

【專題一】



蘇詩雅（證期局科長）

壹、前言

依據證基會 107 年對 1,593 位基金投資人的行為調查發現，國內投資人於 29 歲以下即開始投資基金的比例逾 60%，投資基金經驗逾 10 年以上之比例為 48.6%，投資人獲取基金資訊的主要管道來自報紙雜誌以及銷售機構之理財專員，且多數投資人會參考理財專員推選之基金進行投資。顯見基金已為國內投資人重要的投資工具，而銷售機構對投資人進行基金投資決策也具有重要的影響力。

為保障基金投資人權益，各國主管機關均要求基金銷售機構應盡責提供專業服務、為投資人最大利益考量、不得有不當銷售行為等，並依市場實務情況推動各項強化銷售機構之管理措施。本文謹蒐集近期國外主管機關推動有關強化基金銷售機構之措施內容，及說明國內目前研議推動之措施，以供參考。

貳、基金市場概況

截至 107 年 9 月底，國內計有 39 家投信公司，發行 842 檔投信基金，規模 2.49 兆元；41 家境外基金總代理人，代理 70 家境外基金機構，1,037 檔境外基金，國人持有金額 3.48

兆元。市場上計有 89 家銷售機構，包括 48 家銀行、24 家證券商、11 家證券投資顧問、4 家人壽公司以及 2 家期貨商。依據投信投顧公會 106 年產業調查報告顯示，投信基金之銷售通路中，投信直銷比例為 37.7%，其次為銀行通路 28.1%；境外基金之銷售通路，以銀行通路為主，比例為 50.72%。

參、近期國外強化基金銷售通路之管理措施

一、歐盟「金融工具市場指令修訂版（Markets in financial instruments directive II, MiFID II）」：

歐盟「金融工具市場指令（Markets in financial instruments directive, MiFID）」於 2007 年 11 月生效，為進一步完善金融市場機制、強化透明度及增加對投資人保護，歐盟執委會（European Commission, EC）於 2014 年通過 MiFID II 草案，並於 2018 年 1 月 3 日正式實施。其中與基金銷售規範有關之措施包括：

（一）禁止向第三方收取利益（inducement）：投資公司（從事接受客戶委託下單、自營、投資組合管理、投資服務及承銷業務者）除自客戶端收取利益外，除非係為提升對客戶之服務品質，且未違反公司為客戶最大利益從事業務之義務，原則上禁止支付或收受第三方之費用、佣金、金錢或非金錢利益；若投資公司為獨立投資顧問或投資組合管理業者，則僅得收取小部分非金錢利益；公司若有收取第三方利益，則須向客戶揭露相關資訊。

（二）強化資訊揭露：

1. 顧問範圍：MiFID II 提出獨立投資顧問之新概念，係指向投資人提出建議時，應考量廣泛的金融商品，且不應僅由與該公司、與公司有緊密聯繫的實體提供；並要求投資公司在提供投資建議前，應事先告知客戶，所提供之投資建議是否具獨立性、是否定期評估金融商品適合度。
2. 成本與費用：MiFID II 強化投資公司應向客戶揭露相關成本和費用的規範，要求揭露對象應包括專業客戶以及零售客戶，但專業客戶可為較少之揭露；另應在銷售發生時及交易後提供客戶成本和費用等相關訊息，且該等訊息並應使客戶能瞭解成本和費用對報酬之影響等。

（三）強化產品治理與銷售程序：產品提供者應有適當的產品治理政策和程序，以確保產品設計恰當，並應向銷售機構提供適當之訊息，包括產品所針對的客戶端類型、知識和經驗、財務狀況及承受損失的能力、風險承受度、客戶的

目標及需求等，並定期對產品進行審查，以確保正確銷售。另銷售機構應定期審查所銷售的商品，評估其是否符合目標市場的需求，及分銷策略是否合適；除專業投資人外，公司在提供投資服務時，應搜集客戶相關資料，辦理適合度（Suitability）或適當性（Appropriateness）評估。相較於 MiFID I，MiFID II 強化投資公司辦理適合度及適當性評估之相關義務，包括適合度評估應考量產品之成本和複雜性、交易完成前提供適合度評估報告予投資人、強化執行定期適合度評估之相關作業規範、保留適當性評估之記錄等。

