

行政院及所屬各機關出國報告  
(出國類別：出席國際會議)

出席 2014 年「國際證券管理機構組織  
(IOSCO) 第 39 屆年會」報告

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：王副局長詠心、吳組長友梅

派赴國家：巴西里約

出國期間：103 年 9 月 28 日至 10 月 2 日

報告日期：103 年 12 月 23 日

## 目錄

壹、 前言 .....	3
貳、 附屬會員諮詢委員會(AMCC)會議.....	9
參、 亞太區域委員會會議(APRC).....	22
肆、 成長暨新興市場委員會(GEM).....	29
伍、 跨境監理工作小組會議 .....	35
陸、 首長委員會 .....	36
柒、 監理研討會—風險導向監管 ( Risk Based Supervision ) .....	38
捌、 監理研討會—中小企業籌資 ( SME Financing ) .....	46
玖、 IOSCO 年會開幕式 .....	52
拾、 專題座談會 (Panel Discussion).....	58
Panel I—執法，恢復投資者信心及維持市場穩定成長的關鍵驅動力 .....	58
Panel II—提升公司治理是否為市場持續發展的關鍵驅動力.....	64
Panel III—長期籌資的未來-創新究竟為助力或阻礙 .....	68
Panel IV—投資人保護及教育之未來發展.....	71
拾壹、 雙邊會談重點.....	78
拾貳、 心得與建議.....	81

## 壹、前言

國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commission, IOSCO）2014 年第 39 屆年會（2014 IOSCO 39th Annual Conference）於本(103)年 9 月 28 日至 10 月 2 日於巴西里約舉辦，主辦單位為巴西金融監督管理委員會(Comissão de Valores Mobiliários，CVM)。

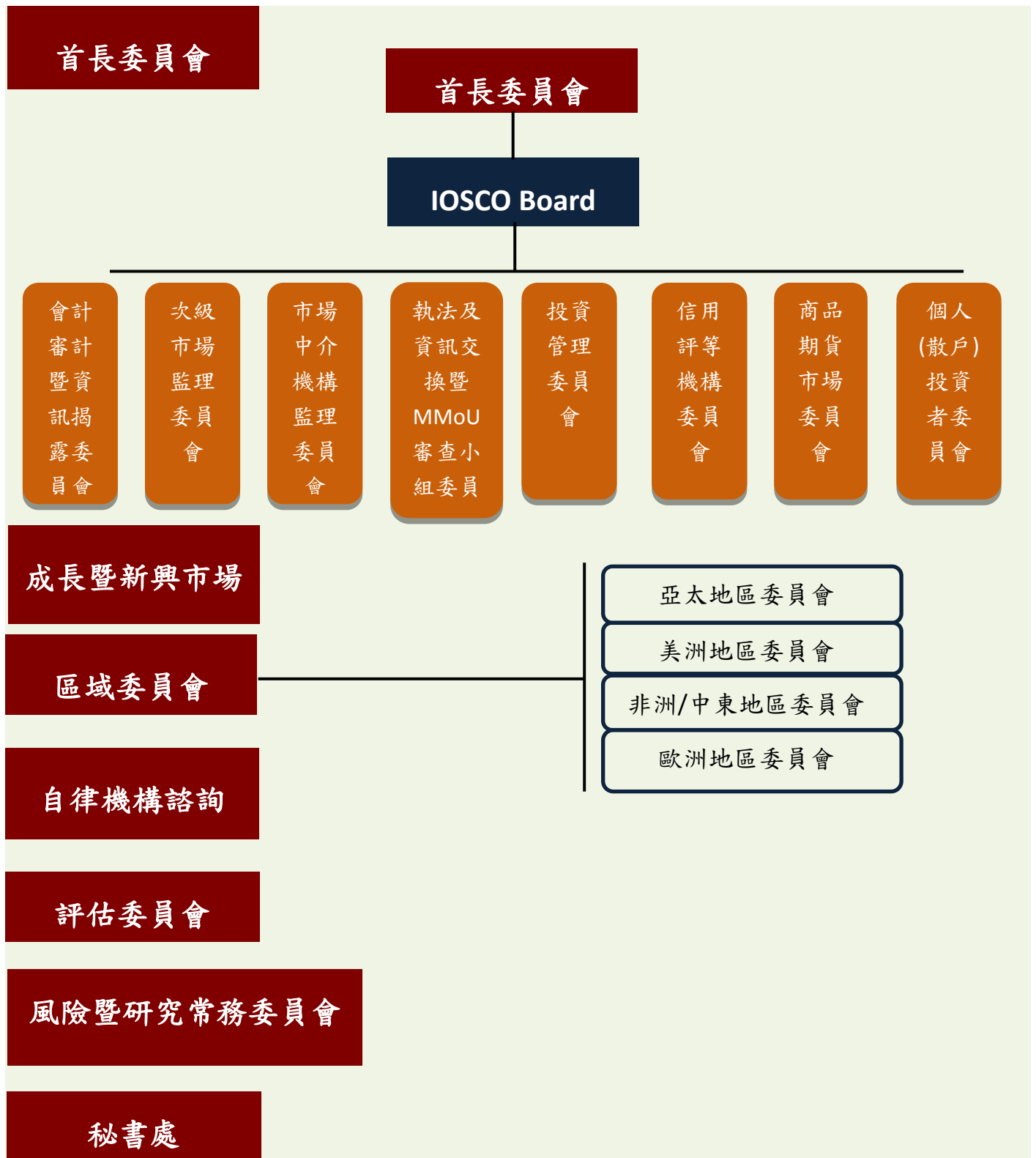
國際證券管理機構組織為目前世界各國證券及期貨市場主管機關最重要的國際性合作組織。該會成立於 1983 年，其前身為 Inter-American Regional Association (成立於 1974 年)。原會員均為美洲境內之證券主管機關，至 1984 年在法國、印尼、韓國、英國等國家之證券期貨主管機關陸續加入後，成為一國際性證券管理機構組織。1986 年 7 月在巴黎舉辦之年會係 IOSCO 第一次在美洲境外舉辦之年會，該年會中並決議設立一永久性之秘書處（General Secretariat，位於西班牙馬德里）。IOSCO 係由各國證券及期貨市場主管機關或自律機構所組成，為目前全球證券及期貨市場監理原則準據之制定者，並與其他國際組織如：G20、金融穩定委員會(Financial Stability Board)共同合作參與全球金融改革工作。據 IOSCO 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。

### 一、 設立目標

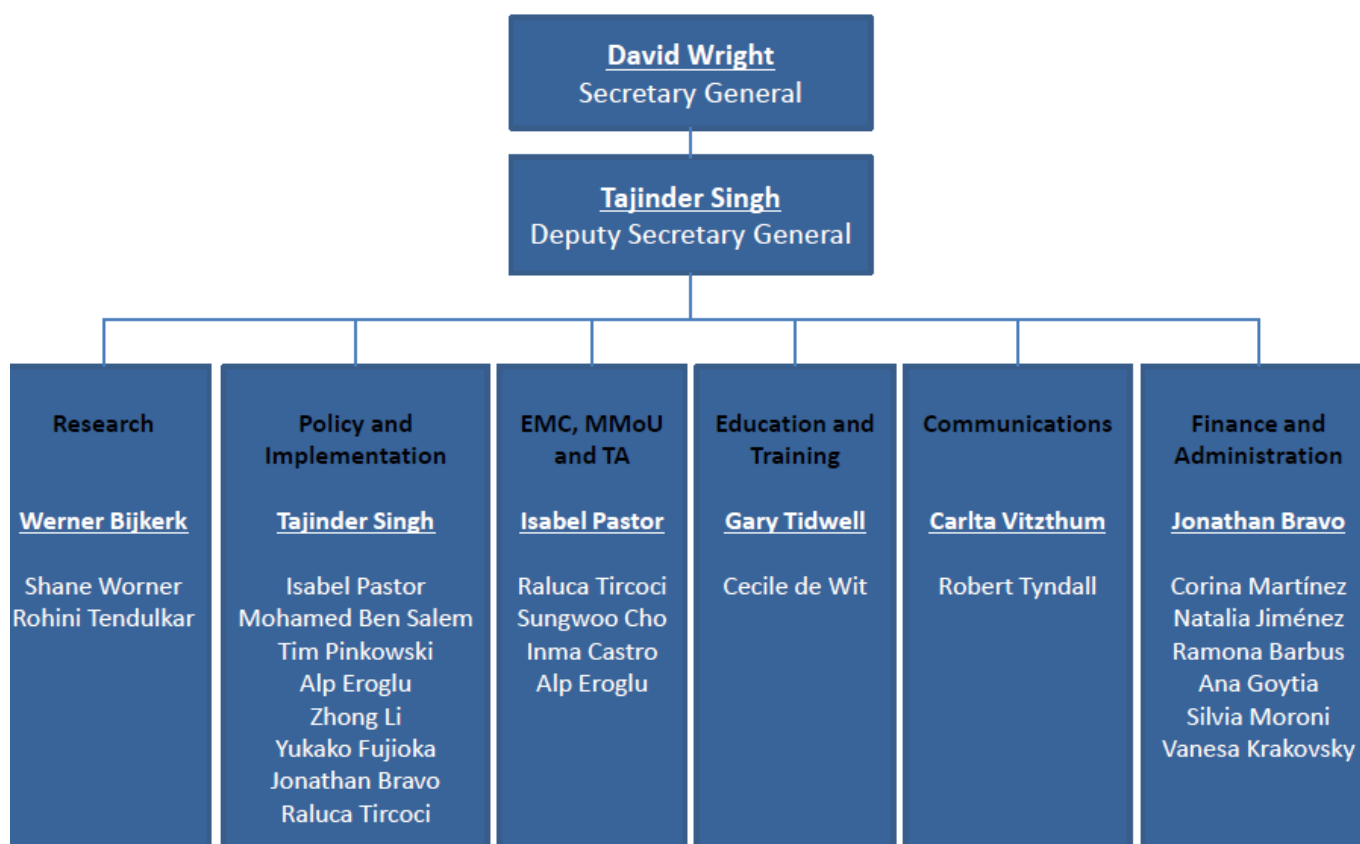
- (一) 共同合作以提升法規之水準，以維持公平、有效率及健全之市場。
- (二) 互換經驗及資訊，以發展各國證券市場。
- (三) 共同提升跨國證券交易之監視水準及效率。
- (四) 提供會員各項法規及執法程序之建議及協助，以更加有效防範犯罪。

### 二、 組織架構

IOSCO 現行組織架構如下：



## IOSCO 秘書處組織架構



### (一) 首長委員會 (Presidents Committee)

首長委員會由所有一般會員及副會員之首長 (Presidents) 所組成，首長委員會每年舉行一次年會，擁有最高權力決定 IOSCO 重要事務。

該委員會下之 IOSCO 理事會 (IOSCO Board) 為 IOSCO 管理及制定標準的主體，本次年會前，理事會委員會係由會員中選出 34 位會員代表所組成，其中 IOSCO 改制前原技術委員會 17 位成員、成長暨新興市場委員會主席、副主席及兩位代表、各區域委員會主席及 2 位代表組成，本屆年會後，決議改由 IOSCO 考量資本市場市值、債券發行量、管理資產總額、衍生性及店頭市場交易規模後，認定 18 個會員屬 IOSCO Board 當然成員，成長暨新興市場委員會主席、副主席及兩位代表、各區域委員會主席及 2 位代表，共計 34 席會員所組成。

IOSCO 辦理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 8 大政策委員會所專責執行。8 大委員會分別如下：

1. 會計審計暨資訊揭露委員會 (Committee on Issuer Accounting, Auditing and Disclosure)
2. 次級市場監理委員會 (Committee on Secondary Markets)
3. 市場中介機構監理委員會 (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)
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並出具建議報告。目前我國業加入「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」等 3 個委員會。

## (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目前有 91 名會員，占所有 IOSCO 正會員數之 75%，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，是 IOSCO 中相當重要之委員會。

本委員會於 2013 年 5 月由原新興市場委員(Emerging Markets Committee, EMC)改名為 GEM，重新定位以發揮更顯著的功能。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，以推動新興市場證券及期貨業務之發展。

## (三) 區域委員會 (Regional Committees)

各區域之會員組成區域委員會，以討論特定之區域性議題，各區域委員會除於大會年會期間開會之外，亦舉辦年度區域會議。4 大區域委員會分別為：

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) 附屬會員諮詢委員會(The Affiliate Members Consultative Committee, AMCC)

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。該委員原名為自律機構諮詢委員會 (SROs Consultative Committee, SROCC)，為深化其在 IOSCO 參與度，於 2013 年 IOSCO 年會正式更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 IOSCO 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，確認證券監理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、 會員制度

IOSCO 會員共分為三類：

- 1、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席正會員<sup>1</sup>。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（每單位一票），可參與會員大會，截至 2014 年 10 月底，正會員數達 124 個。

2、**副會員 (Associate Member)**：如一國之證券主管機關已成為正式會員，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，截至 2014 年 10 月底，副會員數達 12 個。

3、**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(The Affiliate Members Consultative Committee, AMCC)會員，截至 2014 年 10 月底，附屬會員數達 64 個。目前我國臺灣證券交易所、櫃檯買賣中心及臺灣期貨交易所皆為該組織之附屬會員。

#### 四、我國參與 IOSCO 情形：

我國於 1987 年加入 IOSCO 成為正會員後，積極參與 IOSCO 相關活動，除於 1997 年假台北主辦年會外，歷年亦陸續舉辦亞太地區委員會、新興市場委員會訓練研討會等相關會議。本屆年會由本會證券期貨局王副局長詠心領隊，率上開三附屬會員代表出席年會，另集中保管結算所與財團法人證券投資人及期貨交易人保護中心則以觀察員身份派員與會。

---

<sup>1</sup> 依照 IOSCO 章程，每個國家或地區最多得有 3 個會員名額。



## 貳、 附屬會員諮詢委員會(AMCC)會議

一、 時間：103年9月28日 09:00-13:00 及 14:00-17:00

二、 會議主席：巴西金融與資本市場機構協會（ANBIMA）執行長 Mr. José Carlos H. Doherty

### 三、 會議摘要：

1. 主席 José Carlos Doherty 感謝大家與會並報告前次會議（2014年4月7日至10日舉辦之 AMCC 日本東京訓練研討會及年中會議）重點及成果，接著介紹今日講者並通過議程及前次會議紀錄。

2. 巴西證券交易委員會主席 Mr. Leonardo Pereira，歡迎及感謝大家與會，並介紹巴西自律組織及監理機構間之關係，及說明該單位已遵從 IOSCO 的原則進行監理。

#### 3. IOSCO 理事會主席 Mr. Greg Medcraft 報告

目前已超過 103 個國家簽署 IOSCO MMoU，期望所有 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。IOSCO 理事會將在此次巴西里約年會改選，一共有 34 席成員，原則為已開發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之監理機關代表，確保所有 IOSCO 理事會成員，可涵蓋全球市場 80% 以上證券市場。另外並提出 4 大前提，期待所有會員國遵守：

- (1) 設計可行並符合新興市場國家需求的能力建構計劃並給予支持;
- (2) 識別並適當地應對新出現的風險;
- (3) 設計一個具創造性且靈活但不會破壞市場信任的監管建議;
- (4) 評估 IOSCO 原則和標準的實行狀況。

#### 4. IOSCO 秘書長 Mr. David Wright 報告

最近 IOSCO 出版的長期籌資刊物和與巴塞爾銀行監管委員會合作研討的證券化議題反應出資本市場為經濟成長的重要一角，而證券監管機構更需增強其功能。另外依據 IOSCO 提出之 2014 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。本屆年會亦特別著重於 IOSCO 應發揮其功能協助市場了解潛在風險。另外更提及最近理事會決定撥出更多資金於能力建構計劃，並提到目前正在討論建立區域中心的建議。此次會議將有二份諮詢報告提出討論，一為跨境工作小組即將公佈相關的諮詢報告，該文件將描述現有的跨境監管工具，及如何解決法律架構上的衝突。二為非銀行業非保險業之系統性重要金融機構的諮詢報告，今年將提出第二版並著重於細部及混合方法的呈現，此次亦著重資產管理經理人之相關議題。最後，Mr. Wright 指出，此次選出的 6 個理事會層級的成員涵蓋埃及、希臘、肯亞、瑞典、泰國和土耳其，並提到主席和副主席的選舉將開放電子投票。

## 5. IOSCO 政策委員會及工作小組報告

### (1) C2（次級市場監理委員會）報告

2014 年 1 月 IOSCO 理事會同意 2 個新的任務(Mandates)，包含：

#### a. 建全電子交易系統及市場：

為回應交易市場及中介機構因技術問題造成交易中斷而使市場參與者損失之議題，次級市場監理委員會被要求檢視相關法規及交易市場需配合修正之規定及政策以減少因電子交易所產生之風險及減少交易中斷之次數。

#### b. 交易場所之業務永續規劃及復原計劃(business continuity and recovery planning)：

這個計劃已經開始用以檢視各國遇到交易中斷時交易系統重要功

能的回復程度及相關程序，以及監理機關遇到上述情形時所扮演的角色及回應。

上述二個計劃已合併成一個新任務，並透過 C3（市場中介機構監理委員會）將相關的問題提供給中介機構填寫，最後的結果將合併由 C2 提出。

(2) C3（市場中介機構監理委員會）報告

2014 年 4 月馬拉喀什會議討論議題，包括：

- a. 業務永續規劃及復原計劃的任務：該任務正由美國證管會(SEC)主持，現階段正發出調查諮詢涉及業務永續規劃及復原計劃，尚待監管機構回覆中。
- b. 社交媒體和自動諮詢工具：美國金融業監管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)把送交中介機構和監管機構的調查結果彙總成最終報告於 2014 年 7 月底公布。有關社交媒體之應用，許多中介機構禁止該單位的銷售人員使用，如經允許，也僅限制於少數員工。目前沒有公司允許其員工通過社交媒體提供客戶投資意見。以監管機構的角度來看，尚無監管機構對社交媒體下定義，且多數亦無訂定具體的法規，大多仍以一般市場及廣告之規範來管理。有趣的是，參與調查的半數監管機構是透過社交媒體來監管其中介機構。

