

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 2014 年國際證券管理機構組織
(IOSCO)成長暨新興市場委員會 (GEM)
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

吳友梅 副組長

陳慧儒 科員

派赴國家：模里西斯

出國期間：民國 103 年 4 月 21 日至 4 月 28 日

報告日期：民國 103 年 6 月 27 日

目 錄

壹、前言.....	1
一、IOSCO 簡介.....	1
二、會議介紹.....	8
三、模里西斯簡介.....	8
貳、市場發展專題研討會議.....	10
一、「交易所公司化對交易所監管之影響」.....	10
二、「藉由投資人教育提升金融普及度」.....	17
參、IOSCO 成長暨新興市場委員會(GEM)會員大會.....	23
一、新興市場風險圓桌會議.....	23
二、在建構全球監理環境下，GEM 如何扮演更重要的角色.....	27
三、IOSCO 理事會主席及秘書長報告.....	28
四、工作進度報告.....	32
五、下次會議時間.....	41
肆、GEM 公開研討會—透過資本市場籌募長期性資金.....	42
一、開場歡迎及開幕致詞.....	42
二、透過資本市場籌募長期性資金.....	44
四、中介機構於透過資本市場籌募長期性資金所扮演之角色... ..	48
伍、雙邊交流.....	54

一、IOSCO 秘書長.....	54
二、IOSCO 成長暨新興市場委員會主席	54
三、模里西斯金融服務委員會(FSC)執行長.....	55
四、南非金融服務委員會(FSB)副執行長	55
五、泰國證管會(SEC)國際事務處處長.....	55
陸、拜會模里西斯交易所	57
柒、心得與建議	59
附錄	62
一、與會照片.....	62
二、大會會議議程.....	68

壹、前言

一、IOSCO 簡介

國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commission, IOSCO）成立於 1983 年，總部設在西班牙馬德里。IOSCO 是證券監理國際標準制定機構，負責推動國際公認證券監理準則的實施，同時積極配合 G20 與金融穩定理事會（FSB）全球金融監管改革的工作。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，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。1986 年 7 月在巴黎舉辦之年會係 IOSCO 第一次在美洲境外舉辦之年會，該年會中並決議設立一永久性之秘書處（General Secretariat，位於西班牙馬德里）。IOSCO 係由各國證券及期貨市場主管機關或自律機構所組成，據統計，IOSCO 會員管理超過全球 95% 以上之證券及衍生性商品市場。

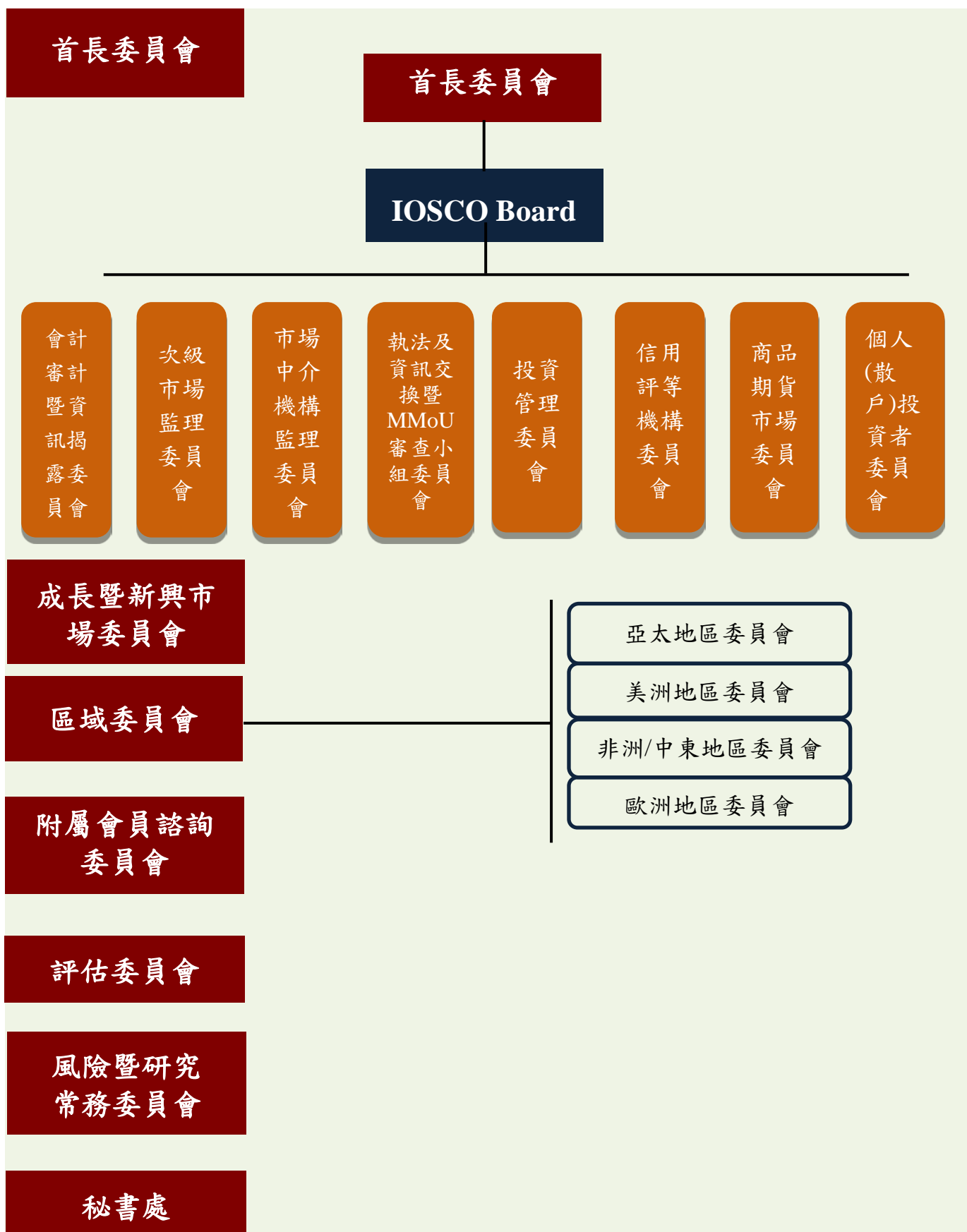
組織宗旨有三：(一)共同合作制定、實施及促進國際公認的監理標準一致性，以保護投資者，維護公平、效率和透明之市場，並試圖解決系統性風險；(二)透過資訊交流與合作，並監督市場及中介機構，以加強投資者保護，並增進投資者對證券市場之信心；(三)彼此交換相關監理經驗，以協助市場發展，加強市場基礎設施，並實施適當的監管。

會員制度共分為三類：(一)正會員（Ordinary Member），凡證券市場主管機關或類似之政府單位均可申請，惟每個國家或地區僅限一位正會員，該國家如無類似之證券市場主管機關，則該國之相關自律機構可申請為正會員，正會員具投票權（一會員一票），可參與會員大會；(二)副會員（Associate Member），

如一國之證券主管機關已成為正會員，則該國由地方性主管機關組成之協會或其他相關法定主管機關可申請成為副會員，副會員無投票權，但可參與會員大會；(三)附屬會員 (Affiliate Member)，任何與證券市場有關之自律機構或國際性機構均可申請成為附屬會員，附屬會員亦無投票權，僅可參與部分對外公開之會員大會議程，惟該會員如屬自律機構 (SROs)，則可自動成為附屬會員諮詢委員會 (AMCC) 會員。截至 2013 年 12 月 31 日，正會員數達 123 個，副會員數達 13 個，附屬會員數達 67 個。

我國係於 1987 年加入 IOSCO，成為正會員，積極參與 IOSCO 所舉辦之各項會議，目前除本會外，臺灣證券交易所、櫃檯買賣中心及臺灣期貨交易所為該組織之附屬會員。

● IOSCO 組織架構



(一) 首長委員會 (President Committee)

首長委員會由所有正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，2012 北京年會至 2014 巴西年會前，IOSCO 理事會係由會員中選出 32 席會員代表所組成，其中原技術委員會 18 席成員、新興市場委員會 (Emerging Market Committee, EMC)¹ 主席及副主席、各區域委員會主席為當然會員，另自各區域委員會選出 2 席成員加入；2014 年巴西年會後，IOSCO 理事會則有 34 席會員代表所組成。

重要證券暨期貨市場實務議題研究及政策制定等相關工作，由轄下 8 大政策委員會所專責執行，8 大政策委員會分別為：

1. 會計審計暨資訊揭露委員會
(Committee on Issuer Accounting, Auditing and Disclosure)
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)

¹ 成長暨新興市場委員會(GEM)之前身，EMC 自 2013 年 5 月正式更名為 GEM。

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. 商品衍生性市場委員會
(Committee on Commodity Derivatives Markets)
8. 個人(散戶)投資者委員會
(Committee on Retail Investor)

8 大委員會每年約舉行 3 次經常性會議，以研討相關重要議題出具建議報告。我國金管會為「跨國資訊揭露暨會計委員會」、「信用評等機構委員會」及「個人(散戶)投資者委員會」之成員，金管會黃副主任委員天牧並擔任「信用評等機構委員會」副主席一職。

(二) 成長暨新興市場委員會 (The Growth and Emerging Markets Committee, GEM)

成長暨新興市場委員會於 2013 年 5 月由原新興市場委員 (Emerging Markets Committee, EMC) 正式更名，重新定位以發揮更顯著的功能。

目前有 90 席會員，占有 IOSCO 正會員之 75%，且其中 10 席會員為 G-20 之成員，而新興經濟體在 IOSCO 會員國之比例亦不斷增長，是 IOSCO 極重要之委員會。

藉由建立法規標準、提供訓練課程及促進資訊、技術移轉等經驗分享，以推動新興證券暨期貨市場之發展。

(三) 區域委員會 (Regional Committees)

各區域會員組成之區域委員會，以討論特定區域性議題，各區域委員會除在大會年會期間開會外，亦舉辦年度區域會議。4 大區域委員會分別為：

1. 亞太地區委員會 (Asia-Pacific Regional Committee)
2. 美洲地區委員會 (Inter-American 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) 附屬會員諮詢委員會 (Affiliate Members 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皆能對市場法規之發展提出建議。在 IOSCO 擬定相關政策的過程中，此委員會亦扮演相當重要的角色，本委員會於 2013 年盧森堡年會正式改名為附屬會員諮詢委員會 (The Affiliate Members Consultative Committee, AMCC)。

(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。

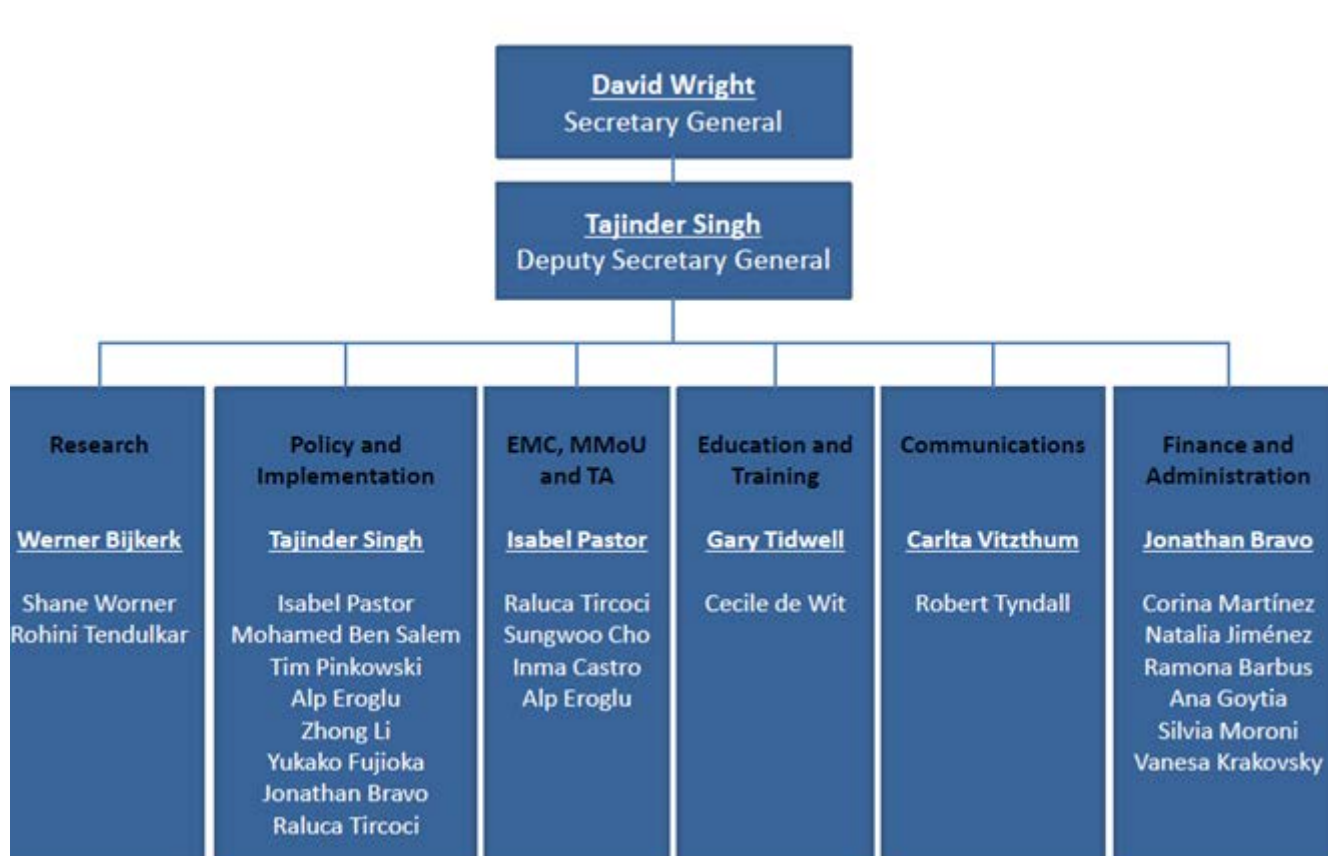
(六) 風險暨研究常務委員會 (Standing Committee on Risk and Research)

