

《公平交易季刊》
第 25 卷第 1 期 (106/1)，頁 131-179
◎公平交易委員會

反托拉斯法與證券法令的互動與衝突 －從美國 Credit Suisse 案談起

顏雅倫*

摘要

從我國公平交易法（下稱公平法）制定歷史與公平法第 46 條之立法理由觀之，我國不適宜援用美國最高法院於 Credit Suisse 案中擴大管制產業默示豁免反托拉斯法的論理，惟解釋公平法第 46 條「不牴觸本法立法意旨者」時，應考量其他管制法令同為促進經濟之安定與繁榮的立法目的或政策考慮，認為其不當然牴觸公平法立法意旨，再由公平交易委員會依公平法第 6 條第 2 項商同相關主管機關辦理之，而僅在管制法規能有效運作且必要的範圍內，例外豁免公平法而適用管制法規。金融監督管理委員會依證券交易法對服務費率或費用之核定權與決定權，以及臺灣證券交易所股份有限公司與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心就有價證券買賣事項所制訂的章則，即應本此原則看待。又雖難以認定特定有價證券或特定類型的有價證券在證券交易市場上具有市場力量，但證券商或投資銀行所提供之證券承銷服務，卻足以構成一相關市場進而論斷個別證券商或投資銀行的市場力量。至於透過證券市場之公司收購、使用臺灣證券交易所借券平台所進行之議價交易、證券商辦理借券業務所涉手續費與借券費率，以及證券商辦理有價證券買賣融資融券的融資利率與融券手續費等，若有價格操縱或市場分割等限制競爭行為，均應受公平法規範。

關鍵詞：反托拉斯法、證券市場、公平法第 46 條、公平交易法、證券承銷

投稿日期：105 年 4 月 6 日

審查通過日期：105 年 12 月 22 日

* 國立成功大學法律學系助理教授。感謝匿名審查人的寶貴意見，惟本文內容若有缺漏、錯誤或不足之處，均由作者自負其責。

一、前言與問題意識

反托拉斯法著重市場競爭對整體經濟所帶來的利益，包括較低的價格與更多的選擇，兩者都能提升消費者福利（consumer welfare），至於證券交易法令，如同多數的管制體系，卻可能創造出引發限制競爭行為的市場進入障礙¹，且其管制目的不僅限於證券市場的競爭，尚及於證券市場的活力、資訊真實與充分揭露，以及交易機構的穩定運作等，甚且各種政策目標有時會相互衝突而必須彼此平衡²。證券業與證券交易平台屬金融業的一環，素來受高度管制，且為資本市場運作的核心之一，各國對證券市場的管制法令，均已發展出高度細密及技術性的管制。惟相較於其他管制領域，反托拉斯法與證券法令彼此間的互動與衝突，國內文獻較少論及。美國自 1963 年的 *Silver v. New York Stock Exch.*³（下稱 *Silver* 案）開始，美國最高法院已經處理數宗涉及證券法令與反托拉斯法適用衝突的案件，而 2007 年的 *Credit Suisse Sec. (USA) LLC v. Billing*⁴（下稱 *Credit Suisse* 案），則展現了美國最高法院對此一議題的最新態度。

我國甫於 2015 年大幅修正公平交易法（下稱公平法），修正法條亦包括處理公平法與其他管制法規關係的公平法第 46 條。值此之際，研究美國最高法院的相關判決及其演變，對照我國公平法與證券法規，並比較美國相關案例呈現出來的爭議行為及公平交易委員會（下稱公平會）已處理的案例，進而探討我國反托拉斯法與證券法令之間的互動準則，應有相當意義。有鑑於此，本文擬先說明美國最高法院於證券法令領域中默示豁免或排除反托拉斯法（implied immunity or repeal）⁵的見解演變，並介紹 *Credit Suisse* 案在美國的影響與相關批評；次則彙整公平會關於證券市場的處分案例，並從新修正的公平法第 46 條出發，對照美國相關判決所涉行為類型，探討我國證券法令與公平法間的互動關係，研究我國證券市場尚待釐清的反托拉斯法議題，提供公平會作為未來執法之參考。

¹ Adam C. Pritchard, “Securities Law in the Roberts Court: Agenda or Indifference?” *37(1) The Journal of Corporation Law*, 117 (2011).

² See Herbert Hovenkamp, “Antitrust Violations in Securities Markets,” *28 University of Iowa (The Journal of Corporation Law)*, 609 (2003).

³ *Silver v. New York Stock Exch.*, 373 U.S. 341 (1963).

⁴ *Credit Suisse Sec. (USA) LLC v. Billing*, 551 U.S. 264 (2007).

⁵ 後續所述之相關判決或文獻中，論及是否應豁免或排除反托拉斯法適用時，有使用 implied immunity 者，亦有使用 implied repeal 者，故本文以下將依個別文獻的原始用詞，就前者譯為默示豁免，就後者譯為默示排除。

二、美國最高法院於證券法令領域中默示豁免 反托拉斯法之見解演變

(一) 概說：管制法規與反托拉斯法間的互動關係

按管制法規對反托拉斯法在特定產業是否適用一事，有三種規範方式，一為明文規定特定產業中的行為豁免反托拉斯法；第二種為以保留條款（*saving clause*）明文規定保留反托拉斯法的適用；三則為未有明文規定。而多數關於反托拉斯法於管制產業適用界限的案例，系爭管制法規都未對有無豁免反托拉斯法一事為明文規定。在 2004 年以前，若反托拉斯法與系爭管制法規之間的關係無明文規定時，美國最高法院的一貫立場為，除非反托拉斯法與管制法規彼此間有明確矛盾（*plain repugnancy*）的情況存在，否則法院並不會認定系爭案件得默示豁免反托拉斯法，並認為反托拉斯法僅有在特定管制法規能達成其目的之必要及最小範圍內對管制法令為退讓⁶。而早在著名的 *United States v. Philadelphia Nat. Bank*，美國最高法院即認為 1960 年的銀行合併法（*the Bank Merger Act of 1960*）並不排除克萊頓法第 7 條在銀行合併案的適用⁷。

但在 2004 年的 *Verizon Communications Inc. v. Law Offices of Curtis V. Trinko, LLP*（下稱 *Trinko* 案）⁸，雖然 1996 年電信法第 601(b)(1)⁹為反托拉斯法保留條款，規定沒有任何該法的規定或其修正，能被解釋為修正、削弱或取代任何反托拉斯法的適用¹⁰，然美國最高法院在此案中卻認為，若管制架構中已有嚇阻與救濟限制競爭弊害的設計，執行反托拉斯法的利益就相對微小，因為管制本身已經顯著減少限制競爭行為的出現與弊害，故此時如適用反托拉法進行額外審查即較不具說服力，且可能會因而錯誤非難某些行為，反而對反托拉斯法原來欲保護的行為，產生寒蟬效應。若管制法規內並未有任何規定執行反托拉斯法功能，此時相對於執行成本而言，執行反托拉斯法獲得的利益就可能較高。有鑑於在該案中反托拉斯法干預可能帶來

⁶ Howard A. Shelanski, "The Case for Rebalancing Antitrust and Regulation," *109(5) Michigan Law Review*, 686-687 (2011).

⁷ *United States v. Philadelphia Nat. Bank*, 374 U.S. 321, 354(1963), 15 USCS § 18.

⁸ *Verizon Communs. Inc. v. Law Offices of Curtis V. Trinko, LLP*, 540 U.S. 398 (2004).

⁹ 47 U.S.C. § 152.

¹⁰ *Verizon Communs. Inc. v. Law Offices of Curtis V. Trinko, LLP*, 540 U.S. 398, 406 (2004).

的利益甚為微小，考量到非法排除行為的手段就像合法競爭行為般難以計數，故適用休曼法（Sherman Act）第 2 條的要件會相當困難。而錯誤推論與因有的錯誤非難，代價特別高昂，因為其會對反托拉斯法意欲保護的行為，產生寒蟬效應¹¹。

Trinko 案以前判斷反托拉斯法默示豁免的標準，著重於管制法規與反托拉斯法間是否有明確矛盾存在，但 Trinko 案卻著重在反托拉斯法執行的成本，以及在管制產業中執行反托拉斯法之利益超越其成本的可能性，甚且對得排除反托拉斯法之管制法規應具備何等要件，也未為任何說明。Trinko 案顯示美國最高法院在管制產業中，縱使相關管制法規中已明文規定應保留反托拉斯法在該產業的運作，仍會限縮解釋反托拉斯法的實際適用範圍。如此一來會減弱對受管制廠商提出的反托拉斯法訴求，並賦予保留條款狹隘且不完整的效果。換言之，美國最高法院將反托拉斯法的適用，委諸管制機關來評估與矯正某些潛在限制競爭行為，而非法院¹²。

（二）證券法令與反托拉斯法適用的相關案例

1. Silver v. New York Stock Exchange (1963)

Silver 案主要爭點在於紐約證券交易所（New York Stock Exchange）依 1934 年證券交易法（The Securities Exchange Act of 1934）制定之規則要求其會員移除其與非會員間之私人、直接的辦公室電話專線，應否默示豁免反托拉斯法，抑或是應依反托拉斯法對非會員的證券商負責¹³。在該案中，美國最高法院認為紐約證券交易所及其會員集體移除私人專線的行為，若是未涉有其他聯邦管制法規，乃當然違反休曼法第 1 條。紐約證券交易所與其會員的合意行為（紐約證券交易所的會員遵循紐約證券交易所的指令），為集體杯葛並剝奪原告作為證券經紀商或自營商於櫃檯證券市場（over-the-counter securities market）有效競爭所需之商業服務，因為櫃檯證券市場乃是透過全國眾多的交易員持續彼此溝通最新買價、賣價建立起來的，欠缺私人專線

¹¹ *Id.* 411-12. 休曼法第 2 條（15 U.S.C. § 2）原文為“Every person who shall monopolize, or attempt to monopolize, or combine or conspire with any other person or persons, to monopolize any part of the trade or commerce among the several States, or with foreign nations, shall be deemed guilty of a felony, and, on conviction thereof, shall be punished by fine not exceeding \$100,000,000 if a corporation, or, if any other person, \$1,000,000, or by imprisonment not exceeding 10 years, or by both said punishments, in the discretion of the court.”

¹² Howard A. Shelanski, *supra* note 6, 699-705.

¹³ *Silver v. New York Stock Exch.*, 373 U.S. 341, 342-343 (1963).

所能提供的即時市場資訊，將大幅損害從事櫃檯買賣的證券商為自己或為客戶以最低報價買進或以最高報價賣出的努力，若不能處即時溝通的網路中，從事櫃檯買賣的證券商會大幅喪失與其他證券商間的交易量¹⁴。

在本案，美國最高法院詳細探討證券交易所的演變、地位以及對整體經濟扮演的角色，指出 1934 年的證券交易法要求證券交易所應向證券交易委員會（Securities Exchange Commission, SEC）登記，且證券交易所必須提交其規章且該等規章足以正當、充分確保公平交易並保護投資者，否則不許登記，讓證券交易所負有自律義務。而證券交易所自律義務的其中重要一環，即是制定證券交易所會員行為的規範，包括針對會員未符公平交易原則的行為或程序為開除、停止權益或懲戒的相關規定¹⁵。而在本案，證券交易所章程與規章中關於私人專線的規定，毫無疑問屬於自律義務履行的一部，但並不能因為證券交易所所有權制定規章管理其會員與非會員間的關係，特別是該等規定的適用，即因此不受反托拉斯法的審查¹⁶。

美國最高法院進一步指出，證券交易法並未明文豁免反托拉斯法，而默示豁免反托拉斯法向來是不受歡迎的選擇，僅在使管制法規能有效運作且在必要的最小範圍內方能肯認，此為協調兩個法令系統的基本指導原則¹⁷。雖然證券交易法賦予證券交易委員會要求證券交易所修改其規章的權限，並因而隱含其得不同意證券交易所制定之規章的意旨，但委員會依據該法規定並無權審查證券交易所規章在特定個案的適用結果。因此，一來無庸審究原告向法院起訴前是否應先向證券交易委員會提出救濟，二來，因證券交易委員會欠缺審查交易所規章在個案適用的權限，也意味關於反托拉斯法的豁免問題，並不涉及機關管制權限的衝突或重疊。唯一的爭議在於證券交易法所規範的證券交易所自律規範之性質與目的，是否與反托拉斯法的適用不相容（incompatible）¹⁸。既然在管制架構中，並未有任何規範扮演反托拉斯法的功能，以確保證券交易所不會在具體個案中適用規章因而損害競爭，而證券交易所規

¹⁴ *Id.* 347-349. 休曼法第 1 條（15 U.S.C. § 1）原文為“Every contract, combination in the form of trust or otherwise, or conspiracy, in restraint of trade or commerce among the several States, or with foreign nations, is hereby declared to be illegal. Every person who shall make any contract or engage in any combination or conspiracy hereby declared to be illegal shall be deemed guilty of a felony, and, on conviction thereof, shall be punished by fine not exceeding \$ 100,000,000 if a corporation, or, if any other person, \$ 1,000,000, or by imprisonment not exceeding 10 years, or by both said punishments, in the discretion of the court.”

¹⁵ *Id.* 352-353.

¹⁶ *Id.* 356-357.

¹⁷ *Id.* 357.

¹⁸ *Id.* 357-358.

章的適用，在特定個案中，可能會對發行人、非會員證券商或其他人造成競爭損害，鑑於反托拉斯法正為了保護競爭自由，亦即個別事業單位不受他人集體行為之阻礙進行競爭的自由，反托斯法特別適合用來檢視證券交易所的限制競爭行為¹⁹。再者，藉由合理原則（rule of reason）的適用，傳統反托拉斯法概念仍然有足夠彈性讓證券交易所有空間執行證券交易法所規範之義務；證券交易所的自律規範如果符合證券交易法的目的與範疇，也得作為反托拉斯法相關主張的正當抗辯²⁰。

美國最高法院最後認定，在紐約證券交易所在該案所採取的行為，除非能從證券交易法的目的尋求正當性，否則顯然違反休曼法。在本案中，紐約證券交易所未通知原告也未給予其適當說明的機會，即要求會員集體移除與原告間的私人專線，並在證券交易法上也找不到任何正當性，可認為係違反休曼法第 1 條²¹。

2. Gordon v. New York Stock Exchange (1975)

Gordon v. New York Stock Exchange（下稱 Gordon 案）則屬默示排除反托拉斯法的案例。該案原告 Richard A. Gordon 個人並代表一群小額投資人，對紐約證券交易所（New York Stock Exchange, Inc., NYSE）、美國證券交易所（American Stock Exchange, Inc., Amex）以及該兩家證券交易所之兩名會員提出訴訟，主張該等證券交易所對低於美金 500,000 元之交易採用的固定佣金率（fixed commission rate）違反休曼法第 1 條及第 2 條²²。美國最高法院認為此案與 Silver 案有所不同，按 1934 年證券交易法第 19 條(b)²³授與證券交易委員會針對證券交易所關於固定合理佣金費率之規章與實際運作狀況的直接管理權限，非但證券交易委員會被授權得否決佣金率的相關規定與實務，更得在為保護投資人或確保在此等證券交易所進行買賣之證券的公平交易有必要或適當時，要求變更或補充規章或實務。自 1934 年以來，證券交易委員會知悉所有的費率變動，且該委員會在該案發生時的過往 15 年間，均積極審查費率變更提案，與 Silver 案中證券交易委員會在特定情況下無法影響證券交易所之規

¹⁹ *Id.* 358-359.

²⁰ *Id.* 359.

²¹ *Id.* 364-366.

²² Gordon v. New York Stock Exch., Inc., 422 U.S. 659, 660-661 (1975). 原告原先起訴時上有其他主張，包括超過 1,000 股的交易折扣、會員人數限制以及不對使用證券交易所資源之非會員提供折扣佣金率等，但第二巡迴法院甚且認為該等主張顯屬無據（frivolous），而最終在美國最高法院審理者，僅有關於固定佣金率此一議題，*see id.* 661-663.

²³ 15 U.S.C. § 78s (b).

