

TDC

集保雙月刊

Vol.233- 2017年8月



01 編輯室的話

03 國際要聞

- 日本銀行業使用區塊鏈技術到衍生品契約業務
- 中國外匯交易中心與香港交易所就債券通成立合資公司
- 澳洲金融監管機構將加強對本地保管銀行之監理
- 韓國開放衍生性商品與債券交易綜合帳戶

07 特別報導

我國股東會與表決權行使之法理與實務探討 -- 兼論出席股份門檻限制暨同時以電子投票及委託書行使表決權之效力分析影響
方嘉麟 洪秀芬 周振鋒

21 本期專欄一

受委任機構辦理有價證券公開收購內控作業程序
黃蓁蓁 王秋敏

30 本期專欄二

機器人投資顧問在我國市場的監理 -- 以美國為借鏡
吳宓穎 曲華葳

45 重要紀事

47 圖片集錦



中華郵政台北誌字號第917號
執照登記為(雜誌)交寄

發行人：林修銘
編輯者：集保結算所期刊編輯委員會
發行者：臺灣集中保管結算所
地 址：台北市復興北路363號11樓
電 話：02-2719-5805
網 址：www.tdcc.com.tw



本期國際要聞內容包括「日本銀行業使用區塊鏈技術到衍生品契約業務」、「中國外匯交易中心與香港交易所就債券通成立合資公司」、「澳洲金融監管機構將加強對本地保管銀行之監理」及「韓國開放衍生性商品與債券交易綜合帳戶」等 4 篇報導。本期國際要聞內容除了從 Global Custodian、HKEX 及 Regulation Asia 網站摘錄各國證券金融市場最新動態新聞外，編輯同時針對相關新聞整理詳細的後續追蹤報導，俾提供讀者對世界各國證券金融市場最新訊息有更進一步的認識與瞭解。

本期特別報導刊載政治大學法學院教授方嘉麟、東吳大學法學院副教授洪秀芬與中正大學法學院副教授周振鋒合著之「我國股東會與表決權行使之法理與實務探討 - 兼論出席股份門檻限制暨同時以電子投票及委託書行使表決權之效力分析影響」，本文主要以比較法為基礎，藉由對美國、日本、德國、中國大陸、英國等國有關股東會出席股份門檻限制，以及股東同時以電子投票及委託書行使表決權之效力規範之研究，比較分析我國現行規範上存在著何種缺失及問題，據以提出具體建議，俾作為主管機關未來修法或訂定相關配套規範之參考。

本期專欄一刊載本公司稽核室副理黃綦綦及專員王秋敏合著之「受委任機構辦理有價證券公開收購內控作業程序」，本文旨在說明證券市場公開收購作業因可避免經由交易市場大量購入股票，造成股價大幅波動，對公開收購人而言，容易掌握收購成本，為各國在進行敵意併購時普遍使用的一種方式，我國歷年來為使公開收購制度更為完善、資訊更為透明，仍持續修訂相關法令規範以符時宜。

本期專欄二刊載本公司企劃部專員吳宓穎及曲華葳合著之「機器人投資顧問在我國市場的監理 -- 以美國為借鏡」，本文將就機器人投資顧問服務的定義、特性與發展背景等基礎概念進行介紹，借鏡全球相關服務發展最為成熟之美國市場，探討其發展歷程、各界意見及監理議題，並就我國機器人投資顧問服務市場背景與發展潛力進行分析，指出相關法規障礙，提出改善建議，盼能作為產官學界後續研究、改革的參考。



- 日本銀行業使用區塊鏈技術到衍生品契約業務
- 中國外匯交易中心與香港交易所就債券通成立合資公司
- 澳洲金融監管機構將加強對本地保管銀行之監理
- 韓國開放衍生性商品與債券交易綜合帳戶

日本銀行業使用區塊鏈技術到衍生品契約業務



一些日本銀行，包括 Nomura 和 Mizhuo，已經開始測試由 R3 開發的區塊鏈平台，以簡化衍生性商品合約協商過程。

Sumitomo Mitsui 銀行和 Daiwa 證券集團也成功測試了由 Corda 開發的初階平台，該平台使用區塊鏈技術開發。

開發這個平台主要用途是當雙方在協商衍生性商品合約時，能不依賴電子郵件作為溝通方式，同時確保條款和條件可以安全地被記錄，並且這些資訊可以儲存在區塊鏈平台上。

根據 Nomura 發布的消息，集團正尋找其他可應用該技術的領域，如運用到其他金融產品合約和產品開發。

作為開發過程的一部分，所有五家銀行會共同確定業務需求，Nomura 和大和總研負責領導開發以 Corda 為基準的應用程式。

接續著區塊鏈聯盟 R3 獲得 1.07 億美元融資，該平台進而展開規劃。巴克萊、美銀美林、匯豐、BNY 梅隆、花旗、法國巴黎銀行和德意志銀行等 40 家主要機構共同參與此投資案，投資金額創下歷史新高。

這筆 1.07 億美元的投資是區塊鏈技術發展迄今為止獲得的最大投資，資金將用於加速技術的開發。

(資料來源：Global Custodian, 2017/06/02)

中國外匯交易中心與香港交易所就債券通成立合資公司

中國外匯交易中心與香港交易所宣布在香港成立合資公司 — 債券通有限公司，負責債券通相關交易。

債券通為中國人民銀行與香港金融管理局於 2017 年 5 月 16 日宣布開展內地與香港債券市場互聯互通合作的全新計劃，讓中國內地與境外投資者透過在香港建立的基礎設施，能夠在對方市場買賣債券。根據監管機構的公告，初期先開通「北向通」，即境外投資者投資於中國內地銀行間債券市場，未來將適時研究擴展至「南向通」。



債券通公司將與國際債券交易系統緊密合作，提供北向通投資者相關服務，投資者將使用該交易系統買賣中國內地銀行間債券市場的各類債券。中國外匯交易中心與其附屬公司持有債券通公司 60% 股份，另 40% 由香港交易所持有。債券通公司將在中國人民銀行和香港金融管理局的統一指導下，積極開展相關工作。

中國外匯交易中心總裁裴傳智說：「債券通是內地支持香港債券市場發展的機制，也是中國銀行間債券市場進一步對外開放的嘗試。初期通過兩地債券市場基礎設施的互聯互通和跨境合作，吸引更多的境外投資者參與境內債券市場，未來將根據中



國金融市場對外開放的整體部署，提供更便利的債券市場投資環境。」

香港交易所主席周松崗說：「債券通是一個突破，在這機制下，境外投資者可首次透過一個直接便捷的管道參與中國龐大債券市場。債券通的推出再次印證了香港在連接國際投資人與中國市場中扮演的關鍵角色。」

香港交易所總裁李小加說：「債券通是繼 2014 年滬港通和去年深港通啟動後，中國與香港市場建立互聯互通機制的另一重要里程碑。債券通將合作範圍由股票擴大至固定收益資產，在香港為大家提供一個進入中國債市的有效平台，將為中國與香港市場，以至國際投資者提供更多選擇、更佳機會及更多便利。」

（資料來源：HKEX, 2017/06/07）

澳洲金融監管機構將加強對本地保管銀行之監理



澳洲金融監管機構批評本地小型保管銀行未遵從資產保護的規定。

澳洲證券與投資委員會（ASIC）最近發布的監管指南（RG 133），明定保銀和保管服務提供者業務執行規範。

監管機構指出，若干銀行似乎沒有修改其保管協議以符合新的 RG 133 要求。

ASIC 還認為，一些機構可以同時兼營資產管理和保管業務，但他們無法證明能將兩項業務分隔確保客戶資產不被不當挪用，而且有些機構法規部門資源配當不足。

「資產保管人，不論是負責機構或保銀，若沒有適當把關機制，對客戶資產會有潛在威脅。因此，資產保管人必需要有足夠的資源和適當的風險管理機制，確保其可以妥善執行保管和相關業務。」ASIC 專員 John Price 說。

澳洲擁有世界第四大養老基金，截至 2016 年底，超過 1.5 兆美元的資產投資於養老基金。

ASIC 已經要求保銀修改並更新他們的保管條約和風險管理協議，以符合規定。

ASIC 在審查中指出：「本報告發布時，有兩個機構仍然是高度監管的對象，鑒於報告中所提之警示，我們要求其提出具體解決方案。」

全球金融主管機關皆增強了對保銀的監督，包括英國金融行為管理局（FCA）在 2017-2018 業務計畫中列出對保管行業的業務規範。

保管機構一站式服務、缺乏競爭、採用新技術和面對網絡攻擊應對的能力，是目前 FCA 一再強調的擔憂。

（資料來源：Global Custodian, 2017/06/23）

韓國開放衍生性商品與債券交易綜合帳戶



韓國金融服務委員會（FSC）6月26日開始允許外國投資者使用綜合帳戶交易衍生性商品，達到加入摩根士丹利資本國際 (MSCI) 已開發國家指數所規定之條件。

同一天，監管機構也開放允許個人投資者專門為ETF、個股期貨和選擇權設立避險帳戶。

從6月29日起，綜合帳戶可進行債券交易，這項方案已於今年3月介紹給國外市場參加人。

MSCI在2012年用韓國當例子，說明其在編彙指數時如何分類國家。韓國雖符合市場規模和流動性要求，但缺乏綜合帳戶和其他功能，導致資產管理者要處理複雜流程，且終端投資者要承擔較高的成本和費用。

（資料來源：Regulation Asia, 2017/06/28）



我國股東會與表決權行使之法理與實務探討 - 兼論出席股份門檻限制暨同時以電子投票及委 託書行使表決權之效力分析影響

方嘉麟

政治大學法學院教授

洪秀芬

東吳大學法學院副教授

周振鋒

中正大學法學院副教授

壹、前言

近年來，我國公司法制之發展迅速，修法頗為頻繁，目的無非欲與國際公司治理之潮流接軌。而股東會係公司之最高意思決定機關，股東權之保障亦為公司治理之重要一環。蓋股東得以表決權行使之方式，表達其對股東會議案的支持或反對意見，發揮對公司的影響力，監督公司經營，進而促進公司治理。然而，我國公司法雖對股東權益保障與股東參與監督設有諸多規定，但觀其法理設計與實務運作之情形，仍有不少未臻妥善之處。

首先，公司法對股東會之普通決議及特別決議，分別訂有出席股份門檻之規定。前者要求出席門檻（或出席定足數）為代表已發行股份總數過半數股東之出席，後者則為代表已發行股份總數三分之二股東之出席。而股東會決議之作成，依法須達到出席門檻，始為有效。是以，出席門檻往往關乎股東會成會與否關鍵之所在。惟，現代公司因股權分散、股東人數眾多、外國人投資、股東理性冷漠等因素，因而不少股東未有足夠誘因參與股東會，而上述出席門檻依現行法並無調整空間，使得公司股東會召集有龐大壓力。如此壓力對於公開發行公司與上市櫃公司而言，更為顯然。公司為能順利召開股東會以進行相關議案之表決，大多須藉由徵求委託書及發放股東會紀念品之方式，始能達到法定出席門檻之要求，對公司而言實為沉重之負擔。而委託書制度雖能令無法出席股東會之股東，藉由委託書授權他人代理出席，進而間接行使股東權，亦能使股東人數眾多之上市櫃公司透過委託書之徵求，相當程度緩解出席門檻問題；但近年來委託書常被作為爭奪公司經營權之工具，且於此同時偶有發生違法徵求、價購委託書或加贈非公司所發放紀念品等情形產生，已嚴重扭曲委託書原本設定之功能，如此不免讓人重新思考現行股東出席門檻

之規定是否有可再修正調整之可能。換言之，現行法對股東會出席門檻並無容許公司自行調整空間，對於有湊足出席門檻之公司言，實造成龐大壓力，而可能致使其為徵求足夠委託書而游走法規邊緣，造成實務不少亂象。若法規允許公司能調降股東會出席門檻以符其實際需求，該等亂象似可迎刃而解。

再者，公司法增訂了股東得以書面或電子方式行使表決權之規定，在現今資訊科技發達之時代，透過電子化之方式落實股東行動主義、強化公司治理係勢不可擋之趨勢，此修正可謂進步之立法，而我國公司法雖對以書面或電子方式行使表決權訂有明文之規定，然觀其規定，似有法理上欠缺妥適之處。按公司法第 177 條之 2 第 3 項之規定：「股東以書面或電子方式行使表決權，並以委託書委託代理人出席股東會者，以委託代理人出席行使之表決權為準。」股東以書面或電子方式直接行使表決權之效力，法理上本應優於委託代理人間接行使表決權，然本項卻規定直接行使之效力劣於間接行使，似不合理。查該項立法理由，係基於股東既已委託代理人出席，且亦可能涉及委託書徵求人徵得股數之計算等之理由，為實務運作計算便利，而設此之權宜措施。然僅因實務運作上之考量，即推翻上述之法理順序，此項立法難謂妥當。更何況，股東以電子方式行使表決權時，法律上擬制為親自出席股東會，且其意思表示應於股東會開會二日前送達公司，而以委託書方式行使，則係屬委託他人間接出席股東會，該委託書應於股東會開會五日前送達公司，故無論從行使投票時效性之角度，或從股東親自參與股東會意思表示之角度，電子投票均更符合股東行使意向及公司治理精神，亦有助於股東行動主義之落實。

由此觀之，不論是關於股東會出席股份門檻之限制，以及股東同時以電子投票及委託書

行使表決權之效力問題，凡此種種，均是股東行動主義浪潮之下，現行公司法所未盡完善之處。從而，本文認為有必要重新思考與研究現行制度下是否能有更加完善之空間，以符合當代公司治理之國際潮流。本文擬以比較法為基礎，藉由對美國、日本、德國、中國大陸、英國等國有關股東會出席股份門檻限制，以及股東同時以電子投票及委託書行使表決權之效力規範之研究，比較分析我國現行規範上存在著何種缺失及問題。透過分析外國立法例規範之內容，加以借鏡，為我國法帶來啟發並作為未來修正方向與內容之參考。最後，將基於上述比較法研究成果，對於我國法未來修正方向及內容，提出具體建議，以作為主管機關未來修法或訂定相關配套規範之參考，健全公司法制發展，強化公司治理。

貳、股東會出席門檻規範與調降可行性分析

一、我國法規範

公司法對於股東會之出席門檻並未明文規定是否得以章程調降門檻，但於特別決議有授權章程得調高出席門檻之規定。普通決議依公司法第 174 條，「股東會之決議，除本法另有規定外，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之」，除此之外，未有得以調降出席門檻之明文。特別決議部分，更要求應有「代表已發行股份總數三分之二以上股東出席」之出席門檻，且公司法有不少條文授權公司章程可再調高出席門檻。例如，依公司法第 13 條第 3 項，公司章程得調高股東會同意超過實收資本百分之四十之轉投資之出席門檻。準此，公司法此時所訂之股東會特別決議之出席股東人數與表決

權數「均係指所需之最低額而言。如公司訂立章程，規定股東出席人數及表決權數較法定所需之最低額為高時，自非法所不許¹。」惟，對於特別決議事項，現行規範未見有法律授權公司章程「調降」出席門檻之明文，故解釋上應不可行²。另針對公開發行公司，公司法或證券交易法有不少得降低股東會出席門檻之明文規範，但此為法律因應公開發行公司股權分散之特性，特別予以明文規定，而以「降低出席門檻」、「提高出席表決權比率」作為股東會特別決議之替代作法，究其性質，仍與法律容許章程調降股東會出席門檻有所不同。

司法實務意見舉台灣台北地方法院 101 年度訴字第 1145 號民事判決說明之。該判決略謂：「再按股東會之決議，除本法另有規定外，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之，固為公司法第 174 條所明文規定，惟該條文係對股東會一般議決事項通過與否之出席數及表決權數所為法定強制規範，係為保障少數股東權益之最低強制規範，則在強制規定範疇外，自得回歸私法自治，即得由股東會決議採行較高標準之決議方法，是被告公司章程第 12 條規定：