有關自動諮詢工具部分，仍有多數中介機構尚無提供客戶這類型之服務，主要的例外是北美地區，越來越多的企業使用自動諮詢工具。自動諮詢工具使用範圍大多用於共同基金、集體投資計劃、ETF 資產配置及投資建議。目前尚無任何國家之監管機構禁止使用自動諮詢工具，但有兩個國家對於本議題提出具體指導意見，其餘僅用一般相關法規如瞭解客戶(KYC)，洗錢防制法(AML)等進行管理。

- c. 群眾募資：群眾募資調查計劃的目的是要了解群眾募資之定義、操作及監管。C3 成員認為僅從本次調查結果訂定任何原則或建議將會太過急迫，建議需要觀察群眾募資活動的全球發展再行決定。
- d. 非金錢佣金(軟佣金:soft commission)的監管報告：英國金融行為監理總署(Financial Conduct Authority, FCA)針對此議題提出 4 個因支付非金錢佣金所引發的討論：
- 金融機構投資管理人的角色因為使用非金錢佣金變得更加複雜；
  - 因為投資組合經理人使用交易佣金(dealing commission)沒有受到應有的監管，造成許多利益衝突進而增加投資人的潛在交易成本；
  - 賣方經紀商提供非金錢佣金的模式不但影響價格之形成，亦會限制研究結果的評價；
  - 不透明或交叉補貼可能因經紀商於客戶開發或首次公開募集業務上使用非金錢佣金而隱藏了潛在的衝突，這不但會損失最好的報價，並可能影響訂單。
- e. 業務永續規劃及復原計劃(business continuity and recovery planning)的任務：其重要功能為制訂業務永續規劃(Business Continuity Planning; BCP)及定義關鍵要件，並確定重要的業務功能和系統，另外找出主要及備原工作人員以因應重大運行中斷 (Major Operational Disruption; MOD)。企業應將相關的功能、流程及系統排出優先順序並找出關鍵要件，另外透過定性分析(企業形象、法律及監管風險之評估)和定量分析(因業務中斷對財務的影響評估)來測量影響範圍。透過參加全產業或協同其他中介機構的測試，進行模擬演習(模擬練習)，以測試各自 BCP 計劃的有效性。如有因網路攻擊造成投資者訊息或資產損失的潛在風險，需制定相關的配套措施。

(3) C5(投資管理委員會)報告

- a. **集體投資計劃(CIS)之清算終止**：目前集體投資計劃之清算尚無一套國際標準，故新的工作流程(workstream)預計制定一套原則及建議，讓有需要的單位可以參考。相關問卷已發給 C5 成員，希望獲得有關投資基金終止的法律和監管架構或業界最佳實務之建議。這項工作重點涉及到自願清算及終止。問卷涵蓋範圍包括：採自願清算的適用程序、法律架構、撤銷授權的差異、主管機關的角色、決定終止的責任、清算人之委任、提供訊息予投資人、資產估價、出售與分配給投資人等其他適用之規定。
- b. **集體投資計劃之保管**：C5 委員會刻正進行相關諮詢報告之草擬，其中特別討論保管人的角色和責任及客戶資產託管的主要風險，並提出相關之原則或建議。這項工作是延續 2013 年 2 月「保護客戶資產建議」之報告內容，但擴大集體投資計劃保管之範圍。該報告擬於 2014 年 10 月 10 日公布，C5 考慮是否於下次會議舉辦產業界之圓桌會議。
- c. **非銀行業非保險業之系統性重要金融機構** ( Non-Bank Non-Insurance SIFIs (Systemically Important Financial Institutions) )：這項工作是由 IOSCO 理事會於 2014 年 6 月批准由一工作小組推動。該工作小組將持續於方法論的修訂，目前正在檢閱第一版諮詢報告中所提出評估基金系統相關性的門檻及指標。第二版諮詢報告即將推出。在 C5 2014 年 6 月會議，金融穩定理事會(FSB)以及金融研究的美國辦公室代表特別聚焦於系統性風險和資產管理產業。針對數據差距(data gap)、系統性風險的傳輸管道以及經理人高風險活動之確認等議題，再次進行討論。

(4) C7(商品期貨市場委員會)報告

a. **儲存設備(storage infrastructure)<sup>2</sup>對衍生性商品定價的衝擊**

針對儲存設備之監理 C7 提出 4 個面向供大家進一步的探討：

- 儲存設備現行規則、規章的範圍和執行力尚未定義清楚；
  - 在同一股權結構下運作的儲存平台營運商和交易所成員所產生的利益衝突；
  - 因儲存平台架構使價格形成效率降低的潛在影響；
  - 目前該由那一儲存平台營運商或受監管之衍生市場營運商負責收集、發送其所存儲之資訊及種類給市場，仍有爭議。
- b. **石油價格報告機構(PRA)原則**：2011 年 11 月，G20 領導人要求 IOSCO 與國際能源基金會(IEF)、國際能源署(IEA)和 OPEC 合作，並於 2012 年中向財政部長提出改善石油價格報告機構（oil price reporting agencies，PRA）運作和監督功能之建議。「石油價格報告機構原則」報告於 2012 年 IOSCO 理事會上提出，PRA 原則建立了一基準(價格)，而市場監管單位可以透過此基準來查核石油衍生性商品合約中的參考價格或即將被引用的參考價格是否反映符合 PRA 原則。2014 年 9 月 IOSCO 公佈石油價格報告機構(PRA)原則實施報告，該報告回顧 IOSCO 會員於 2012 年 10 月出版(PRA)原則後 18 個月內的執行狀況。PRA 原則的執行仍在持續進行，但在執行的第一年取得了良好的進展。

(5) C8(個人(散戶)投資者委員會)報告

---

<sup>2</sup> 此指儲存設備(Storage infrastructure)包含國內外商品實體儲存之設備，但不含萃取、商品製造過程、商品轉換為最終成品之過程或商品行銷銷售過程(Storage infrastructure include its associated inbound and outbound logistics around the facility itself but not to include extraction and production processes, the transformation of these commodities into finished products, or any marketing and sales considerations)。

該委員會成立於 2013 年 6 月，首要任務為散戶投資者教育及金融知識的推廣，次要任務為向 IOSCO 理事會建議新興市場散戶投資者的保護事宜，並開展投資者保護的政策工作。此委員會希望從投資者角度和認知能力方向研議，提出應予以著重注意之議題，並提出建議措施以供未來各主管機關運用。

#### 6. 成長暨新興市場委員會主席 Mr. Ranjit Ajit Singh 報告

GEM 將持續強化市場之能力建構(Capacity Building)，除了著重教育訓練外，尚包括技術支援工作之強化。因此，目前 GEM 主要策略目標包含在全球監理政策制定上強調新興市場的立場及觀點、尋找新興市場隱藏風險、強化新興市場監理能力建構及促進市場發展等，並致力將 IOSCO 各工作小組研究議題與新興國家市場需求相結合。

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，各會員普遍的需求在於監督、調查及投資人教育等，透過問卷可得知計畫執行方向與議題之優先項目，更詳細的執行計劃目前正由 IOSCO 秘書處規劃中。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

移轉至經濟成長，例如：長期籌資及證券化等議題亦納入近期 IOSCO 重要工作計畫之一。

這裡特別說明 IOSCO 籌募長期性資金(Long-term Financing)工作小組之籌組。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)。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。

7. Mr. José Carlos Doherty 再次當選附屬會員諮詢委員會(AMCC)的主席，為期 2 年，並歡迎 AMCC 新會員：沙烏地交易所、Hedge Funds Standards Board、中國金融期貨交易所及中國證券登記結算公司的加入，並請其各自簡報其組織。

#### 8. 網絡威脅工作小組 (Task Force on Cyber Threats)

該工作小組由孟買交易所(BSE)領導，其他成員包括美國投資公司協會(ICI Global)、巴西金融及資本市場協會(ANBIMA)、中國證券業協會(SAC)、日本證券商公會(JSDA)、印度商品交易所(MCX-SX)、美國期貨業公會(NFA)、加拿大投資業監管機構(IIROC)等金融監理機構，並與世界交易所聯合會(World Federation of Exchange, WFE)合作，就網路犯罪沿革、監理成本、內線交易防範措施、相關人員訓練等議題，對 IOSCO 會員進行問卷調查並研析回覆內容，問卷共計有 56 個單位回覆，包含 22 位 AMCC 會員及 34 位市場參與者。本報告從宏觀和微觀層面上，依據不同規模、類型和數據量的系統、資源、商業本質及監理機構的支持等角度提供建議，預計於 2014 年底完成最終報告，另將就研究結果及建議監理措施提供予各委員會參考，並研擬該小組未來與各委員會合作模式。



## 9. 報告領先曲線工作小組 (Ahead of the Curve Working Group)、聰明 Beta 指數(Smart Beta Indices) (美國金融業監管局 FINRA)

聰明 Beta 指數亦稱「另類權重 (Alternative Beta) 指數」。所謂 Beta，其實是一種來自統計學的係數，用以評估證券系統性風險，一般用度量一種證券或一個證券投資組合相對總體市場波動性之大小。聰明 Beta 指數是傳統市場權重指數策略的「進化版」，用來建立偏離市場加權指數而偏向個別特徵股票的投資組合。市場上比較盛行的聰明 beta 基金，主要追蹤非傳統指數，包括按市占率、本益比、現金流量等指標決定權重的「以基本因素決定權重指數」、按股票波動性定取捨的「低波動指數」等等。儘管有一些聰明 beta 投資策略相對簡單，但有些另類加權指數追蹤複雜、定量的方法，可能會缺少市值加權指數的透明度。因此，投資策略追蹤這些指數可能面臨更大的風險，需要更深入廣泛的了解，包括產品追蹤、產品如何實現其預期回報、投資組合集中風險、流動性和成本等等，並針對產品做進一步的評核，適時教育投資人及規範適當的產品資訊之揭露。

## 10. 監理資訊數據之管理(美國全國期貨協會 NFA)

監理機構主要任務係為收集正確資訊，以辨識金融機構及其產業所面臨之風險，藉由對風險因子的持續追蹤，以協助金融機構進行風險管理，將可避免的風險、成本及損失極小化。

監理資訊數據之管理首先需要界定甚麼資訊是我們需要的?要從哪裡得到?如何取得? 資訊的價值及目前是否還需要? 再者，將資訊數據分為質化及量化，隨著科技進步，快速分析資訊數據，達到所需之目標。展望未來，我們應強化辨識及隨時更新風險因子，加強收集和利用數據，提高數據使用度、驗證及儲存管理，停止收集過時之資訊，以有意義方式利用數據，並檢視數據間之關聯性，充分掌握風險因子的波動，進而提升風險管理品質。

## 11. 證券商風險管理評等制度之創新 (臺灣證券交易所)

臺灣證交所蔡副理德發簡報我國證券商風險管理評等創新模式。蔡副理表

示為確保監理資源合理配置，應導入風險導向之監理制度，界定風險範圍、篩選風險性較高之證券商，並就查核工作訂出先後次序，將其資源分配於對市場及投資者較具影響之部分。一旦此一新分級制度得以順利實施，監理機構可望落實差異化監理，亦即對於風險管理綜合評等較優的證券商在新業務之申辦、特定業務之額度、查核頻率之調降等層面均可給予較優惠的待遇，不但可促成證券商之健全發展，亦可確保投資人權益。

臺灣證交所規劃「證券商風險管理綜合評等新制度」，該分級制度以現行「風險管理評鑑制度」為基礎，整合運用「證券商整體經營風險預警評等」及「自有資本適足比率規範」，將前揭三項現行制度作為子系統，兼具質化及量化評估下，建構新分級系統，針對證券商，每月提供綜合評等。風險管理評鑑制度係確保證券商有適當的政策和機制，識別、管理和監控相關風險，評估證券商風險管理之組織與架構是否健全。自有資本適足比率規範係為確保證券商有足夠的資本維持其業務營運，檢視證券商整體經營風險，防止證券商虧損擴大而衝擊客戶的利益。

證券商整體經營風險預警評等係監控證券商所有風險，包含經紀、自營、承銷業務及財務指標之整體經營風險。三項現行制度之比較如下表：

	風險管理評鑑	證券商整體經營風險預警作業	自有資本適足比率
功能	評估證券商風險管理之組織與架構是否健全	專案查核之篩選標準	檢視證券商整體經營風險
型態	質化指標	量化之動態指標	量化之動態指標
評等頻率	每 1-3 年	每月	每月
評等對象	經營衍生性金融商品交易或發行權證之證券商	第一組為同時經營證券經紀、承銷及自營業務之證券商 第二組為專業經紀商	除兼營證券商及外國證券商在台分公司外，其餘所有證券商皆須依規申報

「證券商風險管理綜合評等新制度」，整合運用「風險管理評鑑制度」、「證券商整體經營風險預警評等」及「自有資本適足比率規範」，其評等方式需證券商在該三項制度均符合同一綜合評等之門檻，方可獲致該綜合評等。

綜合評等	風險管理評鑑等級	證券商整體經營風險預警評等	自有資本適足比率 達 200%以上
1	1	連續 6 個月乙等以上，且其中 3 個月達甲等	達 2 年
2	2 以上	連續 6 個月乙等以上，且未達甲等超過 3 個月	達 1.5 年
3	3 以上	未連續 6 個月達乙等惟均達丙等以上，且其中 3 個月達乙等	達 1 年
4	4 以上	連續 6 個月丙等以上，且未達乙等超過 3 個月	達 6 個月
5	5 以上	6 個月內曾被列為丁等	6 個月內曾低於 200%

蔡副理的簡報獲得甚多迴響，於 Q&A 時 Hedge Fund Standards Board 代表及日、韓出席代表均熱烈提問，蔡副理逐一具體回應後，在茶敘時尚有伊斯坦堡交易所 BORSA iSTANBUL 代表尋求後續諮詢，充分在國際專業領域展現我國能見度。

## 12. 印度市場近期改革（孟買證券交易所）

### (1) 外國綜合投資者（Foreign Portfolio Investor, FPI）制度

外國綜合投資者法規旨在導入以風險導向了解客戶需求（KYC），簡化外資進入程序及縮短時間。印度證券交易委員會（SEBI）整合境外機構投資者（FIIs）、子帳戶和合格境外投資者（QFIs）為外國綜合投資者（FPI），可透過指定保管參與者（DDPs）提供單一結算窗口。現有 QFIs 可持續買賣證券直到外國綜合投資條例公告後一年。

居住海外印度人和外國創業投資者 (FVCI) 不屬於 FPI 定義範圍，而現有在 SEBI 註冊的 FIIs 皆視為 FPI。SEBI 另授權 DDPs 對註冊之 FPI，完成 KYC 及盡職調查規範。FPI 在作出任何投資之前，須強制指定證券託管機構，而託管機構應確保同一投資集團內之 FPIs 投資任何公司，持股低於發行股本之百分之十。

## (2) 交易所、結算公司和集保之聯合審查

交易所、結算公司和集保各自針對其會員進行例行審查，然而時常發生不同機構對同一會員進行相同的審查，會員負擔龐大的資訊數據需求、成本高昂且耗時的審查過程，因此，聯合檢查可節省會員和各監理機構時間、精力和成本。

聯合審查草案分為兩階段，第1階段：遠端審查，監理機構可以從會員端收集的數據資料，多數資訊可在遠端進行蒐集和分析，節省會員及監理機構時間和成本。第2階段：實地審查，可由交易所、結算公司和集保事先規劃，特別針對不能從遠端蒐集之資訊。

會員必須每半年完成內部稽核報告，交易所依據分析報告中不合規等問題，將會員分類成不同風險等級。綜合證券商及客戶人數超過 5000 人之證券商須每半年提交內部稽核報告，其餘券商每年提交內部稽核報告。

臺灣證券交易所林總經理火燈提問：聯合審查確實可以節省會員及監理機構之時間和成本，然而，這麼多機構參與聯合審查，聯合審查由哪個單位主導？Mr. Nehal Vora 回答：由印度證券管理委員會 (SEBI) 主導，交易所協助配合進行聯合審查。

## 13. 群眾募資（西班牙交易所）

2014 年 3 月，西班牙政府提出「群眾募資平台」立法草案，旨為管控投資、促進企業籌資，為中小企業籌資尋求銀行以外資金來源，降低對銀行貸款之依賴。

該草案規範平台必須先於西班牙國家證券市場委員會（CNMV）或西班牙中央銀行註冊，且有最低股本及責任保險等限制，也須提供客戶包含平台如何運作、爭端解決程序、貸款或買賣股票帶來之風險等。

草案限制平台不得為投資公司、信貸機構、付款代理及電子貨幣機構進行募資行為，不能建議投資者，及為投資者提供貸款或信貸。管理階層、員工或相關人員須避免可能產生之利益衝突，或不恰當地使用機密資訊及傳播。

為保護投資人，募資平台應限制投資人不得對單一項目投資超過 3000 歐元，也不得在同一平台 12 個月內投資超過 6000 歐元。而此限制目前正在討論是否允許專業投資者提高其投資額度。投資人也應注意相關風險警示，及了解該投資將不受投資補償基金和存款保險基金保障。

#### **14. 公司債市場透明度（日本證券業協會）**

揭露公司債交易價格，可提高公司債市場透明度及改善運作效能，日本證券業協會計畫建立「交易價格公開機制」和提升「交易參考價格機制」，預計於 2015 年 11 月開始運作，惟許多基礎設施及施行細節仍在討論中。

## 參、 亞太區域委員會會議(APRC)

一、 時間：103年9月28日14:00-17:00

二、 主席：香港證監會 CEO Mr. Ashley Alder

三、 與談人：

1. Mr. David Wright, IOSCO Secretary General/ Deputy Director General, DG Internal Market & Services, European Commission
2. Mr. Greg Medcraft, IOSCO Board Chairman/ Chairman, Australian Securities and Investments
3. Mr. 渡部康人, 日本金融廳
4. Mr. Ranjit Ajit Singh, Chairman of the Emerging Committee/ Chairman of the Securities Commission Malaysia

