難題包含市場之碎裂化。若同一證券僅存在一個交易平台，則當該證券於平台上獲得買家與賣家之報價而成交時，該平台之成交價即為此一證券之唯一市場價格。相較之下，若同一證券同時具備多個證券市場供投資人選擇，則各個平台將出現其各自之買價與報價，最終在不同平台間形成不同之成交價、相異之市價⁶¹。而此種報價相異之結果亦會造成跨平台間之投資人保護問題。具體而言，在缺乏平台間彼此價格相互連線之系統時，投資者若欲以最低之價格買進一檔證券，其必須在平台間對不同報價進行搜索、整理與比較，進而找出該證券之最佳報價，若一證券在不同平台間存有較佳價格，而投資人僅因資訊不足而以較不利之價格進行交易，將會影響投資人對市場之信心，進而降低投資人參與投資之意願。

(2) 排擠小型市場參與者

⁶⁰ 賴英照，前揭註 24，頁 325-420。

⁶¹ David C. Donald & Mahdi H. Miraz, *Multilateral Transparency for Security Markets Through DLT*, 25 FORDHAM J. CORP. & FIN. L. 97-153 (2019)

於各個證券商爭相為其客戶找到最佳報價之過程，亦將造成大型機構、證券商間之科技設備競爭(arms race)，以求為其客戶最迅速的找到最佳報價，進而對那些既不具備對應之規模，亦無足夠之科技同時在多平台間進行比價搜尋，因此較無法找尋到該證券市場上之最佳報價之之小型市場參與者產生擠壓⁶²。

(3) 降低證券流動性

市場碎裂化之情形亦可能降低一檔證券之流動性。於單一市場之情形，買方與賣方均於同個平台互相報價，各個報價資訊可被潛在投資人充分知悉，進而根據公開之報價進行買賣。然而若同一證券存於多個交易平台，則此時買家與賣家即可能於不同平台互相出價，此時若欲搜尋平台間之最佳報價勢必得花費額外之時間與技術成本，進而降低該證券成交之效率以及創造相異之市場價格⁶³。

由此可知，多元交易市場為投資人所帶來者除了更豐富的投資平台選擇，於另一面亦帶來一定之挑戰，投資人於交易時將面臨著多個交易平台間不同之買價賣價，而最佳報價之取得亦更加不易。於此種市場中，「交易資訊」之公開透明便成為投資人保護之重點，無論是交易前買方與賣方之報價，以及交易後買賣雙方之成交價格與數量皆應迅速的讓各平台之投資人知悉，以使所有投資者得建立在同一資訊基礎上進行交易。蓋對於買價報價之資訊提供的重要性在於它可以確保價格發現並增強使用者對於取得合理報價之信心，而這個信心也會進而促使買價與賣價更積極的去參與證券市場，促進證券流動性並產生更加競爭之價格⁶⁴。於此前提之下，在多元市場上如何確保證券交易場所得建立一有效之相互連線資訊傳遞系統，進而可為投資人尋得最佳報價便成為一大重點。如欲開放多元交易市場，則相關議題如投資人最佳報價之確保、多元平台之監管等難題勢必須先行解決，而本文後段亦將審視比較法上如何解決此類多元市場下新興之監管難題。

第二節：最佳報價之重要性-從證券商責任出發

多元之證券交易市場後可能遇到之監管問題中一大重點即為投資人得否於每次於次級市場買賣股票時取得「最佳報價」(Best execution price)。蓋多元市場建立後不同市場間若因資訊不流通、報價機制不完善等因素而使客戶無法取得最佳報價，將涉及投資人保護之議題已如上述。

若於另一種角度切入，證券商於我國興櫃市場中需提供報價資訊與投資者，而其報價之提供必須參考當時市場之合理行情，此觀財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票買賣辦法(下稱興櫃買賣辦法)第 21 條即可得知：「推薦證券商買賣興櫃股票應依下列規定辦理：...三、使用興櫃股票電腦議價點選系統，於每營業日交易時間內，應就其推薦之興櫃股票負連續報價之義務，且其買進與賣出報價間之差距不得逾賣出報價之百

⁶² David C. Donald, *From Block Lords to Blockchain: How Securities Dealers Make Markets*, 44 J. CORP. L. 1, 52-53 (2018)

⁶³ *Id.*

⁶⁴ IOSCO, *supra* note 57, at 12.

分之五。...八、應本於專業判斷確實履行報價義務，不得申報偏離合理價格之報價，損及公正價格之形成。」⁶⁵由此可知推薦證券商於報價予客戶時需本於專業判斷，而此判斷又需參考當時市場之合理價格，故若興櫃市場中彼此報價資訊不流通，使證券商難以得知該檔股票當時市場內之合理價格，則其報價義務亦將難以達成。

而財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票推薦證券商內部作業辦法應行記載事項要點第三條中亦對於推薦證券商之報價決定依據有所規範：「...報價決定依據：...3.每一營業日對所推薦之興櫃股票，其第一筆報價價格決定依據及當日後續報價價格決定依據：(1)交易市場委託買賣狀況。(2)每一營業日第一筆報價與前一營業日成交均價及本身最後一筆報價之關聯性。(3)所參考之興櫃公司財務業務面指標。(4)所參考之總體經濟指標及產業前景資料。(5)其他考量因素。」足見證券商於提供報價時亦需參考當前交易市場之委託概況，綜合考量以給出報價，以落實興櫃股票專家推薦之功能⁶⁶。而若證券商未參考交易市場委託概況，違反專業之報價義務，並有可能受罰⁶⁷。

由此可知，於多元證券交易市場之監管難題中，多元市場之碎裂化將造成不同市場中產生不一之報價，導致單一證券在不同市場產生不同成交價格，而無法為每一投資人取得最佳價格。此種結果又可分為兩面向進行檢視。於投資人端，若無法確保其能得到最佳報價，將導致不同投資人花相異之價格取得同一證券，除了對取得次佳證券之投資人之保護問題外，亦可能導致其他人對該市場失去信心，進而降低投資意願；於證券商端，因證券商於興櫃股票中負專業報價之義務，不得申報偏離合理價格之報價，故其亦需得知目前市場之其他報價資訊。有鑑於此，本文以下比較法之分析將專注在分析不同制度下之證券交易市場結構，包括其是否擁有多元之證券市場、不同市場間各自之證券交易方式、監管規範，以及若其存在多元市場，其如何解決市場碎裂化所造成難以取得最佳報價之問題。

⁶⁵ 若有違反，興櫃買賣辦法中亦有規定相關罰則，主管機關可通知其限期改善或課以違約金，情況嚴重亦可拒絕受理該證券商推薦興櫃股票，詳見第 39 條、第 40 條、第 41 條。