『股東會之決議除公司法另有規定外應有代表已發行股份總數四分之三之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。』並未違反公司法第 174 條規定，自屬有效。」從此判決可知，司法實務認為雖未有法律明文肯認，但以章程「調高」普通決議之出席門檻不涉及保護股東權益問題，故應回歸私法自治原則，認為調高股東會出席門檻之章程條款為有效。換言之，縱法無明確規範，就普通決議事項，公司得以章程「調高」、但不得「調降」股東會之出席門檻。對此，行政主管機關經濟部看法相似，

認為「若股份有限公司為因應某些重要事項而將股東會普通決議之出席權數或表決權數門檻提高，於法尚無不許。³」國內學說進一步解讀經濟部見解，認為章程僅能就特定重要事項提高出席門檻，而不得「概括性」調高所有普通決議事項之出席門檻⁴。但亦有論者認為公司法第 174 條性質上應屬於絕對強制規定，不論是以章程條款「調高」或「調低」普通決議之出席門檻，皆因違反公司法第 174 條、第 191 條規定而應屬無效⁵。



綜上分析，在我國法下不論是普通決議(包括假決議)或特別決議，除非法律明文規定外，解釋上公司皆不得以修改章程方式「調降」股東會之出席門檻，此似為現行規範下之結論。惟如此解釋，公司自治範圍顯然過於狹隘，是否符合現行實務操作需求與國際立法趨勢，實值得檢討。國內即有論者從國外立法例尊重公司自治之角度觀察，建議未來應容許公司得以章程調高或調低出席定足數或表決權數，以擴大章程自治範圍⁶。但如前述，亦有論者認為公司法第 174 條係為確保少數股東權益保障，進而認本條係屬強制絕對規定者。因而，該論者雖未明確表態，但觀其立場，似認為不宜授權公司得以章程調降股東會之出席門檻⁷。準此，對於是否宜以修法授權公司得以章程降低股東會之出席門檻，國內學說似未有定見。

二、外國立法例

(一) 美國

美國法就股東會出席門檻 (quorum) 規範係明定於各州公司法中，一般均要求股東會決議時應有具表決權股數 (shares entitled to vote) 過半數之股東出席，為法定預設門檻 (default rule)。惟，多數州法亦允許公司得於章程 (certificate of incorporation) 或辦事細則 (bylaws) 調高或調降出席門檻。德拉瓦州公司法 (Delaware General Corporation Law) 第 216 條 (a) 項即允許公司得以章程或細則調整法定之出席門檻，惟最低不得少於具表決權股份數之三分之一股東之出席。模範公司法 (Model Business Corporation Act) 第 7.25 條也容許公司得以章程調降股東會出席門檻，但與前揭德拉瓦州法規定不同，模範公司法並無明文規定出席門檻之最低限制。換言之，公司降低股東會出席門檻至三分之一以下時，解釋上亦屬可行。

(二) 日本

日本關於股東會出席門檻，依会社法第 309 條第 1 項規定，除章程另有規定外，股東會決議以得行使表決權股份過半數股東之出席，出席股東表決權過半數之同意為之⁸。由此，日本会社法對於「普通決議」事項，法定出席門檻為「得行使表決權股份過半數股東之出席」，惟仍授權公司得以章程降低或調高法定出席門檻與表決權數。另外，会社法就第 309 條第 2 項所列舉之「特別決議事項」(即應得行使表決權股東之表決權過半數股東出席，出席股東表決權三分之二以上同意)，亦允許公司以章程另行降低出席門檻，且最低可至得行

使表決權股份股東之表決權數之三分之一，與「普通決議」無最低出席門檻限制不同。但就對「特別決議」事項，章程僅能提高表決權數，而不得降低表決權數⁹，藉此維持股東會決議之代表性。整體而言，不論是「普通決議」或「特別決議」事項，日本會社法對於以章程調高或降低股東會之出席門檻，均給予公司廣泛的自治空間¹⁰。

(三) 德國

德國股份法（Aktengesetz，簡稱 AktG）對公司股東會之決議，並未規定須達一定出席率方能作成決議，因此，即使公司股東會出席率很低，亦不妨礙股東會決議作成之可能，甚至僅有一表決權之一股出席，即可作成決議¹¹。但公司章程可就決議或特定議案之決議作成能力，規定最低出席率方得進行投票表決，以避免議案或某些議案在出席率相當低的情況下作成決議，然而這樣的出席率規定，在公眾型公司（公開發行公司）的章程中並不多見¹²。德國法未強制設置出席門檻，係出於法令無法強迫股東行使權利，從而無法要求股東必須出席股東會，因此，若強行規定出席門檻，反而可能導致股東會易於流會，但公司章程，在法律明文允許下，仍是可就決議或特定議案之決議作成能力，規定最低出席率。

(四) 中國大陸

中國大陸公司法第 103 條第 2 款（相當臺灣法典條文中之項）規定：「股東大會作出決議，必須經出席會議的股東所持表決權過半數通過。但是，股東大會作出修改公司章程、增加或者減少註冊資本的決議，以及公司合併、分立、解散或者變更公司形式的決議，必須經

出席會議的股東所持表決權的三分之二以上通過。」可知，中國大陸並未對股份有限公司之股東大會決議設置出席門檻，而僅是有規範表決同意門檻。

(五) 英國

英國就股東會之出席門檻係規定於該國公司法 (Companies Act 2006) 第 318 條。按該條第 1 項，在一人股份公司，僅需一位「適格出席者」(qualifying person) 出席，即符合法定出席門檻 (quorum) 之要求。若非於一人公司，依同條第 2 項，需二位「適格出席者」出席即可達出席門檻，但若該二位出席之人係代表同一公司或為同一股東之代理人時，則不符合此門檻規定之要求。於此所謂「適格出席者」，依第 318 條第 3 項規定所示，包括自然人股東、公司股東之代表人、受股東委託出席之代理人在內。較特別者，英國法就股東會出席門檻計算係以「出席人數」為標準，而非以出席股東所代表之股份數作為基礎。論者指出其主要原因為英國法不要求股東會表決以出席股東持有股份數為計算，使用舉手表決 (a show of hands) 亦為可行方式¹³，因此，出席股東持有股份數未必係股東會能否為有效決議之重點。由於英國法要求股東會出席門檻極低，符合此要件並不困難，因而論者認為實際上該規定形式意義遠超過實質意義¹⁴。由此可推知，於英國法下公司似無需再有「調降」股東會出席門檻之必要。

參、委託書行使表決權與電子投票規範

一、委託書行使表決權

(一) 現行規範

所謂委託書，係指股份有限公司依法召開股東會時，為免因故不能出席，致有損股東權益或有礙於股東會順利進行，由有權出席股東會的股東所授權的代理出席股東會文件，於法律上，委託書性質屬於民法上之「代理關係」，而出席股東會委託書即是表彰股東本人授予代理人出席股東會的代理權授權證明文書。我國現行法令對委託書之規範，因公司是否為公開發行公司而有管理程度上之差異，若非屬公開發行公司，僅須依公司法第 177 條規定，若為公開發行公司，則須優先適用證券交易法第 25 條之 1 及其授權子法，其等未規定者，仍須適用公司法第 177 條規定。相關規範如下：

1. 公司法第 177 條

非屬公開發行公司之股東使用委託書，應遵守公司法第 177 條規定，依 65 年台上字第 1410 號民事判例指出，本條第 1 項所規定之「股東得於每次股東會出具公司印發之委託書載明授權範圍，委託代理人出席股東會」，係為便利股東委託他人出席而設，並非強制規定，因此，公司雖未印發委託書，股東仍可自行書寫委託書委託他人代理出席。對於代理人資格，本條未有資格要求規定，代理人可為公司股東或非股東。一股東以出具一委託書，並以委託一人為限，委託書上應載明授權範圍，可為全權授權或限定授權代理行使表決權，惟此授權僅限當次股東會，不得一次為長期授權。委託書應於股東會開會五日前送達公司，委託書有重複時，以最先送達者為準，但聲明撤銷前委

託者，不在此限。此五日前送達公司，其立法目的為便利公司之作業，是以，股東於開會當日報到時始提出委託書於公司，公司如拒絕受理，於法尚非無據¹⁵。依第 177 條第 2 項規定，除信託事業或經證券主管機關核准之股務代理機構外，一人同時受二人以上股東委託時，其代理之表決權不得超過已發行股份總數表決權之百分之三，超過時其超過之表決權，不予計算。而委託書送達公司後，若股東欲親自出席股東會或欲以書面或電子方式行使表決權者，應於股東會開會二日前，以書面方式向公司為撤銷委託之通知，若逾期撤銷者，仍以委託代理人出席行使之表決權為準，此規範係為避免股務作業之不便與爭議¹⁶。

2. 證券交易法第 25 條之 1 及其授權子法

公開發行公司之股東使用委託書，應優先適用證券交易法第 25 條之 1 及其授權子法「公開發行公司出席股東會使用委託書規則」（下稱委託書規則）。依委託書規則規定，委託書之用紙，應以公司印發者為限，委託書之取得可分徵求與非屬徵求取得，前者係代理人主動取得委託書，後者係代理人被動取得委託書，而委託書規則對代理人或委託徵求之委託人有一定之資格規範¹⁷。除資格規範外，委託書規則對徵求與非屬徵求取得委託書亦有程序上之規範，例如徵求委託書之書面及廣告應載明事項、資訊揭露、徵求人或受其委託代為處理徵求事務者不得於徵求場所外徵求委託書、徵求人應於徵求委託書上簽名或蓋章、徵求取得之委託書不得轉讓他人使用、受三人以上股東委託之非屬徵求的代理人應檢附其委託書非屬徵求取得之聲明書予公司或其股務代理機構等。又委託書規則規定，委託書之取得不得以給付金錢或其他利益為條件，但代為發放股東會紀

念品或徵求人支付予代為處理徵求事務者之合理費用，不在此限。此外，委託書規則亦有規定代理股數之限制、代理行使表決權不予計算情形等。

(二) 實務運作情形

就委託書之實務運作而言，對非公開發

行公司僅要求其應於股東會開會五日前送達公司，但對公開發行公司則須遵守委託書規則及相關股務規範或程序規定。

關於公開發行公司委託書之使用及相關股務作業時程，如下圖：

股東常會	股東臨時會	作業項目	法令依據
前 60 日內	前 30 日內	停止過戶開始日 (自開會日起算)	公司法 § 165
38 日前	23 日前	委託書徵求人檢送徵求資料送達公司並副知證基會	委託書規則 § 7
30 日前	15 日前	1. 寄發開會通知書及委託書予股東。 2. 以證基會網站公告徵求人徵求資料者，編製徵求人徵求資料彙總電子檔案傳送至證基會網站，以日報公告徵求人資料者，彙整徵求人資料連續公告二日。 3. 將股東會開會通知書、委託書用紙、有關承認案、討論案、選任或解任董事、監察人事項等各項議案之案由及說明資料製作成電子檔案傳送至公開資訊觀測站。	公司法 § 172 委託書規則 § 7 公開發行公司股東會議事手冊應行記載及遵循事項辦法 (下稱議事手冊應記載辦法) § 5
21 日前	15 日前	股東會議事手冊電子檔案傳送至公開資訊觀測站	議事手冊應記載辦法 § 6
15 日前	15 日前	備妥股東會議事手冊備置於公司供股東查閱	議事手冊應記載辦法 § 6
10 日前	10 日前	備妥財務表冊、監察人報告書備置於公司供股東查閱	公司法 § 229
5 日前	5 日前	委託書送達公司最末日	公司法 § 177
2 日前	2 日前	撤銷 (回) 委託通知送達公司最末日	公司法 § 177
1 日前	1 日前	委託書完成統計驗證	
開會日	開會日	徵求或非屬徵求取得之委託書彙整編製明細表，於會場揭示並輸入證基會網站	委託書規則 § 12、§ 13
會後 5 日內	會後 5 日內	股務代理機構如為受託代理人應將相關事項備置於股務代理機構	委託書規則 § 14
會後 7 日內	會後 7 日內	委託股東可向公司 (股務代理機構) 查閱委託書使用情形	委託書規則 § 18
會後 20 日內	會後 20 日內	寄發議事錄予股東	公司法 § 183

資料來源：臺灣集中保管結算所，股東會委託書徵求作業及統計驗證作業宣導說明會資料

公開發行公司委託書於股東會開會前應經公司之股務代理機構或其他股務代理機構予以統計驗證，但公司自辦股務者，得由公司自行辦理統計驗證事務。公司應將統計驗證機構載明於股東會召集通知，變更時，公司應即於「公開資訊觀測站」公告¹⁸。

應注意，公司不得將徵求場所代客戶換領紀念品並蓋有「代領紀念品」之委託書，列入出席股數或參與議案表決之計算。

二、電子投票

(一) 現行規範

電子投票制度係規範於公司法第 177 條之 1 及之 2。原則上公司可自由提供電子投票方式，但證券主管機關應視公司規模、股東人數與結構及其他必要情況，強制命令公司股東會應提供電子投票方式，作為股東行使表決權之管道之一。

股東以電子方式投票者，其意思表示應於股東會開會二日前送達公司，意思表示有重複時，以最先送達者為準，但聲明撤銷前意思表示者，不在此限。由此規定可知，我國之電子投票制度係屬事先投票制，惟在現今電子科技一日千里之情形下，是否有必要應於股東會開會二日前即完成投票，似有斟酌之餘地。又發生重複電子投票時，原則上以最先送達者為準，此乃相當不合理，蓋後送達之電子投票，方為股東最新之意思表示，理應以後送達者為準，我國現行規範並不妥適。

股東電子投票後，如欲親自出席股東會者，應於股東會開會二日前，以電子方式撤銷電子投票之意思表示，逾期撤銷者，以電子投票為準。然若股東未撤銷電子投票又親臨股東會時，依主管機關解釋¹⁹，股東仍可出席股東會，且

可於股東會現場提出臨時動議及對臨時動議行使表決權，蓋其認為，臨時動議係開會時臨時提出，為電子投票股東原已行使過表決權以外之議案，故親臨會場之電子投票股東對臨時動議由於事先並未行使過表決權，自可在現場行使表決權，但對已投票過之原議案或其修正案則不可再行使表決權，而對修正案，其原先之電子投票依公司法第 177 條之 1 第 2 項但書以棄權論。主管機關之所以如此解釋，實囿於現行法令之限制，為保障股東表決權行使權益，不得不對第 177 條之 1 第 2 項但書之法條文義進行適用上的限縮解釋，然為解決本規範之不合理，實應尊重股東本人之親自行使表決權的意思表示，故有學者主張，股東電子投票後，不論有無事先撤銷（回）電子投票之意思表示，如其於股東會開會當日親自出席者，應即視為撤銷（回）之前的電子投票，而允許股東於股東會現場親自行使表決權²⁰。

為配合 2005 年 6 月公司法新增電子投票制度，使公開發行公司於採行電子方式行使表決權時之股務作業有所依循，金融監督管理委員會（下稱金管會）於 2005 年 12 月修正「公開發行股票公司股務處理準則」（下稱股務處理準則），新增第二章之一書面或電子方式行使股東會表決權專章，對電子投票之股東身分確認、資料傳輸安全、公司製作電子投票內容及應記載之事項、電子投票情形之資訊揭露、電子投票之統計驗證等予以規範，惟此處理準則僅適用於公開發行公司，對非公開發行公司並不適用，然非公開發行公司仍是得自由採用電子投票制度，其行使電子投票之股東仍是應受同樣的保障，公司亦有電子投票相關股務作業的需求，因此，宜於公司法配套增訂相關規範。

