

# 證券商參與全權委託市場之研究及提案

計劃主持人：周行一 教授

計劃主持人：鎮明常 教授

共同主持人：王慧娟 老師

委託單位：中華民國證券商業同業公會

承辦單位：國立政治大學商學院投資人研究中心

中 華 民 國 九 十 三 年 五 月

# 目錄

## 摘要

## 壹、緒論

## 貳、代客操作之定義及其在國外的業務概況

一、定義.....	4
二、國外代客操作的種類.....	5
三、代客操作業務在投資銀行的定位及貢獻.....	10
四、法律規範.....	13

## 參、我國目前代客操作之現況與未來趨勢

一、投信、投顧業目前從事代客操作的情形.....	16
二、銀行信託部之集合管理帳戶.....	20
三、期貨經理事業.....	22
四、非合法代客操作業務盛行.....	23
五、預期未來代客操作的資金成長趨勢.....	24
六、我國券商的綜合看法.....	27

## 肆、我國證券商目前發展的困境以及因應之道

一、目前法規對券商經營的限制.....	45
二、拓展可從事業務，使收入來源多元化.....	47
三、開放代客操作對證券商經營的影響.....	51
四、證券商和投信投顧業者代客操作之比較分析.....	52

## 伍、證券商從事代客操作之風險與問題

一、從事代客操作需要的條件.....	55
(一) 提昇代客操作人員的素質.....	55
(二) 堅強的研究團隊.....	57
(三) 多元化的金融商品.....	59
(四) 建立一套完整的風險控管機制.....	60
二、從事代客操作後應注意防範的問題—防火牆的建立.....	64
(一) 與目前的業務利益衝突所產生風險控管的問題.....	66
(二) 代客操作人員道德操守的問題.....	69
(三) 客戶帳戶的管理.....	71

(四) 糾紛案件的處理.....	71
陸、結論與建議	
一、結論.....	74
二、建議.....	75
參考文獻.....	78
附錄一.....	81
信託業申請設置集合管理運用帳戶經金融局同意者	
附錄二.....	82
訪談意見彙整表	
附錄三.....	91
訪談記錄稿	
附錄四.....	133
「保德信財富管理公司 (Dryden Wealth Management LTD.) 代客操作流程之規範」	

## 圖目錄

圖一：美國券商之資產管理顧問收入佔總收入的百分比.....	13
圖二：全權委託業務流程圖.....	18

## 表目錄

表一：投資銀行業務分類.....	6
表二：投資銀行業務與投資銀行角色之比較整理.....	7
表三：美國券商資產管理表.....	12
表四：全體投顧投信兼營全權委託投資業務統計表.....	19
表五：投信公司全權委託投資業務統計表.....	19
表六：投顧公司全權委託投資業務統計表.....	19
表七：兼營投資顧問全權委託投資業務統計表.....	20
表八：2002年底國內共同基金市場概況.....	25
表九：2002年底政府基金委外操作概況.....	26
表十：進行訪談之券商及投信投顧公司.....	27
表十一：我國綜合證券商業務與投資銀行業務之綜合比較....	46
表十二：我國綜合證券商營收來源.....	48
表十三：開放券商代操可能產生的潛在風險及本研究之建議.	65
表十四：目前投信投顧業從事全權委託業務之規範——人員、 組織及防火牆.....	75

## 摘要

開放券商從事全權委託業務，主管機關和業者最擔心的莫過於如何建立一套完善可行的配套措施及做好內部風險控管機制。本研究的目的在於對開放券商代操後應注意防範的問題提出解決之道，並針對目前相關法令不足之處提供建議。

首先，「證券交易法」第一五九條禁止券商從事全權委託相關業務必須作修正，其他存有相關限制的法規也須要一併修改。關於券商從事代操最低實收資本額的規定及最低代操金額的限制，可考慮放寬或由業者自行決定，因為券商會依市況作調整，找出有利的運作規模。其次，關於代操的型態及手續費結構，建議由業者考量本身和客戶的最大利益後，自行決定最適合雙方的代操型態和手續費收取方式。有關代操的投資標的可以採取政府積極規劃的負面表列方式，使券商商品有所區隔。最後有關券商不同於投信投顧之經營特性可能衍生出來的代操風險也須加以規範。在修法上，建議主管機關盡量給予業者較大的彈性及可發揮的空間，事前做好合理的規範，事後則要嚴格執法。

至於業者內部風險控管機制的建立及從事代操需要具備的條件，重點在於內部業務區隔要明確，內控制度要完備，並確實的遵守；而代操人員的訓練，研究團隊的品質以及多元化的金融商品等條件，更是缺一不可。

## 壹、緒論

全權委託投資業務在美國、日本等先進國家均已行之多年，而證期會於民國 89 年 10 月發布「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」，開啟了我國從事代客操作業務的歷史。然對證券商而言，除了於「證券交易法」第一五九條明文禁止券商從事全權委託--「證券經紀商不得接受對有價證券買賣代為決定種類、數量、價格或買入、賣出之全權委託」，更有許多法規對券商從事全權委託存有相關的限制。而這樣的限制也阻礙了券商發展投資銀行業務及提昇國際競爭力。本研究主要之目的即在探討開放券商從事代客操作的可行性。

首先，本研究將說明開放券商從事代客操作之原因。政府目前正在推動券商朝投資銀行的方向發展，代客操作或資產管理既為國外知名券商重要收入來源之一，其發展的軌跡源自於為了平穩經紀及承銷業務收入的起伏，並為券商長期發展增加對客戶資金的掌控度添加優勢。因此，開放此項業務能增加國內券商之競爭力，同時分散收入來源之風險。許多資料顯示，台灣代客操作市場未來仍極具潛力，因此開放券商加入代操市場，不但可提昇代操業務的良性競爭，增進整個代操市場之效率，並能擴大現有代操市場之規模。目前私下代操業務盛行，產生的糾紛亦多有所聞，將券商代操業務檯面化，可便於主管

機關之管理，也提供投資人一個專業合法的投資管道，使其更加有保障。

在闡述代操市場對券商重要性的同時，最重要的是如何做好風險控管，並建立一套良好且可行的配套措施。目前，就現行的架構，券商內部自營、承銷、經紀部門間之可能的利益衝突，以及人員管理、訓練、操守方面等應為制度設計重點。所有的防火牆機制、代操人員訓練、客戶帳戶管理以及糾紛案件的處理等等都應適度規範，業者也需加強自律精神，才能使風險控管機制發揮功能，使整個代操體系更有效、更健全。

目前已頒布的投信投顧業者從事代客操作相關的法規中，已對部分可能發生的弊端有所規範，針對券商不同於投信投顧業者的經營型態，除了必須修改相關法令條款之外，應須訂定其他相關的配套措施，本研究建議在修訂原有法條或制定新法規時，在防火措施能兼顧下，能朝提供業者更具彈性的代操模式去進行修法，以便讓券商選擇最適合自己公司或集團型態的業務模式，讓全民有更多樣性的理財管道及服務。

本文的架構如下，第壹、貳部份將說明代客操作的定義以及其在國外發展的情形，第參部份描述目前國內的代操狀況及未來發展，並對本研究的券商訪談作紀錄摘要，第肆部分主要闡述為何需要開放券

商從事代客操作，第五部分說明開放代客操作後應注意防範的問題以及因應之道，最後則是針對此次研究作的結論和建議。



## 貳、代客操作之定義及其在國外的業務概況

### 一、定義

證券投資全權委託俗稱「代客操作」(Discretionary Investment Business)，依照目前已通過的「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」之定義，係指受任人對客戶交付之委託投資資產，於授權範圍內就有價證券、證券相關商品或其他經財政部證券暨期貨管理委員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，為客戶執行投資或交易。在交易執行前，為確保委任人之權益，也為了顧及證券投資行為操作順利及證券交易之安全，因此證券投資全權委託服務之完整規範體系，除建構於證券交易法、證券管理主管機關頒布之管理辦法等法令架構下之外，委任人與受任人應簽訂「證券投資全權委託契約」。而委任人與資產保管機關亦應簽訂「委任契約」以保管其委託投資的資產及代理投資人辦理買賣證券之相關開戶、交割等事宜，最後再由三方當事人共同簽訂「三方權義協定書」，以確認彼此之間的權利義務關係。

在台灣，截至 2003 年 11 月底，央行的統計資料顯示「企業及個人存款」將近二十兆台幣，這是未來財富管理市場可以深耕的契機，然而目前於法已有依據可從事代客操作業務者只有信託銀行和投信投

顧業，以及日前開放的期貨經理人業務（期貨代客操作），但實際上券商結合其證券、經紀、自營等傳統業務的資源，從事代客操作者已多所見聞，而市場上對此也有所需求，因此儘快將券商從事代客操作業務檯面化實為當務之急，以使整個代客操作市場更趨活絡、健全。此外，開放代客操作對投資人有下列的好處：

**（一）針對個別需求，量身訂作投資組合**—代客操作由投資人與受任人依照雙方所同意之條件、投資標的、及客戶可以忍受之風險範圍內簽訂契約，是一種基於專業知識與經營能力所產生之個別委任關係。

**（二）提供專業投資服務，充分掌握投資風險**—代客操作為代操人員針對單一投資人提供專人專戶之專業投資服務，投資人與代操人員互動性高，可直接溝通對市場和投資組合的看法，讓投資人隨時掌握第一手投資資訊，並且瞭解每個投資階段的投資組合及風險。

**（三）針對投資者需求，彈性持股靈活操作**—代客操作在雙方簽訂契約後，代操人員會針對個別投資者的需求提出長期而穩健的投資計劃，較具穩定性與彈性，有異於一般共同基金因不特定投資人申請贖回壓力，而造成不當股票進出，影響投資績效，也沒有基本持股下限之限制，在市場空頭時較易控制損失。

## 二、國外代客操作的種類

代客操作為國外投資銀行重要業務之一，美國著名財務學者

Marshall and Ellis (1994) 認為投資銀行所進行之業務有數十種之多，如將之歸類為單一之業務或數類之業務頗有困難，故最好的定義乃指：投資銀行所進行之業務即為投資銀行業務。Marshall and Ellis 將投資銀行的業務依性質歸類為獲利性業務與支援性之業務如(表一)：

表一：投資銀行業務分類

獲利性業務	初級市場之業務	企業理財、為聯邦及地方政府籌措各項資金而發行債券等
	次級市場之交易	自營、經紀業務
	自有資金之操作	投機、套利交易
	公司重組	包括公司業務或組織之擴張、購併及公司資產予以切割
	財務工程	衍生性金融商品、零利率證券及各種金融資產證券化之商品
	其他獲利性業務	諮詢服務、資產管理、商人銀行、創投基金、顧問業務
支援性業務	研究、清算服務、內部財務、資訊服務	

資料來源：余芝嫻著，台灣投資銀行業務之績效分析，銘傳大學國際企業學系碩士班碩士論文，民國 92 年，第五頁。

傳統投資銀行的業務包括：1、股權與債權的承銷 (Underwriting) 2、經紀與自營業務 (Broker & Dealer) 3、私募 (Private Placement) 4、合併與收購 (Merger & Acquisition) 5、公司重整 (Corporate Restructuring) 6、創業投資 (Venture Capital) 7、專案融資 (Project Financing) 8、資產管理 (Asset Management) 9、融資收購 (Leveraged Buyout ; LBO) 10、公營事業民營化 (Privatization)，其業務內容如(表二)：

表二：投資銀行業務與投資銀行角色之比較整理

投資銀行經營之業務	投資銀行扮演之角色
1、股權與債權的承銷	協助公司發行證券至資本市場籌措資金。
2、經紀與自營業務	於資本市場中接受委託或自己買賣操作。
3、私募	為私下募集的公開發行公司尋找潛在投資人。
4、合併與收購	協助購併公司進行評估、安排合併。
5、公司重整	扮演協助、輔導與諮詢的角色。
6、創業投資	募集創業投資基金或扮演基金管理的角色。
7、專案融資	參與專案計劃之策略擬定，做好風險控管。
8、資產管理	為企業機構或個人之資產做好管理。
9、融資收購	精心策劃各種金融商品以取得融資收購資金。
10、公營事業民營化	對民營進行可行性分析及各階段的規劃。

資料來源：李冠慧，「台灣投資銀行業務之發展策略與競爭優勢之分析」，民國 87 年 5 月。

其中的資產管理即是指投資銀行對客戶提供其資金運用服務，包括基金管理及對個別客戶的理財服務，除了常見的共同基金外，還有政府機構、法人機構及退休基金所委託之資金管理，投資銀行提供專業的投資諮詢服務並收取顧問費。而全權委託投資即是資產管理業務中的一部分，提供客戶量身訂作的理財諮詢及服務。

全權委託投資業務在美、日等先進國家已行之有年，美國是規定於 1940 年之「投資顧問法」(Investment Advisers Act)，日本則於 1986 年實施「證券投資顧問法」，兩國對於全權委託投資業務都以國會立法方式予以規範。近年來代客操作業務被國際知名證券商視為主要收入來源之一，主要是因為代操所賺取的手續費 (fee) 收入來源穩定，波動性較小，對券商整體的獲利性大有貢獻。

以下我們就美國現有的各式由券商提供之代客操作模式，以及台

灣未來可能的操作模式作說明。經紀商代操的客戶可經由經紀商的通路被引介到代操的業務，而代操型態可分為：

(一) 財務顧問 (Financial Consulting, FC) 型態：

此型態又分為三個層次，相當於台灣開放券商營業員從事代操，券商直接經營代操之業務。第一個層次其代操權限有所限制，是為「受限制的委託」(limited discretionary) 註：此委託限制營業員僅能代理客戶決定買賣並代替執行，但不能匯出/轉移款券，屬於一種實質上與“代操”相同的行為。一般由公司提供代操所需之委託授權書，客戶及營業員藉此以規範彼此的責任、權利範圍，且沒有操作模式的限制。但優質的券商会以內規規範此業務，例如：營業員必須符合在公司至少服務及註冊兩年以上，同時沒有任何不良的紀錄，最後還須經由至少兩名分公司主管及區主管以上的核准，才得以從事代操等等。

第二個層次為「受公司規範的投資組合式管理」，實施此型態的券商会一般設有不為承銷部使用的研究部，以研究部的研究為此型態操作的規範基礎，並遵循公司所規定提供客戶的代操模式。在美國，Market Making 與本國自營商型態不同，因此不會有自營商與研究部及經紀業務部的客戶有利益衝突之處。

最後一個層次則是投資組合管理 (Portfolio Management, PM)，代操人員必須符合一定的資格方可執行業務，例如：須在紐約證券交易

所（NYSE）註冊超過公司規定的年限以上、良好的操作紀錄、曾經管理過的資金規模須達一定額度以及獲得高階主管的同意等等，方可執行此代操業務。較類似於我國投信投顧代客操作業務中的投資經理人，但仍隸屬於券商。在券商中的其他分公司營業員可將客戶介紹到這種層次的代操人員，惟下單仍下至原營業員。

### （二）自有品牌資產管理（Proprietary Asset Management）型態：

此型態相當於目前我國投信投顧業者代客操作之業務，而券商也可以採取兼營或轉投資的方式從事此業務，以自有的品牌幫客戶執行代操，客戶可分為散戶和法人。以花旗集團為例，花旗集團資產管理公司（Citigroup Asset Management）旗下分為基金部（Mutual Fund）、直接法人代操部和散戶代操部，其中基金部和直接法人代操部主要賣的是產品，集團下的其他通路都可將有意委託代操的客戶引介到資產管理公司，由專責的代操人員為客戶服務。

### （三）他牌的資產管理（Non-proprietary Asset Management）型態：

此模式相當於未來我國的券商可以代理其他投信投顧公司的全權委託業務。其賣點應是利用通路優勢將他牌及/或自家品牌代操提供給客戶，藉此穩定經紀業務，券商可經由轉投資的方式，並由券商自行組成商品審核委員會（Product Review Committee）或專案查核委員會（Due Diligence Committee）定期檢視操作績效及內部控制供客戶參

考，滿足客戶一次購足（one-stop shopping）的需求。

至於主管機關和業者所擔心由營業員進行代操可能發生的弊端，基本上營業員由第一個層次往上進步，在初級或進階的層次時，操作的規模應不會很大，不至於發生營業員自己的部位大到與客戶（且客戶也不夠大）會對邊炒作。當達到最高層次時，營業員替客戶管理操作的資產已達一定規模，例如：已到美金五千萬元以上，甚至逐漸轉入資產管理公司（Asset Management Company），不再只是做接單的營業員了。此外，營業員代操的選股及推介股票所應遵守的規定應是一致的。營業員不可一邊做代操，一邊推介（recommend）其他客戶與代操不同方向的操作，自己的帳戶也會受系統控制，客戶的單子一定優先於營業員自己部位的單子。

最後，營業員要能被核准接受客戶的委託之前，公司有責任核准是否由道德操守良好的人員才得以接受客戶的有限委託。公司為了讓營業員能從基本的「推介」，並與客戶界定清楚責任進而到代操的三個層次，會全面性的給予基本訓練以及投資組合管理應具備的知識，並不是全部營業員都會一直進入代操的第二、第三層次，但透過這樣的模式，可以達到提昇營業員的素質。

### 三、代客操作業務在投資銀行的定位及貢獻

儘管過去兩年證券市場面臨嚴重的不景氣，但資產管理業務在國

外仍被視作未來具成長性的產業，在過去五年，資產管理業務平均有 9% -13% 的收益成長<sup>1</sup>。而全球性的資產管理也將是證券業未來最大的手續費（fee）收入來源，2002 年的顧問費用收入將近美金九百億元。

雖然資產管理業務的市場很大，且由美國知名大券商分食這塊大餅，儘管每個市佔率都不高，但都是世界上赫赫有名資產管理業者，資產管理業務在他們未來收益中所佔的比率將會逐漸提高，以下是美國資產管理公司（Asset Management Company）2002 年所管理的全球資產金額表列：

---

<sup>1</sup> 所羅門美邦證券（Salomon Smith Barney）研究報告，2003 年 8 月。



表三：美國資產管理公司資產管理表

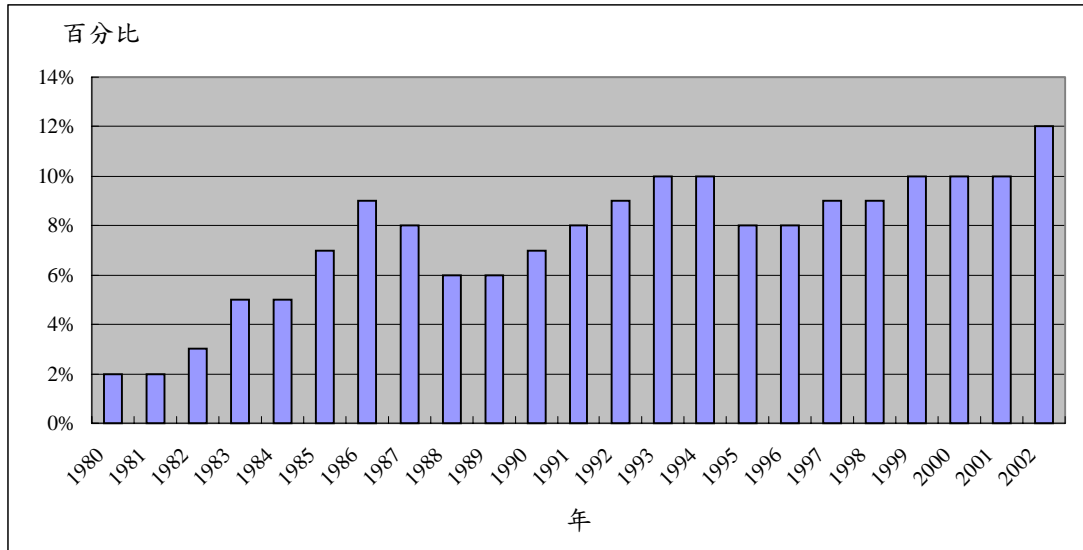
排名	公司名稱	所管理的全球資產	
		金額(美金百萬元)	市佔率
1	State Street Global	\$766,548	5.95%
2	Barclays Global	\$715,100	5.55%
3	Fidelity Investments	\$639,524	4.96%
4	Deutsche Asset	\$511,126	3.97%
5	JP Morgan	\$374,784	2.91%
6	AIG Global	\$271,416	2.11%
7	Vanguard Group	\$266,239	2.07%
8	Merrill Lynch	\$266,046	2.06%
9	TIAA-CREF	\$262,290	2.04%
10	Alliance Capital	\$246,369	1.91%
11	Prudential Financial	\$242,082	1.88%
12	BlackRock	\$231,505	1.80%
13	Glodman Sachs	\$226,323	1.76%
14	Northern Trust	\$217,144	1.69%
15	Credit Suisse Asset	\$211,663	1.64%
16	PIMCO	\$203,886	1.58%
17	Zurich Scudder	\$198,293	1.54%
18	UBS Asset	\$192,910	1.50%
19	Citigroup Asset	\$184,585	1.43%
20	Banc of America	\$183,057	1.42%
21	Morgan Stanley	\$176,704	1.37%
22	Federated Investors	\$167,701	1.30%
23	GE Asset	\$157,690	1.22%
24	INVESCO	\$143,203	1.11%
25	Legg Mason	\$135,797	1.05%

資料來源：Pensions & Investments, May 2002

在過去 25 年，資產管理顧問收入在證券業全部的收入來源中已呈現穩定狀態的成長，在 1977 年，來自資產管理的收入大約佔資產管理公司全部收入的 2%，但是到了 1990 年，該比率已經上升到 7%，2002 年為 12%，預計未來該比率仍有成長的空間，(圖一)為美國資產管

理公司之資產管理顧問收入佔總收入的百分比。

圖一：美國資產管理公司之資產管理顧問收入佔總收入的百分比



資料來源：SIA and Smith Barney

#### 四、法律規範

##### (一) 美國全權委託投資業務法制

美國規範證券市場之法規，有聯邦制定之相關規定及各州訂定之相關證券法令，而聯邦制定之重要規定如一九三三年證券法（Securities Act of 1933）、一九三四年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）、一九四〇年投資公司法（Investment Company Act of 1940）及一九四〇年投資顧問法（Investment Advisers Act of 1940）。皆無負面表列禁止代操，代操乃為習慣法下一項投資委託的行為。而一九四〇年之投資顧問法並未有任何關於全權委託業務之規定，乃是對於招攬或該商業行為的防火牆之設立及營業行為加以規範。證券業也無明

文限制全權委託的法規，習慣法中之代理權（power of attorney）委託方式存在於券商與客戶之間。券商的下單方式亦相當有彈性，種類彈性大幅超越我國。

## （二）日本全權委託投資業務法制

日本之投資顧問業務始於昭和三十三年（一九五八年），由野村證券公司首開先例，之後東洋信託銀行等相繼跟進，但後來在一九八〇年代，因不肖投資顧問業者的不當勸誘及使用計策詐欺顧客資金，為數不少的投資者深受其害，其中尤以一九八一年的誠備投資顧問事件與一九八六年的投資事件最受顧問業務管理的重視。日本政府於昭和六十一年（一九八六年）通過「有價證券係投資顧問業規則日本投資顧問事業法」，並於同年十一月正式施行。該法制之目的在確保投資顧問事業之適當營運，進而保護投資人，基於此目的，乃分別規範投資顧問事業之設立標準、申請程序及營業保證金之提存等，（日本投資顧問事業法第五條至第十條以下）。該法第二條第四項准許業者接受客戶之委託，就證券價值分析為投資判斷，並為客戶從事證券投資，此即為所謂之全權委託投資業務，該法並於第四章「投資委任契約之業務」專章中（投資顧問事業第二十四條至三十三條）對全權委託投資業務加以規範。

另值得注意的是，日本於一九九八年修訂之「證券投資信託及證券

投資法人法」第十八條第一項規定，證券投資信託委託業者亦得兼營運用公司、證券投資顧問、全權委託投資之業務，第二項則就證券投資信託委託業者兼營證券投資顧問事業或全權委託投資業務，採申報制。故日本現行可經營全權委託投資業務之業者包括證券投資顧問、證券投資信託委託事業及營業員等。<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup>王育慧著，全權委託投資業務法律關係之研究，國立政治大學法律研究所碩士論文，民國九十一年，第十三頁與十四頁

## 參、我國目前代客操作之現況與未來趨勢

以目前主管機關對代操業務在法律上的規範其實已經相當完備，重要的是如何做好風險控管以及從事此業務應有的準備，例如：代操人員的訓練、內控制度的建立、防火牆的設置、堅強的研究團隊以及各式各樣的金融商品等。以下就我國目前代操的情形及未來的趨勢作介紹，並針對本研究所訪談的券商之看法作摘要。

### 一、投信、投顧業目前從事代客操作的情形

證期會於民國 89 年 10 月 9 日發布「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」，並修訂「證券投資顧問事業管理規則」及「證券投資信託事業管理規則」，確立了投信投顧業從事代操的地位，但並非所有的投信投顧公司都可以經營代客操作業務，必須具備以下資格或條件：

#### (一) 相當的資本額

投顧公司實收資本額須達新台幣五仟萬元以上，投信公司實收資本額須達新台幣三億元；且皆符合最近期財務報告每股淨值不得低於面額。

#### (二) 具有經營業務能力

投顧公司必須營業滿二年並具有經營全權委託投資業務之能力；投信公司則因其主要業務為管理共同基金，性質與全權委託投資業務

相近，所以沒有最低經營年限限制。

(三) 未遭受主管機關下列處分

1、最近二年未曾被主管機關依證券交易法第六十六條第二款以上處分(包括命令解除其董事、監察人或經理人職務、處六個月以上之停業及撤銷營業許可)。

2、最近半年未曾被主管機關依證券交易法第六十六條第一款為警告之處分。

(四) 須提存營業保證金

為使客戶權益獲得適度保障，投顧或投信公司應依主管機關規定提存一定金額的全權委託營業保證金。現行主管機關規定應提存營業保證金之標準如下：

1、實收資本額未達新台幣一億元者，提存新台幣一仟萬元。

2、實收資本額新台幣一億元以上而未達新台幣二億元者，提存新台幣二仟萬元。

3、實收資本額新台幣二億元以上而未達新台幣三億元者，提存新台幣三仟萬元。

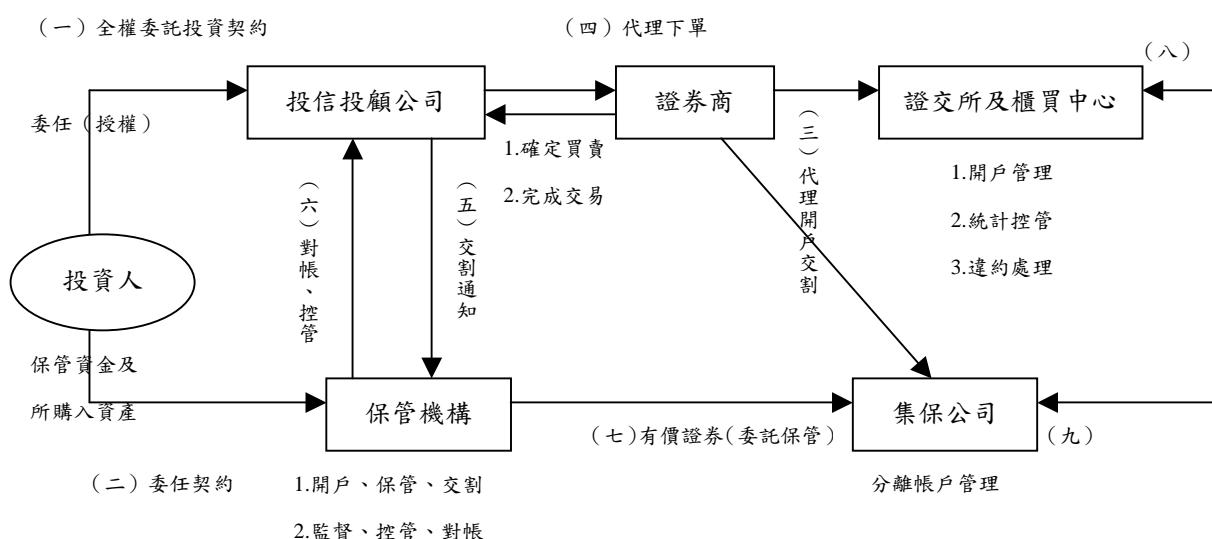
4、實收資本額新台幣三億元以上，提存新台幣五仟萬元。

(五) 其他經證期會規定應具備的條件。

目前投信投顧代客操作的運作制度主要包括投資人(委任人)、投

信投顧公司(受任人)及保管機構(銀行信託部或信託業)三者。由投資人與投信投顧公司簽訂「全權委託投資契約」，委託投信投顧公司操作投資，另外投資人也必須和保管機構簽訂「委任契約」，以保管其委託投資的資產及代理投資人辦理買賣證券之相關開戶、交割等事宜，最後再由三方當事人共同簽訂「三方權義協定書」，以確認彼此之間的權利義務關係，其制度架構之關係如下圖：

