

國立台灣大學法律學院法律學系



碩士論文

Department of Law

College of Law

National Taiwan University

Master Thesis

自動化投資顧問服務對證券投資信託及顧問法制衝擊

——以美國受任人義務為出發

The Impact of Automated Investment Advice Tools on  
Securities Investment Trust and Consulting Act: A  
Comparative Study on American Law

游光德

Kuang-Te Yu

指導教授：邵慶平 博士

Advisor: Ching-Ping Shao, S.J.D.

中華民國 108 年 1 月

January, 2019





## 誌謝

終能理解每本論文謝辭中辛酸血淚，將一議題提筆嘗試研究並撰寫是一珍貴的過程，惟礙於智識、時間不足仍有許多無法善盡人意之處，但終究走完這步。

這些年非常感謝恩師邵慶平老師指導，撰寫過程中不斷提供寫作方向及觀點，提供我得以時刻反思架構、論述及國學常識。並十分感謝莊永丞老師及楊岳平老師口試過程中所提供寶貴建議，精確點出論文中之盲點。

於工作上十分感謝聯博投信提供法務實習機會，使我對投信業有更深了解，十分感謝吳中嵐、林華生、徐詩淳等多位主管於百忙之中撥空照料我，感激之情難以言喻。其他部門的同事在工作上、生活中亦提供許多協助，十分感謝。

國泰金控法遵所提供實習計畫使我學會許多技能，十分感謝 Judie 副總、Jenny、Mandy 多位前輩、及許多同事。

要感謝得人實在太多，大學、研究所生活周圍的朋友及無條件支持自己的家人，一切得之於人太多，恩情難忘。



## 中文摘要

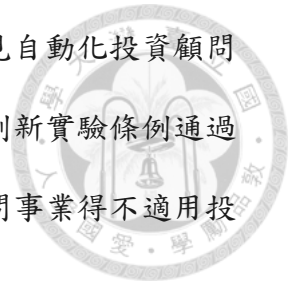


因應金融科技發展而催生「自動化投資顧問服務」，隨著網路及行動裝置普及使其重要性與日俱增。在社群媒體廣泛鼓吹之下，自動化投資顧問服務受到千禧世代廣泛使用而逐漸成為自然人顧問之低價替代品，於此同時卻忽略自動化投資顧問服務並非本質上不具利害衝突。事實上自動化投資顧問服務可能產生更嚴重之利益衝突，其介於投資人及基金公司之間，可能受共同基金和交易所買賣基金所提供之誘因，而產生對於投資人不完全有利之建議。

隨著自動化投資顧問服務將徹底改變個人投資方式，此問題愈發重要，有必要為自動化投資顧問服務建立適當之監管，金融監督管理委員會須在保護投資者及允許自動化投資顧問創新、發展之自由間取得平衡。自動化投資顧問為年輕投資者及非高資產投資者之選擇，使原未使用投資顧問者受到財務專家之保障；另一方面我國證券投資信託及顧問法、相關子法課予投資顧問對於投資人負有受任人義務，在該義務下而應避免與投資人產生利益衝突。相關法制如何介入處理、自動化投資顧問服務應否及如何扮演中立之角色，同時確保其營運自由不受過度限制，即為本文所欲探討的焦點。本文將著重自動化投資顧問服務在我國發展所產生之影響及提出解決利益衝突之方式，並主要以美國法制與案例作為主要比較法素材，從現有自動化投資顧問服務法制、研擬中法制為方向進行研究。

本文認為現行自動化投資顧問服務有許多缺陷，但其出現使得原未得到投資顧問服務之投資人得以低廉之費用獲得較佳之投資服務。對於研究方向的結論與建議如下：其一，自動化投資顧問服務在證券投資信託及顧問法及相關子法下對投資人負有受任人義務，原則應避免利益衝突，然而於部分情形下難以避免，應揭露利益衝突。得參考外國法制上 Form ADV 制度，藉由定期、即時更新告知投資人利益衝突之有無、程度，使投資人得以選擇投資顧問時作為其判斷基礎。

其二，證券投資信託及顧問法、相關子法在制訂時顯然無法預見自動化投資顧問服務出現，因此將與部分法規產生衝突，隨著金融科技發展與創新實驗條例通過後，於主管機關核准辦理之期間及範圍內，證券投資信託、顧問事業得不適用投信投顧法之規定。





## 英文摘要



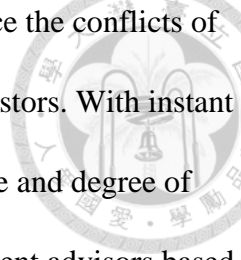
With the rapid spread of the Internet and mobile devices, automated investment advice tools arising from the development of financial technology have become more important. Widely advocated by social media, automated investment advice tools have been embraced by millennials and become a low-cost alternative to financial advisors. However, the ignored fact is that automated investment advice tools are not essentially immune to the interests that affect financial advisors.

In fact, automated investment advisory services, sponsored by mutual funds and exchange-traded funds, may cause more serious conflicts of interest between investors with filtered recommendations that might not prove to be entirely beneficial to investors.

Automated investment advisory services are embraced by those with low account balances and young investors who do not enjoy the navigation of financial experts. On the other hand, the fiduciary obligations are imposed on investment advisers under the Securities Investment Trust and Consulting Act and related sub-law. Advisers should accordingly avoid conflicts of interest against clients. This paper will try to discuss how the relevant legal system gets involved, and whether automated investment advisory services should play the role of neutrality and ensure that their freedom of operation is not subject to excessive restrictions. According to reference to advanced nations such as the United States, this paper will also focus on the review of the modification of the relevant laws and regulations.

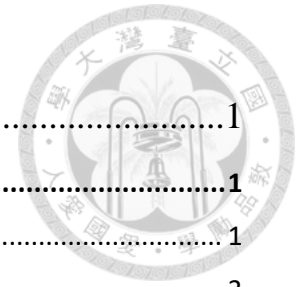
The main conclusion and suggestion of this study are that under the Securities Investment Trust and Consulting Act and related sub-law, automated investment





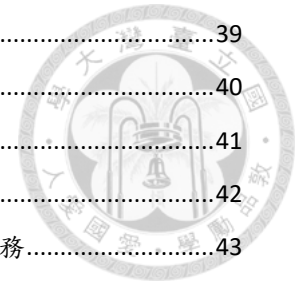
advisory services should avoid conflicts of interest with clients. Once the conflicts of interest occur, we can refer to the Form ADV system to inform investors. With instant and regular update of information, clients can discern the occurrence and degree of any possible conflict of interest, while investors can choose investment advisors based on their judgment. Secondly, it is obviously impossible to foresee the emergence of automated investment advice tools, when the legislative authority enacted the Securities Investment Trust and Consulting Act and related sub-law. Also, it will contradict with some of the existing laws and regulations. Upon the enactment of Financial Technology Development and Innovative Experimentation Act, securities investment trust enterprises and securities investment consulting enterprises may conduct innovative experimentation in securities investment trust, securities investment consulting, and discretionary investment business, which would be exempted from Securities Investment Trust and Consulting Act section 6-1.



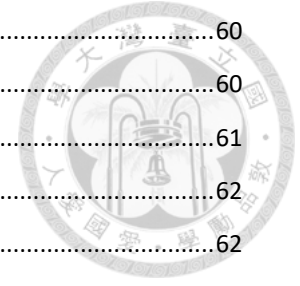


第壹章、緒論 .....	1
第一節 研究背景及動機目的.....	1
第一項 研究背景 .....	1
第二項 研究動機目的 .....	3
第二節 研究問題及方法.....	3
第三節 研究架構.....	4
第貳章、自動化投資顧問服務概述 .....	6
第一節 定義與類型區分 .....	6
第一項 自動化投資顧問服務定義 .....	6
第二項 類型區分 .....	9
第一款 以功能為區分 .....	9
第二款 使用主體為區分 .....	10
第二節 自動化投資顧問服務之優劣.....	10
第一項 自動化投資顧問服務之優點 .....	11
第一款 將原被排除在專業諮詢之外之消費者納入其中 .....	11
第二款 消費者得取得高度一致消費者經驗 .....	11
第三款 較低錯誤及偏頗可能性.....	11
第二項 自動化投資顧問服務之缺點 .....	12
第一款 自動化投資顧問服務並非真正提供個人化建議 .....	12
第二款 消費者可能因缺乏資訊而做成不適當之決定 .....	12
第三項 小結 .....	13
第三節 自動化投資顧問服務技術面.....	13
第一項 自動化投資顧問服務最適合用於 ETF.....	13
第一款 ETF 概述 .....	13
第二款 自動化投資顧問服務適合運用 ETF 之理由 .....	15
第三款 自動化投資顧問服務投資標的之差異 .....	16
第二項 產生投資組合之方式 .....	17
第四節 我國自動化投資顧問服務現況.....	18
第一項 我國主管機關態度 .....	18
第一款 金融機構部分 .....	19
第二款 證券投資顧問及信託事業 .....	19
第二項 我國自動化投資顧問服務實務現狀 .....	19

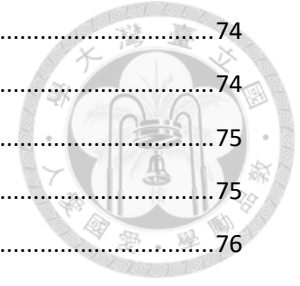
第一款 台灣自動化投資顧問服務業者 .....	19
第二款 自動化投資顧問服務在台灣之投資標的 .....	21
第五節 自動化投資顧問服務之趨勢.....	22
第一項 自動化投資顧問服務相較於傳統投顧對於消費者更佳 .....	22
第二項 科技公司之自動化投資顧問服務目前尚無法取代傳統金融機構投顧.....	22
第參章、美國證券投信投顧法制及其對自動化投資顧問服務之因應	
.....	25
第一節 美國證券投資信託、顧問事業概論.....	25
第一項 1940 年投資公司法 .....	26
第一款 投資公司定義及類型 .....	26
第二款 票額憑證公司 .....	27
第三款 單位投資信託 .....	27
第四款 管理公司 .....	27
第二項 1940 年投資顧問法 .....	27
第一款 證券投資顧問定義 .....	27
第一目 進行證券顧問事業或經常發行有關證券之分析報告 .....	28
第二目 受有報酬 .....	28
第三目 對有價證券提供顧問或出版分析、報告 .....	28
第二款 豁免註冊 .....	29
第三款 聯邦與州之管轄區分 .....	29
第四款 註冊之格式及公開之規定 .....	29
第二節 謹慎投資原則作為投資注意之判準.....	29
第一項 謹慎投資原則之形成 .....	30
第一款 法定投資表 .....	31
第二款 Amory 案後之轉變-謹慎人原則 .....	31
第三款 謹慎投資原則 .....	32
第五款 我國類似規定 .....	33
第一目 證券投資信託基金部分 .....	33
第二目 全權委託部分 .....	36
第三目 小結 .....	37
第三節 自動化投資顧問服務所面臨之困境.....	37
第一項 自動化投資顧問服務無法達成注意義務之爭議 .....	38
第一款 自動化投資顧問服務無法達成注意義務 .....	38



第二款 自動化投資顧問服務符合注意義務.....	39
第三款 自動化投資顧問服務之受任人義務.....	40
第一目 因錯誤程式代碼而違反注意義務.....	41
第二目 運用自身附屬之證券商而違反忠誠義務.....	42
第三目 推介客戶運用附屬的服務及產品收取費用而違反忠誠義務.....	43
第二項 FINRA 之見解.....	44
第一款 演算法.....	44
第一目 期初審核.....	44
第二目 持續審核.....	45
第二款 投資組合建立、利益衝突及監管.....	45
第三款 投資者分析.....	45
第四款 再平衡.....	46
第五款 專業人士訓練.....	46
第三項 最新 SEC 之見解.....	47
第一款、實質揭露和表達.....	47
第一目 告知商業模式.....	48
第二目 建議的範疇.....	49
第三目 揭露的呈現方式.....	50
第二款、適當建議條款.....	50
第一目 依據問卷搜集客戶資訊.....	51
第二目 客戶為導向選擇投資策略.....	51
第三款 有效法遵計畫.....	52
第肆章、我國證券投信投顧法制及其對自動化投資顧問服務之因應.....	54
.....	54
第一節 我國證券投資信託及顧問事業概述.....	54
第一項 證券投資信託、顧問事業法制沿革.....	54
第一款 我國證券投資信託、顧問事業概述.....	54
第二款 我國證券投資顧問事業概述.....	55
第三款 立法沿革.....	55
第二項 證券投資顧問事業.....	57
第一款 組織型態規定.....	58
第二款 設立上之限制.....	59
第三款 專業能力上之限制.....	60



第一目 負責人.....	60
1. 總經理.....	60
2. 部門主管及分支機構經理人.....	61
第二目 業務人員.....	62
1. 證券投資分析人員.....	62
2. 一般業務人員.....	62
3. 內部稽核及法令遵循人員.....	63
4. 法令遵循主管.....	64
<b>第四款 資本額之規定.....</b>	<b>64</b>
第一目 一般證券投資顧問事業.....	64
第二目 證券投資顧問事業經營全權委託投資業務.....	64
<b>第三項 證券投資信託事業.....</b>	<b>65</b>
第一款 組織型態規定.....	65
第二款 設立上之限制.....	65
第三款 專業能力上之限制.....	65
<b>第四項 信託業.....</b>	<b>66</b>
第一款 組織型態規定.....	66
第二款 設立上之限制.....	67
第三款 專業能力之限制.....	68
<b>第五項 證券證券經紀商或期貨經紀商.....</b>	<b>68</b>
第一款 證券經紀商.....	68
第一目 組織型態規定.....	68
第二目 設立上之限制.....	69
第三目 專業能力之限制.....	69
第二款 期貨經紀商.....	69
第一目 組織型態規定.....	70
第二目 設立上之限制.....	70
第三目 專業能力之限制.....	70
<b>第六項 保險業.....</b>	<b>71</b>
<b>第七項 銀行業.....</b>	<b>71</b>
<b>第八項 全權委託業務.....</b>	<b>71</b>
第一款 全權委託三方關係.....	72
第二款 申請應具備之條件.....	73
第一目 投信事業.....	73
第二目 投顧事業.....	73



第三目 信託業 .....	74
第四目 保險業 .....	74
第五目 證券經紀商 .....	75
第六目 期貨經紀商 .....	75
第三款 金額之限制 .....	76
第四款 應委由保管機構保管金錢 .....	77
第二節 自動化投資顧問服務發展所需規範 .....	78
第一項 設計良好之自動化投資顧問服務應具備：能力、誠實、適合性 .....	78
第一款 能力 .....	80
第二款 誠實 .....	80
第三款 適合性 .....	80
第二項 自動化投資顧問所帶來新規範挑戰 .....	80
第一款 排序、配對演算法和程序 .....	81
第二款 客戶、商品數據 .....	82
第一目 數據處理 .....	82
第二目 數據品質 .....	83
第三款 選擇架構 .....	83
第四款 資訊技術架構 .....	83
第三項 小結 .....	83
第三節 證券投資顧問業之受任人義務 .....	85
第一項 受任人義務概念 .....	86
第二項 受任人義務與善良管理人注意義務之異同 .....	86
第一款 同質說 .....	86
第二款 異質說 .....	87
第三項 證券投資顧問業之受任人義務 .....	87
第四節 從事全權委託業務之主體及善良管理人之注意 .....	90
第一項 證券投資信託及證券投資顧問概論 .....	90
第二項 證券投資信託事業、證券投資顧問事業、信託業得從事全權委託業務 .....	91
第三項 證券投資信託事業部分 .....	91
第四項 證券投資顧問事業部分 .....	93
第五項 信託業之部分 .....	94
第五節 違反利益衝突之法律效果及舉證責任 .....	94
第一項 民事責任 .....	95
第二項 行政責任 .....	95
第三項 訴訟上舉證責任部分 .....	96

第六節 我國現行法下自動化投資顧問違反說明義務、適合性義務.....	96
第一項 適合性義務.....	96
第一款 金融消費者保護法制定前之規範.....	96
第二款 金融消費者保護法制定後之規範.....	97
第二項 說明義務.....	97
第一款 金融消費者保護法制定前之規範.....	97
第二款 金融消費者保護法制定後之規範.....	98
第三項 違反適合性、說明義務之效果.....	100
第七節 自動化投資顧問在我國將遇到之困境.....	100
第一項 我國規範自動化投資顧問之法規.....	100
第一款 自動化投資顧問屬於證券投資顧問事業.....	101
第一目 諮詢建議型.....	101
第二目 資產管理型.....	101
第二款 應登記為證券投資顧問.....	102
第三款 向主管機關申請兼營全權委託投資業務.....	102
第四款 證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務作業要點.....	103
第二項 自動化投資顧問在我國發展所產生之影響.....	104
第一款 授權金額之問題.....	104
第二款 使用書面之問題.....	105
第三款 投資虧損問題.....	106
第四款 自動化投資顧問服務手續費可能無法壓低.....	107
第五款 投資標的分級限制並非過嚴.....	108
第一目 經營主體.....	108
第二目 提供顧問之種類及範圍.....	109
第三目 小結.....	112
第六款 創新實驗條例所帶來改變.....	112
第七款 自動化投資顧問服務將延續投信事業提供利益予銷售機構情形.....	113
第五章、結論.....	114





# 第壹章、緒論



## 第一節 研究背景及動機目的

### 第一項 研究背景

投資顧問長期以來以「專業」、「信任」形象致力服務客戶，提供適當金融商品供客戶投資，長期深受客戶信賴，並收取相當高額之報酬作為回報。以財務管理為例，不論是按總資產百分比收費、固定費率、投資組合規劃或以時計費、年度費用及其他綜合費用，收費皆極為高昂並且要求相當之投入資金方為客戶進行投資規劃，種種門檻足以將多數非高資產之客戶拒於顧問諮詢之外。

隨著科技進展所帶來的破壞式創新席捲至金融業，新科技憑藉低成本、更有效率資訊運用，競相角逐原屬於金融機構業務領域，任一新設立的新創公司皆可挑戰長久屹立之金融機構，科技所衝擊不再侷限藍領階級，傳統被認為提供專業、個別化服務的理專、投顧、甚至投信等白領行業亦受到相當大之挑戰。科技革新往往淘汰掉部分當前產業，卻創造出新興機會，理財機器人(Robo- advisor)（我國稱為：自動化投資顧問服務）即在此潮流下所生。傳統上投資顧問根據客戶之資訊據以衡量、風險容忍度、投資需求、獲利期待，配合資料庫中龐大的市場資訊，透過分析提出最適投資者之建議。如今上述行為將得以透過自動化投資顧問服務全數達成，自 2007 年至現今以來，新興科技公司積極蠶食原屬於投資顧問之市場，如 Betterment 目前資產管理規模為 100 億美金<sup>1</sup>、Wealthfront 之產管理規模為 82 億美金<sup>2</sup>、Personal Capital 之產管理規模為 43 億美金<sup>3</sup>、AssetBuilder

---

<sup>1</sup> Betterment L.L.C, Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at [https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=149117](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=149117).

<sup>2</sup> Wealthfront Inc., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at [https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=148456](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=148456).

<sup>3</sup> Personal Capital Advisors Corporation., Uniform Application for Investment Adviser Registration

之產管理規模為 7 億美金<sup>4</sup>、SigFig 之產管理規模為 1 億美金<sup>5</sup>、WiseBanyan 之產管理規模為 9 千萬美金<sup>6</sup>。科技公司所經營之自動化投資顧問服務於 2015 年時所管理資產已達 600 億美元，預計於 2020 年將自動化投資顧問服務所管理資產將達 2.2 兆美元。在自動化投資顧問服務憑藉其演算法降低費用，並宣稱其投資獲利不亞於、甚至高於一般投資人時，傳統資產管理之金融機構亦將其觸手伸入自動化投資顧問服務，如 Vanguard 積極佈局自動化投資顧問服務，並運用其原本於市場之優勢，短短數年間所管理資產共有 510 億美元<sup>7</sup>，管理規模已超越市場上所有由科技業所成立之自動化投資顧問服務之總和。

在我國部分，主管機關緩步開放自動化投資顧問服務，主管機關於 2016 年發布「金融科技發展策略白皮書」，並於 2017 年 6 月 26 日准許投信投顧公會「證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務作業要點」，同年 8 月 10 日開放於一定條件下可由電腦系統自動為客戶執行再平衡交易。2018 年修改投信投顧法，放寬不限於投信、投顧事業得以依金融科技發展與創新實驗條例申請辦理證券投資信託、證券投資顧問及全權委託投資業務創新實驗，逐步開放自動化投資顧問服務。相較於國際間自動化投資顧問服務蓬勃發展，我國至 2018 年 7 月底，自動化投資顧問服務所管理資產僅約新台幣五億元<sup>8</sup>，真正屬於自動化

---

and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at [https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=149117](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=149117).

<sup>4</sup> Assetbuilder, Inc., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at [https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=142665](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=142665)

<sup>5</sup> Sigfig Wealth Management L.L.C., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at [https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=158823](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=158823).

<sup>6</sup> Wisebanyan, Inc., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at [https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=150953](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=150953).

<sup>7</sup> Vanguard Advisers, Inc., Vanguard Personal Advisor Services Brochure: Form ADV Part 2A, at 4 (2017). Also available at <http://personal.vanguard.com/pdf/vpabroc.pdf>.

<sup>8</sup> 自由時報，(09/19/2018)，〈機器人理財 至今規模僅 5 億／金管會：還有很大成長空間〉，<http://ec.ltn.com.tw/article/paper/1233286> (最後瀏覽日：2019 年 1 月 22 日)。

投資顧問服務業者僅有三家，業務發展較為緩慢，市場上不乏業者抨擊法規過嚴，以至於我國自動化投資顧問服務難以推廣。



## 第二項 研究動機目的

本研究將藉由自動化投資顧問服務急遽發展之同時，探討我國規範投信、投顧之法規是否得以對於新科技為更有效之因應、現行法規是否與自動化投資顧問服務之發展有所扞格等問題，因自動化投資顧問服務於近年興起，投資顧問法規及相關辦法於制定時顯然無法考量自動化投資顧問服務之特性，能否妥善處理傳統投資顧問對於客戶所負之受任人義務、資訊揭露之要求，仍有諸多疑問，對於我國法制穩健、市場透明、投資人保障及監理規範密度之國際聲譽皆有影響。因此，本文希冀藉由本研究得以達到：

- 一、探究自動化投資顧問服務發展之背景及趨勢，並探討不同投資標的之影響。
- 二、使用自動化投資顧問服務所造成之利益衝突該如何解決。

因此，希冀本研究得再自動化投資顧問服務發展之同時提供淺見，為健全我國法制發展克盡一份心力。

## 第二節 研究問題及方法

本研究將採取比較研究法（美國法為主），文獻回顧法及個案分析法（以美國法上數案例為主）。藉由自動化投資顧問崛起所帶來對既有規範之衝擊，探討我國自動化投資顧問發展將對傳統上規範投信、投顧之投信投顧法所造成之衝擊、如何符合投信投顧法所要求之受任人義務及資訊揭露不足，並探討未來可能之立法及政策方向，並主要以美國法相關規範及 SEC 對於自動化投資顧問崛起所為

之因應、提出觀察與建議。美國法雖採多元監理架構<sup>9</sup>，與我國金融監理一元化規範架構有所相悖，然自動化投資顧問服務在美國已發展近十年，企業發展、相關法制規範較為完備，因此將以美國法及其實務發展為主軸比較台灣之機器人投資顧問發展背景及現況、相關投資顧問業者的運作方式之實務情形，探討與我國之差異並配合我國現行法規規定及實務運作情形，提供對此議題有興趣之人士參考。

### 第三節 研究架構

研究架構上，本研究分為五章：

第壹章為「緒論」，說明研究動機、目的、問題、方法、範圍及架構。

第貳章為「自動化投資顧問服務概述」，由自動化投資顧問服務之定義、特徵談起，討論其種類及所造成之影響，並比較我國自動化投資顧問服務與國外自動化投資顧問服務投資標的上之差異。

第參章為「美國證券投信投顧法制及其對自動化投資顧問服務之因應」探討美國法上規範投信投顧之法規，並探討該法規所要求之受任人義務，從而檢視投資顧問應負之投資注意義務，並檢視美國主管機關對於自動化投資顧問服務之因應。

第肆章為「我國證券投信投顧法制及其對自動化投資顧問服務之因應」檢視我國證券投資信託及顧問事業之法制沿革、得以兼營投信、投顧之行業，並探討我國相關事業對於客戶所負之受任人義務及違反之效果，並討論自動化投資顧問服務在國我法制發展將遭遇之困境及發展下應具備之要求。

---

<sup>9</sup> 美國 1999 年由總統柯林頓(William Jefferson Clinton)簽署金融服務現代化法(Gramm-leach-Bliley Act)確認多元監理機關之權限為功能標準(functional supervision)。張怡欣(2008)，從美、英、日經驗探討我國金融監理現代化之立法方向，頁 62，輔仁大學法律系碩士論文。

第伍章為「結論」，綜合各章之意見，提出我國發展自動化證券投顧時得建構相關可行法制，以供參考。



## 第貳章、自動化投資顧問服務概述



### 第一節 定義與類型區分

#### 第一項 自動化投資顧問服務定義

自動化投資顧問服務目前並無統一定義，美國金融監管局(The Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)將自動化投資顧問服務稱為數位投資工具(digital investment advice tools)，其定義為「理財機器人為一互動技術性工具，運用模擬和統計分析，對假定進行投資、投資策略或投資方式提出了各種投資結果的可能」<sup>10</sup>；SEC認為自動化投資顧問服務「典型為註冊財務顧問，運用創新科技，透過網路演算法為基礎，提供客戶全權委託之資產管理服務」<sup>11</sup>；歐洲金融監理機關(European Supervisory Authorities, ESAs)(由依歐洲保險和職業養老金管理局(European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA)、歐洲銀行業管理局(European Banking Authority, EBA)、歐洲證券及市場管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)所組成)所發布之 Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice 報告中將自動化投資顧問服務定義為「消費者使用自動化工具(通常以網站)，在全無或有限的人為介入下接收財務建議(例如推介買進或賣出特定財務商品)」<sup>12</sup>；根據我國金管會於2016年所發布「金融科技發展策略白皮書」之定義為「根據客戶所設定之財務狀況與

<sup>10</sup> FINRA, Report on Digital Investment Advice, at 6 (2016). Also available at <http://www.finra.org/sites/default/files/digital-investment-advice-report.pdf>.

FINRA 為證券業非官方的最大監理機構，在於保護投資人、維持市場之公平交易、完整。可參蔡仲威(2013)，《替代性金融消費爭端解決機制》，頁 61-63，東吳大學法學院法律學系碩士班碩士論文。

<sup>11</sup> SEC, IM Guidance Update on Robo-Advisers, at 1 (2017). Also available at <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2017-01.pdf>.

<sup>12</sup> ESAs, Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice, at 4 (2015). Also available at <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1299866/JC+2015+080+Discussion+Paper+on+automation+in+financial+advice.pdf>.

需求，透過財務規劃之程式設計，主動提供客戶財務規劃建議<sup>13</sup>」。由上述可得知，自動化投資顧問服務具備下述特點



### 1. 依使用者所輸入的資訊並運用演算法所產生結果

自動化投資顧問服務係運用演算法分析客戶的投資概況，並規劃投資組合後，自動分配投資於投資標的，當客戶於系統輸入其年齡、財務狀況(financial status)、風險偏好(risk appetite)、欲達成之財務目標(financial goals) 和投資範圍(investment horizon)後，透過演算程式將上述資訊分析並計算出風險容忍度，並建立投資組合。以實際運作為觀之，美國自動化投資顧問服務公司 Wealthfront 會先詢問客戶<sup>14</sup>：理財原因、為何尋求財務顧問、年齡、稅前收入、家庭收入概況、現金與流動性資產之總價值、進行投資時，最在意是最大化獲利？最小化損失？或兩者？若市場狀況不穩定時，所投資之資產在一個月內損失 10%，將採取何種行為？依客戶對於上述問題所提供之答案，據此衡量該客戶風險容忍度，以作為推薦投資標的之基礎及所投資比重。

下圖顯示自動化投資顧問服務之投資流程：



【圖一：自動化投資顧問服務操作流程】

資料來源：Wealthfront 網站

### 2. 於全無或有限人力介入所為一定財務建議

相較於傳統投資顧問之服務，自動化投資顧問服務無自然人般情感，亦無自然人之偏見，在投資獲利上接近或勝於自然人投資顧問，然而多數自動化投資顧

<sup>13</sup> 金融監督管理委員會 (2016)，〈金融產業發展政策白皮書〉，《金融監督管理委員會公報》，頁 33。

<sup>14</sup> Wealthfront website, <https://www.wealthfront.com/>, (lasted visited: Mar.14.2017).



問服務仍提供自然人之服務，因自動化投資顧問服務雖得以提供理財建議，一旦金融市場發生重大事件時，仍須自然人予以協助。最明顯例子如 Betterment 原僅提供線上自動化服務，未提供自然人之服務。在 2016 年 7 月 24 號英國公投結果決定脫歐時，Betterment 以避免造成恐慌性交易為由，無預警暫停交易兩個半小時<sup>15</sup>。此行為嚴重影響投資人適時出脫投資組合中之 ETF，而遭受嚴厲的抨擊，因此於 2017 年 1 月 31 日，即增加原未提供之人工服務，就相關問題使相關消費者得以及時諮詢以及時澄清，因此人工服務仍有其不可取代之特性。

結論上自動化投資顧問服務係指經由網路，在全無或極少人工服務情況下，而提供客戶投資組合建議之顧問服務。因此提供一台能抽號碼牌、整合熱門產品資訊、報匯率、於特定信用卡募卡攤位上協助申辦信用卡之機器人絕非自動化投資顧問服務<sup>16</sup>。因此依據管理程度、投資自動化程度、評估客戶機制、客戶理財目標差異，自動化投資顧問服務行業中存有多種商業模式，並非所有稱為金融科技公司即可區分為自動化投資顧問服務公司；反之亦非所有自動化投資顧問服務公司皆屬金融科技公司。事實上許多傳統上極具聲譽的金融機構，亦提供線上自動化投資顧問服務作為其業務的補充，其成長速度甚至超越許多金融科技公司

<sup>17</sup>。

---

<sup>15</sup> Anne Tergesen, Robo Adviser Betterment Stokes Concern Over Brexit Trading Halt, Wall St. J. (July 2, 2016), <https://www.wsj.com/articles/robo-adviser-betterment-stokes-concern-over-brexit-trading-halt-1467403366> (lasted visited: Mar.14.2017).

<sup>16</sup> 經濟日報 (08/06/2016)〈證券理財機器人登台...賣萌報匯率 服務好罩〉, <https://money.udn.com/money/story/6674/1876309> (最後瀏覽日：2017 年 7 月 5 號)。

<sup>17</sup> Paolo Sironi, Fintech Innovation: From Robo-Advisor to Goal Based Investing and Gamification (Wiley 2016) at 23.



## 第二項 類型區分

### 第一款 以功能為區分

如以自動化投資顧問服務提供之功能作為區分，可區分為「諮詢建議型」及「資產管理型」二類型，以下分述之<sup>18</sup>：

#### 1. 諮詢建議型

藉由投資人輸入一連串資訊後，由自動化服務提供投資建議及投資組合之選擇，仍須客戶同意進行下單並執行交易。依證券投信投顧法第4條所規定：「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。」傳統上，證券投資顧問事業，藉由收集、消化大量市場資訊，分析後提供予客戶作為投資之決定，並收取費用作為對價之角色，將由諮詢建議型自動化投資顧問服務取代。藉由諮詢建議型自動化投資顧問服務，一方面可以消化眾多市場資訊，使投資人得以理性投資，一方面由於其低廉費用，可以使從未使用證券投顧服務之投資人，獲得相當之投資保障。

#### 2. 資產管理型

此類型與前者最大不同之處在於，資產管理型自動化投資顧問服務除提供諮詢投資建議及投資組合，更進一步協助客戶就投資組合提供交易執行以及風險管理、再平衡、稅虧減免(Tax-loss harvesting)等服務，較著名者有 Betterment、Wealthfront、Future Advisor 等公司皆都提供資產配置、ETF、投資組合再平衡、獲利再投資、稅虧減免等服務。在我國則涉及全權委託，亦即俗稱之代客操作，由投資人將其資產委託投資顧問、投資信託公司，由其依約進行投資，惟因法令

<sup>18</sup> 谷湘儀主持(2016)，〈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計畫，頁13-14，<https://goo.gl/T8lfO9>。

之限制，自動化投資顧問服務目前在我國難以進行全權委託管理客戶之資產，此資產管理型自動化投資顧問服務在我國發展困難原因之一。



## 第二款 使用主體為區分

如以使用自動化投資顧問服務之主體觀之，可區分為「投資人使用型工具」(client-facing tools)及「金融從業使用型工具」(financial professional-facing tool)<sup>19</sup>。前者為證券投資信託、證券投資顧問或券投資信託、證券投資顧問經營全權委託投資業務時可使用自動化投資顧問服務協助做成投資決定，為其客戶牟取最大利益。

後者為由投資人自行輸入理財原因、為何尋求財務顧問、年齡、稅前收入、家庭收入概況、現金與流動性資產之總價值……等相關個人資訊後，藉由自動化投資顧問服務依據客戶之風險容忍度推薦其投資之標的。

此分類區分實益在於，當自動化投資顧問服務無法達成對於客戶所應負之受任人義務時，有學者主張至少金融從業人員應輔助客戶使用自動化投資顧問服務，協助其對於客戶之理財建議<sup>20</sup>。

## 第二節 自動化投資顧問服務之優劣

傳統上如委託理財顧問為全權委託投資，依目前主管機關之規定，委託金額必須達到新台幣 500 萬元以上，且由一人獨資委託方得全權委託投信或投顧公司進行投資操作。因此在費用、透明度、效率上是自動化投資顧問服務之優點，以下就優、劣分別討論之。

<sup>19</sup> FINRA Report on Digital Advice, *supra note*, 10 at 9-10.

<sup>20</sup> Melanie L. Fein, FINRA's Report on Robo-Advisors: Fiduciary Implications, at 10 (2016) (unpublished manuscript). Also available at <http://ssrn.com/abstract=2768295>.



## **第一項 自動化投資顧問服務之優點**

### **第一款 將原被排除在專業諮詢之外之消費者納入其中**

運用自動化投資顧問服務之優點除消費者得以獲得較低之財務諮詢成本，實際上高額的費用往往將客戶拒於理財諮詢之門檻外。自動化投資顧問服務通常以資產管理規模(Asset Under Management, AUM)計算收費，亦即並非對於每筆交易收費，而以固定費率方式收費，對於相關交易費用自行吸收。相較於傳統投顧以資產管理規模 0.75% 至 1.5% 計價，自動化投資顧問服務則以 0.25% 至 0.50% 收費<sup>21</sup>，對於客戶投資利得完全不做任何抽成，低廉的手續費得將先前被排除在被提供專業諮詢之外的消費者納入其中。

### **第二款 消費者得取得高度一致消費者經驗**

自動化投資顧問服務於提供消費者使用前，已設定投資建議模式，因此消費者輸入相同資訊後，因自動化(automated)、標準化(standardized)將產生相同或類似之建議，得以通過合規性、風險或審計對事先記錄的自動化流程進行檢查和監控(例如演算法之監控)在結果上有助於相關機構得以便捷檢查及審核自動化投資顧問服務所提供建議之質量，並有助於相關責任追究。

### **第三款 較低錯誤及偏頗可能性**

因自動化投資顧問服務得以日夜不間斷於線上提供顧問服務，消費者得以更便捷使用自動化投資顧問服務，藉由網路問卷詢問客戶之相關資訊，相較於需限時、親臨現場辦理開戶，自動化投資顧問服務顯然提供較大彈性。在文件記錄上，可提供消費者更為便利接收並保留其在線財務交易的細節。一但自動化投資顧問

---

<sup>21</sup> EY, Advice goes virtual: How new digital investment services are changing the wealth management landscape, at 6 (2015). Also available at [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Advice\\_goes\\_virtual\\_in\\_asset\\_management/\\$FILE/ey-digital-investment-services.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Advice_goes_virtual_in_asset_management/$FILE/ey-digital-investment-services.pdf).

