

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「第十屆證  
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：陳專員家祥

派赴國家：新加坡

出國期間：105年8月13日至105年8月20日

報告日期：105年11月



## 摘 要

|               |   |
|---------------|---|
| 會議名稱          | 證券監理官區域領導研習會議<br>(Regional Leadership Programme for Securities Regulators)  |
| 會議時間          | 105 年 8 月 14 日至 105 年 8 月 19 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 | 陳家祥<br>金融監督管理委員會證券期貨局 專員  |
| 研習會內容         | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 研習會課程主要可包含行動方案規劃、個案研討及個別行動計畫等三部分，課程主講者為加拿大 Toronto Centre 專業顧問、講師及新加坡金融管理局 (MAS) 官員。</li> <li>2. 本研習的理論課程，主要包括行動計畫方法論、有效溝通與利害關係人管理，藉由行動計畫方法論介紹如何發現問題的根源原因，以及有效提出解決方案；並說明在行動計畫研擬過程及推動中，如何瞭解利害關係人的各種考量，有效與利害關係人進行溝通，使問題順利解決。</li> <li>3. 個案研討是介紹近年來知名個案，並安排相關議題，透過分組討論、角色扮演方式進行，使學員根據課程介紹的方法加以運用，掌握理論精髓。</li> <li>4. 個別行動計畫是由學員就其國內所遭遇的問題，按理論課程內容研提行動計畫，並安排輔導員協助解決問題，並透過學員發表，互相瞭解各國現況。</li> </ol> |
| 後續辦理事項        | 無   |
| 心得與建議         | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 監理人員可透過強化因果分析，確認造成問題的原因；經由重複自我詢問，廣泛探索可能原因及思考其他解決方案，避免主觀判斷而忽略部分根本原因；強化利害關係人溝通，採行四箱模型測試不同替代方案，達成有效溝通；另執法方案的選擇，除不法者處分的妥適性外，同時可思考降低小股東及資本市場的整體經濟受損程度。</li> <li>2. 建議持續派員參加本研討會議等，除與其他國家經驗交流及吸收新知外，亦可藉此建立與其他國家主管機關人員的聯繫管道。</li> </ol>  |

# 目 錄

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 壹、前言.....                       | 4  |
| 貳、研習會議架構.....                   | 4  |
| 一、會議目的.....                     | 5  |
| 二、會議議程.....                     | 6  |
| 參、研習課程摘要.....                   | 7  |
| 一、 行動計畫方法論.....                 | 7  |
| 二、 有效溝通與利害關係人管理.....            | 10 |
| 三、 公司治理.....                    | 12 |
| 四、 如何處理媒體關係.....                | 14 |
| 五、 個案研討：Refco.....              | 15 |
| 六、 個案研討：MF Global.....          | 16 |
| 七、 個案研討：Greenlight Capital..... | 18 |
| 八、 個案研討：China Aviation Oil..... | 20 |
| 九、 個案研討：Facebook.....           | 21 |
| 十、 個案研討：Amcol Holdings.....     | 23 |
| 肆、心得與建議.....                    | 25 |
| 伍、附錄.....                       | 27 |

## 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，今年為第十屆。

加拿大 Toronto Centre 成立於 1998 年，係由加拿大政府、世界銀行(World Bank)及 Schulich School of Business 共同捐助成立之非營利機構，後於 2000 年國際貨幣基金 International Monetary Fund (IMF)及 2008 年瑞典 Swedish International Development and Cooperation Agency (Sida)亦加入捐助基金行列；該中心成立之目標為強化國際上金融監理人員之監理能力，提昇其改善金融穩定、加強金融危機管理及領導技能等，自 1998 年開始發展銀行監理之相關研習課程，2000 年開辦證券監理之相關課程，2001 年開辦保險監理相關課程。

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，爰共同舉辦本研習會；與會人員包括來自孟加拉、柬埔寨、大陸、香港、印度、日本、寮國、馬來西亞、馬爾地夫、紐西蘭、巴布亞新幾內亞、新加坡、斯里蘭卡、泰國及本局，合計共 15 國家或地區之 31 位代表，於 2016 年 8 月 14 日至 8 月 19 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證券相關主管機關設計，研討會議致力協助與會學員面對問題時，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 設計的個別行動計畫方法及個案研討方法等進行課程。

