

出國報告（出國類別：其他）

出席馬來西亞 2016 年「全球新興市場計畫(Global Emerging Markets Programme)」
研討會報告

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：稽核陳湘琴

派赴國家：馬來西亞

出國期間：105 年 3 月 14 日至 3 月 18 日

報告日期：105 年 6 月 8 日

摘 要

會議名稱	馬來西亞 2016 年「全球新興市場計畫(GEMP)」研討會
會議時間	105 年 3 月 14 日至 105 年 3 月 18 日
主辦單位	馬來西亞證券管理委員會
出席會議者 姓名、單位	陳湘琴 金融監督管理委員會證券期貨局 稽核
連絡方式	(02)8773-5100、chenjuli@sfb.gov.tw
研習會內容	<p>本次研討會主題為「全球市場之風險與弱點—強化新興市場之應變能力」，藉由探討目前全球經濟與市場概況，以辨認影響資本市場之風險因素，進而檢視其對新興市場帶來的機會與風險，及面臨這些發展所帶來之挑戰下，監理機關可能採取的策略，以強化新興市場面對風險與挑戰之應變能力。主要會議議題包括全球資本市場展望、新興市場風險、強化資本市場發展之應變能力、促進資本市場之成長與創新並兼顧投資人保護、全球化環境下所面臨之議題與挑戰、超越規章落實監督功能、促進有效跨境執法與可靠的制止行動、金融防制洗錢工作、金融知識與投資人教育所面臨的新興挑戰等。</p>
後續辦理事項	無
心得與建議	<p>一、全球金融科技發展趨勢已經提高到國家競爭力的策略佈局，我國金管會亦已擬具「金融科技發展策略白皮書」，主要思維係協助金融服務業引入科技創新以支援產業發展，其中值得思考的問題與挑戰，是監理法規與架構該如何跟上金融科技發展劇烈變化的腳步，並且在不扼殺創新發展與保障投資人權益之原則下達到平衡；惟有對科技背後的行為模式之目的與影響層面具備深入瞭解的能力，監理機關始能擬具務實且合理的監理法規與架構，並同時達成鼓勵創新、保護投資人及市場發展之目的。</p> <p>二、金融商品創新仍有賴金融機構形塑合理銷售之良好企業文化，市場機制、投資人行動力等亦有助於促使企業認知、覺醒及重視並落實公司治理的要求，主管機關於鼓勵金融創新之同時，亦應時時提醒企業誠信經營、公平對待投資人與善盡企業社會責任，建立投資人信心，企業始能永續經營，進而發展經濟，與投資人達成雙贏。</p> <p>三、監理法規應持續與國際接軌及深化國際監理合作，建議可參酌美國證管會對外國主管機關提供相關資訊與協助之彈性規定，基於互惠原則盡力提供外國主管機關相關資訊與協助，另對於未能提供資訊或協助之案例應進行統計分析，瞭解案件型態與無法提供資訊及協助之原因，並尋求突破解決之道。</p>

目 錄

壹、前言	3
貳、研討會重點摘要	5
一、全球資本市場展望	5
二、新興市場風險	8
三、強化資本市場發展之應變能力	11
四、促進成長與創新之同時兼顧投資人保護	13
五、證券監理市場全球化環境下所面臨之議題與挑戰 — 從杜拜經驗談起	15
六、超越規章，落實監督功能	17
七、促進有效跨境執法與可靠的制止行動	23
八、金融防制洗錢工作	27
九、金融知識與投資人教育所面臨的新興挑戰	30
參、心得與建議	35
附件：會議議程	40

壹、 前言 (含研討會目的與過程)

一、 前言

馬來西亞證券管理委員會 (Securities Commission Malaysia, SC) 每年定期舉辦之「全球新興市場計畫」(Global Emerging Markets Programme, GEMP) 研討會, 係針對全球新興市場國家之證券主管機關監理人員所舉辦之研討會與訓練課程, 其目的係為提供各新興市場國家有關最新證券市場概況、管理知識及國際監理趨勢, 並提供一相互溝通與經驗交流之跨境平台與機會, 以期在愈漸相互連結與整合之國際化環境下, 共同為資本市場之成長與治理, 探索出實用之解決方案, 並期發展出共同的監理政策, 以促進資本市場之穩定發展。

105 年度 GEMP 研討會會議日期為 3 月 14 日至 18 日, 會議地點假馬來西亞證券管理委員會會議廳舉行。會議出席人員包括全球 15 個國家之證券主管機關代表共 46 位參加, 參與之國家除我國外, 多為東南亞國協之會員國 (ASEAN Members), 包括馬來西亞、泰國、緬甸、越南、柬埔寨及寮國, 其餘為南亞、中東及非洲地區國家, 包括印度、斯里蘭卡、阿拉伯聯合大公國、沙烏地阿拉伯、約旦、肯亞、奈及利亞及模里西斯。

二、 研討會主題與過程

本次研討會主題為「全球市場之風險與弱點—強化新興市場之應變能力」(Risk and Vulnerability of Global Markets: Reinforcing Resilience in Emerging Markets)。研討會內容安排係藉由探討目前全球經濟與市場概況, 以辨認影響資本市場之風險因素, 包括國際主要經濟體之貨幣政策立場、全球流動性問題、商品價格之變動、貨幣與利率之變動及中國經濟發展等因素, 進而檢視其對新興市場帶來的機會與風險, 及面臨這些發展所帶來之挑戰下, 監理機

關可能採取的策略，以強化新興市場面對風險與挑戰之應變能力。

研討會主要議題包括全球資本市場展望、新興市場風險、強化資本市場發展之應變能力、促進資本市場之成長與創新並兼顧投資人保護、全球化環境下所面臨之議題與挑戰、超越規章落實監督功能、促進有效跨境執法與可靠的制止行動、金融防制洗錢工作、金融知識與投資人教育所面臨的新興挑戰等（本次會議議程之內容如附件）。研討會係以座談方式進行，除邀請證券業界、主管機關及自律組織代表發表意見並擔任與談人外，並以小組座談方式讓所有參與人員共同討論、提出問題，以分享各自國家之經驗與看法。

以下謹將本次研討會主要討論主題與內容彙整依序摘陳於后。

貳、研討會重點摘要

一、全球資本市場展望

(一) 全球市場概況—新興市場面臨之風險、不確定性、挑戰與機會 (Dr. Ulrich Zachau, 世界銀行東南亞國家地區總裁)

目前全球經濟及貿易成長趨緩，全球及新興市場之貿易成長數據均呈現被抑制甚至有負成長之趨勢，商品、外匯及股票市場亦存在高度不確定性與大幅波動，另外亦可觀察到全球有重大的結構性變化潮流(Megatrends)，包括全球人口與年齡結構的變化(例如已開發國家有明顯的人口平均年齡老化趨勢、全球有勞動人力年齡下降趨勢)、科技的急速發展與進步，及氣候變遷(近年來的天災包括乾旱、霧霾、洪水及暴風等，以東亞地區受災最嚴重)等問題，均值得全球關注。面臨這些世紀變遷的挑戰，思考方向不在於短期的克服，而在於順應變遷，發展應對之道以求共利共榮。Dr. Ulrich Zachau 分別從公共領域(Public Sector)、私企業領域(Private Sector)及全民領域(People)探討應對之道：

1. 公共領域(Public Sector)：

- (1) 建議國家應建立總體財政緩衝機制(Macro-fiscal Buffers)，例如政府財政應儘量維持低負債比率、儘量使用長期之財務工具、對外匯風險應進行避險、維持低預算赤字以容納未來可能之任何提振經濟措施。
- (2) 建議各國亦應維持匯率彈性，允許由市場機制決定匯率，保留外匯存底並且維持貨幣競爭力。
- (3) 建議各國應主動積極參與全球及區域性的貿易組織或協定，並且增加本身市場的開放性，包括允許或維持技術性或非技術性的勞力跨

境自由移轉，以提高本身國家與市場之競爭力。

2. 私企業領域(Private Sector)：就私企業而言，應認知當前經濟事實，在亞洲的平均成長表現優於全球平均之事實下，建議私企業在中、長期或可投資於亞洲波動度較低之資產及投資於人力技術升級，未來將較有獲利之可能；同時建議私企業應注意管理風險，降低短期負債之曝險，並應對外匯風險採取避險措施，另建議私企業應分散投資以分散風險，除投資不同產業外，亦建議透過全球整合供應鏈，投資不同地區之資產。
3. 全民領域(People)：在當前全球經濟環境高度波動及眾多不確定因素影響之下，建議個人或家庭應避免在股票及貨幣市場進行投機交易，亦應避免產生短期高利率之負債，資產操作上應以最嚴謹審慎之態度保守投資。

面對全球經濟環境變動，Dr. Ulrich Zachau 認為最終應變之道仍繫於 People、Prosperity 及 Planet 等三大構面。People--提升人力素質，建議對人民應及早提供適格之教育以提升人力技能與國家生產力，並對創意產業應提供金融協助以促進就業機會及提升未來產業發展；Prosperity—

在科技技術之輔助帶動下，全球化之國際村已形成，各國應與其他國家相連結，便利資金移動以增加貿易及商業往來，互助合作以促進彼此繁榮；Planet—我們共同只有一個地球，全球應重視環境與能源保護，包括節能減碳、綠化環境、多使用生物能分解的材質包裝、少吃肉(尤其牛肉)等，為



後代子孫保留一個更好的未來。

(二) 新興亞洲市場概況及其未來長期發展潛能 (Mark Mobius PHD., 富蘭克林坦伯頓新興市場研究團隊總裁)

