

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：其他)

參加國際證券管理機構組織

(IOSCO)

亞太區域委員會 會議報告

服務機關：行政院金融監督管理委員會

姓名職稱：林國全 委員

程國榮 證券期貨局 稽核

派赴國家：韓國首爾

出國期間：96年11月27日至29日

報告日期：97年2月1日

目 錄

壹、前言	2
貳、會議內容	4
本次會議議程	4
IOSCO 執行委員會主席 JaneDiplock 報告	5
參、圓桌會議	7
專題一：證券監理近期發展	8
專題二：電子交易制度之監理	13
專題三：私募股權基金及避險基金之監理	20
肆、心得與建議	24
附件：會議資料	

壹、前言

國際證券管理機構組織(the International Organization of Securities Commission，以下簡稱 IOSCO) 亞太區域委員會(Asia-Pacific Regional Committee) 於 96 年 11 月 27 日至 29 日於韓國首爾舉行，主辦單位為韓國金融監督委員會 (Financial Supervisory Commission，FSC)。

IOSCO 為目前世界各國，證券及期貨市場主管機關最重視之國際性合作組織，為各國證券及期貨監理機構之對話及交流平臺。IOSCO 成立於 1983 年，其前身為 Inter-American Regional Association (成立於 1974 年)。原會員均為美洲境內之證券主管機關。1984 年法國、印尼、韓國、英國等國家之證券及期貨主管機關陸續加入後，躍升為一國際性證券管理機構組織。我國為加強與國際間之交流，提升國際能見度，遂於民國 76 年(西元 1987 年)加入，並以當時之證券主管機關—財政部證券管理委員會申請加入 IOSCO，民國 93 年(西元 2004 年)7 月 1 日行政院金融監督管理委員(以下簡稱金管會)成立後，改由金管會代表我國為 IOSCO 之會員。

IOSCO 組織架構概分為兩大類：(一) 首長委員會，其下分為亞太地區分會、美洲地區分會、非洲/中東地區分會歐洲地區分會，及(二) 執行委員會，其下分設技術委員會及新興市場委員會等兩個工作委員會。本次會議係亞太地區之分會，出席國家除主辦國韓國外，包括臺灣、中國大陸、香港、斯里蘭卡、新加坡、越南、馬來西亞、印尼、日本、蒙古、印度等國。

金管會為 IOSCO 正式會員，臺灣證券交易所、櫃檯買

賣中心及臺灣期貨交易所均為 IOSCO 之附屬會員 (affiliate membership)。本次出席亞太地區會議係由金管會林委員國全及證券期貨局程稽核國榮代表出席。另本次會議除為亞太地區例行會議外，並於會議後另召開圓桌會議，就證券監理近期發展、電子交易制度之監理，以及私募股權基金及避險基金之監理等三項議題進行討論，本次會議出席者程稽核國榮並擔任專題二電子交易制度之監理之與談人，就臺灣之電子交易情形與監理制度進行報告。此行除參與例行會議及圓桌會議外，期間並積極與各會員國代表進行對話，以期加強多邊合作，促進彼此間資本市場發展與管理經驗之交流。

本篇報告內容主要區分三個部分。第一部分為出席會議情形，包括會議議程及主要報告內容重點摘要。第二部分為圓桌會議討論內容。第三部分為出席本次會議心得與結論，就本次出席會議作一總結。

貳、會議內容

一、本次會議議程

- (一) 開幕致詞
- (二) 確認議程
- (三) Mumbai 會議紀錄之確認
- (四) 更新 IOSCO 之業務發展
 - 1. 執行委員會目前發展
 - 2. 技術委員會目前發展
 - 3. 新興市場委員會發展
- (五) IOSCO 策略指導工作情形
 - 1. MMoU 之情形
 - 2. IOSCO 準則之實施
 - 3. IOSCO 協助計畫
 - 4. 亞洲開發銀行報告 IOSCO 協助計畫
- (六) 集合投資議題雙邊承認之工作進度
- (七) 國際財務會計準則導入之報告
- (八) APRC 訓練計畫時程
- (九) 圓桌會議
 - 1. 專題一：證券監理近期發展
 - 2. 專題二：電子交易制度之監理
 - 3. 專題三：私募股權基金及避險基金之監理