## 四、 會議摘要：

1. IOSCO 理事會主席 Mr. Greg Medcraft 報告

IOSCO 理事會主席 Mr. Greg Medcraft 表示資本市場於全球經濟成長扮演日益重要的角色，IOSCO 目標是提振信任和信心，並建立公平、效率、透明、及低系統性風險的全球資本市場。

Mr. Greg 表示亞太區域委員會會議(APRC)重點工作分三部分：首先是建立監理原則與標準(Standard Setting)最為重要，不僅要確認 IOSCO 所制定的相關原則可即時反應市場狀況，並能有效提供金融政策制定單位與證券產業之監督管理機構參考；其次是風險管理(Managing the Risks)，定義新的監理挑戰，以對所有 IOSCO 成員提供協助及指導，俾能有效管理潛在風險；最後就是合作(Cooperation)，IOSCO 鼓勵所有 APRC 成員加入跨國監理備忘錄(MMoU)。

Greg 表示 APRC 在主席 Mr. Ashley Alder 的領導下，對理事會貢獻卓著，尤其對於研擬 APRC Roadmap 一事感到興奮。目前 IOSCO 相關重要推動

工作包括組織調整、2020 策略計劃覆核(IOSCO 2020 Review)、風險議題(如：網際網路相關風險、公司治理等)、能力建構(Capacity Building)、IOSCO MMoU 等。

Greg 希望 IOSCO 繼續積極配合 G20與金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)辦理全球金融監管改革的工作，包括影子銀行、信用評等機構、BASEL 資本適足性、店頭衍生性商品之集中結算(CCP)等以防止金融機構太大而不能倒(Too big to fail issue)及強化跨國監理合作等。

Greg 並認為在國際化影響下，特定跨境監理挑戰已引起關注，如：跨境監理合作(含跨境執法調查與監理合作)、跨境法規融合等議題。此外，相關議題亦為 IOSCO 近期工作重點，如：經由監管來控管金融機構業務風險(例如 G20強調 BASEL 資本適足性)、對市場潛在風險快速回應、產業於電子與網際網路運用產生的新型態競爭與風險等議題之因應。

## 2. IOSCO 秘書長 Mr. David Wright 報告

David 表示目前已有103個 IOSCO 會員簽署 MMoU，2013年已有將近3000則資訊交換。未來將利用新的技術，繼續強化 MMoU 的功能，提高效率。截至2014年9月28日，現行 APRC 25個會員中已有包含我國在內的21個會員簽署 MMoU，其中越南(2013年09月)、孟加拉(2013年12月)、印尼(2014年1月)、蒙古(2014年6月)已完成簽署。除吉爾吉斯(Kyrgyz Republic)將於近期重新提出申請外，仍有汶萊、巴布亞紐幾內亞及菲律賓等3個會員尚未簽署。

為配合 IOSCO 理事會提出之中期策略計畫(IOSCO 2020 Strategic Plans)之進行，目前正在進行 IOSCO 2020 Review 意見調查，徵詢會員對於 IOSCO 最近的活動相關建議事項，以制定修正 IOSCO 2015年到2020年的策略計畫。IOSCO 2020 Review 的目標是希望能解決當前面臨的挑戰，包括結構性改變、財務創新及金融市場全球化等。

3. IOSCO 理事會決議由香港證監會 CEO Mr. Ashley Alder 繼續擔任2014至2016年 APRC 主席，並由 APRC 全體與會代表鼓掌通過。

4. APRC 主席 Mr. Ashley Alder 報告

Mr. Ashley Alder 首先致歡迎詞並確認本次會議議程，及通過2014年1月21日至1月25日於香港召開 APRC 年會之會議紀錄。APRC 工作事項報告及提議如下：

- (1) Ashley 表示全體 APRC 會員均相當重視 IOSCO 未來的發展策略及方向，尤其從監理者角度而言，與金融穩定委員會（FSB）等國際組織合作的各項專案及研究相當密切，所以請各會員特別重視 IOSCO 2020 Review 這份文件。
- (2) 從監管的角度而言，因為各國發展程度不同，所以歐盟和美國證管會 (SEC)的任何金融政策或決策的改變，都會對亞洲各會員國的監管檢討與策略有很大的影響，所以必須加以評估其潛在的影響程度，並進一步整合亞洲各會員國的意見充分反映。
- (3) Ashley 接續香港召開 APRC 年會之會議決議，希望透過 APRC 會員共同合作，針對影子銀行、法規套利等問題提出解決方案、並加強 IOSCO APRC 會員間的關係、全力支持亞太區域能力建設(Capacity building)相關工作。
- (4) 目前亞洲各國相當倚賴銀行的短期貸款來提振市場信心，所以運作良好的資本市場變得更加重要。強化資本市場、發展債券市場、深化金融市場將有助於降低對銀行融資的依賴。IOSCO 工作小組最近提交的一份報告「以市場為基礎的長期籌資解決方案為中小型企業和基礎設施」予 G20會員國參考。
- (5) APRC Roadmap  
Ashley 表示，繼2014年1月23日於香港舉行之 APRC 會議，APRC 委員同意草擬「亞洲策略架構或亞洲區域藍圖」（“Asia Strategic



Framework” or “Asian Regional Roadmap”)。「亞洲策略架構或亞洲區域藍圖」概述未來亞洲發展以市場基礎籌資(market-based financing)的方向，並希望藉此達到區域金融穩定、提高市場效率及持續吸引資金投入區域市場。這份文件也徵詢 APRC 會員就面臨歐洲和美國的金融改革相關措施對亞洲市場影響之相關意見，以因應及平衡該等改革措施的影響。

關注焦點：

a. 歐洲和美國金融改革對亞洲市場的影響

歐盟和美國境外規則制定不一致的現象，造成亞洲國家執行上的困難，所以部分業者基於成本及法規遵從複雜性的考量，可能導致市場參與者之退出。

b. 深化亞洲資本市場，支持區域穩定成長

全球基礎設施赤字不能僅就減少政府支出或透過銀行貸款著手，所以運作良好的資本市場已變得更加重要。發達的資本市場將有助於降低對銀行的依賴，為加強金融深化和發展債券市場，如前所述，IOSCO 工作小組最近提交「以市場為基礎的長期籌資解決方案為中小型企業和基礎設施」予 G20 會員國。

c. 未來方向：

Ashley 表示 IOSCO 的長期穩定性和亞洲經濟和資本市場發展的承諾維持不變，並完全贊同 G20 集團的承諾，未來亦將落實財政改革，促進一體化的全球金融體系。為了增加在區域內對於風險的應變能力及財務穩定性，並減少因風險暴露產生波動所引起的資本流入和流出，未來將繼續加強全球市場的金融改革，並加強區域間金融監管合作。未來並將更有效地動員儲蓄資金以支持區域經濟發展，鼓勵長期資金投入資本市場，並強化資本市場監理機關間之聯繫。另未來也將繼續支持亞太區域能力建構(Capacity

Building)工作。

d. 推動步驟：

為了確保和相關國家監理機關標準制定機構之協調有實質的進展，將於 2015 年年初 APRC 會議中討論 Roadmap 及里程碑，包含：

- 在 APRC 委員會中設立一工作小組，以審視鑑別及分析亞太區域推動市場基礎融資(market-based financing)所面臨的機會與挑戰，並提出建議。
- 在 2015 年上半年舉辦研討會或論壇，以分享有效動員儲蓄資金的發展，及支持區域經濟發展之經驗及心得交流。這將有助於 APRC 會議更聚焦及發展行動方案。

5. 亞太地區會員所面臨之主要挑戰

日本金融廳代表(FSA)表示有必要更積極瞭解亞太地區股東的意見，以傳達他們的聲音。泰國證管會代表表示，應掌握監管改革發展趨勢，並了解其理由。印度資本市場委員會(SEBI)則提醒如何擴大和深化不同類別的投資者投資資本市場，包括散戶投資者。另馬來西亞證管會(SC)認為全球貨幣政策和對資本流動影響的正常化，主管機關應了解政策發展趨勢和資本流動兩因素，以採取妥適監管政策。

6. 能力建構(Capacity Building)

日本金融廳代表表示，鑑於 IOSCO 本身技術援助的需求不斷增長，及相關資源的限制，故須更聚焦於會員間之協調。本會出席代表則表示支持透過 APRC 信息平台進行區域內線上培訓計畫。新加坡金融管理局(MAS)代表表示，得考量由 APRC 會員提供開放給其他會員培訓課程的日期，並由 APRC 維護更新行事曆，俾減少會員間訓練課程撞期。

7. 日本金融廳報告於日本京都召開 FSB 與 RCGA 長期籌資會議結論 (Outcome of FSB & RCGA Kyoto long-term financing) :

日本金融廳 (Financial Services Agency Government of Japan, JFSA) 總務企劃局渡部康人 (Mr. Yasuto Watanabe) 代表日本金融廳副大臣河野正道 Mr. Masamichi Kono 說明2014年8月27至28日在日本京都舉行的第7屆 FSB RCGA 會議 (The FSB Regional Consultative Group for Asia), 有關長期籌資發行人相關議題會議 (The issuers related to long-term financing) 主要結論。FSB RCGA 會議係由 Mr. Masamichi Kono 及 Mr. Amando Tetangco (Governor, Bangko Sentral ng Pilipinas) 共同擔任主席。與會者包括澳洲、柬埔寨、中國、香港、印度、印尼、日本、韓國、馬來西亞、紐西蘭、巴基斯坦、菲律賓、新加坡、斯里蘭卡、泰國及越南等國金融主管機關代表。

日本金融廳表示，自2008年全球金融危機爆發後，過去主要由銀行提供長期籌資 (LTF) 資金來源，在經歷了去槓桿化過程，許多經濟體因此產生 LTF 供不應求。此外，由於政府實施財政緊縮措施，並削減預算，中小企業和基礎設施籌資能力已被削弱。在此籌資限制的環境背景中，出現了從以銀行為主之融資模式，轉變為以資本市場為主的長期籌資。當資本市場具有深度，且有良好的流動性和監管，市場基礎融資 (market-based financing) 是可以解決 LTF 供不應求之問題。

日本金融廳表示，此次京都 FSB RCGA 會議，著眼於近期全球經濟及金融的發展，及其對亞洲區域經濟的影響，重點如次：

- (1) 會員首先開始審查 FSB 的政策重點和工作計劃，包括四大議題：建構具彈性的金融機構、終止太大而不能倒的現象、改造影子銀行、強化場外衍生品市場交易安全性，長期投資的發展趨勢及受到金融監理改革的可能影響等議題亦列入討論。

- (2) 會員並討論巴塞爾委員會最近發布的「衡量及管控鉅額曝險之監管框架」(Supervisory Framework for Measuring and Controlling Large Exposures)在亞洲區域的執行情況及潛在影響。會員觀察發現在亞洲區域的影子銀行，其工具及活動有別於其他區域，相對較為簡單，風險也較小，各主管機關刻正採取措施以確保影子銀行活動的適當性。
  - (3) 最後會議著眼議題是在亞洲的長期投資，特別是，他們認為在長期投資和金融監管改革等因素影響下而產生對投資的潛在影響及其趨勢。
8. APCR 主席 Mr. Ashley Alder 最後宣布下屆 APCR 年會預計時間為2015年第一季，由於時間接近了，將積極徵詢各會員國的主辦意願，會議主軸將俟主辦國定案後再行公布。

#### 肆、 成長暨新興市場委員會(GEM)

一、 時間：103年9月29日 08:30~12:30

二、 會議主席：馬來西亞證管會主席 Mr. Ranjit Ajit Singh

三、 與會者：GEM 成員及 IOSCO 秘書處

四、 會議摘要：

1. GEM 主席 Mr. Ranjit Ajit Singh 致歡迎詞並宣布議程，同時報告 2014 年 4 月於模里西斯舉行 GEM 年會之重要成果及會議記錄。主席介紹並進行 GEM 委員會代表之選任：

- (1) GEM 主席由馬來西亞證管會主席 Mr. Ranjit Ajit Singh 當選連任，GEM 副主席由南非金融服務委員會 Mr. Bert Chanetsa 當選連任。
- (2) 選舉 GEM 第一代表，候選人包含阿根廷 CNV、肯亞 CMA、模里西斯 FSC 及土耳其 CMB，最後由土耳其 CMB 當選。
- (3) 選舉 GEM 第二代表，候選人包含肯亞 CMA、模里西斯 FSC 及摩洛哥 Morocco，最後由肯亞 CMA 當選。

2. IOSCO 理事會(IOSCO Board)主席 Mr. Greg Medcraft 表示，2013 年對 IOSCO 來說是收穫豐碩的一年，不論是組織改造、2020 問卷建立新的 IOSCO 策略方向、與 FSB/G20 合作協助監理場外交易、衍生性商品及影子銀行等、設立能力建構委員會、MMoU 簽署國家數目(103 個)達新高等，都有豐碩的成果。展望未來，期望加強會員間協調統一監理標準，落實執行 IOSCO 原則，設計適當且具彈性的法規架構，了解創新商品、市場及科技帶來之風險，並發展快速且適當的回應，建立公平、透明、有效率、可信賴且無系統性風險之全球資本市場。

3. 工作進度報告

- (1) 中小企業籌資

GEM 副主席 Mr. Bert Chanetsa 報告「中小企業透過資本市場籌資」，

中小企業透過資本市場籌資工作小組於 2012 年 5 月成立，由土耳其 CMB 主導，瞭解中小企業募集資金所面臨之挑戰，以及監理機關如何提供協助建議。報告涵蓋 46 位問卷受訪者資訊以及 9 個案例研究，報告指出中小企業有過度依賴銀行貸款籌資、機構投資人比重低、以及股票之流動性不足等籌資問題，報告也建議可藉由法規調整、尋求替代資金來源、建立造市商機制、創造機構投資者的需求及公眾意識提升等方式，解決中小企業籌資問題。報告將持續更新並結合文獻資料，預計於 2015 年 GEM 會議尋求核准。

世界銀行 Ms. Alison Harwood 報告「中小企業(SME)交易所發展模式」，報告涵蓋 7 個交易所，巴西 BovespaMais、加拿大 TSX Ventures、印度 NSE India Emerge、波蘭 WSE NewConnect、南非 JSEAltX、臺灣 GreTai、土耳其 BIST ECM。報告指出發展 SME 市場，靈活的政策、減少煩瑣的法規限制、降低進入門檻、提供比主板更低的費用或適當的成本補貼、市場可接受風險的散戶和機構投資人等，都是成功發展 SME 市場之因素。未來世界銀行也將繼續與參與報告之交易所交流討論，完成最終報告並發布。

## (2) 市場籌募長期性資金(Long-term Financing)

籌募長期性資金工作小組成立於 2013 年，籌募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，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。長期性資金係不短於 5 年期之資金，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、創新及中小企業等領域。科技和創新正在改變傳統的金融商業模式，監理機關和資本市場參與者應該從彼此的經驗中獲益，建立一個公平的競爭環境，透過政策設計和監理一致性，以聰明監理取代嚴格的監控，持續發展籌募長期性資金。

### (3) IOSCO 及世界銀行共同就新興市場共同基金出具研究報告

IOSCO 及世界銀行為了解新興市場共同基金產業發展所面臨之障礙，於 2012 年提出合作計畫，希望透過分析這些障礙提供相關建議，研究計畫目標包含了解新興市場共同基金產業發展之限制，彙整產業發展成功之實例，建構一套改革制度工具(tool kit)，以協助新興市場共同基金產業之發展。

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，主要發現包含：共同基金產業特徵發展多元，很難定義標準模式；新興市場的共同基金產業規模都較小；新興市場的共同基金產業集中化程度相當高，通常頂尖的專業資產經理人掌管部分的基金規模，新興市場中共同基金產業多被銀行所主導；機構法人為共同基金產業的主要參與者；新興市場中，家戶的共同基金參與度仍偏低；銀行業和共同基金之相互影響程度高。本研究案期望於 2014 年年底完成最終報告。

### 4. 投資角度下的新興市場

高盛證券(巴西)董事長 Mr. Paulo Leme 表示，隨著全球資金轉移由已開發市場流入新興市場，低利率環境下由金融體系流動至資本市場，2014 年新興市場股票、債券及衍生性商品市場皆有大幅成長，展望 2015 年他提出幾點建議，首先面對變化萬千的證券市場，我們應該積極做好準備，擴大證券監理範疇，確保債券市場的流動性，監理結構型商品(高收益、高風險、低透明度產品)、影子銀行及信貸市場，以建立更完善且穩健的發展道路。

### 5. 監理架構演變

勤業眾信(新加坡)合夥人 Ms. Radish Singh 表示隨著國際金融環境改變，銀行產業結構、風險管理方式、主管機關監理措施及金融市場等皆經歷重大的轉變。近期監理改革，包含 Basel III 提高銀行資本提列要求

與加強銀行流動性管理、建立倒閉損失吸收能力 (Gone-concern Loss Absorbing Capacity, GLAC)、結束太大而不能倒的情況、建立資訊共享機制以協助 FSB 對影子銀行的監理、完成銀行對場外交易集中結算風險之資本標準、對集中結算之場外交易提供更大透明度和改善風險管理、打擊洗錢及恐怖分子籌資活動等，另近期監理改革也針對網路安全、科技風險、群眾募資、社交媒體、高頻交易及複雜的金融產品等，研擬規範保障投資人。

然而許多監理機關頒布的法規越來越嚴格，或因單一機構的不良行為制定規則，卻也同時適用於風險相對低的活動，對金融機構造成相當大的負擔。再者，亞洲、中東及其他新興市場因其市場的深度和廣度不同，監理要求多元缺乏統一標準，許多法規立意良善但缺乏協調，特別是在新興市場，場外衍生性商品規則、報告要求和中央結算機制缺乏標準規範，全球法規遵守框架不完整，金融監理法規之修正無法與金融商品創新速度俱進。展望未來，監理機關應加強產業內溝通、跨境相互合作、資訊交流、相互認許(mutual recognition)及監理整合(supervisory coordination)，持續致力消弭跨區域之監理法規差異，建立全球一致性之監理原則，促進資本自由流通及經濟成長。

