

出國報告（出國類別：其他）

**APEC FINANCIAL REGULATORS
TRAINING INITIATIVE (FRTI) :
Regional Seminar on Regulation and
Supervision of Stock Exchanges**

**亞太經濟合作組織(APEC)金融監理
人員訓練倡議－證券交易所規範及
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：裴稽核高正

派赴國家：汶萊

出國期間：106年10月23日至10月27日

報告日期：106年11月

出席 APEC 相關會議簡要報告

會議名稱 (含英文縮寫)	亞太經濟合作組織(APEC)金融監理人員訓練倡議－證券交易所規範及監理研討會出國報告 APEC FINANCIAL REGULATORS TRAINING INITIATIVE (FRTI) : Regional Seminar on Regulation and Supervision of Stock Exchanges
會議時間	106 年 10 月 23 日至 10 月 27 日
所屬工作小組或次級論壇	APEC 金融監理人員訓練倡議(APEC Financial Regulators Training Initiative)
出席會議者姓名、單位、職銜	裴高正 金融監督管理委員會證券期貨局 稽核
聯絡電話、e-mail	(02)2774-7342 hianpei@sfb.gov.tw
會議討論要點及重要結論 (含主要會員體及我方發言要點)	一、 本次研討會主題為「證券交易所規範及監理」，主要係以美國與香港證券市場為例，探討交易所的角色與定位。美國證監會希望市場主要由自律組織(SRO)來管理，而非政府高度監理，原因係政府監理可能導致創新力及競爭力不足，故政府僅規範最低的標準，其餘由各交易所自己制定，例如：可依照本身的需求訂定發行公司上市的標準，以吸引公司掛牌。另香港證監會則對香港交易所則採高度監理，可透過實地檢查及平時監視等方式，以避免交易所運作產生風險，並要求香港交易所採行新的收費標準或制定規定須由香港證監會同意。 二、 為提高東協(ASEAN)資本市場在國際的能見度，東協積極整合其資本市場，但因為各資本市場屬於不同發展階段，故整合上仍有難度。目前規劃東協的七家主要交易所連線(ASEAN Trading Link)，以降低交易成本與上市公司籌資成本。 三、 公司治理主要原則就是資訊透明度，亞洲各國向來公司治理之推動均為政府主導由上而下的模式，又按發布公司治理規定的機關來看，可細分為「交易所發布」，包括香港、馬來西亞、韓國等，及「主管機關發布」，包括中國、越南、巴基斯坦等，即便由主管機關發布規定，但仍由交易所負責第一線監理角色，如有違反規定者再交由主管機關處理。另特別提到台灣證交所特別編製「公司治理指數」，參考最近 1 年公司

	治理評鑑結果前 20% 等指標進行篩選，發現公司治理指數漲幅大於大盤指數。
後續辦理事項	無
建議資深官員發言要點	無
檢討與建議	<p>一、各國主管機關對於交易所的設立標準、公司上市條件、市場監督、人事管理及資訊系統等規定不盡相同，由此可知，監理交易所並無一定的標準，以符合各國的市場需求及保障投資人權益為前提。儘管對交易所監理的態度有所不同，但大部分國家係讓交易所擔任第一線監理者的角色，期待交易所能擔負其自律組織的責任，在市場遇到緊急狀況時，能及時反應及處理，使市場秩序能順利運作。</p> <p>二、今(2017)年剛好係東協(ASEAN)成立 50 週年，東協的人口高達 6.3 億，國內生產毛額大約 2.5 兆美元，具有一定的經濟規模。但在此經濟體內，各國的語言、宗教、文化及歷史背景皆不太相同。除了持續強化與各國主管機關的交流外，如能在平常多瞭解東協各國的語言、宗教、文化及歷史背景，在參加國際會議的場合時，將有助於彼此的交流。</p>