二、IOSCO 執行委員會主席 Jane Diplock 報告

(一)更新IOSCO策略指導

執行委員會自 2005 年開始持續推動實施策略指導情形良好，審視過去幾年來國際市場之發展，以及近期全球市場發生之各種金融事件，再回過頭來看 IOSCO 一直以來所關注之焦點議題，發現這些重要之議題在歷經這些金融事件後更突顯其重要性。以下將針對四項議題進行報導：

- 1、**改善跨國界合作等相關議題之重要**：IOSCO 將持續朝向擴大 MOU 之簽署，提升跨國界合作之目標前進，並達成 Mumbai 會議形成之共識，以 50% 以上會員完成 A 級或 B 級 MOU 之簽訂為目標。簽署 B 級 MOU 乃為進入 A 級之過渡階段，執行委員會每年將審視由 B 級進入 A 級之程序，韓國自上次會議後積極申請跨國合作，目前已加入 B 級。
- 2、**IOSCO 準則採制度化推動之重要**：委員會之主要目標在於觀察 IOSCO 準則在全球實施之情形，目前對會員並未強制要求或設定完成之時間表控管推動之執行，因此委員會將注意並評估實施成效。但目前執行委員會正面臨專家不足之情形，因此在協助會員實施 IOSCO 準則時，秘書處無法提供必要之協助，在此呼籲各會員國能提供必要之技術支援。
- 3、**IOSCO 扮演國際準則制定者之角色將更重要**：
IOSCO 為更積極扮演國際準則制定者之角色，將更加重視國際上新發展及新議題，並積極與國際合作，以確保準則能與時俱進，委員會亦將與國際貨幣基金及世界銀行維繫高度接觸與合作。

4、加強 IOSCO 與各國之國際交流，提升國際地位：近年來技術委員會議在紐約、法蘭克福、倫敦等世界金融中心召開，大幅提升 IOSCO 之地位與能見度，同時也讓 IOSCO 之意見受到更多國際組織之重視。國際投資基金協會為了進一步加強與 IOSCO 之合作，在其協會組織內設立 IOSCO 工作小組，做為與 IOSCO 持續溝通與交流之窗口。此外，IOSCO 之技術委員會更加強與產業界進行對話，將產業界之經驗貢獻在 IOSCO 之各項議題中。

(二)主任秘書之指派

目前執行委員會之主任秘書 Philippe Richard 已於 2007 年 10 月任期屆滿並表示不再續任，執行委員會先前已著手進行公開化及透明化之人選徵求，並刊登於 IOSCO 之網站。經過 IOSCO 之評估後，由 Jane Diplock 宣布指派 ASIC 之 Greg Tanzer 為執行委員會之主任秘書，任期 3 年。Greg 先前曾擔任執行委員會下之工作小組主席一職，負責推動實施 IOSCO 準則，熟稔 IOSCO 之相關事務。

(三)其他事項

執行委員會通過推薦印度商品交易所及巴西保管與結算所加入附屬會員，此議案將送 2008 年 5 月 IOSCO 之年會討論。另吉爾吉斯共和國因未按時繳交 IOSCO 年費，依據 IOSCO 之規定停止該國行使會員權利。

參、圓桌會議

本次圓桌會議共討論三項議題，並邀請與會各國代表擔任各項議題之與談人，其中議題一為證券監理近期發展

(Recent Development in Securities Supervision)，由韓國金融監督管理委員會委員 Jang Beom-Sik 擔任主持人，與談人包括韓國金融監督院副處長 Chung Hae-Sin、紐西蘭證券管理委員會主席 Jane Diplock、馬來西亞證券管理委員會主席 Dato' Zarinah Anwar，以及泰國證券管理委員會主任秘書 Thirachai Phuvanatnaranubala。

議題二為電子交易制度之監理 (Regulation of Electronic Trading System)，由香港證券暨期貨管理委員會總經理 Martin Wheatley 擔任主持人，與談人包括日本證券暨期貨監督委員會委員 Shozo Kumano、香港證券暨期貨管理委員會總經理 Martin Wheatley，以及臺灣金融監督管理委員會證券期貨局程國榮稽核。

議題三為私募股權基金及避險基金之監理 (Surveillance of Private Equity / Hedge Fund)，主持人為澳洲證券暨投資委員會副主席 Jeremy Cooper，與談人包括澳洲證券暨投資委員會副主席 Jeremy Cooper、亞洲開發銀行處長 Jaseem Ahmed，以及新加坡金融監督管理局副執行董事 Shane Tregillis。

