

出國報告（出國類別：研習）

參加新加坡金融管理局(MAS)與加拿大
Toronto Centre 共同舉辦「第九屆證
券監理官區域領導研習會議」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：高副組長新興

派赴國家：新加坡

出國期間：104年10月18日至104年10月23日

報告日期：105年1月

摘 要

會議名稱	證券監理官區域領導研習會議 (Regional Leadership Programme for Securities Regulators)
會議時間	104 年 10 月 18 日至 104 年 10 月 23 日
主辦單位	新加坡金融管理局 (MAS) 與加拿大 Toronto Centre
出席會議者姓名、單位、職銜	高新興 金融監督管理委員會證券期貨局 副組長
聯絡電話、e-mail	(02)27747227、simonkao@sfb.gov.tw
研習會內容	<ol style="list-style-type: none"> 1. 研習會課程主講者主要為加拿大 Toronto Centre 專業顧問、講師及新加坡金融管理局 (MAS) 官員。課程主要可分成三個部分：行動方案規劃、個案研討、個別行動計畫。 2. 行動方案規劃主要包括行動計畫方法論及有效溝通與利害關係人管理二個部分，為本研習的核心課程，在行動計畫方法論中，介紹擬訂行動方案各個環節要如注意到哪些面向，如何去處理。另外，並說明在行動計畫研擬過程及完成後的推動中，要如何有效地與利害關係人溝通及管理，以利計畫能順利執行。 3. 研習中並就近年較重大的知名個案加以介紹及探討，並就特定問題請學員討論，如身為這些事件的監理人員，要如何根據前所介紹的方法加以處理。 4. 個別行動計畫由各學員就其國內所面對的問題，依所介紹的方法論研提行動計畫，講師除指導學員如何制定計畫大綱，並在學員發表其計畫時，就計畫研擬過程中所忽略的事項加以提出討論。
後續辦理事項	無
心得與建議	<ol style="list-style-type: none"> 1. 監理人員研擬行動方案時，極易依其過去之經驗主觀判斷問題及決定採行何種行動，而忽略某些根本癥結。本研習的行動計畫方法論，可供監理主管作為自行檢視的原則，尤其在問題的因果分析部分，更為講師所強調應確實分析，以免未能發現真正問題所在而採行錯誤行動方案。 2. 行政部門較不擅於與外界溝通，惟有效地與利害關係人溝通及管理，亦為計畫順利執行之關鍵，值予重視及加強。

目 錄

壹、前言.....	3
貳、研習會議架構.....	4
一、會議目的.....	4
二、會議議程.....	5
參、研習課程摘要.....	6
一、 行動計畫方法論.....	6
二、 有效溝通與利害關係人管理.....	11
三、 如何處理媒體關係.....	12
四、 公司治理.....	13
五、 個案研討：Greenlight Capital.....	15
六、 個案研討：Refco.....	17
七、 個案研討：MF Global.....	18
八、 個案研討：China Aviation Oil.....	19
九、 個案研討：Facebook.....	21
十、 個案研討：Amcol Holdings.....	22
肆、心得與建議.....	24
伍、附錄.....	26

壹、前言

「證券監理官區域領導研習會議」(Regional Leadership Program for Securities Regulators)係由新加坡金融管理局(MAS)與加拿大 Toronto Centre 共同舉辦，今年為第九屆。

加拿大 Toronto Centre 係由加拿大政府、世界銀行(World Bank)及約克大學斯古里克商學院 (Schulich School of Business) 於 1998 年共同資助設立之獨立非營利組織，嗣國際貨幣基金 International Monetary Fund (IMF) 及瑞典 Swedish International Development and Cooperation Agency (Sida) 亦陸續加入捐助基金行列，加拿大 Toronto Centre 成立的目標包括促進金融穩定、提升防範與管理金融危機之能力、擴大金融包容性及強化領導能力等，並以各國金融主管機關人員為訓練對象。課程規劃初期以銀行監理為主，至 2000 年引進適合證券主管機關之課程，2001 年也舉辦保險監理之相關訓練課程。並密切與具領導地位的金融監理主管機關及國際組織合作，以確保 Toronto Centre 能掌握最新的金融監管發展資訊及面對新挑戰時解決方案是最新且具效果。

為能強化亞太地區證券主管機關於面臨問題時能有效且迅速提出解決方案之能力，建立交流及互動平台以討論當前國際及亞太地區證券市場熱門議題，提供專家看法並由各國提出意見交互討論，並基於新加坡金融管理局與加拿大 Toronto Centre 之合作關係，爰第九次共同舉辦本研習會。與會人員包括來自孟加拉、柬埔寨、杜拜、香港、印度、印尼、日本、馬來西亞、新加坡、斯里蘭卡、坦尚尼亞、泰國及本局，合計共 13 國 26 位代表，於 2015 年 10 月 18 日至 10 月 23 日為期 6 天。

貳、研習會議架構

一、會議目的

本次會議主要目的係針對亞太區域的主管機關所設計的，研討會議主要致力於協助與會學員在面對困難時，可快速做出決策、促使組織運作更有效率及學習如何處理與利害關係人間的關係。並利用加拿大 Toronto Centre 所設計的個別行動計劃方法及小型個案研討方法等進行課程。

為能達成上開目的，課程設計強調學員親自參與及應用，在介紹行動計畫方法論及與利害關係人溝通管理等基礎課程後，研習中並就近年較重大的知名個案加以介紹及探討，個案研討的重點不是告訴學員這些問題該如何解決，而是就特定問題請學員討論，如身為這些事件的監理人員，要如何根據前所介紹的方法加以處理。各國法制規定與國情不一，學員的考量重點各異，但只要能把握住這些行動計畫的方法，最後的建議方案即能趨於接近。

除專題及個案研討外，並安排「個別行動計劃方案」課程，由學員根據研習講授的方法，就其工作上所遭遇之問題，設計行動方案，透過講師的輔導設計，及在成果發表時給予之指正，強化對行動計畫要領之認知，期能在返回工作崗位時，發揮所學。