⁶⁶ 可參證櫃交字第 1070300643 號函。

⁶⁷ 有關證券商因違反報價義務而被處罰之例，可參金管證券字第 1040040592 號函。

第四章：比較法研究

第一節：美國

本節將會對美國之證券市場結構進行介紹，主要可分為全國性證券交易所(National Securities Exchange)與替代性交易系統(Alternative Trading System, ATS)，檢視不同市場設立要求、交易制度與其多元交易市場之規範，並於其中探討本文上述提及之各種多元市場監管議題，並檢視是否可以美國法為我國法制設計上之借鏡。在美國，若欲從事證券交易場所之業務，可依規定註冊為證券交易所，抑或符合特定豁免規範成為替代交易場所，以下主要將針對此兩種具較大規模之交易場所之規範與運行規則進行討論：

一、證券交易所

其定義為「任何機構、協會或一群自然人，提供且維持一交易場所，進而將證券之買家與賣家進行聚集並交易證券，或從事與一般證券交易所相同之業務者」⁶⁸。由此定義可知，原則上所有提供場所，將欲從事證券交易之買家賣家進行撮合之業者皆會落入此定義，進而需取得交易所牌照並遵守證券交易所之相關規範⁶⁹。於其交易方式方面，證券交易所係透過提供交易工具或通過設置規則，進而提供市場參與者非裁量性之交易規則(non-discretionary methods)⁷⁰，直接撮合證券之買家與賣家。非裁量性之交易規則則係指該交易不會被交易所本身之裁量權、決斷、偏好影響，每筆交易自動將買家與賣家進行配對，故其交易方式與我國之競價方式類似。而關於其市場參與者，其規定僅有證券商或證券商之關係人可成為其會員⁷¹，故自然人無法直接於證券交易所進行交易，仍需透過證券商以進行交易，與我國之證交所相同。另外其亦有限制僅有依法上市之有價證券可於其交易所上市並進行交易⁷²。截至 2020 年，向美國 SEC 註冊之全國證券交易所共有 31 家，包括紐約證券交易所(New York Stock Exchange, NYSE)、那斯達克證券交易所(The Nasdaq Stock Market)，交易之範圍包括證券、期貨，其中並有兩家 Arizona Stock Exchange 與 SWX Europe Limited 因其限制交易流量而獲豁免註冊⁷³為交易所⁷⁴。

二、替代性交易系統

除了成為證券交易所，業者亦可選擇以替代性交易系統(ATS)之方式經營其證券交

⁶⁸ 15 U.S.C. § 78c(a)(1).

⁶⁹ 17 C.F.R. §240 General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934.

⁷⁰ 17 C.F.R. § 240.3b-16(a)(2).

⁷¹ 15 U.S.C. § 78f(c)(1). A national securities exchange shall deny membership to (A) any person, other than a natural person, which is not a registered broker dealer or (B) any natural person who is not, or is not associated with, a registered broker or dealer.

⁷² 15 U.S.C. § 78l(a).

⁷³ 有關豁免申請成為證交所之規範與申請，可參 17 C.F.R. § 240.6a-2.

⁷⁴ SEC, <https://www.sec.gov/fast-answers/divisionsmarketregmrexchangesshtml.html>. (last visited May. 11, 2020)

易場所。替代性交易系統之形成，係因機構法人方便在集中市場收盤後進行交易，或為了避免在證交所買賣而使交易曝光，因而另尋管道⁷⁵。起初美國證券交易委員會(U.S. Securities and Exchange Commission, SEC)認為此類交易系統與證交所有明顯的區別，僅登記為證券商即可，無須將其視為證交所管理⁷⁶。然而隨著此類交易量之逐漸增長，亦誕生若干疑慮，如 ATS 僅該放機構投資人使用，小投資人卻無緣使用；ATS 有關買賣資訊之揭露較少，且許多投資人偏好以匿名方式進行交易；ATS 與證交所相互競爭，卻未有相關之管制規範。有鑑於此，SEC 最後於 1998 年公布 Regulation ATS，將另類交易系統納入管理⁷⁷。

而若欲以 ATS 經營交易場所業務，依證券交易所規範之豁免條款，該交易場所前四季中之三季內之證券交易量未超過一定比例(同一證券之交易量未超過 50%且同一證券類別未超過 5%、或同一證券類別之交易量未超過 40%)，並經過 SEC 考量投資人保護之需求後，認為此豁免符合公共利益，則其可豁免為證券交易所，僅需申請成為替代性交易系統並遵守 Regulation ATS 之規定即可⁷⁸。因此若 ATS 之營運規模尚未到達一定程度且符合上述要件，則其僅需註冊為經紀商(broker-dealer)，且成為自律組織(Securities Regulation Organization, SRO)之會員⁷⁹，並且遵守 Regulation ATS 之相關規定，不需適用證交所之規範而可以 ATS 之方式運行交易場所。截止至 2020 年 4 月底，美國目前共有 53 家 ATS 交易所，且因其規範較證交所寬鬆，故許多新興交易場所接選擇以 ATS 之形式進行設立，包括虛擬貨幣之交易所 Coinbase Securities 與 tZERO ATS⁸⁰。

ATS 與證券交易所皆為使用非裁量性交易規則之交易場所⁸¹，其主要不同之處除了在於 ATS 因規模較小而豁免適用相關證交所規範外，於規範參與之用戶層面亦較為寬鬆。例如 ATS 僅針對參用戶於其交易場所之交易設置規則，除此之外並無規範用戶的其他行為，以及其除了禁止用戶交易外並無其他裁罰用戶之手段。

此外相較於證券交易所，ATS 於交易資訊透明之要求、市場參與者公平之使用的管制面向亦較為寬鬆，大多僅規定若其交易之證券包含一定比例之全國市場證券⁸²(National Market System stock, NMS stock)時，其始負有相關義務。如於客戶訂單公開顯示面，其僅規定當 ATS 交易之證券包含 NMS stock，且該證券於該 ATS 之日均交易量達總體交易量之 5%以上時，ATS 有義務公告相關報價之資訊⁸³。

另外像是公平使用管道之要求，其亦僅規定若 NMS stock 於該 ATS 之日均交易量

⁷⁵ 賴英照，前揭註 24，頁 343-345。

⁷⁶ Roberta S. Karmel, *Turning Seats Into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Future Exchange*, 53 HASTINGS L. J. 367-369, 403, 420-424 (2002).

⁷⁷ *Id.*, at 375-381.

⁷⁸ Exchange Act Rule 3a1-1(a).

⁷⁹ 17 C.F.R. § 242.301(b)(1).

⁸⁰ SEC, Alternative Trading Systems with Form ATS on File with the SEC as of April 30, 2020. <https://www.sec.gov/foia/docs/atlist.htm>. (last visited May. 11, 2020)

⁸¹ 17 C.F.R. § 242.300(a)(1).

⁸² 17 C.F.R. § 242.600(47).

⁸³ 17 C.F.R. § 242.301(b)(3).

