

中華民國證券商業同業公會委託專題研究

日本與韓國證券商經營發展之國際化策略
對台灣證券業的啟示：

以野村證券與三星證券為例

期末報告

主 持 人：中央財金系 周冠男 教授

台大財金系 何耕宇 教授

研究人員：翁培師 羅宏民

2008 年 12 月

目錄

壹、	前言.....	1
貳、	野村證券.....	4
一、	日本證券市場發展.....	4
二、	野村證券歷史發展與現況.....	5
三、	組織架構與現況.....	6
四、	經營模式與國際化策略.....	8
五、	海外事業的分布概況.....	13
六、	小結.....	19
參、	三星證券.....	20
一、	韓國證券業發展.....	20
二、	三星證券現況.....	21
三、	歷史發展.....	22
四、	組織架構與現況.....	24
五、	發展模式與未來國際化之策略.....	29
六、	小結.....	38
肆、	台灣證券市場.....	40
一、	台灣證券產業.....	40
二、	金控證券商.....	43
	1. 元大證券.....	43
	1.1 元大證券的歷史沿革與海外佈局.....	43
	1.2 組織架構與內容.....	45
	1.3 營運現況與未來發展策略.....	51
	2. 富邦證券.....	52
	2.1 富邦證券歷史沿革與海外佈局.....	52
	2.2 組織架構與內容.....	55
	2.3 營運現況與未來發展策略.....	57
	3. 凱基證券.....	58
	3.1 凱基證券歷史沿革與海外佈局.....	58
	3.2 組織架構與內容.....	60
	3.3 營運現況與未來發展策略.....	66

三、	非金控證券商.....	67
4.	寶來證券.....	67
4.1	寶來證券歷史沿革與海外佈局.....	67
4.2	組織架構.....	71
4.3	營運現況與未來發展策略.....	72
5.	群益證券.....	73
5.1	群益證券歷史沿革與海外佈局.....	73
5.2	組織架構.....	76
5.3	營運現況與未來發展策略.....	77
6.	金鼎證券.....	78
6.1	金鼎證券歷史沿革與海外佈局.....	78
6.2	組織架構.....	79
6.3	營運現況與未來發展策略.....	80
7.	康和證券.....	81
7.1	康和證券歷史沿革與海外佈局.....	81
7.2	組織架構.....	82
7.3	營運現況與未來發展策略.....	84
四、	專業經紀商.....	85
伍、	台灣證券商與日韓券商之比較.....	88
一、	台灣證券商之比較.....	88
二、	台灣證券商與日韓證券商之比較.....	91
1.	願景的建立與未來成長目標之設定.....	92
2.	透過海外購併加速規模成長速度.....	93
3.	組織文化精神的強調與針對全球市場的組織架構.....	95
4.	政府與主管機關的定位.....	97
陸、	結論與後續研究方向.....	103
一、	回顧與總結.....	103
二、	後續研究方向.....	105
附錄 A	證券商組織架構內容.....	107
附錄 B	野村集團香港分公司部門主管訪談紀錄.....	115
附錄 C	野村證券台北分公司董事總經理訪談紀錄.....	123
考考文獻與資料來源.....		129

圖目錄

圖 1、野村集團五大事業單位.....	7
圖 2、野村證券堅實的顧客基礎.....	9
圖 3、野村證券美國 RMBS 曝險部位.....	10
圖 4、野村證券國際化策略示意圖.....	11
圖 5、野村證券 2003 年員工人數分布圖.....	14
圖 6、野村證券 2008 年員工人數分布圖.....	14
圖 7、野村證券歷年日本與海外員工人數.....	15
圖 8、三星證券客戶總資產趨勢圖.....	25
圖 9、三星證券高淨值客戶人數.....	26
圖 10、韓國綜合指數走勢.....	30
圖 11、2007 年三星證券營業收入來源比例與市場之比較.....	32
圖 12、2007 年三星證券營業收入市場占有率.....	32
圖 13、三星證券未來目標、策略與基石.....	34
圖 14、三星證券股東權益與淨收益走勢圖.....	37
圖 15、元大證券海外通路.....	44
圖 16、元大證券關係企業組織圖.....	46
圖 17、元大證券組織架構圖.....	47
圖 18、富邦證券關係企業組織圖.....	54
圖 19、富邦證券組織架構圖.....	55
圖 20、凱基證券關係企業組織圖.....	61
圖 21、凱基證券組織架構圖.....	62
圖 22、寶來證券關係企業組織圖.....	70
圖 23、寶來證券組織架構圖.....	71
圖 24、群益證券關係企業組織圖.....	75
圖 25、群益證券組織架構圖.....	76
圖 26、金鼎證券組織架構圖.....	79
圖 27、康和證券組織架構圖.....	83

表目錄

表 1、野村證券歷年員工人數.....	16
表 2、野村證券主要成長事業單位之淨營收.....	17
表 3、日本股權資本市場業務名次.....	18
表 4、日本購併與金融顧問業務.....	19
表 5、三星證券經紀業務市占率.....	27
表 6、元大證券組織架構內容.....	48
表 7、富邦證券組織架構內容.....	55
表 8、凱基證券組織架構內容.....	63
表 9、2006-2007 台灣證券商經紀業務市佔率比較表.....	88
表 A.1 寶來證券組織架構內容.....	107
表 A.2 群益證券組織架構內容.....	110
表 A.3 金鼎證券組織架構內容.....	111
表 A.4 康和證券組織架構內容.....	113

壹、前言

近年來在中國大陸經濟崛起的帶動下，亞洲也一躍成為全球金融發展的聚焦處。在金融服務的國際化發展上，日本一向是亞洲地區的先驅，其競爭力並不遜於歐美，而除了日本之外，近年來韓國也在金融發展上展現了積極的企圖心。走過亞洲金融危機的挫折後，韓國不只對內尋求整合與復甦，在其本身重新站穩經濟發展腳步的同時，韓國也不忘對外持續拓展他的全球化金融事業版圖，而成為這一波亞洲熱中，另一個受到矚目的國家。

目前，台灣證券業，和其他的金融服務業一樣，都面臨著一股勢不可擋的全球化與國際化浪潮，因此證券業的國際化可說是台灣金融經濟發展過程中，一個無法迴避的問題。企業經營的過程中，往往存在有市場飽和的問題。當本地市場由成長期步入成熟期而逐漸變得飽和，利潤的稀釋與市場空間的擠壓便成了企業向外地拓展的最大動機，當然，證券業也不自外於此一法則。而除了拓展經營版圖之外，證券業的國際化意涵，亦隱含著消除證券市場中交易雙方（投資者和籌資者）的國籍界限，使其不論在本國或國際證券市場上皆可自由參與各種金融活動的意義。所以，證券業的國際化既包括證券業走向國際市場，又包括國外證券商在該國證券市場的自由流動，也就是證券業的對外開放。證券業國際化程度的高低，不僅反映一國資本市場的總體發展水準，其實也在一定程度上反映一國參與國際分工的深度，反映一國國民經濟的總體發展水準，特別是一國經濟的國際化程度和開放程度。現階段而言，台灣證券業對外的開放程度並無問題，但是其在海外的經營拓展成果及國際知名度仍有進一步提升的空間，換言之，我們走向國際的腳步現階段來說過於遲緩。

台灣與日本、韓國都是位於東亞，在文化背景與地理環境上都有相近之處，

而台灣與這兩國間不論是在經貿或民間文化的互動交流上也極為熱絡。因此，鄰近的日本與韓國證券業在經營發展的國際化成果上應頗有值得台灣證券商借鏡之處。其中，日本與韓國的最大證券商－野村證券與三星證券，不但可說是兩國的指標性證券商，其國際化經營的模式確實也應可給極欲急起直追的台灣證券業一個很好的參考與範例。從日韓經驗來看，雖然台灣證券商的國際化似乎有其必要性，但 2007 年以來，次級房貸所引起的一連串金融風暴，從美國開始蔓延至各國，不只美國華爾街的大型投資銀行受創慘重，包括貝爾斯登、雷曼兄弟等先後申請破產，歐洲許多大型金融機構或銀行也無法倖免。猶有甚者，甚至連國家都出現高度金融危機，例如冰島因無法償還高額的外債，而使整體國家面臨高度的流動性危機。有人將這次的全球性金融海嘯，歸咎於由於各國金融市場的高度全球化，使得金融危機透過國際金融市場四處蔓延，乍聽下這似乎反映出金融市場國際化的隱憂。

若果真如此，那國際化反而是有害而無益了；實則不然，這次的金融海嘯，癥結在於大家對於風險的輕忽，不論是在源頭對於信用風險的輕忽，或者是後續對於投資風險的輕忽等。另外，金融機構甚至國家過度使用槓桿的操作，導致由負債引起的經營危機進一步地加重了金融危機的傷害。所以，若說國際化助長了金融風暴，則降低國際化程度就是遏止金融海嘯的防火牆嗎？答案一定還是否定的！因為各國經濟體系的運作本來就是互相依存的，自外於全球經濟體系的想法並不切實際。即便降低國際化能躲過全球性的金融危機，則若國家發生本土型金融風暴，反而可能會因為國際化程度的不足而缺少國際資源的協助，導致金融問題越加惡化。

國際市場自有其系統風險，而本質上來說，證券商國際化是一種「尋租」的行為，既然如此，證券商尋求海外市場所帶來的利益，追求更高的營運報酬，自然有義務承擔更高的風險。不過相信只要以穩健正當的方式進行事業體的國際

化，仔細評估並計算風險，證券業者必能安心的享受在全球市場經營所帶來的利潤，這也是目前台灣證券業者的心願。有鑒於此，本研究希冀透過對日韓證券商的分析，可以為台灣證券商的國際化過程歸納出具體的建議並指引出可行的方向與計畫。

本研究後續的章節安排如下：第二章針對日本野村證券進行描述與探討；第三章針對韓國三星證券進行描述與探討；第四章對台灣證券業進行描述與探討；第五章則比較日韓與台灣證券商國際化成果上的差異並提出建議；最後則對本研究做出結論與後續研究建議。

貳、 野村證券

本章節中，我們將先了解日本證券業的發展，再敘述其產業發展過程中，「野村證券」如何由原先大阪野村銀行的一個部門，逐步成長至今日規模，成為日本第一大證券商，並積極向海外拓展，在國際證券市場上佔有一席之地。

一、 日本證券市場發展

日本的服務業，特別是金融服務業佔了 GDP 最大比重，而且處於世界領先地位。而金融產業中，證券產業佔了相當程度的比重。由日本最重要的交易所，東京交易所的規模，便可看出日本證券業的興盛。平均來看，東京證券交易所年交易量在全世界僅次於紐約證券交易所，2006 年東京證券交易所總市值達 549.7 兆日圓，也是世界第二。東京交易所的重要性，不只因為東京是日本首都，也是全國第一大城市和經濟中心，更是因為其悠久的歷史發展而奠定的基礎。東京證券交易所的前身是 1879 年 5 月便成立的東京證券交易株式會社。由於當時日本經濟發展緩慢，證券交易不興旺，1943 年 6 月，日本政府合併所有證券交易所，成立了半官方的日本證券交易所，但成立不到四年就解體了。二次大戰前，日本的資本主義雖有一定的發展，但由於軍國主義向外侵略，重工業、兵器工業均由國家壟斷經營，紡織、海運等行業也由國家控制，這是一種戰爭經濟體制並帶有濃厚的軍國主義色彩。那時，即使企業發行股票，往往也被同一財閥內部的企業所消化。因此，證券業務難以發展。日本戰敗後，1946 年在美軍佔領下交易所解散，但 1949 年 1 月美國同意東京證券交易所重新開業。而隨著日本戰後經濟的恢復和發展，東京證券交易所也發展繁榮起來，逐漸奠定了今日的地位。

由日本的經濟發展的側寫來看，不難想見與之俱進的日本證券產業何以能發展至今日之規模。日本人均國民生產總值（GDP per capita）超過三萬美元，居

世界前列，是全球最富裕、經濟最發達和生活水準最高的國家之一。其 GDP，按照國際匯率排列的話，國內生產總值僅次於美國世界第 2 位，人均國內生產總值是世界第 14 位。若以購買力平價計算，國內生產總值位居世界第 3 位（次於美國和中國），人均國內生產總值則是世界第 16 位。此外，日本還是世界最大的債權國；2004 年末，日本在海外的純資產達 1.8 兆美元，也是世界最大。再回過頭來看日本的證券市場，除了前述的總市值資料，另一個引人注目的數據也顯示了日本證券市場持續成長的力道。2006 年，東京交易所的「每日平均交易量」來到了將近 2.6 兆（25980 億）日圓的歷史新高，足足比前一年多了 7240 億日圓，成長超過 30%，這個可觀的數字主要來自外國投資者的積極加碼，也顯示了日本證券市場的高度國際化程度。

二、 野村證券歷史發展與現況

在整個日本證券業發展的進程中，有個名字幾乎與日本證券業歷史亦步亦趨，那就是目前日本最大證券商——「野村證券」。野村證券在日本成立於 1925 年的 12 月 25 日，當時大阪野村銀行（The Osaka Nomura Bank, Ltd）根據日本商事法將其證券部門分離成獨立的公司實體；專注於日本債券市場的交易與發行，因而野村證券自此成為獨立之事業體。野村可說是第一家邁向國際化經營的日本證券商，早在二次大戰前，它便於 1927 年在美國紐約成立代表處來積極地銷售非日圓本位的債券。在日本本土，野村於 1938 年擴大其營業範圍至股票證券的交易，並且於 1941 進行日本第一宗投資信託業務。除了在本土市場的持續的成長，野村也並沒有忘記將眼光放眼在國際市場。1969 年野村證券取得美國波士頓交易所的註冊會員資格，1981 年則取得美國紐約交易所的註冊會員資格，緊接著 1986 年則成為倫敦交易所的註冊會員。

近幾年，野村證券不斷藉由日本金融市場的法令鬆綁以及資訊科技的發展所創造出的新的機會中來找尋優勢。舉例來說，為了增加零售顧客光臨他們服務的

機會，他們利用網路的優勢提供了線上經紀業務及其他相關服務，而其實就如同資訊科技在其他產業帶來的結構性變化，證券業透過網路科技打破了實質地理上的隔閡，也使得本土顧客群進一步擴大到網路可及的世界每一個角落。

在 2001 年 10 月 1 日，野村公司採用了控股公司的架構，為了和組織再造的決策相結合，野村將其名稱從原來的野村證券公司（The Nomura Securities Co., Ltd.）更改成為野村控股公司（Nomura Holdings, Inc.），並以野村完全持有股份的子公司方式取得原本野村證券的業務，並將之命名為野村證券株式會社（Nomura Securities Co., Ltd.）。分割後的野村證券依舊是集團最重要的經營核心，而由野村證券成為野村控股，也讓公司的經營資源更能有效整合，透過不同事業單位的劃分讓整體集團的發展目標更為明確。

三、 組織架構與現況

目前，全球化經營的理念與目標依舊是野村最重要的策略方向，同時由目前集團結構的規劃，我們亦可看出野村早已經完全將自身定義為一家全球性的金融公司。目前集團有五大事業單位（如圖 1），分別是國內零售（Domestic Retail）、全球性市場（Global Markets）、全球性投資銀行（Global Investment Banking）、全球性商人銀行（Global Merchant Bank）、資產管理（Asset Management）。國內零售、全球性市場、資產管理三個事業體主要是提供日本以及國際市場客戶各樣的金融產品與服務，至於全球性投資銀行與商人銀行這兩個事業體，則提供各樣財務解決方案（financial solutions）給日本與國際市場的各類機構，包含融資、資本市場籌資、併購業務等。

圖 1、野村集團五大事業單位



資料來源：野村證券網站

以下簡述五個事業單位各自之功能與業務內容：

(一) 國內零售

主要對個別投資人提供諮詢服務與金融產品以符合其本身資產管理之需要。

(二) 全球性市場

與本國和全球的機構投資人進行銷售以及交易，標的包含：債券、股票、外匯商品、衍生性金融商品。

(三) 全球性投資銀行

進行債券與股票承銷，並提供全球性的併購與金融顧問服務。

(四) 全球性商人銀行

使用野村集團自有資本進行私人股權投資或創投。

(五) 資產管理

進行多樣化的投資信託與資產管理服務，同時也對固定提撥式的退休金計畫（defined contribution pension plans）提供管理服務。

四、 經營模式與國際化策略

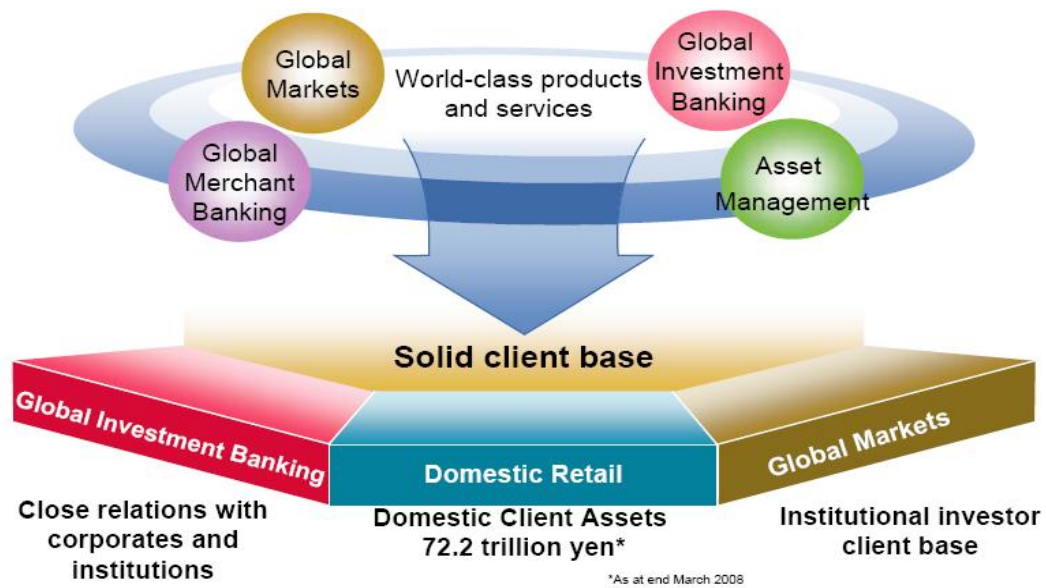
由目前的事業佈局，我們可以感受到野村證券在經營上十分強調國際化的策略，事實上所謂的「全球化思維」對於野村集團來說，似乎已經是某種「內化」的信念。由 2008 年野村最新揭示的企業管理願景（management vision）中便不難看出，「面向國際」這樣的態度其實亦無時無刻與其企業本身僅密地結合著。在歷經次貸風暴後，野村集團迅速組織了新的管理團隊，由新任集團 CEO 在 2008 年 4 月 28 號發表了 2008 年的「投資人報告」，在其當中提出了三點管理願景：

- I. 具有世界級（world-class）競爭力的金融服務集團
- II. 創造改變（create change）以協助資本市場的發展與產生成長機會
- III. 扮演亞洲與歐洲/美國之間的橋樑

而這三點願景可由三組關鍵字來詮釋，分別是：創造改變、世界級、以及速度，這亦可視為未來野村集團的發展策略的管理原則。除了以世界級的金融服務集團為目標之外，不論在日本或在國際市場，野村集團深知創造改變的契機才能帶來進一步的成長，而放眼全球，未來的成長機會無疑的會是在新興市場，例如目前以驚人速度成長的亞洲地區。所以，回應大環境變化的速度非常重要，這也是之所以除了「創造改變」與「世界級」這兩個概念之外，野村同時十分強調策略的「速度」。

而目前的五大事業單位，與前述的管理願景結合後，便能發揮野村最具競爭能力的客戶基礎優勢，如下圖所示。

圖 2、堅實的顧客基礎

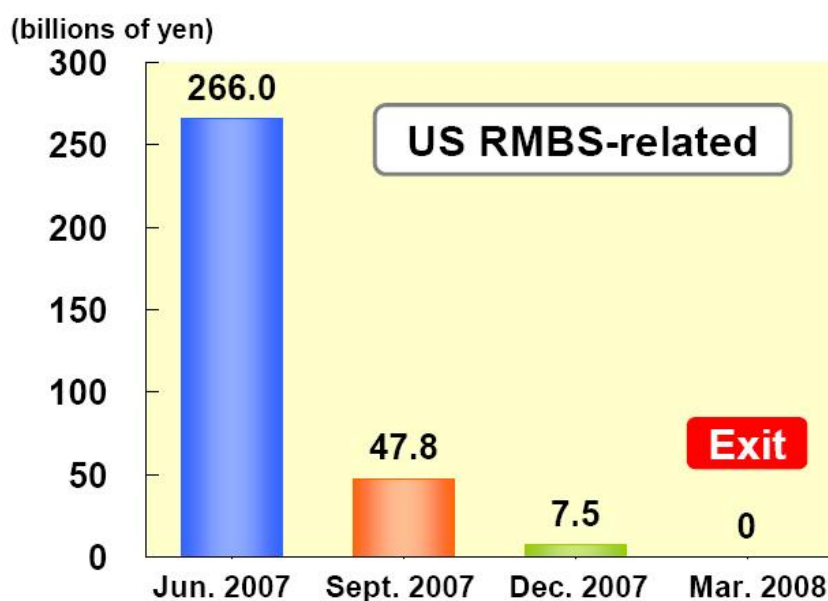


資料來源：野村控股 2008 年投資人報告書

從野村集團的架構到其經營願景與策略，我們可以發現全球化經營與國際化策略佔了很高的比重；這或許也是何以至目前為止，野村證券具有能在國際間，與來自華爾街或歐洲大國的投資銀行一競高下的實力。

近年來，野村在整體發展並未受到太多考驗，即使 2007 年的美國次貸風暴，野村因為涉入美國市場頗深，也因此遭受相當程度的損失，致使 2008 財務年度的報表由於認列 2007 年的損失導致交易收益大幅下滑。但身為事件發生前第一家開始提列次貸損失的國際級投資銀行（2007 年三月便開始提列），加上次貸風暴爆發後，野村果決迅速地處份曝險部位，危機處理的效率令人印象深刻。由圖 3 可以看到，2007 年 6 月時，在次貸風暴扶上檯面之前，野村 US RMBS 相關的曝險資產部位尚高達 2660 億日圓，但同年 9 月，便立刻降低到 478 億日圓，到了 12 月，僅剩下 75 億日圓。最後一筆交易在 2008 年 3 月出場，野村隨之裁撤其相關部門，並全面撤出美國的 RMBS 市場，同時也把美國公債交易席位（US Treasury dealership）退還給美國政府。

圖 3、野村證券美國 RMBS 曝險部位

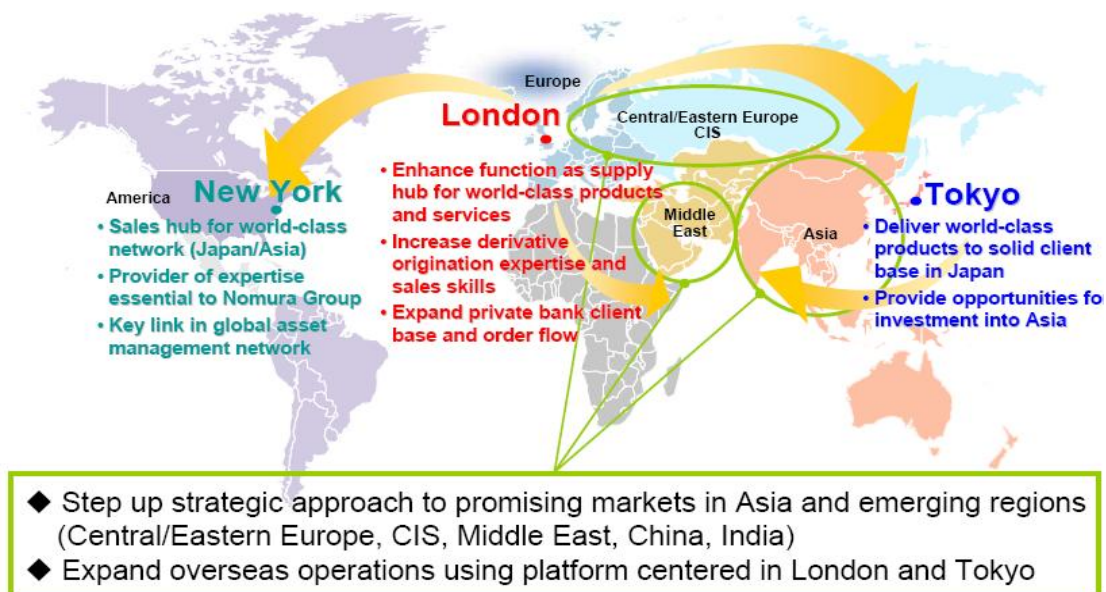


資料來源：野村控股 2008 年投資人報告書

以上種種應變顯示出野村風險控管的敏感度高過其他投資銀行，同時處理問題的決心與效率也十分果斷。目前，除了野村之外，並沒有其他投資銀行如此大刀破斧把所有美國 RMBS 的部位完全關閉，可見野村在處理次貸問題上的決心。走過 2007 年的次貸風暴，野村任命了新的管理團隊，同時在組織經營架構上，尤其是全球佈局的比重上，也針對「後次貸時期」提出新的思維。過去，野村的全球網絡是由東京加上三個主要的海外營運中心，包含香港、紐約、倫敦，總共四個管理中心來同時運作；由東京為為主導，亞洲區業務交給香港，美洲交給紐約，歐洲則交給倫敦。但在次貸風暴之後，新的管理團隊重新調整了國際化策略運作的模式，希望資金重新回歸由東京掌控，並將業務重心專注在亞洲新興地區，而以倫敦作為交易風險的控管中心。所以，原先的架構不變，但是強化東京、倫敦「雙中心」的定位。這個新策略的好處在於，目前全球的新興國家主要位於歐洲與亞洲地區，主要包含中東歐、獨立國協地區、中東、中國、印度等，故由倫敦與東京為主體形成產品與服務核心的國際化策略具有其針對性。同時，面對在次貸風暴後，野村也提升了其風險管理的謹慎度，雖然一方面針對具有成

長潛力的地區投資，一方面也讓資金回歸由東京掌控做更謹慎的安排。持續以國際化作為集團在後次貸時期成長的關鍵策略，顯示出野村在經營目標上的堅持與彈性。透過下圖，可呈現出野村集團尋求未來成長的國際化策略架構。

圖 4、國際化策略示意圖



資料來源：野村控股 2008 年年投資人報告書

在這個國際策略架構下，野村集團也對前述的五大事業單位訂出三年後的具體發展目標：

1. 國內零售

設定：提供顧客世界級的投資服務

具體數字：淨收益達到 5500 億日圓，稅前收入達到 1650 億日圓

2. 全球性市場

設定：持續作為野村集團的產品中心

具體數字：稅前收入達到 2000 億日圓

在前述設定下，野村鎖定成為成為日本與亞洲地區的頂尖固定收益交易業者；另外，以其過去在日本股票市場的實力，持續做為亞洲或泛亞洲

地區第一級的證券業者；最後，強化本身金融產品的等級以符合市場對不動產投資的要求。

3. 全球性投資銀行

設定：建立亞洲的卓越投資銀行地位以成為擴展集團收益的驅動力向

具體數字：淨收益達到 1200 億日圓，稅前收入達到 500 億日圓

在前述設定之下，擴大延伸全球部門的覆蓋範圍以及知識平台。在歐洲區的投資銀行事業，將增加在獨立國協地區、中東歐的業務，並定位作為生產/人力資源供應中心；在亞洲，專注在重點區域，擴張業務。具體方式包括把目前的 80 名銀行家（banker）增加至 130 位，主要放置在中國及印度。另外，設立組織在韓國、台灣、新加坡、越南等地。

4. 全球性商人銀行

設定：作為私人股權業務的頂尖業者

具體數字：成立規模 3000 億日圓的全球投資組合，創造 300-400 億日圓的稅前收入

過去野村雖然曾經採取過某些投機式的投資，不過隨著對於私人股權業務的認知成長，未來野村將致力於較為穩固的收益形式。

5. 資產管理

設定：作為在日本與亞洲地區具有強勁的投資能力的世界級資產管理業者

具體數字：淨管理部位達到 43 兆日圓，產生 550 億日圓的稅前收入

在前述的設定下，特別針對股票與債券，加強在日本與亞洲的投資能力。

前述的目標設定如何達成，在目前仍不時發生動亂的金融大環境中確實是一個考驗，而隨時自我改變調整以因應市場狀況以完成目標，端看野村如何落實其先前宣示的管理策略。集團中的五個事業單位相互支撐，國內零售與資產管理事業將作為一整體發展的穩固平台，而在此一平台之上才能支撐波動較大的全球市

場業務，以及變異更大商業與投資銀行業務。

五、海外事業的分布概況

1. 海外事業據點

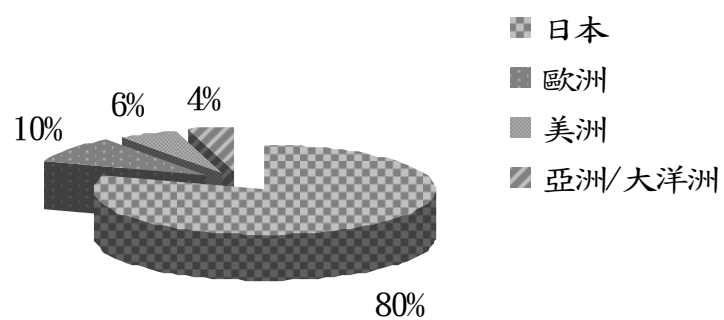
先提提到，1927 年野村證券便開日本證券公司之先在海外建立了辦公室。超過四分之三個世紀以來，野村證券在海外的事業經營也已經呈現出全球佈局態勢。目前，野村除了在素有美國的財經心臟之稱的紐約設立海外區域總部之外，舊金山也有設立分公司。而在美州其他地區，其分支則延伸到加拿大，以及南美最大經濟體的巴西。另外，野村證券在歐洲的海外區域總部設立在歐洲最重要的金融中心——英國倫敦。除了倫敦之外，還在 11 個歐洲主要國家設有分支，分別是：奧地利、盧森堡、荷蘭、法國、波蘭、德國、俄羅斯、西班牙、匈牙利、瑞士、義大利等。在亞洲及大洋洲方面，除了將區域總部設立在亞太金融重鎮——香港，野村證券更是深耕鄰近的亞太地區，在許多國家，依據不同的業務項目，都設有一個以上的分支機構。其跨足：澳洲、菲律賓、新加坡、南韓、印尼、台灣、馬來西亞、越南、泰國，以及近年來經濟成長快速的中國市場，包含北京與上海。值得一提的是，野村證券的海外拓展觸角也已經延伸到中東地區經濟發展上的領先國家——巴林。巴林由於現代式的經濟、良好的法規系統，以及絕佳的通訊與交通基礎建設，目前成為許多跨國企業在波斯灣的業務基地，因此野村證券前進巴林也顯示其對於海外經濟發展趨勢的敏感度，亦即其在管理策略中強調的「速度」。這個以日本、香港、倫敦、紐約架構起來的全球經營模式，就是野村國際化佈局的核心資源，再配合橫跨 30 個國家的營業據點，而構成一緊密結合的服務網絡。