服務系統開發成本得到平衡，交易之邊際成本可能相對較低，從而使金融機構能夠從規模經濟中受益，並提供消費者更低廉手續費<sup>22</sup>。

自動化投資顧問服務得以透過良好的設計正確執行運算、進行理財分配、並運用電子郵件、APP 通知消費者，使消費者在資訊取得上更為便捷，且相較於自然人可能因情緒所產生的非理性選擇，可做出對消費者更為適當之決定。

## 第二項 自動化投資顧問服務之缺點

### 第一款 自動化投資顧問服務並非真正提供個人化建議

自動化投資顧問服務受到嚴厲抨擊處在於並非真正提供個別投資人財務建議，所運用之演算法，係事前以人為方式，就特定消費者為一定之分類，並就所分類之消費者為一定種類之建議。伸言之，如依據與自動化投資顧問服務公司之契約，通常會載明自動化投資顧問服務將根據客戶的財務狀況或依「計劃」管理客戶的帳戶，該「計劃」依據投資者在問卷中所答覆之資產配置策略投資方法、客戶的風險狀況、投資偏好、風險容忍度……等。由於 SEC 和 FINRA 已經指出，自動化投資顧問服務所產生的建議可能是基於不正確的假設、不完整的訊息或與用戶無關的情狀所生，因此自動化投資顧問服務亦有可能「正確的」執行「錯誤的」假設<sup>23</sup>。

### 第二款 消費者可能因缺乏資訊而做成不適當之決定

自動化投資顧問服務十分仰賴消費者之閱讀和分析相關資訊之能力，且可能未提供即時諮詢機會，消費者可能無法理解契約中條款和相關條件等關鍵資訊（如何終止、結束投資建議或任何相關產品/服務關係、費用，如果有固定期限，

---

<sup>22</sup> ESAs, *supra note*, 12, at 19.

<sup>23</sup> SEC & FINRA, Joint Investor Alert, Automated Investment Tools, (May 8, 2015), <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/autolistingtoolshtm.html> (lasted visited: Mar 14, 2017).

任何其他相關條件)。消費者如無法理解關鍵資訊，可能會誤解建議，並作出不合適的決定。



### 第三項 小結

不可否認現行自動化投資顧問服務有許多存在的缺陷，如 ESAs 在其報告中詳列自動化投資顧問服務之缺點，如所運用的演算法可能被操控、入侵或本身存在錯誤、不明確的責任分配所導致之爭議、消費者無能力或僅在有限的情況下取得資訊消費者可能有意識或無意識輸入對於理財建議重要之資訊（例如：虛偽年齡、不正確之年收入）、無法意識到自動化投資顧問服務所提供之服務隱藏所建議之商品之間交叉補貼。

科技的創新勢必定對於既有體制、經濟做衝擊，如何將此衝擊導向正確之方向，後述章節將介紹 SEC 對於此衝擊所為之因應。

## 第三節 自動化投資顧問服務技術面

### 第一項 自動化投資顧問服務最適合用於 ETF

#### 第一款 ETF 概述

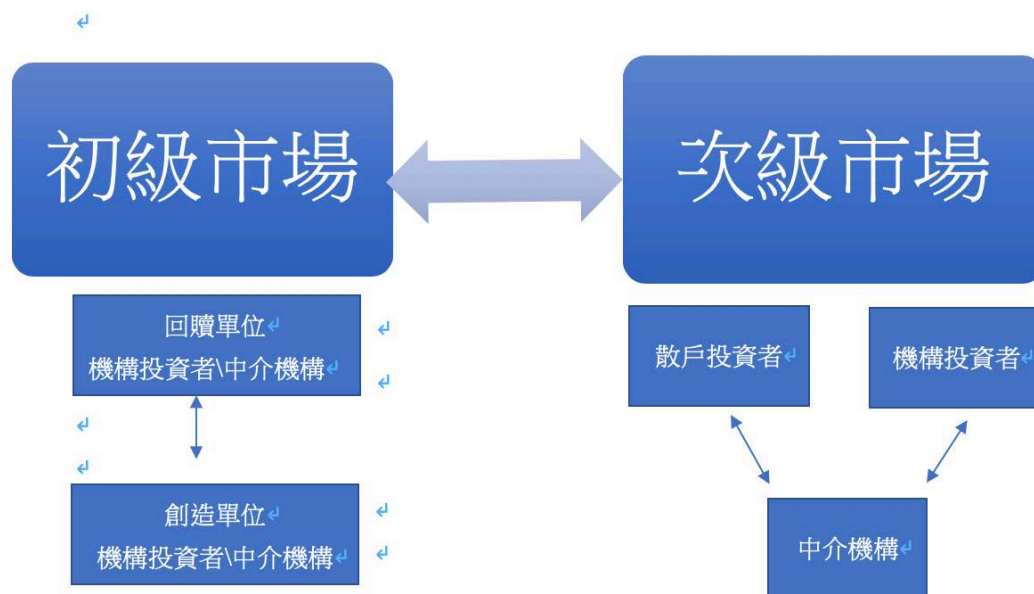
自動化投資顧問服務運用上最適合用於「指數股票型基金」(Exchange Traded Funds, ETF)，亦稱為「交易所買賣基金」<sup>24</sup>。概念上係將證券指數予以證券化，由於指數可作為反映市場漲跌趨勢之指標，因此指數證券化係指投資人不以傳統方式僅對單一股份進行投資，而是直接進行多數股票之投資，並透過持有表彰指數標的股票權益的受益憑證來間接投資<sup>25</sup>。與共同基金由專業投資機構發行受益

<sup>24</sup> 沈中華（2015），《金融市場全球的觀點》，頁 492，台北：新陸。

<sup>25</sup> 台灣證券交易所網站 ETF 簡介，<http://www.tse.com.tw/ETF/introduce.php>（最後瀏覽日：09/12/2018）。

憑證向投資人募集資金，依證券投資信託契約投資、運用及保管基金財產，再將投資收益分配與投資認知理財工具有所不同<sup>26</sup>。

ETF 市場可分為初級市場與次級市場，前者為實物申購或贖回 ETF 之市場；後者為 ETF 流通之市場。初級市場採用「實物申購」、「實物買回」機制創設 ETF。「實物申購」機制，指投資人依照指數權重將固定比例之成分股交付 ETF 管理機構，透過該機構創造出新的 ETF 單位後，轉到投資人於證交所的託管帳戶；「實物買回」為投資人將 ETF 單位交回給管理機構，管理機構依照指數權重將固定比例之「股票」轉入投資人在證交所的託管帳戶。次級市場部分，則與一般上市股票相同，投資人可以做空亦可作多，漲跌幅度亦相同<sup>27</sup>。



【圖二:ETF 架構】

資料來源:台灣證券交易所網站

<sup>26</sup> 台灣金融研訓院編委會 (2002),《信託法制與實務》,頁 203,台北:金融研訓院。

<sup>27</sup> 黃昱程 (2015),《現代金融市場新觀念・新思維・國際視野》,頁 406-408,台北:華泰。

## 第二款 自動化投資顧問服務適合運用 ETF 之理由

於資訊方面，不同於一般共同基金通常在交易所收盤後每天只能定價一次；ETF 之交易價格會隨時更新，如以「台灣 50 指數 ETF」為觀察，約每 15 秒更新一次。且 ETF 交易標的十分透明，較無一般共同基金為人詬病之不透明問題。

操作方式及費用上相較於共同基金，由基金經理人以「主動式」管理方式，以擊敗指數為目的；ETF 採「被動式」管理，其目標在於追蹤指數，因此管理費、交易成本較一般基金更為低廉<sup>28</sup>。

出脫方式上隨著 ETF 交易，ETF 股票價格波動，如果市場價格偏離基金的相關證券，大型市場參與者可以買入或賣出股票<sup>29</sup>。相反的，指數型基金屬於開放型基金，其交易方式是直接向投信公司申購或贖回，而且其申購價格是以當天收盤後的基金淨值為準。因此，投資人在申購時，並無法即時得知申購的價格。

因此於結論上，自動化投資顧問服務最適於 ETF。理由不外乎 ETF 可以隨時再公開市場上進行交易，且 ETF 的交易價格會即時更新，使自動化投資顧問服務使用者可隨時透過行動裝置進行財務規劃變更、買賣，且亦使投資組合再平衡及稅虧減免成為可能<sup>30</sup>。

---

<sup>28</sup> 李顯儀（2010），《金融商品理論與實務》，頁 181-182，台北：新陸。

<sup>29</sup> Kara M. Stein, Surfing the Wave: Technology, Innovation, and Competition – Remarks at Harvard Law School’s Fidelity Guest Lecture Series, Speech, <http://www.sec.gov/news/speech/stein-2015-remarks-harvard-law-school.html> (lasted visited: Apr. 14, 2017).

<sup>30</sup> Paolo Sironi, *supra note*, 17 at 27.



下表為指數股票型基金(ETF)與一般共同基金(Mutual Fund)之比較：

	指數股票型基金(ETF)	一般共同基金(Mutual Fund)
管理方式	採「被動式管理」	採「主動式管理」，由基金經理人來選股
操作目標	目標與指數表現一致	操作目標是希望擊敗指數
透明度	投資標的十分透明，且不會受人為因素左右	投資標的容易受到基金公司及經理人影響，且透明度較低
交易價格	ETF 的交易價格會即時更新	淨值則每天計算一次
成本	交易成本及管理費較低	交易成本及管理費均較高
交易便利性	交易便利，市場流動性高	交易便利性較低

【圖三：ETF 與共同基金比較】

資料來源：台灣證券交易所網站

### 第三款 自動化投資顧問服務投資標的之差異

自動化投資顧問服務經由客戶輸入個人資訊後，經由演算法運算後，系統將產生一定財務建議，因此不同自動化投資顧問服務因投資標的、系統計算方式之不同，將會影響財務建議結果，多數自動化投資顧問服務仍存顯著差異，諸如 Wealthfront 公司會投資美國國債(U.S. Government Bond)、不動產(Real estate)、自然資源(natural resource)及公司債券(corporate Bonds)，其他自動化投資顧問服務公司 Betterment 多為投資美國公司之債券(U.S. corporate Bonds)。

下表所統計為各大理財機機器人公司所提供之服務比較<sup>31</sup>

<sup>31</sup> EY, *supra note*, 21, at 6.

Automated investment firm	Assets under mgmt.	Financial planning	Account aggregation	Asset allocation	Exchange-traded funds	Individual stocks	Single-stock diversification	Automated rebalancing	Automated deposits/transfers	Dividend reinvestment	Tax-loss harvesting
<b>Wealthfront</b>	US\$2b			√	√	√	√	√	√	√	√
<b>Betterment</b>	US\$1.6b			√	√			√	√	√	√
<b>Personal Capital</b>	US\$1b	√	√	√	√	√		√	√	√	√
<b>Future Advisor</b>	US\$450m		√	√	√	√		√	√	√	√
<b>LearnVest</b>	NA	√	√	√							

【圖四：海外自動化投資顧問服務公司服務比較】

資料來源：安永研究報告


## 第二項 產生投資組合之方式

在投資方法上，投資方法千變萬化，無論機構投資人、個別投資人亦或是自動化投資顧問服務之投資方法可總結如下，資產分配(asset allocation)、實行(implementation)、監督及再平衡(monitring and rebalancing)等步驟產生投資組合後，將依演算法購買金融商品。

自動化投資顧問服務最核心運作方式，即在於藉由客戶所輸入之資料，計算客戶之風險容忍度及得知預期報酬範圍，對於現行可投資商品，尋找出最佳投資組合，而此投資組合往往會落於效率前緣(efficient frontier)。其意義為「於總風險相同時，對應上可取得最大之預期報酬率」亦或「當預期報酬相同形況下，對應上總風險為最低」之投資組合<sup>32</sup>。投資時需考慮報酬及風險，於不同風險下將有不同投資組合，不同風險所達之最高報酬率所形成之曲線即屬效率前緣<sup>33</sup>。

<sup>32</sup> Jonathan Walter Lam, Robo-Advisors: A Portfolio Management Perspective, at 19 (2016). Also available at [https://economics.yale.edu/sites/default/files/files/Undergraduate/Nominated%20Senior%20Essays/2015-16/Jonathan\\_Lam\\_Senior%20Essay%20Revised.pdf](https://economics.yale.edu/sites/default/files/files/Undergraduate/Nominated%20Senior%20Essays/2015-16/Jonathan_Lam_Senior%20Essay%20Revised.pdf).

<sup>33</sup> *Id.* at 4.



試舉一例，當新興市場基金績效表現良好且產生高收益時，自動化投資顧問服務將對新興市場基金投資增加權重（顯而易見地，對於其他資產分配比重將減少）；當然傳統之理財顧問亦得為再平衡，但在客戶眾多的情況下，傳統之理財顧問難以、亦無可能針對各個客戶予以即時再平衡，至多僅以定期再平衡 (time-based rebalancing) 方式為之。換言之，自動化投資顧問服務再平衡之發生為其資產配置觸及某一門檻時即「持續性地」發生<sup>34</sup>，亦即門檻式的再平衡 (threshold-based rebalancing)，因此結論上透過再平衡可以最小化交易成本及更加符合客戶之投資目標。

## 第四節 我國自動化投資顧問服務現況

### 第一項 我國主管機關態度

我國金融監督管理委員會為鼓勵金融業提供金融創新服務，於 2015 年成立金融科技辦公室，次年公布「金融科技發展策略白皮書」對自動化投資顧問服務發展表示：「考量國內該業務技術尚未成熟，信託業得推介客戶之金融商品多元，且需揭露資訊以確認客戶了解風險，因此，目前尚不得從事機器人理財顧問服務。如未來技術日益精進，且金融消費者權益保障無虞，將研議擴大推介金融商品的種類與範圍。」否定我國自動化投資顧問服務發展，導致目前我國多數公司所稱之自動化投資顧問服務，往往僅精簡回復客戶疑問，並未針對個別投資人的需求作為建議，投資建議及投資組合亦稍嫌簡易，難稱為真正自動化投資顧問服務。

自動化投資顧問服務在美國發展迄今已近十年。雖 SEC 對於自動化投資顧問服務的發展態度仍然不明，但得肯定金融科技之浪潮將無可避免地持續發展，

---

<sup>34</sup> Michael Kitces, Finding the Optimal Rebalancing Frequency—Time Horizons Vs Tolerance Bands, Kitces.com: Nerd's Eye View, (May 4, 2016), <http://www.kitces.com/blog/best-opportunistic-rebalancing-frequency-time-horizons-vs-tolerance-band-thresholds> (lasted visited: Apr. 14, 2017).

究竟應對金融科技抱持何種態度，應思考如何對整體市場發展、消費者最為有利。



### 第一款 金融機構部分

我國金管會在 104 年發布之金管銀控字第 10460003280 號函，放寬金融機構轉投資「資訊服務業」及「金融科技業」。「資訊服務業」係指主要業務為從事與金融機構資訊處理作業密切相關之電子資料處理、涉及金融機構帳務之電子商務交易資訊之處理，或研發設計支援金融機構業務發展之金融資訊系統者；而「金融科技業」則指其主要業務為下列之一者：1.利用資訊或網路科技，從事輔助金融機構業務發展之資料蒐集、處理、分析或供應（例如：大數據、雲端科技、機器學習等）。2.利用資訊或網路科技，以提升金融服務或作業流程之效率或安全性（例如：行動支付、自動化投資理財顧問、區塊鏈技術、生物辨識等）。3.其他以資訊或科技為基礎，設計或發展數位化或創新金融服務。

### 第二款 證券投資顧問及信託事業

金管會亦於 104 年放寬證券投資信託事業<sup>35</sup>及證券投資顧問事業<sup>36</sup>得轉投資於金融科技產業，包括金融資訊服務公司、行動支付業、第三方支付業及大數據處理業。

顯示主管機關期望放寬金融業轉投資限制，轉投資於「資訊服務業」或「金融科技業」，期望藉由金融業挾著雄厚資金進行金融創新。

## 第二項 我國自動化投資顧問服務實務現狀

### 第一款 台灣自動化投資顧問服務業者

目前台灣類似屬於自動化投資顧問服務功能者有瑞士銀行之「智能財富管理」<sup>37</sup>、王道銀行之「O-Bank 機器人理財」<sup>38</sup>、復華投信之「復華理財機器人」<sup>39</sup>、中

<sup>35</sup> 金管證投字第 1040049542 號。

<sup>36</sup> 金管證投字第 1040042635 號。

國信託銀行之「中信智動 Go」<sup>40</sup>、國泰金控「國泰智能投資」<sup>41</sup>、「大拇哥投顧」<sup>42</sup>。就我國對於自動化投資顧問服務定義觀之，係指完全經由網路互動，全無或極少人工服務，而提供客戶投資組合建議之顧問服務，據報載證期局官員透露，截至 2017 年 11 月下旬，真正的屬於「自動化投資顧問服務」僅有王道銀行<sup>43</sup>及未來國泰金控預計於 2018 年 3 月推出之「國泰智能投資」，如依報載所述「客戶可依據投資目標、投資年限、風險屬性等條件，算出個人最佳資產配置投資組合。系統並會 24 小時監控市場狀況，在必要時通知客戶進行資產配置的再平衡調整。」<sup>44</sup>。換言之，目前多數業者僅屬於有理專相關人員介入或投資人可自行更改交易、投資組合之「智能理財」。

就投資門檻之部分，王道銀行要求之門檻最低，僅需新台幣一千元即可以使用自動化投資顧問服務；中國信託銀行則要求新台幣五千元，即可投資；復華投信之門檻為新台幣十二萬元；瑞士銀行則鎖定可投資資產在二十五萬美元以上之客戶；大拇哥投顧屬於免費提供使用之資料庫，無提供下單服務之業者<sup>45</sup>。

<sup>37</sup> 瑞士銀行網站，<https://www.ubs.com/magazines/taiwaninvest/tc/home.html>（最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日）。

<sup>38</sup> 王道銀行網站，

[https://www.o-bank.com/retail?CampaignCode=SD-DC-201732802-GK&utm\\_source=google&utm\\_medium=cpc&utm\\_campaign=sem&utm\\_content=brand](https://www.o-bank.com/retail?CampaignCode=SD-DC-201732802-GK&utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_campaign=sem&utm_content=brand)（最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日）。

<sup>39</sup> 復華投信網站，<https://online-event.apigroup.com.tw/StrongRobot>（最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日）。

<sup>40</sup> 中信銀行網站，<https://www.ctbcbank.com/html/ebank/ROBOGO/#6thpage>（最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日）。

<sup>41</sup> 國泰世華銀行網站，<https://www.cathayrobo.com/welcome>（最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日）。

<sup>42</sup> 大拇哥投顧網站，

[https://www.taroadvisors.com/?utm\\_source=google&utm\\_medium=cpc&utm\\_campaign=launch\\_NOV&utm\\_content=20171110&gclid=CjwKCAiAr\\_TOBRB5EiwAC\\_QCq5g93CJz7WuQiCNRpKIIv4WgKPM\\_hnuSuIabi6CeLJ9dah6v52-maxoCv5kQAvD\\_BwE](https://www.taroadvisors.com/?utm_source=google&utm_medium=cpc&utm_campaign=launch_NOV&utm_content=20171110&gclid=CjwKCAiAr_TOBRB5EiwAC_QCq5g93CJz7WuQiCNRpKIIv4WgKPM_hnuSuIabi6CeLJ9dah6v52-maxoCv5kQAvD_BwE)（最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日）。

<sup>43</sup> 自由時報（11/27/2017），〈超級比一比 機器人理財績效 天差地遠〉，

<http://news.ltn.com.tw/news/weeklybiz/paper/1155129>（最後瀏覽日：2018 年 2 月 21 日）。

<sup>44</sup> 國泰智能投顧網站，

[https://www.cathayrobo.com/welcome?gclid=EA1aIQobChMI1MvpvtyD4AIViwccqCh2LjQwKEAAYASAAEgK89\\_D\\_BwE](https://www.cathayrobo.com/welcome?gclid=EA1aIQobChMI1MvpvtyD4AIViwccqCh2LjQwKEAAYASAAEgK89_D_BwE)（最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日）。

<sup>45</sup> 自由時報（11/27/2017），〈超級比一比 機器人理財績效 天差地遠〉，

<http://news.ltn.com.tw/news/weeklybiz/paper/1155129>（最後瀏覽日：2018 年 2 月 21 日）。

## 第二款 自動化投資顧問服務在台灣之投資標的

外國多數之自動化投資顧問服務多投資於 ETF，其優點已如前述。我國目前之自動化投資顧問服務業者王道銀行其投資標的多為基金，並收取平台手續費。

有認為台灣之自動化投資顧問服務必然以共同基金作為投資標的，因我國 ETF 之數量至民國 105 年底僅 64 支<sup>46</sup>，於 106 年成長為 102 支，至 107 年為 114 支<sup>47</sup>，相較於美國 ETF 為 1066 支<sup>48</sup>，可投資組合種類不多，因此應將共同基金列入投資組合。我國境內基金，自 1983 直至 2017 年 11 月底，共有 796 檔基金，所管理之資產為新台幣 2,339,496,515,689 元<sup>49</sup>；境外基金共有 70 家境外基金機構、1043 檔境外基金，所管理之資產為新台幣 3,452,905,560,837 元<sup>50</sup>。對比下 ETF 數量明顯不足，因此我國目前自動化投資顧問服務多以基金作為投資標的。

如前所述，自動化投資顧問服務投資於 ETF 優勢在於費用低廉，不至因過高手續費而減少獲利。如將投資人之資金分散於十家基金，應支付十家基金管理費，並支付申購手續費、信託保管費、保管費，並且應支付自動化投資顧問服務公司之管理費，則自動化投資顧問服務之優勢是否可以達成，將值得進一步深思。如能就現行數百支 ETF 中挑選數支加以投資，其獲利應為可觀。

<sup>46</sup> 台灣證券交易所 年度受益憑證及受益證券交易量值統計表 年報，  
<http://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=007> (最後瀏覽日：2018 年 2 月 21 日)。

<sup>47</sup> 台灣證券交易所 基本市況調查網站，  
[http://mis.twse.com.tw/stock/group\\_etf.jsp?ind=B0&ex=tse&currPage=0&type=null](http://mis.twse.com.tw/stock/group_etf.jsp?ind=B0&ex=tse&currPage=0&type=null) (最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日)。

<sup>48</sup> U.S. ETF Overview, <http://www.etf.com/channels/us-etfs>, (last view 12.6.2017)

<sup>49</sup> 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站，  
<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2001.aspx?PGMID=IN0201&PORDER=5&pYear=2017&pMonth=11> (最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日)。

<sup>50</sup> 中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會網站，  
<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN3001.aspx?PGMID=IN0301&PORDER=5&pYEAR=2017&pMONTH=11> (最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日)。



## 第五節 自動化投資顧問服務之趨勢

### 第一項 自動化投資顧問服務相較於傳統投顧對於消費者更佳

對於自動化投資顧問服務多數的批評為自動化投資顧問服務相較於人類表現更差，其建議往往是「千篇一律」，缺少針對個人之建議<sup>51</sup>。亦有認為自動化投資顧問服務之建議與自然人投資顧問相同，甚至更佳，如自動化投資顧問服務相較於自然人投顧更能有效率地進行再平衡、稅虧減免等。某些傳統投顧所為之投資建議亦非常基本，自動化投資顧問服務非但可達成相同標準，收費亦更為合理，亦無自然人所擁有之情緒。

究竟孰優孰劣？本文不欲妄下結論，或許該由財經專家藉由績效判斷，如以 Betterment 於網站所稱其可以在每年獲利中高於一般投資人 2.66% 之獲利觀察<sup>52</sup>，或許與投資顧問手續費收取後之獲利差距不多，但是自動化投資顧問服務所提供的服務為全年 24 小時不間斷服務，且不可能對資產較少客戶「大小眼」，對於部分消費者仍有一定吸引力。

### 第二項 科技公司之自動化投資顧問服務目前尚無法取代傳統金融機構投顧

自動化投資顧問服務之發展究竟何去何從？科技公司所發展之自動化投資顧問服務究竟是否得撼動由金融機構所盤據資產管理市場？就美國目前主要科技公司所創之自動化投資顧問服務之資產管理規模觀察，2010 年所推出第一家自動化投資顧問服務之業者－Betterment，目前資產管理規模為 100 億美金<sup>53</sup>，

<sup>51</sup> E.g., Stephen J. Huxley & John Y. Kim, The Short-Term Nature of Robo Portfolios, Advisor Persp. (Sept. 12, 2016), <http://www.advisorperspectives.com/articles/2016/09/12/the-short-term-nature-of-robo-portfolios> (last visited: June 16, 2018); Herry Light, (March 5, 2016). Here's Why the Most Talked-About Way to Invest Right Now Could Be a Huge Mistake, fortune. Also available at <http://fortune.com/2016/03/05/robo-adviser-wealthfront-betterment-charles-schwab>.

<sup>52</sup> Betterment website, <https://www.betterment.com/why-betterment/> (last visited: June 16, 2018).

<sup>53</sup> Betterment L.L.C, Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt

較 7 月相比成長近 10 億美金；Wealthfront 之產管理規模為 82 億美金<sup>54</sup>，較 7 月相比成長近 20 億美金；Personal Capital 之產管理規模為 43 億美金<sup>55</sup>、AssetBuilder 之產管理規模為 7 億美金<sup>56</sup>、SigFig 之產管理規模為 1 億美金<sup>57</sup>、WiseBanyan 之產管理規模為 9 千萬美金<sup>58</sup>。雖然所管理資產逐年增加，但相較於傳統金融機構所設之自動化投資顧問服務相比較仍僅其佔一小部分。

較具盛名之金融機構 Charles Schwab 與 Vanguard 為最先推出自動化投資顧問服務。傳統金融機構 BlackRock 收購自動化投資顧問服務 FutureAdvisor<sup>59</sup>；Fidelity Investments 和 TD Ameritrade 分別於 2016 年推出了 Fidelity Go 和 TD Ameritrade Essential<sup>60</sup>；在 2017 年初 Merrill Lynch 亦提供其新服務 Merrill Edge Guided Invest；Wells Fargo 與 Goldman Sachs 亦爭相佈局自動化投資顧問服務<sup>61</sup>。

---

Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at

[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=149117](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=149117).

<sup>54</sup> Wealthfront Inc., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at

[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=148456](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=148456).

<sup>55</sup> Personal Capital Advisors Corporation., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at

[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=149117](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=149117).

<sup>56</sup> Assetbuilder, Inc., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at

[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=142665](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=142665).

<sup>57</sup> Sigfig Wealth Management L.L.C., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at

[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=158823](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=158823).

<sup>58</sup> Wisebanyan, Inc., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV) (2017). Also available at

[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=150953](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=150953).

<sup>59</sup> Samantha Sharf, BlackRock to Buy FutureAdvisor, Signaling Robo-Advice Is Here to Stay, Forbes (Aug. 26, 2015), <https://perma.cc/2GJ8-HWX2> (lasted visited: Mar.14.2017).

<sup>60</sup> TD Ameritrade Joins Robo-Club, Barron's (Nov. 2, 2016),

<http://www.barrons.com/articles/td-ameritrade-joins-robo-club-1478082291> (lasted visited:

Mar.14.2017); Anne Tergesen, Robo Adviser Betterment Stokes Concern Over Brexit Trading Halt, Wall St. J. (July 2, 2016),

<https://www.wsj.com/articles/robo-adviser-betterment-stokes-concern-over-brexit-trading-halt-1467403366> (lasted visited: Mar.14.2017).

<sup>61</sup> Goldman Sachs Eyeing a Robo-Advisor, Barron's (Mar. 21, 2017),

<http://www.barrons.com/articles/goldman-sachs-eyeing-a-robo-advisor-1490120240> (lasted visited:

Mar.14.2017); Janet Levaux, Merrill Edge Launches Robo-Advisor with a Twist, ThinkAdvisor (Feb. 8, 2017), <http://www.thinkadvisor.com/2017/02/08/merrill-edge-launches-robo-advisor-with-a-twist>

(lasted visited: Apr. 14,2017); Wells Fargo to Roll Out Pilot Robo Adviser in First Half of 2017, Reuters (July 20, 2016),



Schwab 於 2015 年 3 月推出 Schwab Intelligent Portfolios (SIP)，其提供其客戶免費投資於 ETF 及資產分配。Vanguard 隨即在同年 5 月推出 Personal Adviser Services 平台，並輔以視訊、電話人工服務，在 2015 年底共有 310 億美元的資產管理規模<sup>62</sup>，到 2016 年底達到將近 510 億美元<sup>63</sup>，遠遠超過科技公司所創立之自動化投資顧問服務總和。

傳統金融機構相較於科技公司經營自動化投資顧問服務似乎較具競爭力，諸如 Charles Schwab 與 Vanguard 等公司在品牌上較具知名度，因此不需投入大量資金於營銷上。自 2015 年以後，科技公司所創之自動化投資顧問服務增長率已有下降之趨勢，有認為傳統金融機構所創立之自動化投資顧問服務將完全支配市場<sup>64</sup>。

---

<http://www.reuters.com/article/us-wells-fargo-wealth-robo-adviser-idUSKCN1002E9> (lasted visited: Apr. 14,2017).

<sup>62</sup> Vanguard Advisers, Inc., Vanguard Personal Adviser Services Brochure: Form ADV Part 2A, at 4 (2016). Also available at [http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID.=407134](http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID.=407134).

<sup>63</sup> *Id.* at 4.

<sup>64</sup> Michael Kitces, B2C Robo-Advisors Are Dying As Growth Rates Crash, Kitces.com: Nerd's Eye View, (May 2, 2016), <http://www.kitces.com/blog/best-opportunistic-rebalancing-frequency-time-horizons-vs-tolerance-band-thresholds> (lasted visited: Apr. 14,2017).

# 第參章、美國證券投信投顧法制及其對自動化投資顧問服務之因應



## 第一節 美國證券投資信託、顧問事業概論

美國證券投資顧問法制主要由聯邦法、州法、對於特定事業之特別法、依上開法律所訂規則命令所建構。詳言之，在聯邦層級為 1940 年證券投資顧問法(The Investment Advisers Act of 1940)；州層級一般稱為藍天法(blue sky laws)；其他相關法令如 1933 年證券法(the Securities Act of 1933)、1934 年證券交易法(the Securities Exchange Act of 1934)、1940 投資公司法(The Investment Company Act of 1940)等為規範。

美國為避免重蹈 1929 年股市崩盤及 1930 年經濟大蕭條，制上述法規期待以「完整揭露」減少市場濫用情形。1934 年證券交易法透過規範證券商之註冊將其納入規範，而以 1940 年投資顧問法規對於以提供投資建議為業之非證券商<sup>65</sup>。藉由提供投資大眾得以參與證券市場，投資公司在資本市場中扮演另一重要角色。而 SEC 作為法律之執行機關，除對於投資公司依投資公司法監理外，亦依投資顧問法管理「投資顧問」<sup>66</sup>。

雖投資顧問與投資公司角色多有重疊，然而美國在監理上採取複數金融監理機關及複數金融法規，因此另訂立 1940 年投資公司法。因此對於美國投資顧問之規範，應探討 1940 投資顧問法、1940 年投資公司法，方得以窺其詳貌。

<sup>65</sup> Thmas Lee Hazen, Law of Securities Regulation, (West Academic 2016), at 788 (Revised 5th ed.2006).

<sup>66</sup> 劉連煜，論美國有關證券投資信託公司與證券投資顧問事業之規範與對我國之啟示，法學新論，第 80 期，2002 年 1 月，頁 155。

## 第一項 1940 年投資公司法

### 第一款 投資公司定義及類型

依據 1940 年投資公司法 section 3(a)，如符合下列其一者，即屬於 1940 年投資公司法所規範之投資公司：一、實際為或對外表示其主要或計畫以投資、轉投資或交易有價證券為業者；二、從事或倡議分期發行票額憑證(face-amount certificates)之業務，或從事該業務且已有發行憑證者；三、從事或倡議為投資、轉投資、所有、持有或交易有價證券為業，且所有或計畫收購超過發行人非合併基礎總資產百分之四十以上之投資證券(investment securities)<sup>67</sup>，並於 section 3(b)及(c)另設有豁免之規定。並進一步解釋投資證券，不包括政府證券、受僱人證券公司所發行之證券(employee's security company)，或由非投資公司持股過半的子公司所發行之證券、不屬於於 subsection(c)(1)或(7)中投資公司的定義的例外情況持股過半的子公司所發行之證券。

依據 section 4 將投資公司區分為<sup>68</sup>：「票額憑證公司」(face-amount certificate companies)、 「單位投資信託」(unit investment trusts)、及「管理公司」(management companies)。首先，票額憑證公司為從事或倡議從事分期發行票額憑證之業務，或從事該業務且已有發行憑證之投資公司；而「單位投資信託」，乃指無董事會，並依據信託契約由保管機構代理商或其他機構之投資公司，且僅發行可贖回之證券；管理公司則指「票額憑證公司」、「單位投資信託」以外之其他投資公司。section 5 將管理公司區分為開放型(open-end)、封閉型(closed-end) 管理公司二類型<sup>69</sup>，前者為股東得以交易當時相當每股淨資產價值要求公司贖回；後者為公司

<sup>67</sup> The Investment Company Act of 1940, §3(a), 15 U.S.C. § 80a-3(a)(1).

<sup>68</sup> 15 U.S. Code § 80a-4

<sup>69</sup> 15 U.S. Code § 80a-5.

發行固定數量流通在外之股份，持股人不得贖回，以市場決定的價格在交易所買賣。



### **第二款 票額憑證公司**

公司發行「面額憑證」之契約，公司於到期時將依面額交付一定款項予憑證購買人。此證書屬於債權證券，第一年所付之款項多被扣除作為銷售費用，目前幾無公司採取此類型。

### **第三款 單位投資信託**

由公司針對特定證券出售可以買回之受益憑證，可分為投資多種證券與一種證券兩種類型，1930年代投資多種證券之單位投資信託風靡一時，嗣後逐漸式微。投資單一證券之單位投資信託，因作為分期付款購買另一投資公司之股票之工具，因此仍屬重要。

### **第四款 管理公司**

不屬於票額憑證公司、單位投資信託即屬於管理公司，section 5 將管理公司區分為開放型、封閉型管理公司二類型<sup>70</sup>，前者為股東得以交易當時相當每股淨資產價值要求公司贖回，屬於目前發展迅速之共同基金；後者為公司發行固定數量流通在外之股份，持股人不得贖回，需以市場決定之價格於交易所買賣。

## **第二項 1940年投資顧問法**

### **第一款 證券投資顧問定義**

投資顧問在證券市場中屬於資訊提供者及受客戶委託之受託人，1940年投資顧問法其所規範之業務範疇主要為規範投資顧問。對於證券投資顧問之定義1940年投資顧問法認為：「任何以取得報酬，直接或經由出版品或著作，對證券之投資買進或賣出，對他人提供顧問業務之人；或為取得報酬，以出版或發行

---

<sup>70</sup> 15 U.S. Code § 80a-5.

