

行政院及所屬各機關出國報告

(出國類別：其他—出席國際會議)

**出席 2013 年「國際證券管理機構組織亞太區域委員會
訓練研討會(IOSCO APRC Mobile Seminar Training
Program)」會議報告**

出國人員：

金融監督管理委員會

楊雅惠

委員

金融監督管理委員會證券期貨局

許心婷

副研究員

派赴國家：紐西蘭奧克蘭

出國期間：102 年 3 月 9 日至 3 月 15 日

報告日期：102 年 5 月 10 日

目 錄

壹、前言.....	1
貳、金管會楊委員雅惠講授我國公司治理及證券商因應挑戰經驗.....	8
參、會議其他相關議題研討情形.....	13
一、紐西蘭金融市場管理局(FMA)執行長Mr. Sean Hughes致詞摘錄..	13
二、專題一，IOSCO：近期發展與法規挑戰.....	15
三、專題二，公司治理綜觀.....	17
四、專題三，從紐西蘭近年金融機構失敗看公司治理.....	22
五、專題四，公司治理：董事會.....	25
六、專題五，公司治理：股東.....	28
七、專題六，公司治理：審計員的責任.....	32
八、專題七，探討投資人行動的公開政策考量.....	36
九、專題八，市場濫用的制裁—綜觀.....	39
十、專題九，市場濫用的制裁—案例研究.....	43
十一、專題十，IOSCO多邊監理備忘錄對當前執法調查的重要性.....	45
十二、專題十一，裁罰選擇與討論—包含他種爭議裁定.....	49
十三、專題十二，德國：法律制裁討論.....	51
十四、紐西蘭金融市場管理局(FMA)董事長Mr. Simon Allen致詞摘錄	54
肆、意見交換與雙邊會談.....	56
伍、拜會駐奧克蘭臺北經濟文化辦事處、華僑從業人員及媒體專訪紀要	58
陸、心得與建議.....	62
附錄A 與會照片.....	64
附錄B 大會會議議程.....	67
附錄C IOSCO秘書長致函感謝楊委員雅惠.....	71
附錄D 楊委員雅惠本次會議演講簡報.....	72

壹、前言

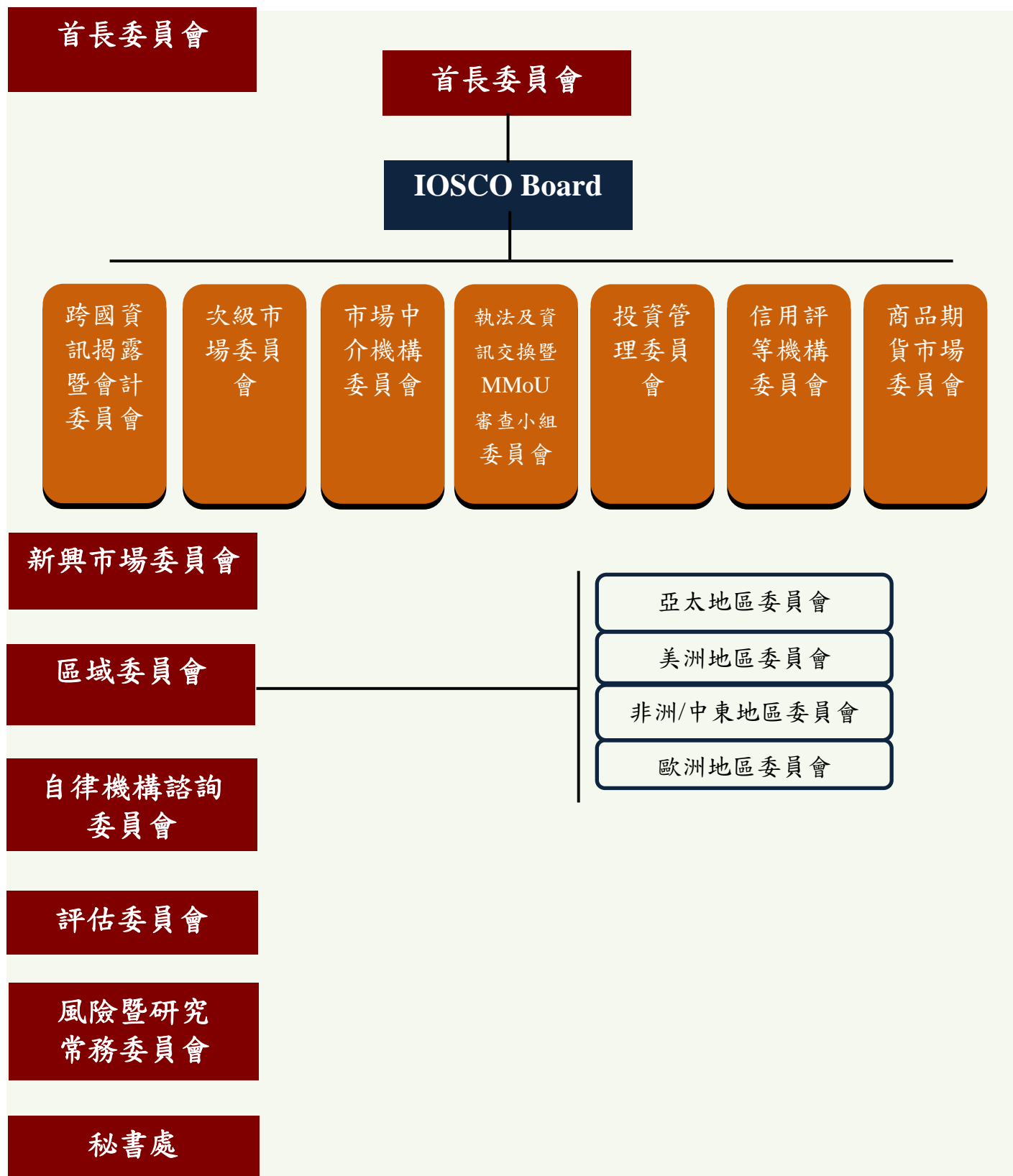
國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commission, IOSCO）為目前國際上證券及期貨市場主管機關所組成最重要的國際性組織。該會成立於 1983 年，其前身為成立於 1974 年的證券美洲協會 Inter-American Regional Association。原會員均為美洲境內之證券主管機關，直至 1984 年在法國、印尼、韓國、英國等國家之證券期貨主管機關陸續加入後，方成為一國際性證券管理機構組織。現今的 IOSCO 係由各國證券及期貨市場主管機關或自律機構(Self-Regulatory Organization, SRO)所組成，依據目前統計，IOSCO 會員主管機關管理超過全球 95% 以上之證券期貨市場。

目前 IOSCO 秘書處設於西班牙馬德里，截至 2013 年 3 月底 IOSCO 共有 117 位正會員、12 位副會員及 76 為附屬會員，我國金融監督管理委員會即為正會員的一員，另臺灣證券交易所股份有限公司、財團法人中華民國櫃檯買賣中心、臺灣期貨交易所及中華民國證券商業同業公會則為附屬會員成員。

一、IOSCO 設立目標

- (一) 共同合作以發展、執行、推廣國際認同具一致性的法規標準、監理及執法，以維持公平、有效率、透明之市場並同時著重系統性風險。
- (二) 透過強化資訊交換、打擊不當行為之市場執法合作及對市場及中介機構之監理，以提高投資人保護，並提升投資人信心。
- (三) 過國國際資訊交換及區域經驗以協助市場發展、強化市場架構並妥適執行法規。

二、組織架構



(一) 首長委員會 (President Committee)

首長委員會由所有一般會員及副會員之首長 (Presidents) 所組成，該委員會每年舉行一次年會，擁有絕對權力決定及達成組織之目的。

該委員會下的 IOSCO 理事會 (IOSCO Board) 是 IOSCO 管理及制定標準的主體，自會員中選出 30 位至 32 位會員代表 (2012-2014 過渡時期成員 32 位，未來規劃降到 30 位) 所組成。重要證券期貨市場實務議題研究及政策制定等相關工作，由轄下 7 大委員會所專責執行。7 大委員會分別如下：

- 1、跨國資訊揭露暨會計委員會
(Committee on Multinational Disclosure and Accounting)
- 2、次級市場委員會
(Committee on Secondary Markets)
- 3、市場中介機構委員會
(Committee on Market Intermediaries)
- 4、執法及資訊交換暨多邊資訊交換合作備忘錄審查小組委員會
(Committee on Enforcement and the Exchange of Information and the Multilateral Memorandum of Understanding Screening Group)
- 5、投資管理委員會
(Committee on Investment Management)
- 6、信用評等機構委員會
(Committee on Credit Rating Agencies)
- 7、商品期貨市場委員會
(Committee on Commodity Futures Markets)

7 大委員會每年約舉行 4 次經常性會議，以研討相關重要議題出具建議報告。目前我國目前業加入「跨國資訊揭露暨會計委員會」及「信用評等機構委員會」。

(二) 新興市場委員會 (Emerging Market Committee, EMC)

各國新興市場組成新興市場委員會，目前有 86 名會員，占 IOSCO 正會員數之 8 成，且其中 10 名會員為 G-20 之成員，而新興經濟體在 IOSCO 會員國之比例亦不斷增長。

藉由建立法規標準、提供訓練課程及促進資訊、技術移轉等經驗互換，以推動新興證券及期貨市場之發展。依 IOSCO 組織章程，EMC 需定期向 IOSCO Board 報告，並應遵守 IOSCO Board 相關規定。

(三) 區域委員會 (Regional Committees)

各區域之會員組成區域委員會，以討論特定的區域議題，各區域委員會除了在大會年會期間開會之外，亦舉辦年度區域會議。4 大區域委員會分別如下：

- 1、亞太地區委員會
(Asia-Pacific Regional Committee)
- 2、美洲地區委員會
(Interamerican Regional Committee)
- 3、非洲/中東地區委員會
(Africa / Middle-East Regional Committee)
- 4、歐洲地區分會
(European Regional Committee)

(四) 自律機構諮詢委員會 (SROs Consultative Committee)

IOSCO 附屬會員中，如屬於證券暨期貨市場之自律機構 (Self-regulatory Organizations, SROs) 者，則自動成為此委員會之成員，其目的在於確保全球證券暨期貨市場之自律機構都能對市場法規的發展提出建議。在 IOSCO 擬定相關政策的過程中，此委員會扮演相當重要的角色。

(五) 評估委員會 (Assessment Committee)

IOSCO 於 2012 年建置評估委員會，以促進各會員國間能全面、有效且一致地實行相關原則及標準。

(六) 風險暨研究常務委員會 (Standing Committee on Risk and Research)

2011 年成立該委員會，確認證券監管機構在全球金融市場所扮演解決系統性風險的角色。

(七) 秘書處 (General Secretariat)

設於西班牙馬德里，負責辦理 IOSCO 日常事務、協調各會員國工作、舉辦訓練課程及舉行各項會議。

三、 本次會議介紹

因應近年金融危機後，各國主管機關對教育訓練的需求，IOSCO 秘書處所屬教育訓練小組與 IOSCO 所屬區域委員會及各國主管機關會員開始合作於各地舉辦以 IOSCO 主管機關為主的訓練會議，本次會議即屬此類訓練會議。

有鑒於金融危機後，公司治理及市場濫用的制裁對證券期貨市場益發重要，IOSCO 秘書處、IOSCO 亞太區域委員會 (Asia-Pacific Regional Committee, APRC) 及紐西蘭金融市場管理局 (Financial Markets Authority, FMA) 共同合作，假紐西蘭奧克蘭舉辦訓練研討會，會議主題即為「探討證券商公司治理相關議題及市場濫用之制裁」 (Corporate Governance Issues Related to Securities Firms and Sanctions for Market Abuse)。另 IOSCO 秘書處針對本次會議特別邀請本會楊委員雅惠出席，講授我國對證券商公司治理之經驗，講授主題為「證券商(金融機構)是否面臨特殊挑戰 (Do Securities Firms(Financial Institutions) Face Unique Challenges?)」。

本次會議重要議程如下，：

時間	會議內容/講題	講者
2013年3月11日		
9:00-9:30	開幕致詞	Mr. Sean Hughes, 紐西蘭金融市場管理局 (FMA) 執行長； Mr. Gary Tidwell, IOSCO 資深顧問及美國 FINRA 副總裁
9:30-10:30	近期發展與法規挑戰 (IOSCO: Recent Developments and Regulatory Challenges)	Mr. Gary Tidwell, IOSCO 資深顧問及美國 FINRA 副總裁
10:15-11:15	公司治 理 綜 觀 (Corporate Governance: An Overview)	Ms. Suet Peng SIEW, 香港證監會 (SFC) 副總監
11:15-12:00	紐西蘭近年金融機構失敗看公司治 理 (Corporate Governance Lessons from New Zealand Finance Company Failures)	Mr. Mark Verbiest LLB, 紐西蘭金融管理局(FMA)董事
13:00-14:00	公司治 理：董事會 (Corporate Governance: The Board of Directors)	Mr. Marcus Killick, 直布羅陀金管會 FSC 執行長
14:00-14:45	公司治 理：股東 (Corporate Governance: Shareholders)	Ms. Suet Peng SIEW, 香港證監會 (SFC) 副總監
15:00-16:00	證券公司(金融機構)是否面臨特殊挑戰 (Do Securities Firms(Financial Institutions) Face Unique Challenges?)	我國金管會楊委員雅惠
16:00-17:00	公司治 理:審計員的責任 (Corporate Governance: Auditors' Responsibilities)	Dr. Lee Teck Heang, 馬來西亞 HELP University 大學教授
2013年3月12日		
8:30-9:15	探討投資人行動的公開政策考量 (Public Policy)	Ms. Belinda Moffat, 紐西蘭金融管理局(FMA)執法部門首席

時間	會議內容/講題	講者
	Considerations in Pursuing Investor Actions)	
9:15-10:00	市場濫用的制裁—綜觀 (Sanctions for Market Abuse—An Overview)	Mr. Sundaresan, 印度證券交易委員會 Chief General Manager
10:15-11:15	市場濫用的制裁—案例研究 (Sanctions for Market Abuse: Case Study)	Mr. Gary Tidwell,IOSCO 資深顧問及美國 FINRA 副總裁
11:15-12:15	IOSCO 多邊監理備忘錄對當前執法調查的重要性 (The Importance of the IOSCO MMoU in Cuerrent Enforcement Investigations)	Mr. Loam Mason,紐西蘭金融管理局(FMA)法律及董事會秘書處首席
12:15-13:15	裁罰選擇與討論—包含他種爭議裁定 (Sanction Options and Forum—Including Althernative Dispute Resolution)	Mr. Gary Tidwell,IOSCO 資深顧問及美國 FINRA 副總裁
14:15-15:45	德國：法律制裁討論 (Germany: Sanctions Regime Discussion)	Mr. Florian Becker, 德國聯邦金融管理局(Bafin)資深顧問及行政裁罰小組副組長； Mr. Stephan Haupt, 德國聯邦金融管理局(Bafin)資深顧問
15:45-16:30	與會者綜合討論	Mr. Gary Tidwell,IOSCO 資深顧問及美國 FINRA 副總裁
16:30-16:45	課程回應	Mr. Gary Tidwell,IOSCO 資深顧問及美國 FINRA 副總裁
16:45-17:00	閉幕致詞	紐西蘭金融市場管理局(FMA)董事長 Mr. Simon Allen 致詞

貳、金管會楊委員雅惠講授我國公司治理及證券商因應挑戰經驗

我國係於 1987 年即加入 IOSCO 成為正式會員，經常性參加 IOSCO 及亞太區域委員會所舉辦之各項會議。本會多年推展公司治理不遺餘力，且曾舉辦 8 屆臺北公司治理論壇之國際會議，深獲 IOSCO 各會員肯定，爰獲 IOSCO 秘書處邀請本會指派代表出席本次會議，講授我國對證券商公司治理之經驗。於本會代表楊委員雅惠演講前，FMA 主持人特別對楊委員雅惠之經歷進行介紹，並歡迎楊委員雅惠之到訪講授本次主題—證券公司(金融機構)是否面臨特殊挑戰 (Do Securities Firms(Financial Institutions) Face Unique Challenges?)。另 IOSCO 秘書長 Mr. David Wright 對楊委員雅惠本次演講，特致函表達謝意與肯定，謝函請參考附錄 C。

(一) 公司治理專題主題：證券公司(金融機構)是否面臨特殊挑戰 (Do Securities Firms(Financial Institutions) Face Unique Challenges?)

(二) 主講人：本會楊委員雅惠

(三) 會議摘錄：

所謂公司治理係指有關公司管理階層、董事會、股東及其他利害關係人關係之一套運作機制，以達成公司永續的存在。為何我們需要公司治理呢？因為良好公司治理可以增進公司資產運用的效能、吸引低成本資金、達成公司的社會責任、達到公司整體績效與永續、達成公司獲利的最大化。那金融機構公司治理與一般公司治理又有何不同？一般公司著重的是追求公司永續存在及獲利最大化，但金融機構因為其對整體市場影響巨大，其行為影響具有外溢效果(Spillover Effect)、外部性(Externality)並可能影響整體市場之系統性風險(Systematic Risk)。因此對金融機構來說公司治理除了著重

其公司永續存在及獲利最大化外，其公司治理還必須注重市場的穩定性及符合社會的期待。

在全球金融海嘯後，各國對公司治理開始有了諸多改革措施，在美國於 2010 年 7 月 21 日由歐巴馬總統簽署了 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act(簡稱 Dodd-Frank Act)，針對近期金融機構的相關問題進行改革，以促進金融市場穩定、保障金融消費者權益、增進衍生性商品之透明度，並解決金融機構「大到不能倒(Too Big To Fail)」問題，法案中隱含了眾多有關金融機構公司治理的強化問題等。此外，OECD 因應亞洲區的金融問題，公告了 6 大改革重點，歐盟近期亦對金融機構的薪酬問題著手改革。

公司治理過往已發展了很長的時間，OECD 在 1999 年公布公司治理準則，其他重要金融機構國際組織也發布關於金融組織重要之公司治理準則(如: Basel 於 1999 年發布增進銀行組織公司治理導引；OECD 於 2002 年發布退休基金公司治理導引；IAIS 及 OECD 於 2005 年發布保險業公司治理導引等)，但準則發布後仍發生近年的全球金融危機。為何會如此?有許多評論表示，是否公司治理準則太過理想化也太過模糊，造成良好公司治理在實際運作上可以有太多彈性的解釋空間；抑或實際上金融機構的公司治理運作根本沒有落實且被監理。從金融危機中我們看到金融機構的倒閉造成投資大眾對金融機構喪失信心，而金融機構外溢效果及不當的風險管理也更進一步造成投資人喪失對整體資本市場信心，因此公司治理不是一時的或因應海嘯時期的措施，而是要在平常時就必需要落實在日常運作中。

對金融機構來說公司治理的挑戰有哪些呢?我們可以從歐盟對金融危機之成因報告開始觀察。歐盟在 2009 年對外公

告了金融危機原因的整體報告，報告中列舉了數項重點，包含：(1)市場上充斥複雜的金融創新商品；(2)金融機構不當風險控管及風險定價；(3)投資人對報酬的高要求且並未考量風險；(4)市場上流動性過高、資金氾濫；(5)金融市場信用及槓桿運用過高。從歐盟報告中列舉的原因，其實都與公司治理有關，且得尋找到對應的公司治理問題。公司治理的問題挑戰包含：金融機構內部控制問題、金融機構風險控管失敗、金融機構董事及高階主管之薪酬問題(薪酬並未考量公司承受的風險、薪酬與公司獲利無法密切結合等)、金融機構董事及監察人的功能並未彰顯、市場透明度與揭露不足、股東權益保障問題及主管機關未能有效監理(包含總體及個體)等。

