

【論著】

歐盟 MiFID II Unbundling 制度 之監理改革成果及宏觀趨勢

蔡德發（證交所
業務委員）

壹、前言

歐盟 the Markets in Financial Instruments Directive（MiFID）係於 2004 年立法通過，並於 2007 年 11 月開始實施，其宗旨為提升資本市場競爭力及保障投資人權益。嗣經 2008 年國際金融海嘯後數年內，國際資本市場發展更加迅速，衍生諸多重大議題，促使各國政府及立法機構致力於資本市場監理再次改革，歐盟遂於 2014 年 4 月立法通過 MiFID II，所涵蓋監理層面甚為廣泛，例如擴大市場參與者資訊之申報，以提升市場透明度，又例如強化高頻交易之監理，以維持市場交易秩序等。European Commission 復授權歐盟資本市場監理機構 the European Securities and Markets Authority（ESMA）制訂 MiFID II 相關規章，並已公告自 2018 年 1 月 3 日起實施。

本研究報告所探討之 MiFID II Unbundling 制度之宗旨在於加強保障投資人權益，所採行監理機制係提升退休基金、共同基金、避險基金及壽險公司等資產管理機構（通稱 *buyside*），與投資銀行、專業經紀商等中介機構（通稱 *sellside*）業務往來之透明度。MiFID II Unbundling 制度係從 *buyside* 業者、*sellside* 業者涉及的研究分析所衍生弊端著手，此一弊端係指傳統上 *sellside* 業者一併執行提供研究分析及受託執行交易兩項功能，卻未分別計價收取費用，而是向 *buyside* 業者以包裹型態收取執行交易費用及研

究分析費用，且 sellside 業者通常將此一隱含型態的研究分析收益回饋 buy-side 業者或其經理人，以利誘 buy-side 業者及其經理人輸送更多交易委託予該等 sellside 業者，因而衍生諸多 buy-side 經理人未曾開啓該等研究報告檔案，無法證明該等研究分析服務對投資決策之貢獻，然而該等 buy-side 業者之客戶仍然承擔包裹型態高額費用之弊端。因此，MiFID II Unbundling 制度規範 sellside 業者提供研究分析與受託執行交易兩項功能明確分割、分別收費，同時規範 buy-side 業者明確區分接受研究分析與委託執行交易兩項支出之金流，並向其客戶充分揭露，且輔以配套措施，亦即提升研究分析、執行交易兩項成本之透明度，以避免 buy-side 業者涉及利益衝突，進而加強保障投資人權益。

MiFID II Unbundling 制度對歐洲資本市場之影響在正式實施前已顯現，大部分 buy-side 業者及 sellside 業者均已大幅調整相關經營模式，投資人權益已獲致進一步之保障，但在市場發展方面，也可能產生一些負面影響。更重要的是，MiFID II Unbundling 制度之影響層面非僅止於歐盟內資本市場，對美國資本市場亦已開始有所影響，並可能促成全球化改革。本研究報告將就該等影響予以分析，探討 MiFID II Unbundling 制度之監理改革成果及宏觀趨勢。有關此一全球化改革趨勢，本研究報告亦將就國內資本市場提出建議，以供國內監理機構卓參。

貳、MiFID II Unbundling 制度之探討

一、MiFID II Unbundling 制度之緣由及重點

歐洲資本市場 buy-side 業者或其經理人辦理資產管理業務時，藉由 sellside 業者之配合行為獲取不當利益，且損及 buy-side 業者之客戶權益，係長期以來主要弊端之一。此一弊端之運作方式如前言所述，其中 sellside 業者將隱含型態之研究分析服務收益回饋 buy-side 業者或其經理人，即 MiFID II Unbundling 制度所界定之 Inducement（利誘）。當 buy-side 業者或其經理人下單量愈大，則回流利益愈大，亦即 sellside 業者利誘 buy-side 業者大量下單予該 sellside 業者，導致 buy-side 業者不但無法證明該等研究分析服務對投資決策之貢獻，而且在選擇 sellside 業者執行交易時，不再考量交易執行品質之優劣，更不容忽視的是，buy-side 業者之客戶反而承擔包裹型態之高額費用。

