

中華民國證券商業同業公會委託專題研究

## 證券商資產管理的未來展望

研究單位：臺灣財務金融學會

計畫主持人：

國立臺灣大學財務金融學系胡星陽教授

共同主持人：

國立臺灣大學財務金融學系何耕宇教授

國立政治大學財務管理學系陳嫻如副教授

研究人員：李思穎、莊佩芬

107年1月

## 目錄

第一章 緒論 .....	1
第一節 研究動機與目的 .....	1
第二節 研究範圍 .....	3
第二章 臺灣證券商經營資產管理現況 .....	5
第一節 臺灣資產管理架構 .....	5
第二節 證券商經營資產管理業務及法律依據 .....	10
第三節 證券商經營資產管理業務發展 .....	16
第四節 證券商經營資產管理之瓶頸 .....	20
第三章 國外證券商經營資產管理現況 .....	25
第一節 美國 .....	25
第二節 韓國 .....	34
第三節 香港 .....	44
第四節 中國 .....	62
第四章 臺灣證券商經營資產管理之展望 .....	79
第一節 證券商經營資產管理的優劣勢分析 .....	79
第二節 防火牆 .....	84
第三節 證券商經營資產管理之未來發展 .....	107
第五章 結論與建議 .....	117
參考文獻 .....	120
附件一、證券商資產管理的未來展望座談會紀錄 1 .....	122
附件二、證券商資產管理的未來展望座談會紀錄 2 .....	138

附件三、韓國參訪紀錄.....	141
附件四、香港證券商從事資產管理名單.....	144
附件五、期中報告審查會議紀錄.....	148
附件六、期中報告修正對照表.....	150
附件七、期末報告審查會議紀錄.....	152
附件八、期末報告審查修正對照表.....	153

## 表目錄

表一 臺灣資產管理相關商品與服務 .....	5
表二 投資型保險與傳統保險 .....	7
表三 家庭及非營利團體資金流向( Use of funds) .....	9
表四 信託方式 .....	12
表五 2017 年度第一季信託業業務規模.....	17
表六 證券商信託業務: 西元 2017 年 4 月 .....	18
表七 全體業者全權委託(委任關係及信託關係)金額 .....	19
表八 證券商資產管理開放過程 .....	23
表九 美國證券商經營私募有價證券之業務比例(% of All Firms).....	30
表十 證券商營收來源.....	37
表十一 包裹帳戶與一般帳戶之差異 .....	38
表十二 Polaris-Ocean Private Equity Fund .....	39
表十三 受規管活動 .....	45
表十四 各類申請人得申請那些受規管活動.....	46
表十五 負責人員勝任能力.....	51
表十六 財政資源.....	52
表十七 中國光大證券(香港)有限公司受規管活動 .....	56
表十八 中國資產管理商品與服務.....	63
表十九 證券商資產管理業務收入比重.....	70
表二十 證券商與基金公司資產管理規模.....	71
表二十一 證券商集合資產管理計畫投資績效 .....	71
表二十二 2017 年上半年基礎資產分類情況.....	72
表二十三 2017 年第二季證券商資本適足率(適用進階計算法者).....	80
表二十四 2017 年證券商第二季資本適足率(適用簡式計算法者).....	81
表二十五 活期儲蓄存款與證券交割戶之利率(%)比較表 .....	83
表二十七 證券商業務比較表 .....	108
表二十七 境外基金資產總額(依基金類型).....	110
表二十八 韓國證券交易所上市公司總數與市值總額 .....	116

## 圖目錄

圖一 金融資產證券化概念.....	6
圖二 各國保險機構海外投資比例.....	9
圖三 證券商資產管理業務內容.....	11
圖四 西元 2017 年 4 月證券商金錢信託投資標的占比.....	18
圖五 美國證券商監理制度.....	25
圖六 2005 年與 2017 年投資公司組成比例.....	30
圖七 韓國資產管理業務內容.....	36
圖八 持牌法團取得第九類牌照之數量.....	55
圖九 基金管理概況.....	55
圖十 資產管理業務，年成長.....	56
圖十一 境內外基金管理資產總金額.....	110
圖十二 不動產投資信託流程圖.....	113
圖十三 不動產資產信託流程圖.....	113

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

金管會曾於西元 2015 年研擬《資產管理法》，委外研究整合法的可行性以打破證券、投信投顧、期貨、銀行信託業等資產管理業者間的藩籬，同時解決目前資產管理法規分割化，零碎化的現況。《資產管理法》不僅能提高資產管理業的競爭，更能達成投資人的目標，進而提高國內業者在國際資產管理市場的競爭力。然而即便業者期盼《資產管理法》的實施，但是實務上仍有許多複雜的問題有待解決，例如：現階段採分業監理模式，使得業者辦理相同業務時標準不一。此外，主管機關亦擔憂開放證券商兼營投信業務可能產生之利益衝突。這些種種顧慮使得修改或制定法律需要較多時間，《資產管理法》截至目前為止亦沒有進一步消息。因此研究團隊認為短中期的做法是消弭不同業者在從事資產管理上受到的不同限制，以朝資產管理法跨進一步。

「資產管理」(Asset management)又稱「投資管理」(Investment management)或「投資組合管理」(Portfolio management)，泛指金融資產或實質資產 (Real assets) 為標的，進行投資組合之運用與管理，以求有效分散風險追求報酬最大化。金融資產包括各種股票、債券、證券化商品、債權、衍生性金融商品等。實質資產則包含不動產、黃金、各種天然資源等。資產管理具有專業管理與分散風險兩大特性，其涉及之業務型態主要包含單純資產保管、投資組合配置，以及相關諮詢服務等三種。基於上述概念，傳統分類下的證券投資信託基金、全權委託投資業務、退休基金管理 etc. 均有資產管理之本質<sup>1</sup>。

資產管理與財富管理表面看起來十分類似，其實兩者仍有相當程度的差異，分別為產業的上下游。前者偏重投資面向，著重對個別資產的管理，提高獲利，需要較強的研究分析能力；後者直接面對財富的擁有者，針對客戶需要，對財富的配置面向做適當規劃管理，強調顧問的功能及平臺的重要。在客戶方面，資產管理涵蓋面廣泛，小至個人理財、大至國家主權基金管理；財富管理則以個人理財為主。

---

<sup>1</sup> 參考王文字等 (2016)，金融法，頁 234 以及李存修、邱顯比、曾宛如 (2005) 證券投信暨投顧事業發展資產管理服務業務之策略方向、法規架構與推動方案研究報告

國內財富管理多年來發展蓬勃，然而，證券商經營財富管理的腳步卻相對緩慢。其發展過程可以回溯至西元 2005 年，金管會公布《證券商辦理財富管理業務應注意事項》後，證券商才得以經營財富管理業務。在開放初期，由於證券商投資標的範圍受限，因此無法大力發展財富管理業務。西元 2009 年金管會進一步公告修正《證券商辦理財富管理業務應注意事項》，將證券商以信託方式從事財富管理業務，及證券商分支機構可申請財富管理及信託業務納入規定；此後，證券商經營財富管理的空間才得以開展。西元 2014 年政府允許證券商設立國際證券業務單位（Offshore Securities Unit, OSU），辦理國際證券業務，對證券商經營財富管理，具有正面的意義。

儘管如此，證券商在財富管理方面的收入仍相對微不足道。以西元 2011 年為例，證券商經紀手續費仍是主要收入來源，金額為新臺幣 850 億元，占 62.5%；財富管理收入僅有 493 萬元淨收益。而到了西元 2016 年證券商的收入來源有了一些值得觀察的改變：經紀手續費仍為主要收入來源，但比重明顯下降（經紀收入 650.8 億元，占 51.3%）；同時期，財富管理雖然成長相當迅速，但仍只有 6.22 億元的淨收益。

在國內股票市場近年來交易量日益減少，明顯疲弱之下，如何跳脫現行以信託方式辦理財富管理業務，進一步向上游拓展資產管理的經營，對於證券商的發展將至關重要。幾年前德意志銀行將旗下的資產管理與財富管理部門整合，希冀能結合多方資源，提供客戶更有效率的服務，便是一個很好的例子。政府與業者近年來也開始在此一領域投注心力；然而，國內相關法規分散，並採用分業兼營管理的模式，導致不同業別的金服務機構經營相同或類似業務時，卻適用不同法規，進而造成規範標準不一致之不公平現象。這種情形，可能導致證券商經營資產管理的局限性，不利於此一重要業務的發展。

有鑑於此，本研究針對證券商經營資產管理業務進行深入的分析，探討國外資產管理業務發展現況，也剖析我國資產管理現行體制，以及證券商面對的競爭環境和法規束縛，以對證券商經營資產管理提出建議與未來努力之方向。

## 第二節 研究範圍

本研究將分別就我國資產管理現行體制、國外資產管理業務發展現況、及證券商從事資產管理之可行性上述三個面向進一步闡述。

### 壹. 我國資產管理現行體制

近年來，隨著自由化及國際化的趨勢，資產管理的經營也越來越競爭。現行國內金融相關法規採用分業兼營管理的立法模式，因而產生不同業別之金融服務業者，在經營相同或類似之業務時，將適用不同法規。如此一來，造成規範標準不一致，亦產生不公平競爭與法規套利，對金融業的整體發展不利。證券商經營財富管理，同樣會面臨到此一問題，而使其發展受限。研究團隊將詳細檢閱相關文獻，以了解國內證券商經營財富管理的現況與法規限制。

### 貳. 國外資產管理業務發展現況

金融自由化與國際化已是當前潮流，而金融機構的發展趨勢已朝向大型多元化之方向。為了因應金融市場整合，英國率先於西元 2000 年制定《金融服務市場法》，成為第一個完成單一金融法規立法的國家。往後幾年，日本、韓國亦跟進，著手整合金融法規。日本於西元 2001 年整合並訂立《投資信託及投資法人法》，主要規範資產管理業務；另於西元 2003 年修正《投資服務法》，並更名為《金融商品交易法》。韓國之資產管理法規採漸進方式整合，於西元 2003 年制定《資產管理法》與《間接投資資產運用業法》，另於西元 2007 年制定《資本市場整合法》。

以目前各國的相關法令規章而言，英國與韓國應屬整合最為完整之國家，日本雖未進行全面性整合，但是大部分的相關規範業已整合由《金融商品交易法》規範，而資產管理部分則整合並受《投資信託及投資法人法》規範。由於日本、韓國與我國同屬大陸法系，其法規整合歷程確實值得借鏡。另一方面來看，由於主管機關對國內業者諸多限制，而投資人基於個人隱私、稅務、增加投資機會等各種考慮希望突破這些限制，因此部分國外業者在香港設置銷售團隊，針對國內投資人提供服務，規避主管機關的限制。要達到金管會的「金融進口替代」目標，當然需要了解競爭者在香港從事資產管理所受到的法規和管制。

研究團隊將詳細檢閱相關文獻，完整分析美國、韓國、香港及中國等國家在證券商資產管理方面的法令規範及其業務發展狀況，也赴韓國訪問業者，用以做為國內證券商發展資產管理之參考。

#### 參. 證券商從事資產管理之可行性

研究團隊也邀請熟悉本研究主題之業界及主管機關人士，進行深度訪談及參與座談會，以協助釐清證券商發展資產管理的現況。更重要的，是了解證券商發展資產管理的利基點與對未來業務開拓的期望。之後，再進一步明確指出證券商在資產管理業務上的優勢、劣勢。同時，亦與法規面的分析結合，歸納出將來在法令修改與產品開發上可行的努力方向。

本研究團隊的短期建議為 (1) 主管機關應對已許可信託業務之金融機構採一致性態度；(2)修正《證券投資信託事業設置標準》，開放證券商兼營證券投資信託業務。中期修正《證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法》，許可證券投資信託事業、證券投資顧問事業及證券商從事不動產信託業務。長期則修正《信託業法》，制定《資產管理法》。透過分階段的努力，提高資產管理業的競爭，讓投資人得到更好的服務，進而提高國內業者在國際資產管理市場的競爭力。

## 第二章 臺灣證券商經營資產管理現況

### 第一節 臺灣資產管理架構

#### 壹. 監理制度

現行國內金融相關法規採用分業兼營管理的立法模式，而我國監理制度也依循此立法模式分業監管。金融服務業主要監理機關為金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)，底下有銀行局、保險局、證券期貨局等不同機關負責監管不同金融業別。銀行局負責監理金融控股公司、銀行業、信託業等；保險局負責保險業；證券期貨局負責監管證券業與期貨業。然而，若資產管理涉及數位交易、外匯等商品，則由中央銀行主管。

#### 貳. 資產管理相關商品與服務

我國資產管理相關產品與服務可以分為以下三種：投資管理、相關諮詢服務、以及資產保管<sup>2</sup>，細項列舉於表一<sup>3</sup>。

表一 臺灣資產管理相關商品與服務

產品定位	類別	商品與服務
投資管理	產品-金融資產	共同信託與證券投資信託基金
		金融資產證券化
		不動產證券化
		創業投資基金
	投資型保險商品	投資型保險商品
	服務-全權委託	全權委託-代客操作
相關諮詢服務	投資顧問服務	證券投資顧問服務
		期貨商品顧問服務
資產保管	保管受託資產	基金保管機構
		全權委託保管機構
		辦理客戶委託保管及運用其款項

資料來源：研究團隊整理

<sup>2</sup> 參考王文宇等(2016)，金融法，頁234

<sup>3</sup> 整理自李存修、邱顯比、曾宛如(2005)證券投信暨投顧事業發展資產管理服務業務之策略方向、法規架構與推動方案研究報告以及孔繁琦主持合夥律師等(2015)·我國資產管理發展與規劃方向，環宇法律事務所

### (一) 投資管理

對投資大眾而言，我國共同基金與證券投資信託基金之分野相當模糊。兩者均以信託契約為其成立之基礎，又發行對象、收益方式與轉讓型態大同小異，故時常讓人搞混。共同基金投資範圍廣泛，若涉及股票，則與證券投資信託基金適用相同法規<sup>4</sup>。

中華民國信託業商業同業公會對金融資產證券化之定義如下：金融資產證券化是由創始機構(如銀行等金融機構或一般企業)對所持有之各種具有未來現金流量的金融資產進行切割、組群包裝，透過特殊目的機構導管體之隔離風險，將資產重組為單位化、小額化，或不同層次、順位或種類之證券形式，向投資人獲取資金之過程。因此，只要是未來現金流量穩定的金融資產，如企業貸款、住宅貸款、汽車貸款、信用卡應收帳款、商業貸款、租賃債權或其他應收帳款，經主管機關核准，都有可能成為證券化的標的。經過證券化，創始機構無需持有債權資產至屆期才得以清償，而可轉而向投資人調度資金，為籌措資金之新管道，並得以提高資金使用效率。資產證券化之概念如圖一 金融資產證券化概念。

圖一 金融資產證券化概念



資料來源：中華民國信託業商業同業公會

不動產證券化則可分為不動產投資信託與不動產資產信託。前者類似信託基金，根據中華民國信託業商業同業公會，不動產證券化之業務流程為：受託機構向主管機關申請募集或私募受益證券並獲准後，從證券市場募得資金並發行受益證券給投資人，再者，受託機構將資金運用於不動產以及特殊目的公司等相關之投資標的，並將租金等收入分配給投資人。而不動產資產信託則是受託機構向主管機關申請募集或私募受益證券並獲准後，委託人以信託方式移轉不動產或不動

<sup>4</sup> 周行一等（2008），信託業提供資產館服務之策略方向及相關建議，頁 40

產相關權利予受託機構(受託人)。投資人透過持有信託受益證券之方式來參與不動產之經營，由受託機構做為發行受益證券募集資金之導管。證券化架構中尚包含信用增強機構、信用評等機構、不動產管理機構、專業估價機構等相關單位共同參與。

投資型保險商品：為保險公司結合保險與投資雙重功能所推出的產品，採分離帳戶，資產完全屬於保戶，保戶亦需自行承擔投資相關風險。表二為投資型保險與傳統型保險之差異。

表二 投資型保險與傳統保險

	投資型保險	傳統型保險
功能	保險保障+投資	保險保障
保費繳交	彈性	定期、定額
保額	彈性	固定
費用透明度	透明	較不透明
資金運用方式	由保戶自行選擇投資組合	由保險公司全權運用
投資資產管理	分離帳戶	一般帳戶
風險承擔	保戶自行承擔	保險公司承擔
保單價值	依保戶投資標的之報酬率	保險公司保證

資料來源：安聯人壽

全權委託投資業務，乃是對客戶交付之委託投資資產，就有價證券、證券相關商品、經證期會核准項目之投資為價值分析、投資判斷，並基於該投資判斷替客戶執行投資或交易。投信投顧事業依據西元 2000 年 10 月公佈之「證券投資顧問事業證券投資信託事業經營全權委託投資業務管理辦法」，信託業依據西元 2003 年公佈 11 月公佈之「信託業兼營證券投資顧問業務辦理全權委託投資業務操作辦法」分別可以從事全權委託業務，兩者的投資範圍規範均相同。此外，爾後陸續開放各金融機構兼營該項業務，包含證券商、期貨信託事業、期貨經理事業、期貨顧問事業、保險業。

## (二) 相關諮詢服務

證券投資顧問，指直接或間接自委任人或第三人取得報酬，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。現階段投資信託事業、信託業、證券經紀商、期貨經紀商等亦可兼營證券投資顧問事業<sup>5</sup>。

### (三) 資產保管

證券投資信託及顧問法第五條第二款定義基金保管機構：指本於信託關係，擔任證券投資信託契約受託人，依證券投資信託事業之運用指示從事保管、處分、收付證券投資信託基金，並依本法及證券投資信託契約辦理相關基金保管業務之信託公司或兼營信託業務之銀行。第十一款定義全權委託保管機構：依本法及全權委託相關契約，保管委託投資資產及辦理相關全權委託保管業務之信託公司或兼營信託業務之銀行。由上述定義中可發現基金與全權委託之受託產品僅有信託公司或兼營信託業務之銀行能保管。除了基金與全權委託資產，證券商能辦理客戶委託保管及運用其款項，短時間內保管客戶之資產。

## 參. 金融機構資產管理定位

### (一) 信託業

我國現況並無專營的信託公司，而是由銀行及證券商兼營信託，目前(2017)年，共有 7 間國外銀行、37 間本國銀行、11 間證券公司獲准兼營信託業。然而，銀行與證券機構雖同為兼營，但業務仍非對等，前者能兼營所有信託業務，而證券機構僅能兼營金錢與有價證券信託。

### (二) 銀行

銀行除了提供外匯組合投資商品外，更提供家庭及民眾主要存放款服務，給社會大眾風險較低的印象。下表為家庭及非營利團體資金流向比率，從中可以發現活期性存款與定期性存款及外匯存款兩項即佔每年現金流 40% 左右。換言之，客戶將資金存入銀行帳戶，而銀行可以從中了解客戶之金額與資金流向，因此相對其他金融機構，銀行能夠更精準地提供個人理財之建議與服務。在信託業務方面，獲准兼營信託業之銀行，符合一定標準後得從事所有信託種類之業務，包含金錢信託、有價證券信託、動產與不動產信託等等。

---

<sup>5</sup>孔繁琦主持合夥律師等(2015)·我國資產管理發展與規劃方向，環宇法律事務所，頁 247

表三 家庭及非營利團體資金流向( Use of funds)

	2015	2014	2013
活期性存款	9.10%	17.67%	17.90%
定期性存款及外匯存款	29.49%	25.14%	17.40%
人壽保險準備	51.75%	39.93%	49.16%
退休基金準備	4.60%	8.34%	8.85%
其他	5.06%	8.92%	6.69%
合計	100%	100%	100%

資料來源：中央銀行

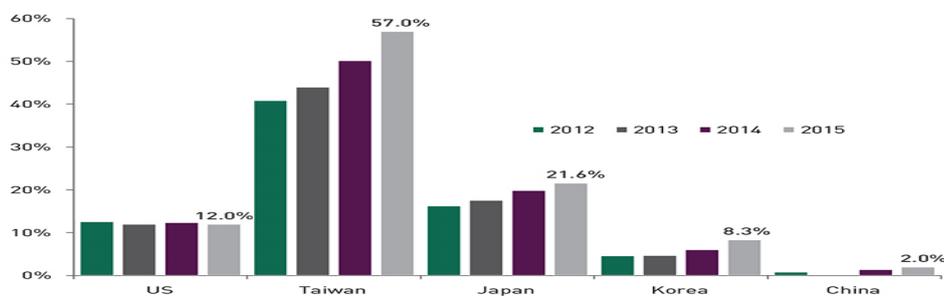
### (三) 證券商

證券商擅長證券相關的投資，證券屬於高風險高報酬的投資標的，因此證券商能提供投資者高報酬之獲利機會。然而，相對而言，投資者亦認為證券商所規劃之財富管理計畫風險較高。在信託業務方面，獲准兼營信託業之證券商僅得從事金錢與有價證券信託業務。

### (四) 保險

保險公司透過銷售保單的方式取得固定之保費收入，如上表，近年來家庭與非營利團體將資金投入人壽保險準備的金額占比越來越高，此趨勢成為保險公司的利基點。就投資標的而言，臺灣保險公司相比美國韓國中國等投入更高比例的資金於海外市場，如圖二。

圖二 各國保險機構海外投資比例



資料來源：Prinebridge Investments (Nancy Kong, Yongho Lee, 10 May 2017)

### (五) 證券投資信託事業

證券投資信託事業指的是向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易。目前金管會開放投信事業募集證券相關基金、經營全權委託投資業務以及私募股權基金。

### (六) 證券投資顧問事業

證券投資顧問事業，指直接或間接自委任人或第三人取得報酬，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。該事業除了經營證券投資顧問事業外，得兼營全權委託投資業務以及證券投資信託業務。

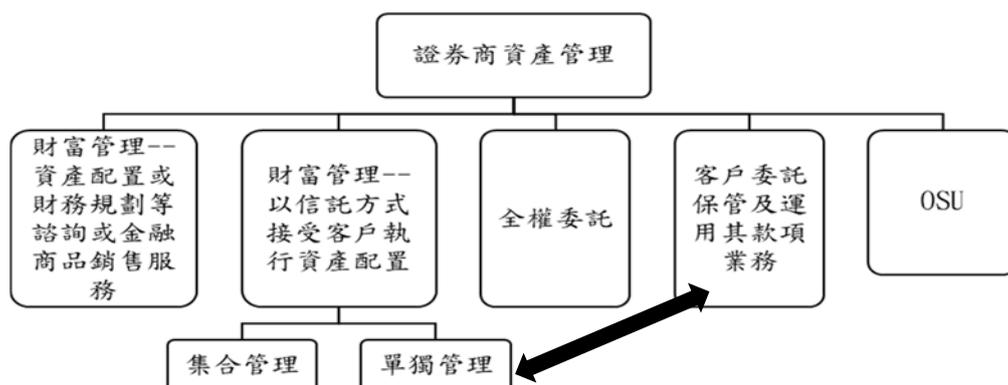
### (七) 期貨業

期貨商能提供投資人高風險高報酬的期貨投資標的。期貨商符合一定條件後得從事全權委託並兼營證券投資信託業務，然而實務上並未有期貨商公開募集證券相關基金。

## 第二節 證券商經營資產管理業務及法律依據

目前法律上尚未明確定義資產管理包含之業務內容，但就臺灣立法架構，證券商得從事之資產管理業務及其主要法規如圖三，業務內容主要分為四部分：財富管理、全權委託、客戶委託保管及運用其款項業務以及 OSU 業務，分別受到《證券商辦理財富管理應注意事項》、《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》、《證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法》、以及《國際金融業務條例》所規範。其中，財富管理應注意事項內允許證券商從事單獨管理之業務，然而若涉及全權委託，仍要依據證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法。以下分項敘述。

圖三 證券商資產管理業務內容



資料來源：研究團隊整理

## 壹. 財富管理

財富管理的概念源自私人銀行，由專業金融業者為高資產客戶提供各式金融服務。我國針對證券商辦理財富管理之定義如下：財富管理業務係指證券商針對高淨值客戶<sup>6</sup>，透過業務人員，依據客戶需求，提供下列服務：（一）資產配置或財務規劃等顧問諮詢或金融商品銷售服務。（二）以信託方式接受客戶執行資產配置。

證券商從事財富管理之法源依據為《證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法》，該注意事項明訂證券商得辦理之信託種類、方式以及辦理資格。

### （一）信託種類

目前證券商得申請兼營金錢之信託以及有價證券之信託。

### （二）信託方式

證券商得辦理之信託方式於西元 2009 年 9 月修正該注意事項中規定僅能透過以下幾種方式為之：特定單獨管理運用、特定集合管理運用、委託人指定營運範圍或方法之單獨管理運用，另於西元 2015 年 1 月再新增委託人指定營運範圍或方法之集合管理運用，該修正項目使得證券商得集合客戶之資金就指定投資範

<sup>6</sup> 證券商辦理財富管理應注意事項第二點：高淨值客戶之條件，由證券商自行依據經營策略或參酌境外結構型商品管理規則第三條所定專業投資人之條件訂定之

圍內決定投資標的。此四種方式的差異如表一所示。其中，委託指定營運範圍或方法之單獨以及集合管理運用若涉及全權委託投資業務，其投資範圍應依全權委託管理辦法及其他相關規定辦理。<sup>7</sup>

表四 信託方式

	信託財產之管理運用方法	
	單獨管理運用	集合管理運用
委託人概括指定信託資金營運範圍或方法	指定單獨	指定集合
委託人不指定營運範圍或方法	不指定單獨	不指定集合
委託人為具體特定之運用指示信託資金營運範圍或方法	特定單獨	特定集合

資料來源：整理自王文字等，2016年2月，金融法

### (三) 投資標的

根據同辦法第二十四條，證券商以信託方式辦理財富管理業務，兼營金錢之信託及有價證券之信託，其信託財產之運用範圍如下：1.銀行存款。2.政府公債、國庫券、可轉讓之銀行定期存單及商業票據。3.債券附條件交易。4.國內上市、上櫃及興櫃有價證券。5.國內證券投資信託基金及期貨信託基金。6.衍生性金融商品。7.國內期貨交易所交易之期貨商品。8.出借或借入有價證券。9.國外或涉及外匯之投資。10.其他經本會核准者。

#### 貳. 全權委託

證券商從事全權委託之法源為西元2006年修正之《證券投資顧問事業設置標準》第十條：證券經紀商或期貨經紀商得申請兼營證券投資顧問事業辦理證券投資顧問業務或全權委託投資業務。證券商除了須遵守《證券投資顧問事業設置標準》外，同時須遵守《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》，若以信託方式經營全權委託投資業務，更需遵守《信託法》、《信託業法》、兼營《信託業務管理辦法》及其他相關規定。

<sup>7</sup> 證券商辦理財富管理應注意事項第二十四點

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。<sup>8</sup>

### (一) 主要投資標的

在證《券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》中寫明投資範圍以證券相關商品為限（第十四條）：1.不得投資於證券交易法第六條規定以外之有價證券。2.不得從事證券相關商品以外之交易。3.不得為放款。4.不得與本事業經理之各基金、共同信託基金、其他全權委託投資或期貨交易帳戶、自有資金帳戶、自行買賣有價證券帳戶或期貨自營帳戶間為證券或證券相關商品交易行為。但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限。5.不得投資於本事業發行之股票、公司債或金融債券。6.非經客戶書面同意或契約特別約定者，不得為下列行為：a.投資本事業發行之認購（售）權證。b.投資與本事業有利害關係之公司所發行之股票、公司債或金融債券。c.投資與本事業有利害關係之證券承銷商所承銷之有價證券。d.從事證券信用交易。e.出借或借入有價證券。7.非經明確告知客戶相關利益衝突及控管措施後取得客戶逐次書面同意，並敘明得投資數量者，不得投資本事業承銷之有價證券。8.投資外國有價證券，不得違反本會規定之種類及範圍。9.不得為其他法令或本會規定之禁止事項。前項第四款所稱各基金，包含募集或私募之證券投資信託基金及期貨信託基金。

### (二) 閒置資金運用範圍

閒置資金，指委託投資資產除投資於《證券交易法》第六條之有價證券及從事證券相關商品交易以外，其他具流動性之資產。其運用範圍則以高流動性資產為限（第二十三條），包含 1.現金。2.存放於金融機構。3.向票券商買入短期票券。4.短期票券及債券之附買回交易。5.本國信託業發行之貨幣市場共同信託基金受益證券。6.其他經本會規定者。

### (三) 其他規定

若證券商辦理委託人指定營運範圍或方法單獨管理運用（信託方式全權委託業務）之有價證券信託，接受客戶原始信託財產達 1 千萬元以上，且約定受託

<sup>8</sup> 根據證券投資信託及顧問法第五條第十款

人運用方式僅得辦理有價證券出借，因為無涉及運用於《證券交易法》第 6 條之有價證券之行為，非屬全權委託投資業務範圍，則不須申請兼營全委業務。<sup>9</sup>

#### 參. 客戶委託保管及運用其款項業務——「現金管理帳戶」業務

現金管理帳戶之概念最初源自 70 年代的美商美林證券，客戶只要開一個帳戶就可以同時完成所有證券買賣、現金存放、消費支付等資金進出需求，對當時的證券商而言不僅打破美國法律禁止金融機構兼營業務之侷限更能有效控管信用交易之風險。我國參考國外之法律於西元 2006 年修正證券交易法第 60 條，允許證券商得經主管機關核准，接受客戶委託保管及運用其款項。金管會於西元 2008 年 2 月訂定「證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法」，該法成為證券商經營該業務之主要依據。

我國之現金管理專戶(Cash Management Account) 為一集合管理專戶，證券商於銀行開立專戶——「○○證券商之客戶現金管理專戶」<sup>10</sup>——並集合客戶委託保管款項，以證券商的名義投資。在此所稱的保管，指證券商依與客戶之約定，保管客戶款項於證券商現金管理專戶<sup>11</sup>。然而，《證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法》的規範相對嚴格，該法規雖然允許證券商保管客戶款項，但保管期間不得超過十個營業日（第五條），此外，證券商運用現金管理專戶款項也僅限投資於高流動資產(第十一條)，包含 1. 期限在十天以內之國庫券、可轉讓之銀行定期存單及商業票據。2. 期限在十天以內之政府債券。3. 國庫券、可轉讓之銀行定期存單及商業票據等三種商品之附買回交易。4. 政府債券附買回交易。5. 上市(櫃)普通公司債及一般金融債券附買回交易。6. 貨幣市場基金。7. 債券型基金之類貨幣市場基金。8. 其他經主管機關核准之運用標的。

#### 肆. 透過國際證券業務分公司為資產管理

為推動金融市場自由化與擴大金融機構業務範疇，金管會於西元 2012 年 12 月 7 日與中央銀行研擬《國際金融業務條例》部分條文修正草案，經立法院 2013 年 5 月 31 日三讀通過，總統 2013 年 6 月 19 日修正公布，開放證券商得仿照國

<sup>9</sup> 西元 2015 年 6 月 17 日修正證券商辦理財富管理業務應注意事項問答集第十四點

<sup>10</sup> 證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法第四條

<sup>11</sup> 證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法第五條

際金融業務分公司(以下簡稱 OBU) 模式，設立會計獨立之國際證券業務分公司(以下簡稱 OSU)，經營國際證券業務。<sup>12</sup>

國際證券業務規範於二十二條之四，包含 一、對於中華民國境內外之個人、法人、政府機關或金融機構銷售其總公司發行之外幣公司債及其他債務憑證。二、辦理中華民國境內外之個人、法人、政府機關或金融機構之外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品買賣之行紀、居間及代理業務。三、辦理該分公司與其他金融機構及中華民國境外之個人、法人、政府機關或金融機構因證券業務之借貸款項及外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之買賣。四、辦理中華民國境外之有價證券承銷業務。五、對中華民國境內外之個人、法人、政府機關或金融機構辦理與前列各款業務有關之帳戶保管、代理及顧問業務。六、辦理中華民國境內外之個人、法人、政府機關或金融機構委託之資產配置或財務規劃之顧問諮詢、外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之銷售服務。七、經主管機關核准辦理之其他與證券相關外匯業務。

#### (一) 資產管理內容與對象

上述業務範圍第六款與資產管理有關：辦理中華民國境內外之個人、法人、政府機關或金融機構委託之資產配置或財務規劃之顧問諮詢、外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之銷售服務。根據《國際證券業務分公司管理辦法》第十條，上述所稱之中華民國境內之個人及法人，須符合金管會規定專業投資人之資格條件。

另外，依《國際金融業務條例施行細則》第十二條之一規定：於國際證券業務分公司辦理國際金融業務條例第二十二條之四第一項第六款之資產配置時準用之。因此國際證券業務分行得以全權委託方式為資產管理，此外，OSU 分行申請辦理前項業務，其總行應先經金管會許可兼營全權委託投資業務。

國際金融業務條例第二十二條之六，明定 OSU 辦理以上各業務時，除了同一個條例中另有規定者外，不受《管理外匯條例》、《證券交易法》、《信託業》法、《證券投資信託及顧問法》、《期貨交易法》有關規定之限制。

---

<sup>12</sup> 呂育儒(2014)，證券暨期貨月刊第三十二卷第二期

## (二) 賦稅優惠

國際金融業務條例中明訂 OSU 具有賦稅優惠至西元 2028 年。賦稅優惠分為以下四類：1. OSU 於經營國際證券業務之所得，免徵營利事業所得稅。但對中華民國境內之個人、法人、政府機關或金融機構辦理業務之所得，其徵免應依照所得稅法規定辦理。2. OSU 經營國際證券業務之銷售額，免徵營業稅。但銷售與中華民國境內個人、法人、政府機關或金融機構之銷售額，其徵免應依照增值型及非增值型營業稅法規定辦理。3. OSU 經營國際證券業務所使用之各種憑證，免徵印花稅。但與中華民國境內個人、法人、政府機關或金融機構間或非屬第二十二條之四第一項各款業務所書立之憑證，其徵免應依照印花稅法規定辦理。4. OSU 經營國際證券業務支付金融機構、中華民國境外個人、法人或政府機關利息及結構型商品交易之所得時，免予扣繳所得稅。

## 第三節 證券商經營資產管理業務發展

### 壹. 財富管理

#### (一) 開辦家數

截至 2017 年 7 月底，辦理顧問諮詢及信託業務者共有 11 家，另外有 3 家僅辦理顧問諮詢業務。2011 年 12 月前有 7 家證券商開辦以信託方式辦理財富管理業務，直到主管機關 2013 年 12 月放寬從業人員兼任限制後，才逐步新增至目前的 11 家。

#### (二) 信託內容

證券商雖能兼營信託業，卻無法兼營信託業全部之業務。根據信託法第十六條及第十七條，信託業之全部業務共十項業務及十二項附屬業務，主要業務包含金錢之信託、金錢債權及其擔保物權之信託、有價證券之信託、動產之信託、不動產之信託、租賃權之信託、地上權之信託、專利權之信託、著作權之信託、以及其他財產權之信託。附屬業務包含一、代理有價證券發行、轉讓、登記及股息、利息、紅利之發放事項。二、提供有價證券發行、募集之顧問服務。三、擔任有價證券發行簽證人。四、擔任遺囑執行人及遺產管理人。五、擔任破產管理人及公司重整監督人。六、擔任信託監察人。七、辦理保管業務。八、辦理出租保管箱業務。九、辦理與信託業務有關下列事項之代理事務：(一)財產之取得、管理、

處分及租賃。(二)財產之清理及清算。(三)債權之收取。(四)債務之履行。十、與信託業務有關不動產買賣及租賃之居間。十一、提供投資、財務管理及不動產開發顧問服務。十二、經主管機關核准辦理之其他有關業務。整體信託業之規模如表五：西元 2017 年第一季，信託業務整體金額達七兆三千億元，以金錢信託為主，佔 84.77%。其次為不動產之信託，佔 10.38%。

表五 2017 年度第一季信託業業務規模

單位：新臺幣百萬元

業務別	金額	百分比
(1)金錢信託	6,197,284	84.77%
金錢之信託(不含證投信、期信基金保管)	4,069,824	
金錢之信託-證券投資信託基金保管	2,112,204	
金錢之信託-期貨信託基金保管	15,256	
(2)金錢債權及其擔保物權之信託	18,322	0.25%
(3)有價證券之信託	319,610	4.37%
(4)動產之信託	6,750	0.09%
(5)不動產之信託--不動產資產信託	0	0.00%
(6)不動產之信託--其他不動產信託	758,896	10.38%
(7)其它信託業務	9,885	0.14%
合計(1)+(2)+...+(7)	7,310,747	100.00%