達總體交易量之 5% 以上時，則 ATS 需設置開放投資人使用其系統之相關規範，並且不得不合理、不公平的禁止任何人使用其 ATS 服務，同時並需記錄任何許可或禁止用戶進入之理由⁸⁴。由相關之規範可知，相較於一般之交易所，ATS 原則上不被要求要提供最佳價格之相關資訊，證券於 ATS 內之交易資訊透明度較低，只要未包含一定數量之 NMS stock，或將該證券每日均交易量控制在 5% 以下，即不須適用相關之交易資訊公開等規定。

也因 ATS 係多平台之交易所，同時又具備交易資訊不透明之特色，其於美國成為機構投資人為了隱藏交易資訊、進行策略型大量交易時熱愛之交易平台⁸⁵，又有暗池 (dark pools) 之稱⁸⁶。於 2015 年時，SEC 亦意識到問題所在，其發現多元交易市場之存在雖增強了彼此間之競爭，然而亦導致了過於分散之市場結構，從而增加了交易成本並導致市場過於脆弱。且於此同時，愈來愈多交易開始選擇於暗池內而不在交易所進行，進而造成證券流動性降低並阻礙了價格發現之過程。因此其當時即呼籲應要求 ATS 公開小型交易之資訊、降低 NMS stock 於其交易所內到達 5% 才須揭露相關資訊之門檻，並於大宗交易發生時應揭露交易者之身分⁸⁷。有鑒於此，於 2018 年時 SEC 對 Regulation ATS 進行修正，發布 ATS-N 之規定⁸⁸，要求有在交易 NMS Stock 的替代性交易系統 (NMS Stock ATSs) 向 SEC 提交 ATS-N 表格，進而揭露該 ATS 之運作方式以及其相關機構之活動，以加強其執行上之透明性與監管強度⁸⁹。且 SEC 亦可其於公共利益與投資者保護之理由，宣告該 ATS-N 無效⁹⁰。於此規範通過後，目前共有 33 家 NMS Stock ATS 通過申請並經核可生效，另有 5 家目前因申請未過而被迫暫停營業⁹¹。

三、訂單保護規則

由以上之介紹可知，美國現有制度存在多個平台供投資人選擇，故其架構實為多層次且多元之證券交易場所，因此亦會產生本文上述所提及之市場碎裂化、難以發現最佳價格等問題。

為了解決這些問題，訂單保護規則⁹² (Order Protection Rule，又稱 Trade-through Rule) 此一確保最佳報價之機制油然而生⁹³。其規定交易中心應建立並維持一定之合理政策，使同一證券於所有交易管道皆可得到一致之報價，以確保投資人所得到的報價等同於在

⁸⁴ 17 C.F.R. § 242.301(b)(6).

⁸⁵ SEC, Rule 611 of Regulation NMS Memorandum, <https://www.sec.gov/spotlight/emsac/emsac-archives.htm>. (last visited May. 11, 2020)

⁸⁶ Brian P. Baxter, *supra* note 48, at 11.; Steven McNamara, *The stock Exchange as Multi-sided Platform and the Future of National market system*, B. Y. U. L. REV., 969-1036 (2018).

⁸⁷ SEC, U.S. Equity Market Structure: Making Our Market Work Better for Investors, <https://www.sec.gov/news/statement/us-equity-market-structure.html#>. (last visited May. 11, 2020)

⁸⁸ 17 C.F.R. § 242.304. NMS Stock ATSs.

⁸⁹ IOSCO, *supra* note 57, at 12.

⁹⁰ SEC, Form ATS-N Filings and Information, <https://www.sec.gov/divisions/marketregr/form-ats-n-filings.htm>. (last visited May. 11, 2020)

⁹¹ 同註 80。

⁹² 17 C.F.R. § 242.611.

⁹³ 與美國最佳報價有關之文獻，可參 Dolgoplov Stanislav, *Wholesaling Best Execution: How Entangled are off-Exchange Market Makers*, VIR. L. & B. REV., Vol. 11, Issue 1, 149-200 (2016).

任何其他交易場所可取得者，而不會取得一個「次優價格」。此處之「交易中心」範圍包括證券交易所、替代性交易系統，以及其他於證券商內部自行進行交易者皆有適用。但就適用之對象而言，其亦有限定特定證券之報價才會受其保護。規則中明訂交易中心應實施一定之規範以使那些「受保護報價」⁹⁴不會取得較差之價格。受保護報價一般來說具備幾個要素，首先其必須經自動交易中心顯示為「自動報價」，亦即該報價於條件滿足後可立刻自動執行而不會延遲。其次，該報價必須在多元市場中進行分發，因此當市場數據無法整合運行時便不適用。最重要者，該報價必須是對於 NMS stock 的最佳報價(最高買價或最低賣價)，此時才可構成受保護報價⁹⁵。而由此一設計，可知當時訂單保護規則係意在促進投資人使用會標示報價金額之限價單(因其規定須為最佳報價才得成為受保護報價)，進而盡可能地減少此類限價單獲得較差價格之情況。也因為各個報價皆顯示其限價之金額，進而使整體市場更具透明度，讓多元市場中之不同市場間報價資訊得以流通。

然而於實際運作之下，訂單保護規則亦受到些許批評，包括此規則造成每一個交易中心皆須於不同場所間尋找最佳報價，進而導致交易平台過度分散，加深市場之複雜度進而導致投資者之成本提高；且又因其要求交易場所需為每個投資人之受保護報價尋找最佳價格，且僅限於 NMS stock 之報價，對於那些原本因不同交易場所間之交易速度、費用等差異而可套利之投資者而言，其可能將轉向較不透明之暗池進行交易，間接地導致暗池交易量之提高⁹⁶。

四、小結

由本文上述可知，美國現行之證券交易場所架構係多層次且同時具備多元交易市場。於證券交易所與替代交易系統兩者間，雖其皆為多元交易平台，於其規範寬嚴程度與是否開放一般散戶參與者進入等方面亦有差異。於兩者之劃分，係以其提供之證券交易規模為基準，若規模未超過一定之比例，則其可選擇僅以 ATS 進行營運即可，不需受證券交易所等級之監理。而 ATS 於交易資訊之公開方面亦較為寬鬆，若僅其場內交易之 NMS stock 超過一定比例時，需揭露其相關交易資訊，其他之報價資訊則較不透明，故可吸引具不同投資目的之投資者至不同市場進行交易，有效劃分其各自之功能與服務對象。而其於維持多元交易市場存在之同時，為了解決連帶發生之市場碎裂化與交易資訊不透明之問題，係以訂單保護規則課以交易場所營運者責任，敦促其為投資人尋找最佳之買價與賣價。而我國若欲發展多元交易市場，亦可參考此種法規設計模式，以兼顧市場間之競爭與投資人保護問題。

⁹⁴ 受保護報價(Protected quotations) 係指 17 C.F.R. § 242.611(b) 所列之 9 項例外規定以外之交易。

⁹⁵ SEC, *supra* note 85, at 18.