2. 海內外員工數

由圖 5、圖 6 我們可以大致看出從 2003 年到 2008 年野村集團在海內外員工規模比例上的變動，且海外部門的比重是增加的。圖 7 則顯示出，不

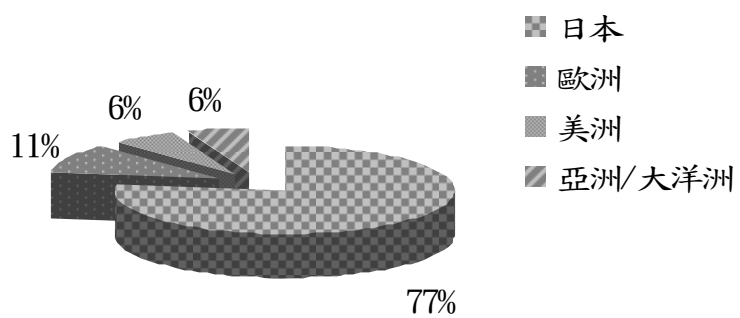
論是日本國內或其他海外事業部門的員工人數，歷年來皆呈現逐漸成長的趨勢。

圖 5、2003 年員工人數分布圖



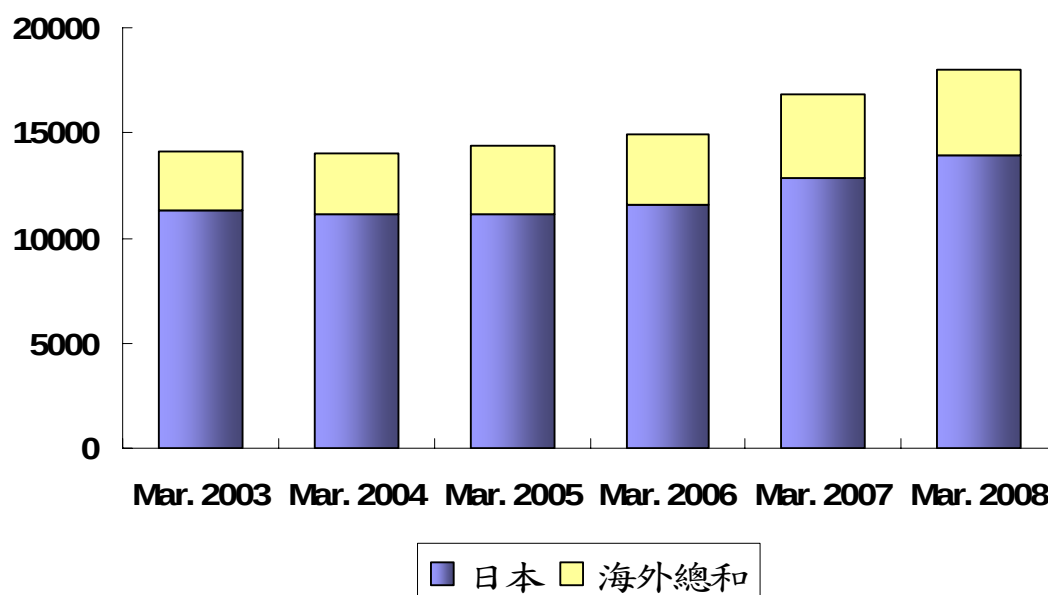
資料來源：本研究自行整理

圖 6、2008 年員工人數分布圖



資料來源：本研究自行整理

圖 7、歷年日本與海外員工人數



資料來源：本研究自行整理

另外，由表 1 可以看出，野村證券海外員工的比例歷年來大約維持在兩成左右，達集團整體的五分之一，算是非常高的比重。同時，從數字上來看，從 2003 至 2008 年，整體海外部門的員工人數從 2802 人增加至 4089 人，成長率為 46%，同時間的日本國內員工人數則由 11271 人增加至 13938 人，成長率為 24%，換言之海外部門的人員規模成長速度幾乎是其國內部門的兩倍；由人員需求的變化狀況便可見其海外事業的發展速度。另一方面，由不同區域來看，歐洲地區的員工數由 2003 年的 1389 人增加至 2008 年的 1956 人，增加率為 41%；同時間美洲地區員工由 797 人增加至 1063 人，增加率為 33%；最後亞洲及大洋洲地區員工則由 616 人增加至 1070 人，增加率高達 74%。由成長率亦可反映出近幾年由於幾個主要的新興市場都位在亞洲以及中東歐地區，而野村集團積極在這些地區拓展經營範圍，故對於人員的需求也持續增加，因此這些地區的員工成長率都相當可觀。值得一提的是，基本上不論在日本境內、歐洲、美洲、亞洲及大洋洲地區，野村集團的員工規模其實大致上皆是穩定且持續的增加，反映出集團

的穩健成長。唯一的例外是在美洲地區的員工數在 2007 年 3 月時還高達 1322 人，到 2008 年 3 月卻驟降至 1070 人，這主要的原因來自 2007 年美國爆發「次級房貸風暴」之前，野村便迅速處理其 RMBS 曝險部位，同時計劃自美國的 RMBS 市場退出。所以在 2008 年 3 月完全處理掉所有曝險部位後，野村正式退出美國 RMBS 市場，同時裁撤掉相關部門，這是美洲地區員工人數在該年度驟降的主因。

表 1、歷年員工人數

	Mar. 2003	Mar. 2004	Mar. 2005	Mar. 2006	Mar. 2007	Mar. 2008
總人數	14073	14024	14390	14932	16854	18027
日本	11271	11100	11111	11566	12841	13938
歐洲	1389	1403	1535	1515	1791	1956
美洲	797	866	1026	1073	1322	1063
亞洲/大洋洲	616	655	718	778	900	1070
海外總和	2802	2924	3279	3366	4013	4089
海外員工比	19.91%	20.85%	22.79%	22.54%	23.81%	22.68%

資料來源：本研究自行整理

3. 海外收益比重

野村的海外部門直接收益貢獻比重目前約佔整個集團的 10%。從數字上來看經營海外事業似乎並不划算，但其實海外部門的經營所產生的經濟效益不能僅從數字上來看，事業版圖的擴張所帶來的品牌與專業形象往往才是國際化的過程中所追求的，在這樣的過程當中，對客戶、對投資人所產生的品牌效應與信譽的建立最後終究會反映在企業經營的績效上。因此，「全球經營」的策略與形象有

其必要性，這也是野村證券與華爾街或歐洲大型投資銀行競爭時的利基之一。由數據上來看，在前述的野村五大事業單位中，全球性投資銀行業務、全球性商人銀行業務與資產管理業務是成長最為穩定的三個事業體，而這三個單位的業務收益來源基本上來自日本也來自各國投資人與機構法人。

表 2 即為五大事業單位近年來的淨收益（net revenue）變化，從中可看出前述三個成長事業單位成長的速度，也顯示野村證券在全球化經營的策略下的市場競爭能力。

表 2、主要成長事業單位之淨營收

（單位：10 億日圓）

	Mar. 2004	Mar. 2005	Mar. 2006	Mar. 2007	Mar. 2008
Domestic Retail	305.8	304.4	446.5	440.1	402.0
Global Market	284.1	243.1	371.1	290.0	95.6
Global Investment Banking	70.9	75.4	99.7	99.2	83.1
Global Merchant Banking	10.7	7.3	68.2	65.0	64.8
Asset Management	40.3	49.0	65.8	90.1	90.6

資料來源：本研究自行整理

由於野村目前已經具備世界級投資銀行的競爭能力，加上長久以來，野村證券本身在日本有一項不論是其他日本投資銀行或者頂尖外國投資銀行都不具備的在地優勢，那就是野村是一家百分之百的純日系證券商。從亞洲金融危機、

俄羅斯金融風暴、到美國次貸危機，野村從未考慮過要引進外資作混血的動作，這使得野村在日本市場確實有其獨特性，加上世界級的經營能力，故在日本雖然有各國知名的投資銀行，以及外國投資銀行與日系投資銀行合併而成的競爭對手，如 Nikko Citi，但是卻無法像野村一樣具有如此長期且根深地固的經營基礎。這樣的優勢使得野村在兩個業務市場的經營上幾乎是獨占鰲頭，分別是股權資本市場業務以及併購與金融顧問業務。表 5 與表 6 為野村在這兩項業務的名次表，而野村在這兩項業務都是市佔率最高的，即便如高盛、UBS、JP 摩根、摩根史坦利等集團也不是野村的對手。

表 3、股權資本市場業務名次

Japan Equity & Equity-Related				
Rank	Bookrunner	Jan. 1, 2008 - Jun. 30, 2008		
		Proceeds (USD mil)	Mkt. Share	No. of Deals
1	Nomura	3,042.4	45.3%	14
2	Nikko Citi	1,136.2	16.9%	7
3	Daiwa Securities SMBC	992.8	14.8%	13
4	Deutsche Bank	640.4	9.5%	2
5	JP Morgan	243.8	3.6%	1
5	UBS	243.8	3.6%	1
7	Morgan Stanley	161.8	2.4%	1
8	Mitsubishi UFJ Financial Group	95.5	1.4%	5
9	Shinko Securities	72.9	1.1%	6
10	Okasan Holdings	46.5	0.7%	1

資料來源：野村控股 2008 年投資人報告書

表 4、併購與金融顧問業務

Any Japanese Involvement Announced

R a n k	Advisor	Announced deals, value base Jan. 1, 2008 - Jun. 30, 2008		
		Rank Value (USD mil)	Mkt. Share	No. of Deals
1	Nomura	20,854.3	32.5%	60
2	UBS	12,857.6	20.1%	11
3	Goldman Sachs	10,757.4	16.8%	11
4	Mitsubishi UFJ Financial Group	8,465.8	13.2%	51
5	JP Morgan	5,286.9	8.2%	9
6	KPMG	5,099.1	8.0%	28
7	Citi	4,885.7	7.6%	38
8	Mizuho Financial Group	4,620.1	7.2%	56
9	Daiwa Securities SMBC	3,515.4	5.5%	37
10	GCA	2,910.8	4.5%	18

資料來源：野村控股 2008 年投資人報告書

五、 小結

與三星證券不同的是，野村本質上已經是完全國際化的一家公司，但仍持續在全球市場開疆闢土，追求規模與獲利的成長。為了達成未來持續成長的目標，野村並沒有忽略「全球性的經營」始終是其企業的使命，這也是為何在展望未來的管理願景中，「世界級的產品與服務」依舊是其三大經營目標之一。而面對整個全球的大市場，野村也希望透過其「創造改變」的能力，以快速的反應來尋找並掌握市場的商機，並針對不同市場的限制提出最可行的策略。走過次級房貸的衝擊，這家老字號的亞洲證券商能在世界舞台持續將其經營之路走到甚麼樣的境界，值得發展中的韓國證券業，以及更應急起直追的台灣證券業密切地關注。

參、三星證券

本章節中，我們將先透過韓國證券業的發展沿革，了解韓國由上到下整體證券產業的國際化發展過程。而同時我們也從歷史發展中來了解，三星證券如何在 15 年間，由一家市場排名在 20 名以外的小型經紀商，成長為目前韓國第一大證券商，並積極向海外拓展，甚至規劃要在 2020 年時緊身全球前十大投資銀行。三星證券的雄心壯志是否可行，本文亦將有進一步的分析。

一、韓國證券業發展

自 1956 年韓國證券交易所（KSE）建立以來，證券市場在韓國快速工業化的發展過程發揮了重要的支撐作用。早期政府債券交易佔據了證券市場交易活動的主要地位，證券公司在這一過程中獲得了穩步但並不突出的發展。1982 年，韓國政府開始推行資本市場國際化計畫（CMIP），在有限度地放開外資進入韓國證券市場的同時，也放寬了對海外投資（包括韓國企業的海外上市）的限制。韓國證券公司自此開始大力發展海外業務，紛紛在海外設立分支機構，試圖通過開展海外投資增強其國際業務實力。如大宇證券分別在 1984、1986、1988 年在紐約、倫敦以及香港設立了代表處；現代證券則於 1988、1989 年分別設立在紐約、香港設立了辦事處。1990 年以後，韓國政府進一步推動證券業的國際化，放寬外資證券商進入限制，允許外國證券公司在韓國設立分支機構或組建合資證券公司，對台灣證券商也放寬了在海外設立分支機構的限制，使得韓國證券業進一步趨於國際化。例如，現代證券 1992 年設立倫敦子公司，三星證券也於 1994 年在倫敦設立了其第一家海外子公司。到 1998 年，外國人在韓國設立證券商開始享受國民待遇，韓國證券仲介業務也因此完全向外國證券公司開放。

在證券市場與證券業國際化與自由化的過程中，韓國證券業的規模獲得了極

大的發展：證券公司數量從 1988 年的 25 家增加到 1997 年的 58 家，到 2005 年 9 月則為 50 家，此外還有 19 家外國證券公司的分支機構。國際化與自由化是 1980 年以來韓國證券業發展的兩大主題，這與韓國 80 年代以來經濟的高速增長趨勢是一致的，在這一過程中，韓國證券業形成了自身獨特的發展模式。由於國外金融機構在韓國經營證券業務所面臨的監管體系基本上已經與台灣證券商無異，外國證券商紛紛以設立分支機構或參與韓國證券商管理的方式進入韓國證券市場。截至到 2005 年 10 月，進入韓國證券市場設立分支機構的國外證券商達 15 家，占總數的 26% 以上。與此同時，外國證券商還擁有 9 家韓國證券商的大多數股權（即股權在 50% 以上），其中 5 家證券商由外國資本完全控股，另有 5 家證券商則由外國資本以低於 50% 的股權控制。一般來說，國際化除了對外開放之外，另一個面向是國內證券商走出去，在國外設立分支機構，參與國外證券業務的經營活動，而一般證券公司在海外設立營業據點存在三種方式：子公司、分支機構或聯絡辦事處。截至到 2004 年底，韓國證券商在海外五個城市（倫敦、紐約、香港、東京以及上海）設立了 33 個營業據點，其中包括 19 家子公司、一個分支機構以及 13 家辦事處。

二、三星證券現況

在集團事業體興盛的韓國，三星集團亦成為政府策略性的扶植下的大型企業集團之一。集團中的三星證券為韓國規模最大的證券商。2000 年 12 月，為了因應韓國資本市場佣金收入競爭激烈，以及發展私人銀行業務，瞄準高資產淨值客戶以賺取更高的手續費收入，三星證券與三星投資信託合併，成為韓國第一家以私人投資銀行為主戰場的證券公司。截至 2008 年 3 月，三星證券總資產高達九兆三千餘億韓圓，股東權益約兩兆三千億韓圓，客戶資產一百二十九兆韓圓，員工人數 2574 人，於韓國境內有 89 家分支機構，並分別在倫敦、紐約及香港設有分公司，在中國上海則成立代表辦事處。三星證券不僅是在韓國居於領先地位之投資銀行，並憑藉其多年磨練及布局與世界級投資銀行以對等的條件共同競

爭，自亞洲金融風暴後，逐漸取得韓國第一大證券商的地位。

三星證券自 2000 年起，長期培養一批高素質、盡職盡責的私人銀行家團隊（Private Banker; PB），由其提供的高品質金融諮詢和差別化服務，建立以私人銀行業務為中心的體系。在其他領域，三星證券仍憑藉其競爭力優勢，在併購（M&A）、承銷（股票、債券）、結構型商品（OTC 衍生性金融商品，如股權連結證券 ELS）和國內外機構經紀業務等方面保持著很強的實力，這樣的專業化戰略使其能在韓國併購諮詢市場上佔有舉足輕重的份額。

在立足韓國市場及奠定基礎後，三星證券鑒於韓國即將在 2009 年開始實行「資本市場整合法」，此法將金融市場業務簡化分類為銀行、保險及金融投資三類，其中金融投資業務包含證券、期貨、信託及投顧投信相關領域，被視為為韓國發展大型證券商及投資銀行鋪路；三星證券便於資本市場整合法通過之後¹，於 2007 年 10 月成立 25 週年紀念會上迅速宣示其將進軍國際，與全球一流投資銀行競爭之雄心。以「放眼 2020 年：全球前十大投資銀行！」（Vision 2020: Global Top 10!）為其目標，初步設定將以股東權益、淨收益分別達 15 兆及 10 兆韓圓為門檻（分別約 150 億美元、100 億美元）。而為了因應「資本市場法」後全新的全球金融競爭局勢，達成 2020 年的目標，三星證券勢必必須擬訂且進行更多前瞻性與策略性的計畫。

三、 歷史發展

三星證券為三星集團所屬公司，1992 年三星集團將韓一金融投資公司（Hanil Investment Finance）併入旗下，改名為「三星證券」（Samsung Securities）。當時，三星證券在市場不過是一間小小的證券經紀公司，排名遠遠落在產業二十名外，但趁著韓國資本市場 90 年代的國際化與自由化，分別於

¹ 韓國資本市場整合法於 2007 年 7 月正式核定通過。

1994 年在倫敦成立第一家海外分公司，1995 年在香港及紐約成立辦事處，與國外投資人近距離接觸。藉吸收及說明資訊更快速之便，三星證券希望搭上國際化的第一步，打開知名度並吸引國外投資人來韓投資。1996 年，韓國修改相關金融法規，允許證券商開發電子下單系統，加上國家電腦網路軟硬體發展政策迅速，三星證券也在 1997 年推出第一個網路交易系統「AnyNet」，隨後在 1999 年更搶先推出全韓第一個線上手機交易系統，使其在韓國證券經紀市場的競爭力逐漸趕上領先地位。另一方面，亞洲金融風暴後，現代、大宇集團風吹欲墜、集團面臨嚴酷考驗，連帶影響旗下證券商業務發展；三星證券母集團藉此展開積極的改革，將降低集團債務列為優先目標，最終三星集團成為風暴後最快恢復者，也連帶使三星證券搶得市場恢復的先機。之後，三星證券在經紀業務市占率逐漸大幅超前同業，終於在 2000 年成為韓國第一大證券經紀公司。

2000 年時，由於韓國證券市場證券經紀佣金費率競爭激烈，考量長遠發展，三星開始將業務重心轉往高手續費收入的資產管理業務，迅速地將三星證券投資信託與三星證券合併，全力發展資產管理市場，培養私人投資銀行團隊，鎖定高資產淨值客戶，是韓國第一個以此為重點業務發展的證券商。

2000 年後，三星證券商業模式便從以交易為基礎的經紀業務，開始轉變為客制化資產管理的業務發展。一方面，繼續更新線上交易系統使其更為便利，2001 年起也提供包裹帳戶服務（Wrap Account Service），針對機構投資人提供多元化投資管道的帳戶服務。2002 年，繼香港分公司後，三星證券於上海成立代表辦事處，提前為大中華地區高淨值客戶作佈局；2003 年則進一步取得倫敦證交所會員資格，且於年底與台灣富邦證券商成立策略聯盟，共同發展台、韓及北美市場，爭取更多開發客戶的機會。為了開拓私人投資銀行團隊之國際視野，三星證券 2004 年於首爾新羅飯店（Seoul Shilla Hotel）舉行第一屆的「全球三星投資人研討會」；2006 年則針對私人銀行團隊的培養，於大邱成立 PB

(Private Banker；私人銀行家)訓練中心，並且發展第一套 PB 測試系統，持續進行對於私人銀行團隊的養成與訓練，並且為進軍國際、全球化競爭來做準備。

四、組織架構與現況

三星證券於 2000 年後透過不斷地組織改革，朝資產管理與滿足投資人客制化服務需求進行。組織架構上，若以營業單位與非營業單位區分，營業單位有傳統的經紀業務部門、1998 年便成立的投資銀行部門、以及 2000 年後陸續成立的私人銀行部門與商品部門。非營業單位雖然非利潤中心，但其重要性並不亞於營業單位，如管理部門，其掌管公司財務狀況，並且專職人力資源管理的篩選與訓練，針對不同營業單位的需求，在人力資源的規畫與配置上必須作適當地考量；而研究中心其下設有資訊科技團隊及策略規劃團隊，依照三星證券的規劃，資訊科技、策略規劃、人力資源及財務管理都是其達成未來目標不可或缺的基石。下面我們就以三星證券的四個營業單位分作說明，包含：私人銀行部門、投資銀行部門、經紀業務部門、商品部門。

(一) 私人銀行部門

三星證券於 2000 年開始發展私人銀行業務，於 2002 年完全將其商業模式從以交易為基礎的經紀業務轉為客制化資產管理業務，為韓國首家進行如此大幅度的轉變的證券公司。資產管理不僅提供顧客適當的投資工具或商品，還包括投資諮詢與顧問的服務。傳統證券公司以經紀與投資信託為其主軸，轉型後的三星證券以投資諮詢顧問服務為先，再以多元的投資管道與工具提供完善的資產管理規畫，背後再以研究中心與風險控管團隊作支援，配合高科技與簡便的線上交易系統，提供客戶完整的服務。

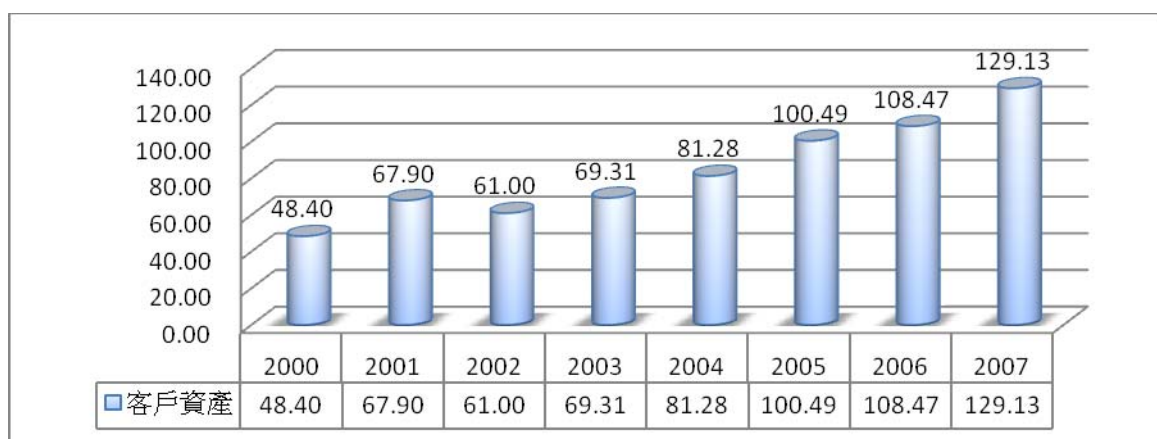
目標上，三星證券為了提供具有世界級品質的金融諮詢服務，故舉凡財務資產、稅務問題、房地產投資、醫療照顧、休閒娛樂或教育基金，三星

證券的私人銀行團隊都籌設為能提供全套的規劃與諮詢。而針對不同類型的投資人亦提供不一樣的投資管道與熱門商品，如開發不同種類的基金、股權連結證券(ELS)之衍生性商品、包裹帳戶服務(Wrap Account Service; 主要提供機構投資人元化需求，可投資證券、基金、衍生性商品、債券或各種客制化商品與契約)、現金帳戶管理(Cash Management Account; CMA; 主要投資貨幣市場基金搭配其他客制化商品，機構與個別投資人皆適宜)、投資國際債券、不動產投資信託(REITs)等。

由圖 8 可以明顯看到，三星證券自 2000 年開始發展資產管理業務後，客戶總資產從 2000 年 48.4 兆韓圓，到 2007 年已拓展到 129.13 兆韓圓，成長約 2.7 倍；由圖 9 也可以發現，高淨值客戶(High Net Wealth; HNW; 資產淨值超過一億韓圓者)人數呈現穩定成長，從 2003 年 40,230 人，至 2007 年 59,580 人，成長約 48%。

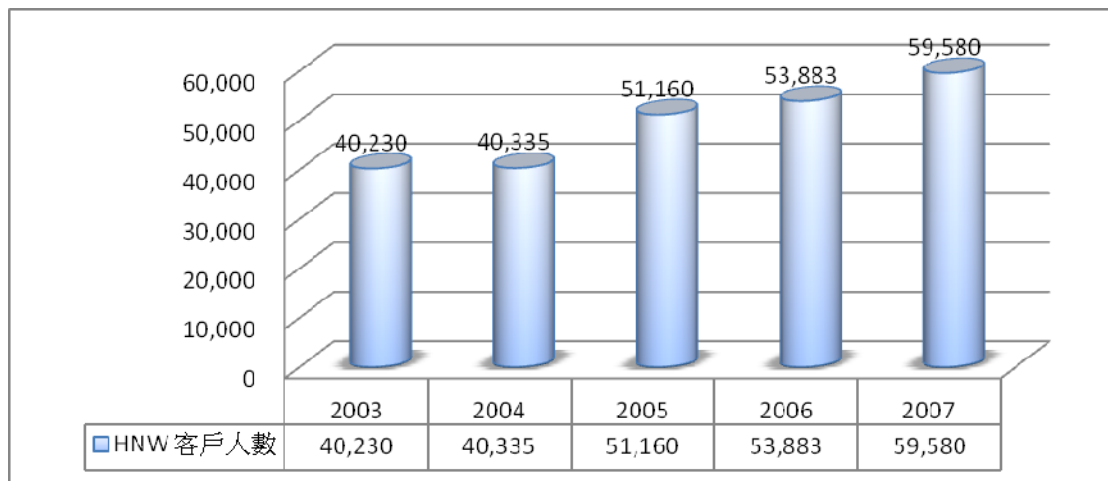
圖 8、三星證券客戶總資產趨勢圖

(單位：兆韓圓)



資料來源：三星證券 2007 年股東會年報

圖 9、三星證券高淨值客戶人數



資料來源：三星證券 2007 年股東會年報

(二) 投資銀行部門

三星證券投資銀行部門成立於 1998 年，專注在傳統投資銀行業務上，主要客戶以企業、金融機構與政府部門為主，從事併購（M&A）、國內外融資、上市、發行債券或多種交易組合等。由於專注經營多年，三星證券藉其在本地市場上的領導地位以及豐富之經驗，投資銀行部門穩健的發展，成長目標則鎖定世界級的服務水準與全球市場的顧客。

(三) 經紀業務部門

雖然三星證券將未來發展主軸放在資產管理，但在傳統經紀業務上仍一直保持韓國資本市場上領先地位。從表二可以發現，三星證券 2007 年在股票市場經紀業務的交易量占市場約 6.9%，雖然較前兩年小幅度下滑（2006 年：7.3%；2005 年：7.5%），但不論是線上交易、非線上交易或整體交易量，三星證券目前仍是韓國證券經紀市場上的龍頭。

探究其主因，不論是股票市場、期貨、選擇權、債券或其他衍生性金融商品，三星證券除了盡力提供客戶專業與高品質的商品資訊，其研究報

告品質過去多次被如亞洲貨幣《Asia Money》、歐洲貨幣《Euro Money》評為高品質研究報告便可見一般，而這似乎與三星證券發展私人銀行團隊也有密切的關係。另外，透過如「全球三星投資人研討會」、海外分公司，以及與外資企業合作研究報告等，三星與國際交流迅速頻繁，這不僅可以提升其自身專業能力，也有助於三星證券對資訊的掌握與拿捏。

表 5、三星證券經紀業務市占率

	2007	2006	2005
經紀業務			
股票交易量市占率	6.9%	7.3%	7.5%
線上交易市占率	8.0%	8.0%	9.6%
非線上交易市占率	5.7%	6.4%	5.0%
期貨交易量市占率	2.8%	3.9%	6.9%
選擇權交易量市占率	4.4%	4.8%	6.6%
經紀業務手續費收入 (單位：十億韓圓)	483.6	298.7	406.8
線上交易比率	41.4%	47.2%	49.8%

資料來源：三星證券 2007 年股東會年報

(四) 商品部門

三星證券的商品部門於 2002 年成立，主要目的是開發可供資本市場交易或針對個別客戶與機構投資人設計和提供客制化商品。開發部門集結超過四十位專業交易員、分析師、風險管理與財務工程專家，針對市場、機構與個別投資人設計不同種類的交易與投資商品。以下便以該部門區分四種不同領域的商品類別作介紹：1.股票、2.固定收益(機構投資人)、3.固定收益(個

別投資人)、4.商品開發。

1. 股票

股票相關的連結型商品如股權連結證券 (Equity-Linked Securities; ELS)、或自 2003 年起便開始運作的店頭市場衍生性金融商品交易 (Over-The-Counter Derivatives Trading) 提供投資人客制化商品需求的服務，另外三星證券也有自營部門的操作，雖然自營業務非主要發展項目，但憑藉其專業之能力與風險控管、財務操作的經驗，在自營部門仍提供公司不少的收入來源。

2. 固定收益 (機構投資人)

主要提供機構投資人利率和貨幣連結商品 (Interest-Linked Notes; ILN)，另外如交換契約 (SWAP)、短期國庫券融資 (T-Bill)、遠期契約 (Forwards) 與附買回交易 (RP) 等等。

3. 固定收益 (個別投資人)

主要提供各別投資人市場上現有的固定收益商品，屬零售性質，如短期國庫券融資 (T-Bill)、公司債、擔保證券 (CD) 與附買回交易 (RP) 等等。當然，若客戶有需求，仍有提供多樣化的客制化商品，滿足個別不同的需求。

4. 商品開發

上述上三個部門多會提供如 ELS、REITs、Funds 或 ILN 等等，因應不同客戶，商品開發人員便要從最初的市場研究做起，針對市場與客戶的需求開發適合之商品，然後必須再做進一步的分析與評估，與客戶接觸後再進行修正。對好的投資銀行來說，自身開發商品的能力格外的重要，而目前三星證券每年花在研發人員、風險控管及財務工程上的花費，是從 2000 年開始

發展資產管理時便一併做規劃，這意味著三星證券近幾年來在衍生性商品開發上著力很深，也因此過去《Money Today》曾評三星證券為韓國最佳衍生性金融商品開發公司。

五、發展模式與未來國際化之策略

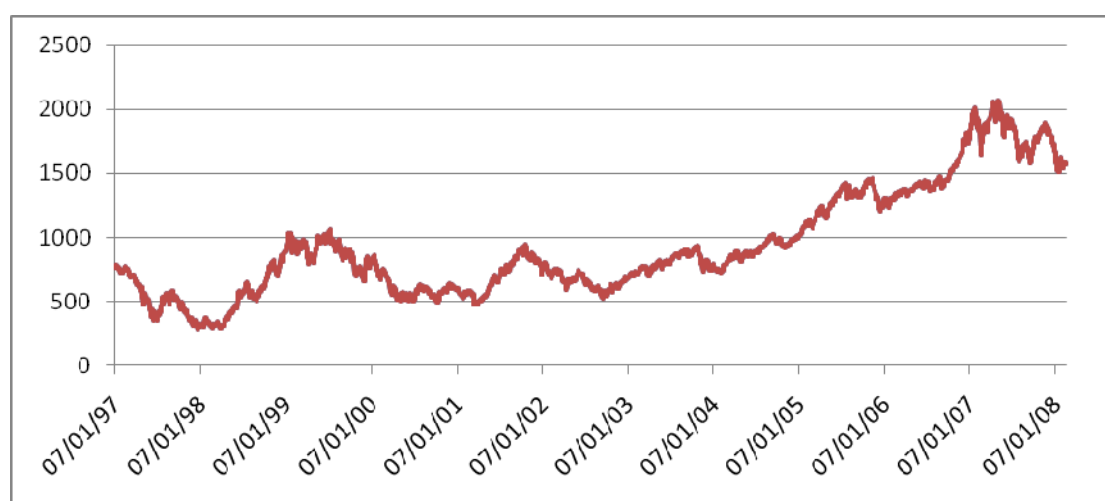
回顧三星證券的過去，自 1992 年改名為三星證券到 2007 年 10 月喊出進軍國際的宣言，短短 15 年間，究竟其發展的策略模式為何？何以從小小一家證券經紀公司，在拿下韓國市場龍頭地位後，竟然自發性轉變商業模式，全力開發資產管理業務，為未來發展預先佈局？接下來我們將分兩部分作討論，首先以 2000 年來其轉變型態的策略發展與佈局做分析。雖然，三星證券只有在北美、歐洲、中國三地重點式設立分公司，但其一舉一動，包括發展私人投銀業務，都是在轉變自己的商業模式為未來進軍國際奠定良好專業的基礎。第二部份，我們則以其「放眼 2020 年：全球前二十大投資銀行！」的口號，分析三興證券第二階段進軍國際的方向及策略，討論其可行性與必須面對的考驗。

（一）第一階段：2000 年起轉變商業模式—私人投資銀行與資產管理業務

2000 年時三星證券挺過亞洲金融風暴的資本市場危機，並憑藉自身多年來專業能力之累積與努力，趁現代、大宇證券風雨欲墜之時攻上韓國證券商龍頭地位。三星證券與大信證券當時並列韓國兩大線上交易證券商，雖然證券經紀佣金節節下滑，但高科技之運用，與網路交易便利性帶來成交量之成長，尤其在 1999 年股市又攀高峰。但在進入 2000 年證券經紀業一片看好之際，韓國股市彷彿坐雲霄飛車似地持續下跌，至 2000 年底股價指數幾乎腰斬一半（圖 10）。但三星證券早已看出若持續依賴經紀業務佣金收入，未來成長勢必會與市場榮枯起起伏伏。為了與資本市場規模和走勢脫鉤，三星證券必須發展其他業務收入，並且提高其獲利之能力。透過其海外分公司倫敦、紐約與香港人員與外資接觸之經驗與評估，三星證券理解到，若要求更大的發展空間必定要走出國內，發展投資銀行