章適用相較，有所不同²⁴。

美國最高法院在 *Gordon* 案中重申，反托拉斯法的默示排除僅限於讓證券交易法得以運作的必要、最小範圍內²⁵。過往，例如在 *Otter Tail Power Co. v. United States*²⁶，美國最高法院曾經將管制領域架構的滲透性，作為認定是否有默示反托拉斯法排除的考量因素，但在 *Gordon* 案，美國最高法院則著重於若就佣金率一事不排除反托拉斯法適用，將使證券交易所及其會員面臨兩種相衝突的標準。按證券交易所的佣金率實務，受證券交易委員會的審查與核准，若法院以反托拉斯法課與不同標準或要求，證券交易所將陷入要不牴觸法院，要不違反證券交易委員會的命令之兩難處境。反托拉斯法重在保護競爭，但證券交易委員會則尚必須考慮投資人、證券交易所以及證券產業的經濟狀態。鑑於證券交易委員會的專業、國會賦予證券交易委員會的信任，以及證券交易委員會與國會業已扮演的積極角色，允許法院進行反托拉斯法程序將會牴觸業經國會授權的管制體系²⁷。

綜合前述，美國最高法院認為，從長久管制實務、立法沿革與修法狀況，美國國會於制定證券交易法（the Securities Exchange Act）時，即將監管佣金合理費率設定的權限，歸予證券交易委員會；而反托拉斯法禁止固定佣金費率並視為當然違反休曼法，若允許反托拉斯法在此介入，將阻礙證券交易法的運作與證券交易委員會的管理權限，因此默示排除反托拉斯法的適用，對於證券交易法能如依立法目的運作有其必要。若不默示排除反托拉斯法，將使管制法規中關於管制機關對交易所佣金率之監管條文形同具文²⁸。

3.U. S. v. Nat'l Ass'n of Sec. Dealers, Inc. (1975)

在 *U. S. v. Nat'l Ass'n of Sec. Dealers, Inc.*（下稱 NASD 案）中，所涉爭點為共同基金（Mutual Fund）的特定市場行銷行為，是否豁免反托拉斯法²⁹。美國最高法院重申默示反托拉斯法豁免僅在有有利證據顯示反托拉斯法與管制法令系統間存在明確矛盾時，方能予以正當化³⁰；但在此案中，美國最高法院認為縱使證券交易委員會並

²⁴ *Id.* 685.

²⁵ *Id.*

²⁶ *Otter Tail Power Co. v. United States*, 410 U.S. 366 (1973).

²⁷ *Gordon v. New York Stock Exch., Inc.*, 422 U.S. 659, 687-689 (1975).

²⁸ *Id.* 691.

²⁹ *U.S. v. Nat'l Ass'n of Sec. Dealers, Inc.*, 422 U.S. 694, 697 (1975).

³⁰ *Id.* 719.

未積極發動及行使其規定權限，但若此為國會在立法時有意授與證券交易委員會對系爭私人行為的行政監督權限，仍應默示豁免反托拉斯法的適用³¹。

在該案中，美國政府主張 Nat'l Ass'n of Sec. Dealers, Inc. (下稱 NASD) 與其會員間構成水平共謀防止就共同基金購買與銷售之次級經銷市場 (secondary dealer market) 與經紀市場 (a brokerage market) 的成長，美國政府於該案中原本廣泛攻擊 NASD 就應適用反托拉斯法而與次級市場行為相關的限制，扮演鼓勵的角色，且著重 NASD 的規則以及 NASD 提供予其會員的資訊，但其後美國政府修正其主張，改為主張 NASD 非正式解釋或該等規則的擴張適用限制了次級市場，對此美國最高法院認為證券交易委員會對 NASD 的監管權限極為廣泛，邁羅尼法 (Maloney Act) 不但要求證券交易委員會應認定 NASD 等協會是否符合該法所訂之嚴格法定要求而得制訂其會員交易活動之規則，其並要求經登記之 NASD 等協會就其規章或規則的變更，也必須提交證券交易委員會許可，甚且證券交易委員會更有權要求該等協會之規章為變更或補充。而證券交易委員會於行使其對該等協會規章與執行行為的監管權限時，除負責保護公共利益與證券持有人之利益外，亦持續考量競爭因素，故美國政府所主張之水平共謀行為雖然不在投資公司法 (the Investment Company Act) 所要求與授權之反托拉斯法豁免範圍內，但既然邁羅尼法與投資公司法授與證券交易委員會之管制權限甚為全面，而使該等行為足以構成默示的反托拉斯法豁免³²。

整體而論，雖然在認定何種情況構成反托拉斯法與管制法規間相互衝突上，美國最高法院在 NASD 案採取較寬的立場，但其基本論理仍認為只有在反托拉斯法確有可能會降低或阻礙國會授與管制機關之管制權限的行使，方能默示豁免反托拉斯法³³。

4. Credit Suisse Sec. (USA) LLC v. Billing (2007)

(1) 案件事實

Credit Suisse 案係因證券投資人起訴主張身為證券承銷商的投資銀行，在承銷數百家科技公司的初次公開發行上，非法合意除非買方同意在認購初次公開發行的股票後再以更高價格購買更多股票拉抬股價 (俗稱 *laddering*)、在後續的股票認購上支

³¹ *Id.* 728.

³² *Id.* 730-735.

³³ Howard A. Shelanski, *supra* note 6, 688.

付高額佣金或者是向承銷商另行購買其他家公司的股票（即搭售）等條件，否則不會配售買方特定公司的初次公開發行股份，此等行為違反休曼法等³⁴。該案所涉行為是否有反托拉斯法的適用，引發激烈爭論。首先，雖然 1933 年證券法第 16 條規定，該章規定的權利或救濟手段，係任何及所有其他法律或平衡法中存在之權利或救濟途徑「以外」的權利或救濟手段；此外，1934 年證券交易法第 28 條也有類似規定³⁵，但美國最高法院多數見解仍認為此兩款規定不應被廣泛解釋成足以保留所有反托拉斯法訴求的保留條款（saving clauses）³⁶。

(2) 美國最高法院的論理

美國最高法院在 Credit Suisse 案中，援引前述 Silver 案、Gordon 案以及 NASD 案的見解，但指出於判斷證券法規是否排除反托拉斯法時，必須判斷證券法與反托拉斯法間是否存在明確矛盾（clear repugnancy）或此兩者是否明確不相容（clearly incompatible），於認定構成默示排除的不相容性上，下列因素是關鍵，即 a. 依據證券法令有管制機關監督系爭行為；b. 負責的管制機關行使其權限的證據；c. 若同時適用證券法令與反托拉斯法將會產生相衝突的指導原則、要求、義務、豁免或行為標準；以及 d. 如 Gordon 案與 NASD 案中，可能之衝突所影響的行為，正是證券法令意圖要管制的金融市場行為³⁷。

依據前述標準，美國最高法院進一步指出，本案所涉的行為，亦即承銷商聯合促銷並銷售新發行的證券，是良好管制的資本市場合宜運作之核心。第一次公開發行（the Initial Public Offering）協助擬籌資的新公司將其股票分散到投資者手中，並引導資金流向以符合公眾對商品或服務需求。金融專家，包括證券管理者，都認為本案系爭所涉共同承銷行為的一般本質，包括巡迴說明會（road shows）與建立相關紀錄等努力，對第一次公開發行的成功行銷相當重要。其次，證券交易委員會有權監督本案系爭的所有行為，包括禁止、准許、鼓勵或勸阻、容忍或限制，或以其他方式實質規範承銷商所涉及的各層面行為。因承銷商違反相關法規與管制規定而受損害的私人也得請求賠償損失。第三，證券交易委員會也持續行使其法定權限規範系爭行為，例如詳細界定證券承銷商於巡迴說明會可為或不得為之事項。證券交易

³⁴ Credit Suisse Sec. (USA) LLC v. Billing, 551 U.S. 264, 264 (2007).

³⁵ 15 U.S.C. § 77p(a) and 78bb(a).

³⁶ Credit Suisse Sec. (USA) LLC v. Billing, 551 U.S. 264, 275 (2007).

³⁷ *Id.* 275-76.

委員會也對違反其所制定規定之承銷商提起訴訟；而私人投資者也對與本案所涉行為事實上相同之行為提起證券訴訟並取得賠償³⁸。

在 *Credit Suisse* 案，雖然證券交易委員會也同樣不允許該案的系爭行為，但美國最高法院仍然認為於該案中證券法與反托拉斯法明顯不相容。美國最高法院的主要理由為，首先，要區分哪些行為是證券交易委員會所容許或禁止者，特別是對欠缺證券或金融專業知識者而言，非常細微、複雜且困難，這樣的工作只有證券交易委員會足以勝任。且顯示違法反托拉斯法行為與合法證券行銷行為的證據可以是重疊或相同的。再者，顯然美國最高法院最關心的是，若在該案中認為原告得以依據反托拉斯法為請求，則可能會導致在美國各地不同法院引發諸多由個別不同的非專業法官與陪審團負責審理之訴訟案件。鑑於區分許可或禁止行為所需要的證據評估，在本質上極為微妙，這許多不同法院要出現一致的判決結果勢必極為困難，也很難期待個別法院能一致性地評估類似事實。因此個別不同的法院於評估類似事實時會出現不同判斷的風險異常地高³⁹。

前述因素也使法院在處理反托拉斯法請求時，可能會犯下嚴重錯誤的風險極高，而此種錯誤可能會溢出原告本來尋求設定的狹窄框架，此意味著承銷商可能不僅要避免證券法令禁止的行為，因為擔心反托拉斯法訴訟及三倍賠償的風險，也要一併放棄許多證券法令許可或鼓勵的合意行為，亦即將對合法且對經濟極為重要的合意行為造成寒蟬效應，並因而影響第一次公開發行的行銷與資本市場的有效運作。而由於證券交易委員會積極地執行禁止系爭行為之規定，因為承銷商違法行為受到傷害的投資人得依據證券交易法起訴並請求賠償，證券交易委員會本身也被要求在制定證券相關政策時應納入競爭考量並將其落實在相關法令中，此時即較無必要仰賴反托拉斯法訴訟來處理限制競爭行為。再者，美國國會為了剔除無意義的證券訴訟，已經嚴格化原告起訴的程序要件。此時如允許反托拉斯法訴訟，將會產生原告以反托拉斯法訴訟的外觀包裝本質上是證券訴訟的情況。綜合前述考量，應可認為適用反托拉斯法與執行證券法兩者間有嚴重衝突⁴⁰。

最終，美國最高法院認為在 *Credit Suisse* 案，已符合下列四要件，亦即 a.系爭行為落入證券管制法規的核心領域；b.證券交易委員會的管制權限明確且充足；c.主管

³⁸ *Id.* 276-77.

³⁹ *Id.* 279-81.

⁴⁰ *Id.* 282-84.

機關有主動且持續的管制；d.反托拉斯法與管制法規間有嚴重衝突。故在此一背景下，證券法令反托拉斯法的適用明確不相容⁴¹。

(3) 大法官 Stevens 的協同意見

Stevens 大法官在本案提出協同意見，認為證券承銷商間就如何最適行銷初次公開發行之股票所為的協議，包括銷售予投資人之價格與其他條件，從反托拉斯法的角度觀之，應視為促進競爭的合資事業，除了極端罕見的案例外，並非休曼法第 1 條所規範之限制交易的共謀行為。而在第一次購買後，新發行之股票或證券價格，乃是由在自由市場大規模交易之其他證券彼此間的競爭而定，故認定聯合承銷或承銷團（an underwriting syndicate）能以操縱初次公開發行之條件限制市場交易並無根據。按類似評等與品質之證券的一般市場價格才會影響特定證券之公開銷售價格，而特定證券的發行，縱使規模甚大，亦不過是億元計算之證券發行一般市場的微小單位而已。固然，原告所指稱本案證券商承銷行為，能使承銷商獲取原可屬於發行人之利益，而有違背其受託人義務（fiduciary obligation）之虞，但此也並非所謂原告所請求的「反托拉斯法損害」。故綜合言之，與其說國會就本案系爭行為予以反托拉斯法的默示豁免，毋寧說本案系爭行為並未違反反托拉斯法⁴²。

三、Credit Suisse 案的影響、衝擊與批評

（一）Credit Suisse 案的政策考量及相應批評

1. 美國最高法院判斷標準的變動及其相應考慮

因私人請求三倍損害賠償的反托拉斯訴訟制度遭到濫用，有些私人訴訟欠缺任何合理基礎，而僅是聲稱存有違反反托拉斯法的行為，美國近年來漸漸湧出不信任反托拉斯法的暗流。然鑒於反托拉斯法的判斷標準對私人或政府起訴的案件應平等適用，若就私人起訴案件變更判斷標準將可能危害政府對反托拉斯法的執行⁴³。Trinko 案與 Credit Suisse 兩案都顯示美國最高法院對就受管制廠商執行反托拉斯法可能產

⁴¹ *Id.* 285.

⁴² *Id.* 285-287.

⁴³ David L. Meyer, "We Should Not Let the Ongoing Rationalization of Antitrust Lead to the Marginalization of Antitrust," *15 George Mason University Law Review*, 1175 (2008).

生之利益持懷疑態度，且法院假定錯誤執行反托拉斯法會有高昂成本⁴⁴。即有學者認為，目前以 John Roberts 為首席大法官的美國最高法院（俗稱 Roberts Court），在其所處理的反托拉斯法案件中，著重決定理論（decision-theoretic approach），關注如何極小化因反托拉斯法判決而無可避免之衍生成本，此一方式將考量適用系爭原則或規定產生不正確判決的可能性、因該原則或規定可能產生之各種錯誤所衍生的損失幅度，以及駕馭該等原則的困難度⁴⁵，美國最高法院在 Credit Suisse 案的論理即可印證此一態度⁴⁶。

在此兩案中，美國最高法院就特定管制法令與反托拉斯法間之衝突是否適用反托拉斯法豁免所採取的判斷標準，與先前的案例均有所不同。Trinko 案就管制法規中設有保留條款明確載明反托拉斯法與管制法規同時適用的情況下，仍擴張默示豁免反托拉斯法的適用範圍與論理；在 Credit Suisse 案，則將管制法令與反托拉斯法間存有「矛盾」（repugnancy）等概念，擴延至並未牴觸管制法令的反托拉斯法訴求上。兩案同樣都有降低反托拉斯法於管制產業上適用的效果⁴⁷。且 Trinko 案與 Credit Suisse 案都肯認僅潛在的管制（potential regulation）即足以成立默示豁免⁴⁸。惟 Trinko 案所處理的是如何規範獨占廠商與其競爭對手間的互動，Credit Suisse 案則涉及反托拉斯的超級惡魔—水平共謀行為，該案原告所攻擊的股價拉抬與其他行為，類似傳統的操縱價格（price fixing），同時違反證券交易法令與反托拉斯法⁴⁹。

在 Credit Suisse 案以後，即有論者認為平衡促進競爭與保護產業兩大公共政策的任務，已經有效地從法院轉移到行政機關，而該案也顯現美國最高法院試圖合理化美國過度高額的反托拉斯法訴訟系統之決心，包括限制反托拉斯法適用範圍，讓市場而非法院解決競爭議題，遏止無訴訟價值的請求⁵⁰。更有學者進一步指出，從 Trinko 案與 Credit Suisse 案兩案觀之，美國最高法院已經不傾向將反托拉斯法例外處理（antitrust exceptionalism），而將反托拉斯法置於更廣泛的行政管制脈絡下，此時產

⁴⁴ Howard A. Shelanski, *supra* note 6, 709 (2011).

⁴⁵ Thomas A. Lambert, “The Roberts Court and the Limits of Antitrust,” *52(3) Boston College Law Review*, 873-874, 879 (2011).

⁴⁶ *Id.* 914.

⁴⁷ Howard A. Shelanski, “Justice Breyer, Professor Khan, and Antitrust Enforcement in Regulated Industries,” *100(2) California Law Review*, 498 (2012).

⁴⁸ Justin (Gus) Hurwitz, “Administrative Antitrust,” *21 George Mason Law Review*, 1224 (2014).

⁴⁹ David L. Meyer, *supra* note 43, 1184-1185.

⁵⁰ John P. Lucas, “Pruning the Antitrust Tree: Credit Suisse Securities (Usa) LLC v. Billing and the Immunization of the Securities Industry from Antitrust Liability,” *59(2) Mercer Law Review*, 816-817 (2008).

業主管機關將承擔執行反托拉斯法的主要責任，並將反托拉斯法整合入其機關法規權限內作為基礎原則⁵¹。也有論者表示，未來證券交易委員會必須謹慎監督限制競爭與危害消費者的行為，投資人則必須依據證券法令起訴⁵²。此或許也因當時的金融危機讓人驚覺市場經濟並非如先前所認般有效率及能自我矯正，對市場信念的崩解，直接衝擊過去美國自 1980 年代以來受芝加哥學派強力影響的反托拉斯法核心理念，也使得政府在諸多市場上，特別是已有市場優勢地位廠商者，為更多管制或干預⁵³。

2. 主要批評

(1) 抑制反托拉斯法補充或取代替管制法規的功能

惟美國最高法院在 *Trinko* 案與 *Credit Suisse* 案的見解也引發猛烈的批評。有批評者認為美國最高法院在 *Credit Suisse* 案的見解，可能會導致被告為本質上屬於反托拉斯法的訴求披上證券法的外衣，並進而主張其等行為受反托拉斯法豁免但同時又不受證券交易法規範⁵⁴。再者，因管制機關可能不會積極行使其職權，此時不能僅因國會已授權主管機關對產業進行監管，即可漠視執行反托拉斯法的利益。再者，縱使反托拉斯法的執行涉及三倍賠償金的制度，但並無案例或證據顯示三倍賠償金制度確實有系統性過度嚇阻（*over deterrence*）的問題。而從程序面而言，最高法院已經對起訴原告資格與訴訟要件（*pleading requirement*）設下限制，並在許多實質事項上加強原告的負擔，特別是關於依據休曼法第 2 條主張獨占的主張。過去二十多年來美國最高法院關於反托拉斯法的判決，使得反托拉斯法訴訟的原告主張，從掠奪性定價、垂直價格限制到拒絕交易等，很難受到採信更遑論贏得判決。而從相關判例法觀察，法院在反托拉斯法相關訴訟中做出行為違法的錯誤判定（*false positive*）之風險，並沒有高到法院應賦予競爭導向之管制法規可排除反托拉斯法的地步⁵⁵。

雖然在多數情形，*Trinko* 案與 *Credit Suisse* 案的實際效果，在管制法規已特別處理系爭行為的情況下，可合理限制論理不足的反托斯法主張。但 *Trinko* 案與 *Credit Suisse* 案也會限制反托拉斯法在管制法規於效果或涵蓋範圍有缺漏時補充管制法規

⁵¹ Justin (Gus) Hurwitz, *supra* note 48, 1248-1249.

