

中華民國證券商業同業公會

委託研究專題

探討如何提升我國證券商競爭能力 - 借鏡亞太地區經驗

計畫主持人：郭迺鋒

共同主持人：尚瑞國、楊浩彥

計畫顧問：薛琦

研究助理：張庭綱、葉佳昱、
張義群、郭宇榛

中華民國 104 年 10 月

目錄

目錄.....	i
圖目錄.....	ii
表目錄.....	iii
第一章 緒論	1
第一節 研究動機及緣起	1
第二節 研究方法及範圍.....	4
第二章 亞洲證券產業經營效率分析	7
第一節 亞洲證券產業發展回顧	7
第二節 亞洲證券業經營績效之差異分析	32
第三節 小結	42
第三章 臺灣證券業經營績效提升之因素分析	44
第一節 證券商資本結構之分析	44
第二節 證券商兼營其他業務分析	57
第三節 證券業面臨之總體環境分析	68
第四章 結論與建議	85
第一節 結論	85
第二節 證券業相關政策建言	88
參考文獻	94
第五章 附錄	
第一節 證監會主席助理張育軍互聯網金融業務培訓班談話重點	98
第二節 座談會會議記錄	100
第三節 期中報告評審委員審查意見	127

圖目錄

圖 1 研究流程圖.....	4
圖 2 國際投資銀行股東權益報酬率(ROE)預估值.....	8
圖 3 市場交易量與經紀業務平均佣金率.....	15
圖 4 2014 年滬深兩市融資融券餘額.....	16
圖 5 中國證券業業務類別收入佔總收入比例.....	17
圖 6 資產管理業務收入及規模(人民幣億元).....	19
圖 7 恆生指數歷年走勢與成長率.....	28
圖 8 香港證券市場概況一覽.....	29
圖 9 信用交易制度之雙軌運作方式.....	46
圖 10 有價證券借貸交易定價及交易流程.....	46
圖 11 證券商負債淨值比與資本適足率散佈圖.....	53
圖 12 證券商以信託方式辦理財富管理業務之申請許可.....	58
圖 13 中國銀行、上市公司、證券商 P2P 網貸平台整理.....	72
圖 14 2014-2015 各月網貸成交量.....	73
圖 15 股權式群眾募資平台新舊版比較.....	76
圖 16 證基會針對證券業務人員現有培訓計畫.....	81

表目錄

表 1 研究範圍表.....	5
表 2 臺灣證券商近十年之財務表現.....	7
表 3 服務貿易協議有關證券業開放情形.....	9
表 4 金管會提出之提振股市政策.....	11
表 5 臺灣證券交易所上市公司發行與交易概況	12
表 6 臺灣上櫃公司股票發行概況統計表.....	12
表 7 世界主要證券市場上市公司市值總額比較	13
表 8 世界主要交易所市值排名.....	14
表 9 資本市場支持促進中國(上海)自由貿易試驗區若干政策措施.....	23
表 10 「兩岸證券期貨監理合作平臺」第二次會議成果	26
表 11 2014 年臺灣證券商之經營狀況.....	33
表 12 滬港通 2014 年 11 月 17 開通後至 2014 年 12 月 31 之使用狀況... 35	35
表 13 香港證券交易量前 20 大證券商之交易量統計	35
表 14 近年中資金融機構併購香港證券商狀況	36
表 15 韓國證券業近期財務狀況.....	39
表 16 亞洲各國經濟成長率預測.....	40
表 17 亞洲各國證券商財務表現.....	41
表 18 中國證券業股票質押式回購交易.....	48
表 19 我國證券業前十大證券商之財務比率.....	51
表 20 現行「證券商管理規則」有關證券商資本結構之規定	55
表 21 證券銀行自有資本適足率計算比較.....	56
表 22 2015 年中國券商 P2P 業務發展計畫案例	74
表 23 不同綜合所得淨額之申報/納稅門檻	78
表 24 星、港、台三地經紀、複委託與財管稅制比較	78

第一章 緒論

第一節 研究動機及緣起

一、亞洲證券業競爭態勢浮現

我國於證券產業市場之發展於過去十年中落後於香港、新加坡等金融中心的幅度逐漸拉大，而 2004 年在亞太區證券市場之成交值排名僅落後於東京，然而到 2013 年已被深圳、上海、香港、韓國甚至澳洲給追過，排名落至亞洲第七位¹。亞太地區近年來因中國大動作的改革，證券市場發生了巨大的變化，而我國證券商勢必須求新求變以因應這波改革之新風潮。

若觀察中國證券業近年之發展，中國自 2011 年起，「十二五」計畫中即將「深化金融體制改革」列為專章，盼加快多層次金融市場體系建設，其中建立創業板、擴大代辦股份轉讓系統試點、場外交易市場、促進產業基金、創投業與股權投資之發展，探索建立國際板等措施，推動了直接金融的快速成長。再者，人民幣離岸市場發展經歷了跨境貿易及離境直接投資等有關境外人民幣資本帳之業務開放等過程。龐大人民幣在港存款、與港陸兩地高利差等市場力量將推波助瀾，加速證券國際板之催生、RQFII 投資滬深股市及境外三類金融機構投資內地銀行間債券市場等離岸人民幣業務市場之開放，對證券市場的影響不言可喻。

2013 年 8 月，上海自貿區成立，配合「十二五」深化金融體制改革的目標，欲進一步加快金融制度創新及增強金融服務功能。若由宏觀環境、資本市場和金融產品的改革等三個面向來看，宏觀環境的改革包括人民幣跨境結算、人民幣資本項可兌換以及利率市場化的深化；跨境融資自由化、綜合金融服務平台、境外股權投資母基金以及面向國際的交易平台；金融產品的創新包括允許外資參與商品期貨和航運運價指數衍生品交易業務。從涉及領域的分佈和改革程度來看，金融改革成了自貿區最具創新和試點效應的領域。

2014 年 11 月，滬港通正式開通，對中國資本市場開放有著特殊意義。(1)股票交易的功能將可望取代 QFII 與 QDII，省去大費周章的申請，對於中國資本市場的開放是一大助力；(2)滬港通可由香港引

¹資料來源：世界證券交易所(WEF)網站。

進國際資金，有利於改善上海市場以散戶為主的投資者結構，亦可助其他人民幣離岸中心危及地位的香港成為中國投資者重要的境外投資渠道，而鞏固了此二地金融中心的地位。(3)中國的投資者可直接使用人民幣投資香港股票市場，在中國境外的人民幣資金也可以經過滬港通的機制回流至中國的股票市場，使得人民幣的流動機制變得更加完善，加強了香港在眾多人民幣離岸中心的地位。同年12月，兩岸「金融三會」在北京召開，我國欲爭取陸方在審批我方金融機構的申請程序上的進一步簡化，並整合陸方關注議題，為服貿協議通過後的合作做準備。經過此次會議，雙方承諾儘速審批互設分支機構申請案，而陸方則將研議放寬臺資證券公司申請 QFII 及降低臺資投信投資顧問業務門檻。

面對中國(含香港)對於金融改革重要性的快速體悟，新加坡及韓國也各自有因應之道，其金融自由化程度，乃係源自於早期放眼全球之國際化視野，配合國內主管機關的放行，造就現今競爭優勢。反觀我國於去年經過學運思潮，服務貿易協議中有關中國對金融業市場准入之議題暫時停擺，除了為證券業拓展海外業務投下許多變數外，更突顯出我國金融改革所面臨的盤根錯節修法程序及利益糾葛。以下便以我國證券商面對之發展瓶頸，彙整相關的變革方向。

二、證券商力求進行業務轉型

近年我國積極推動與亞洲區域之金融交流、跨業經營業務甚或是海外轉投資限制的鬆綁，對證券產業而言，上述改變將使證券商更趨近於歐美投資銀行，業者同樣也樂觀如此的發展。然而，無論是海外併購或是資本結構轉變下的拓展規模，都必須體認到我國盤根錯節的法律規定，對證券業務發展實為一項阻礙。香港及新加坡之所以能在亞洲成為亞洲金融發展二大中心，主因就是業務類型的多元化，舉凡期貨及衍生性商品交易、私人銀行及財富管理業務，其中更包括自由的外匯交易，奠定在亞洲地區的金融中心地位。而我國證券商無不摩拳擦掌，寄望主管機關能有效放寬新型業務，藉以積極向海外布局。

此外，我國在開放證券業跨業經營時，監理的政策也必須考量到證券產業之特性；相較於銀行及保險業資本規模較大之重裝師，證券業有如輕裝師般挾帶著強大的研發能量及洞悉市場的觀察力，其監

管力道應可層次性的作區別管理，使其較有發揮空間，與銀行及保險業之獲利模式做出區別，健全我國金融市場。

三、證券業法規鬆綁及佈局海外之契機

金管會近期積極推動我國金融各業佈局亞洲盃，以擴張金融業可提供服務之市場空間，但打亞洲盃只是第一步，未來更應朝歐美國際金融中心的規格邁進。且現今我國金融業為金控體系所主導，證券商在國家金融體下角色始終無法被定位，財務表現也落後於銀行及保險業，存在被邊緣化之危險。蓋因相較於我國銀行業及保險業發展時間較長，導致我國證券商承辦業務大幅受到壓縮，加上跨業規範監理力道不均，可謂先天體質孱弱；後天愈積極發展新型態金融商品，卻又因新型態金融商品界線日益模糊，加上我國立法模式採取正面表列之方式，證券商不論在跨業經營或開發新商品所受到的法規監理都將更顯得綁手綁腳。

因此，為協助證券業赴海外佈局，金管會已在 2014 年 6 月 18 日鬆綁證券商海外轉投資之相關限制，也已於 2015 年 2 月放寬證券商海外併購資本適足率門檻。我國證券商有興趣的亞洲市場主要為以華人市場為主的中國大陸、香港和東協國家，以服務和滿足華人地區的產業需求。然而，本國證券商在金融商品之經營受限於法規限制及市場環境而在產品面及營運面競爭力不如外國證券商。

我國證券商在近期的海外布局中，又以元大寶來證券的布局最為積極，元大寶來於 2007 年以股權投資方式參與越南第一證券之經營。2009 年以香港元大寶來做為大中華營運基地，透過轉投資在上海、北京及深圳設立辦事處提供企業、投資管理諮詢服務。於 2014 年，更透過子公司元大亞金收購取得於韓國證券交易所上市排名第 6 大之證券商東洋證券股份有限公司之控制股權。是國內業者中最積極於海外布局之證券商²。

在亞太證券產業的變化下，臺灣證券商面對與外國證券商之規模差異，該如何以自身優勢調整布局策略，主管機關又應如何調整法規以改善臺灣之證券產業投資環境，是令臺灣證券業順利發展亟待研究之議題。期望藉由此份報告對中、港、星、韓的地區證券產業之

² 資料來源：元大證券 www.yuanta.com.tw

攻錯，對主管機關、本國證券商作出積極建議，協助我國證券商在全球布局的第一站「亞洲盃」賽事中得以大展身手。

第二節 研究方法及範圍

一、 研究方法

以單一證券商競爭力來說，可包含金融商品研發能力、交易系統便利性、通路行銷能力等。然而，若該市場中存在法令規定、經濟環境等不利證券商發展之因素，即便證券商擁有上述資源，仍無法有效發展。因此，本研究將以提升臺灣總體證券業競爭力作為研究目標，首先研究我國證券業現況以及亞洲各國證券業之發展近況，了解我國證券業可借鏡他國發展之機會與關鍵成長因素。

而提升競爭力的終極目標是提升證券業的獲利能力，因此，本研究將針對我國證券業與他國獲利差異之關鍵因素進行研究，包括財務資本結構、兼營業務發展狀況、證券業發展環境等主題進行細部分析，找出在我國現有金融體制的發展下，可由金管會進行法規調整、可由證券業者進行業務調整之改善方針。研究流程歸納如下：

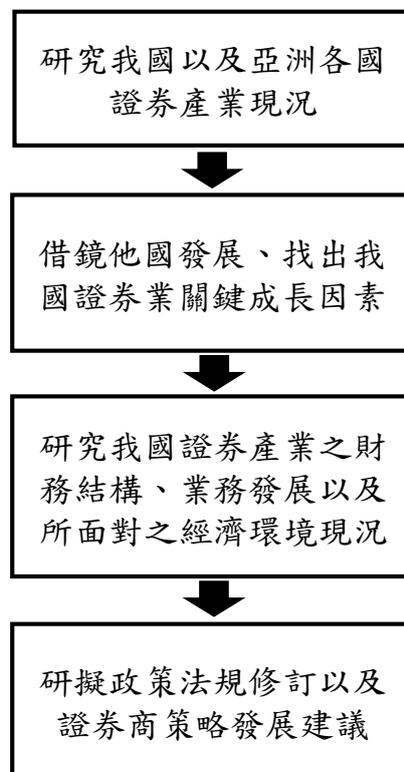


圖 1 研究流程圖

二、 研究範圍

我國與韓國相同，經濟主體是以電子業為主的出口導向國家，而證券業的發展也相當類似，皆是在經紀業務上的發展面臨瓶頸，而試圖往國際投資銀行業務發展。在制度方面，我國與中國之證券業皆屬於第三方存款制，開了證券戶還要開銀行戶，而本文將以中國為對照，探討在此制度之下如何發展證券商之兼營業務。此外，根據金管會所推動之「金融進口替代方案」，我國國人目前約有十兆資金於海外進行財富管理投資，而多數資金是在香港及新加坡進行管理，因此本文亦將探討香港、新加坡之證券業務發展狀況。

因此，本文將以亞太地區之中、港、星、韓為觀察對象，透過該國法規演進歷程及主管機關之規管措施配合其證券業各種業務發展狀況，藉以尋求提升我國證券業整體競爭力之良方。在法規監理部分將以短期主管機關可進行改善，且無須進行跨部會協商之政策建議為主。長期則以建立友善金融環境，包括數位金融、亞洲盃之國際人才培育等進行策略及政策建議。細項之研究範圍以下表示之：

表 1 研究範圍表

國內現行政策分析	<ul style="list-style-type: none"> • 國際證券業務分公司 • 財富管理業務發展 • 金管會提振股市政策 • 證券商非涉新臺幣之外匯執照 	
中國證券產業近期變革	<ul style="list-style-type: none"> • 中國證券業信用業務發展概況 • 中國證券業資產管理業務發展概況 • 上海自貿區發展對中國證券業影響 • IPO 註冊制改革對中國證券業影響 • 我國證券商於中國佈局狀況與雙方合作展望 	
亞太各區域之證券業市場分析	產業規模、證券商營業狀況、證券產品多樣程度、外匯市場開放程度、主管機關態度、證券業 DSU 及 OSU 市場之設置	
亞太各區域證券業之營運優劣勢分析	<ul style="list-style-type: none"> • 蒐集各區域證券業之財務統計資料、營業資料 • 分別研究該區域證券業務發展，包括經紀(含海外複委託)、財富管理、自營、承銷 • 進行各區域業務競爭能力比較，包括獲利能力、交易規模、於當地證券市場之市佔率 	
業務競爭力差異原因分析	法規限制差異、市場規模差異、人才資源差異、服務品質差異、政策設計差異	
研究開放證券商業務之可行性	放寬融資範圍	<ul style="list-style-type: none"> • 開放股權的附條件交易 • 放寬不以交割為目的之借貸款項(質押借款)

	<ul style="list-style-type: none"> • 放寬證券商的負債淨值比 • 調整證券商各項業務的資本適足比率 • 降低自主投資的波動風險 • 研究金融稅制及外匯規範是否合理、提出修法建議
<p>分析如何改善本國證券業投資環境</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 吸引外國大型證券商進行投資 • 開放相關法令規定，使臺灣證券商品及服務更加多元化，吸引國際資金回流 • 增強證券商於 DSU 及 OSU 之業務範圍 • 提出增強臺灣證券商經營競爭力之建議

第二章 亞洲證券產業經營效率分析

第一節 亞洲證券產業發展回顧

一、臺灣證券業發展困境與近期發展

(一) 證券商發展已見飽和

觀察我國證券商近十年之財務表現，各年度之淨利大多維持在 200 億至 300 億臺幣之間，ROA 維持在 2%至 3%之間、ROE 亦徘徊在 3%至 6%之間，相較於國際上許多投資銀行動輒高達 8%至 15%之 ROE，我國證券產業之發展似乎已達到國內現有制度與市場所能允許的發展極限。而仔細觀察國內證券商之資產總額、資本、股東淨值之成長，可發現其數值的變化幾乎呈現停滯狀態。

根據金管會統計，我國金融業去(2014)年獲利達新臺幣 5,022 億元，其中銀行業獲利 3,328 億元³、壽險業獲利 1,200 億元，其 ROE 分別達 12%及 13%，而相較於銀行業及壽險業之高獲利，證券業僅獲利 313 億元⁴，若扣除元大證券併購韓國東洋證券所認列之 56.4 億元廉價併購利益，證券商在本業上之獲利僅約 256.6 億。

臺灣在金融業的發展目前是由金融控股公司所主導，在面對金控底下 ROE 及整體獲利金額都較高的銀行及壽險之下，金控若將資本配置在銀行或壽險將可獲得較高的利潤，而證券業則因此面臨邊緣化的問題。

表 2 臺灣證券商近十年之財務表現

單位：新臺幣億元；%

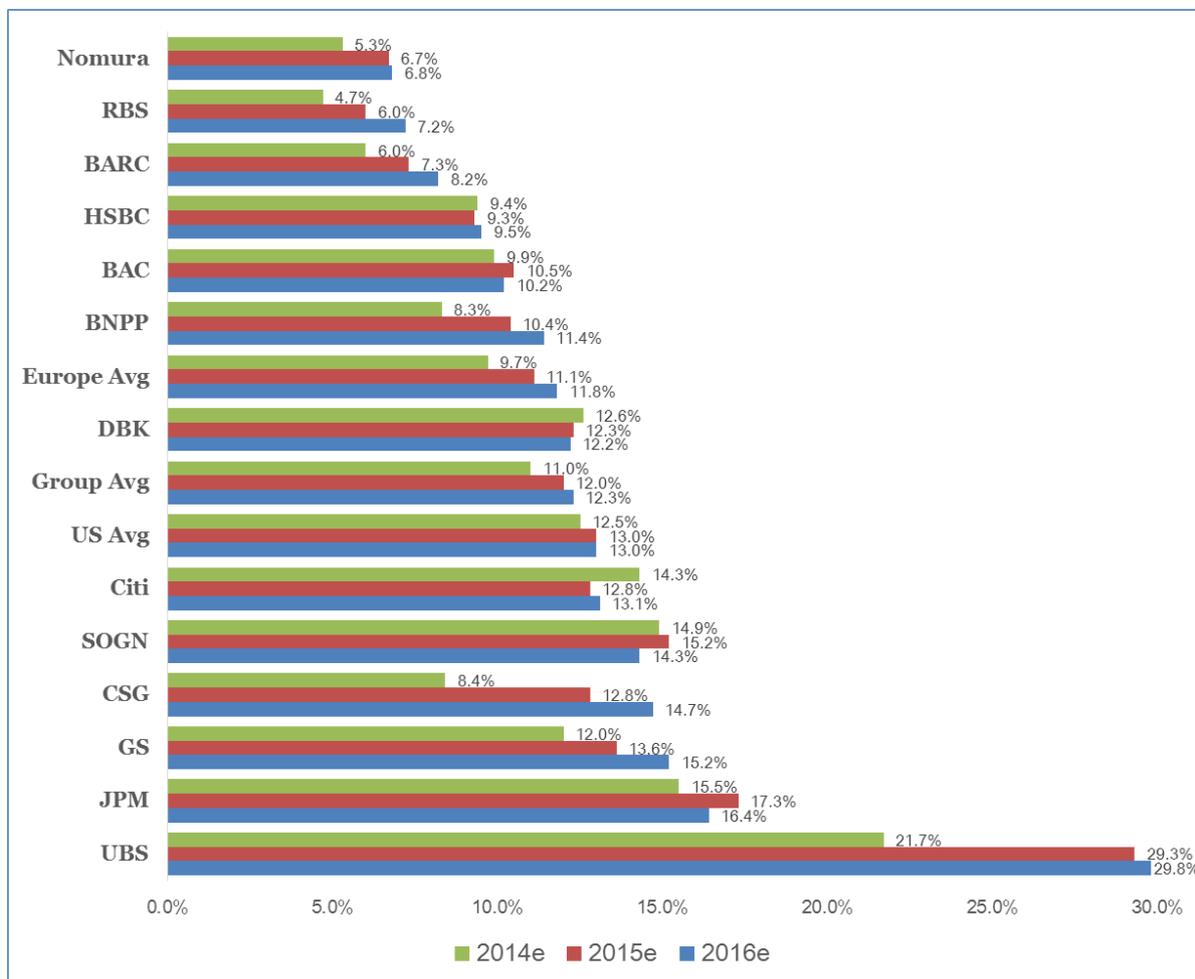
年 Year	資產總額 Total Asset	資本 Capital	淨值 Net Value	本期損益 Net Income	資產報酬率 ROA	淨值報酬率 ROE
2005	11720.14	3152.84	4351.50	104.96	0.93%	2.40%
2006	12663.65	3210.50	4677.80	352.73	2.89%	7.81%
2007	11228.78	3417.42	4934.22	522.68	4.38%	10.88%
2008	8969.27	3454.09	4383.35	-88.12	-0.87%	-1.89%
2009	9283.04	3315.57	4557.00	385.37	4.22%	8.62%
2010	11135.73	3435.83	4804.85	351.10	3.44%	7.50%
2011	9505.09	3427.70	4756.38	170.71	1.65%	3.57%
2012	9382.13	3259.60	4758.06	179.85	1.90%	3.78%

³ 資料來源：財團法人國家政策研究基金會國政評論 - 金融業競爭力仍有待提升

⁴ 資料來源：中華民國證券公會 104 年第一季公會季刊。

2013	11517.74	3267.61	4784.83	203.83	1.99%	4.36%
2014	13066.69	3159.95	4816.86	279.65	2.28%	5.82%

資料來源：證券暨期貨市場重要指標



資料來源：Morgan Stanley Research Estimates

圖 2 國際投資銀行股東權益報酬率(ROE)預估值

亞洲證券市場崛起，我國證券市場規模發展相對較小

據金管會所公布之「證券暨期貨市場重要指標」及「世界交易所聯合會資料」，我國於 2014 年於集中市場上市之股票市值約為 8,480 億美元，居世界主要證交所市值第 18 名，相較於 10 年前，排名未見變動。

但以市值規模來看，在世界證交所市值排行 25 名以內之亞洲證券交易所市值，相較於 10 年前成長了 7 兆 1,715 億美元；而我國證交所市值相較於 10 年前則僅成長了 3,749 億美元，也因為我國證券市場之發展較亞洲其他新興經濟體為緩慢，我國證券業者亦陸續前往亞洲

其他市場擴展據點、分食亞洲經濟成長果實，其中又以元大寶來證券最為積極擴展，包括去(2014)年併購在韓國證交所上市排名第6大之證券商東洋證券在內，目前在香港、中國、韓國、菲律賓、柬埔寨及越南皆有設立據點⁵。

我國原先於2013年6月21日與中國簽署「兩岸服務貿易協議」，待立法院通過條例審核後即可依規定於上海、福建及深圳各設立一家兩岸合資的全牌照證券公司，其中臺資合併持股比例可達51%，可獲得合資公司實質控制權。然而，目前臺灣各界仍對服務貿易協議之審核流程保有疑慮，而立法院亦未能在「兩岸協議監督條例」上獲得共識，是以經濟部亦研擬是否能在脫離服務貿易協議之架構下，與中國就金融業部分直接進行談判，然而目前尚未見到中方之正面回應。

表 3 服務貿易協議有關證券業開放情形

陸方開放我方	我方開放陸方
<ol style="list-style-type: none"> 1. 允許臺資金融機構以人民幣合格境外機構投資者(RQFII)方式投資大陸資本市場； 2. 允許臺資證券公司申請RQFII時，按照集團管理的證券資產計算； 3. 臺資金融機構依規定在大陸設立合資基金管理公司，臺資持股比例可達50%以上； 4. 允許符合條件的臺資金融機構依規定在上海、福建、深圳各設立一家兩岸合資的全牌照證券公司，臺資合併持股比例可達51%； 5. 允許符合條件的臺資金融機構依規定在若干大陸批准的金融改革先行先試試驗區內各新設一家兩岸合資全牌照證券公司，臺資持股比例不超過49%，且取消大陸單一股東須持股49%的限制； 6. 允許符合條件的臺資證券公司與大陸具備設立子公司條件的證券公司在大陸設立合資證券投資諮詢公司，臺資持股比例最高可達49%； 7. 在若干大陸批准的金融改革先行先試試驗區內，允許臺資證券公司在合資證券投資諮詢公司的持股比例達50%以上； 8. 允許符合條件的臺資期貨仲介機構依規定在大陸設立合資期貨公司，臺資合併持股比例最高可達49%。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 大陸證券期貨機構依規定申請在臺灣設立代表人辦事處須具備的海外證券期貨業務經驗為兩年以上，且包括香港及澳門； 2. 循序放寬大陸QDII投資臺灣證券的限額，初期可考慮由五億美元提高至十億美元； 3. 研議放寬大陸證券期貨機構投資臺灣證券期貨機構的有關限制； 4. 積極研議大陸合格境內個人投資者投資臺灣資本市場。

資料來源：中華民國證券公會 103 年第三季公會季刊

(二) 推動臺灣證券業變革 政府政策施行近況

⁵ 資料來源：元大寶來證券行動官網 <http://www.yuanta.com.tw/>。

證券商的業務可簡略區分為法條規定之經紀、自營與承銷業務，而投資銀行業務(包括證券承銷、融資、併購、財務顧問等業務)⁶則較多是透過我國證券交易法第 60 條之核准業務逐步在開放，而兼營業務之法源依據則是證券交易法第 45 條第 1 項但書；經濟、承銷與自營業務係接受客戶委託，代理買賣證券並收取佣金，為證券市場中撮合買賣之一方、創造市場的流動性；投資銀行業務則為客戶提供證券發行融資、資金管理、公司理財等綜合的金融服務及顧問。整體來說，證券業是一個完善的金融體系中不可缺少的重要成員，其對於資金的流動與運用效率、對資源的配置與引導、對產業結構的調整與企業的併購重組、對金融風險的分散與控制、以及對整個經濟體與金融業的發展運作都具有重要的意義和功能。

而有鑑於國內證券業目前的發展困境，及為了避免國內金融業持續偏重銀行及壽險產業所產生的證券業邊緣化危機，近年金管會及央行也開始改變過去保守態度，包括陸續開放證券商申請辦理財富管理業務、OSU 業務、DSU 之非涉臺幣之外匯執照等。而在證券商業務範疇以外，金管會也陸續提出提振股市資金動能之相關政策，其中也包括今(2015)年已於 6 月 1 日放寬股票及期貨市場的漲跌幅限制由 7% 至 10%。

國際證券業務分公司(Offshore Securities Units)

「國際金融業務條例」於 2013 年 6 月 19 日公告修正，特許證券商可在我國境內設立國際證券業務分公司(OSU)。配合證券商辦理國際證券業務，金管會及中央銀行於 2013 年 12 月 26 日發布 OSU 相關子法及「證券業辦理外匯業務管理辦法」，主要內容包括開放辦理外幣間外匯交易、外幣商品及信用衍生性外匯商品、結構型商品開放連結外幣計價國際債券。我國證券商自 2014 年 4 月陸續在 OSU 開辦業務，至 2015 年 6 月已有 17 家證券商取得開業許可。

財富管理業務

⁶ 根據證交法第 15 條，證券業務種類包含(1)有價證券之承銷及其他經主管機關核准之相關業務。(2)有價證券之自行買賣及其他經主管機關核准之相關業務。(3)有價證券買賣之行紀、居間、代理及其他經主管機關核准之相關業務

金管會於 2009 年 9 月修正「證券商辦理財富管理業務應注意事項」，開放證券商從事金錢及有價證券信託業務，進一步擴大證券商的業務範圍，目的就是要平衡證券業與銀行業在信託管理業務上的差異。

目前在實務上，客戶只要開立財富管理信託帳戶，透過信託財產專戶的運作，即可投資國內外各種金融商品；此外，證券商可以利用其在投資研究上的專業，為客戶提供資產配置建議與市場趨勢分析。截至 2014 年底，共有東亞、日盛、統一、元富、兆豐、群益金鼎、凱基、華南永昌、富邦、元大寶來及永豐金等 11 家證券商，開辦以信託方式辦理財富管理業務；2014 年 1 月至 12 月，信託資產規模由新臺幣 503 億元成長至 819 億元，成長率達 62.6%；其中金錢信託金額為新臺幣 526 億元(約佔 64%)，有價證券信託金額為新臺幣 292 億元(約佔 36%)。⁷

提振股市政策

金管會主委曾銘宗於 2013 年 9 月 3 日推出提振股市三箭，包括「放寬自營商得以漲(跌)停板買賣股票」、「擴大平盤以下可融(借)券賣出之標的」、「開放投資人現股當日沖銷交易」，並於今(2015)年 3 月 31 日提出放寬股期市漲跌幅度由 7%增加至 10%，並已於今(2015)年 6 月 1 日開始實施。

表 4 金管會提出之提振股市政策

第一箭	第二箭	第三箭		第四箭
2013.09.09	2013.09.23	2014.01.06	2014.06.30	2015.06.01
開放證券商自營部位得在漲跌停板時進出股票。	擴大平盤下可融資券標的數由 150 檔擴大至 1202 檔。	開放先買後賣現股當沖。	開放先賣後買現股當沖。	放寬股期市漲跌幅度至 10%。

境內證券業務非涉臺幣之外匯執照

中央銀行於 2013 年 12 月發佈證券業辦理外匯業務管理辦法，而就在今(2015)年 4 月，凱基證券宣布成為首家取得在境內證券業務(DSU)辦理「外幣間即期外匯交易」業務資格的證券商。由於政府欲打造臺灣之金融業成為亞洲盃的一員，而前提是要提升金融業在臺灣本地之

⁷ 資料來源：臺灣證券交易所新聞稿。

業務競爭力，因此，過往由銀行業所獨享的境內金融外匯執照，現在也開放給證券業進行相關的業務辦理，證券商可依據業務上的實質需要，提供給客戶購買外幣理財工具所直接相關的外匯即期交易服務。雖然央行尚未開放對證券產業最具影響力的涉及新臺幣的外匯執照，但藉由此次開放外幣間即期交易執照，可見央行對於證券業開放的態度已有所轉變。

表 5 臺灣證券交易所上市公司發行與交易概況

單位：新臺幣 10 億元

年份	上市家數 Listed companies	資本額 Capital Issued	臺灣加權指數 Taiwan TAIEX	市值 Market Capitalization	成交值 Total Trading Value
2009	741	5,869	8,188	21,033	30,118
2010	758	5,927	8,972	23,811	28,890
2011	790	6,152	7,072	19,216	26,996
2012	809	6,384	7,699	21,352	20,789
2013	838	6,610	8,611	24,519	19,603
2014	846	6,704	9,033	25,788	23,038

資料來源：金融展望月刊

表 6 臺灣上櫃公司股票發行概況統計表

單位：新台幣 10 億元

年份 Year	上櫃家數 No.	資本額 Capital Issued	成長率(%) Growth Rate(%)	上櫃面值 Par Value	上櫃市值 Market Capitalization
2009	546	772.73	9.91	719.43	1,914.22
2010	564	705.99	-8.64	655.09	1,984.64
2011	607	731.92	3.67	682.42	1,417.09
2012	638	666.90	-8.88	629.36	1,737.98
2013	658	661.85	-0.76	628.11	2,324.82
2014	685	679.56	2.68	650.79	2,680.56

資料來源：證券櫃檯買賣中心

表 7 世界主要證券市場上市公司市值總額比較

單位：10 億美元

年份 Year	臺灣 Taiwan	紐約 New York	那斯達克 NASDAQ	東京 Tokyo	倫敦 London	香港 Hong Kong	韓國 Korea	新加坡 Singapore	上海 Shanghai
2004	441	12,708	3,533	3,558	2,865	861	389	217	314
2005	476	13,311	3,604	4,573	3,058	1,055	718	257	286
2006	595	15,421	3,865	4,614	3,794	1,715	834	384	918
2007	664	15,651	4,014	4,331	3,852	2,654	1,123	539	3,694
2008	357	9,209	2,249	3,116	1,868	1,329	471	265	1,425
2009	659	11,838	3,239	3,306	3,454	2,305	835	481	2,705
2010	818	13,394	3,889	3,828	3,613	2,711	1,092	647	2,716
2011	636	11,796	3,845	3,325	3,266	2,258	996	598	2,357
2012	735	14,086	4,582	3,479	3,397	2,832	1,179	765	2,547
2013	823	17,950	6,085	4,543	4,429	3,101	1,235	744	2,497
2014	848	19,445	7,096	4,419	4,155	3,288	1,223	766	3,275

資料來源：證券暨期貨市場重要指標

表 8 世界主要交易所市值排名

(百萬美元)

市值 排名	交易所名稱	2014 December	市值 排名	交易所名稱	2005 December
1	紐約證交所 NYSE	19 351 417.2	1	紐約證交所 NYSE	13 310 591.6
2	那斯達克 NASDAQ OMX	6 979 172.0	2	東京交易所 Japan Exchange Group - Tokyo	4 572 901.0
3	東京交易所 Japan Exchange Group - Tokyo	4 377 994.4	3	那斯達克 NASDAQ OMX	3 603 984.9
4	上海交易所 Shanghai SE	3 932 527.7	4	大阪交易所 Japan Exchange Group - Osaka	2 964 297.7
5	泛歐交易所 Euronext	3 319 062.2	5	泛歐交易所 Euronext	2 706 803.5
6	香港交易所 Hong Kong Exchanges	3 233 030.6	6	加拿大交易所 TMX Group	1 482 184.6
7	加拿大交易所 TMX Group	2 093 696.8	7	德國證券交易所 Deutsche Börse	1 202 136.3
8	深圳交易所 Shenzhen SE	2 072 420.0	8	香港交易所 Hong Kong Exchanges	1 054 999.3
9	德國證券交易所 Deutsche Börse	1 738 539.1	9	西班牙交易所 BME Spanish Exchanges	959 910.4
10	印度孟買證券交易所 BSE India	1 558 299.7	10	瑞士證券交易所 SIX Swiss Exchange	938 697.7
11	印度國家證券交易所 National Stock Exchange India	1 520 925.1	11	澳洲證券交易所 Australian SE	804 014.8
12	瑞士證券交易所 SIX Swiss Exchange	1 495 314.2	12	那斯達克瑞典交易所 NASDAQ OMX Nordic Exchange	802 561.4
13	澳洲證券交易所 Australian SE	1 288 708.3	13	義大利證券交易所 Borsa Italiana	798 072.9
14	韓國證券交易所 Korea Exchange	1 212 759.5	14	韓國證券交易所 Korea Exchange	718 010.7
15	那斯達克瑞典交易所 NASDAQ OMX Nordic Exchange	1 196 725.4	15	印度孟買證券交易所 BSE India	553 073.7
16	西班牙交易所 BME Spanish Exchanges	992 913.6	16	南非交易所 Johannesburg SE	549 310.3
17	南非交易所 Johannesburg SE	933 930.7	17	印度國家證券交易所 National Stock Exchange India	515 972.5
18	臺灣證券交易所 Taiwan SE Corp.	850 943.1	18	臺灣證券交易所 Taiwan SE Corp.	476 018.0
19	巴西證券交易所 BM&FBOVESPA	843 894.2	19	巴西證券交易所 BM&FBOVESPA	474 646.9
20	新加坡交易所 Singapore Exchange	752 831.0	20	上海交易所 Shanghai SE	286 190.3
21	阿拉伯證券交易所 Saudi Stock Exchange - Tadawul	483 115.5	21	新加坡交易所 Singapore Exchange	257 339.8
22	墨西哥交易所 Mexican Exchange	480 245.3	22	墨西哥交易所 Mexican Exchange	239 128.0
23	馬來西亞交易所 Bursa Malaysia	459 004.4	23	挪威奧斯陸證券交易所 Oslo Børs	191 078.6
24	泰國證券交易所 The Stock Exchange of Thailand	430 426.6	24	馬來西亞交易所 Bursa Malaysia	180 517.5
25	印尼證券交易所 Indonesia SE	422 127.0	25	土耳其伊斯坦堡交易所 Borsa Istanbul	159 997.2

資料來源: World Federation of Exchanges

二、 中國證券業近期發展與兩岸合作狀況

(一)過去中國證券業由經紀業務所主導

觀察中國證券產業近況，證券商雖僅約 100 餘家，相較於香港 500 多家證券相關機構、美國 4000 餘家的註冊證券公司，證商家數較少。但若比較每家證券業者財務報表中之業務內容，可發現中國的證券商營業模式皆大同小異，且主要收入多來自於證券經紀業務，日益激烈之價格戰導致證券商辦理經紀業務之佣金率不斷下滑，證券經紀業務之收益也逐漸降低。

中國在 2008 年金融海嘯亦受到波及，當年度 A 股市場交易量僅 26.7 兆元人民幣，但在 2009 年隨即大幅反彈，交易量倍增達 53.6 兆元人民幣，然其證券經紀業務收入僅由 882 億元增加至 1,407 億元人民幣，成長率為 59.55% 低於交易量之成長。2010 年 A 股市場交易量小幅提升至 54.6 兆元人民幣，然而，由於嚴重的削價競爭，證券經紀業務收入竟下跌至 1,076 億元人民幣，衰退幅度達 23.53%。⁸ 觀察下圖可知，經紀業務之平均佣金率由 2008 年的 0.126% 一路下滑至 2012 年的 0.078%，直到 2013 年才又回升至 0.082%。



資料來源: KPMG 中國證券業研究

圖 3 市場交易量與經紀業務平均佣金率

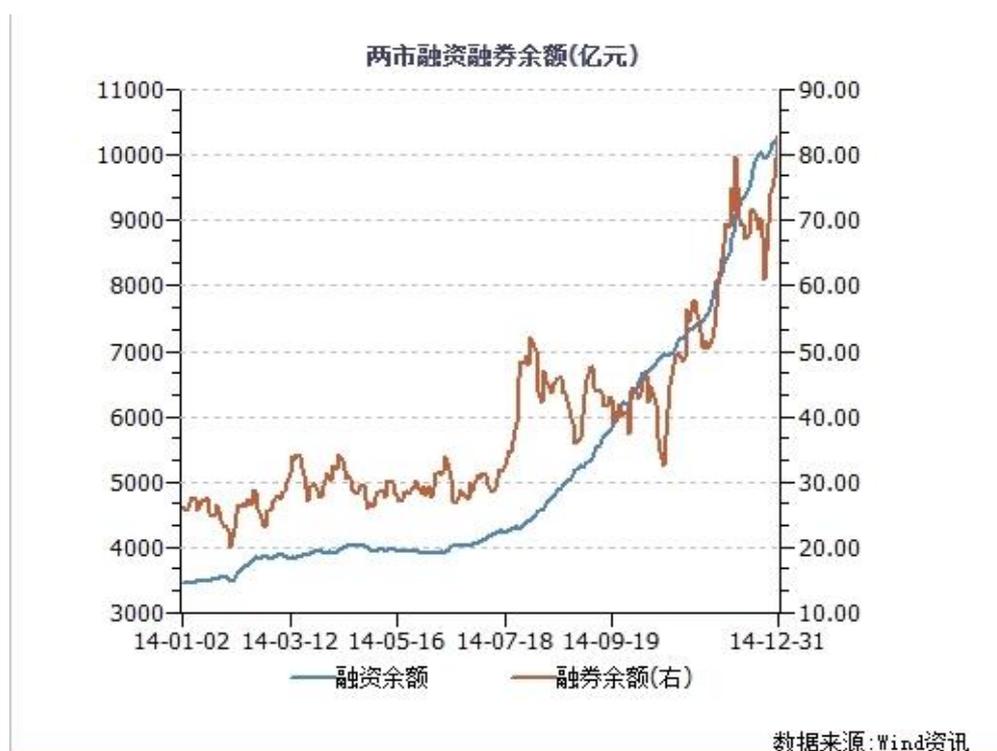
⁸ 資料來源: 中國證券業協會行業數據、2012 年中華民國證券公會委託專題研究 - 大陸證券公司業務活動發展趨勢之研究。

2013 年為中國證券業復甦年

在過去兩年內，中國證券業由經紀業務所主導的情況有了改善，經紀業務不再是證券商獲利的唯一來源，其中最受矚目的便是俗稱兩融的「融資融券信用業務」以及「資產管理業務」的成長。

(二)證券商信用類業務發展

兩融業務所產生的利息收入在 2013 及 2014 年產生爆發式的成長，年成長率分別為 251%及 142%，占總營業收入更於 2014 年達 17.14%。隨著中國證監會於 2014 年 4 月 10 日宣布將實施滬港通互連機制後，中國股市不斷上揚，滬深兩市的融資融券餘額於 2014 年 4 月僅約 4,000 億元人民幣⁹，而於 2014 年 11 月即倍增至 8,000 億元人民幣¹⁰，而不到半年，在 2015 年 4 月，融資融券餘額即再度倍增突破 1.5 兆元人民幣¹¹，兩融業務所產生的利息收入已成為中國證券商不可或缺的獲利來源。