二、會議議程

2015年10月18日 星期日	
14:00 – 14:30	課程簡介
14:30 – 15:30	破冰互動
15:30 – 19:30	團體活動與晚宴
2015年10月19日 星期一	
08:30 – 10:30	改變：證券業當前議題
10:30 – 11:00	團體合影
11:00 – 12:30	領導過程：行動計畫方法論
13:30 – 17:00	公司治理
17:00 – 18:00	個別行動計畫
2015年10月20日 星期二	
09:00 – 09:15	回饋及分享
09:15 – 10:15	有效溝通與利害關係人管理
10:30 – 15:45	個案研討：Greenlight Capital
16:15 – 17:30	個別行動計畫
2015年10月21日 星期三	
08:30 – 08:45	回饋及分享
08:45 – 12:15	個案研討：Refco
13:15 – 14:15	個案研討：MF Global
14:15 – 17:00	個案研討：China Aviation Oil
17:00 – 18:00	個別行動計畫
2015年10月22日 星期四	
08:30 – 08:45	回饋及分享
08:45 – 12:00	個案研討：Facebook
13:00 – 14:30	如何處理媒體關係
14:45 – 17:30	個案研討：Amcol Holdings
18:30 – 20:30	惜別晚宴
2015年10月23日 星期五	
08:30 – 08:45	回饋及分享
08:45 – 12:00	學員報告個別行動計畫
12:00 – 12:30	結業與頒證

參、會議重點摘要

一、行動計畫方法論

主管機關致力於金融穩定及擴大金融服務，但要處理不斷變化的金融市場及面對新的威脅誠非易事。熟練的技巧是完成工作的必要條件，但並非充分條件，良好的管理與領導技能也是處理所面臨挑戰時所需具備的要件之一。

本節所介紹的行動計畫，是很有價值的領導技能。行動計畫是許多 Toronto Centre 課程中最關鍵的部分。它是處理問題的方法論，有助於機關的持續進步與改善。

行動計畫能改善處理問題的效率及效能，在於其能有助於：

- 確認及評量問題的根本原因。
- 就問題的根本原因，設定要達成的明確目標。
- 選擇達成目標的較佳方案--利用 4 箱模式測試不同替代方案。

行動計畫的方法，包括 1. 評估問題，2. 研議解決方案，3. 執行計畫三個部分。其完整的大綱詳如附錄，吾人擬定計畫時，可參考該大綱按部就班研議。

(一) 評估問題

在此一開始階段，有些步驟因看以簡易而容易未認真執行，不過規畫時此種微小的疏失可能導致後續分析方向的錯誤，不宜任意省略若干步驟。評估問題的第一件事，是要明確瞭解促使我們採取行動的問題，包括下列步驟：

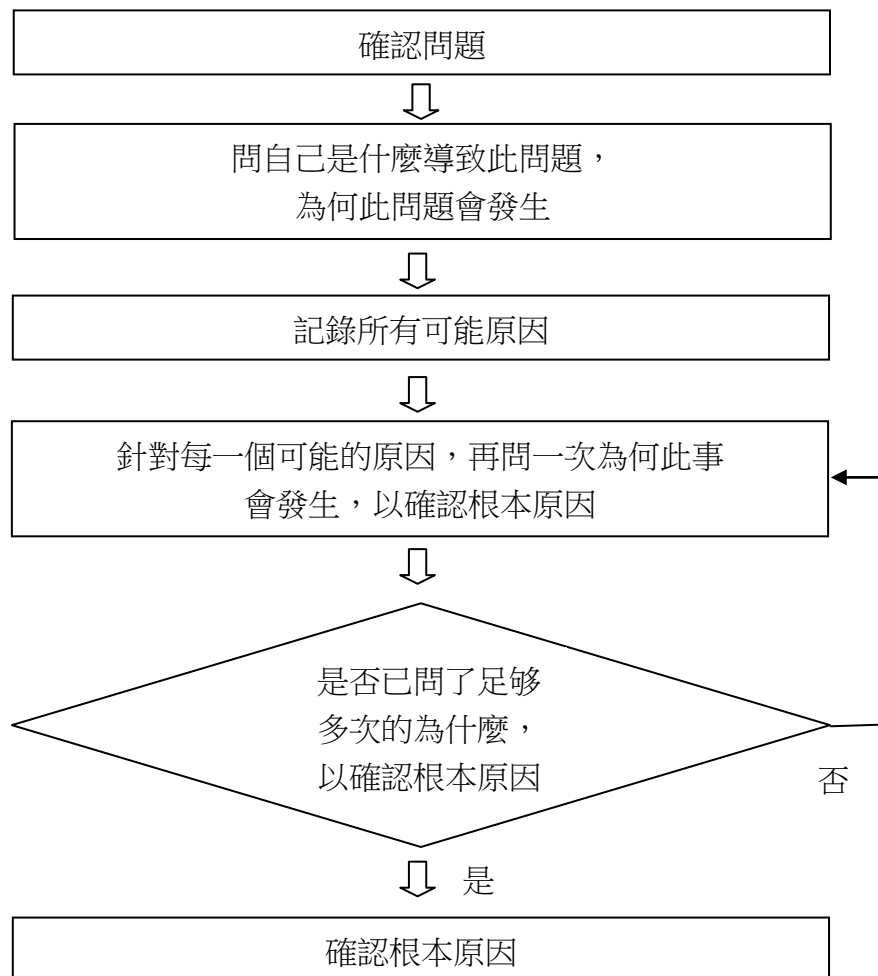
1. 描述問題

- 簡單描述所遭遇的問題。
- 用較寬廣的面向來考量問題。
- 收集資料來支撐評估

2. 確認根本原因

- 總體因素：社會、政治、經濟
- 個體因素：被監理的個體，機關

確認根本原因是個重要的步驟，不過很容易被簡化，因為可能心中已先有定見，而未能廣泛且客觀的分析。在這個過程中，要能夠確認問題根源並找出長期且有效的解決方案，最單的方法就是問”為什麼”。