專題一：證券監理近期發展

一、南韓資本市場改革－資本市場與金融服務法（南韓代表報告）

- (一) 原金融制度之問題：韓國以往在管理資本市場上，訂有六種法律，包括「證券交易法」、「期貨交易法」、「韓國證券期貨交易所法」、「間接投資資產運用業法」、「信託業法」、「綜合金融公司法」，將金融業者得從事之金融商品以列舉方式規範之。金融行業之法令規範以金融機關為中心制定，缺乏完善之投資者保護配套措施，導致無法有效強化資本市場之資金仲介功能，及提高金融投資業競爭力。
- (二) 金融改革之主軸：韓國今年資本市場改革之主軸，最重要的當屬將資本市場之各種業務監理法規加以整合，調整為功能式法規（Functional regulation），此與英國 FSA 對於金融機構之監理模式，以業務別為監理重點之做法極為類似，韓國係將金融投資服務分類為 6 種，包括 Dealing、arranging、asset management、discretionary & non-discretionary investment advisory services、trust services，金融機構經營相同業務受到相同之法規監理。除此之外，南韓對於金融機構之資本適足性、與主要股東之交易限制，以及財務與管理狀況之揭露均訂有配套機制。
- (三) 金融改革之主要內容：
- 1、衡平行業發展，強化公平競爭：金融機構在單一法規架構下得申請各種金融投資服務（6 大類），只要申請

相同業務，受到相同法規監理。

- 2、**引進綜合制度 (Comprehensive system)**，給予**金融機構更為彈性之業務發展空間**：在兼顧投資人保護下，金融機構得經營各種金融投資服務，對於金融商品採負面表列，使金融商品之界限得以更進一步突破。負面表列之優點在於使金融投資業者可以將符合金融投資商品定義之所有金融商品進行創意開發，以及自由販賣，以提高金融產業之競爭力，促進資本市場的金融革新，最終達到強化金融市場資金仲介功能的效果。
- 3、**擴大業務經營範疇 (Expand business scope)**，**打破業務藩籬**：將原有之分業經營之概念加以突破，因此擴大金融機構業務經營之範圍，提升其業務競爭力。欲從事金融投資業(投資買賣業、投資仲介業、集合投資業及信託業)之金融投資業者，可以複選其業務內容，並依規定取得核可或登錄手續後經營。並規範應具備自有資本(以核可業務之情形而言，每一認可業務為5億韓元以上，登錄業務為每一登錄業務1億韓元以上)、人員組織及相關設備、大股東之財務狀況等資料。
- 4、**強化投資人保護機制 (Upgrade investors protection mechanism)**：將店頭衍生性商品納入投資人保護機制，並強化金融機構之商品責任(商品說明、瞭解客戶、商品適合度、業務推廣等行為)。並以可承受投資風險程度為基準，將投資者區分為一般投資者和專業投資者，對於一般投資者之保護予以

加強，對於專業投資者之保護則大幅減少。

二、馬來西亞證券監理近期發展（馬來西亞代表報告）

目前各國證券監理之主要模式採取下列三種基礎，包括規範基礎、原則基礎及風險基礎等，這三種基礎並非互斥，而是互補。一個國家的證券市場採取規範基礎或原則基礎主要考量資本市場之成熟度與複雜度，市場之準備程度，公司治理文化，法規制定者與金融中介機構自律發展及市場結構等問題。

採原則基礎之監理模式對於市場發展而言彈性較高，能專注於結果，提高市場之反應力並與全球市場接軌。但採原則基礎之監理對於監理機構將造成幾項挑戰，包括監理文化與監理措施之調整，監理人員專業技能之提升等。金融中介機構同時也應要求較高之標準，包括法令遵循、自律、保障投資人權益。此外，加強市場紀律為監理之重要關鍵因素，主管機關應將法令遵循之文化深植資本市場之所有活動中，並要求金融機構建立與客戶往來之自律機制，確保適當之行為道德與專業，控管利益衝突之問題，以建立良好之風險管理制度與實務，落實董事會之角色與責任。

三、美國次級房貸問題對泰國市場之影響（泰國代表報告）

整體而言，美國次級房貸問題對泰國影響不大。據統計泰國僅 4 家當地商業銀行投資 CDO，投資金額為 7.15 億美金，佔銀行整體資產 0.6%。此外，泰國並無共同基金投資 CDO，但泰國股票市場卻受到嚴重震動，

