

# 「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」

## 期末報告

執行單位： 財團法人台灣金融研訓院

計劃主持人：周行一 國立政治大學財管系 教授

共同主持人：王文字 國立台灣大學法律學院 教授  
黃森義 兆豐國際商業銀行投資銀行部前總經理

協同主持人：徐政義 國立中央大學財金系 副教授

研究人員：林慧雯 台灣金融研訓院金融研究所助理研究員

蕭育仁 台灣金融研訓院金融研究所研究助理

翁胤哲 國立政治大學財管系 博士班研究生

研究助理：魏慧珊 國立中央大學財金系 博士候選人

尤志中 第一金融集團信託處專案業務部

陳柏文 台灣大學法律學院 碩士班研究生

駱建廷 台灣大學法律學院 碩士班研究生

中國民國 98 年 8 月

## 總裁摘要 (Executive Summary)

本研究主要的目的是提出臺灣資產管理服務事業未來的發展的規畫與具體行動，並且提出法令修正的建議。

根據倫敦金融城所(City of London)2009 年 3 月所公佈對全球主要城市的金融產業競爭力所作的調查，臺北首次進入前 50 大，位居第 41 名。而同時期，新加坡與香港分別為第 3 名與第 4 名，僅落後於倫敦與紐約，顯示新加坡與香港是國際重要金融中心的事實。新加坡與香港近年來資產管理相關產業發展蓬勃，他們發展的經驗值得我們學習的。

在金融服務產業中，新加坡的發展策略是選擇發展另類投資(alternative investment)以及財富管理(包括私人銀行的業務)兩大類。在另類投資的業務上，近年來新加坡成功地吸引了許多的避險基金(hedge)以新加坡作為發展的基地，主因在於下列三項措施：(1)大幅降低私募基金設立的手續，當合格投資人 (qualified investors)低於 30 人的私募基金，不需要申請金融服務業的申請執照，因此一檔避險基金在新加坡的申請作業時間可以縮短至一週的時間，而在香港需要耗時四個月的等待時間。(2)為了吸引境外的專業人士將金融業務移轉至新加坡，新加坡大幅開放工作簽證以及歡迎專業移民，以增加更多具有專業技能的新加坡國籍的人才。(3)新加坡的居住環境優於香港，此點也成功地吸引許多歐美的專業基金經理人，將避險基金由香港移轉至新加坡。為了加強財富管理業務的競爭力，新加坡採取了四項的重要措施：(1)在 2001 年時，新加坡修訂了銀行保密法，除了可能涉及的洗錢或是恐怖組織資金之外，銀行不得向其他個人、組織或國家洩露其客戶的資料，同時提高違反銀法保密法的罰則。(2)在 2004 年時修正法案，提供將資金停留在新加坡的高淨值財富個人新加坡的永久居留權，使新加坡的財富管理業務更加具有競爭力。(3)大幅降低各項的稅率，使實質稅負有效降低。(4)發揮其信託(可以指定身後財產繼承對象)的特色，以吸引歐洲及中東的高淨值財富個人將其資產由歐洲以及中東地區移轉至新加坡。

相較於新加坡，香港有相當好的產業腹地。香港作為中國大陸與世界接軌的連接點，掌握了相當良好的發展契機，境內聚集了全球重要的金融機構。在金融服務產業中，香港的發展策略是選擇發展均衡的商業銀行與投資銀行業務。此外，由於聚集了許多重要的金融機構，香港成為重要的國際資金清算中心，因此香港的金融中後台作業之業務量為亞洲第一，遠高於新加坡與日本。此外，由於地處中國大陸的門戶，香港的金融機構積極開發股票與債券承銷業務，尤其是對中國大陸的企業之證券承銷業務，是其主要來源之一。

在全球金融風暴尚未完全平息、投資人仍為其資金找尋穩定的金融市場之際，國內的相關稅率大幅降低，兩岸關係的改善等，均為我國的資產管理產業提供良好發展的環境。本研究提出我國發展資產管理服務事業之策略規畫與具體行動方案，包括發展華人的『私人銀行與財富管理』業務、金融商品設計與開發、至海外募集資金投資於臺灣、發展退休金業務、發展中後台作業等。

為了強化我國業者發展資產管理業務的基礎，本研究建議主管機關：(1)制定規範本國金融機構對於客戶隱私保護的相關規範，(2)對境外(包括大陸地區)的資金往來放寬規定，(3)對境外(包括大陸地區)之專業人士及高淨值財富個人的入出境以及停留，提供更多的便利性與彈性。(4)央行適度地放寬金融機構資金匯入與匯出的『間接干預』，(5)爭取實施自選退休金方案，以及與公民營機構合作，設立第二層的自提退休金帳戶，同時建議政府對實施自提退休金帳戶的民營機構，提供租稅獎勵，以增加其實施的動機。(6)增加金融機構國際化的程度，並且提高次級市場結算交割的國際化程度。(7)建議採取合宜外匯政策，包括鬆綁正常的交易，將資金流出許可項目明確化，提供匯率避險機制，降低國內避險成本等。(8)在相關的稅負修正上，應注意稅負的公平性以及其對於資產管理業者的影響。(9)政府允許陸資來臺投資股市，但是建議採取間接持有的型態，以降低對臺灣股市的衝擊與影響。(10)爭取臺灣與中國大陸金融機構互設營業據點，以利於臺灣發展資產管理業務以及吸引中國大陸資金至臺灣。

最後，在資產管理中心之立法方向上，本研究提出以下之方向：(1)鑒於現

行避險基金、創業投資基金、私募股權基金缺乏有限合夥制，現行金融機構組織應增加有限合夥之組織模式供企業選擇；(2)配合有限合夥組織設立，應同時配合調整證券交易法上有關有價證券之範圍及資金募集方式；(3)金融資產證券化條例方面，應加強資訊揭露、改進信用評等，及加強內部控制等建議；(4)不動產證券化條例方面，問題核心在如何創造出有效的「治理架構」，才能有效改善我國現行實務之運作；(5)在台灣信託法與信託業法上，不妨仍維持契約關係之基本定位，但應同時賦予適當的對世效力與組織效力；(6)在投信投顧法上，應引進公司型基金，並應解決信託基金監理之問題；(7)在境外結構性金融商品之處理，除了是否為有價證券之爭議外，亦有研議審查制與總代理制度等相關規範以有效保護投資人；從上述之立法方向，希冀能提出一些立法方向，為我國成為亞太資產管理中心盡一份微薄心力。



# 目錄

目錄內容	頁次
第一章 前言	
第一節 研究背景與目的	
第二節 研究方法與架構	
第二章 資產管理相關業務之定義與簡介	
第一節 投資人及資金募集之方式	
第二節 資產管理業務之介紹	
第三節 我國現行證券投資信託基金之介紹	
第四節 其他常見投資標的及方式	
第五節 小結	
第三章 國內資產管理相關業務之沿革、現況與競爭力分析	
第一節 證券投資信託基金業務	
第二節 全權委託代客操作業務	
第三節 退休基金管理業務	
第四節 私募業務	
第五節 創投業務	
第四章 各國資產管理中心業務之發展	
第一節 美國	
第二節 英國	
第三節 澳洲	
第四節 香港	
第五節 韓國	
第六節 綜合比較與評析	
第五章 各國資產管理業務之法規架構	
第一節 美國法規	
第二節 英國法規	

第三節 澳洲法規

第四節 香港法規

第五節 韓國法規

第六節 日本法規

第七節 各國相關法規之比較

## 第六章我國發展資產管理中心之優劣勢分析

第一節 優勢

第二節 劣勢

## 第七章 我國發展資產管理服務事業之策略規劃與具體行動方案

第一節 亞洲鄰國發展之策略

第二節 台灣的威脅與機會

第三節 我國發展資產管理服務事業之策略規劃與具體行動方案建議

第四節 採取合宜的外匯政策之建議

第五節 其他建議

## 第八章 我國發展資產管理中心之立法方向

第一節 制定有限合夥法

第二節 修訂金融資產證券化條例

第三節 修訂不動產證券化條例

第四節 修訂信託法與信託業法

第五節 修訂投信投顧法

第六節 境外結構性金融商品之處理

## 第九章 結論與建議

## 附錄

## 參考文獻與資料來源

---

## 圖表目錄

表格內容	頁次
表 3-1-1 國內基金業務統計資料	
表 3-1-2 國內發行基金分類統計(截至 2009.01)	
表 3-1-3 國內發行基金分類統計(截至 2008.12)	
表 3-2-1 全權委託與共同基金比較表	
表 3-2-2 全體 投顧 投信 兼營 全權委託投資業務統計表 (委任關係)	
表 3-2-3 退撫基金運用情形-2008 年 12 月	
表 3-2-4 舊制勞退基金國內委託統計表	
表 3-2-5 舊制勞退基金國內委託績效統計	
表 3-2-6 舊制勞退基金國外委託績效統計表	
表 3-2-7 新制勞退基金國內委託統計表	
表 3-2-8 新制勞退基金國內委託績效統計	
表 3-2-9 新制勞退基金國外委託績效統計表	
表 3-2-10 勞保基金規模與收益	
表 3-2-11 勞保基金國內委託經營	
表 3-2-12 勞保基金國外委託經營	
表 3-3-1 舊制勞工退休基金規模與基金運用比例	

表 3-3-2 舊制勞工退休基金國內委託經營績效統計

表 3-3-3 新制勞工退休基金規模與基金運用比例

表 3-3-4 新制勞工退休基金國內委託經營績效統計

表 3-3-5 2008 年退撫基金收益

表 3-3-6 退撫基金國內委託經營績效統計表

表 3-3-7 退撫基金國外委託經營績效統計表

表 3-3-8 勞工保險基金資產配置

表 3-3-9 勞工保險基金國內委託經營績效

表 3-3-10 勞工保險基金國外委託經營績效

表 4-1-1 共同基金總資產

表 4-1-2 個別投資人與機構投資人的共同基金資產

表 4-1-3 全球共同基金淨資產

表 4-1-4 全球共同基金數量

表 4-1-5 全球共同基金淨銷售

表 4-1-6 2008 年美國前 10 大私人銀行排之私人客戶資產

#### 規模

表 4-1-7 IRA 的資產配置

表 4-1-8 共同基金退休資產配置

表 4-1-9 美國確定提撥 DC 計畫管理公司排名

表 4-1-10 2000 至 2007 年私有資金規模

表 4-1-11 至 2007 年 9 月 30 日私有資金基金報酬率

表 4-1-12 至 2008 年 9 月 30 日創投基金平均報酬率

表 4-1-13 PEI50 之前 10 大私有資金排名

表 4-1-14 2008 年美國前 10 大私人銀行之業務概況

表 4-1-15 道富公司之業務內容

表 4-1-16 摩根大通集團之業務內容

表 4-2-1 英國管理的資金

表 4-2-2 英國的大型資產管理機構

表 4-2-3 英國機構投資人的資產配置表

表 4-2-4 巴克萊環球投資公司以客戶別區分管理的資產總額

表 4-2-5 巴克萊環球投資公司以資產類別區分管理的資產總額

表 4-3-1 證交所市場規模比較 (2007 年 12 月)

表 4-3-2 證交所集資(New Listing)能力比較 (2007 年 12 月)

表 4-3-3 澳洲股票交易所(ASX)上市公司家數

表 4-3-4 澳洲股票交易所(ASX)市值成長

表 4-3-5 澳洲股票交易所 IPO 成長

表 4-3-6 亞洲主要證券市場股票成交值週轉率

表 4-3-7 亞太地區不動產投資信託市場

表 4-3-8 亞太地區股票選擇權合約交易量

表 4-3-9 澳洲權益/權益衍生性市場成交值

表 4-3-10 股票成交值前 10 大證券商

表 4-3-11 2006 年 12 月澳洲長期債券發行金額

表 4-3-12 澳洲債券市場及衍生性市場成交值

表 4-3-13 澳洲政府債券交易對手型態

表 4-3-14 各種貨幣配對成交值現況

表 4-3-15 澳洲結算與交割機構

表 4-3-16 澳洲基金市場規模

表 4-4-1 證監會認可的單位信託及互惠基金的數目及資產

#### 淨值

表 4-4-2 在香港管理的資產—按地域分布區分

表 4-4-3 強積金計劃數據(截至 2008/12/31)

表 4-4-4 強積金計劃的核准成分基金資產淨值

表 4-5-1 證交所市場規模比較 (2007 年 12 月)

表 4-5-2 韓國管理資產規模

表 4-5-3 韓國基金規模

表 4-5-4 韓國的大型資產管理機構

表 5-2-1 FSA 自律手冊中各類指引與規定

表 5-5-1 關於證券新的分類法

表 5-6-1 日本投資信託之類型

表 5-6-2 日本金融商品

表 5-6-3 日本金融業者之行為規範

表 6-0-1 我國成為亞太資產管理中心競爭對手優劣勢評分

表

表 6-1-1 我國產業結構表

表 6-1-2 亞洲主要國家托福成績排名

圖 2-0-1 單一投資人與資產管理業者關係

圖 2-0-2 多數投資人與資產管理業者關係圖

圖 2-3-1 契約型證券投資信託三方關係圖

圖 3-3-1 退撫基金資產配置

圖 3-4-1 2005 至 2009 年私募基金投信家數

圖 3-4-2 2005 至 2009 年私募基金數量

圖 3-4-3 2005 至 2009 年私募基金規模

圖 3-5-1 1998 -2006 年各年度新設創投家數與成長率比較

圖 3-5-2 1998-2006 年各年度新增資本額與成長率比較

圖 4-1-1 2008 年美國家庭持有共同基金來源

圖 4-1-2 美國為全球最大的共同基金市場

圖 4-1-3 2007 年全球各洲高淨值個人與超高淨值個人之  
人口數

圖 4-1-4 2005 至 2007 年全球各洲高淨值個人之總財富

圖 4-1-5 2005 至 2007 年全球高淨值個人之資產配置

圖 4-1-6 美國退休資產

圖 4-1-7 美國共同基金之架構

圖 4-1-8 財富管理價值鏈

圖 4-1-9 財富管理實施定位概要

圖 4-1-10 美國 401(k)退休計畫過程

圖 4-1-11 私有資金市場

圖 4-1-12 創投之過程

圖 4-1-13 融資買下(LBOs)之過程

圖 4-2-1 英國金融產業佔國內生產毛額比例圖

圖 4-2-2 英國資產管理產業客戶比例圖

圖 4-2-3 英國基金的成長趨勢圖

圖 4-2-4 退休基金跨國資產配置權重比較圖

圖 4-2-5 英國退休基金的資產配置趨勢圖



圖 4-3-1 全球共同基金淨資產 2006 年底概況

圖 4-3-2 澳洲各類退休基金資產變動情況

圖 4-5-1 亞洲各國 2001 至 2006 資金流入趨勢

圖 4-5-2 外資持有佔證券市場總市值比率

圖 4-5-3 全球退休基金規模排名

圖 4-5-4 各國退休金規模比例圖

圖 4-5-5 各國退休金規模成長圖

圖 4-5-6 Mirae Asset Financial Group 業務服務範圍

圖 4-5-7 Mirae Asset Financial Group 管理資產規模

圖 5-4-1 香港市場之股權關係圖

圖 5-5-1 韓國金融投資服務與資本市場法對於金融投資商

品的界定

圖 5-6-1 日本投資信託之類型

圖 6-1-1 臺、新、港的辦公室租金水準

圖 8-1-1 公司制創業投資事業架構

圖 8-1-2 有限合夥制創業投資事業架構

圖 8-3-1 不動產投資信託流程圖

圖 8-3-2 不動產資產信託流程圖

圖 8-3-3 不同受託人之比較

## 附錄目錄

附錄內容	頁次
附錄一 金管會規畫 OBU 與 DBU 課稅的議題	285
附錄二 海峽兩岸金融合作協議文本全文	287
附錄三 專家學者訪談紀錄	290
附錄四 專家學者座談會紀錄	300
附錄五 工作會議紀錄	318

# 第一章 前言

## 第一節 研究背景與目的

### 一、研究動機

隨著近年來全球經濟的蓬勃發展，以及世界各國採行較寬鬆的貨幣政策和擴張性的經濟發展政策，以致增加了全球可觀的流動性及經濟成長動能，促成了全球資本市場的繁榮，進而推動了資產管理業的發展。再加上全球低利率的環境，導致以利差為獲利重心的消費金融和企業金融都面臨嚴峻的挑戰，而資產管理的收入結構與特性，進而成為金融業新的成長動力及獲利核心。同時，隨著全球人口老化的程度加劇，退休人口的持續增加，累積了全球退休市場及保險市場非常龐大的資金，此不僅成為資產管理業發展的支柱，更顯現出資產管理業在未來成長的潛力雄厚。另外，金融創新在資產管理發展的過程中也扮演了非常重要的角色，提供了市場更具吸引力的產品，滿足了投資人更多元化的投資理財需求。

綜合上述的背景及條件下，造就過去幾年來，資產管理業成為最具發展潛力的新興產業，尤其是對於較小的經濟體來說，更是致力於強化資產管理業的發展，在亞太地區包括：香港、新加坡和澳洲，以及歐洲的盧森堡及愛爾蘭，因為資產管理業對經濟成長和就業貢獻的高附加價值，所以在政府政策及法令的開放下，建構了良好的產業發展，吸引了外部資金及人才的投資，促進了國家經濟的發展。

相對同屬亞洲四小龍的台灣，因中國大陸經濟崛起，台灣經濟成長持續下滑，在加上台灣經濟競爭力排名不斷下降，因此呈現資金不斷外移的情勢。另外就產業發展的專業能力而言，國內目前除了台灣(新台幣)資產的投資操作以及少量之國際性投資之外，其他資產的操作仍大部份借重國外進行，在整個資產管理業的價值鏈中較偏重行銷及業務的功能，這也說明，此價值創造的過程中，許多核心價值及其衍生的所得成長及就業，國內業者及台灣經濟受益有限，再加上台灣金融法規的限制嚴重，致使台灣在國際資本市場競爭中，更陷入極為不利的險境。

為了整合資本市場，包括證券、期貨、投信投顧、私募基金、信託及外匯等業務，擴大金融機構商品營業範圍，我國相關金融機構與自律組織積極建議政府參考英美日韓近期金融改革做法，推動資本市場的整合。就金融機構所提供之投資商品與投資服務，施行一致的功能性管理基準。如此一來，不僅使同類金融商品所面臨的金融監理一致，對於投資人而言，在規範齊一的情況下，也能充分了解所欲進行投資的相關規範和所能獲得的保障，進而提升投資意願，間接促進市場的發展。

環顧亞太地區，包括香港、新加坡、上海、首爾與台北皆企圖成為亞洲的金融中心。香港股票市場於 2005 年取代東京成為全球第四大資集中心，僅次於紐約、倫敦和多倫多，成為亞洲第一大。新加坡政府也透過各種不同的優惠措施，逐步發展為亞洲主要的資產管理中心，在 2005 年被 The Banker 評選為表現最佳的金融中心，一舉拿下全球及亞太地區的雙料冠軍。兩國均以成為國際金融重鎮。南韓首爾則分段實現於 2015 年的東北亞資產管理中心計畫。

香港政府自 1994 年起進行了一連串的金融制度改革，不僅撤銷實施了 30 年的“利率協議，並將外資銀行進入當地市場設立的門檻及其擴展分支機構之規定大幅放寬。同時，加強金融基建，於 1996 年底將銀行間的支付系統提升為“即時支付系統”；2000 年推行“強制性公積金制度”；2004 年開始運作信貸資料庫。亦推出多項鼓勵基金市場發展的措施，包括 2005 年底撤銷遺產稅、2006 年初豁免離岸基金繳付利得稅，此外，2002 年制定的適用於保證基金的認可制度及零售對沖基金認可機制以及 2005 年中對《房地產投資信託基金守則》的修訂，進一步拓寬了香港資本市場的投資產品，直接推動了香港資產管理中心的發展。目前香港是全球其中一個最先允許向散戶銷售對沖基金的司法管轄區；在“領匯”上市的帶動下，房地產信託基金呈現良好的發展勢頭；而投資組合更加豐富亦帶動了結構產品的發展。

新加坡政府於 2001 年底積極推動新加坡成為風險管理、資產管理及業務處理中心。新加坡過去之金融法規以嚴謹著稱，金融監理非常嚴格，惟為達成亞洲風

險管理中心的目標，新加坡當局將過往強調管制的市場，轉為以揭露為本之監理模式，並鼓勵金融創新，允許金融機構在規則範圍內自行進行風險評估，監理主管機關只著重於防範系統性風險。同時，將新加坡股票交易所與新加坡國際金融交易所合併，又將公共部門的資金交由私人機構進行管理，以吸引海外基金的興趣，並將新加坡幣國際化，讓許多跨國公司如花旗集團發行大量的新幣債。此外，為吸引境外的金融專業人才，新加坡更大幅開放工作簽證及歡迎專業移民。同時，藉由修訂銀行保密法、提供高淨值財富個人永久居留權、降低稅率（2008年取消遺產稅）及發揮信託指定身後財產繼承對象等措施，以吸引全球各地富裕人士將資產移轉至新加坡，從而發展新加坡的財富管理業務。

韓國政府於 2005 年 6 月提出了三大目標，一是建構健全的金融基礎建設、二是建立在資產管理(asset management)、重組市場及衍生性商品的領導地位、三是強化金融業的全球網路。為達成這三項目標，設立了五大焦點工作：(1)制定「資本市場合併法」(Capital Market Consolidation Act)，以利投資銀行設立，並促進金融商品創新，尤其是衍生性金融商品。(2)強化債券市場，增加發行長期債券，使投資具多樣化，並希望藉著投資環境的國際化，吸引更多參與者。(3)完成外匯市場自由化機制，廢除不合宜法規。(4)2006 年向國會建議修訂「金融中心法」，以吸引國金融機構。(5)2006 年 3 月開設「金融研究學院」，培植具國際觀的金融專家。

中國政府於今年4月14日國務院審議通過《國務院關於推進上海加快發展現代服務業和先進製造業建設國際金融中心和國際航運中心的意見》，因而上海市政府隨即於5月制定2009年重點推動工作，上海金融中心建設有六大重點領域包括：拓展金融市場廣度、強化金融機構體系建設、加速金融產品創新與業務發展、逐步推動對外金融開放、促進全面的金融服務體系、加強金融環境。

對目前處於轉型階段極需升級的台灣經濟而言，除了提高未來資本市場之國際競爭力，吸引台商資金回流，鼓勵大眾資金投入台灣資本市場，同時在政策上亦須善用台灣本身產業及部分區域競爭優勢，訂定發展策略及定位，在全球價值

鏈中尋求發展利基，並且進一步促使僑外資金在台灣成立亞洲營運總部，作為資金籌資中心，因此如何建構台灣成為亞太資金管理中心，實為當前金融改革之重要課題。

## 二、研究目的

本研究的目的是經由分析探討資產管理的發展及國際競爭情勢之後，就台灣目前所處的條件及問題，研擬可行的發展定位及競爭策略。除了從策略規劃切入，擘劃資產管理中心之藍圖外，亦將研議各相關行動方案與執行步驟。

臺灣要成為金融中心，自不能忽略後台作業(如結算與交割)與籌資功能。然而，由於篇幅、時間與精力的限制，本研究著重在資產管理業務的探討上。

## 第二節 研究方法與架構

### 一、研究方法

#### (一)分析比較法

蒐集我國及主要國家在發展資產管業中心之現況與目前管理規範等相關文獻，以及相關統計資料；並輔以相關法令與文獻，進行綜合歸納、分析與比較。

#### (二)提問法

針對本研究下之各章節主題，提出理論與實務上所可能面對之問題，透過專家訪談、實地調查等，嘗試尋求妥適之因應對策。必要時，將提出修法建議或配套措施。並具體提出我國發展資產管理中心之策略規劃及行動方案。

#### (三)實務訪查法：

將針對相關問題考察現時實際運作情況，並於彙整問題後，聽取主管機關、相關部會或金融界之意見，針對如何提升我國資本市場競爭力及發展區域資產管理中心策略進行討論，並列入本研究之重要參考。

### 二、研究架構

本研究分為九個章節，第一章為前言，揭示研究動機與目的、研究方法與架構；第二章為資產管理相關業務之定義與簡介，就產業範疇及經營內容予以探討；第三章分別針對國內資產管理相關業務，包括共同基金業務、全權委託、退休金業務等業務進行現況說明、競爭力分析之探討；第四章分別就美、英、澳洲、香港及韓國市場發展現況進行分析，並以價值鏈分析研究各國資產管理業務之強項；第五章針對上述各國之相關法律架構進行探討；第六章探討國內發展資產管理中心之必要條件與上述各國比較之優劣勢分析；第七章整合各章研究結果，提出我國發展亞太資產管理中心應有之策略與具體的行動方案；第八章對台灣法律環境進行再檢視，針對上述各章節所提相關法律之修訂提出建議；第九章為結論與建議。

## 第二章 資產管理相關業務之定義與簡介

隨著近代金融市場的蓬勃發展與世界國際化潮流之盛行，人民的理財觀念已和過去有相當大的轉變；傳統的儲蓄管道不再能夠滿足投資人的需求，取而代之的則是專業的理財服務，證券投資信託及顧問事業。身為專業資產管理業務從事者，並提供投資人對於有價證券投資顧問、諮詢服務及投資理財之專業資訊提供者，故資產管理事業在法律規範便顯得相當重要。

我國自1968年制定證券交易法開始，雖已於第十八條規定有證券投資信託事業及顧問事業之核准與管理的立法授權規定，然而礙於當時證券市場之發展未臻成熟，故實際上並未有實質的運作；直至1983年間，依據該條文第二項之規定授權訂定「證券投資信託事業管理規則」之後，我國始正式開放國內證券投資信託事業之設立。當時在法律授權未臻明確以及立法技術粗糙的情況之下，係證交法第十八條之一、之二等規定在適法性與妥當性上皆有所不完備之處，為亦可稱當時為我國證券投資信託事業成長茁壯之重要階段。自此以來直至2004年8月止，已有四十五家證券投資信託事業之設立，募集發行之證券投資信託基金總數共計四百六十一檔，基金規模達新台幣二兆七千多億元，受益人數亦達一百七十五萬多人，由此可見我國證券市場發展速度蓬勃，投資信託事業等法人機構的投資在市場上的影響力亦日漸增加，並直接顯示證券投資信託事業及顧問事業已成為民間之重要投資管道。因此，為保障投資大眾之權益，並促進投信及投顧業務的健全發展，行政院核定，於2004年6月公佈「證券投資信託及顧問法」，由專法來取代從前適用證交法所面臨之困境，為我國證券投資信託法制奠定了新的基礎；其後並由主管機關依照該法規內之授權規定，制定公佈了一系列的證券投資信託管辦法、規則等，亦使得證券投資業務的相關規範更為具體化與細緻化，對於我國金融秩序健全發展的影響深遠。另外，由於證券投資信託事業之業務實際上亦屬

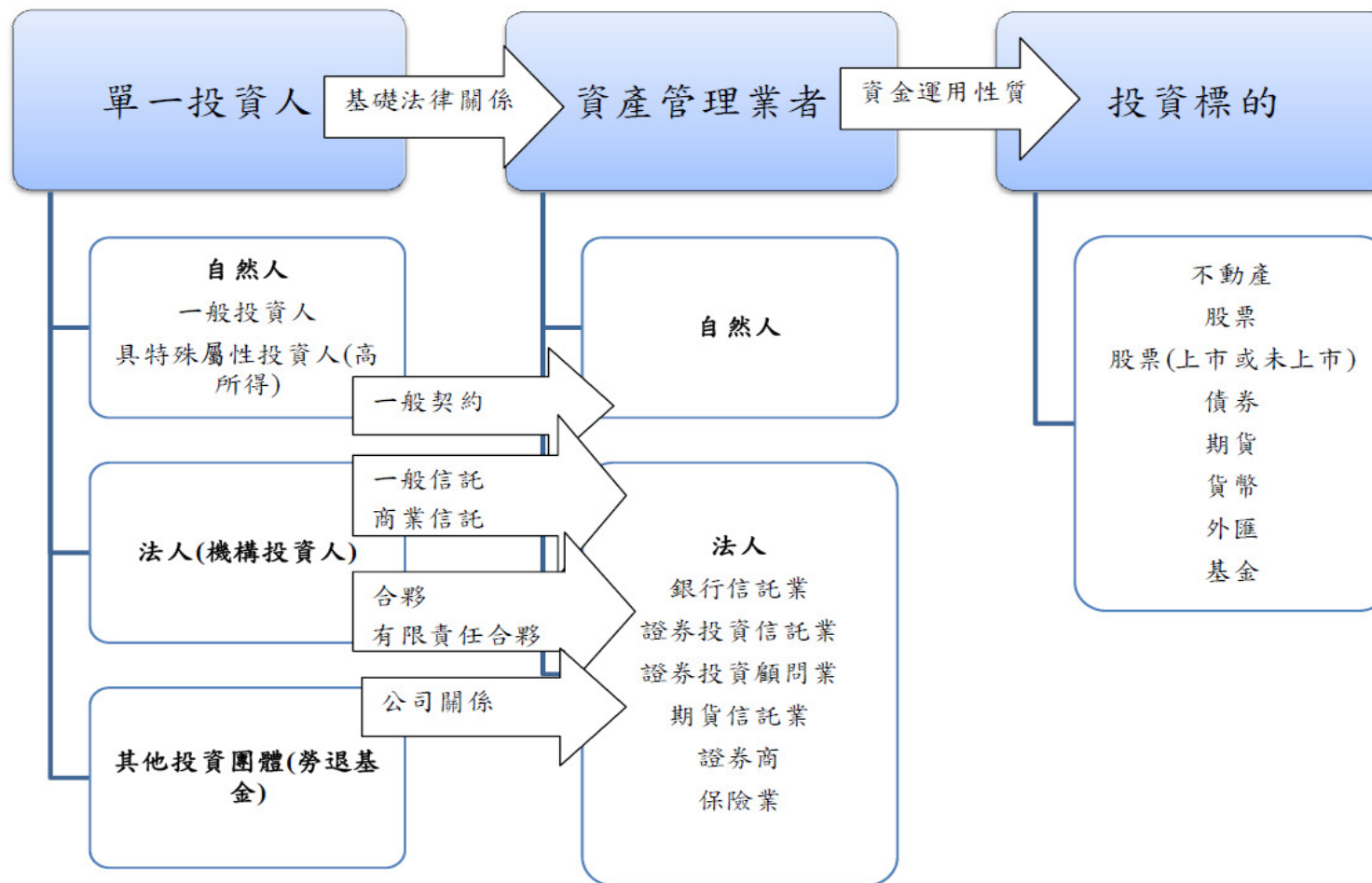


信託行為之體現，且相關的資產管理業務如美國法上明文規範之共同基金 (Mutual Fund) 等，亦與信託業務高度相關。因此，1996年1月公布實施之「信託法」及2000年7月公布之「信託業法」，亦皆為我國資產管理業務與信託法制完善化之重要基石。

而觀諸我國證券投資信託及顧問法之立法目的，分別包括「健全證券投資信託及顧問業務之經營與發展」、「增進資產管理服務市場之整合管理」，以及「保障投資」。亦即，本法欲藉由明文化之手法，將複雜的證券投資信託市場交易型態予以類型化，明定該等事業之業務項目、範圍及法律關係，並將相關之法律用語統一。然而，在瞬息萬變的商業實務當中，規範趕不上變化的情形不僅為司空見慣，且現實社會多樣化的交易方式亦往往無法被侷限於文字的框架之中。以證券投資信託基金業務而言，雖然其外觀上僅為藉由投資人資金的流動運用及投信事業的信託管理來創造財富的一個程序，但若細部探究其交易內容，不僅涉及投資人、投資信託事業與基金保管機構之三方關係，此關係究竟如何定義、如何歸屬權利義務關係，另外投資信託事業如何處理由投資人處所取得的資金，亦即投信事業的投資手段為何、如何管制等問題，都是主管機關在進行相關金融監理業務規範制定時所必須考慮的問題。

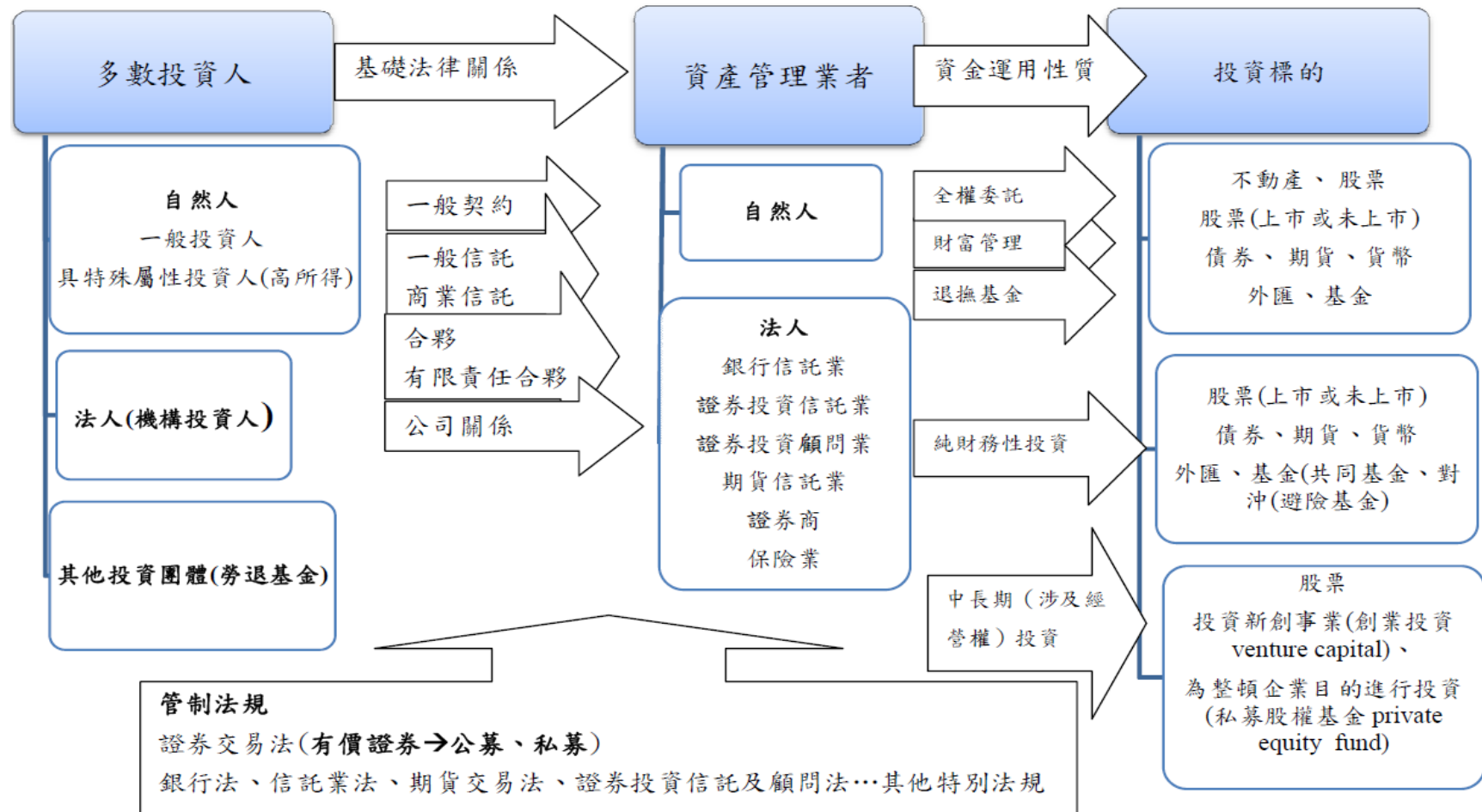
而近日因全世界金融海嘯危機所導致的整體流動性問題，造成國內許多向投資信託事業購買衍生性金融商品如連動債、境外基金等商品的投資人，面臨了其血汗錢可能血本無歸之問題，進而引發了市場上質疑現行主管機關對投資信託事業監理及其業務風險管控是否有所缺失或規範上存有漏洞的疑慮。且對投資信託事業本身而言，如何藉由內部控管機制建立與主管機關之合作，並輔以更加透明的揭露機制與商品風險管控來挽回市場上投資人的信心，亦為其當務之急。

圖 2-0-1 單一投資人與資產管理業者關係圖



資料來源：王文字老師見解

圖 2-0-2 多數投資人與資產管理業者關係圖



資料來源：王文字老師見解

## 第一節 投資人及資金募集之方式

### 一、投資人

#### (一)法人(機構投資人)

關於法人(機構投資人)的定義及範圍為何，可參照證券交易法四十三條之六第一項第一款關於私募的規定，可包括銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。同條第二款所稱具備專業知識且財力豐厚的法人或基金亦可包含在此範圍內，依主管機關規定，係指最近期經會計師查核簽證的財務報表總資產超過新台幣五千萬元之法人或基金，或依信託業法簽訂信託契約之信託財產高過新台幣五千萬元者。金融機構投資有價證券係由其專業部門處理，相關產業資訊的蒐集較為便利，且資力龐大，本身亦具有保護自己的能力，故在法規的設計下，自可以較寬鬆的立法方式加以規範。

#### (二)具特殊屬性（如高所得）的投資人

具特殊屬性的投資人的範圍為何，可參照證券交易法四十三條之六第一項第一款，所稱具備專業知識且財力豐厚的自然人，依主管機關規定，具特殊屬性投資人的條件可認符合下列情形之一者：1、本人淨資產超過新台幣一千萬元或本人與配偶淨資產合計超過新台幣一千五百萬元；2、最近兩年度，本人年度平均所得高過新台幣一百五十萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新台幣二百萬元。

### 二、資金募集之方式

#### (一)募集(公募)

按證券交易法(證交法)第二條規定，有價證券之募集、發行、買賣，其管理、監督依本法之規定，同法第二十二條規定，有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。根據發行人募集與發行有價證券處理準則第十二條，發行人辦理募集與發行股票時，應依案件性質分別檢具各項申報書，載明其應記載事項，連同應檢附書件，

向金管會申報生效後，始得為之。

所謂募集，證交法第七條第一項規定，係指發起人於公司成立前或公司於發行前，對於非特定人公開招募有價證券之行為，可分為兩種情形，一種為「發起人於公司成立前」，係指以募集設立方式成立公司，而以公開發行有價證券籌募資金的行為，募集的主體在公司設立前為發起人，而另一種「公司於發行前」，則指公司設立後，為增加實收資本，而公開發行有價證券的行為，募集的主體在設立之後則為公司。

募集的對象，依本法的規定，須向「非特定人」，「非特定人」在證交法與公司法均未加以界定，有學者<sup>1</sup>認為，從公司法第二六八條的規定觀察，公司發行新股，如由原有股東及員工全部認足，或洽由特定人協議認購(如證交法四三條之六以下私募規定)，均非公開發行。因此，即使認購新股的公司股東員工人數眾多，且未具備判別股票優劣的知識經驗，均非本條的募集，其行為即不受本法的規範。但依證交法二十二條規定，公開發行公司「於依公司法之規定發行新股時」，除依規定辦理私募者外，除依規定辦理私募者外，即使由「原有股東及員工全部認足或由特定人協議認購」仍應辦理公開發行程序，綜上所述，應募人數多少並非問題之重點，應以受要約人(原有股東或員工)有無保護其權益之能力，以及有無管道可接觸投資判斷之訊息，即以「保護之需要性」作為認定是否為「非特定人」之標準<sup>2</sup>，因受要約者，屬於無法取得相關且足夠揭露資訊的機會，而需要證交法加以保護之一群人時，應認其性質為公開招募<sup>3</sup>。

## (二) 私募

我國證券投資信託及顧問法制定的另一大重點，即在於引進私募型基金的制度。證券投資基金除了一般投資大眾申購外，包括政府機構、公司法人等機構投資人或具專門知識、經驗或資歷之人，亦會要求就特殊金融商品提供服務，以因應少數投資人多樣化及個別化資產投資運用的需求。此時若可藉由私募之方式，

<sup>1</sup> 賴英照，股市遊戲規則最新證券交易法解析，2006年2月初版，頁25。

<sup>2</sup> 劉連煜，新證券交易法實例演習，2007年2月增訂5版，頁53。

<sup>3</sup> 劉連煜，新證券交易法實例演習，2007年2月增訂5版，頁51。

可達成減少資訊公開程度、節省成本及迅速完成籌資程序之功能與目的，使證券投資信託基金的募集更佳的靈活且具有機動性。因此我國公司法與證券交易法分別在 2001 年 11 月與 2001 年 1 月完成修正，增訂股票及有價證券私募的制度；而證券投資信託及顧問法亦參酌證券交易法第四十三條第六至八項之規定，在第三條第一項的業務範圍中引進私募型基金的制度，除同樣對得應募人之資格限縮於特定機構投資人及經核准之自然人，並採取諸如：事後申報制、負面表列等低度管理規定；同時為防止有心人士藉由私募來規避公開募集的程序，除規定總應募人數之外，另於第三十二、三十四條第一項明定受益憑證以記名為限，且授權主管機關已命令訂定其轉讓方式即應遵守之限制。

就私募基金制度之部分，本文認為「私募」本身之定義僅為募集資金的一種方式，「私募基金」並非為一種典型的基金型態，也非僅限於股票、受益證券等有價證券之方式，而僅是由私募之方式得來的一個資金體。在此項前提概念之下，可發現我國證券投資信託及顧問法參酌規範有價證券之證券交易法的私募規範並將之納入投信投顧事業的私募規範，可說為有欠考慮之規範。實質上，私募之行為應可為各種機構募集資金的手段，只要私募人與應募人各自清楚其權利義務關係且甘願接受，原則上主關機關不應就該項事務多加干涉；於其規範上應以檢視該欲進行募集之機構之行為是否有違誠信原則，以及應募人是否為有能力負擔並清楚認知應募之風險或義務之人，而非逕以有價證券之私募規定強行套用或移植。

## **第二節 資產管理業務之介紹**

### **一、信託事業**

#### **(一)法制介紹**

信託業法之立法與證券交易法修正案同時於 2000 年 6 月 30 日經立法院第四屆第三會期三讀通過，並經總統於同年 7 月 19 日明令公佈，成為繼信託法於 1996

年1月26日公佈實施以來，在信託法制上又邁進一步，嗣後相繼於2001年制定信託登記規定及信託相關稅制，2002年發佈金融資產證券化條例，2003年發佈不動產證券化條例，2004年6月發佈證券投資信託及顧問法，故信託法制逐漸成熟發展，信託業法在這一連串立法中可為承先啟後確立信託法制之基礎。

信託業者從事資產管理業務範圍，包含集合管理帳戶、募集基金業務、辦理全權委託業務等管理方式。信託業為資產管理之服務事業，信託事業是居於受託人之地位，依委託客戶之指示及信託契約之本旨，為受益人利益從事信託財產之管理、運用、收益及處分，其盈虧由委託人及受益人承擔，信託業者僅依其服務約定收取報酬。

## 二、證券投資信託事業

### (一)法制介紹

我國之證券投資信託法制，可追溯自1983年時，當時為吸引僑外投資，乃於證券交易法第十八條<sup>4</sup>外，增訂證券交易法第十八條之一、第十八條之二<sup>5</sup>，並依上開條文之授權制定證券投資信託事業管理規則及證券投資信託基金管理辦法，此外又於1992年開放證券投資信託事業之設立。然隨著證券市場日益健全成熟，以及行政程序法施行後對於法律保留等原則的落實，一部規範證券投資信託制度之專屬法典之立法已是刻不容緩，行政院乃於2004年著手草擬證券投資信託及顧問法，經立法院審議後順利於同年6月11日三讀通過，並於6月30日發布。另依該法第一百二十四條規定，由行政院核定於同年11月1日起施行，自此我國證券投資信託法制方始臻完善。

惟因我國早期資產管理法制延續傳統分業立法方式，依事業別分由不同法令

---

<sup>4</sup> 該條規定：「經營證券投資信託事業、證券金融事業、證券投資顧問事業，應經主管機關之核准，其有關管理、監督事項，由行政院以命令定之。」

<sup>5</sup> 第十八條之一：「第三十八條、第三十九條及第六十六條之規定，於前條之事業準用之。」  
第十八條之二：「證券投資信託事業募集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債務，其債權人不得對於基金資產請求扣押或行使其他權利。證券投資信託基金管理辦法，由財政部定之。」



規範，亦分屬跨部會不同主管機關職掌，諸如：金融局、證期會，經濟部及內政部等，並涉及證券、期貨、金融、信託、創投等諸多產業既有業務之重組，牽連層面深遠，洵非短期內得以完成整合規範之立法工程。故為考量資產管理服務之專業性，及為進一步有效統合資產管理法制之目的，經參考外國立法例採統合立法之形式，並預留將來增訂其他各種基金商品或業務之規範空間，故採分段立法方式，於現階段暫以證券投資信託與證券投資顧問為主要規範架構，兼採開放業務之經營，引進新種類之基金產品、及擴大基金投資標的之方式，以預留未來增列其他投資信託、顧問業務及新種基金商品之空間，同時也考量管轄權分別隸屬於不同單位，統合之工作尚須逐步進行，故先就有價證券有關之領域為規範，故將法案名稱訂為證券投資及顧問法，希望能以漸進方式，達成整合資產管理法制之遠程立法方向，未來再考量資產管理法或類似英國及日本之金融服務法，以促進我國資產管理服務業之規模與發展。<sup>6</sup>

### 三、證券投資顧問事業

#### (一)證券投資顧問之意義

證券投資顧問，係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，提供分析意見或推介建議之行為（投信投顧法第四條）。證券投資顧問事業（以下簡稱投顧事業）之任務，便在於收集、消化大量之市場資訊，加以分析後提供予客戶協助投資策略之決定，其一方面扮演了消化資訊之角色，可引導投資人為理性投資，另一方面亦藉助其專業能力得以檢視被投資公司所發行之財務資料，具有監督其是否有資訊不實之功能，有助於證券法制資訊公開原則之落實，達成證券市場之效率性及透明化。

我國於 1983 年時即頒有「證券投資顧問事業管理規則」（以下簡稱投顧管理規則）以茲規範，後又於 2000 年增訂證券交易法第十八條之三，開放投顧事

---

<sup>6</sup>參閱郭土木，金融管理法規(上)，頁 282，2006 年 7 月，三民書局



業得從事全權委託投資業務。隨著 2004 年投信投顧法之立法，主管機關亦搭配修正上述管理規則，並另制定「證券投資顧問事業設置標準」、「證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則」等行政命令加以規範。

## (二)證券投資顧問事業之業務

依投信投顧法第三條之規定，投顧事業得從事之業務，包括證券投資顧問業務，及全權委託投資業務。其中後者亦得由投信業者兼營，本文將以專節討論，在此僅就證券投資顧問業務說明。

投顧事業於從事投資諮詢及推介建議之時，須符合學說上所謂適合性原則（Suitability），亦即業者本於與客戶之信賴關係，應基於合理之基礎，為適合該客戶之建議與推介，不得有投顧管理規則第十條以下之行為。投顧事業接受客戶委任，對證券投資或交易有關事項提供分析意見或推介建議時，應訂定書面證券投資顧問契約，載明雙方權利義務。投資人並得自收受書面契約之日起七日內，以書面任意終止契約（投信投顧法第八十三條）。

此外，投顧事業經申請核准後亦得從事外國有價證券之投資諮詢與推介業務，但原則上仍不得涉及在國內募集、發行、或買賣<sup>7</sup>。故若投顧事業欲從事或代理境外基金之募集、銷售，仍須依投信投顧法第十六條之規定取得主管機關之核准，方得為之。

## 四、全權委託投資業務

### (一)全權委託投資之意義

所謂全權委託投資業務，即俗稱之代客操作，係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（投信投顧法第五條第十款）。易言之，即受客戶之委託，就委託投資資產做最有效率之投資組合及運用。全權委託投資與共同基金之差別在於，前者主要

---

<sup>7</sup> 投顧管理規則第十七條、第二十一條。

是針對具有較多資金的投資人，且能依個別客戶之需求設計最適組合，不同於後者係以發行受益憑証方式向大眾募集資金。惟此二者之共同目的均在於藉由專業經理人之操盤，以達到收益最大化。

我國規範全權委託投資業務之法律依據原為 2000 年增訂之證券交易法第十八條之三<sup>8</sup>，於 2004 年投信投顧法問世後，於該法中第三章即對全權委託投資業務有更詳細的規定，便配套刪除證券交易法第十八條之三。

## (二)法律架構

在全權委託投資時，亦存有投資人、受託經營之受託人、及保管機構之三分法律關係，茲分述如下：

### 1、投資人與受託人

依投信投顧法規定，投資人與受託經營之受託人之間，存在一個「全權委託投資契約」，由該契約明定彼此間所生之各項權利義務內容（投信投顧法第六十一條第一項前段）。在簽訂該契約前，受託機構並應將相關事項指派專人向客戶詳細說明，並交付全權委託投資說明書，投資人應有七日以上之審閱期間（同法第六十條）。關於全權委託投資契約之法律性質，學說上認為係屬於民法之委任契約及授與代理權之關係，而不同於證券投資信託下乃信託關係。換言之，投資人乃委任受託機構為投資之決策，同時授與代理權代理為買賣下單、指示交割等行為。

依投信投顧法第五十條之規定，符合主管機關所定條件，並經主管機關核准之投信事業或投顧事業，即可從事全權委託投資業務。金管會乃於「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（以下簡稱全權委託投資業務管理辦法）」第四條、第五條分別規定申請營業許可所需之條件，包括相當之資本額、每股淨值不得低於面額、一定期間內未遭受主管機關之特定處分。

---

<sup>8</sup> 該條規定：「證券投資顧問事業或證券投資信託事業接受客戶全權委託投資之資金，與證券投資顧問事業或證券投資信託事業及保管機構之自有財產，應分別獨立。證券投資顧問事業或證券投資信託事業及保管機構對其自有財產所負債務，其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。證券投資顧問事業或證券投資信託事業經營接受客戶全權委託投資業務之管理辦法及其營業保證金，由財政部定之。」

經許可者，並須提存一定金額之營業保證金，若委任人、委託人、受益人有因全權委託投資業務而生債務者，對於該營業保證金有優先受清償之權（投信投顧法第五十二條）。

得經營全權委託投資業務者，除投信投顧業者以外，尚包括信託業者。依信託業法第十八條及全權委託投資業務管理辦法第二條之規定，若其業務之經營涉及信託業得全權決定運用標的，且將信託財產運用於證券交易法第六條規定之有價證券或期貨交易法第三條規定之期貨，其中信託財產運用於證券投資之部分達一千萬元以上時，應向證券主管機關依證券投資事業設置標準申請兼營證券投資顧問業務，並適用全權委託投資業務管理辦法第四章「信託業兼營全權委託投資業務」以下之規範。

## 2、投資人與保管機構

依投信投顧法第五十三條及全權委託投資業務管理辦法第十一、二十六條規定，投資人應將委託投資資產全權委託保管機構，或信託移轉予保管機構，且該保管機構應由客戶指定之。保管機構之職責在保管委託投資資產，並負責辦理相關交易之開戶、費用之繳交、買賣交割、帳務處理或股權行使等事項。

為阻隔破產風險，委託投資資產應與投信投顧事業及全權委託保管機構之自有財產分別獨立，投信投顧事業及全權委託保管機構對其自有財產所負債務，其債權人不得對委託投資資產為任何之請求或行使其他權利（投信投顧法第五十一條）。

## (三)監督規範

### 1、忠實義務

受託經營機構應恪守忠實義務，不得利用職務上已知之資訊從事搶單、偷跑等行為，亦不得盜用客戶之帳戶為自己或他人買賣有價證券，並須依投資分析報告做成投資決策。且除主管機關另有規定外，本法原則上禁止與客戶有收益共享

或損失分擔失之約定<sup>9</sup>（投信投顧法第五十九條）。此外，經營全權委託投資業務之投信投顧業亦應建立內部控制制度（投信投顧法第九十三條）。

## 2、資訊公開

受託人應善盡報告及通知之義務，除應按客戶別設帳外，並應按日登載客戶交易情形，委託投資資產庫存數量及金額，投資人得隨時要求查詢。受託人每月並應編製客戶資產交易紀錄及現況報告書送達客戶。

## 3、外部管制

就全權委託投資業務之操作事項，投信投顧法則就委託投資之金額之最低及最高限額、投資標的之範圍及限制、分散比率、以及全權委託投資契約暨說明書應記載等事項<sup>10</sup>，委由主關機關依職權於全權委託投資業務管理辦法中加以規定，於全權委託投資業務管理辦法第八條以下業已就財務規範、業務操作、相關內部人之義務有詳細之規定。另為貫徹業者自律之精神，就投資業務操作規定、全權委託投資契約範本<sup>11</sup>及其他自律事項，均由同業公會自行擬定之。

# 第三節 我國現行證券投資信託基金之介紹

## 一、證券投資信託基金之法律性質

所謂證券投資信託基金，依證券投資信託及顧問法第五條第四款之規定，係指證券投資信託契約之信託財產，包括因受益憑證募集或私募所取得之申購價款、所生孳息及以之購入之各項資產；至於所謂證券投資信託，係依同條第一款之規定，指證券投資信託事業以發行或交付受益憑證之方式，募集或私募成立證券投資信託基金，並運用證券投資信託基金從事有價證券、證券相關產品之投資或交易，而將投資或交易所得之利益分配與受益憑證持有人之一種制度，換言之，證券投資信託行為是操作證券投資信託基金之行為，其目的在於集合多數投

---

<sup>9</sup> 但依全權委託投資業務管理辦法第二十條之規定，受託機構仍得收取合理之績效報酬。

<sup>10</sup> 參照投信投顧法第五十五條、第五十六條、第五十八條、第六十一條。

<sup>11</sup> 參照投信投顧法第五十七條、第六十一條。

資人之資金，委由專業投資機構負責管理運用，並由保管機構負責保管基金資產，以兼具專業經營與分散投資風險之特質。

我國之證券投資信託制度採的是契約型，有別於美國之公司型，是故決定當事人間權利義務關係之基礎即為證券投資信託契約。惟於 1983 年引進該制度之時，信託法尚未立法，關於證券投資信託契約之法律性質，乃至證券投資信託事業（以下簡稱投信事業）、基金保管機構、受益人間三方法律關係之定位為何，即產生爭議。1996 年信託法雖完成立法後，但如何將證券投資信託契約與信託法制相結合，仍是困擾學界之一大問題。

學說上對於證券投資信託契約之法律性質，參照日本學界之見解，大致上可分為分離說及非分離說，其主要係著眼於投資人與投信事業之間，以及投信事業與基金保管機構之間，究為單一的契約架構，或為雙重的契約關係。採分離說者，大抵上皆認為投信事業與基金保管機構之間存在著一個以前者為委託人，後者為受託人，並以投資人為受益人之信託契約；而關於投資人與投信事業之關係，則又分為信託契約說及委任契約說，亦即投資人將資金信託或委任予基金經理公司，其彼此間具有實質之信託或委任關係，此說之優點在於可明確界定受益人之法律地位。另有類似分離說之學說認為，證券投資信託為商業信託之一種，本質上為企業經營組織，而以信託之法律形式成立，有別於傳統民事法概念下之信託架構，故宜承認商業信託之兩面關係，即以投資人為委託人兼受益人，投信事業與基金保管機構則居於共同受託人之地位。採非分離說者則認為，單一信託法律關係本就具有其特殊構造，已足以規範三方法律關係，在單一信託契約下，委託人為基金經理公司，受託人為基金保管機構，投資人為受益人，非屬契約當事人而僅為利害關係人<sup>12</sup>。

為解決上述爭議，並便利行政機關之監理，投信投顧法於第五條第一款明定：「證券投資信託契約：指由證券投資信託事業為委託人，基金保管機構為受託人所簽訂，用以規範證券投資信託事業、基金保管機構及受益人間權利義務之

---

<sup>12</sup> 參照郭土木，證券投資信託基金之法律性質，全國律師，2004 年 10 月，頁 39。

信託契約。」係採取類似於非分離說之見解。但是以立法方式明文定義是否真的就能解決爭議，不無疑問。首先，受益人不被論為契約當事人，就整體共同基金之關係而言，投資人反將立於一個模糊而曖昧不清的法律地位<sup>13</sup>，亦不合人民之法感情。又，若將投信事業解為信託契約之委託人，則將滋生的疑義為，投信事業是否因經營信託業務而被論為信託業，須受信託業法及其主管機關（財政部）規範？為解決此一問題，信託業法第一條第二項乃不得不配合修法，將投信事業排除在信託業之範圍外。

事實上，對於何者為受託人，何者為委託人，應自其經濟實質來觀察。信託之目的既在隔離破產風險並發揮專業經營的功能，則投資人與投信業者或保管機構之間，似應解為有信託契約之存在。又究竟以何者為受託人，則可視功能取向為不同取捨與設計。基金管理機構在投信投顧法理固負有消極之保管及監督義務，但投信事業負有積極之管理義務，本質上也算是受託人之信賴義務之一環，將其與保管機構並列為受託人似並無不可。惟現行法既已明文，僅能認為立法者已依其形成空間採取了此一制度，就不足之處僅能仰賴學說或行政命令補充，以發揮保護投資人之功能。在我國即以「證券投資信託基金管理辦法」、「證券投資信託事業管理規則」、「證券投資信託事業設置標準」等行政命令建構一套完整的規範<sup>14</sup>。

## 二、證券投資信託基金當事人間之權利義務關係

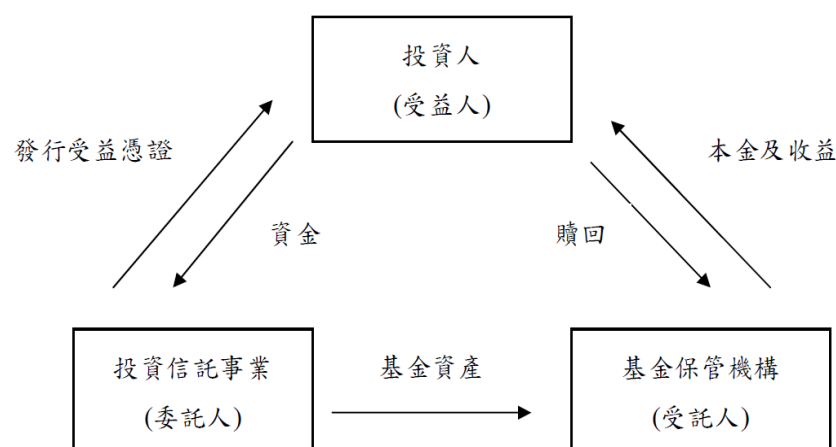
---

<sup>13</sup> 黃虹霞，證券投資信託基金之法律性質與證券投資信託基金受益人之法律地位，萬國法律，2005年2月，頁2以下。

<sup>14</sup> 相關子法及行政規章之介紹，可參考陳麗玲，證券投資信託及顧問法相關子法簡介，證券暨期貨月刊，2004年12月；郭土木，證券投資信託及顧問法及其子法之規範與實行之探討，萬國法律，2005年2月。



圖 2-3-1 契約型證券投資信託三方關係圖



資料來源：金融管理法規(上) 郭土木著

一般認為在投資信託契約關係中，當事人至少可包含投資人(受益人)、證券投資信託事業(委託人)，以及基金保管機構(受託人)，但在投信投顧法公佈施行之前，法律上針對此三個可能的契約當事人的法律地位及相互關係如何並無明確規範，學說上並分有分離說、非分離說以及商業信託說之爭執。而即便在證券投資信託及顧問法公佈施行之後，其第五條第一款明定投資信託契約係「指由證券投資信託事業為委託人，基金保管機構為受託人所簽訂，用以規範證券投資信託事業、基金保管機構即受一人間權利義務關係之信託契約」，乃僅以證券投資信託事業與基金保管機構為簽訂信託契約之當事人，至於投資人(受益人)與證券投資信託事業之間的法律關係如何定位卻仍付之闕如。

此外，投資人才是證券投資基金資金的真正來源，且其一般乃是基於對證券投資信託事業之商譽或資產管理的能力有信心才願將金錢託付與證券投資信託事業。因此，若僅將證券投資信託契約關係定義於投信事業與基金保管機構之間，將嚴重侵害投資人權益。若參考美國法之規定，除去公司型基金的募集方式之外，一般均將此種由投資信託業者發行受益證券並將信託財產由另一受託人持有的交易型態視為「商業信託」(business trust)，並認為無論是投資信託業者或是商業受託人均須對受益證券持有人(及投資人)直接負責。此種規範方式不僅較能符合商業實務運作之需求，對於投資人之保障包含事前的監督與事後的求償管道

皆較為周全。

最後，即便承認投資人亦屬證券投資信託契約之當事人之一，其與投信業者間之關係是否必為信託關係，亦不無疑問。蓋投信事業於向投資人募集資金時，一般皆係以衍生性金融商品的形式向投資人推銷，似亦含有買賣之意味；另其間之契約內容又可能係由投資人委託投信事業代為購買特定商品的委託性質，或由投信事業扮演經紀商之角色居中牽線之行銷性質，都是可能的交易內容，且商業行為本即具高度複雜性，若欲逕以現存的契約型態強行套用，未免過度理想化。因此，若逕將投資人與投信事業間之關係定為信託關係，雖然可能對主管機關的管制上而言更加方便，但卻可能無法真實反應商業實務之現實情形而致使投資人蒙受其無法預料之損害，影響整體投資環境之健全發展。

#### (一)證券投資信託事業

依投信投顧法之規定，投信事業因為證券投資信託契約之委託人，惟多數學者亦承認，投資人與投信事業間之內部關係，無論如何均具有實質的信託或委任關係，投信事業對投資人負有忠實義務（或稱信賴義務，fiduciary duty），以規範受託人之行為，完成信託目的。蓋本質上證券投資信託係商事信託之一種，而商事信託之特性，即在於投資人信任投信事業的專業能力，並付出管理費及手續費，獲取投資收益，類似於股東投入資本於公司，故基金管理公司自亦如同公司董事一般對投資人負有忠實義務。此在共同基金往往具有受益人通常較屬能力欠缺並有資訊不對稱之情形下，尤為保護投資人所必要。

為避免經理公司發生競業之利害衝突，證券投資信託事業管理規則第六條規定：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持有已發行股份總數百分之五以上之股東。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，亦不得擔任其他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。且其持有已



發行股份總數百分之五以上之股東，其股份之計算，尚包括其配偶、未成年子女及利用他人名義持有者。

又為避免經理公司於選擇投資標的時之利益衝突，投信投顧法第七十七條規定：「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。」第七十八條規定：「證券投資信託事業之負責人、部門主管、分支機構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。」其目的皆在使經理公司得專心為投資人之利益而決定投資組合。

## (二)基金保管機構

基金保管機構，係指本於信託關係，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（投信投顧法第五條第二款）。保管機構於收受基金資產後，須與其自有財產分別獨立，應按基金帳戶別，獨立設帳保管，之後基金經理公司於運用基金資產時，應以基金保管機構之基金專戶名義登記。

本法對於基金保管機構之資格，亦於第二十二條定有限制，若曾經主管機關依第一百十五條規定處分，處分期限尚未屆滿，或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者，不得擔任基金保管機構。且為避免基金保管機構與投信事業間之利益衝突，兩者自應有一定之防火牆機制，故有下列情形之一者，須再經主管機關核准始得擔任各該投信事業之基金保管機構：

1、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。

- 2、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。
- 3、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。
- 4、由證券投資信託事業或其代表人擔任董事或監察人。
- 5、擔任證券投資信託基金之簽證機構。
- 6、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。
- 7、其他經主管機關規定不適合擔任基金保管機構。

基金保管機構對投信事業有一定之監督權限及義務，於知悉證券投資信託事業有違反證券投資信託契約或相關法令時，保管機構應即請求投信事業依契約或相關法令履行義務；其有損害受益人權益之虞時，則應即向主管機關申報，並抄送同業公會。若投信事業因故意或過失致損害基金之資產時，基金保管機構尚應為基金受益人之權益向其追償（投信投顧法第二十三條）。

### （三）受益人

信託法原係為各別信託而設，故其基本假設乃單一之信託受益人，而衍生出相關之權利。惟證券投資信託為商事信託，具有多數受益人之性質，猶如公司法之股東權在股份有限公司下因多數股東之存在而須由股東會吸收行使一般，在證券投資信託架構下，受益人之權利也將交由受益人會議行使，並須針對多數受一人行使撤銷權、監督權之方式予以規定。投信投顧法乃於第三十八條規定，受益人權利之行使，應經受益人會議決議為之。但僅為受益人自身利益之行為，不在此限。三十九條並列舉須由受益人會議決議之事項，如更換投信事業或保管機構、終止證券投資信託契約等。

## 三、證券投資信託之規範

### （一）基金之募集與發行

依投信投顧法及相關子法之規定，共同基金之募集，應遵行以下程序：

- 1、檢附文件報請核准

證券投資信託業務原則上具有高度之規範管制性，故採取事前核准制，依投信投顧法第十條之規定，須經主管機關核准獲向主管機關申報生效後，方得募集證券投資信託基金。

## 2、建立內控制度

為建立良好之基金治理機制，投信投顧法於第九十三條規定投信業者應建立控制制度，凡業務之經營，均應依法令、章程及該內部控制制度為之（投信事業管理規則第二條）。此外，針對投信事業之公司治理，證券投資信託暨顧問商業同業公會亦定有「證券投資信託事業證券投資顧問事業公司治理實務守則」供業者遵循。

## 3、交付公開說明書

投信投顧法第十五條規定，投信事業募集基金，應向申購人交付公開說明書，且對該公開說明書之內容，不得有虛偽會隱匿之情事，否則對於善意相對人因此所受之損害，應準用證券交易法第三十二條之規定，負損害賠償責任。

## 4、締結證券投資信託契約

依投信投顧法規定之架構，投信事業應與基金保管公司締結證券投資信託契約，投信投顧法於第十二條規定有契約應記載事項。投資人於購買基金後，即成為契約之受益人，同受契約內容之拘束。

## 5、製作受益憑證

投資人既為證券投資信託契約之受益人，享有基金受益權，而受益憑證即指為募集或私募證券投資信託基金而發行或交付，用以表彰受益人對該基金所享權利之有價證券（投信投顧法第五條第五款），故投信事業應依投信投顧法第三十二條以下規定製作受益憑證並交付之。實務上則係將受益憑證採登記或集中保管之方式辦理，而於申購日後或基金成立後一段期間內，交付受益憑證保管單或申購確認單、交易通知書等書面，取代受益憑證之發行。

## (二)基金之操作及買回

### 1、共同基金操作及忠實義務

共同基金之目的即在追求藉由專業經理人之操盤，以追求最大收益，故基金經理公司最主要，亦為投資人最在意的義務無疑是基金資產之管理與運用。然證券投資信託事業受託運用基金資產，為投資人追求投資收益，對於事務之處理應負有善良管理人之注意義務，及避免利益衝突之忠實義務<sup>15</sup>，故投信投顧法第七條規定：「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」。

基於忠實義務之要求，對於基金資產之操作運用，應依據其分析報告作成決定，交付執行時應作成紀錄，並按月提出檢討報告，其分析報告與決定應有合理基礎及根據（投信投顧法第十七條）。且依投信投顧法第十九條規定不得有下列行為：

- (1)指示基金保管機構為放款或提供擔保。
- (2)從事證券信用交易。
- (3)與本證券投資信託事業經理之其他證券投資信託基金間為證券交易行為。
- (4)投資於本證券投資信託事業或與本證券投資信託事業有利害關係之公司所發行之證券。
- (5)運用證券投資信託基金買入該基金之受益憑證。
- (6)指示基金保管機構將基金持有之有價證券借與他人。

## 2、共同基金之買回

於開放型基金，即於證券投資信託契約內載有受益人得請求買回受益憑證之約定者，除主管機關另有規定外，受益人得以書面或其他約定方式請求證券投資信託事業買回受益憑證，證券投資信託事業不得拒絕；對買回價金之給付不得遲延（投信投顧法第二十五條）。

---

<sup>15</sup> 參照李福隆，論證券投資信託事業之忠實義務與利益衝突，月旦法學，2002年10月，頁175以下。

### (三)基金之終止、清算和業務承受

#### 1、證券投資信託契約之終止

證券投資信託契約之終止事由，依投信投顧法第四十五條之規定，包括：

- (1)證券投資信託事業或基金保管機構有解散、破產、撤銷或廢止核准之情事，或因對證券投資信託基金之經理或保管顯然不善，經主管機關命令更換，致不能繼續執行職務，而無其他適當之證券投資信託事業或基金保管機構承受原事業或機構之權利及義務。
- (2)受益人會議決議更換證券投資信託事業或基金保管機構，而無其他適當之證券投資信託事業或基金保管機構承受原事業或機構之權利及義務。
- (3)基金淨資產價值低於主管機關所定之標準。
- (4)因市場狀況、基金特性、規模，或其他法律上或事實上原因致證券投資信託基金無法繼續經營。
- (5)受益人會議決議終止契約。
- (6)受益人會議之決議，證券投資信託事業或基金保管機構無法接受，且無其他適當之證券投資信託事業或基金保管機構承受原事業或機構之權利及義務。
- (7)其他依證券投資信託契約所定終止事由。

有上開事由發生，經主管機關核准後即可終止。投信事業並應於申報備查或核准之日起二日內公告之。

#### 2、清算程序

證券投資信託契約終止時，清算人應於主管機關核准清算後三個月內，完成證券投資信託基金之清算，並將清算後之餘額，依受益權單位數之比率分派予各受益人。但有正當理由無法於三個月內完成清算者，於期限屆滿前，得向主管機關申請展延一次，並以三個月為限。清算人應將清算及分配之方式，向主管機關申報及公告，並通知受益人。清算程序終結後應於二個月內，將處理結果向主管機關報備，並通知受益人（投信投顧法第四十七條）。

基金之清算人原則上應由證券投資信託事業擔任之，但若證券投資信託事業有第四十五條第一項第一款或第二款之情事時，應由基金保管機構擔任清算人。若基金保管機構亦有第四十五條第一項第一款或第二款之情事時，則由受益人會議以決議選任符合主管機關規定之證券投資信託事業或基金保管機構為清算人（投信投顧法第四十八條）。

### 3、業務承受

為顧及投資人之權益，投信事業管理規則第二十四條賦予主管機關強大之介入權，依該條規定，投信事業因解散、停業、歇業、撤銷或廢止許可事由，致不能繼續從事證券投資信託基金有關業務者，應洽由其他投信事業承受其證券投資信託基金有關業務，並經金管會核准。投信事業不能依前項規定辦理者，由金管會指定其他投信事業承受；受指定之投信事業，除有正當理由，報經金管會核准者外，不得拒絕。投信事業經理證券投資信託基金顯然不善者，金管會並得命其將該證券投資信託基金移轉於經指定之其他投信事業經理。

## 第四節 其他常見投資標的及方式

### 一、避險基金(Hedge Fund)

避險基金(hedge fund)，或稱對沖基金，泛指從事高度槓桿交易、融資交易、衍生性金融商品交易，以及放空和套利，藉由投資組合避開市場變動之風險，尋求穩定的獲利。通常其投資門檻較高，且常有回贖之限制，故較適合富有之個人或機構。近年來避險基金即以其高利潤常躍居媒體之版面，而吸引大量資金投入。此基金的操作方式較具彈性，可運用放空投資標的、使用槓桿及買賣衍生性金融商品等非傳統技術及工具來規避風險增加收益，而較不受市場風險影響。傳統型投資係仰賴市場之表現來決定績效，而避險基金則是仰賴經理人之專業操作技術及經驗，因此避險基金皆以追求『絕對報酬』為操作目標。

避險基金沒有明確的劃分定義，實際的操作類型也有很多種，基本上原來是

利用同一 category 下，不同標的同時多空交互操作，達成中和不想要的風險（避掉該部份風險），只取想要的差異與報酬，因此名為 Hedge Fund，特性上為經過計算的槓桿操作，並運用巨大金額的移動將小值的利差放大，而因為是在瞄準特定利益點之後再出手，對單一投資標的所放的金額相當大（對單一標的之風險高度集中），且金額操作之移動快，一般認為屬於較高度的財務投資操作，但目前的避險基金在衍生後已不一定是有一避險—概念在裡面，其對 category 之 beta 很可能不是以縮小至近於 0 為目標，而反而是放大到高負值或高正值，但因利用高度的財務槓桿，在評估特定工具或市場（個股，匯市，債券... etc）有特定利益可圖後快速投入並回收的特性，而被歸類於避險基金。

通常要投資避險基金時因其資金需求大，最低投資金額會較一般的基金高，避險基金通常具有以下特點：

- (一)追求絕對報酬(absolute return)
- (二)運用各種操作技巧多空配合操作
- (三)經理人收取高額的績效獎金（約為淨獲利的20%）
- (四)不受證券管理單位管轄，操作手法較為靈活
- (五)基金資訊不透明

2009 年 4 月 2 日，20 國高峰會（G20）領袖同意在 80 年來最嚴重的金融市場危機後，改革法規制度及重整金融體系。原本只為聯絡協調各國財金官員而成立的金融穩定論壇（FSF），現將更名為金融穩定委員會（FSB），擁有監督銀行與國際市場的實權。此次開會關於避險基金與衍生性商品交易監理的內容如下：

#### (一)避險基金

- 1、避險基金或其經理人將被要求登記，並揭露系統風險評估所需的資訊，但只有特定規模以上的基金需要登記。
- 2、FSB 將建立主管機關間的合作與資訊分享機制，確保基金與經理人分屬不同司法管轄權時的有效監督。
- 3、FSB 在 2009 年底前將制定施行準則。

4、目前「國際證券監察會組織」(IOSCO)已發佈避險基金的管理原則；歐盟在2009年4月21日公佈避險基金及私募基金的登記與監督草案；美國財政部計畫將一定規模以上的避險基金顧問也納入登記、揭露及報告範圍。

## (二)信用衍生性商品

1、G20 同意促進信用衍生性商品市場的穩定健全性，特別是建立能受有效管制監督的中央結算機制。

2、希望在2009年秋季建立標準化的行動方案。

3、店頭信用違約交換的經銷商已於7月底同意中央結算歐洲的交易；同時美國的中央結算已經開始。

然而在我國法制下，是否有避險基金成立之可能，是存有疑問的。由於證券投資信託基金管理辦法第八條對於基金之投資範圍多所限制<sup>16</sup>，且主管機關對於得投資之外國有價證券亦不包括如危難證券（distressed securities）等商品<sup>17</sup>。加上該辦法第十一條第二項規定基金於投資時，應以現款現貨交易為之，亦即不得進行融資融券等信用交易，故我國之共同基金便無法進行常見之以賣空來避險或投機操作。從而在我國法制下，因為投資操作空間不如國外廣泛，避險基金成立之空間尚屬有限<sup>18</sup>。

由於避險基金之特色在於其投資標的及操作手法，且我國目前對於共同基金之規範亦有重複規範之疑慮，若未來法制開放避險基金，面臨之問題即為多頭馬車式的管理機制，如投信投顧法、信託法、銀行法、期貨交易法、證券交易法等法律的交錯適用，故解決問題的根本仍須從總體資產管理法制重整的觀點著手。

<sup>16</sup> 該條規定：「證券投資信託事業募集基金，應依基金之種類及性質投資有價證券，其投資國內有價證券之種類及範圍以下列為限：一、上市有價證券。二、依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第三條規定在證券商營業處所買賣之有價證券（以下簡稱上櫃有價證券）。三、經本會核准或申報生效承銷有價證券。四、政府債券及募集發行之公司債或金融債券。五、證券投資信託事業發行之基金受益憑證。六、經本會核准之國際金融組織債券。七、其他經本會核准得投資項目。證券投資信託事業於國內募集基金投資外國有價證券，其種類及範圍由本會定之。」

<sup>17</sup> 金管會金管證四字第0930005503號函。

<sup>18</sup> 參照陳肇鴻，證券投資信託及顧問法下「避險基金」之法律定位問題，萬國法律，2005年2月，頁34以下。



## 二、私募基金 (Private Equity)

所謂私募基金，即指不對外公開，而向特定人私下募集之基金，其具有特定性、非公開性、閉鎖性、量身訂做性等特點<sup>19</sup>。私募基金雖在國外已行之有年，但我國原本僅有公募型態之共同基金，須至投信投顧法通過後始開放私募基金之成立。

依投信投顧法第十一條之規定，得應募私募基金之人包括：銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構，以及符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金，應募人人數上限為三十五人，此與證交法上私募制度之意旨相同，係因此種投資者多屬較有財力，或較具專業性之投資者，故可降低保護之密度。從而私募基金改採「事後申報制」，於私募受益憑證價款繳納完成日起五日內，向主管機關申報即可，使其可迅速因應市場變化。此外，就私募基金禁止進行一般性廣告或公開勸誘之方式招募<sup>20</sup>，以及應募人具有資訊請求權<sup>21</sup>，於投信投顧法及相關子法亦均有規定<sup>22</sup>。

隨著近年來企業併購及金融改革之風潮，常見國外私募基金來台併購國內知名企業或金融機構之新聞，從而國外私募基金之規範亦成為法制上之重要課題。國際上私募基金之資金來源除了較有資力的「大戶」外，通常亦包括了如退休基金、大學校務基金、保險公司等，若搭配向銀行融資，往往具有可觀之資本可運用於併購案<sup>23</sup>，且為追求報酬的最大化，常見私募基金運用「槓桿操作」的方式，亦即藉由信用借貸的方式以少數的自有資金併購投資標的後，再以高價出脫，從而可達到極高的投資報酬率。基金運作的財務槓桿倍數通常為二至五倍，最高甚至可達二十倍。

私募基金通常偏好的投資對象多數被市場低估其價值的企業，其要素包括：

---

<sup>19</sup> 許純琪，我國私募基金的介紹與討論，萬國法律，2005年2月，頁17。

<sup>20</sup> 證券投資信託基金管理辦法第五十一條第三項、投信投顧法第十六條第二項。

<sup>21</sup> 如投信投顧法第十一條第三項之有關之財務、業務或資訊，第十五條第二項之投資說明書。

<sup>22</sup> 請參考林佩蓉，私募型證券投資信託基金制度介紹，證券暨期貨月刊，2005年3月。

<sup>23</sup> 2008年底全球私募股權基金規模即達2兆美元。參見Preqin官方網站。

成熟的產業（具有穩定的價值評量可能性，方便私募基金進出）、健康的業務狀況（可產生足夠的現金流量，以利私募基金槓桿融資）、以及其價值仍有向上提升的空間（如產業具有水平或垂直整合的可能，或可下市再整頓），於價值提升後，私募基金便可以優渥的價格將企業賣出，或在公開市場發行股票獲利出場。從而，私募基金之標的可遍及全球，搭配槓桿操作，即可進行金額龐大的併購交易案。2005 年私募基金的企業併購交易金額為 2,530 億美元。而 2006 年 10 月為止，私募股權基金花在收購企業的金額已有 4,210 億美元，其中半數是在美國宣布的交易案，38%在歐洲，其餘在亞洲<sup>24</sup>。在我國由於卡債風暴的影響，金融業元氣大傷，並在政府提倡金融改革，美國新橋資本、奇異金融、新加坡淡馬錫與日本新生銀行等外資，乃紛紛以私募基金的方式，入股萬泰、玉山、日盛和台新等本土銀行。在金融業以外，國外私募基金也在有線電視、電子業掀起了併購的浪潮。

對於私募基金大舉進軍國內產業，雖有助於企業價值的提升，但其高度槓桿的操作，也引起了主管機關的關切。例如私募基金以設立子公司舉債的方式籌措併購資金後，將該子公司與被併購企業合併，由被併企業承受該筆債務，反而使被併企業財務情況惡化，此種資本弱化情況之產生也使得金管會決定從限制舉債比率的方式進行管制。此外，依據英國 FSA 調查，私募基金至少存在包括高財務槓桿、所有權不清、降低公募市場效益、市場資訊誤用、利益衝突、參與者限制及市場資訊不透明等七大風險，為此 FSA 已針對私募基金的管理，徵詢各界意見，**制定私募基金之監理規範**。

### 三、私募股票型基金 (Private Equity Fund)

私募股權基金 (Private Equity Fund) 又稱私募資本基金，其性質雖與創投基金類似，但在投資標的的選擇上則有些許的差異。創投基金的投資標的多集中於未上市（櫃）的新創公司，且大部分屬於科技產業；而私募股權基金則多集中於

---

<sup>24</sup> 參見經濟日報，2006 年 10 月 24 日。

即將上市（櫃）的公司，或是已經上市（櫃）但經營不善、具有改造或重整空間的公司，且大部分屬於傳統產業。此外，很多國際併購案，也會尋求私募股權基金的資金奧援，因此，市場常見的重整基金（Restructure Fund）、併購基金（M&A Fund）或收購基金（Buyout Fund），都屬於私募股權基金的範疇。

私募股權基金之所以受到全球知名人士或富人的歡迎，主要是因為採取私募的方式向特定投資人募集資金，在法令規範上較為寬鬆，當投資機會出現時，僅須向特定投資人說明投資內容即可，因此較有自由揮灑的空間。在操作策略方面，私募股權基金通常會掌握公司即將上市（櫃）、重整或併購等機會，以較低的價格買進標的公司的股票，經整頓或一段期間後，再將標的公司出售給其他公司或將標的公司上市（櫃），以作為退出的機制，達到獲利了結的目的。

#### 四、創業投資基金（Venture Capital Fund）

是指由一群具有科技或財務專業知識和經驗的人士操作，並且專門投資在具有發展潛力以及快速成長公司的基金。創業投資是以支持『新創事業』，並為『未上市企業』提供股權資本的投資活動，但並不以經營產品為目的。其更可擴及將資金投資於需要併購與重整的未上市企業，以實現再創業的理想之投資行為。有別於一般公開流通的證券投資活動，創業投資主要是以私人股權方式從事資本經營，並以培育和輔導企業創業或再創業，來追求長期資本增值的高風險、高收益的行業。

一般而言，創業投資公司會執行以下幾項工作：

- (一)投資新興而且快速成長中的科技公司
- (二)協助新興的科技公司開發新產品、提供技術支援及產品行銷管道
- (三)承擔投資的高風險並追求高報酬
- (四)以股權的型態投資於這些新興的科技公司
- (五)經由實際參與經營決策提供具附加價值的協助

#### 五、境外基金

隨著金融市場日漸國際化，為了能分享全球經濟成長之好處，並能由國外專業資產管理公司之服務，投資境外基金業已成為國人投資共同基金之重要管道。在過去之規範下，國內投資人若欲投資境外基金，大多須透過券商受託登記買賣，或由銀行「指定用途信託」<sup>25</sup>之方式買進。但若以此種方式投資，券商將只負受託買賣之責任，銀行基本上也只扮演代銷的角色，一旦基金出現問題，投資人便須自行向國外之投資公司主張，甚至在指定用途信託之情形，投資人與國外基金公司既無直接之契約，便將面臨求助無門之窘境<sup>26</sup>。

為加強境外基金之管理，並保護投資人，我國於 2006 年制定「境外基金管理辦法」，採取「境外基金總代理制」，依該管理辦法第三條規定：「境外基金管理機構或其指定機構（以下簡稱境外基金機構）應委任單一之總代理人在國內代理其基金之募集及銷售。」依第八條規定，得擔任代理人者包括經核准營業之證券投資信託事業、證券投資顧問事業或證券經紀商，並須符合第九條之資格。總代理人之職責在代理境外基金機構從事境外基金之募集及銷售業務、編製相關資訊文件、與境外基金機構聯絡，及成為其送達代收人（第十一條）。此外，總代理人亦得委任經核准營業且符合第十九條資格之證券投資信託事業、證券投資顧問事業、證券經紀商、銀行或信託業擔任境外基金之銷售機構，辦理該境外基金之募集及銷售業務。若該境外基金符合管理辦法第二十三條之規定，總代理人填具申請書並檢具第二十七條之文件送同業公會審查，轉報金管會核准後，即得募集及銷售境外基金。

## 第五節 小結

近年來有以「資產管理」(asset management)，又稱「投資管理」(investment management) 或「投資組合管理」(portfolio management) 涵蓋投資性金融商品，