（四）避免利益衝突：MiFID I 就避免利益衝突已訂有相關規定，MiFID II 主要新增對公司薪酬制度的要求，包括公司應建立利益衝突控管制度及避免薪酬政策、銷售目標和其他獎勵措施有引導員工向客戶推薦特定商品之情形。

二、英國金融行為監理總署（Financial Conduct Authority, FCA）發布「資產管理市場最終研究報告」

英國 FCA 於 106 年 6 月 28 日發布「資產管理市場最終研究報告」，發現英國資產管理市場有價格競爭不足、基金績效表現不佳、投資人不清楚基金投資目標、對基金收費之認知不足、投資顧問與中介機構之運作問題等，FCA 提出以下若干解決措施，並對市場進行諮詢及逐步發布相關管理措施。

（一）強化投資人保護— FCA 於 107 年 4 月 5 日發布 PS18/8 政策聲明，重要內容包括：

1. 考量經理公司有義務確保投資人最佳利益，FCA 要求經理公司每年對所管理的基金進行價值評估，評估所收取之費用，例如成本、經濟規模效益等，與提供給投資人之價值，例如經理公司內部投資流程品質、基金績效等之相當性，預計於 108 年 9 月 30 日生效。
2. 考量基金投資人與股東利益之平衡，並確保投資人最佳利益，FCA 要求經理公司董事會應有至少 1/4 且最低不得少於 2 名的獨立董事，預計於 108 年 9 月 30 日生效。
3. 建立新的責任制度，要求高階管理人員應採取合理措施確認經理公司遵守應盡的義務，如進行基金之價值評估、招聘獨立董事及符合投資人最佳利益等，預計於 108 年下半年生效。
4. 為減輕經理公司將投資人持有之級別轉換到成本較低但本質相同級別之障

礙，FCA 修正 2014 年有關將基金一般級別轉換至 RDR 級別需逐一取得投資人同意之規定（FG14/4），放寬為只要 60 天前通知投資人，無需獲得回覆即可，本措施已於 107 年 4 月 5 日生效。

5.FCA 同意 BOX 定價模式（申購與贖回價格不同）可與單一定價模式併存。惟在 BOX 定價模式下，FCA 發現有經理公司獲取無風險利潤情形，所謂風險利潤係指為反映基金投資標的之交易成本，投資人買賣基金價格不同，然若未因基金申贖產生交易成本時，基金公司對投資人收取不同買賣價格之價差，並不合理，爰要求經理公司不得保留無風險利潤，且應公平地將無風險利潤返還基金或買賣基金之投資人，FCA 期望保管機構定期審查經理公司有關無風險利潤計算之相關流程，預計於 108 年 4 月 1 日生效。

（二）促進資產管理業競爭— FCA 擬研議之措施包括揭露單一「全包費用（all-in fee）」；對機構投資者揭露一致性且標準化的成本和費用；成立工作小組，討論如何促進投資人更清楚基金目標及參考指標之使用與績效呈現方式等議題。FCA 就此議題大部分的措施內容均在研議中尚未對外公布，僅於 107 年 4 月 5 日發布 Occasional Paper No. 32，係有關費用揭露方式對投資人行為決策影響之測試結果，說明如下：。

1.FCA 發現費用會直接影響基金報酬，然投資人對費用項目之關注程度低，為利幫助投資人選擇較便宜基金，測試報告中以 4 種呈現方式進行測試，包括「警語（描述收費金額及收費對投資回報影響）」、「警語 + 影響圖表（描述收費對投資回報影響）」、「警語 + 比較圖表（與其他基金收費比較）」、「警語 + 審核螢幕（投資人選取基金後出現的螢幕訊息包括所選基金的成本費用總結以及與其他基金之比較圖表，且必須點選確認才能進行下一步驟）」。

2. 整體而言，4 種模式均能提高投資人選擇更便宜基金的比例，其中「以警告 + 審核螢幕」之呈現方式效果最佳，並且投資人提高對費用項目的關注並未降低其對基金績效或風險等其他項目之重視程度。