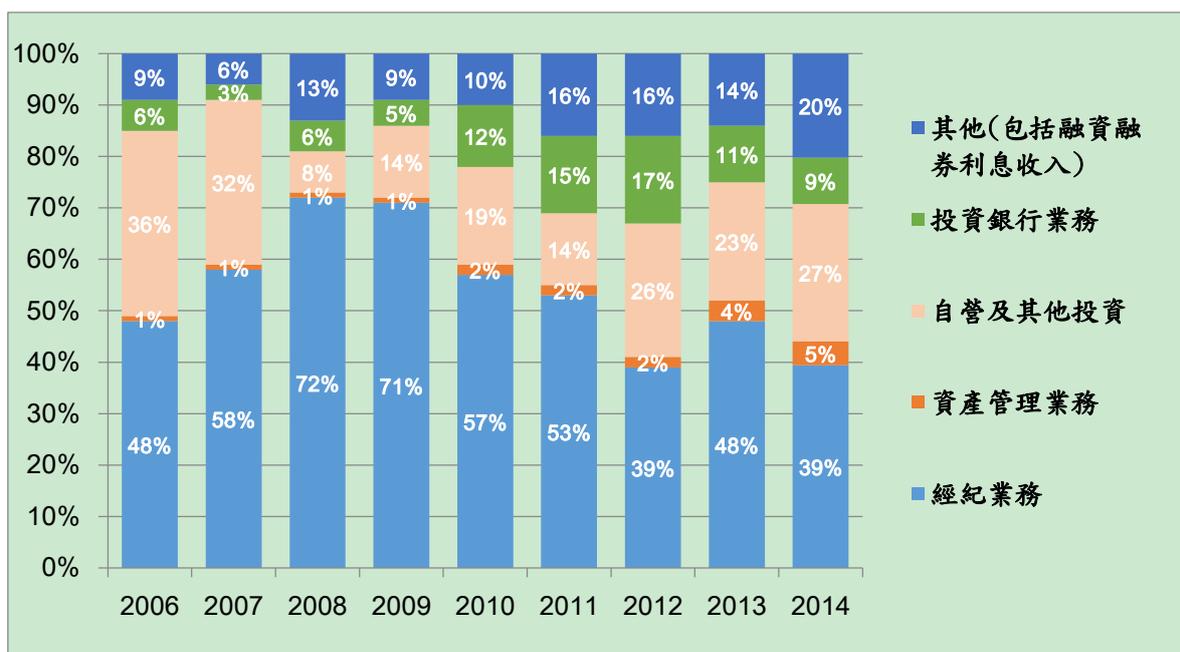
圖片來源：新浪財經 2014 年券商年度報告。

圖 4 2014 年滬深兩市融資融券餘額

⁹ 資料來源：KPMG 中國證券業研究。

¹⁰ 資料來源：工商時報 www.chinatimes.com。

¹¹ 資料來源：財訊快報 www.investor.com.tw。



資料來源: KPMG 中國證券業研究、中國證券業協會

圖 5 中國證券業業務類別收入佔總收入比例

中國在 2010 年 3 月 31 日即推出有價證券融資融券制度，然而，兩融業務在 2013 年開始才有爆發式的發展，融資融券業務近期於中國快速發展的因素主要有三個：

(1) 可融資券標的擴大

2013 年滬深兩市交易所對於可融資券標的進行第二、三次的擴充，標的證券數量擴充後約達 700 檔股票，約為 2012 年年末的 2.5 倍。而在 2014 年 9 月再度進行擴充，標的數進一步增加至 900 檔股票，為 A 股進一步提供資金動能。

(2) 投資人進入門檻降低

兩融業務自 2010 年 3 月開放後，由於開戶門檻高，投資人在證券商的開戶時間須達 18 個月且資金須達 50 萬元人民幣，加上不少證券商對此業務也尚在觀望，融資融券業務一度發展緩慢。然而，2012 年年底，監管單位宣布開戶時間限制也由 18 個月大幅調降至 6 個月，而在 2013 年 3 月，監管單位進一步取消資產規模 50 萬元人民幣的限制，改由證券商依自身客戶風險狀況進行衡量、訂定資產規模門檻。而後多數證券商將資產規模限制調降至 20 萬元人民幣以下，甚至有證券商宣布投資人開辦融資融券戶無須資產規模限制。

(3) 滬港通開放使股市活絡程度提高

2014年4月，中國證監會宣布實施滬港股市連通機制，上海及香港兩地投資者可透過當地證券經紀商買賣在另一方交易所中所上市的股票。雖然滬股通投資金額有3000億元人民幣的限制，僅佔上海證交所股票市值約1.9%，但過去有許多同時在兩地上市的A+H股¹²其在上海的股票市值約低於同時在香港上市股票達7%，中國股市估值與港股漸趨同步所帶動的股票漲勢也是這波兩融業務提升的因素之一。

另外，在2013年6月，「股票質押回購業務」正式開放，投資人可於購入股票後再以股票為質押品向證券商進行資金融通，由於證券商可獲得與兩融業務相當的利差收益，且客戶進行短期資金融出後，其資金的使用方式並未受到管制，故其發展速度亦不亞於兩融業務，截至2015年3月，中國證券業在股票質押融資的金額已達約3,000億元人民幣¹³。

中國證券業的信用業務發展速度在過去三年內可說是有爆發式的成長，然而，隨著業務的發展，部分內部控制不佳的證券商也陸續傳出違反監管規定的消息，信用業務發展所隱含的風險也逐漸受到監管單位所重視。中國證監會分別於2013年10月和2014年4月對證券商融資業務進行了兩次檢查，發現了像是「融資融券時間超過規定最長期限」、「為不符條件的客戶開立信用帳戶」、「為已達到強制平倉標準的客戶延期平倉」等問題。

為了防止信用擴張速度過快，今(2015)年1月16日，中國銀監會和中國證監會再度宣佈出手規範委託貸款及融資融券業務，12家證券商違規受到處罰，同時兩融業務的開戶門檻重新回到50萬人民幣，消息一出立刻反映到市場，下一個交易日上證指數單日下跌7.7%，創下六年半以來最大的單日跌幅，這也代表目前對於中國股市來說，兩融業務所帶來的資金動能重要性已不可同日而語。雖然在監管單位的監理力道加強之下，兩融業務成長速度稍微放緩，但進入3月後，由於市場情緒高漲，兩融業務再次加速，四月中旬兩融市場規模已經

¹² A+H股：即同時以A股及H股上市的中國企業，過去由於中國管制資本市場，企業若同時發行A、H股，其價格在兩地證券交易所交易的價格會有所不同，過去以人民幣計價的A股，估值相較於香港上市同一企業的H股，平均約低7%。

¹³ 資料來源：中國新浪新聞。

突破 1.7 兆元人民幣¹⁴。面對國內本來就已經潛伏已久的影子銀行問題，中國監管單位勢必要更加謹慎的面對兩融業務的快速信用擴張。

(三) 證券商資產管理業務發展

同樣的，在 2013-2014 年，在中國監管單位的政策開放之下，證券商在資產管理的業務發展亦有突飛猛進的成果，證券業所管理的資產規模於 2013 年達人民幣 5.2 兆元人民幣，較 2012 年成長近 180%。而在業務收入的部分，2013 年證券商的資產管理業務收入達人民幣 70.3 億元，占全年總營業收入的 4.4%，與 2012 年相比成長率達 162.71%，而在 2014 年的資產管理業務收入進一步成長 76.88%，占總營業收入達 4.78%¹⁵，資產管理已成為中國證券產業中不可忽視的一項新興業務。



資料來源：中國證券業協會

圖 6 資產管理業務收入及規模(人民幣億元)

中國證券商的資產管理業務分為三個類型，「集合資產管理」、「定向資產管理」以及「專項資產管理」，分別介紹如下：

¹⁴ 資料來源：中國大智慧阿思達克通訊社。

¹⁵ 資料來源：中國證券業協會。

(1) 集合資產管理

集合資產管理是指集合客戶的資產，由專業投資者(證券商)進行管理。是證券商針對高所得客戶開發的理財產品，資金會用於投資在投資計畫書中約定好的股票或債券類商品。集合資產管理又分為大集合與小集合¹⁶，由於大集合與基金產品的相似度過高，2013年6月新基金法推出，大小集合劃分取消，大集合改由公募基金(Public Offering of Fund)所取代，證券商短期雖因募集基金資格仍在核准中受到打擊，但以長期來看，證券商在集合資產管理業務所累積的資金募集實力仍不可小覷。自2009年開始，集合資產管理業務迅速累積規模從978億元人民幣至2013年年底已達5,652億元人民幣¹⁷，隨著證券商陸續取得發行公募基金的資格，以及在集合資產管理的創新投資商品陸續推出，相信這個數字還會陸續推升。

(2) 定向資產管理

證券商定向資產管理業務，主要是指接受單一客戶委託，與客戶簽訂合約，根據合約約定的方式、條件、要求及限制，通過客戶的帳戶管理客戶委託的資產，客戶可以是自然人或法人，委託資產可以是現金、債券、資產擔保證券、基金、股票、衍生商品等等。

基本上定向資產管理原本是屬於信託公司的業務，但證券商透過壓低佣金費用，迅速的將市占率做大，截至2014年3月，證券商定向資產管理業務規模達5.69兆元人民幣，占整體證券商資產管理規模達93.6%，其中主動管理的部分為5,110億元，被動管理則是5.17兆元。

18

(3) 專項資產管理

專項資產管理業務是指證券商針對客戶的特殊要求和資產的具體狀況，設定特定的投資目標，通過專門帳戶為客戶提供資產管理服務。一般來說，專項資產管理是客戶將指定的資產委託給證券商發行資產證券化商品並進行管理。

¹⁶ 小集合：又稱為限額特定資產管理業務，主要提供給高所得客戶，提供專享服務以及更具量身訂做的資產管理。投資人投資金額門檻為100萬元以上，而人數不得超過200人。相反的，大集合一般首次投資的資金最低為5萬元，通常為10萬元，而人數為200人以上。

¹⁷ 資料來源：中國資產管理行業發展報告(2014)。

¹⁸ 資料來源：智信資產管理研究院。

目前中國在專項資產管理的業務監管較為嚴格，至 2013 年年底，尚在存續期的資產規模僅 100 多億元人民幣，是資產管理業務中規模較小的一塊。

(四) 中國證券商風險控管能力仍需加強

中國自 2012 年以來，在證券商的業務監理不斷以「放鬆管制、加強監理」作為政策導向，使得證券商的業務及獲利得以大幅成長，然而，與兩融業務的發展相同的是，由於中國在相關業務的制度發展仍不夠成熟，證券商在推行資產管理業務時也發現不少違反規定的事項。監管單位曾於 2013 年上半年針對證券商的資產管理業務展開體檢，七家證券商因違規投資、風險控管流程缺失、資金輸送等問題受到警告或罰單。

證券業在業務成長飛速的同時，資產管理的商品種類在創新的發展下越來越為複雜，風險也跟著提高，再加上綜合證券商兼營資產管理、基金及信託在本質上就存在著潛在利益衝突的問題，如何有效的提升證券商的風險控管能力、健全金融體系，是中國政府「放鬆管制」所需面對的問題。

(五) 上海自貿區發展對中國證券業影響

中國上海自由貿易試驗區於 2013 年 9 月 29 日正式成立，對於金融業來說，中國在資本市場改革、擴大對外開放，以及未來人民幣國際化目標的進程又因此邁出了一大步。同日，中國證監會發布「資本市場支持促進中國（上海）自由貿易試驗區若干政策措施」之新聞稿，內容確立了自貿區未來發展證券產業、基金以及期貨商品交易的發展方向。

而中國人民銀行為研擬自貿區內金融相關實務辦法，亦於 2013 年 12 月 2 日發表「中國人民銀行關於金融支持中國（上海）自由貿易試驗區建設的意見」。整理證監會及人民銀行之意見可描繪出金融證券產業未來於自貿區內的發展輪廓：

(1) 開放證券業投資管道，降低投資者進入門檻。

過去境內個人及機構投資人欲投資海外市場必須取得 QDII 之額度審核，而境外個人及法人欲投資中國境內證券市場也須取得 QFII 的額度審核。

然而，在證監會的支持自貿區若干措施中提到「證監會支持貿區內符合一定條件的單位和個人按照規定雙向投資於境內外證券期貨市場」，也就是無論是機構或散戶，只要符合條件，境外投資者可於區內展開境內證券期貨投資，而境內投資者亦可於區內展開境外證券期貨投資，使得境內外雙向投資更為順暢。

(2) 開放境外母公司發行人民幣債券，擴大融資管道。

企業若有在自貿區內設立據點，其境外母公司可按規定在境內市場發行人民幣債券。並根據市場需要，探索在區內開展國際金融資產交易等。然而，目前人民幣債券仍以香港之「點心債」之資金成本最具優勢，此管道預期將隨人民幣國際化之進程而提高使用比例，而證券商亦可研擬相關業務辦法抓準債券承銷商機。

(3) 利用自貿區優勢，發展期貨交易業務。

上海期貨交易所於 2013 年 11 月 22 日在上海自貿區內成立上海國際能源交易中心股份有限公司，提供國際原油、天然氣、石化產品等能源衍生性商品的交易、結算及交割。且此交易平台將開放境外投資者參與交易，預計將提供衍生商品交易的龐大流動性及交易量，對於中國境內機構的避險需求來說，是管道及效率的同步提升。

另外，證監會也表示將會支持證券期貨商在自貿區內註冊成立專業子公司。其中海通期貨、宏源期貨、廣發期貨、申銀萬國期貨等證券商已分別於 2014 年內在自貿區內設立風險管理子公司和資產管理子公司提供企業於能源交易中心進行避險交易之業務。

上海自貿區的推展提供了證券業更多業務發展的需求，預計將隨著監管單位的試點政策發展，逐步改善中國證券業過去業務多集中於股票經紀業務的狀況。

表 9 資本市場支持促進中國(上海)自由貿易試驗區若干政策措施

中國證監會 www.csrc.gov.cn 時間：2013-09-29

按照黨中央、國務院關於建設中國（上海）自由貿易試驗區（以下簡稱自貿區）的重要戰略部署，證監會將深化資本市場改革，擴大對外開放，加大對自貿區建設的金融支持力度。具體措施包括：

- 一、擬同意上海期貨交易所在自貿區內籌建上海國際能源交易中心股份有限公司，具體承擔推進國際原油期貨平臺籌建工作。依託這一平臺，全面引入境外投資者參與境內期貨交易。以此為契機，擴大中國期貨市場對外開放程度。
- 二、我會支持自貿區內符合一定條件的單位和個人按照規定雙向投資於境內外證券期貨市場。區內金融機構和企業可按照規定進入上海地區的證券和期貨交易所進行投資和交易；在區內就業並符合條件的境外個人可按規定在區內證券期貨經營機構開立非居民個人境內投資專戶，開展境內證券期貨投資；允許符合條件的區內金融機構和企業按照規定開展境外證券期貨投資；在區內就業並符合條件的個人可按規定開展境外證券期貨投資。
- 三、區內企業的境外母公司可按規定在境內市場發行人民幣債券。根據市場需要，探索在區內開展國際金融資產交易等。
- 四、我會支持證券期貨經營機構在區內註冊成立專業子公司。目前，海通期貨、宏源期貨、廣發期貨、申萬期貨和華安基金等機構正在設立或準備設立風險管理子公司和資產管理子公司。
- 五、我會支持區內證券期貨經營機構開展面向境內客戶的大宗商品和金融衍生品的櫃檯交易。

下一步，我會將進一步研究細化相關政策措施，抓緊制定實施細則，加強對相關試點工作的監測和管理，及時總結試點經驗，穩步推進資本市場改革開放，發揮資本市場服務經濟轉型的積極作用，更好地服務於上海自貿區國家戰略。

(六) IPO 註冊制改革對中國證券業影響

自 1994 年 7 月首次執行 IPO 暫停後，A 股總共歷經了 8 次的 IPO 暫停及重啟，最近一次的暫停期間則是從 2012 年 11 月至 2014 年 1 月。而在 2014 年 1 月 IPO 重啟後，首兩支新股本益比分別高達 30 倍至 40 倍，而上海證交所綜合指數則連續多日產生震盪，直到四月證監會宣布滬港通機制後才真正進入牛市。事實上，中國股市投資人過去對於 IPO 重啟的反應多為負面，2001 年 7 月 31 日 A 股 IPO 暫停三個月，重啟後股價指數持續向下，並開啟長達 5 年的 A 股熊市，直到股權分置改革實施才告結束。

A 股 IPO 造成的負面影響主要來自於過去 A 股的發行透明度不足，A 股市場開啟初期出現許多原本具有“三高”¹⁹現象之個股，但最終爆出許多具有嚴重問題的垃圾股，造成中國投資人對股票市場 IPO 產生恐

¹⁹ 新股發行價過高、發行本益比過高、募集資金額過高。

懼心理。

為提供 IPO 對健全資本市場發展的效率，並解決投資人對 IPO 股票之不信任。中國國務院於 2014 年 5 月 9 日發布「進一步促進資本市場健康發展的若干意見」，其中對於發展多層次股票市場的建言中，提到將「積極穩妥推進股票發行註冊制改革」。

在股票發行註冊制中，由於監管單位對於 IPO 的發行公司審查力度放鬆，發行公司、股票仲介證券商必須對資訊披露的真實性、準確性、完整性、充分性和及時性負擔法律責任。而投資人則必須自行判斷發行人的獲利能力和投資價值，以自行承擔投資風險。相對於核准發行制，將會有更多企業獲得新股發行的機會，預計將使中國股票市場的資源配置效率得到提升，促進股票市場發展，證券商在承銷相關的業務發展可望獲得擴展。

(七) 我國證券商於中國佈局狀況與雙方合作展望

我國證券商計畫前往中國佈局已久，目前在上海地區，我國證券商已有 11 家前往設辦事處，包括群益金鼎、元大、元富、永豐金、日盛、兆豐、凱基、統一、富邦、華南永昌、第一金等，另外，在北京、深圳、廈門等地區也都有國內證券商前往布局，但其設點皆僅止於辦事處。我國證券商最關注的仍為全照業務的發展進度。

2013 年 1 月中國證監會同意臺方 3 家證券商，取得持股 51% 的全照業務，以及 6 家持股上限 49% 的全照業務，也就是在大陸地區可經營承銷、經紀、自營等業務，但由於 2014 年 ECFA 服務貿易協議在臺灣各界產生反彈聲浪，且立院亦未能及時通過兩岸協議監督條例，目前證券商前往中國設置全照業務仍無進一步進展。

金管會擬先行放寬之轉投資項目

為了讓在 ECFA 服貿協議通過以前，證券商能夠先深入了解中國證券產業的實務狀況，金管會證期局在去(2014)年 12 月表示將研擬證券商擴大轉投資大陸事業範圍，包括私募基金、投資資訊諮詢、網路下單軟體、創投等四大類。由於這些業務不涉及市場進入問題的，因此是不需要經過金融三會進行討論的，只要我國監管單位開放國內證券商辦理，就可以用轉投資的方式進入中國市場。

其實我國開發金控之子公司開發工銀早已於 2011 年進入中國市場轉

投資設立創投業務²⁰，而未來證券商在上述四大類業務只需經中國商務部核准，就可以先行進入市場試水溫，也能進一步實地瞭解中國證券產業的發展。

兩岸證券期貨監理合作平台第二次會議成果

兩岸證券監理合作平台於去(2014)年 12 月在北京展開，金管會主委曾銘宗表示希望能達成三目標，包含(1)爭取中國大陸對申請個案審批程序簡化、增加申請效率。(2)搭建雙方主管機關直接交流的平台(3)建立金融事件危機處理的機制。²¹

其中與證券業較為相關的是希望爭取人民幣 1000 億元 RQFII 儘速上路、證券商 QFII 資格從寬認定，以及開放在大陸註冊的臺商在臺發行寶島債等。

過去金管會在金融三會的成果包含 RQFII 的試點，還有證券商可在大陸設立合資全照且持股 51%的證券子公司，不過須待正式簽署服貿協議才能進行。而本次的金融三會則是偏重於不涉及市場開放的議題，將目標擺在目前已開放的業務合作改善及制度訂定。本次金融三會中「兩岸證券期貨監理合作平臺」的會議成果如下：

²⁰ 資料來源：中央日報 www.CDNEWS.com.tw。

²¹ 資料來源：NOW news 財金中心。

表 10 「兩岸證券期貨監理合作平臺」第二次會議成果

(1) 臺資證券商 QFII 資格限制

臺方要求放寬臺資證券商申請 QFII 資格所應具備的「資產規模條件得包括證券商保管劃撥帳戶之餘額」。陸方表示將研議降低 QFII 門檻。並研究允許 QFII 投資大陸國債期貨相關問題。

(2) 臺灣投信公司擔任 QDII 台股投資顧問限制

臺方建議降低臺灣投信擔任 QDII 台股投資顧問門檻，並豁免兩岸合資基金公司之臺灣投信股東擔任 QDII 海外投資顧問之「管理資產規模條件」。陸方表示，在促進大陸基金業提昇全球投資管理能力的前提下，將進一步研議 QDII 投資顧問之資格限制。

(3) ECFA 早收清單落實

陸方表示，將儘快允許臺灣證券交易所、臺灣期貨交易所列入大陸 QDII 投資金融衍生產品交易所名單，並儘速完成法規修訂。有關簡化臺灣證券從業人員在大陸申請從業人員資格和取得執業資格之程序，雙方同意由相關公會與協會共同商議提出具體落實方案。

另雙方已就有關臺灣期貨交易所與大陸合作股價指數授權，發展期貨商品上市議題交換意見。

資料來源：金融監督管理委員會證券期貨局新聞稿。

我國證券商目前在進入中國市場方面因服貿協議尚未通過而受阻，且目前看來，我國雖有表示將金融業與服貿協議進行脫鉤談判的意願，但中國方面未有正面回應。

整體來說，中國證券商具有規模上的優勢，而我國業者在服務及創新能力上具有優勢，在市場開放問題有進一步突破以前，我國證券業者應先聚焦於證券業務競爭力的提升，而主管機關亦應在 ECFA 服貿協議通過以前，與中國進行市場准入以外的議題討論，例如前次金融三會中與中國方面討論的臺資 RQFII 上路、降低臺資 QFII 審核門檻，以及討論證券交易所是否能有如滬港通的證券互聯互通機制合作可能性。主管機關若在這些議題上能有所突破，對於臺灣在眾多人民幣離岸中心中的地位提昇是會有顯著幫助的，也能有效帶動證券業的發展。

三、星、港、韓證券產業近況分析

(一)新加坡證券業近期發展²²

2014年2月，新加坡金融管理局(MAS，Monetary Authority of Singapore 以下簡稱金管局)與新加坡證券交易所(SGX，Singapore Exchange Ltd 以下簡稱新交所)發布了回顧證券市場結構與實務的諮詢報告。金管局與新交所在此份報告中對強化新加坡證券市場的大方向提出了政策提案。

(1) 三大提升方向及五大提案

雖然結論指出新加坡證券市場尚屬穩健，此份報告仍舊提出了三個可能的提升方向。1)促進有序交易(orderly trading)及責任投資；2)提升市場干預措施的透明度；3)強化新上市認可流程以及遏止上市舞弊。

報告中亦提出許多重要的提案，包含：1)為新交所主板證券發行者引進最小交易價格以解決低價格證券高波動性的風險；2)要求證券中介機構對其客戶現有部位交易實施最小擔保制度；3)引進賣空報導準則以提升透明度；4)要求證券中介機構於新交所網站公告其交易限制以確保此類資訊公平且透明的散播；5)藉由成立一獨立的上市諮詢委員會(Listings Advisory Committee)、上市紀律委員會(Listings Disciplinary Committee)以及上市上訴委員會(Listings Appeal Committee)以強化新上市認可流程以及遏止上市舞弊。

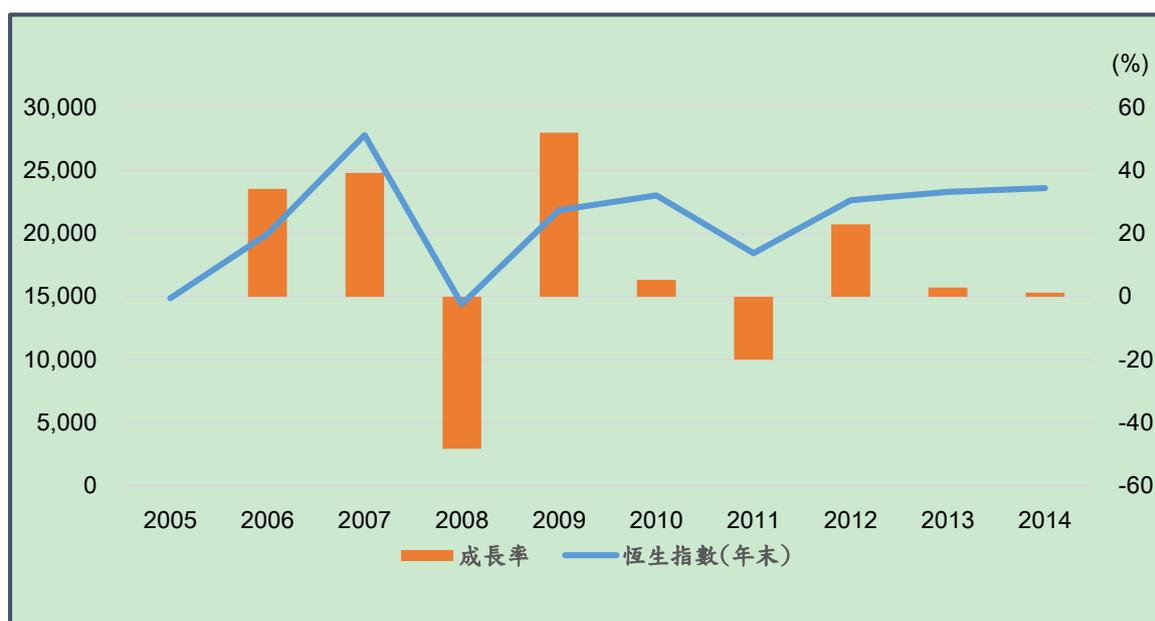
(2) 店頭市場衍生性金融商品改革方案

新加坡金管局近年來皆奮力達成2011年G20對店頭市場衍生性金融商品(OTC derivatives 以下簡稱店頭衍商)提升監管的目標。這幾年來金管局皆以G20與金融穩定委員會(FSB，Financial Stability Board)的意見為準，對其國內店頭衍商進行緩步改革。對相關結算機構及交易資訊儲存庫(trade repository)的監管體系始於2013年8月，在此體系之下，DTCC(Depository Trust & Clearing Corporation)新加坡資料儲存公司(DDRS，Defense Data Repository System)設立了第一個地方交易資料庫並於2013年11月正式領照。DDRS推動了店頭市場衍商交易的報導，成為新加坡重要的監管基礎。讓金管局得以監管中央結清業務的金融服務法(FSA)修正案再2012年12月生效。

²² 資料來源：新加坡金融管理局(MAS)年報

(二) 香港證券業近年發展

香港於 2003 年 4 月新制定公佈「證券及期貨條例」，該條例的內容包含了原先的證券條例、證監會條例、商品條例、交易所合併條例、結算所條例、交易及結算條例、保障投資者條例等所有有關證券及期貨之條例，採取統一立法之方式，納入新制定之「證券及期貨條例」內，成為香港有關證券及期貨業務的主要法令。



資料來源：臺灣證交所

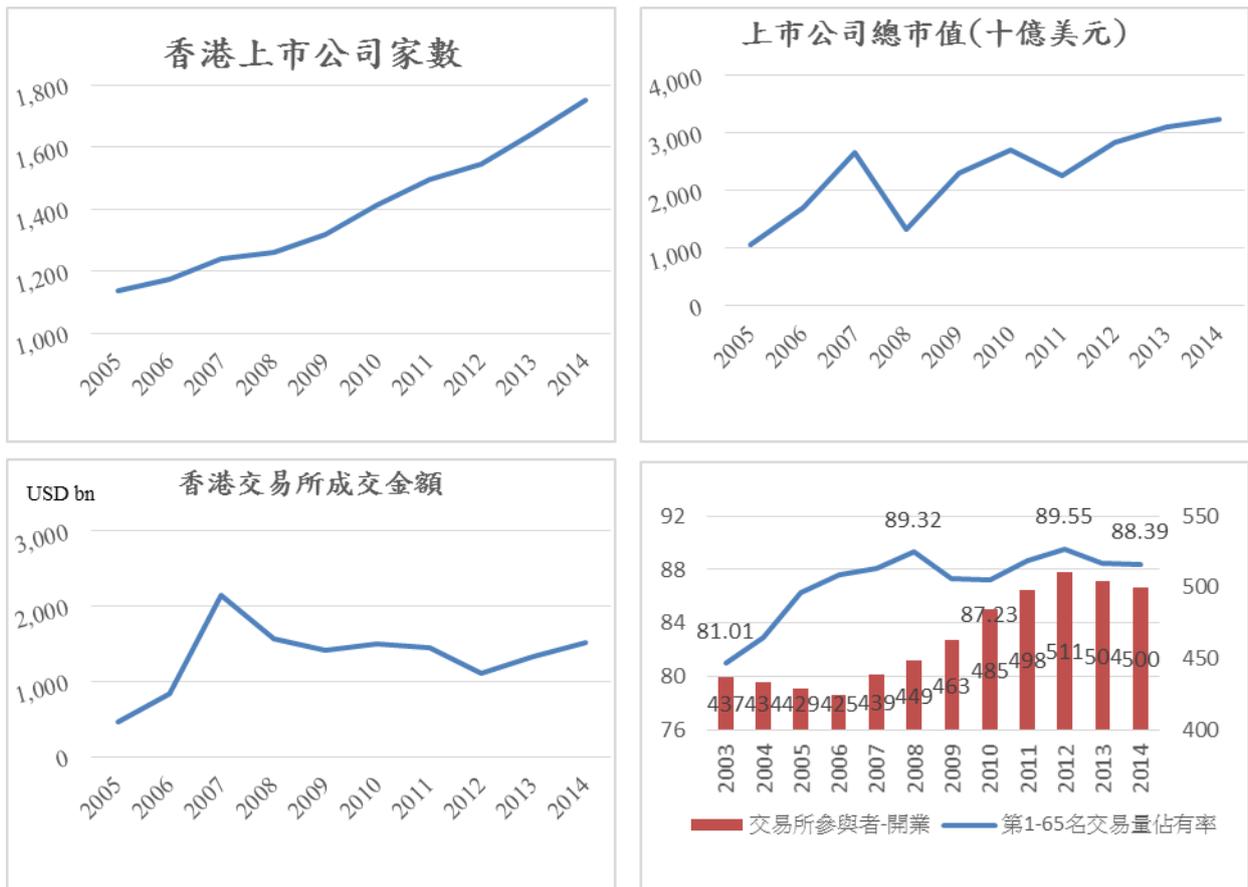
圖 7 恆生指數歷年走勢與成長率

香港股市近十年最大的跌幅來自 2008 金融海嘯，從 2007 年高點劇跌，幅度達 48.3%，此亦是 1974 年以來最大跌幅，市值亦受巨幅影響。2011 年歐債問題及美國信評遭降等重大事件影響，資本市場前景不明，恆生指數與總市值雙雙皆有超過 15% 的跌幅。近兩年恆生指數回穩，緩步上升。截至 2014 年底，香港上市公司總市值達 250.72 兆港元，在主板及創業板上市企業共有 1,752 家，其中 876 家為中國企業，佔總市值的 60% 及全年股本證券成交總額的 71%²³。由圖八之左上圖中可看出，香港上市家數除在 2007、2008 年微幅放緩外，皆以 5% 左右成長率穩定成長。交易量的部分在 2012 年來到六年來新低，在 2015 年 4 月 9 日證券市場創下單日最大成交量 562.64 億港元。同日成交金額達 2,915.29 億港元，為歷史單日最大成交金額，打破了前一日 2015 年 4 月 8 日的 2500.32 億港元紀錄。創新高原因來自同年 3

²³ 資料來源：香港交易所、「香港證券市場相關制度」、香港貿發局、證監會

月中國放寬資金投資港股，包括開放基金可投資港股以及保險資金可投資香港創業板。

2014 年底交易所開業之參與者²⁴為 500 家整，其中前 65 位佔總交易量之 88.4%，比起 2003 之 81%更為集中；總家數亦在 2012 年高峰後呈現緩步下降趨勢，足見香港之證券業競爭激烈，有飽和跡象。



資料來源:臺灣證交所、香港證交所

圖 8 香港證券市場概況一覽

²⁴ 交易所參與者: 是指有權在或經交易所進行買賣及已根據「證券及期貨條例」獲發牌經營證券交易活動之人士或公司。

(三)韓國證券業近期發展

韓國證券公司持有的總資產從 2000 年的 52.17 兆韓圓增長至 2013 年的 270.61 兆韓圓，年複合成長率達 12.5%，佔總金融機構持有資產的比重亦從 4.5%增長至 7.9%，相對於銀行業持有總資產佔比由 2000 年 71.6%滑落至 2013 年的 61.5%，證券業在韓國的重要性有巨幅的成長。

為了進一步推動資本市場發展，韓國在 2009 年實施了金融投資服務與資本市場法(FSCMA, Financial Services and Capital Market Act)。此法整合了「證券交易法」、「期貨交易法」、「間接投資資產運用業法」、「信託業法」、「綜合金融公司法」、「韓國證券期貨交易所法」等六項資本市場法規，提供了單一整合的法律架構，使得金融產業有望成為帶動韓國經濟的關鍵產業之一，並引入「負面表列」的監管原則，使業者可更為自由的開創新金融商品，提升國際競爭力。

2011 年，因金融海嘯導致成效減弱，金融監理委員會欲再次加強鬆綁的原意，而再次對此法令作出修正，主要的內容是發展有能力資助新興產業及海外大型計劃的韓國在地之投資銀行。

2013 年，金融監理委員會開放證券商設立另類交易平台，打破 KRX(Korean Exchange)對股票交易 57 年的獨佔。此平台與 KRX 適用相同的市場監管及投資人保護規範，但成交量被限制不得超交易所總成交量 5%或超過單一股票成交量的 10%。除此之外，在同年七月，「韓國新交易所」亦正式啟動。此交易所主要提供了中小型新創公司直接募資的市場，以落實政府「革新與創意經濟」的主軸政策。

2014 年 3 月，韓國交易所首度推出實體黃金交易，希望逐步取代非法黃金銷售，壓抑黃金黑市交易，加入此黃金實體交易平台的公司有三星證券、現代證券等五十七家煉金、金飾和證券公司。同年 4 月，金融服務委員會(FSC, Financial Services Commission)宣布計畫通過放寬對首次公開募股(IPO)的規定，以改善奄奄一息的國內資本市場。2014 年 7 月，中國大陸國家主席習近平與韓國總統朴槿惠在舉行領導人高峰會的同時，將授予韓國 800 億人民幣合格境外機構投資者(RQFII)額度，並合作建立人民幣及韓圓間的直接交易市場。²⁵8 月據

²⁵ 資料來源：證交所「證券服務」、證交所 2014「韓國證券市場相關制度」、Korea Financial Investment Association「2014 Capital Market in Korea」

金融時報報導，NH 證券投資公司與 Woori(友利)證券投資公司因計畫合併，將釋出對交易所持股超出法令限制金融業不得超出 5%的部分，數國交易所欲布局亞洲而表示興趣。韓國證券商由於交易手續費的銳減，為維持經營將持續證券商間合併，預計將釋出更多的韓國交易所股權。2014 年 12 月，南韓宣布自 2015 年上半年起放寬兩項投資限制，一為郵政基金，投資南韓股市比率上限從 10%到 20%；二為每日個股漲跌幅限制由 15%提升到 30%，希望可以振興股票市場交易。金融服務委員會(FSC)為配合政府推動人民幣兌韓圉直接交易之措施，更表示將在 1 至 2 年內放寬更多如人民幣期貨等相關衍生性商品上市。而為提升機構法人投資者之參與率，FSC 也決定將銀行可從事證券投資之限制，從資本額的 60%提升至 100%。

韓國證券業這些主要發展都是奠基 2015 年 1 月底韓國政府提出的創意金融(Creative Finance)、消費者信任(Consumer Trust)及金融穩定(Financial Stability)等主要金融政策方向的一環。韓國金融業將繼續推動市場進程，以接納對市場效率及穩定性需求日益高漲的資本進駐。

第二節 亞洲證券業經營績效之差異分析

在其他金融產業多以雙位數的股東權益報酬率成長的情況下，臺灣之證券產業在營運績效及業務發展上目前皆處於一個瓶頸的階段，本節試圖分析中國、香港、新加坡及韓國證券產業營運及競爭狀況與臺灣之差異，並了解各國所聚焦的證券業務發展不同之處，來對臺灣證券產業競爭力做出分析。

一、證券產業競爭程度分析

一個國家的證券產業競爭程度可以從幾個面向去看，該國的證券商家數、該國證券商的市占率集中程度、該國證券商業務的相似程度、各種業務的手續費率及佣金率等等，而以下則以國家別的方式將上述資料統計帶入，來分析各國在證券產業的競爭狀況。

(一) 臺灣

臺灣在 2014 年之綜合證券商為 45 家、專業證券經紀商為 32 家，另有期貨兼營證券商 1 家，共 78 家證券商。而 78 家證券商對臺灣市場究竟是過多或過少呢？若與中國市場相比，中國之上市股票成交量在 2014 年為 12 兆美元，約為臺灣的 16.8 倍，然而其證券商家數僅 120 家，為臺灣之 1.5 倍。

在證券市場規模較小、證券商家數過多、服務內容差異不大的情況下，臺灣證券業在經紀業務上的競爭程度是可想而知的，而「高退佣」就是近十年來證券商的主要競爭模式。過去在競爭程度較低之下，證券商對於客戶的退佣進行嚴格把關，但近十年市場競爭升溫，各家退佣比率不斷提高，近五年甚至出現每 1 億元新臺幣成交全額退 8 萬元、10 萬元、甚至 12 萬元等殺價競爭方式，對於證券商之獲利造成嚴重影響。

2014 年臺灣上市股票成交量達 7150 億美元，較 2013 年成長 14.58%²⁶，使得證券業之 ROE 自 2010 年後再度突破 6%。然而，相較於銀行業及人壽保險業動輒 10% 以上的 ROE 水準，證券業仍須尋找有效的發展突破點。

若進一步分析整體證券商之收入，綜合證券商是為主要的證券商收入

²⁶ 2013 年臺灣上市股票成交金額為 6240 億美元。

組成來源，總收入新臺幣 884 億元佔整體證券商收入的 94.85 %。而觀察可發現，綜合證券商之 ROE 較專業經紀商約高出 1.44%；然而若扣除元大證券於 2014 年併購韓國東洋證券之新臺幣 56.4 億元廉價併購利益，我國之綜合證券商之 ROE 就會降為 5.36%，與專營證券經紀之業務獲利能力差距並不大，顯現即便是綜合證券商，我國之證券業仍是由經紀業務收入以及股票融資利息收入這些看天吃飯的業務類別所主導，證券業收入受股票市場成交量影響甚鉅，加上經紀業務殺價競爭的窘況，擴大發展投資銀行業務、財富管理業務成為證券業突破邊緣化危機的策略。

表 11 2014 年臺灣證券商之經營狀況

單位：百萬元新臺幣

百萬 臺幣	證券商 家數	資產合計	負債合計	資本	業主權益	總收入	稅後淨利	ROA	ROE	Leverage
綜合證 券商	45	1,208,850.7	749,961.0	305,243.0	458,889.7	88,436.1	30,223.3	2.50%	6.59%	263.43%
專業經 紀商	32	50,545.7	29,933.0	11,133.6	20,612.6	4,799.2	1,062.3	2.10%	5.15%	245.22%
期貨兼 營證券	1	410.1	1.8	400.0	408.3	4.6	-0.9	-0.21%	-0.21%	100.44%
總計	78	1,259,806.4	779,895.8	316,776.6	479,910.6	93,239.9	31,284.8	2.48%	6.52%	262.51%

資料來源：臺灣證券交易所 - 證券商月報

(二) 中國

中國證券業發展與其他國家不同的是，中國在證券市場的起步較慢，且在發展初期為了防止弊端，停滯了許多證券業業務的發展，加上中國在資本市場的發展及流動上一直進行嚴密的管制，證券在業找不到其他發展出口下，只好在經紀業務上進行殺價競爭，經紀業務佣金率從金融海嘯前的 0.126% 到 2013 年後已經降到約 0.082% 的水準。

然而，中國近年來持續進行證券商各種業務的試點及開放，例如在兩融業務標的證券的擴充及投資人資格的放寬，以及在資產管理信託業務的開放之下，中國證券業正處於一個高速成長的階段，再加上中國在滬港通開放後對中國投資人的宣示效果發酵，證券商不僅在創新業務有爆發式的成長，原先倚賴的經紀業務也因中國股市進入牛市而受惠。

需要擔心的是，中國經濟增速於近年有放緩的趨勢，根據 IMF 估計，未來 5 年中國的經濟成長約會落在 6% 上下的 GDP 年成長率水準，與 5 年前動輒雙位數的經濟成長差異相當大，而金融業是一個不直接對經濟成長進行產出的行業，其獲利來自於媒介企業的资金需求以及個

人的財富分配需求，若實體經濟成長趨緩，金融業勢必會因此受到影響。然而，雖然中國在銀行業已經出現成長速度放緩，但我們仍能看到中國證券業在近兩年出現高獲利成長，甚至 2014 年證券業獲利達 965.54 億元人民幣是 2013 年的兩倍有餘。

若回過頭來了解中國在證券業的發展進程，可發現其證券業取得高獲利的主要原因並非來自中國金融業的高度創新能力，而是其正在享受來自於資本市場受到管制、利率未充分自由化所出現的高利差收入，以及外國金融業進入競爭困難而產生的超額報酬。但必須了解的是，中國為了推展人民幣在國際貨幣的地位，持續的在進行人民幣國際化、利率自由化的準備，因此若中國證券業無法在這段高獲利期間做好充分準備，降低對看天吃飯的經紀業務、兩融業務依賴程度，則在未來市場進一步開放後將有可能會面臨國際投行的嚴峻競爭壓力。