在討論臺灣在因應相關挑戰進行金融機構公司治理強化措施前，我們先對臺灣市場架構進行簡單的介紹，臺灣資本市場市值占全球主要市場排名約為 22 位，約與新加坡市值相當，市場成交量全球排名約為 14 位，約與澳洲市場的成交額相當，另市值約占臺灣全年 GDP 之 140.53%，全球排名約第 3。掛牌的債券市場市值則約略排名全球第 14 位，約與南非約翰尼斯堡掛牌債券市場市值相當。在臺灣證券業主管機關為金融監督管理委員會(FSC)，自律組織機構主要為證券交易所(TWSE)及櫃買中心(GTSM)，其下業管的業者則包含證券商、投信業者及投顧業者。2005 年核准的證券商共有 143 家，因市場飽和與併購，直到 2012 年核准的證券商僅剩 120 家。

臺灣為推行公司治理的架構可分為三層，最下層為金融機構運行公司治理與內部控制制度，第二層則係藉由自律組織的管理來推行公司治理，最上層則由 FSC 來進行公司治理的監督與政策推行。以下就針對臺灣近年公司治理推行細節進行介紹：

1、內部控制制度

臺灣要求證券商必需要建構良好的內部控制制度，以確保公司經營目的的合理運行。內部控制制度則仰賴內部稽核檢查(日常檢查及特別檢查)及公司內部法規遵循制度來確保遵循。

2.證券商公司治理準則建議

建議證券商遵循證券商公司治理準則之相關建議，證券商公司治理準則包含幾個主要面向，包含保障股東權益、強化董事會與監察人效能、保障投資人及利害關係人利益及增進資訊透明度等。在全球金融危機後，臺灣之證券商公司治理準則也進行修訂，修訂重點包含薪酬委員會設置與運作建議、證券商風險管理、強化股東參與公司治理及資訊揭露等。

3.強化獨立董監效能

要求獨立董監應具備一定程度的專業能力並符合相關獨立性要求。獨立董監之選任宜採提名制度，並應由股東會選任。於 2006 年金管會要求所有上市櫃公司必須設置獨立董事，於 2013 年 2 月金管會強制要由於 2017 年前資本額超過 500 億之上市上櫃公司應設置審計委員會。根據 2012 年證券交易所及櫃買中心委外研究顯示，設置獨立董事的上市公司其 ROA、EPS 及 ROE 顯著高於未設置獨立董事者，雖然其因果關係恐須再釐清，但仍提供一個設置獨立董事似有效增進公司價值之隱含意義。

4.薪酬委員會

根據過往資料顯示，公司總經理超過平均員工薪酬的比例自 1965 年自 24% 成長到 2005 年的 262%，由其於 1999 至 2005 年期間大幅提高，引發對公司總經理薪酬是否過

高的質疑。良好的薪酬制度可以降低總經理與股東間的代理問題並提高公司的效益，因此薪酬委員會的設置與相關高階主管薪酬的揭露就相對非常重要。臺灣於 2010 年 11 月起要求所有上市櫃公司必需要設置薪酬委員會，薪酬委員會並應考量風險及長期報酬等因素，讓董監及經理人薪酬合理化。目前臺灣證券商共有 33 家(約 27.5%)設置獨立董事、4 家(約 3.33%)設置審計委員會，另有 8 家(約 6.67%)設有薪酬委員會。

5. 自律機構組織對證券商公司治理的要求

為強化證券商對風險及交易對手的管理，並強化自律組織及主管機關對證券商風險的控管，近期金管會建構了交易儲存庫 Trade Repository 機制，以三階段強制要求證券商在 OTC 衍生性商品之交易必需適用渠等機制。此外證基會並有年度的資訊揭露評鑑，鼓勵上市櫃公司對外資訊揭露的品質，評鑑結果並對外公告。證券商之風險管理部分，則由櫃買中心每年衡量、排名證券商風險管理之品質，協助證券商及主管機關進行證券商風險控管監理。

6. 主管機關對證券商公司治理的要求

金管會近年均強化對證券商公司治理要求，並將設置獨立董事、薪酬委員會之設置、審計委員會之設置、證券商公司治理實務守則列入修法及強制要求。此外金管會亦要求證券商逐月申報資本適足(資本適足要求符合 Basel 2 規範)的控管，證券商並應按季對外公告資本適足情形，以強化風險控管能力。金管會致力與公司治理的教育訓練與國際交流，業主辦過 8 屆臺北公司治理論壇之國際會議。

公司治理是一種市場文化或公司精神，其實並不容易實行。主管機關在鼓勵公司治理施行時，應要在強制的法規與鼓勵性質的軟性政策工具下尋求平衡點，並應考量適當以階段性方式實施，逐步強化公司治理運作的要求，並從階段中尋求經驗累積與調整。推動市場公司治理的同時應著重公眾與董事們的教育，以降低磨合期的困難。最後，金融機構公司治理在現在最重要的是要加強公司治理的要求以保障金融穩定的環境，但是仍不能損及企業本應承受風險以追求成長報酬的本質，如何從中衡量取得平衡是最重要的。

參、會議其他相關議題研討情形

一、紐西蘭金融市場管理局(FMA)執行長Mr. Sean Hughes致詞摘錄

因應金融海嘯之發生及紐西蘭多家金融機構倒閉，紐西蘭於 2011 年 5 月成立了 FMA，取代舊有紐西蘭證管會的功能。目前 FMA 主要的目標為促進金融市場公正、效率與透明之發展。FMA 被賦予了更高權責，功能包含監督市場遵循情形、不法案件調查及執法、證券交易法等法規修訂、回復市場信心並增加投資人市場參與及市場人員與金融機構牌照審查等。

近期為 FMA 並提出了相關重要措施專案，用以回復市場信心、強化市場運作與法規監理架構、促進創新與擴大經濟基礎。強化市場法規監理架構與促進創新市場發展是具有相互衝突之處，如何權衡其中並尋找與傳統監理模式之平衡點，是近期 FMA 監理之重要課題。

金融海嘯後全球均致力於拓展公司治理之重要性，紐西蘭更是如此，特別是經歷多家基金及財務公司倒閉。作為一個公

司優良董事之職責即為將投資人與利害關係人之權益擺在心目中，Mr. Sean Hughes 認為拓展公司治理後，將看到新一代董事之形成，在投資人權益列為最優先考量下，導引公司步入正確方向。優良的董事及良好的公司治理是能夠影響公司重要決策，並且能增強公司內部遵循的效能。FMA 近年為致力於推廣公司治理，積極於董事們合作，提供董事們公司治理之遵循指引、舉辦一連串的研討會，並與大學、產業協會等機構合作提供董事與高階經理教育訓練及推廣課程。Mr. Sean Hughes 認為透過董事、高階經理之教育，導引公司高層優先考量投資人權益並賦予公司高層廉正、正直特質之期許，應得以有效回復市場信心。簡而言之，FMA 近期努力之方向，是帶領發行公司及市場文化之改變，而非法規的更動，並藉由提出良好遵循準則，強化市場參與者對公司治理、公司正直文化及遵循治理準則之要求。

本次訓練課程除探討各面向公司治理之重要外，另一主題為市場濫用之制裁，雖然各主管機關之市場濫用之制裁手段雖然不同，但主管機關仍是維護市場正常適當運作之關鍵角色。過度的制裁其實是會影響市場參與者的參與意願與市場正常發展與成長的，因此 FMA 設有明確的指引，要求市場濫用之裁罰與處置程度是與公眾的利益相吻合，以維護市場正常發展與良好、正直之市場秩序。Mr. Sean Hughes 認為本次訓練會議，其實是很好國際交流與資訊交換的平臺。FMA 為 IOSCO MMoU 的簽署國，目前亦有諸多跨國監理資訊交換專案與各國主管機關共同合作，MMoU 在市場全球化的過程中提供各國監理官一個相當好的調查工具，因此 Mr. Sean Hughes 希望透過本次會議的交流、互動，各出席監理官均能強化相互瞭解，作為未來建立未來互動之基礎。最後，歡迎大家參與 FMA 本次主辦之活動，希望大家均有豐碩的收穫。

二、專題一，IOSCO：近期發展與法規挑戰

(一) 主題：IOSCO：近期發展與法規挑戰(IOSCO: Recent Developments and Regulatory Challenges)

(二) 時間：3月11日上午09:30~10:00

(三) 主講者：Mr. Gary Tidwell, IOSCO Senior Advisor, Education, Training and Regulatory Capacity Building, Vice President, FINRA, USA.

(四) 會議摘錄：

身為證券市場監理官，面臨非常複雜的監理，包含商品、市場系統、市場架構、中介機構、銷售業務員等，是否一個完善的市場，都能夠用一件事涵蓋？Mr. Gary Tidwell認為，市場的完善及本次課程都是關於「誠實、說實話」，誠實是代表不隱藏事實的全部(如:財務報表的揭露)、瞭解事實的全部、適時與即時的說明事實(如:即時揭露、內線交易防制等)及確保今日說明的事實明日仍為事實。Mr. Gary Tidwell表示，其自身最喜歡的財務報表之一是一個老式的財務報表，公司表現並不好，但公司在財務報表前面以醒目的粗體引用了查爾斯狄更斯(Charles Dickens)的話—那是最美好的時代也是最糟糕的時代(It was the best of times, it was the worst of times)¹，來表達公司營運不佳的事實。財務報告的意義本來就是希望告訴投資大眾事實，只是我們經常忘記這個最基本的意涵。

IOSCO 是全球主要證券主管機關之平臺，目前會員由110個各國主管機關所組成，涵蓋約95%全球證券市場，IOSCO主要的目標包含保護投資人、確保市場之公正、效率與透明及降低系統風險等。依照2009年IOSCO規劃之

¹ 出自查爾斯狄更斯(Charles Dickens)著雙城記(The Tale of Two Cities)開卷語。

IOSCO 新策略發展方向(2010-2015)，IOSCO 有 7 大重點達成目標，分別為：

- 新 IOSCO 組織架構—IOSCO 理事會組成(2012 年年會)。
- 新的功能性委員會運作—原 IOSCO 技術委員會下所屬功能性委員會 Standing Committee 與新興市場委員會下所屬 Working Groups 整合。
- 新的 IOSCO 原則與評估方法。
- 增強跨國監理備忘錄(MMoU)的效能。
- IOSCO 秘書處下增設研究部門。
- 風險圓桌會議。
- 新資金來源(會員費收取方式調整、IOSCO 基金會)

為了因應證券市場對全球整體經濟影響重要性的增加及因應金融危機後日益增加有關技術支援、教育訓練及複雜商品研究的需求，IOSCO 近期提案增設一獨立之 IOSCO 基金會，基金會主要功能包含三大主軸，「技術支援」(如:IOSCO 原則之施行與評估、加入 IOSCO MMoU 之技術支援等)、「教育訓練」(強化現行 IOSCO 教育訓練活動，並增強主管機關與實務經驗與學術聯結管道)與「研究」(高品質基本面研究、學術網絡建立等)。IOSCO 基金會目前尚未成立，未來增設後希望有效支援各會員主管機關進行有效監理。

在 2009 年匹茲堡 G20²會議後，G20 領導者請求 IOSCO 與各重要主管機關對證券金融市場合作對 15 項議題進行研究，包含 OTC 衍生性商品、金融市場架構準則(Financial Market Infrastructures)、Legal Entity Identifier(LEI)、減少對信用評等之依賴、期貨、影子銀行、ETF、信用交換等。IOSCO 在 G20 下之角色示意圖如下：

² G20 係由 20 個世界重要國家財政部及中央銀行等主管機關組成之平臺，用以交流世界經濟情勢並作為改革國際金融治理之重要架構平臺。

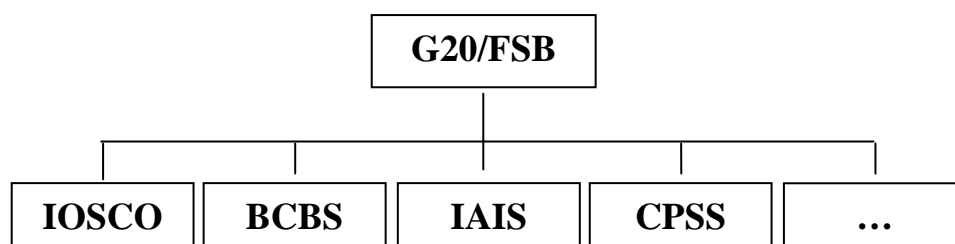


圖 1：金融國際管理架構圖

BCBS: 巴塞爾銀行監管委員會(The Basel Committee on Banking Supervision)

IAIS: 國際保險監理官協會(International Association of Insurance Supervisors)

CPSS: Committee on Payment and Settlement System(CPSS)係國際清算銀行組織(BIS)下，由各國中央銀行組成之論壇(Forum)，其目的在建構、分析各國支付系統、結清算交割與跨國多幣別清算機制之監理原則與發展。

IOSCO 配合 G20 所賦予 IOSCO 的專案(Mandates)，與金融穩定委員會(Financial Stability Board)合作，設定優先順序，研議與全球證券期貨市場相關重要議題之準則與建議，金融海嘯後 IOSCO 被賦予的工作增加，近期並發布眾多各領域重要建議文件(如 OTC 市場相關改革、影子銀行、Money Market Funds、證券化商品及 Asset Backed Securities 揭露等議題之建議等)。

三、專題二，公司治理綜觀

(一) 主題：公司治理綜觀 (Corporate Governance: An Overview)

(二) 主講者：Ms. Suet Peng SIEW, Associate Director, Corporate Finance Division, SFC Hong Kong

(三) 會議摘錄：

公司治理的原則或準則是無界限的，雖然細部運用上著重的要點或有不同，但其原理可以運用於諸多機關，包含公部門、私部門、大型企業、金融機構，甚至主管機關。

依照 1992 年英國政府主導的 Cadbury Report，「公司治理是有關如何指導並控制公司商業活動的制度」；另

OECD(1999)對公司治理的定義，公司治理係指「規範企業之管理階層、董(監)事會、股東與其他利害關係人間關係的架構，並可透過這種機制，釐訂公司的營運目標，以及落實該等目標的達成與營運績效的監測」。公司治理的定義早於1992年就成型，20年來至今仍未改變。公司治理可分為兩面向，其中一面向是公司內部，包含著重公司內部如何治理與管理、合適的董事會角色、建構良好架構與文化以達成公司目標。另一面向是公司外部，包含公司如何建構管理其與利害關係人(Stakeholders)之關係，利害關係人包含了股東、員工、債權人、供應商、客戶，甚至國家社會等。因此追求公司治理即為如何藉由公司管理等機制達到公司績效之最大化。

董事會是決定公司政策及管理主要方向之人，另一方面公司的股東是公司之擁有者，可以選任董事來代為執行並經營公司運作，兩者之間有代理關係，因此公司治理的運作上，董事會與股東各占一重要的角色，另一重要角色則為主管機關，監督整體機制的運行，包含市場的透明揭露，以作為董事會與股東溝通的橋樑。因此渠等角色就如同是足球比賽一樣，主管機關如同裁判，各公司之董事會與股東即如同球員，裁判必須設定比賽規則與處罰條件，並適時在球員違規時，給予警告或驅逐其出場。

公司治理有三項重要的治理元素，其一是董事會責任，其二是股東的權益，其三為揭露與透明度。

在董事會責任部分，OECD主張「公司治理應確保董事會可提供公司在策略上的指導功能，有效監督經理部門，並對股東與公司負責」(OECD 公司治理準則)。由前項我們可以發現，董事會主要責任有三，(a)要能夠在策略上指導公司(b)要能夠進行有效的監督公司的運作(c)要對股東負責。

因此董事會每位成員及董事會整體應要具備足夠的經驗及能力方能有效發揮其功能與職責，因此下列因素相當重要：

- 1.履行其誠信義務與關心之責任。
- 2.董事會的能力：董事會是否有合理足夠的知識、經驗與能力攸關公司運作的判斷，由其是董事會成員中是否有財務、會計等相關背景相當重要。
- 3.足夠的訓練：董事會的成員應要持續進修，以應付公司未來發展的決策。
- 4.足夠的時間：我們發現諸多董事會成員因身兼諸多繁重事務，無法有足夠的時間來思考、有效執行董事會的事務。
- 5.其他的責任(如:審計委員會等)。

董事會應設置有審計委員會、薪酬委員會及提名委員會等，渠等委員會應主要由獨立董事所組成，且由非執行獨立董事作為主席。

在安隆事件過後已過十年，當時安隆讓高層 CFO 在外部設立新公司 LJM 從事資產負債表外交易，以美化安隆財務報表，但是類似不法案件是否已經弭平不再發生?不是的，公司內外部仍存在著利益衝突問題，現今我們看到金融機構以複雜合成 CDO 等商品美化商品再銷售予客戶，實質上卻如同設計商品與客戶對賭。雷曼兄弟事件後我們發現不能僅只看公司的財務報表，公司誠信文化、公司財務及內部控制制度才是重要的要素。此外，最重要的就是公司的風險管理，好的風險管理是適當、精確的衡量風險胃納。尤其近年發展多元複雜商品，如何精確計算風險胃納能力相當困難卻也相當重要。

在近年金融危機中我們發現，公司管理階層鮮少將公司整體風險承受狀況向董事會提報，或許是因為缺乏注意風險的認知或因為太著重財務報表，董事會鮮少認知公司風險管理情形，更別提注意資產表外活動是否被納入風險衡量，如

倫敦 JP Morgan Blue Whale 交易員事件、USB 交易員 Kweku Adoboli 事件等，渠等活動於發生時都並未被納入公司內部風險胃納計算，而等到董事會知曉時，通常都已太晚。

在股東權益部分，依照 OECD 公司治理原則，「公司治理架構應保障並促進股東行使其權益」「公司治理架構應確保股東權益平等一致的對待，不論對小股東或外國股東。所有股東受到侵權行為，都應有權要求救濟。」歸納起來，有四大要點，第一就是要保護股東權益，第二就是要公正、平等對待各股東，第三就是股東瞭解相關資訊之權利，第四就是股東對公司經營的參與。股東權益不只是出席股東會，還包含是否可以有效投票、表達意見。各國對代理人如何代理行使股東投票權有不同的機制，部分國家代理人僅能為股東或律師、會計師，部分國家對代理人並無任何限制。近期 Ms. SIEW 對香港機構投資人(如基金經理人)等之投票行為進行研究，其表示研究發現，實務投票行為與原想像的差距甚遠，通常如股東會場如於較遠的其他城市，機構投資人通常不會遠距旅行去投票；此外，實務上外國機構投資人因為透過保管銀行及其他金融機構進行投資，股東大會通知會從發行公司透過保管銀行、國內金融機構多層次轉手，而國外機構投資人僅通常剩下 1-2 天時間決定投票意向再轉手傳回保管銀行，以代表行使投票權，導致無法有效執行其股東權益，或行使其監督公司之責任。

在揭露與透明度方面，依照 OECD 公司治理原則，「公司治理架構應要求即時、精確的揭露，其對象應包括公司有關之所有重要訊息，包括財務、績效、所有權以及公司的治理」。因此相關資訊的揭露要點就是「即時」、「所有重要訊息」及「公平的同時揭露」。

