

TAIWAN DEPOSITORY & CLEARING CORPORATION

TDCC

集保雙月刊

VOL.230 2017年2月



TDCC | FINTECH

TDCC | 臺灣集中保管結算所

# CONTENTS

## 1 編輯室的話

## 2 國際要聞

- 香港金融管理局實施網路安全計劃
- Clearstream Banking 推出企業永續管理之即時訊息服務
- 歐洲央行與日本央行合作區塊鏈計畫
- 資本市場擁抱雲端技術應用

## 6 特別報導

國際跨境集保結算商機對我國金融進口替代政策的參考(上)

林蒼祥、王大鈞

## 24 本期專欄

《企業併購法》異議股東股份收買程序之新制：兼論美國模範商業公司法及日本會社法

王資元

## 37 重要紀事

## 40 圖片集錦



中華郵政台北誌字號第917號  
執照登記為(雜誌)交寄

發行人：林修銘  
編輯者：集保結算所期刊編輯委員會  
發行者：臺灣集中保管結算所  
地 址：台北市復興北路363號11樓  
電 話：02-2719-5805  
網 址：www.tdcc.com.tw

本期國際要聞內容包括「香港金融管理局實施網路安全計劃」、「歐洲央行與日本央行合作區塊鏈計畫」、「資本市場擁抱雲端技術應用」及「Clearstream Banking 推出企業永續管理之即時訊息服務」等4篇報導。本期國際要聞內容除了從Regulation Asia、Global Custodian 網站及Thomas Murray 摘錄各國證券金融市場最新動態新聞外，編輯同時針對相關新聞整理詳細的後續追蹤報導，俾提供讀者對世界各國證券金融市場最新訊息有更進一步的認識與瞭解。

本期特別報導刊載淡江大學財金系教授兼兩岸金融研究中心主任林蒼祥博士與王大鈞合著之「國際跨境集保結算商機對我國金融進口替代政策的參考」，2016年每天從台灣匯出投資美股資金逾台幣20億，此一龐大海外投資為國內發展金融進口替代政策提供強大後盾。作者參考新加坡經驗，建議集保結算所加速具備國內及國際QCCP資格，可承做台灣資金的龐大投資的海外有價證券的跨境保管結算業務，同時培養與訓練海外有價證券跨境保管結算的證券期貨金融與保險業者及相關周邊單位的高階人才，使參與經營跨境店頭衍生商品的機構投資者的資本計提合乎國際水平，讓我國金融進口替代政策蓬勃發展。

本期專欄刊載本公司法務室王資元專員著之「《企業併購法》異議股東股份收買程序之新制：兼論美國模範商業公司法及日本會社法」，台灣新企業併購法大幅修改異議股東行使股份收買請求權之程序，異議股東於主動提出收買價格並交存股票後，公司即須先支付無爭議之價格並主動為未達成協議之異議股東向法院聲請價格裁定，類似規定於美國模範商業公司法及日本會社法均已行之有年，惟台灣之新制仍有若干獨創之處，本文旨在提出其可能衍生之相關議題，並期待新制之實施得以兼顧股東權益及企業運作。

金雞納福 恭賀新禧  
*Happy Lunar New Year*





T  
D  
C  
C

國際要聞

## 香港金融管理局實施網路安全計劃

香港金融管理局將實施一項網路安全強化計劃(CFI)，透過評估，專業及人才發展與訊息共享，提升機構的應變能力，以應付日漸增加的網路攻擊。

金融管理局將使用CFI的網路應變性評估系統(C-RAF)，分兩個階段使用三個工具來做評估：固有風險評估、成熟度評估(以評估AI對該固有風險的應變能力)和智慧型網路攻擊模擬測試(iCast)。

在C-RAF的第一階段，只挑選30個機構在2017年9月之前完成C-RAF固有風險評估和成熟度評估，如適用，到2018年6月底會完成iCast。

第二階段的實施將取決於第一階段實行後的諮詢



結果，以及包括其它在第一階段沒被選中的機構在2018年年底前完成固有風險評估和成熟度評估，iCAST時間表將由金融管理局決定。

同時，監管單位表示，將在一個月內開放銀行使用智慧化網路共享平台的權限。

(資料來源: Regulation Asia, 2016/12/22)

## Clearstream Banking 推出企業永續管理之即時訊息服務

Clearstream Banking宣布對使用該公司CreationOnline功能的客戶推出即時訊息提醒服務。此服務已經上線，希望當市場遇到特殊情況時，能夠加強與客戶間的溝通。

通過新服務，Clearstream Banking客戶將收到會影響Clearstream Banking系統或其服務的56個國家市場營運事件的即時訊息。客戶可使用兩種提醒服務：

1. BCM訊息 - ICSD，包括Clearstream Banking盧森堡（CBL）的國際集中證券保管（ICSD）帳戶和Clearstream Banking Frankfurt（CBF）帳戶
2. BCM訊息 - CSD，涵蓋CBF中的CSD帳戶

官方公告：<http://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/settlement/a16170/85476>

(資料來源: Thomas Murray, 2016/12/2)

## 歐洲央行與日本央行合作區塊鏈計畫



歐洲中央銀行（ECB）公布與日本央行的合作計畫，探討如何將分布式分類帳技術（DLT）應用於現在市場上的系統設備。

在法蘭克福舉行的年度Handelsblatt會議上，歐洲央行執行委員會成員Yves Mersch提及與日本央行合作的DLT研究計畫。

"任何基於技術的市場設施服務都必須完美到能夠滿足安全和效率方面的高要求標準。"

"為了引領歐洲央行參與國際合作的方式，我們與日本央行一起啟動一個聯合研究項目，研究DLT在市場上可能運用的方向。"

"這項工作可以幫助定義新技術如何改變當今的全球金融生態系統，並確保中央銀行已經做好充分準備。"

近期討論重點在於如何在整個行業實施DLT，同時保有現行系統與法規的優勢。

上週在倫敦舉行的全球保管論壇上，業者表達對DLT發展的顧慮，不同產業部門在交流DLT的發展方面時，彼此是非常謹慎的，因為擔心這項技術可能會威脅到他們的業務。

Norrep資本管理公司運營長Sonia Maloney認為，資產管理公司因為缺乏彼此合作，最沒有體驗到DLT的好處。

Mersch也試著減輕市場對DLT巨大影響力的擔憂，指出歐洲央行發展的Target2-Securities計畫即是DLT技術在市場上大規模實施的一個成功例子。

"去年，包括歐洲央行和歐元區國家中央銀行在內的歐元體系發起了一項名為T2S的中央銀行服務，就像DLT一樣，這服務被稱為銀行業遊戲規則的顛覆者。"

"T2S正在轉變歐洲金融業後台部門，不僅對證券交易提供整合結算服務，而且還為結算交易作業帶來前所未見的一致性。"

(資料來源: Global Custodian, 2016/12/7)

## 資本市場擁抱雲端技術運用

Celent的最新研究顯示，鑒於日趨嚴格的監管、不斷上升的成本壓力、大環境的不確定性和金融科技的興起，資本市場開始逐漸採納雲端技術。

一篇名為"資本市場雲端技術來臨"的文章指出，雲端服務已經來到了轉捩點，並已成為現行產業運作模式的主要功能。

調查結果顯示，雲端服務為企業提供了一個更敏捷的設施，使參加人能夠應對不斷變化的監管要求，多樣化的交易應用，以及對於快速連接到多項資源的需求。

雲端技術也被視為金融科技發展的關鍵，因為它有能力實施創新想法並降低失敗造成的成本。



該報告顯示，在過去12至18個月中，市場對雲端服務的需求增加，參加人對其所帶來的安全、穩定和可靠性表現出更大的接受度。

然而對於雲端技術的全面實施，在數據存儲位置，風險責任和組織慣性等議題上，市場仍然存在疑慮。

"採用的障礙不再是對技術的不信任，而是如何成功運用符合法規的解決方案，這些問題是所有技術解決方案的共同之處，而非只針對雲端技術"， Celent的研究總監Brad Bailey 表示。

"在許多情況下，開放的雲端技術比企業自己的系統更安全，我們也看到機構從一開始的排斥，到現在願意擁抱雲端技術的態度轉變。"

(資料來源: Global Custodian, 2016/12/12)

## 國際跨境集保結算商機對我國金融 進口替代政策的參考(上)

林 蒼祥 淡江大學財金系教授兼兩岸金融研究中心主任

王 大鈞 仁寶電腦工業公司車用電子事業本部副總經理





## 摘要

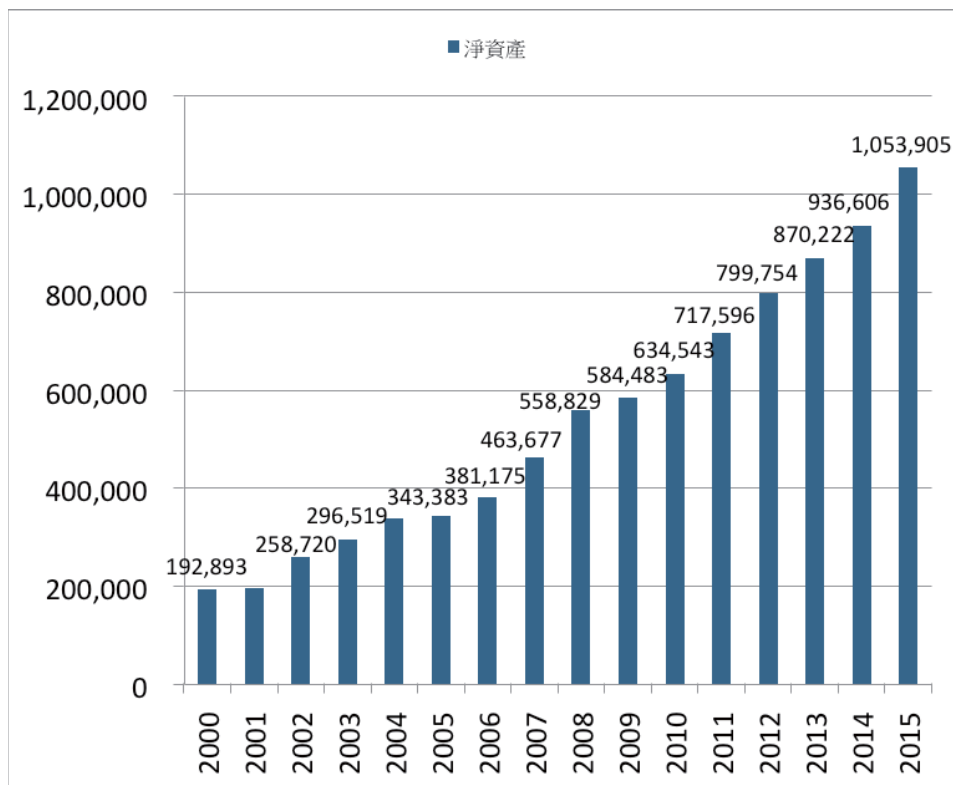
我國投資海外資產規模兩年前就已超過台股總市值，其中勞退等四大基金與保險業者投資海外有價證券規模占相當高比例，2016年每天逾台幣20億從台灣匯出投資美股，台灣龐大海外投資為國內發展金融進口替代政策提供強大後盾，海外有價證券跨境保管結算業務為金融進口替代政策提供證券期貨保險銀行業者及周邊單位巨大的潛在商機。尤其是金融海嘯後國際金融監理趨嚴，美國多德-弗蘭克法案，歐洲市場基礎設施監管法及國際清算銀行Basel III 蘿蔔棍子齊下，要求店頭市場衍生性商品被強制要求透過QCCP進行集中清算，更對跨境保管結算商機推波助瀾。海外有價證券跨境保管結算具有跨時區、跨市場、跨幣別之特性，各國市場之交割慣例、稅務處理、法規限制差異甚大。因此，如何有效地為投資者提供資產保管、跨境結算和股務服務成為發展金融進口替代政策與商機的重要議題。集保結算所已與Euroclear、Clearstream等國際保管機構合作，保管服務集中於海外固定收益商品，福爾摩沙債券已規定全部由集保結算所保管，將來央行、勞動基金運用局管理基金、保險公司與中華郵政公司等擁有數千億美元的海外有價證券，假使可都由集保結算所保管，將會大幅增強集保結算所與國際保管機構或保管銀行之合作優勢。國際間主要國家之集中保管機構辦理跨境保管外國有價證券作業時，大部分都有提供借券與擔保品管理服務，Clearstream、Euroclear、新加坡CDP與韓國KSD均已提供海外有價證券之借券業務，建議開放集保結算所經營海外有價證券借券以擴大跨境保管業務規模。此外，Basel III的QCCP規範已於2017年元月施行，參考新加坡經驗，建議臺灣集保結算所宜早日具備國內及國際QCCP資格，可承做台灣資金的龐大投資的海外有價證券的跨境保管結算業務，同時進行培養與訓練海外有價證券跨境保管結算的證券期貨金融與保險業者及相關周邊單位的高階人才，使參與經營跨境店頭衍生商品的機構投資者的資本計提合乎國際水平，讓我國金融進口替代政策蓬勃發展。

## 壹、前言

金管會2014年初開始推動金融進口替代政策，在「在臺灣交易於國外發行的，台灣也可發行」發展方向上，修正保險法放寬保險業投資國內上市(櫃)買賣之外幣計價股權或債券憑證之金額可不計入國外投資限額，修正銀行法及銀行發行金融債券辦法放寬發行金融債券的目的、年期及發行彈性，以及開放銀行及OBU得兼營代理買賣外國債券，修正保險業辦理國外投資管理辦法鼓勵保險業將國外有價證券委由國內集中保管機構保管。台灣國內機構法人與自然人投資海外的淨資產總額2015年底達美元1.053兆(圖一)，超過同年台股總市值，其中股權和投資基金、債務投資和衍生性商品投資額分別達到美元1891億、3496