3. 瞭解影響效果

在這個過程要做到二件事：明確瞭解此問題對利害關係人所帶來的負面效果，把可以影響此問題且已被此問題影響的利害關係人加以確認。在此階段可從三個方面來加以評估：

- (1) 外部人士：顧客、媒體、其他監理/管理的單位。
- (2) 向上人士：所屬單位之主管或其他上級主管機關。
- (3) 向內人士：所屬員工。

分析此事項時，一般人極易只注重外部人士，而忽略對自己的上司或屬下影響的分析，若未加以處理，可能在研擬的開始階段，就遭受上級機關或上司的反對，或屬下的消極不作為抵制，而使得行動計畫無法成功。

4. 考慮優先性

在決定優先性時要考量的事項有：

- 立即處理或僅予監視何者較佳。
- 考量不採行即時行動所帶來的風險。
- 考量採行即時行動的利益。
- 考量你是否已準備就緒(如有無足夠之人力)來處理此問題。

此階段主要在衡量風險及效益，可用表格分析現在採取行動、延後採取行動、不採取行動三種狀況下各別可能產生之風險與利益加以比較。

5. 精確說明問題

經過前述詳細思考問題的根本原因，對利害關係人產生影響效果及優先性後，此時應已可精確的說出問題所在，不過要能有效的對外溝通，此時必須做到，能夠僅以一、二句話就把問題的本質說清楚。

(二) 研提解決方案

此階段要選擇較佳方案並研提行動計畫，其步驟如下：

1. 建立目標

將未來解決問題後所要求產生之結果予以具體說明，其描述要符合

SMART 五個原則：明確(Specific)、可衡量(Measurable)、可行動(Actionable)、切實的(Realistic)、預計達成期限(Time-bound)。

2. 考量替代方案

廣泛思考後提出二至三個方案，再選出最有可能達成的方案。之所以要提出多於一個的方案，是因為最顯而易見的解決方案雖有可能是最佳的，但並非總是最佳的方案。如果在這個階段尚無法決定定哪個方案最佳，可先完成下二個階段後再決定。

3. 概述計畫大綱

確認出要完成所選擇方案的主要步驟，並依序排列。

4. 決定最佳方案

確認出可能阻礙或協助計畫的關鍵利害關係人，思考各利害關係人所需要、想要、擔心及利益為何？選擇可以最佳處理利害關係人擔心事項的方案作為最佳方案。以下圖的 4 箱模型分析利害關係人之利益及關注事項，尤其是他們的需要與擔心的事項，對於與利害關係人溝通極有助益。從各主要利害關係人的觀點來考量下列事項(箱子的編號是與利害關係人溝通說明的順序)：

戰略的 影響分析(四箱)模型

		優點 (+)	優點 (+)		
現 狀		<ul style="list-style-type: none"> 指出哪些維持不變 保存寶貴/光榮的過去 <p style="text-align: center;">4</p>	<ul style="list-style-type: none"> 描述未來的好處及如何到達(要達成的目標與方法) <p style="text-align: center;">2</p>	改 變	
		<ul style="list-style-type: none"> 傳達改變的急迫性與必要性(導致問題的原因) <p style="text-align: center;">1</p>	<ul style="list-style-type: none"> 清楚說出你覺得他人會擔心的事 如何讓這些擔心減到最低或抵銷 <p style="text-align: center;">3</p>		
		缺點 (-)	缺點 (-)		

5. 詳述行動計畫

先決定行動步驟，然後決定時序，包括步驟的先後次序，及開始行動與完成的日期。再來要確認負責之人員，並評估所需資源，如人力、資金、物資。

6. 評估計畫

再回到從面的步驟檢視評估行動方案，再從下面幾個方向思考，值得去執行這個行動方案嗎：

- 所擬的行動計畫能否達成最佳方案的成效。
- 目標可否達成。
- 採取行動時所需之資源能否取得。
- 如果風險很高，有無突發狀況下的應變計畫。

(三) 執行計畫

機關在執行計畫時，可能還需就計畫做某些調整以利執行。執行過程主要包括：

- 推銷計畫：在執行前先與利害關係人溝通，可採用四箱模型。
- 建置管理架構：清楚的管理架構及程序將有助於追蹤後續結果，也能確保執行計畫時不偏離原行動計畫的本質。
- 建立工作計畫：當處理的是龐大或程序相當複雜計畫時，最好能夠建立執行計畫的細節並建立每日工作計畫，以利計畫的執行。
- 管理計畫團隊：組成專案團隊或小組，經由成員間交互影響、與計畫領導人積極溝通，可加速計畫的執行效率，定期召開小組會議可強化成員間之資訊分享，可討論在執行計畫時所面臨的問題。
- 賦予權責：計畫主持人應有效率經營團隊，團隊各成員應對他們的計畫負責。為能落實指導委員會、高層管理人員之監督管理責任，

渠等需擁有即時、全面並精確的資料，關注主要目標與資源預算的進度，當出現重大問題，需立即做出決定。

二、有效溝通與利害關係人管理

在處理此問題時，首先要瞭解誰是重要的利害關係人？重要的利害關係人是指有能力幫助或阻礙計畫的人。分析利害關係人的關鍵重點是：1. 誰是你的重要利害關係人。2. 你想要從他們那裏獲得什麼。而在溝通及說服利害關係人時，首要瞭解的是他們所想要的是什麼，其利益為何，及擔心的是什麼。

至於要就擬予改變的事項與他人溝通時，欲有效溝通有五個要素：

1. 可信賴的(Credible)。
2. 平衡說明(Balanced)。
3. 透明(Transparent)。
4. 合作(Collaborative)。
5. 有意義的(Make Sense)。