MiFID II Unbundling 制度之目的在於加強約束 Inducement 情事，以避免交易執行品質偏低及投資人負擔費用偏高，充分保障投資人權益。本制度之原則係要求 sellside 業者提供研究分析與受託執行交易兩項功能明確分割、分別收費，同時要求 buy-side 業者明確區隔接受研究分析與委託執行交易兩項支出之金流，以提升研究分析、執行交易兩項成本之透明度，且 European Commission 於 MiFID II Delegated Directive 明訂 buy-side 業者可採行由客戶資金撥入「研究分析費用專戶」支付研究分析費用機制，或採行以自有資金支付研究分析費用機制。當 buy-side 業者採行由客戶資金撥入研究分

析費用專戶支付研究分析費用機制時，須事先依業務需求編列研究分析費用預算，據以分攤研究分析費用總額予相關客戶投資組合或帳戶，此一預算金額不得與委託執行交易量值連結，並須向其客戶充分揭露。再者，buyside 業者須建立研究分析之評等制度，以確認相關研究分析有助於投資決策品質之提升，並依相關評等之良窳付費予 sellside 業者。

二、MiFID II Unbundling 細部規範之 ESMA Q&A

ESMA 依 MiFID II Delegated Directive 制訂 MiFID II 細部規範，並整理成 Q&A 形式，以利各界深入了解。其中 MiFID II Unbundling 細部規範（Section：Inducements）較早完成，復於 2017 年 4 月 4 日更新：

◎問題 1

當 buyside 公司依據 Article 13 of the MiFID II Delegated Directive 設立「研究分析費用專戶」，向客戶收取費用及向第三方支付費用，並依規訂定「研究分析費用預算」時，可否以一項預算涵蓋多個客戶投資組合？

◎答案 1

- （一）當不同客戶投資組合或帳戶對第三方研究分析有相似之需求時，即可歸納適用同一項研究分析費用預算。
- （二）當不同客戶投資組合或帳戶有相似的投資目標，且其投資決策可參考同一研究分析時，即可歸納為同一業務單位或同一交易策略，並以業務單位或交易策略為基礎，規劃相關研究分析費用預算。
- （三）Buyside 公司須以書面向客戶說明研究分析費用預算之運作方式，且該運作方式須符合客戶之最佳權益。
- （四）在前述集合式研究分析費用預算機制下，buyside 公司仍須分別計算每一客戶之研究分析費用，其計算方式須明確且公平，亦即將某一項研究分析費用公平分攤予相關客戶，例如依相關客戶投資組合之市值大小予以分攤。

◎問題 2

當 buyside 公司向客戶收取研究分析費用，於支付研究分析提供者之前，留存於依據 Article 13 of the MiFID II Delegated Directive 設立之「研究分析費用專戶」之法律定位為何？

◎答案 2

- (一) 該專戶之留存款項所有權屬於該 buyside 公司，但該專戶須與其他帳戶明確區分，且該專戶僅限於研究分析費用之收支，該等款項不得為該 buyside 公司流用。
- (二) 研究分析提供者不得對該專戶款項主張法律權利。
- (三) 該 buyside 公司應盡力避免該專戶款項支付與款項收取之時間落差。
- (四) 該 buyside 公司依據研究分析費用預算向客戶收取相關費用後，因故未完全開支之剩餘款項應依規退還客戶。但此一規定並未影響前述該 buyside 公司持有時之所有權。

◎問題 3

Buyside 公司應如何處理研究分析提供者主動提供研究分析，且未索取費用之狀況？

◎答案 3

- (一) Buyside 公司應依規研判其業務有無「研究分析」需求，倘有需求，則應遵循 Article 13 of the MiFID II Delegated Directive 之付費機制。但 buyside 公司取得之服務屬於「非重大之非貨幣性利益」者，不在此限，得另依 Article 12 of the MiFID II Delegated Directive 辦理。
- (二) 對於其業務並無研究分析需求，卻有研究分析提供者主動提供研究分析時，buyside 公司應具備相關處理機制，例如正式要求該提供者停止提供，且對已收到之研究分析避免使用。
- (三) 倘係由該 buyside 公司委託之交易執行公司提供問題 3 所述研究分析，則該交易執行公司已違反研究分析與交易執行應分別計價之規定，該 buyside 公司應洽請該交易執行公司停止此一行為。

◎問題 4

Buyside 公司可否接受非屬 MiFID II 相關規範之其他國家研究分析提供者提供之研究分析？

◎答案 4

受 MiFID II 規範之主體係 buyside 公司，無論研究分析提供者之公司登記於那一個國家，一旦 buyside 公司接受該等研究分析，即應遵循 MiFID II 相關規範。