⁹⁶ *Id.*

第二節：歐盟

歐盟於 2018 年增修金融工具市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive II, MiFID II) 與金融工具市場法規 (Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR) 後，現有之交易市場包括受規範市場、多邊交易設施、系統化內部交易商以及有組織交易設施。相較於先前版本 MiFID，MiFID II 修正規範之一大重點即在於加強交易場所之監管⁹⁷，並試圖在多元多層交易場所共存之情況下，提高金融市場監理強度與透明度⁹⁸。而其具體規範如加強交易場所治理、改善交易前後資訊之透明度、提高投資人保護要求等。

一、歐盟交易場所架構

首先，依據新修正之 MiFID II，多邊交易系統之定義係「任何多個第三方可以在其內部進行買賣金融工具之系統或設施」⁹⁹。而依其分類，證券交易場所又有不同之層級區分，以下將先簡單介紹其各種交易場所之區分與差異。

1、受規範市場(Regulated Markets, RMs)

受規範市場係指一個由市場營運商¹⁰⁰運營和管理之多邊系統，且該系統將金融工具之多邊買家與賣家進行聚集並以非裁量性交易規則(non-discretionary rules)搓合其進行交易，並基於其設立之規則產生雙方交易之合約¹⁰¹。而關於其交易方式，指令中要求 RM 應制定透明、非裁量性之交易規則與程序，進而確保公平有序之交易並建立有效執行訂單之客觀標準，同時並應建立相關安排以促進其系統內部之交易得及時有效之完成¹⁰²。為了確保市場之流動性，其亦要求 RM 應與那些進行市場造市之投資公司¹⁰³簽訂書面協議，確保這些投資公司將於市場內部提供具競爭力之報價，進而提供市場內部交易足夠之流動性¹⁰⁴。

關於價格穩定方面，指令亦提到應使 RM 可於相關金融產品價格在短期內波動過高時暫停其交易，於特定情況並可取消或更正任何交易¹⁰⁵。而於市場進入之規範，其要求 RM 應建立並實施一透明且非歧視性之規則，以確保市場之公平進入，同時並可對得

⁹⁷ Danny Busch, *MiFID II and MiFIR: stricter rules for EU financial markets*, 11 Nos. 2–3, L. FIN MAR. REV., 126–142 (2018).

⁹⁸ 蘇詩雅(2018)，〈歐盟金融工具市場指令修訂版 MiFID II 對資產管理市場之規範內容與影響評估〉，《證券暨期貨月刊》，第 36 卷第 2 期，頁 22-31。

⁹⁹ Article 4(1)(19) of the MiFID II.

¹⁰⁰ 市場營運商(market operator)係指管理和經營受監管市場業務的一個或多個機構或自然人，並可能是受監管市場本身。Article 4(1)(18) of the MiFID II.

¹⁰¹ Article 4(1)(21) of the MiFID II.

¹⁰² Article 48 of the MiFID II.

¹⁰³ 投資公司(invest firm)係指從事接受客戶委託下單、自營、投資組合、投資服務及承銷業務者，並有相關之資本額要求。Article 4(1)(1)、Article 15 of the MiFID II.

¹⁰⁴ Article 4(1)(19) of the MiFID II.

¹⁰⁵ Article 48(5) of the MiFID II.

進入其市場者設立專業條件要求¹⁰⁶。其對於市場監測方面亦有相關之要求，如 RM 應建立有效之程序，以定期監測其用戶有無遵守交易規則¹⁰⁷。

2、多邊交易設施(Multilateral Trading Facilities, MTF)

多邊交易設施則是指令下之另一種多邊交易系統，與 RM 不同之處在於其可由市場營運商抑或投資公司進行運營和管理，且該系統將金融工具之多邊買家與賣家進行聚集並以非裁量性交易規則撮合交易，並進而產生交易合約¹⁰⁸。指令中對於 MTF 以及 OTF 並有相關之交易方式與完成交易之規則¹⁰⁹，包括應建立具備透明性以及公平之規則來完成即時迅速之交易，並應為有效率的訂單執行機制建立客觀標準。除此之外，並應充分的公開其交易資訊，以使其用戶得以考量該市場內之用戶性質與投資工具類型進而做出投資判斷。

於公平進入市場方面¹¹⁰，其要求交易場所應依客觀標準，建立並維持一個透明且非歧視性之規則，以控制用戶對其交易場所之使用。而於價格形成方面，其並要求交易市場內至少應有三個以上之重大活躍用戶，且每個用戶皆可與他者進行交易以形成價格。

指令亦要求投資公司與市場營運商需建立並維持有效之市場監視措施，以偵測相關違規之行為¹¹¹。除了上述 MTF 與 OTF 共同之要求外，MTF 本身亦另外有其他特殊的規範要求。包括其應對於訂單之執行建立並實施一個非裁量性的交易規則，並應對特定交易場所之內部事項有所規範，包括如何控管其交易場所內之風險、促進交易場所內有效率且即時之交易執行機制、有無足夠之財務資源來支撐並控管風險。對於自營之控管方面，其並有限制經營 MTF 之投資公司或市場運營商不得以自有資本執行客戶訂單¹¹²。

3、系統化內部交易商(Systemic Internalisers, SIs)

係指一投資公司，基於有組織且經常性交易之系統與實質性基礎上，自行以自身之帳戶執行客戶訂單，並且不屬於 RMs、MTF 或 OTF 之範疇。是否具備經常性則應以投資公司執行客戶訂單時之場外交易(OTC)數量來決定，而是否具備實質性基礎，則須比較投資公司對特定金融工具進行場外交易的數量占其總交易量之比例¹¹³。此類別包括透過公司內部撮合客戶買賣訂單，並在交易場所外執行客戶訂單之大型投資公司。

4、有組織交易設施(Organized Trading Facilities, OTF)

OTF 係指一個由投資公司所運行，非 RMs 及 MTF 之多邊交易系統，買家與賣家

¹⁰⁶ Article 53 of the MiFID II.

¹⁰⁷ Article 54 of the MiFID II.

¹⁰⁸ Article 4(1)(22) of the MiFID II.

¹⁰⁹ Article 18 of the MiFID II.

¹¹⁰ Article 53(3) of the MiFID II.

¹¹¹ Article 31 of the MiFID II.

¹¹² Article 19 of the MiFID II.

¹¹³ Article 4(1)(20) of the MiFID II.