為能有效說服利害關係人，可利用四箱形圖(圖如第 9 頁所示)的說服工具，每個箱子的編號代表其溝通的順序，各箱之溝通有不同重點，分述如下：

1 號箱：探討為什麼需要改變。在這個階段要說明現狀所存在的問題。要有強而有力的理由來說明為何必須改變且需要採取行動。這個理由不是只用來說服自己，是要能令別人信服。

2 號箱：改變會產生什麼樣的結果。這個階段要說明改變的好處及改變後所產生的結果。要注意的是，當許多人認為現況還好的時候，不要為了說服對方而過度強調改變後帶來的優點。要直接對聽眾說明進行改變後與他直接有關的好處。若改變未對聽眾產生正面影響，他們不會在乎。

3 號箱：利害關係人關心的是什麼。在這個階段事先猜測聽眾在乎的觀點

是什麼及要如何減少他們的疑慮。不要自以為很了解別人的想法而閉門造車，過度著重自己所做的研究。要多傾聽利害關係人的想法。

4 號箱：有什麼不會改變。確認有哪些是聽眾想維持現狀，就我們要進行改變的長遠的願景予以檢視，這些是否只是階段性的暫時不變。

在進行溝通時，這四個箱子每個應該使用多少時間來說明？可採用 10 分鐘法則來分配，亦即以十分鐘來溝通，1 至 4 號箱所使用的時間分別為 3、2、4、1 分鐘。其中第 3 個步驟要花最多的時間，因為是要化解可能受損的利害關係人的疑慮，以避免他們阻礙行動計畫的推動，此為溝通成敗的關鍵。在這個階段要預先想到各種可能的不利影響，讓對方覺得你能完全瞭解他們的想法，已經注意到他們的問題，並且也擬妥方案來減緩或彌補他們的損失。切莫對已知的不利事項先不予說明或含糊帶過，以為這樣可能大家就不會去關注。如此極易適得其反，當對方聽不到你這方面的說明時，會對你失去信心，你在其他方面再努力的說明，對方也聽不進去，而難以溝通。

三、如何處理媒體關係

媒體無所不在，也是主管機關與相關事件關係人傳遞訊息最重要的管道。媒體可以是敵人也可以是朋友，瞭解如何處理媒體關係，旨在學習如何讓媒體能為我們所使用，幫助我們處理問題。

想要能利用媒體，首先要認識媒的特性，運用所知道關於媒體的知識--比方說，他們想要什麼、他們討厭什麼、誰是他們的目標觀眾及聽眾、他們和他們的競爭對手有什麼區別。此外，要清楚知道你想要得到的結果和答案，尋找共同感興趣的領域並利用（駕馭）它們等。

媒體想要：快速回應提問、接觸組織中關鍵人物和資訊、資訊應以簡單說明為原則，並減少使用行話。

當決定要與媒體溝通，要把握下列事項：

1. 確認和你的主管及機關內負責媒體溝通部門保持聯繫暢通。
2. 在開始之前要先釐清原則。
3. 先準備好說辭，並事先演練及堅持這些論點。
4. 保持這些訊息是事實、精簡扼要並減少行話，可能的話舉例說明。
5. 必須要誠實，若發現有錯誤，需承認並承諾會做的更好。
6. 保持冷靜及說話清晰。

如果被媒體追問沒有準備的問題時，應切記：所有的談話將列入記錄並被報導；如果你沒有準備就不要評論；可使用一些說辭應付，例如表示這不在今天討論的主題，可請媒體向新聞聯繫部門詢問。並請新聞聯繫部門儘速發布消息。

若報導出現問題，例如報導過度依賴不正確資訊或帶有偏見，應要求編輯改正。當發言被錯誤引述，或任意摘取一段發言而與前後發言之整體意旨不符時，則應堅持更正或釐清。

四、 公司治理

主講人 Alan Cameron 係澳洲證券交易所法遵子公司董事長，前曾擔任澳洲證券投資管理委員會(ASIC)主委。本課程 Cameron 主要介紹公司治理的範圍、目標及實務運作之議題。

公司治理的意義及範圍，在國際上並無統一標準。其概念因世界各國尚在發展階段，截至目前並無一套公認定義，依據世界銀行（World Bank）定義，公司治理泛指公司管理與監控的方法，即公司如何在符合法律與契約的規範中，建立機制以促成公司價值的極大化。公司治理領域最受矚目的經濟合作暨開發組織（OECD）將其定義為是一種對公司進行管理和控制的體系，它不僅規

定了公司的各個參與者（例如董事會、經理層、股東和其他利害關係人）的責任和權利分配，而且明確了決策公司事務時所應遵循的規則和程序。

公司治理有些層面亦有法令上之規範，包括董事履行誠實、勤奮及公司利益極大化的責任、公開發行公司的審計委員會、董事會、董事的選任。實務上很多公司治理實踐的實務作法，包括如何引進年度會議、董事的選任等，這些實務上履行事項，後來逐漸演變成為法律上所要求。

課程中舉一案例，澳洲一家上市之電信公司 One. Tel 於 2001 年 7 月進入清算程序，澳洲 ASIC 就董事責任的缺陷控告該公司董事，包括該公司前執行長(CEO) Mr. Greaves，Mr. Greaves 為一合格之簽證會計師同時也擔任三家上市公司之 CFO 之董事會、董事長、財務及審計委員會主席、薪酬委員會之非執行董事。

ASIC 主張 Mr. Greaves 較其他董事有豐富的經驗，通常擔任此職務被賦予特殊任務，故應承擔更高標準的責任及義務，顯然 Mr. Greaves 並未達成該使命。Mr. Greaves 的責任應確保下列事項：

1. Mr. Greaves 與其他董事應監督 One. Tel 的管理、評估該公司財務狀況及檢測及評估任何對公司負面發展的不利事件及重要財務資訊。
2. 執行長應能掌握公司的財務資訊。
3. 應有正確方向的財務指導。

課程中並請學員討論下列議題：

1. 執行長相較於其他董事受到較高標準的規範，對執行長來說是否公平？
2. 專業的證據是否為證明此個案的方法，如果是你如何找到專家？
3. 罰鍰或禁止命令之民事處分是否已足夠了？
4. 執行長應該做的與法律義務上應做的二者之間有何差異，若未履行會有什麼處分。