3.FCA 表示，經理公司應將 Occasional Paper No. 32 的行為測試結果納入考量，並考慮依據預定於 2019 年第 1 季完成的投資平台市場研究結果，修正相關揭露規則，或強制要求特定揭露方式。

（三）提升中介機構效率— FCA 就此議題擬研議之措施，包括對投資平台進行市場研究；針對顧問高度集中致進入障礙高不利競爭之情況進行調查等，FCA

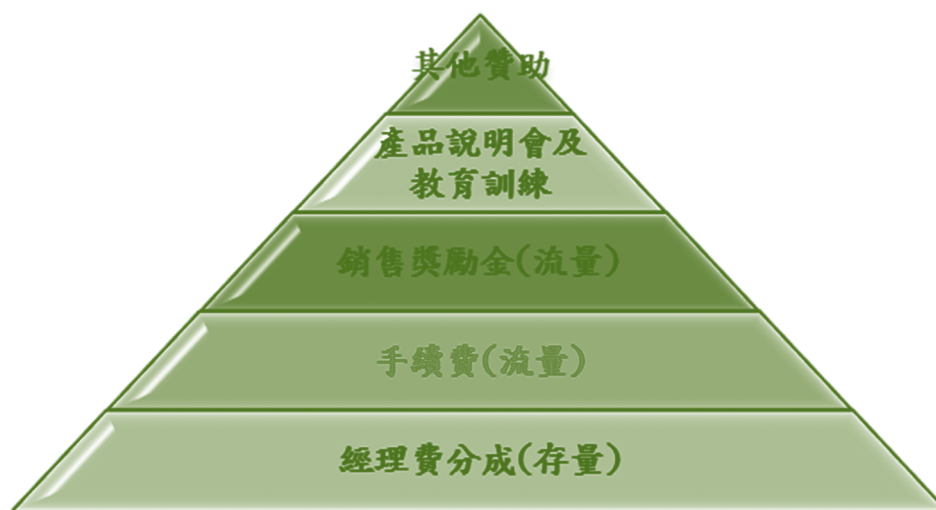
均尚在諮詢或調查中。

肆、近期我國強化基金銷售通路之管理措施

與國外實務作法相同，我國近期在強化銷售通路之管理措施，也著重在解決銷售機構與投資人間之利益衝突以及加強資訊揭露部分，謹就重要的措施，說明如下：

一、檢討修正通路報酬項目：

為避免銷售機構因賺取投信或總代理人之通路報酬而與投資人產生利益衝突，致有未落實 KYC 及 KYP 作業情事。金管會於 99 年修訂境外基金管理辦法及證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則，要求基金銷售通路於銷售前應將所收取之報酬等利益告知投資人。惟通路報酬揭露制度之實施成效似乎有限，市場仍屢有銷售通路或總代理人以教育訓練為名招待銷售績優人員赴國內外旅遊之情形，或銷售通路以要求高額通路報酬為基金上架條件等情事；甚至有銀行等通路勸誘投資人頻繁轉換基金以賺取手續費或通路報酬之不當銷售情事。基金頻繁轉換，不但會使基金規模流失、基金資金流動率過高，不利基金經理公司進行投資，亦不利國內基金投資人權益之保障。金管會為改善前述不合理之銷售模式，對現行境外基金機構、境外基金總代理人及證券投資信託事業支付予銷售機構之通路報酬內容進行檢討。現行通路報酬項目包括經理費分成、手