目 錄

壹、前言	1
貳、研討會重要內容摘述	2
一、課前討論	2
二、交易所的法規與監理	2
三、交易所的角色—以美國為例	3
四、交易所在市場監理的角色—以香港為例.....	5
五、集中結算機構—以香港為例	6
六、交易所的風險管理—以香港為例	7
七、監管新的參與者	9
八、跨境整合	10
九、企業併購	11
十、資訊揭露—以美國為例	12
十一、交易所在公司治理的角色	13
參、心得與建議.....	15
附錄:研討會議程及簡報	

壹、前言

亞太經濟合作會議 (Asia-Pacific Economic Cooperation; APEC) 於 1998 年 5 月成立亞太經合組織之金融監理機構培訓計畫 (Financial Regulators Training Initiative, 簡稱 FRTI), 對亞太地區金融監理機構初階、中階人員提供培訓課程, 俾有效因應新監理議題及強化區域合作。

本次「APEC 金融監理人員訓練倡議-證券交易所規範及監理研討會」, 期間自 106 年 10 月 23 日至 10 月 27 日止 (計 5 天), 係由亞太經濟合作會議、亞洲開發銀行 (Asian Development Bank, ADB) 及汶萊金融管理局 (Autoriti Monetari Brunei Darussalam, AMBD) 共同主辦, 主講者來自美國證監會 (SEC)、香港交易所 (HKEx)、馬來西亞交易所 (Bursa Malaysia)、那斯達克交易所 (NASDAQ) 及亞洲開發銀行, 參加學員分別來自 16 個證券主管機關, 計 52 位成員, 會議採分組圓桌課堂形式, 有利共同參與討論並瞭解國際間交易所發展之趨勢及監理等相關議題, 研討會議程如附錄。

貳、研討會重要內容摘述

一、課前討論

(一)課程開始前，由亞洲開發銀行的講師提出一連串的問題，要求各小組進行討論：

- 1、如果你的國家想成立一家新的交易所，你會建議採用何者架構？
例如：官方、半官方、會員制、非會員制等。
- 2、如果你的交易所主要擬上市的公司規模係屬於中小型，會建議由交易所本身會成立結算部門，或是交由其他結算機構負責？
- 3、如果之後繼續發展股票型的衍生性商品，會成立新的衍生性商品交易所？還是由原來的交易所負責？
- 4、承上，將如何單獨或合併處理證券或衍生性商品的結算業務？

(二)本小組討論的結果認為，交易所成立初期應該以官方或是半官方的架構營運，主要原因係主管機關較容易掌握交易所的業務發展，且由交易所成立的結算部門負責股票結算，以利適時調整業務；又交易所只考量發展股票型的衍生型商品，因業務性質較為單純，那只需由現有的交易所及本身的結算部門負責即可。另其他小組所表達的意見，多與本小組的建議內容相似。

二、交易所的法規與監理

(一)過去的交易所就像航空公司一樣，各國都認為應該要發展屬於自己國家的交易所，但是隨著交易所不斷的演進及追求非會員化及利潤化，似乎有逐漸改變的趨勢，不再以「國家的交易所」為定位。

(二)會員制的交易所容易出現會員間互相掣肘的情形，各有自己的立場，而忽略交易所未來的發展，故許多會員制交易所已進行「去會員化(demutualization)」，改採公司制的架構。

(三)交易所亦屬於自律組織，以美國為例，自律組織應訂定監督管理規範，並經由美國證管會的核准，參加自律組織之會員(證券商及證券從業人員)除須遵守法律相關規定外，亦須遵守自律組織之規

範。藉此可有效約束及協調會員之經營活動，同時維護市場順利運作，並可經由內部規範進行會員之紛爭調解或仲裁。

(四)美國的股票市場另外發展出類似交易所的「電子通訊網路」(electronic communications networks, ECNs)及「另類交易平台」(Alternative Trading Systems, ATS)，二者的交易成本相對低廉，因此對交易所造成威脅：

