

出國報告（出國類別：其他）

**APEC FINANCIAL REGULATORS  
TRAINING INITIATIVE (FRTI) :  
Regional Seminar on Supervision of  
Self-Regulatory Organization and  
Financial Market Infrastructures**

**亞太經濟合作組織(APEC)金融監理  
人員訓練倡議－自律組織及金融市  
場基礎建設監理研討會出國報告**

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：詹科員懷瑾

派赴國家：汶萊

出國期間：103 年 10 月 12 日至 103 年 10 月 18 日

報告日期：103 年 11 月

### 出席 APEC 相關會議簡要報告

<b>會議名稱 (含英文縮寫)</b>	亞太經濟合作組織 (APEC) 金融監理人員訓練倡議－自律組織及金融市場基礎建設監理研討會 APEC FINANCIAL REGULATORS TRAINING INITIATIVE (FRTI): Regional Seminar on Supervision of Self-Regulatory Organization and Financial Market Infrastructures
<b>會議時間</b>	103 年 10 月 13 日至 10 月 17 日
<b>所屬工作小組 或次級論壇</b>	APEC 金融監理人員訓練倡議 (APEC Financial Regulators Training Initiative)
<b>出席會議者姓名、單位、職銜</b>	詹懷瑾 金融監督管理委員會證券期貨局 科員
<b>聯絡電話、 e-mail</b>	(02)2774-7465 jeanchan@sfb.gov.tw
<b>會議討論要點 及重要結論 (含主要會員體 及我方發言要 點)</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>一、 本次會議為 APEC 金融監理人員訓練倡議所舉辦之自律組織及金融市場基礎建設監理研討會，主要目的在於瞭解各國自律組織扮演之角色、運作方式、與監理機構之配合及金融市場基礎建設之監理等。</li> <li>二、 本次研討會主講者為美國紐約法學院教授、印度證券交易委員會、韓國金融監督管理局及韓國證券集保公司資深人員，尤其對於全球金融危機後，自律組織最新發展趨勢與監理之影響、自律組織如何協調監理與利益衝突等議題進行探討及研析，會中參與成員並就各國自律組織之架構、類型、監理執行方式等進行實務經驗交流與分享。</li> <li>三、 本次課程結合亞太地區諸多國家金融監理單位業務經驗，介紹自律組織之主要職責，以及自律組織與監理者之間職責分工應具備之知能。主辦單位預期與會者透過此次會議，可提升對於建立自律組織及金融市場基礎建設監理政策架構之認識。</li> <li>四、 我國金融政策向以尊重金融市場之自由運作機制、維護投資人權益及發展國內經濟為目標，政府主管機關對於自律組織若能有良好監督及管理，應可有效強化證券市場之運作並提升證券市場效率，進一步活絡經濟發展。</li> </ol>
<b>後續辦理事項</b>	無

# 目 錄

壹、前言 .....	1
貳、研討會重要內容摘述 .....	2
一、研討會議程 .....	2
二、自律組織之基本定義及運用 .....	3
三、自律組織之類型 .....	7
四、自律組織與金融市場基礎建設之任務、權責及政府監理 ...	10
五、自律組織與金融市場基礎建設之趨勢 .....	16
六、自律組織於新興市場面臨之挑戰 .....	22
七、金融海嘯後的改革對自律組織之影響 .....	24
參、心得與建議 .....	26
附錄：研討會議程 .....	28

# 壹、前言

亞太經濟合作會議 (Asia-Pacific Economic Cooperation, APEC) 於 1998 年 5 月成立金融監理人員訓練倡議計畫 (Financial Regulators Training Initiative, FRTI)，以加強亞太地區金融監理機構人員 (包括證券及銀行監理) 之分析能力及知識技能，持續對各地區金融監理機構、證券及衍生性商品交易所之初級及中級人員提供具備效能及豐富內容之培訓課程或會議，並藉此加強區域監理合作。

本次「APEC 金融監理人員訓練倡議-自律組織及金融市場基礎建設監理研討會」，係由亞太經濟合作會議、亞洲開發銀行及汶萊貨幣政策管理局 (Autoriti Monetari Brunei Darussalam, AMBD) 共同主辦，課程目的主要是藉由結合亞太地區諸多國家金融監理單位之業務經驗，讓參與學員學習並瞭解包括：全球金融危機後自律組織之最新趨勢與運作方式、自律組織之主要職責及自律組織與監理者間職責分工、自律組織如何平衡與協調其利益衝突與監理角色等。本次研討會主講者為來自美國、韓國及印度之學者及資深監理官，參加學員分別來自 17 個國家，總計 56 位金融證券主管機關官員或證券周邊單位代表，共同參與討論並交流經驗，有利與會成員瞭解國際間自律組織與金融市場基礎建設之當前趨勢及監理等相關議題，並從中吸取經驗。

# 貳、研討會重要內容摘述

## 一、研討會議程

本次「APEC 金融監理人員訓練倡議-自律組織及金融市場基礎建設監理研討會」，會議自 103 年 10 月 13 日至 10 月 17 日止，為期 5 天，會議採分組圓桌課堂形式進行講授，議程如下：

2014 年 10 月 13 日星期一	
08:30 - 09:00	報到
09:00 - 09:30	歡迎與開幕致詞
09:30 - 09:45	團體照
09:45 - 10:30	課程總覽及與會者介紹
11:00 - 12:30	自律組織之基本定義及運用
13:45 - 15:15	自律組織與金融市場基礎建設之類型
15:30 - 17:00	自律組織與金融市場基礎建設之任務及權責
2014 年 10 月 14 日星期二	
09:00 - 10:30	上市與發行者之規範
11:00 - 12:30	自律組織治理機制之介紹
13:45 - 15:15	自律組織當前趨勢與國家地區模式
15:30 - 17:00	個案研究-監管模式與案例
2014 年 10 月 15 日星期三	
09:00 - 10:30	自律組織與金融市場基礎建設監理者之角色
11:00 - 12:30	自律組織之利益衝突與管理
13:45 - 15:15	自律組織於投資人保護之角色與規範
15:30 - 17:00	自律組織之結算模式
2014 年 10 月 16 日星期四	