---

<sup>25</sup> 指定用途信託之運作方式為：投資人將資金信託予指定銀行，並取得信託受益憑證，再由該銀行向國外之基金公司下單購買該基金，並匯出資金予國外之保管銀行，而由國內之指定銀行取得該基金之受益憑證。換言之，國內之投資人與國外之基金公司並無直接之契約關係，無直接之請求權。

<sup>26</sup> 參照邱天一，境外基金管理法制之研究，全國律師，2004 年 10 月，頁 26 以下。

顧名思義即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及管理，以求有效分散風險追求報酬最大化。金融資產可包括各種股票、債券、證券化商品、債權、衍生性金融商品等。實質資產則包括不動產、黃金以及各種天然資源等。

基於上述之概念，事實上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，甚至金融資產證券化、不動產證券化等業務，乃至創業投資基金、期貨業，均具有資產管理之本質。資產管理具有專業管理及風險分散兩大特點，其涉及之業務型態主要包括單純資產保管、投資組合配置、以及相關諮詢服務三種<sup>27</sup>。

我國關於資產管理之法制仍流於過去以行業別作為區分標準之規範方式，相關規定散見各法，各有其主管機關，不但容易發生業務歸屬不清等問題，在各相關法令多已允許互相各行業得兼營之情形下，更存在重複管制<sup>28</sup>等規範成本的浪費，而損及資產管理事業之國際競爭力。

對消費者而言，多元化的新種商品令消費者無力瞭解複雜金融商品的風險，同時不同的銷售管道及形態也帶來了誤買或誤賣的可能，處在資訊劣勢的消費者更可能因業者不當的勸誘或推銷行為蒙受不必要的損失，凡此均不利於金融商品市場的健全發展。此外，對業者而言，個別法規之監理密度不一也產生了不公平競爭的環境，例如信託業者得兼營證投信業務及全權委託投資業務，但投信投顧業者並不能反過來經營信託業務；又證券投資信託基金得投資之標的限於「證券相關產品」，但信託業者之共同信託基金並不受此限制，而得投資其他金融衍生性商品或黃金、期貨等，資金運用上較具彈性，且若其並未投資有價證券，即可不受證交法之規範，規範密度較證券投資信託基金來得低，此一差別待遇便給予了「監理套利」的空間。

---

<sup>27</sup> 證券投信暨投顧事業發展資產管理服務業務之策略方向、法規架構與具體推動方案研究報告，李存修、邱顯比、曾宛如共同主持，2005年2月。

<sup>28</sup> 例如，當信託業者依信託業法第八條經營共同信託基金涉及有價證券之投資時，亦須受證交法規範，或須申請兼營投信業務（投信投顧法第十六條），此時信託業即受財政部及金管會之雙重管理。



我國亦於 2004 年新設金融監理管理委員會（簡稱「金管會」），將原有之金融、銀行、保險、證券期貨相關業務劃歸其下，由原有之多元化主管機關改變為垂直整合之一元化監理，此有助於在現代金融市場日益多元化及國際化下，可有效降低業者遵守規範之成本，促進其競爭力，建立更有效率及彈性的規範體系。惟美中不足的是，金管會下仍是分設銀行局、證期局、保險局分掌原來的業務，可見金管會內部部會之整合仍有待努力。

在金融法規的整合上，英國之單一立法固有值得借鏡之處，但考量我國國情，欲一次到位的完成單一法典之制定，有事實上的困難。折衷之道，或可採取日本式之階段性立法，具體的方式可先以證券交易法為基礎，整合證券交易法、期貨交易法、投信投顧法、信託業法，完成「金融商品交易法」為投資法規之平台。在金融商品方面，除有價證券及衍生性金融商品外，並將共同基金（集合投資計畫）和全權委託帳戶均納入之，此外包括銀行法及保險法中若有具高度投資性之商品，亦應一併適用金融商品交易法之規範。在金融交易業務上，則採取業務別的橫向整合，並從保護消費者的觀點，制定業者應遵行之行為規範，如進行銷售、勸誘時之行為規範，和從事投資顧問、投資管理、資產管理之忠實義務等。以此為基礎，未來則再逐步整合銀行法及保險法。

我國投資信託事業的開放與管理皆為晚近才開始萌芽之制度，觀察相關法規的嚴格以及近年來的頻繁修正，即可知我國的資產管理事業亦尚在起步階段。而我國既居於亞太地區經濟版圖上之重要角色，又政策上已成為亞太資產管理中心為目標，在此方面之改革自應多加努力。

觀察我國目前法制概況而言，不僅仍存在以行政規則為主的法規位階不足問題，且過度倚賴信託關係的建立也**使得**投信事業與傳統信託事業的分野不清之問題；另外，過度在意規範框架的建構，也導致現行規範與商業實務狀況有所脫鉤的情形。未來應可參考外國立法例，並參考業者的商業實務經驗，研擬如何將現行的規範細緻化或是創設更多更詳細的嶄新法規，以達成我國欲成為亞太資產管理中心之終極目標。

### 第三章 國內資產管理相關業務之沿革、現況與競爭力分析

#### 第一節 證券投資信託基金業務

回顧我國證券投資信託事業之發展，起始於1983年，由財政部主導成立第一家證券投資信託事業公司（國際證券投資信託公司）獲准成立；在國際投信成立三年後，為改善證券市場之結構，增加市場之機構投資者，提高法人持股比率，遂又核准成立了光華、建弘及中華三家投信，這四家國內投信業維持了九年的寡占市場。1992年在行政院修正了「證券投資信託事業管理規則」之後，11家投信在設立條件嚴格、競爭激烈下成立，分別是元大、統一、富邦等。1996年行政院則是對證券投資信託事業的發起人資格全面開放，投信業進入戰國群雄時代。於2000年10月9日則是正式通過之信託業法，為我國信託業之發展立下一新里程碑。其中，允許信託業者募集、管理共同信託基金更為信託業者帶來龐大商機，迄目前投信家數達39家，資產管理規模倍增。關於基金的類型，若從投資策略來分類，由過去股票型基金、債券型基金發展至今有9種不同類型的基金，包括近年相當受歡迎的平衡式基金、組合型基金和指數股票型基金等，發展可說是相當完整。另外，保險業者亦推出投資型保單供投資人選擇。

共同基金規模在發展多年後，2004年首見衰退後，2005年衰退的情況更加嚴重，根據投信投顧公會的統計資料顯示，2005年整體基金規模跌破2兆元大關，較上年度衰退20.88%。究其原因，主要在於債券型基金規模大幅下滑，其次是受到海外基金大舉入侵的影響。然而，隨著投信投顧新法在2004年11月正式上路，開放了私募基金及境外基金之代理業務，給了投信投顧業者另一個發展空間。

目前關於證券投資信託制度之主要規範來源為證券交易法，其主管機關為財政部證券暨期貨管理委員會（已改為行政院金融監督管理委員會證券期貨局）。在此法下，證券投資信託事業之細部管理規則，乃根據證券交易法第十八條規定，另行制定名為「證券投資信託事業管理規則」之子法，其主要規範內容包括共同基金之管理、公開說明書、受益憑證、基金分配及人員管理等事項。

依據目前投信投顧公會的統計資料顯示(如下表 3-1-1)目前國內發行的共同基金規模新台幣為 1 兆 6,834 億元，發行基金數為 497 檔。境外基金的規模則為 1 兆 104 億元，金額已經逼近國內發行基金的規模，發行基金數為 897 檔。數量上已經超過國內發行基金數，而自 2006 年境外基金管理辦法實施以來，由於市場持續增加，銷售通路亦持續惡化，國內對海外投資比重大幅提高，境外基金的銷售規模還在持續增加。

全權委託金額亦大幅增加至 7,848 億元，主要係來自幾個主要的公部門大型退休基金的委託，私募基金自 2006 年開辦至今時間仍短，而且與公開募集金基金的區格仍不明顯，因此基金規模仍處於成長階段，僅約 270 億元。

表 3-1-2 以國內發行的基金規模加以分析，以類貨幣市場型基金佔最高比率，金額為 1 兆 769 億元。其次為股票型基金，然從 2008 年發生全球金融海嘯後，股票型基金規模大幅萎縮，基金規模由 2008 年 11 月的 7,457 億降至 2009 年 1 月的 4,144 億，降幅達 45%。而債券型基金則自在金管會規定與類貨幣型基金分開統計以及聯合投信事件爆發債券基金流動性及信用風險之後，規模大幅減少至 128 億元(規模最高時曾達到約新台幣 2 兆元水準)。

表 3-1-1 國內基金業務統計資料

類型	項目	金額/數量	資料日期
共同基金	淨資產總額	1,683,409 百萬元	(2009.01)
	基金數	497 支	
私募基金	淨資產總額	27,008 百萬元	(2009.01)
	基金數	140 支	
全權委託	有效契約總額	784,876 百萬元	(2008.12)
	契約數	886 件	
境外基金	淨資產總額	1,010,449 百萬元	(2008.12)
	基金數	897 支	

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會



而除了傳統股票型、債券型、平衡型及貨幣型基金外，近年來國內基金發行亦趨於多元化，包括資產證券化(不動產證券化及金融資產證券化)、被動式投資的指數型基金等，乃至於傘型基金都陸續推出。

表 3-1-3 說明境外基金(offshore fund)的情形，截至 2008 年 12 月底止，共核准 37 家總代理人、71 家境外基金機構、897 檔境外基金，國內投資人持有金額共計 1 兆 104 億元。

就受益人型態加以分析，主要絕大多數仍以來自法人機構特定金錢信託為主，其中最大的來源係來自銀行，而近年來保險業受到市場歡迎的新型產品—連結型保單，連結投資標的到各種國內外投資標的，包括共同基金及結構型商品，其銷售量亦大幅攀升。

就投資地區而言，以全球型基金比率最高，佔全部基金總額的 55%。再以區域市場來看，歐洲是投資比率最高的區域，佔區域基金的 37%，全部投資的 10%；亞太地區(包括日本及紐澳)其次，佔區域型基金的 36%，全部投資的 9%；北美地區的投資金額及比率則與北美佔全球市值比重有明顯差異，比率甚至僅約新興拉丁美洲的十分之一，是國內投資海外資產時一個奇特的現象。就投資幣別而言，美元仍是最大宗，佔 83%，歐元居次，佔 13%。

表 3-1-2 國內發行基金分類統計(截至 2009.01)

類型	種類	基金數量	基金規模(元)
股票型	國內投資	174	228,365,723,370
	跨國投資	114	186,006,155,360
	小計	288	414,371,878,730
平衡型	國內投資	47	36,793,244,357
	跨國投資	18	16,827,085,518
	小計	65	53,620,329,875
類貨幣市場型	類貨幣市場型	49	1,076,927,640,740
	小計	49	1,076,927,640,740

固定收益型	國內投資一般債券型	2	3,338,403,612
	跨國投資一般債券型	9	6,445,730,505
	金融資產證券化型	3	3,065,114,839
	小計	14	12,849,248,956
貨幣市場基金	國內投資	0	0
	跨國投資	3	4,864,689,376
	小計	3	4,864,689,376
組合型	國內投資	0	0
	跨國投資-股票型	13	13,220,921,544
	跨國投資-債券型	18	22,229,582,968
	跨國投資-平衡型	23	23,269,464,578
	跨國投資-其他	0	0
	小計	54	58,719,969,090
保本型	保本型	0	0
	小計	0	0
不動產證券化型	不動產證券化	12	13,950,184,371
	小計	12	13,950,184,371
指數股票型	指數股票型	11	45,417,740,599
	小計	11	45,417,740,599
指數型	指數型	1	2,686,987,702
	小計	1	2,686,987,702
合計		497	1,683,408,669,439
傘型基金(子基金共 25 支)		9	16,112,659,090

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

表 3-1-3 國內發行基金分類統計(截至 2008.12)

分類	細項		國內投資人持有金額 (單位：新台幣百萬元)
依受益人型態	自然人		13,347
	法人	非綜合帳戶	138,374
		綜合帳戶 特定金錢信託	840,801

			證券商受託買賣	11,868
			其他	6,058
依基金類型	股票型			529,285
	固定收益型	一般債		52,258
		高收益債		120,167
		新興市場債		68,223
		其他		152,541
	平衡型			39,606
	貨幣型			44,641
	組合型			381
	其他			3,347
依投資地區	全球型	已開發市場		68,493
		新興市場		125,799
		混合		361,957
	單一國家型			182,851
	區域型	北美		19,635
		已開發歐洲		74,587
		亞太(不含日本)		82,630
		亞太(含日本)		16,786
		紐澳		68
		新興歐洲		25,402
		新興拉美		46,089
		其他新興市場		4,978
		其他		1,162
依計價幣別	美元			844,706
	歐元			130,307
	日圓			24,476
	其他			10,960

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

## 第二節 全權委託代客操作業務

本國所稱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、**經金管會**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。全權委託投資與共同基金之共同點皆為投資人委託投資專家代為理財，操作投資有價證券，以獲得最大的報酬。然而，兩者的差異在於，共同基金是將所募集而來的資金，依募集發行計畫所定的方針與投資標的進行投資操作。「全權委託投資」也就是俗稱的「代客操作」，是由投資人(亦即委任人)將一筆包含現金、股票或債券之資產委託投顧或投信公司為受任人，由投顧或投信公司的專業投資經理人依雙方約定的投資方針、客戶可忍受的風險範圍內等約定條件進行證券投資，至於委託資產之保管、證券投資帳戶之開立、有價證券之買賣交割等作業均是由保管機構辦理。為保障投資人之權益，全權委託投資在資產的投資運用與保管係採分離制，投顧或投信公司只負責有價證券之投資決策及交易並不能保管受託資產；保管機構可由投資人自行指定或依投顧/投信公司之建議選定。

表 3-2-1 全權委託與共同基金比較表

項目	全權委託	共同基金
對 象	1. 政府基金 2. 機構法人 3. 大型退休金 4. 大額個人戶	一般投資人
手續費	無	有
所需資金	500 萬元以上	3 千元以上
投資期限	以年為單位	期限可長可短
風險控管	分別評量專戶投資人之風險承擔係數，再給予個別獨立之投資組合。	依各基金投資操作規範、風險級距，而由投資人擇其所需。
特 性	1. 量身訂作	1. 小額投資

2. 專業規劃	2. 長期獲利
3. 操作靈活	

資料來源：自行整理

全權委託業務從 2000 年開始開放，目前已獲金管會核准得經營全權委託投資業務之投信投顧業者(包括兼營投顧業務者)家數共 85 家，其中投信 34 家、投顧 27 家、兼營投顧者 24 家。截至 2008 年 12 月底止，有效契約數量達 503 筆，有效契約金額達 7,389 億元。其中本國法人機構佔了近六成的比率，為主要委託資金的來源；其次為政府機關所屬基金佔了近四成的比率，這兩類委任人提供代客操作業務佔絕大多數的資金。若以契約數與契約金額的平均值來看，本國自然人平均一份契約的委託金額約為 2,500 萬元，本國法人平均一份契約的委託金額約為 33 億元，政府機關所屬基金平均一份契約的委託金額約為 31 億元。表 3 列出相關統計數字。雖然投信投顧業者均可經營全權委託業務，但其服務對象略有差異，投信之客戶以法人為主，尤以各退休基金之委託為大宗；投顧業者則以服務自然人為主。

表 3-2-2 全體 投顧 投信 兼營 全權委託投資業務統計表(委任關係)

委任人類別	契約數量	有效契約金額	平均契約金額
本國自然人	268	6,590,869,732	24,592,798
外國自然人	2	86,174,060	43,087,030
本國法人	129	424,888,149,906	3,293,706,588
外國法人	5	12,486,599,802	2,497,319,960
政府機關所屬基金	95	294,663,021,051	3,101,716,011
企業職工退休基金	4	209,000,000	52,250,000
合計	503	738,923,814,551	1,469,033,428

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

政府機關所屬基金占全權受委託資金的四成，而政府機關所屬基金主要包括勞工退休基金(勞退基金)、勞工保險基金(勞保基金)、公務人員退休撫卹基金(退

撫基金)以及郵政儲金四大基金。四大基金不但金額龐大，成長亦十分快速，勞退基金在 2008 年 12 月資產規模為 8,119 億元、勞保基金至 2008 年 12 月底基金運用累積餘額為 2,144 億元、退撫基金至 2008 年 12 月底餘額 3,507 億元。

公務人員退撫基金自 1995 年 7 月 1 日起正式運作，於 2001 年首開先例委外操作，至 2008 年底為止國內委託經營已辦理 7 次；國外委託經營，已辦理 3 次；有關基金受託機構及保管機構之遴選、績效評定及考核管理，得委由專業顧問公司協助辦理。退輔基金管理會得就評選結果，依名次選擇三家以上機構辦理議定委託契約、管理費提撥比率及分配委託經營額度，而每一受託機構之受託經營基金分配額度不得超過委託年度基金委託總額度百分之五十。為了配合退休金長期投資之特性，退撫基金委託管理辦法有關委託期限也由每次不逾兩年之規定，適度延長為每次最長為五年。根據「公務人員退休撫卹基金管理條例」第 5 條規定，該基金之運用，「其 3 年內平均最低年收益不得低於台灣銀行銀行 2 年期定期存款利率計算之收益。如運用所得未達規定之最低收益者，由國庫補足其差額。」關於退撫基金資金運用如下表 3-2-3。

表 3-2-3 退撫基金運用情形- 2008 年 12 月 單位：億元

投資項目	金額	比重(%)
存放金融機構	674	19.22
購買票券	576	16.41
購買有價證券(股票、受益憑證)	575	16.4
購買債券(公債、公司債等)	463	13.78
委託經營	1,154	32.91
其他	65	1.28
合計	3,507	100

資料來源：公務人員退休撫卹基金管理委員會

勞退基金於 2003 年開放委外操作，首批代操金額 120 億元，分別由 6 家授信業者管理。截至 2008 年 12 月底止，勞退基金規模為 8119 億元，較前一(2007)年底增加 1182 億元。前年(2007)在金融海嘯下，基金虧損達 604 億元。今年度資

產配置計畫，股市部分未變動；因利率持續走低，投資國內定存比率由 32%調降到 28%，投資國內債券則由 10%提高到 15%。為鼓勵勞退基金之受託機構積極達成基金委託之目的與預期報酬率，以績效費率方式給付報酬，以鼓勵受託機構提高績效。

為提高勞工退休基金收益與基金操作之靈活度，勞委會於 2009 年 2 月研擬取消勞退基金投資台股不得超過 40%上限之限制。勞退監理會指出，舊制基金原訂定投資國內股市不得超過基金淨額 40%，但新制基金成立時即無投資上限。這次研擬修正管理舊制基金的「勞工退休基金收支保管及運用辦法」，希望在勞退基金的運用上，新、舊制的作業規範能趨於一致。勞退基金的年度資產配置是跟著市場景氣調整，設定上限顯得多餘，因而參考國外作法擬取消限制。然而最後此案受限於勞方壓力並未過關。

表3-2-4 舊制勞退基金國內委託統計表

單位：新台幣 億元

委託日期	原委託金額	目前委託金額	說明
2006年6月21日	240億元	180 億元	2008年6月收回60億元。
2007年6月21日	170億元	120億元	1.2002年委託第2次續約 及2004年委託續約。 2. 2008年6月收回50億元
2007年9月3日	105億元	80 億元	2008年12月收回25億元
2008年3月17日	300億元	270億元	2008年12月收回30億
合 計	815億元	650億元	

資料來源：勞工退休基金監理會(2008 年 12 月)

表3-2-5舊制勞退基金國內委託績效統計

單位：新台幣 億元；%

項目	2002年第2次續約 及2004年續約 (2007年6月21日~2008年12月31日)	2006年委託 (2006年6月21日~ 2008年12月31日)	2006年委託A 帳戶(2007年9月3日~ 2008年12月31日)	2008年委託 (2008年3月17日~2008年12月31日)
基金委託金額	120 億	180 億	80 億	270 億
委託資產淨值	85 億	168 億	57 億	212 億
總損益金額	-34 億	-11 億	-22 億	-57 億



總損益比率	-29%	-6%	-29%	-21%
大盤報酬率	-48%	-28%	-49%	-44%

註：上表係以「市價法」評價。

資料來源：勞工退休基金監理會(2008 年 12 月)

表3-2-6 舊制勞退基金國外委託績效統計表

單位：美元，%

投信名稱	委託投資金額	目前淨資產	投資報酬率
2007 年景順德國	2 億元	158,058,599.25 元	-20.97%
2007 年瑞銀環球	2 億元	151,634,293.17 元	-24.18%
2007 年富達國際	2 億元	156,254,514.07 元	-21.87%
2007 年德盛安聯	2 億元	159,062,001.16 元	-20.47%
合 計	8 億元	625,009,407.65 元	-21.87%

資料來源：勞工退休基金監理會(2008 年 12 月)

表3-2-7 新制勞退基金國內委託統計表

單位：新台幣 億元

委 託 日 期	委託金額
2007 年 9 月 27 日	270 億元
2008 年 1 月 18 日	300 億元
2008 年 10 月 8 日	300 億元
2008 年 12 月 12 日	14.30 億元（註）
合 計	884.30 億元

註：永豐投信2007年第1次委託帳戶因操作績效不佳，業於2008年12月11日收回，並自翌日起委由同梯次績效表現較佳之安泰投信接續操作，委託資產新台幣1,430,216,375元。

資料來源：勞工退休基金監理會(2008 年 12 月)

表3-2-8 新制勞退基金國內委託績效統計

單位：元；%

項目	2007年第一次委託 (2007年9月27日~2008年12月31日)	2007年委託安泰A帳戶(2008年12月12日~2008年12月31日)	2008年第一次委託 (2008年1月18日~2008年12月31日)	2008年第二次委託(2008年10月8日~2008年12月31日)
基金委託金額	27,000,000,000	1,430,216,375	30,000,000,000	30,000,000,000
委託資產淨值	18,350,534,901	1,416,695,270	23,892,051,051	29,398,263,491
總損益金額	-8,649,465,099	-13,521,105	-6,107,948,949	-601,736,509
總損益比率	-32.04%	-0.95%	-20.36%	-2.01%
大盤報酬率	-50.41%	-1.38%	-43.33%	-16.90%

資料來源：勞工退休基金監理會(2008 年 12 月)



表3-2-9 新制勞退基金國外委託績效統計表

單位：美元，%

投信名稱	委託投資金額	目前淨資產	投資報酬率
聯博	2.5 億元	126,897,180.28	-49.24%
牛頓	2.5 億元	133,393,773.60	-46.64%
坦伯頓	2.5 億元	167,095,556.32	-33.16%
聯博	2.5 億元	241,545,545.81	-3.38%
高盛	2.5 億元	252,107,799.67	0.84%
坦伯頓	2.5 億元	228,397,938.45	-8.64%
合計	15億元	1,149,437,794.13	-23.37%

資料來源：勞工退休基金監理會(2008 年 12 月)

依勞工保險基金管理及運用辦法第二條規定，勞工保險基金之管理及運用，由勞工保險局辦理，其運用並得委託專業投資機構經營之，因此勞保基金自2001年開始進行委外操作。「勞保基金國外委託投資經營作業」要點導入彈性費率制，超過勞保局擬定的績效衡量標準時依比率提高保險費率，反之則調降費率。截至2008年12月底基金運用累積餘額為2,144億4,722萬6,617元。

表 3-2-10 勞保基金規模與收益

目前基金規模(淨值)	2,144 億 4,722 萬 6,617 元
本年度運用淨收益	-548 億 5,056 萬 2,601 元
年收益率	-16.53%

資料來源：勞工保險局

表 3-2-11 勞保基金國內委託經營

單位：新台幣元

項目	第三梯次	第三梯次續約	第四梯次	第四梯次增加額度	金復華投信(A)
委託期間	(2004/10/01 -2007/9/30)	(2007/10/01 -2008/12/31)	(2006/07/03 -2008/12/31)	(2007/04/02 -2008/12/31)	(2007/10/01 -2008/12/31)
基金委託金額	20,500,000,000	31,308,064,462	16,000,000,000	6,000,000,000	2,000,000,000
委託資產淨值	35,386,114,141	18,481,191,839	14,976,238,628	4,550,894,075	1,227,516,565
總損益金額	14,886,114,141	-12,826,872,623	-1,023,761,372	-1,449,105,925	-772,483,435
總損益比率	72.62%	-40.97%	-6.40%	-24.15%	-38.62%

目標報酬率	21.00%	8.76%	17.49%	12.25%	8.76%
大盤報酬率	61.46%	-51.79%	-31.75%	-41.80%	-51.79%

附註：1.採「市價法」評價。大盤報酬率僅供參考，不宜做為績效衡量及比較之指標。

資料來源：勞工保險局

表 3-2-12 勞保基金國外委託經營

單位：美元

總委任資產	委任投資金額	目前資產淨值	累積投資報酬率
第一梯次 (2005 年 12 月 01 日~2008 年 12 月 31 日)	400,000,000	381,027,861	-4.74%
第二梯次 (2007 年 10 月 01 日~2008 年 12 月 31 日)	865,000,000	706,546,576	-18.32%
合計	1,265,000,000	1,087,574,437	-14.03%

附註：採「市價法」評價

資料來源：勞工保險局

### 第三節 退休基金管理業務

我國退休基金主要來自勞工退休基金、退撫基金與勞工保險基金。以下分別介紹三大退休基金的沿革、現況與競爭力。

#### 一、沿革

##### (一)勞工退休基金

我國現行的勞工退休金制度包括「勞動基準法」所定之舊制與「勞工退休金條例」所定之新制雙軌併行，並分別成立勞工退休基金。依據1984年8月施行之「勞動基準法」第56條規定匯集各事業單位提撥的勞工退休準備金而成立之舊制勞工退休基金，依勞工退休基金收支保管及運用辦法第3條規定，係委託台灣銀行股份有限公司辦理基金之收支、保管及運用業務。為改善舊制勞工退休金制度常使勞工陷於因工作轉換無法累計年資致未能領取退休金之窘境，並提升保障勞工老年經濟安全，立法院於2004年6月三讀通過「勞工退休金條例」，並於2005年7月1日起推行新制勞工退休金制度。依該條例規定，匯集雇主按月提繳退休金

至勞工個人專戶所成立之”確定提撥制”之新制退休基金，由行政院勞工委員會組成勞工退休基金監理會，負責其審議、監督及考核等事項；並將”確定給付”制之舊制勞工退休基金納入統籌辦理。

勞工退休基金得運用之範圍如下：1、存放國內外之金融機構。2、以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或資本支出。3、提供金融機構承作勞工住宅貸款。4、投資國內外上市、上櫃或私募之權益證券及其衍生性金融商品。5、投資國內外上市、上櫃或私募之債務證券及其衍生性金融商品。6、投資國內公開募集或私募之證券投資信託基金受益憑證、國內共同信託基金受益證券或集合信託商品。7、投資外國基金管理機構所發行或經理之受益憑證、基金股份或投資單位。8、投資國內外商品現貨及其衍生性金融商品。8、投資國內外不動產、不動產投資信託或資產信託受益證券及其衍生性金融商品。10、投資其他衍生性金融商品。11、從事有價證券出借交易。12、其他經監理會審議通過，並報請主管機關核准有利於本基金收益之運用項目。

## (二)退撫基金

我國公務人員退休撫卹制度，創立於 1943 年，實施迄今已歷半個世紀，其間雖經過 4 次修正，但整體架構與原則均維持由政府負擔退撫經費之「恩給制」。惟由於政治、經濟、社會環境急遽變遷，早期所設計的退撫制度，已面臨前所未有的挑戰，爰自 1973 年起由政府組織專案小組進行研究，歷時多年方完成改革方案，至 1995 年 7 月 1 日起，改採共同提撥制，由政府與公務人員共同撥繳費用建立退休撫卹基金（以下簡稱退撫基金），以支付改制後年資之退撫經費，並在考試院下成立公務人員退休撫卹基金監理委員會與銓敘部下設立公務人員退休撫卹基金管理委員會 2 個機關，分別負責退撫基金監督與管理等相關事項。依目前法律規定，參加退撫基金人員計有公務人員、教育人員及軍職人員 3 類（2004 年起政務人員依法不再加入基金），整體參加基金人數超過 59 萬人。

依基金管理條例第 5 條第 1 項之規定，本基金之運用範圍如下：1、購買

公債、庫券、短期票券、受益憑證、公司債、上市公司股票。2、存放於本會所指定之銀行。3、與參加基金人員福利有關設施之投資及貸款。4、以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或投資。5、經退撫基金監理委員會審定通過，並報請考試、行政兩院核准有利於本基金收益之投資項目。由於，近年來金融市場投資工具日新月異，基金管理條例第 5 條第 1 項第 1 至 4 款列示之基金運用範圍，實難完整涵蓋不斷推陳出新之新型金融商品，惟若經評估後確屬適合退撫基金投資之標的，為避免坐失投資契機，爰循公務人員退休撫卹基金管理條例第 5 條第 1 項第 5 款規定程序予以增列，目前報請考試、行政兩院核准有利於退撫基金收益之投資項目計有，國內外上櫃公司股票、國內外經核准上市或上櫃辦理承銷中之公司股票。退撫基金管理條例第 5 條第 1 項第 1 款規定投資項目之國外投資、國內外有價證券出借業務、以避險為目的之股價指數期貨、遠期外匯及其他相關衍生性金融商品、資產證券化商品、銀行業募集之共同信託基金、以增加投資效益為目的之衍生性金融商品。

### (三)勞工保險基金

勞工保險是我國施行的第一個社會保險制度，自 1950 年開辦至今，為廣大勞工朋友提供生育、傷病、殘廢、老年、死亡的現金給付及職災醫療給付。勞保基金的來源是依照勞工保險條例第 66 條的規定，除創立時政府一次撥付一筆開辦基金外，包括當年度保險費及其利息收入扣除保險給付支出後的結餘、逾期繳納保險費所加徵的滯納金及基金運用所獲得的收益也轉入基金成為基金來源之一。勞保基金由勞保局代管運用的基金，其中保險費部份係由雇主、勞工繳費及政府補助挹注，所以由勞工、雇主、政府及專家學者等 4 方代表組成勞工保險監理委員會行使監督權，並設置勞工保險基金管理及運用諮詢委員會以對勞保基金的管理及運用提供諮詢及意見，勞保局除訂定投資政策書外，另於年度前先評估未來財務狀況、金融情勢、貨幣市場利率走向、景氣循環及產業前景等因素，擬定一個年度基金運用計劃，並規劃適當的資產配置組合及預期目標收益率，提

送監理委員會審議通過，希望能在兼顧安全性與流動性的前題下，達到預期的收益目標。

勞保基金管理及運用辦法乃經過數次修正，逐步放寬投資範圍，目前可投資的項目包括國內存款、外幣存款、國內外債務證券、國內外權益證券、有價證券出借交易、國內外基金、國內外資產證券化商品、衍生性金融商品、勞保被保險人紓困貸款、經建貸款、房屋土地及其他有利於基金收入之投資。

## 二、現況

全球經濟在 2003 至 2007 年因新興市場的崛起，進入了「低通膨、高成長」的黃金時代，但隨著 2007 年美國次級房貸持續發酵、雷曼兄弟、AIG 陸續發生倒閉危機，引發自 1929 年經濟大蕭條以來最嚴重的全球性金融危機。2008 年全球股市市值一整年縮水超過 29 兆美元，下跌將近一半，只剩下 31 兆美元規模。台灣加權股價指數全年下跌 46.3%、美國道瓊工業指數為負 33.84%、日經 225 指數為負 42.12%、香港恆生指數為負 48.27%、新加坡海峽時報指數為負 49.41%、上證綜合指數亦達負 65.39%。

以全球退休基金而言，在此波金融危機中亦普遍受創嚴重，如 OECD 會員國退休基金 1-10 月平均損失 20%、美國加州公務員退休基金(Calpers)近半年跌幅逾 21%（全年跌 27%）、哈佛大學及耶魯大學校務基金等不同投資組合型態之基金，其虧損分別達 22%、25%以上、香港強積金近半年跌逾 27%、而美國 401(k)退休金計畫近一年則蒸發 2 兆美元。國內各大政府基金運用績效亦深受金融危機的影響，面臨嚴峻考驗。

### (一)勞工退休基金

#### 1、舊制勞工退休基金規模與運用情形

(1) 基金規模與收益：截至 2008 年 12 月 31 日止，基金運用規模為 4,716 億 1,998 萬元，年度運用總損失為 428 億 2,729 萬元(-10.042%)。

(2) 資產配置：如表 3-3-1 所示。

表 3-3-1 舊制勞工退休基金規模與基金運用比例

項 目	餘 額	占基金運用比例
轉存金融機構	152,205,833,825 元	32.27%
政府機關及公營事業經建貸款	6,315,497,076 元	1.34%
股票及受益憑證投資	57,128,967,991 元	12.11%
公債、金融債券、公司債	55,127,728,360 元	11.69%
證券化商品	126,419,815 元	0.03%
短期票券	60,847,853,322 元	12.90%
國外投資	22,866,234,990 元	4.85%
存款	2,931,375,767 元	
債券	10,320,179,908 元	
基金	9,614,679,315 元	
外幣存款(國外委託預備金)	33,474,092,657 元	7.10%
國內委託經營	58,600,692,513 元	12.42%
國外委託經營	24,926,661,086 元	5.29%
存款	560,518,579 元	
債券	7,919,866,436 元	
股票(含期貨)	16,446,276,071 元	
合 計	471,619,981,635 元	100.00%

資料來源：行政院勞工退休基金監理會

(3) 持有前十大個股名稱及比例：台積電 5.88%、國泰金 5.50%、鴻海 5.43%、寶來台灣卓越 50 4.94%、中鋼 4.39%、聯發科 4.00%、友達光電 3.48%、華碩 3.22%、台達電 2.85%、台塑 2.60%。

(4) 持有前十大債券名稱及比例：政府公債 41.36%、台電公司債 13.05%、國泰世華金融債 7.28%、台塑石化公司債 5.33%、台塑公司債 5.17%、兆豐國際商業銀行金融債 3.96%、台北富邦商業銀行金融債 3.29%、第一銀行金融債 2.45%、



中國輸出入銀行金融債 2.14%、中華開發工業銀行 2.05%。

(5) 國內委託經營績效統計：如表 3-3-2 所示。

表 3-3-2 舊制勞工退休基金國內委託經營績效統計

委託年別 項 目	2002年第2次續約 及2004年續約 (2007年6月21日～ 2008年12月31日)	2006年委託 (2006年6月21日 ～ 2008年12月31日)	2006年委託A帳戶 (2007年9月3日～ 2008年12月31日)	2008年委託 (2008年3月17日～ 2008年12月31日)
投信名稱	第2次續約：復華投 信 93年委託續約：復 華投信、富邦投信	元大投信 群益投信 復華投信 安泰投信 匯豐中華投信 永豐投信	安泰投信A帳戶 匯豐中華投信A帳戶 復華投信A帳戶	保德信投信 匯豐中華投信 保誠投信 群益投信 復華投信 元大投信 安泰投信 國泰投信 富邦投信
基金委託金額	12,000,000,000元	18,000,000,000元	8,000,000,000元	27,000,000,000元
委託資產淨值	8,533,972,289元	16,875,310,478元	5,778,017,276元	21,245,746,124元
總損益金額	-3,466,027,711元	-1,124,689,522元	-2,221,982,724元	-5,754,253,876元
總損益比率	-28.88%	-6.25%	-27.77%	-21.31%
大盤報酬率	-47.56%	-27.85%	-48.89%	-43.74%

資料來源：行政院勞工退休基金監理會

(6) 國外委託經營績效統計：2007年6月行政院勞工委員會辦理國外委託經營，委託金額為8億美元，受託投信機構為景順德國、瑞銀環球、富達國際與德盛安聯，委託投資金額各2億美元。執行期間2007年6月21日至2008年12月31日止，資產淨值為625,009,407.65美元，總投資損失為174,990,592.35美元，報酬率負21.87%。

## 2、新制勞工退休基金規模與運用情形

(1) 基金規模與收益：截至 2008 年 12 月底，基金運用餘額為 3,403 億 1,566 萬元，年度運用總損失為 176 億 6,332 萬元(-6.0559%)。

(2) 資產配置：如表3-3-3所示。

表 3-3-3 新制勞工退休基金規模與基金運用比例

項 目	餘 額	占基金運用比例
轉存金融機構	92,242,166,438	27.10%
短期票券	4,668,990,192	1.37%
股票及受益憑證	6,962,592,033	2.05%
公債、公司債及金融債券	62,937,166,121	18.49%
國外投資	13,902,591,500	4.09%
外幣定存	37,187,212,211	10.93%
國內委託經營	76,587,583,707	22.50%
國外委託經營	45,827,353,267	13.47%
合 計	340,315,655,469	100.00%

資料來源：行政院勞工退休基金監理會

(3) 持有前十大個股名稱及比例：第一金 3.36%、鴻海 3.31%、友達 2.91%、國泰金 2.87%、中信金 2.67%、合庫 2.55%、宏達電 2.48%、華碩 2.41%、聯發科 2.19%、東聯化 2.15%。

(4) 持有前十大債券名稱及比例：兆豐銀金融債 14.13%、台北富邦商業銀行金融債 13.18%、第一商業銀行金融債 7.07%、華南商業銀行金融債 7.07%、上海商業儲蓄銀行金融債 7.07%、中國信託商業銀行金融債 7.07%、彰化商業銀行金融債 4.71%、台灣中小企業銀行金融債 4.71%、永豐商業銀行金融債 4.71%、台電公司債 4.71%。

(5) 國內委託經營績效統計：如表3-3-4所示。

表 3-3-4 新制勞工退休基金國內委託經營績效統計

委託年別	2007年第一次委託 (2007年9月27日~ 2008年12月31日)	2007年委託安泰A 帳戶 (2008年12月12日 ~ 2008年12月31日)	2008年第一次委 託 (2008年1月18日~ 2008年12月31日)	2008年第二次 委託 (2008年10月8日 ~ 2008年12月31 日)
項目				



投信名稱	元大投信 日盛投信 安泰投信 保德信投信 保誠投信 國泰投信 富邦投信 復華投信 群益投信	安泰投信	元大投信 友邦投信 日盛投信 安泰投信 金復華投信 保誠投信 保德信投信 國泰投信 富邦投信 復華投信 群益投信 寶來投信	元大 永豐 安泰 保誠 國泰 富邦 復華 匯豐中華 群益 寶來
基金委託金額	27,000,000,000	1,430,216,375	30,000,000,000	30,000,000,000
委託資產淨值	18,350,534,901	1,416,695,270	23,892,051,051	29,398,263,491
總損益金額	-8,649,465,099	-13,521,105	-6,107,948,949	-601,736,509
總損益比率	-32.04%	-0.95%	-20.36%	-2.01%
大盤報酬率	-50.41%	-1.38%	-43.33%	-16.90%

資料來源：行政院勞工退休基金監理會

(6) 國外委託經營績效統計：自2007年9月27日迄2008年12月31日共辦理2次委託經營，累積委託總金額為15億美元。2008年5月20日辦理全球股票型之委託經營，委託金額為7.5億美元，受託投信機構為聯博、牛頓與坦伯頓，受託金額各為2.5億美元，資產淨值為427,386,510.20美元，總投資損失為322,613,489.80美元，報酬率負43.02%。2008年6月3日辦理全球債券型之委託經營，此委託金額為7.5億美元，受託投信機構為聯博、高盛與坦伯頓，受託金額各為2.5億美元，資產淨值為722,051,283.93美元，總投資損失27,948,716.07美元，報酬率負3.73%。

## (二)退撫基金

1、退撫基金規模、收益與淨值：截至2008年12月底止，基金結餘數合計為3,507.3801億元。近三年已實現與未實現損益狀況如表3-3-5所示，2008年底列計未實現損益後之收益數為負6881萬元。另外，退撫基金2008年之淨值為3495億元。

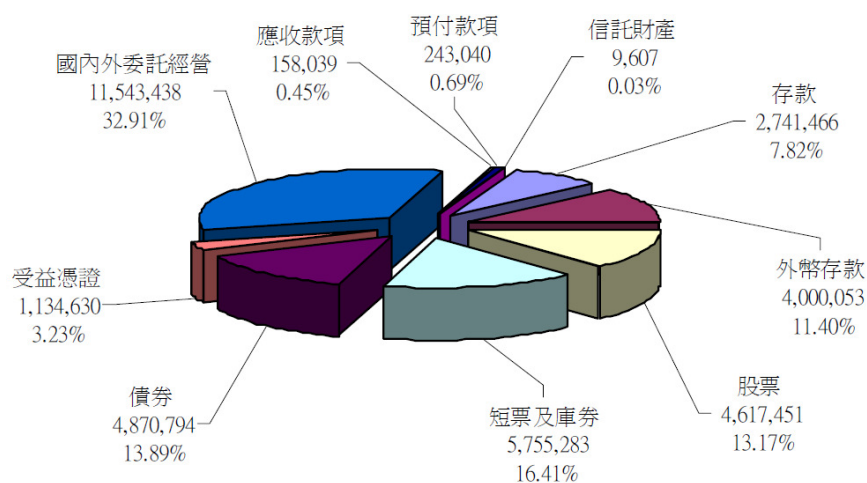
表 3-3-5 97 年退撫基金收益

年 度	當年底已實現收益數(A)	當年底未實現損益(B)	當年底列計未實現損益後之收益數(A+B)	當年底列計未實現損益後之年收益%	自成立迄當年底累計已實現收益數
95	14,095,909	14,656,751	28,752,660	9.068	81,873,744
96	21,088,007	315,464	21,403,471	5.701	102,961,751
97	(9,497,358)	(59,320,615)	(68,817,973)	(17.853)	93,464,393

資料來源：公務人員退休撫卹基金管理委員會

2、資產配置：如圖3-3-1所示(截至2008年12月底止)。

圖3-3-1 退撫基金資產配置



資料來源：公務人員退休撫卹基金管理委員會

3、持有前十大個股名稱及比例：第一金4.53%、華碩3.79%、友達3.55%、國泰金3.39%、中華電3.22%、台積電3.15%、聯發科3.05%、奇美電2.85%、宏碁2.83%、鴻海2.73%。(截至2008.6.30止)

4、持有前十大債券名稱及比例：央債62.08%、台電8.88%、國泰世華3.32%、台塑石化2.91%、高市債2.63%、合庫次2.31%、一銀次2.03%、富邦金2.03%、兆豐1.80%、開發1.50%。(截至2008.6.30止)

5、退撫基金國內委託經營績效：如表3-3-6所示。

表 3-3-6 退撫基金國內委託經營績效統計表

第1次委託經營第3次續約（自96年7月16日至97年12月31日止）						
受託機構名稱	委託金額	資產淨值	已實現損益	未實現損益	總損益金額	總損益比例（%）
復華投信	4,134,667,059	3,199,620,723	-126,923,746	-808,122,590	-935,046,336	-22.61
第3次委託經營續約（自95年10月13日至97年12月31日止）						
受託機構名稱	委託金額	資產淨值	已實現損益	未實現損益	總損益金額	總損益比例（%）
復華投信	7,742,311,093	6,481,054,526	111,971,759	-1,373,228,326	-1,261,256,567	-16.29
永豐投信	7,682,491,840	5,666,909,313	624,487,374	-2,640,069,901	-2,015,582,527	-26.24
合計	15,424,802,933	12,147,963,839	736,459,133	-4,013,298,227	-3,276,839,094	-21.24
第4次委託經營續約（自97年4月1日至97年12月31日止）						
受託機構名稱	委託金額	資產淨值	已實現損益	未實現損益	總損益金額	總損益比例（%）
富邦投信	5,214,064,716	3,341,412,915	-731,164,776	-1,141,487,025	-1,872,651,801	-35.92
第5次委託經營（自95年5月9日至97年12月31日止）						
受託機構名稱	委託金額	資產淨值	已實現損益	未實現損益	總損益金額	總損益比例（%）
復華投信	3,000,000,000	2,859,003,676	456,862,345	-597,858,669	-140,996,324	-4.70
國泰投信	3,000,000,000	2,781,540,661	368,802,311	-587,261,650	-218,459,339	-7.28
群益投信	3,000,000,000	2,259,848,222	85,076,948	-825,228,726	-740,151,778	-24.67
合計	9,000,000,000	7,900,392,559	910,741,604	-2,010,349,045	-1,099,607,441	-12.22
第6次委託經營（自96年4月25日至97年12月31日止）						
受託機構名稱	委託金額	資產淨值	已實現損益	未實現損益	總損益金額	總損益比例（%）
匯豐中華投信	4,000,000,000	3,147,166,943	-114,091,636	-738,741,421	-852,833,057	-21.32
富邦投信	4,000,000,000	2,872,216,676	-888,761,787	-239,021,537	-1,127,783,324	-28.19
群益投信	4,000,000,000	2,795,631,514	-206,962,330	-997,406,156	-1,204,368,486	-30.11
保德信投信	4,000,000,000	2,562,593,845	-295,822,439	-1,141,583,716	-1,437,406,155	-35.94
保誠投信	4,000,000,000	2,556,790,404	-361,992,827	-1,081,216,769	-1,443,209,596	-36.08
合計	20,000,000,000	13,934,399,382	-1,867,631,019	-4,197,969,599	-6,065,600,618	-30.33
第7次委託經營（自96年11月7日至97年12月31日止）						
受託機構名稱	委託金額	資產淨值	已實現損益	未實現損益	總損益金額	總損益比例（%）
日盛投信	4,000,000,000	3,047,267,594	-823,331,507	-129,400,899	-952,732,406	-23.82
第一金投信	4,000,000,000	2,452,459,065	-341,330,385	-1,206,210,550	-1,547,540,935	-38.69
保德信投信	4,000,000,000	2,216,731,339	-944,979,121	-838,289,540	-1,783,268,661	-44.58
群益投信	4,000,000,000	1,942,854,961	53,255,908	-2,110,400,947	-2,057,145,039	-51.43
合計	16,000,000,000	9,659,312,959	-2,056,385,105	-4,284,301,936	-6,340,687,041	-39.63

資料來源：公務人員退休撫卹基金管理委員會

6、退撫基金國外委託經營績效：如表3-3-7所示。

表3-3-7 退撫基金國外委託經營績效統計表（單位：美元，新台幣，%）

第1次國外委託經營續約（自96年12月15日至97年12月31日止）								
受託機構名稱	委託金額 （美元）	資產淨值 （美元）	已實現損益 （美元）	未實現損益 （美元）	總損益（美元）		總損益（新台幣）	
					金額	比例（%）	金額	比例（%）
美商道富銀行 （續）	275,595,371.14	161,473,911.30	-12,063,631.88	-102,057,827.96	-114,121,459.84	-41.41%	-3,630,529,767	-40.69%
第1次國外委託經營未續約移轉管理（自96年12月15日至97年12月31日止）								
受託機構名稱	委託金額 （美元）	資產淨值 （美元）	已實現損益 （美元）	未實現損益 （美元）	總損益（美元）		總損益（新台幣）	
					金額	比例（%）	金額	比例（%）
花旗銀行移轉 管理帳戶	403,480,009.98	242,086,113.05	4,394,388.93	-165,788,285.86	-161,393,896.93	-40.00%	-5,128,938,534	-39.26%

單位：美元，新台幣，%

第2次國外委託經營（自95年9月12日至97年12月31日止）								
受託機構名稱	委託金額 (美元)	資產淨值 (美元)	已實現損益 (美元)	未實現損益 (美元)	總損益(美元)		總損益(新台幣)	
					金額	比例(%)	金額	比例(%)
美商道富銀行	200,000,000	177,786,160.26	-4,121,082.50	-18,092,757.24	-22,213,839.74	-11.11%	-757,236,384	-11.50%
富蘭克林坦伯頓投資管理	200,000,000	177,595,124.28	13,377,052.29	-35,781,928.01	-22,404,875.72	-11.20%	-763,497,397	-11.60%
德盛安聯資產管理	230,000,000	222,129,646.73	26,388,311.64	-34,258,664.91	-7,870,353.27	-1.26%	-276,222,958	-1.70%
合計	630,000,000	577,510,931.27	35,644,281.43	-88,133,350.16	-52,489,068.73	-7.57%	-1,796,956,739	-7.98%

單位：美元，新台幣，%

第3次國外委託經營（自96年7月18日至97年12月31日止）								
受託機構名稱	委託金額 (美元)	資產淨值 (美元)	已實現損益 (美元)	未實現損益 (美元)	總損益(美元)		總損益(新台幣)	
					金額	比例(%)	金額	比例(%)
坦伯頓資產管理	300,000,000	171,774,768.58	-14,125,420.19	-114,099,811.23	-128,225,231.42	-42.74%	-4,217,753,735	-42.83%
德盛安聯資產管理	300,000,000	172,966,659.22	-16,330,598.37	-110,702,742.41	-127,033,340.78	-42.34%	-4,178,690,711	-42.43%
景順德國資產管理	300,000,000	174,642,107.48	-24,846,114.52	-100,511,778.00	-125,357,892.52	-41.79%	-4,123,779,569	-41.88%
國際股票型小計	900,000,000	519,383,535.28	-55,302,133.08	-325,314,331.64	-380,616,464.72	-42.29%	-12,520,224,015	-42.38%
東方匯理資產管理	200,000,000	224,565,995.46	17,600,914.91	6,965,080.55	24,565,995.46	12.28%	794,925,935	12.11%
法國巴黎資產管理	200,000,000	229,395,122.27	20,448,271.71	8,946,850.56	29,395,122.27	14.70%	953,195,738	14.52%
國際債券型小計	400,000,000	453,961,117.73	38,049,186.62	15,911,931.11	53,961,117.73	13.49%	1,748,121,673	13.31%
合計	1,300,000,000	973,344,653.01	-17,252,946.46	-309,402,400.53	-326,655,346.99	-25.13%	-10,772,102,342	-25.24%

資料來源：公務人員退休撫卹基金管理委員會

### (三)勞工保險基金

1、基金規模與收益：依勞工保險基金管理及運用辦法第二條規定，勞工保險基金之管理及運用，由勞工保險局辦理，其運用並得委託專業投資機構經營之。截至 2008 年 12 月底基金規模(淨值)為 2,144 億 4,722 萬 6,617 元，本年度運用淨損失為 548 億 5,056 萬 2,601 元(-16.53%)。

2、資產配置：如表 3-3-8 所示。

表 3-3-8 勞工保險基金資產配置

投資項目	金額(新台幣元)	佔總額比(%)
壹、國內業務	162,830,546,661	75.93
一、約當現金	51,495,479,349	24.01
(一)銀行存款	49,156,715,000	22.92
(二)短期票券	2,338,764,349	1.09
二、權益證券	71,995,077,954	33.57
(一)自行操作	32,759,225,531	15.28

(二)委託經營	39,235,852,423	18.29
三、債務證券	13,923,428,971	6.49
四、房屋及土地	1,921,831,014	0.90
五、政府或公營事業貸款	3,928,428,568	1.83
六、被保險人貸款	19,566,300,805	9.13
貳、國外業務	51,616,679,956	24.07
一、約當現金(外幣存款)	3,949,789,113	1.84
二、權益證券	14,346,229,492	6.70
(一)自行操作(境外基金)	1,286,353,802	0.61
(二)委託經營	13,059,875,690	6.09
三、債務證券	33,320,661,351	15.53
(一)自行操作(有價證券)	10,736,372,393	5.00
(二)委託經營	22,584,288,958	10.53
合計	214,447,226,617	100.00

資料來源：行政院勞工委員會勞工保險局

3、持有前十大個股名稱及比例：十大持股依序為台積電 11.95%、中鋼 10.90%、廣達 5.33%、日月光 4.74%、開發金 4.65%、國泰金 4.29%、第一金 4.07%、友達 3.91%、台達電 3.88%及仁寶 3.36%。(截至 2008.12.31 止)

4、持有前十大債券之名稱及比例：前十大債券及比例分別為台新銀金融債 21.54%、政府公債 18.35%、陽信銀金融債 15.80%、台電公司債 12.21%、合庫銀金融債 10.41%、日盛銀金融債 7.18%、安泰銀金融債 6.39%、聯邦銀金融債 5.82%、土銀金融資產受益證券(963-2) 1.80%及土銀金融資產受益證券(963-1) 0.50%。(截至 2008.12.31 止)

5、國內委託經營績效統計：如表 3-3-9 所示。

表 3-3-9 勞工保險基金國內委託經營績效

項目	第三梯次	第三梯次續約	第四梯次	第四梯次 增加額度	金復華投信(A)
委託期間	(2004/10/01 -2007/9/30)	(2007/10/01 -2008/12/31)	(2006/07/03 -2008/12/31)	(2007/04/02 -2008/12/31)	(2007/10/01 -2008/12/31)

投信名稱	富邦投信 國泰投信 景順投信 元大投信 統一投信 日盛投信 復華投信	元大投信 國泰投信 日盛投信 統一投信 富邦投信	元大投信 安泰投信 復華投信 國泰投信 富邦投信 永豐投信 金復華投信 日盛投信	國泰投信 (A) 富邦投信 (A) 永豐投信 (A)	金復華 (A)
基金委託金額	20,500,000,000	31,308,064,462	16,000,000,000	6,000,000,000	2,000,000,000
委託資產淨值	35,386,114,141	18,481,191,839	14,976,238,628	4,550,894,075	1,227,516,565
總損益金額	14,886,114,141	-12,826,872,623	-1,023,761,372	-1,449,105,925	-772,483,435
總損益比率	72.62%	-40.97%	-6.40%	-24.15%	-38.62%
目標報酬率	21.00%	8.76%	17.49%	12.25%	8.76%
大盤報酬率	61.46%	-51.79%	-31.75%	-41.80%	-51.79%

資料來源：行政院勞工委員會勞工保險局

6、國外委託經營績效統計：如表 3-3-10 所示。

表 3-3-10 勞工保險基金國外委託經營績效

第一梯次(2005 年 12 月 01 日~2008 年 12 月 31 日)				單位：美元
		委任投資金額	目前資產淨值	累積投資報酬率
總委任資產		400,000,000	381,027,861	-4.74%
全球股票型委任指標			-21.50%	
Wellington		100,000,000	79,441,399	-20.56%
Alliance Bernstein		100,000,000	66,597,185	-33.40%
小計		200,000,000	146,038,584	-26.98%
全球債券型委任指標			25.14%	
PIMCO		100,000,000	117,715,906	17.72%
Alliance Bernstein		100,000,000	117,273,371	17.27%
小計		200,000,000	234,989,277	17.49%
第二梯次(2007年10月01日~2008年12月31日)				單位：美元
		委任投資金額	目前資產淨值	累積投資報酬率
總委任資產		865,000,000	706,546,576	-18.32%
歐洲股票型	委任指標	-47.19%		
	Alliance Bernstein	100,000,000	43,540,602	-56.46%
美國股票型	委任指標	-39.24%		



	Janus	150,000,000	82,287,590	-45.14%
日本股票型	委任指標	-28.93%		
	Invesco	65,000,000	36,027,963	-44.57%
全球新興市場股票型	委任指標	-50.95%		
	Vontobel	150,000,000	90,588,072	-39.61%
小計		465,000,000	252,444,227	-45.71%
被動式全球債券型	委任指標	14.34%		
	SSgA	200,000,000	229,904,285	14.95%
	委任指標	12.50%		
	Vanguard	200,000,000	224,198,064	12.10%
小計		400,000,000	454,102,349	13.53%

資料來源：行政院勞工委員會勞工保險局

### 三、競爭力分析

我國三大退休基金秉持落實最適資產配置理念，將基金資產分散配置於國內、外股票、債券等各類資產，在長期投資原則下，慎選投資標的，基金表現相對穩健。

## 第四節 私募業務

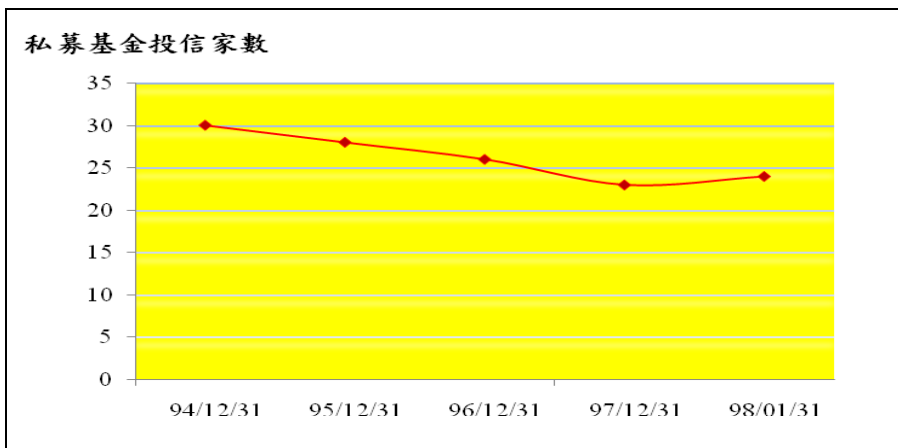
### 一、沿革

自2004年6月30日證券投資信託及顧問法頒布後，投信業者對於私募基金市場無不積極以對，期望在這個新業務上取得一席之地。從2005年1月，市場上第一檔私募基金推出以來，私募基金的規模迅速擴增，發行檔數從2005年1月的3檔，迅速成長為2006年9月底的168檔；至於基金規模，更是從2005年1月的9億元，擴張到2005年9月的545.9億元。顯見投信業者對於私募基金市場的積極，以及投資大眾對於私募基金的需求及喜愛。但近幾個月來由於金融市場危機使得私募規模至2009年1月31日止已降至270億，足足比高峰時下降50%。

## 二、現況

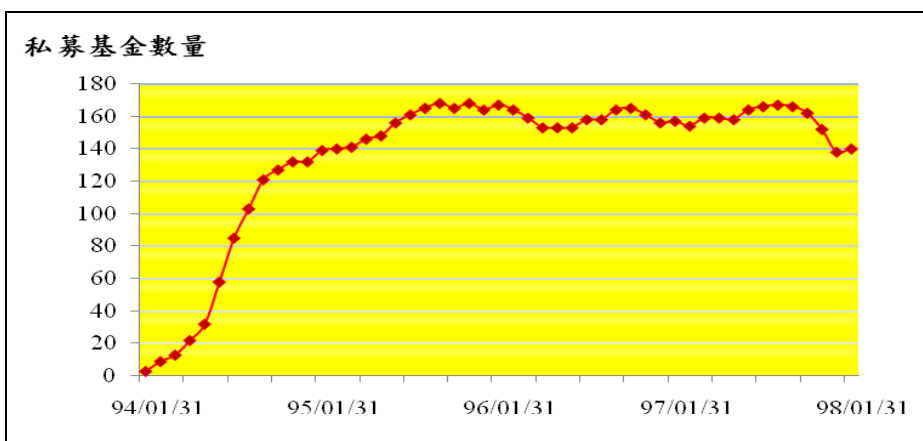
自 2006 年 1 月 1 日起，個人出售未上市、未上櫃及非屬興櫃公司之股票，或私募證券投資信託基金之受益憑證，應將其交易所得計入個人基本所得額，造成私募基金規模已有逐年下降的趨勢。截至 2009 年 1 月 31 日止，私募基金投信家數為 24 家，基金數量 140 支，淨資產總額為 27,008 百萬元。歷年成長趨勢如圖 3-4-1 至 3-4-3 所示。

圖 3-4-1 2005 年至 2009 年私募基金投信家數



資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

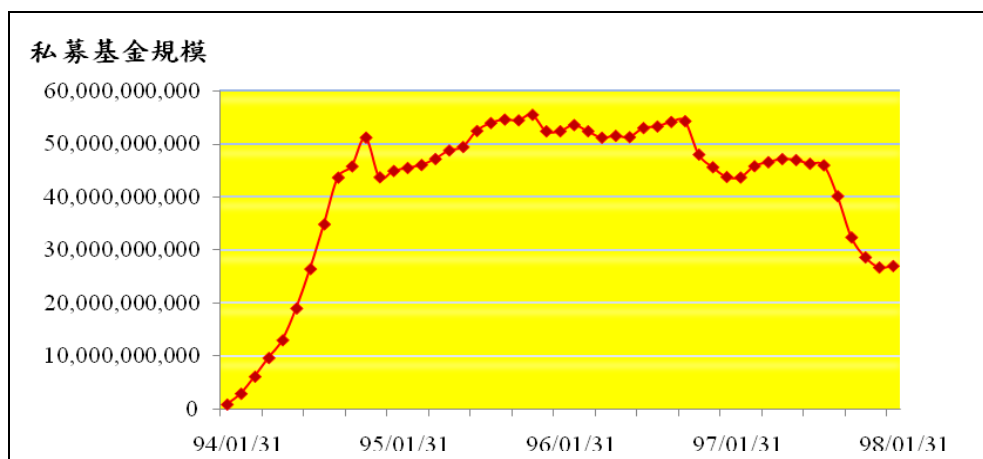
圖 3-4-2 2005 年至 2009 年私募基金數量



資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會



圖 3-4-3 2005 年至 2009 年私募基金規模



資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會

### 三、競爭力分析

自去年金融風暴以來，我國私募基金不管是基金數目或是基金規模皆明顯下降，至2009年1月31日止，私募基金規模減少約只有2007年規模的一半。另外，我國私募基金相較於各國，規模較小較不具競爭力。

## 第五節 創投業務

### 一、沿革

自從 1983 年政府主導引進創業投資事業以來，財政部委託行政院開發基金管理委員會依「創業投資事業管理規則」規定管理並審查創業投資公司的設立。根據中華民國創業投資商業同業公會之網站資料，至 2001 年止，總計核准 197 家創業投資公司設立，其中有 11 家申請更名改業或解散，12 家並未正式成立。再加上 2001 年起依據新訂「創業投資事業範圍與輔導辦法」規定所成立的新設創業投資公司 23 家，共計 194 家，總資本額為新台幣 1,500 多億元。在現有的 194 家創投公司，25 家為自行管理，其餘 169 家均採委託管理方式經營，將資金委託管理顧問公司或其他創業投資公司管理。包括自行管理的創業投資公司與受託管理的基金管理公司，台灣共有 87 個創業投資管理團隊，平均每個創業投資

團隊管理二家以上創業投資基金以及新台幣 17.4 億元的資金規模。

在 1995 年以前，創業投資公司的新設均十分緩慢，可以稱 1995 年前為台灣創業投資事業的導入期。1996 年以後，創業投資公司的新設家數每年倍增，從 1995 年的 34 家迅速成長到 1998 年底的 114 家，這一段期間算是創業投資事業的成長期。進入 1999 年，創業投資公司的新設穩定，逐步邁向創業投資事業的成熟期。

政府對創業投資公司的股東提供投資抵減的優惠措施，誘使許多願意冒風險的投資人參與創業投資產業的行列。政府也在早幾年分二期提供創業投資的種子基金，合計新台幣 24 億元參與投資創業投資事業，引導創業投資事業走過早期的摸索。使創業投資業者能順利於台灣科技產業發展史上，扮演重要角色並甘願配合政策投資，進而創造台灣科技產業的大幅發展，政府早期的創業投資推動政策，實在功不可沒。

由於台灣特有的以中小企業為主的產業型式，在沒有大型企業的壟斷與過度無效率的垂直整合，中小型高科技公司以極具競爭力的垂直分工經營型態，開闢了極佳的生存發展的空間。同時政府積極發展高科技的產業政策，以工研院為產業科技技術的研發的搖籃與人才庫，以新竹科學園區為科技公司生根發展的基地，蘊育了台灣高科技公司發展的溫床。再加上逐步健全與活絡的資本市場，早期、中小型科技公司申請股票上市及上櫃門檻的降低，均大大提高投資台灣中小型高科技產業的獲益。這也使得台灣創業投資事業投資活躍程度不斷升高，僅次於美國排名全球第二。

## 二、現況

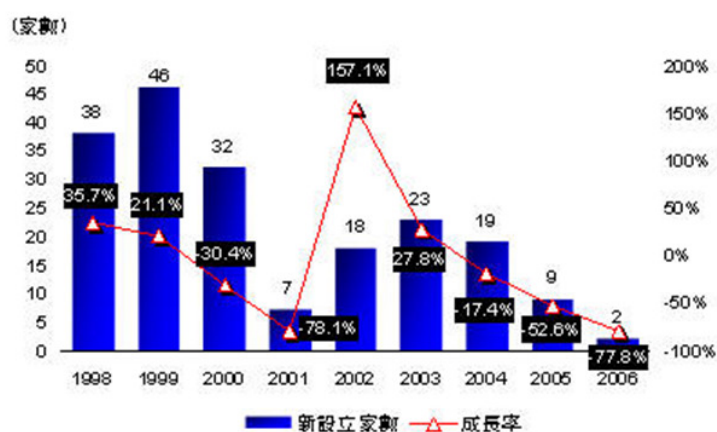
根據中華民國創業投資商業同業公會之網站資料，台灣創投事業發展始於 1984 年，直到 1995 年才進入快速發展期，1995～2000 年新增創投公司以極快的速度成長，每年新增加的創投公司家數平均約 28 家，每年創投業新增資本平均約為新台幣 135 億元(以下皆以台幣表示)，大量資本匯集於創投業，創投業又以

大量資金投資於科技事業，因而帶動國內新創事業蓬勃發展。短短幾年內，台灣創投業的投資成果傲視群倫，使台灣頓時成為全球知名創投最活躍的地區之一。

但是，自 2000 年政府取消創投事業股東的租稅優惠，加上 2001 年全球經濟步入衰退期，使得創投事業資金來源驟減。2001～2006 年新增創投公司急速銳減，每年新增加的創投公司家數平均僅 13 家，約佔 1995～2000 年平均值的 46%；這段期間每年創投業平均新增資本約 110 億元，亦只相當於 1995～2000 年平均值之 81%。對照這兩階段的發展，明顯看出創投業已從 1996 年的極盛期步入 2000 年以後之衰退期。請參見圖 3-5-1 1998 -2006 年各年度新設創投家數與成長率比較圖與圖 3-5-2 1998 -2006 年各年度新增資本額與成長率比較圖。

圖 3-5-1 1998 -2006 年各年度新設創投家數與成長率比較

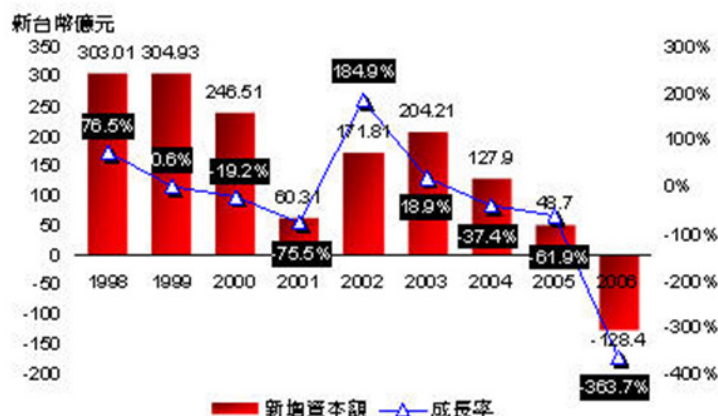
年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
新設立家數	38	46	32	7	18	23	19	9	2
成長率	35.71%	21.05%	-30.43%	-78.13%	157.14%	27.78%	-17.40%	-52.63%	-77.77%



資料來源：中華民國創業投資商業同業公會

圖 3-5-2 1998-2006 年各年度新增資本額與成長率比較

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
新增資本額	303.01	304.93	246.51	60.31	171.81	204.21	127.90	48.70	-128.40
成長率	76.47%	0.63%	-19.16%	-75.53%	184.88%	18.86%	-37.37%	-61.92%	-363.66%



資料來源：中華民國創業投資商業同業公會

2006 年投資金額新台幣 157.45 億元，依產業別、階段別與地區別之投資金額情況如下：

### 1、產業別投資金額情形

主要投資在電子工業(占 15.91%)，其次為傳統製造業(15.03%)、半導體(11.72%)、光電(占 11.18%)、生物科技(9.23%)、其他重點科技(8.44%)、資訊工業(5.55%)、精密器械與自動化(機械)工程(4.34%)、數位內容產業(4.22%)、軟體工業(3.07%)、通訊工業(2.98%)、高級材料工業(2.91%)、醫療保健工業(1.69%)、網際網路(1.07%)、特用化學品與製藥(化學)工業(1.05%)與其他(1.61%)。

### 2、階段別投資金額情形

2006 年投資金額新台幣 157.45 億元，主要投資在擴充期階段(占 46.2%)，其次為創建期(23.85%)、成熟期(21.88%)、種子期(6.90%)與重整期(1.13%)。

### 3、地區別投資金額情形

2006 年投資金額為新台幣 157.45 億元，大部分投資於國內(占 73.25%)，其次為亞洲地區(8.82%)、美國其他(6.72%)、美國矽谷(6.68%)與其他地區(4.53%)。

### 三、競爭力分析

台灣創投基金的規模普遍比國際間創投基金規模小，而過去的投資經驗亦較侷限在台灣本土的高科技領域，對於開拓新市場並無足夠的成效來支應，再加上台灣創投組織制度採行的股份公司制，與國際間所採行的有限合夥制不同，亦難以獲得國際資金的青睞。因此，唯有正視台灣當前產業發展的問題，提振國內的經濟復甦工程，改善產業發展環境並加強投資人的信心，才能在科技、經濟、政策及創投事業發展的各項領域中找到適當的平衡點，重新恢復台灣的經濟實力。

## 第四章 各國資產管理中心業務之發展

### 第一節 美國

#### 一、基本經濟數據

##### (一)人口

截至 2009 年 3 月 6 日美國有超過 3.0593 億人口數。年齡層分佈狀況為 14 歲以下人口占 20.1%、15 至 64 歲占 67.1%及 65 歲以上人口占 12.7%。

##### (二)所得

截至 2008 年美國國民所得為 14.334 兆美元，其中每人 GDP 為 47,025 美元。

##### (三)消費者物價指數

2008 年消費者物價指數 4.2%。

##### (四)高所得人口與所得平均

根據美國商務部人口普查局(U.S. Census Bureau) 2007 年資料，平均個人所得介於\$100,000 至\$149,999 美元有 841.7 萬人，平均\$116,664 美元；\$150,000 至\$199,999 美元有 253.9 萬人，平均\$164,596 美元；\$200,000 至\$249,999 美元有 91.4 萬人，平均 215,144 美元。

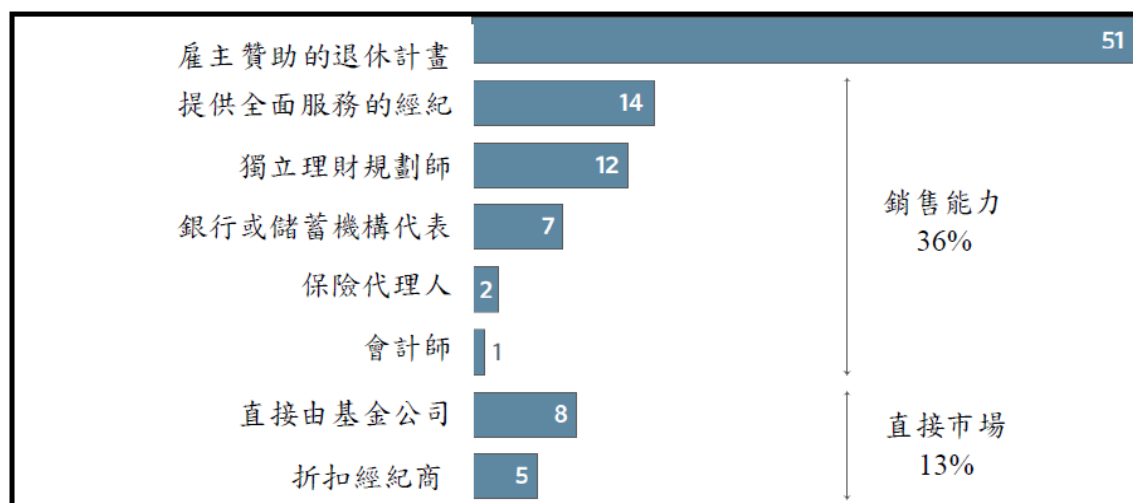
#### 二、基金規模

##### (一)共同基金

##### 1、美國家庭持有共同基金

根據投資公司協會(Investment Company Institute , ICI)研究報告，2008 年全美國 116.8 百萬個家庭中，高達 52.5 百萬個家庭擁有共同基金，占全美國家庭的 45%。並且這些家庭投資共同基金透過的媒介有超過一半是來自僱主贊助退休計劃(包括確定提撥計畫與僱主贊助 IRAs)，另外 31%來自銷售與 13%來自直接市場。圖 4-1-1 為 2008 年美國家庭持有共同基金之來源。

圖 4-1-1 2008 年美國家庭持有共同基金來源



資料來源：ICI：2008 Mutual Fund Shareholders

## 2、共同基金規模

根據投資公司協會(ICI)研究報告，2009 年 1 月底美國共同基金資產為\$9.411 兆美元。如表 4-1-1 所示。

表 4-1-1 共同基金總資產 (十億美元)

基金型態	Jan 09
股票型基金	3,438.9
混合型基金	476.6
應稅債券型基金	1,245.6
市政債券基金	355.0
應稅貨幣市場基金	3,408.6
免稅貨幣市場基金	486.2
共計	<b>9,410.8</b>

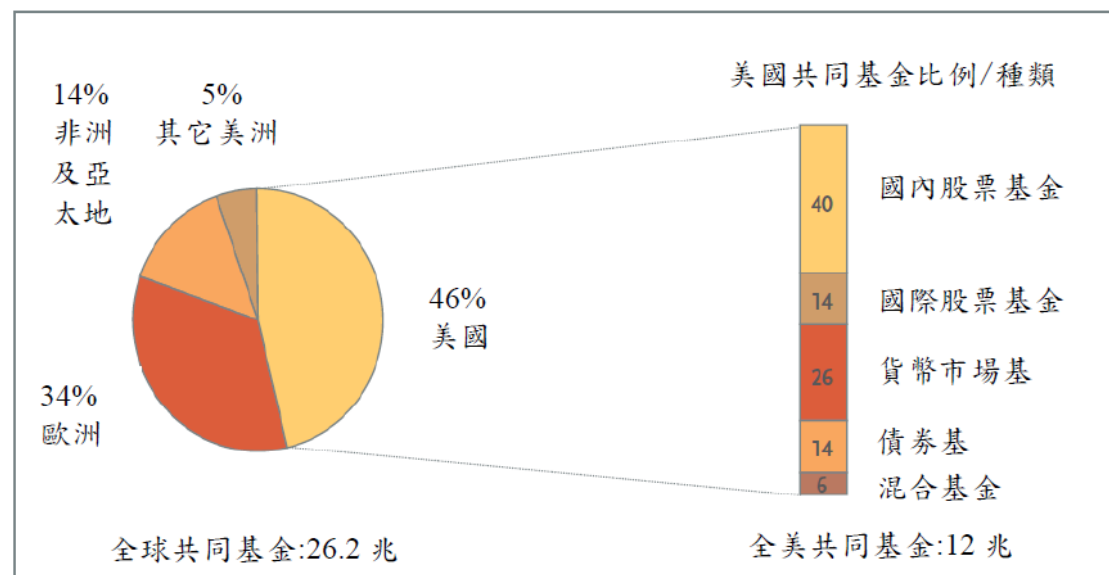
R=修正資料

資料來源：ICI

另外根據 ICI 2008 年報(每年 5 月出版)，2007 年底美國共同基金資產占全球共同基金資產\$26.2 兆美元的 46%，總共\$12 兆，穩居龍頭地位。並且，美國共同基金資產中 40%為國內股票基金、14%為國際股票基金、26%為貨幣市場基金、

14%為債券基金、6%為組合基金。圖 4-1-2 為全球共同基金資產分配圖。

圖4-1-2 美國為全球最大的共同基金市場 (單位：總資產百分比)



資料來源：ICI：2008 Fact Book

### 3、共同基金之個別與機構投資人帳戶

2007 年 12 兆美元共同基金總資產中大部分來自個人投資者帳戶有 10.3 兆美元，而機構投資者帳戶僅 1.6 兆美元。個人投資者帳戶持有共同基金資產約為機構投資者帳戶持有的 6 倍，而且個人投資者與機構投資者投資共同基金種類比重不盡相同，個人投資者大部份(60%)投資於股票型基金、20%於貨幣市場基金、14%於債券型基金，僅 6%投資於組合型基金，相反地，機構投資者則大部份(58%)投資於貨幣市場基金、29%於股票型基金、9%債券型基金與 2%投資於組合型基金。個別投資人與機構投資人之共同基金資產分配如表 4-1-2 所示。

表 4-1-2 個別投資人與機構投資人的共同基金資產 (單位：百萬美元)

年	總額	股票型基金	混合基金	債券基金	貨幣市場基金
2006	\$10,412,458	\$5,910,542	\$653,146	\$1,494,369	\$2,354,401
2007p	12,021,027	6,521,431	713,393	1,679,037	3,107,167
<b>個人帳戶</b>					
2006	9,070,088	5,470,561	621,170	1,337,276	1,641,081
2007p	10,346,890	6,031,398	679,092	1,492,847	2,143,554



機構帳戶					
2006	1,342,370	439,981	31,976	157,093	713,320
2007p	1,674,137	490,033	34,301	186,190	963,614

p=預測值

資料來源：ICI：2008 Fact Book

#### 4、美國為全球最大共同基金產業

2007 年全球共同基金規模為 26 兆美元，其中美洲占了一半高達 13 兆、依次為歐洲與亞太地區，並且值得注意的是，光是美國就占了 12 兆美元，為全歐洲共同基金規模之 1.34 倍，顯示美國為全世界共同基金產業之龍頭。如表 4-1-3 所示。

表 4-1-3 全球共同基金淨資產 (單位：百萬美元，年底)

	2003	2004	2005	2006	2007
全球	\$14,048,311	\$16,164,795	\$17,771,027	\$21,823,455	\$26,199,448
美洲	7,969,541	8,792,450	9,763,921	11,485,012	13,442,653
美國	7,414,401	8,106,939	8,904,824	10,412,458	12,021,027
歐洲	4,682,836	5,640,452	6,002,261	7,803,906	8,983,244
亞太	1,361,473	1,677,887	1,939,251	2,456,511	3,678,330
非洲	34,460	54,006	65,594	78,026	95,221

資料來源：ICI：2008 Fact Book

2007 年全球共同基金發行數量為 66,350 檔，歐洲發行檔數占最多為 35,210 檔(53%)，然而，美洲共同基金發行檔數較少僅 15,462 檔(23.3%)，其中美國僅占 8,029 檔(12%)。顯示美國發行規模較大但數量較少之共同基金，相反地，歐洲則發行規模較小但數量較多之共同基金。如表 4-1-4 所示。

表 4-1-4 全球共同基金數量

	2003	2004	2005	2006	2007
全球	54,569	55,524	56,868	61,855	66,350
美洲	13,921	14,064	13,764	14,475	15,462
美國	8,126	8,041	7,975	8,118	8,029
歐洲	28,541	29,306	30,060	33,151	35,210

<b>亞太</b>	11,641	11,617	12,427	13,479	14,847
<b>非洲</b>	466	537	617	750	831

資料來源：ICI：2008 Fact Book

另外，2007 年全球共同基金銷售金額為 1.5 兆美元，其中 79%來自美洲共同基金銷售，而光美國就占了 73%的銷售金額。其餘，歐洲與亞太地區僅分別占 6%與 14%。如表 4-1-5 所示。

表 4-1-5 全球共同基金淨銷售 (單位：百萬美元)

	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>全球</b>	\$317,455	\$457,294	\$970,736	\$1,299,192	\$1,539,079
<b>美洲</b>	<b>65,686</b>	<b>167,596</b>	<b>425,837</b>	<b>727,257</b>	<b>1,208,760</b>
<b>美國</b>	<b>35,724</b>	<b>143,530</b>	<b>382,400</b>	<b>655,103</b>	<b>1,117,157</b>
<b>歐洲</b>	258,500	235,145	459,786	427,524	102,780
<b>亞太</b>	-12,036	48,005	76,016	135,467	217,847
<b>非洲</b>	5,304	6,549	9,097	8,944	9,692

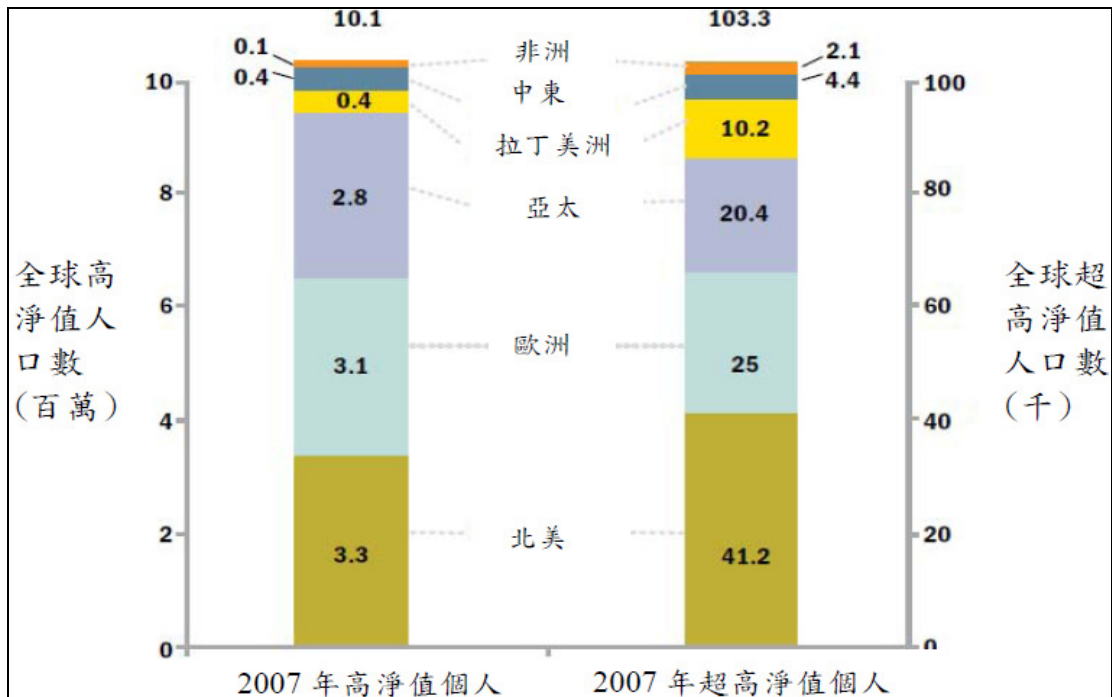
資料來源：ICI：2008 Fact Book

## (二)財富管理與私人銀行(全權委託代客操作)

### 1、高淨值個人(HNWI)與超高淨值個人(Ultra-HNWI)之人口數

根據 Merrill Lynch 與 Capgemini 出版之 2008 年全球財富報告，2007 年全球財務資產超過 1 百萬美元之高淨值個人(High Net Worth Individuals, HNWI)高達 10.1 百萬人口，其中美國占最高比率 42%有 3.3 百萬人，依次為歐洲 25%有 3.1 百萬人與亞太地區 20%有 2.8 百萬人。全球財務資產超過 30 百萬美元之超高淨值個人(Ultra-HNWI)為 103.3 千人口，其中美國占最高有 41.2 千人，依次為歐洲 25 千人與亞太地區 20.4 千人。圖 4-1-3 為 2007 年全球各洲高淨值個人與超高淨值個人之人口數配置。

圖 4-1-3 2007 年全球各洲高淨值個人與超高淨值個人之人口數

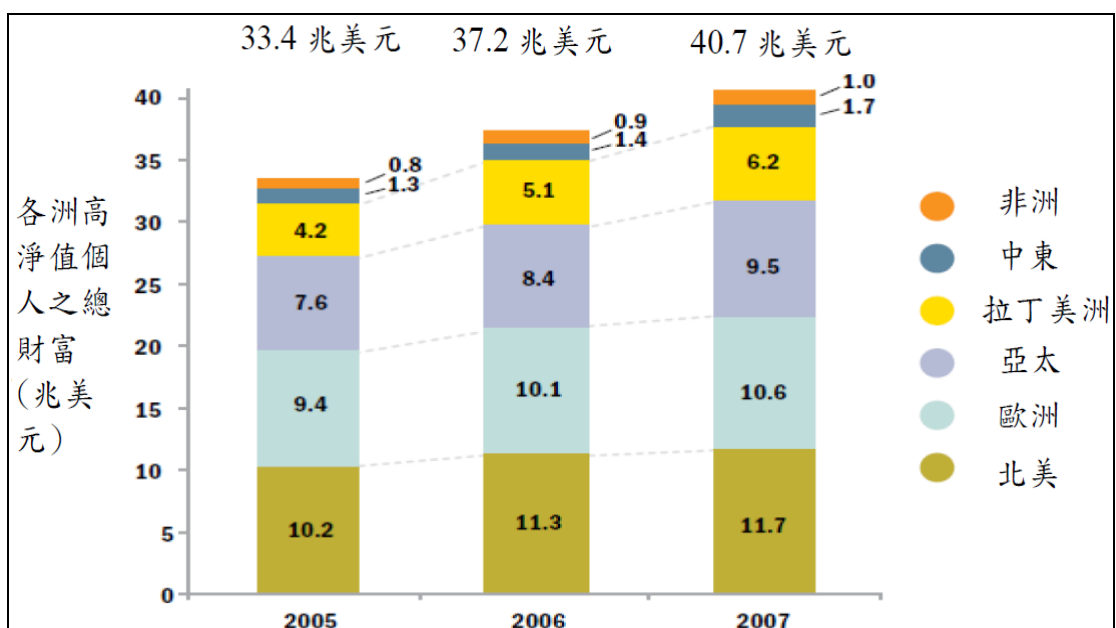


資料來源：Capgemini and Merrill Lynch, 2008 World Wealth Report

## 2、高淨值個人(HNWI)總財富

2007 年全球高淨值個人(HNWI)之總財富為 40.7 兆美元，其中美國占最高擁有 11.7 兆美元，次之為歐洲則擁有 10.6 兆美元與亞太地區擁有 9.5 兆美元。圖 4-1-4 為 2005 至 2007 年之全球各洲高淨值個人之總財富配置圖。

圖 4-1-4 2005 至 2007 年全球各洲高淨值個人之總財富

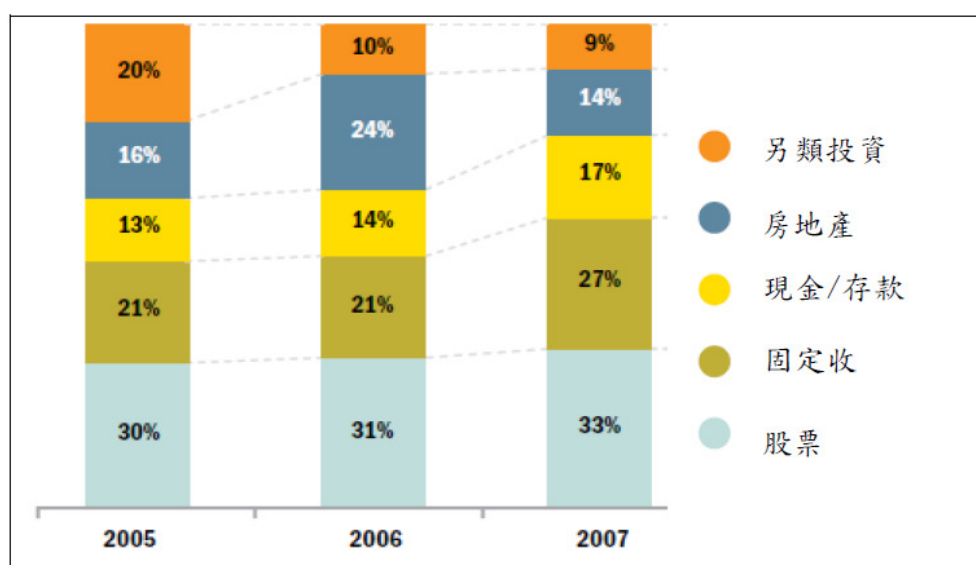


資料來源：Capgemini and Merrill Lynch, 2008 World Wealth Report

### 3、資產配置

2007 年全球高淨值個人(HNWI)資產配置為 33%投資於股票、27%於固定收益證券、17%於現金或銀行存款、14%為不動產(包括商業不動產、REIT 等)，其他包括結構型產品、避險基金、衍生性產品、外匯、私人股票、創業投資等占 9%。圖 4-1-5 為全球高淨值個人 2005 至 2007 年之資產配置圖。

圖 4-1-5 2005 至 2007 年全球高淨值個人之資產配置



資料來源：Capgemini and Merrill Lynch, 2008 World Wealth report

### 4、私人銀行排名

根據美國道瓊斯公司所出版之財經雜誌《Barron's》研究，截 2008 年 6 月 30 日止，美國前 40 大私人銀行私人客戶資產超過 1 百萬美元之高淨值客戶總資產規模為 6.919 兆美元，而前 10 名就占了 77%，總金額高達 5.307 兆美元。前十名分別為美林集團、花旗全球財富管理、美國銀行全球財富、美聯銀行、摩根士丹利全球財富管理、瑞銀財富管理、JP 摩根、富達投資集團、嘉信理財與富國銀行私人客戶服務。前 10 大私人銀行排名與其美國私人客戶的資產總額，如表 4-1-6 所示。

表 4-1-6 2008 年美國前 10 大私人銀行之私人客戶資產規模

2008 年排名 (至 6 月 30 日止)	美國私人客戶超過 1 百萬美元以上	美國私人客戶超過 1 千萬美元以上
1. 美林集團	\$1.05 tril	\$468 bil
2. 花旗集團全球財富管理	\$843 bil	\$352 bil
3. 美國銀行全球財富	\$653.2 bil	NA
4. 美聯銀行	\$551 bil	\$184 bil
5. 摩根士丹利全球財富管理	\$423 bil	\$173 bil
6. 瑞銀財富管理	\$421.3 bil	146.7 bil
7. JP 摩根	\$392 bil	\$324 bil
8. 富達投資集團	\$386 bil	NA
9. 嘉信理財	\$331.6 bil	NA
10. 富國銀行私人客戶服務	\$256 bil	NA
共計	<b>\$5.307trillion</b>	

資料來源：Barron's：2008 美國前 40 大私人銀行排名

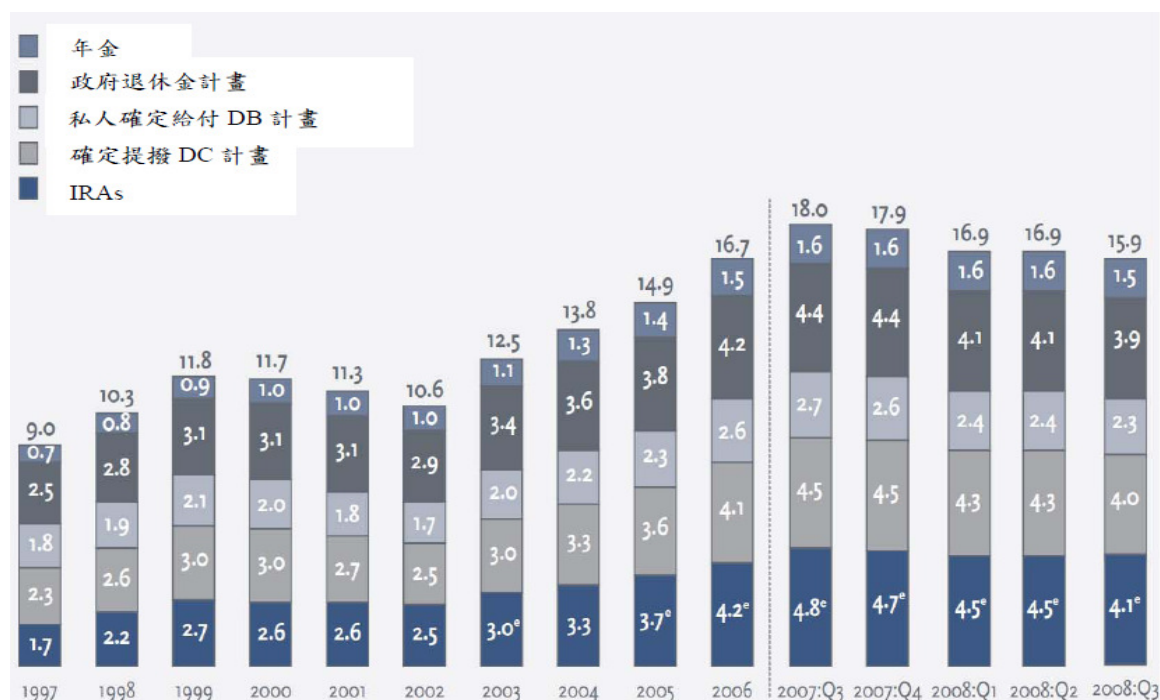
### (三) 退休基金

#### 1、美國退休基金規模

美國家庭平均將 35% 的財務資產儲存為退休金。截至 2008 年第 9 月 30 日止，美國退休基金總資產為 15.9 兆美元。其中包括年金 1.5 兆美元、政府退休金計劃 3.9 兆美元、私人確定給付制計劃 2.3 兆美元、確定提撥制計劃 4 兆美元(2.7 兆美元為 401(k)計劃)、IRAs 預估 4.1 兆美元。如圖 4-1-6 所示。

圖 4-1-6 美國退休資產

(單位：兆美元)



e=預估值

資料來源：ICI：The U.S. Retirement Market, Third Quarter 2008.