- 1、電子通訊網路 (ECNs) 係一種自動化電子交易系統，由造市者提供買賣報價，在此系統中，所有的投資人在同一時間點可看到相同的買賣報價，故報價不會受到人為的操縱。又因為造市者的數量相當多，基於相互競爭，造市者提供的買賣價差(bid-ask spread)較小，故投資人可獲得較佳的價格。著名的 ECNs 包括 Instinet(第一家 ECN)及 Bloomberg Tradebook。
 - 2、另類交易平台 (ATS)係買賣方的委託單可以在此交易平台執行，其功能類似交易所。
 - 3、上述 2 者因無需制定相關規範約束買賣雙方，不具有自律組織的角色，故美國 SEC 視其為證券經紀商或自營商(broker/dealer)。
- (五)由於電子通訊網路 (ECNs) 及另類交易平台 (ATS)皆無需擔負自律組織的角色，其交易成本相對低廉，故交易所面臨相當大的挑戰。交易所可能採取的步驟如下：

- 1、爭取大型國際公司掛牌。
- 2、爭取大型投資銀行或仲介機構參與交易。
- 3、改善現有資訊系統，以提升下單速度、降低交易成本及增加投資人使用的便利性(包括多幣別的結算、匿名功能等)。
- 4、提升結算交割的效率。

(六)無論交易所採取何種步驟，其最終的目的係「提高流動性」。

三、交易所的角色—以美國為例

(一)原則：美國 SEC 希望市場主要由自律組織(SRO)來管理，而非政府監理，原因係政府監理可能導致創新力及競爭力不足，但前提是必須能有效維持市場運作及保護投資人權益。

(二)發行公司的相關義務：

- 1、所有在美國交易的證券應被登記或是符合免除登記的規定。
- 2、所有在證交所掛牌的證券應向美國 SEC 登記。
- 3、美國 SEC 係採完全揭露政策，要求發行公司應公布相關資訊，如有資訊揭露錯誤或是漏未揭露，將會受到處分。美國 SEC 並不會評估上市公司的狀況是否值得投資，而是要求公司將資訊揭露予投資大眾自行判斷。

(三)各交易所自行訂定發行公司上市的標準

- 1、各交易所依照本身的需求訂定發行公司上市的標準，例如 NYSE 為了吸引大型公司，其上市標準會要求較高，AMEX 則係為吸引小型公司，NASDAQ 係為吸引科技公司，上市標準並不相同。
- 2、美國係由交易所制定公司治理標準，但是否會為了吸引公司上市而訂定較低的標準？美國 SEC 認為不致於發生此種現象，原因在於交易所申請成立時，皆需經美國 SEC 的核准，如果申請時有標準過低的情形，美國 SEC 會要求該交易所補正。

(四)在 2009 年至 2011 年間，NYSE 和 NASDAQ 積極吸引海外公司掛牌，但出現「反併購現象」(reverse merger)，即未掛牌公司併購已掛牌的美國公司借殼上市，這些被借殼上市的公司都是屬於體質較不好的公司，經過美國 SEC 討論之後，決定將這些公司下市，當時約有 50 家以上的公司從 NYSE 和 NASDAQ 下市。美國 SEC 認為卻借殼上市的公司可以技術性的滿足上市的標準，但是交易所應該進行實地查核，以確認這些公司是否符合資格，雖然大部分公司未違反法規，但是交易所為了爭取公司掛牌，而忽略這些公司掛牌的合適性，將可能影響投資人對於交易所的聲譽。

(五)FINRA 的角色

- 1、美國係由交易所制定市場運作相關規定，以維護市場的公平及秩序，但是當交易規模較大的會員違反規定時，交易所是否可以確實地依規定執行處分，可能是個難題，同時美國 SEC 亦同意交易所可將其監管業務委外由第三人執行，故 FINRA 在此背景下產生。

- 2、FINRA 主要責任為保護投資人、制定相關法規及監管證券商與證券從業人員。

四、交易所在市場監理的角色—以香港為例

(一)香港證監會：

- 1、依據「證券及期貨事務監察委員會條例」設立，屬於獨立於公務員體制外之法定團體，但仍受到香港政府的監管。證監會主席(目前係由 Carlson TONG 擔任)領導董事會負責制訂證監會的整體方向、政策及策略，並監察管理階層是否落實董事會之目標，至於證監會日常運作之行政事務，則交由行政總裁(目前係由 ALDER, Ashley Ian 擔任)負責。