資料來源：中華民國信託商業同業公會

證券商目前僅可兼營金錢與有價證券兩類業務。截至西元 2017 年 12 月<sup>13</sup>證券商辦理信託業務之規模如表六所示，其金額達 1,420 億元，其中金錢信託與有價證券信託比例約七比三，金錢信託約 1,056 億元，有價證券信託約 363 億元，其中金錢信託集中於特定(委託人保留運用決定權利或委託人委任第三人)，而有價證券集中於指定單獨(委託人指定營運範圍或方法)。

法規開放之業務與實際執行之業務有許多落差，如下表所示，雖然法規上已開放證券商從事指定集管理，實務上仍未有證券商實際經營此業務。此外

<sup>13</sup> 目前最新資料更新至西元 2017 年 12 月

西元 2016 年底開放之企業員工持股信託、企業員工福利儲蓄信託等同類商品也仍未有證券商申請。

表六 證券商信託業務：西元 2017 年 12 月

單位：新臺幣百萬元

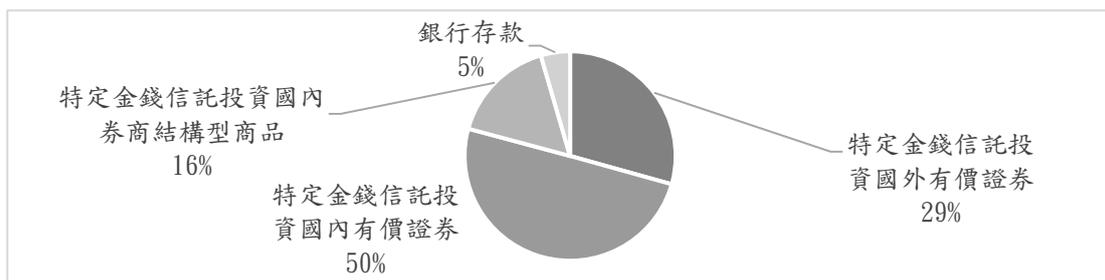
	特定單獨與 集管理	指定單獨 管理	指定集合 管理	其他附屬 業務
金錢信託	105,692	5	0	0
有價證券信託	0	36,311	0	0
合計				142,008

資料來源：中華民國證券商業同業公會

### (三) 信託財產運用標的

證券商經營之金錢信託業務之運用標的主要為國內外有價證券以及結構型商品，截至西元 2017 年 12 月金錢信託主要投資標的占比如圖四，以國內有價證券為主，約佔整體金錢信託 50%，其次為投資國外有價證券約三百億元，約占整體金錢信託 29%。

圖四 西元 2017 年 12 月證券商金錢信託投資標的占比



資料來源：中華民國證券商業同業公會

## 貳. 全權委託

### (一) 委任人

截至西元2017年6月，合計全體業者之全權委託業務規模達一兆三千萬元，委託人類別以本國法人、政府機關所屬基金以及投資型保單為主，如表七。

表七 全體業者全權委託(委任關係及信託關係)金額

委任人類別	契約數量	全體有效契約金額	佔比
本國自然人	325	11,486,794,151	0.83%
外國自然人	0	0	0.00%
本國法人	162	428,809,997,522	30.87%
外國法人	254	13,047,071,212	0.94%
政府機關所屬基金	78	409,305,256,635	29.47%
企業職工退休基金	2	135,143,857	0.01%
集合管理運用帳戶	11	3,726,246,634	0.27%
投資型保單	209	522,358,314,089	37.61%
合計	1,041	1,388,868,824,100	100.00%

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

### (二) 委託對象

目前全委業務可由投信、投顧及其他兼營投顧的業者以委任關係或信託方式辦理，根據中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，截至目前（西元2017年7月）共有76家公司申辦全權委託業務，其中包含37家投資信託公司、16家投資顧問公司、以及23家兼營投顧的公司，包含證券商與銀行。然而此23家大部分皆為銀行，證券商僅有兩家，分別為元大證券股份有限公司以及元富證券股份有限公司。<sup>14</sup>

### 參. 客戶委任保管及運用其款項業務--現金管理帳戶

如本章第一節所述，我國之現金管理帳戶雖參考國外之法律於西元2008年2月訂定《證券商辦理客戶委託保管及運用其款項管理辦法》，然而其規範十分

<sup>14</sup> 資料來源：<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN4002.aspx?PGMID=IN0402>

嚴格：證券商不得長期保管客戶資金，期限以十個營業日為限（第五條），此外，證券商運用現金管理專戶款項也僅限投資於高流動資產，故無法有效運用資產，達到資產管理之規模。

#### 肆. 透過國際證券業務分公司為資產管理

##### （一）申辦狀況

目前（2017年9月）共有17家證券商核准辦理OSU業務，其中獲准辦理資產配置或財務規劃之顧問諮詢、外幣有價證券或其他經主管機關核准外幣金融商品之銷售服務者為10家。

##### （二）業務現況

目前僅允許證券商替境內專業投資人、境外個人、法人、政府機關進行資產配置或財務規劃之顧問諮詢，不開放替境內客戶提供該服務。金管會於2014年7月發布金融業納入示範區之問答集表示：示範區金融服務之開放措施，主要係希望吸引境外非居民利用我國金融機構進行投資理財，擴大我國金融市場規模，並鼓勵在國外工作的我國金融專業人才回流臺灣。因此複雜度及風險程度較高之產品，先對境外非居民開放，之後對我國境內一般投資人，將於兼顧投資人保護之原則下，陸續研議開放。

目前金管會並未開放查詢OSU財務管理之資料，根據2017年之新聞，僅能看出OSU自營部營運佳。新聞節錄如下：金管會開放國際證券業務分行（OSU）已經滿三年，核准成立的家數有17家證券商，根據金管會分析，OSU業績逐漸擴展加上自營部門投資操作得宜，今年的獲利情況大爆發，金管會的數據顯示，今年前五月的業績量已經達到434億美元，稅前盈餘達到4,379萬美元（約新臺幣13多億元），為去年同期的2,010萬美元（約新臺幣6億多元）超過兩倍多<sup>15</sup>。

#### 第四節 證券商經營資產管理之瓶頸

本節將從上述分析與座談會內容中，歸納出證券商現階段之資產管理業務的劣勢。

<sup>15</sup> 吳靜君（2017年7月），OSU前五月獲利翻倍，經濟日報

## 壹. 未明確定義何謂資產管理

現階段尚未於法律上明訂何謂資產管理，造成證券商於海外遞送申請文件時，較難明確地填寫部分資產管理項目。座談會時，業者亦提供自身經驗：3年前中國在考慮所謂的 QFII、RQFII 要不要開放時，金融機構需告知政府單位旗下管理資產的規模，但臺灣法律上並無規範證券商管理的資產項目，因此難以衡量實際規模，譬如客戶為了交易放置於證券商的擔保品是否能算是證券商管理的資產？

## 貳. 資產管理業務相對狹隘

### (一) 信託範圍

根據證券商辦理財富管理應注意事項，證券商能從事金錢信託以及有價證券信託，惟不得從事其他種類之信託。然而相比國內銀行，同樣兼營信託業之銀行可從事所有信託業務及其附屬業務，故證券商信託範圍較狹隘。

此外，法律雖明定證券商可經營金錢信託以及有價證券信託，實務上卻並非所有相關之信託業務皆開放。常見之金錢信託如退休安養信託<sup>16</sup>，截至目前為止仍未開放。而與有價證券相關聯之業務如保管限制型股票以及股東自益股權購買計畫的有價證券信託，證券商亦不能經營。

### (二) 保管客戶資產

臺灣證券商雖能透過現金管理帳戶保管客戶資產，但限制許多，包含保管期限短，不得超過十天，以及投資標的以十天內到期之國庫券、定期存單及商業票據、政府債券等高流動性商品。相比之下，韓國證券商的業務範圍較廣，不僅可透過包裹帳戶保管客戶資產進而提供資產管理服務，進而收取固定收益，更能投資於股票、債券、基金等投資標的。

---

<sup>16</sup> 透過受託銀行獨立且專業的管理，確保退休金及其他財產的安全與有效運用。例如：委託人可以一次或分次方式支付信託財產，由受託銀行依信託契約內容，分散運用於存款、國內外共同基金、債券及績優上市櫃公司股票等收益相對穩定且風險低的理財工具，並依委託人的需要，定期或不定期將信託收益給予受益人(可為委託人本人或委託人指定之人)，作為生活費、醫療費等，以確保老年生活品質。

### (三) 私募基金

臺灣證券商因不得兼營投資信託公司之投資業務，因此不得募集私募基金。然而韓國證券商能以普通合夥人(General Partner) 的身分實際參與基金之募集與管理；香港證券商能透過申請第九類牌照來募集基金，同時投資範圍不受任何限制。

參. 證券商「兼營」信託，多層主管機關監理

#### (一) 全權委託

金管會於西元 2006 年 1 月 20 日允許證券商可兼營全權委託業務，然而，截至目前為止僅有兩間證券商申請兼營全權委託業務。依據座談會訪談內容，業者普遍認為申請成本大於效益。

#### (二) 法令開放時程跟不上業界需求

證券商根據西元 2009 年 9 月制定的證券商辦理財富管理應注意事項得申請從事資產管理。然而因為多層監理，申請時需經過證券交易所、證券期貨局、銀行局之同意，如果要經營外匯相關之業務需跟中央銀行申請。因此，自開放後兩年(西元 2011 年) 證券商才取得第一張財富管理執照。

同樣地，因多層監理導致證券商從事之業務範圍受到限制，證券商從事財富管理相關法令開放時程整理如表八，從中可發現財富管理相關業務雖逐年開放，然而業者卻希望能從事更多業務，由此可知，法令開放之時程跟不上業者需求。此外證券商申請從事各項業務時需各別申請，投入許多成本如人員培訓課程、機器設備之投資、人員管理費用等，若法令能一次開放，諸多時間、人力、機器設備等資源能更有效地被利用。

#### (三) 多層監理造成業者與主管機關的困擾，亦造成業者申請業務時程冗長

根據座談會內容，業者表示：由於法規上許可跨業兼營，因此申辦業務時，時常不知道該與哪一個監理機構請示。此外，不僅是業者無所適從，很多實際的狀況是，主管機關也很困擾，因為主管機關不曉得自己是否能直接回應業者，亦或是需要尊重銀行局或是信託公會的意見。

此外，證券商兼營信託業導致多層監理，申辦業務時需經證券交易所、證期局、銀行局，若申請文件內容有錯誤，則會被退回多次，因此申辦業務之時間較

銀行(監理機關僅銀行局)長。

表八 證券商資產管理開放過程

西元 2005 年 07 月 27 日	確立證券商辦理財富管理業務的法源。證券商無法以整合性帳戶替客戶配置資產，導致證券商多以代售投資商品的角色替客戶進行資產配置
西元 2008 年 02 月 19 日	開放證券商依據與客戶事先約定之投資標的金額、期間、資金支應運用之優先順序，代理客戶將其交割結餘款於當日自證券商交款專戶轉撥運用於所指定之投資標的
西元 2008 年 04 月 11 日	證券商得以財富管理專戶為客戶進行資產配置。加上九十七年一月十六日新修正之信託業法第三條，開放具備一定資格之證券商、證券投資信託事業、證券投資顧問事業兼營信託業務之特定項目
西元 2008 年 10 月 02 日	證券商得以信託方式經營全權委託投資業務、以信託方式辦理客戶委託保管及運用其款項業務
西元 2009 年 09 月 28 日	開放證券商得從事信託業務項目之金錢信託及有價證券信託兩種，信託業務種類則可分為以下三類：特定單獨管理運用、特定集合管理運用、及委託人指定營運範圍或方法之單獨管理運用
西元 2013 年 12 月 28 日	明訂證券商應於總公司設置(信託業務)專責部門；另經資格認定之業務員得承辦財富管理業務。
西元 2015 年 01 月 22 日	開放委託人指定營運範圍或方法之集合管理運用
西元 2016 年 12 月 22 日	開放員工持股信託、員工福利儲蓄信託、保險金信託

資料來源：研究團隊整理

#### (四) 不同業別的業者申請相同業務時，主關機關的標準不一

法規上明定證券商可以從事金錢與有價證券信託，然而，在金錢與有價證券信託的項目下，證券商與銀行的業務仍不同。以有價證券信託為例，銀行能夠從事有價證券信託底下的限制型股票信託<sup>17</sup>，然而主管機關卻不開放證券商從事該業務。業者表示：比起銀行，其實證券商有承銷業務能更容易接觸這些客戶，因此證券商做限制型股票更有優勢。

此外，申辦業務時所需之文件要求亦不同。業者於座談會時分享：銀行申請業務時，總公司會遞送完整的營業企劃書，包含內控、內績、契約等，待主管機關核准且總公司內部指派特定分行從事該業務時，分行僅需檢附公司地址、人員資格證明與名稱等即可，不須撰寫一本非常厚的營業企劃書。然而證券商申請業務時卻不同，每一間分行都需寫完整營運企劃書，有時因為法規變動，裡面的內容亦要跟著修改，因此所耗費的人力與時間成本與銀行相差甚多。

---

<sup>17</sup> 依公司法 267 之 8 條與發行人募集與發行有價證券處理準則 60 條之 1，公開發行公司得發行限制員工權利新股，其附有服務條件、績效條件等既得條件，於既得條件達成前，其股份所有權受限制，並得採信託方式辦理。

### 第三章 國外證券商經營資產管理現況

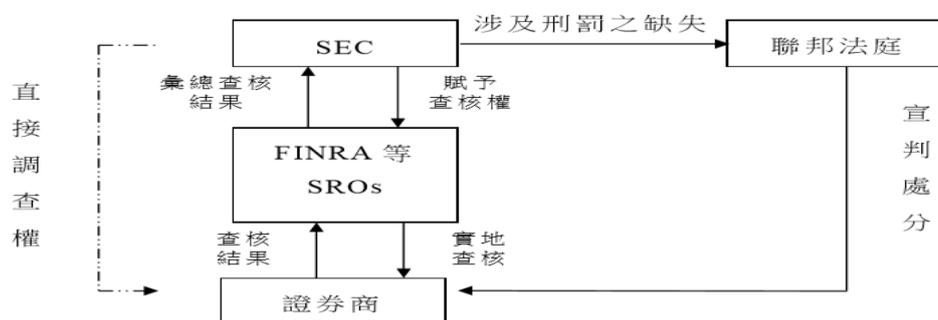
本章節試著了解美國、韓國、香港、以及中國等四國證券市場制度、開放與證券商經營資產管理的內容、方式以及經營現況等。該章節將部分引用臺灣證券交易所針對這四個國家所做的研究報告，並佐以其他輔助資料。

#### 第一節 美國

##### 壹. 證券市場簡介

美國證券商主要監理機關為證券管理委員會(Securities and Exchange Commission, SEC)，負責監督證券市場及保障投資者利益，投資公司、證券經商、交易所、集保公司、結算公司、評等機構、其他自律機構等皆在證券管理委員會之管轄範圍。實務上比起證券管理委員會，證券商之監理主要依賴數個自律機構(Self-Regulatory Organization, SRO)，尤其是 Financial Industry Regulatory Authority(FINRA)<sup>18</sup>。FINRA 的監理業務內容遍及證券商業務的各項層面，包含證券從業人員的登錄及教育、對於證券商的檢查、制定相關法規規定、執行相關法及聯邦證券法規、對投資人公告相關事項及辦理投資人教育、仲裁條處投資人及證券商之紛爭等。美國證券監理制度如圖五。

圖五 美國證券商監理制度



資料來源：美國證券市場制度，證券交易所，2017年7月，頁172

<sup>18</sup> Brokers as fiduciaries (2009), Donald C. Langevoort

美國對證券商業務範圍之規範採「登錄制」，亦即只要合乎一定條件，並向主管機關申報，如主管機關於法定期間內未為拒絕時，該申報自動生效，證券商即可經營該項業務。由於美國證券公司無兼營限制，故其可從事之業務範圍相當廣泛，舉凡股票及債券交易自營或經紀業務、期貨交易自營或經紀業務、選擇權交易自營或經紀業務、美國政府或州政府證券自營或經紀業務、共同基金業務(募集、承銷、分銷)、代客操作、融資融券業務、投資銀行業務(證券承銷、公司理財、企業併購、專業融資、洽特定人募集、創業投資、不動產證券化設計及承銷、財務顧問等)、海外證券業務、外匯交易業務、投資顧問業務、保險業務、不動產買賣經紀業務及其他證券相關及附帶業務<sup>19</sup>。

## 貳. 證券商資產管理業務內容

由於美國證券公司無兼營限制，故其可從事之業務範圍相當廣泛。與資產管理相關之業務包含共同基金業務(募集、承銷、分銷)、私募有價證券、代客操作、投資顧問業務、不動產買賣經紀業務、及其他證券相關及附帶業務。

### (一) 共同基金業務

#### 1. 主要法規

參考西元 2015 年 7 月孔繁琦主持合夥律師等之研究——我國資產管理發展與規劃方向，美國共同基金業務主要法規有下四條：

- 1940 年《投資公司法》(Investment Company Act)：規範共同基金及其他類型投資之結構及運作。此外，要求共同基金維持詳細帳簿紀錄、投資標的之安全保管，以及向證管會提報半年報。
- 1933 年《證券法》(Securities Act)：規範所有公開發行證券(包括共同基金)均須向聯邦註冊，並提供公開說明書予投資人。
- 1934 年《證券交易法》(Securities Exchange Act)：規範經紀交易商，包括共同基金之主要承銷商及其它銷售機構須向證管會註冊。
- 1940 年《投資顧問法》(The Investment Advisers Act)：規範包括共同基金之所有投資顧問須向聯邦註冊，以及列帳登記、提供財報之規定。

---

<sup>19</sup> 美國證券市場相關制度，臺灣證券交易所，西元 2017 年 7 月

## 2. 架構

美國共同基金的組織屬於公司制，基金投資者視為共同基金之股東 (Shareholders)，每支共同基金均有其董事會(Board of Directors)監督基金之運作及審視投資政策等。共同基金雖屬公司制，但其本身並不像其它一般公司有雇用員工，因此基金須透過其董事會之運作、決議，雇用外部公司及訂定合約俾提供服務給基金及其股東。其組織架構包含：

- 投資顧問公司(Investment Adviser)：依據基金公開說明書之目標管理基金之投資組合。
- 主要承銷商(Principal Underwriter)：負責基金銷售。
- 管理人(Administrator)：監督其它公司提供給基金相關資訊及服務(例如，基金淨值之評價及計算)之情形，以確保基金之營運符合法令要求。
- 基金服務代理單位(Transfer Agent)：處理基金股東之申購、贖回交易紀錄、向股東公告基金之財報及其它資訊。
- 保管機構(Custodian)：獨立保管基金資產之公司。
- 獨立帳務處理部門(Independent Public Accountant)：查核並確認基金財報資訊之公司。

其中，證券商、投資顧問、行政管理人等可以從事發起人 Sponsors 負責募集基金。<sup>20</sup>

### (二) 私募有價證券

#### 1. 登記

2010 年 7 月 21 日由歐巴馬總統簽署生效之 Dodd-Frank 法案修改關於私募基金投資顧問豁免註冊之規定，要求所有私募基金經理人必須進行登記。管理私募基金規模在 1 億美元以下的在所在州的監管機構登記，若規模在 1 億美元以上則必須在 SCE 登記。

---

<sup>20</sup> 孔繁琦主持合夥律師等，我國資產管理發展與規劃方向，西元 2015 年 7 月，頁 26

無論私募基金登記地是否在美國境內或境外，只要在過去 12 個月內，私募基金背後實質投資人有超過 14 位美國投資人或其於美國境內私募基金額度超過 2 億 5 千萬美元，其私募基金管理公司皆應向證券管理委員會登記為投資顧問公司

## 2. 私募對象

私募型基金之投資人依 Rule 506 規範合格投資人 (accredited investor) 以及非合格投資人但認購人本身或其受託人具商務或財務之專業投資背景 (sophisticated purchaser or representative)。非合格投資人依 Rule 506(b)(2)(i) 規定，發行人必須合理確信其人數不超過三十五人，發行人如針對第一種合格投資人為招募對象，則不受認購人數之限制，且合格投資人因財力雄厚，足以承擔投資風險，故證管會認為不須受註冊及資訊揭露之保護。Rule 501 所稱之合格投資人如下：

- 機構投資人：包含銀行、登記之證券經紀商或自營商、保險公司、經 1940 年投資公司法登記之投資公司及企業發展公司等。
- 內部人：包含董事或經理人及無限責任合夥人等。
- 富有的個人(Rich individuals)：自然人於購買時淨值超過 100 萬美元或淨所得於前二年度超過 20 萬美元(或合計超過 30 萬美元)，加上當年度亦預期有前述所得水準。
- 富有的實體(Rich entities)：任何公司、生意信託(business trust)或合夥，其總資產超過 500 萬美元(如果組織的目的非以投資為目的)，或加上私人信託(private trust)，其總資產超過 500 萬美元。
- 任何實體之股份擁有者 (equity owners)全部均為認可投資人(accredited investor)。

### (三) 管理帳戶(Managed Account)

美國管理帳戶似韓國的包裹帳戶，為一結合投資顧問以及全權委託的單獨帳戶，原本此類型業務需由證券商兼營投顧業務才能經營，但 2006 年，證券管理

委員會公布 Merrill Rule 豁免條款，同意證券商提供固定年費交易帳戶者不適用 1940 投資顧問法，即無須比照投資顧問帳戶向證券管理委員會登記的規定。<sup>21</sup>

#### (四) 顧問服務

證券商之財富管理顧問業務包含人生規劃(life event planning)、退休規劃(retirement planning)、大學規劃(college planning)、稅務規劃(tax management)、人壽保險計畫(life insurance); 不動產規劃(estate planning)、以及慈善捐款(charitable giving)<sup>22</sup>。

#### 參. 證券商資產管理業務現況

##### (一) 擔任發起人，負責募集並承銷共同基金

美國基金之募集與管理主要為投資公司負責，相關法令為 1940 《投資公司法》(Investment Company Act)。根據證券管理委員會官網<sup>23</sup>對投資公司的定義：投資公司發行證券籌措資金以投資、再投資或交易證券為主要業務之公司。投資公司集合投資者的金錢，進而進行投資。雖然根據投資公司法，證券經紀商、慈善機構、退休計畫等機構不得兼營投資公司，但美國基金主要由發起人募集，發起人可以是投資顧問(Investment Adviser)、主辦承銷商，以及行政管理人等。故證券商仍得以成為發起人(Sponsors) 成立基金，再對外募集資用以投資債券或股票等標的。

從圖六可知，美國投資公司主要參與機構為獨立的基金顧問公司，從 2005 年至 2017 年從 59% 上升至 81%，然而證券商募集比例由 7% 下降為 2%。由此可知美國共同基金市場由獨立基金顧問為主，證券商相對較弱勢。

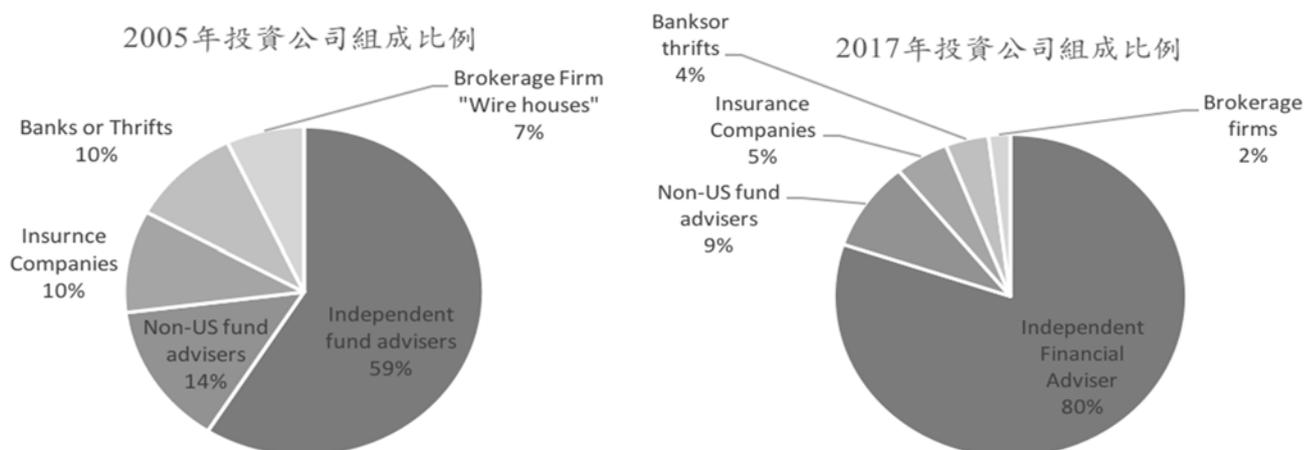
---

<sup>21</sup> 蔡鴻璟，美國證券市場近來管理議題介紹，證交所資料 553 期

<sup>22</sup> Study on Investment Advisers and Broker-Dealers(January 2011)，the U.S. Securities and Exchange Commission

<sup>23</sup> <https://www.sec.gov/fast-answers/answersmfinvcohtm.html>

圖六 2005 年與 2017 年投資公司組成比例



備註：因小數點差異上述比例加總不等於 100%

資料來源：分別來自 2005 及 2017 Investment Company Fact Book

## (二) 募集並管理私募基金

美國有六成左右之證券商從事私募有價證券，其比率年年上升，如表九<sup>24</sup>。

表九 美國證券商經營私募有價證券之業務比例(% of All Firms)

	2011	2012	2013	2014
私募有價證券(Private placements of securities)	56.8%	58.2%	59.2%	60.3%

Source: FINRA. Data compiled by SIFMA.

<sup>24</sup> 該表來自 FINRA 所統計，FINRA 要求證券商將業務別佔整體年營收 1% 以上之業務區分為以下 29 種，分別為：The 29 types of business listed on Form BD include, among others: engaging in stock exchange floor activities; making inter-dealer markets in corporate securities over-the-counter; retailing corporate equity securities over-the-counter; acting as an underwriter or selling group participant; acting as a mutual fund underwriter or sponsor; retailing mutual funds; acting as a U.S. government securities dealer or broker; acting as a municipal securities dealer or broker; selling variable life insurance or annuities; selling securities of only one issuer or associate issuers (other than mutual funds); providing investment advisory services; trading securities for own account; engaging in private placements of securities; and any other business.

### (三) 兼營證券投資顧問業務—全權委託與投資顧問

截至2010年10月，842家在FINRA註冊之證券商(佔美國整體證券商約18%)成功申請兼營投顧業務。此外，88%從事投資顧問業務之從業人員亦註冊成為交易員。<sup>25</sup>

#### 肆. 利益防弊機制

美國法制上對於市場中介機構防止利益衝突之措施，可見於1934年《證券交易法》(The Securities Exchange Act of 1934)、1940年《投資公司法》(The Investment Company Act of 1940)、1940年《投資顧問法》(The Investment Advisers Act of 1940)以及2002年修正之沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002)中。以下參考臺灣證券交易所股份有限公司於西元2011年委託研究之「保護投資人免於遭受市場中介機構利益衝突行為所引起的損害之適當法律架構」，簡介上述法案中與證券相關之利益防弊機制，並依據財團法人臺灣經濟研究院於西元2009年研究之「金融防火牆之研究」，沿用該研究將防火牆區分為資源共用防火牆、資訊防火牆、人事區隔防火牆、資金防火牆、利害關係人防火牆<sup>26</sup>之區分標準整理。

#### (一) 證券交易法

針對經紀商及自營商於執行業務面臨之利益衝突，美國證券交易法授權SEC制定相關規範，依據SEC交易及市場部門(Division of Trading and Markets, SEC)頒布之證券經紀商-自營商註冊指導(Guide to Broker-Dealer Registration<sup>27</sup>)中對於

---

<sup>25</sup> 資料來源：Study on Investment Advisers and Broker-Dealers(January 2011)，the U.S. Securities and Exchange Commission

<sup>26</sup> 1.資源共用防火牆：金融集團得為共同業務推廣行為、資訊交互運用行為及共用營業設備或營業場所，但須訂立自律規範，不得損及客戶權益及有限制競爭或不公平競爭之情事。進行共同行銷時並應區分及標示其營業場所及人員，並揭露相關重要內容及交易風險及註明有無受存款保險之保障。 2.資訊防火牆：對客戶個人資料、往來交易資料及其他交易等資料應保守秘密，並訂定書面保密措施及揭露保密措施之重要事項。 3.人事區隔防火牆：金融機構負責人、經理人、高級職員等兼任子公司職務之相關規定，以及金融機構內部人涉嫌違法後不得藉由任何名義再與金融機構有所牽連之規範。 4.資金防火牆：金融機構資金流通、短期資金運用、各項財務比率須符合法律之規定。 5.利害關係人防火牆：金融機構對於利害關係人之授信、授信以外之交易及授信總額均須合乎規定。此為防範金融機構在共同行銷對消費者權益之傷害，及防止利害關係人的不當授信與交易行為。

<sup>27</sup> U.S. SEC, Guide to Broker-Dealer Registration, available at <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/bdguide.htm>

經紀商及自營商之行為規範，經紀商及自營商於執行業務時應遵守之規定，主要包含<sup>28</sup>：

#### 1. 誠實處理事務之義務(Duty of Fair Dealing)

即證券經紀商、自營商應誠實公正地處理客戶事務，其內涵包含應立即執行客戶指令、收取合理報酬、充分揭露相關重要訊息以及任何利益衝突之情事。

#### 2. 最適性要求(Suitability Requirement)

證券經紀商、自營商提供客戶投資建議時，對於其推薦之有價證券，應獲取足夠資訊，並必須考量客戶的投資經驗、財力及需求，做出對客戶最適合之投資建議。

#### 3. 最佳執行義務(Duty of Best Execution)

證券經紀商、自營商應為客戶尋求最好的交易條件。

#### 4. 客戶確認法則(Customer Confirmation Rule)

證券經紀商、自營商須在交易完成前提供客戶相關諮詢及揭露與交易相關之投資條件。

#### 5. 信用揭露條款(Disclosure of Credit Terms)

證券經紀商、自營商應建立資訊揭露機制，通知客戶股票信用交易之信用條件，並至少每季報告帳戶情形。

#### 6. 禁止內線交易(Restrictions on Insider Trading)

證券經紀商、自營商應以書面制定措施，防止其員工利用其於執行業務於所接觸到的尚未揭露之重大資訊，以避免利益衝突。

### (二) 投資公司法

依據投資公司法，任何組織(公司、合夥)的資產中，股票超過一定比例則被視為一投資公司，而須受投資公司法規範。而共同基金即為最主要的投資公司。投資公司法中涉及利益衝突防制如下：

---

<sup>28</sup> 整理自臺灣證券交易所股份有限公司委託研究計畫案，保護投資人免於遭受市場中介機構利益衝突行為所引起的損害之適當法律架構，民國 100 年 3 月。

## 1. 人事區隔防火牆

《投資公司法》 第 17(d)條	投資公司之關係人或與該關係人有關之人，原則上不得擔任該投資公司或該投資公司所控制之公司之購買或出賣財產之中介商並因此收取佣金。
---------------------	---

## 2. 利害關係人防火牆

《投資公司法》 第 17(a)條	禁止投資公司之關係人、發起人或主要承銷商，或與上述人員有關係之人與該投資公司或其所控制之公司進行有價證券或其他財產之買賣、借貸。
---------------------	--

### (三) 投資顧問法

依據投資顧問法，從事建議他人有關有價證券價值、買賣有價證券建議或分析，而獲取報酬者，為該法下定義之投資顧問。美國投資顧問法，對於利益衝突防範之規定，整理如下：

## 1. 資源共用防火牆

《投資顧問法》 第 206 條	禁止投資顧問於執行業務時從事任何不實或欺騙行為，且除非得到客戶同意，不得從事任何與客戶利益相衝突之行為。
《投資顧問法》 第 206 條第 3 項	禁止投資顧問在明知的情形下，以自己名義為自己之利益與客戶從事證券買賣。投資顧問若要為自己與客戶進行交易，必須事先向客戶揭露並取得客戶事先書面同意。

## 2. 資訊防火牆

《投資顧問法》 第 204A 條	規定投資顧問應建立、維持並採行一套防杜濫用未公開資訊之政策或措施，以避免不當使用未公開之資訊。
《投資顧問規則》 第 206(4)-4 條	規定投資顧問之揭露義務。如果投資顧問對於客戶的資金或股票享有管理或全權處理權，或要求客戶應預付超過六個月或超過五百美元之顧問費時，應立即對客戶揭露任何可能影響投資顧問對客戶履行義務之任何財務狀況。

### (四) 沙賓法案(Sarbanes-Oxley Act of 2002)

沙賓法案於西元 2002 年修正後，更加強化了市場中介機構業務執行之區隔。市場中介機構應在內部建立中國牆制度(Chinese Wall)，將研究機構與業務活動進行區隔。於證券業，主要係以證券分析師利益衝突之避免為規範重點，。

## 第二節 韓國

### 壹. 證券市場簡介

2003 年 10 月，韓國政府制定《間接投資資產運用業法》，將集體投資行為受到一致性的規範。2009 年 2 月，韓國政府擴大整合該法及《證券交易法》、《期貨交易法》、《信託業法》、《綜合金融公司法》與《韓國證券期貨交易所法》等六項法律，並配合修訂超過一百個金融相關法規，成為現行之《金融投資暨資本市場法》，又稱《資本市場整合法》。

金融投資暨資本市場法整合證券業，期貨業、資產運用業、不動產投資業、投資管理業與信託業成為金融投資業，並依投資特性將金融投資業之業務分為投資買賣、投資仲介、集合投資及信託等四種核可業務以及投資顧問、代客操作—全權委託等二種登錄業務。此外，該法准許六個金融投資業（投資買賣業、投資仲介業、集合投資業、投資顧問業、全權委託投資事業及信託業）跨業兼營及從事附屬業務（法第 12 條至第 21 條）。

由此可知，《金融投資暨資本市場法》實行後，韓國在法制上無等同臺灣的「證券公司」，僅存在金融投資業。因此，惟金融投資業取得「投資買賣業務（investment trading business）」或「投資仲介業務」(investment brokerage business)執照<sup>29</sup>，視同證券公司。

## 貳. 證券商資產管理業務內容<sup>30</sup>

資本市場整合法允許金融投資業之金融投資者跨業經營，即證券商除了自己本身之投資買賣業務及投資仲介業務外，可經營以下四種業務：

(一) 集合投資業(collective investment business) 指辦理集合投資。前述之集合投資，意指以金錢投資，或邀請二人或更多人投資的共同基金，或依國家財政法第81條的盈餘基金，而取得、保管及管理之有價資產，不受投資人逐次下達的管理指示或任何基金管理公司所束縛，並分配收益給投資人或基金管理公司。

(二) 投資顧問業(investment advisory business) 針對金融投資商品的價值或者關於金融投資商品的投資判斷(對種類、項目、取得、處分以及取得、處分的方法、數量、價格、時期等進行判斷。以下相同)提供諮詢服務的營業。

(三) 全權委託投資業(discretionary investment business)透過投資者的委託授權，獲得對金融投資商品進行投資判斷的全部或者部分權利，根據不同的投資者需求，取得、處分或者以其他的方法運用金融投資商品的營業。

(四)信託業(trust business) 指從事信託的營業的情形而言。

---

<sup>29</sup> 臺灣證券交易所 2016 年公布之韓國證券市場相關制度研究報告第韓-113 頁，(1)投資買賣業 (investment trading business) 指不論以誰的名義，都是為自己謀取利益，從事金融投資商品的買賣以及證券的發行或者承銷，或者對這些行為進行要約邀請、要約、對要約進行承諾的營業。(2) 投資仲介業 (investment brokerage business) 指不論以誰的名義，都是為他人謀取利益，從事金融投資商品的買賣，對該買賣進行要約勸誘、要約或者對要約進行承諾，或者對證券的發行或者認購進行要約勸誘、要約或者對要約進行承諾的營業。

<sup>30</sup> 韓國證券市場相關制度，臺灣證券交易所，第韓-112 頁，2016 年

### 參. 證券商從事資產管理資格限制

投資顧問及投資代操之規範規定於資本市場整合法第 18 條--投資顧問及投資代操業登錄(Registration of Investment Advisory Business or Discretionary Investment Business)