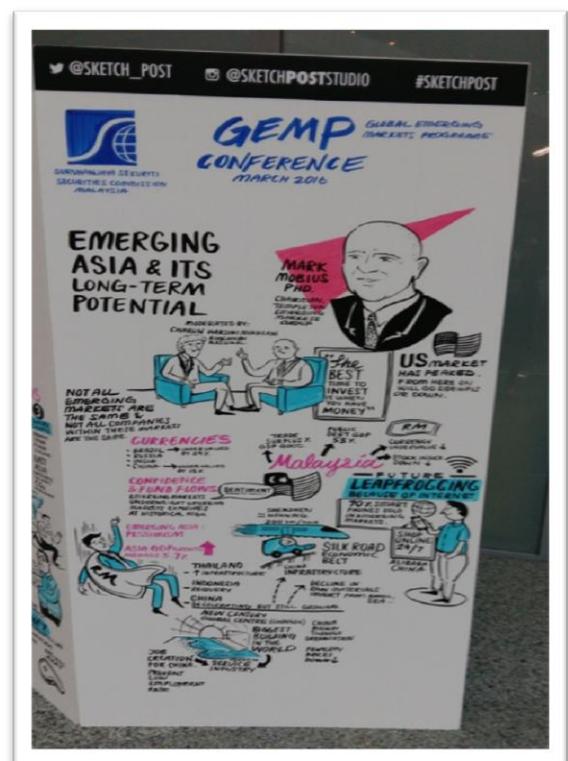
從 2007 年至 2015 年統計數據分析，亞洲新興市場國家之貨幣多處貶值(Depreciation)狀態，其中巴西、俄羅斯、印度及中國大陸等幣值都被低估(undervalued)，尤以馬來西亞、印尼及泰國之貨幣貶值低估情形最大；預期 2016 年亞洲新興國家之平均 GDP 成長率為 5.7%，高於全球之 2.8%、美國 2.5%、歐洲 1.7%及日本 1.2%。亞洲新興國家之外匯存底亦呈現逐年增加趨勢，尤其印度，另外印度在國內持續進行改革方案之下，外國直接投資淨額(Net FDI Flows)亦呈逐年增加趨勢，2015 年已高達 300 億美元；泰國自 2008 年起即持續積極編列預算投資基礎建設以獲取國際投資動能；印尼受國內振興經濟方案之惠，自 2007 年以來 GDP 成長率均維持在 4.5%以上，預期 2016 年至 2017 年 GDP 成長率仍可達 5%以上；中國大陸 2006 年至 2015 年間 GDP 成長率雖由 14%之高峰呈逐年下降趨勢，惟 2015 年仍有約 6%之 GDP 成長，相較於同期間美國之 GDP 成長率僅約 2%左右(2008 年至 2009 年金融海嘯期間甚至出現-3%之負成長)，新興市場國家，尤其中國大陸相對表現優異。

近年來促成中國大陸 GDP 成長之產業有轉型趨勢，服務產業(Service Sector)之貢獻逐年成長，至 2012 年、2013 年間已明顯超越製造業與農業之貢獻，中國大陸服務業成長快速並且成為振興經濟之主要引擎。另外中國大陸民工每月實質薪資自 1979 年至 2013 年間成長約 4.2 倍，都市化人口比率逐年提升，至 2013 年已超過 50%，主要都市上海、深圳之房地產價格亦逐年攀升，2010 年至 2015 年間分別成長約 6 成、1.2 倍。中國大陸主要城市如上海、廣州、北京、深圳、南京、大連等之鐵路密集度(Railway Density

by City)與東京、首爾、巴黎、紐約等已開發國家之主要都市相較仍低，中國大陸之基礎建設仍有持續強化、發展的空間，中國大陸正在布局與全世界跨國之海、陸交通大規模基礎建設開發計劃，將可創造就業機會、降低失業率。

全球網際網路使用率普及，自 2008 年至 2014 年智慧型手機在新興市場之銷售量愈漸大於已開發市場(2014 年智慧型手機有 70%銷售於新興市場)，石油價格自 2012 年至 2016 年 1 月已下跌 78%。

有新興市場教父之稱的 Mark Mobius 認為「投資人最佳的投資時機就是當你有錢的時候」，美國市場表現已達高點，綜合前述新興市場概況分析，中國大陸雖停止加速但仍持續成長，其他新興市場國家亦在加強基礎建設及財政復甦中，Mark Mobius 認為未來新興市場仍甚具發展與投資潛力。



二、新興市場風險 (Sarjito ， 印尼金融服務局副局長)

依 2004 年 IMF Working Paper 之定義，新興市場之特色包括未來期待有高成長性、獲得高報酬之風險性與可能性均高、市場波動度極大、股市初期對國家經濟成長具影響力、政治及經濟面局勢波動度大、外資投資的歷史短、證券市場不成熟、朝向自由市場經濟邁進中等。新興市場常見面臨的風險可

區分為可控制風險及不可控制風險如下：

	可控制風險	不可控制風險
新興市場 常見風險	<ul style="list-style-type: none"> ● 組織架構堅固 ● 管理、監督與執法 ● 流動性風險 ● 治理風險 ● 金融知識 	<ul style="list-style-type: none"> ● 全球波動性 ● 已開發國家之政策 ● 總體經濟穩定度 ● 政治風險 ● 投資人行為 ● 匯率風險

新興市場極易受前述各種風險影響，並常受為獲得預期之高報酬而濫用之商業行為而放大前述風險影響。以下就新興市場最常見之匯率風險、政治風險、流動性風險、治理風險及經濟風險之本質、降低風險之方法及應用實例，酌作說明：

	風險本質	降低風險方法	應用實例
匯率風險	<ul style="list-style-type: none"> ● 國家貨幣突然貶值可能造成外國投資人迅速出售當地資產，進而衝擊市場 ● 匯率風險也與具外貿交易關係國家之利率水準有關，當資金成本提高(或匯率貶值)貿易夥伴可能損失購買力(purchasing power) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 增加提供國內資本市場可投資之工具或標的 ● 增加國內商品及資本市場工具之需求 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 簡化募資程序 ✓ 簡化募資後各項持續性之義務內容 (簡化程序須注意仍不得損及對投資人之保護) ✓ 辨認單一投資人及建立資料庫，透過即時提供持有證券投資者資訊以增加交易之透明度 ✓ 成立投資人保護基金，透過損失保護以提高投資人信心 ✓ 增加投資人教育，吸

	風險本質	降低風險方法	應用實例
			<p>引更多國內投資人參與資本市場</p> <p>✓ 對機構投資人而言，可修改監理法規以允許保險業及金融業配置更多資產投資於資本市場</p>
政治風險	<ul style="list-style-type: none"> ● 多數新興市場國家為相對年輕國家，政黨輪替及政府週轉率高 ● 政治動盪可能提高不確定性及國家投資風險溢酬與法令遵循成本 	<ul style="list-style-type: none"> ● 資本市場之監督管理機關應獨立，財源及職權不依靠政黨 ● 資本市場監督管理機關之決策過程不受政治力干涉 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 限制最終決策權，以避免政府或市場參與者干涉 ✓ 資本市場監督管理機關之財源與資源應來自內部資產管理或有獨立的來源
流動性風險	<ul style="list-style-type: none"> ● 流動性低將使金融工具之交易低於公平價值，並且降低投資報酬 ● 新興市場監理者不受市場中介機構支持 	<ul style="list-style-type: none"> ● 鬆綁募資之條件要求 ● 提供誘因降低市場中介機構之成本 ● 透過消費者教育提高投資人活動 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 修改次級市場交易規定，開放小部分交易以刺激整體交易流動性 ✓ 簡化募資程序 ✓ 簡化募資後各項持續性之義務內容
治理風險	<ul style="list-style-type: none"> ● 從政府治理角度而言，治理風險可能造成企業申請牌照之過程中發生貪污腐化及無效率之官僚政治情事 ● 從投資及公司治理 	<ul style="list-style-type: none"> ● 在司法管轄權範圍內提倡治理改革及反貪腐之努力 ● 鼓勵市場參與者採用及執行治理與道德標準 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 對所有金融服務提供者建立治理標準，例如證券商及投資經理人 ✓ 對申請經營特許業務之處理時間、程序之透明度等，設立可執

	風險本質	降低風險方法	應用實例
	角度而言，治理風險可能造成公司營運不透明及權責不明	<ul style="list-style-type: none"> ● 預防有違規紀錄者參與市場 	<p>行之服務標準</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 執法機構與法院之間建立正式的合作溝通管道
經濟風險	<ul style="list-style-type: none"> ● 新興經濟體之基礎建設及人力資源基礎較弱，但仍會經歷經濟成長爆發期 ● 前述之結構性缺失問題，將可能對新興經濟體之成長造成限制或突然提高企業成本 	<ul style="list-style-type: none"> ● 設計及執行國家發展計畫，強調長期目標而非短期成本 ● 發展資本市場基礎建設計畫以延長競爭優勢 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 設計及發展特定商品與方案，以連結資本市場資金提供者與實質需求者 ✓ 實施深度資本市場基礎建設改革方案，例如：制定衍生性金融商品交易之標準化契約、集中建置資本市場資料庫、提供電子交易平台

三、強化資本市場發展之應變能力 (Mr. Stephen Po，香港證管會中介機構監理部門資深主管、IOSCO 市場中介機構監理委員會主席)

(一) 全球金融產業現正面臨監理、市場與科技創新之挑戰

就監理面而言，自 2008 年金融海嘯之後，各項監理改革方案仍持續進行中，例如全球金融治理框架引入了全球系統性重要金融機構(G-SIFIs)之概念，並對這類機構實施更加嚴格的資本監管要求(例如 Basel III)，以期增強其自行承擔風險的能力；強化對店頭衍生性金融商品的管理、強化防制洗錢作業、加強對高頻交易、黑池交易之監管、強化對內部人交易、市場行為道德之管理等。