## 2、IRA 資產配置

2008 年第三季，IRA 總資產預估為 4.12 兆美元，其中 1.884 兆投資於共同基金(46%)、0.37 兆投資於銀行與儲蓄存款(9%)、0.327 兆投資於人壽保險公司(8%)、1.545 兆投資於股票(37%)。如表 4-1-7 所示。

表 4-1-7 IRA 的資產配置

(單位：十億美元，%)

	共同基金		銀行和儲蓄存款		人壽保險公司		證券經紀帳戶		總資產
	Assets	Share	Assets	Share	Assets	Share	Assets	Share	
	(billions)	(%)	(billions)	(%)	(billions)	(%)	(billions)	(%)	
2003	1,309	44	268	9	285	10	1,131e	38	2,993e
2004	1,491	45	269	8	282	9	1,257	38	3,299
2005	1,664	46	278	8	308	8	1,402e	38	3,652e
2006	1,977	47	313	7	318	8	1,612e	38	4,220e
2007	2,244	47	340	7	325e	7	1,838e	39	4,747e
2008:Q1	2,113	47	351	8	324e	7	1,733e	38	4,521e
2008:Q2	2,104	47	359	8	325e	7	1,725e	38	4,514e

2008:Q3	1,884	46	370	9	327e	8	1,545e	37	4,126e
---------	-------	----	-----	---	------	---	--------	----	--------

e=預估值

資料來源：ICI：The U.S. Retirement Market, Third Quarter 2008.

### 3、共同基金退休帳戶

共同基金退休帳戶總資產為 3.792 兆美元，除 IRA 投資 1.884 兆美元之共同基金外，DC 計劃也有 1.908 兆美元投資於共同基金，其中 401(k)就占了 1.352 兆美元(占 DC 計劃的 71%)。這些**共同基金退休帳戶** 62%投資於股票型基金，依序為 16%於組合型基金、11%於債券型基金與 11%於貨幣市場基金。如表 4-1-8 所示。

表 4-1-8 共同基金退休資產配置

(單位：十億美元)

	股票			混合型	債券	貨幣市場	總額
	總額	國內	國外				
<b>退休帳戶</b>	<b>\$2,331</b> <b>(62%)</b>	<b>\$1,830</b> <b>(48%)</b>	<b>\$501</b> <b>(14%)</b>	<b>\$616</b> <b>(16%)</b>	<b>\$428</b> <b>(11%)</b>	<b>\$417</b> <b>(11%)</b>	<b>\$3,792</b> <b>(100%)</b>
<b>IRAs</b>	<b>1,086</b>	<b>848</b>	<b>238</b>	<b>280</b>	<b>235</b>	<b>282</b>	<b>1,884</b>
DC 計畫	1,244	981	263	336	193	135	1,908
<b>401(k)退休計畫</b>	<b>865</b>	<b>663</b>	<b>202</b>	<b>268</b>	<b>136</b>	<b>83</b>	<b>1,352</b>
403(b)退休計畫	234	205	29	33	27	23	318
457 計畫	43	34	8	11	7	2	63
其它 DC 計畫	102	80	23	23	23	27	175
VA 共同基金	671	532	140	69	161	42	944
總額	3,002	2,362	640	685	590	459	4,735

資料來源：ICI：The U.S. Retirement Market, Third Quarter 2008.

### 4、美國確定提撥計畫管理公司排名

根據退休金與投資週刊(Pensions & Investments, P&I)，截至 2007 年底，美國確定提撥計畫管理公司之排名，前 5 名分別為富達投資、全美教師保險及年金協會、資金研究、先鋒全球與巴克萊全球。前十名之公司名稱與管理資產如表 4-1-9 所示。

表 4-1-9 美國確定提撥計畫管理公司排名

單位，百萬美元。

排名	管理公司	管理資產
1	富達投資(Fidelity Investments)	\$548,307
2	全美教師保險及年金協會(TIAA-CREF)	\$396,626
3	資本研究(Capital Research)	\$343,000
4	先鋒全球(Vanguard Group)	\$320,298
5	巴克萊全球(Barclays Global)	\$221,159
6	道富環球(State Street Global)	\$205,886
7	普信集團(T. Rowe Price)	\$124,920
8	保德信金融集團(Prudential Financial)	\$112,809
9	安泰(ING)	\$87,357
10	友邦投資(AIG Investments)	\$79,719

資料來源：Pensions &amp; Investments

## (四)私有資金(私募)

## 1、私有資金(Private Equity, PE)規模

私有資金(PE)主要包括創業投資(Venture Capital, VC)以及購併基金與次級債(Buyout and Mezzanine Debt)。其中創投(VC)為尋找創業家新創事業作為投資標的，期望日後這些新創事業上市後或是出售給其他公司後，有豐厚的回收。創投通常以合夥的型態，向各類不同的投資人募集(私有)資金，投入新創事業。而購併基金(Buyouts)指專門買下其他公司之投資企業。由於經常使用高負債來買下股票，因此也被稱為融資買下(leveraged buyouts; LBOs)，而目標公司通常是屬於低成長性的產業、公司有低槓桿、很高的有形固定資產等特質。

1990 年代末期私募基金急速成長，2001 至 2004 年則規模明顯降低，但自 2005 年開始則又開始增加，依美國國家創投協會(National Venture Capital Association, NVCA)2008 年最新資料顯示，創投於 2008 年規模已降至 27,949.8 百萬美元，且基金數目已縮減至 211 檔，顯示金融危機對私募產業帶來不小的衝擊。根據湯姆森金融公司(Thomson Financial)的研究，2000 至 2007 年創業投資及購併基金與次級債、私募基金規模與發行基金數目，如表 4-1-10 所示。



表 4-1-10 2000 至 2007 年私有資金規模

單位：百萬美元，檔

年	創業投資 (Venture Capital)	基金 數目	購併基金與次級債 (Buyouts and Mezzanine Capital)	基金 數目	私募(Private Equity Capital)	基金 數目
2000	\$105,248.60	651	\$75,867.70	156	\$181,116.30	807
2001	38,819.10	318	50,404.10	121	89,223.20	439
2002	9,470.10	208	24,118.20	88	33,588.30	296
2003	11,614.20	164	30,904.90	99	42,519.10	263
2004	19,811.80	216	50,970.50	140	70,782.30	356
2005	28,288.70	228	96,572.70	184	124,861.40	412
2006	31,853.20	234	146,833.70	174	178,686.90	408
2007	39,674.00	248	167,631.10	184	207,305.10	432

資料來源：National Venture Capital Association 2008 年報

## 2、私有資金報酬率

美國創業投資、購併基金與私有資金至 2007 年 9 月 30 日止，相較過去 1、3、5、10、20 年的平均報酬率皆比 NASDAQ 與 S&P500 大盤指數來得高，如表 4-1-11 所示。並且，根據美國國家創投協會 2008 年最新創投報酬率顯示，至 2008 年 9 月 30 日止，雖然受金融風暴之影響，較過去 1 年的報酬率為負 1.6%，但平均報酬率仍比 NASDAQ 與 S&P500 大盤指數來得高，如表 4-1-12。

表 4-1-11 至 2007 年 9 月 30 日私有資金基金報酬率

	2007/9/30 私有資金基金報酬率				
基金型態	1YR	3YR	5YR	10YR	20YR
種子/早期	25.6	6.8	3.1	34.5	20.8
中期	34.5	14.6	10.1	14.9	14.2
後期	38.2	11.6	9.0	8.6	13.9
<b>所有創業投資</b>	<b>31.3</b>	<b>10.7</b>	<b>6.9</b>	<b>17.9</b>	<b>16.4</b>
購併基金	27.5	15.3	14.1	8.6	12.3
次級債基金	16.7	5.5	5.2	6.1	8.3
<b>所有私有資金</b>	<b>28.3</b>	<b>14.0</b>	<b>12.0</b>	<b>10.6</b>	<b>13.9</b>

資料來源：National Venture Capital Association 2008 年報

表 4-1-12 至 2008 年 9 月 30 日創投基金平均報酬率

基金型態	過去 1 年	過去 3 年	過去 5 年	過去 10 年	過去 20 年
種子/早期	0.2	3.8	5.1	37.2	21.6
中期	-6.4	7.4	11.5	14.9	14.7
後期	8.6	12.0	10.5	8.9	14.7
<b>所有創投基金</b>	<b>-1.6</b>	<b>6.6</b>	<b>8.6</b>	<b>17.3</b>	<b>17.1</b>
NASDAQ	-21.4	-1.1	3.1	2.1	8.7
S&P500	-22.0	-1.7	3.2	1.4	7.5
<b>所有創投基金(2008/6/30)</b>	<b>5.3</b>	<b>8.5</b>	<b>8.8</b>	<b>16.5</b>	<b>16.9</b>
<b>所有創投基金(2007/9/30)</b>	<b>26.6</b>	<b>11.0</b>	<b>6.8</b>	<b>17.8</b>	<b>16.4</b>

資料來源：Thomson Reuters and National Venture Capital Association

### 3、私有資金(PE)排名

根據 PEI(Private Equity International)雜誌 2007 年全球最大私有資金(Private Equity, PE)排名，前 50 名中美國占了 33 家，英國 11 家，歐洲 5 家，亞太地區只有 1 家。依過去五年募集資本排名，前五名皆為美國私有基金公司，分別為凱雷集團、KKR 集團、高盛基本投資區域、黑石集團、德洲太平洋集團。前 10 名之公司名稱、總部與過去五年資本上升金額情況，如表 4-1-13 所示。

表 4-1-13 PEI50 之前 10 大私有資金排名

排序	公司名稱	公司總部	過去 5 年 募集資本
1	凱雷投資集團(The Carlyle Group)	華盛頓	\$32.5 billion
2	柯科羅投資公司 (Kohlberg Kravis Roberts)	紐約	\$31.1 billion
3	高盛基本投資區域 (Goldman Sachs Principal Invest Area)	紐約	\$31 billion
4	黑石集團(The Blackstone Group)	紐約	\$28.36 billion
5	德洲太平洋集團(Texas Pacific Group)	福特沃斯	\$23.5 billion
6	珀米拉投資集團(Permira)	倫敦	\$21.47 billion
7	阿帕克斯創業投資控股有限公司 (Apax Partners)	倫敦	\$18.85 billion
8	貝恩資本(Bain Capital)	波士頓	\$17.3 billion

9	普羅維登斯股本 (Providence Equity Partners)	普羅維登斯	\$16.36 billion
10	CVC 資本合夥人公司 (CVC Capital Partners )	倫敦	\$15.65 billion

資料來源：PEI

### 三、主要業務概況

#### (一)共同基金

基金一般為兩種方式構成，一為合約型態，另一為公司型態。合約型態的基金，乃資產管理公司與投資人分別是立約的兩方。例如台灣本地發行的基金即為合約型態，台灣發行的基金，全名稱為證券投資信託基金，其為證券投資信託契約的信託財產，而此信託契約即為資產管理業者與投資人間的合約。公司型態基金，乃一檔基金即為一家公司，公司內有董事會，資產管理公司則是公司(基金)來僱用管理資產的人，而董事會代表投資人的利益，監督資產管理公司的運作。例如美國發行的基金即為公司型態，一檔基金即為一家投資公司，故其管轄美國基金的法令為投資公司法(Investment Company Act)，當投資人買進基金的股份即買進投資公司的股份，基金持有人即為公司股東。圖 4-1-7 為美國共同基金的架構與價值鏈的介紹。

如前面所說，美國的基金架構和公司很像，每檔基金都會有一個董事會(Board of Directors)，董事會成員中包括基金公司的人和獨立董事。任何與基金有關的重大決定皆必須經過董事會通過，例如請那一家資產管理公司擔任投資顧問。共同基金資產管理提供的服務包括：

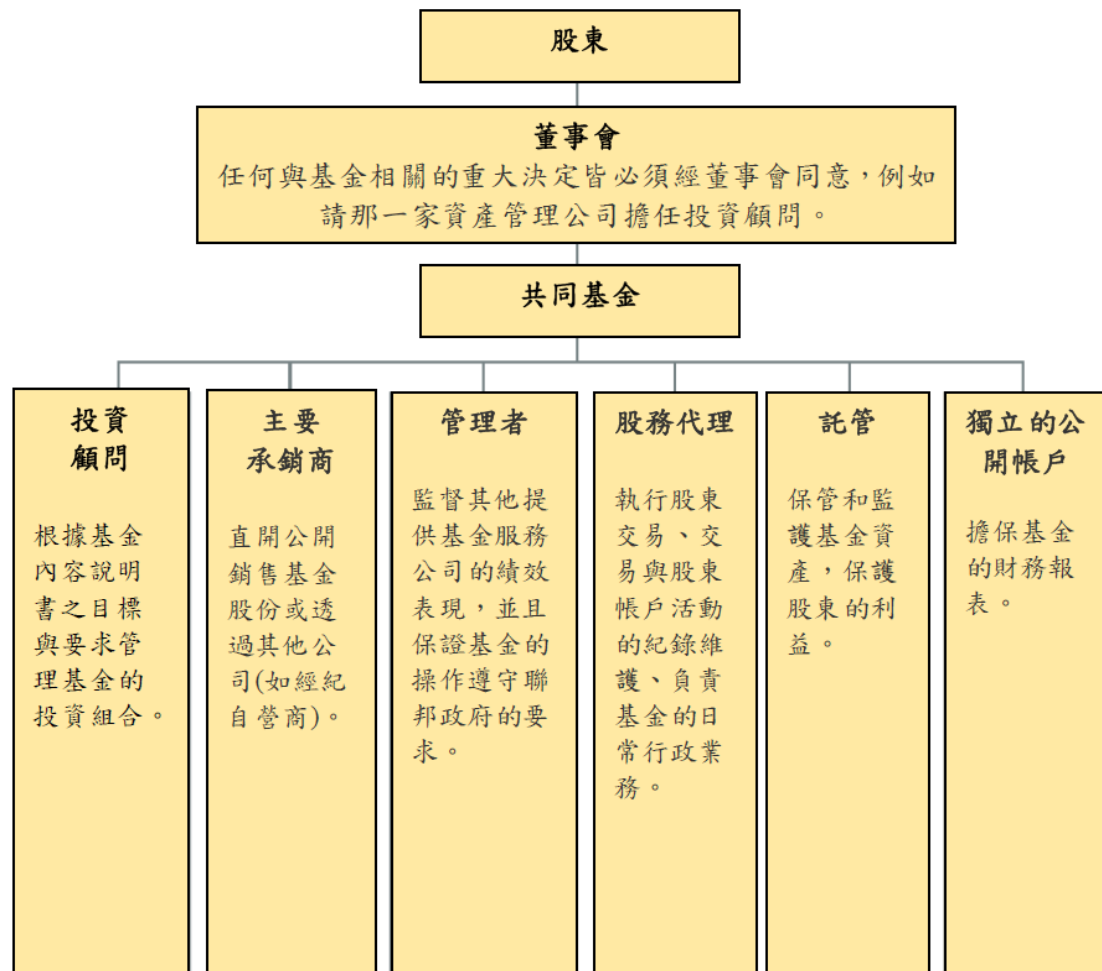
- 1、投資顧問(Investment Adviser)：根據基金內容說明書的目標與政策的要求，管理基金的投資組合。
- 2、主要承銷商(Principal Underwriter)：直開公開銷售基金股份或透過其他公司(例如：經紀自營商)。
- 3、管理者(Administrator)：監督其他提供基金服務公司的績效表現，並且保證基金的操作遵守聯邦政府的要求。

4、股務代理(Transfer agent)：執行股東交易、維護交易與其他股東帳戶活動的紀錄與負責基金的日常行政業務，像是寄發年度報告、計算每日基金淨值、配息發放、執行買進贖回指令等。

5、託管(Custodian)：保管和監護基金資產，保護股東的利益。

6、獨立的公開帳戶(Independent public Accountant)：擔保基金的財務報表。

圖 4-1-7 美國共同基金之架構



資料來源：ICI：2008 Fact Book

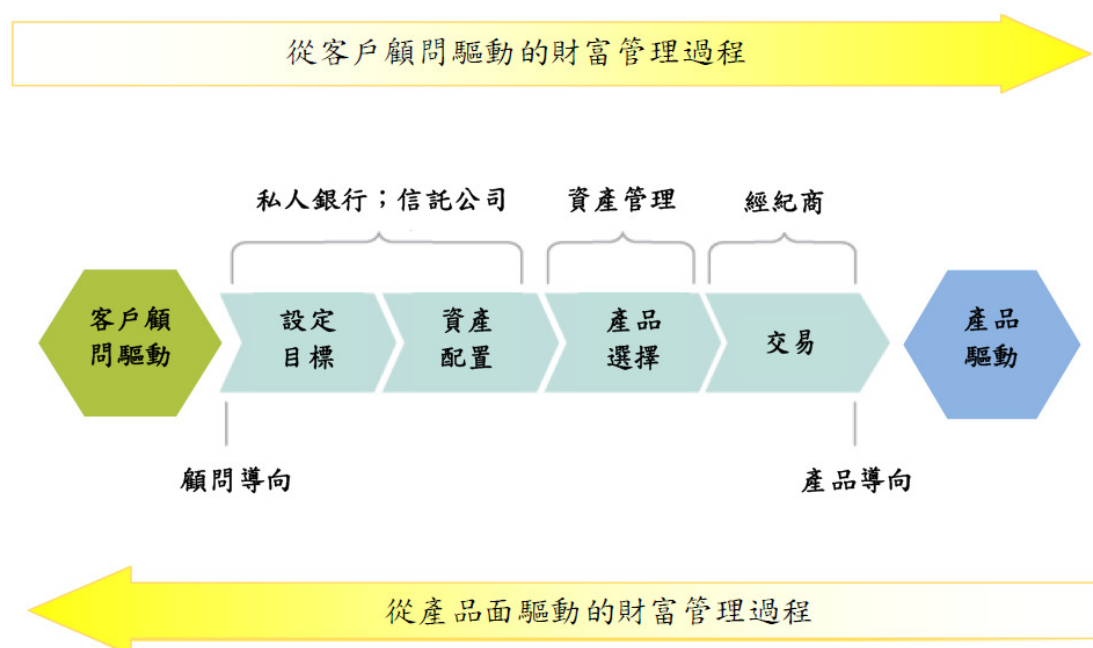
## (二) 財富管理與私人銀行(全權委託代客操作)

### 1、財富管理價值鏈

財富管理可區分為客戶顧問驅動與產品驅動二種型態。客戶顧問驅動之財富管理公司以顧問事業為其中心，本質上，他們主要工作為將客戶之需求轉換為可

到達客戶目標之金融商品。產品驅動之財富管理公司以產品開發為中心，其知道如何設計產品對客戶最佳。對客戶顧問驅動的財富管理價值鏈而言，客戶首先將資金放置私人銀行或信託公司，並透過私人銀行或信託公司設定投資目標後、進行資產配置，之後透過資產管理者進行金融商品的選擇，最後再透過經紀商進行產品交易。財富管理價值鏈為圖 4-1-8 所示。

圖 4-1-8 財富管理價值鏈



資料來源：Capgemini and Merrill Lynch, 2008 World Wealth Report

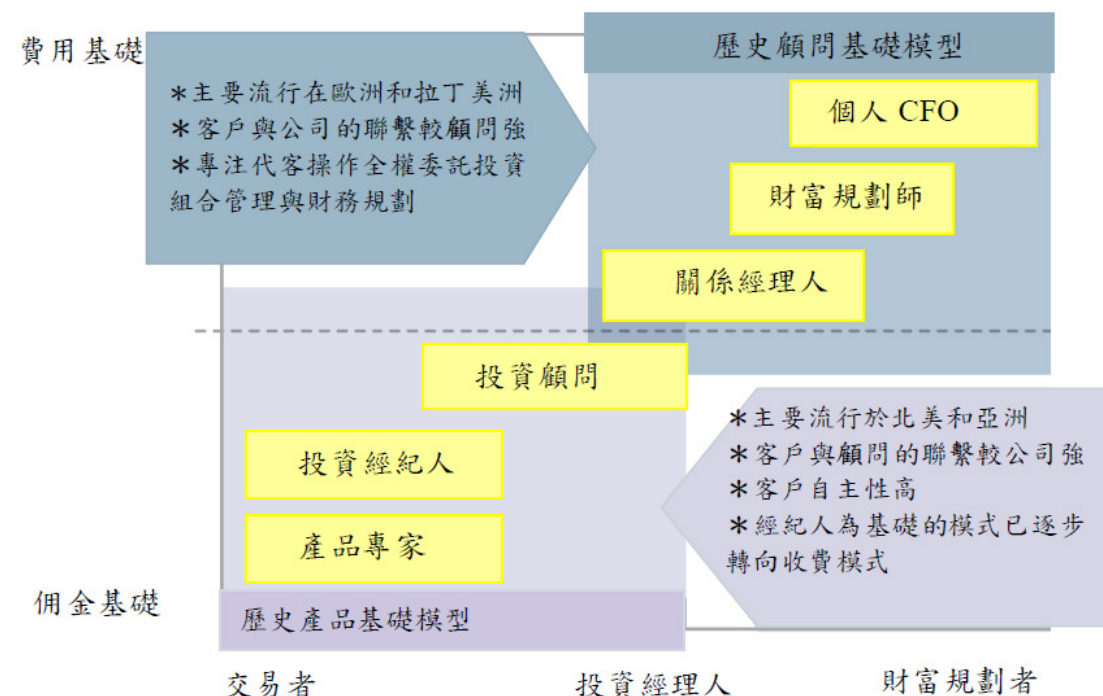
## 2、財富管理之實施定位概要

典型的財富管理實施模型強調公司如何營運與達到價值。實施模型一般主要分為交易(處理)者、投資經理人與財富規劃者三類。關於這三類之費用與佣金基礎之實施定位如下圖 4-1-9 所示。交易(處理)者包括產品專家與投資經紀商，產品專家乃處理包括複雜之商品或資產類別，如外匯衍生性商品等之交易，而投資經紀商則處理包括基本之資產類別，如固定所得證券與選擇權等交易。投資經理人包括投資顧問與關係經理人，投資顧問為提供策略性投資計畫與扮演處理客戶投資組合之建構、檢查與重新組合之角色，而關係經理人為建立與培養客戶關係，將投資組合管理委託給內部或外部經理人。財富規劃者包括財富規劃者與個

人 CFO，財富規劃者為根據客戶財務與短/長期目標提供諮詢，而個人 CFO 為提供類似家族帳戶服務，經常扮演全權委託代客操作之角色，同等於客戶信賴的顧問者。

在歐洲與拉丁美洲最普遍使用歷史顧問基礎模型，主要包含個人 CFO、財富規劃者與關係經理人。客戶與公司之間的聯繫較顧問來得強。主要專注於代客操作全權委託之投資組合管理與財務規劃。然而，在美洲與亞洲最普遍使用歷史產品基礎模型，主要包含投資顧問、投資經紀商與產品專家。客戶基本上與顧問之間的聯繫較公司來得強，而且客戶經常較自主性高。

圖 4-1-9 財富管理實施定位概要



資料來源：Capgemini and Merrill Lynch, 2008 World Wealth Report

### 3、私人銀行業務

財富管理業務大多集中於 財富管理、財富策略諮詢、銀行業務與放款服務、現金管理、財務計劃、財產計劃、慈善服務、稅的管理、家族企業服務、投資管理、財產信託、風險管理等。美國前 10 大私人銀行的業務概況如表 4-1-14 所示。

表 4-1-14 2008 年美國前 10 大私人銀行之業務概況

美國財富經理人	專業服務
1. 美林集團	資產管理、集中股票管理、銀行業務與放款服務、現金管理、財產計劃、慈善服務、稅的管理、家族企業服務。
2. 花旗集團全球財富管理	投資管理、受限制證券管理、流動性與銀行業務管理、財產計劃與信託服務、另項投資、 財富策略諮詢。
3. 美國銀行全球財富	針對高淨值所得、超高淨值所得個人與家族進行全面財富及投資管理、
4. 美聯銀行	財務計劃、投資管理、個人信託、財產計劃、慈善服務、風險管理、 銀行業務管理、海運及航空業融資。
5. 摩根士丹利全球財富管理	客製化財富管理，包括證券、固定所得證券、與其他管理、美國與非美國投資組合、財產計劃
6. 瑞銀財富管理	與高階 UBS 經理人之私人投資策略、財產與慈善計劃、資產管理、放款、投資銀行
7. J.P. 摩根資產管理	聯合投資顧問、資本市場與風險管理、稅與財產計劃、銀行業務、融資與專業財富顧問。
8. 富達投資集團	策略性財富管理，包括投資產品與計劃、經紀商、信託、慈善服務與現金管理。
9. 嘉信理財	投資研究、投資組合諮詢、投資顧問、股票評等、財務計劃、一系列之金融商品與銀行業務服務。
10. 富國銀行私人客戶服務	投資管理、信託與財產計劃、家族帳房、專業資產管理、經紀商、 保險、銀行業務、年長者服務。

資料來源：Barron's

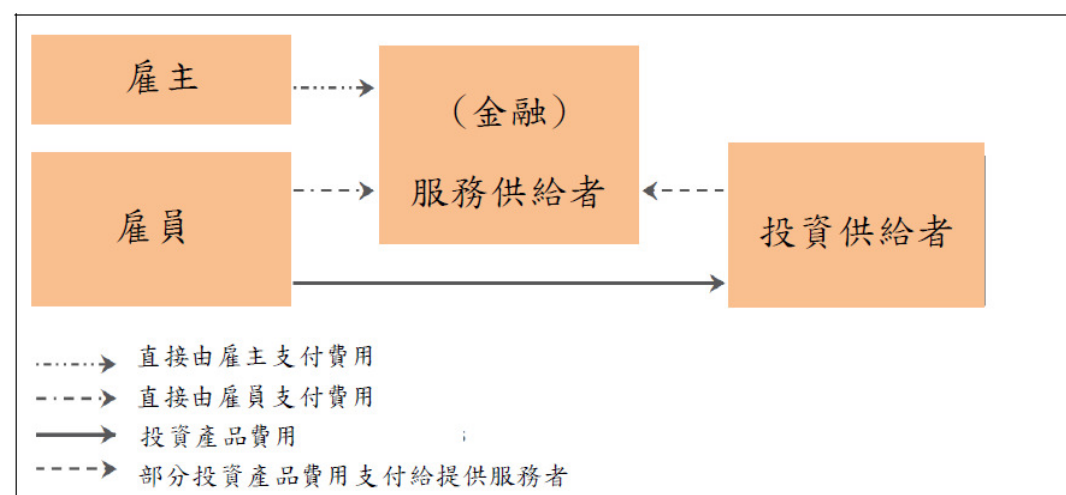
### (三) 退休基金

401(k)是美國鼓勵人民為退休做準備，於 1981 年創立的一種延後課稅退休金帳戶，由於美國政府將相關規定明訂在國稅條例第 401(k)條中，故簡稱為 401(K)計畫。401(k)計畫由雇主申請設立後，雇員在不超過上限額度範圍內，每月可提撥某一數額薪水（薪資的 1%～ 15%）至其退休金帳戶，雇主為留住優秀員工，還可以幫雇員提撥高一點的金額。由雇主挑選合作的金融業者(Service Provider(s))，發行投資計畫，每個計畫至少要提供 3 種不同風險及報酬率的商品，當中會包含基金、保險商品、自家公司股票、保本商品等等，再由勞工依個

人喜好，從中選擇投資標的，目前每個計畫平均提供 5 至 15 個標的供計畫參與者挑選。

然而這些服務的提供勢必須支付費用，費用的支付方式如圖 4-1-10 所示。雇員(Participants)的獲利來自雇主(Plan Sponsor)與雇員之間約定的成本分攤方式。支付費用的型式，雇主可以直接支付費用給(金融)服務供給者(Service Provider(s))、雇員也可直接支付費用給(金融)服務供給者、雇員支付投資產品費用給投資供給者(Investment Provider(s))，投資供給者再將部份投資產品費用支付給提供服務者。

圖4-1-10 美國401(k)退休計畫過程



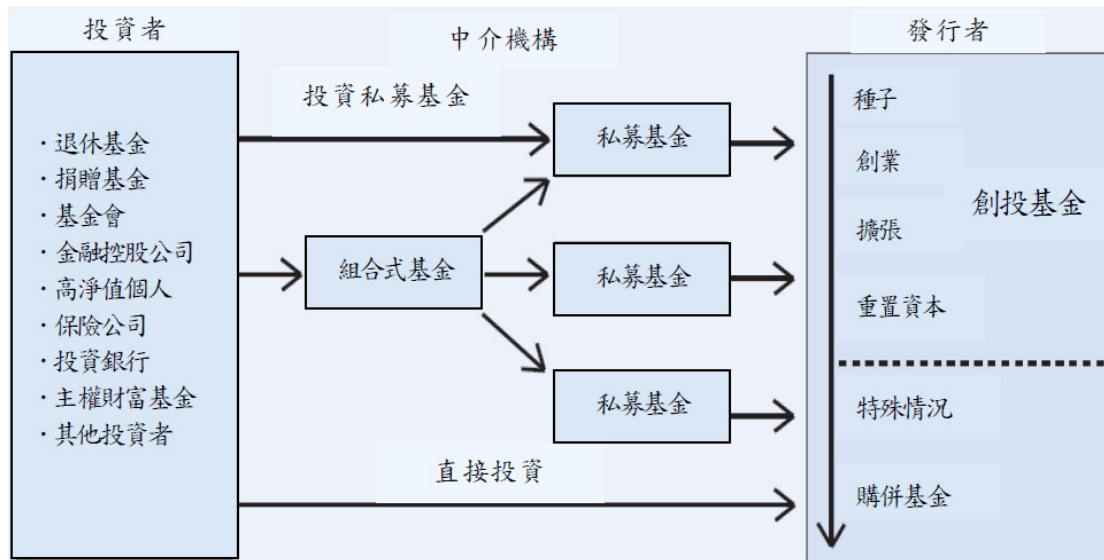
資料來源：ICI：2008 Fact Book

#### (四)私有資金(私募)

私有資金市場之運作方式，乃私有資金投資者(退休基金、捐贈基金、基金會、金融控股公司、高淨值個人、保險公司、投資銀行、主權財富基金、其他投資者...)，將資金投資於 PE Funds 或透過組合式基金之私有基金(Fund of Funds)將資金投資於 PE Funds，這些 PE Funds 再投資於 Seed、Start-up、Expansion 與重置資本階段之創投(VC)與購併基金(Buyout)，或者投資者自行直接投資於創投(VC)與購併基金(Buyout)。私有資金運作過程如圖 4-1-11 所示。



圖 4-1-11 私有資金市場



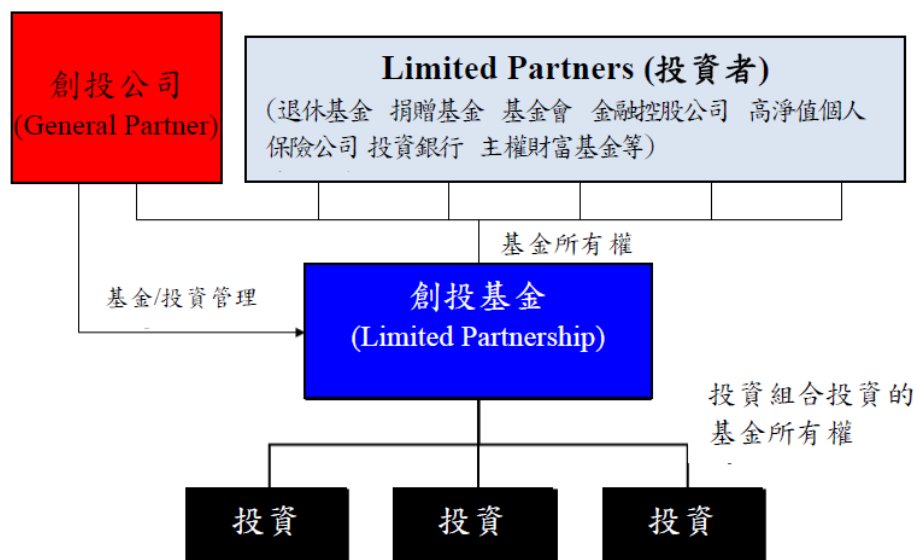
資料來源：Federal Reserve Bank of Dollars, EVCA/

Thomson Reuters/Pricewaterhouse Coopers

### 1、創投(VC)之過程

投資者(退休基金、捐贈基金、基金會、金融控股公司、高淨值個人、保險公司、投資銀行、主權財富基金、其他投資者...)與創投公司將資金投資於 VC Funds，而創投公司擔任基金管者，再將創投基金進行投資。創投(VC)之過程如圖 4-1-12 所示。

圖 4-1-12 創投之過程

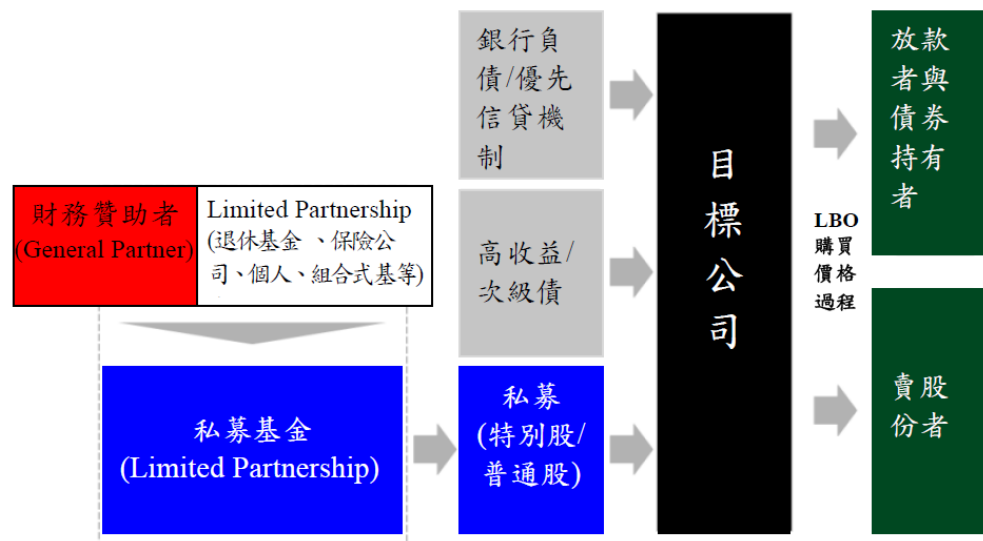


資料來源：Wikipedia

## 2、融資買下(LBOs)之過程

投資者(退休基金、保險公司、投資銀行、主權財富基金、其他投資者...)與財務贊助者，將資金投資於私募基金，這些私募基金再透過融資過程(優先債券、次級債券、權益融資)買下目標公司。融資買下(LBOs)之過程如圖 4-1-13 所示。

圖 4-1-13 融資買下(LBOs)之過程



資料來源：Wikipedia

## 四、案例分析

### (一) 道富環球投資管理(State Street Global Advisors, SSgA)

#### 1、集團介紹

道富公司(State Street Corporation)成立於 1972 年美國波士頓，是專為機構投資者提供服務的金融服務商。道富公司提供的服務涵蓋整個投資領域，包括研究分析、投資管理、交易服務和金融資產服務。其中『道富環球投資管理(SSgA)』主要負責業務為投資管理，而『道富環球市場』則負責投資研究與交易。如表 4-1-15 所示。

託管銀行主要是做後台服務，與證券交易所及登記監管機構進行聯繫，清算和結算的業務都由託管銀行處理。每個月基金公司會出帳單，同時在託管銀行也

能查到帳單，這種三方見證的模式避免了基金公司的欺詐行為，進而降低了投資者的風險，而道富公司即為此專業的託管機構。至 2008 年 9 月 30 日止，道富公司於全球的託管資產約 14 兆美元。道富公司為美國共同基金託管與帳務服務的第一名。

表 4-1-15 道富公司之業務內容

道富公司 (State Street Corporation)	主要事業體	業務內容
	道富環球投資管理 (State Street Global Advisors) (SSgA)	投資管理、投資策略與綜合方案
		提供機構投資管理計劃與客製化的投資策略，包括主動與被動式投資策略。服務涵蓋各種資產類別、投資方法與風格。
	道富環球投市場 (State Street Global Markets)	投資研究與交易
		提供外匯、股票、固定收益、衍生性金融產品以及貨幣市場產品的專業投資研究分析與交易服務
	道富公司 (State Street Corporation)	金融資產服務
		為資產經理人、退休基金、對沖基金、保險公司、綜合基金、共同基金與非盈利基金提供客製化的投資方案。 基金帳務、基金管理、託管、證券借貸、投資運營外包、簿記、業績報表與分析以及股務代理服務。

資料來源：State Street Corporation

## 2、資產規模

截至 2008 年 6 月，道富環球投資管理(SSgA)全球資產管理約 1.9 兆美元，全球機構資產管理 1.7 兆美元，而美國資產管理則有 1.3 兆美元。資產組合中，股票占 51%、固定收益占 11%、現金占 37%、其它(包括外匯、穩定價值基金)占 1%。根據退休金與投資週刊(P&I)2008 年研究顯示，道富環球投資管理為全球機構資產管理與美國免稅機構資產管理第一名，全球資產管理第二名。

## 3、業務內容

### (1)投資管理與投資策略服務

包括提供外匯、股票、固定收益、不動產的資產配置與客製化的投資策略服務。道富集團於 1993 年與美國證券交易所合作推出全球首支 ETF。SSgA 乃全球最大的 ETF 供應商之一，由其管理的 ETF 資產總值超過 1,500 億美元，全球市場佔有率超過 18.7%（截至 2008 年 6 月 30 日）。P&I 2008 年 ETFs 管理第二名。

(2) 慈善基金管理方案

(3) 退休計劃管理方案

包括確定提撥計劃、確定撥付計劃等退休計劃，幫僱主達到僱員的退休目標。P&I 2008 年美國確定撥付計畫資產管理公司第 1 名、美國確定提撥計畫資產管理公司第 6 名（見表 4-1-9）、401(k) 資產管理第 3 名。

(4) 保險資產管理方案

(5) 投資顧問服務

(二) J.P. 摩根資產管理(J.P. Morgan Asset Management)

1、集團介紹

摩根大通集團(JPMorgan Chase & Co.) 主要為三大事業體 J.P. 摩根公司(J.P. Morgan)、大通公司(Chase)與華盛頓銀行(WaMu)。J.P. 摩根公司主要的服務對象為企業、政府、富裕的個人與機構投資者，提供的業務內容包括投資銀行、資產管理、財務管理、全球證券服務、私人銀行、私人客戶服務與私募股權公司。大通公司與華盛頓銀行的服務對象為美國消費者與商業銀行，提供一般的金融服務，如信用卡、貸款等。表 4-1-16 為摩根大通集團之業務內容。

表 4-1-16 摩根大通集團之業務內容

摩根大通集團	主要事業體	客戶	業務內容
(JPMorgan Chase & Co.)	J.P. 摩根公司 (J.P. Morgan)	企業 政府 富裕的個人 機構投資者	投資銀行(Investment Bank)
			資產管理(Asset Management)
			財務管理(Treasury Services)
			全球證券服務(Worldwide Securities Services)
			私人銀行(Private Banking)
			私人客戶服務(Private Client Services)

			私募股權公司(One Equity Partners)
	大通公司 (Chase)	美國消費者	分行、ATM、電話與網路銀行
			信用卡
			小型商業
			房屋貸款與房屋淨值貸款
			汽車貸款
			教育貸款
			保險
		商業銀行	中間市場
			公司
			商業不動產
			企業信用
			設備租賃
	華盛頓銀行 (WaMu)	美國消費者	分行、ATM、電話與網路銀行
			信用卡
			企業銀行
			房屋貸款與房屋淨值貸款
		商業銀行	商業不動產

資料來源：JPMorgan Chase & Co.

## 2、資產規模

J.P.摩根資產管理之全球資產管理為 1 兆 1934 億美元，全球機構資產管理為 6686 億美元，而美國的資產管理則為 7432 億美元。資產組合中，股票占 24%、固定收益占 38%、不動產證券占 16%、現金占 11%與其它(包括外匯、避險基金、私有資金)占 11%。

J.P.摩根資產管理主要劃分二大業務，分別為資產管理與財富管理。資產管理業務主要由『摩根富林明資產管理』來服務機構及零售客戶，而財富管理則由『摩根大通私人銀行』服務超高淨值客戶與『摩根大通私人客戶服務(全權委託代客操作)』服務超高淨值客戶。J.P.Morgan 至 2008 年 6 月 30 日止，高淨值客戶資產規模達 3920 億美元，為 Barron's 雜誌 2008 年美國私人銀行之高淨值客戶總資產管理的第 7 名，如表 4-1-6 所示。

## 3、業務內容

J.P.摩根資產管理主要提供業務如下：

(1)投資管理與投資顧問的服務

包括提供股票、固定收益、流動資產、不動產、避險基金與私募股權的諮詢。

(2)退休計劃管理服務

包括確定提撥計劃、確定撥付計劃等退休計劃，幫僱主達到僱員的退休目標。P&I 2008 年美國確定提撥計畫資產管理公司第 20 名

(3)全球性流動資產服務

包括以美元與其他外匯計價的貨幣市場共同基金與全球性流動產品。

(4)薪資與津貼策略

包括薪酬計劃、津貼管理顧問等。

## 第二節 英國

### 一、基本統計資料

#### (一) GDP

受到金融風暴的影響，英國的 GDP 在 2008 年第四季呈現負 1.5% 的衰退，但全年仍有 0.7% 的正成長，共計約 12 兆英鎊。英國的經濟支柱為服務業，約佔其 75%，在 2008 第三季和第四季分別呈現負 0.5% 和負 1% 的萎縮；其次為製造業，約佔 18%，在 2008 第三季和第四季分別呈現負 1.4% 和負 3.9% 的下滑。

#### (二) 人口

英國的總人口數在 2007 年中約為 6 千 1 百萬人，平均年齡為 39 歲。英國的人口結構逐漸走向高齡化，英國國家統計局更預期這個趨勢在未來仍將持續下去。領取退休給付的老年人口已趨近總人口的 20%，並首度超越 16 歲以下的青少年及兒童；這意味著退休基金的負擔將逐漸加重，但其發展前景可期。

#### (三) 高所得族群

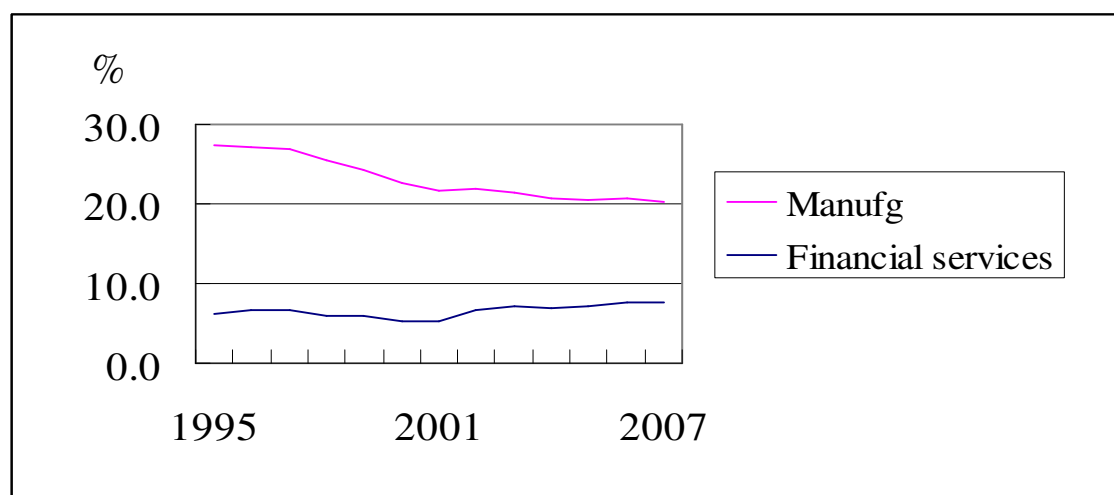
根據 IFSL(International Financial Services London)2008 年的統計資料，英國的高所得人口相當多。百萬身價的人口有 67 萬人，佔全世界的 6.2%；金字塔頂端的億萬富翁有 51 人，佔全世界的 5.1%。高所得人口的密集對該國發展資產管理產業，尤其私人財管管理業務有相當的優勢。

### 二、英國資產管理業的發展與現況

英國的金融產業於全球處於執牛耳的地位，其資產管理業務雖不位居龍頭但亦已發展至相當成熟階段。圖 4-2-1 的資料顯示，相較於逐年萎縮的製造業，英國的金融產業近年來占國內生產毛額的比重呈現穩定上升的趨勢。而投資管理協會(IMA, Investment Management Association)2008 發表的資產管理調查也指出，該國 2007 年資產管理產業總營收達到 10.2 億英鎊，較前年成長 16%。從管理的資產來看，由表 4-2-1 可知，截至 2007 年年底為止，英國的基金管理資產已達

4.1 兆英鎊<sup>29</sup>，且該年度成長率仍達到 8%。此外，根據 IFSL 的統計，以基金註冊地為比較基準的資料英國基金管理業務於 2007 年排行全球第 9 位。除了位處不列顛群島政經中心的倫敦，愛丁堡及格拉斯哥亦為資產管理產業的國際中心。

圖 4-2-1 英國金融產業佔國內生產毛額比例圖



資料來源：International Financial Services London

表 4-2-1 英國管理的資金

<b>Funds under management in the UK</b>		
Client type, £bn	<b>Total</b>	
	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Institutional	2,400	2,556
-insurance	840	838
-corporate pension funds	870	979
-other (local authority, charity, etc)	690	737
Retail (unit trusts, OEICs, inv. trusts, etc)	650	769
Total IMA* members**	<b>3,050</b>	<b>3,323</b>
Alternative funds***	<b>386</b>	<b>372</b>
-hedge funds	150	180
-property funds	202	174
-private equity funds	34	29
Private client funds	376	412
<b>Total funds under management in the UK</b>	<b>3,812</b>	<b>4,118</b>

\* Investment Management Association

<sup>29</sup> 這裡的年度數據尚未考量 2008 年全球股災導致權益資產價值下跌的情況。



\*\* excluding private clients

\*\*\* Figures have been adjusted to take account of double-counting

Source: IMA, ComPeer, Eurohedge, BVCA, IPD, IFSL estimates

資料來源：International Financial Services London

英國具備許多成為資產管理中心的有利條件。除了多元創新的管理型態與策略，專業的人才匯集更是吸引資金的主要因素。該產業擁有相當豐富的顧客群，如機構法人、高所得客戶及海內外客戶等，使得其規模穩定成長且資金來源不虞匱乏。根據投資管理協會(IMA, Investment Management Association)於 2007 年底的統計，法人客戶約佔 76%，零售基金客戶約為 23%，其餘為高所得客戶。而法人客戶中有相當高的比例來自於退休基金與保險公司，分別佔其中的 38%與 33%。客戶群聚於此的原因和該國自由、開放、歷史悠久且具備高度流動性的金融市場有很密切的關係。此外，英國金融業的基礎建設相當完備，資訊、法令、交通等著實強化該國資產管理產業的競爭力。

雖然世界資產管理公司的規模(以總資產衡量)排名中，英國僅有巴克萊國際投資管理(Barclays Global Investors)公司入榜；然而從表 4-2-2 的統計結果可知在該國排名前十大的基金公司旗下所管理的資產均有接近百億英鎊以上的水準。其中，金融資產服務公司(LGIM, Legal & General Inv. Management)和巴克萊所管理的資產更接近三百億英鎊。近年來的該產業的領導公司的市場佔有率相當穩定，市場集中的程度不明顯，前十大公司約佔其規模的 50%。

表 4-2-2 英國的大型資產管理機構

---

**Largest UK fund management organisations**

---

assets under management, end-2007, £bn

---

Legal & General Inv. Management	293
Barclays Global Investors	271
State Street Global Advisors	182
M&G Securities	162
Morley Fund Management	149
JP Morgan Asset Management	142

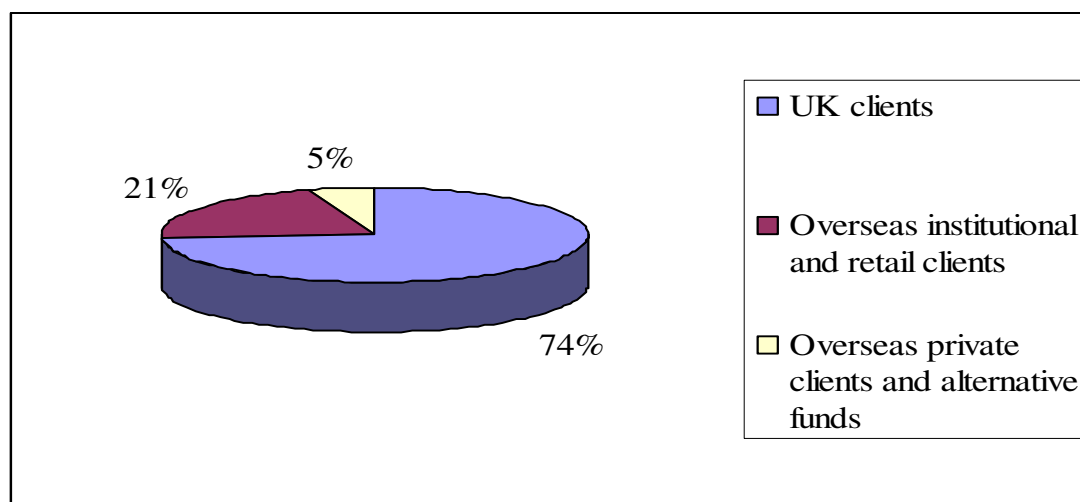
Standard Life Investments	120
Insight Investment	109
Scottish Widows Investment Partnership	98
BlackRock Investment Management	96

Source: Investment Management Association

資料來源：International Financial Services London

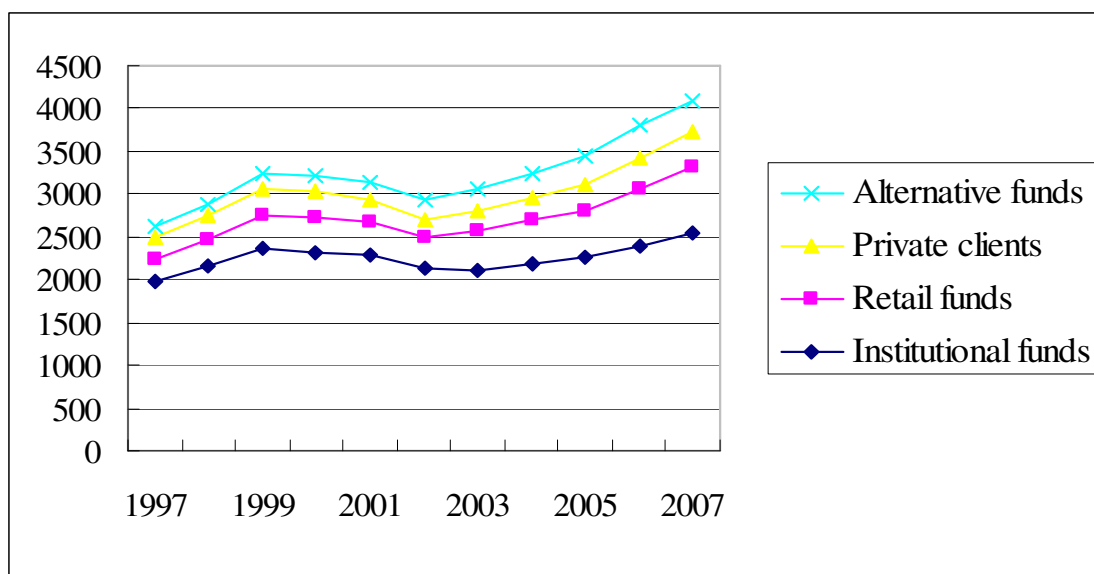
就客戶層面而言，英國資產管理業的客戶範圍很廣，可分為本土與海外客戶及法人與散戶客戶來探討。IMA 的統計指出，英國管理的海外客戶資產高達 1 兆英鎊。根據圖 4-2-2 的圖示，英國的資產管理業務呈現多樣化且國際化的特色，超過 25% 的基金來自海外。另一方面，機構法人客戶包含保險基金、退休基金及信託基金等等為最大宗的客戶，佔所有客戶的三分之二；次多的客戶為一般零售的共同基金和信託基金客戶，約佔 17%；另外，私人客戶基金及其它基金各佔 10%；其近年來以客戶別繪製的成長曲線詳見圖 4-2-3。

圖 4-2-2 英國資產管理產業客戶比例圖



資料來源：International Financial Services London

圖 4-2-3 英國基金的成長趨勢圖



資料來源：International Financial Services London 單位：億英鎊

在法人客戶方面，英國管理的退休基金資產僅次於美國及日本，在 2007 年底以 979 億英鎊的市值排名全球第三(佔 11%)。近年來其退休基金產業受到不少法令及會計準則改變影響，並由確定給付制轉為確定提撥制。而英國管理的保險公司基金同樣次於美、日排名全球第三，約佔該國資產管理產業的 20%；其資金來源主要來自於保險公司長期保單的保費收入。法人客戶投資的標的中，權益約佔 44%，債券約佔 37%；且固定收益證券持續獲得越來越多的青睞。另一方面，法人客戶的投資標的開始朝向多角化前進。雖然私募基金、商品基金以及基礎建設基金所佔的投資比重仍不超過 0.3%，但其比重呈現逐年增加的趨勢。

英國的零售基金包含了在英國本地註冊的基金以及在英國境外註冊的基金，在 2007 年底的規模分別為 468 億和 540 億英鎊。英國註冊的基金有單位信託(unit trust)、開放型基金、投資信託及其它零售商品，境外註冊的基金則有集合投資帳戶(UCIT)和指數型基金(ETF)等。然而，次貸風暴已明顯的削弱投資人的信心；以英國註冊的基金為例，至 2008 年 8 月截止的資料，其規模縮水了 7% 來到 427 億英鎊的水準。

在高所得客戶方面，英國為高所得客層的海內外財富管理中心。在 2007 年

底管理的資金達到 0.4 兆，相較於前一年成長逾 10%。根據美林(Merrill Lynch)<sup>30</sup>與凱捷(Cap Gemini)出版的世界財富報告中，高所得族群的投資標的主要集中在英國本土極為發達的股市與債市，各佔 33%和 27%。IFSL 的研究報告指出，倫敦之所以可以成為個人財富管理的中心，除了法令、監理環境良好，投資顧問專業建議的可獲得性以及成長中居住在倫敦國際顧客群都是關鍵的因素。另外，共同基金規模雖然達到 950 億英鎊，但規模則遠不及美國。

英國資產管理業界的一種提供財務諮詢的方式相當特別。個人投資、房貸、利率和稅務規劃經常透過個別財務顧問公司(IFA, Independent Financial Advisers)。個別財務顧問公司散落於英國各地，並非由投信投顧或金融集團的分支機構經營。雖然如此，投資人仍可透過網站如(SearchIFA)找到在居住地開設的財務顧問公司。且英國的基金銷售管道也由 IFA 主導，不同於其它歐陸國家如德國、法國和西班牙等大多透過銀行銷售。

在產品設計面，英國設計出最為人所熟知的產品就是巴克萊銀行旗下的巴克萊環球投資設計的指數基金 iShares ETF。iShares 是全球交易所買賣基金(ETF)的領導者，計有 340 檔 ETF，在全球各地的證券和商品交易所買賣。iShares ETF 綜合了股票、共同基金和指數投資的優點，如穩定的報酬、多角化投資、充裕的流動性、標的多元且橫跨各國市場等等。此外，英國大量培訓的計量財務(quantitative finance)人才對於其計量基金和對沖基金的設計亦多所助力。

英國資產管理業可選擇的投資標的包含了海內外的股票、債券、房地產和現金等。但近幾年來，對於非傳統的投資標的如商品(commodities)交易等的需求亦逐漸增加。以機構法人基金的資產配置來看(見表 4-2-3)，約有 44%投資於股市，37%投資於債券，10%左右的現金以及 5%左右投資於房市。在退休基金資產配置的策略部份，雖然各國都以股票和債市為主，但其實比重不盡相同。圖 4-2-4 顯示以橫斷面觀之的資產配置權重跨國比較中，英國資產管理配置相對集中於股市，債市權重和美國與澳洲均屬較低的一群。而在時間趨勢面的變化，其投資於

---

<sup>30</sup> 已於 2008 年 9 月 14 日為美國銀行收購。

英國的股市的比重呈現一個快速下滑的走勢，而投資於債市及海外證券的比重則呈現緩步的增加(見圖 4-2-5)。

綜合而言，這可能代表原本風險趨避程度較小的英國退休基金正朝向平衡型投資策略發展。

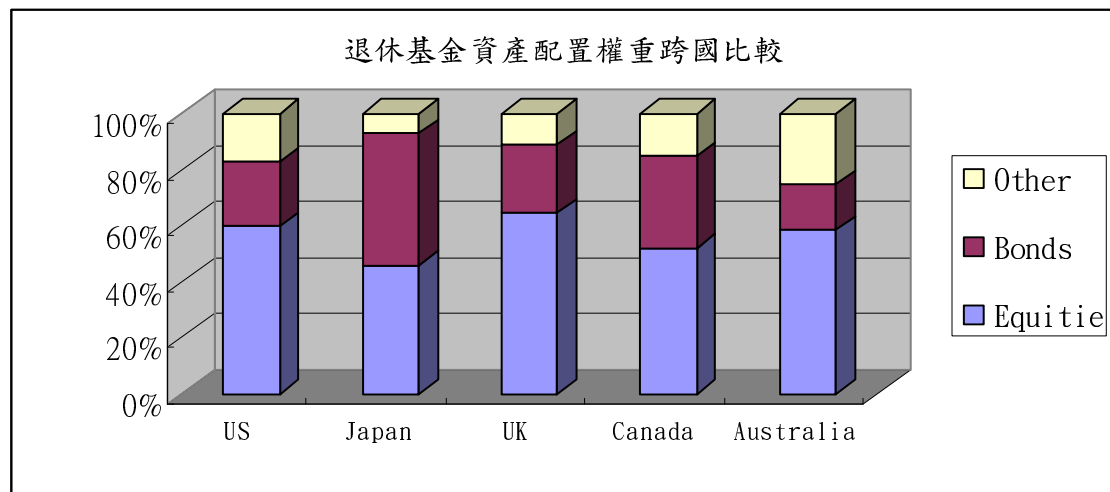
表 4-2-3 英國機構投資人的資產配置表

Asset allocation in the UK by institutional client type					
% share of total assets under management, 2007					
	Corporate Pension funds	Insurance	Local Authority	Charity	Total
Equities	54.0	33.3	37.0	69.3	44.3
Bonds	34.8	47.0	46.4	22.4	37.2
Cash	3.5	15.4	8.0	5.1	10.5
Property	2.9	2.1	7.7	0.3	4.6
Other	4.7	2.2	1.0	2.8	3.4

Source: Investment Management Association

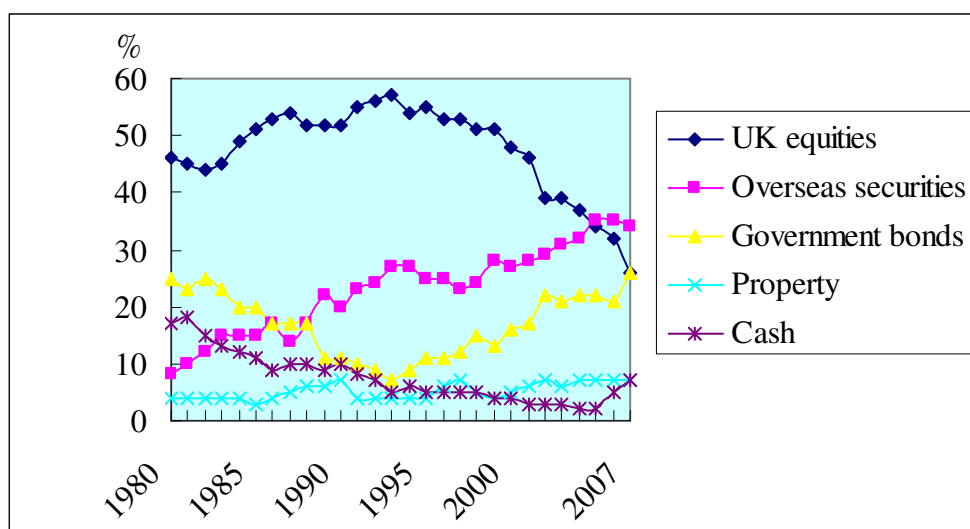
資料來源：International Financial Services London

圖 4-2-4 退休基金跨國資產配置權重比較圖



資料來源：International Financial Services London

圖 4-2-5 英國退休基金的資產配置趨勢圖



資料來源：International Financial Services London 單位：億英鎊

英國資產管理業的研究與分析的價值活動中，可區分為買方和賣方來看。在賣方 (sell-side) 部份，除了來自大型投資銀行底下的券商分析師的研究報告，個別證券研究公司 (independent equity research firms) 也會提供市場投資人其研究結果。基於市場區隔的需求，許多個別證券研究公司會避開與投資銀行研究部競爭，轉向以中小市值的股票為研究標的。然目前的賣方研究報告為數眾多且品質不一，常見的問題包含缺乏創新、抄襲其它公司報告或是學術界發現的從眾行為屢見不鮮；提升證券研究報告品質才是提高附加價值的關鍵。另一方面，買方 (buy-side) 部份則是基金公司內部分析師提供基金經理人投資決策的研究報告，不在市場流通。

在資產管理的中後台部份，包含了結算、交割與保管等業務。英國的結算交割系統有二，分別是 CRESTCo Ltd 公司的 CREST 及倫敦票據交換所 (LCH) 與 Clearnet 合併後的 LCH.Clearnet。CRESTCo 目前已經是世界最大的證券、債券和基金交割系統 Euroclear 集團的一部份，與集團另一公司 EMXCo 提供英國基金交易的電子化和標準化交割平台。而保管業務除了某些基金公司承作，主要在少數跨國大型金融集團公司的交割銀行手中，包含了花旗和摩根大通；但這部份市場正逐漸被設點於英國的一些美國銀行和信託機構搶食。

英國其中一項資產管理業務的強項在於避險基金，倫敦已成為僅次於紐約的全球第二大的避險基金中心，且取得全歐洲 80% 的市場。在避險基金管理、主要經紀業務(prime brokerage)、保管及稽核等業務，倫敦都有極大的優勢；特別是進入資金障礙相當高的主要經紀商，大多須由資本雄厚的投資銀行擔任。

英國資產管理產業的人力資源主要配置於投資組合管理。根據 IMA 的估計，英國的資產管理事業在 2007 年年底為止約聘用了 25,500 名員工。其中約有 25% 投入於投資組合管理業務，20% 從事行銷和客戶服務活動，其餘的人力則投入於基金會計與一般管理、法務與內部控制、監理以及股務和結算交割等交易活動。

雖然信用危機風暴肆虐，但資產管理業的損失並不如銀行業慘重。即便如此，這次的金融危機對於業者還是造成了一些衝擊與教訓。IMF 的資產管理調查中，業者認為往後對於風險的評估必須更謹慎，產品的設計也必須更小心。無論如何，全球股市的崩跌影響了投資人繼續投入資本的意願，業者必須仔細觀察並追蹤英國儲蓄率的變化，針對投資人需求適時地調整產品及行銷策略。

### 三、案例-英商巴克萊環球投資公司

英商巴克萊環球投資公司為巴克萊銀行旗下負責投資管理業務的子公司；其前身為富國日興投資顧問公司，於 1996 年與巴克萊銀行合併。以總資產計算的話，巴克萊環球投資為全球規模最大的資產管理業者；根據 2008 年 6 月的資料，其管理的資產高達 1.9 兆美元。巴克萊環球投資管理總部設於美國舊金山，並於倫敦、東京、雪梨等地設有研究部門。

身為被動型投資管理的先鋒，巴克萊環球投顧以發展指數型基金(ETF, Exchange-traded fund)著稱，其品牌為知名的 iShares。其中許多檔指數基金國內都可以申購，如標準普爾 500 指數基金和多檔的摩根史坦利資本國際公司(MSCI)開發的歐亞地區或各國指數等。另一方面，巴克萊環球投顧的積極型投資管理業務於西元 2000 年後亦呈現大幅成長，在 2006 年時已超過其營收的二分之一。巴

克萊的另外兩項重要的業務為避險基金與退休基金。根據投資顧問集團 Alpha 的統計，巴克萊為全球第九大的避險基金管理公司，並為全美第一；而 Pension and Investments 的統計，巴克萊 2007 年在美國確定給付制退休基金的管理規模排名第五，確定提撥制退休基金排名第二(2008 年資料)。

巴克萊的客層除了共同基金與指數基金的申購者，還有遍及全球 50 個國家約 3000 餘家的法人機構。在退休基金方面，全球前 300 大的退休金約有三分之一為其客戶。要開發並維持如此多國的客層相當不易，跨國業務的特殊性、客戶的個別需求以及不容忽視的時區問題，巴克萊均能有效地做好客戶管理。表 4-2-4 顯示巴克萊環球投資公司以客戶別區分管理的資產總額。

表 4-2-4 巴克萊環球投資公司以客戶別區分管理的資產總額

Client Type	AUM(\$ billions)
Public	650
Corporate	655
Other	137
Retail	457
Non-profit	45
Taft-Hartley union/multiple employer organization	23
Total	\$1,967
Note: Managed assets only. Assets and exchange rates as of June 30, 2008	

資料來源：巴克萊環球投資 BGI 官方網站

不論客戶屬於被動型投資人或想要採取積極型投資，巴克萊環球投資總是有充裕的產品或投資標的滿足其需求。無論是積極型或是被動型投資者，都有權益和固定收益基金可供挑選；而各基金的投資策略、資產配置都有其特長。此外，投資人尚有許多其它類別的基金可供選擇，如具高度流動性的貨幣市場基金、追求絕對報酬的市場中立基金、有高度成長潛力的商品市場基金以及衍生性商品基



金等。巴克萊環球投資管理的資產以類別區分呈現於表 4-2-5。

表 4-2-5 巴克萊環球投資公司以資產類別區分管理的資產總額

Asset class	AUM(\$ billions)
Equity	1,227
Fixed income	416
Multi-asset	44
Cash	220
Other	15
Commodities	8
Currency	32
Derivatives	4
Real Estate	1
Total	\$1,967
Note: Managed assets only. Assets and exchange rates of June 30, 2008.	

