

證券商業務潛力與定位分析及金控對其之影響

計劃主持人：周行一 教授

鎮明常 副教授

共同主持人：李佩璇 助理教授

崔可欣 助理教授

鍾憲瑞 副教授

王慧娟 老師

研究助理員：徐翠伶 劉宜和 許彩珊

委託單位：中華民國證券商同業公會

承辦單位：國立中正大學產業發展與預測研究中心

中華民國九十四年十二月

目錄

第一章 序論及 SWOT 分析

壹、序論-----	1
貳、SWOT 分析-----	3

第二章 證券商損益及財務現況分析

壹、三大類 TOP 證券商近年損益分析-----	14
一、母公司為金控公司之證券商-----	16
二、綜合證券商-----	21
三、專業經紀商-----	27
貳、三大類證券商近年財務及迴歸分析-----	33
一、財務分析-----	33
二、迴歸分析-----	43

第三章 證券商設點邏輯及法規建議

壹、證券商的演進簡史-----	62
貳、經紀業務目前經營的困境-----	69
參、證券商的設點邏輯與據點的兼併-----	75
肆、設立據點的法規變更建議-----	78
伍、本章總結-----	85

第四章 資產管理業務及其定位

壹、國內資產管理市場現況-----	88
貳、國內證券商經營困境與發展契機-----	93
參、資產管理業務-----	104
一、共同基金業務-----	104
(一)國內共同基金市場現況-----	104
(二)國內、外共同基金銷售管道-----	108
(三)提供共同基金投資組合規劃服務-----	108
二、退休基金業務-----	110
(一)全球退休金制度潮流-----	110
(二)國內三大職域退休基金-----	110
(三)國內三大退休基金比較-----	113
(四)勞工退休基金-----	120
(五)退撫基金-----	125
(六)勞工保險基金-----	129
(七)民營退休基金-----	134
三、財富管理業務-----	136
(一)財富管理市場全球概況-----	136
(二)國內證券商財富管理業務發展之法令限制----	139

參、本章結論-----	145
第五章 結論與建議	
壹、結論-----	146
貳、建議-----	148
參考文獻-----	R-1

圖表頁碼列表

表 1-1 母公司為金控公司的證券商之 SWOT 分析表	6
表 1-2 綜合證券商 SWOT 分析表	10
表 1-3 專業專業經紀商 SWOT 分析表	13
表 2-1a 金控證券商-收入	20
表 2-1b 金控證券商收入成長率	20
表 2-2a 金控證券商-損益	20
表 2-2b 金控證券商損益成長率	20
表 2-3a 綜合證券商-收入	25
表 2-3b 綜合證券商收入成長率	25
表 2-4a 綜合證券商-損益	26
表 2-4b 綜合證券商損益成長率	26
表 2-5a 專業經紀商-收入	31
表 2-5b 專業經紀商收入成長率	31
表 2-6a 專業經紀商-損益	32
表 2-6b 專業經紀商損益成長率	32
圖 2-1 全體證券商實收資本額, 家數及股東權益	35
圖 2-2 全體證券商資料	35
圖 2-3 平均單家證券商資產	36
圖 2-4 證券商 ROA	40
圖 2-5 證券商股東權益乘數	40
圖 2-6 證券商 ROE	41
圖 2-6a 90 年加入金控證券商之前後 ROE	41
圖 2-6b 91 年加入金控證券商之前後 ROE	42
圖 2-6c 92 年加入金控證券商之前後 ROE	42
表 2-7 獲利對資產迴歸結果	47
表 2-8 收入對資產迴歸結果	48
圖 2-7 全體證券商收入與獲利季變數走勢	49
圖 2-8 三類證券商資產與利潤之關聯	50
圖 2-9 資產規模與 ROA 關係圖	52
附表 2-9 全體證券商圖表數據資料	57
附表 2-10 綜合證券商圖表數據資料	57
附表 2-11 專業經紀商圖表數據資料	58
附表 2-12 金控證券商圖表數據資料	58
附表 2-13 Top 證券商獲利相對表現-金控證券商	59
附表 2-14a Top 證券商獲利相對表現-綜合證券商	60
附表 2-14b Top 證券商獲利相對表現-綜合證券商	61

表 3-1 歷年證券商總公司及分公司據點數-----	63
圖 3-1 歷年總公司及分公司據點數趨勢圖-----	64
表 3-2 客戶類別比重改變表-----	66
圖 3-2 投資人類別比例-----	70
圖 3-3 電話交易與網路交易佔市場比率-----	71
表 3-3 據點轉型前後比較表-----	85
附表 3-1：建築物使用類組表-----	86
表 4-1 我國家庭及非營利團體金融性資產統計資料-----	91
表 4-2 國內各類基金規模年增率-----	92
表 4-3 2004 年國內前 10 大綜合證券商營收概況-----	93
表 4-4a 我國金融機構可經營業務項目-----	96
表 4-4b 綜合證券商可投資項目一覽表-----	97
表 4-4c 兼營期貨自營商-----	103
圖 4-1 我國共同基金規模分類比例圖-----	104
表 4-5 證券投資信託基金類型及投資範圍限制-----	106
表 4-6 金管會債券型基金分流方案-----	107
表 4-7 各國基金種類比率-----	107
表 4-8 參與「私校退撫基金」會員學校統計-----	113
表 4-9 國內三大退休基金比較-----	119
表 4-10 勞工退休基金資產運用明細-----	122
表 4-11 勞工退休基金整體運用績效-----	124
表 4-12 退撫基金資產運用明細-----	126
表 4-13 退撫基金整體運用績效-----	128
表 4-14 勞工保險基金投資運用-----	130
表 4-15 勞工保險基金 90 年度委託經營績效統計表-----	132
表 4-16 勞工保險基金 91 年度委託經營績效統計表-----	132
表 4-17 勞工保險基金 93 年度委託經營績效統計表-----	133
圖 4-2 建華銀行「員工福利儲蓄/退休離職金信託」辦理流程-----	135
圖 4-3 全球高淨值客戶金融性資產總額預測值及年成長率-----	137
圖 4-4 高淨值客戶資產配置情形-----	137

第一章 序論及 SWOT 分析

壹、序論

在政府積極規劃並推動台灣成為亞太營運中心之下，國際化已成為證券商必然之趨勢。自我國於民國九十年加入世界貿易組織(WTO)起，國內外知名證券商、投資銀行等，紛紛來台佈局；另隨著直接金融之重要性逐漸提高，國內銀行業挾資本額之優勢積極跨足證券業；此外工業銀行、信託業、資產管理公司(AMC)陸續開放設立，我國證券商面臨內外夾攻的激烈競爭。相較於歐、美知名投資銀行，我國證券商之業務範圍較小；民國九十三年十月二十日通過之「證券商管理規則」修正草案，宣佈推動證券商轉型投資銀行，放寬證券商業務範圍規定，將使證券商得以擴大經營利基、發展新興業務，使證券商業務發展更具彈性。民國九十一年通過之金融控股公司法，期望藉由金融控股公司架構，進行銀行、保險、證券業的異業結合，俾以發揮經營綜效。

雖然目前 14 家金控公司多以銀行為主體，但在業務多角化之趨勢下，跨足經營證券業只是遲早之事，但截至目前，參予金融控股公司證券商多以中型證券商為主，大型證券商或因無法取得主權或雖可取得主權，但找不到適合結合對象故仍未參予金融控股公司設立，而小型證券商則多因規模過小而無法併入金融控股公司體系。考量競爭之

公平性，宜允許證券商於加入金控外，有其他組織形態進行異業結合，開發新商品發展之機會。

此次研究專案欲由證券商之新業務開放與據點設立法規鬆綁之角度切入，由這二個面向著手探討證券商所擁有之業務潛力。長期以來，證券商在法規的限制之下，可以從事的業務與銀行涇渭分明，但自民國九十一年底的金控法通過之後，銀行可藉由金控公司納入證券商而跨足證券業務，對於不加入金控的證券商，在不能跨足銀行涉及之業務前提下，因為業務範圍立足點的不平等，競爭力逐漸流失，生存空間受到嚴重的壓縮。

因應目前逐漸興起的財富管理業務，建議主管機關在主要的幾項業務給予鬆綁，例如現金管理帳戶以及指定用途信託帳戶等…，使證券商與銀行在業務範圍上能夠在平等的立足點上競爭，在公平競爭的前提下由市場機制選出勝利者，而非藉由計畫經濟的思維以人擇方式選出倖存的業者。除了業務上的鬆綁，在通路上的改變是另一項要務。現今的經紀業務據點已不復當年金雞母的角色，在時代的改變下，其證券商通路的功能需要加以重新包裝，以往的營業處所場地及設備標準會拖住證券商對資本的使用效率，故本次研究試圖建議一種新型的據點設置辦法，讓證券商可以更少的成本辦理更多的業務，達到更高的效益。

貳、SWOT 分析

一、母公司為金控公司的證券商

於九十年十一月一日起開始生效的金融控股公司法，讓國內的金融集團在資源的整合上提供了法源依據，也在金融業引起了革命性的改變。

現在的 14 家金控公司大多是由經營許久的銀行、保險公司或票券公司所組成，其資產規模最少為 200 億台幣，已超過國內許多的綜合證券商的資產規模，除了龐大的實質資產之外，在長年的經營之下所累積而成的客戶資產更是豐厚，金控公司由各子公司所累積下來的客戶資源除了涵蓋寬廣的年齡層之外，在客戶的包含層面涵蓋了可容忍各種不同風險程度的顧客，在客戶資源的掌握上不論在深度或廣度上均遠遠優於國內的綜合證券商。金控法的架構之下，以往不能做的跨業行銷、各子公司不得進行交叉銷售等業務藩籬都已遭打破，客戶資料雖有個資法的保護，若客戶願意開放資料讓金控公司內的子公司皆能使用該資料，金控公司可以盡情發揮它資源豐厚的優勢來服務顧客，達到一站購足的理想服務境界。再者，金控公司下的子公司眾多，在專業分工、資源共享的概念之下，只要條件許可，可以進行規模非常廣泛的多角化經營，這些多角化經營不但可以延伸經營的觸角，更可以降低金控公司在營運上所遭遇的風險。而金控公司所擁有的豐厚

資源不但在開拓業務上有利，當遇到景氣寒冬時，豐厚的資源除了可以讓金控公司撐得更久之外，在多角化經營的情形之下更可能比其他對手找到更適合的經營型態。除了在業務上的發展，金控公司的豐厚資源更可以吸引到優秀的人才來為其效力，在各項優勢都佔盡的情況下，必定會擠壓國內其他非金控金融業者的生存空間。

也由於金控公司有著豐厚的資源，有著更優渥的條件可以向海外發展，而旗下的證券商也有著更多的機會可以向外發展國際業務，或是跟著向外發展的台商一起向外發展、共同茁壯。在向外發展的初期也許需要母公司的金控品牌來協助開疆闢土，但是在經營有所成就之後，更可以將成果挹注回母公司，替這個品牌更增添價值。

雖然金控架構下的證券商有著這麼多的優點，金控公司底下的券商也並非沒有缺點。在金控的架構下雖然可以進行交叉行銷，但在產品的銷售上會受限於自身集團子公司的產品而以自家公司的產品為優先，當市面上有更優秀產品出現時，可能會因為與自身公司利益衝突的考量而不販賣該項產品，此時消費者的權益就會被犧牲掉。此外，在現行的金控組織架構中仍是實行事業部利潤中心制，這樣的制度會使得各個不同的事業部門在發生利益衝突時，難以顧及總公司的總體利益，若不以總體利益最大化做為考量的情形之下，上述所提及之交叉行銷與客戶資料可在子公司間相互轉介之真正利益也就打了

折扣，而最終所受損的還是消費者的利益。

當一家證券商併入有銀行子公司的金控時，在現行的法令架構及目前開放執照情形下，其證券商的原有通路會因為業務範疇不如銀行的緣故，性質逐漸轉為補足現有銀行通路之不足，而不再只是服務原有的證券戶顧客，在這樣的轉變之下證券商在金控組織內的角色會逐漸消失，這是目前金控證券商在現實情況下所面臨的最大問題。

目前金控法的設計仍是以事業別為主，當原屬於證券商的業務如承銷、自營或經紀出了問題，有關單位會處罰的是證券商的負責人，但在目前各金控多以功能別的方式重新設計組織架構，例如：將承銷部門分拆至銀行業務的法人金融處，衍生性商品部門分拆至個人金融處等…，但是，只要是與原證券商相關的業務出了問題，即使是銀行端出了錯，證券公司的負責人還是遭罰，因此造成了權責不等的問題，而也因為這樣的問題存在著，下決策的過程就會再多一層的考慮而使速度變慢，這也在無形之中減低了競爭力。

表 1-1 母公司為金控公司的證券商之 SWOT 分析表

優勢	劣勢
1. 龐大資源及客戶群 2. 多元通路及交叉銷售 3. 可提供一次購足的便利 4. 可經營的業務範疇廣泛 5. 較能吸引優秀人才為其效力 6. 資源豐厚，可以忍受較長期的惡性競爭或不景氣 7. 金控母公司的品牌效果	1. 提供全方位服務的金融公司採行事業部利潤中心制時，具有組織上的利益衝突，使其常將消費者的利益置於本身利益之後 2. 行使交叉行銷，實難以將利潤公平分配 3. 在現行法令架構下，證券通路只為補足銀行通路的不足，證券子公司會成為銀行之下的附屬單位 4. 在目前的法規之下開設據點成本非常高
威脅	機會
1. 現行的法規設計仍以事業別為主，而非現行的功能別式組織，使得證券子公司負責人有責無權，法規在處罰時會出現不公的情況，而使證券公司在做事時需要小心再三 2. 現行法規架構下，券商各部功能會被分拆至銀行各事業群裡，造成證券子公司虛級化	1. 可利用本身擁有多張執照的優勢將業務多角化 2. 可將集團下的客戶整合起來有利於行銷商品 3. 有國際化的能力，走出台灣

二、綜合證券商

綜合證券商在目前的法令架構下，其上受到金控公司的壓迫、其下受到專業經紀商的強力競爭，可說是處於二面競爭的態勢之下，生存相當的辛苦。久處於波動較大的資本市場，相較於有金控母公司與援的證券商，更有不得不直接面對風險的處境，在時間的淬厲與經驗的累積之下，能生存下來的綜合證券商對於風險的控管有其獨到之處。當風險波動大時，證券商的收益免不了會受到影響，也因為要與風險共存，必定要研發出多樣的交易策略與發展適當的避險商品。也基於長期直接面對風險的成長經驗，由於自身的生存需要，更有驅力進行新產品的開發與各種不同金融商品的組合。

證券商的經營方式是隨著風險的變動而改變資源的投注比重，而銀行經營方式是盡量規避風險、穩定為上策；因為對於風險的不同看法，獨立的綜合券商，相對於以銀行為主的金控下證券商的優勢在於風險控管的能力，而綜合券商的業務較專業經紀商廣泛，故在產品的開發、組合以及風險的控管能力也優於專業經紀商，所以在控管風險與開發新產品方面，相較其他二類業者，綜合證券商的能力較強。而綜合證券商在與其他異業的業者合作時，沒有旗下子公司的包袱，可以與最適合的業者來進行合作；沒有利益上的衝突，綜合證券商更

可以憑藉著自身在市場上的專業替消費者引進市面上最優秀的產品，在與優秀的其他業者合作下，也可以做到交叉行銷等原本只有金控能做的業務帶給消費者更大的利益。

若綜合證券商能夠獲准經營財富管理業務，其廣佈的經紀據點與新商品的開發能力兩相結合之下有著加乘的效果，再以其久處於劇烈波動風險的經驗，對於控管風險有著獨到的能力，在承做真正的量身訂做財富管理業務，將有著更強的競爭力。

一般的中型綜合證券商在資本額方面不如超大型的券商，較大額度的承銷案件無法承作；而在經紀業務上又因為其組織結構較為複雜，成本控制較為不易，對環境反應的速度與業務深耕的程度較不如地區性的專業經紀商，在比上不足、比下不如的情況同時發生之下會使中型的綜合券商逐漸萎縮，若不找出其獨特的專精業務，發展其經營特色，將很難在未來找到一席之地。再者，目前的證券商均無法掌握到客戶的金流，在現金管理帳戶業務尚未開放之時，證券商無從掌握客戶的金流就無法控制來自於客戶端所造成的風險，而金流一直為銀行所掌控的情形不變，原本屬於券商的客戶終究會被銀行或金控給搶走。

傳統以來，一般民眾對於銀行的印象較佳，而對於券商的印象比較不好；多數人還存有銀行就是保障財產的地方，而到券商就是去賭博的觀念，使得券商要吸引優秀人才時較為吃力。

未加入金控的綜合證券商在金控公司成立之前是資本市場的主要角色，而其資本大多高於一般的專業經紀商，故在全省的據點分佈數目多於專業經紀商，也因為營業觸角廣佈的緣故，其客戶方面的資產亦是相當的豐厚，但由於侷限於券商的營業特性，其客戶型態大多屬於能夠忍受高風險而追求高報酬的客戶，客戶的層面較金控公司狹隘，營業的風險亦高於金控公司下的證券商。

近年來政府在政策上頻頻鼓勵合併，使得金控日漸大型化，而金控挾其資源豐厚、業務多元與客戶群完整等優勢，日漸擠壓綜合證券商生存空間，而在現行的法令規定下，綜合證券商在業務上根本沒有辦法與同時擁有證券、銀行的金控公司作競爭。另外，在設立據點方面，現行的設立據點法規規定嚴格，每個經紀的營業據點成本高昂，但據點內的現場客戶貢獻程度又有限，使得經紀業務在收支失衡的情況下難以為濟，成為拖累綜合證券商獲利的元兇。

表 1-2 綜合證券商 SWOT 分析表

優勢	劣勢
1. 對新商品的研發能力較其他二類業者強 2. 面對風險的經驗豐富、風險控管的能力較高 3. 廣佈的經紀據點 4. 與優秀的金融機構作策略聯盟，也可以做出交叉行銷的成果，且無金控組織包袱。	1. 組織結構及業務較為複雜，成本控制不易 2. 無法掌握客戶的金流 3. 難以掌控來自於客戶的風險 4. 中型券商的業務受到超大型券商及專業經紀商的夾擊，生存日漸不易 5. 在一般民眾的心理印象不佳 6. 在目前的法規之下開設據點成本非常高
威脅	機會
1. 金控的大型化壓縮生存空間 2. 政府對券商的法令限制 3. 設立據點的法規嚴格，而且不能因營業型態改變而有所調整	1. 新商品的開發能力及廣佈各地的據點二相配合，在財富管理業務可以得到很好效果 2. 有處理風險的豐富經驗，可以做到量身訂做的財富管理服務

三、專業經紀商

目前地方性的專業經紀商為數不少，此類的經紀商在地方上大都有著豐沛的人脈資源，而且許多的經紀商是在政府開放設立證券商之前就已設立，營業員的資歷深厚、客戶往來的期間也長，營業員對公司的向心力足、對往來的客戶也有著一定程度的了解，這些特點均有助於降低營業上的風險。專業經紀商的組織規模通常都不大，在環境變動時可以很快的做出回應，或是聽到顧客不滿的聲音時可以很快的進行改善，除此之外，因為組織規模單純，較易控制成本，在本次報告的分析中得到專業經紀商的損益表現優於綜合證券商的結論。

可惜的是專業經紀商的業務範圍較為狹隘，法令所允許的營業範圍不出股票、債券、期貨與選擇權，這些業務都已經標準化，並且各個經紀商在目前的情況下難以作出差異化的服務，使得各券商唯一的競爭武器只剩下價格，在價格競爭下，各經紀商的收入都不會太好看，也因為經紀業務利潤微薄，難以重金吸引優秀人才。業務範圍狹小，經營風險相當的高，使得經紀業務成為一個看天吃飯的行業，大盤成交量大就口袋飽飽、成交量萎縮就勒緊褲袋，這樣風險這麼大的經營方式並不健康。再者，現今的營業員有一定業務量者多少都有一點資歷與年紀，若開放新業務，這些老營業員是否願意配合新業務的

開放持續進修，以取得所須證照仍然是一個問號，在新人進入障礙仍高而舊人不知是否有意願提升專業能力時，新業務的開放並不見得對專業經紀商是好消息。

在目前的市場中，少了散戶多了法人，專業經紀商最賴以維生的收入來源正逐漸的流失，這客層結構的轉變仍在進行，雖然以國外的經驗顯示，散戶會降低到一定的比例即告穩定，但是在散戶逐漸流失的過程中，若再不開放專業經紀商可承做的業務，在可預見的未來會看到更慘烈的價格競爭，敗者退出市場、勝者傷痕累累。

表 1-3 專業經紀商 SWOT 分析表

優勢	劣勢
1. 公司組織結構精簡，對客戶的要求反應快速，故能較快滿足各方面的要求 組織簡單，控制成本較為容易 2. 豐沛的人脈資源，熟悉客戶，較易掌控客戶風險並與客戶關係良好 3. 從業人員資歷悠久、經驗豐富，與券商有一定的合作默契	1. 規模過小、資源不足、人才難覓 2. 收入來源單一化 3. 業務單純，大部分競爭者的業務均雷同 4. 無法掌握客戶的金流 5. 在一般民眾的心理印象不佳 6. 在目前的法規之下開設據點成本非常高 7. 散戶逐漸退出市場，沒有承接法人下單的專業經紀商收入來源日漸萎縮
威脅	機會
1. 手續費折扣戰日益激烈 2. 金控券商及綜合券商持續大型化，壓縮了生存空間 3. 政府法令對業務的限制 4. 各券商的據點數均創新高，競爭非常激烈 5. 設立據點的法規嚴格，而且不能因營業型態改變而有所調整	1. 需提升業務員其業務上的專業程度，並引進新業務 2. 培養營業員其他的業務能力，以便進行新業務 3. 持續深耕通路，強化與顧客之間的關係

第二章 證券商損益及財務現況分析

壹、 三大類 TOP 證券商近年損益分析

民國九十年六月通過「金融控股公司法」，予以國內金融機構進行同業購併及跨業經營的法源。自金控法公佈實施後，陸續有多家銀行、保險、證券業者申請設立，現有十四家¹獲准設立金融控股公司，國內的金控業者均希望透過金控公司的成立與同業的購併，達到跨業銷售、資訊交叉運用、規模經濟與降低成本並帶來一加一大於二的綜效，以提升競爭力與獲利能力。

在金融產業中，證券業受到環境或法令變動的衝擊影響最大，金控的開放對其獲利性及發展影響更大。金控法通過之後的合併風潮，使證券業競爭日趨激烈，截至目前參與金控公司專業證券商，多以中型證券商為主，大型證券商或因無法取得主權，或雖可取得主權，但找不

到適合結合對象故未參與金控公司之設立，而小型證券商則多係因規模過小而無法併入金控公司體系，在強調大者恆大的證券產業中，如何在眾多的競爭之下存活並脫穎而出？綜合證券商的營運績效是否優於專業經紀商？中型證券商是否只有金控能走？而專業經紀商如何才能提升自身的業務潛力與競爭力才不會被市場淘汰？

¹ 資料來源：行政院金管會銀行局 www.banking.gov.tw

加入金控後是否真的能夠發揮綜效並提升競爭力，皆是本研究所要探討的議題。

為了解證券商經營發展之現況，以及了解加入金控對證券商財務之影響，本研究將證券商損益分為三大類來探討，根據**母公司為金控公司**之證券商、綜合證券商以及專業經紀商在 89-93 年這五年的期間，收入及損益的狀況，並根據圖表來分析其成長率及發展趨勢等，希望能對證券商整體產業現況的了解有所幫助²。

由於部分證券商 92 年各家金控集團內之證券商方才就位，且為顧及一些金控集團內的證券商並非在金控成立之時即加入，如一銀證(第一金)、台証(台新金)，因此本研究以 92 年各類證券商市占率之排名，作為分析比較基準。

證券商為了達到永續經營，必須使業務持續的成長，當業務量成長，獲利能力也會跟著增加，因此成長性亦隱含證券商的規模或市場佔有率提高，為了解證券商的成長性，每張收入以及損益圖表旁皆附上成長率表³，營業收入代表證券商的經營規模，所以當成長比率越高，亦表示此證券商經營規模、市佔率較上期擴張。

² 整體圖表分析之數據資料可參考附表 2-9 到 2-12

³ 成長率 = (本期收入 - 前期收入) / 前期收入

一、母公司為金控公司之證券商

本研究為了解證券商入金控所帶來之綜效及轉投資的效果，需探討旗下子公司多、跨業經營範圍較廣且經營期間較長之金控公司。根據 14 家金控經營業務統計，國票金僅有票券及證券業務；開發金一開始以銀行為主體，證券業 91 年才被買進而納入金控體系⁴；而復華金雖以證券業為主體，但由於復華商業銀行較晚納入為金控子公司⁵，探討綜效的期間不夠長；再加上國泰金之國泰綜合證券於 93 年 8 月 13 日才正式營業，因此剔除此四家金控之證券商，故本研究乃針對剩餘的 10 家金控集團內之證券商作探討，依據此 10 家證券商之損益資料來呈現金控集團近 5 年之發展狀況，其家數分別為日盛、華南永昌、一銀、建華、中信託、倍利國際、新壽、玉山、台証以及富邦證券⁶，表中將以此 10 家金控證券商以其 93 年之收入及損益來排序。

由表 2-1a 與 2-1b 可知，金控集團下之證券商於 91 年後每年總收入皆有顯著的成長，其中以 92 年的成長率較高，為 23.55%，而在 92 年的高成長率中，以倍利國際的單一成長率最高，389.71%；華南永昌的成長率最低，為-7.73%，倍利國際的成長率能高達 3 倍，推究其

⁴ 大華證券於 91 年 11 月始加入開發金控

⁵ 復華金於 91 年 8 月 1 日始將復華商業銀行納入成為子公司

⁶ 資料來源：財政部銀行局-到 2005/10/16 為止有 14 家金控，國內金融市場是否會出現第 15 家金控？金管會主委龔照勝 6 日表示：「金管會從來沒有講過不准。」

原因除了其於 91 年納入金控體系之外，部分成長可能是來自於購併的結果，華南永昌於民國 91 年 11 月 14 日臨時股東會通過加入金控體系，成長率不升反降，很有可能是面臨體系重組的適應期，由表中可以發現，華南永昌於 93 年時，收入成長率由負的成長為正 18.74%，由此可知，加入金控體系之證券商，其收入表現即使一開始不佳，但最後績效表現仍是呈現正向的成長趨勢。

雖然由收入可以了解證券商市場率及規模，但損益為各年的收入減去支出，可以更明確的顯示出證券商的實際獲利情形。如台証證券於 90 年時其收入成長率僅有 17.68%，然而其損益成長率卻高達 3143.59%；而 93 年雖然是收入成長率最高的一年，為 39.63%，但是同年的損益成長率卻只有 57.78%，因此可以觀察出台証證券於 90 年時成本支出控制得宜，才能有如此高的損益成長，而 93 年獲利率看似最高的，但是實際上損益卻只有 57.78% 的成長，因此其實際營收應為 90 年較佳。

由 93 年證券商獲利及損益情況來看，亦可大略探知證券商加入金控後的成效，是由富邦、和台証包辦前二名，加入金控之後，證券商的資本運用效率及獲利率上較具有優勢，金控證券商總收入成長率於 91 年之後皆為上升的趨勢，所以，隨著資本市場規模擴大、產品

的多樣化，以及更複雜跨國交易的引進，未加入金控的證券業者，面臨其它金控組織的銷售廣度，與外資證券商的多元經營模式，或許也該進入金控體系，或與外商合併或策略聯盟，才能在市場上佔有一席之地。

金控集團內之證券商皆希望能透過共同行銷及資源整合運用來增加本身競爭力，由於各個子公司的營業據點可以進行共同行銷，例如銀行可設立證券的專業櫃檯，證券商的行銷通路因而拓展，其營業據點得以最低成本與最快效率擴增。

然而由損益表看來，金控證券商並沒有因為納入金控⁷而使其損益情形逐年改善，反而是時好時壞的狀況，例如富邦、建華、日盛、新壽、玉山、中信託及倍利國際證券納入金控體系之後損益有正有負；有的證券商甚至在加入金控體系後的損益表現為負值，例如一銀證券；只有華南永昌及台証證券在加入金控體系後損益表現呈現正向趨勢，因此整體看來，金控集團下之證券商，似乎並沒有因為納入金控體系而使其損益明顯上升。

推究其原因，金控公司共同行銷其金融商品，雖然可提供消費者一站購足（one-stop shopping）的便利，但根據證券商的觀察及訪談

⁷ 10 家金控證券商加入金控年份—90 年 新壽、富邦；91 年 日盛、華南永昌、建華、中信託、倍利國際、玉山；92 年 一銀、台証（資料來源：公開資訊觀測站）

結果，大多數的消費者並不看重一站購足的服務，反較喜歡從不同的專業領域之金融服務提供者處購買金融服務；其他報告更確認大型銀行在從事共同行銷不同的金融商品予消費者一點上，並未獲得太大的成功。其主要的因素可能有三⁸：

1. 相較於折扣專業經紀商（discount broker）、共同基金專家（mutual fund specialist）、信用卡銀行等金融服務業，大型銀行及證券公司通常定價較高而其投資報酬較低。
2. 專業化的金融服務公司已使網路利用的途徑變得相當的便利，使消費者得以更快且更簡約的成本，在網路上廣泛的蒐尋更低價的特定金融商品。
3. 提供全方位服務的金融業者本身具有組織上的利益衝突，使其常常將消費者的利益置於本身利益之後。

可以肯定的是將來國內證券商一定要往大型化、國際化及多元化發展，才能增強競爭力，雖然由數據中似乎無法觀察出金控體系下之證券商的損益表現是顯著成長的趨勢，但無可否認的，金控證券商的確挾有龐大資源及客戶群、多元通路以及交叉銷售之優勢。

⁸ 資料來源：證交資料 第 496 期

表 2-1a 金控證券商-收入

(單位:千元)

	89	90	91	92	93
9400 台 証	5,137,454	6,045,904	6,218,175	7,745,414	10,815,110
9600 富 邦	10,703,444	8,986,042	10,454,026	9,964,357	9,945,798
1160 日 盛	9,561,479	5,659,891	7,363,358	6,873,157	8,807,526
5510 建 華	6,637,330	5,100,205	6,911,430	8,786,927	8,771,585
7000 倍利國際	3,744,272	1,574,166	1,280,717	6,271,853	5,958,982
5090 華南永昌	2,817,816	3,167,775	3,712,855	3,425,988	4,067,873
6160 中 信 託	386325	1,082,622	1,170,740	2,149,959	3,089,992
5380 一 銀	966,865	1,204,483	1,090,673	1,642,154	2,525,504
8840 玉 山	39401	286319	278043	496,199	691,541
8690 新 壽	837,928	793215	399,318	678,228	530,219
合計	40,832,314	33,900,622	38,879,335	48,034,236	55,204,130

表 2-1b 收入成長率 單位(%)