五、個案研討：Greenlight Capital

本個案是違反內線交易規定，因此課程首先介紹內線交易在學理上的定義，並透過個案研究探討下列相關議題：

1. 在不同市場裡內線交易是否有不同的標準及方法。
2. 哪些要素會構成內線交易。
3. 說明可接受的範圍。

本個案研討課程將以 Greenlight Capital(下稱 Greenlight)為例進行說明，2008 年 David Einhorn 經營美國投資管理公司 Greenlight，Greenlight 係採價值導向投資價格有偏誤的股票及其他投資，但主要投資於美國市場交易的股票，也有投資一些歐洲市場交易的股票，該歐洲市場也涵蓋英國，Greenlight 所管理的資產價值約為美金 50 億元，旗下有 31 個員工，大多在美國，少數員工在英國，Mr. Einhorn 於 1996 年在 Greenlight 同時扮演董事長及投資組合經理人等兩種角色，故 Mr. Einhorn 也需對 Greenlight 投資決策負責，他是一個頗具經驗之交易員及經理人，對於歐洲及美國股票市場的規定也相當熟稔。

而 Greenlight 旗下基金陸續於 2008 年 6 月及 2009 年 6 月收購一家英國公司 Punch Taverns Plc(下稱 Punch)之股票，Greenlight 基金持有 13.3%Punch 的股權。2009 年 6 月各類投資人及潛在投資人透過「跨越防火牆資訊」(wall crossing，公司可以提供內部資訊給第三人，而第三人的定義範圍很廣範，包含大型法人股東、小股東或甚至是無關的人員，wall crossing 一詞源自於 Chinese Wall)方式，獲取相關資訊。

2009 年 6 月 9 日 Mr. Einhorn 接到美國美林銀行電話，該通電話被稱為 Punch Call，該消息略以 Punch 欲發行新股以償還可轉換公司債，Mr. Einhorn 於 6 月 9 日至 11 日間開始出售 Punch 的股票，Punch 直至同年 6 月 15 日才正

式發布擬發行新股籌資金額約為 375 百萬美元之消息，此消息宣布後 Punch 的股價掉了 29.9%，使 Greenlight 規避了 5.8 百萬英鎊的損失。

課程中透過此個案，由學員討論下列議題：

● 活動一：討論下列事項

1. Einhorn 或 Greenlight 是否為內部人？在這情形下對英國金融服務管理局(Financial Service Authority, FSA)而言算是犯罪嗎？或可以對 Einhorn/Greenlight 採取什麼執法措施嗎？
2. 假設 Einhorn/Greelight 是內部人，他們是否真的得到精確的資訊？
3. Einhorn/Greenlight 是否有基於這些內線資訊而進行交易？
4. 若上開 Einhorn 資訊非「跨越防火牆資訊」，會有什麼不同嗎？
5. 如果你是英國 FSA 的主席，你需要決定該採取何種行動，及如何對主要利害關係人執行以尋求利害關係人的支持。

● 活動二：分析所有選項

1. 你的目標什麼或希望得到什麼樣的結果。
2. 詳細說明你的目標，若要達到你想要的目標，可採用哪些選項。
3. 分析他們對這些採行方法的選項選擇或反對理由。

● 活動三：擬定計畫

1. 達到目標的選項。
2. 擬定計畫以執行這選項。
3. 列示為何做出這樣的決定，包含了贊成及反對。

● 活動四：分析利害關係人

1. 列示有哪些利害關係人可協助達到目標。
2. 利用四箱模型圖。

六、個案研討：Refco

本案透過交易安排，美化公司財務報表，隱匿公司虧損，並申請上市。針對此類舞弊，監理單位要如何確認風險因素及強化監理，及嗣後監理方式之改進，為課程探討重點。

Refco 集團於 1969 年芝加哥成立，初期成立時主要從事芝加哥商品交易所之黃牛期貨交易，是一家大型金融服務集團，集團的營業項目包括證券及期貨經紀商、外匯交易、店頭衍生性商品及財務性操作。Refco 集團成為控股公司時於 2005 年 8 月 16 日於交易所掛牌，Refco 集團資產總值達 200 億美元。

Refco 集團 2005 年倒閉，發生經過暨大事紀：

1. 1997 年發生亞洲金融危機，Refco 及其客戶發生數億美元的交易損失，執行長 Mr. Bennett 自 1998 年起利用 Refco 控股公司(RGHI)不當的財務操作，以掩蓋此鉅額損失計有 4 百億美元。RGHI 實際上未具 Refco 多數股權，該公司疑似為 Mr. Bennett 所持有，Mr. Bennett 以此手法掩蓋損失使 Refco 財務報表上看不出有相關損失。
2. Mr. Bennett 在解決前揭 Refco 集團之困境後，開始想出售 Refco 並想更進一步隱藏 Refco 帳上應收款項，與持有 Refco 超過 10%的股權的股東，一家奧地利銀行 BAWAG 達成協議，RGHI 向 BAWAG 借入資金以支付應收帳款，而 Refco 也將等值的應收帳款給 BAWAG 當抵押品，而成功將應收帳款項目自財務報表移除，從帳面上來看 Refco 有收到現金 4 億美元，但實際上並未有收到任何現金，2000 年至 2004 年皆以此方式進行相關交易。
3. Refco 於 2005 年 8 月初次公開發行，同年 10 月 10 日發現 Mr. Bennett 積欠 Refco 4 億 3 千萬美，Refco 懷疑是 Mr. Bennett 的責任，故解除其職務。消息公布後，顧客因擔心 Refco 的財務情形紛紛提領現金而交易對手