2、相關部門包括：

- (1)市場監視部：負責監理交易所、結算機構及主要市場營運機構，並致力確保香港證券及期貨市場的發展與國際標準一致。
- (2)企業融資部：監理香港聯合交易所及與上市相關業務。
- (3)中介機構部：確保只有符合相關資格的人士及公司方可執業。
- (4)法規執行部：負責採取有效的監察及執法行動，以遏止市場的非非法或失當行為。
- (5)投資產品部：要求所有銷售予民眾的投資產品須揭露相關資訊，並致力促進產品的多元化發展。

(二)香港交易所：

- 1、2000年3月6日，香港期貨交易所、香港聯合交易所及香港中央結算有限公司正式合併，成立香港交易及結算所有限公司(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEx)，其股票於2000年6月於香港聯合交易所掛牌上市。目前香港交易所所有4個結算所，包括：香港中央結算有限公司(HKSCC)、香港期貨結算有限公司(HKCC)、香港聯交所期權結算所(SEOCH)及香港場外結算有限公司(OTC Clear)¹。

¹香港中央結算有限公司、香港期貨結算有限公司、香港聯交所期權結算所等3家公司皆為香港證交所100%持有的子公司，另香港場外結算有限公司則為香港證交所75%持有的子公司。

2、由於香港交易所變成一上市公司，所以同時具有上市公司和監管者的角色，為減少利益衝突，採取以下的措施，包括：與香港證監會簽署 MOU、年度進行自我評估及香港證監會進行實地查核、採行新的收費標準或制定(或修正)規定須由香港證監會同意、香港證交所是否符合上市公司規定須由香港證監會的企業融資部門負責。

(三)如何執行監理：

1、香港證監會：

- (1)實地檢查：可採定期檢查、特別事項檢查、專案檢查、訪查 (prudential visit)等四種方式。
- (2)平時監視：透過與公司互動，瞭解公司的營運狀況與風險，並執行敏感型測試或壓力測試。
- (3)辨識可能的違法行為：在發現公司有疑似違法行為時，立即採取進一步的調查或相關補救措施。如果客戶的資產已曝露在風險中，會立即要求外部專家顧問(例如會計師)執行內控查核。

2、香港證交所：

- (1)預防措施：透過對上市公司簡報、制定 FAQs 等方式，使市場參與者瞭解相關法令。
- (2)施行措施：透過每日的監視，及每年度自我認證問券與實地檢查計畫(Annual Attestation and Inspection Program)，以偵測可能的違法行為。
- (3)改善措施：依據違法行為的嚴重程度，決定應該採取何種改善措施。

五、集中結算機構—以香港為例

(一)業務簡介：

香港交易所所有 4 家結算公司，香港中央結算有限公司負責股票、ETF、權證等結算業務；香港聯交所期權結算所負責股票選擇權、ETF 選擇權等結算業務；香港期貨結算有限公司負責指數期貨與選擇權、外匯期貨與選擇權、商品期貨等結算業務；香港場外結