億和73億；2015年台灣四大基金投資海外有價證券規模達台幣1.66兆元，占四大基金的總資產比例近2成(表一)，壽險業與產險業投資海外資產約新台幣11兆其中海外有價證券約占七成，2016年每日超過台幣20億從台灣匯出投資美股，台灣龐大海外投資為國內發展海外有價證券跨境保管結算業務提供巨大商機。海外有價證券跨境保管有跨時區、跨市場、跨幣別之特性，且各個市場之交割慣例、稅務處理、法規限制差異甚大。因此，如何有效地為投資者提供資產保管、跨境結算和公司治理服務成為金融進口替代政策的重要議題。

圖一 臺灣投資海外有價證券的淨資產



資料來源：中央銀行

表一 四大基金投資海外有價證券統計表

單位：新臺幣百萬元

	勞退基金	勞保基金	郵政儲金	退撫基金	合計
資產規模	2,431,941	699,939	6,064,174	562,622	9,758,676
海外有價證券	1,146,501	294,179	475,128	207,701	2,123,509

資料來源：勞動部、退撫基金監理委員會、中華郵政公司，2016年9月

目前我國投資境外有價證券保管的龐大業務絕大部分仍依賴於國際保管銀行。為改變這一現狀並配合金融進口替代政策，金管會修改法令，允許臺灣集中保管結算所股份有限公司（以下簡稱為集保結算所）開辦跨國境保管外國有價證券業務，也放寬保險業投資管理辦法，鼓勵保險公司將投資的國外有價證券委由國內集中保管機構保管，增加其國外信評機構評定為BBB+至BB+級公司債、非本國發行可轉換公司債、附認股權公司債的投資額度，以促進在地化全球跨境保管服務，台灣花旗銀行2015年底推出台灣首宗全球託管業務，協助南山人壽等多家壽險公司的海外有價證券移回台灣保管。為提升跨境保管服務，集保結算所與Clearstream、Euroclear等國際保管機構合作，集保結算所開辦十四個月，跨境保管外幣計價福爾摩沙債券逾新臺幣6,200億元，但仍遠小於國際主要證券保管機構之規模經濟。新加坡、日本和韓國等市場多完成了前後臺之整合，尤其是2017年元月Basel III要求店頭衍生商品交易與提供為保證金擔保品有關之合格中央對手結算(QCCP)與非合格中央對手結算(non-QCCP)資本計提存在數十倍差異將帶來深遠影響。因此，我們想分析歐美及亞洲幾個市場的有價證券跨境集中

保管業務，作為我國發展跨境集中保管業務發展之參考。

台灣集保結算所為參與推動金融進口替代政策，提供有價證券跨境集中保管結算之款券同步交割(Deliver Versus Payment, DVP)，集保結算所與中央銀行所轄三大支付系統之一的財金資訊公司構建之外幣結算平臺，通過連接不同幣別之清算銀行，集中處理外幣債票之DVP服務。目前集保結算所的有價證券跨境集中保管服務主要是固定收益產品，未來可考慮逐步推展至權益類商品，以期滿足專業投資機構一次購足需求，並可使專業投資機構以單一帳簿管理其所有外國有價證券。儘管，集保結算所已具有提供海外有價證券跨境保管服務的經驗，但是缺乏商業銀行執照，不能直接提供國際保管銀行的金流業務，不能直接自行處理投資機構金流服務（交割款信用墊付與資金息）與多國交割結算換匯服務。此外，目前金管會尚未開放集保結算所承做國際保管銀行業務常見的境外有價證券的借券業務、OTC衍生性商品的擔保品管理等服務。

因此，有必要就美國、歐洲、日本、星港與韓國等市場的有價證券跨境集中保管結算業務之相關法令及制度、商品範圍與作業內容等進行資料蒐集及彙整，並將之與台灣現行開辦的有價證券跨境集中保管結算業務如保管、交割、結算及帳簿劃撥等進行比較，也嘗試探討海外有價證券的借券及擔保品管理服務，找尋我國發展有價證券跨境集中保管業務之參考。後續各章安排如下，第貳章將蒐集美國、英國、歐盟及德國有價證券跨

境中保管結算業務現況，第叁章日本、中國、韓國、香港、新加坡的有價證券跨境集中保管業務相關法令及現況之彙整；第肆章比較前述市場與我國跨境集保業務，並就有關我國有價證券跨境集保業務現行的作業模式，第五章以將來可能發展的海外有價證券的借券及擔保品管理服務，經由分析提供可供參考之道；最後一章是結論與建議。

## 貳、美國、英國、歐盟及德國的跨境集保業務現況

### 美國跨境集保業務現況

美國證券集中保管結算公司（Depository Trust & Clearing Corporation，DTCC）與加拿大證券存管公司（Canadian Depository for Securities，CDS）建立解決跨境證券交易結算的通道分別是紐約連接服務（New York Link，NYL）、DTC直接連接服務（DTC Direct Link，DDL），共同特點是為投資人提供跨境結算交割和保管服務，帳簿記載制度（book-entry）的證券跨境轉移以及同日結算等，例如加拿大投資人可以直接利用其CDS帳戶辦理加美跨境證券交易的結算，通過New York Link，CDS的投資人可申請成為NSCC和DTC的會員。

#### 一、跨境交易

加拿大證券市場透過美國市場交割每年超過1300萬筆交易，CDS為美國國家證券結算公司（NSCC，National Securities Clearing Corporation）及美國證券保管公司（DTC，Depository Trust Company）之會員，DTC保管約85%至90%美國有價證券包括股票、公司債、地方政府債券及貨幣市場工具。美加跨國交易主要透過兩個管道：

##### （一）紐約連接（New York Link，NYL）

紐約連接（NYL）服務直接透過NSCC結算，DTC作為證券的交割與保管都可以通過紐約連接（NYL）實踐，CDS的自動確認交易系統（Automated Confirmation Transaction Service，ACT）提供跨境交易服務，可不必是納斯達克（NASDAQ）會

員也不受美國金融業監管局（The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）監管，就可直接連接納斯達克（NASDAQ）的自動確認交易系統（ACT）。

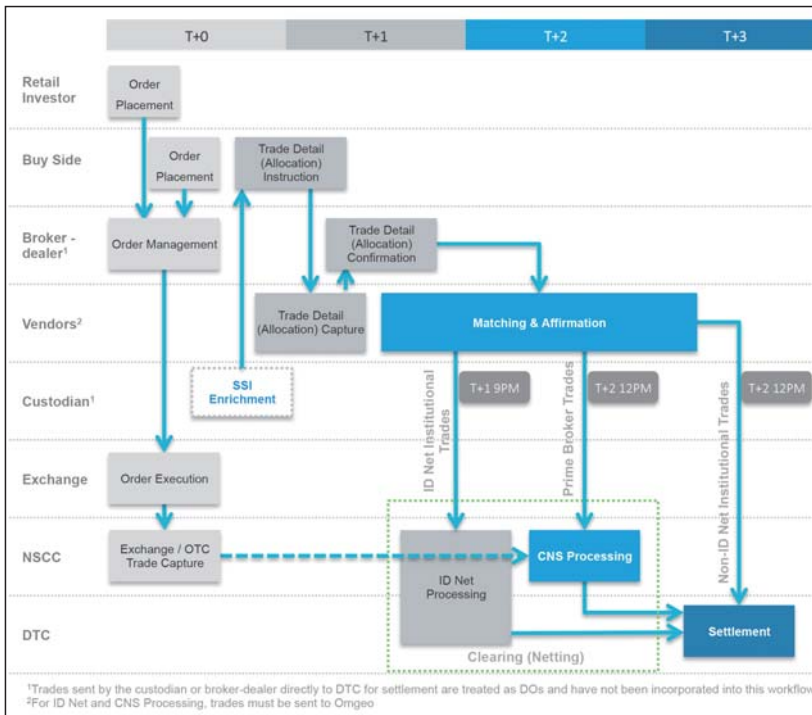
(二)DTC直接連接（DTC Direct Link, DDL）

每個參與者都有DTCC帳戶，並直接與DTCC進行大部分的活動，除了結算，直接與CDS的美國銀行完成。CDS/DTC跨境移動服務CDS和DTCC之間移動證券、國際帳簿對帳服務，DTC直接透過CDS現金分紅和利息支付。

二、交割和結算

目前採日終一次交割作業，日常結算淨額數字是

美東時間下午4點整由DTCC提供，CDS每日聯繫參與者或其指定的付款代理人確認淨結算金額，當參與者的淨借方餘額為他們的DTC直接連接交易當天的結果，參與者或其指定的付款代理人由美東時間下午4點20分匯款轉帳給CDS的結算帳戶。DTC系統將統籌辦理款券結算資料產製與交割作業，並改以款券同步交割方式，同步完成交割款券的借貸方記錄與交割作業提供會員單一且透明度高的日中交割流程。交割期間為T+3日，證券商在交易所完成交易後之資料，將透過NSCC之交易對帳系統完成確認，NSCC將確認後之交割指令通知DTC辦理帳簿劃撥轉帳以完成交割(圖二)。



圖二 T+3結算流程圖  
資料來源：<http://www.ust2.com/pdfs/ssc.pdf>與臺灣集保結算所

證券賣方須依照DTC風險控管機制，擔保品管理、淨交付款項上限，建立的順位來辦理交割。DTC的證券交割方式部分，在交割證券流程開始之前，DTC會檢查賣方會員是否有足額證券部位及足額擔保品，及買方會員是否有足額擔保品及未達淨交付款項上限，若未達上述標準，交割順位就會延後，遭順延的交割會持續更新狀態以供交割，會員亦可利用DTC存貨管理系統（Inventory Management System）調整其交割順位。結算會員無法調整DTC已制訂之自動化交割順位元元作業方式；此順位有兩大要點，一是對各類交易方式有先後排序之交割順位，另一是依據交易之交割價值由高而低依序交割。將來可能採取日內多次交割作業取代目前日終一次交割作業，提供更即時的交割最終效力，以降低會員日中墊款需求及提升其資金管理效率。

### 三、跨境股務

美國DTCC之資產服務主要係提供證券及其他資產之保管、存託、股務等服務，以避免有價證券於進行交割及其他活動時，實體證券的移動。其主要之服務項目包括送存保管服務（Deposit Services）、領回服務（Withdrawal Service）、證券快速自動過戶系統（Fast Automated Securities Transfer Program, FAST）、保管服務（Custody Services）等，存放於DTC證券，必須遵守管理外國資產的美國財政部控制辦公室（OFAC）所頒布的規定。

DTCC為達到「不移動化」（Immobilization）目

的，可將證券大面額化之後，存於DTCC的金庫或合作的股票過戶機構處所，並可再透過帳簿劃撥制度及入庫證券掃描後執行證券之「無實體化」（Dematerialization）作業。所有在美國市場交易的證券、公司債、地方政府債券都可透過DTCC集中保管，使用紐約連接（NYL）服務與使用DTC直接連接服務（DDL）的參與者，證券將直接存入其DTCC的帳戶，CDS將證券和存款帳簿傳送給DTCC。DTCC已獲得美國SEC核准，可將參加人已移除之該類證券逐張掃描並永久保存檔案後，銷燬實體，藉以提高庫房之使用效率。參加人持有非DTCC適合保管之證券（如限制流通之私募證券），DTCC亦提供保管服務，參加人得將該證券送存到DTCC，但DTCC未將該證券登錄至Cede & Co.名義之下，保管方式類似台灣集保結算所之分戶保管。

美國DTCC為整合跨國股務資訊，推出全球股務資訊系統（Global Corporate Action Validation Service, GCAVS），以自動化方式收集、整理、確認全球之股務訊息，來整合並簡化公司訊息傳遞程式。2010年10月，DTCC擴充旗下全球股務確認服務（GCAVS），將上市股票衍生性金融商品納入服務範圍。GCAVS將開始透過5個股票衍生性商品交易所與基礎設施機構發佈資訊，分別為選擇權結算公司（Options Clearing Corporation）、NYSE Euronext、Eurex、義大利證交所與東京證交所，並將這項服務推廣至其他交易所。GCAVS將蒐集相關資訊，藉由電子化中央資訊站以標準化格式傳遞給市場人士，取代人工作業。

2013年12月DTC開始運用全球金融業訊息標準ISO20022處理自動化電子訊息。DTCC將於2016年中前分階段逐步實施新的訊息標準，搭配推出瀏覽器型式之新使用者介面。此外，DTCC亦將於2014年推出使用ISO20022格式之選舉投票指示報表。發行公司將可利用該投票指示報表之訊息（又稱「CAST」訊息），以自動化方式追蹤瞭解其流通在外投票權之指示。

DTC的股務方式轉型為股務資訊網（Corporate Action Web, CA Web），以支援股利配發業務，包括現金股利、還本付息、股票分割及分割配股等作業，並擴及配發業務相關指示、過戶、配置與調整等功能。CA Web屬於網路型使用者介面，取代原使用平臺。其直覺式導引功能、單一事項資料模式取代功能代碼，及使用儀表板與警示等功能，以提醒最新與即將到期股務事項。DTC並推出CA Web公告功能，藉由ISO20022傳輸股務訊息，DTC於2014年10月底協助所有客戶改用CA Web。

美加跨境證券移動以加拿大證券存管公司（CDS）將證券移動到美國證券集中保管結算公司（DTCC）為例：跨境證券移動是一種採記帳方式的，使持倉量從CDS安全的移動到DTC。辦理證券跨境移動的時間點為美東時間下午4點45分。