(三) 香港

香港因為金融市場相當開放、資金流進流出無管制、稅負低廉，因此雖然人口僅約 700 萬人，但證券商卻高達 500 多家，競爭之激烈可想而知。與臺灣相同且更為嚴峻的是，證券商在經紀業務的佣金費率上產生激烈的殺價競爭，外資證券商為了搶佔市佔率甚至出現佣金率降為零的現象，再加上滬港通開通後的成效未如預期般的大，從香港證券經紀商進行滬股的買賣每日平均成交量僅人民幣 56 億元(佔每日額度上限約為 43%)，在香港之證券商若只專營證券經紀業務將相當容易被市場淘汰。

以渣打集團為例，在面臨強大的競爭壓力之下，今(2015)年初進行現貨證券、證券研究及證券融資市場業務的全球業務裁撤，裁撤員工 200 人中，就有 100 人來自於香港的證券部門，包括證券研究及證券融資業務，雖然裁撤人數並不算多，但也充分顯示香港在外部環境的變化中，證券相關業務的成長空間有限，證券業在香港受到的重視程度亦相對較低。

表 12 滬港通 2014 年 11 月 17 開通後至 2014 年 12 月 31 之使用狀況

	每日額度使用量 (滬股通 130 億元 人民幣；港股通 105 億元人民幣)	總投資額度使用量 (滬股通 3,000 億元 人民幣；港股通 2,500 億元人民幣)	合格投資股 票標的數	平均每日 成交金額	主要交易標 的
滬 股 通	約介於人民幣 7 億 元(5%)至人民幣 70 億元(53.5%)之 間	人民幣 746 億元 (24.9%)	569 檔符合 資格股票	人民幣 56 億元，佔滬 股市場總成 交量 0.7%	大型股及 A 股較 H 股 有折讓的 A+H 股
港 股 通	約介於人民幣 1 億 元(1.3%)至人民幣 18 億元(16.7%)之 間。	人民幣 105 億元 (4.2%)	273 檔符合 資格股票	人民幣 8 億 元，佔香港 市場總成交 量 0.5%	A+H 股及內 地民營企業

資料來源：香港證監會 - 2014 年環球及香港證券市場回顧

香港中小證券商策略

在香港，恆生指數交易量前 20 大的證券商市占率在 2014 年達到 76.6%，回顧過去，在 1998 年這個數字僅為 61%，在過去 15 年內市場集中度漸漸提高，代表香港在中小型的證券商經紀業務是逐漸被市場所淘汰或整併的，加上中資證券以中國本地市場客戶為目標客群在香港搶奪證券業務市占率，中小型證券商單靠經紀業務已經無法在香港證券市場所生存。

表 13 香港證券交易量前 20 大證券商之交易量統計

期間	交易量排名前 20 大經紀商佔 恆生指數成分股 的成交量 (10 億港元)	交易量排名前 20 大經紀商的總證 券成交量 (10 億港元)	交易量排名前 20 名大經紀商的恒 生指成分股成交 量佔其總成交量 比重	恆生指數成 分股的總成 交量 (10 億港元)	交易量排名前 20 大經紀商在恆生指 數成分股總成交量 中所佔比重
1998	681.97	837.12	81.5%	1,117.32	61.0%
1999	586.84	820.18	71.5%	930.74	63.1%
2000	870.56	1,368.84	63.6%	1,389.61	62.6%
2001	778.15	1,062.62	73.2%	1,111.95	70.0%
2002	685.64	950.47	72.1%	957.28	71.6%
2003	828.36	1,454.85	56.9%	1,168.09	70.9%
2004	1,167.20	2,375.05	49.1%	1,564.90	74.6%
2005	1,357.14	2,837.33	47.8%	1,743.35	77.8%
2006	1,681.40	5,264.86	31.9%	2,291.22	73.4%
2007	3,111.04	13,185.22	23.6%	4,021.89	77.4%
2008	5,935.09	11,447.20	51.8%	8,228.83	72.1%

2009	4,395.47	9,699.43	45.3%	6,129.91	71.7%
2010	4,299.67	10,774.91	39.9%	5,919.09	72.6%
2011	4,619.27	11,279.81	41.0%	6,227.85	74.2%
2012	3,856.87	9,244.26	41.7%	5,091.01	75.8%
2013	4,172.61	10,094.53	41.3%	5,519.53	75.6%
2014	4,688.53	11,017.04	42.6%	6,119.80	76.6%

資料來源：香港證監會研究科、香港交易所

以在香港目前的競爭態勢來看，證券商的發展策略主要是以經紀業務為地基來打造全球化的財富管理業務。而在實務上的做法，尤其是香港的中小型券商，便是與中資金融機構合作創造規模、提高 IT 設備的投資運用效率來打破競爭僵局：

(1) 跨境合作擴大市場份額

香港是以牌照制區分證券商是否可建立某項業務，而許多證券商不但持有經紀業務牌照，同時也持有資產管理業務牌照。金融業是一個具有規模經濟及品牌效應的產業，在香港的證券商若要突圍，可考慮與具有強大客戶基礎的中資證券商逕行跨境合作或併購，一方面香港證券商可快速提升市占率，另一方面中國證券業也可以加快取得香港證券牌照及在國際證券市場的營運經驗。

比如 2014 年 6 月中國西南證券宣佈收購香港券商敦沛金融、今(2015)年 1 月香港時富金融將 44.01% 的股權售予中國的泛海控股公司、而 2 月份也傳出中國光大證券收購香港新鴻基金集團 70% 的股權等等。香港是中國領土中最國際化的金融中心，而中資金融機構過去因資本限制而國際化程度普遍較低，但透過收購香港證券商，就能藉由香港全球化的管理團隊為中資金融機構所擁有的龐大資金進行全球化佈局來擷取綜效，而目標客群就可以放在那些想要將資產分散佈局至全球的中國投資人。

表 14 近年中資金融機構併購香港證券商狀況

2009 年	中國海通證券收購香港大福證券。
2012 年 7 月	中信證券通過全資附屬公司中信證券國際以 12.52 億美元 (97.25 億港元)，向東方匯理銀行收購里昂證券亞洲業務全數股權。
2013 年 5 月	國金證券公告，擬收購香港粵海證券公司 99.99% 的股權和粵海融資公司 99.99% 的股權。而 2014 年 11 月初，交易已獲得中國證監會的批准。
2014 年 6 月	中國西南證券宣佈收購香港券商敦沛金融。
2015 年 1 月	泛海控股以 6.63 億元收購時富金融服務共 44.01% 股權。

	中信證券公告將收購於香港交易所創業板上市的崑崙國際金融 60% 股權。
2015 年 2 月	光大證券公告與香港新鴻基有限公司正式簽約，以 40.95 億港幣收購後者旗下新鴻基金融集團有限公司 70% 的股份。

資料來源：本研究整理

(2) 強化 IT 建立流暢財富管理

與其它金融同業相同，香港的證券業也面臨租金上漲、人力成本增加的壓力，因此，推廣網路交易、強化資訊服務顯得更為重要。全世界各地具有實力的金融業者都在加強對線上交易及諮詢的 IT 服務投資，投資人也預期會在網路上輕鬆的獲得個人理財分析、市場分析等財富管理資訊，而還在走傳統拜訪客戶、電話行銷、傳真交易的小型證券商被市場所排擠是必然的趨勢。

而中國證券業因為發展的晚，所以證券交易的模式幾乎都集中在網路交易，因此，港資證券商若能與中資金融機構有效結合，擴大 IT 軟硬體系統投資，便能有效運用彼此優缺點，創造綜效。

(四) 新加坡

新加坡是以分離型金融市場建立金融中心的典範，國內的金融市場規模較小，而離境的金融業務市場卻十分龐大。而以整個金融業來說，新加坡有超過 500 家的金融機構，光是金融業的產值就占了新加坡整體 GDP 的 15%，是不折不扣的金融中心。若要瞭解新加坡的證券產業競爭程度，可先從新加坡的證券經紀業務開始談起：

新加坡證券經紀業務

身為一個金融中心，為了獲得更有效率、更佳的全局化布局獲利，開放外國金融機構進駐來導入自由化競爭是必須且必然的。因此，新加坡證券市場在近期的改革主要有三個目標(1)開放外國金融機構進駐(2)自由化證券經紀業務(3)擴大證券經紀業務的產品範疇。

1999 年 12 月，新加坡交易所(SGX)成立，證券交易及衍生性商品交易併入一起交易，無論是產品廣度或交易量都獲得了提升，且同時新加坡交易所也開放像是美林證券(Merrill Lynch)以及摩根史坦利(Morgan Stanley)等外國證券商進入競爭。過去在證券經紀業務的交易佣金在新加坡固定維持在 1% 的高水準，然而，在 2000 年 10 月開始，證券商可對經紀業務自由議價，佣金率隨即掉落至 0.25% 到 0.5% 的

區間，證券商需要做兩倍以上的生意才能獲得過去的收入水準，也因此，許多本地證券商開始用合併的方式來降低成本、獲得規模經濟，像是著名的 DBS Securities 與 Vickers Ballas 的合併案在當時就以 4 億 2630 萬美元的合併後市值創造了當時新加坡最大的證券經紀商星展唯高達(DBS Vickers)²⁷。

合併並不是新加坡證券業的唯一突圍方式，證券經紀商也用擴展產品及服務範疇的方式來提高獲利。值得一提的是，許多產品或服務在開放外國證券商進入競爭前皆未曾出現，像是財務顧問服務或保險產品。而新加坡同時也開放證券商持有多重業務執照，像是貨幣市場工具及衍生商品的業務，而證券經紀商也因此在此實質上成為了財富管理服務的提供者。

在新加坡，每一個證券經紀公司的背後都有一個較大的集團母公司，就像是臺灣的金控體系一樣，將多元的產品及服務來提供給集團的客戶。而其他產品服務像是避險基金、企業資產管理及融資服務雖然也都跟證券密不可分，但為了避免利益衝突，是由集團底下的商人銀行²⁸來處理相關的業務。

(五) 韓國

整體來說，韓國的證券產業是一個高度競爭、分散的產業，雖然總數僅約 60 家證券公司，但並未出現一個明顯的主導證券商，市場上第一線的證券商像是三星證券(Samsung Securities)、大宇證券(Daewoo Securities)、友利證券(Woori Securities)、現代證券(Hyundai Securities)皆未有超過 10% 的市占率。

韓國的證券公司從股票經紀業務所能獲得的收入與 7 年前相比下降了 50%，主要原因與大多成熟股票市場相同，是因為證券商殺價競爭、降低佣金率來吸引客戶交易，2003 年佣金率還有 0.169%，到 2012 年已經下降到 0.094%²⁹。2014 年韓國整體經紀業務佣金收入僅約 3.3

²⁷ 資料來源: The Wall Street Journal。

²⁸ 商人銀行: 功能主要是安排融資，而非直接對項目融資。商人銀行不能從社會公眾直接吸收存款，因而其資金來源有限，必須從銀行間市場借入資金。新加坡政府對商人銀行的國內經營沒有規定，其業務涉及中長期公司融資、承購股票、股票投資、單位信貸許可、黃金交易、租賃融資等，但一般每一家商人銀行都只從事某一項或幾項他擅長的業務。

²⁹ 資料來源: Korea Securities Industry – 2020 Vision and Outlook

兆韓圓(美金 30.6 億元)，而這個數字在 2007 年是 6.6 兆韓圓³⁰。

在韓國，經紀業務收入占了證券商總收入超過一半，而另一半則是由金融商品銷售、資產管理以及投資銀行收入所構成。由於市場交易量下滑以及在這個過分飽和的市場中持續的價格競爭，佣金收入持續處於一個低迷狀態。而韓國證券市場差強人意的表現也使得證券商的收入進一步惡化。

表 15 韓國證券業近期財務狀況

單位：(美金億元)

年度	淨利	總資產	總股東權益	ROA	ROE	槓桿倍數
2013	-1.71	2471.01	371.79	-0.07%	-0.46%	665%
2012	10.95	2306.95	367.48	0.47%	2.98%	628%
2011	19.98	2110.98	372.90	0.95%	5.36%	566%
2010	24.24	1727.52	321.64	1.40%	7.54%	537%

資料來源：Financial Supervisory Service

韓國證券業一直以來都想藉由前進海外市場，發展投資銀行及資產管理業務來大幅提升證券業實力。然而，目前並未看到有哪一家證券商發展出顯著的成效，韓國證券業目前為止主要還是倚賴證券經紀的業務收入。韓國證券商前往海外發展受阻的原因與臺灣相當類似，主要還是缺乏海外人力、沒有建立全球性金融網絡，以及缺乏承作大型證券融資服務的能力。這些證券商把希望放在投資銀行業務，但那些大型的、高獲利的承銷案件大多還是集中在少數的全球化投資銀行手中，例如高盛、摩根史坦利，而地區型的證券商只能在較低獲利的案件中進行激烈競爭。在財富管理業務的方面，相較於銀行及保險公司，證券業在銷售通路上屈居弱勢，因而無法有效提升市占率。

而若以總體經濟來看，相對於亞洲其他國家，韓國的 GDP 成長在未來幾年預計將維持在一個較低的水準，而長期利率也會因此維持在較低的水準。若經濟體成長趨緩，證券業也會受到影響，例如企業將會減少投資上的融資需求、證券業進行自營交易的獲利也會下滑，以及最重要的，將會降低投資銀行業務的佣金收入。面對此情況，中小型證券商必須找到屬於他們的利基市場、而大型證券商則必須加強財富管理的事業來維持規模經濟。

³⁰ 資料來源：Yonhap News。

表 16 亞洲各國經濟成長率預測

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	十年平均
緬甸	5.909	7.300	8.250	7.686	8.329	8.506	8.297	7.959	7.677	7.547	7.746
中國	9.300	7.763	7.751	7.364	6.762	6.300	6.000	6.100	6.333	6.333	7.001
越南	6.240	5.247	5.421	5.980	6.000	5.800	5.900	6.000	6.000	6.000	5.859
印尼	6.170	6.030	5.579	5.025	5.199	5.500	5.800	6.000	6.000	6.000	5.730
馬來西亞	5.188	5.644	4.745	6.021	4.800	4.900	5.000	5.000	5.000	5.000	5.130
臺灣	3.805	2.064	2.232	3.740	3.806	4.067	4.105	4.160	4.185	4.224	3.639
新加坡	6.207	3.414	4.443	2.918	3.031	3.038	3.154	3.189	3.158	3.226	3.578
韓國	3.682	2.292	2.971	3.316	3.281	3.460	3.669	3.687	3.686	3.682	3.373
泰國	0.077	6.490	2.891	0.711	3.712	3.974	4.084	4.032	3.911	3.813	3.370
香港	4.815	1.700	2.897	2.318	2.807	3.117	3.355	3.420	3.466	3.506	3.140

資料來源: IMF

二、各國證券產業經營績效比較分析

根據上段分析，其實不僅臺灣，亞洲各個國家在證券產業的發展過程中皆是在證券市場發展的初期先建立起證券經紀業務，但隨著市場發展漸趨成熟，證券商在市場上的經紀佣金費率自由殺價競爭，經紀業務的收入也隨之下降。而隨著科技進步，證券業者改採用網路化證券交易，降低人力成本並提供投資者更加低廉的證券交易費率，同時，各國證券商皆希望以證券經紀業務為基底，發展具差異化的資產管理、財富管理業務。

因此我們可以知道，各國在證券業務的發展過程前、中期是相當相似的，僅為時間先後的問題，而重點則擺在出在證券市場成熟後，證券商發展差異化業務的過程以及政府在進行監管制度、政策上的設計差異。

從下表可以發現，各國證券商在資產上面的運用表現以 ROA 來看的話，除韓國面對嚴峻的證券市場環境挑戰外，皆徘徊在 2% 的上下，並隨證券市場表現而產生波動，代表臺灣證券商在使用資產的效率上並不會輸給中國或是身為金融中心的香港。但若以股東權益報酬率來看的話，我國證券商在 2014 年的牛市之下，ROE 達 5.82% 是自 2010 年以來最高的水準，但若與中國及香港相比仍有顯著差異，其主要原因便來自整體證券商資本結構的不同，我國證券商之資本槓桿倍數在

2014 年平均僅 2.7 倍，與中國及香港的 4.4 倍、4.3 倍相較在槓桿的使用上受監管限制而較低。

表 17 亞洲各國證券商財務表現

ROE	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
臺灣	7.50%	3.57%	3.78%	4.36%	5.82%
中國	N/A	6.25%	4.74%	5.84%	10.49%
香港 ³¹	12.43%	4.29%	3.39%	6.94%	10.57%
韓國 ³²	7.54%	5.36%	2.98%	-0.46%	N/A
ROA	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
臺灣	3.44%	1.65%	1.90%	1.99%	2.28%
中國	N/A	2.51%	1.91%	2.12%	2.36%
香港	3.34%	1.40%	0.93%	1.89%	2.46%
韓國	1.40%	0.95%	0.47%	-0.07%	N/A
槓桿倍數³³	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014
臺灣	2.3	2.0	2.0	2.4	2.7
中國	N/A	2.5	2.5	2.8	4.4
香港	3.7	3.1	3.6	3.7	4.3
韓國	4.5	4.7	5.3	5.6	N/A

³¹ 資料來源: 香港證監會，資料對象為證券交易商及證券保證金融之人。

³² 資料來源: 韓國金融監督局(FSS)。

³³ 計算方式: 總資產/總股東權益。

第三節 小結

兩岸證券產業現況

以亞洲證券業發展來說，我國證券產業在現有制度之下之發展已見飽和，證券業之股東權益報酬率(ROE)僅約為銀行、保險之一半，若與國際投資銀行動輒 15%、20%之 ROE 相比更是無法比擬。再加上我國金融業是以金控體系為主的發展，證券業已面臨金控資本配置之邊緣化危機。

而證券業者原先預期在服貿協議通過後可於中國增加業務規模、提高獲利，然而，受制於立法院未能有效通過兩岸協議監督條例，亦未獲得中方在金融業另行談判之正面回應。面對此發展僵局，我國政府則希望透過我國自身的政策變革，提高金融業之競爭力，而金管會及央行也開始改變過去保守態度，包括陸續開放證券商辦理财富管理業務、國際金融證券業務(OSU)、證券商非涉新臺幣之外匯執照、放寬股票及期貨市場漲跌幅限制至 10%等。

而以近年發展最為迅速的中國證券業來說，過去中國證券業主要是以經紀業務所主導，在各家證券商業務類別過於相似的情況下，面臨了殺價競爭導致收入不斷下跌。2013 年起，受惠於市場復甦、兩融業務及資產管理業務收入的龐大成長，中國證券業開啟了黃金時代，其原因除了股票市場交易量增加外，主要是來自於 2013 年起兩融業務標的擴充、進入門檻之降低以及股票質押式回購業務的開放。同樣在政策開放之下，近兩年中國在資產管理業務也有爆發式的成長，2013、2014 年收入成長分別達 162.71%及 76.88%，資產管理業務占證券商總營收為 4.78%，已成為一個不可忽視的業務類別。此外，滬港通於 2014 年 11 月後開放也提供了中國股市資本開放的宣示效果，使得滬股步入牛市、證券業獲利也大幅攀升。

然而，在中國證券業發展迅速的同時也須小心信用風險過度擴張、內部控制不佳的問題，近來中國證監會也為此出手干預兩融業務、重新提高投資人門檻來避免市場過熱。而證券商在業務成長飛快的同時也應同步提升內控機制來控管複雜的創新證券商品發展。

亞洲各國證券業經營績效比較

不僅臺灣，亞洲各國之證券業發展歷程皆是在初期先建立起證券經紀

業務，隨著市場漸趨成熟，證券商在市場上自由殺價競爭，經紀業務收入隨之下降。隨著科技進步，證券業者改採用網路化證券交易，降低人力成本並提供投資者更加低廉的證券交易費率，同時，各國證券商皆希望以證券經紀業務為基底，發展具差異化的資產管理、財富管理業務。

因此我們可以知道，各國在證券業務的發展過程前、中期是相當相似的，僅為時間先後的問題，而重點則擺在出在證券市場成熟後，證券商發展差異化業務的過程以及政府在進行監管制度、政策上的設計差異。

各國證券商除韓國面對嚴峻的證券市場環境挑戰外，ROA 皆徘徊在 2% 上下，代表臺灣證券商在資產使用效率上並不輸給中國或是香港。但若以 ROE 來看的話，我國證券商在 2014 年 ROE 達 5.82% 是自 2010 年以來最高的水準，但若與中國及香港相比仍有顯著差異，其主要原因便來自整體證券商資本結構的不同，我國證券商之資本槓桿倍數在 2014 年平均僅 2.7 倍，與中國及香港的 4.4 倍、4.3 倍相比在槓桿的使用上受監管限制而較低，若與歐洲、美國的投資銀行動輒 10 倍以上的槓桿倍數相比，更是處於弱勢。除了資本結構以外，證券商在經紀業務以外所兼營的其他業務發展也會是關鍵的獲利成長因素。因此，本研究將於第三章對證券商之資本結構、兼營業務發展以及總體環境三個面向來分析證券產業競爭力提升之關鍵因素。

第三章 臺灣證券業經營績效提升之因素分析

本章將針對證券商之財務資本結構、兼營業務發展狀況以及證券商面臨之總體環境進行分析，並將根據分析內容提出臺灣證券業經營績效提升之關鍵因素以及對證券商及主管機關提出建言。

第一節 證券商資本結構之分析

各國證券商在資產上面的運用表現以 ROA 來看的話，大多徘徊在 2% 的上下，而我國證券商在使用資產的效率上並不會輸給中國或是身為金融中心的香港。但若以股東權益報酬率來看的話，我國證券商在 2014 年的牛市之下，ROE 達 5.82% 是自 2010 年以來最高的水準，但若與中國及香港相比仍有顯著差異，其主要原因便來自整體證券商資本結構的不同，我國證券商之資本槓桿倍數在 2014 年平均僅 2.7 倍，與中國及香港的 4.4 倍、4.3 倍相較之下，在槓桿的使用上因受法規管限制因而呈現較低的情況，更遑論與歐美等國投資銀行動輒 10 倍以上的槓桿倍數相比，更是處於弱勢。

若觀察過去兩年內亞洲證券業發展，成長速度最快的是中國，自 2013 年起中國證券業一掃過去只靠經紀業務作為主要獲利來源的營運模式，藉由投資標的以及投資參與資格限制的放寬，證券商「信用相關業務」以及「資產管理業務」有了爆發式的成長，其中屬於信用相關業務的「股票融資業務」以及「股票質押回購業務」便是中國證券業擴大財務槓桿、提升 ROE 的關鍵因素。相對於中國，我國證券商信用業務發展較早，1974 年即為活絡股市、調節市場供需而頒布了「授信機關辦理證券融資業務操作辦法」，並於 1980 年代陸續通過證券金融公司與證券商辦理融資融券業務等，而本節首先將分析我國證券商信用業務發展現況及法規，並與他國比較，了解現有制度之合理性及對證券商之資本結構之影響。

另外，證券商之資本結構與其他金融機構相同，皆受自有資本適足率所限制，然而，銀行、證券、保險業之自有資本適足率之計算卻不盡相同，過去證券業之自有資本適足率最低限制是 200%，相當於銀行採用 Basel III 協定計算方式的 16% 資本適足率，銀行現行資本適足率限制為 8%，兩者之差距使得證券業在資本運用的效率上始終無法與銀行比肩而行、也使得證券業在金控體系下有被邊緣化得危機。今年年初，金管會為提高證券商資金運用效率、降低銀行證券之跨業不平

衡，自 2015 年 1 月 21 日起調降證券商資本適足率限制，由 200% 降至 150%，約當銀行業資本適足率 12%，雖仍高於銀行現行限制 8%，但為配合 Basel III 協定，銀行 2013 年起將逐年調升比率限制，2019 年時將提高至 10.5%，銀行證券的差距將持續縮小。而本節亦將討論現行證券業自有資本適足率規範對證券業資本結構之影響，以及與銀行業之跨業競爭公平性問題。

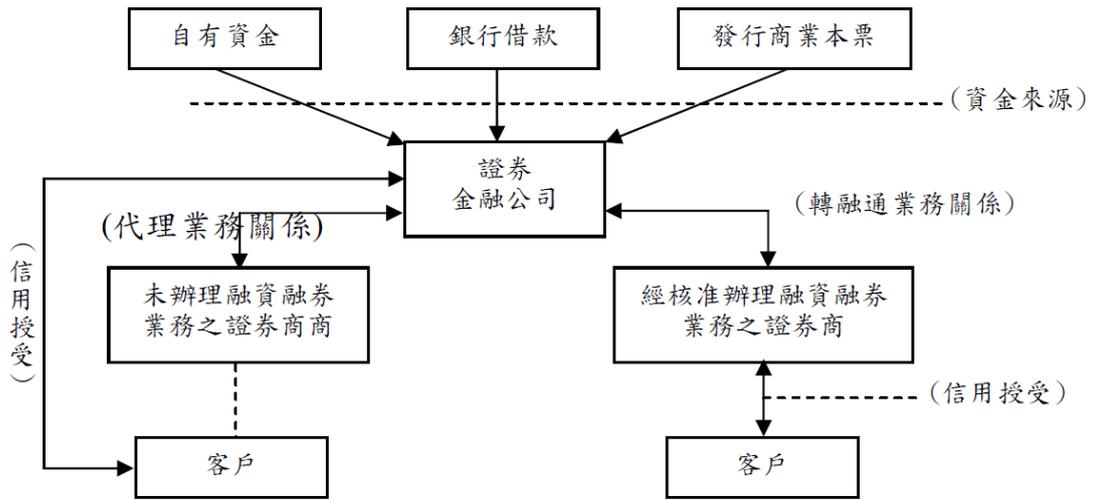
一、證券商信用業務放寬之分析

我國證券信用業務發展時間與其他亞洲新興國家相比較長，1973 年能源危機爆發，石油價格飆漲、股市低迷，臺灣股價加權指數一度由 514.85 點跌至 188.74 點。為了活絡證券市場，提高流動性，我國政府於 1974 年公布了「授信機構辦理證券融資業務操作辦法」，並開放臺灣銀行、交通銀行、土地銀行等 3 家金融機構為政券信用交易之授信機構，但僅開放融資買進，未開放融券賣出。

隨著能源危機再度爆發以及我國外交關係轉變，股市再度陷入低迷，為提振市場信心、完備融資融券交易制度，行政院於 1979 年 7 月制定「證券金融事業管理規則」，並於 1980 年 4 月成立「復華證券金融公司」，接手了 3 家銀行代辦之融資業務，同年 7 月開辦融券業務。1988 年 1 月證交法第六十條修正，開放證券商承作融資融券業務，並於 1990 年 9 月由行政院發布管理辦法，證券商經主管機關核准得辦理融資融券業務，款券不足得向證券金融公司申請轉融通；而證券金融公司亦得繼續委託證券商代理其融資融券業務。1993 年 12 月，開放民間設立證券金融公司，並陸續有環華、富邦及安泰提出申請，自此開啟了證金公司及證券商共同辦理融資融券業務之雙軌制。

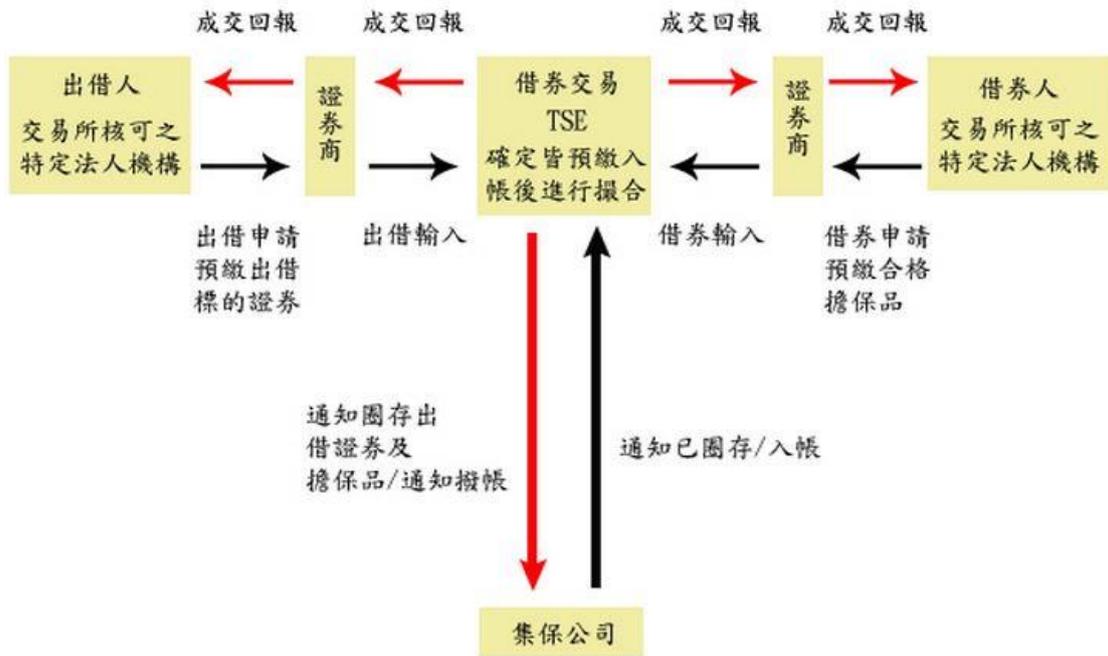
以現況來說，「證券金融公司」以及「經核准辦理信用交易之證券商」得分別依「證券金融事業管理規則」、「證券商辦理有價證券買賣融資融券管理辦法」及「有價證券得為融資融券標準」及其依相關規定制定之業務操作辦法辦理融資融券業務³⁴，其中又以證券商自行辦理融資融券更為主流，原先設立的四家證券金融公司在證券商自辦融資融券以後僅剩兩家，且市佔率不到 10%，主要原因便是證券商具有通路優勢，得以藉其經紀業務之客戶基礎進行大量推展。

³⁴ 資料來源：證券暨期貨市場發展基金會－金融知識網。



資料來源：金管會證期局

圖 9 信用交易制度之雙軌運作方式



資料來源：證交所

圖 10 有價證券借貸交易定價及交易流程

然而，目前我國證券商辦理之借貸款項業務，僅限於投資人之交易當下之融資需求，對於投資人於證券交割後欲以該證券為擔保品進行抵押借款則無法承作，投資人若有交割後之融資需求則必須前往銀行辦理股票質押借款，而一般證券商若了解客戶之融資需求，往往是請客戶於市場中將證券立即賣出再以融資方式買入，證券商同樣承擔該股票之風險，卻須以較複雜的方式處理，對於證券商擴大資產規模、強化獲利率的能力有很大的影響。

以中國證券業來說，過去以證券經紀業務為主，但在 2013 年後卻以信用業務為火車頭，帶領證券商之財務槓桿、獲利能力同步上升。其中與我國不同的是，中國在 2013 年 6 月正式開放「股票質押回購業務」，投資人可於購入股票後再以股票為抵押品向證券商進行資金融通，也就是開放證券商進行股票質押放款業務，由於證券商可獲得與兩融業務相當的利差收益，且投資人進行短期資金融出後，其資金使用方式並未受到管制，是以前發展速度亦不亞於兩融業務，截至 2015 年 3 月，中國證券業在股票質押融資的金額已達約 3,000 億人民幣，是中國證券商得以提高槓桿、ROE 的關鍵因素之一。

(一)股票質押回購提高證券商槓桿的能力

自 2013 年 6 月開始至今約 2 年期間，中國證券業開放 9 家綜合證券商進行股票質押式回購業務試點，總融出金額至 2015 年 5 月約為 3,500 億元人民幣，而此 9 家證券商之總資產規模約為 22,000 億元³⁵人民幣，融出金額在短短兩年內達到資產規模之 15.9%，對於提高證券商財務槓桿比率以及資產規模確實有顯著效果。

其中以中信證券為例，其 2014 年股票質押回購規模來到人民幣 424 億元。而以其總資產 4,796 億元人民幣，總股東權益 991 億元人民幣所計算出的財務槓桿倍數為 4.84，獲利能力指標 ROA、ROE 分別為 2.52%及 12.18%，若扣除股票質押回購的業務，財務槓桿倍數即降為 4.41，對 ROE 的影響則為-1.08%³⁶，乍看之下未對獲利產生相當大的影響，但對於我國證券商長期 ROE 停留在 5%至 6%的水準來說，若能開放承作股票質押回購，對於證券業提升槓桿倍數及獲利能力將會是一大助力。

³⁵ 資料來源：各證券商年報。

³⁶ $\Delta ROE = ROA * \Delta Leverage$

表 18 中國證券業股票質押式回購交易

<p>股票質押式回購交易是指符合條件的資金融入方以所持有的股票或其他證券，向符合條件的資金融出方融入資金，並約定在未來返還資金、解除質押交易。</p> <p>上海證券交易所、中國證券登記結算公司於 2013 年 5 月 24 日聯合發布了「股票質押式回購交易及登記結算業務辦法」，正式宣告股票質押回購業務試點上路。第一批 9 家試點證券商包括國泰君安、海通、中信、齊魯、光大、華泰、招商、廣發和國信。</p>	
業務流程	<p>(1) 融入方、融出方、證券公司各方簽署「股票質押回購交易業務協議」。</p> <p>(2) 證券公司根據融入方和融出方的委託向深交所交易系統進行交易申報。</p> <p>(3) 交易系統對交易申報按規則予以確認，並將成交結果送至中國結算公司。</p> <p>(4) 中國結算公司依據深交所確認的成交結果為股票質押回購提供對應的證券質押登記和清算等服務。</p>
交易主體	<p>(1) 融入方指具有股票質押融資需求且符合證券公司所製定資質審查標準的客戶。</p> <p>(2) 融出方包括證券公司、證券公司管理的集合資產管理計劃或定向資產管理客戶、證券公司資產管理子公司管理的集合資產管理計劃或定向資產管理客戶。專項資產管理計劃參照適用。</p>
標的證券	<p>股票質押回購的標的證券為上海證交所上市交易的 A 股股票或其他經上交所和中國結算認可的證券。</p>
回購期限	<p>股票質押回購的回購期限不超過 3 年，回購到期日遇非交易日順延等情形除外。</p>
交易時間	<p>上海證券交易所股票質押回購的交易時間為每個交易日的 9:30 至 11:30、13:00 至 15:00。</p>
質押率	<p>證券公司應當依據標的證券品質、融入方信用、回購期限、第三方擔保等因素調整標的證券的質押率上限。質押率是指初始交易金額與質押標的證券市值的比率。</p> <p>以華泰證券為例，其各種標的證券的基準質押率為：</p> <p>(1) 主板股票為 55%，中小板 50%，創業板 45%</p> <p>(2) 國債為 75% 地方債為 70%</p> <p>(3) 企業債、公司債和分離交易可轉債純債為 65%</p> <p>(4) 可轉換公司債券為 60%</p> <p>(5) 普通封閉式基金和創新封閉式基金的優先級為 60%，而 ETF、LOF 和其他交易所可交易的開放式基金為 60%</p>
證券權益	<p>客戶所持證券不過戶，相應證券權益由客戶自行行使。</p>
需提交文件	<p>個人客戶：</p> <p>身分證明、居住證明、履歷、婚姻狀況證明、資產收入證明、所持股票的權利證明、配偶出具同意融資及質押證明、信用報告、融資申請書、目前債務狀況及還款來源說明、其他必要文件。</p> <p>機構客戶：</p> <p>法人營業執照、稅務登記證、辦公地址證明、實質控制人證明書、公司章程、法定代表人證明書、經辦人身分證件、股東或董事會同意申請股票質押回購交易相關文件、股票權利證明、近三年財務報告和審計報告及申請前一個月財務報告、信用評估報告、融資申請書、債務情況以及還款來源說明、其他必要文件。</p>

資料來源：上海證交所、深圳證交所、國泰君安證券

(二)股票質押回購所帶來的風險

股票質押回購與其他融資方式一樣，放款人(證券商)都會承擔一定的風險，但由於抵押的資產為股票，其價值波動較一般抵押品來的大，因此放款人同時也會承擔股票市場波動的風險，以下歸納三點股票質押回購對證券商所產生的風險：

- (1) **信用風險**:只要是融資業務就一定會存在信用風險，這也是為什麼中國在進行該業務時被規定要對借款人進行詳盡的盡職調查，若借款人的財務狀況不佳，必定會對證券商資金帶來較大的潛在信用風險。
- (2) **市場風險**:在借款人的還款能力出現問題之下，證券商的資金安全主要靠第二還款來源質押股票來保障資金回收。但質押股票市值會隨著股票市場的變化而波動，如果證券商當初的質押率設定不合理，尤其是當質押股票遇到突發事件連續跌停時，證券商將難以對巨額質押股票及時平倉，風險也會提高。尤其是在今年6月1日起，我國的股票漲跌幅限制將擴大至10%，若要開放證券商辦理股票質押回購，對於質押率以及平倉的標準訂定勢必要更為穩健。
- (3) **操作風險**:包括借款人資格認定的風險，證券商於客戶資格審查時須了解客戶之身分、財產收入、信用報告、目前債務狀況以及合理的還款來源，若證券商為求業務績效而忽略內部控制之嚴謹度，則會產生潛在的操作風險。另外，證券商所核定的證券質押率、貸款額度也必須依規定控制在合理範圍。因此，若要開辦股票質押回購之業務，證券商必須維持嚴謹的內部控制作業以降低風險。

為避免證券業信用風險過度擴張，中國證券業協會於今(2015)年3月17日公佈了「證券公司股票質押式回購交易業務風險管理指引(試行)」。其中值得注意的是，其第二章第七條規定，證券公司以自有資金出資的，融出資金餘額不得超過淨資本額的200%。若按照2014年中國證券商淨資本額計算，中國證券商自有資金進行股權質押式融資的上限約為1.4兆元人民幣，而在今(2015)年三月中國證券業股票

質押式回購總規模僅約3,400億元人民幣³⁷，仍有相當大的成長空間。

反觀我國，證券業者目前受限於證券商借貸款項規定，僅能提供投資人以交易為目的之借貸款項業務，對於投資人若有其他資金需求，則須前往銀行辦理股票質押貸款。對於證券商來說，在承擔相同風險之下，卻需要把證券融資業務轉由銀行承做，在起跑點上便落後於銀行業者，更不用說銀行仍佔有管控投資人資金流動的優勢。

香港、新加坡、東京、倫敦還有大部分的歐美證券商(投資銀行)都是用同一個保管帳戶來做交易，因此他們不需要另外開放法令來允許證券商承做證券質押放款。然而，我國與中國之證券業是屬於須於第三方存款制，開了證券戶還要開銀行戶，在先天優勢落後於其他國家的情況下，中國證監會亦於2013年開放證券業辦理股票質押式回購。我國證券業在擁有高信用評等、高內控內稽品質之下，亦不應過度限制證券商在信用相關業務上的發展。

(三)建議放寬借貸款項融資僅限於證券交割款之限制:

目前我國借貸款項僅限交割時進行融資，建議主管機關放寬證券商承做證券借貸款項之融資目的限制，研究歸納原因如下:

證券商風險承受相同	融資僅限交割款以及證券交割後的借貸款項融資對於證券商之風險承受相同。 舉例來說:若證券商客戶買進股票時以50%資金融資買進，證券商承擔了客戶的信用風險以及質押股票的波動風險。然而，若證券商客戶初始以全額資金買進股票，待數月後欲進行融資50%，證券商仍是承擔客戶之信用風險及質押股票之波動風險，對證券商並無影響。
降低投資人交易成本	若投資人有證券業務借貸需求，現行證券商實務上皆請客戶將股票於集中市場賣出再以半年型融資方式買進，雖較前往銀行辦理股票質押借款便利，然而投資人仍需承擔賣出買進之交易成本。
擴大證券商財務槓桿	開放證券商辦理不限目的之證券業務借貸可擴大證券商資產負債表規模、擴大財務槓桿及獲利率。

³⁷ 資料來源: 新浪財經。

二、我國證券商自有資本適足率限制之分析

為確保證券市場交易安全，控管證券商經營風險是保護投資人權益的必要措施。其中自有資本適足比率是證券商風險控管的一項指標，其計算方式是以證券商合格自有資本淨額除以經營風險約當金額的比率，用以衡量該證券商能以自有資本承擔營運可能發生的損失的程度。依據現行規定，證券商資本適足比率不得低於 150%，而中大型綜合證券商若有承作投資銀行 IPO 業務、合併或投資海外事業之需求，皆須維持在 200%以上之資本適足率，以避免證券商承擔過多的經營風險。

若與銀行業相比，銀行業現行依 Basel III 協定計算方式之資本適足率限制為 8%，約相當於證券商之 100%，兩者之資本限制在先天上存在顯著差距。雖然在今年年初，金管會為提高證券商資金運用效率，自 2015 年 1 月 21 日起調降證券商資本適足率限制，由 200%降至 150%，約當銀行業資本適足率 12%，與銀行 2019 年時將提高至 10.5% 相比差距縮小。然而，中大型證券商若要打亞洲盃，進行海外併購或於國內進行同業合併，資本適足率仍需維持在 200%，仍舊存在落差。