主管機關在現今公司治理的角色，主要是要尋求「促進市場發展與創新」與「市場成本」間的平衡，就如同古早中

國人販售藥草使用的天秤的概念，主管機關需要一步一步精確而謹慎的衡量法規的制定與執行，以有效回復投資人信心與市場秩序，然同時亦確保不要損及市場發展與創新的本質，讓公司的管理階層能夠在公司治理的精神下發揮其作用。在金融危機後，主管機關必須藉此學習，如何藉由法規或有效的執法來改善市場狀況，回復市場信心。此外，近年來國際化的發展，越來越多跨境掛牌的情形，跨國主管機關合作的議題也益發重要，如何藉由跨國主管機關的合作，打擊不法案件並有效執法是近年重要課題。

企業社會責任(Corporate Social Responsibility, CSR)也是公司治理的重要一環，根據 World Business Council 對 CSR 讀永續發展定義，「企業社會責任是企業承諾持續遵守道德規範，為經濟發展作出貢獻，並且改善其員工及其家庭、當地整體社區、社會的生活品質。」為什麼近年企業社會責任的訴求崛起，因為近年國際化程度的影響，部分大型國際企業營業額可能比小國家的 GDP 金額更高，其對當地社會及環境的影響更大，因此企業社會責任的要求更顯重要。

良好的公司治理運作並非僅有一套而得同時適用於大小企業的，良好的公司治理運作是會隨著市場的發展腳步而經常變化的。有些市場對公司治理準則相關要求係以法規命令之強制要求揭露方式處理(Mandatory Disclosure)，部分市場係採遵循或解釋要求(如不符合要進行解釋，Comply or Explain Code)或以解釋性要求提供企業遵循準據(Prescriptive Requirements)，對公司治理相關要求應視市場架構、市場文化及公司需求進行調整。

最後，良好公司治理主要目標是如何良好治理公司，促進公司良好永續發展，而執行最重要的要素就是優良公司道德文化。

四、專題三，從紐西蘭近年金融機構失敗看公司治理

(一) 主題：從紐西蘭近年金融機構失敗看公司治理 (Corporate Governance Lessons from New Zealand Finance Company Failures)

(二) 主講人：Mr. Mark Verbiest LLB, FMA New Zealand Board Member

(三) 會議摘錄：

在全球金融危機後，顯見公司治理對主管機關及對市場的重要性。其實金融危機已過 6、7 年，紐西蘭市場並沒有受到金融危機的直接衝擊，然而仍對紐西蘭的金融機構造成一定程度的影響。在金融危機後，紐西蘭為資本市場成立了一個改革的工作小組，不久並促成了紐西蘭金融市場管理局 FMA 的成立。顯然的我們都應該從金融危機中得到教訓，尋求是否有更適當的法規架構，Mr. Mark Verbiest 表示其個人在資本市場已有 25 年的經驗，並扮演資本市場中不同的角色，包含資本市場執業執行 M&A 等業務、發行公司的 CEO、發行公司的董事會成員等，現今並為 FMA 董事會成員，多元的過往經驗提供其多元且平衡的視野。我們應該要瞭解，雖然公司治理相當重要，但公司的本質本來就是在承受計算下的一定風險，追求公司的成功。

在金融危機後，諸多紐西蘭金融機構因公司治理問題發生倒閉危機，2006 年至 2010 年間，紐西蘭有超過 70 家非銀行之金融機構(基金及財務公司等)倒閉或面臨資產凍結，有超過 20,000 位投資人因持有前揭資產而受財務上受嚴重影響，渠等投資人有諸多是退休人士，因此也嚴重影響散戶 (Retail)市場之投資額與投資人信心。根據有關資料顯示 2004 年 12 月至 2007 年 6 月間，基金及財務公司等所持有或管理之資金短期間大幅成長約 39%，他們銷售比已註冊銀行銷售之商品利率還高，吸引眾多散戶投資渠等商品，惟如考量商

品之風險，渠等商品利率仍屬低估，散戶們並誤以為商品風險並不高；同時有部分財務顧問人員，可能未經充分訓練與專業教育，提供散戶投資建議，購買渠等風險較高商品，且未揭露商品風險及財務顧問人員從中收取之手續費或佣金費率。此外，渠等基金及財務公司，一般透明度均不佳，且與其所投資之對象有未揭露的關係人交易，在全球金融危機下，最後因遭遇流動性問題，導致無法維持經營。2011 年時，紐西蘭國會組成一委員會研究此一問題，委員會提出渠等基金及財務公司倒閉主因有四，(1)機構公司治理與內部管理問題(2)諸多案例中之不法行為(3) 相關投資揭露與透明度不足(4) 主管機關監管不足。

舉其中一案例，Nathans Finance，於 2007 年面臨倒閉，7000 名投資人全數於判決後獲得 400 萬元賠償，董事們並因公開說明書及投資說明書之錯誤隱匿被起訴，最高並被判 5 年刑期。這個案件確立了董事對公開說明書之真實、可信與完整之最終責任，並迫使董事們對管理階層提出的資訊，有確認真實性之責任且董事應確保所提供之資訊是否足夠讓非專業投資人瞭解所隱含之風險。

另一案例為 BridgeCorp 公司，共約有 8 萬投資人損失了共 4.5 億紐元，其董事因提供重要誤導投資人之資訊，被控違反公司法、證交法之相關刑事犯罪。基金及財務公司取得投資人資金進行相關運用與操作，必須確保其相關內部帳簿表據及商品文件都真實無誤的表達，並非僅是對外公開之資訊而已。

前揭案件及其他諸多案件均顯示，董事們其實對管理階層提出之說明等文件，除瞭解外，更應挑戰、提出疑問，包含提出文件之假設是否合理、文件品質是否需改善等。最重

要的是，董事必須確認，是否所有重要的、影響投資人進行決策之資訊均對外及時進行揭露。另外，董事會中一定要具備一定財務專業人才，以有能力監督公司財務狀況及表現。董事們不能藏匿於董事會決策背後，其董事個人對公司及對投資人的義務仍然存在。

紐西蘭數金融機構的問題根本上顯示公司治理原則並未適當實行之失敗，數案例我們發現很多機構在董事進行決策時並未考量到公司承受的風險，或揭露相關風險。部分董事實際上並不瞭解何謂良好的公司治理，部分董事們沉睡在他們的義務中。OECD 對公司治理的定義是，公司治理應確保董事會可提供公司在策略上的指導功能，有效監督經理部門，並對股東與公司負責。實質上公司是在承受一定風險的狀況下追求公司績效的表現，但公司董事應該在良好公司治理的機制下追求公司績效。從投資人的角度，公司應該在使用適當最低資本及降低風險之合理架構下追求永續經營，但仍應以良好公司治理機制，確保利害關係人(Stakeholders)權益。

紐西蘭近期亦修改其最佳公司治理守則，以協助公司董事、投資人尋求對公司最佳之實務運作。其公司治理守則主要要點有四，其一是增加股東價值為榮譽以促進公司達成策略方向及目標；其二是將良好公司治理架構視為高品質公司文化一環；其三是董事應選擇良好管理團隊，並將管理團隊視為有效、專業、獨立管理與監督團隊；其四是董事會應小新審慎審視公司財務報表及經營狀況，同時確保良好公司治理的運作。

風險管理是有效公司治理之關鍵要素，FMA 並非想要移除所有可能的風險，畢竟公司本身就是要承受一定風險以追

求報酬，然應該要確保一定風險管理的架構，且應該要將其所承受的風險透明化對外揭露。

紐西蘭在金融風暴後，2005 年起共有 15 個相關法規通過修訂或增訂，包含 2009 年修訂 35 年未修訂之證券交易法。我相信 FMA 所有的成員不會對現今的修訂感到滿足，相信一定還有很多法規改善的空間。政府也因為認知到整合各證券金融相關行業主管機關為一體之重要性，因此也在 2011 年成立了 FMA。近期 FMA 也對如何增加法規執行與監管能力、金融機構的行為準則與揭露等進行研議。

五、專題四，公司治理：董事會

(一) 主題：公司治理:董事會 (Corporate Governance : The Board of Directors)

(二) 主講人：Mr. Marcus Killick, CEO, FSC, Gibraltar

(三) 會議摘錄：

Mr. Marcus Killick 表示其個人已任直布羅陀 FSC 的委員近 10 年，10 年前直布羅陀 FSC 正剛開始討論公司治理，當時正討論公司治理是否應用法規來約束(如美國的方式)，是否應以行為準則方式 (如英國)，是否以不遵循就解釋 (Comply or explain)方式(如英國)。在 2007 年及 2008 年金融海嘯後我們發現，不論法規規定的多好，不管法規能力影響有多大，如果董事會本身不正直，一切都免談。這就留給我們主管機關很困難的課題了，因為主管機關不可能親自參加董事會，瞭解董事們是否正直。

G20 在 2012 年討論「對金融機構進行有效監理」主題時，對董事會行為解釋「實行治理架構與流程很重要，然而實際運作好壞仍成為重要的問題.....而董事會最終的行為，比

公司治理架構、組織等影響力還大，還重要。」好的董事會行為就是運作以達成董事會的角色與責任。第一件要務就是尊重，董事會成員應該要尊重其經營管理階層、員工及其他董事會成員，這是基本的觀念，但尊重不一定存在現實的董事會中。尊重會引導董事會開放地討論議題並引導董事們的信任。有多少次我們赴金融機構進行實地審查時，董事會成員會告訴我們公司內部的問題?這個董事會成員明顯對董事會不信任，然而又無法於董事會中提出討論。

事實上董事會的利益衝突是很難避免的，特別是小國家，然利益衝突本身並不是壞事，是故意不對外揭露才是問題。對外揭露後，具有利益衝突的人，不得對董事會該項議案出席並進行投票。另一項董事會特質就是好的董事會必須要能區分重要及不重要的議題。董事會僅有有限的時間，如果花費許多時間在日常事務，將無法提出重要策略性議題引導公司方向。主管機關通常不在董事會現場，但是透過董事會會議議程、紀錄與相關文件，我們可以發現董事會花多少時間在討論其他事務，相較於重要的財務報表、公司經營策略等。

公司需要有能力的工作小組，包含董事會，且小組們必需要尊重與信任，如無尊重與信任，雖然過往董事會運作的很好，未來都還是有產生問題的風險。例如部分公司總經理 CEO 擁有主導性過強的人格特質，或者董事長的個性太弱勢，均會為公司帶來潛在的風險(案例如大型企業 Maxwell, Goodwin 與 Ken lay)。

董事會的行為經常會遭遇的陷阱很多，例如確認性偏誤 (Confirmation Bias)。舉例來說，大部分的人認為鯊魚比飲料販賣機風險高，而是否應拍攝鯊魚的廣告警告大眾?實際

上，在澳洲飲料販賣機造成傷亡風險比鯊魚大 2 倍。另例如團體思考(Group Thinking)，舉例來說，假設管理階層告知董事會公司業務量成長 10%，董事會會怎麼想?假設董事會圍繞著董事長的好友們，團體思考會引導董事會同一方向決策，而其他成員無法貢獻自身想法，提供多樣化建議，團體思考下的決策可能錯誤，而董事會成員卻無法多元表達意見。

2013 年 1 月 UBS 投資銀行部首席(Investment Banking Chief)表示，「在 UBS 成為國際利率醜聞(LIBOR SCANDAL)的中心時，UBS 還在摸索其公司文化中的傲慢」。近期的事件已經證明主管機關未能成功扭轉金融機構的文化，而 UBS 現在才要開始扭轉其文化。

Mr. Alfred P Sloan，General Motor 總裁曾表示「所以如果我們全部都同意一個決策，我會提議暫緩決議並留作下此討論，直到成員發展出更大的不同意見(develop greater disagreement)，或許當時我們才會對我們的決策得到一些認知。」因此，董事會的決議實質上是來自於發展不同意見。

董事會的架構，董事會成員必需要多元化擁有多元專業知識與經驗，董事會的最適人數約 8-12 位，超過 12 位將無法有效進行建設性的辯論與討論。此外董事會應該要任命非執行董事，且最好董事會及總經理非同一人，以確保責任與工作明確劃分。此外董事會並應該要設置獨立董事，獨立董事成員最好有來自公司過往 5 年內之內部員工，對公司業務有一定程度的瞭解，成員中並最好有來自公司大多數股東的代表。

董事會應具備的重要委員會包含風險委員會、提名委員會、薪酬委員會、及審計委員會。委員會扮演董事會重要的角色，董事會通常僅擁有有限的時間，但透過相關委員會授

權，能夠代理董事會進行初步監督及報告。過往我們並未要求大型機構設置渠等委員會，但現在不但要求設置，也要求相關委員會要有效執行他們的任務。此外董事會、董事會成員及委員會應有機制逐年審視其執行成果，可以是以自我評估方式、同儕檢視、董事長審核、360度回應(來自公司匿名內部)及外部評鑑。我自身董事會即有進行360度回應的機制，有時董事會自以為錯誤的分析或決定並不會被發現，但來自公司內部或相關人員的評鑑會發現，很多人其實都發現錯誤，只是不會說出來，渠等機制可以幫助董事會有效運行。

公司治理運作上並非大小公司均能適用，實際上小公司應該就其複雜度及相關委員會的重要性可以選擇適用，因此部分應可以採不遵循就解釋(Comply or explain)的方式，但遵循或解釋的方式實際上很難進行執法或訴訟根據，不過我們希望可以藉由推行公司治理的方式，改善整體企業文化，就像要求繫安全帶以確保行車安全一樣，逐步改變人們日常運作習性。

六、專題五，公司治理：股東

(一) 主題：公司治理：股東 (Corporate Governance : Shareholders)

(二) 主講人：Ms. Suet Peng SIEW, Associate Director, Corporate Finance Division, SFC Hong Kong

(三) 會議摘錄：

為何保障股東權益非常重要?因為惟有良好保障權益的機制，投資人才會有足夠信心進行投資。因此投資人應該擁有自由投資、或無限制轉換及出售股票之自由，這不僅只是法

規而已，還涉及實務上運作的可能性，及系統制度是否能保障其市場運作可靠與正直。股東應擁有在股東大會中出席、發言及投票之權利，有哪些公司決策應該賦予股東權利去進行決定？近期在美國、歐洲與澳洲主要討論方向是高層薪酬的決定，部分國家業賦予股東決定董事們及管理階層薪酬之機制，除了薪酬外，其他股東得決議事項包含董事的任命、公司年報的覆核確認及其他重要交易的授權(包括併購、關係人交易、募資提案等)。如果公司大部分股權係由單獨或少數人持有，關係人交易議案就變得相當重要，公司應該要有獨立委員會處理相關關係人交易議案，或指派外部獨立財務顧問提供意見，以確保該項議案係公正、透明並符合公司最佳利益。

股東獲得的利益主要得自公司分配的股利，近期我們也看到公司分派股利的爭議，例如 Apple 的避險基金股東提出告訴希望迫使 Apple 變更股利分派政策，公司股利政策通常係由董事所提出但由股東會許可，股東會許可後，通常係由公司董事會決定分派時機。

另一確保股東權益的重要議題是股東權益是否公正且一致。部分國家允許不同級別股東的存在，擁有不同的投票權及享有不同股利分派，但各級別的股東權益必須要一致。研究發現，當公司擁有兩種級別的股權時，通常具有控制權的股東，擁有較多優先股的股權，並有時藉此影響公司決策。通常此時我們特別要注意具有優先股股權的股東是否濫用其權力而損害其他股東權益。過往我們認為優先股問題已是古早的老問題，但近期案例亦發現曾有一知名機構因具控制權股東希望藉有新種優先股的發行來稀釋未具控制權股東對公司的影響力，而意圖於香港證交所掛牌，香港證交所因認定會大幅影響現有小股東權益而拒絕其掛牌，該公司續後轉往

新加坡亦被拒絕，最後近期方於美國 Jobs Act 下掛牌成功。部分國家亦針對具控制權股東提案有利益衝突時，明定具控制權股東不得進行投票，以確保少數股東權益。

在亞洲有很多公司係家族企業，擁有複雜的公司股權架構，造成利益衝突隱藏在複雜架構之下，因此，股權結構的透明化揭露很重要。在現今經濟體系下，知識與訊息的影響力相當大，市場中機構投資人或基金經理人，通常擁有其他一般散戶投資人沒有的訊息，甚至散戶中大額投資人，以付費方式確保其擁有散戶投資人沒有的分析報告與資訊，此外市場中亦有高頻交易人，利用極短時間的高頻交易在市場進行價格發現之調整過程中，獲取市場報酬。因此確保發行公司發布重要公司營運、財務報表重大訊息之一致性、及時性相當重要。

訊息主要分為兩類，包含年度及各期間年報與即時重大訊息的發布，訊息可以是事件的發生或具量化資訊的效益規劃等；訊息也就其內容區分要求揭露的時限，例如年報、半年報通常要求 4 個月及 2 個月內經會計師審閱後揭露；季報 1 個月，股東會議案則 45 天前公告不等，即時訊息的公告，則通常要求實務上能運作之最短公告時間。十多年前香港資訊揭露的運作，要求公司必須要在報紙上公告相關訊息，且考量投資人有很多華人，公告的訊息必須要是英文與中文併陳，後來方逐漸改以網路資訊公告方式處理，網路上公告有兩個主要好處，1 是即時性與便利性，網路傳輸不必受限於報紙的截稿期限，能隨時即時傳輸公告，2 是大眾得隨時便利取得公告資訊。香港並要求發行公司於重要訊息發生至公告前必須要停牌，而部分其他國家沒有停牌之規範，係要求發行公司在交易時間外進行資訊公告。香港渠等機制希望使各類投資人能夠即時一致性取得重要資訊。

公司的股東是公司治理重要的三角色其中一角色，股東或許有不同的投資計劃，長期或短期，但股東應該扮演推動公司良好公司治理的重要角色。Ms. SIEW 表示其曾詢問基金經理人是否股東可以扮演此種角色，基金經理人非常謹慎的回答可以，但又表示這是公司內部的責任。這顯示機構投資人並未能夠認真扮演其股東角色。扮演股東角色有二，其一是監督公司運作，其二是讓管理階層或董事會建構其對公司策略與發展之遠見，並傳達給投資人。股東扮演自身的角色並非要股東提案積極介入公司經營，而是要扮演監督的角色。英國的 FRC Stewardship Code 說，管理授權活動，應該包含監督並參與(Engaging)公司相關事務，包含策略、績效、風險、資本結構、公司治理，包含文化及薪酬等。所謂參與(Engagement)指的是有目標的與公司進行相關議題的對話，包含即將列入股東大會表決的議題。政策上應該揭露如何使機構投資人參與此管理授權，以提高並保障最終受益客戶的權益。因此股東在決定其參與所投資公司經營時，其政策應該包括(1)決定自身是否為長期投資者(2)有哪些重要的議題要包含在內(3)哪些議題是要透過投票來決定(4)是否有政策預防利益衝突(5)如何揭露並實行政策(5)如何與其他股東聯合。

股東權益的確保，近期面臨數挑戰，包含：

- 1.投資決策與管理的分工—通常機構投資人的投資決策與確認所投資對象的公司治理，分屬不同部門，導致無法有效推動督促公司進行良好的公司治理。
- 2.缺乏資源與專業—專業機構投資人通常缺乏足夠人手，監督所投資對象之公司治理情形，實務上就算大型機構法人如退休基金，監督所有投資對象公司治理情形的人員可能