◎問題 5

當 buyside 公司接受集團內另一家公司提供之研究分析時，其運作方式有何規範？

◎答案 5

- (一) buyside 公司接受集團內另一家公司提供研究分析服務時，應注意是否符合客戶權益，並以內部控制制度避免利益衝突，且不得以集團全球化營運模式為由，而規避 MiFID II 相關規範。
- (二) 倘 buyside 公司認為以「研究分析費用專戶」處理集團內另一家公司提供之研究分析事宜過於複雜，則該 buyside 公司可採行以自有資金直接支付之機制。

◎問題 6

Buyside 公司應如何認定其獲得的服務是符合 Article 12 of the MiFID II Delegated Directive 之非重大之非貨幣性利益，而非研究分析？

◎答案 6

- (一) Article 24 of MiFID II 已就非重大之非貨幣性利益予以概括定義，Article 12 of the MiFID II Delegated Directive 亦已提供非重大之非貨幣性利益之特定項目，Recital 29 of the MiFID II Delegated Directive 則就相關事宜進一步釐清。
- (二) Buyside 公司應備妥相關政策及制度，以進行前揭研判、認定事宜，於研判時應著重服務之內容，並注意合理性及比例原則，避免損及客戶權益。
- (三) 具備詳細內容之研究報告，以及直接與研究報告之分析師討論，均屬 Recital 28 of the MiFID II Delegated Directive 界定之「研究分析」，不得視為非重大之非貨幣性利益。反之，就近期經濟統計資料或公司財報數字提供市場短期評論，以及就新聞報導、上市公司公開訊息提供摘要，即屬非重大之非貨幣性利益。至於在交易執行過程交易員就交易標的流動性、最近成交價等進行訊息交換，亦非屬「研究分析」。
- (四) 另 Recital 30 of the MiFID II Delegated Directive 強調一旦第三方將其頗具價值之資源，配置予特定 buyside 公司，則不應認定為非重大之非貨幣性利益。

◎問題 7

第三方安排 buyside 公司參訪發行公司是否界定為「研究分析」，如何處理相關

費用？

◎答案 7

- (一) 依據 Recital 28 of the MiFID II Delegated Directive，參訪發行公司並未直接提供一項交易策略或具體的投資建議，故不必界定為「研究分析」。
- (二) 因非屬 MiFID II 規範之「研究分析」，其費用不應由「研究分析費用專戶」支付。
- (三) 另因 Recital 30 of the MiFID II Delegated Directive 強調一旦第三方將其頗具價值之資源，配置予特定 buyside 公司，則不應認定為非重大之非貨幣性利益，故為避免爭議，必要時，buyside 公司宜以自有資金支付參訪發行公司相關費用。

◎問題 8

總體經濟分析是否界定為「研究分析」，如何處理相關費用？

◎答案 8

- (一) 依據 Recital 28 of the MiFID II Delegated Directive，應研判此類總體經濟分析是否直接或間接就相關金融交易商品或資產提出價值研判之意見，或提出相關交易策略，而 ESMA 認為多數總體經濟分析相當可能直接或間接就相關金融交易商品或資產提出價值研判意見，或提出相關交易策略，故可能界定為「研究分析」。
- (二) 倘界定為「研究分析」，因其涉及層面較為廣泛，故其研究分析費用可由 buyside 公司以本身為訂戶支付後，再依應計基準分攤予多數客戶或帳戶，以避免爭議。
- (三) 倘未界定為「研究分析」，不可直接認定此類總體經濟分析服務為非重大之非貨幣性利益，宜由 buyside 公司以自有資金支付相關費用。另當某些總體經濟分析資訊可由公開管道輕易取得（例如經由網站無償提供），則可認定為非重大之非貨幣性利益。

◎問題 9

固定收益、匯率及商品（FICC）相關分析是否界定為「研究分析」，如何處理相關費用？

◎答案 9

- (一) 依據此類分析之屬性研判，其可能依 Article 13 of the MiFID II Delegated Directive 之「研究分析費用」模式處理，亦可能依 Article 12 of the MiFID II Delegated Directive 之非重大之非貨幣性利益處理。
- (二) FICC 交易實務與權益證券交易不同，可能不便於藉由「研究分析費用專戶」將「研究分析費用」與「交易執行費用」分開計算支付，較不易遵循 Article 13 of the MiFID II Delegated Directive，但 buyside 公司仍可採行以自有資金分開支付之機制。
- (三) 考量 FICC 相關分析型態與總體經濟分析型態有共同之處，故一旦依 Article 13 of the MiFID II Delegated Directive 處理，其費用處理方式仍可採行類似總體經濟分析費用模式之機制。
- (四) FICC 相關分析可能因其實際內容被認定為市場短期評論等，而被歸屬為非重大之非貨幣性利益。