1.CDSX辦理證券跨境移動，並發送通知它的結算交易的消息到DTC。

2.DTC收到CDSX證券跨境移動的通知，並啟動傳遞到DTC接收器。

## 英國跨境集保業務現況

英國央行1993年開發CREST系統取代倫敦交易所舊有之Talisman結算交割系統，於1994年成立英國集保公司CRESTCo，2002年被Euroclear Bank併購且命名為Euroclear UK & Ireland。英國證券市場證券交割之帳簿劃撥作業，係由Euroclear UK & Ireland<sup>2</sup>負責；英鎊和歐元的款項交割是透過英格蘭銀行(Bank of England)完成交割。

CRESTCo同時運作英國兩套交割系統，CREST及CMO（Central Money Markets Office），此兩套系統均透過連線方式與英格蘭銀行（Bank of England）之跨行支付系統（RTGS）連結。CRESTCo與瑞士的CSD系統和美國的DTCC以及Euroclear等交割系統直接連結，使CREST會員能持有其他系統交割的證券，而其他系統的會員也可藉由連結CREST系統，享有款券同步(DVP)交割服務。

1.CREST：本系統為一多國貨幣之電子化交割系統，提供英國、愛爾蘭的證券、政府及公司債之即時款券同步(DVP)交割服務，可連結歐洲及美國的交割系統，並提供多國貨幣（英鎊、歐元及美金）的交割，交割時限為T+3日倫敦時間早上6:00到下午4:35。

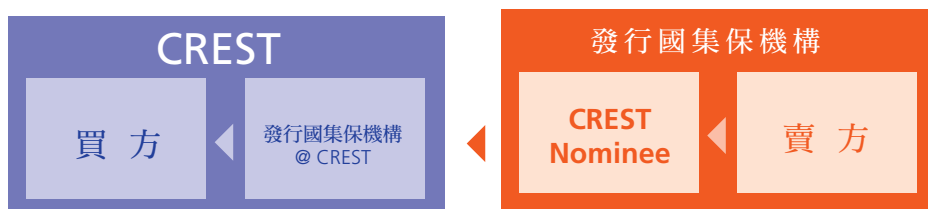
2.CMO：本系統提供英國及歐洲貨幣市場之即時交割及保管服務，服務項目包括國庫券、銀行本票、定存單及商業本票等。1999年CMO系統的所有權從英國銀行手中移轉至CRESTCo.。本系統的會員資格係向所有倫敦貨幣市場參與者開放，會員在CMO開立帳簿劃撥帳戶，並且應有交割銀行為其完成款項收付。交割時間係於倫敦時間早上8:30開始，至下午4:45結束。

CREST系統只允許依英國法令發行的有價證券進行交割，因此CREST的參加人購買外國證券完成交割，將撥轉至CREST在國外集保機構的擬制人帳戶中保管，並在英國境內發行CDIs（CREST Depositary Interests）來表彰CREST參加人所買進的國外證券。目前CREST與美國、瑞士的集保機構DTCC、SIX SIS AG以及ICSD之Euroclear直接連接，另外通過DTCC與加拿大集保機構CDS間接連接；透過Euroclear Bank與Clearstream間接連接；透過SIX SIS AG連接瑞典、芬蘭、西班牙、葡萄牙、挪威、丹麥、荷蘭、比利時、義大利、德法、奧地利及澳大利亞集保機構。

英國境內投資人買進與賣出外國證券時，CREST將於外國證券發行國開設擬制人帳戶，外國證券發行人於CREST開設帳戶，海外證券交割步驟如下：

- ①當CREST的參加人買進(賣出)外國證券時，發行國的集保機構會發送信息告知CREST該外國證券已經於當地市場圈存<sup>3</sup>。
- ②當參加人通過CREST系統確認接收該交易後，CREST系統發出CDIs，並且將CDIs劃撥至發行國集保機構在CREST的帳戶。
- ③接著CREST通過XDL訊息發出交割指示，系統將先進行預先交割確認，再將CDIs由發行國集保機構帳戶撥轉至買方(賣方)帳戶。
- ④當交割完成後，CREST會對發行國集保機構發送訊息告知CREST已完成交割，並要求發行國集保機構完成該國的交割，將外國證券撥至(轉出)CREST在發行國的擬制人帳戶，完成買進(賣出)作業。

圖三 CREST處理投資者買進海外證券流程



資料來源:臺灣集保結算所



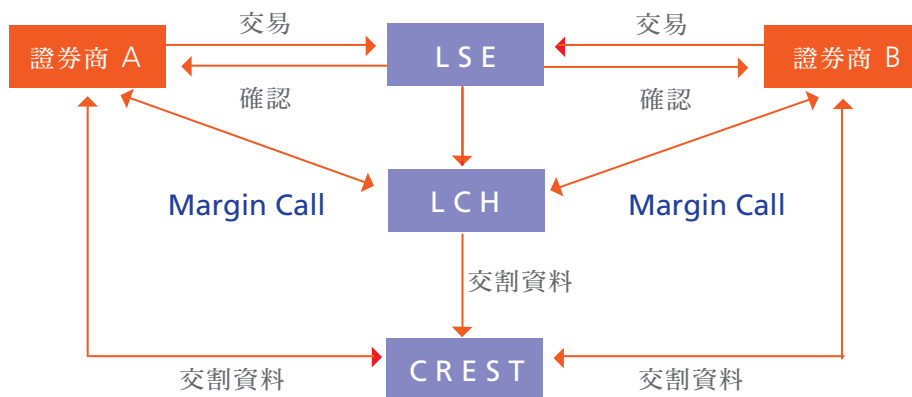
倫敦證券交易所集團（London Stock Exchange Group，LSEG）2007年收購義大利交易所（Borsa Italiana）並由義大利交易所垂直整合義大利集保公司（Monte Titoli），2013年垂直整合LCH.-Clearnet，同時由於歐洲新的監管法規要求提高交易後基礎設施，2014年設立一家CSD總部在盧森堡的globeSettle提供交易價值鏈各層面的服務：包括發行、結算、保管、清算、風險管理與資訊系統。

投資人跨境交易可在倫敦證券交易所（London Stock Exchange，LSE）國際板(International Order Book, IOB)及同集團的歐洲多邊交易平臺Turquoise投資境外股票、ADR以及全球存託憑證(Global depositary receipts, GDR)。IOB提供交易者直接交易來自44個國家包括中歐、東歐、亞洲及中東地區的存券憑證(DR)，並提供中央對手清算（CCP）服務，且由LCH Clearnet提供淨額結算服務(圖四)；

倫敦證券交易所會員可以通過Turquoise交易全歐以及美國市場4300多檔股票以及ETF、GDR、ADR等境外有價證券，該平臺交易由歐洲集中交易對手公司(European Central Counterparty, EuroCCP)負責結算工作。

非直接連接的情況下買賣國外證券是透過SIX SIS AG或Euroclear Bank與CREST進行間接連接，所以交割流程中會多一層SIX SIS AG與發行國集保機構或保管銀行的架構，但跨境交割流程原則上與上述方式相同，在英國及愛爾蘭仍透過CREST發行CDIs的方式處理，唯透過SIS與Euroclear Bank在發行國集保機構的直接或間接帳戶，作為海外證券的帳載帳戶。中央對手清算(CCP)的結算交割作業是由倫敦證券交易所之SETS或SEAIQ交易系統自動將交易資料傳遞予LCH CLEARNET LIMITED進行結算，再由LCH CLEARNET LIMITED下達交割指令予CRESTCo.平臺上以便完成交割。

圖四 跨境結算交割流程圖



資料來源:臺灣集保結算所

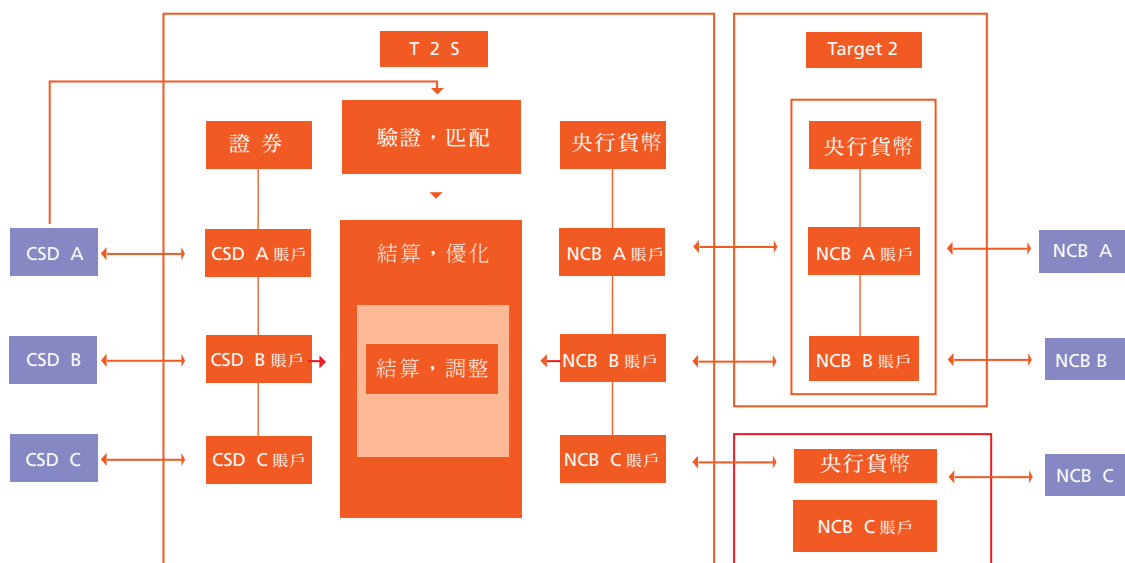
## 歐盟跨境集保業務現況

歐洲央行（ECB）推行歐洲證券交割平臺時得到倫敦交易所集團全力支持及投資其旗下中央集保機構Monte Titoli，並且成為首批加入T2S的成員。加入T2S有助於LSEG拓展跨境有價證券保管與交割業務，LESG於2014年設立一家總部位於盧森堡的CSD名為globeSettle。

Monte Titoli處理歐盟境內交割和結算，因歐盟各國CSD存託結算系統架構不同，導致現有CSD系統難以高效率、低成本的完成跨境交易的結算，所以歐洲央行建立T2S，T2S建立在泛歐自動實時全額資金結算系統（TARGET2;T2）基礎上，是整合各國CSD的證券和資金結算功能的技

術平臺。T2S通過重組證券發行人和投資人之間的中間環節，以單一的IT平臺為歐洲所有證券提供結算服務，消除了跨境結算與國內結算的差異性。Monte Titoli是第一批直連到T2S的CSD，透過T2S整合模式來確保即時的款券同步（DVP）交割和跨境結算。將各CSD證券帳戶和中央銀行的現金帳戶都整合到同一個技術平臺（T2S）中進行款券同步（DVP）清算（圖五）。連接歐盟外有價證券市場時，Monte Titoli則透過國際清算保管機構（ICSD）辦理有價證券結算交割作業，通過Clearstream Banking Luxembourg處理固定收益商品結算交割，處理權益證券則通過Euroclear Bank。

圖五 T2S平臺帳戶結構與DVP



資料來源:台灣集保結算所

## 德國跨境集保業務現況

德國交易所集團 (Deutsche Börse AG, DBAG) 擁有世界四大證券交易所之一的法蘭克福證券交易所、兩大全球衍生性商品交易所——歐洲期貨交易所 (Eurex) 和國際證券交易所 (ISE)，跨境集保業務由歐洲清算所 (Eurex Clearing AG) 以及證券集保公司 (Clearstream) 服務。法蘭克福證券交易所提供超過9,000檔國際性股票(含美國的藍籌股)，多於20,000檔債券以及ADR、GDR產品。法蘭克福證券交易所的母公司德意志交易所集團與中國上海證券交易所和中國金融期貨交易所在德國法蘭克福共同設立合資交易所中歐所，打造了一個歐洲離岸人民幣金融工具交易平臺。

Clearstream旗下有兩家子公司，位於德國負責當地CSD業務的明訊法蘭克福 (Clearstream Banking Frankfurt, CBF)，另一個位在盧森堡負責跨國ICSD業務的明訊盧森堡 (Clearstream Banking Luxembourg, CBL)，明訊法蘭克福同時受德國金融監管局與德國央行監管。

CBF提供了兩種解決跨境交割的方法：1.通過CSD Link跨境交割，2.可通過國際清算保管機構(ICSD) 仲介實現間接跨境交割。CSD Link對於集中保管的外國證券，根據德國證券保管法 (German Securities Deposit Act)，CBF通過與境外CSD建立連接使客戶能夠直接利用其在CBF的帳戶辦理跨境證券交易結算。目前CBF已經與OeKB(奧地利)、SIX SIS(瑞士)、VP (丹麥證券)、ESES(比利時、法國和荷蘭)、Iberclear (西班牙債券)、LuxCSD 和 CBL (國際市場)建立了連接。在這個方式下對於用歐元

結算的資金交收來說，CBF的參與人應該在TARGET2平臺或開立即時結算帳戶 (RTGS account)。對於沒用歐元結算的證券來說，資金交收應該通過開立在CBF的Creation系統的資金帳戶，並利用代理商業銀行的資金完成。CBF通過國外仲介機構來提供外國證券的款券交割服務。CBF可通過其姐妹公司CBL (ICSD) 連接30個以上市場的網絡為參加者提供外國證券結算服務，資金的交收則通過國外的代理銀行進行。ICSD借券業務是由Clearstream聯合Eurex Repo、Eurex Clearing合作推出CCP證券借貸業務代理服務 (Agency Lending Via CCP)。