算有限公司負責利率交換、無本金交割遠期外匯交易(NDF)、通貨利率交換 (CCS) 等店頭衍生性商品結算業務。

(二)集中結算交割服務(Central Clearing and Settlement Service, CCASS)：

- 1、香港交易所自 2007 年 12 月間採用第三者結算制度(Third Party Clearing)，此制度讓香港聯合交易所參與者可將其交易的結算及交割責任過戶至第三者，第三者得以本身結算會員身分在中央結算及交收系統(CCASS)進行結算交割。目前結算業務共有 7 種合格的參與者，包括：投資人參與者、直接結算參與者、全面結算參與者、託管商參與者(Custodian)、股份承押人參與者(Pledgee)、貸股人參與者(Lender)、結算機構參與者。
- 2、參與結算者可將合格的證券存入 CCASS，亦可用以本人或證交所名義的股票憑證。當存入的股票可能發生損失時，會要求參與結算者提出擔保。
- 3、如果送存的證券有瑕疵，參與結算者將被立即要求更換證券或是提供擔保品，此時擔保品的價值需達到應存入證券市值的 130%。
- 4、香港交易所係採持續淨額交割制度(Continuous Net Settlement, CNS)，以多邊沖抵方式辦理交割(即同一天不同參與結算者之部位由同一人辦理結算時，可以互相抵銷)，且當日待交付證券數額不足時，得將不足數遞延至次一交割日，與次一交割日待收取對證券數額抵銷，惟應繳納差額款予香港交易所。
- 5、結算交割的天數
 - (1)一般交易：交易後的第 2 個營業日完成款券交割作業。
 - (2)深港通或滬港通：交易後的第 1 個營業日完成款券交割作業。

六、交易所的風險管理—以香港為例

(一)辨認風險：

交易所面臨 10 種可能的風險，包括：市場風險、信用風險、流動性風險、業務與策略風險、法規遵循風險、人力資本風險、資訊

風險、資料竊取風險、營運風險及掛牌風險。香港交易所認為其面臨最大的風險是「業務與策略風險」，因為香港市場最容易受到中國大陸政策的影響。

(二)結算業務風險架構：

- 1、結算會員的參與資格：需滿足財務與非財務的條件，且要有能力採行預防措施。
- 2、收取保證金：保證金收取金額需滿足在一般情況下涵蓋可能的風險，並確保且有立即洗價的功能。
- 3、加收保證金：洗價後如產生低於最低保證金的情況，應立即通知結算會員並加收保證金或提供擔保品。
- 4、交割結算基金：遇有特殊狀況時，可立即動用交割結算基金，以確保市場正常運作。
- 5、流動性：遇有結算會員違約時，需確認整體市場流動是否足夠，是否應再增提交割結算基金。

(三)保證金的計算

- 1、應付的保證金= (部位*保證金比率*保證金乘數) - 每日洗價的獲利 - 存入的保證金
- 2、保證金比率= 基本比率*(1+10%)，最低不得低於5%，其中基本利率的計算需考慮近期的移動平均價、波動度及信賴區間等3個因素。

(四)交割結算基金：

由全體參與結算者及香港中央結算有限公司(HKSCC)提供，每位參與結算者有其最低繳納金額，並採用「持續淨額交收」制度計算每日平均淨數額，考量因素包括結清風險、證券商失責比率等，故全體參與結算者繳納之金額將隨香港中央結算有限公司承擔之風險程度而調整，另香港結算所於其每年盈餘中視情況提撥一定數額予交割結算基金。

(五)整體市場違約的處理程序

- 1、全體參與結算者所繳存的原始保證金。
- 2、違約會員所提存的違約基金。
- 3、香港交易所所提存的違約基金。

- 4、非違約會員所提存的違約基金。
- 5、採行復原措施(即重建基金規模)。

七、監管新的參與者

(一)現行美國對證交所與其他自律組織的規範：

- 1、美國 1934 年證券交易法第 6 條規定全國性證券交易所必須向美國 SEC 註冊，證券交易所則應依據法規核准或駁回會員之入會申請、公正代表其會員選任合之董事、公平繳納合理的費用、促進交易公平、會員違反規定應予以懲戒。同法第 15 條 A 亦規定自律組織(SRO)必須向美國 SEC 註冊，並要求自律組織及其會員應遵守聯邦證券法規。
- 2、因美國 SEC 認為採交易所間的競爭及交易所自我管理的方式，將優於政府監理，因為政府監理容易壓抑創新及競爭，故美國法規對證交所僅有最低的資格條件(即上述 1934 年證券交易法第 6 條及第 15 條 A)，甚至無財務上的要求，只要交易所可以維持市場順利運作，並保護投資人權益，故美國共有 21 家交易所，這也產生另外的問題，即較難偵測全市場不法行為及交易所的流動性可能不足。