資料來源：巴克萊環球投資 BGI 官方網站

### 第三節 澳洲

#### 一、基本經濟數據

##### (一)人口

截至 2008 年底澳洲有 2,134 萬人，在年齡層分佈情況，根據澳洲統計局的資料，主要由於國民壽命延長和生育率下降，此一趨勢顯示澳洲人口有迅速老化的情形，年齡達到 85 歲或以上者，在過去一年內增加超過 5%，在過去 20 年內，成長率高達 156%，較同期內整體人口成長率 30% 高出甚多。澳洲統計局資料亦反映澳洲其他年齡組別成長比例較少。其中 0 歲至 4 歲之年齡組別，只增加 0.03%，15-64 歲組別則增加 1.4%。事實上，自 1981 年以來，兒童人口佔總人口比率下降 20% 至 25%。與此同時，15-64 歲和 65 歲以上組別，則分別上升 2% 和 3% 至 67% 及 12%。

##### (二)所得

據澳洲統計局及外交貿易部發布之資料<sup>31</sup>，澳洲 2007 年 GDP 達 1 兆 188 億 2,300 萬澳元，經濟成長率 3.9%，平均每入國民所得 4 萬 8,463 澳元，全年商品出口金額 1,680 億 5,500 萬澳元，進口金額 1,877 億 9,600 萬澳元，貿易赤字 197 億 4,100 萬澳元，各產業佔 GDP 之比例分別為，農業 2.09%，製造業 10.05%，服務業 72.13%，其他 15.70%。

##### (三)消費者物價指數；失業率與基本利率

澳洲 2007 全年通貨膨脹率為 3.0%；平均失業率僅 4.0%，為 30 年來最低紀錄<sup>32</sup>，以 2007 年 11 月的資料，澳洲的基本利率仍維持在 6.75% 的高水準，不過最近受到全球金融環境的影響，澳洲央行也連續四個月調降利率來避免經濟衰

---

<sup>31</sup> 參考澳洲統計局(<http://www.abs.gov.au/>)；澳洲外交貿易部([http://www.dfat.gov.au/facts/global\\_economy.html](http://www.dfat.gov.au/facts/global_economy.html))

<sup>32</sup> 受到全球金融海嘯之影響，澳洲統計局(ABS)於 2009 年 3 月 4 日公佈澳洲 2008 年第四季國民生產總值(GDP)數據，經季節性調整後仍存 0.5% 之衰退，因此 2008 年澳洲 GDP 之成長率僅為 0.3%，比政府原預估之 1.2% 成長率為低。該數據顯示，澳洲受到出口需求抑制所影響，澳洲經濟已陷入衰退，係自 2000-2001 年財政年度該國引入商品稅及服務稅後首次呈現經濟衰退。

退。截至2009年3月4日為止，澳洲的基本利率是3.25%，這是四十多年來最低水準。

#### (四)金融環境

澳洲是亞太地區第三大經濟強國，僅次於日本、中國大陸之後。澳幣是世界排名第八活躍的貨幣，根據世界證券交易所聯合會(World Federation of Exchange. WFE) 2007 年 Annual Report 的資料，就市值而言，全球排名前 3 名為紐約、東京、那斯達克，亞太地區排行前 3 名為東京、上海、香港，澳洲交易所則為全球第 14、亞太第 6(表 4-3-1)。

表 4-3-1 證交所市場規模比較 (2007 年 12 月) 單位:USD millions

證交所	市值(2007 年底)	排名 2007	排名 2006	排名 2005	排名 2004
NYSE	15,650,832.5	1	1	1	1
Tokyo SE	4,330,921.9	2	2	2	2
NASDAQ	4,013,650.3	3	3	3	3
Euronext	4,222,679.8	4	5	6	5
London SE	3,851,705.9	5	4	4	4
Shanghai SE	3,694,348.0	6	21	21	21
HK Exchange	2,654,416.1	7	9	9	10
TSX Group	2,186,550.2	8	7	7	8
Deutsche Borse	2,105,197.8	9	8	8	7
Bombay SE	1,819,100.5	10	16	16	18
BME Spanish Exchange	1,799,834.0	11	10	10	9
National Stock Exchange India	1,660,096.9	12	19	18	19
Sao Paulo SE	1,369,711.3	13	18	20	20
Australian SE	1,298,315.0	14	13	12	13
Swiss Exchange	1,271,047.7	15	11	11	11
OMX	1,242,577.9	16	14	13	14
Korea Exchange	1,122,606.3	17	15	15	17
Borsa Italiana	1,072,534.7	18	12	14	12
JSE	828,185.3	19	17	17	15
Shenzhen SE	784,518.6	20	23	23	23
Taiwan SE Corp	663,716.0	21	20	19	16
Singapore Exchange	539,176.6	22	22	22	22

註：灰底為亞太地區交易所

資料來源：2007 WFE Annual Report, World Federation of change

另外就集資能力而言，全球排行前 3 名為上海、紐約、印度，亞太地區排行前 3 名為上海(2007 年 12 一度躍為全球第 1)，上海、印度、香港，澳洲交易所

則為全球第 19、亞太第 8(表 4-3-2)。

表 4-3-2 證交所集資(New Listing)能力比較 (2007 年 12 月) 單位:USD millions

證交所	市值(2007 年底)	排名 2007	排名 2006	排名 2005	排名 2004
Shanghai SE	1,576,732.2	1	23	23	15
NYSE Group	244,515.0	2	2	1	1
National Stock Exchange India	173,800.2	3	—	—	—
HK Exchange	155,199.0	4	5	5	5
London SE	144,694.6	5	1	3	6
BME Spanish Exchange	124,107.9	6	7	12	4
Sao Paulo SE	107,679.1	7	12	10	20
Bombay SE	95,527.8	8	—	—	—
Shenzhen SE	74,655.3	9	25	41	27
Euronext	65,213.5	10	10	2	2
Nasdaq	52,158.0	11	—	—	—
TSX Group	45,109.6	12	4	4	3
Korea Exchange	45,059.6	13	19	20	11
Borsa Italiana	36,493.4	14	17	7	9
Tokyo SE	35,969.3	15	8	6	7
Luxembourg SE	29,225.0	16	3	22	18
Deutsche Borse	29,210.0	17	18	19	26
Singapore Exchange	18,806.0	18	22	17	24
Australian SE	17,470.0	19	6	6	8
Oslo Bors	16,876.4	20	9	21	31
Taiwan SE Corp	15,916.1	21	28	31	14

註：灰底為亞太地區交易所

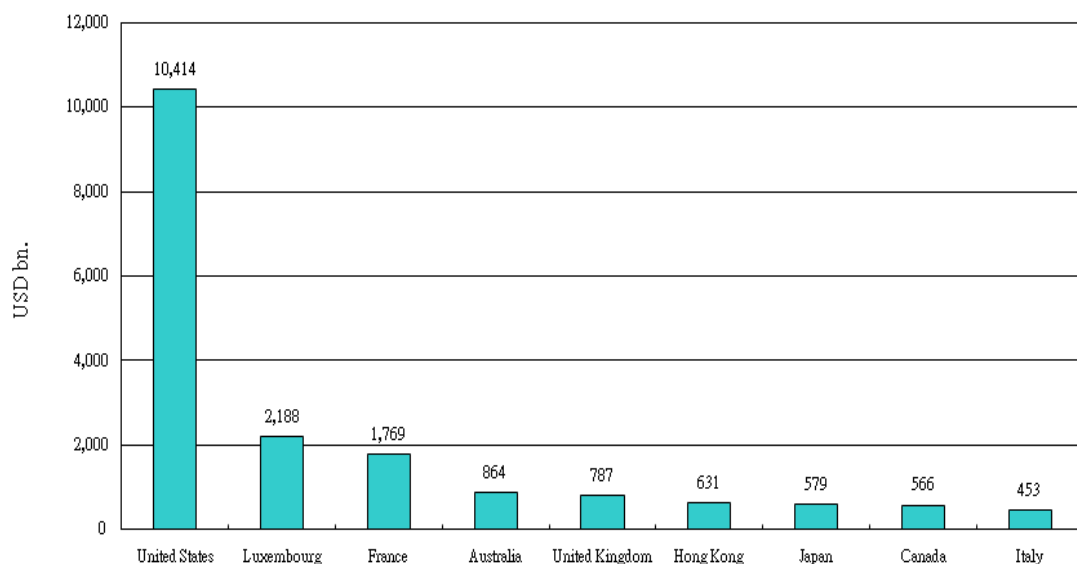
資料來源：2007 WEF Annual Report, World Federation of Exchange

自 20 世紀 90 年代中期以來，澳洲已經吸引了很多全球金融機構。以澳洲 Superannuation 退休基金為基礎，加上澳洲市場的高流動性與完善制度，已使其成為亞太地區基金管理的中心，並吸引越來越多私人銀行業務。根據 2007 年 Investment Company Institute fact book，澳洲的投資基金庫是亞洲最大的，在世界上排第四，僅次於美國、盧森堡和法國(圖 4-3-1)且澳洲主要的優勢在於世界級的退休金制度、投資管理、法人及零售部門提供快速增長的投資需求，由於這些金融機構的服務，也促進澳洲證券及衍生性市場的發展，尤其在資產擔保證券、不動產投資信託基金、指數股票和店頭的衍生性商品、公司債及避險基金等產品，被視為區域性的領導地位。

目前澳大利亞受管理的基金約為 1 兆澳幣，根據 ASSIRT RESEARCH 報

導，這一金額預計在 2015 年將達到 2.5 兆澳幣。這個基金庫的增長，給國際金融機構提供了巨大的商機，它的規模加上本地的經濟實力，提供了抵抗全球經濟波動的能力。在外匯市場方面，澳大利亞是亞太地區成長最快的外匯交易處理中心，所有幣種的每日平均交易總額將近千億美元。國際重量級機構，如：Citigroup，Deutsche Bank 及 Morgan Stanley 已在澳大利亞設立其亞太地區主要的外匯交易處理中心和後台運作。澳洲在亞太地區佔據有利的地理位置，可以和亞洲大部分國家共用地區市場的交易時區，在亞洲及世界經濟上均有其相當影響力。

圖 4-3-1 全球共同基金淨資產 2006 年底概況



資料來源：2007 ICI Fact Book, Investment Company Institute

2007 年澳洲的國民生產毛額超過 1 兆澳幣，而其金融保險產業為澳洲經濟第三大產業，占總產值 7.8%，從 1986 年至 2006 年平均年成長率為 4.8%，優於所有產業的平均值 3.5%，為表現最佳之產業，且股票市值超過 1.4 兆澳幣，受管理的基金超過 1 兆澳幣，其金融保險產業主要分為零售銀行、保險公司、基金管理業及投資銀行，其次為避險基金、私募基金。而基金管理業為澳洲金融服務業主要核心，從 1992 年至今其資產規模成長五倍，年成長率約 11%，管理基金在 2007 年已超過 1 兆澳幣並期待 2015 年成長至 2.5 兆澳幣；零售銀行亦相當成熟

市場，市場上有不少成功的企業如 ING 提供一個低成本的網路交易平台使其國內市場占有率約 7.5%；加上投資銀行，澳洲 2006 年 2007 年併購金額在亞太地區排名第一，全球排名第七，而且證券化市場在住宅抵押擔保證券帶動之下，近年來快速發展，在亞太地區排名第一，全球排名第三，僅次於美國及英國；另避險基金規模達 620 億澳幣，2001 年避險基金機構法人投資僅占 3%，但 2005 年成長至 32%，僅次於歐洲 35% 優於北美 27%。

## 1、澳洲股票市場<sup>33</sup>

### (1) 股票市場規模

澳洲股票交易所(ASX)和雪梨期貨交易所(SFE)於 2006 年合併成立澳洲證券交易所(ASX)，合併後 2006 年的股票市值除了日本之外，在亞洲排名第一，合併後雙方仍依主管機關澳洲證券及投資管理委員會(ASIC)制定之法令對各自市場負監督之責。新 ASX 集團包括交易(ASX 及 SFE)、結算(澳洲結算所及雪梨結算公司)及交割保管(ASX Settlement and Transfer Corporation and Austraclear)。另外澳洲股票交易所的公司家數也逐年增加，截至 2007 年年底共有 1,998 家公司在澳洲股票交易所掛牌交易(表 4-3-3)。

表 4-3-3 澳洲股票交易所(ASX)上市公司家數

年度	公司家數	國內公司	國外公司
2005	1,714	1,643	71
2006	1,829	1,751	78
2007	1,998	1,913	86

資料來源： WEF Annual Report, World Federation of Exchange

### (2) 市值成長

近年來澳洲股票市場市值大幅增長，主要係因首次公開募股(Initial Public Offerings, 簡稱 IPOs) 增加、國家經濟成長及股票價值增加所致。根據 ASX 資料顯示 2006 年 6 月 30 日上市家數 1,764 家，總市值為 1 兆 7,220 億澳幣，IPO

<sup>33</sup> 相關數據資料參看，行政院金融監督管理委員會證券期貨局，2007 年金融人才菁英培訓班澳洲研習報告，劉稽核純斌、蔡稽核雅雯出國報告。

最近 1 年成長 55.3%，較 2002 年增加 10 倍(表 4-3-4；表 4-3-5)。

表 4-3-4 澳洲股票交易所(ASX)市值成長

單位：十億元澳幣

年度	本國公司上市市值	上市公司總市值 (含國內外公司)
2002	682.1	991.6
2003	838.6	1,162.8
2004	960.0	1,413.3
2005	1,207.3	1,722.0
較前一年度變動%	25.8	21.8

資料來源：Australian Securities Exchange-Stock Market Information<sup>34</sup>

表 4-3-5 澳洲股票交易所 IPO 成長

單位：十億元澳幣

年度	IPO 資本增加
2001	2.86
2002	5.96
2003	12.75
2004	14.88
2005	23.11
較前一年度變動%	55.3%

資料來源：Australian Securities Exchange-Stock Market Information<sup>35</sup>

### (3)流動性與成交值

澳洲國內股票市場成交值在 2007 年的表現，雖非亞太地區最具流動性的國家，但是 2006 年每日平均成交值的表現與香港不相上下，且為新加坡的四倍。

表 4-3-6 亞洲主要證券市場股票成交值週轉率

單位：百萬美元

交易所	2007 每日平均成交值	2006 每日平均成交值
Australian SE	1,371,744.9	859,573.8
Hong Kong SE	2,136,910.2	832,400.1
Korea Exchange	2,005,993.8	1,342,085.8
Shanghai SE	4,069,485.1	736,357.0
Shenzhen SE	2,103,017.7	422,639.6
Singapore SE	381,288.7	180,242.7
Tokyo SE	6,476,147.9	5,822,821.9
Taiwan SE	1,010,064.7	736,469.4

<sup>34</sup>參考 <http://www.asx.com.au/index.htm>

<sup>35</sup>參考注釋 2

資料來源： WEF Annual Report, World Federation of Exchange

#### (4)多樣化上市證券

在澳洲具發展性新的資產分類如不動產投資信託，上市財產信託(LPTs)及證券架構，增加 ASX 相當大的深度，為投資提供更多的機會，其聞名的礦業能源及農業現僅佔澳洲股票市場市值 26%，而金融產業已高居 36%，由於澳洲有相當大的基礎商品產業，吸引大型投資銀行基金及風險管理業者進駐，其 REITs 市場僅次於美國，在 ASX 掛牌的上市財產信託佔全球上市財產信託約 12%，ASX 並提供澳洲 REITs 指數小型期貨合約，以增加其流通性(表 4-3-7)。

表 4-3-7 亞太地區不動產投資信託市場

單位:兆美元

國家	信託數	市值
澳洲	72	123.7
日本	40	41.5
新加坡	15	12.6
香港	5	6.8
台灣	7	1.8
馬來新亞	7	0.7

資料來源：Australian Securities Exchange-Stock Market Information

#### (5)權益性質之衍生性商品

ASX 為亞洲主要金融中心最大之衍生性交易所，提供多種商品包括指數期貨、單一股票期貨、指數期貨選擇權、單一股票選擇權、指數選擇權等(表 4-3-8；表 4-3-9)。

表 4-3-8 亞太地區股票選擇權合約交易量

單位:百萬美元

交易所	2007 股票選擇權交易量	2006 股票選擇權交易量
Australian SE	418,957	312,631
Hong Kong SE	338,971	88,371
Exchange India	84,760	44,479
Tokyo SE	11	21
TAIFEX	24	31

資料來源：2007 WEF Annual Report, World Federation of Exchange



表 4-3-9 澳洲權益/權益衍生性市場成交值

權益/權益衍生性市場	2005-06 年成交值(10 億元澳幣)	較前一年變動百分比
ASX 股票	1,012	25.6
ASX 選擇權	472	33.1
SFE 期貨及選擇權	764	32.4
OTC 權益衍生性	25	27.1

資料來源：Australian Securities Exchange-Stock Market Information

#### (6)證券經紀商

有 100 家參與且前 10 大證券商成交值占總成交值 73.49%。

表 4-3-10 股票成交值前 10 大證券商

證券經紀商	成交值%
UBS	10.39
Macquarie Bank	10.09
Citygroup	8.81
Deutsche	7.63
Credit Suisse	7.34
Goldman Sachs JBWere	7.25
Merrill Lynch	7.10
ABN AMRO	5.84
JPMorgan	4.65
Morgan Stanley	4.39
總計	73.49

資料來源：Australian Securities Exchange-Stock Market Information

#### (7)投資人結構

國內機構法人及個別投資人各佔 39%及 26%，國外法人占 35%，澳洲基金產業為亞洲最大(排除日本)，由於該國採取強制性提撥私人退休金，導致基金規模不斷成長中。

### 2、澳洲債券市場

#### (1)市場規模

澳洲國際債券市場為亞洲最大、國內債券市場則名列第四僅次於日本、中國大陸及南韓。根據國際清算銀行(Bank for International Settlements)2006 年季刊

表示，因澳洲國內固定收益市場熱絡、國際投資人對澳幣的需求、貨幣交換市場的重要及殖利率對國際投資人的重要，澳洲國際債券發行金額超過總債券市場發行金額的一半，在亞太地區屬最高。

澳洲債券市場的另一特色為非政府債券發行金額為政府債券發行金額之 6 倍(6,912 億澳幣對 1,106 億澳幣)非政府債券市場中，資產擔保債券發行金額為政府債券發行金額之 1.5 倍。

表 4-3-11 2006 年 12 月澳洲長期債券發行金額

在國內發行非政府債券之發行者	10 億元澳幣
銀行及其他金融公司	69.5
非金融公司	47.7
資產擔保證券	105.4
非居住者	90.2
在國外發行非政府債券之發行者	
銀行及其他金融公司	223.5
非金融公司	81.5
資產擔保證券	73.4
政府債券之發行總額	691.2
非政府債券之發行總額	110.6
非居住者	73.1
合計	874.9

資料來源：Australian Securities Exchange-Stock Market Information

## (2)成長與流動性

澳洲債券市場較 2001 年成長 1 倍，主要係來自非政府債券的增加，由於澳洲強制私人退休金制度，造成投資基金由 1,420 億元澳幣增加至 1 兆 960 億澳幣，整個澳洲基金管理產業發展蓬勃，驅使債券市場需求增加，非政府債券成交值較上一年度增加 60.5%，接近政府債券成交值，其中資產擔保債券成交值占非政府債券成交值約 1/3，另債券衍生性商品成交值約占實體市場 8.8 倍，為亞太市場之冠。

表 4-3-12 澳洲債券市場及衍生性市場成交值

	年成交值 2005-06 (10 億澳幣)	較前一年變動百分比
實體市場成交值		
政府債券	875	16.9
非政府債券	613	60.5
資產擔保債券	195	185.2
可議價及轉換	3936	17.3
小計	5425	20.9
衍生性市場成交值		
附買回	13439	4.8
交換	4633	-6.3
遠期利率合約	3135	21.2
利率選擇權	215	-23.5
信用衍生性	89	93.4
利率期貨選擇權	26291	17.0
小計	47803	10.8
合計	53227	11.7

資料來源：Australian Securities Exchange-Stock Market Information

### (3)期貨與選擇權

雪梨期貨交易所為利率衍生性市場，以 90 天商業本票及 3 年或 10 年國庫券為基礎之利率期貨及選擇權為主，其 90 天商業本票成交量在世界短期利率合約成交量排名第五，而 3 年或 10 年國庫券成交量在世界長期利率合約成交量排名分別為第 10 及 12 名。

### (4)參與者

澳洲債券市場參與者包括國內外銀行、基金管理業者及政府機構。

表 4-3-13 澳洲政府債券交易對手型態

交易對手	年成交值 (10 億元澳幣)	占市場總成交值百分比
Survey respondents	135.6	15.5
其他銀行	151.9	17.4
內部交易	187.8	21.5
基金管理者	148.1	16.9
政府	141.0	16.1
其他	110.4	12.6
合計	874.8	100

資料來源：Australian Securities Exchange-Stock Market Information

### 3、澳洲外匯市場

#### (1)規模成長

自從 1983 年澳幣改採浮動匯率後，其外匯市場在全球為最具流動性市場之一，根據國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)2004 年 4 月的調查，澳洲外匯市場成交值在全球排名第七，近年來不斷的擴張，2006 年 4 月日平均成交值 2,160 億澳幣，較 2005 年成長超過 50%，主要係市場將外匯視為資產的趨勢，以及避險基金的成長所致，2006 年 9 月非澳幣交易量已占整個澳洲外匯市場 50%成交量。

#### (2)各種貨幣配對現況

澳幣對美元已成為世界第 4 個最活絡的交易配對，在澳洲澳幣對美元成交值占 36.9%，其他的貨幣如歐元對美元、美元對日幣、美元對其他，合計成交值占 42.5%，雖然澳幣對美元在其外匯市場最活絡，但歐元對美元成交量已從 2001 年之 10.1 不斷地成長至 2006 年之 17%。

表 4-3-14 各種貨幣配對成交值現況

交易對手	澳幣(10 億)	百分比
AUD/USD	78.1	36.9
EUR/USD	35.9	17.0
USD/Other	30.9	14.6
USD/JPY	23.0	10.9
USD/NZD	17.2	8.1
USD/Other Asian	6.0	2.8
AUD/Other	5.9	2.8
AUD/JPY	2.7	1.3
AUD/NZD	2.0	1.0
Other Currency Pairs	9.6	4.6
Total	211.3	100

資料來源：2007 WEF Annual Report, World Federation of Exchange

### (3)結算與交割

澳洲有 4 個主要結算與交割機構，Austraclear, ACK,ASTC and SFECC 皆為 ASX 之子公司。

表 4-3-15 澳洲結算與交割機構

結算機構	結算市場
Austraclear	Debt Securities
Australian Clearing House(ACH, formerly known as ASX Settlement and Transfer Corporation (ASTC)	ASX Equity Options ASX Equities
SFE Clearing Corporation (SFECC)	SFE Futures and SFE Options

資料來源：本研究整理

### 4、澳洲金融市場的主管機關

#### (1)澳洲聯邦儲備銀行(Reserve Bank of Australia, RBA)

成立於 1959 年，主要負責制定澳洲之貨幣政策(monetary policy)及促進付款系統效能並肩負穩定金融市場之重要任務。

#### (2)澳洲金融監督管理局(Australian Prudential Regulation Authority, APRA)

成立於 1998 年，APRA 的監理特色強調功能性管理，為監督澳洲境內之銀行、保險公司、再保公司及退休基金等相關業務的單一監理機構，職權包括制定所有金融政策目標與策略。

#### (3)澳洲證券暨投資監察委員會(Australian Securities and Investments Commission, ASIC)

成立於 1989 年，主要負責證券市場、金融商品的消費者保護及一般公司的管理，包括澳洲境內公司治理及金融市場，並提供投資人一個健全且值得信賴之金融市場。

#### (4)澳洲公平交易委員會(Australia Competition and Consumer Commission, ACCC)

負責公平交易等相關議題。

## 二、澳洲基金管理架構

依據澳洲公司法規定，所有欲在澳洲提供財務金融服務(如銷售金融商品、提供造市服務、保管業務等)之公司，均須取得澳洲金融服務執照(Australian Financial Services Licenses，簡稱 AFSL)。澳洲主要將基金分為兩種管理架構，在一般基金管理方面，主管機關為澳洲證券及投資監察委員會(Australian Securities and Investments Commission，簡稱 ASIC)，退休基金(Superannuation)之主管機關則為澳洲金融監督管理局(Australian Prudential Regulation Authority，簡稱 APRA)。

澳洲之一般基金銷售主要分為一般零售(etail)，及銷售給大額投資人之批發銷售(wholesale)兩種；ASIC 對一般零售之監管採取較嚴格之規定，要求資訊即時並充分地揭露(例如銷售手續費、經理人費及基金相關費用等)，而對於批發銷售則採較寬鬆的管理，除訊息揭露的時效性不若零售嚴格，在基金募集時亦無需提供制式資訊，只需依據與大額投資人之間之協定提供相關資料。至退休基金管理，APRA 亦要求受託基金定期揭露基金績效等相關資訊。

## 三、澳洲基金管理市場規模

截至 2007 年 9 月，澳洲基金市場規模已達 1 兆 3,789 億澳幣，較 2006 年同期成長了 49.84%。

表 4-3-16 澳洲基金市場規模

單位: 百萬美元

Type of fund	Unconsolidated assets	Cross- invested assets	Consolidated assets
Life insurance offices	261,701	37,395	224,306
Superannuation funds	974,372	164,372	810,000
Public unit trusts	317,722	35,541	282,181
Friendly societies	7,247	3,101	4,146
Common funds	12,454	692	11,762
Cash management trusts	46,506	-	46,506
<b>Total</b>	<b>1,620,001</b>	<b>241,100</b>	<b>1,378,901</b>

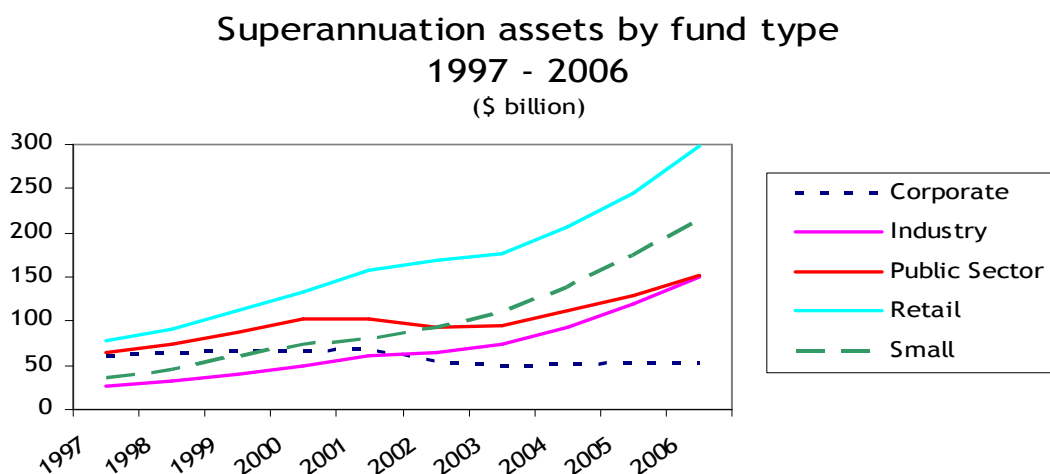
資料來源：澳洲證券投資管理局－[www.fido.gov.au](http://www.fido.gov.au)

#### 四、澳洲退休基金(Superannuation)介紹

澳洲的退休金制度名為 Superannuation，企業雇主依法須替員工提撥 9% 以上之退休金至員工帳戶(於圖 4-3-2 中 Corporate 類別之帳戶)，員工亦可於額度內自行加提退休金至個人退休金帳戶(圖 4-3-2 之 Retail 類別帳戶，購買基金公司、銀行或保險公司銷售之基金)。退休金帳戶內之退休金所有權屬於員工，然員工離職時必須確認新工作是否可用同一個 Corporate 類別之帳戶，否則須加開新一個 Corporate 類別之帳戶；由於澳洲國民平均 5-6 年換一次工作，許多人因轉換工作而須另開數個退休金帳戶，因此為方便民眾管理帳戶及節省帳戶管理費用，亦可以申請將舊帳戶本息結清移轉至新退休金帳戶。所有退休金皆須待 60 歲後才能提領；員工於工作期間自行提撥之退休金部分，可享有最高 15% 之優惠稅率，而當其退休後，其帳戶內之累積退休金即可享有完全免稅的福利。

在 Superannuation 的設計內，勞工個人的帳戶內，包括雇主強制提撥及自願提撥資金所投入的基金。對於所選擇基金，符合資格的勞工作具有選擇標的之權利，基金屬於個人名下，勞工得將名下的不同基金合併為一個帳戶。澳洲政府的原則為，提供有效的產品及顧問規範，但同時對基金或投資人選擇維持低度干預。正因如此，該國退休金商品眾多且分工細密，除商品製造及銷售分工明確外，包括投資管理(investment manager)、資產顧問業(asset consultant<sup>2</sup>)、信評機構(rating agency)、財務顧問(financial planner)等週邊相關產業均有長足發展。因此，政府在制度內的角色為提供法律規範、保障投資人權益，但原則上個人需自行負擔儲蓄退休基金的責任，政府並不提供保障機制。

圖 4-3-2 澳洲各類退休基金資產變動情況



資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會－澳洲退休金制度介紹報告

近年來由於澳洲人民漸漸重視退休金規劃，且在此退休金制度下個人可自由於多種基金中選擇投資標的，非常彈性及人性化，因此個人提撥率逐年上升；澳洲退休金資產由 1996 年的 2,453 億澳幣(佔當年 GDP 之 37.9%)，成長至 2006 年的 9,120 億澳幣(佔當年 GDP 之 98.8%)，幅度非常可觀。目前澳洲約有近 7,000 個受 APRA 規管之已註冊退休基金，上圖是 1997-2006 年澳洲由不同單位提撥退休基金的資產成長幅度，可看出個人及家庭或 4 人以下小型企業提撥之退休基金成長幅度最大。

## 五、澳洲財富管理市場簡介

### (一) 提供財富管理服務之主要金融機構

- 1、基金管理公司
- 2、銀行
- 3、保險公司
- 4、證券商

### (二) 財富管理業務之監理機關

- 1、澳洲聯邦儲備銀行(Reserve Bank of Australia, RBA)



成立於 1959 年，主要負責制定澳洲之貨幣政策(monetary policy)及促進付款系統效能並肩負穩定金融市場之重要任務。

## 2、澳洲金融監督管理局(Australian Prudential Regulation Authority, APRA)

成立於 1998 年，APRA 的監理特色強調功能性管理，為監督澳洲境內之銀行、保險公司、再保公司及退休基金等相關業務的單一監理機構，職權包括制定所有金融政策目標與策略。

## 3、澳洲證券暨投資監察委員會(Australian Securities and Investments Commission, ASIC)

成立於 1989 年，主要負責證券市場、金融商品的消費者保護及一般公司的管理，包括澳洲境內公司治理及金融市場，並提供投資人一個健全且值得信賴之金融市場。

## (三) Australian Financial Services Licenses(AFSL)

依據澳洲相關金融法令之規定，所有欲於澳洲提供財務金融服務(如財富管理業務)之個人或公司，均須取得澳洲金融服務執照(Australian Financial Services Licenses，簡稱 AFSL)，方具備推展相關金融服務業務之資格。

# 六、案例分析

## (一) 瑞士銀行 (UBS AG)

### 1、發展歷史

瑞士聯合銀行集團 (UBS AG) 是一個多元化全球性的金融服務公司，主要是由蘇黎士瑞士聯合銀行 (UBS, Union Bank of Switzerland) 及巴塞爾瑞士銀行 (SBC, Swiss Bank Corporation) 於 1998 年 7 月 1 日合併成立，瑞士聯合銀行為存續公司，另於 2000 年 11 月 3 日瑞士聯合銀行集團合併 PaineWebber Inc.一個位於紐約並成立於 1879 年的全方位服務之證券公司。

瑞士聯合銀行於 1912 年由兩家瑞士地方性銀行 (Toggenburger Bank & Bank in Winterthur) 合併而成立，第一次世界大戰以後，UBS 併購了數個瑞士地方銀行

並設立個自的分行，同時開始海外事業後奠定了穩固的基礎。1945 年，UBS 將其總部設立於蘇黎士，1962 年併購了瑞士一家陷入經營困難的大銀行 (Eidgenossische Bank)，2 次世界大戰後，首度將觸角拓展到海外，1967 年及 1975 年分別於倫敦及紐約設立海外分行。UBS 與傳統瑞士銀行所從事之銀行業務相同，主要服務本國境內公司戶、一般個人及資產管理，至於國外業務則為服務公司戶而從事一般商業銀行業務。在與 SBC 合併前一年 (1997)，UBS 資產為 5,576 億瑞士法郎，瑞士有 357 間分行，海外分行有 82 間，員工人數為 27,611 人。

SBC 於 1872 年設立於巴塞爾，第 1 間海外分行於 1898 年於倫敦成立，紐約辦事處則成立於 1939 年，雖然該銀行於瑞士其他地區設立分行始於 20 世紀初，惟主要全國性之擴張則在 1960 年代，與 UBS 一樣，其業務主要為境內公司戶及個人之一般銀行業務及資產管理，海外業務主要從事服務公司戶之一般商業銀行業務，直到 20 世紀末，在 1995 年併購芝加哥 O'Connor & Associates, Brinson Partners, Inc., 及倫敦 S.G. Warburg plc, London 等國外財務公司後才拓展國際性業務，在與 UBS 合併前一年 (1997) SBC 總資產為 4,389 億元瑞士法郎，瑞士境內有 288 間分行，海外則設有 77 個辦事處，員工人數共有 27,565 人。

完成合併後之瑞士聯合銀行集團 (UBS AG) 與瑞士信貸集團 (Credit Suisse Group) 現並列為瑞士前兩大銀行集團，UBS AG 截至 2007 年 9 月 30 日止總資產為 2.48 兆瑞士法郎，長期債信評等 AA/Aaa，分行遍布全球 50 多國，總員工人數超過 8 萬人，美洲佔 39%、瑞士佔 5%、瑞士以外歐洲地區佔 16%、亞太地區佔 10%。

## 2、主要業務：

UBS AG 主要業務為財富管理、資產管理、投資銀行暨證券業務及瑞士境內零售暨公司銀行業務：

(1) 財富管理：專為全世界富豪量身打造投資建議及投資服務，無論是投資本國商品或全球性商品，從資產管理到不動產規劃，從公司理財到藝術銀行。

(2) 資產管理：提供個人、機構或公司創新的資產管理，管理的資產包括傳統的

資產如權益型商品、固定收益型商品及資產配置，以及組合型投資如多重基金管理人基金、避險基金、避險基金之基金，還有不動產等。

(3)投資銀行及證券業務：提供公司、機構、仲介機構及資產管理客戶證券商品、研究（包括權益型商品、固定收益商品、外匯商品、能源及礦產等）、建議和貼近全球資本市場。

(4)瑞士境內零售暨公司銀行業務：瑞士境內提供個人及公司完整的銀行及證券服務。

### 3、瑞士聯合銀行集團在澳洲

瑞士聯合銀行集團在澳洲分別於雪梨、布里斯本及墨爾本三地設有據點，在澳洲，UBS AG 提供政府、公司、機構及個人投資銀行業務，共約有 800 名員工，在財富管理、公司諮詢、權益及固定收益商品擁有領先地位。在過去三年名列 Thomson Financial Securities League Tables 最佳公司諮詢者，並且在過去一年受澳洲上市前 50 家企業中之 35 家委任，近幾年亦被 Finance Asia, Insto Magazine, CFO Magazine and Euromoney 列為澳洲最佳併購投資銀行(M&A House)，其參與許多澳洲大型公司併購案（如 Rinker&Cemex，Qantas and Macquarie Bank，AGL&Alinta 等）並提供併購架構、策略及融資建議。UBS AG 在澳洲擔任股票經紀商亦位於領先地位，提供全方位的服務包括通路、股票首次發行、再發行、衍生性商品、結構性商品以及相關的研究。UBS AG 將澳洲視為亞太地區發展重點之一，挾其遍及全球之通路、研究能力及傳統財富管理經驗，不但將澳洲資金帶進全球之資本市場，另一方面亦將全球資金引進澳洲，業已成為澳洲最有實力的外商銀行。

#### (二) 澳洲雪梨 IPAC 資產管理公司簡介

##### 1、公司背景資料

IPAC 資產管理公司（IPAC Asset Management Limited）係 AXA 集團位於澳洲的全資附屬公司，支援 AXA 的多元基金經理（Multi-Managers）策略。IPAC 是多元基金經理管理的開路先鋒之一，並已獲委任為香港強基金中「IPAC 精英

管理基金系列」的投資經理。設立在台北的「弘利證券投顧公司」，為在台引進 IPAC 資產管理公司先進的理財規劃技術。

## 2、IPAC 的多元基金經理投資

多元基金經理投資方法意指 IPAC 會挑選在世界各地具領導地位的專業基金經理，並委任那些它相信最適合個別投資組合的專業基金經理進行投資操作。換言之，IPAC 根據全球經濟景氣、股市及債市的脈動，將旗下資產做最有效的配置，並監控投資經理的操作績效及投資決策過程；再檢視投資組合的性質，可能只選一名專業基金經理被委任管理該投資組合或可能有多名專業基金經理共同被委任投資管理。台北的「弘利證券投顧公司」引進 IPAC 全生涯財務模型以及多重經理人的資產配置架構，專為投資人提供完善的理財諮詢服務。

## 3、IPAC 的獨特資產組合管理原則與步驟

(1)IPAC 資產管理公司在投資管理的架構上，始終堅持 Q（Quality 品質）、V（Value 價值）、D（Diversity 有效分散）及 T（Time 時間）四大投資原則，目的就是要在目標投資報酬率明確的前提下，為投資人進行最有效的風險管理，將可能承擔的投資風險降至最低。這與許多投資機構往往追求超額報酬率，卻低估或是忽略其中風險的做法大不相同；而這也是 IPAC 資產管理公司一向不輕易嘗試避險基金投資的原因。

(2) IPAC 資產管理公司建議的理財規劃步驟：

### A、第一步 設定目標

透過了解客戶的想法及需求，協助客戶制訂符合客戶想要的生活方式，而且確實可達成的理財目標，幫客戶找到理財目標在哪裡。

### B、第二步 擬定理財計劃

接著為客戶量身訂做合適的理財計劃，讓客戶可以清楚的看見達成理財目標的具體方法，顯示出達到目標的最佳途徑。

### C、第三步 執行理財計劃

協助客戶將擬定好的理財計劃付諸實行，其間包含運用科學化的資產配置進

行投資計畫，以及提供確保投資計畫不受侵蝕的建議，如保險、租稅相關建議事項。

#### D、第四步 持續諮詢服務

時為客戶監控理財計畫的執行，讓它在經歷外在環境變化以及個人生活方式調整時，依然能夠有效的協助客戶達成人生的理財目標。藉由這樣的步驟，客戶對於自身的財務狀況，以及達成人生財務目標的方法，會擁有充分的掌控感；客戶會非常清楚該如何運用他的財富，為什麼這麼做的原因，以及實際執行的方法。

## 第四節 香港

### 一、基本統計資料

#### (一)人口

截至 2008 年底香港人口達 7,008,900 人，年齡層分佈狀況為 15 歲以下人口占 12.9%、15 至 64 歲占 74.5%及 65 歲以上人口占 12.6%。出生率 11.3(每千人)、死亡率 5.9(每千人)。其中男性平均預期壽命 79.4 年，女性平均預期壽命 85.5 年，其人口成長率為 0.8%。

#### (二)所得

每人國民所得為 27,670 美元。

#### (三)消費者物價指數

2008 年 12 月消費者物價指數 4.6%。

#### (四)勞動力與失業率

勞動力 3.668 百萬人口、失業率為 3.5%。

#### (五)總進出口

2008 年總出口為 2,824,151 百萬港幣，主要出口國家依序為德國、中國大陸、美國、日本、法國。總進口金額為 3,025,288 百萬港幣，主要進口國家依序為美國、德國、中國大陸、日本、英國。

### 二、基金規模

#### (一)私人銀行

香港註冊機構對客戶所提供的服務除了資產管理以外，另有私人銀行業務，此類私人銀行業務由 2006 年的 14,150 億港幣增加至 2007 年的 19,340 億港幣，增加幅度達 36.7%，來自香港本地投資人的資金則持續維持在約 50%的水準。

香港的私人銀行業務能持續成長主要拜亞太地區財富累積快速所致，依美林證券與凱捷集團發布之「2008 年全球財富報告」，在 2007 年，高資產淨值人士數量上升數前三名恰為號稱「金磚四國」中的印度、中國大陸與巴西，單就中國

大陸而言，其高資產淨值人士數量快速上升了 20.3%，而作為區域財富管理中心首選的香港也順勢在此領域愈顯其重要性。而依美林證券與凱捷集團發布之「2008 年亞太區財富報告」，以 2007 年亞太區富裕人士財富總值 9.5 兆美元來看，香港富裕人士佔 5.5%，中國大陸則達 22.3%，兩者合計雖低於日本之 40.1%，但其重要性仍不容小覷。

香港是亞太地區避險基金與金融創新產品中心，但自 2007 年以來，避險基金因其透明度相對較低，使得亞太區富裕人士對持有此類投資的比例(8%)稍低於全球全球富裕人士的平均值(9%)，例如一度在香港風行的股票期權組合(equity accumulator)等結構型商品，在 2007 年下半年因風險升高，使得投資人紛紛改變其資產組合，轉向現金類資產，並呈現偏好現金甚於固定收益的情況。以香港而言，新興富裕人士對股票及固定收益配置一定比例，以共同基金、指數股票型基金(Exchange Traded Funds，簡稱 ETF)與國內債券為主，並搭配槓桿產品，如差價合約(contracts-for-difference，簡稱 CFD)與保證金融資，以達多空獲利之目的。

## (二)共同基金

1、依據香港證券及期貨事務監察委員會(下簡稱：香港證監會)統計資料顯示，於香港獲其認可之單位信託及互惠基金數目及資產淨值，如表 4-4-1 所示。

表 4-4-1 證監會認可的單位信託及互惠基金的數目及資產淨值

基金類別	數目	%	*資產淨值 (百萬美元)	%
債券基金	342	17.43	224,116	20.81
股票基金	1,042	53.11	637,641	59.20
多元化基金	157	8.00	85,690	7.95
貨幣市場基金	46	2.34	79,882	7.42
基金中的基金	112	5.71	8,326	0.77
指數基金	48	2.45	28,536	2.65
保證基金	193	9.84	6,375	0.59
對沖基金	12	0.61	1,732	0.16
其他專門性基金 #	10	0.51	4,862	0.45

合 計	1,962	100	1,077,160	100
傘 子 結 構	161			
認 可 基 金 數 目	2,123			

\* 截至 2007 年 12 月 31 日的資產淨值。

# 包括：期貨/期權基金及槓桿基金。

資料來源：香港投資基金公會

2、若以投資區域來區分，2007 年投資於香港及中國大陸之金額達 1 兆 8,678 億港幣，較 2006 年的 9,776 億大幅成長 91.1%，而投資於其他亞太地區(含澳洲及紐西蘭)之金額則達 1 兆 2,792 億港幣，較 2006 年亦成長 77.7%，投資於香港和中國大陸及其他亞太地區(含澳洲及紐西蘭)的資產比重由 2006 年的 73%上升 2007 年的 77%，這說明了投資人對亞洲新興市場(特別是中國大陸)的高度參與興趣，且以行動顯示了其投資方向。

表 4 -4-2 在香港管理的資產—按地域分布區分

(單位：百萬港幣)

地區	2007 年	2006 年
香港及中國大陸	1,867,881	977,683
其他亞太地區 (含澳洲及紐西蘭)	1,279,212	719,935
北美洲(美國及加拿大)	276,719	158,264
英國及歐洲	258,264	136,730
日本	197,486	154,046
其他地區	127,341	138,437
無法識別	65,568	30,177

資料來源：香港證監會 2007 年基金管理活動調查

3、若以資金來源劃分，2007 年度源自香港本地投資者的資金僅約佔 27.6%，其他非香港資金高達 72.4%，香港證監會在 2007 年度的調查中，為評估中國大陸實施 QDII 計劃後所可能帶來影響，以有回報數據總值達 1,300 億港幣來看，QDII 未來對香港資產管理業務將成為一重要資金來源；而中國保監會在 2007 年 7 月頒布「保險資金境外投資管理暫行辦法」，預估中國大陸保險公司將投資於境外之資金可望達 4,000 億人民幣，香港作為策略性發展的前哨站，對於此類資金去



處發展自是關心。

### (三)退休基金

香港的人口老化情況日益明顯，低出生率及平均壽命延長，預估在 2033 年 65 歲以上的人口將佔總人口的 27%，屆時可能需要 2 名就業成人就需供養 1 位滿 65 歲的長者，退休制度的急迫性讓香港政府推出了強積金制度。

香港強積金制度是依照 1995 年所制定的「強制性公積金計劃條例」而來，有關的附屬法律則分別於 1998 年、1999 年、2000 年通過；其正式實施則是自 2000 年 12 月開始，自該制度推行後，目前香港約有 85% 的總就業人口獲強積金計劃、職業退休計畫、法定退休金或公積金(為公務員或公立學校教師而設之計畫)保障，以 2007 年香港資產管理及基金顧問業務來看(總量為 76,310 億港幣)，此部分占 4.2%(3,235.88 億港幣)，另退休基金則占 7.2%(5,468.72 億港幣)。

## 三、主要業務概況

### (一)私人銀行

香港在金融發展上相較於其他亞洲經濟體更國際化與自由化，而金融產品的選擇亦顯其多樣化；以私人銀行的客戶優先考量的稅務問題來說，在香港因贈與稅、遺產稅全免，且個人所得稅制方面最高也僅達 17%，增加亞太區富裕人士前往香港開戶進行的意願。依美林證券與凱捷集團發布之「2008 年亞太區財富報告」，香港地區富裕人士之金融資產地理分布仍以亞太地區(佔 58%)為主，其次為北美(20%)，此種比例與其他亞太地區富裕人士配置方式相去不遠。

私人銀行客戶的服務費用僅為 1%，而對新興富裕人士則收取 3%；在理財顧問與客戶比例上，理財顧問對超富裕客戶約 1 比 20 或 1 比 30，相較於對一般中產階級所提供的 1 比 175，私人銀行所能提供的服務更加細緻，甚至以首次公開發行(IPO)或類似方式，套現客戶之企業財富；或是導入稅務及法務方面的專家，以協助其財富世代傳承。

### (二)共同基金

香港的基金投資管道主要分為銀行、保險公司及基金公司，而不論是以何種管道，都會採用信託人/保管人的方式，以確保基金經理人於管理基金時，皆能依契約執行條款，以確保投資人的權益。

香港的基金收費方式大致區分為兩部分，一是首次申購費，約是申購金額的5%，另一部分則是基金管理費，按年自基金資產中扣收，視基金種類不同而有所差異，但大多落在基金資產淨值的0.5%至2.5%之間。而管理費除充作基金管理所需費用外，尚用以支付基金投資的交易費用，故若係投資於高風險種類或新興市場時，此類費用會相對於低風險種類或成熟市場為高。但管理費及交易費多已反應在基金淨值報價上，投資人無需再多予支付。

香港投資基金公會係為促進香港成為亞洲主要的基金管理中心，及促進香港的基金管理業整體發展，而於1986年成立，目前的會員可分為四大類：

#### 1、基金公司會員及海外會員(截至2009年2月共有44名會員)

基金公司必須至少管理下列其中一類基金方可成為基金公司會員(full member) 或海外會員(overseas member)：

- (1) 認可的單位信託或互惠基金；
- (2) 按證監會「集資退休基金守則」或「與投資有關的人壽保險計劃守則」而成立的集成退休基金；
- (3) 按職業退休保障計劃條例所註冊的退休保障計劃；
- (4) 按強制性公積金計劃條例所註冊的公積金計劃；
- (5) 在認可交易所掛牌的封閉式投資公司。

基金公司會員與海外會員之主要分別在於前者須於香港註冊，倘若該公司在海外註冊，則須在香港設有辦事處才能成為基金公司會員。而後者必須在香港以外地方註冊。

#### 2、附屬會員

附屬會員是領有香港證監會發出的第9類規管活動牌照，或是於中國大陸註冊成立的基金公司，而公司的基本業務須為基金管理，包括管理全權委託戶、獨

立投資組合，或為非集體或非投資基金形式之投資安排提供投資管理服務。

### 3、聯席會員

聯席會員是為基金管理業提供會計、法律、信託、託管、行政、銀行、分銷或技術支援等服務的公司。

公會約有51家附屬會員及聯席會員(截至2009年2月)。

### (三)退休基金

1、在強積金制度下，由僱主選定強積金計劃，員工自行選擇投資組合，投資限制方面，為求分散風險，投資於任一證券或准許投資項目的總額，不得超過強積金基金的資產總額的10%；此外亦不得借入證券，但可在法規允許下，辦理借出證券；只可在若干有限條件下借入款項，而存放外幣不得達總資產之70%或以上，以降低匯率風險；另可有限度的投資上市認股權證，及透過金融衍生性商品進行對沖活動。

若是屬僱主營辦計劃，則對於投資於與僱主或其相關聯的股票或其他證券，或其所發行之股票或其他證券其上限為該計劃資產的10%。

2、截至2008年12月31日，市場上有38個強積金計劃，所提供的成分基金達340個，每個強積金計劃約提供8個基金供該計劃成員選擇。而按法規，每個強積金計劃至少要提供一個保本基金，而為提供不同風險承擔度的計劃成員選擇，則於各強積金計劃下提供自低風險穩定成長型基金，到高風險高成長型基金皆備。

表 4 -4 -3 強積金計劃數據(截至 2008/12/31)

核准受託人數目	19
註冊計劃數目	38
核准成分基金數目	340
核准匯集投資基金數目	305
獲批准的緊貼指數集體投資計劃數目	95
所有計劃的資產淨值總計(百萬港幣)	209,484

資料來源：香港投資基金公會

### 3、強積金計劃大多包含以下幾類基金：

#### (1) 貨幣市場基金

貨幣市場基金一般投資於優質短期有息證券，藉以賺取較儲蓄存款為高的報酬。一般而言，投資貨幣市場基金的風險相當低，因為基金只限投資於到期日較短(一般不超過 90 天)的投資工具。

#### (2) 保證基金

保證基金會為投資的計劃成員提供某些形式的「保證」。有些保證基金提供資本保證，有些提供最低報酬保證，另有些提供其他特別條款的保證。「保證」可以是有條件或無條件的。有條件保證指要符合若干條件後，方能獲得保證，而無條件保證則指在沒有條件限制的情況下作出「保證」。大部份保證基金均提供有條件保證。

#### (3) 債券基金

債券基金投資於由政府、公營機構、銀行、商業機構，或如世界銀行多邊國家機構所發行的債券或債務工具上。這類基金所投資的債券，都必須符合強積金法例規定的最低信貸評級或上市規定。債券基金的回報，主要來自債券的利息收入，或在市場上買賣債券所賺取的利潤。債券基金一般屬於較低風險的基金。

#### (4) 混合資產基金

混合資產基金主要投資於債券和股票。一般而言，這類基金投資於環球或區域性的股票和債券，務求分散投資風險，同時把握各種投資機會。混合資產基金可以有不同名稱，風險度亦依股票與債券的組合比例而異。可以預期的是，這類基金的風險水平一般介乎債券基金與股票基金之間。

#### (5) 股票基金

股票基金主要投資在核准股票交易市場上交易的股票。股票基金旨在通過資本增值，賺取更高報酬。但是，由於股票市場時有波動，投資股票基金的風險一般都

較投資其他種類的基金高。

(6) 其他基金(如指數基金)

指數基金唯一的投資目標，是追蹤個別市場指數的表現，例如恒生指數、標準普爾 500 指數或 iBoxx 債券指數等。典型的指數基金以被動形式管理，即基金的成份股會根據所參照指數的成份比例作出買賣，從而令基金的表現與相關市場指數的表現相符。

指數基金的交易次數通常較主動式管理基金少。一般而言，由於交易次數少，所以基金持有人要支付的行政和管理費，會較主動式管理基金少。

表 4 -4-4 強積金計劃的核准成分基金資產淨值 (按種類劃分單位：百萬港幣)

截 至	核 准 成 分 基 金 種 類						
	保 本 基 金	貨 幣 市 場 基 金 及 其 他 基 金	保 證 基 金	債 券 基 金	混 合 資 產 基 金	股 票 基 金	合 計 *
30.06.2004	16 143	799	16 428	1 190	50 105	15 232	99 898
30.09.2004	17 164	823	17 430	1 308	53 915	17 110	107 750
31.12.2004	18 237	856	18 528	1 486	61 526	19 550	120 183
31.03.2005	19 204	904	19 020	1 568	63 354	20 266	124 316
30.06.2005	20 132	934	19 887	1 664	66 640	22 239	131 496
30.09.2005	20 989	967	20 645	1 743	73 405	25 418	143 167
30.12.2005	21 960	1 018	21 302	1 846	78 020	27 214	151 360
31.03.2006	23 126	1 061	21 933	1 939	85 358	31 196	164 613
30.06.2006	23 940	1 014	22 221	2 052	87 683	33 579	170 490
30.09.2006	24 818	1 051	23 119	2 225	93 644	37 630	182 487
31.12.2006	25 908	1 082	24 246	2 427	105 244	43 500	202 407
31.03.2007	26 723	1 105	24 594	2 626	109 720	46 430	211 199
30.06.2007	27 321	1 100	24 988	2 697	118 723	55 034	229 862
30.09.2007	28 027	1 118	25 767	2 882	130 580	68 982	257 356

31.12.2007	28 260	1 121	25 755	3 093	131 785	74 772	264 786
31.03.2008	28 653	1 129	25 434	3 578	122 304	67 150	248 247
30.06.2008	29 241	1 133	25 243	3 510	121 686	68 734	249 548
30.09.2008	30 897	1 148	25 191	3 561	105 473	57 498	223 768
31.12.2008	33 306	1 205	25 926	3 855	95 312	49 880	209 484

資料來源：香港投資基金公會

### 三、業者案例

作為法國巴黎私人銀行全球業務的一部份，法國巴黎私人銀行(亞洲)是區內領先的私人銀行之一，截止 2007 年 6 月止，其管理資產總值 250 億美元。銀行在區內的私人銀行業務，則佔集團全球私人銀行業務的 12%。

另外，法國巴黎私人銀行在 Asiamoney Private Bank 2007 排名中亦名列前茅，足證其市場領導地位。在亞洲最佳環球私人銀行的排名方面，法國巴黎私人銀行在管理資產介乎 100 萬美元至 500 萬美元的客戶中排名首位，在管理資產介於 500 萬美元至 2,500 萬美元的客戶中排名第二位，而在管理資產為 2,500 萬美元或以上的客戶中則排名第三位。

法國巴黎私人銀行在香港及北亞區域係以當地市場主導的運作方式擴大區內業務，並在人才管理方面投入龐大資源。銀行在三年間把客戶關係經理的人數倍增，確保為客戶提供頂級的服務，而每名客戶關係經理平均在業界具有十五年經驗。此外，在團隊內，約每一名銷售人員中便有一名產品專才，此外亦導入法國巴黎銀行投資研究團隊 (BNP Paribas Investment Research) 為其團隊諮詢模式提供支持，確立投資分析及見解。透過其所架構之綜合產品平台，為客戶量身訂作嶄新的財富管理方案，使所有客戶均有機會享有市場上最佳的產品與服務。

法國巴黎銀行除聚焦於諮詢主導、以客為本的業務模型，並以一貫的開放式架構為基礎。其團隊與客戶緊密合作，深入瞭解客戶的資產結構，並因應個別市場獨有的人口結構，設計不同的產品與上述投資策略相輔相成。香港分行發展主軸則是建立核心市場，特別是與其他企業銀行及企業融資業務交叉銷售產品，以

締造協同效益，並積極發展香港的財富承傳規劃市場。

法國巴黎銀行在香港亦建置足夠的中後台機制以協助資產管理活動的運作，在香港證監當局明確的內控管理下，為客戶提供完整的服務，而法國母行亦提供必要之協助及系統升級維護。

另著眼於中國大陸的百萬富翁比例在全球排名居前，法國巴黎銀行已申請於內地進行註冊，正待監管當局批准。在中國大陸註冊成立後，法國巴黎私人銀行可為內地富裕的客戶提供全面的外幣和人民幣產品和服務。

## 第五節 韓國

### 一、基本統計資料

#### (一)人口

據南韓統計廳公佈，目前的南韓人口為 4875 萬，但隨著低生育和老齡化現象迅速蔓延，至 2050 年將降至 4234 萬人，減少 641 萬人。

#### (二)所得

平均每人 GDP 由 1998 年 7,486 美金，提升至 2007 年的 20,110 美金 GDP YOY 在 4%~6%。

#### (三)勞動力與失業率

失業率維持在 3%~4%。

#### (四)總進出口

2008 年韓國出口額為 4224 億美元、進口額為 4354 億美元，逆差 130 億美元。

### 二、韓國金融環境簡介

由於韓國位居中國大陸及日本之間的優越位置，也是這兩大經濟體之間最大的經濟體，加上東北亞區域的國民所得合計已經超過了全球國民所得(global GDP)的五分之一，以及這些國家的外匯準備已高達 2 兆，因此韓國政府認為未來這個區域對「資產管理」的需求將提高，足見韓國有相當條件發展成為東北亞的「金融中心」，也難怪韓國總統盧武鉉在 2005 年一再宣稱要發展首爾成為亞洲「區域金融中心」的決心。

2005 年 6 月韓國政府提出了三大目標，一是建構健全的金融基礎建設、二是建立在資產管理(asset management)、重組市場及衍生性商品的領導地位、三是強化金融業的全球網路。為達成這三項目標，設立了五大焦點工作：

(1)制定「資本市場合併法」(Capital Market Consolidation Act)，以利投資銀行設立，並促進金融商品創新，尤其是衍生性金融商品。



(2)強化債券市場，增加發行長期債券，使投資具多樣化，並希望藉著投資環境的國際化，吸引更多參與者。

(3)完成外匯市場自由化機制，廢除不合宜法規。

(4)2006 年向國會建議修訂「金融中心法」，以吸引國金融機構。

(5)2006 年 3 月開設「金融研究學院」，培植具國際觀的金融專家。

韓國金融中心的關鍵要素在於：(1)、持續成長的資本資源；(2)、穩健的電子產業；(3)、持續建設的基本設施以及(4)、積極向上的政府。

韓國是亞洲四小龍之一，在 1997 年發生亞洲金融危機，韓國也深陷其中，韓國政府積極推動整頓金融機構、改革企業、改革勞工制度、改革國有企業，並且積極發展韓國的製造業，目前韓國存在三星、現代、樂金等國際知名的大企業。然而近年來韓國的外債激增，2007 年韓國的外債已達 2500 億美元；家計部門負債超過 640 兆，平均每個家庭揹債 3841 萬韓圓；受到本次金融風暴影響，韓國出口大幅衰退、內需不振，2007 年第三季經濟成長率創下四年來最低，僅成長 0.6%；IMF 預測今年韓國經濟成長率為-4%，韓國政府預期為-2%，韓國政府將重新編列及增加預算，期將今年經濟維持在正成長。

在競爭力排名方面，根據瑞士國際管理學院(IMD)觀察各國四大類指標，包含「企業效能」、「政府效能」、「經濟表現」與「基礎建設」共 331 項細項評比指標，針對全球的國家給予競爭力的排名，在 2004 至 2008 年世界競爭力排名中，香港和新加坡的世界競爭力排名都維持在前 8 名，台灣和韓國排名在這幾年中的變化性不大，台灣都維持在 10 至 20 名間，韓國則維持在 30 至 40 名間；在亞洲各國資金流入概況分析，根據 IMF 之 CPIS 資料庫來看全球資金流向，可以發現韓國由 2001 年至 2006 間吸引著大量的外資流入，相對其他國家雖然也是逐年成長。

圖 4-5-1 亞洲各國 2001 至 2006 資金流入趨勢



資料來源：IMF CPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) Data

根據世界證券交易所聯合會(World Federation of Exchange.WEF)2007 年 Annual Report 的資料，就是證交所市值而言，全球排名前三名為紐約、東京、那斯達克，亞太地區排行前三名為東京、上海、香港，韓國交易所則為全球第 17 名、亞太第 7。

表 4-5-1 證交所市場規模比較 (2007 年 12 月)

單位: 百萬美元

證交所	市值(2007 年底)	排名 2007	排名 2006	排名 2005	排名 2004
NYSE	15,650,832.5	1	1	1	1
Tokyo SE	4,330,921.9	2	2	2	2
NASDAQ	4,013,650.3	3	3	3	3
Euronext	4,222,679.8	4	5	6	5
London SE	3,851,705.9	5	4	4	4
Shanghai SE	3,694,348.0	6	21	21	21
HK Exchange	2,654,416.1	7	9	9	10
TSX Group	2,186,550.2	8	7	7	8
Deutsche Borse	2,105,197.8	9	8	8	7
Bombay SE	1,819,100.5	10	16	16	18
BME Spanish Exchange	1,799,834.0	11	10	10	9
National Stock Exchange India	1,660,096.9	12	19	18	19
Sao Paulo SE	1,369,711.3	13	18	20	20
Australian SE	1,298,315.0	14	13	12	13
Swiss Exchange	1,271,047.7	15	11	11	11
OMX	1,242,577.9	16	14	13	14
Korea Exchange	1,122,606.3	17	15	15	17
Borsa Italiana	1,072,534.7	18	12	14	12
JSE	828,185.3	19	17	17	15
Shenzhen SE	784,518.6	20	23	23	23

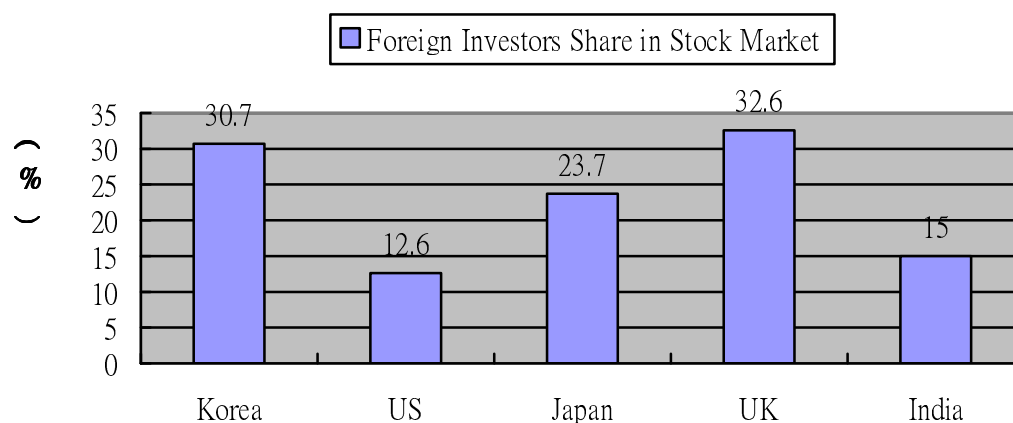
Taiwan SE Corp	663,716.0	21	20	19	16
Singapore Exchange	539,176.6	22	22	22	22

資料來源：2007 WEF Annual Report, World Federation of change

### 三、韓國資產管理規模

韓國的金融市場方面，截至 2008 年 11 月底，韓國的託管資產額（AUM）在世界居第十四位，約為 380 兆韓圓，資產管理公司超過 80 家。韓國國內基金的數目眾多，根據 ICI（美國投資公司協會）的資料顯示，韓國是世界上基金數量第三多的國家，擁有 8000 多隻基金，僅次於美國和法國，基金如此之多，以至於韓國投資者可以購買幾乎每一個國家的單一市場基金和各種區域性基金。韓國是在亞洲是第三大的債券市場、第五大的權益市場，權益市場的成長幅度相當的快，同時，外國投資人持有韓國證券市場的比值達到 30.7%，國際化的程度可說是相當的高。

圖 4-5-2 外資持有佔證券市場總市值比率



資料來源：Bloomberg ; Central banks ; Govement statistics

表 4-5-2 韓國管理資產規模(AUM)

(Unit: bil. won, %)

End of year/month	Equity	Hybrid	Bond	MMF	Others	Total
2004	8,552	34,552	75,886	59,801	8,200	186,991
2005	26,178	42,457	51,432	64,846	19,519	204,432
2006	46,489	48,010	50,416	57,153	32,540	234,608
2007	116,352	44,660	40,860	46,738	47,843	296,453
2008.8	144,066	46,039	37,856	75,063	58,884	361,908
2008.9	142,951	43,621	34,342	62,331	59,560	342,805
2008.10	139,544	40,890	31,613	74,658	58,450	345,155
2008.11	139,656	40,123	30,308	80,338	57,556	347,981
Compared with previous month	+0.1	△1.9	△4.1	+7.6	△1.5	+0.8

\*Others include derivatives funds, property funds, special assets funds, fund of funds and private equity funds.

資料來源：Asset Management Association of Korea(AMAK)

表 4-5-3 韓國基金規模

in piece, 100 million won

End of Year or Month	No. of Managers			No. of Funds			Outstanding Amount		
	Contractual -type	Corporate -type	Total	Contractual -type	Corporate -type	Total	Contractual -type	Corporate type	Total
1994 12	14	0	14	1,404	0	1,404	57,416	0	57,416
1995 12	14	0	14	1,943	0	1,943	64,590	0	64,590
1996 12	37	0	37	2,869	0	2,869	74,283	0	74,283
1997 12	49	0	49	5,436	0	5,436	94,120	0	94,120
1998 12	35	1	36	13,442	5	13,447	198,655	291	198,946
1999 12	32	19	51	13,606	48	13,654	189,632	5,821	195,453
2000 12	30	16	46	8,173	73	8,246	132,922	4,114	137,036
2001 12	32	14	46	6,673	150	6,823	147,338	7,469	154,807
2002 12	32	17	49	5,616	248	5,864	163,962	10,117	174,079
2003 12	33	19	52	8,771	336	9,107	135,104	9,936	145,040
2004 12	46	25	71	6,289	251	6,540	180,302	6,688	186,990
2005 12	45	31	76	7,008	372	7,380	193,258	11,075	204,333
2006 12	46	37	83	7,802	467	8,269	222,141	12,464	234,605
2007 01	47	38	85	7,959	475	8,434	225,905	12,120	238,025
2007 02	47	38	85	8,069	477	8,546	226,574	11,897	238,471
2007 03	47	38	85	8,369	448	8,817	230,172	11,737	241,909
2007 04	47	38	85	8,373	464	8,837	225,768	11,339	237,107

資料來源：Asset Management Association of Korea (AMAK)

從表 4-5-4 的統計結果可知在韓國排名前十大的基金公司旗下所管理的資產均有接近 10 兆韓元以上的水準。其中，Samsung ITMC 和 Mirae Asset AMC 所管理的資產更超過 50 兆韓元。近年來該產業的領導公司的市場佔有率相當穩定，

前十大公司約佔其規模的百分之七十。

表 4-5-4 韓國的大型資產管理機構

<b>Largest Korea fund management organizations</b>	
assets under management, 2009-01-19, billion won	
Samsung ITMC	63,417
Mirae Asset AMC	59,838
Shinhan BNP Paribas AMC	28,956
Korea ITMC	22,506
KB AMC	20,990
UBS Hana AMC	19,003
KDB AMC	14,711
Woori AMC	14,628
Schroder ITMC	11,588
Tong Yang Orion ITMC	9,903

Source: Asset Management Association of Korea(AMAK)

資料來源：Asset Management Association of Korea(AMAK)

為了吸引外國資金，韓國廢止外國資金投資該國股票及債券之限制。外國基金公司可以透過設立分行、子行、創投以及購併該國公司的方式，來進入該國的資產管理市場。欲進入該國設行者須符合之條件為，首先本身已經是資產管理業者、其次管理資產規模(AUM)需超過 5 兆韓元、信用等級的評等以及過去執行業務上無不良紀錄。

以下圖表為全球 300 大退休基金前 15 名的排名。我們可以看出全球 300 大退休基金中，韓國的退休基金資產佔全球的 1.9%，權值最大的排名依次為美國、日本及英國...等。韓國的 National Pension 是全球第五大的退休基金，台灣的退休基金排名在第 13 名；韓國在退休基金年成長率排名第 3，第一名為加拿大。

目前韓國資產規模最大的機構投資人為 National Pension Corp.。此為由韓國政府所實施的國民年金制度，韓國於 1986 年通過國民年金法，在 1988 年隨即開始實行；其目的為當國民因老齡、疾病或受傷等傷殘或死亡後喪失或中斷收入時，實施支付年金的制度。自 1988 年起，國民年金制度首次以雇員十人以上單

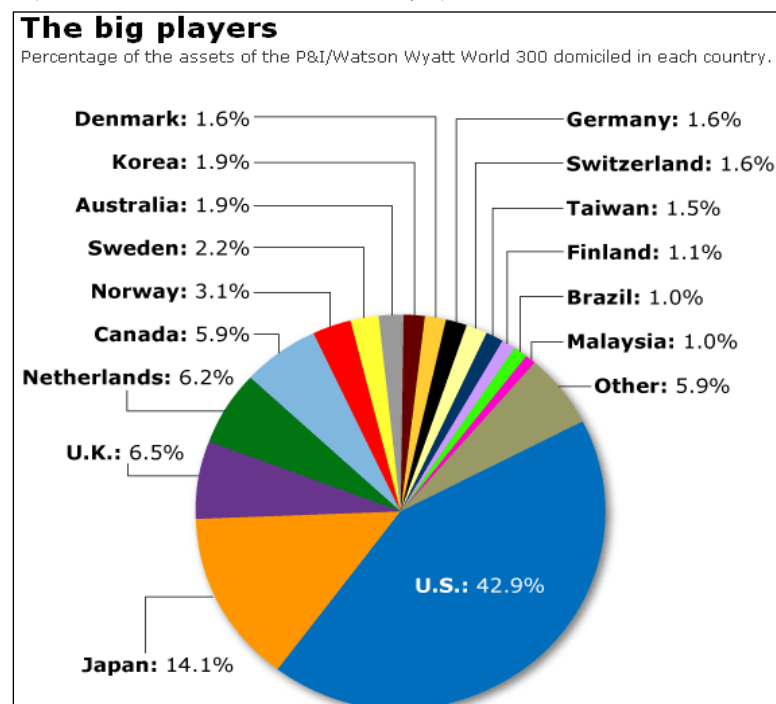
位的雇主和職工為對象實施後逐漸拓展其適用範圍，目前所有十八歲至六十歲者都應加入國民年金。並且居住在韓國的十八至六十歲的外國人也與韓國人相同，是國民年金的義務適用加入對象。該國民年金依法由最初的保險費率之提撥率為3%，自2000年開始每年增提1%至2005年，目前的提撥率為收入的9%，其金額應由本人與單位雇主各付一半，即各自承擔4.5%，由雇主按月繳納。除退休金外，其他給與包括：意外補償金、殘廢津貼、遺族撫卹金、遺族補償金、喪葬補償、災害補助...等。至2008年9月止國民年金基金所收取的年金保險費達189兆韓元，運用該基金所賺取之收益為81兆韓元，扣除已支付41兆韓元的年金薪金外，其餘的229兆韓元正在積累運用當中。

圖 4-5-3 全球退休基金規模排名

<b>P&amp;I/Watson Wyatt World 300: The largest pension funds</b>			
Ranked by U.S. dollars, in millions. U.S. fund data are from the P&I 1,000, published Jan. 21, 2008; unless otherwise noted, Japan fund data are as of March 31, 2008, Australia fund data are as of June 30, 2007, and all other fund data are as of Dec. 31, 2007.			
Rank	Fund	Country	Total assets
1	Government Pension Investment	Japan	\$1,072,429
2	Government Pension	Norway	\$370,985
3	ABP	Netherlands	\$314,969
4	California Public Employees	U.S.	\$254,627
5	National Pension <sup>1</sup>	Korea	\$231,966
6	Federal Retirement Thrift	U.S.	\$223,338
7	California State Teachers	U.S.	\$176,270
8	New York State Common	U.S.	\$164,363
9	Local Government Officials <sup>2</sup>	Japan	\$144,447
10	Florida State Board	U.S.	\$142,519
11	General Motors	U.S.	\$133,835
12	New York City Retirement	U.S.	\$130,328
13	Postal Savings Fund	Taiwan	\$129,397
14	PFZW	Netherlands	\$128,615
15	Canada Pension <sup>3</sup>	Canada	\$123,903

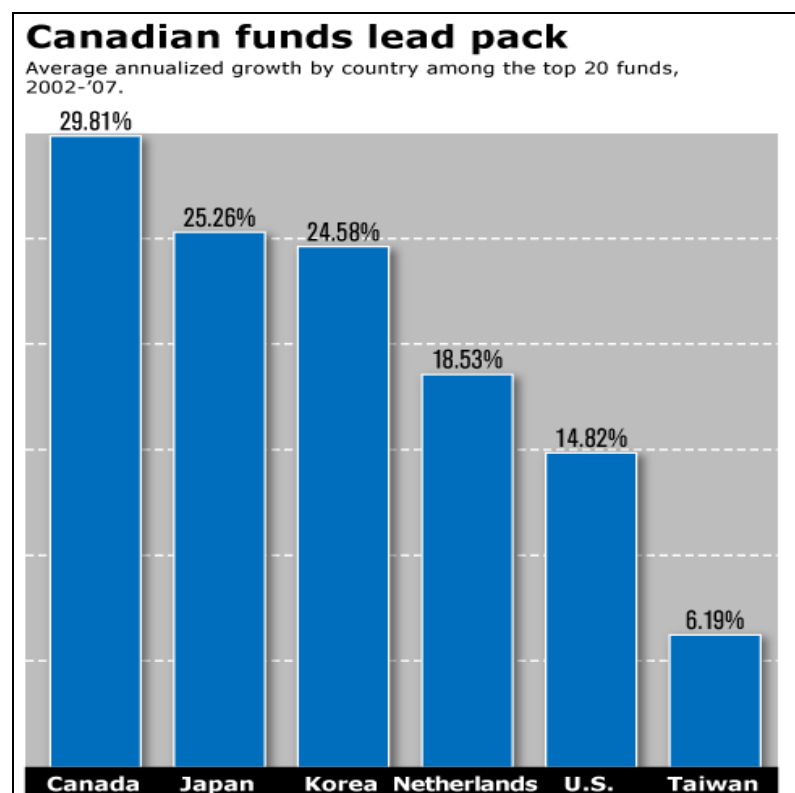
資料來源：Pensions & Investments

圖 4-5-4 各國退休金規模比例圖



資料來源：Pensions & Investments

圖 4-5-5 各國退休金規模成長圖



資料來源：Pensions & Investments

Pension & Management 針對全球資產管理業者的資產規模進行排名，韓國前三名的資產管理業者分別為：Samsung Group(排名第 59)、Mirae Asset Financial Group(排名第 146)、Korea Investment Holdings(排名第 161)。接下來，本文將介紹 Mirae Asset Financial Group。

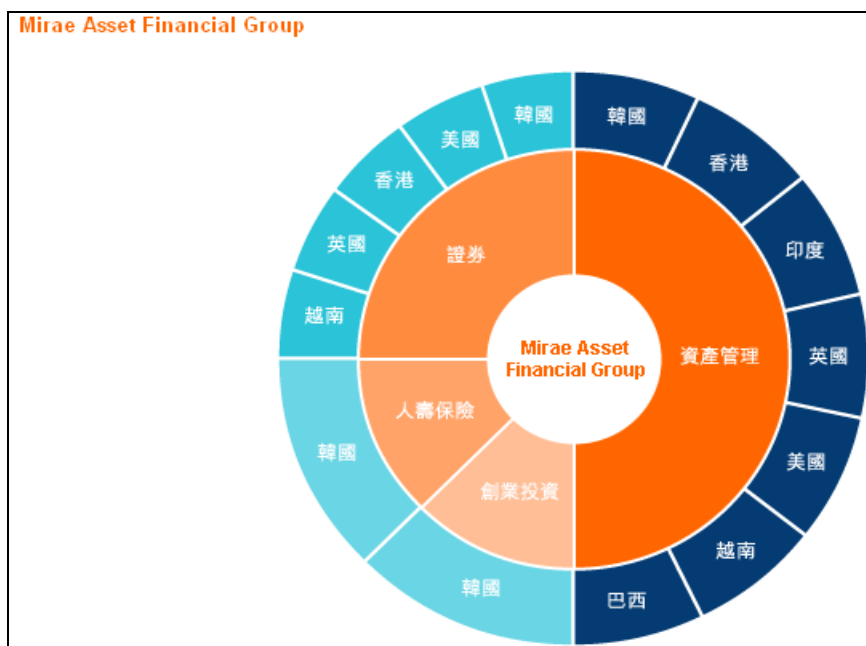
#### 四、案例分析- Mirae Asset Financial Group

在韓國資本市場上，Mirae Asset 地位舉足輕重。該資產管理公司創立於 1997 年，即在亞洲金融風暴中誕生，歷經去年金融海嘯仍屹立不搖，成為亞洲地區（不含日本）資產規模最大的資產管理業者。該公司的經營管理技術使其在韓國市場穩居領導位置，並掌管超過 495 億美元(於 2009 年 6 月 30 日)資產。當前，正逐步實現企業全球化。

目前 Mirae Asset 已經是韓國第一大資產管理公司，所管理的總資產規模超過 1.2 兆新台幣，位居亞洲（不含日本與澳洲）首位，超過其他如 HSBC、富蘭克林坦伯頓等國際投資機構，且 Mirae Asset 的資產規模中，有 80% 為股票型基金，以投資於新興市場為主，目前是新興股市規模最大的投資者。Mirae Asset 進軍香港僅三年就榮登股票型投資本金排行榜首，令外國資產運營公司驚訝不已，在有著亞洲金融中心之稱的香港，與全球頂級金融公司競爭中不斷獲勝。目前 Mirae Asset 旗下擁有資產管理業務、證券業務、人壽保險以及創業投資四項業務。在外匯市場、證券市場、固定收益市場、金融衍生產品市場以及貨幣市場皆從事專業投資研究與交易服務。市場包括：香港、美國、英國、澳洲、巴西、中國大陸、杜拜、印度...等國家，提供專業的金融服務。



圖 4-5-6 Mirae Asset Financial Group 業務服務範圍

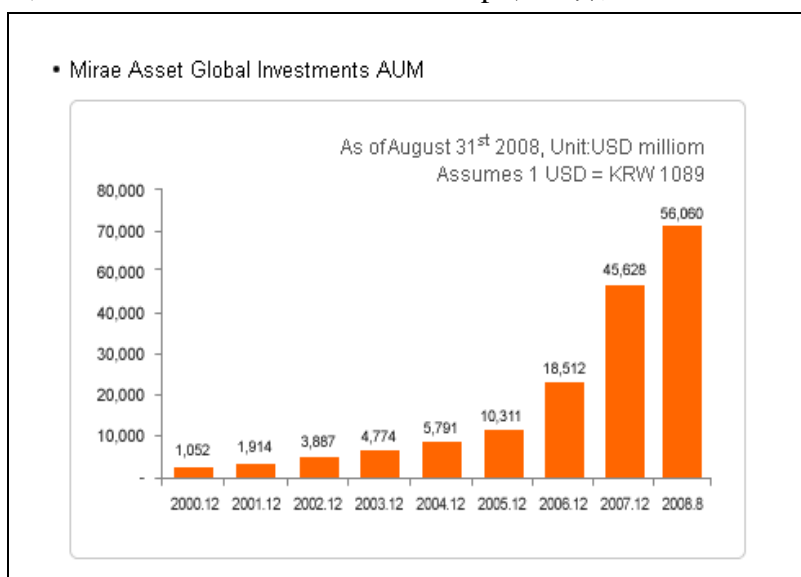


資料來源：Mirae Asset Financial Group

#### (一) 資產管理業務

提供全方位的資產管理企業，主要管理共同基金、受益者證明書以及另類投資產品，例如私募基金、房地產基金和基礎設施基金。通過世界各地的分公司，彙聚於證券、債券、外匯市場及另類投資方面的專業知識，為零售及機構顧客提供創新服務。在韓國市場穩居領導位置，並掌管超過 560 億美元(於 2008 年 12 月 30 日)資產。進行價值投資，評估每項投資的內在價值及發展潛力，對每個投資機會進行由下而上的基本分析。同時進行風險管理，在計算報酬之前，會仔細評估當中風險後再作出投資決定，推行嚴格符合規定之程序，把不必要的風險率降到最低。

圖 4-5-7 Mirae Asset Financial Group 管理資產規模



資料來源：Mirae Asset Financial Group

## (二) 證券業務

為顧客提供綜合性的財富管理服務、諮詢服務、經紀服務及投資銀行服務，總員工人數超過 2300 名。以客戶為中心的全面財富管理服務，通過與客戶進行一對一財務諮詢，考慮到顧客年齡及財務狀況後，擬訂最佳的資產管理方案。同時為客戶進行金融產品買賣之經紀服務。另外，也提供投資銀行有關之服務，包括處理首次公開招股、包銷、企業融資、基金管理以及投資和財政諮詢。同時，設置了最佳退休養老金體系，就退休養老金提供諮詢服務及管理相關資產。當前，Mirae Asset Financial Group 正極力開闢全球各地的新市場網路，並大力開發私人銀行服務業務。

## (三) 人壽保險

Mirae Asset Life Insurance 擁有 1,580 名專家和 9,327 名理財規劃師，是一家提供全方位人壽保險的企業。為韓國人民提供了一系列人壽保險、投資相連保險以及退休養老產品方案。2008 年 3 月，創造了償付準備金比率為 202.5% 的記錄。除了提供變額人壽保險方案及退休養老方案外，還提供財務諮詢及全面的退休養老規劃服務。通過位於韓國的分銷網路，提供保險、投資基金和其他不同的金融產品。

#### (四) 創業投資

向有發展前景的新公司提供創始資金，以從事高增值知識型行業的企業為主，特別是以從事知識型金融基建及高科技領域的企業為重點，加上提供企業諮詢服務給予顧客財政諮詢服務和企業融資，致力於經濟發展。

Mirae Asset 的成立，所彰顯的是資產業獨立經營與專業投資理念，逐漸獲得韓國投資人的認同，在 2000 年的資產管理規模突破 1 億韓圓，創下韓國史上最快的增長速度，更進而獲選為韓國國民養老年金服務管理企業；同時，Mirae Asset 也陸續成立證券、壽險和創投公司，並在海外設立分支機構，營業團隊高達萬人以上，與台灣仰賴銀行通路銷售的經營模式大不相同，但依舊打造完整的資產管理版圖，也能服務海外韓國民眾需求。

Mirae Asset 集團的創辦人樸炫柱是資產運營界的領軍人物，1997 年創建 Mirae Asset 集團後，不斷地改變韓國基金文化的中心。1998 年年末，最早推出了韓國共同基金，引領基金潮流，成立 Mirae Asset 證券後，甚至聲稱“長期投資者沒必要天天看股市行情”，大膽地撤掉了分公司股票行情電子顯示螢幕。

業界人士稱，迅速決策和總裁的領導能力當屬秘訣之首。比如，為推出新項目或進軍海外，三星、大宇、友利等大型證券公司進行幾個月的市場調查和資料分析。但 Mirae Asset 發現有希望的專案，集團總裁樸炫柱立即去現場確認，然後迅速作出決定。例如：現在韓國最大門戶網站之一——Daum communications 於 1999 年增資時，時任總經理的李在雄去三星、SK 等大企業希望投資，但都認為“前景不明朗”而拒絕。他最後去 Mirae Asset 請求幫助。樸炫柱聽了說明後即進行兩天調查認為可行，決定投資 24 億韓元。不出所料，6 個月後股市刮起風險企業熱風股價暴漲，該筆資金成了 Mirae Asset 集團的種子基金。

樸炫柱近年一年的一半以上在海外度過。主要是中國、印度、俄羅斯等新興經濟大國。有分析說，Mirae Asset 比其他公司能提前 6 個月~1 年推出有關中國、印度、越南等國的投資商品，這樣的現場考察起了很大的作用。當其他大型證券公司正在辦公室分析有關資料的時候，Mirae Asset 已經在當地成立辦公室和法人

了。

另一個成功秘訣是，出色的營銷戰略。Mirae Asset 所銷售的基金種類多達 730 餘支。包括股票、債券、房地產、衍生金融產品等。銷售產品的收益率也是從每年 1% 至 100% 各有不同。關鍵在於，Mirae Asset 在這些種類頗多的產品中挑選出收益率較好的幾個代表性基金（Independence、Discovery），並對其進行集中宣傳，從而在投資者中間樹立起了“MIRAE ASSET 的收益率最高”的良好形象。

另一秘訣則是，Mirae Asset 準確掌握股市變化的經營能力。Mirae Asset 自創辦初期一直採取將重點放在客戶的資產管理上的這一全新的運營方式，而不是單單依靠交易回扣的傳統模式。也就是說，考慮到網上交易活躍時股票交易回扣幾乎為零的情況，向客戶推薦長期投資及資產分配的方向改變了經營戰略。實際上，Mirae Asset 從不向客戶“推薦股票”，但會勸導客戶說，應向中國基金、印度基金、亞洲基金、國內基金等多個領域適當分開進行長期投資。

在韓國，Mirae Asset 所強調的投資觀念並非基金促銷或市場評論，而是對孩童的理財教育啟蒙與老年退休生活規劃，在韓國金融市場宛如一股清流，這是台灣投資人愈來愈重視的部分，當然也是資產管理公司的任務，以獨立經營的專業角色，為客戶規劃完整的人生資產配置。

## 第六節 綜合比較與評析

從以上各國之資產管理管理中心業務發展，可看出目前亞太地區之資產管理業務仍落後於美國與歐洲，故我國應以超越美國與歐洲之資產管理中心為長期目標，而以成為亞太之資產管理中心為短期目標。資產管理業務非常廣泛，我國應先透過資產管理業務之價值鏈分析，確定我國應加強與欲發展之業務內容，乃是現在重要的課題。

## 第五章 各國資產管理業務之法規架構

### 第一節 美國法規

#### 一、立法緣起

在 1929 年大股災以前，支持聯邦政府對證券市場實行規管的人並不多受到“由貧變富”的承諾及容易獲得信貸的引誘，大部分投資者甚少考慮到市場因欠缺管制而存在的固有風險。據估計，在二十年代發售的 500 億美元(3,900 億港元)新證券中，有半數其後變得一文不值。大股災後，公眾對市場的信心驟跌。人們普遍認為，要令經濟復蘇，必須恢復公眾對資本市場的信心。國會舉行聽證會，以認定問題及尋求解決辦法。根據這些聽證會聽證的結果，國會分別在 1933 年及 1934 年通過了《證券法》及《證券交易法》。《證券交易法》第 2 條訂明，證券交易“關乎國家利益，故須就此等交易及與其有關的制度及事宜的規管及管制訂定條文”。法例的目的是加強架構及政府監督，以恢復投資者對資本市場的信心。國會並於 1934 年設立證券交易委員會，以執行證券法例，促進市場的穩定，以及保障投資者。直到今天，該兩條證券法例依然是證券市場規管的依據。在 1940 年制訂了投資公司及投資顧問法，尤其是 1940 年制訂的投資公司法，是世界第一部系統規範投資基金的立法，為美國投資基金的發展奠定了基礎。

#### 二、法規簡介<sup>36</sup>

##### (一)1933 年的《證券法》

1933 年的《證券法》有兩個基本目標—(1)確保投資者得到有關公開發售證券的財務及其他重要資料；以及(2)禁止在發售證券過程中有欺騙、失實陳述及其他欺詐行為。通過證券登記披露重要的財務資料，是達到上述目標的基本方法。一般而言，《證券法》禁止公開發售任何並未向證券交易委員會登記的證券。向證券交易委員會登記證券時，必須(1)說明公司的財產及業務；(2)描述擬公開

---

<sup>36</sup> 以下資料 參考自 <http://www.info.gov.hk/info/expert/annex3c.pdf>

發售的證券；(3)提供有關公司管理的資料；以及(4)提供經獨立會計師核證的財務報表。

## (二)1934 年的《證券交易法》

《證券交易法》的其中一些條文，是就證券交易委員會的成立作出規定。此法例賦予證券交易委員會廣泛權力，處理證券業各方面事宜，包括經紀行、過戶代理和結算公司以至自我規管機構的註冊、規管和監督。自我規管機構包括各證券交易所及全國證券交易商協會公司、地方證券規則訂立委員會及各結算公司（協助處理買賣交收的自我規管機構）。

參與證券市場規管的主要機構：

### 1、證券交易委員會 — 負責規管市場及監督自我規管機構

證券交易委員會由五名由總統委任的委員組成。委員會下設四個部門及十八個辦公室。委員會總部設於首府華盛頓，另有十一個區域及地區辦事處分布全國。委員會的五名委員是在諮詢和取得參議院的同意後，由總統委任，任期為五年。各委員於不同時間委任，每年六月五日均有一名委員任期屆滿。為確保委員會立場不受個別政黨影響，委員當中不得有超過三人來自同一政黨。總統會指派其中一名委員出任主席，由他擔任委員會的首席行政人員。

委員會會舉行會議，討論和解決由委員會職員提交的事宜，包括(1)詮釋聯邦證券法例；(2)修訂現有規則；(3)建議訂立新規則以配合市場情況的轉變；以及(4)執行規則及法例。(根據1933年《證券法》等法例，證券交易委員會負責監督證券市場。作為法定規管機構，證券交易委員會參與訂立規則以維持公平及有秩序的市場運作，並通過修訂現有規例或制定新規例，保障投資者。除非討論內容涉及機密議題，例如應否就違例個案展開調查等，否則委員會的會議均開放予公眾及傳媒旁聽。企業融資部負責監督企業向投資大眾作出的重要資料披露。該部會覆查公眾上市公司須呈交證券交易委員會的文件，包括新發售證券的登記陳述書，周年、季度或中期提交存檔的文件，召開周年大會前送交股東的委任代表資料，派發予股東的年報，與股權收購有關的文件，以及與合併收購有關的存

檔文件等。至於關連交易、合併收購，以及一般企業行動等，則屬發行人註冊成立的州份的法律所管限事宜。然而，相關的委任代表文件(即載列需由股東投票議決事項的通告)則受證券交易委員會的規管。

市場規管部制定及執行標準，通過規管主要證券市場參與者，包括經紀行、自我規管機構、過戶代理(備存股票及債券持有人記錄的機構)及證券資料處理者等，維持公平、秩序良好及高效率的市場。其主要工作包括—(1)執行證券交易委員會的股票經紀財政穩健計劃；(2)審批自我規管機構建議的新規則，以及其對現行規則提出的修改建議；(3)就影響證券市場運作的事宜制定規則及加以詮釋；以及(4)監察市場活動。

投資管理部負責監督及規管價值15 萬億美元(117萬億港元)的投資管理業，並執行影響投資公司及投資顧問的證券法例。此外，該部根據1935年的《公用事業控股公司法》監督註冊或獲豁免的公用控股公司。法規執行部負責調查涉嫌違反證券法例的活動，並在適當的情況下建議證券交易委員會採取行動。

根據證券法例，證券交易委員會可提請由聯邦法院或內部的行政法官審理執法事宜。此外該部也代表證券交易委員會就和解協議作談判。雖然證券交易委員會只有民事執法權力，法規執行部會與各刑事執法機構緊密合作，就須嚴加處理的失當行為提出刑事檢控。

## 2、由證券交易委員會監督的自我規管機構

自我規管機構是會員制組織，根據聯邦證券法例為會員訂立及執行規則。自我規管機構須向證券交易委員會註冊及受該會監督，是負責規管經紀交易商的前線機構。各交易所及全國證券交易商協會均屬自我規管機構。這些機構必須訂立規則，以懲處會員的不當行為以及制訂措施，以確保市場健全運作及保障投資者。自我規管機構會公布建議訂立的規則或修訂現行規則的建議，以徵詢公眾意見，然後才提交證券交易委員會審批。證券交易委員會也可在認為有需要或適當時，修訂自我規管機構的規則，但須同時說明修訂規則的理由或目的。

### (1)紐約證券交易所



紐約證券交易所(紐約交易所)是最大的證券交易所，負責監管成員公司遵循財務和營運規定的情況、以及定期檢查經紀的買賣方式及持續監察一些專門的營運。在紐約交易所每個交易日進行的每一宗交易均持續受到監察。紐約交易所的歷史可追溯到 1792 年的創立協議。該交易所於 1934 年向證券交易委員會註冊成為全國證券交易所，並於 1971 年成立為非營利公司。1972 年，理事會成員投票通過撤換理事會，代之以一個由二十五名董事組成的董事會，當中包括一名主席暨行政總裁、十二名公眾人士代表及十二名證券業代表。紐約交易所的使命是提供最優質及最具成本效益的自我規管市場，以供買賣各類金融工具，使集資及資產管理活動更臻完善；促進公眾對這些活動的信心和了解；並成為討論國內外相關政策問題的地方。