也紛紛拒絕與 Refco 交易往來。2005 年 10 月 17 日，Refco 及其子公司聲請破產保護。Mr. Bennett 以證券詐欺名義而遭逮補。

本個案研討內容包括，請各組進行探討：

活動一：請學員討論其所屬國對此類跨國公司如何監理。

活動二：此種不實交易，是否為監理風險所在。例行檢查該如何克服。

活動三：如果公司資金不足以補償受害人，事件發生後監理機關及期貨交易所該如何處理。

七、個案研討：MF Global

本課程由新加坡金融管理局官員介紹 MF Global(下稱 MF)申請破產之後，如何對其境內子公司加以處理，以保障新加坡相關利害關係人之權益。

MF 為一美國期貨交易商，主要提供場內、外金融衍生工具交易同結算服務，亦設有非衍生工具外匯相關產品及上市證券買賣服務；同時亦提供一系列金融衍生產品，包括利率期貨期權、股票相關工具、外匯、能源金屬期貨、農產品及其他商品期貨等。MF 大量投注歐洲主權債務，於 2011 年歐洲債權危機暴發時，由於缺乏足夠的時間湊足資金以支撐不佳的財務狀況，於 2011 年 10 月 31 日向紐約破產法院聲請破產保護。該集團設於新加坡之子公司亦隨之於 2011 年 11 月 1 日發佈該公司進行清算程序。

MF 在新加坡境內設有證券、銀行及保險分支機構，當海外母公司發生破產事件，將衝擊新加坡本地金融分支機構之財務狀況，進而影響證券交割結算、投資人資金、資產及持有部位等。MF 在新加坡的主要分支機構為全球新加坡 (MFGS)，業依「證券及期貨法」取得證券期貨業牌照，並從事證券交易、期貨合約交易、提供託管服務及槓桿式外匯買賣。除在新加坡證交所進行證券

交易，也在多個交易所進行期貨交易買賣合約，並從事店頭市場衍生性商品交易，員工約 150 名。

新加坡金融管理局（MAS）緊急採取了下列措施，包括：凍結 MF 新加坡證券期貨分支機構的資產/金錢、關閉該公司交易帳戶，將客戶部位/帳戶轉移至其他經紀商、停業（停止交易）、強化監督協調和監測（與其他主管機關或跨國主管機關協商；要求該公司更新定期報告；監控該公司財務狀況及全球發展等），俾使衝擊減低，保障投資人權益。

八、個案研討：China Aviation Oil

2004 年 11 月 30 日新加坡 China Aviation Oil(下稱中國航油，CAO)宣布因原油衍生性商品交易發生鉅額損失，此一消息宣布後重創新加坡證券交易市場，但因 MAS 處理得宜，未造成投資人大量損失。類此案件監理機關該如何處理，為本案討論重點。

中國航油是中國航空油料集團公司之子公司，2001 年於新加坡證券市場掛牌交易，主要營業項目為採購國外燃油以供應大陸航運產業，大陸航空燃油之需求每年以 10%的成長率穩定成長。於 2002 年宣布為了成為國際燃油品牌而開始承作原油交易及投資與原油有關之計劃，如投資西班牙及大陸等投資原油公司，自 2002 年至 2004 年 11 月底中國航油宣稱有不錯的利潤，對於未來發展也很樂觀，因而頻上媒體版面，在企業排名上也獲得不錯的評價及名次。

中國航油於 2004 年 11 月 9 日發現有未實現選擇權鉅額損失，並須補繳保證金，故向其最大股東呈報，並將該鉅額損失列於 2004 年第四季財報，依據新加坡之交易實務，揭露該鉅額未實現損失後，因亦會有實現可能，而導致中國航油須走入清算程序，故於隔日組成危機處理小組，尋求資金以支付鉅額保證金追繳。

中國航油於 2004 年 11 月 30 日公布該消息後，新加坡證券交易所依其所訂之上市守則規定要求中國航油責成 PwC 會計師事務所查核中國航油之損失原因並向新加坡證券交易所報告。同年 12 月 3 日新加坡檢調單位也開始調查此事件，該事件亦造成在新加坡交易所掛牌之與大陸有關的企業股票，其市值於短短 2 周跌了 8%。

然而，因中國航油的本業獲利甚為穩定，且其集團母公司財務亦佳，MAS 綜合考量及與 CAO 集團進行洽談，最後決定要求該公司採相關重整措施，包括主要內部人現金增資，三名內部人及公司繳交鉅額罰鍰，強化內部控制、風險管理及公司治理，於 2006 年 3 月 29 日再度於新加坡交易所主板上市交易。

個案研討主持人，就下列幾個項目請各組進行討論、角色扮演：

1. 中國航油之作業及風險管理架構是否適當檢查或複核程序？在這個案件裡是每一個環節或人員的行為為公司帶來問題。

2. 角色扮演包括中國航油、中國航油的小股東、主管機關新加坡 MAS、新加坡證券交易所、中國航油債權人，考慮中國航油事件之影響、事件發生後該如何爭取自身的利益，利害關係人支持主管機關想法的理由及原因，如果利害關係人同意主管機關的想法，該如何付諸實行以達成目標。

3. 新加坡 MAS 與中國航油對於處罰方案之溝通。

透過本案例，學員之學習重點為：

1. 一個聲譽佳的上市公司仍可能違反證券交易法，其監理仍應妥適執行。
2. 發行人要給投資人全面、正確及即時資訊，且所有投資人都是平等的。本案社會大眾普遍對中國航油的公司治理情形過於信任。
3. 針對公司不同的財務狀況，對不法案件可採不同因應措施，以使相關利害關係人受損最小，如本案公司獲得資金挹注，經重整後仍繼續上市交易。

九、個案研討：Facebook

本個案主要探討主管機關在下列事項中所扮演的角色，包括初次公開發行 (IPO) 所面臨的窘境 (如合理訂價及防止市場濫用)、評估程式交易、達到透明化與公平及如何管理大眾預期。