(二)新市場的挑戰：

- 1、另類交易平台(ATS)：目前另類交易平台業者被視為證券經紀商，並要求其需向投資人揭露其系統如何運作。如有違反，美國 SEC 將會予以處分。
- 2、高頻交易：非獨立登記成為高頻交易業，而是被視為證券經紀商或自營商，同時也是 FINRA 的會員之一，受 FINRA 監管。但高頻交易是否衍生人為操縱的問題亦值得探討。
- 3、選股機器人：雖然標榜是由機器人負責選股，但程式是由人所設計，屬於投資顧問業務，但應負擔何種責任及義務卻尚未明朗。
- 4、ETF 的挑戰：ETF 在這幾年持續的大幅成長，ETF 的分類有四種：(1)追蹤相關指數；(2)主動建立投資組合，標的包括股票、

固定收益商品、外匯、商品類(commodity)等；(3)槓桿型、相反型；(4)採用市場波動策略等，是否藉由 ETF 的型式來提供具高風險的商品，所以必須思考這四類 ETF 的監理標準是否應該相同？目前尚未有進一步的答案。

八、跨境整合

(一)跨境整合四階段：

- 1、不開放市場：市場初步發展階段，不開放市場可能屬較佳策略，以發展當地產業及投資當地為優先。
- 2、初步開放市場：外國發行人須完全遵守銷售國有關掛牌、公開說明書資訊揭露等規定。
- 3、部分承認：外國發行人僅須遵守銷售國最低規定，東協目前已進展到此階段。
- 4、單一護照：例如歐盟。

(二)東協(ASEAN)市場簡介：

東協包括新加坡、泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓、越南、寮國、柬埔寨、緬甸、汶萊等 10 國²，其中新加坡交易所係目前東協各交易所中整體上市公司市值最高，但與韓國、印度及日本的交易所相比，仍有一段差距。為提高東協資本市場在國際的能見度，東協積極整合其資本市場，但因為各資本市場屬於不同發展階段(新加坡為已開發國家，馬來西亞和泰國為先進新興市場，印尼和菲律賓屬次級新興市場，越南屬邊境市場)，故整合上仍有難度。

(三)2009 年東協財政部長簽署 ASEAN Capital Markets Forum(ACMF)

Implementation Plan，希望將東協建立為一個區域型資本市場，在此架構下進行跨境籌資及投資、中介機構跨境服務等。在 2015 提出草案，預計在未來五年完成(2016-2020)，主要有下列四個方向：

1、籌資：

(1) 2013 年參考 IOSCO 揭露準則訂定證券及陽春型債券之公開說

² 汶萊未成立證交所，越南則有河內證交所及胡志明市證交所等二個交易所，其他國家則各有一個交易所。

明書揭露原則。

(2) 2015 年 9 月發布公開說明書審查架構，包括發行人需在 MOU 簽署國設立、多數非獨立董事必須「通常居住」(申請日前多於 180 天)在 MOU 簽署國等。

2、商品投資：

2013 年 10 月間，新加坡、馬來西亞及泰國等三國同意東協集合投資計畫 (ASEAN Collective Investment Schemes (CIS) Framework)，須經母國主管機關核准銷售後，才可向銷售國主管機關申請跨境銷售，且須經過銷售國當地銷售機構銷售，公開說明書亦須符合銷售國規定。

3、東協相互連結：

規劃東協的七家主要交易所連線(ASEAN Trading Link)，以降低交易成本與上市公司籌資成本，並提升東協的能見度，但有可能造成交易量由小交易所流向大交易所。

4、建立能力：

發展市場發展計畫(Market Development Plan)，使更多人才具有國際觀及讓更多國具備基本條件。

九、企業併購

(一)依 2011 年至 2016 年第 3 季統計資料顯示，ASEAN 中併購案件數最多前三名為新加坡(647 件)、馬來西亞(501 件)及印尼(395 件)；併購金額最多前三名為新加坡(125,852 百萬美元)、馬來西亞(65,973 百萬美元)及泰國(51,924 百萬美元)。