### Clearstream提供有價證券融通服務

Clearstream業務包括有價證券融通服務 (Global Securities Financing, 以下簡稱GSF)，在客戶提供擔保品的前提下，對客戶為了提高收益、因應交割缺券或策略操作目的等需求，融通現金或有價證券。Clearstream Banking集團提供其客戶下列兩種主要類型的GSF服務，有價證券借貸服務 (Securities Lending and Borrowing Services) 以及三方擔保品管理服務 (Triparty Collateral Management Services)。

有價證券融通提供下列兩種市場需求：一為有價證券需求驅動的有價證券借貸 (securities-driven)，另一為現金需求驅動的有價證券借貸 (cash-driven)。「有價證券需求驅動的有價證券借貸」，係指借券人 (borrowers) 為交割或是策略性交易目的，所產生的暫時取得某種特定有價證

券之需求，此種需求通常用以防止交割失敗（特別是跨國交易交割），以及為使策略操作效益最大化而有彈性地提供所需券源。在現金需求驅動的有價證券借貸下，借款人簽訂附買回協議契約 (repurchase agreements, 簡稱Repos)，並提供不特定

的有價證券作為擔保品，以取得其所需款項。透過Clearstream提供的GSF服務，市場參加人能藉由提升流動性並且控制風險。

## 叁、日本、中國大陸、韓國、港與星的跨境集中保管業務現況

### 日本跨境集保業務現況

日本證券結算公司 (Japan Securities Clearing Corporation, JSCC) 處理日本境內各大交易所其證券交易之清算作業，日本證券保管公司 (Japan Securities Depository Center, JASDEC) 經營外國上市股票及同類型證券之保管暨帳簿劃撥業務<sup>4</sup>，辦理外國股票相關保管、劃撥、權利處理等業務，外國實體股票保管於原發行國的保管機關，以當地保管機關名義或JASDEC名義登錄。日本國內之有價證券，如股票、公債、不動產投資信託證券等清算統一由JSCC處理，非政府債券的結算統一由JASDEC負責。投資人在日本境內證券市場交易外國證券，JASDEC T + 2日收到日本集中結算機構 (JSCC) 編製之交割清算表，並於T + 3日接獲日本集中結算機構 (JSCC) 通知後辦理帳簿劃撥作業。

#### 一、股息支付

外國存款帳戶收到從上市外國公司發行的股利之JASDEC時，將會將股利轉移至日本的銀行帳戶之

中。當支付股息的銀行收到股息，其會將股利益依照股務代理服務銀行的指示之受益股東的名單分配給股東。股息匯入受益股東之帳戶或發送郵政匯票的形式，股利支付以日元的方式進行。日元的轉換是以TTB (Telegraphic Transfer Buying) 匯率計算。

#### 二、JASDEC與證券公司的帳簿劃撥

在東京交易所 (TSE) 購買的外國股票可銷售於其他此檔股票有掛牌的海外交易市場。此時，JASDEC會將股票從保管帳戶轉移至證券公司。當TSE將某外國證券取消掛牌，則此證券將從外國保管機構轉移至其他證券公司。

表二 日本負責跨國交易、集保結算業務之機構

服務種類	負責機構	服務種類	負責機構
存管	JASDEC	衍生產品	JASDEC / JSCC
登記	JASDEC	交易對帳	JASDEC / JSCC
清算	JSCC	跨國結算	JASDEC
交收	JASDEC	公司行為	JASDEC
基金服務	JASDEC		

資料來源: 臺灣集保結算所

## 中國跨境集中保管業務現況

中國金融帳尚未對外開放，人民幣也不能自由兌換，中國市場投資海外投資的管道主要有：合格的境內機構投資者(QDII)、合格境內有限合夥人(RQDII)、合格境內投資企業(QDLP)、QDIE、滬港通與深港通<sup>5</sup>。QDII指合格的境內機構投資者經該國有關部門批准從事境外證券市場的股票、債券等有價證券業務的證券投資基金；QDLP全稱Qualified Domestic Limited Partner是中國主管機關允許註冊於海外，向中國境內的投資者募集人民幣資金投資於海外市場；QDIE全稱Qualified Domestic Investment Enterprise，指符合條件的投資管理機構經中國境內有關部門批准，在中國境內募集資金投資境外有價證券。

滬港通與深港通對應之港股通是指投資者委託內地證券公司，分別經由上海證券交易所和深圳證券交易所設立的證券交易服務公司，向港交所進行申報，買賣規定範圍內的港交所上市的股票。

不同於QDII，滬港通和深港通使得中國市場境內的投資者可以自由選取投資股票的標的；QDIE和QDLP等投資額度很小，後面以滬港通的港股通說明交易、結算和保管等內容。

投資者委託上交所會員經由上交所SPV，向港交所進行申報；同時開立資金核算戶用於資金結算，中國境內投資者直接和境內券商進行清算和交割。上交所和港交所允許兩地投資者通過當地證券商買賣規定範圍內的對方交易所上市的股票。中國境內投資人可交易的港股包括恒生綜合大型股指數成份股、恒生綜合中型股指數成份股和A+H股上市公司的H股、在港交所用港幣以外貨幣報價的股票。境內投資者買賣香港股票，以港幣報價但用人民幣作為支付貨幣；港股通結算是通過CCP和CSD的聯結進行清算和交割，中國結算機構和香港結算機構互開證券帳戶以持有證券。

## 韓國跨境集保業務現況

韓國集保公司原名韓國證券結算公司（Korean Securities Settlement Corp.；KSSC），1994年更名韓國集保公司（Korean Securities Depository；KSD），最大股東韓國交易所(KRX)擁有70.2% KSD股份。直接投資之外國有價證券須透過KSD集中保管，包含韓國公司海外發行之證券、外國公司至韓國發行之證券、韓國居民海外投資商品、以及非韓國居民所投資之韓國證券。

韓國股票交易的集中市場及店頭市場的結算主體為韓國交易所（KRX），KSD為辦理證券市場款券交割機構，KSD是韓國唯一的集中保管機構，2009年2月施行的金融投資服務及資本市場法要求集保參加人應將投資人送存有價證券立即送存KSD，各保管機構保管外國投資人之有價證券須轉至KSD集保。

KSD委託五個海外保管機構(表三)處理跨境交易之外國證券，並通過多種管道連接海外保管機構，管道包括通過互開帳戶、CSD Link、通過國際保管銀行或ICSD來連接；KSD為規避風險，將

不同資產委託不同的託管機構，例如通過Euroclear與Clearstream處理Eurobonds，KSD與上述五家外國保管機構合作為全球37個國家的韓國法人機構及公民提供外國證券之保管和結算服務。KSD處理跨境外國公司股票，除了股票帳簿劃撥交付之外，也負責處理外國發行公司之股務，例如參加股東會、董監改選投票、股利股息領取、現金增資之參與等權利。這些股東權利之行使，在韓國係由國際保管銀行（扮演次保管銀行）與ICSD(處理歐洲債券)通過網頁、集保公司與Bloomberg等多方面蒐集、整理並驗證後，透過SWIFT傳輸通知KSD，再由KSD透過證券商通知投資人。

KSD經營韓國借券之安排、監督與管理。擔保品管理須每日定期洗價(Daily marking - to-market)及保證金追繳(Margin Call)，店頭衍生商品之保證金絕大部分為公債或公司債等固定收益產品，因此KSD與上述五個外國結算保管機構合作提供店頭固定收益產品的計價需求，並已取得國際認可合格中央對手結算(QCCP)資格。

表三 KSD委託之五個外國結算保管機構

保管機構	總部	範圍
Euroclear	布魯塞爾	歐洲債券和歐洲結算系統相關的其他外幣計價的債券
Clearstream	盧森堡	歐洲債券和 Clearstream 相關的其他外幣計價的債券
HSBC	倫敦	加拿大，英國，法國，泰國等
Citibank	紐約	美國，香港，日本，中國等
MIRAE Asset Brazil	首爾	巴西

資料來源: 臺灣集保結算所

## 香港跨境集保業務現況

香港的跨境集中保管將以其與美國交易有價證券為例說明。香港與美國之跨境有價證券交易及結算是由香港中央結算公司(HKSCC, Hong Kong Securities Clearing Company)在美國公司的DTC (Depository Trust Corporation)開立帳戶來處理兩個市場的跨境證券業務及相關事宜。香港允許其結算經由中央結算及交收系統 (CCASS, The Central Clearing And Settlement System) 進行。

美國與香港的跨境證券交易機制的保管作業方式是HKSCC在DTC之下開立帳戶以持有股份，全部皆須無實體化證券存放於帳戶。參加人需安排一位有DTC帳戶的仲介者，並移轉至HKSCC在DTC帳戶。參加人若欲領回其證券須先向HKSCC提出申請。現金股利的收據，HKSCC會扣除美國的部分稅後將其股利分配至參與者的帳戶之中。參加人可選擇現金股利款項為美元或是港幣。

## 新加坡跨境集保業務現況

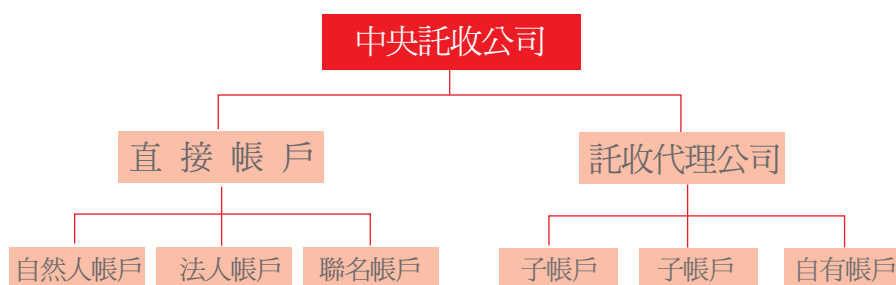
新加坡交易所成交量境外證 佔其成交量40%股票和90%債券，新加坡不限制居民購買外國證券，投資者可直接買賣在新加坡交易所上市交易的

境外有價證券，跨境保管業務主要由中央託收私人有限公司 (CDP) 負責。CDP與美國、日本和中國的中央集保公司合作以支援跨境交易結算。CDP架構設計係一段式直接帳戶、與兩段式間接帳戶並行。新加坡證券市場證券交割之帳簿劃撥作業由CDP負責，CDP 依各投資人帳戶 (Direct a/c 或DA的Sub-a/c) 買賣之數額，T+3晚上確認款項交割後，以總額交割方式辦理證券帳簿劃撥。

結算交割制度採循環交割、款券多邊沖抵，實體證券不能作為賣出交割使用，交易全面採帳簿劃撥。此外，新加坡積極參與東南亞國協交易平臺 (ASEAN Trading Link) 的建立，新加坡、馬來西亞和泰國已啟用東南亞國協交易平臺，新加坡投資者可直接買賣馬來西亞和泰國掛牌的公司股票。

CDP參加人可分為託收代理公司 (包括交易所會員公司、銀行或商人銀行、銀行或商人銀行擬制人)、法人與自然人，集中保管有價證券帳戶架構，係二階段與一階段式並行，帳戶架構如下：

圖六 中央託收公司帳戶架構圖



資料來源:臺灣集保結算所

CDP參加人可分為託收代理公司（包括交易所會員公司、銀行或商人銀行、銀行或商人銀行擬制人）、法人與自然人，集中保管有價證券帳戶架構，係二階段與一階段式並行，帳戶架構如下：

法人或自然人向CDP開立直接帳戶（Direct Securities Account）或向託收代理公司開立子帳戶（Sub-Account），自然人若非新加坡居民且開立直接帳戶時，須指定境內聯絡人。託收代理公司之客戶子帳戶與自有帳戶分別開立與管理。託收代理公司擁有CDP證券子帳戶系統使用權，

毋須將「子帳戶」相關個人資料送往CDP登錄，因此可以保留客戶個人財產隱私。CDP所保管有價證券，以CDP為擬制人名義登記於發行公司，實體則託管於保管銀行並採混藏保管。

CDP經營新加坡借券之安排、監督與管理。擔保品管理須每日定期洗價(Daily marking - to-market)及保證金追繳(Margin Call)，店頭衍生商品之保證金絕大部分為公債或公司債等固定收益產品，因此CDP與上述五個外國結算保管機構合作提供店頭固定收益產品的計價需求，並已取得國際認可合格中央對手結算(QCCP)資格。

#### 註釋：

1. 十分感激臺灣集保結算所股份有限公司為本文提供寶貴參考資料及允許引用公司研究報告；非常感謝喬帥大力協助整理圖表與提供建設性撰寫意見，也要感謝何毅誠、廖偉晟細心校稿與整理參考資料，並向李永隆、黃勢棋之熱心協助致謝。
2. 英國國內證券及公司債之交割是T+2、英國政府公債T+1、貨幣市場工具。
3. 有些外國集保機構直接將帳撥付至CREST Nominee後，再進行暫時性圈存，有些外國集保機構是將賣方的帳戶先圈存。
4. 外國股票JSSC自2006年，透過兩次階段性移轉將其相關權責之移交予JASDEC。
5. 2016年8月16日中國國務院批准《深港通實施方案》。