研習會議課程設計，除少部分採簡報方式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外，大多係針對近年國際知名個案加以介紹及探討，事先提供議題相關書面資料及報告課程設計，透過分組以情境演練及角色扮演方式進行，其重點非在提供解決問題的答案，係藉由個案研討使學員親自參與其中並取得實際經驗；同時安排學員個別行動計劃方案課程，由學員依講授方法，針對工作所遇問題設計相應行動方案，透過指導員的協助及指導，掌握行動計畫方法之實際內涵。

## 二、會議議程

|                |                         |
|----------------|-------------------------|
| 2016年8月14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                 |
| 2016年8月15日 星期一 |                         |
| 08:30 – 10:30  | 變革：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 – 16:45  | 公司治理                    |
| 16:45 – 17:45  | 個別行動計畫                  |
| 2016年8月16日 星期二 |                         |
| 08:30 – 08:45  | 回饋及分享                   |
| 08:45 – 09:45  | 有效溝通與利害關係人管理            |
| 10:00 – 14:30  | 個案研討：Refco              |
| 14:30 – 15:30  | 個案研討：MF Global          |
| 15:45 – 17:30  | 個別行動計畫                  |
| 2016年8月17日 星期三 |                         |
| 08:30 – 08:45  | 回饋及分享                   |
| 08:45 – 12:00  | 個案研討：Greenlight Capital |
| 13:00 – 15:30  | 個案研討：China Aviation Oil |
| 15:45 – 17:30  | 個別行動計畫                  |
| 2016年8月18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                    |
| 2016年8月19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，同時處理金融市場的不斷變化及新威脅，並非容易之事；技能熟練是完成工作的必要條件，卻不是充分條件，具備卓越的管理與領導技能也是處理挑戰的要件之一，本節所介紹的行動計畫即是很有價值的領導技能。

行動計畫是針對處理問題的方法理論，幫助組織持續改善與進步，提高處理問題的效率及效能，其主要重點在於：(1)確認及評量問題的根本原因；(2)針對問題的根本原因，設定要達成的明確目標；(3)選擇達成目標的較佳方案--透過 4 箱模式測試不同替代方案；且行動計畫的方法包括評估問題、提出解決方案及執行計畫三個階段，相關內容摘要如下：

#### (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. 分析情況及描述問題：

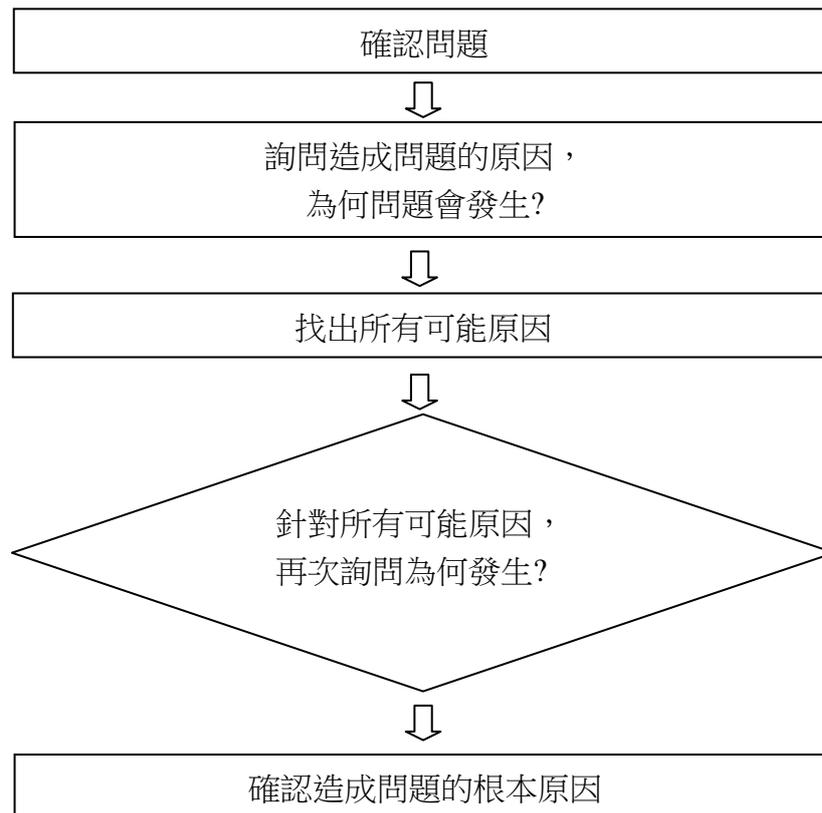
- 瞭解面臨問題的本質，簡單描述所遭遇的問題。
- 收集相關資料來協助評估問題，以較寬廣面向分析所有攸關事項。
- 考慮時間及資源。