業務，並且針對高資產淨值客戶提供私人投資銀行服務，以賺取報酬更高的手續費收入。所以當方向確定後，藉由母公司三星集團及相關企業三星生命保險之協助，於 2000 年底正式與三星證券投資信託合併，開始打造屬於三星證券的私人銀行團隊。短期內，三星證券有兩項重要目標：(1) 營業收入來源結構改善；(2) 加強其專業之能力，奠定與國際競爭之基礎。

圖 10、韓國綜合指數走勢



資料來源：韓國證券交易所

1. 營業收入來源結構改善

舉凡世界級投資銀行或證券商，如高盛、美林證券等，其營業收入來源經紀業務大約占三成，除了投資於各國資本市場的投資獲益外，其最核心的業務便是資產管理，針對高淨值客戶給與全套諮詢、規畫、投資、管理等私人銀行服務，其高額之手續費收入是資本市場經紀佣金所不能比的。故觀察三星證券營業收入之結構，便可了解其短期目標是否達成。

圖 11 顯示 2007 三星證券與韓國整體證券經濟產業營業收入來源結構。我們可以發現韓國在資產管理收入占其營業收入 6.09%，遠高於產業平均 1.72%；

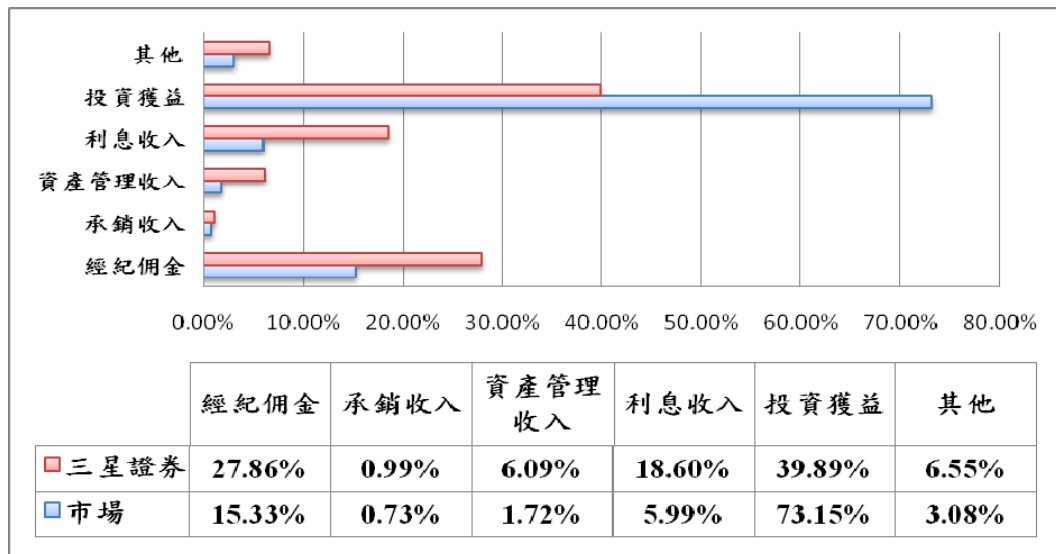
另外在經紀佣金收入，三星證券大約占近 28%，而產業平均大約只有 15.33%，一來表示三星證券在韓國資本市場上仍具經紀業務之優勢，二來是其他證券公司太過依賴投資獲益來源之收入（高達 73%），因為 2007 年韓國股票市場上漲超過 32%，故各證券公司獲利還算亮眼，但 2008 年初受次貸風暴及高油價之衝擊，韓國股票市場好表現不再，多數去年風光獲利之證券商 2008 年第一季獲利成績出爐後明顯大幅滑落，落得與市場一同起伏之命運。

另外也可從圖 12，2007 年三星證券營業收入占整體證券產業之比率可看出，三星證券在資產管理收入占整體產業高達 14.18%，由此看見三星證券這幾年來深耕私人銀行團隊與發展資產管理業務之成果。再加上早已居產業領先地位之經紀業務、承銷收入，故三星證券之獲利能力不僅穩定，且已達預定之目標：改善業務收入來源比重，提高資產管理業務之收入。

2. 加強專業之能力，奠定與國際競爭之基礎

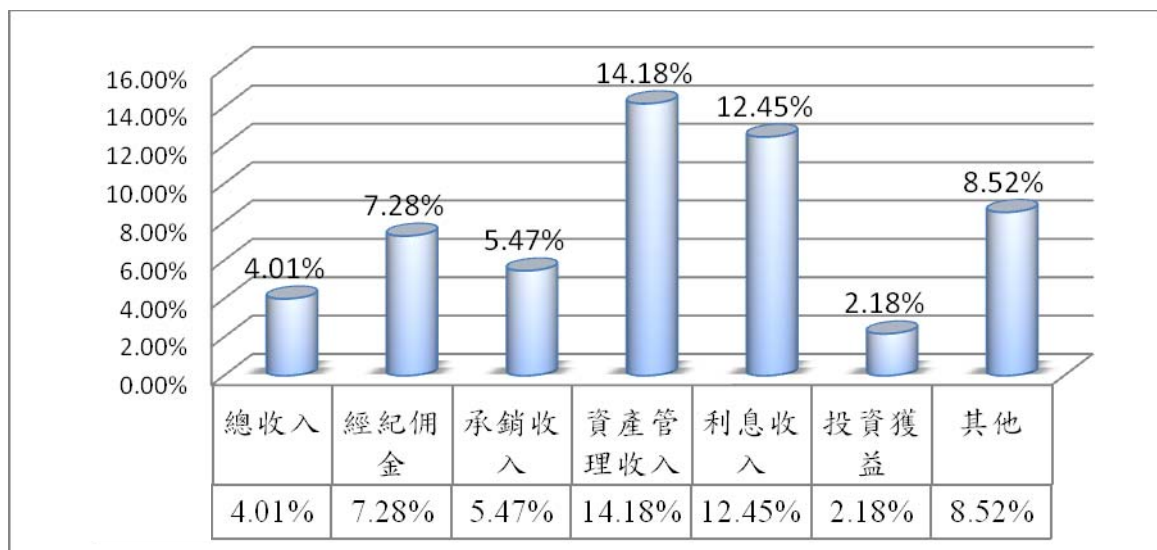
發展方向確立後，由於要擠身世界級的投資銀行必須具備許多基本條件與能力，比如研究報告的深度、財富管理之能力、新商品之研發、風險控管、提供高品質諮詢規劃與服務以滿足顧客之需求等，故此時海外分公司扮演很重要的角色。拓展海外市場，可藉著與外資機構及投資人的接觸與合作，出具深度之英文研究報告，先打開知名度，然後吸引更多外資進入韓國資本市場，而後再與其接觸，發展並提升業務之能力。所以三星證券在這個階段主要是提升專業能力，畢竟在進入國外市場與開拓業務前，不僅要了解各國資本市場，本身基本與專業之能力更是不可缺少。也因此，三星證券才會積極打造私人投資銀行團隊，並每年固定舉辦全球三星投資人研討會。另外，配合商品部門累積開發與客制化商品之經驗，再加上韓國證券業極具優勢的高科技資訊與網路交易系統，以此與全球市場的競爭者來競爭。

圖 11、2007 年三星證券營業收入來源比例與市場之比較



資料來源：韓國證券交易所

圖 12、2007 年三星證券營業收入市場占有率



資料來源：韓國金融監督管理局

(二) 第二階段：「放眼 2020 年：全球前十大投資銀行！」

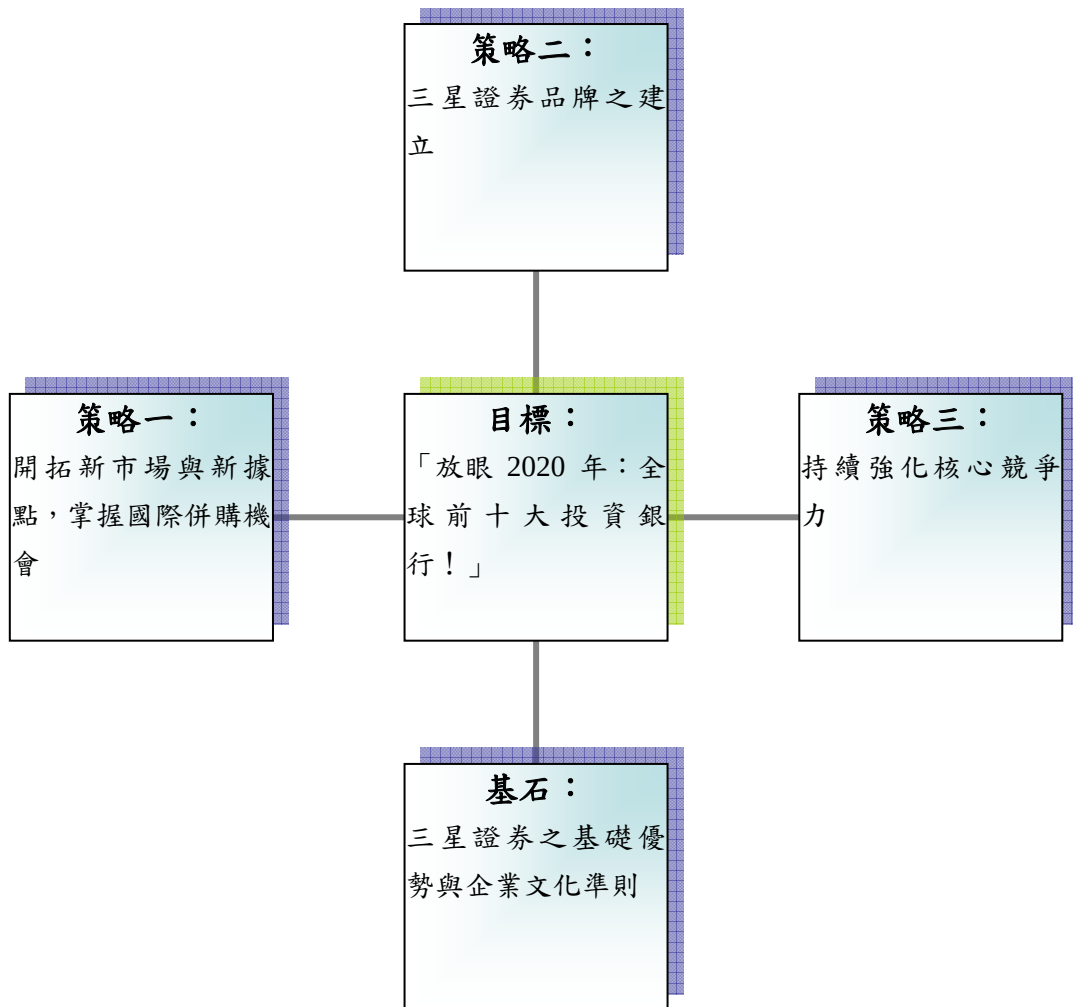
(Vision 2020: Global Top 10 !)

韓國在 2007 年 7 月 3 日通過「金融投資服務及資本市場法（簡稱資本市場整合法）」（Financial Investment Services and Capital Market Act, FISCMA）。這套新立法，將於在 2009 年 2 月正式實施。資本市場整合法的目標，就是為了建立世界級規模且有全球競爭力的投資銀行。在這樣的政策下，獲益最大的，就是包括三星、現代等大型證券商。因為資本市場整合法將「證券交易法」等 6 部資本市場的相關法律一併整合修法，並建立金融投資業務新分類，從以前近 10 個類別，縮減為銀行業、保險業、其他金融公司（投資銀行）三大塊，包括證券、期貨、信託、投顧、投信等業務，全部整合在所謂的金融投資公司項下。

或許正如三星證券執行長在一次訪談中所言：「三星證券就等待這一天的來臨，聽到這麼一個好消息實在令人振奮不已。」韓國證券業早在 90 年代便經歷國際化與自由化，但與先前不同的是，過去是資本市場鬆綁，允許外資進入韓國市場，以競爭促進其成長；但「資本市場法」主要用意是希望打造一間世界級的韓國投資銀行，踏出國內，進入全球競爭的市場。而三星證券「放眼 2020 年：全球前十大投資銀行！」的目標，也正與「資本市場法」的意涵相結合，突顯出三星證券對其自身企業經營的使命感與願景。

第二階段的目標如何達成，我們根據三星證券一貫的企業文化以及近年來的經營擴展所奠定下來的基礎，先探討三星證券透過哪些企業準則養成其自有的企業文化。另一方面，三星證券為了實現其宣示的國際化目標，有何可行之道，我們將分析其策略。

圖 13、三星證券未來目標、策略與基石



資料來源：本研究自行整理

一、三星證券企業文化與準則

三星證券除了高度發展的科技資訊技術與風險控管能力外，在面對客戶提供客制化服務時，三星證券上下員工與主管必須遵行之 12 項業務準則，這項準則包含從顧客、股東、員工到工作態度，以之形成三星證券之企業文化，以下簡述這 12 項準則：

(1) 為顧客奉獻犧牲是我們的文化

從顧客的角度與最大利益出發，提升顧客對我們的信任。

(2) 股東是我們的基礎

用最佳的報酬作為回報。

(3) 員工是我們最大的資產

如果連員工都不滿意現有的工作環境，那我們是不會成功的，我們要創造愉悅地工作環境，並且人人秉持「誠實」、「勤奮」與「忠誠」。

(4) 堅守核心準則「守法」與「正直」

(5) 創新的思維與豐富的想像力

接受新思維與新事物，追求引領世界的機會。

(6) 提供世界最佳金融專業之服務

(7) 持續挑戰自我

挑戰自己所做的，才會得到更大的成功。

(8) 團隊合作

只有團隊合作努力才會有最好的表現。

(9) 不斷地嘗試，惟有試驗過才會成功

(10) 「品質」第一，先求「好」，再求「大」

只有好的品質表現，未來才会有成長的機會。

(11) 謹慎使用顧客資料

(12) 符合社會企業責任（Social Corporation Responsibility）

請將自身利益與經濟活動、社會與環境一併做考量。

二、達成目標的可行策略

至於三星證券宣示的世界級投資銀行的目標要如何實現，我們認為應有三種可行的策略。

i. 策略一：開拓海外新市場與新據點，掌握國際併購機會

2009 年「資本市場法」實施後，韓國證券公司將面臨全新的競爭環境，一個全球化、無國界、無時差以及充滿競爭的金融市場將會出現。面對競爭之環境，整合發展顯然成了不可避免的手段與過程，不論是被併或併購者，將突顯其在金融市場之份量與生存的能力，而三星證券為達 2020 年之目標，量化指標便是股東權益達 15 兆韓圓，淨收益 10 兆韓圓。由圖 7 可見，自 2000 年起三星證券之股東權益總額呈現穩定成長，至 2007 年達 2.165 兆韓圓，較 2000 成長 48.5%；觀察淨收益，2000 年以來略有起伏，從 2000 年的 6900 億韓圓，至 2007 年約 9800 億韓圓，成長約 42%。

若股東權益與淨收益照過去的成長速度持續下去，2020 年是否能達到預定之目標呢？股東權益過去八年平均複合成長率約為 4.89%，若繼續以每年 4.89% 成長至 2020 年，股東權益總額將只有約 4.02 兆韓圓，遠遠不及目標 15 兆韓圓；再看淨收益成長率，過去八年平均每年複合成長率約為 4.48%，假設接下來以每年 4.48% 的成長率持續至 2020 年，則淨收益將只有約 1.73 兆韓圓，同樣遠遠不及目標 10 兆韓圓。

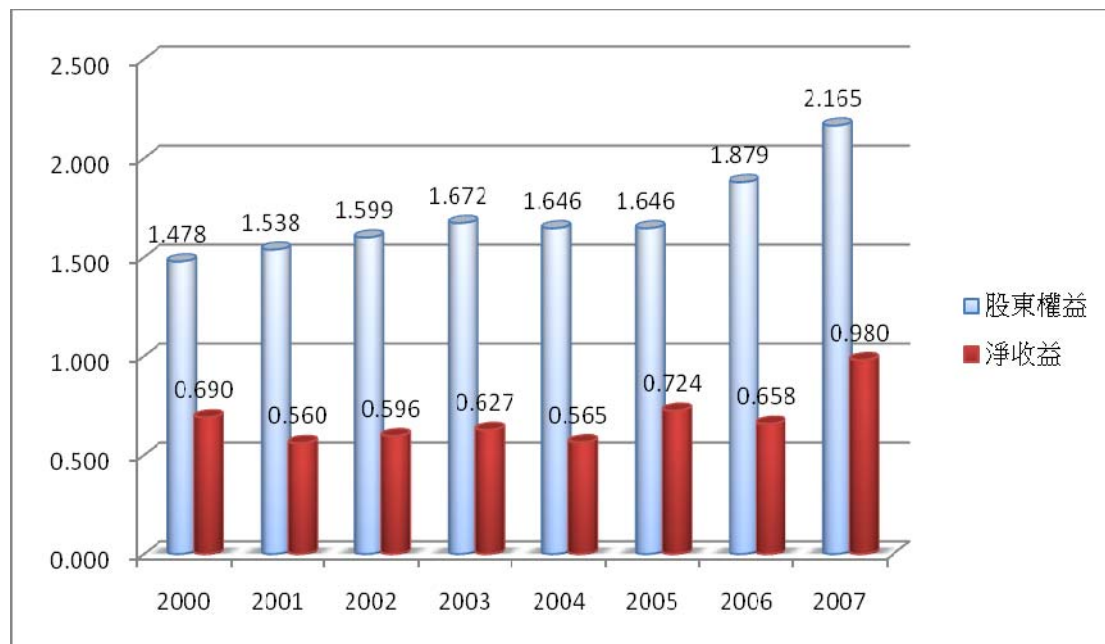
這麼說來，2020 年擠身國際一流投資銀行的目標豈不是遙不可及？當然，各個產業在進軍國際市場時為了快速提升企業規模與進入市場，最便捷也是最具挑戰性的策略就是「併購」。很顯然地，三星證券若是想順利在預定時間表內達到目標，勢必要進行一連串的併購策略，雖然三星為他人作併購諮詢的機會與經驗非常豐富，但併購成功與否並不是透過完善的評估與分析便能掌握。依照三星證券初步規劃的藍圖，希望是以擴充新據點出發，也就是先併購或買下當地的證券或金融公司，再考慮大型的併購活動。至於市場則先以亞洲地區為主，例如中國、香港、臺灣與新加坡，以及代表亞太新興市場的印度、越南等也是首波考慮

的目標市場。

13 年內增加約 13 兆韓圓，平均一年約增加一兆韓圓（約 10 億美金或 310 億台幣），若以亞洲金融機構的資本規模來看，大約一年要併購一家當地中型之金融機構。若以成長率估算之，每年複合成長率必須高達 16.06%，如此高的複合成長率，更別說淨收益還必須視併購後之營業表現是否能夠獲利能力帶來提升。但企業長遠目標之訂定本來就會充滿不確定因素，若三星證券上下皆能朝長期訂定目標邁進與努力，相信即便時間內未能達成該目標，三星證券朝目標前進之態度仍舊可為其與全球競爭的知名度加分。

圖 14、三星證券股東權益與淨收益走勢圖

(單位：兆韓圓)



資料來源：三星證券 2007 年股東會年報

ii. 策略二：三星證券品牌之建立

一個企業之品牌知名度所帶來的品牌價值將直接反映在其營業活動上，一個

跨國企業為了深耕當地市場，花最多心力的往往是剛開始讓當地市場認識該公司的產品。同樣地，三星證券要進入當地資本市場與全球證券商或投資銀行競爭時，如何讓當地客戶相信「三星」是一家好的證券公司，而不是只記得三星只有好的電子產品，這勢必是一門很大的課題。三星證券進軍全競爭時，除了提到必須掌握國際併購機會外，也特別說明未來在「廣告」與「行銷」上需要有別以往在韓國的運作模式，要以「新公司」的態度來進入市場。關於品牌建立的課題，除了自身專業形象建立外，三星證券由於三星集團之光環而有其小小的優勢，畢竟同樣叫做「三星」，雖然投資人終究能分辨其不同，但對於進入市場的第一步仍然有它的優勢存在。

iii. 策略三：持續加強核心競爭力

上述兩項策略可說是全球競爭最重要的兩個環節，但是企業自身的競爭力才是吸引客戶及與他人競爭最根本的功課。三星證券十多年持續強化各項專業之能力，在其未來計畫的藍圖上仍不忘持續加強其核心競爭力，如加強資訊科技系統的設計、人力資源管理與訓練、創新商品之研發、風險管理等。其中為因應全球競爭，未來投資銀行團隊及員工人數的彈性勢必放寬，故也將會大量招募新進人員。且為了配合品牌策略，招募人才及訓練應針對特別計畫去進行，比如行銷、說明會等等。綜上所述，一如三星證券執行長朴煥鉉在 2007 年股東會年報上所宣示的，三星證券持續強化核心競爭力的策略準則是：「三星證券上下不忘三星證券企業文化的根本，並要以熱情的態度，提供顧客高品質的金融服務，且勇於接受創新與挑戰。」

六、 小結

雖然觀察一個企業國際化程度有其量化指標，但並非數字比例高就一定代表該公司國際化程度足以帶來較佳之國際競爭力。比如台灣電子產業國際化數量指標多表現不錯，但其全球布局較被動、只求滿足客戶跟低成本需求，企業難以掌

握海外市場契機。所以，國際化程度有無「價值創造」及「提升股東價值」才是最重要的。

三星證券在其計畫中有提及國際併購的機會要好好把握，因為全球前十大投資銀行的目標，最簡單的要求便是其「規模」及「獲利」之能力。所以三星證券將股東權益目標訂在擠身國際門檻的 15 兆韓圓（約 150 億美金），淨收入 10 兆韓圓（約 100 億美金），需要透過併購來提高企業營運的規模，才有可能達到上述目標。但布局的策略的重要性，以及應避免「買得便宜」的價格考量，而是要「買得對」的策略成長需求，將考驗三星證券進軍全球市場的能力。

肆、 台灣證券市場

本章節中，我們將從台灣證券業的現況與發展談起，再概述不同類型證券商，包含金控證券商、非金控證券商、專業經紀商等目前的海內外事業經營成果，以及其歷史沿革。從中思考整體台灣證券業在國際化策略上的方向以及與日韓證券商的差異，並在後續章節做進一步的比較與分析。

一、台灣證券產業

目前，台灣服務業的總產值約占台灣 GDP 的 73%，其中金融業占了 11%。整體金融業的雇用人數約 40 萬，占民間就業的 3.72%；證券業則雇用約 4 萬人占民間就業的 0.37%，但產值約占台灣 GDP 的 1.11%。由數據上可以看出，證券業對於 GDP 的貢獻度，依照就業人數比例，與金融業大致相當。另一方面，由台灣資本市場之表現來看，截至 2007 年為止，在台灣證券交易所上市的 698 家公司的總市值約為 6666 億美元，該年度的總成交金額則約 10380 億美元；平均 P/E 比約 15.3，成交值週轉率為 155.3%。其中，外資持股占總市值的 31.1%，成交值占全體成交值的 19.7%，外資參與台灣資本市場的比重相當深，這亦可看出台灣證券市場的對外開放程度並不低。

根據 Thomson IBES 的資料所做出的預估，台灣股票市場的長期 EPS 成長率(long term EPS growth)為 18.5%，這個數據雖然稍遜於韓國的 19.7%以及落後中國大陸的 23.3%，但還優於日本的 11.5%以及 S&P500 的 12.4%，而台灣 2008 年與 2009 年的預期平均 P/E 比則分別達 12.6 與 11.5，優於韓國的 11.4 與 9.9；但稍低於日本的 13.9 以及 12.7。整體看來，台灣的資本市場發展的過去與未來其實有其一定的發展實力，但是，台灣的資本市場成長速度其實已不若以往快速。這幾年台灣證交所的 IPO 案件急速減少，許多台資公司寧可赴海外

上市籌募資金，這顯示出台灣資本市場對這些企業似乎失去了吸引力。另一方面，資金與人才向外流失的問題更是目前台灣證券業面臨的最大挑戰，依據先前中央銀行的統計，台灣淨向外金融投資的金額至 2006 年底已經超過 190 億美元，且市場人士則認為實際金額應遠超過這個數字；加上這幾年台灣有許多專業金融人才漸漸外流到中國、香港、新加坡等地，為整體的證券產業發展埋下隱憂。

由「中華民國證券商同業公會」所提出的「台灣資本市場白皮書」所揭示的資料，台灣證券業過去幾年的經營狀況，2004 年至 2006 年這三年最為艱辛，整體證券商平均 EPS 僅達到 0.7 元，雖然 2007 年的多頭行情使得盈餘水準提升到 EPS 為 1.61 元，但是自 2007 年下半年後美國股市受到其本土次級房貸風暴的影響，向下修正，連帶也導致台股受到牽連，使得證券市場的復甦景氣受到打擊。而邁入 2008 年，在美國本土的房貸危機未除，市場仍有隱憂的前提下，受制於大環境因素，一般認為 2008 年的 EPS 預期將有一定程度的萎縮。在內憂與外患的雙重壓力下，台灣證券商該如何加速改革以提升實力，為變動的景氣與國際競爭預作準備，是為其首要之課題。當前台灣證券業者面臨的問題除了經營競爭的因素之外，其實法規制度因素也是一大障礙，但是由於法規制度因素無法操之在己，需視主管監理機關的態度而定。故證券商能操之在己，能直接提昇本身競爭力的經營策略便是加速國際化，而國際化不但已是全球證券產業的趨勢，也是一家企業要持續成長，不得不正視的問題。

台灣證券交易已經有超過 40 年的發展歷史。證券商的設立，早期係依據證券交易法第四十四條規定，採特許制，且證券商業務以經紀業務為主，證券市場收入則主要來自於專業證券經紀商之手續費收入。民國七十七年時，政府對證券市場實施大幅度的改革措施，修正證券交易法第四十四條，並刪除同法第一百零一條規定，開放證券商之申請設立，將原訂的特許制改為許可制，也造成證券商如雨後春筍般的相繼設立，最盛時期曾高達 374 家。

之後，因經濟環境改變，市場日漸萎縮，致證券商獲利能力逐漸下滑，造成不少證券商之營運呈現虧損。主管機關為免對市場造成更大衝擊，遂積極推動證券商合併，促使證券商大型化、業務綜合化，以改善其財務結構。另外，民國八十九年十一月時，政府為因應台灣加入 WTO 之後帶來的產業衝擊，並提昇金融事業之競爭力，頒布了金融控股法，鼓勵證券業、銀行業、期貨業、保險業及其他金融相關事業，以合組金控公司方式聯合經營，以發揮規模經濟的效益。這兩項政策的轉變與推動，也造就了目前台灣證券業發展的現狀，也就是多數中大型證券商多為綜合證券商，同時聯營多種證券相關業務，並主要可分為金控內證券商以及非金控內的獨立證券商兩種；至於規模較小的證券商則多為專業經紀商。截至 2008 年九月底止，根據台灣證交所「證券商月報」的資料，與證交所所簽約的綜合證券商與專業經紀商（含外資證券商）共計有 90 家，其中綜合證券商有 51 家，專業經紀商則有 39 家。

由台灣證券產業的發展來看，證券業在台灣早已是一門成熟的產業，其發展歷史甚至比資訊電子產業還早。如第一家專業的證券金融公司—元大證券金融公司(原復華證金)創立至今也將近 30 年（民國 69 年創立），而元大證券更是於民國 50 年便已設立。既然，台灣證券有良好的在地顧客基礎，且台灣的金融發展也具有一定程度，為何惟獨在國際市場的開展上一直未出現一家具高度國際品牌的證券公司？台灣證券商在其現有的國際經營基礎上，該如何走向國際級的經營規模與能力，如先前所探討的日本野村證券；或者展現出如韓國三星證券所提出的「全球前十大投資銀行」的願景與雄心？翻開各家證券商的年報、股東會資料等，國際化往往是其業務經營上的方向之一，但現實成果上來看，台灣證券業還有進步的空間。為了進一步分析台灣證券業在國際化上發展的現況，並透過與日韓證券商的比較來提供新的啟發，本研究考量目前台灣證券業的組成結構，分別以金控證券商、非金控之獨立證券商、專業經紀商等，來檢視各家證券商的經營

與沿革，並在後續章節透過對照比較的方式，針對證券商國際化策略提出分析與建議。

首先在金控內證券商的部份，由於國內金控規模差異甚大，而考量證券商規模的代表性，故本文選取元大證券、KGI 凱基證券（原 KGI 中信證券）與富邦證券來作為金控內證券商的代表。以下則分述這三家證券商的概況。

二、金控證券商

(1) 元大證券

1.1 元大證券的歷史沿革與海外佈局

元大證券於 1961 年 12 月 8 日奉准設立為專業證券經紀商，當時的資本額為新台幣 65 萬元。此後元大隨著台灣證券產業的發展與之具進，規模與經營業務也逐漸轉為綜合證券商。1988 年其資本額大幅由新台幣三千萬元增資到一億元後，隔年 1989 年資本額更遽增至 10 億元，同時其業務除了原先的證券經紀，也新增了承銷與自營業務。時至 1992 年，透過合併與持續的規模擴張，元大在台灣的營業據點已高達 10 個，包含各縣市的 9 個分公司。1994 年，元大證券正式踏出其在國際市場的第一步，在香港設立子公司，同時間也轉投資成立期貨子公司，該年度公司的資本額已經成長到 31 億 6931 萬元；隔年，元大證券正式上櫃掛牌交易。

1996 年 11 月，元大證券正式於香港收購「第一上海證券經紀暨財務有限公司」，成立元大第一證券經紀有限公司，積極從事國際化。1997 年起，元大證券的海外經營事業開始了密集且持續的拓展。首先該年度，元大第一證券取得香港聯交所席位，並進入香港聯交所 B 級證券商之列。1998 年，元大購入第一上海所持有元大第一之 49% 股權，使得元大第一成為元大證券 100% 持有的子公司。另外，該年 9 月元大證券購入泰國 Cathay Capital 證券公司 92.5% 的股權，更

名為元大證券(泰國)股份有限公司，將經營觸角延伸至東南亞，準備進軍東南亞金融市場。同年，元大證券的資本額正式突破 100 億。

1999 年，元大泰國經濟業務市佔率超過 5%，同時在曼谷成立兩家分公司。該年 11 月，元大宣布與京華、大發證券合併，為台灣第一宗自發性合併案。隔年 7 月，合併正式完成，元大證券也同時更名為元大京華證券（以下仍簡稱元大證券），合併後實收資本額為新台幣 203.63 億元。2001 年，為了推展在亞洲的金融業務，元大證券與新加坡金英證券簽訂策略聯盟，並以元大證券（泰國）股份有限公司之股權交換對新加坡金英證券的股權，透過金英證券本身在亞洲的據點擴大元大證券在亞洲地區經營的版圖。至此，元大證券國際化佈局暫緩，時至 2007 年 1 月，元大證券才又轉投資越南第一證券，以此進軍越南證券市場。目前元大的海外通路可見下圖。