#### 參考文獻：

##### 一中文參考文獻:

- 上海證券交易所，網址：<http://www.sse.com.cn/>。
- 中國證券登記結算有限責任公司，網址：<http://www.chinaclear.cn/>。
- 中國證券登記結算有限責任公司上海分公司(2016)，*港股通公司實例介紹*。
- 中國證券登記結算有限責任公司證券登記結算境外動態（2015），第2期。
- 中國證券登記結算有限責任公司證券登記結算境外動態，（2016），第1期。
- 中華民國中央銀行，網址：<http://www.cbc.gov.tw>。
- 中華民國金融監督管理委員會，網址：<http://www.fsc.gov.tw>。
- 中華郵政股份有限公司，網址：<http://www.post.gov.tw/post/internet/Group/default.jsp>。
- 公務人員退休撫恤基金監理委員會網址。
- 加拿大證券存管公司，網址：<https://www.cds.ca>。
- 全國法規資料庫，網址：<http://law.moj.gov.tw/>。
- 行政院勞動部勞動基金運用局，網址：<http://www.blf.gov.tw/>。
- 李啟賢（2014），*櫃買中心展現跨境合作成果*，證券公會季刊，第四季，P11-16。
- 周冠男（2015），*建立國際化交易平臺的機會與挑戰*，證券公會季刊，第三季，P24-26。
- 林火燈（2014），*交易所與國際連結*，證券公會季刊，第四季，P3-10。



- 林火燈 (2015), 全球跨境交易下我國證券市場因應策略, 證券公會季刊, 第三季, P3-9。
- 林世強 (2016), 淺談臺灣債券市場, 臺灣證券交易所股份有限公司, 證券服務650期, P109-110。
- 林修銘 (2014), 跨境交易發展趨勢下集保結算所扮演角色, 證券公會季刊, 第四季, P24-29。
- 林修銘 (2009), 全球資本市場交易、結算機制整合趨勢探討, 簡報。
- 邱文昌 (2014), 全球交易所跨境合作趨勢暨我國期貨市場因應策略, 證券公會季刊, 第四季, P17-23。
- 香港金融管理局金融基建部(2012), 跨境債券投資及交收試行平臺, 香港金融管理局季刊。
- 婁天威、洪瑞成、陳健職 (2014), 深化我國證券商境外合作交易之芻議, 證券公會季刊, 第四季, P30-38。
- 張秀珍 (2009), 歐洲證券市場結算交割制度之發展與分析, 臺灣集中保管結算所公司。
- 莊傑雄 (2015), 滬港股票市場交易互聯互通機制之研析, 國家發展委員會經濟發展處報告。
- 陳少燕 (2011), 臺灣集中保管結算所提供跨國保管及款券交割服務之探討, 臺灣集中保管結算所公司。
- 陳少燕 (2012), 從國際資本市場發展趨勢探討集保結算所扮演之積極性角色, 臺灣集中保管結算所公司。
- 陳少燕 (2013), 兩岸貨幣清算機制建立後集保結算所提供服務之探討, 臺灣集中保管結算所公司。
- 陳加贊, 王小楠, 徐高慶 (2015), 關於擔保品管理業務的比較研究和建議。
- 賀鳴珩 (2015), 滬港通帶動跨境新交易—對台灣證券市場之影響與因應之道, 證券公會季刊, 第三季, P10-19。
- 黃敏助 (2015), 滬港通對臺灣證券市場的影響與因應之道, 證券公會季刊, 第三季, P20-23。
- 新加坡證券交易所, 網址: <http://www.sgx.com>。
- 經濟部 (2015), 日本投資環境簡介。
- 經濟部 (2015), 美國投資環境簡介。
- 經濟部 (2015), 英國投資環境簡介。
- 經濟部 (2015), 香港投資環境簡介。
- 經濟部 (2015), 新加坡投資環境簡介。
- 經濟部 (2015), 德國投資環境簡介。
- 經濟部 (2015), 韓國投資環境簡介。
- 臺灣集中保管結算所, 網址: <http://www.tdcc.com.tw/portal/zh/>。
- 臺灣集中保管結算所股份有限公司 (2014)業務手冊。
- 臺灣經濟新報, 網址: <http://www.tej.com.tw/twsite/Default.aspx>。
- 臺灣證券交易所股份有限公司 (2015), 日本證券市場相關制度。
- 臺灣證券交易所股份有限公司 (2015), 美國證券市場相關制度。
- 臺灣證券交易所股份有限公司 (2015), 英國證券市場相關制度。
- 臺灣證券交易所股份有限公司 (2015), 香港證券市場相關制度。
- 臺灣證券交易所股份有限公司 (2015), 新加坡證券市場相關制度。
- 臺灣證券交易所股份有限公司 (2015), 德國證券市場相關制度。
- 臺灣證券交易所股份有限公司 (2015), 韓國證券市場相關制度。
- 臺灣證券交易所股份有限公司 (2016), 我國有價證券借貸市場參與者競爭動態分析及建議。
- 劉肅毅, 陳加贊, 劉佳境 (2016), 境外證券存管結算機構業務範圍的比較研究及借鑒。
- 蔡鴻璟 (2015), 東亞證券市場結算交割制度近來發展介紹, 證券服務628期, 臺灣證券交易所。
- 賴清祺 (2015), 開創保管銀行的新世界。德意志銀行(台灣)the new era of Taiwan's financial market論壇講稿。
- 韓國證券交易所, 網址: <http://global.krx.co.kr/cn/main/main.jsp>。

#### 英文參考文獻：

- Eurex OTC Clear for IRS - EMIR.
- Korea Securities Depository (2015), "KSD's Services on Foreign Investment," Briefing.
- Korea Securities Depository (2015), "Corporate Action of Outbound Investment," Briefing.
- Korea Securities Depository (2015), "Settlement of Outbound Investment", Briefing.
- Michael Lin (2015), "Globalization: Turning the Shared Market into Sharing Markets," Taiwan Stock Exchange, Briefing.
- T+2 Settlement, Website: <http://www.ust2.com/pdfs/ssc.pdf>.
- Young-Ho Park (2015), "KSD Global Services: Concept & Legal Issues," Managing Director of Global Securities & Fund Division Korea Securities Depository (KSD), Briefing.

( 國際跨境集保結算商機對我國金融進口替代政策的參考(下) )  
....下期繼續, 敬請期待...



本期專欄

# 《企業併購法》 異議股東股份收買程序之新制： 兼論美國模範商業公司法及日本會社法

王資元 集保結算所 法務室專員

臺灣新企業併購法大幅修改異議股東行使股份收買請求權之程序，異議股東於主動提出收買價格並交存股票後，公司即須先支付無爭議之價格並主動為未達成協議之異議股東向法院聲請價格裁定，類似規定於美國模範商業公司法及日本會社法均已行之有年，惟臺灣之新制仍有若干獨創之處，本文擬提出其可能衍生之相關議題，期待新制之實施得以兼顧股東權益及企業運作。

## 壹、前言

臺灣企業併購法於104年7月8日修正公布全文54條，並自105年1月8日（公布後六個月）施行，修法重點共有併購程序彈性化(新增了非對稱式分割與股份轉換、母子公司間之簡易分割與股份轉換、兄弟公司間簡易合併等併購類型)、併購對價多元化(股份、現金或其他財產，均得作為支付對價)、併購決議順暢化(排除利害關係股東迴避表決之規定，準用於收購及分割程序)、利害關係透明化(董事應為公司之最大利益處理併購事宜，並有利害關係說明義務)、確保企業併購之資訊充足(公開發行股票之公司應設置特別委員會；董事會併購決議內容、合併契約、轉換契約、分割計畫、特別委員會審議結果及獨立專家意見等資料，應附於股東會召集通知發送予股東或於董事會決議後通知股東)、收購程序債權人之權益保障(賦予公司債權人取得資訊及提出異議之權利)、限縮新股認購權之適用(存續公司為合併而發行新股，或母公司為子公司與他公司之合併而發行新股，得不受公司法與證券交易法有關原股東新股優先認購權及應提撥一定比例對外發行之限制)等項，以及本文重點--異議股東股份收買請求權之優化<sup>1</sup>。

本次修法增訂異議股東得行使股份收買請求權之併購類型，並大幅修改其原本準用公司法之請求程序，異議股東於主動提出收買價格並交存股票後，公司即須先支付無爭議之價格(即公司認定之公平價格)並主動為未達成協議之異議股東向法院聲請價格裁定。本次企業併購法第12條之修法理由，明載其修正係參酌美國、日本公司法關於異議股東收買請求權規定，惟部份細節規定(尤其與股票交存衍生之細節)，又似多為臺灣獨創，並涉

及多方單位(新制規定交存程序須由公司委任之股務機構居中辦理，而非僅係單純介於公司與異議股東之雙方作業，且公司股票性質若屬登錄集中保管事業之無實體股票，其須以帳簿劃撥之方式辦理交存，此更涉及公司、異議股東、股務機構及證券集中保管事業等多方作業)，故法條文字乍看簡單明瞭，惟仍有諸多法制議題殊值探討。

本文擬先比較新舊企業併購法異議股東行使股份收買請求權之差異，再引介美國模範商業公司法及日本會社法之比較法例，作為臺灣新制實施所衍生相關議題之參考，以期達成兼顧股東權益及企業經營之立法目的。

## 貳、新舊法制比較

異議股東之股份收買請求權係規範於企業併購法第12條，舊法之第1項、第2項分別為異議股東股份收買請求權之適格股東類型及收買請求權行使程序，新法配合本次「併購程序彈性化」修法，於第1項新增相關適格股東類型，並因應收買請求權行使程序之大幅變革，將第2項擴增至新法第2項至12項之多。

### 一、舊法之股份收買程序——準用公司法架構

原企業併購法第12條第2項規定，於公司進行併購而符合同條第1項特定列舉情形之適格異議股東，得準用公司法第187條<sup>2</sup>規定請求公司按當時之公平價格收買股份；而依公司法第187條規定，異議股東於股東會後20日內，以書面記載股份種類及數額向公司提出，即得行使其股份收買請求權。

## 二、新法之股份收買程序——股票交存新制

新企業併購法第12條第2項則規定，適格之異議股東如欲行使股份收買請求權，須於股東會決議日起20日內法定不變期間<sup>3</sup>以書面提出股份收買請求權，並列明請求收買價格及交存股票之憑證，異議股東亦得先以書面提出收買請求，再於20日之法定不變期間內補正列明請求收買價格及交存股票之憑證<sup>4</sup>。

該項修改，相較於單純準用公司法之舊法，增加了列明請求收買價格及交存股票之憑證兩要件，重點分述如下：

(一)異議股東須列明價格向公司請求收買股份：

證券交易法之公開收購程序與企業併購法之異議股東請求收買股份，雖性質同係股東出賣其股份之法律行為，惟公開收購係指收購人不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人為公開要約而購買有價證券之行為，而企業併購法之異議股東股份收買請求權，則發生於企業已通過併購決議而確定無由異議股東選擇是否出賣股份之時；換言之，公開收購程序之股東可自由選擇是否成為應賣人(僅收購價格由收購方所訂定)，而企業於通過併購之決議後，無論依股份收買請求權理論之投資期望破滅說(defeated expectations)或不公平對待說(risk of unfair treatment)<sup>5</sup>，少數股東既已無法如公開收購般得自由選擇是否應賣其股票，故其得請求公司給付合理之股份對價，而對併購價格有異議之股東，即應向公司表明其認定之合理價格。本次修法即明訂異議股東於向公司請求收買股份時，應向公司於期限內提出其認為之合理價格，而非如舊法準用公司法規定僅須提出股份種類及數額。

(二)異議股東須將股票交存於公司委任之股票交

存機構：

本次修法增訂第三項，明訂公司受理股東交存股票時，應委任依法得受託辦理股務業務之機構辦理，並規範股東交存股票之處理及作業程序，此外，如為公開發行公司而涉及帳簿劃撥方式者，亦應依證券集中保管事業(於我國即為臺灣集中保管結算所股份有限公司，以下稱集保結算所)之相關規定辦理，以明確異議股東請求收買股份時之股務處理程序。

(三)公司與異議股東應為價格之協議，協議不成時，由公司主動聲請法院統一裁定

於異議股東完成請求收買之程序後，異議股東及公司即進入價格協商之程序，此協商程序之期限僅至股東會決議日起60日止，如雙方於該期限內達成價格協議者，公司應自股東會決議日起90日內支付價款；惟如協商程序到期前雙方未能達成協議，則公司於股東會決議日起90日內，一方面仍須先行支付無爭議之價格(即公司認定之公平價格)，另一方面須以全數未達成協議之股東為相對人聲請法院為價格裁定。如公司未先行支付其所認為之公平價款，或未將異議股東列為相對人聲請裁定者，即視為已同意該異議股東列明之請求收買價格。

(四)法院之價格裁定程序

公司向法院聲請價格裁定之同時，即應檢附會計師查核簽證公司財務報表及公平價格評估說明書，以供法院為判斷之參考，法院並應予雙方陳述意見之機會，以保障雙方之聽審請求權。法院所為裁定一旦確定，公司即應於確定日起30日內，按法院裁定價格扣除其已支付其先前所認定之公平價款並加計自股東會決議90日後起算之法定利息後，向全數未達成協議之異議股東為剩餘價款之支付。

## 參、外國法制介紹

企業併購法第12條第2項修正理由述及：「...為確保股份收買請求程序與聲請公平價格裁定程序之有效進行，參酌公司法第一百八十七條第一項及美國模範商業公司法第十三章中異議股東收買請求權規定，增訂股東為股份收買之請求，應於股東會決議日起二十日內以書面提出，並列明請求收買價格及交存股票之憑證。...」同條第6項之修正說明亦論及：「...鑑於異議股東未以協商達成公平價格時，依公司法之規定行使收買請求權，對於個別股東及公司均造成一定負擔與浪費司法資源，爰參酌德拉瓦州公司法第二百六十二條、美國模範商業公司法第十三章及日本會社法中異議股東收買請求權規定...」。本此修法既主要係參考美、日兩國之法制，應可比較兩國法制與臺灣之異同，於解釋論上亦可參考美、日兩國法制及實務之運作。