圖二：全權委託業務流程圖



\*資料來源：建弘投信

根據投信投顧公會的統計，目前已獲證期會核准得經營「全權委託投資業務」之投信投顧公司共有 82 家，其中包括投信公司 34 家、投顧公司 42 家，以及兼營投顧公司 6 家（以銀行兼營者居多），截至 92 年 12 月底，投信投顧業者代客操作情形如下表：

表四：全體投顧、投信及兼營全權委託投資業務統計表 單位：新台幣

委託人類別	契約數量	有效契約金額	佔全體代操百分比
本國自然人	244	8,563,444,754	2.57%
外國自然人	2	18,680,781	0.01%
本國法人	162	64,360,982,874	19.33%
外國法人	3	159,577,847,641	47.93%
政府機關所屬基金	35	100,320,485,901	30.13%
企業職工退休基金	4	104,494,576	0.03%
合計	450	332,945,936,527	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，<http://www.sitca.org.tw/>

表五：投信公司全權委託投資業務統計表 單位：新台幣

委託人類別	契約數量	有效契約金額	各項百分比	佔全體代操百分比
本國自然人	123	6,544,775,946	2.02%	1.97%
外國自然人	1	10,035,088	0.00%	0.00%
本國法人	114	57,281,159,365	17.69%	17.20%
外國法人	3	159,577,847,641	49.29%	47.93%
政府機關所屬基金	35	100,320,485,901	30.98%	30.13%
企業職工退休基金	1	50,000,000	0.02%	0.02%
合計	277	323,784,303,941	100.00%	97.25%

\*資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，<http://www.sitca.org.tw/>

表六：投顧公司全權委託投資業務統計表 單位：新台幣

委託人類別	契約數量	有效契約金額	各項百分比	佔全體代操百分比
本國自然人	111	1,841,576,547	21.28%	0.55%
外國自然人	1	8,645,693	0.10%	0.00%
本國法人	43	6,773,885,377	78.28%	2.03%
外國法人	0	0	0.00%	0.00%
政府機關所屬基金	0	0	0.00%	0.00%
企業職工退休基金	2	29,494,576	0.34%	0.01%
合計	157	8,653,602,193	100.00%	2.60%

\*資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，<http://www.sitca.org.tw/>



表七：兼營投資顧問全權委託投資業務統計表

單位：新台幣

委託人類別	契約數量	有效契約金額	各項百分比	佔全體代操百分比
本國自然人	10	177,092,261	34.86%	0.05%
外國自然人	0	0	0.00%	0.00%
本國法人	5	305,938,132	60.22%	0.09%
外國法人	0	0	0.00%	0.00%
政府機關所屬基金	0	0	0.00%	0.00%
企業職工退休基金	1	25,000,000	4.92%	0.01%
合計	16	508,030,393	100.00%	0.15%

\*資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，<http://www.sitca.org.tw/>

由表四可以得知投信投顧業者代操的委任人就委任金額來看，主要以外國法人、政府機關所屬基金和本國法人為主，約佔 97%，其中四大基金——退撫基金、郵儲金、勞保基金和勞退基金為主要的資金來源，值得注意的是，以往代操金額多以政府機關所屬基金佔最大比例，但 92 年 12 月底的資料顯示外國法人委託代操的金額驟然上升至第一名，比率高達 47.93%，而本國自然人則只佔 2.57%，但散戶佔本國股票市場交易者的比例高達 80%，未來若券商開放代操，因為其據點分布廣，營業員夠多，且和客戶有直接的接觸，可利用廣大的通路優勢，針對這部分的客層拓展其代操業務。

## 二、銀行信託部之集合管理帳戶

隨著信託業法通過，國內信託業務法令規章日益完備，信託業可接受金錢信託，依信託契約約定，委託人同意其信託資金與其他委託人的信託資金集合管理運用，由信託業就相同營運範圍或方法的信託

資金，設置集合管理運用帳戶，集合管理運用。透過信託資金集合帳戶，為投資績效把脈，只是第一階段，最重要的是希望藉由帳戶產品，為客戶做好資產配置的工作，在銀行推出的集合帳戶產品線齊全後，提供客戶更多、更好的選擇。

集合管理運用帳戶是將不同委託人的資金集合在一起，依照其所希望的投資標的，分別由擅長債券、股票、不動產的信託專業人員操作，並將節省下的人事、管理、操作成本，回饋給委託人。資金集合管理運用帳戶與投信業募集的共同基金乍看之下類似，最大差異在於前者的募集對象為簽訂信託契約的客戶，投資標的也較廣；開辦集合管理運用帳戶須具備三項要件，包括「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」、了解信託業應負之權利與義務及信託業申請兼營投顧執照等，此項信託商品除適合一般投資人外，也適合大企業進行財務操作。

根據中華民國信託業商業同業公會指出國內於民國 92 年 10 月 31 日止已有 13 家銀行經金融局同意設置集合管理運用帳戶，共計 32 個帳戶（如附錄一），業者分別設立貨幣市場、債券型基金、國內外股票組合基金等不同的集合管理運用帳戶，每種帳戶適用不同理財需求及屬性的投資人，其帳戶的投資內容，涉及投資股票、債券等固定收益商品。在新興信託商品中，資金集合管理運用帳戶是另一塊被看好的

商機！

### 三、期貨經理事業

在產業景氣循環越變越快、投資風險越來越高的情況下，投資人對於衍生性金融商品的避險要求更高。國內目前已開放期貨經理事業（期貨代客操作），期貨商品複雜度與槓桿倍數都很高，加上期貨商品到期即需結算，一般投資人如果無法隨時注意盤勢，並做出停損或停利的決定，瞬間的損益波動度可能很大，因此投資人對專業期貨代操的需求愈增。期貨代操屬於資產管理業務的一環，不過更具有靈活特性，在空頭與多頭都有獲利機會，即使在盤整時也可做策略操作。如果期貨經理事業是由金融集團/期貨經紀商轉投資之事業，在從事期貨代操的同時，也可使母公司的經紀業務賺到下單的手續費收入，尤其在手續費競爭激烈、利潤微薄的時代，可以為殺價競爭的經營型態另闢蹊徑。

目前期貨經理事業暫不開放他業兼營，組織型態應為股份有限公司，實收資本額亦不得少於新臺幣二億元。對代操人員的資格要求有相當的標準，舉凡從事招攬、研究分析、交易執行或內部稽核人員都必須具備期貨商業務員資格外，也要有兩年以上的期貨相關從業經驗〈從事交易決定者，更需三年以上經驗〉，或必須取得期貨交易分析人員資格。截至 2003 年 8 月已有期貨業者申請代操，預期未來二至三

年內，國內期貨代操市場規模將達二百億至三百億之間，未來期貨商將可同時承作經紀、自營、投顧以及代操等業務，以全方位期貨服務方式，爭取客戶青睞。由於期貨代操業者需經申請才能取得代操資格，但市場上其實已有未取得資格的業者替客戶執行代操，但期貨是高槓桿、高風險的投資，代操業者若稍有不甚，即可能使投資者的資金血本無歸，自然也容易造成兩者間的糾紛，因此期貨代操合法化不啻為投資人多加一層保護，讓整個期貨市場更加健全。

#### 四、非合法代客操作業務盛行

以目前證券商營業的情況來看，其實已有從事代客操作之實，例如丙種業務以及期貨代客操作。而有些投資人甚至將自己的圖章和買賣證券的存摺交給營業員管理，允許營業員私自為其買賣有價證券。

證券市場上合法的證券商分為證券自營商及證券經紀商，經紀商稱為甲種經紀人，自營商稱為乙種經紀人，除此之外，還有一種私下的墊股、墊款營業，從中賺取利息，市場稱為「丙種」經紀。其做法是客戶與丙種簽訂契約，並簽立本票給丙種，客戶的交割存摺、印章均交由丙種保管，此種方式多涉及券商替客戶從事代客操作，雖然目前仍是違法，但還是半公開性的存在於證券市場，「丙種」乃高額度、高利率的擴張信用，投資人承受相當大的風險，一旦雙方發生糾紛時，投資人往往投訴無門，甚至遭斷頭而傾家蕩產。此外，目前市場上有

些投資人會將自己的圖章和買賣證券的存摺交給營業員管理，允許營業員私自為其買賣有價證券，甚至借用人頭戶的方式非法代操，如有獲利，當然投資人和營業員兩者皆大歡喜，但若發生虧損時，問題就會浮現出來，例如去年年底中國大陸爆發的南方證券挪用客戶保證金高達 19 億元（人民幣），諸如此類的非法代操弊端不斷上演。甚至有可能營業員會為了增加自己的手續費（commission）收入，而利用客戶的資金在股市殺進殺出，提高週轉率（turnover ratio）以圖私利，或是在公司內部沒有良好的防火牆機制下，營業員和自營、承銷部門掛勾，由自營、承銷部倒貨，而營業員用客戶的資金承接之現象，嚴重損害客戶的權益。一旦發生糾紛，由於雙方目前都沒有法律上的保護，誰是誰非就難以論斷。

由非法代操之盛行，可知證券市場上實際的營業活動和目前的法律規範似乎有脫節的現象，造成這些檯面下的活動無法受到法令的監督和保護；另一方面，非法代操之盛行亦突顯出投資人有此需要，而業者在符合代操相關的資格下，具備好應有的條件以及嚴格的內控制度後也可提供投資人該項服務，因此在供需皆備的情況下，券商代操之開放似乎只待主管機關順水推舟了。

## 五、預期未來代客操作的資金成長趨勢

代客操作是專業分工的一種類型，以行之有年的美、英、日等國

佐證，其代客操作多是共同基金的三、四倍，代客操作的客戶以及資金來源通常包括一般散戶的資金，政府法人基金(如公務人員退休撫恤基金、勞退、勞保基金、郵匯儲金等)、學校或財團法人之基金會、公司等法人機構，若開放券商加入代操的市場，可增加通路的靈活性，使客戶來源更廣，而客戶的選擇性也更為多樣。

由 2002 年共同基金市場規模資料，以及採用美、英、日等國資料佐證，國內代客操作規模大約為 6.54 兆至 8.72 兆新台幣，與 2003 年 12 月底之契約規模 3,329 多億元相比有相當大的成長空間。

表八：2002 年底國內共同基金市場概況

2002 年底國內共同基金市場概況						
類型	基金規模 (百萬元)	成長率	市佔率	基金數量	受益人數	定時定額扣款 總人數
封閉式股票型(投資國內)	6,901	-57.69%	0.32%	3	41,206	0
開放式股票型(投資國內)	209,654	-7.35%	9.61%	178	1,258,089	260,025
股票型(國外募集投資國內)	13,184	-36.76%	0.60%	8	8	0
國際股票型	66,983	15.86%	3.07%	49	425,531	89,371
債券股票平衡型	34,107	12.50%	1.56%	36	99,048	17,309
債券型(投資國內)	1,847,030	29.65%	84.68%	86	141,873	4,975
債券型(投資國外)	3,305	141.75%	0.15%	2	1,137	219
總計	2,181,164	22.70%	100.00%	362	1,966,892	371,899

資料來源：投信投顧公會

由於國內代客操作市場以政府法人基金為最大需求者，佔有六成以上的水準，所以可以根據四大政府基金還可供委外操作餘額預測未來代客操作資金成長狀況，由表九可知，2002 年底還有約 4991 億元

可對外委託操作，這是個相當誘人的機會。

表九：2002 年底政府基金委外操作概況

2002 年底政府基金委外操作概況					
基金別	基金規模 (十億元)	可供委外操作 比例(%)	可供委外操作金 額(十億元)	2002 年底實際委外 操作金額(十億元)	可供委外操作餘額 (十億元)
勞保基金	494.9	30	148.2	27.5	120.7
退撫基金	184.6	20	36.9	30	6.9
勞退基金	261.8	30	78.5	12	66.5
郵政基金	34,496.0	1	345.0	40	305.0
註：退撫基金規劃 2003 年委外代操比例將提升至 25%~35%，故可供代操餘額將提升至 173.8 億元至 363.3 億元之間。					

資料來源：郵政總局，勞保局，退撫會，退休勞工委員會

## 六、我國券商綜合看法

本研究小組總共拜訪十三家券商與五家投信投顧公司，表列如下：

表十：進行訪談之券商及投信投顧公司

國外券商		美商花旗環球證券(股)台北分公司	美商美林證券(股)台北分公司
		保德信證券	美商摩根富林明證券
國內 券 商	非 金 控 體 系	金鼎證券	寶來證券
		統一證券	群益證券
	金 控 體 系	建華證券	倍利國際證券
		日盛證券	復華綜合證券
		大華證券	
投 信 投 顧	投 信	統一投信	荷銀證券投資信託
		建華投顧	元富投顧
	投 顧	元大京華投顧	

有關訪談的議題列舉如下：

- ◆ 對開放券商代操之看法
- ◆ 組織調整與市場區隔
- ◆ 開放後人員及制度（防火牆、研究部門）的調整及定位
- ◆ 希望法令制度的開放及改善
- ◆ 券商相較於投信投顧之優勢
- ◆ 開放券商代操應注意之事項
- ◆ 外資券商競爭力



◆ 本土券商競爭力

◆ 營業員挾客戶以自重之議題

本研究團隊針對以上議題，整合十八家業者之意見如下，但以下所述僅代表受訪者個人觀點，與券商未來發展方向未必相符。

(一) 對開放券商代操之看法

在本研究團隊所訪談到的券商中，因為其所處組織型態之不同，我們發現對於開放券商代操之議題也有不同的看法，以下將所訪談的券商看法分為積極參與贊成開放及影響不大兩種看法進行討論：

1、積極參與、贊成開放

未來證券市場的走勢會朝向投資銀行和財富管理兩大塊市場，其中代操可以說是財富管理的核心事業。因此倍利國際證券認為券商未來的趨勢是以建立完全金融商品通路為目標，交叉銷售（cross-selling）、一次購足（one-stop shopping）是未來潮流，因此贊成開放券商代操，以助於券商與投信投顧業務及資源之整合。

對於券商本身的利益來說，美商花旗環球、建華證券、金鼎綜合證券皆認為開放券商代操可使其收入來源增多，甚至將券商與投信投顧整合在一起，資源分享，可使人員調配更精簡，提高資本效率。

在對投資人的利益方面，美商花旗環球則認為不同的型態的公司，有不同的考量。贊成券商能參與代操的市場會使不同型態的公司

或集團多一種因應不同的需求及考量，而多出來的一種業務型態。提供金控或非金控券商多一種業務選擇的空間。每一個公司能有法規的彈性，選擇能極大化自己優勢的業務模式。寶來證券及金鼎綜合證券也認為由於一般散戶收集資訊能力不足，提供代操可以協助散戶提高收益。

而針對整個代操市場來說，寶來證券、群益證券、甚至是元富投顧皆樂觀地表示開放券商的加入可以提升代操市場的良性競爭，若券商往金額較小的客戶發展，也能避免與投信投顧之客源重疊，並以擴大代操市場。寶來證券及金鼎綜合證券也提出開放券商代操可改變台灣股市的資金來源結構，以朝向法人為主，降低散戶所佔的比例，進一步健全股票市場。

目前私下代操盛行，因此建華證券及群益證券認為將檯面下的代操業務合法化，可方便公司進行管理，並降低營業員私下代操運作的傷害。

## 2、開放與否影響不大

在外商部分，美商美林證券及摩根富林明證券認為由於台灣代操市場小、利潤少、防火牆成本又高，因此讓券商代操，成本可能高過所獲得的利益，在國內的日盛證券也有相同看法，認為代操金額限制下降，利益可能不敷成本；而外商原本組織即有資產管理部門負責代

操業務，因此認為不須由券商執行。

在金控體系中的機構，例如復華證券及建華投顧，由於本身內部已建置防火牆，並且小額市場有銀行信託部負責管理，大額者則有投信投顧負責，因此對於開放券商代操的態度並不積極。

投信部分，例如統一投信及荷銀投信，則認為只要公司資本夠、資源夠、人員夠好、制度夠好，都可進來做這一塊，但須定義好其想要的代操領域為那一塊，才能去思考券商是否有能力、資源、防火牆去執行代操。但還是認為券商以轉投資投信來從事代操即可，並不需要由券商本身去投入代操，增加許多不必要的成本。

綜合各券商及投信投顧之看法，開放券商從事代操有以下優點：

- (1) 增加券商收入來源，並穩定客源
- (2) 顧客有較多的選擇
- (3) 使散戶獲利較為穩定
- (4) 化暗為明，除了滿足市場需求外且較易監控
- (5) 整合券商與投顧之業務，提高資本效率
- (6) 改變台灣股市的資金來源結構，集中游資
- (7) 擴大代操市場

而部分外商由於認為台灣代操市場不夠大，且利潤小，防火牆成本高，因此從事代操意願不大。加入金控之券商則認為其原本已掌握

所有市場，並達資源整合，因此券商的角色僅為通路，仍交由投信投顧或是銀行信託部從事代操。

基本上大家一致認為業務開放是好事，無論贊成開放抑或是認為無影響的券商，其關切的皆是一開始就要有一套很完善的制度，主管機關要盡其監督之責，業者也要有一套良好的制度自我規範，才不致造成由於開放業務而形成更嚴重的管理問題。

## **(二) 組織調整及市場區隔**

由以上的歸納我們了解基本上大家一致認為業務開放是好事，於此則要了解開放券商代操後，根據各券商所處於體系之不同，其組織將如何調整。我們將其意見分為三部分加以討論：

### **1、券商負責散戶客戶**

開放券商代操後，將讓券商負責散戶客戶者有復華證券、金鼎綜合證券、群益證券、大華證券、及寶來證券等，其認為券商對於大資金管理經驗較不足，並且本身就服務小客戶為主，因此可集中於資訊較少、得到服務較少的中產階級之散戶市場區隔，如此也能避免集團中客源重疊之情形發生。

### **2、整合券商及投信投顧，以券商為通路**

提出此看法的券商有元大京華證券、日盛證券、倍利國際證券、建華證券、統一證券等，其認為代操仍需要一專業部門及人員負責，

因此將券商與投顧整合在一起，整合金控或集團之內部資源，而券商僅為一個通路的角色。

### 3、不由券商執行代操

此看法為相對於第一點之相反意見，其認為散戶市場對券商來說不符經濟效益，並且持此看法的外商，因為其本身的目標市場即不在於散戶市場，因此也不由其券商執行代操。統一投信也認為券商以轉投資投信來涉入代操即可。其原因有：可減少防火牆問題、小額客戶不適合代操市場、由券商執行代操將產生與營業員之利益衝突及管理不易等問題。

綜合訪談券商及投顧之看法，本研究團隊歸納出以下結論：綜合券商未為金控體系者，大部分認為開放券商代操後，即由券商負責散戶客戶之部分。而為金控體系之券商則傾向整合金控內部資源，券商為通路的角色，代操部門之設置依其組織而定。在外商部分，花旗環球因有外國有價證券業務外，對於本國證券由於其主要目標市場不為散戶客戶，因此不會針對此一市場由券商負責代操。有些投信投顧則認為散戶市場對券商來說不符經濟效益，因此由原本之投信投顧執行代操即可。

#### (三) 人員的調整及定位

開放券商代操後，執行代操之人員應符合什麼資格，應接受如何

的訓練，並且可否由營業員執行代操，以下分為三部份做探討：

## 1、外商證券商及國內投顧業者代操人員之資格及訓練

一般來說，美系券商在規範代操人員資格的限定上多有相似之處，以下就外商及國內投顧業者對於代操營業員之資格及訓練作介紹：

(1) 美商花旗環球—以下為其對於 Limited Discretionary、GPM (Guided Portfolio Management) 及 PM (Portfolio Management) 之代操營業員資格及限制：

### ◆ Limited Discretionary 代操營業員

- a. 在公司服務及註冊兩年以上
- b. 沒有不良紀錄
- c. 經由兩名分公司主管及區主管以上的核准

### ◆ GPM (Guided Portfolio Management) 代操營業員

- a. 投資限制：須符合內部規定各種模式之投資限制及分散風險之規定

b. 操作品質達一定標準

c. 通過資格鑑定之測試

d. 須接受訓練課程並通過內部測驗後方可晉升為正式代操營業員

### ◆ PM (Portfolio Management) 代操營業員

- a. 須在紐約證券交易所 (NYSE) 註冊超過 5 年以上
- b. 良好的 GPM 操作紀錄
- c. 曾經管理過的資金規模須達一定額度
- e. 獲得高階主管的同意

(2) 美商美林證券--其對於代操人員的限制有以下規定：

- a. 下單限制
- b. 投資限制
- c. 分散風險的限制，例如至少要分散在 5 個不同的產業 (sectors)
- d. 取得財務顧問 (Financial Advisor, FA) 相關證照 (即營業員執照，Series 7)
- e. 資產管理經驗
- f. 人員要有主管 (manager) 的推薦

(3) 保德信證券

- a. 基本執照與十年經驗之外，公司會設置比法規還要嚴格的規定去挑選合適的經理人
- b. 規定一個月至少跟委託人查核 (review) 一次，以減少糾紛

(4) 元富投顧

須經過三個月的模擬實習

**2、將營業員視為通路，不贊成由營業員代操**

在此看法中，有幾家券商認為一般營業員在代操業務上僅限於通路階層，如果讓營業員兼營代操人員，一來營業員事情太多，容易分心，二來營業員的素質有待商榷，並且券商據點分散太廣管理不易，因此普遍認為營業員沒有足夠心力及專業知識去執行代操，因此不贊成由營業員代操，而應由專業人員負責。

### 3、營業員分級代操

相對於以上的看法，花旗環球、寶來證券及統一證券則認為可藉由企業內部訓練，輔導其考取專業證照，再由眾多營業員中遴選菁英以執行代操。

券商中有某些主管認為營業員有以下原因，因此不適合執行代操

- (1) 素質很難掌控，代操是非常專業的東西，需由專業人士服務
- (2) 時間、能力有限
- (3) 營業員操守問題
- (4) 營業據點廣大有管理問題
- (5) 與營業員本身有利益衝突

但也有少部分的券商認為營業員可經由訓練及輔導後，利用分級制度，優秀的營業員也能執行代操業務。在國外，也有經由符合資格之營業員執行代操的形式，因此也許未來開放券商代操的同時，可參考國外訓練、任用營業員代操的制度，讓有能力的營業員也可有機會執



行代操業務。

#### （四）制度的調整及定位--防火牆

防火牆在開放代操業務中可說是對券商的營運相當重要的部分，因此以下將探討外商及本土券商、投信投顧在防火牆方面的做法及看法。

##### 1、外商之做法

美商美林證券非常強調獨立的法定個體（legal entity）之觀念，其認為獨立的法定個體（legal entity）是最簡單的管理，很多公司表面上有獨立的法定個體（legal entity），會確實執行的公司卻不多，公司防火牆的系統是一定會有的，只是其執行是否徹底，則成為公司內控的主要課題了。

而摩根富林明證券則提出幾個防火牆設立的要點，其認為防火牆須由三方面加以進行，第一個即為「意見防火牆」，其強調資本市場中道德操守很重要，最基本意見的防火牆要先做好，才有能力作管理及交易的防火牆；而第二個「交易防火牆」則建議交易手續費以年費（wrap fee）的方式給予營業員，可降低營業員的炒作意願；最後一個為「管理 IT 防火牆」，因為代操金額相當大，所以要非常注重中間的內控，也要讓客戶信任，其認為每個職務（function）都需要兩個以上的人來堅守，且資訊會依層級不同而有使用限制。

美商花旗環球則提出除了手續費以 wrap fee（管理費及手續費以年費計收）來防堵「交易炒作」(Churning)外，研究部門（research department）僅供經紀客戶使用，在報告還未提出之前，業者公司內部沒有人知道，且公佈之後 24 小時之內其內部人員不能下自己部位單，即使要下單也要排在客戶之後，避免產生內線交易。而且由於美系券商的 market making 或 proprietary trading 與台灣的自營操作有所不同。並不會有自營部與經紀代操業務的衝突，因此研究部門的意見僅供客戶使用。對於台灣開放券商代操之議題，則認為無論是否開放代操，防火牆的建置應可對現在已存在的現況加以改善。

## 2、本土券商及投顧之看法

在研究方面之防火牆，復華證券及元大京華投顧提出由於研究結果為集團內各單位共用的，但因為使用對象之不同，並且其中將存在著利益衝突，因此在操作部分須有防火牆之機制。

統一證券、大華證券、及元富投顧則強調內部控管的問題，統一證券認為內部控管問題為第一要務，如何防範及處理客戶糾紛，為此業務成敗關鍵；大華證券則認為最重要的是「信用（Trust）」！全世界的防火牆比不上信用，只要出了一件事，就會失去所有客戶，而防火牆還是要建立，就算沒有代操，承銷和自營本來就和研究部有防火牆；元富投顧則認為因為代操是客戶的錢，所以一定會更嚴謹，其做法為

交易員 (trader) 選股需要提出非常嚴謹的報告，以避免其中產生利益衝突。而群益證券之做法為部門間要有明確的部門劃分與行為規範，並執行利潤中心制，以達到客戶最適滿足，讓各個部門間存在良性競爭。