臉書 (Facebook) 就像一般家族事業，初次公開發行議題由創辦人 Mark Zuckerberg 控制，由投資銀行從事其承銷及研究、分析及顧問活動。臉書係於美國 NASDAQ 初次公開發行。在美國，初次公開發行價格係於次級市場交易開始前的半夜所決定。而次級市場的開盤價係於開盤前 15 分鐘經由交叉比對撮合的結果計算出。

2011 年初期高盛銷售臉書股票給有較高財富的顧客；2011 年晚期，華爾街時報指出臉書 IPO 價值已高達 1 千億美元是 Google 的 IPO 價值的 4 倍。2012 年 2 月臉書指出 2011 年收入達 37 億美元，淨利為 10 億。2012 年 5 月 7 日臉書財務長指出收入可能與原計畫不太相符。2012 年 5 月 11 日公司表示將修正收入報告，主要原因是每日使用者增加的速度太快，當臉書公布說要修正財務報告時，有謠傳可能過度預期；也有機構投資人預測可能低估等兩種不同的修正方向。2012 年 5 月 12 日承銷銀行調升臉書初次公開發行股票價格，預估範圍從每股 28 美元調整至 35 美元，之後又從每股 35 美元調整為 38 美元。

當臉書每股 38 美元時，有七位臉書的內部人已持有價值美金 2 億 5 千萬美元的股票。Zuckerberg 在賣掉 302 萬股價值約 169 億美元，仍持有 443 百萬股及 60 百萬未執行的選擇權。而他大學朋友，Moskovitz 在賣出 750 萬股後，仍將持有 126 百萬股。

掛牌前，發行公司拉抬公司價值，2012 年 5 月 18 日 Zuckerberg 說臉書上市在他們的歷史裡是一個很重要的里程碑，他不僅只是要上市，而是要更開放並與世界連線，但 2012 年 8 月臉書價值消失 500 億美元，而一年後臉書

價格從 38 美金掉至 26.25 美元。

在 2012 年 5 月 18 日美東時間 10 時 50 分，即臉書開始交易前的 10 分鐘，美國證券市場之交易員在變更或取消下單時遭遇困難，在交易系統上無法確認。同日 11 時 13 分，NASDAQ 向交易員發出電子郵件表示臉書開盤將延遲。11 時 30 分開盤時，臉書每股價格為 42 美元，IPO Cross 撮合訂單以決定次級市場開始交易之開盤價格，但交易系統仍有下單之取消問題，下午 1 點左右，NASDAQ 宣稱擬以人工方式確認臉書股票交易，然後再通過電子方式確認。同日 1 時 50 分，NASDAQ 公佈延遲已久的確認消息，約有 1,200 萬股臉書股票釋出，致臉書股價下挫 2 美元，市場參與者發現後，導致出現一波拋售潮。

臉書這個承銷大案件，卻發生了是否有內部人不當交易，公司未充分揭露資訊，及交易平台撮合的問題。本個案請學員討論的議題包括：

活動一：討論初級及次級市場訂價所面臨的挑戰。

活動二：承銷案主管機關、交易所、發行人及市場專業投資人(包括承銷商、經紀商、分析師及機構投資人等)的利益是什麼？一般投資大眾的利益是什麼？

活動三：在臉書案例，交易所及主管機關該做如何處理？各主管機關如何看程式交易？若你是發行人且知道這些訊息後該怎麼做？這會影響你於 NASDAQ 掛牌的意願嗎？

十、個案研討：Amcol Holdings

Amcol Holdings Ltd.(下稱 Amcol)是新加坡的上市公司，其本質屬家族事業，該公司發生資金週轉不靈時，公司的財務報並無法反映公司真實的財務狀況，本個案重點在討論，MAS 該如何處理此案，以減少投資人所受損害。

Amcol 公司自 1969 年在新加坡上市，具有悠久歷史並為投資人最愛的股票投資標的之一。1994 年該公司主要大股東 Kang Hwi Wah（華裔印尼富商，簡稱 Kang）因案入獄，1995 年起 Kang 開始降低持股，將持有之 24% 股票出售 17% 予 Henry Pribadi（印尼富商，簡稱 Pribadi）等人，1996 年再將剩餘 7% 股票買給另一商人。

Pribadi 等買主於 1995 年第三季起擔任公司新董事會成員，1995 年 9 月委任專人進行特別稽核，依據稽核報告董事會認為 Amcol 公司與其他業務往來公司（及子公司）有紙上交易及做價問題，財務報告內容有虛偽不實，公司股價恐有誇大。1996 年 1 月 18 日媒體報導 Amcol 公司董事會間的可能爭議，Amcol 公司股價重挫，之後，Pribadi 委託美林證券再檢視 Amcol 公司營運狀況，發現該公司高度財務槓桿，負債權益比高達 173%，其盈餘及現金流量惡化。1996 年 3 月 Pribadi 並向 MAS 說明及舉發之前公司董事會之不法行為，6 月 18 日與新加坡證券交易所（SES）開會討論，Pribadi 表示尚無法確認並揭露不法之金額。SES 中止公司股票交易，司法單位介入調查。1997 年 6 月 Amcol 公司董事被認定有罪，遭到起訴。司法單位指派會計師事務所擔任接管人，接管人並找到有財團願擔任白衣騎士(White Knight)收購接手 Amcol，事件圓滿落幕。

本個案請學員討論的議題為：

活動一：若為新加坡證券交易所的主席，當與董事會面後懷疑 Amcol 有不合規之交易時，該如何處理，說明本案相關之利害關係人，並如何與利害關係人進行溝通。

活動二：站在 MAS 立場，是否應建議財政部指派人員調查 Amcol 之相關行為。由學員扮演 MAS 及財政部官員進行討論。（註：MAS 已先委請大型會計師事務所清查 Amcol，嗣後該國財政部商業事務局(現已改隸檢調單位)鑒於本案係影響公共利益之商業犯罪案件，亦有意再請會計師事務所調查)