僅有一位，投入的專業與資源不足，導致並未有效扮演其股東角色。

3. 被動式管理商品—部分商品如 ETF 等，係以被動式投資方式去追蹤指數以進行投資，公司治理的好壞，無法影響基金投資決策，導致被動式管理基金投資人無法扮演股東角色。
4. 投資者搭便車(Free Rider)心理—投資人搭便車心理是目前市場上面臨最大的問題。理論上當公司治理進步時，整體市場價值會提升，但提升的幅度及原因並不明顯，投資人不願站出來爭取其權益或參與公司治理。
5. 過度依賴代理諮詢—諮詢公司提供投資人資訊以決定投票決策，但部分投資人將所有的決策完全依賴渠等諮詢公司，導致問題產生。
6. 外資投資人比例之提高—研究發現，外資投資人比當地投資人更不積極參與投票與公司運作，部分原因可能為資源限制，或文化、法規差異導致。以德國為例 2005 年外資投資人約占 25% 市場至 2007 年則提升至占 53%；英國為例，1994 年外資投資人占約 16% 市值，2006 年則達到 41%。因此渠等市場外資投資人占重要的角色，然卻缺乏參與公司運作，導致股東權益無法彰顯。

七、專題六，公司治理：審計員的責任

(一) 主題：公司治理：審計員的責任 (Corporate Governance : Auditors' Responsibilities)

(二) 主講人：Dr. Lee Teck Heang, Professor, HELP University, Malaysia

(三) 會議摘錄：

審計(Audit)這個字眼來自拉丁語的 Audire；所謂的審計，根據 ISA200 的定義審計財務報表是為了給予審計員提供財務報表意見，是否財務報表在所有重大部分均遵循財務報告的架構規則。

審計的程序係從管理階層準備好財務報告開始，審計員再開始瞭解整體組織的有關活動，包含經濟環境與產業環境等，再來審計員評估組織的風險，然後考量組織的內部控制制度是否合適，審計員再開始檢驗所有提供佐證財務報告之證據，最後進行審計衡量，最後準備審計報告。

而審計員不做甚麼呢?審計員並不查證財務報告的所有數據，審計員也不對組織的所有業務活動衡量是否合宜，且不針對所有組織曾交易進行進行驗證。另外審計員不能做什麼呢?審計員不能預測未來數字，審計員不能判斷未來發生的事也不能保證過往組織的財務表現會永久存續。審計員亦不能永遠長駐在公司，審計是在一定時間內進行，審計員並非能夠時時觀察公司行為。

那我們要求審計員做什麼事呢?有兩個理論支持審計員的存在，第一個理論是代理理論，因為公司的所有者(投資人)與經營控制公司者非同一人，因此投資者透過審計員得以監督公司經營管理活動。另一理論是資訊假設，透過審計的功能，能夠使資訊的品質提升，投資人要求可靠的資訊藉以幫助投資人決策判斷，並協助衡量相關投資之風險與報酬。

雖然審計員的角色是協助有效確保財務報告所有重大部分之允當性，但公司舞弊(Corporate Fraud)案件仍然猖獗。根據 2009 年 KPMG 公司舞弊報告中描述，「公司舞弊是個持

續進行的現實，似乎沒有任何公司可以免疫於舞弊者對公司的破壞。它潛伏的特性侵蝕所有企業的基本根基—信心與信任(Confidence and Trust)。」另外美國科恩委員會 Cohen Commission 於 1978 年報告曾述及「所有獨立審計員責任中，沒有一項比質疑其偵測舞弊的責任更困難。」

根據國際公司舞弊報告顯示，各區域公司受舞弊影響程度，以非洲最為嚴重，有 85% 公司受舞弊的影響，印度為 84%，大陸則為 84%，歐洲為 71%。另外平均公司收入受舞弊影響的金額，印度約為 3.10%，大陸為 2.3%，歐洲則為 2%。依照 PWC 對印度舞弊的調查報告，舞弊的原因以來自壓力(財務等壓力)68% 最高。另根據 KPMG 於 2012 年對澳洲、紐西蘭的調查報告，公司舞弊起因於不良內部控制制度有 28%，有 22% 來自違反公司內部控制制度，同一調查，公司舞弊的態樣以資產侵占比率最高，有 84%。根據 KPMG 2009 年對馬來西亞的調查報告，投資大眾有 73% 認為公司的 CEO 要對公司舞弊負責，有 73% 認為 CFO 要對公司舞弊負責，而僅有 35% 認為外部審計員要對公司舞弊負責。

Brenda Porter 曾針對不同時期大眾對外部審計員職責是否應該隱含偵測公司舞弊進行研究，研究分為三個時期，1920s 年前，舞弊偵測被大眾認為是審計員主要的職責，案例包含 London and General，法院認為審計員應該具備合理的技巧，能偵測舞弊並且對不誠實行為對股東報告。1920 年至 1960 年間，大型企業發展並開始複雜化，審計員無法對所有交易進行監控，遂發展出內部控制制度審計與抽樣調查審計方式，審計員被賦予偵測舞弊的責任降低，大眾普遍認為最終責任在於公司管理階層。1960 年至 1980 年間，審計員否認其偵測舞弊之責任，Auditing Practice Committee(APC) 在 1980 年堅稱，偵測與避免舞弊發生的責任是管理階層的

責任，審計員的責任並非特別為偵測舞弊，但審計員應認知可能發生的重大舞弊，並設計審計計劃以取得偵測重大舞弊的合理期待。現今審計員的責任是否隱含偵測舞弊，在 ISA240 有詳述，主要預防與偵測舞弊責任仍屬公司管理階層的責任，審計員無法完全保證重大舞弊必定會被偵測到，但審計員必需在審計過程中對保持專業的懷疑。

事實上大眾與審計員存在審計期待的差距 (Audit Expectation Gap)，這個期待的差距也不是新的爭議，遠在 1978 年因為市場對審計品質的疑慮而由美國 AICPA 成立的 Cohen Commission 早就確認差距的存在，而渠等差距是會損害資本市場經濟的發展的，尤其是資產累積的過程與穩定性大部分依靠的是投資大眾的信心。根據針對英國在 1989-2008 的調查顯示，對審計期待的差距 55 項義務中有 36 項，36 項當中有 5 項是審計員執行瑕疵，有 10 項是相關會計員則的不足，其中有 21 項是其他不確認原因的期待差距。研究顯示大部分期待的差距還是來自不確認的原因。其他的研究顯示，這個不確認的原因可能來自於誤解、認知不足及不實際的期待，例如誤以為審計員就如同會計人員、警察或財務安全的專家。針對審計人員執行瑕疵部分，細究其原因可能來自於(1)審計員接受委任的程序(接受公司管理階層的委任)(2)審計員低收費及低價攬客實務(3)取得審計員資格的程序(4)國際人才的競爭。如何解決前揭審計期待呢? Dr. Lee Teck Heang 認為能夠過教育與透過對大眾，報表使用者的教育來降低差距或可以透過修法來改善審計品質來解決。

審計法規方面，過往在安隆案之前，並沒有相關審計品質的法規來約束審計品質，會計師事務所僅透過自我約束與同業評鑑來維持品質。在安隆案之後，美國 Sarbanes-Oxley Act(SOX)下成立了 Public Company Oversight Board(PCAOB)

以監督外部審計員的工作，現今國際上共有 38 個與審計員有關之監管組織(如英國的 FRC、澳洲的 ASIC、日本的 ACRA 等)，國際上為了確保審計品質，也公告相關原則與方向。

最後，Dr. Lee Teck Heang 認為更多的法規約束並非促進審計品質的唯一方式，透過道德價值與正直文化可能才是最好的審計專業提升的解藥。

八、專題七，探討投資人行動的公開政策考量

(一) 主題：探討投資人行動的公開政策考量 (Public Policy Considerations in Pursuing Investor Actions)

(二) 主講人：Ms. Belinda Moffat, Head of Enforcement ,FMA, New Zealand

(三) 會議摘錄：

在雷曼兄弟事件引發全球金融危機後，因紐西蘭諸多財務公司倒閉，共有逾 200,000 投資人、80 億紐元投資額受影響，紐西蘭金融市場管理局(Financial Market Authority, FMA) 遂於 2011 年 5 月 1 日成立，前揭部分的投資並仰賴 FMA 主管機關的民事法律行動來尋求補償，同時 FMA 亦尋求其他的監管方式來避免或補償投資人。FMA 取代舊紐西蘭證管會，並被賦予更大權力與更廣泛的監管以回復市場信心。紐西蘭的監管制度係雙峰制度(Twin Peak)，由 FMA 及紐西蘭儲備銀行(Reserve Bank of New Zealand)所組成，紐西蘭儲備銀行則負責總體審慎監理的部分。FMA 則是一個獨立的監管機關，掌管金融證券業的監理，總理沒有權力干涉 FMA 的運作，但是有權進行相關諮詢。

FMA 主要的功能包含(1)促進金融市場信心與透明度的參與(2)監視執法、調查違規或違法案件(3)發放牌照與中介機構監管(4)執行對市場參與者詢問與調查(5)定期檢視法規。FMA 具備起訴、調查的功能，而監管下的法規共有 23 個。

法規的功能與目標是要回復並保持投資人對資本市場的信心，FMA 執法的哲學就是同時著重教育與全面執法，引導市場參與者適法以達到公正、效率與透明的市場。金融海嘯時後紐西蘭所面臨到眾多財務公司的倒閉與投資人的重大損失，紐西蘭的經驗是，其中部分的案例是涉及不法案件，部分的案例是單純的市場參與者或金融機構未遵循相關法規，甚或是無知。這迫使 FMA 重新檢視執法的效能與架構，是否可以適時有效的執法，有效的遏止違規的架構是要賦予主管機關足夠的權力進行相關裁罰與補救處置，以達到(1)遏止不當行為(Misconduct)(2)保護金融消費者與維持金融市場的正直運作(3)處罰不良行為(4)補償投資人損失。此外有效的監理應該是要進行有效、等比例的裁罰與補償。

FMA 擁有的執法權力包含刑事與民事兩部分。刑事部分對象是針對所有市場參與者，刑罰包含罰金與入獄監禁，判決後的罰金也可能透過程序補償予投資人。民事部分包含可能宣告被告相關限制行為、支付給主管機關罰鍰或直接補償予投資人。FMA 對執法的政策原則包含：(1)FMA 會使用所有擁有的工具進行執法，包含跨部門合作等(如:執法部門、調查不法行為部門及發放牌照部門合作)(2)所採取的行動合理且具備比例原則(3)執法主要針對重大可能危害市場之行為、重大市場損失、多數投資人損害、高風險商品、弱勢投資人保護、猖獗的不當行為。(4)致力以公開、教育性方式處理其角色、功能與政策。(5)必要時 FMA 會運用其權力測試

法規中灰色地帶。(6)使用民事補償及回復行動來保護投資人。

近期 FMA 近期通過制定新金融市場管理法(Financial Market Authority Act)第 34 節 Section 34，賦予 FMA 能夠代投資人進行相關法律行動的權力。新法案目的是要強化投資人補償，當 FMA 進行調查完結或認為有利於公眾利益時，FMA 有權啟動、代替或控制任何人對金融市場參與者的民事法律行動。FMA 並非代理投資人的角色，所以 FMA 毋須聽從受害投資人的指示。FMA 可以採取的行動包含相關法律程序、尋求不法行為(包含 Fraud, Negligence, Default, Breach of duty 行為等)的補償或其他補救方案。前揭任何人可以是投資人也可以是公司；而金融市場參與者包含審計員、信託中受託人、發行人、金融顧問或專業顧問人士(如律師等)。法律行動後的補償(扣除 FMA 執行的成本)則回歸權利受害的個人。此項新法案賦予 FMA 更進一步執法權力，讓 FMA 能夠代替市場受害者角色爭取補償，且當公眾利益被剝奪時，賦予缺乏資源的一般投資人尋求補償機會。藉此 FMA 認為希望能回復紐西蘭對法規執法強度及對金融市場的信心。

前揭程序的關鍵是 FMA 必須要決定是否個案會影響公眾利益，FMA 會進行公眾利益測試，決定是否對個案採取行動，後續程序則為：(1)如屬 FMA 發起(Initiate)，執行法律程序前，給予受害者 30 天反對意見的表達；(2)如屬代替或控制法律行動者，執行法律程序前，尋求原告的同意。受害者如不同意 FMA 就無法進行後續行動。在考慮公眾利益測試時，FMA 政策上會進行優先順序考量，包含考量潛在損害的嚴重性、損失的金額大小及涉及投資人數量等因素，FMA 也會考量進行是否有助於確保公正、效率與透明化的市場，及考量資源運用的有效性。Section 34 的實行也並非無拘無束

的判斷，Section 34 會以個案考量方式進行，門檻也會設的相對比較高。

前項法案有關爭議與挑戰包含，FMA 無法就每件個案進行前法案的法律行動，公眾利益的考量很困難，且前項法律行動恐要非常謹慎且以限制性方式運用在特殊的案例，FMA 也必須要適當處理市場期待與投資人信心。

實際案例探討—

一家無法持續經營的財務公司，於 2007 年 8 月被接管，並被 FMA 於 2006 年 9 月以提供誤導不實的資料予投資人提告，涉嫌違反 1978 年紐西蘭證券交易法，被害投資者共有 2,300 名，投資人損失約為 0.97 億紐元，所有被告最終都被法院判決有罪。

FMA 對這個案例進行考量，是否可以以該家財務公司的角色，對公司的董事不當行為(不當進行投資且未執行其職務)提起民事訴訟?該案是否需由 FMA 再進行進一步調查?經評估後，考量該案對市場影響中等，再進行成本高的調查對打擊不法案件的效果有限，且進行訴訟之程序緊迫，最終經過成本效益評估，FMA 並未對該案再進行民事訴訟。

九、專題八，市場濫用的制裁—綜觀

(一) 主題：市場濫用的制裁—綜觀 (Sanctions for Market Abuse—An Overview)

(二) 主講人：Mr. Sundaresan, Chief General Manager, SEBI, India

(三) 會議摘錄：

印度對金融業的監理與當前美國或其他國家不同，銀行、保險、退休基金等各隸屬不同主管機關。SEBI 成立於

1992 年，前數年 SEBI 主要致力於發展資本市場與建構資本市場監管制度，直到進 10 年 SEBI 才逐漸發展並重視市場執法。目前印度資本市場約有 500 家公司於孟買交易所掛牌，約 1600 家公司掛牌於印度國家證券交易所，而印度國家證券交易所交易量排名約為世界第三，為世界重要市場。印度並不鼓勵 OTC 市場交易亦不鼓勵證券經紀商於系統外進行交易，所有資本市場主要透過交易所進行。

市場濫用的型態包含了內線交易、市場操縱、未經授權的交易、反覆買賣炒單等。裁罰與制裁方式則包含民事與刑事兩種，民事可能有對發行面處置、禁止、吊銷或停止牌照的效力與罰款等。市場濫用行為在各市場均會發生，但重要的是必須要建構良好的機制制裁並防制市場濫用行為影響市場正常運作及投資人信心。

印度市場為遏止不法案件定有 Prohibition of Frudulent and Unfair Trade Practives related to Securities Market(PFUTP) 之法規，在近年全球金融危機後，於 2012 年 12 月 11 日並針對共同基金的不當銷售進行規範。所謂共同基金不當銷售係指任何人直接或間接進行共同基金的銷售時，對外進行錯誤或誤導的陳述、隱瞞或遺漏基金銷售的重要事實、隱瞞相關可能的風險因子或在銷售時對沒有進行合理的客戶適合度評估等。為此 SEBI 並發布了中介機構的行為準則，以確保中介機構在進行商品銷售時符合高標準公正與正直原則。

印度市場對不法案件的罰鍰規範於 1992 年的 SEBI Act，賦予 SEBI 遏止不法案件的重要工具，其中重要規範項目包含：違反重要資訊揭露行為，可每日處 10 萬盧比以下，並可連續處罰(SEC.15A)、任何人違反與客戶重要合約項目可處每日 10 萬元到 0.1 億元盧比以下(SEC.15B)、資產管理公司違反相關法規命令可處每日 10 萬元到 0.1 億元盧比

以下(SEC.15D)、證券商經紀商違約交割可處每日 10 萬元到 0.1 億元盧比以下(SEC.15F(b))、內線交易可處 2.5 億盧比或 3 倍利潤較高者(SEC.15G)、詐欺及不公正交易實務行為可處可處 2.5 億盧比或 3 倍利潤較高者(SEC.15HA)。

進行執法調查的日常工具有很多，重要執法案件可來源可能來自監視系統的警示、投資人等的申訴、證券交易所提供的資訊、新聞報導、實地金融檢查、分析定期報表(財報)及分析公開說明書等。依照統計數據顯示，SEBI 近年執法案件攀升，2009 年-2010 年 SEBI 年度不法案件調查共 71 件，但 2011 年-2012 年不法案件調查提升到 154 件，成長約 2 倍。

實際案例探討 1—內線交易，Wockhardt 公司

Wockhardt 公司之秘書長及財務長 Mr. Rajic B. Gandhi，利用其妻子與姊妹帳戶進行內線交易。Mr. Rajic B. Gandhi 在董事會當日及前數日討論其公司季報與季營運表現時，利用內部資訊進行內線交易。SEBI 在案件中調查到重要的事證，確認交易的實質內容、交易本身時間點及相關資訊取得的關聯性及交易的動機等。該案最終對 Mr. Rajic B. Gandhi 各交易處以 50 萬盧比的民事處分(當時最高處分金額)。

實際案例探討 2—內線交易，KLG 公司

三位 SKIL 公司高階主管，知曉 SKIL 公司之集團母公司即將併購 KLG 公司並將在併購後進行大規模 20% 公司資本額的增資，三位 SKIL 公司高階主管遂將訊息告知予其親友，其親友利用其未公開的內線訊息購買 KLG 公司股票。為建構該案 SEBI 取得相關證據包含取得相關電話通聯及內容，確認三位主管在併購訊息對外公告前知曉該內線交易、確認親友進行交易的內容等。該案最終禁止其中兩位高階主

管 5 年內進行證券期貨市場交易及禁止 5 年內擔任掛牌公司之經理人，其中一位高階主管則禁止 2 年內進行證券期貨市場交易及禁止 2 年內擔任掛牌公司之經理人，另其進行交易的親友則禁止其 5 年內進入證券期貨市場交易，並對相關被告處以 0.54 億盧比罰金。

實際案例探討 3—提前交易(Front Running)，HDFC AMC 公司

HDFC AMC 公司員工於公司將進行相關證券交易前提前把相關訊息告知其友人，其友人在公司尚未下單前，利用其他 2 人頭帳戶，提前進行 Front Running 交易以獲取利益。該案中 HDFC AMC 公司也未能管制、約束其員工，造成公司損失。為建構該案 SEBI 取得相關重要證據包含掌握該公司員工與其友人的通聯記錄、證明該員工與其友人熟識、證明 2 人頭帳戶之人也取得相關資訊進行交易並從中獲利、證明其中 1 人頭帳戶平日交易習慣為長期持有，本案交易卻為短線操作。該案最終 SEBI 請 HDFC AMC 公司解雇其涉案員工、引導 HDFC AMC 公司的信託投資人對該案進行相關行動、HDFC AMC 公司與其員工被判共同補償相關信託基金損失共 0.24 億盧比、該員工友人與 2 位人頭禁止未來於市場進行證券期貨交易、該員工友人與 2 位人頭被判返還不當利益約 0.2 億盧比。

實際案例探討 4—違反行為準則(Code of Conduct)，SSL 公司

SSL 公司係一證券經紀商，金檢時被發現重大違失，包含挪用客戶資金作為自身及其他客戶使用、未經核准及取得牌照而進行「Loan Scheme」、授權客戶進行超額交易、違約交割、提供證券交易所不當且誤導的資訊等。該案經調查判決後，最終 SEBI 取消了 SSL 公司牌照，並禁止該公司董

事及內部遵循部門主管未來進入市場進行證券期貨交易、凍結該公司相關資金。

十、專題九，市場濫用的制裁—案例研究

(一) 主題：市場濫用的制裁—案例研究 (Sanctions for Market Abuse: Case Study)

(二) 主講人：Mr. Gary Tidwell, IOSCO Senior Advisor, Education, Training and Regulatory Capacity Building CSRC Department of Fund Supervision, Vice President, FINRA, USA.