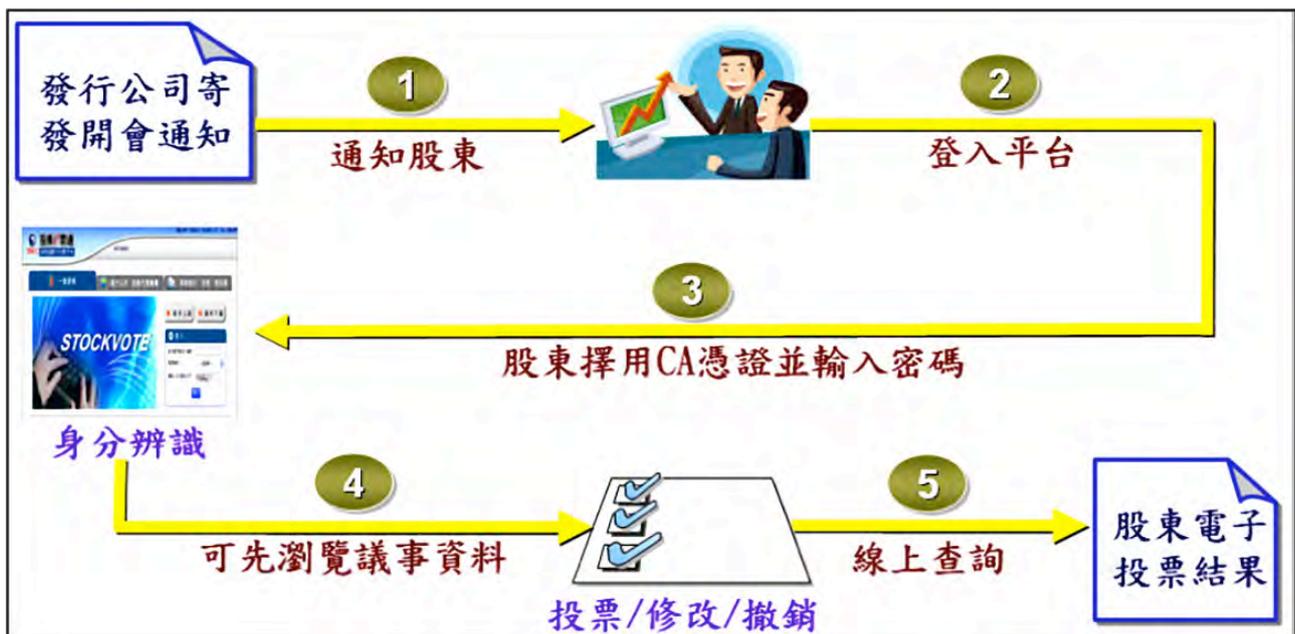
(二) 實務運作情形

我國公司法於 2005 年 6 月引進電子投票制度，初時公司採行電子投票意願不高，可能原因為，若委由第三人處理電子投票事宜，易造成股東名簿有外流疑慮，而公司一向視股東名簿為公司之重要業務機密，因此，為推廣電子投票，從而金管會要求由具公信力之第三者建立電子投票平台，以杜絕公司對股東名簿外流之疑慮，集中保管結算所遂於 2008 年 5 月奉金管會指示建置電子通訊投票平台，其在建置完成後取名為「股東 e 票通」（網址：www.stockvote.com.tw），並於 2009 年 3 月 30 日起正式運作。又 2011 年 12 月立法院修正通過公司法第 177 條之 1 第 1 項，增訂但書授權金管會於必要時得強制要求公司採用電子投票方式，目前金管會要求所有上市（櫃）公司召開股東會時，應將電子方式列為表決權行使管道之一²¹。由於股東 e 票通之建置及公司法第

177 條之 1 第 1 項但書的增訂，使採用電子投票之公司業已急速增加。

依股務處理準則規定，公司股東會採電子方式行使表決權者，其電子投票相關事務應委外辦理；受託辦理電子投票事務者不得同時受託辦理股務事務或擔任股東會委託書徵求人、受託代理人或代為處理徵求事務者。採行以電子方式行使表決權者，公司於股東會開會前應經公司之代辦股務機構、其他代辦股務機構或符合股務處理準則第 3 條第 2 項之公司予以統計驗證，但公司自辦股務者，得由公司自行辦理統計驗證事務。公司或其股務代理機構應於股東會開會當日，將電子投票之股數彙整編造統計表，並於股東會開會場所為明確之揭示。電子投票之股東，得於股東會後七日內，向公司或其股務代理機構查閱其表決權行使情形。

股東使用電子投票之流程，如下圖：



資料來源：集中保管結算所，股東會電子投票平台一般股東宣導手冊，頁 2。

三、投票衝突時以委託書行使表決權為準

(一) 現行規範

股東同時以委託書委託代理人投票及利用電子投票所產生之投票重覆情況，可能出現以下幾種組合：

		委託書	
		已依法撤回	未依法撤回*
電子投票	已依法撤回	1. 均不可採	2. 委託書
	未依法撤回	3. 電子投票	4. 委託書

*未依法撤回：包括未撤回、逾期撤回

上述情況會產生投票衝突者，係指第 4 種情況，於此，由於委託書與電子投票均未依法撤銷（回），導致出現重複投票之衝突情況，為解決此衝突情況，公司法第 177 條之 2 第 3 項明文規定：「股東以書面或電子方式行使表決權，並以委託書委託代理人出席股東會者，以委託代理人出席行使之表決權為準。」依本項立法理由觀之，乃是為因應與股數計算等股務處理事項有關，從而以委託書之代理投票為準，惟現代科技進步，委託書或電子投票的判斷及票數之統計均非困難，是否有必要為了股務處理的方便，犧牲股東表決權行使的權益，值得深思。本項規定尚可能出現以下疑義，即是於第 4 種情況下，若是代理人於開會日未出席股東會，則無從由其出席行使表決權，此時未依法撤銷（回）之電子投票是否仍然有效？顯有疑義。從第 3 項條文文義觀之「以委託代理人出席行使之表決權為準」則若代理人未出席，即無從以其為準，從而此時未依法撤銷（回）之電子投票，似仍有有效解釋的餘地，以保障股東表決權行使的權益。

(二) 對現行規範各界態度及正反修法理由

1. 各界態度

國內學界看法傾向反對現行規範，其認為公司法第 177 條之 2 第 3 項使得股東親自行使之電子投票不如委託代理人代理行使之投票，造成股東行使表決權時，「直接行使」不如「間接行使」，未能充分實現公司民主理論²²。主管機關則認為投票衝突時改以電子投票為準，有空礙難行之處，其認為：電子投票截止後（此時已完成委託書之統計驗證）僅餘 2 日，要完成檢核及通知徵求人或受託代理人正確的受託股數，作業時間太短，勢不可行；造成委託書合格股數的不確定性而增加爭議，徒增實務作業之困難等。實務界看法，傾向仍是以委託書之代理投票為準。

2. 正反修法理由

對是否支持修改公司法第 177 條之 2 第 3 項規定，於投票衝突時，改以電子投票為準，支持及反對理由如下：

(1) 支持修法理由

支持修法理由主要為：落實股東行動主義；意思表示應以最新最晚所為之意思表示最接近本人真意，我國現行法一概以委託書代理投票為準，似有不妥，且委託書於股東會開會 5 日前即須送達公司，而電子投票可能在此之後方為之，因此，若從股東本人之意思表示觀之，可能電子投票之意思表示晚於委託書之授權意思表示，而應以最新意思表示為準；反對修法者主要認為股務處理作業之時間不足，但委託書原本依法即可於開會二日前撤銷（回）且隨即改採電子投票，此時須以電子投票為準，於此股務作業仍是可配合，並未見作業時間不足之疑慮；如能在投票衝突中，捨委託書，改以電子投票為準，應可降低委託書之重要性，進而亦可減少股東會紀念品紛爭。

(2) 反對修法理由

反對修法理由主要為：若改以電子投票為

準，股務處理不便；影響委託書之徵求易產生爭議；易造成股東重複領取紀念品之情事等。

四、外國立法例

(一) 美國

股東選擇以電子方式使表決權時，一般記名股東須向中介機構完成登錄作業後，方能經由網際網路行使股東會表決權。另外，若是實質所有人須透過受託名義人間接行使股東權，利用表決指示書使銀行、證券商等受託名義人知悉實質所有人對於議案的決定，進而代其行使表決權。由於實質所有人係透過受託人名義間接行使表決權，應不致產生電子投票與委託他人投票重覆之問題。至於登記之記名股東，係以自己名義行使表決權，故有可能發生行使電子投票與委託他人投票重覆之問題。而就行使表決權重覆而言，美國法原則上以股東最新意思為準。

(二) 日本

日本法對於股東重覆行使表決權時，係以股東最新意思為準²³。因此，若股東於股東會前以電子方式投票後，再委託代理人出席時，由於日本法以代理人手持委託書親自到場（而非如我國須於開會五日前將委託書送達公司），因而股東原先之電子投票將被視為撤回，此時即以出席代理人所行使之表決權為準，蓋其為股東之最新意思表示²⁴。

(三) 德國

德國法對此並無明文規定，惟德國法對於股東表決權之行使，係以股東最新意思表示為準，因此，應視電子投票或委託授權之意思表示，何者為股東最新的意思表示。

(四) 中國大陸

以上海證券交易所之「上市公司股東大會

網路投票實施細則」規定為例，於其第 26 條規定，同一表決權通過現場、網路投票平台或其他方式重複進行表決的，以第一次投票結果為準。

(五) 英國

如同美國法，由於實質所有人係透過受託人名義間接行使表決權，應不致產生電子投票與委託他人投票重覆之問題。至於若登記之記名股東，係以自己名義行使表決權，則有可能發生行使電子投票與委託他人投票重覆之問題，惟應以何者為準，法無明確規範。

肆、研析意見與修法建議

一、股東會出席門檻之調降

由前論述所知，美國法與日本法皆有明文授權公司得以章程調降股東會之出席門檻，但我國公司法就普通決議部分，並無任何允許公司調降出席門檻之機制，似過於嚴格。我國資本市場散戶投資人眾多，而散戶股東大多數關注者乃公司股價變動，而非公司治理事務，而如此態度亦為我國公司難以順利召集股東會之原因之一。就國內上市櫃公司而言，為免股東會流會，皆有可能向股東徵求委託書之必要，而徵求之股權數需求較多時，對公司自然所需花費較多成本（如需購買紀念品招徠股東出席或授權代理人出席）。反之，若授權公司章程降低股東會出席門檻後，即能給予公司自我決定之空間，思考門檻如何設定對公司為最佳，進而能適度降低其召開股東會之成本與避免流會之可能。

調降股東會出席門檻後，預料將有更多公司不以發放紀念品吸引股東參加股東會。但如此作法係將股東會召開導向正軌，而非損害股東權益。畢竟，理論上股東參加股東會並非為

領取紀念品而來，而係行使與其權益相關之監督權與事務決定權。因而，公司不發放紀念品後雖可能短時間會引來抱怨與反彈，但長期而言，可導正股東建立正確態度與認知，對我國公司治理實有助益。

事實上，即使公司調降股東會出席門檻，股東於股東會行使之權益將不受影響，仍得親自出席、授權他人出席、甚至為電子投票，並無不同。而公司則可節省紀念品之製作與發放成本，以上市櫃公司股東人數動輒數十萬、甚至超過百萬的數額觀之，取消紀念品的發放能相當程度地為公司降低召開股東會之成本，如此對股東權益並無損害可言。又，若因此能避免股東會因不足法定出席門檻而流會時，對公司與其股東權益更為有利。

或有質疑，若開放章程調降股東會出席門檻，將有可能出現股東會「鬧雙胞」，且各

自會議均符合出席門檻之情狀。如此一來即可能予有權召集股東會之人更有誘因恣意行使其召集權。尤其在經營權爭奪時更有濫用此種權限之動機。由於符合出席門檻較為容易，股東以不出席方式杯葛之效果可能相當有限。惟本報告認為，上開濫用股東會召集權等情事並非調降股東會出席門檻後所直接衍生之疑慮。實言之，此等程序濫用係基於現行規範重覆賦予不同角色股東會召集權所致。是以，論者有建議未來應修正少數股東、監察人等召集股東會之程序與權限，避免股東會鬧雙胞之情形發生²⁵。未來若能修正股東會召集相關程序規定，以補現行法下股東會召集權濫用之可能，調降股東會出席門檻則不致再帶來濫用前述程序規定之隱憂。基此，本報告認為未來授權公司得調降股東會出席門檻時，似應一併考慮修正股東會召集權人權限重疊之問題，較為全面。

依據前所述說明，本文建議修訂公司法第 174 條，說明如下：

建議修正條文	現行條文	修正理由
<p>第 174 條</p> <p>股東會之決議，除本法另有規定外，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。</p> <p>出席股東股份總數，公司章程有較高或較低之規定者，從其規定。但不得低於公司已發行股份總數三分之一。</p>	<p>第 174 條</p> <p>股東會之決議，除本法另有規定外，應有代表已發行股份總數過半數股東之出席，以出席股東表決權過半數之同意行之。</p>	<p>一、新增第二項規定。</p> <p>二、授權公司調降出席門檻不但符合國際立法趨勢，亦有降低公司股東會召集成本、避免不足出席門檻而流會等優點，同時不致有損害股東權益之疑慮。另我國實務每每於股東會召開前有徵求委託書之需求，似可推知現行法定門檻造成公司不少壓力，況假決議制度並非合適之替代機制，且調降出席門檻亦無代表性不足之問題，因而授權調降法定出席門檻仍有實務上之需求，爰新增第二項之規定。</p>

二、委託書行使表決權與電子投票衝突改以電子投票為準

我國現行法規規定，若出現委託代理投票與電子投票產生衝突時，係以委託代理人出席行使之表決權為準，造成實務上長期以來「本尊不如分身」、「直接投票不如間接投票」之不合理現象，因而對相關規範實有檢討之必要，例如台灣金融服務業聯合總會於 2015 年 7 月之「104 年金融建言白皮書」中即建議，應修法改以電子投票為準。至於主管機關認為修法窒礙難行之主要理由，係股務作業時間來不及因應，惟此情形並不存在；實務界相關業者主張維持現狀係考量委託書徵求人利益或徵求人對徵求結果的不確定性等，亦無說服力，又業者尚主張為避免產生股東

會紀念品重複領取之糾紛而反對修法，對此，在紀念品發放作業上應亦可想方法克服，例如紀念品發放時間改為，除親自出席係當天可直接領取外，委託投票及電子投票之股東則統一規定於股東會後一定時間內發放，或讓在徵求場所交付委託書已領取紀念品之股東，若又使用電子投票，可依交叉比對得知其有投票衝突，而使其不得再以電子投票事後重複領取紀念品等。且如捨委託書改以電子投票為準，可降低委託書重要性，進而減少股東會紀念品的使用，而可降低公司開會成本及避免紀念品重複領取亂象。因此，本文建議於投票衝突時，應改以電子投票為準，而相關應修訂之公司法條文如下：