表 19 我國證券業前十大證券商之財務比率

規模排名	證券商	BIS	ROA	ROE	Leverage
1	元大寶來證券	534.00%	4.41%	11.37%	257.72%
2	凱基證券	371.00%	1.73%	5.23%	302.15%
3	永豐金證券	362.00%	1.58%	5.63%	357.08%
4	元富證券	383.86%	1.97%	6.97%	354.48%
5	群益金鼎證券	500.00%	2.89%	6.50%	224.73%
6	富邦證券	507.00%	2.42%	4.57%	188.81%
7	統一證券	536.50%	2.80%	6.87%	245.25%
8	兆豐證券	492.62%	1.61%	5.46%	338.75%
9	日盛證券	668.00%	3.16%	5.66%	179.36%
10	康和證券	285.00%	0.22%	0.99%	451.03%
	平均	464.00%	2.28%	5.93%	289.94%

資料來源：各證券商年報及網站、證交所綜合證券商財務資料
註：BIS 為 2013 年資料，ROA、ROE 及 Leverage 則為 2014 年資料

(一)我國證券商資本適足率維持現況分析

觀察我國證券業前十大證券商之資本適足率，平均而言高達 464%，換算為銀行之資本適足率約為 36%，而此水準也遠超出金管會所規定之 200% 限制，一方面代表我國證券業者之風險控管能力相當優異、信用評等良好，另外一方面也代表我國證券商目前正陷入法規限制開放不足、資本使用效率不足之窘境。而造成此狀況之主因，便是受到現行「證券商管理規則」第 13 條所規定之“**證券商對外負債總額不得超過其淨值之四倍**”所影響。根據統計³⁸，證券商之負債淨值比與其資本適足率水準的維持存在顯著的負向關係，即便證券商在未來得以承做更多能有效增加槓桿、提高獲利之業務，最終其資本結構仍受證券商管理規則第 13 條所限制而無法順利發展。

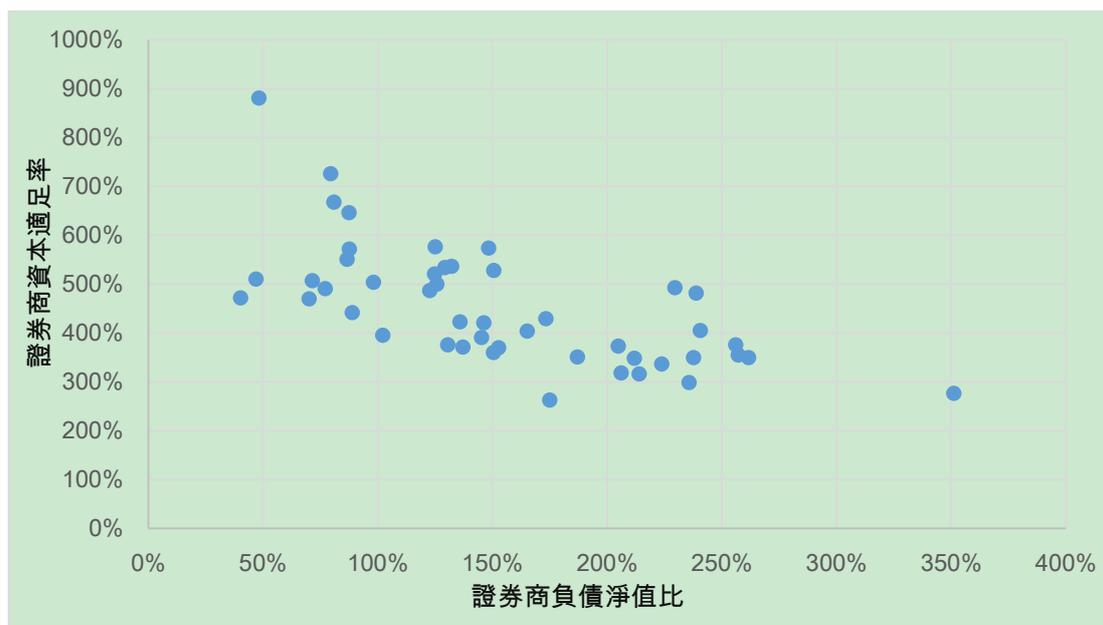
證券商管理規則第 13 條

證券商除有特殊需要經專案核准者或由金融機構兼營者另依有關法令規定辦理外，其對外負債總額不得超過其淨值之四倍；其流動負債總額不得超過其流動資產總額。但經營受託買賣有價證券或自行買賣有價證券業務，除本會另有規定者外，其對外負債總額不得超過其淨值。
前項負債總額之計算，得扣除承做政府債券買賣所發生之負債金額。

目前我國證券商依法無法吸收存款，證券交割款也會進行每日結清，理論上應受較低的監管限制，但法令卻以較銀行證券更為嚴格的財務槓桿倍數 4 倍做為證券業之限制，2014 年我國證券商平均財務槓桿為 2.7 倍，相較於中國的 4.4 倍、香港的 4.3 倍，歐美投資銀行動輒超過 10 倍的財務槓桿，我國證券商在資本結構上受到相當嚴格的限制。在證券商管理規則第 13 條的規定下，雖證券商經專案核准後其負債淨值比可超過四倍之限制，然而，若能調整或移除該項限制，使證券商在進行業務調整時不會因此綁手綁腳，勢必能有效提升證券商業務競爭力及獲利水準。

此外，綜合證券商設立登記須繳交業務營業保證金新臺幣 1 億元，且每多設立一家分支機構要再多提繳新臺幣 500 萬元；而經營證券經紀業務也需另外提存新臺幣 1500 萬元加上一定業務收入比例的證券交割保證金，以總額計算的話約有新臺幣 80 多億元提存在證券交易所，對於交割風險已有相當嚴謹的控管。

³⁸ 根據 2012 年至 2014 年之證券商年報及證交所綜合證券商月報統計，證券商之負債淨值比與其資本適足率水準存在顯著的負相關，見圖 11 證券商負債淨值比與資本適足率散佈圖。



資料來源：2012 - 2014 年證券商年報、證交所綜合證券商月報

圖 11 證券商負債淨值比與資本適足率散佈圖

若反過來看銀行業及保險業，銀行收受存款、保險業收取客戶保費，皆是以民眾存放之財富作為其資產基礎來進行資金運用，即便資產報酬率(ROA)不到 1%，其股東權益報酬率(ROE)也可以輕鬆達到 10% 以上。且銀行業的金融重建基金(Resolution Trust Corporation)之部分資金來源是為政府金融營業稅收入，而保險業安定基金部分資金來源由保費收入提撥，且銀行及保險公司若出問題，政府都是以納稅人的錢進行補救。相較之下，我國證券業未收受存款、風險控管程度高，甚至在 2008 年金融海嘯發生時，並未發現任何一家本土證券商發生資金流動性問題，在此情況下對於證券業進行較高層次的監理未盡合理。

三、小結

我國證券業歷經數十年之發展，已經是一個相當成熟的產業，然而，儘管我國證券商於資產投資效率與亞洲其他國家如中國、香港相差無幾³⁹，但股東權益報酬率卻始終落後，究其原因為資本結構之因素。以我國前十大綜合證券商來說，平均槓桿倍數落於 3 倍以下，而亞洲其他國家如中國、香港、韓國之槓桿倍數皆落在 4 至 5 倍的區間，而

³⁹ 韓國證券業近年經歷激烈之殺價競爭，且未能有效發展國際投資銀行業務，證券業績波動程度較大。而新加坡證券業因未有官方或非官方之證券業績統計而未放入比較。

歐美大型投資銀行如高盛、摩根史坦利更是擁有高達 10 倍以上的財務槓桿，這也是為什麼我們經常可以看到歐美大型投資銀行動輒高達 15%至 20%股東權益報酬率之因素。

反觀我國證券業之營運，證券業未經手客戶金流、風險控管嚴謹，卻受到較為嚴厲的產品法規及資本結構的管制。以美國金融業的經驗來說，美國的分業經營，並非指商業銀行和投資銀行的業務是完全衝突，而是指出某些業務商業銀行能做而證券商不能做，例如吸收存款；而某些業務證券商能做而商業銀行不能做，例如股票承銷和自營。但多數業務，如資產管理、衍生金融商品、債券等業務，商業銀行和證券商都能做。因此，對於其管制的內容更要一致，提供一個競爭、有效率的金融環境，對於我國產業發展與投資人福利都是一件好事。

表 20 現行「證券商管理規則」有關證券商資本結構之規定

第 13 條	證券商除有特殊需要經專案核准者，其對外負債總額不得超過其淨值之四倍；其流動負債總額不得超過其流動資產總額。但經營受託買賣有價證券或自行買賣有價證券業務，除本會另有規定者外，其對外負債總額不得超過其淨值。前項負債總額之計算，得扣除承做政府債券買賣所發生之負債金額。
第 14-3 條	證券商依發行人募集與發行有價證券處理準則第六條規定申報募集與發行有價證券，符合下列財務業務條件者，得免委請主辦證券承銷商評估： 「申報日前半年自有資本適足比率達 200% 以上」及其他財務業務條件者，得免委請主辦證券承銷商評估。」
第 22 條	證券商包銷有價證券者，其包銷之總金額，不得超過其流動資產減流動負債後餘額之十五倍。其中證券商國外分支機構包銷有價證券之總金額，不得超過其流動資產減流動負債後餘額之五倍。 證券商自有資本適足比率低於 120% 者，前項包銷有價證券總金額倍數得調整為十倍，其國外分支機構包銷總金額倍數得調整為三倍；低於 100% 者，包銷有價證券總金額倍數得調整為五倍，且其國外分支機構不得包銷有價證券。
第 46 條	證券商申請合併之自有資本適足率限制： 一、合併前六個月之自有資本適足比率，均達 200% 以上。 二、申請前一個月之擬制性合併自有資本適足比率，應達 200%。 如未符合規定，金管會得基於促進證券市場健全發展及提昇證券商競爭力等綜合考量，予以專案核准。
第 50 條	證券商申請投資外國事業之自有資本適足率限制：最近三個月自有資本適足比率不低於 200%。但有特殊需要經專案核准者，不在此限。
第 64 條	證券商自有資本適足比率達 120%，低於 150% 時，金管會得為下列之處置： 一、暫緩證券商增加新業務種類或營業項目、增設分支機構及轉投資證券、期貨、金融及其他事業。 二、要求證券商應加強內部控制及內部稽核查核頻率，並於申報後一週內，提出詳實之說明及改善計畫，分送第二十一條第四項規定之相關單位。 三、截至董事會提議盈餘分配案前一個月底之資本適足比率如仍未改善者，要求其未分配盈餘於扣除依規定應提撥之項目外，餘應再依本法第四十一條第一項規定，提列百分之二十為特別盈餘公積。
第 65 條	證券商自有資本適足比率達 100%，低於 120% 時，金管會除得依前條第一款及第二款規定辦理外，亦得為下列之處置： 一、縮減其業務範圍。 二、要求證券商每週填製及申報證券商資本適足明細申報表。 三、截至董事會提議盈餘分配案前一個月底之資本適足比率如仍未改善者，要求其未分配盈餘於扣除依規定應提撥之項目外，餘應再依本法第四十一條第一項規定，提列百分之四十為特別盈餘公積。
第 66 條	證券商自有資本適足比率低於 100% 時，金管會除得依第六十四條第一款、第二款及前條第一款、第二款規定辦理外，亦得為下列之處置： 一、不予核准其增設分支機構之申請。 二、截至董事會提議盈餘分配案前一個月底之資本適足比率如仍未改善者，其未分配盈餘於扣除依規定應提撥之項目外，餘應依本法第四十一條第一項

規定，全數提列為特別盈餘公積。

資料來源：法務部全國法規資料庫 2015.04.28

表 21 證券銀行自有資本適足率計算比較

行業別		證券業	銀行業
資本適足率		合格自有資本淨額／風險性資產總額	合格自有資本淨額/(信用風險加權風險性資產＋市場風險之資本計提*12.5)
法令要求		>150%	>8%
合格自有資本淨額	第一類資本	<ul style="list-style-type: none"> · 股東權益總額 · 扣除屬未上市櫃轉投資公司之長投未實現跌價損失 	<ul style="list-style-type: none"> · 股東權益總額 · 扣除累積特別股 · 扣除資本公積-固定資產增值 · 扣除商譽及庫藏股
	第二類資本	<ul style="list-style-type: none"> · 買賣損失準備 · 違約損失準備 · 有價證券評價淨利 (70%)、淨損或回升利益 	<ul style="list-style-type: none"> · 累積特別股 · 無到期日累積次順位債券 · 資本公積-固定資產增值 · 未實現長期股權投資資本增益 *45% · 可轉換債券 · 營業準備 · 備抵呆帳 (不含針對特定損失而提列者) · 長期次順位債券 · 非永續特別股
	第三類資本	無	<ul style="list-style-type: none"> · 短期次順位債券 · 非永續特別股
	限制	· 第二類資本大於第一類資本時，以第一類資本計算	<ul style="list-style-type: none"> · 合格第二類資本加計合格且使用第三類資本以不超過第一類資本為限。 · 支應信用風險所需使用之第二類資本不得超過支應信用風險之第一類資本。 · 第二類資本及第三類資本於支應市場風險時，兩者之合計數不得超過用以支應市場風險之第一類資本的百分之二百五十。
	扣除項目	預付款項、特種基金、長期股權投資 (未上市櫃)、固定資產、無形資產、營業保證金、交割結算基金、存出保證金、遞延借項、出租資產、閒置資產、遞延所得稅資產非流動	<ul style="list-style-type: none"> · 對其他銀行持股超過一年，其持股帳列金額 · 經中央主管機關核准轉投資銀行以外之其他其他企業之帳列金額
風險種類	市場風險	<ul style="list-style-type: none"> · 利率風險 · 權益證券風險 · 外匯風險 · 選擇權風險 	<ul style="list-style-type: none"> · 利率風險 · 權益證券風險 · 外匯風險 (含黃金) · 商品風險 · 選擇權風險
	信用風險(交易對象)	<ul style="list-style-type: none"> · 信用交易帳款 · 附條件債券交易 · 保證債務 · 衍生性金融商品 · 受託買賣 	<ul style="list-style-type: none"> · 表內項目 · 表外項目：一般表外交易 · 表外項目：衍生性金融商品 · 表外項目：票債券附買回約定負債 (RP) · 表外項目：附買回約定票債券投資 (RS)

基礎風險	前一年度之營業費用 *25%	無
------	----------------	---

資料來源：元大證券

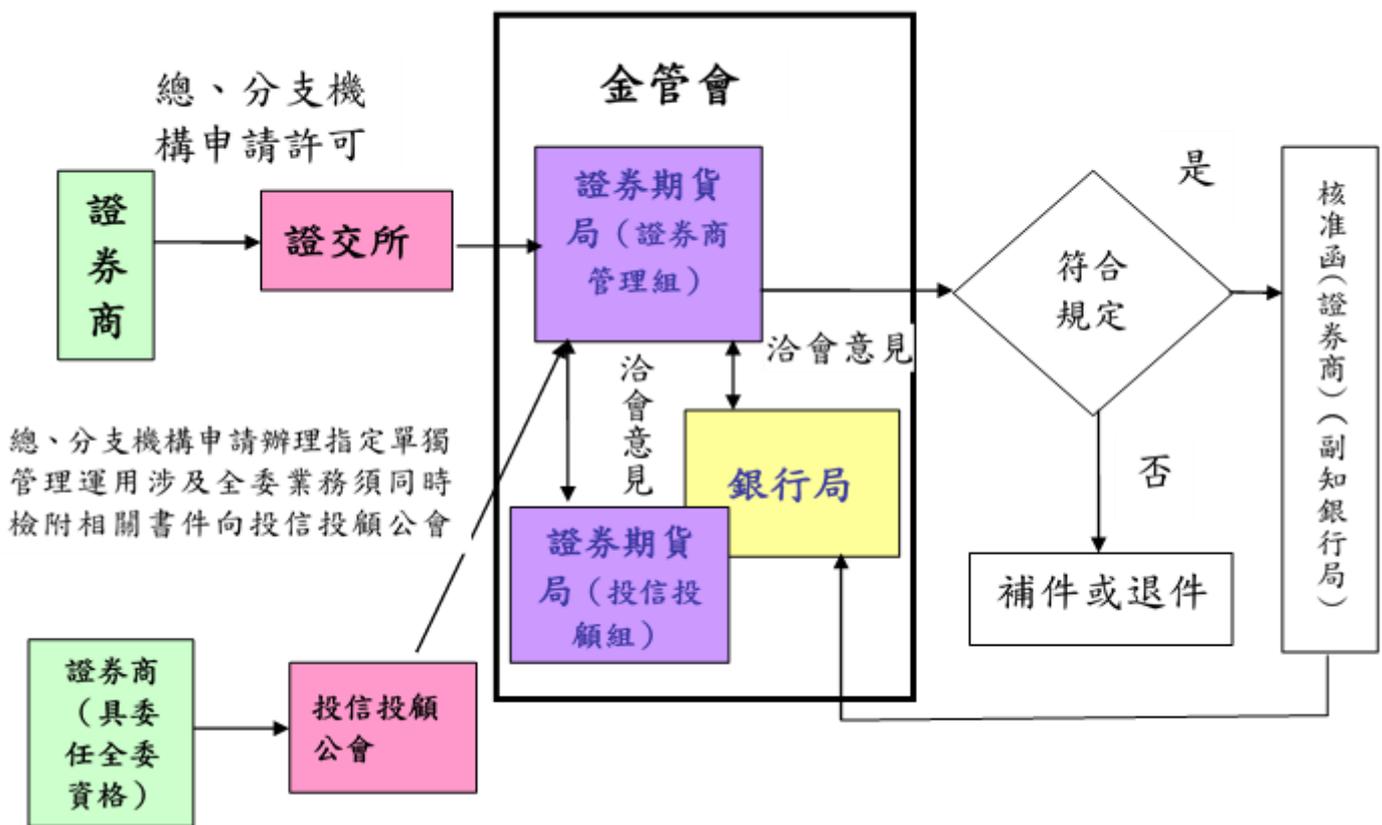
第二節 證券商兼營其他業務分析

一、財富管理業務分析

1991年1月依據證券交易法第44條第4項授權所訂定的「證券商受託買賣外國有價證券管理規則」，普遍被認為是證券商從事財富管理最早的足跡。但一直到2005年7月的「證券商辦理財富管理業務應注意事項」，證券商才被真正賦予辦理財富管理業務之資格。一路走來，證券商辦理財富管理業務可說是命運乖舛，由於沒有完整的配套服務，無法提供客戶單一性且全方位的服務，因此若與銀行辦理的財富管理業務相比較，即可得知，初期證券商的財富管理部分是相當不受重視的。因此真正有起色應該是於2009年9月金管會修訂「證券商辦理財富管理業務應注意事項」(下稱財富管理注意事項)，明訂證券商可以「信託」方式來經營財富管理業務，並允許證券商分支機構得向主管機關申請財富管理經營許可執照後，績效方有明顯起色。

根據中華民國證券商同業公會提供之資料，截至2015年5月，已核准辦理信託業務之證券商共18家⁴⁰，但因我國複雜的監理單位組織，造成審核時日通常曠日廢時(金管會下轄各局處)，且總公司及分公司必須分開申請，往往送件資料除隨年份增補財報外，基本上都是相同的資料，但卻因公文往返，曠日廢時，使早已蓄勢待發的證券商只能眼巴巴看著客戶流失。然而近期在證券商大力呼籲之下，金管會陸續開放各種對於證券商辦理財富管理業務之限制。最近幾次的財富管理事項修訂即是最好之例，分別於2013年12月30日修訂上開辦法第九點，開放受託買賣業務相關人員得兼辦財富管理(信託)業務，使證券商可運用既有的通路資源，大大增加其競爭力。緊接者於2014年8月修訂財富管理事項第四點，鬆綁證券商在承做財富管理一直受到限制的「指定集合」信託方式。最後就在近期也就是2015年1月21日，金管會針對財富管理事項第4點以行政命令降低券商承作財富管理業務所需之資本適足率，從本來之百分之兩百調降至百分之一百五十，逐漸消弭跨業經營間的不平衡問題。

⁴⁰ 資料來源：中華民國證券商同業公會網站。



資料來源：中華民國證券商同業公會網

圖 12 證券商以信託方式辦理財富管理業務之申請許可

觀察最新資料顯示，我國證券商辦理財富管理之表現，在西元 2014 年有大幅的成長，交付財管的信託財產從西元 2013 年之新臺幣 489 億元增加到 819 億元⁴¹，未來隨著證券商辦理金錢信託業務逐漸受到重視，未來商機將會無窮。綜上所述，金管會與證券業者對於財富管理限制鬆綁逐漸達成共識，惟就當前問題處理上，仍應有輕重緩急之分，本文認為以下問題將是未來證券商承做財富管理是否能夠追上銀行腳步之關鍵，必須優先提出與主管機關共商。

(一) 委託管理帳戶制度分析

面對高淨值客戶，財富管理業務最基本的功能必須是滿足「一次購足」之需求，準此，必須搭配完善的帳戶保管制度，以俾證券商開展財富管理業務。若能順利整合財富管理委託管理帳戶制度，對於證券商因為金融市場效率增加，可刺激交易量成長，手續費管理之收入也可轉

⁴¹ 資料來源：臺灣新快報，「證券業去年獲利大幅成長 35%」，王冠勳。

成管理費用，有利證券商收入增加。對於客戶來說，可有效降低交易時間、成本(消除個帳戶間轉帳之手續費)及過程，且資金集中後，方便管理增加使用效率，搭配財富管理人員之專業建議，可將資金運用的效益發揮到最大。本研究建議，為加強證券商辦理財富管理業務之競爭力，應採取委託帳戶管理制，包含證券帳戶和金錢帳戶，以及複委託的3個戶頭，只需透過一次簽約一次開戶即可辦妥，證業者再依合約為客戶採行分帳制即可，不僅可以簡化辦理之程序，更可以掌握客戶的資金流，交割款不必再流入銀行戶頭。

然而金錢帳戶在財富管理的脈絡之下，是否會違反證券商之本業，挑戰到銀行業的收受存款專屬業務，惟觀察證券交易法第60條第1項5款允許證業者辦理「現金管理帳戶」及「證業者辦理客戶委託保管及運用款項管理辦法」(下稱款項管理辦法)訂有其款項保管時間不得過十日，明顯係區分銀行業之收受存款業務。且按照款項管理辦法之立法目的，在於改善證券商無法掌握客戶金流以及交割款留置(Parking)的問題，但觀察其法源授權基礎，仍限於從事證券商本業所剩餘之交割結餘款，且明定限制僅得以該剩餘款投資低風險之金融商品(參款項管理辦法第11條)。而財富管理注意事項之授權條文為證券交易法第45條第1項但書，觀諸法意係指證券商經營「本業以外」所另設的規範，但兩者之本質卻相去不遠，財富管理著重中長期之資產配置，現金管理帳戶制度則是在短期流動之情況下至追求報酬，皆是為客戶追求資產配置之報酬制度，又從現金管理帳戶可知，證券商保有客戶之金錢流已不再是禁忌話題，若能將現金管理帳戶之制度與財富管理帳戶融為一體，不僅可滿足一次購足之需求，更可形塑出我國證券商成為投資銀行的雛形。

綜上，為打造證券商良好的財富管理業務之根基，必須快速建置委託管理帳戶制度，使客戶之錢、券與複委託(含綜合外幣存戶、複委託交割戶及證券戶)皆能在證券商的保管之下，配合分帳制，透過即時每日資訊更新，方便客戶查詢並針對趨勢做出最適當的方案，增加財富管理配置資產的靈活度，並彌補與銀行業辦理財富管理最弱勢的一環：「掌握金錢流」，向投資銀行看齊。

(二) 證券商外匯執照問題

在 OSU 業務上，所開放的主要是針對非新臺幣的外匯間業務，而因應 OSU 業務開放，修訂國際金融業務條例施行細則(以下稱本細則)

之業務主管機關所掌業務範圍（修正條文第三條）：配合「國際金融業務條例」新增國際證券業務之開放，定明業務主管機關，即中央銀行，所掌之業務範圍，修正後之主要職掌包括：

- (1) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司外幣與新台幣間交易及匯兌業務之核准。
- (2) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之金融、證券及保險業務檢查。
- (3) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之業務、財報狀況資料及年度報告書表之審核。
- (4) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之業務、業績、規模之統計、分析及報告。
- (5) 國際金融、證券及保險業務發展之研究事宜。
- (6) 與金管會洽商事宜之聯繫及配合。

換言之，明確區分中央銀行與金管會之權責範圍，本細則修正條文第二條則規定金管會負責：

- (1) 本條例、本細則、國際金融業務分行管理辦法、國際證券業務分公司管理辦法及國際保險業務分公司管理辦法之擬訂或訂定。
- (2) 國際金融、證券及保險業務相關法令之解釋及相關行政命令之發布或頒訂。
- (3) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司設立之特許。
- (4) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司經營業務項目之核准。
- (5) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之財務、業務及人員之監督、管理。
- (6) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之金融、證券及保險業務檢查。
- (7) 依本條例規定為處罰之處分。

而在「國際證券業務分公司管理辦法」(下稱本辦法)之修訂中，第八條為有關外幣拆款或融資之期限與總餘額及辦理外幣間買賣之規範重點說明如下：

- (1) **外幣拆款或融資之期限與總餘額**：為避免 OSU 辦理外幣拆款或融資影響其財務之健全，規定 OSU 辦理外幣拆款或融資之期限及總餘額應符合主管機關之規定。另配合中央銀行於西元 2013 年 11 月 18 日放寬證券商(DSU)辦理外幣借款及拆款額度，不以實際需求為前提，而改以證券商淨值加計外幣有價證券包銷餘額為計算基礎，以增加證券商辦理外幣證券相關業務資金調度之彈性，OSU 辦理外幣借款及拆款額度，應併入總公司計算，以便利業者實務控管，金管會並於西元 2013 年發布金管證券字第 10300032442 號函，針對外幣間拆借年限、計算範圍與額度訂定皆有詳細之規範。
- (2) **外幣間買賣之規範**：配合中央銀行於 102 年 12 月 26 日公布「證券業辦理外匯業務管理辦法」，開放符合一定條件之證券商(DSU)得辦理與證券業務相關之外幣間即期交易業務，爰明定 OSU 經主管機關核准者，亦得比照辦理；另 OSU 彙集不同客戶總額，代理客戶向銀行辦理外幣間買賣時，不得將不同客戶外幣之需求互抵(netting)後，向銀行辦理外幣間買賣。

另按證券商外幣風險上限管理要點第二點規定，證券商外幣風險部位(含衍生性金融商品)，不得超過最近期經會計師查核簽證之財務報告淨值之百分之十五，並不得超過美金五千萬元。而在 OSU 業務上，對證券商辦理離境證券業務之外匯交易需求，除屬金控集團下之銀行子公司可予支援外，對無金控集團支援之證券商，中央銀行另外邀集證券商及銀行業共同協商，採策略聯盟方式提供服務。但銀行業對證券商辦理銀行業專屬經營之外匯業務，亦持保留態度⁴²，顯見證券商辦理外匯業務阻力來自於既得利益者(銀行業)。因此，如何使銀行業態度軟化，將是央行放行證券商承作外匯業務的一大關鍵。

本文認為央行對於新臺幣對外匯之交易因考量匯率波動，牽動民生物資及其他國內進出口業務，短期放行使中央銀行顧慮相當大。但考量到財富管理業務上應以一站式服務為基礎，不應使客戶再透過銀行端

⁴² 資料來源：中央銀行全球資訊網新聞發布第 222 號。

兌換新臺幣藉以降低證券商作業成本與時間；放眼歐美先進資本市場，投資銀行具備結匯業務是最核心、常見的業務；若要使我國證券商更具競爭力，並能走出台灣參與證券商競爭亞洲盃，現行的《證券商辦理外匯業務管理辦法》、《外匯收支或交易申報辦法》須做相關的調整；首先，不論是新臺幣涉及外幣或是單單是外幣間的結匯業務，不應再限制於有實質交易的前提下，並且眼下須立即開放證券商承作新臺幣與外幣間結匯業務，避免客戶需另外透過銀行端開設外匯帳戶使證券商客戶流失。蓋因縱使在同一個金控體系底下，銀行端與證券商間，彼此仍是競爭關係，主管機關不得忽略此事實，一昧的以金控底下具備銀行可互通有無之藉口，繼續限制證券商承辦新臺幣結匯業務；抑有進者，客戶至銀行結匯，銀行是以零售概念結購結售，而證券商是以批發概念辦理結購結售。依一般估算，透過證券商結匯比透過銀行可有效降低客戶外幣兌換及外匯交易之買賣價差成本。以整體證券商前年度辦理代客戶辦理新臺幣結匯金額約為新臺幣 450 億元來估算，若證券商獲准辦理新臺幣結匯等外匯業務，三年後證券商每年結匯金額會提升 1,970 億元，開放證券商得辦理新臺幣結匯業務而可為投資人節省無謂之成本將達新臺幣 3 億元。再來，透過開放涉及新台幣匯率的衍生性及結構性金融商品，用以充實 DSU 與 OSU 業務多元性不足之弱勢，讓證券商辦理涉及外匯結構型商品，而相關配套一併做修正，使證券商往歐美投資銀行的規格看齊。

承上，開放證券商辦理台幣結匯業務，可帶來的預期效益包括證券商如能成為銀行間外匯市場會員，因增加證券商此一角色之市場參與者，引進不同風險偏好之需求，與銀行進行外匯交易部位之拋補，增加市場規模與流動性，完善外匯市場價格發現、風險規避和資源配置之功能，創造外匯市場共存共榮之局面。

(三) OSU 業務下的財富管理與專業投資人

近日政府推動之經濟示範區各領域中，主管機關金管會提出「虛擬概念、法規鬆綁、全區開放、人財兩留」之原則，以虛擬概念，使該經濟示範區雖在境內，但享受如境外之優惠待遇。藉由針對金融產業管制之放鬆，以國際金融分行(OBU)與國際證券業務分公司(OSU)為基石，透過開放國際業務，承作許多原本未放行的金融商品，更使財富管理業務成為各家證券商的兵家必爭之地。其申請程序係由金管會接受申請文件後，會同中央銀行審核。證券商經審核同意後，由金管會

核發 OSU 設立許可證，並由中央銀行發給核准辦理國際證券業務證書。

另外，按照「國際證券業務分公司管理辦法」(以下簡稱本辦法)本辦法依業務從寬及財務從嚴之精神，在財務面部分，國際證券業務分公司內部控制、財務比率及自有資本適足比率等併入其總公司控管，以健全其經營；在業務面部分，賦予其業務彈性，比照國際市場交易實務及慣例，以俾提昇其國際競爭力，另基於投資人保護，規定國際證券業務分公司除境外客戶外，境內客戶僅限專業投資人(參本辦法第 10 條)。

限制鬆綁固然立意良善，也著實朝打造金融中心邁進一大步，但這一大步之後，卻還有很多問題須待解決，方能迎頭趕上如香港、新加坡亞洲離岸財富管理重鎮。首先面臨的問題即是專業投資人(PI)與外國人在 OSU 平台下所得承購之金融商品有限，從整體規範體系可知，主管機關有意改採負面表列之方式，但心態上仍過於保守，例如本辦法第 12 條規定：「國際證券業務分公司辦理外幣衍生性金融商品業務，應事先評估其風險及效益，並訂定相關經營策略及作業準則，向金管會申請。**(第一項)**國際證券業務分公司經核准辦理外幣衍生性金融商品業務後，對於個別外幣衍生性金融商品之辦理，除經主管機關核准者外，計價幣別不得為新臺幣，連結標的不得為新臺幣匯率、新臺幣利率指標或新臺幣計價商品，且投資標的組合內容亦不得涉及新臺幣計價商品。**(第二項)**」，對於部分金融商品，例如上開涉及新臺幣計價，或是標的是連結國內證券、利率、匯率的相關產品，因涉及我國央行之外匯管制，採取主動式亦即申報制，無法完全跳脫舊有的監管思維，對於證券商於 OSU 平台辦理財富管理之業務，無疑是一大阻礙。

因此境內之專業投資法人或自然人在 OSU 可購買之金融商品和 DSU 並沒有太大的差異，在產品缺乏特色的情況下，難以提供從 DSU 轉換到 OSU 之誘因。因此本研究認為，開放境外未核備的基金及境外債券，使金融商品與 DSU 做出市場區隔，將可吸引部分資金進駐 OSU 平台，使可承作的金融商品具有特色，用以和 DSU 做區隔，另外顧慮到央行的擔憂之下，在未涉及新臺幣匯率之交易，由於對於國內金融相對穩定，主管機關可考慮簡化甚至免除申報，增加 OSU 拓展業務靈活度，亦可變相鼓勵證券商積極開發創新金融商品。

另外為有效吸引國內 PI 法人、自然人甚至是外國人，稅制改革也是須列為改革重點之一，許多海外資金寧願把資金轉入香港、新加坡，就是因為那邊對於利息所得不課稅，因此國內欠缺稅制的配套措施，且國內對於資金來源及用途限制嚴格，本文認為若短時間對於利息所得課稅無法完全減免，亦應朝向於特定時間內，鼓勵資金回流至 OSU，並給予租稅減免之優惠，方能吸引海外資金回台。

而我國專業投資人認定上，自然人必須具備總資產新臺幣 3000 萬元的財力證明或單筆投資新臺幣 300 萬元（等值外幣）且同一家銀行存款往來或投資總資產達新臺幣 1500 萬元，並出具新臺幣 3000 萬元財力聲明書。許多業者擔憂國人有錢財不露白的習慣，對於出具鉅額之資力證明恐有客戶會有所顧慮，屆時提高 PI 資格將導致客戶數量縮減，縱使開放可承作之金融商品變多，業務量將不會有太多的成長⁴³；另有不同意見認為，PI 門檻，且主管機關的態度似乎將 PI 門檻提高與金融商品多元化兩事混為一談，本文認為兩者應分別討論，慣有思維認為若 PI 資格提高，對於其保護程度即可放鬆，將可放心開放更多金融商品，然 PI 僅為專業投資人最低門檻，對於實際資產及風險承受能力僅做為參考之一，且未開放之金融商品，未必皆係風險更高之產品，例如未核定之境外基金，國外主管機關之審核未必遜於我國。

綜上所述，本文認為在 OSU 平台的監理態度，應該放在產品銷售過程中是否適當的揭露風險資訊，監理承辦金融商品並非重點，蓋因若以專業投資人為開放對象，應可合理期待其所承受之風險能力較高，且購買金融商品之動機本係具有風險槓桿之色彩，故主管機關若有意推行 OSU 下的金融業務，即應將上述幾點列為下波開放之方向。

二、 證券商兼營其他業務之契機

（一）直接投資業務開拓

國際上具規模的投資銀行均有直接投資部門，不論是以事業部或是控股子公司之形式存在，直接投資業務都是這些投資銀行不可或缺業務之一。相較於證券商的自營業務，直接投資大多數定位於針對未上市公司，以自有資金進行股權投資，證券商可仰賴本身的強大研究優勢，發覺擁有良好潛力的未上市公司；尤其在臺灣中小企業林立的狀況下，

⁴³ 資料來源：蘋果日報，轉業投資人門檻擬調高，2014 年 8 月 7 日。

往往缺少資金進行產業升級，但未來潛力往往不可小覷，若證券商可拓展直接投資業務，將傳統資產管理業務的觸角進行延伸，透過參與經營，並透過現有通路上的客戶，幫高端客戶投資有上市潛力的企業，輔以大型綜合證券商的承銷部門，協助順利上市上櫃，獲取利潤。

依照我國目前直接投資業務之限制，可參照民國 93 年財政部證券暨期貨管理委員會台財證二字第 0930001696 號規定，其修正綜合證券商以自有資金投資創業投資事業之相關規範，限制證券商持有創業投資事業之股份，不得逾越該創業投資事業已發行股份之百分之二十五，且證券商之負責人及其受雇人員不得兼任所投事業之經理人。準此，未來若主管機關有意放行，使證券商健全直接投資業務，應針對證券人員兼任做鬆綁，使證券商之研究團隊可參與團隊經營，順利扶植潛力公司進行產業升級或是產業再造等有利方向成長，並搭配證券商之資產管理業務，引進證券商本有通路上的高端客戶投資有上市潛力的企業，除可使證券業擴大其投資範圍，亦可透過類似的扶植方式，將優良企業留在國內上市上櫃，避免流失至海外募資，更可有利我國就業環境及人口之改善，一舉數得，值得我國主管機關審慎考量。

（二）投顧投信業務發展

近期中國大陸所推出的新「國九條」政策，針對金融改革的重大重點就是交叉持牌的准許，顯見開放金融機構兼營並承作多元化金融商品已是國際趨勢，而證券商長久以來向主關機關要求開放投信業務，利用現有通路，不需再透過銀行來賣基金，可有利證券商整合其手上現有的通路，開拓投信市場，但自 2004 年開始討論到現在，當初主管機關已涉及各方利益調配及修法等理由⁴⁴，表示短時間不會開放，然經過十年，金融機構開放兼營增加競爭力已是各國的改革重點，我國亦不能落人於後，或許對於一步到位之變革過於猛烈，主管機關可考慮針對完整的投顧投信業務，先行開放非投顧投信業者的核心業務（相較於共同基金及待客操作），也就是私募基金，讓證券商兼營，逐步朝兼營及投資銀行的腳步邁進。

目前阻礙證券商兼營投信業務之法規為「證券投資信託事業設置標準」之第三章中，對於信託業、證券投資顧問事業、期貨信託事業及期貨經理事業皆有設置專節規範，但獨漏證券商兼營並未有專節規範，導

⁴⁴ 大紀元，證期會：私募基金等投信投顧法 立法後才開放，2004 年 2 月 16 日。

致法規中並無其兼營設置之依據。但詭異的是根據其母法「證券投資信託及顧問法」第 66 條第 3 項，已明文承認在主管機關的許可下，證券商得兼營證券投資信託業務⁴⁵，且另外根據「證券投資信託事業設置標準」第 23 條，使證券業不得迂迴的透過兼營投顧後再轉而兼營投信業務，形成母法允許，但下設子法卻無相關規定可供依循的弔詭情形。

因此本文建議，在證券商財富管理業務已開放「指定集合」之信託方式，可一併考慮鬆綁證券商辦理發行私募基金之業務，蓋因相較於金錢信託之指定集合，私募證券投資信託基金採取負面表列之方式(參證券投資信託基金管理辦法第 54 條)，且私募基金可操作的業務範圍較信託資金指定集合管理運用來的廣，加上證券商手上握有的高端客戶群，可挽救逐年萎縮之私募基金市場⁴⁶，有利我國私募基金市場的拓展。另外更應結合證券商開拓之財富管理業務，一併針對「證券商辦理財富管理業務應注意事項」作修訂，增加私募基金作為財富管理業務可提供之服務，達到活絡私募基金市場的功效。

三、 小結

為健壯國內證券商財富管理業務，必須積極推動委託管理帳戶制，使證券商可掌握客戶的金流，靈活運用信託資金，不再透過銀行端處理金流。涉及新臺幣外匯直執照開放因涉及各方利益角力，短時間恐怕無法放行，然而，在 OSU 所承作之金融商品若係不涉及新臺幣，應取消金融商品應經主管機關申請之規定(國際證券業務分公司管理辦法第 12 條參照)，朝向實質上的負面表列之監管模式。最後，主管機關害怕類似金融海嘯或雷曼兄弟之情事再次發生，因此始終認為 PI 的門檻提高與開放金融商品呈現正相關，然而本文認為，兩者並非必然相關，蓋因風險承擔因交由客戶自行決定，主管機關必須要做的是要求業者正確的揭露風險，交由客戶判斷。

過往的金融版圖，銀行承作所有關於儲蓄、放款、賺取利率等相關業務，保險業則是對於各類保單進行開發，證券商則是依據證券交易法第 15、16 條承作承銷、經紀與自營業務，中間的區隔靠的就是主管機關透過法律以及一則則的函令解釋，形成壁壘分明的三分天下，而

⁴⁵證券投資信託及顧問法第 66 條第 3 項：「證券商、期貨信託事業、期貨顧問事業、期貨經理事業或其他相關事業取得主管機關許可者，得兼營證券投資信託事業及證券投資顧問事業。」

⁴⁶ 參投顧投信公會網站統計。

銀行業務起源較早，相對之下證券商的舞台一直受到壓縮。在中國大陸國務院近期推出的新「九國」計畫中，可以看出中國大陸的監管思維將會有大幅度的轉變，反觀我國始終上演著宛如老鷹抓小雞的遊戲，主管機關一直扮演母雞的角色，與其一直施行保護者的角色，不如鼓勵競爭。從過往經驗可得知，開放兼業情況下，會引來更多競爭者，各家廠商為了避免成為消失在市場上的一方，將可刺激各家廠商開發新產品、拓展海外業務與形成異業聯盟，為的就是提升獲利能力(競爭力)，如此亦可使證券商逐步轉型成為投資銀行，參與國際競爭舞台，因此中國大陸方面的金融業兼營業務(交叉持牌)開放，臺灣主管機關及各家業者應予以高度關注。

第三節 證券業面臨之總體環境分析

一、國內互聯網業務開放探討

(一)證券商行業現況

1. 國內證券商應對金融 3.0 普遍僅限業務行動網路化的執行

2014 年 6 月，金管會主委曾銘宗宣布啟動國內金融業 3.0 數位發展計畫，真正引發金融業者對金融 3.0 議題的興趣。由於網路化、行動化及社群化的驅動下，客戶對金融服務選擇的權利明顯提高，對於金融「功能」的重視大於實體營業據點，也因此舉凡 Google、Paypal、支付寶、電信營運商、手機製造商及零售連鎖業皆有可能涉足此服務，客戶不會只單獨使用特定機構的特定產品，而會在各種面向與機構有互動的機會。