肆、心得與建議

MAS 與 Toronto Centre 累積多年辦理研習會之經驗，本研習就課程規劃與授課內容均甚用心，課程亦具實用性，對學員甚有助益，研習主要心得如下：

一、本課程對日後工作上從事行動計畫研擬與推動極有助益，研習中所介紹的規劃方法，雖較繁複，但具全面性，對於研議大型而影響層面較廣的案件，可考量採行。在推動行動計畫過程中，有些較不被注意的事項可藉此規劃方法來強化，例如：

(一) 加強因果分析：在評估問題的因果分析部分，講師特別強調應確實分析，以免未能發現真正問題所在而採行錯誤行動方案。實務上在規劃時，極易因時間限制或急於有所成果，很快就歸納結論開始研提解決方案。在學員發表個別行動方案時，這個部分較常被講師所挑戰，且可能因此而改變方案的內容。

(二) 不要墨守成規或自我設限：監理人員研擬行動方案時，極易依其過去之經驗主觀判斷問題及決定採行何種行動，而忽略某些根本癥結。行動計畫方法論中有關問題評估階段，要求不斷質問為什麼，研提行動方案時，要廣泛思考後提出二至三個方案，再選出最有可能達成的方案。此等過程皆有助吾人跳脫框架，全方位思考。

(三) 加強與利害關係人溝通：再好的方案要能實施，要計畫能夠推銷出去，尤其是因改變而受害的那一方能夠接受。在 4 箱模型中，此部分要求最多，也要把溝通的時間配置最多的比重。行政部門較不擅於與外界溝通，宜加強與利害關係人溝通及管理，避免非理性的抗爭。

(四) 抉擇執行方案時多方思考：在決定最佳方案時，研習的模式建議選取最能處理利害關係人擔心事項的方案，例如在個案研討中的 China

Aviation Oil 及 Amcol 兩案，處理的結果公司可繼續營運，對原來眾多的小股東來說，權益維護較佳。尤其 China Aviation Oil 案中，因母集團的財務甚佳，MAS 與集團母公司洽談要求內部人現金增資及不法者繳交鉅額罰鍰，不法者在金錢以外的方面可能沒有遭受到非常嚴厲的處分，但換得是小股東經濟上的受損較小。

二、主辦單位的課程規劃與執行效率值得借鏡，主要如下：

- (一) 著重研討，效果較佳：不論是方法論或個案研討，均安排議題討論，讓學員模擬在當領導人做決策的情境下，如何應用所學。在做中學的過程中，很多大家沒注意到的細節，也是未來回到工作崗位上要注意的地方。
- (二) 注意課程時序安排：今年課程是於週日下午開始(上一屆為週一上午)，較不常見，主要因研習著重研討，故在正式研習前一天先安排破冰互動及社交活動，在第二天一開始上課時，馬上就可讓討論熱烈進行。另每日上課前均有回饋分享時間，增進彼此良性互動。
- (三) 行政支援充分：研討課中學員只有 26 人，但每堂在教室後面均維持 3 名工作人員，一名助教及二名行政人員，課堂有任何軟硬體問題隨時解決，甚具效率。並根據學員上課情形，在第三天重新分組，維持每組成員的異質性，讓討論較為熱烈。

此外，課程最後一天的個別行動計畫報告，對學員而言不僅是動手學習，也是一個提供互相瞭解其他國家現況的小型平臺，不僅學員本身，相信主辦單位也可從中獲益。

伍、附錄

Action Plan Methodology – Outline

A. Assess the Problem

1. Describe the problem

- Write a brief description of the problem
- Consider the problem in its broad context
- Gather information to support your assessment

2. Identify causes

- Consider what factors might have caused or contributed to your problem
- Some relevant factors might be macro in nature, while others might be micro
- Ask yourself “why” those factors exist until you have identified the root causes

3. Understand effects

- Identify stakeholders, the persons, groups, organizations, or systems that affect or are affected by your problem
- Look outward, upward, and inward
- Consider how stakeholder is affected by and perceives the problem

4. Consider priorities

- Assess your problem prospectively
- Consider the risks if you do not address the problem
- Consider the benefits that will be realized if you do find and implement a solution
- Consider your readiness to deal with the problem

5. State the problem precisely

- Convey the essence of the problem in one or two sentences
- Make sure that you are stating the problem, not describing your proposed solution!

B. Develop a Solution

1. Establish a goal

- Visualize the situation that will exist when your problem has been solved—your preferred outcome
- Translate it into a clearly-defined, SMART goal: specific, measurable, actionable, realistic, and time-bound

2. Consider alternatives

- Think in broad terms about the alternatives available to you for reaching your goal
- Select the alternative that you consider most promising
- If you cannot decide between two or more alternatives, work through the next two steps for each alternative and then decide

3. Outline the plan

- List a few big steps that you think will need to be done to implement your preferred alternative
- Determine the appropriate sequencing of these steps
- For each of the steps, identify potential barriers and enablers

4. Assess key stakeholders

- Identify the key stakeholders with the power to hinder or help your plan
- Think about the problem, your preferred outcome, and your plan for achieving it from the point of view of each key stakeholder, analyzing advantages and disadvantages using the four-box model
- Consider alternatives if your approach seems likely to face significant resistance from key stakeholders

5. Detail the action plan

- Break up each main step in your outline into a number of smaller steps
- Be detailed enough so that you can make a reasonable estimate of the time and resources
- Determine the timing of each step, including sequencing and target dates at which each step will start and be completed
- Identify who will be responsible for completing each step
- Estimate the human, financial, and physical resources that will be needed to complete each step
- The plan itself should be SMART!

6. Evaluate the plan

- Take an overall look at your plan to assess whether it is worth doing
- Consider timing, resource availability, and riskiness
- If the key risks are realized, what might you do in response?
- Prepare a contingency plan, if appropriate

C. Implement the Plan

1. Sell the plan

2. Establish the governance structure

3. Create the working plan

4. Manage the project team

5. Provide accountability