(三) 會議摘錄：

實際案例探討—George McGreedy

有一位老人拿著這封檢舉信函來，表示他是退休老人，有些退休金但是希望進行穩健投資，有人騙他某家製藥公司正在研發新藥，製藥公司預計今年新藥就會通過認證，很有機會可以大賺一筆，建議他買進，結果他將大部分退休金投入該股票買賣，沒多久該製藥公司破產，其所有投資的錢都無法拿回。

何謂適合度(Suitably)?金融商品的銷售、顧問及推介必須要符合個別客戶(投資人)的需求與特質，包含考量客戶的風險屬性與偏好、風險承受力及資產配置要求等，因此進行商品推介時必須要銷售適合客戶的商品。身為主管機關，當個別投資人申訴不當銷售時首先就是要觀察證券經紀商或中介機構是否進行客戶瞭解，且是否有根據客戶的屬性、背景提供商品推介建議。並非每個國家都有不當銷售的條款，部分國家係以 Duty of Care 責任的條款進行要求，或以不當銷售(Mis-selling)條款規範。

從這個案例我們很清楚的看到，這退休人士很明顯的所能承受商品的風險是低的，我們從投資人的背景和投資人申訴資料都可以發現這個事實，但是 George McGreedy 卻忽略這個事實，誇大所推介的標的，且推介具高風險的製藥公司股票。美國對證券商經紀商推介係採適合度原則要求 (Suitability Standard)，但對投資顧問 (Investment Advisor) 係採信託責任要求 (Fiduciary Duty)，這兩種義務要求有所不同，但這個案件很明顯的違反的適合度要求也違反了信託責任要求。

另外一個關鍵點是這個經紀商或投資顧問到底是故意 (Intentionally) 或僅屬違失 (Negligence)，如屬故意，可能整個案件涉及詐欺 (Fraud)，如屬違失，就可能有適合度及不當銷售等問題。另外這個經紀商或投資顧問可能還違反哪些規定要進行偵查或判定？(1) 這個經紀商是否自己有進行投資？可能違反利益衝突或詐欺的問題。(2) 這個經紀商是否透過要求客戶頻繁買進賣出以賺取手續費？可能違反炒單 (Churning) 的規定。(3) 這個經紀商是否違反與客戶的合約？可能與客戶有民事責任歸屬及違反行為準則的問題。(4) 這個經紀商是否取得客戶授權進行交易？可能違反未授權交易 (Unauthorized Trading) 之規範。(5) 這個經紀商或投資顧問是在執行顧問諮詢的業務、經紀商推介的業務或純屬接受委託單之未授權交易？抑或是實質上提供內線交易消息？可能違反的規範與準則均不同。身為主管機關，面對每個申訴，可以思考的面向很多，仔細假設可能的違規才能據以進行更深度的調查。

這個實際案例，經過詳細調查後發現，Mr. George McGreedy 提供錯誤的資料及不實的陳述，聲稱一家製藥公司正在研發具高度潛力的新藥，其說服製藥公司謊稱新藥已經經過臨床實驗，並且即將獲得美國 FDA (Food and Drug

Administration)的認證，建議該公司對他手中認為對投資該新藥有興趣退休人士進行推介。在他大力對客戶介紹及提供假資料下，共有 200 位退休人士投資約 200 萬美金，復因過程中股價下跌，部分投資人遭遇損失威脅申訴 SEC，George McGreedy 搬離當地，並另再推介約 50 位退休人士投資 60 萬美金。最終因為 FDA 公告該製藥公司新藥是隱含相關危險，並未核准新藥，該製藥公司遂而破產，導致所有投資人的投資付之一炬。George McGreedy 最後被逮捕並承認犯罪，該案尚未定讞。

如果大家是法官，面對總共約 250 位退休人士共約 260 萬美金的損失您認為對該違法行為的判決裁處應該是什麼？

美國針對刑事違法程度(包含可能造成損失程度)，按照歷史法院判決結果提供參考測量表，根據這個測量表，這個個案應該要處以約 14 年刑期。

十一、專題十，IOSCO 多邊監理備忘錄對當前執法調查的重要性

(一) 主題：IOSCO 多邊監理備忘錄對當前執法調查的重要性
(The Importance of the IOSCO MMoU in Cuerrent Enforcement Investigations)

(二) 主講人：Mr. Loam Mason, Head of Legal and Board Secretary, FMA, New Zealand

(三) 會議摘錄：

為因應證券期貨市場日趨增加的國際活動及跨國合作的需求並確保全球證券期貨市場的法規遵循與市場制度，IOSCO 於 2002 年 5 月開始建立 IOSCO 會員共同簽署多邊監理備忘錄(IOSCO MMoU)以擴大會員的相互合作。

IOSCO MMoU 的目標有三，促進各主管機關能力與國際合作意願、促進證券期貨法規之遵循與執法、提高主管機關偵測並遏止跨境金融犯罪的能力。監理備忘錄並非一個國際條約，也並無法律上義務，多邊監理備忘錄是各簽署國之間為執法而提供諮詢、合作、資訊交換之意願。各主管機關在簽署 IOSCO MMoU 後，代表各主管機關進行五大面向之承諾，包括其法規上獲取相關重要資訊的能力、其獲取資訊的種類、能將相關資訊提供予外國主管機關之法定權力、他國主管機關取得資訊後之使用、如何保存他國主管機關提供的資訊。

IOSCO 持續致力於強化 MMoU 的效力，各會員應該要具備共同的價值，強化跨境合作以保障投資人公眾利益及促進資本市場發展，IOSCO 並自現簽署會員中成立 Screening Group，監督 IOSCO MMoU 之施行，並要求各簽署會員國在其他簽署國不履行資訊提供義務時，負有舉報的責任，但截至目前為止，各簽署會員之合作均能符合 MMOU 的精神且順利進行，並未發生有不履行義務之情事，但為何多邊監理合作如此順利?因為 IOSCO 樹立的篩選機制(Screening)與各簽署主管機關之信用與信賴。

何謂篩選機制(Screening)? IOSCO 之 Screening Group 由各簽署主管機關所組成，Screening Group 在新主管機關加入前，會對該主管機關所屬相關法律架構與系統進行篩選，申請者必須具備足夠法律上及實務上的跨境監理合作執行能力及權力以符合 MMoU 的要求，在篩選的過程中，Screening Group 會提供申請會員相關的提示，以協助申請會員瞭解加入 MMoU 的簽署後，未來可能接收到的資訊交換有哪些。而對於當地法律架構系統或法律賦予該主管機關的權力不足，無法達到 MMoU 的要求時，Screening Group 會提供相

關得教育與諮詢，提供該會員修法建議以符合有關要求。Screening Group 在提供有關會員協助時，各會員無法達成 MMoU 要求的主要原因如次：

1. 無法取得銀行之紀錄資訊(金流)。
2. 無法取得最終受益人資訊。
3. 法規並未賦予權力對違反外國法律(未違反當地法律)的案件進行調查。
4. 無法將相關取得之資訊運用於刑事案件程序。
5. 無法保存或維持資訊之機密性。

IOSCO MMoU 的成效極佳，實務運行之效果也很好，提升各簽署主管機關在證券期貨市場之執法效能。截至 2012 年 12 月共有 89 個正式簽署國(Appendix A)(查截至 2013 年 3 月底共有 94 個正式簽署國)、30 個會員被邀請加入 Appendix B (潛在的簽署國但尚未正式簽署，正式簽署國得提供 Appendix B 會員資訊協助，但正式簽署國並無提供 Appendix B 會員資訊之義務)、1 個會員正在接受篩選過程、2 個會員並未申請加入。

每年依據 IOSCO MMoU 要求其他會員協助之案件數量快速增加，由 2006 年的 494 件提升至 2011 年的 2,090 件，根據相關統計數據，各簽署會員之合作均能符合 MMoU 的精神且順利進行。另各類型要求會員協助的案件，以 2011 年為例，2,090 件中有 1,588 件是涉及相關市場不法案件(MMoU 條文 4(a))、343 件是有關中介機構管理(MMoU 條文 4(c))、98 件是有關發行、註冊、商品銷售及公告等(MMoU 條文 4(b))，另有 26 件是有關市場、交易所、結清算交割等事宜(MMoU 條文 4(d))。

加入 IOSCO MMoU 有諸多益處，其重點歸納如下：

1. 包含增進資本市場的信賴與聲譽。
2. 吸引外資流入。
3. 獲取來自外國主管機關之關鍵跨境證據以強化調查執法。
4. IMF 與 Worldbank 於進行對各國主管機關之評估時亦將 IOSCO MMoU 及 IOSCO 原則納入其中。
5. 未加入成為簽署國可能造成該國聲譽上影響、國際孤立的情勢並可能隱含該國監理法規制度的不透明。
6. G20 及 Financial Stability Board 業將是否成為 IOSCO MMoU 正式簽署國納入考量，並可能會影響該國被評鑑為黑名單(Blacklist)。

為強化 IOSCO 會員的義務與擴大 MMoU 的效能，在 IOSCO 2010 年 6 月年會所決議之「IOSCO 未來策略方向 2010-2015」下，有 3 大決策(1)對於尚未申請加入 IOSCO MMoU 簽署者，編列有觀察名單(Watch List)，以強化對渠等主管機關會員之技術協助。(2)在 2013 年 1 月 1 日期限前，所有 Appendix B 會員「必須」要成為 Appendix A 正式簽署會員、提供 Appendix B 會員必要的技術協助與資詢、在 2013 年 1 月 1 日後，建構未能加入 Appendix A 的觀察名單(Watch List)。(3)IOSCO 應該要思考是否市場發展及執法實務上需要除了現行 MMoU 架構外更進一步標準化的合作。另在 2012 年 5 月 IOSCO 年會中，更進一步決議，Appendix B 會員如在 2013 年 1 月 1 日後，仍未能加入 Appendix A，可能會建議未來首長委員會限制渠等會員影響 IOSCO 重要決策的權利，此外 IOSCO 召喚、要求各簽署會員國於 2013 年 1 月 1 日後考量限制對未簽署會員國的資訊交換與執法合作。因此未來將對 Appendix B 會員採行更嚴謹的要求。

除了強化 IOSCO MMoU 的功能以外，IOSCO 近年為打擊不法，亦有兩項重要措施。

其一是建置投資人警示專區，蒐集所屬主管機關懷疑未經核准而從事金融服務公司之名稱及可能的詐騙行為，對外發布示警，以協助投資人警式類似鍋爐室詐騙等不法行為。截至目前為止，參與提供資料的有 74 個 IOSCO 會員，目前對外公告的警示共約 2000 則。

十二、專題十一，裁罰選擇與討論—包含他種爭議裁定

(一) 主題：裁罰選擇與討論—包含他種爭議裁定 (Sanction Options and Forum—Including Alternative Dispute Resolution)

(二) 主講人：Mr. Gary Tidwell, IOSCO Senior Advisor, Education, Training and Regulatory Capacity Building, Vice President, FINRA, USA.

(三) 會議摘錄：

裁罰的目的為何?制裁違反規定者、遏止其他犯罪違法行為及協助投資人取得補償。而裁罰的方式包含了行政處分、民事處分及刑事處分。行政裁罰種類包含私下警告、公開警告、暫停執業(Suspension of Liscence)、吊銷執照(Revocation of Liscence)、禁止未來執業許可(Ban to Liscence)、罰鍰(Fine)及禁制令(Restrain Order)。民事處分種類包含了罰金(Fine)、對受害者賠償金(Damages)、禁止被告未來進行相同行為(Punitive Damages)、藐視法庭(Contempt)。刑事處分種類則包含罰金(Fine)及入獄服刑(Jail)等。通常我們認為行政裁罰到刑事處分其所需要的證據量是行政裁罰最低，刑事處分最高，但遏止犯罪的效果則是刑事處分最高，行政裁罰最低。

美國 SEC 在認定對公司裁罰及可能裁罰的金額時有九大考量因素，列示如下：

- (1) 是否公司從中獲取直接不當利益。
- (2) 對公司之裁罰是否補償或可能進一步損害該公司股東利益。
- (3) 對遏止同類犯罪或違規的有效性。
- (4) 裁罰可能影響或損害相關未涉案者利益之程度。
- (5) 該項犯罪或違規是否已擴及全公司。
- (6) 犯罪者意圖故意犯罪的程度。
- (7) 偵測該項舞弊、犯罪或違規的困難度。
- (8) 該公司是否具備或缺乏相關補救措施。
- (9) 該公司與 SEC 及其他法規監管主管機關合作程度。

而如何決定何種違法行為應對公司進行刑事或民事告訴？Mr. Gary Tidwell 認為應該考量「公司知道甚麼？何時知道？」、「他們知道自己知道什麼後，作了什麼措施？」及「這是故意或忽略造成的，抑或是公司決策下的行為？」。根據相關統計報導，1990 年到 2011 年美國犯罪被檢察官請求判決有罪而最終判決有罪的比例日益提升，且 9 成以上最終被判決有罪。

有個有趣的案例，美國次級房貸風暴後，美國 SEC 調查起訴花旗集團在銷售不動產抵押貸款債券(Mortgage Based Securities)時誤導投資人之銷售不當行為，造成投資人(根據投資人申訴金額)損失約 7 億美元，花旗集團則宣稱其銷售 MBS 的獲利僅 1.6 億美元。美國 SEC 在訴訟過程中與花旗集團達成 2.85 億美元之和解金(Settlement)，美國聯邦法官 Jed S. Rakoff 表示訴訟過程中提供佐證的資訊不足以提供其判

斷，且造成眾多投資人重大損害，質疑 SEC 與花旗集團和解金額合理性，聯邦法官 Jed S. Rakoff 在法院中甚至直接質疑這個金額只是花旗集團的口袋零用金，聯邦法官 Jed S. Rakoff 駁回了美國 SEC 與花旗集團共同同意的和解金。在聯邦法官駁回和解前，輿論對大型金融機構受到的懲罰感到不滿，次級房貸風暴後渠等的不當銷售造成大規模投資人損害、經濟與金融環境造成重大影響，而僅被課以少數金額的和解金，且沒有任何人因此坐牢，無法遏止他們違法行為。聯邦法官 Jed S. Rakoff 駁回該案的動作，被市場視為對主管機關未經許可或法院允許即與被告達成和解祭出的鐵腕行動。該案仍在法院上訴程序中。

美國針對金融消費者亦設有調解仲裁機制，所謂調解(Mediation)係指以自願未有法律約束方式，由調解人促進雙方的談判，以協助達成和解。所謂仲裁(Arbitration)，則係由雙方將有關爭議提供予第三者仲裁(具備所規範相關資格者)，並由仲裁者審視所有證據後進行決定。根據統計，進入仲裁案件中案件型態比率最高前三位分別是—違反信託責任(Breach of Fiduciary Duty)、責任的忽略(Negligence)與不當陳述或表達(Misrepresentation)；進入仲裁案件的商品種類比率最高前三位則分別是—普通股、共同基金及年金合約(保單)。另根據統計，調解成功率約為 75-80%，且多數案子在 1 日內調解完成。美國 FINRA 所屬仲裁人約有 6000 人，在成為仲裁人前需接受相關訓練及測驗，成為仲裁人後，亦要持續受訓，仲裁則區分為公開及不公開兩種方式。

十三、專題十二，德國：法律制裁討論

(一) 主題：德國：法律制裁討論 (Germany: Sanctions Regime Discussion)

(二) 主講人：Mr. Florian Becker, Senior Advisor, Deputy Head of Administrative Sanctions Unit, Bafin, Germany and Mr. Stephan Haupt, Senior Advisor, Bafin, Germany

(三) 會議摘錄：

德國的金融犯罪或違規的制裁方式可分為行政處分與刑事處分兩種。行政處分係由行政主管機關(如 Bafin)進行，主要的裁處方式可以是罰鍰等，刑事處分則係由檢查官來起訴，而由法院來執行判決與處置，主要的裁處則可區分罰金與入獄服刑等。在德國法下市場濫用之刑事責任不法行為態樣則有內線交易(包含實際交易及嘗試 Attempted 進行交易等)、違法散播內線消息或誘使他人運用內線進行交易及市場操縱等。在刑事案件中，德國主管機關 Bafin 並沒有進行起訴的權力，Bafin 僅進行初步調查，然後就交由司法體系的公訴檢查官進行後續司法調查與起訴等。

德國的行政處分可以是針對自然人或法人。行政處分也可能是由自然人的行為而構成對法人的行政處分，這種情形下，必需要符合三個要件，包含(1)自然人違反了構成行政處分之行為。(2)該自然人係受某法人(legal entity)聘用執行業務。(3)相關違規行為造成某法人違規且法人意圖從中獲取利益。這類案例下雖然違反行政處分的行為是由該自然人執行，但行政處分的裁處責任則仍落於相關法人身上。

德國的行政處分程序，首先是由主管機關(Bafin)裁處，發出罰鍰的處分、再來受處分人可以在裁處送達後兩周內提出異議、主管機關(Bafin)再由其異議進行重新審視之行政救濟程序，如主管機關行政救濟重新檢視結果受處分人仍不滿意，則最後就是將個案提至法院(行政法院)裁奪。德國的任一行政處分，法院並沒有處分的裁量權，除非受處分人有異議提至行政法院進行行政救濟程序，否則與他國主管機關一

些重要裁處命令仍需透過法院得到法院裁處之命令不同，法規架構上德國之行政處分權自始賦予主管機關(Bafin)逕行處置之權力。

德國行政處分之罰鍰係規範於 Administrative Offence Act 17，違反行政處分者最高可以處 5 萬歐元到 1 百萬歐元不等的罰鍰，如受處分人違規的行為非屬故意，則得處以半數的罰鍰。在罰鍰多少的裁量中，Bafin 通常會考慮違規行為的重大性(違規期間、違規對市場或投資人之影響、違規的廣泛度、對其他公司或人員的影響)、受處分人的經濟財務狀況、是否重大到裁罰將具遏阻效果、受處分人自白、是否對法規的錯誤解釋、對主管機關調查時配合程度、違規動機、是否有補償或補救措施、受處分人過往違規歷史、受處分人的經驗與責任等。另外德國依照 Administrative Offence Act 17 第 4 段，明確規範對受處分人(包含自然人及法人)的行政罰鍰應該要超過受處分人違規的獲利，行政罰鍰也就沒有前述罰鍰上限的適用。

實際案例探討—行政裁罰案件

涉違規者為一位掛牌公司之總經理，公司於網站上公告錯誤訊息表示公司資本業完成增資，資本額大幅提升(每股以 1 歐元增資但該公司市場價格約每股 0.05 歐元)，但其公告錯誤的訊息並沒有引發該公司股價波動，另該掛牌公司業尋求其他同等金額的債權人提供資本援助。