有關證券之分析或報告作為其經常業務之一部分者」<sup>71</sup>，因此必須符合以下三要件：



### 第一目 進行證券顧問事業或經常發行有關證券之分析報告

對於證券投資顧問 SEC 均以該顧問活動之「經常性」與全部業務之「重要性」作為判斷標準。申言之，該事業之主要業務不一定須為投資顧問事業，只需顧問行為具有經常性且對於其所為之業務具有重要性即屬於投資顧問。投資顧問法明列下列情非投資顧問：（1）符合 1956 年銀行控股公司法下之銀行或其控股公司（2）進行與其職業相關附帶行為之律師、會計師、工程師、或教師（3）未收取費用之經紀商或自營商且因顧問之服務附帶提供而未收費用者（4）善意之報紙、新聞雜誌、或是一般且定期商業出版人（5）給予之建議、報告，僅關於美國國債、美國政府之直接義務（6）SEC 所規定之例外情形<sup>72</sup>。

### 第二目 受有報酬

所謂報酬，包含各種經濟利益，如推介第三方支服務或產品並從中取得利益屬之<sup>73</sup>。又報酬不限於相對人，因此建議他人買賣證券並向證券商取得利益者亦屬之。

### 第三目 對有價證券提供顧問或出版分析、報告

對於有價證券提供買進或賣出建議之人，當屬投資顧問，SEC 對「顧問」之定義採取較為廣義之解釋<sup>74</sup>。以下行為可能屬於投資顧問之定義中，諸如：以市場趨勢、統計數字<sup>75</sup>。

<sup>71</sup> Investment Advisors Act, Sec. 202(a) (11)；15 U.S.C. §§80b-2(a) (11)

<sup>72</sup> Investment Advisors Act, Sec. 202(a) (11) (A)-(F)；15 U.S.C. §§80b-2(a) (11) (A)-(F)；郭土木、朱德芳（2014），〈我國證券投資顧問事業業務範圍擴大之研究〉，中華民國證券投資信託及顧問商業同業公會委託研究計畫，頁 31，<https://goo.gl/zfAaXb>。

<sup>73</sup> Thomas Lee Hazen, supra note, 65 at 791.

<sup>74</sup> Clifford J. Alexander, ET AL., Money Managers Compliance Guide 211 (1998). 張心悌，證券投資顧問事業之定義—兼論大法官會議釋字第六三四號解釋，月旦民商法雜誌，19 期，頁 172。

<sup>75</sup> 劉連煜，前揭註 66，頁 166。



## 第二款 豁免註冊

在符合投資顧問之定義下原則、應註冊登記為投資顧問，然而投資顧問法亦規定一定情形下得豁免註冊為投資顧問<sup>76</sup>。

## 第三款 聯邦與州之管轄區分

投資顧問法將管轄區分為二，亦即針對不同投資顧問之資產區分由聯邦與州政府管轄，如投資顧問所管理之資產超過 2500 萬美元，投資顧問應受聯邦管轄；如管理之資產在 2500 萬美元以下，則依各州之投資顧問法規範<sup>77</sup>。因應 2008 年金融危機，美國在 2010 年制定 Dodd-Frank Act 第 410 條將標準提高至一億元<sup>78</sup>。

## 第四款 註冊之格式及公開之規定

當向 SEC 註冊為投資顧問時，需使用格式固定 ADV 揭露投資顧問之資訊<sup>79</sup>。且任何人得透過證管會之網站查詢投資顧問所公開之 ADV。在 ADV 之第一部分須揭露申請人之名稱、地址；控制人、員工、董事；申請人之財務資訊；其帳簿、紀錄之處；是否保留客戶之款、券；申請人之財務資訊；關係人。

## 第二節 謹慎投資原則作為投資注意之判準

依據 FINRA 在報告中所提到，縱然自動化投資顧問服務依客戶所輸入之資訊提供分析、資產分配、投資組合選擇、交易執行、投資組合重新平衡和稅虧減免，但能有可能無法符合美國法上受任人義務之標準下之注意義務(duty of care)。亦即相較於傳統財務顧問，自動化投資顧問服務缺少一塊「軟蝟甲」－組合分析

<sup>76</sup> Investment Advisors Act, Sec. 203(b)(1) - (6); 15 U.S.C. §§80b-3(b)(1) - (6). 張心悌，前揭著 74，頁 172；余雪明，證券交易法 比較證券法，五版，證券暨期貨發展基金會，2016，頁 861。

<sup>77</sup> Investment Advisors Act, Sec. 203A；15 U.S.C. §§80b-203A. 余雪明，前揭註 76，頁 634。

<sup>78</sup> 410 Dodd Frank Act (II) \$100,000,000, or such higher amount as the Commission may, by rule, deem appropriate in accordance with the purposes of this title."

<sup>79</sup> FORM ADV, Uniform Application For Investment Adviser Registration And Report Form By Exempt Reporting Advisers, <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part1a.pdf>.

(portfolio analysis) (根據每個客戶特有的事實和情況，包括投資者的其他投資和總體財務狀況，提供整體投資組合分析)<sup>80</sup>。組合分析旨在判斷投資顧問對於客戶所為之投資建議是否滿足投資顧問的注意義務。因此，在探討自動化投資顧問服務受任人義務之注意前，先探討受任人義務之謹慎投資原則。

## 第一項 謹慎投資原則之形成

一般而言受任人義務包含忠誠義務(duty of loyalty)與注意義務。前者係指受託人必須以受益人之利益而非受託人自身利益處理受託事務；後者則要求受託人基於個別之信任關係，為受益人之利益，管理、處分信託財產。注意義務來自受託人因基於特別的信賴關係，為受益人之利益，管理處分信託財產，因此應盡高度之注意義務，執行信託事務。同樣的基金經理人主要職責係利用其專業知識管理基金資產為投資人帶來最大收益。在基金經理人行使其對於投資之裁量權時，對委託人而言存有兩種風險，其一為基金經理人濫用其權力，進而損害受託人利益之風險；另一為基金經理人怠於勤勉執行受託行為，而受任人義務實乃對於基金經理人道德義務法律化。

於不同發展階段，因社會經濟背景不同投資者之目標亦有所差異，投資理念亦有重大差異，因此基金經理人注意義務之內涵亦有所轉變。英美信託法之受任人所衍生出「謹慎投資者原則」(prudent investor rule)，要求受託人管理信託事務必須採取合理謹慎的方法。若受託人的行為符合謹慎投資者原則的受託人對受益人不承擔責任，否則就應當承擔責任。然而在受託人具有較高專業能力或智識時，如銀行或其他金融機構，則以該行業的專門水準，判斷注意義務之標準<sup>81</sup>。

<sup>80</sup> FINRA, *supra note*, 10 at 2.

<sup>81</sup> John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts* (105 Yale L.J. 1995), at 656. Also available at: <https://digitalcommons.law.yale.edu/ylj/vol105/iss3/4>

## 第一款 法定投資表

「謹慎投資原則」的形成，乃是經過長時間的蛻變而成，美國先後經歷了法定投資表、哈佛學院原則、謹慎投資原則。於19世紀中葉之前，美國基本上繼受英國信託法運用「法定投資表」(legal list statutes)規範，由於傳統受託人之職責主要為持有及移轉土地而無需進行交易，僅有依信託書所明確授權之有限權限。受託人應嚴格地依照信託契約所授權進行投資，如信託授權不明，則受託人可請求衡平法院進行解釋。根據「法定投資表」，受託人若未能依投資表內列舉的標的進行投資、操作基金，則違反信託義務，應對受託人的損失負損害賠償責任。反之，若受託人投資於法定允許的項目，則推定其已盡注意義務。美國借鏡英國之規定，以成文法之方式臚列受託人可投資之種類，然而此規範方式缺乏彈性使受託人減少其裁量權之同時以減輕其注意義務，無法為信託人帶來最大利益則為最大缺點。

## 第二款 Amory 案後之轉變-謹慎人原則

此標準直到Harvard College v. Amory一案中，遭到修正。本案中Samuel Putnam法官提出的判斷標準為：All that can be required of a trustee is, that he shall conduct himself faithfully and exercise a sound discretion. He is to observe how men of prudence, discretion and intelligence manage their own affairs, not in regard to speculation, but in regard to the permanent disposition of their funds, considering the probable income as well as the probable safety of the capital to be invested... Do what you will, the capital is at hazard. 學者翻譯「規範投資行為時僅能要求受託人確實作到誠信與謹慎的判斷，受託人應觀察那些審慎(prudence)、謹慎(discretion)與明智(intelligence)者如何管理自己的事務，管理基金非以投機(speculation)的方



式為之，而是為資金作長期的配置，並將可能的收益與資金安全性進行通盤的考量。<sup>82</sup>」



### 第三款 謹慎投資原則

儘管Amory一案中避免「法定投資表」所產生的僵化問題，然而並未廣泛影響各州。直到1942年時，Amory案所揭「謹慎人原則」終於得以條文化，而成為「謹慎人模範法」(Model Prudent Man Rule Statute)，各州的信託法也改採「謹慎人原則」。1959年公布的信託法第二整編(The Restatement (Second) of Trusts)，採用類似的忠實義務準則，不再採取「法定投資表」。然於此同時，「謹慎人原則」對於投資仍採取相對保守之態度，規定受託人不得為高風險或投機性的投資，否則將違反忠實義務。依謹慎人原則基金管理人須對每一筆投資的合理性負責，基金經理人除須耗費大量時間研究值得投資之股票，並且對已構成投資組合之證券進行調查，以判斷市場價值是否高於其價值而出售，此成本往往高過於投資組合所帶來之收益。在此原則下，基金經理人必須對於其所購買之證券密切追蹤，因此受限於時間、精力下，造成投資組合中之多樣性不足，使本得以透過低成本分散投資風險之目的無法達成，造成投資者受到更高的風險。

直到1992年之信託法第三整編(The Restatement (Third) of Trusts)受到諾貝爾經濟獎得主Markowitz所提出之「現代投資組合理論」(Modern Portfolio Theory)影響，對於受任人是否符合注意義務，應將投資組合視為一個整體不可分概念，且須注意成本來檢視。其認為證券市場上不同有價證券其風險、收益各不相同由不同種類之有價證券構成之投資組合其風險趨近於相互抵銷，將產生近乎於無的投資組合，適當之投機性的投資，將有助投資組合多樣化。

---

<sup>82</sup> 郭冠甫(2013)〈由法律層面探討美國社會安全信託基金之改革〉，《國立中正大學法學集刊》，41期，頁168。

判斷基金經理人在管理運作基金資產時是否善盡其注意義務，須就該筆投資在整個投資組合中合併觀察，而非就該筆投資之風險獨立判斷，即便單個投資風險較高，如將投資組合風險分散，基金經理人已盡其義務。受到現代投資理論所持分散化投資可避免過於集中投資單一資產之風險之影響，美國1940年投資公司法將共同基金區分為兩類<sup>83</sup>：分散型管理公司(diversified management company)和非分散型管理公司(non-diversified management company)，分散型管理公司總資產需為現金及現金項目（包含應收帳款）、政府債券其他投資公司之證券，每種證券的投資不得超過投資公司資產之5%，也不得超過該被投資已發行有表決權股份總數之10%。

## 第五款 我國類似規定

### 第一目 證券投資信託基金部分

而我國亦有對投資信託事業對於證券投資信託基金避免過於集中作出相關規定，如投信投顧法所授權制定之「證券投資信託基金管理辦法」第10條第1項第8、9、10、12、13、17、18款規定<sup>84</sup>：證券投資信託事業募集基金，應依本辦

<sup>83</sup> 15 U.S.C.§§ 80a-5

<sup>84</sup> 證券投資信託事業募集基金，應依本辦法及證券投資信託契約之規定，運用基金資產，除本辦法或本會另有規定外，並應遵守下列規定：

- 一、不得投資於未上市、未上櫃股票或私募之有價證券。
- 二、不得為放款或提供擔保。但符合第十條之一規定者，不在此限。
- 三、不得從事證券信用交易。
- 四、不得與本證券投資信託事業經理之其他各基金、共同信託基金、全權委託帳戶或自有資金買賣有價證券帳戶間為證券或證券相關商品交易行為。但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限。
- 五、不得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。
- 六、不得運用基金買入本基金之受益憑證。但經受益人請求買回或因基金全部或一部不再存續而收回受益憑證者，不在此限。
- 七、除投資正向浮動利率債券外，不得投資於結構式利率商品。但以投資於結構式利率商品為主要投資標的，並以此為名者，不在此限。
- 八、每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票及公司債或金融債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之十。
- 九、每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十；所經理之全部基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十。

法及證券投資信託契約之規定，運用基金資產，除本會另有規定外，並應遵守：

每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票及公司債或金融債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之十；每一基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十；所經理之全部基金投資於任一上市或上櫃公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十；每一基金投資於任一上市或上櫃公司承銷股票之總數，不得超過該次承銷總數之百分之一；所經理之全部基金投資同一次承銷股票之總數，不得超過該次承銷總數之百分之三；除第三十七條第四項規定之指數股票型基金以外，每一基金投資於任一基金之受益權單位總數，不得超過被投資基金已發行受益權單位總數之百分之十；所經理之全部基金投資於任一基金之受益權單位總數，不得超過被投資基金已發行受益權單位總數之百分之二十；每一基金投資於任一公司發行、

---

十、每一基金投資於任一上市或上櫃公司承銷股票之總數，不得超過該次承銷總數之百分之一；所經理之全部基金投資同一次承銷股票之總數，不得超過該次承銷總數之百分之三。

十一、每一基金投資於基金受益憑證之總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之二十。但組合型基金或符合第三十七條第四項規定之指數股票型基金，不在此限。

十二、除第三十七條第四項規定之指數股票型基金以外，每一基金投資於任一基金之受益權單位總數，不得超過被投資基金已發行受益權單位總數之百分之十；所經理之全部基金投資於任一基金之受益權單位總數，不得超過被投資基金已發行受益權單位總數之百分之二十。

十三、每一基金投資於任一公司所發行無擔保公司債之總額，不得超過該公司所發行無擔保公司債總額之百分之十。

十四、不得將基金持有之有價證券借予他人。但符合第十四條及第十四條之一規定者，不在此限。

十五、不得轉讓或出售基金所購入股票發行公司股東會之委託書。


十六、每一基金委託單一證券商買賣股票金額，不得超過本基金當年度買賣股票總金額之百分之三十。但基金成立未滿一個完整會計年度者，不在此限。

十七、每一基金投資於任一公司發行、保證或背書之短期票券及有價證券總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之十。但投資於基金受益憑證者，不在此限。

十八、每一基金投資於任一經本會核准於我國境內募集發行之國際金融組織所發行之國際金融組織債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之十，亦不得超過該國際金融組織於我國境內所發行國際金融組織債券總額之百分之十。

十九、不得從事不當交易行為而影響基金淨資產價值。

二十、不得為經本會規定之其他禁止事項。前項第四款所稱各基金，第九款、第十款及第十二款所稱所經理之全部基金，包括證券投資信託事業募集或私募之證券投資信託基金及期貨信託基金。證券投資信託事業運用基金投資承銷股票額應與同種類上市上櫃公司股票之股份，合併計算總數額或總金額，以合併計算得投資之比率上限；投資存託憑證應與所持有該存託憑證發行公司發行之股票，合併計算總金額或總數額，以合併計算得投資之比率上限。第一項第八款及第十三款所稱公司債應包括該公司所發行之普通公司債、轉換公司債、交換公司債及附認股權公司債等債券。



保證或背書之短期票券及有價證券總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之十。但投資於基金受益憑證者，不在此限；每一基金投資於任一經本會核准於我國境內募集發行之國際金融組織所發行之國際金融組織債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之十，亦不得超過該國際金融組織於我國境內所發行國際金融組織債券總額之百分之十。

若將證券投資基金運用於金融資產證券化條例發行之受益證券或資產基礎證券時，依「信託基金管理辦法」第15條第1項第2、3款規定：證券投資信託事業募集基金投資於依金融資產證券化條例發行之受益證券或資產基礎證券時，應遵守下列：每一基金投資於任一受託機構或特殊目的公司發行之受益證券或資產基礎證券之總額，不得超過該受託機構或特殊目的公司該次(如有分券指分券後)發行之受益證券或資產基礎證券總額之百分之十；亦不得超過本基金淨資產價值之百分之十；每一基金投資於任一創始機構發行之股票、公司債、金融債券及將金融資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司發行之受益證券或資產基礎證券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之十。

若將證券投資基金運用於不動產證券化條例募集之不動產投資信託基金受益證券或不動產資產信託受益證券時，依「信託基金管理辦法」第16第1項第2、3、4、5款規定：證券投資信託事業募集基金投資於依不動產證券化條例募集之不動產投資信託基金受益證券或不動產資產信託受益證券時，應遵守：每一基金投資於任一受託機構發行之不動產投資信託基金之受益權單位總數，不得超過該不動產投資信託基金已發行受益權單位總數之百分之十；每一基金投資於任一受託機構發行之不動產資產信託受益證券之總額，不得超過該受託機構該次(如有分券指分券後)發行之不動產資產信託受益證券總額之百分之十；每一基金投資

於任一受託機構發行之不動產投資信託基金受益證券及不動產資產信託受益證券之總金額，不得超過該基金淨資產價值之百分之十；每一基金投資於任一委託人將不動產資產信託與受託機構發行之不動產資產信託受益證券、將金融資產信託與受託機構或讓與特殊目的公司發行之受益證券或資產基礎證券，及其所發行之股票、公司債、金融債券之總金額，不得超過本基金淨資產價值之百分之十。

## 第二目 全權委託部分

而在全權委託部分，對於投資決定部分準用基金規定。依投信投顧法第58條：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業運用全權委託投資資產之投資決定，準用第十七條規定。證券投資信託事業或證券投資顧問事業運用委託投資資產應分散投資；其投資標的分散比率，由主管機關定之」。再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17條：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業運用委託投資資產應分散投資；其投資標的之分散比率，除本會另有規定外，應遵守下列規定：一、為每一全權委託投資帳戶投資任一公司股票、公司債或金融債券及認購權證之總金額，不得超過該全權委託投資帳戶淨資產價值之百分之二十；且投資任一公司所發行公司債或金融債券之總金額，不得超過該全權委託投資帳戶淨資產價值之百分之十。二、為全體全權委託投資帳戶投資任一公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之百分之十。三、為每一全權委託投資帳戶投資於任一受託機構募集及私募受益證券、不動產投資信託受益證券及不動產資產信託受益證券；任一特殊目的公司募集及私募資產基礎證券之總金額，分別不得超過該全權委託投資帳戶淨資產價值之百分之二十。證券投資信託事業或證券投資顧問事業運用委託投資資產投資存託憑證，應與所持有該存託憑證發行公司發行之股票，合併計算總金額或總數額，以合併計算得投資之比率上限；其存託憑證之數額，以該存託憑證表彰股票之股份數額計算之。

證券投資信託事業或證券投資顧問事業運用委託投資資產投資認購權證，其表彰股票之股份數額，應與所持有該標的證券發行公司發行之股票，合併計算總數額，以合併計算得投資之比率上限。第一項第一款及第三款規定，除第十四條第一項第六款第一目及第七款所定之投資標的外，於證券投資信託事業或證券投資顧問事業與客戶以全權委託投資契約另有約定者，不在此限。

### 第三目 小結

美國法上受託人注意義務之內涵以現代投資理論融合謹慎投資人原則，評估該投資是否達到具備專門知識、經驗、審慎、注意程度之「謹慎投資人」作為標準；我國法則以善良管理人之注意義務並輔以對投信、投顧相關從業人員資格標準及其業務操作規範之限制作為規範。然而以對投信、投顧相關從業人員資格標準及其業務操作規範之限制監督是否善盡善良管理人義務並非恰當，或許可參考「謹慎投資人原則」之精神，適當反映於投信投顧相關法規中以充實其內涵。

## 第三節 自動化投資顧問服務所面臨之困境

自動化投資顧問服務在提供有關金融推介期間，機器人理財公司與客戶或客戶之間可能產生利益衝突，而可能會無法通過受任人義務標準<sup>85</sup>。詳言之，當相關公司提供利益或佣金給予自動化投資顧問服務公司將產生利益衝突<sup>86</sup>。於美國法上自動化投資顧問服務屬於投資顧問，依「1940年投資公司法」和SEC規定應註冊為投資公司，否則將有相關罰則<sup>87</sup>。FINRA在2016年3月發佈Report on Digital Investment Advice特別強調投資人保護及自動化投資顧問服務受任人義

<sup>85</sup> 該詞有許多不同解釋，亦有稱為「受任人義務」或「忠實義務」。

<sup>86</sup> Charlotta Olivendahl & Marie Thorsbrink, Memorandum: Automated investment advice (Dec. 30, 2012), Ref. 16-19268, at 6.

<sup>87</sup> Melanie L. Fein, Robo-Advisors: A Closer Look, at 8 (2015) (unpublished manuscript). Also available at <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract-id=2658701>.

務之問題<sup>88</sup>；同時 SEC 委員 Kara M. Stein 亦對於自動化投資顧問服務能達成受任人義務持有懷疑，認為 SEC 最大困難之處在於如何規範自動化投資顧問服務，難點在於先前法律制訂時並未有此議題興起，傳統上受任人義務均是規範自然人投顧，不論他們是以任何形式坐在你桌前，亦或是在電話的另一端與客戶商議，其義務為投顧必須避免在客戶的信賴下產生利益衝突而獲取利益<sup>89</sup>。而遠在大西洋的彼岸的歐盟 ESAs 對於此議題，亦有相同問題<sup>90</sup>。

## 第一項 自動化投資顧問服務無法達成注意義務之爭議

### 第一款 自動化投資顧問服務無法達成注意義務

如前所述，美國法上對於投資顧問受任人義務有其判準，有認為自動化投資顧問服務因無法提供財務分析且亦非提供個人化之投資建議，無法符合注意義務標準<sup>91</sup>；或認為以問券取得客戶資訊有其侷限性，推導出使用電子問券所得之客戶資訊無法滿足注意義務<sup>92</sup>；麻州證券部門指出，客戶帳戶之外之資產將直接影響到客戶的整體財務狀況，因此投資顧問應有能力給予個別化之建議和做出適當的投資決定，並以上述理由，拒絕自動化投資顧問服務在該州註冊<sup>93</sup>；SEC 與 FINRA 共同聲明中認為自動化投資顧問服務之問券可能為過度「概括」、「萌稜兩可」、「誤導性」、「為符合客戶之選擇而預先設計」因此自動化投資顧問服務的建議可能無法解釋諸如投資者的經驗、時間範圍、現金之需求和財務目標

<sup>88</sup> FINRA, *supra note*, 10, at 2.

<sup>89</sup> Kara M. Stein, Surfing the Wave: Technology, Innovation, and Competition – Remarks at Harvard Law School’s Fidelity Guest Lecture Series, Speech, <http://www.sec.gov/news/speech/stein-2015-remarks-harvard-law-school.html> (lasted visited: Apr. 14, 2017).

<sup>90</sup> ESAs, *supra note*, 12, at 23.

<sup>91</sup> Melanie L. Fein, *supra note*, 20 at 10.

<sup>92</sup> Massachusetts Securities Division, Policy Statement: Robo-Advisers and State Investment Adviser Registration, at 5 (2016). Also available at <http://www.sec.state.ma.us/sct/sctpdf/Policy-Statement--Robo-Advisers-and-State-Investment-Adviser-Registration.pdf>.

<sup>93</sup> Massachusetts Securities Division, *supra note*, 92 at 5.

等因素，並且自動化投資顧問服務無法審視客戶所填寫之資料是否屬實<sup>94</sup>。再者如遇市場失靈時，欠缺人類理解能力之自動化投資顧問服務可能無法善盡注意義務<sup>95</sup>。2016年6月23日英國舉行脫歐公投(Brexit)，當脫歐結果出來後兩個半小時，Betterment停止其平台上所有交易，作為在恐慌蔓延整個市場時保護客戶之手段，但因Betterment未能有效傳達交易暫停之資訊予其客戶，許多客戶並不知悉其所為之交易並不會執行，直到Betterment認為市場趨於理性時後數小時方知悉<sup>96</sup>。Betterment於該事件受到極大的抨擊，並於適合事後向自然人提供諮詢，此例說明自動化系統在危機時期仍有其局限性。

## 第二款 自動化投資顧問服務符合注意義務

有認為不論在投資顧問法、抑或投資公司法中受任人義務之概念皆為抽象、可調整，而非如同法規般硬性規定，其界限取決於受託人和委託人之間關係，此種彈性意義在於填補受任人與委託人間不交流之部分，如就此觀之，受託人於普通法下義務程度取決於一種動態關係，此意味著不同類型的受託人有不同程度的義務<sup>97</sup>，只要當事人條款明確，SEC便會允許顧問調整其職能。例如，允許顧問僅以客戶某一時點之財務狀況，規劃客戶之財務計劃（並且在不斷更新資訊過程中不負擔責任）；亦可僅以客戶一部份投資組合提供意見（不承擔對客戶剩餘資產進行管理的責任）<sup>98</sup>。再者，當客戶選擇自動化投資顧問服務時，亦可事先理解其獨特之商業模式，從而自動化投資顧問服務應該符合注意義務<sup>99</sup>。

<sup>94</sup> SEC & FINRA Investor Alert, *supra note*, 23.

<sup>95</sup> Melanie L. Fein, *supra note*, 87, at 5.

<sup>96</sup> Anne Tergesen & Michael Wursthorn, Robo Adviser Betterment Stokes Concern over Brexit Trading Halt, Wall St. J. (July 2, 2016), <http://www.wsj.com/articles/robo-adviser-betterment-stokes-concern-over-brexit-trading-halt-1467403366> (lasted visited: Apr. 14, 2017).

<sup>97</sup> Tamar Frankel, Fiduciary Law (71 Calif. L. Rev. 795. 1983) at 43.

<sup>98</sup> See, e.g., Strategic Advisory Servs., L.L.C., Brochure: Form ADV Part 2A, at 4 (2017). Also available at

[http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID](http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID)



再者，即便自動化投資顧問服務無法符合上述之注意義務，依信託法律學者 Tamar Frankel 認為，根據普通法在五個條件存在的情況下，受託義務之範圍可被修改：(1)委託人依其獨立的意願，適當地簽署契約；(2)當利益衝突時，委託人擁有充分資訊；(3)受託人向委託人提供修改通知書；(4)修改的內容對委託人公平；(5)委託人明確同意修改<sup>100</sup>。

如將此標準運用於自動化投資顧問服務 (1)自動化投資顧問服務之客戶基於其意願選擇服務，而自動化投資顧問服務則需要透過 Form ADVs 來揭示所有衝突的完整資訊。(2)有充分的提示：當客戶使用自動化投資顧問服務時，已知悉所得到的建議僅基於所輸入之問卷資訊，並且在無人判斷所為之建議。(3)注意義務之調整需公允：客戶接受自動化投資顧問服務之局限性，以換取低額服務費(4)客戶明確同意：因為客戶知道自動化投資顧問服務之能力及局限性。因此如依照此標準，即便存在嚴格的注意義務，自動化投資顧問服務亦得修改此一標準。

### 第三款 自動化投資顧問服務之受任人義務

在美國法上有關自動化投資顧問服務之討論，多聚焦在注意義務，當自動化投資顧問服務因錯誤程式代碼導致客戶受損害時，則違反其注意義務。另一方面，對於自動化投資顧問服務是否能符合忠誠義務，亦有所討論。若自動化投資顧問服務公司收受第三人之利益或僅為自身公司利益之最大化，從而於提供運算投資建議時將產生偏頗<sup>101</sup>；或即便無意偏頗推介，但設計自動化投資顧問服務運算

---

[=417853](#) ; Wells Fargo Advisors, Firm Brochure for: In-Branch Financial Planning Services: Form ADV Part 2A, at 10 (2017). Also available at [http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=431928](http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=431928).

<sup>99</sup> Megan Ji, Are Robots Good Fiduciaries? Regulating Robo-Advisors Under the Investment Advisers Act of 1940 (Columbia Law Review, Vol. 117, No. 6.), at 1555. Also available at <https://ssrn.com/abstract=3036722>.

<sup>100</sup> Frankel, *supra note*, 97, at 195.

<sup>101</sup> FINRA, *supra note*, 10, at 13.

程式者可能受企業之激勵影響，導致潛意識中將創造與客戶利益衝突之運算程式<sup>102</sup>。Form ADV 揭露上述情形，自動化投資顧問服務通常揭露兩種利益衝突(1)運用自身附屬之證券商(2)推介客戶運用附屬之服務及產品收取費用。

### 第一目 因錯誤程式代碼而違反注意義務

美國法上有一案涉及一家專門從事投資策略機構之投資機構，其專精於量化投資策略(quantitative investment strategies)。因其向投資人隱藏其計算機代碼(computer code)中的重大錯誤(material error)，而違反聯邦證券法(federal securities laws)<sup>103</sup>。

AXA Rosenberg Group L.L.C(ARG)分別為是兩家美國證券交易委員會註冊投資顧問 Barr Rosenberg Research Center L.L.C(BRRC)及 AXA Rosenberg Investment Management L.L.C(ARIM) 之控股公司。BRRC 制定量化投資策略模型之代碼(code)，ARIM 為使用該模型管理客戶投資組合之公司。2009 年 6 月下旬，BRRC 之員工於 2007 年所導入模組計算代碼中發現一錯誤，並有效地消除管理風險模型中一關鍵錯誤，並在 ARG 和 BRRC 高階經理會議中提出其發現。ARG 和 BRRC 經營高層下令對錯誤保持沉默，不要告知其他人。而此錯誤模組最終被選定為 2009 年 9 月、10 月下旬、11 月初之投資組合。直到 2009 年 11 月，BRRC 員工通知 ARG 之總經理，ARG 委請律師事務所為內部調查，2010 年 4 月 15 日方通知其客戶此一錯誤。

ARG、BRRC 和 ARIM 向投資者提供不精準之模型表現資訊，此錯誤對 ARG 所管理 1421 之客戶投資組合中 608 個產生不利影響，並造成 216,806,864 美元損

<sup>102</sup> Morgan Lewis, The Evolution of Advice: Digital Investment Advisers as Fiduciaries, at 16 (2016). Also available at <http://www.morganlewis.com/~media/files/publication/report/im-the-evolution-of-advice-digital-investment-advisers-as-fiduciaries-october-2016>.

<sup>103</sup> SEC Charges AXA Rosenberg Entities for Concealing Error in Quantitative Investment Model, SEC, (Feb 3, 2011), available at: <https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-37.htm> (lasted visited: Apr. 14,2017).

失<sup>104</sup>。本案中 ARG 違反證交法第 17(a)(2)和 17(a)(3)條；ARIM 蓄意違反了投資顧問法第 206(2)條；BRRC 違反投資顧問法第 206(2)和 206(4)和規則 206(4)-7 條。此案對於自動化投資顧問服務極為重要，自動化投資顧問服務可能因錯誤之投資模型而產生重大虧損<sup>105</sup>。

## 第二目 運用自身附屬之證券商而違反忠誠義務

部分公司同時控制自動化投資顧問服務公司與經紀商，並由經紀商執行自動化投資顧問服務所推介之投資組合<sup>106</sup>，於 2006 年美國大約有 20% 之自動化投資顧問服務經 SEC 允許此種經營模式<sup>107</sup>。若以 Betterment 之 brochure 上記載：客戶應與我們的 Betterment Securities 經紀商建立經紀關係，並授權 Betterment 透過 Betterment Securities 運用客戶帳戶進行交易。

根據包裹式收費計劃客戶應知悉委託 Betterment Securities 作為其帳戶唯一經紀商可能會導致客戶之不利益，可能未使用不同的經紀商所致<sup>108</sup>，因此交易可能都是透過與自動化投資顧問服務公司相關機構進行，而未考量客戶之最佳利益。

---

<sup>104</sup> In the Matter of AXA Rosenberg Group, L.L.C, File No. 3-14224 (Feb. 3, 2011). Also available at <https://www.sec.gov/litigation/admin/2011/33-9181.pdf>.

<sup>105</sup> Bret E. Strzelczyk, Rise of the Machines: The Legal Implications for Investor Protection with the Rise of Robo-Advisors, 16 DePaul Bus. & Comm. L.J. 54, 79, (2017).

<sup>106</sup> E.g., WiseBanyan, Inc., Brochure: Form ADV Part 2A, at 7 (2015). Also available at [http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=345707](http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=345707).

<sup>107</sup> Angela A. Hung et al., Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers, 42 tbl.4.3, (2008). Also available at [http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-1\\_randiabdreport.pdf](http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-1_randiabdreport.pdf).

<sup>108</sup> Betterment, Betterment Wrap Fee Brochure: Form ADV Part 2A–Appendix 1, at 14 (2017). Also available at [http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=457288](http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=457288).

### 第三目 推介客戶運用附屬的服務及產品收取費用而違反忠誠義務

由傳統基金經理所管理之自動化投資顧問服務亦可能產生利益衝突情形，當自動化投資顧問服務推薦其本身所經營之產品或服務時，其通常向客戶收取極低諮詢費甚至不收取費用，然而此投資建議並非當然符合客戶最佳建議。

試舉一例說明，Schwab 推出其自有自動化投資顧問服務 Schwab Intelligent Portfolios (SIP)，主打免顧問費、帳戶服務費、手續費<sup>109</sup>。但 SIP 運用兩種方式產生其利潤，其一將客戶之投資組合購買其所推出之 ETF 上，並收取管理費。第二，SIP 將客戶之投資組合所管理之現金，分配其銀行，賺取淨利差(Net Interest Margin, NIM)。在 Schwab 之 brochure 揭露每一客戶之投資組合，有 7-30% 將分配投資現金投資於 Schwab 之銀行賺取淨利差<sup>110</sup>，顯然第二種方式利潤比第一種方式更為有利可圖。

此做法對將客戶產生嚴重影響，因客戶原得以將現金運用在投資效率更高之處。事實上，如依 Raymond James & Associates 估計，SIP 之客戶可能會被收取相當於 75 個基點費用(75 basis points)<sup>111</sup>。在揭露後 Schwab 受到嚴重抨擊，然而 SIP 仍不改變其收費方式，依然運用其客戶投資組合中之現金分配於其附屬銀行及 ETF<sup>112</sup>，但調降收費為 30 個基點，如超過該額度將返還客戶。另一方面 Merrill 所推出之 Merrill Edge Guided Investing，收費方式與 Schwab 相同，收取費用較

<sup>109</sup> Schwab Wealth Inv. Advisory, Inc., Schwab Intelligent Portfolios, <http://intelligent.schwab.com> (last visited Oct 23, 2017).

<sup>110</sup> Schwab Wealth Inv. Advisory, Inc., Schwab Intelligent Portfolios Disclosure Brochure: Form ADV Part 2A, at 2 (2015). Also available at [http://adviserinfo.sec.gov/iapd/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=277224](http://adviserinfo.sec.gov/iapd/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=277224).

<sup>111</sup> Raymond James & Assocs., The Charles Schwab Corporation (Feb. 18, 2015). Also available at <https://blog.wealthfront.com/wp-content/uploads/2015/06/Raymond-James-Schwab-Intelligent-Portfolios.pdf>.

<sup>112</sup> Schwab Wealth Inv. Advisory, Inc., Schwab Intelligent Portfolios Disclosure Brochure: Form ADV Part 2A, at 3 (2017). Also available at <http://intelligent.schwab.com/public/file/SIP-SCHWAB-WEALTH-ADVISORY-DISCLOSURE-BROCHURE>.