僅得在其中交易非股權性質之金融工具，包括債券、排放配額、衍生性與結構性金融商品，進而形成交易契約¹¹⁴。而除了在 MTF 處提到之共同交易規則之要求外，OTF 本身亦有其特殊之規範要求¹¹⁵。包括對交易方式進行規範，其訂單之執行係採取裁量性 (discretionary basis) 之交易規則，亦即市場運營者會直接與用戶進行訂單與報價之討論，並讓用戶與其進行交易。而具體裁量權之行使則包括決定 OTF 上訂單之下達與撤銷，以及根據用戶之指令而不將特定訂單相匹配。指令亦要求其不得在同一法人內部同時運營 OTF 與 SI，且不得使 OTF 內部之訂單或報價與 SI 進行連接，且亦不得讓 OTF 與其他 OTF 間之訂單相互連接¹¹⁶。故從規範內亦可窺知其有意將各個市場單獨劃分，而不讓其彼此相連接。除此之外，其並要求那些欲運營 OTF 者須對主管機關解釋為何其無法以 RM、MTF 或 SI 之方式運行，且須詳細的說明其將如何實施交易執行之裁量權，特別包括何時訂單可能被撤銷，以及其如何在 OTF 內匹配兩個或多個訂單¹¹⁷。

二、交易場所監管規範

1、最佳價格之確保

由於歐盟於 MiFID II 之架構下各個層級之交易市場可存在多個交易場所，故指令中並對於用戶於交易場所內最佳價格之確保有所規範，要求其有義務以最有利於客戶的條件來執行訂單¹¹⁸。具體而言，其要求投資公司為了客戶之利益而為其進行訂單交易時，應考量訂單本身之金額、為了成立訂單所需耗費之成本、交易速度、交易成立之可能性、規模大小，以及其他相關之資訊，並基於此為其客戶取得最有利之結果。其更進一步闡明，交易產生之成本則需考慮諸如交易管道手續費、清算於結算費等，且若是同一金融產品有多個交易平台可供交易，亦須考量投資公司為了為客戶取得此一最佳利益而於多個平台同時進行比價、報價之成本。而為了具體化此一規範，指令亦要求投資公司應建立並實施訂單執行之政策，盡所有可能之努力確保其可為其客戶之訂單取得最有利之結果。而此政策則須包括投資公司將進行報價之各個交易平台本身之資訊，以及有哪些因素會影響其選擇何者為最終執行訂單之平台。而具體化規範後，投資公司需進一步將其訂單執行政策揭露予用戶知悉，且須清楚且詳細的讓用戶知悉其訂單將如何被執行¹¹⁹。最後，其並規定應定期檢視其政策所涵蓋之各個訂單執行平台是否有為客戶產生可能之最佳利益，以及其是否需要對現有之政策進行更動¹²⁰。

2、交易資訊透明度之要求

歐盟關於市場中交易資訊透明度之要求，主要規範於 MiFIR 中。其並分為交易前 (Pre-trade) 與交易後 (Post-trade) 之透明度規範。對於交易前之資訊揭露，規範中要求市場

¹¹⁴ Article 4(1)(23) of the MiFID II.

¹¹⁵ Article 20 of the MiFID II.

¹¹⁶ Article 20(4) of the MiFID II.

¹¹⁷ Article 20(7) of the MiFID II.

¹¹⁸ Article 27 of the MiFID II. 然而若是客戶已有清楚之指示 (specific instruction)，投資公司應遵行該指示執行訂單。

¹¹⁹ Article 27(5) of the MiFID II.

¹²⁰ Article 27(7) of the MiFID II.

營運者或投資公司需確保各個報價之金額於正常交易時段被持續性的公開揭露。且須注意此揭露必須在合理的商業條件之下，不具歧視性而公平的提供其用戶使用之權限¹²¹。而於交易後之資訊揭露方面，規範中則要求市場營運者與投資公司需將交易執行之價格、數量與時間予以揭露，且須確保各個資訊之細節之揭露在技術上盡可能地接近實時。同時亦與交易前資訊揭露相同，有相關資訊公平揭露與使用之要求¹²²。最後，其並規定市場經營者應將交易前與交易資訊後資訊分別提供予社會大眾，且須基於合理之商業基礎上，於公布資訊之 15 分鐘內免費提供予用戶¹²³。

且為了確保相關資訊得以被即時有效之公開，規範內並設有數據服務提供商(Data reporting services provider)¹²⁴之機構，可蒐集各交易場所之交易資訊，整合後再提供予社會大眾檢閱。而規範內將此數據提供商分為三類，APA (approved publication arrangement)、CTP (Consolidated tape provider)以及 ARM (approved reporting mechanism)，各有其不同之交易資訊提供要求與目的。以 CTP 為例，CTP 之工作係專門收集 RMs、MTFs、OTFs 內之金融工具交易紀錄，並會將其整合為一個持續性的電子數據流，進而提供用戶各個金融工具之交易價格與數量¹²⁵。指令內亦要求其應在技術上盡可能地接近時實、持續的提供交易資訊予大眾，且相關之資訊則至少需包括該金融工具之種類、交易之成交價格、數量與時間，交易發生之平台(如註明其發生於 SI 或 MTF)，並須確保大眾可快速且公平的獲取該資訊¹²⁶。

三、小結

綜上所述，歐盟於 MiFID II 修正後，成為多層次且多元之證券交易場所。於多層次之間，其不同交易場所以其監管強度之高低、交易方式系裁量性或非裁量性、交易客體係所有金融工具或僅限於特定項目，進而劃分出不同交易場所之交易群體、功用與目的¹²⁷。而於多元平台方面，其亦規定符合一定條件之市場營運商或投資公司即可經營交易場所，為同一金融工具創造了於複數交易平台交易之機會。且其為了解決多交易場所可能造成之市場碎裂化與資訊不對稱之問題，亦從資訊提供面與投資公司義務面分別切入，於資訊面規定相關數據服務提供商應盡可能地即時向市場參與者發布所有交易細節，包含買賣方資訊、價格、投資標的資訊；而於義務面，其亦加強投資公司為用戶取得最佳利益之義務，由原先之應為合理的步驟(reasonable steps)加強至足夠的步驟(all sufficient steps)來確保投資人得到最佳報價。

¹²¹ Article 3 of the MiFIR. 規範中並設有相關例外豁免條件，可參考 Article 4-5 of the MiFIR

¹²² Article 6 of the MiFIR.

¹²³ Article 13 of the MiFIR.

¹²⁴ Article 4(1)(63) of the MiFID II.

¹²⁵ Article 4(1)(53) of the MiFID II.

¹²⁶ Article 65 of the MiFID II.

¹²⁷ Danny Busch, *supra* note 88, at 20.