就市場面而言，目前全球成熟市場多面臨低成長環境，金融機構為降

低風險而採低槓桿比率，借給客戶的錢越來越少，投資新產業卻未能產生股東權益報酬，產業變得趨避風險且忽視消費者之需求，並缺乏對科技與系統發展的投資。

就科技發展面而言，科技的創新與發展使得所有產業都暴露出弱點或增加風險，例如人工智慧或機械化取代了人力、溝通與交易成本的降低促使新交易平台或融資平台(例如 P2P lending)產生，個人化的服務以線上、低成本方式大量提供予消費者(例如 robo advice)，出現新型態金融產業競爭者，例如資訊科技業或電信業跨足特定金融服務產業。

(二) 監理哲學與方法

1. **金融中介機構之公司治理與風險文化**：金融中介機構應強化公司治理，包括強化董事會與公司管理階層之責任，建立健全的風險文化，辨認風險並使風險透明化，管理階層應傳達公司的文化宗旨(Tone at the top)、設計公司之誘因機制以促進員工遵循公司規定，最後公司需輔以有效的控制功能，以確保公司營運順暢且符合公司發展宗旨與法令規定。
2. **數位化革命/金融科技(Fintech)**：因為手機、因為網路、因為創新，過去消費者熟悉的金錢交易面貌，正劇烈改變著，支付方式與管道快速演化、商品開發週期加速、提供金融服務的模式亦不斷創新。在金融科技浪潮中，中國大陸的發展速度尤為驚人。阿里巴巴將知名的支付寶、餘額寶等各項金融業務，切割成獨立業務螞蟻金服，旗下已開發近 30 種金融商品；中國大陸央行在 2014 年發出 8 張互聯網金融徵信執照，讓阿里巴巴旗下芝麻信用、騰訊集團的騰訊徵信與前海徵信讓業者彌補人民銀行徵信不足，就連以手機起家的小米，也將推出「小米信用」跨足大數據(big data)徵信領域。FinTech 帶來的破壞式創新模糊了金融服務與相關產業的界線，新型態的金融交易與服務缺乏監理法規或無法適用原有的市場行為監理架構。

3. **強化監理**：面對前述挑戰，身為監理機關應儘量避免監理阻礙創新，對新的市場進入者可協助減輕其遵循義務之負擔，並應加強跨境之國際監理合作。證券監理人員的挑戰是如何駕馭新科技並從制度面引導行為的合規改變，以同時達成保護投資人及市場發展之目的。

四、促進成長與創新之同時兼顧投資人保護（Jane Jarcho，美國證券管理委員會檢查辦公室副局長）

已開發之證券市場透過降低資金成本、引導資本為更有效率之配置及降低系統性風險等功能，以促進國家經濟成長。成功的證券市場發展之首要條件在於投資人對市場具有充分根據的信心(well-founded trust)。

監理機關如能妥善處理「投資人的 5 大恐懼」(Five Key Investor Fears)，即可有效的提升投資人對市場的信心。投資人的 5 大恐懼如下：

1. 市場資訊不充分(Uninformed Markets)：投資人對自己所購買的金融服務或商品的品質、風險與可能報酬不清楚。
2. 客戶濫用(Abuse of Customers)：金融市場中介機構有無利用投資人或投資人的資訊作不公平或欺騙的交易。
3. 市場濫用(Market Abuses)：投資人質疑所購買的金融服務或商品的價格是否是根據市場基礎經濟事實而訂價，是否為合理市價，抑或市場已被操縱或資訊不充分。
4. 市場成本過高(Excessively Costly Markets)：投資人擔心參與市場的成本過高。
5. 中介機構與市場存在的永續性(Institutional and Market Discontinuities)：投資人擔心如果變更投資部位或有其他需要時，中介機構和市場的基礎建設是否依然存在。

針對造成投資人 5 大恐懼之市場行為態樣，與監理上可能採取的處理方法，說明與提出建議如下：

投資人 恐懼	市場行為態樣	監理上可採取之處理方法
市場資訊 不充分	監理機關如未制定資訊品質標準，則市場參與者可能說謊，投資人無法區分投資的好壞	<ul style="list-style-type: none"> ● 強制出具財務報告 ● 制定標準化、透明的會計原則 ● 審計 ● 監理審計 ● 落實執法
客戶濫用	<ul style="list-style-type: none"> ● 發布不實或誤導之資訊 ● 炒單(Churning) ● 搶先交易¹(Front running) ● 未依客戶指示下單 ● 未授權交易/盜買盜賣 ● 銷售不合適之商品予客戶 ● 向客戶收取額外或過高的手續費用 ● 交易資源之濫用分配 ● 客戶之帳戶或證券無法移轉 	<ul style="list-style-type: none"> ● 訂定註冊要求 ● 訂定銷售實務守則：例如商品適合度、手續費(加價)原則 ● 訂定最佳執行守則 ● 訂定監理原則 ● 訂定保存交易紀錄之規則 ● 檢查 ● 執法 ● 訂定揭露規範
市場濫用	<ul style="list-style-type: none"> ● 內部人交易 ● 市場操縱 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 炒作股價、拉高倒貨(Pump and dump) ➢ 軋空(Bear raids) ● 逐漸侵蝕投資人對價格與市場資訊公正性之信心 	<ul style="list-style-type: none"> ● 訂定防止舞弊的規範 ● 監理 ● 執法 ● 檢查 ● 建立內部人交易之資訊障礙 ● 訂定各項商品審查及募資案審查之規範

¹ 指交易商利用得知客戶買賣證券動向的機會，搶在客戶發出買賣指令之前為牟取利益而進行交易的違規行為。

投資人 恐懼	市場行為態樣	監理上可採取之處理方法
市場成本 過高	<ul style="list-style-type: none"> ● 投資人進入市場及退出市場需付出過高成本 ● 資本市場資源錯誤配置 ● 市場缺乏創新 	<ul style="list-style-type: none"> ● 監理法規應考量成本效益分析 ● 監理決策之過程應透明 ● 兼採市場自律組織管理模式 ● 促進市場適度競爭
中介機構 與市場存 在的永續 性	<ul style="list-style-type: none"> ● 證券經紀商失敗 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 客戶無法進行交易 ➢ 客戶之資金或投資部位產生損失 ● 「大型」證券經紀商失敗 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 所有上述情形 ➢ 對交易對手、清算機構造成重大影響 ● 市場暫停交易或崩盤(成因可能包括泡沫化、市場恐懼、市場發生重大事件或科技所造成) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 透明化與揭露 ● 檢查與執法 ● 企業永續發展計畫 ● 強化資本要求 ● 保證金規範 ● 清算機構規範 ● 交易斷路或冷卻機制

五、證券監理市場全球化環境下所面臨之議題與挑戰 —從杜拜經驗談起(Tim Binning，杜拜金融監督院)

杜拜在 2004 年創立杜拜國際金融中心(DIFC，Dubai International Financial Centre)，主要服務西歐和東亞之間的企業，為一自由貿易區，內設杜拜國際金融交易中心。DIFC 的各項制度均依照國際標準訂定，近 10 年來進駐 DIFC 的產業家數呈穩定持續成長，大多企業均以 DIFC 為區域總部，外國企業也多

在 DIFC 設立分公司或代表人辦事處，推銷總公司之商品或服務但不直接提供服務予客戶。DIFC 面臨許多跨境交易之問題，故該中心相當重視與其他國家、金融機構所簽訂之 MoUs，該中心根據普通法亦設有獨立的 DIFC 法院。

許多新興市場監理機關常囿於資源限制無法參加國際團體組織，因而無法參與國際標準規範的制定過程。杜拜金融監督院係以遵循國際標準與實務為監理原則及目標，並積極參與國際團體組織，例如國際保險監理官協會 (IAIS)、巴賽爾銀行監管委員會(Basel Committee)及 IOSCO 工作小組等，其面臨引進國際監理法規的挑戰是，直接引用國際監理法規可能造成某些領域的標準是專門為大型且較為複雜的金融產業所設計、某些領域的標準則有不足情事。近年來大量的國際監理改革，尤其是美國和歐盟的政策改革已強化金融系統的彈性，但對國內企業而言，其他國家之法令規定或措施仍可能對本國企業產生重大影響，新興市場監理機關若無法有效採取行動，將可能對本國企業及經濟產生重大不利影響。例如歐盟對於店頭衍生性商品有集中交易對手及交易清算機制之規範，非歐盟之集中交易對手必須經申請歐盟認可後，才能對歐盟市場參與者提供清算服務，該集中交易對手如果未經歐盟認可，則該筆交易之歐盟市場參與者將須依 Basel 規定負擔較高的資本要求。為保障權益，申請其他國家的標準認可(equivalence)及簽訂必須的 MoU 是重要且冗長的計畫。

監理面臨之挑戰一在國際化環境之下，跨境的企業型態眾多，許多外資在杜拜設立大量分支機構，使得與海外監理機關維持強力之聯繫至為重要。杜拜金融監督院與許多國家均有簽署合作監理備忘錄(MoUs)，包括其他的阿拉伯聯合大公國成員國、其他國家或區域型之監理機關等。在杜拜國際金融中心設立、受杜拜金融監督院監理之公司必須要有實體營運據點並配置人員，客戶或投資人是與哪一家公司進行交易，例如是與設立在 DIFC 內之外資分支機構進行交易，或是與同集團之海外其他主體或公司交易，關係必須非常清楚，如果銷售人員代表數個不同國家或地區之公司從事交易活動，杜拜主管