⁵² Sue Ann Mota, "Antitrust, Limited: The Supreme Court Reins in Antitrust Enforcement in 2007," *Z Florida State Business Law Review*, 137 (2008).

⁵³ John DeQ. Briggs & Daniel J. Matheson, "The Supreme Court's 21st Century Section 2 Jurisprudence: Penelope or Thermopylae?" *11 The Sedona Conference Journal*, 160 (2010).

⁵⁴ Howard A. Shelanski, *supra* note 47, 500.

⁵⁵ Howard A. Shelanski, *supra* note 6, 11-712.

的功能，且於反托拉斯法對競爭而言為更具針對性且成本較低的手段時，反而抑制了反托拉斯法取代管制的機會。且當市場變得更競爭時，管制的利益也會隨之減弱，但在此一轉換過程中，管制的成本卻仍然維持甚至增高⁵⁶。

(2)違反權力分立

從 *Trinko* 案開始，即有論者批評，傳統上不利默示反托拉斯豁免的推定原則，乃是尊重國會的立法意旨，並限制法院的裁決權限。然而美國最高法院在 *Trinko* 案中，卻立於政策決定的立場，亦即平衡准許反托拉斯法訴求之成本與利益以達成最適結果，此等作法無疑引起權力分立的疑慮⁵⁷。就 *Credit Suisse* 案，亦有學者指出，就 *Credit Suisse* 案所涉的拉抬股價與搭售行為適用反托拉斯法，對任何人或任何機關均無傷害。證券交易委員會已明確指出 *Credit Suisse* 案中反托拉斯法爭議核心的濫用行為，不僅是違反證券法令，更是特別嚴重、損害市場品格而應被禁止的交易⁵⁸。只有必須協調確實相互衝撞的法律原則，適用默示排除，才有實益。當兩套法律原則相互衝撞且無法協調以共同運作時，避免衝突才有其重要性。然而在 *Credit Suisse* 案，證券法令與反托拉斯法兩者均禁止系爭搭售行為，證券管理法令係因系爭行為操縱資本市場而會抑制投資，反托拉斯法則是基於系爭行為會排除設定證券市場價格之自由、開放競標行為。美國最高法院在 *Credit Suisse* 案中放寬默示排除反托拉斯法的標準，無異允許法院侵犯立法權限⁵⁹。

按默示排除原則（The implied repeal doctrine）乃是法院遵循立法與司法界線的重要工具，法院並不適合為制訂或廢除法律的立法政策決定，不論是藉由暗示或其他手段。而默示排除的司法認定乃是認定國會默示排除特定法律，而非由法院自己排除適用⁶⁰。傳統的默示排除原則能最小化司法侵奪立法權的問題，並促進司法與立法權的分立⁶¹，且其標準也相對容易預測，依據傳統的默示排除原則，原則上法令幾乎不會因其後新的立法而被取代，僅在罕見的情況下，制訂在先的法律必須退讓，

⁵⁶ *Id.* 718-719.

⁵⁷ Richard M. Brunell, "In Regulators We Trust: The Supreme Court's New Approach to Implied Antitrust Immunity," *78 Antitrust Law Journal*, 300-301 (2012).

⁵⁸ Sec U.S. Securities and Exchange Commission, "Division of Market Regulation: Staff Legal Bull.No.10, Prohibited Solicitations and 'Ten-In' Agreements for Aftermarket Purchases," <http://www.sec.gov/interps/legal/slbmr10.htm>, last visited on date: 2016/8/14.

⁵⁹ Jesse W. Markham, Jr., "The Supreme Court's New Implied Repeal Doctrine: Expanding Judicial Power to Rewrite Legislation Under the Ballooning Conception of 'Plain Repugnancy'," *45 Gonzaga Law Review*, 482-483 (2010).

⁶⁰ *Id.* 470-471

⁶¹ *Id.* 476.

但也僅限於能使兩套法令運作順暢的必要範圍內。以反托拉斯法領域為例，管制法令因而僅罕見地在清楚且無可避免的情況下，默示暫停或取代反托拉斯法的適用⁶²。對反托拉斯法運作狀況的不滿，並非默示排除反托拉斯法的適宜理由，然美國最高法院在 Credit Suisse 案卻陷入挑選其所偏好的國會立法之謬誤，而此逾越了司法與立法權分立的重要界線⁶³。

(3)過度仰賴產業管制法規的風險

管制過程不必然比反托拉斯法更為精確或有效率。如同錯誤的反托拉斯法執行會阻礙創新或其他有利行為，管制錯誤對消費者及受管制廠商也是代價高昂。例如若管制者設定的費率太高，則價格管制並不能保護消費者，但仍有行政成本的負擔且扭曲誘因；若管制者設定的價格太低，則會導致受管制產業難以吸引財務投資以長期對消費者有利的方式，維持企業運作、發展與部署資金。就如同反托拉斯法的執行有可能出錯一樣，管制錯誤對消費者福利與廠商誘因會有潛在嚴重後果⁶⁴。

事實上僅有競爭意識的管制架構，並不能確保能對抗濫用管制架構或該管制架構並未處理的排他性行為。弔詭的是，促進競爭的管制架構也可以為競爭者造就操弄、博奕管制架構，以達成限制競爭目的之機會。管制博奕的風險，也是受管制產業應持續受反托拉斯法監督的重要理由⁶⁵。縱令產業管制機關在產業專業知識上或較勝一籌，然而美國法院在適用反托拉斯法時，是以經濟效率為唯一標準；惟管制法令通常不欲透過競爭達成經濟效率，甚至立法者建立管制機關或管制者的目的，均非競爭，有些管制法規目的更在消滅競爭。管制機關往往視競爭為次要考量，或是透過特定產業特質或利益觀察競爭，而較不可能形成或執行最佳鼓勵競爭的法令規則。再者，縱使是最真誠無偽的管制者也可能被擄獲，因為私人廠商會針對與其切身利益相關的特定議題進行遊說，但公眾卻難以組織，最後管制者也可能因此支持對特定私人廠商有利但損害公眾權益的作法⁶⁶。

⁶² *Id.* 476-478.

⁶³ *Id.* 481.

⁶⁴ *Id.* 728.

⁶⁵ Stacey L. Dogan & Mark A. Lemley, "Antitrust Law and Regulatory Gaming," *87 Texas Law Review*, 685-687 (2009). 該文定義所謂管制博奕 (regulatory gaming) 為利用促進競爭或中性的管制法令以達成其排他目的。而複雜的管制系統，特別是需要市場進入須取得政府許可，可藉由允許讓具市場支配地位的廠商主導產業標準而延緩新產品進入市場，製藥業就是典型代表。產業標準設定或政府機關背書則是另一個例子，若政府要求產品包含特定特徵或特定運作方式，私人有時可以蒙蔽管制者，使其採用有利於其所持有之技術並得排除其競爭者的標準，*see id.* 687-688.

⁶⁶ *Id.* 696-699.

更何況，產業管制的主要受益者最後常是被保護免於競爭的受管制廠商本身與其保證獲利，且受管制產業中，錯誤否定（即錯誤未規限制競爭行為）的弊害可能比錯誤肯定（即將有利市場的行為誤以為是限制競爭行為）更大，蓋管制本身可能就會妨礙市場自我矯正的機制。縱使產業主管機關願意考量競爭，也鮮少能有效執行競爭政策或嚇阻反托拉斯法的違反行為⁶⁷。Trinko 案與 Credit Suisse 案弱化了反托拉法與管制間的關係，在原先的平衡回復之前，管制者可能會面臨過度管制（over regulation）或管制不足（under regulation）兩者間的困難抉擇，並伴隨可能比對管制產業錯誤執行反托拉斯法更為高昂的成本⁶⁸。

(4) 小結

整體而論，批評者大抵認為，Trinko 案與延伸其論理的 Credit Suisse 案中基於管制架構存在而排除反托拉斯法適用的見解，也同樣阻礙了反托拉斯法縮小無效的高度管制與限制競爭行為防範不足兩者差距的機會，亦有害管制的解除⁶⁹。特別是若 Credit Suisse 一案被廣泛適用在傳統上反托拉斯法與管制法規共同合作的管制產業領域，對反托拉斯法的懷疑，反而可能威脅或阻礙反托拉斯法的完善執行⁷⁰。且限制反托拉斯法的適用，亦可能反而導致企業要面臨更嚴格審查與全面性的產業法規限制⁷¹。職是之故，合理化反托拉斯法的執行，與減少反托拉斯法的執行，兩者應有區別，故重點應放在如何增進反托拉斯法的福利目標，而非成本是否超過利益；無論如何，一個健全、有活力的反托拉斯法執行系統，縱使遠未臻完美，但較諸其他可能的選擇，仍更具有吸引力⁷²。

（二）下級審法院對 Credit Suisse 案的區辨與引用

在 2007 年以後，美國下級審法院也陸續出現引用、分析或區辨適用 Credit Suisse 案所揭櫫標準的案件。其中兩個涉及證券市場的較重要案例，為 2009 年的 Elec. Trading Group, LLC v. Banc of Am. Sec. LLC（下稱 ETG 案）⁷³，與 2008 年開始而於

⁶⁷ *Id.* 703.

⁶⁸ Howard A. Shelanski, *supra* note 6, 732.

⁶⁹ Howard A. Shelanski, *supra* note 47, 505-506.

⁷⁰ David L. Meyer, *supra* note 43, 1184-1188.

⁷¹ *Id.* 1189.

⁷² *Id.*

⁷³ Elec. Trading Group, LLC v. Banc of Am. Sec. LLC, 588 F.3d 128 (2d Cir. 2009).

2014 年達成和解、美國麻薩諸塞州地方法院於 2015 年 2 月審查並於同年 3 月同意總金額高達美金 590,500,000 元之和解方案的 Dahl v. Bain Capital Partners, LLC (下稱 Dahl 案)⁷⁴，以下即分別說明之。

1.Elec. Trading Group, LLC v. Banc of Am. Sec. LLC (2009)

(1)美國第二巡迴法院對 Credit Suisse 案的引用

ETG 案原告即上訴人 Electronic Trading Group, LLC (ETG) 為借券放空賣家 (a short seller) 對數家作為借券放空交易 (short sale transaction)⁷⁵機構經紀商 (prime brokers) 的大型金融機構起訴，主張該等機構經紀商任意指定特定證券為難以借券 (hard-to-borrow) 的證券並據此操縱借券價格，此舉違反休曼法第 1 條⁷⁶。美國第二巡迴法院就反托拉斯法應否排除適用此一爭點，援引 Credit Suisse 案中所列四項考量，即系爭行為是否恰屬證券法令的管制核心；證券交易委員會是否有清楚與足夠的監管權限；是否存在積極且持續的主管機關監管；以及反托拉斯法與證券交易法

⁷⁴ Dahl v. Bain Capital Partners, LLC, 589 F. Supp. 2d 112 (D. Mass. 2008), 597 F. Supp. 2d 211(D. Mass. 2009); Linda Chiem, "Investors Seek Final OK For \$590M PE Collusion Settlement," Law360, New York (November 14, 2014), <http://www.law360.com/articles/596152/investors-seek-final-ok-for-590m-pe-collusion-settlement>, last visited on date: 2016/3/29; Robbins Geller, Rudman & Dowd LLP, "Largest Class Action Antitrust Settlement Ever in Which No Civil or Criminal Government Antitrust Action Was Taken," <http://www.rgrdlaw.com/cases-private-equity-antitrust-class-action.html>, last visited on date: 2016/3/29. 關於此案，並可參照 Dahl 案和解事宜的專門網站，<https://www.privateequitylbosettlement.com/>, last visited on date: 2016/3/29.

⁷⁵ ETG 案的判決對“A short sale transaction”的解釋為證券出售者認為特定證券的市場價格會下跌，故從經紀商（機構經紀商持有或能調借最多在市場上流通的該證券）借出該證券，而將該證券以公開市場價格賣出，再從公開市場買回相同數量的該證券，歸還給經紀商，該證券出售者（a short seller）如有獲利，其獲利來自於其出售所借證券時的證券市價與購回替代證券時的證券市價間之差額，並扣除借券費、經紀費、利息以及經紀商所收取的其他費用，see Elec. Trading Group, LLC v. Banc of Am. Sec. LLC, 588 F.3d 128, 132 (2d Cir. 2009)，其整體交易模式相當於我國的借券放空或融券。在我國有所謂借券（證券借貸）與融券的區分，所謂融券為投資人向授信機構融券同時委託證券商融券賣出，二者係單一、不可分割之行為，且用途僅限證券市場賣出；而借券又分為透過證交所借券系統，由證交所擔任仲介機構辦理集中式有價證券借貸業務，另一則由證券商或證金公司以當事人身份出借有價證券券予投資人，投資人所借得之證券，除得於證券市場賣出外，尚得用於返還借券或證券權益補償、融券賣出之現券償還、認購售權證、股票選擇權或其他具有股權性質金融商品之履約，以及因應 ETF 之實物申購或買回等，見林崇英，「我國證券借貸與信用交易制度概述」，[證交資料](#)，第 599 期，48-49（2012）。雖然就我國制度而論，借券交易並不等於借券賣出，見臺灣證券交易所，「借券平台交易順暢－借券系統簡介」，<http://www.twse.com.tw/ch/products/SBL/download/edu-info.pdf>，3，但因借券的概念較融券為廣，且其中文用語亦較符合 ETG 案原文直接使用“borrow”等指涉，故以下均逕以借券等相當之國內用語描述之，特此敘明。

⁷⁶ *Id.* 131, 133.

令間是否存在嚴重衝突⁷⁷，以檢視本案的系爭行為。

(2)是否默示排除反托拉斯法適用的分析

美國第二巡迴法院贊同地院認定借券交易所創造的流動性與定價利益使該等交易處於聯邦證券管制的核心區域且對良好受監管的資本市場的適當運作，攸關重要⁷⁸。又美國 1934 年證券交易法第(10)條(a)規定⁷⁹，牴觸證券交易委員會為公共利益或消費者保護必要且適當而制定之相關法令，而就任何在全國性證券交易所上交易之證券為借券交易，係屬非法。美國第二巡迴法院指出證券交易委員會對該規定的解釋，源於該條規定授權證券交易委員會對在全國性證券交易所上交易的證券之借券交易的多項監管權限，故證券交易委員會依該條規定有權對機構經紀商在借券交易應扮演角色與機構經紀商收取的借券費用予以管制。此外，1934 年證券交易法第 6 條規定，證券交易委員會得允許全國性證券交易所依規定制定時程或設定會員為執行交易所收取的佣金、折扣或其他費用之費率，只要該等費用係合理，且就促進證券交易法之立法目的而言，非屬不必要與不適當加諸競爭負擔⁸⁰，故無論如何證券交易委員會擁有間接管制機構經紀商就借券交易所收取費率（包括借券費）的權限⁸¹。基於前述理由，美國第二巡迴法院認為縱使前述條款均未明確論及借券費的管制，仍應認證券交易委員會有權監管機構經紀商的借券業務以及其所收取的借券費用。

更有豐富證據顯示，證券交易委員會確實行使其監管機構經紀商之借券業務的權限，包括在 2004 年制定 SHO 規則要求經營借券業務之機構經紀人，若借券人所欲借的證券，機構經紀商須向他人洽得，此時機構經紀商必須已借得、依契約能借得或有合理理由相信自己能替借券人取得其欲借券的特定證券，方能接受借券者的下單等；以及證券交易委員會於 2009 年 9 月舉辦圓桌會議討論借券與借券交易，其中議題包括借券實務、補償機制與衝突、借券的利益與風險、現金擔保品再投資的風險、透明度的改善、借券規範是否為投資者的利益予以改善，以及借券揭露議

⁷⁷ *Id.* 131.

⁷⁸ 地方法院指出，借券交易能創造市場流動性因為其得消弭證券買賣的暫時性不平衡狀態，而減低公開市場就特定證券所需支付的價格因賣方部位暫時緊縮而人為性的提高之風險。借券者（Short Sellers）藉由借券交易向市場傳遞借券者對未來股價表現的評估（亦即告知市場借券者認為特定證券的價格被過度高估），而能增進證券定價效率，*In re Short Sale Antitrust Litig.*, 527 F. Supp. 2d 253, 259 (S.D.N.Y. 2007).