綜合以上看法：無論是外商亦或是國內券商及投顧，皆了解防火牆之重要性，也有共識於其自營、承銷、及代操人員與營業員間皆須設置防火牆，但重點是公司本身要能確實遵守防火牆的規範，才能有其效果。

外商對於防火牆的建置較有一套系統性的規範，因為其非常注重公司的名譽 (Reputation)，因此較為嚴謹，本土券商可參考外商之做法，如此可降低許多糾紛的出現，並使代操業務更為健全且蓬勃發展。

#### (五) 制度的調整及定位--研究部門

一家公司研究部門的位置，也關係到其防火牆之建置，因此以下將歸納訪談券商之綜合看法，開放券商代操後，其研究部門將依其個別的組織特性置於公司的哪一個部分：

許多券商將調整其組織，研究部門集中至券商底下，例如強調獨立的法定個體 (legal entity) 之美商美林證券，其認為開放券商代操後，投顧的研究可併到券商，因為資產管理業務一般被認為是買方 (buy side)，但其研究部門出售資訊卻是賣方 (sell side)，一家公司不可能

有兩種不同的意見，會產生衝突，因此將利用獨立的法定個體（legal entity）的概念，將研究部門併到券商底下。群益證券也有類似的看法，其將設立一個專業代操部門，並提供券商端的賣方（sell side）研究，對於買方（buy side）則是會再配給研究員，或是授權經理人可以從部門外拿取其他公司的良好研究報告，以增加代操部門的經營競爭力。摩根富林明證券及美商花旗環球也將進一步整合投顧及券商之研究，但強調任何交易和研究部門個人利益不能有任何的連結。

而為金控體系之復華證券，是將原本投信投顧的研究員都集中在券商裡，而由目前近 30 位研究員一起共享研究的成果。具有優異研究品質的寶來證券則將研究部門獨立為一公司，其原因為，可使研究品質提高，因為獨立後自負盈虧，集團變成購買者，所以有權力要求獨立出去的研究部門更好的研究品質；另外一項優勢為，可便於防火牆之設立，開放代操業務後，若代操經理人需要資訊便需要跟寶來總經研究所（獨立後的研究團隊）拿取資料，這樣就可以與集團中的自營部門劃分出明確界線。

在投顧方面，元大京華投顧則強調元大的研究是各單位互通的，因此其研究部門是屬於整個證券體系之研究；而元富投顧在集團中則定位為研究資訊的提供者。

綜合各家之看法，許多券商認為將研究部門整合集中至券商，但

不將研究部門設置為一獨立的公司，其原因為

- 1、研究部門獨立後沒有資金來源就沒有好的研究品質
- 2、台灣人不覺得資訊有價
- 3、有營業稅與額外管理費用的問題

但無論其研究單位設置在組織中的哪個部分，重要的是其中防火牆的建置，應避免有買方（Buy Side）及賣方（Sell Side）間的利益衝突。

#### （六）希望法令制度的開放及改善

在此議題當中，我們將其分為現行制度之改善、主管機關及公會之定位、以及教育投資人及公司自身觀念導正之問題三部份探討：

##### 1、現行制度

在現行制度改善建議方面，美商花旗環球、建華證券、倍利國際證券皆認為應開放或是降低券商兼營投顧之限制與成本，以避免資源重複投資，提高資本效率性。

也有許多券商希望放寬代操可投資的標的限制，例如美商美林證券、統一證券、群益證券，如此可吸引到更多投資人，也可在股市下跌時從事避險、減少損失，提高投資績效。

另外就是代操佣金計算方式的開放，例如保德信證券、摩根富林明證券、美商花旗環球、復華證券、日盛證券等，皆希望可讓業者自行設計費用之計算方式，或是以固定費率的方式，因為往往法令的過

多限制，反而造成業者賺不到錢而游走法律邊緣，或是與客戶私下訂定費用的現象產生，因此若開放券商自行訂定費率，可提高效率較好的券商競爭力。

美商花旗環球提出券商若能有貨幣型基金（money market fund）則可以知道該顧客的現金部位，能掌握顧客的資金及投資部位，則可提供更好的投資服務，降低代理成本。讓顧客安心的將資金透過券商投資，使券商的獲利可較為穩定，形成顧客與券商雙贏的局面。美商美林證券也希望可解除規定保管機構選擇限制。

## 2、主管機關及公會之定位

在主管機關方面，許多券商皆表示若決定要開放，主管機關一定要在一開始就有一套很完善的制度及配套措施，並且要建立一個廣泛、可以一體適用的準則。另外須由主管機關宣導誠信原則，使法律施行達到一定的效果。而統一投信及荷銀投信則希望就算開放券商代操，也要使投信投顧與券商在同一個遊戲規則底下，並且要有一致、公平的標準及全面的規範。

在公會方面，美商花旗環球及寶來證券希望加強公會自律力量，以規範其成員，目前是理財的時代，投資人會選擇有信用的交易商，業者也必須自律，提供糾紛仲裁的方式。

## 3、教育

在教育投資人方面，復華證券及金鼎綜合證券皆認為，須教育投資人資訊是有價的，不要只尋求低手續費，並建立投資人資產專業化管理的概念。

在公司自身觀念方面，保德信證券認為代操公司應建立信譽、並主動負起責任。倍利國際證券則認為需要向國外券商學習組織上的調整、及建立防火牆制度等。受訪投信投顧公司則相當強調開放後，券商須有相當良好之營業規範（Business Conduct），做好自我規範，避免利益衝突之情況產生。

#### **（七）券商相較於投信投顧之優勢**

統一證券及寶來證券認為券商與客戶互動頻率高、營業據點多，並且有廣闊金融商品諮詢，研究資源不虞匱乏，再加上直接經營經紀業務，手續費具價格優勢，是券商進入代操市場之優勢。而大華證券則提出券商剛好符合客戶追求絕對報酬特性，更可滿足客戶之需求。

普遍認為券商因為與散戶有較為頻繁的接觸，且營業據點多，較易獲取代操市場中散戶這部分的市場。

#### **（八）本土券商與外資券商之競爭力**

台灣的金融發展逐漸與國際同步成長，而面對開放證券商承作代客操作業務也自然不能獨厚國內券商，一定會對外資券商開放，但由於國外代客操作業務已經行之有年，論經驗與制度似乎外資券商都具

競爭優勢。因此，在台灣開放券商代客操作時，國內券商與外資券商之間的競爭力各為何呢？

在外資券商競爭力方面，美商美林證券、保德信證券、美商花旗環球、及許多國內券商及投顧認為，大型外資券商最主要注重在國際間大型的客戶，因此其對股票市場研究也偏向大型權值股，因為這些大型股票國際聲譽佳、可以容納龐大資金進出、流動性高等特性，所以較符合外商的偏愛。

但在本土券商競爭力方面，因為台灣上市公司就有 6 佰多家，因此本土券商研究還有很大的發揮空間，加上擁有在地優勢可以快速反應投資人不同的需求，因此較外資券商有更多的彈性空間存在。

#### **(九) 營業員挾客戶以自重**

在證券業中，第一線營業員為接觸客戶最前線，因此與客戶培養出彼此之間的信任感，而這也造就了有營業員更換服務公司時會產生將其客戶一併帶走的現象，使得原服務券商流失客戶。於此時，開放券商承作代客操作業務，不管是以營業員為操盤人或是通路一樣都會遇到這個問題，還有是否開放代操會加遽這樣的現象產生，以下為訪談日盛證券、金鼎綜合證券、群益證券、大華證券、元富投顧、及建華投顧之綜合看法：

由於代客操作業務是一門專業的技術，需要由堅強的研究團隊在



背後支持，也需要公司提供全方位的服務，包含風險控管嚴謹、商品種類齊全、信譽保證等等，所以在代客操作業務上比較不會發生經紀業務上的挾客以自重的問題產生，因為代操客戶在此不再是只追求單純的交易手續費低廉而已，而是要求報酬績效、財務管理諮詢服務。

在訪談完以上 18 家券商及投信投顧後，本研究團隊發現受訪者大致上皆認同開放券商從事代客操作業務是好事且樂觀其成，但若要開放券商從事代操，希望主管機關在立法上能更有彈性、適用性更廣，例如：對券商從事代操資本額的規範，客戶代操金額的限制以及手續費的收取等各方面，可以交由券商和市場決定的事項，就不須給予太多的限制，否則業者實行起來可能會顯得綁手綁腳的，反而辜負主管機關開放此業務之美意。

此外，業者最為關切的是是否有一套完善、健全、公平的制度與規範，且防火牆與營業規範（Business Conduct）更是所有從事代操之業者所應具備的，只有在主管機關及業者皆做好準備的情況下，開放券商從事代操業務才會成為一樁美意，否則將產生更為嚴重的管理問題，因此需要大家一同努力，以使代操業務更加蓬勃發展。

至於詳細訪談記錄請參考（附錄二）和（附錄三），其中（附錄二）我們將訪談多家券商及投信投顧公司之後所得到的意見作彙整，而（附錄三）則是訪談記錄稿。

## 肆、我國證券商目前發展的困境，以及因應之道

### 一、目前法規對券商經營的限制

「證券交易法」第一五九條禁止券商從事全權委託「證券經紀商不得接受對有價證券買賣代為決定種類、數量、價格或買入、賣出之全權委託」，「證券商管理規則」第三十七條第二「約定或提供特定利益或負擔損失，以勸誘客戶買賣」、第五「接受客戶對買賣有價證券之種類、數量、價格及買進或賣出之全權委託」、第十五「利用客戶名義或帳戶申購、買賣有價證券」和第十八項「代客戶保管有價證券、款項、印鑑或存摺」，以及「證券商負責人與業務人員管理規則」第十八條第三「受理客戶對買賣有價證券之種類、數量、價格及買進或賣出之全權委託」、第四「對客戶作贏利之保證或分享利益之證券買賣」和第十一項「挪用或代客戶保管有價證券、款項、印鑑或存摺」皆明文規定禁止證券商從事全權委託之業務，或為相關之行為。

此外，我國證券法規的立法係採正面表列的方式，對證券商而言，欲從事的業務必須逐項取得主管機關的核准，至於投資銀行業務最為發達的美國則採用負面表列，只要主管機關沒有限制不得承作，其他的業務都得以發展，或僅需呈報給主管機關即可。

表十一：我國綜合證券商業務與投資銀行業務之綜合比較

	我國綜合證券商	國外投資銀行
可從事商品項目	<ul style="list-style-type: none"> <li>一、 股票</li> <li>二、 債券</li> <li>三、 基金</li> <li>四、 期貨</li> <li>五、 選擇權</li> <li>六、 股票權利證書、受益憑證</li> <li>七、 認購權證</li> <li>八、 衍生性金融商品</li> <li>九、 其他經財政部核定者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一、 股票</li> <li>二、 債券</li> <li>三、 基金</li> <li>四、 期貨與選擇權</li> <li>五、 票據</li> <li>六、 外匯</li> <li>七、 保險</li> <li>八、 黃金(日)、石油、天然氣(美)</li> <li>認購權證</li> <li>九、 各種證券化商品、憑證以及權利證書</li> </ul>
對資金使用者的服務	<ul style="list-style-type: none"> <li>一、 股票債券等有價證券之承銷</li> <li>二、 有價證券服務項目之代理</li> <li>三、 購併事務相關業務</li> <li>四、 國際承銷業務</li> <li>五、 創業投資</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一、 公開承銷債券和權益證券</li> <li>二、 私募</li> <li>三、 購併和收買</li> <li>四、 商人銀行(merchant bank)</li> <li>五、 專業融資</li> <li>六、 財務諮詢和公正意見</li> <li>七、 國際投資銀行業務</li> <li>八、 創業投資</li> <li>九、 資產貨幣化和證券化</li> <li>十、 風險管理</li> <li>十一、 其他(公營事業民營化)</li> </ul>
對資金供給者的服務	<ul style="list-style-type: none"> <li>一、 在集中交易市場買賣有價證券</li> <li>二、 在營業處所買賣有價證券</li> <li>三、 有價證券買賣融資融券</li> <li>四、 海外有價證券受託買賣</li> <li>五、 投顧、投信、票券與期貨(轉投資)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一、 公開買賣債券和權益證券</li> <li>二、 專案融資</li> <li>三、 財務諮詢和公正意見</li> <li>四、 投資研究和證券化</li> <li>五、 國際投資銀行業務</li> <li>六、 投資經理</li> <li>七、 資產貨幣化和證券化</li> <li>八、 風險管理</li> <li>九、 其他(保險、房地產融資等)</li> </ul>

資料來源：張立秋(1997)，「我國證券商投資銀行業務之發展規劃」，投資銀行管理政策及法規研討會。

在金融控股公司法通過之後，面對銀行跨業經營證券業能享有更

多的優勢，政府相關單位必須規畫對證券業鬆綁，以促進其發展空間。

金融控股公司法成立之後，台灣金融市場環境面臨了巨大的轉變。由於金融控股公司的成立，得以讓旗下的子公司進行商品之交叉銷售，始得整個金控公司的成本下降，競爭力相對提高。然而這對於那些尚未成立金控公司或尚未加入金控公司的證券商而言，其生存空間無疑是倍感威脅，影響其在市場上的競爭力。而且金控公司可以從事的業務較多元化，每個領域都可著重發展，相較之下，未加入金控的綜合券商或專業經紀商在業務的發展上就顯得較為侷促，是否應該建構一個平等的利基讓業者們自由競爭，是值得深思的課題。目前政府積極推動國內的券商朝投資銀行的方向發展，而資產管理為國外投資銀行頗為重視的業務，將來若要讓本國券商有機會站上國際的舞台，開放代操是勢在必行的。

主管單位可以站在這樣的角度思考：在事前審慎的規範並訂定相關的業務規則，之後即以樂觀的角度看待市場的運作，讓市場去決定優勝劣敗，而不是一味的禁止已經存在、且有必要的活動。若將來開放券商從事代操，券商可衡量自身的情形，決定是否介入代操市場，以及所能提供服務的核心客群，為其獲利來源另闢一新管道。

## 二、拓展可從事業務，使收入來源多元化

對證券商而言，欲從事的業務必須逐項取得主管機關的核准，至

於投資銀行業務最為發達的美國則採用負面表列，只要主管機關沒有限制不得承作，其他的業務都得以發展，或僅需呈報給主管機關即可。立法方式的差異固然使得我國證券相關事業主管機關在管理控制上較易掌握，但卻也讓證券商在擴大業務範圍與投資銀行化的過程中處處受限或緩不濟急。

表十二：我國綜合證券商營收來源

產品類型	百分比(%)
證券經紀-買賣服務	48.73
證券經紀-融資服務	19.79
證券經紀-其他服務	2.42
證券自營	12.52
證券承銷服務	6.82
其他營業收入	9.72

資料來源：台經院產經資料庫，2001年。

我國證券商過去一直以經紀業務為主要的獲利來源，經紀部門之收入占證券商業的營收來源高達 70.94%，若針對其業務內容再加以細分，經紀部門中之手續費收入佔營業收入之 48.73% 為最大，其次為自辦融資業務的利息收入，所佔比重為 19.79%。因此在景氣陷入低潮，成交量大幅萎縮時，證券商獲利即快速下降，並且經紀業務過度殺價競爭，造成券商經營連合理的利潤都沒有，再者因為目前證商家數仍多，所以市場競爭相當激烈，近年來證券業者極力推動網路下單後，證券商因為價格競爭更造成無利可圖。

而現行的承銷制度，讓券商永遠處在不是大賺就是大賠的狀態，並且在我國加入 WTO 之後，證券業面臨外國投資銀行挾其雄厚的資本、豐富的專業知識、以及長期累積下來的技術與經驗之嚴重威脅，因此在面對全球金融國際化趨勢的壓力下，積極拓展券商可從事之業務，使其可與外商具有同等的競爭基礎已成為必然的趨勢。

在主管機關及券商共同的推動催生下，已相繼開放台股指數選擇權、轉換公司債資產交換、金融資產證券化與利率衍生性商品等。配合利率衍生性商品業務的經營，將可提供證券商的客戶較完整的產品線，使收入來源更多元化，利用不同的選擇權商品將利率成本或投資收益鎖定，降低利率波動的風險，增加其在財務規劃上的彈性。

令人心喜的是，財政部於去年底宣布多項開放措施，允許證券商承作連結海外金融商品的結構型商品，以推動券商轉型投資銀行，並鼓勵企業以新股上市，縮短承銷期間，與國際接軌。此外，財政部對證券商的業務也正擬改採負面表列管理，將依證券商信用評等，給予不同權證發行數目或商品承作額度，取代現行單一限額管理方式。認購（售）權證及證券商營業處所的衍生性金融商品交易，管理方向修正為：將證券商種類、自有資本適足率、信用評等及法令遵循等規定調整一致，證券商符合一定資格條件，經審查通過後，即可從事金融商品發行或交易，其資格持續有效，不須逐年申請，並允許證券商赴

海外設立分支機構。

其他措施還包括開放自營商買賣外國有價證券，並從事外國衍生性商品避險交易；開放證券商承作以新台幣或外幣計價，連結海外金融商品的結構型商品；允許出售證券服務資訊技術或風險管理知識；允許承銷商代理發行公司，辦理私募案件應募人及購買人的洽詢顧問服務。這些放寬措施為券商的經營帶來更多可從事的業務和更多元化的收入來源，對券商而言是莫大的鼓舞。

在加入WTO 之後，未來國內的產業將面臨國際化、自由化的程度愈來愈高，特別是證券金融產業更是如此。1960 年代開始，世界各國相繼解除金融管制，金融自由化與國際化已蔚為世界潮流，在此潮流下，全球資產無國界趨勢愈來愈明顯，使得企業籌資管道不斷增加，企業可在資本市場及貨幣市場之初級市場發行股票、公司債或票券籌資，具國際知名之大型企業更邁向海外融資管道，發行海外可轉換公司債、全球存託憑證及浮動利率債券等。在金融商品證券化趨勢下，直接金融比例大幅提升，而代表直接金融中介機構的投資銀行，其業務發展將愈來愈有潛力，所以金融機構投資銀行化將是未來發展的趨勢。

台灣製造業基礎雄厚，資金充沛，台灣金融市場國際化腳步越來越快，這些都是國內券商發展投資銀行業務的基礎，國內券商如果能

夠積極尋求與外商投資銀行合作的機會，將加速券商發展投資銀行業務。

### 三、開放代客操作對證券商經營的影響

由於券商營業據點遍布全省，營業員夠多，和客戶間有長期的信賴關係，可以由營業員當通路，將有意委託代操的客戶由具有代操資格的營業員執行代操，或是引介到券商負責代操的部門，為客人量身訂做適合的代操服務，券商在這一方面具有通路上的優勢，可為其獲利來源多一個管道。此外，目前承作代操業務的門檻必須要實收資本額達五千萬元以上，這對券商來說是很容易達成的，再加上券商原本就有研究、內部稽核等部門，對於從事代操所需之準備已臻健全，且開放券商從事代客操作對市場會有以下正面的功效：

（一）為市場帶來良性的競爭。一加一大於二的效果是存在的，開放券商的加入可以提升代操市場的良好競爭，使每一家代操機構能提升經營績效，促使業者能精益求精，提供更好的服務品質和諮詢顧問，同時將代客操作的專家資產管理觀念傳遞給每個投資者，使大眾盡快熟悉這項業務，把代操市場的餅擴大！

（二）投資人選擇多樣化。由於券商相對於投信投顧有較多的金融商品與業務，若券商也能從事代客操作，投資者在財富管理市場上的選擇將會更多，更有機會選擇最適合自己的投資組合。



(三) 提高證券商業務員的素質。不管未來營業員是擔任券商代操的媒介，或是代操人員，都必須對各式各樣的金融商品有深入的認識與了解，才可以取得客戶的信賴。因此開放券商代操可以培養一個環境，讓營業員提供客戶更好的投資諮詢以及更完善的服務，如此一來，可助於提升營業員的素質和能力，並告訴投資者正確的投資觀念，可收保護投資者之效。

(四) 其他效益。目前在國外的券商實質上已經在從事代操業務，國人也不少透過第三地從事證券買賣及代操業務，若開放券商加入，可以將投資者的資金透過國內券商的管道投資，不但對於政府的稅收有所幫助，也可避免投資人透過各式管道投資，有糾紛時投訴無門。

#### 四、證券商和投信投顧業者代客操作之比較分析

目前投信投顧代操業務規定最低金額為一千萬元，但是由於投信投顧基於管理便利與成本上的考量，代操金額大都會高過於一千萬，且規模至少在二~五億元以上，而券商具有較廣的銷售通路及人脈基礎，因此若券商開放代操可以就金額較小的客戶方面發展，將市場區隔開來，以避免客源重疊。當然，若未來券商也加入代操的行列，該採取什麼樣的代操型態，如前所述，可參考國外的制度，以直接經營、兼營或是轉投資的方式皆可，建議主管機關不要給業者太多的限制，在立法上應有彈性，適用範圍廣，讓業者自己去決定適合的代操型態。

此外，就本研究對業者的訪談中，我們發現對於已加入金控和尚未加入金控的券商而言，在做法上也有所不同，歸納起來，可分述如下：

(一) 已加入金控之券商：

若從內部整合已達成熟的金控公司來看，由於銀行信託部及投信投顧同屬於財富管理事業，小額市場可透過銀行信託部從事集合管理帳戶、私募基金方式操作，以滿足這部分的客戶，大額代操客戶則留給投信投顧，因此若開放券商代操，對原本的組織應該沒有太大的影響。

但是對證券體系來說，金控底下雖然設有投信投顧和券商，可是每家的規模都不大，如果可以將投信投顧和券商整合在同一個管理平台，彼此分享資源，可以使人員調配更精簡。因為投信投顧可利用券商廣泛的行銷通路找客戶，券商則利用投信投顧已有的代操經驗和研究資源從事代操，至於是否針對特定的客戶族群，則可以讓金控依其公司的文化背景和目標自行規劃，或是讓客戶自行選擇希望由哪一個單位負責管理。

(二) 尚未加入金控之券商：

對於尚未加入金控的券商而言，若其為綜合券商，則可能已有轉投資的投信投顧事業可從事代操，但是投信投顧事業的代操客群鎖定在政府四大基金等法人客戶，對於小額的客戶基於成本考量可能無法

兼顧，若開放券商從事代客操作，則可針對該族群的客戶提供服務，其具有強大的行銷通路，在推廣及服務上佔有優勢，且資金實力相較於投信投顧來說，亦佔有成本上的優勢。

至於開放券商從事代客操作是否會對投信投顧業者目前的代操市場產生排擠效應？在參訪多家業者後，我們認為未來各自代操的客戶會有所區別，如果在相同的金控體系下更可以相輔相成，何況代操的市場尚未達到飽和，若加入券商從事此業務，可以讓市場有良性的競爭，共同把代操市場的規模做大。

## 伍、證券商從事代客操作之風險與問題

為保障客戶資產（金）之安全及妥適地管理受託資產，券商在從事代操前必須建立一套完整有效的風險控管機制，俾使本身作業不致發生違反法令或超越契約約定範圍之情事，以下先就代客操作所需具備的條件作一介紹，之後再探討券商從事代客操作可能產生的問題，亦即如何建立防火牆機制。

### 一、從事代客操作需要的條件

#### （一）提昇代客操作人員的素質

在美國，證券商的營業員若要從事代客操作，除了要取得一般營業員的執照外，許多證券公司並以內部規定規範一定年數的工作及其他符合資格的經驗，才可以取得代操的資格。這些規定在美國通常都很容易達到，但是因為代操經理人是代表著公司，所以公司都會設置比法規還要嚴格的規定去挑選合適的代操經理人，這與國內情況明顯有所不同。

由於代客操作績效的好壞關乎公司的信譽及可能發生的訴訟成本，因此券商在遴選合適的代操人員應該設立內控門檻，除了須通過基本的證照合格檢定外，還須就代操人員個人的道德操守、企圖心、操作經驗和資歷做評估和考量，並透過公司內部稽核或其他監督機制作定期的檢查，確定代操人員「以客戶的最大利益」為操作時的考量，

國外證券商對代操人員通常有所限制和規範，例如：美林證券（Merrill Lynch）對代操人員就有如下的限制<sup>3</sup>：

- 1、交易下單時有所限制，且不能從事反向操作。
- 2、幫客戶分散風險之最低限制，例如至少要分散在五個不同的產業。
- 3、研究部門沒有涵蓋的股票其投資不能超過 30%。
- 4、取得財務顧問相關證照（即營業員執照，Series 7）。
- 5、五年的操作經驗(Level 2)，且管理過的資產至少要達七千五百萬美元。
- 6、符合美國每個州的要求，例如一些投資顧問的考試。
- 7、另有其他許多操作上的限制，例如不能賣空等等，美林有一套完整的操作規範。

綜上所述，營業員若擔任券商代操人員又同時從事經紀業務接單，可能會產生利益衝突，需要考慮以下問題：營業員以經紀手續費做為收入來源，若其從事代操，很可能會因為圖利自己而在市場上殺進殺出，使週轉率提高，變成既是執行者又是從中獲利者，沒有以客戶最大利益為考量，券商難以向客戶解釋，容易產生許多問題和困擾。因此本研究同時也建議未來代操的手續費可讓業者自行決定，例如：採取國外的套費（wrap fee）方式以防止類似炒單（churning）的行為，

---

<sup>3</sup> 資料來源：Merrill Lynch。

所謂「套費 (wrap fee)」是指投資人委託代操所產生的相關費用全部包括在一起 (all inclusive charge fee)，營業員無法因為過量之交易 (Excessive Trading) 而賺取額外的手續費。又公司內控制度要嚴格防範類似問題，例如：建立一套有效的資訊系統 (information technology, IT) 對營業員的下單有所限制，防止其不當的買賣。而本研究所訪談的券商中也提出另外一種想法，由公司內部成立專責的代操部門或團隊，而營業員的定位在於負責通路、行銷，將客戶介紹到公司。

至於未來券商究竟該採取哪種方式呢？券商可能需要考量本身的條件和資源後再自行定奪，主管機關在立法時最好還是給予業者彈性選擇的權利。

## (二) 堅強的研究團隊

要有良好的代操績效，背後需有強而有力的研究團隊作後盾方能達成，同時要有豐沛的資金以支持具有品質的研究，而外資券商挾其豐厚的外國資源所產生的研究報告可能較受投資人青睞，繼而影響投資人在委託代操時的選擇考量，因此本國券商在這方面需要下功夫，扭轉投資人的想法。

雖然外國券商擁有豐富的外國資源作支持，但其對台灣產業習性不一定瞭解，而國內券商則有語言優勢及接近產業之優勢，且外商的經營模式是雇用少數明星研究員 (如此可以提高研究員薪資)，針對每

一個產業中領先廠商作詳細的研究，提供 30-50 支大型股的詳盡報告，但是國內有上千支股票，本國券商則是培養許多分析師去作廣泛性的研究以滿足不同客戶的需求，各有所擅長的研究領域，本國券商不見得就區於劣勢。但值得注意的一點是，國內其實有很多分析師，其基礎非常強，產業知識也很充足，但缺乏個人的意見分析，寫出來的東西較不具吸引力，再加上本土券商的研究單位很多都被視為一個附屬單位，較不被注重，也使得其所產生出來的研究報告較為保守，研究員沒有好的環境讓其發揮。