09:00 - 10:30	自律組織之證券集中保管模式
11:00 - 12:30	客戶資產之保護
13:45 - 15:15	新興市場發展自律組織應有之考量
15:30 - 17:00	金融危機對自律組織之影響
2014 年 10 月 17 日 星期五	
09:00 - 10:00	監理革興對自律組織之影響
10:00 - 10:30	會議總結
10:30 - 11:45	閉幕致詞及頒發證書

## 二、自律組織之基本定義及運用

### (一) 定義

自律組織 (Self-Regulatory Organization, SRO) 係指經由法律規定賦予權利、主管機關之授權或按照市場慣例，可對特定產業或職業團體執行某種程度之監督管理等公權力的組織或機構。該自律組織可協助主管機關執行監理工作，也可能在缺乏直屬主管機關之情況下，替代主管機關執行監督管理職責。

目前世界各國的證券業自律組織，依該國證券相關法律賦予之權力或當地經濟狀況之發展，而具有不同程度的職責範圍。通常證券業自律組織於證券市場中，主要仍係在政府證券主管機關監理之下，針對部分特定業務扮演監督組織成員的角色。

### (二) 自律組織--以美國為例

美國有二個主要的證券期貨相關行業自律組織：美國金融業監管局 **FINRA** (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) 及美國全國期貨協會 **NFA** (National

Futures Association, NFA)。FINRA 之主要職責為證券商及證券從業人員之監督管理；NFA 之主要職責則為商品期貨商及期貨從業人員之監督管理，至於投資顧問業目前則尚無自律組織擔任監督管理之角色。

FINRA 及 NFA 設立之法源依據及主管機關如下：

- 1、FINRA：係美國證管會（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）依據 1934 年訂定之證券交易法及馬洛尼法（Mahoney Act），成立美國全國證券商協會（National Association of Securities Dealers, NASD，即 FINRA 前身）並賦予其監管權責，嗣於 2007 年 7 月由 NASD 與紐約證交所之會員監管、執行和仲裁部門合併，而成為 FINRA。FINRA 主要任務為保護投資人、制定相關法規及監管證券商與證券從業人員之行為，其主管機關為美國證管會。
- 2、NFA：係根據美國商品交易法之規定賦予其監管權責，主要監管對象為在美國商品期貨交易委員會（U.S. Commodity Futures Trading Commission, CFTC）登記註冊之期貨商及期貨從業人員，其主管機關為美國商品期貨交易委員會。

### （三）自律組織之運作

一般而言，美國之交易所，例如：美國紐約證券交易所（New York Stock Exchange, NYSE）、美國芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）等，均被視為自律組織之型態，美國證券主管機關賦予證券業自律組織與證券交易所執行特定監督功能，並負責部分證券市場之監理上市業務，俾以維繫證券市場有效運作。各個自律組織自行訂定各自之監督管理規則，而管理規則須經由主管機關（例如：證管會或商品期貨交易委員會）之核准後始

得施行，參加自律組織之會員均須遵守所屬自律組織訂定之規則。藉由此模式，政府主管機關可著重於較全面統整性之市場監理活動，而自律組織則負責證券市場較局部性或技術層面之監督活動。自律組織藉由相關法律或行政規範所賦予之權利義務，向投資者、發行人、市場參與者、社會大眾及政府主管機關負責。

透過自律組織之規範，可有效約束並協調會員的經營活動，同時維護市場秩序可順利運作，亦可經由內部規範進行會員之紛爭調解或仲裁。至於自律組織之運作經費，並非由納稅義務人繳納之稅款支應，而是由自律組織向會員收取年費或由市場參與者支付。而自律組織應透過公司治理機制設置獨立董事，並應賦予獨立董事監督與執法權力，以降低會員間之利益衝突。此外，自律組織每年尚須接受美國證管會或美國商品期貨交易委員會之稽查。

#### (四) 自律組織之監督管理模式

參加自律組織之成員均須經過登記註冊程序後，始得成為會員。自律組織通常會針對申請註冊之條件訂定相關規範，除要求申請加入者須符合一定之資本淨額<sup>1</sup>、財務業務資料之揭露、資料保存與保存型態等要件外，對於即時報告之提供、顧客資產保護及商業行為守則等也都有詳細規定。

針對即時報告之提供，自律組織須制定其會員應提交報告之格式，且其報告內容及資料須符合可由主管機關美國證管會或美國商品期貨交易委員會使用之要求。

針對顧客資產保護，參與自律組織之會員證券商須擔負保護投資人資產之責任，尤其需針對投資人資產與證券

---

<sup>1</sup> SEC Rule 15C3-1 under the Securities Exchange Act of 1934 and CFTC Rule 1.17 under the Commodity Exchange Act.



商自有資產進行區隔，且須訂定證券商對投資人資產保護之相關規範及訂定破產法與相關施行細則，以確實保障投資人資產。

針對商業行為守則，則需對會員各種商業行為之紀錄保存、主管資格、風險管理政策與程序、利益衝突之規範等項目，建立明確且有系統之處理準則。

## （五）瞭解客戶（Know Your Customer, KYC）與洗錢防制（Anti-Money Laundering, AML）

就自律組織而言，瞭解客戶同樣是確保自律組織可長期有效運作之重要一環，因此自律組織須針對客戶營運收入、費用、投資經驗與知識、市場風險評估能力等制定具體標準；另一方面，由於目前各國均已陸續建立反洗錢機制，金融機構為配合反洗錢機制之要求，亦需建立其反洗錢規則，並有義務向金融主管機關提出報告。