90	91	92	93
17.68	2.85	24.56	39.63
-16.05	16.34	-4.68	-0.19
-40.81	30.10	-6.66	28.14
-23.16	35.51	27.14	-0.17
-57.96	-18.64	389.71	-4.99
12.42	17.21	-7.73	18.74
180.24	8.14	83.64	43.72
24.58	-9.45	50.56	53.79
626.68	-2.89	78.46	39.37
-5.34	-49.66	69.85	-21.8
-16.98	14.69	23.55	14.93

	89	90	91	92	93
9600 富 邦	1,410,770	2,957,499	3,840,680	2,568,589	2,187,034
9400 台 証	30,902	1,002,333	307,679	1,302,618	2,055,213
5090 華南永昌	-496,889	362,976	639,943	947,542	989,200
5510 建 華	1,269,951	1,337,936	1,629,156	2,154,921	939,793
1160 日 盛	2,062,302	1,483,681	1,331,679	-562,868	552,455
8690 新 壽	-588,959	84101	-566,309	377,184	92,123
8840 玉 山	1,897	60318	11036	86,211	53,031
6160 中 信 託	-291,567	533,461	-326,188	252,086	23,471
5380 一 銀	-176,571	330,213	196,218	502,979	-38,323
7000 倍利國際	-792,696	-111,270	-166,046	1413151	-77,036
合計	2,429,140	8,041,248	6,897,848	9,042,413	6,776,961

90	91	92	93
109.64	29.86	-33.12	-14.85
3143.59	-69.30	323.37	57.78
173.05	76.30	48.07	4.40
5.35	21.77	32.27	-56.39
-28.06	-10.24	-142.27	198.15
114.28	-773.37	166.60	-75.58
3079.65	-81.70	681.18	-38.49
282.96	-161.15	177.28	-90.69
287.01	-40.58	156.34	-107.62
85.96	-49.23	951.06	-105.45
231.03	-14.22	31.09	-25.05

表 2-2a 金控證券商-損益

(單位:千元)

表 2-2b 損益成長率 單位(%)

二、綜合證券商(TOP 20)

本研究中本研究家數完整，其中 20 家綜合證券商僅是列表分析 top 部份，而其亦是以 92 年市佔率排名來選取，再以 93 年之收入或是損益情形來排序，以下將以此 20 家綜合證券商之收入及損益為基準來探討。

一位綜合證券商經理於訪談時無奈的透露，很多綜合證券商都害怕現在這股金融控股公司的熱潮，因為金控走的就是「資本大型化、股權集中化、經營多樣化」，大綜合證券商深怕沒有加入金融控股公司，因而被邊緣化。

可以肯定的是，金控集團資源太豐厚，所以導致綜合證券商跟專業經紀商的生存空間被壓縮，大型的綜合證券商，在面對金控證券子公司的威脅下，勢必要發展新的業務模式並做出適當的回應與調整。訪談中許多綜合證券商的高階管理人員表示，證券商太小似乎很難生存，而且認為不加入金控的話，很可能會被 eliminate，所以許多綜合證券商體認到金控仍然是一條必經之路。

國內證券市場發展 40⁹幾年來，歷經 1980-1990 股市大榮景到金控法通過後的整併風潮，目前僅存約 52 家¹⁰綜合證券商，從中長期來

⁹ 根據證交所資料：48 年政府始釐訂十九點財經改革措施，始有證券市場之發展

¹⁰ 資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料(94 年 8 月)

看綜合證券商如非朝加入金控或自行發展為虛擬金控架構，就必須發展出經營特色及利基，才能在如此激烈的競爭環境下存活。舉例來說，目前國內前十大未加入金控體系之綜合證券商中，元富證券專業承銷團隊發展獨特的經營特色；寶來證券係以建構虛擬金控架構及研發新金融商品著稱¹¹；群益證券則以長期優良的信用評等及結構性商品的發行而穩定經營著；除此之外，元大京華證券在金控之前，其新金融商品研發及國際金融市場的連結，皆使其經營績效高於其他綜合證券商。

由表 2-3b 可以觀察出，Top 20 之綜合證券商總收入自 91 年後成長率有逐漸轉好的趨勢，其中又以 93 年之成長率表現最佳，將進 30%，推究 93 年 20 家證券商的個別成長率，以大和國泰及群益證券的表現最佳，其成長率分別為 153.27%及 93.75%；而德信及吉祥證券表現較不理想，分別為-53.38%及-21.00%，其損益表現也不佳，顯示成本亦未控制得宜，營運表現較不佳的綜合證券商，必須找尋利基，例如加強員工訓練或拓展新業務，才能永續經營。

而觀察損益表 2-4b 可以發現，90 年及 92 年的成長率為正值，91 年及 93 年為負值，損益的整體變化與金控集團下之證券商相同，皆為正負正負的起伏趨勢，所以金控集團下之證券商，似乎未能抵抗

¹¹ 根據寶來證券之訪談結果

總體經濟環境的影響，綜合證券商加入金控之後所能帶來的綜效值得長期觀察。

Top20 之綜合證券商於 90 年時，其總收入成長率雖是最差的，為-33.22%，但同年損益成長率卻是最高的，為 144.83%，由此可知 90 年時綜合證券商之成本支出控制得宜；而 93 年時，收入成長率雖是最高的，但其損益成長卻為負值，可見其收入雖高但是成本亦高，蓋過損益之成長。

由表 2-3a 可以發現，元大京華證券此五年的收入表現可說是相當不俗，與表 2-1a 相較之下，沒有一家金控證券商在任何一年之收入是高於元大京華證券的，其在 2005 年 7 月斥下重金 150 億，正式入主復華金¹²，打了一場金控勝仗。加入金控的這些綜合證券商，過去本來都是屬於營運績效較佳的證券商，未加入金控時，獲利表現本來就不差，綜合證券商沒有加入金控難道就比較不好嗎？似乎不盡然，元大京華入主金控體系之後的損益表現，是很值得探討與觀察的重點。

大型綜合證券商挾其龐大的資產、廣布的據點以及新金融商品的研發能力，仍保有一定的利基。但為因應金控後的競爭，綜合證券商也開始進行異業間的策略聯盟。政府應該放寬如現金管理帳戶、債券限制、有價證券的推介限制等，並儘速開放新型金融商品的發行與銷

¹² 資料來源：TVBS新聞 2003/7/25 www.tvbs.com.tw

售，以及提出相關配套措施，使其得以朝投資銀行的方向發展，不至於因為金控而無法存活。

表 2-3a 綜合證券商-收入

(單位:千元)

表 2-3b 收入成長率 單位(%)

	89	90	91	92	93
9800 元大京華	20,194,593	10,560,222	12,241,759	14,264,482	15,476,250
9700 寶 來	9,231,822	6,012,163	6,640,184	8,858,104	12,169,375
5270 群 益	9,754,963	5,818,030	6,174,853	6,160,996	11,937,227
5650 中 信	7,770,849	5,820,323	5,574,507	6,626,985	11,029,041
5920 元 富	8,504,370	4,857,099	4,843,368	6,401,589	7,485,525
5850 統 一	7,940,385	5,679,513	6,476,671	6,596,855	7,344,858
5820 金 鼎	6,167,279	3,823,884	4,142,732	3,973,597	4,731,321
1090 台灣工銀	777,744	1,126,561	898,520	2,062,046	2,683,641
8450 康 和	2,505,515	2,025,718	1,664,862	1,858,932	2,155,242
8890 大和國泰	352,339	303,270	308,864	847,110	2,145,467
2180 亞 東	1,657,155	1,978,327	855,833	1,602,804	1,849,328
1440 美商美林	1,150,793	1,631,066	1,047,417	1,222,873	1,511,405
1260 吉 祥	2,062,164	1,535,381	774,714	1,109,674	876,642
5260 大 慶	1,468,294	1,017,088	883,365	920,434	829,482
5050 大 展	822,597	732,780	570,440	596,216	822,597
5180 太 平 洋	1,663,861	1,493,709	1,022,608	884,734	787,473
6530 大 眾	1,081,025	938,827	643,457	608,093	765,101
7030 致 和	1,204,829	818,906	756,331	577,188	724,244
1190 第 一	1,197,974	659,038	670,352	647,086	516,034
6910 德 信	624,478	687,357	812,063	880,423	410,466
合計	86,133,029	57,519,262	57,002,900	66,700,221	86,250,719

90	91	92	93
-47.71	15.92	16.52	8.50
-34.88	10.45	33.40	37.38
-40.36	6.13	-0.22	93.75
-25.10	-4.22	18.88	66.43
-42.89	-0.28	32.17	16.93
-28.47	14.04	1.86	11.34
-38.00	8.34	-4.0	19.07
44.85	-20.24	129.49	30.14
-19.15	-17.81	11.66	15.94
-13.93	1.84	174.27	153.27
19.38	-56.74	87.28	15.38
41.73	-35.78	16.75	23.59
-25.55	-49.54	43.24	-21.00
-30.73	-13.15	4.20	-9.88
-10.92	-22.15	4.52	37.97
-10.23	-31.54	-13.48	-10.99
-13.15	-31.46	-5.50	25.82
-32.03	-7.64	-23.69	25.48
-44.99	1.72	-3.47	-20.25
10.07	18.14	8.42	-53.38
-33.22	-0.90	17.0	29.31

資料來源:”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

*以 93 年收入金額排序

表 2-4a 綜合證券商-損益

(單位:千元)

	89	90	91	92	93
5650 中 信	770,743	1,570,621	851,098	1,700,426	2,114,128
9800 元大京華	2,406,988	2,745,167	1,771,003	5,930,899	2,078,903
5270 群 益	1,698,016	1,280,265	772,623	865,017	1,474,341
5850 統 一	102,501	1,290,186	766,212	1,908,364	1,380,063
5920 元 富	1,203,867	1,045,534	754,036	1,419,193	1,179,239
9700 寶 來	335,188	616,880	781,217	1,078,620	1,026,787
2180 亞 東	-849,748	678,334	-275,545	1,062,607	813,236
1090 台灣工銀	26,597	374,792	22,730	658,737	432,530
1440 美商美林	365,955	347,849	294,386	232,161	404,792
5050 大 展	349,126	126,671	124,670	119,420	349,126
8450 康 和	91,621	453,951	12,283	235,020	318,020
7030 致 和	259,338	798	239,542	144,567	307,329
5260 大 慶	168,716	256,967	173,959	301,170	213,636
6530 大 眾	67,986	326,812	-4,809	102,042	194,545
8890 大和國泰	67,800	77,648	58,962	100,611	114,148
1190 第 一	-207,523	-32,160	153,585	601,976	51,880
6910 德 信	-480,049	174,308	314,528	-547,995	14,064
5180 太 平 洋	-227,571	400,603	-18,896	127,831	-228,466
5820 金 鼎	-776,041	750,139	473,251	68,626	-430,188
1260 吉 祥	-601,925	-803,176	-504,480	2,060	-578,067
合計	4,771,585	11,682,189	6,760,355	16,111,352	11,230,046

表 2-4b 損益成長率 單位(%)

90	91	92	93
103.78	-45.81	99.79	24.33
14.05	-35.49	234.89	-64.95
-24.60	-39.65	11.96	70.44
1158.71	-40.61	149.06	-27.68
-13.15	-27.88	88.21	-16.91
84.04	26.64	38.07	-4.81
179.83	-140.62	485.64	-23.47
1309.15	-93.94	2798.10	-34.34
-4.95	-15.37	-21.14	74.36
-63.72	-1.58	-4.21	192.35
395.47	-97.29	1813.38	35.32
-99.69	29917.79	-39.65	112.59
52.31	-32.30	73.13	-29.06
380.70	-101.47	2221.90	90.65
14.53	-24.07	70.64	13.45
84.50	577.57	291.95	-91.38
136.31	80.44	-274.23	102.57
276.03	-104.72	776.50	-278.73
196.66	-36.91	-85.50	-726.86
-33.43	37.19	-100.41	-28161.5
144.83	-42.13	138.32	-30.30

資料來源:”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

*以 93 年損益金額排序

三、專業經紀商(TOP 20)

本研究中之 20 家專業經紀商亦是以 92 年市佔率排名來選取，

再以

93 年之收入或是損益情形來排序，以下將以此 20 家專業經紀商之收入及損益為基準來探討。

在證券商大型化、國際化之合併風潮下，專業經紀商之生存空間益受擠壓，其因資金不足、人才難覓、收入來源單一化等因素，加以在手續費折扣戰日益激烈之情況下，使得其經營更加困難，由表2-5b及表2-6b整體看來，其收入及損益的成長率，與金控集團下之證券商及綜合證券商相較之下表現較差，表中有一半左右的成長率為負值，由此可知，目前專業證券專業經紀商正面臨諸多的挑戰，如何才能充分掌握本身優勢，並具有一定的發展空間是很值得探討的。

由表2-5a可以發現，收入較佳的前兩名專業經紀商皆是外資證券商，英商瑞銀與港商里昂，其中英商瑞銀證券的優勢乃在於客戶帶來全面而創新的風險管理產品，且業務範圍遍及所有資產類別。而兩家外資證券商除了90年的損益成長為負值，91年之後皆為正值，外資證券商能以小股本獲有大利潤，憑藉的就是進入台股、源源不絕的外資經紀業務。反觀國內專業經紀商，侷限於經紀業務，沒有外資客源，而國內客戶來源亦拓展不易，只有在降低手續費上搶客戶，形成

惡性競爭，進而面臨自然淘汰。

因此，政府若能放寬專業經紀商營業之營業項目¹³，例如：開放金融商品(如:投資型保單、代理銷售海外基金等)之行銷通路，則能俾利業務發展，除此之外，政府若能將專業經紀商可經營之相關業務採負面表列方式來規範，或開放其業務內容開發其他經營利基或附屬業務，則能發揮規模及範疇效益，因商品種類越多，越能吸引投資人的參與，間接亦可增加證券商的收入，才能使國內專業經紀商更具競爭力，不讓外資證券商專美於前。

再看到表2-5a中前20名專業經紀商的收入，與金控證券商及綜合證券商相較可說是天壤之別，以93年排行第一的英商瑞銀證券商為例，其收入金額僅有\$1,402,550,000，再與金控證券商93年排行第一台證收入\$10,815,110,000及綜合證券商之元京證券\$15,476,250,000的收入相較，其金額差上百億，更別說是排名較後面的專業經紀商了，除了先前提到的人才難覓及收入來源單一之因素，資金不足及規模小更是其收入金額少的主要因素，因此，政府未來開放證券商得從事有價證券借貸、交割款項借貸及現金管理帳戶等業務時，若也能考慮專業證券專業經紀商得以全部或部分辦理；或是考量允許專業證券專業經紀商得因證券業務保管客戶款項及經營現金管理帳戶等業務，則能

¹³ 資料來源：證交資料 第 515 期 民 94.03 P. 27-44
如何提昇國內專業證券專業經紀商之競爭力 蕭偉評

增加其收入來源。

然而專業經紀商雖然收入較少，但是其總體損益表現則較佳，自91年開始成長率皆為正值，91及93年之損益成長甚至高達40%，由此可知專業經紀商規模雖小，但其成本控制較大型證券商得宜，在如此激烈的競爭環境之下，仍能存活下來的專業經紀商，一定有其經營之道，根據與多家證券商訪談得知，專業經紀商具有下列優勢：

1. 專業證券專業經紀商由於規模小，公司員工人數少，公司經營管理較為直接，下情容易上達，不管是投資人直接向管理者表達之要求，或是由內部員工轉達之意見，較能獲得快速有效的處理，故客戶及員工的需求能快速的得到滿足。
2. 專業證券專業經紀商之經營者，通常皆是地方仕紳，地方關係良好，

有豐富的人脈資源，有助於對現有客戶群的掌握瞭解。

3. 投資人一般以當地之散戶、中實戶為主，且對證券商認同度高，故從業人員對其客戶有較高的熟悉度，因此，對客戶的風險掌控相對較容易且確實。

自政府開放證券商設立至今，仍活躍於證券市場的專業證券專業經紀商，大多數是自證券商開放設立時即開始營業，例如表中所看到

的20家專業經紀商，其中永興、高橋、鴻福證券早在民國77年即成立；大府城、大昌、富順、光和、大永、永全、日茂證券則在民國78年即成立，迄今有幾十年的歷史，而其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，因此，專業經紀商若能充分掌握本身優勢，並提升服務品質、加強員工訓練、多角化經營或是鎖定客戶群，則仍具有一定的生存發展空間，不被大者恆大的競爭環境所淘汰。

在探討完金控集團之證券商、綜合證券商以及專業經紀商損益的狀況，並根據圖表分析其成長率及趨勢等，並且大致了解證券商產業現況之後，下面將進行三大類證券商之財務分析以及迴歸分析，並以圖表的方式更清楚的呈現。

表 2-5a 專業經紀商-收入

(單位:千元)

表 2-5b 收入成長率 單位(%)

	89	90	91	92	93		90	91	92	93
1320 英商瑞銀	1,257,827	1,021,085	1,196,314	1,237,060	1,402,550		-18.82	17.16	3.41	13.38
1380 港商里昂	682,865	531,996	603,147	782,190	1,035,509		-22.09	13.37	29.68	32.39
6600 大 府 城	494,304	343,937	473,112	467,643	491,762		-30.42	37.56	-1.16	5.16
6460 大 昌	500,589	310,719	352,658	325,510	370,640		-37.93	13.50	-7.70	13.86
5320 高 橋	437,959	330,560	305,986	267,954	300,272		-24.52	-7.43	-12.43	12.06
5600 永 興	488,962	339,998	303,871	273,022	299,065		-30.47	-10.63	-10.15	9.54
8080 大 興	343,307	221,526	218,161	217,016	270,923		-35.47	-1.52	-0.52	24.84
7530 富 順	469,961	264,055	274,562	213,044	210,049		-43.81	3.98	-22.41	-1.41
6380 光 和	309,113	194,433	210,759	171,437	201,646		-37.10	8.40	-18.66	17.62
8380 安 泰	293,794	227,362	195,923	164,881	174,053		-22.61	-13.83	-15.84	5.56
8550 大 裕	307,337	181,816	175,579	154,179	169,741		-40.84	-3.43	-12.19	10.09
6450 永 全	234,953	164,182	148,579	141,558	159,069		-30.12	-9.50	-4.73	12.37
7320 大 永	272,298	165,897	174,940	157,530	154,340		-39.08	5.45	-9.95	-2.03
8710 陽 信	90,152	100,043	109,739	114,561	151,425		10.97	9.69	4.39	32.18
7780 富 星	298,640	188,055	191,887	139,980	151,168		-37.03	2.04	-27.05	7.99
5960 日 茂	228,205	147,952	161,182	132,084	142,161		-35.17	8.94	-18.05	7.63
8770 大 鼎	116,061	155,180	193,854	150,753	132,807		33.71	24.92	-22.23	-11.9
5370 鴻 福	273,794	155,172	156,703	112,678	123,141		-43.33	0.99	-28.09	9.29
1420 港商匯豐	62,983	110,653	221,275	197,422	114,185		75.69	99.97	-10.78	-42.2
7080 石 橋	171,212	120,940	182,941	131,240	110,374		-29.36	51.27	-28.26	-15.9
合計	7,334,316	5,275,561	5,851,172	5,551,742	6,164,880		-28.07	10.91	-5.12	11.04

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

*以 93 年收入金額排序

表 2-6a 專業經紀商-損益

(單位:千元)

表 2-6b 損益成長率 單位(%)

	89	90	91	92	93		90	91	92	93
1320 英商瑞銀	426,592	294,886	367,075	403,432	510,194		-30.87	24.48	9.90	26.46
1380 港商里昂	191,100	117,692	135,365	177,310	349,229		-38.41	15.02	30.99	96.96
6600 大 府 城	26,897	5,704	-7,469	39,340	64,851		-78.79	-230.94	626.71	64.85
5320 高 橋	48,589	36,887	17,319	47,163	49,905		-24.08	-53.05	172.32	5.81
6460 大 昌	53,708	22,165	-24,151	29,796	44,099		-58.73	-208.96	223.37	48.00
8550 大 裕	56,787	23,284	29,156	23,299	36,742		-59.00	25.22	-20.09	57.70
8380 安 泰	54,654	21,300	42,492	31,955	36,017		-61.03	99.49	-24.80	12.71
7530 富 順	89,273	41,745	50,072	30,081	31,623		-53.24	19.95	-39.92	5.13
5960 日 茂	62,342	27,779	23,181	18,602	31,398		-55.44	-16.55	-19.75	68.79
6450 永 全	69,171	39,495	18,424	28,445	28,998		-42.90	-53.35	54.39	1.94
5600 永 興	71,084	30,567	17,010	10,383	26,040		-57.00	-44.35	-38.96	150.79
8080 大 興	59,552	8,880	5,162	3,475	16,093		-85.09	-41.87	-32.68	363.11
8770 大 鼎	-618	-66	5,446	9,787	10,681		89.32	8351.52	79.71	9.13
6380 光 和	15,366	-22,455	2,427	36	10,099		-246.13	110.81	-98.52	27952.78
5370 鴻 福	2,614	-29,986	572	-21,741	4,276		-1247.13	101.91	-3900.87	119.67
7780 富 星	64,991	9,256	17,798	-4,812	-3,944		-85.76	92.29	-127.04	18.04
1420 港商匯豐	-41,274	-65,767	50,899	38,125	-12,548		-59.34	177.39	-25.10	-132.91
8710 陽 信	-19,712	-9,783	-17,102	-7,838	-14,841		50.37	-74.81	54.17	-89.35
7080 石 橋	33,958	14,914	33,216	-3,012	-16,164		-56.08	122.72	-109.07	-436.65
7320 大 永	-44,163	-54,097	-24,465	-39,686	-56,203		-22.49	54.78	-62.22	-41.62
合計	1,220,911	512,400	742,427	814,140	1,146,545		-58.03	44.89	9.66	40.83

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

*以 93 年收入金額排序

貳、三大類證券商近年財務及迴歸分析

一、財務分析

從圖 2-1 與圖 2-2 可觀察到 89 年至 93 年期間三項趨勢：第一、證券商資產、資本額與股東權益呈現增加現象。第二、證券商家數呈現減少的狀況。這兩項觀察指出平均每家證券商資本額、股東權益與資產規模成長的幅度要比資產總額更快。第三、ROA 與 ROE 明顯受到證券產業營收波動的影響，在 5 年期間平均呈現上升態勢，圖 2-1 線條指出此一狀況。

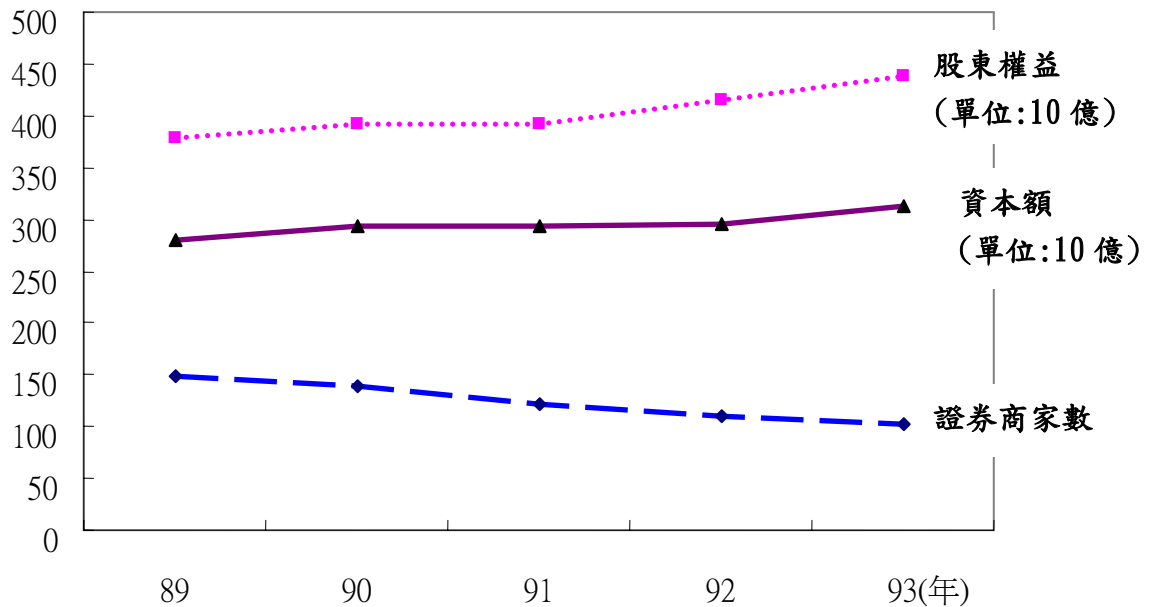
接下來探討的問題便是平均資本額與資產規模成長的速度高於或低於 ROA、ROE 報酬率成長率，圖 2-2 顯示 ROE 與 ROA 的平均上升斜率為 0.20865 及 0.1012，小於單家證券商資產金額的斜率 0.225。如果將 89 年報酬率因 89 年年政權更替後表現不佳造成的極低起點排除，則這一 ROA、ROE 報酬率成長抵不上資產規模成長的情況就更加明顯。

以上討論指出，研究過去五年產業表現的第一個主要論題就是，是否每家平均資產規模成長必然會和報酬率表現之間存有負向關連？如果真是如此，第二個問題是規模增加的趨勢是否並不是正確的產業發展方向。第三個問題在探討前述的情況就證券商的三大分類—

金控證券商、綜合證券商、經紀證券商—而言是否相同或有異。也就是說，是否有某類證券商平均每家資產增加會使 ROA 下降程度明顯不同於其他類證券商的情況存在。若的確存在差異，差異的原因何在？對產業或其他類證券商的啟示為何？

第一議題的分析除了看產業綜合數字與圖表之外，更精確的做法是採用統計迴歸分析，方能控制不同時間景氣差異所造成的影響。迴歸中也可以加入證券商類別屬性變數，如此可同時解答第三個問題，檢驗三類卷商的資產規模相對報酬率表現差異。第二議題則和產業長期競爭策略有關，則不由統計數字，而將從策略觀點來討論。

圖 2-1 全體證券商實收資本額, 家數及股東權益

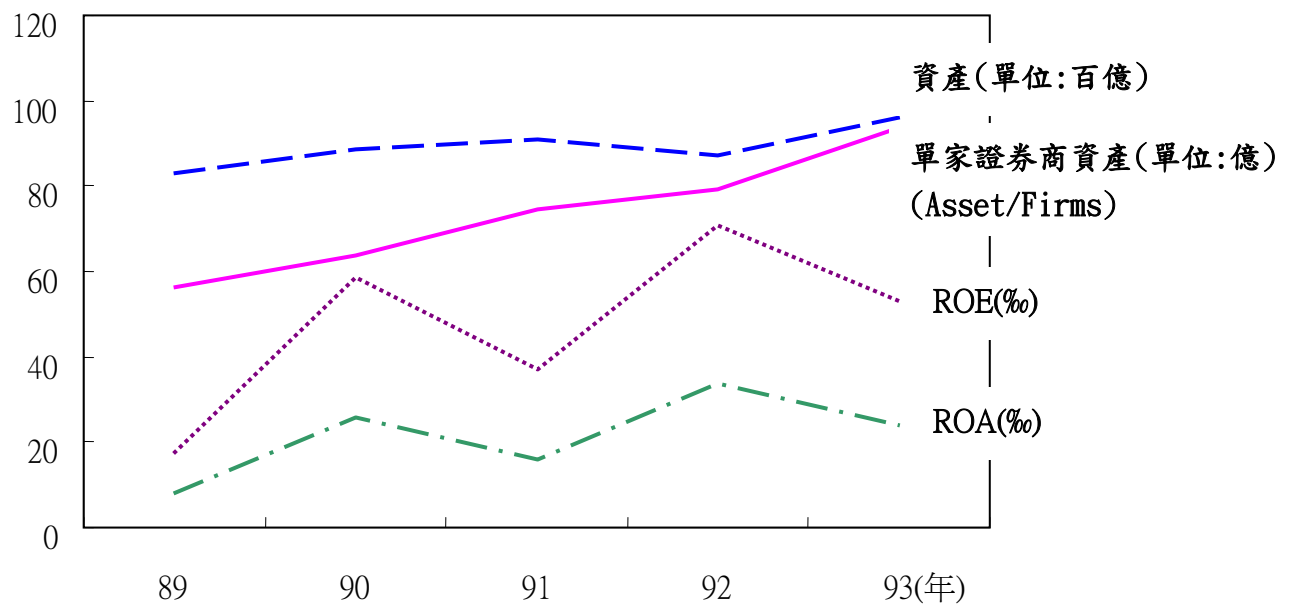


股東權益中位數: 391, 462, 626, 000

資本額之中位數: 294, 459, 172, 000

證券商家數中位數: 122

圖 2-2 全體證券商資料



資產中位數: 830, 998, 094, 000

單家證券商資產中位數: 7, 443, 880, 000

ROE 之中位數: 0.0527; 斜率=0.20865

ROA 之中位數: 0.0240; 斜率=0.1012

資產斜率=0.0206175

A/Firms 斜率=0.225

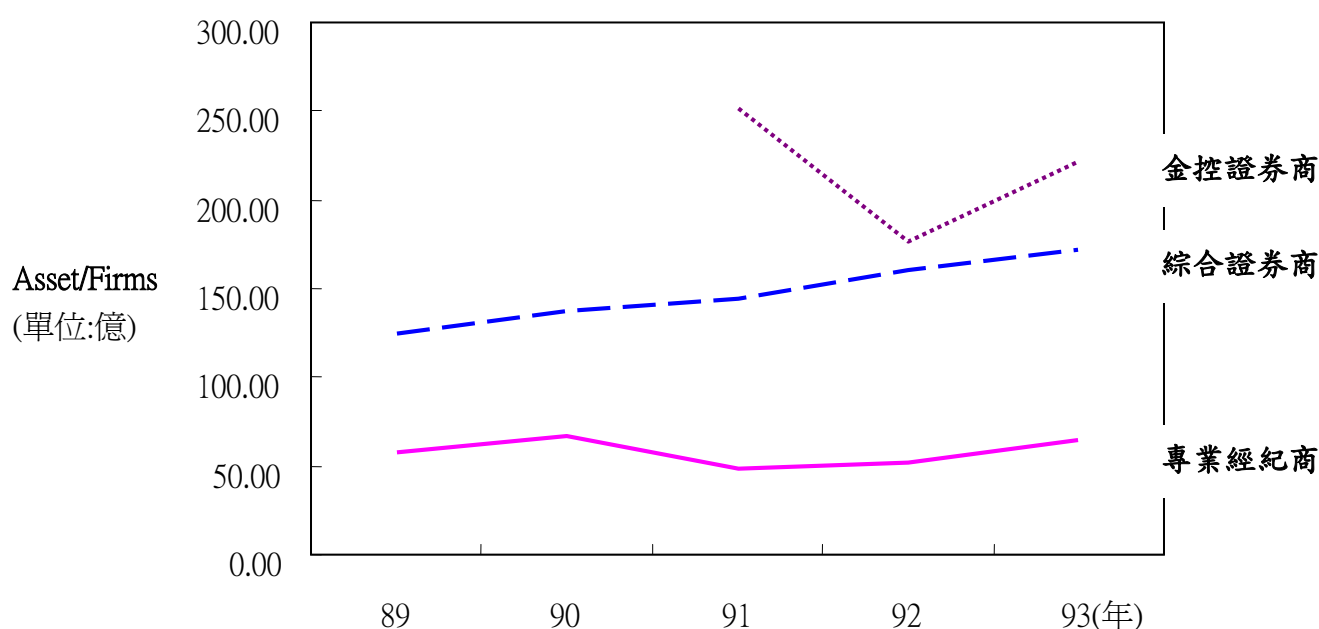
ROE 斜率=0.20865

ROA 斜率=0.1012

接下來由圖 2-3 可發現金控證券商平均資產規模比綜合證券商多出數十億，而綜合證券商比專業經紀商更要高出百億以上。金控證券商在 91 年由於僅包括九家最大型之證券商，所以平均資產規模異常大，92 年在加入四家證券商¹⁴後平均規模下降許多，但 93 年的資產規模則又呈現增加現象，且 93 年資產成長率要高於另二類證券商。