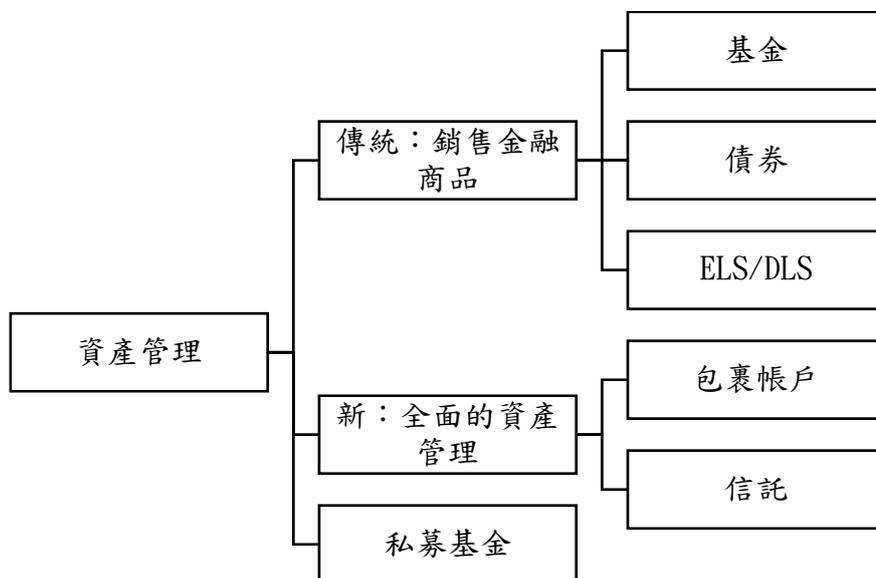
(一) 向金融監督委員會註冊:所有欲從事投資顧問及投資代操之金融投資業者，需向金融監督委員會申請登錄金融商品之業務範圍以及投資者之類型。<sup>31</sup>

(二) 最低自有資本:投資業者需擁有韓圉一億元以上之自有資本。<sup>32</sup>

### 肆. 證券商資產管理業務現況

韓國之證券商過往之資產管理收入主要來自於銷售商品，近年來則轉向提供較全面之資產管理服務，包含以信託方式以及包裹帳戶的方式提供客戶資產管理之服務，另外，證券商亦可從事集合管理業務--私募基金。

圖七 韓國資產管理業務內容



資料來源：整理自訪談內容<sup>33</sup>

<sup>31</sup> 資本市場整合法第十八條第一款

<sup>32</sup> 資本市場整合法第十八條第二款

<sup>33</sup> ELS 為 Equity – Linked Securities 之縮寫，而 DLS 為 Derivatives-linked securities 之縮寫

## (一) 證券商營收來源

韓國證券商手續費來源如表十，主要來自三部分：經紀佣金、投資銀行相關服務、以及資產管理服務。投資銀行相關服務，舉凡承銷、併購等於 2015 年約為韓圓 1.2 兆元，年成長率為 32.4%。資產管理收入如資金分配、提供投資建議、全權委託投資服務、投資信託服務等，約佔韓圓 9 千億元<sup>34</sup>，佔全體手續費的 11%。

表十 證券商營收來源

Unit : KRW tn

	2014(A)	2015(B)	Growth(B-A)
Commission Profits	6.0	7.9	1.9
Brokerage	3.4	4.6	1.2
IB Service	0.9	1.2	0.3
Asset Management Services	0.8	0.9	0.1
Trading Profits	4.6	4.2	-0.4
Stocks	-0.1	0.5	0.6
Bonds	6.2	5.2	-1
Derivatives	-1.5	-1.6	-0.1

資料來源：Korean Capital Market Annual Review 2015，Korea Financial Investment Association

## (二) 包裹帳戶(Wrap Account 或稱 Unified Managed Account)

包裹帳戶主要分成兩種：全權委託包裹帳戶以及投資建議包裹帳戶，分別於 2001 年及 2003 年引進韓國，截至 2013 年共有 29 間本國證券公司提供包裹帳戶服務。透過包裹帳戶，證券商能提供客製化投資建議，並將客戶資產投資於股票債券共同基金等投資標的，達到風險趨避的效果。截至 2015 年，包裹帳戶金額已達韓圓 89.4 兆元，較前一年增加韓圓 17.8 兆元<sup>35</sup>。

<sup>34</sup> Korean Capital Market Annual Review 2015，Korea Financial Investment Association，2017 年 2 月 1 日，頁 50

<sup>35</sup> Korean Capital Market Annual Review 2015，Korea Financial Investment Association，2017 年 2 月 1 日，頁 26

元大證券(韓國) 針對包裹帳戶與一般帳戶之差別整理如表十一，從中可以發現包裹帳戶之幾樣兩樣特點：第一、證券商從包裹帳戶賺得之 Wrap Fee 為定期定額，即使帳戶無任何交易，證券商仍能收取固定手續費外加資產增值費，如此證券商可以收取較穩定之營收，同時定期定額之收費亦能避免經理人過度交易以賺取成交費用。第二、包裹帳戶為單獨管理之帳戶，即投資者可以從此帳戶投資各項標的，包含股票、基金、ETF、現金管理帳戶等等，因此相對一般的證券帳戶，包裹帳戶的顧問更需要具備資產管理的能力。

表十一 包裹帳戶與一般帳戶之差異

	Wrap Account	Security Account
證券商收入來源	Wrap Fee	Brokerage Fee
經理人買賣動機	增加淨資產價值	增加交易量
經理人能力	資產配置能力	選股能力
與客戶之關係	長期且穩定	短期且不穩定
證券商營收穩定度	高	低

資料來源：整理自訪談內容

### (三) 私募與避險基金

私募基金與避險基金之規定規範在金融投資暨資本市場法第五章--集合投資機構。私募基金之投資人分為 Limited Partner (LP) 以及 General Partner(GP)。證券商可以以 GP 的方式單參與私募基金之營運，然而截至目前為止國內 GP 並非以證券商為主<sup>36</sup>。

### (四) 個案分析 - Polaris-Ocean Private Equity Fund

元大證券(韓國)透過成為該私募基金的合夥人，得以管理基金。LP 通常為政府相關之機關如教師信用合作社，透過私募的橋樑，政府得以將資金投入須幫助之企業，扶植韓國公司，同時增加資本市場之活絡程度。表十二為該基金的基

<sup>36</sup>韓國國內前十大 GP 皆非證券商，分別為 Korea Development Bank、MBK Partners、Hahn & Company Korea、Macquarie Korea Opportunities Management Limited、Mirae Asset Financial Group、Vogo Investment Group、UAMCO Ltd.、IMM Private Equity、STIC Investments、Industrial Bank of Korea。資料來源：Invest Korea

本資料。

表十二 Polaris-Ocean Private Equity Fund

名稱		Polaris-Ocean Private Equity Fund	
		合夥人(投資人)	投資規模
合夥人	Limited Partners	The Korean Teachers' Credit Union	150.0
		Korean Federation of Community Credit Cooperatives	100.0
		Korea Scientists & Engineers Mutual-aid Association	10.0
		Tongyang Life Insurance	5.0
	General Partners	Yuanta Securities	9.0
		Howasset Management	1.4
		Medici Investment	6.0
期間	6年+2年(依合約)		
管理費用	0.7% of the fund size		
Carried interest	20% of the any residual return after fully distributing		
成立日期	西元 2012 年 9 月		

資料來源：整理自訪談內容

#### 伍. 利益防弊機制

韓國 2009 年 2 月施行《資本市場整合法》體制化防範利益衝突機制，以下依照前述資源共用防火牆、資訊防火牆、人事區隔防火牆、資金防火牆及利害關係人防火牆之分類方式，整理《資本市場整合法》中防範利益衝突機制<sup>37</sup>。

<sup>37</sup> FINANCIAL INVESTMENT SERVICES AND CAPITAL MARKETS ACT(2014). 法條翻譯參考我國資產管理發展與規劃方向，金融研究發展基金管理委員會 103 年度委託研究報告。韓國證券市場相關制度，臺灣證券交易所，104 年 7 月

## (一) 資源共用防火牆

《資本市場整合法》第 37 條	金融投資業者應遵守誠實信用原則，公正地經營金融投資業。金融投資業者於從事經營金融投資業時，若無正當理由，不得損及投資人利益以使自己或第三人獲有利益。
《資本市場整合法》第 45 條	<p>第一項：金融投資業者從事之金融投資業之間，及有可能發生總統令所規定之利益衝突之情形時，不得有下列行為：(3)依照總統令規定共同使用辦公空間或電腦設備之行為。</p> <p>第二項：金融投資業者與其關係企業以及總統令規定之公司，從事於金融投資業者有可能發生利害衝突，且屬於總統令規定之情形者，不得從事下列行為：(3)依照總統令規定共同使用辦公空間或電腦設備之行為。</p>
《資本市場整合法》第 96 條	投資顧問業者對於投資人，應以善良管理人之立場回應投資人之投資顧問需求，投資代操業者對於投資人，亦應以善良管理人之立場管理投資代操財產。投資顧問業者及投資代操業者，應忠實執行相關業務以保護投資人之利益。

## (二) 資訊防火牆

《資本市場整合法》第 44 條	<p>第一項：金融投資業者在從事金融投資業時，為防止在金融投資業者與投資人間、特定投資人及其他投資人間發生利害衝突，應當掌握、評估利害衝突發生之可能性，並依據內部控制規定之方式及程序進行適當管理。</p> <p>第二項：金融投資業者在依據本條第 1 項規定掌握、評估發生利害衝突之可能性後，若認為存在可能發生利害衝突之情況時，應將該情況與先報告相關投資人，並將該可能發生利害衝突情況之可能性依照內部</p>
--------------------	---

	<p>控制之方法及程序處理，將該可能性降低至不影響投資人之保護以前，不得進行買賣和其他交易。</p> <p>第三項：金融投資業者依據本條第2項規定，認為不易降低利害衝突發生之可能性時，不得進行買賣或其他交易。</p>
《資本市場整合法》第45條	<p>第一項：金融投資業者從事之金融投資業之間，及有可能發生總統令所規定之利益衝突之情形時，不得有下列行為：(1)提供有關金融投資商品買賣之訊息，以及其他總統令所規定之資訊；(4)其它總統令規定可能發生利害衝突之行為。</p> <p>第二項：金融投資業者與其關係企業以及總統令規定之公司，從事於金融投資業者有可能發生利害衝突，且屬於總統令規定之情形者，不得從事下列行為：(1)提供有關金融投資商品買賣之訊息，以及總統令規定之其他資訊；(4)其它總統令規定可能發生利害衝突之行為。</p>
《資本市場整合法》第54條	金融投資業者因職務上所知悉且未公開之資訊，若無正當理由，不得用以為自己或第三人謀求利益。
《資本市場整合法》第99條	第一項：投資代操業者應做成如下各款事項的報告書（本條以下稱「投資代操報告書」）後，每三個月一次以上提供給簽訂投資代操契約的一般投資者。

### (三) 人事區隔防火牆

《資本市場整合法》第45條	<p>第一項：金融投資業者從事之金融投資業之間，及有可能發生總統令所規定之利益衝突之情形時，不得有下列行為：(2)理監事(總經理、監事及非獨立理事的監事委員會的委員除外)及職員兼職之行為</p> <p>第二項：金融投資業者與其關係企業以及總統令規定之公司，從事於金融投資業者有可能發生利害衝突，</p>
---------------	---

	且屬於總統令規定之情形者，不得從事下列行為：(2) 理監事(非正職監事除外)及員工於上述公司兼職，或派遣其至上上公司工作之行為
--	---

#### (四) 資金防火牆

《資本市場整合法》 第 98 條	<p>第一項：投資顧問業者或投資代操業者不可以有相當於如下各款任一的行為。但是，若沒有妨礙保護投資者或健全的交易行為之疑慮，以總統令所定的情形不在此限。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 接受投資者金錢、證券，其他財產的保管、存託的行為。</li> <li>2. 貸予金錢、證券及此外的財產給投資者或是仲介、斡旋或代理第三者將金錢、證券及其他的財產貸予投資者的行為。</li> </ol> <p>第二項：投資代操業者在管理投資代操財產時，不可以有相當於如下各款任一的行為。但是，若沒有妨礙保護投資者及健全的交易秩序之疑慮的行為，以總統令所定的行為不在此限。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>7. 在沒有獲得投資者的同意之下，以投資代操財產投資投資代操業者或其利害關係人發行的證券之行為。</li> <li>8. 將數個投資者的資產集合管理而沒有將投資代操財產依個別投資者管理的行為。</li> </ol>
---------------------	--

#### (五) 利害關係人防火牆

《資本市場整合法》 第 34 條	<p>第一項：金融投資業者（兼營金融投資業者除外）在不妨礙金融投資業者的健全性範圍內，為提升金融投資業的效率性，除以總統令所定的情形除外，不得有相當於以下各類任一的行為：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 擁有其金融投資業者的大股東發行的證券之行為。</li> </ol>
---------------------	---

	<p>2. 擁有其金融投資業者的特殊關係人中，以總統令所定者發行的股份、債券及約定票據（僅限於企業為籌措經營事業所必須的資金而發行的票據）的行為，但在擁有以總統令所定的比率範圍的情形時除外。</p> <p>第二項：金融投資業者不可對於大股東（包含其特殊關係人）供給信用（指貸予金錢、證券等有經濟價值的財產，債務履行的保證，支援資金性質的證券的買入，以及其他交易上伴隨信用風險的直接或間接的交易，以總統令所定的交易而言），同時大股東也不可以從其金融投資業者獲得信用的供給。但是，沒有妨礙金融投資業者之經營的健全性顧慮的信用供給，同時以總統令所定的信用供給的情形時，不在此限</p>
<p>《資本市場整合法》 第 35 條</p>	<p>第一項：金融投資業者的大股東（包含其特殊關係人）不得有違反金融投資業者之利益，以追求大股東個人的利益為目標之如下任一行為：</p> <p>1. 為行使不當的影響力，對金融投資業者要求提供在外部沒有公開的資料或資訊的行為。但是，其要求相當於依據第 29 條第 3 項或「商法」第 466 條規定之行使正常的權力時除外。</p> <p>2. 以提供經濟的利益等龐大給付等為條件，與其他股東聯合對金融投資業者的人事或經營行使不當的影響力的行為。</p> <p>3.此外，準用前述第 1 項和第 2 項行為之以總統令所定的行為。</p>

### 第三節 香港

#### 壹. 證券市場簡介

##### (一) 立法背景

香港政府為提供徹底有效及現代化之證券暨期貨市場監管制度，自 1996 年起研擬合併證券期貨相關條例與香港證監會條例，現為《證券及期貨條例》。《證券及期貨條例》(香港法例第 571 章)合併且革新香港過往規管證券及期貨市場的法例，共計 409 條，使其符合時代潮流。其內容涵蓋《內幕交易條例》、《公司法》、《公司條例》、《交易及結算(合併)條例》、《交易所合併條例》、《刑事公正法》、《披露權益條例》、《金融市場法》、《金融服務法》、《保障投資者條例》、《破產保障條例》、《商品條例》、《結算所條例》、《槓桿外匯條例》、《證券條例》及《證監會條例》之重要規定。該項條例於 1999 年 7 月提交立法局審議，2002 年 3 月 13 日獲立法局通過，已於 2003 年 4 月 1 日正式生效，並訂立實施該條例所需的 40 項附屬法例。<sup>38</sup>

##### (二) 發牌制度

###### 1. 規管活動

《證券及期貨條例》規範業者從事受規管活動者須申請或註冊，又稱發牌制度。此制度與臺灣分業管理的立法方式不同，採業務別管理，任何金融機構皆須透過申請或註冊的方式才得以經營受規管活動(附帶豁免<sup>39</sup>除外)，因此有效解決臺灣各金融機構經營同類型金融業務面臨不同法律規範的問題。依據證券及期貨條例受規管活動共分為十類，詳見表十三。

---

<sup>38</sup>香港證券市場相關制度，臺灣證券交易所，2016 年 7 月，頁香-3

<sup>39</sup>詳見本節第參點附帶豁免

表十三 受規管活動

牌照	受規管活動	例子
第 1 類	證券交易	為客戶提供股票及股票期權的買賣／經紀服務；為客戶買賣債券；為客戶買入／沽出互惠基金及單位信託基金配售及包銷證券
第 2 類	期貨合約交易	為客戶提供指數或商品期貨的買賣／經紀服務；為客戶買入／沽出期貨合約
第 3 類	槓桿式外匯交易	以孖展形式為客戶進行外匯交易買賣
第 4 類	就證券提供意見	向客戶提供有關沽出／買入證券的投資意見；發出有關證券的研究報告／分析
第 5 類	就期貨合約提供意見	向客戶提供有關沽出／買入期貨合約的投資意見；發出有關期貨合約的研究報告／分析
第 6 類	就機構融資提供意見	為上市申請人擔任首次公開招股的保薦人 就《公司收購、合併及股份購回守則》提供意見； 就《上市規則》的合規事宜為上市公司提供意見
第 7 類	提供自動化交易服務	操作配對客戶買賣盤的電子交易平臺
第 8 類	提供證券保證金融資	為買入股票的客戶提供融資並以客戶的股票作為抵押品
第 9 類	提供資產管理	以全權委託形式為客戶管理證券或期貨合約投資組合；以全權委託形式管理基金
第 10 類	提供信貸評級服務	就公司、債券及主權國的信用可靠性擬備報告 <sup>40</sup>

資料來源：香港證監會

## 2. 申請人

香港主管機關將申請人分類為法人與自然人，法人包含：一般持牌法團、短期持牌法團、註冊機構(包含銀行、限制牌照銀行【restricted license bank】、或存款公司【deposit-taking company】)，自然人則包含持牌代表、臨時持牌代表、短期持牌代表。各申請單位可執行業務如下表：

<sup>40</sup> 資料來源：證監會網站

表十四 各類申請人得申請那些受規管活動

申請人類別	受規管活動類別
持牌法團	第 1 至 10 類
短期持牌法團	第 1、2、4、5、6、10 類
註冊機構	第 1、2、3、4、5、6、7、9、10 類
持牌代表	第 1 至 10 類
短期持牌代表	第 1、2、4、5、6、10 類

備註：證券商一般而言屬於持牌法團，法律上允許經營第一類到第十類。

資料來源：發牌手冊 (2017)，香港證監會

## 貳. 證券商資產管理業務內容

### (一) 資產管理定義

資產管理為受規管活動第九類，於證券及期貨條例附表 5 第 1 部中定義該資產管理指 (a)房地產投資計畫管理；或(b)證券或期貨合約管理。又根據上述香港證監會提供的彙整表格(表十三)，舉凡以全權委託形式為客戶管理證券或期貨合約投資組合、以全權委託形式管理基金等等都屬於第九類牌照的規範。

上述房地產投資信託基金，根據《房地產投資信託基金守則》3.1 的定義，是以信託方式組成而主要投資於房地產項目的集體投資計畫。有關基金旨在向持有人提供來自房地產的租金收入的回報。房地產投資信託基金透過出售基金單位獲得的資金，會根據組成文件加以運用，以在其投資組合內維持、管理及購入房地產。

然而，若從事第九類資產管理業務時涉及其他受規管活動，則需另外申請。相關之活動為：第一類—證券交易、第四類—就證券提供意見、第五類—就期貨合約提供意見、第六類—就機構融資提供意見。

### (二) 業務內容

#### 1. 銷售基金、提供證券及期貨顧問諮詢(第一、四以及五類)

香港交易所採會員制，所有經紀交易商須先於香港證監會申請成為第一類（證券交易）受規管活動的持牌法團，購入交易權，並向香港交易所提出申請、登記接納成為交易所參與者後，才能從各項證券交易、基金銷售等業務。

若需對投資人提供證券相關或期貨相關之顧問服務的顧問事業且該事業為獨立於本身業務，則不適用附帶豁免，需取得第 4 類牌照及第 5 類牌照。

## 2. 提供企業融資建議(第六類)

若需提供上市法團、公眾公司或公司的附屬公司等機構於證券相關(包括發行、撤銷或更改附於任何證券的權利)之企業重組，則須取得第六類執照。

## 3. 募集及管理集體投資計畫 (第九類)

申請第 9 類牌照可承作業務包括：募集和管理集體投資計畫，如替客戶提供全權委託帳戶管理和專戶資產管理。集體投資計畫包含香港證監會認可基金、私募基金以及房地產投資信託基金，以下分別論述：

### ● 單位信託及互惠基金

常見的基金包含單位投資組合管理基金、貨幣市場／現金管理基金、認股權證基金、期貨及期權基金、保證基金、指數基金、對沖基金、結構性基金、投資於金融衍生工具的基金等，以上九類基金之先關限制規範於單位投資及互惠信託守則第八章。

《單位信託及互惠基金守則》規定所有欲公開募集之基金皆需檢附相關文件給香港證監會以取得認可，此外守則第七章中規定，所有集體投資計畫皆須遵守以下投資限制：標的物以證券、期貨相關商品為限制，不可投資於任何類別的房地產相關標的(房地產投資信託基金除外)，如果計畫的名稱顯示某個特定目標、地區或市場，則該計畫最少須將其非現金資產的 70%，投資於可反映該計畫所代表的特定目標、地區或市場的證券及其他投資項目之上。然而於特定情況下可將其全部資產投資於單一項集體投資計畫，並可獲認可成為聯接基金。<sup>41</sup>證券及期貨及商品投資相關投資限制如下。

---

<sup>41</sup>需符合以下情況 (a) 相關計畫必須已獲得證監會認可；(b) 銷售文件必須說明：(i) 該計畫是聯接相關計畫的聯接基金；(ii) 為符合有關的投資限制，該計畫及其所投資的基金將被視為單一實體；(iii) 該計畫的年報必須包括其所投資的基金在財政年度結束當日的投資組合；(iv) 該計畫及其所投資的基金的所有費用及收費的合計總額必須清楚予以披露；(c) 聯接基金不可借進超逾其總資產淨值 10%的款項，而借款用途須限於應付贖回要求或支付營運費用；及 (d) 如果該計畫所投資的各項計畫由同一家管理公司或該公司的關連人士管理，則由持有人或該計畫承

- (1) 計畫如果持有任何單一名發行人發行的證券，則該計畫所持有的該等證券的價值，不可超逾該計畫總資產淨值的 10%。
- (2) 該計畫不得持有任何單一發行人發行的普通股的 10%以上。
- (3) 該計畫如果持有並非在市場上市、掛牌或交易的證券，則其所持有的該等證券的價值，不可超逾該計畫的總資產淨值的 15%。
- (4) 該計畫最多可將其總資產淨值的 30%投資於同一種發行類別的政府證券及其他公共證券之上。
- (5) 該計畫可將其全部資產投資於最少 6 種不同發行類別的政府證券及其他公共證券之上。
- (6) 計畫可投資於認股權證及期權作對沖之用。
- (7) 沽出空頭期權是被禁止的。
- (8) 就證券投資組合而提供的認購期權，以行使價來說，不得超逾該計畫的總資產淨值的 25%。
- (9) 計畫可訂立金融期貨合約作對沖之用。
- (10) 計畫可以訂立並非用作對沖的期貨合約，但所有該等合約價格的總合計淨值(不論是根據所有未到期的期貨合約而應付予該計畫的價值或是該計畫就該等合約而應付的價值)，連同所持有的實物商品及以商品為基礎的投資的合計總值，不得超逾該計畫的總資產淨值的 20%。

#### ● 私募基金

香港私募基金與美國一樣，並沒有法律上的直接定義何謂私募基金，而只有在法例中指出：若在香港刊登廣告或邀請公眾投資於未經認可的基金為違法行為，亦即在只要是向社會大眾公開招募或宣傳的公募基金，都必須要先經過認可，未經認可的基金不得公開銷售，即為私募基金。

---

擔並須支付予該管理公司或其任何關連人士的首次費用、管理公司年費或其他費用及收費的整體總額不得因此而提高。

由此可知，在香港私募基金由於未經主管機關認可，故不在法例的規範範圍內，可豁免於相關基金法規的規範，因此其投資運用並無任何限制和規範<sup>42</sup>，惟銷售或管理基金之從業人員規定需比照一般基金規定，如從事集體管理計畫之人員及公司需取得第九類牌照、銷售基金之從業人員需取得第一類牌照、若涉及證券顧問則需取得第四類牌照等等。

#### ● 房地產投資基金

房地產投資信託基金，根據《房地產投資信託基金守則》3.1的定義，是以信託方式組成而主要投資於房地產項目的集體投資計畫，由「房地產投資信託基金守則」所規範，內容涵蓋基金認可要求、受託人之條件與獨立性、及投資限制、關聯人士交易限制等。

房地產投資信託基金只可以信託方式投資於房地產項目或透過投資特殊目的機構持有資產，另外不可以借出、承擔、擔保、加簽或以任何其他方式就任何人的任何責任或債務承擔責任。

主要投資標的需為房地產項目，除了直接投資標的外，亦可透過投資特殊目的之機構進而投資房地產，然而需符合以下規定：基金須合法持有該轉投資機構之大多數擁有權及控制權、不得超過兩層的特別目的投資機構、該特殊目的之機構之董事會成員需由受託機構委任、若該房地產投資基金投資於酒店、遊樂場或服務式住宅，則該等投資必須由特別目的投資機構持有。

該計畫必須持有該計畫之內的每項房地產項目最少 2 年，該計畫每年須將不少於其經審計年度除稅後淨收入 90%的金額分派予單位持有人作為股息。<sup>43</sup>

除了投資房地產外，根據《房地產投資信託基金守則》7.2B，在一定條件內亦可投資於以下幾種金融工具：本地或海外地產基金、在聯交所或其他國際認可證券交易所上市的證券、非上市債務證券、及政府證券及其他公共證券。上述所謂一訂條件包含：該計畫所持有的由任何單一公司集團發行的相關投資的價值，不會超過該計畫資產總值的 5%；相關投資應具備充足的流通性，可在正常市況及不存在交易限制的情況下隨時買賣，以及定價具有

<sup>42</sup> 葉銀華教授等，開放證券商從事私募(避險)基金之發行與管理，西元 2015 年 3 月，頁 50

<sup>43</sup> 整理自房地產投資信託基金守則

透明度；及無論在任何時候，該計畫的資產總值至少 75%均必須被投資於產生定期租金收入的房地產項目。

參. 證券商申請從事資產管理資格限制

(一) 一般適當人選規定

香港證監會會考慮有關該申請人及其他有關人士的下列事項：財政狀況或償付能力；學歷或其他資歷或經驗，而在這方面的考慮必須顧及申請人擬執行的職能的性質；是否有能力稱職地、誠實地而公正地進行有關的受規管活動；及信譽、品格、可靠程度及財政方面的穩健性等。

(二) 勝任能力

必須使香港證監會確信該申請機構擁有合適的業務架構、良好的內部監控系統及合資格的人員，足以確保當該申請人在進行詳述於業務計畫書中的擬進行業務時，能夠適當地管理可能面對的風險。考量依據如下表。

表十五 負責人員勝任能力

4 項基本要求		可以下列資歷代替
學歷 ／ 行 業 資 格	通過其中一個認可行 業資格考試	會計、工商管理、經濟、金融財務或法律學位； 或其他學位（但須在以上學科的至少兩個課程取得合格成績）；或
		法律、會計或金融財務方面的國際認可專業資格；或
		香港中學會考英文或中文科及數學科合格或同等學歷，另具備額外 2 年相關行業經驗；或
		具備額外 5 年相關行業經驗。
		如申請人符合本指引附錄 D 所列出的豁免準則，可申請豁免遵守認可行業資格的規定。
行業 經驗	在緊接申請日期前的 年內具備 3 年相關 行業經驗	
管理 經驗	具備最少 2 年經證 明的管理技巧和經驗	
監管 知識	通過其中一個本地監 管架構的認可考試	如申請人符合本指引附錄 E 所列出的豁免準則，可申請豁免通過有關本地監管架構的認可考試。

資料來源：香港證監會 2003 年(最新版)勝任能力的指引

### (三) 負責人員

就每類申請人所申請的受規管活動而言，必須委任最少兩名負責人員直接監督。負責人員必須為持牌代表，然而，實際上申請成為持牌代表的人士，亦可以同時申請獲准為負責人員。有關申請牌照時負責人員的法規規範於 2017 年公告之之《發牌手冊》4.2.3 至 4.2.8，整理如下：

1. 就每類申請的受規管活動而言，必須委任最少兩名負責人員直接監督擬進行的有關活動。

2. 就每類所申請的受規管活動而言，必須有最少一名負責人員可以時刻監督有關業務。只要被委任者是適當的人選及有關安排不會造成角色衝突，同一個人可以獲委任成為多於一類的受規管活動的負責人員。
3. 擬委任的負責人員當中，最少要有一名是《證券及期貨條例》所定義的執行董事。執行董事必須向香港證監會尋求核准，以成為隸屬於的負責人員。
4. 一般來說，香港證監會期望本章“高級管理層”一節所述負責整體管理監督職能及主要業務職能的核心職能主管，應尋求香港證監會核准他們成為其所監督的受規管活動的負責人員。詳情參閱《致持牌法團有關加強高級管理層問責性的措施的通函》及《常見問題》（關於加強持牌法團高級管理層問責性的措施）。
5. 須在遞交牌照申請時，向香港證監會一併遞交所有擬成為負責人員的核准申請，以供香港證監會考慮。

#### (四) 財政資源

申請人必須就所申請獲發牌照的受規管活動類別繳足股本及速動資金，下表是持牌法團就每類受規管活動所須維持的繳足股本及速動資金的最低數額的摘要。假如就多於一類的受規管活動提出申請，則以所申請的有關受規管活動的規定金額中的最高者為準。

表十六 財政資源

貨幣單位：港元

受規管活動	繳足股本的 最低數額	速動資金的 最低數額
第 1 類－證券交易		
(a)如該法團屬核准介紹代理人或買賣商	不適用	\$500,000
(b)如該法團提供證券保證金融資	\$10,000,000	\$3,000,000
(c)如屬其他情況	\$5,000,000	\$3,000,000
第 4 類－就證券提供意見		
(a)如該法團就第 4 類受規管活動受到不得持有客戶資產的發牌條件所規限	不適用	\$100,000
(b)如屬其他情況	\$5,000,000	\$3,000,000

第 5 類—就期貨合約提供意見		
(a)如該法團就第 5 類受規管活動受到不得持有客戶資產的發牌條件所規限	不適用	\$100,000
(b)如屬其他情況	\$5,000,000	\$3,000,000
第 6 類—就機構融資提供意見		
(a)如該法團擔任保薦人：		
持有客戶資產	\$10,000,000	\$3,000,000
不得持有客戶資產	\$10,000,000	\$100,000
(b)如該法團並非擔任保薦人：		
持有客戶資產	\$5,000,000	\$3,000,000
不得持有客戶資產	不適用	\$100,000
第 9 類—提供資產管理		
(a)如該法團就第 9 類受規管活動受到不得持有客戶資產的發牌條件所規限	不適用	\$100,000
(b)如屬其他情況	\$5,000,000	\$3,000,000

資料來源：香港證監會 2017 年最新版發牌手冊

#### (五) 附帶豁免

理論上證券商從事任一項規管活動時，皆須重新申請牌照，然而香港證監會針對某些情況允許豁免遵行《證券及期貨條例》，又稱附帶豁免。與證券商相關之附帶豁免如下：就已獲第 1 類受規管活動（證券交易）牌照之申請人，並擬進行第 4 類受規管活動（就證券提供意見）、第 6 類受規管活動（就機構融資提供意見）及／或第 9 類受規管活動（提供資產管理）。假如擬進行的第 4 類、第 6 類及第 9 類受規管活動完全附帶於證券交易業務，便無須就這三類受規管活動領牌。這項豁免通常適用於股票經紀為其本身的證券客戶提供投資意見或管理委託帳戶。例如，若客戶與經紀行開立證券交易帳戶，並授權客戶主任替其帳戶進行買賣，則有關經紀行或該客戶主任均毋須就 9 類受規管活動申請牌照，原因是有關服務只是以附帶於所提供的經紀服務的方式提供。然而，若有關的委託帳戶服務是以獨立服務的形式提供予客戶，則有關商號多數需要就第 9 類受規管活動申請牌照。例如，若經紀行的客戶主任為其客戶管理單位信託投資組合，而該單位信託是存放於基金公司，則有關的投資組合管理服務屬於向客戶提供的

獨立服務，而該經紀行及客戶主任均需就第 9 類受規管活動獲發牌照，才能提供該等資產管理服務。<sup>44</sup>

#### 肆. 證券商資產管理業務現況

如前章節所述，持牌法團取得第九類牌照即可從事資產管理業務。香港截至目前為止雖然法律許可證券商從事募集房地產投資信託基金<sup>45</sup>，募集交易所買賣基金(ETF)，但實務上尚未有此情形，兩項業務均完全由資產管理公司發行並管理。目前證券商從事的業務內容有：全權委託管理客戶帳戶、發行基金。

##### (一) 牌照核發數

香港證監會公布之持牌手冊允許證券商取得第九類牌照進行資產管理，實務上亦存在證券商同時取得第一類牌照(證券交易)與第九類牌照(提供資產管理)，舉凡元大證券(香港)有限公司、群益證券(香港)有限公司、統一證券〔香港〕有限公司、中信証券經紀(香港)有限公司等皆同時擁有這兩類牌照。

持牌法人擁有第九類牌照之數量自 2005 年起穩定成長，如圖八。截至 2017 年 3 月之有效第九類牌照共有 1348 張<sup>46</sup>。目前同時擁有第一類牌照(證券交易)與第九類牌照(提供資產管理)之持牌法團數共 297 家<sup>47</sup>，詳細名單如附件四。

---

<sup>44</sup>資料來源：證監會於 2003 年發布之附帶豁免專題

[http://www.hkma.gov.hk/media/gb\\_chi/doc/other-information/faq-lic-10.pdf](http://www.hkma.gov.hk/media/gb_chi/doc/other-information/faq-lic-10.pdf)

<sup>45</sup>房地產投資信託基金之發起人有九間資產管理公司：Eagle Asset Management (CP) Limited、置富資產管理有限公司、滙賢房託管理有限公司、領展資產管理有限公司、開元資產管理有限公司、泓富資產管理有限公司、富豪資產管理有限公司、睿富中國房托基金管理有限公司、春泉資產管理有限公司、恒基陽光資產管理有限公司、以及越秀房託資產管理有限公司。

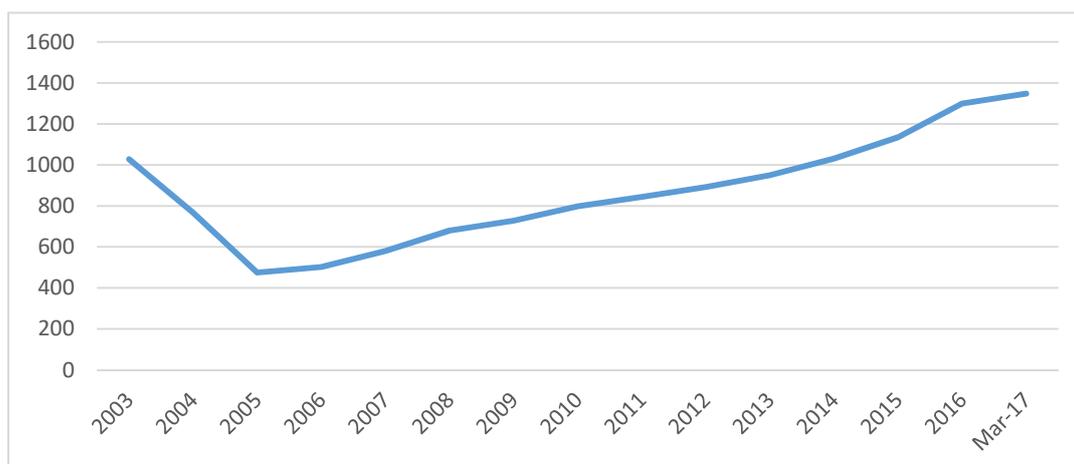
<sup>46</sup>數據來自證監會：

<http://www.sfc.hk/web/TC/published-resources/market-and-industry-statistics/statistics-by-topics/>

<sup>47</sup>透過比對港交所公布之聯交所參與名單

([https://www.hkex.com.hk/chi/plw/search\\_c.aspx?selecttype=se](https://www.hkex.com.hk/chi/plw/search_c.aspx?selecttype=se)) 以及證監會公布之公司名單可得知

圖八 持牌法團取得第九類牌照之數量



資料來源：整理自香港證監會網站

## (二) 基金管理業務

### 1. 市場參與者與業務規模

香港的基金管理之角色主要由持牌法團擔任，持牌法團 2016 年資產管理及基金顧問業務的資產總值為 125,530 億港元，按年上升 3.5%，其中資產管理業務上升 4.6% 至 113,540 億港元，如圖九，而基金顧問業務則下跌 5.4% 至 11,990 億港元。