建議修正條文	現行條文	修正理由
<p>第 177 條</p> <p>(第 4 項) 委託書送達公司後，股東欲親自出席股東會行使表決權者，應於股東會開會二日前，以書面向公司為撤銷委託之通知；逾期撤銷者，以委託代理人出席行使之表決權為準。</p>	<p>第 177 條</p> <p>(第 4 項) 委託書送達公司後，股東欲親自出席股東會或欲以書面或電子方式行使表決權者，應於股東會開會二日前，以書面向公司為撤銷委託之通知；逾期撤銷者，以委託代理人出席行使之表決權為準。</p>	<p>配合修正第 177 條之 2 第三項，股東同時以委託書委託代理人出席股東會及以書面或電子方式行使表決權者，所為委託書之代理權授權視為撤銷（回），改以書面或電子方式行使之表決權為準，爰修正第四項。</p>
<p>第 177 條之 2</p> <p>(第 3 項) 股東以書面或電子方式行使表決權，並以委託書委託代理人出席股東會者，所為委託書之代理權授權視為撤銷，以書面或電子方式行使之表決權為準。</p>	<p>第 177 條之 2</p> <p>(第 3 項) 股東以書面或電子方式行使表決權，並以委託書委託代理人出席股東會者，以委託代理人出席行使之表決權為準。</p>	<p>當股東同時以書面或電子方式及以委託書委託代理人出席行使表決權時，由於書面或電子方式係股東親自行使表決權，為股東本身直接為意思表示，而以委託書委託代理人出席行使表決權，係股東透過代理人間接為意思表示，為尊重股東意思之自主，以落實股東行動主義，因此，股東親自以書面或電子方式行使表決權之效力應優先於委託代理人出席行使之表決權效力，爰修正第三項，明定股東所為委託書之代理權授權視為撤銷（回），改以書面或電子方式行使之表決權為準。</p>

註釋：

1. 參司法院大法官釋字第 100 號解釋。
2. 廖大穎，公司法原論，增訂 6 版，2012 年 8 月，頁 210；梁宇賢，公司法論，修訂 7 版，2015 年 9 月，頁 369。
3. 經濟部 104 年 7 月 29 日經商字第 10402418440 號。
4. 王志誠，商事法類實務導讀，台灣法學雜誌，第 215 期，2013 年 1 月，頁 229。
5. 劉連煜，現代公司法，2015 年 9 月，增訂 11 版，頁 391。
6. 王志誠，章程調高或降低公司機關決議門檻之效力，台灣法學雜誌，第 246 期，2014 年 4 月，頁 123；胡韶雯、陳又平、王進昇、林坤良、高孟岑、吳淑綸，各國股務相關制度之研究，臺灣集中保管結算所股份有限公司計畫，2007 年 12 月，頁 119。
7. 劉連煜，現代公司法，2015 年 9 月，增訂 11 版，頁 391。
8. 王志誠，章程調高或降低公司機關決議門檻之效力，台灣法學雜誌，第 246 期，2014 年 4 月，頁 119-124。
9. 王志誠，章程調高或降低公司機關決議門檻之效力，台灣法學雜誌，第 246 期，2014 年 4 月，頁 122。
10. 王志誠，章程調高或降低公司機關決議門檻之效力，台灣法學雜誌，第 246 期，2014 年 4 月，頁 122、123。
11. Vgl. Schröer, in: Münchener Kommentar zum AktG, Band 3, 3. Auflage 2013, § 133 Rn. 16.
12. Vgl. Schröer, in: Münchener Kommentar zum AktG, Band 3, 3. Auflage 2013, § 133 Rn. 17.
13. 曾宛如，股東會與公司治理，台大法學論叢，第 39 卷第 3 期，2010 年 9 月，頁 116。
14. 曾宛如，股東會與公司治理，台大法學論叢，第 39 卷第 3 期，2010 年 9 月，頁 116。
15. 經濟部 1993 年 6 月 22 日商字第 214389 號函釋。
16. 參閱 2005 年 6 月、2011 年 6 月公司法第 177 條修正之立法理由。
17. 委託書規則第 5 條、第 6 條、第 6 條之 1
18. 關於委託書之統計驗證作業程序，參臺灣集中保管結算，「股務單位內部控制制度標準規範」，2015 年 3 月，頁 82-88。
19. 經濟部 2012 年 2 月 24 日經商字第 10102404740 號、2012 年 5 月 3 日經商字第 10102414350 號函釋。
20. 參閱洪秀芬，電子投票制度對股東會運作之影響—比較法下的視野，華岡法粹，第 56 期，2014 年 6 月，頁 59；黃銘傑 / 曾宛如，股東會委託書管理之探討 - 兼論以電子投票落實股東行動主義，臺灣集中保管結算所計畫，2015 年 10 月，頁 40、260。
21. 金管會 2017 年 1 月 18 日金管證交字第 1060000381 號函令。
22. 持此態度者，如劉連煜，股東書面及電子方式投票，台灣本土法學雜誌，72 期，2005 年 7 月，頁 155。
23. 杜怡靜，E 化環境中關於股東權行使之比較研究—以書面及電子投票為中心關於股東行動主義之理論與實踐，政大法學評論，第 133 期，2013 年 6 月，頁 277。
24. 杜怡靜，E 化環境中關於股東權行使之比較研究—以書面及電子投票為中心關於股東行動主義之理論與實踐，政大法學評論，第 133 期，2013 年 6 月，頁 259；黃銘傑、曾宛如，股東會委託書管理之探討—兼論以電子投票落實股東行動主義，臺灣集中保管結算所計畫，104 年 10 月，頁 213。
25. 曾宛如、黃銘傑，股東會之戰國時代 -- 合縱連橫下股東會法制應有自處之道，2015 年 5 月，頁 216，元照。



受委任機構辦理有價證券公開收購內控作業程序

黃 蓁蓁

集保結算所 稽核室副理

王 秋敏

集保結算所 稽核室專員

壹、我國公開收購制度發展歷程

我國公開收購制度緣於 1988 年 1 月 29 日證券交易法增訂第 43 條之 1 第 2 項「不經由有價證券集中交易市場或證券商營業處所，對非特定人公開收購公開發行公司之有價證券者，非經主管機關核准，不得為之。前項公開收購公開發行公司有價證券管理辦法，由主管機關定之。」之規定，當時的主管機關證券暨期貨管理委員會即依證券交易法之授權，於 1995 年 9 月 5 日訂定「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法（以下簡稱公開收購管理辦法）」及「公開收購說明書應行記載事項準則」等相關配套措施，規範公開收購作業程序中，有關公開收購人、受委任機構、被收購公司及應賣人等應辦理之事項。

依 1988 年證券交易法之規定，公開收購非經主管機關核准，不得為之。故公開收購人如欲進行公開收購，應先向主管機關事前申報，取得核准後才能辦理，原則上主管機關於收到申報書件後 12 個營業日內要審核完成並出具審核結果。因為事前核准的制度，以及公開收購管理辦法對於收購股數訂有公開發行公司已發行股份百分之十及 1 億股以上等限制¹，因此，在當時實務上極少有公開收購的案件。

2002 年為了提高公開收購進行之效率，並兼顧公開收購案事前的保密性，主管機關參考國外立法例，增訂證券交易法第 43 條之 1 第 3 項「任何人單獨或與他人共同預定取得公開發行公司已發行股份總額達一定比例者，除符合一定條件外，應採公開收購方式為之。」將公開收購制度由「核准制」改為「申報制」，同時導入強制公開收購的規定，自此，公開收購人於向主管機關申報並公告後，即可開始進行公開收購作業，然而在當時，應賣人於往來證

券商交存有價證券後，無論公開收購是否成就，在公開收購期間屆滿前都可以隨時撤銷應賣，這樣的規定對於公開收購人而言，大大的增加了公開收購是否成功的不確定性，主管機關因而在 2005 年修正公開收購管理辦法時，增訂於公開收購人公告收購條件成就後，應賣人即不得撤銷應賣之規定。

2012 年修正公開收購管理辦法，將公開收購各項應公告事項修正為傳輸至公開資訊觀測站即屬完成公告，以強化資訊揭露。同時引進獨立審議委員會制度，增訂被收購公司於接獲公開收購之通知後，應組成獨立審議委員會以及該獨立審議委員會成立之時點、公告方式、資格條件及決議方法等，2016 年更因日商百尺竿頭數位娛樂有限公司公開收購樂陞科技股票違約案，全面檢視與檢討公開收購管理辦法並進行大幅修正，增訂公開收購人應出具履行支付收購對價能力之證明、加重被收購公司董事會及審議委員會之審查責任以及強化受委任機構辦理股務事務之管理等。

貳、2016 年「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」修正重點

2016 年 5 月 31 日日商百尺竿頭數位娛樂有限公司公告將以每股 128 元公開收購樂陞科技股票 3,800 萬股，收購期間為 6 月 1 日至 7 月 20 日，收購條件為 500 股至 1000 股全數購買，超過 1 千股以 1 千股為優先收購數量，投資人因應該收購條件，為了要能夠交存超過 1 千股以上的持股，紛紛至往來證券商辦理分割匯撥，確保交存之有價證券得以成交，然而公開收購人並無法如期於交割日完成交割，以致造成投資人嚴重損失。該案為我國第 1 件

公開收購違約案件，在公開收購過程中存在許多爭議情事，像是受委任機構在接受公開收購人委任後，是否須對公開收購人進行客戶審查（KYC）作業，確認其履約能力？應賣人至往來證券商交存有價證券，自公開收購條件成就後即不得撤銷應賣，然而公開收購人卻遲至交割日前才須將交割款項匯至公開收購專戶，明顯有權利義務不對等的情形，因此公開收購人是否也應該相對提出履行支付收購對價之保證，保障應賣人權利？以及公開收購人是否可申請延長交割等等。

上述日商百尺竿頭數位娛樂有限公司公開收購樂陞科技股票案衍生之爭議情事，主管機關在 2016 年修正公開收購管理辦法中，幾乎都訂定了相對應之規範，有關該次修正之重點如下：

一、公開收購人不得變更支付收購對價之時間、方法或地點

為避免影響應賣人權利，公開收購人應按公開收購說明書所載之時間支付收購對價，不得變更支付收購對價之時間、方法或地點。

二、要求公開收購人提出具履行支付收購對價能力之證明

公開收購人向主管機關辦理申報時，除檢附申報書、公開收購說明書、與受委任機構簽訂之委任契約外，另須檢附經律師審核並出具意見之法律意見書，以及提出具有履行支付收購對價能力之證明。有關支付收購對價能力之證明，該次公開收購如以現金為收購對價，該證明應為金融機構出具指定受委任機構為受益人之履約

保證，或具證券商資格之財務顧問或辦理公開發行公司財務報告查核簽證業務之會計師，採行合理程序評估公開收購人之投資能力及財務資訊，而對公開收購資金進行查證後，出具之確認書。

三、加重被收購公司董事會及審議委員會之查證責任

規定被收購公司接獲公開收購人之收購通知後，應即設置審議委員會，審議委員會及董事會應於 15 日內公告查證公開收購之重要資訊及收購人身分與財務狀況（信用、資產等）、收購條件（價格或換股比例）及資金來源合理性等揭露事項，並做成建議提供股東參考，同時應揭露董事會及審議委員會採行之查證措施及相關程序。

四、強化受委任機構辦理公開收購股務事務之管理

明訂公開收購受委任機構應符合「公開發行公司股票公司股務處理準則」第 3 條第 1 項規定之資格條件²，即得受託辦理股務業務之綜合證券商、銀行及信託業，且應設立公開收購專戶辦理公開收購款券收付且專款專用，另外新增受委任機構之消極條件，規範最近一年未有因公開收購業務經主管機關處以糾正以上處分，以及為增加應賣人參與公開收購之便利性，增進市場交易之效率，放寬應賣人除透過往來證券商交存有價證券外，亦得透過保管銀行辦理有價證券之交存。

五、修正延長公開收購之期間

考量公開收購須其他主管機關核准或

申報生效之案件，因較為複雜，需要較長審議期間，所以將延長公開收購期間由原訂不得超過 30 天修正為不得超過 50 天。

六、增訂公開收購人應公告及申報之事項

有關公開收購人應公告及申報之事項，除原規定公開收購條件成就之時點外，增訂收購條件成就前，其他主管機關已核准或申報生效、收購對價已匯入受委任機構名下之公開收購專戶，以及公開收購條件成就後，應賣有價證券數量達預定收購之最高數量等，公開收購人均應於事實發生之日起二日內，向主管機關申報並公告。

七、明訂受委任機構辦理退還券作業之時點

實務上受委任機構應退還應賣人有價證券之情況，包括有公開收購條件未成就或應賣有價證券數量超過預定收購之最高數量，以及公開收購人違約，沒有依照公開收購說明書所載時間支付收購對價等，如屬公開收購條件未成就或應賣有價證券數量超過預定收購之最高數量時，受委任機構應於收購期間屆滿之次一營業日，將應賣人已交存未成交之有價證券退還原應賣人；如屬公開收購人違約之情況時，受委任機構則應於次一營業日將應賣人交存之有價證券退還原應賣人。

八、增訂一年內得再次申請公開收購之豁免理由

證券交易法第 43 條之 5³ 規範公開收購人除有正當理由外，於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購，上述所稱之正當理由，依公開收購管理辦法第 24 條規定，為出現競爭公開收購者、被收購公司董事會決議同意且有證明文件者，以及

有其他正當理由等情形。考量前次公開收購未完成之原因如係因國內其他主管機關尚未作成審議決議者，因屬非可歸責於公開收購人之原因，故將該理由增訂為一年內得向主管機關再次申請對同一被收購公司進行公開收購之豁免理由。

下圖為 2016 年 11 月主管機關公告修正公開收購管理辦法後之作業流程，公開收購開始前，公開收購人與受委任機構簽訂委任契約，檢具公開收購申報書、公開收購說明書、委任契約、法律意見書及支付收購對價能力證明（金融機構履約保證或財顧會計師出具的確認書）等書件，向主管機關申報及公告。接著公開收購開始，整個收購期間不得少於 20 日多於 50 日，最多可再延長 1 次 50 日，被收購公司接獲公開收購通知後，應即設置審議委員會，被收購公司董事會及審議委員會應於接獲公開收購通知後 15 日內公告其對公開收購人身分與財務狀況、收購條件公平性，及收購資金來源合理性等之查證情形，並對公司股東提出建議，同時載明董事同意或反對的明確意見及理由。公開收購持續進行至公開收購條件成就前，其他主管機關已核准或申報生效、公開收購條件成就、收購對價已匯入受委任機構名下之公開收購專戶，以及公開收購條件成就後，應賣有價證券數量達預定收購之最高數量等情形時，公開收購人應於事實發生之日起二日內向主管機關申報並公告，經公開收購人公告收購條件成就⁴後，除出現競爭公開收購者、公開收購人向主管機關申報並公告延長公開收購期間及其他法律規定得撤銷應賣等情形外，應賣人不得撤銷其應賣。