第五章：我國之改革方向

由以上之比較法整理觀之，美國與歐盟各自有其不同之證券市場多層多元架構。美國係以該交易場所之全國交易證券(NMS stock)交易數量有無超過一定比例進行區分，若在一定比例以下則不需受到證交所等級之監管，可以替代性交易系統之方式運營，且交易資訊揭露規定亦較為寬鬆，而兩者同樣係以非裁量性交易規則進行交易。另於最佳報價之確保方面，其並有訂單保護規則以確保交易者不會取得次優價格。歐盟對於交易場所之分層亦有不同之規範予以區分，包括可進行營運之對象(市場營運者或投資公司)、可交易之金融產品(股權或非股權金融工具)、交易方式(裁量性或非裁量性)。為了解決報價不一之風險，歐盟並規定市場營運者須訂定具體政策以確保用戶於交易場所內可取得最佳價格，並要求其有義務以最有利於客戶的條件來執行訂單，而相關之交易資訊則由數據服務提供商進行整合與公開揭露。

回歸我國證券交易市場制度之改革，本章將先就交易市場架構進行探討，討論我國究竟該如何進行多元市場之重建，隨後將針對目前過於僵化之交易制度與場外交易禁止之規定提出修正建議，最後並將討論我國多元市場下之最佳報價確保之規範是否完善。

第一節：我國交易市場架構之重塑

目前我國之證券交易市場為多層架構，包含上市、上櫃與興櫃市場，且各有其各自之證交所、櫃買中心與證券商營業處所作為交易場所。然於多元性部分，如本文上述所提，基本上證交所與櫃買中心皆為單一獨占市場，僅興櫃股票交易處證券商實質存在多個交易平台供交易。

證交所部分，比較法上美國與歐盟與其制度上相近者如美國證交所、歐盟受規範市場皆存在多元市場，且證交交易市場之多元化將可帶動交易市場彼此間之競爭，進而藉由差異化之手續費標準、交易透明度等規定吸引不同目的之投資族群。而我國雖於法律上實無禁止多個證交所並存之空間，然於現實面上因台灣證交所仍大幅度的帶有整體政策驅動作用，其法律定位亦同時涉及營利私法人與受委託行使公權力之性質，故現況下仍以市場獨占之方式來運作。而櫃買中心之運作模式亦與證交所類似，皆為一獨占之交易場所。

本文考慮我國於上市上櫃市場方面建立多元平台之必要性與可行性後，認為現有之上市與上櫃市場過於單一與獨占，且帶有高度之政策驅動與公部門性質，與美國及歐盟之制度相比，過於保守而缺乏交易市場間之競爭與創新。有鑒於此，若能於證交所或櫃買中心外另開設平行之交易市場，以民間私人交易所之方式運營，或許得以促進上市上櫃市場間之競爭與多元性。此方向之改革難度或許較高，惟上市上櫃市場現階段皆已具備競價(或等價)之交易方式與較高之流動性，投資人之參與度較高，因此若能於此兩個平台開設複數交易場所將可望為整體市場注入新流水而帶動創新。

除了上市上櫃市場之改革外，完善原先已存在多元交易平台之興櫃市場亦相當重要，亦即需就現有之證券商營業處所交易興櫃股票部分進行制度上之修正。蓋如本文前段所

述，我國資本近年來為了拓展中小、新創業者之籌資管道，不斷新增股權群募、創櫃板等新型市場，近期更欲推動「新創板」¹²⁸，為上市、上櫃、興櫃外之另一交易市場，且設有次級交易市場，可供專業投資人投資。由此可知，我國之證券交易市場實已為多層次之資本市場，故若能再行完善各層級交易市場內部之多元平台交易制度，將可為我國中小企業之募資帶來更大的助益，並且在現有之框架下較具可行性。有鑑於此，本文除了針對證交所與櫃買中心之架構進行更動外，另將把修正之重點放在我國興櫃市場之制度完備。

第二節：興櫃市場議價交易制度之改變

現行制度之興櫃市場交易方式係採議價交易，透過推薦證券商提供報價予投資人進行買賣。而興櫃股票之成交周轉率於 2019 年依本文上述【圖一】所示，僅有 35.14%，低於上市與上櫃股票，顯示目前興櫃股票之市場流動性甚低，市場交易並不活絡。

進一步審視興櫃股票之交易過程，係由推薦證券商提供報價後，該報價資訊經由過證券經紀商或自營商到達投資人，再由該投資人透過經紀商或自營商進行委託下單。因此興櫃股票之交易其實大幅仰賴推薦證券商之促成，其亦負有一定之造市義務，而目前平均每檔股票之推薦證商家數僅有 3.11 家¹²⁹，可見興櫃股票於目前之議價制度運作下因過少市場參與者導致整體流動性不高。

相較之下，美國之替代交易系統(ATS)及歐盟之多邊交易設施(MTF)此等監管較鬆之交易市場，皆以非裁量性之交易規則直接撮合買家與賣家之交易，而這種撮合方式透過證券需求者與證券供給者之出價競爭形式，使買賣雙方得以在同一市場上公開競價，充分表達自身之投資意願與對證券發展之期待，進而形成該證券之市場價格，而非僅透過買賣雙方單一協商之議價方式，價格形成之方式較為透明亦較具效率。

由此可知，若興櫃市場得以開放競價交易其股票，將可提升其交易效率與交易透明度，進而改善目前低迷不振的證券成交周轉率。而若欲開放其作競價交易，則須對目前證交法第 11 條：「本法所稱證券交易所，謂依本法之規定，設置場所及設備，以供給有價證券集中交易市場為目的之法人。」與第 12 條：「本法所稱有價證券集中交易市場，謂證券交易所為供有價證券之競價買賣所開設之市場。」進行修正，蓋其限制僅有證券集中交易市場可為競價交易，又再將此種市場限於證券交易所之專屬業務，於法律層面上限制了興櫃市場進行競價交易之可能。

直接之解決方式，或許可修法於證交法第 12 條後段開設例外規定，新增「或其他經主管機關核可之證券交易市場」，以於法律層面上使興櫃市場之競價交易取得合法性。若修法過於困難繁複，較簡單之解決之道，或許可考慮為興櫃市場於原先之議價買賣外，

¹²⁸ 彭禎伶，黃天牧第一把火開新創版，中時電子報，2020 年 5 月 22 日，
<https://www.chinatimes.com/newspapers/20200522000162-260202?chdtv>。(最後瀏覽日：2020/5/22)

¹²⁹ 證券櫃檯買賣中心，興櫃股票市場現狀，
https://www.tpex.org.tw/web/emergingstock/emg_market_highlight/EmgHighlight.php?l=zh-tw。(最後瀏覽日：2020/5/25)

如櫃買中心一般開創與競價系統相似之等價交易系統，以使各個交易雙方可直接對接，解決目前效率不高之問題。然依證交法之規定，任何從事競價交易之交易場所皆會構成證交所，須遵守證交所之相關規範，櫃買中心之等價交易系統已為競價交易限於證券交易所內實施此規定之例外，不應將此例外再行擴大。若欲合法化的將競價交易引入興櫃市場，最根本之解決之道仍須對證交法進行修正，以在法制上予以規範完備。

第三節：場外交易禁止之廢除

而於場外交易禁止之規定部分，限制特定證券不得於其他交易場所而僅得於一集中市場內進行交易，將不利於證券之流通，亦對於多元市場之建立無所助益。

我國此種不同層級之股票限定於特定交易市場之方式雖可達到一定交易市場分級集中管理之目的，但經過本文上述對比較法之介紹，可得知美國與歐盟之證券市場皆無場外交易禁止之規定，美國之替代交易系統(ATS)可交易原先係於證交所上市、交易之全國市場證券(NMS stocks)，而歐盟之證券市場亦容許場外交易(Over-The-Counter, OTC)，兩者皆無場外禁止交易之規定，我國仍維持場外交易限制之規範實無道理。