在此浪潮之下，客戶將可在虛擬通路上完成所有證券交易業務，傳統證券商分公司使用率可能因而大幅下滑，且因智慧型手機、平板電腦及無線網路的普及帶動行動下單的需求，可預期以分公司佈點為基礎的證券業將面臨的重大衝擊。證券業是在推動金融 3.0 初期被認為數位化、網路化程度相對高的金融業，因此在初步規劃中先將「持續提升網路下單比重」列為第一階段目標。國內證券商亦持續強化相關軟體功能性，像是港股、美股延遲報價資訊；優化複委託下單操作規劃；強化交割銀行帳戶外幣餘額查詢功能等。

2. 網路金融趨勢來襲，證券商環境應有結構性改革

2012 年年底 Brett King 正式提出了 Bank 3.0 的概念，說明因為行動裝置、社群網站及大數據應用的成熟，客戶期望金融機構能提供比以往更為便利、貼心的服務。根據臺灣國家發展委員會 2015 年初發布之「網路金融 - 行動計劃初稿」⁴⁷可見，政府方面的行動方案主軸即以相似概念，將其推展至不同金融機構，期望推出金融 3.0(金融第三代革命)。

互聯網金融為金融業整體正在轉變金融業的營運趨勢，然而，臺灣採取的漸進式推動，使得互聯網在金融應用上還未完全脫離將互聯網視

⁴⁷ 資料來源: 2015 年 3 月，「網路金融 - 行動計劃初稿」，國家發展委員會

為便民加分工具的思維，協力廠商第三方支付基礎建設(法規)仍舊匍匐而行⁴⁸；對比於臺灣，中國大陸之互聯網金融發展得如火如荼早以無暇搭理臺灣。

由 2014 年中國人民大學出版「互聯網金融」一書，理論及實務兼顧，將互聯網金融主要子題及監管經驗集結為一系統，以及 2015 年 3 月中國證券業協會向境內所有證券商發布通知⁴⁹，要求在 2015 年 5 月 31 日前報送各自互聯網證券業務開展規劃，可見其發展迅速及深具雄心。

對於證券商來說，互聯網金融的發展非但只是表層交易形式的改變，而是以破壞式的方式，改變證券商的角色及證券業的產業結構，至少將在以下三點進行改變：

- (1) 與 Bank 3.0 具相同概念，客戶於下單及申請服務時，期望證券商能提供便利、貼近需求的客製化服務；
- (2) 由於網路降低了資訊不對稱及交易成本，證券商仲介的角色受資金媒合平台侵蝕，如 P2P 網路貸款及群眾募資；
- (3) 網路交換經濟衍生出的「跨界」的類金融商品，將來會大量出現⁵⁰。

由於第 1 點金管會大致已在推動，第 3 點則尚未出現較顯著案例，本文擬從第 2 點之 P2P 網路業務及群眾募資的發展對臺灣證券產業可能的影響談起。

3. P2P 與群眾募資是結構性的猛藥，須審慎應對，卻勢在必行

P2P 與群眾籌資是互補的線上籌資管道⁵¹，分別透過債權及股權(或類股權)的網路媒合，以靈活、開放、便捷的優勢打破了傳統金融運營模式，促進個人消費及社會創新想法的嘗試與實現。此種金融結構性的改變是促進產業創新的活力來源。證券商產業是直接金融的代表，對此二發展不可等閒視之。

⁴⁸ 資料來源:「協力廠商支付面臨 4 大挑戰! 詹宏志: 臺灣將與支付創意無緣」

⁴⁹ 資料來源:「券商互聯網證券業務規劃瞄準 P2P」, 2015/04/01, 中國證券日報

⁵⁰ 資料來源: P.317, 「網路金融」, 2015 年, 風格司藝術創作坊

⁵¹ 資料來源:「P2P 網貸與眾籌的區別」, 2015/05/05, 網貸大家

所謂「P2P 個人信貸(Peer to Peer)」，是一種互聯網金融媒合服務，提供出借人（投資者）與借款人（融資者）雙方的小額融資，由於借貸雙方並不認識，又稱為陌生人借貸。又稱陌生人融資，其最基礎的借貸架構流程為：為借款人透過平台發布借款訊息→資金提供者參與投標→借款人借款成功→借款人獲得借款，主要可幫助個人及中小微企業解決融資需求，同時也為廣大投資人提供便捷的投資理財服務。中國國務院發展研究中心金融研究所所長張承惠就曾在2014年提及⁵²，P2P 是真正的金融創新，2008年國際金融危機期間，美國的銀行普遍收縮信貸，但是P2P平台向小微企業和個人提供了超過15億美元的融資。雖然總量不大，但是對於小微企業來說卻是雪中送炭。

「群眾募資」則是指網際網路上的股權和類股權融資。對生產者來講，他們在實際投入資金前就事先取得潛在消費者金錢的支持，同時達到了產品可行性檢驗及資金融通的目的，生產者可通過此管道在市場試水溫，並據此調整產品設計及價格。透過網路上的平台連結起贊助者與提案者，群眾募資可支援包括災害重建、民間記者、競選活動、創業募資、藝術創作、自由軟體、設計發明、科學研究以及公共專案等各種活動，著名案例如美國的Kickstarter、Indigogo，臺灣的FlyingV、群募貝果、嘖嘖、創夢群募平台、HereO等均屬群眾募資平台。

(二)P2P 業務介紹

1. P2P 借貸發展與基本特性

自2005年起，以Zopa、Prosper、Lending Club為代表的P2P貸款服務平台在歐美興起，並逐漸推展至世界各地，該模式被廣泛的複製並持續的變革發展。隨著網路技術及大數據（big data）分析技術的發展，相關模式的創新亦引人注目，如Lending Club嘗試透過Facebook等社群網路來尋找投資者、借貸者甚至是藉由社群網站進行信用審核，Kiva更以公益為目的，專為貧窮階級提供小額借貸管道，吸引投資者用低息或無息的方式貸款給貧困的家庭，協助改善他們的生活。⁵³

歸結來看，P2P 個人信貸有四大特性：第一、參與者廣泛及複雜性；第二、靈活且高效能的交易方式；第三、高風險性與高收益性；第四、

⁵² 資料來源：「P2P 的國際比較與監管」，2014/07/20，中國金融四十人論壇

⁵³ 資料來源：「P2P 貸款服務平台法律問題初探」，2014年2月，簡榮宗律師

高度運用網路技術。

2. P2P 借貸發展迅速，臺灣需蓄勢待發

臺灣金管會在 2014 年尚以中國 P2P 業務並非正式金融機構且為境外單位，投資人無法受到保障為由，呼籲國人不要投資。然而隨時間推至 2015 年 3 月，金管會主委曾銘宗則表示將針對 P2P 業務的風險性、投資人的保障及對銀行業的衝擊進行通盤性的研究。當時大陸經營 P2P 的網路平台高達 1496 家，1 年資金流量高達兩千億人民幣，但 2014 年有兩百多個 P2P 平台爆出詐騙糾紛，民眾借錢出去後拿不回來，因此金管會對 P2P 開發持保留態度，請銀行局研究開放 P2P 市場的可行性，於 6 月底提出報告。於同年 6 月，金管會報告⁵⁴指出因臺灣消費金融業務發達，對 P2P 需求不大，且因大陸經驗風險甚大，故暫不開放 P2P 經營。一個月後，金管會主委表示⁵⁵P2P 是金融民主化⁵⁶很重要的特徵，但臺灣對投資風險自負的概念尚未成形，故雖然 P2P 的法規、技術問題都不大，但還需靜待適合開放的時機。

3. P2P 業務不僅是消費金融業務的取代，更是個人理念的實現

美國房貸公司 American Homeowner Preservation LLC 之創辦人 Jorge Newbery 在 2015 年 4 月就表示 P2P 不但不會死去，還會持續增長。一改⁵⁷他先前看衰 P2P 的看法。原因是 P2P 業務不僅是對消費者金融業務的取代，還是一種個人理念的實現。舉例來說，在美國最大 P2P 網站 Lending Club 透過建立個人資訊揭露的方式，促進投資者對借款者的認識，包含照片、職業、借款用途等等。投資者可能因為非常認同借款者需要資金的目的而出借資金，不顧他其餘的信用評級；亦可能因為同是建築師，對彼此的生活型態有認同而建立資金關係；甚或只是因為照片上有一隻黃金獵犬，寵物愛好者得以彼此聯繫。

以上例子皆揭露一個重要事實：當投資者願意為自己理想的事物投入時，實質上的財務數字反而變成次要的考量選項。雖然臺灣人民對風險自負的風氣尚未成形，P2P 個人借貸的重要性卻遠比單純借貸來得深遠。由於 P2P 業務牽涉證券發行，在概念上其實是傳統銀行業與證

⁵⁴ 資料來源：「純網銀及 P2P 暫不開放」，2015/06/02，蘋果日報

⁵⁵ 資料來源：「曾銘宗：研議 P2P 促金融民主化」，2015/7/16，聯合財經網

⁵⁶ 意指沒辦法使用金融服務者，可透過行動裝置，與願意提供資金的人接觸。

⁵⁷ 資料來源：「P2P Lending Is Not Dead」，2015/04/09，HuffingtonPost

券業之融合。證券業當靜待時機，對此市場及早布局。

4. 中國 P2P 業務方興未艾

中國金融四十人論壇在 2015 年 3 月提出一份名為「P2P 金融去泡沫的季節即將開始」的報告，指出了中國 P2P 產業的風險性：

- (1) 融資者資訊不透明使 P2P 網貸融資的擔保費、平台費等非利息費用居高不下，大幅推高了 P2P 融資者的實際融資成本。
- (2) 在目前的利率水準下，P2P 網貸平台的商業模式不可持續。
- (3) 長期來看，能否在風險控管、定價方面形成差異化競爭優勢，將成為網貸平台生存和發展的根基。因此，資產端向垂直細分領域下沉將成為趨勢。

報告中並整理了目前 2014 年主要 P2P 網貸平台，將之區分為銀行系、上市公司系及證券商系等三大類。

表 1：部分銀行系、上市公司系、券商系 P2P 網貸平台梳理³

銀行系		上市公司系		券商系	
平台名稱	涉及銀行	平台名稱	涉及公司	平台名稱	涉及券商
陸金所	平安銀行	好又貸	勤上光電	投哪網	廣發信得
民生易貸	民生銀行	前海理想金融	凱恩股份等		
e 融 e 貸	蘭州銀行	騰邦創投	騰邦國際		
小企業 e 家	招商銀行	搜易貸	搜狐		
金開貸	國開行(陝西)	招財寶	阿里(小微金融)		
小馬 Bank	包商銀行	房金所	新浪、宜居中國		
齊樂融融 E 平台	齊魯銀行	鳳凰網	鳳凰衛視		
融 e 信	江蘇銀行	中瑞財富	瑞通貿		
白領融	寧波銀行	銀湖網	熊貓科技		
		友金所	用友軟件		
		鵬鼎創盈	沃爾核材等		
		黃河金融	萬好萬家		

數據來源：網貸之家及平台網站，國泰君安證券研究

圖 13 中國銀行、上市公司、證券商 P2P 網貸平台整理

2014-2015 各月網貸成交量

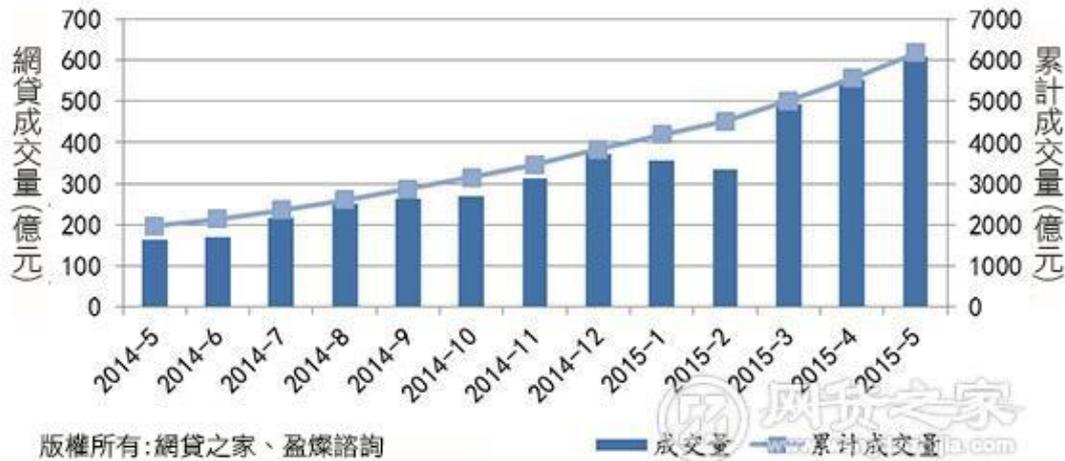


圖 14 2014 - 2015 各月網貸成交量

由網貸之家聯合盈燦諮詢 2015 年 6 月發布的「中國 P2P 網貸行業 2015 年 5 月月報」⁵⁸中可得知，2015 年 5 月底正常運營平台 1946 家，網貸行業歷史累計成交量已突破人民幣 6000 億元；貸款餘額則已增至人民幣 1932.14 億元，較 4 月增加 9.93%，是去年同期的 4.5 倍；問題平台方面，5 月共出現 59 家，問題平台發生率為 2.94%，較上月（2.78%）有所增加。截止 2015 年 5 月底，中國累計問題平台達到 661 家。

由上我們可以看見，行業處於無門檻、無監管、無標準的狀態，但 P2P 網貸平台的存在和迅速發展，說明其具有存在價值。近來監管法規正逐漸成形，未來優勝劣汰必將加速，將“渾水摸魚”的平台清理出去，而留下規範合法營運的平台。

以下將討論證券商在中國如何應用 P2P 平台發展業務：

5. 中國證券商積極應用互聯網金融趨勢，P2P 業務正在起飛

在 2015 年 3 月，中國證券業於 2015 年 3 月向境內所有券商發布通知，要求在同年 5 月 31 日前報送各自互聯網證券業務開展規劃，因而中國各大證券商互聯網金融部或電子商務部紛紛擬定互聯網證券規劃。

⁵⁸ 資料來源：6 組數字讀懂國內 P2P 網貸行業的 5 月，2015/06/02，中商情報網。

中證協在通知中還提到，已開展互聯網證券業務試點的證券公司，應當在原有業務試點基礎上，圍繞互聯網經紀、互聯網投資諮詢、互聯網金融產品銷售、互聯網資產管理、互聯網眾籌、互聯網 P2P 融資等進行進一步規劃。

表 22 2015 年中國券商 P2P 業務發展計畫案例⁵⁹

證券商與發展定位	發展與未來規劃
<p>財通證券</p> <p>搭建平台為其他部門提供支援→轉型業務方向，直接獲取效益，實現客戶引流</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 第一，通過發行優質理財產品，以及與其他互聯網公司和炒股軟件建立合作，加大推廣力度，擴容客戶量，把客戶量作為互聯網證券的發展基礎； ➤ 其次，電商部門與資管、固定收益和場外市場部等部門配合，細分客戶市場進行產品開發； ➤ 第三，電商部門會將電商平台對接 OTC、資管、基金和私募債等產品，以 P2P 的模式對客戶發售。
<p>方正證券</p> <p>以方正證券董事長雷傑所提出的互聯網券商的 1.0、2.0 和 3.0 版作為框架(2014 年 11 月提出)</p>	<p>互聯網證券商發展步驟：</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ 1.0 版本應該是導流，注重流量的開發和導入； ➤ 2.0 版本是開發爆品(註：爆紅產品)，以低投資門檻、高收益率、滿足每個投資者需求的理財產品引發客戶流，最終實現自動導流； ➤ 3.0 版本是 P2P，證券商的 P2P 業務可以從證券質押入手，以點對點的方式為客戶提供融資服務。
<p>長城證券</p> <p>P2P 是互聯網證券規劃中不可少的一環，未來還會尋找可行的模式開展 P2P 業務</p>	<p>已打通了一戶通及嘗試了抵押貸款的 P2P 發售，後續會在 P2P 和股權眾籌方面佈局。</p>
<p>同信證券</p> <p>搭建平台為其他部門提供支援→轉型業務方向，直接獲取效益，實現客戶引流</p>	<p>2014 年為擴大融資業務，引入合作的 P2P 公司—贏眾通，為同信證券的客戶提供融資，由眾安保險全額承保，保障本息到期兌付，號稱「有保險的互聯網金融 P2P 網貸平台」。</p>

⁵⁹ 資料來源：「券商互聯網證券業務規劃瞄準 P2P 以網絡理財服務應對混合經營」，2015/04/01，中國證券日報

西南證券 ⁶⁰	2015 年自建 P2P 平台，以人民幣 1000 萬元為開發費用，交由杭州融都科技有限公司外包開發，
通過另類投資子公司切入 P2P 貸款業務，迴避銀監會監管，為投資者和信貸企業提供仲介	專為中小企業及個人客戶提供投融資服務，投資者只需在平台上通過實名認證和綁定銀行卡即可投資。

由以上案例發展走向可得知，中國證券商的基本思路都是引流、一戶通、P2P 和眾籌三步驟。證券商牌照放開已是大勢所趨，銀行業和保險業一旦取得證券商牌照，財富管理方面將擁有足夠的優勢，未來證券商的處境將會非常艱難，因此中國證券商趁銀行業互聯網化動力不足，積極發展 P2P 和眾籌業務，加大產品開發和設計，爭取 80、90 後群體在證券商平台進行理財，最終實現客戶群體與銀行業相互區隔。證券商切入 P2P 業務勢在必行，但需要：

- (1) 清楚明確的法規，以避免行業惡性競爭。
- (2) 要求融資主體的資訊數據揭露，降低綜合融資成本
- (3) 風險控管、定價方面為 P2P 核心能力，應計畫性培育人才

(三) 群眾募資介紹

1. 群眾募資發展與基本特性

群眾募資根據其籌集的目的和回報方式，可分為商品眾籌和股權眾籌兩大類。據國際證券管理機構組織(IOSCO)統計，2013 年全球股權籌資金額是 2 億美元，但到了 2014 年，光是英國就募得了 1.3 億美元，是 2013 年的 3 倍。美國最大群眾籌資平台 Kickstarter 2014 年的募資總額就突破 10 億美元，成為全球最大的創意夢想家推手。美國亦於 2012 年 4 月通過 JOBS 法案，正式開放網路平台進行股權式群眾募資。

2. 群眾募資在臺灣發展 - 讓臺灣從交易島邁向創新島

臺灣從 2012 年就有「嘖嘖」、「FlyingV」等群眾募資平台的成立，104 人力銀行、聯合報系、遊戲橘子等則於 2014 年加入開設平台；而櫃買中心於 2014 年籌設「創櫃版」，輔導經營狀況良好的微型企業透過網路進行股權式籌資，但實務上為確保成功，「創櫃版」審核案件相

⁶⁰ 資料來源：「中小券商熱衷自建 P2P 平台 爆品模式為導流做鋪墊」，2015/04/01，中國經濟網

對嚴格。為使更多募資者與初早期創投、天使投資人連結，金管會研議開放「民間設立股權群募平台」(下稱股權式募資平台)，並已將草擬的法規草案，置於 vTaiwan.tw 平台討論。針對草案討論的共識為目前的管理辦法對平台、投資人及募資者三方皆限制過嚴，無法真正發揮效果 3 月 24 日透過 LIVEhouse.in 進行諮詢會議線上直播，討論股權式群眾募資平台的問題，金管會於 4 月即推出新版，放寬募資金額及投資金額限額(此處是非專業投資人限額，專業投資人則無上限。)⁶¹⁶²。

股權式群眾募資平台新舊版比較		
項目	原規劃	新版
募資金額	一個會計年度內，所有平台籌資不超過1,000萬元	放寬至1,500萬元
投資金額	單一募資案限額3萬元	提高到5萬元
	每一平台一年投資總額6萬元	提高到10萬元
資料來源：採訪整理		林安妮 / 製表

圖 15 股權式群眾募資平台新舊版比較

2015 年 6 月，元富證券取得金管會核准經營股權式群眾募資業務許可，為國內首家取得該業務許可之證券商，⁶³期許透過經營股權式群眾募資平台，讓新創及小型企業能夠被投資大眾看見，協助小型企業發展茁壯，並盡保護投資人職責，積極宣導及進行風險預告外，也將發揮在資本市場的專業及透過適當的盡職調查程序，為投資大眾尋找優質且具潛力的小型企業，同時也能貢獻公司獲利，並帶來未來承銷及股務代理業務案源。

3. 應引入「快速合投」服務，形成創業生態圈

金管會從善如流、速將募資金額及投資金額等標準放寬的做法值得肯定。然而創業圈當初回饋的重點之一：「沒有天使投資者」這個問題卻似乎尚未見到解決方法。

⁶¹ 資料來源：「群募平台 限額升至 1,500 萬」，2015/04/20，中時電子報

⁶² 資料來源：「股權式群募平台 再開善門」，2015/04/24，經濟日報

⁶³ 資料來源：「元富證拔得頭籌 開展股權式群眾募資業務」，2015/06/02，中時電子報。

新創公司需要的不僅是錢，而是「聰明的錢」(Smart money)⁶⁴，也就是有資源、能為公司帶來附加效益的錢。創業家 iiiiNNO 共同創辦人郭展榮指出：「如果機制中沒有加入天使投資者和初早期創投的角色，等於在騙一般投資者的錢。」臺灣不缺資金，缺的是天使投資。對於金字塔頂端的優秀創業家和投資人來說，手上有深度豐沛人脈，可以找到彼此，但對於中間階層來說，就需要線上媒合平台，提供大量透明可靠的訊息，促成雙方達成投資交易，補足自己人脈的不足。

中國知名群眾募資平台「天使匯」，扮演天使投資人與創業家的「紅娘」的角色，幫投資人與創業者找合適對象，是中國最大線上天使投資媒合平台。其最著名的就是其「線上快速投合」服務，基本概念就是「讓對該領域有豐富投資經驗的人當『領投人』，而有興趣的人則是當『跟投人』，藉此發揮團結力量。」⁶⁵

由於初早期、種子輪募資平台的角色是媒合創業者和天使投資人，若能由政府招募有經驗和有聲譽的投資者，亦即由知名天使投資者領投，將能讓一般投資人放心跟投，資金充沛且降低投資風險，是讓創業者能夠拿到聰明資金同時也能提高投資人保護，一舉數得的方法。

(四)小結

臺灣的金融環境近兩年在政府的帶領之下已有顯著改善，然而面對世界互聯網金融趨勢加速，改善速度絕不嫌快。證券商由此塊業務切入，將是扶植臺灣成為創業島的一塊重要基石。未來若能因此催生微型企業創意順利發展，為臺灣產業注入革新的活力，臺灣經濟環境必能更添一分動能，證券業的繁景也指日可待。

二、海外所得納入最低稅負制可能是限制資金駐足海外關鍵

臺灣欲發展為國際財富管理中心，最關鍵的應是對世界各地投資者的友善程度。唯有各地投資者願意將臺灣視為得以安全駐紮資金之處，與之相關的行業方有可能應運而起。臺灣在政體上的先天限制使其財金政策有其難以施展之處。然而，在種種限制中，2010 年起將海外

⁶⁴ 資料來源：「股權式群募平台立意良好，但金管會你解決了誰的問題？」，2015/02/09，數位時代網

⁶⁵ 資料來源：「線上媒合平台：天使匯 五次失敗經驗激勵，31 歲創業家當起牽線紅娘」，2013 年 9 月，數位時代。

所得納入最低稅負制之做法，可能是臺灣邁向資金管理中心的障礙之一。

對投資人來說，追求較高的報酬率相對較低的風險是其天性，當臺灣股市動能相對停滯時，朝向國外尋求較佳標的乃一自然行為。此制度規定同一申報戶全年海外所得（包含香港及澳門地區所得）達新台幣 100 萬元以上者，應將海外所得全部納入基本所得⁶⁶額計算課稅。由下表簡單計算，及基本稅額計算方式來看（=（基本所得額 - 扣除額 670 萬元）x 20%），可得知全戶全年海外所得在約六百萬以上即有可能須繳納約 20%之稅負。

不同綜合所得淨額之申報/納稅門檻：海外所得稅的課徵使富人資金駐留意願降低

表 23 不同綜合所得淨額之申報/納稅門檻

綜合所得淨額 ⁶⁷	0	50	100	200	300	500
一般所得稅額	0.0	2.5	8.36	27.00	53.50	119.50
海外所得申報門檻	670.0	620.0	570.0	470.00	370.00	170.00
海外所得納稅門檻	670.0	632.5	611.8	605.00	637.50	767.50
*假設「投資抵減稅額」為 0，一般所得稅額=綜合所得淨額					單位：新臺幣萬元	

星、港、台三地經紀、複委託與財管稅制比較：我國稅制不利財富管理業發展

表 24 星、港、台三地經紀、複委託與財管稅制比較

經紀業務	
臺灣	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 證券交易所稅：2015 起實施雙軌制，設算為主核實為輔：上市、上櫃及興櫃股票出售金額 10 億元(排除核實課稅標的及透過信託基金出售之金額)以上大戶 ➤ 外幣利息所得稅：非居民扣繳 15%；居民扣繳 10%。 ➤ 遺產稅：2008 年 12 月調降至 10%。

⁶⁶ 基本稅額：主要是個人綜合所得淨額加計海外所得，特定保險給付，私募基金受益憑證交易所得及非現金捐贈扣除額後，減除 670 萬元之免稅額乘以稅率 20%。

⁶⁷ 資料來源：「深入探討最低稅負制對海外投資的影響」，2015/01/29，Rib 的投資學習筆記

	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 股利所得稅：本國公司，不計入所得額，但應計入當年度未分配盈餘，其可扣抵稅額，應計入股東可扣抵稅額帳戶。總機構在中華民國境外之營利事業，應扣繳 20%。
香港	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 證券交易所所得：出售有價證券構成在香港從事業務之一部分，且在香港之證券交易所進行買賣，須課徵利得稅；不構成在香港從事業務之一部分，依據稅務條例第 14 條之規定，免徵利得稅。 ➤ 外幣利息所得稅：免繳。 ➤ 遺產稅：無。 ➤ 股利所得稅：免稅。
新加坡	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 境外所得及證券交易所所得：免稅。 ◆ 外幣利息所得稅：免稅。 ◆ 遺產稅：無。
複委託	
臺灣	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 海外所得自 2010 年度起納入基本所得額課稅。
香港	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 證券交易所所得：出售有價證券構成在香港從事業務之一部分，且在香港之證券交易所進行買賣，須課徵利得稅；不構成在香港從事業務之一部分，依據稅務條例第 14 條之規定，免徵利得稅。
新加坡	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 境外所得及證券交易所所得：免稅。
財富管理	
臺灣	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 國內所得納入個人綜合所得稅。 ◆ 海外所得自 2010 年度起納入基本所得額課稅。
香港	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 證券交易所所得：出售有價證券構成在香港從事業務之一部分，且在香港之證券交易所進行買賣，須課徵利得稅；不構成在香港從事業務之一部分，依據稅務條例第 14 條之規定，免徵利得稅。
新加坡	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 資本利得不課稅。

由上表可以看出，相對於香港與新加坡等國際金融中心原則上免證券交易所所得稅的制度設計⁶⁸相比較，經紀、複委託及財富管理三者的稅制顯然使臺灣在國際證券業競爭業在起跑時就喪失了優勢。由投資者角度出發，不但遺產稅、股利所得稅、外幣利息所得稅使得資產配置上綁手綁腳，就連在海外的所得亦要在被課上一筆不小的稅負，無怪乎我國富人資金要透過在免稅天堂設立的境外公司來規避稅負了。高

⁶⁸ 見附錄「臺港星金融稅制比較表」，2013/07/31。

所得族群通常較有理財規劃，而這相關的服務才是證券業真正的商機所在。資金會選擇往利益最大的地方流動，而且越大的資金個體越精通此道。雖然海外所得納入最低稅負制的本意是為了追求租稅公平以符合社會期待，但顯然投資者將想方設法規避此種稅負，造成稅制失靈。因此何不逆轉思維，選擇將財富管理業的限制放寬做大，使臺灣金融業能創造附加價值，此繁榮中必有更多能課徵稅賦的空間，使得投資人、證券商與政府三贏，豈非三全其美？

三、證券商進軍亞洲之國際人才培育

金管會鼓勵金融業者打亞洲盃已非新聞，然而相關金融人才與國際水準有所落差：學無以致用、國際曝光度不足、人才不願待在臺灣，對金融科技人才的重視程度更是極度缺乏。

(一)臺灣證券人才培育方向及現況

在 2014 年初經證基會規畫、金管會核可後，「跨國資產管理人才培訓計畫」針對專業職能、金融商品投資操作、國際金融與溝通、金融商品及銷售服務等五模組分別邀請各領域知名產、官、學界傑出專家授課，包含國內課程及海外研習，並加強最新國際金融發展熱門主題，為期半年，總時數達 270 小時，是國內促進蓬勃發展人才銜接之重要計畫⁶⁹。

如圖 16 所示，由 2014-15 年證基會發布的「證券商專業職能培訓專刊」⁷⁰也可看出國內對證券經紀、證券操盤、財富管理、商品研發、研究分析、風險管理、證券承銷、證券稽核、債券、國際業務、衍生性商品及股務等十二項專業職能，具一定規模之培訓計畫。

⁶⁹ 資料來源：「跨國資產管理培訓班招生簡章」，2014 年，證基會

⁷⁰ 資料來源：「證券商專業職能培訓專刊」，2014 年，證基會



圖 16 證基會針對證券業務人員現有培訓計畫

另證券商同業公會開辦之證菁學院針對會員公司從業人員開辦財富管理、內部稽核、融資融券、證券借貸、外匯衍商、外匯即期與股權群募等七項業務資格職能訓練及法定三階在職訓練，並獲主管機關同意擴大服務對象至公開發行公司辦理公司治理、內部稽核、會計主管、風險管理與衍生性金融商品等多項精修課程做出短期職能培訓(訓練時數至多 60 個鐘點)，每年培訓人數超過 4 萬人，為業內人才專業培訓之貢獻不可抹滅。

(二)2015 年中國正式開啟互聯網金融專班，展開新紀元⁷¹

然而於 2015 年 3 月 18 日，中國證券投資基金業協會在深圳成立互聯網金融專業委員會，並舉辦了互聯網金融業務培訓班，從 3 月 18 日

⁷¹ 《獨家揭秘張育軍“互聯網金融業務培訓班”上的講話》，2015/03/20，http://www.weixinyidu.com/n_476665

至 20 日與證券、基金、期貨三大協會連續召開互聯網金融業務培訓，有 400 多名證券商和期貨商高階主管、以及 300 名基金高階主管參與。中國證監會主席助理張育軍針對互聯網金融的業務培訓發表談話(餘下全文請參照本報告附錄二)，提出了「六個一」的指導方向：

- 一、建立真正具有互聯網思維的團隊和企業文化；
- 二、重構基於移動互聯網的組織架構；
- 三、建立新型平台型企業，做好金融 IT 的基礎設施建設；
- 四、今年要有至少一項基於移動互聯網的業務突破；
- 五、運用一項以上的移動互聯網基本工具，如微信等；
- 六、著力開發移動互聯網端客戶，重視用戶體驗，培養年輕粉絲。

此培訓班聚集了眾多中國互聯網各業的高階主管及證監會主席助理親臨指導，可以看出中國證券業對「互聯網+」概念衍生出的金融概念高度重視。

另外於 2015 年 3 月 12 日，由上海鐳馳金控集團(企易貸)委託京北金融實施的管培生(似國內之儲備幹部)培訓項目在上海復旦大學正式啟動，這也是國內首家互聯網金融企業管培生培訓班開班，一方面標誌著京北金融發起的“中國互聯網金融百千萬人才培養工程”正式啟動實施，互聯網金融服務商正式開展垂直領域專業培訓，同時也意味著互聯網金融行業經歷了幾年的快速發展期之後，進入了行業發展深水期，以鐳馳金控為代表的一批優秀互聯網金融企業為了企業長期發展戰略，啟動了人才培養戰略。

行業人才的缺失已經成為多數互聯網金融企業成長的瓶頸。無論傳統的互聯網人才，還是優秀的金融精英，都無法滿足互聯網金融這一複合型人才缺口。呈現的結果表現在：一是互聯網金融人才薪資泡沫巨大，三四倍與行業平均薪資水平的泡沫加劇了企業的經營成本。另一方面，招人難、留人難的問題已經成為是困擾互聯網金融企業的第一難題。

為解決互聯網金融行業資訊不對稱的困境，京北金融通過整合互聯網金融行業資源，打造了一支以羅明雄、江南憤青(陳宇)、周治翰等為代表的理論與實戰結合的互聯網金融 CEO 師資隊伍，打通了企業與

人才之間的交流瓶頸。作為企易貸管培生(儲備幹部)項目的實施主體，京北人才積極佈局互聯網金融培訓領域，為企業定制設計了“職業素養課+專業基礎課+專業核心課+業務核心課+工程實踐課+前沿講座”等一套完整的課程體系，課程既包括傳統金融強化培養，也包括互聯網思維、管理、運營等內容，涵蓋了互聯網金融技術、運營、模式、風控等多個方面，並邀請互聯網金融領域的行業精英擔任核心課程講師，以期為互聯網金融企業源源不斷的培養優秀人才。

京北金融總裁、上海交通大學互聯網金融研究所所長羅明雄表示：“在資金、技術、用戶、商業模式、人才等多個要素中，互聯網金融企業最缺的是人才。人才缺口原因有三：

一、互聯網金融是一門高精行業，不同於傳統團購、電商或其他行業，既需要健全的知識結構、紮實的理論功底、豐富的實操經驗，還需要具備互聯網語境下的創新基因和用戶為王的互聯網思維。

二、傳統金融人才或互聯網人才均能不滿足互聯網金融這一新興業務模式，互聯網金融不是互聯網和金融的疊加，而是另一種不同的金融業態，具有革命性的底層邏輯，一般人才難以勝任。

三、互聯網金融自誕生以來勢不可擋，百舸爭流的態勢使得人才與企業呈現“僧多粥少”的態勢。”

各大學財金專業、資訊工程、電子商務專業的學生，對互聯網金融的了解依然不深，這與快速發展的互聯網金融行業及對人才的渴求及巨大數量的需求形成鮮明的對比。

(三)整合跨界師資共同培訓互聯網金融人才方是正途

由上可以得知，國內對成熟證券業務人才的培訓已建立體系完善的培訓計畫，然而對照中國在國家戰略高度上推行的視野來看，台灣證券業對能引進互聯網金融業務的活水人才行動力度仍嫌不夠大膽。

互聯網金融的課程在臺灣並不受到重視。在本節前半提到的P2P個人借貸與群眾募資在臺灣並非顯學，更別提第三方支付此項促進互聯網金融發展的關鍵在臺灣的專法⁷²顯然思維與企圖與中國並不在同一水平上。

⁷² 資料來源：<http://www.bnnext.com.tw/article/view/id/35965>

2015 年以來金管會推動國內大數據的大量開放，期望能夠幫助更多證券公司、期貨商分析投資人投資行為，更可據此設計出新金融商品。然而此種跨領域的人才⁷³⁷⁴要不正在轉型，僅有金融研訓院開設為期 6 天之「金融大數據分析人才養成系列課程」⁷⁵及幾堂互聯網金融相關的零散課程。僅有東吳大學於 2015 年創立的巨量資料管理學院算是開大數據資料正式教育的先河⁷⁶，卻不見政府投注太多心力。

此種跨領域人才的培訓並非單一機構可以短期內完成。相較於對岸多次將互聯網金融列為重點發展項目，更在 2013 年 8 月將互聯網金融第一次正式列入國家層級的文件⁷⁷，並在 2015 年推出由政府機構針對各企業高階主管召開培訓班，企業主亦針對互聯網金融召開，臺灣顯然並不那麼積極的在培育互聯網金融的人才。

世界經濟論壇(WEF)於 2015 年與波士頓顧問公司合作的「教育新視野」報告⁷⁸針對 21 世紀人才所需的基礎素養、競爭力與人格特質羅列了共 16 大項，其中素養包括識字程度、計算能力、科學素養、資通訊素養、財務素養及文化與公民素養；競爭力包含了批判性思考/解決問題能力、創意、溝通能力、協作能力；人格特質則包含好奇心、主動性、意志力、適應性、領導能力和社會與文化覺知。

這些能力是未來人才皆通用需要的特質。國內教育逐漸從過去「唯有讀書高」的 I 型教育以通識教育和課外活動逐漸補足上列素養；時代變化快速，知識替換速度甚快。此種基礎教育相對於專業知能的培養，更能顯現人才是否能不斷學習，為機構創造永續的價值。故期望政府在輔導各機構設計課程時，能在專業知能的內容之外考慮學員以上十六種素養的關聯性，才得以培養出與時俱進、帶領產業的重要人才。

建議政府在推動法令開放之餘，亦針對此項趨勢作出系統性的規畫，整合資訊與金融的資源，使具備國際視野的金融科技人才能源源不絕的供應業界，方可能帶動臺灣產業的突進。

⁷³ 資料來源：「第三方支付面臨 4 大挑戰！詹宏志：臺灣將與支付創意無緣」，2015/04/14，數位時代。

⁷⁴ 資料來源：「跨領域人才少 大數據拼圖缺一角」，2015/07/13，聯合新聞網

⁷⁵ 資料來源：<http://service.tabf.org.tw/tw/user/2015sas2/>

⁷⁶ 資料來源：「大數據當道 東吳首創巨資學院」，2015/03/05，中時電子報

⁷⁷ 資料來源：請參見「關於促住信息消費擴大內需的若干意見」。

⁷⁸ 資料來源：「New Vision for Education」，2015，World Economic Forum

第四章 結論與建議

第一節 結論

一、我國證券業發展停滯

以一個健全的資本市場來說，其金融產業一定會有銀行、保險以及證券商的存在。其中銀行是靠存款類短期資產與貸款的配合、保險則是以長期債券等資產來配合保單的長期負債，兩者都是超過 15 倍的大槓桿、大資產規模來進行操作。然而，一個完善的資本市場也需要證券商的存在，證券業提供的是以金融商品進行風險報酬的搓合，比如協助企業進行 IPO 發行股票，提供權證、信用風險交換、利率交換的交易，都是在進行風險報酬的搓合。而一個資本市場若沒辦法平衡的去發展銀行、保險及證券，甚至是低估了證券商的重要性，則該國的實體經濟一定會受到顯著的影響，因為這個經濟體將存在許多潛力高卻無法獲得足夠資金發展的個體、想要規避風險卻沒有合適金融工具的企業，以及想要承擔風險、提供資金卻苦無管道的投資人，這些都是對經濟的損害。

若回過頭來看我國的證券業近況，我國證券業去(2014)年獲利創自 2010 年以來的新高，達新台幣 313 億元。然而，若扣除元大證券併購韓國東洋證券所認列之新台幣 56.4 億元廉價併購利益，證券商在本業上之獲利僅約新台幣 256.6 億元。再往前看，過去十年來證券業平均 ROE 約為 4%至 5%的水準，在我國金控體系下實有資本配置邊緣化之危機，相較於國際投資銀行 10%至 20%的 ROE 水準更是遜色，政府實須尋求變革，改善銀、保、證三者的發展不均以及監理不平衡。

二、對比亞洲其他證券市場發展

在亞洲其他證券市場發展中，近年以中國證券業發展的最為迅速，而香港受惠於中國市場的崛起與身為最大離岸人民幣中心的優勢也有不錯的表現，新加坡則是在原有金融中心的架構之下維持穩定的成長，僅韓國證券業因競爭過於激烈，以及未能成功打入國際投資銀行業務而在近兩年產生虧損。

中國自 2013 年起，由於政策陸續地施行及放寬，加上中國證券市場步入牛市，證券業以信用業務及資產管理業務為火車頭帶動整體證券

商的獲利成長。再加上中國在十二五計畫中建立的上海自貿區發揮功效，證券商可參與能源衍生性商品交易、協助外國企業母公司於區內發行人民幣債券，而 IPO 註冊制改革也為證券市場注入一劑活水。

但我們同時也須明白，中國證券業產生爆發式成長的原因之一是來自於其資本市場的高利差現況，證券商現在仍可藉由信用業務賺取高額的利差收入，但未來仍須以歐美為借鏡發展成熟市場應具備的投資銀行業務。

若比較亞洲證券業之財務表現及資本結構，可發現各國的資產獲利能力皆徘徊於類似的水準，ROA 都是在 2% 的上下游走，可知臺灣整體證券商在資產運用效率並未較差。但為何我國證券業之股東權益報酬率(ROE)於過去十年皆維持在 4% 至 5% 的水準？原因就是槓桿的運用不足。比較各國在證券業的成長歷程，臺灣其實是在某些業務上效法中國、香港的發展，比如我國可開放證券商辦理未限制借款目的之借貸款項業務，像是中國近兩年所發展的股票質押回購業務來擴大證券商槓桿，提高獲利比率。

三、目前政府政策施行

我國金融業近年在金管會曾銘宗主委的大力改革以及央行的鬆綁之下，推出了不少革新措施，其中證券業的部分包括陸續開放證券商申請辦理财富管理業務、OSU 業務、DSU 之非涉新臺幣之外匯執照等。而在業務的規範以外，金管會也陸續提出提振股市資金動能之相關政策，其中也包括今(2015)年 6 月放寬股票期貨市場漲跌幅限制由 7% 至 10%。

即便如此，在現有制度之下，依然無法提供證券商一個與銀行的公平競爭環境，包括證券商仍受證券商管理規則中的槓桿倍數限制而無法有效提高規模來增加獲利、證券借貸款項受標的過少及借款目的限制而無法有效發揮提高證券商槓桿的效用、證券業兼營财富管理審查曠日廢時等等。