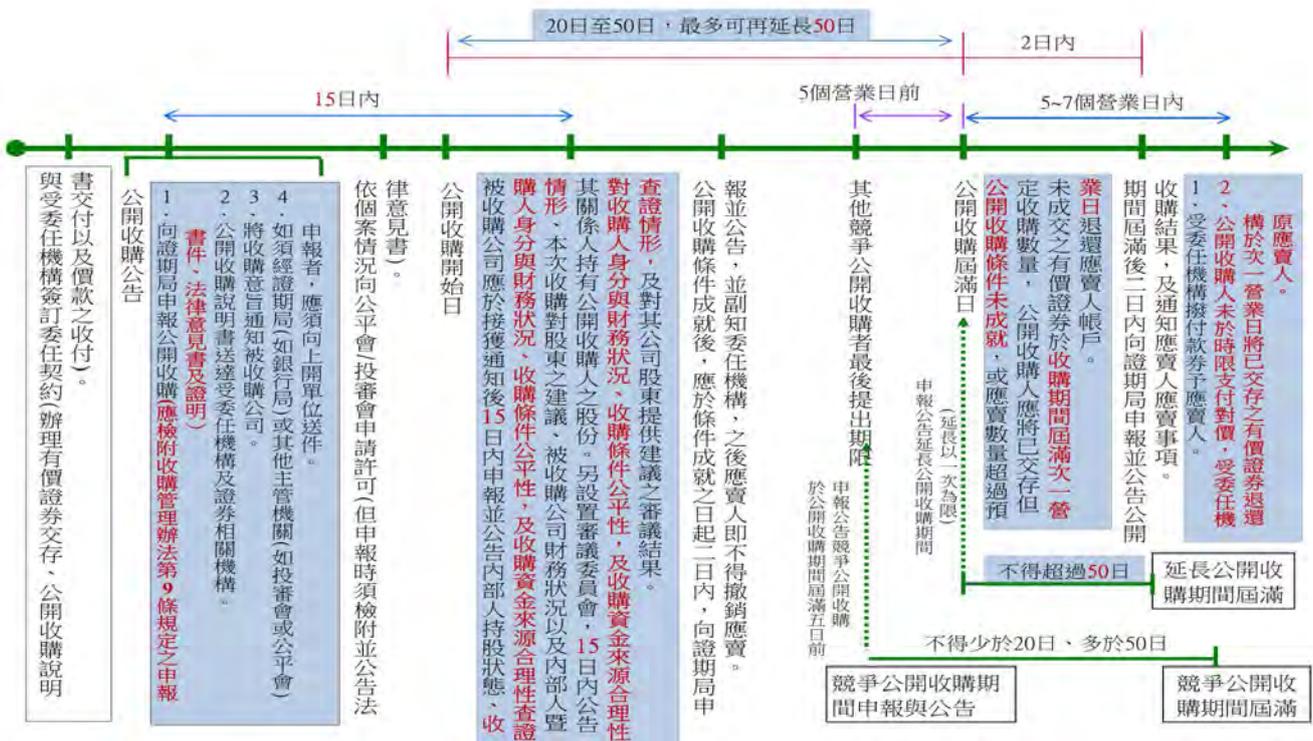
到了收購期間屆滿日，如公開收購未成就或應賣數量超過預定收購數量，受委任機構應辦理相關之退還券作業，有關超收的部分，依

公開收購說明書所載之收購條件計算後，於期間屆滿日之次一營業日將已交存未成交部分返還應賣人，至於實際成交部分，則依公開收購說明書所載支付收購價款時間（一般為收購截止日後 5 日內）辦理交割，倘公開收購人發生違約情事，未能於公開收購說明書所載時間支付收購對價時，受委任機構即應於次一營業日將已交存之有價證券退還原應賣人。

參、受委任機構辦理有價證券公開收購內控作業程序

臺灣集中保管結算所股份有限公司（以下簡稱集保結算所）為主管機關指定查核上市（櫃）、興櫃公司股務作業之機構，為協助主管機關強化公開收購受委任機構辦理股務事務之管理，集保結算所依主管機關指示並參照公

圖：公開收購作業流程



(資料來源：金管會證期局網站)

開收購管理辦法與集保結算所參加人辦理收購有價證券帳簿劃撥作業配合事項等規定，於「股務單位內部控制制度標準規範」中增訂有價證券公開收購作業程序，並於 2017 年 1 月 9 日公告各股務代理機構自即日起實施。嗣後為改善投資人因欲增加公開收購應賣股數而廣開證券戶之情形，集保結算所復於 2017 年 7 月 3

日公告修訂有價證券公開收購內控作業程序，增訂公開收購作業應採行「一人一集保帳戶應賣為限」之原則與例外情形之相關規定，該作業程序規範內容，包括受委任機構資格、前置作業、辦理應賣人有價證券之交存、辦理應賣人有價證券之撤銷、辦理應賣人有價證券之返還以及其他等 6 部分，相關內容如下：

一、受委任機構資格

依公開收購管理辦法第 15 條及第 15 條之 1 規定，訂定公開收購受委任機構之資格，應符合下列規定：

- (一) 符合「公開發行股票公司股務處理準則」第 3 條第 1 項⁵ 規定之資格條件，且最近 1 年內未有因公開收購業務經主管機關處糾正以上處分者。但違規情事已具體改善，並經主管機關認可者，得不受限制。
- (二) 公開收購人為金融控股公司或其子公司者，不得委任同一金融控股公司之子公司擔任受委任機構。

二、前置作業

前置作業規範的是受委任機構與公開收購人簽訂委任契約前及公開收購人向主管機關辦理申報公告前，受委任機構應辦理之事項：

- (一) 受委任機構與公開收購人簽訂委任契約前，應先落實對公開收購人的認識客戶程序，並應告知公開收購人須於公開收購說明書之「公開收購條件」中，增列公開收購係採行「一人一集保帳戶應賣為限」之原則與例外情形，同時在公開收購人向主管機關辦理申報作業前，協助公開收購人檢視其向主管機關辦理申報之相關書件是否齊備⁶，有關一人一集保帳戶應賣為限之原則及例外情形如下：

- 1、同一人若有開立二個以上集保帳戶者，應自行選定一個集保帳戶參與應賣，否則不予受理。

- 2、應賣人若同時於二家以上證券商或保管銀行帳戶皆持有被收購公司有價證券者，應賣人倘先以其中一個帳戶參與應賣後，復欲以另一個帳戶參與應賣時，應賣人應將欲交存之有價證券匯撥至前已辦理交存之帳戶後參與應賣；或撤銷前已辦理交存之有價證券後，於另一個帳戶參與應賣。

- 3、例外情形，包括本國法人及依證交所營業細則第 75 條之 6（櫃檯買賣中心業務規則第 45 條之 4）第 1 項第 1 款至第 3 款與第 5 款所定得於同一證券經紀商同一營業處所開立二個以上交易帳戶（即全權委託投資帳戶、境外外國機構投資人帳戶、大陸地區機構投資人帳戶、信託專戶）之情形。

- (二) 受委任機構應與公開收購人簽訂委任契約，負責接受應賣人有價證券之交存、交付公開收購說明書予證券商及保管銀行以及辦理公開收購款券之收付等事宜。

- (三) 受委任機構應設立專戶辦理公開收購款券之收付且專款專用，另檢附相關文件函知集保結算所公開收購相關事宜，並向集保結算所申請開設保管劃撥帳戶，設置公開收購專戶憑以辦理公開收購有價證券之交存、撤銷及成交轉帳等帳簿劃撥作業。

三、辦理應賣人有價證券之交存

本項作業是指公開收購人向主管機關申報並公告公開收購開始後，投資人如有應賣意願可至往來證券商或保管銀行申請交存有價證券，之後受委任機構應辦理事項：

- (一) 每日操作「匯撥轉帳交易明細查詢」交易及「收購交存餘額 / 撤銷申請資料查詢」交易，查詢應賣人交存有價證券之資料。
- (二) 公開收購人公告收購條件成就且已將全數收購對價匯入受委任機構名下之公開收購專戶後，依規定應賣人即不得撤銷應賣，所以受委任機構於接獲公開收購人之通知後，應即操作「受委任機構通知資料」交易，通知集保結算所限制應賣人撤銷應賣之申請。
- (三) 於收購截止日之次一營業日接獲集保結算所編製之收購交存轉帳明細表，憑該明細表協助公開收購人至稅捐單位辦理代徵證券交易稅。
- (四) 於公開收購說明書所載支付收購對價時間，將完稅後之價款匯入集保結算所提供之應賣人銀行帳戶，並操作「存券匯撥」交易或「存券更正轉帳」交易，將已成交之有價證券由公開收購專戶撥入公開收購人保管劃撥帳戶。

四、辦理應賣人有價證券之撤銷

依公開收購管理辦法規定，應賣人申請撤銷應賣應以書面為之，故應賣人至往

來證券商或保管銀行申請撤銷時，受委任機構應操作「收購交存餘額 / 撤銷申請資料查詢」交易，查詢應賣人撤銷明細，接著操作「收購交存 / 撤銷轉撥」交易，將應賣人交存之有價證券由公開收購專戶撥入應賣人保管劃撥帳戶。

公開收購人公告收購條件成就後，如遇有出現競爭公開收購者或公開收購人向主管機關申報並公告延長收購期間等情事，受委任機構應即操作「受委任機構通知資料」交易，通知集保結算所解除撤銷應賣限制。

五、辦理應賣人有價證券之返還

受委任機構應辦理返還應賣人已交存有價證券之情況，可分為下列三種：

- (一) 經主管機關核准停止公開收購，導致公開收購未完成

受委任機構依公開收購人通知，公開收購經主管機關核准停止後，操作「收購交存 / 撤銷轉撥」交易，將應賣人已交存之有價證券由公開收購專戶撥入應賣人保管劃撥帳戶。

- (二) 收購期間屆滿日，公開收購條件未成就，或應賣有價證券數量超過預定收購數量，已交存但未成交之有價證券

受委任機構依公開收購說明書所載之收購條件，計算各應賣人未成交之有價證券後，操作「收購交存餘額 / 撤銷申請資料查詢」交易，核對應賣人交存之明細資料，核對

無誤後，通知集保結算所由公開收購專戶即時轉帳，將已交存未成交之有價證券返還原應賣人，或是操作整批退回資料傳檔交易，通知集保結算所於次一營業日轉帳。

- (三) 公開收購條件成就，公開收購人未於公開收購說明書記載之支付收購對價時間完成支付

公開收購發生公開收購人未能於約定時間支付收購對價之情事時，受委任機構應先操作「受委任機構通知資料」交易，通知集保結算所發生違約情事，再操作「收購交存餘額 / 撤銷申請資料查詢」交易，核對應賣人交存之明細資料，核對無誤後，通知集保結算所由公開收購專戶即時將已交存之有價證券返還原應賣人，或是操作整批退回資料傳檔交易，通知集保結算所於次一營業日轉帳。

六、其他

這個部分則是重申公開收購人公告收購條件成就及已將全數收購對價匯入受委任機構名下之公開收購專戶後，除有出現競爭公開收購者、延長公開收購期間及其他法律規定得撤銷應賣情事外，受委任機構不得受理應賣人申請撤銷應賣，以及公開收購人如非公開發行公司時，相關應輸入公開資訊觀測站公告之事宜，應由受委任機構代其辦理公告。

肆、結論

公開收購作業因為可避免經由交易市場大量購入股票，造成股價大幅波動，對公開收購人而言，容易掌握收購成本，為各國在進行敵意併購時普遍使用的一種方式，我國歷年來為使公開收購制度更為完善、資訊更為透明，持續修訂相關法令規範以符時宜。2016年主管機關更因日商百尺竿頭數位娛樂有限公司公開收購樂陞科技股票違約案，大幅度修正公開收購管理辦法，同時指示集保結算所於「股務單位內部控制制度標準規範」中增訂有價證券公開收購作業程序，期望藉由律師對公開收購人的審查作業、被收購公司董事會及審議委員會對公開收購人身分、履約能力與收購價格合理性等事項的查證責任、強化受委任機構辦理股務事務之管理以及收購條件成就後，賦予受委任機構得對公開收購專戶執行履約作業的權利等重重程序，使應賣人權益獲得更完善的保障。

註釋：

1. 依 91 年 8 月 12 日修正前之「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 7 條，公開收購之預定數量未達被收購有價證券之公開發行公司已發行股份總額 10% 及 1 億股以上者，主管機關對其公開收購案件得不予核准。
2. 「公開發行股票公司股務處理準則」第 3 條第 1 項，公開發行股票公司處理股務事務得委外辦理；其受委託辦理者，以綜合證券商及依法得受託辦理股務業務之銀行及信託業為限。
3. 「證券交易法」第 43 條之 5 第 3 項，公開收購人未於公開收購期間完成預定收購數量或經主管機關核准停止公開收購之進行者，除有正當理由並經主管機關核准外，公開收購人於一年內不得就同一被收購公司進行公開收購。
4. 「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 19 條第 1 項，公開收購條件成就，係指公開收購期間屆滿前達公開收購人所定之最低收購數量。本次公開收購如涉及須經本會或其他主管機關核准或申報生效之事項者，應取得核准或已生效。
5. 參閱註 2。
6. 依「公開收購公開發行公司有價證券管理辦法」第 9 條，公開收購人向主管機關辦理申報應檢具之書件包括公開收購申報書、公開收購說明書、與受委任機構簽訂之委任契約書、訴訟及非訴訟事件代理人之授權書、法律意見書以及履行支付收購能力之證明等。



機器人投資顧問在我國市場的監理 -- 以美國為借鏡

吳 宓穎

集保結算所 企劃部專員

曲 華葳

集保結算所 企劃部專員

壹、前言

金融服務的數位化，是一個漫長的歷程。20 世紀，自動櫃員機（ATM）的誕生，對於銀行產業產生了巨大的影響；21 世紀的今天，日新月異的金融科技（fintech），為整個金融產業帶來翻天覆地的改變，於此其中，機器人投資顧問（robo-advisor）更贏得了眾人的目光，也成為我國主管機關政策推動的其一要項。如何監理這種新形態的投資顧問服務，成為產官學界極為關注的焦點。

本文擬先就機器人投資顧問服務的定義、特性與發展背景等基礎概念進行介紹；再借鏡全球相關服務發展最為成熟之美國市場，探討其發展歷程、各界意見及監理議題；最後，再就我國機器人投資顧問服務市場背景與發展潛力進行分析，指出相關法規障礙，並提出改善之建議，盼能作為產官學界後續研究、改革的參考。

貳、金融科技於投資領域之應用

金融科技是近年人們熱烈討論的重要議題，依世界經濟論壇（World Economic Forum, WEF）與美國德勤顧問（Deloitte Consulting）於 2015 年 6 月出版的報告「財務金融服務之未來」（The Future of Financial Services）觀之，金融科技可以區分為支付（payment）、市場服務提供（market provisioning）、投資管理（investment management）、保險（insurance）、存放款（deposits and lending）與募資（capital raising）等六大領域。

在投資管理領域，有論者進一步將相關服務區分為三種應用，分別為介接服務

（connect）、投資服務（invest）和顧問服務（advice）¹。

一、介接服務

介接服務係以串連為本，分為縱橫兩大面向。縱向以時間軸為座標，串連單一投資人於不同銀行、券商等金融機構所開立的複數帳戶，建構其金融資產的歷史圖像，以利投資人有效檢視並管理自身資產分布狀態；橫向則以連接同儕和專家顧問之帳戶資產分布為方，投資人可以藉此獲得第二甚至第三意見。

二、投資服務

隨著科技的發展，資訊獲取方式更為多元，普羅大眾也想學習仿效專業投資人或機構投資人的資產管理策略，數位化資產管理平台開放了過去只讓法人或高淨值客戶參與的投資商品、提供了非典型金融商品與另類投資（alternative investments）供一般投資人選擇，豐富了渠等管理金融資產的深度與廣度。

三、顧問服務

顧問服務係指依個別投資人本身財務狀況及需求，為其提供專業且量身訂製的財務規劃和資產組合意見。在數位化資產管理還不盛行的年代，這一類的客製化服務因為人力和物力的成本皆高，一般投資人難以獲取相關資訊。如今相對低成本之數位化資產管理業蓬勃發展，有效地解決了這個問題，一般投資人可以透過相關平台，輕易獲取客製化的投資組合意見。本文所討論的機器人投資顧問服務，即屬此類。

參、機器人投資顧問

一、機器人投資顧問之定義

本文所稱之機器人投資顧問，是以數位化方式，滿足投資人投資顧問服務需求之新興商業模式。更精確來說，依美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission，以下簡稱美國證管會）的晚近定義，「機器人投資顧問在性質上通常屬於註冊投資顧問（registered investment advisers, RIAs），並利用創新科技，以演算法為本之線上程式，提供全權委託之資產管理服務。投資人透過如網頁、手機應用程式等互動式、數位化之線上平台輸入個人及相關資訊，該服務基於這些資訊，提供投資人投資組合建議並管理其帳戶」²。