## （六）執法與稽核任務

為維護自律組織可在市場上長久有效運作，並能妥善處理內部利益衝突問題，完整的稽核規範即不可或缺。因此，持續監督自律組織相關活動，同時強化對市場投資者之保護，維持市場公平、公正與效率，自律組織必需對公司型態之會員及個人會員進行稽核，以確保會員均能確實遵循相關規範，尤其當發現有涉及違反規範之會員時，自律組織應採取適當聽證程序以釐清會員是否違反規定，一旦發現確有違規情事，通常會採取高額罰款以遏止違規行為再次發生，如違規情節重大者，甚至可能終止其會員資格。

## （七）自律組織之效用

經由自律組織對會員之規範、執法及對違規會員進行

處分，可促使會員確實遵從自律規範，並在金融業中發揮協調作用，且可配合主管機關執行各種案件之監理，進而間接促進社會整體經濟資本之形成。

## （八）跨境交易的監管

G20 高峰會於 2009 年 9 月在美國匹茲堡協定建立全球監督管理模式，各國代表在會議上承諾改進場外交易金融衍生性商品市場之監督管理，並提出標準化之場外衍生性商品應在交易所或電子平臺進行交易，以將場外衍生性商品交易納入監管，並將交易對手風險（Counter-party Risk）減到最低；又金融機構在場外交易金融衍生性商品時，須在經認可之中央結算所或結算中心進行結算。而美國商品期貨交易委員會為因應此一發展，亦於 2013 年 7 月提出新的跨境交易指導原則對非美期貨商之交易訂定相關規範。

## 三、自律組織之類型

美國自律組織為會員制組織，無論是公司或個人參與者均須申請入會，未加入會員者不得與顧客進行交易。美國自律組織主要分為兩種型態：一為行業類型之自律組織，如 FINRA 及 NFA；一為交易所類型之自律組織，如 NYSE、CME 等。

### （一）自律組織之目標：

自律組織需明訂其任務及使命，並對其組織架構有嚴謹規範，且自律組織之終極目標應為促使大眾與企業共榮互惠。

### （二）不同類型自律組織之差異：

#### 1、行業類型之自律組織：

行業類型之自律組織主要係運用各種法規，讓投資者與大眾認同其有足夠能力可採取適當且有效率之方式進行自我約束規範。行業類型之自律組織除訂有稽核機制外，對於會員之違法行為亦接受非會員之檢舉告發。

## 2、交易所類型之自律組織：

交易所類型之自律組織主要負責監督及管理會員證券商，以及會員彼此之間的糾紛協調與仲裁。由於目前證券交易模式多採電子下單交易，亦常有出現高頻交易之情形，促使交易所類型之自律組織需強化相關監理規則與機制，以積極加強對會員證券商交易之管理及對個人下單交易行為之監理等措施，此外亦提供完善的市場監視交易分析及不法案件調查與執法，俾確保交易之公平與安全。

### (三) 自律組織之結構：

- 1、董事會：包含來自業內與來自外部之成員，任期 2 年至 3 年。
- 2、董事會執行委員會：包含來自業內與來自外部之成員，任期 1 年至 2 年。
- 3、諮詢委員會。
- 4、法律顧問委員會或法務部門。
- 5、稽核部門。
- 6、資深管理人員。
- 7、職員。

### (四) 自律組織之角色立場與任務：

自律組織最重要的任務之一為訂定會員應遵守的相關規範，並確實要求會員須遵從規定。為敦促會員遵循規範，

自律組織應對其會員或一般大眾辦理相關法規之教育宣導，並應設置顧客申訴管道，當顧客認為遭受詐騙或面臨交易糾紛時，得以進行申訴。

自律組織訂定會員應遵循之規範後，並應適時檢討其規範是否合乎時宜及隨時進行修正，且應將修正情形於自律組織之網頁上公開揭露，又網頁揭露之資訊除法規之修正情形外，亦應對於該行業之重要資訊、教育訓練資料等一併於網頁上揭示，以利自律組織之會員或一般大眾可瞭解相關資訊。

自律組織執法之進行方式則包括：設立二個委員會審查（審查涉嫌違法行為之委員會、商業行為委員會）、舉辦聽證會、法律顧問諮詢、告發及裁罰等。

美國於 2000 年通過商品期貨現代化法案（Commodity Futures Modernization Act, CFMA），通盤檢討修正商品交易、證券、銀行及破產相關法規，釐清衍生性商品之法規地位，並針對期貨交易所訂定不同之管理架構，使其管理架構更為現代化。該法案之推動顯著改變監理環境，新設立之交易所須依循 CFMA 條款之規定建立，同時 CFMA 也對參與外匯交易之投資者是否受 CFTC 之監管予以明確區分。以美國的情況而言，期貨交易所提出之新交易規則，CFTC 應在三天內核准，每一新規則適用一項新商品，造就期貨交易所的大量商品代號。

至於就自律組織之稽核方面，美國自律組織應制定稽核程序與原則，稽核範圍包括財務稽核及監理規範稽核，且必須聘用專業人士進行稽核工作，稽核結果若發現違規情事亦有裁罰權可進行裁罰。

#### （五）自律組織執法手段：

自律組織應建立有效的市場監視與執法團隊，以確實規範會員行為，且執法單位須具有獨立性，又設置於監督管理委員會（Regulatory Oversight Commission, ROC）內的獨立董事應與市場監視或執法人員召開會議討論不法案件，藉由監督管理委員會超然獨立之立場，降低利益衝突之可能。

自律組織內設置的委員會應對會員提出之申訴案予以審查，不管是會員或自律組織都應對委員會提交申訴案件之相關證據、證詞及電話錄音等，以利委員會可進行審查。

#### **四、自律組織與金融市場基礎建設之任務、權責及政府監理**

本節將以韓國為例，探討自律組織與金融市場基礎建設之任務、權責及政府監理。韓國於 1997 年金融危機後，開始進行金融改革，設立專司金融事務之「金融監理委員會」（Financial Supervisory Commission, FSC），負責制定韓國於金融方面之重要政策及法令規範。由於韓國金融監理委員會之重心在於政策規劃，因此實際之執行單位則為韓國金融監督管理局（Financial Supervisory Service, FSS），負責監理實務。由韓國金融監督管理局所監理之自律組織包括：韓國金融投資協會（Korean Financial Investment Association, KOFIA）、韓國交易所（Korean Exchange, KRX）、韓國上市公司協會（Korean Listed Companies Association, KLCA）及韓國證券集保公司（Korean Securities Depository, KSD）。韓國金融監督管理局各部門對自律組織之監理分工如下：