自 2007 年 7 月底至 8 月中旬，泰國股價指數下跌 14%，外資淨賣出 10 億美金。

因應匯率劇烈波動，泰國中央銀行祭出多項措施，要求投資 CDO 之商業銀行必須進行壓力測試，定期向董事會進行投資報告以掌握投資損益，並要求銷售衍生性商品予客戶之銀行必須嚴格執行客戶適合性測試。

其餘重要因應措施包括：

(一) 投資CDO及結構型商品適當分類為持有至到期日、備供出售及交易目的等類別：

1 銀行所承做之衍生性商品如允許持有 CDO 之投資人變動資產組成項目以增加其收益者，投資人不得將 CDO 分類為持有至到期日投資。

2 各種不同 CDO 之批次中在中級批次以下之各批次不得列為持有至到期日投資。

(二) 強化 CDO 公平價值資訊之揭露，允許在專家驗證下進行與模型價格對齊 (Mark to Model)。

(三) 適當之風險管理，要求銀行對所有類型之風險進行評估，並強化銀行董事會之角色與責任。

因應次級房貸問題，金融監理應考量下列幾項重要因素：

(一) 投資人方面

1 對於一般客戶銷售複雜之金融商品前，金融機構應執行適合性測試 (Suitability Test)。

2 加強投資人及新興市場之機構投資人之教育，以增進對於複雜之金融商品特性與風險之深入認識。

(二) 信用評等機構方面

- 1 對於 CDO 之評等應更為審慎，信用評等機構應體認其複雜程度與違約風險特性與傳統之債券不同。
- 2 CDO 之評等往往無法反應重要之風險因素，例如因缺乏市場流動性所導致之高度風險。
- 3 因信評機構參與 CDO 之商品設計，並收取重大費用，其間可能產生之利益衝突問題。

(三) 創始機構方面

- 1 證券化可能導致更高之危險與不良之貸款習慣，導致銀行拿出來證券化之債權品質不佳，致使市場 CDO 之品質低落，創始機構對於不良貸款應負擔責任。
- 2 主管機關對於貸款過程應採取更有效之控管，以確保銀行之授信品質。此外，為達資訊透明，銷售予一般投資人之 CDO 應要求加強資訊充分揭露。

專題二：電子交易制度之監理

一、電子交易之興起—目前狀況挑戰與回應（日本代表報告）

（一）電子交易概況：電子交易之比重逐年增加，主要有幾項原因，第一、機構法人參與增加，機構投資人以使用 DMA 為主，致使交易手續費之議價空間與彈性越來越大。此外，機構投資人對於複雜且大量之交易單需求與日俱增，為了降低大額交易單對市場所造成之衝擊，電子交易成為極為重要之交易工具。另一主要因素來自證券經紀商，其客戶愈來愈需要更自由之交易處理，以提升其交易之速度。第三個重要因素為個人戶，其透過網路交易以降低交易成本並改善交易服務。

依據日本目前前五大交易商之統計資料顯示，機構投資人之交易量為 177 兆日元，其中 105 兆（約 60%）透過電子交易 DMA 或 Algorithmic Trading，交易金額約 62 兆日元。

另據日本經紀商之統計資料，機構投資人中有 50% 使用電子交易，其交易量佔 70%，其中又以共同基金之經理人為主。

據日本證券業協會統計，至 2007 年 9 月底止，日本共計有 1,200 萬個電子交易戶，與 5 年前相比成長 4.1 倍，另 90% 股票交易來自網路。

（二）電子交易之挑戰：

1 造成大量人頭帳戶出現，產生不公平交易，少數人運用人頭帳戶從事虛假股票交易，目前日本正朝追究海

外 DMA 之交易紀錄，與證券經紀商合作並與海外監理單位共同打擊犯罪之方向努力。

- 2 市場操縱問題，股票市場收盤前出現大量放空交易單打壓股價。
- 3 提升營運風險與成本，電子交易之興起雖使交易效率提昇，但證券商需不斷更新網路設備，並對電子交易安全機制投入大量之人力與成本。
- 4 造成證券交易所交易系統之負擔，運用 Algorithmic Trading 雖然能夠協助機構投資人將大筆之交易單分拆為小單，但對證交所而言，交易單之數量因此增加，加重處理負擔。