機關將採取執法行動查緝是否有違規行為。當公司因為違規或舞弊結束營業時，主管機關常面臨的最大問題是無法發現該公司藏在海外其他地區的資產，所以與其他海外主管機關維持更好的跨境共同合作策略非常重要。

杜拜金融科技之發展—科技的發展驅使金融創新與進步，並且使許多金融服務型態改變。杜拜國際金融中心目前也正在發展金融科技以創新金融產業，包括網路借貸(Peer to Peer Lending)、虛擬貨幣(Cryptocurrencies)及利用移動通信網路及終端辦理銀行相關業務之移動銀行(Mobile Banking Services)等，許多創新的金融服務都可能涉及跨境服務問題，杜拜正嚐試將更多的金融科技創新公司及其服務納入監理規範，但仍面臨許多問題，例如杜拜金融監督院前主席 Lord Turner 就曾經公開表示他認為如果推行網路借貸，投資人不久就會發生重大損失。由中國大陸在去(2015)年底爆發的金融科技騙局案例--e 租寶龐氏騙局²(Ezubao scheme)也可以發現網路借貸涉及高風險且問題叢生。要發展一個監理架構以確保投資人受到公平的對待且市場是具有誠信的，但同時不能扼殺金融科技的創新發展，相當具有難度，許多國家都在發展自己的管理方法與制度，即使 IOSCO 已經在做瞭解金融科技發展事實的工作(fact finding)，但目前仍未制定出一套國際標準的監理準則。

六、超越規章，落實監督功能

(一) 超越規章，活化監督 (Sandip Ghose，馬來西亞證券市場國際機構總裁)

從金融危機中可以發現，金融機構監理的品質愈益重要。當許多國家都

² e 租寶龐氏騙局(Ezubao scheme)：中國大陸的 e 租寶公司經營網路金融平台，多家空殼公司在 e 租寶平台上虛構投資項目，打著 P2P 網路借貸的旗號，以「投資低門檻、高回報」作為招徠吸引中國大量民眾投資，但其實並沒有將資金用於投資，主要是用作滿足高層管理人員的奢侈生活。E 租寶非法集資高達 500 億人民幣，90 萬中國大陸人民受害遍布全國 31 個省市，在 2015 年底被中國大陸警方突擊偵查戳破騙局。

依照同一套的全球規章下運作，為何有些國家受金融危機影響的程度較其他國家少？其中一個很簡單的原因就是那些國家有最佳的監理品質，因此不僅有完善的規章(regulation)很重要，有最佳的監督(supervision)更為重要。國際對於金融危機的回應與檢討著重在需要更多及更好的規章，例如在資本面、對流動性的要求、預防措施、會計面及薪酬誘因制度之檢討等，但截至目前為止卻很少著墨在檢討監督面之支柱(pillars of oversight)，包括監督、治理及市場自律等。

規章對於達成金融及經濟的穩定性很重要，而監督則對於建構大眾對金融系統之信心很重要。監督不僅僅是規章的執行、監視與執法，監督也包括評估金融機構的風險管理控制是否適足，及公司的文化與風險胃納是否能承受償付能力(solvency)與流動性(liquidity)問題。規章能夠成功有賴於監督規章的落實執行，其中監督所扮演的最重要角色可能是使持續的執行該規章，而在現時處於高度變動、變化快速且複雜的環境下，規章始終在追趕及適應金融業實際運作的變化，在此情形下，監督可以幫助規章解決這些挑戰。另外，遵守規章及法令規定並不足夠，要重建大眾對金融系統之信心、強化資產負債表或法規遵循，都必須伴隨著金融機構行為與文化的改變才能成功。

從金融危機中學得的監督失敗原因包括下列情形：

- 許多監理者過度相信金融機構的內部控制、內部風險管理系統。
- 在某些情形下，監理者對銀行的管理太過友善。
- 機構投資人並不自己盡職調查(due diligence)，而是依賴信評機構。而信評機構忽略了其營運模式上的利益衝突，有誘因驅使信評機構高估產品與發行人。
- 監理者不具備辨認風險的能力，或者辨認出風險後無法有所行動，也無法預測新興的風險可能對金融系統及整體經濟產生何種衝擊。

- 監理者對於某些複雜的金融商品無法深入認識與認知該商品的意義，同時也無法說服自己金融機構的高層或董事們了解所發行或所投資複雜金融商品的風險。
- 對於許多金融機構越漸依賴短期的批發融資(wholesale funding，透過批發市場的短期資金，借入期限非常短、流動性高的資金，然後從事貸款或投資於流動性較差的長期工具)，以及資產負債表外個體的風險越漸增高等現象，監理者未適時、適當的回應。
- 與其他監理機關間缺乏即時且有效的合作與信息交換，造成法規套利的機會並使風險過度集中。

合規基礎(compliance-based)下的監督可能會產生問題。隨著金融系統的演變，法規與監理架構也隨之演變。剛開始，監督的方法論會比較偏向於合規基礎或執法基礎，主要的監督工作就是確保所有以健全營運為目的之法規有被採行。合規基礎下的監督將使得不合規的行為很容易被發現，例如違反資本適足規定或錯誤對待客戶等缺失很容易發現，但對於企業風險管理的主要因素與漏洞卻無法有足夠的認識。合規基礎下的監督方法論是事後往回看的，無法辨認未來的風險。在銀行只是單純的為了放款目的而接受存款的年代下，這種合規行監督的方法可以發揮效果，但自 1970 及 1980 年代開始，在金融鬆綁及科技創新的浪潮下，金融機構的活動與產品有大幅的改變。銀行因為開發越來越多的複雜金融商品而有越來越多的資產負債表外項目曝險，例如衍生性金融商品及證券化商品，同時商業銀行與證券業、投資銀行及保險公司間的界線也越來越模糊。在此情形之下，許多監理者的監督方法開始改變，大多數改變為風險基礎(risk-based)或風險聚焦(risk-focused)的監督。風險基礎下的監督方法論可能因衡量風險的方法不同而有所不同，要注意的是，有效的風險基礎監督，必須要確保不僅對於最高的風險能配置監督資源，對於監理者能降低的風險也必須要配置監督資源。

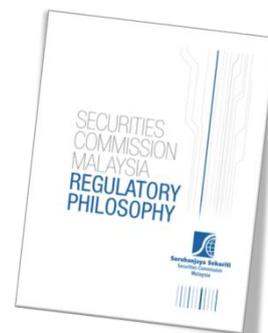
另外時代演變至今，金融服務的國際化發展對於監督方法論也形成了額

外的挑戰。國際化環境將造成聚焦在國際化標準的發展，以及強調與其他監理機關合作以解決跨境活動問題的重要性。市場間的競爭也造成有些金融中心採取較為市場友善性的監督方法論。良好監督的 2 大支柱為採取行動的能力與採取行動的意願。監督者必須有能力在法規面及在實務面採取行動，必須具有破壞後重建的權威並且主動挑戰管理階層的判斷。監理機關具備採取行動能力所需之條件包括：有合法的授權、有充足的資源、清楚的策略、健全的內部組織架構，及與其他監理機關具有有效的合作關係。監理機關具備採取行動的意願所需之條件包括：清楚且不含糊的命令、具備執行上的獨立性、問責、有專業的人員團隊、與產業有良好的關係，及與機關高層是合夥的關係。

(二) 馬來西亞證管會之監管原則與方法 (SALMAH BEE MOHD MYDIN, 馬來西亞證管會監理部門資深經理)

馬來西亞證管會在 2015 年 3 月發布了一套監管哲學(Regulatory Philosophy)，描繪出馬來西亞證管會對於監理資本市場所希望達成的成果，並且讓外界瞭解他們是如何及為何如此監理資本市場，以及對於監理的結果如何進行管理。

馬來西亞證管會之監管哲學重點在於確保市場誠信及保護投資人權益，監管之原則、方法與工具如下：



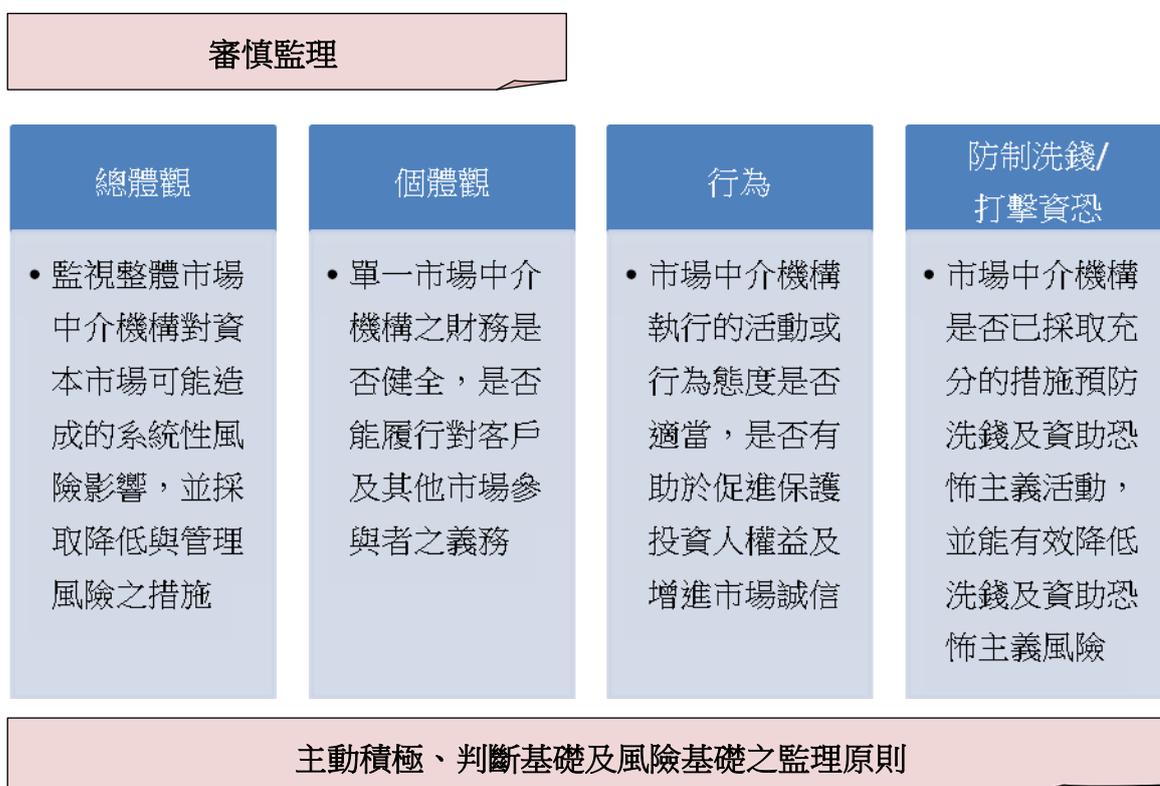
監管原則	
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 主動積極的 ✓ 判斷基礎的 ✓ 風險基礎的 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 著重預防性及改正性的措施 ■ 評估企業的生存能力 ■ 依據金融機構的風險程度採用相對應的監理強度