## 6. IOSCO 證券市場風險展望

2015 年證券市場風險展望，潛在系統風險來源包含：

- (1) 在金融市場尋求高收益、高槓桿和複雜的金融商品的同時，利率上升可能動搖市場，產生系統性風險。
- (2) 過去一年資金在新興市場波動相對趨緩，但仍存在其風險，特別是已開發市場所進行利率調整可能導致之風險。
- (3) 雖然集中交易對手(CCPs)已發展其商業模式及風險管理，然而廣泛使用類似的信用風險管理模式、抵押品品質參差不齊、CCP 資本和獲利能力的不同影響承受違約事件能力等，都仍存在相關風險。



(4) 重新質押和抵押物變更有時在資產負債表外，缺乏相關資訊揭露，直接影響事件評估，可能產生金融體系的風險。

(5) 失敗的公司治理已經造成金融危機以及近期的 Libor 醜聞，應更重視董事會和管理階層品質、股東參與/行動及風險管理和品質控管。

## 7. 危機準備和緊急規劃

IOSCO 第 32 項原則有關處理中介機構倒閉、第 24 項原則有關集合投資計畫及第 37 項原則有關次級市場隔離風險等皆有相關緊急事件規範，然而缺乏預警系統、整體計畫及有限的能力，仍為各市場常見之問題，再者，危機可能來自其他產業和服務，因此，監理機關應重視整體的危機防範和危機管理計畫，包含監控新風險，進行情景分析；明確規範危機管理責任和溝通策略；聯合危機模擬演習及尋求立法改革等等。

## 8. IOSCO 秘書處報告

(1) IOSCO 近期重點研究項目：網路犯罪(Cyber-crime)、群眾募資(Crowd funding)、債券市場流動性及統計網頁等議題。

(2) 多邊資訊交換合作備忘錄(MMoU)：目前 IOSCO 會員中，已有 103 個國家簽署 MMoU，23 個未簽署國家中，有 19 國為附錄 B (Appendix B) 階段。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)、阿根廷 (2014 年 6 月簽署)以及蒙古 (2014 年 6 月簽署)。

(3) IOSCO 教育訓練：未來將持續辦理 IOSCO STP、Mobile STPs、AMCC Training Seminar、GEMC Regulatory Workshops、IFIE-IOSCO Investor Education Conference 等教育訓練課程。

(4) FSB/G20：將與 G20 及金融穩定委員會(FSB)，就影子銀行、衍生性商品管理、CCP 提供結算服務、保證金要求及信用評等機構監理等持續合作提出規範或監理原則。

## 9. 進行 GEM 委員會第二副主席選舉，由巴西證券交易委員會 Mr. Leonardo

Gomes Pereira 當選。

10. 亞洲開發銀行(位於菲律賓馬尼拉)、埃及和斯里蘭卡等三國爭取主辦 2015 年 GEM Committee Meeting and Conference，候選國各自簡報其舉辦會議之場地及相關設施，並由現場出席之 GEM 代表投票表決，最後由埃及取得主辦權。

## 伍、 跨境監理工作小組會議

一、 時間：103 年 9 月 29 日 09:00-12: 00

二、 主席：香港證監會行政總裁 Mr. Ashley Alder

三、 會議內容：

- (一) Alder 主席表示，跨境監理工作小組成立目的係為協助 IOSCO 各會員釐清跨境議題，強化彼此合作，以達成 IOSCO 政策目標，並專責研究發展跨境證券市場活動之監理工具，並制定相關原則，俾降低跨境監理成本、減少跨國法規套利並促進國際資本流動。
- (二) 該工作小組屬任務性小組，工作項目包括三大部分：問卷調查(member survey)、諮詢報告(consultation paper)及最終報告(final report)，其中問卷調查結果已於 103 年 2 月向 IOSCO 理事會報告，諮詢報告預計於 103 年 11 月完成，最終報告預計於 104 年發布。
- (三) 本工作小組簡要內部報告(Interim Report)將於 103 年 11 月 15 日提報於澳洲墨爾本舉行之 G20 會議。
- (四) 103 年 9 月 9 日於瑞士蘇黎士召開面對面會議，逐條討論諮詢報告內容，本次會議主要就各小組成員對諮詢報告相關意見之進一步討論、修正。
- (五) 未來時程規劃：103 年 10 月 24 日將諮詢報告及內部報告提 IOSCO 理事會，10 月 31 日將內部報告提報 G20，11 月中下旬發布諮詢報告。

## 陸、 首長委員會

- 一、 時間：10月1日 08:30~10:00（限正會員與副會員參加）
- 二、 會議主席：IOSCO 理事會主席 Mr. Greg Medcraft
- 三、 與會者：正會員、副成員及 IOSCO 秘書處(部分場次開放予附屬會員參與)
- 四、 會議摘要：

### (一) 未加入 IOSCO MMoU 之會員權益限制事宜

1. 2013 首長委員會曾決議，為 IOSCO 未來發展自 2013 年 9 月至 2014 年 9 月止，未成為 IOSCO MMoU 簽署國之會員，將分 5 階段限制其行使 IOSCO 相關權益，其中 2014 年 6 月將限制會員參與 IOSCO 政策委員會 (Policy Committee) 如: C1-C8 等會議，最終 2014 年 9 月後，尚未成為 IOSCO MMoU 簽署國之會員，將禁止其進行投票。其分階段限制會員權益如下：

時程	措施
2013.9.30	提醒各會員針對未加入 IOSCO MMoU 會員，於給予該地(國)個人、法人相關授權與監理渠等活動時應採取額外考量，因該地會員將無法提供跨境執法協助。
2013.9.30	未加入 IOSCO MMoU 會員無法提名選任 IOSCO 職位
2014.3.31	未加入 IOSCO MMoU 會員將無法續任現任 IOSCO 職位
2014.6.30	未加入 IOSCO MMoU 會員將被限制參與 IOSCO 政策委員會
2014.9.30	未加入 IOSCO MMoU 會員將被限制參與 IOSCO 所有投票權

2. 為鼓勵各會員履行承諾並加入簽署 IOSCO MMoU，本屆年會之首長會議通過決議，前揭 5 階段限制中，有關 2014 年 6 月 30 日以後，未加入 IOSCO MMoU 會員將被限制參與 IOSCO 政策委員會乙節，將增加「限

制所有加入 IOSCO 理事會所屬相關委員會及專案小組之權利 (Participation in all other IOSCO Board Committee and Task Forces will also be suspended)」。。

## (二) 2015 年 IOSCO 能力建構(Capacity Building)發展計劃

1. 接續過往 IOSCO 對 IOSCO 基金會成立之研議討論，IOSCO 理事會通過 IOSCO 將著重能力建構(Capacity Building)發展，能力建構包含技術協助與教育訓練，並將特別著重新興市場區域發展與協助。IOSCO 前於 2013 年 9 月年會通過設立 IOSCO 理事會主導之能力建構資源委員會(Capacity Building Resources Committee, CBRC)，並請新興市場委員會確認相關能力建構需求之優先順序，當時規劃相關資源將主要來自慈善基金會及其他公部門。IOSCO 理事會今年於馬來西亞吉隆坡會議通過考量增加 IOSCO 會員年費之提案，建議同時考量 6 類資源挹注的可能，包含國際財務機構、財團法人基金會、會員提供之特殊方案、雙邊特殊能力建構貢獻、多邊分享之特殊方案等。
2. 本屆年會 IOSCO 提案並經首長委員會通過，所有經提名之 IOSCO 理事會成員，自 2015 年起除特殊會員因其他法律因素無法支付外，均須額外支付 15,000 歐元之會員年費。此額外收取之會員年費將作為 IOSCO 技術協助與教育訓練之種子基金，於 IOSCO 理事會監督下，專款專用於能力建構工作計劃中。IOSCO 並鼓勵其他非 IOSCO 理事會成員捐款。

## (三) 新 IOSCO 會員之加入

IOSCO 宣布自 2013 年 9 月 18 日 IOSCO 盧森堡年會後，符合 IOSCO 相關章程申請加入之會員，包含正會員—巴勒斯坦資本市場管理局 (Palestine Capital Market Authority, PCMA)、附屬會員—大陸金融期貨交易所(China Financial Futures Exchange, CFFEX)、沙烏地證券交易所 (Saudi Stock Exchange, SSE)、大陸證券登記結算有限公司(China Securities Depository and Clearing Corporation Limited, CSDC)、避險基金準則委員會(Hedge Fund Standards Board, HFSB)。

## 柒、 監理研討會—風險導向監管 (Risk Based Supervision)

一、 時間：9月30日 10:00~12:30

二、 主持人： Mr. Stephen Po, Senior Director, Intermediaries Supervision, SFC  
Hong Kong

三、 與談人：

**George Walz**, Chief Compliance Officer, US Wealth Management, Legal, Corporate and Compliance Group, BMO Financial Group

**Eduardo Flores Herrera**, Vice-president for Securities Market Supervision – National, Banking and Securities Commission of Mexico

**Gerben Everts**, Executive Board Member, The Netherlands Authority for the Financial Markets

**Wang Jiang Horng**, Director of Risk and Research Office, Brazilian Securities Commission

四、 會議摘要：

1. 主持人 Mr. Stephen Po 首先介紹本次座談會之與談人，並率先分享其於香港證監會服務 25 年之監管經驗。他認為現今主管機關處理的都是過去已發生的問題，而僅在每次金融危機之後才制定相關監理規範，但重點是該如何預測尚未發生的金融危機及相關風險；其中，有兩項風險是需要特別關注的，分別是電子化交易風險及銷售創新金融商品的風險。現今金融市場中的任一筆交易至少都有一部分是藉由電子系統完成，因此一旦發生錯單或錯帳的情況，影響層面將更為全面及快速，如先前的 **Knight capital** 事件，僅在 45 分鐘之內就造成公司破產。另外，未來證券經紀人為了賺取更多利潤將會拓展既有經紀業務，比如銷售更多創新的金融商品，但這些商品極為複雜，對一般投資人而言都存在過高的風險。最後

Mr.Stephen Po 認為各國監理機關必須共同合作，推出更實用、更有效之規範，以保護投資人權益及促進金融產業的健全發展。

## 2. 主持人 Mr.Stephen Po：

各國在制定相關監理規範和機制時千萬不要完全抄襲其它國家，而是要依據自己國內實際市場環境及法令架構進行設計，發展出一套符合自己市場特色且對任何人都公平及一致的機制。希望透過今天與談人分享各國現況及相互意見交流，協助金融監管者設計和實施風險管理機制，並在不斷變化的市場環境中適時修正風險導向監管。就香港對於風險導向監理的方法及經驗來說，對中介機構監理主要分為三階段：

- (1) 風險辨識；
- (2) 非實地監理及實地檢查；
- (3) 監管結果；

首先是風險辨識，我們必須先將市場分類，判定不同產業之特有風險，例如就資產管理來說，不同中介機構及不同類別的交易策略公司，其所面臨的風險都不一樣；接著，在不同產業類別中又包含許多公司，各公司的風險也不盡相同，所以為了識別這些風險，我們也必須要瞭解各公司財務狀況、營運模式及管理階層之領導風格等。第二階段風險評估及監管方針，分為非實地監理及實地檢查；非實地監理包含分析業務資料及企業風險、執行風險和影響評估、追蹤民眾投訴(申訴)及自行呈報的違規事項，而監理機關應該要專注在最新的相關財務及營運資訊，並和過去績效比較以了解其趨勢；此外也要進行同業間的評估，比方高盛和摩根士丹利相比，本地經紀商和本地經紀商相比；最後，一定要進行壓力測試，一旦危機事件發生時，才能在最短的時間內判斷哪些潛在公司可能會發生問題。第二階段實地檢查則是證監會主要監管措施之一，有助了解公司業務運作、風險管理與內部監控，及衡量受查機構遵守法令和監管規定的程度，分為例行、特別及主題檢查，惟每項檢查的範圍及深度都是針對個別受查機構而量身

設計，藉以提高監管效能。此外，我們都是抱持著相信受查公司並與其合作的心態來完成任務，我們會給受查公司至少 2 週的時間準備相關文件，如此才能進行有效的審查。第三階段監管結果，證監會非常重視及早發現和管理潛在風險，若發現未遵循法令或存在監控缺失，會將該等事項通知公司，由該公司採取應變計劃，另若發現重大的違規情況，將對個案進一步訊問及調查，並在適當情況下採取行動。

臺灣證券交易所林總經理火燈提問：在金融市場中，電子化加上過度分割的市場交易才會產生令人難以應付的嚴重問題，請問對監理機關而言，應該要將現行複雜的市場架構簡單化還是尋求更創新的技術來解決此一狀況？

Stephen Po 回答：過度的市場分割(market fragmentation)存在於另類交易平台(Alternative Trading System)中，藉由主管機關的決策，如交易所提供對交易人的獎勵機制等，以吸引其至交易所交易，改善交易市場過度分割之情形。此外，主管機關缺乏資訊人才是一個嚴重的問題，現今所有的重要議題幾乎都和資訊科技有一定程度的關聯性，但監理機關卻對相關技術知識不夠瞭解；最後，其認為主管機關應該要主導決策並適時介入以降低發生類似風險事件時的市場損失。

### 3. 與談人 George Walz :

先談談風險導向監管機制的要素，首先策略必須明確且可行，監理機關必須要有資源、能力及使用正確的工具來建立機制，同時也必須確保未來有辦法持續執行。此外，該機制也必須要是大部分人都同意且能夠接受的。早期風險導向監管所關注的風險主要為和法令準則有關的風險，因此，只有主管機關會在乎；近年來已逐漸演變為和整體金融業有關連性的風險，因此整個產業都開始關注。此外，要訂定明確且清楚的風險容忍標準，並讓所有人都知道此資訊。另外，也要有高層的支持及推動，換句話說，



監理預算的多寡扮演很重要角色。同時，你也要進行評估，瞭解組織內什麼樣的人才，有辦法執行相關風險導向之監管。最後，選擇適合自己的相關系統及軟體，千萬不要過度購買軟體，並且記得要依照個別市場特性客製化打造專屬的系統及軟體。

接著在風險識別及排序方面，要結合質的判斷和量的分析 (Qualitative Judgment & Quantitative Analysis)，因為屆時你須要面對非常多的資訊，所以我們要用質的判斷來尋找並縮小必須被關注的重點，再利用量的分析來進行相關風險識別。而在進行風險排序前必須先瞭解自己的風險容忍程度，因為不可能所有風險都被列為最優先關注，所以要透過明確的風險容忍機制來排序相關風險之優先順序。最後，時間很重要，因為時間會改變一切，所以你要知道在既定的時間之內可以達到的合理目標為何。

在風險評估及監管方面，必須讓大家都知道你所關注的風險為何，並且如何進行評估，因為這都會影響到中介機構。同時也可進而利用此評估的內容及方法來改變中介機構的行為模式，千萬要記得做對的事(do the right thing)以及把事情做對(do the thing right)。在評估及衡量的準則方面，我們所需要的不在多，只需要少數好的衡量標準即可；而我們會使用不同的工具進行評估，包含公司的交易紀錄以及投資組合概況；此外，現行我們有一個並非強制的自我控管評估機制(self-control assessment)，目前約有70%的公司自願實施此一機制，因為他們知道這樣有助於監管機關更有效率及更正確的聚焦。在風險導向監管中，我們不只是一要選擇受監管的標的公司，同時也要知道該如何去執行，我們不可能注意到每個細節，但有三個層面很重要，包含基本業務、交易以及財務運作。

最後在風險忍受程度方面，我們也必須隨著市場環境的改變進行必要之調整，可以在不同的經濟環境、政策以及景氣循環中適用。最後我要強調的重點也是人才，你必須知道是否有足夠有能力的人才，可以進行相關的任務，這往往是最關鍵的部分。

#### 4. 與談人 Eduardo Flores Herrera：

墨西哥屬於開發中國家，因此對我們來講風險導向監管非常重要，我們和銀行、經紀商及交易所合作，因為他們可以提供很多有用的資訊，以利我們進行監管；但仍有許多公司因為資源不足，無法提供類似的資訊，所以我們必須更努力的去和他們合作，以取得必要資訊。通常我們在進行風險導向監管時有幾項步驟：

##### (1) 利用風險矩陣(Risk Matrix)進行評估

風險矩陣可以顯示金融機構的相關風險評估狀態，通常都是由監理者透過其經驗及調查所取得的相關資訊來進行評估，資訊來源包括過往查核紀錄及定期財務報告等。而在風險矩陣內我們又細分四大要素進行評估：

- 金融機構的核心業務
- 各業務之比重
- 固有風險(Inherent Risks)：包含市場風險、信用風險、流動性風險、法律風險、營運風險及技術風險等。
- 可降低風險之要素：主要包含公司治理、內部控制及風險管理等。

最後依據上述各評估要素我們會算出每個機構的風險評比，然後依照此風險評比及我們對未來趨勢的預測，以決定年度查核頻率。評比越低且趨勢向下的標的公司會受到查核的次數就會越多。

##### (2) 進行年度查核

##### (3) 擬定監管策略(不同產業及不同公司應該適用不同的監管策略)

##### (4) 進行實地檢查

##### (5) 採取相關授權的行動

截至目前為止，墨西哥銀行證券監理委員會（CNBV）認為這套風險導向監管之機制很健全，用來監管金融機構之營運風險也很完善，但我們

仍會持續不斷提昇風險矩陣的效用。最後，CNBV 也會對公開發行公司進行風險導向監管，我們每年會依據基本的風險導向分析，隨機挑選公開發行公司檢視其財務資訊。其中風險導向的分析模型包含了各公司質和量的資訊，並就下列五項要素進行評估：

- (1) 財務資訊
- (2) 會計師查核報告
- (3) 公司治理(公司治理越嚴謹，財務資訊可信度越高)
- (4) 過往法規遵循紀錄
- (5) 公開資訊(如新聞等，確認是否和公司之財務數據相符)