##### 2. 確認根本原因：找到下列可能引起問題原因後，再進一步探討這些影響要素為何存在：

- 總體因素：社會、政治、經濟。

- 個體因素：被監理的個體、單位。

確認根本原因乃重要步驟，卻容易被簡化，係因已有預設想法，未能廣泛、客觀分析。在此過程中，要能確認問題根源並找出長期、有效的方案，最簡單的方法就是「持續詢問」。



3. **瞭解可能的影響**：多數問題產生負面影響，但有些負面影響可能發生於未來。應解解問題影響到誰、如何受影響及他們如何察覺到問題，而問題牽涉的利害關係人也很廣泛，主要包含三類：
- (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單位。
  - (3) 向內人士：所屬員工。

一般分析時易著於重外部人士，忽略內部上司或屬下的影響，若未處理，在研擬階段即可能受上層反對，或屬下消極抵制，造成行動計畫最終無法成功。

4. **考慮優先順序**：決定優先順序時，應考量事項包含：(1)立即處理或持續觀察即可；(2)不採行即時行動帶來的風險；(3)採行即時行動的利益；(4)是否已準備就緒處理問題。此階段主在衡量風險及效益，可採分析現在採取行動、延後採取行動、不採取行動等三種狀況所產生的利損加以比較。
5. **更精確說明問題**：透過細思考造成問題的根本原因、對利害關係人產生影響及優先順序後，應可更精確說出問題所在，亦即得以簡短話語將問題本質清楚表達。

## (二) 提出解決方案

此階段要選擇較佳方案並研提行動計畫，其步驟如下：

1. **設立目標(Smart)**：目標需符合明確(Specific)、可衡量(Measurable)、行動(Actionable)、切實的(Realistic)、預計目標達成的時間(Time-bound) 等特性。
2. **提出計畫草案(What)**：提出另一計畫的執行步驟草案、決定適當的順序、找出潛在的障礙(可能遇到的障礙有哪些、有誰或有什麼可以幫助突破困境)。
3. **評估利害關係人(Who)**：找出隱藏於計畫或可協助達成計畫之利害關係人、利用四箱型模型來分析需求、要求、利益及在乎的事情、考慮另一方案。
4. **計畫的細節(How)**：行動計畫的細節：計畫的每個步驟草案應再列示其子步驟，需列示每個步驟所需時間、對誰負責、每個步驟所需資源。
5. **評估計畫**：包括評估是否值得執行、考慮時間、可用資源及風險性、所評估執行計畫的風險出現時該如何回應、當方案不可行時應即時提出另

一計畫。

6. **備案(What If)**：有不同方式可以達成目標，若發現原本選擇的方式無法達成目標，可能要改變原本策略以達成最終目標，因而需要提另一備案。

### (三) 執行計畫

1. **推銷計畫**：在執行前先與利害關係人溝通，建議可採用下一節提到的四箱形圖。
2. **建議管理架構**：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。
3. **創造工作計畫**：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。
4. **管理計畫團隊**：在計畫執行期間，若能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、討論在執行計畫時所面臨的問題。
5. **對誰負責**：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，為能落實監視委員會、高層管理人員之監督管理責任，所以上開人員需擁有即時及具時效性的資料。著重於目標明確和有限的資源，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

在處理問題時，應先瞭解重要利害關係人是誰？重要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包含：(1)誰是重要利害關係人；(2)想要從他們獲得什麼。在溝通、說服利害關係人時，首要應瞭解