國際間亦發展出不同形態的機器人投資顧問，包括結合傳統自然人顧問人力的混合型顧問，或是純粹以線上互動平台蒐集資訊並提供服務之純機器人投資顧問，代表性業者如美國之 Wealthfront、Betterment，本文亦將以此類型之機器人投資顧問為探討重心。

二、機器人投資顧問之特徵

一般而言，機器人投資顧問業者多強調相對於傳統顧問服務，渠等具備成本低廉、服務效率高等特性。除了高品質的分析運算能力外，機器人投資顧問亦能不受「人性」所囿，毋須經歷佣金成數的掙扎，而能依據演算法，提供不帶利益衝突的顧問服務。

在作業速度上，機器人投資顧問多半透過線上問卷，以 10 至 30 題的選擇題，蒐集投資人個人及其投資屬性等的相關資訊，方便且極具效率，為投資人省下專程往返金融機構以獲得理財服務的時間。

在作業成本上，因為時間和精力的現實因素，傳統金融業者往往以高資產客戶為主要服務對象，而忽略了資產規模較小的一般投資人。但機器人投資顧問卻沒有這般限制，而能以創新的服務流程，提供廣大投資人基本的資產配置服務。

在建議客觀度上，相較於演算法，人類易受情感所干擾，無法理性客觀地全面思考。除了本身情緒波動外，投資人追高殺低的逐利心態，容易使傳統自然人顧問因欲爭取投資人認同，而進行不理性的交易，造成投資人的財產損失。

三、機器人投資顧問之發展背景

（一）千禧世代的數位金融需求

隨著個人電腦、智慧型手機的普及，人們對於網路的依賴日深，網路成為人際交流的重要管道。依據台灣網路資訊中心公佈的「台灣寬頻網路使用調查」，2015 年我國民眾上網率達 80.3%，上網人數達 1,883 萬人；其中，18 至 30 歲民眾的上網率更達 100.0%，這群人正是所謂的「千禧世代」（millennials）。千禧世代泛指誕生於 1980 年至 2000 年之間的人們，按照年齡推算，千禧世代將逐漸進入個人收入的高峰期，成為各市場的消費主力。千禧世代成長於網際網路高速發展的年代，是第一代的數位原生族群，生活與網路緊密相連，透過社群來觀看這個世界，求新求變的世代特性，使得該族群喜好預測更難以掌握。

千禧世代自幼接觸電腦及社群媒體，擁有智慧型手機及其他智慧型穿戴裝置，透過網際網路與其他個體進行交流，渴望即時獲取最新資訊。由於這樣的成長背景，摩根史坦利

(Morgan Stanley) 聯席總裁 Gregory Fleming 曾提及：「千禧世代有透過電子郵件和文字即時地與其投資顧問進行交談的強烈需求」，「又因為千禧世代於成長過程中，或經歷網路泡沫化，或經歷全球金融危機，對於股票的投資顯得保守」。

千禧世代具兩大特徵，其一是重視「即時性互動的滿足」，該族群對於即時資訊的渴求，已無法透過以往金融機構習於提供的標準化投資季報獲得滿足，渠等期望透過數位科技來尋求前述問題的解決方案，這項特徵對於我國金融業擬定未來發展策略，將是重要的指引。另一個特徵則是重視「社群性資訊的分享」，千禧世代信任同儕，而非學者專家。透過社交媒體，千禧世代可以快速獲取或傳播訊息。開放的世代特質，使得千禧世代相信分享的力量，亦促成了近年「共享經濟」的快速崛起，有人提供服務，有人參與回應，活躍的個人成為平台節點，為平台帶來豐富價值。

(二) 制度推升自主理財需求

近年來，投資人在預期壽命延長的影響下，需要準備更多的儲蓄以因應退休後的生活需求；又許多國家退休金正由固定給付制 (defined benefit) 轉向固定提撥制 (defined contribution)，這意味著投資人必須要增加儲蓄，並承擔自主管理退休金的責任。

此外，主管機關對於金融產品銷售之規範亦日趨嚴格，包括要求提高費用透明度、禁止不當銷售等法規，其中最具代表性的改革要屬英國監理當局所推動之「零售分銷審查」 (Retail Distribution Review) 法案。長期以來佣金導向的銷售模式，使投資人在購買各項

金融商品時，面臨包括偏誤建議與反覆交易 (churning) 等問題。為導正金融零售市場，英國金融監管部門自 2006 年便著手進行相關研究，當局相信透過一系列的揭露與禁止，將能有效禁止佣金導向的商業模式，避免金融商品的銷售與建議行為遭受扭曲，進而保護投資人，並強化產業體質。

「零售分銷審查」法案，於 2013 年 1 月正式施行，該法案的宗旨在於「增進投資透明度，提升投資顧問專業度，並減少來自於佣金結構所產生的利益衝突」³。具體而言，該法案想要達成投資人可獲得透明且公平的財務顧問服務，並可充分了解其獲得顧問內容之目的。為達成上述目標，法案要求：

- 1、顧問業者應明確揭露並分別向投資人收取顧問費用。
- 2、顧問業者應明白向投資人說明其服務屬於獨立 (independent) 投資建議或受限 (restricted) 投資建議。
- 3、顧問個人應堅守包括道德規範 (code of ethic) 等的一貫專業標準。

為對銷售行為進行規範，英國模式首先重新界定「投資顧問」行為種類，「獨立投資顧問」代表其將無偏誤地對於全市場投資商品進行分析建議；而「受限投資顧問」則僅在有限的投資商品範圍內，提出「適合」⁴的建議。投資顧問須明確向投資人揭露其顧問行為種類及費用計算方式，該費用應為基於服務時間或基於資產規模等方式計算之固定費用，原則上是一次性費用，僅在投資顧問提供持續或加值的服務時，才被允許收取延續性費用。透過前述規範，傳統上由基金管理公司向銷售機構支付

佣金的情形，將會被大幅限制；顧問費率將更透明，而投資顧問的角色也將更明確，更值得信賴⁵。

儘管「零售分銷審查」法案普遍獲得投資人團體的支持，但業界反對聲浪亦不曾停歇，部分業者指出該法案可能產生嚴重的「顧問缺口」（advise gap），意即投資人將可能由於無法或不願支付費用而失去其原有之顧問服務。部分金融業者也因此宣布將停止或縮減對帳戶餘額較小客戶之相關服務，估計英國將有 550 萬人可能受此影響⁶；然而主管機關的後續調查則認為該法案負面影響有限⁷。此外，不僅英國，在歐盟、荷蘭、澳洲等地亦有類似之法案持續推動中。

四、小結

整體而言，影響資產管理業發展的要素，主要有外在法規環境的變化與內在消費者行為的改變。從英、美等國法規發展的趨勢來看，各國主管機關將以減少顧問服務的利益衝突，做為重要的修法方向，並鼓勵發展低成本、高品質的機器人投資顧問服務，以滿足一般社會大眾對於顧問服務的需求；而從投資人端來看，包括人口結構的改變、數位化、行動化與社群化服務的普及等相關因素，都為傳統的資產管理業帶來衝擊。應用金融科技提供顧問服務，儼然是這一波大潮下必然的趨勢。

肆、機器人投資顧問在美國發展、法規爭議與監理討論

一、機器人投資顧問在美國市場成功發展之因素

機器人投資顧問服務在美國市場成長快

速，2014 年全球共同基金與 ETF 市場規模約為 33.4 兆美元，其中美國市場便占了 17.8 兆美元（貨幣型基金與 ETF 各約 2.7 兆美元）⁸，而同時期機器人投資顧問業者所管理之資產約為 190 億美元⁹；至 2015 年底，美國前五大的機器人投資顧問平台，管理資產市值已提高至 440 億美元¹⁰。花旗銀行預估在十年內，機器人投資顧問將掌控 5 兆美元以上的資產¹¹。雖然相較於傳統自然人投資顧問，目前機器人投資顧問服務之客戶數與管理資產規模都尚難望其項背，然而許多傳統業者早已認識到機器人投資顧問服務來勢洶洶，或積極開發類似的服務，或與新興業者合作，以求不落後於產業趨勢。

傳統投資管理業者如先鋒投資（Vanguard）、富達投信（Fidelity）皆紛紛推出機器人投資顧問服務，先鋒投資採取自行開發的路線；富達選擇與新興業者 Betterment 合作，提供服務予其旗下顧問與銷售渠道；而併購新創公司 Future Adviser 的貝萊德（Blackrock）則與美國最大的獨立顧問協會 LPL Financial 達成協議，提供相關平台服務。在經紀商部分，美國大型獨立券商嘉信理財（Charles Schwab Corporation）也推出了自己的機器人投資顧問服務「Schwab Intelligent Portfolios」¹²。

除了金融業者自身打得火熱，連資訊業者也躍躍欲試，紐約的財務管理公司 Marstone 和 IBM Watson 攜手合作，利用數據、自然語言，期待運用 IBM 之認知運算（cognitive computing）技術，升級機器人投資顧問服務¹³。

分析機器人投資顧問服務在美國市場成功的原因，主要應可歸功於美國市場規模極大，

在金融科技熱潮伴隨下，機器人投資顧問市場在 2015 年呈現飛躍性成長，先鋒投資與嘉信理財等大型傳統業者，年成長率皆超過 100%¹⁴，惟占美國整體市場規模仍小。若以整體市場分析，機器人投資顧問僅占美國市場之 0.1%；另若考慮到機器人投資顧問業者多以與其低成本與被動投資之價值主張較為相近之 ETF 做為投資標的，其亦僅占 ETF 投資之 0.7%。因此，就整體市場規模而言，機器人投資顧問服務仍有很大的發展可能與空間。

此外，美國相對成熟之基金市場，也為機器人投資顧問服務之發展奠定下良好基礎。長期以來，美國基金市場競爭激烈，市場競爭促使產業持續創新，相關手續費用亦逐年降低，市場上有六成以上基金為免佣基金。且美國 ETF 市場亦有相當規模，流動性高及費用低廉的特性，讓機器人投資顧問業者得以運用不同資產類別之 ETF 建構投資組合，提供服務予投資人。

二、美國市場相關法律規範與爭議

（一）法規

1、投資顧問法

關於美國市場機器人投資顧問服務之法規，國內已有相關研究¹⁵，簡要言之，機器人投資顧問在法律定位上，一般屬於註冊投資顧問（RIA），受「投資顧問法」（Investment Advisers Act of 1940）規範。聯邦最高法院於 1963 年之「SEC v.Capital Gains Research Bureau」案中，確認投資顧問應負「受託人義務（fiduciary duty），並應以「善意」（good faith）、「充分且良好地揭露重要資訊」（full and fair disclosure of all material facts）與「盡合理之注意以避免誤導」（employ reasonable

care to avoid misleading）的方式提供顧問服務。

受託人義務具有不同的基礎，或源自普通法，或源自投資顧問法，其中投資顧問法下之受託人義務，又可以分為忠誠義務（duty of loyalty）及注意義務（duty of care）。忠誠義務要求投資顧問必須以投資人之最大利益行事；而注意義務則要求投資顧問必須盡合理之努力，以提供投資建議¹⁶。

2、員工退休所得保障法

機器人投資顧問業者除受投資顧問法規範外，亦可能因業務範圍，而受其他聯邦法律下之受託人義務規範，其中規範勞工退休金之員工退休所得保障法（Employee Retirement Income Security Act, 以下簡稱美國 ERISA）即為一例。

美國勞工部基於 ERISA 法案之授權，對受該法案保護之退休金帳戶制定相應的受託人規則（Fiduciary Rule）¹⁷，渠等受託人必須遵守依參加人及受益人之利益謹慎行事、分散化及行為應與計畫文件相符等義務¹⁸。

自 1975 年起，美國勞工部便對受託管理人採取功能性定義¹⁹，然而效果不彰。根據估計，投資顧問與投資人間的利益衝突，使得美國投資人一年減少了 1% 的資產報酬，大約 170 億美元的損失²⁰。

為擴大投資人保護，美國勞工部於 2015 年推出新規定，該規定擴大了受託管理人的定義，指出無論該名投資顧問是否定期提供（on a regular basis）投資建議，亦無論該名投資顧問是否僅提供鑑價意見或僅推介其他顧問，皆屬受託管理人，而須負擔相關義務。

伴隨著定義的擴張，預計將有更多從業人員受相關義務之拘束，包括證券經紀商過去僅須依循美國證管會與美國金融監管局（Financial Industry Regulatory Authority，為美國金融業之產業自律組織，並承擔一部分之市場監管責任）規定，以「適合原則」（較低的標準）做為行為準則，未來若提供退休金帳戶服務，將可能成為新規定下的受託管理人，而須負擔更高義務。此外，新法亦設有最佳利益契約（best interest contract）做為受託人義務的豁免條款，僅有在滿足相關條件時，受託管理人才能繼續收受佣金與管理費退佣（12b-1 fee）。

（二）爭議

美國勞工部的新規定引起了廣大爭議，反對意見中，可以美國最大的金融業同業團體「證券產業與金融市場協會」（Securities Industry and Financial Markets Association）的立場為代表，該協會指出此規定「完全改寫了員工退休所得保障法中關於受託管理人的定義」，並「大幅擴張受託管理人的範圍」，最終將「限縮美國投資人取得個人投資建議的機會」，並帶來「更不安全的退休未來」²¹。該協會並公開支持另一項禁止勞工部提出上述規定之法案²²。

然而另一方面，該規定也帶來了新的商業機會，美國勞工部在評估報告中認為，新規則將有助於創新，並為投資人帶來便宜而高品質的數位化服務。該報告並具體指出「機器人投資顧問服務」具有極大的發展潛力²³。

在產業界，面對新規定的要求，各業者也以提供新的自動化服務做為主要應對策略。包括貝萊德與 LPL Financial 的合作²⁴；嘉信理財

宣布將於近日售有佣基金²⁵；先鋒投資、富達投信等大型資產管理業者亦將以機器人投資顧問服務與低成本產品銷售做為競爭策略²⁶。

三、美國市場相關監理討論

美國證管會對於機器人投資顧問服務之發展與監理相當關注。既有法制對於機器人投資顧問服務的進入規範尚稱清楚，然而對於機器人投資顧問與投資人間之權利義務關係，美國證管會仍有疑慮，2015 年證管會委員 Stein 便提出「機器人投資顧問如何負擔受託人義務」（What does a fiduciary duty even look like or mean for a robo-adviser）的問題，並指出「機器人投資顧問完全衝擊傳統上對於受託人的想像²⁷。」凸顯了機器人投資顧問服務對於既有法制所帶來的挑戰，並不在於法規構成該項服務之進入障礙，而是目前用以規範機器人投資顧問服務之投資顧問法等法規，是否足以規範並確立機器人投資顧問與投資人間之法律關係及雙方應盡之權利義務。

2015 年 5 月美國證管會提出警告（alert），並發佈投資人對於自動化投資工具（automated investment tool）的相關注意事項，產官學界對於機器人投資顧問服務的監理問題討論乃日趨熱烈，然而直至今日，美國並未訂立專法加以規範，以下僅就具代表性之意見進行回顧與分析。

（一）2015 年 5 月美國證管會預警「自動化投資顧問風險」

在本公告中，美國證管會提出多項建議，提醒投資人要進一步了解機器人投資顧問服務這種「自動化投資工具」的風險與限制，包括²⁸：

- 1、「了解契約條款」：包括相關費用、中止條件與是否隱含推薦佣金等。
- 2、「了解包括重要假設等工具的限制」：如工具可能僅內建有限的產品選擇，演算上所仰賴的重要經濟假設（如利率）可能未隨市場變動而調整。
- 3、「認知到自動化工具的結果直接仰賴於所提供的資訊」：由於結果直接受所輸入的資訊影響，必須要充分了解問題並謹慎提供資訊。
- 4、「注意自動化工具所提供的結果未必有利於財務需求或目標」：其原因在於工具可能無法取得所有必要的資訊與需求，而如果該工具無法提供人為判斷或監督等自然人服務，可能使投資人無法獲得更個人化的顧問意見。