#### 5. 與談人 Gerben Everts：

在荷蘭，我們對於風險問題的定義為：任何可能對我們期望的監管結果(包含投資人保護、市場公平、市場秩序及穩定的系統)造成傷害之議題或事件。我們相信要成為一個有效的監管者，必須採用多層次的市場分析方法並且保持彈性、運用相關資源以面對所發現的問題，因為每個問題都需要不同的解決方法，而如先前幾位講者所提到的，機制的可行性是非常重要的。關於風險問題的偵測及解決流程如下：

- (1) 挑選最重要的問題
- (2) 執行完整的問題分析
- (3) 定義評估法則
- (4) 找出解決方法
- (5) 透過有效的方式採取行動

我們的監管部門都是以任務為導向在運作，大概可以分為三種類別：

- (1) 以監管主題作為分類之專案。這類主題的期限大致為 2-5 年。
- (2) 獨立專案。無法納入上述策略性主題分類之專案。
- (3) 持續性之任務。包含我們持續在進行之相關法規性任務，包含帳戶調查

等。

在監管主題部分，每年一次由我們的執行董事會決定主題及重點，某種程度也反應了來年的趨勢。專案部分，每年會進行兩次專案檢視並按其重要性重新排序，在這過程中，所有的員工都能提出自己的建議。

在風險識別部分，我們會透過下列方式：

- (1) 觀察特定訊號：包含大型機構的帳戶管理、媒體資訊及市場參與者的抱怨等。
- (2) 主動積極的研究：由風險分析部門完成。
- (3) 結構性的分析：包含藉由商業智慧工具(Business Intelligence tools)、訊號資料庫分析及自我評估。
- (4) 跨部門及跨機構合作及學習。

完成風險識別後，我們會將各項風險納入風險名單中。風險名單內同時會詳述各風險目前狀態、發生機率以及可能產生之影響，此名單為線上工具，目的是將風險排序、管理及監控，進而建構一完整的風險資料庫。

而在問題分析的階段，我們分為快速檢視及報告兩種型態。快速檢視通常僅需要幾天的時間，藉此觀察問題及釐清相關風險，進而提出後續的任務目標。而報告則需要數週的時間，需要對整個市場研究瞭解，並更深入的探討問題。而上述兩種分析都會包含內部資料的分析、外部來源的研究以及其他監管機關的訊息（如中央銀行）。

## 6. 與談人 Wang Jiang Horng：

在巴西風險導向監管模型於 2009 年實施，每半年由巴西證管會（CVM）向國家貨幣委員會（CMN）報告評估和調查結果，半年度書面報告可在 CVM 網站上找到。

在 CVM 的法規下，大多數受監理機構直接由 CVM 或間接由自律組織來監管，包含：上市公司、集體投資工具和資產管理公司、市場中介機

構、自律組織(交易所 BVMF、交易資料庫 CETIP 等)，監管常透過非實地及實地檢查完成，而特定主題監管(Thematic Supervision)為一次性的，可依照需求和例行性監管相輔相成。

風險導向監管過程為辨識風險、確認優先順序及界定監管措施，相關的監管活動由 CVM 董事會核准。首先辨識風險，風險主要可區分為基本風險和因應新環境及創新投資工具產生之風險。基本風險係依據法規訂定之揭露及行為要求，例如上市公司，其風險為制定和揭露財務資訊不符合相關法規，監理重點為確保財務資訊依據 CVM 法規及國際財務報告準則(IFRS)揭露。另外，巴西於 2011 年設立風險辨識委員會(CIR)，特別針對新產品和活動帶來之系統性及新興風險，主要以特定議題檢查為主。

接下來依據機構規模、投資人口、銷售管道等對投資者及市場衝擊，及過往不合規之紀錄，將其分類為不同族群，確認優先順序後再行界定監管措施，並確認各族群之抽檢數目，進行非實地及實地檢查，另外，也可依風險性和即時可用性數據分析後進行非實地及實地檢查。

風險導向監管可使監管資源有效配置，提供風險管理的框架，更了解受規管機構、彈性適應新環境，確認風險的演變及不同特點。未來兩年，CVM 計劃將風險監管導向擴大適用範圍，更深入了解受規管機構所面臨之風險，提升數據收集和風險指標發展。

## 捌、 監理研討會—中小企業籌資 (SME Financing)

一、 時間: 9月30日 14:00~16:30

二、 主持人: **Peter Clifford**, President, Global Market Institute

三、 與談人:

**Nehal Vora** – Chief Regulatory Officer, Bombay Stock Exchange

**Jonathan Medved** – CEO, OurCrowd

**Liu Fuzhong** - Vice Director of Strategy&International Relations, Shenzhen Stock Exchange

**Luiciana Dias** – Commissioner, Brazilian Securities and Exchange Commission

四、 會議摘要:

### 1. 主持人 Peter Clifford:

中小企業籌資議題與 IPO 市場、新興市場及中小企業市場的整體市場變動具相關性，在償付能力指令 II 和資本要求 IV (Capital Requirements Directive, CRD IV) 實施後，金融機構可用於投資私募股權和風險投資基金的資金將大為減少，也可能影響中小企業籌資能力。

(1) 以 2009 至 2012 年的資料來看，成功從另類市場及中小企業市場募資的前 5 大交易所(深圳交易所、多倫多交易所集團、愛爾蘭交易所、倫敦交易所集團及韓國交易所集團)占全球募集資金 72%。

(2) 2012 年美國 JOBS 法案通過後，新興成長公司(Emerging Growth Company (EGC))由 68 家成長至 2014 年的 188 家。

(3) 目前尚需探討的議題為:

- a. 發展中小企業交易所的前提條件為何?
- b. 中小企業市場在小型市場國家是否可持續發展?
- c. 對小公司而言何者為最佳之公司治理方式?

d. 支持中小企業籌資，政府及監管單位該選擇何種政策？

2. 與談人 Nehal Vora：

- (1) 由於中小企業資訊揭露較不完整，無全面性的公司治理規範，因此金融機構傾向對中小企業採抵押融資，自 2008 年金融危機之後，銀行認為中小企業屬高風險群，這也是中小企業所面臨的另一挑戰。在印度，中小企業占國家 GDP 17%，製造產業 45%，出口產業 40%。長久以來中小企業都為籌措資金而努力，截至目前透過銀行取得資金只占不到 20%(大型企業約為 50%)。
- (2) 根據印度證券交易委員會的規範，中小企業板 (SME platform)和主板所要求的發行資本面額需達 166 萬至 416 萬美元之間。需 100%透過承銷，承銷商需占 15%的承銷比例且至少 3 年透過承銷商造市。與主板最大的不同點為：

項目	主板	中小企業板
查核頻率	每季	每半年
造市制度	無	至少 3 年
承銷	無限制	100%
核准單位	主管機關	交易所
掛牌申請及核准	有要求	無要求

- (3) 在孟買交易所中小板的中小企業，如實收資本超過 166 萬美元（1 億盧比），且股東會三分之二以上持股股東(非發起股東)同意，即可申請轉至主板，但需符合主板的三大要求：至少有 500 位投資人、支付主板的掛牌費且需每季查核。
- (4) 孟買交易所中小板介紹：66 家掛牌，全體籌措資金達 12.6 億美元，目前登記於孟買交易所的造市商有 85 家。S&P 孟買中小企業 IPO 指數於 2012 年 8 月 16 日公佈，當時的基準指標為 100，目前已經上昇至 900。

3. 與談人 Jonathan Medved：

- (1) Massolution 提出 2013 年全球透過群眾募資平台業者取得約 51 億美元，約為 2011 年所募得金額的 2 倍。2013 年 10 月世界銀行預估全球於 2025 年透過群眾募資所募得之金額可達 950 億美元。群眾募資目前分 4 大管道：客戶借貸、實體獎勵、捐贈及創投。
- (2) 目前股權式的群眾募資方式被廣為討論，係該開放給一般大眾或是專業投資人？
  - a. 開放給一般大眾之現況：
    - 允許任何投資者參與股權式的群眾募資而不管其經濟能力或其專業知識。
    - 美國 JOBS 法案第三章規定尚待發布。
    - 英國刻正著手規劃。
  - b. 開放給專業投資人之現況：
    - 在美國，根據 506 D 的規範，僅有少數投資人符合其定義。
    - 部份平台業者需遵守美國證管會「無異議函」“No Action”的規範。
- (3) 主管機關在制訂群眾募資法時相關議題：
  - 規範一般大眾或是專業投資人？
  - 由公司或投資者承擔費用？這些費用是承銷費用（如券商）或是管理和附帶權益費（如創投）？
  - 董事會要有投資人代表嗎？
  - 需要限制投資金額（如 100 萬美元？）嗎？
- (4) 據估計，在美國大約有 900~1000 萬戶（占全國住戶的 6.7%）有資格投資於私募證券（專業投資人：年薪 20 萬美元，100 萬美元的淨資產）。美國證券交易委員會近期收到其投資者諮詢委員會建議提高上開標準。例如提高年收入或淨資產門檻或可投資的比例，甚或新增專業知識的要求。



#### 4. 與談人 Liu Fuzhong :

##### (1) 深交所多層次資本市場架構

- 主板: 1990 年 12 月 1 日成立，480 家藍籌公司掛牌
- 中小板: 2004 年 5 月 17 日成立，723 家公司掛牌
- 創業板: 2009 年 10 月 30 日成立，392 家新高科技公司掛牌

私有公司約占中小板 81%，創業板 95%。93% 創業板發行人及 74% 中小板發行人為高科技公司，在深交所掛牌的中小企業分散於全中國 120 多個城鎮。

##### (2) 資訊揭露

深交所率先採用 XBRL（可擴展商業報告語言），以簡化資訊的傳遞。2010 年推出「互動易」平台，利用微部落格方式來簡化投資者與上市公司的溝通。接著於 2013 年推出「投知易」網站，將投資知識結合網絡遊戲，藉由遊戲的方式來測試和模擬投資，使投資者知道自己的風險偏好，轉化成合理的投資策略。

##### (3) 擴大市場範疇

在 2014 年 5 月，中國證監會降低了創業板上市門檻。符合下列標準即可申請創業板掛牌：

- 最近兩年連續獲利，淨利潤累計達 1000 萬元人民幣以上（160 萬美元）；或
- 最近一年獲利且淨利潤達 500 萬人民幣以上（80 萬美元）、最近一年營業收入超過 5000 萬元人民幣（810 萬美元）以上，且最近兩年營業收入增長率均不低於 30%。

2014 年 7 月，中國證監會允許符合一定條件且尚未獲利的互聯網和科技創新企業在新三板掛牌滿 12 個月後於創業板特設的單獨次板發行上市。

##### (4) 中小企業私募債券狀況

截至 2014 年 8 月，325 家公司已經申請發行債券而 253 家公司已經完成債券的發行，總計可募集約 266 億人民幣，加權平均票面利率為 9.18%，與銀行貸款相比可節省約 40% 的成本。

(5) 全國中小企業股份轉讓系統

2013 年 1 月全國中小企業股份轉讓系統推出，而深交所為其最大股東之一。全國中小企業股份轉讓系統主要針對非上市公眾公司。在此系統掛牌的公司一旦符合上市標準可以直接申請在證券交易所上市。截至 2014 年 8 月，掛牌家數達 1100 家，與 2013 年年底比較成長了 2.1 倍。區域股權交易中心，稱為「新四板」，於 2014 年 4 月被納入中國的多層次資本市場體系。深交所持有全國中小企業股份轉讓系統 10% 的股權，並投資於重慶，武漢，北京，山東等地的區域股權交易中心。

5. 與談人 Luiciana Dias：

(1) 巴西中小企業現況

2010 年至 2012 年有 25 個 IPO 案件，平均一個案子為 4.9 億美元，截至 2012 年底，有 452 家公司上市。未來經濟將持續增長，目前傳統的籌資方式已經不敷使用，低利率將提高投資者風險。公共和私有部門聯合出擊方向為：促進中小企業進入資本市場及其發展、組成工作小組研究各國(加拿大、英國、波蘭、澳洲、西班牙、南韓及中國)的發展經驗。

(2) 國外考察的結果

某些國家對投資人的稅率優惠有助提升其市場交易量。對中型企業而言，管理的鬆綁對擴大 IPO 市場無太大的影響，且 IPO 的固定費用非影響發行量的主要因素，在巴西其相關費用相對低廉。規模較小的 IPO 案件僅需提供簡易的公開說明書，且不需要向主管機關登記。在大多數的國家，可以提供更簡單的公開程序且成本較為低廉。

(3) 中小企業的定義及要求

根據 2012 年 11 月成立的技術委員會(Technical Committee)建議並重新訂定中小企業的定義：資本額(基於 IPO 的價格)小於 7 億巴西幣(約 3.04

億美元)且 IPO 前的淨銷售額小於 5 億巴西幣(約 2.17 億美元)，且至少提供 67%的股權用以 IPO 銷售。在交易所或店頭市場特定人交易的股票必須確定有遵從公司治理的要求，例如：公司若非特定產業，需強制以市價公開發行、利用仲裁來解決公司糾紛、在章程中明確承諾至少在某些特定事件中股東有投票權。已經符合資格標準的上市公司將會提供更多優惠。

6. 座談會結論：

中小企業占全球民營企業就業人口比重甚高，對全球 GDP 貢獻很大。儘管中小企業對經濟成長很重要，但籌資不易，對政策制定者是一大挑戰。監管機構對小規模公司訂定相關規範的同時，亦需確保對投資者的保障。本次研討會提出許多中小企業籌措資金的管道，從創業初期的創投資本到證券交易所上市等方式。集資的議題不但著眼於當前的環境並考慮世界不同地區的狀況，探討如何設計對中小企業有利的市場環境。研討會另一個重點在討論市場上訊息不對稱所造成中小企業信用評價的問題。最後亦討論已開發國家之中小企業籌資經驗是否可以轉移到新興市場。

## 玖、 IOSCO 年會開幕式

一、 時間：10月1日15:00-15:45

### 二、 **Keynote speaker: Mr. Guido Mantega (Minister of Finance) :**

巴西財政部長 Mr. Guido Mantega 發表開幕演說表示：在全球金融風暴後，主要監理議題包括：影子銀行、信用評等機構、BASEL 資本適足性、店頭衍生性商品之集中結算（CCP）等以防止金融機構太大而不能倒（Too big to fail）及強化跨國監理合作等議題，而全球各金融監理機關面對日趨複雜的監理制度，應以整體之角度出發，強化監理機關合作與經驗交流，共同面對資本市場之機會與挑戰，促進經濟永續成長。

### 三、 **主辦單位致歡迎詞 —Mr.Leonardo Gomes Pereira (Chairman, Comissão de Valores Mobiliários) :**

巴西金融監督管理委員會(Comissão de Valores Mobiliários，CVM)主席 Mr. Leonardo Gomes Pereira 致歡迎詞表示：第39屆 IOSCO 年會秉持促進監理機關之合作與加強經驗交流之信念，以「Market-based financing for global economic growth: a forward looking approach」為會議主軸，針對投資人保護與教育、籌措長期資金來源及如何解決現階段金融監理相關問題等議題進行意見交流及公開討論，以確保永續成長及安全。而全球金融監理機關面對日趨複雜的監理制度，我們所有金融監理機關必須積極準備，解決現階段金融監理相關問題，這也是我們聚集在此的目的。今天的專題座談會包括執法、公司治理、籌措長期資金來源、投資者保護和教育四個主題。

### 四、 **IOSCO 致歡迎詞 Welcome by IOSCO Leadership :**

#### 1. **IOSCO 理事會主席 Mr. Greg Medcraft**

IOSCO 理事會主席 Mr. Greg Medcraft 於開幕式中表示，巴西金融監督管理委員會(Comissão de Valores Mobiliários, CVM)成功舉辦本屆 IOSCO 年

會。本次年會對於全球各地資本市場所面臨的重要議題，有相當重要的討論，對於建立穩健而井然有序的金融市場，及持續經濟成長都有深遠的影響。本次年會從證券監管機關的角度進一步推動包括透過投資者保護，以協助恢復資本市場信心、處理系統性風險、並發揮促進經濟成長的功能等相關監理措施，這些監理措施都與 G20 致力於監管改革及鼓勵經濟成長的發展方向一致。IOSCO 目前相關工作推動進度如下：

- IOSCO 與 FSB 合作有關「非銀行業非保險業之全球系統性重要金融機構」(non-bank non-insurance systemically important financial institutions ,NBNI SIFIs)研議案已進入完成階段。
- 與巴塞爾銀行監管委員會(the Basel Committee on Banking Supervision) 共同合作證券化市場監理議題，以支持證券化市場的持續發展，作為實體經濟籌資的重要來源。
- 加強審計品質，包括（1）研究審計委員會在改善審計品質的重要角色；（2）加強與其它策略夥伴的合作，如獨立審計監理機關國際論壇（International Forum of Independent Audit Regulators, IFIAR）；及（3）加強審計相關標準的制定。
- 透過發展執法制度之有效嚇阻架構(Credible Deterrence framework)，近期 IOSCO 並將發表一份文件闡述「阻止潛在違法者從事不當行為的關鍵因素」。
- 研究市場如何發揮其自有功能，以籌措中小型企業（SMEs）及基礎設施的資金。
- 持續就跨境監理合作問題進行探討，並將在今年底前發表諮詢報告。
- IOSCO 理事會成員一致同意將進行有關自願性終止集合投資計畫 (voluntary termination of collective investment schemes)議題之研究。

**2. IOSCO GEM 主席 Mr. Ranjit Ajit Singh (Chairman, Securities Commission, Malaysia)**

Mr. Ranjit Ajit Singh 表示將加強對資本市場短期波動的應變能力，同時專注於提倡建立可持續和包容性成長的資本市場。 Mr. Ranjit Ajit Singh 並就本次年會將於 IOSCO 首長委員會(Presidents Committee)同意提高理事會會員(Permanent Board Members)收費的提案，以運用在能力建構(Capacity Building)相關工作上表示歡迎。

### 3. IOSCO 秘書長 Mr. David Wright (Secretary General, IOSCO)

Mr. David Wright 表示本次年會已完成諸多重要工作，針對資本市場重要議題提出許多解決方案，也達成許多共識，有效傳達 IOSCO 前瞻之目標，感謝所有會員的熱誠參與與貢獻。此外，透過多元且開放之專題研討會，使監理機關與非監理機關皆能充分分享與交流意見。本次 IOSCO 理事會並討論 2020 年策略發展方向，及如何選定優先的工作方案。IOSCO 理事會在會議中發表兩份研究報告，以支持 IOSCO 所推動的政策：