至於券商的研究部門是否應該獨立成立一個部門，本研究的訪談發現，業者有各自不同的看法。如果把研究部門獨立出來，要思考的是其研究資訊有沒有人要買？台灣市場以散戶為主，菜籃族會覺得自己操作就好，不會想買資訊，會看研究報告的人大多是法人和機構投資人，有時機構投資人又會覺得自己最瞭解這個市場，根本不會想花錢買報告來看，且台灣投資者不覺得資訊有價，因此不覺得有獨立出來的必要。而另一種說法是：會將研究部門獨立出來成為一家公司，如同業中的大和證券公司所成立的大和研究所，這樣一來，集團內的投信或投顧就可以獨自跟研究公司購買資訊，甚至可以結合其他有意願的證券商一起提供資訊，每一位代操人員根據自身的經驗及專業選擇其想要的研究資源。這樣的做法可以有以下兩種優點：

- 1、設立防火牆--往後若開放代操業務，代操經理人需要資訊時可以向集團內的研究所拿取資料，與集團中的自營部門劃分出明確的界線。因此券商在做推介時，已同時建立起內部應有的防火牆機制。
- 2、研究品質提高--因為獨立後自負盈虧，因此集團變成資訊的購買者，所以有權力要求獨立出去的研究部門有更好的研究品質和水準。

### （三）多元化的金融商品

在開放券商代操前應該先開放代操的投資標的與策略，在這麼多的金融商品下，國內可以投資的項目都是採正面表列，造成代操人員可以投資的項目受到限制，也使得代操的標的多集中在股票上，不利於代操長期的發展。

未來券商若要爭取代操這龐大的市場就必須能提供更多元的產品與服務，這有賴主管機關須逐漸放寬券商所能承作或提供的商品才可以，否則對於券商未來在代操市場上的競爭力可能會大打折扣。值得高興的是，去年底財政部宣布多項開放措施，繼「證券投資顧問事業證券投資信託事業運用全權委託投資資產從事證券相關商品交易應行注意事項」中正式開放代客操作標的可投資台灣期貨交易所股份有限公司所交易之股價指數期貨契約、股價指數選擇權契約，以及股票選擇權契約等衍生性金融商品外，更在九十二年十月二十七日宣佈：「依據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



法第十四條第一項第六款及第二十九條第一項第六款，規定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暨信託業兼營證券投資顧問業務辦理全權委託投資業務，得投資於外國有價證券」，同時，財政部也正在進行負面表列的規劃，相信不久的將來，即可施行，負面表列的方式可以讓券商商品區別化，業者可針對自身擅長且有興趣的領域發展出具特色的金融商品，使市場上的金融商品多樣化，對業者和投資人來說皆是互蒙其利。

此外，E 世代的新人類以消費取代儲蓄，成年人需要買房子、買車子，並規劃未來退休後的生活所需，愈多的可投資標的，愈能讓為客戶量身訂作的代操執行起來更有彈性，更貼近顧客的需求，而業者也必須懂得將理財和消費作結合，否則單單維持既有的傳統營業方式，獲利空間難以成長。

#### （四）建立一套完整的風險控管機制

因為是屬大陸法系國家，國內往往為了扶植創造市場，於是思構出一個理想的產業架構，再去明文訂定相關業法，形成無差異性的一條鞭市場。業者也往往上有政策，下有對策的在訂定的高規範下，然後試圖做到最低的符合條件。相反的，在習慣法下美國通常採取負面表列的方式，但業者會為了自家的聲譽而制訂嚴格的規範，因為只要有糾紛出現，主管機關基於保護投資人立場，業者官司通常容易輸掉，

所以業者才會訂立一套嚴格的規範，從政策、客戶的帳戶管理、帳戶交易確認、投資範圍等都有嚴密控管。目前由證期會公佈的「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操作辦法」、「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修正條文」及「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」中對從事全權委託業務應注意並遵守的事項已有詳盡的規範，可供未來券商加入代操之參考，業者於執行此業務時再根據這些規範做好內部風險管理機制，並且確實執行，相信代操制度即可順利運作。

以下我們就目前「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操作辦法」中對風險控管機制的建立作摘要描述。

### **1、建立並確實執行內部控制與內部稽核制度。**

於經營全權委託投資業務各項作業流程建立內部控制制度，並設置內部稽核部門，定期及不定期稽核各項作業是否依制度運行。

- (1)業務招攬與營業促銷活動作業之控管為避免業務人員於與客戶洽談業務時，對於公司有關資訊之提供或說明，有不當陳述或誤導以致損及客戶權益，業者在對外使用業務招攬或營業促銷之有關資料前，必須先經過公司內部審核確定內容並無不當、不實陳述及違法之情事，方得對外正式使用（「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操作辦法」第六條~第九條)。

- (2) 受理客戶全權委託投資之申請、簽約與開立帳戶之作業控管投信、投顧業者受理客戶申請，均應依規定訂定作業程序包括全權委託相關契約之簽訂、帳戶開立、審查申請案件流程及各相關部門或人員之分層負責事項等等，公司相關業務人員在實際執行時，須確實按照步驟操作（「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操作辦法」第十條~第二十九條）。
- (3) 管投資決策作業依投資分析、投資決定、投資執行、投資檢討等四個步驟確實執行（「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操作辦法」第三十條~第三十五條）。
- (4) 對帳、交割及帳務處理作業之控管（「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操作辦法」第三十六條~第四十一條、第四十五條以及第四十六條）。
- (5) 對委任人報告義務之控管（「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操作辦法」第四十二條~第四十四條）。
- (6) 利益衝突與內線交易防制作業之控管（「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操作辦法」第四十七條~第五十三條）。

- (7) 股東權利行使、越權交易、契約變更或終止，以及違約事項之控管（「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操作辦法」第六章、第七章）。
- (8) 營業紛爭處理作業之控管（「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操作辦法」第六十五條，以及投信投顧公會公佈之「全權委託紛爭調解處理辦法」）。
- (9) 人員教育訓練。
- (10) 人員管理作業。

2、應定期及不定期向委任人報告投資狀況（「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操作辦法」第四十二條~第四十四條）。

- (1) 委任人得以書面或其他方式要求查詢其全權委託投資帳戶之交易情形，受任人不得拒絕。
- (2) 每月終了後七個營業日內應編製「資產交易紀錄」及「委任投資資產現況報告書」送交委任人。
- (3) 每年終了後十五個營業日內應編製「委任投資資產負債報告書」及「損益報告書」送交委任人。
- (4) 操作資產之淨值發生減損達原委託資金百分之二十以上時，應於

事實發生之日起二個營業日內，編製「資產交易紀錄」及「現況報告書」送交委任人。之後如每達較前次報告資產淨值減損達百分之十以上時，亦應於事實發生之日起二個營業日內，編製「資產交易紀錄」及「現況報告書」送交委任人。

(5) 受任人每個月至少檢討一次各全權委託投資帳戶之決策過程、內容及績效，並作成投資檢討報告。

除此之外，受任人於全權委託投資契約存續期間內應隨時注意及關心客戶之財務狀況及風險承受程度等因素之變化，經常與委任人聯繫，且每年至少與客戶進行一次訪談，藉以修正或補充客戶之資料內容，作為未來投資決策之參考(「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操作辦法」第二十七條)。

以上的分析，可以看出目前法令對代操之內部風險控管機制其實已有紮實的規範，在本報告所進行的訪談中，我們發現有些外商也已經建立起一套嚴格謹慎的內部控管制度，例如：保德信財富管理公司(Dryden Wealth Management LTD.)對代客操作流程之管理就訂定了一套相當縝密的內控規範，茲摘錄於(附錄四)。

## 二、從事代客操作後應注意防範的問題—防火牆的建立

防火牆的建立是從事代操最重要的工作之一，「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操作辦法」第五章對投信投顧代操可能產生的利益衝突與內線交易有嚴謹的規範，但針對券商不同的經營特性，法規還有需要加強的地方，表十三將券商從事代操可能產生的風險及本研究之建議作歸納：

表十三：開放券商代操可能產生的潛在風險及本研究之建議

	開放券商代操可能產生的潛在風險	本研究建議
營業員	當營業員身兼代操者，可能為自身經紀手續費，而增加週轉率。	依業者自身條件決定收費方式（套費（wrap fee）、固定年費、依規模收費）。
	營業員自身與代操客戶之下單順序。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 自身買賣問題由其他營業員處理。</li> <li>➢ 電腦隨機處理下單順序。</li> <li>➢ 客戶單子優先。</li> </ul>
	營業員面對不同客戶時之下單順序，會因熟識度與下單金額不同而有所偏頗。	電腦控管處理下單順序，同一時間由電腦匯總再下單，且按比例分單。
代操部門	代操部門為增加客源給予營業員保證週轉率。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 用套費方式可避免此問題。</li> <li>➢ 參考「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操作辦法」第三十條~第三十五條。</li> </ul>
	代操部門為增加客源而降低對受託者之審核標準，進而造成糾紛產生。	訂定合理委託人審查標準並確實執行，落實 KYC(know your client)以及適合性(suitability)制度。
	代操部門增聘代操人員時，未能瞭解其過去操守表現，可能波及公司信譽。	由公會建立同業間聯防系統。
	代操者推介其他客戶與代操不同方向之操作以圖利自己。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 選股需要提出非常嚴謹的報告。</li> <li>➢ 參考「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操作辦法」第四十七條~第五十條。</li> </ul>

表十三：開放券商代操可能產生的潛在風險及本研究之建議（續）

	開放券商代操可能產生的潛在風險	本研究建議
自營部門	自營部門為了出脫持股而以代操資金抬轎。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶業務區隔之建置，建立跨金融業的營業規範（business conduct rule）。</li> </ul>
承銷部門	非為代操客戶利益而買入自己公司所承銷之有價證券。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶參考「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操作辦法」第四十七條。</li> <li>▶事先由客戶自己訂定代操之有價證券交易種類。</li> </ul>
研究部門	集團部門間或代操客戶間使用研究資訊之順序與內容有所差別。	建立管理資訊系統（公平使用原則、資訊分類使用原則），以同一時間發布消息為準則。
競爭	券商加入代操業務而使現有業者反彈，而有殺價、鑽法律漏洞行為產生。	放寬代操限制，投資標的採負面表列，使代操市場有所區隔，給業者更多的彈性。
其他	代操糾紛處理不當會使代操市場發展不易。	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶由公會成立「調處中心」。</li> <li>▶仿效美國 NASD 制度。</li> <li>▶教育業者主動負起責任，建立信譽。</li> <li>▶建立司法庭判例。</li> </ul>
	將集團內部的代操資金全部或大部分委託自身代操部門，以擴大集團內受託金額規模而吸引投資者。	集團資金代操選擇對象需有詳細評估報告，包括委託集團內部代操部門。
	推介集團內金融商品，非以客戶最大利益為依歸。	研究部門是獨立的個體，不由內部其他部門所支撐，研究報告具超然、公正客觀之特性。

資料來源：本研究

### （一）與目前的業務利益衝突所產生風險控管的問題

由於綜合券商多有經紀、自營、承銷等業務部門，這些部門主要是以公司的獲利為最大考量，但代客操作則必須以客戶的最大利益為依歸，因此有可能產生以下的問題：

- 1、針對營業員—若由營業員代操，可能發生因為要多賺取手續費，而大大提高客戶帳戶交易之週轉率。營業員自身的下單順序優於客戶，或是面對不同客戶時會因為熟識度與下單金額不同而有所偏頗。
- 2、針對代操部門—代操部門為增加客源給予營業員保證週轉率或是降低對受託者之審核標準，進而造成糾紛。在增聘代操人員時未能瞭解其過去操守表現而波及公司信譽。甚至代操人員會推介其他客戶與代操不同方向之操作以圖利自己。
- 3、針對自營部門—自營部門為了出脫持股而以代操資金抬轎或是用代操資金協助公司本身從事造市活動。
- 4、針對承銷部門—非為代操客戶利益而買入自家公司所承銷之有價證券。
- 5、針對研究部門—集團部門間或代操客戶間使用研究資訊之順序與內容有所差別。
- 6、針對其他競爭者—券商若加入代操業務，恐怕會使現有業者反彈，而有殺價、鑽法律漏洞等行為產生。
- 7、其他—代操糾紛若處理不當會使代操市場發展不易。有關集團內部的代操資金全部或大部分委託自身代操部門，以擴大集團內受託金額規模而吸引投資者，或是推介集團內金融商品給代操客戶，非以



客戶最大利益為依歸。

上述問題，有些即使沒有從事代客操作業務就會發生，然而代客操作如果沒有確實做好防火牆機制，會讓問題更嚴重，諸如這樣的風險該如何防範？券商必須建立一套有效的防範措施才能取得客戶的信任，就目前「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操作辦法」中對業務區隔的建置，利害關係人應遵守之規定摘要如下：

1、業務區隔之建置—代客操作業者為維護投資決策的獨立性及業務的機密性，及避免不同部門或職務間不當的傳遞業務機密，或為防止代客操作業者與股東或關係企業間傳遞業務機密而影響客戶權益，建議成立以下業務區隔制度(「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操作辦法」第四十七條)：

(1)負責辦理全權委託業務之人員不得將全權委託投資資金運用情形

傳遞給非相關的業務人員、股東或關係企業。

(2)關係企業若為證券商、銀行、保險公司、信託投資公司或其他金融機構時，股東或關係企業的業務決策、使用的資訊、資料等

必須與全權委託業務分開。

2、利害關係人應遵守之規定—證券商參與全權委託投資決策或相關業務之董事、監察人、經理人或受僱人為自己買賣股票時，應簽訂書面

約定遵守下列事項(「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操作辦法」第四十八條、第四十九條)：

- (1) 到職十日內向任職公司申報其所有帳戶持有股票的情形，在職期間每月彙總申報每月交易的情形。
- (2) 買賣股票前應事先以書面方式報經公司允許。
- (3) 在知悉公司為全權委託帳戶買賣某種股票二日內，不得買賣該種股票。
- (4) 除有正當理由並事先報經公司允許外，買賣某種股票後的三十日內不得做相反買賣。
- (5) 擔任股票發行公司的董事、監察人、經理人或為持股5%以上的大股東者，不得參與該股票之買賣決定。
- (6) 指派專責人員按月查核該等人員所申報自有帳戶之交易情形，必要時得請受查核人提供交易相關資料。專責人員之自有帳戶買賣股票，應另指定其他人員予以查核。
- (7) 應與該等人員約定，於查核發現已完成或進行之交易有違反相關法令或禁止情事時，得為必要處置。

## (二) 代客操作人員道德操守的問題

為維持投資決策的獨立及公平合理性，也為避免對客戶間發生不公平或利益衝突之情事，代客操作業者於操作及運用所有客戶之委託

投資資金時，訂有下列作業原則（「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操作辦法」第五十條）：

- 1、影響全權委託投資資金運用之相關資訊有必要通知客戶時，須公平合理的對待每一個客戶。
- 2、當投資經理人為同一人時，投資經理人應有書面正當理由且確信合於其所管理全權委託帳戶各個客戶之利益，始得為不同客戶就同種股票同時或同一日做相反買賣。
- 3、參與全權委託投資業務之相關人員不得接受發行公司、證券商、其他交易對象，或有利益衝突者的饋贈、招待或其他利益。
- 4、為不同的客戶認購承銷之有價證券時，應確保在認購種類、數量及價格上沒有偏袒。未經委任人同意，不得認購與受任人有利害關係的公司所發行的承銷股票。
- 5、應經客戶同意或契約約定，始得以議價的方式與有利害關係對象從事全權委託資金之交易。
- 6、應指派專責人員按月查核委任人全權委託投資帳戶資產運用情形，以確保每一委任人之交易均依公平原則處理。

全世界的防火牆比不上信用，只要出了一件事，業者可能就會失去所有客戶，且影響到市場上投資者的信心和其他業者的經營，因此針對代操人員的品德和操守事先就須格外加以防範和注意。

### （三）客戶帳戶的管理

券商接受客戶全權委託之投資資產，須與券商及保管機構的自有資產分別獨立，券商及保管機構的債權人不得對客戶委託之資金及以該資金購入之資產，為任何之請求或行使其他權利。委任人、受任人與保管機構在契約所訂定期間內如要變更契約或附件之內容時，需經由雙方書面同意後使得為之；受任人及保管機構對於委任人的資產及個人資料負有保密的義務，除司法機關及主管機關依法令所為之查詢外，應嚴守秘密，不得洩漏予他人，對於「全權委託投資契約」與「委任契約」所約定之權責，亦不得複委任他人行使。

當發生「越權交易」，也就是受任人執行操作買賣有價證券有踰越法令或契約約定範圍之交易時，除非經委任人書面表示同意者，否則受任人應將超買所需交割資金匯予保管機構，供保管機構合併未超買部分之交易完成交割；如為超賣，則受任人應依證券交易所訂定之「有價證券借貸辦法」，提供擔保辦理借券，以供交割，並立即就越權交易所買進或賣出的款券為相反之賣出或買進沖銷處理並結算損益，且所發生之損失及相關交易稅費由受任人負擔，如有利益時則歸委任人享有。

### （四）糾紛案件的處理

日本早已開放代客操作業務，但代客操作的市場始終無法活絡，

探究其原因，其中之一即是因為日本代客操作市場的糾紛很多，投資人無法對市場產生信心，市場自然無法活絡。

在國外，有關於代操所產生的糾紛都是交由仲裁委員會處理，其成員有會計師、律師、教授、證券同業等等，每個糾紛案件都會從委員會成員中選取適合的委員，並且排除利益相關人士，同時不對外公佈遴選出的委員，盡可能做到避免關說的情形發生。一般的糾紛案件大約歷時3-6個月就會結案，而且不能上訴，避免無謂的資源浪費。

若由證期會處理糾紛，依往例觀察得知，通常主管機關較容易同情弱者，反而使得裁決有失公允，況且以輸贏來解決糾紛問題，對業者而言也不公平；然而，若由券商同業公會處理又恐投資人的權益受損，使得少數不肖業者影響整個市場活動；因此最好的方式是委外處理，交由具公信力的第三者處理糾紛案，避免糾紛問題處理不當而波及到代客操作業務的推展。建議可採用目前投信投顧代客操作解決爭端的辦法，由券商同業公會擬訂紛爭調解處理辦法，並設置「調處中心」，以公平、合理及迅速的方式化解當事人雙方的紛爭，「調處中心」主要的特色如下：

- 1、調處委員由公會理事長提名學養豐富之學者專家，經全權委託業務委員會同意後聘任之，希望以公正客觀的立場調處當事人的糾紛。
- 2、調處委員對於受理的爭議事件若有利害關係時，應迴避參與調處。

- 3、調解委員及經辦調處事務的人員，對於經辦之爭議事件，除依法令所為之查詢外，應嚴守秘密。
- 4、調處委員應本和平、懇切之態度，對各方當事人為適當之勸導，並徵詢協同調處列席人員之意見，酌擬公正合理之方法解決爭議事件，力謀各方之和諧。
- 5、調處中心對爭議事件之調處，不得要求任何費用，或以任何名義收受報酬或其他利益。
- 6、調處成立時，調處中心應作成調處書，為當事人間之和解契約，並由當事人及出席之調處委員共同簽名或蓋章。

此外，或許可以考慮仿效美國 NASD，將無正式被授權交易及代操違規案件的相關人員和事項在證期會或券商公會網站上公佈出來，以示警戒。未來也可以考慮由司法庭成立專責部門，處理因代操所產生的各種弊端和糾紛。

## 陸、結論與建議

### 一、結論

根據以上的分析，政府應該開放券商從事代客操作之業務，綜觀市場上已可從事代操的業者—投信投顧公司、銀行信託部，以及期貨經理人事業，因此券商實在沒有理由在這項業務中缺席。既然非法代操已如此盛行，將其檯面化既是當務之急，也符合市場上供需雙方的需求，並為券商獲利多開一管道，增加其營收來源和競爭力，這更是主管機關和業者共同的企求。

然而開放券商代操之際，修正「證券交易法」第一五九條為首要之務，其他相關法令的限制也待主管機關一一修正和更新。至於業者和主管機關最擔心的是開放券商代操後所會面臨的種種問題，例如：如何做好內部風險控管機制？業者如何做好代操應有的準備？包括提昇代操人員的素質、訓練堅強的研究團隊，以及能否提供多元化的金融商品供客戶選擇等等；另外還有代操人員的道德操守問題、客戶帳戶的管理以及糾紛案件的處理，在在考驗著主管機關和業者的因應能力，由於目前已有投信投顧等業者代操的前例在先，相關的法令規範已大致完備，主管機關只要針對券商加入代操市場修改其他相關的法令條款，研擬好規範架構，同時業者做好應有的準備，確實建立並執行內部風險控管制度，相信開放券商代客操作已是水到渠成了！

## 二、建議

開放券商從事全權委託業務，有關代操人員資格的要求、組織的建構和防火牆設計等方面皆須考慮周詳，面面俱到。茲將目前投信投顧從事全權委託業務之法令規範在這三方面既有的規定整理如下表：

表十四：目前投信投顧業從事全權委託業務之規範—人員、組織及防火牆

	目前之規範
代操人員資格的要求	<p>投信投顧業者須設置專責部門處理全權委託業務，該部門之主管及業務員、研究與財務會計部門之主管、稽核部門主管及稽核人員均須符合以下資格條件之一(「中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資顧問事業人員登記事項作業要點」第6條)：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、取得證券投資分析人員資格。</li> <li>2、經證券投資信託及顧問事業業務員測驗合格，並在專業投資機構從事證券相關工作經驗一年以上。</li> <li>3、經證券商高級業務員測驗合格，或已取具證期會核發的證券商高級業務員測驗合格證書，並在專業投資機構從事證券相關工作經驗二年以上。</li> <li>4、曾擔任國內、外基金經理人工作經驗一年以上。</li> <li>5、於證券投資顧問事業管理規則修正生效前，已登記為證券投資顧問事業業務人員並具實際工作經驗三年以上者。</li> </ol>
組織的建構	<p>全權委託投資制度運作的主要當事人包括投資人(委任人)、投信投顧公司(受任人)及保管機構(銀行信託部或信託業)三者。由投資人與投顧投信公司簽訂「全權委託投資契約」委託投信投顧公司代操，另外，投資人須委任金融機構並與之簽訂「委任契約」以保管其委託投資的資產及代理投資人辦理買賣證券之相關開戶、交割等事宜，最後再由三方當事人共同簽訂「三方權義協定書」，確認彼此之間的權利義務關係。(「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操作辦法」第三章)</p>
防火牆的設計	<p>請參照本研究第64頁「從事代客操作後應注意防範的問題—防火牆的建立」。</p>

資料來源：本研究

除了參考投信投顧代操既有的規範之外，本研究建議主管機關在開放券商代操時應該思考讓立法更有彈性，適用性更廣，因此提出下列建議：



(一) 針對券商未來從事代操的型態不要給予限制，因為業者會在考量自己的相對優勢和資源後，而決定該採取哪一種型態。

(二) 券商代操的投資標的物建議採用負面表列的方式，這種方式的好處是可以讓券商商品有所區別，業者可針對自身擅長且有興趣的領域發展出具特色的金融商品，使市場上的金融商品多樣化，對業者和投資人來說皆是互蒙其利。

(三) 有關代操最低限額之規定，可考慮降低門檻，甚至由業者自行去決定而不要加以規範。因為券商會依其市場狀況有所調整，如果覺得規模太小，不符經濟效益時自然會退出此市場，券商也會從代操運作中慢慢找出其相對有利之運作規模，由市場機制決定應不致有太大弊端。

(四) 券商從事代操最低實收資本額之規定似乎也可以不必硬性規定，一般來說，國內券商的實收資本額都有一定的規模，對規模較小的券商而言，因為其相對資源有限，而從事代操必須投入相當的資本以建立內控制度和成立研究團隊，因此是否介入代操這項業務，業者自然會自行審慎評估，主觀機關也就毋須多加規定了。

(五) 未來券商代操的手續費可讓業者自行決定，使費率較有彈性，例如：採取國外的套費 (wrap fee) 方式，可以防止類似炒單 (churning) 的行為，所謂「套費 (wrap fee)」是指投資人委託代操所產生的相關

費用全部包括在一起 (all inclusive charge fee)，營業員無法因為過量之交易(Excessive Trading)而賺取額外的手續費。

另外，券商在考慮從事代操時，可以參考外商在國外行之有年的控管制度以做好內部的風控，以下列舉外商已有的制度供業者參考：

(一) 嚴格監控投資報告的釋出。在報告未送達相關代操人員或客戶時，其他人無法得知。

(二) 為代操客戶所下的單子必須排於最優先的順序，以照顧客戶利益為至上，同時必須公平對待每個客戶。

(三) 建立一套有效的資訊管理系統 (information technology, IT) 以防範代客操作和公司內部不同業務部門間可能產生的潛在風險，防止損害客戶的情形發生。

(四) 由公會建立同業間聯防系統，使道德操守不好的代操人員有所警惕。

至於券商代操的型態是採取直接經營、兼營或轉投資的方式，於個別分析其利弊得失後，再決定出最適合自己的代操型態。

## 參考文獻

### 中文部分：

- 1、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，「全權委託紛爭調解處理辦法」、「全權委託業務操作辦法全部條文」、「全權委託投資業務管理辦法條文」、「全權委託管理辦法修正條文」、「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」。
- 2、王育慧著，全權委託投資業務法律關係之研究，國立政治大學法律研究所碩士論文，民國91年。
- 3、李冠慧，台灣投資銀行業務之發展策略與競爭優勢，台灣大學商學研究所碩士論文，民國87年5月。
- 4、吳曼寧著，我國綜合證券商風險管理之研究，國立台灣大學會計學研究所碩士論文，民國90年。
- 5、余芝嫻著，台灣投資銀行業務之績效分析，銘傳大學國際企業學系碩士班碩士論文，民國92年。
- 6、宋總瑤、黃詩凱、俞頻，「信託商品 百花齊放」，經濟日報，民國93年1月7日。
- 7、財政部證券暨期貨管理委員會，「證券投資顧問事業證券投資信託事業運用全權委託投資資產從事證券相關商品交易應行注意事項」。

- 8、陳育任、鎮明常、沈仰斌，「我國證券商發展投資銀行業務之探討」，台灣金融財務季刊，第2期，民國88年4月，頁9-31。
- 9、期貨人季刊，「規劃期貨經理事業的看法與過程」，台北市期貨商業同業公會，民國92年第四季。
- 10、期貨人季刊，「我國期貨經理事業面臨之挑戰與機會研討會—披荊斬棘，走在前端」，台北市期貨商業同業公會，民國93年第一季。
- 11、趙永祥、潘啟華、陳彥彰，「我國發展投資銀行業務競爭優勢之分析」，建華金融季刊，第21期，民國92年3月，頁83-124。
- 12、謝劍平、周昆（1996），投資銀行，華泰書局。

#### 英文部分：

- 1、Gardener, Edward P. M., Molyneux, Philip, Investment banking : theory and practice, [London] : Euromoney Publications, 1996 2nd ed.
- 2、Liaw, K. Thomas, The Business of Investment Banking, New York : J. Wiley, c1999.
- 3、Marshall, John F. and M.E. Ellis, Investment banking & brokerage : the new rules of the game, Chicago, Ill. : Probus Publishing, c1994.