方法	工具
✓ 預防	■ 溝通評估、分享查核發現、導正行為、改善企業文化
✓ 偵測	■ 風險監督與衡量、進行專案查核
✓ 干預	■ 行政指導之干預行動，例如凍結資產、對業務實施限制

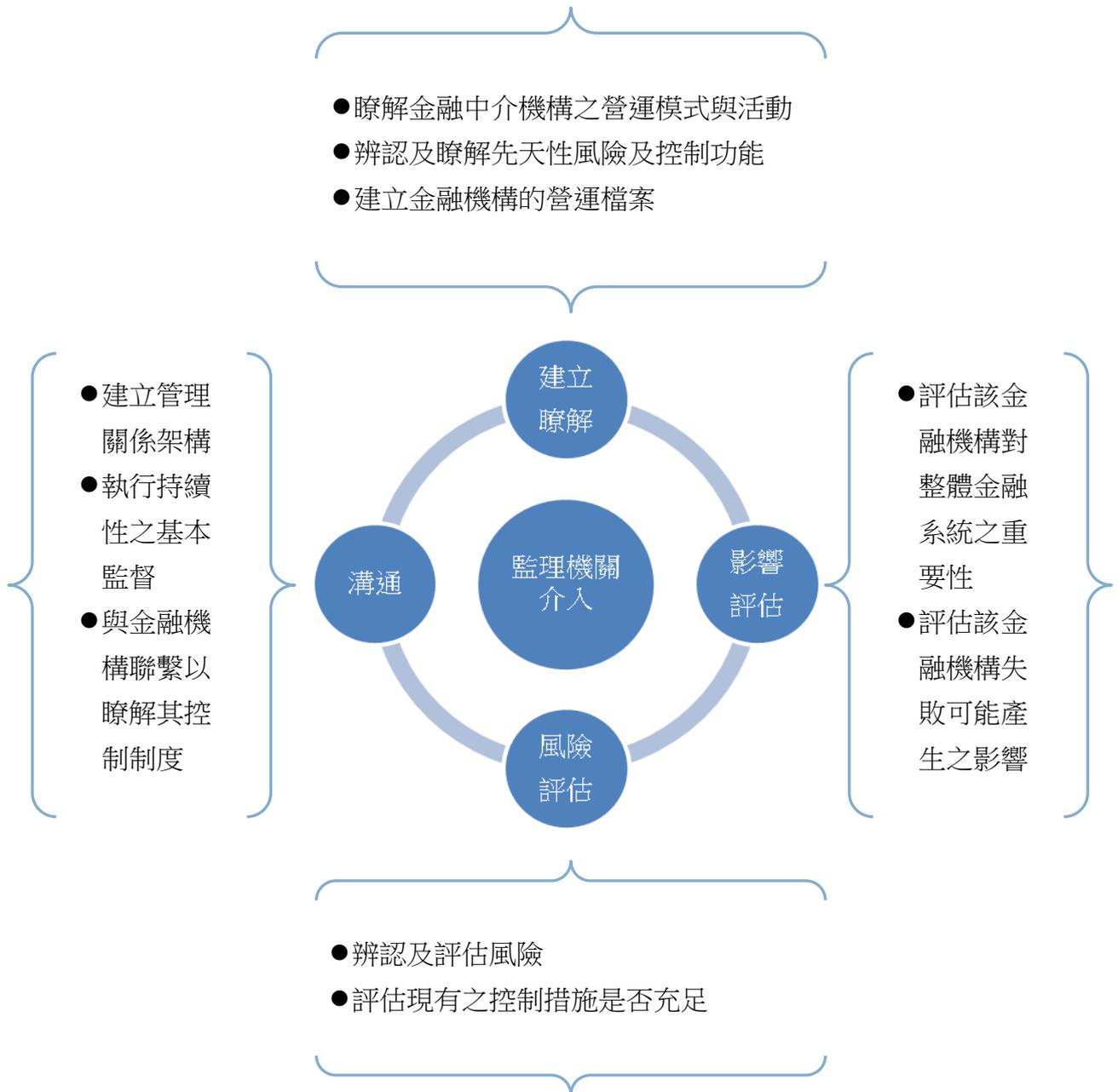
以

往馬來西亞證管會在監督上主要著重於確保公司內部控制有效執行、保護客戶資產及避免利益衝突，現在監理方向轉為著重在確保企業的決策符合投資人利益，及確保企業的董事會與高層管理當局負責任。這種轉變，使得監理人員必須對金融中介機構的企業模式與經營策略作判斷，評估企業的經營環境及企業能否健全發展，以避免企業如果失敗將造成系統性風險之後果，另外當發現金融機構對投資人無法公平對待或存在有無法接受的風險時，馬來西亞證管會將介入干預。

馬來西亞證管會的風險基礎監理架構包括以下四大構面：



馬來西亞證管會執行前開監理架構之方法如下：



馬來西亞證管會監視金融機構的文化、業務作法及營運之重點如下：

具合格執照之業務人員之行為	分配機制及銷售方式	公司治理	防制洗錢/打擊資恐
<ul style="list-style-type: none"> • 金融機構是否有適當的控制制度及作業程序以監督具合格執照之業務人員之行為 • 金融機構是否注重教育訓練及宣導，以確保業務人員之行為良好且站在投資人立場為投資人之需求作適當規劃 	<ul style="list-style-type: none"> • 金融機構應從不斷變化的市場中產品分配機制的觀點，負責產品分配管理及客戶服務機制 	<ul style="list-style-type: none"> • 金融機構應更注重在文化、專業素養及公平對待投資人等領域上的自律 • 董事會及高層管理當局應優先考量投資人的權益，並且高度重視提供可信賴的產品與服務可帶來的價值 	<ul style="list-style-type: none"> • 防制洗錢及打擊資助恐怖主義之控制，應從注重遵循作業程序提升至注重防制洗錢作業的品質，強化判斷是否有洗錢風險及整體防制文化

監理機關應建立一個平台與金融機構之負責人、高階主管及主要承辦業務人員溝通，以建立監理人員之知識、技能與能力；其次，監理機關應強化監理要求，以提升金融機構的營運作業標準，並使其符合主管機關的期望；最後監理機關應挑選金融機構並針對其特定風險領域執行深度的評估，以提升業者與市場自律，進而降低對監管紀律的依賴。

七、促進有效跨境執法與可靠的制止行動

(一) 證券主管機關間可靠的制止行動與國際合作（Jane Jarcho，美國證券管理委員會檢查辦公室副局長）

證券舞弊的動機與誘因無非在於金錢或名譽。從監理角度而言，如果我們將金錢的獲利從舞弊的好處中剔除，就可以剔除人員從事舞弊的誘因；如果我們將負責那些有害行為的人公佈出來，就可以增加制止違規或不當行為的名譽誘因。主講者認為，如果監理機關可以確保違規行為將有負面的懲罰，就可以鼓勵證券市場從業人員都有更好的行為。

制止行動之最適罰金公式—當舞弊有 100%的可能被查獲時，如果違規者必須負擔所造成損害之所有影響，將可嚇阻違規者進行舞弊，例如如果違規者造成 1 百萬美金的損害，則罰金應該為 1 百萬美元。當舞弊被查獲的可能性低於 100%時，則罰金應該是舞弊行為可獲得利潤除以被查獲的機率，例如假設內線交易可獲得 1 百萬美金的利潤，而內線交易有 1/4 的機率可能被查獲，則該筆內線交易的罰金應該為 4 百萬美金。

偵測舞弊的機制或工具包括市場監理制度、陳情或客訴及轉介系統、吹哨子機制、合作誘因、與國內及國外的主管機關合作等，當查獲舞弊後應予以處置，包括行政或民事或刑事的處分，使違規者知道隱藏資訊及說謊的後果，另外主管機關應該採取有效的補償措施，例如命令違規者全數繳交所獲得之利潤、罰金、停業或公開揭露事實等，

今日的舞弊多是跨國、跨不同司法管轄權的型態，行騙者將舞弊犯罪案件拆解成跨不同管轄權的組成，例如受害人在 A 管轄權國家，做壞事的人和犯罪的證據在 B 管轄權國家，犯罪的獲利所得藏在 C 管轄權國家。在國際執法案例中產生的問題包括：犯罪人與犯罪行為所屬的司法管轄權國家不同、如何取得國外的犯罪事證、如何凍結海外的不法所得、如何遣返犯罪所得為被詐騙的投資人爭取利益及海外興訟等。強化國際執法合作的工具包括：