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。

- IOSCO 秘書處組織架構



二、會議介紹

國際證券管理機構組織 (International Organization of Securities Commission, IOSCO) 2014 年 4 月 23 日至 25 日於模里西斯舉辦成長暨新興市場委員會 (Growth and Emerging Markets Committee, GEM) 會議，主辦單位為模里西斯金融服務委員會 (Financial Services Commission; FSC, Mauritius)。

本次會議分 3 天舉行，第 1 天為「市場發展專題研討會議 (Market Development Workshop)」，第 2 天為「IOSCO GEM 會員大會」，第 3 天則為「GEM 公開研討會 (Public Conference)」，本次會議共有來自 39 國主管機關及相關學者專家等 88 位代表出席，包括 IOSCO 秘書長 Mr. David Wright、IOSCO 理事會副主席暨 GEM 主席 Mr. Ranjit Singh 及 GEM 副主席 Mr. Cuthbert Chanetsa，我國則由金融監督管理委員會楊委員雅惠率團，證券期貨局吳副組長友梅、陳科員慧儒、臺灣證券交易所周副理士昊及陳奐先等 5 人全程參與。

三、模里西斯簡介

模里西斯位於非洲東南方、印度洋西南方，首都為路易港 (Port Louis)，由模里西斯島、羅德里格斯島及若干小島組成，總面積約 787 平方英哩，居民由多民族組成，包含歐洲裔、非洲裔、印度裔及華裔，約 132 萬人，其主要語言是模里西斯克里奧爾語、法語及英語。

資本市場主管機關 — 模里西斯金融服務委員會於 2007 年成立，隸屬於金融經濟發展部 (the Ministry of Finance and Economic Development)，主要負責銀行業以外之金融服務業務，涵蓋證券業、保險業及退休基金等。由主席、副主席及若干獨

立非執行董事組成之理事會，該理事會成員 3 年一任，得連任，並透過轄下 5 個委員會執行相關職能。主席為 Mr. Marc Hein、執行長為 Ms. Clairette Ah-Hen。

貳、市場發展專題研討會議 (Market Development Workshop)

一、「交易所公司化對交易所監管之影響」

Demutualization and its impact on exchange regulation and supervision

(一) 時間：2014/4/23(三) 09:30~12:30

(二) 主講人：

1. Mr. Eduardo Manhães Ribeiro Gomes, *Director of International Affairs, CVM, Brazil*
2. Ms. Sonia Cattarinussi, *Director, Market Regulation Division, Autorité des Marchés Financiers, France*
3. Mr. Nehal Vora, *Chief Regulatory Officer, Bombay Stock Exchange, India*
4. Mr. Makoto Sonoda, *Director for International Cooperation, Office of International Affairs, FSA, Japan*

(三) 會議摘要：

近年來，因另類交易平台(ATS)、電子交易平台(ECNs)、黑池交易(Dark Pool)及高頻交易(HFT)興起，許多會員制交易所紛紛轉型為公司制。尤其是新興市場，因市場流動性不足且市場逐漸邊緣化，更促使交易所轉型。本場次研討會討論交易所公司化後衍生之監管議題，內容涵蓋公司化交易所利益衝突(Conflicts of Interest)問題、主管機關與公司化交易所之市場監理定位及公司化交易所之監管等。

主持人 Mr. Eduardo Gomes 首先感謝模里西斯金管會及 IOSCO GEM 舉辦本次研討會，接著簡要介紹本場次研討會內容、進行流程及與談人背景。

1. Ms. Sonia Cattarinussi

法國金融市場管理局市場政策部門主管 Ms. Sonia Cattarinussi 表示，交易所公司化(Demutualization)意指交易所由會員持有之非營利組織轉變為投資人持有之營利組織的過程。傳統上，會員制交易所之會員除有決策權，另擁有於該交易所交易之權利，公司化後，交易所所有權及交易權將分離，亦即股東僅擁有股權而無於交易所交易之權利。

交易所公司化之浪潮可追溯於 1993 年斯德哥爾摩交易所進行公司化，根據世界交易所聯合會(WFE)統計，目前僅有 12% 之大型交易所仍維持協會制或會員制。相較於已開發國家，新興市場交易所公司化腳步較慢。

多數交易所進行公司化僅為過渡性措施，其最終目的則為交易所股票掛牌上市。促使交易所公司化或股票上市之主要因素為交易所管制鬆綁所帶來之競爭壓力，近 20 年來，許多國家取消交易所相關管制，而科技進步使電子交易逐漸取代傳統公開喊價(Open Outcry)交易模式，黑池交易、高頻交易及另類交易平台等興起，皆造成傳統交易所龐大競爭壓力。交易所公司化後，可擴大股東之參與，如：上市公司及機構投資人等，提高交易所能見度；此外，公司制交易所僅有一個目標，即致力於提升公司獲利，目標「簡化」後，將有助於縮短決策流程以面對競爭與挑戰。

Ms. Sonia Cattarinussi 表示交易所公司化，雖可提高競爭力，卻也帶來一些問題。首先是利益衝突(Conflicts of Interest)，傳統上，交易所被賦予市場監理責任，制定政策時需考量公眾利益，然而公司制交易所目標為追求股東利益極大化，可能與公眾利益相衝突，因此交易所市場監理角色

需重新界定。其次，公司制交易所股東將包括不同層面市場參與者，而非由證券商主導，不同市場參與者之利益可能互相衝突，進而影響公司決策制定。

2. Mr. Nehal Vora

印度孟買交易所(BSE)法規長 Mr. Nehal Vora 分享該交易所公司化之經驗。

孟買交易所成立於 1875 年，為亞洲第一家交易所。原為非營利會員制交易所，證券商同時為交易所擁有者、管理階層及交易參與者等多重身分，且設有新會員進入限制，因證券商同時為市場監管者及被監管者，於 1990 年代衍生出一連串監守自盜的違法行為。解決市場監理問題為 BSE 推行公司化主要原因之一，其他因素包括經營權與所有權分離、交易權與所有權分割、強化公司治理、評估交易所資產價值、因應全球化及科技發展之挑戰、建立有效率的自律組織 (SRO) 模式、聘請專業團隊經營交易所等。

孟買交易所於 2005 年 8 月正式改為公司制，重要組織變革包含：

- 由非營利會員制改為營利股份有限公司；
- 交易權與所有權分割；
- 委請專業人士經營；
- 所有會員權利相等；
- 交易會員代表不可超過董事會四分之一席次；
- 至少 51% 股權由非會員持有。

3. Mr. Makoto Sonoda

日本金融廳國際業務處國際合作組組長 Mr. Makoto Sonoda 表示，近年來世界各主要交易所透過併購本土交易所強化國內競爭力，並加速跨國合作提升國際競爭力。以日本為例，日本全國原有東京、大阪、名古屋、福岡、札幌、廣島、新潟及京都等 8 個交易所。其中廣島及新潟交易所於 2000 年併入東京證交所，京都交易所則於 2001 年併入大阪交易所。

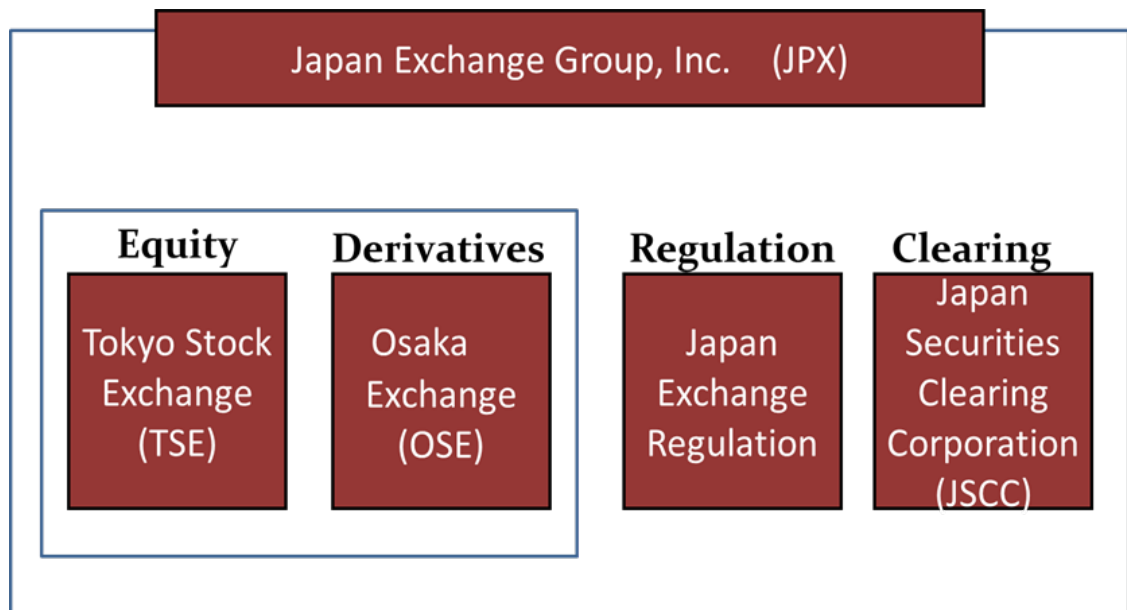
為提高國際競爭力以因應全球競爭者轉型為兼具股權和衍生性商品交易平台的壓力，東京證券交易所在 2011 年 11 月 22 日宣布與大阪證交所簽訂合併協議，於 2012 年 8 月以 11 億美元完成對大阪證交所的公開收購，著手進行交易所的合併，並於 2013 年 1 月 1 日合併成為日本交易所集團。

除合併外，交易所公司化亦為提升競爭力方式之一。公司化後，交易所可由不同管道取得所需資金，分散風險；可獲取不同方面股東之意見，讓公司政策制定更全面；可強化員工向心力；可增加與其他交易所合作之機會。日本政府於 2000 年修訂證券交易法(Stock Exchange Act)允許交易所改為公司制，東京證券交易所於 2001 年宣布轉型為公司制，除可取得即時、有效且多元之資金，並且提高國內外合作機會，惟公司化亦引發利益衝突問題。

2005 年、2006 年間日本上市公司發生一連串法令遵循問題，為此，日本於 2007 年新修訂之金融商品交易法中，要求交易所強化市場機制，包括：

- 加強上市公司資訊揭露，要求上市公司提供季報及強化財務報告之內部控制；
- 加強公司收購及大股東報告之規範；
- 加重不法行為及偽造財報之刑罰；
- 強化交易所自律組織職能。

根據新法，交易所需設立獨立自律組織或設置自律委員會(Self-Regulation Committee)，東京證交所於 2007 年 10 月宣布成立東京證券交易管理公司(Tokyo Stock Exchange Regulation Corporation, TSER)負責市場規範及管理。日本交易所集團(JPX)成立後，受 TSER 監管之市場擴大為東京證交所及大阪交易所，該公司並於 2014 年 4 月更名為日本證券交易管理公司(Japan Exchange Regulation, JPX-R)。



JPX-R 主要任務如下：

- 企業或金融商品上市前審查，以確保其符合上市規定。
- 企業或金融商品上市後監視，以確保其資訊揭露及行為符合繼續上市之規定。

- 證券商財務健全及法令遵循查核，以保障交易市場穩定。
- 市場交易監視，以防止不法交易行為，如內線交易或股價操縱。
- 擔任主管機關與證券相關業者溝通橋梁。

4. Mr. Eduardo Manhães Ribeiro Gomes

巴西證管會(CVM)國際部主管 Mr. Eduardo Manhães Ribeiro Gomes 分享巴西證券期貨交易所(BM&FBOVESPA)公司化經驗。巴西證券交易所(Bovespa Stock Exchange)及巴西商品與期貨交易所(Brazilian Mercantile and Futures Exchange)原皆為會員制交易所，上述兩交易所分別於 2007 年 8 月及 9 月轉為營利性公司，並於 2008 年 8 月進行合併。

依巴西證券法(Securities Act)規定，證券交易所、期貨交易所、櫃檯買賣交易平台(OTC)及集保中心需接受巴西證管會管理，同時需發揮自律組織職能，協助主管機關進行市場監理。2008 年 2 大交易所公司化後旋即進行合併，對主管機關而言，如何審查交易所公司化進程並維持其市場監理職能為一大挑戰。

為確保市場穩定，CVM 於 2007 年頒布第 461 號行政命令，要求交易所必須成立自律部門(Self-Regulation Department)，進行市場管理並監視交易情形及交易人不法行為。為配合上述規定，巴西證券期貨交易所成立獨立監管組織 Bovespa Market Supervision (BSM)，協助控管交易狀況及交易人行為。