四、應推動之改革方向

我國證券業未經手客戶金流、自行提撥共責制交割基金給證交所及櫃買中心來保證證券交割安全、接受金融業中最嚴格的內稽內控檢查，理應在業務上將限制放寬，讓業者發揮創新的能力，提高資本市場效率。其中最重要的莫過於放寬證券商資本結構限制、信用業務限制，

若能有效開展相關業務，可大幅提升我國證券商規模及獲利比率，對於前往國際市場打亞洲盃是一大助力。

而觀察各個金融高度發展的區域可發現，財富管理業務為各國證券業發展成熟後的關鍵市場，若能參考新加坡、香港等金融中心的豐富財富管理商品、輕稅、流暢的資本流動來訂定相關法規、來提升財富管理業務競爭力，將國人布局於海外的新台幣 10 兆元資金逐步拉回臺灣的 DSU、OSU 做財富管理業務，我國的金融業才會進一步成長，不論是對整體經濟就業、GDP 成長或是國民福利都會是好的。

此外，以長期來說，也須不斷推進金融業之經濟環境，包括互聯網金融規範制度的建置，例如 P2P 網路融資、網路認證開戶、網路支付，以及金融商品稅制環境的改善和國際金融人才的培育，這些都會是證券商提升競爭力的重點。下節則根據本研究之內容對我國主管機關及證券商提出政策建言。

第二節 證券業相關政策建言

一、推動證券商資本結構改善

1. 放寬證券商借貸款項之融資業務不限於交割時辦理

實務上，證券業務借貸是否限制使用於交割款對於證券商之風險承受是相同的，都是承擔客戶的信用風險及股票波動風險，而放寬證券質押融資不限使用於交割款不僅可降低客戶資產配置之交易成本，也可提供證券商擴大財務槓桿及獲利率之工具。

2. 落實證券業資本適足率 150%之合理水準

雖然在今年年初，金管會為提高證券商資金運用效率，自 2015 年 1 月 21 日起調降證券商資本適足率限制，由 200%降至 150%，約當銀行業資本適足率 12%。然而，根據現行「證券商管理規則」第 46 條及第 50 條規定，證券業欲申請合併或進行海外轉投資，皆須維持其資本適足率於 200%以上。而金融業若要打亞洲盃，首要條件皆為規模之擴大，而證券業亦不例外，因此，建議主管機關應落實證券業資本適足率為 150%之水準，使證券業得以合併擴大規模、進行海外併購打亞洲盃。

3. 排除證券商對外負債額度限制

根據統計，證券商之負債淨值比與其資本適足率水準的維持存在顯著的負向關係，即便證券商在未來得以承做更多能有效增加槓桿、提高獲利之業務，最終其資本結構仍受對外負債額度限制而無法順利發展。

我國證券業未收受存款、風險控管程度高、具有高水準之資本適足率及信用評等，且對於證券交割具有嚴謹的保證金提存制度，若政府要推動證券業打亞洲盃、發展國際金融證券業務，實不應採取較銀行、保險業更嚴厲之槓桿倍數限制，建議主管機關排除「證券商管理規則」第 13 條所規定之「證券商對外負債總額不得超過其淨值之四倍」，提高證券商規模，並以資本適足率作為證券商之資本結構風險控管唯一標準。

二、改善現有財富管理業務規範

1. 推動委託管理帳戶制度

參與財富管理之客戶未來在證券商只需開設一個帳戶，證券商對外亦以一個財富管理委託帳戶為交易平台，對內則是將各個證券戶、信託金錢帳戶及複委託的三個帳戶採取「分帳制」，對客戶於固定時間進行結算及報告之義務，避免透過銀行端進行金錢之流動，可有效減低財富管理之手續費成本，證券商亦可掌握客戶之金流，大幅提升財富管理業務之靈活性。

2. 開放證券商(DSU)經營外匯業務，得辦理外幣與新臺幣間結匯事宜

修正外匯收支或交易申報辦法及證券業辦理外匯業務管理辦法，使證券商可直接滿足客戶交割時之結匯需求，以一站式服務提升服務品質與效率，有效減少證券商之作業時間及成本，亦可避免銀行給予之匯率過高，造成對客戶結匯成本大幅提高。

3. OSU 業務中未涉及新臺幣之金融商品交易，應簡化申報流程。

為有效鼓勵業者開發創新金融商品，以利將 OSU 之金融商品與 DSU 作區隔，應簡化非涉臺幣之衍生性金融商品之申報流程，有效降低人事、時間成本，加速 OSU 金融商品多樣化，增加吸引投資的誘因。

4. 開放證券商(DSU)得辦理涉及新臺幣之匯率衍生性商品業務。

目前客戶投資外國有價證券業務皆無新臺幣避險之管道，若能開放證券商(DSU)辦理涉及新臺幣匯率衍生性商品，不儘可以創造證券商新臺幣衍生性商品業務的收入，亦可降低客戶投資外國有價證券之匯率風險。此外，證券商辦理涉及新臺幣之匯率衍生性商品業務，未來與客戶承作外幣計價產品交易後，得提供承作新臺幣對外幣之匯率衍生性商品以規避匯率風險，降低客人需自行尋找避險管道之成本，提供完整的外幣商品投資服務及增加避險工具之多元化，增加證券商之業務發展空間及獲利機會。

5. 開放證券商(OSU DSU)辦理外幣結構型商品連結標的得涉及匯率

鄰近之中國大陸外匯管理局亦已於 103 年 12 月批准國泰君安證券取得結售匯業務資格，包括即期結售匯業務和人民幣與外匯衍生性產品業務，加速推進大陸證券商向國際投資銀行轉型的進程。

有外幣投資或理財需求的客戶，在觀望等待再投資進場的空窗期，可投資短天期連結匯率產品或其他外匯組合式以增加收益，且隨著證券商國際化經營腳步加快與人民幣國際化業務開放，客戶對於本項商品需求預計將提升，證券商可開發有需求的潛在客戶。

6. 盡快增設證券商得兼營投信業務之法源依據。

在證券商財富管理業務已開放「指定集合」之信託方式，可一併考慮鬆綁證券商兼營投信業務，首先可讓證券商先辦理發行私募基金之業務，故法規之修改將是當務之急，並建議一併修改「證券商辦理財富管理業務應注意事項」作修訂，增加私募基金作為財富管理業務可提供之服務，達到活絡私募基金市場的功效。

三、持續推進現有證券業總體環境

1. 研擬快速投合服務(領頭投資)，改善現有股權式募資平台

藉由研擬快速投合服務(領頭投資)，改善現有股權式募資平台，協助證券商在金融去中介化的模式趨勢中發展新興商業模式。

2. 針對 P2P 網上放貸研擬清楚的法規、融資主體資訊揭露及培養其核心人才

- (1) 清楚明確的法規，以避免行業惡性競爭。
- (2) 要求融資主體的資訊數據揭露，降低綜合融資成本
- (3) 風險控管、定價方面為 P2P 核心能力，應計畫性培育人才

3. 研擬境外所得分離課稅，降低稅負，使外國隱藏資金回流

由於臺灣海外所得納入最低稅負制，使投資人傾向在海外成立境外公司以避稅。藉由免除此稅負，與星、港看齊，大戶將更願意資金進駐臺灣，使臺灣成為繁榮國際金融中心，其相關理財的服務費及稅賦才能讓投資者、證券商及政府三贏的關鍵。

4. 推出金融科技人才培育計畫，提升至國家戰略高度。

參照中國召開業界高管研討的模式召開論壇，並鼓勵企業對互聯網金融等跨界人才作出系統性的培訓規畫，整合資訊與金融的師資，使具備國際視野的金融科技人才源源不絕的供應業界。

【結論附表暨政策推行建言】

現行困境	原因	如何改進
<p>➤證券商無法從事證券證券質押融資業務。</p>	<p>◆證券交易法第 60 條。</p> <p>◆證券交易法第 45 條第 1 項。</p>	<p>◆若根據證券交易法第 60 條第 1 項之脈絡下開放證券質押融資業務，仍會受到使用目的之限制。</p> <p>◆若將法源基礎改為同法第 45 條第 1 項但書，開放證券商可在不限制使用目的之情況下以證券項證券商辦理質押融資業務。</p>
<p>➤證券業欲申請合併或進行海外轉投資，皆須維持其資本適足率於 200% 以上。</p>	<p>◆證券商管理規則第 46 條及第 50 條規定。</p>	<p>◆修訂證券商管理規則第 46、50 條。</p>
<p>➤證券商資金使用(槓桿)比例嚴重遭限制。</p>	<p>◆證券商管理規則第 13 條。</p>	<p>◆排除證券商管理規則第 13 條，改以資本適足率作為證券商之資本結構風險控管唯一標準。</p>
<p>➤證券商無法辦理涉及台幣之結匯業務。</p>	<p>◆外匯收支或交易申報辦法</p> <p>◆證券業辦理外匯業務管理辦法</p>	<p>◆於外匯收支或交易申報辦法第二條第五款增列「證券商」</p> <p>◆於外匯收支或交易申</p>

		<p>報辦法第三條明文增列「證券商」</p> <p>◆刪除證券業辦理外匯業務管理辦法第二十四條有關需有實質交易前提下之條件</p>
<p>➤證券商(DSU)無法辦理涉及新臺幣之匯率衍生性商品業務。</p>	<p>◆證券業辦理外匯業務管理辦法第二十八條第一項第二款規定。</p>	<p>◆刪除證券業辦理外匯業務管理辦法第二十八條第一項第二款</p>
<p>➤證券商(DSU 及 OSU)辦理外幣結構型商品連結標的得涉及匯率。</p>	<p>◆金管會 103 年 11 月 21 日金管證券字第 1030043860 號令之附表「金管會已開放之外幣衍生性金融商品範圍」，目前 OSU 承作之衍生性商品範圍中，結構型商品連結標的不得為匯率。</p> <p>◆證券業辦理外匯業務管理辦法第三十三條規定，證券業辦理連結外幣金融商品之結構型商品業務，連結標的之範圍不包括匯率指標。</p>	<p>◆增列證券商得乘坐涉及匯率之結構型商品之法源依據。</p> <p>◆建議參考現行銀行辦理衍生性商品業務之規範，修正「證券業辦理外匯業務管理辦法」之相關規定，朝業務開放及法規鬆綁方向修正。</p> <p>◆函釋增加開放 OSU 辦理之外幣結構型商品可連結匯率指標。</p>

	◆證券業辦理外匯業務管理辦法第二十八條。	
--	----------------------	--

參考文獻

中文文獻

1. 薛琦，「臺灣、香港、新加坡金融稅制、業務及外匯管理相關規範比較表」，2013年7月
2. 金融研訓院，「國際化金融人才培育計畫」，2015年
3. 陳世英、陳諾樺，「證券商兼營信託業務之架構分析-以經紀業務及財富管理為中心」，中華民國證券商同業公會，2007年10月。
4. 陳世英「財富管理業務架構暨財富管理帳戶之研究」，中華民國證券商同業公會，2006年，2月。
5. 財團法人國家政策研究基金會，「在自由經濟示範區推動財富管理業務之研究-我國證券暨其週邊事業晶鑽未來計畫」，中華民國證券商同業公會，2014年10月。
6. 鄭淑芬，「證券商衍生性金融商品業務之發展沿革與展望」，證券暨期貨月刊，第二十八卷第六期，2010年，6月。
7. 楊綦海，「我國金融機構轉投資相關問題之探討」，中央銀行季刊，第三十卷第二期，2008年6月。
8. 建業法律事務所，「金融海嘯後亞洲資本市場改革措施之研究」，臺灣證券交易所委託研究計畫，2012年11月。
9. 許耕維，「開放證券商辦理離境證券業務提升國際競爭力」，證券暨期貨月刊，2014年2月。
10. 周冠男、林楚彬，「我國證券業發展困境與改革方向之探討」，2012年10月。
11. 張文毅，「有價證券借貸之釋疑、啟示及建議」，證券暨期貨月刊 第三十一卷 第三期，2013年3月。
12. 金管會證期局，「證券商自有資本與風險約當金額之計算方式(進階計算法)」，2013年1月。
13. 臺灣證券交易所，「證券商辦理證券業務借貸款項操作辦法」，2014年11月。
14. 臺灣證券交易所，「世界各國證券市場制度」，2014年10月。
15. 臺灣證券交易所，「證券服務月刊」，2014年1月至2015年4月。
16. 畢馬威國際(KPMG)，「中國證券業發展報告」，2012-2014
17. 林蒼祥、陳惟龍，「大陸證券商業務活動發展趨勢之研究」，2012年1月
18. 黃敏助，「大陸證券市場制度與現況」，2011年2月
19. 先探周刊，「自貿區落實人民幣自由兌換」，2013年12月
20. 中國證券監督管理委員會，「中國資本市場發展報告」，2008年6月
21. 智信資產管理研究院，「券商資管：加強主動管理，承載創新希望」，

2014 年

22. 林采宜，尹俊杰，「P2P 金融去泡沫的季節即將開始」，中國金融四十人論壇，2015 年 3 月。
23. 國家發展委員會，「網路金融 - 行動計劃初稿」，2015 年 3 月。
24. 證基會，「跨國資產管理培訓班招生簡章」，2014 年。
25. 證基會，「證券商專業職能培訓專刊」，2014 年。

英文文獻

1. Financial Services Industry, “Present Status and Future Direction of the Domestic Securities Industry”, 2013
2. Lee, Seokhoon, “Looking Back on Long-term Trends in the Korean Securities Industry”, 2012
3. Lee, Seokhoon, “Revision and its Impact on the Securities Industry”, 2013
4. Korea Capital Market Institute, “Koreas Securities Industry - 2020 vision and outlook”, 2013
5. HKTDC Research, “Securities Industry in Hong Kong”, 2014
6. Monetary Authority of Singapore (MAS), “MAS Annual report”, 2014
7. Korea Financial Investment Association, “2014 Capital Market in Korea”, 2014
8. World Economic Forum, “New Vision for Education”, 2015

網路文獻

1. 股票質押式回購最快 6 月開閘 銀行信託等均可開展，2013 年 5 月 30 日，國際金融報人民網
2. 兩融四度擴軍 積極效應顯現，2014/9/24，北京新浪網
3. 中國整頓融資融券業務滬股急挫 8.3%，2015/1/19，BBC Chinese
4. 監管層再念槓桿緊箍咒 3000 億股票質押融資待規範，2015/3/19，新浪新聞
5. 內地券商大肆併購港資金融企業，2015/2/4，證券日報
6. 券商殺價搶客 強打高退佣，2013/8/22，聯合新聞
7. 曾銘宗箭上弦 要外資後悔，2014/10/3，中時電子報
8. 券商資本適足率大鬆綁！，2014/10/23，工商時報
9. 金融大鬆綁 輪到券商賺，2015/2/9，工商時報
10. 交割款可停泊 券商將年增千億商機，2015/2/9，工商時報
11. 證券商資本適足比率鬆綁 與銀行差距縮小，2015/4/14，鉅亨網
12. 券商開戶方法再創新，“刷臉”開戶節省人力成本，2015/5/7，阿斯達克財經網

13. 證券商財富管理業務去年成長六成，2015/1/26，證交所新聞稿
14. 線上直接開戶 最快今年底開放，2015/4/30，聯合報
15. 線上開銀行帳戶 最快 6 月放行，2015/5/05，新頭殼
16. 券商互聯網證券業務規劃瞄準 P2P，2015/04/01，中國證券日報
17. P2P 個人信貸 金管會著手研究，2015/03/04，自由時報
18. P2P 貸款服務平台法律問題初探，2014 年 2 月，簡榮宗律師
19. 中小券商熱衷自建 P2P 平臺 爆品模式為導流做鋪墊，2015/04/01，中國經濟網
20. 股權式群眾集資，2015/06/05
21. 金管會 擬開放 P2P 線上個人借貸，2015/03/04，聯合新聞網
22. P2P 的國際比較與監管，2014/07/20，中國金融四十人論壇
23. P2P 網貸與眾籌的區別，2015/05/05，網貸大家網
24. 6 組數字讀懂國內 P2P 網貸行業的 5 月，2015/06/02，中商情報網
25. 群募平台 限額升至 1,500 萬，2015/04/20，中時電子報
26. 股權式群募平台 再開善門，2015/04/24，經濟日報
27. [數位觀點] 股權式群募平台立意良好，但金管會你解決了誰的問題？，2015/02/09，數位時代網
28. 線上媒合平台：天使匯 五次失敗經驗激勵，31 歲創業家當起牽線紅娘，2013 年 9 月號，數位時代網
29. 深入探討最低稅負制對海外投資的影響，2015/01/29，Rib 的投資學習筆記
30. 證券業去年獲利大幅成長 35%，2015/03/04，臺灣新快報
31. 轉業投資人門檻擬調高，2014/8/7，蘋果日報
32. 臺灣融資融券業務介紹，2010/2/4，中國證券報中證網
33. 上海自貿區擬試行個人境外投資，2015/3/17，聯合新聞網
34. 第三方支付面臨 4 大挑戰！詹宏志：台灣將與支付創意無緣，2015/04/14，數位時代
35. 大數據分析需求 金控獵網路金融人才，2014/04/07，中時電子報
36. 跨領域人才少 大數據拼圖缺一角，2015/07/13，聯合新聞網
37. 純網銀及 P2P 暫不開放，2015/06/02，蘋果日報
38. 曾銘宗：研議 P2P 促金融民主化，2015/7/16，聯合財經網
39. 大數據當道 東吳首創巨資學院，2015/03/05，中時電子報
40. 獨家揭秘張育軍“互聯網金融業務培訓班”上的講話，2015/03/20，微信易讀
41. 國內首家互聯網金融企業管培生培訓班開班-行業發展進入深水期，

2015/03/12, 中國經濟網

42. Outlook for Korean securities industry in era of slow economic growth, 2013/04/14, Kim Yongdoo
43. The winds of change: The stock broking industry in Singapore, 2008/7/21, Eunike Hidajat
44. Brokerage Market Share: Eight Major Brokerage Houses See Nine Point Decline, 2013/8/19, Business Korea
45. S. Korean securities firms suffer freefall in commission income, 2015/01/28, Yonhap News
46. P2P Lending Is Not Dead, 2015/04/09, HuffingtonPos

網路資源連結

1. 世界聯合交易所組織 <http://www.world-exchanges.org/>
2. 中國證券業協會 <http://www.sac.net.cn/>
3. 香港金融業協會 <http://www.hkfspa.org/>
4. 香港證券交易所 <https://www.hkex.com.hk/>
5. 香港證監會 <http://www.sfc.hk/web/TC/>
6. 新加坡金融管理局 <http://www.mas.gov.sg/>
7. 新加坡交易所 <http://www.sgx.com/>
8. 臺灣證券商業同業公會 <http://www.csa.org.tw/>
9. 臺灣證券投資信託暨顧問商業同業公會 <http://www.sitca.org.tw/>
10. 臺灣金融監督管理委員會 <http://www.fsc.gov.tw/>
11. 臺灣證券交易所 <http://www.twse.com.tw/>
12. 國際貿易局經貿資訊網 <http://www.trade.gov.tw/>
13. 韓國證券交易所 <http://eng.krx.co.kr/>
14. 韓國證券業協會 <http://www.ksan.or.kr/eng/main.do>
15. 韓國資本市場機構 <http://www.kcmi.re.kr/eng/main/main.asp>
16. 韓國中央銀行 <http://www.bok.or.kr/eng/engMain.action>
17. 韓國金融監督服務局 <http://english.fss.or.kr/fss/en/main.jsp>

《附錄一》

證監會主席助理張育軍互聯網金融業務培訓班談話重點

2015/03/20

互聯網金融委員會的成立受到四個要素推動。一是我們生存在移動互聯時代，當前各種基本商業邏輯的基本起點都是移動互聯；二是“互聯網+”行動計劃成為國家戰略。十二屆全國人大三次會議上，李克強總理在政府工作報告中首次提出“互聯網+”行動計劃，各個行業都在深入研究互聯網技術與本行業或領域的融合和應用，遍及教育、醫療、金融等各個方面，互聯網資產管理業作為互聯網金融領域的重要方面，研究“互聯網+”責無旁貸。三是互聯網資產管理業在互聯網金融領域率先行動，成果豐碩。基金業在互聯網金融領域起步很早，2013年餘額寶的誕生被稱為互聯網金融元年，最新的成果是東方財富通過互聯網基金銷售平台獲得2300億的銷售額，資產管理行業開放、前瞻、不斷進取的互聯網金融發展趨勢基本形成。四是資產管理業有廣闊的互聯網金融發展前景。當前境內外互聯網金融成熟的商業模式有十幾種，遍布產品設計、銷售、信息服務、主題投資等眾多領域，這些商業模式能夠推動互聯網金融在資產管理業更快更好發展。

對專業委員會和基金業協會的建議和要求。希望協會和專業委員會全力以赴推進互聯網資產管理業發展，重點推進四項工作：一是緊緊圍繞移動互聯加資產管理的主題，深入展開調研和學習。建議協會年會要有專門的互聯網資產管理業最佳時間與商業案例，並以“移動互聯與資產管理”作為會議主題。實現跨越首先要“正確的抄襲”，希望紮實抓好移動互聯加財富管理的深入探討，把成熟的商業模式搞清楚。推薦閱讀美國波士頓“新生態”一書，研究和占領基礎設施、技術平台、渠道、場景四個互聯網制高點。二是希望抓緊制定資產管理業的“互聯網+”行動計劃，包括綱要和路線圖，引導和推進各個資產管理公司認真思考本公司如何運用移動互聯推進資產管理。三是抓緊制定資產管理業互聯網金融的行業公約或規範。互聯網金融的發展總體是好的，但是也難免有雜音和各種問題，有人還借互聯網金融行詐騙之實。互聯網金融也要思考底線思維，要遵循資產管理業的基本要求。四是加大行業交流、合作和人才培訓。互聯網金融是新生事物，知之甚少、運用不多，整體仍然處於起步階段。希望資產管理業同行能利用各種

機會學習和研究互聯網模式，應關注國內外優秀的互聯網技術和互聯網金融書籍，建立要有學習計劃，培養學習習慣。

對全體同仁的建議和要求。發展資產管理業是全行業的共同責任，市場主體職責不能替代，監管是位居二線的。對市場主體責任對履行提出四點建議：第一，希望每個公司認真學習和研究互聯網金融的相關知識和商業模式，在說“不”前要認真思考。近日曾提出要用三到五年的時間把互聯網證券做優做強，資產管理行業要思考用三到五年建成基於移動互聯技術架構的企業，特別是大膽引進、培養、吸收互聯網金融人才。第二，發展移動互聯業務中堅守資產管理的底線。近兩年資產管理業發展很快，也出現了不少問題，大包大攬、隨便承諾收益、損害客戶利益等行為時有發生，特別在經濟下行的背景下，各種風險不可避免。去年鄭州會議提出了八條底線，希望市場主體堅守底線，同時對各種違法違規者監管部門將嚴懲不貸。第三，希望加強同互聯網企業的合作交流，從移動互聯開始在合作和交流中搶占行業製高點，形成核心的競爭能力。互聯網企業也要遵守資產管理的底線，按照資產管理業的常識和規則辦事。希望專業委員會能夠更好的牽頭、組織和協調，使得互聯網資產管理能夠在國家的“互聯網+”行動中取得更豐碩的成果。

座談會會議記錄

時間	2014 年 4 月 2 日 10:00-12:00
地點	世新大學
主題	如何借鏡亞太地區經驗提升我國券商競爭力閉門座談會
記錄人員	張義群 研究助理
出席人員	<ul style="list-style-type: none"> • 台北商業科技大學財金系 楊浩彥教授(主持人) • 世新大學財金系 郭迺鋒副教授 • 與會來賓 A • 與會來賓 B • 與會來賓 C • 與會來賓 D • 與會來賓 E • 與會來賓 F

一、首輪發言

主持人 楊浩彥教授
各位與會來賓大家好。本次座談會是配合券商公會得一個研究專案，標題是「如何借鏡亞太地區經驗提升我國券商競爭力」，那在這個標題底下我們來辦這個座談會，計畫的主持人就是我們的郭老師，那由我和尚老師協助，還有顧問薛老師，薛老師本身也是在世新教書，所以我想就先由計畫主持人先講幾句話。
郭迺鋒副教授
主持人還有各位專家非常感謝大家參與這個論壇，依我最近的觀察就是曾主委的行動力非常強，券商公會這邊也提供適時的子彈，所以我覺得可能剛剛那個與會來賓 C 講過在不同場合談過，不過如果說我們可以再彙整一次，那讓券商公會這邊能夠有個子彈，我覺得對於這個讓大家(註：指在場各位來賓所代表的證券業者)要踏出的機會是高的。
提到薛老師我就講一下，因為 6 月要放寬漲跌幅 7% 至 10%，那案子是我們做的，大概是在五年前，就是大概是薛老師當證交所董事

長的時候他委託的，所以說我覺得曾主委是個證據基礎，以證據基礎為決策。在場各位可能在不同場合談過這個問題，我覺得還是可以適時提出來，我們本來列了一個提綱，不過剛剛聽了大家其實都是很進入狀況。我們今年接這個案子是希望從四個角度進來，可能待會專家學者可以討論這個角度，提供一些意見。

第一個是電子商務，我想互聯網證券這一塊，我們看中國的資料他們是有在碰觸，那我們可以拉廣一點電子商務這一塊到底如何跟券商在國內佈局或是國人理財平台，包括 OSU 的部分如何去做法規鬆綁。

再來就是財富管理，因為如果不是經紀商而是可以做一些手續費的收入，我們以銀行端來看的話，手續費的收入可能才有辦法抗景氣循環。

再來就是直接投資，我想現在券商自己的研究能量很強，如果可以做直投的話，尤其是在早期創投那塊可以介入，其實對後面的獲利，應該可以提高非常多。

再來就是人才培養，我想我們學校教育端這一塊，看對整體的這個券商底下的人才培養是不是有一套方法，那一方面能夠打國內戰爭，也可以走出去打戰爭，到底法規或者是輔助的措施有甚麼。

我想可能就是這四個面向來給這個計畫：如何提升競爭力，大概我們計畫今天想要透過各位貢獻一些一己之力的方向大致是這樣。

主持人 楊浩彥教授

我們看一下大概可以如何發言，那我想就順時鐘，每個人的發言大概 5 到 10 分鐘，我們也可以交叉的來討論，那我想一開始是不是可先請與會來賓 A 幫我們講一下，謝謝。

與會來賓 A

非常感謝兩位教授承攬這樣的主題。首先報告在曾主委跟吳裕群局長領導下，我所感受到的是，他們希望業者趕快提出，到底有甚麼東西是阻礙證券商發展的，障礙在哪裡？是業務範圍不夠大嗎？就提業務範圍，是法規限制嗎？那就針對法規去處理，還是哪些經營環境不夠好，反正他們認為有哪些障礙就提出來，他們能

夠做的一定幫到底，但是假如涉及到其他部會的話，就要去協商了，所以一直講說他們能夠做的他一定先做。

其次我們公會目前除了這個提升券商競爭力之外，其實我們也還有兩個委外計畫，一個就是委託中研院吳中書院長，針對布局亞洲的議題，就是我國證券商國際化面對的障礙和條件，現在正在請他研究中。那另外一個是如何加速臺灣OSU的業務，我們也有請台大沈中華教授在研議，這幾個主題透過幾個專家客觀的立場來提出看能不能有一些突破性的發展，那剛剛主席有提到是不是先從電子商務財富管理這幾個角度先切入，這部分看待會有沒有時間我再來報告。

那我先從幾個為什麼我們一直很急，就是說從過去這幾年來看，假如說我們跟二、三十年前來比，其實我們的市場是一直在流失，很明顯失去動能，我們就經紀商業務來講，現在最主要是經紀、自營、承銷嘛，已經紀交易量來說，不要說二、三十年前，我們在亞洲，只亞於東京證券交易所，其他幾乎都不是我們的對手，不管交易量、日均量、週轉率，臺灣那麼小的一個地方，市場卻可以蓬勃發展，那麼一直到現在到民國92年還是第二在亞洲，現在是排到第七，市場規模排到第十，等於一直在往後退，表示說過去這十年來臺灣流失的資金，我們這裏面有一些數據，也許會後可以看，競爭一直再後退。

那另外就是針對我國資金外流的情形非常嚴重，大家知道從中央銀行的統計裡面就是說，我們的貿易順差過去十年來大概三千多億美金，但是我們的這些資本帳流出，尤其是國人的投資海外計價、外幣計價大概就流出三千多億美金。本來資本市場的發展中資金就是流動的動能、資金是一個需求面。假如沒有資金，這個市場要擴大規模就很難，那當然這裡面因素很多，是不是法規的一些限制，或是商品的部分多元化不夠，不能滿足投資人的需求，

或是說稅制的因素，這些都有可能。

而為什麼資金都一直大量的外流，其實我一直覺得稅制還是一個原因，因為你在臺灣投資跟你在海外投資稅差太大。每一個國人投資國內跟投資海外，或是外國人來投資國內，跟亞洲幾個國家比較，香港、星加坡、大陸，比較起來臺灣的稅確實是非常重，我們有一個數據假如說以民國103年來講，我們的日均量來算，我們的配股配息大概配了1兆多億，那麼政府去年從資本市場裡面抽了將近三千億，三千多億是整個配股配息的約30%，假如同樣的情況以香港或新加坡的稅制，香港大概是從市場抽了6%，新加坡大概是3%，中國大陸大概是12%，那中國大陸的12%是因為它的股息股利是分離課稅10%加上其他的一些成本，政府作東卻每年從市場裡面抽30%，那今年所得稅率又提高到45%，營利事業所得稅繳了營利事業所得稅又只能減半扣抵，個人的綜合所得稅最高者，其營利事業所得稅負會達到53.5%，也就是說一個個人投資去買股票，長期持有，配股配息下來，配100塊股息，政府會抽走53塊半，政府已經抽走比投資人拿到還更多的東西，這個也是一個可以討論的議題。

證券商的獲利剛剛提到，去年狀況是最好的，全體證券商獲利包括外資券商，才300億，這還包括業外的，元大去年買了韓國的證券商大概獲利50幾億，扣除這些業外大概是200多億。那之前的大概都是一百多億，整體ROE算起來大概都是1%-2%，相較於銀行，證券商比起來差很多，那差很多對證券商壓力就很大。像你們在金控，我看今天來的大家都有金控，金控底下的證券獲利佔比例很小，那今天假如說銀行的ROE是10%，證券商的ROE是3或4%，對一個金控的經營者他一定覺得證券是不是要減資，減資的錢轉放到銀行端，報酬率一定會增加，所以這個對證券商壓力就很大。

接下來就是說，可能這是個現象，整體看起來資本市場，有一點

喪失它的成長動力，當然跟很多外在環境是有關的，臺灣幾年前有要推一個資本市場整合法，大概民國97年左右，但是那時候主管機關不同意。後來主管機關覺得既然公會有一個需求，那整合又要把很多法規整合成一個法，你要送立法院通過是個很大的問題，所以就不敢去做這個整合的動作。但是主管機關從那時候就開始讓你(註：指證券商)跨業經營，臺灣過去實在是歷史的包袱，證券就只能證券，期貨的話就要成立期貨公司，信用交易你用證券金融公司，要做募集基金就要成立投信公司，要投資諮詢顧問就成立顧問公司，要做財富管理就要成立信託公司，分的很細就沒有綜效，所以證券商資本大的淨值有900多億的他能夠做的業務實在是有限。

所以後來主管機關就同意跨業經營，證券可以兼期貨，證券可以兼投顧，證券可以兼信託做財富管理，券商也可以做證金，就是信用交易制度。到目前為止證券商還不能做投信，就是募集基金這一塊還沒有，其他幾乎都放寬了，但是放寬以後，我們發現效益非常的差。怎麼講，因為變成跨業經營一來要受證券交易法的規範，下面還有一些證券商管理規則等等規範，你假如兼期貨，還要受期貨交易法的規範，那期貨交易法下面還有很多的法規，所以證券兼營期貨，證券交易法規定了這一部分你要遵守，期貨交易法規定了這一部分你也要遵守，所以哪一個嚴你就要從哪一個，現在你要兼投顧，投顧要遵守投信投顧法，下面又有一些管理規則，再來你要兼信託，信託又有信託法，那邊的規範又很多。

所以雖然開放跨業經營，譬如財富管理，我舉個例子，民國97年年初，相關法律通過，接下來要根據這個法律訂很多的子法，其中證券商兼營信託、財富管理的一些注意事項到98年底才完成，完成以後99年初通知證券商你可以來申請信託的執照做財富管理，證期局同意以後要向銀行局(信託業主管機關為銀行局)申請，銀行局申請完以後再去跟中央銀行，因為牽涉到外匯。從99

年初開始申請到第一張執照出來，是100年8月，也就是說從97年年初到100年8月，等於要經過3年8個月才拿到執照(還沒開始經營)，執照拿到以後發現很多東西你不能兼營。

證券商規定就是一個蘿蔔一個坑，你作受託買賣不能兼自營，財富管理客戶信託給你，就以你證券商的名義經營，是屬自營。所以總公司裡面成立一個財富管理部門，券商的客戶是在受託買賣的通路上，但是受託買賣人員不能兼自營，但是總公司的財富管理人員怎麼去接觸到客戶?沒辦法，所以才說要放寬人員兼任，但是人員兼任一直弄到去年，因為證期局和銀行局都是金管會下的單位，一直是到前年底才開放的。

因為銀行局只開放券商金錢和有價證券信託，限制你不能做指定集合信託，所以當時在討論的時候有些委員提出，信託業做財管也算是兼營，證券商做財富管理也是兼營，信託業都可以做指定集合，為什麼證券商不行，一直到去年年底才同意，同意以後還要依據投信投顧法再去向證期局申請兼營投顧投信，那投顧投信公會訂了一些不同的規定你要去遵守，開放兼營立意良善，但沒有整合法令，同時牽扯到不同的法令時曠日廢時，期貨也是一樣的情況，這部分確實是影響到證券商的競爭力，也許大家可以就部分來討論。

再來香港監理單位它是給券商一號到九號執照，業者有哪個執照就可以做這個業務，包含外匯執照也可做，不像臺灣現在外匯執照央行還不允許，像中國他們的資本市場比我們還大、晚大概30年發展，他們的外匯管理局也在今年年初給他們券商外匯執照，那麼臺灣到現在還沒有，現在國人這麼多去買外幣計價的有價證券，包括臺灣正開放OSU的業務，臺灣的投資人功能性的貨幣都是臺幣，他要買外幣計價的金融商品他一定要兌換，證券商還要去幫他兌換，其實這都影響到競爭力，也就是說業務的開放人家

是混業經營，臺灣現在雖然是有跨業，但是很多的法規限制太多。

再來，正面表列的方式也影響到競爭力，我們看到國外是以「哪些東西不能做」，其他的都可以盡量去發揮，可以去創新，臺灣則是哪些東西列出來你才可以做，沒有列的都不能做，這個就影響很大，我想到一個東西我要向主管機關申請，等個一年、兩年結果大家就不了了之，比如說主管機關同意了其他業者也可以搭便車，所以大家不想花時間去弄新東西出來，這個是正面表列影響到我們競爭力的地方。

主持人 楊浩彥教授

謝謝與會來賓 A，看起來券商的外部環境、法規還是重重的困難。那請我們的與會來賓 B，來跟我們談談。

與會來賓 B

在東南亞國家包括新加坡，香港不敢講因為太競爭有 500 家的券商，大概你如果是前半段的券商，大概都有 10% 的 ROE。那歐美的投行也很容易拿到 10% 的 ROE，歐美的投行和 OECD 國家基本上有一個重點是 Leverage 夠大，比較像一般商業銀行的 Leverage。在這裡投銀和證券商我們就混用，比較專業的就自稱是投資銀行。

東南亞國家也許開放程度不太一樣，或是沒有我們那麼開放，可是競爭沒那麼激烈，不像我們的券商密度那麼高，他是另外一個理由，臺灣的證券商如果要學、要提升我們的 ROE，應該要往金融中心和 OECD 國家去學而不是往東南亞去學，因為我們已經是比較成熟、Liquidity 夠，Credit Rating 也不錯的環境，所以要往歐美國家跟 OECD 的市場去學，尋求成長的借鏡。

歐美有些教授上網去看臺灣的前幾大券商，如果 Leverage 跟 Goldman Sachs 或 Morgan Stanley 一樣大，我們的 ROE 是可以超過他的，我們是沒有 Leverage。美國大券商的 Leverage 從金融風暴前的 25-30 倍，到現在被 FED 跟國內金融當局管的降到 15 倍，可是 ROE 有時候都還有 20%。我們整個券商都還不到 2 倍，我們的淨值應該是八千多億，1.5-2 倍之間，整個券商的股東權益在 Leverage

上面只有 1 點多倍。金融業本來就要有適度的 Leverage，所以我覺得可以從這方面探討為什麼我們不這樣做，第一個牽涉到的是金管會主委就可以做了，因為銀行局、證期局、保險局都在金管會管轄。那我提到一點就是說，銀行法當初在跑馬圈地的時候就圈的太大了，把證券業擠小了，就是只要跟貸款有關的通通都是銀行，去年大家知道大陸會起來就是開放兩融，就是融資融券，我們的傳統融資融券基本上客戶在買股票的當下你如果不融給他，後面他如果想要拿庫存的券去融，那就是要去銀行的。

所以台積電的股票客人買的時候我們融資給他百分之五十的錢，他只要出一半的錢，為什麼當他拿自己全額買的台積電股票，經過一百天當他發現他要買房子，我台積電股票一堆，我拿出來跟你借，跟剛買的時候就融資不是一樣嗎？都是台積電的風險，都是借一半的錢，那不可以、這是銀行的，這叫股票質押借款，那證券商就不可以了，所以我必須叫客人把台積電賣出去市場，你在重新買進的時候我用融資買進的這個科目幫你買進，諸如這種一個意識形態一個簡單的東西就把你卡死了，所以我覺得證券商的困境應該要從 Leverage 不夠的大主題去想。

券商在扣掉公債的附買回這種非常風險低的，那 Leverage 又更低了，可能是 1 到 1.5 倍，那你怎麼跟高盛或摩根史坦利這種 15 倍的 Leverage 比，所以我們的款項借貸甚麼 5 日型、半年型，這都是金管會就可以解決的，款項借貸可以開放給券商做，自由的拿基金、股票、債券來壓著融資，融資不一定要用在交割款用，這個就可以大大提升券商的 Balance Sheet 的 Leverage，你的 ROE 就起來了，所以款項借貸定那麼死，這是我們自己就可以解決的。不涉央行、不涉財政部，這是第一個問題。

Leverage 的第二個問題就是同樣一個金融商品監理的跨業不衡平，韓國的那個 Big Bang 就是在五、六年前要做資本市場整合法，只要跨業經營的所有的監理，不管是保險業做財富管理、銀行業要做財富管理、證券業做財富管理，其中的監理和 BIS 的 Charge 要一樣。這個模組放在銀行下面、證券業下面都是公平的，可是我們並不是，所以我們現在的 BIS ratio 在大券商都是 200%，等於是銀行 BIS 的 16%，那銀行在 Basel II 在 2019 年所要做到的只是 11.5-12% 的自有資金對風險控管比例，那證券商現在就是 16%，銀行現在只有

8%左右的需要，當然大部分的銀行做到 10%，所以銀行的 Required 自有資金對風險自有資金是 8%，我們是 16% 等於我們要兩倍的資本。

我們做任何 Take Product 的 Risk 的 BIS 的 Charge，就算那個 BIS 的 Product Capital Charge 是一樣的 Ratio，但在總 BIS 的規定就是他的兩倍，當然券商就會把資本交過去給金控，金控再轉投資在銀行，由銀行再來 Take Risky Asset 就可少掉一半的資本。

同樣的這個情形，自貿區裡面有合資的公司，包括證券商他的母國可以在自貿區裡面發人民幣債券，債券不是拿回去母國，債券是支應到 JV (Joint Venture)，這個合資券商或是合資公司裡面，這裡面就有母公司資金貸與給 50% 控股的子公司，兩邊董事會開會通過一個貸款利率就可以了。

所以這邊也是一個跨業不衡平，甚麼叫做跨業不衡平，就是當臺灣的商業銀行把錢借帶給他的子公司的時候，是關係人借款沒有錯，跟他貸款給其他的非關係人，同樣的一個 BIS Ratio。但是證券商如果你把錢貸給你 100% 或是 50% 控股子公司，你是被 Charge 兩倍的資本，那銀行就是跟一般貸款客戶的 BIS Charge 是一樣的，可是證券商都用放大鏡來看，你這個 Charge 是要用最貴的，所以這也是金管會就可做的，就是跨業的子公司貸給子公司、母公司貸給子公司就不行，這些都是提高 Leverage。等於說券商有這些信用，應該往 OECD 國家去靠，所以你就不要再為了過去可能一兩家非常小的公司，在香港的子公司可能 Corporate Governance 不好，他有可能怕說你不是 100% 的 Own，大股東會不會從這個公司掏錢出去，為了防弊把所有的東西都蓋掉。這東西在現今全球的 Corporate Governance 要求那麼嚴謹的情況下，只要兩邊都有董事會通過，對外透明，讓投資人知道你有做這個事就好。

所以你要打亞洲盃這個資金貸與一定是要跨業要衡平，因為我們的淨值都太小，淨值凱基 600 多億元大 900 億搬到國際上都是中小型的投資銀行，都是 BBB 國際的 Rating，就像國際上的那些 1 至 2 千億淨值的投資銀行，這樣的 BBB Rating 的公司國際上競爭真的是非常辛苦，這是第一大點我要提的。