圖 15、元大證券海外通路



資料來源：元大證券網站

目前元大證券海外收入占整體營業收入比重約 11.9% (約\$19.94 億)，以比

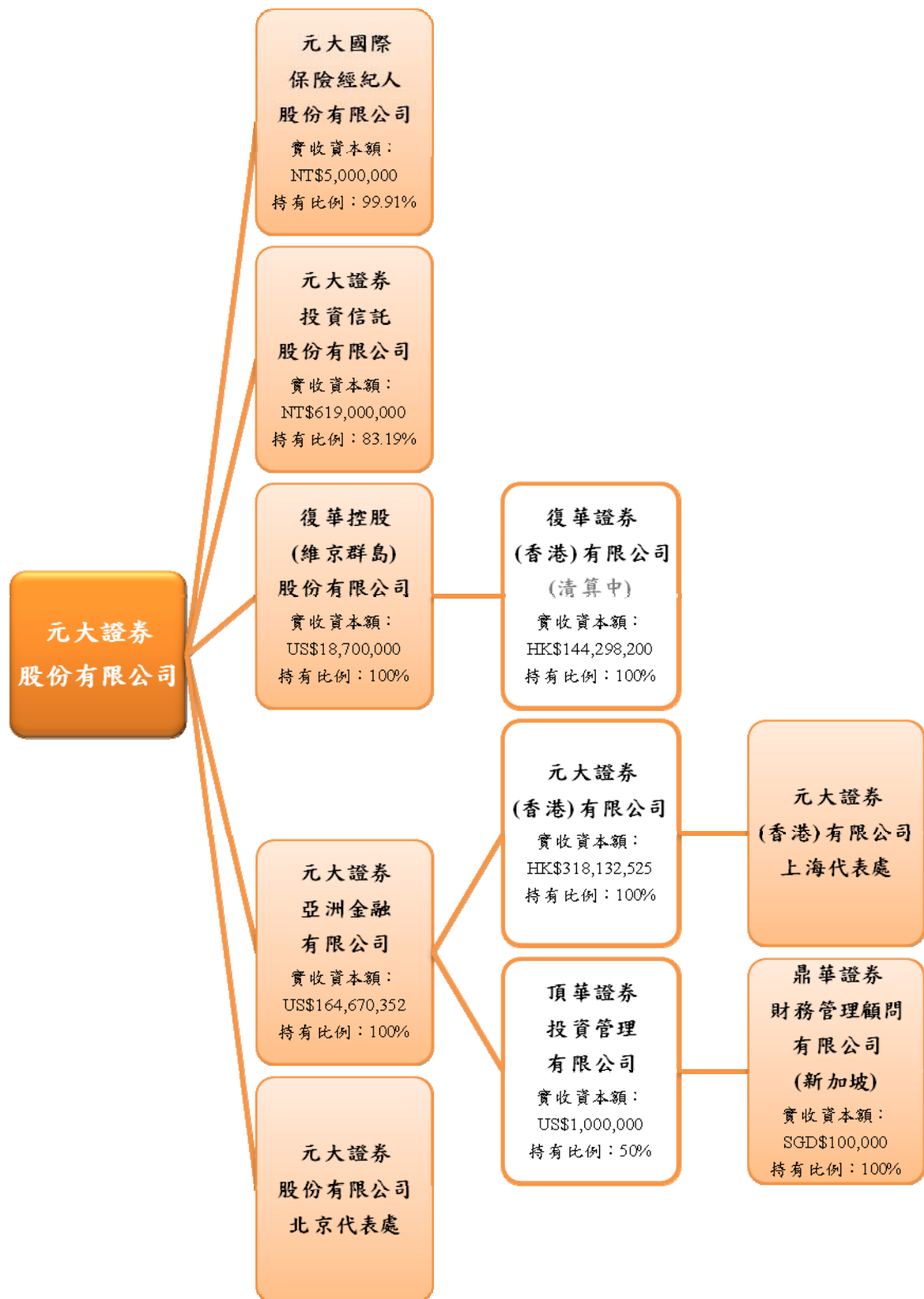
重來看在所有證券商中排名第二，低於寶來證券。不過，雖然元大的海外通路據點橫跨亞洲、美洲、歐洲，但其中大部分的亞洲與歐美據點還是透過金英證券原有的國際通路。這固然是元大證券進行國際策略聯盟的成功，可惜的是金英證券本身的規模並不大，能發揮的通路效應似乎有限。金英證券資本額約新幣 2.32 億元（截至 2006 年底），而元大目前持有新加坡金英控股(Kim Eng Holdings Limited)28%之股權，為其單一最大股東。金英控股在新加坡的市佔率約 10%，為新加坡第二大證券公司。金英控股的海外據點包括香港、泰國、印尼、菲律賓及紐約與倫敦。至於大陸佈局，元大已在上海與北京設立辦事處。目前元大證券的海外關係企業組織圖可見圖 16。

除了海外經營業務通路，在海外複委託業務方面，目前元大證券提供國內投資人投資海外有價證券的市場包括香港、新加坡、泰國、越南、日本及美國等；對外資經紀業務方面，則建置英文研究團隊服務國外投資機構，提供國外法人客戶相關服務內容及英文研究刊物。

1.2 組織架構與內容

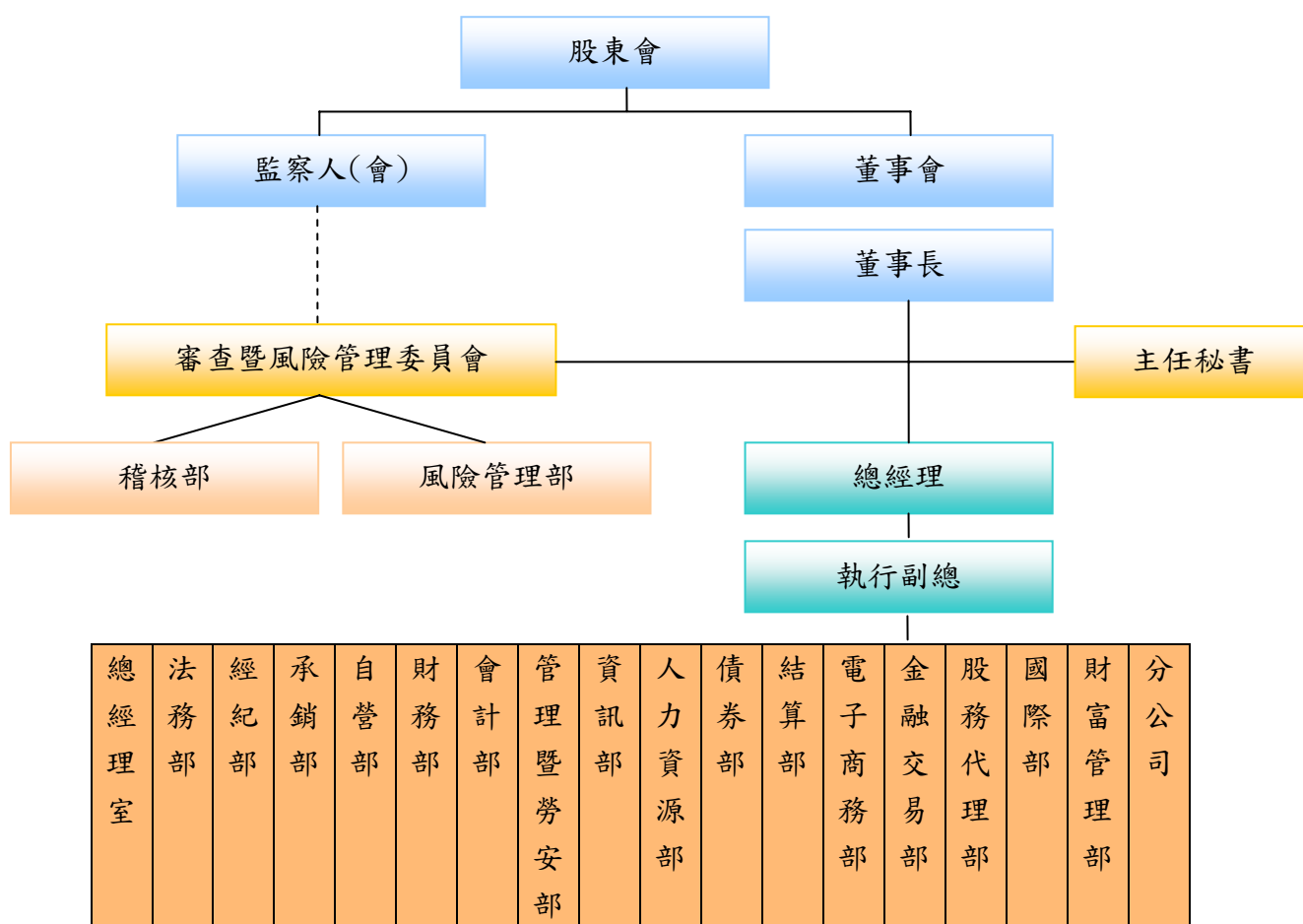
元大證券目前為元大金控之子公司，也是集團最重要之核心事業單位。其組織架構可見圖 17 與表 6。

圖 16、元大證券關係企業組織圖



資料來源：元大證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

圖 17、元大證券組織架構圖



資料來源：元大證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

表 6、元大證券組織架構內容

部門別	主要職掌
總經理	綜理公司所有經營管理業務
執行副總	協助總經理督導公司經營管理業務
總經理室	負責辦理公司短、中、長期發展方針之規劃、經營績效之分析，綜合行銷業務之規劃，市場動態之調查，公共關係之維繫，公司治理事務之推動及指定專案事項之研究等業務。
稽核部	負責稽核檢查各單位（含子公司）對內部控制制度之執行並提出改善建議及缺失追蹤複查等業務。
風險管理部	負責管理、控制公司整體部位之市場風險、信用風險、模型風險、流動性風險及系統性風險，對各業務單位進行盤中監控及盤後分析等業務。
法務部	負責公司經營業務相關法令規定之蒐集及其適法性之分析與檢核，公司對外各類契約之研擬與管理，法律爭議或訴訟案件之諮詢與處理，及法令遵循制度之規劃、管理與執行等業務。
經紀部	受託買賣上市、上櫃有價證券、期貨交易輔助業務及法令核准之金融商品交易等業務。
自營部	以自有資金從事買賣上市、上櫃公司股票、債券、受益憑證與期貨及選擇權交易，主管機關核准的海外有價證券之投資等業務。
承銷部	辦理發行公司財務、業務之評估及規劃，發行公司股票初次上市、上櫃案及籌資案業務，有價證券之承銷、出售及相關處理作業等業務。
債券部	負責債券、票券、受益證券及資產基礎證券之買賣斷、附買回、附賣回交易；規劃債券、受益證券、資產基礎證券及結構型商品等固定收益性商品之發行，並從事利率衍生性商品交易等業務。

國際部	負責海外子公司財務管理，拓展海外業務之規劃、推行與督導，進行與外國機構策略性溝通等業務。
金融交易部	負責發行認購權證，國內外新金融商品之研發及業務拓展等業務。
股務代理部	負責股務代理業務之開發、承攬及提供處理股務服務等業務。
電子商務部	負責網站開發、維護及網頁設計，網路語音下單之推廣及電子交易行銷企劃、客戶服務等業務。
管理暨勞安部	辦理公司資產、機電、通訊、設備、事務用品等之購置、修繕、管理，以及勞工安全衛生、總務、行政與各項主管機關證照申請換發事宜之辦理，及職工福利委員會相關業務之處理。
人力資源部	負責有關招募任用、教育訓練、員工發展、績效管理、薪酬福利、勞資關係等之規劃與推動，人事規章辦法之研擬修訂，及執行差假、保險、證照等各項人事行政作業。
資訊部	負責各項作業流程電腦化評估、規劃與推行，資訊系統軟體開發及硬體維護等業務。
財務部	負責本公司財務結構之整體規劃及資金調度、出納等業務。
會計部	負責本公司會計制度建立及執行，稅務規劃及定期申報，綜合全公司之會計與帳務事項，財務報表之編製公告及申報，彙編全公司之預算，利潤中心制度之規劃及計算，稅務案件行政救濟等業務。
結算部	負責辦理客戶買賣有價證券交割與結算之相關事宜及辦理有價證券融資融券之信用交易等業務。
財富管理部	負責為客戶統籌規劃財富的累積、保障與移轉，包括資產配置建議、財務投資規劃、保險及稅務評估等財富管理相關事宜。

負責法人受託買賣上市、上櫃有價證券、期貨交易輔助業務及法令核准之金融商品交易等業務，並提供法人相關之市場資訊、研究報告及其他金融商品交易資訊及服務。

海外交易部	受託買賣海外有價證券、基金及法令核准之金融商品等業務，並提供客戶相關之市場資訊及服務。
-------	---

分公司	受託買賣上市、上櫃有價證券、期貨交易輔助業務及法令核准之金融商品交易等業務
-----	---------------------------------------

資料來源：元大證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

由組織架構上來看，目前元大的組織劃分偏向傳統的部門區隔式，現行的 18 個部門各司不同業務。在這當中，主要負責海外業務拓展的「國際部」僅為 18 個部門之一，相對來看整個公司雖然以國際化為其經營策略，但整體事業發展的設計上顯然國際發展並未成為其組織結構之重心。不過，截至 2007 年年底止，外資持有元大證券所屬之金控公司的股份高達 37.73%，某種程度上來看顯示了在金控集團的品牌效應加持下，其實元大證券在國際化策略的規劃上已經佔有先機。

1.3 營運現況與未來發展策略

最近年度營業收入結構：

九十六年度主要業務營業收入概況

(單位：新台幣千元)

項目	營業收入	比重(%)
經紀部門	11,780,911	68.68
自營部門	4,495,757	26.21
承銷部門	876,770	5.11
合計	17,153,438	100.00

資料來源：元大證券 2007 年股東會年報

由收入結構來看，元大證券最主要的收入來源為其經紀業務，且其經紀業務比重高達近七成，從市佔率來看，2007 年元大證券經紀業務市場佔有率達 10%，各證券商排名第一。由於元大證券是目前台灣分布最廣，銷售據點最多的證券商，加上國外業務遍及大陸、香港、新加坡、泰國、菲律賓、印尼、越南、紐約、倫敦等，這可說是元大證券在擴展國內外營運範圍上最大的利基。中長期的發展目標方面，元大證券自訂的目標為：

1. 針對核心產業，掌握國內、外證券商合併與策略聯盟之機會。
2. 引進並研發各類新種商品，以多元化的服務及產品線成為最完整之全方位綜合證券商。
3. 建置海外通路，尋求亞洲地區發展之商機，冀成最大、最專業之華人證券商。

由上述三點可看出，國際化佈局，特別是針對亞洲，將是元大證券的發展重心，至於形式除了直接在當地設分行或子行，海外併購與策略聯盟也將是考慮的方式。

(2) 富邦證券

2.1 富邦證券歷史沿革與海外佈局

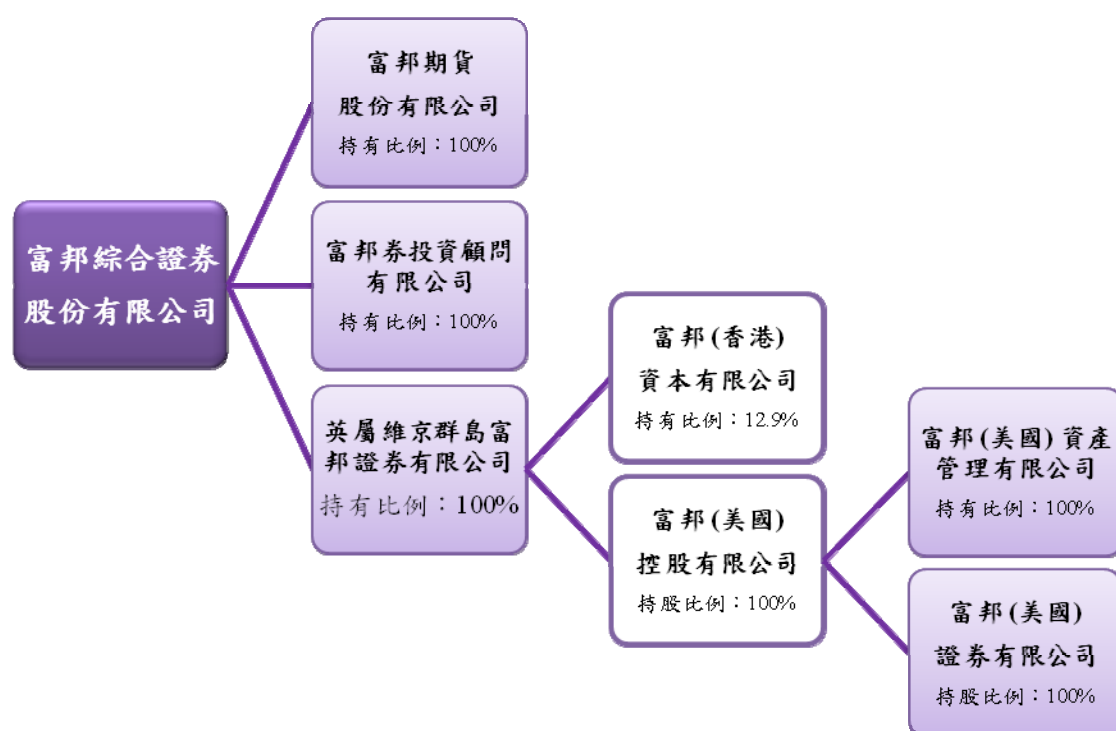
富邦證券於 1988 年 7 月 11 日奉准設立為專業證券經紀商，當時的資本額為新台幣 2 億元，並於同年 9 月 16 日正式開業。隔年，為了擴展業務發展，增加自營商及承銷商之營業項目，並辦理現金增資 8 億元及盈餘轉增資 2,000 萬元，使實收資本額增加為新台幣 10 億 2,000 萬元，列屬綜合證券商，同時更名為「富邦綜合證券股份有限公司」。1994 年，台灣證券商紛紛至香港增設分公司或分支機構，而富邦證券也於同時開啟國際佈局的第一步，轉投資「香港富邦獲利證券有限公司」，以因應國際化與拓展業務需求。1997 年 4 月，轉投資「富邦證券投資顧問有限公司」，6 月，富邦證券獲得證期會核准在英屬維京群島設立海外控股公司「英屬維京群島富邦證券有限公司」，希望藉由海外控股公司進行更多海外佈局及擴增據點的計畫。同年底，董事會通過轉投資「富邦期貨有限公司」，並於隔年正式開業營運，使得富邦證券於期權市場、投資顧問與海外分支機構的佈局上奠定良好的基礎，營運內容更完整多元。

2000 年，富邦證券經股東常會議決通過吸收合併環球、中日、金山、華信、世霖、及快樂等六家證券商之「七合一」合併案，並於 9 月 9 日正式完成合併作業。同時辦理合併增資發行新股，使富邦證券資本額由 104 億 6,430 萬元，增為 168 億 875 萬元，並使分公司數一舉增至 69 家。2001 年，富邦集團與美國花旗集團達成策略聯盟，因此發行海外存託憑證，由花旗集團於隔年年 4 月挹注新台幣 80 億 3,549 萬元資金並取得 15% 股權。年底，富邦金融控股公司正式掛牌上市，富邦證券與富邦產物保險公司、富邦商業銀行及富邦人壽保險公司均成為富邦金融控股公司之子公司。至此，富邦證券不僅擴充本身在國內營運之規模，藉由金控之設立，寄望發揮金控內部客戶交叉行銷之綜效，也透過與花旗集團之策略聯盟，學習並了解美國證券市場之運作，預先為佈局美國做準備。

2003 年是富邦證券業務創新與積極發展的一年。富邦證券擔任台灣首宗金融資產證券化商品「台灣工銀企業貸款債權信託證券化受益證券」之協辦私募顧問；完成「Silk Road 2003-I」之美元 CDO 投資案之投資組合評選與訂價；海外機構子公司「英屬維京群島富邦證券有限公司」(BVI) 擔任美商花旗集團訂價發行的 5 億美元合成型抵押債權憑證 (Synthetic Managed CDO) 之資產管理者及財務顧問，為台灣證券商在海外投資機構，首次擔任 CDO 資產管理人的發行案。同時繼 2000 年與花旗集團策略聯盟後，與韓國三星證券紐約子公司簽訂策略聯盟合約，也讓富邦證券董事會決議增資富邦證券 (英屬維京群島) 美金 2,000 萬元，其中美金 250 萬元投資設立美國子公司「富邦美國證券公司」，發展證券經紀及證券諮詢顧問業務，於 2004 年正式開業，開啟美國子公司的營運。

2007 年，富邦證券與富邦金控旗下「富邦香港銀行」共同設立「富邦香港資本有限公司」，富邦證券持有 12.9% 股權，積極發展香港地區企業金融承銷業務。至此，富邦證券其下公司營運包含證券、投資顧問及期貨公司，並且藉由「英屬維京群島富邦證券有限公司」持有富邦美國證券及富邦香港資本公司，其營運內容與範疇的佈局也大致底定 (見圖 18)。唯海外公司之營業收入目前僅占富邦證券營業收入的 1.34% (新台幣 1.37 億)，顯示國際化業務拓展相對不易。雖然目前富邦的海外通路並非最多，不過 2008 年 4 月 4 日，行政院金管會已經正式開會決議，同意富邦金控的海外子公司—富邦 (香港) 銀行以參股形式轉投資廈門市商業銀行，這是首例國內金控公司透過海外子銀行轉投資中國地區銀行。由於銀行業先例已開，下階段富邦證券也將循銀行之途參股中國證券業。

圖 18、富邦證券關係企業組織圖

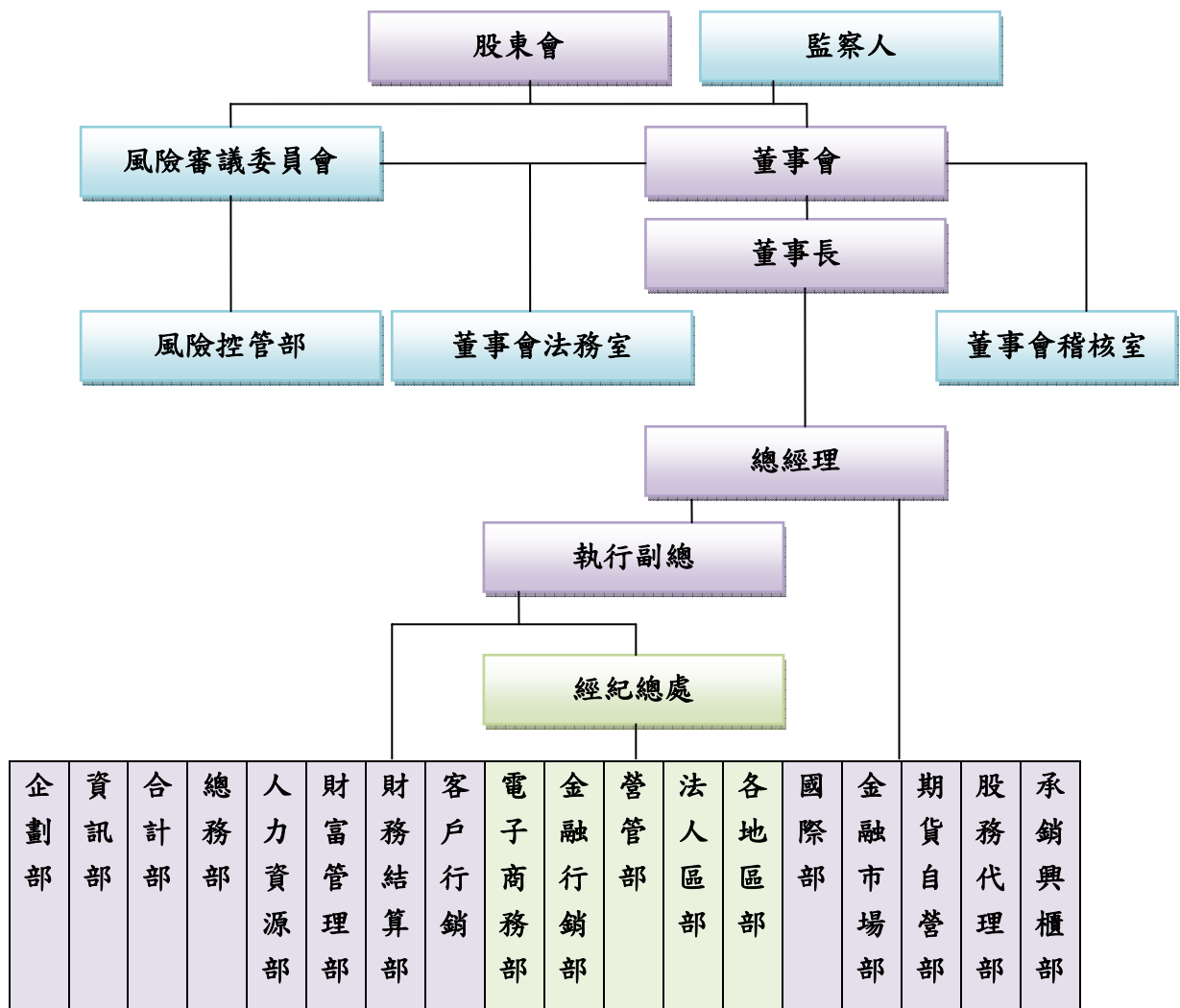


資料來源：富邦證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

2.2 組織架構與內容

富邦證券目前為富邦金控之子公司，其組織架構可見圖 19 與表 7。

圖 19、富邦證券組織架構圖



資料來源：富邦證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

表 7、富邦證券組織架構內容

名稱	主要職掌
企劃部	公司經營績效狀況之差異分析及對策擬定、跨部門專案規劃與執行。
資訊部	資訊系統之開發及維護系統安全並防範內外駭客之入侵。
人力資源部	招募公司營運與發展所需各種人才，並且規劃及執行員工薪資福利相關政策與辦法。
財富管理部	依據特定客戶需求，提供資產配置或財富規劃以及量身訂作金融商品等服務。
財務結算部	負責公司財務事務、資金調度、運用及投資事宜；各項業務之後台結算交割作業之規劃與執行。
電子商務部	掌理本公司電子金融之企劃、推展及管理事宜。
金融行銷部	公司形象塑造、業務商品行銷企劃。
營管部	營業活動之推動與管理。
法人區部	接受國內法人委託買賣有價證券，並且舉辦上市/上櫃公司國內及國外法人說明會及研討會，以及策劃上市/上櫃公司國內及國外拜訪活動。
各地區部	受託買賣集中市場及櫃檯買賣有價證券、有價證券買賣融資融券業務、受託買賣外國有價證券（複委託）。
國際部	受外國法人及自然人委託買賣有價證券、開發及拜訪外資法人投資機構以及提供外國法人及自然人投資上市及上櫃股票之研究分析報告。
期貨自營部	以公司自有資金從事期貨相關商品投資。
股務代理部	有價證券股務代理業務之全盤規劃、推展、作業及管理。
承銷興櫃部	公開發行公司申請上市櫃IPO 之推廣、專業輔導及承銷，以及擔任興櫃市場推薦證券商。

資料來源：富邦證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

富邦證券的組織架構與元大證券非常類似，組織內同樣有國際部負責統籌海外投資與其他國際業務。至於在海外經營上，從市場的廣泛度上來看，富邦證券雖尚不及元大證券，不過在對中國市場的佈局上，由於富邦金控集團下的銀行已經先成功於廈門間接登陸，未來富邦證券很有機會透過此關係對廈門當地證券商參股，在間接登陸上取得先機。

2.3 營運現況與未來發展策略

最近年度營業收入結構：

九十六年度主要業務營業收入概況

(單位：新台幣千元)

項目	營業收入	比重(%)
經紀部門	6,969,778	68.07
承銷部門	2,034,214	19.87
自營部門	432,662	4.22
金融交易部門	744,982	7.28
股務代理部門	57,524	0.56
合計	10,239,287	100.00

富邦證券 2007 年股東會年報

由收入結構來看，富邦證券和多數綜合證券商一樣，最主要的收入來源為其經紀業務，但其經紀業務比重高達將近七成，與元大證券相去不遠，平均來看高於一般非金控證券商的四至五成，可見經紀業務為富邦證券最重要之核心業務²。在未來的發展策略上，由於目前經紀業務與承銷業務為富邦證券最具競爭力的兩個事業，故富邦證券長期的經營重心仍主要針對這兩項業務。在經紀方面，經營策略如下：

² 2007 年富邦證券經紀業務之市場佔有率為 6%，市場排名第二。

1. 配合財富管理事業群業務板塊之規劃，推廣新金融商品的銷售與開發，提供多元服務
2. 法人業務集中化
3. 降低營運相關費用比率
4. 加強落實風險控管與內稽內控
5. 提升專業經理人素質並落實經理人輪調
6. 持續進行社區公益活動，營造企業形象，並再造社區經營業務拓展利基
7. 增員計畫，引進新血輪並加強開發新客層

至於承銷方面，經營策略則為：

1. 積極開發優質、大型籌資案件之案源
2. 選擇優質標地加入興櫃推薦，建立興櫃部位，獲取資本利得
3. 持續建立與配售客戶的互動關係，擴大配售通路
4. 考慮發行標的之安全性、流動性以及獲利性，慎選發行案件，強化風險控管，降低包銷風險

雖然由經營目標上來看，富邦證券的方向並不強調在國際市場，而目前海外市場佔營收的比重也不高，不過，實際上富邦證券對於進入大陸市場的態度卻是相當積極。在富邦金控下的富邦銀行拔得頭籌，率先參股大陸銀行後，富邦證券的登陸機會也大增。因此，挾著金控集團的資源與品牌優勢，富邦證券應具有進一步擴大海外市場的潛力。同時，提升目前海外事業體對營收的貢獻亦是富邦證券可以強化的目標之一

(3) KGI 凱基證券(以下略稱凱基證券)

3.1 凱基證券的歷史沿革與海外佈局

凱基證券（原中信證券，以下慣稱凱基證券）股份有限公司於1988年9月成立，設立資本額為新台幣10億元。1995年12月，凱基證券股票正式於櫃檯市場掛牌交易。時至1997年，相較於多數台灣證券商於1993或1994年便已紛紛至香港設立子公司，凱基證券集團(香港)於1997年初始開業。凱基證券集團(香港)是凱基證券透過轉投資100%持有的子公司。該年3月，凱基證券轉投資之「富昱（維京群島）控股公司」亦正式設立，同年6月凱基證券則跨入期貨經紀業務，轉投資中信期貨經紀股份有限公司。

緊接著香港子公司的成立，為開拓亞洲佈局，凱基證券自 1998 年 3 月起收購泰國公司，成為凱基證券（泰國）最大股東，且目前股權達 34.97%。凱基證券（泰國）為泰國排行前幾大的證券商，亦為泰國證券交易所掛牌之上市公司，目前在泰國境內有 19 個營業據點，全體員工人數逾 600 位。1999 年，凱基證券集團（香港）收購了海裕證券有限公司及海裕期貨有限公司後，形成該香港子公司至今的營運架構。凱基證券（香港）旗下公司包含 KGI Asia、KGI Alliance、KGI Financial Product、KGI Investment Pacific Limited，在香港當地提供多元化的金融服務，包含股票、期貨、債券等經紀業務，及各項自營及衍生性金融商品。凱基證券（香港）目前擁有香港聯交所及香港期交所的會員席位，同時以市場佔有率而言，凱基證券（香港）為全港最大的股票經紀行之一，並躋身全港十大期貨經紀行商。在目前台灣證券商中，凱基證券於香港地區的經營可謂最為成功。