圖九 基金管理概況

貨幣單位：港元



圖例：  
房地產基金：房地產投資信託基金

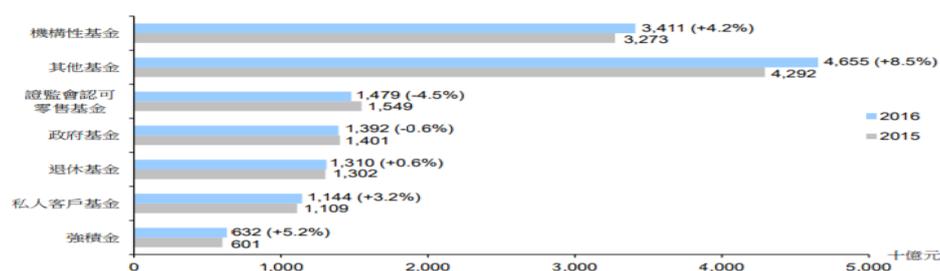
註：  
1. 保險公司所管理的資產並不包括分判或轉授予香港其他持牌法團或註冊機構管理的資產。

資料來源：2016 年基金管理活動調查，香港證監會，2017 年 7 月，頁 4

## 2. 基金類別

香港之基金分為機構性基金、強積金、私人客戶基金、退休基金、政府基金、證監會認可零售基金、以及其他基金。其他基金（主要包括對沖基金、私募股權基金、海外零售基金及保險投資組合）較去年增加 8.5%，如圖十，佔香港資產管理及基金顧問業務總值超過 32.3%。

圖十 資產管理業務，年成長



貨幣單位：港元

資料來源：香港證監會

## 3. 個案分析 - 中國光大證券(香港)有限公司

中國光大證券(香港)有限公司為一間同時取得證券交易及資產管理資格之證券商，所取得的牌號類別如下表。該公司募集一個開放式單位信託基金——中國光大證券富尊基金。該信託基金以傘子單位信託基金的形式，底下包含另外六個子基金，包含：光大富尊人民幣債券基金、光大焦點收益基金、光大香港債券基金、光大大中華機遇基金、光大環球品牌基金、光大 RQFII 債券基金。

表十七 中國光大證券(香港)有限公司受規管活動

第一類	證券交易
第四類	就證券提供意見
第六類	就機構融資提供意見
第九類	提供資產管理

資料來源：香港證監會網站

## 伍. 利益防弊機制

香港之金融市場主要由香港金融管理局、保險業監理處、強制性公積金計畫管理局、證券及期貨事務監察委員會分別監管。香港金融管理局負責銀行業之監管，保險業監理處負責保險業事務，強制性公積金計畫管理局負責監管強制行公積金，而證券及期貨市場之監管則由證券及期貨事務監察委員會(下稱證監會)負責。針對證券業從事業務所生之利益衝突，制度層面之防弊機制可見於證券及期貨條例、證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則以及基金經理操守準則，而證券商亦依證監會指示，建立適當防火牆管理措施<sup>48</sup>。以下整理證券、證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則及期貨條例及基金經理操守準則中之利益防弊機制。

### (一) 證券及期貨條例

證券及期貨條例對於利益衝突有較原則性之規範。證券及期貨條例第 168 條針對中介人及其代表之業務操守有所規定，針對利益衝突之防範，其第二款第 f 點，規定中介人應向客戶揭露其與客戶間任何利害關係；第 k 點則明定中介人本身利益與客戶利益出現衝突時，中介人須採取指名步驟，避免利益衝突。

### (二) 證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則

證券分析師，尤其是賣方分析師(sell-side analyst)，因其受僱於經紀公司、銀行或投資機構，又負責提出研究報告，提供包括分析、買進、賣出或持有特定股票之明確建議予客戶，而容易產生利益衝突問題<sup>49</sup>。

證監會為了處理證券分析師利益衝突問題，於西元 2004 年公開諮詢社會意見，並發表《關於處理分析員利益衝突的監管架構的諮詢總結》<sup>50</sup>，修訂《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》第 16 段(下稱該指引)，加強監管制度以處理分析員利益衝突。該指引內容包括三大範疇，其一為識別、消除、避免、管理或披露分析員所面對之利益衝突；其二為分析員的誠信及其投資研究的完整性；其三係教育投資者認識分析員所面對的實際及潛在的利益衝突。而該指引已於西元 2005 年 4 月 1 日生效實施。

<sup>48</sup> 臺灣證券交易所，香港證券相關制度，頁 128，104 年 7 月。

<sup>49</sup> 參考深圳證券交易所綜合研究院，我國證券業構建資訊隔離監管制度研究，2007 年 4 月。

<sup>50</sup> 網址：<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/conclusion?refNo=04CP1>

### (三) 基金經理操守準則

香港募集基金之規範主要為基金經理操守準則，雖然該守則不具法律效力，但證監會主要依照該準則裁量是否繼續核准執照。以下沿用前述防火牆區分標準，就資源共用防火牆、資訊防火牆、人事區隔防火牆、資金防火牆、利害關係人防火牆五個面向探討該準則。

#### 1. 資源共用防火牆

營業場所與設備之區隔	
《基金經理操守準則》1.3	除非法團的規模所限，否則法團應在辦公室間隔方面，將不同的活動和受僱或獲委任進行不同業務的人士分隔開，及制訂書面程序以記錄有關的監控措施。如不能從辦公室間隔方面設立分隔安排，法團便應禁止僱員從事涉及價格敏感或機密資料的交易。
《基金經理操守準則》1.4 (a)	應在辦公室的間隔方面，將前線部門的職能(包括投資決策、集體投資計畫的市場推廣及交易，及向經紀落盤買賣)與後勤部門的職能(包括接收經紀覆盤、就交易進行交收、會計及對數、對客戶的投資組合估值及向客戶匯報)分開，而這些職能應由不同僱員透過不同匯報途徑執行

#### 2. 資訊防火牆

《基金經理操守準則》3.10.1	基金經理只可在下列情況下，在客戶的帳戶之間進行買賣(交叉盤交易)：(a) 有關的買賣決定符合雙方客戶的最佳利益、投資目標和政策；(b) 有關交易是按公平條款和當時的市值進行；(c) 在執行交易前，已將有關交易的原因以書面方式記錄；及 (d) 已向客戶披露有關活動。
《基金經理操守準則》3.10.2	公司帳戶與客戶帳戶之間的交叉盤交易，必須在事前獲得客戶同意的情況下方能獲得批准，而基

	<p>金經理須向該名客戶披露所涉及的任何實際或潛在的利益衝突。職員的私人帳戶與客戶的帳戶之間的交叉盤應予以禁止。</p>
《基金經理操守準則》5.1	<p>基金經理應按照一切適用的法例規定，妥善地保存其帳目及紀錄。妥善地保存紀錄包括：(a) 保存所有交易記錄，例如由第三者經紀發出的成交單據、客戶登記冊、會計/證券分類帳、證券登記冊及所採用的投資程序的記錄，以便為所有由基金經理完成的交易備存審核線索、保存所有與客戶帳戶有關並由第三者提供的資料及一切有關的內部報告；(b) 在妥善保管、檢索和存儲記錄方面維持適當的程序；及(c) 遵守《證券及期貨(備存紀錄)規則》的規定。</p>
《基金經理操守準則》5.2	<p>基金經理應委任核數師審核其法團的帳目，審核工作最少每年進行一次。經審核的帳目應按照適用的法例規定呈交有關當局存檔，並在客戶要求時提供予客戶查閱。</p>
《基金經理操守準則》5.5	<p>基金經理應按照以下程序，安排法團的內部紀錄與由第三者（例如 結算所、銀行、代管人、交易對手及執行買賣的經紀行等）所開具的紀錄進行對帳，以便識別及修正任何錯誤、遺漏或資產錯置的情況：(a) 對帳應最少每月進行一次；(b) 對帳應依據一份資產登記冊來進行，而備存該登記冊是為了更新客戶資產分類帳的資料。</p>
《基金經理操守準則》6.4.2	<p>基金經理應在為客戶提供任何服務或代客戶進行任何交易前，確保已與有關客戶訂立書面協議（客戶協議書）。該份客戶協議書應至少包括附錄 1<sup>51</sup>所載的資料，並必須以客戶明白的語文擬備。</p>

<sup>51</sup>附件 1 全權委託帳戶的客戶協議書的最基本內容 (a) 客戶的全名及地址；(b) 基金經理公司的全名及地址，包括其持牌或註冊身分；(c) 承諾在出現重大轉變時知會對方；(d) 受全權委

<p>《基金經理操守準則》 6.6</p>	<p>除非與客戶另有書面協議或有關的投資組合是集體投資計畫，否則基金經理應該：(a) 根據事前與客戶協定的指標，至少每年兩次就每位客戶的帳戶進行檢討，而檢討可以書面或會見形式進行；(b) 向客戶提供書面的投資組合估值報告，其頻密程度應最少如客戶協議書所規定的。報告的內容最低限度應包括下列事項：(i) 編製報告的日期；(ii) 客戶的投資組合在該日期的成分和價值，包括所得收入；(iii) 客戶投資組合的價值的變動情況；(iv) 與衍生工具交易有關的任何未平倉合約。</p>
-----------------------	---

### 3.人事區隔防火牆

<p>人員兼任之規定</p>	
<p>《基金經理操守準則》 1.4 (a)</p>	<p>應在辦公室的間隔方面，將前線部門的職能(包括投資決策、集體投資計畫的市場推廣及交易，及向經紀落盤買賣)與後勤部門的職能(包括接收經紀覆盤、就交易進行交收、會計及對數、對客戶的投資組合估值及向客戶匯報)分開，而這些職能應由不同僱員透過不同匯報途徑執行</p>
<p>《基金經理操守準則》 1.6.2</p>	<p>除非法團規模所限，否則合規職能和專責合規主任應獨立於其他職能，直接向法團的高級管理層匯報。如職能並未加以劃分，則法團的高級管理層應擔當專責合規主任的角色。雖然管理層可以授權具備適當資格的專業人員來執行合規工作，但有關的責任與義務則不能轉授。</p>

託管理帳戶的授權書；(e) 有關客戶的投資政策及目標的聲明，包括對資產類別及市場(例如使用衍生工具)或地域分布的限制或禁止、表現基準及/或對風險的態度；(f) 所有與帳戶有關，將由客戶支付予基金經理或關連人士的費用金額，及有關須支付予第三者的費用的說明；(g) 任何有關回佣及非金錢利益所需的同意(如適用)；(h) 《證監會持牌人或註冊人操守準則》所規定的風險披露聲明；(i) 託管安排的詳情；及(j) 關於定期向客戶作出匯報的詳情。

#### 4. 資金防火牆

《基金經理操守準則》3.1	基金經理應確保代客戶進行的交易，不論是在資產類別、地域分布或風險程度方面，均按照客戶投資組合的闡明目標、投資限制及投資指引進行
---------------	---

#### 5. 利害關係人防火牆

《基金經理操守準則》3.8	除非有關交易是按照公平條款進行及符合以最佳價格執行的準則，而佣金率並不高於慣常適用於機構投資者的比率，否則基金經理不應代客戶與屬於關連人士的法團進行任何交易。在認可集體投資計畫方面，與關連人士的交易總額，不應超過該計畫在任何一个財政年度內交易價值的50%，但獲得證監會批准者則除外。
《基金經理操守準則》3.9	除非符合下列情況，否則基金經理不應代客戶向關連人士存入或借入款項：(a) 在存入款項的情況下，有關的息率並不低於當時根據相同條款就同樣金額所可享有的商業息率；及 (b) 在借入款項的情況下，所須支付的利息及與貸款有關的收費，並不高於當時適用於類似貸款的商業息率。
《基金經理操守準則》3.11	在替公司帳戶 <sup>52</sup> 進行買賣時，基金經理：(a) 應優先執行客戶的買賣盤。凡客戶和公司的買賣盤集合在一起，而買賣盤又不能全數獲得執行，則在其後的任何買賣盤分配中，客戶的買賣盤必須獲得優先處理；(b) 在客戶未有合理機會根據其即將收到的建議、研究或分析報告內的資料作出決定之前，不應根據有關資料進行交易；(c) 除非事前獲得專責合規主任的書面同意，否則不應在代客戶進行任何交易之前，先於客戶進行任何交易，或當公司帳戶與客戶已作出同樣投資

<sup>52</sup>公司帳戶指由基金經理或其任何有關連人士所持有、控制或影響的帳戶

	<p>時，基金經理亦只可以在代客戶出售證券之後或在同一時間出售其證券。專責合規主任應妥善地以書面方式記錄給予同意的原因。</p>
--	--

## 第四節 中國

### 壹. 資產管理開放歷程

2001年11月，中國證監會發佈了《關於規範證券公司受託投資管理業務的通知》，第一次界定了資產管理業務，爾後於2005年修訂的《證券法》第125條第6項明確規定證券資產管理是證券公司業務之一，此時證券商得從事集合理財業務。然而在2012年以前，各金融單位在資產管理中仍舊扮演上下游的關係：由基金公司設計產品，再交由銀行與證券商進行市場分銷，而保險公司則作為機構投資者配置保費。

2012年一連串的金融政策改革後，逐漸淡化原資產管理上下游分工的情形，逐漸朝向全面開放。一連串金融政策改革包含以下：2012年7月《保險資金委託投資管理暫行辦法》中允許證券公司做為資產管理人受託管理保險資金。2012年9月《期貨公司資產管理業務試點》中開放期貨公司開展資產管理業務。2012年11月實施《證券公司代銷金融產品管理規定》，擴大證券商代銷範圍，從原本基金商品擴大至幾乎所有商品。2012年11月實施《保險機構銷售證券投資基金管理證型規定》，開放保險機構銷售基金產品。2013年2月《資產管理機構開展公募證券投資基金管理業務暫行規定》讓證券商、保險機構可以直接開展公募業務。此外，2013年3月，中國證監會更發佈了《證券公司資產證券化業務管理規定》，標誌著經過近十年試點的專項資產管理業務正式轉為常規業務。<sup>53</sup>

### 貳. 資產管理架構與現況

#### (一) 監理制度

雖然2012年開始，大幅度放寬各金融機構從事資產管理的業務範圍，但中國金融市場的監理制度仍舊採行分業監理，主要監理機構包含中國銀行業監督管

<sup>53</sup> 整理自中國證券網以及巴曙松、陳華良、王超等(2013)，2013年中國資產管理行業發展報告，52-54

理委員會(以下簡稱銀監會)、證券及期貨事務監察委員會(以下簡稱證監會)、中國保險監督管理委員會(以下簡稱保監會)。銀監會負責統一監督管理全國銀行、金融資產管理公司、信託投資公司及其他存款類金融機構。證監會依法對全國證券、期貨市場實行集中統一監督管理。保監會統一監督管理全國保險市場。

## (二) 資產管理相關商品

中國之資產管理相關商品與服務如下表。

表十八 中國資產管理商品與服務

產品定位	類別	細項
資產獲取投資管理	集體投資計畫- 公開募集並管理基金	股票基金、債券基金、貨幣市場基金
		混合基金 <sup>54</sup>
	集體投資計畫- 私募並管理基金	證券投資基金 <sup>55</sup>
	專項資產管理	公開募集並管理不動產投資信託基金
		私募不動產投資信託或資產信託受益證券(類 REITS)
		私募股權投資基金及創投 其他特殊資產證券化
產品分銷、單一客戶 財富管理	定向資產管理業務	投資標準化產品即可，限制少，範圍廣
		全權委託
	投資顧問服務	證券投資顧問服務
		期貨商品顧問服務
銷售	銷售基金等金融資產	
其他資產服務	其他業務	社保基金(含養老基金等)-投資管理人
		企業年金-投資管理人

資料來源：研究團隊整理

<sup>54</sup> 不屬於股票基金、債券基金、貨幣市場基金者皆泛稱混合基金

<sup>55</sup> 雖稱為證券投資基金，但由於非公開募集，所以規定較不嚴格：不限定投資在證券的比例且可投資 REITS

### (三) 金融機構資產管理定位

銀行從過去到現在都具有強大的管道優勢，因此在資產管理下游端具有不可取代的地位。然而，由於其研發能力較弱，主打管理並銷售標準化商品，如公開募集基金等，吸引風險偏好程度低的客戶。

證券商產品研發能力強，擅長研發新興投資標的。經過 2012 年一連串金融政策改革後，證券商能從事公募證券投資基金、託管保險金信託、銷售各類型金融商品予客戶、私募類 REITS 產品等。然而其劣勢在於客戶忠誠度低且因投資標的風險較高，客戶普遍持有期短。

基金公司(似臺灣投資信託公司)產品的研發能力強，但銷售仍普遍依賴銀行與證券商。保險公司雖然沒有產品研發能力，但能透過銷售產品、投資保費收入管理資產。

### (四) 資產管理市場現況

#### 1. 機構

中國資產管理市場目前仍以銀行為主，佔整體規模 27%，BCG 顧問公司於中國資產管理市場 2015 報告中，預測 2015 至 2020 年均複合成長達 15%。保險機構雖然起步較基金公司晚，但由於老年化趨勢導致與老年人口相關的資產管理成長率迅速增長。

#### 2. 資金來源

全球資產管理市場資金構成為全球基機構投資人約佔 60%，個人 40%。然而，中國資產管理資金構成則相反，包含機構資金 40%，個人 60%。機構資金主要是企業資金，而養老金僅佔 5%，個人則主要為高淨值客戶。<sup>56</sup>

#### 3. 資產類別

由於現階段許多投資標的已經無法滿足投資人的期望報酬，因此未來五年將以被動管理型與另類投資產品發展為主。2013 年至 2015 年私募證券基金成長率高達 139%，私募股權基金亦高達 165%，BCG 與中國光大銀行預估未來此兩樣另

---

<sup>56</sup> 中國光大銀行與 BCG 共同撰寫的中國資產管理市場 2015，頁 13

類投資產品亦將成為主要投資標的。而被動管理則以 ETF 等為主，預估未來成長 40%。<sup>57</sup>

#### 參. 證券商資產管理業務內容

證監會於 2012 年根據《中華人民共和國證券法》、《中華人民共和國證券投資基金法》、《證券公司監督管理條例》和其他相關法律、行政法規，制定證券公司客戶資產管理業務管理辦法，該辦法第十一條規定證券公司得依法從事下列客戶資產管理業務：(一)為單一客戶辦理定向資產管理業務、(二)為多個客戶辦理集合資產管理業務、(三)為客戶辦理特定目的的專項資產管理業務。

##### (一) 為單一客戶辦理定向資產管理業務

該業務為證券商提供給單一客戶資產管理之服務，該客戶可以是自然人或法人。證券公司根據客戶簽訂的定向資產管理合同約定的方式、條件、要求、限制等，對客戶委託的商品提供證券及其他金融產品的投資管理服務。

##### 1. 客戶得委託之商品項目

自己合法持有的現金、股票、債券、證券投資基金份額、集合資產管理計畫份額、央行票據、短期融資券、資產支持證券、金融衍生品或者中國證監會允許的其他金融資產<sup>58</sup>。惟單個客戶的資產淨值不得低於人民幣 100 萬元<sup>59</sup>。

客戶委託資產需交由負責客戶交易結算資金存管的指定商業銀行、中國證券登記結算有限責任公司或者中國證監會認可的證券公司等其他資產託管機構託管。資產託管機構需按照中國證監會的規定和定向資產管理合同的約定，履行安全保管客戶委託資產、辦理資金收付事項、監督證券公司投資行為等職責。<sup>60</sup>

##### 2. 資產管理專用證券帳戶

---

<sup>57</sup> 中國光大銀行與 BCG 共同撰寫的中國資產管理市場 2015，頁 20

<sup>58</sup> 證券公司定向資產管理業務實施細則第十四條

<sup>59</sup> 證券公司客戶資產管理業務管理辦法第二十一條

<sup>60</sup> 證券公司定向資產管理業務實施細則第十六條

買賣證券交易所的交易品種時應當使用客戶的定向資產管理專用證券帳戶（以下簡稱專用證券帳戶），客戶也可以申請將其普通證券帳戶轉換為專用證券帳戶。<sup>61</sup>

### 3. 投資標的

投資範圍非常廣泛，根據第二十五條，定向資產管理業務的投資範圍由證券公司與客戶通過合同約定，只要不違反法律、行政法規和中國證監會的禁止規定，並且應當與客戶的風險認知與承受能力，以及證券公司的投資經驗、管理能力和風險控制水準相匹配即可。

#### (二) 為多個客戶辦理集合資產管理業務

證券商從事集合資產管理業務主要可分成公開募集與私下募集，前者適用之法規為 2013 年制定的資產管理機構開展公募證券投資基金管理業務暫行規定，後者所適用之法規為 2012 年公佈的證券公司集合資產管理業務實施細則。

#### 1. 公募證券投資基金

資產管理機構開展公募證券投資基金管理業務暫行規定中規定中國境內依法設立的證券公司、保險資產管理公司以及專門從事非公開募集證券投資基金管理業務的資產管理機構從事公募證券投資基金管理業務的資格條件。其餘若沒有特別規定，則適用《證券投資基金法》<sup>62</sup>及相關法律法規和中國證監會的規定<sup>63</sup>。

##### ● 資格條件

證券商從事公募基金之資格並不會相對銀行、保險公司及私募機構嚴格，同樣都須遵守以下條件：

(1) 具有 3 年以上證券資產管理經驗，最近 3 年管理的證券類產品業績良好

(2) 公司治理完善，內部控制健全，風險管理有效；

<sup>61</sup> 證券公司定向資產管理業務實施細則第十九條及第二十條

<sup>62</sup> 資產管理機構開展公募證券投資基金管理業務暫行規定第十七條

<sup>63</sup> 如公募基金管理公司設立、公募基金管理人資格審批

(3) 最近 3 年經營狀況良好，財務穩健；

(4) 誠信合規，最近 3 年在監管部門無重大違法違規記錄，沒有因違法違規行為正在被監管部門調查，或者正處於整改期間；

(5) 為基金業協會會員；

(6) 中國證監會規定的其他條件。

另外，證券商申請開展基金管理業務，還應當資產管理總規模不低於人民幣 200 億元或者集合資產管理業務規模不低於人民幣 20 億元以及最近 12 個月各項風險控制指標持續符合規定標準。

#### ● 投資標的

根據《證券投資基金法》第七十三條：基金財產應當用於下列投資：上市交易的股票、債券、國務院證券監督管理機構規定的其他證券及其衍生品種。另外證券商可以申請成為合格境內投資機構 (Qualified Domestic Institutional Investors, QDII)，投資海外證券市場。

## 2. 非公開募集

證券商從事集合資產管理業務，應當為合格投資者提供服務，設立集合資產管理計畫（以下簡稱集合計畫或計畫），並擔任計畫管理人。

#### ● 募集對象

募集對象僅能是合格投資者。合格投資者指的是具備相應風險識別能力和承擔所投資集合資產管理計畫風險能力且符合下列條件之一的單位和個人：個人或者家庭金融資產合計不低於人民幣 100 萬元或公司、企業等機構淨資產不低於人民幣 1000 萬元。此外，不得通過報刊、電臺、電視臺、互聯網等公眾傳播媒體或者講座、報告會、分析會等方式向不特定物件宣傳推介。禁止通過簽訂保本保底補充協定等方式，或者採用虛假宣傳、誇大預期收益和商業賄賂等不正當手段推廣集合計畫。<sup>64</sup>

---

<sup>64</sup> 證券商集合資產管理業務實施細則第二十條

- 規模等條件<sup>65</sup>

- (1) 募集規模應在 3000 萬以上人民幣 50 億元以下

- (2) 單個客戶參與金額不低於人民幣 100 萬元

- (3) 客戶人數不得少於 2 人、高於 200 人

- 投資標的

十分廣泛，包含中國境內依法發行的股票、債券、股指期貨、商品期貨等證券期貨交易所交易的投資品種；央行票據、短期融資券、中期票據、利率遠期、利率互換等銀行間市場交易的投資品種；證券投資基金、證券公司專項資產管理計畫、商業銀行理財計畫、集合資金信託計畫等金融監管部門批准或備案發行的金融產品；以及中國證監會認可的其他投資品種。<sup>66</sup>

- 證券商自有資金參與計畫之規範

- (1) 證券公司自有資金參與單個集合計畫的份額，不得超過該計畫總份額的 20%<sup>67</sup>。因集合計畫規模變動等客觀因素導致自有資金參與集合計畫被動超限的，證券公司應當在合同中明確約定處理原則，依法及時調整。

- (2) 證券公司自有資金參與集合計畫的持有期限不得少於 6 個月。參與、退出時，應當提前 5 日告知客戶和資產託管機構。為應對集合計畫巨額贖回，解決流動性風險，在不存在利益衝突並遵守合同約定的前提下，證券公司以自有資金參與或退出集合計畫可不受前款規定限制，但需事後及時告知客戶和資產託管機構，並向住所地、資產管理分公司所在地中國證監會派出機構及中國證券業協會報告。

- (三) 為客戶辦理特定目的的專項資產管理業務

專項資產管理計畫(以下簡稱專項計畫)指的是資產證券化，證券公司開展資產證券化業務須具備客戶資產管理業務資格，並以管理人身份發起設立專項計畫，

---

<sup>65</sup> 整子自證券公司集合資產管理業務實施細則第五條與第二十七條

<sup>66</sup> 證券公司集合資產管理業務實施細則第十四條

<sup>67</sup> 證券公司集合資產管理業務實施細則第二十二條

依照能夠產生穩定現金流的基礎資產發行資產支持受益憑證，受益憑證持有人據此享有該資產的收益分配。自公佈日 2014 年 11 月 19 日起開始實施相關規定，包含《證券公司及基金管理公司子公司資產證券化業務管理規定》及配套《證券公司及基金管理公司子公司資產證券化業務資訊披露指引》、《證券公司及基金管理公司子公司資產證券化業務盡職調查工作指引》。

#### 1. 參與模式

取得客戶資產管理業務資格的證券公司辦理專項計畫業務時，須按照證券公司客戶資產管理業務管理辦法的規定，向中國證監會提出逐項申請。

#### 2. 證券商擔任管理人之限制與條件

《證券公司及基金管理公司子公司資產證券化業務管理規定》規範管理人，管理人不得有以下行為：募集資金不入帳或者進行其他任何形式的賬外經營、超過計畫說明書約定的規模募集資金、侵佔、挪用專項計畫資產、以專項計畫資產設定擔保或者形成其他或有負債、違反計畫說明書的約定管理、運用專項計畫資產、法律、行政法規和中國證監會禁止的其他行為等。另外第十五條則明確分離帳戶以保護投資人：管理人應當為專項計畫單獨記帳、獨立核算，不同的專項計畫在帳戶設置、資金劃撥、帳簿記錄等方面應當相互獨立。

#### 3. 募集對象規定

資產支持證券應當面向合格投資者發行，發行物件不得超過 200 人，單筆認購不少於人民幣 100 萬元發行面值或等值份額。合格投資者應當符合《私募投資基金監督管理暫行辦法》規定的條件，依法設立並受國務院金融監督管理機構監管，並由相關金融機構實施主動管理的投資計畫，不再穿透核查最終投資者是否為合格投資者和合併計算投資者人數。

#### 4. 投資限制

以計畫管理人與客戶所訂定之合約為主，沒有特別限制，因此需向中國證監會逐項申請

#### 5. 其他機制

專項計畫資產獨立于原始權益人、管理人、託管人及其他業務參與人的固有財產。因此原始權益人、管理人、託管人及其他業務參與人因依法解散、被依法撤銷或者宣告破產等原因進行清算的，專項計畫資產不屬於其清算財產。<sup>68</sup>

#### 肆. 證券商資產管理業務現況

##### (一) 歷年開辦加數與營收佔比

如下表，若將資產管理相關業務之收入相加，包含證券商財務顧問業務淨收入、投資諮詢業務淨收入與資產管理業務(定向資產管理、專項計畫、集合投資)淨收入，可以發現資產管理相關業務佔證券商全年營收之比重逐年上升。又2016年全年營收衰退，但資產管理相關營收仍增加，表示該項業務的成長相對穩定。

表十九 證券商資產管理業務收入比重

單位：億元，人民幣

	證券商家數	全年營業收入	資產管理相關 <sup>69</sup>	佔營收比重
2012	114	1294.71	73.73	5.69%
2013	115	1592.41	140.92	8.85%
2014	120	2602.84	215.85	8.29%
2015	125	5751.55	457.59	7.96%
2016	129	3279.94	511.16	15.58%

資料來源：整理自中國證券業協會

公募基金的資格限制較多，因此取得公募基金管理資格的證券商或證券商資管子公司僅12家。截至2017年9月底，中國境內共有113家基金管理公司，還包含中外合資公司45家，內資公司67家；除了基金管理公司以及上述證券商或證券商資管子公司12家外，亦有保險資管公司2家，而以上機構管理的公募基金資產合計人民幣10.68萬億元<sup>70</sup>。

<sup>68</sup> 證券商及基金管理公司子公司資產證券化業務管理規定第五條

<sup>69</sup> 財務顧問業務淨收入、投資諮詢業務淨收入、資產管理業務(定向資產管理、專項資產管理、集合投資)淨收入總合

<sup>70</sup> 資料來源：中國證券投資基金業協會

## (二) 資產管理規模

不論是證券公司或基金公司，資產管理以定向計畫為主，即主要提供一對一的服務，集合計畫與專項計畫為輔，證券公司兩者的比重分別為 84.8%與 15.2%，如表二十。

表二十 證券與基金公司資產管理規模

單位：億元，人民幣

	定向計畫		集合計畫、專項計畫		合計規模
	規模	佔比(%)	規模	佔比(%)	
證券公司	146,857	84.8%	26,254	15.2%	173,111
基金公司	41,774	85.0%	7,396	15.0%	49,170
基金子公司	82,100	77.1%	24,438	22.9%	106,538
合計	270,731	82.3%	58,087	17.7%	328,818

資料來源：中國證券業協會

## (三) 集合資產管理計畫收益情況

2016 年，股票市場較為低迷，證券公司集合計畫受到大幅影響，整體表現明顯弱於 2015 年。2016 年存續的集合計畫中，32.4%的產品實現正收益，13.5%的產品收益持平，其餘 54.2%的產品虧損。從全年收益看，固定收益類產品和其他類產品在各類集合計畫中表現較好，平均淨值收益率分別為 4.5%和 5.7%；混合類產品平均淨值收益率-1.7%；權益類產品平均淨值收益率 -1.7%。詳細收益率如表二十一。

表二十一 證券公司集合資產管理計畫投資績效

產品類型	平均淨值收益率(%)	產品類型	平均淨值收益率(%)
權益型	-1.7	QDII	-1.1
混合型	-1.7	其他	5.7
固定收益類	4.5		

資料來源：中國證券業協會

#### (四) 專項計畫

2014 年底備案制啟動，經過兩年半時間的發展，資產支持專項計畫發行規模穩健增長，產品累計備案規模超過人民幣一萬億元，成為市場接受度較高的一種成熟金融產品。資產證券化分：信貸資產證券化與企業資產證券化，兩者差別有二，第一，主管機關不同：前者的主管機關為銀監會，後者則為證監會。第二，基礎資產不同：信貸資產證券化的基礎資產是銀行等金融機構的信貸資產及金融租賃資產。然而，企業資產證券化的基礎資產則主要包括財產權利（企業應收款、租賃債權、信貸資產、信託受益權等）、動產及不動產收益權（基礎設施、商業物業等），以及證監會認可的其他財產或財產權利。其中，企業資產證券化業務主力發行機構仍為證券公司。表二十二為 2017 上半年基礎資產規模與佔比。

表二十二 2017 年上半年基礎資產分類情況

類別	基礎資產	規模(億元，人民幣)	佔比
信貸	小額貸款	1,122.42	34.43%
企業	信託受益權	768.14	23.56%
企業	融資租賃資產	452.10	13.87%
企業	企業應收款	341.51	10.48%
企業	其他金融債權類	267.64	8.21%
企業	公共事業收費權	166.86	5.12%
企業	不動產類	141.00	4.33%

資料來源：中國證券投資基金業協會

不動產類中，目前中國以私募類 REITS 為主<sup>71</sup>。第一個由證券公司募集的類 REITS 基金為 2014 年的中信啟航專項資產管理計畫資產，該計畫為非公募基金，投資於擁有北金、深圳中信證券大廈物業的兩個項目公司。<sup>72</sup>

自 2014 年後，近年來逐步完善資產證券化相關規範。根據中國證券投資基金業協會：2017 年 3 月 3 日，新修訂版《深圳證券交易所資產證券化業務問答》

<sup>71</sup> 中國官方尚未明文規定何謂 REITS，但實務上有類似國外的 REITS，因此在此稱類 REITS

<sup>72</sup> 王清華與許玥(2015)，基於 REITS 的資產證券化實踐，錦天城律師事務所

新增了融資租賃類、應收賬款類、公用事業類、入園憑證類、保障房類、商業物業抵押貸款類基礎資產的評審關注要點；明確分期、同類項目申報要求；明確《關於推進傳統基礎設施領域政府和社會資本合作（PPP）專案資產證券化相關工作的通知》專案資產證券化工作流程和要求等。2017年6月19日、6月20日，深交所、上交所先後發佈《深圳證券交易所資產支持證券掛牌條件確認業務指引》和《上海證券交易所資產支持證券掛牌條件確認業務指引》，重點加強掛牌申請過程中的資訊披露，進一步保障投資者權益。2017年6月28日，基金業協會發佈《基金募集機構投資者適當性管理實施指引（試行）》；同日深交所發佈了《深圳證券交易所債券市場投資者適當性管理辦法》，明確了資產支持證券僅限合格投資者中的機構投資者認購及交易。上述指引和管理辦法的發佈，將在資產證券化業務風險防控方面產生積極影響。<sup>73</sup>此外，目前中國基金業協會亦成立 REITS 工作小組，嘗試在現有法律框架下運行公募 REITS。

#### 伍. 利益防弊機制

中國之資本市場發展時間較短，早期以銀行、證券、信託、保險分業經營為原則，於西元 2000 年後，四業的藩籬才逐漸打破，金融業間相互合作，跨業經營。為避免跨業經營下，內部交易與利益衝突問題，防火牆制度之建立愈顯重要。中國亦在西元 2017 年召開之全國金融工作會議中，提出希望透過防火牆之加固，解決在跨業經營下，分業監管所暴露之監管真空、監管套利之風險<sup>74</sup>。

目前中國之防火牆制度規定散落於各法規辦法及自律性規範之中，法規辦法之防火牆多為原則性規範，而中國證券業協會於西元 2010 年發布《證券公司信息隔離牆制度指引》，屬自律性規範，對證券商防火牆之建立有較詳細之規定，以供參考。而各證券商亦因應本身業務內容，建立內部防火牆管理制度，以落實法規上及自律性規範要求。以下分別介紹之：

##### （一）法律規定

法律規章中，多以原則性規範要求證券業須建立防火牆制度，以有效隔離信息、人員、帳戶、資金，以避免利益衝突。以下表格<sup>75</sup>整理證券法、證券商內部

<sup>73</sup> 參考自 <http://www.amac.org.cn/tjsj/sjbg/392241.shtml>

<sup>74</sup> 強化監管合力築牢資本市場“防火牆”，中國證券報，2017年7月，網址：[http://news.xinhuanet.com/finance/2017-07/21/c\\_129660734.htm](http://news.xinhuanet.com/finance/2017-07/21/c_129660734.htm)

<sup>75</sup> 更新整理自證券公司業務防火牆研究，廣發證券發展研究中心，蔡世鋒，頁 10-15。

控制、證券商經營各類業務之法律、規章、指引中，與防火牆相關之規定，並沿用資源共用防火牆、資訊防火牆、人事區隔防火牆、資金防火牆及利害關係人防火牆之分類方式整理。

1. 包含資源共用防火牆、資訊防火牆、人事區隔防火牆、資金防火牆

<p>《證券公司管理辦法》 (2008) 第 8 條</p>	<p>設立綜合類證券公司除應當具備證券法規定的條件外，還應當符合以下要求： (一) 有規範的業務分開管理制度，確保各類業務在人員、機構、信息和帳戶等方面有效隔離；</p>
<p>《證券公司管理辦法》 (2008) 第 29 條</p>	<p>證券公司應當建立有關隔離制度，做到投資銀行業務、經紀業務、自營業務、受託投資管理業務、證券研究和證券投資諮詢業務等在人員、信息、賬戶上嚴格分開管理，以防止利益衝突。</p>
<p>《證券公司內部控制指引》(2003) 第 77 條</p>	<p>證券公司應加強研究諮詢業務的統一管理，完善研究諮詢業務規範和人員管理制度，制定適當的執業迴避、信息披露和隔離牆等制度，防止利益衝突。</p>
<p>《證券公司內部控制指引》(2003) 第 79 條</p>	<p>證券公司應通過部門設置、人員管理、信息管理等方面的隔離措施，建立健全研究諮詢部門與投資銀行、自營等部門之間的隔離牆制度；對跨隔離牆的人員、業務應有完整記錄，並採取靜默期等措施；對跨越隔離牆的業務、人員應實行重點監控。</p>
<p>《證券公司證券自營業務指引》(2005) 第 15 條</p>	<p>建立防火牆制度，確保自營業務與經紀、資產管理、投資銀行等業務在人員、信息、賬戶、資金、會計核算上嚴格分離。</p>
<p>《證券公司融資融券業務內部控制指引》 (2011) 第 4 條</p>	<p>證券公司應當健全業務隔離制度，確保融資融券業務與證券資產管理、證券自營、投資銀行等業務在機構、人員、信息、賬戶等方面相互分離。</p>