高為 45 個基點費用<sup>113</sup>；Vanguard 所推出之 Personal Adviser Services 並未如 SIP 運用附屬機構進行收費，而直接收 30 個基點費用<sup>114</sup>，但當其自動化投資顧問服務推介其所屬之 ETF 時，仍然會收取額外費用，仍有利益衝突<sup>115</sup>。因此，由傳統金融機構經營之自動化投資顧問服務業者可能推介客戶運用附屬服務及產品收取費用，產生利益衝突的問題。

## 第二項 FINRA 之見解

雖然 SEC 從未具體界定投資顧問法中投資顧問的受任人義務之輪廓，但依據 1940 年投資顧問法投資顧問被認為是受託人，要求投資顧問提供最佳投資建議予客戶。但在要求投資顧問提供投資建議時，進行一定程度的投資組合分析，以客戶的最大利益。如未提供投資組合分析，則不認為投資建議符合客戶，由此可知，在投資關係中投資組合分析扮演重大角色。2016 年 3 月發佈之 Report on Digital Investment Advice 中 FINRA 在特別著重於以下：

### 第一款 演算法<sup>116</sup>

事實上演算法乃自動化投資顧問服務之核心，因此 FINRA 要求自動化投資顧問服務業者應於內部設立監管機制，對演算法進行期初審核(initial reviews)及持續審核(ongoing reviews)。

#### 第一目 期初審核

1. 評估系統之演算法所使用能否達成預期成效
2. 客戶得理解所輸入資訊將運用於運算。

<sup>113</sup> Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., Merrill Edge Guided Investing Wrap Fee Program Brochure: Form ADV Part 2A, at 14–15 (2016). Also available at [http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=401896](http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=401896).

<sup>114</sup> Vanguard Advisers, Inc., Vanguard Personal Adviser Services Brochure: Form ADV Part 2A, at 4 (2017). Also available at <http://personal.vanguard.com/pdf/vpabroc.pdf>.

<sup>115</sup> *Id.* at 11.

<sup>116</sup> *Id.* at 3.

3. 對結果進行測試，以確定是否符合業者之預期。

## 第二目 持續審核

1. 當市場或其他情形有所變化時，該系統仍可產出適當結果。
2. 定期測試系統產出之結果以確保結果符合預期。
3. 指派人員對自動化投資顧問服務負責。



## 第二款 投資組合建立、利益衝突及監管<sup>117</sup>

FINRA 認為自動化投資顧問服務所提出的投資組合建立監理和監督機制，該機制應包含：

1. 決定投資組合參數，例如，報酬、多樣化程度、信用風險、流動性風險；
2. 建立篩選證券納入投資組合之標準，例如，手續費、指數追蹤誤差(index tracking error)、流動性風險、信用風險；
3. 選擇適合納入投資組合之有價證券；
4. 監控預先設定之投資組合模組其風險及性能是否適合投資人；
5. 辨認及減少因納入特定有價證券投資組合所致之利益衝突。

## 第三款 投資者分析<sup>118</sup>

1. 對於客戶分析之關鍵資訊進行識別；
2. 評估客戶風險承受能力、風險偏好；
3. 對客戶問卷中相反或矛盾的回答予解決；
4. 評估投資對個別客戶是否合適（非儲蓄或清償債務）；
5. 定期聯繫客戶以確認其資訊是否改變；
6. 對於客戶之資訊建立適當管理及監督機制。

---

<sup>117</sup> *Id.* at 6.

<sup>118</sup> *Id.* at 8.



#### 第四款 再平衡<sup>119</sup>

1. 明確使客戶認知將進行再平衡；
2. 對於再平衡可能產生之成本與稅捐應告知客戶；
3. 向客戶揭露再平衡運作方式；
4. 建立當市場重大變動之政策及程序；
5. 建立再平衡對於稅捐影響最小之方法。

#### 第五款 專業人士訓練<sup>120</sup>

1. 理解個別自動化投資顧問服務之關鍵假設及限制；
2. 何時使用自動化投資顧問服務對客戶是不適宜的。

FINRA 於報告提出一些疑問，自動化投資顧問服務究竟是否在缺少組合分析的情況下能符合「謹慎投資原則」？是否自動化投資顧問服務在註冊成為投資顧問公司時，即符合受託義務、及「1940年投資顧問法」之要求<sup>121</sup>？更大的問題是，當自動化投資顧問服務註冊為投資顧問時，在提供投資建議唯獨缺少投資組合分析時，是否符合「1940年投資顧問法」對於受任人義務之要求？FINRA 並沒有解決這問題，SEC 也從未對此發表過任何意見，然而麻州之證券部門 (Massachusetts Securities Division) 對此則在 2016 年 4 月 1 日發布的政策聲明中認為因為自動化投資顧問服務在目前架構下提供財務建議時，無法提供投資組合分析，無法達成受任人義務之要求，無法達到客戶最佳利益之要求，因此並無法在該州註冊為投資顧問，其他州亦可能跟進採取此對自動化投資顧問服務不利之見

---

<sup>119</sup> *Id.* at 11.

<sup>120</sup> *Id.* at 12.

<sup>121</sup> FINRA, *supra note*, 19, at 4.

解<sup>122</sup>。無論未來情勢如何發展，SEC 的指引對於對於自動化投資顧問服務將變得  
更為重要，甚至關係著產業的發展。



### 第三項 最新 SEC 之見解

事實上自動化投資顧問服務和所有註冊投資顧問相同，皆受到投資顧問法及該法所要求之受任人義務所規範，然而自動化投資顧問服務依靠運算法，藉由網路提供，並且再提供人力服務情況下有限地直接協助客戶，其特殊商業模式在投資顧問法下可能必需有所調整。為了解決此困難，SEC 於 2017 年 2 月，發布 Guidance Update 文件<sup>123</sup>，目的為解決自動化投資顧問服務無法提供投資組合分析，致無法達成受任人義務之要求，不符客戶最佳利益，以下將介紹該指南所提出之建議作為參考。

#### 第一款、實質揭露和表達

客戶從投資顧問收到之資訊對其投資決定至關重要，基於受任人義務投資顧問有義務對於重要事實充分、完全揭露於客戶，並且盡適當注意避免誤導客戶，自動化投資顧問服務亦然。對於所提供的資訊必須具有足夠的特定性，以便客戶能夠了解投資顧問的商業模式及利益衝突，並且如以書面方式應使客戶得以理解。且，自動化投資顧問服務與客戶之間關係可能僅發生有限度之互動，自動化投資顧問服務應注意客戶就是否使用、繼續進行投資諮詢關係作出明智決定的能力，特別是僅依靠經由電子郵件、網站、行動裝置、其他電子媒體所為的電子揭露。此外，必須考慮到自動化投資顧問服務商業模式的特殊性，詳言之，自動化投資

<sup>122</sup> Massachusetts Securities Division, *supra note*, 92 at 5.

<sup>123</sup> Investor Bulletin: Robo-Advisers, SEC (Feb. 23, 2017), [http://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_robo-advisers.html](http://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_robo-advisers.html) (lasted visited: Apr. 14, 2017); Caelainn Carney, Robo-Advisers and the Suitability Requirement: How They Fit in the Regulatory Framework, 2 Colum. Bus. L. Rev. 586, 602-603 (2018).



顧問服務依賴演算法和網際網路作為提供諮詢服務的手段，自動化投資顧問服務應考慮運用最有效之方式向客戶表達其本身之局限性，風險和其本身運作模式。

### 第一目 告知商業模式

事實上客戶與自動化投資顧問服務具對於投資建議可能會存在巨大差異，因此SEC特別指出自動化投資顧問服務業者如同一般註冊之投顧業者，除必須揭露必要資訊及其他資訊（特別是關於其商業模式、相關風險），必須提供之資訊包括<sup>124</sup>：

1. 說明將運用演算法管理客戶帳戶。
2. 用於管理客戶端帳戶算法函數的說明（例如運用演算法產生推薦的投資組合、所進行投資、再平衡）。
3. 對於運用於管理客戶帳戶之演算法假設、限制為說明（例如，演算法基於現代投資組合理論，對背後的假設、該理論的局限性做說明）。
4. 對於運用演算法固有的特別風險為說明（例如，該算法可能會再平衡客戶帳戶而不考慮市場狀況，或較客戶所預期更頻繁；算法可能無法解決市場情況長期變化）。
5. 說明在某些情況下將導致自動化投資顧問服務推翻(override)原運用於客戶之演算法(例如自動化投資顧問服務可能會在緊張的市場情況(stressed market conditions)下停止交易或採取其他暫時防禦措施)。
6. 對於涉及第三方參與客戶演算法之管理、開發、所有權層面皆需說明，包括對此安排可能潛在利益衝突之解釋（例如，如第三方以折扣方式向

<sup>124</sup> *Id.* at 3.

自動化投資顧問服務提供演算法，但該算法將客戶端引導至第三方進而從中收取費用之產品)。



7. 對於自動化投資顧問服務向客戶所收取任何費、客戶可能直接或間接承擔之費用予以說明。(例如，客戶可能會因提供的諮詢服務而支付的費用、保管人或共同基金費用；經紀人費用和其他交易上費用)。
8. 對人員參與監督和管理個人客戶帳戶之程度予以說明(例如，投資顧問將監督演算法，但可能不監控每個客戶個別帳戶)。
9. 對於自動化投資顧問服務如何使用從客戶收集之資訊產生推薦之投資組合及說明(例如，如使用問卷，則問卷可能是自動化投資顧問服務理財的唯一依據)。
10. 應說明如何、何時客戶應更新所提供給自動化投資顧問服務資訊。

## 第二目 建議的範疇

就如所有註冊投資顧問一般，應考慮自動化投資顧問服務對其所提供理財建議敘述之清晰性，並採取合理注意，避免錯誤的暗示(false implication)或嚴重誤導客戶服務的範圍。SEC在文件中並指出幾個例子，提醒自動化投資顧問服務應注意避免誤導客戶，以下為特別要求自動化投資顧問服務避免為之行為<sup>125</sup>：

1. 宣稱提供全面的財務計劃，實際上卻未為之(例如：未考慮客戶稅務、債務或投資建議僅針對於達成特定目標(支付大筆購買、大學學費)而未考慮客的更廣泛的財務狀況)。
2. 除稅虧減免服務亦提供廣泛的稅務建議。

---

<sup>125</sup> *Id.* at 5.

3. 宣稱在問卷中之回答，將於提供投資建議時予以考慮。



### 第三目 揭露的呈現方式

自動化投資顧問服務或許無法提供投資諮詢人員向客戶強調、解釋重要理財概念；然而另一方面，客戶可能因本身能力因素無法閱讀、理解密集且專業術語之揭露。事實上，自動化投資顧問服務多數仰賴線上揭露資訊，因此在傳達關鍵資訊，風險和免責聲明時可能會出現特別的問題。因此SEC在文件中亦提醒自動化投資顧問服務關於書面所為之記載是否有效<sup>126</sup>（例如：掩蓋事實）

1. 註冊前是否提供關鍵資訊，使客戶得以取得必要資訊達成資訊充分之決定。
2. 是否特別強調重要揭露（例如通過設計功能，如彈出視窗）。
3. 資訊揭露是否應附有互動文本(interactive text)（例如提示框）或提供其他細節的方法給予求更多資訊的客戶（例如：運用「常見問題」）。
4. 在行動平台(mobile platform)上所提供的揭露和格式是否適合該平台。

### 第二款、適當建議條款

投資顧問的受任人義務包括以客戶最佳利益為行事準則及提供適當之投資建議，於此前提下投資顧問應基於客戶的財務狀況及投資目標，提供合理的建議。

---

<sup>126</sup> *Id.* at 5.

## 第一目 依據問卷搜集客戶資訊

事實上，SEC認為自動化投資顧問服務可能無法分辨出客戶對於問卷所回覆之答案是否矛盾、或於客戶在填答回覆時提供協助，因此希望自動化投資顧問服務在有限的互動下，應遵從下列要件<sup>127</sup>：

1. 對於詢問客戶之問題是否足以提供足夠資訊，使最初、進行中的理財建議符合客戶的財務狀況及投資目標。
2. 問卷中之問題是否夠清楚，問卷是否僅在必要時向客戶提供額外的說明或示例（例如，透過設計，利用工具提示或彈出框）。
3. 對於客戶不一致的回答，是否採取措施來解決此不一致<sup>128</sup>。
  - i. 將問卷設計具有提醒功能，對於所回覆答案有本質上相衝突時，建議客戶可以重新考慮其回覆。
  - ii. 對於客戶所填寫不一致答案時，運用系統自動標示不一致處。

## 第二目 客戶為導向選擇投資策略

許多自動化投資顧問服務除提供建議投資組合外，亦提供客戶得以選擇其他投資組合的機會，然而將產生出客戶選擇自動化投資顧問服務原認為不適合之投資。基於客戶的最佳利益，理財機器應運用彈跳窗或其他方式提醒客戶並說明為何自動化投資顧問服務所選擇之特定投資組合更適合於投資人。

---

<sup>127</sup> *Id.* at 6

### 第三款 有效法遵計畫

投資顧問法第206(4)-7條要求註冊投資顧問制定內部法遵計畫(internal compliance program)，以解決投資顧問在投資顧問法下所應負之受任人義務及其他實質性義務。為遵守該義務投資顧問必須採取、並執行每年審查合理制定的書面政策(written policies)和程序(procedures)，以避免違反投資顧問法及其規則，並考慮到公司業務性質和營運所生風險，且依照前述法規，經註冊的投資顧問必須選定一名對投資顧問法精通法遵長(chief compliance officer)，負責管理所採用的書面政策和程序。SEC特別指出應考慮是否採用並執行以下書面政策和程序。

1. 演算碼開發、測試和反向測試以及執行後實作監控（例如確保用於自動化投資顧問服務平台的代碼事前適當測試、事後定期測試、對代碼修改皆不影響客戶）。
2. 得藉由問卷得出足夠資訊，使自動化投資顧問服務所推薦之初步、進行中的投資建議適合於該客戶且係基於其財務狀況和投資目標。
3. 改變演算碼會實際影響客戶投資組合時應揭露予客戶。
4. 對於所利用之第三人其所發展、所有、管理之演算碼或軟件模組(software module)適當監督。
5. 對網絡安全威脅預防、偵測、應對。
6. 使用社群媒體、其他形式的電子媒體與建議服務銷售連結（例如Twitter、部落客宣傳服務的對價、「推薦朋友」計劃）。
7. 對客戶帳戶、關鍵諮詢系統之保護。

雖然 SEC 在 2017 年 3 月之指南僅聚焦於投資投資顧問法並未處理 1940 年之投資公司法及該法第 3a-4 之問題，但不論如何此份文件處理自動化投資顧問服務因投資顧問法所要求之受任人義務及其他實質性要求，對於自動化投資顧問服務之發展開創一定指標。



# 第肆章、我國證券投信投顧法制及其對自動化投資顧問服務之因應



## 第一節 我國證券投資信託及顧問事業概述

因自動化投資顧問服務在我國法下需登記為證券投資顧問事業，方得以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。目前法制下證券投資信託事業、信託業、證券經紀商、期貨經紀商得以兼營證券投資顧問事業。

### 第一項 證券投資信託、顧問事業法制沿革

#### 第一款 我國證券投資信託、顧問事業概述

自民國 69 年引入僑外資金投資我國，期望建立以機構投資人為主之證券市場，逐步推動證券投資信託投資事業，同年 5 月修訂「華僑回國投資條例與外國人投資條例」第 12、13 條，開啟僑外資金投資之方式<sup>129</sup>。於民國 72 年，財政部證券管理委員會核准設立台灣第一家證券投資信託公司—國際證券投資信託公司<sup>130</sup>，並於同年成立的一支證券投資信託基金—ROC 台灣基金<sup>131</sup>，陸續於 2 年內成立光華、建弘、中華等證券投資信託基金公司，僅 4 家業者寡占證券投資信託事業市場。初期主要發行海外募集資金投資國內股市之基金，直至民國 75 年由國際證券投資信託基金發行第一基金，始投資國內證券市場。民國 81 年，財政部證券管理委員會核准 11 家投信成立，民國 86 年政府開放外資成立投信，

<sup>129</sup> 賴英照（1993），《證券交易法逐條釋義（一）》，頁 224-229，台北：自刊；陳漢仁（2007），《論證券投資信託基金投資人之保護》，頁 40，國立台北大學法律學系碩士論文。

<sup>130</sup> 林惠美（1995），《證券投資信託事業之發展與我國基金定型化契約及投資人保護關係研究》，頁 15，東吳大學法律學研究所碩士論文。

<sup>131</sup> 國際證券投資信託公司由中央信託局、中國國際商業銀行、世華銀行、中國農民銀行、交通銀行、台灣銀行及一家華僑機構，與 9 家外商共同出資組成，該公司於 1983 年 10 月在，歐洲募集專為外國人發行，總額 4100 萬美元之開放型「中華民國台灣地區證券投資信託基金」，簡稱 ROC 台灣基金。

友邦投信於同年3月成為第一家完全由外資投資控制之投信；富蘭克林則與彰銀安泰投信共同成立；光華投信則於民國89年由荷銀投資管理公司所全數收購；富達、玉山、蘇黎世、國票、德盛安聯、國票紛紛成立投信。民國90年通過「金融控股公司法」，多數投信成為集團內資產管理之角色，成為市場中專業投資者之角色<sup>132</sup>。

## 第二款 我國證券投資顧問事業概述

我國證券投資顧問之發展之歷程大約可分為四階段，於民國72年以前因市場蓬勃發展而帶動相關證券投資顧問服務，此時以社會風盛行成立「股友社」，透過社團方式推薦其會員投資單一股票為主<sup>133</sup>。其後至民國84年間，我國已證券交易法開放經營投顧業，主要透過投顧分析師藉由無線電視解盤、招募會員收取會費為主<sup>134</sup>。於民85年至92年，隨著投資人對於全權委託需求俱增，為避免非法代客操作損及投資人權益，政府於民國89年10月9日開放全權委託投資業務<sup>135</sup>。於民國93年訂立投信投顧法後，開放投信投顧可相互兼營或由他業兼營<sup>136</sup>。

## 第三款 立法沿革

我國目前規範投信、投顧法制之重要法規為民國93年6月30日公布「證券投資信託及顧問法」，在此之前係以民國57年證券交易法第18條<sup>137</sup>對於證券投資信託事業、投資顧問事業之核准、管理之立法授權規定，然而當時證券投資

<sup>132</sup> 蘇丹成(2009)，〈台灣投信產業策略群組之競爭行為研究—以國內共同基金為例〉，頁6-7，中原大學企業管理研究所碩士論文。

<sup>133</sup> 黃銘揚(2013)，〈財富管理業務之比較研究：花旗銀行、元大證券、國泰人壽與顧德投顧為例〉，頁37-38，台灣大學經濟學系在職專班碩士論文。

<sup>134</sup> 黃銘揚，前揭註，頁37-38。

<sup>135</sup> 黃銘揚，前揭註，頁37-38。

<sup>136</sup> 黃銘揚，前揭註，頁37-38。

<sup>137</sup> 當時條文規定：「經營證券投資信託事業、證券金融事業、證券投資顧問事業，應經主管機關核准，由有關管理、監督事項，由行政院以命令定之。」



顧問市場尚屬草創，未有作用，直至民國 72 年，考量引入外國資金以促進國內證券市場，於證券交易法第 18 條之 1<sup>138</sup>、第 18 條之 2<sup>139</sup>授權主管機關訂定「證券投資信託事業管理規則」及「證券投資顧問事業管理規則」<sup>140</sup>，始開放投信、投顧事業之設立，確立我國證券投資信託、投顧事業之發展。

至於全權委託業務，民國 72 年所制定「證券投資顧問事業管理規則」第 10 條禁止證券投資證券投資顧問事業及其負責人或從事證券投資分析人員為代理委任人從事證券投資之行為，則未開放<sup>141</sup>，然而考量到全權委託為投信、投顧業務正常發展所必須及投資人對於資產管理之需求，民國 89 年 7 月遂修正通過證券交易法第 18 條之 3<sup>142</sup>，開放投資顧問受投資人全權委託為證券投資。主管機關並依授權訂定「證券投資顧問事業證券投資信託事業經營全權委託投資業務管理辦法」。

因此於民國 72 年至 93 年間投信、投顧產業係以「證券投資信託事業管理規則」、「證券投資顧問事業管理規則」、「證券投資信託基金管理辦法」、及「全權委託投資業務管理辦法」等規定之。考量到證券投資信託、投顧業務之運作、內容涉及人民權利義務事項，應以「法律」形式規範之，僅以授權命令方式對於人民權利義務之保障，與憲法第 23 條及中央法規標準法第 5 條所揭「法律保留

<sup>138</sup> 該條規定：「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。」

<sup>139</sup> 該條規定：「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。」

<sup>140</sup> 郭土木，《金融管理法規（上）》，頁 279，台北：三民；蔡瑞修（1994），〈投顧事業管理十年回顧與未來方向之建議〉，《證券市場發展季刊第 22 期》，頁 115。

<sup>141</sup> 陳春山（1988），〈證券投資顧問事業法規範之研究〉，《證交資料》，313 期，頁 9-11。

<sup>142</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。」

原則」有所相悖，而招致不少批評<sup>143</sup>。隨著資產管理業者對市場之影響與日俱增，並且考量以行政命令規範對於人民權利義務之事項，與憲法第 23 條、中央法規標準法第 5 條所揭禁之「法律保留原則」有所相悖，應制定法律以規範之，因此於民國 93 年 6 月 11 日經立法院三讀通過「證券投資信託及顧問法」，並於同年 6 月 30 日經總統公布，11 月 1 日施行。依投信投顧法第 121 條「落日條款」規定，自該法施行之日起，證券交易法第 18 條、第 18 條之 1<sup>144</sup>所訂證券投資信託事業及證券投資顧問事業之規定，及第 18 條之 2<sup>145</sup>及第 18 條之 3 規定，不再適用。

## 第二項 證券投資顧問事業

證券市場因其特殊性，投資大眾因個人資訊取得困難或因缺乏投資分析能力，或因無時間研究證券投資等等因素，導致不少投資人經常道聽途說或聽信不實陳述而為投資，如此將造成證券市場投機風氣劇增，且因投資並非建立於合理之資訊基礎，將扭曲市場公正價格之形成，影響股市之安定與發展。證券投資顧問事業因其具有專業性，可對於投資人在資金運用方面、投資管道方式有更多之選擇，且投資風險更可因投資顧問之專業篩選、整理而降低，對於對於加速資本有正面之效果。


證券投資顧問，依投信投顧法第 4 條，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。證券市場充斥大量市場資訊，且投資著重時機，

---

<sup>143</sup> 周一鴻，〈「證券投資信託及顧問法」(草案)簡介〉，《證券暨期貨月刊》，21 卷 11 期，頁 1；劉其昌，〈證券投資信託及顧問法之分析〉，《證交資料第 515 期》，頁 4；劉連煜，前揭註，頁 171；郭土木，前揭註 140，頁 279-280。

<sup>144</sup> 該條規定：「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。」

<sup>145</sup> 該條規定：「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。」



需仰賴投資顧問予以分析後提供客戶為投資策略之決定。自動化投資顧問服務本屬於證券投資顧問事業，並得經營全權委託投資業務（投信投顧法第 4 條第 3 項），因此狹義之投資顧問為僅經營投信投顧法第 4 條第 1 證券投資顧問業務，但不包括提供一般性之證券投資資訊而非直接或間接從事個別有價證券價值分析或推薦建議為目的者；惟實務多採取廣義之見解，認為只要顧問之內容或報告本身與特定證券、證券相關商品，或其他經營核准業務相關即屬之。是就市場趨勢之分析、以統計數字或歷史資料提供顧問（不包括僅提供未經篩選之資料，而為客觀事實之報導）、提供如何選用投資顧問之意見、提供關於投資證券、期貨之優點，而非建議投資其他非證券之財務工具、提供一系列證券名單以供客戶從中選擇，即使該顧問並未在名單作特別之推薦，均可認屬提供關於證券、期貨之顧問形態……而技術分析軟體提供預測價格趨勢與決定投資策略功能，應認屬具體投資建議之提供，而屬規範投資顧問事業之範疇（最高法院刑事判決 102 年台上字 171 號）<sup>146</sup>。

### 第一款 組織型態規定

依投信投顧法第 67 條第 1 項、證券投資顧問事業設置標準第 5 條第 1 項前段，向證期局申請註冊為證券投資顧問事業以股份有限公司為限。其立法理由為何如此規定，語焉不詳<sup>147</sup>，推敲其意或許期望藉由股份有限公司因內部設有董事會、監察人、股東會等組織，其決策過程較嚴謹，故以此股份有限公司為限

---

<sup>146</sup> 類似判決有最高法院刑事判決 101 年台上字第 6562 號、台灣高等法院刑事判決 101 年金上訴字第 43 號、台灣高等法院刑事判決 99 年金上訴字第 31 號。

<sup>147</sup> 投信投顧法第六十七條立法理由：「一、參酌證券交易法第四十七條、投信管理規則第四條第一項及投顧管理規則第四條之規定，明定證券投資信託事業及證券投資顧問事業之組織型態。二、參酌證券交易法第四十八條及投信管理規則第四條第二項之規定，於第二項明定發起人應於發起時一次認足最低實收資本額，並授權主管機關訂定最低實收資本額。」

148，但我國於商業組織體上仍有有限公司、兩合公司、合夥等皆具備監督機制，以此為由而限制應無必要。



## 第二款 設立上之限制

就公司之設立而言，約有四種立法主義<sup>149</sup>。一、放任主義（自由設立主義）意指對公司之設立法律不加以干涉，由當事人任意為之。二、特許主義，須經國家命令特許或立法機關制定法律予以特例後，公司始得設立。三、核准主義，公司之設立除須具備法規所規定之要件外，尚須主管機關許可始得設立。準則主義，僅需公司之設立符合法律所規範之要件，即可取得成立法人之資格，不需主管機關積極核准。後兩者為現今較多立法例所採。

我國投信投顧法究竟為許可主義或是準則主義，若從法規面觀察，投信投顧法第 6 條第 1 項規定：「非依本法不得經營證券投資信託、證券投資顧問及全權委託投資業務。」第 63 條規定：「證券投資顧問事業，應經主管機關許可，並核發營業執照後，始得營業。設立分支機構，應經主管機關許可。非證券投資顧問事業，不得使用類似證券投資顧問事業之名稱。」證券投資顧問事業設置標準第 2 條第 1 項規定：「證券投資顧問事業得經營之業務種類，由行政院金融監督管理委員會依本法之規定分別核准，並於營業執照載明之；未經核定並載明於營業執照，不得經營。」尚無法得知我國究竟採許可主義或是準則主義。但參酌「證券投資顧問事業設置標準」第九條「經營證券投資顧問事業之申請案件有下列情形之一者，本會得不予許可...」，似表示若符合相關法定要件，主管機關就應該予以許可，因此可認為屬於似乎是採取準則主義之表現。

<sup>148</sup> 吳光明（2000），《證券交易法論》，頁 107，台北：三民書局；許美麗（1989），《證券投資顧問事業法律問題之研究》，頁 73-74，國立政治大學碩士論文。

<sup>149</sup> 王文字（2005），《公司法論》，頁 91-92，台北：元照；劉連煜（2012），《現代公司法》，頁 61-62，台北：新學林；陳聰富（2014），《民法總則》，頁 107-108，台北：元照。

### 第三款 專業能力上之限制

投信投顧法第 69 條規定：「證券投資信託事業及證券投資顧問事業，其應備置人員、負責人與業務人員之資格條件、行為規範、訓練、登記期限、程序及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。」因此主管機關訂定「證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則」（下稱：投顧人員管理規則）。投顧人員管理規則第 3 條、第 3 條之 1、第 4 條、第 5 條第 1 項、第 5 條第 2 項、第 5 條之 1，就證券投資顧問事業之總經理、部門主管及分支機構經理人、證券投資分析人員、不從事全權委託投資業務之業務人員、各種傳播媒體從事證券投資分析之人員、從事內部稽核之業務人員及從事全權委託投資業務之投資經理人就其資格為一定之限制及要求。

投顧人員管理規則對將投顧人員區分為負責人、業務人員：本規則所稱業務人員，指為證券投資顧問事業從事下列業務之人員：一、對有價證券、證券相關商品或其他經金融監督管理委員會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。二、從事證券投資分析活動、講授或出版。三、辦理全權委託投資有關業務之研究分析、投資決策或買賣執行。四、對全權委託投資業務或證券投資顧問業務，為推廣或招攬。五、辦理境外基金之募集、銷售及私募。六、內部稽核。七、法令遵循。八、主辦會計。九、辦理其他經核准之業務。

#### 第一目 負責人

負責人，指依公司法第 8 條或其他法律之規定應負責之人（投顧人員管理規則第 2 條第 1 項）。

##### 1. 總經理

證券投資顧問事業應置總經理一人，負責綜理全公司之業務，且不得有其他職責相當之人。證券投資顧問事業之總經理，應具備下列資格之一：一、符合第

四條所定證券投資分析人員資格，並具專業投資機構相關工作經驗一年以上。二、經教育部承認之國內外專科以上學校畢業或具有同等學歷，並具專業投資機構相關工作經驗四年以上，成績優良。三、有其他學經歷足資證明其具備證券金融專業知識、經營經驗及領導能力，可健全有效經營證券投資顧問事業之業務。本規則訂定發布前，已擔任證券投資顧問事業總經理者，得於原職務或任期內續任之，不受前項規定之限制（投顧人員管理規則第3條）。總經理如符合公司法上對負責人之定義，則屬於負責人。

## 2. 部門主管及分支機構經理人

證券投資顧問事業之部門主管及分支機構經理人，應具備領導及有效輔佐經營證券投資顧問事業之能力，並應具備下列資格之一：

一、符合第四條所定證券投資分析人員資格，並具專業投資機構相關工作經驗一年以上。二、經中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（以下簡稱同業公會）委託機構舉辦之證券投資信託及顧問事業之業務員測驗合格，並具專業投資機構相關工作經驗二年以上。三、經證券商同業公會委託機構舉辦之證券商高級業務員測驗合格，或已取得原證券主管機關核發之證券商高級業務員測驗合格證書，並具專業投資機構相關工作經驗三年以上。四、曾擔任國內、外基金經理人工作經驗二年以上。五、經教育部承認之國內外大學以上學校畢業或具有同等學歷，擔任證券、期貨機構或信託業之業務人員四年以上。六、有其他學經歷足資證明其具備證券金融專業知識、經營經驗及領導能力。本規則修正發布前，已擔任前項職務之人員，得於原職務或任期內續任之，不受前項規定之限制。第1項人員於本規則修正發布後升任或充任者，應具備或符合第1項所定資格條件；不符者，不得充任，並由同業公會撤銷其登錄（投顧人員管理規則第3之1條）。

## 第二目 業務人員


業務人員，指為證券投資顧問事業從事下列業務之人員：一、對有價證券、證券相關商品或其他經金融監督管理委員會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。二、從事證券投資分析活動、講授或出版。三、辦理全權委託投資有關業務之研究分析、投資決策或買賣執行。四、對全權委託投資業務或證券投資顧問業務，為推廣或招攬。五、辦理境外基金之募集、銷售及私募。六、內部稽核。七、法令遵循。八、主辦會計。九、辦理其他經核准之業務（投顧人員管理規則第 2 條第 2 項）。

### 1. 證券投資分析人員

擔任證券投資顧問事業證券投資分析人員，應具備下列資格之一：一、參加中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會（以下簡稱同業公會）委託機構舉辦之證券投資分析人員測驗合格者。二、在外國取得證券分析師資格，具有二年以上實際經驗，經同業公會委託機構舉辦之證券投資信託及顧問事業業務員之法規測驗合格，並經同業公會認可者。三、93 年 10 月 31 日前，已取得證券投資分析人員資格者。前項第 1 款、第 2 款之測驗及認可事項，由同業公會擬訂，申報本會核定後實施；修正時，亦同（投顧人員管理規則第 4 條）。

### 2. 一般業務人員

證券投資顧問事業從事第 2 條第 2 項第 1 款至第 5 款之業務人員，除從事全權委託投資業務之投資經理人應符合第 5 條之 3 所定資格外，應具備下列資格之一：一、依前條第一項規定取得證券投資分析人員資格。二、經同業公會委託機構舉辦之證券投資信託及顧問事業之業務員測驗合格。三、經證券商同業公會委託機構舉辦之證券商高級業務員測驗合格，或已取得原證券主管機關核發之證券商高級業務員測驗合格證書。四、曾擔任國內、外基金經理人工作經驗一年以上。



五、信託業公會或其認可金融專業訓練機構舉辦之信託業務專業測驗合格者，並經同業公會委託機構舉辦之證券投資信託及顧問事業法規測驗合格。六、經教育部承認之國內外大學以上學校畢業或具有同等學歷，擔任證券、期貨機構或信託業之業務人員三年以上。證券投資顧問事業於各種傳播媒體從事證券投資分析之人員，應具備前條第一項各款資格條件之一。本規則訂定發布前，已於各種傳播媒體從事證券投資分析之人員，與本規則之規定不符者，應於發布日起三年內辦理補正，屆期未完成補正者，不得於各種傳播媒體從事證券投資分析。本規則修正發布前，對全權委託投資業務或證券投資顧問業務為推廣、招攬或協助辦理之業務人員，應於修正發布日起二年內取得本規則所定資格之一，屆期未完成補正者，不得充任，並由同業公會撤銷其登錄。（投顧人員管理規則第5條）

### 3. 內部稽核及法令遵循人員

證券投資顧問事業從事內部稽核及法令遵循之業務人員，應具備下列資格之一：一、依第4條第1項規定取得證券投資分析人員資格。二、經同業公會委託機構舉辦之證券投資信託及顧問事業之業務員測驗合格，並在專業投資機構從事證券、期貨或信託相關工作經驗一年以上。三、經證券商同業公會委託機構舉辦之證券商高級業務員測驗合格，或已取得原證券主管機關核發之證券商高級業務員測驗合格證書，並在專業投資機構從事證券、期貨或信託相關工作經驗二年以上。四、曾擔任國內、外基金經理人工作經驗一年以上。五、經教育部承認之國內外大學以上學校畢業或具有同等學歷，擔任證券、期貨機構或信託業之業務人員三年以上。六、經教育部承認之國內外大學以上學校畢業或具有同等學歷，並在符合「會計師辦理公開發行公司財務報告查核簽證核准準則」規定條件之聯合會計師事務所從事審計工作經驗二年以上，且經第二款或第三款所定之測驗合格。七、具有「專門職業及技術人員高等考試律師考試規則」第五條第一款或第二款



資格，並在律師事務所從事證券、期貨相關法律事務工作經驗二年以上，且經第二款或第三款所定之測驗合格。第三條、第三條之一、前項第二款及第三款所定專業投資機構之範圍及其工作項目，由本會公告。證券投資顧問事業從事內部稽核業務之人員，不得辦理登錄範圍以外之業務。但他業兼營之內部稽核人員，得由他業登錄之內部稽核人員兼任之（投顧人員管理規則第五五之1）。

#### 4. 法令遵循主管

法令遵循主管應具備第3條之1第1項所定資格條件，其職級至少應相當於部門主管。證券投資顧問事業從事法令遵循業務之人員不得由從事第2條第2項第1款至第6款及第9款業務之人員兼任。法令遵循主管及業務人員未符合所定條件及兼任限制者，應於中華民國97年6月30日前辦理補正，屆期未完成補正者，不得充任，並由同業公會撤銷其登錄（投顧人員管理規則第5條之2）。

### 第四款 資本額之規定

#### 第一目 一般證券投資顧問事業

投信投顧法第67條第2項規定：「發起人應於發起時一次認足證券投資信託事業或證券投資顧問事業之最低實收資本額；其金額，由主管機關訂之」。依證券投資顧問事業設置標準第5條1項後段規定，證券投資顧問事業，實收資本額不得少於新台幣二千萬元，同條第2項並規定，該最低實收資本額應於發起時一次認足。