而在這五年期間，三類證券商平均資產規模都呈現上升的趨勢，與整體產業現象一致，其中規模以金控證券商最快，綜合證券商次之，而專業經紀商程度最小。

圖 2-3 平均單家證券商資產



單家證券商資產之中位數：

金控證券商	22,148,503,000
綜合證券商	14,420,281,000
專業經紀商	574,978,000

¹⁴ 請參考附表 4

圖 2-4 顯示出 90 年至 93 年四年間，以專業經紀商的 ROA 在三類證券商當中成長最快，表現最亮眼，而金控與綜合證券商的 93 年表現則比 92 年差。

其中 ROA 的水準以專業經紀商最高，因此在競爭激烈的環境下仍能存活下來的專業經紀商代表一定有其經營利基所在。而金控證券商 ROA 次之，綜合證券商則是最低的，推究其原因在於資產規模與 ROA 呈負相關所造成，我們知道金控及綜合證券商的資產規模皆遠大於專業經紀商，所以才會產生圖表中的結果，然而綜合證券商之規模小於金控而 ROA 卻也小於金控，故其 ROA 表現相當不理想，應該有控制成本以改善損益表現的空間。

股東權益乘數率是資產總額與股東權益的比率，該比率反映企業資產中有多少是非股東投入，而是向外部募集得來。圖 2-5 指出綜合證券商的權益乘數五年來都高於 2.3 倍，而金控證券商則由 92 年的 1.4 倍成長到 93 年的 1.78 倍。權益乘數越大，企業負債的程度越高，財務風險越大，但同時公司的財物槓桿越高。在 ROA 固定的情況下，較高財物槓桿具有擴充 ROE 的效果。金控證券商權益乘數比綜合低許多，故對其 ROE 有較不利的影響，而最低的則是專業經紀商，最近三年都在 1.3 倍以下，應該與其長期負債的籌措能力較不足有關。

圖 2-6 呈現五年期間三類證券商 ROE 表現。ROA 與 ROE 間的關係式是：

$$\begin{aligned}\text{ROE} &= \text{ROA} \times (\text{資產} \div \text{股東權益}) \\ &= \text{ROA} \times \text{股東權益乘數}\end{aligned}$$

公式指出較小的 ROA 可能因為權益乘數(A/E)較大而使得 ROE 數字變大；相反的情況也成立。

圖 2-6 中可發現 93 年 ROE 水準以專業經紀商最高，主要是專業經紀商的 ROA 近三年來表現亮麗（見圖 2-4），高於另二類證券商很多的緣故，所以即使權益乘數最低，ROE 表現還是最好。

93 年專業經紀商 ROE 等於 0.09，高於金控證券商的 0.049 與綜合證券商的 0.051。93 年綜合證券商 ROE 高於金控證券商 ROE，但綜合證券商 ROA 則低於金控證券商 ROE，其間原因就是綜合證券商的權益乘數是 2.6 倍，比金控證券商的高 1.78 倍甚多之故。這一結果顯示金控證券商若能擴大財務槓桿，提高其股東權益乘數，ROE 表現會更好。

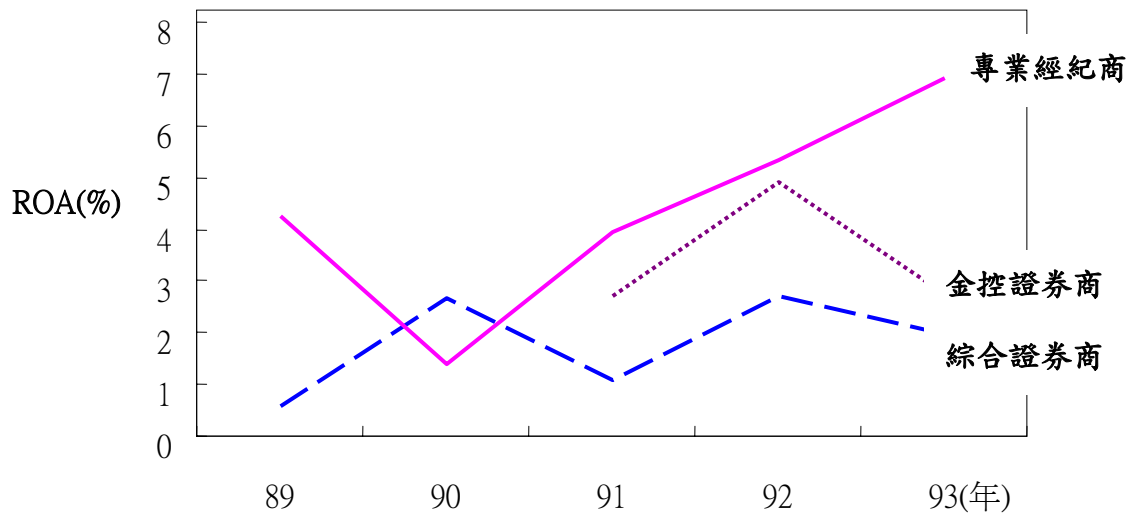
ROE 的意義在於評量企業運用股東所投注的資本，能創造出多少利潤，其數值愈高，表示公司運用資本的效率愈高。從原始數據看出，綜合證券商以及金控證券商之股東權益遠大於專業經紀商，但股東權益報酬率反而比專業經紀商 ROE 低。由此可見資本額、資產規模

大不表示 ROE 的表現會比較好；相反地，專業經紀商資本額、資產規模都小，但比綜合證券商以及金控證券商表現更好。顯示專業經紀商仍有其成長存活的意義及經營空間。

圖 2-6a、2-6b 及 2-6c 顯示 10 家金控券，其加入金控之前後的 ROE 變化，藉此探討加入金控與否對證券商表現的影響。

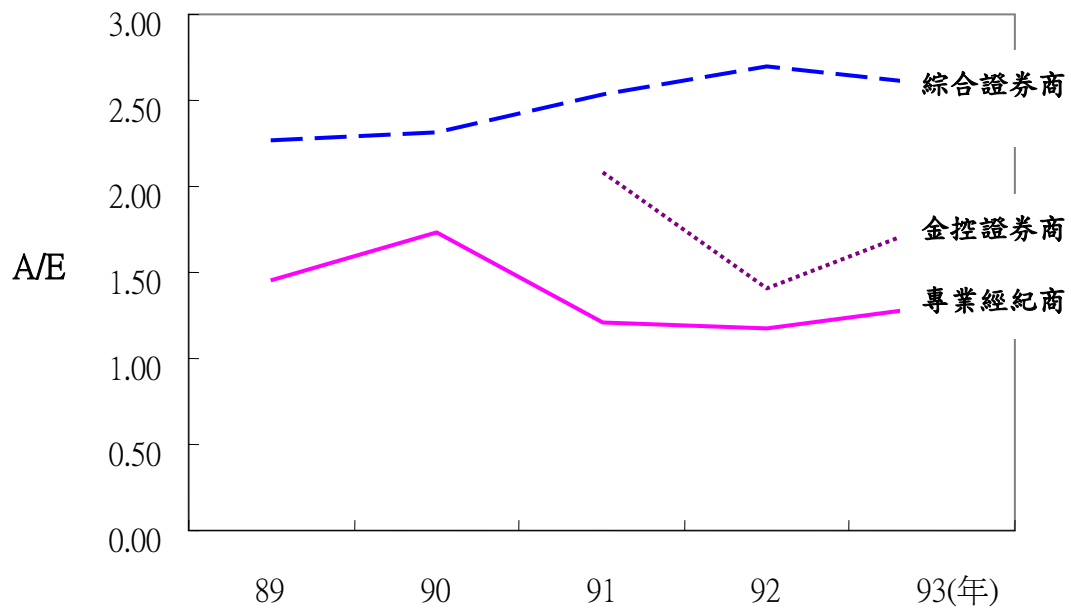
首先看到 90 年加入金控之證券商，對建華以及富邦證券影響不大，然而新壽證券 ROE 則是呈現大幅下降的趨勢；91 年中國信託、倍利國際以及玉山都由於加入金控而受惠，其 ROE 的表現呈現日漸上升的趨勢，然而日盛證券則是下降的走勢，有可能是加入金控初期，資源仍在重新整合的適應階段；92 加入金控之台証證券呈現穩定上商的趨勢，然而一銀證券卻呈現下降的趨勢，各大證券商加入金控體系之後，表現起伏不一，金控所帶來的綜效在 5 年的期間，似乎沒有很明顯的一致性效果，是值得被長期觀察的。

圖 2-4 證券商 ROA



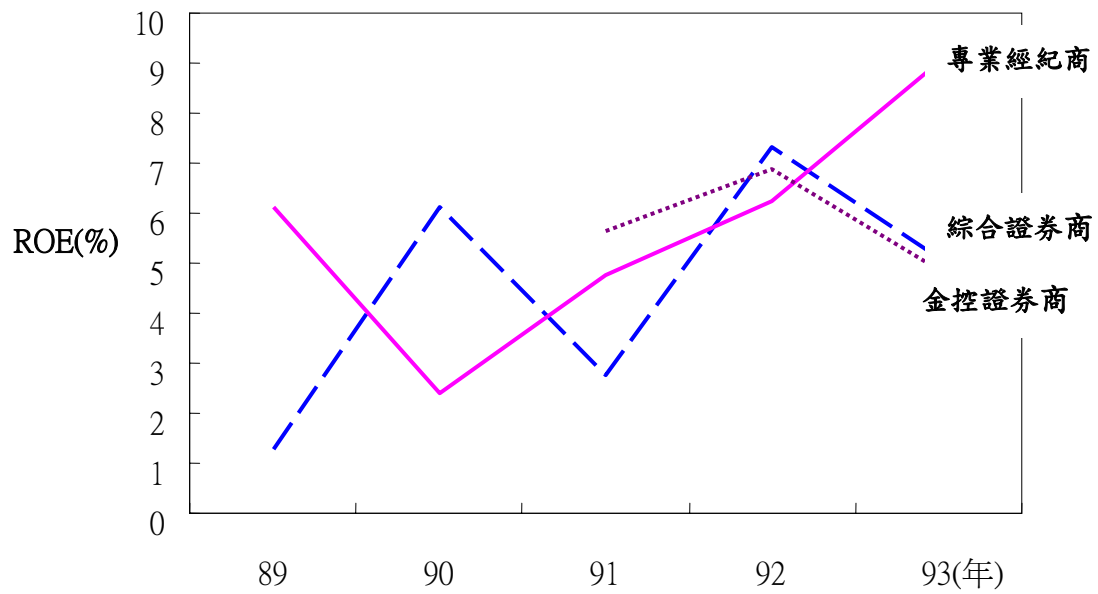
ROA 之中位數： 專業經紀商 0.0424
 金控證券商 0.0274
 綜合證券商 0.0198

圖 2-5 證券商股東權益乘數



股東權益乘數之中位數： 綜合證券商 2.5398
 金控證券商 1.7827
 專業經紀商 1.3000

圖 2-6 證券商 ROE



ROE 之中位數： 專業經紀商 0.0614
 綜合證券商 0.0514
 金控證券商 0.0564

圖 2-6a 90 年加入金控證券商之前後 ROE

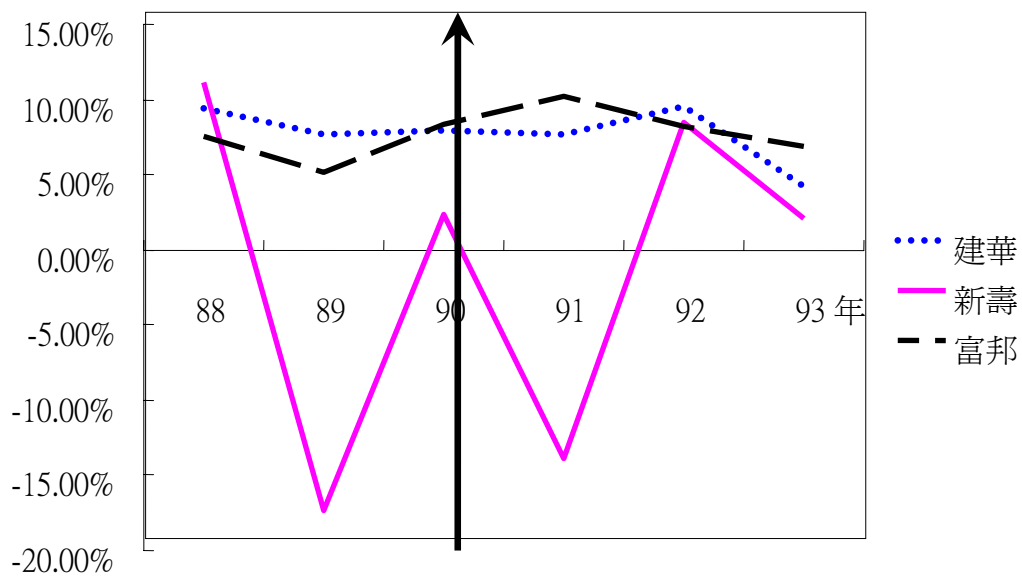


圖 2-6b 91 年加入金控證券商之前後 ROE

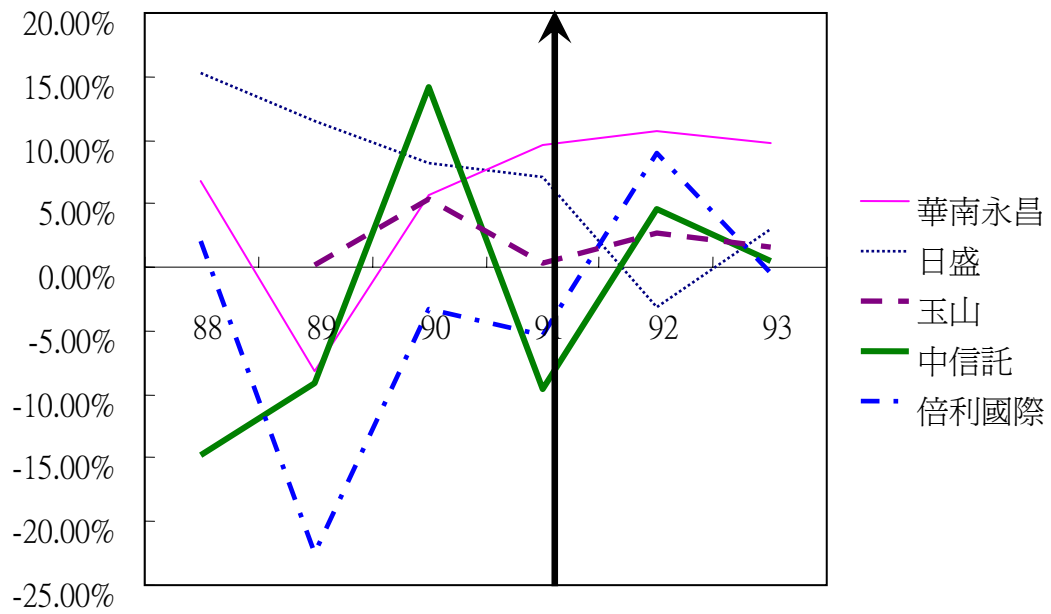
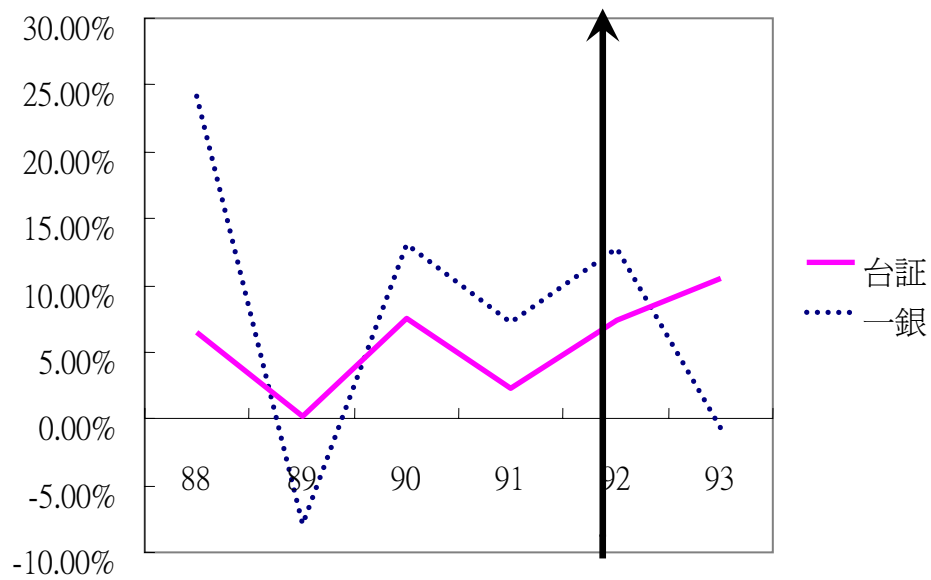


圖 2-6c 92 年加入金控證券商之前後 ROE



二、迴歸分析

經濟規模效益向來是產業各界所關切的議題，因內外各類型企業經常涉及合併、收購等整合行動的主要原因之一，就在於相信公司整併使資產規模加大，有助於產生經營綜效或經濟規模效益。此種效果是否存在，最簡捷的檢定方法在於判斷是否有所謂一加一大於二的效益存在。當資產增加一倍而利潤增加超過一倍時，一加一大於二的規模效益即存在，此時也將會有資產規模與資產報酬率存在正向關連的現象。

使用迴歸方法進行資產規模變動的利潤增減效果分析，可以使用如下公式

$$\text{利潤}_{it} = b_0 + b_1 \text{資產}_{it} + b_2 \text{金控}_{it} + b_3 \text{經紀}_{it} + \sum_{j=1}^{20} b_{qj} Q_{j,it} + U_{it}$$

當中變數下標*i*與*t*分別代表不同證券商與不同時間的觀察值。

使用民國 88 年第四季至民國 93 年第四季共 21 季資料，包含綜合證券商、經紀證券商與 91 年起陸續併入金控的證券商資料，樣本數合計有 1689 組。式中利潤與資產兩變數取其對數值， b_1 值若大於 1 表示資產增加一定百分比會帶來更大百分比利潤上升； b_1 值若等於或小於 1 則表示規模效益不存在，因為一定的規模成長只能帶來相等比例或更小幅度的利潤成長。截距 b_0 表示迴歸式中所被資產自變數解釋以外的各季與各證券商類別的平均利潤。 金控_{it} 與 經紀_{it} 是金控

證券商與經紀證券商的標示變數，也就是金控證券商的金控 $it=1$ 且經紀 $it=0$ ，而經紀證券商的標示變數值是金控 $it=0$ 且經紀 $it=1$ ，綜合證券商則出現其金控 $it=0$ 並且經紀 $it=0$ 的狀況。統計上顯著的 b_2 顯示金控證券商與綜合證券商間的平均利潤差異，顯著的 b_3 則表示經紀證券商與綜合證券商間的平均利潤差異。

迴歸式中 $Q_{1,it}$ 至 $Q_{20,it}$ 共二十個標示變數分別標記民國 89 年第四季至民國 93 年第四季共二十個季。 bq_1 至 bq_{20} 這二十個係數中任何一個 bq_j 若統計上顯著，則該 bq_j 值便是所標示季份 j 的平均利潤與做為基準的民國 88 年第四季平均利潤的差額。換句話說，當季的迴歸式截距不僅是 b_0 而應是 b_0+bq_j 。各季平均利潤水準有差異，主要是受到證券產業不同季份景氣狀況不同的影響。 U 表示誤差項，其數值顯現各樣本利潤對數值與與式中考慮因素所能解釋或預測的利潤值。

如果出現資產規模與資產報酬率間無關或成反比關係，代表規模增大造成一加一等於二或小於二的無規模效益結果出現。表面上看來，如此結果似乎主張證券商企業不需透過併購、增設據點或擴充產品線等，將增加規模當成競爭策略一環，因為如此做反而會導致資產規模效益下降。但此一結論過於簡化，因為企業擴充規模可

能有短期資產報酬率之外的長期競爭策略考量。

首先，只要規模擴充後的資產規模效益仍大於資產使用成本(即加權平均資金成長率)，則從利潤極大化的觀點而言，繼續擴充規模，雖然使平均及邊際利潤下降，但總利潤仍繼續上升。其次，雖然資產報酬率下降，但報酬率水準可能仍較其他產業為高，此時資產仍以增加在原產業配置的做法最合乎效益。

第三、企業擴充產品線與營業據點有可能是建立實質選擇的行動。若將來規模持續擴張並非有利之舉，則屆時可選擇不繼續擴張。但若擴張對永續生存發展有利，則可執行擴張的選擇權。但若無第一階段擴張，一旦形勢轉向規模效益時，企業無法從不具規模直接進入二階段的規模擴充。若隨著產業結構變遷與科技改變，是否可能使市場結構轉向寡占，甚至更極端的成為自然獨占境界。若答案肯定，屆時決定興亡的根本因素就在於規模是否比競爭對手更大。

第四，開放引入的國際性**證券商**的規模大於國內**證券商**，且此外商企業具規模經濟特性。此時政策可能允許廠商整併，限制市場競爭，甚至積極促成合併，以保障本國**證券商**免受國際**證券商**蠶食鯨吞，保有本國市場一席之地。

估計結果呈現於表 2-7, 首先 $b_1 = 0.65$ 指出利潤成長率平均僅達

資產成長率的 65%，表示規模效益不存在。二十一季中有超過一半的季份變數係數值為顯著，表示三類型證券商都受到季節景氣的影響，造成資產與利潤兩變數關係產生結構性改變的現象。金控證券商標示係數為正(0.75)，而經紀證券商類別標示係數為負(-0.76)，表示三類證券商資產規模的利潤效益排序由高到低依次是金控證券商、綜合證券商與經紀證券商。由於迴歸式中已控制了季節景氣影響，衡量資產規模的利潤效益的係數 b_1 值具有不受景氣干擾的特性。資產自變數與金控、經紀類別變數係數值都高於顯著，迴歸式的判定係數值是 61%，顯示迴歸的整體估計結果良好。

表 2-7 獲利對資產迴歸結果

樣本數：1689

變數	係數	標準差	t 檢定值	顯著值
C	1.09	0.46	2.37***	0.01
LOG(資產)	0.65	0.02	22.88***	0
金控證券商	0.75	0.15	5.01***	0
專業經紀商	-0.76	0.09	-7.79***	0
89 年第一季	0.87	0.14	6.04***	0
89 年第二季	0.19	0.15	1.20	0.22
89 年第三季	-0.55	0.22	-2.50***	0.01
89 年第四季	-1.05	0.25	-4.19***	0
90 年第一季	0.18	0.15	1.19	0.23
90 年第二季	-1.19	0.20	-5.76***	0
90 年第三季	-0.92	0.25	-3.61***	0.00
90 年第四季	0.09	0.15	0.59	0.55
91 年第一季	0.02	0.15	0.14	0.88
91 年第二季	-0.41	0.19	-2.11**	0.03
91 年第三季	-0.09	0.20	-0.48	0.62
91 年第四季	0.33	0.17	1.89**	0.05
92 年第一季	-1.36	0.22	-6.16***	0
92 年第二季	-0.70	0.17	-3.96***	0.00
92 年第三季	-0.00	0.16	-0.02	0.98
92 年第四季	-0.37	0.17	-2.11**	0.03
93 年第一季	-0.10	0.16	-0.64	0.51
93 年第二季	0.33	0.18	1.82*	0.06
93 年第三季	-0.89	0.19	-4.48***	0
93 年第四季	-0.82	0.20	-4.02***	0.00
Adjusted R-squared	0.61	Mean dependent var		10.04
S.E. of regression	1.24	S.D. dependent var		2.00

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

表 2-8 收入對資產迴歸結果

樣本數：2431

變數	係數	標準差	t 檢定	機率
C	2.04	0.23	8.62	0
LOG(資產)	0.68	0.01	46.36	0
金控證券商	0.7	0.07	8.96	0
專業經紀商	-0.34	0.04	-6.91	0
90 年第一季	0.44	0.08	5.11	0
90 年第二季	0.03	0.08	0.40	0.68
90 年第三季	-0.36	0.08	-4.12	0
90 年第四季	-0.57	0.08	-6.37	0
91 年第一季	0.02	0.08	0.33	0.74
91 年第二季	-0.70	0.09	-7.70	0
91 年第三季	-0.63	0.09	-7.04	0
91 年第四季	-0.10	0.09	-1.13	0.25
92 年第一季	-0.01	0.09	-0.20	0.83
92 年第二季	-0.41	0.09	-4.48	0
92 年第三季	-0.66	0.09	-7.19	0
92 年第四季	-0.51	0.09	-5.39	0
93 年第一季	-0.64	0.09	-6.77	0
93 年第二季	-0.53	0.09	-5.51	0
93 年第三季	-0.19	0.09	-1.96	0.04
93 年第四季	-0.32	0.09	-3.23	0.00
94 年第一季	-0.40	0.09	-4.14	0
94 年第二季	0.19	0.09	1.94	0.05
94 年第三季	-0.59	0.09	-5.99	0
94 年第四季	-0.60	0.10	-6.07	0
Adjusted R-squared	0.74	Mean dependent var		11.27
S.E. of regression	0.79	S.D. dependent var		1.59

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

圖 2-7 全體證券商收入與獲利季變數走勢

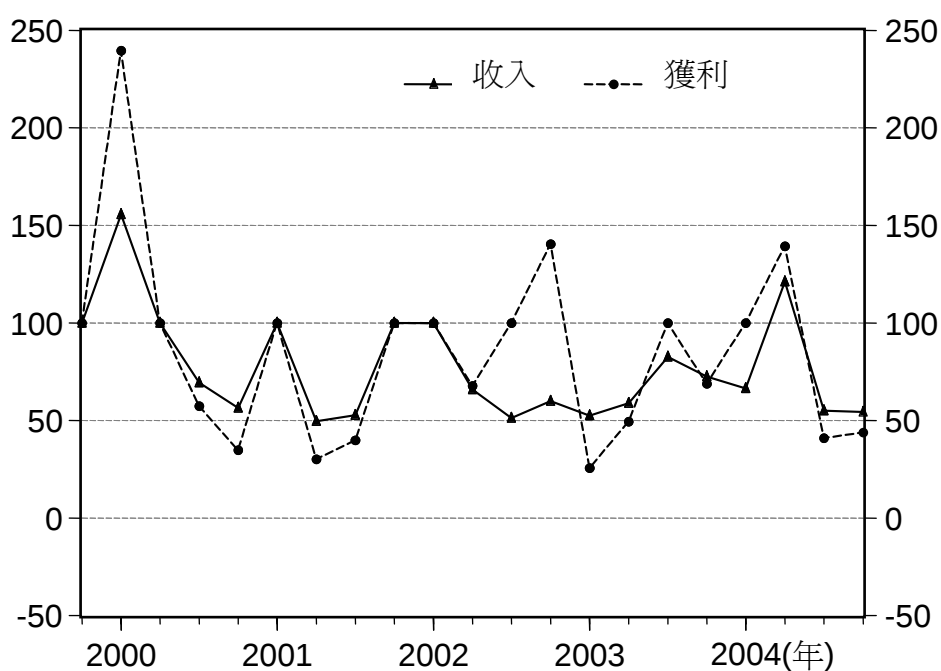


圖 2-7 顯示迴歸式中季份變數係數值，也就是 bq_0 至 bq_{20} ，所指出的各季相對營收與獲利水準。代表利潤的實線，其數值來自之前的迴歸式，代表證券商收入的虛線則來自資產規模的收入效益迴歸式

$$\text{收入}_{it} = b_0 + b_1 \text{資產}_{it} + b_2 \text{金控}_{it} + b_3 \text{經紀}_{it} + \sum_{j=1}^{20} bq_j Q_{j,it} + U_{it}$$

式中的季份變數係數。此迴歸式不是此處討論的重點，但迴歸結果列於表 2-8 中做為參考。

將迴歸式中做為基準的 88 年第 4 季截距 b_0 乘上 $100/b_0$ 使之標準化為 100，其他各季的截距則可由

$$(b_0 + bq_j) \times (100 \div b_0)$$

計算求出。當 bq_j 不顯著時，該季的數值就與基準季份的 100 相同。

圖 8 顯示，從 89 年第三季起連續九季的營收與獲利水準都比啟始基準要差。另外還可看出獲利的波動程度大於營收波動性，在產業經營普遍使用營業與財務槓桿的情況下，這似乎是必然的現象。