#### 網路資料庫：

- 1、台經院產經資料庫（<http://tie.tier.org.tw/tie/index.jsp>）。
- 2、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會  
（<http://www.sitca.org.tw/>）。

3、中華民國信託業商業同業公會 (<http://www.trust.org.tw/>)。

4、中央銀行網站 (<http://www.cbc.gov.tw/>)。

5、National Association of Securities Dealers (NASD)

(<http://www.nasd.com/>)。

\*感謝美商花旗環球證券股份有限公司陳林桂琇總經理熱心的提供相關資料並給予本研究寶貴的建議。

(附錄一) 信託業申請設置集合管理運用帳戶經金融局同意者

銀行	集合帳戶名稱
中國信託商業銀行	中國信託商業銀行受託貨幣型信託資金集合管理運用帳戶
中國信託商業銀行	中國信託商業銀行受託債券安定型信託資金集合管理運用帳戶
中國信託商業銀行	中國信託商業銀行受託精選全球基金組合信託資金集合管理運用帳戶
中國信託商業銀行	中國信託商業銀行受託精選國內基金組合信託資金集合管理運用帳戶
中華開發工業銀行	中華開發工業銀行受託固定收益型投資信託基金集合管理運用帳戶
中華開發工業銀行	中華開發工業銀行受託權益型投資信託基金集合管理運用帳戶
富邦商業銀行	富邦商業銀行受託債券型信託資金集合管理運用帳戶
富邦商業銀行	富邦商業銀行受託貨幣市場信託資金集合管理運用帳戶
建華商業銀行	建華商業銀行受託全球均衡增長信託資金集合管理運用帳戶
建華商商銀行	建華商業銀行受託全球安穩集合管理運用帳戶
萬通商業銀行	萬通商業銀行受託海外平衡基金組合信託資金集合管理運用專戶
萬通商業銀行	萬通商業銀行受託台灣精選貨幣信託資金集合管理運用專戶
華南商業銀行	華南銀行國外股票基金組合信託資金集合管理運用帳戶
華南商業銀行	華南銀行收益基金組合信託資金集合管理運用帳戶
華南商業銀行	華南銀行國內股票基金組合信託資金集合管理運用帳戶
復華商業銀行	復華商業銀行受託投資固定收益信託資金集合管理運用專戶
建華商業銀行	建華商業銀行受託台灣均衡信託資金集合管理運用帳戶
台北銀行	台北銀行受託債券型信託資金集合管理運用帳戶
台北銀行	台北銀行受託貨幣型信託資金集合管理運用帳戶
富邦商業銀行	富邦商業銀行受託全球精選基金信託資金集合管理管理運用帳戶
富邦商業銀行	富邦商業銀行受託全球股票型基金信託資金集合管理管理運用帳戶
富邦商業銀行	富邦商業銀行受託全球產業型基金信託資金集合管理管理運用帳戶
富邦商業銀行	富邦商業銀行受託全球債券型基金信託資金集合管理管理運用帳戶
台新國際商業銀行	台新國際商業銀行受託全球效率組合信託資金集合管理運用帳戶
台新國際商業銀行	台新國際商業銀行受託全球穩定組合信託資金集合管理運用帳戶
第一商業銀行	第一商業銀行受託精選國外基金組合信託資金集合管理運用帳戶
第一商業銀行	第一商業銀行受託精選國內基金組合信託資金集合管理運用帳戶
復華商業銀行	復華商業銀行受託投資國際組合基金信託資金集合管理運用專戶
中央信託局	中央信託局受託卓越組合式基金集合管理運用專戶
中央信託局	中央信託局受託優質債券型集合管理運用專戶
中央信託局	中央信託局受託精選貨幣型集合管理運用專戶
台灣工業銀行	台灣工業銀行受託安穩收益信託資金集合管理運用帳戶

(附錄二) 訪談意見彙整表

	積極參與、贊成開放							開放與否影響不大							
	花旗環球證券	建華證券	倍利國際	寶來證券	金鼎綜合證券	群益證券	元富投顧	美商美林證券	摩根富林明	統一證券	復華證券	建華投顧	日盛證券	統一投信	荷銀投信
對開放券商代操之看法	<p>▶代操應要開放使券商收入來源增多</p> <p>▶使券商可留住優秀人才</p> <p>▶券商代操可滿足不同客戶群需求，提供投資人更多代操管道及服務型態</p>	<p>▶代操台面化容易監控</p> <p>▶將券商與投信投顧整合以達資源分享、人員調配精簡，可提高資本效率</p>	<p>贊成開放代操助於銀行券商用投信投顧業務及資源之整合</p>	<p>▶國內證券商型態會越來越朝向國外投資銀行</p> <p>▶改變台灣股市的資金來源結構，朝向法人為主</p> <p>▶提供代操可以協助散戶提高收益</p> <p>▶避免資金外流</p> <p>▶提高良性競爭</p>	<p>▶好處：1.有助券商業績</p> <p>2.可接觸大客戶</p> <p>3.業務員瞭解客戶需求</p> <p>4.使客戶獲利穩定</p> <p>5.使法人參與度提高</p>	<p>▶代操台面化方便公司進行管理，降低營業員私下運作傷害</p> <p>▶券商往小額客戶發展，並擴代操市場</p>	<p>整體而言希望開放，可擴大機會客戶群券商代操可以往金額較小的客戶發展</p>	<p>▶美林資產管理部門對四大基金代操有很大興趣</p> <p>▶券二代操可化暗為明，市場越開放越好，不擔心競爭</p> <p>▶代操找資產管理部做，券商負責下單，因為券二代操成本高過利益，且易造成糾紛</p>	<p>▶市場小▶利潤少▶防火牆成本高</p> <p>▶開放自由競爭，讓業者知道成本很高，並不是想像中的利潤優厚</p>	<p>▶金控體系，對於開放代操採平常心看待</p> <p>▶券商為接受委託部分</p>	<p>▶專業分工，視券商與投顧為通路：1.集中管理</p> <p>2.防火牆已建立</p> <p>▶避免資金外流</p>	<p>▶此事對金控影響不大，其包含大小市場，且有研究、通路、資源整合優勢</p> <p>▶小額市場對券商來說不符經濟效益</p>	<p>▶客戶引介到投顧</p> <p>▶代操金額限制下降，但因為成本太高，且利潤太少，除非量很大，但這又是糾紛之所在，所以不會從事金額太小市場</p>	<p>▶認為只要公司資本夠、資源夠、人員夠好、制度夠好，都可進來做這一塊。</p> <p>▶若定義好其想要的代操領域為那一塊時，才能去思考券商是否有能力、資源、防火牆去執行代操</p> <p>▶認為券商以轉投資投信來涉入代操即可</p>	<p>代操開放對大型投信影響不大，但對local player的投信會有很大的威脅</p>

- 除了著重海外代操市場之外商、投信投顧業者、及金控體系之券商認為對本身影響不大之外，其餘綜合券商及部分外商及投顧皆認為開放券二代操可為券商帶來許多利益，並且可增加自然人投入代操市場之機會，擴大機會客戶群，更可使原本存在的私下代操行為檯面化，始其易受監控，保護投資人之利益。
- 大致上其看法皆為贊成開放、樂觀其成。

	券商負責散戶客戶						整合券商及投信投顧，券商為通路					不由券商執行代操			
	花旗環球證券	復華證券	金鼎綜合證券	群益證券	大華證券	寶來證券	元大京華證券	日盛證券	倍利國際證券	建華證券	統一證券	美商美林證券	保德信證券	建華投顧	統一投信
<b>組織調整及市場區隔</b>	投信負責法人代操，券商散戶代操	將大客戶移轉給投信，券商管理散戶代操客戶	券商對於大資金管理經驗較不足，且本身以服務小客戶為主，因此可集中於小額市場區隔	投信受託須一億或兩億才進行委託，所以券商可發展散戶客戶，避免客源重疊	將目標客戶層移轉到資訊較少、得到服務較少的中產階級	鎖定散戶客戶	以券商為通路角色，投顧如同一個中央廚房，訓練專業經理人負責證券分公司代操業務	投信負責大型法人，而投顧為散戶個人、投資公司，由券商分公司做為通路	以營業員為通路，然後公司設置獨立代操部門，由專業人員負責代操	券商與投信投顧整合在一起，整合金控內部資源	➢ 券商與投顧整合在一起，整合金控內部資源 ➢ 希望開放券商可接受委託部分	代操業務歸於資產管理部做，不希望讓券商從本高、糾紛多，所以券商負責下單	外商的目標市場集中在法人客戶	散戶市場對券商來說不符經濟效益	券商以轉投資投信來涉入代操： 1.減少防火牆問題 2.散戶客戶不適合代操市場 3.券商代操可能產生營業員利益衝突 4.管理不易

- 外商普遍認為由券商從事代操須付出許多成本，且其通常專注於法人客戶，因此希望由原來的部門負責管理，券商不涉及從事代操，頂多將其視為通路。以下為美商美林證券的代操區隔：
  - 散戶客戶：FA 的模式—人員要符合 requirement 及 manager 的推薦
  - 法人客戶：由資產管理部門以 portfolio management 來負責管理
  - Consult：由外部人員操盤
- 本土券商大部分皆認為開放券商從事代操後，尤其是金控體系及綜合證券商，可將其市場集中在散戶客戶，而法人客戶仍交由投信負責。



	外商及國內投顧業者代操人員之資格及訓練			將營業員視為通路，不贊成由營業員代操								營業員分級代操		
	美林證券	保德信證券	元富投顧	元大京華投顧	倍利國際證券	復華證券	日盛證券	群益證券	建華證券	建華投顧	元富投顧	統一證券	寶來證券	金鼎綜合證券
人員的調整及定位	▶下單限制 ▶投資限制 ▶FA 相關證照 ▶資產管理經驗	▶基本執照 ▶十年經驗 ▶公司設置更嚴格規定挑選合適經理人 ▶規定一個月至少跟委託人 review 一次，以減少糾紛	▶三個月 的模 擬實 習	目前元大以營業員為通路，由投顧提供專業經理人至據點服務	一般營業員在代操業務上僅限於通路階層	未來會將第一線營業員視為通路，專門從事 marketing、sales	公司據點分散管理不易，且具有一定資歷代操營業員管理不易	▶營業員時間、能力有限，所以定位在代操業務推廣上 ▶營業據點分散，管理問題可能非常複雜	代操是非常專業的業務，需要操作背景，不會將資歷較深經驗多的營業員升級做代操	營業員接单都來不及了，還需要常拜訪客戶這是不太可能的事情	證券代操不會找營業員，因為代操者必須具有基本面知識資料應用及研究判斷精神	▶遴選菁英 ▶委由投顧子公司輔導	▶輔導考取專業證照 ▶企業內部訓練	營業員只負責接单，由研究團隊負責操作(好營業員可成為代操者)

■ 券商普遍認為營業員有以下原因，因此不適合執行代操。

1. 素質很難掌控，代操是非常專業的東西，需由專業人士服務
2. 時間、能力有限
3. 營業員操守問題
4. 營業據點廣大有管理問題

■ 少部分的券商認為營業員可經由訓練及輔導後，利用分級制度，優秀的營業員也能執行代操業務。

		外商之做法			本土券商及投顧之做法					
		美商美林證券	摩根富林明證券	花旗環球證券	統一證券	復華證券	群益證券	大華證券	元大京華投顧	元富投顧
制度的調整及定位	防火牆	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ legal entity</li> <li>➢ 不能做的限制部分公佈在網站上，定期 review，若有人做了馬上通報</li> <li>➢ 確實執行才是最重要</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 意見防火牆：道德操守</li> <li>➢ 交易防火牆：交易手續費為年費方式</li> <li>➢ 管理 IT 防火牆：每個 function 都需要兩個以上的人來堅守，且資訊會依層級不同而有使用限制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 對現有已存在的防火牆加以加強。</li> <li>➢ Research Department 在國外真正的防火牆是無形的。例如：在 report 還未提出之前，公司內部沒有人知道，且公佈 24 小時之後內部人員才能下單</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 現有業務與代操之利益糾葛應不存在</li> <li>➢ 防範及處理客戶糾紛</li> <li>➢ 客戶之風險告知，及對營業員、經理人監督</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資策略委員會與投信端雖使用共同資訊但是卻由不同團隊操作，中間有建立防火牆的機制</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 明確部門劃分與行為規範</li> <li>➢ 執行利潤中心</li> <li>➢ 最適當滿足，各個部門間存在良性競爭</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 最重要的是 Trust！</li> <li>➢ 券商聯防</li> <li>➢ 承銷防火牆</li> <li>➢ 自營防火牆</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>元大的研究是各單位互通的，而操作的部分有防火牆</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在自營獨立出一個代操部門，因為代操是客戶的錢，所以會更嚴謹，更重視風控，trader 選股需要非常嚴謹的報告</li> </ul>

- 外商對於防火牆的建置較有一套系統性的規範，因為其非常注重公司的 Reputation，因此較為嚴謹，本土券商可參考外商之做法，可降低許多糾紛的出現，並使代操業務更為健全且蓬勃發展。

		研究部門集中至券商					研究部門獨立	研究部門以投顧為主	整個證券體系的研究部門
		美林證券	摩根富林明證券	花旗環球證券	復華證券	群益證券	寶來證券	元富投顧	元大京華投顧
制度的調整及定位	研究部門	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶投顧研究可併到券商</li> <li>▶不主張獨立研究部門</li> </ul>	先進一步整合證券商及投顧之IA (investment advice) 及研究部，將意見的部分先行整合	將放在投顧的研究部放入券商	將原本投信投顧的研究員都集中在券商裡	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶研究集中在券商，但不限制只採用公司內部研究，這樣可增加代操競爭力</li> <li>▶研究部門不考慮獨立</li> </ul>	研究部門獨立： <ol style="list-style-type: none"> <li>1.獨立後有權力要求更好品質</li> <li>2.與集團業務、資訊劃分，建起防火牆</li> </ol>	投顧在集團中為研究資訊的提供者	元大的研究是各單位互通的

- 許多券商認為將研究部門整合集中至券商，但不將研究部門設置為一獨立的公司，其原因為
  1. 研究部門獨立後沒有資金來源就沒有好研究品質
  2. 台灣人不覺得資訊有價
  3. 有營業稅與額外管理費用的問題
- 也有投顧認為其定位即為研究資訊的提供者
- 在代操佣金計算方式方面，強調以固定的費用為主，以避免產生代操者與投資人之利益衝突

現行制度										
美商美林證券	保德信證券	摩根富林明證券	復華證券	花旗環球證券	建華證券	統一證券	日盛證券	倍利國際證券	群益證券	
▶開放國外投資標的 ▶解除規定保管機構選擇限制	▶配套措施--仲裁委員會 ▶代客操作執照應偏向技能測驗 ▶代操佣金為固定費用	代操佣金為每年固定的 fee	代操費用計算方式不以 turnover rate 為主	▶以套費 (wrap fee) 解決 churning ▶產品採負面表列 ▶券商能有貨幣型基金 (money market fund) 以降 低風險客戶的款券部位 ▶降低券商兼營投顧之法 規限制及成本	▶開放券商投資顧問 ▶不需要限制委託金額門檻	▶開放融資限制 ▶開放放空限制 ▶可投資 ECB、GDR 等海外商品	▶profit sharing 制度 ▶代操糾紛處理機制	券商可以直接經營投顧事業	▶放寬代操投資標的 ▶最低代操金額不設限	
主管機關						教育				
美商美林證券	摩根富林明證券	花旗環球證券	倍利國際證券	寶來證券	花旗環球證券	復華證券	金鼎綜合證券			
決定要開放一定要先有一套完善制度	▶主管機關訂立一個規範，良好內稽內控制度券 商可給予執照 ▶主管機關宣導誠信原則	▶修法的準備 ▶配套措施 ▶提高公會力量	建立一個廣泛、可以一體適用的準則	▶券商公會開辦訓練課程提 升全體券商人員素質 ▶公會力量規範券商以公平 手法競爭	公司應對別家公司的產品兼容並蓄，讓營業員有所選擇。	教育、建立資產專業化管理的概念	教育投資人資訊是有價的，不要只尋求低手續費			

- 大部分之券商希望能開放代操的投資範圍以及放空限制，並且能將投顧納入券商的體制當中，避免資本重複配置。
- 再者也有許多券商認為主管機關能建立一套完善的制度及公會監督的角色很重要。
- 最後就是要改善投資人認為資訊無價的觀念。

	統一證券	寶來證券	大華證券	保德信證券	花旗環球證券	倍利國際證券	元大京華投顧	統一投信	荷銀投信
券商的優勢	1.研究資源不虞匱乏 2.與客戶互動頻率高 3.直接經營經紀業務,手續費具價格優勢	1.代操業務資本門檻已達 2.廣闊金融商品諮詢 3.營業據點多 4.廣闊的產品線	券商符合客戶追求絕對return特性						
應注意之事項				<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 主動負起責任,建立信譽</li> <li>▶ 評估委託人資格,以減少糾紛</li> </ul>	「配套措施」應如何規範	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 國外券商學習組織上調整、建立防火牆,</li> <li>▶ 政府管制趨少</li> </ul>	必須考量 Standard Restriction 及 Business Conduct	需建立一個一致的遊戲規則	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 一致、公平的標準</li> <li>▶ 法令修改的問題</li> <li>▶ 全面的規範</li> <li>▶ 管理者的觀念</li> <li>▶ 避免利益衝突</li> </ul>

- 普遍認為券商因為與自然人有較為頻繁的接觸，且營業據點多，較易獲取代操市場中散戶這部分的市場。
- 若要開放券商從事代操，其最為關切的是一套完善、健全、公平的制度與規範，且防火牆與 Business Conduct 更是所有從事代操之業者所應具備的。

	美商美林證券	保德信證券	倍利國際證券	統一證券	日盛證券	建華證券	復華證券	群益證券	大華證券	元富投顧	元大京華投顧	花旗環球證券
<b>外資券商競爭力</b>	<p>➢外商分析師較國內不同處：</p> <p>1.工作時間長</p> <p>2.要會寫 report 還要能夠 talk to client</p> <p>3.英文程度好</p> <p>4.本土分析師缺乏個人意見分析</p> <p>5.受重視</p>	外商因制度良好、願負糾紛責任，吸引不少投資人	國外資源豐富，研究團隊經驗豐富，較易取得投資人青睞	資訊源優勢，有很多 private source 且經驗豐富，對操盤技術有一定程序	外資分析師有強大資源在後面支持，再加上其為市場上的主力，所以市場影響力大	<p>➢經驗優勢</p> <p>➢具有多方避險優勢</p>	本國券商難取得 QFII 下單	對於各個產業中 30-50 之領先廠商有詳盡報告			外商研究的是龍頭股	帶給本土券商許多學習的機會，使本國金融業在面對競爭時更能找出生存的利基以及自己的競爭力
<b>本土券商競爭力</b>		本國業者因為國家環境獨特性而有競爭利基		外商因交易文化不同，造成程序較僵化，本國券商可因地制宜		<p>➢產業習性熟悉</p> <p>➢語言優勢</p>		內券商培養許多分析師作廣泛性研究，以滿足不同需求	本土券商研究可 cover 的產業較多	客戶服務很重要，也較外商具有優勢	本土券商研究的是小型的潛力股	

- 外資券商由於在國外擁有強大資源與豐富經驗，所以與本國券商相比有突出的表現，但只限於台灣龍頭股的研究上，因為這些股票在國際上的知名度好也較受國際、國內投資人偏愛，因此外資券商著重這些股票研究較可達到經濟效益。
- 本國券商因為有文化、語言、環境熟悉上的優勢，可以挖掘有別於外商的利基市場，專門於各種產業各家公司股票，以符合廣大投資大眾的需求。

	日盛證券	金鼎綜合證券	群益證券	大華證券	元富投顧	建華投顧
營業員挾客戶以自重之問題	哪裡資源好就到哪裡為自然供需法則，可由研究團隊功能來抓住顧客	怕營業員拿客戶與券商談條件	代操是一門專業的行業，公司所能提供的價值是整體，營業員流動並不太會將代操客源帶走	不會造成此問題： 1.代操是靠信譽 2.若績效不好會破壞與客戶關係 3.手上客戶符合代操金額是少數	客戶要求的是績效，以強大研究團隊創造績效留住顧客	對客戶來說如果隨營業員到一個資源更豐富的地方其實不是損失

- 代操客戶是否會隨營業員而更換代操公司是每家券商都關心的事情，但是因為代客操作一門專業的技術，每家券商都有把握能以優秀的研究能力、服務品質來為客戶創造穩定的獲利，加上更換代操公司乃自然供需法則，所以大多數券商都對代客操作是否可能加重營業員挾客以自重持正面看法。

## (附錄三) 訪談記錄稿

受訪公司：金鼎綜合證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 1 日（星期一）下午 1 時 30 分

地點：台北市敦化南路二段 97 號 18 樓 金鼎證券公司會議室

受訪人員：羅副總 學宇、余協理 恆一

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

### 金鼎證券

#### 一、誰需要代操市場？

無金控、投信投顧的券商，需要多方面的業務，而其才有明確的業務方向。對於金控會增加管理上的不便。

#### 二、開放「營業員」代操產生的問題

- (1) 以營業員從事代操將帶來許多問題，若營業員代操則未來對於代操營業員的資格需重新訂定，例如證照的要求；年輕營業員容易取得證照，但缺乏市場經驗，老營業員對市場敏感度較高，且經驗較為豐富，但是沒有代操的牌照，因此在人員雇用上產生問題。
- (2) 營業員以經紀手續費做為收入來源，若其可從事代操，就變成既是執行者又從中獲利(經紀手續費)，券商很難跟客戶解釋，也將產生許多問題與困擾。
- (3) 怕營業員拿客戶與券商談條件，所以如同業寶來證券說服客戶轉電子戶。

希望採逐步開放，視法令開放，券商要制定一套好的 business conduct 及防火牆，而營業員只負責接單，由研究團隊負責操作(分兩區，好的營業員可以進入作代操者)，除非提升業務員的素質，具有某些特定的執照才可代操，及與客戶關係的教育。

是要開放券商，而不是開放營業員代操。

#### 三、開放券商代操的好處、影響及建議

- (1) 好處：
  1. 有助於券商的業績。
  2. 券商有機會接觸到大客戶。
  3. 本身券商的管道：透過 CRM 以營業員依據客戶屬性向客戶推銷新金融商品或是保本型商品，業務員瞭解客戶的資金(券商為接觸投資人第一線，可以清楚潛在客戶在哪！→擴大市場。而券商擁有較多的商品資訊→容易符合代操需求)，但不見得具有專業，因此專業的部分將交給券商的研究部，研究也將重新部屬。
  4. 使客戶獲利較為穩定。
  5. 使游資集中，並可使法人參與度提高，降低個股的波動性，使股市更加穩定。
- (2) 影響：
  1. 金鼎認為其對經紀股票操作短期不會影響很大。
  2. 代操在哪裡作對金鼎都是一樣的，只是速度比較快，短期影響不大。



- (3) 建議：1. 國外似乎比較渴望開放：國外營業員為 AO 制，重視的是研究團隊，營業員會為客戶利益著想，而國內的生態金鼎擔心營業員將挾客戶以自重。所以制度很重要，否則開放代操將造成更嚴重的問題。
2. 台灣資訊收集容易，客戶喜歡自己操作，台灣散戶又高達 85%，且其觀念也不認為資訊有價（教育大眾、找找是否有理論可以證明資訊是有價的），只希望手續費越低越好，手續費哪家便宜就到哪家，需要灌輸資訊有價的觀念，也才對代操市場有幫助。

#### 四、與投信投顧的市場區隔

投信投顧會希望金額大的，因為如此才有利潤，且政府基金會找投信投顧，投信投顧不把小金額放在眼裡，對投信投顧來說小額的在人事成本方面划不來，目前投顧對於小額的客層以收會員提供資訊服務的方式，但有些較正統的投信投顧甚至不找小客戶。

而券商由於對於大額的管理經驗較不足，不符政府基金對代操的要求（不會互相競爭），在加上券商本來目前就在服務小客戶（原本優勢），因此金鼎認為券商可以將市場區隔在小額市場。

受訪公司：寶來證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 1 日（星期一）下午 4 時 00 分

地點：台北市內湖區新湖二路 339 號 3 樓 寶來證券公司會議室

受訪人員：周執行副總 筱玲、陳副總 月雲

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 寶來證券

在開放券商承作代客操作業務以後，國內證券商型態會越來越朝向國外投資銀行一樣，業務員不再以一般的經紀手續費為主，而是依據所操作的 Asset 之絕對績效而定。並且也可以改變台灣股市的資金來源結構，朝向法人為主，以降低散戶所佔的比例，以健全股票市場，而且由於一般散戶收集資訊能力不足，因此提供代操可以協助散戶提高收益。

### 一、組織調整：

#### (1) 研究部門獨立

寶來未來會將研究部門獨立出來成為一家公司，如同同業中的大和證券公司的大和研究所，這樣一個集團內的投信或者投顧就可以獨自跟研究公司購買資訊，甚至可以結合其他有意願的證券商一起提供資訊，每一位代操經理根據自身的經驗及專業選擇其想要的研究來源。這樣做的原因是，因為券商要以顧客的利益為優先考量，集團利益則由卓越的顧客滿意所帶來，因此有這意願將研究部門獨立出來。

好處：

##### 1. 防火牆設立

往後若開放代操業務，若代操經理人需要資訊便需要跟寶來總經研究所拿取資料，這樣就可以與集團中的自營部門劃分出明確界線。

##### 2. 研究品質提高

因為獨立後自負盈虧，因此集團變成購買者，所以有權力要求獨立出去的研究部門更好的研究品質。

#### (2) 業務員訓練

加強業務員的素質，輔導考取專業證照，並且執行企業內部訓練。

#### (3) 風險控管

透過流程改善與明確規範，使自營、承銷與代操部門之間的可能聯合炒作行為降至最低。

### 二、證券商從事代操優勢：

#### (1) 承作代操業務門檻

在制度上要從事代客操作必須要實收資本額五千萬元以上，這對券商而言是很容易達成的。

#### (2) 代操所需部門設立

券商原本就有研究部門、會計稽核部門，所以不需額外增設從事代操業務所

需部門。

(3) 提供廣闊的金融商品諮詢

由於券商相對於投信投顧面對較多的金融商品業務，因此券商對於業務員的訓練，使得券商的業務員對於多種金融商品都具有一定的熟悉程度，比方說：期貨、新金融商品、債券，可以有效協助代操顧客多樣化的貼身投資組合。