### 韓國金融監督管理局監理自律組織之部門分工

部門	任務	受監理之自律組織
證券監理部 Securities Supervision Dept.	1. 檢視證券商之服務標準化契約。 2. 檢視證券金融相關廣告內容。 3. 專業技術及資訊系統之管理。	KOFIA
公司資訊揭露部 Corporate Disclosure Dept.	1. 公司資訊揭露之監理及發行者之監理。 -對承銷中介商之管理 -對初次發行(IPO)之要求 2. 短期債券電子註冊系統之採用。 3. 創立新市場，例如：韓國中小企業交易所(The Korea New Exchange, KONEX)。	KOFIA  KRX KLCA  KSD、 KRX、 KOFIA
資本市場調查部 Capital Mkt. Investigation Dept.	對於涉及不法交易之調查。	KRX、KSD

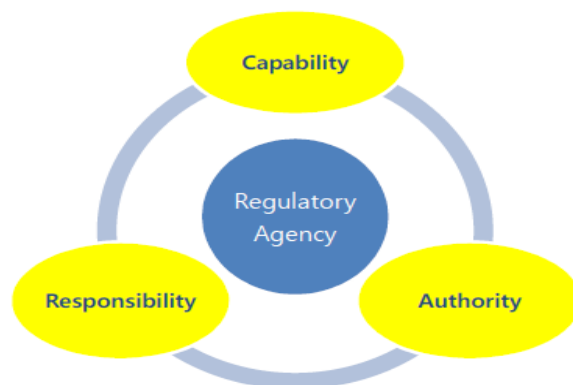
#### (一) 自律組織之任務及監管系統：

國際主要國家對於證券業自律組織有不同之規範，而國際證券管理機構組織（The International Organization of Securities Commissions, IOSCO）之證券監理準則說明監理制度應適度運用自律組織，使自律組織可於各自之專業領域中執行自我監理機制。

惟政府主管機關目前在考量如何運用自律組織達成預期效果時，實務上仍存有許多爭議，例如：監管漏洞或套利行為之規範、管制俘虜（Regulatory capture）、影子監管（Shadow regulation）、地盤爭奪戰（Turf war）、管理費用

及合理成本之爭端等，因此在監理機構之制度設計上，如何使能力、職責與權限等三方面達到環環相扣，並發揮相輔相成之效用，即是相當重要之課題。

### 監理機構制度設計之三大考量



## (二) 自律組織的主要任務與職責：

- 1、韓國三大自律組織分別為交易所、韓國金融投資協會（KOFIA）及韓國證券集保公司（KSD），主要任務列表如下：

機構	任務
交易所	依據 FISCMA <sup>2</sup> (§373-2) -維護交易公平、價格穩定、快速交易、交易透明及保護投資人 -市場監理及糾紛解決 -訂定交易費
韓國金融投資協會	依據 FISCMA (§283) -維護證券商會員之營運順利、確保交易公平、保護投資人、促進市場健全發展及相關金融投資服務 -訂定會費
韓國證券集保公司	依據 FISCMA (§294) -促進證券集中保管、證券結算交割運作順暢 -訂定各項服務費

<sup>2</sup> 金融投資服務及資本市場法（簡稱資本市場整合法）」（Financial Investment Services and Capital Market Act, FISCMA）

2、韓國三大自律組織之主要職責列表如下：

機構	職責
交易所	依據 FISCMA (§377) -建立並推動交易市場之營運 -清算與結算 -制定營業細則、上市規則及資訊揭露規則等相關法規 -監督上市公司財務報告與揭露 -對異常交易進行監視，包括對會員之調查 -市場交易糾紛之規範與自律 -市場監督管理委員會之運作
韓國金融投資協會	依據 FISCMA (§286) -維護證券商會員之業務秩序、有價證券之交易公平及保護投資人 -會員交易糾紛之規範與自律 -註冊登記及金融專業人員管理 -在職訓練與投資人教育 -金融投資服務法規之研習
韓國證券集保公司	依據 FISCMA (§296) -證券集中保管 -證券帳戶之劃撥登記 -證券及交割金額之撥付 -證券管理 -制定證券集中保管相關法規

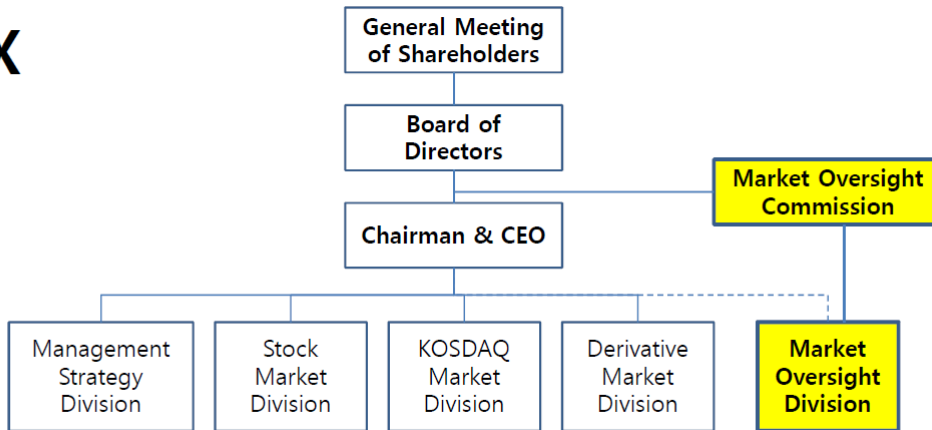
(三) 自律組織監理架構：

自律組織對市場上的違法行為之調查應具備獨立性，並避免受到外力干預，因此韓國交易所在董事會之下設立市場監督管理委員會，並直接督導市場監理部門。另韓國金融投資協會在董事長下亦設有自律委員會，在其下並設立自律部門。韓國三大自律組織之架構圖示如下：