那第二大點我就開個頭再來研討，國際化的過程裡面 OSU 和 DSU 都一樣，談到國人理財平台，因為臺灣和大陸，台股和人民幣的股

票都是三方存款，等於個人用個人的實名，開了證券戶還要開銀行戶，所以我們控不到金流，港星還有東京、倫敦，大部分英美法系的券商都是你開一個帳號，證券和錢都在證券的同一個 CUSTO(保管帳戶)，包括複委託的那 3 個戶頭，就是綜合外匯存款戶頭跟複委託的交割專戶以及證券戶，這 3 個戶都不用了，都在證券商這邊，1 個戶頭等於 5 個戶頭，那這個東西才是財富管理的底，就是券商的錢和券在你的管理之下。

政府在證券商管理已經改了，開始要給證券商一個交割的綜合帳戶，你再幫客戶記分戶的記帳就好，那這個就是「委託帳戶管理制」，就是分帳制，我覺得這是底層的第一個 Infrastructure。

那第二個就是央行跟金管會都在幫我們的忙已經在做了，已經開始給證券商不涉臺幣的外匯執照，就是外匯的即期匯率執照，慢慢申請，那總是有個起頭。等於剛才秘書長也講，你要跨國去經營證券業務，都是證券加上一個外匯，你買日股就是一個證券加上一個日幣的風險，你買德國債券就是債券的一個評價加上歐元的風險，你買澳洲的股票就是股票的風險加上澳幣的風險，所以他本身就是訂在一起的，所以國際上的投資銀行都是這樣，天生投資銀行就有 Embedded 一個因為證券交易交割跟避險的需要，你就可以有一個跟客人換匯的權利。如果你要做一個槓桿式的外匯跟外匯衍生商品，就是不受實際需要的原則，證券本業實際需要原則，你還要拿額外的外匯執照，可能比平常的標準在嚴格一點，因為這個必須研究。

韓國、日本、港、星，他們給外匯執照給投行。就像剛剛秘書長講的，大陸已經開始給券商，從國內券商開始；完整的不受任何限制的外匯執照，含人民幣的，那人家那麼晚的資本市場股票發展，可是外匯執照已經完整，這個觀念央行已經打開了，只是說漸進式的慢慢給，一個一個慢慢給。

除了這兩個平台以外，臺灣的問題就是說，專業投資人就是不受金保法的專業投資人跟外國人，這兩種人在臺灣怎麼樣能夠買全球的金融商品，這個臺灣是綁死的，所以你永遠沒辦法跟港星開戶來做財富管理一樣的便利和方便，所以我們就不是金融中心的規格。銀行的 BVI、銀行的 OBU 有 32 年的客戶基礎，99% 就是臺灣人的跟臺灣公司的 BVI 公司，當初是外國人，所以就是假外資啦，所以你

可以看到小國我們就只能學港、星，因為小國就沒辦法重稅像 FATCA 一樣可以去全球追，所以小國應該是要往金融中心靠就是，金融要輕稅要自由化加上要是英美法系的。剛才與會來賓 A 已經提到臺灣的法規盤根錯節的大陸法系解不開，所以永遠沒有辦法變成往金融中心靠，那如果臺灣往金融中心靠，台北真的變成金融中心的話，其實對於國家安全，對資本市場 F 股開放給各國人來這邊上市，對臺灣的國家安全跟金融發展是好的，所以小國要發展大陸體系的製造業就要多扶植金融業比較像港、星那樣子，這個是可以想像跟討論的。

另一個問題是國人的 PI 是 100 萬美金的標準，其是港人的 PI 就是 800 萬港幣就 700 萬美金，並沒有比臺灣 PI 的標準特別低，我覺得金管會跟證期局通通誤解說，臺灣的 PI 標準特別的低。所以像雷曼兄弟的事情發生以後，他們就會怕官員有責任，那又牽涉到另一個問題，我們的文官體系和科員政治下面根本一點點小東西他都不敢負責，所以有百分之一的機率有可能被客訴，他就會無限上綱的關掉，那讓百分之九十九正常的金融活動沒辦法做，那你怎麼可能變成金融中心，所以臺灣的 PI 還沒有辦法面對全球的產品，包括還沒有辦法面對未核對的基金，我們只能有總代理核對的基金、國外未核對的基金還有一些我們自己國內的。信用、利率、債券、有價證券 Link 的所有衍生性商品，連在 OSU 都還沒開。政府現在想開這塊，可是他還是不敢全開，那在我們的文官體系裡面沒有 Up-Side 的 KPI，只有有弊案的時候你要下台，這個永遠是最大的基礎問題。

這個問題之後就是財富管理稅制的問題，就算我們開了那個十兆流失在外個人的錢，因為我們剛好四個季度就流失 300 億美金，就金融資本帳流失 300 億美金，剛好貿易上的錢就流出去，這樣外匯存底才不會再增加，所以央行其實是希望他出去的，所以我們一季大概是 80.90 億美金的金融帳外流，剛好就是貿易上的順差，那連續已經三、四年都是這樣，這個錢不會回來臺灣理財，那為什麼？

就算 PI 跟外國人在臺灣的 OSU 跟 DSU 開戶，可以面對全球的全產品，大概只有十分之一的錢願意回來，小戶跟中戶。大戶是不會回來，他不會回來的主要理由就是說，因為我們有境外所得的最低稅負制，所以小國的國民就是不愛國，他就會變成 BVI 公司去變成

外國人，然後不用繳稅，有一套錢在香港、新加坡永遠不回來的，有一套錢不讓國稅局看到的。所以你們研究可以去考慮的就是，這裡可能要有輕稅，或是簡單的 5-10% 境外所得分離課稅，乾脆完全免稅，因為只要 1 兆回來理財的 Advisory on Security Trading，那個才會是大的 GDP 和附加價值，如果只是總代理代了幾隻小貓，一定要總代理進來才可以，然後這種的就業頂多就是 500 個、300 個行政人員的就業，可是真的 1 兆回來以臺灣做理財，那個繁榮才是大的。

從香港、新加坡競爭把我們 10 兆流失在外面的錢有 1 兆回來，我不是講法人流失我講個人流失的，假設是 10 兆，1 兆回來理財的那個繁榮跟 GDP 絕對 Cover 的了稅收損失，而且讓臺灣變得比較類金融中心的架構，對國家才是重要的。我想我已經超過時間了，報告到這邊。

主持人 楊浩彥教授

謝謝與會來賓 B，非常具體的談到券商現在的一些問題，結合從國家安全的戰略角度去談券商困境的解決方案，將來寫這份報告可以擇要把他擺進來，接著我們就請與會來賓 F。

與會來賓 F

剛剛兩位前輩講得很精彩，與會來賓 A 從縱向的證券發展分析，雖然他時間有限，但他很精準的去講到幾個重要的里程碑。與會來賓 B 這邊是從橫向的，一個從縱向一個從橫向，跨業跨國的經營比較。我就大概就我工作上所碰到的剛剛郭教授所提到的問題，幾點意見跟各位分享。第一個是電子商務，現在比例越來越高，整體大概有 50% 了，直接的衝擊就是實體通路，過去的概念大概就是年輕 20 幾或 30 幾歲來做。事實上並不是，因為主要的財力大概還是 40 幾歲的甚至大客戶都是 50 幾 60 幾歲，這些人發現電子商務的好用跟方便之後，他的比例有一段時間快速在拉高，所以現在整個像 Yield Curve 在拉高，而且是整個不斷在拉高，然後年紀大的那塊也是在拉高很快。所以這個會 Imply 我們對實體通路的管理，因為現在實體通路會剩下不到 50%，可是我們現在對營業員的管理通通都是基於過去實體通路的觀念，是在沒有電子商務之前的法規的概念，所以大部分的時間都會被綁在營業台，當我們要去發展財富管理業務

的時候，其實他們的時間是很寶貴的，大部分的時間坐在營業台，是沒有電話可以接的，因為客戶已經在使用電子平台交易，所以他們應該被允許對外去做一些拓展業務的機會，我想這在法規上應該要去做一個大幅度的檢討跟鬆綁，將來看起來是實體通路主管機關必須要來正視的，要不然會變成說券商的資源過度配置在實體通路上，效率會是低的。所有東西應該要透過網路在執行了，所以郭教授剛剛提到的電子商務我想我提供這樣的看法。

第二個我們講到資金的流出，現在面臨商品的問題，我們國人券商商品的實力，在過去其實是大幅的提升，我們從 1997 年就有權證這個東西。那大家也知道，金融商品沒有多複雜，一個是線性的一個是非線性的，你把線性的 Forward、Swap 這些東西，跟非線性的 Option 搞懂，所有東西都通了。其他只是這些東西不同的包裝，不同時期我們著重在不同的標的而已，這個時候流行黃金、石油、哪一國的股票或某一時期流行利率、外匯，就這樣而已。

所以商品沒有不可管理，對券商其實很簡單，這麼多年國人也培養了很多對權證方面的交易，有一些人他可以轉 Manage 其他標的是很簡單的事情。相對我們商品的開放比如說黃金、石油這些東西你有還要 PI 的資格才能做，那這個對我來說是不可思議拉。黃金到處都可以買的到，大家都在買實體黃金了，然後石油是大家每天都在使用的，但是投資人如果對這些東西有點想法要去買賣還要有 PI 的資格。

所以這有點是保護過度拉，你把這些標的開放給券商做交易，他就有能力去發商品，就可以發黃金相關、石油相關或其他外匯相關的，絕對都有這個實力。我想這個是在商品開放上面及專業投資人的界定上面有點保護過度。就像剛剛與會來賓 B 所講的，過去有一兩個商品出了差錯，所以他就很快把其他東西全部關起來。金融海嘯不知道關了多少東西全面檢討，最近一兩年才又慢慢的開放，所以我想這是一個商品面要檢討的東西是很多啦。

第三個，我們開放了財管跟 OSU，這兩個的過程我們去比較一下實在是有點怪，像我們公司，必須總公司去拿一張財管執照，再去幫每一家分公司去申請財管執照，我們中間卡了一年多了分公司的財管執照還沒完全拿到。可是分公司去送審的東西跟當初總公司送審的東西是完全一模一樣，只是時間過了，過了一年半年，所有的資

料就要全部更新。這個就很怪，我分公司能不能夠開辦應該看這家分公司他的電腦有沒有跟總公司連線，因為他的管理制到一定是跟著總公司，你只要這家分公司有照的人員前中後台都夠，就允許他開了。可是不是，你要去申請這 20 家分公司的時候你必須要把總公司當時那一套的東西再去送一遍，那因為時間過了財報通通更新，所有東西全部要再做一遍，這是怪的。

我們看 OSU 是去年的三月吧，那時候的行政院長江宜樺還特別去授旗。那個是很快的，所有建置、內部風險控管，交易制度、系統通通還沒有像財富管理這樣嚴格的審核他就給你執照了。同樣對券商的管理，兩個平台的管理一個是極其的嚴格，嚴格到不可思議，一個是極其的鬆，我也不需要你太嚴格的內稽內控制度，系統到底長怎樣我也不管，反正你送我就核給你，我還主動找你來授旗。所以我們真的是面對同一個政府？用的是同一套管理嗎？這個是有空間去處理的。

受託和財管不同的地方就是受託在意義上他就是比較被動的情況，在法規的定義上他也不能主動去推薦股票，被動的去接受客戶給我的委託，再去下單。可是做財富管理是倒過來，我必須主動去了解顧客的財富需要、風險承受度是如何，以及怎樣的需求。所以這兩個是在管理上是不一樣的。

最後提到的就是外匯，我自己是做外匯交易員起家的，我對作外匯這個事情特別有感受。外匯其實有三大需求來源，一個是實際上的進出口、一個是金融投資的需求，這兩個是主要的，再來的是投機性方面的，純粹賭他匯率的高低。一般的進出口，銀行會有它的 Niche，因為它有進出口融資相關業務，券商在這方面比較沒有 Niche。券商會比較有 Niche 就是金融投資的部分，因為這些都要經過券商，另外一個是 Speculation 投機交易部分，這個部份也是和券商的屬性比較相近，但是央行只開放外幣對外幣，臺灣最大宗的其實是臺幣兌美金，央行管得很嚴格的是臺幣兌美金這部分，那外幣兌外幣他是不管的，因為他也管不到，那是國際金融市場的運作。

所以我想在開放的角度上，可能券商在貿易進出口相關方面我們比較沒有這個 Niche，但是後面這兩塊是相對比較有 Niche 的，似乎應該多朝這方面發展，我想那邊也會給券商比較大的機會，那我想我先簡單報告到這邊。

主持人 楊浩彥教授

謝謝郭副總給提到一些非常好的想法，那我們接著就請與會來賓 E，謝謝。

與會來賓 E

謝謝大家邀請我來，我想在場應該只有我是從海外回來的，在場都是前輩，因為我進市場大概是在 2000 年的時候，不過進來沒多久我就離開臺灣，我在 02 年的時候就到香港，一直到現在，中間從臺資待過，外資也有待過，香港待過、韓國也待過，去了兩年，對臺灣的市場我是在 09 年加入 XXX 後才開始感受到剛剛幾位先進提到的問題，很多的主管機關不合理的要求，尤其是回來臺資以後感受非常深刻。

其實就我在 XXX 的觀察，因為我在香港剛剛幾位先進提到臺灣規管的細節其實講老實話我並沒有那麼的清楚。那有一些事情我們跟臺灣主管機關有一些溝通，譬如說關係人交易，像是借貸剛剛與會來賓 B 提到融資的問題，那這些相關的問題我跟主管機關溝通過後，我發覺他們的態度就是，他都以他管理方便為原則，他要方便那導致問題出來的時候他只做表面的處理，頭痛醫頭腳痛醫腳，一個命令可能只是為了一些小事情，就流失掉其他機會，他並不會去思考怎麼樣從根本的問題去做改善，去健全化這樣的東西讓未來執行同樣業務的金融同業不會再犯。不會去考慮這個問題，只在乎他可不可以交差，以後會不會再犯。好像父母一樣，犯錯了打手心十下，但沒有去教導說為什麼會產生這個事情的原因。

另外一個問題不是在金管會，金管會不是唯一的問題，後面還有一個大魔王叫作央行，中央銀行很難跟他溝通，因為我們是駐外機構，等於臺資在外的機構，其實很多外匯問題需要母公司的支持的時候都會遇到央行的阻礙。

再來金管會我要問一個問題他到底希望券商的角色是甚麼，我講老實話我看不太清楚，主管機關會有大小眼，香港也是，香港也是重銀行，但是他至少開了一條路給券商，你自由去做競爭和發展，那雖然同時間他也給銀行同樣的東西，畢竟它的市場大你中間就會找到空間去發展你自己一塊的業務方向。但是在臺灣，因為整個市場比較淺碟，又比較封閉，這樣的規管方式，其實我覺得像未來銀行

都有跨證券業的部分，我是滿悲觀的，臺灣的證券業最終會到銀行那邊去了，因為我們可以做的東西他都可以做，他可作的很多東西我都不能做，所以我一直都不想回來的原因就是這個樣子。

OSU 的部分，當初以李紀珠副主委他來香港的時候就在推 OSU，因為講老實話當初我們是香港這邊，OSU 等於是我們的競爭對手，當初設計下來其實是我們的競爭對手，但我本身是比較正向去看這樣的發展，其實我對他的期待是很高的，當初有幸幾次在台北跟金管會溝通的時候，與會來賓 B 也在場，都有提供一些意見，結果他出來的東西卻是違背很多人期待，像是不能承做臺幣，不能承做台股，你叫一個海外的人來臺灣券商開戶不能作台股，那我們的優勢到底在哪裡，那我不如在香港做就好了，我香港我還是可以作台股阿，我甚麼國家都可以做，那你到臺灣來，臺灣最大優勢的貨幣市場，在 OSU 完全不能做。初衷當然是希望吸引外國人，但是再來又限制臺灣人，不能在 OSU 開戶，現在開放 PI 還是甚麼細節我不是很清楚，只是說政府原本的立意良好，但後面的執行、配套都沒有想清楚，券商也投注很多的心力我相信，結果做不到生意，我覺得那都是很浪費大家時間的事情。

最後我提到剛剛教授提到的網路金融問題，這幾年在海外的觀察其實香港也有類似的問題，現在發展最快速的應該是大陸，大陸電子金融化的程度之高很難想像，記得應該是百分之百，他們的電商是百分之百，沒有人工接單這種事情。除了金融行業之外，跨業的經營他們那邊更多，像淘寶，沒有執照他就開始賣基金，開始作支付，臺灣好像前陣子做個支付就被起訴，人家溝通一下似乎就沒事了，甚至習近平他還自己講說希望業者來帶領他們去開發這樣子的新的業務模式。

所以我們要走海外面對的競爭對手是國際的競爭對手，當然在亞洲是很大的一塊，現在拳頭最大的就是大陸，資本額大、他們的 Home Base 的 Client Base 也大，所以他可以無限制的 Support 他們在海外的發展，因為我們現在很大的競爭壓力都是來自於陸資同業，他們在薪資都遠超過臺灣，甚至超過國際水準的方式在找人，臺灣的法規發展上面其實非常落後，我們要發展還要考量因為我們公司在臺灣，他們對於我們這樣新的 policy 會不會有其他的意見，所以我們是有很多的想法的，但是在執行上面都會有一些阻礙，最終只能看

到人家已經做好了，我們勉強去參考、去追，但事實上我們的想法早就有了但沒辦法去執行，那都是一個很浪費的事情。

我建議兩點要開放，第一個是線上開戶的法規，第二個是線上支付的法規，我覺得這兩個是在電子商務支付平台上面很重要的點，這兩個東西我們能夠先把法令立出來，甚至有可能吸引到外資到臺灣這邊來作金融商品的交易，以上。

主持人 楊浩彥教授

謝謝與會來賓 E，看來政府是我們最大的絆腳石啦，我們由學者來寫這個意見應該可以很具體，那我們接下來就請與會來賓 D，謝謝。

與會來賓 D

兩位教授各位前輩先進，其實這次來有助研究就收到兩個大師，與會來賓 A 你的大作，還有與會來賓 B。上個月我去聽麥肯錫的演講，他說未來 5 至 10 年，大概 85% 的金融交易沒有人對人了，都是用網路或是手機的。甚至像剛剛與會來賓 B 講的，帳號就用手機的號碼就好了。所以銀行的帳號我在玉山銀行開或是任何一家我的帳號是一樣的，就是我的手機號碼，我銀行帳戶和證券帳戶都是一樣的，都用手機就好了。那你說風險控管其實不用，因為現在有指紋，甚至可以用識相，像現在物流網 IOT，事實上未來影響是非常大，所以整個來講金融業的趨勢網路化是很重要，所以剛剛講電子開戶都很重要。

證券業我們幾個大的問題，當然第一個資金的問題，除了外流之外，臺灣這三年下來的人民幣存款大概三千億了，等於 1.5 兆臺幣，另外這還不含在大陸投資的喔，那邊又估 1 千億到 2 千億，等於是 5 千億的人民幣，再加上過去五年前賣的類定存保單，又 Parking 了 6 千億臺幣，所以整個錢都不見了，這是資金面的問題。

收入來講的話，同業的競爭，像我們經紀業務退佣已經退到 12.5% 了，根本沒有賺錢，可是你為了市占率一定要做，等於是收入也減少，又流失了很多錢出去，退佣退的高。產品在我們以前只有股票、債券而已，現在又是複委託、黃金存摺、保險產品太多了。事實上是影響、收入有增加，但是臺灣的市場是個淺碟式的市場、資金一直外流。

再來人才，我想待遇大陸惡性的挖腳我想同業都知道，到過去那邊

薪水是一樣的，只是幣值不同。不過大陸比較狠是他跟你簽約簽兩年，兩年到就把你踢掉了，可是算一算也合算阿，我去兩年我還是可以賺一筆錢阿，像我最近有一些朋友去那邊工作，一年大概一、二百萬，做個兩年也不錯阿，在臺灣可以休息個兩年，再來找工作，所以人才也是在流失。

我個人建議三個，第一個希望政府可以當領頭羊來統一資訊公司，因為現在產品太多了，每次一個產品券商要花很多錢去建置這些設備，少則幾百萬，多則上千萬。尤其現在產品一直出，成本太大了，所以應該由政府統一來做一個資訊公司來做資源，當然券商要加其他的東西要自己去花錢，提高效率再來我覺得這也是降低成本的考量，未來的產品只會多不會少，而且速度會越來越快，所以這東西政府要去做一個統一的資源。

第二個就是我們要加强輔導督察風控，可是我們要用負面表列，我去年有去參觀深圳前海自貿區，他們自貿區很簡單，只要香港作的我們就做，我不管合不合法，香港有的就做，他要打死香港，就用負面表列的。再來就是比照美國，重賞重罰，我開放可是如果讓我抓到違法，你看美國一罰就罰一億美金兩億美金，臺灣你就罰個 30 萬到底要幹甚麼，應該要比照國外我讓你賺大錢，可是我一罰你就是上億，我覺得這樣子也提高效率。

第三個既然就是要打亞洲盃，你今天找業餘的怎麼跟別人打，你是不是要合併，二次金改、三次金改，你要資本額最大 9 百第二的 6 百，是不是要再一次合併，讓他更大，才有跟人家去競爭，不然小孩子打大人在怎麼厲害也不可能，當然以上是我個人的淺見，謝謝大家。

主持人 楊浩彥教授

謝謝與會來賓 D 很具體的一些意見，接著我們請與會來賓 C 為我們發言。

與會來賓 C

兩位教授以及各位先進各位好，我應該不是作 Conclusion 吧，因為我也要吐糟。其實大家都提的滿多了，從我這幾年派駐在香港之後，再來投入作複委託到 10 年作 OSU，然後我又經歷了兩家都是公股行庫，其實剛剛整併的問題我真的很想講，我們永遠都面臨到

銀行大證券小，所以還是走不出去，這個稍微吐槽一下，這個就是公股行庫的悲哀。

回到我剛剛要講的主軸，可能變得說，站在策略、實務、整合這三塊來說可以怎麼做，因為打亞洲盃這個議題每天在我們家每天都在談，我一直在想，談完之後我感覺我們好想只能去找柬埔寨阿、寮國阿，這些不會比我們好也高不過香港。香港、新加坡我們比不過，所以往這些國家去開發，因為他們的 Leverage 還沒有我們好，所以我覺得似乎只能往那邊走。

剛剛與會來賓也有提到，我們要去學歐美國家，但是現在我們體質上比不過，這也涉及到人才的養成。我這樣說好了，最近交易所都有在談他們要建 SPE 模式，那這樣子的公司建構起來，他就是所謂的中間平台，可是這陣子我所了解的狀況好像似乎又跟香港的 SPE 長得不太一樣，所以這樣大家擔心的是甚麼？講英文嗎？還是合約都是英文的？他所有的交易人員、公務人員所面對到的都是國外公司的時候他們就沒辦法講英文、進行實際的溝通，所以我發現這是人的問題其實還滿嚴重的，因為主管機關不太敢走出去。我們所有的 Paper 都一定要是中文的、所有的合約都要中文的，不好意思我不是說中文不好，其實走不出去最主要的原因還是因為彼此對於溝通的內容無法掌握，其實這溝通內容又涉及到剛剛提到的大陸法系和英美法系，因為 Legal Compliance 的地位在香港真的滿重要的，他能夠決定我們要不要做。

可是臺灣的話我們的 Legal Compliance 是法規有沒有寫、同業有沒有人做、主管機關怎麼寫、條例怎麼訂的，以至於就是我們都要比照辦理。我最常聽到的就是我們每次開會都會面臨到被要求同業怎麼作請你們舉例子出來。不然就是跟我講說我們的 Legal 跟我說法規是這樣，我的解讀是這樣，可是我的解讀好像又跟你不一樣，所以這幾年花了很多時間在內耗上面。這也是我認為我們在策略上面的應該要去做一些修正的地方。

其實剛有提到的是以前我一個帳戶我可以作所有的商品，結果我在這邊我開複委託、開台股、要開期貨、要開電商、要開 OSU、每個帳戶都要開一份，當然現在我們有在做整合合約書，但是他還是每個平台都開，基本的認知他還是厚厚的一疊，可是應該著眼點在於我們講 KYC、KYC，我們去外商開戶他厚厚的一疊除了必要的合

約簽署之外，最主要都還是在風險控管的認識。所以我覺得我必須講的我們後面弄到有點疊床架屋，法規是一層一層的疊，可是疊到券商來的時候是疊床架屋的在走，誰可以把法規背的熟誰就敢做，真的是這樣子。

其實說真的，另外必須要講的，除了前面幾家券商上面長官很支持之外，假設他們員工有 1,500 人大概就有三分之一投入在這個平台、領域裏面，說實話我前一家券商投入在這塊領域裡面就只有 3 個人，好不容易拼拼才增加到十幾的人。現在這個券商稍微小一點，我也好不容易從「沒有人」做到現在也有一、二十個人，其實你要想想一千多個人只有二、三十個人在為這個國外市場，我必須講臺灣券商的市場跟香港比起來也才佔世界的成交量，大概也是人家的五分之一或六分之一而已。跟美國市場比大概十二分之一還不到，那我必須要講但我們只用了 15 個人去經營這個海外市場，可是卻用了百分之九十的人力在經營國內市場，這就是目前券商來講他在資源上面分配的狀況。

所以打亞洲盃還要說有多少人要去打真的是個問題。那講回來我們不要叫自己的人去打，叫外面的人去打，那我們必須討論薪資結構的問題，那我不知道可能我們先天體質就是這個樣子，所以董事長的薪資立法院訂的就是一個月 23 萬，所以我想在座很多人都超過這個數字，因為以前我們隨便在香港都是 8 萬(港幣)起跳，那個薪資都已經超過我們董事長的薪水。所以怎麼可能下面的人薪水會超過我們董事長，要去挖人談何容易，這是我們這種類型的券商所遇到的問題，當然我想這是確實存在的問題。

另外一個就是實務面，我們真的也面臨到所謂的金流問題，我跟很多家銀行都在談我們海外的金流怎麼走，突然發覺你跟國內的銀行談沒有一家走得出去，為什麼，因為國外的金流對這些銀行來講都沒有投資，通常設在那邊就只有一個收付款，最多就是台商可以在那邊做所謂的兩岸的借貸就是這些業務，理財商品有限。我相信這些在海外的錢能不回來就不回來，沒有必要，如果不回來的情況下，你怎麼讓他在在一筆交易下去之後他的金流怎麼走，我們走不出來。

所以跟與會來賓 B 再報告一下，為什麼一直提雖然我們券商比較小，但須要做帳戶保管，整個帳戶保管後面又涉及到滿多議題的，

其實應該是說，為什麼要解決帳戶保管的問題就是要解決金流的問題。可是呢，我其實剛剛也講到大魔王訂了一個門檻在那邊，我也真的不太懂。在香港的交易制度下面，他們很多經紀商規模非常小但他們還是保有客戶的錢啊，為什麼我們卻不能保有客戶的錢，還要找一家銀行來幫我們背書，當然不是背書啦，就是一定要透過一家銀行。這也是我們要努力的地方。

所以其實在實務這地方來講，金流現在目前有些走得通，有些走不通，因為你走到別的國家去，當地的法令你在那邊不是實體券商，可是你卻在那邊有個交割帳戶，你會不會違反當地的法律去收客戶的錢，你的交易制度能不能採行臺灣現行的交易制度，所以你在泰國、新加坡要怎麼走？人家也會抓你啊，這個帳戶的存在到底是甚麼性質，可能都是個實在的問題，所以不是只有我們走出去，而是我們走到別人家去，你要想想這個行為合不合人家的法，這是我們現在實務上的問題。

另外講到所謂的交易流，今天客戶全部散開，如果我們今天要走出去，這些客戶不會在臺灣，那剛剛提到電子開戶或是其他開戶的行為，如果今天他要做交易的時候，電子商務可以取代這些需要、功能。所以講到臺灣到底要甚麼樣的定位，臺灣的這家公司我是要成為交易中心，還是一個對外的平台，這個東西沒有定位的話很難去講說金管會這個機構到底要扮演甚麼樣的腳色。

所以從第一個交易講到人才，當然不好意思我稍微開了個玩笑說我們只能開發柬埔寨，因為我們的員工薪資，薪水在那邊可以請個總經理，那還不錯，這個就是我個人的一些看法，謝謝。

一、次輪發言

主持人 楊浩彥教授

接下來就是大家可以自由看各位的興趣發言。

郭迺鋒副教授

謝謝大家剛剛給的意見，其實我覺得臺灣金融服務的腳色定位或是券商金融服務的腳色定位是個重點，包括稅賦、法規、人才培育這些事情。再來的話，同樣是在國外，在中國、香港，Asiamoney 他們 2014 有個評比，綜合的 1、2、3 名。臺灣當然凱基、富邦都在

這裡，其實就算說是在國外，他們的法規比較友善，還是排得出來前三名，可能這裡面的廠商就在位的專家滿熟的，看可不可以談一談就廠商這個 Level。同樣國外的環境比較寬鬆，他們的這一群廠商比起其他廠商更有競爭力在哪裡？因為這是 Asiamoney 評估出來的應該是用問卷的方式，我們大概蒐集到部分資料，大致我們的期中報告會以這些廠商做一點研究，希望在場的專家就熟悉的廠商談談他們是怎麼樣能夠成為龍頭，那研究面方面資料非常細節，那就是以綜合表現在當地比較好，請教各位看看。他們法規也是鬆的，比臺灣鬆，但有些廠商卻不盡然排在裏頭，看可以請與會來賓 B 來幫我們起個頭。

與會來賓 B

個體證券公司經營的強弱那是 Micro，那不是產業的整個問題，所以我覺得是你們會寫到這樣子嗎？把個體的證券公司經營到很好，前三名這個問題，我覺得不好答啦。那我只是修修補補我們大家剛剛有共識的，我在提一點，因為與會來賓 E 有提到還有大家都有講到。證券商的邊緣化，我覺得這東西不知道老師們認不認同我一個觀念，可以從這個去發揮，這個是題目也是答案，搞不好也只是題目，就是說臺灣的券商千萬不要再讓他被邊緣化，這對國家我覺得不是好的。

簡單一個論點就是說，第一個就說大家都知道，金融風暴跟銀行、壽險所代表的地位，銀行在短期資產它是重裝式的，他是靠 Balance Sheet，他是 Deposit 跟 Loan 的組合，所以銀行的授信能力和 Leverage 乘數效果的往前伸展或倒退，影響國家經濟是至深且鉅，那我們的壽險是 Leverage 是更大，非常大的 Leverage，應該是 15 倍到 25 倍之間，壽險是長期資產的負債的 Match，也是重裝式的，那這兩個機構文化會比較雷同。證券商是輕裝師、輕騎兵的打仗。長期資產的 Match 的風險在壽險，如果出了大問題那個都是大事，那個 RBS 賠付的都是很大，那銀行是 1 到 5 年的短期資產的 Match。

證券商的資產比較少，證券商是 Time-to-Market 的 Deliver 金融商品，去做風險報酬的撮合，任何一個 Warrant、一個 IPO 的股票、一個經紀業務，都是在交換投資人之間的風險報酬，投資人有散戶、高淨值、FI 然後 Corporate。那 FI 金融機構又有各大類，都在 Credit Default Swap、IRS、所有這個發的金融商品，通通都在交換

這個風險和報酬，還有金融市場的 Residual 的風險的承擔者，他會去 Take 一些 Residual 的 Risk，算是交換風險報酬。

設想這個金融體系只有重裝師在 Booking The Asset、在 Sitting on asset 比較好；還是有個輕裝師在提供很多的產品 Time-to-Market，讓他們交換風險報酬比較好？你說我們發一個商品是 FI 跟 FI，是金融機構跟金融機構之間在交換風險報酬，這樣的 Turnover 變成有價證券的直接金融這樣的東西，是用大眾來衡量風險、而不是用 Booking 的兩造來衡量風險報酬來定價，所以這是資本市場的功能。

我覺得除非說臺灣證券商全部消滅，證券商全部被 Embedded 在銀行裡面，全部被 Embedded 在銀行裡面又有很多問題，其中一個是 Performance-Driven，就是 Create Product。重裝師習慣的思維他就不會去發展 Product，利差就夠他賺，所以他是一種 Culture、獎酬制度的設計跟重不重視的問題。所以我覺得對國家的好應該是要三分天下比較平均，資本市場非常發達的國家，應該他的金融跟產業的帶領、跟對產業的服務才是對的，所以我不希望我們國家只剩下壽險、銀行，這種重裝師的 Asset 的 Booking，那這是我提出這樣的呼籲啦。

第二個就是，我想我們談了那麼多，最底層的改革就是曾主委的那句話，他每年都把我們叫去，問我要改甚麼，可是整個公務體系，就是事務官的體系不是這麼認為的，主要就是說大家都提了，一個小小的問題，就會被公務員無限上綱，因為他痛，因為他根本沒有 Upside 的 KPI，他就是一個半月的獎酬，產業的市值和發展跟他是沒有關係的。曾主委一定要去告訴行政院研考會跟行政院院長，整個公務員的 KPI 要改成 80% 的 Upside 跟 20% 的防弊，然後 Upside 一定要有獎酬。這個公務體系臺灣就是不可能，臺灣就是醬缸文化，這個不可能的話，加上我是大陸法系的國家下面盤根錯結，就是我看 20 年才會進步一點點，我們都已經退休了，那個是非常慢的。

所以這個是我覺得連這麼開放的主委，已經是這幾年少數明君的主委了都沒辦法，我覺得柯文哲也沒辦法撼動，要改它能夠改公務員的這個制度嗎？這跟新加坡主管就不一樣了，新加坡的幾乎 100% 是看 Upside 的 KPI，整個產業 Upside 的 KPI，這才是根本的問題，

不要去介紹個別公司我們怎麼樣怎麼樣，對整個研究報告應該不會有太大的幫助，我就補充這點，以上。

主持人 楊浩彥教授

不曉得哪位貴賓可以再發言？

郭迺鋒副教授

剛剛與會來賓 A 提到稅賦，我有看到報紙算的過程，財政部對於那種算法，你說股利發放大概 1 兆多，那個算法。

與會來賓 A

當然可以再改進啦，那只是初步。

郭迺鋒副教授

我覺得他們財政部的算法

與會來賓 A

他們一直都沒有回應。

郭副總

就是證交稅。

與會來賓 E

還有所得稅。

與會來賓 A

基本上大戶條款現在是凍結3年，表示3年後還會碰到，所以希望利用這3年把這個問題解決，未來公會要委外做一個研究專案，與國際接軌的合理稅制。到底證交稅立法意旨已包含所得稅在裡面，那你現在又要再加證所稅，又有股息股利要併入綜合所得稅裡面，那股息股利有時候除權除息沒有填權填息的呢？這部分損失又不能扣，這是很不合理的，另外又有二代健保，這部分亦可以討論。

稅的問題其實是很複雜，最近在追稅你知道前陣子才到財政部去，投資人都搞不清楚怎麼報，其實我知道大部分稅務員我問他他們也搞不清楚。

大家最憂心的就是證券商會不會被邊緣化，剛剛另外有提到政府是不是管太多，要怎麼樣積極開放跟消極防弊，其實過去我一直認為臺灣的資本市場是個多層次的監理，對投資人的保護是多層次的保護。所以變成相對你要多層次監理和保護，事務官很怕出事，甚麼申請東西都是以防弊的觀點談，這也是一個很大的癥結點。

那我現在簡單說明一下幾個觀念，也許可以從這個觀念來打破，其實現在證券商，有一個共責制交割基金，這個是臺灣證交所跟櫃買中心(現在改為台北證券交易所)，所有證券商有做受託買賣的大家共同來擔保，以一個比例大概有80幾億，放在交易所跟OTC那邊，萬一有證券商垮掉，沒辦法交割，這個共責制基金要來賠償，那賠償以後，業者再依一定比例繳出來補足，所以這是第一層保護。所以你可以看到過去銀行倒閉，政府要花幾千億出來補償買家，保險公司倒閉政府也要花錢來補償買家，過去好幾家。

證券商倒閉有沒有聽過政府要出來補償，沒有嘛！投資人、市場交易照常，而且證券商是沒有保管投資人的錢，受託買賣是T+2，風險其實是有限的，再來幾乎都是自己的錢。所以剛剛銀行、保險槓桿二、三十倍，證券商大概一點幾倍，所以你看證券商資產跟他的淨值也不到兩倍嘛，這也是非常安全的。剛剛提到的這個基金，可以說大家出來擔保了，都有證交所、OTC、業者每個月再逐一討論有沒有哪個券商風險較高要討論的，業者自己自律來要求那一家業務可能要限制某一個比例。

第二個是我們臺灣也有一個投資人保護中心，這也是市場參與者大家繳錢出來，現在這裡也有個七十億多，萬一金融業者有個甚麼，投資人也是可以獲得理賠，要是上市公司有些欺騙行為可以集體訴訟，有一些對投資人的保護機制。最近又有一個金融評議中心，這些費用包括金融監督管理委員會經費都是業者依照一定

的比例來負擔的，這些包括監理者跟投資人保護的錢都是業者出的，不是政府編預算的。我的意思是說市場是很安全的，從過去的經驗或是架構來看是很安全的，其實你政府不用那麼怕事、要不要去管那麼多。

即使最壞的情況券商倒掉了，對交易不會影響、對投資人不會影響，政府也不用拿錢出來，光憑這一點政府就可以大幅鬆綁。另外一個就是防弊的東西盡量少，那剛剛說到多層次監理，每一家證券商的內部稽核比銀行的內部稽核還多，監理成這樣，大家動彈不得。假如你們在業務部門裡面幾乎稽核天天都會來查，每天日查核、週查核、月查核、季查核，再來交易所也會查核，因為有兼期貨所以期交所也會來查核，因為有後台所以有股代，所以集保公司也會來查，金控底下券商金控稽核也會來查，再來檢查局也會來查，那麼算一算所有負責監理這部分的人員就有2000人，就是會產生業務部門動彈不得，做甚麼東西稽核人員可能認為會有問題，因為如果沒有查到，內部稽核人員考核會受影響或是被罰，所以內部稽核會從嚴去審核，有一些模糊空間內部稽核大概就會叫你說這個不要做，這個對於業務發展創新也會受影響。

剛剛提到槓桿應該要擴充，把槓桿倍數提高，大家知道綜合證券商我們的BIS少則300多，多則有1000多的，大部分都是300多到500、600。銀行的8%大概等於證券商的100到120%左右，證券商的500大概等於銀行的40%，太高了吧，就表示你的錢不知道用到哪去，也許研究團隊能幫我們想看看，要讓證券商的槓桿擴大有哪些業務應該可以開啦。那些業務可以開，其實也有提到，授信不是只有銀行的專業喔。我們現在的銀行法規定，非銀行不得吸收存款，等於銀行才可以吸收存款，其他人當然不可吸收，但是除了存款外其他都不是銀行的特許業務。現在放款多了，當舖也在放款阿，保險也在放款，所以授信放款不是銀行單獨的業務，

證券商要做的只要金管會開放就可以。

其實過去我們也有提，主管機關也在研議，幫忙Push一下，包括他可以做質押放款的標的能不能放寬，或是盡量授權證券商自己來控管，包括最近的融資融券的信用由證券商自己來控管，假如團隊可以在幫忙Push一下我想是有幫助的，另外有一些證券商慢慢有在跨業，但現在唯一投信就是不能跨，我們一直在想說證券商是不是可以跨兼營投信部分業務。

證券商自辦融資融券以後，本來以前是有四家證金公司，一跨之後證金公司馬上只剩兩家，他的市佔率不到10%，等於說剩下都是證券商在做，為什麼因為證券商他有通路，客戶在證券商手上，證金他以前是證券商幫他代辦嘛，他自己沒有通路。假如證券商現在可以經營投信，投信就會萎縮掉了，證券商有通路嘛，投信現在要賣基金可能要透過銀行來賣，那我們現在要兼這個主管機關可能不會同意。但是假如部分業務拉，不是投信的核心業務可以考慮看看，譬如說私募基金，現在私募基金是投信公司可以做但是市場越來越小，以前在做大概有500、600億，現在只剩下100億，那麼它的共同基金大概2兆多啦，他的代操1兆多。

所以投信的核心現在應該是共同基金跟代操那一塊啦，至於私募基金投信是只有100億，其實他有沒有對他沒那麼重要，其實他沒有通路要去私募也比較難，那塊是不是可以給證券商做私募，或是說財富管理剛剛有一些業務看可不可以再擴充，讓證券商這一塊可以拓展開來，那我大概初步報告到這裡。

期中報告評審委員審查意見

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
1	全文對於我國之用語，有“臺灣”、“本國”、“我國”，建議予以統一為我國。	感謝建議，已依意見進行調整。
2	“台灣”用語之“台”字，請調整為繁體字“臺”字，以求全文一致。	感謝建議，已依意見進行調整。
3	P.3 三之第 3 行後段至第 5 行之論述是否洽當?可再斟酌。	感謝建議，已針對論述進行調整。
4	P.5 本研究既定調為“借鏡亞太地區經驗”，則研究範圍是否應說明選擇中國、新加坡、香港、韓國，以及為何未取日本為對象之原因。	感謝建議，已增加相關說明。
5	P.6 因為本文內容使用多國貨幣之數字分析、比較，建議文中出現金額數字時，加註完整的貨幣單位。P.6 第 1, 2, 7, 8, 10, 11 行之金額加字“新臺幣...億元”；右上角單位加註“新臺幣”。	感謝建議，已依意見進行調整。
6	P.7 倒數 2 行之“美金”用語是否調整為“美元”較好。	感謝建議，已依意見進行調整。
7	P.8 表 3 中左右欄內之台資或台灣之台字請調整為臺字以求全文一致。	感謝建議，已依意見進行調整。
8	P.9 (二)第 1 行文字敘述，請參閱證交法第 15 條(證券業務種類)及第 16 條(證券商種類)內容修正。另(二)段中最後 2 行之敘述，請配合現況已於 2015 年 6 月 1 日起放寬。	感謝建議，已依意見進行調整。
9	P.10 第 9,10,11 行之金額，請在“億”字後面加“元”字，以求完整。另「提振股市政策」段第 4 行“並即將於”修正為“已於”。	感謝建議，已依意見進行調整。
10	P.11 表 5 右下角之單位表示，建議調整到表之右上角，以求全文一致。另表 5 之後，是否宜增加「證券櫃檯買賣市場」之統計數字，那對臺灣而言也是非常重要的證券市場，產品更多元化，尤其是債券市場及衍伸性商品市場，常被人忽略。	感謝建議，已依意見進行調整。
11	P.10 倒數第 2 行後面之“券商”用語，請調整為全稱“證券商”。	感謝建議，已依意見進行調整。
12	P.13(一)之第 2 段第 2,3,5,6 行之金額數字“兆”之後請加“元”字；圖 3 中之單位“十億”之後亦請加“元”字。	感謝建議，已依意見進行調整。