(4) 營業據點多

券商通常擁有比投信投顧較多的營業據點，可以有效的接觸顧客。由於目前尚未開放券商從事代操，所以有時會將券商通路據點遇到的代操客戶介紹給集團的投信投顧。

(5) 提供廣闊的產品線

由於投信公司大都以推銷自家基金產品為主，但是證券商確可以提供不同投信發行的優良基金供客戶建立所需的投資組合，協助客戶達到最適資產配置。

(6) 提高良性競爭

1+1>2 的效果是存在的，開放券商的加入可以提升代操市場的良性競爭，使每一家代操機構能提升經營績效，並將代客操作的專家資產管理觀念傳遞給每個投資人，使大家盡快熟悉這項業務，並且使代操市場的餅擴大！

(7) 避免資金外流

目前外資券商實質上已經在從事代操業務，但是都屬於台面下的交易行為，並透過第三地從事買賣，因此開放券商加入可以留住投資人的資金於國內，這樣對於政府的稅收也有所幫助。

### 三、建議：

(1) 欲瞭解外商是如何從事內部風險控管、績效評估、人員管理（訓練、獎金、手續費收入計算方式）

(2) 運用公會力量

1. 訓練課程：

透過公會統一開辦訓練課程（專業知識、職業道德），運用公會力量提升全體經理人、業務人員的素質，使投資大眾更信任代操業務。

2. 避免惡意競爭：

開放代操之後可能會面對業務員因掌握代操客源，而造成券商之間的挖角等惡意競爭行為出現，所以可以透過公會力量規範各家券商以公平的手法競爭。

受訪公司：建華證券投資顧問股份有限公司  
時間：中華民國 92 年 12 月 2 日（星期二）上午 9 時 00 分  
地點：台北市重慶南路一段 2 號 19 樓 建華投顧公司會議室  
受訪人員：葉總經理 澤林  
訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 建華投顧

### 以金控角色看開放券商代操

#### 一、對金控本身之影響

建華金控本身認為此事對金控影響不大，因為金控本身的幾項優勢：

1. 資源整合：建華金控把銀行跟證券的行政組織打破，以功能別、顧客別分四個事業群-企業金融、個人金融、財務管理、財務運籌，而銀行信託部及投顧同屬於財務管理事業部，可達成資源整合運用的效益，若開放券商代操，對原本的組織應無太大的影響，因為金控本身已將代操業務於目前可從事代操的投信投顧及銀行信託部從事資源整合的運用。
2. 擁有強大的研究團隊：金控資源比較多，能把優秀人才的效益發揮到最大。
3. 大小市場通吃：
  - (1) 小額市場：基金雖然是提供小額投資人的投資管道，但是在空頭市場時，礙於目前法令的限制，基金無法從事放空的動作，以致於許多投資人不喜歡選擇基金作為投資工具，但金控底下的銀行信託部卻可從事集合管理帳戶、私募基金，不受基金操作規範的限制，因此金控並不致於流失小額市場的客戶。
  - (2) 大額市場：金控底下已有投信投顧，其對於操作代操業務以累積許多經驗，再加上金控強大的研究團隊，相信能保有其原本的代操市場。
4. 據點眾多不少於券商：金控也能透過銀行、證券去擷取許多市場，小額給信託部，大額給投信投顧。

#### 二、金控認為券商本身代操的需要程度及看法

5. 認為非金控的專業券商比較需要，但券商已有投信投顧，應該不是很迫切需要代操業務。
6. 對開放營業員代操的看法：認為券商做不好，因為目前投信投顧經理人也不見得做得好，營業員更不可能，他接單都來不及了，還要拜訪客戶，相對於投信投顧經理人花費大量時間的研究應該更具有優勢。再加上目前投信投顧的代操客戶時有反彈，認為投信投顧只是在幫經紀業務衝業績，若是券商亦從事代操，與營業員本身利益的糾葛，也許會較目前的狀況更為嚴重—要注意防火牆及行為準則（business conduct）的建置。
7. 認為小額市場對券商來說不符經濟效益：雖然券商可將小額資金集合管理，依風險性質分類，但同一個經理人還是需要管理其客戶的所有風險，

因此還是有問題，不符經濟效益。

8. 挖角問題，營業員挾客戶以自重：對客戶來說如果可隨營業員到一個資源更豐富的地方其實不是損失，這可能是對代操的一個壓力，但關係並不是很大。

受訪公司：建華證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 2 日（星期二）上午 10 時 30 分

地點：台北市重慶南路一段 2 號 22 樓 建華證券公司會議室

受訪人員：葉副總 黃杞

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 建華證券

### 一、建華證券認為應如何開放券商代操

#### 1. 全面開放-應先開放券商投資顧問再開放代操

認為主管機關不要直接開放券商代操，應要先開放券商投資顧問，再開放代操。由於目前法規之限制，券商給研究報告還要透過投顧，券商不能隨便發表意見，資料要委託投顧投信，一年要七、八百萬，造成資源重複投資，所以認為要全面性開放，如此可提高資本效率，研究資料資源整合。

並且認為台面下會有事情，因此贊成全面開放，反而容易監控。

#### 2. 與投信投顧整合在一起

對證券體系來說，金控底下有投信投顧、券商，但每家都不大。對於一家好的券商來說若無投顧投信就無法拿到政府基金，所以若開放，也要與投信投顧整合在一起，資源分享，可使人員調配更精簡，但防火牆建立很重要。

另外可將管理平台整合，資源不要浪費。目前證券業為分業經營，因此整合投顧可集中資源。甚至對金控來說，若投顧反而沒有效率則可不需投顧，將投顧業務整合至券商即可，但券商也必須取得代操執照—金控內部資源調整很重要。

#### 3. 不應該是開放給營業員而是要開放給券商

不會將資歷較深經驗多的營業員升級去做代操，因認為代操是非常專業的東西，需要操作背景，且營業員會沒有業績，因為營業員較為短視，靠行情提供資訊，且營業員靠交易手續費，而代操靠績效，有衝突。因此認為應該是開放給券商，而不是開放給營業員。

#### 4. 人員的挑戰與部門之調配

代操對操作人員來說挑戰更大，基金操作不好投資人下次就換另一家的基金，基金經理人也不會與投資人接觸。但代操績效不好，會引起很大的抱怨，且代操與投資人的關係更為密切，需要與投資人更為密切的溝通（資金來源、風險程度），客製化，受投資人監控的程度更多更大，券商為了其商業形象，必定要非常重視人員的素質與訓練。

不會為了代操成立一個新的部門，對建華來說會與投顧的研調部整合。

#### 5. 不需要限制門檻

認為不需要限門檻，對於金額小的客戶太小的券商就不會接，除非是效率好的券商，小額的就會接，大小券商各取所需。

### 二、外商的威脅

外商有經驗優勢，並可能具有多方避險之優勢，但其對台灣產業習性不一定

瞭解，而國內券商則有語言優勢及接近產業之優勢，因此要把握機會。另外台灣市場在外商眼裡不見得大，外商可能會著眼於國外更大的市場，因此國內市場他也不見得都吃得到，所以要把遊戲規則定好，自己則著重於效率。

### **三、對專業經紀商的影響**

認為專業經紀商沒有能力做，券商集中化很明顯，其他券商只能以殺價爭取客戶，找不到好的客戶，利潤越來越小，且要培養一個研究團隊成本很高，資訊只能用買的，會被逐漸邊緣化。

受訪公司：倍利國際證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 2 日（星期二）下午 1 時 30 分

地點：台北市忠孝東路 2 段 95 號 倍利證券公司會議室

受訪人員：簡董事長 鴻文

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 倍利國際證券

1. 希望站在公會的立場，建立一個廣泛、可以一體適用的準則，而不論其背景是金控或非金控券商，是專業經紀商或是綜合券商。
2. 未來證券市場的走勢會朝向投資銀行和財富管理兩大塊市場，其中代操可以說是財富管理的核心事業。而投信投顧業未來的市場可能會漸趨式微，因為以後券商可以直接經營投顧事業(與建華證券觀點相同，先開放投資顧問避免造成浪費)，不用再像過去一樣需要轉投資才可以成立；券商未來的趨勢是以建立完全金融商品通路為目標，交叉銷售（cross-selling）、單點購足（one-stop shopping）是未來潮流，券商因此必須跨過投顧這個通路，若無法經營投顧會變成很多事情都不能做（例如無法做公開演說，推薦股票。），綁手綁腳的。
3. 券商基本上都贊成開放代操，但需作組織上的調整，以及建立防火牆，當然政府的管制愈少愈好。但國內券商在代操上可能需要向國外券商學習，尤其是研究團隊的建立、防火牆的建立、以及代操人員的訓練等，都值得國內券商作為借鏡。由於私人銀行（private banking）在國外已行之有年，代操即為其中一部份，也因此外資券商急需將代操業務明朗化。
4. 不管是金控或非金控的券商，其贊成與否還須視金控主體中誰居於領導地位？銀行？或是證券業？但目前世界的潮流都趨向證券業從事保管款券業務。
5. 專業經紀商若要從事代操，在建立研究團隊方面恐有其困難（與建華證券同觀點），例如人員的編制、報告的品質……等，背後若沒有大券商支持是不容易建立起來的。
6. 未來若開放券商代操，外資券商的優勢可能會較多，因為其空間較寬廣，國外資源豐富，研究團隊的運作亦經驗豐富，較易取得投資人的青睞。
7. 營業員在代操的地位可能僅限於做通路、管道，將客戶簽回來，然後交由公司獨立設置的代操部門，由專業人員負責代操，因此開放代操後，如何做職能上的劃分非常重要，否則如果讓營業員兼營代操人員，一來營業員事情太多，容易分心，二來營業員的素質有待商榷。



受訪公司：元富投顧股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 2 日（星期二）下午 3 時 30 分

地點：台北市敦化南路二段 97 號 19,22 樓 元富投顧公司會議室

受訪人員：王董事長 培秩

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 元富投顧

### 一、元富投顧

#### 1. 元富投顧對開放券商代操之看法

認為券商若有投信投顧應較不急需開放，而單純券商會希望趕快開放，但整體而言還是希望開放，因為可擴大機會客戶群。(擴大市場大餅)

#### 2. 元富投顧的角色定位

投顧在還未成為業務單位時（開放投顧代操之前），是公司各個部門需要的重要研究資料來源，其定位為集團內重要的研究部門，證券基本的研究皆從此處開始。

投顧只在基本面（非常完整），不會跨入到應用面，否則投顧人員就會有太多偏好。

所有的選股動作要基於投顧所研究的基本面作為基礎，再根據兩個 Applied Side 進一步選出 35 支股票。

投顧是支持經紀部門的方針，買賣股票的人員能在第一時間得到投顧的研究資訊。投顧底下有一個研究處及戰情組（有七大網站，針對不同的客戶需要），因此可知投顧在集團中的角色主要為研究資訊的提供。

#### 3. 開放券商代操後投顧與券商之衝突

元富投顧與證券有密切關係，自從投顧有業務之後就必須尋找通路。其先從內部通路開始，利用證券、債券等...其他投顧業者運用證券的通路都相當辛苦，但因為元富有 **CRM 平台共享資源**，利用資訊瞭解客戶的資金量及其目前資產管理的方式是否需要做調整，找出可代操的客戶。

但其認為開放券商之後，是否會產生衝突則要看公司文化。一樣會利用經紀業務的通路，資源分享、成立行銷處，讓客戶自行選擇希望讓哪一個單位負責管理（區隔市場、消費者導向、良性競爭「看績效」）

未來長期整個 group 將變成資產管理公司的平台，如果未來代操可投資國外金融商品，則有可能變成全球資產管理，而此時投顧將回歸至基本面，應用面則為資產管理公司。若發展為資產管理公司，則 business conduct 將變的非常重要，客戶也將很注重其 business conduct。

#### 4. 開放後人員及制度的調整

##### (1) 人員

其認為證券代操不會找營業員，因為代操者必須具有基本面知識資料應用及研究判斷的精神。

trader 由基本面的優秀人員並考量其品行操守、企圖心，徵詢其意見後拔擢至應用面（代操）。

元富投顧佔 20 億左右的市場第一名，其認為市場會越來越大，trader 人員需求也會越來越大，而 trader 需有很嚴謹的訓練，其訓練方式為三個月的模擬（給一定的額度，看績效，跟其他 trader 比）三個月實習。

## （2）制度

元富投顧認為券商開放代操後，代操應會在自營底下，並在自營底下在獨立出一個代操部門。

而對於將代操設在自營底下是否會使客戶蒙受損失，其認為自營是拿自有資金，代操拿的是客戶的錢，因此代操反而會更嚴謹，更重視風控，元富的風控非常嚴謹，trader 選股需要非常嚴謹的報告（每天），為何要選此股票，事後可追究責任。而其代操績效不好反而會使元富無法在此龐大的市場上立足，因此將會全力為客戶利益著想，不會圖利自營。

制度面的問題比較好解決，可從國外當作借鏡並學習，但人的品質就要靠如何找到適合的人員，如何讓人員可在此訓練之下幫別人理財，把別人的錢當作自己的錢投資，謹慎從事投資，是成敗的關鍵。內部制度面及人的問題都解決了，人能在制度裡面運作，大概就成功了。

## 二、外商之威脅

未開放國外商品時，外商不一定具有優勢。

代操資金來源大部分為政府，有幾千億，但元富拿不到，因為要操作經驗在三年以上；而個人市場規模又很小，因此元富目前花很多錢在培育人才及資訊研究，目的就是為了未來達到三年限制後可搶奪政府基金的市場，未來開放退休金後也要搶奪此龐大的市場，元富一直在準備，也逐漸培養實力與外商競爭。

## 三、本土券商之角色定位

客戶服務很重要，也較外商具有優勢，對於法人客戶有投顧做基礎。有強大的資訊源將來開放券商代操才有意義，發展成資產管理公司後，未來可投資的商品可能更為多姿多彩，有準備後才能為客戶提供更完整的需求。

## 四、營業員挾客戶以自重之問題

在內部通路部分，代操一定是透過營業員找客戶，而營業員的佣金靠的是業績下單量，所以要有給營業員 feedback，客戶要求的是績效，所以強大的研究團隊創造績效可使營業員不會隨便將顧客帶走，因為營業員會更要求研究團隊，並且元富會為營業員整理出服務客戶的資訊，且幫助營業員對客戶提供差異價值，留住營業員也留住客戶。

但有可能其獎金比不上本來此客戶未代操時每個月的交易手續費，所以需要其他機制激勵營業員。並且可讓本來不理財的客戶也加入，提高經紀部門的市佔率。

受訪公司：摩根富林明證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 3 日（星期三）上午 9 時 00 分

地點：台北市敦化南路二段 71 號 17 樓 摩根富林明證券公司會議室

受訪人員：章董事長 碩麟

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 摩根富林明

### 一、台灣代操市場與防火牆成本

券商有三個角色：經紀角色（交易性、傳遞性）、投資銀行、研究部門。

為防止弊案發生，國外券商將此三個角色切開獨立，每一個交易發生時都要說明和 broker 及 dealer 的交易無關。將此三個角色切開會比合起來的防火牆成本低，雖然大家會認為代操這個餅很大，在國外代操的市場是共同基本的好幾倍，就算國內一年代操市場有二十幾億，要給這麼多業者分還是太小了，並國內的價格走日式的價格戰爭，利潤太小了，變成重量而不重質，而合起來風險又太高。利潤少又要付出高額的防火牆成本，「意見形成」就要做防火牆，「資金交易」部分也要有防火牆，到「行為操守」的防火牆，一個關卡一個關卡做成本很高。主張可開放自由競爭，讓業者知道成本很高，並不是只看到那龐大的市場，而是需要付出很大的成本。

### 二、防火牆建置

#### (1) 意見防火牆

資本市場中道德操守很重要，最基本意見的防火牆要先做好，才有能力作管理及交易的防火牆。

最基本在券商中的自營商與承銷商間，自營商為 buy side（以券商利益為考量），而承銷商為 sell side（幫業者尋求最大利益），各自代表不同的利益，若共同放在投資銀行體系下，則會產生利益衝突，因此要訂立一些規範，例如投資銀行在從事某項 case 時，不能告知其他人，也規定其在一定時間內不能對外出報告到次級市場，時間過後也要告知看報告的人其有涉入此交易，並且要調查其是否從事反向操作。

關於證券商兼營投顧議題，其認為要分階段，先進一步整合 IA（investment advice）及研究部，將意見的部分先行整合，但任何交易和研究部門個人利益不能有任何的連結。

#### (2) 交易防火牆

在國外：buy side 中，交易手續費以年費的方式給予 trader，trader 有再多交易都無法賺取更多手續費，使其無意願炒作。

國外營業員是以 separate account 的方式，營業員找客戶可拿佣金，但交易有專責機構負責，執行單子由其他 dealer 一起做，一起分享利益，或是直接由電腦下單，一方面可替公司節省營業員成本，另一方面可節省客戶的交

易成本，除非是需要 broker 提供價值才需要營業員來執行，若以同樣方式於台灣執行，依循國外的制度，限制營業員接同一客戶的單子最多只能有 20%，則營業員會覺得不划算，在台灣實務並不可行。

國外經紀商生存靠的是 value、research，而不是像台灣靠的是 relationship。

### (3) 管理 IT 防火牆

其投信的防火牆 IRG 做得很好，有任何問題馬上禁止去做，且每個 function 都需要兩個以上的人來堅守，所以需要的成本很高。

IM 和 IB 只能有一般性給予管理意見的連結，在業務資訊上不能有連結，是互相獨立的。

資訊傳遞的方式，資訊要到達哪一個層級，又不能使得其利益勾結互相碰在一起，因為金額太大了所以要非常注重中間的內控，也要讓客戶信任，在國際間尤其重要。

### 三、主管機關的責任

一套好的宣示性規範是很重要的，從意見形成到交易、管理的防火牆建立，並且需要很強的 IT 來監管才能真正防弊，如果沒有一套好的制度來規範，市場好的時候可能還會有的賺，市場不好的時候就會出現很多問題，甚至整個社會要付出很大的成本。因此主管機關要訂立一個規範，有訂立良好內稽內控制度的券商才可給予執照。

誠信很重要，若真的要開放主管機關要宣導這是需要最高的道德標準，一家搞砸了會影響其他業者。必且對事情的認知也很重要，人員必須加以訓練，人員及業者需要給予什麼道德上或是能力上的標準，與業者條件溝通清楚，資金自由化會衝擊到體質不良的體系，良好的規範是非常重要的。

受訪公司：保德信證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 8 日（星期一）上午 11 時 00 分

地點：台北市敦化南路二段 207 號 16 樓 保德信證券公司會議室

受訪人員：張總經理 國銘

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 保德信證券

### 國外代操狀況

#### 一、國外代操人員規定

在美國，要從事代客操作的人員規定是，當你取一般營業員執照後，需有工作十年的經驗，然後在參加一次考試以取得可以代操的資格。這些規定在美國通常都很容易達到，但是因為代操經理人是代表著公司，所以公司都會設置比法規還要嚴格的規定去挑選合適的經理人，這與國內情況有明顯不同。國內通常是訂定高規範，而公司只是做到最低的符合條件；在美國則是政府規定簡單的條件，而公司為了聲譽而自己制訂嚴格的規範。因為只要有糾紛出現，政府基於保護投資人立場，官司通常容易輸掉，所以公司才會訂立一套嚴格的規範，從公司的 policy、客戶的帳戶管理、帳戶交易確認、投資範圍（比方說：保德信規定股價五元以下的股票不得投資，因為這類股票的流通性不足、風險高）都有嚴密控管。

#### 二、代操業務容易發生糾紛之處

##### 1. overtrade

當營業員道德不佳與代操費用計算以 turnover rate 計算時，容易產生營業員操作過於短線，以賺取自身的經紀手續報酬。

解決之道：

##### (1) 固定費用

如同基金一樣，依據代操管理資金規模來計算其佣金，這樣營業員就不會過度交易，並且有誘因作更專業的操作來擴大規模，使得自己的管理佣金也能增加。之後，若是營業員素質上提升與共識形成，則可以慢慢取消這樣的限制，將部分的操作績效回饋給營業員。

##### 2. 與客戶之間的溝通

代操客戶常常會因為時間不夠而不能留意代操帳戶中的賺賠情況，有時可能當他有時間注意時帳戶中的資產價值已經嚴重的縮水，這時就很容易產生糾紛。所以在國外有規定一個月是至少要跟委託人 review，讓客戶瞭解帳戶中的盈虧情況。保德信證券除了要做到這點外，還會主動隨時跟大客戶保持聯絡，說明其帳戶中的剩餘資金、未實現損益等等，並為客戶解說損失的原因。

### 外商

## 一、外商競爭

在代操業務上外商未必比本國業者好，因為每一個國家都有其獨特的環境存在，但為何投資人願意找外商投資，這全因外商比較有制度，若發生糾紛時不怕找不到人負責，而這是國內業者需加強的部分。加上外商大部分都集中在大型客戶上，約需 100 萬美金才能從事代操，所以在市場上有所區隔產生。

## 二、外商分析師

外商通常較願意付錢雇用及培養分析師，而且薪資差異有 2-3 倍之多，但也不能說國內券商就沒有競爭的地方，國內業者有在地的優勢可以尋找適合自己的區隔市場。

## 建議

### 一、代操公司應盡責任

目前台灣券商還不能合法從事代操業務，但是私底下卻是有這樣的行為存在，不過只要一出事公司大都宣稱是營業員個人行為，不過公司這樣的心態必須轉變，轉換成主動管理才行。因此，在未來開放代操以後，糾紛責任歸屬一定要由公司所負起，這樣公司才會善盡管理、監督之責，以降低糾紛的產生。

### 二、評估委託人資格

代操公司除了要評估代操經理人的資格外也要對委託人加以遴選，而不是每一個人都是和資產代操。比方說：客戶拿 100 萬來從事代操，但是他的資產淨值才 200 萬，公司就應該考慮要不要接受這份委託，因為資產代操也是存在風險的，若是這 100 萬全部損失了將可能造成客戶生活上的憂慮，進而產生糾紛。

### 三、配套措施--仲裁委員會

有關於代操糾紛國外都是交由仲裁委員會處理，其成員有會計師、律師、教授、證券同業等等，每個糾紛案件都會從委員會成員中選取適合的委員，並且排除利益相關人士及不對外公佈遴選出的委員，盡可能做到關說的弊端發生。一般的糾紛案件大約歷時 3-6 個月就會結案，而且不能上訴，避免無謂的資源浪費。

### 四、代客操作執照應偏向技能測驗

代操執照的測驗應偏向技術，包括公司分析、技術分析、總體經濟、基本面等技能，關於法規應該排除在外，因為這項目一般營業員就可以分擔，然後再加上-10 年的經驗就可以勝任代操業務。

受訪公司：復華證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 8 日（星期一）下午 2 時 00 分

地點：台北市忠孝西路一段 4 號 17 樓 復華證券公司會議室

受訪人員：陳總經理 錦峰

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 復華證券

公司：復華證券

營業據點：54 處

佔有率：第七名，3.8%

營業員人數：約八百人

### 復華證券端看金控內部作法

#### 一、專業分工，視券商與投顧為通路

在復華金融控股公司中，關於代客操作業務乃採專業分工制度，雖然投顧目前可以從事代操，但是在復華內部投顧專門在海外基金這塊市場上，而將所有的代操業務都歸為投信端（金復華）。因此，若往後開放券商從事代操對金控沒有差異，券商那邊的客戶一樣會給投信代操。

好處：

##### 1. 集中管理

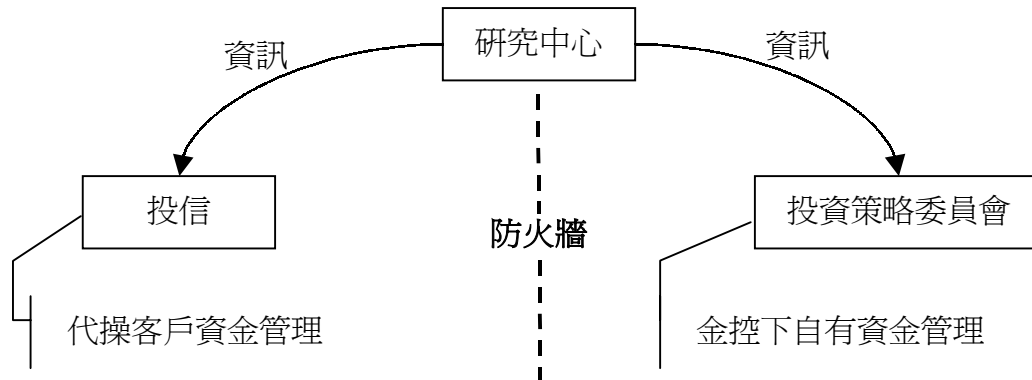
將所有客戶集中到投信端可以獲得統一管理的好處，避免各部門的資源重疊、浪費，並且若產生代操管理問題時，由一個部門統一解決也較好。對於客戶而言，他們一樣可以獲得良好的資產專業管理服務。

##### 2. 防火牆已建立

在金控體系下，專業分工後各部門早已經建立起應有的防火牆機制，因此若券商也從事代操業務，就比較不用考慮到防火牆問題。

#### 二、研究中心

在復華金控有關研究部門是將原本投信投顧的研究員都集中在券商裡，目前有近 30 位研究員一起共享研究的成果，而在復華裡研究的資訊是給投信與投資策略委員會所使用，而投資策略委員會的責任就是控管集團內自有資金的投資，與投信端雖使用共同資訊但是卻由不同團隊操作，並且中間有建立防火牆的機制。



### 三、代操由專業經理人管理

因為營業員的素質很難去掌控，因此未來開放券商承作代操業務也不會開放給營業員代操，會將第一線的營業員視為一種通路，專門從事 marketing、sales 等等，而由營業員介紹進來的代操客戶，會將客戶所下的單回饋給當初的營業員。

### 四、市場區隔

未來開放券商可以從事代操時，會將大客戶移轉給投信端，若是屬於小額有意願代操的客戶則在交由券商這邊管理。

## 開放券商代操應注意事項

### 一、外商競爭

本國的券商較難取得 QFII 的下單，因此外資的經紀手續費本國券商大都無法掌握，若這時外商也可以從事代操時，將會造成本國資金流向外商，所以外商進入代操市場可能會造成些許威脅。

### 二、散戶習性

目前已經允許投顧從事代操業務，而許多投顧都是由綜合券商所轉投資，但現在投顧的代操業務不是很好，可能的原因就是散戶的操盤習性，因為一般散戶習慣自己從事股票買賣，並沒有資產專業化管理的概念存在。



受訪公司：群益證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 8 日（星期一）下午 3 時 30 分

地點：台北市信義區松仁路 101 號群益金融大樓 群益證券公司會議室

受訪人員：魯副總 奐毅

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 群益證券

受訪者：群益證券公司

營業據點：42 家

營業員：約八百人

### 群益證券看法

#### 一、專業經理人管理代操，視營業員為通路

往後開放券商從事代操業務，群益會將營業員視為一個通路，將有意願代操的客戶帶進來公司，交由公司的專業經營部門代操，然後再將客戶的下單回饋給原營業員，這樣可以雙方可以互蒙其利。