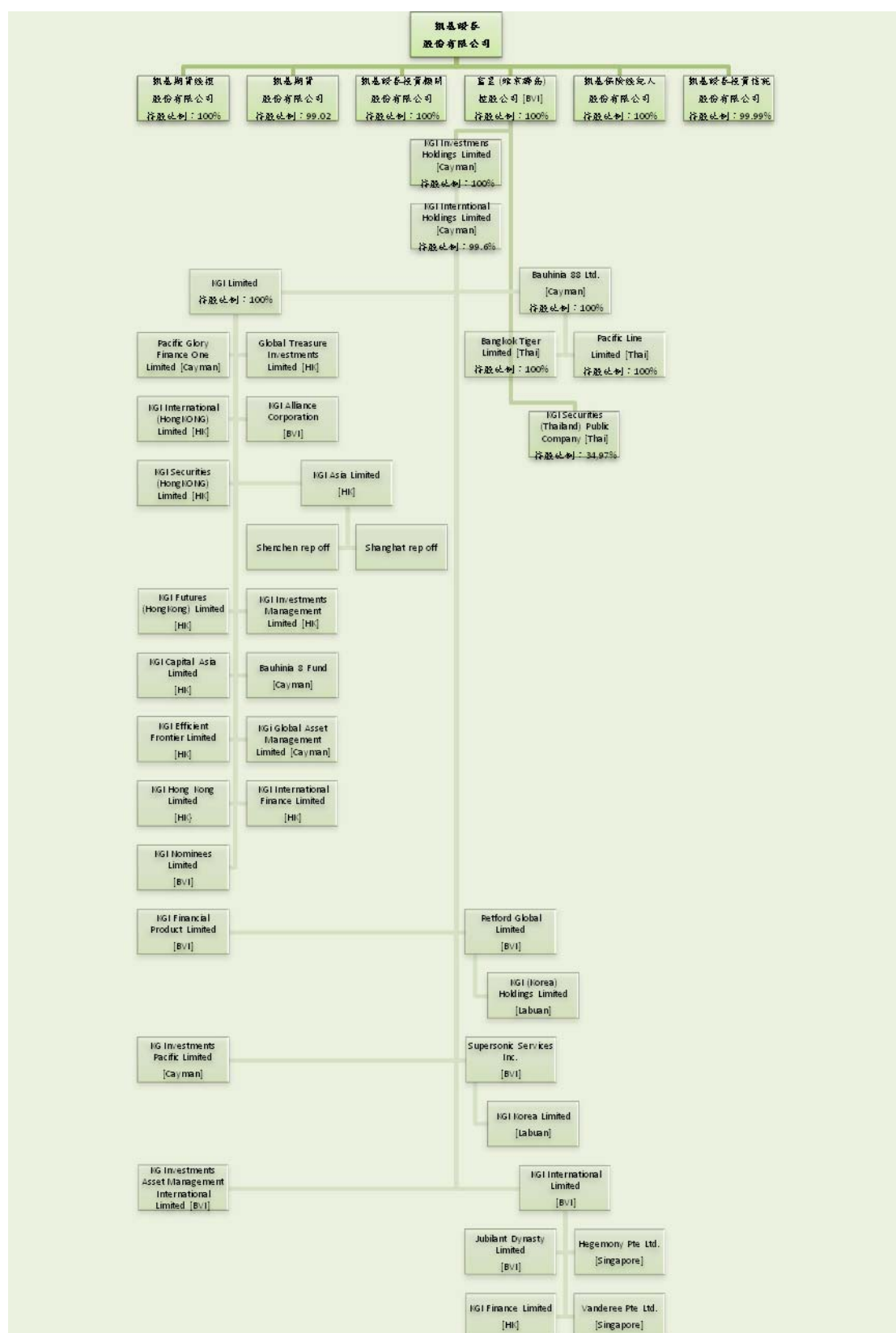
在香港與泰國等地的拓展之後，2000 年 10 月凱基證券又轉投資凱基證券（韓國），為台灣證券商轉投資韓國市場的首例。韓國凱基證券於 2005 年後即達成損益兩平，2006 年後便獲利達三億台幣。2008 年 2 月，凱基證券成功處分

所有韓國凱基證券之股份，售予所羅門互相儲蓄銀行籌組之私募基金，且出售利得達新台幣 22 億元，可謂凱基證券一次成功的海外轉投資事業。出售韓國子公司後，凱基證券在韓國市場仍與韓國第六大證券公司 Mirae Asset Securities 策略聯盟進行證券研究(equity research)合作，加上現有的香港與泰國子公司，目前凱基證券整體亞太研究團隊產業研究人員超過 50 人，並密集追蹤約 380 家上市公司，凱基證券的關係企業組織圖可見圖 20。整體來看，目前在亞太地區的營業據點，凱基證券將近 30 個，是台灣證券商中最多者。

3.2 組織架構與內容

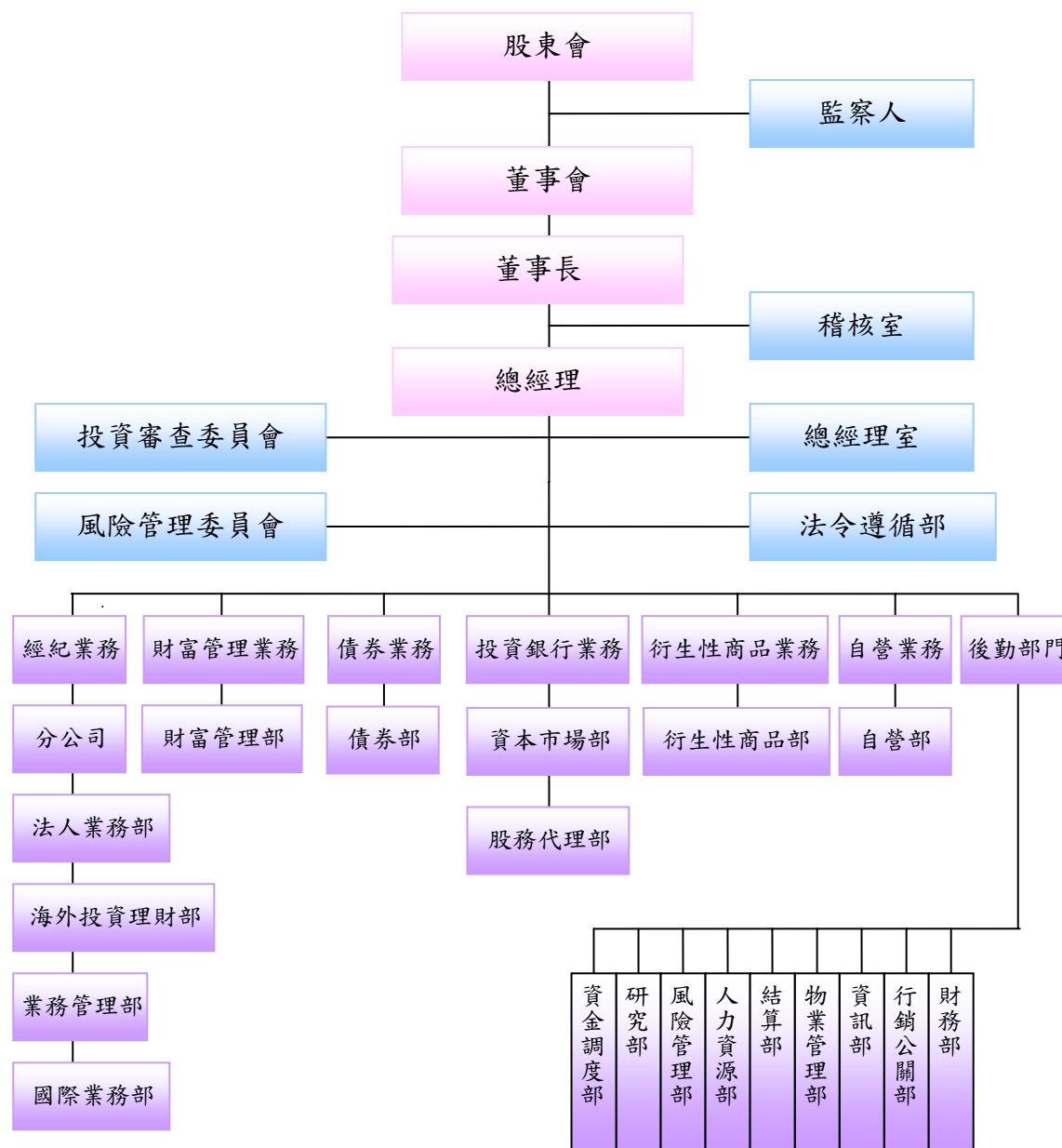
凱基證券其組織架構可見圖 21 與表 8。

圖 20、凱基證券關係企業組織圖



資料來源：凱基證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

圖 21、凱基證券組織架構圖



資料來源：凱基證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

表 8、凱基證券組織架構內容

部門別	主要職掌
稽核部	負責稽核檢查各單位（含海內外子公司）對內部控制制度之執行並提出改善建議及缺失追蹤複查等業務。
法令遵循部	建立法令傳達、諮詢、協調與溝通系統。 確認各項作業及管理規章均配合相關法規適時更新，使各項營運活動符合法令規定並訂定法令遵循之評估內容與程序，督導各單位定期自行評估執行情形。 對各單位人員施以適當合宜之法規訓練。 督導海外分支機構遵循其所在地國家之法令。
總經理室	綜理公司所有經營管理業務，下設法務組、企劃組與資訊安全組。
分公司	受託買賣集中市場及櫃檯買賣有價證券。 有價證券買賣融資融券業務。 受託買賣外國有價證券(複委託)。 協助資本市場部承銷案件通路配售。
法人業務部	接受國內法人委託買賣有價證券與法人客戶之開發與維繫。 舉辦上市/上櫃公司國內及國外法人說明會及研討會。策劃上市/上櫃公司國內及國外拜訪活動。
海外投資理財部	受國、內外法人及國內自然人委託買賣經證期會核可之海外有價證券。 財富管理商品之研究、引進、資產組合及買賣流程設計，包括：國外交易所掛牌商品(股票、E TF、認購及認售權證)；海外債券(國外信用機構評級BBB 級以上)；結構型票據；海外基金 開發客戶及協助分公司營業同仁推廣海外金融商品。
業務管理部	分析統計交易市場、投資者結構及競爭同業狀況。 從財務、折讓與獎金管理面向分析營運績效。 協調專案行銷之計畫、執行與效益評估。 分公司各項證照申請及換發事宜。 協助分公司人員管理，包括招募、教育訓練及績效考核。 彙總分公司基本資料並輔助各項例行與異常管理。 推行經紀交易內控措施，控管信用風險，並追蹤與管理作業流程。 推動基金、權證、期貨及保險等商品之銷售。 規劃與管理電子交易。 客服中心。

國際業務部	受外國法人及自然人委託買賣有價證券。 開發及拜訪外資法人投資機構。 海外金融商品之協銷。 提供外國法人及自然人投資上市及上櫃股票之研究分析報告。
債券部	公債初級市場標售。 公司債、金融債（含supra）、資產證券化商品初級市場輔導銷售。公債、公司債、金融債（含supra）、資產證券化商品次級市場（含營業處所）自營交易與受託買賣。 債券附條件、債券遠期、可轉換公司債資產交換、連結利率之結構型商品交易。債券/利率衍生性金融商品交易與研發。其他經主管機關核准之業務。
資本市場部	公開發行公司申請上市櫃IPO之推廣、專業輔導及承銷。 擔任興櫃市場推薦證券商。 IPO 股權規劃、價量規劃、法令諮詢、財務諮詢等相關顧問服務。 普通股、特別股現金增資、國內外轉（交）換公司債、海外存託憑證、附認股權公司債、附認股權特別股等有價證券之規劃與承銷。 國內外釋股與公開招募。企業籌資、投資、併購、股權規劃財務顧問。 提供客戶企業價值評估、企業併購策略分析、承銷案訂價分析、總體經濟及產業分析。 辦理承銷有價證券之通路配售、協助資本市場客戶舉辦法人說明會。
股務代理部	股東基本資料及股權之登記及異動。 股東名簿與帳冊編製與管理。 股票保管、換發、簽證及交付。 股東會之召開、現金股利與股票股利之發放。 現金增資股票之事務、可轉換公司債之轉換。 年度扣繳、申報稅務作業。 相關法令規定之諮詢與提供。 其他經主管機關核准之股務事項。
衍生性商品部	認購（售）權證業務之規劃與發行。承作轉換公司債資產交換交易。 結構型商品業務之規劃與交易。 衍生性金融商品之研究、開發、交易與銷售。
自營部	以公司自有資金從事金融商品投資，並以追求絕對報酬為目標。產業研究及交易計劃之擬定。 公司授信額度之建立與維護。 公司資金之調度與運用。降低資金成本。
資金調度部	管理資金流動性之風險。 以上作業除中信證券外，尚包括國內子公司（包括中信期貨、凱基投顧等）及海外子公司資金調度之管理。

風險管理部	建立各類交易風險管理架構。研擬風險管理運作組織架構。 研訂風險管理政策與風險管理辦法，並提交風險管理委員會審議。評估與認定風險性資產，有效分配資源，創造資本效益極大化。開發風險管理系統，掌握風險管理之精準與效率。持續追蹤與監控市場與信用風險。
管理部	自營、承銷及資金調度相關結算交割作業。 有價證券保管及往來銀行帳戶之管理。
人力資源部	招募公司營運與發展所需各種人才。規劃及執行員工薪資福利相關政策與辦法。建立員工訓練發展體系，提供員工學習與成長環境。維繫良好員工關係，協助塑造健全組織文化。
結算部	客戶買賣國內外證券之交割結算作業及帳務處理。 經紀業務之後臺帳務規劃與執行。
資訊部	包括經紀系統、後勤系統、自營系統、公共系統。
行銷公關部	公司形象塑造。 業務商品行銷企劃。 國內外媒體與公關活動。 亞太區行銷公關之資源整合與管理。
財務部	帳務會計、資本規劃、財務管理與風險控管。 平衡計分卡。 協助年度預算編列，制定KGI海外子公司適用之費用及預算政策與標準，主導年度預算之編列及修正。 確保適當之成本分配（後勤部門、亞洲區總部）及合理之內部費用分攤。 與亞洲區主管密切合作，參與其經營發展並協助業績目標之達成。研究國內資本適足率等有關財務法令規定。 對於新產品推出提供意見。 協調及執行移轉計價。 協助信用評等作業並負責投資人關係維繫。

資料來源：凱基證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

3.3 營運現況與未來發展策略

最近年度營業收入結構：

九十六年度主要業務營業收入概況

(單位：新台幣千元)

項目	營業收入	比重(%)
經紀部門	4,853,100	48.45
自營部門	4,817,559	48.09
承銷部門	346,894	3.46
合計	10,017,553	100.00

資料來源：凱基證券 2007 年股東會年報

從收入結構來看，經紀與承銷業務為凱基證券的主要收入來源。但凱基證券與富邦證券的營收規模差不多，同時經紀與承銷業務佔營收的比重也接近，所以相對來說凱基證券經紀業務的比重較低，而承銷業務的比重較高。在台灣類似營收規模的證券商（富邦、凱基、寶來）中，凱基證券在承銷業務的經營上具有相對的優勢，這也確實成為凱基證券在海外資本市場上拓展的利基。2007 年年凱基證券便締造了海外資本市場國內主辦承銷商承作金額與案件數第一名的成果。

在未來發展策略方面，由於凱基證券自行揭示的願景為：更專業、更多元、更有效率的國際性綜合證券服務，因此長遠的經營目標必然需以國際化為其方向。而目前凱基證券在海外市場方面，於香港與泰國皆有 10 年以上的經營經驗，故凱基將其長期的業務計劃自訂為：成為頂尖之區域型投資銀行。在此計劃前提下，除了國內市場上仍持續追求股東權益最大化之外，凱基證券認為海外市場上則應進行資源整合，以彰顯區域整合之綜效。分別透過以下五點來達成目標：

(1) 深耕區域市場，提升獲利能力

- (2) 藉助於集團資源取得新產品上市先機
- (3) 調整客戶結構，拓展投資銀行業務
- (4) 完成標準化區域風險控管機制，積極落實風險管理
- (5) 強化集團資源配置效益

凱基證券的長期業務計畫，亦與其自詡成為「亞洲最佳投資銀行」的目標一致。

由前述的元大證券、富邦證券與凱基證券的例子可以看出，這三家證券商的營收規模都在 100 億以上，並至少轉投資兩地以上的海外子公司。目前這些證券商皆隸屬於金控體系，而由於金控本身便具有一定程度的經營規模，故隨著金控公司的規模越大，某種程度上似乎也為金控下的證券商帶來了一定程度的品牌效應，這對於證券商未來持續拓展海外業務，長遠來看的确相當有利，且金控資源所提供的後盾也成為證券商向海外拓展時的有力支援。但是，除了金控內的證券商之外，國內獨自經營的證券商亦不在少數，若在缺乏金控集團的後援下，這些非金控的證券商是否會在國際化策略上受到一些限制？接下來我們由幾家獨立證券商的現況來一窺端倪。由於國內非金控內的獨立證券商眾多；根據不同程度的規模，我們分別以規模較大的「寶來證券」、「群益證券」；以及相對來說規模較小的「金鼎證券」與「康和證券」為例，來對其經營發展做進一步的探討。

三、非金控證券商

(4) 寶來證券

4.1 寶來證券歷史沿革與海外佈局

寶來證券於 1988 年 7 月 22 日奉准設立為專業證券經紀商，當時的資本額為新台幣 2 億元，並於同年 8 月 25 日正式開始營運。1990 年，承銷與自營業務陸續開始營運，並且現金增值 8 億元，實收資本額增為 10 億，寶來證券正式成為綜合證券商。時至 1993 年，台灣證券商紛紛至香港設置分公司或分支機構，寶來證券同樣不落人後，於 7 月轉投資設立「寶來證券（香港）有限公司」。1996

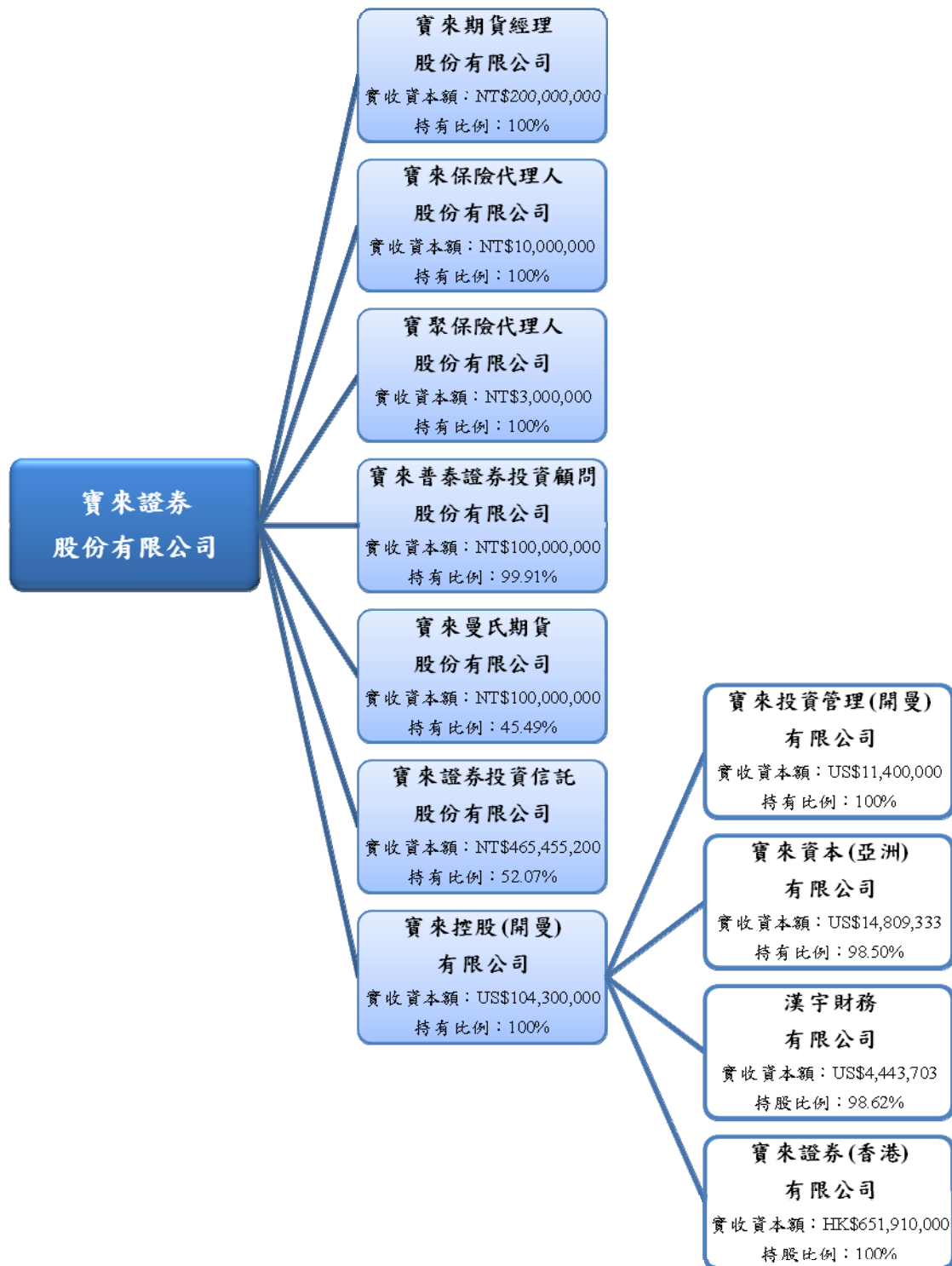
年，有感於未來國際化目標之進行，轉投資設立「寶來控股（開曼）有限公司」，藉由國際控股公司的形式，計畫進行一連串國外分公司與據點之設立與佈局。隔年，將寶來證券（香港）有限公司股份移至寶來控股（開曼）有限公司，並在同年轉投資設立寶來期貨股份有限公司（後更名為寶來曼氏期貨股份有限公司），為即將開放的台灣期貨市場做準備。

2000 年 9 月，寶來證券吸收合併大順、華宇及時代證券，設立南京等 23 家分公司，同時合併增資 25.59 億，實收資本額增為 85.59 億元。2001 年，開啟一連串海外佈局之策略，由香港子公司間接獲准設立上海辦事處，並且轉投資漢宇資本（亞洲）有限公司（後更名為寶來資本（亞洲）有限公司）及漢宇財務有限公司，前者開啟亞洲證券初級市場承銷及輔導業務，後者進行衍生性金融商品規劃及交易。2003 年，寶來證券獲准直接設立上海及廣州辦事處，隔年，於北京也獲准設立辦事處，且香港分公司正式開業（香港聯交所正式會員），從事完整的證券經紀、承銷、自營業務。2005 年，由轉投資公司「寶來證券（香港）有限公司」於九龍新設分公司。2006 年，轉投資設立泰國希密哥衍生性商品公司，希望藉由泰國出發，在未來幾年也能在越南、新加坡等地開拓更多新的據點或分公司。至此，寶來證券於香港、大陸地區以及亞洲的佈局及業務開拓逐步擴散，積極爭取更多大中華、亞洲地區投資銀行之業務。

2007 年，寶來在海外業務發展亦有新的推展，7 月 11 號，寶來正式獲准加入新加坡交易所為交易會員；10 月 12 日則獲准開辦英國倫敦證券交易所之複委託經紀業務；11 月 27 日則進一步獲准取得新加坡交易所權證發行人資格。2008 年 3 月，寶來也獲准籌設越南辦事處，使得未來在東南亞的經營佈局將有機會逐步開展。在一連串海外佈局及增設據點的過程中，通路方面，寶來證券透過跨業跨通路之合作，提供客戶多元化金融商品，使客戶享有一次購足的金融服務。除與國內銀行進行交叉銷售合作外，目前寶來的國際合作伙伴包括：國際全美最大的相

互保險公司－國際紐約人壽(New York Life International)、全球最大期貨及衍生性投資商品經紀及避險基金管理公司－英國曼氏集團(Man Group)、全美第四大銀行集團－美聯集團(Wachovia Corporation)與全球最大投資顧問及退休基金管理機構－羅素集(Russell Group)等，透過跨業與國際知名金融集團的業務銷售合作，建立起一個國際性的金融服務機構。綜觀寶來證券整體事業群體（見圖22），除了在國內期權市場最大的寶來曼氏期貨，寶來控股（開曼）公司旗下的海外分公司對公司營運收入有顯著的提升，寶來證券整體營業收入來自國外的比例達17.51%（新台幣19.85億），將近兩成，這樣的高比重是台灣證券商中少見的現象，顯示寶來證券在國際業務的開拓上具有不錯的競爭力。

圖 22、寶來證券關係企業組織圖

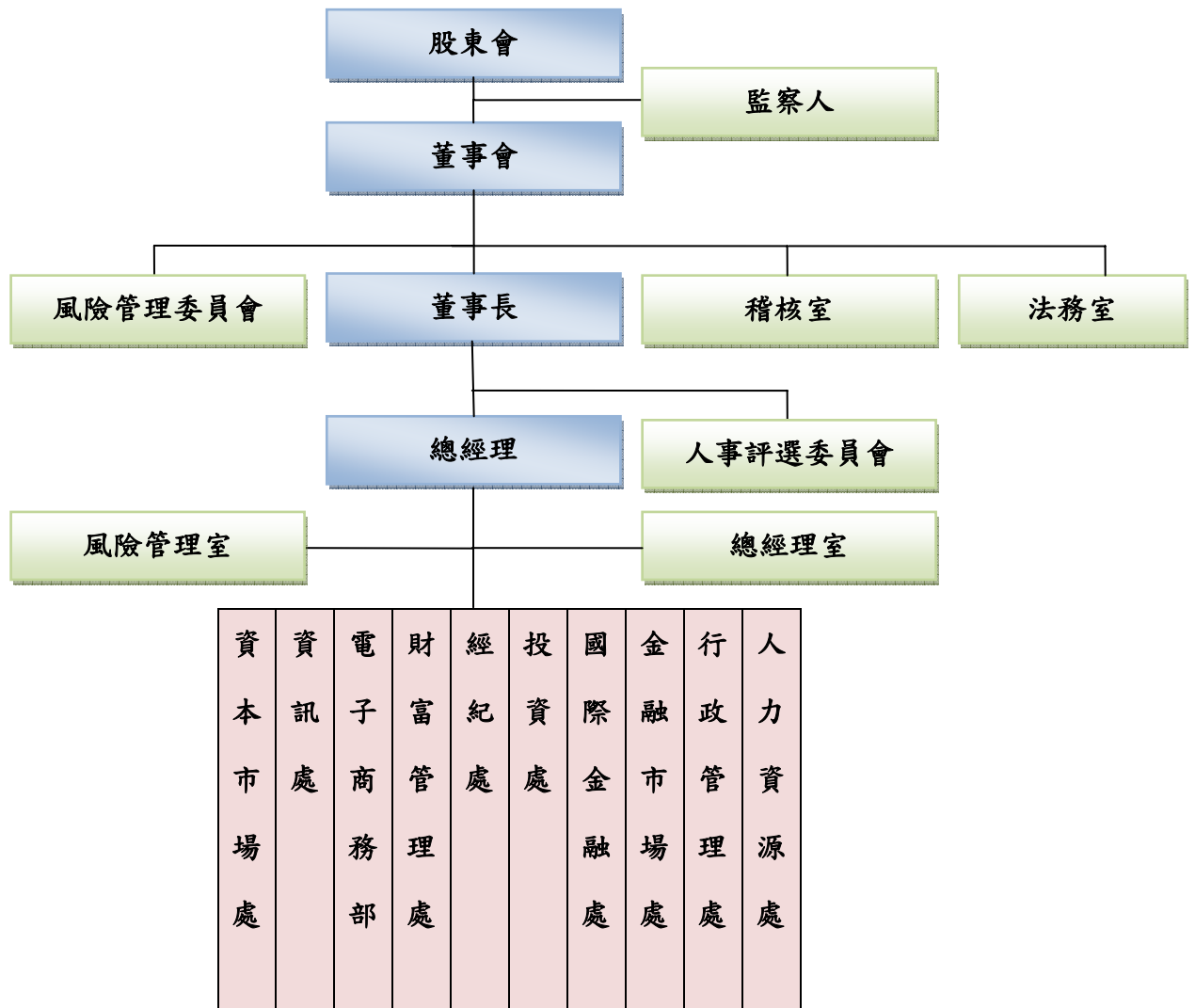


資料來源：寶來證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

4.2 組織架構

寶來證券的組織架構可參見圖 23，詳細組織架構內容可參見附錄表 A.1。

圖 23、寶來證券組織架構圖



資料來源：寶來證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

4.3 營運現況與未來發展策略

最近年度營業收入結構：

九十六年度主要業務營業收入概況

(單位：新台幣千元)

項目	營業收入	比重(%)
經紀業務	5,673,213	50.6
承銷業務	174,955	1.6
自營業務	3,638,151	32.4
期貨自營	1,733,727	15.5
合計	11,220,046	100.00

寶來證券 2007 年股東會年報

由收入結構來看，寶來證券最主要的收入來源為其經紀業務，另一方面其自營收入(包含期貨自營)的比重也非常接近經紀業務，兩者便佔整體收入結構的98.4%。至於在經營版圖的發展上，寶來除了在2007年與孫公司寶來資本(亞洲)有限公司協辦了「波司登國際控股公司」的承銷案，成功涉足國際資本市場的開發；也成功對香港孫公司進行增資，強化當地之期權造市與自營業務、並利於提升融資餘額業務、款券借貸業務、資產證券化，及開發法人客製化下單系統。海外佈局上，2007年後寶來新增了越南、新加坡等地的分支機構，使得其在東南亞的佈局日趨成長。放眼未來的長期的業務發展目標，寶來證券身為獨立證券商的龍頭，也指出未來金控集團的資源整合與效益逐漸發酵，在沒有金控集團的奧援下，獨立證券商的經營策略應該力求商品的創新與業務方面的全方位發展，方能產生利基，而多元服務、掌握通路亦將是重要經營方針。

(5) 群益證券

5.1 群益證券歷史沿革與海外佈局

群益證券於 1988 年 6 月 21 日奉准設立為專業證券經紀商，成立時實收資本額為新台幣 3 億元。1989 年，資本額增加為新台幣 16 億元，同年 9 月、10 月先後取得承銷商及自營商執照，升格為綜合證券商。1990 年，成立群益投資顧問股份有限公司，實收資本額新台幣 1 千萬元，並正式營業。1993 年 7 月，群益證券與宏泰綜合證券公司合併，增資新台幣 12.8 億元，實收資本額增加為新台幣 32.8 億。同時，群益證券也跟隨國內證券商腳步，搶攻香港市場，成立群益（香港）有限公司，並於隔年成立群益亞洲公司以及群益證券（香港）有限公司，展現其走出國內、海外佈局的決心。1995 年，成立群益證券投資信託股份有限公司。1996 年，成立群益國際控股有限公司，藉由控股公司的形式，將香港以及亞洲的分公司一併整合，奠定未來進軍大中華及亞洲地區的基礎。

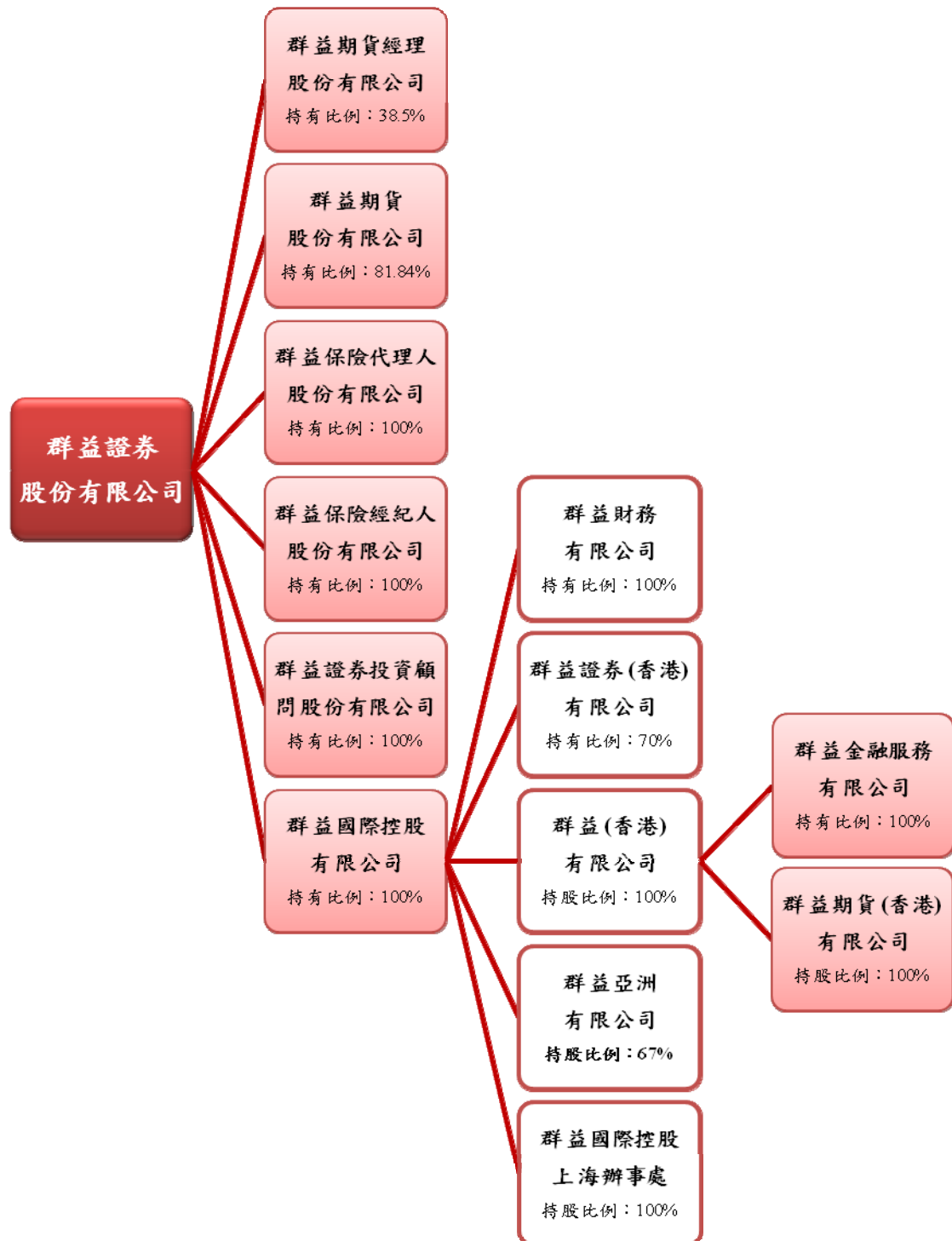
1997 年 11 月群益國際控股有限公司上海代表處成立，係第一家台灣獲得中國人民銀行核准於大陸設立代表處之證券商，2000 年 2 月群益金融集團更首開台灣證券商先例，邀集國內外產業領袖與投資專家於香港成功舉辦「Capital 2000 大中華投資研討會」盛況空前，次年在上海舉辦「Capital 2001-二十一世紀飛躍的中國」投資說明會，2002 年則在北京籌劃「Capital 2002-企業在中國」投資論壇，均深獲各界好評。由此可發現，隨者兩岸產業經濟的交流，群益證券目標放在強化對兩岸三地的產業發展與金融市場研究，並提供企業與投資人理財與投資等多元化服務，協助經濟成長及金融市場發展，冀望成為大中華經濟圈成功投資銀行。