⁷⁹ 15 U.S.C. § 78 j (a)(1).

⁸⁰ 15 U.S.C. § 78 f (e)(1)(B).

⁸¹ *Elec. Trading Group, LLC v. Banc of Am. Sec. LLC*, 588 F.3d 128, 131, 134-135 (2d Cir. 2009).

題等，凡此均可顯示證券交易委員會積極監督機構經紀商於借券交易的角色⁸²。

美國第二巡迴法院認為，本案肇始於機構經紀商互通聲息而指定難以借券的證券並就此等證券設定較高的借券費。然而，正如同地方法院所觀察的，經紀商彼此溝通證券的可得性及其價格，為證券交易委員會 SHO 規則所允許，因為經紀商必須蒐集這些資訊以滿足其搜尋要求且為了借券市場的有效運作。若對此等行為課與反托拉斯法的三倍賠償責任，將導致機構經紀商克制其受允許的資訊交換行為，並因而傷害借券市場的有效運作。再者，一旦證券交易委員會行使其權限管制機構經紀人所設定的借券費，亦可能產生潛在衝突，一如美國最高法院於 Credit Suisse 案指出，縱使並未產生實際與立即的衝突，鑒於可能發生的未來潛在衝突，即令系爭行為同時為證券交易法令或反托拉斯法禁止，證券交易法令可排除反托拉斯法的適用，故重點在於證券交易委員會是否有權允許反托拉斯法所禁止的行為。職是之故，決定性因素並非證券交易法令與反托拉斯法均未允許或鼓勵所謂借券費的勾結定價，既有的證券管制體系明確允許機構經紀商仰賴易於借得之證券列表作為其等相信能借得擬借券之證券而不需再直接與借券來源接觸之依據。雖然難以借得的證券列表並未為機構經紀商廣泛使用，但當此等難以借得的證券列表更廣泛運用，就很容易判斷此等列表如何增進借券交易市場的效率，而此時證券交易委員會亦得迅速反應以規範機構經紀商就列於該列表的證券所收取的借券費。綜合上述，美國第二巡迴法院認為在該案所涉行為均符合 Credit Suisse 案所列之四項默示排除的考慮因素，故支持地方法院駁回原告即上訴人的反托拉斯法請求⁸³。

2. Dahl v. Bain Capital Partners, LLC (2008)

Dahl 案涉及所謂的融資收購，或又稱為槓桿收購（leveraged buyouts, LBOs）。原告（包含信託、公共利益信託基金與 5 位持有被告收購公司股票股東）代表擁有在任何美國證券市場或交易所公開交易之系爭證券的所有人提起集體訴訟（class action），主張多數為私募基金公司（private equity firms）或與該等私募基金公司有關連者的 17 名被告在收購標的公司（the Target Companies）時為勾結。Dahl 案的原告主張被告這些私募基金公司共謀對標的公司支付低於公平市價的價格，因而剝奪了

⁸² *Id.* 135-136.

⁸³ *Id.* 137-138.

身為標的公司股東的原告於標的公司出售時其等持股的真實價值。原告主張的被告共謀行為涵蓋甚廣，包括被告這些私募基金公司於 2003 年至 2008 年所涉及總計高達美金 25 億美金的融資收購。系爭交易為所謂的俱樂部交易（club deals），亦即兩個或以上的私募基金公司共同執行一融資收購。Dahl 案的原告並未質疑俱樂部交易的合法性，但爭執這些私募基金公司彼此間非法協議大規模分配融資收購市場，共謀範圍包括(1)提出虛假競標（sham bids）；(2)協議不為競標；(3)給予經理階層特定激勵；(4)將失敗的競標者納入最後交易中⁸⁴。

Dahl 案的被告主張系爭行為受證券交易委員會規範，反托拉斯法應排除適用。但麻薩諸塞州地方法院認為，私募基金公司的融資收購，並非證券交易法令試圖規範的金融市場領域，原告即主張私募基金公司小心警慎地迴避證券交易委員會的監督，例如私募基金公司豁免於投資公司法（the Investment Company Act）的管制，私募基金公司的持股者與員工也豁免依投資顧問法（the Investment Advisers Act）登記。再者，並無主管機關監管這些私募基金交易，雖然被告等私募基金公司主張標的公司必須就融資收購為諸多申報，代表證券交易委員會對此有所管制，但證券交易委員會並未實質監管私募基金公司，僅是要求就融資收購交易為特定接露，而所要求的街露程度也不似 Credit Suisse 案中所涉及的管制實務般重要與廣泛。更何況，既然證券交易委員會對所涉行為並無監管權限，自無涉及證券交易法令與反托拉斯法衝突問題，故反托拉斯法自可適用而毋需考量如 Credit Suisse 案所論及的證券相關因素⁸⁵。

雖然最後麻薩諸塞州地方法院認為 Dahl 案的系爭行為並不受證券交易委員會實質監管，然 Dahl 案的系爭行為畢竟涉及證券收購（本案原告主要係主張被告這些私募基金公司向原告等收購標的公司證券時有共謀行為），且法院判決所涉爭點，即為該案系爭行為是否受證券交易委員會規範及應否依 Credit Suisse 案排除反托拉斯法的適用，故一般仍將本案列入涉及證券市場之行為應否適用 Credit Suisse 案的標準排除反托拉斯法適用的案例之一⁸⁶。

⁸⁴ Dahl v. Bain Capital Partners, LLC, 589 F. Supp. 2d 112,114 (D. Mass. 2008).

⁸⁵ *Id.* 116-117.

⁸⁶ 國內文獻亦有將 Dahl 案列為探討反托拉斯法與證券法令是否相容的案例，如陳志民、陳和全、葉志良，管制型產業行為在競爭法上抗辯之研究，公平交易委員會 101 年度委託研究報告，193（2012）。

四、我國證券法令與公平法間的相關案例與互動關係

(一) 我國證券法令管制目的與架構

我國最重要的證券法令，為證券交易法及其授權訂定的相關子法。證券交易法第 1 條規定：「為發展國民經濟，並保障投資，特制定本法。」國內學者一般認為，保障投資是發展國民經濟的政策手段，故保證投資方為直接、具體的目的，發展國民經濟則為證券交易法的間接效果與終極目的⁸⁷。惟保證投資為發展國民經濟的其中一種手段，仍應與其他政策工具相互協調，避免過度保護投資人而不利發展國民經濟⁸⁸。而過去即有學者指出，就交易市場的設計與選擇而論，保護投資人與鼓勵競爭兩事有時會相互衝突，必須在「公平」與「效率」間求取平衡⁸⁹。然而，鑑於其他公共政策亦為發展國民經濟的必要手段，故證券交易法之相關政策決定或選擇，亦不能無視其他公共政策或競爭政策等因素⁹⁰。

證券交易法規管理對象涵蓋證券市場（包括發行市場與交易市場）及其參與者，證券市場參與者又包含資金需求者（如政府、發行公司），資金供應者（機構與個別投資人）與服務提供者（如交易所、證券商與證券商同業公會等）⁹¹，證券交易法主要規範架構及事項則包括有價證券之募集、發行、私募與買賣，公司法制與公司治理、主管機關之監理、透過證券市場的經營權變動、資本市場構成員之規範（如證券交易所與證券商）以及市場不法行為之處罰⁹²。

就主管機關而論，鑑於臺灣金融集團的發展，分業監理模式難以對金融控股公司為有效監理，我國於 2003 年 6 月通過「行政院金融監督管理委員會組織法」（後改名為「金融監督管理委員會組織法」，下稱金管會組織法），成立金融監督管理委

⁸⁷ 王志誠，「證券交易法目的論之省思與實踐」，集保月刊，第 75 期，4（2000）；劉連煜，新證券交易法實例研習，增訂 13 版，元照出版公司，16（2015）。

⁸⁸ 王志誠，前揭註 87，4；林國全，證券交易法研究，初版，元照出版公司，10（2000）；廖大穎，證券交易法導論，4 版，三民書局公司，36（2010）；王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，修訂 4 版，新學林出版公司，3-4（2015）。

⁸⁹ 余雪明，「認識證券交易法（一）：證券交易法的立法意旨」，月旦法學雜誌，第 15 期，87-88（1996）。

⁹⁰ 王志誠，前揭註 87，8。

⁹¹ 余雪明，前揭註 89，86。

⁹² 曾宛如，「證券交易法之現狀與未來一期許建構體例完善的證券法規」，月旦法學雜誌，第 217 期，94（2013）。

員會（下稱金管會），以落實金融監理一元化並開啟合併監理的時代⁹³。惟原各業監理機關雖成功併入金管會，但基本上並未改變單位分工執掌的監理業務⁹⁴，銀行業、保險業、證券業及信託業等主管機關都是金管會，但分別受銀行法、保險法、證券交易法、證券投資信託及顧問法及信託業法等規範，並由金管會下的銀行局、證券期貨局（下稱證期局）及保險局等不同業務局負責⁹⁵，證券、票券、期貨及各種金融商品也分別管理⁹⁶。且依據現行的金管會組織法，金管會為行政院下設的委員會，並非獨立機關，金管會決策的獨立性，依據金管會組織法第 10 條，僅限於金融監理業務，而不及於金融制度與監理政策⁹⁷。

依金管會組織法第 4 條規定，證期局的業務為規劃、執行證券、期貨市場與證券、期貨業之監督及管理；次來依金融監督管理委員會證券期貨局組織法第 2 條規定，證期局則掌理下列事項之擬訂、規劃及執行：公開發行公司、有價證券募集、發行、上市、證券商營業處所買賣之監督及管理；期貨交易契約之審核與買賣之監督及管理；證券業與期貨業之監督及管理；外資投資國內證券與期貨市場之監督及管理；證券業、期貨業同業公會與相關財團法人之監督及管理；證券投資信託基金、有價證券信用交易之監督及管理；會計師辦理公開發行公司財務報告查核簽證之監督及管理；證券投資人及期貨交易人之保護；與證期局業務有關之金融機構檢查報告之處理及必要之追蹤、考核；以及其他有關證券業與期貨業之監督及管理。而依證券交易法及金管會組織法，金管會對證券市場管理監督的行政權限則包括：有價證券核定權；規則制訂權與執行權，包括公司治理、有價證券發行、買賣，以及證券商、證券服務事業與證券交易所之設立、業務及人員相關管理等事項；服務費率或費用之核定權與決定權；調閱權及檢查權；約詢權；請求搜索權；糾正及處分權；

⁹³ 劉連煜，「台灣之金融改革與競爭法上議題」，月旦民商法雜誌，第 2 期，95（2003）。關於採取單一監管機關的背景，與正反理由，詳細說明可參照阮品嘉，「論單一金融監管機關—兼論金管會改革之道」，月旦法學雜誌，第 142 期，67-70（2007）。

⁹⁴ 楊君仁，「我國與德國金融監理法制之比較研究—以機關獨立性為中心」，臺北大學法學論叢，第 90 期，21（2014）。

⁹⁵ 林仁光，「金融危機與轉機—談金融服務業之整合規範」，月旦法學雜誌，第 168 期，96（2009）。

⁹⁶ 曾宛如，前揭註 92，94。

⁹⁷ 楊君仁，前揭註 94，24；劉連煜，前揭註 87，28-29。關於金管會僅保留部分獨立機關性質是否適宜，以及金管會應否擁有金融政策制訂權等相關討論，另請參照蕭文生，「行政院金融監督管理委員會組織法修正草案評析」，臺灣法學雜誌，第 177 期，8-13（2011）；王文宇，「論金融政策與金融監理法制」，臺灣本土法學雜誌，第 65 期，36 以下（2004）。

以及辦理涉外事務之權限⁹⁸。

（二）公平會關於證券市場的相關案例

本文作者於公平會網站上所揭露的行政決定，以「證券」兩字為案由關鍵字進行搜尋，扣除涉及證券公司的結合案與一較無學理特殊性、違反舊公平法第 19 條第 3 款（現公平法第 20 條）的案例⁹⁹，重要的案例為臺灣證券交易所股份有限公司（下稱臺灣證交所）與財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）濫用獨占事業市場地位隱匿資訊與收取費用案¹⁰⁰，以及中華民國證券商業同業公會（下稱證券商同業公會）開會決議所屬證券承銷商會員以詢價圈購方式辦理證券承銷案件如收取圈購處理費不得低於承銷價款之 2%案¹⁰¹，以下即分別說明之。

1. 臺灣證交所與櫃買中心濫用市場地位隱匿資訊與收取費用案

臺灣政府長期以來，或因考量臺灣的市場規模，以及證券市場的廣大影響與公益性，多由政府、國營事業與金融機構共同持股臺灣證券市場的結算與資訊處理平台¹⁰²，且透過執照的核發與政策的推動，使該等平台業者為相關市場的唯一經營者，並由政府以嚴密的法令管制其營運與業務行為，其等營業規章也多需主管機關核定或備查¹⁰³。

⁹⁸ 王志誠等，前揭註 88，11-19。

⁹⁹ 即公平會公處字第 095129 號處分書（康和綜合證券股份有限公司與康和期貨股份有限公司等舉辦「哇！送豪宅」贈品贈獎活動，其最大獎項 1,000 萬元豪宅購屋基金獎額過當，為以利誘之方法，使競爭者之交易相對人與自己交易之行為，而有限制競爭或妨礙公平競爭之虞，違反公平交易法第 19 條第 3 款規定案）。

¹⁰⁰ 公平會公處字第 091132 號與 091133 號處分書。

¹⁰¹ 公平會公處字第 100044 號處分書。

¹⁰² 例如臺灣證交所，其詳細股東結構無正式公開資料，但其共計 15 席董事中，法人董事包括臺灣銀行股份有限公司、臺灣土地銀行股份有限公司、台灣電力股份有限公司、兆豐國際商業銀行股份有限公司、中華開發工業銀行股份有限公司、台灣水泥股份有限公司、富邦綜合證券股份有限公司、永豐餘投資股份有限公司、元大證券股份有限公司等，其餘自然人董事包括董事長則均由主管機關指派，參照 <http://www.twse.com.tw/ch/about/company/board.php>，最後瀏覽日期：2016/8/17。臺灣集中保管結算所股份有限公司（下稱臺灣集中保管結算所），其主要股東為臺灣證交所（最新持股比例為 50.59%），元大證金（持股 17.96%），證券商、金控公司、金融機構、票券商及其他（持股比例 31.45%），參照臺灣集中保管結算所網站，「公司簡介－股東結構」，http://www.tdcc.com.tw/new-tc_01profile04.shtml，最後瀏覽日期：2016/8/17。

¹⁰³ 即以臺灣證交所為例，主管機關依據證券交易法第 102、117、126、129、134 條準用 111、137、148、156、161 與 163 條等與依證券交易法第 102 條授權制定之證券交易所管理規則等規

公平法通過、施行後未久，公平會先於 1997 年針對業者檢舉臺灣證交所不當收取資訊使用費為行業導正，考量臺灣證交所的收費標準已有主管機關監督，採證券交易資訊應予公開、交易資訊費用應力求低廉、交易資訊費用之收取不宜向下延伸之導正原則，先函請臺灣證交所盡速研訂資訊使用費收費調整方案，公平會第 215 次委員會議也決議臺灣證交所對資訊廠商收取得採級距式定額收費。其後，公平會再就臺灣證交所提出之調整方案與當時的主管機關財政部證券管理委員會進行協商，最後做成請財政部證券管理委員會責成臺灣證交所進一步檢討開放資訊公開、普及與資訊廠商參進資格，臺灣證交所所提調整方案採級距式固定收費已符合公平會第 215 次委員會議決議精神，至於級距劃定與各級距收費標準應由臺灣證交所與業者協調後再依規定報主管機關核定¹⁰⁴。

其後，公平會於 2002 年間以櫃買中心在有價證券櫃檯買賣業務取得法律暨事實上的獨占地位，而臺灣證交所則是國內唯一依據證券交易法以供給有價證券之集中競價買賣場所為目的而設立之法人機構，同時為「上市證券交易資訊供給市場」的唯一賣方，居獨占地位，卻依恃獨占事業市場力量，對資訊廠商隱匿成本資訊、不當增加資訊廠商成本負擔與另立名目按資訊傳輸方式向資訊廠商加收「變動費用」，濫用市場地位，違反公平法第 10 條第 2 款規定等為由，予以處分¹⁰⁵。但此兩件處分後均經當時的行政院訴願審議委員會予以撤銷¹⁰⁶。

就櫃買中心或臺灣證交所制定之費用收取標準是否有法律或行政屏障而得以排除公平法的適用一事，公平會在該兩處分中認為，一來「證券交易法」並無任何條文明定櫃買中心或臺灣證交所得以「資訊廠商之傳輸方式」訂定變動費用收取標準；二來櫃買中心或臺灣證交所的收費標準雖經當時的主管機關財政部證券管理委員會核備，但相關交易資訊使用管理辦法與使用費標準僅由主管機關就「證券交易法」等相關規定範圍予以備查，未為實質審核，至該內容是否會影響市場競爭秩序，因非其主管業務而未加以衡量，故亦無行政屏障，無從豁免公平法的規範¹⁰⁷。而撤銷公平會處分之訴願決定並未明確討論此一問題，其撤銷理由集中在公平會如何認