採用此方法的原因：

1. 無法找到如此全面性的營業員，因為每個營業員都有其專精的地方，所以無法將代操業務交給任意一個業務員。
2. 每個營業員時間、能力有限，不可能可以在推廣業務上與專業資產代操上一起兼顧，所以將營業員專業定位在代操業務的推廣上。
3. 若是把代操業務分散到 42 個營業據點，那管理上的問題將可能非常的複雜。

#### 二、研究部門位於券商

群益證券有投顧子公司，但投顧全權負責代客操作，相關的研究還是集中在券商裡，但是券商的研究部門是偏向 sell side 的研究，若在往後開放券商代操，群益會設立一個專業代操部門，並提供券商端的 sell side 研究，對於 buy side 則是會再配給研究員，或是授權經理人可以從部門外拿取其他公司的良好研究報告，不會限制只能採用本公司的研究報告，這樣就可以增加代操部門的經營競爭力。

而研究部門的資訊是共用的，並且詳細規定資訊使用的費用是如何分攤，因此實質上研究部門就如同一個獨立的單位，但是並不會考慮將它獨立出去，因為一獨立出去就會面臨 overhead 難題、獨立公司的營業稅與額外的管理費用。

#### 三、部門內防火牆建設

各部門間有明確的部門劃分與行為規範，並且執行利潤中心制度，所以每個部門的 P&L 全有賴幫助客戶達到最適滿足而來，因此各個部門彼此間存在良性競爭！

### 觀念理清

## 一、券商代操是否加速營業員流動率

因為營業員是券商客源來源之一，因此有些券商採用挖角的方式來進行市場佔有率的擴大，所以在開放券商從事代操業務時有此疑慮產生，但是營業員所面臨的客戶可以分為三種：

1. 最低廉的價格；
2. 希望營業員能提供額外的資產評價訊息；
3. 除了以上兩者外，還希望公司能滿足他其他的需求。

由客戶種類來看，當營業員帶走第一類的客戶，雖然公司會有損失，但是挖角的公司相對的也要降低價格來吸引這群人，所以利潤也受到侵蝕，這是個雙方都損失的方式；第三類客戶則因公司可以滿足其不同的需求，所以也不會變更交易公司，因此只有第二類客戶的流動性較大。

而代操是一門專業的行業，公司所能提供的價值是整體的，比方說：風險控管、商品種類、信譽等等，所以營業員的流動並不太會將代操客源帶走。

## 二、國內外分析師專注領域不同

外商的 business model 是雇用少數明星研究員，如此就可以提高研究員薪資，而這些少數研究員通常只針對每一個產業中領先廠商作詳細的研究，提供 30-50 支大型股的詳盡報告；但是國內有數百支股票，所以國內券商則是培養許多分析師去作廣泛性的研究，比方說小型股的研究以滿足不同的需求，因此國內外研究員就研究領域是有所不同的。

## 三、市場區隔

目前代操業務規定最低金額為 1 千萬元，但是由於投信基於管理便利與公司政策上不同，大都會高過於 1 千萬許多，以群益投信而言受託人必須有一億或兩億才可以進行委託。因此，往後券商代操就可以往金額較小的客戶發展，以避免客源重疊。

## 建議

### 一、放寬代操投資標的

在開放券商代操前應該先開放代操的投資標的與策略，目前券商只能從事現貨的買賣，對於期貨、選擇權就不行，但是在這麼多的金融商品下，國內可以投資的項目都是採正面表列，而造成代操經理人可以投資的項目受到限制，使得代操都集中在股票上的操作有所偏跛，所以開放投資項目可以使代操的資產組合更佳彈性、更適合客戶的需求。

### 二、最低代操金額不設限

降低代操下限可以吸引額外的客源，雖然金額過小時會造成操作上的不便，比方說無法達到良好的資產配置以降低風險，還有也不符合成本效益，但是每家公司有自己獨特的經營手法、成本效益、管理方式，所以應該開放代操金額限制讓每一家券商依據自己的經營模式去選擇代操客戶。

### 三、代操台面化

目前法律規範不准券商從事代操業務，儘管券商也嚴禁如此行為，但私底下營業員接受客戶委託代操還是存在，但是當代操出現問題時，雖然是營業員個人的風紀問題，但是這對券商公司還是造成了傷害，所以主管機關可以開放券商從事代操業務，將這些台面下的業務合法化，方便公司進行管理，降低營業員私下代操運作的傷害。

### 四、代操費用計算方式

若是往後代操收入費用計算是採用根據 turnover rate 計算，如此很容易造成營業員產生道德風險問題，為了自身的利益而增加短期不必要的買賣

受訪公司：大華證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 9 日（星期二）上午 9 時 00 分

地點：台北市重慶南路一段 2 號 14 樓 大華證券公司會議室

受訪人員：伍總經理 敏卿、楊經理 永吉、劉經理 心陽

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 大華證券

大華證券目前共 31 個據點，明年初再擴充 3 個 分析師有 16 位。

有投顧，投信為轉投資。

### 一、目前私下代操的現況

目前營業員私下代操金額約在 100 萬至 500 萬間，虧損機率約在八九成。若出問題要公司出面，因此營業員會篩選客戶，做一些保護自己的措施，以避免被查核影響之後接單的行為。有分紅的酬庸方式，分紅比例約在 10-30%，做的好也會有多到 50%，且可得到手續費的折讓，可與客戶約定如何分帳。而券商的態度大多為了客源睜一隻眼閉一隻眼。

即使目前正常的代操也會有掛勾情形（例如投顧老師與主力掛勾）。進場時也許有基本面可說明，但退場時很難去建立一種機制，因此很難說明為什麼在此時退場---內稽內控的問題。

### 二、目前券商制度上及台灣特性問題

- (1) 台灣券商的制度隱含著不方便性：在國外，客戶的錢或是股票若是小額的話（幾千萬美金以下）是登記在券商之下，券商知道客戶目前有多少股票，而台灣有集中保管制度，客戶的錢可能分散在幾家集保公司，因此隱藏著代操的不方便性。（為何這樣不便！）
- (2) 台灣特性：銀行和券商的執照相同，但發展出來的特色會不一樣，台灣有一種草莽特性，明知道法令規定不能做，但只要客戶不說、自己不說，透過私下交情就算了，但是一旦發生金融風暴，就會發生事情，這是經營層面要考慮的問題。
- (3) 券商股權結構問題：券商後面通常是一個大股東，很少是一個專業經理人在經營的，因此對股東最大利益有時候不是對券商的最大利益，所以制度有時候不會隨著時勢而改，因為後面的大老闆在外面開了另一家公司自己做了，但專業經理人會希望制度正常化，因為只要一推出一個新金融商品，價格就會馬上往下殺，因此會希望一直有新產品出來，靠新產品維持獲利，所以如果是專業經理人經營的公司會比較希望能多從事一種業務，也可瞭解有些背景不同的公司會反對開放代操。

### 三、券商代操的市場及優勢

- (1) 追求絕對的報酬：對客戶來說證照只是個安全檢驗，一般投資人（散戶）會忘了風險，只記得絕對的報酬，而金額較大的客戶會自己配置好要投資的項目，風險的高低由客戶自己決定，交給券商只是希望做到最大的收益，

也是追求絕對的報酬，此種和基金追求相對的報酬不同，而券商剛好符合這種追求絕對報酬特性（Why?），因此應該是有一定的契機的。

- (2) 本土券商的優勢：一般人常常會產生外商研究團隊較好的迷思，國外券商亞洲的分析師有時因為挖角會有空窗期，此時會由總行 cover，但最多針對台灣的 50 家，此時容易造成投資人的損失；而本土券商可 cover 的產業較多，強龍不壓地頭蛇，可與外商競爭。但券商不會跟外商搶大客戶的錢，因為有錢人通常比較計較，可獲得的利益較低，所以大戶由外商做，對券商比較沒有競爭的問題。
- (3) 金控公司的壓力：金控公司是銀行的思維，擴張上較注重客戶的負債管理，例如信用卡等等。而券商的利基在資產管理，其利基持續的時間端賴於銀行的回應，目前有利基是因為巨人（金控、銀行）睡著了，但代操業務信譽還是很重要的。

#### 四、代操業務的重點

- (1) 證照：證照為代操人員基本的評估標準。
- (2) 與客戶關係的維持：與客戶關係的維持，重點是怕績效會破壞營業員與客戶的關係，所以有些投信投顧的單子不一定是下在自己的券商，因為怕客戶有疑慮。
- (3) 防火牆：最重要的是 Trust！
  1. 與承銷的防火牆：大券商比較有這樣的問題，但其認為問題不大，因為通常承銷的部分非常小，且可規定代操不可投資初級市場，掛牌前不准買賣。其衝突點應是有好的股票卻不能買，可用比例規定來限制、解決。幫承銷部解套的問題反而比較小，因為攸關券商信譽的問題，風險很大。且很多客戶就是因為此券商有很多 private market 才到這邊來，所以其實是信用的問題。
  2. 自營部分：自營漲停不能買，跌停不能賣，所以自營部門通常不大，且每天要公開其交易，因此若有衝突也不大。
  3. 營業員進出賺取佣金的衝突：分析師會故意炒作一支股票叫大家跟進以創造量。但若開放券商代操則券商有其他營收，不必靠量來賺取佣金，也可使市場更趨於穩定，代操使券商站在客戶的利益著想，而不是一直衝量。
  4. 信用最重要：全世界的防火牆比不上信用，只要出了一件事，就會失去所有客戶。但防火牆還是要建立，就算沒有代操，承銷和自營本來就和研究部有防火牆，因為券商跟投資人一樣是追求絕對的 return，只是和客戶意識到的風險程度不一樣而已。
  5. 國外的防火牆：國外在推 private market 是全員動員的，在股市好時，積極代操，買 IPO 一定賺錢，甚至研究和承銷是站在一起，一起鼓吹股價，因此國外的防火牆也不一定做的好，國外的防火牆以道德為基礎，不會明訂什麼不能做什麼可以做。但其聯防做的比台灣好，台灣營業員

出問題可在換到另一家做，而國外就無法生存。

### **五、挾客源以自重的問題**

其認為不會造成營業員有誘因挾客源以自重。

1. 代操是靠信譽的
2. 營業員接的單不一定可以下在自己這邊，所以對營業員來說，他不會把客戶給券商，且若績效不好甚至破壞營業員與客戶的關係，得不償失。
3. 認為營業員手上的客戶能符合代操金額限制的應該只是少數。

所以不會造成營業員有誘因挾客源以自重。

### **六、對代操金額限制下降的因應**

每家的策略不同，因應之道也不盡相同。而在客戶部分，客戶不一定會將所有的錢都代操，可能只將一部份的錢代操，自己剩下的錢再跟著經理人投資，因為有免費諮詢的人員，這樣的情形造成券商成本效益的問題。所以國外的制度在台灣不一定可運行。

因此可將目標客層移轉到資訊較少、得到服務較少的中產階級，但其通常較為保守，因此需要得到較多的保護，也要給予更為嚴謹的合約，因為一般散戶的風險承擔較為不足，大戶比較會自己做風險規劃，不要和投信投顧或外商爭奪此市場。

受訪公司：美商美林證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 9 日（星期二）上午 11 時 00 分

地點：台北市敦化南路二段 207 號 17 樓 美林證券公司會議室

受訪人員：郭副總裁 禮源、高總經理 志銘

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 美林證券

### 一、投顧是否有存在的必要

開放券商代操之後，投顧的研究可併到券商，代操也可由券商來做，且資產管理業務一般認為是 buy side，但其研究部門出售資訊卻是 sell side，一家公司不可能有兩種不同的意見，會產生衝突，重視 legal entity (Note: 按投資業務範圍可包括”研究”及”資產管理”)。

而美林台灣因為目前資產管理的投資標的在國外，而研究部門則 cover 在國內證券，因此比較沒有這樣衝突的問題。

### 二、防火牆設立重點

其強調 legal entity 要能做很好的規劃，例如 Citigroup 獨立出研究部門成為獨立的公司。投資銀行人員與研究部門的人講話旁邊需有律師，所以公司防火牆的系統是一定會有的，只是其執行是否徹底則成為公司內控的主要課題了。legal entity 是最簡單的管理，雖然很多公司表面上有 legal entity 的分野，但確實執行才是最重要的。

美林全球將不能買賣的限制型股票(Restricted stocks)，會公佈在網站上，且會定期 review，若有人做了會馬上通報。這需要企業有相關的技術來建立制度，而台灣其他公司也許想做，但需有一個 independent function 去執行監督的責任遵守防火牆的規範才是重點。

三、美林目前代操的作法：美林證券台灣並無代操業務，全球僅美林美國地區才做。

#### (1) 美國美林內部對營業員代操的限制

1. trade 下單的限制，不能從事信用交易
2. 幫客戶分散風險最低的限制，例如至少要分散在 5 個 sectors
3. 研究部門沒有涵蓋的股票其投資不能超過 30%
4. FA 相關證照
5. 五年經驗
6. 管理過的 asset management 至少要 \$ 75millions
7. 每年 50 萬美金的 production credit FA
8. 另符合美國每個州的要求，例如一些 investment adviser 的考試
9. 另有其他許多操作上的限制，例如不能賣空等等，美林有一套完整的操作規範。

#### (2) FA 佣金計算方式

以轉換 commission fee 的方式：每年固定的 fee，fee 是基於其管理的資產大小作為計算標準，而不是靠其交易次數（Turnover rate）或操作績效好壞作為標準，對 FA 來說有較穩定的收入，不會因為要賺取更多的佣金而增加交易次數，也能更為善盡資產管理人的責任，以客人利益為優先考量。

(3) 目前美林代操的形式 (美林台灣並無以下業務)

1. 小額客戶：散戶操作的方式就是以 FA 的模式，FA 以個人理財的管理為主，而 FA 除了要有一定的經驗及資格外，還要符合 product management 的要求，其可決定要不要這個 FA 加入這個團隊 (Personal Individual Adviser, PIA)，要符合 requirement 外還要獲得 manager 的推薦。PIA 就相當於代操的 product support team 提供 FA 對於客戶的服務，但並無像資產管理部門或是投顧投信有一個大的 portfolio management 提供操作資訊。
2. 大額客戶：較大的 project 由資產管理部門以 portfolio management 來負責管理。
3. Consult：由美林認可之外部人員操盤，客戶與 FA 接觸之後，自行選擇適合自己的外部基金經理人，公司會對這些外部經理一年做一次 review，這些外部經理人也需要符合最基本的 requirement。

#### 四、對研究部門獨立的看法

research group 是在賣資料，其與 broker 息息相關，broker 會將利潤分給 research group。若將其獨立出來在客戶要求降低 Commission 的要求之下，broker 會想為什麼要將利潤分給 research group，research group 沒有資金來源就沒有好的研究品質。

在台灣若把研究部門獨立出來，要思考的是其研究資訊有沒有人要買，台灣市場以散戶為主，菜籃族會覺得自己就做得很好，不會想買資訊，會看研究報告的人大多是法人機構投資人，而機構投資人會覺得其比外資還瞭解這個市場，根本不需要去看這種英文的報告，且台灣人不覺得資訊有價，因此不覺得獨立出來有他的價值，故獨立的研究部門可能終究無法生存。

#### 五、外商分析師跟國內分析師不同之處

1. 工作時間長
2. 不但要會寫 report 還要能夠 talk to client
3. 英文程度要好
4. 較受重視

#### 六、外資挖本土分析師使得國內研究一直無法提升？

其認為挖角不是主要因素，因為一年的畢業生很多，且國內其實有很多分析師，其基礎非常強，產業知識也很充足，但缺乏個人的意見分析，寫出來的東西較無吸引力，再加上本土的研究單位被視為一個附屬單位，較不被注重，也使得其出來的東西較為保守。本土有很多分析師，但沒有好的環境讓其去發揮。

#### 七、美林是否有競爭上的優勢？

- (1) 美林證券只有在國外才有代操，國內目前沒有，因此即使開放對美林的影響也不大，且美林在亞洲區尚未有此 product。



- (2) 與政府開放代操的型態有關，若是四大基金，則其不是美林私人理財部門的目標，但是美林資產管理部門對四大基金代操就有很大的興趣。
- (3) 開放代操公司內部要做的事：
  - 1. 對代操人員的要求
  - 2. 瞭解客戶的需求，對客戶的 profile 要相當清楚，大戶要的可能只是要分擔風險、保護其資產，並不是一年要賺多少百分比，因此要瞭解其需求。
  - 3. 與客戶溝通投資目標及策略
  - 4. sign agreement
  - 5. 實際運作
  - 6. review process
  - 7. quarterly report
- (4) 外商的競爭優勢是來自於國外的證券，因此不僅要開放國內，也要開放國外的投資標的。
- (5) 希望法令能有多一點彈性及空間：國內代操要求款、券分離，券的部分要找保管機構，會增加成本。或是規定保管機構的選擇限制造成外商有很多問題，因此希望法令能有多一點彈性及空間，避免就算開放之後外商還是因業務上國際與國內作業上的差異而不能做。

#### 八、開放券商代操是否會造成其與投信競爭？

其認為機會不大且無必要性，美林如果要做就找資產管理部做，不需要讓券商去做，券商最主要只是負責下單，因為券商代操成本可能高過利益，且容易造成很多糾紛，因此若要開放，限制可能會相當嚴謹，但如此又會使代操變的相當困難。

即使開放美林證券短期內不會投入。

#### 九、開放券商代操，認為政府應考量：

目前的投資環境是否適合開放，若決定要開放一定要在一開始就有一套很完善的制度，包括 product 的開放、公司內部控管系統、業務人員資格限制的問題。

專業經紀商因為目前獲利空間較小因此會比較渴望開放，但從事代操其實有很多限制，也可能帶來額外的成本，甚至失去其他的東西，因此專業經紀商要深思到底值不值得。也許政府可設立許多限制，但重要的是公司內部是否確實遵守。

開放後可化暗為明，美林基本上還是樂觀其成，希望市場越開放越好，不擔心競爭。

受訪公司：日盛證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 9 日（星期二）下午 2 時 00 分

地點：台北市南京東路二段 111 號 7 樓 日盛證券公司會議室

受訪人員：戴總經理 瑞宏、陳副總 君豪、張經理 文侯

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 日盛證券

### 一、營業員在代操中的角色

若開放代操給營業員，目前日盛還在評估當中，所以未來開放代操的作法是將適合的客戶引介到投顧。

營業員代操持保留態度，因為其資源不足，且因為公司據點分散太廣管理不易，且可從事代操的營業員應已有一定的資歷，老鳥管理不易也牽涉到其可能自己也擁有部位。

營業員最瞭解客戶，因此營業員可為輔助性的功能，有時績效不見得符合客戶的期望，此時營業員是一個潤滑劑。

針對營業員挾客戶以自重的問題，其認為這是管理的問題，我們期望營業員的角色是什麼，希望其只是一個接單的角色，提供附加的服務給客戶，有些營業員引導客戶進出為的是要咬住客戶，但也容易引起糾紛。

因此定義營業員為通路的角色，推介現貨或是各式各樣商品的功能，找出客戶的需求，代操由投信投顧來做，投信投顧有研究團隊負責代操部分，把他與通路接觸客戶的部分隔開—防火牆的建立，不要造成紛擾不斷。

### 二、挾客源以自重

哪裡資源好就到哪裡，符合自然供需法則、市場機能。日盛不擔心會有此情形，可由研究團隊的功能來抓住顧客，與營業員分工，走組織管理，而不是由營業員去主導。

### 三、日盛代操市場的區隔

若開放券商代操，營業員也只是一個行銷通路，實際執行代操的還是由投信投顧，因為日盛為一個包含投信投顧的集團，且已做了市場區隔，投信負責大型法人，其勞退的績效目前為市場上的第一名；而投顧負責的是小額的個人、投資公司。由券商分公司做為通路引介到投信投顧。除非未來代操市場太大，投顧本身無法操作，才會在證券成立代操的部門。

若代操金額限制下降，但因為成本太高，只有管理費 2.5% 要如何養活這麼多人，利潤也太少；除非量很大，但其又是糾紛之所在，因此仍不會從事金額太小的那塊。

目前利潤分享（profit sharing）的方式未為主管機關所接受，且券商代操風險無窮，利潤又是有限的，成本又大，整個運作機制也要有革命性的改變，所以寧願專注在勞退基金。

### 四、代操與專業經紀商

專業經紀商近年來獲利被壓縮，因此非常希望開放代操，但其缺乏專業的研究團隊來支持，要如何做代操。

## 五、外資分析師

外資分析師因為有大部隊在後面支持，再加上其為市場上的主力，會影響市場，但其實在研究方面其研究方式及投入應與國內差不多，也不見得做的比國內好，其差異在背後可動用的資源。

## 六、代操要重視的問題

1. 營業員操守問題
2. 內部管理很重要，要真正代操需要很多配套措施
3. 代操若產生糾紛時，可能要社會、投資人、券商付出重大的成本，要思考商業行為與社會責任間的問題。

### Q1 投信投顧已有代操之經驗，券商如何與之競爭？

1. 投信代操市場與證券商區隔較大，但是投顧代操基本上與證券商想切入之代操重疊性高，券商反而擁有通路及人脈基礎優勢。
2. 過往投顧因公會尚未建立績效建檔制度，客戶無從比較，且因投顧優劣不一，長期下來並未建立明顯優勢。
3. 券商專業度方面受市場制式印象所限較為不足，但是客戶易於親近瞭解操盤方式，以及營業員豐沛的消息來源，反而是散戶型代操可能易於接受的利基。

### Q2 券商 vs. 投信投顧代操優劣勢分析：

1. 制度：有學習曲線，如何縮短制度設立期間，是該業務推廣成敗之關鍵。
2. 研究：券商通常設有研究部門提供自營或營業部門所需資訊，此領域並非券商不可切入之處
3. 資源：
  - a. 人員：通路是最大優勢，且人力充足，推廣及服務皆能兼顧。
  - b. 資金：券商資金實力大多較投顧堅強，在推廣業務所需成本上佔優勢。

### Q3 投信投顧與券商間是否因開放該業務而有業績或客戶上競爭衝突？

1. 投信受限於操盤方式週轉率不足及因人力考量市場定位至少在單位規模 2~5 億以上客群，因此衝突不大。
2. 券商競爭力較投顧大，反而是投顧所擔心的，藉由良好績效爭取客戶是唯一的出路。
3. 目前券商與各家投顧合作代操方式以週轉率為第一考量，其次為績效考量，並無一定需委由自家金控其下投信投顧代操制度。

### Q4 目前代操制度有何缺失？開放券商代操希望制度該如何改善？

1. 無法有效避險及充分運用資金。
2. 建議開放代操業務可的同時也開放融資融券信用交易。
3. 可當日沖銷在盤局中穩健實現獲利。
4. 可吸引希望資金運用極大化之客戶，不再以代操僅能現股操作，變相減少可運

用資金為不介入代操之理由。

5. 在股市空頭期間，代操客戶不至於無所適從。

**Q5 券商主要業務為經紀、自營、承銷，開放代操後如何內部控管以避免利益糾葛？**

1. 與自營間可建立防火牆，故應建立資源共用但是代操與自營操作人員各自努力之概念。基礎研究是可共用的，但「操作建議會議」是要分離的。
2. 經紀業務上，代操專戶與日常客戶原本帳戶需獨立分開，代操專戶統一管理，以資訊系統輔助安控。

受訪公司：統一證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 23 日（星期二）下午 2 時 30 分

地點：台北市松山區東興路 8 號 2 樓

受訪人員：林副總經理 樹源

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 統一證券

### 一、目前代操市場概況

目前金控體系，且很多券商也都有轉投資投信投顧，因此對於開放代操可能不那麼積極。投信投顧為法人立場，也可做自然人，但因民族性問題，自然人較喜好自行操作，較有參與感，且目前普遍代操的績效不好，因為自然人的規模不像法人規模較大、較容易代操。

代操目前是開放給投信投顧，根據之前的投信管理規則，只有銀行、金控、保險等等才能持有投信 20% 以上的股權，因此統一集團於統一投信並非完全持股，目前是以買百分之二十幾的股權形式擁有，統一投信相當於一個獨立的公司。而今年開放證券商亦可持有投信 20% 以上股權，所以統一將會提高其持股，亦能派董事。

由於法律規範持股的問題，對於投信較缺乏控制力，因此投信相當於一個獨立的公司，所以代操通常交由 100% 持股的投顧做，且統一投顧相當於統一證券的財務管理部門，券商可透過投顧從事代操業務以規避法令券商不能從事代操業務。

目前有客戶委託券商代為做買賣的決定，但不是如代操是給予一筆資金來代操，且不合法，因此希望開放的是券商可接受委託的部分。（代操業務分級—委託部分）

根據證交所第四組的資訊，目前國外只有日本開放券商代操，但因為後來有黑道介入保證獲利，因此券商無法繼續做下去。而美國券商的部分，在形式上礙於法令規定券商不能代操，但實質上仍透過其財富管理或是個人理財部門從事代操業務，相當於台灣的投顧。

### 二、券商與代操

現今券商如果沒金控很難生存，因此會和銀行等做策略聯盟。

開放專業經紀商代操可使其有多元的收入，但主管機關一定不贊成開放給專業經紀商，除非其做到某些控制的機制符合一定的規則。（為何不贊成、需要哪些規定？）

### 三、券商優勢

1. 一般大型綜合券商皆擁有投顧子公司，因此研究資源不虞匱乏。
2. 券商之營業員與客戶互動頻率最高，對非法客戶影響力相對較高。
3. 券商本身直接經營經紀業務，對於手續費部分具價格優勢。

### 四、集團內投信、投顧與券商之衝突

1. 集團內部之券商通常亦是投信、投顧之主要通路，合作與衝突為現存之狀況，

衝突應不致更形擴大。

2. 投信亦為券商之重要業績來源，彼此間相互依存，因此先天上即會自然化解部分衝突。
3. 投信與投顧在法人客戶部分應較具優勢，而券商對於自然人客戶部分則較有掌握能力，若能妥善將市場區隔應可降低衝突，甚至相互合作。

#### **五、目前代操制度缺失**

1. 不應限制融資
2. 不應限制放空
3. 不應限制 ECB、GDR 等海外商品

簡而言之，不應使客戶因加入代操業務，而使投資自由度降低。間接由於不能避險不利於代操業務的發展。

#### **六、利益糾葛及內部控管問題**

1. 現有業務與代操之利益糾葛應不存在。
2. 內部控管問題為第一要務，如何防範及處理客戶糾紛，為此業務成敗關鍵。
3. 不論是對客戶之風險告知，及對營業員甚或是經理人之監督，券商皆應事先擬定相關作業細則。

#### **七、營業員之教育訓練**

1. 遴選菁英
2. 券商可委由本身之投顧子公司輔導
3. 一般券商所擁有之質優營業員素質皆有一定專業水準，教育訓練應不是主要難題。

#### **八、市場規模及法人業務問題**

1. 目前之所以代操業務以政府基金及法人為主要來源，是因為投信投顧對於自然人客戶缺乏掌握能力(券商不是通路嗎？每家投信及投顧都有券商嗎？若有為何沒有形成綜效？)，又無開放證券商經營代操業務導致。
2. 若開放券商經營，在法人業務部分券商依然較為弱勢，但是可在自然人業務部分大有斬獲。