CVM 並於 2009 年起採取風險性監理(Risk Based Supervision, RBS)模式，著重於監管可能造成風險之行為，亦即事前預防而非事後因應。此計畫每 2 年 1 期，查核目標包括上市公司、投資信託公司、市場中介機構及會計師等。針對交易所，CVM 監管重點在於確保 BSM 自律職能有效性，評估項目包括市場交易監理、市場參與者監管及交易所自律規範訂定與執行。上市公司查察重點則為是否正確揭露足以影響投資人決策及少數股東權益之重大訊息，CVM 並於 2013 年與 BM&F Bovespa 簽署合作協定以監管上市公司資訊揭露是否適切。

我國金管會楊雅惠委員於會中提問，我國證券交易所自成立即採公司制，迄今已超過 50 年，而交易所公司化浪潮亦發展超過 20 年，許多交易所已完成公司化，對於尚未公司化交易所是否會在近期內完成公司化？對此，Ms. Cattarinussi 表示各國證券市場發展不一，因此並不會有明確時程表，儘管全球化競爭已是各國交易所必須面對的議題，然而各國應以自身市場狀況採行最適合之政策，公司化並非唯一選項。Mr. Vora 補充表示交易所公司化進程會受到外國大型投資人的影響。

金管會證期局吳副組長友梅於會後向日本金融廳 Mr. Makoto Sonoda 提問日本證券交易管理公司(Japan Exchange Regulation, JPX-R)未納入商品交易所之原因，Mr. Makoto Sonoda 表示，主要係商品交易所掛牌之標的商品現貨分屬不同主管機關所管轄，涉及政治性考量，納入 JPX-R 有其困難度，故現階段日本商品交易所尚未納入 JPX-R 子公司，惟未來將持續就此一議題進一步討論。

二、「藉由投資人教育提升金融普及度」

Improving financial access and capacity through investor/consumer education

(一) 時間：2014/4/23(三) 14:00~17:00

(二) 主講人：

1. Ms. Clairette Ah-Hen, *Chief Executive, Financial Services Commission, Mauritius*
2. Mr. Rafe Mazer, *Financial Sector Specialist, CGAP*
3. Mr. Sanjay Singh Bhati, *Securities and Exchange Board of India*
4. Ms. Kathryn Edmundson, *Executive Director, International Forum for Investor Education*

(三) 會議摘要：

在目前金融創新及金融工具不斷更新及漸趨複雜之環境下，各國越來越重視金融知識普及化，以確保投資人擁有足夠的資訊、能做出更明智的決策，進而越不易受到不適當的財務建議或投資騙局造成損失。基於以資本市場為主之籌資管道(Market-based Financing)逐漸增加，投資者教育已成為全球監管中重要的一環。

本研討會針對新興市場介紹藉由電子媒體、教育課程、文宣等方法，以提高投資人理財意識、增進投資人信心及吸引具足夠知識的投資人(informed investor)參與金融市場，並探討共同面臨的問題和挑戰，包括透過提高投資者取得和理解資訊的能力，以及健全投資人參與金融市場環境之相關機制，來降低資訊不對稱；並進一步探討如何設計及執行有效

的計畫，以了解投資人行為及建構及維護資本市場整體投資人之信心。

模里西斯金融服務委員會(FSC)執行長 Ms. Clairette Ah-Hen 首先歡迎大家來到模里西斯參加本研討會，並表示模里西斯金融服務委員會很榮幸主辦本次 GEM 年度會議，接著簡要介紹本場次研討會內容、進行流程及與談人背景。

1. Ms. Clairette Ah-Hen

模里西斯金融服務委員會(FSC)執行長 Ms. Clairette Ah-Hen 分享模里西斯金融服務消費者教育之經驗，首先提及 FSC 的功能包括提升大眾對金融系統之了解(如：不同投資管道的獲利及風險等)、以及採取提供金融消費者更大保護之措施，目標為與模里西斯中央銀行合作，確保模里西斯金融系統穩健及安全。

為達成金融穩健性，包含三大部分，分別為金融普及性(Financial Inclusion)、金融能力(Financial Capability)及消費者保護(Consumer Protection)，藉由此三大主軸之強化，以提昇社會大眾對金融市場之信心。

金融普及性係指民眾可以獲得任何所需要之金融服務，因此 FSC 需要了解目前金融體系提供什麼服務(服務範圍，如：各領域基本金融商品等)、如何提供服務(服務品質，如：便利性、安全性等)、誰能提供這些產品(服務提供者，如：私部門、公部門等)以及誰能獲得這些產品(服務接受者，如：知識分子、偏遠地區人民、女性、低收入者等)，而金融普及性的 5P 即為產品(Product)、人口(Population)、平台(Platform)、提供者(Provider)及政策(Policy)。

金融能力係指民眾擁有能做出正確財務決策，增進福祉之知識、技能、態度及行為，通常包含現金流量有效管理、計畫未來及金融服務使用的能力。FSC 的角色就如同醫生一樣，協助檢視金融消費者是否對金融服務有自信、能事前規劃、擁有長遠觀點、具自我管理能力及風險認知等，以達成降低投資人知識與行為的差距、促進投資人正確財務行為及建立良好之文化。

消費者保護上，針對不同的目標族群推出不同的教育計畫，例如：中學生的青年知識競賽、一般大眾的巡迴說明會 (Roadshows) 以及特定族群 (如：女性、老年族群) 的推廣計畫等；宣傳工具上包含實體課程、廣播電視的談話節目、小冊子、海報、影片及網站，模里西斯 FSC 目前最著重年輕族群，因為他們代表著國家的未來，另外由於模里西斯由多民族所組成，因此宣傳管道會針對不同目標族群，採用不同的語言。模里西斯在 2014 年也進行全國性的金融消費者調查，預計於 6 月底完成，檢視結果並做調整。

模里西斯 FSC 金融教育會持續進行，也會定期評估，隨著需求適時調整及回應，另外也將與其他國家學習經驗，彼此交流合作。

2. Mr. Rafe Mazer

扶貧協商組織 (the Consultative Group to Assist the Poor, CGAP) 金融部門專員 Mr. Rafe Mazer 首先針對行為經濟簡單介紹，接著分享與馬來西亞央行合作計畫的案例。

行為經濟 (Behavioral Economics) 係指透過了解人們行為以及做出經濟決策的背後原因，從而得知問題所在及找尋

解決之道，這將以全新的觀點和角度看待傳統的問題和議題。

Mr. Rafe Mazer 以不同文字敘述，人們願意支付保費負擔之例子，說明文字敘述方式不同，會造成投資人行為之差異，即做出不同的決策，同時介紹史楚普測試(Stroop Test)，這是美國實驗心理學家 John Ridley Stroop 在 1935 年所提出，一個心理學中干擾對反應時間影響的實驗。例如：當受測試者被要求說出某個顏色和其字面意義不符的詞語時，受測者之反應速度往往會下降，且出錯率上升。

因此在金融消費者保護上，更需要運用行為經濟的概念，以制定最有效的政策。

CGAP 於 2012 年開始與馬來西亞央行(Bank Negara Malaysia)進行消費者保護及行為研究專案，因壽險相關投訴案件在 2012 年高達 1,129 件，因此 2013 年開始針對保險銷售過程做分析，重新檢視市場資料，定義問題所在，並藉由神秘購物(Mystery Shopping)及深入訪談(depth interview)，得知(1)生命相關之產品比較容易理解、(2)女性消費者獲得的資訊較少、以及(3)提供越少的資訊，產品分歧度越大等。馬來西亞央行將參考前揭分析結果，適時調整政策方向。

與會者針對是否可採行神秘購物測試之合法性做討論，我國金管會楊委員雅惠並分享臺灣女性在保單購買決策過程中參與較多之經驗，並強調保險業者在民眾金融知識宣導中之重要性。

3. Mr. Sanjay Singh Bhati

印度證券交易委員會 (Securities and Exchange Board of India, SEBI) Mr. Sanjay Singh Bhati 分享印度金融教育之經驗，印度認為受教育的投資者(Educated investor)就是被保護的投資者(Protected investor)，因此將目標族群區分為三大塊，第一為已存在之投資人，對其給予投資知識；其次為新進之投資人，希望將存款轉換成投資；最後是未來投資人，及針對年輕族群進行金融教育。

因為印度人口眾多，幅員廣大，相關措施包括：(1) 培養資源人士(Resource Persons, RPs)，係指具特定領域專業知識和相關技能之人員，能提供教學講座，給予第一手資訊及指導；(2) 在各區域成立地方機構；(3) 舉辦全國及區域研討會和講習；(4) 發展手機應用程式；(5) 架設網站；(6) 使用社群網路資源，如：Twitter 等；(7) 學校教育課程；(8) 免費諮詢電話，共有英語、印度語及 12 種地方語言；(9) 大眾媒體，如電視、廣播、投資人申訴及賠償廣告等。

4. Ms. Kathryn Edmundson

投資人教育國際論壇 (International Forum for Investor Education, IFIE) 係全球跨部門非營利組織，匯集公部門及私部門之金融專業及投資者教育等資源，提供跨主管機關分享最佳實務平台；建立面對挑戰之金融能力；執行有效率和具影響力的金融和投資者教育計畫，以達成使全球投資人對金融商品及投資具備足夠知識之目標。

IFIE 執行長 Ms. Kathryn Edmundson 指出 IFIE 與 IOSCO 已共同合作 7 年，聯合舉辦投資人教育會議，每年針對不同主題進行討論，各國分享本身經驗，互相交流與學習。

2013 年多倫多會議提到經濟與市場動態發展，因此不僅只是時間的投入，要適時應變，如過去多採行實體教育課程，隨著網路科技的發展，可轉換成線上訓練課程，另要考量不同年齡層，針對不同需求，提供不同金融服務及教育。

2014 年華盛頓 DC 會議，將於 5 月下旬舉行，本次議題將著重在執行層面之議題，考量成本及預算，決定金融教育計畫的大小、各國間彼此合作等，另也要考量投資人真正吸收之程度等。

本場次最後主持人詢問與會者是否願意分享各國經驗，金管會楊委員雅惠簡要分享我國自 2006 年開始推廣「金融知識普及工作」推動計畫，目前已建構完備的金融知識體系架構，整合相關工作與資源，持續深耕金融基礎教育。目前「金融知識普及工作」第 3 期推動計畫(101 年至 103 年)，計畫推動策略涵蓋對於不同年齡、不同族群，以不同的管道與方式進行教育宣導，並整合善用金管會暨所屬各周邊單位及各金融同業公會資源，辦理各項金融教育宣導活動。金管會亦與教育部共同進行金融基礎教育合作推廣計畫，透過各級學校各種活動推廣金融知識，並將金融知識列入高中、國中、國小課程綱要，並持續辦理國中、小及高中職教師研習營，以落實金融教育工作。

參、IOSCO 成長暨新興市場委員會(GEM)會員大會

一、新興市場風險圓桌會議

Roundtable on Emerging Risk

(四) 時間：2014/4/23(三) 14:00~17:00

(五) 主講人：

1. Ms. Alison Harwood, *Manager, Capital Market Development and Corporate Governance Service Line, World Bank/IFC*
2. Ms. Ana Carvajal, *Lead Securities Market Specialist, World Bank/IFC*
3. Mr. K. Kwan Lee, *Chief Executive Officer, Corporate Banking, Treasury & Markets, CIMB Group Holdings, Malaysia*
4. Mr. Eric Ng Ping Chuen, *Manager Director, Pluriconseil, Mauritius*
5. Mr. Adam Farlow, *Partner, Baker & Mckenzie LLP, UK*
6. Mr. David Wright, *Secretary General, IOSCO*

(六) 會議摘要：

本場次研討會邀請世界銀行代表及業者進行經驗分享，探討新興資本市場面臨之風險，以及如何建立有彈性且具應變力之證券市場以因應金融危機。

1. Mr. K. Kwan Lee

馬來西亞國際商業銀行(CIMB)企業金融執行長 Mr. K. Kwan Lee 列舉未來可能造成東南亞國協(ASEAN)市場波動之主要風險：

(1) 美國貨幣政策及量化寬鬆政策(QE)逐步退場：

美國貨幣政策調整造成 2013 年 ASEAN 市場大幅波動，儘管 QE 採逐步退場機制但仍引發大量國際資金流動，而東協國家多數無能力減緩其對本地經濟之衝擊，Mr. Lee 認為美國貨幣政策及 QE 仍將於 2014 年及 2015 年影響 ASEAN 市場。

(2) 國際準則衝擊：

Mr. Lee 認為國際準則多針對已開發國家市場設計，卻要求全球一體適用，造成新興市場壓力，例如 Basel III 嚴格限制銀行財務槓桿比率，儘管東協地區銀行並無此問題，然其一體適用規定，恐將造成融資利率大幅提高，影響東協市場。

2. Mr. Eric Ng Ping Chuen

模里西斯 Pluriconseil 管理顧問公司創辦人兼執行長 Mr. Eric Ng Ping Chuen 分享模里西斯主要市場風險。

(1) 資本市場風險：

相較其他已開發市場，模里西斯資本市場規模小，外資多集中於 4 到 5 檔流動性較高股票。當外資法人如退休基金對持股進行策略性調整時，將嚴重影響模里西斯股市波動。

(2) 匯率風險：

模里西斯主要產業為觀光業，近六成旅客來自歐洲，歐元區並為模國最大出口地區，占出口總值 50%，該國匯率易受到歐元匯率波動影響。為降低匯率風險，近年來模國政府致力吸引其他地區旅客，如：中國、印度及俄羅斯。