◎問題 10

依據 Article 13 of the MiFID II Delegated Directive，buy-side 公司應採行何種運作方式，分配研究分析預算予第三方公司，及決定支付金額多寡等，以確保客戶權益？

◎答案 10

- (一) Buyside 公司應在其研究分析相關政策內訂定研究分析評等標準，以評估其所採購之研究分析服務之品質。再者，應於相關政策內敘明該等研究分析有助於相關投資決策之緣由，以及相關成本將以公平方式分攤予相關客戶投資組合，且以書面方式向客戶說明。前揭成本分攤涉及交易策略及研究分析使用程度等。
- (二) Buyside 公司在採購研究分析服務前應編列預算，以決定向客戶收取研究分析費用之高低，且應確保客戶權益。此一預算應定期審閱。此一預算係事先預測研究分析成本可分攤予某些交易策略相似之投資組合，換言之，此一預算應可事先設定研究分析成本之分攤比例。
- (三) Buyside 公司於研究分析預算編列後，管理階層應盡督導之責，並應符合內部控制制度，以確保客戶權益。有關支付予第三方研究分析費用之高低，應依前揭評等標準辦理，並保存相關紀錄，以供稽查。
- (四) Buyside 公司各投資組合經理人應確保研究分析採購決策與委託 sellside 公司挑選決策兩者分別獨立進行，亦即委託 sellside 公司挑選決策仍以

sellside 公司能否達成最佳交易執行為依歸，與 sellside 公司能否提供優質研究分析無涉。當執行交易的 sellside 公司也是該交易標的之研究分析提供者時，buyside 公司支付之研究分析費用金額不得與委託 sellside 公司執行交易之量值產生連結。

(五) Sellside 公司應就其提供之研究分析服務明確定價，尤其是該 sellside 公司也是受託執行該交易者，更需顯示該研究分析費用與交易執行費用無關。

(六) Buyside 公司須在採購研究分析服務前即編列預算，也就是在委託 sellside 公司執行交易前即就所需研究分析服務簽約，與未來 buyside 公司下單量並無直接關聯。另基於服務品質之事後評價，該等研究分析費用於事後仍可依品質予以合理調整。

◎問題 11

Buyside 公司如何依規向客戶揭露研究分析預估費用？

◎答案 11

(一) 採行「研究分析費用專戶」之 buyside 公司應向客戶揭露資訊項目包括：

1. 相關投資組合、交易策略所構成之群組所使用之研究分析費用總金額。
2. 前揭總金額分攤予個別客戶之金額。

(二) 考量其預估屬性，故可採最高預估金額方式揭露，但不可採金額區間方式。

三、Buyside 業者對 MiFID II Unbundling 制度之疑慮

Buyside 業者對於 MiFID II Unbundling 制度之疑慮主要在於研究分析費用預算機制，此一機制規定 buyside 業者採行由客戶資金撥入研究分析費用專戶支付研究分析費用機制時，須事先編列預算、依評等支付研究分析費用、公平分攤研究分析費用予相關客戶投資組合或帳戶等，在執行面規定相當嚴格，恐不易執行，故引起 buyside 業者憂慮未來將有相關法令遵循之缺失。Buyside 業者較次要之疑慮則係總體經濟分析及 FICC 相關分析兩項服務將如何定位，因 MiFID II Unbundling 細部規範就該兩項服務之定位尚有彈性，較不易產生法令遵循之缺失，故 buyside 業者之疑慮較小。

有關 buyside 業者採行由客戶資金撥入研究分析費用專戶支付研究分析費用機制時，須事先編列預算乙節，buyside 公司需克服兩個層面之困難。其一為 buyside 公司需就其管理的資產明確建構、整合相關交易策略或業務單位，以清楚界定預算基礎，然後研判該等交易策略或業務單位需要何種研究分析服務，以及所需研究分析服務之頻率為何，才可能預估所需費用。其二為 sellside 公司能夠就研究分析服務提供明確、合理的

報價，以利 **buyside** 公司彙整完成研究分析費用預算。目前 **sellside** 業者正在努力適應 **MiFID II Unbundling** 細部規範，但其調整的速度稍慢，導致 **buyside** 公司面臨 **MiFID II** 制度即將實施的時間壓力。另有關 **buyside** 公司須依研究分析之評等支付費用乙節，除本身應儘速在公司內部建立制度外，也需和 **sellside** 公司溝通或進行商業談判。至於公平分攤研究分析費用予相關客戶投資組合或帳戶乙節，其分攤計算方式之複雜程度視客戶投資目標及客戶結構而定，**buyside** 公司需有效歸納客戶各種投資目標，且需與客戶有效溝通分攤計算方式之公平性，當客戶結構較複雜時，較難獲致共識。