除了香港與大陸地區，群益證券持續擴張自身在國內之市佔率，2000 年合併海山證券、高盛證券、世欣證券，並受讓碧豐證券，2001 年受讓永發證券、瑞豐證券，2002 年受讓宏道證券、金稻埕證券、寶宏證券，2004 年受讓元鼎證

券、誠泰證券，2005 年受讓大興證券等。使得群益證券在金控體系證券商的夾擊下，各項業務排名仍在產業名列前茅，與寶來證券為業界前兩大之非金控獨立證券商。

為推動證券國際化業務需要，陸續籌組而成的證券金融事業體系，隨著市場發展以及業務迅速擴充，更於香港、上海等金融中心設立分支機構，朝向亞太地區大型投資銀行之目標邁進（見下圖 24）。群益證券也自 2000 年起，與日韓港等證券商有多項結盟結交流，成立「群益亞洲交易網」，希望能提升群益在亞洲地區證券產業之競爭力，唯海外分公司於 2007 年財報資料顯示，其海外營業收入來源僅占整體營業收入的 2.13%（新台幣 1.74 億）。

圖 24、群益證券關係企業組織圖

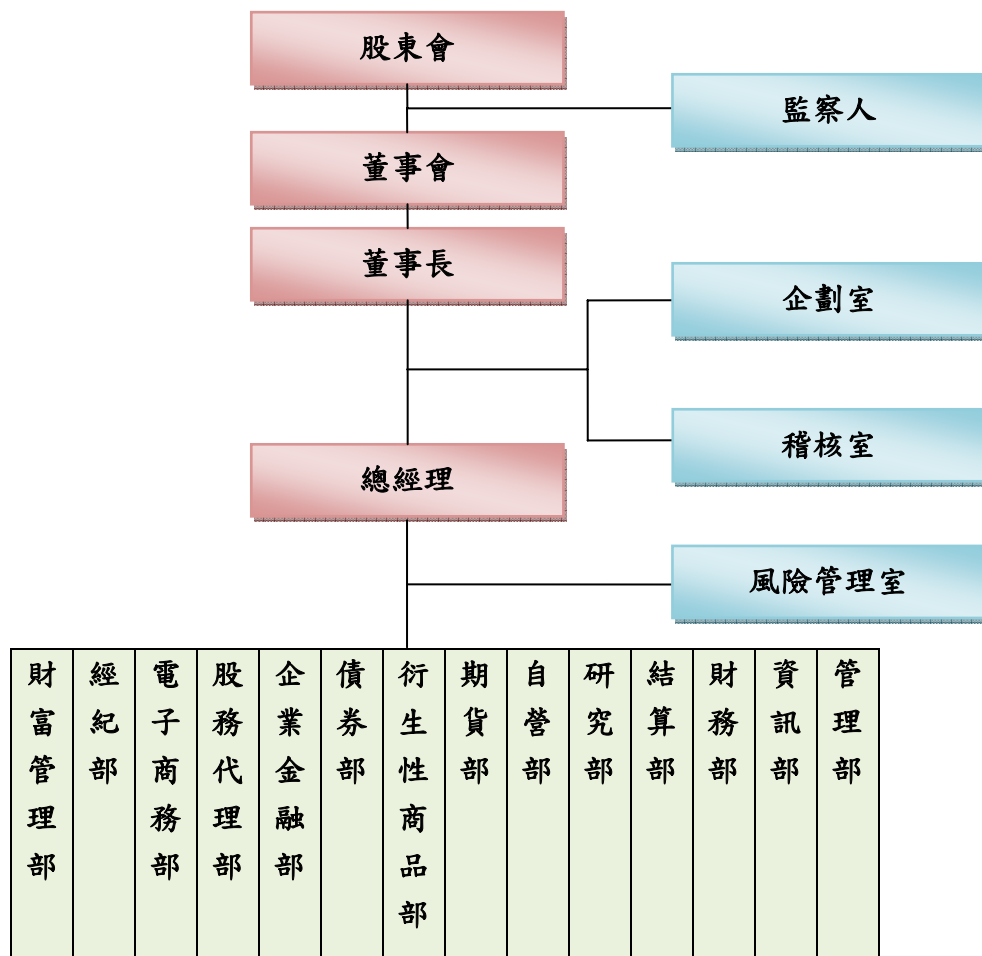


資料來源：群益證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

5.2 組織架構與內容

群益證券的組織架構可參見圖 25，詳細組織架構內容可參見附錄表 A.2。

圖 25、群益證券組織架構圖



資料來源：群益證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

5.3 營運現況與未來發展策略

最近年度營業收入結構：

九十六年度主要業務營業收入概況

(單位：新台幣仟元)

項目	營業收入	比重(%)
經紀業務	5,340,117	65
承銷業務	312,380	4
自營業務	2,524,860	31
合計	7,090,004	100

群益證券 2007 年股東會年報

與多數綜合證券商相同，群益證券的營業收入主要來自經紀業務與自營業務，但與同為獨立證券商的寶來證券不同的是，群益證券的經紀業務比重更高，而自營業務的比重則相對較低。從營業收入結構來看，群益證券反而較接近金控證券商的元大與富邦證券。考量市場未來的供需狀況，對於接下來的營運策略規劃，群益證券認為台灣金融產業應該偏向規模經濟，趨勢為「大者恆大」的產業型態，故證券商的最佳策略為積極拓展海外業務，從單純提供台商證券相關服務，深入到當地掌握市場成長的商機。群益證券設定的遠景為：持續增加新據點併購優質同業，並與國外證券商合作推展國際業務，朝多元化、國際化的目標努力。不過，身為非金控內的獨立證券商，群益證券指出，無金控集團其他子公司資源支持，可能會成為不利其競爭條件的因素之一。長期的發展目標上，群益證券與元大證券頗為接近，希望能進一步的拓展海外市場，惟海外營收金額與比重上偏低，與富邦證券相去不遠。未來，或許可一方面參考同業的經驗，一方面努力提升海外部門事業的貢獻。

(6) 金鼎證券

6.1 歷史沿革與海外佈局

金鼎證券設立於1988年12月，起初的資本額為10億元。1990年9月，金鼎證券經證管會核准其增資發行新股暨補辦公開發行。增資後實收資本額為20億5500萬元，在公司規模成長上十分快速。之後，金鼎證券積極拓展各類業務範圍，1991年4月開辦融資融券業務，同年亦取得中央政府公債交易商資格；1994年則一舉跨入投顧、期貨經紀業務。同年11月，在政府政策開放的引導下，金鼎證券和90年代中期多數的台灣證券商一樣，跨海到香港成立子公司—金鼎綜合證券(香港)有限公司，將業務範圍瞄準台灣以外的華人市場。

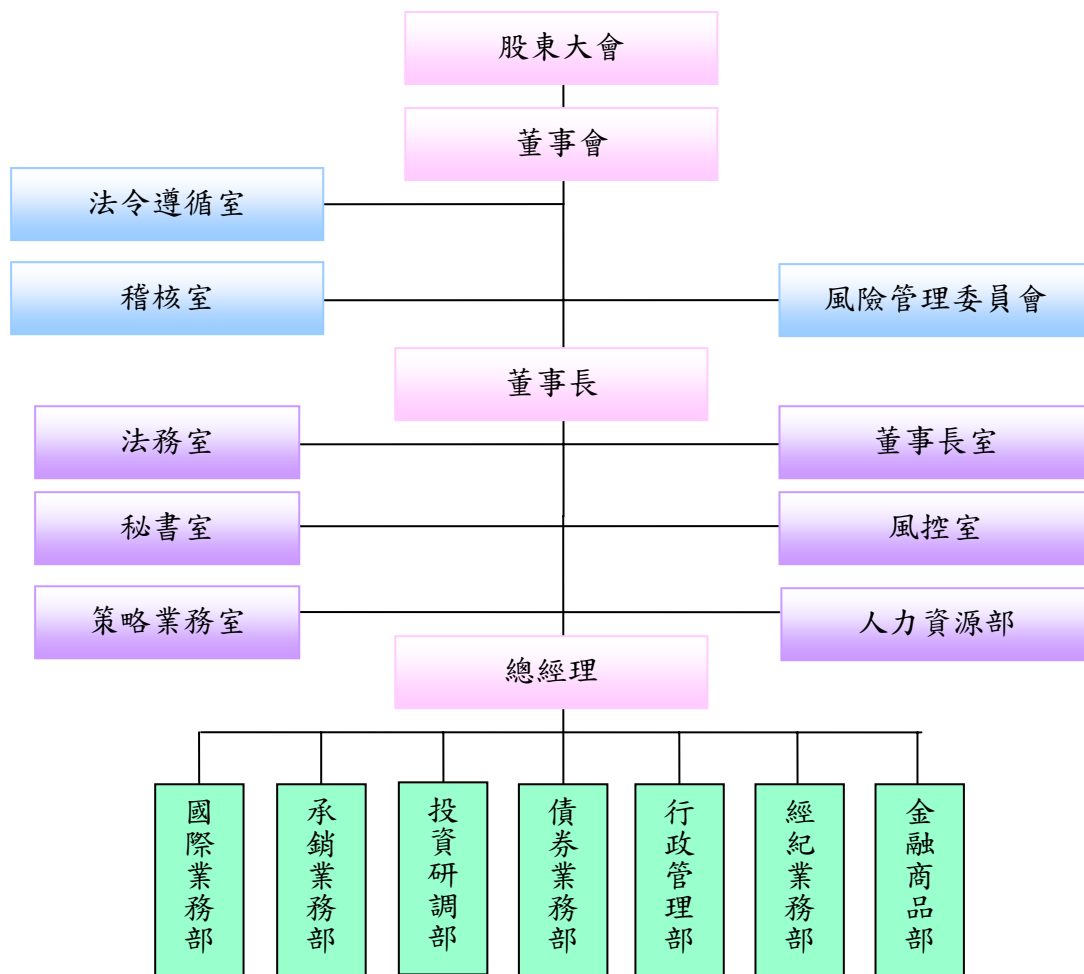
1996年12月，金鼎的海外控股公司，金鼎綜合證券（維京）股份有限公司開始營業，透過此海外控股公司以統籌其海外投資業務。1999年10月，順應資訊科技的發展與應用，金鼎證券成立電子商務部負責網路下單業務及電子商務之推動，同時該年度其資本額業已成長至將近68億元。2000年1月，金鼎證券著眼於未來進入大陸市場的可能性，其金鼎綜合證券（維京）股份有限公司上海代表處開始營業，這是自1996年台灣證交所允許證券商間接進入大陸市場後，第六家在上海設立代表處的證券商，由此可見金鼎證券對於大中華地區的業務企圖亦頗為積極。

看好華人市場，2001年4月，金鼎證券增加投資金鼎綜合證券（維京）股份有限公司新台幣三億元，再由金鼎綜合證券（維京）股份有限公司增加投資金鼎綜合證券（香港）有限公司港幣伍仟萬元。隔年，2002年7月，金鼎綜合證券（香港）有限公司北京代表處開始營業。2005年10月，金鼎證券在陸代表處的設立，則一舉增加了金鼎綜合證券（香港）有限公司深圳代表處及成都代表處兩個據點。目前，金鼎證券已經是成長為資本額超過100億的上市證券公司，在獨立證券商（非金控）的規模中排名前五名。

6.2 組織架構與內容

目前金鼎證券的組織架構可見圖 26，詳細組織架構內容可參見附錄表 A.3

圖 26、金鼎證券組織架構圖



資料來源：金鼎證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

6.3 營運現況與未來發展策略

最近年度營業收入結構：

九十六年度主要業務營業收入概況

(單位：新台幣仟元)

項目	營業收入	比重(%)
經紀業務	2,819,298	39.77
承銷業務	209,471	2.95
自營業務	4,061,235	57.28
合計	7,090,004	100.00

金鼎證券2007年股東會年報

由金鼎證券的收入結構來看，經紀業務與自營業務是公司最主要的收入來源，可惜比較有機會與國際資本市場接觸的承銷業務則佔總收入的比重不高。目前，金鼎證券設定的發展策略是「大型化、國際化、多元化」，未來的長期經營願景則是定調為「大中華區最佳投資理財夥伴」。由於 2008 年適逢金鼎證券成立 20 周年，對於未來發展金鼎證券揭示的策略方針為：

- (一) 擴大現有通路規模、提昇通路經營效率、強化客戶服務品質
- (二) 推動整合性的財富管理商品，增加商品與服務的種類
- (三) 重視研究品質、穩定自營操作績效、強化並落實風控機制
- (四) 建立跨市場、跨區域業務、拓展海外業務規模
- (五) 強化各項經營管理制度、提昇公司整體的運作效率

而其中第四點，對於海外市場的發展策略，具體的計畫則分為五點，分別是：

1. 以華人市場為邁向國際舞台的第一步，將現有業務與市場從台灣出發拓展至

大中華地區。

2. 深耕現有的海外市場，整合海外業務平台。
3. 培養海外市場研究人員，強化海外市場投資績效。
4. 配合主管機關業務開放的時程，逐步拓展海外業務。
5. 結合集團資源，利用大中華業務平台，積極推展投資銀行業務與財富管理業務，成為大中華地區最佳理財夥伴。

最後一點的計畫，亦呼應了其公司經營的願景，可預期大中華地區的開拓將是金鼎證券下個階段的耕耘目標。雖然金鼎證券在資本規模上並不是最大的，但從經營策略與方針上來看，金鼎證券對於海外市場的規劃卻比其他證券商更明確，雖然目前的重心僅止於大中華地區，不過或許如同其海外發展計畫的第一點，「以華人市場為邁向國際舞台的第一步」的概念，金鼎證券的國際化成果將會取決於其在亞洲，尤其是華人市場佈局的策略執行力。

(7) 康和證券

7.1 歷史沿革與海外佈局

康和證券創立於 1990 年 7 月，當時的資本額為 13 億 5600 萬元，跟當時同時期的元大證券比較起來，規模相近。90 年代中期，適逢台灣證券商積極跨海到香港成立子公司的風潮，康和證券亦為了因應國際化及拓展業務的需要，於 1995 年 5 月，正式在香港成立子公司。時至 1996 年，由於康和證券的快速成長與發展，至 8 月為止康和證券在國內的營業據點已經有 7 個，同年 12 月也正式上櫃掛牌交易。

1997年5月，繼在香港成立子公司之後，康和證券成立了海外控股公司—康和證券（開曼島）有限公司以統籌海外投資，同時，在其原本的組織架構下，康和證券新設立了國際業務部。從1996到1997年的這些經營發展與調整可謂是康

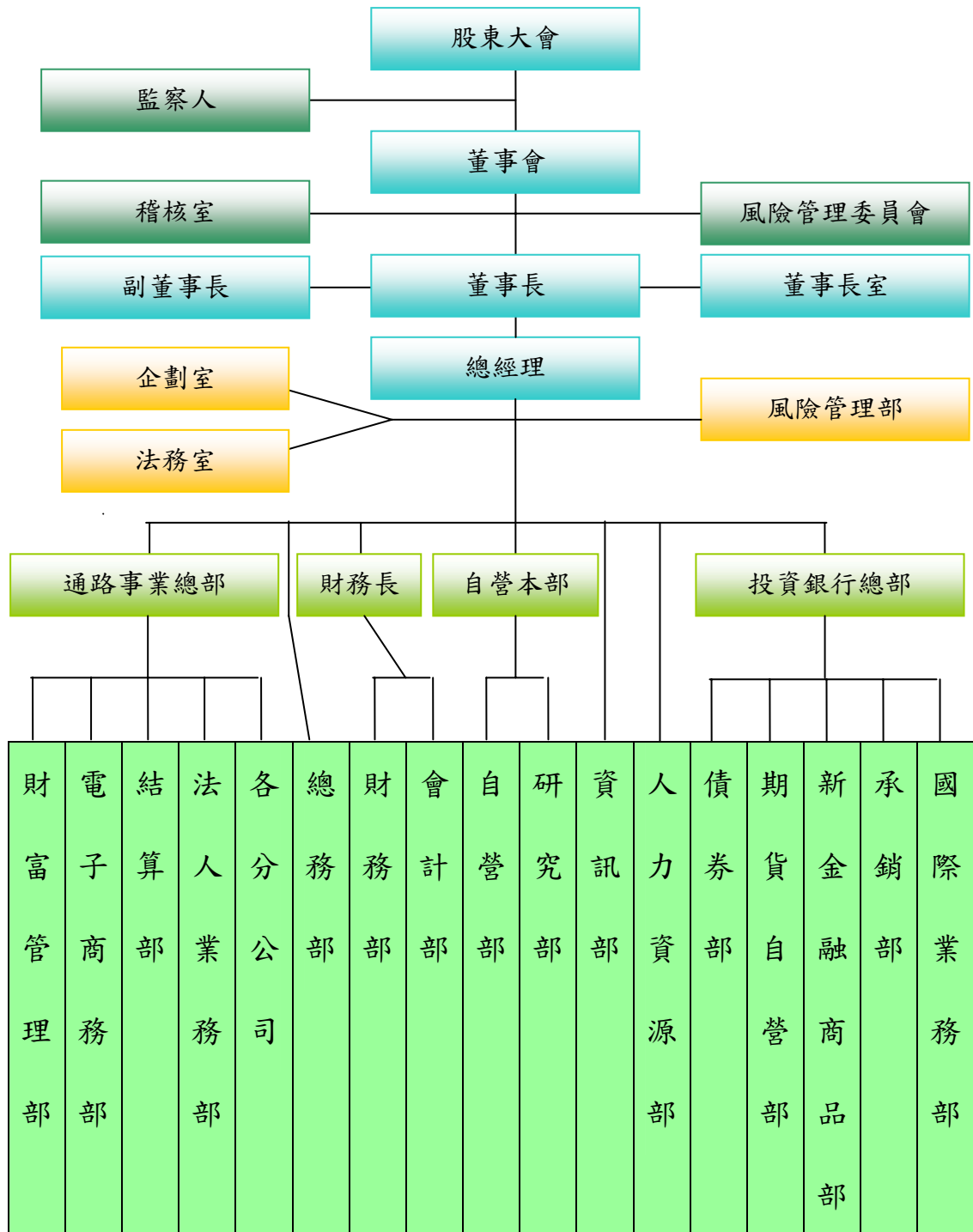
和證券在國際化拓展上較具有針對性的一個階段。在這之後，康和證券的業務重心主要放在國內經營據點的拓展以及業務內容的擴充上，10年下來，到2007年底為止，康和證券在台的營業據點已經將近30處，資本額也成長到60多億元。海外發展上雖然並不算是康和證券的經營重心，但至2007年時，康和證券集團總代理比利時第二大金融集團KBC海外基金銷售業績達到150億元，故海外相關業務仍一定程度提昇了公司獲利與國際化的程度。

同年12月，康和證券集團與KBC集團聯手併購經營投信業務，合資入股了台陽投信(現已更名為康和比聯投信)，使得其金融版圖有進一步的擴展。與KBC集團共同發展海外基金市場，發展財富管理業務，符合康和證券近年來開始積極國際化的發展策略。從合作對象上來看，比利時金融集團KBC，其總資產新台幣16.7兆(3,503億歐元)，總市值1.53兆(約321億歐元)，為歐盟前十大金融集團之一，世界排名第48名(若以台灣最大之台灣金控做為參考，台灣金控之總資產為新台幣2.93兆，世界排名第114名)；旗下有銀行、保險及資產管理三大領域，是歐盟發展最快速的金融集團之一，故這次的合作結盟，也使得康和集團除了在台灣本地、香港之外，有機會將經營視野朝向歐陸。

7.2 組織架構與內容

目前康和證券的組織架構可見圖 27，詳細組織架構內容可參見附錄表 A.4。

圖 27、康和證券組織架構圖



資料來源：康和證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

7.3 營運現況與未來發展策略

最近年度營業收入結構：

九十六年度主要業務營業收入概況

(單位：新台幣仟元)

項目	營業收入	比重(%)
經紀業務	1,882,336	56.13
承銷業務	3,034	0.09
自營業務	606,976	18.10
期貨自營	861,002	25.68
合計	3,353,348	100.00

康和證券 2007 年股東會年報

由收入結構來看，康和證券最主要的收入來源為其經紀業務。根據康和證券集團在股東會報告書中所揭示的近程發展目標，下個階段的發展策略將力求在目前既有之經紀、自營、承銷、債券、新金融商品等業務外，同時還要發展各種衍生性金融商品，並積極推展電子交易系統，建立完整的交易平台；另一方面，其遠程目標則包括：

- I. 擴大轉投資事業投顧、期貨、投信、期經及香港子公司的業務。
- II. 積極國際化，在國際合作業務方面，除與 KBC 策略聯盟發展海外基金市場及國內投信業務外，並透過香港子公司，建立橫跨兩岸三地多功能的金融體系，使集團真正邁入國際化、全球化的金融領域中。

由這兩點可以發現，海外市場，尤其是中港兩地的業務將是康和證券集團的主要發展區塊，同時這也與其中長期業務發展計畫的主軸一致，包含：

1. 成為國內最佳財富管理中心，立足台灣放眼亞洲，達成公司使命與願景。
2. 提升營收及獲利能力：強化轉投資事業與集團資源整合之綜效。
3. 提升國際化能力：策略聯盟，取得資訊及技術，提升全球銷售能力，增加案源。
4. 提升管理風控能力：落實風險管理、法令遵循，確保內控有效執行。

由於康和證券的規模相對來說較小，到海外市場設置分行子行，資金投入的成本相對也較高，故目前其在國際化佈局上的策略，康和證券似乎傾向採取策略聯盟的方式，以期能快速增加跟海外市場接觸的機會。這確實也是一個相當聰明的策略，不過策略聯盟在業務發展上較不具有百分之百的自主性，故長遠來看，海外併購與直接設立據點將依舊是必須採取的國際化路線。

四、專業經紀商

如前所述，根據台灣證交所「證券商月報」的資料，截至 2008 年 9 月底止，與證交所所簽約的綜合證券商與專業經紀商（含外資證券商，不含銀行兼營證券商）共計有 90 家，其中綜合證券商有 51 家，專業經紀商則有 39 家。而以市場成交金額百分比來看，綜合證券商約佔八至九成，專業經紀商則約佔一成³。專業經紀商的家數雖佔整體家數將近一半，但由於規模較小，整體市佔率與綜合證券商有一定程度的差距。除此之外，雖然整體專業經紀商的市佔率達到一成，但前三大外資經紀商，包括：瑞士信貸、摩根大通、港商里昂等，成交金額便佔了約 7%，換言之，平均來看國內專業經紀商佔市場成交金額的比重僅約在 3%至 4%左右。

專業經紀商由於業務相對單純，多數的專業經紀商的發展模式與組織架構都

³ 根據 2008 年 9 月份的資料，專業經紀商佔整體市場成交金額的百分比為 11.4%，綜合證券商則佔 84.1%，其餘則為銀行兼營證券商與自營商。

非常相近。通常專業經紀商的發展規模都有較高度的地域性，分公司數目並不多，主要服務在地客層。例如國內專業經紀商市佔率排名前兩名的長城證券和大昌證券，目前皆只有六個營業據點，主要集中在北台灣；而平均排名也常在前五名的富星證券與光和證券，其營業據點則皆在中南部。富星證券為目前雲林地區唯一的專業經紀商，有四個營業據點；光和證券的六個營業據點，則有五個在彰化，一個在雲林。前五大國內專業經紀商的資本規模，除了大昌證券在 2008 年 5 月透過現金增資後由 6 億成長到 9 億之外，其餘皆在 5 億以下。業務範圍方面，除了大昌證券在 2006 年 8 月通過許可承做「受託買賣外國有價證券」業務，故有海外復委託業務外，其他經紀商主要便是承做股票或期貨的經紀業務，包含：

- 在集中交易市場受託買賣有價證券
- 在其營業處所受託買賣有價證券
- 經營期貨交易輔助業務
- 其他經行政院金融監督管理委員會核准之有關

證券暨期貨業務

綜上所述，專業經紀商的特性便是區域性服務經營，小規模與主要針對國內金融市場的交易經紀業務，與綜合證券商兼營多種業務，並跨足海內外市場的經營方式差異甚大。也因此，普遍看來，國內的專業經紀商幾乎不涉及所謂的海外業務(除了少數的海外復委託)。相對於「國際化」來說，專業經紀商專注在本土的區域市場，所以相較於中大型證券商，小則著眼於中國、香港地區的業務，大則放眼亞洲與全球市場的經營，專業經紀商則利用其自身「小而美、小而巧」的組織架構，深耕區域性的交易經紀業務。事實上，由於企業經營的國際化需要有規模效應的支持，而小型證券商由於幾乎不具備這樣的條件，是以專業經紀商的經營模式若將目標著眼於海外市場，反而是適得其反。

根據 2007 年 1 到 8 月的資料顯示，台灣前十大本土專業經紀商的每股稅後盈餘(EPS)皆達到 1 元以上，排名第一的長城證券甚至達到 1.71，這證明雖然走本土業務路線，但專業經紀商仍然掌握住自己的利基，而其經營績效(EPS)並不亞於中大型綜合證券商。

伍、 台灣證券商與日韓證券商之比較

本章節我們將先比較國內不同類型的證券商，分別對其國際化的可能性以及未來業務的發展策略提出綜合性的建議。緊接著，則歸納前述日本、韓國、台灣等地證券商的資料，為台灣與日韓證券商的國際化經營表現，主要針對其成果與策略的差異做出明確的比較與分析。

一、 台灣證券商之比較

由於各家證券商最主要的營業收入來自經紀業務，若以經紀業務市佔率來看，金控證券商由於規模的擴大及業務整合的綜效，在整體市佔率上確實領先非金控證券商(見下表 9)，即使以平均市佔率來設算，金控證券商仍較具有優勢。

表 9、2006-2007 台灣證券商經紀業務市佔率比較表

券商類型	2007市佔率	2006市佔率	增(減)
14家金控旗下券商	44.39%	44.07%	+0.32%
10大非金控券商	26.22%	25.42%	+0.80%
10大外資券商	13.67%	13.06%	+0.62%
合計	84.28%	82.55%	+1.73%

資料來源：群益證券

另一方面來看，以金控證券商與非金控證券商中規模最大的元大證券與寶來證券來做對照，元大的海外經營規模高於寶來，這突顯了雖然多數中大型證券商皆把國際化列為公司長期經營的目標，且許多證券商也確實地積極拓展海外市場，但金控證券商由於有金控集團作為經營發展上的後盾，在海外佈局上顯現出較優越的表現。不論是剛剛提到的元大證券與寶來證券是如此，若以富邦證券或凱基證券與群益證券作為對照亦然。事實上這樣的結果也意味著，公司規模程度對於其國際化具有相當程度的影響。一定程度的規模，才能帶來足夠的市場力，

再加上企業所經營的品牌效應，二者結合才有助於證券商將自身推向國際市場。

據此，雖然金控公司挾龐大資源帶來的競爭威脅，對獨立證券商造成衝擊，但獨立證券商一方面可擴大股本，強健體質，加上主管機關已開放證券業可轉投資保險業、銀行業、票據金融業、信託業、證券金融業、證券投信業、證券投顧業、創投業、期貨商、經紀經理公司、資產管理服務公司、外匯經紀商等相關產業。近來，亦開放證券商經營財務管理及信託業務，故非金控證券商仍可積極利用金融開放的同時，加速創造差異化的經營模式，並進行跨業整合，掌握成長機會。現階段來看，台灣的證券業中，納入金控與否雖然在市佔率數據上反映一些差距，但此差距並不大，故尚未成為證券商營運績效差異的重要因素，且比較2006年至2007年，非金控證券商的成長較高。

從未來的形勢上來看，證券業務與產品線逐漸完備對大型證券商較為有利，故台灣的證券產業之整合仍將持續進行，走向大型化與國際化也將是台灣證券業未來的主要趨勢。所以非金控證券商不是尋求加入金控公司的機會，就是如前所述的，在業務上找尋特殊的利基點。整體上，除了可以策略聯盟的方式增加業務的廣度及彈性以對抗金控的跨業行銷風潮，營業收入比重最高的經紀業務上更需儘速的尋找合作的對象，從通路效益的觀點，合併或收購專業經紀商的來增加新據點，擴大規模及市佔率將是最直接的策略。綜上所述，未來金控證券商與非金控證券商有可能走向進一步的整合之路，也可能在差距縮小的狀況下一同成長，而不論是何者對台灣證券業的國際化都應該是有利的。不過這同時也意味著，證券業的國際化中所產生的規模針對性將會更強，導致中小型證券商，特別是專業經紀商，除了選擇合併之路，否則在傳統經紀業務進入薄利時代的此時，證券商大者恆大的現象將進一步壓縮小型證券經紀商的生存空間。

不過，由國內專業證券經紀商的家數比例佔證券業四成以上來看，整合雖是

經營良方，但其實合併策略並非對於全體經紀商皆可行，在此前提下，或許專業經紀商另一條可行的經營之路便是強化原先區域性經營的「在地化」策略。畢竟，自政府開放證券商設立至今，目前仍活躍於證券市場的專業證券經紀商，大多數是自證券商開放設立時即開始營業，迄今亦有十多年的歷史，而內部員工及投資人更不乏是長期伴隨著證券商一起成長，與證券商培養出深厚的情感，加上投資人的慣性與關係主義，所以，對於在地客層方面，專業證券經紀商已占了先入為主的優勢。雖然，專業證券經紀商由於規模小、資源不足，在落實員工在職訓練方面較有困難，難免影響到員工專業素養的提昇；營業項目又因受限於法令無法開展，使得收益無法提高；然而，一方面其卻有豐富且忠實的客戶，以及良好的地方關係。因此，即使不採取合併的方式，若能與大型證券商建立合作模式發展策略聯盟，朝「雖是專業證券經紀商的規模，卻能連結介紹提供有大型證券商的業務與服務」的方向發展，或許是未來專業證券經紀商的經營趨勢之一。