(3) 利率風險：

模里西斯企業平均負債比率過高，當利率劇烈波動，將衝擊企業經營。

3. Mr. Adam Farlow

Baker & McKenzie 律師事務所國際資本市場團隊律師 Mr. Adam Farlow 表示對證券發行人而言，新興市場仍存在進入障礙包括交易成本高、流動性風險高及發行程序費時等。Mr. Farlow 並列舉兩個市場進入障礙進行說明：

(1) 資訊揭露要求過重

無論是開發中或已開發市場，資訊揭露要求皆過多過重，應依投資人屬性設立不同標準。舉例而言，機構投資人與散戶所需資訊不同，可依投資人屬性分別資訊揭露程度以降低發行成本。

(2) 發行核可時間過長

就債券市場而言，公司債發行之時間敏感度高，若發程序過於冗長將影響企業發行債券之意願。

4. Ms. Ana Carvajal

世界銀行證券市場首席顧問 Ms. Ana Carvajal 認為新興國家資本市場風險來自於市場結構改革，儘管市場革新為進步不可或缺的一環，而多數市場改革方案其原意為改善市場或交易環境，不過隨著時間演進，亦衍生出許多問題。舉例來說，開放另類交易平台(ATS)、演算法交易(Algorithmic Trading)及黑池交易(Dark Pool)主要目的為降低交易費用，然其交易資訊不透明之特質，反而影響交易公正性。Ms. Carvajal 並建議新興市場國家進行市場改革時，如開放交易平台，應先進行評估，確認有能力監管後再行開放。

5. Ms. Alison Harwood

世界銀行資本市場發展與公司治理部門主管Ms. Alison Harwood認為新興市場有兩個潛在風險，首先，國際投資人對投資邊境市場(Frontier Market²)興趣增高，這些市場因規模小且流動性差，極容易因國際資金大量進出而引發市場劇烈波動。

其次，許多新興市場致力於建構本國債券市場，對債券市場而言，中介機構如銀行為重要推手，然而近年來許多針對銀行的限制政策如 Basel III 或是美國 Dodd-Frank 法案，恐將影響銀行推動債券市場能力或意願。

6. Mr. David Wright

IOSCO 秘書長 Mr. David Wright 表示 IOSCO 將於今(2014)年9月里約年會提交2015年證券市場風險評估報告，該報告指出證券市場主要風險包括國際資金流動、銀行體系過於脆弱、影子銀行、公司治理、網路攻擊及槓桿比率等。

對於部分新興市場而言，影子銀行、當地政治問題及資產證券化亦為潛在風險因子，IOSCO 應發揮其功能協助新興市場了解潛在風險，就如同本次研討會，藉由專家學者分享協助 GEM 會員解決問題。另 IOSCO 應與其他國際性組織如 G20 或 FSB 合作，避免市場風險轉移。

最後，Mr. Wright 表示近年來影響市場穩定之風險因素變化過於快速，舉例而言，兩年前全球所關注的歐洲主權債券危機，現在已不再是重要風險議題，主管機關應具備反應能力以因應市場變化。

²投資邊境市場(Frontier Market)係指發展程度略低於傳統新興市場的國家或經濟體，其市場規模小、流動性低，與其他市場連動性也低。

二、在建構全球監理環境下，GEM 如何扮演更重要的角色

IOSCO 秘書長 Mr. David Wright 表示新興市場國家為重要的監理法規採行者(regulatory-takers)，然而目前各國監理法規不一致，造成許多嚴重的問題，我們需要終止挑選式(pick and choose)的法規架構，否則各國只會選擇對自己國家有利的架構，而將系統性風險轉移至全球市場。

GEM 會員國需要強化本身的國內市場，提升流動性、推展金融產品多元化、改善市場基礎建設及擴大國內投資人參與等。目前 GEM 會員國主要的障礙有二，一為各市場發展程度不一致，二為衍生出各國間無共同利益(common interest)。

GEM 會員國首先須找出共同的問題，檢視策略目標，因 GEM 會員橫跨各大洲，因此從區域性整合做起，再整合各區域政策後，以利在國際組織中擬定全球原則時能代表新興國家適當發聲，反映新興國家的需求，以 IOSCO 而言，2014 年即將改選的 IOSCO 理事會成員將提升新興國家代表的比例；另外，隨著全球總體經濟環境的快速變動，GEM 成員國的影響力和新興市場規模將越來越大，因此須找出共同利益，決定策略目標優先順序和政策改革的議題。

GEM 委員會主席 Mr. Ranjit Ajit Singh 將持續強化市場之能力建構，除了教育訓練外，尚包括技術支援工作。因此，目前 GEM 主要策略目標包含在全球政策制定上強調新興市場的立場及觀點、新興市場隱藏風險及受害程度之評估、強化監理能力建構並促進市場發展、以及將新興國家市場需求與各工作小組研究議題相結合等。

三、IOSCO 理事會主席及秘書長報告

(一)IOSCO 理事會(IOSCO Board)主席報告摘要

IOSCO 理事會主席 Mr. Greg Medcraft 以視訊方式報告三大議題，第一為 GEM 在 IOSCO 的角色及重要性，其次為針對 GEM 成員之能力建構計畫，最後是 IOSCO 最新的工作時程。

1. GEM 在 IOSCO 的重要性

GEM 成員占 IOSCO 會員 75%，而 GEM 成員國的經濟成長將帶動全球經濟成長，因此 IOSCO 需給予有效率的監理制度以支持市場發展。2014 年初 IOSCO 召開圓桌會議，邀集公部門及私部門共同探討 GEM 市場面對的風險及重要議題，IOSCO 理事會得到兩項重要結論，其一為制定適用客製化的監管制度，GEM 成員中各國發展程度不一，面臨的問題及風險也不相同，因此新的監管制度必須考量這些差異性，而非直接採用一體適用 (one-size-fits-all) 之制度；其二為吸引長期性資本 (patient capital)，建構具恢復力的資本市場，以支持長期經濟成長。

2. 能力建構計畫

IOSCO 理事會於 2013 年 9 月盧森堡年會中，決議通過設立能力建構委員會 (Capacity Building Resource Committee, CBRC)，並透過發展三方向策略 (3-Pronged Approach) 來進行能力建構 (Capacity Building)。第一為設置 IOSCO 能力建構發展基金 (Capacity Building Development Fund, CBDF)，向公部門及慈善機構募集資金；第二為與 IOSCO 基金會 (the IOSCO Foundation) 合作，制定長期計畫；第三為協助 IOSCO 設計一套私部門捐贈政策。目前 GEM 成員已完成問卷調查，普遍的需

求在於監督、調查及投資人教育，透過問卷可得知計畫執行的優先項目，更詳細的執行計劃目前正由 IOSCO 秘書處規劃中。

3. IOSCO 工作時程

根據最近兩次於 2013 年 9 月盧森堡及 2014 年 2 月吉隆坡的理事會討論中，可歸納四大項，第一為回應 G20 及金融穩定理事會(Financial Stability Board, FSB)之工作；第二為其他政策工作；第三是合作與執行工作；最後是重要的策略倡議(Strategic Initiatives)。

首先在 G20 及 FSB 目前主要探討的議題包含店頭衍生性商品(OTC derivatives)、影子銀行(Shadow banking)及大到不能倒(Too big to fail)等議題，主要是發展監理標準及指導方針，但仍可發現其監理目標優先順序自全球金融危機後之穩定漸漸轉至經濟成長，因此，IOSCO 目前重要工作計畫包含長期融資及證券化。

除了 G20 及 FSB 的議題外，IOSCO 亦有許多重要的政策計畫，包含審計品質(Audit quality)，希望能發展全球一致審計監理制度及探討針對品質不佳的審計將造成之後果；網路攻擊(Cyber-attack)，希望能發展一套認清網路風險(Cyber risks)並預先防護，及能偵測網路攻擊並快速回應及恢復之完整架構。

目前已超過 100 個國家簽署 IOSCO MMoU，能致力於使所有 IOSCO 會員均成為 IOSCO MMoU 之正式簽署國，以提升會員國間跨境調查的合作，這在現今全球化市場發展中，為主管機關執法相當重要的一環。IOSCO 仍有許多計畫刻正執行，並持續評估 IOSCO 標準、原則及指導方針的執行情形，現在 IOSCO 著重的議題包含利率指標(benchmarks)，例如：LIBOR、貨幣市場基金(Money market Fund)及證券化(Securitisation)。

最後在策略倡議上，為 IOSCO 理事會之組成及 IOSCO 2020 策略計畫兩項議題。IOSCO 理事會將在 2014 年 IOSCO 巴西里約年會改選，一共有 34 席成員，原則為已發展國家及新興市場國家擁有適當比例及各區域代表平衡，爰每個區域委員會各派 3 位代表、GEM 委員會派 4 位代表及 18 位來自市場規模較大的國家代表，確保所有 IOSCO 理事會成員，可涵蓋全球市場 80% 以上證券市場；另附屬會員諮詢委員會(Affiliate Members Consultative Committee, AMCC)及歐洲證券市場管理委員會(European Securities and Markets Authority, ESMA)則為 IOSCO 理事會之觀察員。

IOSCO2020 策略計畫為接下來 10 年 IOSCO 預計達到的目標，主要發展策略性、資源及融資計畫，目前請 IOSCO 會員填寫問卷中，將確認需要什麼資源及如何籌資，此問卷將可協助 IOSCO 規劃具前瞻性之願景。

(二)IOSCO 秘書長報告摘要

1. IOSCO 區域借調顧問中心 (Regional Secondment Center)

自 2012 年以來，IOSCO 擬建立一套合適機制，如：IOSCO 基金會(IOSCO Foundation)，以因應 IOSCO 會員國日益漸增的服務需求，尤其是 GEM 會員國能力建構之需要。2013 年 9 月盧森堡年會亦決議通過成立能力建構委員會(Capacity Building Resource Committee, CBRC)，以設計並執行 IOSCO 能力建構之政策。

GEM 前已透過問卷，整理出 GEM 會員國教育訓練及技術支援之優先需求項目，將交由 CBRC 完成接續執行工作，以符合 GEM 會員國之需求及期待。

CBRC 建議設立軸輻模式(Hub and Spokes Model)之區域借調顧問中心，總部位於 IOSCO 秘書處，分支部門則在各個發展成熟的新興市場國家，這將是一個有效運用成本(cost effective)之平台，可以迅速執行並進一步推動能力建構計畫。

區域借調顧問中心將由地主國負責場地設備及營運成本，工作同仁則來自 IOSCO 各會員國，工作重點項目包含監理能力建構、資本市場風險監督、政策及標準制定、研究及資料蒐集、以及溝通交流擴展等。

IOSCO 秘書長 Mr. David Wright 同時表示，目前 IOSCO 秘書處有來自 21 國 30 位同仁協助辦理相關業務，這是一個很有效率的團隊，建議各國可考慮派員至 IOSCO 秘書處見習，以深入瞭解 IOSCO 之實際運作，並強化與各國監理機關之聯繫。

至於借調期間及詳細執行計畫可再進一步討論。

2. 能力建構資源委員會

2013 年 9 月盧森堡年會成立理事會層級(Board-level)之能力建構委員會(Capacity Building Resource Committee, CBRC)，由 IOSCO 理事會主席 Mr. Greg Medcraft 同時兼任該委員會主席。委員會主要任務為設計並執行 IOSCO 政策，以吸引更多財務及人力資源，發展三方向策略(3-Pronged Approach)來進行能力建構(Capacity Building)。

該委員會並與 GEM 委員會密切合作，GEM 於 2013 年 12 月透過問卷調查，找出 GEM 會員國教育訓練及技術支援之優先需求項目，並於本次 GEM 年會發布結果。CBRC 也將持續尋求公部門及慈善機構之贊助基金，以增加可運用之資源。

3. 多邊資訊交換合作備忘錄(MMoU)

目前 IOSCO 會員中，已有 101 個國家簽署 MMoU，25 個未簽署國家中，有 20 國為附錄 B (Appendix B) 階段。其中 GEM 會員國中，有 61 個 MMoU 簽署國，自 2013 年 9 月以來，最新簽署國包括越南 (2013 年 9 月簽署)、孟加拉 (2013 年 12 月簽署)、印尼 (2014 年 1 月簽署)、以及巴勒斯坦 (2014 年 2 月簽署)。

為了強化現行 MMoU 之相關標準，以及提升簽署會員國間的合作，成立推動簽署 MMoU 工作小組 (Enhanced MMoU Working Group)，此工作小組於 2013 年 2 月公布未簽署 MMoU 之名單 (2013 MMoU List)，並有階段性的強制措施，希望藉此要求各會員國皆成為 MMoU 簽署國，使 IOSCO 會員之合作均能符合 MMoU 的精神且順利進行。

強制措施包含，若於 2014 年 3 月前未簽署，將要求會員國家於各委員會及工作小組之領導職位辭職；於 2014 年 6 月前未簽署，喪失政策委員會之成員資格；於 2014 年 9 月未簽署，將喪失投票資格等。

4. 其他事項

除上述三大項外，秘書長 Mr. David Wright 表示網路犯罪 (Cyber-crime)、群眾募資 (Crowd funding) 及債券市場流動性等議題亦是 IOSCO 秘書處近期重點研究項目。

四、工作進度報告

(一) GEM 指導委員會 (Steering committee)

GEM 委員會為加速相關業務之推動，爰成立 GEM 指導委員會，共有 16 席會員，除原先已為 IOSCO 理事會成員之 14 國之外，2013 年 11 月由 GEM 會員投票，選出杜拜 FSA 及土耳其