或有論者認為場外交易仍會帶來一定之缺點，如對那些進行場外交易之投資人權益欠缺保障、無法享受證券集中保管之服務等¹³⁰，且改變場外交易禁止之規定將對證券商與證交所造成一定衝擊，造成其佣金收入流失，惟本文認為此等規範目的已過時之管制措施仍有修正之必要，且此等過於嚴格之證券交易場所限制規範亦對多元交易市場之建立於可能造成之衝擊面，應搭配場外交易實投資人保護之措施，並漸進式之開放一般投資人與證券商進行場外交易，以在最小影響之情況下將場外交易禁止之規定廢除。

第四節：交易資訊連線與最佳報價之確保

而若欲於興櫃市場建立一完善之多元次級交易市場，則亦須檢視其交易資訊連線系統與原先之最佳報價規範是否足夠。歐盟有其交易資訊透明度之要求，規定數據服務提供商應提供即時之交易資訊，而我國目前之興櫃市場中亦設有一交易資訊連線系統，規定於興櫃股票買賣辦法第3條第2項：「本辦法所稱興櫃股票電腦議價點選系統，係指本中心所建置供推薦證券商、證券自營商及證券經紀商在其營業處所透過電腦連線申報買賣資料，並提供推薦證券商進行議價點選成交之電腦議價交易系統。前項所稱提供推薦證券商進行議價點選成交，係包括到價之委託申報由電腦輔助自動點選成交及未到價之委託申報由推薦證券商自行點選成交。」此一「興櫃股票電腦議價點選系統」係我國目前維持興櫃股票交易資訊流通之平台，其係櫃買中心為增進即時交易資訊傳輸系統，提供更加之交易資訊行情及市況報導服務而設，整體連線架構係由櫃買中心同資訊廠商與電信公司共同建置¹³¹。而證券商於進行興櫃股票之買賣時亦須使用此一系統進行報價

¹³⁰ 李開遠，前揭註23，頁235-236。

¹³¹ 中華民國證券櫃檯買賣中心，櫃檯買賣IP行情網路規格書。

與買賣，於推薦證券商¹³²、證券自營商¹³³、證券經紀商¹³⁴處皆相同，證券商買賣興櫃股票後，應即將客戶帳戶、委託買進或賣出之股票名稱、價格與數量等資料，依規定格式輸入興櫃股票電腦議價點選系統，進而在多元交易之證券商中使資訊同步串聯，興櫃股票買賣辦法第 12 條亦有所規定：「推薦證券商輸入買賣報價、透過興櫃股票電腦議價點選系統點選成交或證券經紀商輸入客戶委託買賣資料後，本中心即透過資訊傳輸系統對外揭示以下資訊：一、推薦證券商間最高買進、最低賣出之報價與數量、推薦證券商名稱及聯絡電話。二、當市最近一筆成交價格、數量及累計成交量、加權平均成交價。」

而於多元市場之建立後，亦須對最佳報價之確保進行完善之規範，相較於美國與歐盟之交易平台需負最佳報價確保之義務，目前之興櫃股票已有價格連線系統，交易資訊可即時反應予消費者，此等最佳報價之問題較不嚴重。而我國興櫃股票買賣辦法第 21 條內仍有規定推薦證券商應「本於專業判斷確實履行報價義務，不得申報偏離合理價格之報價，損及公正價格之形成。」而此種對證券商報價義務之規範似可參考歐盟 MiFID II 中最佳價格之確保的相關定義，要求證券商於為客戶處理報價時，應為其客戶取得最有利之結果，同時並須參考於市場中為了成立訂單所需耗費之成本、交易速度等因素。以使整體最佳報價義務範圍更加明確化。

第六章：結論

證券交易市場除協助證券投資人買賣證券外，亦直接影響企業透過發行市場籌資，蓋交易市場倘若不健全，導致證券流通性不足，則證券投資人可能害怕投資套牢，而減少在初級市場投資的意願，進而使一般企業於發行市場之籌資難度提高。由此可知，設計一個健全且多元的證券次級流通市場，實關乎一國籌資制度之良窳。

本文藉由此次對於我國證券交易市場法制之重新檢討，與美國與歐盟之證券市場架構進行對照，發現現行證券市場之法制架構雖已分層化，具有上市、上櫃、興櫃、創櫃、群眾募資以及即將設立之新創版，實已具備多層證券交易市場架構，惟各層級內之多元交易平台設計仍不夠完善，尤其於目前已具備多交易平台之興櫃市場更為明顯，其整體流動性與參與度皆不足。於資本市場中，次級市場之規範完備對於初級市場之籌資有重大影響，且於現有次級市場制度過於僵化之情況下，亦不利未來新興之籌資平台興起，故本文透過比較法之對照，對現行證券交易市場提供若干修正建議，供未來法制設計之參。

另觀諸我國證券交易市場之演變，可得知市場之交易制度並非無法改變，以我國逐步發展成形之櫃檯買賣市場為例，其於 71 年 10 月重新開啟後，亦耗費多年歷經如櫃檯買賣服務中心等前身，才於 83 年 11 月 1 日正式成為財團法人中華民國櫃檯買賣中心，正式建立我國同時擁有集中市場與櫃買市場之完整體系。多元交易市場之建立與改革或有一定難度，涉及之面相包括原先證券法規之變更、我國市場規模是否有此需求以及我

¹³² 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票買賣辦法第 21、22 條。

¹³³ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票買賣辦法第 27、28 條。

¹³⁴ 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心興櫃股票買賣辦法第 29、30 條。

國大量之散戶投資人是否真能因此受益等考量，故本文此次欲先行拋磚引玉，期能為市場參與者設計更適當之制度規劃，進而加強我國證券市場法制及行政管理架構之適正性，希冀我國之證券交易市場得以更加彈性與多元，降低新興市場成形之阻礙，並期能為我國建立多元之證券交易市場盡一份心力。

參考文獻

一、中文文獻

(一)專書

王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁(2018)，《實用證券交易法》，5版，台北：新學林。