<p>《證券公司直接投資業務規範》(2014)</p> <p>第 33 條</p>	<p>證券公司與直投子公司及其下屬機構、直投基金之間，應當在人員、機構、財務、資產、經營管理、業務運作、辦公場所、資訊系統等方面相互獨立、有效隔離，確保直投子公司及其下屬機構、直投基金獨立運作。</p>
<p>《證券公司直接投資業務規範》(2014)</p> <p>第 37 條</p>	<p>直投子公司及其下屬機構設立或管理的不同直投基金之間應當在人員、機構、財務、資產、經營管理等方面相互獨立。直投子公司及其下屬機構應當確保尚處在投資階段的自有資金和直投基金之間以及不同的直投基金之間，至少在投資領域、投資策略和投資區域中的某一個方面存在明確的區分。</p>
<p>《證券公司私募投資基金子公司管理規範》(2016) 第 24 條</p>	<p>私募基金子公司及其下設的基金管理機構與證券公司其他子公司之間，應當在人員、機構、資產、經營管理、業務運作、辦公場所等方面相互獨立、有效隔離。證券公司、私募基金子公司及其下設的特殊目的機構、私募基金及證券公司其他子公司之間應當建立有效的資訊隔離機制，加強對敏感資訊的隔離、監控和管理，防止敏感資訊在各業務之間的不當流動和使用，防範內幕交易和利益輸送風險。私募基金子公司同時開展私募股權投資基金業務和私募證券投資基金業務的，應當參照《證券公司資訊隔離牆制度指引》等相關規定，建立嚴格的隔離牆制度體系。</p>
<p>《證券公司投資另類投資子公司管理規範》(2016) 第 24 條</p>	<p>另類子公司與證券公司其他子公司之間，應當在人員、機構、資產、經營管理、業務運作、辦公場所等方面相互獨立、有效隔離。證券公司與另類子公司及其他子公司之間應當建立有效的資訊隔離機制，加強對敏感資訊的隔離、監控和管理，防止敏感資訊在各業務之間的不當流動和使用，防範內幕交易和利益輸送風險。另類子公司同時開展股權投資業務和上市證券投資業務的，應當參照《證券公司資訊隔離牆制度</p>

	指引》等相關規定，建立嚴格的隔離牆制度體系。
--	------------------------

## 2. 資源共用防火牆

《證券公司從事股票主承銷業務有關問題的指導意見》(2001) 第 7 條	證券公司從事客戶資產管理業務,應當建立健全風險控制制度,將客戶資產管理業務與公司的其他業務嚴格分開。
--------------------------------------	--

## 3. 資訊防火牆

《中華人民共和國證券法》(2014) 第 136 條	證券公司應當建立健全內部控制制度，採取有效隔離措施，防範公司與客戶之間、不同客戶之間的利益衝突。
《證券公司直接投資業務規範》(2014) 第 32 條	證券公司與直投子公司及其下屬機構、直投基金之間應當建立有效的資訊隔離機制，加強對敏感資訊的隔離、監控和管理，防止敏感資訊在證券業務與直接投資業務之間的不當流動和使用，防範內幕交易和利益輸送風險。

## 4. 人事區隔防火牆

《證券公司內部控制指引》(2003) 第 16 條	證券公司主要業務部門之間應當建立健全隔離牆制度，確保經紀、自營、受託投資管理、投資銀行、研究諮詢等業務相對獨立；電腦部門、財務部門、監督檢查部門與業務部門的人員不得相互兼任，資金清算人員不得由電腦部門人員和交易部門人員兼任。
---------------------------	--

<p>《證券投資基金管理公司內部控制指導意見》(2002) 第 18 條</p>	<p>公司應當建立科學、嚴格的崗位分離制度，明確劃分各崗位職責，投資和交易、交易和清算、基金會計和公司會計等重要崗位不得有人員的重疊。重要業務部門和崗位應當進行物理隔離。</p>
<p>《關於證券公司開展集合資產管理業務有關問題的通知》(2004) 1、</p>	<p>對集合資產管理業務實行集中統一管理，建立嚴格的業務隔離制度。公司負責客戶資產管理業務和負責自營業務的高級管理人員不得由同一人兼任，嚴禁分支機構對外獨立開展集合資產管理業務。</p>

#### 5. 資金防火牆

<p>《中華人民共和國證券法》(2014) 第 139 條</p>	<p>證券公司不得將客戶的交易結算資金和證券歸入其自有財產。禁止任何單位或者個人以任何形式挪用客戶的交易結算資金和證券。證券公司破產或者清算時，客戶的交易結算資金和證券不屬於其破產財產或者清算財產。非因客戶本身的債務或者法律規定的其他情形，不得查封、凍結、扣劃或者強制執行客戶的交易結算資金和證券。</p>
<p>《證券公司監督管理條例》(2008) 第 46 條 (四)</p>	<p>證券公司從事證券資產管理業務，不得有下列行為： (四) 在證券自營帳戶與證券資產管理帳戶之間或者不同的證券資產管理帳戶之間進行交易，且無充分證據證明已依法實現有效隔離。</p>

#### 6. 利害關係人防火牆

<p>《證券投資基金管理公司管理辦法》(2012) 第 39 條</p>	<p>基金管理公司應當建立與股東之間的業務和客戶關鍵信息隔離制度。基金管理公司的股東及其實際控制人應當通過股東(大)會依法行使權利，不得越過股東(大)會、董事會任免基金管理公司的董事、監事、高級管理人員，或者直接干預基金管理公司的經營管理、基金財產的投資運作；不得在證券承銷、證券投資等業務活動中要求基金管理公司為其提供配合，損害基金份額持有人和其他當事人的合法權益。</p>
--------------------------------------	--

<p>《證券投資基金管理 公司治理準則》(試 行)(2006) 第 8 條</p>	<p>公司應當建立與股東之間的業務與信息隔離制度，防 範不正當關聯交易，禁止任何形式的利益輸送。</p>
---	--

## (二) 自律性規範

證券商在多業務經營下，常會產生兩大問題，其一為內幕消息之不當利用，其二係不同業務間可能存在利益衝突問題。而透過對內幕信息及未公開信息之管理，也就是信息隔離牆之設置，能有效防範敏感資訊不正當流通與運用所導致之內線交易及利益衝突。

是故，證券商除依法律要求設立防火牆外，中國證券業協會亦西元 2010 年發布《證券公司信息隔離牆制度指引》<sup>76</sup>，細節化對證券商建立信息隔離牆之要求。其主要內容涵蓋對敏感信息之管理原則；明確化董事會、管理階層、各部門、分支機構和工作人員在信息隔離牆制度建立和執行方面的職責；設備、人員、場域等相關保密措施以預防敏感信息之不當流動；跨牆管理及監督制度；觀察名單及限制名單制度。

信息隔離牆制度對證券業各業務發展有重要之意義，而該制度之設置目前在中國係以自律性規範為主，相較於法律層面原則性之規定，證券公司信息隔離牆制度指引較為具體詳細，為證券商實踐防火牆之重要指引。

## (三) 各證券商內部規定

由於信息隔離牆的範圍和細部內容在不同證券商內部有很大差別，各證券商內部於防火牆之執行，在遵從法律規定及自律性規範之下，亦各自訂立管理制度。舉例來說，方正證券於西元 2010 年訂立方正和生投資有限責任公司防火牆管理制度<sup>77</sup>，建立法人機構之間、業務之間的防火牆及迴避機制，以落實防火牆之執行。

<sup>76</sup> 中國證券協會，證券公司信息隔離牆制度指引，2015 年，網址：  
[http://www.sac.net.cn/flgz/zlgz/201504/t20150409\\_121018.html](http://www.sac.net.cn/flgz/zlgz/201504/t20150409_121018.html)

<sup>77</sup> 參考方正和生投資有限責任公司防火牆管理制度，網址：  
<http://www.foundersc.com/wzres/hstz/6.html>。

## 第四章 臺灣證券商經營資產管理之展望

第一節將先分析證券商從事資產管理之優勢與劣勢，作為建議證券商未來發展方向之基礎，並於下一節將探討外國主管機關如何制定防火牆以防止證券商與投資者之間之利益衝突，再於第三節探討證券商拓展特定業務的可行性。

### 第一節 證券商經營資產管理的優劣勢分析

#### 壹. 優勢

##### (一) 了解產品與客戶需求

證券商本身有經紀業務，可以接觸到投資大眾，不同於銀行的客戶，這些投資人對風險有比較高的接受度。證券商也對這些風險性投資產品有比較強的專業知識。兩者搭配，證券商可以更貼切地配合投資者的需求，制定出市場需要的投資商品。

##### (二) 具備相關專業與技術

證券商本身有研究部門，提供客戶建議；證券商也有負責交易的人員，提供客戶交易需求；證券商也有自營部門，選擇適當的資產交易，以獲取利潤。這些當然都可以做為資產管理的專業基礎，以收規模經濟及經濟範疇之效。

再者，2013 年金管會替證券商開闢的新財源—國際證券業務分公司(OSU)，金管會於今年(2017 年 5 月)公布 2016 年全體業務量（包含自營商買賣有價證券的成交量）從前一年 774.8 億美元至當年度 1,076.9 億美元，成長 39%。此外，證券商 OSU 去年的獲利，從 55 萬美元至當年度 5,189 萬美元。金管會認為此成長主要來自自營部在 OSU 之債券交易，從這個數據可以發現證券商自營部之投資能力佳。

##### (三) 充足的自有資本

目前證券商之資本適足率皆遠超過法定最低資本適足率，足以支應證券商發展資產管理業務。法定最低證券商之自有資本適足比率要求為 150%，而目前證券商實際資本適足率平均為 1294%（採行簡式計算法計算資本適足比率之證券商，個別證券商資料見表二十三）或 569%（採行進階計算法計算資本適足比率之證券商，個別證券商資料見表二十三及表二十四，適足率高於法定最低資本適足率

三倍至八倍。

表二十三 2017 年第二季證券商資本適足率(適用進階計算法者)

證券商	資本適足比率	證券商	資本適足比率
1020--合作金庫	317	6910--德信	575
1040--臺銀	394	7000--兆豐	514
1160--日盛	441	7030--致和	619
1260--宏遠	496	7790--國票綜合	350
1470--臺灣摩根士丹利	493	8150--臺新	847
2180--亞東	1,200	8450--康和	312
5050--大展	1,130	8560--新光	459
5260--大慶	814	8840--玉山	437
5380--第一金	384	8880--國泰綜合	329
5850--統一	462	8890--大和國泰	2,584
5920--元富	328	9100--群益金鼎	320
6010--犇亞	228	9200--凱基	319
6110--臺中銀	688	9300--華南永昌	319
6160--中國信託證券	455	9600--富邦	311
6480--福邦	664	9800--元大	322
6530--大眾	364	9A00--永豐金	301
8960--香港上海匯豐	1,018		

資料來源：臺灣證券交易所

表二十四 2017年證券商第二季資本適足率(適用簡式計算法者)

證券商	資本適足比率	證券商	資本適足比率
1380--臺灣匯立	243	6620--全泰	631
1440--美林	914	6950--福勝	1,324
1520--瑞士信貸	1,157	7020--信富	2,464
1590--花旗環球	566	7070--豐農	2,288
5110--富隆	525	7080--石橋	448
5320--高橋	1,637	7670--金港	1,424
5460--寶盛	2,512	7750--北城	895
5600--永興	871	8380--安泰	1,119
5660--日進	706	8440--摩根大通	1,294
5860--盈溢	4,779	8490--萬泰	1,516
5870--光隆	2,358	8520--中農	1,679
5960--日茂	2,356	8660--萬通	1,447
6210--新百王	440	8710--陽信	1,093
6380--光和	502	8770--大鼎	1,221
6450--永全	1,704	8850--鑫豐	511
6460--大昌	465	8900--法銀巴黎	341

資料來源：臺灣證券交易所

## 貳. 劣勢

### (一) 發展業務受限於主管機關

如本研究第二章第四節所述，證券商之信託業務僅限金錢與有價證券信託，然而退休安養信託(金錢信託的一種)、不動產信託等皆未開放。同樣兼營信託業之銀行卻可以兼營全部信託業務。《證券投資信託及顧問法》第六十六條中雖然規定：證券商取得主管機關許可者，得兼營證券投資信託事業。但迄今為止並未真正開放。

### (二) 客戶對證券投資具有高風險印象

資產管理服務需建立在客戶與證券商彼此信任的基礎上，然而大部分投資者對於證券商擅長之投資標的如期貨、選擇權等高槓桿投資商品具有高風險之印象，

因此風險趨避程度較高的客戶如以退休為財富管理之目的，可能會比較偏好銀行之理專。

### (三) 外匯投資較弱

證券商投資標的以證券為主，結構性商品為輔，外匯投資並不屬於證券商擅長之投資項目。此外，近日才開放證券商從事外匯相關業務，中央銀行於西元 2017 年 3 月 27 日公布修正《證券業辦理外匯業務管理辦法》後新增證券業得以指定單獨管理運用金錢信託和信託資金集合管理運用帳戶辦理涉及外匯之財富管理業務，然而雖然經過獲得許可後即可經營該業務，但證券商仍須進行內部調整，如增加專業人員、增設相關之系統等，故短期內外匯投資能力仍以銀行較強，證券商較不擅長。

### (四) 無法掌握客戶之資產狀況

在過往，證券商完全無法掌握客戶之資產狀況，然而近年來為增加客戶交易之便利性，降低交割風險，金融監督管理委員會於西元 2015 年 2 月 4 日修正《證券商管理規則》第三十八條第二項條文，增訂證券商交割專戶設置客戶分戶帳，經臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心及中華民國證券商業同業公會等週邊單位共同研議相關作業後，訂定《證券商交割專戶設置客戶分戶帳作業要點》並經金融監督管理委員會西元 2015 年 5 月 28 日核准。

客戶將交割款項留存於證券商交割專戶，證券商可掌握客戶交割專戶之金流情形，有助於降低違約風險，並可視客戶資金狀況，推介適合之理財商品，而客戶亦可由證券商代為辦理各類業務款項收付，減少帳款頻繁撥轉，簡化交割流程，享受證券商一站式購足服務。並有四項特點<sup>78</sup>：1. 非強制性，證券商經客戶同意，並與客戶簽訂契約。2. 客戶留存於該專戶內款項，證券商得經與客戶約定，為客戶辦理各類業務款項(限新臺幣)之收付，惟不得代客戶進行投資運用。客戶如欲委託證券商代為投資運用其個人資金，需透過財富管理或現金管理帳戶等業務辦理。3. 客戶留存於該專戶內款項所生之利息，投資人可與證券商約定其結算及給付方式。4. 為保障資金安全，客戶留存於專戶內款項之撥轉，以證券商與銀行事先約定之帳戶及帳號間移轉為限，客戶領回資金者，限撥入本人之證券款

---

<sup>78</sup> 證交所新聞稿，提升證券商交割專戶功能，提供投資人一站式購足服務，西元 2015 年 06 月 08 日

項劃撥帳戶，且單日領回資金達新臺幣 100 萬元以上者，證券商另應以簡訊或電話通知客戶。

研究團隊認為，雖然證券商經客戶同意並簽訂合約後可以了解交割帳戶內的金流狀況，但根據表二十五可以發現，交割帳戶的利率較一般儲蓄存款的利率低許多，因此投資者偏好將資產存放在非交割戶以賺取較高利息，若購買證券相關投資商品時再將金錢匯入證券交割戶頭。如此，即使證券商得以了解客戶交割戶頭的金流狀況，亦無法全面地了解客戶資產進而提供較完整的資產配置諮詢服務。

表二十五 活期儲蓄存款與證券交割戶之利率(%)比較表

金融機構	存款利率	證券戶存款利率	金融機構	存款利率	證券戶存款利率
慶豐商業銀行	0.25	0.15	臺北富邦銀行	0.1	0.01
新加坡星展銀行	0.32	0.1	上海商業儲蓄	0.2	0.01
瑞興商業銀行	0.14	0.06	大眾銀行	0.16	0.01
遠東商銀	0.2	0.03	中國信託銀行	0.05	0.01
臺灣銀行	0.2	0.03	元大商業銀行	0.16	0.01
兆豐國際商業銀行	0.18	0.02	日盛國際商業	0.2	0.01
安泰銀行	0.19	0.02	板信商業銀行	0.17	0.01
京城商業銀行	0.15	0.02	花旗臺灣商業	0.07	0.01
臺灣土地銀行	0.2	0.02	合作金庫銀行	0.2	0.01
陽信商銀	0.12	0.02	永豐商業銀行	0.15	0.01
高雄銀行	0.16	0.02	玉山銀行	0.09	0.005
國泰世華商業銀行	0.15	0.01	臺中商業銀行	0.22	0.005
凱基銀行	0.16	0.01	臺新銀行	0.16	0.005
華南商業銀行	0.23	0.01	臺灣中小企銀	0.23	0.005
新光銀行	0.1	0.01	彰化商業銀行	0.23	0.005
聯邦銀行	0.15	0.01	渣打國際商業	0.01	0.005
第一商業銀行	0.23	0.005			

資料來源：鉅亨網：<http://www.cnyes.com/MONEY/PublicRate8.aspx>

## 第二節 防火牆

根據西元 2015 年 3 月 4 日蘋果日報的報導，主管機關對擴大證券商兼營範圍的顧慮在於利益衝突，報導中提到證期局認為：「證券商業務性質和投信利益衝突大，不宜兼營。若開放兼營投信，會有人質疑，證券商是否會利用自營，如自己操作看好某檔股票，用基金的資產管理業務做抬轎，或是丟出去做承接；或是承銷，讓資產管理公司去做護盤等。」<sup>79</sup>在這樣的考量下，目前主管機關僅允許券商當投信股東，以另外成立一個公司做防火牆來減少利益衝突。但是轉投資的缺點在於造成資金和客戶資訊無法充分運用。

現階段臺灣證券商資產管理業務本身亦有利益衝突，例如財富管理與自營業務等，然而，主管機關可以透過訂定法律規範等方式建立防火機制而證券商過往有遵法之習慣與經驗。本小節嘗試探討若拓展證券商現有之業務，則投信投顧法及其相關法規中對於利益衝突防範之規定是否能有效建立證券商利益衝突之防火機制，再者，本小節嘗試比較鄰近之香港與韓國的現存之利益衝突防範機制，對投信投顧法相關辦法中利益衝突防止之規定不足之處提出意見，以利未來《證券投資信託事業設置標準》增加證券商兼營投資信託之標準後，證券商適用投信投顧法及其相關子規定時，能有效防杜利益衝突，保護投資人權益。

### (一) 現行制度下利益防弊機制

經營或兼營投資信託或投資顧問者，適用證券投資信託及顧問法以及相關辦法、規則。《證券投資信託及顧問法》以及《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》中，與證券商利益衝突防制相關規定：

#### 1. 資源共用防火牆

《證券投資信託及顧問法》第 54 條	全權委託保管機構與證券投資信託事業或證券投資顧問事業間具有控制關係者，證券投資信託事業或證券投資顧問事業對客戶應負告知義務。
《證券投資信託及顧問法》第 59 條	經營全權委託投資業務不得有下列行為： 一、利用職務上所獲知之資訊，為自己或客戶以外

<sup>79</sup> 蘋果日報，2015 年 3 月 4 日，金管會催生「資產管理法」。

	<p>之人從事有價證券買賣之交易。</p> <p>二、運用委託投資資產買賣有價證券時，從事足以損害客戶權益之交易。</p> <p>三、與客戶為投資有價證券收益共享或損失分擔之約定。但主管機關對績效報酬另有規定者，不在此限。</p> <p>四、運用客戶之委託投資資產，與自己資金或其他客戶之委託投資資產，為相對委託之交易。但經由證券集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對委託之結果者，不在此限。</p> <p>五、利用客戶之帳戶，為自己或他人買賣有價證券。</p> <p>六、將全權委託投資契約之全部或部分複委任他人履行或轉讓他人。但主管機關另有規定者，不在此限。</p> <p>七、運用客戶委託投資資產買賣有價證券時，無正當理由，將已成交之買賣委託，自全權委託帳戶改為自己、他人或其他全權委託帳戶，或自其他帳戶改為全權委託帳戶。</p> <p>八、未依投資分析報告作成投資決策，或投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根據者。但能提供合理解釋者，不在此限。</p> <p>九、其他影響事業經營或客戶權益者。</p>
<p>《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》第2條</p>	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，其業務或交易行為，除依相關法令規定辦理外，並應遵守下列規定：</p> <p>一、不得有背信、不當利益輸送或其他違反法令之情事。</p>

	<p>二、不得有為本事業、負責人、受僱人或任一受益人或客戶之利益，而損及其他受益人或客戶權益之情事。</p> <p>三、為受益人或客戶追求最高利益，並以公平合理原則對待每一受益人或客戶。</p> <p>五、從事資訊交互運用不得損害受益人或客戶之權益。</p>
《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》第 4 條	證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，內部控制制度應訂定其負責人與業務人員之兼任及行為規範、資訊交互運用、營業設備或營業場所之共用，或為廣告、公開說明會及其他營業促銷活動，不得與受益人或客戶利益衝突或有損害其權益之行為等防範之控制作業。
《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》第 5 條	證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，不得為意圖影響某種有價證券之交易價格，而配合其他部門從事交易或其他行為。
《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》第 6 條	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，其場地設備應視業務需要作適當區隔，建立門禁管制並留存進出紀錄備查。</p> <p>前項兼營業務共用營業場所時，應於營業場所明顯適當位置設置營業項目之告示。</p>

## 2. 資訊防火牆

《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業》	證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，其業務或交易行
-------------------------	---

<p>事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》第 2 條</p>	<p>為，除依相關法令規定辦理外，並應遵守下列規定： 四、建立職能區隔機制，維持業務之獨立性及機密性，不得將證券投資信託基金或全權委託投資資產之運用情形傳遞予非相關業務人員、股東或關係企業。</p>
<p>《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》第 7 條</p>	<p>經營或兼營證券投資顧問業務，提供客戶之投資分析或研究報告，其應記載事項、揭露事項及利益衝突防範等規定，由同業公會擬訂，報經本會核定；修正時，亦同。</p>

### 3. 人事區隔防火牆

<p>《證券投資信託及顧問法》第 22 條</p>	<p>有下列情形之一者，不得擔任基金保管機構：</p> <p>一、經主管機關依第一百五條規定處分，處分期限尚未屆滿。</p> <p>二、未達經主管機關核准或認可之信用評等機構一定等級以上評等。</p> <p>有下列情形之一，除經主管機關核准外，不得擔任各該證券投資信託事業之基金保管機構：</p> <p>一、投資於證券投資信託事業已發行股份總數達一定比率股份。</p> <p>二、擔任證券投資信託事業董事或監察人；或其董事、監察人擔任證券投資信託事業董事、監察人或經理人。</p> <p>三、證券投資信託事業持有其已發行股份總數達一定比率股份。</p> <p>四、由證券投資信託事業或其代表人擔任董事或監察人。</p>
---------------------------	---

	<p>五、擔任證券投資信託基金之簽證機構。</p> <p>六、與證券投資信託事業屬於同一金融控股公司之子公司，或互為關係企業。</p> <p>七、其他經主管機關規定不適合擔任基金保管機構。</p> <p>董事、監察人為法人者，其代表或指定代表行使職務者，準用前項第二款規定。</p> <p>第二項第一款及第三款之一定比率，由主管機關定之。</p> <p>第二項第六款所稱子公司，指金融控股公司法第四條所稱之子公司。</p>
<p>《證券投資信託及顧問法》第 69 條</p>	<p>證券投資信託事業及證券投資顧問事業，其應備置人員、負責人與業務人員之資格條件、行為規範、訓練、登記期限、程序及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。</p>
<p>《證券投資信託及顧問法》第 73 條</p>	<p>證券投資信託事業之董事、監察人或持有已發行股份總數百分之五以上之股東，不得兼為其他證券投資信託事業之發起人或持有已發行股份總數百分之五以上之股東。</p> <p>與證券投資信託事業之董事、監察人或持有已發行股份總數百分之五以上之股東，具有公司法第六章之一所定關係企業之關係者，不得擔任其他證券投資信託事業之發起人、董事、監察人或持有已發行股份總數百分之五以上之股東。</p> <p>因合併致違反前二項規定者，應自合併之日起一年內，調整至符合規定。第一項、第二項持有已發行股份總數百分之五以上之股東，其股份之計算，包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。</p>
<p>《證券投資信託及顧問法》</p>	<p>證券投資信託事業之負責人、部門主管、分支機構</p>

<p>法》 第 78 條</p>	<p>經理人或基金經理人本人或其配偶，有擔任證券發行公司之董事、監察人、經理人或持有已發行股份總數百分之五以上股東者，於證券投資信託事業運用證券投資信託基金買賣該發行公司所發行之證券時，不得參與買賣之決定。</p> <p>證券投資信託事業及其負責人、部門主管、分支機構經理人、基金經理人或證券投資信託事業於其購入股票發行公司之股東代表人，均不得擔任證券投資信託基金所購入股票發行公司之董事、監察人或經理人。但主管機關另有規定者，不在此限。</p> <p>證券投資信託事業之負責人、部門主管或分支機構經理人不得投資於其他證券投資信託事業，或兼為其他證券投資信託事業、證券投資顧問事業或證券商之董事、監察人或經理人。但主管機關另有規定者，不在此限。</p> <p>第一項持有已發行股份總數百分之五以上股東，其股份之計算，準用第七十三條第四項規定。</p>
<p>《證券投資信託及顧問法》 第 94 條</p>	<p>依本法或其他法律規定，經主管機關核准，證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，其負責人與業務人員之兼任及行為規範、資訊交互運用、營業設備或營業場所之共用，或為廣告、公開說明會及其他營業促銷活動，不得與受益人或客戶利益衝突或有損害其權益之行為；其辦法，由主管機關定之。</p>
<p>《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》</p> <p>第 4 條</p>	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，內部控制制度應訂定其負責人與業務人員之兼任及行為規範、資訊交互運用、營業設備或營業場所之共用，或為廣告、公開說明會及其他營業促銷活動，不得與受益人或客戶利益衝突或有損害其權益之行為等防範之控制</p>

	作業。
--	-----

#### 4. 資金防火牆

《證券投資信託及顧問法》第 21 條	<p>證券投資信託事業募集或私募之證券投資信託基金，與證券投資信託事業及基金保管機構之自有財產，應分別獨立。證券投資信託事業及基金保管機構就其自有財產所負之債務，其債權人不得對於基金資產為任何請求或行使其他權利。</p> <p>基金保管機構應依本法、本法授權訂定之命令及證券投資信託契約之規定，按基金帳戶別，獨立設帳保管證券投資信託基金。</p>
《證券投資信託及顧問法》第 22 條	<p>證券投資信託事業募集或私募之各證券投資信託基金，應分別設帳，並應依主管機關之規定，作成各種帳簿、表冊；其保存方式及期限，依商業會計法及相關規定辦理。</p>
《證券投資信託及顧問法》第 51 條	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業接受客戶之委託投資資產，與證券投資信託事業或證券投資顧問事業及全權委託保管機構之自有財產，應分別獨立。</p>
《證券投資信託及顧問法》第 53 條	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業以委任方式經營全權委託投資業務，應由客戶將資產全權委託保管機構保管或信託移轉予保管機構。</p> <p>信託業兼營全權委託投資業務者，得自行保管信託財產；其自行保管者，應指定專責人員辦理。</p> <p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業，除前項情形外，不得保管受託投資資產。</p> <p>全權委託投資業務之客戶為信託業或其他經主管機關核准之事業，得由客戶自行保管委託投資資產。</p>
《證券投資信託及顧問法》	<p>證券投資信託事業及證券投資顧問事業之組織，以股</p>

<p>法》 第 67 條</p>	<p>份有限公司為限。</p> <p>發起人應於發起時一次認足證券投資信託事業或證券投資顧問事業之最低實收資本額；其金額，由主管機關定之。</p>
<p>《證券投資信託事業管理規則》 第 14 條</p>	<p>證券投資信託事業募集或私募之證券投資信託基金，與證券投資信託事業及基金保管機構之自有財產，應分別獨立。</p>

#### 5. 利害人關係防火牆

<p>《證券投資信託及顧問法》 第 77 條</p>	<p>證券投資信託事業之負責人、部門主管、分支機構經理人與基金經理人，其本人、配偶、未成年子女及被本人利用名義交易者，於證券投資信託事業決定運用證券投資信託基金從事某種公司股票及具股權性質之衍生性商品交易時起，至證券投資信託基金不再持有該公司股票及具股權性質之衍生性商品時止，不得從事該公司股票及具股權性質之衍生性商品交易。但主管機關另有規定者，不在此限。證券投資信託事業之負責人、部門主管、分支機構經理人、基金經理人及其關係人從事公司股票及具股權性質之衍生性商品交易，應依主管機關之規定，向所屬證券投資信託事業申報交易情形。</p> <p>前項關係人之範圍，由主管機關定之。</p>
<p>《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》</p> <p>第 3 條</p>	<p>下列各款之人及其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者，從事股票及具股權性質之衍生性商品交易，應向所屬事業申報交易情形：</p> <p>一、證券投資顧問事業之負責人、部門主管、分支機構經理人、對客戶或不特定人提供分析意見或推介建議之人、投資經理人。</p> <p>二、他業兼營證券投資顧問業務或全權委託投資業</p>

	<p>務者，從事對客戶或不特定人提供分析意見或推介建議業務之部門主管與業務人員、從事全權委託投資業務之主管與投資經理人。</p> <p>三、證券投資信託事業經營全權委託投資業務之投資經理人。</p> <p>前項應申報之資料範圍及投資標的、申報時間、買賣期間之限制及利益衝突之防範等事項之自律規範，由中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（以下簡稱同業公會）擬訂，報經行政院金融監督管理委員會（以下簡稱本會）核定；修正時，亦同。</p>
--	---

## (二) 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資信託事業經理守則

為了維護投資客戶之利益與創造投信事業之發展，就投信投顧內部之管理，設有《證券投資信託事業經理守則》。《證券投資信託事業經理守則》之適用範圍包含管理投資信託基金、經營全權委託投資業務以及與他事業及其人員兼營證券投資信託基金業務之事宜。此守則僅為指引式規範(Guideline)，公司得依其情況裁量制定內部規範，而違反相關規定之公司負責人、員工，依內部規定可能受到公司之警告、處分或解職，以可能作為主管機關行政處分之參考或受公會之自律處分。

守則規範內容，第一部份界定了公司負責人及其員工在執行業務時應遵守之五個原則：忠實義務原則、誠信原則、勤勉原則、管理謹慎原則、專業原則<sup>80</sup>，此外，公司負責人及其員工亦應了解並遵守投信投顧相關法規及自律規則。第二

<sup>80</sup> 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資信託事業經理守則，第一部份第五項，忠實義務原則：主要意涵可概分為客戶利益優先、利益衝突避免、禁止短線交易、禁止不當得利與公平處理等五原則。公司負責人及全體員工不僅需注意其所負之法律責任，更應符合公司為維持業內聲譽及業務運作之安全性、效率性等相關規定。公司亦有義務教育從業人員，使其瞭解並遵守相關規定，共同維護投信事業之聲譽與發展。誠信原則：公司負責人及員工行為應符合誠信原則，其基金管理與全權委託帳戶管理相關業務行為，應為客戶追求最高利益。勤勉原則：係指公司為管理並保護客戶資產，應維持適當程序，以定期申報及查核方式，提醒公司員工應於其業務範圍內，注意業務進行與發展，對客戶的要求與疑問，適時提出說明。管理謹慎原則：係指公司應以善良管理人之注意及具專業度之謹慎方式管理客戶委託之資產，於內部建立職能區隔機制，使員工各盡其職務上應盡之注意義務。專業原則：負責人及員工應持續充實專業職能，並有效運用於證券投資分析，樹立專業投資理財風氣。

部份規範經手人員負有對客戶之忠誠義務、收餽贈之限制、保密義務，以避免發生利益衝突。第三部份則係規範基金與全權委託帳戶之管理與執行。第四部分規範公司內部督察制度之建立。

### (三) 與香港制度之比較

針對基金管理，香港《基金經理操守準則》細部的規範了利益衝突防範措施。而臺灣，針對證券商兼營投信投顧事業之利益衝突問題，業界亦有《證券投資信託及顧問事業與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範實務守則》(下稱利益衝突防範實務守則)之自律規範。

利益衝突防範實務守則適用於所有證券投資信託事業、證券投資顧問事業及兼營證券投資信託業務、證券投資顧問業務、全權委託投資業務、期貨顧問業務或其他證券、期貨相關金融業務之事業及其負責人、從業人員。其內容包含從業人員應遵守之精神、從業人員之能力與資格、確認客戶資料之程序、業務招攬及衍生性商品風險之說明義務、利益衝突防範、行銷活動及資訊安全。違反利益衝突防範實務守則規範者，可作為主管機關行政處分之參考或遭致各相關公會之自律處分。

下表比較香港《基金經理操守準則》與臺灣《利益衝突防範實務守則》中關於利益衝突之規範內容：

香港		臺灣	
資源共用防火牆			
《基金經理操守準則》1.3	除非法團的規模所限，否則法團應在辦公室間隔方面，將不同的活動和受僱或獲委任進行不同業務的人士分隔開，及制訂書面程序以記錄有關的監控措施。如不能從辦公室間隔方面設立分隔安排，法團便應禁止僱員從事涉及價格敏感或機密資料的交易。	《利益衝突防範實務守則》5.2.2	證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，除法令規定無須因兼營業務設置專責部門而從其相關規定辦理者外，其總公司應分別設置獨立專責部門，並指派專責部門主管及業務人員辦理兼營業務，以及其兼營證券投資顧問業務及期貨顧問業務之分公司應指派專責部門之業務人員辦理之。 前項專責部門之經理人及業務人員，不得辦理專責部門以外之業務，或由非專責部門之經理人或業務人員兼辦。
《基金經理操守準則》1.4 (a)	應在辦公室的間隔方面，將前線部門的職能(包括投資決策、集體投資計畫的市場推廣及交易，及向經紀落盤買賣)與後勤部門的職能(包括接收經紀覆盤、就交易進行交收、會計及對數、對客戶的投資組合估值及向客戶匯報)分開，而這些職能應由不同僱員透過不同匯報途徑執行。	《利益衝突防範實務守則》5.6	場地與設備 從事兼營業務之事業，其場地設備應視業務需要作適當區隔，建立門禁管制並留存進出紀錄備查。 前項兼營業務共用營業場所時，應於營業場所明顯適當位置設置營業項目之告示。
資訊防火牆			
《基金經理操守準則》	基金經理只可在下列情況下，在客戶的帳戶之間進行	《利益衝突防範實務守則》	客戶間之利益衝突 事業應公平對待所有客戶，以避

則》3.10.1	買賣(交叉盤交易): (a) 有關的買賣決定符合雙方客戶的最佳利益、投資目標和政策; (b) 有關交易是按公平條款和當時的市值進行; (c) 在執行交易前, 已將有關交易的原因以書面方式記錄; 及 (d) 已向客戶披露有關活動。	則》 5.3	免造成不同客戶間的利益衝突。
《基金經理操守準則》3.10.2	公司帳戶與客戶帳戶之間的交叉盤交易, 必須在事前獲得客戶同意的情況下方能獲得批准, 而基金經理須向該名客戶披露所涉及的任何實際或潛在的利益衝突。	《利益衝突防範實務守則》 5.2.10	兼營全權委託投資業務之證券商, 非經明確告知客戶相關利益衝突及控管措施後取得客戶逐次書面同意, 並敘明得投資數量者, 不得為客戶投資其承銷之有價證券; 非經客戶書面同意或契約特別約定者, 不得為客戶投資其本身發行之認購(售)權證。
《基金經理操守準則》 5.2	基金經理應委任核數師審核其法團的帳目, 審核工作最少每年進行一次。經審核的帳目應按照適用的法例規定呈交有關當局存檔, 並在客戶要求時提供予客戶查閱。	《利益衝突防範實務守則》 7.1.1	對於客戶委託之事項、檢附之書件、投資決策相關資料、表報及股權行使等相關資訊, 應依客戶別建檔妥慎保管, 並建立查閱程序, 避免外洩。
《基金經理操守準則》 6.4.2	基金經理應在為客戶提供任何服務或代客戶進行任何交易前, 確保已與有關客戶訂立書面協議(客戶協議書)。	《利益衝突防範實務守則》 4.2.1	書面的客戶契約 從業人員應於提供投資人服務前, 與每位客戶訂立書面契約, 並於客戶契約簽訂前, 給予客戶一定期間以審閱契約、風險預告等資料。如同時簽訂兼營之相關業務契約, 於書面契約中須明確載明服務種類、項目及其他與契