定，得高度管理與介入證交所的組織、人事、財務、業務，參照蘇彥蓉，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，74-76（2008）。

¹⁰⁴ 公平會(86)公壹字第 8513431-1001 號函。

¹⁰⁵ 公平會公處字第 091132 號與 091133 號處分書。

¹⁰⁶ 行政院院臺訴字第 0920088278 號、行政院院臺訴字第 0920090308 號訴願決定。

¹⁰⁷ 同上註，46、68。

定訴願人（即櫃買中心與臺灣證交所）的合理利潤為何及其認定是否有未盡調查、誤認事實與未盡合理之處，抑或僅涉及訴願人與資訊廠商之利益分配問題等¹⁰⁸，撤銷公平會對臺灣證交所之處分的訴願決定另論及當時的產業主管機關財政部證券管理委員會於公平會處分後，曾函臺灣證交所並副知公平會，表示臺灣證交所宜續向公平會建議，參考該會第 273 次委員會決議，將公平會原處分的更正措施第 3 項（即取消現行「固定費用」與「變動費用」分列計收資訊使用費之方式，改採固定定額收費方式），修訂為取消現行固定費用與變更費用分列計收資訊使用費之方式，新的收費方式由臺灣證交所與資訊廠商協商訂立，並報經主管機關核備，即須探究該案有無依當時的訴願法第 58 條第 2 項變更原處分的必要¹⁰⁹

2. 證券商同業公會決議最低圈購處理費案

公平會於 2011 年認定證券商同業公會開會決議所屬證券承銷商會員以詢價圈購方式辦理證券承銷案件，如收取圈購處理費，不得低於承銷價款之 2%，足以影響證券承銷服務市場之供需功能，違反當時的公平法第 14 條第 1 項本文規定¹¹⁰。該案係因金管會證期局因研議改善臺灣存託憑證（TDR）制度時，發現證券商同業公會系爭決議似涉及公平法之適用，故函請證券商同業公會檢討¹¹¹。

在該案中，公平會認定證券商同業公會為以全國性行政區域為組織區域，凡經目的事業主管機關許可，領有證券商許可證照之證券商，均須加入成為會員；且辦理有價證券之承銷，可以競價拍賣、詢價圈購、公開申購配售及洽商銷售等方式，依承銷案件性質採一種或兼採數種方式為之，彼此間並非完全無替代性，而認定本案的產品市場為證券承銷服務市場，地理市場應界定為全國¹¹²。且相關法規並無明文規定圈購處理費之收取標準，處同一水平競爭關係之證券承銷商會員，即應自行考量市場競爭狀況，各自決定是否收取圈購處理費或收費之比例，以爭取提供承銷服務之機會¹¹³。證券商同業公會系爭決議，已使會員依照證券商同業公會所定下限規定收費，具有約束事業活動的效果，且系爭決議的內容涉及服務價格水準並拘束

¹⁰⁸ 同上註，54-55、79-80。

¹⁰⁹ 同上註，80。

¹¹⁰ 公平會公處字第 100044 號處分書，1。

¹¹¹ 同上註，2、4。

¹¹² 同上註，6。

¹¹³ 同上註，7。

全國承銷商會員，已達到足以影響市場供需功能，雖嗣後證券商同業公會於 2010 年 4 月 20 日第 1 次理監事聯席會議取消該決議，但該決議實施時間達 3 年之久，已實質限制會員間爭取交易機會之競爭活動，足以對證券承銷服務市場產生限制競爭之效果，違反當時的公平法第 14 條第 1 項本文規定¹¹⁴。

證券商同業公會對公平會之處分為行政救濟，後經最高行政法院 101 年度判字第 639 號判決駁回證券商同業公會的上訴，最高行政法院並於判決中針對證券商同業公會關於不同承銷標的形成獨立承銷市場，彼此間不具替代性，與其他承銷商並無競爭關係，即不符合當時的公平法第 14 條聯合行為之要件等主張，支持原審法院的見解而認為投資人可自由選擇證券市場上公開發行之有價證券，縱使股票分屬不同產業、非同性質或由不同證券商承銷，投資人仍可相互比較諸多承銷商承銷之投資標的，各股票間並非無替代性。且圈購處理費為投資人之認購成本，有無收取圈購處理費或收費之比例即會影響投資人之認購意願而為投資人是否決定交易的考量因素之一。故原審判決認為證券商同業公會主張承銷商提供之證券服務無可替代，不存在競爭同業，應屬率斷，以及承銷商雖可從合格圈購人中自主決定配售對象，然圈購人於受通知配售並同意認購時，圈購處理費仍為投資人認購之成本，系爭決議設定圈購處理費下限，直接限制圈購服務之價格水準，而免除承銷商就此部分服務，應在市場上以其服務品質進行價格競爭，足以損害圈購承銷市場運作機能之虞，核無不合，亦無理由不備¹¹⁵。

（三）公平法第 46 條的解釋與美國 Credit Suisse 案論理的對照

1. 公平法第 46 條的沿革與規範意旨

回到我國法制以觀，公平法第 46 條於公平法制定之初，即為調和競爭政策與產業政策或其他管制手段間之衝突的主要渠道¹¹⁶。基於強化公平法為經濟憲法，並確定競爭政策優於其他政策等理念¹¹⁷，公平法第 46 條於 1999 年時修正為「事業關於

¹¹⁴ 同上註，8。

¹¹⁵ 最高行政法院 101 年度判字第 639 號判決。

¹¹⁶ 廖義男，公平交易法之釋論與實務，初版，三民書局公司，12-14（1994）。

¹¹⁷ 公平交易委員會，公平交易法修法沿革彙編（一），公平交易委員會，202（2003）；公平交易委員會，公平交易法修法沿革彙編（二），公平交易委員會，256（2003）。

競爭之行為，另有其他法律規定者，於不牴觸本法立法意旨之範圍內，優先適用該其他法律之規定。」學者一般以為，該條最重要的修正內容即為以不牴觸公平法立法意旨作為其他法律優先適用的前提¹¹⁸，學說上雖多認為公平會得依本條規定，對其他法律規定的執行是否符合公平法意旨為具體細密審查¹¹⁹，但普遍的共識為公平法第 46 條於 1999 年的修正，並未使公平法優先於其他經濟管制法規，也不能導引出競爭政策凌駕其他公共利益或產業政策的結論，而僅是宣誓競爭政策優於其他產業政策，而將市場競爭機制擴張至產業管制領域並進一步與其他經濟政策為不同程度的調和¹²⁰。

而從公平會就公平法第 46 條的執法實務論之，1999 年修法後，公平會就公平法與其他法律競合適用之情形，原則上認為個案涉及之限制競爭行為如有違反公平法時，倘經檢視其他法律規範並非優先適用，仍可與其他法律併行或重疊適用¹²¹。惟若其他法律規定牴觸公平法立法意旨，又無豁免於公平法規範之正當性，自不得作為公平法除外適用之規範¹²²。此外，若系爭規範未對系爭行為之內容、範圍為明確之規定與授權，即難認為得依公平法第 46 條排除公平法之適用¹²³。

2015 年 2 月新修正的公平法第 46 條規定：「事業關於競爭之行為，優先適用本法之規定。但其他法律另有規定且不牴觸本法立法意旨者，不在此限。」其立法理由為確立公平法為經濟之基本法，就事業競爭之行為，優先適用公平法之規定，其他法律另有規定者，僅於不牴觸本法立法意旨時，始得優先適用，爰酌作文字修正

¹¹⁸ 蘇永欽、范建得，公平交易法第四十六條修正後之適用問題研究，公平交易委員會 89 年度合作研究計畫，28-29（2000）。

¹¹⁹ 蘇永欽，走入新世紀的司法自治，初版，元照出版公司，246-248（2002）。

¹²⁰ 廖義男，前揭註 116，11-12；蘇永欽、范建得，前揭註 118，78；黃銘傑，「第四十六條 本法與其他法律競合適用之情形」，廖義男主持，公平交易法之註釋研究系列（三），公平交易委員會 94 年度合作研究計畫，611-613（2005）；蘇永欽，跨越自治與管制，初版，五南圖書出版公司，11（1999）。

¹²¹ 公平會公處字第 095095 號處分書。

¹²² 公平會公處字第 092009 號處分書。於該案中，公平會即認為處分當時的建築師法第 27 條「建築師公會應訂立建築師業務章則，載明業務內容、受取酬金標準及應盡之責任、義務等事項……」之規定，因未合於公平法之立法意旨，被處分人高雄市建築師公會統一訂定建築師酬金標準之行為，仍應受公平法規範。

¹²³ 公平會公處字第 103043 號處分書。於該案中，公平會認為臺灣港務股份有限公司因無正當理由對下游貨物裝卸承攬業者之必要關鍵設施給予差別待遇案，即認為舊商港法第 12 條之規定，僅係概括授權商港管理機關，得就特定商港設施與公私事業機構以約定方式興建或租賃經營，並未對其相關行為之內容、範圍作明確之規定與授權，故該案系爭行為尚難逕依公平法第 46 條排除公平法之適用。公平會公處字第 102154 號處分書，亦有相同意旨。

¹²⁴。相較於 1999 年修正的公平法第 46 條之文字，2015 年修正的公平法第 46 條更強調公平法的優位性，公平法與其他法律的適用關係，本文以下進一步討論。

2. Credit Suisse 案的論理於我國不宜採用

首先，本文以為美國最高法院在 2004 年的 *Trinko* 案與 2007 年的 *Credit Suisse* 案擴大管制產業默示豁免反托拉斯法的機會等見解，並不適宜為我國採納。按前述兩個判決的最主要理由都是反托拉斯法執行成本高昂，此乃是基於美國私人訴訟盛行、三倍懲罰性賠償機制以及陪審團審判制度等，與我國現行狀況並不相同，此兩判決在美國也遭受諸多批評。且從臺灣政府強力介入市場的歷史、公平法的制定與施行過程，以及公平法第 46 條的歷年修正背景、意旨與文字，都可顯現臺灣從過度政府管制中逐步釋放市場力量的曲折與努力。而包括臺灣在內的東亞國家，也從未曾對市場懷抱過如同美國解除管制時代那樣程度的信心，政府與管制仍然是主要的問題，若走回管制為王的回頭路，對健全市場競爭機制而言，毋寧是種倒退¹²⁵。更何況，一般並不認為管制是監督市場力量的合宜模式，因為管制本身本質上就傾向保護獨占，既消極又欠缺想像力，同時也不適宜處理一些更重要的議題諸如效率、服務創新、風險承擔與探測需求彈性等。即以美國而論，至少在過去數十年，美國反托拉斯法學界的討論乃是究竟是強力或較弱的反托拉斯法介入較為適宜，而非受反托拉斯法規範的競爭行為是否應以從上到下的管制予以取代¹²⁶。且參照 2015 年 2 月新修正的公平法第 46 條之文句及其立法理由，公平法經確立為經濟基本法，涉及事業競爭之行為，其他法律縱使另有規定，亦僅有在不牴觸公平法立法意旨時，方有適用機會，就我國法制與公平法現行規定而論，公平法在管制產業領域的適用空間，較諸美國反托拉斯法面臨管制法規時可能更為寬廣，美國最高法院於 *Trinko* 案與 *Credit Suisse* 案的論理在我國欠缺適當的援用基礎。

從前述討論可見公平法第 46 條的歷次修正，逐步提升與確認公平法在整體管制法規中的重要性。新修正的公平法第 46 條明文確認公平法的優位性後，能否解釋為

¹²⁴ 立法院公報第 103 卷第 65 期，373。

¹²⁵ 參照顏雅倫，臺灣金融產業的競爭政策—以競爭法的觀點出發，初版，元照出版公司，249（2014）。

¹²⁶ Daniel A. Crane, *The Institutional Structure of Antitrust Enforcement*, 1st ed., Oxford University Press, 95 (2011).

除公平法第 46 條以外無明文規定的情況下，如公平法與管制體系有明確矛盾或相互衝突時，公平法當然優先適用而排除其他管制法令的阻卻違法效力，以及所謂「不牴觸本法立法意旨」應如何解釋，有待釐清。解釋上，新修正的公平法 46 條似將該法定位為事業競爭行為的特別法，若其他法律牴觸公平法立法意旨，公平法仍應優先適用，但其他法律另有規定且不牴觸公平法立法意旨者，不在此限。然所謂「不在此限」，在具體個案中，係指於其他法律不牴觸公平法立法意旨時，該等法律規定當然優先適用，或公平法僅不優先適用但仍有適用餘地，並不清楚。

按徵諸世界各國，競爭政策均需與產業政策或其他經濟政策協調，競爭法相較其他產業管制法規，不必然居於至高無上、無從退讓的地位。若欲避免援用公平法第 46 條而過度漠視其他管制法令的目的與必要性，未來當公平法與管制法令間存有明確衝突或矛盾時，特別是公平法明確禁止但其他管制法令基於其他管制目的而強制規定或明確許可時，鑑於公平法最終的目的為「促進經濟之安定與繁榮」，在解釋公平法第 1 條之立法目的時，將其他管制法令同為促進經濟之安定與繁榮的立法目的或政策考慮納入考量，認為其不當然牴觸公平法立法意旨，並由公平會藉由公平法第 6 條第 2 項（原第 9 條第 2 項）商同相關主管機關辦理之，以解決法規範體系的矛盾，求取競爭政策與產業政策的平衡，在管制法規能有效運作且必要的範圍內，例外豁免公平法而適用管制法規。美國在 *Trinko* 案與 *Credit Suisse* 案以前默示豁免反托拉斯法的判斷標準，亦即只有當反托拉斯法的適用會阻礙國會授權的管制體系，或反托拉斯法與管制法令系統間存有明確矛盾時，方應豁免反托拉斯法的適用，可供參考。

公平會於 2016 年 5 月，針對新修正的公平法第 46 條的適用，以函釋說明公平會的執法立場，公平會認為公平法第 46 條規定，事業關於競爭之行為優先適用公平法，其他法律另有規定者，僅於不牴觸公平法立法意旨之情形下，始得排除公平法之適用，其判斷須考慮該其他法律相關規定之規範目的是否悖於公平法第 1 條「維護交易秩序與消費者利益，確保自由與公平競爭，促進經濟之安定與繁榮」之立法目的。若特定產業無法透過競爭調整資源有效配置，或特定經濟活動，有競爭以外更重要的目標，而透過法律規定限制競爭，此應認不牴觸公平法立法意旨，例如於具自然獨占特性的產業依其他法律規定實施價格管制，或菸害防制法禁止以折扣或

贈品方式銷售菸品，均為適例¹²⁷。此一解釋與本文見解相合，應值贊同。

（四）我國證券市場待釐清的反托拉斯法議題

1. 概說

如前所述，本文認為從我國法制架構與公平法 46 條之立法意旨與文字等觀之，美國 *Trinko* 案與 *Credit Suisse* 案的論理並不宜在我國援用。在我國法上，豁免公平法應屬例外，依公平法第 46 條規定，不牴觸公平法立法意旨為證券管制法令的適用前提，若其未同時符合公平法立法意旨，公平法可當然適用，惟為求市場的最適競爭與管制水準，公平會應依公平法第 6 條第 2 項（原第 9 條第 2 項）商同證券相關主管機關（目前為金管會證期局）辦理之¹²⁸。然而，若管制法規就競爭功能失靈的市場予以管制或本於競爭以外的重要目標而限制競爭，而與公平法間存有明確衝突或矛盾時，將管制法令同為促進經濟之安定與繁榮的立法目的或政策考慮納入考量，認為其不當然牴觸公平法立法意旨，由公平會藉由公平法第 6 條第 2 項商同相關主管機關辦理，並在管制法規能有效運作且必要的範圍內，例外豁免公平法而適用管制法規。以下即參酌美國最高法院前述案例所涉行為類型、公平會過往關於證券市場的相關案例，對照我國相關證券法令，分析、探討如何在證券交易領域良好且建設性地執行公平法，同時不危害或干擾證券市場的功能與證券管制法令的目的。

2. 金管會依證券交易法對服務費率或費用之核定權與決定權

如以證券交易法母法規定而論，最明顯可能會與公平法發生衝突或矛盾者，為金管會對各類服務費率或費用之核定權與決定權，如證券經紀商向委託人收取手續費（證券交易法第 85 條）、證券交易所向證券商收取之證券交易經手費（證券交易法第 132 條）、證券交易所收取的有價證券上市費用（證券交易法第 143 條），依法均應經金管會核定；此外，金管會並有權以命令決定證券承銷商包銷之報酬或代銷之手續費的最高標準（證券交易法第 82 條）。