圖 2-8 三類證券商資產與利潤之關聯

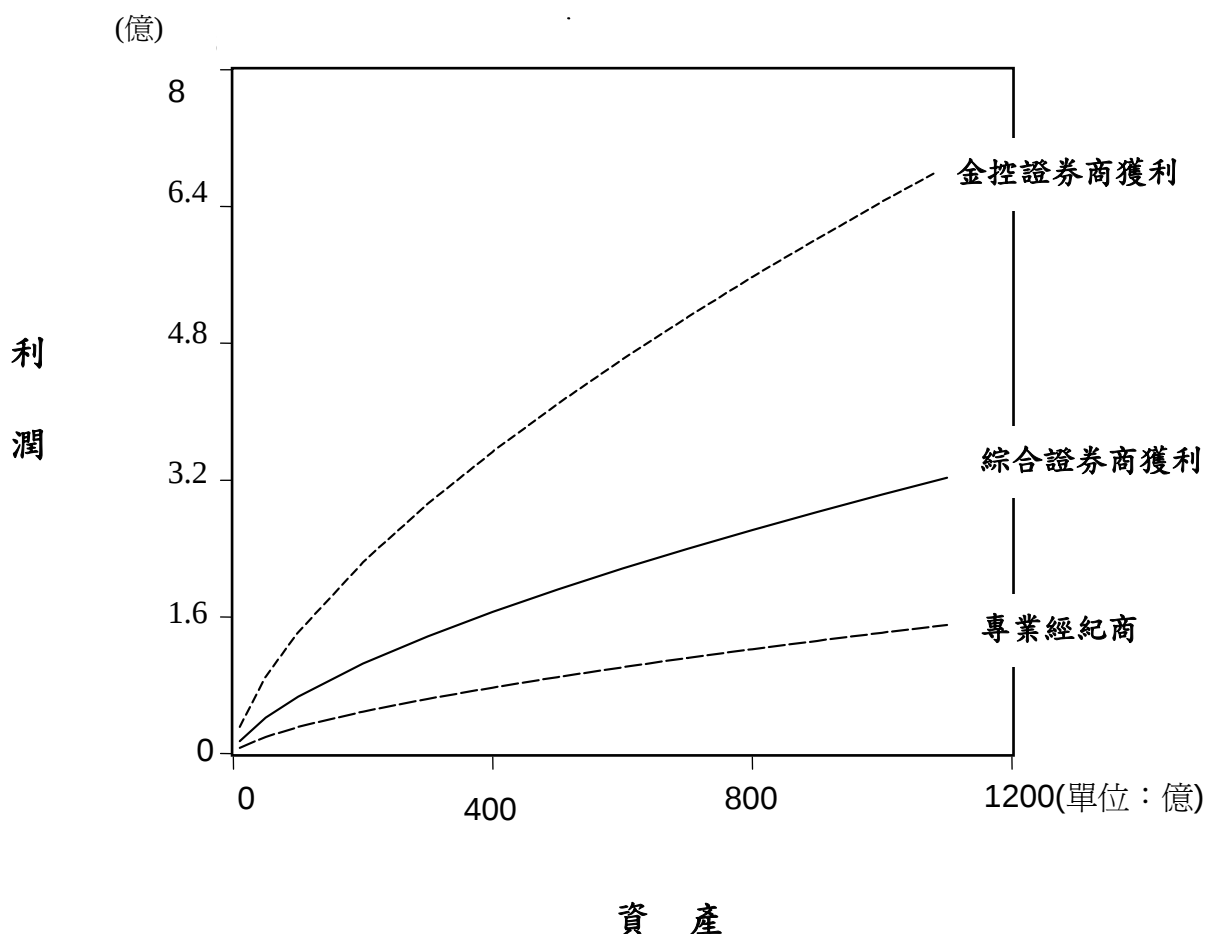


圖 2-8 將資產規模的利潤效益分三類證券商個別描繪，依據的

是迴歸式估計所得的資產利潤關連：

$$\text{綜合證券商：} \quad \log(\text{獲利}) = 1.09 + 0.65 \log(\text{資產})$$

$$\text{金控證券商：} \quad \log(\text{獲利}) = (1.09 + 0.75) + 0.65 \log(\text{資產})$$

$$\text{經紀證券商：} \quad \log(\text{獲利}) = (1.09 - 0.76) + 0.65 \log(\text{資產})$$

再取指數以還原資產與利潤間的非線性關係：

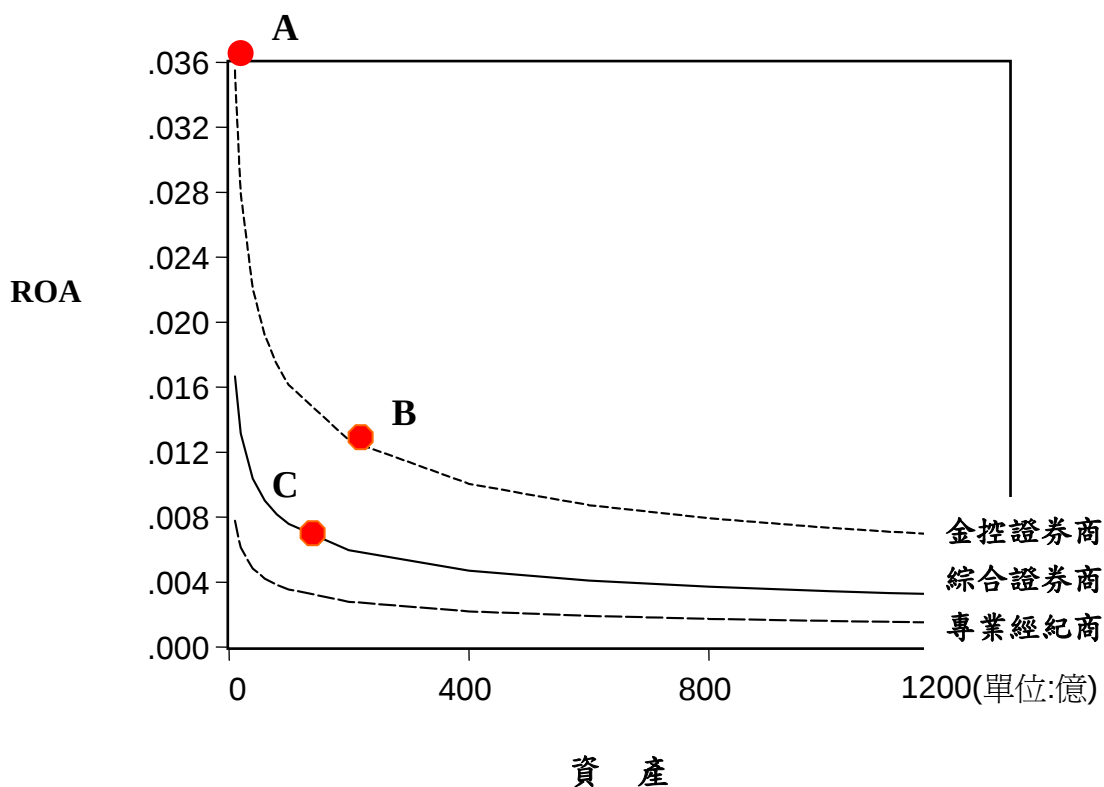
$$\text{綜合證券商：} \quad \text{獲利} = e^{1.09} \times \text{資產}^{0.65}$$

$$\text{金控證券商：} \quad \text{獲利} = e^{1.84} \times \text{資產}^{0.65}$$

$$\text{經紀證券商：} \quad \text{獲利} = e^{0.35} \times \text{資產}^{0.65}$$

圖 2-8 呈現的是迴歸分析所得金控證券商的規模利潤效益比綜合證券商高，綜合證券商又比經紀證券商好的結果。三條規模效益曲線的斜率都隨規模增加而變小，印証證券產業普遍不具備規模的利潤效益之現象。

圖 2-9 資產規模與 ROA 關係圖



根據圖 2-8 相關的公式可以進一步計算三證券商類別 ROA (= 獲利÷資產) 與資產規模關係，根據的公式是

$$\text{綜合證券商：} \quad \text{獲利} = e^{1.09} \times \text{資產}^{-0.35}$$

$$\text{金控證券商：} \quad \text{獲利} = e^{1.84} \times \text{資產}^{-0.35}$$

$$\text{經紀證券商：} \quad \text{獲利} = e^{0.35} \times \text{資產}^{-0.35}$$

再將公式對應的線圖繪示於圖 2-9。

首先，金控證券商 ROA 曲線位置最高，綜合證券商次之，經紀證券商最低。但這並不表示過去幾年來三類證券商的實際差異型態如此。因經紀證券商的規模在 93 年平均只有 5.75 億，因此所處於最低 ROA 曲線的極左上端，如圖 2-9 中的 A 點。對應於證券商類別各

自的平均規模，金控證券商與綜合證券商的相對位置可分別由 B 與 C 點表示。

如此則呈現經紀證券商 ROA 最高，金控證券商次之，綜合證券商最低的排序，也與圖 2-4 中顯現三類證券商 ROA 的排序結果一致。雖然經紀證券商 ROA 最高，但其規模小、市佔率低，在未來產業經營環境若因技術演化或其他因素而產生改變，屆時能不能繼續穩住客戶、永續經營，是值得經紀證券商未雨籌謀的課題。

圖 2-9 另外呈現一項金控證券商與綜合證券商的 ROA 對照表現；兩者的資產規模差距並不太大，但 ROA 表現則有顯著差別，背後因素值得探討。是否屬於金控成員的證券商都得以享有金控集團內部綜合資源、分攤共同成本、便利交叉行銷、沾享集團商譽與多營業據點提供客戶便利上的優勢，造成金控證券商與綜合證券商之間規模效益之差異。兩類證券商間未來的表現差異會縮小、持續、或甚至擴大嗎？目前的表現差異是否意味金控化而非規模擴充才是綜合證券商的正確因應策略？

接下來探討三類證券商的 ROE 表現與資產規模間的關聯。在維

持固定權益乘數假設下，三類證券商的 ROE 與資產規模關聯線圖會與圖 2-9 中 ROA 與資產規模關聯線圖型態類似。此原理可由以下關係式得到

$$\begin{aligned}\text{ROE} &= \text{ROA} \times \text{權益乘數} \\ &= \text{ROA} \times (\text{資產} \div \text{股東權益})\end{aligned}$$

假定某類證券商的 ROA 表現劣於另一類證券商，要使前者 ROE 表現能優於後者的必要條件是前者的權益乘數要更高於後者。

但一般而言，ROA 表現較差廠商的擴張權益乘數能力要低於 ROA 表現較優廠商，此外基於金融市場安定考量，法令上對資本適足性都有嚴格要求，證券商擴充權益乘數的程度相當有限。除非三類證券商的權益乘數會隨資產規模不同而有很大的改變，才可能出現三類證券商的 ROE 與資產關連線圖不同於圖 2-9 中 ROA 曲線形態的結果，否則三類證券商的 ROE 與資產規模關連線圖應會與圖 2-9 中 ROA 分佈形態類似。至於三類證券商實際的 ROE 位置與圖 2-9 中的 A、B、C 點（或圖 2-4 中 ROA 表現）顯示的排序稍有不同，應當會出現如同圖 2-6 所示的經紀證券商 ROE 最高、綜合證券商第二、金控證券商 ROE 最低的結果。綜合證券商之所以 ROA 低於金控證券商，但 ROE 高於金控證券商，是因為綜合證券商的權益乘數是 2.6 倍，比金控證

券商的高 1.78 倍甚多的緣故。

表 2-13 與 2-14 顯示十大家金控證券商與二十大綜合證券商 92 與 93 兩年的相對獲利表現，供做證券商評估本身資產報酬率表現的參考。相對表現數字是實際獲利與預期獲利間的差額百分比，而預期獲利是根據前述利潤與資產的迴歸式來決定，也就是將證券商所屬類別、季份、資產規模與對應的迴歸式係數相乘並加總得來：

$$\text{預期獲利}_{it} = \hat{b}_0 + \hat{b}_1 \text{資產}_{it} + \hat{b}_2 \text{金控}_{it} + \hat{b}_3 \text{經紀}_{it} + \sum_{j=1}^{20} \hat{b}_{qj} Q_{j,it}$$

再將四季預期獲利加總就得到年度預期獲利數字，再由以下公式：

相對獲利表現(%) = $100 \times (\text{實際獲利} - \text{預期獲利}) \div \text{預期獲利}$
求出相對獲利表現。相對獲利表現為正值表示該證券商實際之產報酬率比所屬證券商類別內各家證券商平均資產報酬率要好。

表 2-13 指出有四家金控證券商 92、93 兩年的相對表現都優於平均值，當中以建華證券的正值最大而且穩定。五家金控證券商兩年的相對表現都是負值，且以日盛證券與一銀證券的負值較大。表 2-14 指出有七家綜合證券商 92、93 兩年的相對表現都呈現負值，當中以吉祥證券與德的相對表現較差。八家綜合證券商兩年的相對表現優於平均值，其中又以亞東證券、美商亞林與台灣工銀證券三家正值最大。

小結

迴歸分析有助於檢驗證券商資產規模的利潤效益，最主要的發現是資產增加不能帶來等比例的利潤成長，也就是對利潤效益而言，資產規模並沒有一加一大於二的效益。其次，就三類型證券商討論，規模增加時，金控證券商的利潤成長幅度最高、綜合證券商次之、專業經紀商最低。再者，由於專業經紀商的平均資產規模要小於金控證券商與綜合證券商許多，故三類型證券商的 ROA 表現，事實上是專業經紀商最好、金控證券商第二、綜合證券商第三。最後，估計的迴歸式可以用來計算證券商的預期利潤，再與實際的利潤相比，就可以評估證券商使用資產創造利潤的能力是優或劣於平均證券商表現。

Total	89	90	91	92	93
家數	148	139	122	110	103
本期收入	183,832,969	133,728,828	128,160,222	142,965,429	175,951,303
本期支出	177,292,289	110,878,867	113,682,714	113,464,603	152,802,241
本期損益	6,540,680	22,849,961	14,477,508	29,500,826	23,149,062
資產	830,998,094	887,290,642	908,153,317	869,972,593	963,249,705
實收資本額	278,607,111	293,031,999	294,459,172	295,244,953	311,654,067
股東權益	379,128,450	391,402,986	391,462,626	416,430,724	438,878,136
PM	0.036	0.171	0.113	0.206	0.132
ATO	0.22	0.15	0.14	0.16	0.18
ROA	0.0079	0.0258	0.0159	0.0339	0.0240
A/Q	2.1919	2.2669	2.3199	2.0891	2.1948
ROE	0.0173	0.0584	0.0370	0.0708	0.0527
A/firms	5,614,852	6,383,386	7,443,880	7,908,842	9,351,939

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

附表 2-10 綜合證券商圖表數據資料

(單位:千元)

General	89	90	91	92	93
家數	63	61	45	38	36
本期收入	166,788,395	122,010,540	83,152,191	72,638,011	92,231,059
本期支出	162,318,202	99,891,946	76,100,885	56,058,265	79,972,464
本期損益	4,470,193	22,118,594	7,051,306	16,579,746	12,258,595
資產	782,124,981	834,917,090	648,912,645	609,303,181	618,783,458
實收資本額	253,258,885	269,222,334	193,929,104	158,570,917	168,261,183
股東權益	345,399,243	361,078,972	255,497,162	226,101,058	238,487,772
PM	0.0268	0.1813	0.0848	0.2283	0.1329
ATO	0.21	0.15	0.13	0.12	0.15
ROA	0.0057	0.0265	0.0109	0.0272	0.0198
A/Q	2.2644	2.3123	2.5398	2.6948	2.5946
ROE	0.0129	0.0613	0.0276	0.0733	0.0514
A/firms	12,414,682	13,687,165	14,420,281	16,034,294	17,188,429

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

附表 2-11 專業經紀商圖表數據資料

(單位:千元)

Trade	89	90	91	92	93
家數	85	78	68	59	53
本期收入	17,044,574	11,718,288	11,380,630	10,203,777	11,209,242
本期支出	14,974,087	10,986,921	10,073,783	8,553,375	8,827,297
本期損益	2,070,487	731,367	1,306,847	1,650,402	2,381,945
資產	48,873,113	52,373,552	33,293,406	30,897,785	34,387,202
實收資本額	25,348,226	23,809,665	20,710,372	18,393,885	16,897,263
股東權益	33,729,207	30,324,014	27,516,198	26,437,074	26,452,455
PM	0.12147	0.06241	0.01675	0.1620	0.2120
ATO	0.35	0.22	0.34	0.33	0.33
ROA	0.0424	0.0140	0.0393	0.0534	0.0693
A/Q	1.4490	1.7271	1.2100	1.1687	1.3000
ROE	0.0614	0.0241	0.0475	0.0624	0.0900
A/firms	574,978	671,456	489,609	523,691	648,815

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

附表 2-12 金控證券商圖表數據資料

(單位:千元)

Holdings	91	92	93
家數	9	13	14
本期收入	33,627,401	60,123,641	72,511,002
本期支出	27,508,046	48,852,963	64,002,480
本期損益	6,119,355	11,270,678	8,508,522
資產	225,947,266	229,771,627	310,079,045
實收資本額	79,819,696	118,280,151	126,495,621
股東權益	108,449,266	163,892,592	173,937,909
PM	0.1820	0.1875	0.1173
ATO	0.15	0.26	0.23
ROA	0.0271	0.0491	0.0274
A/Q	2.0834	1.4020	1.7827
ROE	0.0564	0.0688	0.0489
A/firms	25,105,252	17,674,741	22,148,503

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

附表 2-13 Top 證券商獲利相對表現-金控證券商

編號	公司名稱	年度	實際獲利	預期獲利	相對表現
金控證券商					
1160	日盛	93	552455	981183.5	-43.70%
		92	-562868	1156507.44	-148.67%
5090	華南永昌	93	989200	636792.33	55.34%
		92	947542	848662.63	11.65%
5380	一銀	93	-38323	2363869.4	-101.62%
		92	502979	776064.58	-35.19%
5510	建華	93	939793	275574.52	241.03%
		92	2154921	1370423.45	57.24%
6160	中信託	93	23471	396774.3	-94.08%
		92	252086	471231.24	-46.50%
7000	倍利國際	93	-77036	384093.64	-120.06%
		92	1413151	1077645.9	31.13%
8690	新壽	93	92123	1106292.7	-91.67%
		92	377184	629620.53	-40.09%
8840	玉山	93	53031	269858.2	-80.35%
		92	86211	443969.1	-80.58%
9400	台証	93	2055213	552709.74	271.84%
		92	1302618	1289110.549	1.05%
9600	富邦	93	2187034	1639226.8	33.42%
		92	2568589	1738900.2	47.71%

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

附表 2-14a Top 證券商獲利相對表現-綜合證券商

編號	公司名稱	年度	實際獲利	預期獲利	相對表現
綜合證券商					
1090	台灣工銀	93	432530	76694.913	463.96%
		92	658737	299525.16	119.93%
1190	第一	93	51880	1049108.5	-95.05%
		92	601976	325491.12	84.94%
1260	吉祥	93	-578067	231593.43	-349.60%
		92	2060	234989.57	-99.12%
1440	美商美林	93	404792	95583.3	323.50%
		92	232161	77191.28	200.76%
2180	亞東	93	813236	37159.362	2088.51%
		92	1062607	241961.662	339.16%
5050	大展	93	349126	448205.69	-22.11%
		92	119420	263851.57	-54.74%
5180	太平洋	93	-228466	102882.03	-322.07%
		92	127831	288704.42	-55.72%
5260	大慶	93	213636	514391.03	-58.47%
		92	301170	294847.55	2.14%
5270	群益	93	1474341	349101.54	322.32%
		92	865017	648793.46	33.33%
5650	中信	93	2114128	1142123.2	85.11%
		92	1700426	804606.18	111.34%

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

附表 2-14b Top 證券商獲利相對表現-綜合證券商

編號	公司名稱	年度	實際獲利	預期獲利	相對表現
專業經紀商					
5820	金鼎	93	-430188	1259142.4	-134.17%
		92	68626	615307.31	-88.85%
5850	統一	93	1380063	746979.12	84.75%
		92	1908364	730645.01	161.19%
5920	元富	93	1179239	937055.7	25.85%
		92	1419193	770074.11	84.29%
6530	大眾	93	194545	141189.66	37.79%
		92	102042	180004.74	-43.31%
6910	德信	93	14064	277330.15	-94.93%
		92	-547995	168795.21	-424.65%
7030	致和	93	307329	1034928.1	-70.30%
		92	144567	301326.25	-52.02%
8450	康和	93	318020	98119.26	224.12%
		92	235020	257207.42	-8.63%
8890	大和國際	93	114148	308625.51	-63.01%
		92	100611	222151.74	-54.71%
9700	寶來	93	1026787	1237220.7	-17.01%
		92	1078620	828624.79	30.17%
9800	元大京華	93	2078903	1236964.7	68.06%
		92	5930899	1225909.6	383.80%

資料來源：”證券基金會”之證券商經營損益分析資料

第三章 券商設點邏輯及法規建議

壹、券商的演進簡史

民國 74 年後期，台灣的經濟開始有逐漸壯大的趨勢，景氣也逐漸呈現長久的旺盛氣勢，不但投資人在券商的開戶數量有著驚人的成長，且因媒體曾以「台灣錢淹腳目」來形容鉅量游資，使台灣股市邁進長達數年的空前大多頭行情，當時 28 家證券經紀商當中，尤其在專業經紀商的營業處所，當行情趨堅時，平日一開市就人潮洶湧，大廳內人人面對著電動行情揭示版或電視牆，座無虛席的場面自不待言，就連營業櫃檯前面及大廳座位席後面與左右二邊都擠滿了男男女女，加上營業櫃檯上源源不斷的電話委託買賣，可想像家家券商生意興隆及財源滾滾的景象，也因此促成政府與潛在業者取得共識，即應開放證券交易所開業以來維持不變的經紀商「特許」牌照之慣例以吸引更多業者加入市場，學者專家認為自由競爭才能提升證券業界的服務品質，於是在 77 年元月依總統令修正公佈的「證券交易法」，將券商制度從特許制改為許可制。

主管機關又依該法於民國 77 年五月及七月先後公佈實施「證券商設置標準」與「證券商管理規則」，五月十九日起接受設立證券商申請，並取消過去不得兼營承銷商與自營商的限制，從此證券商牌照乃按此一設置標準。依照證券商設立標準第三條，限定證券商以

股份有限公司的型態，將最低實收資本額分為三種：承銷商之資本額為新台幣四億元，經紀商為二億元，自營商為四億元，這比起截至民國 66 年規定的經紀商最低資本額為新台幣一千萬元，自營商資本額為一億元，已提高甚多，凡包辦以上三種業務者又稱為「綜合證券商」。由證券商設置標準第十四條，兼營證券業的銀行最多只能在承銷、自營及經紀這三種業務之中選擇其二。至於設立分公司，則重新規定每增設一家需增加資本額新台幣三千萬元。

表 3-1、歷年證券商總公司及分公司據點數

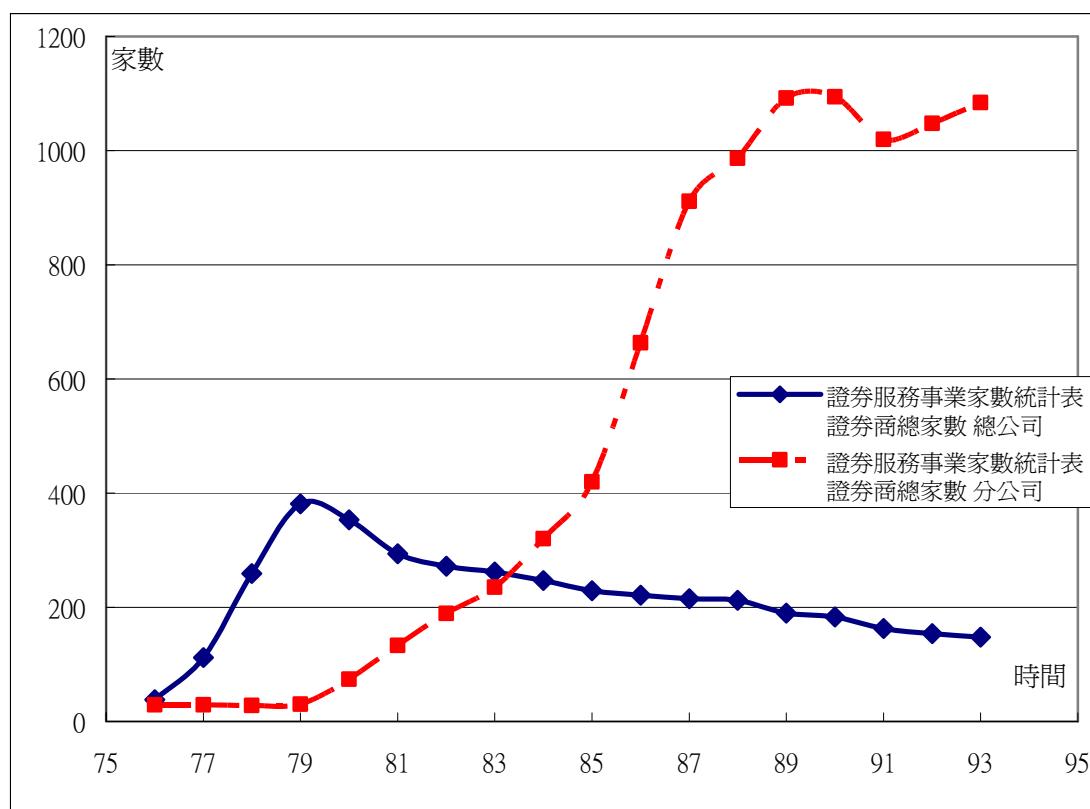
年度	證券商總家數		經紀商	自營商	承銷商
	總公司	分公司			
76	38	29	28	10	22
77	112	29	102	18	30
78	259	28	250	31	41
79	381	30	371	37	60
80	353	74	340	55	61
81	294	133	277	68	59
82	272	189	254	68	57
83	262	235	245	72	57
84	247	320	232	72	55
85	229	420	212	79	58
86	221	663	199	95	71
87	215	911	188	101	81
88	212	987	184	112	84
89	190	1,092	158	105	75
90	183	1,094	151	105	75
91	163	1,020	125	97	66
92	154	1,048	114	95	59
93	148	1,084	108	96	57

資料來源：證期局

而截至民國 76 年尚未開放證券商設立時，證券經紀商共有二十八家，其中專業的證券公司與兼營的銀行信託部或儲蓄部各佔一半，而分公司及兼業相關分行共有二十九家，另有八家自營商(兼承銷商)為信託投資公司。77 年五月開始受理新申請案之後，證券商經營進入戰國時代；新加入者如雨後春筍般紛紛成立，至該年年底一下子就增加為 112 家，這時總公司也不再限於台北市，全台各縣市均可設立總公司，總公司家數在 78 年底增為 259 家，79 年底更到達最高峰的 381 家，只是好景不常，在 79 年時行情急轉直下，到了 80 年年底時有大量的證券商或消失、或遭到併購而減為 353 家。

歷年消長可見表 3-1 及圖 3-1。

圖 3-1、歷年總公司及分公司據點數趨勢圖



資料來源：證期局

到了民國 80 年代初期，由於自民國 79 年加權股價指數 12495 點的雲端摔落至 2500 點左右，整個證券市場走入盤旋調整期，經紀業務市場也開始縮編與整併，由圖 3-1 中我們可以看見總公司家數在 79 年之後即不斷減少，直至目前仍沒有增加的趨勢，但是分公司的家數卻不斷的向上攀升，許多現在的大證券商在這段股市蕭條的時間大舉擴充據點，例如元大在 81 年合併春元及三元證券公司，其後再相繼受讓友信、淡信、順順、大新、元帥等證券公司之財產設備與營業權。當年度先後設立永和、城中、台南、高雄、屏東、淡水、天母、新莊、桃園等分公司，營業據點增為十個。目前的大證券商有很多就是在那個時候擴展自身勢力，奠定往後大型化經營規模的基礎。

民國 80 年政府開始以積極的態度，逐次放寬外國專業投資機構投資台股的規範尺度，並開放外國證券商設立台北分公司，而此舉在當時對股市產生少許正面作用。民國 83 年三月初，政府放寬外資投資台股總額度提高至 100 億美元，八月核准新增八家外國證券商設立台北分公司。政府開放外資進入股市，雖與當年實業生產的投資性質不同，但外資法人在投資上的專業也逐漸影響往後的台灣股市，不管是對市場的看法或是投資的手法均有正面的影響，對當時市場的想法與觀念帶來了重大改變的契機。而在民國 80 年代期間共

二次重登萬點行情之後，散戶再度遭到空頭洗禮逐漸退出市場之時（見表 3-2），外資與國內法人佔市場的成交比重逐年增加、自然人所佔比重逐年下滑，市場的結構在逐年改變當中。

表 3-2、客戶類別比重改變表

年度	本國法人(%)	僑外法人(%)	本國自然人(%)	僑外自然人(%)
76	5.4	0.3	94.3	0
77	2.1	0.1	97.8	0
78	-	-	-	0
79	3.3	0	96.7	0
80	3	0.1	96.9	0
81	3.6	0.1	96.1	0.2
82	5.4	0.5	94.1	0
83	5.8	0.7	93.5	0
84	6.7	1.4	91.9	0
85	8.6	2.1	89.3	0
86	7.6	1.7	90.7	0
87	8.6	1.6	89.7	0.1
88	9.4	2.4	88.2	0
89	10.3	3.6	86.1	0
90	9.7	5.9	84.4	0
91	10.1	6.7	82.3	0.9
92	11.5	9.4	77.8	1.3
93	11.6	10.9	75.9	1.6

資料來源：證期局（民國 78 年無資料）

民國 85 年起，政府更陸續放寬外資限制，也陸續採取金融寬鬆措施，所以市場逐漸活絡了起來。至民國 86 年，網際網路逐漸風行，大信證券為台灣第一家為投資人開辦網路下單業務者，而除了在線上交易之外，同時也提供盤中指數分析，及時成交查詢、集保庫存查詢、以 E-mail 提供成交回報等服務，隨後許多證券商也陸續跟

進，逐漸增強系統功能。在加強線上服務的過程中，許多證券商在電子交易平台上提供一般投資大眾以往只有大戶享有的服務，例如提供研究報告、盤前訊息、技術線圖查詢等等…，證券商這一系列的努力讓電子交易的比重逐年增加，也慢慢的改變了散戶的看盤習慣。

民國 89 年三月二十日，陳水扁先生當選中華民國第十屆總統，股市隨之開始慶祝行情，由當年的 8500 點起漲回到萬點，但旋之開始跌落，開始進入了台股的重挫低迷期，而這個股市寒冬也讓許多體質較弱的證券商不是被併購為分公司就是停止營業，這時候許多有規模的證券商再度掀起了一波合併風潮，如元大併京華、富邦七合一、寶來四合一、群益連併四家證券商等…，證券商市佔排名時有更動，而在進行合併之後，證券商的資本額與時俱增，一家大型證券商的資本額已不輸給一家中型銀行，大者恆大且壓迫到小型業者生存空間的競爭態勢已經很明顯了。

民國 90 年十一月，金控法正式開始實施，金融機構紛紛尋求合作對象結為金控公司，至今台灣有十四家金控公司，而金控底下多有證券商為其子公司，而券商更運用其母公司的豐厚資源來進行併購擴點的工作，而在現行的法令規範下，尚未加入金控的證券商亦想辦法與銀行合作或乾脆加入金控，使得經紀業務版圖大洗牌，潮

流已漸漸走向大者恆大之局面¹⁵。而在現今金控公司整合旗下子公司資源，以證券商的財務工程技術研發新產品、靠銀行的執照以及通路優勢來進軍財富管理市場的趨勢已然成形，尚未加入金控的金融機構—即使是大證券商也逐漸感到生存的空間受到壓迫，而主管機關在考量市場公平性之下也逐漸將法令鬆綁，未來，若證券商亦可經營財富管理業務，以目前證券商在財務工程方面研發產品的優勢，和過去所佈建的經紀通路來做產品的銷售這二相搭配之下，經紀業務會鹹魚翻身再次成為券商的金雞母。