依法意圖市場操縱的行政罰鍰上限是 1 百萬歐元，而違規者個人財務狀況每月收入為 4,500 歐元，負債是 95,000 歐元(每月償還 1,008 歐元)、養育小孩生活費為 500 歐元。另公告錯誤資訊以操縱市場價格為重大影響市場交易公平性的違規，且公告增資價格與市場價格差異甚大。

考量前揭因素，最終 Bafin 對該總經理處以 5 萬歐元的行政處分，受處分人提出異議，行政法院經評估後，認為該受處分人並非故意公告錯誤的訊息，受處分人係因信任公司內部相關作業，考量重大過失之行政罰鍰上限為 50 萬歐元，行政法院改對其處以 3 萬歐元行政處分。

實際案例探討—刑事裁罰案件

被告涉及違反 2 件市場操縱與 3 件內線交易，被告先購買許多清算期間的公司股票(如 Gontarf&Metallbank AG 等)，再散佈不實消息渠等公司將會進行重組或被他人收購，俟他人購買其股票後獲利。法院考量被告為首次犯案，自白承認大部分犯罪事實，最終將其處予 5 年 6 個月刑期，並沒收約 75.3 萬歐元獲利。

十四、紐西蘭金融市場管理局(FMA)董事長Mr. Simon Allen致詞摘錄

非常高興歡迎各國主管機關來參與這個活動，這是非常好的機會學習公司治理與市場濫用制裁的發展。在過去四年，經歷全球金融危機後，FMA 董事會一直認為金融機構的公司治理及市場濫用的制裁是一個關鍵。全球金融危機後這段時間不管對主管機關、對金融資本市場及投資人來說都是一個建構市場信心的階段，金融機構的公司治理及市場濫用的制裁的全面性一直都是金融市場及相關利害關係人關心的重要議題，各位過去兩天應該也就這兩課題我們面臨的挑戰進行探討。因應全球金融海嘯及財務公司的倒閉，紐西蘭也重新建構了許多新制度架構調整，包含 FMA 的成立等。FMA 的核心策略價值是增進投資人信心及資本市場的參與，這個策略價值在過去幾年來說是相當艱難的挑戰。為追求回

復市場信心 FMA 致力於三大區塊，其一，透過對投資人教育、提供投資人對市場的瞭解以增加投資人信心；其二，同時強化同步資訊揭露，如強化風險透明度等；其三，就是促進市場的誠信與正直。最後希望這次的會議對強化主管機關間的互動與合作，並有效協助各位瞭解並分享相關議題的挑戰。

肆、意見交換與雙邊會談

一、FMA 主席 (Chairman)Mr. Simon Allen 及執行長 (Chief Executive)Mr. Sean Hughes

FMA 主席 Mr. Simon Allen 及執行長(Chief Executive)Mr. Sean Hughes 分別感謝我國金管會對本會議的支持，並與本會楊委員致意，兩位並簡單與楊委員就紐西蘭公司治理情形交換意見。

二、美國 FINRA 副總裁與 IOSCO 資深顧問 Mr. Gary Tidwell

美國 FINRA 副總裁 Mr. Gary Tidwell 與本會楊委員雅惠進行深度意見交換，Mr. Gary Tidwell 表示，其第一次開始參加他國主管機關的教育訓練或研討會等活動即是數前年的臺北公司治理論壇，其受邀來臺北演講，Mr. Gary Tidwell 對臺灣致力於公司治理的宣導印象深刻。Mr. Gary Tidwell 特別詢問臺灣近期公司治理進展，並詢問金融海嘯後，我國在總體經濟、執法、審計員的角色、金融商品不當銷售等方面之看法與改革措施。本會去年度邀請 Mr. Gary Tidwell 再次來訪作為第八屆臺北公司治理論壇講師，但 Mr. Gary Tidwell 因行程衝突無法參加，本會再度表達邀請，Mr. Gary Tidwell 表示如果行程安排沒有問題，其相當高興能夠再度來臺。Mr. Gary Tidwell 並表達其個人認為教育訓練對證券主管機關的重要性，其認為 IOSCO 應該考慮設立新 Committee 8，專責 IOSCO 會員之教育訓練。

三、與其他與會代表意見交換

除前揭重要人士之會談與意見交換外，會中亦與眾多主管機關代表交換意見。其中印尼代表特別對楊委員雅惠致意，表示本次會議最切合主題的是楊委員的簡報，其對金融機構公司治理的細節特別感興趣，另亦特別詢問本會如何增進未公開發行金融機構的公司治理、規範非公開發行證券商設置獨立董事或薪酬委員會是否合宜及如何確保渠等未公開發行金融機構的

風險管理等。另本會就證券商自營業務在香港是否應取得牌照特別洽詢香港證監會發牌科與會代表的意見，其表示香港證券商或投資銀行如係自有資金運用可能毋須取得牌照，但如其係經常性經營業務以自營方式與投資人或其他對象進行交易，可能會視投資人對象、交易型態等等，而需取具香港證監會牌照(第一類牌照等)，是否取具牌照還須視相關業務事實進行個案認定。另日本 FSA 代表亦表示近期與金管會有多件跨境不法案件合作案例，其感謝本會的協助。

伍、拜會駐奧克蘭臺北經濟文化辦事處、華僑從業人員及媒體專訪紀要

一、拜會駐奧克蘭臺北經濟文化辦事處、華僑從業人員會議紀要

為深入瞭解紐西蘭當地的政治經濟情勢及與我國交流情形，代表團拜會駐奧克蘭臺北經濟文化辦事處，辦事處丁處長樂群除安排本會代表與紐西蘭台灣商會會長、台灣華夏協會理事長會面外，並安排與奧克蘭地區金融業界之僑界金融專業人士會晤，討論紐西蘭目前金融市場現況、未來發展與遭遇瓶頸等。會議紀要摘錄如下：

(一)拜會駐奧克蘭臺北經濟文化辦事處

拜會我國駐奧克蘭經濟文化辦事處，辦事處並由丁處長樂群、吳副處長懷健、林組長信隆、周組長志堅、卓秘書茂桐共同接見。會議中辦事處並提供紐西蘭政經情勢及我國與紐西蘭經貿交流情形供本會參考，謹摘錄其內容如下：

依據紐西蘭統計局 2013 年公布之統計資料顯示，2012 年紐西蘭全國人口總數為 443 萬人，奧克蘭人口數則為 151 萬人，約占全國人口數 33%。紐西蘭經濟以農牧業及服務業為主，農牧產品占出口總量 50%，羊肉及奶製品出口量居世界首位。紐西蘭全國平均薪水為 73,530 紐元，平均時薪為 26.53 紐元。奧克蘭係紐西蘭生活成本最貴的城市，2012 年物價排名列全球第 19 名。紐西蘭貿易夥伴依序為澳洲(23%)、中國大陸(12%)及日本、韓國等，我國則為紐西蘭第 8 大貿易夥伴，我方逆差約為 2 億 207 萬紐元，對紐西蘭進口以乳、肉、林、漁產品為主，對紐西蘭出口則以電子、電機等商品為主。亞裔人士約占紐西蘭 20% 人口(其中華裔約為 42%、15 萬人)。

紐西蘭因係小國，執政之「國家黨」政府施政首重經濟議題，對外政策主要以經貿利益為衡量指標，「拉攏中國、融入亞洲」係其亞洲政策主軸。我國廠商及移民在紐主要投資熱潮

出現在 1993 年至 1997 年間，主要投資項目包括森林、農場、旅行社、不動產、超市等。近年來兩岸關係和緩，「兩岸經濟合作架構協議」(ECFA)之簽署，促使紐方對我持開放性思維。紐西蘭政府 2008 年與中國大陸簽署自由貿易協定、於 2009 年 3 月與香港簽署「緊密經濟合作協定」，亦公開表示盼與我國簽署「經濟合作協議」，成為第一個與兩岸三地同時簽署 FTA 之國家。我國與紐西蘭經貿具高度互補性，兩國簽署經濟合作協議(ECA)將有助於擴大雙方經貿利益，臺紐於 100 年 10 月展開並完成 ECA 可行性研究，現已進入實質談判階段，盼可早日完成簽署。

我「國家發展基金」與「紐西蘭創投基金(New Zealand Venture Development Fund)」於 101 年 2 月簽署意向書，擬於 5 年內各出資 8 千萬美元投資(Joint Venture)，主要投資於兩國綠能、生物科技及創意產業。

(二)與僑界人士會談

經由駐奧克蘭辦事處之安排，與台灣商會郭力銘會長、金融業界之僑界納利財顧李明岳(Johnson Li 董事長)、王年生(Nelson Wang)會計師、HSBC 江佩真(Helen Chiang)資深經理、皇家律師事務所合夥人汪君尊(Royal Reed)律師、Forsyth Barr Sharon Chen 財務顧問等金融專業人士會面。

渠等表示，臺灣赴奧克蘭的移民主要是著重其生活品質，因此經營大型企業或積極發展商業活動的並不多，主要以經營中小企業為主。紐西蘭金融市場相對很小，截至 2013 年 2 月共有 174 檔股票在主板交易，市值約 680 億紐元(約美金 563 億元，我國證交所掛牌股票市值約美金 7490 億元)，投資習性也與臺灣不同，一般投資人主要習慣於投資債券及基金等，而非股票等股權商品，大部分外國金融商品則以投資澳洲金融市場商品為主。經過金融海嘯後金融業界的變動很大，經歷眾多財

務公司倒閉，FMA 近兩年才成立，近期並看到在執法上強度的改變。過往個人取得牌照後進行投資顧問的諮詢並不會受到 FMA 高度管理，但近期 FMA 的執法會直接深入到個人投資顧問，以每個投資顧問的服務、推介客戶進行抽樣金檢。部分華人移民對投資顧問服務應取得牌照並符合相關要求之規定並不清楚，亦導致時常有觸法案例。紐西蘭的金融業與服務業其實並不強，對澳洲的貿易與服務依存度也很高，大型金融業多屬澳洲金融機構之分公司或分行。

另楊委員雅惠特別表示，本次的機會我們發現臺灣的公司治理經驗及努力，業獲得國際上一定的肯定，希望透過我們公司治理經驗的分享對在紐西蘭的華僑們有一定的幫助，也希望提升外資與華僑對臺灣證券市場的信心，多接觸臺灣的市場。

二、接受當地媒體專訪紀要

為促進當地華僑對我國公司治理成效的瞭解，透過駐奧克蘭辦事處丁處長樂群的積極安排奔走，紐西蘭當地第二大電視臺「中華電視網(World TV-WTV)」於會議舉辦次日(3月12日)以新聞剪輯方式，於新聞中轉播楊委員雅惠受邀於會議中發表「臺灣公司治理及證券商因應挑戰經驗」專題演講的新聞。另中華電視網(World TV-WTV)並邀請楊委員雅惠於3月14日接受其電視台 WTV 8 頻道「新聞今日談」節目1小時 LIVE 直播之中文節目專訪，節目並同步於華人之聲廣播電臺播放。節目中楊委員雅惠傳達了我國推行公司治理成效卓著，方獲得 IOSCO 邀請來參與本次會議分享我國公司治理經驗，成功提高我國金融成效的能見度。訪問重點摘要如下：

IOSCO 約有 110 個會員國會員管理超過全球 95% 以上之證券及衍生性商品市場，是全球主要證券監管機構組成的國際組織。本次會議係 IOSCO 亞太區域委員會及紐西蘭 FMA 所合作舉辦有關證券商公司治理與市場濫用裁處之會議。

臺灣其實發展公司治理已經很久，不管公營或私營企業應該企業中都要有個健全的機制來協助運作，也就是除了政府監管外，也要有健全的公司內部治理。臺灣企業公司治理表現也不錯，根據最近期亞洲公司治理協會(ACGA)進行的亞洲公司治理調查報告，台積電在亞洲共 864 企業中，公司治理水準居冠。金管會並曾舉辦了 8 年的臺北公司治理論壇，成效卓著，因此本次方受邀來訪介紹臺灣公司治理經驗。

金融海嘯後，各國主管機關發現，金融海嘯的主要成因就是除了主管機關的監管外，金融機構本身的公司治理不足，可能是因為內部監管、內部控制有效性不夠、薪酬委員會不存在，而有肥貓的問題、審計委員會不存在或風險管理的不足所造成，更顯示了金融機構公司治理的重要。我國近年來除了要求上市上櫃公司應設置獨立董事、薪酬委員會以外，近期並發布要求金控及資本額 500 億以上之上市櫃公司強制設置審計委員會，以助上市櫃公司治理效能的提升。

在大家關心的兩岸金融發展上，金管會近期也制定了「發展具兩岸特色之金融計劃」，現在臺灣已經接受大陸人可以在臺灣的銀行開帳戶，大陸商業銀行也可以赴臺設點，兩岸並建構金融業合作的監理平台來加速互動，兩岸金融未來應得積極發展。

在對紐西蘭發展的建議上，紐西蘭金融業與服務業可能相對非強項，農牧業近期又受到乾旱帶來很大的影響，如果針對農牧業與金融業發展，建議可以朝向拓展期貨業市場，協助農牧業相關商品的投資，降低渠等業務經營的風險。

此外，楊委員雅惠特別應主持人的要求，將自身治學研究心得、工作與跨領域的鑽研之人生經驗分享給紐西蘭的廣大群眾，並提供僑界莘莘學子人生的道路上之指引。

陸、心得與建議

本會出席人員除出席各場會議、瞭解各國於公司治理及對不法案件執法趨勢外，並於會議期間與會後，把握與其他國家主管機關直接交流機會，深化主管機關間交流與互動的管道，同時接受當地華人電視臺之訪問，宣傳我國公司治理拓展成效，本次會議之心得及建議如下：

一、繼續主動爭取宣揚我國健全資本市場成效之機會：

IOSCO 為我國少數得加入為正式會員並得以積極參與之重要國際組織，藉由 IOSCO 與其他重要國際金融組織(如：FSB、G20 等)之緊密關係，亦有助於我國爭取加入其他重要金融組織，爰積極參與 IOSCO 之重要工作與活動相當重要。

本次會議中數主管機關代表(如杜拜金融監理局代表)即表示，我國資本市場市值約當於新加坡市場，但大多數國家對東亞區重要市場僅瞭解香港、新加坡等地，缺乏對我國市場重要性的認知。杜拜金融監理局代表亦明確表示，我國應適時主動宣揚我國資本市場的重要性。

建議未來參與類似國際會議時，本會應繼續主動爭取宣揚我國資本市場成果之機會，積極配合 IOSCO 各委員會與工作小組之規劃，分享我國經驗，並宣導我國資本市場於國際市場之重要性與能見度。另以實質參與議題之方式，加深該組織及會員對本會之倚重。

二、持續推展我國公司治理在國際證券期貨市場的能見度

IOSCO 與各主管機關合作舉辦之研討與訓練會議一年有數次，但極少數係由 IOSCO 特別指定邀請本會代表出席作為講者，顯見本會歷次舉辦臺北公司治理論壇的成效獲得 IOSCO 及他國主管機關的肯定。本會應珍惜這個成果並持續推展我國公司治理，同時積極參與相關國際活動，以維持我國

公司治理在國際證券期貨市場的能見度。

三、 繼續加強人才培育之廣度與深度：

近年因金融海嘯，IOSCO 與其他國際組織(如 FSB、IMF 及 EU 等)交流頻繁，我國若加強瞭解其動向有助於政策參考與研判。將持續隨時追蹤瞭解國際動向，思考本會在國際組織活動上擬加強之方向，包括人才培育之廣度與深度。在廣度上，繼續增加本會參與度，拓展國際能見度。在深度上，若有意在國際常設組織爭取積極角色，則繼續培養具專業與英語能力之人才，支援相關行政工作，期以在國際活動爭取更重要角色。

證券期貨市場具有高度之國際連動性與依存性，本會代表能有機會藉參與 IOSCO 相關研討會議，瞭解各國在金融海嘯後公司治理與市場濫用相關執法之發展與挑戰，誠屬難得，並可藉與他國交換經驗，反思本會在導引我國資本市場發展之方向是否正確，並藉以調整市場法規、制度或投資人教育。本會將就本次會議所獲經驗，傳達同仁，持續維護我國資本市場之健全發展，並提昇本會在國際組織之影響力。

附錄A 與會照片



圖1 與會者全體合影，楊委員雅惠於前排右4；FMA主席 Mr. Simon Allen於前排右5。



圖2 楊委員雅惠於會場簡報實錄



圖 3 楊委員雅惠與 FMA 主席 Mr. Simon Allen 合影



圖 4 駐紐西蘭辦事處丁處長樂群(右三)、吳副處長懷健(右二)、林組長信隆(左二)、周組長志堅(右一)、卓秘書茂桐(左一)與楊委員雅惠(中)及許副研究員心婷(左三)合影



圖 5 楊委員雅惠接受中華電視網 WTV 「新聞今日談」專訪

附錄B 大會會議議程

Day 1 11 March 2013		
08.15-09.00	Registration	
09.00-09.30	Welcome Remarks <ul style="list-style-type: none"> • Introduction • Course Overview and Objectives 	Sean Hughes, Chief Executive, FMA New Zealand and Gary Tidwell, IOSCO Senior Advisor, Education, Training and Regulatory Capacity Building, Vice President, FINRA, USA
09.30-10.00	IOSCO: Recent Developments and Regulatory Challenges <ul style="list-style-type: none"> • Recent Developments <ul style="list-style-type: none"> ○ IOSCO key messages ○ G20, FSB, and IOSCO ○ IOSCO Foundation ○ Going forward • Challenges for Regulators 	Gary Tidwell, IOSCO Senior Advisor, Education, Training and Regulatory Capacity Building, Vice President, FINRA, USA
10.00-10.15	Morning Break	
10.15-11.15	Corporate Governance: An Overview <ul style="list-style-type: none"> • Defined • What are the basic Principles of Corporate Governance • Good Corporate Governance and the “cost” of Corporate Governance • Source of Corporate Governance Principles 	Suet Peng SIEW, Associate Director Corporate Finance Division, SFC Hong Kong
11.15-12.00	Corporate Governance Lessons from New Zealand Finance Company Failures	Mark Verbiest LLB, FMA New Zealand Board Member
12.00-13.00	Lunch	<i>Vue Restaurant, Level 10, Mercure Hotel</i>
13.00-14.00	Corporate Governance: The Board of Directors <ul style="list-style-type: none"> • Leadership Structure • Boards’ individual and collective skill sets • Independence • Board Committees • Evaluation of performance • Conflict of interest • Relationship with management /shareholders 	Marcus Killick, CEO, FSC, Gibraltar

	<ul style="list-style-type: none"> • Board appointment and reappointment • Board compensation • Code of Conduct for board members • Board legal liability and protection from legal liability • Role of the regulator to ensure/check that “systemic” firms are being managed by competent people, with Boards that are also able to provide a serious and effective counterweight to the management/CEO 	
14.00-14.45	Corporate Governance: Shareholders <ul style="list-style-type: none"> • Majority and minority shareholders role • Protection of minority shareholders • Dissemination of information • Duty to disclose • Duty to correct • Duty to speak • Insider trading • Selective disclosure • Encouraging shareholder involvement in Corporate Governance • Role of the regulator 	Suet Peng SIEW, Associate Director Corporate Finance Division, SFC Hong Kong
14.45-15.00	Afternoon Break	
15.00-16.00	Do Securities Firms (Financial Institutions) Face Unique Challenges? <ul style="list-style-type: none"> • Definition of Corporate Governance • Where and what are the rules? • Why governance matters? • What are the challenges? • How to respond to the challenges? • How have firms done in times past? • Challenges for regulators and how best to address those challenges? • Public confidence and integrity of the financial markets 	Dr. Ya-Hwei Yang, Commissioner, FSC, Chinese Taipei
16.00-17.00	Corporate Governance: Auditors’ Responsibilities <ul style="list-style-type: none"> • Role of Auditors • Auditor independence • Expectation Gap • Auditors’ duty to report dangerous corporate governance or risk management practices (“early warning”) • Role of the regulator 	Dr. Lee Teck Heang, Professor, HELP University, Malaysia
19.00-21.30	Dinner Reception	<i>Location TBD</i>