就前述手續費與上市費用，金管會依證券交易法均有核定或決定之權，且此等

¹²⁷ 公平會公法字第 10515602813 號函。

¹²⁸ 相同見解參照陳志民等，前揭註 86，101。

規定係經立法決定有其證券市場監管上的合理性與必要性¹²⁹，雖然影響該等費用之市場競爭機制，然參照前揭討論與公平會最新關於公平法第 46 條之解釋，以及證券交易法第 1 條「發展國民經濟的」立法目的與公平法第 1 條「促進經濟之安定與繁榮」實屬一致，應認為前述證券交易法關於手續費與上市費用應經金管會核定或決定等規定仍符合公平法第 1 條之立法目的，就該等事項公平會不宜逕以公平法相繩，而應由金管會扮演主要監督角色，美國最高法院的 Gordon 案就受美國證券交易委員會監管的證券交易所交易費率，亦採類似見解。然公平會仍可透過公平法第 6 條第 2 項與金管會協調，在不影響證券市場健全與監管的情況下，適度自由化相關手續費或上市費用。例如我國就證券經紀商向委託人收取證券交易手續費以及臺灣證交所向各證券經紀商收取證券交易經手費之費率，原均採固定費率¹³⁰，但臺灣證交所證券集中交易市場證券交易手續費率於 1996 年間已改採五級費率¹³¹，其後證券經紀商收取證券交易手續費之費率，則改採上限費率制¹³²。2008 年金管會核定臺灣證交所的營業細則第 94 條修正案，修正後，證券經紀商收取證券交易手續費費率得按客戶成交金額自行訂定費率標準，另得訂定折讓及每筆委託最低費用；證券經紀商所訂手續費率逾成交金額千分之 1.425 者，應於委託前以適當方式通知客戶，並留存紀錄，但客戶為境外華僑及外國人，得於交割結算前通知¹³³。可見前述費率均已逐步邁向自由化¹³⁴，而更為符合公平法的精神。

3. 證券交易平台的行為與管制

(1) 臺灣證交所與櫃買中心濫用市場地位隱匿資訊與收取費用案的評析

首先，就各類證券交易平台的管制而言，臺灣的交易平台，諸如臺灣證交所或櫃買中心，向來係依賴證券管制法規並透過政府直接持股或政府可影響之持股及人

¹²⁹ 即有學者認為，因證券市場運作涉及大眾利益與國家經濟發展，目前證券交易所又屬獨占事業，有必要賦予證券主管機關對各項費用決定的干預權力，而非放諸證券市場參與人契約自由約定，參見王志誠等，前揭註 88，14。

¹³⁰ 財政部 1991 年 6 月 28 日台財證（二）字第 10426 號函。

¹³¹ 臺灣證券交易所股份有限公司（85）台證交字第 14457 號函。

¹³² 臺灣證券交易所股份有限公司 2004 年 7 月 9 日台證交字第 0930016260 號函。

¹³³ 行政院金融監督管理委員會 2008 年 1 月 31 日金管證二字第 0960068768 號函、臺灣證券交易所股份有限公司 2008 年 2 月 1 日臺證交字第 0970003165 號函。現行臺灣證券交易所股份有限公司營業細則第 94 條雖於 2011 年 10 月 26 日另行修正，但係修正該條第 2 項，本文所引規定內容為該條第 1 項，並未修正。

¹³⁴ 劉連煜，前揭註 87，8。

事，再搭配讓該等獨占事業交易相對人之金融機構作為該等獨占事業之股東或捐助人，間接達成管制與執行政府政策的目的等方式進行規制。此外，1997年以前，原證券交易法第95條第2項規定：「前項同一地區內，以設立一個證券交易所為限。」此一規定除為了便於行政管理外，亦是為避免同一地區有過多證券交易所惡性競爭。惟該項規定於1997年證券交易法修正時，已遭刪除¹³⁵，故現行證券交易法已無同一地區內以設立一個證券交易所為限的法定限制。然因目前主管機關尚未准許新的交易所或結算平台等設立，故前述交易與結算平台等金融機構至少短期內會在相關市場維持獨占地位¹³⁶。

以臺灣證交所與櫃買中心濫用市場地位隱匿資訊與收取費用案為例，該兩案的處分中均曾論及臺灣證交所與櫃買中心所制定之費用收取標準是否有法律屏障或行政屏障而得以排除公平法之適用，並以相關交易資訊使用管理辦法與使用費標準僅就「證券交易法」等相關規定予以備查，未為實質審核等為由，否定臺灣證交所與櫃買中心豁免公平法適用的主張，該兩案的公平會處分雖遭訴願決定撤銷，但訴願決定並未質疑臺灣證交所與櫃買中心制定費用收取標準未豁免公平法適用的立場，此也符合學說上對當時1999年修訂之公平法第46條的詮釋與公平會一貫的執法態度，亦即公平會依公平法第46條規定得審查其他法律規定是否符合公平法意旨且僅有產業主管機關對系爭行為有實質監督權限時，方可能依公平法第46條規定豁免公平法的適用，也與美國在Trinko案與Credit Suisse案之前僅有管制法規與反托拉斯法彼此不相容或存在明確矛盾時方可能認定默示豁免反托拉斯法，若管制架構中並無妥善機制確保競爭機制時，反托拉斯法即可檢視或處理特定產業中的限制競爭行為等態度接近。

再者，該案涉及資訊廠商繳交的資訊使用費，其相關費率僅提交證券主管機關備查，固然證券主管機關或仍有實質影響力，但從法規架構觀之，證券主管機關並無明確的實質監督與審查權限，不似美國Gordon案與NASD案所涉及的行為，均直

¹³⁵ 王志誠，前揭註87，8。

¹³⁶ 鑑諸前述世界各地證券交易平台激烈競爭，與金融創新與交易模式快速變革等特性，目前不論是證交所或櫃買中心，多少是因為我國證券交易法原則上禁止場外交易，以及法令上並未開放新設其他競爭者，因而消除其在臺灣內部的競爭壓力，但其面臨的國際競爭壓力（亦即潛在上市公司或已上市公司，以及資金，會留向其他國家的證券交易所或平台）不可小看。未來證券交易法等相關金融法規如何因應此等趨勢進行調整，以及主管機關的走向，仍待關注。以上說明，綜合可見顏雅倫，前揭註125，406-409。

接與證券交易相關（Gordon 案為證券交易所收取的佣金、NASD 案為共同基金之市場行銷行為爭議），且證券主管機關就系爭行為均有核准、審查與變更之權，故在臺灣證交所與櫃買中心兩案中公平會認定並無法律或行政屏障，有其依據。依新修正的公平法第 46 條，也會得到相同結論。該兩案處分最後遭訴願決定撤銷，其主要癥結點在於訴願決定質疑公平會對合理利潤的認定¹³⁷。如臺灣證交所與櫃買中心等證券交易結算與資訊處理平台，因規模經濟與金融政策等考慮，在可見的未來，應仍持續為臺灣有價證券集中競價交易與櫃檯買賣業務的獨占事業，而公平法第 9 條第 2 款（原第 10 條第 2 款）「對商品價格或服務報酬，為不當之決定、維持或變更」的執法，本就可能落入難以認定獨占事業就系爭商品價格或服務報酬係獲取超額利潤或落入不當價格管制的陷阱。

(2) 證券交易所章則與相關證券管制法令

臺灣目前尚未出現如 Silver 案、Gordon 案與 NASD 案等涉及證券交易平台所制訂之證券交易規則與監管證券商行為的反托拉斯法案例。此類型的行為與前述臺灣證交所與櫃買中心濫用市場地位隱匿資訊與收取費用案有所不同。按世界各國的證交所，除提供證券交易所需之場所、設備外，均具有制訂規則管理證券商、上市公司等市場參與者、審核有價證券上市與維護交易市場秩序等權責¹³⁸。換言之，證交所除提供集中市場供交易外，也擔負一定管制任務¹³⁹。首先，依證券交易法第 138 條規定，證券交易所應於其業務規則或營業細則中，將有關有價證券上市與買賣等相關事項詳細訂定之，該條所規定的各款事項，包羅廣泛，包括上市審查、集中市場交易秩序、有價證券買賣方式及交易資訊揭露等，證交所因而具有規範上市公司、證券商及相關業者的權限，而臺灣證交所據此制訂的營業細則，其內容尚包括對證券商的財務、業務、人事及營業處所的管理、資料調閱及業務檢查、規範上市公司之營運以及對違反規定之證券商或上市公司的懲罰措施等¹⁴⁰。依證券交易法第 93、95、99、102、137 及 154 條制訂的證券交易所管理規則第 3 條，證券交易所的業務

¹³⁷ 公平會公處字第 091132 號處分書（財團法人中華民國證券櫃買中心濫用獨占地位案），本案後經行政院院臺訴字第 0920090308 號訴願決定書撤銷確定（參照臺北高等行政法院 92 年度訴字第 05398 號裁定），與公平會公處字第 09133 號處分書（臺灣證券交易所股份有限公司濫用獨占地位案），本案後經行政院院臺訴字第 0920088278 號訴願決定書撤銷確定（參照臺北高等行政法院 92 年度訴字第 04653 號）。

¹³⁸ 賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，3 版，三民書局公司，325（2014）。

¹³⁹ 曾宛如，證券交易法原理，6 版，元照出版公司，311（2012）。

¹⁴⁰ 賴英照，前揭註 138，331。

人員所從事的業務，即包括對會員或證券經紀商、證券自營商財務業務之查核。

臺灣證交所並非會員制證券交易所，但其與上市公司訂立「臺灣證券交易所股份有限公司股票上市契約」，約定證券相關法令及臺灣證交所章則暨公告事項規定均為契約之一部分，發行公司與臺灣證交所皆應遵守之；與證券商則訂立「臺灣證券交易所股份有限公司供給使用有價證券集中交易市場契約」等契約，約定證券商有遵守臺灣證交所所訂章則、公告及依規定按時繳付證券交易經手費及各項費用之義務。證券交易法另明文規定，證券交易所應於契約內訂明對使用其有價證券集中交易市場之證券商或自營經紀商違反法令或本於法令之行政處分者、違反證券交易所章程、業務規則、受託契約準則或其他章則或交易行為違背誠實信用，足致他人受損害時，應繳納違約金或停止或限制其買賣或終止契約，且終止契約應報經主管機關核准（參照證券交易法第 133 條、134 條準用第 111 條）；且依證券交易法第 161 條規定，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。

就櫃檯買賣而言，金管會依據證券交易法第 62 條第 2 項規定制訂的「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」（下稱櫃檯買賣管理辦法）也規定證券商經營櫃檯買賣，應依規定申請經金管會核准（參照櫃檯買賣管理辦法第 3 條），櫃買中心並應就櫃檯買賣事項（包括櫃檯買賣申請及終止、買賣證券爭議及違規事項之仲裁與處理等）訂定證券商營業處所買賣有價證券業務規則（參照櫃檯買賣管理辦法第 7 條），報請金管會核定之；櫃買中心認為有價證券合於櫃檯買賣者，應與其發行人訂立證券商營業處所買賣有價證券契約，並報金管會備查（參照櫃檯買賣管理辦法第 9 條）。櫃買中心亦依據櫃檯買賣管理辦法第 7 條規定制訂「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」，限於本文篇幅，以上僅舉其要者。

綜上所述，臺灣證交所與櫃買中心並非行政機關，其等係透過契約的方式，使其簽約的發行公司與證券商受其等所制訂章則的拘束。惟臺灣證交所與櫃買中心就有價證券買賣事項所制訂的章則，有其法令依據且受主管機關的實質監督，故宜個案逐一檢驗相關章則及其所依據的證券管制法令在證券市場管制上的特殊目及其理由，與主管機關實質監督與審核該等章則的強度，必要時於解釋新修正的公平法第 46 條「不牴觸本法立法意旨者」時，將證券管制法令同為促進經濟之安定與繁榮

的立法目的或政策考慮納入考量，認為其不當然抵觸公平法立法意旨，而劃歸證券管制法令處理，此亦與美國前述 Gordon 案與 NASD 案的模式一致，以避免衍生嚴重的規範衝突現象。

至於臺灣證交所或櫃買中心若依照契約與其等所制訂之章則對個別證券商或其職員為懲戒處分，最高行政法院 90 年度裁字第 796 號裁定認為係屬私法關係¹⁴¹，縱使不討論其是否應豁免公平法，只要該等處分有合理事證且未逸脫相關契約與證券法令的文字與規範範疇，大抵均可援作合理抗辯，本質上很難論為具有限制競爭之意圖而屬限制競爭的行為，美國 Silver 案的論理可供參考。

4. 證券交易市場的特殊性與市場力量的評估

從前述的分析可知，從我國法制與公平法第 46 條的規定觀之，排除公平法而僅適用其他管制法令應屬極為例外的狀況，然證券交易市場畢竟有其一定的特殊性，此使得在個案中限制競爭行為的指控，並不容易成立。按各國的證券交易市場往往都是相當競爭的市場，此不僅是因為通常證券市場的交易者成千上萬，更因為證券市場交易者係仰賴資訊進行交易，而可得資訊的品質往往會立即反映在證券的交易價格上，一檔證券一旦上市交易，就可能被推向世界而讓所有證券銷售者與投資者進入同一競爭領域。而絕大多數的投資人追尋於特定風險內獲利極大化的多元投資組合，也因此證券彼此間相互競爭，甚且不僅是同一相關市場中不同公司所發行的股票間彼此競爭，連股權證券與債券也彼此競爭¹⁴²。

在特定市場有獨占或相當市場力量的公司，其所發行的股票在證券市場也僅是眾多投資工具的選項之一，並不具有市場力量。一般而言，所有的股票，從反托拉斯法的角度而言都是同一相關市場，很難認為特定股票、特定市場類型的股票（例如科技類股），或特殊類型的股票（例如第一次公開發行的股票或特別股）足以形成較小的相關市場。按特定證券的成長前景，即反映該證券的市場價格與風險調整後的投資報酬率。故很難說特定類型的股票，諸如第一次公開發行的股票或科技類股，或高配息股票（high dividend stocks），其銷售足以構成市場力量的行使。論其實際，單一證券僅是在一廣大市場交易的商品，絕大多數的投資人能在很短的時間內轉換

¹⁴¹ 惟關於臺灣證交所其對鄭券商之懲戒行為，究竟屬私法上的契約行為或屬法律授權範圍內行使公權力之行政處分，頗有爭議，相關實務見解與討論可參見賴英照，前揭註 138，363-376。

¹⁴² Herbert Hovenkamp, *supra* note 2, 610.

出脫，故任何人都無從獨占任何次類型的公開交易證券。縱使個別證券的發行者或賣方提供不實資訊，亦僅能欺騙部分投資人，而無從實質、重大影響整個市場的投資¹⁴³。在 *Credit Suisse* 案中，大法官 *Stevens* 的協同意見即本諸於此，故據此而論，縱使 *Credit Suisse* 案並未採取豁免反托拉斯法的立場，該案原告的反托拉斯法主張最終也可能會被認定無理由。只是邏輯上，應否豁免反托拉斯法的適用為系爭反托拉斯法主張有無理由的前提¹⁴⁴，此或許為 *Stevens* 大法官的主張沒有得到多數大法官支持的原因。在國內，於證券商同業公會決議最低圈購處理費案中，最高行政法院 101 年度判字第 639 號判決，亦認為投資人可自由選擇證券市場上公開發行之有價證券，縱使證券分屬不同產業、非同性質或由不同證券商承銷，從投資人的立場來看，各股票間仍有替代性，可供參酌。

5. 證券承銷行為的規範

(1) 證券承銷服務市場

在證券產業，多數的水平限制是各類附屬限制（*ancillary restraints*），亦即有助於某種共同行為且因能降低成本或提昇產品或服務而有利益存在，若欠缺市場力量，此等限制不會產生競爭危害¹⁴⁵。例如在 2015 年最新修正的「公平交易委員會對於金融業之規範說明」第五點聯合行為的規範中，即特別指出金融業者為提供商品或服務從事交易，所採取之必要合作行為，於達成正當商業目的之合理必要範圍內，原則上不會被認為構成公平法所稱之聯合行為，並將證券業者為辦理有價證券發行所採取之共同承銷列為原則上不構成聯合行為的行為態樣之一，換言之證券業者的共同承銷行為，原則上不會被認為足以影響生產、商品交易或服務供需之市場功能（見公平法第 14 條第 1 項），可資贊同。

雖然，個別證券在廣大的證券投資市場中，多半僅不過滄海一粟。惟無合理理由操縱投資銀行或證券商收取的相關承銷費用定價，例如非單一共同承銷，但市場上的多數投資銀行或證券商卻彼此合意，就其承銷服務均向發行公司收取特定比例的承銷費用，即有可能限制競爭，此時相關市場或受影響的市場則為有能力承銷相

¹⁴³ *Id.* 611-614.

¹⁴⁴ *Id.* 630.

¹⁴⁵ *Id.* 616.