續費、銷售獎勵金、教育訓練 / 產品說明會及其他贊助等項目，如下圖，謹將通路報酬項目檢討情形，說明如下：

(一) 檢討「銷售獎勵金」項目：

1. 定義：銷售獎勵金指銷售通路依指定期間內之銷售金額或定期定額開戶數，從投信事業、總代理人或境外基金機構取得之一次性銷售獎勵金。
2. 問題：
 - (1) 銷售通路經常辦理短期銷售活動，以銷售獎勵金作為入選通路主推基金之門檻，部份通路甚至要求先支付固定金額之上架費，並以獎勵金多寡，決定基金銷售入選層級，並非聚焦於產品本身之優劣。又銷售獎勵金計算基礎為銷售量而非存量，導致銷售活動結束後，通路又勸誘投資人轉申購別檔基金，產生基金不斷被轉申贖之現象；且通路每月或每季要求投信或總代理人配合活動，若不配合，則下一季投資人可能就被轉換到其他基金，致業者支付銷售獎勵金後，最後卻未達基金資產規模增加之實質效果。
 - (2) 銷售機構對理專績效考核方式影響理專之銷售行為：銷售機構因以銷售量（流量）賺取通路報酬較為容易，故利用通路的力量要求投信以銷售量計算獎勵金，導致銷售機構對理專考核方式雖包含財務性指標及非財務性指標，惟實務上多數理專之非財務性指標考核結果差異不大，最終考核結果仍是以連結銷售額為主要指標，致影響理專之銷售行為。例如理專獎金計算方式，依不同基金銷售入選層級，給予不同獎金或考核計算權重，如果係推薦通路的主推基金，即給予更高額獎金計算方式，或以較高權重計算理專考核績分，影響理專銷售基金的選擇。
 - (3) 現行實務上銷售獎勵金多介於銷售額之 10bp 至 35bp，已壓縮基金業者獲利空間，恐影響其提升投資研究及人才培訓等核心經營能力。舉例說明，銷售機構辦理 1 個月推廣活動、銷售金額 3 億元、投資人持有 1 個月、銷售獎勵金費率 0.1%、經理費率 2% 分成 30%；則基金公司之經理費收入 50 萬元（3 億 * 2% / 12），需支付銷售獎勵金 30 萬元（3 億 * 0.1%）及經理費分成 15 萬元（3 億 * 0.2% * 30% / 12），基金公司僅有利潤 5 萬元。
3. 採行措施：
 - (1) 為減緩基金銷售機構與投資人間之利益衝突，金管會於 104 年即推動以基金規模（AUM）計算銷售獎勵金方案。依市場實務，以 AUM 計算銷售

獎勵金調整方式可以包括：(a) 以銷售機構於特定獎勵期間之每日客戶持有基金存量，及約定費率，計算銷售獎勵金；(b) 重新議定經理費分成費率，並取消銷售獎勵金項目；且二方式均無上架費、專案補助等其他非以 AUM 之名目支付銷售獎勵金項目。

- (2) 資產管理業者普遍認為採前述方式 (a) 銷售機構仍會因特定期間分成費率較高而有勸誘投資人轉換基金之誘因，而方式 (b) 取消短期獎勵誘因，以重新議定經理費分成方式，更能引導市場重視 AUM 之長期穩定。一般而言，方式 (b) 具有計算簡單、無須修改系統、符合國外實務作法以及長期穩定之分成費率有助 AUM 之穩定等優點；而採 (a) 與 (b) 方式併行則可保留商業彈性，增加小型資產管理業者及銷售機構洽談條件之選擇性。
- (3) 金管會考量銷售獎勵金具短期獎勵之誘因，即使計算基礎由現行「銷售額」調整為「AUM」，銷售機構仍可能於獎勵期滿後，有勸誘資金移出而產生與投資人間利益衝突之問題，國外實務多無銷售獎勵金，而以長期穩定之經理費分成計算報酬。金管會已同意投信投顧公會所報「會員及其銷售機構基金通路報酬揭露施行要點」第 3 條刪除「銷售獎勵金」項目，並請投信投顧公會要求資產管理業者於重新議定銷售契約時，應將原契約約定銷售獎勵金之影響數，納入經理費分成比率中考量，及於 108 年底前與銷售機構完成重新議約，即自 109 年 1 月 1 日起，資產管理業者與銷售機構不得有收付銷售獎勵金之約定。

(二) 檢討「教育訓練 / 產品說明會」項目：

1. 定義：提升銷售機構人員銷售能力及瞭解商品性質，贊助或提供對銷售機構之產品說明會及員工教育訓練。
2. 問題：
 - (1) 銷售機構要求贊助教育訓練名額，實際卻作為理專多天期的旅遊獎勵，或要求教育訓練於知名飯店辦理教育訓練，而總代理人或投信公司也未瞭解銷售機構人員之參訓標準，銷售機構可能以銷售人員個別業績為唯一選派參訓條件，至教育訓練可能變為銷售獎勵的一部分。
 - (2) 總代理人及投信公司贊助銷售機構辦理國內教育訓練活動，部分有餐費及住宿費過高或提供非必要禮品等情事，相關活動內容及費用未事前審核其合理性，事後亦未建立妥善之活動審核及費用核銷程序，至無法確實評估