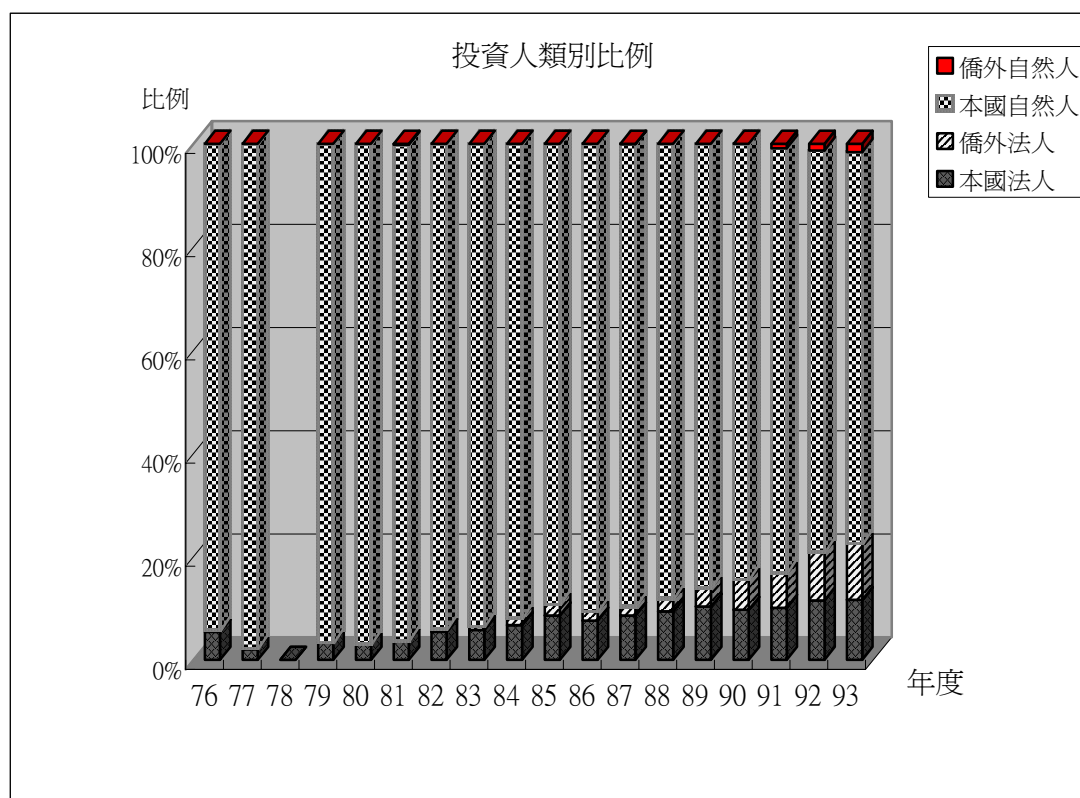
¹⁵本章參考 殷戲 彭光治著 早安財經文化出版社

貳、經紀業務目前經營的困境

經紀這一塊業務，隨著客層的變化而有不同的經營手法，以往股市走大多頭的時代是以散戶為主體，這時候每間號子人潮洶湧，營業員接單不暇，此時經紀業務的經營策略是以搶市佔率為主，擴點最主要考量的因素在於該地的民眾資金雄厚程度，最簡易的觀察指標就是看當地的金融機構數目多寡，然後再依照調查出來的市佔結果來決定設立地點與否。其實在那個股市狂飆的時代，就算當地已經有很多同業也不在乎，那個人人有肉吃的時代，幾乎有開點就會賺錢，所以各分公司如雨後春筍一般紛紛設立，也種下日後過度競爭的惡因。

而政府逐步開放外資進入台股，外資專業的投資手法影響下使得本土法人開始學習外資對資本市場進行客觀而理性的分析的專業投資手法，一般散戶在無分析龐大資料的能力以及雄厚資金操作下漸漸退場，法人在有資源優勢之下漸漸興起，而且散戶在歷經多次空頭洗禮之下逐漸退場，這樣子的客層結構的鉅變(詳見圖 3-2)是經紀業務面臨經營困境的第一個要考慮的因素。

圖 3-2、投資人類別比例

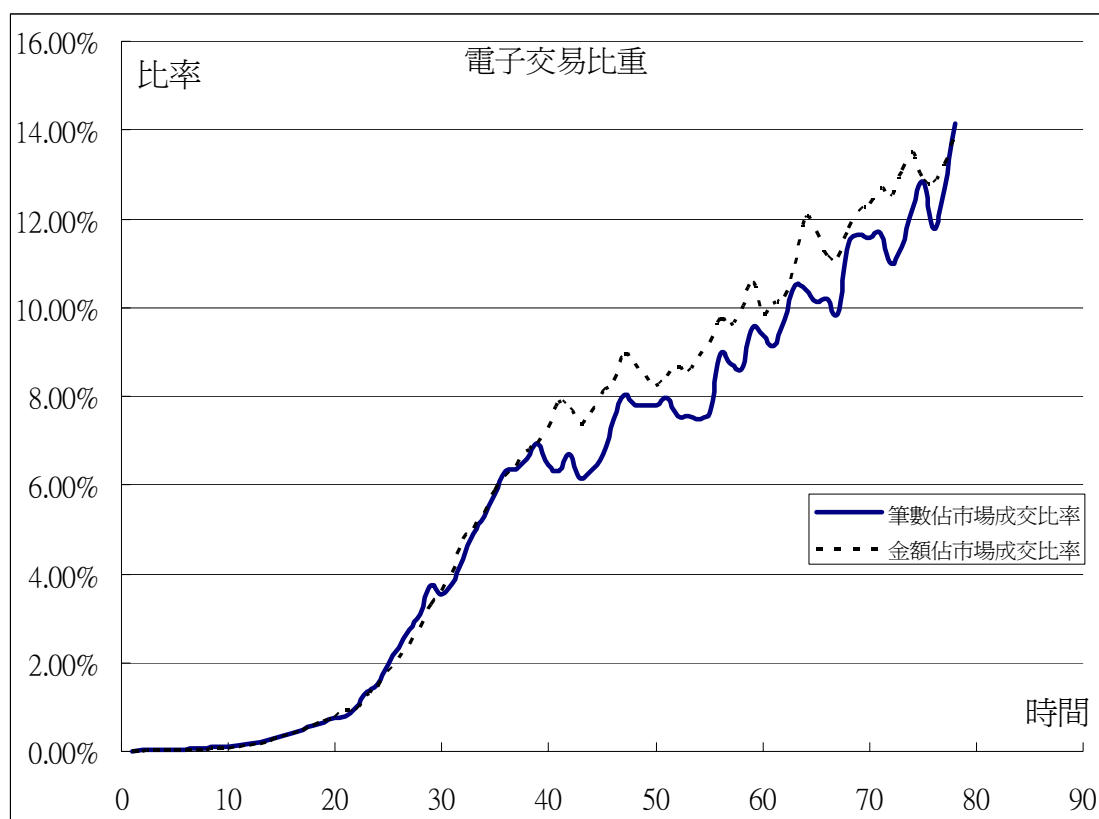


資料來源：證期局

第二個要考慮的因素就是下單的方式，從過去大多為現場單、至後來的電話下單到現在的網路電子交易，下單的模式改變也影響到經紀業務的經營模式，證券商目前在網路平台上所能提供的功能其實已經超過現在號子電視牆所能提供的，加上有不少證券商在網路下單平台上會提供盤前訊息、研究報告、盤中新聞、技術線圖等其他加值服務，在下單的介面也可以自定自己的投資組合、價格警示等等…，這些以往非常昂貴的看盤、解盤軟體變成免費，散戶能夠取得決策依據的資料日漸豐富，所以在服務日趨精緻、網際網路又非常便利與電子交易安全度大幅提升的情況之下，投資人的下單習

慣漸漸改變，也使得網路交易的開戶數及成交金額在市場中所佔比例逐漸升高(詳見圖 3-3)

圖 3-3、電話交易與網路交易佔市場比率



資料來源：我國網路券商發展現況與營運績效之研究 張志暉 民國 93 年 7 月

再來就是市場飽和之後的競爭。先單純以單點市佔與來看，台灣目前共有 1081 個據點，而到 93 年年底為止共有一千三百七十二萬餘戶的證券戶頭，就初步的這些數據來看，每個據點之間的競爭相當的激烈。而更精確的消息來自於業界的訪問，平均而言，一個據點的單點市佔若能超過 5%%就非常的好了，而一般的單點市佔多在 3%% ~ 4%%左右，而要撐起一個據點最少要有 3%%左右的市佔率，所以由這些資料可以看出，一般專營經紀業務的據點若非有融資融券的利差收入，只單純經營經紀業務在現階段根本是賠錢經營。

會造成經紀業務目前過度競爭的現象主因有二：

一、通路所賣的產品都是標準化而無差異的產品與服務：

股票、期貨、選擇權，是目前經紀業務所提供的主要產品項目，但是這類商品已經標準化，無法就產品的差異化來獲得超額利潤。若考量以服務取勝，以目前一般散戶的投資風氣仍停留在聽明牌的習慣，電視上的投顧老師一個比一個受歡迎，但是真正下工夫做研究的研究報告卻乏人問津¹⁶。在現行服務電子化潮流之下，各式各樣的服務很快的就會被後進者模仿，使得券商也難以提供差異化的服務，而現行法令的限制之下又無法開辦新種業務，在以上各種情況

¹⁶ 專營研究報告的月涵投顧已於 2004 年結束營業

的交集之下只剩價格是競爭的利器，退佣、削價、折讓等等的惡性競爭手段使得手續費是由千分之一點四二五向下調整，造成了目前的經紀業務是一個微利、甚至是虧損的部門，若非有融資融券的利差填補這一塊的虧損，證券商在經紀業務上的帳面早已是赤字連連。

二、在現行法規的規定之下，要設立一個據點所需成本非常龐大：

根據各主管機關所頒布的證券商營業處所及場地設置辦法，一般的經紀商需設有營業大廳，其相關的設備及空間配置需要相當的成本來維持，在散戶成交值逐漸萎縮的今天，證券商花費大筆成本來維持的營業據點似乎也沒有發揮出應有的效用，訪談中曾有證券商表示過：

就設據點這件事情，在成本方面對證券商來說是一個蠻大的負擔，而且實際上，客戶也不太來我們的據點，而現在會來據點看盤的大多是附近的鄰居，來這裡是吹冷氣、聊天，收盤就回家了，現場客戶所貢獻的值，應該不會超過1%~2%，那麼我投注的大筆成本只得有一點點的回收，在資金的使用上似乎是比較沒有效率了一些...¹⁷

所以在時空條件改變下，主管機關在訂定營業據點設置規範的時候

¹⁷ 感謝統一證券提供意見

能夠將觀念與時俱進，經紀業務已經不再是很多很多人擠在一個營業大廳中搶著下單了，時代已然改變，但是主管機關對於經紀業務據點的看法卻仍然停留在輝煌的過去。或許英明的長官早已看出市場的變化，但有其他的考量來維持著過時的法規條件。可能是主管機關想用目前的法條來增進證券業者之間的整併速度，但是這樣的方式只是增加優質證券商在經營上的困難與資本使用上的不效率，在資源分散的現實情況下無法讓證券商更集中資源來發展出更有競爭力的產品來服務顧客，用市場上的良性競爭來使沒有競爭力的經營者退場，反而是拖住各證券商的資本，讓局面變得已經沒有其他退路，才讓口袋夠深的財團來接收爛攤子。然而，在一個健全的市場當中，這樣的退場機制似乎不是一個好的示範。

參、券商的設點邏輯與據點的兼併

由前述的資料可知，台灣地區的證券商總公司家數是一直在減少，但分支據點數目卻反方向的快速增加，對於證券商廣設據點有以下三個理由可供解釋：

一、 為維持優勢

經紀業務在經營時最注重的就是客戶數目的多寡，而據點的數目與客戶數有明顯的正向關係，故要維持經營上的競爭優勢就要持續擴展據點。另一方面，有些證券商自詡為全國性的券商，故在各地都需要設立據點，一方面拓展客戶，而另一方面維持自身的品牌的優勢。

二、 達到規模經濟

經紀業務的後勤單位如：研究部門、信用交易部門等等…，會因為擴展據點而使得單點負擔平均成本降低，而展現出規模經濟的效果，故此為擴張據點的第二項因素。

三、 搶佔市場

當市場逐漸成熟之後，可供設立據點的地方都早已有業者進入，難以有新的處女地可供開發了，故此時就只能與同業硬碰硬作競爭了。若一個地方的主要證券商的單點市佔均超過 5%%¹⁸，這時候表

¹⁸ 感謝日盛證券提供寶貴資料

示該地區還有新進業者生存的空間，故業者會在該地再設立新據點。

而除了這三點主要因素之外，還有其他三項輔助指標來做為設立據點的參考，分別是：

一、 地區環境分析

這裡所觀察的是政府對該地區的政策為何？該地區的產業結構為何？一般說來，若政府的政策有助於促進投資資金之集結，並且帶動地方產業發展的時候，此地的工商業發展會較為發達，並且會創造較多的就業機會與吸引人口流入，產生一個正向的經濟發展循環，也因此該地區的居民會有較高的消費能力與投資能力，而經紀業務的目標客戶正是這樣子的民眾。一個地方的產業種類若偏向於農業，則該地的資金豐沛程度與流通程度大多不如以工商業為主的地區，故產業結構亦視為要考慮的因素之一。

二、 人口分佈情形

人的資產分配會因年齡而有所不同，較年輕的族群其忍受風險的能力較佳，而年齡較高的族群較無法承受風險，所以在調查當地的人口金字塔圖形時，經紀業務的經營潛勢就已經有個大概了。而另一個要知道的就是投資習性，一般而言，這又會與當地的產業結構以及族群結構有一點關係，若是該地務農的族群為多數，而且高齡人

口佔多數的話，該地要經營經紀業務就會比較辛苦。故人口的變因也是在設點時要考量的。

三、 金融同業之設置情形

根據本次訪談各證券商所得到的結論，這個指標是最簡明好用的，銀行有創造貨幣流通的功能，而且在越富裕的地方，該地多擁有較多數目的金融機構，所以觀察金融機構的數目就可以大略了解該地的財力狀況與資金流動狀況，進而讓各證券商做是否進入該地的決策。而依據本次訪談所得到的資料，全台灣 319 個鄉鎮市區當中，依照金融機構在各鄉鎮市區設立數目來排序的話，由最多金融機構數目向下排名的前 45 個地區¹⁹是最具有經營潛力的，而這個數字也恰好是某些券商的最適據點數目。

而證券商在以新設據點的方式來擴展自身的經營版圖之外，近年來併購是越來越常見的方法，除了政府政策支持的原因之外，併購是證券商成長最快速的方法，目前的大型證券商大多是靠著併購達到現在的地位，也有很多的中型證券商靠著併購讓自己的市佔排名大躍進。而造成目前證券總公司逐年下降，分支據點數目持續增加的原因正是併購，所以在這個已經成熟的市場中，併購是證券商維持自身競爭優勢一個越來越重要的因素了。

¹⁹ 感謝統一證券提供寶貴資料

肆、設立據點的法規變更建議

由於經濟業務經營型態日漸轉變，由早期散戶為主市場到最近的法人比重逐漸增高；由過去的營業大廳人聲鼎沸到現今的營業據點門可羅雀，在這樣的時空轉換之下，有關於證券商據點的經營法規卻沒有任何的改變，造成證券商的經營成本增加以及資本使用效率低下。

而現今經紀業務利潤不高及設點成本居高不下，更讓證券商在經紀業務上難以施展手腳，故本研究團隊就設點的法規面上分二大部分做些許的建議，望有關單位能稍加參考，希望能促使證券商在經營經濟業務上能更減少成本、增加使用資產效率及創造更高的服務品質。

第一部分：證券商營業處所場地及設備標準的更新

依照「臺灣證券交易所股份有限公司證券商營業處所場地及設備標準」第一條第三款：

營業廳必具之設備：

- (一) 證券行情揭示設備。
- (二) 交易資訊設備。
- (三) 營業櫃檯：

(四) 公告欄：

(五) 裝置「股市觀測站」終端機，供投資人自行查詢。

其中「證券行情揭示設備」所指之電視牆或多功能顯示設備在大型的據點中已是必備之物，若在另一種新型態的迷你型據點在不需服務大量顧客的前提之下，此類設備之定義，在提供同等功能的情況下是否可由各家證券公司自行採用不同形式之設備？以往的電視牆實在是占去太多的空間了，當電視牆佔去一定部分空間之時，據點的大型化亦成為必然，使得業者相關的成本逐漸上升。在 IT 科技、消費性電子的快速發展之下，已有許多的其他設備可以取代電視牆的行情揭示作用，而可以更減省成本。例如投射式的投影機加上一台可以及時展現各項商品行情且連接上網際網路的電腦，並且在設備的第二、四、五項均可以用可連接網路之個人電腦來代替，甚至在網路安全無虞而且個人認證機制健全的情況下，可以及時在據點內的電腦下單，掌握交易的時效性。

而在一個以精緻服務為訴求的據點內，要客人走向櫃檯來要求服務已然過時，現在的服務人員應該將所有應具備的服務文件儲存於自身可攜帶的設備中，主動走近有意願的顧客做主動式的服務，並非顧客走近櫃檯來讓櫃員處理各項事項的被動式服務。

在這樣的情況下，據點內的擺設由各家公司去自行決定，對據點的空間所要求的是對人身安全的基本保障，而各項資訊揭露設備所要求的準則是公平、公開，而非去要求設備的形式，在交易面要求的是交易程序的安全與認證系統的健全，主管機關所要掌握的關鍵在於各據點是否具有應有的功能以及防弊的機制是否完備，只要把握住以上的精神，業者可以去自行發展出各種對客戶更有利的設備及服務，相信在目前這樣競爭激烈的環境中，業者是有這樣的驅力去做的。

第二部份：據點建築物定義的變更

依「建築物使用類組及變更使用辦法」中所頒定之建築物使用類組表(詳見附表 3-1)，主管機關將證券商經紀業務據點歸於 G-1 類，法規所述該場所之定義為「供商談、接洽、處理一般事務，且使用人替換頻率高之場所。」，而此類的場所有金融機構、證券交易場所、金融保險機構、合作社、銀行、證券公司（證券經紀業、期貨經紀業）等…，但在市場結構演進與下單方式改變下，經紀業務據點對證券商的貢獻已經不如從前。該定義用於早期散戶為主之市場結構非常適合，投資人會到營業大廳看盤，下單也是在現場下單，故該營業大廳為「供商談、接洽、處理一般事務，且使用人替換頻率高之場所」。但

在現今之證券商經紀業務在各方面外在環境的改變下，是否仍適用舊的場地定義規範是值得商榷的，最主要的三點改變如下：

- 一、 客戶結構改變，由散戶為主逐漸轉變為法人為主。
- 二、 電子交易比重日增，現場散戶單所占單日成交比重日減。
- 三、 資訊取得容易，現場看盤需求不再。

在營業據點來客數與現場散戶成交值下降的現今，大部分的營業處所已不再需要如同以往服務大量的顧客，在財富管理逐漸興起的今天，反而需要服務精緻且多樣化的據點，故在據點使用定義上，逐漸由大而有眾多客戶的傳統觀念轉換為小型、人數不多而服務精緻的新型據點觀念，希望有關單位能正視現時情況，改變舊有觀念，依目前情勢採取據點分級管理制度。

區域性的大型據點仍有存在必要，散佈各地的小型據點能貼近民眾、服務客戶、滲透市場更是現在的潮流，故建議有關單位就經紀業務據點分為二種來管理。

- 一、為前述的大型據點，如同以往的證券商分公司，這類據點的營業人員較多，也能夠同時服務較多的客戶、處理較多的業務。

二、另一種為較小型的迷你據點，營業面積較小、營業人數亦較少，營業的設備提供符合規定的功能但更節省空間，據點的形態類似於精品店，有著精緻的服務及充足的產品。而據點的設立概念來自於 7-eLEVEN 的便利性與銀行簡易型分行的功能性。

因應日漸興起的財富管理潮流，以及目前的金融商品在各專業人員的開發下其性質已逐漸與一般商品性質無異，具有金融素養的顧客可以就其產品說明書來了解該項商品的面貌，而據點的大小並不會決定商品的優劣，而是取決於研發產品公司的素質以及主管機關的把關，故在這二項地方下功夫，商品的品質就可以獲得一定的保障。而新興金融商品對一般的消費者來說仍是較為深奧的，此時在銷售端人員的素養即為業務興盛與否之關鍵因素，除了有詳細解釋商品性質之責，也有義務替客戶做好風險控管，所以在銷售端最重要的就是銷售人員的道德觀念及金融專業素養，而此方面可以由證照的方式來補強。而據點的大小方面，在提供細緻服務與詳細解說產品的前提之下，一個銷售人員難以為短時間服務大量的顧客，反而是一位顧客需要一段時間來服務，此時大型的據點不利於這種經營方式，故在此類的據點在功能上採用銀行的簡易型分行概念，便利性取自於 7-eLEVEN，服務型態則是來自於高級精品店的服務。

而另一方面，在銷售人員對少量的客戶提供精緻的服務之時也須同時拓展銷售人員可以銷售的產品線，此作法原因有二：

- 一、 根據投資學的風險分散原理，一位顧客的資產需要以不同的產品來構成最適合該顧客風險承受程度的投資組合，若一位銷售人員只能銷售受限制的少量產品，別說是做投資組合，連風險的趨避都難以做到，更遑論其財富管理之名。
- 二、 當要求銷售人員提供精緻服務之時，也要考量該銷售人員合理的收入，若只能夠銷售少量的產品，銷售人員沒有辦法在正當的方式下獲得合理的利潤，在這樣的情況下就可能會衍生出正常情況下不允許的行為，進而引發糾紛。

故綜合以上二點，興起了商品據點 7-eLEVEN 化的概念，一間財富管理據點內有多樣的產品，可以賣基金、債券、結構型商品等…，不但便利而且可以在一次的服務之中滿足客戶的需要。

綜合以上二點的概念表現在據點建築物的定義上，就如同建築使用類組使用項目表中的 G-3 類。G-3 類的定義為「供一般門診、零售、日常服務之場所」而此類的場所表在具體的建築物即為下所示：

「樓地板面積未達 500 m²之下列場所：店鋪、一般零售場所、日常用品零售場

所、便利商店。」

此類據點的概念源自於便利商店，也希望據點的空間規範與便利商店相符，故此類據點的樓地板面積在 500 m²以下，在符合於 G-3 類的規範下讓業者可自由在商業區開設據點，據點內員工人數則參考「金融機構設置簡易型分行管理辦法」，最大容許人數不超過十個人。

若能落實營業處所分級管理制度，不但可使券商服務更貼近民眾，促使其服務趨向多樣化與精緻化，對於證券商的成本降低及資產使用效率提昇將有莫大的幫助。

伍、本章總結

由前述文章可知國內的券商設立分支據點數目已經創下新高，而舊有的經營模式似乎也已經到了一個極限，因應新型業務的興起，本次報告對於據點的轉型列表如下，並與舊式的據點規範做一對照方便各位能得知變更後的好處。

表 3-3 據點轉型前後比較表

改變項目	改變前	改變後
據點空間	較大	較小
據點內服務客戶數	多	少
據點內營業人員數目	多	少
據點內設備	硬性規定特定設備	在具備必要功能下設備自行決定
據點內經辦業務	少	多
據點數目	少	多
據點內服務	被動而粗糙	主動而精緻
據點設立成本	高	低
據點滲透程度	低	高
據點設立保證金	3000 萬	不需要

附表 3-1：建築物使用類組表

類別		類別定義	組別	組別定義
A 類	公共集會類	供集會、觀賞、社交、等候運輸工具，且無法防火區劃之場所。	A-1	供集會、表演、社交，且具觀眾席及舞臺之場所。
			A-2	供旅客等候運輸工具之場所。
B 類	商業類	供商業交易、陳列展售、娛樂、餐飲、消費之場所。	B-1	供娛樂消費之場所。
			B-2	供商品批發、展售或商業交易，且使用人替換頻率高之場所。
			B-3	供不特定人餐飲，且直接使用燃具之場所。
			B-4	供不特定人士休息住宿之場所。
C 類	工業、倉儲類	供儲存、包裝、製造、檢驗、研發、組裝及修理物品之場所。	C-1	供儲存、包裝、製造、檢驗、研發、組裝及修理工業物品，且具公害之場所。
			C-2	供儲存、包裝、製造、檢驗、研發、組裝及修理一般物品之場所。
D 類	休閒、文教類	供運動、休閒、參觀、閱覽、教學之場所。	D-1	供低密度使用人口運動休閒之場所。
			D-2	供參觀、閱覽、會議，且無舞臺設備之場所。
			D-3	供國小學童教學使用之相關場所。（宿舍除外）
			D-4	供國中以上各級學校教學使用之相關場所。（宿舍除外）
			D-5	供短期職業訓練、各類補習教育及課後輔導之場所。
E 類	宗教、殯葬類	供宗教信徒聚會、殯葬之場所。	E	供宗教信徒聚會、殯葬之場所。
F 類	衛生、福利、更生類	供身體行動能力受到健康、年紀或	F-1	供醫療照護之場所。
			F-2	供身心障礙者教養、醫療、復

		其他因素影響，需特別照顧之使用場所。		健、重健、訓練、輔導、服務之場所。
			F-3	兒童及少年照護之場所。
			F-4	供限制個人活動之戒護場所。
G 類	辦公、服務類	供商談、接洽、處理一般事務或一般門診、零售、日常服務之場所。	G-1	供商談、接洽、處理一般事務，且使用人替換頻率高之場所。
			G-2	供商談、接洽、處理一般事務之場所。
			G-3	供一般門診、零售、日常服務之場所。
H 類	住宿類	供特定人住宿之場所。	H-1	供特定人短期住宿之場所。
			H-2	供特定人長期住宿之場所。
I 類	危險物品類	供製造、分裝、販賣、儲存公共危險物品及可燃性高壓氣體之場所。	I	供製造、分裝、販賣、儲存公共危險物品及可燃性高壓氣體之場所。

第四章 資產管理業務及其定位

壹、國內資產管理市場現況

「證券投資信託暨顧問法」於 2004 年 6 月 11 日經立法院院會三讀通過，完成立法程序。使法令規範符合國際水準及慣例，有助於金融商品之創新，達成推動台灣成為亞太資產管理中心之目的；也擴大業者業務經營之範圍，使產品線更加完整以提供多元化之資產管理服務；使投資人之投資理財選擇工具更多樣化。尤其法案第四章第六十六條提及開放證券商等事業得兼營投信、投顧事業，不但擴大證券商金融服務之深度及廣度，以順應國際化、大型化趨勢及因應未來市場發展，也為證券商帶來龐大商機於發展資產管理業務。

談到資產管理(Asset Management)，先說明此產業所管理的資產分為以下三類：共同基金資產、退休基金資產及私人財富資產。全球資產管理市場規模約新台幣 1,914 兆（2003 年資料）²⁰，較 1996 年 900 兆²¹規模成長超過 1 倍，其中共同基金資產佔 18%、退休基金資產佔 27%、私人財富資產佔 55%。台灣資產管理市場規模估計約新台

²⁰資料來源：Boston Consulting Group (2004), A restless recovery: Global Asset Management 2004, BCG Report December 2004.

²¹Ingo Walter (1999), "The global asset management industry: competitive structure and performance", Financial Markets, Institutions & Instruments, 8 (1), pp.1-78.