Day 2
12 March 2013

08.30-09.15	Public Policy Considerations in Pursuing Investor Actions	Belinda Moffat, Head of Enforcement, FMA New Zealand
09.15-10.00	<p>Sanctions for Market Abuse: An Overview</p> <ul style="list-style-type: none"> • Types of abuse: civil and criminal • Distinctions • Evidence needed for most common forms of market abuse: <ul style="list-style-type: none"> ○ Insider trading ○ Market manipulation ○ Churning ○ Unsuitability ○ Unauthorized trading ○ Front running ○ Misselling ○ Fraud ○ Negligence ○ Breach of contract ○ Breach of fiduciary duty ○ General anti-fraud provisions broker dealer violations ○ Issuer violations ○ Other theories for civil and criminal recovery • Evidence needed for conviction – civil and criminal cases 	V. S. Sundaresan, Chief General Manager, SEBI, India
10.00-10.15	Morning Break	
10.15-11.15	Sanctions for Market Abuse: Case Study	Gary Tidwell, IOSCO Senior Advisor, Education, Training and Regulatory Capacity Building, Vice President, FINRA, USA
11.15-12.15	The Importance of the IOSCO MMoU in Current Enforcement Investigations	Liam Mason, Head of Legal and Board Secretary, FMA New Zealand
12.15-13.15	<p>Sanction Options and Forums - Including Alternative Dispute Resolution</p> <ul style="list-style-type: none"> • Theories of sanctions • Sanctions and deterrence • Factors to consider • Case studies • When and why to settle a case • Mediation • Arbitration 	Gary Tidwell, IOSCO Senior Advisor, Education, Training and Regulatory Capacity Building, Vice President, FINRA, USA

	<ul style="list-style-type: none"> • Mandatory or optional? 	
13.15-14.15	Lunch	<i>Vue Restaurant, Level 10, Mercure Hotel</i>
14.15-15.45	Germany: Sanctions Regime Discussion <ul style="list-style-type: none"> • Administrative Sanctions • Criminal Offenses 	Florian Becker, Senior Advisor, Deputy Head of Administrative Sanctions Unit, BaFin, Germany and Stefan Haupt, Senior Advisor, BaFin, Germany
15.45-16.30	Speakers and Attendees Panel Discussion	Gary Tidwell, IOSCO Senior Advisor, Education, Training and Regulatory Capacity Building, Vice President, FINRA, USA and Speakers
16.30-16.45	Course Evaluation and Feedback	Gary Tidwell, IOSCO Senior Advisor, Education, Training and Regulatory Capacity Building, Vice President, FINRA, USA
16.45-17.00	Closing Remarks	Simon Allen, Board Chairman, FMA New Zealand
17.00-18.00	Completion Ceremony and Cocktail Reception	

附錄C IOSCO秘書長致函感謝楊委員雅惠



International Organization of Securities Commissions
Organisation internationale des commissions de valeurs
Organização Internacional das Comissões de Valores
Organización Internacional de Comisiones de Valores

Madrid, 19 March 2013

Dr. Ya-Hwei Yang
Commissioner
Financial Supervisory Commission
18 F, No. 7, Sec. 2, Xianmin Blvd.,
Banqiao Dist., New Taipei City 22041
Taiwan
Chinese Taipei

Ref: 2013/DW/GS/STP/44

2013 APRC Seminar Training Program

Dear Dr. Yang,

I would like to express my gratitude to you for your participation in the *2013 APRC Seminar Training Program* in Auckland from 11-12 March 2013.

Your in-depth and very informative presentation greatly added to our program and provided the participants with important insights into the issues that you covered.

We received very positive feedback on your presentation, and we therefore hope that we may appeal to you again for future seminars.

Yours sincerely,

David Wright
Secretary General
International Organization of Securities Commissions

附錄D 楊委員雅惠本次會議演講簡報

Do Securities Firms (Financial Institutions) Face Unique Challenges?

Dr. Ya-Hwei Yang
Commissioner
Financial Supervisory Commission
Chinese Taipei



Agenda



I . Background—Principles of Corporate Governance



II . Global Financial Reform Trends Related to Corporate Governance



III . Challenges for Securities Firms



IV . Taiwan' s Responses Related to Corporate Governance Issues



V . Outlook



I . Background—Principles of Corporate Governance



Definition of Corporate Governance

Corporate governance involves a set of mechanisms, including the roles and relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders, in order to reach the goals for ensuring long-term sustainability.



Corporate Governance Mechanisms

The OECD Principles of Corporate Governance

- Ensuring the Basis for an Effective Corporate Governance Framework
- The Rights of Shareholders and Key Ownership Functions
- The Equitable Treatment of Shareholders
- The Role of Stakeholders in Corporate Governance
- Disclosure and Transparency
- The Responsibilities of the Board



Why Do Firms Need Governance?

- To improve the efficiency with which a corporation employs assets
- To attract low-cost capital
- To meet societal expectations
- To achieve the overall performance
- To reach permanent sustainable management
- To maximize profit



Why Does Corporate Governance of Financial Institutions differ from General Firms?

General Firms

- Permanent Sustainable Value-maximization

Financial Institutions

- Permanent Sustainable Value-maximization
- Stability of the Market (Social Expectations)

Spillover Effect

Externality

Systematic Risk



II. Global Financial Reform Trends Related to Corporate Governance



U.S. Dodd-Frank Act

- The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111–203, H.R. 4173) was signed into federal law by President Barack Obama on July 21, 2010. Passed as a response to the late-2000s recession, it brought the most significant changes to financial regulation in the United States since the regulatory reform that followed the Great Depression.
- The stated aim of the legislation is
 - To promote the financial stability of the United States
 - To protect consumers from abusive financial services practices
 - To increased transparency of derivatives
 - To end "too big to fail"



6 Reform Priorities in Asia by OECD

Based on the White Paper on Corporate Governance in Asia (2003), OECD published 6 reform priorities

Priority 1

- Public- and private-sector institutions should continue to make the business case for the value of good corporate governance among companies, board members, gatekeepers, shareholders and other interested parties

Priority 2

- All jurisdictions should strive for active, visible and effective enforcement of corporate governance laws and regulations.

Priority 3

- The quality of disclosure should be enhanced and made in a timely and transparent manner.

Priority 4

- Board performance needs to be improved by appropriate further training and board evaluations.

Priority 5

- The legal and regulatory framework should ensure that non-controlling shareholders are adequately protected from expropriation by insiders and controlling shareholders.

Priority 6

- Shareholder engagement should be encouraged and facilitated, in particular by institutional investors.



Response of the European Commission after the Financial Crisis Related to Corporate Governance

First Step

- Address the impropriety of the remuneration framework in the financial sector and bring about reform

Second Step

- Examine more broadly and report on current corporate governance practices in financial institutions



III. Challenges for Securities Firms



Past attempts at Corporate Governance

Past attempts at Corporate Governance

- OECD 1999 Principles of Corporate Governance revised in 2004
- Basel 1999 guidelines on "*Enhancing corporate governance for banking organizations*" revised in February 2006
- OECD 2002 Corporate Governance Guidelines for Pension Funds
- IAIS and OECD 2005 Guidelines for Insurers' Governance

Criticisms

- Were these corporate governance principles too idealistic or too ambiguous allowing for a too flexible interpretation?
- Were those applications of financial institutions not observed or monitored?



Challenges for Financial Institutions During the Financial Crisis



Bankruptcy of financial institutions raised concerns of investors and lost public confidence toward financial institutions



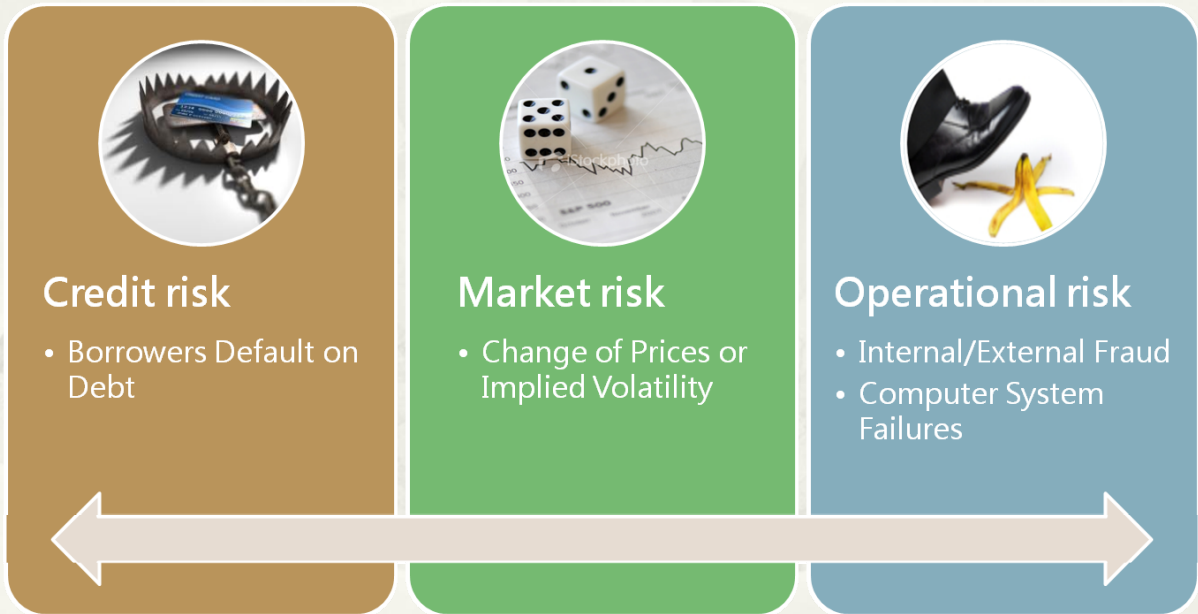
The spillover effects and the failure of systematic risk management caused investors to doubt the overall financial market



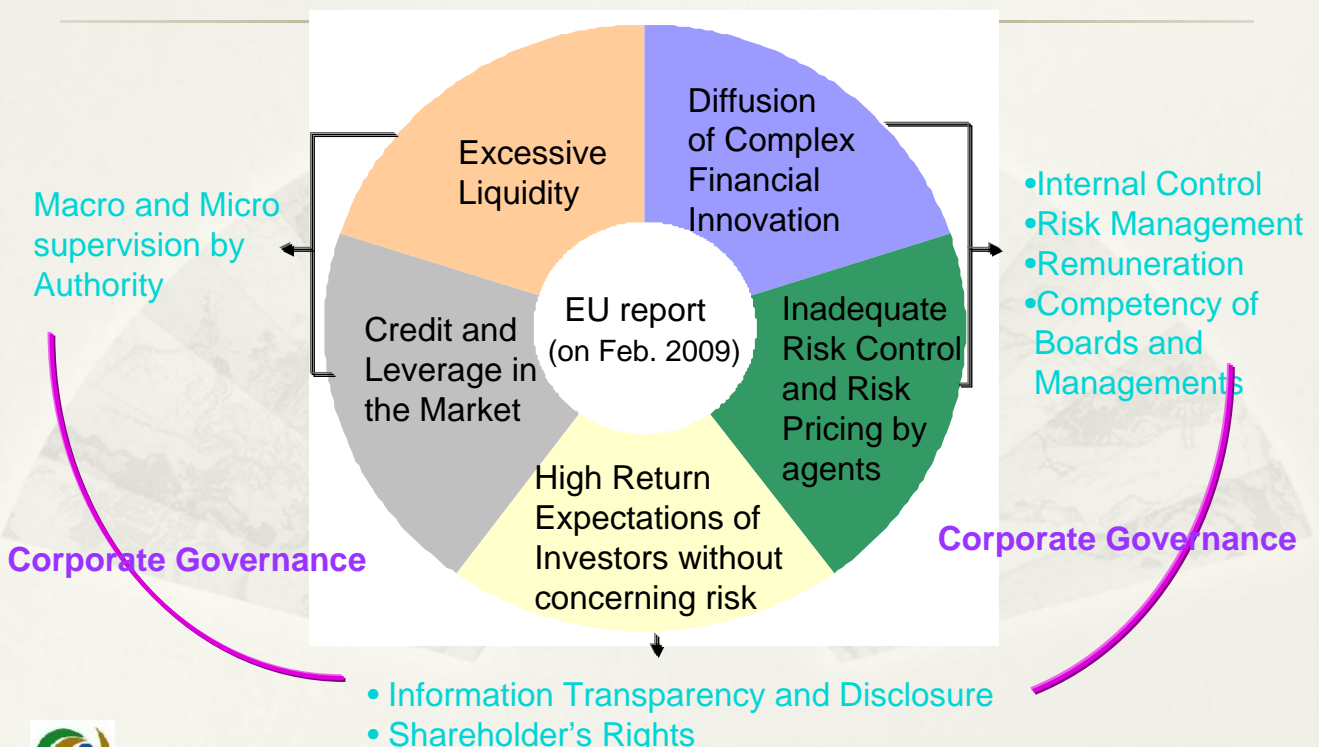
It is essential to maintain Good Corporate Governance in normal times.



Risks Faced by Securities Firms



Challenges for Financial Institutions (1)



Challenges for Financial Institutions(2)

Internal Control

- Their own oversight and control of management was insufficient.
- Employees do not always follow the guidelines of internal control within the companies.

Risk Management

- Weak risk management function
- Lack of independent risk management department
- Unable to prevent systematic risk successfully

Remuneration

- A remuneration system without evaluating risk properly
- Lack of independent remuneration committee
- Remuneration strategies are unacceptable to shareholders.

Competency of Boards and Supervisors

- Boards and managements underestimate the risk
- Boards and managements fail to understand the characteristics of the new, highly complex financial products.
- Non-executive directors do not really supervise the executive directors



Challenges for Financial Institutions(3)

Information Transparency and Disclosure

- Lack of a more comprehensive information disclosure on key risk exposures and risk management systems

Shareholder' s Rights

- Shareholders have not fulfilled the role of "responsible owners" .
- Shareholders failed to identify weaknesses in boards and management.
- Lack of appropriate shareholder rights and lack of appropriate framework governing the exercise of investor' s rights

Supervision of Authority

- Supervisors did not have sufficient resources to properly monitor financial institutions' activities.



IV. Taiwan's Responses Related to Corporate Governance Issues



Taiwan Stock Exchange (TWSE) in the World

- **Domestic Market Capitalization**
 - Ranked 22 of 53 in the world
(Approximately a similar size as the Singapore Exchange)
- **Value of Share Trading**
 - Ranked 14 of 53 in the world
(Approx. a similar size as the Australian SE)
- **Market Value to GDP**
 - 140.53 %
 - Ranked 3 of 17 in the world's major securities markets

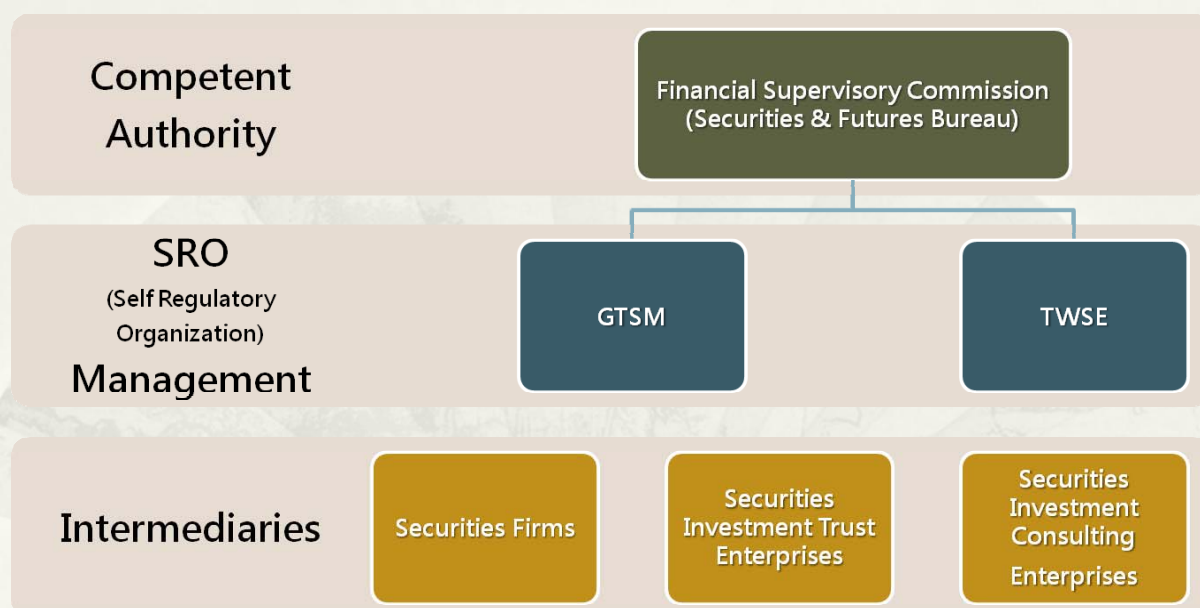


Gretai Securities Market (GTSM) in the World

- **Value of Bond Issue**
 - Ranked 14 of 20 in the world's major markets (Approximately a similar size as the Johannesburg SE)
- **Value of Bond Trading**
 - Ranked 9 of 20 in the world's major markets (Approx. a similar size as the MICEX / RTS)
- **Bond Turnover Rate**
 - Ranked 6 of 20 in the world's major markets
 - (Approx a similar size as the Tel Aviv SE)



Securities Market Structure in Taiwan



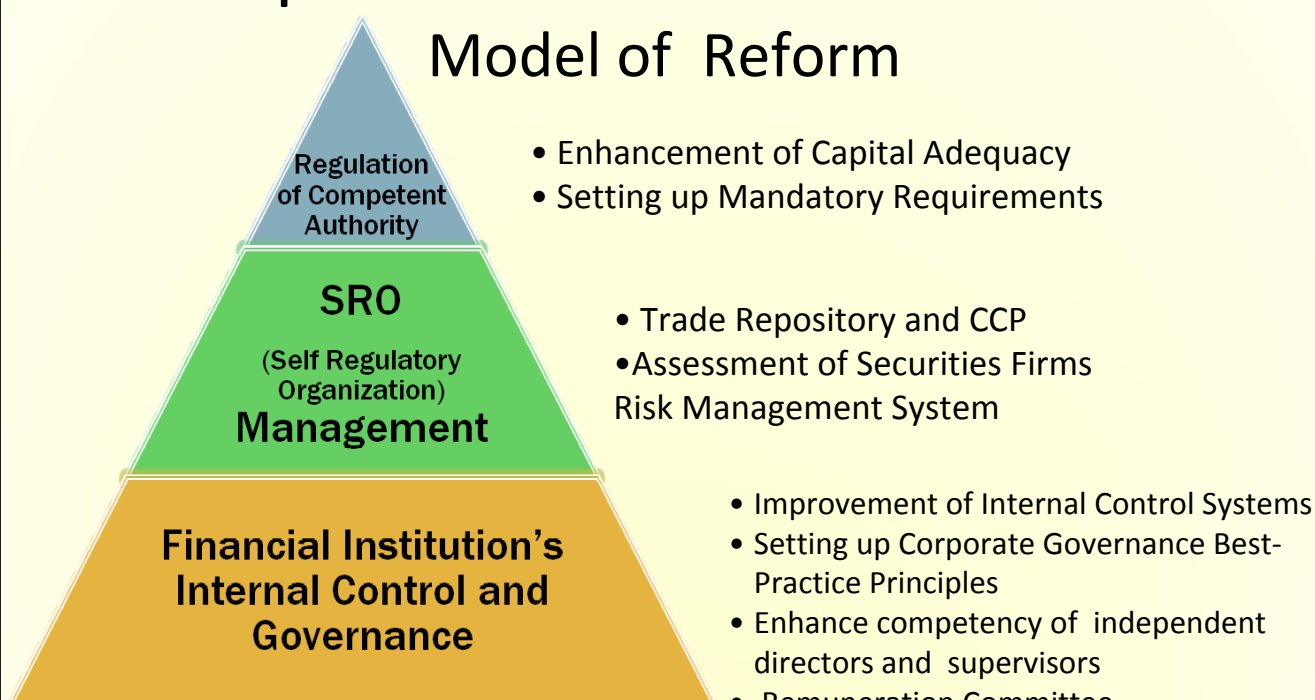
Securities Firms in Taiwan

Year	No. of Securities Firms		Securities Investment Trust Enterprises	Securities Investment Consulting Enterprises
	Headquarters	Branches		
2005	143	1,065	45	213
2006	137	1,050	42	171
2007	133	1,024	39	149
2008	132	1,011	39	126
2009	131	998	39	109
2010	130	998	38	109
2011	122	1,028	39	110
2012	120	1,031	38	109

Decline of no. of firms results from mergers and acquisitions or closure.