四、Buyside 業者對 **MiFID II Unbundling** 制度之對策

考量前揭諸多規範重點易於產生法令遵循之缺失，且必須考量其法令遵循成本，故多數 **buyside** 業者已決定避免採行由客戶資金撥入研究分析費用專戶支付研究分析費用機制，而是採行以自有資金支付研究分析費用機制。**Buyside** 業者採行以自有資金支付研究分析費用之機制時，考量維持市場競爭力，其 **management fee** 不易調高，遂可能導致這些 **buyside** 業者之費用增加、營收下降，惟就其客戶而言，投資人可獲致較大的費用透明度，以及費用總額有效降低，顯然已促成 **MiFID II Unbundling** 制度之監理改革成果。

參、**MiFID II Unbundling** 制度之推動情形

一、Buyside 業者以自有資金支付研究分析費用已形成趨勢

就歐美 **buyside** 業者目前的狀況而言，並以公司家數多寡來衡量，大多數已宣布採行以自有資金支付研究分析費用機制，其次是少數尚未決定採行何種機制，最少的是已宣布採行由客戶資金撥入研究分析費用專戶支付研究分析費用機制。以英國為例，包括 **Aberdeen Asset Management**（**FTSE 250** 成份股公司）及 **Baile Gifford** 於 2016 年 1 月宣布、**M&G**（**FTSE 100** 成份股公司）於 2017 年 1 月宣布、**Jupiter Asset Management**（**FTSE 250** 成份股公司）於 2017 年 2 月宣布、**Schroders**（管理資產超過 400bn 英鎊）、**Janus Henderson Investors** 及 **Royal London Asset Management** 等於 2017 年 9 月宣布、**Legal & General Investment Management**、**Man Group** 於 10 月宣布等，均採行以自有資金支付研究分析費用機制。尚未決定採行何種機制的公司家數則明顯少於前者，例如 **Ashmore** 等。

另就經營歐洲市場業務的美國 **buyside** 業者目前的狀況而言，最多的是已宣布採行以自有資金支付研究分析費用機制的公司家數，例如於 2017 年 8 月宣布之 **Northern Trust Asset Management**、**Vanguard**、**T Rowe Price**、**J.P.Morgan Asset Management**、9 月宣布之 **BlackRock**、**Franklin Templeton**、**Invesco**、10 月宣布之 **Goldman Sacks Asset**

Management、Morgan Stanley、State Street Global Advisors 等。尚未決定採行何種機制的公司家數則明顯少於前者，包括 BNY Mellon 等，最少的是已宣布採行由客戶資金撥入研究分析費用專戶支付研究分析費用機制的公司家數，例如 Fidelity。

至於總公司設立於德國、法國之 *buyside* 業者，目前的狀況類似英、美 *buyside* 業者，採行以自有資金支付研究分析費用機制之公司家數較多，管理資產規模較大者如 Allianz Global Investors、Deutsche Asset Management、Union Asset Management 及 Axa Investment Managers 均已宣布採行以自有資金支付研究分析費用機制。但也有管理資產規模較大者如 Deka 及 Carmignac 已宣布採行由客戶資金撥入研究分析費用專戶支付研究分析費用機制。

綜上，顯示 *buyside* 業者採行以自有資金支付研究分析費用機制是市場趨勢，並可歸因於 ESMA 制訂有關以研究分析費用專戶款項支付研究分析費用之 MiFID II Unbundling 細部規範相當嚴格、缺乏彈性，易於產生法令遵循缺失，促使多數 *buyside* 業者選擇採行以自有資金支付研究分析費用機制。

二、Buyside 業者積極進行研究分析資源運用之改革

為因應以自有資金支付研究分析費用之新增成本，*buyside* 業者開始積極進行研究分析資源運用之改革。例如德國 Union Asset Management 之前因將研究分析提供者與受託執行交易者兩個面向整合運用，遂將研究分析服務視為免費服務，其外部研究分析提供者多達 200 家。如今為配合 MiFID II Unbundling 規範之實施，已決定採行以自有資金支付研究分析費用機制，遂對外部研究分析資源進行整頓，去蕪存菁後僅保留 100 家外部研究分析提供者，既控制研究分析費用之新增成本、又提升研究分析之品質。又例如德國 Deutsche Asset Management 決定採行以自有資金支付研究分析費用機制後，便決定減少對外部研究分析服務之依賴，進而成立新的研究分析專責單位，調派 Deutsche Bank 投資銀行之研究分析高階主管負責此一新單位。