幣 4 兆 5 千多億，其中共同基金資產佔 54%、退休基金資產佔 24%、私人財富資產佔 22%²²。而目前證券商、期貨商、銀行業、保險業、投信投顧業皆可參與經營資產管理業務。

本研究主要之目的即在探討券商未來可發展的業務領域，目前法令不僅對銀行業從事財富管理(Wealth Management)業務—即對高淨值客戶提供財務規劃或資產負債配置服務—有明確的規範，接著在今年 6 月 17 日金管會公告「證券商辦理財富管理業務應注意事項」草案，將開放符合條件及資格之綜合證券商，經金管會核准後得辦理財富管理業務²³。與國內券商訪談中發現證券商較關心開放財富管理業務後，有沒有實際增加券商的業務範圍，因此本研究將進一步探討目前法令對開放券商從事財富管理業務之完善性、健全性、及公平性。

隨著經濟發展，財富不斷累積之下，金融性資產成長驚人，依據主計處資料顯示我國 1998 年至 2003 年金融性資產成長超過 30%，由

²² 資料來源：本研究整理中華民國投信投顧公會(2004 年共同基金規模計新台幣 24,813 億元)、中華民國退休基金協會(2004 年勞退基金規模計新台幣 3,753 億元)、退撫基金管理委員會(2004 年退撫基金規模計新台幣 2,611 億元)、及勞保局(2005 年 3 月勞保基金規模計新台幣 4,495 億元)所公布資料，財富管理市場規模感謝寶來綜合證券提供估計資料(計新台幣 10,200 億元)。

²³ 金管會於今年 10 月，發出第一張財富管理業務執照，由中國信託取得。

29 兆 6 千多億成長為 38 兆 5 千多億(詳表 1)。歷經 2000 年起的經濟蕭條，國內家庭及非營利團體部門投資趨於保守，逐步調整投資組合，轉以持有現金與貨幣性存款。1998 年時，國內家庭及非營利團體部門逾 42%金融性資產主要投資在有價證券(股票、債券)，但 2003 年資料顯示，金融性資產投資在有價證券衰退到 30%。

另外 1998 年時，金融性資產逾 31%在定期、儲蓄及外匯存款上，2003 年時僅達 28%。但是，現金與貨幣性存款佔金融性資產比重由 1998 年時的 6.8%，攀升至 12.1%。另一方面，自 2001 年保險法修正後，能提供報酬保障的投資型保險卻逐年增加，人壽保險準備佔金融性資產比重由 7%躍升為 12.2%。依據保險局統計資料顯示 2003 年全年投資型保險保費收入超過新台幣 800 億元，約占壽險業總保費收入之 8%²⁴。

另一方面，國內人口有老化趨勢。據經建會統計目前 65 歲以上人口佔總人口比率達 9.2%，預計 2016 年總人口將邁入負成長，工作人口的經濟負擔將在 2056 年達到最辛苦，65 歲以上人口將有 695 萬人，老人比率將佔 39%，平均 1.25 個工作人口養一個老人及幼童。

²⁴ 資料來源：財政部保險司發布於2004年2月24日之新聞稿「公告投資型保險商品管理規則修正草案」。保險司於2004年7月1日提升為保險局，改隸金管會下。

不僅勞動人口負擔將加重，而且目前退休準備金的提列也明顯不足，國人將面臨退休金危機。

表 4-1 我國家庭及非營利團體金融性資產統計資料

年度 項目	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	比重	比重	比重	比重	比重	比重
現金與貨幣性存款	6.8%	8.2%	7.8%	10.5%	11.8%	12.1%
定期、儲蓄及外匯存款	31.2%	29.7%	36.0%	32.8%	32.7%	28.1%
人壽保險準備	7.0%	7.5%	9.7%	10.2%	12.0%	12.2%
有價證券(股票、債券)	42.4%	42.5%	30.6%	32.2%	26.7%	30.9%
國內其它金融性資產	12.5%	12.1%	16.0%	14.3%	16.8%	16.7%
金融性資產額	296,066	330,322	295,883	325,857	329,805	385,225
單位：億元						

資料來源：主計處

前面談到國內金融性資產計有新台幣 38 兆 5 千多億，其中只有三成資金投資於有價證券上(表 4-1)。而國內資產管理市場規模計新台幣 4 兆 5 千多億當中，所管理的私人財富資產僅佔 22%，與全球半數以上資產管理業務，在從事私人財富管理相較之下，似乎還有很大的發展空間。目前國內共同基金規模已超過新台幣 2 兆元水準，退休基金僅達新台幣 1 兆 859 億元，但在勞退新制推動之下退休基金無疑將加速成長，根據德盛安聯資產管理公司估計²⁵，到 2006 年時，勞退新制年提撥金額將增加至新台幣 2,095 億元，管理資產規模至 2015 年時將可達新台幣 3 兆 2 千 2 百多億元。

²⁵ 德盛安聯資產管理公司-「變革中的亞洲各國退休制度與展望」2005 年 8 月。

表 4-2 國內各類基金規模年增率（單位：億元，%）

基金 類別	共同基金		退撫基金		勞退基金	
	基金規模	基金成長率	基金規模	基金成長率	基金規模	基金成長率
1996	4,749	-	284	-	1,051	-
1997	5,570	17.27%	579	103.79%	1,216	15.75%
1998	7,460	33.94%	883	52.35%	1,424	17.11%
1999	10,590	41.97%	1,301	47.42%	1,773	24.48%
2000	10,967	3.56%	1,336	2.66%	2,368	33.60%
2001	17,776	62.08%	1,653	23.76%	2,450	3.43%
2002	21,812	22.70%	1,873	13.31%	2,648	8.09%
2003	26,668	22.27%	2,395	27.84%	3,312	25.07%
2004	24,813	-6.96%	2,611	9.03%	3,753	13.32%

資料來源：中華民國投信投顧公會、中華民國退休基金協會、退撫基金管理委員會

*年增率是以上以年為比較基期，也就是 T+1 年支基金年增率以 T 年為基期

貳、國內證券商經營困境與發展契機

2004 年國內前 10 大綜合券商平均 35%營業收入來自經紀手續費（詳表 4-3），一方面成交量在萎縮，另一方面由於過度競爭，平均市場退佣已達 3 成，造成邊際利潤逐年下滑。2004 年國內前 10 大綜合券商平均利潤僅 14%，富邦以 22%拔得頭籌，而日盛僅達到 6%的水準。同期台灣股票市場平均年報酬率為 4.23%²⁶。在傳統經紀業務無利可圖之下，許多券商轉而以信用交易獲利，以元大京華為例，利息收入佔其總營收的 18.12%，而大華證券更高達 23.41%。

表 4-3 2004 年國內前 10 大綜合券商營收概況

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	元大京華	寶來	台証	富邦	日盛	群益	建華	大華	統一	中信
經紀手續費收入	35.80%	26.82%	29.34%	41.34%	39.26%	36.92%	39.88%	25.35%	40.10%	35.32%
認購(售)權證發行利益	19.99%	2.83%	24.05%	8.95%	17.63%	15.17%	18.62%	9.35%	11.52%	6.92%
利息收入	18.12%	15.18%	13.69%	17.68%	17.94%	19.00%	19.59%	23.41%	22.19%	19.50%
出售證券利益—自營	2.91%	2.73%	17.14%	9.64%	5.63%	0.00%	0.00%	9.78%	9.09%	13.75%
股務代理收入	1.17%	15.18%	1.42%	0.80%	0.65%	1.17%	1.88%	4.03%	22.20%	0.08%
期貨契約利益	0.22%	25.43%	0.00%	0.52%	0.00%	3.62%	0.00%	6.64%	0.00%	2.61%
其他*	21.79%	26.49%	14.35%	21.07%	18.90%	24.12%	20.03%	21.45%	16.23%	21.81%
營收總計（單位：百萬元）	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	14,642	10,079	9,198	8,723	6,845	6,488	6,484	5,517	5,021	4,842

資料來源：公開資訊觀測站經過本研究整理

*其他項目包括：出售證券利益—承銷，期貨佣金收入，股利收入，承銷業務收入，衍生性金融商品利益—櫃檯，出售證券利益—認購(售)權證，出售證券利益—避險

²⁶ 資料來源：台灣證券交易所之「2004/12 投資人投資股票報酬率月報」。

其實國內證券商，尤其是幾家綜合券商，在投資理財的專業知識及能力是值得肯定的。與其耕耘無利可圖的傳統業務，不如轉而發展資產管理業務，著重於長期資金管理，一方面可發揮專才，另一方面，隨著教育程度提升，加上專業分工之下，國人對理財諮詢的需求將漸增，證券商實在應該把握接下來這一波成長機會。

以寶來金融集團為例，已到澳洲 AMP 公司，也前往印度 Polaris 等公司學習財富管理規劃服務。並將自己定位為『虛擬金控』的方向發展，冀望緊密結合其集團內的銀行(華僑銀行)、證券(寶來證券)、投信(寶來投信)、保險(中央產物保險)給予投資人等同於金控的多樣化投資理財服務。而日盛證券為日盛金控之子公司，其對未來經營上定位為金融商品之通路。因此，建議券商先將自身策略性定位，依照自身競爭優勢，選取一至多樣業務發展。

雖然台灣的金融市場規模遠大於韓國的，但韓國對金融市場的開放度遠大於國內，例如韓國的外匯執照開放給券商。而國內是把持在銀行端。券商目前可代銷境外基金，但投資境外基金會牽涉到外匯的業務，客戶買國外的海外基金，匯出外幣需特地去銀行辦理，若券商可從事外匯業務，不但增加業務的流暢性，也可間接得知客戶資產，掌

握金流。

再者，在今年 8 月「境外基金管理辦法」通過之後，銀行與券商可從事的業務已差不多（詳表 4-4）。但是，券商無法掌握金流，無形中限制其發展資產管理業務，特別是財富管理業務。政府推動台灣成為亞太資產管理中心政策值得肯定，但需要進一步檢討國內開放的產品和國外開放的產品是否有落差，國內投資人能夠投資的商品應與國際接軌，而且也應讓券商有更公平的競爭基礎。

本章的架構如下，第一部分將說明國內共同基金業務概況，及未來對券商可開放的業務方向。第二部分將描述國內退休基金業務的狀況及未來發展，並檢視基金整體及委外代操績效，並建議退休基金往民營化方向發展。第三部分說明財富管理業務在國外發展的情形，及國內券商發展財富管理業務時面臨法令上的限制。第四部分建議主管當局在鼓勵國內券商發展資產管理業務的同時，更應該營造一個完善、健全及公平的金融市場。

表 4-4a 我國金融機構可經營業務項目

機構 業務項目	銀行業	證券業	票券業	投信投顧	信託業	外商
境外基金之募集及銷售	√	√(經紀商) *1		√	√	√
全權委託	√(兼投顧)			√	√(以委任 或信託方式 兼營)	
短期票券經紀及自營業務*2	√(兼營證)	√(綜合券商)	√			√
集中市場(櫃檯買賣)經紀、 自營	√	√	√			√
有價證券買賣融資融券	√(兼營證)	√				√
承銷	√	√	√(金融 債券)			√
股務代理	√(兼營證)	√				√
推介顧問外國有價證券				√(投顧)		
受託買賣外國有價證券(複 委託買賣、推介業務)	√(兼營證)	√				√
代理買賣(外國債券)*3		√	√			√
存、放款	√					
投資及財務管理顧問	√					
衍生性金融商品	√	√				√
保管	√					
外匯	√		√(經央 行許可)			
信用卡(消費金融業務)	√					
保險*4	√					
信託	√(兼營)				√	

*1 境外基金管理辦法

*2 金融機構兼營票券金融業務許可辦法

*3 金管證二字第 0930159964 號

*4 銀行保險公司保險代理人或保險經紀人辦理銀行保險業務應注意事項

*5 此表乃本研究之整理，不完善之處可參考表 4-4b 及 4-4c

表 4-4b 綜合證券商可投資項目一覽表

項 目	投 資 標 的	投 資 限 制	法 規 依 據
一般投資	銀行存款	未限制	「證券商管理規則」第十八條第一項
	政府債券、金融債券	未限制	
	國庫券、商業票據可轉讓銀行定期存單	未限制	
	外幣存款	不得超過證券商資本淨值之 30%。	93.01.02 台財證(二)第 0930000022 號函
	營業用固定資產及非營業用不動產	不得超過其資產總額之 60%。 〔91.08.06 放寬非營業用不動產〕	「證券商管理規則」第十六條
其他投資 依據「證券商管理規則」第十八條第二項： 購買經本會核可一定比率之有價證券及轉投資經本會核可一定比率之證券、期貨、金融等相關事業，上開投資總金額合計不得超過資本淨值之百分之四十，且其中具有股權性質之投資，其投資總金額不得超過實收資本額之百分之四十。	證券集中保管公司	未限制。	78.05.10 台財證(三)第 08250 號函
	證券投資顧問事業	以一家為限。 轉投資金額不得超過證券商實收資本額之 10%，但申請時經會計師查核簽證之最近年度或半年度財務報告所列淨值低於實收資本額者，以淨值為準。	81.06.01 台財證(二)第 01109 號函 89.10.27 台財證(二)第 04687 號函
	外匯經紀商	以一家為限，且不得超過證券商資本或淨值較低者之 10%。	82.12.30 台財證(二)第 48320 號函
	國內銀行及信託業	1. 分別以不得超過該證券商實收資本額或淨值較低者之 10% 為限。持有單一銀行及信託業 2. 單一公司，應依「銀行法」第二十五條及「信託業設立標準」第六條之規定不得超過銀行已發行有表決權股份總數百分之二十五股份之限制辦理。 3. 最近期自有資本適足比率於加計轉投資銀行及信託業之金額試算後之比率不得低於百分之二百。 4. 金融控股公司之證券子公司不得轉投資銀行業、票券金融業及信託業。投資後加入金融控股公司，得繼續持有該事業股份，但不得再增加投資額度，對於已出售之股份亦不得再回補。	91.06.05 台財證(二)第 9100003345 號函 91.09.18 台財證二字第 0910143818 號
	國內金融控股公司	轉投資金融控股公司之總金額不得超過證券商最近一次經會計師查核簽證財務報表實收資本或淨值孰低百分之十。	93.02.17 台財證(二)第 0930000588 號函
	國內保險公司、保險代理人公司或保險經紀人公司	1. 轉投資總金額不得超過證券商淨值或實收資本孰低百分之十。 2. 最近期自有資本適足比率加計本項投資後之比率不得低於百分之二百 3. 未加入金融控股公司體系之證券公司，始得為之，投資保險事業後加入金融控股公司，得繼續持有該事業股份，但不得再增加投資額度，對於已出售之股份亦不得再回補。	91.10.25 台財證(二)第 0910155942 號函 91.10.25 台財證二字第 0910155942 號
	證券金融事業	不得超過證券商資本或淨值較低者之 10%。	83.03.07 台財證(二)第 00432 號函

項 目	投 資 標 的	投 資 限 制	法 規 依 據
	台灣證券交易所股份有限公司	不得超過證券商資本或淨值較低者之10%，且不得逾證交所股份之5%。	90.03.01 台財證(三)第000525號函
	未上市(櫃)票券金融事業	1. 以一家為限，且不得超過證券商資本或淨值較低者之10%。 2. 金融控股公司之證券子公司不得轉投資銀行業、票券金融業及信託業。	83.11.07 台財證(二)第41453號函 91.09.18 台財證二字第0910143818號
	證券投資信託事業	1. 以一家為限，且不得超過證券商資本或淨值較低者之10%。 2. 不得購買其轉投資證券投資信託事業所發行之基金受益憑證，惟除下列二者例外 (1)「指數股票型證券投資信託基金」之受益憑證以外 (2)債券型基金	85.08.05 台財證(二)第02506號函 92.09.09 台財證二字第0920134098號 93.12.02 金管證二字第0930151274號
	本國期貨商	以一家為限，且不得超過證券商資本或淨值較低者之20%。	86.10.28 台財證(二)第04855號函
	受託辦理股東會相關事務之股份有限公司	1. 不得超過證券商資本或淨值較低者之5%，且不得逾該公司已發行股份10%。 2. 最近期自有資本適足比率加計本項投資設算後之比率不得低於200%。	93.12.03 金管證二字第0930005831號令
	國內期貨經理事業	1. 以一家為限，且不得超過證券商資本或淨值較低者之20%。 2. 最近期自有資本適足比率加計本項投資後之比率不得低於百分之二百	91.12.04 台財證(二)第091006028號函
	投資外國證券事業放寬為外國事業	不得超過證券商淨值之20%，除特殊需要經專案核准者，不在此限。 91.08.06 證券商管理規則修正放寬	87.02.05 台財證(二)第00292號函
	資產管理服務公司	1. 以一家為限，且不得超過證券商資本或淨值較低者之5%。 2. 最近期申報之自有資本適足比率於加計本次轉投資資產管理服務公司之金額試算後之比率，不得低於百分之二百。 3. 轉投資資產管理服務公司應以原始認股（含設立認股及以原股東身分之現金增資認股）之方式為之。	91.03.07 台財證(二)第001501號函

項 目	投 資 標 的	投 資 限 制	法 規 依 據
	創業投資事業	1. 轉投資創業投資事業之總金額不得超過證券商最近期經會計師查核簽證或核閱財務報告之淨值 5 %。 證券商持有創業投資事業之股份，不得逾該創業投資事業已發行股份之 25 %，並適用證券交易法第五十一條規定之限制。 證券商投資創業投資事業總金額，應計入證券商管理規則第十八條第四款有關經本會核可購買有價證券及轉投資證券、期貨、金融等相關事業之投資總金額中，並受同條第四款有關投資總金額之限制。 2. 最近期自有資本適足比率於加計該項轉投資創業投資之金額試算後之比率，不得低於百分之二百。 3. 證券商投資創業投資事業者，應於事實發生之日起二日內，報經 證交所查核有無異常情事後，轉報證期局備查，嗣後增加投資時亦同 4. 證券商投資創業投資事業除適用證券交易法第五十一條規定之限制外證券商之負責人或受僱人不得擔任該創業投資事業所投資事業之經理人。	89.11.17 台財證(二)第 04965 號函 91.04.17 台財證(二)第 002547 號函 91.09.10 台財證(二)第 0910004766 號函 93.04.28 台財證(二)第 0930001696 號函
	財務諮詢顧問公司	1. 以一家為限，轉投資總金額不得超過證券商最近期經會計師查核簽證或核閱財務報告之實收資本額或淨值孰低者之百分之五。 2. 投資金額與本會已核可一定比率之有價證券及相關事業併計，不得超過證券商淨值之百分之四十，且其中具有股權性質之投資，其投資總金額不得超過證券商實收資本額之百分之四十。 3. 最近期申報之自有資本適足比率於加計本次轉投資財務諮詢顧問公司之金額試算後之比率，不得低於百分之二百。 4. 轉投資財務諮詢顧問公司應以原始認股(含設立認股及以原股東身分之現金增資認股)之方式為之。	94.2.16 金管證二字第 0940000629 號
	購買未上市之開放式受益憑證	不得超過證券商淨值 30%或該基金淨值資產 10%。 證券商購買其轉投資證券投資信託公司經理之債券型基金，應逐案提董事會通過，投資後兩日內向臺灣證券交易所股份有限公司申報，並轉陳金管會。	83.01.27 台財證(二)第 11094 號函 93.12.02 金管證二字第 0930151274 號令
	新台幣信用違約交換交易	承銷取得或自營持有之公司債(含普通公司債及轉換公司債)部位。	91.08.08 台財證(二)第 0910139109 號函
	選擇權契約或其他衍生性商品契約	因避險之需要，就發行認購(售)權證(條件相同)數量為上限。	86.06.10 台財證(二)第 03295 號函

項 目	投 資 標 的	投 資 限 制	法 規 依 據
經營業務	高爾夫球證或聯誼性質組織之會員證	高爾夫球證金額以不超過實收資本額 5%及新台幣貳仟萬元為上限。 購買金額應併入證券商管理規則第十八條第二項投資總金額計算。另計算自有資本適足比率，應將此部份金額列入資本淨額之扣除項目。	86.09.22 台財證（二）第 70226 號函 91.08.30 台財證（二）第 0910144303 號函
	上市、上櫃有價證券	持有任一公司股份之總額不得超過該公司已發行股份總額之 10%；其持有任一公司所發行有價證券之成本總額不得超過其資本淨值之 20%； 持有櫃檯買賣第二類股票之成本總額不得超過其資本淨值之 10%。 庫存股票總金額不得超過淨值之 50%。	「證券商管理規則」第十九條
	金融債券（含次順位金融債券）	以發行銀行或該次順位金融債券最近一年內（以最新發布者為準）信用評等達一定等級以上（經中華信用評等股份有限公司評定，長期債務信用評等達 twA-級以上），且未附帶任何本息止付條款者為限，證券商持有總額並不得逾其實收資本額之 10%（淨值低於實收資本額者，以淨值為準）。	91.05.02 台財證（二）第 101778 號函
	擬赴外國證券交易市場交易而終止興櫃櫃檯買賣之興櫃股票	1. 推薦證券商原始買進之興櫃股票如擬赴外國證券交易市場交易而終止興櫃櫃檯買賣，持有時間限制如下： （1）轉換後之股票如係屬外國發行人於外國證券交易市場交易之股票，且該投資標的之評等、投資限額暨外國證券交易市場等條件均符合 93.1.2 日台財證二字第 0930000001 號令之規範者，不予限制持有時間。 （2）應於在外國證券交易市場掛牌交易後一年內全數賣出，並請依下列規定向 a. 票終止興櫃櫃檯買賣後五個營業日內，申報持有部位。 b. 赴外國證券交易市場交易滿一年或全數賣出持股後五個營業日內，申報賣出之處理情形。	94 年 8 月 10 日 發文字號：金管證二字第 0940128034 號
	1. 依證券交易法第四十三條之六規定私募之有價證券。 2. 依金融資產證券化條例規定私募之受益證券、資產基礎證券 3. 未上市（櫃）之公開發行股票公司增資發行之新股。 4. 對非特定人公開招募之未上市（櫃）之公開發行股票。 第 3、4 點同時擔任承銷者，不得認購	1. 購買任一公司標的之金額不得超過資本淨值百分之五，總金額不得超過資本淨值百分之十，並應符合證券商管理規則第十八條第二項規定。 2. 商購買任一公司前揭投資標的總額，不得超過該公司單次發行或已發行總額百分之十。 3. 購買前揭投資標的，其會計科目應帳列「長期投資」，且計算資本適足率時，應予全數扣除。 4. 證券商最近期自有資本適足比率於加計購買前揭投資標的金額之試算後比率，不得低於百分之二百。 5. 事實發生日起二日內，將前揭投資標的內容登錄於「證券商單一窗口」。	91.11.15 台財證（二）第 091005790 號函

項 目	投 資 標 的	投 資 限 制	法 規 依 據
	期貨 1. 避險交易（期貨交易人） 2. 國內選擇權（含股價指數選擇權契約及股票選擇權契約）	期貨契約未平倉部位(含多頭及空頭部位)之總市值不得大於庫存現貨總市值，且不得大於淨值或實數資本額較低者之20%。 買進賣權之權利金加計賣出買權之履約價值總額，與其買賣國內股價指數期貨未平倉部位合併計算，不得超過87.07.10台財證（二）第01761號函規定之限額。 兼營期貨自營業務、經營證券經紀業務者，不適用本案。	87.07.10 台財證（二）第01761號函 92.04.30 台財證（二）第0920001836號函
	國內利率期貨	以臺灣期貨交易所股份有限公司交易之各項利率期貨契約為限；其未平倉部位（含空頭及多頭部位）總市值不得大於淨值百分之二十。 限未兼營期貨自營業務之證券自營商適用。	92.12.30 台財證（二）第0920005327號函
	不得購買其轉投資證券投資信託事業所發行之基金除下例外： 1. 指數股票型證券投資信託基金 2. 債券型基金	證券公司不得購買其轉投資證券投資信託事業所發行之基金受益憑證，惟除下例外 1. 不適用於證券投資信託基金管理辦法第二條所稱「指數股票型證券投資信託基金」之受益憑證 2. 債券型基金 (1) 逐案提董事會討論，並經過半數以上董事支持。 (2) 本項投資併計購買其他未上市開放式受益憑證金額仍應符合併計上市有價證券及上櫃股票之投資不得超過淨值30%。前開受益憑證之投資金額與本會核准轉投資之金額，依證券商管理規則第十八條第二項之規定，以淨值40%為限。 (3) 最近期自有資本適足比率加計本項投資後之比率不得低於200%。 (4) 投資後應於兩日內向臺灣證券交易所股份有限公司申報，並轉陳本會	92.09.09 台財證二字第0920134098號 93.12.02 金管證二字第0930151274號
	外國有價證券及外國衍生性金融商品避險交易（含多頭及空頭交易）支出之總額	中華信評公司評等為 twA-級以上，其總額不得超過淨值百分之十。 中華信評公司評等為 twBBB-級以上，其總額不得超過淨值百分之八。 中華信評公司評等為 twBB-級以上，其總額不得超過淨值百分之五。 中華信評公司評等為 twB+級以下，其總額不得超過淨值百分之二。 從事外國衍生性金融商品避險交易（含多頭及空頭交易），其各項權利金、保證金及類似支出總和，不得逾外國有價證券持有部位總額之百分之三十。 不得超過外國公司股份已發行股份總額之百分之五；其持有任一外國公司所發行有價證券之成本總額，不得超過前項總額之二分之一	93.01.02 台財證（二）第0930000001號令 證券商管理規則第19-1條

項 目	投 資 標 的	投 資 限 制	法 規 依 據
	證券經紀商 上市不動產投資信託基金 (含募集期間)	1. 投資之金額併計購買上市有價證券、上櫃股票金額仍應符合淨值百分之二十之額度，其中上櫃股票不得超過其淨值之百分之十；本項投資併計上市有價證券、上櫃股票與開放型受益憑證之金額合計，不得超過該證券商淨值之百分之三，且與本會已核准之轉投資事業之投資總金額併，不得超過實收資本額百分之四十。 2. 最近期自有資本適足比率加計本項投資後之比率不得低於百分之一百五十。 3. 證券經紀商以自有資金於不動產投資信託基金募集期間投資者，不包括下列範圍： (1) 符合公司法第六章之一所定關係企業所募集發行之不動產投資信託基金。 (2) 不動產投資信託基金投資或運用之標的為該投資證券商或其關係企業原所持有或發行者。	94.10.16 金管證二字第 0940132265 號

註：證券商從事具股權性質之投資，如有超過證券商管理規則第 18 條第 2 項後段有關股權性質之投資總金額不得超過實收資本額 40%之規定時，應逐案向本會申請，經核准後始得為之。(94.05.06 金管證二字第 0940001929 號)

表 4-4c 兼營期貨自營商

項 目	投 資 標 的	投 資 限 制	法 規 依 據
	臺灣證券交易所 臺灣 50 指數成分 股票及證券投資 信託事業發行之 指數股票型證券 投資信託基金受 益憑證指數股票 型證券投資信託 基金受益憑證（以 下簡稱 ETF）	一、借券 ETF 基於避險所需，得借入。借入有價證券總金額（股票、ETF 以借券成交日收盤價計算；政府債券以面額計算）不得超過其實收資本額（於兼營期貨自營商為其指撥營運資金）或淨值較低者百分之十」。 二、自有資金買賣 (1)不得超過期貨部門指撥營運資金或淨值較低者百分之十且與前已核准轉投資事業之投資總額併計，不得超過期貨部門指撥營運資金百分之四十。 (2)持有任一國內上市公司股份之總額，加計證券自營部門持有，應符合持有任一公司股份之總額不得超過該公司已發行股份總額之百分之十規定。 三、同時擔任股票選擇權造市者 (1)持有股票選擇權之標的證券，不計入前項（1）前段百分之十之限制。 (2)持有股票選擇權標的證券之成本總額，加計借券賣出或融券賣出標的證券以賣出價格計算之總市值及借入標的證券以借券成交日收盤價計算之金額，應併入(1)後段百分之四十總額度限制。 3、持有股票選擇權標的證券之數量，應併入前項(2)百分之十之限制。	94.07.27 金管證七 字第 0940003334 號 94.07.27 金管證七 字第 0940110633 號

資料來源：感謝元富證券提供

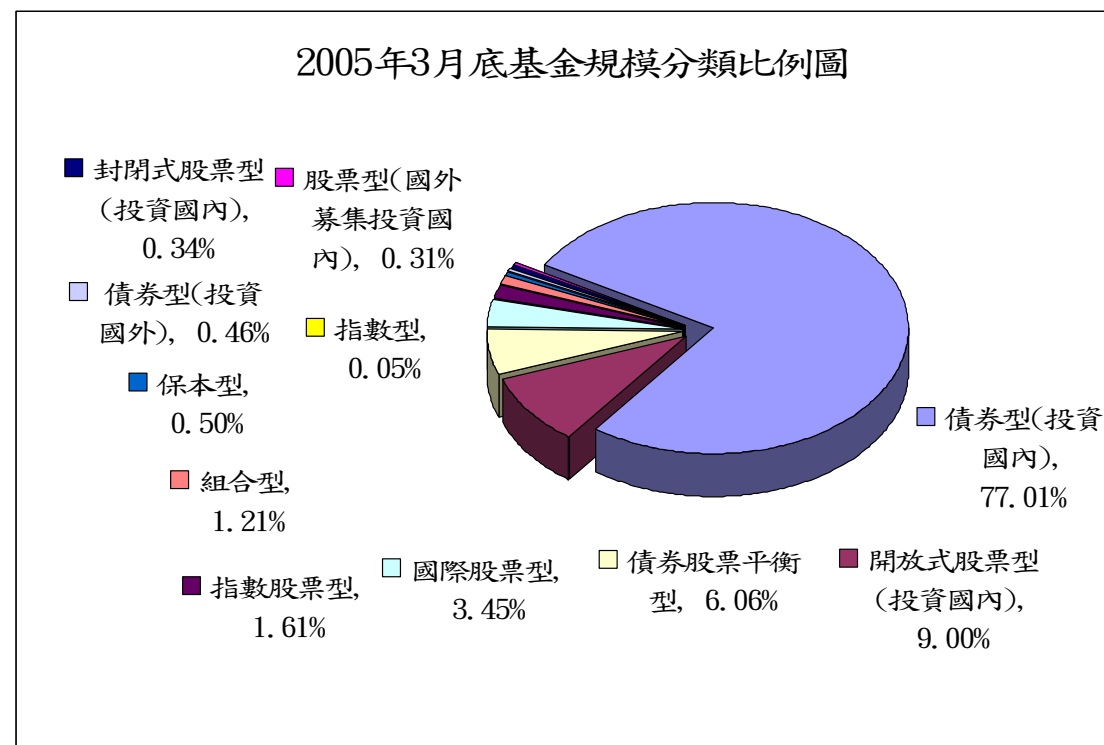
參、資產管理業務

一、 共同基金業務

(一)國內共同基金市場現況

國內共同基金偏重投資於固定收益證券，投資於權益型證券不及十分之一，而貨幣市場型基金更付之闕如（見圖 4-1）。截至 2005 年 3 月底，國內有 470 檔共同基金，基金總規模達新台幣 2 兆 5 千多億元，其中以債券型基金(投資國內)為最大宗，合計 92 檔基金，佔國內總規模 77%。而開放式股票型基金(投資國內)以總數最多合計 179 檔，佔國內總規模 9%居次。

圖 4-1 我國共同基金規模分類比例圖



資料來源：中華民國投信投顧公會

經探究後發現，國內自2004年10月起才准許募集貨幣市場基金²⁷，目前僅國內2家銀行²⁸以私募方式發行，投信尚未提出申請募集發行。依貨幣市場基金發行規定，此類型基金需運用於銀行存款、短期票券及附買回交易之總金額達基金淨資產價值70%以上。貨幣市場基金之運用標的以剩餘到期日在一年內之標的為限。貨幣市場基金具有滿足偏好低風險，對流動性要求較高投資者的特性。

而債券型基金多半只有五成資金用來投資債券（各類型基金投資範圍請見表 4-5），其他五成則投入附買回交易及定期存款中，性質與國外貨幣市場型基金類似²⁹。國內共同基金偏重投資於債券型基金，一方面是因為債券型基金具有課稅上的優勢，其收益完全反應在基金淨值上且不配息，不課證所稅而課證券交易所得稅。而貨幣市場基金在扣除基金應支付稅賦後，收益遠不及債券型基金，即使推行，市場交易並不熱絡。但另一方面，國內債券次級交易市場成熟度不佳，無法支應現行國內債券基金的龐大規模，因此債券交易無法達到相當規模之比例。針對此一現象，金管會已於今年 10 月初，提出債券型基金分流方案（見表 4-6）。

²⁷ 「證券投資信託基金管理辦法」於 2004.10.30 訂定。

²⁸ 台新銀行及復華銀行。

²⁹ 「圖解中華民國證券暨期貨市場，九十年版」第 201 頁。國內債券型基金歷年（1998-2004）投資債券比率：20%，26%，40%，40%，45%，50%，50%。

表 4-5 證券投資信託基金類型及投資範圍限制

基金類型	投資範圍限制
<u>股票型基金</u>	投資股票總額達基金淨資產價值 70%以上者。
<u>債券型基金</u>	除法令另有規定外，不得投資下列標的： 一、股票。 二、轉換公司債、附認股權公司債及其他具有股權性質之有價證券。 三、結構式利率商品。 證券投資信託事業運用債券型基金投資於任一公司所發行無擔保公司債或金融債券，應於證券投資信託契約中明定其信用評等等級。債券型基金資產組合之加權平均存續期間應在一年以上。
<u>平衡型基金</u>	投資於股票金額占基金淨資產價值之 70%以下且不得低於 30%。
<u>指數型基金</u>	指將基金全部或主要部分資產投資於指數成分證券，以追蹤、模擬、複製標的指數表現。證券投資信託事業運用指數型基金，為符合指數組成內容而投資有價證券，得不受不得投資於本證券投資信託事業或與本證券投資信託事業有利害關係之公司所發行之證券，每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票及公司債或金融債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值 10%限制。但其投資於指數任一成分證券之總金額占本基金淨資產價值之比率不得超過該成分證券占該指數之權重。
<u>組合型基金</u>	每一組合型基金至少應投資五個以上子基金，且每個子基金最高投資上限不得超過組合型基金淨資產價值 30%。
<u>保本型基金</u>	保本比率應達投資本金之 90%。保本型基金因保本操作之需要，以定期存款存放於符合經金管會核准或認可之信用評等機構評等達一定等級以上之金融機構，其存放之最高比率不予限制。
<u>貨幣市場基金</u>	運用於銀行存款、短期票券及附買回交易之總金額達基金淨資產價值 70%以上。貨幣市場基金之加權平均存續期間不得大於一百八十日，運用標的為附買回交易者，應以附買回交易之期間計算。貨幣市場基金之運用標的以剩餘到期日在一年內之標的為限。但附買回交易者，不在此限。