### 一、美國模範商業公司法：

美國模範商業公司法之股份收買請求權(appraisal rights)係規範於第13章，當公司股東不同意公司進行某一重要且具基礎性變更(fundamental changes)行為時<sup>6</sup>，應予該股東得請求公司以公平價格購買其持股之權利。臺灣新制主要係參考其規範，惟仍有若干差異，重點分述如下：

#### (一)書面通知程序

與臺灣異議股東於股東會後即得以書面提出行使其股份收買請求權相比，美國模範商業公司法則規定公司應於股東會後10日內，對符合資格之異議股東踐行「書面通知」之程序<sup>7</sup>，該書面通知須載明公司收受異議股東行使股份收買請求權之期間（由公司自訂，須介於公司踐行通知程序後

之40至60日內）及異議股東須以書面（由公司提供）回覆公司表示其行使股份收買請求權之地點，公司並應另外訂定異議股東交存股票之地點與期限，交存之期限不得早於公司收受股東請求收買之回覆期限。

#### (二)異議股東之資訊請求權及撤回權

除課以公司通知義務外，美國模範商業公司法亦賦予異議股東資訊請求權及撤回權，意即請求收買股份之異議股東得於請求收買期限後10日內，請求公司提供全部行使股份收買請求權異議股東之人數及總股數，且縱使異議股東已於期限內回覆公司表示行使股份收買請求權，亦得於請求收買期限後20日內撤回其股份收買請求。

#### (三)價格決定

一旦異議股東完成請求收買程序，公司即須於請求收買期限後30日內向異議股東先行支付其所認為公平價格之價款加計利息<sup>8</sup>，並應附上公司財務報表及公司聲明其認定公平價格之估算依據<sup>9</sup>。如異議股東對該價金仍有異議，則須於收受公司先行支付價款之30日內，再向公司以書面通知其異議並載明其估算之公平價格<sup>10</sup>，公司於收受該對價格異議之通知日起60日內，應主動向主事務所所在地之法院聲請公平價格之裁定<sup>11</sup>，且應將全數尚未與公司達成協議之股東列為相對人<sup>12</sup>（否則即視為同意異議股東之請求），如法院認定之公平價格大於公司已先行支付之價款時，公司應另向股東支付其差額及利息。此由公司統一聲請、法院統一裁定價格之程序，即為臺灣本次修法之參考，以免造成個別股東及公司負擔及浪費司法資源之立法目的。

### 二、日本會社法：

日本之企業併購(「組織再編」)及異議股東股份收買請求權(「反對株主の株式買取請求」)主要規範於會社法，雖臺灣立法理由亦提及其係新制之主要參考規範，惟與臺灣及美國模範商業公司法仍有差異，重點分述如下：

#### (一)基準時點

日本會社法的異議股東股份收買請求權，散見於該法規範之各種公司行為<sup>13</sup>，而與企業併購相關者，分為「吸收合併、吸收分割、股份交換」及「新設合併、新設分割、股份移轉」兩種不同情形。如為前者，依會社法第785條及第797條規定，消滅公司及存續公司均須於企業併購之效力發生日前20日之前，將進行併購之情事向股東為通知(公開發行公司得以公告方式)<sup>14</sup>，而符合資格之異議股東，須於該企業併購效力發生日前20日至前1日之期間內行使股份收買請求權<sup>15</sup>；惟如為後者，因企業體將於企業併購之效力發生日產生設立新公司之效果，該新公司於效力發生日(及其設立日)前自無從向股東為通知，而未能以效力發生日作為通知股東之基準時點，故依會社法第806條規定，於新設合併消滅公司、新設分割公司及股份移轉完全子公司之情形，消滅公司須於股東會決議兩周內即向股東為相關通知(公開發行公司得以公告之方式)，符合資格之異議股東，則須於受通知日起算之20日內行使股份收買請求權<sup>16</sup>。

由此可知，日本會社法對於異議股東得行使股份收買請求權之基準時點，依情形不同有以企業併購效力發生日為之者，亦有以股東會決議日為之者，與臺灣單純僅以股東會決議日或美國模範商業公司法賦予公司於股東會決議日後一定時間自訂期限者顯有不同，惟與美國法制相同皆課以公

司通知股東之義務。

#### (二)股份交存及轉帳法特別規定

異議股東行使收買請求權時，日本會社法僅規定其須向公司提出股票，並無規範公司應委任受託機構辦理，惟依日本有價證券轉帳法之相關規定，如公司發行轉帳股票(概念類同於我國於集中保管事業登錄之無實體股票)而須採帳簿劃撥方式辦理此項股票交存業務者，則須向其委任之帳戶管理機關(該法第44條之金融機構，概念類同臺灣辦理股務業務之機構<sup>17</sup>)開設「收買帳戶」<sup>18</sup>，以供異議股東於收買請求期限內申請轉帳。股東一旦向公司提出股票或辦理轉帳後，原則上僅有公司同意始能撤回其請求(除非公司於後續價格協議未成後未向法院聲請價格裁定，此情形股東亦得撤回<sup>19</sup>)，不同於美國模範商業公司法賦予股東期限內撤回之權利。

#### (三)價格決定

若公司和異議股東未能於企業併購之效力發生日(如為新設合併、新設分割或股份移轉之情形，則為新公司成立日)起30日內完成價格協議，則公司或異議股東皆有權於該期限屆滿後之30日內，向法院聲請為價格裁定。故依日本會社法規定，異議股東及公司皆有權向法院聲請價格裁定，惟如由異議股東聲請者，依日本之非訟事件法規定，檢查人、鑑價人之報酬旅費等費用均由異議股東所負擔。

## 肆、相關議題探討

謹就異議股東股份收買請求權之新制提出數點議題，並參考美、日兩國之法制進行探討，分述如下。

### 一、異議股東是否僅能向公司委任之「依法得受託辦理股務業務之機構」辦理股票交存？其資格為何？

新企業併購法修改第12條第2項，首度引入異議股東股票交存制度，另新增第12條第3項<sup>20</sup>規範公司應委任「依法得受託辦理股務業務之機構」（以下稱股務機構）辦理異議股東之股票交存作業，異議股東亦應向該股務機構提出股票，並自該股務機構取得股票交存憑證後，再向公司提出該憑證，以完成同法第12條第2項所訂之要件。關於公司委任股務機構之資格，新企業併購法並無明文規範；經濟部則以函令解釋<sup>21</sup>該資格範圍即等同於公開發行公司股票股務處理準則第3條第1項規定之「得受委託處理股務事務之機構」<sup>22</sup>，此外，縱使進行企業併購之公司屬自行辦理股務者，亦應另外委任專責之股務機構辦理，而不得自行受理異議股東之股票交存作業；另一方面，異議股東亦僅能向公司委任之股務機構交存股票，而不得逕向公司提出。

美國模範商業公司法並無明文規定公司應委任專業機構辦理股票交存，僅規範公司應通知股東交存股票之地點及期限，日本會社法亦僅規定公司如發行轉帳股票，才須向其帳戶管理機關開設「收買帳戶」以供異議股東申請轉帳。反觀新法要求公司無分規模均須委任股務機構，而公開發行公司與中小型之未公開發行公司相比，較具備委任股務機構之經驗，若未公開發行公司於企業併

購時亦須委任股務機構辦理股票交存作業，其成本效益及實踐上之順暢程度，仍有待實務運作之考驗。

### 二、異議股東若未於期限內完成交存股票並向公司提出憑證，其效果等同未請求收買股份？如公司未委任股務機構或未通知異議股東相關資訊，異議股東是否即無從於法定期限內辦理股票交存，進而無法請求收買股份？

依新企業併購法之立法說明<sup>23</sup>，如異議股東未於股東會決議後20日內之期限內完成全部程序者，其效果即等同該異議股東未曾為股份收買之請求。本法第12條第2項之異議股東行使收買請求權之三要件中，「書面請求」及「列明價格」之要件，僅係課以異議股東須以書面請求收買股份並先行提出其認為公平合理價格之義務，對異議股東並無技術上之困難；惟「交存股票」之要件，如前所述，縱使該公司屬自行辦理股務之公司，異議股東亦不得直接向公司請求辦理，必先待公司委任股務機構後，再向該股務機構交存股票，並自該股務機構取得憑證，始能向公司提出該憑證以完成法定要件；上開步驟並須於20日之法定期限內完成全部，否則依本法之立法說明，其效果即等同該異議股東未曾為股份收買之請求。

依新法之流程，須於公司委任股務機構並使異議股東知悉後，異議股東才得向該股務機構交存股票；若公司遲不委任專業股務機構，異議股東即無從於法定期限內交存股票、並以交存股票之憑證向公司為股份收買之請求；而縱使公司並非不委任，而係於股東會決議日之數日後、甚至逼近法定期間屆滿之日始委任股務機構，則異議股東雖理論上仍得於期限內交存股票並向公司提出股

票交存憑證，惟實際上之交存期間甚為短促，此結果顯有違本法所訂20日法定期間之立法初衷；又縱使公司雖有委任股務機構，卻未將相關資訊通知異議股東，則異議股東仍無從知悉如何辦理股票交存作業，進而無法請求收買股份。

比較美、日兩國法制，皆課以公司通知異議股東如何行使其股份收買請求權之義務，且於公司完成通知程序後，才開始起算異議股東行使股份收買請求權之期限，使異議股東於受通知後有完整之時間考慮，惟依臺灣現行法制，異議股東是否有此餘裕行使其權益，似乎僅能仰賴公司之善意、股務機構之效率與異議股東之資訊蒐集能力。

### 三、異議股東如已交存股票，可否撤回其股份收買之請求？

異議股東可否於交存股票後撤回其股份收買之請求，新法並無規範。於性質相似之公司辦理公開收購之情形，身為應賣人之股東原則上得於收購期間以書面申請撤銷應賣，進而取回其股票。惟經濟部對企業併購新制已為函令解釋<sup>24</sup>，一旦異議股東交存股票予股務機構後，即不可取銷其交存行為；其立論基礎為企業併購法第12條第4項規定異議股東之請求於公司取銷企業併購等事由時失效，以其反面推論，除公司有取銷企業併購等事由外，異議股東所為之股份收買請求(包括其股票交存行為)於行為完成後即不得取銷。

經濟部上述函釋或可簡化股務機構處理作業之不確定性，惟企業併購法第12條第4項僅係規範公司若嗣後取銷併購行為時，異議股東已行使之股份收買請求權之後續效力為何爾爾，似非有意規範全部有關異議股東股份收買請求權法律效力之相關規定。現行法學通說就股份收買請求權之性

質係採「形成權說」，只需異議股東單方面之行使即可發生收買股份效果，惟該權益既係為保護股東之利益而設計，股東行使與否，對公司而言應不具有相反的利害關係，故比較法例大多賦予異議股東於一定條件下得撤回其股份收買請求<sup>25</sup>，如美國模範商業公司法賦予異議股東於一定期間內得無條件撤回其請求、日本會社法亦肯認異議股東若取得公司同意亦得撤回；惟經濟部卻僅以企業併購法第12條第4項之反面解釋否定之，此是否無疑，實值討論。

### 四、股份移轉時點及證券交易稅之相關問題

公司因企業併購而依法收買異議股東股份，該交易性質屬於有價證券之買賣，應依證券交易稅條例第1條第1項及第2條規定課徵證券交易稅<sup>26</sup>；且縱使為上市公司，亦不受證券交易法第150條場外交易禁止原則之限制<sup>27</sup>，而屬該條第4款之符合主管機關所定事項之例外規定<sup>28</sup>。

公司收買異議股東股份之買賣過程，始於異議股東於公司決議後以書面行使其股份收買請求權，其後並有股票交存、價格協議、公司先行支付其認定公平款項、法院裁定公司是否須另為支付款項等等各階段行為，其程序繁複，確切之買賣交割時點並非無疑。對此，經濟部以函令解釋，異議股東一旦向公司委任股務業務之機構辦理交存股票，即同時產生股份移轉所有權予公司之效力<sup>29</sup>。故非但該股票於交存於行為完成後，異議股東不得取銷其交存，依經濟部解釋，其股份所有權於股票交存行為完成後，係直接發生移轉予公司之效力。保管登錄全國公開發行公司無實體股票之集保結算所配合前開解釋，有別於公開收購程序係直接由受委任機構保管劃撥帳戶之公開收購



專戶辦理應賣股份之交付作業，於企業併購法異議股東交存股票作業之帳簿劃撥架構，公司須向委任之股務機構開設異議股東交存專戶，一旦異議股東申請將股份交存於該專戶而完成交存作業，其股份即移轉至公司之該專戶由公司所有<sup>30</sup>。如採經濟部所為股票交存即生移轉效力之解釋，有關證券交易稅之徵收作業即須一併探討。直接自異議股東受讓股票之公司，依證券交易稅條例第4條規定<sup>31</sup>為證券交易稅之代徵人，其依同條例第3條規定<sup>32</sup>，應於每次買賣交割之當日按稅率代徵，並於代徵之次日填具繳款書向國庫繳納稅款，其後並應掣給收據交與異議股東，且代徵人應將每日成交證券之出賣人姓名、地址、有價證券名稱、數量、單價、總價及稅額等列具清單，於次月五日前報告於該管稽徵機關。而若採股票交存即生移轉效力之解釋，系爭股票之交割將先於股款之交付，以致公司於異議股東辦理交存作業時即受領並取得股票，卻無從代徵證券交易稅，未能依法繳納稅款、掣給收據並報告所屬稽徵機關；而後續之股款交割完成日，為公司先行支付其所認為公平款項之日？或係日後公司支付法院裁定其須另為支付款項之日？亦存有疑義。對此，財政部尚無為任何函釋說明，而現行公開發行公司之作業，係由公司於向集保結算所申請指定委任股務機構時，依要求以書面聲明於日後支付款項時履行代徵稅款之義務，該聲明並將副知所屬稅捐稽徵機關，以確保公司將來依法完稅；惟非公開發行公司之股務作業非經集保結算所辦理，其依企業併購法收買異議股東股份時，僅能有賴公司主動配合辦理證券交易稅之代徵作業。