#### 第二目 證券投資顧問事業經營全權委託投資業務

證券投資顧問事業若經營全權委託投資業務，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5條第1款及第2款規定，其實收資本額需達新台幣五千萬元；若已兼營期貨顧問業務之證券投資顧問業申請或

同時申請經營全權委託投資業務及兼營期貨顧問業務者，實收資本額應提高為新臺幣七千萬元。



### 第三項 證券投資信託事業

證券投資信託係指證券投資信託公司以發行受益憑證之方式募集成立證券投資基金，並運用證券投資信託基金投資證券，並將投資所得之利益分配予受益人（受益憑證之持有者）。簡言之，證券投資信託之功能為匯聚多數投資人之資金，並代為投資投資，其所募得之資金稱為「共同基金」。我國目前採契約型證券投資信託，由投信事業向大眾募集資金並發行受益憑證，並由保管銀行保管基金資產<sup>150</sup>。證券投資信託得向主關機關申請兼營證券投資顧問事業、全權委託業務，應此得為自動化投資顧問服務之業務（投信投顧法第3條）。

#### 第一款 組織型態規定

欲登記為證券投資信託事業，依投信投顧法第63第1項條規定證券投資信託事業，應經主管機關許可，並核發營業執照後，始得營業。同法第67條第1項規定證券投資信託事業之組織，以股份有限公司為限。

#### 第二款 設立上之限制

投信投顧法第67條第2項授權「證券投資信託事業設置標準」第7條第1項：「證券投資信託事業之組織，以股份有限公司為限，其實收資本額不得少於新臺幣3億元。」

#### 第三款 專業能力上之限制

依「證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則」（下稱：投信人員管理規則）第2條之1、3、4、4條之1、6條、6條之1條就董事長、總經理、副總

<sup>150</sup> 王文宇等著（2007），《金融法》，頁203，台北：元照，。

經理、協理、經理、分支機構經理人、內部稽核及法令遵循業務人員、第 2 條第 2 項第 1 款至第 5 款之業務人員就其資格為一定之限制及要求<sup>151</sup>。



#### 第四項 信託業

依信託業法第 2 條信託業，係指依信託業法經主管機關許可，以經營信託為業之機構，且依信託法第 3 條、28 條第 1 項，商業、專業銀行經主管機關之許可兼營信託業務時，視為信託業並適用信託業法之規定。應先說明者，信託法與信託業法之不同。信託法為規範信託行為當事人與關係人間之權利義務及法律效果之法律，相較於民法為特別法，而信託法相對於信託業法則為普通法，信託業法係主管機關對於以經營信託為業之機構，對其設立、營運、義務、監督等另為規範<sup>152</sup>。

信託業可兼營證券投資信託事業與證券投資顧問事業，因此欲從事經營自動化投資顧問服務之信託業，需申請兼營證券投資顧問事業與全權委託事業。

##### 第一款 組織型態規定

信託業之組織依信託業法第 10 條，信託業之組織，以股份有限公司為限。但經主管機關之許可兼營信託業務者，不在此限。因此，主要經營信託業法之信託主要為主管機關所許可兼營信託業務之銀行及信託股份有限公司，及依信用合作社法第 15 條第 1 項第 17 款兼營信託業務之信用合作社<sup>153</sup>。

<sup>151</sup> 證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則第二條第二項：「本規則所稱業務人員，指為證券投資信託事業從事下列業務之人員：

- 一、辦理受益憑證之募集發行、銷售及私募。
- 二、投資研究分析。
- 三、基金之經營管理。
- 四、執行基金買賣有價證券。
- 五、辦理全權委託投資有關業務之研究分析、投資決策或買賣執行。」

<sup>152</sup> 黃子能（2003），《信託業法釋論》，頁 8-9，台北：臺灣金融研訓院。

<sup>153</sup> 其規定：信用合作社得經營之業務項目，由中央主管機關就下列範圍內核定之，並於營業執照載明之。十七、其他經中央主管機關核准辦理之有關業務。

## 第二款 設立上之限制

信託業之設立，準用銀行法第 53 條至第 56 條規定（信託業法第 10 條）。如信託業所經營之業務，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 6 條規定之有價證券或期貨交易法第 3 條規定之期貨時，其符合一定條件者，並應向主管機關申請兼營證券投資顧問業務（信託業法第 18 條第 1 項），所謂「一定條件」，係指信託業單獨管理運用或集合管理運用之信託財產涉及運用於證券交易法第 6 條之有價證券達新臺幣一千萬元以上者（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 2 條第 4、5 項）因此，信託業得經主關機關許可後得兼營證券投資顧問業務，並且經營全權委託投資業務。信託業得經金管會許可兼營：（一）以委任方式辦理全權委託投資業務。（二）以信託方式辦理全權委託投資業務。（三）證券投資顧問業務。（證券投資顧問事業設置標準第 22 條第 1 項）信託業如兼營全權委託投資信託業務者，應指撥專用營運資金；其金額不得低於全權委託管理辦法第 5 條第 1 項第 1 款所定之金額<sup>154</sup>（證券投資顧問事業設置標準第 23 條第 2 項）。信託業兼營全權委託投資業務已提存賠償準備金者，免提存營業保證金（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 35 條）。信託業兼營全權委託投資業務者，得自行保管信託財產；其自行保管者，應指定專責人員辦理（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 33 條）。

<sup>154</sup> 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五條第一項第一款：證券投資顧問事業申請經營全權委託投資業務，應具備下列條件：

一、實收資本額達新臺幣五千萬元；已兼營期貨顧問業務之證券投資顧問事業申請或同時申請經營全權委託投資業務及兼營期貨顧問業務者，實收資本額應達新臺幣七千萬元。

### 第三款 專業能力之限制

信託業兼營全權委託投資業務，應配置適足、適任之主管及業務人員（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33條第1項）。再者研究分析、投資或交易決策之業務人員，不得與買賣執行之業務人員相互兼任，且辦理投資或交易決策之業務人員不得與共同信託基金業務、募集證券投資信託基金業務、對不特定人募集期貨信託基金業務或自有資金之投資或交易決策人員相互兼任（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33條第2項）。

### 第五項 證券證券經紀商或期貨經紀商

證券經紀商、期貨經紀商得申請兼營證券投資顧問事業辦理證券投資顧問業務或全權委託投資業務（投信投顧法第66條第3項<sup>155</sup>、證券投資顧問事業設置標準第10條本文），因此證券經紀商、期貨經紀商亦得以經營自動化投資顧問服務。

#### 第一款 證券經紀商

由於投資人不得直接使用證交所之設備，須藉由經紀商向證交所及櫃買中心下單買賣。經營有價證券買賣之行紀、居間、代理及其他經主管機關核准之相關業務為證券經紀商（證券交易法第15、16條），作為股票投資人與撮合股票交易的證券交易所之間中介之角色。

#### 第一目 組織型態規定

證券商須為股份有限公司，且如經營證券經紀商其最低實收資本額為新臺幣2億元，僅經營股權性質群眾募資業務者為新臺幣五千萬元，且發起人應於發起

<sup>155</sup> 投信投顧法第六十六條第三項：「證券商、期貨信託事業、期貨顧問事業、期貨經理事業或其他相關事業取得主管機關許可者，得兼營證券投資信託事業或證券投資顧問事業。」

時一次認足（證券商設置標準第 3 條）。證券商每設置一家分支機構，其最低實收資本額，應增加新臺幣三千萬元（證券商設置標準第 21 條）



## 第二目 設立上之限制

證券經紀商兼營證券投資顧問事業以信託方式辦理全權委託投資業務，接受委託人原始信託財產應達新臺幣一千萬元以上，並應申請兼營金錢之信託及有價證券之信託。但由他業兼營證券經紀商者不得為之（證券投資顧問事業設置標準第 10 條之 1）

## 第三目 專業能力之限制

證券經紀商或期貨經紀商兼營證券投資顧問事業辦理證券投資顧問業務者，應設置獨立專責顧問部門，並應依業務規模、經營情況及內部管理之需要，配置適足、適任之部門主管及業務人員，並應符合證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則所定之資格條件。（證券投資顧問事業設置標準第 10 條 3、4 項）。其從業人員亦應符合投顧人員管理規則之規定。

## 第二款 期貨經紀商

期貨交易法第四章所規定之期貨業包括期貨商、槓桿交易商及期貨服務事業。期貨商之種類依期貨商設置標準之規定，區分為本國期貨商、外國期貨商及他業申請兼營期貨業等三種<sup>156</sup>。本國期貨商又可區分為期貨經紀商、期貨自營商、及同時經營期貨經紀及期貨自營業務者。

本文僅聚焦於可兼營證券投資顧問業務或全權委託投資業務之期貨經紀商。期貨經紀商，係指得接受客戶委託買賣期貨、選擇權契約並接受客戶委託開設期貨交易帳戶之公司。

<sup>156</sup> 林淑閔（1999），《期貨交易法解讀》，頁 75，台北：元照。



## 第一目 組織型態規定

期貨商之組織應為股份有限公司，但經目的事業主管機關許可兼營之事業或外國期貨商經金融監督管理委員會核准者，不在此限（期貨商設置標準第 2 條）

## 第二目 設立上之限制

期貨商之設立採設立許可制，未經主關機關許可為營業者，依期貨交易法第 112 條第 5 項第 3 款處七年以下有期徒刑，得併科新臺幣三百萬元以下罰金。且任何人不得委託未經主管機關核准經營期貨業之人從事期貨交易（期貨交易法第 105 條）違反將處新臺幣十二萬元以上六十萬元以下罰鍰（依第 119 條第 1 項第 1 款）。

於資本額方面，期貨經紀商之資本額為新臺幣 2 億元（期貨交易法第 59 條、期貨商設置標準第 8 條第 1 項第 1 款）<sup>157</sup>，並且發起人應於發起時一次認足。

## 第三目 專業能力之限制

期貨商設置標準第 4 條對於期貨商之發起人、董事、監察人、經理人或業務員有一定資格之限制<sup>158</sup>。

<sup>157</sup> 期貨商設置標準第八條第一項第一款：「期貨商之最低實收資本額如下：

一、期貨經紀商：新臺幣二億元。」

<sup>158</sup> 期貨商設置標準第四條：「有下列各款情事之一者，不得充任期貨商之發起人、董事、監察人、經理人或業務員，其已充任者，解任之：

一、有公司法第三十條各款情事之一者。

二、曾任法人宣告破產時之董事、監察人、經理人或與其地位相等之人，其破產終結未滿三年或調協未履行者。

三、最近三年內在金融機構使用票據有拒絕往來紀錄者。

四、受本法第一百零一條第一項、證券交易法第五十六條或第六十六條第二款解除職務處分，未滿五年者。

五、違反本法、國外期貨交易法、公司法、證券交易法、銀行法、中央銀行法、管理外匯條例、保險法、信用合作社法、信託業法或金融控股公司法規定，經受罰金以上刑之宣告及執行完畢、緩刑期滿或赦免後未滿五年者。

六、受本法第一百條第一項第二款撤換職務處分，未滿五年者。

七、經查明受他人利用充任期貨商發起人、董事、監察人、經理人或業務員者。

八、有事實證明曾經從事或涉及其他不誠信或不正當活動，顯示其不適合從事期貨業者。

發起人、董事或監察人為法人者，前項規定，對於該法人代表人或指定代

## 第六項 保險業

保險業經營投資型保險業務專設帳簿之資產，如要保人以保險契約委任保險業全權決定運用標的，且將該資產運用於證券交易法第 6 條之有價證券者，應依證券投資顧問事業設置標準向本會申請兼營全權委託投資業務(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 2 條第 6 項)。然保險業無法兼營證券投資顧問，無法經營自動化投資顧問服務業務，因此本文不討論。

## 第七項 銀行業

銀行業無法兼營證券投資顧問、信託事業，但銀行業得辦理財富管理。所謂財富管理係指對於客戶之屬性與需求，就客戶之理財目標提供包含儲蓄、風險、退休、投資、稅務之全方位理財規劃<sup>159</sup>。如根據「銀行辦理財富管理業務應注意事項」將財富管理定義為：「銀行針對高淨值客戶，透過理財業務人員，依據客戶需求作財務規劃或資產負債配置，以提供銀行合法經營之各種金融商品及服務。」<sup>160</sup>與私人銀行不同者在於，財富管理所鎖定之客群為具有閒置資產之中產階級。換言之，私人銀行主要專為高資產之個人訂做其資金存取、理財、繼承、稅務、匯兌之完整規劃。

因此，銀行業雖無法經營投顧之業務，但得以透過財富管理之方式管理客戶之資產，但大多鎖定為中、高資產階級之人士。

## 第八項 全權委託業務

全權委託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

---

表行使職務者，準用之。

第一項規定，於第二條但書規定之事業或外國期貨商負責人準用之。」

<sup>159</sup> 林育廷(2008)，〈構思財富管理業務之規範—以不當銷售為中心〉，《法學新論》，1期，頁3。

<sup>160</sup> 銀行辦理財富管理業務應注意事項第二條第一項。

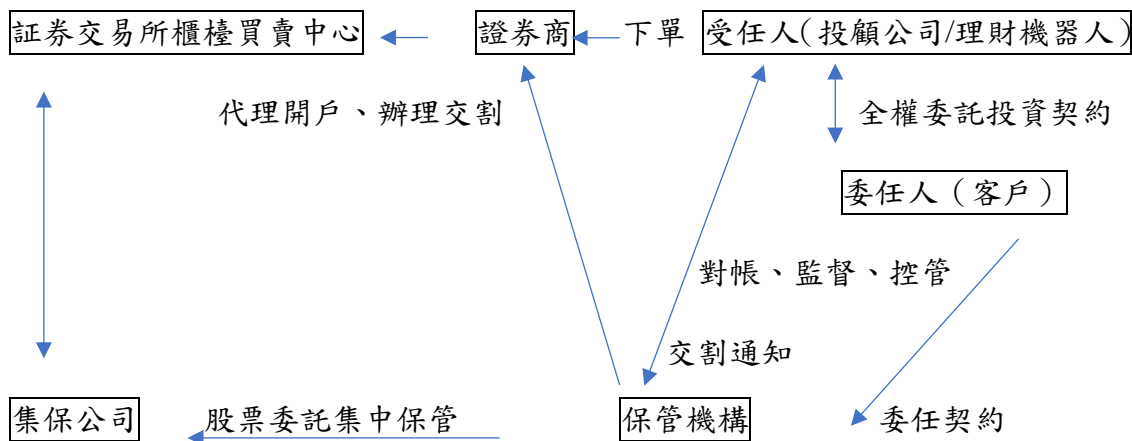


基於該投資判斷，為客戶執行投資或交易之業務（投信投顧法第 5 條第 10 款、全權委託投資業務管理辦法第 2 條第 1 項）。

全權委託與共同基金之差異為何？共同基金乃匯聚多數投資人之資金，透過專業經理人，依共同基金募集發行計畫所訂之標的物、方針進行操作，因屬於眾人之資金，故無法考量個別投資人之需求操作；全權委託則得以針對個別客戶需求做投資。如同購衣般，共同基金乃是購買成衣；全權委託則更近似於量身定作<sup>161</sup>。

### 第一款 全權委託三方關係

首先欲經營完整功能之自動化投資顧問服務之業者應具備投顧之執照，並經營全權委託業務，但其本身並不保管委託財產，僅負責投資判斷及下單，而委由保管機構負責委託資產之保管與交割，因此為保障委任人（客戶）權益，委任人與受任人（投顧業者）、保管機構將會分別簽訂「全權委託投資契約」、「委任保管契約」、「三方權益協定書」，下表為其間關係<sup>162</sup>



【圖五：全權委託三方關係】

<sup>161</sup> 李開遠（2006），《證券管理法規新論》，頁 460，台北：五南。

<sup>162</sup> 財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會網站，<http://www.sfi.org.tw>（最後瀏覽日：01/23/2019）



## 第二款 申請應具備之條件

### 第一目 投信事業

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 4 條：「證券投資信託事業申請經營全權委託投資業務，應具備下列條件：一、已募集成立證券投資信託基金。二、最近期經會計師查核簽證之財務報告每股淨值不低於面額。三、最近半年未曾受本法第一百零三條第一款、期貨交易法第一百條第一項第一款或證券交易法第六十六條第一款之處分。四、最近二年未曾受本法第一百零三條第二款至第五款、期貨交易法第一百條第一項第二款至第四款或證券交易法第六十六條第二款至第四款之處分。五、曾受前二款之處分，且命令其改善，已具體改善。六、其他經本會規定應具備之條件。」

### 第二目 投顧事業

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 5 條：「證券投資顧問事業申請經營全權委託投資業務，應具備下列條件：一、實收資本額達新臺幣五千萬元；已兼營期貨顧問業務之證券投資顧問事業申請或同時申請經營全權委託投資業務及兼營期貨顧問業務者，實收資本額應達新臺幣七千萬元。二、最近期經會計師查核簽證之財務報告每股淨值不低於面額。但取得營業執照未滿一個完整會計年度者，不在此限。三、最近三個月未曾因從事證券投資分析或期貨研究分析受中華民國證券投資信託暨顧問同業公會(以下簡稱同業公會)或中華民國期貨業商業同業公會依自律規章為警告、處以違約金、停止會員應享有之部分或全部權益、撤銷或暫停會員資格之處置。四、最近半年未曾受本法第一百零三條第一款、期貨交易法第一百條第一項第一款或證券交易法第六十六條第一款之處分。五、最近二年未曾受本法第一百零三條第二款至第五款、

期貨交易法第一百條第一項第二款至第四款或證券交易法第六十六條第二款至第四款之處分。六、曾受前三款之處分或處置，且命令其改善，已具體改善。七、其他經本會規定應具備之條件。證券投資顧問事業申請以信託方式經營全權委託投資業務，除應符合前項第二款至第七款規定外，其實收資本額不得低於前項第一款所定金額加計新臺幣五千萬元；已兼營或同時申請兼營期貨經理事業者，實收資本額不得低於期貨經理事業設置標準第十五條所定最低實收資本額加計新臺幣五千萬元。」。

### 第三目 信託業

信託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 6 條規定之有價證券或期貨交易法第 3 條規定之期貨時，其符合一定條件者，並應向主管機關申請兼營證券投資顧問業務（信託業法第 18 條第 1 項投信投顧法第 65 條<sup>163</sup>、信託業兼營全權委託投資業務操作辦法第 2 條第 1 項）該條所稱一定條件係指信託業單獨管理運用或集合管理運用之信託財產涉及運用於證券交易法第六條之有價證券達新臺幣一千萬元以上者（信託業兼營全權委託投資業務操作辦法第 2 條第 2 項）。

信託業得依本法規定，經金管會許可兼營下列業務：一、以委任方式辦理全權委託投資業務。二、以信託方式辦理全權委託投資業務。三、證券投資顧問業務（證券投資顧問事業設置標準第 22 條）<sup>164</sup>。

### 第四目 保險業

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 2 條第 6 項：「保險業經營投資型保險業務專設帳簿之資產，如要保人以保險契約

<sup>163</sup> 投信投顧法第六十五條：「信託業經營信託業法主管機關核定之業務，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，並符合一定條件者，應向主管機關申請兼營全權委託投資業務。前項一定條件，由主管機關會商信託業法主管機關定之。」

<sup>164</sup> 王文宇等著，前揭註 150，頁 274。

委任保險業全權決定運用標的，且將該資產運用於證券交易法第六條之有價證券者，應依證券投資顧問事業設置標準向本會申請兼營全權委託投資業務，其運用規範應依第四章之一規定辦理。」



## 第五目 證券經紀商

證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法第 3 條第 3 項：「證券商得申請主管機關許可兼營金錢之信託及有價證券之信託，辦理下列特定項目：一、全權委託投資業務。二、財富管理業務。三、客戶委託保管及運用其款項業務。前項第二款業務屬於指定營運範圍或方法之集合管理運用者，證券商應申請設置信託資金集合管理運用帳戶。」並且，證券商申請設置之信託資金集合管理運用帳戶所得受理信託資金之加入總額達新臺幣一千萬元以上者，應先經主管機關核准以信託方式辦理全權委託投資業務(證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法第四條第 1 項第 4 款)。證券商申請以信託方式辦理全權委託投資業務，應符合證券投資顧問事業設置標準所定條件(證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法第 4 條第 1 項第 2 款)。

## 第六目 期貨經紀商

證券投資顧問事業設置標準第 17 條亦允許期貨經紀商經營全權委託<sup>165</sup>，如為外國證券經紀商或外國期貨經紀商則依同法第 19 條為之<sup>166</sup>。

<sup>165</sup> 「證券經紀商或期貨經紀商申請兼營證券投資顧問事業辦理全權委託投資業務，應自本會許可之日起六個月內，填具申請書，並檢具下列文件，向本會申請換發營業執照：

- 一、同業公會出具之人員資格審查合格之名冊及其資格證明文件。
  - 二、同業公會同意入會之證明文件。
  - 三、指撥營運資金之證明文件。
  - 四、最近期經會計師查核簽證之財務報告。但與申請許可時，檢具之財務報告為同期者，免附。
  - 五、依全權委託管理辦法規定提存營業保證金之證明文件。
- 前項證券經紀商兼營證券投資顧問事業申請新增以委任方式或信託方式辦

### 第三款 金額之限制

投信投顧法第 55 條為對於投信、投顧之單一客戶委託投資資產金額限制，其規定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一定數額。同條二項規定，證券投資顧問事業經營全權委託投資業務，接受委託投資之總金額，不得超過其淨值之一定倍數。但其實收資本額達一定數額者，不在此限。並於第三項將一定倍數及數額，授權主管機關定之。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 12 條前段規定，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 500 萬元。證券投資信託事業、證券投資顧問事業或證券經紀商，以信託方式經營全權委託投資業務，接受委託人原始信託財產應達新臺幣一千萬元以上，並應依本辦法及證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法，申請兼營金錢之信託及有價證券之信託(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 2 條之 1)。且證券投資顧問事業經營全權委託投資業務，接受委託投資之總金額，不得超過其淨值之二十倍。但其實收資本額達新臺幣三億元者，

---

理全權委託投資業務者，應送同業公會審查後，轉報本會申請換發營業執照。

證券經紀商或期貨經紀商未於第一項期間內申請換發兼營證券投資顧問事業辦理全權委託投資業務營業執照者，廢止其許可。但有正當理由，於期限屆滿前，得向本會申請展延一次，並以三個月為限。

證券經紀商或期貨經紀商除已兼營證券投資顧問事業辦理證券投資顧問業務者外，兼營證券投資顧問事業辦理全權委託投資業務非加入同業公會，不得開辦該項業務。

證券經紀商兼營證券投資顧問事業以信託方式辦理全權委託投資業務，除應依第一項及第二項規定申請換發營業執照外，並應依兼營信託業務管理辦法規定，完成新增營業項目登錄，備妥中華民國信託業商業同業公會同意會及提存賠償準備金之證明文件，向本會申報後，始得開辦。」

<sup>166</sup> 「外國證券經紀商或外國期貨經紀商經其總公司准許並由總公司出具聲明其於本國係得經營全權委託投資業務者，得申請其在中華民國境內設立之分支機構兼營證券投資顧問事業辦理全權委託投資業務。第十條第六項、第十條之一、第十四條第三項、第十五條至前條、第四十條及第五章附則規定，於外國證券經紀商或外國期貨經紀商申請其在中華民國境內設立之分支機構兼營證券投資顧問事業辦理全權委託投資業務者準用之。」

不在此限。前項接受委託投資之總金額，於同時以委任及信託方式為之者，應合併計算之。第一項淨值以最近期經會計師查核簽證、董事會通過及監察人承認之財務報告為準。他業兼營者，除期貨信託事業外，第一項規定之淨值及實收資本額，改按指撥營運資金計算（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 13 條）。

簡言之，法規上對於不同法律關係所為之全權委託之金額有不同之限制。如以委任之方式接受客戶之財產，僅需達新台幣 500 萬元；然而如以信託之方式接受客戶之財產，則須達新台幣一千萬元以上方得為之。

#### **第四款 應委由保管機構保管金錢**

按委任乃當事人約定，一方委託他方處理事務，他方允為處理之契約（民法第 528 條）。信託乃謂委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係（信託法第 1 條）。可得知信託之特別成立要件為信託財產之移轉，以及信託財產之管理或處分<sup>167</sup>。二者差別最大者在於財產之所有權是否已移轉，而分別屬於信託或委任。但二者在外觀上皆將財產至於受託人或受任人管領支配下並且至於保管機構，以確保委託投資資產。如受任人為證券投資信託或證券投資顧問事業，接受客戶之委託投資資產，與證券投資信託事業或證券投資顧問事業及全權委託保管機構之自有財產，應分別獨立（投信投顧法第 51 條、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）。並且證券投資信託事業或證券投資顧問事業以委任方式經營全權委託投資業務，應由客戶將資產全權委託保管機構保管或信託移轉予保管機構（投信投顧法第 53 條）。如以信託之方式，證券投資信託事業、證券投資顧問事業或證券商兼營信託業務之特定項目，應將委託人交付之信託財

<sup>167</sup> 王文宇等著，前揭註 150，頁 237。

產，委由符合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規定之全權委託保管機構保管(證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營業信託業務管理辦法第9條)。簡言之，投信、投顧業者並無法直接掌控該金錢，必須藉由保管機構保管該客戶交付之金錢。



## 第二節 自動化投資顧問服務發展所需規範

### 第一項 設計良好之自動化投資顧問服務應具備：能力、誠實、適合性

前述提到自動化投資顧問服務有許多運用，如運用在保險方面、房貸方面或投資方面。投資方面之自動化投資顧問服務引起了監管機關最大關注<sup>168</sup>，但相同監管問題同樣適用於保險業和銀行業。

概括地說，對金融服務監管的主要理由如 1.為消費者提供某程度之保護，以保障其金融商品安全 2.保障社會不受金融商品提供者破產之負面影響 3.保護消費者不因相對缺乏金融商品知識、對商品供應商之依賴而受剝削<sup>169</sup>。此外，金融服務監管旨在改善不平等，要求保險公司根據風險收取費用或銀行對少數族裔、低收入群體提供服務<sup>170</sup>。傳統上，金融服務機構及其相關監管機構可分為三大領域：證券，銀行和保險。監管重要性於此些領域十分不同，例如對於銀行業償付能力及存款保險予以規範；而對保險業監管則試圖透過償付能力監管、保險準備金使絕大多數類型保險之消費者安全；而證券之監管機構目的不在於使共同基金或其他證券完全安全，其重點在提高證券市場的透明度，防止欺詐，促進教育和

<sup>168</sup> See, e.g., FINRA *supra note*, 10; Massachusetts Securities Division, *supra note*, 92 at 5; Blackrock, Digital Investment Advice: Robo Advisors Come of Age (2016), at 1, <http://www.blackrock.com/corporate/en-lm/literature/whitepaper/viewpoint-digital-investment-advice-september-2016.pdf>.

<sup>169</sup> Jackson, Howell E., Regulation in a Multi-Sector Financial Services Industry: An Exploratory Essay, Harvard Law School Discussion Paper No. 258, 34-36 (2009).

<sup>170</sup> Tom Baker, Health Insurance, Risk, and Responsibility after the Affordable Care Act (159 U. Pa. L. Rev.1577, (2011); Keith N. Hylton and Vincent D. Rougeau, Lending Discrimination: Economic Theory, Econometric Evidence, and the Community Reinvestment Act, 85 Geo. L. J. 237, 249 (1996).

研究，幫助消費者管理投資風險<sup>171</sup>，在金融服務方面，法規處理償付能力，組織和執照、市場行為以及商品核准。

證券經紀人，抵押經紀人(mortgage brokers)，保險代理人 and 經紀人等中介皆可能使消費者獲得更佳金融服務，從而改善消費者與金融產商品提供者之間的資訊失衡<sup>172</sup>，然而欲實現此目的可能存在巨大挑戰，亦即消費者幾近無能力識別中介人的素質，因其是消費者無法評估金融商品之質量。簡言之，消費者需要中介的幫助來評估金融商品，卻無法藉由評估中介之建議來評估中介品質。此外，中介機構現行的佣金制度將造成重大利益衝突，導致有偏見、不中立的建議<sup>173</sup>。最後，金融商品的多樣性及複雜性使得專家難以在金融服務方面持續提供良好的建議。

金融服務監管通常使用三主要的監管方式來解決這些挑戰：證照及教育。旨在確保中介機構具備身為中介機構出售的商品最低水平之能力；要求揭露和反欺詐，旨在要求中介機構對其客戶誠實；以及標準化行為準則，例如受任人義務，鼓勵中介機構提供符合客戶之金融服務<sup>174</sup>。事實上最為重要者莫過於思考監管者是否且有能且應將上述規範方式直接運用於自動化投資顧問服務，因投資方面自動化投資顧問服務在市場上發展最為迅速，並且實務上已幫助或取代財務顧問，下文中將以投資投資方面方面自動化投資顧問服務探討，設計良好之自動化投資顧問服務應具備三要素。

---

<sup>171</sup> SEC & FINRA, *supra note*, 23; Williams, Toni, Empowerment of Whom and for What? Financial Literacy Education and the New Regulation of Consumer Financial Services, 29 Law & Policy, No. 2, pp. 226-256, 226, 233 (2007).

<sup>172</sup> Cummins, J David and Doherty, Neil A., The Economics of Insurance Intermediaries, 73 Journal of Risk & Insurance, No. 3, pp. 359-396, 386 (2006).

<sup>173</sup> See, e.g., Council of Econ. Advisers, *The Effects Of Conflicted Investment Advice On Retirement Savings* 13, 15-16 (Feb. 2015),

[https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea\\_coi\\_report\\_final.pdf](https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea_coi_report_final.pdf)

<sup>174</sup> Revisions and Clarifications to the Uniform Licensing Standards, NAIC (Apr. 2011),

[http://www.naic.org/documents/committees\\_ex\\_pltf\\_producer\\_licensing\\_ul\\_standards\\_revised.pdf](http://www.naic.org/documents/committees_ex_pltf_producer_licensing_ul_standards_revised.pdf)





### 第一款 能力

現行自動化投資顧問服務宣稱其服務、獲利與財務顧問相同、甚至更佳。程式設計者可以輕易將金融商品配對、及其他方面投資，例如再平衡。隨著自動化投資顧問服務逐漸取代產品匹配(product matching)、其他易於自動化的功能，自動化投資顧問服務很大程度上將可能取代投資顧問，並且依據本身能力進行規劃及指導消費者<sup>175</sup>。

### 第二款 誠實

事實上，誠實十分難以定義<sup>176</sup>。誠實是指對商品及其有關建議、顧問報酬、購買程序之真實陳述，包涵正確告知所推介建議之基礎，如投資顧問並未考量市場上所有商品，須揭露客戶將此錯誤印象予以更正、揭露是否收取回扣或與客戶利益相衝突之行為、並提供無利益衝突之建議<sup>177</sup>。

### 第三款 適合性

適合性與能力為一體兩面，具備能力的自動化投資顧問服務將直接或間接給予最適和其客戶建議。

## 第二項 自動化投資顧問所帶來新規範挑戰

在眾多的金融商品中，自動化投資顧問服務有潛力超越自然人投顧，雖然在程式上可設計出不受誘因影響之自動化投資顧問服務，但其並非本質上對於長久以來影響中介商的誘因免疫，事實上難以期待經營自動化投資顧問服務之業者如此為之。有相當高之可能性是自動化投資顧問服務業者運用演算法選出對其自身最有利之產品並推介給客戶。這意味監管者必須在自動化投資顧問服務蓬勃發展

<sup>175</sup> Remarks of Bo Lu, founder of BlackRock Investor Advisor at the SEC FinTech Forum (Nov. 14, 2016) at 12. Also available at: <https://www.sec.gov/spotlight/fintech/transcript-111416.pdf>.

<sup>176</sup> Baker, Tom and Dellaert, Benedict G. C., Regulating Robo Advice Across the Financial Services Industry, 103 Iowa Law Review 713 (2018). Also available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2932189>.

<sup>177</sup> *Id.* at 19.

時扮演更積極的角色，於風險尚低並且在消費者對於自動化投資顧問服務充滿不確定時，有不少自動化投資顧問服務業者對於監管者要求自動化投資顧問服務所建議之質量應通過相應之獨立能力認證表示贊同<sup>178</sup>。



為了評估自動化投資顧問服務是否具備能力、誠實、適合，監管者需要發展適當、特定領域科學和工程之專業知識。唯有如此，自動化投資顧問服務方得以被規範，否則自動化投資顧問服務僅在目前法規下受到規範，雖現有規範提供一定程度之保障，但在自動化投資顧問服務規模擴大後可能稍嫌不足。

### 第一款 排序、配對演算法和程序

演算法係指引導整個過程的程式(formula)、或是有規律陳述的法則(formal statement of rules)<sup>179</sup>，每個演算法是植入如何在客戶及金融商品間選擇的模組(model)軟體代碼(software code)<sup>180</sup>。對自動化投資顧問服務而言，演算法是指對於金融商品加以排名，並供客戶選擇；或是在自動化投資顧問服務選擇時投資標的時，用於配對客戶與金融商品之演算法。例如：開發人員可設計自動化投資顧問服務，對於客戶退休儲蓄計劃推薦股票及債券之比例，隨著年齡增加長而增加債券比例<sup>181</sup>。目前多數自動化投資顧問服務主要使用此種演算法，此意味該演

<sup>178</sup> SEC Commissioner Kara Stein, Surfing the Wave: Technology, Innovation, Competition (Nov. 9, 2015), <https://www.sec.gov/news/speech/stein-2015-remarks-harvard-law-school.html> (lasted visited: Apr. 14, 2017).

<sup>179</sup> Mike Ananny, Toward an Ethics of Algorithms: Convening, Observation, Probability and Timeliness, 41 Science, Tech & Hum. Values 93, 97 (2015). Also available at <http://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0162243915606523>.

<sup>180</sup> Baker, Tom and Dellaert, Benedict G. C., *supra note*, 170 at 22; Nicole G. Iannarone, Computer as Confidant: Digital Investment Advice and the Fiduciary Standard, (93 Chi.-Kent L. Rev. 141 2018), at 158,159.

<sup>181</sup> See, e.g., Olivia S. Mitchell and Stephen Utkus, Target-Date Funds in 401(K) Retirement Plans, NBER Working Paper 17911 (2012).

算法屬可檢視、說明之邏輯<sup>182</sup>。因此，為評估演算法的能力，監管者需要以下來自自動化投資顧問服務業者之資訊<sup>183</sup>：



- 對於模型、模型所採用的數據做解釋。
- 用於創建模型的數據是否合適的證據，包括與客戶、產品數據相關之數據。
- 對演算法產生結果之解釋。
- 演算法係依設計方式運行之證據。
- 自動化投資顧問服務設計者如何評估演算法是否成功及設計者如何因應的證據。
- 對自動化投資顧問服務設計者所考量及拒絕之其他因素解釋。

## 第二款 客戶、商品數據

良好的演算法結合適當數據引導客戶做出高品質的投資。必須在眾多商品市場中提供消費者有意義的選擇，這代表數據的處理及品質。

### 第一目 數據處理

目前並無公共儲存空間可統一儲存自動化投資顧問服務運行所需之數據資料，因此欠缺法律強制要求下，數據來源來自自動化投資顧問服務之供應商或代理商，而可能出於種種原因而不願提供數據。毫無疑問，仍有更多商業原因導致供應商不願意提供數據，即便供應商有義務向監管者提供有關其產品資訊，此數據可能不足以滿足自動化投資顧問服務之需求，如：因監管者可能不公開數據、數據格式可能並非自動化投資顧問服務可讀取、數據可能未涵括所有商品屬性或數據可能未即時公開供自動化投資顧問服務使用，對於數據取得監管者應思考以下問題：

---

<sup>182</sup> Coglianese, Cary & Lehr, David, *Regulating by Robot: Administrative Decision Making in the Machine-Learning Era*, 105 *Geo. L.J.* 1147 (2017). Also available at <https://ssrn.com/abstract=2928293>.