他們所想要及擔心的是什麼。

## (一) 溝通及變革的五個要素

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)。

## (二) 四箱模型影響分析

為能有效說服利害關係人，可利用四箱模型的說服工具，每個箱子的編號代表其溝通的順序，每個箱子的溝通有不同重點，分述如下：

|        |                             |          |          |                               |
|--------|-----------------------------|----------|----------|-------------------------------|
|        | 優點 (+)                      |          | 優點 (+)   |                               |
| 現<br>狀 | ● 指出哪些維持不變<br>(保存過去的光榮)     | <b>4</b> | <b>2</b> | ● 描述未來的好處及如何達成<br>(要達成的目標與方法) |
|        | ● 傳達改變的急迫性與必<br>要性(導致問題的原因) | <b>1</b> | <b>3</b> | ● 清楚說明擔心的事<br>(如何讓擔心減到最低)     |
|        | 缺點 (-)                      |          | 缺點 (-)   |                               |

- 1 號箱：探討為什麼需要改變。要說明現狀存在的問題，需要一個具說服力的理由，使大家瞭解變化及採取行動是必要的，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。要說明改變的好處及改變所產生的結果；當現狀還可以的時候，避免過度強調改變後帶來的優點；且要直接

說明進行改變後與他直接有關的好處，若改變所產生好處未有直接相關，他們可能不會在乎。

**3 號箱：**利害關係人關心的是什麼。應事先猜測聽眾在乎的是什麼及要如何減少疑慮；不要以為瞭解利害關係人而閉門造車，要多傾聽別人想法。

**4 號箱：**有什麼不會改變。應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。

溝通時可採用 10 分鐘法則來進行，亦即以 1 至 4 號箱所使用的時間分別為 3、2、4、1 分鐘，其中第 3 個步驟要分配較多時間，是因為要化解利害關係人的疑慮，避免阻礙計畫的推動；預先評估各種不利影響，讓對方覺得注意到他們的問題、瞭解渠想法，且對已知不利事項不可含糊帶過，因為會侵蝕互信基礎，影響後續溝通。

## 三、 公司治理

### (一) 定義

依世界銀行（World Bank）之定義，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，它不僅規定公司各個參與者（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，且明確瞭解決策公司事務時應遵循的規則和程序。

### (二) 原則

1. **確保有效率公司治理架構：**應能在符合法律規範下提升市場之

透明度及效率，並能清楚說明管理、監督與執行責任之職權分工。

2. **保障股東權益及發揮重要功能：**公司治理架構應保護並強化股東權利之執行。
3. **公平對待股東：**公司治理架構應確保公平對待所有股東，包括小股東及外國股東，所有股東於其權益受侵害時應能獲得有效救濟之機會，透過保護非控制性股東免於受到侵害（例如，來自董事會、經理人及控制性股東之侵害），以維護資本市場的健全。
4. **重視利害關係人權益：**應藉由法律或透過共同協議以確立利害關係人之權利，並鼓勵公司和利害關係人間積極合作以創造財富、工作及健全財務。
5. **資訊揭露及透明性：**應確保與公司有關重大資訊能及時且正確被揭露，這些資訊包括財務狀況、績效、公司擁有權及公司治理。
6. **落實董事會責任：**應確認公司策略性方針、由董事會有效監督管理當局及董事會對公司及其股東的責任。

### (三) 課程案例

澳洲一家上市之電信公司 One. Tel 於 2001 年 7 月進入清算程序，澳洲證券投資管理委員會(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，其為一合格之簽證會計師，同時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。

課程中請學員討論下列議題：

1. 執行長相較於其他董事受到高標準規範，對「執行長」是否公平？
2. 專業證據是否為證明此個案的方法，如何找到專家？
3. 罰鍰或禁止命令之民事處分是否已足夠？
4. 執行長應該做的與法律義務二者之間有何差異，若未履行會有何處分？