## (2)全國證券交易商協會公司

全國證券交易商協會公司為非營利組織，差不多所有與公眾有業務往來的證券公司均是該組織的成員，這包括 5300 家經紀行，合共有超過 92000 家分行及 664000 名註冊證券代表。該組織教育業界專業人士及投資者，並管理設有仲裁及調停安排的全球最大調解證券糾紛組織，以及監察納斯達克證券市場公司的所有交易及某些外國市場。直至最近，全國證券交易商協會公司一直是納斯達克證券市場的擁有人。在 2000 年，該組織決定出售納斯達克證券市場，以集中履行其核心使命，即確保市場健全運作及維持投資者信心。

## 3、行政部門及立法機關

行政部門不參與證券市場的日常規管工作，也不參與訂立管限證券市場及自我規管機構(包括各交易所)運作的規則。規管職能由按法規成立的獨立法定機構(即證券交易委員會)擔任。行政部門及立法機關均無權向證券交易委員會發出指示。憲法及行政法規對證券交易委員會的制衡，是通過行使任命委員會的委員及規定委員會須向立法機關提交報告和舉證的權力。如註冊證券商協會向證券交易委員會提交修訂規則的建議，主要涉及買賣政府證券的行為，證券交易委員會須徵詢財政部長的意見。至於自我規管機構提出的其他修訂規則建議，並無法例



規定證券交易委員會必須諮詢財政部長。

### (三)美國證券投資信託基金相關法制

#### 1、美國 1940 年投資公司法<sup>37</sup>

美國於 1940 年制定了投資公司法系對證券投資基金最重要之規範。其內容主要規範投資公司之制度，包含投資公司定義、類型、註冊、業務、財務、董事會權責、主管機關監管規定等等，此法可說是美國投資公司制度之根本大法。

##### (1)投資公司之定義(1940 年投資公司法)

- A、現從事或意圖從事證券之投資、再投資或買賣之發行人
- B、現從事或意圖從事發行分期付款面額證書，或現從事此營業且曾發行該種證書之發行人
- C、現從事或意圖從事於證券之投資、再投資、所有、持有或買賣者，且其所有或意圖取得之投資證券，除政府證券和現金外，超過此被投資公司總資產百分之四十者。

此法進一步規定將下列情形排除於定義外：

- A、發行人主要從事的(不論是直接或透過其他附屬公司)係證券之投資、再投資、所有、持有或買賣以外的事業。
- B、發行人所有未發行之證券係由一非定義中之投資公司直接或間接所擁有。
- C、發行人並未公開發行其證券且證券之有效持有人次在一百人以下者。
- D、其他被除外者：證券承銷商、證券自營商、銀行、存放款機構、保險公司、金融公司、及實際上擁有或經營石油、天然氣，其他礦權或不動產租賃者；其他尚有：慈善組織、養老金、撫恤金等等。

#### 2、其他與美國證券投資基金有關之法令

因美國投資基金為公司型，即係依據公司法成立，向投資大眾募集資金而發行股票，投資者即係公司股東，投資公司仍須設置董事會，而相關運作原則上與一般公司並無太大差別，故原則上投資公司須依投資公司法之規定，然若投資公

---

<sup>37</sup> 陳漢仁，論證券投資信託基金投資人之保護，國立臺北大學法學系碩士論文，民國 96 年 8 月

司法或相關法令未規定者，仍應回歸公司法之適用，此外，涉及共同基金部分，由於共同基金仍屬有價證券，亦須受1933年證券法及1934年證券交易法之規範，即須遵守相關財務業務之資訊揭露，及防止虛偽、詐欺交易之行為等規定。另外，1940年制定之投資顧問法，也規範了投資顧問公司對基金管理公司相關權責內容。

## 第二節 英國法規<sup>38</sup>

### 一、立法緣起

英國傳統之證券管理體系，是由公司法上有關公開說明書之規定、詐欺投資防止法(The Prevention of Fraud Investment Act, 1958)中有關證券商特許、單位信託及資本發行管理等規定組成，其特色為對證券交易所及其會員採完全放任之政策<sup>39</sup>，根據詐欺投資防止法，證券商除另經核准，必須取得商工部(Department of Trade and Industry)核發之執照，商工部曾於 1983 年修改該法之細則，如證券商執照管理規則(Dealers in Securities Licensing Regulation, 1983)、證券商從業行為管理規則(Licensed Dealers Conduct of Business Rule, 1983)等，但詐欺投資防止法本身涵蓋之範圍已不完整，該法過時規定已難以執行，且不能就保護投資人方面提供足夠的法律依據<sup>40</sup>。

1981 年英國商工部乃聘請高爾教授(Prof. Jim Gower L.C.B)對當時的法律架構從事檢討，並要求其就個人及機構投資人保護法規提出建議。高爾教授於 1984 年 1 月發表「投資人保護檢討報告」，主要建議為：「詐欺投資防止法」應由一新法律取代，基本政策之提出、整體性之監督及投資事業之細節性管理等，應由政府機構或一新機構負責；日常之管理，應由民間自律機構負責，而自律機構基本上必須獲得政府或上述新機構承認，並由現存專業機構產生，以建立一基

<sup>38</sup> 以下內容 參閱 英國證券市場相關法制，

<http://libsvr.sfi.org.tw/torica97web/download/England97.pdf>

<sup>39</sup> 「自律制度之研究報告」，證券市場各種管理暨業務人才培育訓練班第六期，頁九。

<sup>40</sup> 參 桂先農，「英國證券管理制度簡介」，載於證券管理，2002 年 8 月，頁十七

於法之自律架構。英國證券業界在 1980 年代之發展，較其在英國歷史上任何時代之發展為快，國際商業競爭增加，市場要求革命性改革之力量因而擴大。主要肇因則源於 1976 年，當時英國之「限制交易措施法」(Restrictive Trade Practice Act) 延伸適用於服務業，從而依該法，倫敦證券交易所必須將其內部規則陳報「公平交易署」(Office of Fair Trading)。兩年後，英國政府決定將倫敦證券交易所違反「限制交易措施法」移送法院。當時，公平交易署認為，倫敦證券交易所內部有三個主要限制交易措施：(一)最低固定佣金措施；(二)證券經紀商與自營商功能必須分離之措施；(三)會員不得為公司組織之限制措施。本案歷經冗長之訴訟程序，直到 1983 年 7 月工業部長 Mr.Cecil Parkinson 與倫敦證券交易所董事長 Sir Nicholas Goodison 達成庭外協議，交易所同意在 1986 年年底取消上述三項限制。1983 年商工部長與倫敦證券交易所董事長所達成之協議，成為英國金融改革之催化劑，綜合性證券業務之產生(經紀商與自營商合併)、資本之強化(公司組織亦得擔任倫敦證券交易所之會員)，使英國券商足以有效地與美、日對手競爭，現代科技與商業之結合，亦使倫敦證券交易所採用自動報價系統；隨著最低固定佣金之取消，使英國公司得在國際上提出更具競爭力之價格。自由化與國際化，促使市場產生建立新法律架構規範投資證券事業之需要，以強化投資人之保障與信心。

1985 年英國政府根據高爾教授之建議，發表政府白皮書，並向國會提出金融服務法草案，以取代舊法律。1986 年 10 月 27 日英國下議院三讀通過金融服務法(Financial Services Act of 1986)，並推動各項改革措施，英國證券界賦予一個統一的代號---Big Bang，其主要內容包括：(一)師法美國紐約證券交易所廢除固定手續費率制度；(二)將證券業分業制改為兼業制；(三)建立電腦化報價及交易系統；(四)破除二債券自營商的寡佔局面而改進債券市場；(五)設置投資局(SIB)；以及(六)改組倫敦證券交易所並建立全球二十四小時市場連線。

英國在經歷 1986 年的大改革之後，確實為市場注入一股新意，然而英國整體金融市場在傳統多頭馬車的管理下，政策推行總有諸多包袱存在。1986 年金

融服務法所建立的規範架構，已不足以提供健全的監理準則及給予投資人妥適保障。藉由 SIB 與自律組織(Self Regulatory Organization；SROS)結合專業人員的雙軌金融監理制度，不但缺乏效率，且責任歸屬亦不明確，相關金融法規的修正進度已嚴重落後。取而代之的新金融法規，除須保留原有法規，納入專業人員參與以及兼顧批發與零售金融業務分離規範的精神外，更要能因應現況隨時調整管理機制。自 1997 年起，英國為建立更具效率之金融管理體系，預定將原本金融體系之九大管理機關整合為單一之管理機關。其整合之過程，首先係將原證券投資局(SIB)於 1997 年 10 月更名為金融管理局(FSA)，整合後的金融管理局(FSA)將繼續 1986 年金融服務法所賦予之管理金融體系及投資活動、監督交易所及結算機構等權限，更將發揮 監管銀行、貨幣市場、外匯市場，以及管理其他組織的功能。為達成上述目標，除於 1998 年 6 月 1 日立法通過將屬原英國中央銀行之職權移轉金融管理局外，更制定金融服務及市場法(Financial Services and Market Act，簡稱 FSMA)，俾利金融管理局發揮整合監督的職權。在「金融監理一元化」的構想下，有必要重新制定一個能整合外匯、銀行、保險、證券及期貨的法律，以配合主管機關大一統的措施。

歷經三年多的立法過程，金融服務及市場法(Financial Services and Market Act)業已於 2000 年 6 月 14 日三讀通過，並於 2001 年 12 月 1 日正式施行。新法已取代 1986 年金融服務法，成為規範英國金融證券市場之主要法規，以下將簡單介紹金融服務及市場法之主要內容。

## 二、法規簡介

### (一) 2000 年金融服務市場法<sup>41</sup>

金融服務及市場法提供單一監理機關(FSA)的架構，賦予 FSA 廣泛的法規制定權，也同時成立「金融服務和市場特別法庭 (Financial Services and Market Tribunal)」，審理發生在 FSA 與被監理機構間經雙方協商難以解決的問題。此

---

<sup>41</sup> 2000 年金融服務及市場法之詳細條文內容可至  
<http://www.legislation.hmsso.gov.uk/acts/acts2000/20000008.htm> 查詢

外，該法也建立單一的裁判外紛爭處理的申訴程序(Ombudsman)與金融補償制度，以給予投資人更好的保障。

本法所監理的事業及對象包括：銀行、建築資金融資合作社(Building Societies)、保險公司、互助會(Friendly Societies)、信貸會(Credit Union)、Lloyd's、投資及退休金諮詢顧問、證券經紀商、專業投資公司、基金經理人、以及衍生性商品交易商。為使所有金融事業能有單一的監理法源，金融服務及市場法將以下各法融合於其中：1、年信貸會法(Credit Union Act 1979)2、保險公司法(Insurance Companies Act 1982)3、金融服務法(Financial Services Act 1986)4、建築資金融資合作社法(Building Societies Act 1986)5、銀行法(Banking Act 1987)以及6、互助會法(Friendly Societies Act 1992)。該法共有三十部，二十二項附表，計 433 條，茲將該法各部內容簡述如下<sup>42</sup>：

#### 第一部 監理者 (§1-§18)

金融服務局為銀行、投資、保險等業之單一監理者，本部明定金融服務局之職權及義務。金融管理局係依 1985 年公司法所設立的有限公司組織(§7)，其設置之目標主要包括增強市場信心、提昇大眾對市場的瞭解、保護投資者、減少金融犯罪等項(§2)。

#### 第二部 受規範及禁止的業務 (§19-§30)

該部規範一般性禁止原則、獲得許可的要件及對金融投資宣傳之限制。任何人未經核准或經豁免，不得於英國從事受規範之業務(§19)。違反規定者將受到處罰(§23、§24)。該法並提供金融管理局得以命令定義“受規範業務”之法源(§22)。“投資”於本法之定義係包括“任何資產、權利或利益”(§22)，該項定義較1986年金融服務法中對投資的定義更為廣泛。

#### 第三部 核准及豁免 (§31-§39)

該部主要定義核准者及豁免者。依該法第卅一條規定，所謂經“核准者”指

---

<sup>42</sup>以下內容摘譯”The U.K. Financial Services and Markets Act2000:A Framework Summary”, World Securities Law Report,BNA, 09/00。

獲本法第四部之許可，從事一或數項受規範之業務，以及特定種定之投資公司等。經“豁免者”指符合豁免命令範圍者(該項命令目前正由國會研擬中，本法有待該項命令公佈後正式施行)。

#### 第四部 從事規範事業之許可 (§40-§55)

本部明定申請及變更從事受規範業務之許可條件，申請者應符合附表六(schedule 6)之申請要件，主管機關有廣泛之裁量權變更許可範圍或撤銷許可。

#### 第五部 從事規範事業 (§56-§71)

主管機關有權發布命令，於適當之情形下禁止有影響力者從事部份或全部的許可事業。

#### 第六部 上市 (§72-§103)

本法授權“適當的機關”對有價證券於倫敦證券交易所上市之許可，有權制定行政規則。有關“適當的機關”最近已由倫敦證券交易所移至金融服務局本身。

#### 第七部 移轉業務之管理 (§104-§117)

本部明定保險業或銀行業等進行移轉之步驟，由於依 1982 年保險公司法，保險業進行移轉的步驟十分繁瑣，本法於該部提供較簡化的移轉步驟，目前只需向法院申請即可。

#### 第八部 擾亂市場的罰責 (§118-§131)

該部對在英國擾亂市場行為提出解決的法律架構，並授權主管機關執行民事罰之權力。內線交易、操縱市場並將構成刑事犯罪。主管機關依本法第 119 條規定，將發布相關準則，決定哪些行為將構成擾亂市場。

#### 第九部 聽證及上訴 (§132-§137)

依本法規定，金融服務市場法院有決定哪些事項應提交至該法院處置之管轄權。

#### 第十部 規則及準則 (§138-§164)

依本法主管機關有權對核准者於從事與受規範業務事項，制定行為準則。本部明白揭示主管機關應就保管客戶帳戶、揭露及使用資訊、宣傳、洗錢等特定事

項，制定相關行為準則。

#### 第十一部 資訊之蒐集與調查 (§165-§177)

本法規定主管機關於特定情形有權向非核准者要求提供資料。

#### 第十二部 對核准者之控制 (§178-§192)

本部主要係規定主管機關對控制核准者之人的監督方式。凡對核准者持有般10%或以上股權者，即符合“控制”的定義。主管機關有權對獲取控制利益之控制者提出異議。

#### 第十三部 主管機關之仲裁 (§193-§204)

本部主要制定關於主管機關得基於其他歐盟會員國管理者的請求或協助，有權進行仲裁之情形。

#### 第十四部 懲處的方式 (§205-§211)

主管機關可懲處違反本法規定之任何核准者，其方式得為公開譴責及處以罰責。

#### 第十五部 金融服務補償計畫 (§212-§224)

本法特別制定由主管機關設置的金融服務補償計畫，該項計畫係由獨立的公司管理，其目的係作為補償客戶於核准者無力償還時所蒙受之損失。本法第二一四條規定主管機關有權制定相關規則之範圍，基本上該項補償計畫之範圍，較一九八六年金融服務法涵蓋的範圍更廣，對潛在之受益者亦有提供保障。

#### 第十六部 調查員計畫 (§225-§234)

本法制定單一的調查員計畫，其目的在使主管機關之管轄權有效運作，核准者及其客戶間紛爭快速解決係作為補償客戶於核准者無力償還時所蒙受之損失。

#### 第十七部 集合投資計畫 (§235-§284)

本部預先建立一法律架構，規範英國受核准之單位信託。此外本部亦首次提供規範英國開放型及封閉型投資公司之管理法源。

#### 第十八部 交易所及結算公司 (§285-§313)

1986 年金融服務法中所建立之公認的交易所及結算公司架構，廣泛的為本

法所採用。交易所及結算公司依本部規定，均由主管機關監督。

#### 第十九部 Lloyd's (§314-§324)

Lloyd's 互助會 (the Society of Lloyd's)之法律地位為經核准從事保險業務者的架構，該互助會並非全部由主管機關 FSA 所監理，而係由 Lloyd's 理事會(the Council of Lloyd's)負起較多的監理責任，惟 FSA 得下達命令給 Lloyd's 理事會。

#### 第二十部 專業人士會員之金融服務條款 (§325-§333)

本部規定從事規範業務之專業人士應獲得主管機關之許可。該部主要係取代現存由專業人士本身規範其會員之投資活動的架構。

#### 第二十一部 共同互助會 (§285-§313)

本部規定建築資金融資合作社管理委員會(Building Societies Commission)、互助會管理委員會(Friendly Societies Commission)、互助會註冊所(Registrar of Friendly Societies)等依目前法令對產業所發揮的功能，應移轉至金融服務管理局。

#### 第二十二部 稽核及會計人員 (§340-§346)

本部規範經核准者任命之稽核及會計人員。本法對該等稽核及會計人員賦予特定之要求，包括其有義務向主管機關揭露有關其功能之資訊。

#### 第二十三部 公開紀錄、資訊揭露及合作 (§347-§354)

本部規定主管機關應編撰及保存經核准者之公開紀錄，以及有關機密資料之安全性。對主管機關間彼此移轉機密性時，主管機關有義務維持機密。

#### 第二十四部 無力清償 (§355-§379)

本部架構於現存有關無力清償及破產法，主管機關有權參與受核准者辦理破產、無力清償等程序之進行。

#### 第二十五部 禁制令及賠償 (§380-§386)

本部主要規定主管機關對未經核准從事規範事業之人所得採取之處置措施。

#### 第二十六部 通知 (§387-§396)

主管機關依本法履行職權並被要求通知其採取該項做法之原因時，其首先應



對影響者發出“警告通知”(warning notice)，該人有 28 天可進行陳述。之後才視情況發出“決定通知”(decision notice)或“終止通知”(discontinuance notice)。

#### 第廿七部 犯罪 (§397-§403)

本部進一步規定當公司或合夥事業違反本法之規定，其職員亦可能被制控同等罪名。主管機關有權對造成誤導之陳述或行為、內線交易、洗錢等犯罪行為，進行起訴。

#### 第廿八部 附則 (§404-§416)

本部明訂財政部具指揮 FSA 及其他特定機關遵循英國的國際義務之權利，包括歐盟互惠交易之決定等。

#### 第廿九部 定義 (§417-§425)

#### 第三十部 補充 (§426-§433)

本部涵蓋本法施行日期及管轄範圍的相關條款，並授與財政部修訂、解釋與補充本法相關條款之權限。

### (二) FSA 自律手冊(Handbook)

英國對金融市場之管之理強調市場自律機制，為使 FSA 之管理行為有據，FSMA 授權 FSA 可視市場與管理之需要訂定各類「指引」(guidelines)為市場之細部規範(rules)，各類指引統稱為「手冊」(The Handbook)。在不違反 FSMA 的前提下，FSA 對各類指引之增訂修改權可謂極具彈性。茲將 FSA 自律手冊中各類指引與規定，列述如下<sup>43</sup>：

表 5-2-1 FSA 自律手冊中各類指引與規定

等級	手冊名稱	內容
高層級法規	Principles for Business (PRIN)	對所有受 FSA 規範之公司或機構訂定基礎規範，共計 11 條原則性規定，這些規則為其他規則或指引(guidance)的基礎。

<sup>43</sup>資料來源：節譯 FSA Handbooks, <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/>。

	Senior Management Arrangements, System and Control(SYSC)	著重董事與高階主管之責任規定，以確保公司或機構建立適當控制、監管與可信賴之管理機制，包括適當的營運風險系統與控制，並依 1988 年公共利益揭露法之規定訂定內部指引與警示要求。
	Threshold Conditions (COND)	訂定從事相關金融業務最低標準。
	Statements of Principle & Code of Practice for Approved Persons (APER)	建立 FSA 對經核准人士於執業時之相關行為標準，共計有七大主要行為準則，包含職業道德、專業能力，與執行業務之能力與影響力等。
	Fit and Proper Test for Approve Persons (FIT)	訂定欲從事相關金融業務或正在執業者取得執業資格之最低標準，尤其針對下列三點進行考核：1.誠實、正直與聲譽；2.與所執行之業務相符的能力；3.個人財務健全（financial soundness）。
	General Provisions (GEN)	針對手冊所欲規範之項目建立法規架構，內容包含：名詞解釋、可支付費用、FSA 對金融服務公司業務之授權、緊急應變措施、金融服務公司授權範圍之揭露、FSA 識別系統之使用規則、對抗金融懲罰行為之保險等(insurance against financial penalties)。
	Fees Manual (FEES)	FSA, FOS and FSCS 經費來源條款 謹慎標準
謹慎標準	General Prudential sourcebook (GENPRU)	分依依銀行、保險、投資公司不同金融機構，規範之共同與個別之謹慎行為要求(prudential requirements)。
商業標準	New Conduct of Business sourcebook(COBS)	針對投資事業與客戶間之關係訂定商業行為所需遵守之要求。
	Insurance: New Conduct of Business sourcebook (ICOBS)	針對一般保險業，或純粹保護政策（一種長期照護保險契約）訂定商業行為所需遵守之要求。
	Client Assets (CASS)	對於持有或保管客戶資產與金錢之

		事業提供大綱式之規則與指引。
	Mortgage: Conduct of Business (MCOB)	針對抵押放款業務訂定商業行為準則。
	Training and Competence (TC)	對從業人員之能力要求與規範。
	Market Conduct (MAR)	對批發（wholesale）與專業投資之市場（professional markets）人士訂定行為準則，如價格穩定措施、內部人行為準則、倫敦金融區 CITY 訂定之收購與合併規則、因應歐盟指引 CESR 要求訂定替代性交易系統規則等。
	Money Laundering (ML)	洗錢防制系統與控制監理程序
監理程序	FSA 之監管內規與自律機制（略）	
補償	補償投資人申訴程序與爭議解決及補償等相關規定（略）	
Specialist sourcebooks	New Collective Investment Scheme (COLL)	提供投資公司（ICVCs）與授權單位信託（AUTs）管理細部規則，授權投資之程序，可投資之商品項目，與歐盟或非歐盟之其他國家外國投資基金之管理。
	Electronic Money (ELM)	對非金融業者發行電子扣款商品訂定管理規範。
	Professional Firms (PROF)	針對專業技術人士（律師、會計師與其他專門技術者）訂定資格條件與刑為指引。

資料來源：FSA Handbooks, <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/>。

### (三)最新發展趨勢

為配合建立歐洲單一金融服務市場的架構，歐盟在 2004 年通過的金融商品市場指令(Markets in Financial Instrument Directive, MiFID)，作為規範歐盟各會員國之主要投資服務業(如證券商、期貨商、顧問事業等)得以單一證照橫跨歐盟各國執行業務，本制度並訂定投資服務業、交易所及跨國交易機制之指令，該指令

並將取代 1993 年之投資服務指令(Investment Service Directive; 以下簡稱 ISD)。與 ISD 相較，MiFID 涵蓋範圍較廣，如 MiFID 包括 ISD 未規範之顧問事業，且有關衍生性商品所涵括之範圍亦較廣。MiFID 推動目的有三，即：

- 1、強化傳統交易所及其他交易系統間之競爭關係
- 2、提昇歐盟各交易所之資訊透明度
- 3、鼓勵金融創新並降低交易成本

MiFID 要求各投資服務業必須制訂所有合理之步驟，以取得最佳執行結果及建置委託單執行政策，並規定客戶有權查核委託單撮合結果，且其結果必須取得客戶同意，以及持續有效監管。為配合 MiFID 於 2007 年 11 月正式實施，英國金融主管機關 FSA 也依據 MiFID 重新編寫監管總則的重要章節。

### **第三節 澳洲法規**

#### **一、立法緣起**

以下將簡單介紹澳洲證券及投資市場的規管情況，澳洲各證券交易所由以下三方負責監管，(1)財經事務及規管部長，賦有維持市場健全運作及保障投資者的職能及權力；(2)澳洲證券及投資監察委員會(澳洲證監會)是法定的監管機構，全面負責市場的監管；以及(3)作為市場前線規管機構的交易所。上述規管形式一般稱為聯合規管模式，此模式兼具法定及自我規管特色，旨在提升投資者的信心及維持市場健全運作。

澳洲《公司法》第七章為證券業的規管提供法律基礎，以處理市場、交易所及協會、結算所、業界參與者及其操守、投資者保障基金及失當行為等各方面的事宜。

#### **二、法規簡介<sup>44</sup>**

##### **(一)《2001 年金融服務改革法》**

---

<sup>44</sup> 以下資料參考自 <http://www.info.gov.hk/info/expert/annex3c.pdf>

2001年8月，澳洲國會通過《2001 年金融服務改革法》（《改革法》），保留了上述證券交易所的基本監管架構，但對發牌規定及市場的持續責任作出了重大更改。《改革法》訂立有關金融產品銷售、意見提供及交易的單一發牌制度，以及引入更劃一的規管。具體而言，《改革法》為“金融市場”引入單一發牌制度，不再區分證券交易所與期貨交易所，又協調有關證券及期貨合約的法例，從而使規管制度更具靈活性。

#### 1、財經事務及規管部長

根據《公司法》，財經事務及規管部長(部長)獲賦予審批及監管市場經營的權力。《公司法》訂明任何擬成為證券交易所的機構，均須符合若干規定，部長始可給予批准。這些規定的目的，是要維持市場健全運作和保障消費者。具體來說，《公司法》規定有關機構必須制定上市規則，列明買賣證券的條件，以維護公眾利益。部長有權要求證券交易所向澳洲證監會匯報其履行持續責任的情況、指示交易所採取行動履行該等責任、否決對營運規則的修訂，以及撤銷給予證券交易所的批准。

#### 2、澳洲證券及投資監察委員會

澳洲證監會於1998年7月採用現時的名稱，該會是根據《1989 年澳洲證券及投資監察委員會法》成立的獨立聯邦政府機構。1991年1月1日，該會以澳洲證券監察委員會的名稱，取代了國家公司及證券監察委員會和各省區的公司事務辦事處，執行當時的《公司法》。澳洲證監會在三名由財政部長提名，並獲總督委任的全職總監領導下運作。該會向聯邦議會、財政部長及財政部長的議會秘書負責。澳洲證監會的職責是執行公司及金融法例，以保障消費者、投資者及債權人。該會規管澳洲的公司、金融市場、金融服務機構，以及從事投資、退休金、保險、接受存款及信貸業務和就此等業務提供意見的專業人士，並向公眾報告有關的情況。《公司法》授予澳洲證監會多項與市場監管有關的職能及權力，包括覆核交易所遵行規定的報告、暫停證券買賣、審議市場營辦者規則的修訂、向法庭申請頒令遵行交易所所訂的業務守則或上市規則，或要求交

易所根據其上市規則採取執法行動，以及包括調查、查閱簿冊和蒐集資料等的監管與執法職能和權力。澳洲證監會並且負責經紀的發牌事宜。此外有關方面現正考慮賦予該會施加罰款的權力。

### 3、澳洲證券交易所有限公司

澳洲目前有三間證券交易所，即澳洲證券交易所有限公司(澳洲交易所)、紐卡素證券交易所有限公司及班迪高證券交易所有限公司，另有一專營期貨交易所，即悉尼期貨交易所有限公司。整體而言，澳洲交易所是澳洲唯一的大型證券交易所，是全國買賣股票、衍生產品及定息證券等的主要證券交易所。1998 年之前，澳洲交易所是一家共有企業，屬擔保有限公司，由成員集體或共同擁有，並根據本身的組織章程及營運規則代表成員經營，其成員是使用交易所設施買賣證券的經紀。澳洲交易所股份化是由交易所內部倡議的。實行股份化的主要考慮因素包括：交易所業務及服務的競爭前景、各成員之間及成員與交易所之間的利益分歧，以及認為長遠而言不宜由某一組客戶控制機構的論點。為補償終止其交易所的共有會籍及隨之而喪失的任何控制權，各有關成員獲分配澳洲交易所的股份。1996 年 10 月，澳洲交易所成員通過股份化建議，而授權及落實股份化的法例則於 1997 年 12 月生效。其後，交易所進行股份化，並於 1998 年 10 月把其股份在交易所上市。澳洲證監會負責監管澳洲交易所的上市事宜，並監察其日常遵行上市規則的情況，以確保澳洲交易所與其他上市機構受到同樣的獨立監管。澳洲交易所監管交易所每日的市場情況，確保市場公平運作和秩序良好。就此，交易所與市場參與者簽訂合約，訂明市場參與者同意遵守獲准買賣及保持買賣資格的規則。交易所監察上市機構遵行《澳洲交易所上市規則》，以及參與機構與其附屬機構遵行《澳洲交易所業務守則》的情況。澳洲交易所與澳洲證監會緊密合作，以確保市場健全運作。

澳洲交易所的監管工作包括(1)市場監察市場活動及就不尋常的交易進行初步調查。在有需要時，把個案轉交澳洲證監會跟進。(2)上市機構透過《澳洲交易所上市規則》，為上市機構訂定標準，並監督上市機構遵守有關規定。

(3)市場參與者透過《澳洲交易所業務守則》，為市場參與者訂定標準，並監督市場參與者遵守有關規定。此外，澳洲交易所也會調查違規個案，若證實確有失當行為，會採取紀律行動。(4)系統 澳洲交易所就指定交易的測試及授權訂定標準，並監察有關交易是否符合交易規則及程序。

2002年2月，澳洲參議院經濟查考委員會發表《澳洲各證券交易所市場監管架構調查報告》。以下是該報告摘要的意譯。委員會認為，市場的前線監管機構作為市場營辦者，熟悉市場的日常運作，而且能夠迅速回應市場發展，有利市場運作。委員會認為現行架構具有以下優點-

(1)熟悉和接近市場 — 澳洲交易所既是營辦者，也是前線監管機構，故此更能識別買賣的違規行為，並迅速和靈活地作出反應；

(2)澳洲交易所可透過修訂營運規則，以配合市場及市場人士的需要，以及配合商業制度的發展；以及

(3)就商業利益而言，現行架構可鼓勵澳洲交易所有效履行其監管職責—保持良好聲譽和吸引投資對交易所均有好處。

委員會也指出澳洲交易所股份化及上市所帶來的一些明顯缺點，包括-

(1)商業及監管職責之間的衝突 — 有人質疑“營利”的交易所會否動用足夠資源以確保監管有效、會否將服務(例如可屬基於公眾利益的資料提供服務)商業化，或降低上市標準以吸引公司上市；

(2)因在本身交易所上市而出現的固有利益衝突；以及

(3)澳洲交易所為擴展業務而須監管直接競爭者的活動，因而導致利益衝突。

#### 4、澳洲交易所監檢有限公司

為處理有關問題，澳洲交易所已成立一間附屬公司，即澳洲交易所監檢有限公司(監檢公司)。這間附屬公司向澳洲證監會及政府負責，進一步確保澳洲交易所動用適當資源以執行監管職能及維持標準。監檢公司負責制定澳洲交易所的監管政策及制度，但其架構及經費並非獨立於澳洲交易所。監檢公司的性質近乎澳洲交易所一個須對外報告工作的內部檢討機制，而非市場規管機構。監

檢公司董事局的成員大部分為獨立董事，在過去兩年內與澳洲交易所並無重大關聯，且均從澳洲交易所提名的小組中選任。不過，澳洲證監會保留否決任何提名及否決於任期屆滿前罷免成員的權力。監檢公司職責和功能如下：

- (1)檢討澳洲交易所集團在監管職能的範疇的政策和程序，包括配予監管功能的經費和資源數額；
- (2)就所訂適當標準的遵行情況及監管工作的經費是否足夠等事宜，向澳洲交易所董事局提交報告及提出意見。
- (3)確保澳洲交易所集團充分履行其作為市場及結算所營辦者的持續職責，且按照操守規定盡責執行監管工作；以及
- (4)負責經確定存在利益衝突而選擇由監檢公司監管的上市機構的監管工作(選擇由監檢公司監管以尋求額外保障的上市機構，稱為監檢組別機構)。

澳洲交易所堅信，若不能維持最高的誠信標準，便會損及其商業利益，這個因素令該交易所不會利用其權位謀取商業利益。交易所指出，監檢公司、《貿易制度法例》、澳洲競爭及消費者委員會的監察工作和澳洲證監會等，均發揮防範作用，防止出現實質或被認為存在的利益衝突問題。澳洲參議院經濟查考委員會認為，儘管有上述各項安排，仍然有人擔心，澳洲交易所股份化及上市會帶來利益衝突，影響其監管工作。市場普遍認為，鑒於全球金融市場一體化，若為了消除所有利益衝突而實施太多層的規管，只會不必要地提高買賣成本，因而降低市場對本地及國際投資者的吸引力。參與規管澳洲金融市場的機構均明白，既要留意兼具商業和監管職責的澳洲交易所會否出現利益衝突，也須維持規管制度的靈活性和專業性，兩者之間必須求取適當平衡。儘管上述言論，委員會認為短期內不應對現行市場監管架構作出重大改變。

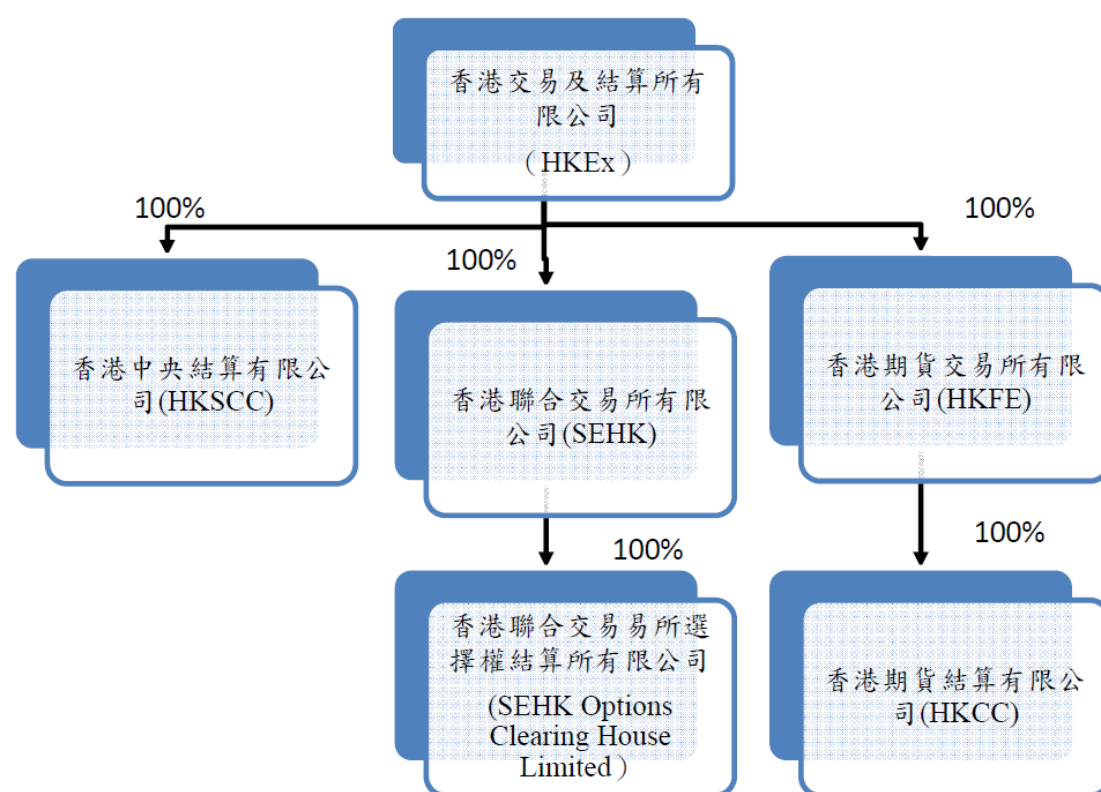


## 第四節 香港法規

### 一、立法緣起

香港政府於 1999 年研商改革香港證券及期貨市場，該結構性之改革係將五家證券、期貨交易所及有關結算服務經營機構予以股份化，並將該五家證券事業合併成為一家新的單一機構，即香港交易及結算所有限公司<sup>45</sup>，該五家機構包括香港聯合交易所（經營股票及期權市場）、香港期貨交易所（經營金融期貨市場）、香港中央結算有限公司（股票市場之中央結算、交割及保管機構）、香港聯合交易所選擇權結算有限公司、香港期貨結算有限公司<sup>46</sup>。

圖 5-4-1 香港市場之股權關係圖<sup>47</sup>



資料來源：HKEx, Annual Report.

<sup>45</sup>參考李越廣董事會主席，資本市場發展趨勢論壇，香港證券及期貨市場的整合經驗，2004 年 2 月 11 日。

<sup>46</sup>陳春山，金融整合及資本市場發展策略，證券暨期貨月刊第 22 卷第 9 期

<sup>47</sup>資料來源：HKEx, Annual Report.

此改革係因科技進步而降低創設單一交易平台之障礙，且為使香港證券及期貨市場有更強之競爭力，而避免因多元交易影響交易所之競爭力，藉由此等組織改造，以應付複雜及競爭之全球金融環境<sup>48</sup>，此改革必須就前述機構之組織、會員組織、監管機構等為調整，且必須融合會員之不同利益，原五家機構產品服務重疊且仍有不足，過於注重內部競爭而忽略外在之挑戰與壓力，證券與期貨結算交割由不同機構處理，無法提供單一點之服務，也增加了交易成本<sup>49</sup>。藉由此等組織改造，得以使新的組織有更高之效能、降低交易成本而避免機構間之衝突，就效能之提昇而言，組織改造係符合市場整體投資人之利益，且得以客戶及利潤驅動之商業經營模式為營運<sup>50</sup>。

改革過程中係由經營股票交易之聯合交易所與期貨交易所合併並進行股份化，並由政府通過合併條例，授權新的控股公司經營證券和期貨市場，該流程於 1999 年 7 月進行兩大交易所之會員溝通，而於 1999 年 9 月 27 日兩家交易所經股份化後之股東大會同意，於同年 10 月 11 日經法院批准合併，而於 2000 年 3 月 6 日合併條例生效，香港交易所完成股份化及合併，並於同年 6 月 27 日該控股公司於交易所上市<sup>51</sup>。

除了組織的改造外，香港證監會亦研擬修正證券及期貨條例，《證券及期貨條例》合併及革新了香港過往 10 條規管證券期貨市場的法例。該條例及其附屬法例在 2003 年 4 月 1 日生效，為香港建立公平、高效率及高透明度的市場，提供了清晰的監管框架。標誌著接近 10 年的辛勤工作成果，《證券及期貨條例》確保香港的市場監管制度與國際的最佳作業方式貫徹一致。新條例一方面為投資者提供適當的保障，另一方面也保留足夠的空間讓市場繼續發展，以下將簡單介紹此條例的內容。

## 二、法規簡介

---

<sup>48</sup> 同上註。

<sup>49</sup> 同上註。

<sup>50</sup> 同前註。

<sup>51</sup> 同上註。

## (一)證券及期貨條例<sup>52</sup>

該條例在以下方面引入完善規管的重要舉措：

### 1、提高證監會的問責性

首次在法例載入證監會的規管目標。(第 II 部)，將目前兼職運作的證券及期貨事務上訴委員會，改為以全職獨立運作的證券及期貨事務上訴審裁處取代。該審裁處將會由一名法官擔任主席。(第 XI 部)。

### 2、促進市場的創新

《證券及期貨條例》已處理電子交易網絡的出現這個現象—類似交易所形式的交易網絡的自動化交易服務提供者可申請認可(第 III 部)，而若其活動較為類近經紀活動者，則可申領牌照。(第 V 部)，引入"集體投資計劃"這個新詞，以包含現有的金融產品，但同時提供足夠的靈活性，以便能涵蓋新產品和確保其獲得妥善規管。(第 IV 部)

### 3、精簡的發牌制度

精簡的發牌制度為經紀、投資顧問等提供更大的方便，讓其只需申領單一牌照，便可以進行其合資格進行的所有受規管活動，以及有助簡化其本身的合規系統。銀行在進行大部分的受規管活動時，均須取得註冊（但證券保證金融資活動或槓桿式外匯交易除外，因為它們是受《銀行業條例》規管的核心銀行業務）。(第 V 部)，更靈活地為中介人（包括銀行的證券部門）訂定財務和操作規定及業務操守規則及守則。(第 VI 及 VII 部)

新例引入了涵蓋不同業務的單一發牌制度。任何人若獲准進行任何一類或多類受規管活動，現在只需申領一個牌照。你只需查核持牌人獲准進行以下哪類受規管活動：

第1 類：證券交易(包括股票、債券、股票期權及基金)

第2 類：期貨合約交易(包括期貨及指數期權)

第3 類：槓桿式外匯交易

---

<sup>52</sup> 參考資料 來自香港證監會網站 <http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/index.html>

第4 類：就證券提供意見

第5 類：就期貨合約提供意見

第6 類：就機構融資提供意見

第7 類：提供自動化交易服務

第8 類：提供證券保證金融資

第9 類：提供資產管理

持牌人登記冊載有很多關於持牌人的資料，包括姓名／名稱、聯絡資料及牌照所附帶的條件等，並載有監察公司的受規管活動的負責人員姓名，以及經營有關業務的代表的姓名。

在新機制下，只有法團及其個人代表才可申領牌照。獨資及合夥經營者不能再申領牌照。現有註冊的獨資及合夥經營者，可以在《證券及期貨條例》生效後兩年內過渡至新機制。新法例要求某些持牌法團購買忠誠保險，以便一旦發生欺詐事件而引致客戶有所損失時，可提高客戶獲持牌法團賠償的機會及金額。這項安排亦可成為投資者賠償基金以外對投資者的第一重保障。新的發牌機制亦顧及到提供自動化交易服務的公司。

為了確保公平的營商環境，銀行亦須向證監會申請成為註冊機構，才可以經營證券期貨業務。香港金融管理局(金管局)依然是監管銀行的證券期貨業務的前線機構。金管局設有一份紀錄冊，載有各銀行參與證券期貨業務的前線職員和擔當監察職能職員的資料。證監會的持牌人登記冊除載有註冊機構的名稱及其行政人員的姓名外，亦包括投訴主任的聯絡資料及註冊機構過往 5 年的紀律處分紀錄。

#### 4、打擊市場失當行為

就上市公司的查訊、對中介人的監督視察及就紀律行動的理據的調查有顯著的改革和提供更有效的權力。(第 VIII 部)，就所有類別的市場失當行為提供經擴闊的民事制裁制度(而不是像現行法例下只有內幕交易才屬於民事制裁範圍)，以及成立市場失當行為審裁處，以處理這些市場失當行為。與目前的內幕

交易審裁處比較，市場失當行為審裁處可運用更多制裁措施。擴闊市場失當行為的刑事制裁制度以包括內幕交易：最高可判處監禁 10 年及罰款 1,000 萬元。(第 XIV 部)。上市公司的核數師若向證監會舉報涉嫌的欺詐事件，可獲豁免承擔民事法律責任。(第 XVI 部)

民事及刑事雙軌制裁機制可讓我們更有效地打擊市場失當行為。在新例下成立的「市場失當行為審裁處」，會以內幕交易審裁處的工作為基礎，處理各種形式的市場失當行為民事個案，包括內幕交易、操縱市場、操控價格和相關舞弊行為，以及散播與證券或期貨合約有關的虛假及誤導性資料。該審裁處會按較易達到的民事舉證準則作出裁決，並可施加多種民事制裁，例如下令違規者交出所賺取的利潤、發出「停止及終止令」及「冷淡對待令」，以及撤銷違規者出任公司董事或管理層的資格。除了透過民事途徑處理違規行為外，我們亦可以對涉及任何市場失當行為(包括內幕交易)的人士提出刑事檢控。若檢控成功，違規者一經定罪，可被判處更嚴厲的刑罰，包括最高入獄 10 年或罰款 1,000 萬港元。

#### 5、制訂新的紀律制裁，作出更相稱的制裁

制訂新的中間制裁。證監會透過更準確地因應所涉及的失當行為來設定懲罰，可以更有效地和更公平地制裁不當行為。紀律制裁制度全面適用於銀行及其僱員。(第 IX 部)

賦予權力對違規者判處罰款，最高可達 1,000 萬港元，或相等於違規者藉失當行為而賺取的利潤或避免的損失的 3 倍金額(以較高者為準)。亦可暫時吊銷或撤銷持牌人獲發牌進行的部分業務。這些措施可更靈活地因應失當行為的嚴重性而作出相稱的制裁。此外，禁止違規者在某段時間內申請牌照或註冊，甚或禁止參與持牌或註冊業務。新例加強了「管理責任」這個概念，規定法團的管理人員，如果曾經「協助、教唆、慫恿、促致或誘使」或直接導致有關法團違反條例，便須承擔刑事法律責任。為了確保公平的營商環境，從事證券期貨業務的銀行，會像證監會的持牌法團般受相同的規則、守則和指引所規管。根據《證券及期貨條例》施加的制裁會同樣適用於銀行的證券期貨業務、其前線職員及監察職員，以及其

他管理人員。

## 6、制訂新的及經改善的投資者賠償安排

設立新的投資者賠償基金，以涵蓋類別更廣泛的中介人的違責事件，並提供更具透明度的和按每個投資者計算的賠償限額。(第 XII 部)

新的單一投資者賠償基金取代了聯合交易所賠償基金及商品交易所賠償基金。新計劃將每名投資者就買賣證券及期貨合約的賠償上限分別定為 15 萬港元。此舉有助提高賠償機制的透明度，新機制適用於在 2003 年 4 月 1 日或之後發生的違責事件。賠償基金的保障範圍現已擴大至更廣泛的中介人類別，包括交易所參與者、非交易所參與者、銀行及證券保證金融資人。目前，該計劃只涵蓋在香港交易所買賣的產品。賠償基金將由一間獨立的「投資者賠償公司」負責管理，而該公司是獲證監會根據《證券及期貨條例》認可的。

首筆資金來自聯合交易所賠償基金及商品交易所賠償基金所轉讓的資產，並在轉讓時留有足夠資金來應付尚待處理的申索。新的投資者賠償基金會向證券交易的每一方收取 0.002% 的交易徵費，以及從期貨合約交易的每一方收取 0.5 港元(小型期貨合約則為 0.1 港元)，直至基金的儲備累積至適當的水平為止。

## 7、保障投資者權益

獲給予用作尋求法院協助的新權力，以強制有關人士遵守若干限制性的規定，從而保障投資者的權益。(第 X 部)，任何人士如因市場失當行為而蒙受金錢損失(第 XIII 部)，或因為依賴有關證券或期貨的虛假或具誤導性的公開陳述(第 XVI 部)而蒙受金錢損失，將會獲給予私人民事訴訟權。

## 8、提供更高透明度的市場信息披露

雙重存檔規定確立證監會作為上市公司的信息披露的法定規管機構。(第 III 部)及證監會根據該部訂立的《證券及期貨（在證券市場上市）規則》），隨著引入「雙重存檔」制度，證監會成為了監管公司信息披露的法定機構。上市公司及上市申請人除了要向聯交所呈交所要披露的資料及上市申請文件外，亦須把有關文件呈交證監會作法定備案。為方便上市公司及上市申請人遵從這項規定，他

們只需向聯交所呈交有關文件，但他們必須事先授權聯交所將有關文件轉送證監會。證監會審核上市申請的程序，將會與聯交所按本身的規則考慮這些申請的程序同步進行，所以不會造成任何延誤。至於上市公司作出的公眾披露，將毋須事先經證監會審批，所以亦不會對資料發放構成延誤。

有關的披露須更加及時和須披露更多資料。(第XV部)，其規定包含以下數點，(1)收緊上市公司權益披露的界線，披露權益的具報期限由5日縮減至3個營業日。適用於大股東的披露界線則由10% 降至5%，而當他們的股權出現進一步改變以致跨越某個整數百分比時(例如6%或7%)，亦須作出披露。

(2)大股東必須分別披露所持有的長倉及短倉，不可對銷。他們一旦持有1%或以上的短倉，便要作出披露。與持有長倉的情況一樣，若其後他們的短倉有所改變，導致跨越某個超過1%的整數百分比，或有關大股東不再持有至少1%的短倉，才需要作出披露。

(3)上市公司的董事和最高行政人員必須披露他們在該公司及其任何聯繫公司所持有的股份權益或短倉，以及債券權益。上市公司董事及最高行政人員的披露不設界線，他們須就所有有關交易作出披露。此外，新規定還要求披露所有類別的衍生工具所附帶的股份權益，以及披露股份權益在性質上的改變(例如行使期權)。在計算某人所持權益的百分率時，上述權益亦須計算在內。

而證監會在決定根據第 XV 部就涉及申報責任的違規事項提出檢控時，將會作出某程度的靈活處理。在該條例實施後的數個月內，在作出檢控之前一般會先行發出一封警告信。

## 第五節 韓國法規

### 一、立法緣起

韓國於 1997 年面臨金融危機，故於 1998 年設立金融監督委員會（以下稱金管會）以加速金融改革，初期金管會乃以「穩定金融市場，促進金融機構健全經營及處理銀行壞帳」為主要之管理目標，而於公元 2000 年後，經由金融改革而使金融市場趨於穩定並大幅改善金融機構體質，韓國金管會乃對整體金融市場為持續性之結構改善，包括下列之改革項目：其一、要求金融機構繼續合併，且金融機構對客戶應進行持續性之信用評估，以早期確認信用風險，並應要求客戶遵守財務紀律。其二、對上市公司要求更嚴謹之透明化與會計準則，且對上市公司要求提昇公司治理之品質。其三、對銀行、保險公司、證券商等機構，分別建立立即糾正措施（PCA），而使該等機構於發生問題之前，即得獲得矯治。其四、對金融消費者提供相關之機制接受金融消費者之申訴、爭議調解及必要之法律協助。

韓國於 2002 年之前之金融結構改善，以大幅提高韓國金融機構之競爭力為目標，於 2003 年之後之金融改革，則朝向以業者自主之軟體改革，即要求金融市場、金融機構應提高其附加價值及全球競爭力。

韓國金管會整體促進金融市場之改革，初期著重於銀行部門之體質改善，然同時進行企業改革，而使資本市場之被投資對象有較高之透明化、財務紀律及公司治理品質，此為韓國初期所進行之資本市場改革，再者，對業者之競爭力提昇，亦為韓國主要之資本市場管理策略。由這幾年來之韓國資本市場改革觀之，不論就證券商之數目、員工、收益、資本而言，均朝向健全化及效能化，尤其韓國衍生性商品之快速增加，使韓國衍生性交易市場提昇國際競爭力<sup>53</sup>。

韓國同時研擬資本市場整合法之制定，韓國資本市場整合法（CMCA）已於 2009 年 4 月正式施行，韓國政府希望藉此改革資本市場，拆除金融市場藩籬，

---

<sup>53</sup> 陳春山，金融整合及資本市場發展策略，證券暨期貨月刊第 22 卷第 9 期



帶動基金管理市場。南韓金融界將其比喻為 1980 年代倫敦進行的金融大改革 (Big Bang)，南韓這套改革金融市場的法案，是以英國和澳洲於 1980 和 1990 年代所推行的政策為藍圖，希望增加證券券商在資產管理市場上的份量，不讓銀行獨霸，在新法實施前，南韓金融機構提供的服務非常有限，一家金融機構不得同時銷售多種金融商品，例如不能經營股票、衍生性商品交易、資產管理和投資銀行業務，且南韓金融業原受六個不同的法律管制，如今統一由這一套新法管理，以下將簡單介紹南韓對於資產管理業者之立法。

## 二、法規簡介

### (一) 韓國金融投資服務與資本市場法(Korea's Financial Investment Services and Capital Market Act)

#### 1、立法目的

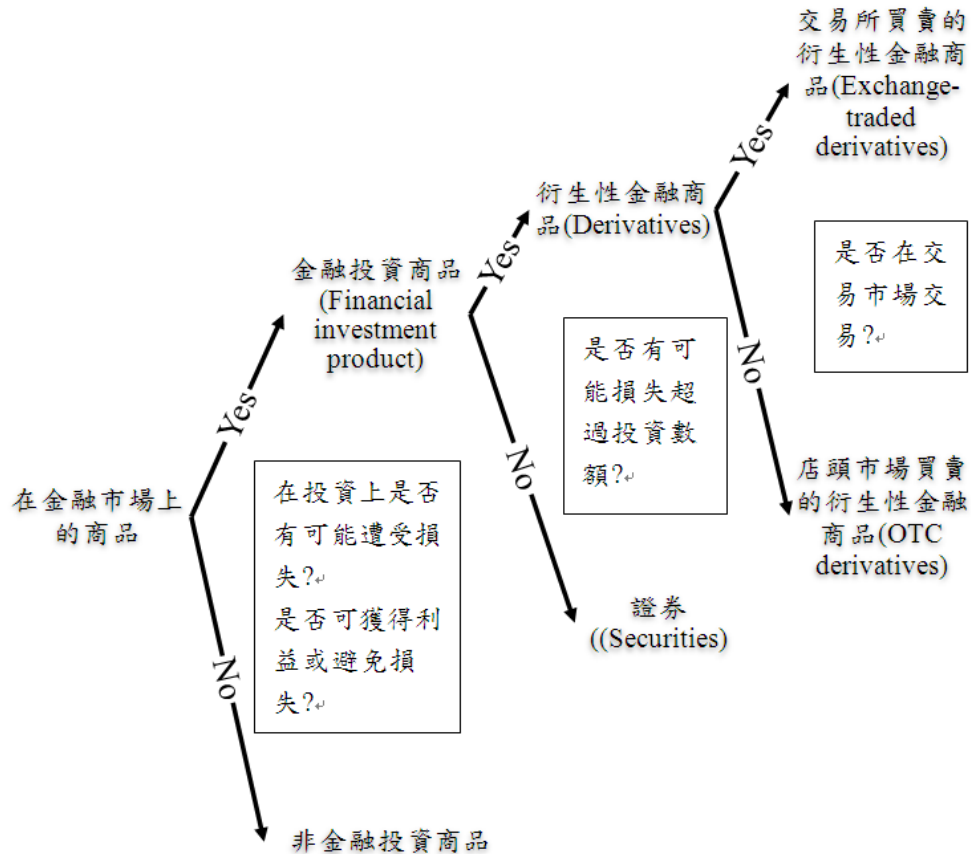
韓國金融投資服務與資本市場法系在 2009 年 2 月 4 日生效，其立法目的在於藉由先進的管理法規的改革與更強力的投資人保護方式，以提升金融創新與競爭力，其基礎的框架建立在下列幾點：

- (1)將改革重點轉移到職務上的改革(functional regulation)
- (2)引進對於金融投資商品廣泛的概念，擴大金融商品的範圍
- (3)擴大金融服務事業(financial service firms)商業上的範圍
- (4)提升投資人保護的機制

#### 2、金融投資商品的界定

關於韓國金融投資服務與資本市場法對於金融投資商品的界定，可以下列的圖 5-5-1 作一簡單的描述：

圖 5-5-1 韓國金融投資服務與資本市場法對於金融投資商品的界定



資料來源：Legal and Regulatory Issues in Credit Derivatives

表 5-5-1 關於證券新的分類法

類型		定義	範例
傳統類型的證券 (Conventional securities)	債券證券 (Debt securities)	代表債務的責任	庫藏債券 (Treasury bond)、 公司債券 (corporate bond)、 商業本票(CP)
	股權證券(Equity securities)	代表股權貢獻的股份	股票、認股權憑證 (subscription certificate)、合夥 股權(partnership interest)
	受益人憑證 (Beneficial certificate)	代表受益人之利益	投資信託所發行的 單位受益憑證
	存單(Depository)	代表其他證券的	KDR、GDR、ADR

	receipts)	存單	
投資契約(Investment contract)		由共同企業 (common enterprise)所做預 期獲利的投資	未管制間接投資 證券(Unregulated indirect investment securities)
		利益主要衍生於 第三方團體努力	
嵌入式衍生性證券 (Derivatives-embedded securities)		證券連結至衍生 性的程費	ELS、ELW、 CLN、Fund Linked Note

資料來源：Legal and Regulatory Issues in Credit Derivatives

## 第六節 日本法規

### 一、立法緣起

日本於其金融大改革所進行一連串改革措施當中，基於投資人保護之必要性，以及英美等先進國之趨勢，認為金融跨業法時代已經來臨，先於 2001 年制定了金融商品販賣法，但因該法規定過於抽象，規範對象不夠全面性，且侷限於業者締約之際應遵循之行為規範，不足以因應投資人保護之需求，因而開始檢討制定一部較諸金融商品販賣法涵蓋對象更為廣泛，以包含所有投資型商品為規範對象的「金融商品交易法」<sup>54</sup>(Financial Instruments and Exchange Law 以下簡稱金商法)，希望藉由該法，充分發揮資本市場機能，已形成金融商品公正價格，達成促進國民經濟之發展及投資者保護之目的<sup>55</sup>。

日本金融商品交易法主要可分為二大部分，一為投資服務法之部分，其主要以跨業法之方式對金融商品加以定義(法規之橫跨化)，並因應不同投資者屬性、業務類型之差異而適用不同之規範(法規之彈性化)，其二為原證券交易法部分，予以部分修正，其中包括：(1)開示制度之整備 (2)確保證券交易所正常營運相關

<sup>54</sup> 164 次國會通過，於 2006 年 6 月 14 日公布

<sup>55</sup> 參 杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示，臺北大學法學論叢第六十四期，頁 125

之自主規範 (3)對於各種證券市場交易不正當行為較諸舊法課以較重之刑罰<sup>56</sup>。

以往日本金融市場之規範，主要以行業別為縱向之規範，如銀行業、證券業、保險業等金融業，分別依銀行法、證券交易法、保險法等不同之業法規範。然在金融控股公司之制度下，各業種不再被限制僅能專業經營，開放彼此可以兼業經營，以往各業法涇渭分明之態勢已經逐漸模糊；再者因技術革新使得新的金融商品、服務不斷出現，以往縱向之規範方式，往往無法因應多元化之金融商品或服務，並且在縱向之規範體制下，對於複合性之金融商品，依何法律、主管機關為何也容易產生爭議，導致售後之投資人發生經濟上之困難，為因應上述各種情況，確保金融業永續發展以及強化其國際上競爭力，日本政府展開一連串金融改革。

於 1997 年 7 月，當時大藏省(現改為財務省)，開始著手檢討向來以行業別作為縱向規範之金融監理制度，並受到英國於 1986 年制訂金融服務法之影響，希望以制訂日本版之金融服務法為目的，來建立一個橫跨所有金融商品交易之法制，以確保投資人之利益；再者當時日本民間儲蓄率高達 1,200 兆日圓，如何使一般人拿錢投資金融商品以活化金融市場，也必須仰賴良好之投資環境與制度，促使投資人安心地投資。故當時之金融改革政策，在於強化對於一般投資人消費者之保護<sup>57</sup>。然因考慮過於急救章之立法導致對業界之衝擊與影響過大，為緩和對業界之衝擊，故先以規範金融商品銷售之行為為主，通過金融商品販賣法(以下簡稱金販法)，作為初步整合規範之法制。然而金販法之制定，只是日本金融跨業法整合之第一步。然金販法卻未能達到下列目的：

- (1)、未能涵蓋所有投資型商品
- (2)、未能涵蓋業者所有不當行為方式
- (3)、規範對象不夠全面性

---

<sup>56</sup> 參 杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示，臺北大學法學論叢第六十四期，頁 126

<sup>57</sup> 參 杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示，臺北大學法學論叢第六十四期，頁 127

#### (4)、適合性原則不夠落實

由於日本之金販法之規範內容不夠全面性、不夠周延，因此日本決定繼續檢討制訂一部統括各項金融商品及服務之法制。

除了金融商品販賣法外，於 2003 年，關於外匯保證金交易之紛爭迭起，已成為嚴重之社會問題，然而因當時法律之不備，監督之主管機關為何不明之情況下，造成無法可管之窘境。嗣後雖修訂了金融期貨交易法之<sup>58</sup>規定，將外匯保證金交易納入規範作為因應，但也因而凸顯了當時法令對投資人之保戶仍有不足之處。此外在 2003 年的金融審議會中，開始討論將各項投資服務或即將登場之新興投資服務納入證券交易法中，以便真正有效保護投資人的權益，因此奠定了將證券交易法改組成為投資服務法之方向進行檢討，也展開了將各式各樣之金融商品納入規範之立法工作，並於 2005 年 7 月金融審議會的中間報告中，以英國金融服務市場法為藍本，明確提出制訂「投資服務法」之建議。投資服務法主要將風險性較高之金融商品做一整合性的規範，日本 2004 年所修正之證交法，為擴大對投資人的保護，也將合夥型態的投資基金持分，增列為改法之適用對象；但在新的金融投資商品陸續登場之情況下，以傳統股票、債券為中心之現行證交法之規範架構，並無法足以因應各種不同屬性之投資商品，因此，為活用證券交易法的目的規範及實質內容，不如將現行的證券交易法改組，加上投資服務的部分併同改為金融商品交易法<sup>59</sup>，以下將簡單介紹金融商品交易法及金融商品販賣法之規範。

## 二、法規簡介

日本的投資信託，分為委託人指令型投資信託、委託人非指令型投資信託和投資法人三種類型。這三種類型的投資信託基本結構，都表現為信託之法律關

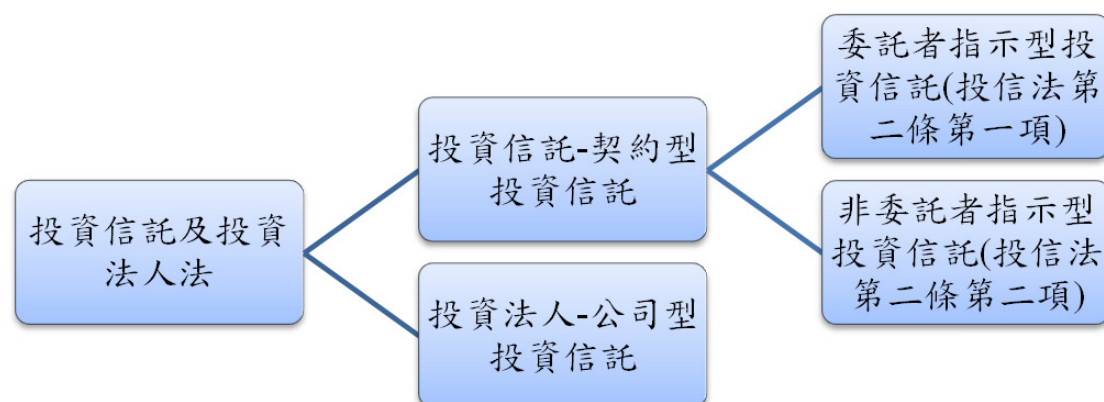
---

<sup>58</sup> 金融期貨交易法於 2004 年 12 月成立通過，2005 年 7 月施行

<sup>59</sup> 參 杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示，臺北大學法學論叢第六十四期，頁 129~130

係。其圖解<sup>60</sup>及簡式比較表<sup>61</sup>如下，並分論於後：

圖5-6-1日本投資信託之類型



資料來源：行政院金融監督管理委員會委託萬國法律基金會「日本金融商品交易法之研究期末報告」

表5-6-1日本投資信託之比較

	委託者指示型投資信託	非委託人指示型投資信託	投資法人
委託人	投資信託委託事業	投資人	
受託人	信託公司等	信託公司等	
投資人之法律地位	信託契約之受益人	信託契約之當事人	投資法人之社員
投資結構之作成人	投資信託委託事業	信託公司等	投資法人之設立企畫人
資產運用人	投資信託委託事業	信託公司等	投資信託委託事業
資產保管人	信託公司等	信託公司等	資產保管公司

資料來源：證券投信暨投顧事業發產資產管理服務業務之策略方向、法規架構與具體推動方案」研究報告

所謂委託人指令型投資信託是指受託人依據委託人的具體指令將信託財產主要投資於有價證券、不動產或其他資產，並分割受益權而取得該受益權為目的

<sup>60</sup> 詳參行政院金融監督管理委員會委託萬國法律基金會「日本金融商品交易法之研究期末報告」，2007年11月1日，頁156。

<sup>61</sup> 本表部份係取自李存修、邱顯比、曾宛如，「證券投信暨投顧事業發產資產管理服務業務之策略方向、法規架構與具體推動方案」研究報告，頁162，2005年。

的信託。這種信託的基本結構是：以投資信託公司為委託人、以信託銀行為受託人、以投資者為受益人，由投資信託公司與信託銀行簽訂信託合約，形成一個委託人、一個受託人、眾多受益人之間的信託關係。投資信託公司從眾多投資者處募集資金，並有權對信託財產的運用作出具體指令，但信託財產均託管在信託銀行名下，信託銀行根據該公司的指令而運用信託財產。

所謂委託人非指令型投資信託是指受託人依據一個信託契約與複數的委託人之間簽訂信託合同，不依據委託人的指令而將接受的資金共同投資於有價證券、不動產或其他資產的信託。這種信託的基本結構是：以信託銀行為受託人，以眾多投資者為委託人和受益人，信託銀行與投資者形成信託關係。信託銀行從眾多投資者處募集資金，並自己運用和保管信託財產，而無需依據其他人的指令運用信託財產，也不需要由其他人託管信託財產。

所謂投資法人是指將其資產主要投資於有價證券、不動產和其他資產的社團。投資法人的基本結構是：投資法人向眾多投資者發行投資證券募集資金，由投資法人委託他人運用這些資金進行投資，並將投資所獲得的收益分配給投資者。但是，投資法人實際上不僅不得從事資產運用之外的其他業務，而且其資產運用業務必須委託給投資信託公司，資產保管業務必須委託給信託銀行或證券公司等，一般性事務必須委託給信託銀行等一般事務受託人。因而，就投資法人的資產運用管理關係來看，投資信託公司（委託人）、信託銀行（受託人）與投資法人（受益人）之間仍構成實際上的信託關係。

## （一）金融商品交易法

### 1、立法目的

金商法(金商法第一條)之立法目的為，除了公正地進行有價證券之發行及金融商品之交易，以促進有價證券流通性之順暢之外，使得資本市場充分之發揮形成金融商品公正價格，藉以使國民經濟健全發展而有助於投資者之保護。

### 2、適用範圍

日本之金商法盡可能涵蓋所有的金融商品，並且參考外國之立法例，以下列

三項指標設定該法所適用之金融商品<sup>62</sup>：

- (1)具有金錢之出資、金錢等償還之可能性者
- (2)與資產或指標等相關聯者
- (3)負擔風險而可期待具有較高之經濟效用者

因此適用對象除了有價證券之外(金商法第二條第一項、二項)，又加上了金融商品(金商法第二條第二十四項)之概念以及金融指數(金商法第二條第二十五項)等概念<sup>63</sup>。

表 5-6-2 日本金融商品

有價證券	金商法第二條第一項
	公債證券 地方債證券 特殊法人債 資產流動化法上之特定公司債券 公司債券 對特殊法人之出資證券 協同組織金融機關之優先出資證券 資產流動化法上之優先出資證券及新股認購權證書 股票及新股預約權證券 、 投資信託及外國投資信託之受益證券 、 投資法人之投資證券及投資法人之債券、外國投資法人之投資證券 、 貸款信託之受益證券 、 特定目的信託之受益證券 、 信託之受益證券 、 商業本票 、 抵押證券 、 具有 1~9、12~15 性質之外國證券或證書 、 外國貸款債權信託之受益證券 、 選擇權證券及證書 、 存託憑證及證書

<sup>62</sup> 參 神田秀樹(監修)/大崎貞和、武井一浩、有吉尚哉(監修、編著)，金融商品取引法要点解説，頁 23，財団法人金融財政事件研究会，2006 年 7 月 10 日

<sup>63</sup> 下圖表 參 杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示，臺北大學法學論叢第六十四期，頁 130~132



	、 行政命令所指定之證券及證書(具備流通性之要件)
	金商法第二條第二項
	信託之受益權 外國信託之受益權 無限公司及兩合公司之社員權(以行政命令所定者為限)、合同公司之社員權 外國法人之社員權而具有 3 之性質者 集體投資計畫持分 外國集體投資計劃持份 與第二條第一項所揭之權利同樣具有經濟性質，被視為有價證券，確保公益或投資者保護之必要，以行政命令所指定之權利(刪除流通性要件)
金融商品	金商法第二條第二十四項 得作為衍生性金融商品交易之原始資產者
	有價證券 行政命令所定之存款契約上所生之債權及其他權利或者表示該權利之證書或證券 貨幣 多數存在且為同一種類者並具有明顯之價格變動的資產，以行政命令所規定者(商品期貨除外)
金融指數	金商法第二條第二十五項 用以定義以指數為基準之衍生性金融商品交易者
	金融商品之價格及利率(貨幣及利率交換) 有關氣象觀測結果之數據(天後衍生性商品) 對業者之事業活動產生重大影響之指數或有關社會經濟狀況之統計數據中(商品數據除外)而以行政命令所定者(如工業品生產指數等) 以 1~3 為基準之數據

資料來源：杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示。

### 3、規範對象

金商法乃一跨業法之想法而制訂，故該法所謂以金融商品交易業，包含以下四類：

#### (1)第一種金融商品交易業(金商法第二十八條第一項)

大體上而言，係指證券業關於具有流通性之商品(有價證券)之販賣、行銷以及衍

生性商品之販賣、行銷為主。

(2)第二種金融商品交易案(金商法第二十八條第二項)

係以流通性較低的金融商品為販賣、行銷之業者。

(3)投資助言、代理業(金商法第二十八條第三項)

包含投資顧問業提供投資人關於有價證券或金融商品價值等之投資分析外，亦包含基於投資建議代理或媒介投資人締結全權委託契約(代客操作)之行為。

(4)投資運用業(金商法第二十八條第四項)

所謂投資運用業，包含投資信託業、投資法人資產運用業以及代客操作業、集團投資契約等業者。

#### 4、行為規範

金融商品唯一具有風險性的投資商品，而投資者基於自己之判斷結果，來承受此風險負擔，惟因金融商品交易者與投資人間往往具有資訊能力，交涉能力等地位不對等之情況，要求投資人對於風險負起責任的前提，需對業者行為有所要求，使雙方在公平情況下締結契約，因此為保障資訊弱勢的投資人與促進國民經濟發展，於金融商品交易法制定業者之行為規範有所必要，以下簡單介紹其行為規範<sup>64</sup>。

表 5-6-3 日本金融業者之行為規範

一般行為規範	金商法第三十六條	金融商品交易業者等及其職員或使用人，對顧客應秉其誠實及公正之態度進行業務
	金商法第三十六條之二	標示之揭示義務
	金商法第三十六條之三	名義貸與之禁止
	金商法第三十六條之四第一項	公司債管理者之禁止
	金商法第三十七條	關於廣告之方式

<sup>64</sup>參 杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示，臺北大學法學論叢第六十四期，頁 131~144

	金商法第三十七條之三	契約締結前書面交付義務	
	金商法第三十七條之四	締約後交易報告書之交付	
	金商法第四十條	適合性原則	
	金商法第三十六條第三款	禁止不請自來之行銷方式	
	金商法第三十六條第四、五款	再勸誘行為之禁止	
	金商法第三十九條第一項	損失填補之禁止 (1)、事前損失保證之要約或約束 (2)、事前損失填補之要約或約束 (3)、損失填補之實行	
	金商法第三十八條第一、二款	禁止為虛偽資訊之提供及武斷判斷之提供	
	金商法第三十七條之六	無條件解約權	
	金商法第四十四條	執行兩種以上業務所禁止之行為	
特定業者之行為規範	針對投資助言業義務	金商法第四十一條第一項	善管義務
		金商法第四十一條第二項	忠實義務
		金商法第四十一條之二	禁止利益相反之交易行為及損失填補
		金商法第四十一條之三	有價證券賣出之禁止
		金商法第四十一條之四	禁止金錢或有價證券之寄託
		金商法第四十一條之五	禁止金錢或有價證券之借貸
	投資運用業	金商法第四十二條第二項	善管義務
		金商法第四十二條	忠實義務

		第一項	
		金商法第四十一條之二	禁止利益相反之交易行為及損失填補
		金商法第四十二條之三	自己執行之義務
		金商法第四十二條之四	分別管理義務
		金商法第四十二條之五	禁止金錢或有價證券之寄託
		金商法第四十二條之六	禁止金錢或有價證券之借貸
		金商法第四十二條之七	運用報告書之交付義務
	有價證券之管理業	金商法第四十三條	善管義務
		金商法第四十三條之二及第四十三條之三	分別管理義務
		金商法第四十三條之四	限制提供顧客的有價證券為擔保之行為

資料來源：杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示。

## (二)金融商品販賣法

### 1、立法目的

本法乃鑑於金融業者與消費者其資訊力不均衡之前提下，有必要課以金融業者於販賣其金融商品之際，對其顧客善盡說明義務；如業者未善盡說明義務而導致其顧客受有損害時，受損害之顧客可對金融業者請求負損害賠償之責。此外為確保金融商品販賣業者為適當之勸誘行為，並採取為相當之措施規定，以確保顧客之權益，圖謀國民經濟之健全發展(金販法第一條)<sup>65</sup>。

### 2、適用範圍<sup>66</sup>

<sup>65</sup> 參 杜怡靜，金融業者於金融商品販賣時之說明義務-以日本金融商品販賣法為例，月旦法學雜誌 2005 年 11 月，頁 6

<sup>66</sup> 參 杜怡靜，金融業者於金融商品販賣時之說明義務-以日本金融商品販賣法為例，月旦法學雜誌

依金販法第二條規定，該法所規定之販賣金融商品之行為如下：

(1)締結以收受存款、儲金、零存整付之儲金或銀行法第二條第四項規定之存款為內容(郵儲金除外)，而與此等存款人、儲金人，零存整付儲金人及存金人之契約行為。

(2)締結以收受互助會業法第一條規定之互助存金，而與互助會存金者締結互助會契約之行為。

(3)與未特定運用方法之金錢信託或其他政令所定之金錢信託的委託者締結信託契約之行為。

(4)從事保險業法第二條第一項規定之保險業者為保險人之保險契約，或其他政令所定與保險類似之共同救濟契約等之保險契約人之締約行為。

(5)為顧客取得有價證券(證券交易法第二條第一項的有價證券或依同條第二項規定視為有價證券者)之行為(代理、媒介及符合證券交易法第二條第二十項規定之有價證券期貨交易及同條第二十四項有價證券遠期交易除外)。

(6)使之取得下列物品、權利之行為(代理或媒介除外)：

A、信託之受益權(有特定權利者以及下列第三款、第四款規定者除外)。

B、抵押證券法第一條第一項規定之抵押證券。

C、商品投資事業規制法第二條第三項規定之特定商品投資受益權(有特定權利者除外)。

D、特定債權事業規制法第二條第二項規定之小額債權(有特定權利者除外)。

E、以可轉讓存款證書表示之金錢債權(有特定權利者除外)。

(7)依商品投資事業規制法第二條第二項規定，締結商品投資契約之行為。

(8)特定債權事業規制法第二條第六項第二款規定，締結特定債權組合契約之行為。

(9)不動產特定共同事業法第二條第三項規定，締結不動產特定共同事業契約(以金錢出資為目的，且在契約終了時係以金錢為剩餘財產之分割或出資之返還者，

或其他符合政令所定類之內容為限)之行為。

(10)有價證券期貨交易，證交法第二條第二十一項規定之有價證券指數等期貨交易，同條第二十二項規定之有價證券選擇權交易、同條第二十三項規定之外國市場證券期貨交易或金融期貨交易法(一九八八年法律第七十七號)第二條第十一項規定之金融期貨取引等或此等交易之行紀行為等。

(11)有價證券遠期交易、證交法第二條第二十五項規定之有價證券店頭指數等遠期交易，同條第二十六項規定之有價證券店頭選擇權交易、同條第二十七項規定之有價證券店頭指數等 SWAP 交易或金融期貨交易法第二條第五項規定之店頭金融期貨交易貨此等交易之行紀行為等。

(12)當事人間預先約定以利息、貨幣價格或其他指標的數值，於將來一定時期後之現值與該指標之數值間之差異為基礎，收受計算出之金錢且為政令所規定之交易(該當前二款者除外)或該交易之行紀行為。

(13)與前揭各款類似且為政令所規定之行為。

### 3、說明義務

本法第三條關於金融業者對於消費者應為如何之說明義務之規定，對於金融商品之販賣為業者，於販賣該金融商品之際，對於顧客，就下列重要事項應為說明：

(1)該金融商品之販賣關於其利息、通貨之價格或因其他有價證券市場上行情之變動會導致產生本金虧損之可能時，其內容及指標(第三條第一項第一款)。

(2)該金融商品之販賣，關於其從事販賣者或其他知人之業務或財務狀況之變化為原因，所導致可能發生本金虧損時，其內容及當事人(第三條第一項第二款)。

(3)除前二項之外，該金融商品之販賣影響顧客判斷之重要事項，為政令所規定之事由為直接原因，所導致可能發生本金虧損時，其內容及該事由(第三條第一項第三款)。

(4)得行使該金融商品販賣時所定之權利期間之限制或得解除關於該金融商品契約之期間限制時，其限制內容(第三條第一項第三款)

此外，如有下列情形，則金融業者例外毋庸負說明義務(第三條第四項)：

(1)具有關於金融商品販賣之專門知識與經驗之「特定顧客」者。

(2)顧客向業者表明對於重要事項毋庸說明之意旨。

#### 4、違反說明義務之效果(第四條)

金融商品販賣業者，對於顧客就重要事項未能說明，因而導致該顧客受到損害者，對該損害應負賠償之責。

本條規定有三項特色<sup>67</sup>：

(1)本條為侵權行為之特別規定，而且為無過失責任。由於實際從事金融商品之販賣者，常為金融業者之使用人或從業員(如理財專員)，因此本條要求業者直接負責，不可藉由日本民法七一五條，已盡其相當注意為監督仍不免發生損害為免責事由。

(2)所謂就重要事項未能說明者，除了完全不為說明外，尚包括只說明一部分等不完全說明的情形<sup>68</sup>。

(3)本法以損害賠償額為「對本金所造成之虧損」，作為損害賠償額之預定，由此可知，日本法認為說明義務所造成之損害賠償，係以賠償投資人固有利益之損害為標的。

### 第七節 各國相關法規之比較

從以上各國之立法例，可以看出雖然各國法規之不同，但想要健全證券市場發展的目的卻是一致的，從最近幾年的立法趨勢，我們可以了解到各國均往整合金融法規之腳步邁進，從英國 2000 年通過之金融服務及市場法到韓國 2009 年通過之金融投資服務與資本市場法，都可看出各國希冀透過單一金融法規去除過多重複規範，以節省管制成本，並加速金融業者整合之目的，我國目前就金融業者管制的法規，亦出現多頭馬車之問題，因此如何透過單一金融市場法規與國際接軌，並能帶動我國金融市場發展，乃是現在重要的課題。

---

<sup>67</sup>參 杜怡靜，金融業者於金融商品販賣時之說明義務-以日本金融商品販賣法為例，月旦法學雜誌 2005 年 11 月，頁 9

<sup>68</sup>岡田則之、高橋康文編，逐條解說金融商品販賣法，財團法人金融財政事情研究会，2001 年，頁 117

## 第六章 我國發展資產管理中心之優劣勢分析

根據倫敦金融城所(City of London)公佈對全球主要城市的金融產業競爭力所作的調查，臺北在第五次的「Global Financial Centres Index」(2009 年 3 月公佈)首次進入前 50 大，位居第 41 名。而同時期，新加坡與香港分別為第 3 名與第 4 名，僅落後於倫敦與紐約，顯示新加坡與香港是國際重要金融中心的事實。

雖然臺北在全球主要城市金融產業競爭力的得分與排名遠落後於香港與新加坡，然而我國在發展資產管理產業時，若能強化既有之優點並正視缺失，亦有相當好的機會能夠成功地發展出具有特色的資產管理產業與資產管理中心。在經過資料蒐集與對國內資產管理相關業者進行訪談之後，本研究整理我國及香港與新加坡的亞太資產管理中心競爭優劣勢，其摘要式的評比列於表 6-0-1，並在本章一、二節分項討論優勢與劣勢。

表6-0-1 我國成為亞太資產管理中心競爭對手優劣勢評分表

競爭的金融中心 資產管理業優劣勢項目	台灣	香港	新加坡
1.人力素質			
-國際化人力素質	C	A	A
-專業人員的聚集與出入境便利性	C	A	A
-中文與日文的語言	A	B	B
-英語環境與國際化程度	C	A	A
2.基礎建設			
-網路與電信設備的普及	A	B	A
-辦公室租金成本	A	C	C
3.政府			
-政府行政效能	B	A	A
-法規/賦稅	B	A	A
-監理制度	B	A	A
4.產業發展			
-華人市場的熟悉與管道	A	A	C
-產業腹地	A	A	C



-地理位置	A	A	B
5.金融機構與市場			
-金融機構的國際化程度	C	A	A
-次級市場結算交割的國際化程度	C	A	A
-股票市場的上市家數與總市值	B	A	C
-股票市場的交易量與週轉率	A	A	C
-債券市場的交易量	A	B	B
6.資金流動與風險管理			
-資金進出的便利性	C	A	A
-匯率避險的便利性	C	A	A

資料來源：本研究整理，A 表優勢，C 表劣勢。

細部資料來源：計葵生 (2008)、宋家元 (2008)、愷特 (2007)、馮震宇 (2002)、洛桑管理學院世界競爭力評比 (2008)、聯合國國際通訊組織、第一太平洋戴維斯、行政院經建會、行政院主計處、行政院教育部、行政院勞工委員會、香港統計處、新加坡統計局、復興航空、新加坡航空、上海航空、新加坡交易所、香港交易所、台灣證券交易所、證券市場發展基金會、中央社、美國教育測驗服務社。

## 第一節 優勢

相較於鄰近國家的主要資產管理中心，如香港和新加坡等，我國起步雖然較晚，但仍不乏許多相對有利的競爭優勢。我國的主要競爭優勢有中文與日文的語言、網路與電信設備的普及、辦公室租金成本、華人市場的熟悉與管道、產業腹地、地理位置、債券市場的交易量、股票市場的上市家數與總市值以及交易量與週轉率等，分別以細項討論如後。

### 一、中文與日文的語言

與中國大陸源遠流長的血緣關係和日本殖民時期的日語教育，台灣地區的人民展現出中文和日文兼備的水準。此外，世界的語言，英語，也為我國官方的第二語言。計葵生 (2008)的研究也指出，台灣成為亞洲金融中心的無形資產，就在於我國與美國、中國大陸和日本的關係緊密而特殊，且台灣對中國大陸的瞭解最詳盡。若能善加利用此優勢，譬如致力發展大中華區或亞太區等地區型基金，台灣有機會成為海外資金前進大中華圈的最佳跳板。

## 二、產業腹地

我國的工業發展自政府於民國 60 年代初期推動十大建設奠基。政府除了在 60 年代末繼續推動十二大建設外，並將工業發展定調於發展策略性工業和高科技工業；而可說是台灣資訊產業發源地的新竹科學園區於民國 79 年成立。在 80 年代，以成為「科技島」為目標的工業政策更是促進了我國資訊產業的蓬勃發展。如今，筆記型電腦、半導體、通訊、光電以及面板等產業已於國際佔有一席之地。

製造業和資訊業的資金往來需求與金融業的發展成相輔相成之勢，擁有高度發展的特定商品或股票交易市場將可有效提升我國金融市場的深度與廣度。舉例來說，科技業的高現金部位可以是貨幣市場基金鎖定的募集對象，而眾多員工的退休金則更促使退休基金產業的發展。此外，位於國際資訊業重心的台灣更使資產管理部門擁有高科技產業的資訊優勢。若妥善運用並將其訂為我國資產管理中心的賣點，更可吸引國際資金的投入。身為我國發展資產管理中心主要的競爭對手，香港和新加坡的重要產業僅為服務業與金融業，在這方面的產業則相對弱勢。根據香港統計處 2007 年底的資料，製造業佔 GDP 比重不足 3%；而金融服務業佔 GDP 比重為 30%，而整體服務業佔 GDP 比重高達 92%以上。新加坡統計局截至 2008 年年底的資料則指出其製造業已衰退至 18%，金融保險業則微幅成長至 13%。

在表 6-1-1 呈現的行政院主計部統計之我國產業結構表中，可發現我國製造業比重雖逐年下滑但仍為產業比例最高的部門，約為 GDP 的 24%；另一方面，金融業則長期維持 19%左右的水準，僅次於製造業及零售業。由此統計數據，可見我國的產業腹地相較於香港與新加坡等鄰近國家為廣。