<sup>183</sup> Baker, Tom and Dellaert, Benedict G. C., *supra note*, 170 at 23.

首先，自動化投資顧問服務是否有機會取得合理數據來源，若無法取得數據，特別是有關商品數據，是否將不利於消費者從而影響排序配對？其次，在數據存在差距的情況下，自動化投資顧問服務解決此差距的方法為何？為何選用此策略？且該選擇是否合理？第三，無論是正式、非正式，監管者是有權限，可增加數據取得，從而提高自動化投資顧問服務建議品質？

## 第二目 數據品質

即便推定可取得數據，在自動化投資顧問服務早期發展階段，數據完整性和準確性方面也會存在重大問題<sup>184</sup>。在監管者乏經驗的情況下，可能過分信賴自動化投資顧問服務數據、已完整通過測試、發展合理處理失誤之策略，因此監管者應發展出對特定領域、數據品質提出疑問之能力<sup>185</sup>。

## 第三款 選擇架構

自動化投資顧問服務通常使用自動化的流程傳達其建議，而提供選項的順序、所呈現的選項的數量、屬性、框架（例如，收益與損失），皆有對客戶在選用建議有重大影響。因此在誠實、能力問題上，監管者應注意自動化投資顧問服務所表達之方式、排序是否導致客戶無法得到最好的理財建議排序。

## 第四款 資訊技術架構

處理資訊技術架構的安全性和穩定性是當務之急，但須注意過高的資訊技術架構要求可能成為創新型企業進入的障礙。

## 第三項 小結

總結來說，對自動化投資顧問服務進行更嚴格的管制需考量（1）潛在受害消費者數量；（2）市場中發生有害行為的可能性，以及（3）受害消費者之嚴重

<sup>184</sup> See, e.g., Massachusetts Securities Division, *supra note*, 92 at 5.

<sup>185</sup> Baker, Tom and Dellaert, Benedict G. C., *supra note*, 170 at 27.

程度。當更多數消費者受到影響時、當有害行為容易產生於引入市場時、以及行為造成危害嚴重程度高時，對監管的需求就會更大<sup>186</sup>。

自動化投資顧問服務相較於傳統投顧，得以接觸更廣泛消費者，隨著在金融市場上使用單一或相同模型自動化投資顧問服務使用者增多，將導致系統性風險的可能性增加<sup>187</sup>，有可能出現自動化投資顧問服務所建議或許是最有利於個別客戶，但不利於總體金融市場之情形<sup>188</sup>。在目前自動化投資顧問服務尚未受到廣泛使用情況下，對於上述問題風險評估僅僅為抽象、概念性的解釋，但監管者仍應未雨綢繆發展其評估自動化投資顧問服務所導致風險的能力。在發展適當的監管能力之後，監管者將有能力制定一套策略，以應對在市場上自動化投資顧問服務規模、其所涉及的問題，以促進創新、誠實、有能力的自動化投資顧問服務。隨著時日發展，監管者可能會採取嚴格方式來檢驗自動化投資顧問服務能力和誠實性，及其建議是否合適。

考量自動化投資顧問服務係以自動化方式服務其客戶，其建議的輸入(input)和輸出(output)、演算法以及許多選擇架構存在於數位形式中，因此可以使用數位工具(digital tools)進行分析。申言之，其可存儲客戶和產品之輸入、建議演算法、選擇界面、市場狀況、和與客戶互動的結果，如同飛機上的黑盒子得以事後檢視。此數據得用於判定消費者「事故」之分析，使監管者有能力使自動化投資顧問服務為其提供誤導性、不完整或其他不充分建議而負起責任。

---

<sup>186</sup> *Id.* at 31.

<sup>187</sup> *Id.* at 31.

<sup>188</sup> *Id.* at 31.

### 第三節 證券投資顧問業之受任人義務



按自動化投資顧問服務乃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，應屬投資顧問而受我國「證券投資信託及顧問法」之規範，依投信投顧法第4條第2項之規定應報請主管機關核准。傳統上投資顧問蒐集、整理、市場資訊，運用專業能力進行分析，並引導投資人進行合理、理性投資，此一投資顧問角色在現今金融科技發展下，由自動化投資顧問服務所取代，亦應經主管機關核准方得為之。

申言之，傳統上受任人義務於自動化投資顧問服務應如何適用？是否需要修正？使用自動化投資顧問服務的投資者是否意識到，如果市場崩盤時，自動化投資顧問服務將不提供即時諮詢服務？種種問題圍繞著自動化投資顧問服務，誠然目前台灣並無此問題，但當我們期望市場保持最佳狀態時，我們必須擁抱創新，金融科技之發展顯然將促成顯著進步，於此同時需事前預做準備，以期在發生相關爭議前預防問題，以下將探討受任人義務之下注意義務及忠誠義務相關問題。

如前所述，美國法對於受任人義務之投資注意義務有較為詳細之規範，我國法則僅以善良管理人之注意義務及忠實義務，誠實信用原則等規範投信、投顧等行業，我國雖未明文規定「受任人義務」之含義，英美法上已發展百年之受託人規定，是否可直接解釋於我國投信投顧法<sup>189</sup>？我國民法體系係參酌歐陸法系所建立，而投信投顧法則參酌美國投資公司法(1940年)、投資顧問法(1940年)、證券法(1933年)、金融服務現代化法(1999年)，日本證券投資顧問業法(2001年)、投資信託及投資法人法(2001年)，英國金融服務暨市場法(2000年)等規定，運用英美法受任人義務於我國法制上，是否將產生扞格？為以下探討核心。

<sup>189</sup> 范瑞華(2005)，〈金融商品販賣之推介規範〉，《萬國法律》，139期，頁11。



## 第一項 受任人義務概念

於英美法上，受任人義務是規範受託人行為之原則，更為達成委託目的之關鍵。於我國法上，具備受任人義務法律關係多如牛毛，但其意義及概念仍有待完善發展<sup>190</sup>。因投資顧問與委任人間屬於委任關係，於信賴關係下而負有受任人義務，其包含忠誠義務及注意義務。詳言之，係指受託人應以受益人之利益為考量，原則應自行處理委託事務，不得與受益人發生利益衝突。其主要內涵可歸納出<sup>191</sup>：1.受託人不得與受益人利益衝突。2.於處理事務時不得但三人謀取利益。3.受託人應以受益人之利益為出發，不得本於自身利益處理委託事務。

## 第二項 受任人義務與善良管理人注意義務之異同

我國法明文善良管理人之注意義務及忠實義務，是否即為英美法上之受任人義務，仍值得討論。有認為忠實義務僅為附隨義務，於信託關係下受託人雖對於受益人負有義務，但受益人並非契約當事人，固忠實義務並非由契約關係所推導出，而應起因為信任關係<sup>192</sup>。基於此信任關係，受託人對於受益人負有忠實義務，故忠實義務為信託關係下所派生<sup>193</sup>。

對於善良管理人之注意義務與忠實義務在本質上是否有所不同，有兩種看法：

### 第一款 同質說

認為二者相同，課予受任人義務僅為貫徹善良管理人之注意義務。

<sup>190</sup> 謝哲勝（2001），〈忠實關係與忠實義務〉，《月旦法學雜誌》，70期，頁136-137。

<sup>191</sup> 林哲誠（1990），《信託關係下受託人忠實義務之研究》，頁15-27，國立台北大學法律學系碩士論文。

<sup>192</sup> 葉張基（1998），《信託法與民法之調和》，頁101，國立中興大學法律研究所碩士論文。

<sup>193</sup> 林哲誠，前揭註191，頁10。

## 第二款 異質說

二者為不同概念，忠實義務在避免受託人濫權、圖利自身或因第三人而犧牲受益人之利益；善良管理人之注意義務則要求受託人執行職務時盡合理、相當之注意義務。若因違反注意義務而生之債務不履行或侵權行為，可以過失責任追究<sup>194</sup>。

## 第三項 證券投資顧問業之受任人義務

如就民法上觀察，證券投資顧問受投資人委任做成投資分析並給予投資建議，並由投資人給予相當報酬，為委任關係，因此適用民法上委任之規定。依民法第 535 條，有償委任應以善良管理人之注意義務執行委任事務；第 540 條規定受任人報告義務；541 條規定受任人的交付金錢物品、孳息及權利移轉義務；542 條規定支付利息與損害賠償義務等。

特別法上投信投顧法第 7 條規定，證券投資信託事業、證券投資顧問事業應依本法或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，本誠信原則執行業務。倘違反忠實及注意義務者，依投信投顧法第 7 條第 3 項規定，就證券投資信託基金受益人或契約之相對人因而所受之損害，應負賠償之責。同法第 9 條並規定懲罰性賠償，針對違反投信投顧法而應負損害賠償責任之人，對於故意所致之損害，法院得依侵害情節酌定損害額 3 倍以下之懲罰性賠償；因重大過失所致之損害，得酌定損害額兩倍以下之懲罰性賠償、證券投資顧問事業管理規則第 11 條、證券投資信託事業管理規則第 19 條<sup>195</sup>等規定要求謀求客戶最大利益……，充分展現受任人義務之意涵，

<sup>194</sup> 廖大穎，〈論公司與董事間之非常規交易與利益衝突〉，《月旦法學雜誌》，54 期，頁 138。

<sup>195</sup> 證券投資信託事業管理規則第十九條：「證券投資信託事業應依本法、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。

前項事業，除法令另有規定外，不得有下列行為：

一、以業務上所知悉之消息洩露予他人或從事有價證券及其相關商品買賣之交易活動。  
二、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，為自己或他人之利益買入或賣出，或



依投信投顧法第 59 條規定經營全權委託投資業務不得為之行為<sup>196</sup>。其中第 8 款規定：「未依投資分析報告作成投資決策，或投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根據者。但能提供合理解釋者，不在此限。」不論證券投資信託事業、證券投資顧問事業之負責人、業務人員及其他受僱人執行業務人皆必須遵守（投信投顧法第 71 條第 1 項）<sup>197</sup>。在投信投顧法第 111 條第 4 款規定對於違反者，處新臺幣 60 萬元以下 300 萬元以下罰鍰，並責令限期改善；屆期不改善者，得

---

無正當理由，與受託投資資金為相對委託之交易。

三、為虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。

四、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，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。

五、約定或提供特定利益、對價或負擔損失，促銷受益憑證。

六、轉讓出席股東會委託書或藉行使證券投資信託基金持有股票之投票表決權，收受金錢或其他利益。

七、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，意圖抬高或壓低證券交易市場某種有價證券之交易價格，或從事其他足以損害證券投資信託基金投資人權益之行為。

八、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，將已成交之買賣委託，自基金帳戶改為自己、他人或全權委託帳戶，或自自己、他人或全權委託帳戶改為基金帳戶。

九、於公開場所或傳播媒體，對個別有價證券之買賣進行推介，或對個別有價證券未來之價位作研判預測。

十、利用非專職人員招攬客戶或給付不合理之佣金。

十一、於非登記之營業處所經營業務。

十二、其他影響受益人、客戶之權益或本事業之經營者。

第一項事業對於受益人或客戶個人資料、往來交易資料及其他相關資料，除其他法律或本會另有規定外，應保守秘密。」

證券投資信託事業應依同業公會規定訂定內部人員管理規範，並執行之。

<sup>196</sup> 投信投顧法第五十九條：「經營全權委託投資業務不得有下列行為：

一、利用職務上所獲知之資訊，為自己或客戶以外之人從事有價證券買賣之交易。

二、運用委託投資資產買賣有價證券時，從事足以損害客戶權益之交易。

三、與客戶為投資有價證券收益共享或損失分擔之約定。但主管機關對績效報酬另有規定者，不在此限。

四、運用客戶之委託投資資產，與自己資金或其他客戶之委託投資資產，為相對委託之交易。但經由證券集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對委託之結果者，不在此限。

五、利用客戶之帳戶，為自己或他人買賣有價證券。

六、將全權委託投資契約之全部或部分複委任他人履行或轉讓他人。但主管機關另有規定者，不在此限。

七、運用客戶委託投資資產買賣有價證券時，無正當理由，將已成交之買賣委託，自全權委託帳戶改為自己、他人或其他全權委託帳戶，或自其他帳戶改為全權委託帳戶。

八、未依投資分析報告作成投資決策，或投資分析報告顯然缺乏合理分析基礎與根據者。但能提供合理解釋者，不在此限。

九、其他影響事業經營或客戶權益者。」

<sup>197</sup> 其規定：「證券投資信託事業、證券投資顧問事業之負責人、業務人員及其他受僱人執行業務，對於第十九條第一項、第五十九條或本於法令或契約規定事業不得為之行為，亦不得為之。」

按次連續處二倍至五倍罰鍰至改善為止<sup>198</sup>。與美國法上發展近百年之投資顧問為符合其受任人義務必須提供組合分析(portfolio analysis)，實有相近之處。

當然，在我國傳統上並無此概念，以英美法解釋時可能會產生衝突，受任人義務於大陸法系起因契約法理，與英美法上源自於信託法裡有所不同，於解釋投資顧問所負擔之善良管理人注意義務時，不應以單純民法委任契約之意旨解釋之<sup>199</sup>。於現行法觀察，投信投顧法第7條第3項規定對於投顧事業違反善良管理人注意義務、忠實義務、保密義務時，對於契約相對人因此所受損害，應負賠償之責；同法第9條規定契約相對人之懲罰性損害賠償請求權。應注意者為我國法下應以「相對人受有損害」為請求損害賠償之要件。如探究受任人義務之規範目的，主要為防止受任人因違反義務而獲有利益，是否有損害並非影響是否違反受任人義務<sup>200</sup>。

最釜底抽薪之道，或許仍是藉由立法明文解決。就最終請求權上本文認為投資人與投資顧問間，為委任關係，而負有忠實義務，若同時構成民法上之侵權行

<sup>198</sup> 投信投顧法第一百十一條：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業有下列情事之一者，處新臺幣六十萬元以上三百萬元以下罰鍰，並責令限期改善；屆期不改善者，得按次連續處二倍至五倍罰鍰至改善為止：

一、違反第三條第四項或第四條第四項規定，經營未經主管機關核准之業務。  
二、違反第十四條第一項、第十八條第一項或第五十六條第一項有關投資、交易範圍、方式或限制之規定。  
三、違反主管機關依第十六條第四項所定辦法有關投資、交易範圍或限制之規定。  
四、違反第十九條第一項、第五十一條第一項或第五十九條規定。  
五、違反主管機關依第五十八條第二項所定有關投資標的分散比率之規定。  
六、違反第六十三條第一項規定，未經主管機關核發營業執照而營業。  
七、違反主管機關依第六十九條所定規則有關行為規範或限制、禁止之規定。  
八、違反主管機關依第七十條所定規則有關限制、禁止之規定。  
九、違反主管機關依七十二條第一項所定標準或規則之規定，未經主管機關核准而設立分支機構、遷移或裁撤公司或分支機構。」

<sup>199</sup> 劉興善（1997），〈從信賴關係談受託人、受任人、法人代表及公司負責人之注意義務〉，《政大法學評論》57卷，頁427；以及王志誠（2003），〈信託：私法體系上之水上浮油？（上）〉，《台灣本土法學雜誌》，46期，頁11-12。

<sup>200</sup> 曾宛如（2002），〈董事忠實義務之內涵及適用疑義—評析新修正公司法第二十三條第一項〉，《台灣本土法學雜誌》，38期，頁64。

為、債務不履行及投信投顧法第 7 條，仍不妨以請求權競合之方法做為委託人訴訟上之主張。

## 第四節 從事全權委託業務之主體及善良管理人之注意

如前節所述我國金融業法規中多以忠實義務、善良管理人之注意義務及誠實信用原則來表示受任人義務之規定<sup>201</sup>。

### 第一項 證券投資信託及證券投資顧問概論

#### 第一款 證券投資顧問之法規規範

我國 2004 年金融監理一元化後，過去財政部證券暨期貨管理委員會之權限轉由行政院金融監督管理委員會執掌。因此欲成為證券投資顧問事業，需符合投信投顧法、證券投資顧問事業設置標準、投顧人員管理規則等法規及行政命令，並取得金管會證券期貨局許可。

如前所述自動化投資顧問服務最適合運用於指數股票型基金，在我國共同基金之營運主要由證券投資信託制度規範。所謂「證券投資信託」，依投信投顧法第 3 條所稱，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。依同法第 5 條第 4 款，對於所募集之資金則稱為「證券投資信託基金」。同法第 4 條規範「證券投資顧問事業」，亦即直接或間

<sup>201</sup> 例如，我國信託業法第 22 條第 1 項規定：「信託業處理信託事務，應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務。」在信託關係中，善良管理人之注意義務與忠實義務之意義究竟為何？有採「異質說」者，認為忠實義務主要在解決利益衝突之情形，而善良管理人之注意義務係指社會一般誠實、勤勉而有相當經驗之人所應具備之注意。但台北地院 93 年重訴字第 144 號判決持不同之見解，認為在法律判斷上，二者具有相同的法律效果，則無必要強採異質說並針對個別行為逐一定性。參劉連煜，前揭註 149，頁 103-104；杜怡靜（2009），〈連動債銷售契約中受託人之注意義務—關於信託業法中的善良管理人注意義務/高院 97 上易 420〉，《台灣法學雜誌》，134 期，頁 199。

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屬證券投資顧問事業。

## 第二項 證券投資信託事業、證券投資顧問事業、信託業得從事全權

### 委託業務

依投信投顧法第4條之規定，證券投資顧問得從事證券投資顧問、全權委託投資業其他經主管機關核准之有關業務<sup>202</sup>。同法第3條則規定證券投資信託得為證券投資信託業務、全權委託投資業務、其他經主管機關核准之有關業務<sup>203</sup>。信託業、證券證券經紀商或期貨經紀商依前所述，得從事全權委託之業務。

## 第三項 證券投資信託事業部分

投信投顧法第7條第1項規定：「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，本於誠實信用原則執行業務。」投信投顧法並授權主關機關訂定「證券投資信託事業管理規則」、「證券投資信託事業負責人與業務人員規則」，其中證券投資信託事業管理規則第19條第1項規定：「證券投資信託事業應依本法、本法授權訂定之命令及契約規定，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。」<sup>204</sup>，證券投資信託事業負責人與業務人員規則第13條第1項亦

<sup>202</sup> 依證券投資顧問事業管理規則第三條第一項，須經主關機關核准者為：一、變更公司名稱。二、變更資本額。三、變更營業項目。四、變更公司或分支機構營業處所。五、受讓或讓與全部或主要部分營業或財產。六、解散或合併。七、停業、復業及歇業。八、其他經本會規定應經核准之事項。

<sup>203</sup> 依證券投資顧問信託事業管理規則第三條第一項，須經主關機關核准者為：一、變更公司名稱。二、停業或復業。三、解散或合併。四、讓與全部或主要部分之營業或財產。五、受讓他人全部或主要部分之營業或財產。六、變更資本額。七、變更公司或分支機構營業處所。八、其他經本會規定應經核准之事項。

<sup>204</sup> 同條第二項有具體規定：「前項事業，除法令另有規定外，不得有下列行為：一、以業務上所知悉之消息洩露予他人或從事有價證券及其相關商品買賣之交易活動。」

規定：「證券投資信託事業之負責人、部門主管、分支機構經理、其他業務人員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。」<sup>205</sup>



- 
- 二、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，為自己或他人之利益買入或賣出，或無正當理由，與受託投資資金為相對委託之交易。
  - 三、為虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。
  - 四、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，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。
  - 五、約定或提供特定利益、對價或負擔損失，促銷受益憑證。
  - 六、轉讓出席股東會委託書或藉行使證券投資信託基金持有股票之投票表決權，收受金錢或其他利益。
  - 七、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，意圖抬高或壓低證券交易市場某種有價證券之交易價格，或從事其他足以損害證券投資信託基金投資人權益之行為。
  - 八、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，將已成交之買賣委託，自基金帳戶改為自己、他人或全權委託帳戶，或自自己、他人或全權委託帳戶改為基金帳戶。
  - 九、於公開場所或傳播媒體，對個別有價證券之買賣進行推介，或對個別有價證券未來之價位作研判預測。
  - 十、利用非專職人員招攬客戶或給付不合理之佣金。
  - 十一、於非登記之營業處所經營業務。
  - 十二、其他影響受益人、客戶之權益或本事業之經營者。」
- <sup>205</sup> 同條第二項有具體規定：「前項人員，除法令另有規定外，不得有下列行為：
- 一、以職務上所知悉之消息洩漏予他人或從事有價證券及其相關商品買賣之交易活動。
  - 二、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，為自己或他人之利益買入或賣出，或無正當理由，與受託投資資金為相對委託之交易。
  - 三、為虛偽、詐欺或其他足致他人誤信之行為。
  - 四、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，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。
  - 五、約定或提供特定利益、對價或負擔損失，促銷受益憑證。
  - 六、轉讓出席股東會委託書或藉行使證券投資信託基金持有股票之投票表決權，收受金錢或其他利益。
  - 七、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，意圖抬高或壓低證券交易市場某種有價證券之交易價格，或從事其他足以損害證券投資信託基金投資人權益之行為。
  - 八、運用證券投資信託基金買賣有價證券及其相關商品時，將已成交之買賣委託，自基金帳戶改為自己、他人或全權委託帳戶，或自自己、他人或全權委託帳戶改為基金帳戶。
  - 九、於公開場所或傳播媒體，對個別有價證券之買賣進行推介，或對個別有價證券未來之價位作研判預測。
  - 十、利用非專職人員招攬客戶或給付不合理之佣金。
  - 十一、代理客戶從事有價證券投資或證券相關商品交易。
  - 十二、其他影響受益人、客戶之權益或本事業之經營者。」

#### 第四項 證券投資顧問事業部分

投信投顧法第 7 條第 1 項規定亦規範證券投資顧問之受任人義務，並且投信投顧法授權主關機關訂定「證券投資顧問事業管理規則」、「證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則」，其中證券投資顧問事業管理規則第 13 條第 1 項規定：「證券投資顧問事業應依本法、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，本誠實及信用原則執行業務。」<sup>206</sup>，投顧人員管理規則第 15 條第 1 項亦規定：「證券投資顧問事業之負責人、部門主管、分支機構經理人、業務人員或其他受僱人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。」<sup>207</sup>。

<sup>206</sup> 同條第二項有具體規定：「前項事業除法令另有規定外，不得有下列行為：

- 一、以詐欺、脅迫或其他不正當方式簽訂委任契約。
- 二、代理他人從事有價證券投資或證券相關商品交易行為。
- 三、與客戶為投資有價證券收益共享或損失分擔之約定。
- 四、買賣該事業推介予投資人相同之有價證券。但證券投資信託基金及境外基金，不在此限。
- 五、為虛偽、欺罔、謾罵或其他顯著有違事實或足致他人誤信之行為。
- 六、與客戶有借貸款項、有價證券，或為借貸款項、有價證券之居間情事。
- 七、保管或挪用客戶之有價證券、款項、印鑑或存摺。
- 八、意圖利用對客戶之投資研究分析建議、發行之出版品或舉辦之講習，謀求自己、其他客戶或第三人利益之行為。
- 九、非依法令所為之查詢，洩漏客戶委任事項及其他職務所獲悉之秘密。
- 十、同意或默許他人使用本公司或業務人員名義執行業務。
- 十一、以任何方式向客戶傳送無合理分析基礎或根據之建議買賣訊息。
- 十二、於公開場所或廣播、電視以外之傳播媒體，對不特定人就個別有價證券未來之價位作研判預測，或未列合理研判分析依據對個別有價證券之買賣進行推介。
- 十三、自行或委託他人製播之證券投資分析節目，以非事業之受僱人擔任節目主持人。
- 十四、藉卜筮或怪力亂神等方式，為投資人作投資分析。
- 十五、以文字、圖畫、演說或他法鼓動或誘使他人拒絕履行證券投資買賣之交割義務、為抗爭或其他擾亂交易市場秩序之行為。
- 十六、利用非專職人員招攬客戶或給付不合理之佣金。
- 十七、以非登記名稱從事證券投資分析活動或其他業務行為。
- 十八、以證券投資顧問服務為贈品。
- 十九、於非登記之營業處所經營業務。
- 二十、與他人約定利潤與營業費用分成，並以本公司或受僱人名義參與經營證券投資顧問業務。
- 二十一、其他違反證券暨期貨管理法令或經本會規定不得為之行為。」

<sup>207</sup> 同條第二項有具體規定：「前項人員，除法令另有規定外，不得有下列行為：

- 一、以詐欺、脅迫或其他不正當方式簽訂委任契約。

## 第五項 信託業之部分

信託業處理信託事務，應以善良管理人之注意為之，並負忠實義務（信託業法第 22 條第 1 項）。同條第 2 項授權中華民國信託業商業同業公會（以下稱「信託公會」）擬定信託業應負之義務及相關行為規範，並報請主關機關核定<sup>208</sup>。鑑於信託業既受託管理他人他人之財產，理應依信託意旨行為，以實現信託之目的。

## 第五節 違反利益衝突之法律效果及舉證責任

如前所述，美國法對於受任人義務之投資注意義務有較為詳細且有歷史之規範發展，我國法則僅以善良管理人之注意義務及忠實義務，誠實信用原則等規範投信、投顧等行業，且因規範主體範圍之不同，具體規範於散見於不同法律及行政規則，以下論述之：

- 
- 二、代理他人從事有價證券投資或證券相關商品交易行為。
  - 三、與客戶為投資有價證券收益共享或損失分擔之約定。
  - 四、買賣該事業推介予投資人相同之有價證券。但證券投資信託基金及境外基金，不在此限。
  - 五、為虛偽、欺罔、謾罵或其他顯著有違事實或足致他人誤信之行為。
  - 六、與客戶有借貸款項、有價證券，或為借貸款項、有價證券之居間情事。
  - 七、保管或挪用客戶之有價證券、款項、印鑑或存摺。
  - 八、意圖利用對客戶之投資研究分析建議、發行之出版品或舉辦之講習，謀求自己、其他客戶或第三人利益之行為。
  - 九、非依法令所為之查詢，洩漏客戶委任事項及其他職務所獲悉之秘密。
  - 十、同意或默許他人使用本公司或業務人員名義執行業務。
  - 十一、以任何方式向客戶傳送無合理分析基礎或根據之建議買賣訊息。
  - 十二、於公開場所或廣播、電視以外之傳播媒體，對不特定人就個別有價證券未來之價位作研判預測，或未列合理研判分析依據對個別有價證券之買賣進行推介。
  - 十三、藉卜筮或怪力亂神等方式，為投資人作投資分析。
  - 十四、以文字、圖畫、演說或他法鼓動或誘使他人拒絕履行證券投資買賣之交割義務、為抗爭或其他擾亂交易市場秩序之行為。
  - 十五、利用非專職人員招攬客戶或給付不合理之佣金。
  - 十六、以非真實姓名（化名）從事證券投資分析活動或其他業務行為。
  - 十七、以證券投資顧問服務為贈品。
  - 十八、於非登記之營業處所經營業務。
  - 十九、其他違反證券暨期貨管理法令或經本會規定不得為之行為。」

<sup>208</sup> 信託業法第四條：「本法稱主管機關為金融監督管理委員會。」

## 第一項 民事責任

投信投顧法第 7 條要求投信公司之董事、監察人、經理人與受雇人負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，同法第 3 條賦予基金之受益人或契約之相對人損害賠償請求權。且為強化民事追訴之處罰，同法第 9 條第 1 項，賦予受益人得請求二倍或三倍懲罰性賠償金之權利。

信託業處理信託事務因管理不當致信託財產發生損害或違反信託本旨處分信託財產時，委託人、受益人或其他受託人得請求以金錢賠償信託財產所受損害或回復原狀，並得請求減免報酬（信託法第 23 條）。

## 第二項 行政責任

依投信投顧法第 103 條，主管機關對於違反法律或依法所發布之行政命令，得視情節之輕重，為以下之處置：警告、命令該事業解除其董事、監察人或經理人職務、對該事業二年以下停止其全部或一部之募集或私募證券投資信託基金或新增受託業務、對公司或分支機構就其所營業務之全部或一部為六個月以下之停業、對公司或分支機構營業許可之廢止、其他必要之處置。同法第 104 條規定，若投信事業及投顧事業之董事、監察人、經理人或受僱人執行職務，有違反本法或其他有關法令之行為，足以影響業務之正常執行者，主管機關除得隨時命令該事業停止其一年以下執行業務或解除其職務外，並得視情節之輕重，對該事業為第 103 條所定之處分。

信託業違反信託業法或依信託業法所發布之命令者，除依信託業法處罰外，主管機關得予以糾正、命其限期改善，並得依其情節為下列之處分：命令信託業解除或停止負責人之職務；停止一部或全部之業務；廢止營業許可；其他必要之處置。（信託業法第 44 條）。



### 第三項 訴訟上舉證責任部分

在我國法院實務之判決上，經常援引投信投顧法第 7 條、信託法第 22 條、民法第 535 條、第 544 條及相關規則作為裁判依據。申言之，對於受任人義務是否有違反，仍回歸是否進善良管理人之判斷標準，亦即以「善良管理人之注意，乃抽象之標準，不以管理者個人之能力為考量，乃以從事該等職業之人之社會地位，通常所要求之社會義務為標準。且金融機構於銷售金融商品時，應符合客戶之投資屬性、投資經驗、知識、投資目的、財產狀況、身分背景、資金來源與風險偏好等因素而為推介，以符合適當性原則之要求，亦已成為各國金融機構業務人員之基本行為準則」<sup>209</sup>作為判斷。

## 第六節 我國現行法下自動化投資顧問違反說明義務、適合性義務


我國金融消費者保護法第 7 條第 3 項明文規定金融服務業提供金融商品或服務，應盡善良管理人之注意義務；並要求提供之金融商品或服務具有信託、委託等性質者，並應依所適用之法規規定或契約約定，負忠實義務，明文規定金融服務業對於消費者負有受任人義務。

### 第一項 適合性義務

#### 第一款 金融消費者保護法制定前之規範

因自動化投資顧問服務業者與消費者交易地位相距懸殊，故在我國金融消費者護法制定前，即有規範類似於「合適性」之行政規則規範投信、投顧。例如：證券投資信託事業管理規則第 22 條之 1 第 1 項：「證券投資信託事業應充分知悉並評估客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況及其承受投資風險程度。」；中

<sup>209</sup> 臺灣高等法院 100 年金上字第 7 號民事判決。



華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資顧問事業從業人員行為準則  
第 3 條第 1 款：「負責人、業務人員及所有受僱人員應秉持下列之業務經營原則，共同為維護證券投資顧問公司之聲譽與發展而努力：一、忠實誠信原則：應遵守並奉行高標準的誠實、清廉和公正原則，確實掌握客戶之資力、投資經驗與投資目的，據以提供適當之服務，並謀求客戶之最大利益，不得有誤導、詐欺、利益衝突或內線交易之行為。」；證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則第 23 條第 1 項：「基金銷售機構辦理基金銷售業務，應充分知悉並評估客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況及其承受投資風險程度。」

## 第二款 金融消費者保護法制定後之規範

金融消費者保護法第 9 條規定：「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前，應充分瞭解金融消費者之相關資料，以確保該商品或服務對金融消費者之適合度。前項應充分瞭解之金融消費者相關資料、適合度應考量之事項及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」主管機關並依第 2 條授權訂定「金融服務業確保金融商品或服務適合金融消費者辦法」，作為金融業者實踐適合性原則之具體規範。

## 第二項 說明義務

自動化投資顧問服務主要透過線上演算法服務於客戶，其提供服務時多未提供人工說明服務，然而其說明必要性不亞於傳統投顧，甚至投資人更為仰賴相關資訊揭露，相較於傳統投顧更能使消費者便宜取得資訊為其之優點。

## 第一款 金融消費者保護法制定前之規範

信託業定有中華民國信託業商業同業公會會員辦理特定金錢信託業務資訊揭露一致性規範<sup>210</sup>，其第 7 條規範投信業者應說明之內容<sup>211</sup>，期望藉「風險預

---

<sup>210</sup> 後更名為：中華民國信託業商業同業公會會員辦理信託業務之信託報酬及風險揭露應遵循事

告書」以書面提出於消費者使其知悉。投信投顧法第 64 要求投信、投顧與客戶簽訂全權委託契約時，應將全權委託投資之相關事項指派專人向客戶做詳細說明，並交付全權委託投資說明書，並且應提供 7 日以上之期間供客戶閱讀，並了且客戶之需求<sup>212</sup>。

## 第二款 金融消費者保護法制定後之規範

金融消費者保護法第 10 條：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前，應向金融消費者充分說明該金融商品、服務及契約之重要內容，並充分揭露其風險。（第 1 項）前項涉及個人資料之蒐集、處理及利用者，應向金融消費者充分說明個人資料保護之相關權利，以及拒絕同意可能之不利益；金融服務業辦理授信業務，應同時審酌借款戶、資金用途、還款來源、債權保障及授信展望等授信原則，不得僅因金融消費者拒絕授權向經營金融機構間信用資料

項。

<sup>211</sup> 信託業辦理特定金錢信託業務，應依信託業應負之義務及相關行為規範第二十七條規定，揭露各該類型之業務所涉及之各類風險，其投資標的涉及連動債券或結構型商品者，並應依下列原則對委託人揭示相關資訊：

一、應就個別商品條件與所涉風險，確實向委託人說明及揭露；如國外發行機構已有提供前述商品條件及所涉風險之原文說明文件者，信託業應將原文說明文件忠實轉譯為中文說明文件，並將中文及原文說明文件一併交付予委託人於充分審閱產品條件內容說明及投資風險後簽章。

二、前款應揭露之個別商品條件，應包含以下資訊：

(一)連動債券或結構型商品名稱(中文及原文名稱)及其發行機構、保證機構(如有)名稱。

(二)連動債券或結構型商品本身評等或其發行機構、保證機構之評等。

(三)連動標的相關資訊。

(四)發行日 (Issue Date)、到期日 (the Due Date)及其他(依個別產品性質而訂，例如：評價日、觀察日、配息日、交易日等)。

(五)發行及計價幣別(Currency)。

(六)信託收益計算方法。

(七)提前贖回條件。(無則免載)

(八)次級市場或計算代理機構名稱。

(九)發行機構或保證機構無法履行清償責任時之處理方式。

(十)其他說明事項。

三、揭示內容得彈性調整，但應遵循本規範所訂項目之基本內容。

<sup>212</sup> 投信投顧法第 64 條：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業與客戶簽訂全權委託投資契約前，應辦理下列事項：

一、應將全權委託投資之相關事項指派專人向客戶做詳細說明，並交付全權委託投資說明書。

二、應有七日以上之期間，供客戶審閱全部條款內容，並先對客戶之資力、投資經驗及其目的需求充分瞭解，製作客戶資料表連同相關證明文件留存備查。全權委託投資說明書應作為全權委託投資契約之附件；其應記載事項，由主管機關定之。」

之服務事業查詢信用資料，作為不同意授信之唯一理由。(第2項)第一項金融服務業對金融消費者進行之說明及揭露，應以金融消費者能充分瞭解之文字或其他方式為之，其內容應包括但不限交易成本、可能之收益及風險等有關金融消費者權益之重要內容；其相關應遵循事項之辦法，由主管機關定之。(第3項)金融服務業提供之金融商品屬第十一條之二第二項所定之複雜性高風險商品者，前項之說明及揭露，除以非臨櫃之自動化通路交易或金融消費者不予同意之情形外，應錄音或錄影。(第4項)