總而言之券商開放此業務因客戶屬性不同，應不致對投信投顧業務有所影響，但券商本身對於風控之掌握程度是業務成敗關鍵。

#### **九、外商之威脅與其優勢**

外商對代操業務開放積極度，要看其業務型態是否著重於代操業務。外商資訊源較佔優勢，有很多 private source 且經驗豐富，對操盤技術都有一定程序。但有一些外商因為交易文化不同，造成程序較僵化（例如投資人須言明其投資的錢由何處而來）。

受訪公司：統一證券投資信託股份有限公司

時間：中華民國 93 年 1 月 5 日（星期一）上午 10 時 00 分

地點：台北市南京東路三段 248 號 3 樓 統一投信公司會議室

受訪人員：林總經理 弘立

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 統一投信

### 一、定義券商之代操領域

認為只要公司資本夠、資源夠、人員夠好、制度夠好，都可進來做這一塊。

代操可以有許多種型態，例如信託業的信託模式也可執行代操。代操的可操作範圍也很廣（若主管機關開放），牽涉到國內、國外的標的，證券、非證券，甚至貨幣市場、不動產證券化的東西等等皆可代操。所以先定義好要爭取那一塊的代操，若為股票代操，則券商就很有理由爭取。目前投顧也不能從事期貨代操的業務，只能涉及證券的範圍，因此要定義其要爭取的到底只限於證券，或是包含期貨等避險的業務。

若定義好其想要的代操領域為那一塊時，才能去思考券商是否有能力、資源、防火牆去執行代操，思考整個模式應如何運作。

### 二、認為券商以轉投資投信來涉入代操

原因如下：

- (1) 從業務本質出發：既然券商已可兼營投顧及期貨經紀，且其發展目標為投資銀行，只要再以轉投資投信的方式即可，並不需要都包在整個券商裡面，如此也有助於其往投資銀行之方向前進。
- (2) 較為公平：贊成業務開放，但要在同一個遊戲規則底下，若券商可經營代操，則會變成與投信有不同的法律架構的情形發生，會產生問題。大陸在還未 regulate 就先讓券商跑，以為客戶投資理財的方式給券商做，名稱不是全權委託，但中間權利義務關係不明，產生管理不良及糾紛的問題，因此認為不必要由券商自己做，券商的業務性質亦不適合。其認為大家都可以做，重點是規範是否健全、公平。
- (3) 減少防火牆問題：以轉投資投信的方式可以解決防火牆的問題。
- (4) 小額市場不適合代操市場：券商看到的市場為股票族，但其不適合進入代操市場，其代操金額小以致於成本過高，因此一個經理人將以客戶數集合小額資金以降低成本，若是共同委任且為同樣的投資組合，就如同共同基金。許多投顧找不到合乎金額限制的客戶，或是金額太小不敷成本，因此與眾多客戶私下約定以 profit sharing 的方式代操，如此缺乏法律約束，如同賭博，產生許多糾紛問題。因此若開放小額客戶，則成本過高無利可圖；若不開放，私下代操也產生許多問題，

因此認為小額市場不適合代操市場。國外也少有券商兼營代操的情形，僅以券商為通路，因為其代操市場極大部分為法人（90%以上），代操若金額小就淪為炒股票了，無法做投資組合管理。

- (5) 利益衝突：要考慮券商的出發點是要賺下單量手續費還是代操的 profit，因此方向要對，才不致造成目前投顧素質不良的情形發生在專業經紀商身上。認為代操的下單可以回到同公司的券商，但不能產生利益勾結、保證下單量的情形，一個適合代操市場的模式及參與者才是最重要的，因為許多投顧有執照但無通路且無管理經驗，無法代操大型法人，因此請券商營業員介紹客戶，給予營業員分紅且下單至此營業員，與營業員約定有一定的 turnover rate，對投資人不利。
- (6) 管理不易：一個成熟的客戶著重的是其研究團隊，一個營業員根本無法代操，每個營業員都有不同的投資策略，公司也無法管理，會重蹈大陸的覆轍。

因此其強調券商以轉投資投信來涉入代操是最好的方式。

### **三、Q 開放券商代操後，券商將投顧納入，是否造成投顧反彈？**

目前由券商兼營投顧的應沒有差別，但獨立的投顧就要思考被納入券商反而會較具競爭力，也擁有較多資源。

### **四、Q 開放券商代操後，營業員僅為通路的功能，代操仍為投信投顧執行**

實務上也許可行，但重點為其間投顧與經紀商是否會產生利益輸送的問題，就算透過法律規範也很難看出其弊端所在。

統一投信之股權結構與統一證券不同，目前有許多投信為券商之轉投資，但由於深受證期會之監督與規範，且一旦被查出有利益勾結情事發生，將同時影響經紀業務及投信之業務，因此較不容易有為害投資人之情形發生。



受訪公司：荷銀證券投資信託股份有限公司

時間：中華民國 93 年 1 月 6 日（星期二）下午 3 時 00 分

地點：台北市松仁路 89 號 6 樓 荷銀投信公司會議室

受訪人員：章總經理 嘉玉

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 荷銀投信

### 一、開放券商代操應注意的事項

#### (1) 一致、公平的標準

若開放券商代操，也許會站在專業經紀商的角度，因此其設立標準也許會降低，但無論如何其標準在專業經紀商與綜合證券商、或是投信投顧應有一致的規範，才不會產生不公平的競爭。

#### (2) 法令修改的問題

陳樹陳次長原先希望有資產管理法，設定參與者的規範，目前的投信投顧法即為以資產管理法的型態發展的，但規範的只限於投信投顧業者是相當可惜的。而現在變成每種業者都有一種法源，例如投信投顧有投信投顧法，因此若開放券商代操要先修改證券交易法，且要使其與投信投顧受到相同的規範，是二組還是四組管，可能會產生問題。

#### (3) 全面的規範

從大陸的事件--南方證券被接管--來看，防火牆及整個法令架構若不周全，將造成投資人極大的損傷，因此其贊成開放，但前題是所有規範及架構須設立清楚。對於是否短時間真的能夠一切就緒來開放存有疑慮。

**中國南方證券被接管：**大陸法律為負面表列，法律沒有規範不能做的就會去做，以包底的方式，再將資金移轉放高利貸、融資融券，在資金移轉方面產生問題與糾紛。

**處理方式：**以政府的力量接管，政府藉機警示其他券商，但其他券商可能也會認為最後政府會接管而肆無忌憚繼續業務的進行。

若要開放券商代操，則所有的防火牆、人員、帳戶管理等等都要全面的規範，若要在其現有的體系下做，應是不可行的。

#### (4) 管理者的觀念

Compliance 應是預防功能，但大部分的人都認為是管制的功能。目前投信投顧及金控（集合運用管理投資，基金與代操的結合）可做代操，重要的是其公司的管理者及代操的執行者應對 Compliance 要有正確的觀念，也就是要對所有的程序作控管，並且要很嚴謹，而不是只是在做生意。因此什麼可以做、什麼不可以做要寫的很清楚。

#### (5) 避免利益衝突

投信投顧沒有自己的商品，立場較為中立，而券商有自己的商品，因此

若開放給券商，要注意券商不能利用代操以圖利自己的公司，因為其既是產品的提供者，又是代操的執行者，因此要對其加以規範，不能有利益衝突的情事發生。

總體來說，荷銀投信站在開放業務的角度，但前題是須有全面完整的規範。

## 二、開放券商代操後的影響

### (1) 對專業經紀商

開放後，大的綜合證券商一定有能力及資源去符合規範，但一般的專業經紀商除非有一定的專業或利基，否則還是無法有足夠的競爭力，將造成大者恆大，最後專業經紀商會越來越少。

### (2) 對投信

代操開放對大型投信影響不大，目前大型投信（前十大）皆為外資，且近兩年來投信投顧業務快速開放，local player（20~30家）的投信規模不大、競爭力不足，因此反而對 local player 的投信會有很大的威脅。

## 三、外商願意開放代操的原因

1. 與營業範圍有關，大部分外商不做 retail market，而是做 institution market，且國外之代操為 institution market，因此若開放，對於外商就等於多了一種業務。
2. 許多大型的客戶會希望代操投資海外市場，但目前台灣只有投信及合格的投顧才能從事 institution 代操，因此若開放之後，外商的券商更能涉入到這一塊市場。
3. 外商目前只能以 private banking 的方式在檯面下運作，若將其合法化，也使投資人較為有保障。
4. 外商是金控體制，證券 license 可給銀行用，銀行 license 可給證券用，而台灣強調 legal entity，各有不同的業務及主管機關，因此需要更多的業務開放。

受訪公司：元大京華投顧股份有限公司

時間：中華民國 93 年 1 月 8 日（星期四）下午 1 時 30 分

地點：台北市南京東路 3 段 225 號 10 樓 元大京華公司會議室

受訪人員：黃董事長 廷賢、洪總經理 文明

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 元大京華投顧

營業據點：93 家

營業員：2000 多位

### 一、目前元大京華投顧經營代操之作法

- (1) 經營模式：目前元大就以營業員為通路，由投顧提供專業經理人至據點服務，專業經理人較營業員具說服力，往後溝通的部分則由投顧（專業經理人）方面負責，再下單給營業員。目前已開放 profit sharing 的部分，法令沒有強制規定，但有強制規定一定要收管理費，也要給保管銀行保管費。
- (2) 防火牆：元大的研究是各單位互通的，而操作的部分有防火牆，例如投信要操作基金，要加以佈局，因此與代操的為客戶量身定做的操作方式是不同的。

### 二、對私下代操之看法

認為再周延的法律也還是會有檯面下不法的事情存在。

### 三、對專業經紀商代操之看法

基本上小券商沒有研究機構，無法提供足夠的資訊給投資人，其只要求下單量，但這與客戶的利益相衝突，所以需要很嚴謹的防火牆，但再好的防火牆，若開放給專業經紀商，就等於全面開放下去，會產生問題。例如：只要此一專業經紀商有一張業照開始執行代操，就無法管理其底下營業員賺取周轉率佣金等利益衝突的情事，或是與客戶共享退佣金。

### 四、不贊成開放代操給營業員

元大京華投顧為券商體系，等於是一個研究部門。目前元大京華投顧有 90% 其客源是由券商證券人員而來，且整個運作體系透過第三方保管銀行可免除許多利益上的糾葛，若由營業員代操可能將帶來許多問題。

只要能使投資人賺錢那就有其一定的代操市場，目前有許多菜籃族，都將錢投進股票市場。盤勢如果是好的，則賺錢，若盤勢下跌，則會有許多糾紛，並且小客戶居多，一有問題則會產生許多麻煩。且買賣股票也需規範，目前交割的部分交由保管銀行，若開放給營業員，控管不好時，會產生交割的問題。因此不該開放給營業員，可在券商設置符合資格的專業經理人負責執行代操，營業員僅為通路的角色。且法人也不會將資金交給一個營業員，會較信任整個研究團隊。

## 五、對納入投顧至券商之看法

投顧之客戶有時會與投信重疊，也就是法人代操，例如接受上市公司之代操，所以投顧仍有存在價值，但若將投顧定位在只提供研究上，也可被接受。

無論投顧是獨立存在亦或是納入券商底下，就把投資金額限制往下降，投顧的角色就如同一個中央廚房，訓練一個專業經理人負責一個分公司的代操業務，所以投顧擺在哪裡都無所謂，要看最後金控的走法（元大京華未來會成立金控）。

## 六、是否外商之研究較優於本土券商？

應是不會，外商研究的是龍頭股，而本土券商研究的是小型的潛力股，外商一進來的資金規模就是六千億，五到十億的小型股無法 cover 這麼大的資金。

## 七、外商渴望開放的原因

目前已有許多大型法人私下給外商代操，其相信外商之能力，但不合法，因此可透過開放券商代操使其合法化。

## 八、開放券商代操之考慮因素

投信投顧目前在法令規範下，已有一定的嚴謹程度。開放券商代操必須考量 Standard Restriction 及 Business Conduct，若開放到所有專業經紀商或是所有營業員皆可從事代操，則可能會出問題，且只有一家的專業經紀商（無分公司）去從事代操一定不敷成本，但這也可促成專業經紀商的合併。

受訪公司：美商花旗環球證券股份有限公司

時間：中華民國 92 年 12 月 29 日（星期一）下午 4 時 00 分

地點：台北市信義路五段 8 號 6 樓 美商花旗公司會議室

受訪人員：陳林桂琇 總經理

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 美商花旗環球證券

花旗環球券商 QFII 及法人台股經紀業務及國外有價證券經紀業務及花旗環球投顧（包含研究部門）銀行的花旗投顧-對共同基金做投顧的諮詢

### 一、Q：投信投顧認為開放時機仍不適宜，因此反對

證券商的通路較投信投顧廣佈且可 target 客戶群不一樣，與信託銀行比較雖銀行通路較具優勢客戶屬性卻是不同。一般而言，透過銀行理財客戶屬性較中性偏保守而券商的客戶較積極，風險承受度較大。以花旗集團來說，理財的區塊分成私人銀行服務金字塔最頂端，花旗環球證券則針對 Hight Net Worth 客層。消費性銀行主要目標則是 Affluent 客戶。當然這中間的 overlap 則是因地緣、客戶風險偏好而由客戶來做自己的屬意的選擇。投信投顧在花旗集團中扮演產品/服務的角色。法人通路可直接由 Citigroup Asset Management 銷售。共同基金及代操則透過私人銀行、證券及消費性銀行等三大通路銷售。而且，在美國花旗環球證券通路上除了代理投信投顧的商品外亦可提供直接由證券商自己的營業員提供的代操服務。台灣開放證券商直接代操則是多一項選擇給客戶。重點是不要重蹈投信投顧代操至今所產生的問題及提供投資人更多代操管道及服務型態。

### 二、Q：金控認為營業員只是一個管道，開放券商代操認為影響不大

代操市場設計的考量與提供者是否為金控應分開兩個層面來談。因為金控中有銀行為主，也有券商為主，也有保險為主。今天的主題應是如何使代操成為券商的另一種商品。幾點原因，主張開放券商代操。

1. 未來台灣金控的發展基於利益的考量，有可能逐漸集中在推動自己品牌的產品，使投資人無法有多樣化的選擇，因此主張多樣性是重要的。在美國，花旗環球經紀部門可提供業務員代操及代理投信投顧代操(含自有品牌及他牌)等種類家多，選擇性完整的全權委託業務。
2. 雖然目前台灣券商除了可藉由轉投資投信投顧，可提供自有品牌的代操外，證期會也正進一步考慮讓券商兼營投顧使代操更多一種管道。相同的反應市場最直接的生態應是同時開放營業員代操的另一種考量。另外，券商或金控在代理的部分不應僅賣自己品牌(投信投顧)，金控法規要考量不要給營業員有特別誘因去只賣自有品牌的東西。這是利益規避的考量。
3. 未來專業券商較難存活，只有附屬在金控底下的券商及投信投顧才較有機會。因為金控家數有限可供選擇品牌減少，未來投資人不見得佔優勢，因此

開放券商代操可滿足不同客戶群的需求，且專業券商無投資自家產品的包袱，可使顧客有較多的選擇。

### 三、Q：擔心專業經紀商的研究部門、人才不足

人才方面是規範及訓練的問題。每每回顧，券商的素質已大幅在提昇。若不開放券商代操，許多懂市場、投資、有潛力的營業員將會流到投信投顧中，使得券商無法留才，只剩下只會 key 單的營業員，或據了解，一些檯面下在代操的營業員。

一個市場本來就有優劣之分，法律制度加以規範後，好的自然會顯現出來，且已經有私下代操的事情，因此更需要檯面化加以規範。

另一方面，券商應推動資訊服務有價的概念，透過代操提高毛利率。

四、Q：更改法規需有許多配套措施，也就是防火牆的建置，防火牆的工作簡單但繁複，困難的是防火牆是否會造成組織的變更？

應不至於防火牆會造成組織變更。目前因為金控及非金控以及金控中有銀行、券商、保險為主體的金融體系在管理架構應都不同，業者會朝著 what makes sense in business 的方向去整合。法規的制定上不應想出各式的防火牆來影響未來的整合。事實上，2003 年券商已有新的推介辦法，而推介辦法的實施所需要的防火牆便已針對營業員代操的可能風險大部分都相同的角度，再加上投信投顧全權委託的一些主要精神，我認為新的推介辦法實施後一段時間，若成效出來，便可開放券商代操，包括兼營投顧及營業員代操。防火牆的 Principal idea 是 Business Conduct 的管理而非設計一些涉及組織變革的法規會讓業者增加整合困擾，減少彈性。

### 五、Q：開放營業員代操產生人員訓練、管理的問題

在 business conduct 中規範人員需具備哪些基本執照及條件。以目前的推介辦法為基準，推介與代操所需的防火牆是非常接近的，其實營業員的行為若有偏差就已抵觸推介辦法，因此推介辦法實施後的防火牆執行效果是推動營業員代操或兼營投顧代操很好的 benchmark。當然，設立研究部門是不可或缺的，否則連推介都無法做到，哪來的代操？

### 六、國外代操情形

1. 日本：台灣現存金融分業型態，是沿襲日本的型態，但日本現已有一個大重整，目前型態也與之前有所不同。
2. 歐洲：歐洲代操集中在銀行。
3. 美國：代操有分不同層次，從營業員(無最低限制)到資產管理公司的法人部代操(最低一千萬美元)。

希望報告帶到代操是一個附加價值的服務，是整個金融產業的應走的趨勢，也是

知識經濟的提昇。

下次訪談重點：

1. Business conduct
2. 如何訓練從業人員做代操，level 分法：營業員可以做，只是規範要做好，設立一個無涉及任何利益團體的執照考試
3. 糾紛的解決：需有公信力的仲裁委員會，並透過一個 web 平台記錄所有營業員的 record 及問題。--[www.nsd.com](http://www.nsd.com) 有糾紛的法源處理。

受訪公司：美商花旗環球證券股份有限公司

時間：中華民國 93 年 01 月 08 日（星期四）上午 10 時 00 分

地點：台北市信義路五段 8 號 6 樓 美商花旗環球證券公司會議室

受訪人員：陳林桂琇 總經理

訪談人員：鎮明常 博士、王慧娟 老師

## 美商花旗環球證券

開放

一、代操要開放，但最重要、也是業者最關切的是「配套措施」應如何規範，使代操執行更為健全。因此認為現在要做的是修法的準備：

（一）從大方向看問題--希望法律能更有彈性

台灣是從無到有的金融環境也因為是成文法國家，以法來形成市場的基石及支柱。但為了便於管理，在法的設計上會形成一種統一、標準的市場模式或型態。目前業者一般都藉由法規至於公會統一版本的合約去落實產生市場，如此一來，同業皆須遵守一標準的營業模式，使得往往只能以殺價競爭獲取市場。法律訂定若無法提供差異性，業者往往削價競爭。檯面上殺價競爭無法獲利，因此最後常在檯面下從事違法或灰色地帶的行為，獲取不當利益藉以生存。

(1) 因此希望法規的訂定能更有彈性，提供證券商能兼營投顧代操或直接營業員代操主要希望能提證券商更多的業務模式及彈性。

(2) 希望鼓勵費用的方式是以 wrap fee 的方式以降低營業員 churning 賺不當的週轉手續費的問題。讓業者可自行與客戶訂定手續費率，而不是統一加以限制及規範；並且可降低營業員因為想賺取手續費而提高周轉率的問題。並教育投資人資訊有價的概念。

(3) 立法不需針對特別公司或特別型態來立法，而要從整個證券產業來立法，使所有公司都能有一致的標準，符合標準的皆能從事代操。

(4) 希望法規是負面表列的形式，以整體金融業的 Business Conduct 規範表示，當業者建立好防火牆機制，就可以做代操。

(5) 券商若能提供貨幣型基金買賣且可以知道該顧客的所有集保部位，能掌握顧客的款券部位，則可提供更好的投資顧問服務，讓券商對客戶的服務附加價值更提昇，也使券商的獲利可較為穩定，形成顧客與券商雙贏的局面。

(6) 券商代操的方式可自行選擇

例如券商由符合資格的營業員進行代操，或由券商自行遴選適合人選代操，或由旗下的投信投顧代操皆可，由券商依照自己的組織模式型態作最好的選擇。

(7) 降低券商兼營投顧之法規限制

希望降低兼營投顧之資本額限制，不要限制如目前資本額須 20 倍之規定，降低限制後可增加券商之資本效率性。

（二）提高公會力量

主管機關總是對自己管區內的業者仍有不放心，公會自律的能力提昇會漸漸使主



管單位願意放手讓業者有更多經營的空間。提供如 NASD 的一些功能 如：客戶糾紛仲裁、營業員紀錄查尋....等都是有利區隔好的業者。我想這些機會，即使尚未開放券商代操，僅是開放推介，建立起來，對業者自律的形象及公信力會大大提昇。券商共有三種型態可提供代操

**i. 以代理或轉投資投信投顧**

**A. 代理** – 券商以代理方式做代操，防火牆問題較少而且因可代理自家品牌及他牌代操，較有客觀性。

缺點是：利潤則是通路商與代理品牌的拉鋸戰。

**B. 轉投資** – 防火牆問題目前已透過全權委託法規建立一套系統。

**ii. 以兼營投顧代操**

目前正在研議中。除了仿照轉投資的投顧建立內部防火牆外，降低資本及營運金的限制是對券商一個重要考慮因素。

**iii. 以營業員代操**

加強目前推介辦法中的防火牆，使營業員能搭配公司的研究，創造附加價值的產值。

在美國，花旗環球證券公司提所有上述三種型態供客戶選擇，因為各種型態對不同大小及需求的投資人皆各有優點，因此每一種型態都很展現成長。特別要提營業員代操，在美國對代操法律不若台灣嚴格，客戶可委託親友或營業員代操。一般的大券商又將營業員代操的服務分為幾個層次，以建立一些制度及同時避免利益輸送，內線交易等等。

### 三、防火牆

防火牆的部分可對現在已存在的現況加以改革。防火牆要規避的是利益輸送，內線交易、關係人交易等不當行為。這道牆是無形的，所有成文的法規不可能完全的正面列出所有的防火規定。

舉例 Research apartment 在國外的防火牆，在據 report 還未提出之前，公司內其他部門不應有人知道，且公佈之後 24 小時之內其內部人員不能下單。即使一般下單時也要排單在代操客戶之後，避免產生內線交易或炒作。

**四、客戶的選擇性：**券商應對別家公司的產品兼容並蓄，讓客戶及營業員有所選擇，客戶才不會被大通路商綁死。

### 五、外商之威脅

外商可帶給本土券商許多學習的機會，使本國金融業在面對競爭時更能找出生存的利基以及自己的競爭力。花旗集團更是在過去培育了相當多的本土金融人才。

## （附錄四）

### 「保德信財富管理公司（Dryden Wealth Management LTD.）代客操作流程之規範」

#### 一、政策

這是一份有關於公司的財務顧問要幫客戶執行代客操作時所應遵守的流程規範。

#### 二、流程規範

##### （一）書面文件

除了標準帳戶所應揭露的公開資訊和文件外，所有代操帳戶要求客戶簽署同意代操的委託書。代操委託書的形式可分成以下三種：

- 1、經由認可的交易—只允許經由認可的交易。
- 2、有限的委託權—只允許用客戶的名稱和交易和撥款。
- 3、充分的委託權—允許用客戶和第三人的名稱交易和撥款。

員工一般是被禁止對客戶的帳戶行使充分的委託權，如有例外，須事先經過行政部門（compliance department）的同意。如果客戶要求為第三人代操（例如：配偶，會計師），則必須遵守下列規定：

- 1、完整且適合的委任代操文件。
- 2、第三人的認定必須被確認，且按照要求以書面說明之。

##### （二）必要的核准

所有代操有價證券帳戶必須經由分行主管 (Branch Manager) 簽署同意才可以，這些簽署同意意見的分行主管 (或是部門主管) 必須在委託書上或是公司的投資顧問事業 (Firm-sponsored advisory) 之直接財務顧問 (FA-directed) 服務表單中說明他們為何同意。代操的帳戶在未取得主管同意之前是不能被執行的。

- 1、代操選擇權帳戶也必須經由選擇權高階主管的核准才可以。
- 2、代操期貨帳戶也必須經由法務部門 (Law Department) 的核准才可以。
- 3、經由分行主管同意代操的帳戶在執行代操前還須經過部門主管 (Divisional Officer) 的書面同意才可以。

當檢查完財務顧問對某帳戶代操的要求後，分行主管應該再考慮下列事項：

- 1、代操人員 (財務顧問) 的經驗。
- 2、顧客的投資目的、風險承受度，以及投資期間的長短。
- 3、代操人員的交易型態是否適合顧客？
- 4、代操人員對顧客認識多久了？
- 5、顧客之前的交易歷史。
- 6、顧客為何要委任代操？

### (三) 執行準則

若財務顧問所執行的交易超過顧客的財務狀況和投資目的甚多，則此種代操是不被允許的。財務顧問必須有適當且合理的基礎以確認就顧客所提供的資訊而言，其所執行的交易是適合顧客的。財務顧問可能無法代操 IRA 或退休基金帳戶。

#### **(四) 將代客操作帳戶編排序號**

- 1、已經過核代操的經紀帳戶應給予該帳戶一組序號。
- 2、因為代操帳戶通常會給予一組序號以便確認，因此不需要再針對代操的每一筆下單做記號。但是如果某一筆下單是以非代操的方式進行的，則該單子就需額外標記。
- 3、假如該顧客是公司的員工，則該帳戶的序號就以員工的帳戶序號為準。
- 4、其他帳戶型態，例如：非本國居民的帳戶就給予一特別的帳戶序號，不同於之前一般代操和員工的序號。

#### **(五) 經由允許才可下單**

代操人員因代操所下的單子都必須在交易平台 (Trade Blotter System)，經由分行主管確認並同意後才可以執行，另外有關代操選擇權和商品交易所下的單子也必須在交易日經由分行主管同意後才可以進行操作。

#### **(六) 代客操作帳戶之檢視**

分行主管必須按月檢視所有隸屬於該分行的代操帳戶，包括公司的投資顧問事業（Firm-sponsored advisory）之直接財務顧問

（FA-directed）的帳戶運作情形。當檢視完這些帳戶的交易活動後，分行主管還須檢討以下事項：

- 1、代操人員代操的計劃是否適合顧客？
- 2、代操人員是否依照顧客的投資目的、風險承受度和投資期間長短以進行代操？
- 3、代操人員的投資型態是否和當初向客戶報告的一致？

分行主管每個月會收到代操帳戶的月報，其責任必須確認帳戶的序號以及交易資料。

#### （七）代客操作之取消

顧客如果要取消代操，必須以書面通知公司（如同委託書上的說明），公司一旦接獲通知，分行經理必須負責確認該帳戶已從代操帳戶序號中移除，且所有屬於該代操帳戶所下的單子已全部取消。

#### （八）法人機構之下單

所有法人機構因代操帳戶所下的上市櫃有價證券單子，必須交由和該代操公司無關的獨立經紀商執行買賣，同時這些單子必須另外標記，以確認符合法律的規定。

#### （九）其他相關政策的制定