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
13	P.14 第 2 行及圖 4 圖片來源中之券商用語，請調整為證券商。又(二)之第 3 行後面“...將實施...”之敘述，宜配合現況已實施作文字修正；又第 5,6,8 行金額數字“億”及“兆”字之後請加元字。	感謝建議，已依意見進行調整。
14	P.16 第 3 行中金額數字億之後請加元字。	感謝建議，已依意見進行調整。
15	P.17 第 1 行及(三)之第 3 行中金額數字照之後請加元字。	感謝建議，已依意見進行調整。
16	P.18(1)之第 9 行(2)之第 7,8 行中億或兆後請加元字。	感謝建議，已依意見進行調整。
17	P.19 第 4 行中金額數字億字之後請加元字。	感謝建議，已依意見進行調整。
18	P.22(七)第 1,4,6 行及 P.23 第 11 行之券商用語，請調整為全稱證券商。	感謝建議，已依意見進行調整。
19	P.26 倒數第 2 行前面之成交量，其單位是否為億股？同行成交金額及倒數 1 行成交金額，其“億”自之後，請加“港元”二字，以求一致	感謝評委建議，已修正數字為 3,247,002 宗，創下單日最大成交宗數。
20	P.28 第 2 行前面”270.61 兆”，請加”韓圓”二字。又倒數第 2 行中間”和閣”二字，似為”合格”二字之誤。	感謝建議，已依意見進行調整。
21	P.29 第 3 行及第 4 行前面之”券商”用語，請調整為全稱”證券商”。	感謝建議，已依意見進行調整。
22	P.30 一之(一)第 4 行前面“...12 兆美金”之金字，請調整為元字。又第 10,11 行中金額數字“億”或“萬”字，請調整為新台幣元。	感謝建議，已依意見進行調整。
23	P.31 第 1,3 行中金額數字，請加單位新台幣元。又(二)之第 3 行最後第 4 行前面“...證券在業...”中之在業兩字，應為業在之誤。又表 10 右上角請加單位:新台幣億元等字。	感謝建議，已依意見進行調整。
24	P.32 第 5 行“...965.54 億人民幣...”中之“億”字之後請加“元”字；又(三)第 4 行中間之“外資券商”中之“券商”用語請調整為全稱證券商；又第 6 行後面“56 億”，其單位是否為億元人民幣？	感謝建議，已依意見進行調整。
25	P.33 表 11 第 1,2 欄中金額數字單位億字之後，請加元字。又中間標題中之券商用語，請調整用全稱證券商。又表 12 中之金額數字單位“港幣”調整為“港元”以求一致。	感謝建議，已依意見進行調整。

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
26	P.34 第 3 行(1)之第 1,3,4,7 行之券商用語，請調整用全稱證券商。	感謝建議，已依意見進行調整。
27	P.35 (2)第 8 行前面券商用語，請調整用全稱證券商。又倒數第 5 行後面“衍伸性商品”中之伸字，似為“生”之誤。	感謝建議，已依意見進行調整。
28	P.37 第 1 行“(美金 30.6 億)中億字後請加元字。又表 14 可否加 2014 年資料，以利比較，且 P.36 最後也有引用 2014 年數字；表 14 右上角請註單位。又表 14 下第 6 行後段券商用語，請調整用全稱證券商。	感謝建議，用語部分已依意見進行調整，然而韓國證券業財務資訊之資料來源是取自於韓國 Financial Supervisory Service 之年報 (FSS Annual Report)，其年報皆於隔年之 11 月發行，目前仍未能取得 2014 年資訊。
29	P.39 表 16 為何沒有新加坡的數字資料。並於 P.40 加入比較敘述。	臺灣證券業財務資訊是由證交所所統計、中國證券業財務資訊由中國證券業協會所統計、香港證券業資訊由香港證監會所統計，而韓國則由韓國金融監督局(FSS)所統計。然而，經多方資料搜尋，未能發現新加坡有任何完整的官方或非官方證券業資料統計，是以未放入新加坡之證券業財務資訊。
30	P.43 一段為(1)20 幾年前的歷史發展敘述，是否可增加最近幾年的制度發展情況；(2)P.44 圖為以證券金融公司為主體的圖，現況而言，證券商自辦融資融券更為主流，是否可增加其流程圖(3)而且圖 9 只有資而未顯示券的流程。	感謝建議，(1)已依建議進行調整。(2)圖 9 右方已顯示經核准辦理融資融券業務之證券商業務流程。(3)已依建議進行調整。
31	P.44 下半頁至 P.47 上半頁內容是敘述中國證券業情形，不宜放在第三章內分析，似宜放在 P.13 較為適當。	感謝建議，惟本研究將中國證券業股票質押式回購業務對證券商資本結構影響之分析擺入第三章，目的是希望藉由與中國之對比，建議我國放寬證券商信用業務，是以在第三章有較為深入的探討。
32	P.47 中間段第 6.7 行中金額數字之單位，兆及億字後請加元字。	感謝建議，已依意見進行調整。
33	P.46 第 3 行 2 處中金額數字之單位，億字後請加元字。	感謝建議，已依意見進行調整。
34	P.47(三)(1)之「證券質押放款」或 P.78 一、1.之(1)「證券質押融資」之用語，皆涉及銀行及銀行業務，向證券主管機關爭取放寬有相當困難度，若能引用證交法第 60 條第 1 項第 4 款規定用語「因證券業務借貸」業務，既有法源依據，證券買進又保管於集保公司，客戶也有證券存摺，依此法制架構來加	感謝建議，已依意見進行調整。

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
	以論述，將更具說服力及可行性。	
35	P.48 (2)第 7,8 行中之金額數字單位，請調整為新台幣億元。	感謝建議，已依意見進行調整。
36	P.49 二之倒數第 3 行後段中「券商」用語，請調整用全稱證券商。又二段之分析顯示結論與銀行業有相當落差，而證券商進行海外併購或國內合併，仍需維持資本適足率 200%，則 P.78 一之 2.之政策建言，為了證券業也要打亞洲盃，可否同時爭取將 200% 規定調降為 150%。	感謝建議，用語部分已依意見進行調整。而政策建言部分已於一之 2 點建請主管機關調降證券商資本適足率至 150% 之水準。
37	P.50 中間段，第 1,2,3,4 行金額數字之單位，請調整為新台幣萬元或億元。	感謝建議，已依意見進行調整。
38	三、小結，為何少了新加坡韓國之相關論述。	感謝建議，已於文章註腳說明未置入討論之原因。
39	P.54、一、第 7 行中間“券商”用語請調整用全稱“證券商”。又第二段第 3 行中金管會下轄似無“處”級單位。	感謝建議，用語部分已依意見進行調整。另經查證金管會下轄設有「綜合規劃處、國際業務處、法律事務處及資訊服務處。」
40	P.56 第 5 行「.....證券戶和.....」中“證券戶”是否為“證券帳戶”?又第 2 段第 10.13.16 行中之“證券”用語，請調整用全稱「證券商」。	感謝委員修正意見，經查證確為「證券帳戶」。修改如下： 包含證券帳戶和金錢帳戶，以及複委託的 3 個戶頭，只需透過一次簽約一次開戶即可辦妥(第 5 行) 觀諸法意係指證券商經營「本業以外」所另設的規範，但兩者之本質卻相去不遠，財富管理著重中長期之資產配置，現金管理帳戶制度則是在短期流動之情況下至追求報酬，皆是為客戶追求資產配置之報酬制度，又從現金管理帳戶可知，證券商保有客戶之金錢流已不再是禁忌話題，若能將現金管理帳戶之制度與財富管理帳戶融為一體，不僅可滿足一次購足之需求，更可形塑出我國證券商成為投資銀行的雛形。
41	P.56 最後一行「.....國際金融業務細則施行細則」中前面之“細則”二字應為「條例」之誤，又 P.57 所引用之細則第 2 條及第 3 條執掌規定，經查 104.5.25 已公布第 4 次修正版本，中央銀行執掌增為 6 項，而金管會執掌增為 7 項，請查閱補正。	感謝建議，用語部分已依意見進行調整如下： 修訂國際金融業務條例施行細則第 3 條： 中央銀行執掌增列： (1) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司外幣與新台幣

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
		<p>幣間交易及匯兌業務之核准。</p> <p>(2) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之金融、證券及保險業務檢查。</p> <p>(3) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之業務、財報狀況資料及年度報告書表之審核。</p> <p>(4) 國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之業務、業績、規模之統計、分析及報告。</p> <p>(5) 國際金融、證券及保險業務發展之研究事宜。</p> <p>(6) 與金管會洽商事宜之聯繫及配合。</p> <p>修訂國際金融業務條例施行細則第 2 條：</p> <p>一、本條例、本細則、國際金融業務分行管理辦法、國際證券業務分公司管理辦法及國際保險業務分公司管理辦法之擬訂或訂定。</p> <p>二、國際金融、證券及保險業務相關法令之解釋及相關行政命令之發布或頒訂。</p> <p>三、國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司設立之特許。</p> <p>四、國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司經營業務項目之核准。</p> <p>五、國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之財務、業務及人員之監督、管理。</p> <p>六、國際金融業務分行、國際證券業務分公司及國際保險業務分公司之金融、證券及保險業務檢查。</p> <p>七、依本條例規定為處罰之處分。</p>
42	<p>P.58 第 2 行“金管會將洽商中央銀行發布行政函令規範”，不知目前已有新進度否？可否補正。又中間段第 7 行最後及(三)P.58 倒數第 2 行“券商”之用語，請調整用全稱“證券商”。</p>	<p>感謝委員建議，以調整用語。另經查，目前最新函令解釋為 102 年金管證券字第 10300032442 號函。故篇幅調整如下：</p> <p>金管會並於 102 年發布金管證券字第 10300032442 號函，針對外幣間拆借年限、計算範圍與額度訂定詳細規範。</p> <p>更使財富管理業務成為各家證券商的兵家必爭之地。</p>

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
43	P.60 第 2 段第 1.2.3.行之全額數字，請調整為增加單位“新台幣.....萬元”又倒數第 3 行“.....社及台幣外匯直執照開放”中之“台幣”是否為新台幣?又“直”自應為多餘字	<p>感謝委員建議，用語已調整如下：</p> <p>而我國專業投資人認定上，自然人必須具備總資產新台幣 3000 萬元的財力證明或單筆投資新台幣 300 萬元（等值外幣）且同一家銀行存款往來或投資總資產達新台幣 1500 萬元，並出具新台幣 3000 萬財力證明書。許多業者擔憂國人有錢財不露白的習慣，對於出具鉅額之資力證明恐有客戶會有所顧慮，屆時提高 PI 資格將導致客戶數量縮減，縱使開方可承作之金融商品變多，業務量將不會有太多的成長；另有不同意見認為，PI 門檻，且主管機關的態度似乎將 PI 門檻提高與金融商品多元化兩事混為一談，本文認為兩者應分別討論，慣有思維認為若 PI 資格提高，對於其保護程度即可放鬆，將可放心開放更多金融商品，然 PI 僅為專業投資人最低門檻，對於實際資產及風險承受能力僅做為參考之一，且未開放之金融商品，未必皆係風險更高之產品，例如未核定之境外基金，國外主管機關之審核未必遜於我國。</p> <p>P60 頁第一段倒數第 2 行「股立」為錯字。修正為「鼓勵」。</p>
44	P.61 第 2 段第 2.3 行關於證券商的業務，請參閱證券交易法第 15 條(證券業務種類)及第 16 條(證券商種類)規定內容調整，又倒數第 3 行後面“券商”用語，請調整用全稱“證券商”。	感謝建議，已依意見進行調整。
45	P.62 第三節標題中“經濟環境分析”關其內容，是否改為“經營環境分析”較好。又(一)小標題、(二)小標題及第 1.5.最後一行“券商”用語，請調整用全稱“證券商”。又(二)之第 2 行後面(1)“身分.....”中之“份”字，請調整為“分”字。	感謝建議，已依意見進行調整。
46	P.63 圖 11 下面第 1.3(2 處)、4 行“券商”用語，請調整用全稱“證券商”。	感謝建議，已依意見進行調整。
47	P.64 (三)第 3 段第 3、5 行、P.65 第 1、2 行“券商”用語，請調整用全稱“證券商”。	感謝建議，已依意見進行調整。
48	P.65 至 P.73 一、大項下有 14 小項之敘述，	感謝建議，已依意見進行調整。

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
	觀其內容，實際包括七種業務，其下再分為制度分析及制度改善建議，建議將原價構 14 項之敘述，先調整成 7 種業務，即分成 (一)~(七)，其下再 2 小項說明 1.制度分析及 2.制度改善建議，在結構上是否較完整。	
49	P.65 一、之關於”稅”的敘述，其主管機關為財政部，而非金管會，此段之文字敘述，建議酌予調整。	感謝建議，已依意見進行調整。
50	P.65 7 種業務之制度分析敘述，似乎少了韓國及中國之比較分析，是否可酌予增加補充。	感謝建議，已依意見進行調整補充。
51	P.68 (七)第 6 行(2 處)、9 行”券商”用語，請調整用全稱”證券商”。	感謝建議，已依意見進行調整。
52	P.69 (2) 關於證交所營業細則第 99 條證券自營商申報買賣規定，現行已無此規定，請予查明修正。	感謝建議，已依意見進行調整刪除。
53	P. 70(十) (1)之 1. 最後一行”身份”之”份”自，請調整為”分”字。又(3)中述及證交法第 71 條關於有價證券之包銷規定，查其條文似非單”確定包銷”，(倒數第 2 行)，還包括餘額包銷，請予查明；又如第 71 條第 2 項規定，證券承銷商採「先行認購後，再行銷售」方式包銷有價證券，又涉及正交發第 28 條之 1 第 4 項價格相同規定，此部分可進一步研析。	感謝建議，已依意見進行調整刪除。
54	P.74 二之(一)現況說明，可增加證券商公會、證券授信投顧公會及證券暨期貨市場基金會等相關機構，也都辦理從業人員的教育訓練課程，也都非常重視國際人才的培育，建議進行了解後，納入分析。	感謝建議，已依意見進行調整。
55	P.75 第一節一、第二段第 2、3、4 行之金額數字，請加貨幣別單位”新台幣...億元”	感謝建議，已依意見進行調整。
56	P.76 三；倒數第 2 行關於漲跌幅限制由 7% 放寬到 10%規定，已於 2015 年 6 月 1 日起實施。	感謝建議，已依意見進行調整。
57	P.77 第 6 行金額數字，請加貨幣單位”新台幣...兆元”。又第 3 段第 1”...經濟環境”用語是否配合第 45 點(P.62)說明調整為”經營環境”用語較好。	感謝建議，已依意見進行調整。
58	P.78 2.之說明參考第 36 點(P.49)說明。	感謝建議，政策建言部分已於一之 2 點建請

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
		主管機關調降證券商資本適足率至 150% 之水準。
59	P.79 二之 1.第 1 行(2 處), 5 行, 三、之第 3 行券商用語, 請調整為全稱證券商。	感謝建議, 已依意見進行調整。
60	P.80 3.參考第 54 點之說明。	感謝建議, 已依意見進行調整。
61	報告中使用多國貨幣, 請加註完整貨幣單位, 如 xx 美元、新台幣 xx 元..等; 報告中提及券商, 請使用全稱證券商; 請檢視文中所提之年份, 今年應為 2015 年、去年應為 2014 年, 且方便讀者閱覽報告, 宜儘量避免單獨使用今年、去年之用語, 並請配合修正相關用語, 如: 「將」放寬漲跌幅限制改為「已」放寬漲跌幅限制。	感謝建議, 已依意見進行調整。
62	P.3 我國金控公司現有 16 家, 是否適合用「林立」, 請斟酌; 證交法中有明確的證券商角色定位, 應為主管機關較偏重銀行及保險業, 使得證券業務逐漸邊緣化, 請斟酌調整。P.5 請說明亞太地區為何選擇中國大陸、香港、新加坡及韓國做為研究對象。P.9 我國證券商業務請參考證交法第 15 及 16 條修正。P.11 表 5 請加上櫃買市場的發行與交易概況。P.39 表 16 亞洲各國證券商財務表現請補上新加坡的 ROE、ROA 及槓桿倍數。P.43 請補上近 20 年的信用交易制度發展, P.44 圖 9 請修改為以證券商為主體的信用交易(含融資及融券)流程圖, P.44~47 介紹中國證券業股票質押式回購交易建議移至 P.13 中國證券業近期發展與兩岸合作現況, P.48 建議放寬借貸款項可做證券質押放款, 因涉及銀行業務難度較高, 建議可引用證交法第 60 條第一項第 4 款用語「因證券業務借貸」業務加以論述較為可行。P.64 建議此節改為證券業面臨之經營環境分析, 並請充實此節內容。P.77 證券從業人員的教育訓練由證券商公會、及證券期貨市場發展基金會等單位辦理, 建議進行瞭解後加入分析。郭仲乾委員提供書面建議及意見請見後附件。	感謝建議, 郭委員建議已於上表依意見進行調整及回覆。
63	P.81 主管機關於 104 年 2 月 4 日修正證券商管理規則, 其中證券商如經專案申請則不	感謝建議, 已於研究之第三章第一節第二點及第四章第二節第一點增加相關圖表及論

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
	受對外負債總額不得超過其淨值之四倍、自有資本適足比率不低於百分之二百之限制，如仍建議放寬，應再加強論述。簡報中的研究架構和結論與建議無法聯結，請再加強聯結性。	述。
64	本研究題目為證券商的競爭能力，是否應先定義出競爭力的各個構面，且不同市場的證券產業發展策略有其條件背景，是否適合套用於台灣證券業，宜再做細緻的分析。	感謝建議，已針對第一章第二節研究方法之論述進行調整。
65	請加強對新加坡、香港及韓國證券業的分析。P.27 香港有 500 家證券商，前 65 名證券商的成交量為 88.4%，可見不同規模的證券商應有不同的發展策略，建議研究團隊赴香港訪談我國證券商的香港子公司。	感謝建議，已加強新加坡、香港及韓國證券業之分析。而不同規模證券商之發展策略則建議納入證券公會未來提出之專題進行研究。
66	P.38 我國證券業 ROE 表現不如中國大陸和香港的原因是因為資本結構的不同，我國的槓桿倍數相對較低所致，但韓國的槓桿倍數最高卻沒有反應在 ROE 上，又 P.49 我國前 10 大證券商的財務比率中，規模最大的元大寶來證券的槓桿倍數低於平均值、ROE 卻表現最好，是否槓桿倍數越高、ROE 就會越高。	感謝建議，韓國證券業未能利用高槓桿而取得較高績效乃是因為近五年在國內經紀業務過於競爭且其欲發展國際投資銀行業務而未果所致，其競爭狀況於本研究第二章第二節有較為詳細之描述。 我國前十大證券商中，在 2014 年的確在 ROE 項目是由元大寶來證券表現最好，達到 11.37%，然而，若扣除元大寶來證券於 2014 年第三季因購併韓國東洋證券所計入的 56.4 億廉價併購利益，元大寶來證券由本業所計算之 ROE 將會降至 5.24%，低於整體綜合證券商平均值 5.36%。 而若在相同的資產運用效率(ROA)之下，提升槓桿確有提升證券商獲利之效果。
67	我國證券商目前面臨的困境為缺乏業務可做或不知如何做，建議可和其他市場進行具體對比，指出我們在哪些業務競爭力較差，並提出解決方案，如發展國際承銷業務應再擴大公司規模及精實配銷團隊等。如台灣證券商能在國內(DSU)做更多的業務，或到海外做國際承銷，則可確實提升證券商獲利。	感謝建議，本研究因著重於分析各國間提升證券商總體競爭力、獲利之關鍵因素，而與他國個別業務之競爭力對比研究則建議納入證券公會未來提出之專題進行研究。
68	P.64 面對主管機關積極推動金融 3.0，建議論述證券商應如何強化受託買賣人員之價值。	感謝建議，本研究因著重於分析各國間提升證券商總體競爭力、獲利之關鍵因素，而證券商應如何強化受託買賣人員之價值則建議納入證券公會未來提出之專題進行研究。

No.	期中報告評審委員審查意見	回覆意見
69	<p>台灣藏富於民，建議可參考新加坡業者的 total solution 模式，瞭解證券商服務的客戶是誰，提升客戶便利性，按客戶的投資報酬率要求提供商品及服務。建議中國 P2P 業務移至附錄。附錄的座談會會議紀錄，請再校對修正錯字，各與談人發言應經其同意再刊登。</p>	<p>感謝建議，本研究因著重於分析各國間提升證券商總體競爭力、獲利之關鍵因素，而新加坡業者之 Total Solution 模式則建議納入證券公會未來提出之專題進行研究。而與談人之發言內容部分已改採匿名發言方式處理。</p>
70	<p>建議可提出台灣證券商具有競爭力的業務項目，如權證的交易金額及發行檔數都名列前茅，依此成功經驗說服主管機關再開放其他新種業務。</p>	<p>感謝建議，本研究因著重於分析各國間提升證券商總體競爭力、獲利之關鍵因素，而個別新型衍生性商品業務之開放則建議納入證券公會未來提出之專題進行研究。</p>
71	<p>P.20 「過去境內個人及機構投資人欲投資海外市場必須取得 QFII 之額度審核，而境外個人及法人欲投資中國境內證券市場也須取得 QDII 的額度審核」。QFII 及 QDII 擺放是否倒置，請改正。</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>
72	<p>目前證券商財富管理規模及客戶仍很有限，建議可訪談投資人選擇何種金融機構進行理財的原因。</p>	<p>感謝建議，本研究於財富管理之研究著重於法規的發放與證券商經濟環境之提升，而針對投資人對於財富管理金融機構之偏好則建議納入證券公會未來提出之專題進行研究。</p>
73	<p>P.9 有關國際證券業務，金管會及中央銀行於 2013 年 12 月 26 日發布 OSU 相關子法及管理辦法，請再增列「證券業辦理外匯業務管理辦法」，另至 2014 年 6 月 2 日已有 17 家證券商取得開業許可。</p> <p>P.56 「修訂國際金融業務細則施行細則」，請刪除第一個「細則」。</p> <p>P.57 2014 年 5 月 25 日修正「國際金融業務條例施行細則」第 2、3 條等條文，請更新國際證券業務之行政主管機關金管會及業務主管機關中央銀行之掌理事項。</p> <p>P.58 「主觀機關金管會」應為主「管」機關，請改正。</p> <p>P.62 「金融商品應經主關機關申請之規定(國際證券業務分公司管理辦法第 12 條參照)，朝向實質上的負面表列之兼管模式。」，應為主「管」機關、「監」管，請修正。</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>

期末報告評審委員審查意見

No.	期末報告評審委員審查意見	回覆意見
1	P.i 第五章附錄後面之“錯誤！尚未定義書籤”等文字，請確定後調整。	感謝建議，已依意見進行調整。
2	P.1 第 2 段第 3 行前面“...，共中建立立創業板，...”中之“立”字似多一個字。	感謝建議，已依意見進行調整。
3	P.2 二、第二行後面“券商”用語請調整用全稱證券商。又二、之第 7 行後面“管理業務其中更.....”中之“業務”後面似宜增加“，”號。	感謝建議，已依意見進行調整。
4	P.3 三、之第 4 行前面“...金融體下腳色”中之“腳”字似為“角”字之誤。又三、之第 9 行前面“券商”用語請調整用全稱“證券商”。(P.4 第 1 行後面亦同)	感謝建議，已增加相關說明。
5	P.5 表一第 1 欄第 4“●”中“...非涉台幣...”用語似宜用“新台幣”為宜。	感謝建議，已依意見進行調整。
6	P.7 一、之(一)第 2 段第 1 行“台幣 5,022 億，...”用語宜用，“新台幣”為宜；第 2 行之數字“...3,328 億...”及“1,200 億”後面似加“元”字為宜，又同段第 3 行後面“...313 億”亦同，第 4 行後面亦同，第 5 行後面亦同。又同段第 4 行前面“扣除元大證券”用語請調整為“元大寶來證券”。又表 2.之單位“臺幣”用語似用“新台幣”為宜。	感謝建議，已依意見進行調整。
7	P.9 第 2 段第 3 行之文字敘述似與表 3.第 5 點之文字敘述不相符。	感謝建議，已依意見進行調整。
8	<p>P.10(二)第 1 段之前半段宜調整修正文字敘述：</p> <p>(1)證券商經營業務之法源 證券業務：證交法第 15 條(承銷、自營、經紀) 核准業務：證交法第 60 條 間營業務：證交法第 45 條第 1 項但書</p> <p>(2)第 4 行前面之“搓合買賣”中之“搓”字應為“撮”字之誤(參閱證交所營業細則第 58 條之 2 撮合成交原則)；且“撮合成交”係證交所之業務功能，而非證券商之業務工</p>	<p>感謝建議，已調整如下：</p> <p>(1) 證券商的業務可簡略區分為法條規定之經紀、自營與承銷業務，而投資銀行業務(包括證券承銷、融資、併購、財務顧問等業務)則較多是透過我國證券交易法第 60 條之核准業務逐步在開放，而兼營業務之法源依據則是證券交易法第 45 條第 1 項但書；經濟、承銷與自營業務係接受客戶委託，代理買賣證券並收取佣金，為證券市場中撮合買賣之一方、創造市場的流動性；投資銀行業務則為客戶提供證券發行融資、資金管理、公司理財等綜合的金融服務及顧問。</p>

No.	期末報告評審委員審查意見	回覆意見
	<p>能。</p> <p>又(二)第2段倒數第2行前面“今(2014)年已於”中之“2014”應為2015年之誤；又“放寬股票期貨交易”中“股票”之後，宜加“及”字，以免滋生誤會。(參閱)P.11 中間段文字敘述，並調整文字為“放寬股票及期貨市場漲跌幅度”</p>	<p>(2) 其中也包括今(2015)年已於6月1日放寬股票及期貨市場的漲跌幅限制由7%至10%。</p>
9	<p>P.12 第4行前面“臺幣”用語宜用“新台幣”為宜。</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>
10	<p>P17 倒數第4行後面“50萬的”之全額表達，建議在“萬”字後頭加“元人民幣”等字，以求全文及前後一致。(參閱倒數第2行)</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>
11	<p>P.18(3)第2段第2行中間“抵押品”用語似調整為“質押品”較好。又倒數第7行中間“委托貸款”中之“托”字請調整為繁體字“託”字。</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>
12	<p>P.20(2)最後2行“5110億”及“5.17兆”全額表示單位，建議於“億”字及“兆”字後面加“元人民幣”等字，以求全文及前後一致。</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>
13	<p>P24(七)第2段前面“2013年1月金管中”文義表達未明，請予調整補正。</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>
14	<p>P.27 增加第1次英文大寫簡稱用語之英文全稱對照：</p> <p>(1)第1行：新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS, 以下簡稱金管局)</p> <p>(2)第2行：新加坡證券交易所(Singapore Exchange Ltd, SGX, 以下簡稱新交所)</p> <p>(3)(2)第3行：FSB(Financial Stability Board,FSB)</p> <p>(4)(2)第2行前面(OTC derivatives, 以下簡稱店頭衍商)</p> <p>(5)(2)第5行“DTCC”：新加坡保管信託暨結算公司(Dopository Trust & Clearing Corporation,DTCC)之資料儲存系統(Defense Data Repository System,DDRS)</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>

No.	期末報告評審委員審查意見	回覆意見
	(6)(2)倒數第 2 行“FSA”，英文全稱為 Financial Secutities Act,是否為“金融服務法”較好。	
15	p.28 倒數第 5 行前面“由圖二與圖三中”中之圖，是否指 p.29 之圖 8 中之圖，請予敘明清楚。又倒數 2 行金額單位 3 處，建議在數字“億”字之後增加“港元”二字，以求全文及前後一致。	感謝建議，已依意見進行調整。
16	<p>p.30</p> <p>(1)第 1 行前面“韓國證券公司的”中之“的”字似為多餘字，可予刪除。又第 2 行前面“270.61 兆”之後宜加單位“韓圓”。</p> <p>(2)第 2 段第 2 行前面“FSCMA”之全英文稱為 Financial Services and Capital Market Act。</p> <p>(3)第 4 段第 2 行中間之“KRX”用語，為韓國證券交易所(Korean Exchange,KRX)。</p> <p>(4)倒數第 5 行“FSC”之英文全稱為“Finacial Services Commision”</p> <p>(5)倒數第 2 行中間“和閣境外”中之“和閣”二字似應為“合格”二字之誤。</p>	感謝建議，已依意見進行調整。
17	P.31 第一行 NH 證券投資公司中“NH”中文是指何公司?“Woori 證券投資網”中之“woori”參閱 p.38(五)中文為“友利證券”。又第 3 行及第 4 行前面之“券商”用語，請調整用全稱“證券商”。又倒數第 2 行中間“，以接納對對市場效率”中可省略一個“對”字。	感謝建議，已依意見進行調整。
18	P.32(一)第 2 段第 5 行後面“一億元臺幣成交量”中之“臺幣”用語調整用“新台幣”為宜，“成交量”用語調整用“成交全額”較好；又第 6 行之金額“8 萬”“10 萬”“12 萬”等之“萬”字後面各加“元”字，以求完整。	感謝建議，已依意見進行調整。
19	<p>P.33(1)第 1 段第 6 行及第 7 行引用表 11 之數字推論之結論敘述，在邏輯上似不相符</p> <p>(2)第 1 行前面、第 3 行後面極表 11.之單位中“臺幣”用語，請調整用“新台幣”</p>	感謝建議，已依意見進行調整。

No.	期末報告評審委員審查意見	回覆意見
	為宜。	
20	P.34 倒數第 4 行前面“200”之後似漏了“人”字。	感謝建議，已依意見進行調整。
21	P.35(1)表 12 中請檢查金額單位，“億”字之後請皆加“元”字，以求完全。 (2)中間段標題中“券商”前面，請調整為“中小型證券商”以求全文及上下文一致。	感謝建議，已依意見進行調整。
22	P.38(五)第 4 行前面“Daewoo securities”中之“securities”字首請調整用英文大寫。	感謝建議，已依意見進行調整。
23	P.42 第 2 段倒數第 2 行後面“非設臺幣之外匯”中之“設”字應為“涉”字之誤；“臺幣”用語請調整用“新臺幣”為宜。又第 2 段最後 1 行“放寬股票期貨市場”中，請調整為“股票及期貨市場”，以明其義。	感謝建議，已依意見進行調整。
24	P.43 最後 1 行前面“總體環境”面向分析，而查對 P.86 第三節標題及第 I 頁第三章第三節標題皆使用“經濟環境分析”，請予調整全文前後用語一致。(P.44 第 2 行亦用“總體環境”分析)P.91	感謝建議，已依意見進行調整。
25	P.48 最後一欄第 2 行前面及 P.49(3)第 2 行“身份”之“份”字，宜調整為“分”字。(請查對“身分證”)	感謝建議，已依意見進行調整。
26	P.50(三)第 2 行前面“證券借貸款項”中，可省略一個“貸”字。又(三)下表第二欄第 2 行前面“客人”用語，請調整用“客戶”，以求上下文一致。	感謝建議，已依意見進行調整。
27	P.52 最後一段第 1、2、3、4 行中金額之單位“臺幣”用語請調整用“新臺幣”為宜。	感謝建議，已依意見進行調整。
28	P.57 一、第 4 行中間“真正付予辦理”中之“付”字似為“賦”字之誤。	感謝建議，已依意見進行調整。
29	P.58 中間段第 1 行後面即第 2 行中間“103”“102”之年度表達宜改為西元 2014 年及 2013 年，以求全文一致。又第 3 行前面“819”元中似漏了“億”字。	感謝建議，已依意見進行調整。
30	P.59 第 3 段第 1 行前面“證券商量好的財富管理”似為“良”字之誤。又倒數第 2 行中“臺幣”用語請調整用“新臺幣”為宜。	感謝建議，已依意見進行調整。
31	P.61(1)第 3 行後面“102”、第 8 行後面“102	感謝建議，已依意見進行調整。

No.	期末報告評審委員審查意見	回覆意見
	年”及(2)第 1 行中間“102 年”之年度表達，請皆調整為西元“2013 年”，以求全文一致。又倒數第 6 行後面“券商用語”請調整全稱“證券商”。	
32	P.62(1)第 1 行前面、第 5 行前面、第 6 行前面、及第 10 行中間之“臺幣”用語請皆調整用“新臺幣”以求全文一致。 (2)第 1 段倒數第 2 行中間“及外匯結構行商，”中似漏了“品”字；第 2 段第 1 行前彥“開放證券上辦理”中之“上”字似為“商”字之誤；又第 2 行前面“如能為成為銀行間”中之前一個“為”字似為多餘字，可予以刪除。	感謝建議，已依意見進行調整。
33	P.64 第 2 段第 1 行後面“3000 萬元的財力”中金額前面請加貨幣單位“新臺幣”，以求全文及上下一致。又第 2 段第 6 行前面“使開方可承作”中之“方”字似為“放”字之誤。	感謝建議，已依意見進行調整。
34	P.66 三小節第 3 行前面及第 4 行後面“臺幣”用語，請皆調整用“新臺幣”以求全文一致。又第 7 行前面“金融海繡”中之“繡”字應為“嘯”字之誤。	感謝建議，已依意見進行調整。
35	P.68 第三節標題用語請參照第 24 點。又 2. 之標題中“券商”用語，請調整用全稱“證券商”以求全文一致。	感謝建議，已依意見進行調整。
36	P.69 第 2 段第 3 行中間“券商”用語，請調整用全稱“證券商”以求全文一致；又同段最後 2 行“深掘雄心”中之“掘”字似為“具”字之誤。	感謝建議，用語部分已依意見進行調整。
37	P.70(二)之 1. 第 3 行“海量數據(big data)”用語，與 p.84 第 1 段之用語“大數據”、“巨量資料”等用語，能否調整成一致。	感謝建議，已依意見進行調整。針對第 84 頁第 1 段東吳大學的巨量資料管理學院因屬他校學院名稱不宜變動。
38	P.72 4. 之第 2 段第 1 行“報告中並整理了目前整理了 2014 年”中後面的“整理了”三字似為多餘重複，可予以刪除。又第 2 行“券商”用語，請調整用全稱“證券商”，以求全文一致。	感謝建議，用語部分已依意見進行調整。
39	P.73 (1)上圖之表頭“網貸”用語，請調整用	感謝建議，用語部分已依意見進行調整。另

No.	期末報告評審委員審查意見	回覆意見
	<p>繁體字“網貸”。</p> <p>(2)第1行前面“盈燦咨詢”中之“咨”字，請調整用繁體字“諮”字。</p> <p>(3)第3及4行之金額數字之後，請加貨幣單位“人民幣”，以求全文一致。</p> <p>(4)第1段倒數第2行後面“，國內累計”中之“國內”請更正為為“中國”。</p> <p>(5)倒數第5行及倒數第1行前面“券商”用語，請皆調整用全稱“證券商”，以求全文一致。</p>	<p>浮水印因涉及版權著作問題，故不宜使用後製更改。</p>
40	<p>P.74 表 22 中之表頭、表左邊小表頭、方正證券下欄第 2 行及右邊欄第 1、6 行之“券商”用語，請皆調整用全稱“證券商”，以求全文一致。</p>	<p>感謝委員修正意見，經查證確為「證券帳戶」。修改如下：</p>
41	<p>P.75 上表右欄第 1 行“1000 萬元”金額之後請加貨幣單位“人民幣”，以求全文一致。又第 1 及 2 行中間、第 3 行前面及後面、第 4 行中間、第 6 及第 7 行前面之“券商”用語，請皆調整用全稱“證券商”以求全文一致。又第 4 行“證券商業的處境”中之“業”字似為多餘字，可予以刪除。</p>	<p>感謝建議，用語部分已依意見進行調整如下：</p>
42	<p>P.76 中間段第 2 行中間“券商”用語，請調整用全稱“證券商”以求全文一致。</p>	<p>感謝委員建議，以調整用語。另經查，目前最新函令解釋為 102 年金管證券字第</p>
43	<p>P.77(四)小節第 2 行前面“互聯網金融網趨勢”中第二個“網”字似為多餘，可予刪除。又同行後面“券商”用語，請調整用全稱“證券商”，以求全文一致。</p>	<p>感謝委員建議，用語已調整如下：</p>
44	<p>P.78 第 2 段第 6 行前面“...670 萬”中“萬”之後請加“元”字。又表 24 上倒數第 2 行及表 24 表標題中之“台”字，請皆調整為“臺”字，以求全文一致。</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>
45	<p>P.79 表右欄第 4 行“97 年”「複委託」欄下第 1 行“99 年度”「財富管理」欄下第 2 行第 2 行“99 年度”，請皆調整為西元“2008 年”、“2010 年度”、“2010 年度”，以求全文一致。</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>
46	<p>P.80 第 1 段倒數第 2 行中間“券商”用語，請調整用全稱“證券商”，以求全文一致。</p>	<p>感謝建議，已依意見進行調整。</p>

No.	期末報告評審委員審查意見	回覆意見
47	P.82 中間“正式宣告”是指何意?	感謝建議，實為無意義之文字，已依意見進行刪除。
48	P.84(1)第 2 行中間“大數據”、第 5 行“巨量資料”等用語，請參閱第 37 點。 (2)第 2 段第 4 行最後“金融召開臺灣”中“召開”之後宜加“，”號，以區分句子。 (3)第 4 段第 1 行後面“逐漸從國去「唯有」”中之“國”字，應為“過”字之誤。又同段第 4 行前面“顯現一人才是否”中之“一”字似為多餘字，可予以刪除。	感謝建議，已依意見進行調整。
49	P.86 一、第 2 段第 2 行“313 億”、第 3 行“56.4 億”，第 4 行“256.6 億”等金額表達，請皆加貨幣單位“新臺幣”元，以求完整及全文一致。	感謝建議，已依意見進行調整。
50	P.87 三、之第 3 行後面“臺幣”用語，請調整用“新臺幣”以求全文之一致。又同段第 5 行“今(2014)年 6 月將放寬”中之“2014”應為 2015 之誤，其中之“將”字因此政策已放寬可予刪除。	感謝建議，已依意見進行調整補充。
51	P.88 第 2 段第 4 行後面“海外的 10 兆資金”中之金額表達，請加貨幣單位“新臺幣”元，以求全文一致。	感謝建議，已依意見進行調整。
52	P.90 3.之標題及共下第 2 行“臺幣”用語，請皆調整用“新臺幣”以求全文一致。	感謝建議，已依意見進行調整刪除。
53	P.91 三、標題之用語，請參照第 24 點。	感謝建議，已依意見進行調整刪除。
54	P.126 第 19 點第 1 行後面之“麒”字，應為“其”字之誤，又其右欄中回覆意見“宗”或“宗數”是指何意?	感謝建議，已依意見進行調整。
55	P.130 第 43 點最後之“於”字，應為“餘”字之誤。	感謝建議，已依意見進行調整。
56	P.131 第 53 點倒數第 3 行及第 2 行“正交發”用語，應為“證交法”之誤。	感謝建議，已依意見進行調整。
57.	政策 5 OSU 業務中未涉及新台幣之金融商品交易，應免除申報。免除申報應有一定的困難度，建議改為簡化申報流程。政策 6 放寬證券商人員兼任問題，目前已開放證券商負責人得兼任轉投資公司的負責人，從業人員兼任則改為負面表列，僅有經理人互兼仍有限制，請再確認。	感謝建議，已確認證券商負責人與從業人員管理規則第 11 條之 1 與金管證券字第 1030037578 號令進行內文調整刪除。

No.	期末報告評審委員審查意見	回覆意見
58	<p>政策 2 落實證券業資本適足率 150%之合理水準、排除證券商對外負債額度限制，請比較亞太地區中國、香港、新加坡、韓國四國證券業資本適足相關規範，除了建議放寬整體的資本適足比率，或可考量從資本適足比率各項目進行改善，如降低對沖或套利交易的風險計提..等；目前證券商打亞洲盃，可向主管機關專案申請不受資本適足率不低於 200%的限制，建議說明證券商進行專案申請是否有遭遇困難，或請研究是否須用資本適足率做為可否打亞洲盃的標準；並請敘明金融三業中，銀行和保險業是以客戶資金為營運基礎，證券商則以自有資金營運，其經營風險對市場、社會及經濟造成的衝擊遠小於銀行業及保險業，主管機關應可安心放寬證券商的槓桿倍數。</p>	<p>感謝委員建議，經研究小組資料查詢後，僅查得中國大陸銀行業方面的資本適足率約略 12.5%，相較於我國銀行業的 8%，證券商的 12%(資本適足率 150%以銀行計算方式大約換算)可發現各國對於資本適足率的高低取決於各國主管機關風險管控的信心及整體經濟環境，因此實無從比較，應將重點擺在跨業衡平，以解決證券商在金控林立的我國金融環境下證券商被邊緣化的局勢。</p>