資料來源：證券投資信託基金管理辦法(2004. 10. 30 訂定，2005. 03. 07 修正)

金管會所提之分流方案，指將目前之債券型基金逐步分流成為真正的債券型基金（固定收益基金）其持債比率至少 50%、類貨幣市場基金其持債比率在 30%以下、及目前的債券型基金持債比率介於 30%~50%。

表 4-6 金管會債券型基金分流方案
為健全管理債券型基金、修正基金定位，行政院金融監督管理委員會決定將目前之債券型基金逐步分流成為真正的債券型基金（固定收益基金）及貨幣市場基金。債券型基金分流方案如下： （一）目前的債券型基金（Current Bond Fund）：持債比率介於 30%~50%，投資策略不需改變，新買賣的債券須以公平市價評價，買回價款可在 T+1 日交付，惟持債比率高於 50%者，不得再行買入債券。 （二）類貨幣市場基金（Quasi Money Market Fund）：持債比率需在 30%以下，持債部位應持有至到期，所持債券存續期間低於 3 年，且非經核准不得賣出，買回價款可在 T+1 日交付。 （三）固定收益基金（Real Bond Fund）：持債比率至少 50%，應依公平市價來評價，買回價款支付日為 T+2 日之後。
資料來源：金管會新聞稿 2005.10.04

與國外比較發現(表 4-7)，法國因稅制優惠以貨幣市場型基金規模最大(48.1%)、英國因資本市場活絡以權益型為主(87.9%)、歐洲其餘國家，如德國，則偏好固定收益型(46.2%)、美國也以權益型基金為主佔 54%。

表 4-7 各國基金種類比率（單位：%）	台灣 ¹	美國 ²	英國 ³	法國 ³	德國 ³
固定收益型	77.47	16.00	5.70	19.40	46.20
權益型	14.71	54.00	87.90	22.70	26.70
平衡型	6.06	06.40	5.00	8.30	2.80
貨幣型	0.50	23.60	1.40	48.10	9.30
其他	1.26	*		1.40	15

資料來源：1. 中華民國投信投顧公會，為 2005.03 統計資料 2. Securities Industry Association 出版之「Selected Industry Statistics」為 2004 年統計資料。 3. Walter (1999)，為 1996 年統計資料。

(二)國內、外共同基金銷售管道

在共同基金銷售上，證券商扮演通路的管道，進一步分析國內、外共同基金銷售管道發現，歐陸各國，如：德、法、西班牙，主要透過銀行分支機構、英國主要透過投資顧問、義大利則銀行及投資顧問各半。美國主要透過證券商銷售，其次經由保險代理人銷售，礙於法令限制銀行較少銷售共同基金³⁰。台灣市場在 1993 年到 1998 年期間，共同基金主要透過證券商銷售，1998 年後期到 2001 年初期，銀行加入銷售管道，目前的基金銷售通路銀行與證券商各半，金控加入後在交叉行銷之下，非金控證券商正面臨更嚴峻競爭³¹。雪上加霜的是，擁有一千三百多個據點的中華郵政，將於今年底加入代銷基金行列。

(三)提供共同基金投資組合規劃服務

證券商做為共同基金銷售通路，如能搭配本身投資理財的專業知識，提供投資人基金投資組合規劃服務，必能創造雙贏局面。雖然證券商早欲提供此加值服務，但是仍然窒礙難行，追根究底問題仍出在無法掌握客戶的資金流向。囿於證交法第四十五、第六十條及證券商管理規則第三十八條之規定，證券商無法對各證券投資人，提供更有效之現金或流動性管理。

³⁰ 參考Walter (1999)。

³¹ 感謝投信投顧公會理事長林弘立先生提供台灣基金銷售通路概況。

相形之下，外國證券商如美林證券(Merril Lynch)，早在1977年，就推出了「現金管理帳戶」(Cash Management Account, CMA)，是一結合「銀行」與「證券」業務的多功能帳戶，如此一來，使美林證券能結合本身的投資專業與其顧客基礎，進而設計出符合個別投資者的投資計畫與金融產品，以達成客戶資金需求的目的。國內銀行也紛紛推出「集合管理帳戶」，大部分是結合存款、證券、房貸、信用卡、基金等五種功能的單一管理帳戶。

雖然日前證期局已將「現金管理帳戶」列入證交法修正草案中，並送交行政院審議，但至今仍無下文，如欲維持金融服務業市場競爭平衡態勢，未來對券商實應加速開放其從事現金管理帳戶業務。

二、 退休基金業務

(一)全球退休金制度潮流

由 1990 年開始，世界銀行推動三支柱的退休金制度，由國家、雇主、個人三方面共同承擔養老的責任。第一支柱是具有社會保險性質³²，由國家主導的退休金（國民年金），由政府管理並由稅收支付，第二支柱是由雇主提供的職業退休金（勞工退休金），第三支柱是個人提存的退休金（自願性儲蓄³³及保險規劃³⁴）。

(二)國內三大職域退休基金

就第二支柱的職業退休金而言，目前國內三大職域為：勞工，約有 600 多萬名，軍、公、教人員，約 62 萬多，及私校教職員，約 6 萬 3 千多。首先逐一介紹此三職域之退休金制度。

我國於西元 1963 年修訂所得稅法，增定第 33 條，退休基金正式成立。在此之前，雖然已制訂相關法規，如「公務人員退休法」（1943）、「台灣省工廠工人退休規則」（1951），但法規並未要求雇主為將退休的員

³² 國民年金之外，還有我國目前規劃中的公勞保年金給付制度。

³³ 指以稅賦優惠方式鼓勵個人退休儲蓄。

³⁴ 指購買商業年金保險。

工提存退休準備金，而是採取隨收隨付³⁵的方式。

1971 年我國陸續開放設立投資信託公司，於 1972 年允許投資信託公司受理企業退休信託基金。我國第一個有關企業退休基金管理之法規，為 1979 年財政部公布之「營利事業設置職工退休基金保管運用及分配辦法」，允許退休基金投資運用的孳息免稅，但未強制雇主提撥退休準備金。1984 年勞動基準法公布實施，規定所有適用勞動基準法行業之雇主應給付勞工退休之福利³⁶。但由於對不遵守勞基法之罰則很輕，只處二千元以上至二萬元以下罰鍰³⁷，以致迄 2003 年僅有 10.10%的營利事業依法提撥退休準備金³⁸，加上提存之退休準備金提撥比率偏低，許多企業僅按最低比例提撥(2%)。

我國勞工保險於 1950 年開辦，其保障範圍包括傷害、殘廢、生育、死亡及老年 5 種給付，1956 年開始辦理疾病住院給付，1968 年勞工保險條例第一次修正時，增列「失業給付」一種，1979 年勞工保險條例第三次修正時，又增列普通疾病補助費一項，並將給付名稱改為

³⁵ 由當期的稅收來支應當期應行給付的老年福利。

³⁶ 1999 年勞基法擴大適用範圍，由初期原規範適用之行業別多屬製造業，納入銀行、保險、證券業等。

³⁷ 勞基法第 79 條。

³⁸ 資料取自<http://www.cla.gov.tw>，行政院勞工委員會網站，臺閩地區勞工退休準備金提撥概況。

生育、傷病、醫療、殘廢、失業、老年及死亡七種。1988 年第 4 次修正勞工保險條例時，再度增加醫療給付項目，增列職業病預防檢查。1995 年第 5 次修正勞工保險條例，普通事故保險之醫療給付業務移轉中央健康保險局辦理。

公務人員退休法於 1984 年修訂，規定公務人員退休金，應由政府與公務人員共同撥繳費用，建立退休撫卹基金支付之，並於 1995 年 7 月 1 日成立公務人員退撫基金。改為由參加人員(負擔 35%)與政府(65%)相對提撥準備金的退休制度，軍公教人員退撫制度為確定給付型態。銓敘部統計資料顯示，軍公教人員參加基金人數每年平均成長 1.3%，退休人口每年平均成長 11%。退撫提撥收入平均年成長 17%，退撫支出平均年成長 55%。

依據教育部統計處統計，私校教職員人數約佔全國公私立學校教職員人數 27%，於 1992 年由教育部統籌運作，成立「財團法人中華民國私立學校教職員工退休撫卹基金管理委員會」，辦理私校教職員退休撫卹作業。截至目前計有 354 所私立學校參與，約佔全體私立學校數的 63.78%³⁹，私校教職員退撫制度為確定給付型態。

³⁹ 參考教育部「93 學年度各級學校概況統計表」，總計全國有 8,184 間學校，其中公立學校計 5,725 間，私立學校計 2,459 間，為與私校退撫基金管理委員會資

表 4-8 參與「私校退撫基金」會員學校統計

財團法人中華民國私立學校教職員工退休撫卹基金管理委員會一會員學校統計表				
依 所 隸 屬 主 管 教 育 機 關 區 分			依 學 校 分 類	
教育部	大學院校	35 所	大學院校	計 35 所
	科技大學	59 所	科技大學	計 59 所
	技術學院	14 所	技術學院	計 14 所
	專 科	2 所	專 科	計 2 所
教育部中部辦公室	台商	111 所	台商	計 140 所
	高中	50 所	高中	計 65 所
	高職	8 所	高職	計 12 所
各縣市政府	國中	19 所	國中	計 27 所
	國小	24 所	國小	計 27 所
	高中	10 所	合計	計 354 所
台北市政府教育局	高職	4 所		
	國中	8 所		
	國小	5 所		
高雄市政府教育局	高中	5 所		
	高職	5 所		
合計		計 354 所		

資料來源：財團法人中華民國私立學校教職員工退休撫卹基金管理委員會

(三)國內三大退休基金比較

國內三大退休基金，分別為勞工退休基金(勞退基金)、公務人員退撫基金(退撫基金)、勞工保險基金(勞保基金)。此三大基金不但規模龐大，且近年來成長快速。勞退基金在 2004 年年底資產淨值達到 3,753 億元，退撫基金至 2005 年 3 月底餘額 2,681 億元，勞保基金 2005 年 3 月底共積存 4,495 億元。但法令限制多，不僅無法提高整體投資運用報酬率，也不利券商做多元化的投資配置。列舉如下(表 4-9 為總整理)。

料相比，在扣除私立幼稚園計 1,904 間，得本處列入計算之私立學校 555 間，(354/555=63.78%)。

1. 基金運用範圍

三大退休基金運用範圍大致相同，就存放金融機構而言，勞保基金存放於公營銀行或中央主管機關指定之金融機構(勞工保險基金管理及運用辦法，2003年11月12日修正，第4條)，退撫基金存放於其基金管理委員會指定之銀行(公務人員退休撫卹基金管理條例，1994年12月28日公發布，第5條)，勞退基金則無特別規定(勞工退休基金收支保管及運用辦法，2005年4月15日修正，第6條)。

2. 股票投資

就股票投資而言，勞保及勞退基金均可投資於上市、上櫃公司股票或現金增資股票及初次上市、上櫃公司之公開銷售股票(勞工保險基金管理及運用辦法第6條；勞工退休基金收支保管及運用辦法第6條)；但退撫基金僅可投資上市公司股票(公務人員退休撫卹基金管理條例第5條)。

3. 投資於股票及受益憑證之總額度

三大退休基金購買上市、上櫃公司股票、證券投資信託基金之受益憑證，或認購上市、上櫃公司之現金增資股票及初次上市、上櫃公司之承銷股票，運用金額之總額度有上限之規定。勞保基金總計不得超過

基金總額之 30%(勞工保險基金管理及運用辦法，第 7 條)；勞退基金不得超過勞退基金淨額 40%。(勞工退休基金收支保管及運用辦法，第 6 條)；退撫基金則無特別規定。

4. 投資新金融商品

就投資於新金融商品，例如投資於不動產及金融資產證券化商品，三大退休基金中，勞保基金有明確規定允許投資於不動產及其開發與建設外，勞退基金也允許投資國內外不動產、不動產投資信託或資產信託受益證券及其衍生性金融商品(勞工退休金條例退休基金管理運用及盈虧分配辦法第 4 條，民國 94 年 07 月 01 日公發布)，退撫基金則不允許，但訂定「其他經監理會審議通過，並報請主管機關核准有利於各該基金收益之運用項目」。

5. 基金運作資訊揭露

近來政府致力於推動公司治理及金融改革，積極要求公司資訊透明化。但是，對於攸關 600 多萬勞工及 62 萬軍公教人員權益的三大退休基金運作資訊揭露之規定卻極少。其中勞工退休基金收支保管及運用辦法第 12 及 13 條規定：「中央信託局應依規定程序辦理基金收支之業務，並應按期將基金之收支運用概況陳報主管機關備查」、「本基

金於年度開始前擬編收支預算，年度終了後編製收支決算，均提報監理會通過後，陳報主管機關備查」。公務人員退休撫卹基金管理條例第 6 條規定：「年度終了應編具工作執行成果報告暨收支預算，提經本基金監理委員會審議公告之」。勞工保險基金管理及運用辦法第 13 條規定：「本基金之收支、運用情形及其數額，應按月提監理會審核後，報請中央主管機關備查，並由中央主管機關按年公告之」。整體而言，三大退休基金之參與者均無法直接、定期獲得基金運作之資訊。相較之下，投資人購買股票或受益憑證可隨時獲知市價或淨值，及投資狀況情形。若三大退休基金能加強資訊之透明程度，縮短公告投資運作資訊之期間，以達貫徹政府施政公開化與透明化目標。

6. 海外投資狀況

比較三大退休基金海外投資狀況，勞退基金可投資海外證券，但勞委會及中央信託局均無揭露實際投資金額，唯勞工退休基金收支保管及運用辦法第 6 條規定「投資外幣存款、國外有價證券及衍生性金融商品運用金額，不得超過本基金淨額百分之二十」。勞保基金可投資海外證券及外幣存款，勞保局研議將海外投資比率增加至 30%，根據勞保局資料顯示，至 2005 年 3 月底，勞保基金海外投資比率僅有 1.96%，其中國外有價證券 1.89%，外幣存款 0.07%。公務人員退休撫卹基金

管理條例並無限定該基金海外投資額度，2004 年國外委託經營，計新台幣 162.2 億元⁴⁰，佔基金總額之 6.2%。海外投資能提高基金收益並達到風險分散的優點，可為三大退休基金管理委員會未來努力的方向。

7. 最低收益保證

三大退休基金中，除勞保基金無最低收益保證之規定，勞退及退撫均有最低收益保證之規定。勞工退休基金收支保管及運用辦法第 11 條：

「本基金之運用，其每年決算分配之最低收益，不得低於依當地銀行二年定期存款利率計算之收益。本基金運用所得超過當地銀行二年定期存款利率計算之收益時，超過部分應先提列半數作為累積賸餘。、、上開最低收益如未達當地銀行二年定期存款利率計算之收益時，不足部分應先以累積賸餘補足之；如有不足，得留待翌年之累積賸餘補足之，並以二年為限。如仍無法補足時，應經主管機關核准由國庫補足其差額」。另一方面，公務人員退休撫卹基金管理條例第 5 條規定：「本基金之運用，其三年內平均最低年收益不得低於臺灣銀行二年期定期存款利率計算之收益。如運用所得未達規定之最低收益者，由國庫補足其差額」。最低收益率保證雖可保障參加者投資報

⁴⁰ 資料來源：2004 年退休基金年刊第 4 頁。

酬，但基金運用者為避免發生國庫貼補情形，投資策略可能趨於保守，反而不利於基金收益。以勞退基金為例，2004 年其整體實際收益率為 2.21%，而保證收益率為 1.18%，面臨 2000 年起的低利率環境，基金運用不但沒有適時調整，反而趨於保守，減少股票、受益憑證投資至基金淨額之 22.06%，增加存款部位成 51.53%。

8. 委託經營及民營化

退休基金委託經營或全面民營化已是必然趨勢，勞退、退撫、勞保基金之運用，除委託中央信託局、退撫基金管理委員會、勞保局分別辦理外，均可委託其他金融機構辦理，並無限制委外經營上限（勞工退休基金收支保管及運用辦法第 3 條、公務人員退休撫卹基金管理條例第 2 條、勞工保險基金管理及運用辦法第 2 條）。以 2004 年為例，勞退、退撫、勞保基金委外經營佔各該基金淨額分別為 5.86%、20.26%、5.14%。目前國內法令允許可經營全權委託投資業務者有保險業、投信投顧業、信託業、期貨商、銀行業兼投顧業務者，還沒有開放到券商有代操的權利。因為申請的設定很嚴格，有操作與績效的限制。實際上政府對券商開放投信幾乎是沒有利潤的。很多券商為了市佔率不得不去做，但這些退休基金的管理單位要求的退佣折讓非常高，似乎壓縮了券商的獲利空間。

表 4-9 國內三大退休基金比較			
	勞退基金	退撫基金	勞保基金
法條	勞工退休基金收支保管及運用辦法(2005 年 4 月 15 日修正)。	公務人員退休撫卹基金管理條例(1994 年 12 月 28 日公發布)。	勞工保險基金管理及運用辦法(2003 年 11 月 12 日修正)。
基金運用範圍	運用範圍此三大基金大致相同，就存放金融機構而言，無特別規定。	運用範圍此三大基金大致相同，就存放金融機構而言，存放於其基金管理委員會指定之銀行。	運用範圍此三大基金大致相同，就存放金融機構而言，勞保基金存放於公營銀行或中央主管機關指定之金融機構。
股票投資	可投資於上市、上櫃公司股票或現金增資股票及初次上市、上櫃公司之公開銷售股票。	僅可投資上市公司股票。	可投資於上市、上櫃公司股票或現金增資股票及初次上市、上櫃公司之公開銷售股票。
投資於股票及受益憑證之總額度	不得超過勞退基金淨額 40%。	無特別規定。	總計不得超過基金總額之 30%。
投資新金融商品	允許投資國內外不動產、不動產投資信託或資產信託受益證券及其衍生性金融商品。	不允許，但訂定「其他經監理會審議通過，並報請主管機關核准有利於各該基金收益之運用項目」。	允許投資於不動產及其開發與建設。
基金運作資訊揭露	基金之參與者無法直接、定期獲得基金運作之資訊。	基金之參與者無法直接、定期獲得基金運作之資訊。	基金之參與者無法直接、定期獲得基金運作之資訊。
海外投資狀況	可投資海外證券，但勞委會及中央信託局均無揭露實際投資金額，唯規定「投資外幣存款、國外有價證券及衍生性金融商品運用金額，不得超過本基金淨額百分之二十」。	並無限定該基金海外投資額度。	可投資海外證券及外幣存款，勞保局研議將海外投資比率增加至 30%。
最低收益保證	每年決算分配之最低收益，不得低於依當地銀行二年定期存款利率計算之收益。	其三年內平均最低年收益不得低於臺灣銀行二年期定期存款利率計算之收益。	無最低收益保證之規定。
委託經營及民營化	除委託中央信託局辦理外，可委託其他金融機構辦理，並無限制委外經營上限。	除委託退撫基金管理委員會辦理外，可委託其他金融機構辦理，並無限制委外經營上限。	除委託勞保局辦理外，可委託其他金融機構辦理，並無限制委外經營上限。

(四)勞工退休基金

行政院於 1985 年 6 月訂定「勞工退休基金收支及保管運用辦法」，規定勞工退休基金收支、保管及運用，由中央信託局辦理。而自 1995 年 7 月 1 日起基金原本由國庫署管理改由勞委會管理。此外，自 2002 年起勞工退休基金已開始委託專業機構經營。而自 2005 年 7 月 1 日起的勞工退休新制個人帳戶之退休基金集中由勞保局及監理委員會管理。

舊的勞退制度『看得到，領不到』，以 2001 年至 2003 年為例，只有 2 萬 678 人領得到退休金，佔勞工人數 0.7%，超過 99%的勞工領不到退休金⁴¹，新的勞工退休金制度自 2005 年 7 月起，由確定給付制(Defined Benefit Plan)改為以個人帳戶制為主的確定提撥制(Defined Contribution Plan)，年金保險為輔的現金餘額制(Cash Balance Plan)。勞退新制要求雇主每月提撥勞工退休金不得低於勞工工資的 6%，勞工也可在 6%範圍內自行提繳退休金，且勞工自行提繳部分可自當年度的個人綜合所得中扣除。個人帳戶運用統籌由勞保局規劃，尚未開放勞工自行選擇運用的方式與投資的工具，但政府規

⁴¹ 資料來源：勞委會「打拼一世 幸福一生 全力打造退休幸福」。

劃 3 年內開放允許勞工選擇不同投資風格的基金⁴²。再者，勞退新制增列延壽年金制度，當勞工開始提領月退俸時，則會提繳一定金額投保年金保險，以保障勞工長壽超過平均餘命時，仍舊可領年金收入保障老年生活。

1. 勞工退休基金資產配置

勞退基金在 1999 及 2000 年有大規模成長，主因為勞基法於 1999 年擴大適用範圍，納入銀行、保險、證券等行業。2004 年之成長率為 13.32%，除此之外，根據德盛安聯資產管理公司估計，到 2006 年時，勞退新制年提撥金額將增加至新台幣 2,095 億元，管理資產規模至 2015 年時將可達新台幣 3 兆 2 千 2 百多億元。

勞退基金資產於 1996 年時銀行存款比率為 39.16%，到 2004 年時超過半數為銀行存款，高達 51.53%，且有歷年增加的趨勢(表 4-10)；而過去以提供經建貸款為主的資金運用，則急速減少，由 49.35%降低至 7.54%。1996 至 2004 年之間基金資產成長 2.5 倍，而股票投資成長了將近 6 倍，基金資產置於股票投資之比率亦有增加的趨勢，1996 年時為 11.49%至 2004 年時達 22.06%，其中最高比率為 26.10%

⁴² 2005 年 6 月 20 日與中華民國退休基金協會理事長符寶玲女士訪談資料。

發生於 2000 年，但距離投資限額 40%還有很大的成長空間。自 2002 年起也增加短期票券投資比重，至 2004 年時已達 15.29%。

表 4-10 勞工退休基金資產運用明細

年度	餘額 (億元)	銀行存款	經建貸款	股票、受 益憑證	債券	短期票券	委託經營
1996	1,051	39.16%	49.35%	11.49%	0.00%	0.00%	0.00%
1997	1,216	43.65%	44.32%	10.34%	0.00%	1.69%	0.00%
1998	1,424	37.39%	50.68%	10.92%	0.00%	1.01%	0.00%
1999	1,773	44.23%	39.75%	14.49%	0.00%	1.53%	0.00%
2000	2,368	44.07%	28.44%	26.10%	0.00%	1.39%	0.00%
2001	2,450	46.56%	24.17%	23.30%	0.14%	5.83%	0.00%
2002	2,648	49.47%	20.58%	12.24%	13.44%*		0.00%
2003	3,312	44.31%	11.58%	23.70%	1.50%	15.19%	3.74%
2004	3,753	51.53%	7.54%	22.06%	3.54%	15.29%	5.86%

資料來源：中華民國退休基金協會

2. 勞工退休基金委託經營單位及經營績效

勞工退休金條例(2004 年 06 月 30 日公發布)中，明訂勞工退休金之經營及運用，監理會得委託金融機構辦理。委託經營規定、範圍及經費，由監理會擬訂，報請行政院勞工保險局核定之。依據勞工退休基金委託經營作業要點(2004 年 03 月 03 日修正)，勞工退休基金委託經營之受託機構，應以合於經營資產管理業務相關規定之資產管理機構及其分支機構為對象。受託經營國內投資運用項目者，並應具備下列條件：

- 成立 3 年以上。
- 遞送經營計畫建議書前 1 個月底，所管理之股票型資產總規模，不得少於新台幣 30 億元。
- 該機構所管理之單一基金或信託帳戶規模應有最近 3 年平均在新台幣 10 億元以上，其累計收益率在同類型共同基金排名中位數以上者。

勞工退休基金自 2002 年起始委外經營，於 2004 年時委託經營比率為 5.86%，勞工退休基金收支保管及運用辦法中並無限制委外經營上限。2004 年 5 月時第一批委託操作的勞工退休金新台幣 120 億元到期，6 家⁴³受託機構中有 4 家⁴⁴過去兩年的投資報酬超過 24%，其中 1 家⁴⁵甚至高達 32%。

2004 年 6 月時，勞工退休基金再委託 120 億元，委託期限由 2 年延長為 3 年，並要求絕對投資報酬，每年最低投資報酬目標為 12%。並且，為鼓勵受託機構達成預期報酬率，管理費也改採績效費率方式，並期望受託機構能進一步提高績效。

⁴³ 日盛、群益、統一、復華、怡富、保誠六家投信。

⁴⁴ 日盛、群益、統一、復華投信。

⁴⁵ 日盛投信。

3. 勞退基金整體運用績效

勞工退休基金 2004 年整體投資績效為 2.21%，僅微幅高於保證收益率之 1.18%(表 4-11)。過去歷年來只有 2003 及 2000 年分別有高於保證收益率 3.99%及 3.80%之水準。為提高勞退基金收益，勞委會於 2003 年推動修正勞退辦法第 6 條，將投入股市及受益憑證上限，由 30%增加為 40%，另一方面計畫將不動產證券化及金融資產證券化商品納入勞退基金投資項目。

表 4-11 勞工退休基金整體運用績效

會計年度	實際收益率	保證收益率	差異
1996	8.22%	6.91%	1.31%
1997	8.20%	6.24%	1.97%
1998	7.48%	6.28%	1.21%
1999	7.97%	5.11%	2.86%
2000	8.90%	5.11%	3.80%
2001	3.13%	4.03%	-0.90%
2002	0.90%	2.26%	-1.37%
2003	5.41%	1.41%	3.99%
2004	2.21%	1.18%	1.03%

*保證收益指台銀、一銀、合庫及中信局等四行庫二年定期存款固定利率之平均。

資料來源：中華民國退休基金協會

(五)退撫基金

1. 退撫基金資產配置

在 1996 至 2004 年之間退撫基金資產成長 8.19 倍(表 4-12)，基金資產於 1996 年時銀行存款比率為 67.57%，到 2004 年時銀行存款比率降至 31.51%；投資於國內短期票券及庫券於 2004 年時比率為 18.04%，並三度為退撫基金主要的投資項目，分別為 1997 年之 40.05%、1999 年之 43.06%、及 2000 年之 39.06%。退撫基金無特別規定股票及受益憑證之投資上限，基金資產置於股票投資⁴⁶之比率由 1996 年時之 10.92%，於 2000 年時達歷年來最高之 28.28%，之後逐步減少，2004 年時已降至 18.71%。

自 2001 年起首度委外經營，比率即高達 10.48%，於 2003 年時為退撫基金最主要的運用項目，比率高達 33.04%，至 2004 年時降低至 20.26%。除此之外，於 2004 年 4 月退撫基金增列股價指數期貨、遠期外匯、其他相關衍生性金融商品及資產證券化商品為投資運用項目

⁴⁷。

⁴⁶ 指投資於國內上市(櫃)股票及國內外開放型受益憑證之比率總合。

⁴⁷ 2004 退休基金年刊。

表 4-12：退撫基金資產運用明細

年度	餘額 (億元)	存放金 融機構	國內短期 票券及庫券	國內上市 (櫃)股票	國內外開 放型受益 憑證	國內外 債券	委託 經營	其他*
1996	284	67.57%	16.03%	10.22%	0.70%	3.48%	0%	2.00%
1997	579	31.15%	40.05%	23.77%	2.13%	0.35%	0%	2.55%
1998	882	41.56%	28.46%	23.58%	1.88%	2.67%	0%	1.85%
1999	1,301	26.35%	43.06%	21.79%	1.86%	6.30%	0%	3.64%
2000	1,335	26.79%	39.06%	27.40%	0.88%	5.40%	0%	0.83%
2001	1,653	38.76%	22.72%	21.17%	1.00%	5.54%	10.48%	0.33%
2002	1,873	33.31%	29.69%	17.35%	0.59%	4.49%	14.21%	0.36%
2003	2,394	20.53%	19.47%	18.20%	1.86%	6.66%	33.04%	0.24%
2004	2,611	31.51%	18.04%	17.23%	1.48%	10.19%	20.26%	1.29%
2005.3	2,681	32.48%	18.79%	16.18%	1.93%	9.10%	20.42%	1.10%

註*：其他包括預付款項、應收款項、其他短期投資、及其他資產。

資料來源：公務人員退休撫卹基金管理委員會

資料日期至 2005 年 3 月

2. 退撫基金委託經營單位及經營績效

依公務人員退休撫卹基金委託經營辦法，退撫基金委託經營之受託機構，應以合於經營資產管理業務相關規定之國內外資產管理機構及其分支機構為對象。受託經營國內投資運用項目者，並應具備下列條件：

一、成立三年以上。

二、依中華民國法令在中華民國設立或經認許並營業者，且最近三年累計收益率，不得低於基金管理會所訂市場常用衡量指標或收益率。

三、所管理之基金資產或受託管理法人資產，不得少於新臺幣一百億元。

退撫基金於 2001 年首次委託 9 家⁴⁸投信業者操作 150 億元，2002 年第二次委外，再撥付 150 億元由 6 家⁴⁹業者代操。另於 2003 年時第三次委外經營，撥出 350 億元由 7 家⁵⁰業者操作，並延長原兩年投資期限為三年，並採股票債券平衡型之委託。為激勵受託機構提升績效，將由固定管理費率改採「分級費率」制度。

另一方面，基金管理委員會於 2003 年 6 月時將委託經營辦法有關委託經營之期限予以適度延長，以每次最長為五年之原則性規範，保持彈性，期使未來辦理之國內、國外委託經營案，得視個別委託案之特性與實際需要，彈性適用委託經營辦法新修訂之委託年限規定⁵¹。

3. 退撫基金整體運用績效

退撫基金 2004 年投資績效為 2.21%，較保證收益率 1.18% 為高。投資收益目標採絕對指標，以臺灣銀行兩年期定存利率加計 5 個百分點為

⁴⁸ 怡富、統一、大眾、景順、保德信元富、國際、復華、新光、群益投信。

⁴⁹ 怡富、統一、新光、群益、金鼎、匯豐中華投信。

⁵⁰ 復華、新光、群益、大華、金復華、元大、保誠投信。

⁵¹ 詳：退撫基金簡訊 92.08 期

收益目標。綜觀歷年基金運用績效僅 1997 年及 2003 年有達到收益目標。1997 年時基金大幅調整投資運用項目，降低金融機構存款金額，將資金改以投資國內短期票券及庫券及股權投資，績效大幅提升。首波委外經營於 2003 年到期，明顯提升當年度已實現收益數。