辦理教育訓練活動的成效。

3. 採行措施：金管會已責付投信投顧公會就總代理人或投信公司提供、贊助銷售機構之教育訓練或產品說明會活動，有關銷售機構如何選派參訓人員、與搭配國內外旅遊的適當性、活動內容與費用之評估及費用審核之控管作業等，應於投信投顧公會之「會員及其銷售機構通路報酬支付暨銷售行為準則」中研訂相關規範，並要求總代理人、投信公司及銷售機構確實遵守。

（三）檢討「其他報酬」項目：

1. 定義：依投信投顧公會「會員及其銷售機構基金通路報酬揭露施行要點」修正前第3條規定，其他報酬係指，非屬銷售獎勵之行銷贊助（如：印製對帳單、投資月刊或理財專刊等）」。
2. 問題：現行「其他報酬」未明確限定支付項目，常有是否得收付之疑義，前亦發現有銷售機構之年終尾牙餐費由投信支付之浮濫運用情形，因此，宜明定支付項目。
3. 採行措施：修正「其他報酬」規定為「…非符合下列項目之一者，不得支付：1. 與銷售機構共同合作對投資人進行基金推廣所生文宣廣告、投資月刊或專刊、產品說明會活動之相關費用。2. 有關重大影響投資人權益之事項，由銷售機構以對帳單或其他文件通知投資人所生之印製（含信封）及寄送費用。」。

二、手續費後收級別基金之管理措施：基金銷售機構有偏好銷售手續費「後收型」境外基金之情形，讓投資人買基金時「免」手續費，但必須持有2至4年，若提前贖回須依未滿年限負擔遞延手續費用，且有基金公司每年從基金淨值中另扣分銷費，使後收型基金之相關費用實際負擔通常高於前收型基金，易產生投資糾紛。謹就金管會就後收型基金之管理措施說明如下：

（一）國外無禁止後收型基金收取分銷費的規定，而係要求應於公開說明書及銷售文件等揭露基金相關費用，銷售機構於銷售時應考量投資人最佳利益、避免利益衝突等原則；實務上，業者基於商業及遵法成本之考量，並不偏好銷售手續費後收型基金。至國內投信事業發行之手續費後收型基金最主要的目的是鼓勵投資人長期持有，並不收取分銷費用。所以目前國內市場上僅境外基金有銷售收取分銷費之後收型基金。

（二）金管會對在國內銷售之手續費後收型境外基金已強化管理措施，包括要求手

續費後收型基金應有於一定年限後轉換為前收型基金或有其他合理收費結構之設計、銷售機構對投資人申購之基金級別應以投資人利益合理評估、基金費用應充分揭露、不得以免收申購手續費為廣告主要訴求等；另亦要求銷售機構應對投資人詳予說明基金費用結構，於投資人充分瞭解並簽署聲明書後始得銷售。

伍、結語

金管會推行各項強化基金銷售通路之管理措施，確保資產管理業者提供之基金商品經由銷售機構能正確銷售予適合的投資人，近期推行之通路報酬項目以及手續費後收型境外基金之管理措施等，即是期能減緩銷售機構與投資人間利益衝突的問題以及加強對投資人之資訊揭露減少資訊不對稱可能產生之糾紛。銷售機構有正確銷售之責任與專業，基金投資人亦應有於投資前充分瞭解銷售機構及其人員提供之資訊與解說，與投資後持續關注所持有基金之投資狀況與資訊之正確投資觀念與態度，才能使基金商品更為普及化並促進基金投資市場理性成熟的發展。

~ 信用交易小提醒 ~

投資人從事信用交易應循合法管道，避免與不法業者往來，以免損及自身權益；信用交易具槓桿效應，交易部位之損益會受證券市場價格波動而有放大效果，投資人應留意交易風險與財務狀況承受力，並注意信用帳戶之整戶擔保維持率狀況。