## 五、價格裁定程序

依臺灣過往實務經驗，公司於決定併購價格後，少數股東往往分別向各法院申請裁決價格，而不同法院所裁決之金額難盡相同，此情無異鼓勵股東之投機風氣，並拉長爭議時間，以致耗廢司法資源。故本次修法規定，於異議股東完成請求收買之程序後，如公司未能與異議股東於股東會決議日起60日內達成協議，公司即須於股東會決議日起90日內先行支付其認定之公平價格並主動以全數未達成協議之股東為相對人聲請法院為價格裁定，以期達成程序簡化之效果。

惟依美、日兩國比較法制，並非異議股東於完成股份收買請求後，即可無條件地於獲取公司給付價款之同時，自動享有公司為其聲請法院裁定公平價格之利益。依美國模範商業公司法規定，於公司先行支付其所認定之公平價款後，異議股東須再次對該價格以書面表達異議，公司始有義務將其列為相對人向法院聲請裁定，而日本會社法則未強令公司有踐行此項聲請裁定之義務，僅規定異議股東及公司皆可聲請法院為公平價格之裁定。相較於臺灣異議股東僅須完成異議程序後，即可確保於股東會決議日起90日內，先行獲付一筆公司認定之公平價款，公司亦須另為聲請法院裁定，並向法院提出會計師查核簽證公司財務報表及公平價格評估說明書，以說明其先行給付價款屬公平合理，此制度雖高度保護異議股東且減少個別異議股東提訟之情事，惟似仍無法消弭股東於企業併購程序中之投機想法，而盡可能地表示異議並行使股份收買請求權之效果。以新制施行後之最大企業併購案----「美光併購華亞科」為例，美光公司及華亞科公司股東會分別通過美光公司以每股30元收購華亞科公司後，儘管市場謠言不斷，一度傳出合併案將破局或美光公司將

調整其收購價格至每股20元以下<sup>33</sup>等，以致華亞科公司之市價一度跌至23.85元，惟依新制行使股份收買請求權之異議股東，均順利自華亞科公司於股東會決議後90日內先行領取了公司認定公平之每股30元價格<sup>34</sup>，且公司亦依規定檢附會計師查核簽證公司財務報表及公平價格評估說明書，主動為所有異議股東聲請法院裁定以確認此價格是否符於公平，此與盼望併購完成遙遙無期之股東相比，行使股份收買請求權之異議股東權益顯然更受保護，故未來新制之實施，或許將鼓勵股東盡可能成為異議股東，使更多股東勇於行使其股份收買請求權，對於公司之併購程序是否產生影響，實值觀察。

## 伍、結論

臺灣企業併購法就異議股東行使股份收買請求權為大幅之修改，類似規定於美國模範商業公司法及日本會社法均已行之有年，而可為臺灣立法論、解釋論及實務運作之參考。

異議股東行使股份收買請求權之股票交存程序，新制對異議股東之權益保障仍存疑慮。美國模範商業公司法及日本會社法均課以公司通知異議股東之義務，且無要求公司於辦理股票交存業務時須另外委任專業股務機構辦理，僅日本於有價證券轉帳法規定發行轉帳股票而須採帳簿劃撥方式

辦理股票交存之公司，須向帳戶管理機關開設收買帳戶，且異議股東向公司提出股票之期間、地點及方式，皆會載於公司向異議股東發出之股份收買請求通知，故雖美、日兩國均規範異議股東逾期交存股票之失權效果，惟無臺灣新制可能產生公司遲未委任股務機構或未向異議股東通知委任股務機構等相關資訊，以致異議股東權益遭受影響之疑慮，且即便異議股東於知悉相關資訊後，亦未必有完整之時間考慮是否行使其權益。而有關股份收買請求權之撤回，美、日兩國均肯認異議股東於一定條件下可撤回其收買請求，臺灣企業併購法對此雖無任何規範，惟經濟部逕以企業併購法第12條第4項之反面解釋否定了股東得撤回其請求，甚至進一步解釋於異議股東完成股票交存作業時，即發生股份移轉效力，此是否符合立法意旨與實務需求，仍值討論。

雖於股票交存此節對異議股東之保障存有諸多疑慮，惟於價格決定之程序上，臺灣似又較美、日兩國保護異議股東。臺灣新制規定於異議股東一旦完成收買請求程序後，公司即須先行支付價款，並主動為全體未達成協議之異議股東聲請價格裁定，此高度保護異議股東之程序，固然解決了舊制耗費司法資源之不良結果，惟新制可能鼓勵股東盡可能成為異議股東進而行使股份收買請求權，其對企業併購運作之影響，有待實務之驗證。

註釋：

1. 修法重點參考-《企業併購法修法介紹》

<http://www.ezup.com.tw/Article.aspx?Theme=12502711138373108&Group=32402311043552171&Article=86102611154273205&p=1>

2. 公司法第187條:

「前條之請求，應自第一百八十五條決議日起二十日內，提出記載股份種類及數額之書面為之。股東與公司間協議決定股份價格者，公司應自決議日起九十日內支付價款，自第一百八十五條決議日起六十日內未達協議者，股東應於此期間經過後三十日內，聲請法院為價格之裁定。

公司對法院裁定之價格，自第二項之期間屆滿日起，應支付法定利息，股份價款之支付，應與股票之交付同時為之，股份之移轉於價款支付時生效。

3. 如以董事會為併購決議者，則依同法第19、30、37條等各相關規定所訂期限內。

4. 企業併購法第12條修法說明二(三):「為保留股東行使股份收買請求權之彈性，股東先以書面提出收買請求後，另於修正條文第二項規定之法定不變期間內補正列明請求收買價格及交存股票之憑證者，公司不得拒絕股東收買股份之請求。

5. 兩說之比較可參照劉連煜之《現代公司法》。「投資期望破滅說」主張，公司股東與股東間之關係本質為投資契約，而股東有權期待公司依該投資契約內容從事經營，若產生重大的變化使股東之期待利益落空，反對該變化之股東即可請求退出公司，並獲得適當補償。「不公平對待說」則強調，企業併購等公司重大變更，往往係由具備資訊不對稱優勢之管理階層或擁有控制權溢價之大股東所主導，若小股東受有不公平之犧牲，由法院為最終價格決定之股份收買請求即為最適之救濟管道。

6. 即Model Business Corporation Act § 13.02之各款可引發股東appraisal rights之情形

7. Model Business Corporation Act § 13.22. APPRAISAL NOTICE AND FORM:

「(a) If a corporate action requiring appraisal rights under section 13.02(a) becomes effective, the corporation shall deliver a written appraisal notice and form required by subsection (b) to all shareholders who satisfy the requirements of sections 13.21(a), (b) or (c). In the case of a merger under section 11.05, the parent shall deliver an appraisal notice and form to all record shareholders who may be entitled to assert appraisal rights.

(b) The appraisal notice shall be delivered no earlier than the date the corporate action specified in section 13.02(a) became effective, and no later than 10 days after such date, and must:

(1) supply a form that (i) specifies the first date of any announcement to shareholders made before the date the corporate action became effective of the principal terms of the proposed corporate action, and (ii) if such announcement was made, requires the shareholder asserting appraisal rights to certify whether beneficial ownership of those shares for which appraisal rights are asserted was acquired before that date, and (iii) requires the shareholder asserting appraisal rights to certify that such shareholder did not vote for or consent to the transaction as to the class or series of shares for which appraisal is sought;

(2) state:

(i) where the form shall be sent and where certificates for certificated shares shall be deposited and the date by which those certificates must be deposited, which date may not be earlier than the date by which the corporation must receive the required form under subsection (2)(ii);

(ii) a date by which the corporation shall receive the form, which date may not be fewer than 40 nor more than 60 days after the date the subsection (a) appraisal notice is sent, and state that the shareholder shall have waived the right to demand appraisal with respect to the shares unless the form is received by the corporation by such specified date; (iii) the corporation's estimate of the fair value of the shares; (iv) that, if requested in writing, the corporation will provide, to the shareholder so requesting, within 10 days after the date specified in subsection (2)(ii) the number of shareholders who return the forms by the specified date and the total number of shares owned by them; and (v) the date by which the notice to withdraw under section 13.23 shall be received, which date shall be within 20 days after the date specified in subsection (2)(ii); and (3) be accompanied by a copy of this chapter.」

8. Model Business Corporation Act § 13.24(a):

「Except as provided in section 13.25, within 30 days after the form required by section 13.22(b)(2)(ii) is due, the corporation shall pay in cash to those shareholders who complied with section 13.23(a) the amount the corporation estimates to be the fair value of their shares, plus interest.」

9. Model Business Corporation Act § 13.24(b):

「The payment to each shareholder pursuant to subsection (a) must be accompanied by:

(1) (i) financial statements of the corporation that issued the shares to be appraised, consisting of a balance sheet as of the end of a fiscal year ending not more than 16 months before the date of payment, an income statement for that year, and a cash flow statement for that year; provided that, if such annual financial statements are not reasonably available, the corporation shall provide reasonably equivalent financial information, and (ii) the latest interim financial statements of such corporation, if any;

(2) a statement of the corporation's estimate of the fair value of the shares, which estimate shall equal or exceed the corporation's estimate given pursuant to section 13.22(b)(2)(iii); and

(3) a statement that shareholders described in subsection (a) have the right to demand further payment under section 13.26 and that if any such shareholder does not do so within the time period specified in section 13.26(b), such shareholder shall be deemed to have accepted the payment under subsection (a) in full satisfaction of the corporation's obligations under this chapter.」

10. Model Business Corporation Act § 13.26:

「(a) A shareholder paid pursuant to section 13.24 who is dissatisfied with the amount of the payment shall notify the corporation in writing of that shareholder's estimate of the fair value of the shares and demand payment of that estimate (less any payment under section 13.24) plus interest. A shareholder offered payment under section 13.25 who is dissatisfied with that offer shall reject the offer and demand payment of the shareholder's stated estimate of the fair value of the shares plus interest.

(b) A shareholder who fails to notify the corporation in writing of that shareholder's demand to be paid the shareholder's stated estimate of the fair value plus interest under subsection (a) within 30 days after receiving the corporation's payment or offer of payment under section 13.24 or section 13.25, respectively, waives the right to demand payment under this section and shall be entitled only to the payment made or offered pursuant to those respective sections.」

11. Model Business Corporation Act § 13.30(a)

「If a shareholder makes demand for payment under section 13.26 which remains unsettled, the corporation shall commence a proceeding within 60 days after receiving the payment demand and petition the court to determine the fair value of the shares and accrued interest. If the corporation does not commence the proceeding within the 60-day period, it shall pay in cash to each shareholder the amount the shareholder demanded pursuant to section 13.26 plus interest.」

12. Model Business Corporation Act § 13.30(c):

「The corporation shall make all shareholders (regardless of whether they are residents of this state) whose demands remain unsettled parties to the proceeding as in an action against their shares, and all parties shall be served with a copy of the petition. Nonresidents may be served by registered or certified mail or by publication as provided by law.」

13. 除企業併購(「組織再編」)外、另有第116條「当該種類の株式」、第182-4條「株式の併合」、第469條「事業譲渡」的股份收買請求權。

14. 会社法第七百八十五条:「…3 消滅株式会社等は、効力発生日の二十日前までに、その株主(第七百八十三条第四項に規定する場合における同項に規定する持分等の割当てを受ける株主及び第七百八十四条第一項本文に規定する場合における当該特別支配社を除く。)に対し、吸収合併等をする旨並びに存続社等の商号及び住所を通知しなければならない。ただし、第一項各号に掲げる場合は、この限りでない。…」、第七百九十七条:「…3 存続株式会社等は、効力発生日の二十日前までに、その株主(第七百九十六条第一項本文に規定する場合における当該特別支配社を除く。)に対し、吸収合併等をする旨並びに消滅会社等の商及び住所(第七百九十五条第三項に規定する場合にあっては、吸収合併等をする旨、消滅会社等の商号及び住所並びに同項の株式に関する事項)を通知しなければならない。…」

15. 会社法第七百八十五条:「…5 第一項の規定による請求(以下この目において「株式買取請求」という。)は、効力発生日の二十日前の日から効力発生日の前日までの間に、その株式買取請求に係る株式の数(種類株式行社にあっては、株式の種類及び種類ごとの数)を明らかにしてしなければならない。…」、第七百九十七条:「…5 第一項の規定による請求(以下この目において「株式買取請求」という。)は、効力発生日の二十日前の日から効力発生日の前日までの間に、その株式買取請求に係る株式の数(種類株式行社にあっては、株式の種類及び種類ごとの数)を明らかにしてしなければならない。…」

16. 会社法第八百六条:「…3 消滅株式会社等は、第八百四条第一項の株主総会の決議の日から二週間以内に、その株主に対し、新設合併等をする旨並びに他の新設合併消滅会社、新設分割会社又は株式移転完全子会社(以下この節において「消滅会社等」という。)及び設立会社の商号及び住所を通知しなければならない。ただし、第一項各号に掲げる場合は、この限りでない。る場合にあっては、吸収合併等をする旨、消滅会社等の商号及び住所並びに同項の株式に関する事項)を通知しなければならない。…5 第一項の規定による請求(以下この目において「株式買取請求」という。)は、第三項の規定による通知又は前項の公告をした日から二十日以内に、その株式買取請求に係る株式の数(種類株式発行会社にあっては、株式の種類及び種類ごとの数)を明らかにしてしなければならない。…」