進一步分析，發現上述建議與受託人義務關係密切，其中建議二涉及的正是忠誠義務的問題。傳統監管思維下，忠誠義務所規範者，乃「利益衝突」而非「經濟假設」。而在機器人投資顧問的監管中，除了利益衝突，不同經濟與財務因子的取捨組合反而成為可能須監管的標的，包括是要納入什麼樣的產品，具體而言，同樣追蹤於新興市場指數，可能有數檔追蹤不同指數（如 FTSE 指數、MSCI 指數等）、費率不同、流動性不同的 ETF 商品，要選擇將哪一檔納入投資組合，涉及對於各檔 ETF 特性的判斷，而非來自於與投資人間的利益衝突。就算在產品選擇上直接選擇費用最低的產品，但仍面對下一個問題，亦即重大之經濟因子的預期，包括利率、各資產的預期報酬率、各資產關聯性等因子都將大幅度影響評估結果，而對於這種經濟因子的預測能力，亦非監管所及。

建議三、四涉及的則是注意義務。機器人投資顧問服務通常是透過詢問投資人風險偏好相關問題，並考慮投資人年齡、收入等資訊，再對其風險偏好進行試算，這樣的風險評估方式，不僅缺乏第三方監督者確認輸入資料的正確與完整性，也無法滿足個人特殊的情感、價值觀需求。由於投資人的風險偏好將影響投資建議，美國證管會於是建議投資人與顧問，應充分了解到這種評估方式的侷限。

（二）2015 年 6 月 Fein 律師質疑「機器人投資顧問優點可能背離事實」

Melanie L. Fein 律師在其「Robo-Advisors: A Closer Look」²⁹一文中，透過詳細審閱數個機器人投資顧問業者的契約條款，指出機器人投資顧問並未充分提供「個人化」的顧問服務，未最小化投資人成本，此外也未滿足相關受託管理人義務的要求，並指出美國勞工部在 2015 年推動受託人規則修正時，所指出的機器人投資顧問相關優點，可能背離事實。

（三）2016 年 4 月美國麻州政府聲明「業者須循法以確保安全」

麻州政府的政策聲明「Policy Statement—Robo-Advisors and State Investment Adviser Registration」指出，「完全自動化之機器人投資顧問」可能無法滿足受託義務，理由包括渠等在資料的取得與核實上有其侷限、免責條款範圍過大、無法達成客制化意見提供等³⁰。同年 7 月，麻州政府的另一份政策聲明，則針對州內愈來愈多使用第三方所提供的機器人投資顧問服務的業者提出建議，以確保在資訊揭露等面向符合該州法令³¹。

（四）2016 年 10 月 Klass 及 Perelman 律師主張「用契約規範義務、毋須另立規範」

Klass 和 Perelman 律師在其「The Evolution of Advice: The Current Regulatory Landscape for Digital Investment Advisers」一文中³²，回應了機器人投資顧問無法滿足受託人義務要求的質疑。關於批評機器人投資顧問未盡注意義務，該文指出：注意義務的範圍，係由契約所訂，當事人可以透過契約擴張或限縮注意義務；關於批評機器人投資顧問未取得足夠資訊，該文亦指出法律並沒有規定所需取得的資訊量，只要滿足契約所規範的注意義務即可。至於機器人投資顧問的建議未臻全面，該文亦指出許多投資人係為滿足其特定之投資目標而選擇機器人投資顧問，批評者不宜假設所有的顧問服務皆須一次滿足投資人所有需要。而關於忠誠義務，該文則重申過去勞工部所提出的理由，強調機器人投資顧問由於選用ETF作為投資工具，相較於傳統顧問，已能有效降低利益衝突。

總體而論，回應外界的質疑，該文強調機器人投資顧問已滿足受託人義務，並可適用於既有法律規範。與傳統顧問的差別，僅在於提供顧問的數位化形式不同，本質上仍是由人在監管相關的演算法與投資建議，因此毋須另立規範。

（五）2017年2月美國證管會發布「機器人投資顧問指導」

美國證管會於2017年2月同時發布了「IM Guidance: Robo-Advisers」（機器人投資顧問指導）³³及「Investor Bulletin: Robo-Advisers」³⁴兩份文件，前者歸納目前美國證管會對於機器人投資顧問的監理意見與建議，提供相關業者參考遵循；後者則屬於對一般投資人之教育，提醒投資人在使用機器人投資顧問時應注意之點。

上揭「IM Guidance: Robo-Advisers」，重申機器人投資顧問如同註冊投資顧問一般，應盡受託人義務，並應注意滿足「資訊揭露」、「建議提供」與「法規遵循」等三方面要求。

在「資訊揭露」部分，業者應充分揭露其關於商業模式、服務範疇與風險的資訊，以避免誤導客戶。此外，也需要注意揭露的方式，確保揭露有效並得為投資人所理解。在「建議提供」方面，美國證管會觀察到多數業者仰賴問卷來蒐集資訊，建議業者應思考問卷是否充分、有效的蒐集資訊並產出建議，若產生資訊不一致時，應有相關措施進行處理。而在「法規遵循」方面，美國證管會也重申業者必須遵循投資顧問法相關規定，制定內部遵循計畫，範圍包括演算法、問卷、採用第三方服務、客戶互動等事項之監理。

四、自律組織遵循建議

美國金融業監管局證券商公會（The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）於2016年3月亦發布報告，對於「數位化投資顧問」（digital investment advice）提供廣泛的監理建議，作為會員（金融業者）推出相關服務之參考³⁵。

（一）演算法之監理

該報告指出數位化投資顧問服務的產出依賴大數據及演算法，因此，有效監理演算法的架構是確保其產出之建議遵守證券交易相關法規的基礎。其監理應包含初次與持續檢視兩種，初次檢視應檢視演算法模型本身與其相關假設及數據來源及其使用是否合理，並確保產出結果與該模型預期一致；而持續檢視則須著重在一一般情形下、在市場波動及其他情況下模型產出之結果仍然合理，並確認模型之監理責任由

何人擔負。此外，美國 FINRA 特別強調，採用數位化投資顧問程式產出投資建議的業者，仍須遵守證券法規相關要求及適合性原則，不能僅依靠程式作為提供投資人建議的唯一根據。

（二）投資組合與利益衝突之監理

報告建議有效監理投資組合的架構應包含：

- 1、確認提供予投資人金融商品之報酬計算、風險分散、信用風險、流動性風險等資訊是否合理正確。
- 2、確立選入投資組合的金融商品標準（手續費、指數追蹤誤差、信用風險、流動性風險...等）。
- 3、選入投資組合的金融商品是否合適。
- 4、審查預備投資組合內之金融商品與其相應等級之投資人是否適切。
- 5、辨識同一資產組合內可能產生利益衝突的金融商品並減緩衝突。

（三）客戶分析之監理

報告指出客戶分析是提供數位化投資服務裡重要的一環，應包含確認客戶必要資訊、評估客戶風險承受能力和風險承受意願、消除客戶之回答矛盾，評估該資產投資建議對於該單一客戶是否妥適、定期確認客戶之圖像是否有所變化與監理分析工具是否適切等。

（四）資產組合再平衡之監理

許多數位化投資服務提供者都提供資產組合再平衡的服務，提供此服務時應確立投資人對資產組合自動再平衡有必要之認知、適時通知投資人資產組合再平衡可能帶來的潛在成本與稅負、揭露資產組合再平衡運作模式、發展並揭露市場大幅波動變化策略與發展最小化再

平衡對稅負衝擊之策略。

（五）財務顧問人員訓練之監理

該報告亦要求相關顧問人員應了解程式化投資的重要假設、先天限制，並了解部分不適合使用程式化投資時機。

五、小結

總結上述分析，美國機器人投資顧問產業正蓬勃發展中，相關的法律爭議不在於現有法制下能否提供機器人投資顧問服務，而在於機器人投資顧問業者，能否滿足受託人義務之要求，惟該爭議目前並無定論。

伍、機器人投資顧問服務在我國市場的應用與監理

一、我國市場應用潛力與潛在影響

截至 2015 年底止，我國投信投顧業管理約新台幣 3.6 兆元資產，其中共同基金占 2.2 兆元、全權委託約 1.4 兆、私募基金約 132 億元，另外國人亦持有約 3.1 兆元之境外基金，由此可見共同基金在我國資產管理業擁有舉足輕重的地位。若以美國 2014 年機器人投資顧問服務萌芽階段之市場占有率估計，以我國 2015 年底境內外基金（不含貨幣型）約 4.1 兆、ETF 約 2,000 億新台幣，估計我國萌芽階段潛在市場約在 14 億到 40 億新台幣之間。

在通路部分，現行境內外基金銷售機構涵蓋了銀行、證券商、投信投顧及基金管理公司直銷等通路。在境外基金各通路銷售之情形與比率方面，據估計，銀行通路約佔 60%，其他如投信投顧等境外基金銷售機構約佔 40%，透過證券商受託買賣外國有價證券銷售之境外基金約佔 2%。在境內部分，由於貨幣型基金多

以境內基金為主，因此透過投信直銷通路銷售比率較高，約佔 55%；銀行約佔 35%、券商通路約佔 10%。

據報載，國內已有多家銀行、投信及投顧業者有意願提供機器人投資顧問服務，主管機關並指出，若只是線上提供諮詢建議，是屬於投顧業者的原來業務範圍內，不需要另外向金管會申請，而若是還有全權委託證照與金融商品代銷資格，就可讓投資人線上一次購足³⁶。

事實上，已有業者於我國推出「智慧財富管理服務」，開戶門檻為 25 萬美元，並收取固定年費。就開戶門檻與收費方式觀察，此服務之對象應定位在傳統的頂級客戶，提供方式仍以自然人與機器人投資顧問併行之混合式服務為主³⁷。

二、我國市場法規與爭議

（一）法規

美國市場常見之機器人投資顧問（即以投資 ETF 為主，並提供自動再平衡等功能之業者），應屬於我國法制上之「辦理全權委託之投資顧問」，適用「證券投資信託及顧問法」（以下簡稱投信投顧法）³⁸及關於經營「全權委託投資業務」³⁹之規範。此外，業者亦應遵守主管機關「證券投資顧問事業設置標準」、「證券投資事業管理規則」、「證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則」、「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」及證券投資信託及顧問商業同業公會（以下簡稱投信投顧公會）相關自律規範。

1、書面限制

依投信投顧法第 83 條⁴⁰、證券投資顧問

事業管理規則第 10 條⁴¹及投信投顧公會所擬定之契約範本⁴²等規定，業者接受委託提供服務時，應訂定書面證券投資顧問契約；其契約之終止，亦須以書面為之。由以上規定，可以發現我國主管機關及公會對於投資顧問服務契約的想法，仍是以書面為主，若是要將美國純線上機器人投資顧問服務之經營模式移植到我國，上述規定將構成一定的障礙。

2、金額限制

依「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」第 12 條規定⁴³，單一客戶投資金額以 500 萬元為下限。若以我國 104 年家庭部門平均每戶所擁有的國內金融性資產淨值（不含人壽保險及退休基金準備）僅 446 萬元相比⁴⁴，顯示多數國人都無法達到全權委託投資的門檻。美國的機器人投資顧問服務，正是瞄準年輕或資產淨值較低的投資人，往往僅需數千美元即可開戶，顯示若要移植美國的商業模式，此一投資金額門檻也可能構成一定的障礙。

3、專人限制

有論者指出，由於現行法規是基於由具有專業自然人所提供之「人」的服務，故對人員的要求及服務的流程，均以人的服務為出發，如要求業者提供建議時，應作成投資分析報告；公會所擬訂之契約範本，均以「專人服務」為出發，僅針對人員資格做詳細規定等⁴⁵，顯示現行制度仍以人為規範中心，對於機器人投資顧問所衍生的新監理議題，仍須進一步建立更完善的規範制度。

（二）爭議

依投信投顧法第 7 條規定，業者應「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」⁴⁶，顯示我國對於投資顧問業者，亦課予美國受託人義務相當之義務。惟上開義務是否可以契約限縮之，其實不無疑問，依金融消費者保護法第7條對於締約之自由有所限制，訂立之契約條款顯失公平者，該部分條款無效⁴⁷。

在實務上，有論者指出我國法院似未嚴格區分善良管理人注意義務與忠實義務兩者，但包括違反不得在臺銷售之規定、違反投資標的審查義務、受託人資格不符、違反適合性原則、違反締約前告知說明義務或締約後之審查報告義務等，都屬於管理人注意義務與忠實義務之內涵⁴⁸。

三、小結

綜上所述，我國市場雖然有發展機器人投資顧問服務的潛力，但受限於書面、金額、專人等相關規範，要直接引進如美國市場之小額且高度數位化之商業模式實有困難，構成了新興業者一定的進入障礙。若進入障礙可以克服，則該等機器人投資顧問亦應盡法定之善良管理人注意義務及忠實義務，惟我國實務上兩者似無嚴格區分。另外，美國監管機關重視的演算法、資訊取得的侷限與建議的有效性等議題，在我國似乎尚未引起足夠關注。

陸、結論與建議

金融科技已經是我國金融產業發展的重點，其中機器人投資顧問更有可能扮演重要的角色，基於其快速、低成本與客觀等特質，將有可能為國內資產管理產業帶來新的成長動能。

美國市場是機器人投資顧問發展最成功的市場，成長迅速而潛力巨大，並引起有關當局相當的關注；其爭議的核心，在於機器人投資顧問是否能符合投資顧問之受託人義務要求。有批評意見提出，由於機器人投資顧問受限於以問卷取得資訊，未能取得充分資訊並提供個人化意見等理由，懷疑機器人投資顧問是否能符合受託人義務之要求。惟支持意見認為，透過契約限縮義務範圍之後，問卷可以蒐集足夠資訊並提供符合投資人目標的建議。目前美國證管會並未採特定立場，而是重申業者必須注意相關資訊的揭露、資訊蒐集必須充分有效，另必須遵循相關法令。

我國的法制障礙與美國相比稍有不同，主要集中在業者之進入障礙。現行法制對於投資顧問服務仍倚重以書面、專人的方式進行締約與服務，並設有500萬元投資金額之門檻，大多數國人可能難以受惠。至於受託人義務，我國投信投顧法亦明定業者應盡善良管理人注意義務及忠實義務，然實務上如何處理如機器人投資顧問在美國所遇到的相關問題，仍不無疑問。

為因應我國發展機器人投資顧問服務，茲提出有關監理建議如下：

一、移除相關法規障礙，鼓勵機器人服務發展

有研究指出，我國針對機器人投資顧問並無制定專法之必要⁴⁹，僅有規範服務流程之命令規則，需要配合檢討。本文看法亦同，建議政府應優先檢討既有規範之書面、專人與金額門檻等限制，以便鼓勵業者提供服務。主管機關亦宜積極與業者展開溝通，並如同美國證管會2015年相關作為，提醒投資人相關風險。

二、發佈監理準則及擬定監理政策

有關機器人服務發展，美國證管會於2017年2月提出指導意見，以便業者制定相關遵循計畫；FINRA亦提出建議或要點，以指導業者避免觸法。他山之石，可以攻錯，對於推動機器人投資顧問的發展，我國主管機關宜明確揭示監理準則及擬定監理政策，以便業者制定相關遵循計畫；投信投顧公會，可提出建議或要點，以指導業者避免觸法。此外，我國主管機關可積極與業者合作，共同找尋符合法規且能滿足投資人需要的商業模式。