			約當事人之權利、義務及責任之有關之必要記載事項。
《基金經理操守準則》6.6	除非與客戶另有書面協議或有關的投資組合是集體投資計劃，否則基金經理應該： (a) 根據事前與客戶協定的指標，至少每年兩次就每位客戶的帳戶進行檢討，而檢討可以書面或會見形式進行； (b) 向客戶提供書面的投資組合估值報告，其頻密程度應最少如客戶協議書所規定的。報告的內容最低限度應包括下列事項：(i) 編製報告的日期；(ii) 客戶的投資組合在該日期的成分和價值，包括所得收入；(iii) 客戶投資組合的價值的變動情況；(iv) 與衍生工具交易有關的任何未平倉合約。	《利益衝突防範實務守則》7.1.1	對於客戶委託之事項、檢附之書件、投資決策相關資料、表報及股權行使等相關資訊，應依客戶別建檔妥慎保管，並建立查閱程序，避免外洩。
人事區隔防火牆			

<p>《基金經理操守準則》1.4 (a)</p>	<p>應在辦公室的間隔方面，將前線部門的職能(包括投資決策、集體投資計劃的市場推廣及交易，及向經紀落盤買賣)與後勤部門的職能(包括接收經紀覆盤、就交易進行交收、會計及對數、對客戶的投資組合估值及向客戶匯報)分開，而這些職能應由不同僱員透過不同匯報途徑執行。</p>	<p>《利益衝突防範實務守則》5.2.4</p>	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，應建立職能區隔制度，維持其業務之獨立性及機密性，除應將資訊予以適當控管，且不得將證券投資信託基金或全權委託投資資產之運用情形傳遞予非業務相關人員、股東或關係企業外，於從事資訊交互運用時，不得有損害受益人或客戶之權益之行為。</p>
<p>《基金經理操守準則》1.6.2</p>	<p>除非法團規模所限，否則合規職能和專責合規主任應獨立於其他職能，直接向法團的高級管理層匯報。如職能並未加以劃分，則法團的高級管理層應擔當專責合規主任的角色。雖然管理層可以授權具備適當資格的專業人員來執行合規工作，但有關的責任與義務則不能轉授。</p>	<p>《利益衝突防範實務守則》5.2.2</p>	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，除法令規定無須因兼營業務設置專責部門而從其相關規定辦理者外，其總公司應分別設置獨立專責部門，並指派專責部門主管及業務人員辦理兼營業務，以及其兼營證券投資顧問業務及期貨顧問業務之分公司應指派專責部門之業務人員辦理之。</p> <p>前項專責部門之經理人及業務人員，不得辦理專責部門以外之業務，或由非專責部門之經理人或業務人員兼辦。</p>
<p>資金防火牆</p>			

<p>《基金經理操守準則》3.1</p>	<p>基金經理應確保代客戶進行的交易，不論是在資產類別、地域分布或風險程度方面，均按照客戶投資組合的闡明目標、投資限制及投資指引進行。</p>	<p>《利益衝突防範實務守則》5.2.10</p>	<p>兼營全權委託投資業務之證券商，非經明確告知客戶相關利益衝突及控管措施後取得客戶逐次書面同意，並敘明得投資數量者，不得為客戶投資其承銷之有價證券；非經客戶書面同意或契約特別約定者，不得為客戶投資其本身發行之認購（售）權證。</p>
<p>利害關係人防火牆</p>			
<p>《基金經理操守準則》3.8</p>	<p>除非有關交易是按照公平條款進行及符合以最佳價格執行的準則，而佣金率並不高於慣常適用於機構投資者的比率，否則基金經理不應代客戶與屬於關連人士的法團進行任何交易。在認可集體投資計劃方面，與關連人士的交易總額，不應超過該計劃在任一個財政年度內交易價值的50%，但獲得證監會批准者則除外。</p>	<p>《利益衝突防範實務守則》5.2.10</p>	<p>兼營全權委託投資業務之事業，除法令另有規定者外，不得為客戶投資其本身事業發行之股票、公司債或金融債券；非經客戶書面同意或契約特別約定者，不得為客戶投資其本身事業有利害關係之公司所發行之股票、公司債或金融債券，或與其有利害關係之證券承銷商所承銷之有價證券。</p>
<p>《基金經理操守準則》3.9</p>	<p>除非符合下列情況，否則基金經理不應代客戶向關連人士存入或借入款項：(a) 在存入款項的情況下，有關的息率並不低於當時根據相同條款就同樣金額所可享有的商業息率；及 (b) 在借入款項的情況下，所須支付的利息及與貸款有關的收費，並不高於當時適用於類似貸款</p>	<p>《利益衝突防範實務守則》5.4.2</p>	<p>事業及其負責人、從業人員有關本身或相關親等之開戶、有價證券買賣之限制、買賣期間之規範及其他禁止事項，應遵守各相關主管機關之規定。</p>

	的商業息率。		
--	--------	--	--

由上表可知，香港《基金經理操守準則》中利益衝突防範之內容大致上已涵蓋於臺灣《利益衝突防範實務守則》。然觀乎臺灣《利益衝突防範實務守則》中之內容，實較《基金經理操守準則》為抽象。建議可參考香港之規定，將現行法規往兩個方向加強，第一，建議參考香港《基金經理操守準則》，往具體化的方向為之。例如：香港之規定將從業人員面對利益衝突時應採取的作法具體化，而臺灣僅以較為抽象之概念涵蓋。第二，於資訊揭露部分，香港規定主動提供於客戶的資訊包含帳戶檢討、書面的投資組合估值報告，而臺灣僅係以建立查閱程序之規定，須由客戶主動要求資訊。資訊揭露為防止利益衝突之重要方法之一，建議可以更明確地界定相關事業應主動揭露於客戶之資訊。

#### (四) 與韓國制度之比較

韓國之利益防弊機制規範於《資本市場整合法》中，而臺灣則分散規範於各法規中。下表比較韓國《資本市場整合法》與臺灣投信投顧相關法規中關於利益衝突之規範內容：

韓國		臺灣	
資源共用防火牆			
《資本市場整合法》第 37 條	金融投資業者應遵守誠實信用原則，公正地經營金融投資業。金融投資業者於從事經營金融投資業時，若無正當理由，不得損及投資人利益以使自己或第三人獲有利益。	《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》第 2 條	證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，其業務或交易行為，除依相關法令規定辦理外，並應遵守下列規定： 一、不得有背信、不當利益輸送或其他違反法令之情事。 二、不得有為本事業、負責人、受僱人或任一受益人或客戶之利益，而損及其他受益人或客戶權益之情事。 三、為受益人或客戶追求最高利益，並以公平合理原則對待每一

			<p>受益人或客戶。</p> <p>五、從事資訊交互運用不得損害受益人或客戶之權益。</p>
<p>《資本市場整合法》第 45 條</p>	<p>第一項：金融投資業者從事之金融投資業之間，及有可能發生總統令所規定之利益衝突之情形時，不得有下列行為：(3)依照總統令規定共同使用辦公空間或電腦設備之行為。</p> <p>第二項：金融投資業者與其關係企業以及總統令規定之公司，從事於金融投資業者有可能發生利害衝突，且屬於總統令規定之情形者，不得從事下列行為：(3)依照總統令規定共同使用辦公空間或電腦設備之行為。</p>	<p>《利益衝突防範實務守則》5.6</p>	<p>場地與設備</p> <p>從事兼營業務之事業，其場地設備應視業務需要作適當區隔，建立門禁管制並留存進出紀錄備查。</p> <p>前項兼營業務共用營業場所時，應於營業場所明顯適當位置設置營業項目之告示。</p>

<p>《資本市場整合法》第 96 條</p>	<p>投資顧問業者對於投資人，應以善良管理人之立場回應投資人之投資顧問需求，投資代操業者對於投資人，亦應以善良管理人之立場管理投資代操財產。投資顧問業者及投資代操業者，應忠實執行相關業務以保護投資人之利益。</p>	<p>《證券投資信託及顧問法》第 7 條</p>	<p>證券投資信託事業、證券投資顧問事業、基金保管機構、全權委託保管機構及其董事、監察人、經理人或受僱人，應依本法、本法授權訂定之命令及契約之規定，以善良管理人之注意義務及忠實義務，本誠實信用原則執行業務。</p>
<p>資訊防火牆</p>			
<p>《資本市場整合法》第 44 條</p>	<p>第一項：金融投資業者在從事金融投資業時，為防止在金融投資業者與投資人間、特定投資人及其他投資人間發生利害衝突，應當掌握、評估利害衝突發生之可能性，並依據內部控制規定之方式及程序進行適當管理。 第二項：金融投資業者在依據本條第 1 項規定掌握、評估發生利害衝突之可能性後，若認為存在可能發生利害衝突之情況時，應將該情況與先報告相關投資人，並將該可能發生利害衝突情況之可能性依照內部控制之方</p>	<p>《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》第 2 條</p>	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，其業務或交易行為，除依相關法令規定辦理外，並應遵守下列規定： 一、不得有背信、不當利益輸送或其他違反法令之情事。 二、不得有為本事業、負責人、受僱人或任一受益人或客戶之利益，而損及其他受益人或客戶權益之情事。 三、為受益人或客戶追求最高利益，並以公平合理原則對待每一受益人或客戶。 五、從事資訊交互運用不得損害受益人或客戶之權益。</p>

	<p>法及程序處理，將該可能性降低至不影響投資人之保護以前，不得進行買賣和其他交易。</p> <p>第三項：金融投資業者依據本條第2項規定，認為不易降低利害衝突發生之可能性時，不得進行買賣或其他交易。</p>	<p>《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》 第4條</p>	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，內部控制制度應訂定其負責人與業務人員之兼任及行為規範、資訊交互運用、營業設備或營業場所之共用，或為廣告、公開說明會及其他營業促銷活動，不得與受益人或客戶利益衝突或有損害其權益之行為等防範之控制作業。</p>
<p>《資本市場整合法》第45條</p>	<p>第一項：金融投資業者從事之金融投資業之間，及有可能發生總統令所規定之利益衝突之情形時，不得有下列行為：(1)提供有關金融投資商品買賣之訊息，以及其他總統令所規定之資訊；(4)其它總統令規定可能發生利害衝突之行為。</p> <p>第二項：金融投資業者與其關係企業以及總統令規定之公司，從事於金融投資業者有可能發生利害衝突，且屬於總統令規定之情形者，不得從事下列行為：(1)提供有關金融投資商品買賣之訊息，以及總統令規定之其他資訊；(4)其它總統令規定可能發生利害衝突之行為。</p>	<p>《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》 第2條</p>	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，其業務或交易行為，除依相關法令規定辦理外，並應遵守下列規定：</p> <p>四、建立職能區隔機制，維持業務之獨立性及機密性，不得將證券投資信託基金或全權委託投資資產之運用情形傳遞予非相關業務人員、股東或關係企業。</p>

<p>《資本市場整合法》第 54 條</p>	<p>金融投資業者因職務上所知悉且未公開之資訊，若無正當理由，不得用以為自己或第三人謀求利益。</p>	<p>《利益衝突防範實務守則》5.2.5</p>	<p>證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，其事業與人員不得為意圖影響某種有價證券之交易價格，而配合其他部門從事交易或其他行為；或獲悉其所出具研究報告之建議標的有足以影響證券或期貨交易價格之消息時，於該消息尚未公開前，不得自行或使他人從事與該消息有關之交易行為。</p>
<p>人事區隔防火牆</p>			
<p>《資本市場整合法》第 45 條</p>	<p>第一項：金融投資業者從事之金融投資業之間，及有可能發生總統令所規定之利益衝突之情形時，不得有下列行為：(2)理監事(總經理、監事及非獨立理事的監事委員會的委員除外)及職員兼職之行為</p> <p>第二項：金融投資業者與其關係企業以及總統令規定之公司，從事於金融投資業者有可能發生利害衝突，且屬於總統令規定之情形者，不得從事下列行為：(2)理監事(非正職監事除外)及員工於上述公司兼職，或派遣其至上上公司工作之行為。</p>	<p>《證券投資信託及顧問法》第 94 條</p>	<p>依本法或其他法律規定，經主管機關核准，證券投資信託事業或證券投資顧問事業互相兼營、兼營他事業或由他事業兼營者，其負責人與業務人員之兼任及行為規範、資訊交互運用、營業設備或營業場所之共用，或為廣告、公開說明會及其他營業促銷活動，不得與受益人或客戶利益衝突或有損害其權益之行為；其辦法，由主管機關定之。</p>
<p>資金防火牆</p>			

<p>《資本市場整合法》第 98 條</p>	<p>第一項：投資顧問業者或投資代操業者不可以有相當於如下各款任一的行為。但是，若沒有妨礙保護投資者或健全的交易行為之疑慮，以總統令所定的情形不在此限。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 接受投資者金錢、證券，其他財產的保管、存託的行為。</li> <li>2. 貸予金錢、證券及此外的財產給投資者或是仲介、斡旋或代理第三者將金錢、證券及其他的財產貸予投資者的行為。</li> </ol> <p>第二項：投資代操業者在管理投資代操財產時，不可以有相當於如下各款任一的行為。但是，若沒有妨礙保護投資者及健全的交易秩序之疑慮的行為，以總統令所定的行為不在此限。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>7. 在沒有獲得投資者的同意之下，以投資代操財產投資投資代操業者或其利害關係人發行的證券之行為。</li> <li>8. 將數個投資者的資產集合管理而沒有將投資代操財產依個別投資者管理的行為。</li> </ol>	<p>「利益衝突防範實務守則」5.2.10</p>	<p>兼營全權委託投資業務之證券商，非經明確告知客戶相關利益衝突及控管措施後取得客戶逐次書面同意，並敘明得投資數量者，不得為客戶投資其承銷之有價證券；非經客戶書面同意或契約特別約定者，不得為客戶投資其本身發行之認購（售）權證。</p>
<p>利害關係人防火牆</p>			

<p>《資本市場整合法》 第 34 條</p>	<p>第一項：金融投資業者（兼營金融投資業者除外）在不妨礙金融投資業者的健全性範圍內，為提升金融投資業的效率性，除以總統令所定的情形除外，不得有相當於以下各類任一的行為：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 擁有其金融投資業者的大股東發行的證券之行為。</li> <li>2. 擁有其金融投資業者的特殊關係人中，以總統令所定者發行的股份、債券及約定票據（僅限於企業為籌措經營事業所必須的資金而發行的票據）的行為，但在擁有以總統令所定的比率範圍的情形時除外。</li> </ol> <p>第二項：金融投資業者不可對於大股東（包含其特殊關係人）供給信用（指貸予金錢、證券等有經濟價值的財產，債務履行的保證，支援資金性質的證券的買入，以及其他交易上伴隨信用風險的直接或間接的交易，以總統令所定的交易而言），同時大股東也不可以從其金融投資業者獲得信用的供給。但是，沒有妨礙金融投資業者之經營的健全性顧慮的信用供給，同時以總統令所定的信用供給的情形時，不在</p>	<p>「利益衝突防範實務守則」5.2.10</p>	<p>兼營全權委託投資業務之事業，除法令另有規定者外，不得為客戶投資其本身事業發行之股票、公司債或金融債券；非經客戶書面同意或契約特別約定者，不得為客戶投資其本身事業有利害關係之公司所發行之股票、公司債或金融債券，或與其有利害關係之證券承銷商所承銷之有價證券。</p>
-----------------------------	---	---------------------------	--

	此限		
《資本市場整合法》第 35 條	<p>第一項：金融投資業者的大股東（包含其特殊關係人）不得有違反金融投資業者之利益，以追求大股東個人的利益為目標之如下任一行為：</p> <p>1. 為行使不當的影響力，對金融投資業者要求提供在外部沒有公開的資料或資訊的行為。但是，其要求相當於依據第 29 條第 3 項或「商法」第 466 條規定之行使正常的權力時除外。</p> <p>2. 以提供經濟的利益等龐大給付等為條件，與其他股東聯合對金融投資業者的人事或經營行使不當的影響力的行為。</p> <p>3. 此外，準用前述第 1 項和第 2 項行為之以總統令所定的行為。</p>	「利益衝突防範實務守則」5.4.2	事業及其負責人、從業人員有關本身或相關親等之開戶、有價證券買賣之限制、買賣期間之規範及其他禁止事項，應遵守各相關主管機關之規定。

由上表可知，韓國利益衝突防範規範在臺灣已有類似的規定涵蓋。不同的地方在於，部分具體的規範內容見於臺灣辦法、守則中，而韓國則規定於法律中。

#### (五) 小結

臺灣投資信託及投資顧問事業之管理依據，主要為《證券投資信託及顧問法》，並適用《證券投資信託事業設置標準》、《證券投資顧問事業設置標準》、《證券投資信託事業管理規則》、《證券投資顧問事業管理規則》、《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》、《證券投資信託及顧問事業與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範實務守則》。

此外，關於基金管理，有《證券投資信託基金管理辦法》；就全權委託業務，設有《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》，並應遵守公會自律規範。而投信投顧從業人員之管理，則應遵守《證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則》之相關規範。

在上述投信投顧法規當中，對於防止利益衝突之資源共用、資料、人事區隔、資金、利害關係人等五個面向皆已涵蓋。而再細部將對於香港資產管理具重要性之《基金經理操守準則》與臺灣《證券投資信託及顧問事業與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範實務守則》進行比較，臺灣在利益衝突防範內容，大概念上已涵蓋香港之規範內容。而韓國《資本市場整合法》中利益衝突防制機制在臺灣亦有類似規定。

研究團隊認為，證券商現階段之業務亦存在透過法規建立制利益衝突防弊機制，而過往證券商亦有遵法之經驗與案例。綜上，在現行法規監理密度下，已對證券商兼營投信投顧之利益衝突防範機制進行有效地規範。若未來開放證券商得兼營投信投顧事業，證券商除了應符合上述法規對於投信投顧之規範要求外，並應遵守《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》及《證券投資信託及顧問事業與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範實務守則》。

然而透過比較國外之防火機制，發現現階段仍有可改進之處，建議如下：第一，建議參考香港《基金經理操守準則》，往具體化的方向為之。第二，於資訊揭露部分，香港規定主動提供於客戶的資訊包含帳戶檢討、書面的投資組合估值報告，而臺灣僅係以建立查閱程序之規定，須由客戶主動要求資訊。資訊揭露為防止利益衝突之重要方法之一，建議可以更明確地界定相關事業應主動揭露於客戶之資訊。

### **第三節 證券商經營資產管理之未來發展**

統整各國證券商之業務，發現臺灣證券商得經營之業務比國外少許多，如下表所示。因此研究團隊將未來短中期可執行之業務拆分成三個層次，第一，短期內主管機關態度調整即可立即改善之信託業務，第二、在維持現行金融分業、分業管理、多層監理的架構下，短期內僅主管單位修訂行政命令而不需修法即可開

放之證券投資信託業務。第三、同樣在僅需主管單位修訂行政命令的情況下，中期可開放的不動產證券化受託業務。以下分項論述。

表二十六 證券商業務比較表

	臺灣	美國	韓國	香港	大陸
證券商經營信託業務是否受到不同標準	是	否	否	否	是 <sup>註1</sup>
證券商是否能經營證券投資信託業務	否	是	是	是	是
證券商是否能設立私募股權基金	否	是	是	是	是
證券商是否能經營不動產證券化信託業務	否	是	是	是 <sup>註2</sup>	是 <sup>註3</sup>

註1：雖是分業立法，但近期不斷開放後證券商得從事之業務範圍不斷擴大

註2：證券商可擔任公開上市之REITS管理機構

註3：透過專項資產管理計畫向合格投資人募集，即私募

資料來源：研究團隊整理

## 壹. 短期主管機關態度調整即可立即改善之信託業務

### (一) 現況

如第二章第四節所述，不同業別的業者申請相同業務時，主關機關於申請要求與核准標準皆不一。根據證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法，證券商得以從事之信託業務為金錢與有價證券信託，然而即使如此，於金錢與有價證券信託的細項中，證券商與兼營信託業之銀行的業務仍不同。據了解，標準不同的原因是：銀行局認為信託是一個平臺，而證券商只能透過信託從事既有業務。這樣的態度導致雖然金錢信託包含員工福利信託、員工持股信託、員工福儲信託、保整年金信託，但銀行局以「在沒有這個信託業務架構之前券商不能從事員工持股信託」為由拒絕開放證券商經營該業務，近年來陸續開放是證期局不斷與各主管單位不斷地溝通的結果。

## (二) 建議

上述提及銀行局對於金錢信託與有價證券信託的核准標準：信託是一個平臺，金融機構只能透過信託從事既有業務。若根據此標準，則理論上許多新興之商品不論是哪一個金融機構皆不得為之。然而，實務上卻是銀行業務多於證券商，不免讓部分業者認為銀行局在審查相同業務時採用不同的標準，藉此保護銀行局監理之銀行業。研究團隊認為這般保護其實降低了市場的競爭，容易造成市場的不效率，長期而言不利於金融市場之發展，因此建議短期應朝向開放所有金錢與有價證券信託，讓證券商不再逐項申請，僅需核備，亦不須檢附與銀行不同之文件，使得證券商兼營信託業之機構與同樣兼營信託業之銀行對等。

貳. 短期需要主管單位修訂行政命令即可開放之證券投資信託業務

### (一) 證券投資信託市場現況與分析

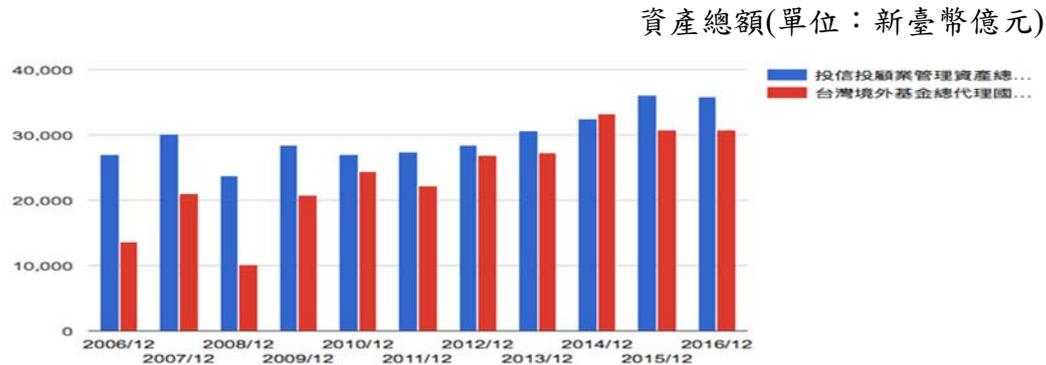
證券投資信託是向不特定人募集證券投資信託基金發行受益憑證，或向特定人私募證券投資信託基金交付受益憑證，從事於有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易<sup>81</sup>。

目前能從事證券投資信託業務可以分成境內基金機構與境外基金機構。境內基金機構為臺灣投信投顧業，該行業 2016 年 12 月管理資產總規模為新臺幣 35,889 億元。境外機構為設立於國外之基金公司，自 2013 年 12 月底以來維持在 70 至 80 間，而境外基金數量則從 1026 到 1041 檔，逐年上升。從圖十一中可以發現近年來不論是境內機構亦或是境外基金總代理機構，管理資產總規模皆緩步上升。

---

<sup>81</sup> 證券投資信託及顧問法第三條

圖十一 境內外基金管理資產總金額



資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

因此，若要進一步增加國內基金之資產總額，應設法將外流之資金流在臺灣。表二十七為臺灣人直接投資於境外基金的基金類型，從中可以發現國人主要投資於股票型基金與高收益固定型基金，約佔境外基金總資產的 70%。若主管機關能開放證券商從事其擅長的證券相關投資，勢必能為投資者創造更多具吸引力的投資標的，進而讓外流的資金投入臺灣市場。

表二十七 境外基金資產總額(依基金類型)

貨幣單位：新臺幣

	2015 年 12 月	2016 年 12 月	佔比
股票型	1,288,239,690,441	1,204,689,946,030	39%
固定收益型	一般債	83,287,377,536	2%
	高收益	892,894,636,979	31%
	新興市	164,076,126,375	6%
	其他	288,845,854,859	10%
固定收益型小計	1,429,103,995,749	1,517,472,159,485	49%
平衡型	327,157,612,397	318,614,507,889	10%
貨幣市場型	36,506,090,980	33,545,978,437	1%
指數股票型(ETF)	382,720,800	226,800,750	0%
其他依基金類型合計	2,803,014,993	3,458,217,311	0%
依基金類型合計	3,084,193,125,360	3,078,007,609,902	100%

資料來源：境外基金資訊觀測站資訊公告平臺

## (二) 現行之行政命令

證券商多數擁有自營業務，善於使用證券相關之投資標的進行投資業務，因此募集並管理基金應為證券商之優勢。然而，截至目前為止由於法規因素使得證券商不得從事募集基金之業務。

雖然證券投資信託及顧問法第 66 條第 3 項規定，證券商或其他相關事業取得主管機關許可者，得兼營證券投資信託事業，然而主管機關為了使業者申請經營證券投資信託業務能有所依循，因此訂定「證券投資信託事業設置標準」，該設置標準第三章規定，排除證券商，僅允許信託業、證券投資顧問事業、期貨信託事業、期貨經理事業兼營此業務。主要是因為主管機關認為開放證券商從事投資信託業務將使得該項業務與證券商本身之業務產生利益衝突，同時為保護投資者故不開放證券商從事基金募集。但是利益衝突可以產生在所有的金融業者，以投資信託業者來說，基金經理人個人利益也可以和客戶利益之間有所衝突。因此重點應該在制度的設計和業者的自律，而不在於是否開放證券商兼營投資信託事業。

## (三) 建議

本研究團隊認為以證券商擁有之專業能力、人力資源、充足資本和客戶管道，若自營部績效與一般基金之績效佳相仿或者更加，則證券商亦有能力從事證券投資信託業務。

根據上一節防火牆之研究，研究團隊認為與國外相比，現階段即可透過《證券投資信託及顧問法》，並適用《證券投資信託事業設置標準》、《證券投資顧問事業設置標準》、《證券投資信託事業管理規則》、《證券投資顧問事業管理規則》、《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》等數個現行的法規，於概念上達到利益防弊的功用。然而，相比香港仍欠缺較具體的做法，因此建議參考香港之規定，將從業人員面對利益衝突時應採取的作法具體化。除此之外，資訊揭露亦為防止利益衝突之重要方法之一，但對比香港，臺灣《利益衝突防範實務守則》中對於資訊揭露之規範較少，建議可以更明確地界定相關事業應主動揭露於客戶之資訊。除了修訂上述法規外，研究團隊認為僅需修訂證券投資信託事業設置標準等相關行政命令，使得證券商有法源依據以從事證券投資信託業務。

證券投資信託業務依照是否公開宣傳分成公募以及私募，研究團隊建議：若主管機關對於證券商從事該業務有顧慮，可分類為兩階段開放，短期可以先開放證券商從事私募證券投資信託業務，中期開放公募。私募證券投資信託業務的募集對象為專業投資者，較有能力保護自己的權益，而待中長期確認證券商基金管理的能力、利益防弊機制健全等，再開放證券商從事公募證券投資信託業務。

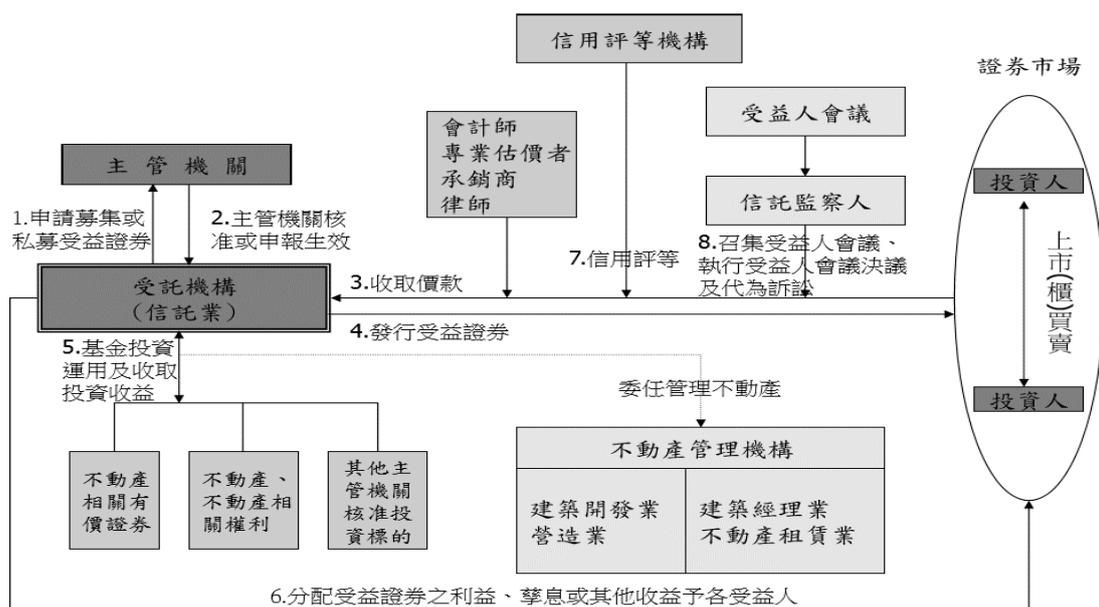
除此之外，中期亦能朝完全開放兼營投信業務為努力方向。由於主管機關已在今年(2017)8月1日宣布開放投資信託業者可轉投資子公司，以設立私募股權基金，因此若開放證券商兼營投信業務，不僅能讓證券商從事私募與公募證券投資信託業務，更能讓證券商以轉投資方式設立私募股權基金，進而投資基礎工程等實體產業公司。

參. 中期需要主管單位修訂行政命令即可開放之不動產證券化信託業務

#### (一) 不動產證券化

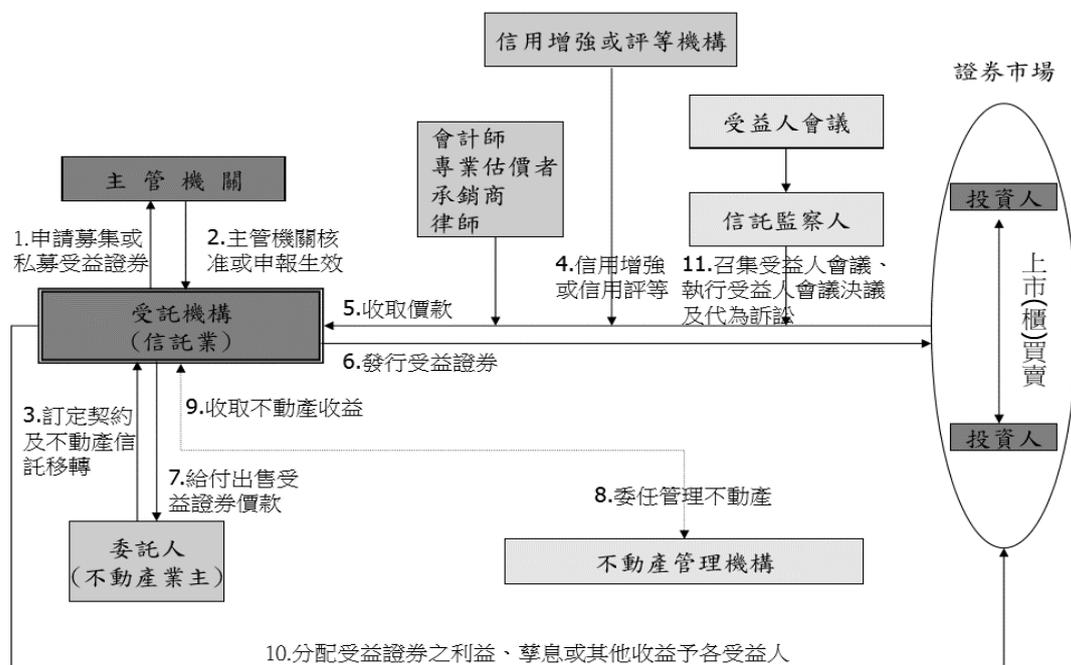
臺灣的不動產證券化依不動產證券化條例的規定採用兩種證券化型態，分別為「不動產投資信託」(REIT)，以及「不動產資產信託」(REAT)。「不動產投資信託」(REIT)指的是向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產投資信託受益證券，再藉由吸收投資人的資金以投資不動產、不動產相關權利、不動產相關有價證券及其他經主管機關核准投資標的而成立之信託，流程如圖十二。「不動產資產信託」(REAT)，指的是委託人移轉其不動產或不動產相關權利予受託機構，並由受託機構向不特定人募集發行或向特定人私募交付不動產資產信託受益證券，以表彰受益人對該信託之不動產、不動產相關權利或其所生利益、孳息及其他收益之權利而成立之信託，流程如圖十三。

圖十二 不動產投資信託流程圖



資料來源：金融監督管理委員會

圖十三 不動產資產信託流程圖



資料來源：金融監督管理委員會

證券化架構中除了受託機構外，尚包含信用增強機構、信用評等機構、不動產管理機構、專業估價機構等相關單位共同參與。我國受託機構在不動產證券化的過程中擔任募集資金並管理的角色，並做為發行受益證券以募集資金<sup>82</sup>。此外，受託機構得委任不動產管理機構，並聽取建議後做出決策，因此受託機構不但是不動產投資信託基金募集發行受益證券及申請送件之主體，亦為信託財產管理及處分之法定權責機構。

## (二) 監理單位

金融監督管理委員會銀行局

## (三) 市場現況與分析

2003年7月立法院通過不動產證券化條例，然而截至今日為止，不動產投資信託 REIT 僅有 8 檔，目前僅剩三大壽險集團的富邦 1 號、富邦 2 號、國泰 1 號、國泰 2 號及新光 1 號仍在市場上，而 REAT 截至今日止僅有 9 檔，多是 2003 年申請，但目前都已清算、出售標的結案。根據 2017 年 11 月工商時報新聞：今年（2017 年）金管會主委顧立雄表示，同意中央銀行總裁彭淮南日前說的國內房市已軟著陸，目前房市交易較「平淡」、「平穩」，價格有下跌，不動產所有者無法馬上賣掉標的，有可能藉不動產證券化來籌資，此商品有可能重新增加發行量，而目前已經委外研究。研究團隊認為，開放證券商從事不動產信託之受託機構為振興不動產證券化的可行的方案，因證券商內部優勢在於直接面對投資者，因此能加速基金發起之過程並提高受託機構之籌資效率。

## (四) 現行行政命令

受託機構指的是受託管理及處分信託財產，並募集或私募受益證券之機構<sup>83</sup>。根據不動產證券化條例第四條，受託機構以信託業法所稱之信託業為限，且需設立滿三年以上，並應經主管機關認可之信用評等機構評等達一定等級以上。又根據證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法，證券商得以從事之信託業務僅限金錢與有價證券信託，不包含不動產信託，故不得從事不動產資產信託相關業務。然而不動產投資信託業務雖屬於金錢信託，但卻無相對應之法源讓證券商從事該業務。

<sup>82</sup> 參考中華民國信託業商業同業公會網站：<http://www.trust.org.tw/content/index.asp?pno=187>

<sup>83</sup> 不動產證券化條例第四條第八款

## (五) 建議

研究團隊認為：考慮到現階段外部環境有利於不動產證券化之商品，然而現階段市場並不活絡，因此建議主管機關可以透過開放證券商從事受託機構以利振興。

主管機關已在今年(2017) 8 月 1 日宣布開放投資信託業者可轉投資子公司，以設立私募股權基金，該項業務若主要投資於房地產項目，且符合房地產證券化等相關法規，則發起人與不動產證券化之受託機構相似，惟私募基金因擔任 GP 將會較一般不動產受託機構更積極地活化標的。

因此若開放證券商兼營證券投資信託事業，也就讓證券商可以用轉投資方式設立私募股權基金，進而投資基礎工程等實體產業公司，如此將能共同活化標的。於韓國個案中，可以清楚看見實務上已有證券商擔任私募 GP 的案例。