其 CMB 兩國。指導委員會每年召開 4 次會議，負責處理日常行政事務並協助 GEM 委員會之運作，進而達成 GEM 長期策略目標，同時並將積極尋求 IOSCO 秘書處所提供之協助，包含技術支援及委員會之行政事務等。

為了有效率執行相關策略目標，指導委員會區分成不同工作小組，在強化能力建構(Capacity Building)部分，由印度 SEBI 主導，摩洛哥、奈及利亞、巴基斯坦、千里達托貝哥、土耳其及 IOSCO 秘書處所組成；在技術及政策(Technical and Policy)部分，則由南非 FSB 主導，杜拜、韓國及沙烏地阿拉伯參與；最後風險及受害程度之評估(Risk and Assessment Vulnerabilities)部分，則由巴西 CVM 主導，阿根廷、中國、奈及利亞及羅馬尼亞所參與。

另因 GEM 會員眾多，各區域通常也有其區域性議題，如何平衡各區域需求並以創新方式強化會員參與度，亦為目前 GEM 正在研究的方向，然而 GEM 與會者亦表示這涉及各國政治性問題(political issues)，應該是建立在互相依賴及信任上，並有共同的願景，將勝於制定一套原則及標準法規等。

(二) 能力建構(Capacity Building)問卷

2013 年 12 月 19 日 GEM 委員會發布線上問卷，調查 GEM 會員國在教育訓練及技術支援上能力建構之需求，此問卷共有 47 個會員回覆，其中 14 個會員來自非洲/中東地區委員會(AMERC)、10 個來自亞太區域委員會(APRC)、9 個來自歐洲委員會(ERC)及 14 個來自美洲區域委員會(IARC)。

這份問卷提供能力建構資源委員會(CBRC)一個清楚的架構，展現 GEM 會員國在教育訓練及技術支援上能力建構之需求，能從各區域之優先需求項目有效制定或設計客製化專案。

(三) 中小企業籌資

2012年5月成立中小企業透過資本市場籌資工作小組，由土耳其 CMB 主導，以瞭解中小企業募集資金所面臨之挑戰，以及證券主管機關如何提供協助並提出建議。2012年8月29日發布問卷調查，共有46個國家回覆，其中12個國家為已開發經濟體，問卷結果於2013年4月彙整報告初稿，並在2014年1月底前，由GEM及工作小組成員檢視，預計2014年6月中旬完成最終報告，2014年9月巴西年會之GEM會議尋求核准同意提報上開報告。

報告涵蓋46位問卷受訪者資訊以及9個案例研究(Case Study)，報告指出中小企業有過度依賴銀行貸款籌資、機構投資人比例低、以及股票之流動性不足等籌資問題。

(四) 籌募長期性資金(Long-term Financing)工作小組

IOSCO會員認知到籌措長期性資金不僅能促進各國國內資本市場發展，並在帶動經濟成長上扮演重要角色，爰IOSCO理事會於2013年年會決議成立籌措長期性資金工作小組，並將其提升至理事會層級(Board-level)，由IOSCO理事會兩位副主席Mr. Ranjit Ajit Singh及Mr. Howard Wetston統籌運作，共有18個成員，其中7位來自新興國家(巴西、中國、印度、馬來西亞、奈及利亞、南非及土耳其)。隨著新興國家對於以資本市場為基礎之長期性資金需求逐漸增加，該等資金主要運用在基礎建設、創新及中小企業等三大領域。

長期性資金係不短於5年期之資金，在新興國家中，透過資本市場籌募資金相對處於剛起步階段，而長期性資金來源之穩定性相當依賴投資者對該等新興國家之信任及其政策與監理

之一致性，因此該工作小組希望能提供資本市場所面臨問題及挑戰之最佳實務策略，以及創新的長期籌資管道或方法。

本工作小組於 2014 年 1 月 28 日召開第一次電話會議，並於 2014 年 2 月 19 日於馬來西亞吉隆坡召開第一次面對面會議，本次 GEM 年會亦舉行長期籌資公開研討會，藉此了解業者觀點，更深入取得市場實務回應建議，預計於 2014 年 5 月 7 日召開第二次電話會議，及 2014 年 6 月 10 日召開第二次面對面會議，並於 2014 年 9 月年會提出諮詢報告。

(五)IOSCO 及世界銀行聯合就共同基金之研究報告

世界銀行及 IOSCO 秘書處為瞭解新興市場之共同基金產業發展所面臨之障礙，於 2012 年提出聯合工作計畫(Joint Workstream)，希望分析這些發展障礙並給予相關建議。

本計畫研究目標包括：(1)了解新興市場共同基金產業發展之限制；(2)彙整產業發展成功之實例；(3)建構一套改革制度工具(toolkit)，以協助新興市場共同基金產業之發展。

本研究報告包含 5 個個案研究(巴西、秘魯、土耳其、摩洛哥及肯亞)及問卷調查，於 2014 年 5 月由 GEM 指導委員會檢視後，預計於 2014 年 6 月發布最終報告。

(六) 政策委員會

1. 會計審計暨資訊揭露委員會(C1)

主席	Ms. Julie A Erhardt
副主席	從缺
前次會議	2014 年 2 月 12 日至 13 日 西班牙馬德里
下次會議	2014 年 6 月 5 日至 6 日 日本東京
目前進度與未來工作	
<p>(1) 目前工作項目有會計、審計及資訊揭露等三類，各項工作報告皆與金融穩定委員會 (FSB) 等國際組織合作進行中。<u>會計業務</u>部份，持續從監理者角度與 FSB 合作各項專案，就國際財務報導準則 (International Financial Reporting Standards, IFRSs) 提供相關意見。<u>審計業務</u>部份主要為將「建立外部稽核 (external auditor) 之全球標準」意見回饋予 FSB、密切注意 FSB 有關「如何強化外部稽核提供資訊予監理機構之角色」之研究、蒐集會員有關「對公司稽核出問題時如何應變」之意見供 FSB 參考；期望會計師事務所能提供更透明之審計報告，進而提昇審計品質。<u>資訊揭露</u>部份，有兩個專案：一是撰擬發行人採用非一般公認會計原則 (Non-GAAP) 之績效報告；二是投入更多資源至國際整合報告委員會 (IIRC, International Integrated Reporting Council)。</p> <p>(2) 2013 年第 1 次會議討論議題主要包括國際會計與審計準則政策發展與應用、會計及資訊揭露等。</p> <p>(3) 2013 年第 2 次會議討論議題主要包括 IASB 近期發布之重要修正草案(如:減損草案、租賃草案、受管制之遞延項目草案、員工提撥草案等)、與 IASB 代表討論</p>	

IFRSs 實務爭議問題、IOSCO 與 IASB 交流方式等；IAASB 及 IESBA 對可疑非法行為處理方式草案及審計品質架構草案等；以及非一般公認會計準則之財務報表表達、整合報導架構之意見諮詢等。

- (4) 2013 年第 3 次會議主要討論議題包括：IOSCO 對於企業財務報告中揭露非一般公認會計準則財務報表表達之監理原則、C1 與國際會計準則理事會之互動計畫草案、觀念架構公報、保險合約公報草案、農業－生產性生物資產公報草案，及更新 IOSCO 原則與方法架構。
- (5) 2014 年第 1 次會議主要討論議題包括：IFRSs 2012 年至 2014 年度改善計畫、IAS 27 草案修正內容及「財務報導準則觀念架構公報」討論稿草案內容；國際會計師職業道德準則委員會之策略及工作計畫顧問報告、OECD 公司治理原則中與審計委員會相關之議題等；非一般公認會計準則之績效衡量、OECD 公司治理原則及整合報導架構等議題。

2. 次級市場委員會(C2)

主席	Ms. Susanne Bergstraesser
副主席	Mr. Norman Muller
前次會議	2014 年 1 月 21 日至 22 日 南非普勒托利亞
下次會議	2014 年 6 月 3 日至 5 日 瑞典斯德哥爾摩
目前進度與未來工作	
<p>(1) 市場結構變化專案報告及交易費用模型暨對交易行為之衝擊專案報告皆於 2013 年 12 月發表。</p> <p>(2) 目前探討電子交易系統和市場（監理機構）之穩健性；以及交易場所業務連續性和復原能力之議題，並預計分別於 2016 年 1 月及 2015 年夏季完成。</p>	

(3) 未來可能研究項目為交易所公司化及發展等相關議題。

3. 市場中介機構委員會(C3)

主席	Mr. Stephen Po
副主席	Mr. Hasnat Ahmad
前次會議	2014年4月2日至3日 摩洛哥馬拉喀什
下次會議	2014年9月10日至11日 土耳其伊斯坦堡
目前進度與未來工作	
<p>(1) 針對中介機構降低對信評機構依賴之評估計畫專案 (Planned assessment of member jurisdictions' progress on Reducing reliance on CRA ratings (market intermediaries), 預計於2014年7月前整理回應已完成之問卷調查。</p> <p>(2) 業務連續性和恢復計劃專案, 預計於2014年6月向市場中介機構進行問卷調查</p> <p>(3) 群眾募資專案, 預計於2014年5月向C3會員國進行問卷調查, 2015年1月發布最終報告。</p> <p>(4) 社群網路及自動機制專案, 為發展以網路社群提供建議機制監督市場中介機構, 此專案預計於2014年6月發布最終報告。</p>	

4. 執法及資訊交換暨MMoU審查小組委員會(C4)

主席	Ms. Georgina Philippou
副主席	Mr. Errol Hoopmann
前次會議	2014年4月8日 西班牙馬德里
下次會議	未定

目前進度與未來工作	
(1)	有效嚇阻架構(Credible Deterrence Framework)專案，預計 2014 年 6 月向 IOSCO 理事會報告初稿，結合日前已完成之有效執法計畫(Effective Enforcement Program)專案，提出建置有效嚇阻架構之關鍵因素，並制定相關原則等。
(2)	不合作主管機關談話專案，此專案已持續多年，相當成功，目前已有 101MMoU 簽署國，23 國為 B - Appendix。

5. 投資管理委員會(C5)

主席	Ms. Natasha Cazenave
副主席	Mr. Xiaodong Tong
前次會議	2014 年 3 月 13 日至 14 日 法國巴黎
下次會議	2014 年 6 月 24 日至 25 日 美國華盛頓 D.C.
目前進度與未來工作	
(1)	有關定義非銀行業之全球系統性重要金融機構 (non-bank G-SIFIs) 專案，此為 IOSCO-FSB 聯合諮詢報告，預計於 2014 年底前發布最終報告。
(2)	信用評等機構之最佳實務守則專案，預計於 2014 年第 4 季發布最終報告。
(3)	重新檢視 1996 年所制定之保管銀行如何保護集合投資資產 (Assets of CISs) 之良好實務守則 (Good practices)、重新審視 CIS 的各項費用參考標準及 C5 現存報告等。

6. 信用評等機構委員會(C6)

主席	Mr. Randall Roy
副主席	Mr. Tien-Mu Huang
前次會議	2014 年 4 月 24 日至 25 日 阿根廷布宜諾斯
下次會議	2014 年 7 月 23 日至 24 日 德國柏林
目前進度與未來工作	
<p>(1) 信用評等機構監理官聯繫會議(Supervisory Colleges for CRA)：監理官聯繫會議旨在由各國監理官通力合作，以促進資訊分享、諮詢及合作以強化對主要信用評等機構之風險評估。C6 業於 2013 年 7 月 30 日發布最終報告。</p> <p>(2) 修訂信用評等事業行為準則(CRA code of conduct)：刻就 2008 年版本進行修訂，C6 前已對各會員及信評業者進行意見調查，業於 2014 年 2 月 10 日公告諮詢文件，徵詢意見期間至 2014 年 3 月 28 日截止，將於 2014 年 7 月於柏林進一步討論。</p>	

7. 商品期貨市場委員會(C7)

共同主席	Ms. Sarah Josephson Mr. David Lawton
前次會議	2014 年 2 月 6 日至 7 日 西班牙馬德里
下次會議	2014 年 5 月 1 日 美國華盛頓 D.C.
目前進度與未來工作	
<p>(1) 有關 2012 年 10 月 IOSCO 發布原油價格通報機構(Oil Price Reporting Agencies, PRAs)之執行原則，於 2014 年 5 月會議與英格蘭及威爾士特許會計師協會(ICAEW) 進行討論，並於 2014 年 11 月提 G20 報告。</p>	

(2) 商品儲存及基礎設施模式分析專案，主要研究商品市場透明度及價格建立對儲存之基礎設施及物流等造成之衝擊，預計於 2014 年 10 月提報 IOSCO 理事會。

8. 個人(散戶)投資者委員會(C8)

主席	Mr. Howard Wetston
副主席	Mr. Leonardo P. Gomes Pereira
前次會議	2014 年 1 月 巴西里約熱內盧
下次會議	2014 年 5 月 荷蘭阿姆斯特丹
目前進度與未來工作	
<p>(1) C8 主要職責在於執行 IOSCO 有關「投資人教育」及「金融知識普及化」之政策性工作，並提供 IOSCO 理事會有關新興市場散戶投資人保護事宜之諮詢等工作。</p> <p>(2) C8 策略架構報告 (Strategic Framework Paper) 交 IOSCO 理事會核定，另策略報告是否對外徵求意見，將由 IOSCO 理事會決定。</p>	