三、Buyside 業者要求 sellside 業者調降研究分析服務報價

為因應 MiFID II Unbundling 規範於 2018 年 1 月 3 日開始實施，今年以來 *buyside* 業者積極與 *sellside* 業者進行研究分析服務之議價，*sellside* 業者中以大型投資銀行之進度較快，已有 Barclays 等多家大型投資銀行對其 *buyside* 業者客戶提出具吸引力的報價，該等報價較高者係因既提供研究報告，又由撰寫該等研究報告之分析師定期口頭明，其服務效能甚佳。另倘欲與撰寫該等研究報告之分析師進行一對一型態的討論，將依時間計費，且較律師談話費為高。大致而言，雙方議價仍需繼續進行，因 *buyside* 業者普遍認為其他類型 *sellside* 業者報價仍偏高，而要求該等 *sellside* 業者降價。例如英國 Aberdeen Asset Management 表示某知名投資銀行就其研究分析平台之年度服務報

價超逾 1 百萬美元，然而 Aberdeen Asset Management 之研究分析年度支出總額設定為 1 千萬美元，且其現有研究分析提供者多達數十家，故其經營壓力大增，要求該等 sellside 業者調降研究分析服務報價。整體而言，sellside 業者調降研究分析服務報價之趨勢可能難以避免，而大型 sellside 業者有實力進行殺價競爭，例如某些大型 sellside 業者目前報價僅約為 2017 年年初的十分之一，故對中小型 sellside 業者相當不利。

四、Sellside 業者因降低成本而縮小其分析師人員編制

為配合 buyside 業者之要求，sellside 業者需調降其研究分析服務報價，這種壓力在研究分析品質非屬最優質的 sellside 業者將更難以避免，且為降低成本，sellside 業者需縮小其分析師人員編制。目前看來，即便是大型 sellside 業者也無法免除這種趨勢。一旦多數 sellside 業者之分析師人數減少，其研究分析服務所涵蓋交易標的數量亦隨之減少，而所減少的交易標的大致為中小型股，大型指數成份股則較不受影響。由於缺乏研究分析資訊，很可能導致中小型股之流通性不足，此一效應恐將是實施 MiFID II Unbundling 制度意料之外的負面影響。

肆、MiFID II Unbundling 制度能否形成全球化改革之探討

一、Brexit 定案後歐洲各金融監理機構仍一致制訂 MiFID II Unbundling 細部規範

MiFID II Unbundling 制度能否形成全球化改革之觀察角度，可以從歐洲到美國，然後擴及全球。就歐洲而言，係觀察歐洲在 Brexit 定案後是否仍然維持原來的立場，由歐洲各國金融監理機構一致落實 MiFID II Unbundling 制度。事實上，英國在 2016 年 6 月 Brexit 公投形成定局後，其資本市場監理機構 Financial Conduct Authority 仍然於 2016 年 7 月、2016 年 9 月展開相關法規公開意見徵詢，並於 2017 年 7 月 3 日公布 MiFID II 全部細部規範，其中 Unbundling 細部規範內容係與 ESMA 一致，亦即兩者之嚴格程度並無差異。另一方面，法國資本市場監理機構 AMF 亦於 2016 年 9 月就 MiFID II Unbundling 細部規範展開公開意見徵詢，並於 2017 年 7 月公布 MiFID II Unbundling 細部規範，其內容與 ESMA 一致。總體而言，歐洲各國大致已將 ESMA 之 MiFID II Unbundling 細部規範納入本國相關細部規範，應有助於 2018 年 1 月如期實施。

二、MiFID II Unbundling 制度對美國資本市場之影響

美國資本市場監理思維與歐洲有所差異，且目前其社會狀況之改革重點未必包括加強保障投資人權益，故近年來尚無在其資本市場直接引進 MiFID II Unbundling 制度之監理規劃。目前較迫切的配合事宜是，當美國 sellside 業者從事歐洲資本市場業務時，且該等 sellside 業者未具備美國 Investment Adviser 執照，倘依 MiFID II Unbundling 制度向 buyside 業者收取研究分析服務費用，則不符合 Investment Advisers Act of 1940