1. 監理機關間簽訂瞭解備忘錄(Memorandum of Understandings, MOUs)：這是主管機關對主管機關間的正式溝通管道。
2. 國家間簽訂相互法律協助條約(Mutual Legal Assistance Treaties, MLATs)：這

是國家與國家間承諾在刑法執行上給予相互協助的正式管道。

- 3.成立金融情報中心（Financial Intelligence Unit, FIU）/艾格蒙聯盟(Egmont Group)：證券舞弊通常是有跡可循的，金融情報中心可以獲得即時的金融資訊。
- 4.其他非正式管道：在主管機關間如無簽訂 MOU 的情形下，應盡力建立一些非正式的溝通管道。

依美國 1934 年證券交易法 Section 21(a)(2)規定，當美國證管會接獲外國證券主管機關請求協助提供資料時，如果證管會認為對於該請求有必要蒐集資訊及證據時，得基於權限執行調查，無論該請求的事實是否構成違反美國之相關法令規定。美國法規允許證管會提供任何「外國證券主管機關」在調查證券違法案件上的協助，規定相當具有彈性，無論該外國主管機關是否與美國證管會為對等機關、無論是否與美國或證管會的利益相關，及無論該犯罪事實是否為雙邊犯罪，美國證管會將同時考量保密、公共利益及互惠等原則決定是否提供協助。美國證管會具有廣泛的權力可以提供外國主管機關協助，其可以提供證管會的檔案、一些文件(例如證券交易紀錄、銀行帳戶資訊、公司的文件包括大事紀和電子郵件、電話紀錄、旅館及航班紀錄、從網路 ISP 查到的資料等)及訴訟的證詞等。

沒有任何一個國家的證券主管機關可以只監督自己的市場，而不理會其他國家或市場的變化，具有提供國家彼此間支援的能力非常重要，成功的國際執法行動有賴於廣泛的、具強制力的威權，可靠的執法制止行動與國際合作緊密相連。

(二) 跨境執法--馬來西亞觀點 (AHMAD FAIRUZ ZAINOL ABIDIN，馬來西亞證管會執法部門行政首長)

在跨境環境中執行證券法令有賴跨國的證券主管機關間共同合作，以達到下列目的：

- 減少證券舞弊或違規行為可以跨境犯罪的安全天堂
- 阻止犯罪者，讓犯罪者察覺從事跨境犯罪行為的風險大於可獲得的報酬
- 建立跨境舞弊行為將被偵知並且被嚴格調查、嚴厲起訴及嚴重懲罰的期待

馬來西亞於 2007 年簽署成為 IOSCO MMOU 會員國。IOSCO 第 4 委員會--執法與信息交流委員會，旨在實現依 IOSCO 多邊備忘錄有關諮詢、合作與信息交流之國際標準，進行全球執法合作。為了執法及確保證券法令的遵循，相互協助與信息交換至為重要，依 IOSCO MMOU 規範，提供協助之範圍包括：

- 簽署會員國的檔案中所有的信息與文件
- 有關交易之銀行帳戶及證券帳戶之信息與文件，以及前開帳戶之受益人資訊
- 行為人的聲明，如果允許的話，或者包括行為人的證詞

馬來西亞證管會依據 1933 年馬來西亞證券委員會法案 (Securities Commission Malaysia Act 1933, SCMA)，得提供跨國之信息交流與協助，其立法架構如下：

SCMA	內容
Section 150	<ul style="list-style-type: none"> ● 允許馬來西亞證管會得對外國監理機關提供協助與合作；得提供該外國監理機關所需之突破口(breach)有關之調查協助。 ● 這個突破口被視為違反馬來西亞證券法令的犯罪行為，因此可能需要使用調查權才可提供協助。
Section 134	<ul style="list-style-type: none"> ● 允許馬來西亞證管會調查人員如基於合理的懷疑或相信有人可以提供調查證券犯罪之相關資訊，則調查人員

SCMA	內容
Section 128	<p>有權得迫使證人陳述意見。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 當調查人員相向已經發生證券犯罪時，調查人員可以執行下列權利： <ul style="list-style-type: none"> ➢ 以書面通知要求當事人於一定期間內製作及提供文件 ➢ 搜索任何人、任何地方或任何建築物，並扣押任何文件或物體

經統計，馬來西亞證管會自 2013 年起已提供跨境調查協助予 11 個 IOSCO MMOU 簽署會員國、共計 27 件協助要求，其中有關內線交易或市場操縱之證券舞弊有 8 件、與揭露問題有關者 8 件、與執業牌照有關者 6 件，其他 5 件。另同期間馬來西亞證管會向其他 12 個 IOSCO MMOU 簽署會員國共計提出 42 件尋求協助要求，大多數是有關內線交易之違規案件計 31 件，另外 7 件與錯誤資訊揭露有關，4 件為公司舞弊案件。馬來西亞證管會提供跨境調查協助的類型包括：1.紀錄證人的證詞，以確認其在重大事件或犯罪交易中所扮演之角色或參與涉案程度；2.取得文件證據，例如銀行或證券帳戶資訊及通聯記錄等。

八、金融防制洗錢工作（Jane Jarcho，美國證券管理委員會檢查辦公室副局長）

「防制洗錢金融行動特別工作小組」(Financial Action Task Force, FATF) 成立於 1989 年，總部設於法國巴黎，現有 36 個會員國以及歐洲委員會和臺灣合作委員會 2 個國際組織參加，成立宗旨在於打擊國際洗錢犯罪，及訂立相關規範與策略。該組織所制訂之「四十點建議」(Forty Recommendations) 及「關於恐怖主義財源之九點特別建議」(Nine Special Recommendations on

Terrorists Financing) 為國際防制洗錢工作之準則。(註³)

洗錢本質上是犯罪分子企圖隱瞞、掩飾犯罪所得及其非法收益的過程。犯罪分子利用金融機構洗錢的過程主要包括存入帳戶、移轉資金、經營與合法使用等環節。隨著洗錢活動在國際金融市場的蔓延，國際防制洗錢合作的步伐也加快了，在此過程中金融機構的作用也日益受到重視。1980 年代中期，隨著跨國境洗錢活動的蔓延，歐美國家開始加強各國金融監管當局之間在防制洗錢方面的合作，並著手起草國際防制洗錢的共同規則，以便在全球推廣，以達到規範各國的做法並加強防制洗錢力量的目的。

前述的 FATF 40 點建議就是由超過 180 個國家所共同制定之國際準則，提供金融機構及其他人對於防制洗錢及打擊資助恐怖主義所應採取的措施，重點包括：應採取合理措施確認客戶(交易對方)身分(due diligence)、保存紀錄(record keeping)、向主管機關報告可疑的活動(reporting suspicious activity)及監督(supervision)。基本的防制洗錢計畫需包含以下要素：書面的政策與程序、設立防制洗錢遵循主管、獨立測試或稽核、訓練。金融機構防制洗錢重點在於辨認與確認客戶身分及合理審查客戶，對於「有重要影響力之政治人士」(Politically Exposed Persons, PEPs)及外國金融機構應採取強化的客戶審查措施(Enhanced Due Diligence, EDD)，例如取得更多關於客戶的資訊(例如客戶的產業關係、客戶的資金來源或財富來源、客戶的交易目的或原因等)，另外大額的通貨交易或可疑活動均應通報公司主管，並決定是否通報國家的主管機關(Financial Intelligence Units, FIU)。

以美國為例，美國 911 恐怖事件後，美國為打擊全球恐怖主義及資助恐怖主義的國際洗錢活動而通過了愛國者法案(USA Patriot Act)，內容包括許多強力措施以預防、偵測及控訴恐怖主義及國際洗錢，涵蓋的金融活動及機構極廣，甚至包括非金融機構如旅行社、電報公司、賭場等亦為應遵守法案內

³註：我國雖非 FATF 會員，惟自 2006 年起以「亞太洗錢防制組織」(APG) 會員身分參與 FATF 會議。

容的機構。對於外國私人銀行帳戶，愛國者法案第 312 節訂有強化的帳戶審查措施，其要求私人銀行應盡特別責任，包括確認相關帳戶名義及實際擁有者、存入相關帳戶內資金的來源及目的，如該帳戶屬於外國政府官員，則應確認該資金是否牽涉外國貪污的贓款。

以美國證券管理委員會檢查辦公室執行有關防制洗錢作業之金融檢查為例，檢查工作重點包括：

1. 金融機構是否依交易帳戶之金額或性質採行監視程序與工具；
2. 如有疑似洗錢態樣表徵，該金融機構如何覆核及後續作業程序為何；
3. 金融機構申報的通貨交易及可疑活動是否與該金融機構之規模與風險相稱；
4. 金融機構申報通貨交易及可疑活動內容之品質與細節是否充分；
5. 對於申報無異常或僅申報少數可疑活動之金融機構，檢查人員應考慮利用資訊科技輔助加以查核確認。

另依美國證券管理委員會檢查辦公室進行金融檢查所發現的可疑活動態樣如下：

1. 帳戶有大額或頻繁的資金進出，但卻沒有或僅有少數幾筆的證券交易；
2. 交易經過「建構組合」(structuring)以規避通貨申報之條件；
3. 交易透過無經濟目的相關之第三方的聯繫或支付；
4. 活動與所稱之投資目的不符；
5. 不願意提供身分識別之文件；
6. 利用非真實的下單(non-bona fide order)企圖影響市場價格；
7. 其他可疑活動態樣可參閱美國金融業監管局(FINRA)有關小型企業洗錢態樣。