## 四、如何處理媒體關係

媒體無所不在，是相關事件傳遞訊息最重要管道，也是最具影響力的事業之一，瞭解如何處理媒體關係，主在學習如何使透過媒體幫助主管機關處理問題。

### (一) 媒體需要

快速回應提問、接觸關鍵人物和資訊，以及應以簡單說明為原則，並減少使用專業用語。

### (二) 如何培養媒體關係

瞭解媒體的需要，例如他們想要什麼、討厭什麼、誰是主要的目標觀眾、與他們的競爭對手有什麼區別，確定媒體想要的結果和消息，尋找共同感興趣的領域。

### (三) 掌握媒體溝通事項

1. 確認與主管及機關內負責媒體溝通部門保持聯繫暢通。
2. 開始前要先釐清溝通原則。
3. 先準備好相關資訊，事先演練並堅持論點。

4. 保持訊息是事實、精簡，減少專業用語及舉例說明。
5. 必須誠實，若發現有錯，應予承認。
6. 保持冷靜及清晰表達。

如果被媒體追問沒有準備的問題，應切記「不要評論」，因將列入記錄並可能被報導；若被錯誤引述或報導出現問題時，應儘速更正或釐清。

## 五、個案研討：Refco

### (一) 簡介

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。

## (二) 研討

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。本個案研討內容包括，請各組進行探討：

1. 請學員討論其所屬國對此類跨國公司如何監理。
2. 此種不實交易，是否為監理風險所在。例行檢查該如何克服。
3. 當消息宣布後所有利害關係人的回應，本活動進行角色扮演包括澳洲銀行主管機關、美國商品期貨理委員會媒體結算單位。
4. 公司資金如不足以補償受害人，監理機關及交易所應如何處理。

## 六、個案研討：MF Global

### (一) 簡介

MF Global(下稱 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，由於缺乏時間調度資金，於 2011 年 10 月 31 日向紐約破產法院聲請破產保護，該集團設立於新加坡之子公司亦於 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。

## (二) 研討

本課程由新加坡金融管理局 (MAS) 官員介紹 MF 申請破產後，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。

1. **主要衝擊：**對當地事業體的財務影響(繼續經營能力)、交易所或結算會員的影響(金融曝險及系統性影響)、金融產業其他部門的影響(如保險、銀行等)、對客戶部位及資金的影響、對海外分支機構的影響。
2. **MAS 所採行動：**組成危機小組、與大眾溝通、留置資產(凍結 MF 新加坡證券期貨分支機構的資產、關閉交易帳戶，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)，使衝擊減低，保障投資人權益。
3. **學習重點：**應隨時保持對全球最新訊息的警覺，瞭解企業運作模式及其高層主管，建立與其他主管機關間溝通管道，培養與金融機構間關係，

適時檢視監管架構。

## 七、個案研討：Greenlight Capital

### (一) 簡介

2008 年 David Einhorn 經營美國投資管理公司 Greenlight，Greenlight 採價值導向投資價格有偏誤的股票及其他投資，主要投資於美國市場交易的股票，但也投資歐洲市場交易的股票，Greenlight 管理的資產價值約美元 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兩種角色，故需對 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規定相當熟稔。

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，指公司可提供內部資訊予第三人，而第三人的定義範圍廣範，包含大型法人股東、小股東或甚至無關的人員)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。

### (二) 研討

內線交易不合法，主要是因為會損害市場信心及增加市場的資金成本，並透過個案研究探討相關議題，包括：(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。

### 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(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/Greenlight 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。

活動五：角色扮演，舉辦利害關係人會議，說服相關利害關係人。

## 八、個案研討：China Aviation Oil

### (一) 簡介

新加坡 China Aviation Oil(下稱中國航油，CAO)是中國航空油料集團公司之子公司，最早成立於 1993 年，中國航空油料集團公司持有 CAO 之 75%股權，另 25%於市場公開發行，主要供應噴射燃料給民航以及從事國際石油買賣，該公司董事會下設有稽核委員會、內部稽核部門及風險管理委員會等。2004 年該公司為前一百大中國企業，並納入道瓊新加坡藍籌股指數及富時全球亞洲太平洋指數。

2003 年 3 月該公司開始從事冒險性的選擇權交易，2003 年至 2004 年，該公司未對市場揭露其選擇權交易損失，刻意隱匿財務損失及 margin calls。2004 年 11 月 30 日，該公司始對外公布 5.54 億美元交易虧損，導致 CAO 股票暫停交易，相關債權人對 CAO 提告求償。

2005 年，因 CAO 之交易醜聞，原行政總裁陳久霖涉嫌違規炒賣新加坡期貨指數（開始介入原油期貨交易），導致產生 5.54 億美元的嚴重巨額虧損及相關案件。新加坡警方拘捕陳久霖、萊長斌等涉案人士，他們被控非法內線交易等相關罪行，法庭被判入獄 51 個月，而公司也進行債務重組。

### (二) 研討

就下列幾個項目分組進行個案討論、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. MAS 與中國航油就處罰方案的溝通。