規定。由於美國 investment adviser 的法律責任超逾 broker-dealer，sellside 業者大致並無意願申請 Investment Adviser 執照，反而大力遊說美國 SEC 不追究經營歐洲市場的美國 sellside 業者是否具備美國 Investment Adviser 執照。因此，美國 SEC 於 2017 年 10 月 26 日發布 no-action letter，就 broker-dealer 遵循 MiFID II Unbundling 制度乙節暫不執行 Investment Advisers Act of 1940 規定，並自 MiFID II Unbundling 制度實施起為期 30 個月，而美國 SEC 將於這段期間評估是否引進 MiFID II Unbundling 相關法令。

目前的發展是美國監理機構並未全面性引進 MiFID II Unbundling 制度，亦即美國 buy-side 業者辦理歐洲資本市場業務時，遵循 MiFID II Unbundling 制度規定，但辦理美國資本市場業務時，則維持現狀，不採行 MiFID II Unbundling 相關機制。依此一發展方向，其 buy-side 業者面對客戶同時投資歐洲及美國資本市場時，該等客戶能否適應兩種收費制度並存，一段時間後該等客戶是否質疑美國 buy-side 業者收費之合理性，尤其是來自各州大型公職人員退休金之質疑，均有待繼續觀察，例如退休金規模約美金 44billion 的 Colorado Public Employee's Retirement Association 已公開表示質疑。再者，屆時倘美國 buy-side 業者的全球營運模式採行雙軌並行，能否順暢運作，是否影響其經營績效，亦有待繼續觀察。事實上，歐洲多數 buy-side 業者已將其全球營運模式調整為符合 MiFID II Unbundling 制度，以提升經營績效，並加強保障投資人權益。因此，長期而言，為提升經營績效，並加強保障投資人權益，美國 buy-side 業者相當可能需要將其全球營運模式調整為符合 MiFID II Unbundling 制度。

伍、國內資本市場相關議題之探討

一、國內資本市場結構及發展狀況異於歐美資本市場

國內資本市場 buy-side 業者之經營規模，除政府基金及壽險基金外，其餘業者之資產管理規模不大，其中證券投信之台股基金規模近幾年來持續縮小，目前已低於新台幣二仟億元。資產管理規模不大之 buy-side 業者難以主導與 sellside 業者之業務往來，不易引導 sellside 業者從事不當利益輸送。另一方面，國內證券商之受託買賣手續費多年來已一再進行殺價競爭，國內證券商之利潤已屬有限，亦不易從事利益輸送予 buy-side 業者。因此，國內 buy-side 業者及 sellside 業者之發展狀況，確實異於歐美 buy-side 業者及 sellside 業者。

另觀諸多年來國內主管機關依「證券投資信託事業管理規則」第 19 條規定，就國內證券投信未將證券商、期貨商或其他交易對手退還手續費或給付其他利益歸入基金資產之弊案進行查核，該等弊案皆非可歸責於「研究分析服務」。眾所周知，國內 buy-side 業者向來強調本身之研究分析能力，甚少承認因某家國內證券商提供優質之研究分析而下單，此一特點也是異於歐美 buy-side 業者與 sellside 業者之互動狀況。

考量上述國內資本市場結構及發展狀況確實異於歐美資本市場，可推論國內資本市場尚無推動 MiFID II Unbundling 制度之迫切性。惟國內外資券商相當可能必須配合其母公司進行全球化改革，在這一方面則建議國內主管機關給予國內外資券商調整空間，例如明確認定外資券商可向其 **buyside** 業者客戶收取研究分析費用。是以，長期而言，國內資本市場仍宜推動 MiFID II Unbundling 制度。

二、以 MiFID II Unbundling 制度監理改革成果加強國內投資人教育

國內證券市場投資人結構之散戶比例甚高，多年來迭有散戶投資人申訴被外資券商研究報告誤導而蒙受重大投資損失，且該等事件型態往往是散戶投資人依新聞媒體所提供外資券商研究報告之簡略內容進行投資，並未經由專業途徑繼續追蹤該等交易標的之基本面是否衰退，最後結果則是嚴重損失。由於新聞媒體該等引述內容非常簡略，相關外資券商當然可以表示與其研究分析相去甚遠，且該等新聞媒體也未能持續掌握時效，提供該等交易標的之基本面資訊，就專業性及時效性而言，確實不等同於外資券商之研究分析。