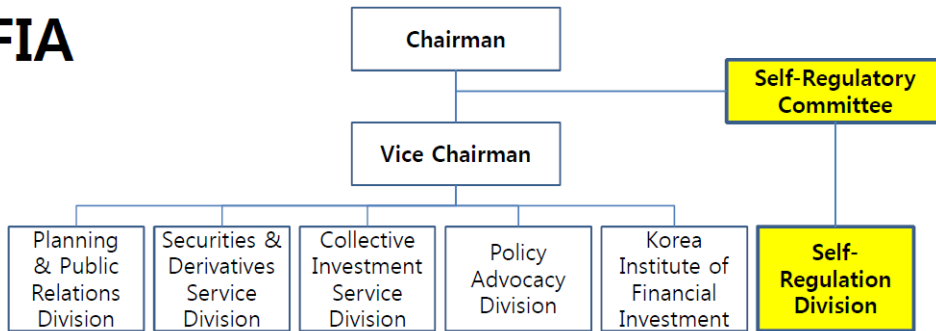
## 1、韓國交易所

### KRX



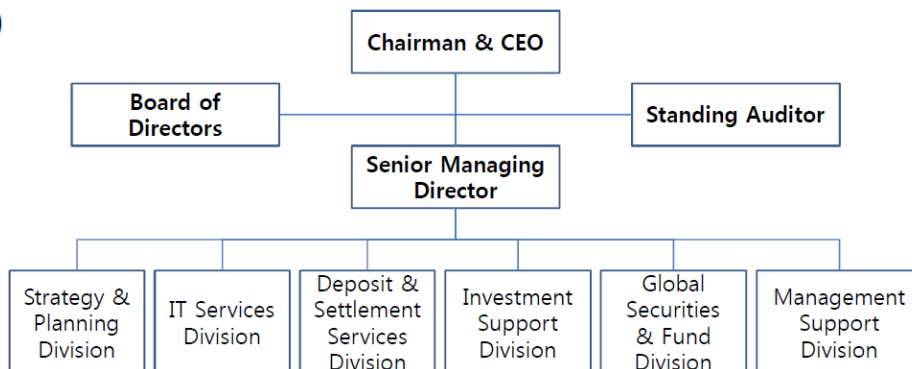
## 2、韓國金融投資協會

### KOFIA



## 3、韓國證券集保公司

### KSD



#### (四) 政府機構對自律組織之監理：

韓國金融管理架構於 2008 年進行變革，原金融監理委員會 (Financial Supervisory Commission) 與原財經部 (Ministry of Finance and Economy) 之金融政策局 (Financial Policy Bureau) 合併，成立「金融服務委員會」(Financial Services Commission, FSC)，專職金融政策制定、金融機構及金融市場監理、洗錢防制等金融管理工作。

其中，金融服務委員會對交易所及金融投資協會之監理項目如下：

##### 1、交易所

- (1) 禁止未經許可設立交易所。
- (2) 董事會之組織與運作。
- (3) 董事會成員應以外部董事占多數。
- (4) 董事長之解任。
- (5) 專業人員資格審查。
- (6) 核准交易所訂定之法規。
- (7) 財務報告與審查。
- (8) 交易所管理措施之審查。
- (9) 撤銷營業許可、停業等。
- (10) 要求解雇高級管理人員、暫停職務等。
- (11) 要求解雇職員、減薪等。

##### 2、金融投資協會

- (1) 結合資本市場整合法。
- (2) 核准章程。
- (3) 專業人員資格審查。
- (4) 指定義務。
- (5) 業務報告之審查。

(6) 對協會之稽核及檢查。

(7) 對協會之評估。

## 五、自律組織與金融市場基礎建設之趨勢

### (一) 自律組織之演變

自律組織係可行使某種程度監理權力之組織，目前證券業自律組織已由傳統的封閉證券商會員俱樂部型態轉變為涵蓋更大範圍利益相關者之組織，且對外亦負有責任。

自律組織之存在可以提升監理制度，使該行業之自我監督機制更加完善，且可補足政府監理機構的規劃及資源運用。有關政府監理機構對市場監理之規劃包括：針對特別類型行業之活動或特定商品採用特定規則、針對風險開發風險管理制度、實施全面的監理計畫等。

### (二) 自律組織之型態

- 1、交易所型態：交易所具有自律組織之權責。
- 2、會員或獨立性型態：由證券商所組成之會員制組織，而在特定情況下，會員制組織亦可能具有協會之功能，或具有如同櫃買市場之作用。
- 3、協會：部分協會組織具有自律規則，例如：訂定法規、訂定對協會會員具有強制性之規範等。部分協會組織雖不具有正式自律組織型態，但亦提供會員指導原則、最佳行為模式或設置相關標準。
- 4、集保結算機構：集保結算機構通常有受到限制之自律規則，無論是營利或非營利性之集保結算機構，在全球市場都占有重要地位。

### (三) 自律組織監理模式

#### 1、政府法定監理模式 (Government Statutory Model)：

主要由政府主管機關負責證券監理，而自律組織通常僅負責有限的市場監理，例如：法國金融市場主管機關 (Autorité des marchés financiers, AMF)、英國金融業服務主管機關 (Financial Services Authority, FSA)，以及大多數之歐盟國家。

#### 2、有限責任制之自律組織模式 (Limited SRO Model)：

政府主管機關為主要之監理機構，自律組織則負責執行部分特定且與市場操作相關之監理工作，包括：市場監視、上市業務等。例如：香港交易所 (Hong Kong Stock Exchange, HKEx)、新加坡交易所 (Singapore Exchange, SGX) 及美國紐約證交所 (NYSE) 等。