學習重點為：

1. 一家聲譽良好的公司可能違反證券交易法嗎？投資大眾普遍對下列特質公司是否過於信任：(1)擁有獲利能力佳的事業及不錯的未來發展；(2)董事會及管理結構健全；(3)建立風險管理政策；(4)獲獎及媒體能見度高；(5)有大股東強而有力支持。
2. 發行人應提供投資人全面、正確及即時資訊，且所有投資人皆為平等。
3. 個案中如何挽救公司及恢復該公司後續交易。
4. 針對不同財務狀況的公司，宜採不同因應措施，使利害關係人受損最小。

## 九、個案研討：Facebook

### (一) 簡介

臉書(Facebook) 就像一般家族事業，初次公開發行議題係創辦人 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。

## (二) 研討

臉書承銷為大型發行案件，卻發生內部人不當交易，公司未充分揭露資訊及交易平台撮合的問題，個案討論議題包括：

1. 初級及次級市場訂價所面臨的挑戰。
2. 承銷案主管機關、交易所、發行人、市場專業投資人(包括承銷商、經紀商、分析師及機構投資人)及一般大眾的利益是什麼，分組進行角色扮演？
3. 證券交易所及監理機關應如何處理？主管機關如何看待程式交易？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？
4. 假設開盤前 5 分鐘，有大型客戶向所屬經紀商取消買單，交易所成員向主管機關請求補救時，分組進行角色扮演。

學習重點為：透過扮演各種角色，瞭解初次公開發行相關問題，例如訂價合理性、防止市場濫用、評估程式交易、交易透明化、公平性及如何管理大眾預期。

## 十、個案研討：Amcol Holdings

### (一) 簡介

1990 年代，Amcol 公司是新加坡股市蓬勃發展的半藍籌股之一，Amcol 公司自 1969 年上市，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（印尼最富有商人，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）部分營業交易及財務報告內容有虛偽不實情事，公司股價恐有誇大情形。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。1996 年 3 月 Amcol 公司董事會討論有關公司與業務往來公司之交易資訊揭露問題，Pribadi 並向新加坡金融管理當局說明及舉發之前公司董事會之不法行為，6 月 18 日新加坡證券交易所（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。

## (二) 研討

個案討論議題為：

1. 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。
2. 就 MAS 立場而言，應否建議財政部指派人員調查 Amcol 相關行為，由學員扮演 MAS 及財政部官員進行討論。

學習重點為：

1. 當資訊不足時，應如何有效處理？
2. 如何採性監理性干預措施？
3. 找出平衡利益衝突及優先事項的解決方案。
4. 有效透過利害關係人執行相關工作。

## 肆、心得與建議

本次研習會議可謂用心規劃，其課程架構簡潔、內容實用性高及授課方式互動、活潑，主要心得如下：

### 一、 透過課程強化的監理觀念：

(一)資訊揭露：由個案瞭解，倘證券市場存在著資訊不對稱，除市場個別標的之參與者可能遭遇損失外，亦可能導致其他組織、機構連帶有影響，故各國主管機關均致力於健全資本市場資訊揭露，提升資訊透明度及公平取得，確保投資人享有充分資訊得作為投資判斷，強化投資人權益保護。

(二)各國主管機關間合作：透過個案介紹及研討，學員大多表達雖各國法律制度及行政機關權限未盡相同，但在查核重大不法案件時，各國證券主管機關除須與本國司法單位相互合作外，可能亦需請求外國主管機關提供協助，以有效縮短調查時程；現行證券主管機構面臨許多監理考驗，除思考如何運用有限監理工具外，亦應加強與國內司法機關及國際其他監理機構合作，有效查核不法案件。

二、 提升問題處理能力：監理人員可透過強化因果分析，確認造成問題的原因；經由重複自我詢問，廣泛探索可能原因及思考其他方案，避免主觀判斷而忽略部分根本原因；強化利害關係人溝通，採行四箱模型的各種分析，達成真實、有效溝通；執法方案的選擇，除不法者處分的妥適性外，同時思考降低小股東及資本市場的整體經濟受損程度。

### 三、 課程特色：

(一)內容涵括各國證券主管機關關切議題，如公司治理、內線交易、財報不

實、跨國案件等重點，內容精簡扼要；不論是方法論或個案研討，均安排議題，透過分組討論、角色扮演方式進行，使得嚴肅的證券監理議題變得生動活潑，學員間彼此分享各國經驗，同時提高學員的互動及認識，為日後與他國主管機關的合作建立基礎。