MiFID II Unbundling 制度自 2018 年 1 月 3 日開始實施後，在國際主要資本市場，研究分析服務係屬有償服務，乃由專業資產管理機構向外部專業機構依明確報價付費取得，且服務的內容愈深入，其費用就愈高，例如由撰寫該等研究報告之分析師定期提供口頭說明者之費用遠高於僅提供研究報告者。反之，新聞媒體無償提供某研究報告簡略內容，例如新聞媒體簡略引述某外資券商對某交易標的之研究報告內容，並提及該交易標的之目標價等。

綜上，建議國內證券主管機關及周邊單位以 MiFID II Unbundling 制度改革成果加強國內投資人教育，亦即對散戶投資人加強宣導歐美資本市場在 MiFID II Unbundling 制度實施後的進步狀況，以及前述有償之研究分析服務與無償之新聞媒體報導之明顯差異，以避免散戶投資人被誤導而蒙受投資損失。

陸、結論

綜觀近來經營歐洲資本市場之 **buyside** 業者為因應 MiFID II Unbundling 制度而積極進行研究分析資源運用之改革、**sellside** 業者開始就所提供之研究分析服務予以分割報價、**buyside** 業者以自有資金支付研究分析費用已形成趨勢，且投資人支付予 **buyside** 業者之費用得以有效降低等正面發展，可謂 MiFID II Unbundling 制度對歐洲資本市場之影響在 2018 年 1 月正式實施前即已顯現，應可加強保障投資人權益及提升資本市場競爭力，未來非常可能獲致豐碩之監理改革成果。再者，其影響層面非僅止於歐洲資本市場，對尚未制定類似制度之美國資本市場亦開始有所影響，長期而言，

MiFID II Unbundling 制度相當可能形成資產管理產業之全球化改革。

雖然 MiFID II Unbundling 制度未來非常可能獲致豐碩之監理改革成果，然而大多數 **buyside** 業者對 MiFID II Unbundling 制度之研究分析費用預算規範之可行性有所疑慮。按 MiFID II Unbundling 制度規範 **buyside** 業者採行由客戶資金撥入研究分析專戶支付研究分析費用機制時，須建立研究分析之評等制度，確保相關研究分析之價值等，均有其必要性。惟規範當 **buyside** 業者採行由客戶資金撥入研究分析專戶支付研究分析費用機制時，須事先依業務需求編列研究分析費用預算，並據以分攤費用予相關客戶投資組合或帳戶乙節，在執行面規定相當嚴格，恐不易執行，故引起大多數 **buyside** 業者疑慮未來將有相關法令遵循缺失，並導致大多數 **buyside** 業者採行以自有資金支付研究分析費用機制。然而也有極少數 **buyside** 業者堅持研究分析費用由其客戶承擔，方可能維持研究分析的良好品質，進而形成 **buyside** 業者優越的投資決策，亦即採行由客戶資金撥入研究分析費用專戶支付研究分析費用機制。因此，在 2018 年 1 月 3 日正式實施 MiFID II Unbundling 制度後，宜觀察採行由客戶資金撥入研究分析費用專戶支付研究分析費用機制之 **buyside** 業者（例如美國 Fidelity、德國 Deka 及法國 Carmignac 等），是否被監理機構認定產生法令遵循缺失，以及是否獲致良好經營績效。

至於實施 MiFID II Unbundling 制度後，由於歐洲資本市場 **buyside** 業者以自有資金支付研究分析費用已形成趨勢，於是 **buyside** 業者要求 **sellside** 業者調降研究分析服務報價、大型 **sellside** 業者進行殺價競爭、**sellside** 業者因降低成本而限縮中小型股研究分析資源等，很可能導致中小型股之流通性不足，不利於資本市場之發展，係屬意料之外之可能負面影響，顯示金融監理之不易，仍應持續注意觀察。

最後，有關國內資本市場，短期內尚無推動 MiFID II Unbundling 制度之迫切性，惟建議國內監理機構明確認定外資券商可向其 **buyside** 業者客戶收取研究分析費用，以符合其全球營運模式需求。長期而言，國內資本市場仍宜推動 MiFID II Unbundling 制度，以順應此一國際宏觀趨勢。另一方面，建議國內監理機構及周邊單位於 2018 年對國內散戶投資人加強宣導歐洲資本市場在 MiFID II Unbundling 制度實施後的進步狀況，以及前述有償之研究分析服務與輕易取得之新聞媒體報導之明顯差異，以避免散戶投資人被誤導而蒙受投資損失。

～ 投資股票小提醒 ～

公司治理好，投資少煩惱，公司治理評鑑結果及公司治理指數成分股可作為您投資股票之參考。