三、除關注演算法與資訊處理外，更應關注資訊呈現與選項的設計

行為經濟學（behavioral economics）是一門著重人類「非理性」的新興研究領域，其研究成果如「框架效應」（framework effect）或「選項結構」（choice architecture）等理論，指出人的決策會受資訊呈現或選項設計所影響，特別是預設選項的設計，通常會顯著地影響人的選擇。

機器人投資顧問的演算法及資訊的取得與處理，固然應該贏得更多監理的重視，然而業者如何決定網頁資訊的呈現方式、選項的設計，乃至於整個流程的規劃，都將影響投資人的選擇，因此如何應用行為經濟學等跨領域知識，對這些數位化的商業活動進行監理，亦將是值得重視的研究議題與監理挑戰。

註釋：

1. Digital disruption in Wealth Management, DELOITTE.COM, <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/dttl-fsi-us-consulting-digital-disruption-in-wm-2014-06.pdf>
2. IM Guidance Update: Robo-Advisers, SEC.GOV, <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-02.pdf>
3. The Retail Distribution Review, FSA.GOV.UK, <http://www.fsa.gov.uk/about/what/rdr/firms> (last visited May. 15, 2017)
4. 關於適合性原則規定，詳見 FCA Handbook PRIN 2.1 「The Principles」，類似規定亦見於美國 INRA Rule 2111. Suitability
5. 細節規定詳見 FCA Handbook COBS 6.1A 「Adviser charging and remuneration」
6. Bridging the advice gap-Delivering investment products in a post-RDR world, DELOITTE.COM, <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-fs-rdr-bridging-the-advice-gap.pdf>
7. Post-implementation review of the Retail Distribution Review – Phase 1, FCA.ORG.UK, <https://www.fca.org.uk/static/documents/post-implementation-review-rdr-phase-1.pdf>
8. 2015 Investment Company Factbook, ICI.ORG, https://www.ici.org/pdf/2015_factbook.pdf
9. Robo-Advisors Capitalizing on a growing opportunity, DELOITTE .com, <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/strategy/us-cons-robot-advisors.pdf>
10. Top 5 robo-advisers by AUM, INVESTMENT NEWS, <http://www.investmentnews.com/article/20160225/free/160229960/top-5-robot-advisers-by-aum>
11. Robo-Advisors AUM Could Grow To \$5 Trillion In 10 Years: Citi, VALUEWALK, <http://www.valuwalk.com/2015/09/robot-advisors-aum-growth/>

12. Schwab Intelligent Portfolios, SCHWAB.COM, <https://intelligent.schwab.com/>
13. Exclusive: Robo-adviser Marstone has partnered with IBM Watson to deliver cognitive computing-powered advice, InvestmentNews, INVESTMENTNEWS.COM, <http://www.investmentnews.com/article/20160321/FREE/160329996/exclusive- robo- adviser- marstone- has- partnered- with- ibm- watson- to>
14. 同註 10
15. 參見谷湘儀等，〈機器人投資顧問 (Robo-Advisor) 國外實務及相關法令與管理措施之研究〉，中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會委託研究 (2016)。
16. 參見 <https://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>
17. 所謂信託受託人包括 1. 對退休基金計畫或其資產運用或處置有管理及控制權者 2. 直接或間接由此計畫收取費用或報酬而提供投資顧問服務者；3. 對此基金管理運作有管理權或責任者。參見王育慧，〈從公司治理論機構投資人股東權之行使 - 以公共基金為中心〉，國立政治大學法律研究所博士論文，頁 86 (2008)。
18. 同上註，頁 86-87。
19. Department of Labor' s 2015 Proposed Fiduciary Rule: Background and Issues, FAS.ORG, <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/R44207.pdf>，頁 7 (“they must (1) make recommendations on investing in, purchasing or selling securities or other property, or give advice as to their value (2) on a regular basis (3) pursuant to a mutual understanding that the advice (4) will serve as a primary basis for investment decisions, and (5) will be individualized to the particular needs of the plan. An investment adviser is not treated as a fiduciary unless each of the five elements of this test is satisfied for each instance of advice.”)
20. Department of Labor Proposes Rule to Address Conflicts of Interest in Retirement Advice, Saving Middle-Class Families Billion of Dollars Every Year, DOL.GOV, <https://www.dol.gov/sites/default/files/documents/featured/protectyoursavings/factsheetcoi.pdf>
21. SIFMA Submits Comments to the DOL on Its Fiduciary Rule Proposal - Executive Summary, SIFMA.ORG, <http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=8589955445>
22. SIFMA Submits Comments to the House Financial Services Committee in support for HR 1090, the Retail Investor Protection Act, SIFMA.ORG, <http://www.sifma.org/issues/item.aspx?id=8589956783>
23. Fiduciary Investment Advice: Regulatory Impact, DOL.GOV, 頁 318-324, <http://www.dol.gov/ebsa/pdf/conflictsofinterestria.pdf>
24. Bright side of the new DOL fiduciary rule: Tech and efficiency, INVESTMENTNEWS.COM, <http://www.investmentnews.com/article/20160424/FREE/304249999/bright-side-of-the-new-dol-fiduciary-rule-tech-and-efficiency>
25. Schwab shuns load funds in DOL's wake, INVESTMENTNEWS.COM, <http://www.investmentnews.com/article/20160427/FREE/160429943/schwab-shuns-load-funds-in-dols-wake>
26. Vanguard, Fidelity bank on robos, low-cost strategies to ride DOL fiduciary rule wave, INVESTMENTNEWS.COM, <http://www.investmentnews.com/article/20160407/FREE/160409941/vanguard-fidelity-bank-on-robos-low-cost-strategies-to-ride-dol>
27. Surfing the Wave: Technology, Innovation, and Competition – Remarks at Harvard Law School' s Fidelity Guest Lecture Series, SEC.GOV, <https://www.sec.gov/news/speech/stein-2015-remarks-harvard-law-school.html>
28. Investor Alert: Automated Investment Tools, SEC.GOV, <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/autolistingtoolshtm.html> (last visited May. 15, 2017)
29. Melanie L. Fein, Robo-Advisors: A Closer Look (2015), <http://ssrn.com/abstract=2658701>

30. Policy Statement :Robo-Advisers and State Investment Adviser Registration, <https://www.sec.state.ma.us/sct/sctpdf/policy-statement--robo-advisers-and-state-investment-adviser-registration.pdf>
31. Policy Statement :State-Registered Investment Advisers ' Use Of Third -Party Robo –Advisers, <https://www.sec.state.ma.us/sct/sctpdf/Policy-Statement-State-Registered-Investment-Advisers-Use-of-Third-Party-Robo-Advisers.pdf>
32. The Evolution of Advice: The Current Regulatory Landscape for Digital Investment Advisers, MORGANLEWIS.COM, <https://www.morganlewis.com/~/media/files/publication/outside%20publication/article/klass-perelman-evolution-of-advice-novdec2016.ashx?la=en>
33. 同註 2
34. Investor Bulletin: Robo-Advisers, SEC.GOV, https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_robo-advisers.html
35. Report on Digital Investment Advice, FINRA.ORG, <https://www.finra.org/sites/default/files/digital-investment-advice-report.pdf>
36. 魏喬怡、彭禎伶，〈機器人理財 5 家業者搶灘〉，工商時報，2017/4/19。
37. 蔡怡杼，〈瑞銀鎖定台灣 VIP 下修智慧理財服務門檻〉，中央社，2016/4/19。
38. 投信投顧法第 4 條第 1 項：「本法所稱證券投資顧問，指直接或間接自委任人或第三人取得報酬，對有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易有關事項，提供分析意見或推介建議。」
39. 投信投顧法第 5 條第 10 項：「全權委託投資業務：指對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產，就有價證券、證券相關商品或其他經主管機關核准項目之投資或交易為價值分析、投資判斷，並基於該投證券投資顧問事業接受客戶委任，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。資判斷，為客戶執行投資或交易之業務。」
40. 投信投顧法第 83 條第 1 項：「證券投資顧問事業接受客戶委任，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。」
41. 證券投資顧問事業管理規則第 10 條第 2 項：「證券投資顧問事業接受客戶委任，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。」
42. 證券投資顧問委任契約範本第 7 條第 1 項：「契約之終止：（一）本契約於下列任一情事發生時終止之：1. 當事人任何一方以書面同意終止本契約者。2. 任何一方有重大違反本契約之情事，經他方書面通知限期改善，違約之一方無正當理由而不改善者。」
43. 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第 12 條：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業經營全權委託投資業務，其接受單一客戶委託投資資產之金額不得低於新臺幣五百萬元。但委託投資資產為投資型保險專設帳簿資產或勞工退休金條例年金保險專設帳簿資產者，不在此限。」
44. 主計處 104 年國富統計，網址 <http://www.stat.gov.tw/ct.asp?xItem=41239&CtNode=658&mp=4>
45. 同註 15，頁 112-113。
46. 投信投顧法第 7 條第 1 項：「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。」
47. 金融消費者保護法第 7 條第 1 項：「金融服務業與金融消費者訂立提供金融商品或服務之契約，應本公平合理、平等互惠及誠信原則。」；第 2 項：「金融服務業與金融消費者訂立之契約條款顯失公平者，該部分條款無效；契約條款如有疑義時，應為有利於金融消費者之解釋。」
48. 施曉恩，《銀行受託財富管理之應盡義務之研究》，國立政治大學國際經營與貿易研究所碩士論文，頁 46(2012)。
49. 同註 15 頁 110。

6/2

本公司贊助之新北市石碇國小師生，由魏千妮校長率隊參訪股票博物館，由朱副總經理接待並欣賞學童才藝表演。

6/11

舉辦 106 年第一次業務永續運作 (BCP) 演練，就本公司業務及資訊相關系統之異地備援進行演練。

6/13

本公司派員赴印尼雅加達出席印尼集中保管公司電子投票系統建置合作機構遴選說明會。

6/16

德意志銀行及 State Street 澳洲代表來訪，就本公司新近業務概況進行交流。

6/21

本公司召開 106 年度股東常會，林董事長於會中表示，為配合主管機關「金融科技發展推動計畫」政策及因應國內外財經局勢，本公司將秉持「顧客導向」、「開放創新」與「平台經濟」3大服務創新理念，持續為市場服務。

6/22

韓國集保公司 (KSD) 派員來訪，就亞洲基金標準化論壇 (AFSF) 2017 計畫及未來發展方向等議題進行交流。

6/23

本公司贊助之台中市四箴國中及高雄市鳳西國中射箭隊，分別由顏慧萍校長及向永樂校長率教練與選手參訪股票博物館，由孟總經理接待並進行意見交流。

6/27

本公司贊助之新北市石碇國小「小小文創家培育計畫」舉辦期末成果發表會，並致贈本公司感謝狀。

6/29

本公司與財金智慧教育推廣協會共同主辦之「2017 小學生理財競賽」舉行頒獎典禮記者會，活動期間共吸引全台 1,039 名小學生參賽。頒獎典禮特別邀請證期局王詠心局長、本公司林董事長及財金協會薛明玲理事長等貴賓致詞頒獎並與得獎小學生合影。

6/30

本公司金融資訊部王文政經理等同仁，獲選為金管會 106 年度金融優秀人員，並由李瑞倉主委頒贈獎座表揚。

7/5

金管會李瑞倉主委至本公司視察，並參觀臺灣股票博物館，對豐富珍貴的館藏與多媒體互動的展覽方式表達肯定。

7/5、20、26-27

邀集票券商及發行人舉辦 4 場次「推廣 CP2 登記形式發行服務案說明會」，共計 192 人次參加。

7/6

德意志銀行及 Clearstream 新加坡代表來訪，就本公司新近業務概況、與外國投資人相關法令、本地市場基礎建設等議題進行交流。

7/6

本公司舉辦「電子投票好處多 上萬獎項讓你抽」活動之電腦隨機抽獎，總共抽出包含郵政禮券五萬元等 10,704 個獎項。

7/11

本公司就高中以下各級學校教師及行政人員舉辦 1 場「臺灣證券市場發展與展望暨參觀股票博物館課程」，共計 53 人參加。

7/12

本公司派員赴日本東京參加顧能公司 (Gartner) 資訊安全與風險管理高峰會。

7/14

舉辦 1 場「股務單位稽核人員教育訓練」，共計 86 人參加。

7/17

舉辦 1 場「股務單位主管人員座談會」，共計 43 人參加。

7/23

本公司派員赴澳洲雪梨參加國際內部稽核研討會 2017 年會。

7/24

本公司林董事長出席由本公司與財金智慧教育推廣協會共同主辦之「小小創業家營隊」台東萬安國小場次，鼓勵期勉參加營隊的小學生用心學習。

7/26

本公司派員赴中國上海參加顧能公司 (Gartner) 大中華區 CIO 峰會。

PHOTO HIGHLIGHT



7.5

金管會李瑞倉主委至本公司視察，並參觀臺灣股票博物館，對豐富珍貴的館藏與多媒體互動的展覽方式表達肯定。



6.29

本公司與財金智慧教育推廣協會共同主辦之「2017 小學生理財競賽」舉行頒獎典禮記者會，活動期間共吸引全台 1,039 名小學生參賽。頒獎典禮特別邀請證期局王詠心局長、本公司林董事長及財金協會薛明玲理事長等貴賓致詞頒獎並與得獎小學生合影。

PHOTO HIGHLIGHT



6.30

本公司金融資訊部王文政經理等同仁，獲選為金管會 106 年度金融優秀人員，並由李瑞倉主委頒贈獎座表揚。



6.21

本公司召開 106 年度股東常會，林董事長於會中表示，為配合主管機關「金融科技發展推動計畫」政策及因應國內外財經局勢，本公司將秉持「顧客導向」、「開放創新」與「平台經濟」3 大服務創新理念，持續為市場服務。



7.24

本公司林董事長出席由本公司與財金智慧教育推廣協會共同主辦之「小小創業家營隊」台東萬安國小場次，鼓勵期勉參加營隊的小學生用心學習。

配合新修正「**洗錢防制法**」之施行，

自106年6月28日起，每名旅客出入境

攜帶新臺幣限額10萬元；

超過部分如未依規定申報，

將由海關**沒入**。



案例

旅客出入境 攜帶50萬元新臺幣現鈔

情況一 如實申報50萬元者 ▶ 40萬元禁止攜帶出入境

情況二 未申報者 ▶ 40萬元沒入

情況三 申報不實者
如僅申報35萬元 ▶ (一)15萬元沒入
▶ (二)25萬元禁止攜帶出入境

限額10萬元
可攜帶出入境

特別提醒：新臺幣禁止寄送出入境，違反者適用沒入規定。



中央銀行 廣告 106年3月

中央銀行APP



iOS版



Android版



集保@存摺

一機在手·掌握全局
完美整合·輕鬆申請

線上查詢·簡單便利

查看股票、權證、ETF、可轉債券
櫃買黃金等餘額、交易紀錄
通通一覽無遺

行動整合·操作便利

整合不同證券帳戶存摺，行動管理真便利
臨櫃提示存摺，一指搞定很easy



e手掌握·即時便利

依資產部位推播股東會、除權息
等股務及重要市場等資訊，並連結
股東e票通電子投票功能
股東會投票真輕鬆

投資人於106年12月31日前
安裝存摺成功者~即可參加抽獎

手機安裝集保e存摺APP，請立即掃描下方
QR Code，並洽往來證券商申辦相關服務

iOS



Android



安裝獎

每日抽**30**名，獲得**100**元便利
商店電子禮券。

驚喜獎

每第**1**萬名，及超過**10**萬名後，
每第**10**萬名安裝者，另可獲得
2,000元量販店電子禮券。

詳細抽獎辦法請上集保e存摺推廣網頁：

<http://epassbook.tdcc.com.tw>



TAIWAN DEPOSITORY &
CLEARING CORPORATION

臺灣集中保管結算所



台北市復興北路363號11樓 02-2719-5805 www.tdcc.com.tw