#### 3、自主性較強之自律組織模式 (Strong SRO Model)：

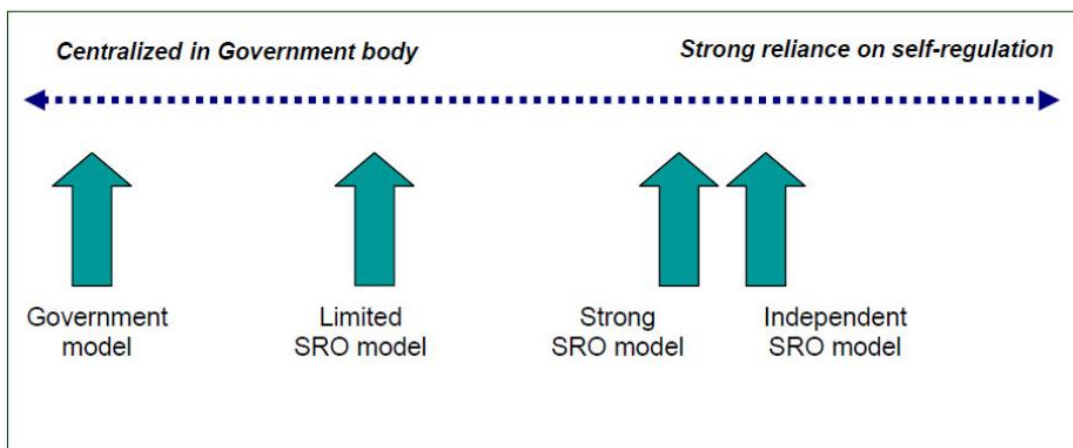
政府主管機關為主要監理機構，惟仰賴自律組織進行超過組織運作範圍之監理工作，包括對會員經營業務上之監理。例如：澳大利亞交易所 (Australian Securities Exchange, ASX)、日本東京證交所 (Tokyo Stock Exchange, TSE)、日本大阪證交所 (Osaka Securities Exchange, OSE)、馬來西亞證交所 (Bursa Malaysia) 及美國芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME) 等。

#### 4、獨立性自律組織模式 (Independent SRO Model)：

政府主管機關為主要監理機構，惟仰賴一個具獨立性質之自律組織進行監理工作，該自律組織係會員組織且非市場營運者。例如：加拿大投資業監理組織 (Investment Industry Regulatory Organization of

Canada, IIROC)、加拿大共同基金交易協會 (Mutual Fund Dealers Association, MFDA)、日本證券交易協會 (Japan Securities Dealers Association, JSDA)、韓國金融投資協會 (KOFIA)、美國金融業監管局 (FINRA) 等。

上述四種自律組織監理模型圖示如下：



#### (四) 自律組織之趨勢

由於現今投資商品日趨複雜，加上交易方式多樣化，例如：黑池交易、高頻交易及另類交易系統等，隨著交易技術日新月異，全球關聯性已與過往之傳統金融市場大不相同，連帶引發各界關注自律組織之發展趨勢及可行性。

目前可觀察到在部分國家，自律組織之作用有某種程度之減弱或消除的現象，例如：歐洲與其他一些地區漸漸減少對自律組織監理之依賴。另外，近期新興發展資本市場之國家，亦有部分做出由政府主管機關負責主要監督及管理，而非完全依賴自律組織進行監理之決策。

#### (五) 減少自律組織監理之因素

在交易所逐漸由會員制轉型為公司制或上市發行之趨

勢下，目前各國交易所均陸續推出不同類型之新交易商品，再加上各市場彼此間的競爭，交易所內部與市場間的利益衝突導致許多國家對交易所是否足以妥善執行市場監理職責開始產生疑慮，因此將市場監理之工作移轉予政府法定監理機構。

## （六）世界各區域之自律組織

### 1、北美

北美之自律組織系統，以美國及加拿大最具代表性。

- (1) 美國：美國金融業監管局（FINRA）及美國全國期貨協會（NFA）為美國二大「私人」性質之自律組織，其經費來源主要係由會員提供。FINRA 為美國最大的自律組織機構，其所有報告需提交美國證管會；NFA 則負責期貨及櫃買市場衍生性商品之監理。
- (2) 加拿大：加拿大有二個主要自律組織，一為加拿大投資業監理組織（Investment Industry Regulatory Organization, IIROC）；另一則為加拿大共同基金交易協會（Mutual Fund Dealers Association, MFDA）。其中，IIROC 負責投資交易和執行交易所之規定；MFDA 負責監理共同基金之運作、執行標準和業務情形。

### 2、中南美洲

- (1) 巴西：巴西 Bovespa Market Supervision（BSM）係由巴西證券交易委員會創建之非營利性自律組織。
- (2) 哥倫比亞：Autoregulador del Mercado de Valores de Colombia（AMV）是哥倫比亞之自律監理機構，

負責監理所有類型之中介機構，且哥倫比亞之中介機構須強制入會。

### 3、 歐洲

歐盟多數國家仰賴自律組織之程度偏低，以英國為例，自 1997 年金融風暴後，因為歷經許多金融市場不道德商業行為造成之後果，促使英國由自主性較強之自律組織模式轉為加強中央機構監理的政府法定監理模式。因此英國對於監理架構進行變革，設立金融行為監理總署（The Financial Conduct Authority, FCA）及審慎監理總署（The Prudential Regulation Authority, PRA）。並由 FCA 負責客戶保護，藉由更嚴格之標準，監理金融服務業之資訊透明度，以提高客戶信心；另大力加強金融知識教育，以提昇客戶金融常識與能力；並強化金融服務賠償機制（Financial Services Compensation Scheme, FSCS），以促進商品透明度。