17. 社債、株式等の振替に関する法律第四十四条第一項:「次に掲げる者は、この法律及び振替機関の業務規程の定めるところにより、他の者のために、その申出により社債等の振替を行うための口座を開設することができる。この場合において、あらかじめ当該振替機関又は当該振替機関に係る他の口座管理機関(主務省令で定める者を除く。)から社債等の振替を行うための口座の開設を受けなければならない。

一、金融商品取引法第二条第九項に規定する金融商品取引業者(同法第二十八条第一項に規定する第一種金融商品取引業を行う者(同法第二十九条の四の二第九項に規定する第一種少額電子募集取扱業者を除く。)に限る。)

二、銀行法(昭和五十六年法律第五十九号)第二条第一項に規定する銀行(同法第四十七条第一項の規定により同法第四条第一項の内閣 理大臣の免許を受けた支店を含む。)

- 三、長期信用銀行法（昭和二十七年法律第百八十七号）第二條に規定する長期信用銀行
- 四、信託会社
- 五、株式会社商工組合中央金庫
- 六、農林中央金庫
- 七、農業協同組合法（昭和二十二年法律第百三十二号）第十條第一項第三号の事業を行う農業協同組合及び農業協同組合連合会
- 八、水産業協同組合法（昭和二十三年法律第百四十二号）第十一條第一項第四号の事業を行う漁業協同組合及び同法第八十七條第一項第四号の事業を行う漁業協同組合連合会並びに同法第九十三條第一項第二号の事業を行う水産加工業協同組合及び同法第九十七條第一項第二号の事業を行う水産加工業協同組合連合会
- 九、信用協同組合及び中小企業等協同組合法（昭和二十四年法律第百八十一号）第九條の九第一項第一号の事業を行う協同組合連合会
- 十、信用金庫及び信用金庫連合会
- 十一、労働金庫及び労働金庫連合会
- 十二、前各号に掲げる者以外の者であつて我が国の法令により業として他人の社債等の管理を行うことが認められるもののうち、主務省令で定める者
- 十三、外国において他人の社債等又は社債等に類する権利の管理を行うことにつき、当該外国の法令の規定により当該外国において免許又は登録その他これに類する処分を受けている者であつて、主務大臣が指定する者。」
18. 社債、株式等の振替に関する法律第百五十五條第一項:「振替株式の発行者が会社法第百十六條第一項各号の行為、同法第百八十二條の二第一項に規定する株式の併合、事業譲渡等（同法第四百六十八條第一項に規定する事業譲渡等をいう。第四項において同じ。）、合併、吸収分割契約、新設分割、株式交換契約又は株式移転をしようとする場合には、当該発行者は、振替機関等に対し、株式買取請求（同法第百十六條第一項、第百八十二條の四第一項、第四百六十九條第一項、第七百八十五條第一項、第七百九十七條第一項又は第百八十六條第一項の規定による請求をいう。以下この条において同じ。）に係る振替株式の振替を行うための口座（以下この条において「買取口座」という。）の開設の申出をしなければならない。ただし、当該発行者が開設の申出をした買取口座があるとき、又はこれらの行為に係る株式買取請求をすることができる振替株式の株主が存しないときは、この限りでない。」
19. 会社法第七百九十八條第三項:「前条第七項の規定にかかわらず、前項に規定する場合において、効力発生日から六十日以内に同項の申立てがないときは、その期間の満了後は、株主は、いつでも、株式買取請求を撤回することができる。」
20. 企業併購法第12條第3項:「公司受理股東交存股票時、應委任依法得受託辦理股務業務之機構辦理。股東交存股票時、應向公司委任股務業務之機構辦理。受委任機構接受股票交存時、應開具該股票種類、數量之憑證予股東；股東以帳簿劃撥方式交存股票者，應依證券集中保管事業相關規定辦理。」
21. 經濟部經商字第10502016270號函:「一、企業併購法第12條第3項規定之『依法得受託辦理股務業務之機構』係指依『公開發行股票公司股務處理準則』第3條第1項規定，得受委託處理股務事務之機構。…」
22. 公開發行股票公司股務處理準則第3條第1項:「公開發行股票公司（以下簡稱公司）處理股務事務得委外辦理；其受委託辦理者，以綜合證券商及依法得受託辦理股務業務之銀行及信託業為限。為協助公司順利召開股東會，符合下列條件之股份有限公司，亦得受託辦理股東會相關事務：一、實收資本額新臺幣二億元以上。二、依本法規定經營證券商業務之股東，持有該公司股份合計超過其已發行股份總數百分之五十，且各證券商持有該公司股份未超過其已發行股份總數百分之十。三、董事會至少有三分之一之席次，由獨立董事擔任。四、人員及內部控制制度符合第四條及第六條規定之條件。」
23. 立法院公報第104卷第54期院會紀錄:「…股東未依第二項規定之期間內，以書面提出請求、列明請求收買價格及交存股票之憑證者，係未完成請求之程式，其效果與未請求相同。…」
24. 經濟部經商字第10502016270號函:「…二、按同條第4項規定：『第一項股東之請求，於公司取銷同項所列之行為時，失其效力。』是以，除公司取銷第1項所列之併購行為外，異議股東一經交存股票予受委託處理股務事務之機構後，即不可取銷其交存行為。…」
25. 《異議股東收買請求權的法律性質》，黃愛學，《甘肅政法學院學報》2013年第1期
26. 財政部（85）年台財稅字第821495271號函:「公司與他公司合併時，公司依法收買反對合併股東所持該公司股份之股票，及該收買之股票嗣後再行出售，均屬買賣有價證券之行為，應依證券交易稅條例第1條第1項及第2條規定課徵證券交易稅。」
27. 財政部（92）年台財證三字第0920129564號函:  
「要旨：上市公司股份場外交易之規定。  
上市公司依公司法第186條、第317條、企業併購法第12條、金融控股公司法第24條、第26條或第32條規定對異議股東收買股份，及依企業併購法第13條第1項第2款規定，依合併契約、股份轉換契約、分割計畫或其他契約約定轉讓買回之股份予消滅公司或其他公司股東，得不受證交法第150條規定上市有價證券買賣應於證券交易所開設之有價證券集中交易市場為之限制。」
28. 財政部(77)台財證二字第09067號函:

「要旨：上市有價證券得為場外交易之事項

主旨：上市有價證券之買賣，符合說明二所定事項者，得不受證券交易法第一百五十條規定應於證券交易所開設有價證券集中交易市場為之限制。

說明：一 依證券交易法第一百五十條第四款規定辦理。

二 前項規定符合主管機關所定之事項，訂定如左：

(一)股東依公司法規定請求公司收購其股份者。(二)華僑或外國人經依華僑投資條例或外國人投資條例報經經濟部投資審議委員會核准讓受予其他華僑或外國人者。

(三)公司發行可轉換之有價證券，經本會核准以他種有價證券清償或轉換者。(四)公司發行附買回條件之有價證券，依章程記載之發行條件買回者。(五)以指定用途信託資金買入上市有價證券，解約後償還信託人者。(六)有證券交易法第二十二條第三項、第二十二條之二第一項第一款、第二款、第四十三條之一第二項所規定情事者。(七)其他事先報經本會核准者。」

29. 經濟部經商字第10502421440號函：「一、按企業併購法第12條第2項、第3項規定，異議股東請求公司收買其股份，應將股票交存。是以，異議股東經向公司委任股務業務之機構辦理交存股票，即生股份之移轉效力。…」

30. 臺灣集中保管結算所股份有限公司業務操作辦法第七十一條之二修正條文對照表及說明。

31. 證券交易稅條例第4條：

「本條例所定證券交易稅代徵人如下：

一、有價證券如係經由證券承銷商出賣其所承銷之有價證券者，其代徵人為證券承銷商。

二、有價證券如係經由證券經紀商受客戶委託出賣者，其代徵人為證券經紀商。

三、有價證券如係由持有人直接出讓與受讓人者，其代徵人為受讓證券人；經法院拍賣者，以拍定人為受讓證券人。

前項第三款之受讓證券人依法代徵並繳納稅款後，不得申請變更代徵人。」

32. 證券交易稅條例第3條：

「證券交易稅由代徵人於每次買賣交割之當日，按第二條規定稅率代徵，並於代徵之次日，填具繳款書向國庫繳納之。

代徵人代徵稅款後，應掣給規定之收據，交與證券出賣人。但證券經紀商為代徵人者，得按月以交易對帳單為之。

證券自營商自行出賣其所持有之有價證券，其證券交易稅由該證券自營商於每次買賣交割之次日，填具繳款書向國庫繳納之，不適用第一項代徵人之規定。

代徵人及前項之證券自營商應將每日成交證券之出賣人姓名、地址、有價證券名稱、數量、單價、總價及稅額等列具清單，於次月五日前報告於該管稽徵機關。」

33. <http://news.ltn.com.tw/news/business/paper/1002206>

34. <http://money.udn.com/money/story/5612/1777872>



T  
D  
C  
C

重要紀事

## 2016

12/2

為落實企業社會責任與實地瞭解偏鄉需求，本公司孟總經理率同仁赴花蓮參訪本公司贊助之偏鄉學校，並與花蓮縣教育處代表、溪口國小、中華國小、北昌國小、吉安國小及宜昌國中等校之校長與老師進行座談。

12/15

香港BBH派員至本公司參訪，進行業務交流。

12/15

邀請證券商及其委外資訊廠商舉辦兩場「手機存摺宣導說明會」，共計33人參加。

12/16

本公司基於企業關懷及回饋社會之責任，舉辦「寒冬送暖熱血情」愛心捐血暨血袋捐贈公益活動，募集205袋愛心捐血及捐贈10,000個血袋予台北捐血中心。當日本公司慈心社亦舉辦愛心慈善義賣活動，此次義賣及愛心捐獻收入約50萬元，全數捐贈安得烈食物銀行、華山基金會及彰化縣自閉症肯納家長協會等多家公益團體。

12/17

本公司同仁參與「2016金鑽獎基金志工公益活動」，赴台東基督教醫院擔任一日志工。

12/22

舉辦「證券商結算交割人員集保相關業務說明會」，共計80人次參加。

12/28

捐助伊甸基金會「金齡長者社區服務計畫」，包含偏遠地區「居家照顧服務」及「社區輔具站」等，提供長者與身心障礙者及時、就近的支持。

12/28

本公司贊助之花蓮北昌國小教師，由孫承偉校長率隊參訪股票博物館，由孟總經理接待並進行意見交流。



## 2017

1/6

本公司贊助之花蓮中華國小師生，由鮑明鈞校長率隊參訪股票博物館，由孟總經理接待並欣賞學童才藝表演。

1/8

本公司舉辦105年歲末聯歡會，林董事長感謝同仁一年來的辛勞，並勉勵同仁秉持一貫的熱誠繼續努力。

1/12、16、20

邀集專營、兼營票券商人員，舉辦「CP2登記形式發行服務案業務暨資訊規格說明會」，共計128人參加。

1/16

邀集各發行公司及股務機構舉辦本年第一梯次「股務主管業務座談會」，共計44位股務單位主管參加。

1/18

本公司贊助之新北市石碇國小「小小文創家培育計畫」舉辦「期末社團暨小小文創家成果發表會」，並致贈本公司感謝狀。

1/18-19

邀集上市（櫃）、興櫃自辦股務公司及代辦股務機構人員，舉辦本年第一梯次「股務作業說明會」，共計86位股務單位業務人員參加。

1/20

英國Calastone之Deputy CEO Mr. Ken Tregidgo率隊至本公司進行業務交流。



T  
D  
C  
C

圖片集錦

# PHOTOHIGHLIGHT



**2017.1.8**

本公司舉辦105年歲末聯歡會，林董事長感謝同仁一年來的辛勞，並勉勵同仁秉持一貫的熱誠繼續努力。



**2016.12.2**

為落實企業社會責任與實地瞭解偏鄉需求，本公司孟總經理率同仁赴花蓮參訪本公司贊助之偏鄉學校，並與花蓮縣教育處代表、溪口國小、中華國小、北昌國小、吉安國小及宜昌國中等校之校長與老師進行座談。



2016.12.16

本公司基於企業關懷及回饋社會之責任，舉辦「寒冬送暖熱血情」愛心捐血暨血袋捐贈公益活動，募集205袋愛心捐血及捐贈10,000個血袋予台北捐血中心。當日本公司慈心社亦舉辦愛心慈善義賣活動，此次義賣及愛心捐獻收入約50萬元，全數捐贈安得烈食物銀行、華山基金會及彰化縣自閉症肯納家長協會等多家公益團體。



2017.1.18

本公司贊助之新北市石碇國小「小小文創家培育計畫」舉辦「期末社團暨小小文創家成果發表會」，並致贈本公司感謝狀



# STOCK MUSEUM

# 股 票 五 顏 六 色

臺灣股票博物館  
邀請您一同探索股票的

彩色世界



臺灣股票博物館  
Taiwan Stock Museum  
臺灣集中保管結算所 建置·管理



[www.stockmuseum.com.tw](http://www.stockmuseum.com.tw)



TAIWAN DEPOSITORY &  
CLEARING CORPORATION

臺灣集中保管結算所



TDCC | FINTECH



臺灣股票博物館  
Taiwan Stock Museum  
臺灣集中保管結算所 建置



台北市復興北路363號11樓 02-2719-5805 [www.tdcc.com.tw](http://www.tdcc.com.tw)