表 6-1-1 我國產業結構表

未季節調整；%											orig.,%
時間	合 計 Total	農 業 Agricul- tural	工 業 Industry				服 務 業 Services				
			小計 Sub-total	製造業 Manufac- turing	水電燃氣業 Electricity, gas & water	營造業 Construc- tion	小計 Sub-total	批發及 零售業 Trade	金融保險及	政府服務	
									業 Finance,	Government	
									不 動 產 租 賃 insurance & real estate, rental and leaseng	services	
86 年 1997	100.00	2.42	31.88	25.18	2.12	4.12	65.70	14.47	18.75	10.81	
87 年 1998	100.00	2.36	31.22	24.81	2.09	3.81	66.42	14.92	18.54	10.67	
88 年 1999	100.00	2.43	29.90	24.02	2.04	3.37	67.66	15.61	18.60	10.78	
89 年 2000	100.00	1.98	29.09	23.76	1.95	2.98	68.93	16.27	18.58	10.87	
90 年 2001	100.00	1.85	27.62	22.73	1.97	2.55	70.53	16.16	18.97	11.38	
91 年 2002	100.00	1.74	28.28	23.68	1.93	2.29	69.98	16.17	18.70	11.12	
92 年 2003	100.00	1.66	27.96	23.69	1.90	2.05	70.38	16.26	18.88	11.44	
93 年 2004	100.00	1.64	27.57	23.72	1.60	1.91	70.79	17.06	18.67	11.12	
94 年 2005	100.00	1.66	27.05	23.21	1.55	1.99	71.29	17.77	18.51	10.97	
95 年 2006	100.00	1.62	27.02	23.04	1.46	2.20	71.36	18.32	18.20	10.72	
96 年 2007	100.00	1.51	27.77	24.01	1.11	2.25	70.71	18.51	18.18	10.10	
97 年 2008	100.00	1.68	25.15	21.85	0.56	2.32	73.17	19.23	18.61	10.45	

資料來源：2009 年 2 月行政院主計處國民經濟動向統計季報。

### 三、股票市場的上市家數與總市值

股市的上市家數與總市值反映出該國資本市場的重要性。至 2009 年 2 月的統計資料，香港上市櫃公司共計 1265 家，台灣則以 1264 家一家之差微幅落後，新加坡有 768 家上市櫃公司。若單看上市公司部份，截至 2009 年 1 月為止，香港有 1,088 家，其次為台灣的 719 家，最後為新加坡的 635 家。在市值方面，由於遭受金融風暴的衝擊，各國的股市市值均有所滑落。港股 2009 年 1 月底總市值約為 12,380 億美元，台灣約為 3,210 億美元，新加坡則為 2,550 億美元。

#### 四、股票市場的交易量與週轉率

股票市場的交易量和週轉率可反映該市場的流動性。以 2008 年的總成交金額為交易量衡量指標，香港股市的交易量為 16,293 億美元，我國為 8,364 億美元，新加坡則為 2,613 億美元。在週轉率部份則以 2008 年平均週轉率比較，台灣為 145%，香港為 93.8%，新加坡則為 70.6%。我國的交易量雖落後給香港，但其原因可能是市場規模導致；但我國之週轉率則冠於三個市場。

#### 五、債券市場的交易量

我國債券市場近年來蓬勃發展；自 2001 年起，我國債市的交易量即遠超過股市的交易量；在亞洲各國比較也僅次於日本。以 2008 年為例，我國之債券成交量高達新台幣 1,355 千億元。

#### 六、網路與電信設備的普及

雖然我國素有電腦王國之美譽，然整體資訊和通訊成本並未能使我國在此項目獨占鰲頭。根據聯合國國際通訊組織 (ITU) 最新的資通訊指數研究報告指出，全球資通訊綜合成本(包含寬頻網路、固網電話與行動通訊使用成本)最低的國家為新加坡；香港名列第五，而我國緊跟在後名列第七。但扮演企業通訊成本關鍵要素的固網電話費項目中，我國名列全球第二低。香港和新加坡得以在該報告中領先的原因在於行動通訊費，分列全球最低與第三低。

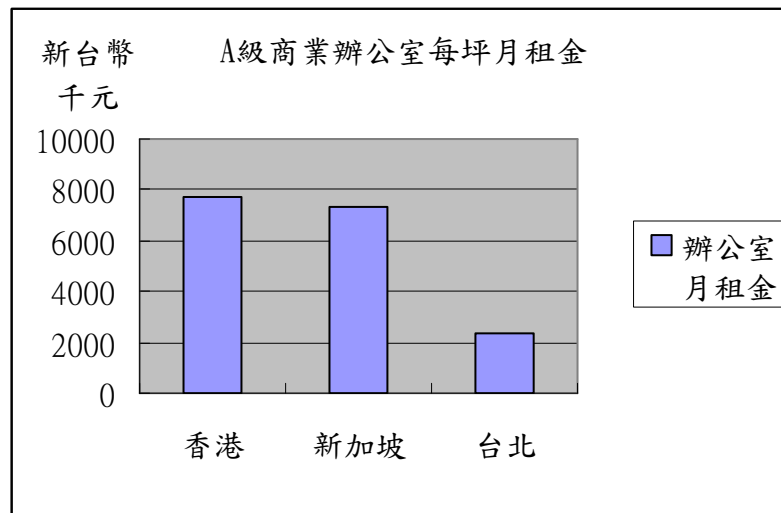
#### 七、辦公室租金成本

以佔經商成本相當高比例的租金水準而言，根據企業不動產顧問公司第一太平戴維斯(Savills)於 2007 年九月的調查報告，亞洲辦公室租金水準仍以香港為最高，新加坡則呈現快速成長的趨勢，但台北的辦公室租金相對低廉許多。如圖 6-1-1 所示，以 A 級辦公室為例，香港每坪的月租金水準達新台幣 7,700 元，新加坡則來到 7,300 元；但台北卻只要 2,400 元，約只有新加坡的三分之一。若以 100 坪的企業辦公室租金為例，在台北設置據點相對新加坡每年約可省下新台幣

600 萬元的固定成本支出。

此外根據經建會統計，受惠於我國政府的積極管制與平抑價格措施，我國的電價和水價為亞洲四小龍最低或次低。在人力資源部份，我國低廉的勞動成本在IMD 的報告中排名高居全球第二名。

圖 6-1-1 臺、新、港的辦公室租金水準



資料來源：第一太平戴維斯官方網站：[www.savills.com](http://www.savills.com)。

## 八、華人市場的熟悉與管道

計葵生(2008)的研究報告和宋家元(2008)的論文指出，台灣成為亞洲金融中心的無形資產，就在於我國與美國、中國大陸和日本的關係緊密而特殊，且台灣對中國大陸的瞭解最詳盡。若能善加利用此優勢，譬如致力發展大中華區或亞太區等地區型基金，台灣有機會成為海外資金前進大中華圈的最佳跳板。

## 九、地理位置

我國位處西太平洋花綵列島中央，鄰近日本、中國大陸、香港、菲律賓和印尼。除了眾所熟知的關鍵戰略位置，如此四通八達的網絡更有利於我國發展成完整的產業供應鍊系統，如資訊產業。相似地，對於我國資產管理業而言亦可循此概念發展具有本土相對優勢的子領域，再與日本、香港和上海結合成完整的產

業供應鍊。更不容忽視的是，台灣的地理優勢可以掌握亞太地區所有重要市場的脈動，即資訊優勢。資訊優勢可以為產業的行銷與績效帶來相當正面的幫助。

若以大中華市場為未來發展方向而言，香港的地理環境與我國相近，位居東南亞的新加坡優勢就不這麼明顯。在馬政府上台後致力強化兩岸經貿關係，兩岸關係和緩，台北松山機場至大陸主要都市已可直飛或經上海等地轉機到達。舉例來說，台北松山至上海浦東的飛行時間只需一個半小時；香港至上海的飛行時間為兩個小時又十五分鐘；而新加坡至上海的飛行時間則長達五個半小時。台灣如此地理優勢對於放眼整個中國大陸市場的外資具有強大的吸引力。

## 第二節 劣勢

做為亞太資產中心的潛在競爭者，台灣前有香港和新加坡兩個強敵，後有也在籌備中的上海追趕著。唯有正視我國資產管理產業發展的劣勢，才可能在這場激烈的競賽中脫穎而出。我國的劣勢有國際化人力素質、專業人員的聚集與出入境便利性、政府行政效能、英語使用與國際化程度、稅制與法規問題、監理制度、金融機構的國際化程度、次級市場結算交割及融券的國際化程度、資金進出的便利性以及匯率避險的便利性仍待改進等，以下分項探討之。

### 一、國際化人力素質

台灣欲躋身亞洲資產管理中心，國際化的人力是項不容忽視的要件；特別是金融業人力素質的優劣將決定台灣資產管理業務市場的競爭力強弱。根據瑞士洛桑管理學院 (IMD) 在 2008 的世界各國競爭力排名，我國在「雇用外籍高級財務專才」項排名第 26，新加坡與香港分列第 2 與第 9；在「資深管理者的國際經驗」一項，台灣排名 21，仍遠落後於新加坡的第 2 與香港的第 3 名。再對照我國在「財務金融技能」項目的排名，以 16 名落後給香港的第 6 與新加坡的第 9 名就不那麼令人意外了。

我國的國際化人力素質缺乏某種程度也反映在金融商品研發能力趨近為零

的現況。也因此，我國金融業僅能從事金融行銷的工作：將外國創造的新金融商品賣給台灣的投資人。吸引外籍人才投入此領域為我國金融商品設計創立並打開市場後，可使金融界業務發展多樣化並更有前瞻性，亦可使我國培育的財務工程人才打開本土就業機會。

## 二、專業人員的聚集與出入境便利性

專業人員的匯集與出入境便利程度攸關我國對國際人才的吸引力。我國在此方面的不力或許在某種程度上也反映在前述的「雇用外籍高級財務專才」排名不佳。政治大學金融系教授殷乃平在 2007 年接受中央社專題採訪時建議政府應該培養國際金融人才，大學裡則應先就師資方面加強國際金融人才。此外，放寬引進國外金融人才的限制並提供簽證的優惠待遇等都是政府可研擬放寬的方向。

我國知名學府如台大和政大的商管學院每年亦培育出許多優秀且具國際觀的財金專才；惟許多頂級專才在低稅率和高薪資所得的吸引力之下傾向前往香港或新加坡尋求更好的發展，僅一部份留在台灣的外商金融機構，本國金控能延攬到的更是少之又少。面對星、港兩個鄰近的金融中心的高度人力競爭，能否留住台灣的頂尖金融人才不僅僅需要更好的福利和待遇，還與其它因素息息相關，如職涯發展的前景等。換句話說，創造更優質的商業環境吸引國際金融機構在台設立據點甚至亞太總部都能為留住本土人才及吸引外籍專才創造相輔相成的效果。

## 三、英語環境與國際化程度

在英語仍為世界語言的當下，英語和國際化程度在推展跨國業務上扮演者重要的角色。相對於香港和新加坡是採中文和英語的雙語教育，將英語列為第一外語的我國，人民的英文使用程度僅為堪用，但與流利尚有很明顯的距離。根據美國教育測驗服務社(ETS)公布的統計資料，我國的托福成績在亞洲呈現明顯的落後；相對地，新加坡則為亞洲第一。

表 6-1-2 亞洲主要國家托福成績排名

TOEFL-IBT 亞洲國家排名 2006~2007		
排名	國家	平均總分
1	<b>Singapore</b>	100
2	Philippines	88
3	Malaysia	87
3	Pakistan	87
5	India	84
6	Bangladesh	83
6	Sri Lanka	83
8	<b>Hong Kong, China</b>	80
9	China	78
9	Indonesia	78
11	Korea, Republic of	77
12	Myanmar (Burma)	75
13	Nepal	74
14	<b>Taiwan</b>	72
14	Thailand	72

資料來源：美國教育服務社，本研究整理。

#### 四、政府行政效能

我國政府的效能與廉潔度相較於世界先進各國而言仍有許多進步空間。在世界銀行 2009 年 6 月 29 日公布的最新全球治理指標報告中，我國政府的政治穩定度有所提升，但政府效能分數卻下滑，該分數還為 1998 年來新低。而瑞士洛桑國際管理學院發佈的世界競爭力報告中，政府效能一項總是抵銷民間競爭優勢，拉低我國的排名。相較於此項目名列首位的新加坡，我國此項目之排名雖較去年進步 4 名排名第 16，但政府應持續致力於政府效能與形象的提升，相信對於國際資金與國際人才的吸引都會有所幫助。

#### 五、法規的修訂

我國欲發展成為資產管理中心，除了前述所論及的問題外，尚必須搭配法規修正，方能達成成為資產管理中心之目標。首先，從創業投資基金與私募股權基金方面來看，台灣創投業面臨困境之一為募集資金的問題，為解決該困境，似



乎可從組織面的改革著手，但創投業在組織面因法令的限制，使得其僅能以股份有限公司之組織形式存在，如此是否過於僵化而不符合商業需求，是值得探討的；再者資產證券化在台灣社會中逐漸萌芽發展，但我國現行金融資產債券化條例以及不動產證券化條例，仍然存在不少問題值得我們去重視；除此之外，信託法、信託業法與投信投顧法雖已在我國施行已久，但仍存在金融監理無法統合之問題，增加金融監理的成本而影響監理的效率；最後，雷曼兄弟控股公司於 2008 年 9 月 15 日向美國紐約州南區破產法院聲請破產保護後，導致國內購買連動債之投資人面臨血本無歸的困境，不僅嚴重影響我國投資人之權益，更進一步引發全球金融海嘯的風暴，因此如何針對境外結構型金融商品進行規範，也是非常重要的議題；以上相關議題的立法方針，本研究將在第八章部分提出相關法規修正的建議。

## 六、稅制與課稅問題

另一方面，隨著金融商品精細與複雜化，金融商品的稅制需要全面檢討才能達到兼顧稅制公平與產業長期發展。近期金融風暴的席捲而來，政府不得不搶救經濟的同時，採取減稅等鎖定短期目標的政策和稅改公平性背道而馳，並使得財政部賦稅改革進度遭到擱置。

賦稅的公平性常受到投資人的關注，尤其是投資金額龐大的法人。值得關心的是在給予外國法人來台設立據點或從事業務享賦稅優惠的同時，須同時兼顧對本土法人賦稅同等放寬，避免本土法人反而受到稅率歧視。目前金管會計畫將資產管理中心的賦稅優惠比照國際金融業務分行(OBU)條例為藍圖規劃，朝向更全面的免稅放寬。如此的賦稅優惠雖有助於吸引外資，但本土法人若未享有相同待遇將面臨嚴酷的產業洗牌衝擊。

自然人和法人也有類似的賦稅優惠引發的公平性問題，但當前問題的方向在於外國投資人受到歧視。以公司債和公債等有價證券的利息所得而言，國內自然人採 10%分離課稅，國內法人併入綜合所得稅，但國外投資者須就源扣繳

20%，因此，資產管理中心賦稅優惠的相關措施與辦法仍須注意到本土與外籍法人及自然人的稅率一致化，本研究建議國外投資者應僅利息部分扣繳 10%。

此外，雖然我國的金融商品稅制雖走在賦稅一致化的路上，但同類型的金融商品課稅仍有不公平的地方。舉例而言，信託的集合管理帳戶其操作方式與基金同，但因其為信託關係所以必須課稅，故造成集合管理帳戶業務推行上的困難。

賦稅制度的透明化和可信度亦有助於我國資本市場的發展。我國課稅的策劃與執行單位分別由賦稅署和國稅局負責，分工的好處自不待言，惟在課稅議題上卻屢見整合不力的結果。常見的是國稅局為了國庫收益常對過於積極認定稅源，扭曲了賦稅署設計的原意。

## 七、主管機關的管制與市場監理

法規的整合需要主管機關組織架構的因應調整。我國資產管理產業的主管機關為行政院金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)，下有銀行局、證期局和保險局等；金融機構與商品依其屬性分由各局管理。但有鑑於機構的營運和金融商品涵蓋的層面難以單一劃分於某領域，金管會如何能發揮統籌管理的功能則相當關鍵。舉例來說，投信發行基金時，其主管機關為證期局，銀行信託業者發行基金時，其主管機關為銀行局，一般而言，發行基金法規理應相同，但證投信在證券法規下會設置管理辦法，而銀行局在信託業法下也設置管理辦法。另一方面，許多證券與衍生性金融商品的分野已經不再涇渭分明，如共同基金中也有期貨基金或證券投資衍生性金融商品等例子。目前主管機關皆為金管會，所以應在金管會之下統一訂定監理章程。若將目前的行業別監理改為功能別監理，應能有效提高監理效率。

## 八、資金進出的便利性

資本自由化及長短期資金進出的便利性對於金融市場吸引外資能力扮演著關鍵角色。香港未管制其外匯，僅進行管理，外匯進出自由；而新加坡雖有外匯管制，但未如我國嚴格。以進行資產管理活動的外國法人(QFII)為例，進入我國

市場投資金融資產的投資額度需先報經證期局核准；買賣交易後若欲匯出則需提出交易憑證。此外，從事外匯選擇權交易也須有證明才能匯出。

台灣要匯往國外的資金是按級距收費的。在匯款金額小時或許很便宜，但當金額大時，匯出成本卻很高。除了匯款成本，個人資金的流動尚存在其它進出障礙。在我國的企業和個人方面，企業戶匯款超過美金 100 萬元時，須檢附訂單；而個人戶每年 500 萬美金的限額，當超過 50 萬新台幣時就需要對央行申報。而對外籍機構投資人來說，也面臨缺乏低廉成本匯款機制的問題。外籍法人無法透過銀行匯款的 RTGS 便宜地移轉資金，而需透過較貴的金資中心完成。本研究建議有關當局應適度降低進出入的障礙(如建立更方便且成本低廉的對外匯款系統、流動性風險的降低、額度核准時間縮短等)以提高我國吸引資金停泊能力。

## 九、匯率避險的便利性

外資在進入台灣市場後，對於匯率並無法經由適當的工具進行避險。台灣目前無法承作 NDF，而國外則仍可承作此種交易，台灣等於拱手讓出此塊市場。故本研究建議提供匯率避險機制(NDF、option 等)，降低國內避險成本，對於不同幣別對新台幣間之避險成本亦須分別計算，以擴大市場規模。

## 十、金融機構的國際化程度

除了一、二項劣勢中提到的人才部份，我國金融機構的國際化程度堪稱極為薄弱。本土金融機構設置的海外據點稀少，跨國服務業務能力。此方面劣勢雖可藉由吸引國際型外資於本地設立據點而獲得些許改善，但本土金融機構如何強化國際業務能力才是解決此問題的根本之道。

## 十一、次級市場結算交割及融券的國際化程度

馮震宇(2002)指出安全、便捷且有效率的集中保管機制與結算交割制度為各國證券市場甚至跨國證券交易順利運作所不可或缺的基礎。自台灣集保與台灣票券結算公司合併成為集中保管結算所後，配合主管機關推動台灣資本市場國際化的政策，已開始與鄰近各國集保公司簽署合作關係；譬如近期已和越南、新加坡

和印度等國的證券集中保管機構簽署合作備忘錄，並與 Euroclear、Clearstream 兩大國際保管機構開戶簽約與電腦連線後，以及和韓國集保公司進行雙邊開戶。然而放眼全球或亞太市場，我國的國際化程度仍有待持續努力。

借券中心的成立可滿足法人為了套利、避險、履約需求，並提昇我國證券市場的效率與流動性。然借券中心目前在台灣借券是有風險的，原因在於對券源(出借人)的保障不足。當出借者有提前還券需求時面臨無法拿回票券的風險。借券人一旦違約，提供的擔保品(證券)可能無法彌補出借人無法即時滿足交易需求招致的損失。因此，建立一個提供完整保護機制的借券制度將可使我國資本市場的發展更臻完整且更有資金吸引力。

## **第七章 我國發展資產管理服務事業之策略規劃與具體行動方案**

前面章節中，本研究分別介紹美國、英國、澳洲、香港與新加坡的資產管理業務、法規，同時亦探討我國在發展資產管理產業所面臨的優缺點分析。本章將提出我國發展資產管理服務事業之策略規畫與具體行動方案，首先探討亞洲鄰國(包括香港、新加坡的發展策略)。第二節提出臺灣的機會。第三節則是根據之前所探討的臺灣經營資產管理業務的優缺點分析，以及臺灣的機會，提出我國發展資產管理服務事業之策略規畫與具體行動方案，第四節提出了採取合宜的外匯政策之建議，第五節則提出了其他的建議，特別是因應在第六章所提及臺灣發展資產管理業務上所面臨的列勢以及可能的缺失，提出了我們的看法。

### **第一節 亞洲鄰國發展之策略**

#### **一、新加坡**

由於新加坡是一個島國，產業腹地相當小，但是由於位居優良的地理位置，在 1960 至 1990 年代靠著歐、亞洲、澳洲等交通運輸要道以及與馬來西亞與印尼的經濟貿易，而快速崛起，成位亞洲四小龍之一。在 1997 年的亞洲金融風暴，雖然對新加坡的影響相對於輕微，然而，新加坡政府體認到，不能僅依靠與外國的經貿關係(特別是與馬來西亞與印尼的經濟貿易關係)，必須盡全力發展高附加價值的產業，而金融服務業是其中重點的產業。

在金融服務產業中，新加坡的發展策略是選擇發展另類投資(alternative investment)以及財富管理(包括私人銀行的業務)兩大類，另外，為了增加使境內金融市場的影響力，新加坡交易所積極地吸引外國公司至新加坡掛牌上市。為了彌補產業腹地不足的問題，新加坡積極爭取印度與中東的市場，作為連結印度、中東與國際之間的重要橋樑。

### (一)避險基金

在另類投資的業務上，近年來新加坡成功地吸引了許多的避險基金(hedge)以新加坡作為發展的基地。過去這些避險基金均以聚集於香港，然而，為了吸引避險基金以新加坡作為基地，新加坡採取了下列的三項重要措施：(1)大幅降低私募基金設立的手續，當合格投資人 (qualified investors)低於 30 人的私募基金，不需要申請金融服務業的申請執照，因此一檔避險基金在新加坡的申請作業時間可以縮短至一週的時間，而在香港需要耗時四個月的等待時間。由於放寬管制，使得許多日本與韓國的避險基金轉移至新加坡。(2)為了吸引境外的專業人士將金融業務移轉至新加坡，新加坡大幅開放工作簽證以及歡迎專業移民，以增加更多具有專業技能的新加坡國籍的人才。(3)新加坡的居住環境優於香港，此點也成功地吸引許多歐美的專業基金經理人，將避險基金由香港移轉至新加坡。

根據 EurekaHedge 的資料顯示，在 2007 年一年中，新加坡成功地吸引 24 件新設立的避險基金，而同時期香港僅有六件。

### (二)財富管理的業務

由於亞洲、尤其是東亞地區的高淨值財富個人(high-net wealthy individuals)的數目以及其資產的數量成長相當快，新加坡選擇財富管理業務(包括私人銀行業務)作為其發展的金融服務產業發展的策略之一。為了加強財富管理業務的競爭力，新加坡採取了四項的重要措施：(1)在 2001 年時，新加坡修訂了銀行保密法，除了可能涉及的洗錢或是恐怖組織資金之外，銀行不得向其他個人、組織或國家洩露其客戶的資料，同時提高違反銀法保密法的罰則。相較於瑞士近年來對歐洲國家提供許多客戶資料的案例，新加坡的銀行保密法，可以大幅提高外國高淨值財富個人在新加坡的財富管理業務。(2)在 2004 年時修正法案，提供將資金停留在新加坡的高淨值財富個人新加坡的永久居留權，使新加坡的財富管理業務更加具有競爭力。(3)大幅降低各項的稅率，使實質稅負有效降低。(4)發揮其信託(可以指定身後財產繼承對象)的特色，以吸引歐洲及中東的高淨值財富個人將

其資產由歐洲以及中東地區移轉至新加坡。<sup>69</sup>

經由數年的努力，新加坡的財富管理業務已經成功地站穩了世界第二名的位置，僅次於瑞士，而且新加坡還相當具有野心，企圖繼續加強其優勢條件，挑戰世界最大的財富管理市場。由於新加坡提供低稅率、高保密、以及永久居留權的優惠，成功地吸引日本、南韓、臺灣以及中國大陸的高淨值財富個人選擇新加坡作為其財富管理業務的基地。由於其特殊的信託架構以及高度保密性，使得許多中東以及歐洲的高淨值財富個人將其資產由歐洲地區轉移至新加坡。此現象顯示新加坡發展財富管理業務的優秀成績。

### (三)新加坡所面臨的挑戰

在腹地不足之下，由於印度是世界經濟未來高度發展的重要地區，新加坡積極地發展印度市場，希望能成為印度進出口的門戶。然而，印度的孟買亦積極地發展金融服務產業，因此新加坡正面臨了孟買的挑戰。

## 二、香港

相較於新加坡，香港有相當好的產業腹地。香港作為中國大陸與世界接軌的連接點，自然即掌握了相當良好的發展契機。中國大陸的經濟發展相當快速，而香港是許多外國公司與金融機構進出中國大陸的門戶，因此境內聚集了全球重要的金融機構。

在金融服務產業中，香港的發展策略是選擇發展均衡的商業銀行與投資銀行業務。香港的股市與債市總市值為其 GDP 的數倍，同時，銀行總存款的金額是其 GDP 的數倍，因此是集資本市場導向(美國)以及金融業導向(德國、日本)兩者的優勢。

由於聚集了許多重要的金融機構，香港成為重要的國際資金清算中心，因此香港的金融中後台作業之業務量為亞洲第一，遠高於新加坡與日本。此外，由於地處中國大陸的門戶，香港的金融機構積極開發股票與債券承銷業務，尤其是對

---

<sup>69</sup> 在歐洲的法庭，曾經出現判例：配偶與子女優先繼承財產。而中東地區的習慣則是父母與兄弟可以優先繼承財產。

中國大陸的企業之證券承銷業務，是其主要來源之一。與新加坡的資本市場相異之處，在香港上市的公司中，絕大多數均為國內企業(包括中國大陸)，外國企業在香港上市的比率相當低。

## 第二節 台灣的威脅與機會

臺灣在發展資產管理業務威脅上，前有香港與新加坡的強敵競爭，後有上海與北京的新興金融中心的追趕，同時亦面臨韓國的挑戰。但是另一方面，相較於亞洲的鄰國，臺灣在發展資產管理服務業仍然有以下的機會：

### 一、全球金融風暴的影響

2007 年起，美國及歐洲發生了近數十年來全球最嚴重的金融危機，造成許多重要的金融機構倒閉或是損傷慘重，而且投資人的信心嚴重瓦解。相較於歐美國家，亞洲地區的損失相對輕微，而臺灣地區的金融機構相對穩定，而且損失較為輕微。

由於歐美金融機構的倒閉或是損傷慘重，造成投資人對歐美地區金融機構的信心度不足，全球的資金極度地不穩定，極思尋求資產重新配置的投資地區。因此，臺灣有機會爭取部份的資金。

### 二、廣大的腹地

相較於香港與新加坡，臺灣有較佳的腹地與工業產業發展。臺灣的高科技與資訊產業產值相當高，而且這些高科技公司在臺灣的股市均有較高的本益比，自然而然地形成重要的高科技產業集中的現象。

此外，隨著兩岸關係的改善，臺灣未來應該有機會成為中國大陸與全球交流之接軌處，而眾多的臺商也為臺灣產業腹地提供更多的發展縱深。

### 三、馬政府的金融改革

2008 年馬政府上任之後，除了進行兩岸關係之改善外，亦進行了數項重要



的改革，包括大幅降低遺產稅與贈予稅至 10%，此可以提高本國的財富管理業者的競爭力。另外開始實施國民年金制度，未來預期全體國人未來會更重視退休金制度，使勞退市場的業務更加成長。此外，為了整合資本市場，包括證券、期貨、投信投顧、私募基金、信託及外匯等業務，擴大金融機構商品營業範圍，我國相關金融機構與自律組織積極建議政府參考英美日韓近期金融改革做法，推動資本市場整合法。就金融機構所提供之投資商品與投資服務，施行一致的功能性管理基準。

#### 四、高品質的股票市場與證券服務

台灣證券交易所、櫃檯買賣中心以及均具有相當好的流動性，提供了本土企業相當好的交易平台與籌資管道。同時，臺灣股票市場的投資人對於高科技股票的認同度相當高，此點是香港與新加坡市場所不能比擬的，因此也為臺灣的高科技產業提供了很好的次級交易市場。而臺灣期貨交易所陸續提供了不同種類的衍生性金融商品，提供投資人良好的避險管道。

另外，在現貨以及衍生性商品上，臺灣的金融機構都有很好的經紀、結算交割、服務代理、保管等業務的基礎。

### 第三節 我國發展資產管理服務事業之策略規劃與具體行動方案建議

根據之前所探討的臺灣經營資產管理業務的優缺點分析，以及上一節所提及的臺灣機會，本節本研究提出我國發展資產管理服務事業之策略規畫與具體行動方案如下：

#### 一、發展華人的『私人銀行與財富管理』業務

臺灣的資產管理產業在發展華人的『私人銀行與財富管理』業務時，會有以下的四項利基：(1)具備有語言與文化的優勢，(2)遺產稅與贈予稅的降低，(3)過去具有良好的私人銀行發展經驗，(4)兩岸關係的改善。

要發展華人的『私人銀行與財富管理』業務，具體行動方案包括：(1)制定

規範本國金融機構對於客戶隱私保護的相關規範，(2)對境外(包括大陸地區)的資金往來放寬規定，(3)對境外(包括大陸地區)高淨值財富個人的入出境以及停留，提供更多的便利性與彈性。

臺灣的金融機構要發展成為華人的『私人銀行與財富管理』中心，仍必須面臨外商銀行的競爭。

## 二、金融商品設計與開發

過去臺灣的資產管理服務業，由於人力、資本、市場規模等因素的箝制之下，在金融商品的設計與開發能力，遠落後於國外大型的金融機構。

由於臺灣股票市場的重要性是全球投資人不可忽視的市場，而且臺灣的高科技產業佔世界重要的地位，臺灣的金融機構可以思考，加強金融商品設計、開發的能力，設計具有特色的金融商品，來增加業務。過去已有的基礎包括臺灣證券交易所與 FTSE 合作的臺灣 50 指數，以及 MSCI 所編製的 MSCI 臺灣股價指數，若能成功地開發新金融商品，一定可以大幅提高資產管理服務業的業務，且可以掌握資產管理服務業價值鏈的源頭。

要加強金融商品設計、開發的能力，本研究建議的具體行動方案包括：(1) 積極放寬專業人士的入出境與停留限制，以吸引更多的金融人才停留於臺灣。(2) 改善生活環境，使臺灣成為優良的居住環境。

## 三、至海外募集資金投資於臺灣

如前所言，由於臺灣股票市場的重要性是全球投資人不可忽視的市場，而且臺灣的高科技產業佔世界重要的地位，而我國資本市場亦具有高流動性的優勢，因此我國的資產管理業者可以考慮至歐美、日本、香港與新加坡直接募集資金，或是透過與國際大型金融機構合作，投資於我國的 IT 與高科技產業。

此外，我國的資產管理業者至中國大陸募集資金，作為開放陸資進入臺灣股票市場的第一步。

本研究建議的具體行動方案包括：(1) 央行適度地放寬金融機構資金匯入與

匯出的『間接干預』，(2)政府允許陸資來臺投資股市，但是建議採取間接持有的型態，以降低對臺灣股市的衝擊與影響。

#### 四、發展退休金業務

我國的退休人員的所得替代率偏低，自 2008 年開始，我國實施國民年金制度後，未來預期全體國人未來會更重視退休金制度，使勞退市場的業務更加成長。

在發展退休金業務方面，本研究建議的具體行動方案包括：(1)爭取三大基金的委外代操，(2)爭取實施自選退休金方案，(3)與公民營機構合作，設立第二層的自提退休金帳戶，同時建議政府對實施自提退休金帳戶的民營機構，提供租稅獎勵，以增加其實施的動機。

#### 五、發展中後台作業

我國金融機構在過去有很好的結算、交割、股務代理等經驗，但是與國際的資金與證券結算交割的實務運作相當不順暢。

由於我國的辦公室租金成本與作業成本相較於亞洲鄰國低，而國際大型金融機構對於我國金融機構與業者能提供中後台作業的外包機構亦有相當的興趣，本研究建議可朝向擔任國際大型金融機構中後台作業的外包機構發展。

本研究建議的具體行動方案包括：(1)央行適度地放寬金融機構資金匯入與匯出的『間接干預』，(2)增加金融機構國際化的程度。(3)提高次級市場結算交割的國際化程度。

### 第四節 採取合宜的外匯政策之建議

我國外匯管理之主要法源依據，係依管理外匯條例第六條第一項規定所訂立之「外匯收支或交易申報辦法」，而相關重要規定有外國人投資條例、華僑回國投資條例等。相關配合法令則有銀行法及中央銀行法。

1979 年行政院同意，開始實施新台幣對美金浮動匯率機制(即機動匯率)，美金匯率按市場供需自動調整，中央銀行僅在市場大幅變動等狀況下，始進場干

預；進行外匯管理之主要目的則是在平衡國際收支、穩定金融。

在外匯市場運作機制，若以交易對象區分，可以分為三類：(1)客戶對銀行間：以一般臨櫃交易買賣方式，處理一般大眾需求。(2)銀行與銀行間：透過台北外匯經紀公司、元太外匯經紀公司之居間搓合，處理銀行間對外匯之交易，即外匯交易額度之拋補。(3)央行進場維持匯率穩定機制：匯率之升貶在市場當日交易結束前，由央行視情況進場干預。

市場運作方式是由客戶對銀行之商品、服務交易用之經常帳(current account)開始，再開放至投資、併購等用途之資本帳戶(capital account)，對於外國人自然人及法人匯入額度有設限，僅本國自然人及法人匯入無限制，但匯出時不論是本國或外國之法人及自然人皆有限制。

## 一、在外匯管理上所面臨的問題

依不同對象區分所遭遇到外匯管理上的問題，對於外國法人而言：

- (1)央行在此類大筆金額匯入後，即要求迅速進行買賣，否則即認為係為套匯而匯入，並多採道德勸說方式，惟市場表現並非適於即刻進行交易，在此情況下，則變成由該外國法人自負匯率風險及法律風險。
- (2)外資進入後，對於匯率並無法經由適當的工具進行避險，台灣目前無法承作NDF，而國外則仍可承作此種交易，**台灣應考慮恢復此項業務。**
- (3)台灣目前對於證券交易之資本利得尚未課稅，但外資要將款項匯出時，舉證交易文件難以齊備，匯出往往會受限制。
- (4)從事外匯選擇權交易也須有證明才能匯出。

對於本國企業戶及個人戶而言，亦有以下的三點：

- (1)企業戶匯款超過美金 100 萬元時，須檢附訂單，而個人戶每年 500 萬美金的限額，當超過 50 萬新台幣時就需要對央行申報，但國人儲蓄率高、交易旺盛，此一限制應可考慮鬆綁(例如達 100 萬新台幣始需申報)，否則亦是助長以人頭拆單之風。

(2)當 OBU 帳戶欲轉入 DBU 帳戶，亦需要檢具資料，此即會成為問題，目前央行並不接受以此作為申報理由，而我國未接受**本國人**開 OBU 帳戶，因此國人的資產就在稅務（遺產稅、所得稅等）考量下，移往海外外商銀行；故在目前遺產稅率調降時，讓之前因稅務考量而出走至國外 OBU 的資金能順利回到國內 DBU(業者評估此類海外資金約達我國外匯存底之二到三倍，為數可觀)，此部分應可考慮開放成為申報理由。

(3)目前以國外資金來借新台幣是可行的，但若是借外幣則是未開放，如此一來等同由借戶自行承擔匯率風險，此部分亦建議能有所開放。

## 二、在外匯管理上的建議：

(1)適當的管制：香港未管制其外匯，僅進行管理，外匯進出自由；而新加坡雖有外匯管制，但未如我國嚴格。我國雖有國安考量，但對於正常交易應予以鬆綁，外匯管制若自由，則可鼓勵在國內投資，讓資金能來去自如，彈性更高。

(2)可修改放寬國人法人免申報之外幣結購金額。

(3)放寬外匯結售申報項目以吸引海外(OBU)資金回流國內。

(4)積極面可將資金流出許可項目明確化，提供匯率避險機制(NDF、option 等)，降低國內避險成本，以擴大市場規模。

(5)消極面應給合法者空間，對申報項目明確化，減少以行政手段干預，降低外匯進出行政裁量權。

(6)以投資者及籌資者的風險角度考量，降低進出入的障礙(如流動性風險的降低、額度核准時間縮短等)，提供匯率風險之避險工具，並且降低避險成本，對於不同幣別對新台幣間之避險成本亦須分別計算。只有在降低其相關風險，才能使投資者及籌資者樂於在台灣進行資產管理活動。

## 第五節 其他的建議

本節就上述所提及之建議事項之外，提出了我們的建議，特別在第六章所提及臺灣發展資產管理業務上所面臨的列勢以及可能的缺失，提出看法。

### 1、整合相關法規，採取功能別的監理、負面表列的金融規範

目前世界主要的金融市場以及鄰近的國家與地區，已陸續地完成法規的整合，如美國的 1999 年的金融服務業現代化法案、英國 2000 年的金融服務暨市場法、日本 2007 年的金融商品交易法，以及韓國於今年(2009 年)實施的金融市場整合法，由這些金融改革可以看出國際間發展或強化金融中心的企圖心。

我國目前金融業務之規範散見於銀行法、證券交易法、期貨交易法、投信投顧法、信託業法等各業法，由個別的法令規範不同的金融業者與業務，而從事相同的金融業務卻面臨不同的金融監理與規範，在市場監理機制之整體性與相同業務規範之一致性，略有不足之處。本研究建議「對於銀行、證券、保險等業種提供的投資商品及服務採取功能性監理」，並且整合相關的法規，使業者有易於遵循的依據。

### 2、稅負的公平性以及其對資產管理業的衝擊

在第六章中，本研究曾經提及稅制以及課稅的問題，主要的問題在於稅率的高低，以及課稅公平性的問題，後者包括本國人與外國人、自然人與法人等的稅負差異。

2009 年與 2010 年對於金融商品課稅之相關法條，有一些差異。2009 年底以前，結構型商品、短期票券、證券化商品、債券附買回交易，這些商品之利息所得不併入個人所得之利得，而法人仍是併入營利事業所得，但可採分離課稅。2010 年起，個人則採融資稅，即分離課稅 10%，而法人和外國人則不變。此修正條文使金融商品所得稅負趨於一致的目標，符合租稅公平。

但是另一方面，新的所得稅法規定，對於營利事業金融商品所得，均併入營利事業所得額合併課稅。如此，對於股票型、債券型以及貨幣型的共同基金收益，將會增加帳面上的稅負，可能會不利於資產管理業務上的推動。此外，對於外國人在本國的所得，亦採 20% 的分離課稅，形成外國投資人的實質稅負將高於本國投資人，將不利於本國業者對外國投資人推行資產管理的業務。

本研究建議，在相關的稅負修正上，應注意稅負的公平性以及其對於資產管理業者的影響。

其次，由於今年(2009 年)全球金融風暴之後，全球對於國際資金流的議題更加重視，而在 G20 會議對於一些國家對歐美等國家境內高財富之個人提供所謂避稅管道，給予遣責與調查。因應此一新的情勢與契機，金管會陳冲主委於 2009 年 4 月 24 日出席工商建研會所主辦之「台灣經濟新願景，與金管會主委有約」座談會中提及，在 G20 會後對避稅天堂施加壓力同時，我國可趁勢發展為資產管理中心，除已調降遺產稅率至 10% 外，尚可考慮以專戶方式，吸納來自避稅天堂的大量資產，引導其於我國進行資產管理，而此種專戶所涉及之稅務等問題，目前已由金管會報行政院核定之「金融資產管理中心發展條例」草案中說明，本研究將相關的內容置於附錄一：『金管會規畫 OBU 與 DBU 課稅的議題』，請參閱。

### 3、兩岸合作的議題

隨著兩岸情勢的和緩，臺灣與中國大陸之間彼此的合作空間愈來愈大，此情勢有利於臺灣發展華人財富管理中心的議題。

今年(2009 年)的 4 月 26 日的兩岸第三次江陳會，會中關於「兩岸金融合作協議」分面，達成重要協議，協議文本中表示，為促進海峽兩岸金融交流與合作，推動兩岸金融市場穩定發展，便利兩岸經貿往來。相關的協議內容，請參閱附錄二：『海峽兩岸金融合作協議文本全文』。

本研究建議，應盡速爭取台灣與中國大陸金融機構互設營業據點，對於我國的金融機構發展資產管理業務以及吸引中國大陸資金來台投資將有相當大的助

益。

## 第八章 我國發展資產管理中心之立法方向

在 2007 年到 2009 年全球爆發所謂世界金融危機<sup>70</sup>，又有稱為世界金融危機、次貸危機、信用危機，更於 2008 年起名為金融海嘯及華爾街海嘯等，這是一場在 2007 年 8 月 9 日開始慢慢浮現的金融危機。自次級房屋信貸危機爆發後，投資者開始對證券投資的價值失去信心，引發所謂「流動性危機」。即使多數國家中央銀行多次向金融市場注入巨額資金，也無法阻止這場金融危機的爆發。直到 2008 年 9 月 9 日，這場金融危機開始失控，並導致多家相當大型的金融機構倒閉或被政府接管。最初的流動性危機可以在事後被看作是由於早期次級房屋信貸危機所引發的。北岩銀行是首批遭遇衝擊的對象之一，它是英國的主流銀行。<sup>71</sup>該行已借不到額外資金來償還 2007 年 9 月中旬產生的到期債務。由於沒有持續現金注入，其所經營的高槓桿性質的業務無法支撐，最終導致其被接管，並形成了很快降臨到其他銀行和金融機構的災難的早期跡象。

過度借貸為美國房貸泡沫的特徵之一。信用氾濫並導致大量的次級貸款，投資者認為這些高風險的貸款會被資產證券化而緩和。從 1989 年以來，美國發行 MBS 的主要機構 Fannie Mae（房利美）Freddie Mac（房地美）、Ginnie Mae（吉利美）所發行的 MBS 殖利率平均高於美國十年期公債殖利率 137 個基本點，吸引許多法人投資。雷曼兄弟 MBS 指數顯示無論利率升降，自 1996 年以來該指數連續十年都是正報酬，最差的 1999 年也有 2.1% 的報酬率，同時期 MSCI 全球債券指數在 1999 年、2001 年、2005 年卻是負報酬率。這個策略似乎以骨牌效應擴展和散佈。由失敗的資產證券化計劃所導致的損害橫掃了房屋市場及其企業，繼而引發了次級房屋信貸危機。這危機令更大量的銀主盤被銀行在市場上拋售。這些過

---

<sup>70</sup> 以下歷史背景參考自 維基百科 2009/8/12

<sup>71</sup> HM Treasury, Bank of England and Financial Services Authority (2007 年 9 月 14 日)



量的房屋供應使得周邊的住屋價格都大為下跌，造成它們容易遭法院收回拍賣或被放棄。這個結果替往後的金融危機埋下了伏筆。最初，受影響的公司只限於那些直接涉足建屋及次級貸款業務的公司如北岩銀行及美國國家金融服務公司。一些從事資產證券化的金融機構，例如貝爾斯登，就成為了犧牲品。2008 年 7 月 11 日，全美最大的受押公司瓦解。印地麥克銀行的資產在他們被緊縮信貸下的壓力壓垮後被聯邦人員查封，由於房屋價格的不斷下滑以及房屋回贖權喪失率的上升。當天，金融市場急劇下跌，由於投資者想知道政府是否將試圖救助抵押放貸者房利美和房地美。2008 年 9 月 7 日，已是晚夏時節，雖然聯邦政府接管了房利美和房地美，但危機仍然繼續加劇。

之後，危機開始影響到那些與房地產無關的普通信貸，而且進而影響到那些與抵押貸款沒有直接關係的大型金融機構。在這些機構擁有的資產裡，大多都是從那些與房屋關聯的收益所取得的。對於這些以信用貸款為主要標的之證券，或稱信用衍生性商品，原本是用來確保這些金融機構免於倒閉的風險。然而由於次級房屋信貸危機的發生，使得受到這些信用衍生性商品衝擊的成員增加了，包括雷曼兄弟、美國國際集團、美林證券和 HBOS。而其他的公司開始面臨了壓力，包括美國最大的存款及借貸公司華盛頓互惠銀行，並影響到大型投資銀行摩根史坦利和高盛證券。

在 2008 年 9 月 14 日星期日，雷曼兄弟在美國聯準會拒絕提供資金支持援助後提出破產申請，而在同一天美林證券宣佈被美國銀行收購。這兩件事標誌著接下來這一星期 2008 年 9 月全球股市大崩盤的序幕，在 9 月 15 日（星期一）和 9 月 17 日（星期三）全球股市發生市值暴跌的情形。在 9 月 16 日，美國國際集團（AIG）因持有許多信用已經違約的到期合約而被調低其信用評級，該保險集團自身也陷入了一場清償危機（liquidity crisis）。在美國國際集團（AIG）證實其已經無法找到願意給它提供貸款、拯救它避免破產的出借人的情況下，聯儲局應 AIG 要求，向 AIG 提供高達 850 億美元的同業信貸融資便利服務（credit facility），條件是獲取 AIG79.9%的權益性資本（equity interest），並有權對之前已經發行的

普通股、優先股暫停派發紅利或股息。

9月16日，金融市場上一家大型的共同基金 Reserve Primary Fund 因為披露其持有雷曼兄弟公司（Lehman）的債券，其股價下跌至 1 美元以下，這導致投資者贖回他們的基金需求大幅擴散，金融危機進一步惡化。截至 9 月 18 日早晨，總市值為 4 兆美元的市場上，機構投資者要求“賣出”（sell orders）的交易訂單市值高達 5 千億美元，而美國聯邦儲備系統（Federal Reserve）注入市場的流動性資金僅有 1050 億美元，此刻立即使市場崩解。在 9 月 19 日，美國財政部提供暫時性的保險（akin to FDIC insurance of bank accounts）向貨幣市場挹注資金。到本週末，英國金融服務管理局（Financial Services Authority）、美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission）暫停了對本國的金融類股票短線賣空（short selling）交易；其他國家的金融主管單位也採取了類似的因應措施。市場信心也在財政部和美國證券交易管理委員會的努力及公關宣傳下得到了一定的恢復。

從金融危機爆發到現在，金融危機的成因錯綜複雜，從其歷史發展可知，金融危機的原因不一而足，除了次貸危機外，包括金融資產證券化衍生的問題、境外結構性商品銷售的問題，以及金融監理制度該如何有效建立，如何有效保護投資人，皆是我們在建立資產管理中心時，必須去面對及解決之問題，由於本研究計畫主要係為資產管理中心建立之立法方向，在篇幅及主題之限制下，僅能針對台灣現行創投事業之組織架構、資產債券化之問題（金融資產證券化、不動產資產證券化、我國現行信託事業、投信投顧事業應修定之立法方向，以及前陣子引發我國金融問題之境外結構性金融商品管制之問題作一探討，以下分別針對下列主題詳述之。

## 第一節 制定有限合夥法<sup>72</sup>

### 一、台灣創投業之現況分析

#### (一)台灣創投業之實務運作模式-以公司制委託經營模式為主

台灣創業投資事業的經營管理模式主要以成立一家基金公司，再委託另一家基金管理公司管理為主，係由「創投基金公司」和「基金管理公司」構成。實務上，創投基金公司通常為所謂的紙上公司(paper company)，其內部組織單純化，沒有行政部門組織單位，無業務運作的功能，因實際上公司的大部分業務執行，包括投資案開發、投資評估、投資案的初步決策、投資後管理輔導和投資回收等事務，都委託給另一家專業的管理顧問公司的經營團隊來執行，且基金公司的股東如未妥善規畫確實執行，通常會找另一家保管銀行代為保管。

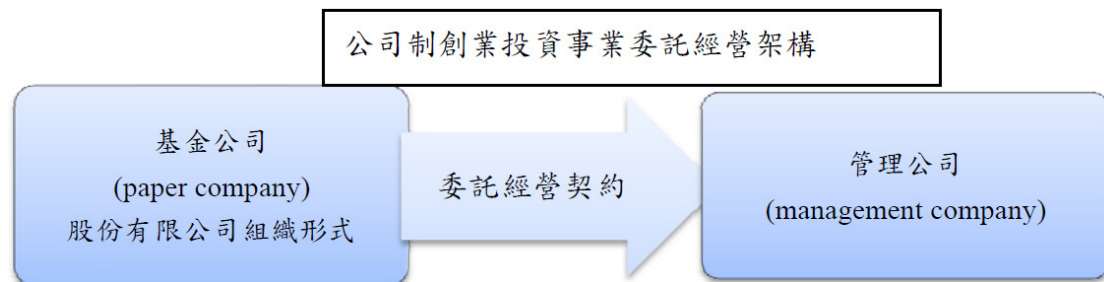
實務上，管理公司乃人才的集合體，旗下所管理的基金公司可能資本額很大，但管理公司的資本額卻很小，因台灣組織法無如國外有限責任企業的組織模式可供選擇，再加上過去法令的影響，又我國合夥之合夥人對於合夥債務須負無限連帶責任，對於經營團隊而言，責任風險過大，且我國合夥並不具有法人格，對於實際執行投資業務的經營團隊而言，可能不符需求，因此雖其人和色彩重，但在台灣都採取股份有限公司的組織形式。

然就本質上而論，創投事業屬於高風險的投資，因此不宜向大眾募集資金，就此點而言，有限公司似較股份有限公司更適合創投事業，然而有限公司的資力及聲譽均不及股份有限公司，此為重大的缺陷。

---

<sup>72</sup> 參王文字，從公司到有限合夥-以創業投資事業為中心，賴源河教授七秩華誕祝壽論文集 財經法制新時代，p3~p27

圖 8-1-1 公司制創業投資事業架構

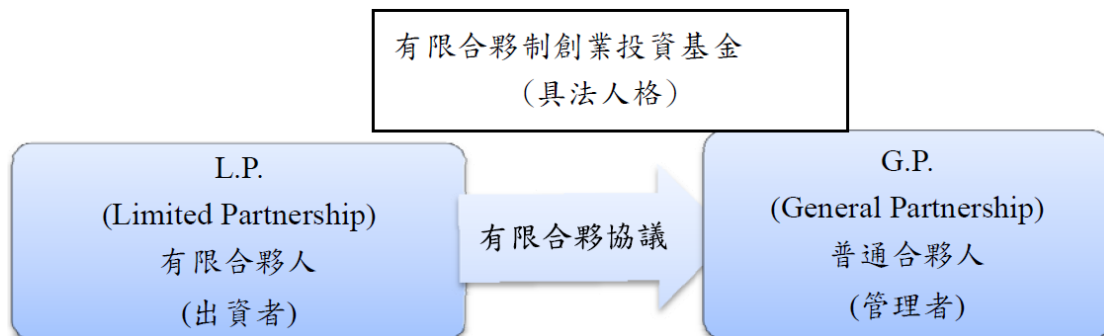


資料來源：王文宇，從公司到有限合夥-以創業投資事業為中心，賴源河教授七秩華誕祝壽論文集 財經法制新時代 P.11

## (二) 美式有限合夥制之創業投資事業架構

在美國，創投事業通常採取所謂有限合夥的組織形式，募得的資金即為一般習稱之創業投資基金(venture capital fund)，有限合夥人便是「資金提供者」(即所謂投資人)，普通合夥人則為「資金管理者」。通常是由普通合夥人發起基金，並會約定此有限合夥「組織的存續年限」(一般為七到十年左右)，此機制賦予有限合夥人於一訂期間屆滿時有退出投資之機會，得依一般合夥人之經營情況決定其投資之回收或延續。

圖 8-1-2 有限合夥制創業投資事業架構



資料來源：王文宇，從公司到有限合夥-以創業投資事業為中心，賴源河教授七秩華誕祝壽論文集 財經法制新時代 P.12

## (三) 台灣創投業引進有限合夥組織的必要性分析

台灣創投業面臨困境之一為募集資金的問題，為解決該困境，似乎可從組織面的改革著手，因創投業在組織面因法令的限制，使得其僅能以股份有限公司之

組織形式存在，如此是否過於僵化而不符合商業需求，有研究<sup>73</sup>指出，於公司組織下，具有：經營者酬勞機制誘因不足、投資人缺乏合理退場機制、投資決策缺乏效率、無法與國際接軌等四大缺點，以下分析之：

#### 1、經營者酬勞機制誘因不足

該研究計畫認為，在我國創投組織採公司制下，因仍相當程度受限於「資本三原則」之規範，以保障股東及債權人權益為宗旨，故對於管理創投基金的經營者階層之酬勞等，我國目前法制下，不若有限合夥得以契約加以約定般彈性，而必須依照法令規定之程序及要件為之，相較之下，對於經營者，缺乏有效之激勵機制。

本文以為，以一般的財務型創投而言，對於經營者缺乏有效之激勵機制，並非公司組織所引發之問題，而是管理公司股東是否願意將經營利潤與員工分享的問題；至於策略型創投對於經營者缺乏有效之激勵機制，那是受限於先天投資策略之目的。

#### 2、投資人缺乏合理退場機制

該研究計畫認為，因目前創投採股份有限公司的組織形式，因公司法制設計上，即以公司永續經營為前提，故關於清算機制，創業投資基金公司擬予結束時，必須依照公司法規定之法定程序，進行解散、清算，始可分配剩餘財產，程序繁瑣且曠日廢時。如果成立有限合夥制創投基金的話，因其本質上即並非以永續經營為前提，而由專業人才以個人身分或經由經理公司從事經營，並訂一經營期間（一般為十年左右），俟期滿時，基金結束計算盈虧後，依契約約定結算並分配給經理人及投資人，程序上較為簡單，此方便投資人退出機制的優勢，有利於吸引投資人的資金。

本文以為，其實採取有限合夥組織對於投資人來說，未必是比較方便的退出機制，因在採取股份有限公司的組織下，仍有未上市股票市場，基金公司小股東

---

<sup>73</sup> 葉雪暉，有限合夥法之研究，行政院經濟建設委員會委託理律法律事務所之研究計畫，頁 2-3、25，2004 年 12 月；葉雪暉，我國創業投資事業引進有限合夥組織型態可行性研究，行政院經濟建設委員會委託理律法律事務所之研究計畫，頁 23-24，2004 年 12 月。

反而可以透過未上市市場出售持股；但是有限合夥組織下，因重視出資者的成員，如果要轉讓合夥權益，還需要其他合夥人之同意，反而不容易。

### 3、投資決策缺乏效率

該研究計畫認為，創投之精神之一在於專業管理，然而，在台灣的法制下，專業人士透過創投管理公司的總經理不一定能夠掌握企業之經營，理由是股份有限公司之組織架構及運作，建構在股東會、董事會及監察人之既定架構中，缺乏彈性之設計，如此創投管理公司的決策主導權仍然在董事會，若創投基金的投資人列席董事會成員或以創投股東之身分左右創投公司董事會的運作，恐影響專業經理人獨立判斷與思考，創投管理人的自主性較低，難以主導投資案；相反地，在有限合夥組織下，一般合夥人有經營管理職責，有限責任合夥人全權決策和投資，所以身為執行合夥人的管理公司對營運及投資的自主性較大，有助於經營團隊策略之穩定，且專業判斷不易受出資者的干擾，能夠有更具效率的投資決策。

本文以為，在台灣產業環境下，因出資者的特質及投資者監控的需求，故而要求重要議案須送請董事會核准有其背景，然而並不表示公司制下的創業投資事業，在決策效率與決策彈性上必然會處於劣勢。

因對國內出資者而言，要說服出資者不管是有其難度，若只能出錢，卻不能管事，恐難吸引投資人關愛的眼神；其次，以有限合夥協議去拘束資金管理者，對於出資者而言，一方面簽約可能嫌麻煩，另一方面也怕掛一漏萬，光靠契約對投資人監控管理者仍嫌不足，故即便引進美式有限合夥組織，也未必能吸引投資人願意參加，如何透過正式或非正式的機制維持長期穩定的互信關係，對於投資決策之效率與彈性是很重要的，至於組織模式係採取公司制或合夥制並非重點。

### 4、無法與國際接軌

我國目前創投資金來源超過九成三為國內自有資金，我國創投到國外募集資金能力相對低落，募集海外資金可以克服國內經營環境不佳時，穩定資金來源，並且藉由國外股東取得跨國性的優良投資案源，以及這些國外股東在國際間已具備的網路資源，對台灣創投的跨國性投資、市場資訊、技術性移轉都有很大的幫

助。如果策略目標係向國外募集資金，則在組織面上，應採取國際所熟悉的組織形式，若我國未能提供相同的投資環境，將不利外資投入我國之創投產業，因此該研究計畫認為需要引進有限合夥制，有助於吸引外資，更能與國際創投事業接軌。

本文以為，從吸引外資的目的以觀，採取國外熟悉的有限合夥組織的幫助應該有限，與國際接軌的問題，重點是台灣創投事業經營管理績效的問題，更何況外資希望台灣的管理人才作為大中華地區的投資佈局，投資在台灣成立的基金，因為受到對陸投資的限制，也會怯步不前，因此經濟部商業司已於 2007 年 6 月 29 日公布「有限合夥法草案」之初步研擬，期待能協助創投事業等建立明確退場機制，以利長期資金得以導入創投事業，解決創投事業目前所面臨的資金困境，就此草案，本文將在下一部分討論其架構。

## 二、台灣之有限合夥法草案之評析<sup>74</sup>

為提供單純投資者與積極經營者共同從事商業活動之新選擇樣態，且因應投資者與經營者分別負擔不同責任，故創設具有法人人格之「有限合夥」商業組織型態，以促進我國產業發展，並提升國際競爭力，爰擬具「有限合夥法」草案，其要點如下：

### (一)有限合夥之定義、組成及負責人之界定及資格：

有限合夥為以營利為目的，且具有法人格之營運主體，其組成應有一名以上對有限合夥債務負連帶無限清償責任之無限責任合夥人，及一名以上就其出資額對有限合夥債務負責之有限責任合夥人；無限責任合夥人為有限合夥執行業務之經營者，自應為有限合夥之負責人；至於有限合夥之經理人、清算人或臨時管理人僅於其執行職務範圍內，亦為有限合夥之負責人，以明其權責。(草案第三條至第五條)，由此規定可知，草案賦予有限合夥法人格，使其成為「法人」，此為期與民法合夥最大之不同處。

---

<sup>74</sup> 參照 有限合夥法草案 2007 年 6 月 27 日。

(二)有限合夥之登記及效力：

有限合夥應依本法規定登記，未經登記，不得以有限合夥名義，經營業務或為法律行為；有限合夥應將名稱、所營事業、所在地、資本總額、合夥人及代表人等事項，向主管機關辦理登記。另為確保有限合夥登記事項之正確，登記事項之變更，亦應申請變更登記，非經變更登記，不得以其事項對抗善意第三人。(草案第八條及第九條)

(三)經營依法需經許可業務之有限合夥，登記前應先經許可：

為利行政機關之管理，有限合夥之業務，依法律或基於法律授權所定之命令，須經目的事業主管機關許可者，於領得許可文件後，方得申請有限合夥登記。又其經營有違反目的事業主管機關之法律或法規命令受勒令歇業處分，於處分確定後，應由處分機關通知主管機關廢止其有限合夥登記或部分登記事項。(草案第十條及第十一條)

(四)有限合夥之名稱：

為利一般大眾易於辨別其組織型態及瞭解交易對象，爰明定有限合夥之名稱應標明「有限合夥」之字樣，且名稱不得與他有限合夥名稱相同。(草案第十二條)

(五)合夥人之出資額種類：

依無限責任合夥人與有限責任合夥人於有限合夥之角色定位及所負責任之不同，分別明定其出資方式，並為確定其出資額，有限合夥申請設立、變更資本總額登記，應先經會計師查核簽證。(草案第十三條)

(六)登記事項抄閱及公開：

有限合夥之登記事項，主管機關得依利害關係人申請查閱或抄錄；且為便利民眾查詢，其登記事項應予公開。(草案第十六條)

(七)出資額取回限制及轉讓原則：

合夥人出資額以不得取回為原則，如依契約約定取回出資額者，應先清償現有債務或提存後始得為之；違反時，合夥人應於取回範圍內對有限合夥之債權人



負責；有限責任合夥人係單純出資者，而未實際參與經營，其出資額轉讓應經全體無限責任合夥人之同意；無限責任合夥人因係實際經營者，非經其他合夥人全體之同意，不得以其出資額之全部或一部，轉讓於其他人。(草案第十七條及第十八條)

(八)有限合夥業務之運作及執行：

有限合夥之業務運作，應由無限責任合夥人互選一人為有限合夥代表人；業務之執行，由無限責任合夥人全體之過半數同意行之，並應負善良管理人之注意義務與忠實義務、競業禁止義務及禁止為雙方代理；未盡善良管理人之注意義務，致有限合夥受有損害時，應負損害賠償責任；因執行業務對於他人所造成之損害，有限合夥應連帶負責。(案第十九條及第二十一條至第二十三條)

(九)有限責任合夥人之權責：

有限責任合夥人為單純出資者，不得參與合夥業務之執行，對外亦無代表權。(草案第二十六條)

(十)財務處理及盈餘分派：

會計年度終了，有限合夥之會計表冊應送全體合夥人，經三分之二以上同意承認，對於有限合夥之盈餘分派，應依有限合夥契約之約定；未約定者，盈餘依各合夥人之出資額比率分派。(草案第二十七條及第二十八條)

(十一)業務監督及檢查：

有限責任合夥人因無執行業務，無從得知業務及財務狀況，爰賦予監督權，就有限合夥之財務報表、業務及財產情形，有限責任合夥人得於每會計年度終了時查閱；有限合夥應備置歷年財務報表供債權人查閱，並賦予主管機關派員查核之權利，於派員檢查時可選任會計師、律師或其他專業人員協助。(草案第二十九條至第三十一條)

(十二)合夥人之加入及退夥：

為使合夥關係穩定，除本法或契約另有約定外，無限責任合夥人之加入，應經全體合夥人之同意，有限責任合夥人之加入，應經無限責任合夥人全體之同

意。合夥人之退夥，分法定退夥及申請退夥二種。(草案第三十二條至第三十四條)

(十三)有限合夥解散、廢止登記及裁定解散：

除合夥人全體同意繼續經營外，有限合夥因具有法定解散事由而解散。有限合夥自行停止營業六個月以上，或有解散之情事而不向主管機關申請解散登記者，主管機關得廢止其登記；另，法院得對業務執行有顯著困難，資產管理或處理有顯著失當之有限合夥，裁定解散。(草案第十四條、第十五條及第三十五條)

(十四)清算程序：

有限合夥解散或廢止登記後，應行清算，並以無限責任合夥人為清算人；其清算程序，準用公司法無限公司之規定。(草案第三十六條)

建構自由導向之有限合夥法制

### 三、結論

綜上所述，我國研議中之「有限合夥法」，究其主要特點，即在簡化創投的解散方式與剩餘財產分配的程序。在內部關係上，主要是放寬股東的出資種類，讓「一般合夥人」可以投資專家的身分為「勞務出資」。此外草案並賦予有限合夥組織法人格，使其成為「法人」，雖然是著眼於法人得享受權利，負擔義務的便利，但此與民法合夥規定最有扞格，此次引進法人化的有限合夥，是否意味著要全面排除民法合夥的規定？是否會混亂民法的體系？在概念銜接上應做更細緻化的討論。

從正面來看，草案之規範具有不少優點，如劃分經營管理的權限，或是簡化退場(解散清算)機制。但亦有其缺點，例如權利義務整齊劃一，未必符合當事人的需求；強制規定太多，因此合夥契約的彈性空間變小，此外該草案強調「非經登記，不得以事項對抗善意第三人」，管制成本高且無效率，並不可取。

本質上，有限合夥法之制定目的即為希冀能為有限合夥組織之治理提供一套合宜、節省交易成本之規範架構：其主要目標之一在於，最小化所有權與經營權

分離後，一般合夥人對有限合夥人剝削之可能性及代理成本。就現實面而言，美國有限合夥法制上多採取較為寬鬆之態度，例如美國德拉瓦州之有限合夥法，多為任意規定，雖然法律設有諸多公有限合夥組織成員選擇之預設規定，但其仍允許當事人合意變更之，甚至容許其與現存規範衝突，當事人可以在「有限合夥契約」中進行個案之彈性調整，實務上所多契約皆放寬一般合夥人的責任限制，同時搭配許多細緻的契約條款(各種 covenants)來監督一般合夥人，並且一般合夥人為顧及其本身之商譽(reputation)，以確保未來能有其他投資案源或原有投資案之資金挹注，亦多會勉力經營<sup>75</sup>。從而透過上述之各種「細緻化契約約款」(covenants)及「商譽因素」(reputation)之雙重監督背書下，一般合夥人被賦予極大權限來決定如何投資以及監督被投資公司，而不必擔心會負法律責任，如此一來使得有限合夥組織的運作更具效率，又因實務上當事人可以量身訂作契約約款，故食物發生訴訟對簿公堂之情形並不多見。

美國有限合夥法制較多任意規定，允許有限合夥組織較多之自主決定空間，反觀我國，有限合夥法中之強制規定不在少數，甚至有不少是向過度干擾有限合夥組織之自由空間，傳統由公司法之立法模式遺傳而來之「防弊重於興利」之態度，亦於有限合夥法草案中可見一番。若以經濟觀點檢視有限合夥法制下強制規定與任意規定間之關係，是有實益且不與立法意旨衝突，並且，於檢視之過程中，我們可以發現其寓含著成本概念之考量，易言之，強制規定之存在除了促進經濟效益，尚必須減省市場上交易參與者之「資訊搜尋成本」；但在減省「資訊搜尋成本」之同時，過度規格化之法律設計，將戕害契約自由之空間，使交易當事人無法依己意達成目的，此過度規格化之負面效應，我們稱之為「僵化關係成本」，而任意規定最大之特點就是容許當事人合意變更，承認絕對之契約自由，於此情形下，「僵化關係成本」將降至低點。但因資本市場內原來即充斥著形形色色之交易，更因為契約自由之貫徹，契約態樣與內容可能五花八門，難以預見，而對潛在之交易相對人而言，其欲取得各種交易條件與對方資力等有關交易之重要訊

---

<sup>75</sup> See Rosenberg; *supra* note 8, at 376.

息，勢必得付出較高之資訊搜尋成本<sup>76</sup>。

因有限合夥組織之制度設計本質，故其在組織成員加入或退出此面向上，會具有較為嚴格之限制，其閉鎖性相較於股份有限公司強上許多，故在制度面之立法走向上，立法者應可量有限合夥組織之閉鎖性，而適度放寬其規範強度，改以彈性、任意規定為立法上之主軸，就台灣有限合夥法之立法方向而言，應傾向於「市場契約自由為主而國家法律干預為輔，事後司法監督多而事前立法監護少，任意規定多而強行規定少」之一端，關於將來有限合夥法之具體規範方向，應以司法監督之任意規定為主，立法監護之強行規定為輔，唯有在市場競爭約束機制確定無法正常地、健全地運作，且預先制訂之強行規定於該規範事項之運作成本極低又效率甚高時，政府使得以事前由立法機關制訂強行規定之方式，直接介入民間之經濟活動進行管制<sup>77</sup>。故本文認為，有限合夥法草案中之規定，究其性質，多屬強行規定，似有在斟酌予以放寬規範限制的空間，在立法研議上，仍待更細緻化的討論與修訂，如此方能真正滿足投資者之需求，得以彈性，靈活方式選擇適合企業組織之立法目的，並對台灣創業投資事業之發展產生助益。

## 第二節 修訂金融資產證券化條例

### 一、前言

近年來，金融自由化、國際化與證券化並稱為當今全球金融市場之三大主流。為滿足金融機構及企業之資產負債管理及資金操作需求，於歐美等國行之有年的資產證券化（Assets Securitization）正逐漸在台灣生根發芽。資產證券化主要目的是提高資產流動性，增加企業或金融機構籌措資金的管道，而其中信用增強的機制可以降低信用風險，證券化的過程也可以使資產的品質更具透明度，因

---

<sup>76</sup> 關於強制規定與任意規定之區分基礎，參閱，王文字，進出公司法—幾點跨領域的觀察，月旦民商法雜誌，創刊號，頁 7-26，2003 年 9 月

<sup>77</sup> 參見蔡昌憲，企業自治之逆流？—擺盪於強行規定與任意規定間之累積投票制，月旦財經法雜誌，8 期，頁 44-45，2007 年 3 月

此資產證券化商品是一種可以降低風險及增加資產流動性的投資工具。對金融環境而言，將資產市場與證券市場有效結合，藉由金融市場的監督，可提高社會資金的運用效率，並擴大證券市場規模。

台灣資產證券化市場每年逐步成長，自從 2002 年「金融資產證券化條例」通過後，台灣資產證券化市場規模每年逐步成長，到 2008 年 10 月底止，資產證券化商品核准的金額已將近有 6,504.2 億新台幣。目前政府透過開放市場參與機構投資人、加速審查資產證券化商品送件、開放資產證券化標的等方式，來健全資產證券化市場。透過資產證券化可使金融市場的流動性提高，增加資金運用的效率性，活絡不動產市場，而投資人也可以運用更多的金融工具來進行投資與避險。

但是，2007 年初美國次級房貸風暴的發生，卻也使得大家對資產證券化開始產生質疑。由於當時美國同業競爭及景氣復甦之假象，造成金融業者及次級房貸公司不顧 Fair Isaac Corporation (FICO) 評分之原始精神及忠告，主動設計各種貸款機會或陷阱，誘導消費者利用信貸或房貸或信用卡循環額度創造更多信用，因而加大了 Subprime 資金供給量，透過乘數效果，使 Subprime 貸放金額衝到天量，不僅使其獲利及淨值不斷創新高，但也相對累積大量的「殘餘價值」，特別是當銀行因資產證券化盛行，逐漸累積大量部位之殘餘價值，一旦外在情勢逆轉，該等債券之違約率增高時，必將產生該證券之價值減損及信心喪失，流動性停滯而致無法挽救之情勢，因此對於殘餘價值如何評估及其公平價值如何在波動性急速改變時給予合理之風險控管，實為重要。

## 二、立法方向與建議

我國次級房貸風暴對金融機構與金融監管機構最重要的啟示是在金融自由化與全球化的發展中，忽視風險管理必導致泡沫經濟與全球金融危機。我國自 2002 年主管機關陸續開放金融業承作資產證券化商品，該工具也逐漸在我國蓬勃的逐步發展。國內金融業除了家數多市場小競爭激烈，傳統存放業務利差縮小

利潤率降低外，加上因金融自由化資金流通不再受限國界後，我國的金融市場已難以自外於國際市場。因此，我國金融機構應加強資產證券化商品了解並有效應用，並而協助個人或企業理財、投資、提供符合國人需要之金融商品。本研究認為未來我國發展資產證券化市場，必須在資訊透明與商品簡單化的大架構下，我們提出以下之建議。

#### (一)申請核准及申報生效之建議

依金融資產證券化條例第九條及第七十三條之規定，特殊目的機構發行受益證券或資產基礎證券時，應檢具申請書及相關文件向主管機關申請核准或申報生效。亦即，金融資產證券化案件之進行，原則上必須先經過主管機關的核准或向其申報，方可在市面上發行。惟應討論者，為申請核准制及申報生效制之差別為何？其區分的標準又應為何？

依「受託機構發行受益證券特殊目的公司發行資產基礎證券處理準則」<sup>78</sup>(下稱處理準則)第三條第二項及第三項之定義，所謂申請核准，係「謂主管機關以受託機構或特殊目的公司所提出相關書件予以審查，如未發現異常情事，即予以核准」；至於申報生效，係「謂受託機構或特殊目的公司未發行資產基礎證券，依規定向主管機關提出申報，除因申報文件應行記載事項不充分，為保護公益有必要補正說明或經主管機關退回者外，其案件自主管機關收到申報書之日起屆滿一定營業日即可生效」者。一般而言，適用申報生效案件通常可以收到申報文件日起滿 15 個營業日生效；但反觀申請核准之案件，自特殊目的公司提出申請之日起，至實際取得核准之日止，往往須耗費三個月以上的時間，在時效上比申報生效的案件慢上許多。有些信託業者表示，有些證券化商品從申請到核准時間拖太長，在市場變化快速的情況下，很可能等拿到核准函，已經錯過最佳發行時機。例如最近一年多來，就有不少金融資產證券化商品核准案因受美國次貸風暴影響

---

<sup>78</sup> 本準則依金融資產證券化條例（以下簡稱本條例）第九條第一項、第十七條第二項、第七十三條第一項及第一百零一條準用第十七條第二項規定訂定之。

而無法推出，或業者乾脆申請廢止核准案<sup>79</sup>，對於業者的造成的損失不在話下。至於申報生效及申請核准案件的區分標準為何，依現行處理準則之規定觀之，申請案件若無處理準則第八條所列的各款情形<sup>80</sup>時，該金融資產證券化案件即得透過申報生效之規定辦理。但現行實務上之情形，由於主管機關考量到證券化商品之複雜程度較高，為免該等商品於倉促上市之後造成投資市場之紊亂與投資人之損失，故絕大多數的案件皆是通過申請核准之過程才予以放行。

就刺激景氣予活絡市場經濟的觀點而言，我國主管機關對於資產證券化商品的管制上多數傾向於申請核准的性質，在商業活動瞬息萬變的現代社會中，的確對證券化發行業者造成了許多不必要的限制。因此，我國政府近來積極研擬是否修正處理準則之規定，使住宅抵押貸款證券化(RMBS)及企業貸款證券化(CLO)等發展上較為成熟的證券化商品得以直接以申報生效的方式通過審核；另外，若以現行處理準則第八條第一、二款有關應申請核准事項之反面解釋而言，似亦可將非首次發行之同類商品(Roll-over product)、且前次申請核准或申報生效時未遭主管機關退件者，認為其因已曾通過主管機關之審核而較具安定性，准許其僅以生報生效的程序進行之。申報生效制的確對於資產證券化商品發行人的時效性幫助相當大，有助於業者掌握商機，配合市場行情推出相關商品，以提高民眾投資意願；然另須考量者即為社會成本問題；亦即，台灣的投資市場水準是否足以對

<sup>79</sup> 參照「證券化商品發行 再鬆綁」文，經濟日報，2008年8月26日。

<sup>80</sup> 受託機構發行受益證券或特殊目的公司發行資產基礎證券有下列各款情形之一者，應填具申請書連同應檢附文件，申請主管機關核准，始得為之：

一、受託機構就同一類型資產，首次申請發行受益證券或金融機構首次設立特殊目的公司申請發行資產基礎證券，或其交易架構與前申請核准案件有重大差異者。

二、前次申請核准或申報生效遭主管機關退回、不予核准、撤銷或廢止者。

三、受託機構發行受益證券或特殊目的公司發行資產基礎證券，擬售予外國人供其發行證券者。

四、受益證券或資產基礎證券經信用評等者，其等級未達主管機關準用本條例第四條第二項之規定所定等級以上，超過其發行總金額百分之二十五者。

五、創始機構、受託機構、特殊目的公司股東、服務機構及備位服務機構於最近三年內有違反法令或相關規定而經各業別主管機關依銀行法第六十一條之一第一項第二款至第四款任一款規定、信託業法第四十四條第一項第二款、第二項規定、保險法第一百四十九條第二項第二款、第三款規定、證券交易法第六十六條第二款至第四款任一款規定作成處分紀錄者。

六、創始機構為金融機構以外之機構，其負債大於淨值二倍者。

七、受託機構前次發行受益證券或特殊目的公司股東前次設立特殊目的公司發行資產基礎證券，發生無法支付本金、利息、孳息或收益等情事。

八、其他主管機關認為有必要者。

僅經申報生效的證券化商品自行篩選，且投資市場是否有能力承受此等證券所帶來的系統性風險，以及相關補救或配套措施如何訂立，皆是主管機關欲放寬管制前須審慎研議的問題。

總此以言，本研究認為，若在能夠輔以公開原則下的完善資訊揭露規定之前提下，主管機關現行將多數證券化案件皆以申請核准處理之行為，實有重新檢討之必要，以免扼殺我國金融資產證券化市場之發展；然而，在實質放寬法令之前，主管機關仍須審慎考慮我國的投資環境、文化、社會成本、商品發展程度等等因素，適度以類型話的方式放寬申報生效制的採行，並且須輔以完善的配套措施，如投資人保護、發行人的行政救濟手段等等規範，方能在不破壞現由投資環境與秩序的前提下，達到鼓勵資產證券化商品流通的目的。

## (二)資產證券化商品資訊揭露的適宜性之建議

創始機構、承銷商及信評機構等資產證券化商品市場參與者，未依監理規定審慎檢視商品之相關資訊，以及執行獨立之風險評估，投資者及資產管理人未能取得足夠之資訊或對商品執行完整之風險評估。再加上證券化商品創始機構或承銷機構未能對投資人提供足夠之商品資訊<sup>81</sup>和市場參與者雖願意對商品執行審慎評估(due diligence)，惟其所採取之評估步驟顯不足。對此，我們建議：金融機構在辦理證券化業務時，應主動提供投資人取得更多風險相關資訊；同時，金融機構之投資人及資產管理人必須對相關投資商品單獨進行風險評估，而不應僅仰賴信評資料，相對的，監理機關除了要求金融機構在辦理證券化業務時的資訊透明性和訂定更健全之消費者保護法規，並加強執行有關消費者保護之資訊揭露規定；此外，未來主管機關可以委託一民間委員會，發展一套對於證券化商品揭露之最佳實務作法。

## (三)金融機構對資產證券化商品內部控制的方法或態度之建議

美國次級房貸風暴的起因在於金融機構為了逐利而放寬房貸標準，忽視住宅

---

<sup>81</sup> 以本次研究為例，想進一步針對玉山銀行 2007-2 債券資產證券化特殊目的信託受益證券作進一步風險衡量與分析，尤其是該檔資產池包含 Westways Funding XI,Ltd.所發行的美元債券 RMBS CDO，其內部的資產池我們就無法獲得更進一步的資訊，以至於造成我們在衡量風險上之困難。



貸款人的償還能力，州註冊房貸銀行做仲介工未執行健全之貸放標準，且資產證券化業者、信評機構及房貸投資者亦未執行足夠之審慎評估，另外政府機構之監督不周亦助長不健全之房貸貸放；另外，對於此次金融危機遭受重大損失之金融機構明顯劇下列風險管理缺失：1. 缺乏對資產負債表成長之控制、包括未設置有效的業務承作限額及對資產負債表外項目暴險情形監控不良；2. 高階管理階層、業務部門及風險管理部門間溝通不足；3. 過度依賴某些使用錯誤假設之風險衡量方法；4. 為建置有效之結構型商品評價模型，且過度依賴信評資訊等。此外，目前有關內部控制有一個問題，尤其以銀行的問題最大；即因為銀行以授信為主，其對授信非常嚴謹，但在投資面會比較寬鬆，其是一個不對稱的內控。因此，本研究建議：金融機構在辦理證券化業務時，其內部的內稽內控應該要具有一制性的標準，對於資產證券化資產池也均應採行一致性之審核標準；金融機構應立即審視此次信用市場危機所顯露之風險管理缺失，並提出改善措施，包括建置獨立之風險管理部門以整合整體風險評估、高階管理階層、業務部門及風險管理部門間應持續溝通及加強對資產評價之作業及財務報告控制等；監理機構應加強對創始機構之監督，並設置有效之處分機制，處理違法案件，以遏止道德危機(Moral Hazard)的發生；主管機關應以加強執行消費者保護及揭露相關法令規範，並加強取締詐欺交易。

#### (四)改進信用評等程序及實務之建議

在資產證券化商品的交易中，信用評等報告可說是該等商品最有力的後盾之一，幾乎成為了對發行機構所發行商品的一種「品質保證」。信用評等報告具有如此強大影響力之原因，除了因評等機構多年商譽之累積而導致投資人對其有高度信任感外，傳統市場上投資人過度倚賴及信賴信用評等報告亦是一大原因。另外，相關法律大量連結信用評等而提供接受評等之公司一定之優惠，例如資本額降低、註冊成本之節省等措施，可說在「品質保證」之外，又給予了受評等機構額外的利益。引發此次次貸市場危機之重要原因之一，係信評機構低估次級房貸相關商品之信用風險，並低估房屋市場價格下跌之嚴重性及影響範

圍；另外，結構債與公司債或政府債兩類商品風險特質大不相同，惟信評機構對該兩類商品卻使用相同之評等分類，至誤導投資人。對於改進信評機構對於結構型信用商品及其它證券化商品之信用評等程序及實務。

然而，就在信評機構具備如此市場主宰力的情況之下，因而衍生出許多制度面的問題，包含疏於重視利益衝突問題，例如發行者負擔之付費方式導致利益輸送之情事、評等機構同時提供諮詢及管理風險服務的矛盾情形、信評機構職員參與受評等公司發行證券之交易的疏於利益迴避等等，亦間接導致了次級房貸風暴中相關證券的政策及評等流程欠缺透明度、揭露機制不足等問題。

而以目前台灣之情形而論，考量到目前信評機構僅有中華信評且規模不大之市場現狀，以及信評機構均甚重視其本身之商譽，因此可能較不易發生利益衝突之問題；惟待至日後台灣市場發展成熟之際，或許可能會產生此種問題，屆時本文所提出參考美國法上「信評機構改革法案」中對於信評機構利益衝突問題所題出之解決方案，包含戒絕傳統使用者付費模式、及禁止雇員參與被評等機構商品之交易等等，皆可為主管機關立法或修法管制之參考。另關於評等機構之資訊揭露部份，特別是信用評等流程中評等表現數據以及評等使用模型及方法論和採用理由之公開，以及改變模型及方法論時之記錄及揭露，均為我國相關規定規範密度不足之處，主管機關似可考慮參酌美國法之規定作出相對應之修正。

#### (五)投資者在資產證券化過程中所扮演之角色之建議

投資人在買產品時有可能連完整的架構都畫不出來；到底是由 CDS 所聯結的、還是真實銷售、槓桿有幾倍、是否有和創始機構做破產隔離都不知道。且最大的問題是投資者對於信評所提供的評等背後的意義無法完全很清楚，投資者依賴評等公司給的意見，當然投資人不了解就不敢去投資，此時要看銀行是否願意訓練一些人員向投資人做說明。

我們的官方機關是把評等公司的評等，做為一個機構法人能不能買的一個準則依據，故業者對信評機構之建議是不能說投資人不了解就算了。就主管機關而

言，對於太複雜的商品應該要踩煞車嗎？或者要去做規範？投資人去買商品的適格性是一個很重要的判斷。結構複雜不是一個罪過，罪過是去賣給一個不該買的人。在台灣都是賣給機構投資人，但是不是專業投資人，於程度上有些落差，而投資人也要花一點功夫去了解商品內容。之前提到投資人自己要負責任，但投資人是否有足夠的資訊或能力去做這個動作，若主管機關要管理，是否可從這個角度去做一個限制。

### 第三節 修訂不動產證券化條例

#### 一、前言

民國八零年代末期，台灣不動產市場景氣十分低迷，此一現象除對營建業產生重大影響外，亦連帶地衝擊相關產業，以金融產業為例，抵押擔保資產價值縮水之結果，致使金融資產品質欠佳，對國內整體經濟發展產生不利影響。是以，當時政府積極推動各項促進房地產市場之相關工作，以刺激景氣回升，不動產證券化之法制化工作，便是在該等時代背景下所推行。而台灣立法院於 2003 年正式通過「不動產證券化條例」（以下簡稱本條例），行政院財政部亦於該年八月擬訂不動產證券化條例施行細則，以規範母法未臻明確或待釐清之處，此外並擬定受託機構募集或私募受益證券處理辦法，以及信託業設立標準部分條文之修正草案，以提供必要之必要措施<sup>82</sup>。至此，台灣不動產證券化法制可謂已正式步上軌道。