而 PRA 則為英格蘭銀行之子公司，主要負責對各種金融機構，例如：銀行、信用合作社及證券公司等進行審慎監理。PRA 之第一線監理人員係由許多風險管理專家擔任，負責提供重要知識及專業技術以進行分析及監理判斷。另外，PRA 亦僱用政策專家，以發展監理政策。

### 4、 亞洲

(1) 日本：日本證券交易商協會（Japan Securities Dealers Association, JSDA）負責證券交易之監理，為一非營利性之組織，經費來源主要來自於會員。

(2) 印度：2013 年 1 月印度證券交易委員會（Securities

and Exchange Board of India, SEBI) 批准一項計畫案，該計畫案在印度金融區成立首家政府自律組織機構，並負責監理共同基金之分銷業務。

- (3) 馬來西亞：馬來西亞交易所 (Bursa Malaysia) 之前身為吉隆坡證券交易所，係馬來西亞資本市場第一線之監理機構。主要負責規範與監視證券及衍生性商品市場，並對其會員行為進行監理，具執法權力。

## (七) 金融市場基礎建設 (Financial Market Infrastructures, FMIs)

金融市場基礎建設係指涵蓋各種參與金融市場之多邊系統，包括系統操作者、運用結算與清算或支付紀錄、證券與衍生性商品及其他金融交易機構。

### 1、金融市場基礎建設之種類有五種：

- (1) 支付系統 (Payment Systems)：在資金轉換參與者間或對所有金融參與者設立程序與規則完成支付作業。
- (2) 集中交易對手 (Central Counterparties, CCP)：將自身設置於多個買方與賣方之間，成為多個買方之賣方或賣方之買方，進而確保未平倉交易最後可完成。
- (3) 衍生性商品交易資料庫 (Trade Repository)：建立集中交易電子資料庫或數據資料庫。
- (4) 證券集中保管 (Central Securities Depository)：提供證券帳戶集中保管服務及資產服務，亦可能包括部分企業商業活動之申贖管理。
- (5) 證券結算系統 (Securities Settlement System)：透過預設規則，將證券順利完成轉換或結算，並作



成紀錄。

## 2、 金融市場基礎建設之未來方向：

- (1) 公司制。
- (2) 股權設限。
- (3) 在集中交易對手機構設置風險管理委員會。
- (4) 創立基金確保結算完成，並避免連串違約之發生。
- (5) 設立獨立董事。
- (6) 建立新的交易平台組織交易設施（Organized Trading Facility, OTF）制度，執行銀行間雙邊交易之衍生性商品合約。
- (7) 將櫃買市場標準化衍生性商品契約移至交易所進行交易或轉換為電子交易平台。
- (8) 交易資料公開透明。
- (9) 公平交易與清算。

### （八）國際自律組織

在當前證券市場及證券交易商全球化之趨勢下，交易所或協會制之自律組織的自律監理效果已逐漸減少，且部分本土區域性之交易所或協會制自律組織多僅較專注於區域市場之監理，然而已開發金融市場多逐漸發展出跨境交易，交易金額亦日益增加，因此各國間將透過雙邊或多邊協定來完成跨境監管措施，在市場監視方面，國際監視協會（Intermarket Surveillance Group, ISG）協調世界各證券單位進行監視業務交流。

## 六、自律組織於新興市場面臨之挑戰

新興市場可透過政府機構及涵蓋專業人士、協會組織之私人機

構進行監理資訊分享，並經由資訊分享提升市場監理能力，自律組織之監理運作可使資本市場更具效率及專業，並以更高之行為標準規範提升競爭力。

惟若過於限制自律組織之監理模式，將可能導致同業壟斷或危及競爭力，另主管機關若要求自律組織放寬上市標準，亦可能傷害市場投資人或打擊市場信心，造成主管機關與自律組織間的緊張關係。

開發中國家之監理措施常因專業人力資源缺乏或專業技術不足而受到限制，導致監理品質低落，因此，開發中國家應加強專業人士之訓練，以達成監理品質之改善。此外，開發中國家之金融市場規模較小、競爭力不足，一旦證券市場競爭有限，自律組織即可能無法提供足夠安全、有效的市場環境。

而一個成功的自律組織應多方考量的因素包括：會員承諾保障公共利益、市場監管之獨立性、互利互惠、獨立董事、具行業代表性、充足資金、公眾參與、政府監理、成本效益、政策與規則之制定權、透明度和問責制、有效的監視、監督和執法權力等。

反之，自律組織失敗之可能原因則包括：公信力喪失、反競爭行為、未解決的利益衝突、缺乏足夠資金、喪失團結向心力、政府監理機構過度擴張等。

自律組織在新興市場之發展應考量：

- (一) 自律組織之監理活動是否具有效率，取決於治理架構之組成，新興市場通常因為只有單一證券交易所，因此缺乏市場競爭力，也因為沒有足夠的市場交易量及流動性，往往導致無法建立其他新的交易系統或交易所。
- (二) 新興市場應考量自律組織是否具有足夠能力進行市場監理工

作，若自律組織之會員過少，亦可能導致對市場不利之影響。

(三) 新興市場自律組織之經營成本、經費來源同樣易受到市場規模過小、流動性與成交量不足之限制，進而影響監理品質與能力。因此，自律組織進行監理工作之發展初期，應考量與政府機構合作，並共同分擔、執行市場監理職責，自律組織需要經由長時期之監理績效以建立市場信心。

## 七、金融海嘯後的改革對自律組織之影響

美國國會於 2010 年 7 月通過「陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法案 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」，大幅整頓美國金融監理結構，該法案之核心主要在改變目前大型金融機構之局面，以期有效防範系統性風險，另一方面則重視保護金融市場中的弱勢群體，避免投資者受到詐欺行為而遭受資產損失。美國政府依據該法案增設數個機構以強化監理措施，並由美國聯邦儲備委員會、美國證管會及美國商品期貨交易委員會等單位進行研究，提出超過 400 項的新規範。