(三) 回應措施：一方面加強證券市場監理，包括提高行政罰鍰，發現不法交易快速處理，建立控管機制嚴防市場操縱，並加強對投資人之交易監視等。另一方面提升自律機構之功能，要求會員證券商對電子交易建立必要之監控機制。

二、電子交易制度之監理（香港代表報告）

電子交易之所以能成為市場主流，在於其將各市場加以連結與整合，並改變交易單之處理模式與流程，提升交易效率與生產力。此外，電子交易之特性在於隱密性高，經授權之投資人可以用隱密性高之方式進行交易。另對投資人而言，交易成本降低有助於提高獲利能力。

至 2007 年第 3 季止，紐約證交所及那斯達克證交所傳統交易方式佔整體交易之 75%，電子交易比重佔

25%。預計到 2011 年，交易比重將分別為 62% 及 38%。

歐洲部分至 2007 年第 3 季止，傳統交易比重為 97%，電子交易比重為 3%。預計 2011 年比重將調整到 80% 及 20%。亞洲之電子交易將成長更快。

電子交易之興起可分為兩個層次，第一個層次為交易發生地（市場層次）；第二個層次為交易工具（中介層次）。其中第一個層次包括 Displayed market, Non-displayed market, Hybrid market，此部分對於現行證交所之衝擊最大。第二個層次包括 Program trading, Algorithmic trading, DMA，此部分最明顯之影響在於增加交易所之交易活動。

Displayed market 即所謂的電子交易所或 Bloomberg 等電子交易商。Non-displayed market 包括與證交所有關之交錯網路，例如那斯達克 Crossing，其優勢在於對於市場之衝擊小，以及資訊漏洞少。

依據高盛證券之統計，亞洲電子交易之比重逐年增加，2007 年已達 80%。

執行方式	2001 年	2004 年	2007 年
Manual	85%	45%	20%
Algorithmic trading	15%	50%	50%
DMA	0	5%	30%

電子交易對於監理產生深遠之影響，包括下列幾項：

- 第一、 電子交易所之法制架構衝擊現有證券交易市場。
- 第二、 Algorithmic Trading 及 DMA 之交易監視及風險

管理。

監理之回應包括：

美國：Regulation ATS 及 Regulation NMS 對證交所及交易商進行規範。

香港：對交易所經紀商等進行規範。

三、臺灣電子交易制度之監理（臺灣代表報告）

臺灣之交易市場區分兩類，包括電子交易及非電子交易。其中電子交易部分包括網路、語音、Algorithmic Trading、DMA 及專線或封閉式線路交易。非電子交易部分包括臨櫃、電話、傳真、電報等。至 2007 年 10 月止，股票市場電子交易比重已達 21%，期貨市場電子交易比重約佔 24%。

監理措施部分包括紀錄 IP 及電子簽章，來電內容之紀錄等。另電子文件之傳送上須先申請認證之憑證，網站頁面須經加密並要求經紀商定期評估網路安全性、防火牆及電腦病毒等。

臺灣於 2006 年 6 月開放股票市場交易之 DMA。2007 年 7 月開放期貨 DMA，目前使用 DMA 之證券商計 22 家，期貨商 11 家。

電子交易之資訊傳送架構上，首重安全管控機制，重點包括：

- （一）身分確認性機制說明：如為專線對接，客戶身分相對即可確認，如為透過專屬型封閉網路，將透過網路系統廠商確認。
- （二）資料完整性機制說明：在資料傳輸內容中，詳訂

必須欄位內容，於委託輸入資料中需有分公司別、帳號、股票代號、買賣別、交易別、張（股）數、單價等內容。於委託回報資料中需有分公司別、帳號、股票代號、買賣別、交易別、張（股）數、單價、委託單號、委託時間等內容。於成交資料中需有分公司別、帳號、股票代號、買賣別、交易別、成交張（股）數、成交單價、委託單號、成交時間等內容。

（三）資料隱密性機制說明：如為專線對接，客戶資料相對即可保密，如為透過專屬型封閉網路，將與網路系統廠商簽訂保密協定，以確保交易資料不會外洩。

（四）交易不可否認性機制說明：如為專線對接，雙方系統皆留下資料傳輸紀錄，以利追查確認，而防火牆部份也只針對特定的 IP 及 PORT 開放，且於委託回報及成交回報部分也會及時傳送給客戶，提供客戶確認委託及成交狀況。