另一個契機是，整體經紀業務市場雖有加速整合的壓力，但所幸經紀業務受惠於近年來主管機關不斷的開放新業務與新產品的政策，例如：境外基金銷售、財富管理業務、有價證券借貸、證券業務借貸款項、現金管理帳戶等業務，再加上散戶占市場比重逐步下降所引起的交易量下降等因素，因此經紀據點的通路價值將逐漸轉移到商品銷售能力、客戶整體資產配置與財務規劃的能力，這些都與傳統的股票交易有很大的不同。未來，傳統股票經紀等低毛利的業務比重及重要性將逐步下降，多元化商品的銷售、對客戶的理財規劃及財富管理的服務等高毛利的業務項目的重要性將逐漸提高。因此，獲利模式的改變與營業員多元化業務能力的培養將是未來專業經紀商發展經紀業務的重點方向，而這也是專業經紀商強化核心價值與持續掌握自身利基的最佳經營策略與方向。

去年以來，我國對證券商登陸的政策逐步開放，使得多年來台灣證券商前進大陸市場的計畫很可能隨的明年兩岸簽署 MOU 的計畫而具體實現。但對專業經

紀商來說，前往香港或大陸設立分行子行並不符合資本效益。不過由於台灣擁有技術優勢，未來法令若能鬆綁，專業經紀商仍可以策略聯盟方式，反向引進港資或陸資，讓對岸人民也能投資台灣股市，如此，也算是另一種布局大陸的作法。亦能使專業經紀商一方面深耕本土區域市場之外，依舊可以參與到兩岸證券市場開放所帶來的利益。

透過以上的分析，我們探討了國內金控證券商與非金控證券商的國際化差異，以及未來的競爭策略，也思索小型證券商在整體產業趨勢下未來的經營之路為何。同時，綜合國內幾家證券商的現狀，我們也點出了「規模」，將會是影響證券業者國際化的重要因素之一。不過，目前我們也不得不面對的現實是，即使是國內規模最大的元大證券，其國際化程度亦相當有限，當然遑論其他證券商。推究此一事實，固然相較於日韓最大證券商—野村證券與三星證券，元大證券的規模尚有一段差距，所以國際化程度也不及這兩者，但台灣證券業的國際化程度不足，不能完全歸咎於規模因素。野村證券與三星證券的國際化成功之路，從企業經營的角度來看，必然具有多樣性的主觀特質與客觀環境的促成。以下我們再進一步回顧先前所分析的這兩家日韓證券商，並從中歸納出可供台灣證券業參考的具體因素。

二、台灣證券商與日韓證券商之比較

回顧前述日本野村證券與韓國三星證券的成長經驗，其針對企業國際化經營的策略，我們可以具體歸納出幾個主要的面向，分別是：

- (i) 願景的建立與未來成長目標之設定；
- (ii) 透過海外併購加速規模成長速度；
- (iii) 組織文化精神的強調與針對全球市場的組織架構；
- (iv) 政府與主管機關的定位。

從這幾個面向我們依序與台灣證券商的目前現況來進行對照與比較，以更明

確地理解台灣證券商與日韓證券商的差異，並且思考當中對於台灣證券商所能帶來的啟示。

(一) 願景的建立與未來成長目標之設定

我們可以觀察到，在野村證券與三星證券的經營上，其關於國際化的願景與成長目標的設定，這兩家證券商都曾提出明確的口號與思維。首先是野村，由於野村本身已經是成功的國際化投資銀行，但在歷經美國次級房貸風暴之後，全新的經營團隊重新對公司的經營管理提出了一個重要的宣示，也就是「提供世界級的金融產品與服務」給全球投資人。而其最新出爐的投資人報告也針對五大事業單位設定了三年後的成長目標。這樣的脈絡很清楚的交待了集團未來面向國際市場的定位與走向，且由於獲利目標的設定更在某種程度上提供一自我檢驗的門檻，也似乎說明了野村勇於接受市場檢驗的決心。另一方面，三星在整個國際化上雖然尚未有像野村一樣成熟的結果，不過其宣示要在國際資本市場佔有一席之地的雄心並不亞於野村，喊出「2020年成為全世界排名前十大的投資銀行」的口號，而具體經營目標則是股東權益達 15 兆韓圓，淨收益 10 兆韓圓。與野村證券相同的，三星不只喊出口號，關於目標的達成也明確地量化。雖然，目標的達成現階段而言當然是猶未可知，不過，講得更通俗一點，關鍵在於企業的主張能否讓市場產生深刻印象，間接產生一股市場監督的氣氛，而讓企業在壓力中落實口號與願景。試想，當投資人點進韓國三星證券的網頁，首頁中斗大的「2020, Top 10!」字樣映入眼簾，試想，還有多人會懷疑這家證券商的決心？而當進入野村證券的國際版網頁，特別放大的「Global」字樣，一幅世界地圖，同時連結著日本、歐洲、美洲、亞洲，這幅全球連結的佈局圖像，是否便不知不覺中傳達了「這是一家全球性投資銀行」的訊息，從而，企業經營的品牌與形象價值也就由此建立了。

反觀台灣證券商，雖然多數在股東會年報上，對於國際化也提出遠景與口號。例如，元大以其本土證券商國際化先驅者的姿態，喊出元大證券要成為華人世界最佳投資銀行，並自期能成為亞洲的「摩根史坦利」；或如凱基證券自我要求成為亞太地區「頂尖之區域型投資銀行」；亦或如金鼎證券將經營願景定調為「大中華區最佳投資理財夥伴」等。這些證券商的動機與企圖確實清楚的宣示了，但是十分可惜的，我國的證券業者的國際化範疇似乎都侷限在華人世界與亞洲地區；從另一個角度來看，這反映台灣證券商務實的經營風格，但卻也突顯了夢想與野心的不足。企業開拓需要更大的決心與視野，在這點上，台灣證券業的雄心壯志的確不及日韓。同時，在資訊科技如此發達與興盛的今日，網路不只是業務管道(如電子商務)，更是最佳的行銷管道，以及建立企業第一步品牌印象的來源。但不只本文所概述的這幾家證券商，我們發現包括其他台灣證券商，也幾乎沒有以國際化為經營主軸的宣示或意象營造，故相形之下，與日本野村或韓國三星比較起來，台灣證券商的國際化企圖並未體現在對外的資訊網絡上。

(二) 透過海外併購加速規模成長速度

目前看來，海外併購或海外策略聯盟是證券商對外拓展的主要模式之一，尤其對韓國三星證券來說，由於所提出的成長目標很高，在其成為全球前十大投資銀行的計畫中，他們也認為海外併購是最可行與最迅速能夠擴張規模的手段。而透過海外併購增加海外市場通路的同時，證券商所建立出的經營形象其實也有利於其在本地市場的資本市場業務，這無形中對於本身後續的資本成長皆有正面助益。唯一的問題是，併購案不只要「買的便宜」，海外併購攸關海外經營事業，未知的風險與不確定性更高，所以該如何「買的好」反而是一更重要之考量。而提到海外併購的策略，便不能不提起野村證券在 2008 年對「雷曼兄弟」所完成的海外收購。去年以來，由房貸市場肇始的金融風暴，席捲全球金融圈，而全美國第四大投資銀行「雷曼兄弟」

由於過度操作次級房貸證券，在最終無法負荷虧損的情況下，於 2008 年 9 月 15 日正式宣告破產。而野村隨即在 9 月底便已就收購雷曼兄弟在歐洲與中東的股票以及投資銀行業務一事與雷曼兄弟達成協議，正式買下雷曼兄弟的歐洲業務。同時間，野村證券也擊敗包括英國巴克萊銀行等的對手，以美金 2.25 億元獲得雷曼兄弟在全亞洲的特許經營權，包括日本與澳洲。

事實上，早在雷曼兄弟正式申請破產之前，2008 年 9 月初野村便已經開始考慮收購雷曼兄弟的可能性，但為了確定股價進一步的走勢以做出較佳的併購決策，最終是等到雷曼兄弟第三季財報(至八月底)公佈後才密集進行收購業務。另外，野村所購買的雷曼兄弟歐洲業務，僅限定在股票與投資銀行業務，而沒有把股票、債券等自主交易的資產排在收購對象之列。這顯示，野村一方面掌握了危機入市的低價收購契機，同時在併購決策上他也完全明白該如何「有所取，有所不取」。2008 年 10 月，暨歐洲、中東、亞太地區後，野村又決定買下雷曼兄弟在印度的後勤部門與資訊科技部門。由野村的併購策略可以看出，他並非一味地收購，在上述地區的收購案中，野村只收購有價值與對其本身在區域性業務上有幫助的業務，「買的便宜與買的對」的策略，從這幾個海外收購中我們可以體認出來。金融風暴席捲的同時，野村反而透過這樣的方式再度擴大了本身的國際競爭力，這也突顯了，海外併購的企圖心與執行度與國際化擴展之間的密切關係。

而以海外併購來說，台灣證券業者透過海外併購達成國際化目標的，僅有國際化程度相對較高的元大證券。回顧其開拓國際市場之沿革，在 1996 年，元大證券便於香港收購「第一上海證券經紀暨財務有限公司」，成立元大第一證券經紀有限公司，作為其 1994 年在香港設立分公司之後，國際化佈局的下一步。而在這之後，元大的海外事業拓展最重要的一次收購便是 1998 年收購泰國 Cathay Capital 的 92.5% 的股權，並成立元大證券(泰國)

股份有限公司。這次收購案的關鍵之處在於之後 2001 年，元大透過元大證券(泰國)股份有限公司與新加坡金英證券進行股權交換取得了其將近 29% 的股權，而藉由此方式大幅增加自己的海外通路規模，因為原先金英證券在紐約、倫敦，以及東南亞主要國家都有分公司，而作為金英證券最大單一股東，元大便能間接取得這些地區的海外通路。

可惜的是，在與金英證券的策略聯盟之後，元大證券的海外拓展進度陷入停滯，除了亦於 2007 年轉投資越南第一證券，取得 28% 的股權，海外事業的版圖便無明顯的變動，這也反映出海外併購對於國際化是不可缺少的。事實上這突顯出，海外併購的成長模式，台灣在採取上有三個可能的限制，第一是業者是否具有從事海外併購的規模；第二是即使據一定程度的規模，但併購對象往往尋覓不易；第三，以海外併購來迅速擴大規模的方式，某種程度上這樣的模式下公司的經營態度必須更強勢、更積極，具有拓展的野心。但這似乎是目前台灣證券業者較為欠缺的。而前述三星證券之所以喊出以海外併購來加速集團成長的策略，其實也反映出其強悍的經營理念。是此，台灣如何突破目前的經營僵局，野村模式的成功經驗，以及三星模式的持續進展將值得台灣證券業關注。

(三) 組織文化精神的強調與針對全球市場的組織架構

組織文化精神的強調其實在台灣證券業似乎比較忽略。不論是野村證券或是三星證券，我們由他們的個案例子中皆可以發現他們在組織文化中，對於「野心」的強調，這反映在我們先前提到的，願景與口號的設定。另外，由三星證券與野村證券的經營規劃中，我們可以意識到這家企業經營的「夢想」，而一家有夢想有野心的企業，其組織文化精神所呈現出來的意象的重要性自然不言而喻了。再者，野村證券與三星證券，對於公司經營的定位，他們有較大格局的規劃，且反映在其組織架構中。根據其目前國際化程度的

進程，野村與三星證券各自建立出了不同的組織架構。首先由野村證券來看，由於已經是成熟的國際化事業體，野村在組織走向上的定位很明確地以「全球化發展」為主軸，五大事業單位中，除了國內零售業務之外，其餘包含全球性投資銀行、全球性商人銀行、全球市場、資產管理等業務，完全針對全球市場而來。同時，以野村規模如此龐大的集團事業，他的組織規畫卻並不複雜，沒有眼花撩亂的部門切割，一切以全球市場為其經營主軸。其實，以野村的規模來看，其集團分工自然是相當細膩的，但是其組織架構的成功之處便是化繁為簡，把以全球客戶為主的不同事業單位劃分成五個，各自有清楚明確的定位，至於各事業單位下的複雜分工則由五大事業單位的 CEO 去統籌。所以，呈現在投資人眼前的便是一個具有明確中心思想的組織框架，而強調顧客基礎與全球市場的中心思想也被突顯出來。

另一方面，三星證券則在組織結構上呈現另一種風貌。由於處在邁向國際化的階段，其組織架構以四大事業單位為主，雖然尚未將全球經營的方針與事業單位的組織架構結合在一起，但是值得注意的是三星證券另外設有研究中心，並且組織了策略規劃團隊，這個策略團隊便是規劃各事業發展方針的重要幕僚單位，包括三星證券所提出的世界級投資銀行的願景，亦由這個策略規劃團隊來肩負起規劃的任務並制定計劃。很顯然地，三星證券正處於一個由傳統本土證券商轉型邁向國際化證券商的階段，事實上在過去的幾年三星證券逐步調整組織模式走向事業單位分工，一如野村的模式。而其目前的策略規劃團隊將會是決定未來國際化發展成功與否的重要推手，一旦三星證券在國際化經營的進展上達成一定程度的實現，可預期的其組織最可能的走向便是逐步將全球市場經營的方針與事業單位做更進一步的結合。綜觀這兩家證券商的組織特色，我們可以發現，提高全球化經營在組織架構中的比重，以及重視策略規劃在組織結構中的定位都是國際化過程中不可或缺的。

而對照台灣證券業者的組織結構，不論是金控證券商或者是非金控證券商，組織結構差異不大，而我們發現，主導國際業務規劃，主導與外國機構進行策略溝通的國際業務部門往往僅為十多個部門中的一個。除了比重在組織結構中過低，組織中沒有一專職的策略規劃單位也容易使得國際性業務在推展時缺乏效率，導致目標上缺乏一貫性與一致性。國際化是一個終極目標，相信也是所有企業所追求的，但是若不能將此一目標在組織中的定位與層級做到本質與形象上的提升，口號則很可能永遠淪為口號。由野村證券我們看見其全球化經營的使命感，由三星證券我們看出其對策略規劃的重視，相信這應對目前的台灣證券業有一定程度的啟示。而目前台灣的證券產業，即便如元大、寶來、凱基等幾家國內的龍頭證券商，由其組織架構中我們亦不容易感受到公司經營上的企圖，這很可能也是其他台灣證券商的通病。而除此之外，目前國內證券相關法規下，證券商雖可以轉投資各種事業，不過證券商本身的營運範圍卻仍是受限的，這導致證券商在經營本質上無法完全轉型成投資銀行，進一步地阻礙證券商的營運業務發展走向國際大型化。所以，面對國際化的需求，證券商本身除了在組織文化上有必要強化全球市場的精神之外，組織架構上的突破必須有賴政府法規的協助。目前台灣證券法規的立法精神是傾向業務別，同時採正面表列，但若能進一步立法整合證券市場，改採功能性管理以及負面表列的方式，才有助於證券商的組織走向大型化與國際化。由此可知，證券商的國際化發展過程，政府當局其實也扮演了極重要的角色，以下我們也進一步再談證券商國際化過程中政府的定位。

(四) 政府與主管機關的定位

韓國政府與日本政府在其台灣證券商國際化的過程中，若以野村證券與三星證券來看，嚴格說來政府並沒有具體的幫助措施。但是，這兩國政府在金融市場的改革與相關法案的推動，間接強化了其整體資本市場的體質，而對於證券商向海外拓展經營規模時起了推波助瀾的效果。

在我們所熟知的世界各國金融改革案例中，最知名的莫過於是英國的案例，而日本的金融改革內涵上便是仿效英國。英國自 1986 年推行金融改革（Big Bang）後，1997 年起逐步推動監理機關的整合，除了成立金融服務管理局（Financial Service Authority, FSA）外，並於 2000 年制訂「金融服務暨市場法」（Financial Services and Markets Act of 2000, FSMA），取代先前所訂立一系列監理金融業的相關法規，整合成為英國規範金融業的基本法。同時也規範金融業橫向跨業的經營方式，使各金融業經營上更公平且更具效率，並也成功地提昇了保障投資人的效能。日本整合金融法制的工程，雖然仿效英國，但係採用階段性發展的策略。日本於 1996 年推行「日本版金融改革」（Japan Big Bang），旨在希望建立一個具有自由、公平與「全球化」的金融市場。

日本自 2002 年 4 月開始施行金融商品販賣法，規範包括銀行、信託、保險、證券、期貨或其他具有投資性金融商品的銷售行業與銷售行為。更值得重視的是日本於 2006 年 6 月所頒布的「金融商品交易法」（Financial Instruments and Exchange Law, FIEL）。該法基於金融商品多元化之考量，在規範對象上，整合了除銀行業與保險業以外所有的資本市場行業，在規範的內容上，則依交易行為將投資人區分為專業投資人及一般投資人，分別就所進行之銷售推薦等行為，制定不同的行為規範。

至於韓國的狀況，一如我們先前在韓國證券市場發展中所觸及的，韓國為了提昇證券產業的競爭力及「國際化」，在 2007 年 7 月 3 日通過「金融投資服務及資本市場法（簡稱資本市場整合法）」（Financial Investment Services and Capital Market Act, FISCMA），且預定於 2009 年 2 月施行。該法整合了「證券交易法」等六部資本市場相關法律，以期整合證券相關

產業並建立金融投資業種；同時，改以概括性負面表列禁止的方式來規範金融投資商品的範圍，並以金融功能別為中心以進行金融行業的監理。上述的種種改革政策稱為韓國的金融大改革(Korea Big Bang)。其實，韓國推金融改革的背景因素非常值得台灣借鏡，其之所以會提出「資本市場整合法」，主要是因為體認到韓國資本市場有二項發展局限：其一，資本市場的籌資能力不足；其二，證券相關機構種類繁多且規模偏小，還必須適用不同法律的缺點，因此認為必須突破現有法律架構，來力促證券商大型化。這兩點韓國所面臨的問題跟台灣其實不謀而合。以此經驗來看，台灣金融市場的確實需要推動一次新的變革，尤其是資本市場的整合。由日、韓的金融市場改革可以看，除了對內市場的整合，「全球化」、「國際化」的目標也是這些金融改革的宗旨之一。而由日本證券業過去在國際化方面獲致的成功，以及韓國證券業在國際化方面獲致的進展，我們可以說，政府功不可沒。政府透過金融改革來提升大環境的本質，間接強化了證券業者的競爭力，而日韓證券商在國際市場的發展，便是本身使命感與政府在金融環境體制上的助攻，兩者合而為一的結果。

意識到金融改革的重要性，2008年5月，新政府就任後，當時內定出任金管會主委的陳樹先生曾表示，為了與國際接軌，讓台灣成為亞太資產管理與籌資中心，最快將於一年內提出「資本市場整合法」，整合證券、期貨等各項產品業務及交易平台，使未來金融產品打破業務界限，發揮最大綜效，走上國際大型化路線。目前這項計畫，根據金管會的時程表，預計在2009年底正式催生資本市場整合法，2010年4月完成立法，經過1年半緩衝期，於2011年11月正式上路，目標是讓台灣證券商成為具國際競爭力的投資銀行。這項稱為「Taiwan Big Bang（台灣大改革）」的法規整合計畫，要將證交法、期交法、投信投顧法、信託法、票券金融管理法、創業投資事業範圍及輔導辦法、資產管理中心發展條例（草擬中），7部法規整合為

一套資本市場整合法，將資本市場及財管等業務採負面表列，原則管理，未來證券商可作證券、期貨、信託、外匯、私募基金、投信投顧等業務，也擴大海外證券及衍生性商品的經紀及營運範圍。此法不但攸關台灣證券產業的未來，由日韓經驗可知，也勢必影響台灣證券業國際化的發展過程。

雖然，近月來金融風暴衝擊下美國大型投資銀行受創慘重，鄰近的韓國投資銀行也陸續受到影響，而由於台灣的資本市場整合法參考許多韓國做法，故目前情勢上對台灣推動投資銀行的政策似乎有所打擊。但是從另一個角度思考，資本市場整合既是不得不行的方向，則目前金融風暴下所突顯的一些問題反而有利於台灣在資本市場整合法規劃上的調整，並且提供了最佳的警惕與比較。台灣的證券業能否藉由「台灣大改革」來進一步提升，將有賴政府對這項金融計畫的執行力與決策力。不過除了資本市場的整合問題，證券商對外發展上其實還面對另一個來自政府的阻力，那就是對於中國大陸的投資限制。換言之，雖然台灣在政治上已是民主開放的國家，但證券商無論對內與對外發展其實都受到不同面向上的限制，導致相關服務由國際金融業者及海外資本市場取而代之，這也是台灣近年來個人財富大量外移，本國金融業經營面臨困境的主要原因。即便尚未完成具體如日韓等國的金融改革計畫，但至少政府應可在管理上採取更開放的原則，特別是鬆綁證券業在中國大陸發展的限制。

中國股市近年來火熱，成交值動輒上兆元人民幣，已開戶數也達6000至8000萬戶，且未來還有成長空間(過去5年每年都有20%的成長)，就長期而言，開戶數可望破1億戶，對於台灣證券商而言，無論在經紀業務或是承銷業務而言，都是相當值得開發及具有利潤的新市場。雖曰，放眼全球，中國並非唯一的市場，而證券業登陸也並非就是台灣證券業國際化的實現。但是在意義上，目前各國投資銀行都將一定程度的經營重心放在亞洲

的新興市場，特別是中國大陸，而台灣不論從地理位置、語言、文化上都是最具有前往中國發展優勢的國家，但卻相當程度受制於台灣政府法規的限制而不能如願。這或許也或多或少壓抑了台灣證券業者在國際化經營上的積極度，使得整體台灣證券業的國際化佈局進展呈現停滯。

2008年6月26日，行政院已在院會通過兩岸金融鬆綁五大措施，其中與證券業者最為相關的，包括放寬台灣證券商利用海外分行參股大陸證券商登陸投資限額，由原來的百分之十放寬到百分之三十，並取消持有大陸投資公司已發行股份至少百分之二十五的限制。針對上述鬆綁措施，元大證券登陸動作積極，其挾金控集團優勢，宣示將以香港子行為中心，連結台灣、北京、上海辦事處組成「具規模」、橫跨兩岸三地的業務團隊，此團隊預計2008年內將可成軍，至於未來是否轉投資或參股大陸證券商，則等待法規通過。另一方面，已赴上海設立辦事處超過十年的群益證券，布局大陸亦相當積極，六月股東會時已通過授權董事會決議投資登陸相關議案，態度積極，而其總經理周康記也多次對外發言期許群益證券成為第一家登陸的證券商。這種種的跡象顯示，台灣證券商對於法令鬆綁的殷殷期盼，只要政府能回應業者的需求，在最短的時間內台灣證券商便能展現出其經營策略調整的效率。且根據金管會統計，截至2008年元月份止，台灣證券商在第三地成立子公司者以香港設置據點最多，為65家，其次為維京群島的32家，分公司則僅寶來證券1家，顯示證券商早就做好準備，只等政策開放。況且，與銀行業進入中國市場相比，由於國內銀行在海外子公司規模不足，以致於目前僅有富邦金一家在2008年首開先例成功登陸(參股廈門商銀)。但是，台灣證券商規模都超越中國「外資參股證券商設立規則」的資本額門檻，因此，規模的規定對台灣證券商，不會是問題。

改革與鬆綁的時代已經來臨，證券產業的海外經營與內部整合已刻不

容緩，主管機關應制訂全面性的改革措施，同時立刻大幅開放業者的營運範圍並鬆綁法規，如此一來，本土證券商才可能產生大型化的經濟效益，並在其經濟規模擴增後，能與國際化市場和外資證券商一較長短，這也是證券業者企業經營上的最終目標，也是一國證券產業國際化的體現。海峽兩岸引人矚目的二次「陳江會」甫於日前落幕，其中兩岸金融合作的議題最受重視。海基、海協兩會於會議中敲定2009年上半年舉行三次江陳會，屆時將討論洽簽兩岸銀行證券期貨監理備忘錄（MOU）。一但MOU簽訂完成，台灣證券商日後將可在大陸設分行、子行（若原設辦事處則可直接升格），這將會是台灣證券業者國際化進程的一大突破。

陸、 結論與後續研究方向

一、回顧與總結

全球資金在 90 年代資訊革命及監管自由化（deregulation）的背景下，在 21 世紀的今天已形成了國際化的浪潮，而台灣的資本市場也不可避免成為其中的一環。一方面，外資對台灣證券市場的參與率不斷提高；另一方面，國內投資人對國際金融產品的需求也持續擴大中。在此巨大的國際化浪潮下，台灣資本市場的結構需要全新的改造方能因應全球化的變革。在今日國際競爭的環境下，國內證券商必須盡快建立起在國際市場運作的規模，方能和國際級的投資銀行競爭。舉例而言，美國單一的大型證券商，例如高盛或美林，其市值皆遠超出台灣十大證券商之總和，他們在國際化的環境中，對資訊、人力資源、研究與產品創新的投資遠遠超過台灣證券商。而台灣證券商在規模經濟不足、風險資本不夠的情況下，將很難跳脫本土市場的侷限與國際投資銀行競爭。台灣證券商若要在國際化浪潮下求得生存，勢必得在短期內迅速發展至大型化的經濟規模，同時致力於國際化的轉型之路。

本研究分析鄰近日、韓證券業者的國際化經驗，試圖從中尋求對台灣證券業的啟示。我們發現，不論是已經成功國際化的日本野村證券或者是積極邁向國際化的韓國三星證券，其經營策略可由四個面向進行檢視，分別是：願景的建立與未來成長目標之設定；透過海外併購加速規模成長速度；組織文化精神的強調與針對全球市場的組織架構；政府與主管機關的定位。其中，台灣證券商除了在海外併購上有相關成功的經驗，並且在海外事業的拓展上也有不少積極從事轉投資或尋求海外事業合作夥伴的案例。如元大證券與康和證券。但是除此之外，台灣在其他三個面向上則顯著不及日、韓證券商。簡述我們的不足之處，首先還是在

於缺乏願景的建立與明確的國際市場成長目標，導致在全球佈局的經營層次上，台灣證券商的品牌價值過於薄弱，自然更無助於實際的經營拓展。另外，台灣證券商的組織架構尚未因國際化的經營目的而具有「針對性」的組織改造，同時組織中尚未以全球化作為核心，策略的比重跟相關國際部門的重要性都偏低。最後，台灣證券商要邁向國際的關鍵因素，還牽涉到政府的角色與定位。台灣證券業的國際化可說是產業升級的層次，但是過去政府並未致力金融市場的整合與改革，以致於台灣證券業的經營能力與鄰近國家的差距正逐漸拉大，特別是當日本、韓國都歷經政府由上而下的金融與資本市場整頓時，台灣的金融發展卻停滯不前。另一個阻力則是法規上的僵化，尤其在對中國大陸市場的諸多限制。簡言之，政府若不能扮演積極推動的角色，引入如日、韓或英、美等國的整合與改革措施，至少亦不應給予證券商對外發展限制，否則，證券商既缺乏國家的政策幫助，又必須面臨政府法規的阻擋，自然在整體經營，尤其是海外事業的經營拓展上會受到相當程度的壓抑，這似乎也是目前最應刻不容緩處理的議題。

台灣證券業過去曾經歷經高度的成長與多樣化的發展，目前在亞太地區的證券市場中亦佔有一席之地。但在國際化浪潮席捲全球金融市場的今日，台灣證券業正因企業經營上企圖不足，證券商轉型因應的速度過慢，加之以政策缺少正面的協助，以及經營者與政府的自我設限等因素，逐漸失去過去曾有的競爭力。目前最大的期盼，是希望台灣全體證券業者能積極透過組織改造、經營理念的宣示、策略管理手段的提升，培養出面向全球市場的宏觀視野，並配合政府政策的逐漸解套與鬆綁，早日迎來台灣證券業全面國際化的那一天，擠身全球舞台。雖然，2007 年美國市場引爆的次級房貸危機，至 2008 年逐漸漫延成全球性的金融風暴，同時，美國華爾街的許多大型投資銀行受創慘重。猶有甚者，2008 年九月中，全美第四大投資銀行雷曼兄弟申請破產的事件更是重擊國際金融市場，且後續又引起一連串金融問題。這一波的金融海嘯似乎開始讓人質疑起國際投資銀行角色，並抨擊華爾街投資銀行是這波風暴的元兇。同時，有人將全球性的金

融危機歸咎於全球金融市場的過度扁平化，連結性過高，以致讓人對於「國際化」一詞心生畏懼。不過深究事件的本質，我們可以看出，金融危機主要是來自於金融機構與各國對於風險的輕忽，而非全球經濟體系的架構問題，故也不該歸咎於國際化。況且，這一波的全球性金融問題，反倒讓我們上了寶貴的一課，讓我們對於國際風險有更多的反思與警惕。而對於處於國際化過程中的台灣來說，我們反倒有絕佳的機會可以藉此調整國際化的腳步與策略，並時時不忘提醒自己；追求利益與成長的同時，必須隨時意識到在全球化的國際市場中，各國的經濟與金融問題已成為潛在的風險來源，故必須做好防火牆的機制，如此才能為台灣證券業的永續發展奠定基礎。

二、後續研究方向

正所謂「他山之石，可以攻錯」，本研究以個案研究的方式分析探討了日本、韓國證券業者的國際化成果與其策略。同時，以國內不同的證券商為例，包含金控證券商、非金控證券商，以及專業經紀商等，針對其國際化現況做出描述與分析，並透過比較來檢視台灣證券商的不足之處，對未來的經營策略提出建議。不過，本文對於國際化面向的著墨，主要只廣泛性地針對台灣證券商從事本國以外經營業務的成果來做探討，但並未針對不同海外區域的國際化策略做進一步的比較。例如，台灣前進中國市場，由於文化的相近，其經營策略應與東南亞區域做出怎樣的區隔；或者，走出亞洲，北美市場與歐洲市場的國際化策略該如何針對區域特性做怎樣的調整與因應，這確實是值得下一階段的研究工作來做出更針對性的分析。而除了區域性的差異，不同產品市場的差異，如傳統金融商品或衍生性金融商品，從風險的角度上來看其實不盡相同，故其國際化的策略上是否該有所區隔，亦是值得探討的議題。

此外，亞洲地區除了日本、韓國之外，香港由於其國際金融的特殊地位，本身的金融產業在國際化的發展上也相當成熟，更是亞洲，甚至是世界重要的金融

中心之一。香港本身的證券市場是以外資證券商為主的市場結構，從台灣多數證券商都在香港設有子公司或分公司便可見一般。香港金融市場的國際化經驗，由於其特殊的歷史背景因素，加上 1997 年之後香港與中國大陸不論是在政治或經濟面上所產生的緊密連結，相信已形塑出其獨特的「香港模式」。台灣證券商多數的海外佈局始於亞洲，而亞洲的佈局則多選擇香港為第一站，相信這在主觀的文化情愫上，亦或客觀的資源條件分析上都有其意義。對台灣證券業而言，「香港模式」或「香港經驗」對於我們本身的國際化策略必然也有相當豐富的啟示或借鏡，故值得後續研究人員針對「台灣證券業的國際化」此一命題做進一步的延伸探究。

附錄 A

證券商組織架構內容

表 A.1 寶來證券組織架構內容

部門	工作職掌
總經理室	1. 公司經營策略、研發企劃、改進計劃及業務督導。 2. 公司廣告企劃、教育訓練及公關事務之辦理。 3. 公司各相關單位之協調事項、業務計劃之追蹤及考核。 4. 專案檢查及處置。 5. 董事長、總經理交辦事項之處理。 6. 投資事宜評估及後續追蹤。 7. 綜理集團各單位之經營績效評估。 8. 集團發展規劃事宜，含新事業據點之設立評估。 9. 綜理集團內外部資源整合及組織橫向協調連繫。 10. 儲備經理人之培養。
風險管理單位	(一) 風險管理委員會 (二) 風險管理室
稽核室	1. 承董事會及董事長之命，對本公司各部門執行業務之追蹤、考核。 2. 業務部門各項作業項目之查核及缺失事項之處理。 3. 財務部各項收付情形之查核及缺失事項之處理。 4. 有關業務、財務防弊辦法之擬訂。 5. 內部控制制度之擬定及查核事項。 6. 紛爭之排除及處理。 7. 各項營繕工程及財產購置變賣之監辦及監驗。
法務室	(一) 經紀爭訟組 (二) 涉外衍生性商品組 (三) 議事行政組 (四) 法令遵循組
行政管理處	(一) 行政部 1. 總務課 2. 文書課 (二) 財務部 1. 財務、出納課