(二) 藉由個別行動計畫方案之練習，使個別學員利用課程的方法及分析，針對本國實際議題，評估問題、提出解決方案，有效掌握課程實際內涵；同時透過每位學員簡介一項該國面臨的挑戰及推動情形，進行雙向分享及回饋，促進瞭解其他國家現況。

四、 建議持續派員參加本研討會議等，除與其他國家經驗交流及吸收新知外，亦可藉此建立與其他國家主管機關人員的聯繫管道。

## 伍、附錄：各國出席名單

### **Bangladesh Securities & Exchange Commission**

1. Md. Rashidul Alam  
Assistant Director  
PS to Chairman  
Tel: 0088-02-9563713  
Fax: 0088-02-9563721  
Email: [rashidul@sec.gov.bd](mailto:rashidul@sec.gov.bd)

2. Mohammad Delowar Hossain  
Deputy Director  
Tel: 0088-02-9568101-2  
Fax: 0088-02-9563721  
Email: [delowar@sec.gov.bd](mailto:delowar@sec.gov.bd)

### **Securities and Exchange Commission of Cambodia**

3. Oudam Khim  
Head of Investigation Division  
Legal Affairs Department  
Tel: +855-23-885611  
Fax: +855-23-885622  
Email: [k\\_oudam@secc.gov.kh](mailto:k_oudam@secc.gov.kh)

4. Thay Sokphalline  
Head of Division  
Securities Issuance Supervision Department  
Tel: +855-23-885611  
Fax: +855-23-885622  
Email: [t\\_sokphalline@secc.gov.kh](mailto:t_sokphalline@secc.gov.kh)

### **China Securities Regulatory Commission**

5. Deng Ge  
Deputy Director General  
Tel: 8610-88061157  
Email: [dengge@csrc.gov.cn](mailto:dengge@csrc.gov.cn)

6. Hong Tan Li  
Deputy Division Director  
Tel: +8610-15810528072  
Email: [hongtanli@csrc.gov.cn](mailto:hongtanli@csrc.gov.cn)

**Hong Kong Monetary Authority**

7. Ada Au  
Manager  
Tel: +852-93450470  
Email: [apcau@hkma.gov.hk](mailto:apcau@hkma.gov.hk)

**Hong Kong Securities and Futures Commission**

8. Agnes Mak  
Senior Counsel  
Tel: +852-22311709  
Fax: +852-25217884  
Email: [ansmak@sfc.hk](mailto:ansmak@sfc.hk)

**Securities and Exchange Board of India**

9. Sunil Kumar Aluchuru  
Regional Director  
Eastern Regional Office  
Tel: +033-2302-3000  
Fax: +033-2287-4307  
Email: [sunilkumara@sebi.gov.in](mailto:sunilkumara@sebi.gov.in)

10. Anindya Kumar Das  
Deputy General Manager  
Western Regional Office  
Tel: 91-79-26583631  
Fax: 91-79-26583632  
Email: [anindyakd@sebi.gov.in](mailto:anindyakd@sebi.gov.in)

**Securities and Exchange Surveillance Commission, Japan**

11. Noriko Kobayashi  
Investigator  
Administrative Monetary Penalty Division  
Tel: +81-3506-6000

Fax: +81-3591-0234

Email: [noriko.takahara@fsa.go.jp](mailto:noriko.takahara@fsa.go.jp)

12. Kaoru Murakami

Deputy Director

Coordination Division

Tel: +81-3581-6603

Fax: +81-5251-2151

Email: [kaoru.murakami@fsa.go.jp](mailto:kaoru.murakami@fsa.go.jp)

### **Lao Securities Commission Office**

13. Nakhonsy Manodham

Deputy Secretary General

Tel: +856-21-217782

Fax: +856-21-217806

Email: [nakhonsy.mndh@lsc.gov.la](mailto:nakhonsy.mndh@lsc.gov.la)

### **Securities Commission Malaysia**

14. Hayati Aman Hashim

General Manager & Head

Corporate Finance – Equities, Corporate Finance & Investments

Tel: +603-6204-8000 Ext 8771

Fax: +603-6201-5213

Email: [hayatia@seccom.com.my](mailto:hayatia@seccom.com.my)