金融消費者保護法第10條除規範揭露義務外，並將「金融消費者充分了解」納入規範<sup>213</sup>。自動化投資顧問服務應對消費者說明金融商品或服務之特性之重要內容<sup>214</sup>、可能涉及之風險資訊，其中投資風險應包含最大可能損失、商品所涉匯率風險<sup>215</sup>。

<sup>213</sup> 金融服務業提供金融商品或服務前說明契約重要內容及揭露風險辦法第3條：金融服務業說明金融商品或服務契約之重要內容及揭露風險，應遵守下列基本原則：

- 一、應本於誠實信用原則，並以金融消費者能充分瞭解之文字或其他方式為之。
- 二、任何說明或揭露之資訊或資料均須正確，所有陳述或圖表均應公平表達，並不得有虛偽不實、詐欺、隱匿、或足致他人誤信之情事，上述資訊或資料應註記日期。
- 三、銷售文件之用語應以中文表達，並力求淺顯易懂，必要時得附註原文。
- 四、所有銷售文件必須編印頁碼或適當方式，俾供金融消費者確認是否已接收完整訊息。

<sup>214</sup> 金融服務業提供金融商品或服務前說明契約重要內容及揭露風險辦法第5條：金融服務業應依各類金融商品或服務之特性向金融消費者說明之重要內容如下：

- 一、金融消費者對該金融商品或服務之權利行使、變更、解除及終止之方式及限制。
- 二、金融服務業對該金融商品或服務之重要權利、義務及責任。
- 三、金融消費者應負擔之費用及違約金，包括收取時點、計算及收取方式。
- 四、金融商品或服務有無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。
- 五、因金融服務業所提供之金融商品或服務所生紛爭之處理及申訴之管道。
- 六、其他法令就各該金融商品或服務所定應定期或不定期報告之事項及其他應說明之事項。

<sup>215</sup> 金融服務業提供金融商品或服務前說明契約重要內容及揭露風險辦法第6條：金融服務業提供之金融商品或服務屬投資型商品或服務者，除應依前條辦理外，並應向金融消費者揭露可能涉及之風險資訊，其中投資風險應包含最大可能損失、商品所涉匯率風險。前項所稱投資型金融商品或服務，係指下列商品或服務：

- 一、信託業辦理特定金錢信託業務或特定有價證券信託業務，受託投資國內外有價證券、短期票券或結構型商品。

### 第三項 違反適合性、說明義務之效果

金融消費者保護法第 11 條：「金融服務業違反前二條規定，致金融消費者受有損害者，應負損害賠償責任。但金融服務業能證明損害之發生非因其未充分瞭解金融消費者之商品或服務適合度或非因其未說明、說明不實、錯誤或未充分揭露風險之事項所致者，不在此限。」本項為無過失責任、並且推定因果關係，對於消費者之保護堪稱完善。

## 第七節 自動化投資顧問在我國將遇到之困境

### 第一項 我國規範自動化投資顧問之法規

自動化投資顧問服務可分為「諮詢建議型」或「資產管理型」等二類，國外多數著名之自動化投資顧問服務多數除提供「諮詢建議」，亦包涵投資組合管理、再平衡等屬於「資產管理型」之服務。在我國經營自動化投資顧問服務除須註冊為證券投資顧問事業外，如欲經營資產管理型自動化投資顧問服務尚需申請經營全權委託業務。

---

二、信託業辦理具運用決定權之金錢信託或有價證券信託，以財務規劃或資產負債配置為目的，受託投資國內外有價證券、短期票券或結構型商品。

三、信託業運用信託財產於黃金或衍生性金融商品。

四、共同信託基金業務。

五、信託資金集合管理運用帳戶業務。

六、銀行與客戶承作之衍生性金融商品及結構型商品業務。

七、黃金及貴金屬業務。但不包括受託買賣集中市場或櫃檯買賣市場交易之黃金業務及銀行辦理與客戶間之黃金現貨買賣及保管業務。

八、受託買賣非集中市場交易且具衍生性商品性質之外國有價證券業務。

九、證券商營業處所經營衍生性金融商品及槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務。

十、證券投資信託基金及境外基金。但不包括受託買賣集中市場或櫃檯買賣市場交易之證券投資信託基金。

十一、期貨信託基金。但不包括受託買賣集中市場或櫃檯買賣市場交易之期貨信託基金。

十二、全權委託投資業務。

十三、全權委託期貨交易業務。

十四、投資型保險業務。

第一項所稱最大可能損失、商品所涉匯率風險，不能以數額表達者，得以文字表達。

## 第一款 自動化投資顧問屬於證券投資顧問事業

自動化投資顧問服務究竟屬於何種證券投資信託或為證券投資顧問事業？其與全權委託投資業務之關係又為何？本文認為就自動化投資顧問服務之功能觀之，可分為諮詢建議型與資產管理型，以下分別論述之：

### 第一目 諮詢建議型

諮詢建議型自動化投資顧問服務，若受有報酬則類似於投信投顧法第4條所稱之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，應可符合投資顧問之要求，而受到投資顧問相關法規所規範。然而若在SEC之標準下，諮詢建議行自動化投資顧問服務並未受到客戶全權委託，似無法符合SEC所稱之自動化投資顧問服務。

### 第二目 資產管理型

資產管理型自動化投資顧問服務在我國最相近產業應屬證券投資顧問事業並經營全權委託業務。詳言之，依投信投顧法第5條第10款所規定：「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，並基於該投資判斷，為客戶執行投資或交易。」所謂「全權委託投資業務」(discretionary)，一般稱為「代客操作」，係指受託人接受投資人（客戶）之委託，就委託人資產運用中有關投資之事項，包括買入、賣出或投資對象之種類、數量、價格甚至時間等，概括授權受託人代為決定之業務行為<sup>216</sup>。相較於共同基金，全權委託投資業務之客戶為具有較大額度之資金投資人，並授予證券投資信託或顧問事業相當

<sup>216</sup> 余雪明，前揭註 76，頁 629。

之裁量空間，針對不同投資人需求設計之委託；共同基金則是透過發行受益憑證募集基金，匯聚眾多小額投資人之資金，並運用基金專戶名義從事投資<sup>217</sup>。



## 第二款 應登記為證券投資顧問

依投信投顧法第 63 條第 1 項、第 50 條第 1 項規定，未經主管機關許可而經營證券投資顧問業務或全權委託投資業務者，依同法第 107 條第 1 款，處五年以下有期徒刑，併科新台幣一百萬元以上五千萬元以下罰金。自動化投資顧問服務藉由客戶所輸入之資訊並搭配演算法乃直接或間接自客戶取得報酬，對 ETF、基金，提供分析意見或推介建議。因此欲成為自動化投資顧問服務業者必須註冊為證券投資顧問。我國目前多數投信事業，依投信投顧法第 4 條第 3 項第 1 款之規定兼營證券投資顧問業務<sup>218</sup>。

## 第三款 向主管機關申請兼營全權委託投資業務

投信、投顧事業得經營全權委託投資業務（投信投顧法第 3 條第 3 項第 2 款<sup>219</sup>、第 4 條第 3 項第 2 款<sup>220</sup>），並且得以信託方式經營全權委託投資業務；其符合一定條件者<sup>221</sup>，應依信託業法申請兼營信託業務（投信投顧法第 64 條）。詳言之，該全權委託投資業務為對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產，就

<sup>217</sup> 郭土木，前揭註 140，頁 112。

<sup>218</sup> 證券投資顧問事業設置標準第三十條：「證券投資信託事業得申請兼營本法第四條第三項第一款規定之證券投資顧問業務。」

<sup>219</sup> 證券投資信託及顧問法第三條第二項：「證券投資信託事業經營之業務種類如下：

- 一、證券投資信託業務。
- 二、全權委託投資業務。
- 三、其他經主管機關核准之有關業務。」

<sup>220</sup> 證券投資信託及顧問法第四條第二項：「證券投資顧問事業經營之業務種類如下：

- 一、證券投資顧問業務。
- 二、全權委託投資業務。
- 三、其他經主管機關核准之有關業務。」

<sup>221</sup> 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二條之一：「證券投資信託事業、證券投資顧問事業或證券經紀商，以信託方式經營全權委託投資業務，接受委託人原始信託財產應達新臺幣一千萬元以上，並應依本辦法及證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法（以下簡稱兼營信託業務管理辦法），申請兼營金錢之信託及有價證券之信託。」

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，為客戶執行投資或交易之業務，且基於經營與所有分離原則，對於客戶所交付之資產，應全權委託保管機構保管，保管機構系指依投信投顧法及全權委託相關契約，保管委託投資資產及辦理相關全權委託保管業務之信託公司或兼營信託業務之銀行（第 5 條第 10 款）。

因此不論投信業、投顧業及前述所提到信託業、證券證券經紀商或期貨經紀商皆得以經營自動化投資顧問服務事業。若自動化投資顧問服務之功能僅為「諮詢建議型」者，該投顧業者投顧業者之設立及人員管理，須遵守需遵循「證券投資顧問事業設置標準」、「證券投資顧問事業管理規則」及「證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則」等相關規定投資顧問之規定；若欲經營「資產管理型」者，依投信投顧法第 3 條第 3 項第 2 款、4 條 3 項第 2 款經營全權委託事業之自動化投資顧問服務，且應遵守「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」。

#### **第四款 證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務作業要點**

台灣許多業者已率先推行「功能不完全」之自動化投資顧問服務，而有統一管理之必要。金管會證期局於 106 年 6 月 26 日核准投信顧公會「證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務作業要點」之行政規則<sup>222</sup>，其中規範制定目的、定義、演算法之監督、瞭解客戶(know your customer)作業與建議投資組合、公平客觀之執行、投資組合之再平衡、專責委員會之監督、告知客戶於使用自動化投資顧問服務前之注意事項、其他特別注意事項等供業者參考。

---

<sup>222</sup> 聯合新聞網 (7/2/2017)，〈金管會：台灣還不能稱機器人理財聯合新聞網〉，[https://udn.com/news/story/7239/2558389?from=udn\\_ch2cate6644sub7239\\_pulldownmenu](https://udn.com/news/story/7239/2558389?from=udn_ch2cate6644sub7239_pulldownmenu) (最後瀏覽日：2017 年 7 月 2 日)



金管會證期局核准投信顧公會「證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務作業要點」，期待以行政規則對證券投資信託、顧問事業等做規範。在比較法上，美國自律組織 FINRA 亦以契約之方式要求經營自動化投資顧問服務之會員，達成 FINRA 之要求。

綜觀上述行政規則，因歐盟並未對理財機器有人特別要求，因此可以發現該行政規則幾乎與美國 SEC、FINRA 所頒佈之文件中要求相同。應特別注意者為「投資組合再平衡」部分，因自動化投資顧問服務所提供之「投資組合再平衡」會重新調整客戶之資產投資方式，除已「全權委託」業者為投資外，應經過客戶之同意。

## 第二項 自動化投資顧問在我國發展所產生之影響

顯而易見地，如上網搜尋自動化投資顧問服務有關法規，絕大多數皆批評法規過嚴，應參照英國引入監理沙盒，為金融創新者提供安全測試環境，使業者得以在一定期間內不受法規規範，得以受到低密度之監管。而金融科技監理沙盒 (FinTech Regulatory Sandbox) 係指監理機關允許符合條件之金融科技新創事業於特定期間、對於特定數量之受試者測試期新種商品或服務之機制<sup>223</sup>。台灣是否應引入監理沙盒，眾說紛紜<sup>224</sup>，本文不欲探討，僅探討自動化投資顧問服務此部分。自動化投資顧問服務在於我國施行目前可能最遭遇下列問題：

### 第一款 授權金額之問題

如前所述，傳統設計上全權委託投資是由理財專家依個別投資人之投資目的、需求所設計，再進行投資操作，運作成本較高，因此需具一定規模之金額才適合

<sup>223</sup> 張冠群 (2017)，〈自金融監理原則與金融消費者保護觀點論金融科技監理沙盒制度——兼評行政院版「金融科技創新實驗條例草案」〉，《月旦法學雜誌》，266 卷，頁 5。

<sup>224</sup> 萬幼筠、沈恬憶 (2017)，〈監理沙盒機制解析與我國金融科技創新實驗條例的發展建議〉，《台灣法學雜誌》，321 卷，頁 83-86；胡一天 (2017)，〈監理沙盒與金融新創產業之配套措施〉，《台灣法學雜誌》，321 卷，頁 94-96；張冠群，前揭註 223，頁 5-10。

做全權委託投資。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<sup>225</sup>規定委託金額必須達到新台幣 500 萬元以上，方得全權委託投信或投顧公司進行投資操作。

自動化投資顧問服務多鎖定為數眾多小額投資之消費者，可能無法符合授權金額之規定。實務上，在目前國內經營自動化投資顧問服務之業者僅申請投資顧問之資格，即可經營自動化投資顧問服務業務，但如欲經營全權委託業務，在目前法規下多數投資者可能無法達成。或許可考慮民國 107 年 1 月 31 日公布之「金融科技發展與創新實驗條例」，辦理創新實驗，依該條例第 26 條第 8 款，免除違反投信投顧法第 107 條第 1 款之刑責。

## 第二款 使用書面之問題

依投信投顧法第 83 條第 1 項規定：「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。」；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。」

要求以投資顧問受客戶委任時，應以書面提供證券投資顧問契約。然自動化投資顧問服務因其本身商業模式乃透過網路與客戶締結契約，因此可考慮政府為推動電子交易之普及及運用，確保電子交易之安全，促進電子化政府及電子商務之發展，於民國 90 年所訂立之電子簽章法，作為解套。依電子簽章法第電子簽章法第 4 條第 2 項規定：「依法令規定應以書面為之者，如其內容可完整呈現，並可於日後取出供查驗者，經相對人同意，得以電子文件為之」。依同法第 9

<sup>225</sup> 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十二條：「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。」

條第 1 項之規定，當法令規定必須簽名或蓋章之行為，而當事人欲以電子簽章為簽名或蓋章時，只要徵得相對人的同意，便可以電子簽章取代實體之簽名蓋章。

因此自動化投資顧問服務業者可以事先在網頁中以選項使客戶勾選為同意，克服本身商業模式下因法規難以達成之要求。

### 第三款 投資虧損問題

如同自然人投資，自動化投資顧問服務亦有虧損之問題，此時該如何分配虧損之風險？

在全權委託時，投資顧問與消費者就投資所生之損失，往往依事先所先定之契約做虧損之分配。依據證券投資顧問委任契約範本第 4 條第 1 項，「甲方（消費者方）係基於獨立之判斷，自行決定所投資之有價證券。」同條 3 項：「甲方投資有價證券所生之風險及利益悉由甲方自行負擔與享有，乙方不保證獲利或負擔損失。」因此消費者依分析師所提供之資訊買入股票而受有損失，除該分析師有故意散佈不實訊息等違反法令規定之情事，無法向證券投資顧問請求賠償。自動化投資顧問服務在設計條款時，必定為相同之條款，使消費者在訂立使用契約時為同意，進而衍生自動化投資顧問服務業者可能濫用定型化契約之問題。自動化投資顧問服務業者可能濫用定型化契約的方式使消費者放棄其權利。通常在使用自動化投資顧問服務前，須在其網站上點選冗長的聲明，其中包括消費者放棄索賠的條款，此為其二批評。且在我國司法實務上，法院亦經常援引理財投顧與消費者契約作為根據，少有突破定型化契約條款為消費者之司法裁判，自動化投資顧問服務之發展無疑將承襲此狀態。

透過自動化投資顧問服務投資將產生盈利或虧損，導致投資組合比重與原先客戶所規劃之不同，因此必須透過再平衡調整投資組合。但依據證券投資顧問事業管理規則第 13 條第 2 項第 2 款及投顧人員管理規則第 15 條第 2 項第 2 款禁止

有關證券投資顧問事業及其人員不得有代理他人從事有價證券投資或證券相關商品交易行為規定之限制。對於此問題，金管會於民國 106 年 8 月 10 日金管證投字第 1060025252 號令<sup>226</sup>「開放投顧事業在一定條件下可由電腦系統自動為客戶執行再平衡交易」。透過事先與客戶在契約中約定當個別投資標的或整體投資組合之損益達一定標準時，或偏離原約定之投資比例達預設標準時，由電腦系統自動為客戶執行再平衡交易，並應即時將交易執行結果通知客戶。

#### 第四款 自動化投資顧問服務手續費可能無法壓低

前已論及，在我國 2 之數量為 102 支<sup>227</sup>，相較於美國 ETF 為 1066 支<sup>228</sup>，自動化投資顧問服務之投資標的多樣性不足，因此在選擇上可能將以共同基金作為投資標的。共同基金基金所收取之用費，如買進開放型基金基金時應支付基金公司付銷售費用，通常為每單位淨值乘以申購單位數，外加百分之二之銷售費用（如購買時基金淨值為 14 元、手續費為 1%，欲購買 10000 個單位，總共應支付 141400 元）。除購買時手續費外，基金公司替投資人搜集、研判、操作基金，賺取管理費，依基金淨資產價值，逐日自基金成立之日起累積計算。保管費亦為投資人應支付之費用，本於經理與保管分離原則，基金公司不直接保管委託人之財

<sup>226</sup> 一、證券投資顧問事業透過演算法（Algorithm）以自動化工具提供證券投資顧問服務（Robo-Advisor）者，在維持與客戶原約定之投資標的及投資比例前提下，事先與客戶於契約中約定於個別投資標的或整體投資組合之損益達預設標準，或偏離原約定之投資比例達預設標準時，由電腦系統自動為客戶執行再平衡交易，得不受證券投資顧問事業管理規則第十三條第二項第二款及證券投資顧問事業負責人與業務人員管理規則第十五條第二項第二款有關證券投資顧問事業及其人員不得有代理他人從事有價證券投資或證券相關商品交易行為規定之限制。

二、證券投資顧問事業於前點所定條件下由電腦系統自動為客戶執行再平衡交易後，應即時將交易執行結果通知客戶。

三、第一點所稱自動化工具提供證券投資顧問服務，應符合中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會「證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務（Robo-Advisor）作業要點」。

<sup>227</sup> 台灣證券交易所網站，

[http://mis.twse.com.tw/stock/group\\_etf.jsp?ind=B0&ex=tse&currPage=0&type=null](http://mis.twse.com.tw/stock/group_etf.jsp?ind=B0&ex=tse&currPage=0&type=null)（最後瀏覽日：2018 年 4 月 29 日）

<sup>228</sup> U.S. ETF Overview, <http://www.etf.com/channels/us-etfs>, (last view 12.6.2017)

產。基金公司透過保管機構操作旗下基金資產，因此投資人除支付基金公司外，另需支付保管機構保管費。並且於投資人贖回開放型基金時，須支付贖回手續費。

收取較高之費用並非意味可獲得較高之報酬，因此在購買基金應注意所支付之交易費用及銷售費用<sup>229</sup>，以避免影響報酬。透過自動化投資顧問服務選購共同基金時，須支付二者之費用，如在獲利未能提高下，客戶選擇自動化投資顧問服務之誘因實在不大。如消費者選擇投信業者所經營之自動化投資顧問服務，將自身投信業者所管理之基金納入投資組合中或許可降低相關費用或提供折扣，但因此所造成之利益衝突又該如何處理值得深思。

#### **第五款 投資標的分級限制並非過嚴**

需特別討論者為，有業者稱對於投資標的評比之限制，限制自動化投資顧問服務之發展，以下將檢視現行法規針對投資標的分級是否限制過多。

#### **第一目 經營主體**

證券投資顧問事業、兼營證券投資顧問事業之證券經紀商、期貨經紀商、信託業、證券投資信託事業等得以經營外國有價證券（證券投資顧問事業管理規則第 19 條第 1 項<sup>230</sup>）

---

<sup>229</sup> 邱永和、陳玉涓、陳素緞、陳凱夫（2008），〈國內共同基金之績效評估〉，《會計學報》，1 卷 1 期，頁 50。

<sup>230</sup> 投資顧問事業管理規則第十九條第一項經營外國有價證券投資顧問業務者，以下列事業為限：

- 一、證券投資顧問事業。
- 二、經營受託買賣外國有價證券之證券經紀商，且兼營證券投資顧問業務。
- 三、經營受託國外期貨交易之期貨經紀商，且兼營證券投資顧問業務。
- 四、經營特定金錢信託之信託業，且兼營證券投資顧問業務。
- 五、兼營證券投資顧問業務之證券投資信託事業。

## 第二目 提供顧問之種類及範圍

證券投資顧問事業管理規則第 19 條第 2 項規定：「經營外國有價證券投資顧問業務者提供顧問之外國有價證券，其種類及範圍由本會公告。」主管機關對於種類其範圍公告如下<sup>231</sup>：

一、經營外國有價證券投資顧問業務者提供顧問之外國有價證券，其範圍以下列各款為限：

（一）經本會核准或申報生效得募集及銷售之境外基金。（二）本會指定外國證券交易所交易之股票、指數股票型基金或存託憑證（Depository Receipts）。但專業機構投資人經其目的事業主管機關核准投資外國有價證券者，經營外國有價證券投資顧問業務者接受其委任顧問外國有價證券之外國證券交易所，不受限制。委任人為非專業投資人者，ETF 之範圍以投資股票、債券為主且不具槓桿或放空效果之 ETF 為限。（三）外國中央政府債券。委任人為非專業投資人者，發行國家主權評等應符合附表一所列信用評等機構評定達一定等級以上；委任人為專業投資人者，發行國家主權評等應符合附表三所列信用評等機構評定達一定等級以上。（四）前款以外之外國債券（含可轉換公司債及附認股權公司債）。委任人為非專業投資人者，該外國債券發行人或保證人之長期債務信用評等及外國債券之債務發行評等應符合附表二所列信用評等機構評定達一定等級以上；委任人為專業投資人者，該外國債券發行人或保證人之長期債務信用評等或外國債券之債務發行評等須符合附表三所列信用評等機構評定達一定等級以上。（五）外國證券化商品。委任人為非專業投資人者，外國證券化商品之債務發行評等應符合附表二所列信用評等機構評定達一定等級以上，且不得為再次證券化商品及合成型證券化商品；委任人為專業投資人者，外國證券化商品之債務發行評等須

<sup>231</sup> 民國 103 年 10 月 02 日金管證投字第 1030039622 號。

符合附表三所列信用評等機構評定達一定等級以上。(六)境外結構型商品應依境外結構型商品管理規則之相關規定辦理。

二、經營外國有價證券投資顧問業務者提供顧問之外國有價證券(境外基金除外)，委任人為非專業投資人者，不得涉及大陸地區證券市場之有價證券。

三、本公告所稱「專業機構投資人」、「專業投資人」及「非專業投資人」，適用境外結構型商品管理規則第3條第3項及第4項之規定<sup>232</sup>。

四、第1點第2款所稱「本會指定外國證券交易所」適用證券商受託買賣外國有價證券管理規則第5條第1項之規定。

**附表一：國家主權評等【非專業投資人適用】**

信用評等機構名稱	信用評等等級
DBRS Ltd.	A
Fitch Ratings, Ltd.	A
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	A
Moody's Investor Services, Inc.	A2
Rating and Investment Information, Inc.	A
Standard & Poor's Rating Services	A

<sup>232</sup> 規定如下：「本規則所稱專業投資人，係指投資人符合以下條件之一者：

一、專業機構投資人：係指國內外之銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經本會核准之機構。

二、最近一期經會計師查核或核閱之財務報告總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金。但中華民國境外之法人，其財務報告免經會計師查核或核閱。

三、同時符合以下三項條件，並以書面向受託或銷售機構申請為專業投資人之自然人：

(一) 提供新臺幣三千萬元以上之財力證明；或單筆投資逾新臺幣三百萬元之等值外幣，且於該受託、銷售機構之存款及投資(含該筆投資)往來總資產逾新臺幣一千五百萬元，並提供總資產超過新臺幣三千萬元以上之財力證明書。

(二) 投資人具備充分之金融商品專業知識或交易經驗。

(三) 投資人充分了解受託或銷售機構受專業投資人委託投資得免除之責任，同意簽署為專業投資人。

四、簽訂信託契約之信託業，其委託人符合第二款或第三款之規定。本規則所稱非專業投資人，係指符合前項專業投資人條件以外之投資人。第三項各款有關專業投資人應符合之資格條件，應由受託或銷售機構盡合理調查之責任，並向投資人取得合理可信之佐證依據。」

Egan-Jones Rating Company	A
---------------------------	---

附表二：外國債券或證券化商品之發行人或保證人/債券或商品評等【非專業投資人適用】

信用評等機構名稱	信用評等等級
A.M. Best Company, Inc.	a-
DBRS Ltd.	AL
Fitch Ratings, Ltd.	A-
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	A-
Moody's Investor Services, Inc.	A3
Rating and Investment Information, Inc.	A-
Standard & Poor's Rating Services	A-
Egan-Jones Rating Company	A-
Kroll Bond Rating Agency	A-
Morningstar, Inc	A-

附表三：外國中央政府債券國家主權評等、債券或證券化商品之發行人或保證人/債券或商品評等【專業投資人適用】

信用評等機構名稱	信用評等等級
A.M. Best Company, Inc.	bb
DBRS Ltd.	BB
Fitch Ratings, Ltd.	BB
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	BB
Moody's Investor Services, Inc.	Ba2
Rating and Investment Information, Inc.	BB
Standard & Poor's Rating Services	BB
Egan-Jones Rating Company	BB
Kroll Bond Rating Agency.	BB



### 第三目 小結

因此自動化投資顧問服務應具備申請經營為投資顧問，並且須針對客戶區分為專業投資人、非專業投資人，因主體不同而更改其投資標的。但是否如業者所述，因信用評等而限制自動化投資顧問服務發展，恐怕值得深思。

因債券具有固定收益證券(fixed income security)之性質，其主要風險為信用風險(credit risk)<sup>233</sup>，信評之高低有一定示警之作用，且增加市場之資訊透明度。當然有許多反對見解，尤其是信評多為事後諸葛之角度，信評機構通常在市場已產生變化後，方調整信評級距<sup>234</sup>，但無論如何，值得之投資標的數以萬計，或許限制須達一定信評方得投資，並非限制自動化投資顧問服務最大之困境。

### 第六款 創新實驗條例所帶來改變

現行經營自動化投資顧問服務之業者幾乎由傳統金融業者所經營，因此取得投資顧問之資格（舉凡：最低資本額 2000 萬、申請書、營業執照……等，並且規定對於具備投資顧問資格者如欲兼營全權委託業務者實收資本額則提高為 5000 萬。）對於資力雄厚且專業之金融機構並非難事。事實上，現行法規中的要求對於自動化投資顧問服務新創事業來說，負擔可能過重，因此或許可採取金融科技發展與創新實驗條例向金管會提交創新實驗計畫，一但該創新實業計畫期間屆滿後，仍須遵守法令之規定，對於新創事業似乎仍有一定之壓力。事實上如具備優良演算法之業者，上述資本而非難事。

<sup>233</sup> 李曜崇（2008），〈美國信用評等機構法制建構之研究—兼論我國法相關規定之檢討〉，《法學新論》，頁 191。

<sup>234</sup> Richard Cantor and Frank Packer, Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, 2 Economic Policy Review, No. 2, 41 (1996).

## 第七款 自動化投資顧問服務將延續投信事業提供利益予銷售機構情形

事實上投信業界長期存在投信機構為順利發行基金，對於銀行理專等銷售機構、全權委託客戶進行其銷售機構進行「教育訓練」，經常遭詬病為「假活動之名、行旅遊之實」。自動化投資顧問服務本身屬於投資顧問事業，如兼營全權委託事業將得對投資標的有一定程度之決定權，將立於類似銀行通路之地位。對於此情形，我國投信投顧公會訂立「中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會會員及其銷售機構通路報酬支付暨銷售行為準則」（下稱：投信投顧銷售報機構報酬支付準則），對於境外基金機構、總代理人及證券投資信託事業贊助或提供其銷售機構員工教育訓練及產品說明會，明確規定通路報酬支付之原則及禁止之事項。

如以目前我國科技業所經營之自動化投資顧問服務觀察，目前僅提供基金排名供參考，尚難形成通路商憑藉其優勢地位導致投信事業需向其提供相關利益之情形；如就金融業所經營之自動化投資顧問服務觀察，則極有可能產生通路商因收受投信業者之利益而產生偏頗之推介，於此情形「投信投顧銷售報機構報酬支付準則」對於辦理教育訓練、通路報酬支付皆有相關規定，實務長已久來之慣行似無因自動化投資顧問服務而有所改變之必要。

## 第五章、結論



觀察我國目前架構下對於自動化投資顧問所為之規範，尚不致於對其發展造成限制或造成重大影響，本文認為目前自動化投資顧問業者除應遵循既有法規外，可參照證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務作業要點，於法規位階上透過投信投顧公會以作業要點的方式，為規範會員內部秩序及運作，所為非直接對外發生法規範效力之一般、抽象之規定，其位階已足，不需提升其位階。


現今各國無不積極發展自動化投資顧問，即便有質疑自動化投資顧問無法達成受任人義務之聲，但近年來已不乏學者聚焦在自動化投資顧問利益衝突問題<sup>235</sup>，而非僅以無法達成受任人義務而否定自動化投資顧問發展。如何使自動化投資顧問所建議之投資組合得以達成客戶之最佳利益，成為目前最大問題。目前多以資訊揭露之方式，藉由自動化投資顧問業者依主管機關規定之格式、揭露內容，使投資人得已知悉自動化投資顧問與客戶利益衝突之情形。自動化投資顧問有極高可能與客戶產生利益衝突，如採取較激烈之手段，禁止「暗藏」手續費於自動化投資顧問服務中，加拿大監管當局亦再研議是否採取禁止投資顧問將費用暗藏於服務中<sup>236</sup>。然而反對者認為，理財顧問基於專業財務知識，提供客戶財務規劃及分配之建議，該建議並無法於當下反映出價值，必須多年後審視方得知悉其價值。而對一般收入之客戶，難以期待其願意支付較高費用、或於前階段便支付全部顧問費用，因此一般收入之客戶將不尋求理財顧問之建議，即便此決定並非對其自身最佳決定，因此將費用分攤並植入於各階段有其必要<sup>237</sup>。

---

<sup>235</sup> Mary Jo White, Chair, SEC, Opening Remarks at the Fintech Forum (Nov. 14, 2016), <http://www.sec.gov/news/statement/white-opening-remarks-fintech-forum.html> (lasted visited: Apr. 14, 2017)

<sup>236</sup> Rousseau, Henri Paul, Why Banning Embedded Sales Commissions is a Public Policy Issue (The School of Public Policy Publications, Vol. 9:2, 2017). Also available at <https://ssrn.com/abstract=3081856>.

<sup>237</sup> *Id.* at 1.



自動化投資顧問所鎖定之客群多為高資產以外之客群，如自動化投資顧問所收取之費用完全不得分散並植入於各階段，中、低資產之客戶或許將因手續費而減少使用之意願。尤其在我國目前自動化投資顧問投資之標的為共同基金而非手續費較低廉之 ETF，有可能產生手續費「吃掉」獲利之情形。對於因此產生之利益衝突之問題，本文認為以資訊揭露處理利益衝突，可參照比較法上之作法，依據投資顧問法規則與辦法第 203 條之 1 的規定，申請者必須填具 ADV 表格 (Uniform Application for Investment Adviser Registration, Form ADV)。Form ADV 用於：向 SEC、單一或複數州註冊、增補註冊事項；為豁免報告之顧問向 SEC、單一或複數州申報；增補申報；為豁免報告之顧問提交最終報告<sup>238</sup>。Form ADV 可分為四部分<sup>239</sup>：

Part 1 A：詢問一連串問題，包含：商業慣例、由何人控制、由何人所有、何人提供投資建議。

Part 1B：由州之證券主管機關詢問進一步問題，如僅向 SEC 申請註冊，則不需完成此部分。

Part 2A：要求投資顧問提供報告式之冊子，應包含其公司資訊。

Part 2B：要求投資顧問提供報告式之冊子，應提供有關監督人之資訊。

其中 Part 2 則要求投資顧問在受任人義務之下必須為揭露<sup>240</sup>，在受任人義務之要求下，投資顧問必須避免利益衝突，但在有利益衝突時，至少必須為揭露。因此 Part 2 部分特別重要，Schwab 所推出自動化投資顧問造成之利益衝突，則透過此部分揭露。以定期更新、即時更新制度揭露消費者相關資訊。美國法上要

---

<sup>238</sup> SEC, FORM ADV (Paper Version) Uniform Application For Investment Adviser Registration (2017). Also available at <https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part2.pdf> (lasted visited: Apr. 14, 2017).

<sup>239</sup> *Id.* at 2.

<sup>240</sup> *Id.* at 1.

求必須在每會計年度 90 日內更新 Form ADV<sup>241</sup>。對於未定期更新、即時更新者註冊將被撤銷<sup>242</sup>。因此在我國法上值得引入此制度，使投資人得以透過揭露知悉其與投資顧問利益衝突之有無、及程度，藉由資訊揭露投資人促使資訊透明。事實上自動化投資顧問在外國法上除泛泛討論是否符合受任人義務外之外，更值得注意者在前述之利益衝突之問題。尤其我國對於證期局於 106 年 6 月 26 日核准投信顧公會「證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務作業要點」之行政規則後對於自動化投資顧問有其遵循之架構，實不應以無法達成受任人義務而否定其發展。

---

<sup>241</sup> SEC, *supra note*, 11, at 3.

<sup>242</sup> *Id.* at 4.