依美國規定，一旦金融機構做成申報可疑活動之決定，相關申報資料須

自申報日起保存 5 年，自發現可疑活動之日起 30 日內應為申報，可延長申報期限，但最長不得超過 60 日。最後與談人認為，某些國家可能規定要求所有可疑活動，包括企圖未遂之活動，無論金額大小均必須申報，對監理者而言，清楚的知道自己國家所規定之申報期限與相關要求是必要的。

九、金融知識與投資人教育所面臨的新興挑戰

(一) 金融科技(Fin Tech)之挑戰 – (Vincent Poon，香港投資者教育中心負責人)

現今許多民眾的生活已充滿了金融科技所帶來的服務，例如行動支付、線上保險、網路個人貸款等，這些線上金融行為成長非常快速，香港的金融科技採用指數(FinTech Adoption Index)為 29.1%、新加坡 14.7%、美國 16.5%、英國 14.3%、加拿大 8.2%、澳洲 13%，全球平均金融科技採用指數為 15.5%。

民眾使用金融科技服務的主要前 7 大理由為：1.開立帳戶相當方便，佔 43.4%；2.費率或手續費更吸引人，佔 15.4%；3.可以接觸不同的商品或服務，佔 12.4%；4.使用線上購物或服務的經驗良好且功能較多，佔 11.2%；5.服務品質更好，佔 10.3%；6.與傳統銀行相較，可提供更多具創意的商品，佔 5.5%；7.與傳統金融機構相較，服務或品質更值得信賴，佔 1.8%。民眾不使用金融科技服務的前 6 大理由為：1.不知道這些金融科技服務的存在，佔 53.2%；2.沒有使用金融科技服務的需求，佔 32.3%；3.比較喜歡傳統的金融機構服務，佔 27.7%；4.不知道如何操作，佔 21.3%；5.不信賴金融科技的服務，佔 11.2%；6.過去曾經使用過金融科技服務但再也不想使用它，佔 0.8%。

面對金融科技服務所帶來的最大挑戰就是——我們對它是否有足夠的認識。時至今日，許多監理法規無法跟上科技與金融產品發展的脚步，監理人員、金融教育者、金融服務使用者及投資人大多數都無法清楚瞭解與認知新金融服務的主要特徵與風險。在這種環境之下，金融教育面臨的最大挑戰是如何傳達有意義的教育資訊。金融知識教育不應該只是傳達提醒、警示的資訊，金融教育提供的訊息應該是簡單的，但同時也是實用的並且具有教導如何操作與行動的資訊內涵，才是有意義的金融知識教育。

面對金融科技之挑戰，監理機關在金融知識教育上可以與金融教育機構或相關周邊單位共同合作下列事項：

- 使金融教育信息普，並且在金融科技使用者常接觸或利用的管道中容易取得
- 配置資源瞭解成人的學習模式並且開發金融科技教育教材
- 監理機關與金融教育機構間應及時分享知識與案例
- 盡可能的將利益相關者均納入傳播金融教育訊息的工作中

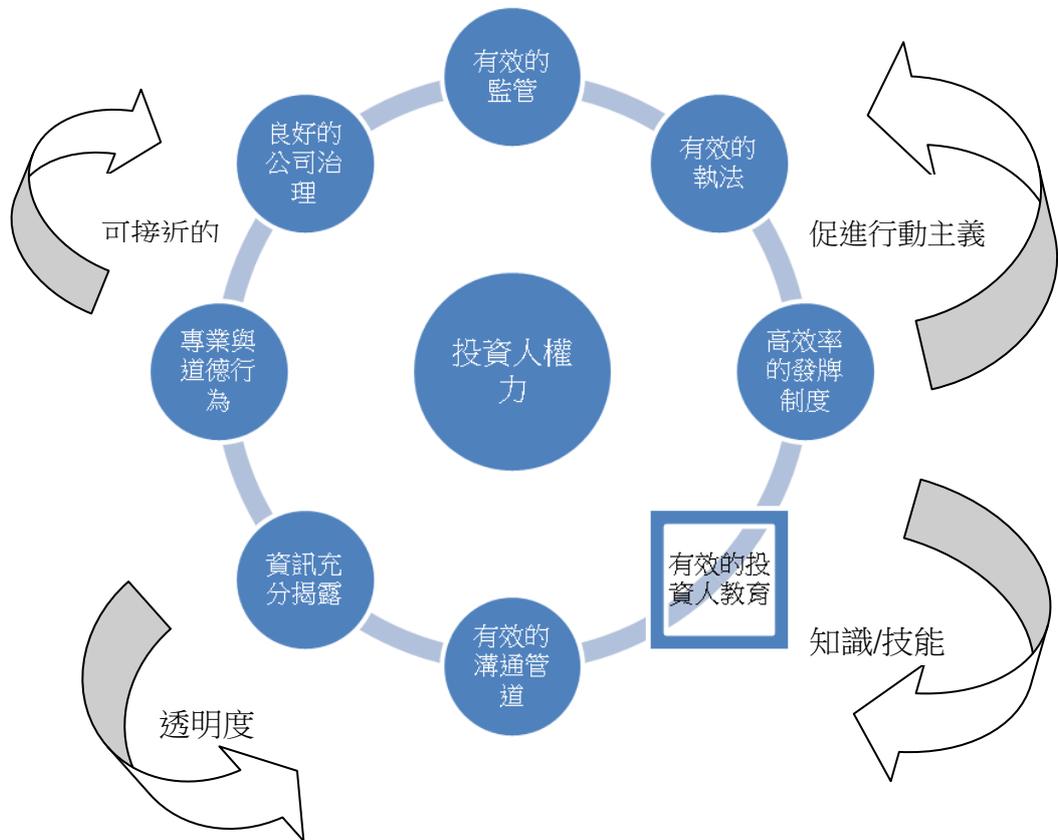
(二) 馬來西亞經驗 - (Khairul Ridzwan Abdul Kuddus, 馬來西亞證管會投資人保護部門主管)

投資人保護與增進投資人信心一直是馬來西亞證管會的核心目標之一，並且透過下列方式展現：

- 適當的監管(包括授權與制定規範等)
- 有效的執法
- 促進市場發展以使金融業能提供更多有關產品與服務的選擇

為了強化投資人保護的使命，投資人教育是最重要的關鍵。馬來西亞證管會在投資人保護的工作上有一項3年計畫(2014年到2017年)，戰略重點包括瞭解市場活力及金融機構之競爭地位，適當調配監管比例及提高投

資人的權力。在投資人權力的生態鏈中，投資人教育是很重要的一環：



為了促使資本市場中一般散戶投資人的參與更具資訊內涵，馬來西亞證管會致力於教育馬來西亞境內所有潛在的及既有的投資人，並在 2014 年到 2017 年啟動一系列教育計畫，策略目標從推廣金融知識進階提升為教育投資知識與能力。在 2008 年至 2013 年間，馬來西亞證管會以就學校族群、鄉村/藍領/家庭主婦族群，及職場/專業領域族群等進行金融知識教育推廣，自 2014 年起除前述族群外，更針對現有存在的一般散戶投資人加強投資知識與能力的教育，以期發揮投資人的權力。這項 3 年教育計畫的指導原則如下：

- 廣泛性：提供教育的對象為廣泛的、各色各樣的目標群體
- 簡單化：教育的內容必須能與目標群能達到共鳴，這樣知識與技能才能被投資人體會且深植於投資人的觀念中。
- 多種模式態樣：透過及時且符合目的之各種方案、跨越複雜的各個層面且透過多種不同的平台、不同的傳達管道，提供投資知識與能力教育。 例如以展覽會或路演方式、媒體傳播(報章、廣播、社群網站、互動式工具)及特定目標的計畫等。

在金融教育推廣並與投資人互動的過程中，馬來西亞證管會發現以下值得注意的事實：

- ✓ 即使散戶投資人仍容易被以宗教的理由透過 WhatsApp 等社交媒體被欺騙，在投資時，投資人最常詢問的仍是該項投資商品/工具是否為合法的商品/工具。
- ✓ 馬來西亞國人不投資的主要原因是缺乏資金。
- ✓ 馬來西亞國人大多是透過 Permodalan Nasional Berhad 所管理的單位信託參與投資資本市場，普遍缺乏其他投資工具或型態的知識。
(馬來西亞投資人有 31.53%投資 PNB 的單位信託，該單位信託是資本市場上最大的投資商品，其次才為上市公司股票，佔 15.5%)
- ✓ 許多投資單位信託的馬來西亞人並不監督該基金的績效表現。
- ✓ 普遍缺乏意識到風險與報酬間之關係，許多人僅尋找安全或甚至受保障的投資工具。
- ✓ 股票投資人的交易逐漸增加網路交易方式以節省手續費。

最後有關馬來西亞金融科技的發展，與談人有提及馬來西亞股權群眾募資及網路個人借貸的發展情形。有關股權群眾募資部分，馬來西亞證管會為了提供小型企業及企業家更好籌募資金的管道，並且提供散戶投資人更多不同的投資標的，故已建立監理架構，允許小型企業向公開大眾募資。

目前有6家股權群眾募資平台經營業者在2015年6月經核准經營群募業務，目前已有3家開業，但據瞭解目前實際尚無募集任何資金。至於網路個人借貸(P2P lending)部分，馬來西亞證管會希望能提供廣大的企業族群不一樣的融資管道，而有意發展 P2P lending，但目前進度仍在發展監理架構的階段。

結合前述有關金融知識教育與金融科技發展，以介紹股權群眾募資的金融知識教育努力為例，馬來西亞證管會有印勘股權群眾募資小冊(Equity Crowdfunding brochure)，內容為簡單的文字介紹、可在網路上取得，並摘要出適用於一般散戶投資人的群募監理架構重點：1.散戶投資人的投資限額；2.投資人的權利與義務；3.6家群眾募資平台經營業者之資訊；4.群眾募資經營平台業者對投資人所負之義務。