五、下次會議時間

- (一) 2014 年 IOSCO 巴西里約年會於 9 月 28 日至 10 月 2 日舉行。
- (二) 2015 年 3 月於泰國曼谷舉行 GEM 年會。

肆、GEM 公開研討會(GEM Public Conference)—透過資本市場籌募長期性資金

一、開場歡迎及開幕致詞

(一) 模里西斯金融服務委員會執行長 Ms. Clairette Ah-Hen

Ms. Clairette Ah-Hen 表示模里西斯金融服務委員會很榮幸主辦這次會議，本次 GEM 會議來自拉丁美洲、北美洲、歐洲、亞洲及非洲，共有 39 個主管機關 88 位代表參與。發展成熟市場，需要建立公平、透明的市場機制，如何達成目標需要整合各國的監理經驗及知識，彼此分享交流，互相學習。在市場變遷越來越快速的時代，是否執行、何時執行及如何執行新政策都是主管機關很大的挑戰。

本次會議將討論目前國際所重視的議題，第一天會議探討兩大主題，包括交易所公司化(Demutualization)，討論如何在交易所商業化目標及監管目標中取得平衡，另一主題為透過投資人教育，增進金融普及度，投資人教育在投資人做出正確投資決策上扮演之重要角色，分享增進投資人警覺性及提高知性投資人參與市場的各種方法。第二天會議則是 GEM 會員大會，第三(今)天會議將從籌募長期性資金議題著手討論，歡迎各業者參與本研討會，希望大家熱烈討論並收穫豐碩。

(二) GEM 主席 Mr. Ranjit Ajit Singh

投資人能力建構對 GEM 會員國而言是相當重要的，GEM 會員國在國際上也相當重要，G20 中有 10 個國家是來自新興市場，而 GEM 亦如同模里西斯的多元民族一樣，會員國是相當多元化，遍布各大洲，市場發展程度也不一，在目前快速變遷

和發展的時代，建立更強大的監理架構及更緊密的國際合作將是最重要的事。

GEM 目前最重要的策略目標便是將 GEM 會員國之需求反映於國際組織中，與國際研究議題相結合，包括強化技術工作的能力建構以及瞭解新興市場隱藏風險及受害程度評估機制。另外 GEM 目前亦著重伊斯蘭金融及籌募長期性資金等議題。

在籌募長期性資金議題上，IOSCO 理事會於 2013 年年會決議成立理事會層級 (Board-level) 之籌募長期性資金工作小組，一共有 18 個成員，其中 7 位來自新興國家(巴西、中國、印度、馬來西亞、奈及利亞、南非及土耳其)。

隨著新興國家對於以資本市場為基礎之長期性資金需求逐漸增加，這些資金主要運用在基礎建設、創新及中小企業等三大領域，而對基礎建設之長期資金需求更是巨大，據麥肯錫全球研究中心 (McKinsey Global Institute, MGI) 估計，自 2013 年至 2030 年，全球基礎建設投資將高達 57 兆美元，世界銀行估計發展中經濟體基礎建設融資至 2020 年，每年將有 1 兆美元之資金需求，亞洲開發銀行則估計 2010 年至 2020 年間，亞太區域國家基礎建設投資需求將有 8 兆美元。

這些新興經濟體將藉由籌募長期性資金帶動國家經濟成長及國內資本市場發展，希望藉由接下來的座談會，聆聽各國專家、學者及業者的意見及經驗分享，更全面地瞭解籌募長期性資金議題。

二、透過資本市場籌募長期性資金

Access to long-term financing through capital markets

(一) 時間：2014/4/25(五) 9:20~11:10

(二) 主持人：Mr. Bert Chanetsa, *Vice Chair, IOSCO Growth and Emerging Markets Committee and Deputy Executive Officer, Financial Services Board, South Africa*

(三) 與談人：

1. Alison Harwood, *Capital Markets and Corporate Governance Service Line, World Bank/IFC*
2. Rodney Mkansi, *Senior Financial Analyst, Liability Management, National Treasury of South Africa*
3. Fahad Al-Sudairy, *Vice President and Chief Financial Officer, Saudi Electricity Company, Saudi Arabia*
4. Mark Wang, *Chief Investment Officer, AIA, Malaysia*
5. James Benoit, *Chief Executive, AfrAsia Bank Ltd, Mauritius*

(四) 會議摘錄：

本節就籌募長期性資金之發行人及投資者將面臨之策略、關鍵問題及挑戰進行研討。例如：當前資本市場籌資平台是否能充分滿足投資需求？什麼是目前籌募長期性資金之優先管道？資本市場如何吸引更多長期性資金？如何促使資本市場成為更具吸引力的投資平台？

本場次以座談會方式進行，邀集世界銀行及來自南非、馬來西亞、沙烏地阿拉伯及模里西斯各金融服務業分享當前投資需求現況、面臨之挑戰及解決之道。

1. 現況

世界銀行一直以來持續關注籌募長期性資金之議題，過去基礎建設之傳統資金來源多來自銀行及政府，而目前直接透過資本市場籌資之方式逐漸增加。銀行業者也逐漸著重債券市場，如何建立信用增強機制，以解決投資人對信用風險的考量，吸引投資人參與，亦是目前相關產業重視之議題。

南非定期舉行巡迴座談會(Road show)，宣導透過資本市場籌募長期性資金議題，希望吸引退休基金及保險公司投入，提供長期性資金。沙烏地阿拉伯公用事業公司(Utility Company)皆為政府擁有，惟因其資金缺乏，政府每年大量發行債券，相關資金成本相當大，目前該國政府成立相關專案，希望能從不同管道增進穩定資金來源，投資基礎建設。模里西斯特殊的地理環境是優勢亦為劣勢，因其國內市場規模小，但其特殊之地理環境及文化背景，可以較易取得跨國性資金；另群眾募資亦是該國目前發展籌資管道之一

友邦保險公司(AIA Group Limited) 是泛亞地區最大的公司之一，該公司投資長表示保險業投資時，會考量到存續期間配置(Duration Match)、總報酬率、市值報酬率(Mark to Market Return)及分散程度(Diversification)等。另由於保險業是高度監管行業，不能追求太高風險，主要以低風險商品或無風險產品為主，但這並不表示不能做其他產品之投資，因為投資產品多元化亦是保險業投資之重要原則，因此針對基礎建設的投資，需要考量品質、流動性及是否擁有足夠的擔保品等。

2. 挑戰及解決之道

金融危機後，由於巴塞爾協定 III (Basel III) 新監管標準，銀行提供長期性資金之能力受到一定限制，銀行需符合更嚴格之要求；另目前低利率環境，機構投資人有尋求不同於以往投資機會之需求，如：投資基礎建設等，資本市場也因此籌募長期性資金之管道上，扮演越來越重要之角色，相對地，也將面臨更多的挑戰。

不同長期性資金投資者之需求及目標不同，例如：保險公司投資目標是其資產與負債存續期間之配置，因此風險評估是其主要考量，保險業清償能力之監理制度針對風險性資產將要求更高的資本準備，將會降低其提供長期性資金之意願；退休基金主要是盯住通貨膨脹率(inflation rate)，相較於保險業，投資風險性資產之意願會稍微高些，但仍有投資組合商品信用等級之限制；共同基金主要是連結特定指數，需要有績效良好的投資組合報酬率，才能取得投資人之信心；主權財富基金則依各國需求及興趣而有不同，如：中國主權財富基金就相當積極投資基礎建設；無論是何種長期性資金投資者，投資項目之擔保品、投資產品架構及信用評等都是其考量之關鍵因素，因此發展籌募長期性資金之管道，取決於匯率風險、資金期間配置及信用風險之管理。

另長期性資金發行人透過資本市場籌資之主要考量則為發行成本、流動性、即時取得資金、公開揭露及負債要求等，然而缺乏流動性及投資人可能隨時撤回資金都是基礎建設籌募長期性資金所面臨的極大障礙。

政府在協助發展透過資本市場籌募長期性資金上，可藉由以下之方式：(1) 建構殖利率曲線，協助國內債券市場發

展、(2)支持並提供基礎建設專案保證、(3)設立發展銀行機構(development banking institution)、以及(4)積極與各國主管機關彼此交流，分享籌募長期性資金之成功與失敗案例等方式進行。

未來長期性資金籌募管道將可能透過跨國籌募資金，像模里西斯機場便是一個跨國合作的例子，其由法國設計，中國出資及建造。因此，未來可參考此成功案例，設計規劃更多元及創新之籌資管道，然而為因應此跨國資金取得，相關監理措施更需有一致性的標準，以利跨境長期性資金流動。

與會者詢問是否會有一些政府立法障礙，使得某些標的不被投資，與談人回應這是一定的，尤其亞洲地區對於投資風險性資產都有一定限制，另外該產品的透明度、對其了解程度都是重要的考量因素。

另與會者詢問馬來西亞保險公司是否考慮投資非洲，Mr. Mark 回應保險公司受相當程度的監管，另須充分了解非洲市場的發展及動態情形後才會投資。

三、中介機構於透過資本市場籌募長期性資金所扮演之角色

Role of intermediaries in facilitating long-term financing through capital markets

(一) 時間：2014/4/25(五)11:10~13:00

(二) 主持人：Mr. Bryan Stirewalt, *Managing Director - Supervision, Dubai Financial Services Authority*

(三) 與談人：

1. Afsar Ebrahim, *Deputy Group Managing Partner, BDO Mauritius*
2. Song Liping, *President and Chief Executive, Shenzhen Stock Exchange, Shenzhen, China*
3. Adam Farlow, *Partner, Baker & McKenzie LLP, UK*
4. K. Kwan Lee, *Chief Executive Officer, Corporate Banking, Treasury & Markets, CIMB Group Holdings, Malaysia*
5. Mobolaji Balogun, *Chief Executive Officer, Chapel Hill Denham, Nigeria*

(四) 會議摘錄：

本節邀請來自會計、商業銀行、投資銀行、法律及證券等不同領域業者，探討籌募長期性資金之相關發展，主要議題包括銀行降低其財務槓桿比率及跨境合作等對籌募長期性資金之影響；如何吸引資金投入長期性資本市場；中介機構於引導資金投入資本市場扮演之角色；以及中介機構如何推廣資本市場之發展等。

主持人 Mr. Bryan Stirewalt 指出對新興市場而言，多數資金來源為短期性資金並以當地貨幣投入市場，然而資金需求者多需要長期性資金並期望取得外國貨幣。傳統上，銀行

於金融市場扮演中介機構角色，不過隨著巴塞爾協定(Basel) II 及 Basel III 之實行，資本適足率之相關規定，迫使多數銀行開始降低其財務槓桿比率，尤其是 Basel III 更進一步要求銀行提高流動性資金，使得銀行之中介機構角色已漸漸被其他機構取代，比爾蓋茲(Bill Gates)曾言「銀行業務是所有經濟體所必須，但銀行則不是」。如何在不透過銀行的情況下，說服投資人將短期性資金轉為長期投資，並同時維持市場穩定，乃為本場次研討會之重點。

1. Mr. Afsar Ebrahim

BDO 會計師事務所撒哈拉以南非營運副總裁 Mr. Afsar Ebrahim 表示，2008 年金融海嘯後各國政府致力於穩定金融市場，然而，全球市場仍暴露於二次金融危機風險中，主因在於部分已開發國家市場監管規定依舊太過寬鬆。

新興市場如模里西斯或東非地區國家仍處於經濟成長期，但皆被要求配合國際準則如 Basel III 以穩定全球金融市場，這就如同拉起手煞車開車，嚴重阻礙經濟發展。舉例而言，模國與東非國家需要長期性資金發展基礎建設，以提升整體國民所得，然而多數中介機構仍著眼於短期投資。此外，如同各國政府建議投資人審慎評估未來經濟前景，金融風暴陰影仍留存於投資人心底，而長期資金因投資時間較長，交易成本不易評估，使得長期資金取得更顯困難。

儘管市場氛圍使長期資金取得不易，不過南非發展銀行 (Development Bank of South Africa) 提供長期資金予南非發展共同體(SADC)成員，再加上中國大量資金進入，適時填補部分資金需求缺口，例如，模里西斯國際機場由法國設計

與管理，但是由中國進出口銀行出資，中國工程師建造。儘管此模式已成功複製，然資金需求仍遠高於供給。

在非洲地區，缺乏符合投資人需求同時又具備足夠流動性之長期投資標的。商業銀行為主要資金供給者，惟 60% 銀行貸款短於 1 年期，超過 10 年貸款僅占 2%。

就債券市場來說，雖然公司債存續期間較銀行貸款為長，如已開發國家高收益債及投資等級債券平均存續期間為 7.7 年與 8 年，而銀行貸款僅 4.2 年，但非洲地區公司債市場太過小型且缺乏流動性，主因在於過度嚴格的法律規定，如部分國家要求發行債券需先進行信用擔保，使得公司債資金取得成本過高。

資本市場亦為長期資金取得管道之一，然而模里西斯及東非地區股票市場深度不足，無法消除投資人對長期流動性之疑慮。為強化投資人信心，各國政府致力法規改革以刺激交易量，包括放寬外資投資限制或賦稅減免。例如，坦尚尼亞政府針對公開發行股份超過 35% 之企業，調降 3 年營業稅適用稅率。

最後 Mr. Afsar Ebrahim 總結表示，對於新興市場來說，相較於造成金融秩序失衡的短期熱錢，長期投資有助於穩定市場並刺激經濟發展。若各國政府能合作促進區域內長期資金流動性，將可提振及穩定區域內經濟發展。