該法案針對原有監理體系中，對於場外交易的金融衍生性商品缺乏透明度與資訊揭露要求之缺陷進行改善，並加強對場外交易市場及支付、清算與結算體系之全面監理，同時強化對衍生性金融商品、對沖基金、私募股權基金、信用評級機構等領域之監理，限制金融機構持有大量複雜金融產品，以避免風險集中。另外，要求大型對沖基金、私募股權基金及其他投資顧問機構須在美國證管會登記，且揭露相關交易資訊，並定期接受稽查，亦要求所有超過一定規模之資產管理對沖基金、私募股權基金及風險投資基金的顧問須辦理註冊，接受相關規範管理。

該法案亦賦予美國聯邦儲備委員會擁有監理大型綜合金融保險集團之權力，使其能夠對 AIG、美國運通、摩根士丹利及美林證券等多家曾於金融危機中出現問題之機構，實行更加嚴格之監理機制，另外增設消費者金融保護局（Consumer Financial Protection Agency, CFPA），以保護消費者信用、存款、支付及其他消費金融商品之權益，並監督相關管理業者之營運。

## 參、心得與建議

本次研討會課程內容包括：自律組織及金融市場基礎建設之基本定義、類型、在金融市場扮演之角色及未來趨勢等，對於自律組織相關議題進行豐富多元之介紹與探討，課程內容不僅詳盡充實，且各國學員於課堂中亦相互分享不同國家之自律組織及監理相關實務經驗，並經由分組案例研討進行意見交流，對自律組織之架構及監理執行方式有很大的啟發。為及時掌握國際金融實務之發展趨勢與市場監理資訊，建議宜持續派員參加相關課程與國際會議，與其他國家與會人員交流經驗，並藉此建立與國際金融監理人員聯繫接洽之管道。

在當前金融環境下，自律組織的挑戰之一即是在面對利益衝突時，須有能力調解會員間或會員與個人間之糾紛，此外還須對會員與投資者進行教育訓練，並經由獨立的市場監視架構，防止人為干預查核工作。由於自律組織之自我規範涉及內部利益衝突，因此政府主管機關如何適度監督自律組織之運行，勢必對自律組織能否發揮效用有重大影響，自本次研討會課程中，可發現以美國為例，美國證管會有權監督涉及公眾利益之證券自律組織，且證券交易所、結算機構與證券協會必須向美國證管會註冊，自律組織應提交其組織規範等相關資料，備供審閱查核。而美國證管會有權檢核自律組織之運作，均可作為我國對自律組織監督管理之參考。

而隨著跨境交易日趨活絡，在考量如何拓展市場及增加交易量的同時，對於防止市場不法交易及保護投資人之課題，同樣值得深思。在保護投資人方面，監理規範應配合金融環境變遷適時進行修正，並積極尋求跨境監理單位之合作，另外對於金融專業人力資源之培養、改善因為新型態交易商品設計過於繁複可能暗藏投資風險

之問題、強化對投資大眾之教育，均是我國主管機關與自律組織未來可持續推動之投資人保護措施。

我國金融政策向以尊重金融市場之自由運作機制、維護投資人權益及發展國內經濟為目標，因此，雖然在自律組織之發展上，仍有上述挑戰與潛在利益衝突可能性之存在，但政府主管機關對於自律組織若有良好監督及管理，應可有效強化證券市場之運作並提升證券市場效率，不論是監理人員專業知識之訓練、證券從業人員及投資大眾之教育、金融知識宣導及投資人申訴管道等，都應以建立公平安全的投資環境為前提，以穩健拓展跨境交易、吸引國外投資者及開放更多元之投資管道，提高證券市場之品質與服務，進一步活絡經濟發展，都是值得持續努力之方向。

**APEC Financial Regulators Training Initiative**  
**Regional Seminar on Supervision of Self-Regulatory Organizations (SROs)**  
**and Financial Market Infrastructures (FMIs)**

13–17 October, 2014, Bandar Seri Begawan, Brunei Darussalam

Hour	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday	
9:00	Participant Registrations (8.30 – 9:00)	<b>4. Listing and issuer regulation</b>	<b>8. SRO &amp; FMI oversight and role of regulator</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>investigation and enforcement</li> <li>conflict and dispute resolution mechanisms</li> </ul>	<b>12. Central securities depository models of SROs</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Case study examples</li> </ul>	<b>16. Regulatory reform</b> 9:00am – 10:00am	
to	Welcome and Opening Remarks (9:00 – 9:30) Official Photo 9:30 – 9:45				<b>13. Protection of client assets</b>	<b>Wrap-up &amp; Q&amp;A</b> 10:00am – 10:30am
10:30	Participant Introductions 9.45 – 10.00 <b>Program Overview</b> 10:00 – 10:30					<b>Closing Remarks &amp; Certificate Presentation</b> 10:30am – 11:00am
	Break	Break	Break	Break	Lunch (11:00am – 11:30am)	
11:00	<b>1. Use and rationale for self-regulation</b>	<b>5. Governance mechanisma</b>	<b>9. Conflicts of interests and managing them</b>			
to						
12:30						
			Lunch			
1:45	<b>2. Types of SROs &amp; FMIs</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Trends in SROs &amp; FMIs</li> <li>Characteristics &amp; key attributes of different types of SROs and FMIs</li> </ul>	<b>6. Current trends &amp; country examples</b>	<b>10. Role and regulations of SRO in investor protection</b>	<b>14. Considerations in emerging markets</b>	FREE TIME	
to						
3:15						
		Break				
3:30	<b>3. Mandate, responsibilities and activities of SROs and FMIs</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Case study example</li> </ul>	<b>7. Case study - regulatory models and country examples</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>International regulatory standards</li> <li>Responsibility of SRO v regulator</li> </ul>	<b>11. Clearing and settlement models of SROs</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Case study examples</li> </ul>	<b>15. Impact of financial crisis</b>		
to						
5:00						