如為透過專屬型封閉網路，除於雙方系統皆留下資料傳輸紀錄外，也可透過網路系統廠商之資料傳輸紀錄確認。

（五）其他安控機制說明：

- 1、於資料轉換閘道上，設定可交易之客戶帳號，以確保客戶下錯帳號。
- 2、於前台競價交易系統上，針對客戶設定投資能力上限，以確保客戶下錯單。

電子交易對市場之主要衝擊及監理措施：

- (一) 客戶身分確認問題：電子交易如透過專線進行則客戶可透過專線進行客戶身分之自動確認，如為封閉式網路則可利用系統提供者進行身分確認。
- (二) 交易完整性問題：將交易傳送之欄位事先訂定確保交易資料完整。
- (三) 資訊安全性問題：如透過專線進行交易，則客戶資料較不會洩露，如為封閉式網路部分，經紀商則須與系統供應商簽訂保密協定。
- (四) 交易之不可否認性：資訊傳送之紀錄將會在證券商及證交所之系統紀錄，防火牆只對特定 IP 及 Ports 開放，且交易執行報告及成交報告將一併回傳客戶確認。

臺灣之電子交易部分監理措施尚包括強化證券經紀商之控管機制部分，說明如下：

- (一) 證券經紀商辦理電子式專屬線路下單業務，應配合增修內部控制、稽核相關規定，並於開辦二週前，將開辦日期，與所採行之資訊傳輸架構、流程，經合理評估可達到身分確認性、資料完整性、資料隱密性、交易不可否認性之管控機制說明文件，函報證交所備查，並於「證券商申報單一窗口」完成各項開辦基本資料之申報作業。
- (二) 證券經紀商接受委託人採行電子式專屬線路下單前，必須先向證交所申報委託人之帳戶資料。
- (三) 證券經紀商辦理電子式專屬線路下單時，須建置電腦篩檢功能與管理程序，以確保每筆委託符合相關規定；另

外，電子式專屬線路下單之委託同其他方式之委託，傳送至證交所時，應加註委託傳送之時間及編號，且不得跳號、漏號或重複編號；對於採行電子式專屬線路下單與其他下單方式之委託必須建立公平之先後次序。

(四)採行電子式專屬線路下單之委託人與證券經紀商（或其海外分支機構）之聯結入口皆在中華民國境外時，其間連線方式必須符合所在國當地的法令規定，且該聯結入口與證券經紀商在台分（總）公司之交易系統，應以專線或證券商專屬交易網路聯結。

(五)證券經紀商辦理電子式專屬線路下單或其他委託方式，皆應確實遵循證券市場相關規定、落實資通安全與風險管控，不能有影響證券集中市場秩序與效率之情況。

(六)證券經紀商辦理電子式專屬線路下單業務如發生異常狀況致有影響市場交易秩序之虞時，證交所可以做出必要之處置，包括要求證券經紀商暫停、限制或禁止其特定、部分或全部客戶使用電子式專屬線路下單。

此外在資通安全上證券商亦必須加強下列幾項檢查機制，並建立適當之控管措施，包括：

(一)每年檢查一次部分：包括風險評估與管理、資訊安全政策安全組織及法令遵循等。

(二)每半年檢查一次部分：包括資產分類與控制、實體與環境安全、系統發展與維護、持續營運管理等。

(三)每月檢查一次部分：包括通訊與營運管理、接近控制等。

專題三：私募股權基金及避險基金之監理

一、私募股權基金及避險基金之整體發展（澳洲代表報告）

目前全球避險基金所管理之資產規模已達美金 1400 Billion，平均成長率為 23.14%；其中歐洲之基金規模為美金 400 Billion，成長率為 43.54%，亞洲之基金規模為美金 110 Billion，成長率為 40.24%。從基金比重來看，美國佔 68%，歐洲與南非及中東合計佔 21%，亞太地區佔 11%。其中權益商品在前揭三個地區之比重分別為 45%、33%及 22%。

亞洲避險基金在操作策略上使用最多之前三種包括權益相關策略佔 44%；事件驅動策略佔 14%；相對價值策略 12%。國際私募基金投資亞洲之主要理由有下列幾項，經濟成長佔 94%，價格因素佔 26%，投資機會佔 23%。