## 參考文獻

### 壹、中文文獻(按作者姓氏筆劃排序)

#### 一、專書

王文字(2005)。《公司法論》，二版。台北：元照出版。

王文字等著(2007)。《金融法》，三版。台北：元照出版。

王志誠(2017)。《信託法》六版。台北：五南書局。

台灣金融研訓院編委會(2002)。《信託法制與實務》，三版。台北：台灣金融研訓院編委會。

余雪明(2004)《證券交易法 比較證券法》五版。台北：財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會。

吳光明(2000)。《證券交易法論》，三版。台北：三民書局。

李開遠(2006)。《證券管理法規新論》，四版。台北：五南書局。

李顯儀。《金融商品理論與實務》，四版。台北：新陸書局。

沈中華(2014)。《金融市場全球的觀點》，四版。台北：新陸書局。

林淑閔(1999)。《期貨交易法解讀》，初版。台北：元照出版。

郭土木(2006)。《金融管理法規(上)》，初版。台北：三民書局。

陳聰富(2014)。《民法總則》，初版。台北：元照出版。

黃子能(2003)。《信託業法釋論》，一版。台北：臺灣金融研訓院。

黃昱程(2009)。《現代金融市場新觀念·新思維·國際視野》四版。台北：華泰文化。

劉連煜(2006)。《現代公司法》，初版。台北：新學林出版。


賴英照(1993)。《證券交易法逐條釋義(一)》，台北：實用稅務。

謝哲勝(2014)。《信託法》，五版。台北：元照出版。

## 二、期刊論文



- 王志誠(2003)，〈信託：私法體系上之水上浮油？(上)〉，《台灣本土法學雜誌》，第46期，頁3-24。
- 李曜崇(2008)，〈美國信用評等機構法制建構之研究—兼論我國法相關規定之檢討〉，《法學新論》，第2期，頁119-150。
- 杜怡靜(2009)，〈連動債銷售契約中受託人之注意義務—關於信託業法中的善良管理人注意義務/高院九七上易四二〇〉，《台灣法學雜誌》，第134期，頁198-201。
- 周一鴻(2004)，〈證券投資信託及顧問法(草案)簡介〉，《證券暨期貨月刊》，第21卷11期。
- 周世昊(2007)，〈歐盟金融工具市場規則(MiFID)和美國全國市場法規(Regulation NMS)比較〉，《證交資料》，第546期，頁8-18。
- 林育廷(2008)，〈構思財富管理業務之規範—以不當銷售為中心〉，《法學新論》，第1期，頁1-29。
- 邱永和、陳玉涓、陳素緞、陳凱夫(1994)，〈國內共同基金之績效評估〉，《會計學報》，第1卷1期，頁29-52。
- 胡一天(2017)，〈監理沙盒於金融新創產業之配套措施〉，《台灣法學雜誌》，第321卷，頁94-96。
- 范瑞華(2005)，〈金融商品販賣之推介規範〉，《萬國法律》，第139期，頁10-15。
- 張心悌(2008)，〈證券投資顧問事業之定義—兼論大法官會議釋字第六三四號解釋〉，《月旦民商法雜誌》，第19期，頁168-178。
- 張冠群(2017)，〈自金融監理原則與金融消費者保護觀點論金融科技監理沙盒

- 
- 制度—兼評行政院版「金融科技創新實驗條例草案」》，《月旦法學雜誌》，第 266 卷，頁 5-34。
- 郭冠甫（2013），〈由法律層面探討美國社會安全信託基金之改革〉，《國立中正大學法學集刊》，第 41 期，頁 137-192。
- 陳春山（1988），〈證券投資顧問事業法規範之研究〉，《證交資料》，第 313 期。
- 曾宛如（2002），〈董事忠實義務之內涵及適用疑義—評析新修正公司法第二十三條第一項〉，《台灣本土法學雜誌》，第 38 期，頁 51-66。
- 萬幼筠、沈恬憶（2017），〈監理沙盒機制解析與我國金融科技創新實驗條例的發展建議〉，《台灣法學雜誌》，第 321 卷，頁 35-51。
- 廖大穎（1999），〈論公司與董事間之非常規交易與利益衝突〉，《月旦法學雜誌》，第 54 期，頁 136-145。
- 劉其昌（2005），〈證券投資信託及顧問法之分析〉，《證交資料》，第 515 期，頁 2-26。
- 劉連煜（2002），〈論美國有關證券投資信託公司與證券投資顧問事業之規範與對我國之啟示〉，《月旦法學雜誌》，第 80 期，頁 154-172。
- 劉興善（1997），〈從信賴關係談受託人、受任人、法人代表及公司負責人之注意義務〉，1997 年 6 月，《政大法學評論》，第 57 卷，頁 425-428。
- 劉興善（1997），〈從信賴關係談受託人、受任人、法人代表和公司負責人之注意義務〉，《政大法學評論》，第 57 期，頁 425-428。
- 蔡瑞修（1994），〈投顧事業管理十年回顧與未來方向之建議〉，《證券市場發展季刊》，第 22 期，頁 109-124。
- 謝哲勝（2001），〈忠實關係與忠實義務〉，《月旦法學雜誌》，第 70 期，頁 127-140。



### 三、研究報告

金玉瑩、馮震宇、林怡萱、卓家立、王晨桓、林郁潔、周筱涵、林子元(2012)，  
《歐盟 MiFID 指令有關投資管理及投資顧問之規範及市場實際運作現況研究  
計畫》，金融監督管理委員會委託研究計畫。

洪志麟、賴冠妤、陳國瑞、呂馥伊(2016)，《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及顧問商  
業同業公會委託研究計畫。

郭土木、朱德芳(2014)，《我國證券投資顧問事業業務範圍擴大之研究》，中  
華民國證券投資信託及顧問商業同業公會委託研究計畫。

### 四、學位論文

林哲誠(2000)。《信託關係下受託人忠實義務之研究》，臺北大學法律研究所  
碩士論文。

林惠美(1995)。《證券投資信託事業之發展與我國基金定型化契約及投資人保  
護關係研究》，東吳大學法律學研究所碩士論文。

張怡欣(2008)。《從美、英、日經驗探討我國金融監理現代化之立法方向》，  
輔仁大學法律系碩士論文。

許美麗(1989)。《證券投資顧問事業法律問題之研究》，政治大學法律研究所  
碩士論文。

陳漢仁(2007)。《論證券投資信託基金投資人之保護》，台北大學法律學系碩  
士論文。

黃銘揚(2013)。《財富管理業務之比較研究：花旗銀行、元大證券、國泰人壽  
與顧德投顧為例》，台灣大學經濟學系在職專班碩士論文。

葉張基，《信託法與民法之調和》，國立中興大學法律研究所碩士論文。

蔡仲威（2013）。《替代性金融消費爭端解決機制》，東吳大學法學院法律學系  
碩士班碩士論文。

蘇丹成（2009）。《台灣投信產業策略群組之競爭行為研究—以國內共同基金為例》，中原大學企業管理研究所碩士論文。

## 五、判決及函釋

最高法院刑事判決 101 年台上字第 6562 號判決。

最高法院刑事判決 102 年台上字 171 號判決。

臺灣高等法院刑事判決 101 年金上訴字第 43 號判決。

臺灣高等法院刑事判決 99 年金上訴字第 31 號判決。

臺灣高等法院 100 年金上字第 7 號民事判決。

臺灣臺北地院 93 年重訴字第 144 號判決。

金融監督管理委員會 104 年 12 月 9 日金管證投字第 1040049542 號。

金融監督管理委員會 104 年 12 月 9 日金管證投字第 1040042635 號。

## 六、新聞資料及網路資源

聯合財經網（08/06/2018），〈理財機器人登台...賣萌報匯率 服務好罩〉，

<https://money.udn.com/money/story/6674/1876309>

聯合新聞網（07/02/2017），〈金管會：台灣還不能稱機器人理財〉。

[https://udn.com/news/story/7239/2558389?from=udn\\_ch2cate6644sub7239\\_pull](https://udn.com/news/story/7239/2558389?from=udn_ch2cate6644sub7239_pull)

[downmenu](#)

自由時報 (09/09/2018) , 〈 機器人理財 至今規模僅 5 億 / 金管會 : 還有很大成長空間 〉 , <http://ec.ltn.com.tw/article/paper/1233286> 。

自由時報 (11/27/2017) , 〈 超級比一比 機器人理財績效 天差地遠 〉 , <http://news.ltn.com.tw/news/weeklybiz/paper/1155129>

金融監督管理委員會 (6/28/2016) , 〈 金融產業發展政策白皮書 2016 年 〉 ,

<https://reurl.cc/b2Akr>

國泰金控發表智能投資平台 (12/09/2017) , 〈 世界級投資團隊搭配智慧演算法 〉 ,

<https://reurl.cc/Rrmrz>

台灣證券交易所 , 〈 ETF 簡介 〉 , <http://www.tse.com.tw/ETF/introduce.php>

台灣證券交易所 , 〈 年度受益憑證及受益證券交易量值統計表 年報 〉

<http://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=007>

瑞士銀行網站 , <https://www.ubs.com/magazines/taiwaninvest/tc/home.html>

王道銀行網站 , <https://reurl.cc/9GaGX>

復華投信網站 , <https://online-event.apigroup.com.tw/StrongRobot>

中信銀行網站 , <https://www.ctbcbank.com/html/ebank/ROBOGO/#6thpage>

大拇哥投顧網站 , <https://reurl.cc/Wr7rk>

國泰世華銀行網站 , <https://www.cathayrobo.com/welcome>

## 貳、英文文獻（按作者姓氏字母排序）

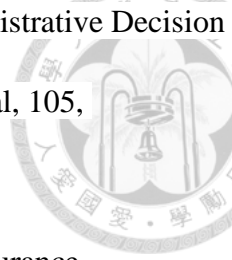
### 一、專書論著


1. Alexander Clifford J. (2015). *Money Manager's Compliance Guide*.
2. Sabalot Deborah A. (2004). *The Financial Services and Markets Act 2000*.
3. Sironi Paolo (2016). *Fintech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing And Gamification*.
4. Thomas Lee Hazen (2006). *The Law of Securities Regulation*.

### 二、期刊論文

1. Ananny, M. (2016). Toward an Ethics of Algorithms: Convening, Observation, Probability, and Timeliness, *Science, Technology, & Human Values*, 41(1), 93–117.
2. Baker, T (2011). Health Insurance, Risk, and Responsibility after the Patient Protection and Affordable Care Act, *University of Pennsylvania Law Review*, 159, 1577-1622.
3. Baker, T. & Dellaert, B. G. C. (2018). Regulating Robo Advice Across the Financial Services Industry, *Iowa Law Review*, 103, 713-750.
4. Cantor, R. M. & Packer, F (1996). Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, *Economic Policy Review*, 2, 37-54.
5. Carney Caelainn (2018). Robo-Advisers and the Suitability Requirement: How They Fit in the Regulatory Framework, *Columbia Business Law Review*, 2, 586-616.

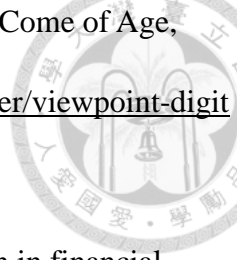


- 
6. Coglianese, C. & Lehr, D (2017). Regulating by Robot: Administrative Decision Making in the Machine-Learning Era, *Georgetown Law Journal*, 105, 1147-1223.
  7. Cummins, J. D.& Doherty, N. A (2006). The Economics of Insurance Intermediaries. *Journal of Risk & Insurance*, 73, 359-396.
  8. Frankel Tamar (1983). Fiduciary Law, *California Law Review*, 71,795-836 (1983)
  9. Iannarone Nicole G. (2018). Computer as Confidant: Digital Investment Advice and the Fiduciary Standard, *Georgia State University College of Law*, 93, 141-163
  10. Jackson Howell E. (1999). Regulation in a Multi Sectored Financial Services Industry: An Exploratory Essay, *Washington University Law Quarterly*, 77, 319-397
  11. Ji Megan (2017). Are Robots Good Fiduciaries? Regulating Robo-Advisors Under the Investment Advisers Act of 1940, *Columbia Law Review*, 117, 1543-1583.
  12. Langbein John H. (1995). The Contractarian Basis of the Law of the Trusts, *Yale Law School*, 105, 625-671.
  13. Mitchell, O. S. & Utkus, S. P (2012). Target-Date Funds in 401(K) Retirement Plans, *The Wharton School Research Paper No. 26*.
  14. Rousseau, H. P. (2017). Why Banning Embedded Sales Commissions is a Public Policy Issue, *The School of Public Policy Publications*, 9, 1-12.

- 
15. trzelczyk Bret E. (2018). Rise of the Machines: The Legal Implications for Investor Protection with the Rise of Robo-Advisors, DePaul University College of Law. 16, 54-85.
  16. Vincent D. R. & Keith N. H.(1996). Lending Discrimination: Economic Theory, Econometric Evidence, and the Community Reinvestment Act, The Georgetown Law Journal, 85, 237-294.
  17. Williams, T(2007). Empowerment of Whom and for What? Financial Literacy Education and the New Regulation of Consumer Financial Services. Law & Policy, 29, 226-256.

### 三、其他文件


1. Assetbuilder, Inc., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV),  
[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=142665](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=142665).
2. Betterment L.L.C, Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV),  
[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=149117](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=149117).
3. Betterment, Betterment Wrap Fee Brochure: Form ADV Part 2A–Appendix 1,  
[http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=457288](http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=457288).

- 
4. BlackRock (2016). Digital Investment Advice: Robo Advisors Come of Age,  
<http://www.blackrock.com/corporate/en-lm/literature/whitepaper/viewpoint-digital-investment-advice-september-2016.pdf>
  5. ESAs (2015). Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice,  
<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1299866/JC+2015+080+Discussion+Paper+on+automation+in+financial+advice.pdf>
  6. EY (2015). Advice goes virtual: How new digital investment services are changing the wealth management landscape,  
[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Advice\\_goes\\_virtual\\_in\\_asset\\_management/\\$FILE/ey-digital-investment-services.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Advice_goes_virtual_in_asset_management/$FILE/ey-digital-investment-services.pdf)
  7. Fein, Melanie L. (2017), Are Robo-Advisors Fiduciaries?, <https://ssrn.com/abstract=3028268>.
  8. Fein, Melanie L., FINRA's Report on Robo-Advisors: Fiduciary Implications (April 1, 2016). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2768295>.
  9. Fein, Melanie L., Robo-Advisors: A Closer Look (June 30, 2015). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2658701>.
  10. FINRA, Report on Digital Investment Advice, March 2016.
  11. Form Adv (Paper Version) Uniform Application For Investment Adviser Registration And Report Form By Exempt Reporting Advisers,  
<https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part1a.pdf>.
  12. Form Adv (Paper Version) Uniform Application For Investment Adviser Registration Part II Uniform Requirements For The Investment Adviser

- Brochure And Brochure Supplements,  
<https://www.sec.gov/about/forms/formadv-part2.pdf>.
13. Jonathan Walter Lam, Robo-Advisors: A Portfolio Management Perspective,  
[https://economics.yale.edu/sites/default/files/files/Undergraduate/Nominated%20Senior%20Essays/2015-16/Jonathan\\_Lam\\_Senior%20Essay%20Revised.pdf](https://economics.yale.edu/sites/default/files/files/Undergraduate/Nominated%20Senior%20Essays/2015-16/Jonathan_Lam_Senior%20Essay%20Revised.pdf)
14. Massachusetts Securities Division, Policy Statement, Robo-Advisers and State Investment Adviser Registration, April 2016.
15. Morgan Lewis, The Evolution of Advice: Digital Investment Advisers as Fiduciaries,  
<http://www.morganlewis.com/~media/files/publication/report/im-the-evolution-of-advice-digital-investment-advisers-as-fiduciaries-october-2016>
16. Schwab Wealth Inv. Advisory, Inc., Schwab Intelligent Portfolios Disclosure Brochure: Form ADV Part 2A,  
[http://adviserinfo.sec.gov/Iapd/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRC\\_HR\\_VRSN\\_ID=277224](http://adviserinfo.sec.gov/Iapd/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRC_HR_VRSN_ID=277224).
17. Schwab Wealth Inv. Advisory, Inc., Schwab Intelligent Portfolios Disclosure Brochure: Form ADV Part 2A,  
<http://intelligent.schwab.com/public/file/SIP-SCHWAB-WEALTH-ADVISORY-DISCLOSURE-BROCHURE>.
18. SEC website, Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers,  
<https://www.sec.gov/about/forms/formadv-instructions.pdf>.
19. SEC, IM Guidance Update, February 2017.





- 
20. SEC, Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and Broker-Dealers, June 2002.
21. Sigfig Wealth Management L.L.C., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV), [https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=158823](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=158823).
22. Strategic Advisory Services, L.L.C., Brochure: Form ADV Part 2A, [http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=417853](http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=417853).
23. Vanguard Advisers, Inc., Vanguard Personal Adviser Services Brochure: Form ADV Part 2A, [http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=407134](http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=407134).
24. Vanguard Advisers, Inc., Vanguard Personal Advisor Services Brochure: Form ADV Part 2A, <http://personal.vanguard.com/pdf/vpabroc.pdf>.
25. Wealthfront Inc., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV), [https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=148456](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=148456).
26. Wells Fargo Advisors, Firm Brochure for: In-Branch Financial Planning Services: Form ADV Part 2A, [http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=431928](http://www.adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=431928).

27. WiseBanyan, Inc., Brochure: Form ADV Part 2A,

[http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=345707](http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=345707).



28. Wisebanyan, Inc., Uniform Application for Investment Adviser Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV),

[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?ORG\\_PK=150953](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=150953).

#### 四、判決

Harvard College v. Amory, 23 Mass. 446 (1830).

#### 五、新聞資料及網路資源

Advisor Persp, The Short-Term Nature of Robo Portfolios,

<http://www.advisorperspectives.com/articles/2016/09/12/the-short-term-nature-of-robot-portfolios>.

Barron's website, Goldman Sachs Eyeing a Robo-Advisor,

<http://www.barrons.com/articles/goldman-sachs-eyeing-a-robo-advisor-1490120240>.

Barron's website, TD Ameritrade Joins Robo-Club,

<https://www.barrons.com/articles/td-ameritrade-joins-robo-club-1478082291>.

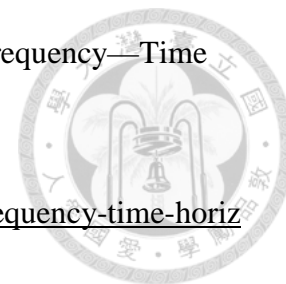
Financial IT, Robo-Advisors: A Closer Look,

<https://financialit.net/publications/reports/robo-advisory-closer-look-engine-room>.

Kitces.com: Nerd's Eye View, Finding the Optimal Rebalancing Frequency—Time

Horizons Vs Tolerance Bands,

<http://www.kitces.com/blog/best-opportunistic-rebalancing-frequency-time-horizons-vs-tolerance-band-thresholds>.



Kitces.com: Nerd's Eye View, The B2C Robo-Advisor Movement Is Dying, but Its

#FinTech Legacy Will Live On!,

<https://www.kitces.com/blog/robo-advisor-growth-rates-and-valuations-crashing-from-high-client-acquisition-costs/>.

Here's Why the Most Talked-About Way to Invest Right Now Could Be a Huge

Mistake, Fortune,

<http://fortune.com/2016/03/05/robo-adviser-wealthfront-betterment-charles-schwab>.

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., Merrill Edge Guided Investing Wrap Fee Program Brochure: Form ADV Part 2A,

[http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd\\_iapd\\_Brochure.aspx?BRCHR\\_VRSN\\_ID=401896](http://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=401896).

NAIC, Revisions and Clarifications to the Uniform Licensing Standards,

[http://www.naic.org/documents/committees\\_ex\\_pltf\\_producer\\_licensing\\_ul\\_standards\\_revised.pdf](http://www.naic.org/documents/committees_ex_pltf_producer_licensing_ul_standards_revised.pdf).

National archives, The Effects Of Conflicted Investment Advice On Retirement

Savings,

[https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea\\_coi\\_report\\_final.pdf](https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea_coi_report_final.pdf).

Perma.cc record, BlackRock to Buy FutureAdvisor, Signaling Robo-Advice Is Here

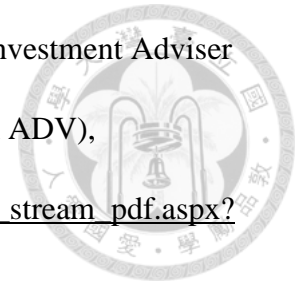
to Stay, <https://perma.cc/2GJ8-HWX2>.

Personal Capital Advisors Corporation., Uniform Application for Investment Adviser

Registration and Report by Exempt Reporting Advisers (Form ADV),

[https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd\\_iapd\\_stream\\_pdf.aspx?](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=149117)

[ORG\\_PK=149117.](https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/content/ViewForm/crd_iapd_stream_pdf.aspx?ORG_PK=149117)



Raymond James & Assocs., The Charles Schwab Corporation,

<https://blog.wealthfront.com/wp-content/uploads/2015/06/Raymond-James-Schwab-Intelligent-Portfolios.pdf>.

Reuters, Wells Fargo to Roll Out Pilot Robo Adviser in First Half of 2017,

[http://www.reuters.com/article/us-wells-fargo-wealth-robo-adviser-idUSKCN1002E9.](http://www.reuters.com/article/us-wells-fargo-wealth-robo-adviser-idUSKCN1002E9)

SEC & FINRA, Joint Investor Alert, Automated Investment Tools,

<https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/autolistingtoolshtm.html>.

SEC website, Investor and Industry Perspectives on Investment Advisers and

Broker-Dealers,

[http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-1\\_randiabdreport.pdf](http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-1_randiabdreport.pdf).

SEC website, Investor Bulletin: Robo-Advisers,

[http://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib\\_robo-advisers.html](http://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-bulletins/ib_robo-advisers.html).

SEC website, Opening Remarks at the Fintech Forum,

<http://www.sec.gov/news/statement/white-opening-remarks-fintech-forum.html>.

SEC website, Remarks of Bo Lu, founder of BlackRock Investor Advisor at the SEC

FinTech Forum 2016,

<https://www.sec.gov/spotlight/fintech/transcript-111416.pdf>.

SEC website, SEC Charges AXA Rosenberg Entities for Concealing Error in  
Quantitative Investment Model,

<https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-37.htm>.



SEC website, Surfing the Wave: Technology,

<https://www.sec.gov/news/speech/stein-2015-remarks-harvard-law-school.html>.

SEC website, Surfing the Wave: Technology, Innovation, and Competition–Remarks  
at Harvard Law School’s Fidelity Guest Lecture Series,

<http://www.sec.gov/news/speech/stein-2015-remarks-harvard-law-school.html>.

Sweden website, Memorandum: Automated investment advice,

<https://reurl.cc/mo20G>.

ThinkAdvisor, Merrill Edge Launches Robo-Advisor with a Twist,

<http://www.thinkadvisor.com/2017/02/08/merrill-edge-launches-robo-advisor-wi-th-a-twist> .

U.S. ETF Overview, U.S. ETF Overview, <http://www.etf.com/channels/us-etfs>.

ValueWalk, The Effects of Conflicted Investment Advice On Retirement Savings,

[https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea\\_coi\\_report\\_final.pdf](https://www.whitehouse.gov/sites/default/files/docs/cea_coi_report_final.pdf).

Wall Street Journal, Fidelity Launches Automated Investment Advice Service,

<http://www.wsj.com/articles/fidelity-launches-automated-investment-advice-service-1469592060>.

Wall Street Journal, Robo Adviser Betterment Stokes Concern over Brexit Trading  
Halt,


<http://www.wsj.com/articles/robo-adviser-betterment-stokes-concern-over-brexit-trading-halt-1467403366>.




附錄一 證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務(Robo-Advisor)

作業要點


條文內容	說明
<p><b>壹、目的</b></p> <p>隨著科技快速進步，市場變化與需求，證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務 (Robo-Advisor，下稱自動化投資顧問服務)，透過演算法(Algorithm)，結合電腦系統之自動執行來提供線上理財諮詢與投資管理服務。</p> <p>為利自動化投資顧問服務之發展，就對提供自動化投資顧問服務相關技術與作業流程，及對客戶提供利用該等服務時之注意事項，訂定本作業要點。</p>	<p>為利證券投資顧問事業以自動化工具提供證券投資顧問服務，參考美國 SEC 於 2015 年 5 月 8 日發布之警示(Investor Alert: Automated Investment Tools)、美國金融監管局(FINRA)於 2016 年 3 月發布之數位投資建議研究報告(Report on Digital Investment Advice)，及歐盟、英國、澳洲、加拿大等所發布之自動化投資工具相關建議或指引，訂定本作業要點，以利業者於提供該等服務時應遵循之規範措施，及客戶於使用該等服務時之注意事項。</p>
<p><b>貳、定義</b></p> <p>本作業要點所稱自動化投資顧問服務，係指完全經由網路互動，全無或極少人工服務，而提供客戶投資組合建議之顧問服務。</p> <p>前項人工服務係屬輔助性質，僅限於協助客戶完成系統「瞭解客戶」之作業，或針對客戶使用自動化投資顧問服務所得之投資組合建議內容提供解釋，不得調整或擴張自動化投資顧問服務系統所提供之投資組合建議內容，或提供非由系統自動產生之其他投資組合建議。</p>	<p>一、國際上自動化投資顧問服務業者之實務，係運用電腦系統提供迅速且中立之投資顧問服務，藉由減少人力介入而提供客戶較為低廉的投資顧問服務。</p> <p>二、參酌美國 SEC 規則 203A-2(f)有關「網路投資顧問(Internet investment advisers)」之定義及歐洲金融監理機關(ESAs)Joint Committee Discussion Paper 就「自動化財務建議(automation in financial advice)」之定義，訂定本條，俾符合「自動化」投資顧問之意涵。</p>
<p><b>參、演算法之監管</b></p> <p>演算法(algorithms)乃自動化投資顧問服務系統之核心，並反映投資顧問業者對市場分析與研究之邏輯，其設計之正確與否，影響運算的結果，攸關客戶權益。故業者對系統所運用之演算法，應有效進行監督與管理，於內部設立如下監管機制：</p> <p>一、期初審核</p> <p>(一)評估系統所使用之演算法能否達成預期成</p>	<p>由於自動化投資顧問服務所使用的演算法程式將直接影響對所有客戶的投資建議，相關電腦系統涉及金融及科技等多重專業領域，因此透過期初與定期的監控及測試有助於保障客戶權益，確保不會產生潛在的系統錯誤，爰訂定相關監管機制。</p>

條文內容	說明
<p>效，應理解演算法所使用之方法論，系統之假設、偏誤與偏好等。</p> <p>(二) 瞭解系統所輸入之資料。</p> <p>(三) 進行輸出測試，以確定符合所預期之結果。</p> <p>二、定期審核</p> <p>(一) 評估系統使用之模型於市場情況或經濟條件變化時，依然得以適當使用。</p> <p>(二) 定期就系統產出之結果進行測試，以確保結果符合當初之預期。</p> <p>(三) 指派人員監管該系統。</p>	
<p><b>肆、瞭解客戶 (Know Your Customer) 作業與建議投資組合</b></p> <p>自動化投資顧問服務於提供投資組合建議前，應建立客戶資料進行瞭解客戶作業。</p> <p>瞭解客戶作業所設計之各項評估指標，應與自動化投資顧問服務系統設計相互配合。除瞭解客戶之投資目的與期間之外，應充分知悉並評估包括但不限於客戶之投資知識、投資經驗、財務狀況及其承受投資風險程度。</p> <p>自動化投資顧問服務之瞭解客戶作業於設計線上問卷時，須考慮下列因素：</p> <p>一、問卷所列問題須能取得客戶足夠之資訊，以利提供適當之投資建議。</p> <p>二、問卷所列問題須具體明確，並適時利用提示設計，提供額外說明。</p> <p>三、應設計適當機制處理客戶對問卷之回答顯然有不一致或矛盾情形。</p> <p>於綜合考量各項評估指標後，自動化投資顧問服務應依照客戶之承受投資風險程度，提供相對應之投資組合建議。</p> <p>應定期請客戶更新各項資料與評估指標，以確認提供予客戶之新投資組合建議，符合其風險適性。針對客戶更新資料前已存在之投資組合建議，如未符客戶風險適性，原投資組合建議是否繼續提供管理服務，或調整原投資組合建議以符合客戶風險適性，皆須經由客戶同意後始得為之。若客戶未進行資料更新，則該投資組合將依原投資組合建議繼續辦理。</p>	<p>業者進行瞭解客戶作業以收集客戶之財務狀況、投資知識與經驗、投資目標、風險承受等資料，對於客戶使用自動化投資顧問服務能否取得合適之投資建議，至關重要，爰依據「證券投資顧問事業管理規則」第十條第一項規定訂定本條應辦理充分認識客戶及定期更新之規定，及參考美國 2017 年 2 月發布之自動化投資顧問更新指引，俾保障客戶權益。</p>
<p><b>伍、公平客觀之執行</b></p> <p>為忠實履行客戶利益優先、利益衝突避免、禁止不當得利與公平處理等原則，應避免可能因投資組合建議之建立與選擇，與客戶產生利益衝突之情事，例如因受有產品提供商之報酬或利益而影響推介建議之客觀性，應確認自動化投資顧問服務系統能公平客觀</p>	<p>自動化投資顧問服務應致力從事研究分析，以提供專業之投資建議服務，並應保持客觀與中立、避免利益衝突，例如不能因接受由利害關係人所提供之產品或服務，或產品、服務提供商之報酬或其他利益，而有影響投資組合中各</p>

條文內容	說明
<p>的執行下列功能：</p> <p>一、決定投資組合之參數，例如，報酬表現、分散程度、信用風險、流動性風險。</p> <p>二、建立有價證券納入投資組合之篩選標準，例如，交易成本、流動性風險與信用風險等。</p> <p>三、挑選適於納入投資組合之有價證券；倘若有價證券係由演算法所挑選者，應就演算法進行審核。</p> <p>四、檢視系統預設投資組合建議是否適合於所配對之客戶風險承受度類型。</p>	<p>項投資標的配置建議客觀性之情事，以保護客戶權益，爰訂定本條。</p> 
<p><b>陸、投資組合之再平衡(Rebalancing)</b></p> <p>投資組合建議內各資產之投資報酬率表現不同，使得原本建議之各資產比例有重新調整必要，為符合客戶承受投資風險程度或是維持原本設定比例，以降低投資組合之風險，自動化投資顧問服務系統內建之資產組合自動再平衡功能者，應依下列規定辦理：</p> <p>一、明確告知客戶提供投資組合再平衡之服務。</p> <p>二、向客戶揭露投資組合再平衡如何運作，包括投資組合定期檢視、投資組合再平衡執行啟動以及停止之時機。</p> <p>三、告知客戶投資組合再平衡可能產生之各項成本及其他可能之限制。</p> <p>四、應與客戶事先約定自動化投資顧問服務之投資組合再平衡交易相關內容。</p> <p>五、建立自動化投資顧問服務系統對市場發生重大變動時之政策與處理程序。</p> <p>前項第四款有關投資組合再平衡交易之約定內容，應包括但不限於下列條件，以調整至原設定之目標投資組合比例。</p> <p>一、執行時機</p> <p>(一)定期檢視：月、季、半年或年度等。</p> <p>(二)不定期檢視：由客戶自行指定或於達到預設之執行條件時。</p> <p>二、執行條件：個別投資標的或整體投資組合之損益達預設之標準，或偏離原設定之投資比例達預設之標準。</p> <p>三、執行方式：以新增匯入資金、配息等買進或賣出，或就原組合之各標的部位調整賣出、買進，以調整至原設定之目標投資組合比例。</p> <p>倘投資組合再平衡交易之投資標的或比例與原約定不同，須先經客戶同意，始能進行調整。</p>	<p>一、為符合客戶原先設定之投資目標，倘投資組合因時間或市場變化而變動，即有再調整之需要，以維持投資組合中各個資產類別配置的比例並符合客戶承受投資風險程度。故要求自動化投資顧問業者應就投資組合再平衡服務之運作、時機、交易成本等，充分揭露與告知客戶，並建立市場重大變動之處置程序。</p> <p>二、參考國外自動化投資顧問服務之投資組合再平衡實務及國內相關規範，訂定應包括之具體約定條件。</p> <p>三、投資組合再平衡交易之投資標的或比例與原約定不同時，需先經客戶同意，俾利客戶充分知悉相關投資組合之更新。</p>
<p><b>柒、專責委員會之監督</b></p> <p>事業內部或集團應組成專責委員會，負責事業內部客戶問卷設計內容、演算法之開發與調整、客戶投資</p>	<p>一、應組成專責委員會，負責客戶問卷設計內容、演算法之開發與調整、客戶投資組合建議符合其風險屬</p>



條文內容	說明
<p>組合建議符合其風險屬性、自動化投資顧問服務系統公平客觀之執行及投資組合再平衡等之監督管理，或參與外部軟體開發供應商之審核與實地調查，以評估系統設計之允當。專責委員會並應確保該事業對於網路安全已建構完善之預防、偵測及處理措施。</p> <p>前項專責委員會可邀請外部專業人士參與或委託專業機構辦理。</p>	<p>性、自動化投資顧問服務系統公平客觀之執行及投資組合再平衡等之監督管理，以評估系統設計之允當，並應確保事業已建構完善之網路安全措施。</p> <p>二、考量規模較小且人員編制精簡之投顧事業成立專責委員會之困難，爰視需要可邀請外部專業人士參與專責委員會或委外辦理</p>
<p><b>捌、告知客戶於使用自動化投資顧問服務前之注意事項</b></p> <p>證券投資顧問事業從事自動化投資顧問服務，應於客戶初次使用前告知客戶下列注意事項：</p> <p>一、客戶於使用前應詳閱服務內容或其他相關公開揭露資訊：客戶應先審閱自動化投資顧問服務所揭露之所有相關文件，瞭解其內容、條款，例如有關於演算法或投資組合建構之描述、使用自動化投資顧問服務之手續費或其他費用、終止自動化投資顧問服務之情形及後續處理、以及資產變現所需時間，以確保自身權益。</p> <p>二、客戶應認知投資工具有其內在限制與現實情況所存在的潛在落差，包括：</p> <p>(一)系統或程式之基本假設：客戶應體認系統本身有其限制與重要基本假設，但假設可能未必與事實或個案情節相符。例如，若自動化投資顧問服務系統預期未來利率呈上升趨勢，但市場上利率水準依然偏低，則系統之假設便與現實不符。</p> <p>(二)提供產品範圍：客戶應了解系統提供之投資產品範圍的侷限性，如可能僅包括基金或ETF，未含個股，而未必符合客戶的投資目標，及單一產品如ETF種類未必包括市場上的所有ETF，致使產出的投資組合建議方案有限。</p> <p>三、客戶應理解自動化投資顧問服務之產出直接繫於客戶所提供之資訊：自動化投資顧問服務系統所列的問題清單，將限制或影響客戶所提供之資訊內容，而客戶所提供資訊則影響系統之產出結果（即投資組合建議）。因此，若客戶不了解系統所詢問之問題時，應立即詢問自動化投資顧問業者。客戶亦應注意系統所列問題可能會過於一般化、模糊或有誤導之虞，也有可能誘導客戶選擇系統所預設之選項。</p>	<p>一、自動化投資顧問所提供之演算法及程式之設計、參數、問卷內容、數據蒐集及分析、自動化顧問服務系統提供之投資產品範圍等，都有其侷限性。實際突發情況發生時，自動化投資顧問所使用之程式可能不一定可即時考慮該等因素而及時反應，或有誤判之可能性，故應於服務文件中充分告知客戶。</p> <p>二、前揭皆係客戶使用自動化投資顧問服務所必須考量之風險，而該等風險也必須在客戶使用服務前即以公開、清楚揭露予客戶，供客戶選擇是否運用自動化投資顧問服務。</p> <p>三、為確保客戶於業者的網站上取得風險揭露之資訊及於使用網路服務前已清楚知悉使用該服務之風險，爰參考美國SEC與FINRA對投資人運用「自動化投資工具」時之應注意事項，訂定本條。</p>

條文內容	說明
<p>四、客戶應注意系統之產出未必符合客戶個人的財務需要或目標：自動化投資顧問服務系統因無法評估客戶之所有情況與環境，例如，年齡、經濟狀況與財務需要、投資經驗、其他資產、稅務概況，承受風險之意願，投資回收期間長短、現金需求，與投資目標等等，從而自動化投資顧問服務系統所提出之投資組合建議未必適於個別客戶。例如，系統可能僅考量客戶之年齡，卻未考量客戶於其他金融機構之資產狀況，或投資後一段時間可能有購買不動產之計畫；或系統並未考量客戶之投資目標可能改變，而未能做相對應之調整。</p> <p>前項於客戶初次使用自動化投資顧問服務前告知之注意事項，應由客戶以書面、電子或其他可得確定客戶意思之方式聲明已瞭解或知悉。</p>	
<p><b>玖、其他特別注意事項</b></p> <p>自動化投資顧問服務之提供，係透過網路進行，其商業運作模式與傳統直接面對面的服務方式差異甚大，證券投資顧問事業於提供本項服務時，在資訊揭露的表現方式應特別注意下列事項：</p> <p>一、避免以艱澀難懂的專有名詞表示及揭露資訊，俾利客戶在沒有客服人員為其說明時，仍能瞭解相關重要概念。</p> <p>二、重要的資訊揭露應特別強調，例如彈出視窗之設計。</p> <p>三、相關資訊揭露可伴隨互動式文字，例如工具提示文字之設計，或其他方法以提供額外的細節，例如「常見問答集」。</p>	<p>參酌美國 SEC 2017 年 2 月發布之機器人投顧更新指引(Guidance Update-Robo Advisers)，考量自動化投資顧問服務基於其商業模式及運作，於履行法規義務時特別留意某些事項，訂定本條其他特別注意事項。</p>