另外若要兼營 REIT 則可以透過修改《證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法》第三條，增設不動產信託，讓證券商得從事相關業務。然而，修改該辦法為中期之作法，長期仍建議修改《信託業法》，讓證券商和銀行相同，得直接兼營信託業，如此將有利於未來訂定整合法規時更清楚釐清各角色間的利益衝突以及該如何防止。

### 肆. 小節

韓國於《資本市場整合法》中打破以往以金融機構類別的管理機制，改以「業務功能」做為管理分類之基礎，預期可以改善同業務不同法規的不公平現象、塑造一個公平競爭之環境，此外由於兼營限制下降且法規限制改採負面列表，預期金融機構將轉向多角化經營增加獲利；另在金融服務方面，亦將因競爭激烈及獲利模式之生命週期縮短。此種變化對韓國金融市場將帶來資本市場規模擴大、金融體系轉向直接金融、投資型商品比重上升、資本市場活絡，以及金融投資商品之銷售通路改變等。根據韓國保險開發院 2009 年預估，《資本市場整合法》施行後，估計韓國資本市場之規模至少有兩倍之成長；韓國金融體系亦將由目前以間接金融為中心，轉向以直接金融為中心；另隨著新金融商品之開發，將使傳統性儲蓄部門所占之比重將大幅降低，而因應高齡化社會及低利率之投資型商品比重則逐漸提升。此外，由於受資本市場環境改善，政府給予多樣之政策支援等之賜，資本市場將逐漸活絡，預期櫃檯買賣市場衍生性金融商品市場規模亦將大幅

擴大<sup>84</sup>。下表為韓國證交所 2009 至 2016 年市值總額，從中亦可以發現該交易所之規模不斷擴大。

表二十八 韓國證券交易所上市公司總數與市值總額

Year	No. of Listed Companies	Market Capitalization (單位：KRW)
2009	1,798	974,038,529,004,515
2010	1,806	1,239,857,714,208,190
2011	1,822	1,147,992,743,254,890
2012	1,789	1,263,416,109,744,410
2013	1,831	1,306,189,686,166,020
2014	1,905	1,336,765,867,949,180
2015	2,030	1,448,410,480,739,800
2016	2,128	1,514,271,512,890,120

資料來源：韓國證交所

借鏡韓國的例子，研究團隊認為開放證券商從事資產管理相關業務將能增加市場效率，同時，減少現階段高資金外流的比率，擴大臺灣基金市場。再者，對投資者而言，能因標的選擇更多而較願意投資臺灣。對主管機關而言，透過開放證券商從事現階段他業之相關業務，不僅能帶動市場成長，更能部分整合現階段的行政命令，向希冀成立的《資產管理法》跨進一步。因此，短期建議主管機關改善目前對證券商經營信託業務不對等的申請方式、開放證券商兼營證券投資信託業務以及兼營投信事業；中期則開放證券商從事不動產信託業務；長期則朝向兼營信託業以及整合金融法規，完成《資產管理法》。

<sup>84</sup> 吳家興、顏國瑞（2009）韓國資本市場整合法之影響與發展

## 第五章 結論與建議

本研究於前三章分析國內外證券商業務現況並點出臺灣證券商經營資產管理業務之瓶頸，包含：尚未定義資產管理為何、資產管理業務相對狹隘、以及在分業監理的制度下，使得證券商需接受多層主管機關之監理。

本研究在第四章第一節分析證券商是否有能力從事更多資產管理之業務，另外於第二節分析國內與國外資產管理相關的利益防弊機制的異同，並從中提出建議：主管機關該如何從現行法規中增設證券商從事資產管理業務時的利益防避機制。

研究團隊認為現階段可以透過《證券投資信託及顧問事業互相兼營與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範辦法》及《證券投資信託及顧問事業與兼營他事業或由他事業兼營之利益衝突防範實務守則》於概念上達到利益防弊之作用。再者，證券商目前兼營之業務中，如財富管理業務，皆設有利益衝突防範機制而證券商過往有許多遵法之經驗與習慣。因此研究團隊認為現階段僅需要參考國外之規進而優化現有臺灣之利益衝突防弊機制，便能開放臺灣證券商與國外證券商為相同範圍之資產管理業務。

參考韓國與香港的做法，我們認為現行法規能加強之方向有二，第一、將規範更具體細緻化。例如香港明確訂定可以在客戶帳戶之間買賣所需的條件，而臺灣僅以較為抽象之概念涵蓋。第二、明確要求資產管理機構應主動揭露給客戶之資訊，臺灣現行規範僅建立查閱程序，須由客戶主動要求資訊。

證券商從事資產管理之優勢為證券商擁有之專業能力、人力資源、充足資本和客戶管道，若進一步開放業務，證券商得充分利用其擅於證券相關標的物的能力，同時透過承辦更多業務降低目前過高之資本適足率、並創造更多收入。至於證券商本身的弱點在於信託業務受限、交易員能力受質疑等等。

考量到以上之優勢與劣勢以及國外證券商之業務範圍，本研究團隊的短期建議為 (1) 主管機關應對已許可信託業務之金融機構採一致性態度；(2) 修正《證券投資信託事業設置標準》，開放證券商兼營證券投資信託業務。中期修正《證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法》，許可證券投資信託事業、證券投資顧問事業及證券商從事不動產信託業務。長期則修正《信託業法》，制定《資產管理法》。

## 一、短期內對已許可之信託業務採一致性處理方式

現階段不同業別的業者申請相同業務時，主關機關於申請要求與核准標準皆不一。儘管根據現行辦法，證券商得以從事金錢與有價證券信託，但是主管機關在實行上對待證券商與兼營信託業之銀行並不相同。銀行局認為信託是一個平臺，證券商只能透過信託從事既有業務。例如雖然金錢信託包含員工持股信託，但銀行局以「在沒有這個信託業務架構之前券商不能從事員工持股信託」為由拒絕開放證券商經營該業務，必須透過證期局不斷溝通才陸續開放。

若根據此標準，新興商品應該不論是哪一個金融機構皆不得為之。然而實務上卻是銀行業務多於證券商，不免讓部分業者認為銀行局在審查相同業務時採用不同標準。我們認為，既然《證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法》中已明文規定證券商得以從事金錢信託與有價證券信託，則所有業務與申請程序應完全相同，以提升金融機構間良性競爭，健全市場發展。

## 二、短期內開放兼營證券投資信託業務

臺灣人目前直接投資於境外的基金類型主要為股票型與高收益固定型，若要提高國內資產管理總額，應設法創造更多具吸引力的投資標的，將資金留在臺灣。我們認為證券商具備良好的條件，主管機關應該開放證券商從事其擅長的證券投資信託業務。

針對主管機關顧慮的利益防弊機制，我們認為現行法規已具備雛形，證券商也有實施防火牆的經驗，只需要在具體規則上借鏡其他市場，以更求完善。因此，我們建議主管機關修正《證券投資信託事業設置標準》，開放證券商兼營證券投資信託業務及主管機關核准投信業之其他業務。

## 三、中期開放不動產信託業務

現階段不動產證券化市場並不活絡，而證券商內部優勢在於直接面對投資者，因此能加速基金發起之過程並提高受託機構之籌資效率。開放證券商從事不動產信託之受託機構可振興不動產證券化。因此我們建議主管機關可以於《證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法》第三條增設不動產信託，讓證券商得從事相關業務，以協助主管機關達成活絡市場之目標。同時可參考香港之相關規定，釐清證券商從事受託機構後與管理機構之間的利益衝突，進而更好的保護投資人。

#### 四、長期制定《資產管理法》

長期來看，臺灣應該順應國際趨勢，整合證券業、期貨業、資產運用業、不動產投資業、投資管理業與信託業，強化業者在國際資產管理產業的競爭力。因此我們建議修正《信託業法》，讓金融業者和銀行相同，得直接兼營信託業，進而制定《資產管理法》。

整體而言，本研究團隊建議主關機關透過短中長期之規劃進一步完善我國金融法規，健全發展國內資產管理市場，同時提高金融機構在國際資產管理市場的競爭力。

## 參考文獻

### 壹. 中文參考資料

1. 王文宇等(2016)·金融法,臺北市:元照出版有限公司
2. 中華民國信託業商業同業公會網站(無日期)·常見信託業務·取自  
<http://www.trust.org.tw/content/index.asp?pno=80>
3. 中國證券網以及巴曙松、陳華良、王超等(2013),2013年中國資產管理行業發展報告·頁52-54
4. 孔繁琦主持合夥律師等(2015)·我國資產管理發展與規劃方向,環宇法律事務所
5. 吳偉央(2011)·比較法視野下我國證券公司信息隔離牆的制度現狀及完善·證券法苑第五卷·頁1099-1117
6. 葉銀華教授、李存修教授、沈佑安助理等(2015)·開放證券商從事私募(避險)基金之發行與管理,中華民國證券商業同業公會
7. 蔡鴻璟(2008)·美國證券市場近來管理議題介紹·證交資料,553,63-73
8. 鄭富雄(2009)·證券商經營信託業務之現況與未來·證券公會季刊,104年第二季,10-18
9. 臺灣證券交易所(2017)·美國證券市場相關制度
10. 臺灣證券交易所(2016)·韓國證券市場相關制度
11. 臺灣證券交易所(2016)·香港證券市場相關制度
12. 臺灣證券交易所(2016)·大陸證券市場相關制度
13. 證監會(2017)·發牌手冊
14. 證監會·按受規管活動搜尋·上網日期:2017年8月1日,取自  
<http://www.sfc.hk/publicregWeb/searchByRa>

## 貳. 外文參考資料

1. Investment Company Institute (2017). 2017 Investment company Fact Book (57th edition), Retrieved from [https://www.ici.org/pdf/2017\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2017_factbook.pdf)
2. Korea Financial Investment Association (2017). Korean Capital Market Annual Review . Retrieved from [http://eng.kofia.or.kr/brd/m\\_20/list.do](http://eng.kofia.or.kr/brd/m_20/list.do)
3. Langevoort, D. C. (2009). Brokers as Fiduciaries. U. Pitt. L. Rev., 71, 439.
4. U.S. Securities and Exchange Commission (2011). Study on Investment Advisers and Broker-Dealers. Retrieved from <https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>
5. Nancy Kong and Yongho Lee (2017). Allocating Overseas: What Asia Insurers Can Learn From Insurers in Developed Markets <https://www.pinebridge.com/insights/investing/2017/05/allocating-overseas-what-asia-insurers-can-learn-from-insurers-in-developed-markets>

## 附件一、證券商資產管理的未來展望座談會紀錄 1

- ✓ 時間：2017 年 6 月 1 日 14:30 至 16:30
- ✓ 地點：國立臺灣大學
- ✓ 主席：國立臺灣大學財務金融學系胡星陽教授（臺灣財務金融學會秘書長）
- ✓ 出席人員：證期局證券商管理組陳秋月科長、中華民國證券商業同業公會莊太平秘書長、元大證券林象山執行副總經理、元大證券葉賢麟副總經理、永豐金證券林芷茜副總經理(代理)、凱基證券王思微協理、富邦證券鄒洪恩資深經理、臺灣大學何耕宇教授、政治大學陳嫻如教授、研究助理李思穎
- ✓ 會議目的：釐清證券商資產管理現況以及未來業務開拓方向
- ✓ 會議起源：學會接受中華民國證券商業同業公會的委託，釐清證券商資產管理現況以及未來開拓方向。透過在企劃中納入主管機關以及國內業者對於這個議題的想法，讓這個研究計畫更加充實、切合實際需要以及狀況。
- ✓ 討論議題：
  - 議題一：釐清證券商及其他競爭者現階段的資產管理業務範疇
  - 議題二：探討不利證券商發展資產管理之法規及其他因素
  - 議題三：假設分析：若現階段證券商擴展資產管理業務，將會面臨之具體困難為何？
  - 議題四：打破現行資產管理之可行方案及其他建議

### 第一階段個別發言紀錄

#### 證期局 陳科長

本次來參加會議的主要目的為：了解業者目前的需求。證券商的資產管理業務範疇包含兩部分，第一部分所適用的法規為「證券商辦理財富管理應注意事項」，規定證券商能夠做的業務包含特定單獨管理、特定集合管理、指定單獨以及指定集合這。第二部分為全委業務，法源依據為投信投顧法下的投顧事業設置標準，此法授權證券商可以兼營投顧做全委業務。

目前證券商不能從事發行投信基金，以募集公募基金的業務而言，此業務受投信投顧法所規範且為投信事業的專屬業務，因此現階段證券商無法發行投信基金。若證券商想從事此業務，將涉及法規上的變動：投信投顧法下面的投信事業設置標準中，需允許證券商從事此業務，有了證券商兼營的法據，證券商才可以

去募集公募基金。此外，因投信投顧法所規範之業務負責單位為別的組室，因此將涉及相關主管單位。

(胡教授：我想稍微請問一下，我不知道主管機關內部有沒有談過這一類型的問題，主管機關在兼營這件事上面的考慮是?)

如果想朝這個地方去研究的話，需要蒐集國外的資料，探討法律上是否開放證券商從事這類型的業務、若開放了，實務上運行的狀況為何？其實證期局陸陸續續都有在進行這類的研究，以證期局曾經蒐集過的香港、韓國為例：他們允許證券商從事資產管理業務。然而，之前也有跟業者請教，業者表示：有的國家允許同時兼營，有些國家是法令上沒有說不准，理論上可以同時兼營，但實際上主管機關在核准各號牌時，不會允許證券經濟商同時做資產管理業務。

#### 證券公會 莊秘書長

公會為什麼會有這樣的研究？主要是因為分業經營的法規架構下，業者若想要從事證券投資顧問，就必須成立證券投資顧問公司；想要從事期貨相關業務，必須成立期貨公司；想要從事信託業務，必須成立信託公司；想要從事信用交易你就成立證金公司。結果，慢慢演變成每一樣業務的規模都很小，證券商的業務範圍狹隘，沒辦法達到綜效。主管機關雖於 94 年開始陸陸續續開放兼營，證券商能兼營期貨、投顧、信託(97 年信託法)，但目前證券商無法兼營投信相關業務，導致證券商無法發展國外金融業主要業務--資產管理，因此，期望未來在資產管理這塊能更加開放，提高綜效。

以證金公司的例子而言，兼營真的能讓發揮綜效，讓市場更有效率：本來只有證金可以做信用交易，後來證券商也可以自辦信用交易，證券商的優勢為通路且大部分證券商之資本規模比證金公司大，使得原本市場上的四證金公司，市佔率從 100%下降至目前應該不到 10%，有一些證金公司就消失了。

證券商目前能以信託方式、全權委託兩個方式進行資產管理。第一，以信託而言，證券商目前可以兼營金錢與有價證券兩類型，雖然法律上允許各金融機構兼營，但各類型的業者所能經營的業務仍然不同。信託業法 16 條 17 條裡面規定銀行可以經營大概十項主要業務以及十二項附屬業務，包含這些不動產、動產、專利權、黃金等信託；投信可以募集基金，但投資的標的主要是在有價證券，若有避險上的需求也能投資一定比例的期貨；至於期貨信託，募集基金主要是買期

貨商品，如期貨跟選擇權，也可以買有價證券，但有些限制。第二、以全權委託而言，證券商可以透過兼營投顧，以經營全委的業務。

上述都是證券商以「兼營」的方式從事資產管理，此方式造成兩個問題：多層監理以及無法經營全部業務，這兩個問題使得證券商本身之資源無法完全發揮綜效。

關於多層監理，證券商本身即需遵守證交法的規範，包含相關子法、人員資格的問題、訓練外。若兼營信託，則需額外符合信託法、信託業法的規定，不僅需要加入信託業公會，更需受信託業的主管機關--銀行局所規範。同樣的，證券商若要兼營投顧的業務，也要遵守投信投顧法相關規範。這樣多層監理十分沒有效率，從法律程序上來看，信託業法的修正是西元 2008 年 1 月份公布，投信投顧兼營信託業務管理辦法是西元 2008 年 10 月份，證券商辦理財富管理應注意事項是西元 2009 年 9 月大概一年八個月。有了證券商辦理財富管理應注意事項，證券商才能申請從事資產管理。因為多層監理，所以申請有交易所、證期局、銀行局，如果要做外匯還要跟中央銀行申請。因此，第一張中央銀行核准的執照是在西元 2011 年 6 月，也就是西元 2008 年 1 月到 2011 年 6 月整整三年證券商才取得第一張執照。取得執照後又遇到人員兼任問題，因為證券交易法早期就是一個蘿蔔一個坑，自營的跟經紀的要分開，做財富管理是屬自營，但客戶都在受託買賣營業員的手上。這些受託買賣營業員沒辦法從事財富管理業務，那總公司資產管理部門沒有通路就無法開展財富管理業務。所以針對業務人員兼任問題，大家就開始討論是否開放。那這又涉及銀行局，所以證期局跟銀行局要討論，不斷討論後，終於在西元 2013 年 12 月開放，從西元 2008 年訂定法律到西元 2013 年開放，五年過去了。

關於無法經營全部業務的說明如下：證券商能做金錢跟有價證券信託，照理說跟金錢與有價證券有關的信託財富管理業務證券商都能做，但主管機關難免有本位主義，證券商為兼營，造成證券商承辦與金錢或有價證券信託有關的業務均必須一一申請，主管機關彼此間也必須不斷地溝通，比如一開始金錢信託只能做特定，指定的不能做，然而，同樣是兼營信託的銀行受到的規範卻相對少。證券商在西元 2015 年 10 月才能做指定集合信託業務。又如金錢信託的其中一類型--員工信託，證券商在過去亦不能做，一直到西元 2016 年 12 月才開放員工持股信託、員工福利儲蓄信託。另外，保險金信託也是到去年 12 月才開放。「兼營」的機制造成多層監理以及無法經營所有業務，因此，如果主關機關可以一起開放

的業務就一起開放，讓業者投入的人力、機器設備以及系統等一次到位的話，證券商的資源將會較能發揮綜效。但目前業者每此申請都要三年兩年，讓業者及人才熱度都減退，這就是為什麼開放後證券商從事資產管理業務，卻一直沒有做得很好的原因。

#### 元大證券 林執行副總

過去幾年證券商獲利偏低面對兩個問題：第一、就是財務槓桿過低，銀行所要求的資本適足率(BIS)大概等於是證券商資本適足率 100 就差不多了，主管機關要求 150，而實際上券商通常都用到 300 以上。這有兩個意義，第一是資本太多，第二是業務太少。證券商希望業務增加種類增加，讓資本更有效利用。

第二、券商面臨的問題是：很多人覺得券商靠天吃飯，股市不好，交易量小，券商的獲利就不好。所以券商一直努力想發展獲利較穩定的業務，改善獲利結構。以自營業務為例，純粹方向性的自營交易收入比重下降，券商開始發展包括套利、高頻、及各種策略型交易，這種的交易產生的營收比較穩定。另一方面，證券商冀望發展資產管理業務也是提高穩定收入的方向。過去幾年有某單一銀行財富管理的業績就有近百億收入。反之，去年全體券商獲利加起來才兩百多億。雖然財富管理只是資產管理的方式之一。現行財務管理包含了保險、基金、衍生性商品或結構型商品的銷售。此外，證券商可以從事私募，前提是證券商必須先兼營投顧，再由投顧去做私募。這樣的法規讓人非常頭痛。當時是為了方便起見，急著上路才這樣做，但你可以發現搞了半天也沒有券商真的在做私募，所以應該要有短中長期的策略。

為了避免重蹈覆轍，要先想一下券商的優勢在哪裡，再擬定短、中、長的資產管理策略，短期的策略為馬上可以讓證券商經營類似銀行的財富管理業務，長期則須思考券商的優勢，不要老是 Me Too 的想法，因為財富管理的餅就這麼大，不就是從銀行那邊搶一些過來，對餅的增加並沒有幫助。剛剛科長也有提示：證券商可以往公募發展，如果短期還不能公募，則要思考是不是有其他商品實際上有類似資產管理的性質。應思考證券商短期的優勢是什麼那長期的優勢是什麼，這樣的策略才能兼具前瞻與務實性。

這幾年從工作中觀察，券商的強項為股票、債券以及衍生性商品，而弱項則為外匯相關商品。證券商的本業為股票，因此股票為強項無庸置疑。券商的債券交易雖佔債券市場比例雖較低，但交易模式與銀行壽險不同，使得券商有利率風險而較沒有匯率風險。券商在衍生商品的開發也不弱。比較弱的部分則是匯率相關商品，因為券商目前還沒辦法參與外匯交易中心，成本就墊高了。如果未來券商要做資產管理，也要打破這些圍籬。

報告可以針對中長期訂定規劃，並不需要一步到位，以私募來講，韓國券商可以投資創投，券商可當的一般合夥人(GP:General partner)。香港券商如果取得9號牌可發公募基金，都是我們參考的對象。

此外，短期目標為現有的業務看能不能跟銀行一樣，那中期的部分看像是私募或公募的部分，券商上線的速度應該是非常快的，券商的資本額都快五千億了，投信大概200億，券商大了25倍。人才、研究團隊，銷售通路券商都居優勢。

永豐金證券 林副總(代理)

假設資產管理指的是集合投資的錢來做一些投資理財的行為，那其實跨很多業別都有在從事這樣的資產管理業務，比如說信託業法有這樣的規範；針對信託業，銀行是最大宗；針對證券商，主管機關有開放一些業務；針對期貨信託基金這個期交法有相關的規定；針對所謂的公募，證券投資信託基金是透過投信投顧法來規範；甚至到保險不動產證券化的這個部分其實都可能都跟這個有關係。

然而，其實資產管理在臺灣還沒有一個明確的法律定義，到底所謂資產管理業務的範疇有多廣，那證券商能做的又有多廣，這部分似乎還沒有釐清。使得證券商目前的競爭者似乎很多，因此建議能以位階的方式來釐清證券商從事資產管理時會遇到哪些競爭者，如此才能瞭解未來開放證券商從事這類型業務時，是以銀行的信託業務做主要的範疇對象，還是做投信這種公募或是期信這個部分。另外，建議未來能參考香港的模式，取得一個九號牌再搭配一個四號牌還是幾號，證券商就可以從事資產管理，不管是證券這種或期貨類型的資產管理，如此證券商可以輕鬆很多也方便很多。

永豐金在現階段從事資產管理時遇到兩件困擾，第一：資產管理沒有明確的定義，不僅是競爭者似乎很多，3年前亦有一個鮮明的案例：當時中國在考慮所謂的QFII、RQFII要不要開放的時候，政府單位要看管理資產的規模，但證券商管理的資產到底有哪些？很多管理的資產似乎有又好像沒有，譬如客戶交易所放在永豐金的擔保品，是否能算是證券商管理的資產？不曉得，有點名不正言不順的感覺。所以，到後來為了讓管理資產規模看起來夠份量，就要去硬湊，甚至還去爭取可不可以用集團的規模來計算，說實在的證券在永豐金空來講規模較小，因此若拿整個金控的資產充當證券商管理之資產，發言人表示：他也覺得很心虛。

第二、兼營的方式使得業務跨很多主管機關及相關的公會（因為有很多行政管理或業務的管理、監理是主管機關授權給公會），使得永豐金常常會不知道要跟誰報備或申請、核准、請示，到底要直接向券商公會向證期局，還是信託公會可能要向銀行局？此外，不僅是業者搞不清楚，很多實際的狀況是，主管機關也很困擾，他們不曉得應該要自己扛下做決定做解釋，還是這是偏向信託的範疇，要尊重銀行局或是信託公會的意見等等。他們不敢去解釋，我們也無所依循，這部分也是我們遇到的一個困擾。

最後，永豐金樂見兩年前金管會前主委曾主委曾提出的資產管理專法，只是兩年前提出這樣的方向後也不知道目前的進程是什麼。但發言人重申，十分期待整合法的出現。

#### 元大證券 葉副總

關於資產管理的範疇，葉副總認為：到目前為止所謂的資產管理大多是在信託裡面指定的部分。剛剛永豐金的發言人有提到特金，然而特金嚴格說起來是管理資產沒有做到資產的管理，因為特金是在證券信託的名下所用的資產，做基金或結構型商品等，嚴格說起來是管理資產。至於幫客戶操作則是在指定的有價證券信託，此部分的法律於97年的時候通過。然而，指定的有價證券信託當時也侷限在一個業務--把它借出去，即所謂的借券的業務。到了兩年前，主關機關開放證券商可以從事所謂的指定的金錢，那我們券商必須要申請的就是信託的全委，拿到這個執照之後，可以做指定單獨，指定集合的業務。

券商從事資產管理所經歷的困難為：申辦業務。證券商業務申辦的種類多、時程長且需籌備的資料多，此外，過程中的諸多成本如人事成本等需要證券商自行承擔。96年立法通過到開放整整10年，申辦業務這件事對元大證券來說非常痛苦，證券商要承辦一個新的業務，需要到主管機關說明，因為證期局的長官還要去跟銀行局溝通，才能進一步去申辦業務。這之間所投入的人員，系統，設備，對證券商來說都是成本，而過程對於券商來講就是一個「拖」字。元大的一個分公司需分4次申辦業務，第一次要11個月，接下來分別要再經歷10個月以及9個月才能申請到這個分公司的執照，然而，銀行要申請這個業務很簡單，他只要把具備資格的證照，一張List送進去，這家分行新開業它就可以承做業務，所以我們在申辦業務是非常痛苦的事情。此外，這兩年內人事的變遷也發生在券商的身上，元大證券最近申請指定單獨跟指定集合，從申請到實際獲准開業已經經歷

兩年的時間。這期間的原本找來要做這樣業務的人員沒有什麼事可以做，這個成本證券商要去擔。

針對剛剛許多與會者提到的公募基金，如果要修法做公募基金的話，那會是很大的工程，以過去的經驗來看可能要經過不少年才能看到券商可能可以去申辦做這項業務。在真正選擇這條路之前，證券商可以看一下目前基金公司的獲利狀況，並假如證券商從事這個業務，什麼時候可以達到目前中小型基金公司的規模？那從業務的申辦到找到人到成立，是不是證券商要走的路，當然也可以用 Merge 的方式，當然有法令下來它的走法就會不大一樣。

綜合以上，未來能朝以下兩個管道來執行：第一管道是讓目前券商可以做的信託業務齊備一點、對等一點，不論是業務範圍或者申辦方式，希望能讓業者與銀行變地相對對等，且投入成本後能盡快達到預估的報酬。業務範圍目前仍不夠齊備，以下舉兩個例子，第一：證券商理論上能執行金錢信託，但證券商卻不能做信託的附屬業務--保管。然而，同樣是兼營信多的銀行卻可以保管。第二：商被允許做金錢信託之後，券商在申辦業務時即認為員工福利信託是可以做的，因為員工福利信託是金錢信託內可以做的範圍。員工福利信託包含兩樣東西，一個是員工持股信託，比如說(元大證券)是元大金控的子公司，我就可以持有元大金的股票。另外一個是員工福儲信託，員工福儲信託就是公司有一筆另外相對提撥的款項。在證券商業者的認知中，開放金錢信託之後，西元 2010 年申辦業務時，我就有所謂員工福利信託的這項業務，但是這項業務的開放，我講開放，是在去年，整整 9 年的時間才開放。至於申辦業務，問題就如同上述所提：證券商業務申辦的種類多、時程長且需籌備的資料多。銀行適用所謂報備、用名冊的方式，但券商要增加一間分公司，就必須寫一本營業計劃書，裡面還有內線內控，錯一個字退回來再改一次，只要申請一家分公司，此外，申辦的過程時間比較長，那這過程中就會有一些新的規範又被設立，那個時候就要抽回來改。然而，銀行不用，只要一張 List、名單、Logo 送進去，明天就可以開辦開業。

第二個管道是：希望修法或立法的過程能盡量順暢一點，例如剛剛提到的公募基金，才不會一個階段五年十年就這樣子過去。同樣在賣基金，國內賣基金的業者叫投資信託公司，境外基金的業者叫資產管理公司。等於境外基金只要一檔基金，可以 cover 臺灣基金的 size，因為我們是採分業經營，綜效有限，如果是採混業經營，那集團內的資源是可以做整合，人才、制度上可以做整合。

## 凱基證券的王協理

曾於銀行與證券業分別待了 10 年，因此王協理的感受特別深，針對不利券商進行資產管理業務的因素提出了兩點：業務不夠齊備以及人員管理之訓練課程尚未整合。

因為分業管理的方式，使得券商需以兼營的方式從事資產管理，此部分會涉及主管機關銀行局。跨不同的主管機關使得證券商在執行資產管理時與銀行所適用的法規不同，再來，由於主管機關的態度相對是比較保守，他們不希望開放其他的業者跨進來，所以申請的過程較久且證券商與能夠從事的項目也比銀行較少，比如證券商只能做金錢跟有價證券的信託。然而，在這個金錢與有價證券信託的項目下，證券商與銀行的業務也不一樣，以有價證券信託為例，券商的專長是在有價證券，然而，證券商僅限於將有價證券信託（客戶的股票）辦理出借，卻不能像銀行一樣針對有價證券做其他變化。

以下舉出兩個例子說明券商與銀行業務的範圍不同：第一、很多的公司利用發行限制型股票來留才，就是員工必須工作兩三年公司才把股票給這個員工，這時候他們需要信託，可是證券商卻不能做。其實比起銀行，證券商做限制型股票更有優勢的，因為證券商有承銷，所以有管道可以接觸這些公司，但法規卻限制證券商不能做。第二、銀行能做股東股權購買計劃的有價證券信託，這部分券商也不能做。客戶的資產不是只有錢有價證券，客戶這邊你要提供給他 Total Solution，所以證券商能夠經營的業務應越齊全越好。然而我們證券商只能做金錢只能做有價證券信託在這兩個業務項目下，範圍還被限制。

訓練課程尚未整合也是一個問題，因為證券商是兼營其他的業務，所以變成我們的人員要取得他業的證照，取得證照之後，除了證券商自身業務需要訓練的時數之外，他業的部分一樣也需要一些時數，但是如果仔細去看這些訓練課程的內容，其實都是大同小異，為了拿到那個證照、為了讓那個證照有效，所以那個課幾乎是重複一直上，使得業者的成本較高。

在業務的範圍下不違反風序良俗希望的前提下，應讓同樣是兼營信託業的證券商與銀行範圍一致，即應開放更多信託類別，且金錢與有價證券信託之附屬業務也應該開放，不再限制。印象中，在銀行的時候，那時候一次申請，就把信託業 16 條的十項項目都申請下來。金錢信託就是客戶把金錢給我，依照客戶的信託目的去管理金錢，不管客戶要買基金也好，他要做子女教養也好，或他老人家

要做退休金也好，只要他的信託目的不違反善良風俗銀行都能幫客戶操作，這樣的好處是銀行到後來也會比較有創意，銀行可以與客戶溝通並幫他做規劃。可是證券商卻受到許多限制。

證券商申請業務時需要一本營業計劃書，以前在銀行的時候，總公司會把內控、內績、契約等所有東西都送，這是最完整的營業企劃書，等總公司確定我可以做(而)我分公司要做的時候，分行只要檢附這是哪家分公司、地址在哪裡、主管是誰、員工有哪一些，他們有沒有牌照，人員是否符合資格就好，不用付一本這麼厚的營業企劃書，但在券商這邊是要全部重做一遍，有時因為法規變動，所以裡面的內容都要重新修改。

#### 富邦證券的鄒資深經理

第一，透過放寬法規限制以及提升申辦效率，給予業者更多生活的空間。剛剛提到的那個慢慢申辦歷程富邦證券感同身受，那段日子真的非常難熬，投入的成本時間還不知道什麼什麼時候才能拿到執照。那個過程當中，特別是現在證券商原有的經紀業務在大幅萎縮，這段時間真的是非常的難熬，所以希望能在法規環境上給業主一個比較友善的空間。

第二，在業務發展方面，於有價證券這個商品上給予業者更多發揮的空間--放寬存量生意。證券商的核心資產是股票，但近年來市場成交量萎縮，流量減少，流量慢慢變成存量（在外總張數是不變）。股票存量證券商如何把它有效利用，我想證券商都有自己的想法，主管機關開放關於這方面的新業務，如：有價證券信託出借，或前一陣子開放的無限用途款項借貸，這些都是靠股票的存量而延伸的新商機，所以相信券商在處理股票這類的資產，應用的效率、經驗以及成熟度是高於銀行業，所以建議主管機關在這方面能給券商更多發揮的空間。

#### 證期局 陳科長

關於多重監理，這是分業經營的法規架構下，兼營他業業務無可避免的結果。證券商的母法是證券交易法，如果證券商要兼營期貨，就要遵守期貨的母法期貨交易法的規定；那如果兼營投信投顧業的母法就是投信投顧法。所以但是當證券商已經跨越我們設定的主要業務時，無可避免地，需遵守其他業者的母法，如此便出現多層監理。證期局身為證券商主要的主管機關，幫忙跟其他局其他組協調，但是當證券商兼營到銀行局管理的信託業務，證期局仍需尊重銀行局管理的邏輯

跟要求。同理，若證券商跨業經營到期貨，那主管機關是證期局底下的期貨組，若跨業經營到投顧事業，那主管機關是投信投顧組管。陳科長表示：這是無法避免的，但身為證券商的主管機關，能夠做的就是盡量跟其他單位協調、反應業者的意見。

關於申請程序久，這與多層監理有關，雖然證期局統一的收件窗口，但內部仍需會相關的局、相關的組，相關的局，來來回回，有時仍需進行調整，因此這部分也是盡力了。

（胡教授：所以剛剛大家談到的信託業務，比如說剛剛講到的有價證券信託是不是只能做借券，或是能擴張到其他業務，這些都屬於銀行局要決定的事嗎？）

銀行局訂定兼營信託業務的管理辦法，而根據這個兼營信託管理範辦法，證期局才能於財富管理應注意事項中訂證券商兼營信託業務的規範。其實主要規定的根源還是銀行局那個兼營信託業務管理辦法，規定證券商兼營信託業務可以做哪些業務，至於有價證券信託只能做出借應該是業者當初申請只申請限出借。即目前只能辦理出借是因為：如果業者要進行指定單獨管理，理論上就是要申請全委，只是實務上業者都沒有申請全委。

#### 券商公會 莊秘書長

針對剛剛提到的問題，提出五個解決方法：

第一、改成核備制並一次開放所有業務，解決多次申請以及申請時程冗長之問題：其實金融業是特許行業，高度監理，那如果事後檢查發現不符規定，主管機關可以重重處罰。否則，以現在每一樣都須事前逐項申請，其實限縮了業者的創意與熱度，且增加主管機關的工作負荷與責任。又如他益信託，這是與金錢有關的信託，其實不應該限制。

第二、透過允許證券商兼營 ETF 來增加業務：其實臺灣的錢很多，但因為投資國外的稅率較優惠，因此，已經連續二十幾季每一季都跑 100 多億美元出去，這些錢不能留在臺灣著實可惜。對於買海外標的來說，適用最低所得稅率，即投資人海外所得若為六百七十萬以下，免稅；超過六百七十萬，最高課 20%。然而，若投資人買國內股票，股息股利是併入綜合所得稅，最高是 45%。假如把兩稅（納入剛剛的考量），連二代健保大概 51%。所以很多投資人不願意把錢投入國內股票，尤其是高所得稅的人。因此，假如把國外的指數，或一些大公司以

ETF 的方式引入臺灣，絕對有市場。證券商從事發行 ETF 的優勢在造市能力及資本額較大：投信是三億資本額就可以(成立)，現在所有投信大約 30 幾家，總淨值大概兩三百億，證券商大約有將近五千億淨值。那研究部門像元大有一兩百個人，中型的證券商有七、八十人，一家投信大概就十幾個人員而已。透過將流出國外的錢引流入臺灣，更能擴大資本市場的規模。

第三、透過允許證券商發行私募基金來增加業務：券商的優勢在擁有通路，目前投信幾乎透過銀行或證券商來賣基金，假如證券商來做私募基金，券商有通路有客戶。此外，投信私募基金約三百多億，不是投信的核心業務，那私募基金是不是可以先開放給券商。站在投資人的角度，比起指定或特定單獨或集合，私募基金給予投資人較優惠的稅率。譬如信託部分，券商以自己的名義買入投資商品，當被投資公司配息給證券商還沒分配給投資人錢，投資人就要申報所得稅，但私募基金不會有這個問題。公會之前也委託葉教授，葉教授是金管會的前委員，他認為只要修改幾個法條，不用到特別立法就可以做。