目前國際避險基金正遭遇下列幾項問題，第一為美國次級房貸問題，造成基金大量贖回。第二為避險基金所持有資產部位未能精確反映市價。第三為閉鎖期間及投資人資金撤回問題。第四為持有部位缺乏流動性造成評價困難等。在避險基金之監理法規發展上，IOSCO 已初步訂定 9 項評價準則，以及組合式避險基金草案。

目前國際上私募股權基金正面臨幾項問題，包括過度使用槓桿、缺乏透明度、潛在利益衝突、企業社會責任以及收費等問題。IOSCO 目前已於 2007 年 11 月訂定諮詢文件以加強管理。

二、金融市場之規範與監理：避險基金準則之運用（亞洲開發銀行代表）

目前亞洲各國無不加強對避險基金之監理措施，包括對於金融中介機構面臨風險之重視，強化金融機構風險管理與內部控制，強調公司治理等等，其目前不外乎以穩定金融秩序為最終目標，但監理機構在強化監理之同時，也須兼顧避免損及金融機構在金融創新及業務成長上之壓力。英、美在監理制度上將法規之限制例納入考量，例如道德風險、市場之複雜度等重要因素。另有些國家之監理採取預防導向，強調防患未然，此種監理雖有助益於降低市場異常狀況之發生，但不可否認造成太多限制影響金融創新。

近期金融業頻頻發展出各種複雜之金融工具，使金融機構所面臨之風險更加複雜。證券化商品促進多元化之籌資管道，並進一步使信用風險分散，避險基金則更進一步為證券化商品創造流動性，並提升對風險訂價之能力。避險基金並雖非市場不穩定之主因，但避險基金在設計上將流動性風險及交易對象風險融合為一，監理單位應予高度重視並警戒。

避險基金之所以造成各界對風險管理之重視，主要乃因證券化發揮其特性將信用風險之降低與分散，但創始機構因為不再承擔風險也產生部分問題，例如創始機構有更高之誘因將更多之風險性資產嵌入信用連結型之結構型商品中，承銷商一旦參與該類結構型商品承銷，可能因此受害。此外，因為新商品之複雜性，造成投資人過度仰賴信用評等機構，使信評機構有將信用評等調升之動機，以促銷商品發行。

金融創新因市場競爭產生，進而對經濟體產生利益，監理單位過度的介入市場可能造成不利影響。資產負債表外交易使財務報表之透明度降低，造成監理工作執行上之困難。

三、避險基金（新加坡代表報告）

避險基金之規模在美國過去幾年來成長 12%，亞洲則平均每年成長 40%。預估在 2012 年，全球避險基金將達到美金 12 Trillion。近年來，包括避險基金等之另類投資策略發展，對於新加坡資本市場持續創新有非常重要之貢獻，尤其對於市場之完整性、流動性，以及對市場面臨價格短暫性波動上有穩定之作用。此外，對於分散風險亦有正面幫助。新加坡政府對於經營良好體質完善之避險基金非常歡迎。新加坡政府亦持續思考在監理上如何確保其穩定運作，政府對於投資人如何有效保護以維持市場正義，並兼顧金融穩定等目標之達成。

新加坡政府在監理避險基金上有下列幾項重點：

- (一) 強化投資人保護，避免因市場資訊不對稱所產生之代理問題，或投資人因專業知識有限所產生之問題。
- (二) 專業投資人有能力保護自己，可自行評估其投資之商品，充分瞭解詳細之商品資訊，評估及監控其投資標的。是以在管理及承擔風險的能力上亦較良好。
- (三) 加強系統風險之控管，尤其對於市場之主要參與者如銀行或經紀商等，並要求金融機構加強壓力測試。

目前新加坡政府在監理避險基金上正面臨下列幾項挑戰：

- (一) 揭露上困難，避險基金複雜之交易策略不易揭露讓投

資大眾瞭解，另即便揭露，其真實性亦受到考驗。另業者普遍期望業務之經營與操作維持一定之彈性。

- (二) 評價之複雜性，避險基金投資標的多為流動性低且複雜之金融工具。渠等金融工具在市場上報價來源不足，缺乏專業評價。
- (三) 外部監理困難且成本高，當交易標準化時，外部監理方具有效益，但避險基金多元化之交易類型常使外部監理困難且不具效益。
- (四) 獨特之市場誠信風險，複雜之交易造成市場誠信風險增加，避險基金將商品層層包裝也造成風險之堆疊，打破公募或私募市場界限，並跨越債權商品、權益商品，或信用交易之型態。