- 證券市場風險展望報告(Securities Markets Risk Outlook 2014-2015)
- 對中小企業以市場為基礎之長期籌資報告 Market-Based Long-Term Financing Solutions for SMEs and Infrastructure

### 4. 證券市場風險展望報告(Securities Markets Risk Outlook 2014-2015)

#### (1)證券市場趨勢與弱點

- 證券市場呈現成長趨勢：  
證據顯示已開發市場(尤其是美國與歐洲)，銀行間接金融授信等功能有逐漸被市場基礎融資(即直接金融)取代的趨勢，特別是公司債市場顯著成長。惟大陸證券市場雖呈現成長趨勢但其成長性卻被銀行業貸放大幅擴增所阻礙，大陸地區銀行業貸放予非金融機構之餘額於 2013 年達 12 兆美金，該金額自 2007 金融海嘯以來成長三倍，且為美國銀行業整體貸放金額 150%倍。
- 證券市場整體價格與市值呈現成長趨勢：

整體而言，已開發國家之資本市場表現顯示過去一年價格(市值)呈現成長趨勢，波動率則回歸金融海嘯前之水準。此外，低利率環境使得債券發行成本呈現歷史新低，因此整體債券發行量及殖利率均呈現成長趨勢。惟利率短期內上升風險可能導致市場波動加劇，使價格回復新水準，製造更多市場之贏家與輸家。各國主管機關應致力確認投資人了解潛在風險。

- 店頭衍生性商品市場流通金額及集中結算金額仍呈現成長趨勢：

在金融海嘯後衍生性商品(OTC)市場商品名目金額至 2013 年底為 710 兆美金，相較於 2008 年底 500 兆美金仍有成長趨勢。另隨著各國店頭衍生性商品集中結算制度相關法規之修訂，店頭衍生性商品集中結算數量持續增加。統計 2014 年 4 月底，全球 61% 之利率交換(Interest Rate Swaps, IRS)及 30% 之信用違約交換(Credit Default Swaps, CDS)已採集中結算，前兩類商品合計約為 360 兆。

- 房地產市場及房地產投資信託市場風險：

房地產市場在金融海嘯後，呈現逐漸復甦的趨勢，明顯房市價格成長地區包含香港(成長約 117%)、新加坡(52%)、奧地利(45%)及臺灣(40%)。報告指出市場普遍擔心房市有過熱的情形，部分主管機關並開始有抑制措施。

- 新興市場資金流動頻繁影響證券市場價格：

金融海嘯後資本市場資金流動日益頻繁，特別是資金流入未開發市場，伴隨著市場制度尚非十分健全，導致部分新興市場價格過高。

- 全球總體經濟政策影響證券市場：

全球總體經濟政策尤其是美國及歐洲貨幣市場政策變化，對全球資本市場可能產生外溢效果。

## (2) 潛在系統性風險來源

- 金融系統尋求高收益之潛在風險：

現今低利率環境使得投資人為取得相同收益所承擔之相對風險增加。

低利率環境因素已造成市場上益發追逐更高風險商品。2014 年高收益債券發行已達歷史新高之 6,170 億美金、次順位債券發行已達 2970 億美金。此外，整體市場槓桿運用也增加，銀行槓桿融資已達到金融海嘯前金額之 1.8 兆、美國保證金債務(也是股市投機程度指標)亦於 2014 年第 1 季達 1.4 兆新高。綜上，未來更細膩對相關資訊蒐集、情境分析及對金融機構之壓力測試，以評估整體金融市場槓桿情形將相當重要，特別是近期各國貨幣寬鬆政策可能即將結束及主要新興市場經濟成長不如預期之經濟環境。

- 資金流入新興市場以尋求收益之風險：

近年新興市場之資本市場已開始略具規模，惟相對已開發市場流動性仍顯不足，這表示新興市場將承受跨境資金流動產生之高波動性，例如已開發國家貨幣寬鬆政策明確終止時。2013 年中當美國聯準會建議降低 QE 資產購買規模時，新興市場之債券利率、股市及貨幣市場即立即受影響。此外，多數國家亦發現，其他因素如政治風險及大陸市場經濟成長趨緩可能對資金流動造成更大影響。

- 集中結算風險：

店頭衍生性商品交易在金融海嘯後各國均對其進行重大性改革，一個很重要的部分就是強制要求衍生性商品交易進行集中結算，IOSCO、BCBS 亦為此發布集中結算之相關原則作為監理集中結算政策之準據。

- 採用擔保品及風險移轉之增加：

銀行在金融海嘯後面臨更嚴格之資本適足要求、各國中央銀行為提供銀行更好資金拆放來源，均傾向持有品質較佳的擔保品。此外，店頭衍生性市場交易，亦被要求提供更高品質擔保品作為初始或變動保證金，整體金融系統在增加對擔保品品質要求，可能導致銀行資產負債表下受限制資產增加，產生對整體市場運作的不良影響，並可能增加整體市場複雜性、不透明度，衍生金融系統風險。



- 金融機構之文化與公司治理：

在金融海嘯及近期 Libor 操縱醜聞後，各界不斷提出對金融機構公司治理的失敗問題之呼籲。金融機構公司治理之失敗可能源自於公司並未管理其潛在風險並列入公司重要策略中，相關證據顯示，股東對公司的監視可以降低發生公司治理問題的風險，此外公司薪酬制度，是否納入公司長期發展表現之因子，也相當重要。

## 拾、專題座談會 (Panel Discussion)

### Panel I — 執法，恢復投資者信心及維持市場穩定成長的關鍵驅動力

一、 主題：執法—恢復投資者信心及維持市場穩定成長的關鍵驅動力  
(Enforcement - A critical driver to regain investor confidence and keep market stability and growth)

二、 時間：10月1日 15:45-17:45

三、 主持人：Mr. David Wright (Secretary General, IOSCO)

四、 與談人：

**Mr. Leonardo Pereira** (Chairman, CVM, Brazil)

**Ms. Mary Jo White** (Chairperson, US SEC)

**Mr. Greg Medcraft** (Chairman, ASIC, Australia/Chairman of the IOSCO Board)

**Ms. Arunma Oteh** (Director-General, SEC, Nigeria/Chairman of the IOSCO Africa/ Middle-East Regional Committee)

**Mr. Gerard Rameix** (President, AMF, France/Chairman IOSCO MMoU Monitoring Group)

五、 會議摘要

本論壇主持人 Mr. David Wright 首先說明最近國際監管機關朝向降低金融機構的槓桿操作，如此發展將有機會擴大資本市場長期籌資功能的角色。因此我們首先需要重拾2008年金融危機後投資人的信心，透過傳送明確信息來加強執法能力，以一強而有力的制度確保遵守法令，進而達到保護投資者，維持資本市場的永續發展。本論壇主持人介紹各與談人，接著與談人分別就本議題發表意見，意見內容摘要如下：

#### 1. **Mr. Leonardo Pereira (Chairman, CVM, Brazil)**

Mr. Leonardo Pereira 表示拉美經濟危機後，巴西資本市場的基礎制度逐漸達到國際標準。巴西在歷經資本改革後，外資持有巴西上市公司市值比例達 34%，很多已赴海外上市的企業紛紛轉回巴西上市，市場信心逐漸恢復。而巴西金融監督管理委員會目前主要監理目標包括：確保交易所及場外交易市場的正常運作、防止公司經理人對股東進行詐騙及違法行為、避免任何形式的欺詐或操縱行為引起資本市場人為的價格變動、確保投資大眾取得發行公司的所有相關信息、確保所有市場參與者採取公平的交易行為、刺激儲蓄投資證券、促進擴大巴西資本市場的效率及促進巴西發行公司的資本化。巴西資本市場監理方向，基本上與國際市場同步。

## 2. Ms. Mary Jo White (Chairperson, US SEC)

### (1) Introduction

Ms. Mary Jo White 表示身為證券監管機關的一員，強化證券法令的執行是保護投資者、維護投資信心、並確保市場穩定的重要關鍵。而現今我們需要以全球資源將違法者繩之以法的能力，且也能傳送強烈的威懾信息，以預防可能的欺詐者犯案。面對這些挑戰需要大家的認同及有力的國際合作。

### (2) 美國證管會執法程序

Ms. Mary Jo White 表示：維持穩健的執法程序始終是美國證管會首要任務，美國證管會現在約有 1300 位律師、會計師、及分析師在執法部門工作，2013 年針對證券不法案件共進行 675 件執法行動，以及進行 34 億美元罰款及追繳不法所得。除此之外，美國證管會更專注於提供高品質案件處理模式，處理案件包括確保證券交易行為公平性及遵循法令規範、投資顧問收取費用不公開及違背客戶信任的行為、證券經紀商利用自動交易系統故障而擾亂市場、以財務報導攻擊發行人、對金融體系審計人員的攻擊、國際企業反對海外貪腐法案及各種涉及內線交易和欺詐發行案件等。

美國證管會還以創新方式擴大證券市場執法範疇，例如最近首次控訴違反市場准入規則之業者，要求業者為客戶提供進入市場前的適當風險控管措施、警告投資比特幣(Bitcoin)等虛擬貨幣存在諸多風險、首次控訴個人誤導及阻撓投資顧問的法令遵循主管、首次依據 Dodd-Frank 法案施行吹哨者反報復權利，控訴一家把告密的員工降職或歧視的公司。

(3) 強化執法程序 (Enhancements to the Enforcement Program)自從 2013 年 4 月 Ms. Mary Jo White 擔任美國證管會主席後，做了下列改變，包含針對特定類型的不當行為成立新的工作小組(Task Forces)、改變某類型不法行為案件的解決方案及新的吹哨者方案等，內容說明如次：

- 成立新工作小組

為加強打擊會計欺詐，美國證管會在 2013 年 6 月建立財務報告及審計工作小組(Financial Reporting and Audit Task Force)。該工作小組利用新的財務報告數據來源，並利用創新的分析工具，以更快速鑑別值得進一步調查的財務報表和相關揭露。

美國證管會針對股票總值較小、且不需定期向證管會陳報資料、投資人不易取得財報等公司的相關類型操縱行為，以及「拉高倒貨」(Pump and Dump)類型的操縱行為，成立了微市值詐欺工作小組(Microcap Fraud Working Group)，主動出擊並儘速停止不當的交易行為，限制違法者從中獲利。

工作小組亦因個案所需，與國際監理機關密切合作。如美國 SEC 曾指控股票推銷網站，利用電子郵件發送給 70 萬人來吹捧股票，並以欺詐手段拉抬價格。該案犯罪者住在洛杉磯，但也是加拿大公民，同時持有黎巴嫩、尼維斯和瓜地馬拉的護照，並透過銀行和券商在瑞士上市，在塞舌爾及瓜地馬拉具有註冊公司，因此證據、犯罪者、行動分佈在世界各地，該案充分運用 IOSCO 多邊諒解備

忘錄的合作模式—MMoU，達成嚇阻跨境犯罪效果。

- 公開承認(Admissions)

另一項改變就是針對我們的執法程序，修改 SEC 長期以來既不承認也不否認之指控和解協議 (No admit-no deny settlement protocol)。現在，我們針對某些不法行為的類型，我們需要更多的公眾問責 (Public Accountability)，要求涉案者公開承認其不法行為。沒有什麼能比得上一個公司或企業高階主管違反了證券交易法而能公開承認自己有罪。可以確認的是，就美國證管會的執法程序及美國資本市場上，已經有效提升了投資者的信心。公開認罪可以讓想違反證券法規的人，產生強而有力的威懾，並可對於想犯罪的人產生明確的警告。

- 吹哨者(Whistleblowers)

2010 年 7 月 21 日美國總統簽署「華爾街改革及消費者保護法案」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.) 後，授權證管會獎勵舉發證券市場不法行為之吹哨者，以採取有效行動。當經濟制裁超過 100 萬美元，檢舉人有機會得到最終罰款 10% 至 30% 的款項。近年來，平均每年我們會收到了超過 3000 則來自吹哨者的檢舉。

#### (4) 國際合作(International Cooperation)

在當今的全球市場中，詐騙和其他不法行為通常是跨國在進行，因此需要在各國前所未有的無縫合作。尤其美國證管會的調查及執法行動往往涉及在世界各地不同國家的證人和證據。面對此一事實，如果我們要繼續成功地進行這些調查並起訴違法者的罪行，廣泛且有效運用 MMoU 以及雙邊協議，比以往任何時候都更加重要。事實上，過去的一年中，美國證管會取得超過 900 宗個案係向國際間請求援助，也因為如此，許

多個案能夠取得關鍵證據，進而起訴違法者。在最近的一次反海外腐敗法的個案 FCPA, SEC 就從德國檢察官獲得銀行及其他公司紀錄等有價值的證據。同時另一個案，我們亦獲得澳洲，根西島(Guernsey)，列支敦士登(Liechtenstein)、挪威、加拿大、瑞士、及英國監管機關的大力協助。在 2014 年，美國證管會也回應了超過 500 個來自我們國際合作夥伴的請求，且大部分係來自 MMoU 的合作基礎上。

#### (5) 結論

為了迎接這一挑戰，無論是在美國或在全球各地，我們必須保持警惕，以打擊欺詐和其他不當行為。我們必須繼續透過 MMoU 多邊協議一起工作，不斷評估這些推陳出新的工具，在瞬息萬變的世界中確保它們有效。我們要讓市場禿鷹和市場操縱者知道沒有地方可跑，也沒有地方躲，讓投資者信任我們。

### 3. **Mr. Greg Medcraft (Chairman, ASIC, Australia/Chairman of the IOSCO Board)**

Mr. Greg Medcraft 表示，市場最重要的，就是要讓投資人有信心，故監理者應向投資人保證，若市場有問題，投資人肯定會受到保護。此外，就保護投資人信心而言，當事情發生，監理者要迅速且果決的應對。在澳洲，此步驟為「偵測、了解、與應對」。偵測是用市場情報來偵測不法行為，了解後再採取行動。針對高風險的市場，注意潛在的風險，因此監督是重要的。澳洲也有「守門員」機制，若發現不法行為，會進行通報。更重要的是利用數據 (data gather and matching) 收集與比對，再找出不正常的趨勢。打擊犯罪的兩大要素包含：(1) 犯罪者擔心被偵測，故要建立偵測機制；(2) 一但被偵測，犯罪者需要被嚴重的處罰。前兩年他們處理了兩百多件案件，也行使執法，禁止渠等在金融機構服務與信貸市場活動。去年，有幾百人被排除在金融市場外。如此的執法，可警示其他人不得犯法，若犯法，就必須坐牢。此外，為了使投資人安心，每半年會公布監理的狀況與執法的方式。更重要的是，當國際犯罪發生，監理者必須向投資人保證，他們有

能力進行快速且有效率的反應並加以制裁。

4. **Ms. Arunma Oteh (Director-General, SEC, Nigeria/Chairman of the IOSCO Africa/ Middle-East Regional Committee)**

Arunma Oteh 提到四點原則：第一：強而有力的執法系統(Enforcement Regime)是給投資人信心的關鍵；第二：遲來的正義，就是被拒絕的正義，故執法須有時效；第三：執法是大眾最後的希望；第四：犯法的代價會大到讓公眾領悟，唯一能做的就是守法。另外，制定客訴管理架構 (Complaint Management Framework)、強化調查，可讓 NCC Nigeria 的執法系統更加健全。最後她也強調，就執法而言，國內與國際的合作有同等的重要性。

5. **Mr. Gerard Rameix (President, AMF, France/Chairman IOSCO MMoU Monitoring Group)**

Gerard Rameix 說明，管理者須強化司法執行的成效。在全球化跨境活動日益頻繁的時代，監理者的跨國合作是非常必要的。同時，國際資料的分享與公開，持續在增加中，此點也對管理效能有很大的助益。因為各國市場的法律架構不同，各國對市場、犯罪、執行的定義也不一，故必須緊密合作，加強監理者的功能，做出最好的裁決。目前我們在國際監理的面向上，已有長足的進步。

6. **David Wright 總結**

David Wright 總結，各國須提升監理效率及對市場的反應，促進各國不同管轄權、警察、法務系統的合作，加強科技與數據運算，以箝制犯罪，使用媒體與傳播，也是方法之一。另外，吹哨者的好處是可帶來激勵效果，促進執法效能。

## Panel II—提升公司治理是否為市場持續發展的關鍵驅動力

一、 主題：提升公司治理是否為市場持續發展的關鍵驅動力 (Is improved Corporate Governance a key driver for sustained market development?)