參、心得與建議

本次研討會主要探討新興市場所面臨的風險與挑戰，及如何促進與強化新興市場發展的應變能力，參與之主要心得與建議如下：

一、鼓勵金融科技創新與監理法規及架構發展之平衡：

近 10 年來，隨著行動通訊、人工智慧、社群媒體、大數據、雲端運算、物聯網、生物辨識、區塊鏈等資通訊技術的創新與跳躍式成長，金融科技(Fintech)成為目前全球金融業最關注的議題。世界經濟論壇 2015 年 6 月的報告指出金融科技將帶來前所未有的破壞式創新，將重塑全球金融服務業的面貌。為協助我國面對全球金融科技的改變，金管會從 2014 年開始已積極推動打造數位化金融環境 3.0 計畫，並宣布 2015 年是臺灣金融科技元年，設立金融科技辦公室及成立金融科技諮詢委員會，積極推動銀行、證券、保險金融科技之應用，目前主要推動成果包括多元行動支付服務及擴大線上金融服務，例如線上開戶、網路投保、基金網路銷售平台、證券電子下單、群眾募資平台等；2016 年 5 月金管會並完成「金融科技發展策略白皮書」，提出「創新數位科技，打造智慧金融」之願景，及充分運用資通訊科技、打造智慧金融機構、創新數位便民服務、強化虛擬風險控管之發展藍圖。

綜觀全球金融科技發展趨勢，已經提高到國家競爭力的策略佈局，例如英國、新加坡、澳洲等都已由政府主導進行大量投資與發展計畫，在我國部分，如前述，金管會已擬具詳細且明確的未來發展策略，主要思維係協助金融服務業引入科技創新以支援產業發展，其中值得思考的問題與挑戰，是監理法規與架構該如何跟上金融科技發展劇烈變化的腳步，並且在不扼殺創新發展與保障投資人權益之原則下達到平衡。面對前述挑戰，監理人員首要應與時俱進，學習與瞭解金融科技之發展內涵，尤其是新科技之優勢與弱點、創新與風險、投資人使用該新金融服務之

利弊與影響等，惟有對科技背後的行為模式之目的與影響層面具備深入瞭解的能力，進而結合風險監理原則，監理機關始能擬具務實且合理的監理法規與架構，並同時達成鼓勵創新、保護投資人及市場發展之目的。

二、金融商品創新有賴金融機構形塑合理銷售之企業文化

隨著國民所得之提升，投資人對新金融商品的投資需求日漸提高，促使金融業者研發各式新金融商品以滿足消費者之需求。很多學術文獻也發現金融創新及新金融商品開發可以解決資本市場不完全、減少交易成本及可以解決因為委任投資所產生道德危險的問題，但對於各國證券監理機關而言，型態複雜的金融商品可能產生新類型的風險及新的監理問題，當一般投資人對此類金融商品之資訊取得與風險認知有落差時，更容易發生交易糾紛。

參與本次研討會時值國內發生金融機構銷售人民幣「目標可贖回遠期合約」(Target Redemption Forward, 簡稱 TRF)，因人民幣匯率升值之趨勢反轉，在槓桿效應之下，造成許多投資之企業戶與一般投資人散戶產生重大損失之交易糾紛事件，金管會於接獲申訴事件後立即啟動專案金融檢查，發現不少金融機構銷售之缺失，並已對違規「亂賣」TRF 之金融機構嚴予重懲，在小組會議及課後交流中，也提出本件案例與其他與會學員交換意見，泰國及馬來西亞學員表示，該國也不乏類似金融商品交易糾紛案件，處理方式與我國多相同，該 2 國主管機關並且非常注重對小額投資人權益之保障。

TRF 原本是「客製化」避險工具，雖然風險高，但理論上仍是合法的金融商品，金管會也規定 TRF 只能賣給總資產 3 千萬以上的專業投資人或 5 千萬以上的法人戶，但不少銀行為衝刺獲利，推銷 TRF 給早餐店、小吃攤業者等無人民幣避險需求且不符合購買資格之投資人，甚至也有投資人不知道自己被歸類為專業投資人；其次也發現金融機構銷售人員

有未符合銷售資格之情事，及 TRF 這項產品的設計來明顯有利銀行、不利投資人(投資人獲利有限、損失無限)。綜觀 TRF 事件問題核心，仍在於金融機構只追求獲利、未善盡瞭解客戶及未盡職銷售，故正本清源，金融商品創新，仍有賴金融機構本身形塑站在投資人立場考量、合理銷售之良好企業文化，企業領導者觀念的改變非常重要，另外市場機制、投資人行動力等亦有助於促使企業認知、覺醒及重視並落實公司治理的要求，而主管機關於鼓勵金融創新之同時，亦應時時提醒企業誠信經營、公平對待投資人與善盡企業社會責任，建立投資人的信心，企業始能永續經營，進而發展經濟，與投資人達成雙贏。

三、監理法規持續與國際接軌及深化國際監理合作

本次會議中許多與談者都提及新興市場面臨的監理挑戰，包括因跨境交易之盛行，致跨境舞弊(如內線交易與市場操縱)及違法銷售案件層出不窮，其中杜拜、馬來西亞及美國之與談人並分享該國跨境執法之案例與面臨的困難。在金融全球化與金融科技化之趨勢潮流下，國際資金移轉便利，我國資本市場開放，跨國募資及投資案件頻仍，故亦難免需面對跨境糾紛與違法案件之處理，在跨國案件之調查過程中，常面臨資訊取得與證據蒐集之困難，或囿於各國監理權責、法規之不同而面臨許多障礙，如需洽請其他國家協助提供相關資料時，往往曠日費時，尤其對於未簽署備忘錄的國家。

解決之道可包括發展與國際接軌之監理法規及深化國際監理合作二個層面。在法規部分，我國證券金融監理法令除因應我國金融與資本市場特色而有彈性發展外，原則上應與國際標準接軌，以與其他國家站在相同的法規認知標準下而得以進行後續合作；本次參加研討會議，由討論中，可以確定我國的法令規範多能符合國際標準，且與美國、香港等國家相近；此外，亦應持續關注國際證券與金融動態議題、蒐集掌握國

際實務案例與查核分析之發展趨勢，以做為未來請求其他國家協助提供資訊時之參考。在深化與其他國家主管機關間之監理合作方面，金管會業於 100 年 3 月 15 日與國際組織簽署國際證券管理機構組織諮商、合作與資訊交換多邊瞭解備忘錄（IOSCO MMOU），我國目前多借重 IOSCO MMOU 簽署會員國的協助，透過市場訊息與監理資訊的交換，共同打擊國際性跨境金融犯罪。本次研討會中，美國與談人提及美國證管會在提供任何外國證券主管機關在調查證券違法案件上的協助，規定相當具有彈性，無論該外國主管機關是否與美國證管會為對等機關、無論是否與美國或證管會的利益相關，及無論該犯罪事實是否為雙邊犯罪，美國證管會將同時考量保密、公共利益及互惠等原則決定是否提供協助。我國亦為 IOSCO MMOU 會員國之一，常接獲其他國家主管機關請求依 IOSCO MMOU 協議給予協助，惟在實際案件處理上，可能因為對違規事實之認定或法規之適用有所不同，或基於我國行政機關調查權限不足而無法提供資訊，此可能影響未來我國向其他國家主管機關尋求協助能否順利完成。建議可參酌美國證管會之彈性規定，基於互惠原則盡力提供外國主管機關相關資訊與協助，對於未能提供資訊或協助之案例應進行統計分析，瞭解案件型態與無法提供資訊及協助之原因，並尋求突破解決之道。

四、持續參加國際研討會議，建立與其他國家主管機關間之溝通管道

馬來西亞證券管理委員會每年舉辦之「新興市場研討會議」已屆第 17 屆，我國係第 3 次參加，每年研討會主題或有不同，惟其主要目的均係就國際最新證券市場管理議題與動態進行討論，以促進訓練課程參與人員與新興市場國家間之相互學習及提供經驗交流之平台。本次參與學員以東南亞國協(ASEAN，簡稱東協)之會員國為主，另有少數中東及非洲等共計 15 個國家，中國大陸及南韓並未派員參加，另香港、新加坡及日本已屬已開發國家，故亦未派員參加。在研討會休息與課後之交流時間中可明顯感覺到，東協的國家間在政治、經貿與文化方面間的緊密合作

關係。東協由早期的 10 國再擴展至東協+6(中國、日本、韓國、澳洲、紐西蘭和印度)，已形成一個龐大且廣泛的區域性整合經濟體，彼此間共享經貿租稅協定等利益，在資本市場之發展與監理制度方面，亦多有類近之處，且彼此間市場資訊與監理資訊之交換管道通暢。台灣雖有加入部分國際組織例如 WTO 及 APEC 等，惟可發揮之舞台仍屬有限，在全球化與國際村之浪潮下，我國除持續積極努力爭取加入各類國際性或區域性組織團體外，透過參與類似本次之區域性研討會議，亦可與其他國家之主管機關間建立非正式的溝通管道，持續派員參加相關課程或會議，俾使主管機關監理法規、相關業務規範、技術與工具之發展能與時俱進，並可藉此逐步與其他國家人員建立起日後聯繫接洽的管道。最後以「誰偷走了我的乳酪」(Spencer Johnson,1999)這個寓言故事與大家共勉，因應證券市場的變化、科技進步、金融創新及跨境交易增加等大環境的改變，證券市場參與者都應該要有改變的勇氣，並具備執行有效行動的能力，當乳酪不見時，都能馬上採取行動，找到各自新的乳酪。