關證券的投資銀行服務¹⁴⁶。公平會於 2011 年處分證券商同業公會開會決議所屬證券承銷商會員以詢價圈購方式辦理證券承銷案件如收取圈購處理費不得低於承銷價款 2%一案¹⁴⁷，即屬標準案例，而在此案中亦無與證券管制法令衝突的問題存在，公平會對證券商同業公會為處分，應可贊同。

惟此案的相關市場應為整體證券承銷服務市場，並非證券交易市場，故公平會的處分理由即強調證券商同業公會乃是限制會員（即各證券商）爭取交易機會（即爭取證券承銷服務）的競爭活動，證券商同業公會答辯主張不同承銷標的形成獨立承銷市場，固不足取，然而最高行政法院以投資人可相互比較諸多承銷商承銷之投資標的，故各股票間並非無替代性，有無收取圈購處理費或收費比例會影響投資人之認購意願等為由駁回證券商同業公會的上訴，其論述方式與文字，卻不無混淆或誤認本案相關市場為證券交易市場的疑慮。按如前所述，若從投資人的角度觀之，任何特定類型的有價證券，僅是眾多投資工具的一種，從投資人角度來看，仍有非常多能短時間轉換的替代選擇，證券商承銷的有價證券，在整體有價證券交易市場來看，也僅占其中一小部分，投資人若認為認購加計圈購處理費的證券商承銷之有價證券，不符效益，大可選擇其他投資標的，難謂證券商設定圈購處理費會影響到有價證券交易市場供需之市場功能。論其實際，證券商承銷有價證券若對投資人收取圈購處理費，有可能會影響投資人的認購意願，降低證券銷售的機會，故圈購手續費的有無與高低，應屬發行公司評估應選擇哪家證券商所提供之證券承銷服務的考慮因素，故在該案中所涉的相關市場為整體證券承銷服務市場，市場供需雙方為發行公司與證券商，最高行政法院未能釐清此點，甚為可惜。

(2)Credit Suisse 案所涉及的證券承銷行為

我國目前對證券承銷行為的主要規範為依證券交易法的 44 條第 4 項制定的證券商管理規則，以及依據證券商管理規則第 28 條第 2 項及第 3 項由證券商同業公會制定並函報金管會核定之「中華民國證券商業同業公會證券商承銷或再行銷售有價證券處理辦法」（下稱證券商承銷或再銷售有價證券辦法）。證券商管理規則對證券商承銷行為的規範，集中在承銷價格的訂定、依據與公開、評估報告的出具、主辦承銷商資格之限定、資料備查、安定操作交易、專戶代收款項、相關顧問業務部門推

¹⁴⁶ *Id.* 617-618.

¹⁴⁷ 公平會公處字第 10044 號處分書。

介之禁止等（參照證券商管理規則第 24 條至 30 條、36 條之 2）。證券商承銷或再銷售有價證券辦法對承銷方式與承銷價格的決定有詳細規範，且對銷售對象的資格或個別認購人得認購的數量等，在特定情況下設有限制（參照該辦法第 27 條、第 27 條之 1 條、36 條）。證券商管理規則第 28 條另規定，證券商承銷有價證券應以公平、合理之方式為之，承銷手續費之收取不得以其他方式或名目補償，或退還予發行人或其關係人或前二者所指定之人等；同規則第 30 條則規定，證券商經營自行買賣有價證券業務或出售承銷所取得之有價證券，應視市場情況有效調節市場之供求關係，並注意勿損及公正價格之形成及其營運之健全性。另證券商承銷或再銷售有價證券辦法所規範的配售方式（即競價拍賣、詢價圈購、公開申購與洽商銷售）中，競價拍賣與公開申購因為係分別以投標及電腦公開抽籤決定配售對象，較無爭議。然而詢價圈購以及洽商銷售等兩種配售方式，承銷商只要符合諸如關係人參與詢價圈購（參照券承銷或再銷售有價證券辦法第 43 條之 1）或每一圈購人實際認購數量等限制（券承銷或再銷售有價證券辦法第 27 條、27 條之 1），大抵可自由決定配售對象與數量。

過往證券商承銷初次公開發行股份最常引發的法律爭議，為關係人等利用人頭違法參加詢價圈購以謀取巨額差價¹⁴⁸，此等行為主要涉及違反證券交易法第 171 條第 1 項第 3 款¹⁴⁹。除此之外，詢價圈購尚有衍生諸如惡性競爭、違法退佣、配售作業不透明、承銷價格訂定不合理等問題¹⁵⁰。也因為詢價圈購一直有配售公平性與合理性的爭議，故 2011 年初時，證券商承銷或再銷售有價證券辦法即修正而就同時採用詢價圈購與公開申購兩種承銷方式的承銷案件上調公開申購比率上限，約莫同時中華民國證券商業同業公會證券商承銷詢價圈購配售辦法第 2 條也規定，承銷商宜

¹⁴⁸ 楊淑芬，「以詢價圈購辦理現金增資發行新股初次上市承銷案件配售之弊端—以嘉通公司詢價圈購弊案與臺灣證券交易所承辦專員索賄案件為例」，司法新聲，第 100 期，69-70（2011）。

¹⁴⁹ 證券交易法第 171 條第 1 項第 3 款規定：「有下列情事之一者，處 3 年以上 10 年以下有期徒刑，得併科新臺幣 1 千萬元以上 2 億元以下罰金：…… 三、已依本法發行有價證券公司之董事、監察人或經理人，意圖為自己或第三人之利益，而為違背其職務之行為或侵占公司資產，致公司遭受損害達新臺幣 5 百萬元。」例如華南永昌證券公司與金鼎綜合證券股份有限公司、倍利國際綜合證券股份有限公司共同包銷益通光能科技股份有限公司（下稱益通公司）初次上櫃前公開承銷普通股股票之銷售時涉及不法配售詢價圈購股票一案即是代表案例，該案相關判決請參照最高法院 101 年度台上字第 1768 號刑事判決、臺灣高等法院 101 年金上重訴字 3 號刑事判決與臺灣新北地方法院 98 年金重訴字 2 號刑事判決。

¹⁵⁰ 陳湘琴，「推動初次上市（櫃）案件優先採用競價拍賣方式辦理承銷」，證券暨期貨月刊，第 33 卷第 12 期，29（2015）。

優先配售專業投資機構或與證券商有一定往來客戶（不含靜止戶），並應訂定合理配售比例。而所謂與證券商有一定往來客戶，係指辦理詢價圈購前與證券商業務往來達六個月（含）以上者，證券商應就交易金額、交易次數或貢獻度等訂定相關標準，並於配售原則中說明，以縮減過去承銷商往往將股票配售予圈購期間新開戶但對外泛稱對未來業務有助益之「潛在客戶」，強化詢價圈購配售的公平性與合理性¹⁵¹。在金管會推動下，經臺灣證交所、櫃買中心及證券商同業公會研議以推動競價拍賣為主，且對詢價圈購予以適當限制，故自 2016 年 1 月 1 日起向臺灣證交所或櫃買中心申請現金發行新股之初次上市（櫃）案件，除符合特定條件者，仍得採部分詢價圈購部分公開申購方式辦理承銷外，其餘初次上市櫃案件應優先採用競價拍賣方式辦理承銷¹⁵²。

按詢價圈購制度建構於歐美，此種承銷配售方式提供發行人與投資人相互探詢合理定價的機會並減少資訊不對稱的現象，亦為承銷商建立配售通路、經營客戶及與專業機構法人互動的重要渠道，故我國雖然逐步縮減詢價圈購制度適用機會，但仍保留詢價圈購制度，以保留承銷商作業彈性及提升募資效率¹⁵³。以國內的詢價圈購制度而論，承銷商的配售對象本就以專業投資機構或其既有客戶為主，承銷商仍有很大的配售對象決定空間，此雖對承銷制度與證券市場的發展都有一定必要性，完全禁絕未必合適，惟欠缺明確規範機制，大抵任由承銷商決定配售對象，也是詢價圈購最被詬病之處。過去承銷商在詢價圈購的過程中，配售股票予願意之後「護盤」的創投或投資人，在國內也並不罕見¹⁵⁴。而現行相關證券法令，諸如證券商承銷或再銷售有價證券辦法對於 Credit Suisse 案中所涉之證券商承銷商於承銷初次公開發行的股票時要求買方同意認購初次公開發行的股票後再以更高價格購買更多股票

¹⁵¹ 黃佩佩，「淺談承銷制度與改革」，證券暨期貨月刊，第 29 卷第 5 期，16-17（2011）。

¹⁵² 陳湘琴，前揭註 150，38。而得不優先採用競價拍賣之除外特定條件如下：一、原採競價拍賣方式辦理，因合格標單數量不足不予開標，而再次辦理承銷者；二、對外籌資金額未達新臺幣 4 億元者（原研議為 5 億元，但證券商同業公會於 2015 年 10 月間函報金管會建議，如開放新股初次上市（櫃）案件得採美國標訂價，則本項條件之對外籌資金額可下修為新臺幣 4 億元，以提高優先採用競拍案件之數量）；三、發行公司取得中央目的事業主管機關出具其餘屬文化創意事業，且其產品或技術開發成功具有市場性之評估意見者（原包含科技事業，但證券商同業公會已於 2015 年 10 月間函報金管會建議，如開放新股初次上市（櫃）案件得採美國標訂價，則本項條件可刪除科技事業之適用，以提高優先採用競拍案件之數量）；四、其他法令規定或全民釋股案件；五、經目的事業主管機關核准者，參照陳湘琴，前揭註 150，38-39。目前新股初次上市（櫃）案件已改採美國標計價，參照證券商承銷或再銷售有價證券辦法第 15 條至第 17 條之 1。

¹⁵³ 陳湘琴，前揭註 150，37-38。

¹⁵⁴ 張翔一、黃昭勇，「新股上市 誰偷走龐大利益？」，天下雜誌，第 455 期（2010）。

以拉抬股價（俗稱 *laddering*）、在後續的股票認購上支付高額佣金或者是向承銷商另行購買其他家公司的股票（即搭售）等條件，否則不配售買方特定公司的初次公開發行股份等證券承銷行為¹⁵⁵，也並未有所規範，故若證券承銷商此等行為違反公平法，應有公平法適用的空間。

然前述證券搭售或垂直交易限制，應以公平法介入的前提在於行為事業在相關市場具有市場力量。但若從整體證券交易市場而論，很難說單一證券或數證券的銷售者具有市場力量，因為投資人於衡量相關證券的成長前景與風險後，若認為該等證券價格過高，大可改投資其他證券或選擇其他投資工具。以搭售行為而論，傳統上關切的問題為系爭搭售行為是否會因而壓抑被搭售產品的市場競爭，假設證券商於承銷初次公開發行的股票時，要求認購者應向承銷商另行購買其他證券而為搭售行為，但考量到證券交易市場如此龐大而有難以計數的投資人，很難說此搭售行為會封鎖其他證券的市場競爭機會¹⁵⁶；再者，出賣人須在搭售產品擁有一定程度的市場力搭售方會違法¹⁵⁷，個別、特定類型或小群證券的出賣人如何在擁有眾多證券與投資工具選擇的證券交易市場中擁有一定程度的市場力，實值懷疑¹⁵⁸。

6. 透過證券市場之公司收購

事業透過證券市場收購他公司，除了涉及公平法的結合管制外，亦可能產生其他公平法議題。如 *Dahl* 案所涉及的融資收購或槓桿收購，*Dahl* 案原告即主張 17 名被告（為私募基金公司與其關係人）長期共謀對多家標的公司支付低於公平市價的價格，亦即主張涉案私募基金公司非法協議大規模分配融資收購市場，按此等公司

¹⁵⁵ *Credit Suisse Sec. (USA) LLC v. Billing*, 551 U.S. 264, 264 (2007).

¹⁵⁶ *Herbert Hovenkamp*, *supra* note 2, 627.

¹⁵⁷ 參照公平會公研釋第 45 號：「……（二）在判斷搭售是否違法之標準，應考慮以下因素：1. 出賣人須在搭售產品擁有一定程度的市場力：搭售行為違法與否的考量因素中，出賣人在搭售產品市場擁有足夠之市場力是極為重要的考量因素之一。因若出賣人並未具足夠之市場力，其將很難成功地推動其搭售設計；即或是能夠，其對於市場競爭之不利影響亦不致過於嚴重。2. 有無妨礙被搭售產品市場競爭之虞：搭售之實施有妨害被搭售產品市場公平競爭之虞時，例如被搭售產品的市場受到一定程度、數量或比例之排除競爭時，即為違法。3. 是否具有正當理由：例如若為了確保出賣人之商譽及品質管制，或保護商品創作者之智慧財產權，亦可視為具有商業上之正當理由而予以容許」。

¹⁵⁸ 有趣的是，若證券商同業公會在其決議最低圈購處理費案中的答辯可採，亦即不同承銷標的形成獨立承銷市場，則我國證券商於承銷過程中，若涉及如美國 *Credit Suisse* 案中的類似行為，幾乎確定違反公平法，而該等答辯理由，不論從證券承銷服務市場或證券交易市場的角度出發，均屬不當，已詳見前述分析。

控制權市場可能本來就僅涉及少數具有特別能力或資產的買家¹⁵⁹，在我國亦應可從有資格或能力對個案所涉標的公司為融資融資收購之買家界定出融資收購市場，其中所生的價格操縱或市場分割等行為，證券法令對此無特別規定，故應受公平法的規範而無豁免公平法適用的問題。

7.借券費用相關議題

至於美國 ETG 案所涉的借券費，在我國法上應如何處理，有必要先分析我國有價證券借貸制度。按依據我國證券交易法第 60 條規定，有價證券買賣之融資或融券、有價證券買賣融資融券之代理、有價證券之借貸或為有價證券借貸之代理或居間以及因證券業務借貸款項或為借貸款項之代理或居間等，非經主管機關核准，不得為之。且證券商申請核准辦理前開有關業務應具備之資格條件、人員、業務及風險管理等事項之辦法，由主管機關定之。金管會依據證券交易法第 60 條第 2 項的授權制訂了「證券商辦理有價證券買賣融資融券管理辦法」(下稱證券商辦理融資融券辦法)以及「證券商辦理有價證券借貸管理辦法」(下稱證券商辦理借券辦法)。除此之外，臺灣證交所也制訂了「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券借貸辦法」(下稱臺灣證交所借券辦法)。整體而論，我國借券制度包括有價證券信用交易之融券(即投資人向符合資格的證券金融公司或證券商等授信機構融通有價證券)與證券借貸，而證券借貸又分為由臺灣證交所建置借券系統交易平台，由臺灣證交所擔任中介機構辦理集中式有價證券借貸業務，出借人與借券人均為特定機構法人(包含證券商與證券金融公司)，以及由證券商與證券金融公司辦理有價證券借貸業務，於臺灣證交所借券系統以外，由證券商與證券金融公司為有價證券之出借主體¹⁶⁰。依臺灣證交所借券辦法規定，臺灣證交所借券系統又分為定價交易(由借券人、出借人(以下合稱借貸交易人)依臺灣證交所公告之費率，委託證券商輸入出借或借券申報，經臺灣證交所借券系統撮合成交之借貸行為)、競價交易(由借貸交易人依最高年利率 20%以下，0.1%為升降單位，自定費率委託證券商輸入出借或借券申報，經臺灣證交所借券系統撮合成交之借貸行為)以及議借交易(由借貸交易人自覓相對人，依最高年利率 20%以下，千分之零點一為升降單位，雙方自行議定費率及其他借貸條件

¹⁵⁹ Herbert Hovenkamp, *supra* note 2, 620-621.