二、 時間：10月2日 09:00~10:30

三、 主持人： Maria Helena Santana (IFRS Foundation Trustee)

四、 與談人：

**Hans Hoogervorst** (Chairman, IASB)

**Louis Morisset** (President and CEO, AMF, Québec)

**Marcello Bianchi** (Chairman Steering Group on Corporate Governance OECD)

**Michelle Edkins** (Managing Director, BlackRock)

五、 會議摘要

主持人 Ms. Maria Helena Santana 首先介紹本次座談會與談人，並表示良好的公司治理守則是資本市場發展不可或缺的，控管和監控市場參與者業務活動及內部流程的機制至關重要，可減輕系統性風險及影響市場穩健發展之因子，然而資本市場監管者如何才能在確認治理風險及不斷提高的監管條件下，尋求平衡及更有效率的運作，主持人希望透過與談人間相互的意見交流，了解監管者在公司治理扮演直接和間接的角色。

加拿大魁北克證券主管機關 AMF 總裁暨執行長 Mr. Louis Morisset 首先提出看法，認為公司治理確為市場持續發展的主要驅動力，資本市場中，市場信心所扮演的角色至為重要，根據近年的經驗，某些破壞市場信心的行為對市場會造成無法預期的傷害，因此對於主管機關而言，當務之急便是降低資本市場不必要的風險。

另外，證券主管機關亦應當設立公司治理標準，依此標準監管其上市公司並將公司治理納入上市標準，主管機關必須強化公司治理模型，不能容許在此模型中存在任何致命的錯誤。當我們在發展公司治理模型時，我們必須



兼顧投資人保護與強化公平效率市場，但知易行難，因此我建議主管機關必須對市場實務保持足夠的敏感度並在公司治理標準上保持彈性，公司治理並不存在一套放諸四海皆準的標準，大型企業的公司治理標準放到中小企業上可能格格不入，因此，公司治理絕非一個靜態模型。

以加拿大而言，聯邦與各省證券主管機關為一傘形架構，彼此各有不同權力，而各省的市場特性亦不相同，但各個主管機關皆致力於保持市場透明與彈性。加拿大的監管模式具有一大優勢，各主管機關共同貢獻自身特長並於聚會時提出不同看法，腦力激盪的結果，使得加拿大這個全球第二大國的資本市場非常有效率，且公司治理亦非常完善。

第二位發言者為 **Mr. Marcello Bianchi**，**Marcello** 為經濟合作暨發展組織資深研究員，他指出公司治理實為資本市場與個別組織的關鍵資產，除了傳統上所認為的可確保投資人保護的功能之外，近期亦發現公司治理是經濟成長的一項基本要件。國際間各個組織對於公司治理的效用、意義與影響也逐漸有所共識。然而，目前我們在公司治理這個領域中所遇到的挑戰仍然層出不窮，首先，前幾年所發生的金融危機顯示出公司治理之執行乃至投資人對資本市場的信心仍顯不足，第二，機構組織的所有權逐漸成為一個重要議題，最後，投資型態有朝向多層次或鏈狀的型態轉換，造成相關代理成本恐將逐漸上升。

這些新的挑戰值得我們深入研究，公司治理的新挑戰也是新機會，只要能確實落實公司治理的精神與實務，便能增進經濟效率、穩定金融體系並達持續成長。

接著 **Ms. Michelle Edkins** 站在投資者的觀點探討公司治理的意義，作為資產管理業者，貝萊德(**BlackRock**)基金公司必須為客戶管理各類資產，而各機構客戶類型不同、國籍不同、公司架構不同、法律要求也不同，因此，如何確保公司治理有效運作變成為專業資產管理公司的一大難題，另一方面，投資標的的公司治理亦十分重要，公司治理良窳直接影響投資績效，一般來

說，資產管理公司會以下列步驟確認所投資公司之治理狀況：

1. 接觸公司，並研究公司相關資料。
2. 開始與公司往來並建立關係，以獲得第一手有關公司治理之資料。
3. 確保該公司之公司治理可維持長久且可信賴。
4. 貝萊德並會設法影響所投資公司之公司治理政策，使其往良善的方向邁進。

公司治理並非僅是一個清單，每個項目都勾選就表示已經達成目標。公司治理是一個架構(**framework**)，且是一個完整的架構，該架構必須能鼓勵代表各種不同利益的人彼此對話，而資產管理業者可透過投票參與重要決策的過程，引導整個企業的政策方向，促使長期籌資的條件改善，使企業整體價值得以提升。

**Mr. Hans Hoogervorst** 表示自金融風暴以來，全球企業的弊端仍然層出不窮，如英國 **TESCO** 等大型公司都不能例外，全球投資環境仍然非常脆弱，道德風險未見降低，全球投資人或監理機關如何事先辨別這些出事機構的徵兆呢？關鍵便在於我們需要一套全球性的語言，而國際財務報導準則(**IFRS**)便是全球商業的共同語言，透過此一共同語言，巴西投資人得以詳閱韓國企業的財務報告，瞭解其商業活動。目前 **IFRS** 已被越來越多國家與企業所採納，而美國證券監理委員會(**SEC**)亦將 **IFRS** 擺在高優先順序注意事項之中。

雖然 **IFRS** 的價值已受各界重視，我們的工作仍尚未完成，還有部分 **IFRS** 的領域需要開拓與改進，舉例而言，租賃仍存在一些爭議，部分企業採用高度槓桿操作，其經營活動雖然名為租賃，但在財務本質上卻幾近於借貸，且該租賃活動無須載明於資產負債表內，僅須附註揭露，成為表外項目，如何使該活動呈現其本質，便是一大挑戰。

與會亦提問就像國際財務報導準則成為全球共通的財務會計語言一樣，是否有可能發展全球公司治理標準的可能性？

與會者對此一問題咸認為各國市場特性不一，法遵規範也不同，制定出一套放諸全球市場皆準的公司治理規範恐怕不容易作到，屆時公司治理模型恐怕還是會依各市場特性而成為一種多樣化與公開的混合模型(Hybrid Model)，雖然一體適用(One size fits all)的模型很難存在，但揭露(Disclosure)則是各市場皆需具備的基礎工作。

巴西代表於席間發問，究竟公司治理係對經濟發展有利或公司成長獲利？由股東獲利？或由管理階層獲利？以 2008 年金融風暴為例，雷曼兄弟破產導致股東重大損失，相關成本所費不貲，但其 CEO 並非必然為股東，且事實上仍坐領高薪，究竟公司治理可否杜絕類似情形再發生？

與會者指出是否應尊重市場機能，讓專業經理人的薪酬係依市場機制或應設定相關規範促使專業經理人與股東的利益一致，這兩種主張仍有爭論。解決相關爭端的其中一種作法為使經理人獎金與公司績效相關，但須分辨公司績效究竟從何而來？是市場驅動？或是管理人作出正確決策？過度連結經理人獎金與市場相關性恐怕不智。美國稅法對經理人相關獎金的賦稅即有所規範，另外，目前美國的作法為經理人獎金不完全以現金為主，經理人的獎金亦包括股票，而該股票不但不能在經理人卸任前出清，還須在卸任成為股東之後數年方能出清其股票，以確保其任職時之決策得以與股東利益相一致，不會出現只追求短期利益而傷害長期效益的現象。

最後，UC Berkley 公司法學教授 Mr. Eric Tally 詢問究竟公司治理在抑制公司進行某些爭議性活動上扮演何種角色？舉例而言，在 Mr. Hans Hoogervorst 所提到的公司利用租賃減少資產負債表上借貸金額以求更高的槓桿操作例子中，公司治理可扮演何種角色呢？

與會者認為透過 IFRS 某些規範的調整，可使上述例子有效解決，當然，任何政策皆有支持與反對聲浪，但一旦主管機關做出正確的決策，公司治理相關委員會成員只要確定公司治理得以落實執行即可。

### Panel III—長期籌資的未來-創新究竟為助力或阻礙

一、 主題：長期籌資的未來-創新究竟為助力或阻礙(The Future for Long Term Financing- Does Innovation help or hinder?)

二、 時間：10月2日 11:30~13:00

三、 主持人：Mr. Ranjit Ajit Singh (Chairman Securities Commission, Malaysia)

四、 與談人：

**Alison Harwood** (Global Head/Manager Capital Market Development and Corporate Governance Line World Bank/IFC)

**Denise Pauli Pavarina** (President of ANBIMA – Brazilian Financial and Capital Markets Association)

**Susanne Bergsträsser** (Head of Division Prospectuses, BAFIN)

**Masamichi Kono** (Vice Minister for International Affairs FSA, Japan)

五、 會議摘要

強化資本市場長期籌資之重要性必須仰賴中介機構與發行人最適資本結構，因此，對於資本市場主管機關與市場參與者而言，其中一項挑戰便是確定市場安定性與健全性以發展相關籌資機制與基礎建設，一方面可讓公司得到充足資本，另一方面則可使投資管道健全發展。

世界銀行(World Bank)代表 Alison Harwood 首先發言表示大家探討長期籌資相關議題已有數年，特別是歐盟在亞洲金融風暴後即著手進行相關研究與政策制定，長期籌資在資本市場中主要以債券市場之風險特性為探討議題，但近期以來，則側重於信用評等之相關議題，主要原因除了金融商品的蓬勃發展，新興國家的崛起亦為一大主因，使得相關國家之金融市場基礎建設亦成為研究重點。

近來，退休基金(Pension Fund)的參與使得長期籌資有了新議題，如基金的風險抵減、風險胃納與相關商品的信用增強等，但一大問題是誰提供信用增強等服務，因此各國主管機關應協同致力相關規範，以確保

投資人信心。此外，債券市場的長期籌資功能仍待加強，如何有效將各項風險因素反應於殖利率曲線的議題即為一大重點。

巴西資本市場協會主席 **Denise Pauli Pavarina** 接著表示，巴西近年強勁的經濟表現連帶使籌資市場的規模大增，以今年來說，預估資本市場規模將占國內生產毛額(GDP) 23.0%，較2013年之16.5%大幅成長50.1%。

巴西資本市場的成長與籌資市場比例相當，而其市場具高度流動性、高收益與短期進出等特性，約三分之一資本市場投資人持有時間不超過三年，因此在總體方面，巴西證管會與巴西交易所合作，促使巴西投資人較願意進行長期投資，但在個體方面，不可否認的是巴西金融市場中的避險工具仍然較少，信用增強工具亦乏善可陳，此為巴西長期籌資目前之問題。

德國金融監理機關主管 **Susanne Bergsträsser** 指出，過去德國中小企業籌資較為困難，而資本市場中不論初級市場、次級市場，都以大型企業為主，德國交易所開始發展 **Mini-Bond** 市場，除了大型企業外，中型企業亦可發債，並於德國交易所中交易，**Mini-Bond** 投資人以散戶為主，不可否認的，部分中型企業於發債後曾發生違約，也使部分投資人對於中型企業所發行之債券，其投資意願顯得瞻前顧後，不太願意投資。

日本金融廳副大臣河野正道指出，在過去日本經濟高度成長時，日本企業大量依賴銀行貸款，這些銀行借款通常為長期借貸，而資本市場工具，部分企業會發行五年期的公司債。目前日本經濟成長率遲緩，人口老化嚴重，使得整體經濟狀況大不如前，面對不同的環境，政府鼓勵企業透過資本市場模式籌資，以取代傳統銀行借貸，舉例而言，日本政府即鼓勵群眾募資，以利新創事業之發展。

另外，長期籌資與公司治理事實上息息相關，缺乏有效的公司治理，籌資成本將非常高，特別是退休基金逐漸重視公司治理，若未配合公司治理，長期籌資便會發生弊端。

會中發問提及長期籌資仰賴長期儲蓄，若無長期儲蓄，長期籌資資金成本可能相當高，而退休基金即為一長期儲蓄的例子，近年來，各國政府已逐漸放寬退休基金的投資範圍，包括退休基金投資私募基金與從事創投相關活動等，在未來私募基金與創投基金在長期籌資中將扮演何種角色？有無任何適當的金融工具以降低相關風險與成本？

與會人士認為，事實上這是一個雞生蛋與蛋生雞的問題，長期籌資與長期儲蓄的確密切相關，兩者互為因果。目前退休基金的投資範圍逐漸放寬，但私募基金與創投基金的風險相對較高，投資這些標的應搭配適當的避險工具。金融體系的本意即為將資金挹注至有效率的生產者上，一旦市場僅重視短期融資，產生以短期資金挹注長期資本活動的情形，金融市場便容易紊亂，二十世紀亞洲金融風暴即為一例。

另外，與會者詢及主管機關應如何在監管市場與鼓勵金融業者參與市場中求取平衡？日本金融廳副大臣河野正道指出，在日本該議題不僅僅為一政策問題，亦為一社會議題，日本的金融市場往往存在許多管制，相對降低企業從資本市場籌資的意願，反而傳統型的銀行借貸依舊盛行，當然，此亦與日本長期以來低利率政策相關，如何鼓勵日本企業從資本市場籌募資金即為一大課題。

最後，與會者詢及中小企業籌資與長期籌資之相關議題，與談人認為中小企業因本身無信用評等且償債能力較差，德國金融監理機關主管 **Ms. Susanne Bergsträsser** 之前的報告即可作為各國發展中小企業長期籌資市場之參考。

## Panel IV 投資人保護及教育之未來發展

一、**主題**：投資人保護及教育之未來發展—如何改變投資人的行為 (Investor Protection and Education Going Forward- What does it take to change behaviour?)

二、**時間**：10月2日 15:15~16:45

三、**主持人**：Ms. Mara Lucquet (Journalist, Brazil)

四、**與談人**：

Ms. Annamaria Lusardi (Academic Director, Global Financial Literacy Excellence Center - GFLEC, George Washington University)

Mr. Martin Wheatley (CEO, FCA, UK)

Ms. Vera Rita de Mello Ferreira (PhD, IAREP- International Association for Research in Economic Psychology)

Mr. Bert Chanetsa (Deputy Executive Officer, Investment Institutions, FSB, South Africa)

## 五、會議摘要

本論壇主持人首先介紹各與談人，接著與談人分別就行為經濟學 (behavioral economics)、經濟心理學 (economic psychology) 及投資人保護 (investors protection) 等議題發表意見，意見內容摘要如下：

### 1. Mr. Martin Wheatley (CEO, FCA, UK)

因犯錯是人的天性，故人的決定並不完美，而知識的欠缺及行為的偏好 (biases) 導致人們通常犯有借多、存少及選擇不正確的金融商品等錯誤。如果我們想要改善自身的財務狀況，了解這些錯誤產生的原因，是非常重要的。投資人常著重在立即及顯著的特色商品，卻很少注意隱藏其中之高額費用。相對應的，金融機關推出越來越複雜的商品，並隱匿費用、遞延 (deferring) 相關成本。因競爭行為只存在看的見的地方，故導致金融

商品表面上低價，實際上卻隱含高額費用。以上情形所造成的結果就是競爭行為聚焦在錯誤的地方、投資人購入錯誤的商品並長期支付過多的費用。在以前英國的投顧市場，因需預付顧問費用(此為顯見的成本)，故投資人多傾向不會透過投顧公司購買商品。之後，投顧公司就將費用隱藏於商品提供者所應給付投顧公司之佣金。商品提供者透過投資費用的提高而將佣金轉嫁給投資人。導致投資人花費更多錢購買投資商品且接受更糟的投資建議，因為投顧業者僅推介能使其自身賺取最多佣金的投資商品。

業者針對投資人行為的偏好而有所回應，且藉由此種投資人投資決策的錯誤，業者越能增加其利潤。而競爭迫使業者改變行為，例如，若投資人不願以公開且明示的價格購買簡單、誠實的商品，投顧業者就不會銷售此類商品。投顧業者是否明知其在利用投資人行為的偏好，或僅僅只是在回應市場需求?或兩者都無所謂?金融監理機關究竟能採取何種措施以降低對投資人所造成的損害? 金融教育是否能提供助力呢? 很少的證據可以證明資訊或教育能顯著降低行為的偏好。來自巴西的新興證據則顯示若教育是簡單的、與特定行為有連結、在初期即傳授，則會產生微小正面的影響。金融教育對上述行為問題雖能產生微小影響，卻不能完全解決問題。故另一種的方式即為零售通路檢視 (the Retail Distribution Review, RDR)，零售通路檢視制度對市場造成基本上的改變，且解決此長期存在的問題。該制度禁止給予投顧業者佣金，支付予投顧業者之費用亦須讓投資人清楚明瞭，並要求投顧業者應提升其專業性且對投資人所提出的投資建議亦須清晰明確。藉由除去佣金的不良影響以及改善競爭行為，應有助改善投顧業者之投資建議品質，並提升競爭力。此種方法並非嘗試想改變投資人的基本行為，因為這已被證實是非常困難的，其旨在減輕因上述弊病所產生的傷害及錯誤。

## 2. Mr. Bert Chanetsa



首先從規範面言之，南非政府訂有金融市場法及公平對待投資人原則(TCF)等保護投資人之規範。在公平對待投資人原則(TCF)下，可產生六種公正的效果：(1)投資人能有自信其所交易的對象係以公平對待投資人原則(TCF)為核心文化的企業；(2)市場上所販售的商品或所提供的服務是設計為符合各種不同類型投資群之需求；(3)投資人於投資時及投資前後皆能適時的被告知相關且清楚之資訊；(4)提供投資建議應為適當且顧及客戶的情況；(5)商品及服務如客戶預期般的執行且服務符合一定可接受的標準；(6)投資人於更換任何商品、投資顧問或提出申訴時，無需面對金融機構所強加之不合理障礙。Mr. Bert Chanetsa 並介紹有關該國規範的執行情形，例如該國有修正行為法、提供申訴機制、到府檢視調查及強制執行等。

另就投資人教育的規範方面，依照南非 1990 年 FSB 所制定並於 2000 年修正的第 97 號法案規定，金融機構應負責對使用金融商品、服務的投資人或潛在投資人，辦理有關資訊的告知及教育宣導規劃(課程)。另 2013 年金融法規總修正法，亦有相類似的規定。又南非政府在實施投資人教育方面，會依投資人之程度提供不同的教育內容，例如，對初階投資人，教導其建立良好之投資習慣及計畫投資策略；對於中階投資人，則教導其如何選擇正確的投資商品；對於高階投資人，則提供如何管理自身投資商品，例如評估投資商品之表現或損益情形。至有關提供金融教育或知識之方式，主要係以廣播、舉辦研討會或於特定互動網站上為之。希望透過這些金融教育能協助提供該國人民更有效率為財務管理之資訊與知識，並且對金融服務產業能更加瞭解。

### 3. Ms. Annamaria Lusardi

金融知識(能力)在現今社會越顯重要。現今，需由自己擔任自身財務長的情形不在少數，例如由個人決定投資多少金額於其退休帳戶、如何投資其退休資金。然而只看資產面是不夠的，負債面也是同等重要，

例如家庭債務的增加、債務的利息遠比資產的孳息高等情形亦需注意。投資人之財務決策過程是複雜的，因為較以往更為多元且複雜金融商品越來越多。財務知識就像讀寫能力一樣，缺乏讀寫能力之人是無法參與社會活動，若缺乏金融知識，亦無法在現今社會進行投資。個人無法避免與金融打交道，且金融又是複雜到無法讓個人自行學習，故必需學習金融知識、接受金融教育以建立 21 世紀的人類資本。