15. Tengku Ahmad Ruzhuar Tengku Ali

Assistant General Manager

General Counsel's Office

Tel: +603-6204-8000 Ext 8599

Fax: +603-62015101

Email: [ruzhuar@seccom.com.my](mailto:ruzhuar@seccom.com.my)

### **Capital Market Development Authority, Maldives**

16. Aminath Mohamed Didi

Director General

Corporate Department

Tel: +960-3014119

Fax: +960-3336624

Email: [ainth@cnda.gov.my](mailto:ainth@cnda.gov.my)

17. Muznee Mohamed  
Director General  
Pension Supervision Department  
Tel: +960-3014113  
Fax: +960-3336624  
Email: [muznee@cnda.gov.my](mailto:muznee@cnda.gov.my)

**Financial Markets Authority, New Zealand**

18. James Greig  
Head of Supervision  
Tel: +64-9-300-0421  
Email: [james.greig@fma.govt.nz](mailto:james.greig@fma.govt.nz)

19. Colin Magee  
Head of Conduct  
Tel: +64-4-472-9830  
Email: [colin.magee@fma.govt.nz](mailto:colin.magee@fma.govt.nz)

**Securities Commission of Papua New Guinea**

20. Alex Tongayu  
Chairman  
Tel: +675-3084444  
Fax: +675-3213049  
Email: [alex@ipa.gov.pg](mailto:alex@ipa.gov.pg)

**Singapore Police Force, Commercial Affairs Department**

21. Chew Chuan Kai, Clarence  
Senior Investigation Officer  
Tel: +65-65573730  
Fax: +65-62233171  
Email: [Clarence\\_chew@spf.gov.sg](mailto:Clarence_chew@spf.gov.sg)

**Singapore Exchange Limited**

22. Gladys Tay Hui Fang  
Vice President  
Listing Compliance Regulation

Tel: +65-62368349  
Fax: +65-65357919  
Email: [gladys.tay@sgx.com](mailto:gladys.tay@sgx.com)

**Monetary Authority of Singapore**

23. Lim Tung Li  
Deputy Director  
Enforcement Department  
Tel: +65-62255577  
Fax: +65-62259766  
Email: [Lim\\_Tung\\_Li@mas.gov.sg](mailto:Lim_Tung_Li@mas.gov.sg)

24. Angela Ly  
Deputy Director  
Enforcement Department  
Tel: +65-62255577  
Fax: +65-62251350  
Email: [Angela\\_Ly@mas.gov.sg](mailto:Angela_Ly@mas.gov.sg)

25. Marcus Lau  
Assistant Director  
Capital Markets Intermediaries Department I  
Tel: +65-62255577  
Fax: +65-62259766  
Email: [Marcus\\_Lau@mas.gov.sg](mailto:Marcus_Lau@mas.gov.sg)

26. Seetoh Kin Choong  
Deputy Director  
Capital Markets Intermediaries Department II  
Tel: +65-62255577  
Fax: +65-62259766  
Email: [Seetoh\\_Kin\\_Choong@mas.gov.sg](mailto:Seetoh_Kin_Choong@mas.gov.sg)

27. Caroline Wee  
Assistant Director  
Capital Markets Intermediaries Department III  
Tel: +65-62255577  
Fax: +65-62259776

Email: [Caroline\\_WEE@mas.gov.sg](mailto:Caroline_WEE@mas.gov.sg)

**Securities and Exchange Commission of Sri Lanka**

28. Nimal Kumarasinghe

Assistant Manager

External Relations

Tel: +9411-2439144-8

Fax: +9411-2439149

Email: [nimal@sec.gov.lk](mailto:nimal@sec.gov.lk)

**Securities and Futures Bureau, Financial Supervisory Commission, Taiwan**

29. Chen, Chia-Hsiang

Specialist

Tel: +886-2-27747145

Fax: +886-2-87734411

Email: [chchen@sfb.gov.tw](mailto:chchen@sfb.gov.tw)

**Securities and Exchange Commission Thailand**

30. Charuphan Intararoong

Director

Intermediaries Policy and Development Department

Email: [Charupan@sec.or.th](mailto:Charupan@sec.or.th)

31. Pariya Techamuanvivit

Director

Corporate Affairs Department

Email: [pariya@sec.or.th](mailto:pariya@sec.or.th)