2. Ms. Song Liping

深圳交易所總經理宋麗萍女士表示以資本市場為基礎的長期金融對於穩定中國經濟發展十分重要。在中國，有一些上市公司負債資產比高達 60%，部分傳統產業公司甚至超

過 80%，因此去槓桿化之重要性，實已刻不容緩。為改善此現象，資本市場成為企業籌資之重要平台，經由資本市場除可獲得營運所需資金，並可紓緩資金來源過度集中問題。

目前在中國有超過 1,500 萬家中小型企業，其產值佔全國 GDP 60%，貢獻 60% 出口總額，中小型企業雇用超過 80% 都市勞工，對中國經濟影響甚鉅。深圳交易所提供多層次籌資平台，以服務不同發展階段之企業，其中主板成立於 1990 年，主要目標為大型藍籌股；中小企業板成立於 2004 年，主要服務對象為優質中小型企業；創業板則於 2009 成立，提供新創企業及高科技公司籌資平台。截至目前，透過中小企業板及創業板募資企業超過 1,098 家，總募資金額超過 1,570 億美元。

目前全中國有近 6,000 家創業投資公司，其可投資資金超過 1,700 億美元，資本市場可連結資金需求者及資金供給者，並協助創投公司完成投資循環，在深交所，超過 300 家上市公司由創投公司持有。

而多層次資本市場，除為中小企業提供了綜合性融資平台，促進新創企業發展，並協助推動農業及綠色產業等民生基礎產業持續發展。同時支持地區性股權交易平台建設，強化針對未上市中小企業的場外股權融資；推動市場中介機構服務偏遠地區中小企業；協助中介機構開發資產證券化等創新金融產品。

整體而言，交易所為上市公司、投資者和中介機構提供綜合服務平台，在維護市場公平、公正、公開的基礎上，連結資金需求者與資金供給者，發揮資本市場促進長期融資、服務實體經濟的基礎功能。

3. Mr. Adam Farlow

Baker & McKenzie 律師事務所國際資本市場團隊律師 Mr. Adam Farlow 表示，近年來跨境籌資已蔚為風潮，以香港交易所、倫敦交易所、紐約泛歐交易所及那斯達克交易所(全球前四大交易所)為例，新募集資金中超過 70% 為境外上市公司。在全球化浪潮下，跨國企業興起，許多企業已無法清楚界定營運地；跨境投資亦趨風行；國際會計準則(IFRSs)亦逐漸被各國採用。在此背景下，新興市場重要性日益增加，不過金融市場深度仍有待加強。

4. Mr. K. Kwan Lee

馬來西亞國際商業銀行(CIMB)企業金融執行長 Mr. K. Kwan Lee 表示長期融資工具包括發行股票、發行債券及銀行融資等。若依資金取得年限來看，股票市場無到期問題；債券可分為中短期公司債(5 年以下)及長期公司債(5 至 30 年)；銀行融資則多為 10 年以內。

東南亞國協(ASEAN)地區人民儲蓄率超過 GDP 30%，其中 20% 儲蓄可歸類於長期儲蓄，因此市場上需要長期固定利率投資標的以滿足需求，政府基礎建設計畫為重要的長期固定利率投資標的。不過政府應公布資金來源，尤其應區分國內資金與外國資金，以避免 1997 年亞洲金融危機再次發生。

5. Mr. Mobolaji Balogun

Chapel Hill Denham 執行長 Mr. Mobolaji Balogun 說明近年奈及利亞市場發展。在撒哈拉沙漠以南之非洲地區，多數國家資本市場及長期性籌資市場發展僅 15 至 20 年，較其

他市場年輕且不穩定。以奈及利亞為例，2008 年以前，奈國政府從未感受到全球金融危機對該國之影響，惟金融風暴後，外國投資人於 3 個月內自奈國資本及債券市場賣出近 80 億美元，造成奈及利亞證券市場總市值自 800 億美元暴跌至 300 億美元。奈國銀行業亦受衝擊，該國於 2009 年針對銀行業進行壓力測試，超過 33% 銀行資產曝險程度過高。

為因應金融風暴之衝擊，奈國主管機關如央行及證監會與業界合作商討改善計畫。首先，該國參考馬來西亞模式，並與馬國央行合作重建銀行體系。其次，建立本土債券市場，在 2008 年金融海嘯前，奈國長期性籌資過分依賴銀行及股票市場，金融危機後，政府致力於發展本土公司債市場以分散風險。其他改革包括提升主權信用評等、提升稅負公平性、吸引投資人及簡化上市流程等。

伍、雙邊交流

一、IOSCO 秘書長 Mr. David Wright

Mr. David Wright 前於 2013 年 11 月應金管會邀請來臺參訪並出席第九屆臺北公司治理論壇擔任專題講座。

金管會代表首先感謝 Mr. David Wright 受邀出席臺北公司治理論壇進行經驗分享，接著支持秘書處進行公司治理研究並擬於本屆 IOSCO 理事會討論公司治理議題。金管會代表表示我國刻正協助亞太經濟合作會議(APEC)進行「金融風暴對公司治理與法制啟示」研究，該研究收集 APEC 會員國於 2008 年金融風暴後，公司治理改革及政策執行成效，並擬提出有效或值得參考之政策供 APEC 會員國參考。我國代表並引澳洲「兩好球」(Two Strikes Rule)制度為例表示，澳洲為達成董事薪酬合理性及董事適任性，以強化股東行動主義，要求上市公司每年需於股東會上提出薪酬報告(remuneration report)，由股東表決是否同意，其表決結果不具拘束力(Non-binding vote)。若連續兩年皆有 25% 出席表決權不同意該薪酬報告，則必須於下一次股東會表決是否改選董事。若有超過半數股東表決通過，則董事會成員進行改選。

Mr. David Wright 對我國公司治理研究表達高度興趣，並希望研究報告完成後，能提供 IOSCO 做為參考。

二、IOSCO 成長暨新興市場委員會主席 Mr. Ranjit Ajit Singh

金管會代表表示亞太區域委員會 APRC 主席 Mr. Ashley Alder 曾致函予歐盟表達歐盟所發布歐洲市場基本結構法規(EMIR)有關第三國 CCP 認可申請等規範對亞太區域市場影響

之關切，為亞太區域市場發聲，GEM 委員會策略目標之一即為向國際組織提出 GEM 會員國之需求，爰表示成長暨新興市場之監理觀點，亦可參考透過類似管道向國際組織發聲，以強化監理機關與跨區域市場間之溝通。

另金管會代表並期望未來雙方有更多交流合作之機會，獲其相當正面之回應。

三、 模里西斯金融服務委員會執行長 Ms. Clairette Ah-Hen

雙方先就該國資本市場發展情形簡單交換意見並期望未來雙方有更多交流合作之機會，金管會代表亦感謝模里西斯金融服務委員會主辦本次會議，並致贈禮品，表示這次會議相當成功，無論是在接待、會議場地、及會後交流行程安排上皆非常用心，令人留下深刻印象。

四、 南非金融服務委員會(FSB)副執行長 Mr. Bert Chanetsa

Mr. Chanetsa 於 2013 年 5 月當選 GEM 副主席，一直以來雙方保持非常友好的關係，其曾致函 IOSCO 理事會表示支持金管會黃副主委天牧代表擔任信用評等機構委員會 (Committee 6) 副主席，並順利當選。

南非金融服務委員會(FSB)為 IOSCO 理事會之成員，金管會代表利用此次會面向 Mr. Chanetsa 表達雙方持續保持友好關係之感謝，並表示若金管會決定參與 2014 年 9 月年會之 IOSCO 理事會 (IOSCO Board) 改選，希望尋求該國支持，並獲 Mr. Chanetsa 正面回應。

五、 泰國證管會國際事務處處長 Mr. Khun Pariya Techamuanvivit

金管會代表首先感謝泰國證管會在 2013 年 11 月我方爭取參選 GEM 指導委員會(Steering Committee)一員時，對我方金管會的支持，並表示於 2014 年 9 月 IOSCO 理事會(IOSCO Board)成員改選時，將全力支持泰國證管會。同時，泰國證管會亦回應若我方金管會決定參與 2014 年 9 月年會之 IOSCO 理事會改選，亦會支持。

金管會代表同時對泰國反政府示威等大規模抗議行動表示關心，期待參與並預祝明(2015)年 3 月 GEM 年會於泰國曼谷順利舉行。

陸、拜會模里西斯交易所

為了解模里西斯資本市場發展現況，爰於參加 IOSCO GEM 會議後，透過臺灣證券交易所之安排，由金管會楊委員雅惠率我國代表團拜會模里西斯交易所 (Stock Exchange of Mauritius, SEM)，與該交易所執行長 Mr. Sunil Dutt Benimadhu、上市部主管 Mr. Shamin Sookia、市場開發部主管 Mr. Darmanand Virahsawmy 等人進行會晤。

金管會楊委員雅惠首先感謝模里西斯交易所接待我國代表團，Mr. Sunil Dutt Benimadhu 除表達歡迎之意，並向我國代表簡介 SEM 發展及概況。模里西斯主要產業為製糖業，惟 1980 年代全球糖價崩跌後，模國經濟大幅衰退，促使模國政府著手發展紡織業、觀光產業及金融市場以分散風險，並於 1989 年 3 月成立模里西斯交易所。

模里西斯交易所交易之商品，包括證券、政府債及 ETF，其中，股票市場分為主板及創業板 (Development & Enterprise Market, DME)。模里西斯資本市場規模較小，截至 2014 年 3 月底，主板市場共有 79 檔股票，總市值約為 70 億美元；創業板則有 53 檔股票掛牌交易，總市值約為 14 億美元，與此同期我國上市櫃公司總計 1,506 家，總市值約為 8,997 億美元。2013 年模里西斯成交量為 4.7 億美元 (我國約為 7,901 億美元)，本國投資人占整體成交量 60%，外國投資人則為 40%；另機構投資人如共同基金或退休基金占 75% 交易量，自然人則僅為 25%。除了模里西斯證券交易所，在模里西斯另有商品期貨交易所 (Bourse Africa)，衍生性商品標的包括貴金屬、大宗物資以及外匯等。

鑒於模里西斯國內市場規模較小，模里西斯交易所自 2008 年起積極推動國際化，鼓勵當地企業赴海外進行私募，並開放企業自行選擇掛牌交易之幣別，包括美金、歐元、英鎊、南非幣及模里西斯盧比皆可於模里西斯交易所進行交易，Mr. Benimadhu 並提供一跨國合作例子，有一家模里西斯公司，其籌募資金者是南非籍企業，而資金投資者是英國籍私募基金，以英鎊交易。

金管會證期局吳副組長友梅提問企業若赴海外私募資金是否會影響原有股東權益，造成利益衝突問題，模里西斯交易所回應表示因該交易所開放私募股權掛牌交易，企業進行海外募資後，再決定是否公開發行，因此模國企業於初次公開發行前皆已進行海外私募，不會影響原有股東權益。另楊委員雅惠提問 2008 年金融風暴對模國資本市場之影響，Mr. Benimadhu 表示模國並無直接投資次級貸款市場，惟全球股票市場崩跌，仍造成模里西斯股市下跌超過 50%，不過該國資本市場以機構投資人為主，金融風暴對自然人影響較輕微。

金管會楊委員雅惠與吳副組長友梅亦就我國資本市場概況予以介紹，使模里西斯交易所代表能充分瞭解我國證券期貨市場發展現況。

柒、心得與建議

金管會代表出席各場次會議，了解成長暨新興市場國家對於現行國際金融市場重要監理議題及市場趨勢之看法並積極參與討論，更利用會議期間與各國與會者交流，建立友好關係，進一步深化與資本市場國際監理機關之交流，並藉此宣揚我國健全資本市場成效，亦充分展現金管會對於IOSCO相關會議之支持，謹就本次會議心得及建議摘述如下：

一、借鏡國際間交易所資源整合之成效

國際間交易所由會員制轉型為公司制，繼而上市成為公眾投資的標的，其角色也由自律的監管機構轉換成為股東謀取最大利益的營利組織，原負有市場監管的責任，亦需切割調整，免有球員兼裁判，常見的架構有：(一)市場營運與市場監理分由兩體系運作，惟仍歸轄於交易所控股公司之下，或有(二)完全脫離交易所架構，另由非營利機構規管市場運行。

成為上市的交易所，為擴大利基增加營收，繼而產生垂直或水平的整併，舉凡交易價值鍊的整合，如上市、交易、結算、交割等整合屬垂直，而水平則為跨業的整併，例如期貨與證券業的整合。我們不難發現國際交易所發展趨勢有其特殊的時空背景，渠等經驗可為我們借鏡參考之處，例如垂直整合可提供證券商或投資人在價值鍊上全套的服務，其收費自然低於分業經營；而跨業合併強調是一站式的服務，從不同商品的開戶、交易、結算交割、保證金管理，皆可於單一窗口完成，又為投資人提供更便捷、更低廉、更高品質的服務，凡此皆可做為國內參考，並創造出便捷的企業籌資管道及順暢的大眾投資工具。

二、持續強化我國投資人教育及保護

金管會自 2006 年以來推動「金融知識普及工作」計畫，目前已持續至第 3 期，我國金融教育計畫發展已相當成熟，也有完善的規劃，相關周邊單位提供許多幫助，未來建議仍要持續強化我國金融普及度計畫，除辦理社區大學金融教育講座、暑期教師金融教育研習營、股票博物館等機關參訪、金融證券知識有獎徵答活動、校園證券投資智慧王知識競賽活動、證券周邊單位及一般投資人業務宣導會外，並以廣播、電子媒體、報章平面媒體及雜誌廣告、宣導手冊、上市公司博覽會等方式進行投資人宣導與教育。