為強化避險基金之監理，近期 IOSCO 在監理制度之革新上有下列幾項回應：

- (一) 2007 年 11 月公布避險基金投資組合評價準則：提供各種避險基金在評價上具備一致性及中立性之做法，並向投資人充分揭露。
- (二) 避險基金工作小組亦於 2007 年 10 月公布避險基金準則之報告，其中針對需揭露之範圍，如投資政策、風險及交易條件，基金經理人之績效計算等。準則內容強調基金治理之重要性等。

新加坡政府在監理避險基金上累積了幾項經驗法則：

- (一) 在基金設計上，績效評估方式與給付經理人之財務激勵結構最終影響基金經理人之行為。
- (二) 當同一家企業在市場中所扮演的角色越來越多，市場終究將淪為其套利之遊戲。

肆、心得與建議

本次會議最重要部分當屬圓桌會議所討論之議題，在議題一證券監理近期發展（Recent Development in Securities Supervision）方面，南韓繼日本之後於 2007 年推動資本市場之改革，對於其資本市場及金融業勢將產生極大之助益，其內容有部分確實值得我國金融監理單位參考。議題二電子交易制度之監理（Regulation of Electronic Trading System）部分，電子交易時代已來臨，對於資本市場所產生之衝擊將逐漸顯現，多元化之電子交易模式超越國界，甚至儼然成為一新的交易市場與體系。國內電子交易尚在起步階段，資本市場乃至證券業經紀業務亦將面臨渠等衝擊，此刻似應正視並預為因應。議題三私募股權基金及避險基金之監理（Surveillance of Private Equity / Hedge Fund），兩種類型之基金在國外有合流之趨勢，使基金之操作策略越來越多元，國內目前尚未核准投信基金募集避險基金，在監理上似可參考香港及新加坡之制度，進一步研議是否有放寬之空間。

以下就參加本次會議後，提出下列簡單之心得與建議：

一、監理制度之調整

鑒於南韓於 2007 年完成金融制度之改革，同為亞洲四小龍之臺灣，是否也應借鏡其經驗，以持續過去數十年來之努力成果，建議如下：

- （一）依功能重新調整監管方式與法規：主管機關對於金融機構之監理轉變為功能性監管方式，在法令上不再以機構別為區分，而是以經濟活動為基準，並進一步將證交法、期交法、信託業法等法律整合。審核業務時

應簡化行政流程。

- (二) 重新定義金融投資商品業務範圍：以保護投資人為前提，建立適當之金融投資商品業務範圍，並從正面列表制度(positive list system)轉變為負面列表制度(negative list system)，沒有被明文禁止之業務均予開放，以鼓舞金融創新及競爭力。
- (三) 打破金融跨業限制，擴大業務範疇：打破金融界跨業經營限制，將銀行業、證券業、期貨商、保險業之屏障摒除，以提升金融機構之服務品質。
- (四) 提升投資人保護機制：透過法令規範，建立一套防止利益衝突之機制，加強對投資人投資適合度，以及業務推廣行為之規範。對於股票之投資人而言，強化公司財務等資訊透明度極為攸關，韓國金融監督管理院與韓國會計協會（Korean Accounting Institute, KAI）於 2007 年 3 月正式對外公佈，將於 2011 年採用與國際財務報告準則接軌之韓國財務報告準則（K-IFRS），並要求韓國上市公司從 2011 年開始採用國際財務報告準則（IFRS）編製合併財務報表，從而提高韓國公司會計資訊的透明度。

二、推動證券商經紀商業務之轉型

電子交易目前已蔚為世界潮流，證券商經紀商之角色勢必受到衝擊，國內證券商經紀業務之市場競爭過高，前 10 大證券商之市場佔有率不及 50%。此外，電子交易將取代部分人工作業模式，推動經紀業務之轉型已刻不容緩。鑒於美國 90 年代之市場情況，發現有部分證券商以提供私人銀行業務為主，發展出極具競爭力之投資銀

行業務。

我國於 2005 年開放證券商經營財富管理業務，惟目前在業務發展上仍面臨部分問題致規模受限，未來似可朝向強化業務人員素質，協助證券經紀業務人員轉型，並放寬業務經營範疇與作業流程等方向規劃，以提供證券商客戶一次購足，有效率且高品質之理財管道。