而於本條例立法之初期，立法者有感國內不動產證券化市場不夠成熟，且不動產開發並無確定之現金流量，難以評估收益，而有詐騙投資人之虞，影響投資人權益甚鉅，故不將開發型不動產證券化納入本條例之中；立法院於 2003 年 7 月第 38 會期附帶決議，視市場之成熟度，由財政部續研議不動產開發案涉及之法律條文納入本條例之中。而於本條例施行四年之後，立法者認為不動產證券化

---

<sup>82</sup> 王文宇，不動產證券化之評析與前瞻，月旦法學雜誌第 101 期，2003 年 10 月，頁 62。

市場已穩定發展中並漸趨成熟，為使不動產證券化商品更多元化，以活絡不動產證券化市場，提升資金運用效能，並為房地產市場注入新的動能，促進整體不動產市場之發展，將開發型之不動產或不動產相關權利，納為不動產證券化之標的<sup>83</sup>，而於 2009 年 1 月底通過相關立法，使我國相關法制更趨完備。

圖 8-3-1 不動產投資信託流程圖

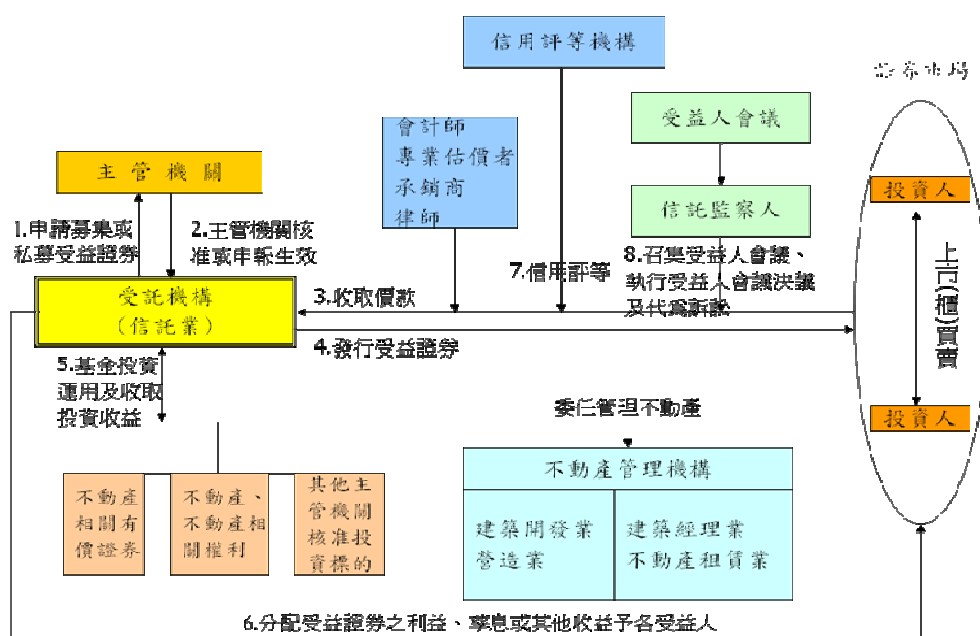
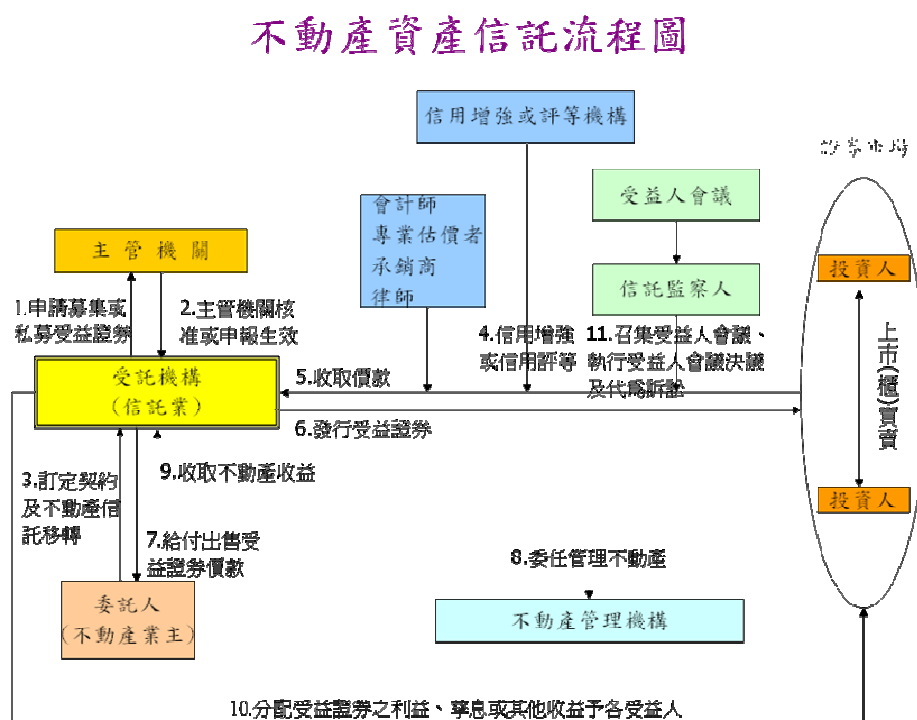


圖 8-3-2 不動產資產信託流程圖



## 二、台灣不動產證券化條例之重要問題研析

### (一) 受託機構的組織架構問題

不動產證券化之架構上之所以需要受託機構，乃係利用受託組織發揮其資產分割之功能，並發揮分散風險以及運用不動產專業之功能。從比較法的觀點來看，美國不動產投資信託制度包含了公司型、信託型、合夥型等三種型態，而其證券化之形式包含受益憑證與股票等等<sup>84</sup>；而日本對於金融資產證券化條例之法律架構，則兼採公司制與信託制。相對於此，本條例僅承認信託型之不動產證券化機制，其理由為「避免本條例內容過於複雜，以及影響公司法制之契合」。而本條例第四條第二項亦明文將受託機構限於信託業法所稱之信託業<sup>85</sup>；同樣做為資產證券化之重要法令：「金融資產證券化條例」，反而同時承認特殊目的信託與特殊目的公司兩種機制，令人對立法者之差別對待感到不解。

在此須思考者係開放**公司制之受託機構**是否有其必要性存在？公司制較信

<sup>84</sup> 王志誠，資產證券化相關法規介紹，台灣金融研訓院。

<sup>85</sup> 信託業法第二條：本法稱信託業，謂依本法經主管機關許可，以經營信託為業之機構。

託制能擁有更複雜之資本結構，在商業考量上，此即公司制不可替代之處，本條例對此種組織型態既有所限縮，在組織彈性上即會大打折扣，立法上是否過份欠缺彈性，忽略真實世界中之商業需求，值得立法論上再加思考。

## (二)受託機構之資格與專業性

本法創設不動產資產信託，原係著眼於開發計畫，為籌措公共建設之財源，政府將檢視目前規劃具較高財務與經濟效益的公共投資或講利民將投資計畫，預計規劃不動產證券化之方式進行建設開發，以減輕政府財政上之負擔。國內有學者認為美國之不動產投資信託制度可稱完整，實已涵蓋「不動產資產信託」，毋庸再對「不動產資產信託」制度加以規範，反增困擾<sup>86</sup>。本文認為，此種特別立法之方式固然有其優點，如得解決信託組織得為有價證券發行機構之疑義，然本條例所設計之信託架構卻又產生了另外的問題：

首先，本條例限定僅能由信託業法所稱之信託業做為受託機構，且設立需滿三年以上，並應經由主管機關認可之信用評等機構評等達一定等即以上。然信託業多為銀行的信託部門，銀行自信經手許多客戶之不動產，容易產生利益衝突之弊端。我國法下之所以有如此設計，推測應為我國信託業法等相關規範認為不動產投資信託之受託人必符合信託業法之要求<sup>87</sup>。不過自美日等國發展不動產證券化之實務經驗來看，即便選擇了信託制，亦不限於銀行等信託事業始得為受託機構之設計<sup>88</sup>。舉例而言，美國之不動產投資信託(REIT)，與日本的特殊目的信託，不僅專業，於獨立經營的情況下，也較能客觀地評估不動產價值。信託架構並非僅有金融機構使得成為受託者，在不同資產、目的之信託型態下，即應有不同專業知識的受託人與其相對應，才最能達其信託制度之本旨。按信託只是為達成特定債權債務關係所創設之契約關係，並非僅有銀行方能擔任受任人或受託機構。

<sup>86</sup> 張金鵬，不動產證券化條例草案書面建議，收錄於不動產證券化研討會實錄，台灣金融研訓院，2002年3月，頁5-13

<sup>87</sup> 信託業法第33條規定：「非信託業不得辦理不特定多數人委託經理第十六條之信託業務。但其他法律另有規定者，不在此限。」

<sup>88</sup> 立法者之所以做此種設計，可能係囿於台灣證券交易法上證券投資信託事業與信託業法之迷思，認為不動產投資信託之受託人，必須符合信託業法之要求，即金融機構之信託部。

縱使銀行業者在金錢信託業務上扮演重要角色，他們也未必適合主導不動產信託業務。

本條例為解決上開問題，特別允許僅辦理不動產投資信託或不動產資產信託業務之信託業，使不動產開發業者或不動產經理業者得申請成為此類信託業，得經主管機關就其最低實收資本額、股東結構、負責人資格條件、經營與管理人員專門學識或經驗、業務限制加以審核，方可能達成信託制度之本旨。上開立法雖可稱用心良苦，然卻非完美。首先，不動產開發業者或不動產經理業者雖得透過申請成為適格之信託業，然其受限於資本額等等限制，有一定門檻必須突破。依照信託業設立標準第三條之規定，將資本額下限定為十億元；此外依該標準第五條規定對於股東結構與負責人資格條件有一定之限制，用以保障投資人。但如此標準，於市場之現實狀況，大多僅能由金融機構之信託部方有資格作為不動產投資信託機構，且市場上具有不動產開發專業之銀行實屬少數，實務上較可行之運作模式仍為銀行與不動產開發業者合作，但由於受託機構資格之限制，真正具不動產開發專業之房地產業者，在不動產證券化之架構下，僅具類似計程車「靠行」之地位，在組織架構上仍由不具專業之銀行「作莊」。此一設計可能產生下述問題：

首先是外行領導內行的問題。真正具有不動產開發專業與將成為開發主導者之不動產業者，受限於法律，並不具備信託業者之資格，僅能以「靠行」之地位與銀行合作；而金融業者所擅長者為金錢信託，未必有專業或意願推動不動產證券化，尤其資產信託部份風險較高，金融業者參與的意願可能較低，此外，銀行信託部目前投資標的眾多，使銀行評估不動產的風險太高，可能導致其直接放棄；又其不具備不動產開發之專門知識經驗，因此不得不與不動產開發業者合作。從組織架構觀察，身為「作莊者」的銀行居然不是專業機構，令人感到匪夷所思。

再者，可能會有權責不分的问题。實質上進行不動產證券化規劃與執行者，應為具備不動產專業的房地產業者，但形式上開發資產與擔任發行機構者，卻為

不具不動產專業的銀行信託業者。現今之信託業者多為金融機構信託部兼營，多不會積極開發不動產相關業者之信託基金或做為資產信託之受託者。不動產開業業者此時成為核心角色，實際掌握決策大權，無疑成為規劃執行不動產證券化之「幕後黑手」。如此一來，造成不動產業者「有權無責」及銀行信託業者「有責無權」之不當情形，產生「權責不符」之缺失：即不動產開發業者手握生殺大權，卻毋庸負起相當責任，反由作為名義上發行機關的銀行負責。

本條例第五十六條規定受託機構於違反委任契約之約定事項或其業務或財務有嚴重缺失時，得對不動產管理機構主張終止契約，毋庸經主管機關之同意。考其立法意旨，除民事契約關係之存否屬於私法自治之事項，向主管機關備查外，更重要者係為保護投資人之權益。但在賦與受託機構(通常為銀行)如此大之權限：「通知限期改善而未於指定期限內改善者，受託機構得終止委任契約。」不動產業者在此規定之下明顯處於一個不平等的契約地位。而專業經營不動產業者在淪落為「靠行者」之角色後，尚須面臨「無主導性」、「契約地位不平等」的不利處境，是否會降低不動產業者參與開發之意願，立法論上應再與調整。

### (三)信託財產之歸屬與發行機構

誰是發行機構？不動產證券之發行機構表面上看起來是銀行，但實際上該不動產投資之信託財產並非銀行本身之自有資金，兩者互不相干。一般投資人可能信賴該發行機構之自有資金及資產信用，而投資其所發行之不動產資產證券。如此，即有可能造成投資大眾之誤導。在發行機構與受託機構資產獨立、風險獨立之架構下，投資人可能誤認銀行本身資產、自有資金可做為不動產信託之擔保。日後該不動產資產信託若發生破產等情事，發行銀行的自有資金並不對此負有任何責任。倘若採取由金融機構信託部擔任受託機關之立法架構，即有引起一般投資人混淆之可能。因此，正本清源之道應係賦與信託財產某種獨立性與主體性，使其成為受益證券之發行人。亦或可由真正專業之「投資公司」負責發行，單純地由該投資信託之不動產資產管理業者經營，除較能名實相符外，亦可避免誤導大眾之疑慮。



#### (四)信託財產之登記問題

我國信託法制繼受於日本，而日本信託法又承襲美國，其中許多觀念如「登記」與「信託財產歸屬」等等問題，至今未能釐清。舉例而言，英美信託法架構下，信託財產具有相當之獨立性；反之，我國信託法架構下之信託財產原則上屬於受託人；此外，信託財產依英美信託法理，於某些情況下具有對世效力，且此種對世效力之來源並非傳統之登記公示方式；對之，我國許多學者仍堅持不登記即無對抗第三人效力之絕對見解<sup>89</sup>。上開規範上之爭議問題未能釐清以前，不動產信託制度要在國內生根茁壯有一定之難度。

再以我國土地登記制度為例說明。我國現行登記制度具有兩大特色：首先，土地登記簿加以格式化；再者，地政機關應為實質審查。土地權利信託登記，係指土地權利依信託法辦理信託而為變更之登記(土地登記規則第一百二十四條)。信託登記，除應於登記簿所有權簿或他項權利簿登載外，並於其他登記事項欄記明信託財產、委託人姓名或名稱，信託內容詳信託專簿(土地登記規則第一百三十一條第一項)。但信託關係之內容五花八門，且信託財產之種類又不一而足，因此信託專簿之規格得否依循向來登記制度格式化之形式，即有再加斟酌餘地。目前實務將信託內容以信託登記，並於權利書狀記明信託財產，信託內容相信託專不(土地登記規則第一百三十一條規定)。此種作法雖可兼顧登記審查與公示效力，但長遠之計，仍應全面改革我國之土地登記制度。

再者為解決不動產投資信託辦理信託登記之問題，本條例規定應以受託機關名義為登記，並在登記簿之其他登記事項欄，記明為不動產投資信託基金之信託財產；此外，本條例之施行細則第四條規定，有關受益人之姓名或名稱，如受益人於契約訂定時尚未確定，而嗣後可得確定者，得以敘明使受益人特定之方式辦理。最後，由於信託財產可能變動頻繁，因此有關信託登記申請人、信託登記、變更登記等規定，以及不動產辦理變更登記之成本問題等，日後修法時亦可一併思考之。

<sup>89</sup> 王文宇，信託法原理與商業信託法制，台大法學論叢第29卷2期，2000年1月，319~416。

#### (五)受益憑證之概念與本條例之適用範圍

本條例中爭議性較大之部分為不動產資產信託。自比較法的角度觀察，專對不動產之開發或籌資為特別立法的國家並非常見。這或許是我國現行法規架構下障礙太多，所不得不為之立法。舉例而言，如台灣證券交易法規定，僅有「公司」此種組織型態方得做為有價證券之發行人。本條例則明確允許符合一定條件之信託組之發行受益憑證，該憑證並取得如一般有價證券相同之流通性<sup>90</sup>。由此角度觀察，立法明文規定或許即有其必要。

然而有價證券之構成有其要件，未必完全依賴本條例之擬制規定。自學理上來看，證券交易法之有價證券概念，多半借用美國最高法院於 1990 年 *Reves Test*<sup>91</sup> 為說明：首先為當事人之動機(motivation of the parties)，賣方之動機需為籌資，而買方之動機在獲利，倘若為一般消費或商業目的，則非有價證券；再者為分銷、流通計畫(plan of distribution)；第三，投資人並有合理預期；第四，有無其他另一規範體系之存在(existence of an alternative regulatory scheme)。觀察是否為證券交易法上之有價證券，重點不在其形式與名稱，而係在「投資性」之有無；此外系爭工具若已有其他法律得以規範，則未必須要列為證券交易法上之有價證券。換言之，有無投資(investments)之概念方為證券交易法所關注之重點，即因該證券之發行或買賣有獲取利潤之可能，亦有遭受損失的風險，如此方有以證券交易法加以規範之必要。

不動產投資關係雖會產生某種契約或憑證，為此種憑證未必應被鑑定為有價證券，而應受到證券交易法保障。從本條例所承認之兩種證券化類型來看，再不動產投資信託，因其本質上類似共同基金，將分散的小量資金集成較大量的資金，交由專業投資機構投資於不動產及其相關權利或有價證券等等標的。故本文認為，大部分的不動產投資信託應被定位為「投資型」的有價證券，無論以何種

<sup>90</sup> 本條例第五條：依本條例規定募集或私募之受益證券，為證券交易法第六條規定經主管機關核定之其他有價證券。

<sup>91</sup> *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990)

形式發行或募集，皆應該當受到本條例與證券交易法之拘束；惟若係不動產資產信託，則情形又有不同。因資產信託所生之利益、孳息及其他收益並無一定之獲取方式，雖多少有投資之概念存於其中，但難以明確劃分界線，此即有賴行政機關與司法機關形成一套可供判斷之基準，方能符合實際運用。至於 2009 年修法開放之「開發型資產信託」，因不動產之開發以尚未具收益可能的不動產為證券化之標的，不動產所有人將之信託與受託機構，由其辦理規劃、設計、發包、施工、資金管理及建造建築物等等，以此為目的之信託關係委託人自然承受相當的風險，投資人亦然，即有以相關法規保護之必要性。

#### (六)不動產管理機構與關係人交易之規範

在銀行因為專業能力之欠缺，不得不與具備不動產開發專業之不動產業者合作之後，兩者應如何合作，分際應如何區隔？又不動產業者加入之後，其利益衝突如何化解？詳言之，受委之不動產業者因其專業性，實際掌握決策大權，是以，其有專業但又扮演顧問或受委外之角色，容易造成專業身兼利益衝突(如於信託的投資計畫中可推薦開發、投資、處分方法標的等等)，此種問題於本條例中欠缺對應之規範。由於不動產相關事務之操作，涉及層面廣而繁雜，如地政士、代銷公司、專業顧問或工程承攬人等，均有機會涉及重大決策或交亦事件之全部或一部，現行法下補救之道惟有透過契約方是為保密協議及相關罰則，方能防止利益輸送。但長久而言，仍宜自法制規範處著手防堵相關問題。

#### (七)主管機關之再商確

不動產資產證券化之主管機關就應屬誰，在草案研議過程中曾引起廣泛討論。本條例立法之初曾於第三條明定由財政部擔任主管機關，其考量在於不動產證券化採信託關係，而受託機構以信託業為限，財政部既於信託業之主管機關，且不動產證券化涉及受益證券之發行、交付及上市等相關問題。2009 年初修正本條例時，因行政院金融監督管理委員會組織法於 1993 年 7 月 1 日施行，行政院並依行政程序法第十一條第二項，將主管機關由「財政部」變更為「行政院金融監督管理委員會」，故於本條例中配合將主管機關改為「行政院金融監督管理

委員會」。行政院金融監督管理委員會(下稱金管會)於我國掌管金融活動、信託業務、銀行業者等相關範疇，但不動產證券化亦涉及不動產交易市場與地政管理等相關事宜，此為內政部營建署之職掌範圍。本條例第三條第二項雖訂有「本條例規定事項，涉及目的事業主管機關職掌者，由主管機關會同目的事業主管機關辦理。」之文字補充，然此種「統一規定再為例外規範之立法模式」，應以例外情形發生頻率不高為前提。然不動產資產證券化之兩種類型，「不動產投資信託」、「不動產資產信託」兩種類型，皆同時涉及金融與不動產之管理甚深，其主要活動非僅以金融相關事業僅為已足。

詳言之，「不動產投資信託」由主管銀行業之金管會底下之銀行局管理相關活動應無不當之處。然於「不動產資產信託部分」，涉及甚多不動產開發問題，銀行擔任主導者之角色本即不當，再由金管會擔任主管機關更係不當。若僅為求形式上之簡便，具將此差亦意度高之不投範疇做統一之規範，有失謹慎，反造成實務操作上之困擾。解決之道應係將「不動產投資信託」與「不動產資產信託部分」分別指派適當之主管機關，方能徹底解決紛爭。

除去於執掌可能產生的疑義不談，於金管會實際監控下，亦可能產生不當之結果。蓋信託業者發行受益憑證，必須面臨不動產開發之高度風險，做為主管機關之金管會於管理上態度易趨於保守。在國外，銀行未必須為不動產證券化之「作莊者」，風險較低，所扮演之角色較為消極。然在我國法律架構下，銀行信託部門，無專業能力卻又需要扮演發行機構之角色，且須負擔重大責任，如此有責無權之制度設計，怎能期待金管會對於不動產證券之發行採取積極的態度？

在依本條例第二十九條規定，不動產資產信託之受託機構募集或私募不動產資產信託受益證券，應檢具書件，如不動產資產信託計畫、不動產資產信託契約、不動產資產信託契約與定型化契約範本異同之對照表、公開說明書或投資說明書等等文件，向主管機關申請核准或申報生效，其審核程序、核准或生效條件及其他應遵行事項之處理辦法，由主管機關定之。又主管機關於審核前項書件時，應洽商中央目的事業主管機關出具意見書。委託人應將信託財產相關書件及資料，

提供受託機構，不得有虛偽或隱匿之情事。在不動產資產信託中，涉及大量不動產之開發與管理事項，且其成功與否與受任之不動產開發或管理機構之專業能力有關，金管會於不動產相關之專業能力較為欠缺，於審核本條例第二十九條所定事項時，必有力不從心之感，必應洽目的事業主管機關出具意見書；然而，金管會之核准與目的事業主管機關所出具之意見書，是否應擔負投資人投資不動產證券之風險？即投資獲利不如預期時，投資人可否請求國家賠償？本文認為，任何投資皆有風險存在，理性之投資人應自行蒐集充分資訊，政府機關所需扮演之角色應係促使企業資訊之透明與真實，除非主管機關有違法怠於審查之情事，否則投資人不得將投資失利之責任歸咎於主管機關。本條例中主管機關之「核准」與目的事業主管機關之意見書僅在降低投資人的資訊搜索成本，原則上應不承擔過重責任<sup>92</sup>。

### 三、立法方向與建議

回歸問題的本質而言，信託只是為達成特定債權債務關係所創設出一種契約關係。就其契約主體而言，並不限於銀行方能擔任受託人或受託機構。所謂「術業有專攻」，即可說明銀行雖於金錢信託中扮演重要角色，但未必適合主導不動產信託業務。即便金融機構擔任受託人，仍應有具備專業知識之人與之配合，並扮演主導性角色，方符合不動產專業之意旨。

是以，問題之核心應該是能否創造出有效的「治理架構」(governance structure)。詳言之，即該信託財產獨立之後，是否有適當的專業機構參與，是否能有效地參與經營，以及是否納入適當之監控機制等等。將受託業者限於金融業者，無形中限制了商業信託制度中治理架構之健全發展，雖本條例下有做些許之開放，但仍有一定門檻。本條例強將不動產業者納入(金融)信託業法之框架中，即有可能造成水土不服的現象。

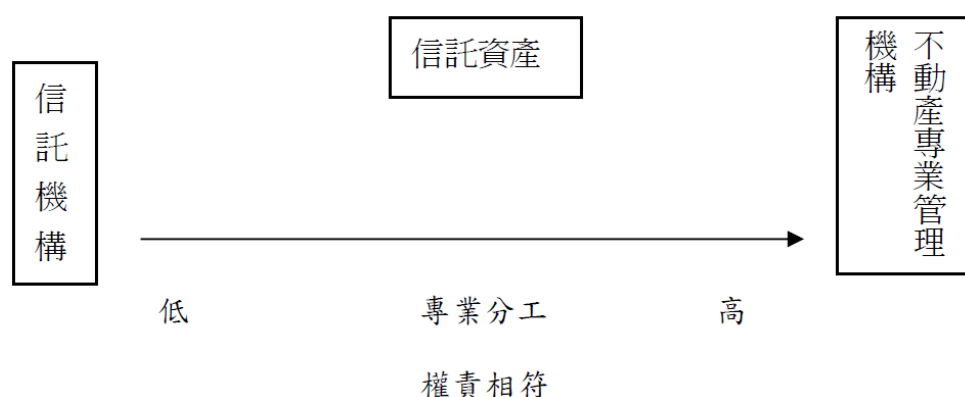
---

<sup>92</sup> 類似之爭議亦存在於 2006 年修正前之證券交易法。修正前之證券交易法亦採所謂之「審核制」，當年博達弊案爆發時，亦有主管機關應否對審核通過一事負起責任之爭議，立法者為免爭議，已於 2006 年時修證券交易法第 22 條，將「審核制」改為「申報生效制」。

而於美日所允許之公司制架構下，更能凸顯此一問題。特殊目的公司(Special purpose company)，成立之目的即係為開發經營不動產所成立之投資公司，其經營決策者自然由具備不動產開發專業之人士所擔任，如此更能達成不動產資產證券化、開發管理不動產之目的。本條例之組織架構設計，亦有違不動產投資信託(REIT)關於獨立「治理架構」之要求。而不動產證券化，係以不動產之開發經營為其業務範疇，一般金融業者之專業在於金融領域，並不擅長不動產之開發與經營，能否勝任即非能無疑。立法論上是否應再與調整，即有思考之必要。

本文認為，由具備不動產開發專業之人士擔任決策者，方能貫徹本條例之立法目的，相較於由銀行信託部擔任發行機構，由專業者經營更能符合「治理架構」與「權責相符」之要求。長遠看來，立法者應思考如何建構由不動產專業機構主導之不動產資產證券化，方能解決問題。茲將不同受託人之比較繪如下圖：

圖 8-3-3 不同受託人之比較



舉例而言，在證券投資領域中，台灣制訂有證券投資信託事業管理規則與證券投資信託基金管理辦法兩套規範。前者係針對證券投資事業之設置詳加規定，包括專業發起人之資格條件等。事實上，於證券投資之情形，由於管理之資產與目的主要仍為證券投資等金融業務，由具備金融專業的銀行為之上不會產生太大問題。但於不動產資產證券化中，其投資標的已自金融領域轉為不動產經營，此時由不具備專長之銀行業擔任管理經營者，實為事實上之不能，因此會產生具備專業能力之不動產業者以「靠行」的方式擔任真正主導者之情形，不論在治理架

構也好或權責相符方面，皆會產生重大問題。

不動產證券化係透過某種組織性活動，對當事人間之權利義務關係進行調整，使流動性低之不動產轉換為流動性較高之金融商品，就此角度言，其實與金融資產證券化差異無多。但在此需特別注意「治理架構」與「鑑價機制」可能產生之問題。我國立法者允許提供不動產證券化之彈性空間與交易選擇，又於 2009 年開放部分開發型不動產資產證券化，實可謂用心良苦。

本文主要指出現行條例將受託機構限於銀行業之信託部有所不妥，不利於不動產證券化市場之運作，此一組織架構之問題，亦連帶地影響受託機構之資格與專業性、信託財產之歸屬與發行機構、信託財產之登記等等問題；此外並另外指出受益憑證之概念與本條例之適用範圍、不動產管理機構與關係人交易之規範、主管機關之再商確等疑義均有待釐清。未來這些疑義若未能解決，勢必影響不動產證券化之市場機能，誠值注意。

再者，台灣政府雖於近年來致力建構信託與證券化相關法制，然在法律架構之融和上，卻產生許多問題，使我國相關財經制度不能符合現實需求。舉例言之，信託財產之歸屬、信託財產之登記、將來債權之轉讓、擔保物權之創設，乃至於信託業法之制度設計等等，均有值得再行思考調整之處。此外，法制上尚應建立不動產投資專業機構，並充分釐清受託人、委託人、專業機構間之權利義務關係與角色定位。如不能回歸商業活動本質與以思考，一昧囫圇吞棗地將外國法制與以引入，實際運作的結果，恐怕會令人大失所望，於思考上即應予以調整。

## 第四節 修訂信託法與信託業法

### 一、信託之法律關係

台灣信託法自 1996 年 1 月 26 日公佈以來，即未再加以修正之。然其中不僅仍有眾多觀念有待強調並釐清，一些立法上的瑕疵仍尚待加以修正，有鑑於此，本研究乃提出臺灣信託法制未來的發展及修正方向。從現代法制來看，信託法律關係應如何定性？它是一種契約？或是一種物權？依臺灣信託法第 2 條之規定，信託得依契約或遺囑創設之。反之，在英美法國家中，信託法律關係之定性究竟為何，在學理上則有相當之爭議<sup>93</sup>。本研究以為，自功能面來看，信託關係多涉及委託人與受託人間之意思合致，方由受託人為受益人之利益管理、處分信託財產。從此意義來看，委託人與受託人間有意思合致之存在，實質上已具有契約性格，是故，信託在功能上可被視為一種契約（且其內部關係類似於第三人利益契約），並可作為分析信託法律關係的基礎。但由於信託法律關係中，仍帶有相當之物權色彩，因此信託法律關係並非一般之債權契約，也非我們所了解之物權行為，它乃是信託各當事人與債權人間所設定的一系列特殊債權債務關係。簡單來說，從大陸法體系來看，信託的外部關係乃具有相當強的對世效力，因此自信託之整體法律關係而言，它並不同於大陸法體系下的「債權」概念。而由於其具有信託財產獨立性、所有權割裂等特徵，多少打破「處分權應歸於一人」的鐵律，因此信託概念與傳統物權概念亦不無矛盾之處。以此觀之，雖然就實質效力而言，信託法律關係可謂係債權與物權的混合體，但它並不適合被歸類為大陸法體系下的「債權」或是「物權」。

本研究認為，吾人在探討、分析信託法律關係時，必須跳脫概念法學的束縛，至少從三個面向來一窺其全貌。就債權法律關係面向而言，依信託本旨及目的管理信託財產之債務，具有債權之效力。就物權法律關係面向而言，從信託財產之移轉及其他處分來看，具有物權效力，並透過特殊之公示機制，使受益權具有物

---

<sup>93</sup> 相關說明，請參考王文宇，信託法原理與商業信託法制，臺大法學論叢，第 29 卷，第 2 期。



上追及效力。就組織法律關係面向而言，藉由資產分割原則，賦予一定集體財產獨立性，藉由有限責任法則之運用，與信託財產主體性相呼應，達成信託本旨之目的。執此以觀，信託法律關係可謂係兼具「債權」、「物權」與「組織」法律關係之三位一體<sup>94</sup>。

綜上所論，自立法論而言，定位信託法律關係之重點，即在於如何一方面使當事人保有對於信託關係內容之決定自由，一方面又可以使其具有一定之對世效力，並同時取得資產分割之功能。如此一來，一方面能確切掌握信託制度結合資產分割與契約自由功能之特性，一方面又不至於全盤推翻債權與物權分離之基本建置。因此，於台灣信託法底下，不妨仍維持契約關係之基本定位，但應同時賦予適當的對世效力與組織效力，唯有如此，方能建構完備之信託法制。以下便立足於此處之觀點，對臺灣現行信託法提出相關評析與建議。

## 二、信託法制的發展建議

### (一)信託財產的主體性

臺灣法來說，將某一個信託關係所生之信託財產作為一個整體，是否可認為屬於一個法人，此問題在大陸法系下，似乎相當匪夷所思。然而在美國傳統信託實務上，信託財產之名義所有人為受託人，若不承認信託財產具有一定之實質性，將產生許多不合理之法律效果<sup>95</sup>。例如法院認為受託人簽發給信託之票據並非信託財產，蓋受託人既為財產之名義所有人，自然不可能同時為該票據之權利人與義務人<sup>96</sup>。此外，傳統上法院亦認為受託人不可能以信託「財產」之管理人資格被訴或起訴，因此當第三人對信託財產所生之債務起訴時，是對受託人本人起訴，受託人再向信託財產請求補償。此等見解顯然忽略了信託關係中資產分割的功能，受到美國學界的批評。而事實上美國法院亦逐漸注意到信託關係中信託

<sup>94</sup> 有關信託法律關係之「三位一體」論述，更詳細說明，請參閱王文字，信託法應如何定位三位一體之信託法律關係，收錄於氏著，民商法理論與經濟分析（二），元照，2003年4月初版，頁117-162。

<sup>95</sup> See Edward C. Halbach, Jr., *Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century's End*, California Law Review, vol. 88, at 1882 (2000).

<sup>96</sup> Restatement (Second) of Trusts § 87 (1959).

財產法律主體性之問題，而這種變動可見於美國第三信託整編法之中。

美國第三信託整編法修訂了前兩版整編法中廣為法院引用之定義。第三信託整編法說：「所謂信託，係指一與財產有關之信賴關係，此關係因意思表示而成，而此意思表示之內容係創造此種法律關係並課獲得系爭財產所有權之人以為慈善或一個以上之受益人之利益處理系爭財產之義務。上述受益人至少有一人非單獨受任人。<sup>97</sup>」

法院認為信託不是一個「法人」的見解亦有一些顯著的改變。在前述的訴訟問題上，於稅法之領域，典型的信託關係早已被認為是立於受任人之外獨立法人<sup>98</sup>，而在第三信託整編法中，認為第三人得對受託人的「代表地位」起訴，也就是說，對「信託財產」起訴，這種轉變宣告了至少在訴訟程序上已將信託財產賦予一定之法人格地位。

而就大陸法系的臺灣而言，要承認信託財產具有一定法律主體之法人格地位，似乎仍有其困難，但亦非不可能之事。按所謂財團法人，即一定財產之集合體，其成立之基礎在捐助財產，將系爭捐助財產脫離捐助人之財產而分離，且亦與管理者（即捐助成立後之董事）之財產分離，在法律上賦予其獨立之法人地位，因此在大陸法系下承認特定之「財產」作為權利主體，並非不可想像。

就實務之操作而言，吾人可舉不動產證券化有價證券的發行，來說明現存之問題。雖然不動產信託之信託財產委託人係另有其人，而銀行乃居於受託人之地位，為不動產證券之發行機構。然此作法卻可能使一般大眾直覺地認為銀行方為真正的主體，以及實質上提供財產之人，產生混淆與誤認。其實，實際上該不動產投資信託之信託財產並非銀行之自有資金，兩者分別獨立，互不相干。一般投資大眾可能因信賴發行機構（銀行）之自有資金及資產信用，而投資其發行之不動產有價證券，但實際上該自有資金並不提供該不動產投資信託任何的擔保，即使日後該不動產信託發生破產等情事，發行銀行之自有資金對此亦不負任何責

<sup>97</sup> Restatement (Third) of Trusts § 2 (2003). (Restatement (Third) of Trusts § 2 (T.D. No. 1, 1996) ).

<sup>98</sup> See Edward C. Halbach, *supra* note 17, at 1882 (2000).

任。

可能的解決之道有二，其一，在於直接賦予信託財產某種獨立性與主體性，放寬有價證券發行人之限制，畢竟一般大眾關心的仍係在其所投資之財產品質與回收可能，而非發行人究竟為何者。然直接賦予信託財產主體性，或將對現行民法體系產生極大的衝擊，此乃因在傳統架構下，享有權利能力者僅自然人與法人，除非以財團法人之形式發行，否則財產概念納入法律主體並無餘地。相對於此，將信託財產間接並列為主體之方式或許較可行。發行者之認定，除了何人實際上進行募集發行的工作、依據信託契約管理信託財產外，誰承擔了發行證券之風險、相對的獲取因此而生的利益亦為關鍵。顯而易見的，受託機構之財產並未負起任何責任，信託財產本身才是盈虧直接所及之標的。總的來說，考量現行體系下，除了揭露受託機構外，將信託財產之名稱與狀況並列揭示，亦有相同的重要性，如此不僅可釐清投資人之疑慮，亦將助益不動產證券化制度之推行。<sup>99</sup>

綜上所述，詳言之，若不能了解信託之基本精神，乃係以一法律關係將單一或多數財產權「整體地」自委託人財產中分離，劃歸一獨立帳簿下，類似公司財產般整體而獨立地受受託人管理，則很難在處理信託法制上之問題時，切中信託法律關係之核心。質言之，為忠於信託之基本原理並達成信託之目的，本文認為信託財產應不僅僅是一「權利客體」，應承認其具有一定之主體性。

## (二)信託登記制度

### 1、登記機關之審查與公信力

關於登記機關應否對登記之信託契約加以實質審查並賦予公信力一事，可能的作法有三種：第一，貫徹現行法之權利登記制精神，仍採實質審查並賦予公信力；第二，引進法國契據登記制，只需形式審查，且無公信力；第三，將信託登記制度與不動產登記制度分離，即信託登記不登於土地登記簿，另有所謂「土地

---

<sup>99</sup> 請參閱王文字，論不動產信託與不動產證券化之分際，法令月刊，第55卷第4期，2004年4月，頁63-71。

參考資訊檔」<sup>100</sup>。從法律經濟分析的角度來看，即是政府與交易當事人對交易成本分擔之問題。如採第一種作法，則國家之登記制度將吸引絕大部分之交易成本。反之，若採第二種制度，則買方另需花費徵信之交易成本，國家之登記制度在該交易中只是扮演輔助之手段，當事人之充分徵信手段才是確保交易安全的主要角色。

然之所以要求信託契約應予登記，不過是使受讓人有預見信託契約內容之可能性，藉以增強其債權物權化之正當性基礎，故此時登記制度不過是作為公示方法的一種，而不帶有確定財產權與表彰財產權的功能。僅不過是國家提供一個集中管道，使信託契約當事人能將信託契約公諸於世，進而取得對世效力。然而，這種對世效力並不當然意味著國家必須保證該信託契約內容毫無瑕疵，國家不必使該信託契約之登記具有公信力。是故，信託登記之登記機關所扮演之角色，僅為方便信託契約之公開，並且方便受讓人集中審閱以節省交易成本之公示方法而已，並不介入當事人間法律關係以確定產權或表彰產權之功能。由此可知，宜採取上述第二或第三種解決方式。

惟臺灣現行的信託登記制度尚不完備，除了土地信託登記外，其他財產權似仍欠缺公示方法。因此在立法政策上，可以考慮將非應登記或註冊之財產權，仿照動產擔保交易法之規定，將動產擔保交易之標的物範圍予以明示<sup>101</sup>，制定交易標的物類表，並規定登記程序，以利此類財產設定信託時有公示制度可循。另在立法技術上，可將此類財產權之信託公示制度準用動產擔保交易法之相關規定，再依其性質或目的之不同加以調整，或另行訂定信託法施行細則或信託標的物類表來加以規範。然此種信託登記制度所費不貲，是否值得或必要，仍有疑問與討論餘地。從而，既然建立全盤性之信託財產登記制度，將會窒礙難行，此時值得討論的問題，即為若信託財產未經信託公示，信託財產是否即喪失對抗第三人之對世效力？

<sup>100</sup> 請參考羅光宗，民法物權編修正草案有關他項權利登記之實務探討，民法物權編修正之探討與回應，頁11。

<sup>101</sup> 動產擔保交易法第四條參照。

## 2、信託公示與對世效力

若信託財產未經信託公示，信託財產是否即喪失對抗第三人之對世效力？亦即是否信託公示制度為信託財產獨立性之必要要件？有認為信託財產未為公示者，不論其信託關係成立於信託法施行前或後，均無臺灣信託法第 12 條之適用，關於該信託財產之強制執行，仍得繼續援用最高法院之判決見解，似認為未經公示之信託財產即無獨立性，因而喪失對世效力<sup>102</sup>。亦有認為無論信託財產是否得為信託登記，受託人之債權人原則上均不得「追及」信託財產，換言之，享有信託利益之受益人就信託財產之地位優於受託人之一般債權人，此亦趨近於物權之優先性，似認為未經公示之信託財產，仍具有獨立性而得適用信託法第 12 條具有對世之效力<sup>103</sup>。此外，亦有折衷看法，認為依臺灣信託法第 18 條第 1 項及第 2 項第 3 款規定，如信託財產係屬無法定公示方法之財產權，則受託人違反信託本旨處分信託財產時，需相對人及轉得人明知或因重大過失不知受託人的處分違反信託本旨，受益人始得行使撤銷權。就此而言，在解釋上，當受益人以無法定公示方法之財產設定信託時，似可類推適用第 18 條之規定區別債權人為善意或惡意，來決定是否得以對抗第三人<sup>104</sup>。

本文認為，信託財產公示制度與信託財產之獨立性不具有必要的關係，以目的解釋而言，臺灣信託法第 4 條之規定，其公示目的不外是易於舉證、保護交易安全與流通性考量（有價證券部份）。而第 12 條之規定，其目的則在保護委託人與受益人之利益，而非受託人之債權人，基於信託財產獨立性之要求，第 12 條之立法目的應優先於第 4 條立法目的而考量，就未經公示之「非」應登記或註冊之信託財產仍應賦予對抗第三人之效力，蓋第 4 條之立法目的其規範客體應僅限於法定公示之財產及有價證券，第 12 條則無限制<sup>105</sup>。至於否定說，則過分強調

<sup>102</sup> 詹森林，信託之基本問題－最高法院判決與信託法規定之比較分析，律師通訊，第 9 期，1996 年 9 月，頁 66。

<sup>103</sup> 方嘉麟，信託法之理論與實務，1996 年 2 月，頁 223-234。

<sup>104</sup> 賴源河、王志誠，現代信託法論，1996 年 2 月，頁 55。

<sup>105</sup> 文意解釋方面，請參考王文宇，信託法原理與商業信託法制，臺大法學論叢，第 29 卷，第 2 期，頁 46-47。惟筆者以為，根本解決之道仍係透過修法，使文意更加精確，以杜爭議。

公示制度的絕對性，而忽略了信託法制的真諦，如貫徹此說，則信託制度的功能將無法充分發揮。

論者或許認為，如採肯定說，將使債權人可能因缺乏公示制度保障而遭致不測之損害。應注意者，信託法規定受託人應將信託財產與自有財產分別管理。此外，受託人應將信託財產適當「標示」(earmarked)，表明係信託財產而非自有財產，且受託人不得將信託財產與自有財產混合，並負有義務分別造具帳簿、妥善保管<sup>106</sup>。而受託人如有違反這些有關「區隔財產」(segregation)的規定，信託法亦課以相當處罰<sup>107</sup>，因此一般受託人多會遵守這些規定。受託人如切實遵守，對潛在債權人而言，受託人所持有的財產，哪些是信託財產（即受託人破產時不能就其強制執行的財產），哪些是可以滿足其債權的責任財產，債權人自得加以區辨，而僅就受託人的自有財產來評估交易所生之信用風險。

此外，現代市場中商業信託的重要性已逐漸超過傳統信託，而商業信託多以金融機構（如銀行或信託公司）擔任受託人。由於商業信託多涉及鉅額資產與眾多投資人之利益，因此無論主管機關或投資人，均樂於選任信用卓著且財務狀況佳的金融機構擔任受託人，而且各國金融主管機關多有嚴格的金檢制度，包括信託帳戶與帳冊的分別管理，是故與其往來的債權人多可輕易查核其資產狀況。在此情況下，賦予信託財產某種對世效力似無不當，因此肯定說可資贊同。

當然，如認為由於臺灣信託制度及概念上不如英美法制下之成熟，受託人與交易相對人可能不諳信託法制的運作方式，容或有受託人疏於標示或債權人不知區別的個案發生，因此或許應避免對信託財產的對世效力，採取「全有」或「全無」的極端立場。為匡正這個弊端，上述「折衷說」，即以善意或惡意之標準來決定信託財產是否具有對世效力，某種程度兼顧債權人與信託人（含受益人）雙方的利益，不失為一項權衡利益的實務方案，或具參考價值。惟仍有待法律條文之明確修正，以杜爭議。

---

<sup>106</sup> 臺灣信託法第 31 條參照。

<sup>107</sup> 臺灣信託法第 24 條參照。

### (三)受託人之忠實義務

「忠實義務」(Duty of Loyalty)乃是受託人達成信託目的之重要關鍵。關於忠實義務應如何定義，有認為忠實義務可以定義為：是指被信賴託付的一方對他方所應盡的忠誠且篤實的義務，是一種以他人利益優先於自己利益而行為的義務，而所謂忠實義務人，則係指因事務的性質，使其就事務有關的事項，大體上是為他人利益而行為的人<sup>108</sup>。也有認為在信託關係下的忠實義務應可定義為：基於信託關係所必然發生之、要求受託人依據信託目的管理財產而必須使受益人之利益與自己之利益不至於發生衝突、以受益人之利益優先於自己利益而行為的義務<sup>109</sup>。

惟無論如何定義，重點咸在於，由於受託人享有信託財產之名義上所有權，並對信託財產有處分管理之權限，如不針對受託人處理信託事務時，自己或第三人之利益與受益人利益有所衝突 (conflict of interest) 之情形加以規範，將有害於受益人之權益，並違背信託行為之本旨。因此受託人於處理信託事務時，須以受益人之利益為唯一考量，而不得為自己或他人之利益管理、處分信託財產，此即為忠實義務之主要內涵。

臺灣信託法於第 34 條與第 35 條中將數種利害衝突之情形加以禁止或限制，惟欠缺對於受託人忠實義務原則性之概括規定。雖然有論者主張從臺灣民法第 106 條禁止自己代理及雙方代理之規定，推導出禁止利益衝突之法律原理，而成為忠實義務之一環<sup>110</sup>。然是否能將其適用於信託行為，對受益人提供充分之保障，仍有相當疑義。本文以為，信託法作為規制信託法律關係的母法，應對於受託人所受之忠實義務規範，做出明確而原則性之規定，不僅使規範架構更加完備，亦確保信託關係中信託目的之貫徹及受益人權利保護的核心概念。

除了應增加原則性之概念規定外，本文以為，就臺灣信託法第 34 條之規定，

<sup>108</sup> 謝哲勝，信託法，2007 年 3 月 2 版，元照，頁 53。

<sup>109</sup> 參閱，林郁芬，信託關係下利益衝突之研究—以忠實義務規範為中心，國立台灣大學法律研究所碩士論文，2006 年 7 月，頁 58-59。

<sup>110</sup> 賴源河、王志誠，現代信託法論，頁 106。

其立法意旨在於避免受託人因管理義務與受益權之衝突而為有違信託本旨之行為。因此受託人原則上不得兼任受益人，但有其他共同受益人時，由於該受託人受到其他受益人之監督，故可避免利害衝突之情形，而例外予以允許<sup>111</sup>。然此推論似有矛盾之處。事實上，如受託人為唯一之受益人時，將無利害衝突之問題，因為其處理信託事務之利益將完全歸屬於該受託人（同時為唯一之受益人），因此該受託人將盡最大之努力管理、處分該信財產。反之，如該受託人與其他受益人共同享有信託利益時，受託人反而可能就自己與其他受益人之信託利益為不合理之分配或為其他差別待遇，而產生利害衝突之情形。美國法方面則係對受託人規範有「公平對待所有受益人之義務」（Duty of Impartiality）<sup>112</sup>，如此一來，受託人無論在其兼有受益人身分，或有其他多數受益人之情形下，均有應公平對待所有受益人之義務。此一規定甚有參考價值。

另臺灣信託法第 35 條雖列舉出「經受益人書面同意，並依市價取得者」、「由集中市場競價取得者」、「不得已事由經法院許可者」以及「於受託人因繼承、合併或其他事由，概括承受信託財產上之權利時」等四項例外規定，但事實上仍僅規範少數利益衝突之交易型態，就受託人就該信託財產成立租賃關係或借貸行為等，均未加以規定。此種方式不僅可能出現掛萬漏一的規範瑕疵，也背離了忠實義務的真正核心內涵—追求受益人利益的最大化而非僅追求受益人單方利益。因此臺灣信託法應進一步認許具有利益衝突、從事利益衝突交易之受託人得以謹慎地從事並追求受益人利益之最大化做為抗辯上的訴訟主張，亦即一位並非依循受益人之單方利益以管理信託財產的受託人，原則上將受到未能追求受益人之最佳利益的推定。但受託人可藉由舉證系爭之交易行為係謹慎地在追求受益人最佳利益的目標下公平地作成，以推翻此一推定。

#### (四)任意規定與強制規定

<sup>111</sup> 陳春山，信託及信託業法專論—理論與實務，財團法人金融人員研究訓練中心出版，1999 年 2 月增訂 2 版，頁 78-79。

<sup>112</sup> Restatement (Third) of Trusts, P.I.R. § 183 (1992); Restatement (Second) of Trusts § 183 (1959); Restatement (Third) of Trusts § 79 (2007).



物權法與債權法系財產法中的兩大領域，兩者功能及型態並不相同，臺灣學者傳統上多以絕對權及相對權將之劃分。若以規範層面來檢視物權與債權之差異，債權允許相當的自由創設空間，可任由交易關係人自行決定彼此的權利義務關係，換言之，契約法的規範多是「預設規定」(default rule)，以任意規定的型態存在<sup>113</sup>。反之，物權法則要求關係人遵循標準化的強制規定，此類規定已將關係人之權利義務關係作基本的設定，而且不允許當事人以合意推翻<sup>114</sup>。其背後所代表的是不同價值的取捨，以及對於資源有限的現實所做出之反應。依此理念，我們應以不同的機制來使用並控管有限資源，兩相對應的排他與管理機制，落實至規範層面，所反應出來的即是強制規定與任意規定的配合。

值得探討的問題是，信託法是否與一般契約法相同，可以適用當事人自治之原則呢？這涉及到信託法律關係之定性，以及認為其是否應具有強制性。

首先我們必須先了解為何有任意規定存在？若從經濟分析的角度觀察，不難發現其主要是基於交易成本的考量。我們不能假設每一個人都是法律專家，若任由當事人自行研擬契約內容，而欠缺一參考準則，恐怕會產生專業性不足或是內容殘缺之結果。再者，此亦將衍生許多談判成本與資訊成本，這不是當事人所樂於見到的。職是之故，現代國家多會視交易類型（如買賣、租賃等）之不同，預先設想當事人所欲締結契約之內容，以制定各種標準化的契約條款，供當事人參考，以節省交易成本。但另一方面，國家仍然尊重當事人自治之基本原則，允許其以特約變更這些標準化之條款。蓋從經濟效率的觀點來看，經由當事人自由交易所締結的契約，乃最具有效率且符合當事人的主觀期望<sup>115</sup>。

反之，強制規定之存在，則是基於公共利益及社會價值之考量，國家仍會制定一些條款，其內容不得依當事人之意思變更之。此外從經濟觀點而言，當市場失靈產生時，法律及必須積極介入與以匡正之。一般來說，法律需介入甚且干涉

---

<sup>113</sup> 有關預設規定之概念、功能與種類，請參考王文宇，論契約法預設规定的功能—以衍生損害的賠償規定為例，臺大法學論叢，第31卷，第5期，頁87-120。

<sup>114</sup> See Thomas W. Merrill and Henry E. Smith, *The Property/Contract Interface*, Columbia Law Review. Vol.101, 2001, at 776.

<sup>115</sup> See generally Cooter & Ulen, *Law and Economics*, at 20-30 (1997).

當事人間契約自由的情形，約莫有兩種：其一是締約當事人間發生「資訊地位不平等」(information asymmetry)時；其二是當契約條款會發生「第三人效力」(third-party effects)時。此時，為調和各利害關係人間的利益，法律乃制定某些強制規定以保障一方當事人或是其他第三人，而信託關係即具有這種對是效力。

由此看來，本文認為，信託法律關係下的「內部關係」，或許以契約關係即可解釋之，但信託法所創設之法律關係很明顯的外於契約法，而無法純以委任或是代理代之，最主要的原因即在於，信託法律關係在外部關係上即具有上述第三人效力或是對世效力。純就內部關係言，契約法雖即足以滿足當事人之需求，而或不須求於信託法，但就各當事人(委託人、受託人與受益人)與第三人間之「外部關係」，契約法卻無以規範，而需借重於信託法。此係因為就外部關係言，不難想見當事人必定希望能將有關「信託財產」的管理、處分等約款，能對契約以外之當事人產生相當之拘束力，然而，欲透過契約法來拘束外部第三人必有困難，其難處即在於採用契約機制所產生的高「交易成本」。故此時信託法即能發揮重大功能，使信託法律關係中的某些「外部關係」能具有對世效力。簡單來說，由於信託法律關係中，往往與第三人之利益有所牽扯，此時信託法即應選擇以制定強制規定之方式作為保護第三人及調和當事人利益之手段，使信託的內部關係能透過一定之機制，貫徹至外部關係上。

這裡舉常見爭議中的「自益信託之終止」為例，臺灣信託法第63條第1項規定：「信託利益全部由委託人享有者，委託人或其繼承人得隨時終止信託。」問題在於本條並無「除信託行為另有訂定外」(如臺灣信託法第64、65條)等文字之存在，是否即意味著本條係強制規定，而禁止信託當事人得約定在一定期間內委託人或其繼承人不得終止信託？本文以為，自益信託之所以以得隨時終止為原則，係著眼於該信託利益係全然歸屬於委託人所有，故允委託人或其繼承人得隨時終止信託關係，對第三人之利益原則上並無損害之可能，亦即此處所涉及的乃係內部關係—契約法之問題，以信託本身的彈性設計角度來看，允許受託人與

委託人約定在一定期間內委託人或其繼承人不得終止信託，應無不可。從而本條應屬任意性法規，惟為求明確，修法時仍應仿同法第 64、65 條規定，增列「除信託行為另有訂定外」等文字為當。<sup>116</sup>

## 第五節 修訂投信投顧法

我國法制上，係以證券投資信託之制度來規範共同基金之運作。所謂「證券投資信託」，依證券投資信託及顧問法（以下簡稱投信投顧法）第三條之定義，係指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之行為。其所募集之資金，即為共同基金，於投信投顧法之用語則為「證券投資信託基金」<sup>117</sup>。

我國之證券投資信託法制，可追溯自 1983 年時，當時為吸引僑外投資，乃於證券交易法第十八條<sup>118</sup>外，增訂證券交易法第十八條之一、第十八條之二<sup>119</sup>，並依上開條文之授權制定證券投資信託事業管理規則及證券投資信託基金管理辦法，此外又於 1992 年開放證券投資信託事業之設立。然隨著證券市場日益健全成熟，以及行政程序法施行後對於法律保留等原則的落實，一部規範證券投資信託制度之專屬法典之立法已是刻不容緩，行政院乃於 2004 年著手草擬證券投資信託及顧問法，經立法院審議後順利於同年 6 月 11 日三讀通過，並於 6 月 30 日發布。另依該法第一百二十四條規定，由行政院核定於同年 11 月 1 日起施行，

<sup>116</sup> 同樣看法：王志誠，信託法之二面性—強行法規與任意法規之界線，政大法學評論，第 77 期，頁 191-192。

<sup>117</sup> 投信投顧法第五條第四款定義證券投資信託基金為：證券投資信託契約之信託財產，包括因受益憑證募集或私募所取得之申購價款、所生孳息及以之購入之各項資產。

<sup>118</sup> 該條規定：「經營證券投資信託事業、證券金融事業、證券投資顧問事業，應經主管機關之核准，其有關管理、監督事項，由行政院以命令定之。」

<sup>119</sup> 第十八條之一：「第三十八條、第三十九條及第六十六條之規定，於前條之事業準用之。」  
第十八條之二：「證券投資信託事業募集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債務，其債權人不得對於基金資產請求扣押或行使其他權利。證券投資信託基金管理辦法，由財政部定之。」

自此我國證券投資信託法制方始臻完善。

## 一、引進「公司型」基金

我國之證券投資信託制度採的是契約型，有別於美國之公司型，是故決定當事人間權利義務關係之基礎即為證券投資信託契約。惟於 1983 年引進該制度之時，信託法尚未立法，關於證券投資信託契約之法律性質，乃至證券投資信託事業（以下簡稱投信事業）、基金保管機構、受益人間三方法律關係之定位為何，即產生爭議。1996 年信託法雖完成立法後，但如何將證券投資信託契約與信託法制相結合，仍是困擾學界之一大問題。

學說上對於證券投資信託契約之法律性質，參照日本學界之見解，大致上可分為分離說及非分離說，其主要係著眼於投資人與投信事業之間，以及投信事業與基金保管機構之間，究為單一的契約架構，或為雙重的契約關係。採分離說者，大抵上皆認為投信事業與基金保管機構之間存在著一個以前者為委託人，後者為受託人，並以投資人為受益人之信託契約；而關於投資人與投信事業之關係，則又分為信託契約說及委任契約說，亦即投資人將資金信託或委任予基金經理公司，其彼此間具有實質之信託或委任關係，此說之優點在於可明確界定受益人之法律地位。另有類似分離說之學說認為，證券投資信託為商業信託之一種，本質上為企業經營組織，而以信託之法律形式成立，有別於傳統民事法概念下之信託架構，故宜承認商業信託之兩面關係，即以投資人為委託人兼受益人，投信事業與基金保管機構則居於共同受託人之地位。採非分離說者則認為，單一信託法律關係本就具有其特殊構造，已足以規範三方法律關係，在單一信託契約下，委託人為基金經理公司，受託人為基金保管機構，投資人為受益人，非屬契約當事人而僅為利害關係人<sup>120</sup>。

為解決上述爭議，並便利行政機關之監理，投信投顧法於第五條第一款明定：「證券投資信託契約：指由證券投資信託事業為委託人，基金保管機構為受

---

<sup>120</sup> 參照郭土木，證券投資信託基金之法律性質，全國律師，2004 年 10 月，頁 39。

託人所簽訂，用以規範證券投資信託事業、基金保管機構及受益人間權利義務之信託契約。」係採取類似於非分離說之見解。但是以立法方式明文定義是否真的就能解決爭議，不無疑問。首先，受益人不被論為契約當事人，就整體共同基金之關係而言，投資人反將立於一個模糊而曖昧不清的法律地位<sup>121</sup>，亦不合人民之法感情。又，若將投信事業解為信託契約之委託人，則將滋生的疑義為，投信事業是否因經營信託業務而被論為信託業，須受信託業法及其主管機關（財政部）規範？為解決此一問題，信託業法第一條第二項乃不得不配合修法，將投信事業排除在信託業之範圍外。

事實上，對於何者為受託人，何者為委託人，應自其經濟實質來觀察。信託之目的既在隔離破產風險並發揮專業經營的功能，則投資人與投信業者或保管機構之間，似應解為有信託契約之存在。又究竟以何者為受託人，則可視功能取向為不同取捨與設計。基金管理機構在投信投顧法理固負有消極之保管及監督義務，但投信事業負有積極之管理義務，本質上也算是受託人之信賴義務之一環，將其與保管機構並列為受託人似並無不可。惟現行法既已明文，僅能認為立法者已依其形成空間採取了此一制度，就不足之處僅能仰賴學說或行政命令補充，以發揮保護投資人之功能。在我國即以「證券投資信託基金管理辦法」、「證券投資信託事業管理規則」、「證券投資信託事業設置標準」等行政命令建構一套完整的規範<sup>122</sup>，然目前我國投信基金採行契約型制度仍存在以下問題<sup>123</sup>：

#### (一)現行契約型投信基金制度利益衝突高

由於投信事業與投資人之關係，係為投資人進行投資，就投資獲得管理費及手續費等報酬，然在事業及其內部人為自己事業及股東利益考量下，捨棄基金投資人之利益而獲取自己利義之風險將會提高，較之公司型基金與投資人間係公司

<sup>121</sup> 黃虹霞，證券投資信託基金之法律性質與證券投資信託基金受益人之法律地位，萬國法律，2005年2月，頁2以下。

<sup>122</sup> 相關子法及行政規章之介紹，可參考陳麗玲，證券投資信託及顧問法相關子法簡介，證券暨期貨月刊，2004年12月；郭土木，證券投資信託及顧問法及其子法之規範與實行之探討，萬國法律，2005年2月。

<sup>123</sup> 參照，陳漢仁，論證券投資信託基金投資人之保護，台北大學法學系碩士論文，2007年8月，頁145-148

與股東之關係，公司董事是以公司及股東之利益為依歸，在利益衝突之設計上，應是較契約型基金少許多。

## (二)事業治理層面未健全

現行基金制度之架構，對投信事業之監督，主要是由基金保管機構及受益人會議，外部監督則是仰賴主管機關之行政監管，而基金保管機構係受投信事業委任簽約，而我國一般投資人對基金受益人會議又較不為關心，在契約型基金治理上，似乎不如公司型基金治理來得有效，公司型基金可藉由如美國之獨立董事或日本證券投資法人之監事等機關，監督公司董事，又投資人藉由股東大會亦可達到參與及監督公司之效果，在我國國情比起受益人會議，一般投資人較關注股東大會，股東參與度較高，故在治理成效，或較現在契約型基金來得有效果。

## (三)投資人選擇性少，未與國際趨勢接軌

我國現行僅有契約型基金，一般投資人對公司型基金之投資不得其門而入，而我國國情及國人投資習性及投資多樣性，僅有契約型基金制度並無法滿足投資人多樣化的資產管理需求，也未能與國際基金市場制度接軌。

## (四)小結

從我國國情及國人投資習性，公司型投信制度之引入，對於滿足投資人多樣化的資產管理需求有所助益，值得加以斟酌考慮；又在公司治理層面上，公司型基金以公司治理之方式管理基金(公司)，直接受益者即為股東(投資人)，與契約型基金相比較，可避免利益衝突之危險；同時公司型基金，因股票自由買賣之特性，藉由在交易市場交易，市場股價之制衡，更能反映基金績效表現，以市場力量形成外部監督；最後，公司型基金更能與美、日等國之證券投資信託制度接軌，有助於我國證券投資市場之國際化發展。

我國自 2004 年 6 月制定證券投資信託及顧問法，對於證券投資信託制度向前邁進一大步，然在基金型態上僅採取契約型基金，本文建議參考日本兼採公司型及契約型投信制度，以與國際接軌，然在基金型態上，如我國欲引入公司型投信，首先面臨如何將公司型投信與我國現行公司法、證券交易法及證券投資信託



及顧問法作銜接之問題，似可考慮於投信投顧法中做專章規範，或是另制定一投資公司法。

## 二、信託基金之監理

近年來有以「資產管理」(asset management)，又稱「投資管理」(investment management)或「投資組合管理」(portfolio management)涵蓋投資性金融商品，顧名思義即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及管理，以求有效分散風險追求報酬最大化。金融資產可包括各種股票、債券、證券化商品、債權、衍生性金融商品等。實質資產則包括不動產、黃金、及各種天然資源等。

基於上述之概念，事實上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、甚至金融資產證券化、不動產證券化等業務，乃至創業投資基金、期貨業，均具有資產管理之本質。資產管理具有專業管理及風險分散兩大特點，其涉及之業務型態主要包括單純資產保管、投資組合配置、以及相關諮詢服務三種<sup>124</sup>。

我國關於資產管理之法制仍流於過去以行業別作為區分標準之規範方式，相關規定散見各法，各有其主管機關，不但容易發生業務歸屬不清等問題，在各相關法令多已允許互相各行業得兼營之情形下，更存在重複管制<sup>125</sup>等規範成本的浪費，而損及資產管理事業之國際競爭力。

對消費者而言，多元化的新種商品令消費者無力瞭解複雜金融商品的風險，同時不同的銷售管道及形態也帶來了誤買或誤買的可能，處在資訊劣勢的消費者更可能因業者不當的勸誘或推銷行為蒙受不必要的損失，凡此均不利於金融商品市場的健全發展。此外，對業者而言，個別法規之監理密度不一也產生了不公平

---

<sup>124</sup> 證券投信暨投顧事業發展資產管理服務業務之策略方向、法規架構與具體推動方案研究報告，李存修、邱顯比、曾宛如共同主持，2005年2月。

<sup>125</sup> 例如，當信託業者依信託業法第八條經營共同信託基金涉及有價證券之投資時，亦須受證交法規範，或須申請兼營投信業務（投信投顧法第十六條），此時信託業即受財政部及金管會之雙重管理。

競爭的環境，例如信託業者得兼營證投信業務及全權委託投資業務，但投信投顧業者並不能反過來經營信託業務；又證券投資信託基金得投資之標的限於「證券相關產品」，但信託業者之共同信託基金並不受此限制，而得投資其他金融衍生性商品或黃金、期貨等，資金運用上較具彈性，且若其並未投資有價證券，即可不受證交法之規範，規範密度較證券投資信託基金來得低，此一差別待遇便給予了「監理套利」的空間。

我國亦於 2004 年新設金融監理管理委員會（簡稱「金管會」），將原有之金融、銀行、保險、證券期貨相關業務劃歸其下，由原有之多元化主管機關改變為垂直整合之一元化監理，此有助於在現代金融市場日益多元化及國際化下，可有效降低業者遵守規範之成本，促進其競爭力，建立更有效率及彈性的規範體系。惟美中不足的是，金管會下仍是分設銀行局、證期局、保險局分掌原來的業務，可見金管會內部部會之整合仍有待努力。

在金融法規的整合上，英國之單一立法固有值得借鏡之處，但考量我國國情，欲一次到位的完成單一法典之制定，有事實上的困難。折衷之道，或可採取日本式之階段性立法，具體的方式可先以證券交易法為基礎，整合證券交易法、期貨交易法、投信投顧法、信託業法，完成「金融商品交易法」為投資法規之平台。在金融商品方面，除有價證券及衍生性金融商品外，並將共同基金（集合投資計畫）和全權委託帳戶均納入之，此外包括銀行法及保險法中若有具高度投資性之商品，亦應一併適用金融商品交易法之規範。在金融交易業務上，則採取業務別的橫向整合，並從保護消費者的觀點，制定業者應遵行之行為規範，如進行銷售、勸誘時之行為規範，和從事投資顧問、投資管理、資產管理之忠實義務等。以此為基礎，未來則再逐步整合銀行法及保險法。



## 第六節 境外結構性金融商品之處理

雷曼兄弟控股公司於2008年9月15日向美國紐約州南區破產法院聲請破產保護後，導致國內購買連動債之投資人面臨血本無歸的困境，累計至6月5日止，向銀行公會提出之申訴案件已達19820件，不僅嚴重影響我國投資人之權益，更進一步引發全球金融海嘯的風暴，各國無不致力於尋求法規更緊密的結合，以重塑國際金融秩序，如何有效管制連動債之投資，似乎已成為棘手且不得不面對的難題，其問題來自於金融商品創新未受到我國法合理的規範，國內投資人對於境外結構型金融商品投資規模將近新台幣上兆元，但因該種商品複雜度高，一般投資人不易充分了解其商品特性及風險，而銀行或其他管道銷售人員亦未依投資人不同風險趨避的程度，作適時的資訊揭露，導致我國消費者權益受到重大的損害，且對我國金融監理體系造成嚴重的衝擊，因此本文擬就境外結構性金融商品作一基本的介紹，包括境外結構性金融商品的種類以及其產生的風險，接著探討境外結構性金融商品在我國法下之定位，最後就我國實務上與學說上之看法，就我國金融監理制度應如何改善，提出因應之道。

### 一、境外結構性金融商品之定義

結構型商品係指發行機構以固定收益商品結合連結股權、利率、匯率、指數、商品、信用事件或其他利益等衍生性金融商品之複合式商品，為衍生性創造之商品，連動債有稱之為結構型金融商品，其中以結構式債券、結構式存款及投資型保單等標榜高報酬高配息之商品最為普遍，此種結構型商品將債券或存款所需支付與償還之利息及本金的價值，連結決定在一些特定標的之價值，參與利率或指數，故有稱之為連動債，其種類相當的多，也由於各相關商品包括金融、期貨、保險、證券等的結構性混合及槓桿操作之結合，故有稱之為混合負債工具或衍生性證券<sup>126</sup>。

---

<sup>126</sup> 參見郭土木著，金融管理法規（下）結構式商品之法律問題探討，收錄於金融管理法規（下），三民書局出版，2006年7月，頁613以下

### (一)、結構式債券(連動債券)

結構式債券是一種結合債券與衍生性商品的金融商品，其具有債券的固定收益及保本特性，並可將債券的配息投資於風險與報酬率較高之選擇權或各種交換商品，在過去，結構式債券主要分為三種類型，包括正利率(floaters)、反浮動利率 (inverse floaters)以及區間浮動利率，當中以前兩種最為常見。但隨著金融市場持續發展下，連結的標的也越來越多元化，其資金之運用可以連動到利率、匯率、股價指數或股票等，讓投資人有機會享受高槓桿財務操作之效果「以小搏大」，獲得高於定存甚至更高的報酬率。

一個結構式債券有三個基本要素<sup>127</sup>：

#### 1、固定收益證券連結成份：

本金、利息或兩者都有；若是零息債券，則連結者一定是本金。若是附息債券，則連結者可能是利息、本金或債券全體。

#### 2、連結對象：

這可以是商品價格(例如股票價格、美元匯率、黃金價格)、價格指數(例如股價指數、物價指數)或某種特殊事件的發生(例如違約事件、自然災害事件)。

#### 3、連結方式：

主要是買賣遠期契約(強迫性的連結)或買賣選擇權(買權或賣權，屬於非強迫性的連結)。

然近年來結構式債券的操作已經由保住本金之架構（即所稱保本型商品），逐漸轉變成追求高報酬，但不保住本金，或是本金部分轉換成衍生性金融商品等操作模式（即所稱股權連結型商品）。由於結構式債券所連結之衍生性金融商品的操作可能不如預期，導致本金到期被轉換成金融商品而出現虧損，此一風險就無法被鎖定。因此，若金融機構未充分揭露該等商品之風險，僅以「保本」為訴求，將有可能誤導投資人之虞。結構式債券可分為兩大類，包括參考利率連動之結構式債券以及與匯率、商品與股價指數連動之結構式債券。

<sup>127</sup> 參 中華金融創新與財務工程學會電子論文雙月刊第三期，頁 1

## (二)、結構式存款

該類存款之結構型態而言，是結合存款之利率與其他指數或相對應商品的升降之靈活的運用，經統計與精算之結果所設計，在微利時期其利率自然較一般定存為高，故能迅速吸引市場之投資人，但由於利率或其他指數的反轉，可能面臨之風險其程度因商品之種類而有不同，故是結合定存、投資、避險或投機等不同偏好之商品，並由特定需求之投資。

## 二、境外結構性商品之風險

境外結構性金融商品在投資上可能之風險，有以下數點<sup>128</sup>：

### (一)匯兌風險

由於結構式債券或存款多以外幣計價，因此投資人必須考量到申購時是以新台幣兌換外幣，到期贖回時則是由外幣兌換新台幣之匯兌風險，其間有著匯兌問題的存在，當外在環境不穩定時容易造成匯率的波動，如戰事的不明朗，全球性的經濟不景氣，都會造成匯率的明顯變動，所以投資人必須注意這方面的風險，以減少獲利損失的情況發生。

### (二)流動性風險

結構式債券的發行期間多在 2 年至 7 年之間，若想提前贖回，必須在市場上賣出，一般至少要 10 萬美元以上才能到市場以市價贖回，若市價不佳，可能產生本金損失。

結構式存款一般承做期間大約為 5 年以上，若有提前解約之必要時，必須支付承做銀行原為規避利率風險所承作之新臺幣利率交換(IRS)之沖轉盈虧，可能會產生額外之損失，另由於僅能向原承作銀行申請，亦會發生流動性風險。

### (三)連動條件適用風險

連動債券都設有連動的條件，由於連動式債券所連結的商品約可分為股票型指數連動債券和利率連動債券，而每一家銀行推出的商品所連結的標的也不一樣

---

<sup>128</sup>參郭土木，境外結構型金融商品監理之探討，頁 8

如有:連結國外股票指數或 LIBOR(倫敦銀行間拆款利率);而銀行和顧客之間所約定的條件,如:保本率、參與率、到期時間、贖回限制等也都會影響到獲利的多寡,所以投資人要仔細思考其間細項的差異,來選擇對自己最有利的條件。

#### (四)發行機構信用風險

發行債券機構的健全與否關係著投資人的權利,何況發行債券的公司又遠在國外,所以如果沒有健全的評比標準將會危害到投資人對此項產品的信心,更會讓投資人曝露於血本無歸的危險之下,所以要發行此種債券的機構和債券本身都必需經過嚴格的評等。故對於債券發行機構和債券本身一般都要求經過信用評等,依我國規定,不管是證券投資顧問事業得提供推介顧問服務之外國債券,或是金融機構辦理「指定用途信託資金投資國外有價證券」業務得投資之外國債券,皆以經慕迪投資服務公司(Moody's Investors Services)、史丹普公司(Standard & Poor's Corporation)或惠譽國際評等公司(Fitch)評等為 A 級以上由國家或機構所保證或發行之債券為限。

目前國內銀行推出的連動債券商品,其債券的信用評等亦多半經 S & P 評為 AA 級左右,信用連結型定存(CLD),係持有之投資人將原持有之金融債券售予銀行,再由該銀行發行連結基金原持有金融債券之存款商品予基金,如連結之金融債券標的公司未發生任何信用事件(破產、支付違約、債務加速到期、拒付、延期償付、債務重整),投資人即可依約定之票面利息收取利息並於到期時領回投資本金。反之,若於契約存續期間,該金融債券標的公司發生信用事件,契約即告結束,投資人僅能領回發生信用事件的金融債券,以該金融債券抵付其存款本金。就投資人而言,其所承受之信用風險除與原持有該金融債券相同外,還多了承作銀行本身之信用風險。而信用連結式債券(CLO)及信用連結式投資(CLI)所連結之標的並非原持有之金融債或公司債,較 CLD 又多了所連結標的額外之信用風險。

### 三、境外結構性商品之管制

我國金融控股公司法為發揮總合效用之立法考量，參考英非法制之立法例，允許銀行與證券業得以跨業兼營，而證券與金融整合之結果，使在資本市場用以籌集資金工具之有價證券，與金融機構之收受存款之理財行為，得以結合在一起，再加上保險機構亦得保險單附加投資有價證券之連結，所以在資本市場上已跳脫傳統之理財觀念，存款、投資與保險在衍生性金融商品一再創新之下，界線愈來愈模糊。然存款、投資與保險三者所重視者不同，存款重保障，投資重報酬，保險重在風險之分攤，三種不同商品結合在一起之後，可能會產生功能之重疊或喪失之效果，因此有關新金融商品之設計與發行，應能通盤的考量與有效地整合。除此之外，主管機關亦有相同之問題，對於監督管理上，也可能造成管轄重疊或死角之爭議，現行對於銀行、保險、證券等金融機構之銷售境外結構型商品管理寬嚴不一，管理法令依據分散，各該法規之規範架構、審查機制與審查基準均有所差異，在金融監理已一元化之後，銀行、信託業、保險與證券等金融機構之銷售境外結構式金融商品，亦應有統合性與功能性規範之必要，以落實保護國內投資人之權益及避免監理套利之問題。

因此在金融監理方面，必須針對境外結構性金融商品是否為我國證券交易法所規範之有價證券、商品本身的性質以及在推介與勸募投資人購買此類商品時，應課予銷售人員何等義務之要求，信託業、證券商及保險業等商品銷商通路如何監理等多個面向通盤考量。

#### (一) 境外結構性金融商品法律定位

現行主管機關並未明確認定結構式金融商品之法律定性，因認為若將其認定為有價證券，則需受證券交易法之規範，包括相關資訊揭露等強制公開義務，將導致管制成本過大，故主管機關認為不宜貿然將之納入我國證券交易法「有價證券」之範疇，但有學者<sup>129</sup>認為結構式金融商品結合固定收益與衍生性商品，就其

---

<sup>129</sup> 參郭土木，境外結構型金融商品監理之探討，頁9

固定收益商品而言，如名目本金為債券其屬證券交易法第 6 條所規定之有價證券，其所連結之衍生性金融商品，包括期貨交易法第 3 條所規定之期貨交易契約（期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、槓桿保證金契約），其屬結合債券（有價證券）與衍生性金融商品（部分屬期貨交易契約）之新形態金融商品，具有二者之特性。結構式金融商品在外國因認具有投資性質而認定為有價證券，在我國亦應認為屬於證交法之有價證券<sup>130</sup>。

## （二）境外結構性金融商品推介與勸募之行為

基於結構式金融商品所連結之標的，具有相當之複雜性，故國外這種結構式金融商品主要是透過對機構法人或私募方式進行，各國政府對參與投資者的資格，要求很多，通常是專業投資法人、具一定投資經驗之法人或自然人，因為這些投資者本身已具有專業知識，對投資風險已能自我瞭解，一般散戶大眾不適合投資。

## （三）境外結構性金融商品銷售管道

我國投資人購買境外結構式金融商品之管道與流程有三種，以下分別介紹<sup>131</sup>：

### 1、由投資人直接到國外境外結構式金融商品管理機構申購

投資人私自在國外銷售機構開戶並申購境外結構式金融商品，並以自己之外匯額度支付價金，由於其行為地發生在國外，其申購款外匯之管道若符合中央銀行及外匯管理之規定。

### 2、透過特定金錢用途信託帳戶

銀行推介外國有價證券，應以證券主管機關發布之證券投資顧問事業辦理外國有價證券投資顧問業務，所核備之外國有價證券種類及範圍為限。銀行或信託業以信託關係之受益人名義至境外申購結構式金融商品，由於其係特定金錢用途

<sup>130</sup> 參郭土木，結構式商品相關法律問題之探討，台灣本土法學雜誌第 62 期，2004 年 9 月，頁 127-137。

<sup>131</sup> 參閱郭土木 境外基金管理法令架構之探討 收錄於賴英照大法官六秩華誕祝賀論文集-現代公司法制之新課題 元照出版有限公司 2005 年 8 月初版 頁 686-689

信託，所以就投資之內容包括種類、標的及價位皆由投資人已事先確定，為避免脫法募集發行，故明定銀行、信託業及證券投資顧問業者其不得主動推介，所以銀行無代客戶決定其投資之種類、標的及價位等判斷之空間，換言之，信託僅屬於銷售之轉換名詞而已，實質上還是銷售之行為。

### 3、證券商複委託

證券經紀商以行紀之法律關係並以自己之名義受客戶委託，下單（Order）至國外證券交易所買賣境外結構式金融商品，由於國外慣例上有些甚至針對國內投資設計之結構式金融商品，此部分允許我國證券商有受託買賣外國有價證券之業者，得代客戶從事買賣。

#### (四)現行制度之檢討與改進

##### 1、審查制度

在現行規劃中之草案，為適度過濾境外結構式金融商品本身之適格性，並踐行應行揭露之資訊，受託投資或銷售對象為專業投資人之商品，於經公司內部、公正之自律機構或主管機關審查後始得為之。

然審查制度可能產生以下的缺點

(1)主管機關無法針對個人風險偏好程度而作合適商品販售，限縮投資人投資標的。

(2)審查機制可能產生金融商品投資市場之道德風險，投資人及銷售機構容易因主管機關介入審查而怠忽投資判斷及合適度審理。

(3)增加監理機制與行政成本之負擔

考量我國目前未將結構型商品納入有價證券之範圍，該商品不受證券交易法之規範，故有學者<sup>132</sup>建議，因我國一般投資人以信託方式投資結構型商品之人數眾多，金額高，如認為該結構型商品係以對非專業投資人為受託投資、受託買賣或為投資型保險之投資標的時，宜比照有價證券公募之規範予以審查，以強化境外結構式金融商品之資訊透明度，保障投資人之權益，因此於我國目前確有訂定審

---

<sup>132</sup>參郭土木，境外結構型金融商品監理之探討，頁 15

查機制之必要。為整合現行各業對於境外結構型商品規範不一致之情形，並符合對於結構型商品強化審查之政策，應增加商品之審查機制，以落實投資人權益之保障。

## 2、總代理制度

為避免雷曼兄弟集團連動債求償無門之窘境，合理保護國內之投資人，鼓勵我國資產管理業者之管理能力，有學者建議<sup>133</sup>我國境外結構型商品之監督管理亦宜參照現行境外基金之管理架構與新加坡、香港境外基金之體例，於國內設有總代理人之機制，以發行管理機構之分公司為總代理人，其未有分公司者，應以該商品保證機構之國內分公司為總代理人，並以銀行、信託業、證券商及保險業為受託投資、受託買賣或銷售之機構。

## 3、小結

除了上述審查制與總代理制度的立法芻議外，應因區隔商品屬性與投資人風險承受能力，對於專業投資人或非專業投資人為不同程度之規範，且亦因針對信託業、證券商、保險業等銷售境外結構性金融商品銷售時，為適當的監理與控制，包括適時風險揭露、說明義務之遵行，以及針對不同屬性投資人做適當的保護措施，在雷曼兄弟暴發後，雖使得我國金融市場監理受挫，但也是使我國重新檢視我國境外結構性金融商品販售法制之缺漏，危機但何嘗不也是轉機，如何能記取教訓，而建立適時且適切的監理制度，方能有效保障我國投資人之權益，並能重建我國金融監理之秩序。

## 四、結論

2008年9月15日，美國雷曼兄弟控股公司宣布進入破產保護，同年10月8日，其子公司－荷蘭雷曼兄弟財務公司遭阿姆斯特丹法院宣告破產，該二公司恰為我國境內依特定金錢信託投資國外有價證券之投資人，所持有雷曼兄弟連動債券之保證機構及發行機構，該二公司於我國境內無資產可供扣押，而其對口單位

---

<sup>133</sup> 參郭土木，境外結構型金融商品監理之探討，頁16



位於香港，我國投資人除向原申購之銀行抗爭外，主管官署亦遭抗議監管不周，放任連動債券不當銷售坐大終致成亂；在眾多因素考量下，金管會於 2009 年 4 月中旬提出「境外結構型商品審查作業準則」草案，並一連進行四次公聽會，惟至目前尚無定論，信託業界於此草案尚未通過前，對於結構型商品之銷售亦暫採觀望態度，但在目前利率水準偏低情況下，仍有零星專業投資人以「量身訂製」方式下單或以投資型保單包裝商品進行者。

草案中較特別處係因雷曼兄弟事件，而納入在境外基金監理之「總代理人」制度，此舉將各發行機構與我國投資人間之關係連接，但草案中要求發行機構需來台設立分公司，若未設立分公司者需由該商品之保證機構在我國境內之分公司擔任總代理人，此即涉及外國公司來台設立公司之利益考量，以往發行機構多於香港設立業務單位，僅由其業務員按期來台洽商，而各發行機構在其集團衡量下，不無以紙上公司型態存在，欠缺實際資產，又或是在其集團架構中，將於我國的資產及負債分割予集團下不同子公司，如日後強制其在台設立分公司或總代理人，則在需考量稅負及本項業務能否為其獲利，及現下眾人視連動債券如洪水猛獸情況下，能否提供足夠誘因吸引其來台設立分公司仍不無疑問。

復次該草案中提及之境外結構型商品需經金管會核准，或由台灣金融服務業總會審查通過，但回歸商品本質仍係在求取投資獲利，以前述方式規範商品，不無造成投資人錯覺，誤認其所申購之境外結構型商品已獲得相關單位之「認證」，其投資已可確保獲利，則若未來發生類似信用風險事件時，如何避免投資人之非難？

草案納入審查機制後，在鼓勵金融創新方面不無發生壓抑之疑問，姑不論審查時間之延宕所造成之商機流失，對於較先進之財務工程接受度，與投資人保護度間之折衝，於此氛圍下傾斜的方向不言可喻；但商品本身應被銷售予適合的投資人，商品的設計不應被放大成主要的問題，在加強銷售端「認識客戶」工作及風險揭露後，介入商品設計端的干預應可予以降低。

信評機構所發佈之相關信用評等在草案中仍被納為審查標準，但信用評等為

落後指標，在此波金融海嘯後，信評機構的角色亦多被檢討，是否仍以信用評等作為初步篩選的條件仍需考量，若能輔以更多客觀因素如發行機構或保證機構之財報、資產負債比等揭露，將更有助於投資人投資之判斷。