第四、讓證券商成為不動產證券化的受託機構，也許研究團隊研究看看，剛剛先進提到的存量的信託。

第五、允許證券商兼營投信業務，目前投信投顧法第六十六條第三項已有規定，證券商得兼營證券投資信託事業或證券投資顧問事業，另證券交易法第四十五條第一項規定，證券商經主管機關核准者，得經營本身以外之業務，因此現行法規已明文允許證券商兼營投信業務，市場上本來就有一隻看不見得手，哪一個沒有效率，就會被合併或淘汰，這樣對國內資本市場的發展會更好。投信的規模跟人員其實比較有限，如果這部分開放讓證券做，可以達到規模經濟。

## 第二階段綜合座談 QA 紀錄

Q：胡教授：關於銀行局是否允許證券商從事某些信託業務，照理來說，主管機關裡面一定有他的邏輯在。

A：陳科長：銀行覺得信託只是一個平臺，當初銀行局一直堅持證券商只能做既有業務，既有業務已經在做的，才能用信託這個架構去做，譬如本來證券商可以賣基金，因此主管機關允許證券商用信託這個架構賣基金。雖然金錢信託包含員工福利信託、員工持股信託、員工福儲信託、保整年金信託，但銀行局一開始拒

絕，理由就是：在沒有這個信託業務架構之前券商是不能做員工持股信託這種業務。而近年來不斷的開放其實是證期局與各主管單位不斷地溝通的結果，又如：指定集合管理的金錢信託，銀行局覺得券商本來就沒辦法做指定集合管理，指定集合管理就是券商有決定權幫客戶操作。如果要打破既有的邏輯，就是需要溝通。開放後就會有監理的成本、法令遵循的成本，這是我們必須要考量的。

A：王協理：有價證券信託這一項，證券商與銀行一開始都只做出借，可是到後來發展出大股東的信託，那個部分也是後來發展出來的業務，銀行跟我們以前都沒有做，那是這個法規下來大家去東想西想，好像可以這樣做，所以大股東把股票拿來，他告訴我們：三年之後本金他要拿回來，利息的部分要贈與給小孩，而這部分贈與稅是以郵局一年定儲去計算，因此能節稅。那這個是銀行開始兼營信託業之後才會慢慢發展出來的新業務，這些新業務證券商也沒辦法做。

Q：胡教授：另外一個問題想要請教大家，剛才提到，因為是兼營，所以每個新做的業務都需要各自的執照、都需要各自的訓練時數，那各位覺得這個是可以做某種程度的整合嗎？

A：葉副總：現在的法令是幾乎每一個商品都需要一張執照，那這張執照要不要 maintain？要，所以需要上課時數什麼的。上課的內容，就誠如同 KGI 協理所說的，上課的內容有些地方是重複的，我講的是上課的內容而不是上課的時間，上課的內容有些地方是重疊的，那重疊的部分是不是能整合？這個學分可以用到其他業別上。如果像證券商的 broker 要做財富管理的業務，我們曾經算過一年大概要 90 幾個小時的上課(時數)，後來當然有做一些簡化，，比如說 3 年的一年以上啊什麼什麼的，可是算起來，當然法令有規範，但券商現在有能力安排人力去上課，這部分的負擔滿吃重。所以我們想說是不是雷同的課程可以濃縮，因為目的是達到教育訓練的效果、maintain 那張執照的價值，所以你同的課程是不是能做一個調整。

Q：王協理：現在在幫客戶做資產管理或商品的銷售，實際上是我們不能對客戶做推介，除非客戶要書面同意我們跟他推介，還有他要是非弱勢團體，還有他過去一年內要有五筆的交易經驗。但實際上在做業務運行的時候，我們如果沒有介

入介紹，其實客戶對這個商品是不了解的，這樣的法規限制跟實際的業務其實是衝突的，我們又要幫客戶做資產管理配置、做產品的介紹，可是卻不能推介。除非，推介的規定很嚴格，客戶要同意你跟他做推介，怎麼同意呢？口頭的不算，要書面的，要簽申請書。因為你要確認他是不是弱勢團體，比如他是不是 70 歲以上的，如果是 70 歲以上，也不可以推介，可是現在的人都活很久，而且要有一定的年紀才會有錢對不對。再來就是客戶要有交易經驗，你的系統要能夠去撈資料，從你跟他推介的那個始點往前 1 年內要有五筆交易，其實對我們來講成本是很大的，也不符合我們實際上運作，因為你不跟客戶介紹他這麼會知道這個產品？

A：葉副總：信託推介可以，但經紀的人去推介，還有限制，所以這邊走不通。受託兼營信託，受託還是有一些限制... 他(銀行)沒有受託的問題。

A：陳科長：受託才會有限制，信託就用顧問諮詢。

Q：陳教授：我想問一個剛剛各位提出的問題，你們都曾經有想開辦的業務、聘人員、處理相關部門，可是因為有一些限制所以慢慢的...。我現在比較好奇的是：其實有短中長期的計畫，但其實這每個計劃橫跨的業務可能都跟原始操作方式不同，即使都是證券相關業務，所以在這個短中長期開放的期待下，以過去的經驗也好，或你們心中的想法也好，你們怎麼真正的去 operate 這樣新的業務，你們會有怎麼樣的處理方式？就是先讓主管機關開放，再來思考這個問題，還是你們在原有的人員上面隨時就可以配置，因為牽涉到私募也好公募也好，他要操作一個新的基金，我想跟原來這些業務還是有一些專業要求的不同。如果我們未來在思考這樣的邏輯的時候勢必會有很多營運上的困難度，所以不知道你們會怎麼思考這樣的問題？

A：葉副總：業者如果想要取得新種業務的時候，應該會想說人才在哪裡、我的系統是委外還是自己來建立、那未來我們產品線、我的制度怎麼來訂定，會有這四個考量。業者本身在準備做這樣的業務時就會開始規劃，規劃的時程大概都可以 on schedule 完成，比較不能確認的就是何時能開辦這個業務，所以基本上證券商在看待新種業務時都是採並進的，並進就是我剛剛所講的那四個都邊準備，但這個過程中，常常就如同我剛剛所講的，可能一個完成了而另外一個還在期待，請問產生這樣的一個現象。

Q：陳教授：所以換個角度來說，如果申辦的過程中都可以處理，您認為您剛剛提到的四個項目對你們來說不會是最大的問題？

A：葉副總：不會。人才的養成當然需要時間、經驗慢慢養成，那系統的部分可能就會因應科技以及需求來優化，所以它會是並進的，一直調整，一直並進，所以內部準備比較不會是考量，今天要不要投入新的部門、新的事業，那一定是經過層層的檢核，才會投入資源，所以這部分要取得內部的共識，拿多少資源去做這件事情。

Q：陳教授：我問這個問題的原因是因為剛剛秘書長有提到：長期以來不斷有資金流出國外投資境外的基金或境外的一些商品，可是實際上我們現有的投信業裡面，國內基金的這塊，其實成長較慢。所以換個角度來說，今天開放這個業務，是不是就能夠改變這樣的現況？讓所有的金流都能留在臺灣進行這樣的業務，其實這也是另外一個考量的點。我想不是臺灣沒有人才，可是有時候是一個信心建立的問題，大家在投資的習慣上不是完全。大家希望國際化多角化，所以有時候在賣基金的角度，或基金公司給你的 Bonus 的角度，其實有時候都會影響到你怎麼去推銷這個基金。所以是不是未來開放公募到私募我們就能真正解決剛剛秘書長提到的這個問題？

Q：何教授：先問比較細節，今天聽到陳科長還有業界先進，我自己本身是學到很多。畢竟我本身是在學界做研究，一些法規、實務的問題我也是第一次聽到。非常確定的一個事實是以信託來講，券商要申請業務的過程比銀行來的困難，我想科長這邊也同意。但我剛剛聽科長的回答，有提到銀行局這邊的邏輯思維，假如銀行局的邏輯思維還是維持這樣，這個問題還是很難解決。所以，我只是猜測，如這個問題真的要解決，釜底抽薪的做法是不是要從證券商管理辦法裡面擴大業務的規範？

A：陳科長：就是說如果是我們證券商管理的法律可以解決，當然我們這邊就能處理。就誠如剛剛秘書長所講的建議證券商發 ETF，其實後來我們目前是在研究證券商可以發 ETN，因為發 ETF 就要兼營投信，兼營投信再去發 ETF 這個基金，這個牽涉到的管理規範又很多。所以後來就有業者建議：那不要兼營投信、不要發 ETF 但是改發 ETN，因為國外也有投行發類似 ETF 的商品叫 ETN，那這個就是我們這邊就能直接研究，這就是正在研究。牽涉到跨業問題，難免會遇到

各業的規定都要去協調許。有些東西是類似的商品，但是不需用到跨業，比如在國外是投行本身就可以做的事，像 ETN 是國外投行本身可以去發，也不用兼營類似投信的業務，目前就是正在研議這個東西。我只是舉這個例子說明：如果跨業到別人的特許業務，無法避免要符合他業的設置標準管理規則，這是一定要的，那是不是我們可以尋找在證券商的本業，國外也有做類似的東西，那這種不需要再去牽涉到跨業經營的問題，證券商本業就可以做只是多給他可以發行這個商品，來研究可不可以而已。

A：林執行副總：科長說的 ETN 當然是廣義的資產管理。但 ETN 還是掛牌交易的商品，未來 ETN 機制的設計需要考慮到讓發行券商可以收到管理費。因為券商之所以要做資產管理主要是希望能有穩定性的收益，券商常常被人認為損益波動較大，即使獲利跟其他金融業一樣，市場給券商的 P/B 還是比較低，所以整個券商高層在經營的時候，會希望增加穩定收益的比重，那財富管理就是一個很好的項目。包括我們的交易也都在轉型，就是希望不要股市漲，我們賺股市跌我們賠，希望能盡量減低外在因素的影響，讓收益可以漸漸穩定。ETN 是一個資產蒐集的工具，如果主管機關未來要發展這個業務，我覺得不要把它變成是一個交易型的金融商品，讓他成為資產管理型的金融商品。

A：陳科長：我只是在回應何教授的意見，剛剛是說：可不可以不透過兼營，在證券商的業務就去做資產管理這樣是不是就能解決跨業經營的問題？前提是你加的這個業務不是他業的特許業務，今天因為做投信事業就是投信投顧，發公募基金就是投信事業的特許業務，就是訂在投信投顧法。這個業務本身是特許業務不是我們證券上說加上去就可以，那如果說做財顧業務，一般的財務顧問業務不是特許業務，就可以直接加，我們曾經發過一個例：證券承銷商就能做類似公開收購的財務顧問業務，這種就可以直接加。我們加上去的業務是不是特許的業務是有影響的，特許業務我們就要 follow 各個母法的規範，如果這個業務是本身不是所謂的特許業務，一般公司也能做，那我們就能去考量證券商是不是適合做這種一般的業務，那如果適合的話的確就能直接加，那就要看業者想要做的業務是不是特許業務而定。

Q：秘書長：銀行法裡面規定：非銀行不得經營收受存款業務，表示你必須申請銀行執照才能吸收存款，其他行業都不行。但是放款沒有這樣寫，沒有說非銀行不得做授信業務，所以外面很多民間的借貸或當舖，這些業務都可以做。投信投顧法第六十六條已明文規定證券商得兼營證券投資信託事業或證券投資顧

問事業，且證券交易法第四十五條亦規定，證券商經主管機關同意，得經營本身以外的業務。因此只要主管機關同意開放，證券商兼營證券投資信託業務從事投信相關業務應為法規所允許。

A 陳科長：會有罰則，私募可以再研究，公募是一定有刑責。私募基金可以再看一下投信投顧法，看看私募基金有沒有刑責的規定。公募是一定不行。

## 附件二、證券商資產管理的未來展望座談會紀錄 2

- ✓ 時間：2017 年 7 月 12 日 14:30 至 16:30
- ✓ 地點：國立臺灣大學
- ✓ 主席：國立臺灣大學財務金融學系胡星陽教授 (財務金融學會秘書長)
- ✓ 出席人員：統一綜合證券吳秉達經理、臺灣大學何耕宇教授、政治大學陳嫻如教授、研究助理李思穎
- ✓ 會議目的：釐清證券商資產管理現況以及未來業務開拓方向
- ✓ 會議起源：學會接受中華民國證券商業同業公會的委託，釐清證券商資產管理現況以及未來開拓方向。透過在企劃中納入主管機關以及國內業者對於這個議題的想法，讓這個研究計畫更加充實、切合實際需要以及狀況。
- ✓ 討論議題：
  - 議題一：釐清證券商及其他競爭者現階段的資產管理業務範疇
  - 議題二：探討不利證券商發展資產管理之法規及其他因素
  - 議題三：假設分析：若現階段證券商擴展資產管理業務，將會面臨之具體困難為何？
  - 議題四：打破現行資產管理之可行方案及其他建議

### 第一階段個別發言紀錄

#### 統一綜合證券吳秉達經理

黃經理：關於議題一，目前統一綜合證券欲推行的是期貨全權委託。關於議題二，我認為財富管理遇到三個困境，分別為客戶信任度、操盤者專業以及法規困境。第一、客戶對操盤人員的信任度不足：客戶不認為操盤者真的在為自己打造最適資產組合，這個是我認為最大的困境(最難推動的原因)。此外，由於通路不足，我們偏向以業務員本身的人脈或者採用特定業務員進行陌生人開發的方式擴展業務，此時資產績效將成為吸引人的主力。第二、替客戶進行資產配置的人員專業訓練不足：雖然證券商自營部門人員有完善的投資專業與績效，然而為了迴避利益衝突，替客戶進行資產配置的人員與自營部門人員不得為同一人。目前執業人員的專業度仍有待訓練，因此即使法令開放證券商從事更多資產管理業務，職業人員專業度若不夠，客戶對證券商將更加不信任。第三、法令所開放的項目不夠完整且欠缺整合平臺。目前證券商能經營的業務為金錢以及證券有價信託，而其他種類的信託並不能經營，希望未來證券商與其它競爭對手的立基點相同。

另外證券商目前不易建立內部整合平臺：證券業沒有如銀行般的整合的機制(理專、整合的帳戶等)，因此無法替客戶進行全面的資產規劃。

## 第二階段綜合座談 QA 紀錄

Q：胡教授：券商本身有許多證券買賣的客戶，但剛剛提到通路不足，請問目前切割的原因是法規規定還是公司內部運作上的考量？

A：黃經理：兩者皆是，做任何事情當然要符合法規如信託法，而公司內部考量也是原因之一：試想，營業員將自己的客戶名單給財富管理人員，此時對營業員本身有什麼好處？如果推介給財富管理部後，客戶不再與自己買股票，那自己的業績怎麼辦？假若公司制定政策時，選擇將標的績效部分回饋給營業員，讓營業人員有動機替客戶規劃最適投資組合，此時才有立基點——業務員將自己的客戶 PASS 給財富管理部，但這個政策相對的風險是：績效為主的政策可能導致營業員過度積極投資。

Q：何教授：撇除法令目前的限制，請問統一證券針對資產管理的期待以及未來發展方向是什麼？

A：黃經理：統一證券未來發展主要為積極性投資方法以及海外市場，尤其是香港，因為那邊更自由。統一證券的自營部是值得肯定的——證券、債券、期貨自營、信託基金表現都不錯，因此我們目前朝向透過自己擅長的投資標的達到客戶期望的風險與報酬比，另外主要以積極性的投資為主，雖然這樣的政策將導致無法全面地提供客戶資產管理。

Q：陳教授：大部分客戶透過營業員來買賣時，客戶並不知道怎麼配置資金較適當，請問統一證券有沒有什麼方法積極性地替客戶規劃資產配置？

A：黃經理：投資者其實目光都是短的，短進短出，雖然理財專員理論上可以全盤考慮，但實務上真的可以嗎？許多營業員的專業度仍然不夠，無法通盤地考慮。因此，我認為不論是專業度或者法規上的限制，目前證券商至多提供客戶資產規劃中的一小部分。

Q：陳教授：目前統一證券都是客戶與各個窗口聯繫，進而投資各樣商品，然而卻沒有一個平臺可以給予資產配置的建議。

A：黃經理：的確，比較好的方法是能夠建議資產配置的比例。目前沒有整合的非常很好，但我們未來有一個新的業務：智能理財，結合所有投資商品，包裝成一個商品並推薦給客戶，如此能避免彼此利益衝突。

Q：陳教授：您剛剛提到期許法律更加開放，讓銀行與證券的立基點一致，但同時提到人員訓練、客戶信任度等等問題。請問在法律開放後，貴公司內部的調整與規劃是什麼？

A：黃經理：每家公司訂定獎金制度時的政策考量的都不一樣，一般公司在乎的是固定收入，因此設立獎金制度時以較多的固定收入加上少部分的績效費用。現在證券商從事財富管理的業務還在起步階段，當口碑、信用做出來後，才能真正切入這個市場。我們認為客戶重視的還是績效——能為自己賺得多少報酬以及是否符合自己的預期，因此統一證券重視績效費而非管理費，此時公司要承擔人員訓練成本，例如：讓基金經理人直接訓練業務人員。

Q：李研究助理：請問貴公司為什麼選擇期貨作為全權委託作為資產管理的發展方向？另外貴公司認為主要的競爭對手會是誰？

A：黃經理：因為統一證的期自營在同業表現中一直排名較穩定，所以從這個立基點出發全，真正的目的在布局全球資產：因為期貨涉及的資產較全面。至於競爭對手，我們認為市場非常大，有許多潛在的客戶，如果真正要說起來就是銀行的理專。

### 附件三、韓國參訪紀錄

#### 壹、元大證券(韓國) 私募基金

- ✓ 時間：2017 年 7 月 6 日
- ✓ 地點：元大韓國證券
- ✓ 與會人員：臺灣大學何耕宇教授、政治大學陳嫻如教授、General Manager/  
Customer Asset management KIM JOO HYEONG、Managing Director,  
Investment Banking Division Henry (H.J.) Kim

#### 一、專有名詞解析

1. Partnership 分成 Limited Partners (LPs) 與 General Partners (GPs), LPs 提供基金資金但不會介入管理，而 GP 實際管理公司。
2. Management Fee--給予 GP 之管理費用，通常是一年一次，且為管理資產之固定比率。
3. Carried Interest rate (Performance fees)--此績效獎金通常為 20%獲利
4. Hurdle rate— 基金之績效必須高於此 IRR，GP 才能領取績效獎金(Performance fees) ，該 IRR 通常在 7%~10%。
5. Vintage—基金成立的那一年

#### 二、個案分析

1. 一般而言僅 1~2 個 GP，但由於該私募之金額較大，因此有三位 GPs。
2. 資金主要來自政府單位。

名稱		Polaris-Ocean Private Equity Fund	投資規模
合夥人	Limited Partners	合夥人(投資人)	
		The Korean Teachers' Credit Union	150.0
		Korean Federation of Community Credit Cooperatives	100.0
		Korea Scientists & Engineers Mutual-aid Association	10.0
		Tongyang Life Insurance	5.0
	General Partners	Yuanta Securities	9.0
		Howasset Management	1.4
		Medici Investment	6.0
		SUM	KRW 276 bil

期間	6 年+2 年(依合約)
管理費用	0.7% of the fund size
Carried interest	20% of the any residual return after fully distributing
成立日期	西元 2012 年 9 月

## 貳、韓國證券市場簡介、財富管理與包裹帳戶簡介

- ✓ 時間：2017 年 7 月 6 日
- ✓ 地點：元大韓國證券
- ✓ 與會人員：臺灣大學何耕宇教授、政治大學陳嬾如教授、Manager/Compliance Team CHUNG JO TING、President/CEO Bobby Hwang、Deputy General Manager/ Creative Financing Team PETER HWANIL KIM、Senior Associate/ Creative Financing Team LEE YOOHAN、Assistant Manager/Wrap Management Team JIN TAEKYU

### 一、韓國市場簡介

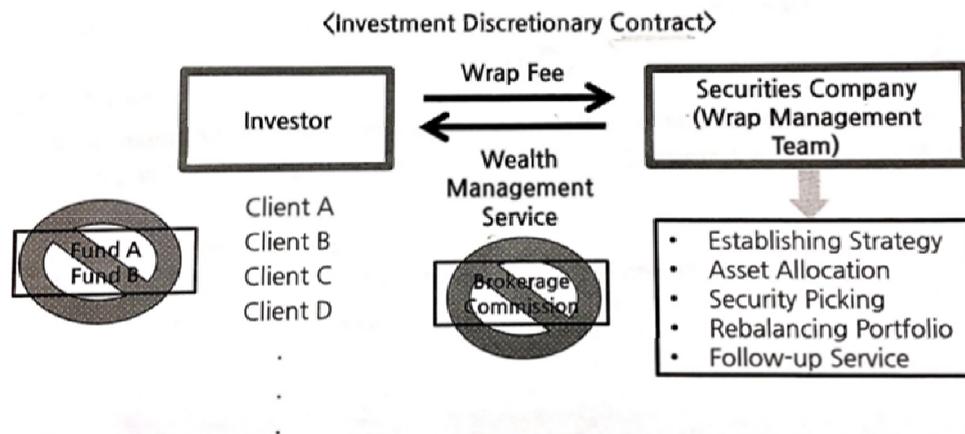
韓國人民投資工具仍以現金與定存為主，約 46%，若加上 Life insurance 則高達 69%。然而，近年來利率下降，此種低利息投資方式較難達成投資者的投資預期報酬。

根據 Bank of Korea 官方統計數據，高達 55%之韓國人民之理財目的為準備老年生活，然而根據 Korea Gallup Research，大部分的人對投資理財的態度是消極或不做任何準備，此落差為財富管理之利基點。

### 二、Wrap Account

Wrap account 又稱 Unified Managed account,唯一單獨管理之帳戶，從 2003 年起，Wrap account 之 CAGR 成長率高達 37%。

Wrap account 運作模式如下圖：



Wrap account 特點為：證券商提供每一位客戶個別建議、證券商可以收取固定收益、可以避免為了增加交易額並提高業績而過度交易、此帳戶可投資標的廣泛。

2016 年新開放之業務個人儲蓄帳戶 (Individual Saving account) 需開設在 Wrap account 或者信託帳戶底下。ISA 與 Wrap account 都是為客戶提供資產管理的方式，ISA 的稅制較優惠，為避免排擠到 Wrap Account，ISA 稅制較優惠，但只能投資一定金額。

#### 附件四、香港證券商從事資產管理名單

目前能在香港交易所進行證券交易且擁有九號牌的證券商名單

農銀國際證券有限公司	第一證券(香港)有限公司	致富證券有限公司	軟庫中華金融服務有限公司
ABN AMRO Clearing Hong Kong Limited	第一上海證券有限公司	國農證券有限公司	中盈證券有限公司
萬海證券有限公司	第一金和昇證券有限公司	中國光大證券(香港)有限公司	新寶城證券有限公司
尚乘資產管理有限公司	富強證券有限公司	中華匯財金融有限公司	STI Asset Management Limited
雅柏資本管理(香港)有限公司	復星恆利證券有限公司	中國金洋證券有限公司	訊匯證券有限公司
亞華證券有限公司	方達資本管理有限公司	中衛投資有限公司	中順證券期貨有限公司
英高證券有限公司	富昌證券有限公司	中港金融資產管理有限公司	永豐金證券(亞洲)有限公司
安里證券有限公司	富力鑫證券有限公司	中國新金融證券有限公司	國金證券(香港)有限公司
亞洲太平証券有限公司	富盛證券有限公司	中國國際金融香港證券有限公司	佳富達證券有限公司
恆亞証券有限公司	富澤證券有限公司	招商證券(香港)有限公司	Susquehanna Hong Kong Limited
阿仕特朗資本管理有限公司	富途證券國際(香港)有限公司	中國睿智證券有限公司	大盛証券投資有限公司
高陞證券有限公司	結好證券有限公司	華晉證券資產管理有限公司	太平行證券有限公司

法國巴黎證券(亞洲)有限公司	灝天環球投資有限公司	中國証券控股有限公司	核聚證券有限公司
中銀國際證券有限公司	大唐投資(證券)有限公司	中天證券有限公司	天元金融有限公司
上銀國際有限公司	鼎成證券有限公司	中國天元證券有限公司	泰嘉證券資產管理有限公司
百利證券有限公司	長城證券有限公司	創興證券有限公司	益群證券有限公司
百達利證券有限公司	鎧盛證券有限公司	周生生證券有限公司	美建證券有限公司
萬興證券有限公司	香江證券有限公司	恒豐證券有限公司	鼎珮證券有限公司
巴克萊亞洲有限公司	香港證券(國際)有限公司	眾利股票有限公司	勝利證券有限公司
蜂投證券有限公司	華泰金融控股(香港)有限公司	信達國際證券有限公司	匯金(證券)有限公司
北京證券有限公司	鴻昇證券有限公司	花旗環球金融亞洲有限公司	年興行資產管理(亞洲)有限公司
百裕證券有限公司	鉅匯金融證券有限公司	康宏証券投資服務有限公司	威靈頓金融有限公司
貝格隆証券有限公司	寶通証券亞洲有限公司	協聯証券有限公司	萬贏証券有限公司
昌萬年有限公司	高信証券有限公司	哥連頓証券投資有限公司	妙然基金管理有限公司
包大衛証券投資有限公司	滙富金融服務有限公司	東方滙理証券(亞洲)有限公司	益高証券有限公司
寶盛金融服務有限公司	林達証券有限公司	Credit Suisse Securities (Hong Kong) Limited	元大証券(香港)有限公司
源盛証券有限公司	力寶証券有限公司	高誠証券有限公司	禹洲金融控股(香港)

			有限公司
耀才證券國際(香港)有限公司	六福證券(香港)有限公司	申新證券有限公司	農銀國際證券有限公司
利銘證券有限公司	民信證券有限公司	星展唯高達香港有限公司	ABN AMRO Clearing Hong Kong Limited
東信證券有限公司	元富證券(香港)有限公司	佐雄證券有限公司	萬海證券有限公司
C.E. Securities and Asset Management Limited	峰滙金融集團有限公司	大新證券有限公司	尚乘資產管理有限公司
中和證券國際有限公司	金源證券有限公司	大和資本市場香港有限公司	雅柏資本管理(香港)有限公司
建行證券有限公司	未來資產證券(香港)有限公司	滙業證券有限公司	亞華證券有限公司
東航國際金融(香港)有限公司	瑞穗證券亞洲有限公司	融富證券有限公司	英高證券有限公司
聯昌證券有限公司	中潤證券有限公司	德意志證券亞洲有限公司	安里證券有限公司
中信証券經紀(香港)有限公司	浚承資本有限公司	東美證券有限公司	亞洲太平証券有限公司
中信里昂證券有限公司	寶鉅證券有限公司	東亞證券有限公司	恆亞証券有限公司
信銀(香港)資本有限公司	太平洋興業證券有限公司	英皇證券(香港)有限公司	阿仕特朗資本管理有限公司
中策富滙證券有限公司	太平基業證券有限公司	威華達證券有限公司	高陞證券有限公司

群益證券(香港)有限公司	Penjing Asset Management (Asia) Limited	名匯證券有限公司	結好證券有限公司
康證有限公司	輝立證券(香港)有限公司	常盛證券有限公司	灝天環球投資有限公司
中國信託綜合證券(香港)有限公司	比富達證券(香港)有限公司	長雄證券有限公司	大唐投資(證券)有限公司
卓越證券有限公司	平安證券有限公司	穎翔證券有限公司	鼎成證券有限公司
嘉利證券投資有限公司	中國平安証券(香港)有限公司	F. R. Zimmern Limited	長城證券有限公司
時富證券有限公司	統一證券〔香港〕有限公司	富銀證券(香港)有限公司	天發證券有限公司
展兆投資有限公司	信誠證券有限公司	廣利證券有限公司	海富證券有限公司
陳岳明證券有限公司	華富嘉洛證券有限公司	富通證券有限公司	財華證券有限公司
致德證券有限公司	加皇投資理財有限公司	昭海金融證券有限公司	鷹達證券有限公司
滿好證券有限公司	瑞東金融市場有限公司		

## 附件五、期中報告審查會議紀錄

- ✓ 時間：2017年9月22日 下午2時30分
- ✓ 地點：臺北市復興南路2段268號6樓會議室
- ✓ 與會人員：鄭召集人大宇、劉副召集人德明、莊祕書長太平、張委員傳章、李委員志宏、郭委員仲乾、林委員象山、林委員芷茜、黃委員建勝、王委員烜浩、吳委員翠江、康祕書景泰

一、研究團隊報告：略

二、各委員建議

### 林委員象山

短中長期的方向很好。關於投資人對券商信任度的問題，我認為不一定所有券商都要經營資產管理，比如有些券商可以不要做上游募集與管理，而只做下游的銷售業務，如此主管機關開放意願可能也比較高。

### 鄭召集人大宇

建議納入中國證券商資產管理現況，大家普遍認為中國在這部分的法律較落後，但這幾年進步地很快，因此臺灣可以參考主管機關如何訂定法規。此外，若臺灣開放證券商發展資產管理，也許可以吸引中國資金流入臺灣，進一步擴大業務規模。

### 李委員志宏

整體而言站在金控的立場，目前資產管理已經有投信等公司，若開放證券商兼營投信投資管理，是否僅僅只是瓜分了投信的業務，對提升整體(證券及投信)業績並無幫助？又非金控體制下的證券商，如何能在這個飽和的市場中取得好的業績？因此，站在市場面的角度，建議可加強：開放證券商從事資產管理業務如何擴大市場，否則僅在現有市場中彼此競爭，效益相對不大。

### 劉副召集人德明

建議新增中國資產管理業務現況以及防火牆建置方式。中國商法的法規與臺灣相似，大部分是參考臺灣法規，但資產管理相關法律卻走在臺灣前面，使得中國證券商可以從資產管理的業務中獲得龐大的收入，值得臺灣參考。

另外，中國開放各金融機構從事資產管理後，市場越來越活絡。此結果證實開放券商從事資產管理業務並不單只是瓜分原有市場，又臺灣每年外流至國外的金額非常龐大，國內證券商的能力比銀行好，若開放證券商從事此業務，就能將流出的金額留在臺灣，如此便能擴大資產管理市場。

**王委員烜浩**

我認為證券商實際只有擔任中介的角色，而沒有管理，頂多只有現金管理帳戶。因此建議先定義資產管理為何，之後再釐清銀行、保險公司以及證券商該扮演什麼角色。再者，證券商從事資產管理就現有基礎建設而言是做不起來的，因為證券商看不到客戶的款跟券，因此建議應更改現行金融商品持有的架構。最後，證券商需有良好的投資績效，才有辦法吸引外國資金回流。

**莊祕書長太平**

建議期末新增外國資產管理架構跟防火牆，以及臺灣防火牆該如何設計。

**郭委員仲乾**

- 一、建議題目名稱調整成「證券商經營資產管理的未來展望」
- 二、建議新增圖目錄表目錄，另須統一用語、修正錯別字。
- 三、建議增加 OSU 財富管理之資料
- 四、第四章與第五章為核心內容，建議再多做加強，可再參考座談會中秘書長的架構，另可參考以下架構：
  - (一) 在維持現行金融分業、分業管理、多層監理的架構下，不需修法僅主管單位或證期局內部開放或鬆綁的業務為何？再者須由主管單位與其他單位協商的業務與商品為何？
  - (二) 打破現行金融分業、分業管理、多層監理的架構下，整合證期局內部。再者，參考韓國金融市場的做法，整合六種相關法律，成為資本市場整合法。

附件六、期中報告修正對照表

審查建議	辦理情形
有關未來證券商可從事之資產管理業務，建議評估對證券商實施差異化管理之可行性分析，以提升投資人對證券商的信賴度。	著重於部分證券商，應由個別證券商自行決定，因此將不在本報告中討論
有關國外證券商資產管理現況，除美國、韓國、香港外，建議新增中國乙節。	已修正，納入報告第三章第四節
建議分析開放證券商承做資產管理業務，是否有助海外資金回流、擴大我國資產管理規模，如金控公司旗下有證券及投信子公司，則證券商得以從事資產管理業務，對金控母公司帶來的效益為何？	著重於部分證券商，應由個別證券商自行決定，因此將不在本報告中討論
現行證券商扮演籌資和投資的中介角色，建議清楚定義「資產管理」，敘明銀行、保險、投信、證券商等金融機構在資產管理中所扮演的角色，以研析未來證券商為客戶進行資產管理可能發揮的功能。目前，證券商未能確實掌握客戶的款和券，建議研究是否須調整目前款券的存放機制；另外，除了完善風控機制，建議透過建制平臺或相關工具，充分揭露投資資訊，可提升資產管理之效率。	現行資產管理定義及各金融機構之角色已修正於第二章第一節。而存放機制和本計畫性質有所差距，建議公會做為單獨計畫委託。
建議加強著墨美國、韓國、香港、中國四國之資產管理架構及防火牆，以提出臺灣證券商從事資產管理業務之範圍與防火牆的設計。	已修正並至於第三章各小節最後。
建議題目名稱調整成「證券商經營資產管理的未來展望」	研究團隊認為報告題目名稱應依照合約內容，惟內文標

	題已修正為經營資產管理。
建議新增圖目錄表目錄，另須統一用語、修正錯別字。	已修正
建議釐清臺灣資產管理法尚未立法實施之原因	已修正於第一章緒論中
建議增加 OSU 財富管理之資料	已修正於第二章
<p>第四章與第五章為核心內容，建議再多做加強，可再參考座談會中秘書長的架構，另可參考以下架構：</p> <p>(一) 在維持現行金融分業、分業管理、多層監理的架構下，不需修法僅主管單位或正期局內部開放或鬆綁的業務為何？再者須由主管單位與其他單位協商的業務與商品為何？</p> <p>(二) 打破現行金融分業、分業管理、多層監理的架構下，整合證期局內部。再者，參考韓國金融市場的做法，整合六種相關法律，成為資本市場整合法。</p>	本研究計畫第四章著重在分析維持現行法律下，證券商於未來較可增加的業務，因此著重在第一部分。

## 附件七、期末報告審查會議紀錄

- ✓ 時間：2017 年 12 月 7 日下午 3 時 30 分
- ✓ 地點：臺北市復興南路 2 段 268 號 6 樓會議室
- ✓ 與會人員：劉副召集人德明、張委員傳章、盧委員陽正、周委員冠男、李委員志宏、郭委員仲乾、林委員象山、儲委員蓉、程委員淑芬、凌委員忠信、林委員芷茜、黃委員俊仁、吳委員慶昭、藍委員璧郁、王委員烜浩、吳委員翠江、陳委員盈賢、康秘書景泰

✓

一、研究團隊報告：略

二、各委員建議

### 張委員傳章

1. 報告整體而言算完整，建議具體寫出利益防弊機該如何改善，另外建議針對不需要修法的業務加強建議。

### 儲委員蓉

1. 兩個疑問：座談會中業者最主要的訴求是什麼以及您們認為這個報告是否具有說服力，主管機關是否真的會採用？

### 劉副召集人德明

1. 結論部份應分兩項，具體寫出：結論為何以及具體建議為何，另外建議補上為什麼臺灣主管機關開放資產管理業務予證券商對現有證券商影響大。
2. 針對防火牆，多列幾項具體建議。
3. 緒論部份 p6 的數據建議補至 2016 或 2017，另外建議加上中國地區業務發展數據相比較

### 郭委員仲乾

1. 有關臺灣證券商經營資產管理業務之防火牆探討乙節，除投信投顧法及相關法規外，證券商傳統的經紀、承銷、自營三大業務即設有利益衝突規避機制，證券商有豐富的遵法及風控經驗，建議強化現行利益防弊機制。
2. 請增補韓國資產管理業務之利害關係人防火牆，並加強說明國外哪些利益防弊機制可做為我國參考。
3. 建議於第四章第三節前新增乙節，將國外證券商經營資產管理，對資產管理的定義及業務項目內容，與臺灣現況進行比較，以導出臺灣證券商承做資產管理業務之可行定義及業務項目

附件八、期末報告審查修正對照表

審查建議	辦理情形
報告引用相關數據敬請更新至最新，例如證券商財富管理業務收入..等	已更新至研究團隊可獲取之最新資料
有關臺灣證券商經營資產管理業務之防火牆探討乙節，除投信投顧法及相關法規外，證券商傳統的經紀、承銷、自營三大業務即設有利益衝突規避機制，證券商有豐富的遵法及風控經驗，建議強化現行利益防弊機制。	已修正
請增補韓國資產管理業務之利害關係人防火牆，並加強說明國外哪些利益防弊機制可做為我國參考。	已修正
建議於第四章第三節前新增乙節，將國外證券商經營資產管理，對資產管理的定義及業務項目內容，與臺灣現況進行比較，以導出臺灣證券商承做資產管理業務之可行定義及業務項目	調整至第四章第三節開頭處
建議強化第五章結論與建議，將前面章節所提之結論與建議納入第五章，並以標題的方式明確呈現。	已修正