未來金融教育仍是投資人保護之重要一環，除參採國外經驗外，亦須考量國內市場現況及國人金融知識水平，持續推動強化我國投資人教育，評估推行成效。除了主管機關本身的資源外，要善用各周邊單位及各發行公司的資源，提供完整的教育系統與制度，投資人更要廣泛吸收、蒐集資訊，做出最適當的資產配置及投資決策，朝著建立完善市場而努力。

三、持續積極爭取國際會議之發言機會以提高能見度

金管會楊委員及吳副組長於會中把握發言機會，和與談人雙向互動，對金管會積極參與國際活動之能見度，極具正面效益。建議未來參與類似國際會議時，持續主動爭取宣揚我國資本市場成果之機會，積極配合 IOSCO 各個政策委員會及工作小組之規劃，甚至於在 IOSCO 轄下各類型訓練研討會，尋找適合議題，適時爭取擔任講師或與談者，分享我國經驗，藉實質參與議題討論，深化我國對 IOSCO 組織之貢獻，並提高金管會國際能見度。

四、持續參與 IOSCO 及 GEM 各項活動專案

國際證券管理機構組織 IOSCO 為我國少數正式加入成為會員並得以積極參與之重要國際組織，金管會目前為 IOSCO 旗下會計審計暨資訊揭露委員會(Committee 1)、信用評等機構委員會(Committee 6)及個人(散戶)投資者委員會(Committee 8)之成員外，同時參與 IOSCO「跨境法規專案小組(Taskforce on Cross Boarder Regulation)」等重要工作專案。

我方因藉由 IOSCO 與其他重要國際金融組織(如: FSB、G20)之緊密關係，積極參與相關重要工作及活動，有助於我國爭取加入其他重要國際組織，如：審計監理機關國際論壇 (IFIAR)，以提升我國於國際場域之能見度，建議未來仍持續實質參與出席 IOSCO 相關會議，及時掌握國際發展趨勢，強化國際間資訊交換合作及跨國監理，藉此建立與國際金融監理人員聯繫管道，更能提升國際視野，進一步健全我國資本市場之發展。

附錄

一、與會照片

本會代表團參與 2014 IOSCO GEM 年度會議



圖 1 金管會楊委員雅惠(右一)領隊，率金管會證券期貨局吳副組長友梅(右二)、臺灣證券交易所周副理士昊(左一)、臺灣證券交易所陳奐先(中)及金管會證券期貨局陳科員慧儒(左二)

與 IOSCO 秘書長合影



圖 2 IOSCO 秘書長(左) Mr. David Wright 與金管會楊委員雅惠(右)合影

與本次 IOSCO GEM 主辦國模里西斯金融服務委員會代表交流



圖 3 模里西斯金融服務委員會執行長(左)Ms. Clairette Ah-Hen 與金管會楊委員雅惠(右)合影

與 IOSCO 成長暨新興市場委員會主席進行交流



圖 4GEM 主席 Mr. Ranjit Ajit Singh(左)與金管會楊委員雅惠(右)合影

與泰國證券交易委員會進行交流



圖 5 金管會楊委員雅惠(右)與泰國 SEC 國際關係處處長 Mr. Khun Pariya Techamuanvivi (左)合影

與泰國證券交易委員會進行雙邊會談



圖 6 泰國 SEC 國際關係處處長 Mr. Khun Pariya Techamuanvivi (左前)、泰國 SEC 國際關係處助理處長 Ms. Archari Suppiroj(左後)與金管會楊委員雅惠及吳副組長友梅進行會談並合影

金管會代表團拜會模里西斯證券交易所



圖 7 模里西斯證券交易所執行長 Mr.Sunil Benimadhu(左 4)、上市部主管 Mr. Shamin Sookia(右 3)、市場開發部主管 Mr. Darmanand Virahsawmy(右二)及市場發展部經理 Mr. Nishan Aubeeluck(右 1)，與金管會楊委員雅惠(中)及金管會代表團合影

金管會致贈模里西斯證券交易所禮品



圖 8 金管會楊委員雅惠(右)致贈金箔畫予模里西斯證券交易所執行長 Mr.Sunil Benimadhu (左)

會議實錄





二、大會會議議程

4/23 「市場發展專題研討會議 (Market Development Workshop)」

23 April: MARKET DEVELOPMENT WORKSHOPS (FOR ALL IOSCO MEMBERS)	
9.30am – 12.30pm	<p><u>Demutualization and its impact on exchange regulation and supervision</u></p> <p>A key driver for exchange demutualization has been the increasing competition for global order-flow, particularly given the rise of technological advancements such as ATSS, ECNs, dark pools and HFT. More specifically for emerging markets, the lack of liquidity and the growing threat of marginalization of domestic markets have been cited as impetus for demutualization.</p> <p>The discussions will review the issues and considerations for demutualization, including maintaining the balance between an exchange’s commercial and regulatory objectives. It will highlight the strategic and regulatory consequences of demutualization, focusing on implications to the regulatory arrangements between the securities regulator and the demutualized exchange, and the impact on regulation and supervision. Issues such as governance, conflicts of interest, self-listing, fragmented liquidity and the appropriate regulatory role of the exchange are some of the areas that will be deliberated during this practical and interactive Workshop.</p> <ul style="list-style-type: none"> •Eduardo Gomes, <i>Director of International Affairs, CVM, Brazil</i> •Sonia Cattarinussi, <i>Director, Market Regulation Division, Autorité des Marchés Financiers, France</i> •Nehal Vora, <i>Chief Regulatory Officer, Bombay Stock Exchange, India</i> •Makoto Sonoda, <i>Director for International Cooperation, Office of International Affairs, FSA, Japan</i>
12:30-2:00pm	Lunch

2:00-5:00pm	<p><u>Improving financial access and capacity through Investor/consumer education</u></p> <p>In the context of the current environment where financial innovation and the proliferation of new and complex instruments have dominated markets, significant emphasis is being placed on strengthening financial literacy to ensure that investors have sufficient information to make better informed decisions, thus being less vulnerable to poor financial advice or investment scams. Given the increasing move towards market based financing, investor education plays an essential role in empowering investors, and have become a fundamental part of the global regulatory agenda.</p> <p>The Workshop will highlight various approaches to improve financial awareness, particularly within emerging markets, with a view to achieving more confident and informed investor participation. It will also address issues and challenges commonly faced, including mitigating information asymmetries by enhancing investors' capacity to obtain and understand quality information and improving market access. Discussions will further focus on the design and implementation of effective financial programmes that aim to better understand investor behaviour, and build and preserve overall investor confidence in capital markets.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Clairette Ah-Hen, <i>Chief Executive, Financial Services Commission, Mauritius</i> • Rafe Mazer, <i>Financial Sector Specialist, CGAP</i> • Sanjay Singh Bhati, <i>Securities and Exchange Board of India</i> • Kathryn Edmundson, <i>Executive Director, International Forum for Investor Education</i>
-------------	--

4/24 「IOSCO GEM 會員大會」

Item	Time	Session
1.	10:00 – 10:10	<p>Approval of the Meeting Agenda and Summary of the Luxembourg GEM Committee meeting</p> <ul style="list-style-type: none"> • Adoption of the Agenda • Adoption of the Summary of Outcomes of the Luxembourg GEM Committee meeting, 15 September 2013
2.	10:10 – 12:30	<p>Roundtable on Emerging Risks</p> <p><i>This session is a discussion between GEM Committee members and relevant institutions and financial players on emerging securities markets risks and how to build resilience and soundness against financial shocks and crises.</i></p> <p>Speakers:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Alison Harwood, Manager, Capital Markets Development and Corporate Governance Service Line, World Bank/IFC • Ana Carvajal, Lead Securities Markets Specialist, World Bank/IFC • K. Kwan Lee, Chief Executive Officer, Corporate Banking, Treasury & Markets, CIMB Group Holdings, Malaysia • Rodney Mkansi, Senior Financial Analyst, Liability Management, National Treasury of South Africa • Eric Ng Ping Chuen, Managing Director, Pluriconseil, Mauritius • Adam Farlow, Partner, Baker & McKenzie LLP, UK • David Wright, Secretary General, IOSCO
12:30 – 13:45		Lunch
3.	14:00 – 14:30	<p>Report from the IOSCO Board Chair <u>(via Skype)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Report on issues arising from the IOSCO Board meeting, Kuala Lumpur (20-21 February 2014) • FSB and G20 reform areas

4.	Substantive issues for discussion	
4.1	14:30 – 14:50	How can the GEM play a bigger role in shaping the global regulatory environment <ul style="list-style-type: none"> • Presentation by the Secretary General • Discussion by members and next steps
4.2	14:50-15:00	GEM Steering Committee - Roles and responsibilities <ul style="list-style-type: none"> • Update on the formation of the GEM Steering Committee
4.3	15:00 – 15:45	Capacity Building for Growth and Emerging Markets <ul style="list-style-type: none"> • Presentation of the final report on the priorities of GEM for Education & Training and Technical Assistance • Discussion of the proposal to CBRC and agreement on next steps • Regional resources for capacity building
4.4	15:45 – 16:15	Technical and Policy Work <ul style="list-style-type: none"> • Report back by the Technical and Policy work group • Update on the progress of: <ul style="list-style-type: none"> - Long-Term Financing: Promoting Long-Term Financing through Capital Markets - SME Financing in Emerging Markets - Joint IOSCO-World Bank work on the Development of Mutual Funds
5.	16:15 - 16:45	Secretary General's Reports <ul style="list-style-type: none"> • IOSCO research areas: Cybercrime, Crowd funding, Bond Market liquidity, Statistical website • MMoU Matters: Implementation of the graduated additional measures. • IOSCO Education and Training Agenda and Secondment Program • Committee Chair/Vice Chair nomination process and associate membership issues of IOSCO Committees
6.	16:45 – 16:55	Next Meetings <ul style="list-style-type: none"> • Rio de Janeiro, September 2014 • Bangkok, March 2015
7.	16:55 – 17:00	AOB

4/25 「GEM 對外公開研討會(Public Conference)」

25 April: GEM PUBLIC CONFERENCE: LONG-TERM FINANCING THROUGH CAPITAL MARKETS	
9.00am – 9.20am	<p>Welcome Remarks by Clairette Ah-Hen <i>Chief Executive, Financial Services Commission, Mauritius</i></p> <p>Opening Remarks by Ranjit Ajit Singh <i>Chairman, IOSCO Growth and Emerging Markets Committee and Chairman, Securities Commission Malaysia</i></p>
9.20am -11.10am	<p><u>Session 1: Access to long-term financing through capital markets</u></p> <p>The session will discuss strategies, key issues and challenges faced by issuers and investors in relation to long-term financing. Are the investment needs being sufficiently fulfilled by the current available platforms in the capital markets and what are the current preferred channels of accessing long-term financing? How can capital markets generate greater interest in long-term capital formation? What would make capital markets a more attractive investment platform?</p> <ul style="list-style-type: none"> • Alison Harwood, <i>Capital Markets and Corporate Governance Service Line, World Bank/IFC</i> • Rodney Mkansi, <i>Senior Financial Analyst, Liability Management, National Treasury of South Africa</i> • Fahad Al-Sudairy, <i>Vice President and Chief Financial Officer, Saudi Electricity Company, Saudi Arabia</i> • Mark Wang, <i>Chief Investment Officer, AIA, Malaysia</i> • James Benoit, <i>Chief Executive, AfrAsia Bank Ltd, Mauritius</i> <p><u>Moderator:</u> Bert Chanetsa, <i>Vice Chair, IOSCO Growth and Emerging Markets Committee and Deputy Executive Officer, Financial Services Board, South Africa</i></p>

<p>11.10am-1.00pm</p>	<p><u>Session 2: Role of intermediaries in facilitating long-term financing through capital markets</u></p> <p>The session will discuss recent global trends, developments and cross-border issues that impact long-term financing in both growth and emerging, as well as developed markets. How do prevailing trends such as bank deleveraging following global reforms, differ on a regional, industry and product basis, and how do these trends impact long-term financing? What can be done to increase the pool of long-term funds and what are the success stories? Can intermediaries play a bigger role in facilitating long-term financing through capital markets by smoothening the transition from bank financing and introducing new product innovations? What else can intermediaries do to promote long-term financing through capital markets and do they have a role in boosting the attractiveness of complex infrastructure projects?</p> <ul style="list-style-type: none"> • K. Kwan Lee, <i>Chief Executive Officer, Corporate Banking, Treasury & Markets, CIMB Group Holdings, Malaysia</i> • <input type="checkbox"/> Adam Farlow, <i>Partner, Baker & McKenzie LLP, UK</i> • <input type="checkbox"/> Song Liping, <i>President and Chief Executive, Shenzhen Stock Exchange, Shenzhen, China</i> • <input type="checkbox"/> Afsar Ebrahim, <i>Deputy Group Managing Partner, BDO Mauritius</i> • <input type="checkbox"/> Mobolaji Balogun, <i>Chief Executive Officer, Chapel Hill Denham, Nigeria</i> <p><u>Moderator:</u> Ian Johnston, <i>Chief Executive, Dubai Financial Services Authority</i></p>
<p>1.00pm-1.30pm</p>	<p><u>Conclusions and closing remarks by David Wright</u> <u>Secretary General, IOSCO</u></p>