本草案仍未處理境外結構型商品是否認定為我國證券交易法所定義之「有價證券」，過去信託業(在我國實皆由銀行業兼營)所適用之法規，仍以中央銀行所發佈之「指定用途信託資金投資國外有價證券之投資種類及範圍」為主，在無相關商品篩選及管理機制下，原應以投資行為規範而進行之申購，變身為經投資人保留運用決定權之信託行為，主動與被動地位互易，也造成今日連動債券銷售糾紛進入法院訴訟審理者，投資人勝訴者甚少；即令以信託關係規範，但對於受託人應盡善良管理人之責任應至何地步，與其所收取之信託報酬對等關係仍無法明確規範，此等有所缺漏處仍待補強。

## 第九章 結論與建議

本研究經由分析世界主要國家的資產管理業務，以及探討我國資產管理業務發展及優缺點分析之後，提出台灣發展資產管理業務的具體策略與方向，並且提出了相關的修法建議。

相較於鄰近國家的主要資產管理中心，如香港和新加坡等，我國起步雖然較晚，但仍不乏許多相對有利的競爭優勢。我國的主要競爭優勢有中文與日文的語言、網路與電信設備的普及、辦公室租金成本、華人市場的熟悉與管道、產業腹地、地理位置、債券市場的交易量、股票市場的上市家數與總市值以及交易量與週轉率等。相反地，台灣前有香港和新加坡兩個強敵，後有也在籌備中的上海追趕著，唯有正視我國資產管理產業發展的劣勢，才可能在這場激烈的競賽中脫穎而出。我國的劣勢有國際化人力素質、專業人員的聚集與出入境便利性、政府行政效能、英語使用與國際化程度、稅制與法規問題、監理制度、金融機構的國際化程度、次級市場結算交割及融券的國際化程度、資金進出的便利性以及匯率避險的便利性仍待改進等。

亞洲鄰國香港與新加坡為了發展資產管理的業務，在過去有一些具體的策略。在金融服務產業中，新加坡的發展策略是選擇發展另類投資(alternative investment)以及財富管理(包括私人銀行的業務)兩大類，另外，為了增加使境內金融市場的影響力，新加坡交易所積極地吸引外國公司至新加坡掛牌上市。為了彌補產業腹地不足的問題，新加坡積極爭取印度與中東的市場，作為連結印度、中東與國際之間的重要橋樑。相較於新加坡，香港有相當好的產業腹地。香港作為中國大陸與世界接軌的連接點，掌握了相當良好的發展契機。中國的經濟發展相當快速，而香港是許多外國公司與金融機構進出中國的門戶，因此境內聚集了全球重要的金融機構。在金融服務產業中，香港的發展策略是選擇發展均衡的商業銀行與投資銀行業務。香港的股市與債市總市值為其 GDP 的數倍，同時，銀行總存款的金額是其 GDP 的數倍，因此是集資本市場導向(美國)以及金融業導

向(德國、日本)兩者的優勢。由於聚集了許多重要的金融機構，香港成為重要的國際資金清算中心，因此香港的金融中後台作業之業務量為亞洲第一，遠高於新加坡與日本。此外，由於地處中國的門戶，香港的金融機構積極開發股票與債券承銷業務，尤其是對中國大陸的企業之證券承銷業務，是其主要來源之一。

相較於亞洲的鄰國，臺灣在發展資產管理服務業仍有一些優勢，包括(1)全球金融風暴的影響，造成許多重要的金融機構倒閉或是損傷慘重，而且投資人的信心嚴重瓦解。相較於歐美國家，亞洲地區的損失相對輕微，而臺灣地區的金融機構相對穩定，投資人對歐美地區金融機構的信心度不足，全球的資金極度地不穩定，極思尋求資產重新配置的投資地區。因此，臺灣有機會爭取部份的資金。(2)廣大的腹地，相較於香港與新加坡，臺灣有較佳的腹地與工業產業發展。臺灣的高科技與資訊產業產值相當高，而且這些高科技公司在臺灣的股市均有較高的本益比，自然而然地形成重要的高科技產業集中的現象。(3)隨著兩岸關係的改善，臺灣未來應該有機會成為中國與全球交流之接軌處，而眾多的臺商也為臺灣產業腹地提供更多的發展縱深。(4)馬政府的金融改革，包括大幅降低遺產稅與贈予稅至 10%，此可以提高本國的財富管理業者的競爭力。另外開始實施國民年金制度，未來預期全體國人未來會更重視退休金制度，使勞退市場的業務更加成長。(5)高品質的股票市場與證券服務，台灣證券交易所、櫃檯買賣中心以及均具有相當好的流動性，提供了本土企業相當好的交易平台與籌資管道。同時，臺灣股票市場的投資人對於高科技股票的認同度相當高，此點是香港與新加坡市場所不能比擬的，因此也為臺灣的高科技產業提供了很好的次級交易市場。而臺灣期貨交易所陸續提供了不同種類的衍生性金融商品，提供投資人良好的避險管道。另外，在現貨以及衍生性商品上，臺灣的金融機構都有很好的經紀、結算交割、股務代理、保管等業務的基礎。

綜合上述的背景及條件下，本研究提出我國發展資產管理服務事業之策略規畫與具體行動方案，包括發展華人的『私人銀行與財富管理』業務、金融商品設計與開發、至海外募集資金投資於臺灣、發展退休金業務、發展中後台作業等。

在包括發展華人的『私人銀行與財富管理』業務方面，本研究提出具體行動方案包括：(1)制定規範本國金融機構對於客戶隱私保護的相關規範，(2)對境外(包括大陸地區)的資金往來放寬規定，(3)對境外(包括大陸地區)高淨值財富個人的入出境以及停留，提供更多的便利性與彈性。在金融設計與開發上，本研究建議的具體行動方案包括：(1)積極放寬專業人士的入出境與停留限制，以吸引更多的金融人才停留於臺灣。(2)改善生活環境，使臺灣成為優良的居住環境。

至海外募集資金投資於臺灣的業務方面，本研究建議的具體行動方案包括：(1)央行適度地放寬金融機構資金匯入與匯出的『間接干預』，(2)政府允許陸資來臺投資股市，但是建議採取間接持有的型態，以降低對臺灣股市的衝擊與影響。

在發展退休金業務方面，本研究建議的具體行動方案包括：(1)爭取三大基金的委外代操，(2)爭取實施自選退休金方案，(3)與公民營機構合作，設立第二層的自提退休金帳戶，同時建議政府對實施自提退休金帳戶的民營機構，提供租稅獎勵，以增加其實施的動機。發展中後台作業方面，本研究建議的具體行動方案包括：(1)央行適度地放寬金融機構資金匯入與匯出的『間接干預』，(2)增加金融機構國際化的程度。(3)提高次級市場結算交割的國際化程度。

我國金融機構在過去有很好的結算、交割、股務代理等經驗，但是與國際的資金與證券結算交割的實務運作相當不順暢。由於我國的辦公室租金成本與作業成本相較於亞洲鄰國低，而國際大型金融機構對於我國金融機構與業者能提供中後台作業的外包機構亦有相當的興趣，本研究建議可朝向擔任國際大型金融機構中後台作業的外包機構發展。本研究建議的具體行動方案包括：(1)央行適度地放寬金融機構資金匯入與匯出的『間接干預』，(2)增加金融機構國際化的程度。(3)提高次級市場結算交割的國際化程度。

此外，此次 2007-2008 的全球金融風暴下，信用評等機構並沒有發揮其財務預警的功能，可能原因包括其利益衝突的問題、傳統信用評等是落後指標、且無法應於傳統的評價方法來對衍生性金融商品訂價，以及信用機構缺乏適當的監理機構來監督與管理。信用評等機構對於發展資產管理業務有相當重要的功能，因

此值得主管機關與相關業者留意之處。

由於外匯市場對我國發展資產管理業務上，有很大的影響，本研究提出了採取合宜外匯政策的建議，包括鬆綁正常的交易，將資金流出許可項目明確化，提供匯率避險機制，降低國內避險成本等。我們針對了法規的整合與金融監理、公平合理的稅負環境、兩岸金融合作等議題，提出了一些建議，包括在相關的稅負修正上，應注意稅負的公平性以及其對於資產管理業者的影響，以及爭取臺灣與中國大陸金融機構互設營業據點，以利於臺灣發展資產管理業務以及吸引中國大陸資金至臺灣。

最後，在資產管理中心之立法方向上，本研究提出以下之方向：(1)、我國現行創投業應增加有限合夥之組織模式供企業選擇，以及就我國有限責任合夥法草案應提出評析；(2)、金融資產證券化條例方面，應加強資訊揭露、改進信用評等，及加強內部控制等建議；(3)、不動產證券化條例方面，問題核心在如何創造出有效的「治理架構」，才能有效改善我國現行實務之運作；(4)、在台灣信託法與信託業法上，不妨仍維持契約關係之基本定位，但應同時賦予適當的對世效力與組織效力；(5)、在投信投顧法上，應引進公司型基金，並應解決信託基金監理之問題；(6)、在境外結構性金融商品之處理，除了是否為有價證券之爭議外，亦有研議審查制與總代理制度等相關規範以有效保護投資人；從上述之立法方向，希冀能提出一些立法方向，為我國成為亞太資產管理中心盡一份微薄心力。

## **附錄一**

### **金管會規畫 OBU 與 DBU 課稅的議題**

金管會陳冲主委於 2009 年 4 月 24 日出席工商建研會所主辦之「台灣經濟新願景，與金管會主委有約」座談會中提及，在 G20 會後對避稅天堂施加壓力同時，我國可趁勢發展為資產管理中心，除已調降遺產稅率至 10% 外，尚可考慮以專戶方式，吸納來自避稅天堂的大量資產，引導其於我國進行資產管理，而此種專戶所涉及之稅務等問題，在金管會報行政院核定之「金融資產管理中心發展條例」草案中進一步闡明。

吸引本國人海外資金回流部分，設計賦稅誘因包括遺產稅，給予 3 年期間以特別專戶本金為限，不計入遺產總額；專戶設立達 8 年以上，以本金為限不計入贈與總額；投資獲利所得稅，限縮至條例實施後 2 年內，海外資金在 OBU 專戶，進行資產管理收益，包括利息所得及海外所得，予 4 年期間免稅優惠，DBU 專戶資產也免併計投資人所得總額課稅；為鼓勵金融商品多樣化與創新，金管會對特別專戶投資範圍以不設限為原則。

金管會規劃允許部分金額不以換匯的方式，轉換到 DBU 特別專戶兌換為新台幣，方便投資人從事股市、房地產等境內投資。目前外資投資國內有價證券市場，並沒有換匯交易的限制，且換匯交易有期限限制及金額門檻，成本比較高，目前換匯交易使用者大部分是金融機構或企業法人，一般自然人投資人比較不熟悉，且採換匯交易的成本負擔對自然人來說太重。基於衡平性考量，有必要針對 OBU 特別專戶轉到 DBU 特別專戶時，提供一定金額內可以不換匯交易的誘因，以建立金融資產管理中心。

惟財政部對於開設專戶年限僅同意訂為 2 年，對 OBU 專戶利息所得免稅部分，不同意排除所得基本稅額條例規定；至於轉到 DBU 帳戶資金，不同意再予免稅。

金管會也建議修改《證券交易稅條例》，增訂企業買賣公司債、金融債可免千分之一的交易稅，以和今年底落日的《促進產業升級條例》接軌；台灣公司債、金融債每年交易量動輒新台幣六、七千億元，因財政部已初步同意金管會構想，在明年起就算促產條例落日，在公司債、金融債的交易稅「不必復徵」的共識下，台灣債市交易動能可望持續活絡。

現制銀行銷售商品或勞務，不論放款的利息收入，或是銷售共同基金、結構債、保單等金融商品的手續費收入，必須同時被課三種稅：(1)百分之二的營業稅、(2)千分之四的印花稅、(3)百分之二十的營所稅。若 OBU 特別專戶的資金，可以上述三種稅都免徵，則我國銀行業服務境外客戶時利潤空間變大，將有更大彈性可以回饋給客戶，對吸引避稅資金回流亦有幫助。但此三種稅之減免，屬於預算法第卅四條所列重大政策，仍須由金管會提出成本效益分析與替代財源籌措說明始能成形。

而海外資金只要匯入專門帳戶，帳戶內的資金運用將不計入遺產所得且所得稅可再降或減免；比照部分國家採行租稅赦免，以提升海外資金匯回之意願；對無住所居民（non-domiciled resident）比照新加坡投資移民模式，於投資達一定



金額便給予居留權；降低交易稅、手續費等金融交易成本，提升交易自由度，簡化投資程序；對企業來台設立區域、營運總部或全球營運總部，提供賦稅減免。

金管會規畫「資產管理中心」，可創造法務、財務與金融機構人員工作機會，未來將能增加綜所稅、營所稅等其他稅收，因此對海外資金回流，不計入遺產總額，給予租稅優惠誘因等舉措，應以正面看待，惟我國金融投資商品是否足以提供此類資金進行投資、資產管理人員素質是否堪任、整體金融服務水準，在此同時亦不無疑問，畢竟投資行為係為追求獲利，足夠的風險預警與資產配置能力、安全性，仍是資金移動與否的最大考量。

## **附錄二**

### **海峽兩岸金融合作協議文本全文**

第三次江陳會 2009 年 4 月 26 日簽署 3 項協議，其中關於「兩岸金融合作協議」分面，協議文本中表示，為促進海峽兩岸金融交流與合作，推動兩岸金融市場穩定發展，便利兩岸經貿往來，財團法人海峽交流基金會與海峽兩岸關係協會就兩岸金融監督管理與貨幣管理合作事宜，經平等協商，達成協議如下：

#### **一、金融合作**

雙方同意相互協助履行金融監督管理與貨幣管理職責，加強金融領域廣泛合作，共同維護金融穩定。

##### **(一)金融監督管理**

雙方同意由兩岸金融監督管理機構就兩岸銀行業、證券及期貨業、保險業分別建立監督管理合作機制，確保對互設機構實施有效監管。

雙方銀行業、證券及期貨業、保險業等金融監督管理機構得依行業慣例，就合作事宜作出具體安排。

## (二)貨幣管理

雙方同意先由商業銀行等適當機構，通過適當方式辦理現鈔兌換、供應及回流業務，並在現鈔防偽技術等方面開展合作。逐步建立兩岸貨幣清算機制，加強兩岸貨幣管理合作。

## (三)其他合作事項

雙方同意就兩岸金融機構准入及開展業務等事宜進行磋商。

雙方同意鼓勵兩岸金融機構增進合作，創造條件，共同加強對雙方企業金融服務。

## 二、交換資訊

雙方同意為維護金融穩定，相互提供金融監督管理與貨幣管理資訊。

對於可能影響金融機構健全經營或金融市場安定的重大事項，雙方儘速提供。

提供資訊的方式與範圍由雙方商定。

## 三、保密義務

雙方同意對於所獲資訊，僅為金融監督管理與貨幣管理目的使用，並遵守保密要求。

有關第三方請求提供資訊之處理方式，由雙方監督管理機構另行商定。

## 四、互設機構

雙方同意在本協議生效後，由兩岸金融監督管理機構考量互惠原則、市場特性及競爭秩序，儘快推動雙方商業性金融機構互設機構。

有關金融機構赴對方設立機構或參股的資格條件以及在對方經營業務的範圍，由雙方監督管理機構另行商定。

雙方同意對於金融機構赴對方設立機構或參股的申請，相互徵求意見。

## 五、檢查方式

雙方同意依行業慣例與特性，採取多種方式對互設金融機構實施檢查。檢查方式由雙方監督管理機構另行商定。

## 六、業務交流

雙方同意通過人員互訪、培訓、技術合作及會議等方式，加強金融監督管理與貨幣管理合作。

## 七、文書格式

雙方資訊交換、徵詢意見等業務聯繫，使用雙方商定的文書格式。

## 八、聯繫主體

(一)本協議議定事項，由雙方金融監督管理機構、貨幣管理機構指定的聯絡人相互聯繫實施。必要時，經雙方同意得指定其他單位進行聯繫。

(二)本協議其他相關事宜，由財團法人海峽交流基金會與海峽兩岸關係協會聯繫。

## 九、協議履行及變更

雙方應遵守協議。協議變更，應經雙方協商同意，並以書面形式確認。

## 十、爭議解決

因執行本協議所生爭議，雙方應儘速協商解決。

## 十一、未盡事宜

本協議如有未盡事宜，雙方得以適當方式另行商定。

## 十二、簽署生效

本協議自簽署之日起各自完成相關準備後生效，最遲不超過六十日。

本協議於四月二十六日簽署，一式四份，雙方各執兩份。

財團法人海峽交流基金會

海峽兩岸關係協會

董事長 江丙坤

會長 陳雲林

## 附錄三

### 專家學者訪談紀錄

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」研究案信託公會訪談紀錄

訪談地點：信託公會

訪談日期：98 年 2 月 10 日 2:00PM

出席人員：信託公會相關人員、王文字教授、黃森義總經理、徐政義教授、駱建廷、林慧雯、魏慧珊、翁胤哲。

訪談問題與建議：

#### (一) 資產管理圖與價值鏈的建議

- 1.根據資產管理圖，主管機關與監理機構應如何配合，如目前金管會之下有四個局，但目前金融產品橫跨不同的部會與不同的局在處理，將來能做更好的規範。
- 2.若客戶將資金託付予銀行信託部門，分別做為全權委託、投資證投信基金、投資國外，這些投資來源均為同一份契約。此時，資產管理業分類圖與價值鏈則呈現無法歸類的問題。問題將會造成價值鏈中投資人與金融市場並非上述圖中如此單純表示。
- 3.信託平台應位於資產管理契約之前。
- 4.公私募只有證券交易法有公私募的概念，但信託並無公私募的問題。
- 5.集合管理帳戶：為信託的產品，法規上有集合管理辦法，是信託關係下的特殊狀況，因此，不能將信託產品用證交法來規範它。而信託特殊的法律關係如：移轉所有權、代替管理運用的關係，難以從資產管理圖中表示。
- 6.連動債：從法律角度，是經由信託平台把錢引導到國外的連動債，投資於國外。雖然買受人為銀行，但實際上銀行受投資人之委託，導致連動債發生問題後，外界會指稱是銀行銷售失當，但事實上從法律角度連

動債並無銷售的行為。應該是說銷售人員在推薦上沒有做到產品適合度。連動債的問題也難以從資產管理圖中表示。

註：委託人將資產(資金)委託給信託公司，信託公司接受受託人的意思執行委託人的行為，產生的利益歸委託人，信託公司僅收費用。連動債的例子，從利益關係來看並無銷售行為。

7.將資產管理契約分別為委任契約與信託契約。

(二) 相較於香港和新加坡，我國成為亞太資產管理中心的競爭優劣勢。

香港和新加坡雖為我們的競爭者，但也是我們模仿的對象。

優勢：工業基礎，地理優勢

劣勢：監理制度、政府效能、廉潔度、人才、透明度、國際化與法規均劣於香港和新加坡。即金融中心要素(專業人才，商業環境、市場進入、基礎建設、總體競爭力)皆非常弱，以及法規的混亂與法規不國際化。

(三) 價值鏈中台灣現有的業務有哪些？未來可推動或爭取的？

1.目前的業務問題：目前信託業大多銷售基金、連動債產品賺取微薄的收入，當國外產品出狀況時，會影響投資人、整個社會、國家的經濟狀況，但政府設置障礙多，使得信託業只能承作代銷業務。

2.未來可推動或爭取的業務：集合管理帳戶與共同信託基金。

現況：集合操作與方法皆與基金相同，但因其為信託關係所以必須課稅，故造成集合管理帳戶執行上的困難。共同信託基金部份，雖信託業者可以發行，但由於法律規範不清與曾經被銀行局退回的經驗，故信託公司較少發行共同信託基金。

理由：由於市場上並無保本的產品，增加穩健的金融商品，因此政府應該讓信託業者發放共同信託基金，並使其與投信投顧的基金做區隔，風險高者讓投資投信投顧發境外基金，風險低者讓信託業來發共同信託基金。

(案例一)貨幣市場基金於 93 年 9 年募集時，不只目前的復華和台新二

家送進銀行局，其餘的銀行不能通過募集的原因是，當時金管會為解決證投信基金、債券型基金的問題，因此把其餘申請的業者退回。

另外，依信託業法，共同信託基金管理辦法來申請，但目前投信投顧法中提到，若信託業務或共同信託基金，只要其規模超過六億，或其規模中有 40%投資於證交法第六條規定之有價證券，必須申請兼營投信業者。等於說，信託業者要募集共同信託基金，其身份必須移轉為投信投顧業者，此成本考量就更多。

總結：(1)政府設立太多障礙，故無法進行許多產品的開發與設計，使得目前台灣信託業務大多為基金的代銷。(2)目前定存金額過多，如何使引導其金額做保守穩定投資為重要課題，因此，首要條件應給予定存者穩定的市場。(3)信託業發行共同信託基金、集合管理帳戶，為目前最好的方式。

(四) 資本市場整合法對於金融產業未來的前景影響為何?立法的延宕是否對業務發展前景造成不利影響?

1.政府作為金融監理其目標為何。

2.功能性監理在英國與日本有不同的立法，英國為一階段立法，但只有原則性的管理，日本分為二次監理。我國若金融服務業法要先推行，則表示政府要二階段立法，若先不推行金融服務業法，等待資本市場整合法在一併實施，則表示一階段立法。二者的差別在於，後者需花費較長(3 年)的時間。

3.重點在於，政府應清礎訂定相關政策，使業者能遵守政府的規定實施。

(五) 銀行信託業在台灣資產管理中心將扮演何種角色？

1.信託業目前主要業務為：金錢信託與保管。

2.公會目標：引導信託業者做非投資性(較穩定性)的產品，而非一直銷售基金或連動債，賺取微薄的佣金。

#### (六) 政府能為產業提供哪些幫助

除最基本的法規鬆綁、稅的問題外，尚存在一很大的問題，即相同業務有不同的主管機關，造成極大內耗。

例如：投信發放基金其主管機關為證期局，信託發放基金其主管機關為銀行局，一般而言，發放基金法規理應相同，但證投信在證券法規下會設置管理辦法，而銀行局在信託業法下也設置管理辦法。目前主管機關皆為金管會，所以應在金管會之下統一訂定章程。故，應將目前的業別監理改為功能別監理，以降低內耗。

例如：境外基金須將銷售機構、代理人註明於境外基金中，主管機關為金管會，真正負責單位為證期局，由於銷售機構包括券商、銀行信託業、銀行、投信、投顧，所以當證期局標註有關銷售機構相關的管理辦法時，證期局覺得主要的相關公會為投信投顧公會，因此將相關規範納入投信投顧公會裡，但券商、銀行、信託業非投信投顧公會的會員，故投信投顧公會自律規範並不能約束這些非投信投顧公會會員的機構。結果，造成當信託業違反規定時，投信投顧公會會報到證期局，證期局再報到銀行局，銀行局再報到信託公會，信託公會再懲處會員，如此一來增加內耗。

#### (七) 人才培育

人才培養須政府與業者同時進行。

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法條例」研究案投信投顧公會訪談紀錄

訪談地點：投信投顧公會

訪談日期：98 年 2 月 11 日

出席人員：投信投顧公會秘書長及相關人員、周行一教授、王文宇教授、徐政義教授、駱建廷、林慧雯、魏慧珊、翁胤哲。

訪談問題與建議摘要：

(一) 資產管理圖與價值鍊的建議

1. 投資人部分除一般投資人和專業投資人增加高收益族群投資人。
2. 國內金融市場部分，若以產業刻畫，資產管理業可加入中後台中心，如基金會計、股務及客服等等。
3. 資產管理產業可加入期經、期貨信託。
4. 在價值鍊部分，退休基金由政府主導，故沒有客戶辨別這部分。
5. 創新部分，風控該放在支援活動或核心活動呢？可以考慮以風險控管內容分開放嗎？
6. 業界的認知中，此價值鍊比較偏向拿產品去規劃的財富管理，資產管理業是製造產品的。

(二)相較於香港和新加坡，我國成為亞太資產管理中心的競爭優劣勢

1.加入籌備中的上海。

2.優勢：

- 人才教育水準高、
- 人力成本低、
- 房地產租金低、
- 地理位置優、
- 中文與日文較佳、



- 擁有科技及製造業、
- 雖然無法和中國大陸第一級人才與機構相較，但仍可鎖定第二級作為競爭目標。

### 3.劣勢：

- 英文較弱、
- 央行外匯控管(製造業考量)、
- 無法集中火力發產金融業(仍有製造業考量)、
- 政府和主管機關在產業僅為防弊而未扶植(如為了外匯管制長達 10 年不給投信募境外基金及一致性管理考量不給國內投信發行雙幣別基金)。

### (三)價值鍊中台灣現有的業務有哪些？未來可推動或爭取的？

- 1.雖然前台可能無法擁有競爭優勢，但中後台中心的發展是可期待的。

### (四)對資本市場整合法意見

- 1.無支持或反對意見，但許多制度需要改變或進步。
- 2.主管機關在等韓國實施結果決定實施與否，台灣有一套適合台灣的法規。
- 3.可試想未來台灣資產管理產業的可能風貌，再檢討當前法律提供了什麼幫助？還缺乏什麼？

### (五)法規上受何限制？有何鬆綁建議？

- 1.成立投信投顧的資本額限制過嚴。
- 2.資產整合法推動前，主管機關能否做到功能性監管？
- 3.鬆綁建議將以 e-mail 提供公會以往的說帖，如全權委託主管機關為何仍給予投資限制等等。

### (六)政府能為產業提供哪些幫助

- 1.金融業發展日新月異，主管機關的監管人才培育很重要。
- 2.投信投資海外資金需 100%避險(央行要求)。
- 3.主管機關管理公平性。會因關說放過犯大錯的業者，但無關係但犯小錯的

業者卻輕放，最終傷害產業形象。

4.協助突破投信投顧業離開僅為金融商品經銷商的泥沼。

5.在業者良莠不齊時，主管機關能否做到差異化管理？

6.參見第二題中劣勢部分。

#### (七)人才培育

1.人才培育不是只有業者，政府也需要人才配置。

2.若產業發達得宜，市場會自然配置人力到產業。

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」研究案投信投顧公會訪談紀錄

訪談地點：投信投顧公會

訪談日期：98 年 2 月 20 日 1:30PM

出席人員：投信投顧公會相關人員、周行一教授、黃森義總經理、徐政義教授、駱建廷、林慧雯、魏慧珊、翁胤哲、尤志中、陳柏文。

訪談問題與建議摘要：

(一)資產管理圖與價值鏈的建議

- 退撫基金只是 one of pension fund，建議將其改為退休金基金，
- 全權委託的部份以台灣來說，除了投資 domestics 以外，海外投資應該也要增加。
- 銀行目前在資產管理方面屬於發展較快，但此次因為 Lehman Brother 的事件，受到一些程度的影響，而證券公司也想開始積極經營此領域。
- Hedge Fund 目前較不受管制，因為事後申報制的關係，容易引發非法銷售和投資糾紛。

(二)相較於香港和新加坡，我國成為亞太資產管理中心的競爭優劣勢。

- 我們的劣勢：
  - 1.語言環境。
  - 2.稅制的誘因，例如個人所得稅、遺產稅等。
  - 3.目前情勢來看，難以和香港、新加坡競爭。
  - 4.基礎建設(infrastructure)，例如捷運系統、都市更新等。
  - 5.台灣金融業相對全球來說，競爭力較差，例如 spread(利差)的劣勢。
- 我們的優勢：
  - 1.台灣人民的熱情和 well-educated。
  - 2.資訊產業(Information Technology Industry)的優勢。
  - 3.生活環境相對自由安全與舒適，例如健保制度、房地產水準。
  - 4.地理位置。

(三)價值鏈中台灣現有的業務有哪些？未來可推動或爭取的？

- 就資產管理契約來說，台灣目前總共有 39 基金公司，其中大約 15 家的 market share 低於 1%，現在前 10 大基金公司，本土佔 6 家外資佔 4 家，其 market share 約佔 68%，所以相對來說是集中的。
- 台灣的市場相對中國大陸的產品線較完整、經驗上也相對豐富，但可惜的是市場很淺碟。
- 經過 Lehman Brother 的事件之後，產品審議委員會的重要性就相對提高。

(四)資本市場整合法對於金融產業未來的前景影響為何？立法的延宕是否對業務發展前景造成不利影響？

- 尚待韓國今年 2 月實施金融市場整合法的成效後，再進一步評估才有意義。
- 公會在看待資本市場整合法的好處是，功能性監管、principle base、原則性監管、負面表列以及同一主管機關來整合，不過由於目前現行台灣市場存在金控的設計，所以就顯得必須也要從商業的機制來考量。
- 就獨立型的資產管理公司要能勝出的必備條件為：performance、產品設計能力和 channel。尤其在台灣是屬於較競爭的市場，在加上台灣市場的投資特性，例如市場較淺和價格競爭等，使得不容易有獨立型的資產管理公司出現。

(五)銀行信託業在台灣資產管理中心將扮演何種角色？

- 投顧業主要扮演的是 adviser 的角色，但是每一家的型態也不太一樣。以台灣的环境，目前產品線已經很多，未來的發展還是以服務華人市場為 priority，同時將來的競爭來自於對岸，而且對岸籌碼比我們多，我們想過去經營，對方也想過來，所以如何尋求最有利的經營策略，像策略聯盟或是參股都是值得未來發展的方向，總結來說，我們的機會在對岸，競爭也來自對岸。

(六)信託在從事資產管理的業務時，在法規上受到那些限制？有何鬆綁建議？

(七)政府能為產業提供哪些幫助

## (八)人才培育

人才培養須政府與業者同時進行，不過對於此項並不需太過擔心

## (九)投信投顧在金融風暴遭受的困境和未來定位

### Other Question:

#### 1.資產管理業者對風險管理的看法為何？

除了業者自設風險管理部外，主管機關的監理也是很重。台灣的監理制度把太多的風險責任擔負在自己身上，尤其是目前採正面表列的核准方式，容易造成審核時間攏長而錯失了市場即時(market timing)的優勢，當然風險管理這方面還是要政府和業者甚至公會三者之間都需要合作，例如民間機構的自律機制責任或是投資者教育上都可以努力。

#### 2.台灣在資產管理的 niche market 為何？

- 以葉銀華委員的意見，賺大中華的錢，也就是華人的錢，例如日本和馬來西亞一樣。

#### 3. 公會對於增加華人市場 channel 對政府有何建議？

- 因為目前尚未和許多國家簽 MOU，所以目前要引出去是相對較困難
- 台灣相對中國大陸還是比較透明，所以相對扮演兩岸三地資產管理 Center 是比較有機會，但是目前台灣的障礙很多，造成資金成本很高，雖存在 OBU 的 tool，但是現存限制還是很多。所以這還是未來尚待釐清的地方。

#### 4. 央行在雙率規範上對資產管理的影響為何？

- 目前只要是關於雙率，皆全部監管，所以可以說是無事不管，業者當然還是希望能夠給予更大的空間。

## 附錄四

### 專家學者座談會紀錄

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」專家學者座談會

開會地點：金融研訓院六樓會議室

開會日期：98 年 5 月 22 日

專家學者：理律法律事務所王雅嫻律師、凱基證券亞太區債券事業處李顧彬資深顧問、中央大學財金系所周冠男主任、安永會計師事務所許祺昌會計師、道富銀行台北分行總經理暨台北市美國商會資本市場委員會共同主席黃素貞共同主席、台灣網路認證公司黃乃寬董事長(依姓名排序)

研究團隊：周行一教授、王文字教授、黃森義總經理、徐政義教授、李承陶、林慧雯、蕭育仁、魏慧珊、翁胤哲、尤志中

#### ● 我們的機會-Out-Out

[李顧彬顧問]資產管理有四塊，(1)海外進來投資台灣，(2)台灣投資海外，(3)台灣投資台灣，(4)海外投資海外。現在台灣跟香港、新加坡比較起來最弱的是(4)，尤其是新加坡。如果要和香港、新加坡競爭，須把第四塊作大(Out-Out)。

Out-Out 這一塊要做大就要去做很多東西，例如由倫敦金融城(City of London)所邀請 1000 位以上的專業金融人士，針對世界 60 個以上的金融城市評比，編製世界金融中心指數 (The Global Financial Centers Index)，評比的主要項目包括專業人才(People)、友善的商業環境(Business Environment)、金融市場的深度與廣度(Market Access)、金融環境的設施(Infrastructure)、總體競爭力(General Competence)。以下根據此五個項目進一步將所有與會人員之意見進行分類。

## 一、專業人才(People)

[李顧彬顧問]全世界資產管理的專業人士一定都是靠海外，你靠台灣有什麼好？海外大型投資公司若願意來這裡設總部，專業人士可能就會來台灣。台灣的學術界是很強大的，訓練出很多人，但我們也看到台灣很多第一流的人才訓練出來之後都跑到香港跟新加坡，他也很容易被引誘過去。

### ➤ 關於專業人才的建議

[周冠男主任]傳統上台灣的金融市場比較強調的重點在行銷，這邊要強調的是知識的觀念。我認為研發是非常重要的一環，要怎麼樣從政策面或思考面促進實務界跟學術界的觀點或實際運作上的配合，是我覺得滿重要的。

在德國，學者如果參與政府計劃的評比的話，總金額的百分之五就是reward，不過如果計畫執行不好，你就有責任。我覺得權責相符這樣才能使整個產業界跟金融界更契合，在上面更有這個施力點。

## 二、友善的商業環境(Business Environment)

[李顧彬顧問]包括法規、稅，還有金融業跟產業的群聚，比如說是不是有很多產業的亞太總部設在這裡，不是只有金融業。

### ➤ 關於法規的問題-必須統合法規

[王雅嫻律師]各個業別有各個業別的規定，但是現在其實主管機關已經逐漸朝向以業別來管理。雖然說我們目前管理的金融監理還是以主管機關來分，但漸漸已開始採取這個業別甚麼行業產業來管理。我覺得法規上，當然現在已經在準備擬一個資產管理法，但這不只牽涉到法規的變遷，還牽涉到主管機關架構變遷的問題，怎麼管理的問題，第一個就是我覺得我們的法規還是很多很複雜。

在法規方面，主管機關讓我們客戶覺得管得太多了。譬如：以基金來講，一定要符合那些種類，使新產品要開拓比較困難，還有現在就基金來講有期貨基金

也有證券投資信託基金，那事實上在國外，衍生性金融商品跟證券其實分野已經沒有這麼大，很多產品已經結合在一起，如果法規是用兩個法規去管的話，然後主關機關是一個啦，但在裡面是兩個，那就法規兩邊管的話，其實在某些方面變成說現在境外基金是證券投資信託基金，以證券投資信託基金為主，如果衍生性金融商品較多，好像要變成另外一個法規來管，將來怎麼統合這個法律，使境外的基金產品進來，還有我國國內自己產品怎麼多元化，在法規方面可能是主管機關可以思考的問題。

法規怎麼改其實是很難，我們中央銀行跟外匯相關的法規，作為主管機關握有很大的權限，最主要的問題是在於中央銀行於政策要上怎麼配合的問題。

➤ 關於法規的問題-法規必須具有競爭力

[黃董事長]剛剛講了這麼多問題，我只講一個我們的法規夠不夠，夠不夠有吸引力，夠不夠有相對的競爭力，剛剛講到了「稅」，不過「稅」並不是最重要的一個因素，但是在別的條件下，這個稅卻可以去 decrease 這個相對競爭力。

例如：2005 年香港財政司長公布了一個經立法局通過的法案，所有的 offshore funds 在香港的 profit 通通免稅，這是當時他們所訂的一個政策。過了不久，他們又再宣布一個遺產稅取消，這些都是他們想要去提高他們相對的一個競爭力，不過這個也的確很有效，當這些 offshore funds 真的去香港，在香港設立管理中心以後，忽然間它的 profit 不用繳稅了，但在當地所得稅還是繳的，他們還去租香港的房子，他還是用香港當地的人，這個 profit 配到你香港居民該怎麼繳就怎麼繳，但那個 fund 本身是沒有稅的。

➤ 關於稅的問題-國際金融業務分行(OBU)條例

[徐祺昌會計師]就稅務的部分跟資產管理中心比較有相關的就是 OBU，這個條例在談的大概針對兩個方向：(1)業者的稅務怎麼給他稅務優惠(2)投資人端相關損益怎麼給他租稅優惠。我們現在看到資產管理中心似乎是把租稅優惠似乎是把



國際金融業務分行條例這樣的東西做為藍本擴充，我所理解的是這樣。但在裡面有幾個問題可能是我這邊沒辦法處理的。目前所了解財政部跟金管會有共識的一些資產管理中心條例似乎比較著重個人投資人免稅的問題，個人當然有免所得稅、最低稅負怎麼免、遺產贈與怎麼免這些東西。似乎金管會在新版心更大，認為錢進來到 OBU 不要只有這些不動的死水的錢可以免所得稅最低稅負遺贈稅，可能連交易的利得都要給他免稅。

從個人投資人端來看。現在要吸引的應該是停靠在海外的資金，我們是超級受託人，可以在全球幫他去管理投資。那有點像指定用途的受益信託，類似這樣的概念。那這樣個人投資人端我簡單的論，我們勢必要去討論現在是要給他免稅優惠或獎勵優惠的稅別是免所得稅、最低稅目、遺贈稅。現在是全免，我想在報章雜誌上可以看到，所得的範圍財政部似乎是說錢放進來的利息所得，但這樣的想法似乎是把它當作一個存款，如果資金是要去投資全世界，那很清楚的態樣所得會來自於海外或國內，來自國內不見得只是因為你是受託的話是投資，所以可能幫他取得一些分離課稅所得、股利所得、期貨交易所得，各種態樣的所得。那這樣的東西來講，是不是一律免納所得稅，我看到的報紙上說金管會傾向全免，這樣有一個扭曲的效果。如果外資直接來台灣，直接投資不同所得適用不同所得稅的待遇，如果外資把錢丟到 OBU，交給 OBU 管理幾乎通通不用課稅，金管會的想法似乎很好，但他可能產生一個很大的磁吸力，我會擔心。

[周行一教授]是說所有的錢都在 OBU，不會在其他地方嗎？

[徐祺昌會計師]對。所以這個想法有衝及存在。剛才都是就個人端來看，回到投資人端來看，若包含法人，法人的話到底是指甚麼樣的法人？是台灣法人的境外資金，還是外國法人的境外資金，是不是都涵蓋在裡面？如果是的話，這兩種情況在課稅上不太一樣。舉個例子來說，外國公司有海外所得在台灣不用交稅，台灣公司有海外所得在台灣要交稅，所以可以發現法人主體的不同，同樣都是來自

於海外所得，在稅制上卻受到不同的對待。

[周行一教授]外國公司的海外資金不用交稅？

[徐祺昌會計師]對，所以我才會提出剛才那個前提問題，當外國公司把海外資金放進來，他取得的海外所得本來就不用扣稅，那台灣公司的海外資金放進來，到底要不要交稅？

[周行一教授]如果照您剛才講的話，所有的稅都沒有了，當然不用交稅。

[徐祺昌會計師]所以像這種衝擊我想是不得不去仔細檢視他的，因為我所知道之前太多條文都著重在個人，所以我就此對公司的部份拋出一點小想法。當然，如果投資人是法人身份，還有其他稅別，就稍微複雜。那最後簡單講，另外一個關於我們在做資產管理中心的這個業者，我們過去是希望他都全免，所以這個…

[周行一教授]所以是你剛剛指的 OBU？

[徐祺昌會計師]對。所以在現在我們會有一個很基本的問題…

[周行一教授]全免講的是全免他的一切所得稅嗎？

[徐祺昌會計師]呃，應該是這樣講，我們 OBU 的話原則上是免所得稅、營業稅、印花稅，但例外的話，如果他收入的來源，例如說他授信的來源是來自於國內的投資人，國內個人或法人，那這部份的所得稅可能就要回復到 15%，營業稅的話就回歸正常的 2%，印花稅也回復正常。所以，大概有點像是這樣。那麼，我現在的一個想法是說，當這個 OBU，例如我們今天在做資產管理這樣的東西，他的錢來源都是來自於外資嘛，那海外的錢他再拿去作轉投資，其實這個轉投資的獲利基本上是一個信託關係，應該錢都是屬於那些委託人的，或是我們講說所謂的受益人；但是，我這個超級資產管理中心，我是賺手續費收入嘛，那這一塊我是不是就可以全免所得稅、營業稅、印花稅？看起來是這樣，因為它的手續費收

入並非是來自於對國內的授信或是銷售，看起來是這樣。但是我最近再報紙上看到一個討論，DBU 這個時候也要加進來，那這個問題我就不曉得要怎麼去連了。所以，整個來談就是比較談到一些投資人端、還有個人和法人的問題，那業者到底 DBU 或 OBU 要怎麼拉進來的問題，所以…

[徐祺昌會計師]我們 OBU 如果是授信給外國公司，那這部份是不用繳所得稅的，也沒有印花稅跟營業稅。對，我剛剛描述的是一個現行的，原則上免，但是如果你的銷售額來自於國內的人或營利事業，就會有稅務的問題。這個是在國際金融業務分行條例的基礎下運作，那我現在的問題就是說，套在一個資產管理中心的操作模式下，似乎它也可以歸類到免稅的那邊去啊。那接來是衍伸的，我從報紙上看到討論的是，DBU 也進來了，那這個是怎麼去操作他？那這個就會回到我提出我一個想法，就是我們現在看到我們有一些新的法規，有關資產管理方面的條例，那他跟 OBU 這個條例的中間，互動上不曉得會不會有一些怎麼去配合的問題？

[周行一教授]那我們現在有一個問題就是，我們在講資產管理中心的時候，其實我們那個時候並沒有這樣想說所有的這種台灣的資產管理中心，他都是以 OBU 的形式來做的。比如，我們台灣的本土授信，他並沒有在 OBU，他還是在募集資金，那這個我們怎麼處理呢？他有沒有什麼特別的 ISSUE？

[徐祺昌會計師]以目前這樣子來看，他們也是用一般台灣的所得稅法跟營業稅法去適用，所以他們沒有這樣的特別條例的情況下，事實上是 25% 的所得稅，99 年會變 20%，那營業稅的話因為是本業所以會是 2%。但如果我們今天是把資產管理中心這樣定調下來，那就會變成，OBU 他在做資產管理時，他可能會得到的這些收入，大概都是依照這個國際金融業務條例本身就免掉了，但是我授信投顧做一樣的事情，我就回到一般的所得稅法，要課稅，所以這個時候是不是就變成，我們如果要解決這個不公平和不均等，是不是會去拉出一個特別條例來，全

部免稅？但是這樣子又會變成一個有趣的情況，台灣大概沒別的基金可以募了，因為這個是最強的，就是所有基金我只要依照資產管理中心條例來做募集的話，我本身業者不用課稅，投資人也不用課稅，會有很大的問題。

[黃總經理]不過今天我們產生一個問題，就是說未來你規劃的方向是什麼？譬如你剛剛講的東西，如果說今天 OBU 的業務範圍要不要課稅是因為 income 是從國內還是國外作為區分的基礎。可是今天問題是，如果說我們的資金向台商要回流，基本上是 Target 在 OBU，那今天他要去投資怎麼樣的一個標的？如果投資在台灣，directive income 是在台灣的，那你和其他的金融中心有的是按幣別來作為區分，因為這個資金如果他已經用新台幣轉成美金去了，他其實可以不回來了，那你如果要鼓勵他回來，要不然你如果要放在 OBU 裡面，要不然你有那樣的商品是屬於外幣的，這些外幣是本國人去籌資的，因為我們現在這個市場是 Demand/Supply 的問題，你要去做適當的 Match。那比如說我們很多企業界它需要去籌美金來講，他不一定要籌新台幣，因為像進口啦，機器啦，設備啦，基本上都是需要美金的，甚至於有些原料都是要付美金的。所以他新台幣其實只是整個過程當中的一部份而已，其實這是一個導管，延伸下來的結果。那如果是這樣，籌資人它是需要這些美金的，那投資者你如果限制他的 Directive Income 一定要是台灣的，你就不行，是不是可以畫出一條路，如果這個籌資者它是籌美金，那你 OBU 來去投這個美金的東西，可不可以有一個比較例外的管理？也就是說，去附和投資的需求，那台灣企業界很多需要去籌美金的，那我們本來是說，是不是可以在 Offshore, OBU 這一塊給他訂出一個條例，因為我們要吸引台商外面的資金回來，他本是比照 OBU 的，可是你現在 OBU 如果說來投資台灣的商品，Direct Income 是從台灣的，NO WAY，還是要有 TAX。既然要做資產管理中心，可不可以再未來創造出一條路，讓他來買外幣或是非台幣的資產，也是我們本國企業或者外國企業來籌資的？因為如果外國企業來籌，老實講，他也沒什麼賦稅啊。我現在要講的是，如何讓我們市場的 Demand/Supply 流動更高一點。不過我們現

在的籌資很多是我們自己在籌的，結果我們投資人也是自己在投的，因為我們錢很多嘛，籌資人也很需要啊。那現在一般銀行來講，你如果要去籌資的話，透過銀行去貸款，那個條件是很麻煩的，而且很多都需要擔保，就表示我們今天銀行的整個操作上是比較傳統的，新商品開放的機會並不多，而且非常保守，這個投資性很高，競爭很厲害，所以利差也越來越小，而台幣資金又那麼多，所以在規劃上是不是這是一個未來的方向，去比照外國，例如說新加坡，你只要是籌資需要美金的，我管你是新加坡人還是非新加坡人來籌資，我一樣給你 OBU 的待遇，Why not？這是一個 Issue，這樣子我們才能夠走出去。所以說透過 OBU 的機制，業者可以免稅，連投資者都可以免稅，可是對籌資跟投資管道的橋，我們如何把他搭起來，如何開出一條路來，譬如說讓外幣籌資。你想想看，我們每一年，一個自然人，只要是政府核准的，可不可以一個人匯五百萬美金出去？再想想看，一個家庭有多少五百萬美金可以匯？我相信，在淨資產的頂端也非常少。可是我們中央銀行都已經可以讓他們一個人匯五百萬美金，一家四口就是兩千萬，一般的中產階級，不要說一個人，一個家庭要賺兩千萬美金都很難…

[周行一教授]我的印象中，我們現在所謂的 OBU 其實是銀行為主，我們沒有投信在 OBU 裡面的。那現在黃總你講的說是我們的投信…

[王雅嫻律師]對不起，投信現在也是可以發外幣的，就是國內的基金也是可以發外幣計價的

[周行一教授]可是他不屬於 OBU，他就是可以發嘛。那，黃副總的意思大概是說，如果我們現在可以發的話，是不是只要買的人，他只要買的是外幣的，他就可以受到 OBU 的待遇，即使他是投信發的？或是說，我們投信拿買他的錢去投資外幣標的，那麼也是可以受 OBU 的待遇的？

[黃乃寬董事長]我剛剛聽了黃總所講的，我覺得範圍更廣一點。因為有一些回流的美金放在 OBU，所以呢，很可能是本來我們的 OC 要發 GDR 的時候要到倫敦去拿錢，現在不用跑到倫敦，在這邊 OBU 就可以拿錢，但是呢，他也是 GDR，是在境外的，並不是在台灣…

[黃總經理]就像我們台積電到美國去發個 ADR，鴻海到歐洲去發個 GDR，都是在籌錢，但為什麼我今天去買個國外的 GDR 我就不要付稅了？為什麼我回來台灣買，我就要付稅？這是很奇怪的道理。

[周行一教授]黃總經理的意思是說，一個投信他的商品，會有投資人給投信錢，然後投信才可以拿錢去買標的。然後只要他買的標的是美元的，應該是跟 OBU 的優惠是一樣的；又因為這個標的是買美元的，所以這個投資人給投信錢應該也是要照 OBU 的，大概是這個意思。

#### ➤ 關於稅的問題-基金就源扣繳 10%

[李資深顧問]關於亞太資產管理中心，稅在這裡會有一個問題。台灣最早的共同基金，基金本身是沒有稅的，是分配給投資人的時候，回到投資人自己該有的稅率去報稅，這是最早的投信的架構是這樣的，但是中國人很聰明，政府規定有漏洞，但要達到這個目的必須配合強制分配，像美國就是規定至少要 90% 要強制分配，可是台灣又沒有規定，所以所有投信發的基金就不配，最明顯的是債券型基金，所以免稅，那全部就逃掉了，逃到後來，所以政府後來受不了，在經過多方的爭執之後，現在塵埃落定就是說，不管投信配不配一律課 10%，所以投信現在發的基金就變成是對投信課稅，所以現在就卡在集合帳戶，不曉得財政部是因為前驅之見，他就是堅持不肯，但是如果說現在要做到亞太營運中心的話，有可能最後要去解決這個問題。對基金課稅就是說不論免不免稅，就是課 10%，如果是這樣的話，外國人可能認為說，在這邊被課了，他回國不能抵，那外國人為甚麼

要來。

[許會計師] 我說明一下，99 年以後，原則上跟現在就是一樣，就是基金還是可以不分配，但是債券型基金分配是屬於利息分配，個人取得就是就源扣繳 10%，個人的部份還是有權力去選擇將基金的受益憑證處分，不參與基金分配的配息，就屬於證券交易所得，是不需課稅的，而外國人參與基金配息是就源扣繳 20%，若外國人是贖回基金的話，也是不課稅的。

➤ 關於稅的問題-外國投資人的稅制要和本國人須一致。

[許會計師]現在金融商品配給外國人，該扣繳多少的稅其實不是法在規定，我們都規定在各類所得扣繳率標準。以前金融資產證券化也是在講說要分離課稅，我們在各類所得扣繳率標準配給外國人也是比照本國人一樣扣 6%，但是後來從民國 96 年，國內個別投資人在取得公債公司債的利息，也是採 10%分離課稅，不過外國人在這一部份則是扣 20%，所以其實我們要發展外國人的資金進來台灣，投資台灣的話，可能外國人在投資這種金融商品也要比照國人的標準待遇一樣也是扣繳 10%。

➤ 關於稅的問題-中央政府組織改造->國稅局

[許會計師]在稅法上的例子，美僑商會也一直在提這個見解就是，什麼叫做中華民國來源所得？光是這件事情，我們實務上的見解和判斷是很清楚的，甚至有些營業稅等我們也認為很清楚，不過你會發現國稅局的一些特殊立場，也許為了稅收或其他因素所做出的解讀，會讓我們這些專家不論是律師或是會計師都非常驚訝。二個例子，參見原始檔。

過去相關法令若是由賦稅署發動，通常會比較有國際觀，但若是由國稅局發動較比較會有稅收考量，且一但這個案件國稅局核稅進入行政救濟也就是打行政法律階段，賦稅署就會說請交給法官裁定，我不會介入，也就是說，國稅局用一個比較嚴格的解釋去執行後，賦稅署就不管了，會交由法官去決定，可是比較客

觀的去看目前稅務方面的法律案件，一般業者都是輸的。

➤ 關於稅的問題-員工分紅費用化

國際會計準則要接軌 IFRS，那員工分紅的部分要費用化，變成是公司的一個費用或成本，可是不能讓你抵稅，這是一個很奇怪的作法。

[許會計師]我修正一下，以前是不可以啦，那民國 97 年以後可以，但是他還留個尾巴，就是說我們公司法允許這個員工分紅可以由母公司給子公司的員工，財務會計上就會顯示成這是子公司的費用，但是稅務的解釋就是你怎麼可以配給公司以外的員工，所以就不管你的財務會計了，那這樣就會跟財務會計又脫軌了，因為它的意思其實就等於是母公司把自己分紅的東西去投資子公司，再由子公司來酬勞子公司的員工，因此在財務會計上的認定這是子公司的薪水，這是財務會計上的觀念，但是我們稅務的解釋令說，反正公司以外的就是不能認，所以這個也是常常出現的衝突啦。

➤ 關於稅的問題-共同基金與集合管理帳戶

[黃總經理]關於共同基金與集合管理帳戶，在稅又不一樣了，如果說投信所發的共同基金，投資人是免稅的，是當作一個 capital gain，可是如果透過信託集合管理帳戶，他算是一個受益證券，是必須課稅的，這兩個區別又不一樣了。

註：[王律師]集合管理帳戶他並不把他認為是一個共同信託基金，因為他認為全權委託帳戶是不能廣告的，他是特定的信託跟信託之間的關係，那共同基金是對不特定的大眾，所以他其實比它分開。只是銀行當初在推集合管理帳戶的時候，他把它當成是一個像共同信託基金這樣來推展，所以到後來，實質上變得好像跟基金是一樣的。



### 三、金融市場的深度與廣度(Market Access)

[李顧彬顧問]所謂的 Market Access 比如說你做金融產品之後錢有了，但是這產品市場不在這，比如說亞洲最大的特定產業市場，或是股票的 Trading Center 在不在這裡等等，我們在台灣的市場相對是很小的。就是說，你錢來到這裡，但是你接下來馬上就要準備跑到香港或新加坡去了。

### 四、金融環境的設施(Infrastructing)

[李顧彬顧問]Infrastructing 就是說你的交通、商業的 ability 跟 quality、Supply、租金等等。

[黃素貞總經理]我只是說你這基本的 infrastructure 要 ready，你才可以 accumulate wealth，你才可以 a try wealth，你才有機會去 manage 人家的 wealth。

#### ➤ 關於匯款的問題

[黃素貞總經理]台幣的匯款是不是非常 efficient，大額的匯款其實是相當的貴，那譬如說你在美國，在香港，他只有一個 Hong Kong Dollar Current system，在台灣其實是還沒有做到這個。這些都是小事，但是這就是會產生交易的成本，還有可能因不了解而被罰錢，那我的公司是不是有 reputation risk，那如果是這樣的話，我不可能把你當成一個中心，我有這麼多風險我來這邊，是不是一個成本。

[李顧彬顧問]大部分國家的匯款，譬如說在美國，美金是算他的 all currency，在台灣，台幣就是 all currency，你如果在當地匯不是 all currency 當然比較貴。台灣有一個比較特別的，他是按級距，兩百萬 35 塊，那每隔一百萬可能多 10 塊 20 塊，你說你小的時候可能很便宜，可是大額很貴。([黃總經理]兩千萬一次)這應該不是政府規定，一個半官方的。

[黃素貞總經理]你想想一個 FINI(外國機構投資人)要進來匯款，他當然是上億的，上億的話他要匯幾次呢，好多次，那就很貴。

我們國內有兩套系統，一個是 RTGS，一個是金資中心，RTGS 是指跨海，只有銀行可以作，金資中心是對客戶，一般人都可以，銀行圈是沒有這個問題，銀行是一筆，包含幾十塊錢。但是 FINI 就不能走這個，它是不能走那條線，他要付比較多的錢

➤ 關於借券的問題

[黃素貞總經理]借券有沒有 License resource，沒有吧，所以說 borrower lender 還是有風險的，可能會退票，因為今天我是借給你券的人，我要提前 recall，要你提前還券，但你已經先賣掉了，借不到，那怎麼辦。這裡有一個 Lending agent，台灣機制不夠，台灣機制不夠完整，你沒有保護市場參與者，他可能面臨風險，這是滿具體的，所以你這個制度就長不大了。

➤ 關於研究報告的問題

[黃素貞總經理]我們台灣現在對 brokerage research 限制，他只能 research 台灣的公司，如果這個台灣的公司他是在上海上市，或是在香港上市，他不能去做。例如：鴻海在這邊的 brokerage research，他只能 research 在台灣證交所上市的公司，證券投資顧問不能作與陸有關的，他的 research team 就不能 research 不是正面表列在台灣的公司，他不能 produce 這個 research，他不能給他 clients research。

[王雅嫻律師]但是投顧是可以的，投顧只有大陸有限制，其他應該是沒有，證券投資顧問他是要付費的，他要給他 client 錢，那你說的那種證券商他要提供給他的客戶的，顧問服務要付費的那種，他只能就台灣的有價證券，以及他如果能夠受託買賣，他就用他受託買賣的外國有價證券可以，就那個部分是可以。他如果有受託買賣的 licenses，他可以提供國外的，他可以受託買賣有價證券的顧問的那些資料。

[黃素貞總經理] 但很多產業是有連貫性的，譬如說鴻海他其中有一個子公司是在大陸上市的話，他的 team 在香港要提供，不是在台灣的 team，那這樣如果是要把台灣變成一個 regional，一個 center，其實是有一點緣木求魚。

這個問題應該是沒有解決，但是可能有希望，可能有希望，就是你如果要讓它變成一個 regional center，他必須要能夠做到這點，否則的話，他還是必須香港的同仁來做，那香港的同仁叫你台北來就好了，你怎麼可能說我來主導這個 region 呢，因為你有這些限制，不能主導這個 region，對對對，你沒有給他條件主導，他怎麼可以主導，

## **五、總體競爭力(General Competence)**

[李顧彬顧問]一般的競爭條件，物價、有無反商情結、有沒有討厭金融業薪水太高、金融人才在這邊的稅務，倒不是說像我們講的遺產稅或個人稅。你要吸引 Talent，你要不要給他優惠稅，跟你整個台灣的個人所得稅，這是兩回事。

[黃素貞總經理]稅整個制度，給他一點 incentive，我實在是非常同意。

### **以上五個項目總結：**

[黃素貞總經理]我覺得一個市場要好是整面性的， talents、business 或是產業的 environment，market access、infra structure，general competence，真的不是一蹴可幾，其實我覺得我們是不是要有 **realistic view**，如果這個市場面不夠吸引，不夠有效率，其實你要成為什麼中心，不是一天兩天可以做到，就算你把這個條例作起來，這個項目作起來，你整個市場其實是沒有到達那個 ready，所以他不能爬到 top10，也不能持續的經營，與持續的吸引資金。

舉例:你有辦法吸引全世界的人來做生意，你自然就有機會去 maximize 他們的 wealth，你如果吸引不到他們，你就要想想這個市場是不是 efficient，我們不是說這個市場大不大，而是說這個市場是不是 efficient，we do not care it is large or small，而是 efficient，你讓這個參與人承擔了不應該承擔的 cost 和風險，如果他

們有這個風險和 cost，他為什麼要來，因為他要付出比較多的代價，他的 net return 會這麼高嗎，他要放在哪裡，所以這個是最基本的問題。譬如遺產稅的降低，這是一個非常正面的消息，這個就是 one step toward wealth management。

人會聚聚落，一個人沒有辦法做起來，他一定要很多會計師、稅務的人員、律師、還有 reading 的設備，大家要一起才可以做成一個 deal，如果大家沒有一起，那怎麼做成一個 deal，必須法律上要允許你做，律師、會計師、稅務人員都重要，所以我是說，我們有心是很好的，但是我們必須要 realistic。

如何 realistic? 我把問題講出來，我們一步一步做吧，剛剛教授講了，我們 unit 是在哪裡，我們現在自己 evaluate 我們的 strength 是在哪裡，我們從我們可以做得到的地方，可以跟人家 deprivation(?)，說老實話，你要去 replicate Hong Kong too late，也沒有必要，我們真的是不一樣，我們就看我們 strength，我們有很多台商，就像黃總經理講的，the wealth 是跟他們來的，我們以他們為目標然後看他們需要的是什麼，我們只能一步一步走，你不可能一步登天，人家也是交了很多的功課才會到今天。

## ● 我們的機會-中國大陸

[黃董事長]由歷史觀點來看，都是一個區域快速發展，它在那個時候加入，它就成功了，這樣看來，台北應該有這種條件。台北在地理上、時間上都很有利，我們就處在全球經濟發展最快的區域附近，不管是中國大陸也好、印度也好，都是發展快速，印度也許遠些，但是中國大陸的發展已經是夠大的一個機會，時間上不管是兩岸的關係等都較印度好，我們能不能抓住這個機會，那台北到底能不能做這個金融中心或資產管理中心，已經講了很久，我倒是覺得要怎麼樣去抓住這個機會，而不是要不要做，在全球化的趨勢裏，如果不去做，那麼另一個選項就是被邊緣化，應該是沒有人會選擇被邊緣化的，那麼你就必須把自己做的更好。

## ● 我們的機會-境外中心

[黃董事長]關於「境外」，如果也從歷史上來看的話，澤西島成為境外，境外之所以會成為這樣子的地方，因為國內的法規讓有些商業活動無法在國內進行，因而跑到一個相對比較鬆散的地方，就變成了一個境外的地方，後來倫敦也成為了歐洲大陸的一個境外中心，然後美國愈來愈大，我們甚至可以說倫敦是紐約不能做的時候的一個境外中心，如果台北也朝這樣的一個方向去發展的話，我們也比較會有利基，例如大陸不能做的，他們可以跑到台北來做，那確實是機會。

## ● 我們的機會-關於台商有何方向特別提出

[凱基李顧問]約前兩天的報紙，中央銀行的副總裁有講到兩到三個重點：

(1)是台灣從 2005 到 2008 年，台灣的經濟成長率大約 4.18%，其中出超佔了 3.1%，所以維持新台幣的動態穩定是很重要的，那我一直在想這裏面的邏輯，到底是不是有倒果為因？是否因為我們為了出超，所以低匯率、低利率，而內需就很弱，所以我們一直認為出超很重要，央行也從沒放手，所以也不知道內需可不可以起來，那為了維持 GDP，只好一直就撐在那裏，內需也就愈來愈弱。

(2)有關降遺產稅，之前降遺產稅很多人講說國外的錢就會匯回來，可是國外的錢怎麼回來？國外的錢可能是美金，可能是歐元、可能是澳幣、日幣，回來後都要變新台幣呀，如果同時沒有錢要出去，那中央銀行就要去……，所以你看去年下半年到現在，中央銀行的入帳多了一兆多，外匯存底又多了好多，央行我覺得它經過了這一波我覺得它是不太願意，它就講說其實台灣爛頭寸 6 兆多，那你都回來你還要 SWAP，所以他們都說你如果不是 out-out，那 in-out 與 out-in 到最後都跟央行有關，這裏產生一個問題，如果你回來的錢是投信，你還能去管他，因為他是法人必需要去 SWAP，那若是個人，央行如何管他？那這個會怎麼演變，對你們的報告，如果你們要做的是 in-out 與 out-in，那央行這個因素，的確是存在的。

[黃董事長]其實若從物理上 minimum restriction (最少限制)來出發，要來做這個資產管理的話，我們當前最好是發展 in-in 或是 out-out，那 in-out 與 out-in 就暫時不要做。

[凱基李顧問]不過這問題還是和台商有關，你台商要不就給他 out-out 要不就 in-in，你若要 in-out，可能中央銀行就…。

[黃總]不過我覺得就目前形勢來看，台商擁有外面的錢太多了，他們在國外不要稅，一回來就要稅，那現在遺產稅都在下降，那很多人都在講那錢都從外面進來；第二個你來看 QFII，QFII 制度現在是取消了，可是外國的投資者，不管是自然人還是法人，特別是法人，他都可以拿國外的錢進來這邊，那你中央銀行有管嗎？那為什麼對於台商 parking 在 offshore 的錢，回來就要適用本國人的待遇？那當初你不是讓他 flow 出去？每人每年 500 萬美金的額度，這個你要不要弄一個剛剛董事長講的一個水準，讓他像當初一樣例如讓他也 500 萬美金回來呢？那這個 treatment 應該要一樣。

[凱基李顧問]讓自然人進出每年都是 500 萬美金，而我剛提到要作 SWAP，但在現行規定下，你如何去要求我，國內自然人錢回來去作 SWAP？

[黃總]你讓我錢出去的時候不用作 SWAP，你讓我即期作，那我匯回來時為什麼不能即期匯回來？你要我去作 SWAP，那台灣有 SWAP 的市場嗎？沒有啊，台灣的 SWAP 是淺碟子，一面倒啊，SWAP 的成本有多貴啊？貴到比你付利息還要貴，這樣子合理嗎？

[凱基李顧問]不過他這 SWAP 的方向會和他出去時不一樣，反方向的，成本會降下來。

[黃總]可是你要曉得現在壽險資金匯出去，都是 one side，因為國外報酬高它就出去了，但若台幣在這邊升值了，它的錢又要趕快回來，為什麼？因為它的利息所得有可能因為外匯虧，有時一個月就虧 5%，那個利息報酬率你看美國中央公債報酬多少？太低了啦，5 年期還不到 2%，你投那個作什麼？你現在要鼓勵台

灣設立資產管理中心，你不希望國外的錢回來，至少你也希望第一個把台商的錢拿回來。

[周教授]它看起來還是怕匯率的波動，你只要資金可以進進出出，它就會覺得它很累了，所以如何讓它覺得可以照顧出口商，能夠解決它這個最大的問題。

## ● 證券商與投顧的建議

[李資深顧問]

投顧的建議：

(1)全權委託類似私募代操，全權委託目前有規定一檔股票不能超過 20%，大概類似公募基金的概念，其實私募是不是需要限制那麼嚴，是可以考慮放寬；

(2)投顧可以推薦股票，但如果推薦台灣以外的股票(紅籌除外)，如推薦美股或是歐股，則須事先跟主管機關申請，要準備很多文件，一支一支股票這其實是不容易。如果說鼓勵要做金融中心，這個方面當然要更有彈性。

券商的建議：有關財富管理目前的法令規定，如果授權券商可以做財富管理的話，就可以做全權委託、現金管理。全權委託下面，在銀行端可以做到指定信託、不指定信託跟特定信託，那這三種能不能單獨管理或集合管理也都可以做，從券商的角度來看，當然希望可以跟銀行一樣，因為這是投信的業務，他既然放出來給銀行，當然券商也希望可以去作，這是指定、特定跟不特定的部份，不管是單獨管理或集合管理，券商當然希望能夠做。

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」研究案會議紀錄

開會地點：政大逸仙樓

開會日期：98 年元月 5 日

出席人員：周行一教授、徐政義教授、林慧雯、魏慧珊、翁胤哲

決議事項：

1. 蒐集並撰寫各國資產管理中心資料；慧珊負責美國；胤哲負責英國；黃總研究助理負責香港；慧雯負責韓國；育仁負責澳洲(下週末前將初稿寄給徐政義老師)
2. 預計農曆年後進行業者訪談
3. 下次開會時間為 1/21(三)下午三點於金融研訓院(邀請所有老師及研究助理)



「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」研究案會議紀錄

開會地點：金融研訓院六樓會議室

開會日期：98 年 1 月 21 日

出席人員：周行一教授、王文字教授、黃森義總經理、徐政義教授、駱建廷、林慧雯、蕭育仁、魏慧珊、翁胤哲

1. 黃總建議加入新加坡資產管理狀況之介紹，目前決議先由王老師搜尋新加坡有關資訊，再行決定是否將新加坡納入本研究探討。
2. 過完農曆年的第二週(開學前、2/14 那週)，擬先拜訪投信投顧公會(周老師聯繫)、信託公會(徐老師聯繫)，之後再聯繫拜訪台灣金融業者(請黃總羅列拜訪參考名單)，初步決定拜訪銀行及投信，本土及外商各一家。
3. 第三章以提案書內容為主進行細部修改，並配合第四章之內容，請徐老師給予指導。
4. 預計開學前初步完成第三、四、五章。
5. 徐老師要求訂資產管理書籍，由金融研訓院進行訂書以供研究之用。

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」研究案會議紀錄

開會地點：金融研訓院六樓會議室

開會日期：98 年 2 月 26 日

出席人員：周行一教授、王文字教授、徐政義教授、陳柏文、林慧雯、蕭育仁、  
魏慧珊、尤志中

1. 向投信投顧公會蕭秘書長商議拿取其有關中後台業務之研究報告，由周老師  
聯繫中。
2. 增列私募基金業務及創業投資基金業務。
3. 修改第七章各節內容架構(詳如附件)。
4. 下次開會前完成第七章初稿。
5. 擬於 3 月底進行期中報告。
6. 下次開會時間 3/19(四)下午五點於金融研訓院。

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」研究案會議紀錄

開會地點：金融研訓院六樓會議室

開會日期：98 年 3 月 19 日

出席人員：周行一教授、黃森義總經理、王文字教授、徐政義教授、陳柏文、林慧雯、蕭育仁、魏慧珊、尤志中、翁胤哲

1. 期中報告定於 4/17(五)下午三點半至五點半於金融研訓院。
2. 修改第七章各節內容架構(詳如附件)。
3. 敬請黃總提供外匯政策建議的文章一頁。
4. 徐老師提供五篇報告，分別由胤哲、慧珊、志中、育仁及慧雯一人負責彙整一篇，期中報告前先完成初稿。
5. 下次開會時間 4/10(五)下午五點半於金融研訓院。

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」工作會議紀錄

開會地點：金融研訓院六樓會議室

開會日期：98 年 4 月 27 日

出席人員：周行一教授、黃森義總經理、王文字教授、徐政義教授、陳柏文、林慧雯、蕭育仁、魏慧珊、尤志中、翁胤哲

(一)期中報告審查意見擬修改情形

院長：

1. 請說明資產管理中心裡，依據財務理論定義的兩個 structures，其一為資金募集者：針對共同基金、投資銀行等金融商品設計業者，其二為財富管理者：代操、全權委託、私人銀行等業者，應如何管理規範，並檢討美國、歐洲投資銀行公司法案所存在的弊病，而導致這次金融海嘯的原因，以及往後法規應如何改進建立與規範。

→請王老師小組從法的觀點協助補充

2. 建議 review 外匯法草案。

→請徐老師、王老師及黃總小組給建議補充

3. 如欲建立華人資產管理中心，應建議兩會協商開放兩岸資金自由流通，引進大陸資金。

→請徐老師補充。簡單說明兩會於 4/26 的協商結果，並針對現階段資金流通規範是否合理，並就應開放項目提出建議

董瑞斌教授：

1. 根據本研究案擬訂之具體行動方案去進行立法方向修訂之探討，如：研究報告提到我國成為亞太資產管理中心之劣勢(P. 188-P. 190)，應如何改進，而於立法方向如稅法、證交法應該如何配合修訂。

→請黃總補充。有關稅賦部份，可包含外國人來台工作的稅率、金融商品投資稅

率、外國機構來台課稅規定、台灣居民遺證稅等相關規定之評析與建議，並對陳沖主委 4/24 發表稅負的談話進行評論。

2. 修正：City of London 為一個協會、同業組織，並非倫敦市政府。

→麻煩徐老師協助修改

3. 修正：建議將 P.195 提到的”新”政府改為”馬”政府。

→麻煩徐老師協助修改為”馬”政府

林志吉副組長：

1. 有價證券的重新界定？境外結構型商品是央行認定可透過指定用途信託投資的國外商品，但並非證交法定義之有價證券。對於境外結構型商品的規範，因涉及範圍繁雜，目前不傾向修改證交法，而是採設立審查制度及總代理制度。

→請志中協助補充，現行審查制度及總代理制度的相關規定及看法

2. 建議針對資產管理中心發展條例的架構及方向做說明。

→請王老師協助補充納入。由慧雯向林副組長詢問，是否可取得資產管理中心發展條例

3. 建議考量第八章的有限責任合夥及金融資產證券化條例，與本研究的關連性高低，可斟酌將其放入或酌刪。若有必要將金融資產證券化條例納入研究報告，則建議一併納入不動產證券化條例及開發型不動產證券化條例。

→請王老師協助補充，將不動產證券化及開發型不動產證券化條例納入

4. 資產管理業者(P.14)漏掉了期貨信託事業，建議將其加入。

→請王老師協助納入期貨信託事業

5. 補強信託業者從事業務範圍及業務方式，包括設立集管帳戶、募集基金、辦理全權委託業務等等管理方式(P20-P21)。

→請王老師協助補充

6. 於第二章第四節其他常見投資標的及方式(P27)，建議將 G20 對於避險基金、衍生性商品交易監理的規範納入。

→請徐老師協助補充

7. 修正：全權委託投資所需最低資金已由 1000 萬元降為 500 萬元(P37)。

→請修正

8. 第六章第二節法規與賦稅(P190)，信託集合管理帳戶與投信基金均屬信託關係。關於課稅議題主要差別在於，投信基金因為不分配沒課稅，而資本利得也是不課稅的。而集合管理帳戶則在所得稅法明文規定，無論是否分配均需寄發扣繳憑單給投資人。

→請王老師協助補充

9. 第八章第二節信託法制之基本問題，提到”檢討並修訂信託法與信託業法，以建立完備的資產證券化法制”，因資產證券化條例已於 91 年完成，建議可酌刪，或者是請提供有關信託法與信託業法其他具體建議可修訂方向。

→請王老師協助補充

10. P. 227-P. 228 所引用之文獻較為老舊，目前相關法規已有部分修訂。

→請王老師協助補充

(二)預定於 5/22 下午 4 點於金融研訓院六樓舉辦座談會，座談會後開工作會議

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」研究案會議紀錄

開會地點：金融研訓院十樓梯廳

開會日期：98 年 5 月 22 日

出席人員：周行一教授、黃森義總經理、王文字教授、徐政義教授、李承陶、林慧雯、蕭育仁、魏慧珊、尤志中、翁胤哲

1. 5/22 座談會會議實錄先以逐字稿方式處理，第 1 個小時由王文字老師助理負責，第 1~1.5 個小時由慧雯跟育仁負責；第 1.5~2 個小時由志中負責，逐字稿於座談會後一周內完成，並將完成之逐字稿寄給慧珊及胤哲做再次整理與分類。
2. 將 5/22 座談會與談人提到的相關內容及議題，進行查證與消化。
3. 下次會議時間 6/9(二)下午五點半於金融研訓院六樓。
4. 6/9 工作會議將針對 4/27 的工作分配主題進行討論。

「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」研究案會議紀錄

開會地點：金融研訓院十樓梯廳

開會日期：98 年 6 月 9 日

出席人員：周行一教授、王文字教授、徐政義教授、陳柏文、林慧雯、蕭育仁、  
尤志中、翁胤哲

1. 請徐老師先撰寫第六、七章，再請王老師加入有關”法”的看法。
2. 需針對期中報告評審委員意見作一修訂對照表。
3. 下次會議時間 7/16(四)下午五點半於金融研訓院六樓。



「我國成為亞太資產管理中心之建立及立法方向」研究案會議紀錄

開會地點：金融研訓院十樓梯廳

開會日期：98 年 7 月 17 日

出席人員：周行一教授、王文字教授、徐政義教授、黃森義總經理、陳柏文、林慧雯、尤志中、翁胤哲

1. 請各位將更新內容放入期中報告內。
2. 第六、七章提及有關法規及課稅煩請王老師及黃總經理提供意見看法。
3. 第九章結論的部份請徐老師統整。
4. 需針對期中報告評審委員意見作一修訂對照表。
5. 將會議記錄及專家學者等文件放入附錄，並由慧雯負責整合與排版。
6. 下次會議時間 8/10(一)下午四點半於金融研訓院六樓。

## 參考文獻與資料來源

1. 2000 年金融服務及市場法。  
(<http://www.legislation.hmso.gov.uk/acts/acts2000/200000008.htm>)
2. 王文宇，信託法原理與商業信託法制，新公司與企業法，元照出版公司，2003 年 1 月
3. 王文宇，信託法原理與商業信託法制，新公司與企業法，元照出版公司，2003 年 1 月
4. 王志誠，跨越民事信託與商事信託之法理—以特殊目的信託法制為中心，台灣金融研訓院資產證券化研習班講義，於 2002 年 5 月 5 日至 5 月 18 日
5. 王志誠，受益權證券化與特殊目的信託法制，台灣金融財務季刊，第二輯第三期，20010 年 9 月
6. 涂秀蕊，美國不動產投資信託制度之研究，東吳大學法律研究所碩士論文，1993 年 6 月
7. 王志誠，資產證券化與信託原理，載於集保月刊，第 47 期，1997 年 10 月
8. 公務人員退休撫卹基金管理委員會：<http://www.fund.gov.tw/>
9. 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會：<http://www.sitca.org.tw/>
10. 中華民國創業投資商業同業公會：<http://www.tvca.org.tw/>
11. 台灣證券交易所：<http://www.tse.com.tw>
12. 台灣證券交易所委託研究報告
13. 世界證券交易所聯合會(World Federation of Exchange. WFE) Annual Report —<http://www.world-exchanges.org/>
14. 行政院主計處網站：<http://www.dgbas.gov.tw/>
15. 行政院金融監督管理委員會證券期貨局，2007 年金融人才菁英培訓班
16. 行政院勞工委員會：<http://www.cla.gov.tw/>
17. 行政院勞工委員會勞工保險局：<http://www.bli.gov.tw/>
18. 行政院勞工退休基金監理會：<http://www.lpsc.gov.tw/>
19. 行政院經建會官網：<http://www.cepd.gov.tw/>
20. 行政院金融監督管理委員會委託萬國法律基金會「日本金融商品交易法之研究期末報告」，2007 年 11 月
21. 杜怡靜，金融業者於金融商品販賣時之說明義務-以日本金融商品販賣法為

例，月旦法學雜誌 2005 年 11 月

22. 杜怡靜，日本金融商品交易法中關於金融業者行為規範-兼論對我國法之啟示，臺北大學法學論叢第六十四期
23. 宋家元(2008)，台灣成為亞太地區資產管理業產品發展及管理中心之可行性研究，台灣大學管理學院碩士在職專班財務金融組未發表碩士論文
24. 巫和懋，陳元保，(1999)，「我國成為亞太金融中心第三階段之規劃委託研究總結報告」，行政院經濟建設委員會委託研究報告
25. 邱顯比，李存修，(1998)，「發展我國成為亞太資產管理中心之策略與具體作法」，台灣證券交易所委託研究報告
26. 柯專員輝芳；陳稽察員豐隆(2007)，澳洲及新加坡退休基金制度及管理實務考察報告，公務人員退休撫卹基金監理委員會
27. 法國巴黎銀行香港分行：<http://www.bnpparibas.com.hk/en/home/default.asp>
28. 岡田則之、高橋康文編，逐條解說金融商品販賣法，財団法人金融財政事情研究会，2001 年
29. 林世淵，美國金融證券化之發展，載於證券發展季刊，第 16 期，1992 年 10 月
30. 英國證券市場相關法  
(<http://libsvr.sfi.org.tw/torica97web/download/England97.pdf>)
31. 「自律制度之研究報告」，證券市場各種管理暨業務人才培育訓練班第六期
32. 李存修、邱顯比、曾宛如，「證券投信暨投顧事業發產資產管理服務業務之策略方向、法規架構與具體推動方案」研究報告，2005 年
33. 洛桑管理學院(IMD) World Competitiveness Yearbook 2008
34. 計葵生，2008，台灣金融業：2012 年經濟發展之基石，經濟前瞻 115，P.10-15
35. 美國證券法規之介紹 (<http://www.info.gov.hk/info/expert/annex3c.pdf>)
36. 香港證券及期貨事務監察委員會：<http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/>
37. 香港財經事務及庫務局：<http://www.fstb.gov.hk/chinese/sfst/article01.html>
38. 香港政府統計處：[http://www.censtatd.gov.hk/home/index\\_tc.jsp](http://www.censtatd.gov.hk/home/index_tc.jsp)
39. 香港投資基金公會：<http://www.hkifa.org.hk/chi/>
40. 香港證監會網站 <http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/index.html>
41. 神田秀樹(監修)/大崎貞和、武井一浩、有吉尚哉(監修、編著)，金融商品取引法要点解説，頁 23，財団法人金融財政事件研究会，2006 年 7 月 10 日

42. 桂先農，「英國證券管理制度簡介」，載於證券管理，1992 年八月
43. 徐小波、劉紹標主持，劉瑞霖、葉雪暉、蔣大中、范鯨、鄧彥敦研究「資產證券化之法律及政策問題研究」，行政院經濟建設委員會委託理律法律事務所執行，1997
44. 涂秀蕊，美國不動產投資信託制度之研究，東吳大學法律研究所碩士論文，1993 年 6 月
45. 郭土木，金融管理法規(上)，2006 年 7 月
46. 陳春山，金融整合及資本市場發展策略，證券暨期貨月刊第 22 卷第 9 期
47. 陳漢仁，論證券投資信託基金投資人之保護，國立臺北大學法學系碩士論文，2007 年 8 月
48. 第一太平戴維斯官網：<http://www.savills.com/>
49. 教育部網站：<http://www.edu.tw/>
50. 馮震宇，2002，論著：從結算交割發展趨勢論跨國結算交割之風險，證券暨期貨管理月刊 20，P.1-25
51. 愷特，2007，預測台灣大未來，知青頻道出版
52. 楊雅惠，2008，培育金融人才以邁向亞太金融中心，經濟前瞻 119，P.88-90
53. 資本市場發展趨勢論壇，香港證券及期貨市場的整合經驗，2004 年 2 月 11 日
54. 劉連煜，新證券交易法實例演習，2007 年 2 月增訂 5 版
55. 臧大年、謝哲勝、鄭惠佳，我國實施不動產抵押貸款債權證券化法律制度配合之研究，載於證券市場發展季刊，第 10 卷第 1 期，1998 年 4 月
56. 賴英照，股市遊戲規則最新證券交易法解析，2006 年 2 月初版
57. 澳洲風險監管局網站：[www.apra.gov.au](http://www.apra.gov.au)
58. 澳洲統計局：<http://www.abs.gov.au/>
59. 澳洲外交貿易部：[http://www.dfat.gov.au/facts/global\\_economy.html](http://www.dfat.gov.au/facts/global_economy.html)
60. 澳洲退休公積金選擇官方網站：[www.superchoice.gov.au](http://www.superchoice.gov.au)
61. 澳洲證券投資管理局：[www.fido.gov.au](http://www.fido.gov.au)
62. 澳洲研習報告，劉稽核純斌、蔡稽核雅雯出國報告

63. 澳洲證券市場相關法制(<http://www.info.gov.hk/info/expert/annex3c.pdf>)
64. Asset Management Association of Korea :  
<http://www.amak.or.kr/Eng/trend/TsKeyStatistics.aspx>
65. Barclays Global Investors website
66. Barron's Magazine, 2008 Top Wealth Managers in the U.S.
67. Capgemini and Merrill Lynch, 2008 亞太區財富報告
68. Capgemini and Merrill Lynch, 2008 World Wealth Report
69. Financial Services Commission Republic of Korea website
70. Henry Hansmann and Reinier Kraakman, supra note6
71. Investment Company Institute (ICI) website: <http://www.ici.org/>
72. ICI, 2008 Mutual Fund Shareholders
73. ICI, 2008 Fact Book
74. ICI, 2007 Fact Book
75. ICI, The U.S. Retirement Market, Third Quarter 2008.
76. International Financial Services London website: <http://www.ifsl.org.uk/output/>
77. International Financial Services London (IFSL) Research: Private Equity 2008
78. Investment Management Association website
79. J. Lederman, The Handbook of Asset-Backed Securities, 1990
80. J.P. Morgan website: <http://www.jpmorgan.com>
81. Korea Exchange: <http://www.kse.or.kr/>
82. Korea national statistical office: <http://www.kosis.kr/eng/index.htm>
83. Mirae Asset Financial Group website: <http://www.miraeasset.com>
84. National Pension website: <http://www.nps.or.kr/>
85. National Venture Capital Association (NVCA) website: <http://www.nvca.org/>
86. NVCA, Yearbook 2008
87. Roslan, R. and Polak, P., 2009, "Can Brunei Darussalam be Asia's Next Leading

Location for Regional Treasury Centres?” *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 29, 7-23.

88. PEI(Private Equity International) Magazines, PEI50 : Private Equity International’s ranking of the world’s largest private equity firms.

89. Pensions and Investments (P&I) website: <http://www.pionline.com/>

90. State Street Corporation website: <http://www.statestreet.com/>

91. The U.K. Financial Services and Markets Act2000:A Framework Summary”, World Securities Law Report, BNA, 09/00

92. UK National Statistics website

93. Walter, I., 1999, “The asset management industry in Europe:competitive structure and performance under EMU,” *In:Dermine, J., Hillion, P. (Eds.), European Capital Markets and a Single Currency*, Oxford University Press.

94. Walter, I. and Sisli Ciamarra, E., 2006, “Asset Management Industry in Asia: Dynamics of Growth, Structure and Performance,” *working paper*.

95. Wikipedia:[http://en.wikipedia.org/wiki/File:Venture\\_Capital\\_Fund\\_Diagram.png](http://en.wikipedia.org/wiki/File:Venture_Capital_Fund_Diagram.png)

96. Wikipedia: [http://en.wikipedia.org/wiki/File:Leveraged\\_Buyout\\_Diagram.png](http://en.wikipedia.org/wiki/File:Leveraged_Buyout_Diagram.png)