若從年輕世代之表現來觀察，參照 2012 OECD 對國際學生的評估數據，顯示中國上海平均 15 歲學生之金融知識(能力)最強，哥倫比亞的學生最弱，故國與國之間有很大的落差。且在具備金融知識(能力)精通程度以下的國家所占比例亦不少，又不同人口群體間也有很大差異。

從上開研究資料顯示研究的重要性，因為研究結果可以讓政府、立法者及實務者取得相關資訊。OECD 成立了一個新的研究委員會，以處理有關金融教育的國際關係網路 (Network)。在美國，除有美國金融業監管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)來協助國家金融能力之研究外，亦有美國投資人教育基金會來蒐集並提供新資訊。從過去十五年大量研究，我們可以得知金融教育有幾項重點：(1)廣泛性—如何觸及大部分的人口；(2)個別性—一種教育方式未必能適合所有人(Not one size fit all)；(3)改變行為—如何影響行為。所稱廣泛性（即觸及人口）即指實施金融教育的場地應廣泛。例如：在學校—因為容易接觸年輕人；在工作場合—因為容易接觸成人；在圖書館、社區中心及博物館—因為那是人們會去學習的地方。

又學校的金融教育，應該為新生代來準備，因為(1)學校的金融教育是很重要的，在一些國家中，年輕人的經濟生活居然是始於負債；(2)在參與金融交易之前應該先具備金融知識。如何在學校執行好的金融教育，參照多數國家的經驗，實施金融教育越早越好，且需嚴謹縝密為之，亦即需為一完整的課程。(3)需訓練老師。另職場的教育亦具重要性，因

為多數的成年人大多在工作，故職場教育實為一潛在有效的方法，且上班族處理公務時亦常需做與金融相關之決定。

就影響行為面向，應將知識化為行為。從研究中我們可以得知，所有不同年齡層的人皆能改變其行為的這種想法是不正確，必須利用一些可教學的時刻，例如，升遷、報稅時期或人生重要時刻(結婚生子)。

總而言之，金融教育應：(1)使人們具有為財務決策的能力(金融知識在 21 世紀是必要的技能)；(2)需要及早實施(學校金融教育的重要性，立法者應與教育部門共同合作)；(3)應對症下藥，因個別差異性大；(4)不能只聚焦在一種行為(多數金融財務決定是相互關連的)。

#### 4. Ms. Vera Rita de Mello Ferreira

主要講述經濟心理學與投資人教育的關連性。首先其從心理學的角度提及現今的我們會碰到一些具挑戰性的難題，諸如：(1)我們並無穩定的表現，甚至，我們是依賴脈絡的(亦即，只能回憶相同情境的事務，context dependent)；(2)我們對於自身的盲點是盲目的；(3)我們希望被愚弄—若不被愚弄，即會自我愚弄；(4)在意圖與行動之間存有極大的缺口(空言不行)。又金融市場是艱難的，因為那是一個必須作複雜決定的複雜世界。且人類的能力是有限的。因此，經濟心理學加上行為經濟學再加上金融教育才能互補出更好的效果。

情緒及強烈慾望的力量是非常強大且遠高於理性。因為人類會思考雖是近來的成就，但仍相當不穩定。它隨時可能崩潰。而在我們的心理層面似乎有兩個面向的自己；一個是感性的，一個是理性的。感性的自己是很衝動的、自動的、行動派的、是行為者、是短期的，這些適合由心理學層面來解決。另一面理性的自己是思考的、是本能的、是意圖的、是計畫者、是長期的，這些適合由教育層面來解決。從以上分析可以得知，瞭解投資人的心理是有助於投資人教育。因此，應為其設計更有效的金融教育課程，以助於投資人對抗其自身弱點，因為不僅只有詐騙、

龐式騙局是一種威脅，整體投資決策即為一場困難的課題。因此，我們需要所有可以得到的幫助—即心理的洞察力、金融教育、投資人保護及制定規範。

從心理學的角度觀之，投資人往往受到心理層面力量的驅使(例如為想遠離緊張、痛苦或焦慮而持續尋找舒適、放鬆或解脫)，如此，就會產生若在現實生活中無法找到立即的解決方法，人們就會轉而尋求假象或錯覺為慰藉。此外，我們討厭龐大的損失及沮喪。因此，為了嘗試及避免損失，會不自覺的使自身陷入名為「為了回復已受有或即將產生的損失」而應繼續投資之風險。我們亦不喜模稜兩可及不確定性，但金融商品往往涉及模稜兩可及不確定性。又當我們涉及風險時，會比較喜歡簡單的觀點及方法。此外，我們亦討厭做決定。因此我們比較喜歡延遲、不做任何事或推由他人來作最後的決定(之後還可責怪他人所作決定並未產生功效或無用)，或乾脆只想擺脫掉這種情形所產生的痛苦狀況(亦即要擔憂所下的決定是否有效或有用)。因此，感性再度凌駕於理性。而人類的能力是有限的，且易受他人影響、易受騙、是脆弱的、注意力無法全面、易受社會壓力、群眾行動等影響、過度悲觀、過度樂觀、過度自信、狂喜(興奮異常)、恐慌等。我們不只在視覺上有幻覺，在認知及情緒上亦同。這些幻覺會干涉我們判斷資訊的能力。

那投資人應該如何處理呢？在評估資訊及選擇時他們會儘可能的簡化。但簡化後，精確性喪失且隨之而來的將是更糟糕的選擇。雖然他們只希望一切皆能儘可能運作好，但所有簡化的選擇實為情緒下(情感)決策。因為情緒(情感)是在判斷各種資料的第一步驟，即有如一個情緒(情感)上的紅綠燈一樣，若看起來是令人感覺不愉快的，就隨即說再見，而不管其後果為何(猶如紅燈)；若看起來是令人感覺愉快的，就歡迎，縱使其僅是一個幻覺(猶如綠燈)。所以當我們的目標是欲以強化下決

定的技巧及更好的選擇來改變投資人行為時，就必須考量上述投資人心理。

要如何有效改變投資行為呢？應考量心理上的限制(侷限性)、不能將心理層面運作的準確性視為理所當然、考量感性自我面向的特性及群眾行為的強大影響等。為了有效改變投資人行為，應設計不同的策略，不能僅是簡單介紹專門的資訊或建議。另建構選項的學問（**choice architecture**）亦可運用在投資人教育。舉例而言：若目標在於維持健康或減輕重量，則應先提供其生菜沙拉等健康餐點之選項，因為人們往往會先選擇一開始看到的東西。因此，先根據行為學上，藉由分析業界跟規範者近期所使用的建構選項學問所為的發現，即有關實務及規範上，有什麼東西會驅使行為人去做的？之後再來討論、測試及思考，當需要時，有什麼事情可以被改變及如何改變。像巴西證管會即成立了一個名為行為研究中心的新機構，裡頭有一群行為學的專家根據行為學研究來提供專業看法、建議、評論、推薦及就強化教育政策有效性提供專業協助，且亦提供投資人相關資訊及指導。

## 拾壹、雙邊會談重點

本次會議期間本會除與 IOSCO 各委員會與秘書處重要人士會晤，並積極與與會代表進行雙邊會談，計與 7 個 IOSCO 官員或監理機關代表會談，相關會談重點如次：

### 一、 IOSCO 理事會主席(澳洲證管會 ASIC 主席) Mr. Greg Medcraft：

本會特別表達感謝 M 主席對 IOSCO 之貢獻。此外表達本會已舉辦臺北公司治理論壇多年，除提供 IOSCO 會員及附屬會員討論公司治理重要議題之平臺外，每年亦進行 1 天之 Public Panel，邀請所有上市(櫃)公司代表、學界等參與，每年與會者近 800 人，希望作為宣導公司治理發展之重要媒介。本年預計將於 2014 年 11 月 20 日至 21 日舉辦第十屆臺北公司治理論壇，恰逢 10 周年，特別邀請 M 主委訪臺與會，並擔任開幕嘉賓(Keynote Speaker)。

### 二、 日本金融廳(FSA)副大臣(Vice Minister)河野正道及證券取引等監視委員會<sup>3</sup>委員吉田正之：

本會恭賀其新任副大臣(Vice Minister)職位，並表達其對IOSCO國際事務不遺餘力，參與IOSCO及其他證券業務領域之諸多國際合作與金融改革政策建議，副大臣表示與本會過往合作愉快，期待下次訪臺機會；另證券取引等監視委員會委員特別感謝本會近年透過IOSCO MMoU提供之調查協助，近期亦有一跨境調查案件請本會協助，盼深化與本會合作關係。

### 三、 歐洲證券及市場管理局 ESMA 主席 Mr. Steven Maijoor：

1. 本會表達目前ESMA刻正就我國信用評等相當性<sup>4</sup>、集中結算機構（CCP）相

---

<sup>3</sup> 證券取引等監視委員會(Securities and Exchange Surveillance Commission)為日本金融廳所轄之機構，主要負責對審查市場、證券分析、行政調查、公開懲罰、處罰事項進行查核或調查。

<sup>4</sup>信用評等相當性：歐洲金融監理機關為監理之目的，規範歐盟在使用第三地國家信用評等機構所發布之信用評等時，ESMA 需認可其第三地國家之信用評等機構監管制度與歐盟一致。目前 ESMA 對我國之認可程序仍在審查中。

當性<sup>5</sup>進行認可評估，欲瞭解ESMA評估進度及其他主管機關間之配合需求。M主席表示由於ESMA人力有限，故目前在相關認可評估上有其優先順序。就CCP相當性之認可部分，M主席表示CCP認可主要係針對歐盟所屬金融機構於第三國有結算業務者方有取得認可之需求，其程序必須由ESMA提供歐盟執委會(European Commission)評估建議，由歐盟執委會決議是否採納。此兩項議題M主席表示其已知悉，並將轉知該會相關同仁。

2. M主席表示ESMA預計將在2014年底於巴黎舉辦信用評等機構之監理官聯繫會議(Supervisory Colleges for CRAs)，本會屬IOSCO信用評等機構委員會會員，歡迎本會加入該組織並出席會議。
3. M主席另表示ESMA與非歐盟會員國推動簽署「另類投資基金(Alternative Investment Fund Directive)」合作備忘錄(MoU)，因與ESMA之簽署代表28國歐盟會員國之效力，建議本會亦得考量洽簽該備忘錄。本會表達我國目前對沖基金、私募股權基金等規模尚小，前經評估後決定再觀察，M主席表示瞭解我國情況，若未來有需求歡迎本會與ESMA簽署合作備忘錄。

#### 四、德國聯邦金融管理局(Bafin)國際業務處處長Mr. Thomas Schmitz Lippert(亦為現任Joint Forum<sup>6</sup>主席)：

本會向L處長表達，我國期交所近期與歐洲期貨交易所(Eurex)合作，於Eurex推出台股期貨及臺指選擇權之一天期期貨契約，且上市後累計交易量已突破10萬口，本會並向德國主管機關表達雙方未來就交易所之管理及監理合作之必要性。L處長表示，德國金融監理係採聯邦制，Eurex目前係由州政府之Ministry of

---

<sup>5</sup> 2012年7月4日歐盟頒布歐洲市場基本結構管理法規(EMIR)，規範所有歐盟境內或第三國的中央結算制度CCP(Third Country CCP)，如計劃與歐盟的結算會員(clearing member)或交易平台(trading venue)進行結算，前者必須經過EMIR的授權(authorization)，後者必須經過ESMA的承認(recognition)，否則歐洲金融機構依照Basel 3規定，和非合格CCP進行結算，曝險權數計提將大幅增加。我國期貨交易所雖尚無歐盟境內的結算會員，惟考量近期與德國之合作，不排除歐洲期貨商可能向期貨交易所申請成為結算會員，爰向ESMA正式申請第三國CCP認可。

<sup>6</sup> Joint Forum為跨銀行、證券、保險國際監理官組織所組成之跨業論壇(IOSCO、BCBS及IAIS)，論壇定期舉辦會議並就跨業議題進行研商。

Economics所管轄，Bafin可提供相關聯絡窗口；另L處長表示未來在資訊交換或跨境監理調查合作上，得透過IOSCO MMoU架構持續進行。

**五、新加坡金融管理局(MAS)助理局長(Assistant Managing Director)李文業(Mr. Boon Ngiap Lee)：**

李助理局長表示該局支持我國證券交易所與新加坡交易所所有關臺星通之平臺合作(新加坡交易所與我證券交易所合作項目在新加坡金融管理局 MAS 之管轄許可範圍)，惟目前觀之兩交易所合作尚無監理之相關疑慮。李助理局長並表示，新加坡與馬來西亞、泰國及東協(ASEAN)等國均有類似的合作，經驗豐富，預計 2014 年底會有明確臺星通建構細節出爐。

**六、阿曼資本市場管理局(CMA) 執行總裁 Mr. Al-Salmi：**

A 總裁表示 CMA 為管理該國證券業與保險業之主管機關(銀行業屬中央銀行管轄)，對於我國資本市場提供中小企業多元化籌資管道有高度興趣，並表示我國櫃買市場及興櫃市場發展較英國倫敦交易所另類投資市場(AIM)成功許多，其規劃擬與櫃買中心簽署合作備忘錄，以強化雙方合作，並洽詢本會意見。本會回應表示歡迎，並提供近期推動創櫃板之經驗供其參考。



## 拾壹、心得與建議

### 一、 持續積極參與 IOSCO 相關會議，強化與國際間證券主管機關交流，提高我國之能見度與影響力：

1. IOSCO 為我國少數加入為正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)之緊密關係，有助於我國爭取加入其他重要金融組織，提高我國國際地位與影響力。本會及所屬證券期貨周邊單位，積極與他國主管機關分享我國資本市場發展經驗，於本屆年會獲諸多主管機關迴響，世界銀行(World Bank)代表 Ms. Alison Harwood 於大會中報告「中小企業(SME)交易所發展模式」時，亦主動將我國中小企業發展列入報告內容，另阿曼資本市場管理局(CMA) 執行總裁 Mr. Al-Salmi 亦於與本會雙邊會談時，特別就我國櫃買市場及興櫃市場發展之成功經驗為該國發展相關市場之主要參考對象，足見我國資本市場發展之實際經驗與多年來拓展我國國際能見度之努力已相輔相成，獲國際領域一定程度之關注。
2. 本屆年會代表團主動爭取由臺灣證券交易所蔡副理德發，於大會中簡報我國證券商風險管理評等創新模式，就我國「證券商風險管理綜合評等新制度」，建構證券商分級監理系統予以分享，日、韓代表及 Hedge Fund Standards Board 代表並熱烈提問，另伊斯坦堡交易所代表亦尋求後續諮詢，誠屬本屆年會重要成果，未來仍應持續爭取簡報或發言機會，以提升我國能見度。
3. 本會近年配合國際化及自由化潮流，推動外國企業來臺掛牌、開放證券商經營離境證券業務、創櫃板與創意集資平臺之建置及推動我國寶島債之發展等，相關政策均涉及跨境監理合作，參與國際會議除了解當前國際金融監理議題最新發展外，亦可深化本會與他國主管機關間之交流，有助我國資本市場之健全發展。

### 二、 密切注意全球與 IOSCO 重要監理議題：

本屆 IOSCO 年會持續金融海嘯後之國際監理趨勢，惟監理目標優先順序已由全球金融危機後之穩定議題逐漸移轉至經濟成長，例如：長期籌資及證券化

等議題亦納入近期 IOSCO 重要工作計畫之一。IOSCO 秘書長提出 2014-2015 年證券市場風險展望報告，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監理等。身為全球最重要證券期貨監理機構之國際組織，IOSCO 持續發揮其功能，協助各國主管機關了解潛在風險並提出強化風險監理之建議。整體風險監理實質上除證券、期貨等相關產業外，亦涉銀行、保險等金融業者，及匯率、利率等政策與制度，爰近年 IOSCO 相關監理研究多與 BCBS、IAIS、G20、FSB 及 IMF 共同合作(如: 2014 年與 FSB/G20 合作場外交易之監理、非銀行系統性重要金融機構 (non-bank SIFIs) 之監理、衍生性商品市場改革及影子銀行 (shadow banking) 之監理等。此外，本次年會亦著重中小企業籌資(SME financing)、公司治理與國際合作等議題。IOSCO 因應全球證券監理機關跨境執法合作之需求，在相關配套措施下，2014 年 MMoU 簽署國家達 103 之新高紀錄，本會於 2011 年已為 IOSCO MMoU 之簽署國，對提升本會與他國主管機關跨境執法合作與資訊交換具實質效益。將持續密切注意 IOSCO、G20、FSB 及 IMF 等重要組織發布金融監理相關議題之倡議或討論，並就涉及我國監理制度之立場與意見，適時提供予國際參考，並將適合我國之國際監理原則或政策落實於我國監理制度中。

### 三、 整合周邊單位資源，強化本會國際業務發展：

IOSCO 本年度會議重點包括強化證券期貨市場之能力建構(Capacity Building)，提升技術上、訓練上與市場研究之能力，建議未來持續結合周邊單位資源，透過教育訓練（辦研討會或訓練課程）、跨市場合作（例如交易平台合作）、技術輸出(市場建置或相關交易制度提供予開發中市場)等，將我國資本市場發展經驗分享予其他國家，積極參與國際證券市場。

### 四、 尋求開發新興市場國家經濟體商機：

我國多層次資本市場發展經驗獲得諸多迴響，其中阿曼資本市場管理局(CMA)對我國興櫃市場具高度合作意願，並衍生櫃買中心相關資訊、技術輸出之商

機等，未來可思考如何有效運用我國資本市場特色或透過證基會提供新興市場國家教育訓練機會，開發與新興市場合作商機。

五、 **培養及儲備可於國際組織擔任重要幹部之人才：**

我國外交處境困難，非聯合國之會員，多數國際組織無法正式參與，惟藉由持續耕耘及積極努力，未來仍有可能獲友邦支持，於 IOSCO 擔任重要領導角色，實應把握機會訓練與培養國際金融人才。並在人力許可下，規劃具證券期貨專業且英語能力佳之同仁，長期參與 IOSCO 相關工作小組且支援行政工作，應有助培養及儲備可於國際組織擔任重要幹部之人才。