表 4-13 退撫基金整體運用績效			單位：萬元；%		
會計年度	已實現損益數	已實現收益率	法定最低收益率	差異	
		A	B	A-B	
1996	48,349	7.78%	6.93%	0.85%	
1997	346,623	12.42%	6.29%	6.13%	
1998	528,558	9.12%	6.31%	2.81%	
1999	739,708	8.18%	5.85%	2.34%	
2000	1,969,202	9.97%	5.14%	4.83%	
2001	671,341	4.72%	4.02%	0.70%	
2002	454,343	2.59%	2.25%	0.35%	
2003	917,442	8.19%	1.57%	6.63%	
2004	1,339,453	2.21%	1.18%	1.03%	

*上列「退撫基金整體運用收益分析表」係以「成本與市價（月均價）孰低法」評價。法定最低收益率為台灣銀行二年期定期存款利率。

資料來源：公務人員退休撫卹基金

(六)勞工保險基金

1. 勞保基金資產配置

我國於 1950 年制定勞工保險條例，每月由被保險人及雇主共同負擔保險費，每月的保險費收入即為勞保基金的收入來源。勞保基金由勞保局統籌運用。至 2005 年 3 月底勞保基金共積存 4,495 億元，表 4-14 提供 2004 年 4 月底及 2005 年 3 月底勞保基金投資運用情形，由表得知，銀行存款為最大宗資金投資項目，超過基金總額 50%，此乃受勞工保險基金管理及運用辦法之限制⁵²。

2005 年 3 月底股票及受益憑證佔 17.42%居次。依據勞保基金管理及運用辦法規定可投資上市、上櫃公司股票、證券投資信託基金受益憑證、上市、上櫃公司現金增資股票或初次上市、上櫃公司之公開銷售股票，但總計投資於股票及受益憑證之金額不得超過勞保基金總額之 30%。另一方面，在這一年之間⁵³資金投資在國外有價證券增加 72 億元，是幅度增加最多（5.75 倍）的項目，其次是投資於短期票券，增加 111 億元。

⁵² 勞保基金投資於公債、庫券及公司債及銀行存款不得低於運用當時基金總額百分之五十(勞工保險基金管理及運用辦法，2003 年 11 月 12 日修正，第 10 條)

⁵³ 此期間指 2004 年 4 月底至 2005 年 3 月底。

表 4-14 勞工保險基金投資運用

單位：新台幣億元；%

	2004.04		2005.03	
投資項目	金額	比重	金額	比重
公債	62.5	1.36	77	1.72
公司債	17	0.37	17	0.38
銀行存款*	2,597	56.51	2,395	53.30
短期票券	24	0.53	135	2.99
金融債券	338.5	7.36	391	8.69
股票及受益憑證	929.7	20.23	783	17.42
經建貸款	251.8	5.48	209	4.64
房屋及土地	20	0.44	20	0.45
農保貸款	21	0.46	30	0.66
國外有價證券	13	0.28	85	1.89
外幣存款	0	0.00	3	0.07
委託經營	140	3.05	231	5.14
紓困貸款	180.5	3.93	119	2.65
合計	4,595	100	4,495	100

*含勞工住宅貸建專款 80.28 億元

資料來源：行政院勞工保險局

資料日期：2004 年 4 月底及 2005 年 3 月底

2. 勞保基金委託經營單位及經營績效

依據勞工保險基金國內投資委託經營作業要點(2004 年 05 月 07 日修正)，勞保基金委託經營之受託機構，應以合於經營資產管理業務相關規定之資產管理機構及其分支機構為對象，並應具備下列條件：

- (一) 成立二年以上。
- (二) 依中華民國法令設立登記或經認許並在中華民國境內營業者。

(三) 其所管理之任一基金或受託資產規模應有過去二年每月底平均在新台幣十五億元以上，且其二年每月累計報酬率簡單算術平均數或加權平均數在同類型基金平均報酬率以上者。基金或受託管理資產類型之操作性定義，由勞保局訂定。

(四) 公開徵求日前一月底，其管理與勞保局委託經營項目同類型之基金資產及受託資產總規模，不得少於新台幣五十億元。

前項第三款所定基金累計報酬率，依中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會採用之累計報酬率計算之，受託管理資產累計報酬率，依該資產保管銀行計算之淨值累計報酬率計算之。

勞保基金於 2001 年 12 月釋出 150 億元資金，委託 6 家投信經營，經營期限為兩年，合計報酬率為-3.26%(表 4-15)，此次委外經營績效各家投信表現皆不理想，6 家投信中僅怡富及富邦投信順利取得隔年委外資格。接著於 2002 年 5 月再釋出 150 億元資金委外經營，期限兩年，合計報酬率也僅 1.60%(表 4-16)。第三批委外資金，於 2004 年 10 月 1 日釋出 230 億元，委託 9 家投信經營，期限由兩年延長為三年，至 2005 年 3 月底合計報酬率僅達 1.40%(表 4-17)。

勞保基金監委會並調低目標年報酬率至 7%，調整前目標水準為 12%。為分散風險、提高勞保基金收益，勞保局一方面研議將海外投資比率，由 20%增加至 30%；另一方面導入彈性費率制⁵⁴，超過勞保局目標績效時依比率提高管理費率，反之則調降費率。

⁵⁴ 「勞保基金國外委託投資經營作業」

表 4-15 勞工保險基金 90 年度委託經營績效統計表			
自 2001 年 12 月 3 日起至 2003 年 12 月 2 日止		單位:新台幣億元;%	
投信名稱	委託金額	資產淨值	報酬率
怡富投信	30	30.4	1.34%
富邦投信	25	25.3	1.23%
保德信元富投信	25	25.1	0.51%
復華投信	25	24.3	-2.73%
保誠投信	20	18.3	-8.55%
復華投信(乙)	25	21.7	-13.36%
合計	150	145.1	-3.26%
附註： 1. 本表採用「市價法」評價。 2. 90 年度委託經營平均報酬率-3.27%，較同期間大盤漲跌幅 27.29%，落後 30.56%。 3. 復華投信(乙)為原統一投信委託投資專戶，自 2003 年 3 月 24 日起移轉復華投信繼續經營。 4. 90 年度委託投資契約已於 2003 年 12 月 2 日到期，勞保局已全數收回委託資產。 資料來源：勞保局			

表 4-16 勞工保險基金 91 年度委託經營績效統計表			
自 2002 年 5 月 17 日起至 2004 年 5 月 16 日止		單位:新台幣億元;%	
投信名稱	委託金額	資產淨值	報酬率
匯豐中華投信	25	27.03	8.13%
富邦投信	25	25.86	3.44%
景順投信	20	20.67	3.36%
群益投信	25	25.18	0.72%
匯豐中華投信(乙)	25	24.83	-0.66%
怡富投信	30	28.83	-3.91%
合計	150	152.4	1.60%
附註： 1. 本表採用「市價法」評價。 2. 匯豐中華投信(乙)為原統一投信委託投資專戶，自 2003 年 3 月 24 日起移轉匯豐中華投信繼續經營。 3. 本基金 91 年度委託經營已於 2004 年 5 月 16 日到期，收回委託資產。 資料來源：勞保局			

表 4-17 勞工保險基金 93 年度委託經營績效統計表			
自 2004 年 10 月 1 日起至 2005 年 3 月 31 日止			單位:新台幣億元;%
投信名稱	委託金額	資產淨值	報酬率
國泰投信	25	27.82	11.26%
元大投信	25	25.93	3.70%
富邦投信	30	30.79	2.64%
統一投信	25	25.40	1.59%
復華投信	30	30.35	1.15%
景順投信	20	20.07	0.36%
日盛投信	30	29.73	-0.90%
建弘投信	20	19.40	-2.98%
新光投信	25	23.74	-5.05%
合計	230	233.22	1.40%
附註： 1. 本表採用「市價法」評價。 2. 本基金 93 年度委託經營委託日期為 93 年 10 月 1 日。 3. 各受託機構管理之各類型共同基金績效，請參閱中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站〈網址： www.sitca.org.tw 〉。 4. 建弘投信、新光投信委託投資契約提前於 94 年 3 月 31 日終止。 資料來源：勞保局			

3. 勞保基金整體運用績效

關於勞保基金整體運用績效，很可惜勞保局並無揭露，因此無法進一步分析了解其狀況，這點相關單位在未來應作資訊揭露，以增加透明度。

(七)民營退休基金

1. 退休金危機下的應變之道

綜觀工業先進國家，由於人口出生率太低，加上人民追求生活品質，多數勞工嚮往提前退休，各國雖然訂有退休金制度，但採取隨收隨付的方式，而沒有預先籌措財源，因此先進國家無不面臨退休金危機。雖然近年來各國改發展個人帳戶型態之確定提撥制度，但建立民營退休基金，鼓勵為退休生活提早準備，為各先進國目前危機下的應變之道。

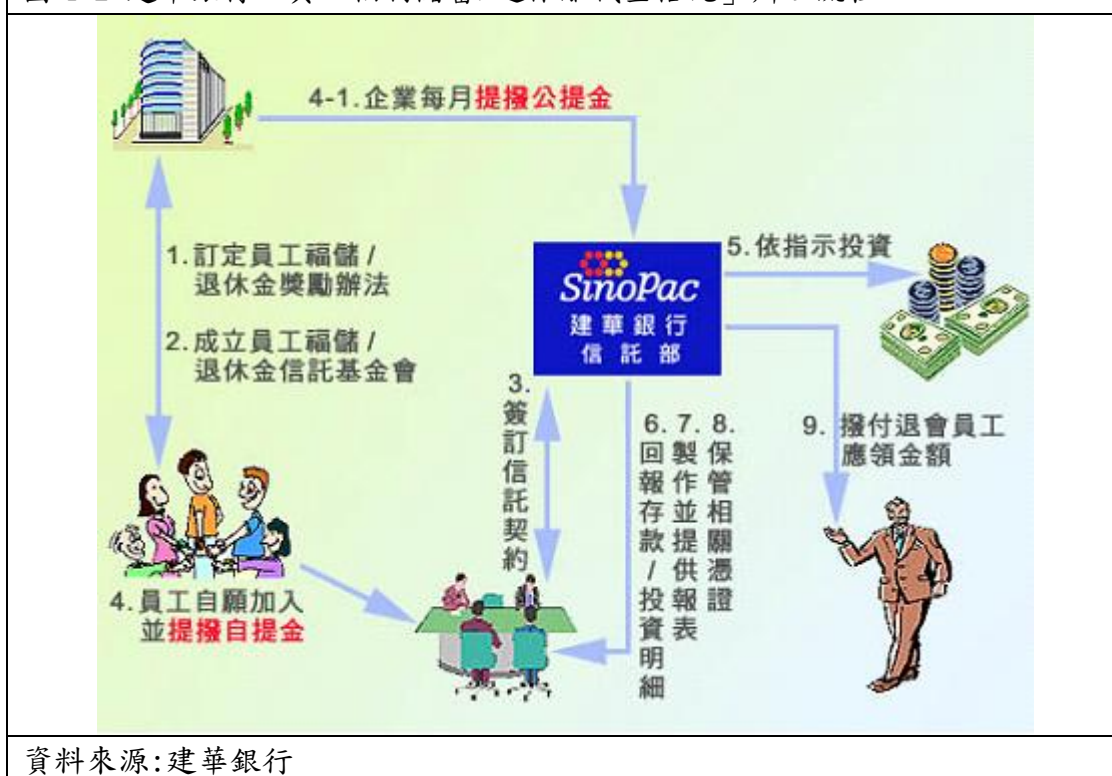
例如在美國有 401 (K) 的退休基金，義大利也允許類似美國的民營退休基金，而德國於 2001 年 5 月 11 日通過國民退休金改革案，允許將部分的退休基金民營，將自 2008 年起全面實施，勞工自 2002 年起可將所得的 1%投資在民間退休基金，此比率逐年提高，到 2008 年為 4%。

2. 國內民營退休基金現況

企業除依法提撥退休準備金外，還可直接提撥福利金至企業的職工福利委員會，交給委員會及受託銀行來規劃一項兼具員工福利、儲蓄及投資理財的員工福利信託商品，目前多利用專案信託方式辦理。此種

員工福利信託商品，會因投資標的範圍或成立目的不同，有不同產品名稱，如「員工持股信託」，主要投資自己公司股票；「員工福利及儲蓄信託」，投資標的除自己公司股票外，還包括定存、國內外基金或其他國內外有價證券等；「員工退職金信託」，則是用以彌補勞基法未規範企業提撥離職金的不足⁵⁵。例如：建華銀行信託部推出之「員工福利儲蓄/退休離職金信託」商品(詳圖 4-2)，該銀行至今已承辦國內四十多家企業員工福利儲蓄暨退休離職金信託業務。但礙於民間自行提撥退休準備金無稅賦優惠，因此民營退休金規模尚小。

圖 4-2 建華銀行「員工福利儲蓄/退休離職金信託」办理流程



⁵⁵ 資料來源：中華民國信託業商業同業公會「員工持股信託」專題導覽。

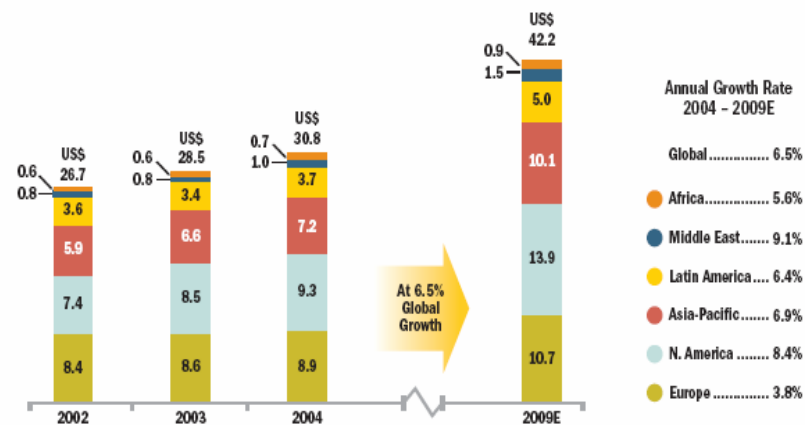
三、財富管理業務

(一)財富管理市場全球概況

財富管理業務(或投資銀行業務)係指資產管理公司針對高淨值客戶(High Net Worth Individual, or HNWI)，透過業務人員，依據客戶需求，提供資產配置或財務規劃等服務。目前由各資產管理公司自行依據經營策略訂定高淨值客戶之條件。根據2005年Merrill Lynch及Capgemini出版的「世界財富報告」，擁有金融性資產超過100萬美元的高淨值個人，估計全球約830萬人，全球高淨值個人財富總額在2004年為30兆8千億美元(圖4-3)，以6.5%為年成長率，至2009年財富總額預估超過42兆2千億美元。其中亞太地區高淨值個人就有230萬人，佔四分之一強，2004年財富總額為7兆2千億美元，以6.9%為年成長率，至2009年財富總額預估超過10兆1千億美元。

圖 4-3 全球高淨值客戶金融性資產總額預測值及年成長率

Figure 7 | HNWI Financial Wealth Forecast by Region, 2004 – 2009E
(US\$Trillions)

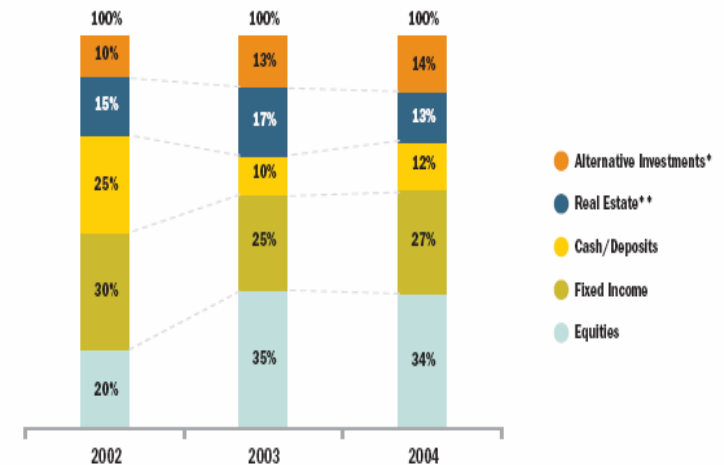


Note: The more conservative growth estimate is based on assumptions that HNWI wealth growth demonstrates cyclical trends similar to economic growth trends. Expecting an economic slowdown in 2005 and 2006, the CAGR for 2004 – 2009E at 6.5% is slightly lower than the CAGR in last year's report projected for 2003 – 2008E.
Source: Capgemini Lorenz curve analysis May 2005
All chart numbers are rounded.

資料來源：2005 年 Merrill Lynch 及 Capgemini 出版的「世界財富報告」，第 8 頁。

圖 4-4 高淨值客戶資產配置情形

Figure 8 | HNWI Asset Allocations by Investment Class, 2002 – 2004



Note: * Includes: Structured products, hedge funds, managed funds, foreign currency, commodities (including precious metals), private equity and investments of passion (fine art & collectables)
**Includes: Direct real estate investments and REITs, which are not common instruments outside the United States
Source: Capgemini/Merrill Lynch Relationship Manager Surveys, March 2003, April 2004, April 2005

資料來源：2005 年 Merrill Lynch 及 Capgemini 出版的「世界財富報告」，第 11 頁。

進一步觀察全球高淨值個人資產配置狀況及變化，發現權益投資隨著經濟復甦再受青睞，由 2002 年時的 20%比率，回復至 2004 年的 34%水準；而伴隨著投資者對股市信心的恢復，加上利率處於低迷水準，投資於固定收益證券比率由 30%(2002 年)降至 25%(2003 年)接著略升到 27%之水準(2004 年)；在低利率房貸刺激之下，不動產投資(含不動產投資信託，REITs)由 2002 年時的 15%，略增加至 2003 年的 17%，但房地產價格居高不下，不動產投資重要性隨即降到 2004 年時的 13%；同期間另類投資(指結構性商品、避險基金、私募基金及藝術品收藏等)商品備受關注，重要性與日俱增，由 2002 年時的 10%升至 2003 年的 13%，到 2004 年時的 14%之譜，其中又以投資私募基金最受歡迎；至於現金及存款的比重由 25%嚴重縮水至 12%(圖 4-4)。

在本章的「國內證券商經營困境與發展契機」中我們談到，券商固守微利的傳統業務(指commission-based services)，不如轉而發展資產管理業務，賺取專業顧問費用(指fee-based services)，根據 Boston Consulting Group的調查研究顯示，2003 年時北美地區專注發展顧問費收入業務的金融機構，其稅前淨利率(pretax margin)之中位數為 26%，遠遠高於以經營傳統業務為主的 12%⁵⁶。

⁵⁶ Boston Consulting Group (2004), The Rich Return to Richer Returns: Global Wealth 2004, BCG Report November 2004.

在 Merrill Lynch 及 Capgemini 出版的「2004 世界財富報告」中也發現，高淨值客戶對理財諮詢的需求不只增加，尤其特別重視這五項議題：風險管理(Risk Management)、策略性資產配置(Strategic Asset Allocation)、顧問的專業能力(Expertise)、全球佈局(Global Advice)及財務規劃(Financial Planning)。

金融機構在辦理財富管理業務時，最重要的特點為，指定財富管理業務人員，其不但要滿足客戶之需求，並且規劃建議客戶所需之產品或服務，力求與客戶維持長期密切之關係。該指定財富管理業務人員在國外投資銀行稱為「客戶關係經理」(Relationship Manager，簡稱 RM)，在國內銀行業一般稱為「理財專員」。

(二)國內券商發展財富管理業務時面臨法令上的限制

1. 要求設立專責部門

在「證券商辦理財富管理業務應注意事項」中，特別規定證券商辦理財富管理業務應設立專責部門，其目的為建立一獨立專責部門，負責財富管理業務之規劃執行及人員管理，期以公正客觀角度提供客戶諮詢意見，避免經紀部門為銷售商品而不當影響財富管理業務人員之專

業分析判斷，及造成利益衝突之情事發生。

與券商訪談中發現，多數金控券商不贊成設立專責部門，因為金控在做績效評估時採利潤中心制，其旗下的銀行、證券子公司，又各自有自己的利潤中心，金控券商認為若成立財富管理專責部門，專責單位雖會為客戶的利益著想，但基於績效評估仍以利潤中心為單位，各子公司還是會有業績壓力，跨部門之間會變成沒意願交叉行銷，如此可能妨礙達成金控綜效。

再者，證券商的客戶掌握在各個分公司各營業員，若要成立專責單位，就需要把客戶分出，與銀行業相比，銀行客戶是公有化，券商客戶則是私有化，券商特別重視與客戶維持長期密切關係。營業員因害怕客戶被強迫轉介到其他部門，有可能會把客戶的資產轉變為沒到貴賓理財標準，如此反而阻礙券商發展。

另外，若業者已經依照業務所需，而設計適用的組織型態及規範，而如今法令公布，卻要求欲申辦財富管理業務的券商，依此法令來另設專責機構，實應該比照財富管理顧客的門檻認定，讓券商依照自身的經營策略而決定，是否應設立一個專責單位。

2. 欠缺現金管理帳戶

業者指出證券商財富管理部門不能使用主帳戶的概念，代表客戶委託操作投資必須回歸到舊有模式，各個單子要回到各個所屬的部門裡執行，從事財富管理業務的從業人員像是投顧的介紹及仲介，負責推薦，就像是在證券商裡面多一個投顧，而這個投顧他可以轉單，未來將行的財富管理部門可以接單，但不能執行，看起來主管機關只是在設法給券商一個推薦業務的功能，但又不希望擴大到證券商裡的每一個人都可以做推薦，因此要求設立專責部門來管理。

收受存款業務必須要有銀行執照，以現金管理帳戶來得知資金的流向狀況，客戶把錢存在銀行，而券商可以取得客戶的存款明細，以幫客戶量身訂做投資組合。證券商要辦理財富管理業務，需要提供券商掌握客戶金流的工具，瞭解客戶資產概況的情形，讓未來財富管理的客戶，資金有停留的管道，讓券商能夠掌握住金流才有辦法幫客戶做財富規劃，另一方面讓券商與銀行維持在均等的競爭態勢。一般券商若無加入金控，無法掌握金流，也不能發展財富管理業務，但就算在金控中也有限制法，金管會規定所有的資料要經過客戶的同意才能調出，因此對於沒加入金控的券商，應有一個配套措施，讓金控與非金

控之券商能有良好的競爭基礎。

3. 欠缺指定用途信託帳戶

證券商的核心價值在於與客戶維持長期密切關係，證券商擔心如何在銷售各種金融商時，客戶的資料不會流失出去。目前銀行採取指定用途信託購買國內外基金，其客戶的資料不會透露給國內投信或國外資產管理公司，所以也應給券商類似於銀行指定用途信託的方式來做財富管理。另一方面如客戶在期貨商開一個綜合帳戶，客戶資料只有期貨商知道，銀行不知道。

結合「現金管理帳戶」及「指定用途信託帳戶」之「整合型帳戶」要證券商提供完整的財富管理業務需要一個集中帳戶來配合，因為在國外的投資銀行，客戶只要開一個戶頭，可是客戶在國內做財富管理，他可能要開十個戶頭。當現金管理帳戶出來之後，應與外商及銀行採取指定用途信託一樣，跟保管銀行簽約，然後客戶的錢就進到保管銀行裡面去，之後這個錢就算是證券商的次帳戶，當客戶要用錢的時候在把錢匯出去，這是目前國外所有投資銀行的作法。如此一來，在客戶委託買賣及下單的時候，就可以掌控風險，不用擔心客戶違約。

4. 內稽內控

金融機構內部內控的防火牆，需視業績與專責單位之間是否有一個關聯性做考量。當開放券商承做財富管理業務時，因為一些內稽內控問題，而利用法令將業務開放的彈性縮減，也造成券商成本的增加。若由主管機關接受申請時，要求備妥詳細內稽內控施行細節，內部作業既有程序，對業者的業務發展幫助較為大。

5. 全權委託(代客操作)

依證券投資信託及顧問法（2004 年 6 月 30 日公發布），證券投資顧問契約：指證券投資顧問事業接受客戶委任，對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項提供分析意見或推介建議所簽訂投資顧問之委任契約。全權委託投資業務：指對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產，就有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易為價值分析、投資判斷，並基於該投資判斷，為客戶執行投資或交易之業務。

目前國內法令允許可經營全權委託投資業務者有保險業、投信投顧業、信託業、期貨商。券商兼營投信投顧的細則辦法需要盡快訂定出來。截至目前已獲證期局核准得經營「全權委託投資業務」之公司家

數共有 95 家，其中投信公司共有 38 家，投顧公司共有 39 家，兼營投顧公司共有 18 家。至 2005 年 7 月底止，全體國內全權委託金額計 4,799 億元。

6. 商品開放採負面表列方式

金管會已對銀行業務，如衍生性金融商品改以負面表列方式管理，促使銀行業業務彈性發展空間較證券商大，對券商的開放尤其是「另類投資」商品上，應採負面表列方式辦理。

參、本章結論

就提供一個完善的金融環境來談，隨者金融國際及自由化，過去對開放新商品所延用的正面表列方式，應調整為負面表列方式，使業者能有彈性發展空間，不僅合乎潮流，在面對外來競爭時也才能保有競爭力。

一個健全的金融環境應該是業者之間能有良性的競爭機制，在合理的利潤之下，各自依照競爭優勢發展，不只金控的券商能發揮綜效，專業券商也能提供精緻的金融服務。

銀行與券商可從事的業務已差不多，但是券商無法與銀行公平競爭，就以從事財富管理業務來說，銀行可掌握客戶金流，券商空有投資理財的專業知識，卻無法真正為客戶做投資組合規劃，實應加速開放券商從事現金管理帳戶業務，也應讓券商有類似銀行指定用途信託的方式做財富管理，如此才能與銀行公平競爭，與投資人共創雙贏局面。

第五章 結論及建議

壹、結論

一、尊重市場自由競爭機制

1. 目前為止，金控公司的交叉行銷效果仍不明顯，亦即金控公司的經營綜效尚未真正顯現，但金控證券商之 ROA 優於綜合證券商，可以發現即使在綜效尚未顯現的現在，只要證券商加入金控就能接受到金控集團資源豐厚的優勢。

2. 獨立綜合證券商若不加入金控公司，或不自行發展虛擬金控架構，就一定要專注於自身的核心競爭優勢發展出有差異且有特色的業務，而在本次研究中發現，多數的綜合證券商在改善成本方面仍有進步的空間，各家證券商可在發展獨特業務之前，先行找出屬於自身的最佳實務。

3. 而專業經紀商因其特殊的設立時空背景，再加上服務之顧客區隔有其獨特性，短期間內大型的金融機構仍未能取代專業經紀商的通路優勢，但是在業務的相似性極高下，來自於同業間的流血競爭日漸加劇。此方面則需要主管機關開放多樣化的業務來經營，充分發揮經紀業務本來所應有的價值，擺脫流血競爭的局面使經營重回常軌。

二、提升經紀商據點效益

國內證券商傳統分支據點設立情況已達飽和狀態，在據點成本高昂及回收不如預期的現實情況下，建議主管機關放寬據點設立標準，以求降低據點設立成本之效；另一方面，因應現時財富管理業務興起，建議主管機關因其業務不同而改變設立據點法規，針對不同業務性質對據點採行分級管理制度，以收有效管理之效而減少證券商成本、活化證券商資產使用效率。

三、開放業務，促進公平競爭

1. 是否要求財富管理業務設立專責部門：金控證券商認為若成立財富管理專責部門，專責單位雖會為客戶的利益著想，但基於績效評估仍以利潤中心為單位，各子公司還是會有業績壓力，跨部門之間會變成沒意願交叉行銷，如此可能妨礙達成金控綜效。實應該比照財富管理顧客的門檻認定，讓證券商依照自身的經營策略而決定是否成立專責機構，主管機關接受申請時，要求備妥詳細內稽內控施行細節，內部作業既有程序，對業者的業務發展幫助較大。

2. 欠缺現金管理帳戶：一般證券商若無加入金控，無法掌握金流，也不能發展財富管理業務，對於沒加入金控的證券商，應有一個配套措施，讓金控與非金控之證券商能有良好的競爭基礎。

3. 欠缺指定用途信託帳戶：證券商的核心價值在於與客戶維持長期密切關係，應給證券商類似於銀行指定用途信託的方式來做財富管理，一方面客戶資料可保密，另一方面可掌控顧客，避免違約交割的風險。

4. 商品開放採負面表列方式：表明禁止從事的業務之後，剩下的空間讓各證券商自由揮灑。

貳、建議

至此，本團隊提出五點建議：

1. 由之前的迴歸分析得知，大家所期望的金控經營綜效尚未產生，但是金控的豐厚資源對新加入的證券商在 ROA 上有正向的影響，但是業者仍需持續向內探尋最適合該公司的經營模式與核心業務，一味求大並不能真正提升競爭力。
2. 主管機關在審核新種業務之時應該朝向健全的防弊機制進行，尊重各家公司在其業務流程中所自然形成的組織架構；強力的要求所有的組織都要整齊一致以方便管理，有可能管理的良法美意尚未得利，各公司已受組織調整之害。

3. 在重新賦予經紀業務價值方面，希望有關當局能順應財富管理之勢，逐漸開放新業務或新商品給經紀商承做以提高通路價值。而且為因應財富管理的潮流，各營業據點也應按照業務的不同而受到不同的規範，而在設備、空間方面可以小型化，以減少證券商在據點上的支出，增加證券商資本的流動性。
4. 針對銀行與券商在競爭時有立足點不平等的現時情況下，希望能開放現金管理帳戶業務以求拉近二者經營之差距。而在承做財富管理的業務上，應可採取指定用途信託帳戶的方式辦理，一方面銀行無法得知券商客戶之資料，另一方面，證券商也可以藉由此指定用途信託帳戶的方式辦理商品的交割，並可以掌握顧客的資產，以控制風險。
5. 主管機關在審核可進行業務或商品時應採行負面表列方式，明定不能承做之業務之後，剩下的就交給各公司努力經營。

參考文獻

中文部分

1. “論金融控股公司集團內資源共用之規範” 戴銘昇，2003，證交資料
2. ” 證券商經營損益分析資料” 2005，證券基金會
3. “如何提昇國內專業證券經紀商之競爭力” 蕭偉評，2005 證交資料
4. TVBS新聞 2003/7/25 www.tvbs.com.tw
5. “股戲” 彭光治，早安財經文化出版社
6. “我國網路券商發展現況與營運績效之研究” 張志暉，2004
7. “變革中的亞洲各國退休制度與展望德盛安聯資產管理公司”，2005 年 8 月
8. 台灣證券交易所之「2004/12 投資人投資股票報酬率月報」
9. ” 退休基金年刊” 第 4 頁，2004 年
- 10.” 打拼一世 幸福一生 全力打造退休幸福” 勞委會
- 11.” 員工持股信託專題導覽” 中華民國信託業商業同業公會

英文部分

1. Boston Consulting Group (2004), A restless recovery: Global Asset Management 2004, BCG Report December 2004.
2. Ingo Walter (1999),”The global asset management industry: competitive structure and performance”, Financial Markets, Institutions & Instruments, 8 (1), pp.1-78
3. Boston Consulting Group (2004), The Rich Return to Richer Returns: Global Wealth 2004, BCG Report November 2004.