2. 會計課
3. 預算分析課
- (三) 結算交割部
1. 證券經紀業務
2. 證券自營業務
3. 金融市場業務處業務
4. 其他

金融市場處

- (一) 金融行銷部
- (二) 金融商品部
- (三) 營運管理部
- (四) 財務工程部
- (五) 資訊工程部
- (六) 期貨自營部
- (七) 債券部

國際金融處

1. 開發國外法人機構，引進外資，提供在台經紀承銷有價證券等服務。
2. 提供國內外經濟景氣資料及上市公司研究分析。
3. 本公司與國外投資機構間相關業務聯繫。
4. 國際間新種金融商品研究，提供客戶最新國際金融情報。
5. 國外相關市場之瞭解與國外同業機構之聯繫往來。
6. 外國有價證券複委託業務計劃之擬定與執行。

投資處

- (一) 自營部
1. 負責本公司有價證券投資組合之研擬。
2. 在集中交易市場自行買賣有價證券。
3. 在營業處所自行買賣有價證券。
4. 有關自營證券交易之帳務處理。
5. 其他有關自營業務事項之辦理。
- (二) 研發部
1. 國內外經濟、財政、金融資料之蒐集及動態研究與分析。
2. 一般產業之調查、分析及證券市場之研究。
3. 景氣相關預測模組之開發。
4. 配合支援本公司各部門新種業務發展之研究。

經紀處

- (一) 經紀部
- (二) 期貨IB業務部
1. 委託人開戶之資格審查、徵信作業及受託買賣契約、風險預告等事項之辦理及報核。
2. 客戶主檔之建立及管制，委託人銷戶之報核事項。
3. 客戶拜訪、聯誼及開拓事項。
4. 期貨業務之研究及員工在職訓練事項。

	5. 有關期貨交易之研究及推廣事項。
	6. 其他有關業務之執行及處理事項。
資訊處	(一) 營運管理部 (二) 應用系統發展部 (三) 海外及集團發展部 (四) 電子商務發展部 (五) CRM發展部 (六) 策略規劃部 1. 短、中、長期發展規劃。 2. 內部制度建立及內部控制。 3. 策略成效分析追蹤。 4. 同業及市場資訊收集。
資本市場處	(一) 承銷部 (二) 股務代理部
財富管理處	(一) 通路服務部 (二) 業務部 (三) 產品開發部 (四) 管理部
人事評議委員會	1. 負責經理級以上主管之任用、升遷、考核之評議。 2. 集團人力資源政策之決定。 3. 重大獎懲事項之審議。
人力資源處	(一) 招聘選才部 (二) 人事管理部 (三) 教育訓練部 (四) 員工關係部
電子商務處	(一) 業務發展部 (二) 產品規劃部 (三) 產品開發部

資料來源：寶來證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

表 A.2 群益證券組織架構內容

部門	工作職掌
經紀部	受託為客戶買賣有價證券、辦理交割事宜及有價證券融資融券業務。
電子商務部	負責公司整體電子商務之客服、教育訓練、情報蒐集、行銷規劃與執行。
財富管理部	針對客人之需求、人生規劃及財務狀況提供理財規劃建議，並建議適合其投資之金融商品。
企業金融部	協助輔導企業辦理公開發行、上市、上櫃現金增資、可轉換公司債等各項資金募集承銷作業及理財顧問業務。
自營部	負責公司於集中交易市場及店頭市場自行買賣有價證券，另善盡自營商調節市場供需，配合承銷商扮演市場創造者的角色。
期貨部	負責公司於期貨市場買賣期貨相關商品。
債券部	經營債券、短期資金融通與債券附條件交易等業務，並提供客戶迅速、確實的債券投資資訊之諮詢服務。
衍生性商品部	提供國內外新衍生性金融商品之投資、諮詢與發行之服務。
研究部	收集上市（櫃）公司財務、產業資訊作研究，提供投資建議及分析報告。
法人部	受託為國內法人客戶買賣有價證券、辦理交割事宜。提供投資建議及分析報告。
股務代理部	代辦上市櫃及公開發行公司之相關股務事項。

資料來源：群益證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

表A.3 金鼎證券組織架構內容

部門	工作職掌
行政管理部門	1.資本結構及籌資規劃。 2.業務資金額度控管與效益分析。 3.採購作業之執行與管理。 4.公司帳務處理。 5.各項交易資訊、水電空調、電話通訊、安全監控、門禁管制、消防安全、廣播監視等系統之規劃、執行與管理事項。 6.整合各部門資訊系統管理、操作、開發及維護。 7.總分公司網路連線及頻寬管理。
風控室	1.企業經營風險之評估控制。 2.企業經營風險之評估管理。
稽核室	1.協助董事會及經理人檢查及覆核內部控制制度之缺失及衡量營運之效果及效率。 2.適時提供改進建議，以確保內部控制制度得以持續有效實施及作為檢討修正內部控制制度之依據。 3.內部控制制度之彙編作業。
人力資源部	1.人力發展與規劃。 2.人事規章管理辦法之擬定及修正。 3.招募、薪資、保險及相關人事作業。 4.出勤管理、業務牌照申報、教育訓練、考核作業及相關人事作業。
董事長室	1.集團發展規劃事宜。 2.董事長交辦事項。 3.印鑑管理。
策略業務室	1.收集資訊、分析，提供報告與決策建議。 2.定期收集企業內部經營狀況，提供每月經營分析、每季或半年檢討、以及年度經營報告。 3.釐訂各單位之績效指標，以落實目標管理，增進組織效率。
國際業務部門	1.外資經紀業務。 2.海外市場開發及其投資諮詢。 3.各項套利業務服務及諮詢。 4.受託外國有價證券買賣經紀業務。
法務室	1.契約之擬訂與審閱。 2.重大契約之管理。 3.違約案件之處理。 4.債權保全與強制執行。

秘書室	1.文書管理。 2.公司證件管理暨變更登記事項。 3.公司內外部之相關公關之溝通協調。
經紀業務部門	1.經紀業務行銷活動規劃與執行。 2.現貨商品-集中、店頭、興櫃股票經紀、基金銷售。 3.有價證券融資/融券業務、集中保管劃撥作業。 4.其他證券業務相關業務之執行及處理事項。 5.信用交易資券配額調撥與風險控管。 6.資金申請、調撥及內部成本之分配。 7.有價證券電子式交易受託買賣業務。 8.接聽客戶來電、提供網路、語音下單系統諮詢服務、證券交易異常處理、客戶關係管理。
承銷業務部門	1.初次上市、上櫃輔導規劃與承銷。 2.發行公司資金募集規劃與承銷。 3.辦理召開股東會之事項及代理公司增資除權除息作業。 4.處理股東辦理各項股務事宜。
投資研調部門	1.集中、上櫃有價證券之自行買賣。 2.期貨商品之自行買賣。 3.研擬有價證券及期貨商品之投資交易政策。 4.產業研究、分析與投資建議。
債券業務部門	1.債券買（賣）斷、附買（賣）回交易。 2.受託標購政府公債。 3.輔導公司債發行業務。 4.利率衍生商品的開發和研究。 5.新種債券型商品之投資研發。
金融商品部	1.衍生性商品金融商品之發行。 2.避險操作及套利交易。 3.衍生性金融商品之研發設計。
法令遵循室	1.建立清楚適當之法令傳達、諮詢、協調與溝通系統。 2.確認各項作業及管理規章均配合相關法規適時更新，使各項營運活動符合法令規定。

資料來源：金鼎證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

表A.4 康和證券組織架構內容

部門	工作職掌
董事長室	由董事會任命，向董事會負責，執行董事會決策及處理公司日常業務
稽核室	1.內控制度內稽細則之修訂及申報 2.稽核作業申報
企劃室	1.公司發展策略之資訊蒐集、規劃分析與評估建議 2.組織架構與各項制度之研究、企劃與推行及資源整合與溝通協調 3.各利潤中心及子公司之經營績效評析，後勤支援之效益評估 4.公司及國內外轉投資公司整體對外形象廣告。公司對外網站維護
法務室	1.訴訟處理 2.契約審核 3.法律遵循
風險管理室	1.建置風險衡量模型、估算各類型風險之曝險值 2.評估並監控風險曝險及集中程度
人力資源部	1.人力資源管理、策略發展與研究 2.公司人事章程、規則訂定。員工招募、訓練與發展。員工福利與管理及工作關係之維護
總務部	1.本公司及子公司資產採購、維護及管理 2.分公司籌設及搬遷事項
資訊部	1.資訊產品技術研究及引進 2.系統及網路安全規劃及控管
會計部	1.會計帳務及稅務事項處理 2.會計制度及內部控制事項訂定及執行 3.年度預算及財務預測編製
財務部	1.短中長期融資計畫及短期資金調度 2.現金及有價證券之保管
自營本部	研究部 1.提供國內外證券暨期貨相關投資資訊，並協助各部門業務之推展自營部 2.負責有價證券在集中市場及營業處所之自行買賣業務

通路事業總部	通路事業總部 1.經紀業務之推展 2.業務管理規章制度規劃與修訂 3.營運風險控管及營運績效與成本分析法人業務部 4.產品整合與行銷規劃執行 5.跨部門資源整合提供法人服務結算部 6.合併帳務作業 7.信用交易相關業務處理電子商務部 8.提供網路、語音下單等工具相關業務之支援財富管理部 9.客戶財富管理之專業財務顧問服務。提供客戶資產配置及財務規劃服務
投資銀行總部	國際業務部 1.國外市場及業務規劃推動 2.與國外金融業者進行策略聯盟合作承銷部 3.承銷業務（涵蓋國內外台商企業IPO 與SPO 規劃輔導業務） 4.財務顧問業務（資本市場金融商品設計與顧問業務）新金融商品部 5.國內衍生性金融商品之發行及交易期貨自營部 6.負責期貨及選擇權等衍生性金融商品自行買賣業務債券部 7.債券買賣斷交易及附買回附賣回約定交易業務 8.IRS、利率期貨交易

資料來源：康和證券 2007 年股東會年報與本研究自行整理

附錄 B

野村集團香港分公司部門主管訪談紀錄

◎問：

日本身為亞洲最大的已開發國家，經濟與金融市場都發展的相當成熟，有許多歐美的外資企業在日本從事經營活動，而同時歐美的大型投資銀行在日本也有子公司。野村證券如何與這些外資證券商共同競爭？

□答：

野村目前還是日本市佔率最高的證券商，主要對手為 Nikko Citi，由 Nikko Security 與 Citi Bank 合併。Nikko Citi 與野村並佔一些日本市場的主要業務，其他對手也包含美林等華爾街大型證券商。從經營優勢上來看，野村一路從亞洲金融危機、俄羅斯金融風暴、到美國次貸危機，從未考慮過要引進外資作混血的動作，而野村也是目前僅有的純日資證券商。野村在日本市場有其自己的獨特性，所以雖然市場上有花旗、美林、UBS 等競爭者，但是只有野村是完全由本土出發，在日本國內具有長期的客戶關係，具有相對穩定的客源與客戶數。新來的外資證券商雖然具有競爭力，但無法像野村一樣具有如此長期且根深地固的經營基礎。

◎問：

競爭的另一個面向便是合作，目前野村證券跟其他投資銀行的合作狀況如何？除了簽定 MOU，具體的合作模式以及對象有哪些。

□答：

真實的市場狀況是，同為競爭者，很少有敵人跟敵人間的合作關係，所以基本上

很少會有投資銀行簽定 MOU，唯一的合作狀況是，比方說德意志銀行是歐洲銀行，想到日本發行政府鐵路公債，但本身德意志銀行在日本沒有分支機構，或者不夠強，此時可能會找野村合作幫忙銷售。故合作模式僅可能是個案式的，在雙方皆利益分享的前提下進行；或者另一種情況則是生意規模太大，比說說金額龐大的 IPO 案，當沒有任何一家證券商獨立吃的下時，大家才可能合作。基本上利益衝突的情況下，合作不可能發生，而多數情況下利益通常是衝突的。目前野村與別人的合作都還是 case by case，並不會升高到 MOU 的層次。

◎問：

野村證券積極拓展海外事業，除了在香港、倫敦、紐約有分公司，另外在超過 30 國家設有營業處。目前集團總營收來自這些海外部門的貢獻約佔多少比重，近年來的變化如何。

□答：

海外部門的貢獻比重目前約 10%。從數字上來看經營海外事業似乎並不划算，但海外部門的經營所產生的經濟效益不能僅從數字上來看，事業版圖的擴張所帶來的品牌與專業形象往往才是國際化的過程中所追求的，而這最後終究會反映在企業經營的績效上。而事實上就如同在大陸的台商實際收益其實也往往不如預期一樣，任何企業在海外的事業經營都會有一定的困難，比如說台商在中國想找保險公司，他不會找國泰人壽，而往往會找中國人壽保險，而車子他會找中國產險投保。在這個情形下，在海外與當地企業競爭，為了爭取客源，往往必須採取相對的低價策略，這無形中侵蝕了獲利。不過總歸一句，「全球經營」的品牌形象還是有他的必要性。

◎問：

除了直接設立分支機構，野村證券應該也透過入股各國的當地證券商，以間接型式參與外國證券市場的活動。目前在多少國家採取這樣的經營模式？

□答：

目前野村在泰國採取 JV 的模式與當地合作，本身持有 51%，其本土則持有 49%，野村也入股 2.5% 的台新。過去野村也入股過義大利的一家網路銀行，不過虧損後結束合作關係，另外野村也曾經入股過美國銀行。目前在越南，其工商銀行則有 10% 的資產管理交給野村。

◎問：

雖然已經是世界級的投資銀行，野村證券接下來的全球佈局與國際化策略，是否有新的願景，大中國地區的經濟崛起，對其國際事業的發展策略是否造成影響？

□答：

這是必然的，基本上面對一個新興國家，像中國或印度，投資銀行的經營策略很簡單，就是如果哪裡有商機，就會往那裡去，差別只是用投資的還是用買的。比如說韓國，野村便直接投入資金開設分行；在台灣則是買台新的股票。端看哪種方式最有效率或最有利。對中國，野村當然也想入股金融產業，不過問題是現在中國政府管制，關閉了這樣的窗口。簡單說，對這些新興地區的經營策略，主要還是依照當地政府的政策來做調整，就像中國，各國哪家銀行不想去中國賺錢呢？一定都想，問題出在目前中國政府的障礙，所以基本上，可行性越高的國家，其競爭佈局也會越積極。目前我們在印度、越南都有投資，甚至哈薩克也已經投入相當兩三家銀行資本的金額。

◎問：

剛剛提到跟台新的合作，可否再具體說明一下這幾年的狀況？

□答：

與台新的合作主要是希望能夠拿到「業務優先權(business priority right)」，一方面野村有全球化經營的能力，而台新雖有本土業務的管道，不管是公司客源或零售端，但他缺的是風險管理這塊，以及 know how。比如說要做一個企業籌資案或 IPO，一定程度規模的，他不會選台證，他會找高盛，找 UBS，而不會考慮到台灣機構，所以這就是當初合作的契機。舉例來說，台灣做資產證券化，可能找了 20 個外資人才，花了一年的時間才做成一筆，但是如果運用野村的 main power，也許台新一年就可以做 25 筆，這是很大的差別，也可以說是我們的理想。理想上，我們希望省去磨合的時間，畢竟引進外資經營團隊，有許多時間必須花在互相了解，但是引進 2、30 人的團隊，人事成本太高，風險成本也太高，所以風險報酬是不合理的。可是如果是 referable agent 的概念就不一樣，當初野村就是把台新當成是 referable agent，台新有興趣但是沒能力的案子，由野村來幫忙。像證券化，野村有完全的經驗跟技術可以處理，但是對本地的不動產市場不熟，所以由台新的負責標的，但由野村負責技術部份。所以這個合作應該是有機會的，況且野村是 global base，台新要做證券化，要賣美金的產品到國外，光靠自己是不夠的，野村的全球經驗是一個有力的支撐，所以就是這樣一個互補的概念。

◎問：

以同業觀點來看，台灣證券業是否有跟隨「野村證券模式」的能力，你覺得台灣證券商的經營模式如何？

□答：

野村目前還是亞洲第一大的，嚴格來說台灣個別證券商沒有那麼大的 base 做跟野村一樣的事。況且如果一家投資銀行有固定的模式，那麼這絕對不會是一家成功的投資銀行，事業經營是必須有彈性的。所以或者應該說，所謂的模式可以指企業經營的中心思想，而其實台灣是比較偏重美系的風格，而野村是純日系風格的經營。一般來說，美系快速成長，快速萎縮；日系是緩步成長，緩步萎縮；歐系則介於兩者中間。日系經營比較慢，比較保守，美系比較積極，像這些特質是比較固定的。像台灣證券商要到國外賣 ETF，其實這件事沒這麼簡單，但是台灣證券商可能很快便已經在當地成立公司準備開戰，這就是美系風格，日系作風不會這樣。另外，以我個人觀點，我認為台灣金融管理當局扮演的角色，其實更重於台灣證券要要用哪一種 business model，因為由許多事件上可以看出，金融監理機關訊息落後市場太多，可是監理機關應該是要領先市場的，才能協助產業發現問題。這當中有一些結構性的問題，比如說內線交易是證券產業的很大弊病，國民所得超過一萬塊美金的國家裏面，沒有像台灣內線交易這麼嚴重的，但是台灣當局到這一兩年才開始查內線交易，這是不正確的。又以次貸問題來看，許多帳面上的結構債等資產，持有的時間都不是一年兩年了，監理機關怎麼沒注意到這個問題，當初稽核監察的時候應該發現問題的，但是並沒有。所以監督單位跟政策所產生的潛在風險，卻變成了台灣金融產業發展的阻力。

◎問：目前台灣證券業國際化程度有限，以同業觀點來看，台灣要邁向國際的阻力是甚麼？

□答：

就像前面說的，政府的角色很重要。各國都很積極在處理比如說內線交易的問題，你說中國沒有內線交易嗎？有的，但是他們當局現在查察很嚴格，而且一抓到是嚴法處理，但是台灣這方面動不起來。這有一些結構性的問題，台灣監理機關則有點無能為力的樣子，可是這並不正確。先進國家對這類問題是很重視的，台灣要克服這個問題才能提升自己的程度。

◎問：目前韓國證券業亦積極進行國際化，包含引進外資證券商，以及向海外拓展營運據點，以同業觀點，能否談談您對韓國證券業的了解？

□答：

韓國的民族性又不同，他們引進外資的比重較低，但是對外的拓展很積極；日本則很願意接受外資來做為他們金融環境的一部份。

◎問：

野村證券在整個國際化的進程中，日本政府機構是否有協助或鼓勵證券商國際化的相關措施以及政策？

□答：

國際化的過程中，可以說沒有協助，最多只可能有一些減稅措施。主管機關當然是樂見其成，但是沒有具體的動作。就像寶來元大在海外設點，台灣政府其實並沒有出過力，其實政府的角色都是很曖昧的，有時後表面動作比較多。政府如果

要出面，其實最應該協助企業把對外的障礙拿掉。比如說台灣，我們明明知道中國是一個崛起的商機所在，可是過去三年，我們的銀行證券商放棄了多少的賺錢機會，而因為政府的規定，讓我們的台商被大陸銀行賺了多少利息？結果台商的資金存在大陸銀行，等於間接幫助大陸銀行扶植當地企業，形同台商扶植自己的競爭者，可見我們的 regulation 造成多扭曲的市場狀況，法規的錯誤最終會造成經濟發展的錯誤。法規的局限性這麼大，證券商怎麼國際化？

◎問：

能否談談野村目前的國際化策略？

□答：

先前的國際化策略是由東京加上三個主要的海外營運中心，包含香港、紐約、倫敦，總共四個管理中心來同時運作。由東京為主導，亞洲區業務交給香港，美洲交給紐約，歐洲則交給倫敦。但在次貸風暴之後，野村由新的管理團隊重新調整了國際化策略運作的模式，希望資金重新回歸由東京掌控，並將業務重心專注在亞洲地區，但以倫敦作為交易風險的控管中心。

◎問：請問面對次貸風暴野村的處理過程。

□答：

2007 年 6 月時，次貸風暴扶上檯面之前，野村 US RMBS 相關的曝險資產部位高達 2660 億日圓，但同年 9 月，便立刻降低到 478 億日圓，到了 12 月，僅剩下 75 億日圓。最後一筆交易在 2008 年 3 月出場，野村裁撤其相關部門，並全面撤出美國的 RMBS 市場，同時也把美國公債交易席位(US Treasury dealership)退還給美國政府。在目前檯面上所有的投資銀行中，野村是最早開始反應次貸問題的投資銀行，在 2007 年 3 月便已經開始提列次貸損失，這顯示出野村風險控

管的敏感度高過其他投資銀行，同時處理問題的決心與效率也十分果斷。目前除了野村之外，並沒有其他銀行如此大刀破斧把所有美國 RMBS 的部位完全關閉。

附錄 C

野村證券台北分公司董事總經理訪談紀錄

◎問：日本身為亞洲最大的已開發國家，經濟與金融市場都發展的相當成熟，有許多歐美的投資銀行都在日本從事經營活動。野村證券怎麼與這些外資證券商競爭？

□答：

野村證券在日本國內市場有絕佳的優勢，因為長久累積下來的在地顧客基礎使得我們的零售銷售管道(retail selling channel)非常穩固，這是其他投資銀行，諸如摩根史坦利、美林等所沒有的。顧客基礎是我們最自豪的利基，所以我們可以賣各種產品給日本的投資人，而日本投資人對野村的品牌也有一定的信賴感，即便對投資人而言同一個商品有很多品牌，但是我們還是能爭取到生意。日本的內需市場是很大的，野村的零售銷售管道因此是我們最主要的獲利來源。

◎問：競爭的另一個面向便是合作，目前野村證券是否跟其他投資銀行合作？如果有，是怎樣的形式？

□答：

以投資銀行業務來看，野村跟其他投資銀行還是保持競爭關係，唯一的例外是產品銷售業務，如果在具有互惠基礎的前提下，便有可能與其他投資銀行合作。

◎問：野村證券積極拓展海外事業，根據我們的資料，目前野村海外員工比重大約佔 20%，海外收益佔 10%，這是否符合野村的預期？

□答：

誠如你所說，目前的具體數字大致上便是如此。所以好像拓展海外業務的確不是很合乎利益原則，不過我還是要強調，即便如此，國際化是一定必要的(must)。野村對海外事業的企圖其實並不會維持在目前的狀態，最終我們希望海外部門對收益的貢獻可以達到 30%，這是我們正在努力的目標，所以目前即使野村在國際化的品牌形象上建立的不錯，不過把品牌形象轉化成實際的營運收益是我們期望的。目前的經營方向，我們努力建立在各國的零售管道，基本上零售管道是獲利的主要來源，我們在本土的零售管道雖然具有絕對優勢，但在各國市場還不構完整，這也是為何目前海外部門對營收的貢獻還不算太高的原因。

◎問：除了直接設立分支機構，野村證券還採取怎樣的方式來參與海外市場，比如說股權購買或 M&A 等。這幾年的趨勢如何？

□答：

兩者都有。近期比較大的幾個案子，像野村在 2007 年，美國的 Fortress 投資集團(Fortress Investment Group)上市前，便收購了他 15%的股份。Fortress 在 NYSE 上市，是一家規模很大的資產管理公司，旗下有不動產投資、私募股權投資，避險基金等，最近還會跨入賭場與賽馬事業。由於他是一家以紐約為基礎(NY-based)的資產管理公司，我們希望透過他，某種程度上來說積極介入美東地區的投資市場，特別是大紐約地區。像這樣形式的海外市場參與其實是很常見的。

其實另一個經典的例子就是 Instinet 這家公司。Instinet 是野村控股下的一家全資子公司，他是一家全球化的代理經紀商，他透過取得各國交易所的會員資格，而能直接服務於其國內業務。這樣一來，不用透過其他經紀商合作夥伴，Instinet 便能向海外客戶提供進入，如新加坡市場的服務；同時也能對新加坡的

機構提供進入國際市場的服務。透過這樣的形式，其實也讓野村的事業經營可以到世界各國去。過去 Instinet 在美國或歐洲都取得一定的成績，未來希望也能在亞洲建立交易系統的平台。

另外，產品銷售也是接觸海外市場的一種方式，可以讓我們直接把產品賣給外國投資人。舉例來說，像在台灣我們也跟中國信託、富邦合作銷售產品。

後註 1：Instinet 在 2007 年 10 月獲得新加坡交易所會員資格。

後註 2：關於 Instient 公司，該公司是通過其在各國之分支機構而使其代理經紀商業業務達到全球化。目前 Instient 公司提供進入全球 37 國，80 多個證券市場(交易所、電子通信網路及交易所外匿名大宗交易)的服務。Instinet 公司單獨作為其客戶的代理商，尋求通過其各種前端交易系統、證券交叉網路、智慧傳遞技術、運算法則、委託管理專案以及投資研究產品，來提高機構投資績效，降低交易總成本。Instinet 公司在全球經營著廣泛的另類交易系統平臺，其中包括美國的 CBX(SM)、歐洲的 Chi-X(R)以及亞洲的 JapanCrossing(SM)。公司是 Nomura 控股公司旗下的全資子公司，在北美、歐洲及亞太地區設有辦事處。

◎問：以您的意見來看，野村在拓展海外業務時，最主要的障礙是甚麼？

□答：

主要還是文化問題，畢竟各國的風俗民情都不同，而野村最重要的工作是建立零售管道，所以如何適應各國不同民族的狀況便顯得更重要。也因此，野村其實意識到在各國市場「在地化」的重要性，所以我們在海外的經營據點，都高比例的雇用當地的人員，由日本本國外派的比例盡量降低。舉例來說，台北分公司有 50 名員工，但是日籍員工，包含我本人總共只有兩個，比例上來看只有 4%。野村集團目前員工總數大約 3 萬人，但是派駐在海外的日籍員工大約只有 300 人，

只有 1%。所以在各個市場，我們任用當地人管理當地人，這樣才能盡量減少管理或拓展業務工作時可能會面對的文化隔閡，同時也能落實海外事業的在地化策略。

◎問：野村既然已經是世界級的投資銀行，接下來在全球發展上的願景是甚麼？

□答：

持續的成長，持續的國際化。就像我先前提到的，國際化是必須的，國際化的腳步我們不會停止，希望未來海外部門的收益貢獻能達到 30% 以上。

◎問：大中國地區在世界經濟舞台快速崛起，野村怎麼回應這個快速成長的市場？

□答：

當然中國的崛起我們非常重視，不只中國，印度也呈現這樣的態勢，所以在亞洲地區我們特別關注這兩個經濟體。目前在中國、印度我們也採用 JV(Joint Venture；創投)的方式來積極介入這兩個新興市場。除此之外，由於在中國的企業現在成長很快，他們有強勁的資金需求，所以我們也協助許多企業在 H 股上市，大陸、台灣企業都有。基本上我們相當重視新興市場，目前我們也很積極的在中國尋找合作的夥伴。

◎問：依照您的意見，台灣證券商有追隨「野村模式」的能力嗎？

◎問：目前台灣證券業國際化程度有限，以您的觀點來看，台灣要邁向國際的優勢與阻力為何？

(兩題同時提問)

□答：台灣其實也算很大的市場，但是還不夠大，資本市場的規模必須再成長才行。舉日本的例子，日本在 80 年代至 90 年代初期，由於資本市場的蓬勃發展，當時以日本市場的規模根成長力道，加上受惠於日圓匯率的強勢，不但各國都想到日本作生意，其實也促使日本企業向外走。其實這是資本市場成長的過程中可以預見的。因為當時我們有很好的機會，也有很好的工具(日圓升值)。台灣市場是一個現代化的金融市場，這是很好的優勢，有助於與國際接軌。台灣的投資人其實我覺得是具有國際視野的，他們也很了解金融市場的運作。但是目前的劣勢主要還是一些法規面因素，加上資本市場要具有成長的動能，才能促進整體產業面國際化。台灣資本市場目前看來是有點停滯，這樣的大環境一但可以改變，其實很多改變都會動起來，這是經濟體系運作的原則，日本是很好的例子。

◎問：目前韓國證券業亦積極進行國際化，針對他們的發展現狀，請問你有甚麼評論或印象？以您的觀點，您認為韓國的優勢與阻力為何？

□答：

韓國的確非常積極進行國際化，身為同業我也感受的出來。像三星證券，他們本身對野村也很有興趣，過去跟他們接觸的過程中他們也常透露出想多了解我們的國際化策略的態度。所以我想積極是他們最大的優勢。不過缺點是，他們的民族性一方面好強，但是一方面有時候在心態上好像又不夠開放。相較之下，國際資金的流動在台灣比較開放，韓國對外開拓很積極，可是外資進到韓國他們接受的程度跟台灣比起來反而比較低，這我想還是有點根源於文化因素，韓國民族自我保護的意識比較強烈。

◎問：野村證券在整個國際化的進程中，日本政府機構是否有協助或鼓勵證券商國際化的相關措施以及政策？

□答：

基本上並沒有。

◎周冠男教授提問：那換個問題，日本政府對證券商的限制是寬鬆的嗎？

□答：

當然，政府的態度是很開放的，其實政府樂見於企業國際化，只是他很難一一針對各種業務制定甚麼具體的法規來強制企業國際化，但是日本政府並不設限這些事情。當然政府會希望企業經營要合乎法規，特別是在資金上，只要企業正當經營，海外事業的建立其實對國家形象會有一些幫助。

參考文獻與資料來源

- 台灣證券交易所 <http://www.twse.com.tw/ch/index.php>
- 公開資訊觀測站 <http://newmops.tse.com.tw/>
- 中華民國證券商同業公會 <http://www.csa.org.tw/csadef.asp>
- 財團法人中華民國櫃檯買賣中心 <http://www.otc.org.tw/ch/index.php>
- 韓國金融監管服務局 <http://english.fss.or.kr/fsseng/index.jsp>
- 韓國證券交易所 <http://eng.krx.co.kr/index.html>
- 韓國證券商協會 http://www.ksda.or.kr/english/eng_index.cfm
- 東京證券交易所 <http://www.tse.or.jp/english/>
- 日本證券業協會 <http://www.jsda.or.jp/>
- 三星證券官方網站
<http://www.samsungfn.com/contents/esamsung/index.html>
- 野村證券官方網站 <http://www.nomura.com/>
- 元大證券官方網站 <http://www.yuanta.com.tw/>
- 富邦證券官方網站 <http://www.fbs.com.tw/newweb/>
- 凱基證券官方網站 <http://www.kgieworld.com.tw/>
- 群益證券官方網站 <http://www.capital.com.tw/>
- 寶來證券官方網站 <http://www.polaris.com.tw/Finairport/default>
- 金鼎證券官方網站 <http://www.tisc.com.tw/tisc/tisc.htm>
- 康和證券官方網站 <http://www.6016.com.tw/>
- 長城證券官方網站 <http://www.owin.com.tw/>
- 大昌證券官方網站 <http://www.dcn.com.tw/>
- 富星證券官方網站 <http://www.fuhsin.com.tw/>
- 光和證券官方網站 <http://www.kuanzho.com.tw/>

- 野村控股 2008 投資人報告書
- 三星證券 2007 年股東會年報
- 韓國證券商協會 2007 年年報
- 元大證券 2007 年股東會年報
- 富邦證券 2007 年股東會年報
- 凱基證券(中信證券) 2007 年股東會年報
- 群益證券 2007 年股東會年報
- 寶來證券 2007 年股東會年報
- 金鼎證券 2007 年股東會年報
- 康和證券 2007 年股東會年報
- 「證券商月報」，台灣證券交易所
- 梅金平，「證券市場的國際化及其路徑選擇」，財貿經濟（中國），2002 年第八期
- 謝明瑞，「投資銀行發展之研究」，國政研究報告，財團法人國家政策研究基金會，2002 年 12 月 19 日
- 蕭偉評，「如何提昇國內專業證券經紀商之競爭力」，證交資料（TSEC Monthly Review），台灣證券交易所，2005 年 3 月
- 陳杰，「韓國證券業的發展模式與競爭戰略分析」，中國證券業期刊，中國證券商協會，2006 年第 5 期
- 「台灣資本市場發展白皮書」，中華民國證券商同業公會，2008 年 3 月 28 日