Taiwan's Response Related to Corporate Governance Issues— Model of Reform



Taiwan's Responses Related to Corporate Governance Issues —Internal Control and Governance



Require the establishment of an Internal Control System

Design and Implementation of an Internal Control System

Internal control activities are designed to provide reasonable assurance that particular objectives are achieved, or related progress understood.

Inspection of an Internal Control System

- Internal Audits
- Self-inspection and Statement on Internal Control
- Special Audits
- Compliance System



COSO Internal Control-Integrated Framework



Elements of COSO Internal Control-Integrated Framework



• Companies should consider the 5 elements of Internal Control-Integrated Framework to design, execute, self-check, or audit their internal control system.



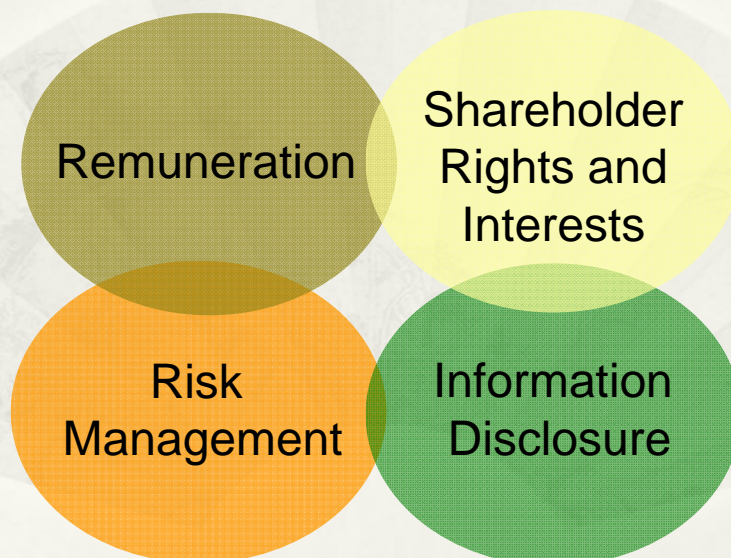
Corporate Governance Best-Practice Principles for Securities Firms (1)

- **Securities firm shall abide by the following principles**
 - Protect shareholders' rights and interests
 - Strengthen the powers of the board of directors
 - Fulfill the function of supervisors
 - Respect investors' and stakeholders' rights and interests
 - Enhance information transparency



Corporate Governance Best-Practice Principles for Securities Firms (2)

Recent Key Revisions of Best-Practice Principles



Corporate Governance Best-Practice Principles for Securities Firms (2)

Remuneration

- Establish Remuneration Committee
- The bonus/salary level and structure of the management and board members should be evaluated by the company's long term performance and under a risk-adjusted basis.
- The salary payout after resignation should be evaluated under realized performance.
- Full disclosure of the salary structure and valuation basis to the shareholders, including salary composition, duties and operation of the remuneration committee.



Corporate Governance Best-Practice Principles for Securities Firms (3)

Risk Management

- Set up a risk management committee. This consists of boards of directors setting up risk management policy and monitoring the company's overall and sub-unit risk.
- Follow the "Risk management best-practice principles for securities firms" to establish a sound and integrated risk management system including
 - Risk Organization
 - Risk Management Process
 - Risk Management Mechanisms
 - Risk-Based Performance Management
 - Risk Management Information Systems
 - Risk Disclosure
- Board members and supervisors should have consistent and adequate training of risk management.



Corporate Governance Best-Practice Principles for Securities Firms (4)

Protection of Shareholders' Rights and Interests

- Encouraging Shareholders to Participate in Corporate Governance.
- A director shall exercise a high degree of self-discipline and shall voluntarily excuse himself from participating in discussion and voting in cases involving any conflict of interest.
- The matters that a director voluntarily excuses himself from voting shall be clearly set forth in the rules for the proceedings of board meetings.

Information Disclosure

Companies shall disclose information regarding corporate governance and risk management on a yearly basis.



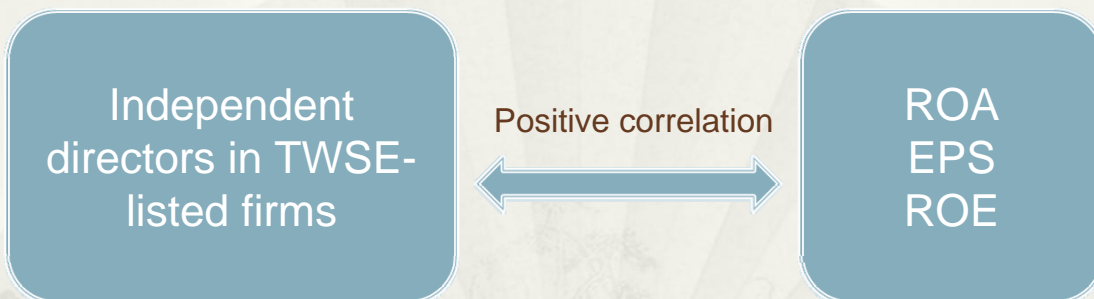
Enhance Competency of Independent Directors and Supervisors

- Independent directors shall possess professional knowledge and maintain independence within the scope of their directorial duties, and may not have any direct or indirect interest in the company.
- Securities companies shall adopt a candidate nomination system for election of the independent directors.
- The shareholders shall elect the directors from among the nominees listed in the roster of director candidates.
- Set up a mandatory audit committee
 - All listed financial institutions and TWSE/GTSM-listed companies with paid-in capital above NTD50B should **set up an audit committee** to replace supervisors by 2017.



Studies of Independent Directors in Taiwan

Contracted Research in 2012, supported by TWSE and GTSM

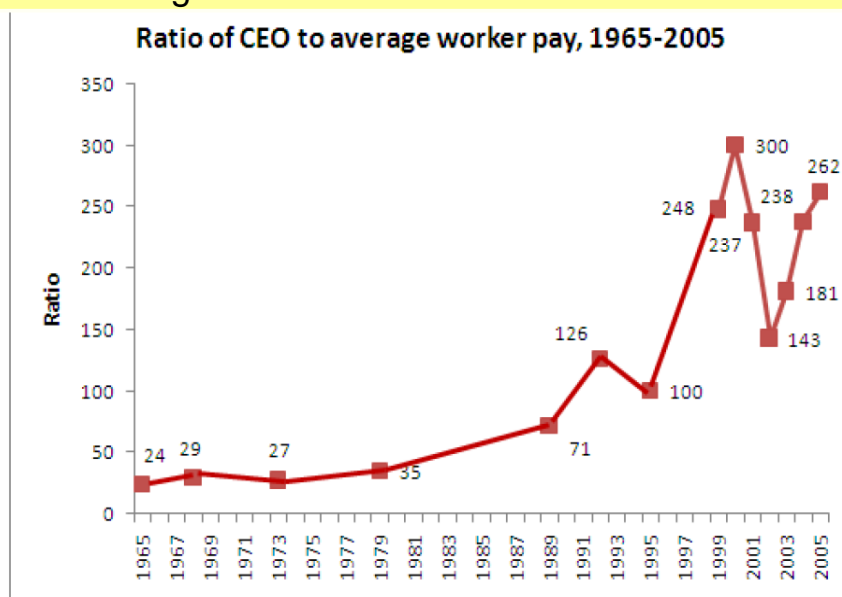


- The report shows that setting up independent directors in TWSE-listed companies have a positive correlation with ROA, EPS, and ROE of the companies.



Remuneration- Lessons from the Past (1)

- Remuneration Process – Problem Analysis
Gap between CEO and average worker pay in the U.S. has enlarged since 1990.

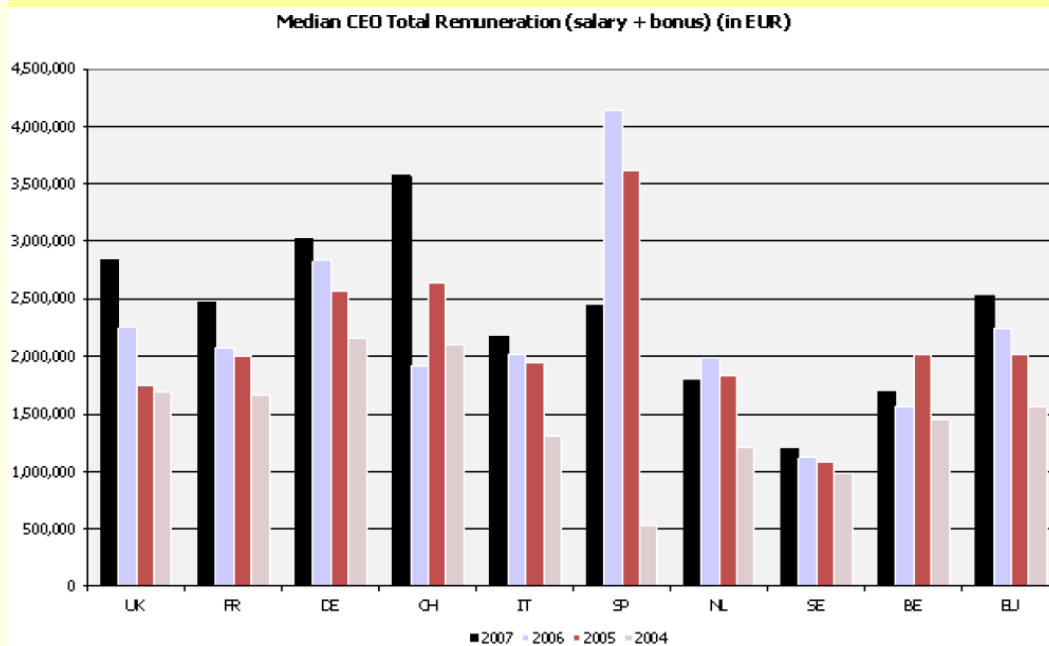


Source: Figure 3Z from: Mishel, Lawrence, Jared Bernstein, and Sylvia Allegretto, *The State of Working America 2006/2007*.



Remuneration- Lessons from the Past (2)

- Remuneration Process — Problem Analysis
The same problem also happened in Europe.



Source: RiskMetrics
FINANCIAL SUPERVISORY COMMISSION

37

Remuneration Committee (1)

- To enhance the competency of directors, encourage securities firms to establish a Remuneration Committee
 - Remuneration shall include salary, stock options, and any other substantive incentive measures for directors, supervisors, and managerial officers
- Required TWSE/GTSM-listed firms to set up Remuneration Commission in Nov. 2010



FINANCIAL SUPERVISORY COMMISSION

38

Remuneration Committee (2)

A company shall submit the following matters to its board of directors for discussion

- The performance assessment and the standard of remuneration of the managerial officers
- The structure and system of a director's remuneration

The above-mentioned remuneration shall refer to

- Typical pay levels adopted by peer companies
- Reasonableness of the correlation between remuneration and individual performance
- Company's business performance
- Future risk exposure



Numbers Of Listed Companies Adopting Corporate Governance In Taiwan

until 2013.01.09

		Securities Firms	TWSE/GTSM-Listed Companies
Independent Directors	No. of firms	33 out of 120	1098 out of 1448
	Percentage	27.5%	75.83%
Audit Committee	No. of firms	4 out of 120	212 out of 1448
	Percentage	3.33%	14.64%
Remuneration Committee	No. of firms	8 out of 120	1448 out of 1448
	Percentage	6.67%	100%



Taiwan's Response Related to Corporate Governance Issues —SRO Management



Trade Repository (1)

- Started in April, 2012
- A response to the global trends in financial markets supervision after the financial crisis in 2008
- Reporting financial Institutions:
 - banks (including foreign bank branches in Taiwan), securities companies, bills finance companies, and insurance companies
- To evaluate risk with the trade data kept in the Trade Repository and report the evaluation result to the FSC for managing risks of financial market efficiently and effectively
- To enhance market transparency



Trade Repository (2)

- Implement Schedule and related products

Phases	Products	Trading Volume %
Phase I (April 1, 2012)	NDF, Fx Swap, IRS (plain vanilla), Taiwan-Equity Related Products	70%
Phase II (December 31, 2012)	Fx Forward, Fx Option (plain vanilla)	20%
Phase III (June 30, 2013)	Others (Ex. Credit, Commodity...)	10%



“ Information Transparency and Disclosure Ranking System ” for Listed companies (1)

- The Information Transparency and Disclosure Ranking System (IDTRS) is implemented by Securities and Futures Institute (SFI).
- To promote corporate transparency by developing evaluation criteria which not only thoroughly examines local disclosure practices but also complies with international standards.
- All TWSE/GTSM-listed companies are covered
- Frequency: Once per year
- Publicly released



“ Information Transparency and Disclosure Ranking System ” for Listed companies (2)

- IDTRS gauged the level of corporate transparency by searching annual reports, regulatory publications via the internet, and company websites.
- In order to access the transparency and disclosure practices of listed companies, IDTRS identified 114 disclosure items as evaluation criteria grouped into the following five categories:
 - Compliance with the mandatory disclosures
 - Timeliness of reporting
 - Disclosure of financial forecasts
 - Disclosure of annual reports
 - Corporate website disclosure



Assessment of Securities Firms Risk Management System (1)

- Implemented by GreTai Securities Market
- Started from Dec. 2007
- Objective: evaluate and rank the risk of securities firms
- Evaluate securities firms based on both business complexity and risk management implement extent within the firms
- Frequency:
Range from once per year to once three years
- Confidential, for regulators only

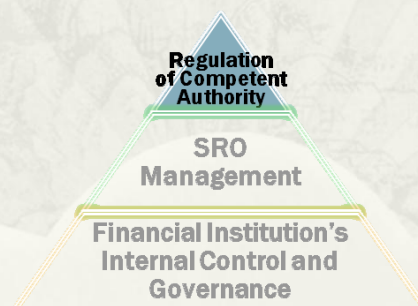


Assessment of Securities Firms Risk Management System (2)

- Evaluate risk management implement extent by
 - Risk management systems
 - Risk management structure
 - Risk management mechanisms
 - Performance management of risk
 - Risk management information systems
 - Disclosure of risk information



Taiwan's Response Related to Corporate Governance Issues —Regulation of Competent Authority



Phases and Time Frame of Corporate Governance in Taiwan

Recognition and Evaluation



Promotion and Development



Obligation and Regulation

- 2002 Established mechanism of internal control and information disclosure
- Feb. 2002 Applied TWSE/GTSM-listed securities firms should set up independent directors
- Jan. 2003 Set up the Securities and Futures Investors Protection Center
- Jan. 2003 Announced “Corporate Governance Best-Practice Principles for Securities Firms”
- 2003 Started TWSE/GTSM listed securities firms Information Transparency and Disclosure Ranking
- 2005 Started TWSE/GTSM listed securities firms Corporate Governance System evaluation
- Jan. 2006 Amended Securities and Exchange Act
- Mar. 2006 Required securities firms to set up independent directors phase 1
- Nov. 2010 Required TWSE/GTSM listed and registered as emerging stock securities firms to set up a Remuneration Commission
- Mar. 2011 Required securities firms to set up independent directors phase 2
- Feb. 2013 Required all listed financial institutions and other TWSE/GTSM listed companies with capital above NTD50B to set up audit committee to replace supervisors in 2017



FINANCIAL SUPERVISORY COMMISSION

Mandatory Requirement Under Competent Authority

Independent Directors

- Applied TWSE/GTSM listed securities firms should set up independent directors in Feb. 2002
- Required securities firms to set up independent directors phase 1 in Mar. 2006
- Required securities firms to set up independent directors phase 2 in Mar. 2011

Internal Control Practice

- Announced “Corporate Governance Best-Practice Principles for Securities Firms” in Jan. 2003

Remuneration Commission

- Required TWSE/GTSM listed and registered as emerging stock securities firms to set up Remuneration Commission in Nov. 2010



FINANCIAL SUPERVISORY COMMISSION

Enhance Capital Adequacy (1)

- Top-down regulations by competent authority (FSC)
- Require the declaration of capital adequacy ratio to competent authority on a monthly basis, and the declaration to the public on a quarterly basis.
- In “corporate governance best-practice principles for securities firms”, article 64 specifically requests the announcement of capital adequacy ratio



Enhance Capital Adequacy (2)

- Mainly adopt the concept of Basel II
- If capital adequacy ratio of a securities firm is less than 150%, FSC can
 - Temporarily halt trading, in whole or in part, of its dealing or brokerage business or its business premises
 - Stop the securities firms from starting new kinds of business
 - Increase the frequency of audits



V. Outlook



Outlook(1)

Corporate Governance is a culture of the market, spirit of an organization, not easy to properly and adequately implement.

Fine-tuning the balance between soft and hard law to improve the practice based on market characteristics and culture is needed.

Adequate enforcement of the regulations by phases (including “Recognition and Evaluation”, “Promotion and Development”, and “Obligation and Regulation”) can accumulate experience through different phases and improve the working model over time.

Education for the general public and board members may smooth the running-in process

Holding Taipei Corporate Governance Forum (TAICGOF) as a platform for international communication and experience sharing.



Outlook(2)

“How can we strengthen the corporate governance of financial institutions to maintain the stability of the market without undermining the spirit of entrepreneurship and risk-taking feature for the growth and development? ”



Strengthening CG to Maintain the Stability of the Market



Maximization of The Permanent Sustainable Value of Financial Institution



Reading Material

- * ***Corporate Governance Best-Practice Principles for Securities Firms***

<http://eng.selaw.com.tw/FLAWDAT01.asp?LSID=FL023919>

- * ***Risk Management Best-Practice Principle For Securities Firms***

<http://eng.selaw.com.tw/FLAWDAT01.asp?lsid=FL032600>



Thank you for your attention!