¹⁶⁰ 林崇英，前揭註 75，66-68；周允文，「淺談證券商辦理有價證券借貸業務」，證交資料，第 599 期，63 (2012)。

之借貸行為)三種交易模式。

另外，依據證券商辦理借券辦法第 8 條規定，證券商辦理有價證券借貸業務之券源，包括自有有價證券、自證券交易所借券系統借入之有價證券、辦理有價證券買賣融資融券業務取得之融資買進擔保證券、自客戶借入之有價證券、自其他辦理有價證券借貸業務或有價證券融資融券業務之證券商或證券金融事業借入之有價證券。此外，證券商為因應還券所需而無標的證券可供返還時，得向證券金融事業辦理轉融通。而證券商辦理融資融券辦法第 22 條則規定，證券商辦理有價證券買賣融資融券，對所取得之證券，得作為辦理融券業務之券源、向證券金融事業轉融通資金或證券之擔保、辦理有價證券借貸業務之出借券源、向證券交易所借券系統借券之擔保、出借予辦理有價證券借貸業務之證券商或證券金融事業作為辦理有價證券借貸業務或有價證券融資融券業務之券源、於證券交易所借券系統出借證券，與參與證券金融事業之標借或議借等運用，不得移作他用。從上述規定觀之，證券借貸業務與信用交易業務之券源得以互通，可增加同時辦理此兩種業務之證券商的資產運用彈性¹⁶¹。

就相關費用而論，融券戶必須支付授信機構（證券商或證券金融公司）融券手續費，以及若授信機構券源不足（即所謂券差）另分攤標借、議借與標購費用¹⁶²。依據證券商辦理融資融券辦法第 25 條，證券商辦理有價證券買賣融資融券，其融資利率及融券手續費之標準，由各證券商自行訂定，並報請主管機關備查。使用臺灣證交所借券系統，借券人須支付借券費、臺灣證交所借券服務費及證券商手續費，若向證券商或證券金融公司辦理證券借貸業務，借券人則須支付證券商或證券金融公司借券費及手續費¹⁶³。細部而論，就臺灣證交所借券系統而言，依據臺灣證交所借券辦法第 48 條規定，證券商受託辦理有價證券借貸交易，應收取手續費，臺灣證交所提供有價證券市場借貸服務，應收取借貸服務費。有價證券借貸交易之手續費及借貸服務費及其費率由臺灣證交所會同證券商業同業公會協議後，報請主管機關核定施行。使用臺灣證交所借券系統，於還券時借券人須支付的借券費、借貸雙方須支付的借貸服務費及證券商手續費，計算方式為：(1)借券費用：定價交易及競價交易借券費用，採逐日逐筆，以標的有價證券每日收盤價格乘以借券數量再

¹⁶¹ 周允文，同上註，64。

¹⁶² 林崇英，前揭註 75，50。

¹⁶³ 林崇英，前揭註 75，50。

乘以成交費率，總計之借券費用，由證券商於還券了結後收付。無收盤價格時，依臺灣證交所借券辦法第 33 之 1 條第 4 項辦理。議借交易則由雙方自行議定借券費用及收取。(2)臺灣證交所借貸服務費：定價、競價交易，臺灣證交所向每一筆交易之借貸雙方按借券費用之 1.6%計算借貸服務費；議借交易，臺灣證交所向借貸雙方分別依借貸成交金額年利率 0.02%計收借貸服務費。(3)證券商手續費：定價、競價交易，證券商向每一筆交易之借貸雙方按借券費 0.4%計算手續費，向借券人收取手續費，不足 1,000 元者得以 1,000 元計，向出借人收取手續費，不足 100 元者以 100 元計，若出借人出借收入扣除證交所借貸服務費後，不足 100 元時，則證券商手續費以該餘額為限，出借人無需補足差額；證券商代客戶洽尋券源，得向借貸雙方酌收費用。議借交易之手續費，則由證券商與客戶自行議定收取¹⁶⁴。至於證券商辦理借券業務，依據證券商辦理借券辦法對相關費用並沒有特殊規定，僅於第 16 條規定有價證券借貸契約中應載明手續費費率及以年百分率揭示之借券費率。

綜上而論，臺灣證交所的借券系統，依據臺灣證交所借券辦法第 19 條與第 21 條規定，定價交易是經由電腦依提前還券通知期限條件逐筆撮合，競價交易除提前還券通知期限條件外另按借券費、出借費率高低決定撮合優先順序。除了議借交易的借券費與證券商手續費係由契約當事人自行議定外，借券費用、臺灣證交所借貸服務費與證券商手續費均有一定計算方式，有價證券借貸交易之手續費及借貸服務費及其費率更是由臺灣證交所會同證券商業同業公會協議後，報請主管機關核定施行，其固然涉及借券費及證券商手續費率的統一定價，臺灣證交所會同證券商同業公會協議後報請主管機關核定施行的行為似亦無證券交易法的明文授權，難以認為其可逕行豁免公平法的適用，惟此畢竟涉及臺灣證交所營運其自身的借券平台，且定價交易與競價交易均依照一定規律由電腦撮合，各證券商的服務並無特出之處，其相關費用性質上等同於單一平台使用費，故亦難論以聯合行為。

至於使用臺灣證交所借券平台所進行的議價交易，因為係由借貸交易人自覓交易相對人，除了法定最高利率 20%的限制以及臺灣證交所的借貸服務費係由臺灣證交所按一定計算方式收取外，雙方得自行議定費率及其他借貸條件，若以限制競爭的方式干擾議價交易的價格形成機制，公平法應有介入餘地。另證券商辦理借券辦

¹⁶⁴ 臺灣證券交易所股份有限公司，「有價證券借貸問答集」，<http://www.twse.com.tw/ch/products/SBL/FAQs.php>，最後瀏覽日期：2016/8/17。詳細規定可參照臺灣證交所借券辦法第 5、47 與 48 條。

法第 40 條雖規定，證券商辦理有價證券借貸業務，應由證券交易所、證券櫃檯買賣中心擬訂業務操作辦法，規定有價證券借貸交易之交易標的、申請與償還、擔保品種類、更換與處分、擔保比率之計算、授信作業與風險控管程序，及其他經主管機關規定應記載之事項，報經主管機關核定。且證券商辦理有價證券借貸業務，應該等業務操作辦法之規定為之，然此均涉及借券業務的授信作業及風險控管，亦在證券交易法第 60 條第 2 項對主管機關的授權範圍內，然證券商辦理借券辦法對證券商辦理借券業務所涉手續費費率與借券費率，並未干涉，此外證券商辦理有價證券買賣融資融券，其融資利率及融券手續費之標準，亦由各證券商自行訂定，僅是報請主管機關備查，市場上各家收取的融券手續費等亦有歧異，有價格競爭空間，金管會證期局對該等利率或手續費亦未實質介入。是以，就證券商辦理借券業務所涉手續費與借券費率，以及證券商辦理有價證券買賣融資融券的融資利率及融券手續費，若出現諸如聯合定價等限制競爭行為，自應適用公平法規範。

五、結語

反托拉斯法與證券法令間的關係複雜難解，尤其證券法令規範的行為，涉及許多高技術性、複雜的資本或金融市場之操作，國內探討的文獻甚為有限。2015 年公平法大幅修正的範圍中，也涵蓋了涉及管制法規與競爭法互動關係的公平法第 46 條。本文以為，從我國公平法制定、施行的歷史，以及公平法第 46 條的文句與立法理由觀之，我國並不適宜援用美國最高法院於 *Credit Suisse* 案中擴大管制產業默示豁免反托拉斯法的論理。未來於解釋新修正之公平法第 46 條「不牴觸本法立法意旨者」時，宜避免漠視其他管制法令的目的與必要性，考量公平法最終目的為「促進經濟之安定與繁榮」（公平法第 1 條），將其他管制法令同為促進經濟之安定與繁榮的立法目的或政策考慮納入考量，認為其不當然牴觸公平法立法意旨，並由公平會藉由公平法第 6 條第 2 項（原第 9 條第 2 項）商同相關主管機關辦理之，以解決法規體系之矛盾，求取競爭政策與產業政策的平衡，僅在管制法規能有效運作且必要的範圍內，例外豁免公平法而適用管制法規。

關於金管會依證券交易法有核定或決定權之手續費與上市費用，鑑於此等規定有其證券市場監管上的合理性與必要性，考量證券交易法第 1 條立法目的與公平法第 1 條「促進經濟之安定與繁榮」實屬一致，應認為該等規定仍符合公平法第 1 條

之立法目的，就該等事項公平會不宜逕以公平法相繩，而應由金管會扮演主要監督角色，公平會則依公平法第 6 條第 2 項與金管會協調，在不影響證券市場健全與監管的情況下，推動該等手續費或上市費用的自由化。

以臺灣證交所與櫃買中心就有價證券買賣事項所制訂的章則而論，其等有其法令依據且受主管機關的實質監督，故宜個案逐一檢驗相關章則及其所依據的證券管制法令在證券市場管制上的特殊目及其理由，與主管機關實質監督與審核該等章則的強度，必要時於解釋新修正的公平法第 46 條「不牴觸本法立法意旨者」時，將證券管制法令同為促進經濟之安定與繁榮的立法目的或政策考慮納入考量，認為其不當然牴觸公平法立法意旨，而劃歸證券管制法令處理，以避免衍生嚴重的規範衝突現象。至於臺灣證交所或櫃買中心若依照契約與其等所制訂之章則對個別證券商或其職員為懲戒處分，最高行政法院認為係屬私法關係，縱使不討論其是否應豁免公平法，只要該等處分有合理事證且未逸脫相關契約與證券法令的文字與規範範疇，大抵均可援作合理抗辯，本質上很難論為具有限制競爭之意圖而屬限制競爭的行為。

證券市場又可區分為證券交易市場與證券承銷服務市場，在前者，成千上萬的證券彼此競爭，投資人可自由選擇證券市場上公開發行之有價證券，很難認定單一證券或特定類型證券足以構成一相關市場或具有市場力量。但證券商或投資銀行所提供之證券承銷服務市場，卻足以構成一相關市場，市場供需雙方為發行公司與證券商，故公平會於 2011 年處分證券商同業公會開會決議所屬證券承銷商會員以詢價圈購方式辦理證券承銷案件如收取圈購處理費不得低於承銷價款 2%一案，其理由可資贊同。而在控制權收購市場中，若有價格操縱或市場分割等行為，證券法令對此並無特別規定，應受公平法規範而無豁免公平法適用問題。至於如美國 ETG 案所涉借券費等爭議，以我國有價證券借貸制度而論，若以限制競爭方式干擾使用臺灣證券交易所借券平台所進行之議價交易的價格形成機制，公平法應有介入餘地；而證券商辦理借券業務所涉手續費與借券費率，以證券商辦理有價證券買賣融資融券的融資利率與融券手續費，若出現諸如聯合定價等限制競爭行為，亦應適用公平法規範。如何在不危害或干擾證券市場的功能與證券管制法令之目的下執行公平法，以求兩法域的並存共生，乃涉及證券管制法令的限制競爭案件之不變核心問題。

參考文獻

中文部分

- 公平交易委員會，公平交易法修法沿革彙編（一），公平交易委員會（2003）。
- 公平交易委員會，公平交易法修法沿革彙編（二），公平交易委員會（2003）。
- 王文宇，「論金融政策與金融監理法制」，臺灣本土法學雜誌，第 65 期（2004）。
- 王志誠，「證券交易法目的論之省思與實踐」，集保月刊，第 75 期（2000）。
- 王志誠、邵慶平、洪秀芬、陳俊仁，實用證券交易法，修訂 4 版，新學林出版公司（2015）。
- 余雪明，「認識證券交易法（一）：證券交易法的立法意旨」，月旦法學雜誌，第 15 期（1996）。
- 阮品嘉，「論單一金融監管機關—兼論金管會改革之道」，月旦法學雜誌，第 142 期（2007）。
- 林仁光，「金融危機與轉機—談金融服務業之整合規範」，月旦法學雜誌，第 168 期（2009）。
- 林崇英，「我國證券借貸與信用交易制度概述」，證交資料，第 599 期（2012）。
- 林國全，證券交易法研究，初版，元照出版公司（2000）。
- 周允文，「淺談證券商辦理有價證券借貸業務」，證交資料，第 599 期（2012）。
- 陳志民、陳和全、葉志良，管制型產業行為在競爭法上抗辯之研究，公平交易委員會 101 年度委託研究報告（2012）。
- 陳湘琴，「推動初次上市（櫃）案件優先採用競價拍賣方式辦理承銷」，證券暨期貨月刊，第 33 卷第 12 期（2015）。
- 張翔一、黃昭勇，「新股上市 誰偷走龐大利益？」，天下雜誌，第 455 期（2010）。
- 曾宛如，證券交易法原理，6 版，元照出版公司（2012）。
- 曾宛如，「證券交易法之現狀與未來—期許建構體例完善的證券法規」，月旦法學雜誌，第 217 期（2013）。
- 黃佩佩，「淺談承銷制度與改革」，證券暨期貨月刊，第 29 卷第 5 期（2011）。
- 黃銘傑，「第四十六條 本法與其他法律競合適用之情形」，廖義男主持，公平交易法之註釋研究系列（三），公平交易委員會 94 年度合作研究計畫（2005）。

- 楊君仁，「我國與德國金融監理法制之比較研究－以機關獨立性為中心」，臺北大學法學論叢，第 90 期（2014）。
- 楊淑芬，「以詢價圈購辦理現金增資發行新股初次上市承銷案件配售之弊端－以嘉通公司詢價圈購弊案與臺灣證券交易所承辦專員索賄案件為例」，司法新聲，第 100 期（2011）。
- 廖大穎，證券交易法導論，4 版，三民書局公司（2010）。
- 廖義男，公平交易法之釋論與實務，初版，三民書局公司（1994）。
- 劉連煜，「台灣之金融改革與競爭法上議題」，月旦民商法雜誌，第 2 期（2003）。
- 劉連煜，新證券交易法實例研習，增訂 13 版，元照出版公司（2015）。
- 賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，3 版，三民書局公司（2014）。
- 蕭文生，「行政院金融監督管理委員會組織法修正草案評析」，臺灣法學雜誌，第 177 期（2011）。
- 顏雅倫，臺灣金融產業的競爭政策－以競爭法的觀點出發，初版，元照出版公司（2014）。
- 蘇永欽，跨越自治與管制，初版，五南圖書出版公司（1999）。
- 蘇永欽、范建得，公平交易法第四十六條修正後之適用問題研究，公平交易委員會 89 年度合作研究計畫（2000）。
- 蘇永欽，走入新世紀的司法自治，初版，元照出版公司（2002）。
- 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）。

外文部分

- Briggs, John DeQ. & Matheson, Daniel J., "The Supreme Court's 21st Century Section 2 Jurisprudence: Penelope or Thermopylae?" *11 The Sedona Conference Journal* (2010).
- Brunell, Richard M., "In Regulators We Trust: The Supreme Court's New Approach to Implied Antitrust Immunity," *78 Antitrust Law Journal* (2012).
- Crane, Daniel A., *The Institutional Structure of Antitrust Enforcement*, 1st ed., Oxford University Press (2011).
- Dogan, Stacey L. & Lemley, Mark A., "Antitrust Law and Regulatory Gaming," *87 Texas*

- Law Review* (2009).
- Hovenkamp, Herbert, “Antitrust Violations in Securities Markets,” 28 *University of Iowa (The Journal of Corporation Law)* (2003).
- Hurwitz, Justin (Gus), “Administrative Antitrust,” 21 *George Mason Law Review* (2014).
- Lambert, Thomas A., “The Roberts Court and the Limits of Antitrust,” 52(3) *Boston College Law Review* (2011).
- Lucas, John P., “Pruning the Antitrust Tree: Credit Suisse Securities (Usa) LLC v. Billing and the Immunization of the Securities Industry from Antitrust Liability,” 59(2) *Mercer Law Review* (2008).
- Markham, Jr., Jesse W., “The Supreme Court’s New Implied Repeal Doctrine: Expanding Judicial Power to Rewrite Legislation Under the Ballooning Conception of ‘Plain Repugnancy,’” 45 *Gonzaga Law Review* (2010) .
- Meyer, David L., “We Should Not Let the Ongoing Rationalization of Antitrust Lead to the Marginalization of Antitrust,” 15 *George Mason University Law Review* (2008).
- Mota, Sue Ann, “Antitrust, Limited: The Supreme Court Reins in Antitrust Enforcement in 2007,” 7 *Florida State Business Law Review* (2008).
- Pritchard, Adam C., “Securities Law in the Roberts Court: Agenda or Indifference?” 37(1) *The Journal of Corporation Law* (2011).
- Shelanski, Howard A., “The Case for Rebalancing Antitrust and Regulation,” 109(5) *Michigan Law Review* (2011).
- Shelanski, Howard A., “Justice Breyer, Professor Khan, and Antitrust Enforcement in Regulated Industries,” 100(2) *California Law Review* (2012).

**The Interaction and Conflict between the Antitrust Law and Securities Law:
The Credit Suisse Case in the United States**

Yen, Ya-Lun*

Abstract

Based upon the enactment history of the Taiwan Fair Trade Act (“TFTA”) and legislative purposes of Article 46 of that Act, in Taiwan it is inappropriate to refer to the reasoning that expands the implied antitrust immunity in regulated industries in the Credit Suisse case decided by the Supreme Court of the United States. Nevertheless, it is necessary to contemplate the legislative purposes and policies of other regulations so as to concurrently promote economic stability and prosperity in interpreting “where other laws provide relevant provisions that do not conflict with the legislative purposes of this Act” described in Article 46 of the TFTA. Where the specific regulations are not regarded as being in conflict with the TFTA, the Taiwan Fair Trade Commission (“TFTC”) shall consult with other competent authorities to deal with the issues at dispute under paragraph 2 of Article 6 of the TFTA. Such regulations shall be exempt from the TFTA only to the extent that the particular regulations can function effectively. The approvals and determinations made by the Financial Supervisory Commission as to the standards of commissions or charges under the Securities and Exchange Act, and the articles of association of the Taiwan Stock Exchange and Taipei Exchange (GreTai Securities Market) and regulations promulgated thereby shall be analyzed under the foregoing principle. In addition, it is hard to determine whether any security or any kind of security has market power in securities markets, but securities underwriting services provided by securities firms or investment bankers could constitute a relevant market and then the market power of any specific securities firm or investment banker may be determined. The TFTA shall also govern and apply to price fixing, market division, or any anticompetitive conduct involving takeovers via the securities market, negotiated transactions using the platform operated by the Taiwan Stock Exchange for securities borrowing, handling and lending fee rates related to securities borrowing and lending by securities firms, and the standards for interest rates on margin purchases and the handling fees for short sales.

Keywords: Antitrust Law, Securities Markets, Article 46 of the Fair Trade Act, the Fair Trade Act, Securities Underwriting.