余雪明(2016)，《證券交易法-比較證券法》，5版，台北：證期會。

李開遠(2019)，《證券交易法理論與實務》，4版，台北：五南。

曾宛如(2020)，《證券交易法原理》，7版，台北：元照。

劉連煜(2019)，《現代證券交易法實例研習》，16版，台北：元照。

賴英照(2020)，《股市遊戲規則-最新證券交易法解析》，4版，台北：元照。

(二)期刊論文

余雪明&余慕德(2012)，〈證券交易法近年修法之回顧與前瞻〉，《月旦法學雜誌》，第200期，頁148-180。

李智仁(2010)，〈證券業自律與公司治理—台灣經驗之觀察與分析〉，《月旦財經法雜誌》，第20期，頁65-87。

李愛玲(2013)，〈企業成功邁向興櫃及上櫃〉，《會計研究月刊》，頁98-114。

易明秋(2018)，〈美國證券自律機構的法律定位與發展趨勢〉，《檢察新論》，第23期，頁228-245。

林依仁(2015)，〈公權力委託制度的新發展—以台灣證券交易所為例〉，《國家發展研究》，第15卷1期，頁47-93。

林金榮(2001)，〈問題重重之證交所-證交所受託管理證券集中市場之研究〉，《律師雜誌》，頁73-89。

林金榮(2002)，〈最高行政法院九十年度裁字第七九六號裁定評釋-證交所於證券集中市場管理行為之研究〉，《台灣本土法學雜誌》，第35期，頁1-13。

林國全(1995)，〈自日本1992年設置證券交易等監視委員會論證券主管機關之調查檢查權限〉，《政大法學評論》，頁271-326。

林國全(1996)，〈證券市場自律機構功能之探討〉，《政大法學評論》，第56期，頁223-236。

徐孟洲&謝增毅(2005)，〈證券交易所非互助化：利益衝突與法律對策〉，《月旦財經法雜誌》，第1期，頁39-55。

馬黛&高儀慧&季秀(2001)，〈證交所監視作業中公布注意標準與處置措施效果之評估〉，《台灣金融財務季刊》。

馮震宇(2009)，〈MiFID—後金融海嘯下的歐盟金融市場規範〉，《月旦法學雜誌》，第170期，頁145-161。

楊岳平(2019)，〈區塊鏈時代下的證券監管思維挑戰：評金管會最新證券型虛擬通貨監管方案〉，《臺大法學論叢》，第48卷特刊，頁1279-1374。

鄭旭高(2019)，〈金融科技新創常見法律財會議題〉，《月旦會計實務研究》，第17期，頁30-35。

賴英照(2000)，〈證券交易所規範權限之檢討〉，《月旦法學雜誌》，第63期，頁51-63。

蘇詩雅(2018)，〈歐盟金融工具市場指令修訂版MiFIDII對資產管理市場之規範內容與影響評估〉，《證券暨期貨月刊》，第36卷第2期，頁22-31。

二、英文文獻

Baxter, Brian P. (2017), The Securities Black Market: Dark Pool Trading and the Need for a More Expensive Regulation ATS-N, *Vanderbilt Law Review* Vol. 70, Issue 1:311-338.

Bradley, Evelyn (1999). A Regional Stock Exchange: Hope for Sub-Saharan Africa Stock Markets, *Michigan State University-DCL Journal of International Law* Vol. 8, Issue 2: 305-334.

Brams, Steven J.; Mitts, Joshua R. (2012), Law and Mechanism Design: Procedures to Induce Honest Bargaining, *New York University Annual Survey of American Law* Vol. 68, Issue 4:729-790.

Brummer, Chris (2015). Disruptive Technology and Securities Regulation, *Fordham Law Review* Vol. 84, Issue 3:977-1052.

Danny Busch (2018), MiFID II and MiFIR: stricter rules for EU financial markets, *Law and Financial Markets Review*, 11:126-142.

Dolgoplov, Stanislav (2016), Wholesaling Best Execution: How Entangled are off-Exchange Market Makers, *Virginia Law and Business Review* Vol. 11, Issue 1:149-200.

Ellig, Jerry; Taylor, James Nicholas (2005), What Did the Unbundled Network Element Platform Cost, *CommLaw Conspectus: Journal of Communications Law and Policy* Vol. 14, Issue 1:1-38.

Eng, Edward M.; Frank, Ronald; Lyn, Esmeralda O. (2013), Finding Best Execution in the Dark: Market Fragmentation and the Rise of Dark Pools, *Legal & Business Articles, Journal of International Business and Law* Vol. 12, Issue 1:39-50.

Fleckner, Andreas M (2006), Stock Exchanges at the Crossroads, *Fordham Law Review* Vol. 74, Issue 5:2541-2620.

Fox, Merritt B; Glosten, Lawrence R; Rauterberg, Gabriel V (2018), Informed Trading and Its Regulation, *Journal of Corporation Law* Vol. 43, Issue 4:817-898.

Gentzoglanis, Anastassios (2006), Reg NMS and Competition in the Alternative Trading Systems in the US, *Special Issue on the Future of Alternative Trading Systems in Global Financial Markets -Part II: Regulatory Issues Competition and Regulation in*

Network Industries Vol. 7, Issue 4:497-514.

Johnsen, D. Bruce (2018), A Transaction Cost Assessment of SEC Regulation Best Interest, *Columbia Business Law Review* Vol. 2018, Issue 3:695-756.

Karmel, Roberta S. (2007), The Once and Future New York Stock Exchange: The Regulation of Global Exchanges, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* Vol 1, Issue 2, pp. 355-394

Klock, Mark (1999), The SEC's New Regulation ATS: Placing the Myth of Market Fragmentation ahead of Economic Theory and Evidence, *Florida Law Review* Vol. 51, Issue 5:753-798.

Lerner, Linda (2005), SEC Raises Stakes with Trading Reform Proposal, *International Financial Law Review* Vol. 24, Issue 2:29-32.

Levitt, Arthur (2000), Best Execution, Price Transparency, and Linkages: Protecting the Investor Interest, F. Hodge O'Neal Corporate and Securities Law Symposium: The Changing Structure of Securities Regulation, *Washington University Law Quarterly* Vol. 78, Issue 2:513-518.

Licht, Amir N (2001), Stock Exchange Mobility, Unilateral Recognition, and the Privatization of Securities Regulation, *The 16th Sokol Colloquium: The Privatization of Securities Laws* Virginia Journal of International Law Vol. 41, Issue 3:583-628.

Macey, Jonathan; Swensen, David (2017), Recovering the Promise of the Orderly and Fair Stock Exchange, *Journal of Corporation Law* Vol. 42, Issue 4:777-792.

Manne, Henry G. (2012). Economics and Financial Regulation, *Banking & Finance, Regulation* Vol. 35, Issue 2:20-25.

McNamara, Steven (2018), The Stock Exchange as Multi-Sided Platform and the Future of the National Market System, *Brigham Young University Law Review* Vol. 2018, Issue 5:969-1036

Oesterle, Dale A (2005), Regulation NMS: Has the SEC Exceeded Its Congressional Mandate to Facilitate a National Market System in Securities Trading, *New York University Journal of Law & Business* Vol. 1, Issue 3:613-674.

Oesterle, Dale Arthur; Winslow, Donald Arthur; Anderson, Seth C (1992), The New York Stock Exchange and Its out Moded Specialist System: Can the Exchange Innovate to Survive, *Journal of Corporation Law* Vol. 17, Issue 2:223-310.

Scassa, Teresa (2017), Sharing Data in the Platform Economy A Public Interest Argument for Access to Platform Data, *Property in the City: Special Edition U.B.C. Law Review* Vol. 50, Issue 4:1017-1072.

Schara, Jeremy (2015), Knowledge Is Salvation: Informing Investors by Regulating Disclosures to Safeguard Best Execution, *Hofstra Law Review* Vol. 43, Issue 4:1231-1270.