(二)企業從事併購的動機可能係為了加速成長、提升綜效、提高競爭力或增加生存的機率等原因。但每一個案件可能有其不同的原因，例如富士康為何要併購日本夏普？可能的原因是取得 iPhone 面板技術、產業多元化、經營品牌、打倒三星等。

(三)合併包括水平合併(二家產業相似公司的合併)、垂直合併(上下游產業公司的合併)、複合合併(conglomerate merger)(不同產業公司的合併)；收購則分為取得資產或是取得股份。

(四)根據美國奇異公司前總裁 Jack Welch 的看法，併購案考量的點包括：合併的兩家公司是否對等、是否有反客為主的現象(Reverse hostage situations)(即被併購的小公司反而掌控新公司)、征服者現象(Conqueror syndrome)(發動併購的大公司控制了新公司所有的人事案)、付出太多成本、忽略文化的差異、被收購公司的抗拒等。

(五)強制公開收購：

- 1、執行強制公開收購的對象可能包括單一公司、相關聯的公司、有相同目標的公司(acting in concert)。
- 2、強制公開可能遭到收購公司取消的原因，包括：被收購公司的資產因公開收購案發生重大減損，或是被收購公司採取減少公司價值的行動。另外如果未能達定最低收購股數時，收購公司亦會取消此次公開收購案。
- 3、以新加坡公開收購程序為例：

項次	時間	程序
1	T 日	收購公司宣布公開收購
2	大約 T+1 日	被收購公司對外宣布收到收購公司的聲明
3	大約 T+2 日	被收購公司宣布獨立的財務顧問評估此公開收購
4	T+14 日~T+21 日	收購公司提出公開收購文件予被收購公司及 SGX
5	T+35 日(第 4 項發生 14 日內)	被收購公司對股東發布意見，包括財務顧問的建議及公司本身的建議等。
6	T+49 日(第 4 項發生的 28 日後)	第一個公開收購可能結束的日期
7	T+81 日(第 4 項發生的 60 日)	宣布此公開收購無條件成就的最後日
8	T+102 日(第 7 項發生的 21 日)	公開收購無條件成就的最後執行日

十、資訊揭露—以美國為例

(一)2002 年「沙賓法案」(Sarbanes-Oxley Act)，旨在保護投資人及公

共利益，並要求公開發行公司應成立審計委員會，及規定高階管理人員應為公司財務報告與相關揭露資訊負保證責任等，期能強化企業財務揭露責任。

(二)2010 年「陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法案」(Dodd-Frank Act)，旨在規範高階經理人之薪酬、公司治理和資訊揭露等。

(三)美國 SEC 係採「完全揭露」(full disclosure)政策，而非採「優點審查」(merit review)制度，優點審查制度係要求政府或第三人決定個別公司是否有投資價值，但是美國 SEC 不採行此種制度，其認為應由公司發布所有相關訊息，讓投資人自行閱讀判斷。

(四)美國 SEC 係規範財務、流動性和公司治理的相關資訊，屬基本重大的揭露事項，但其他量化或質化的資訊揭露則由交易所制訂，故此部分的資訊各交易所的規定不盡相同。交易所制訂其他的資訊揭露事項是為了增加公司掛牌的品質，而非故意降低標準。

(五)發行公司需要資金，但投資人需要資訊。資訊揭露係由發行公司向投資人進行有效溝通，故資訊揭露必須揭露關於證券及發行人之有意義資訊，使投資人瞭解發行人相關資訊、對投資機會進行比較，並可藉以進行投資決策，故應使投資人方便閱讀及比較。此外，尚應考量「揭露負擔」，亦即應有效率地揭露相關資訊，避免資訊過度揭露，造成投資人無法吸收過多的資訊。

(六)另外美國有水餃股(Penny Stock)的問題，許多公司在交易所掛牌，投資人購買該股票，但是這些水餃股因為本身公司體質的問題，股價並不會上漲，但現行機制卻無法處理，只能等到這些公司產生違法行為時才能處理，此舉將嚴重損及投資人的信心。

十一、交易所在公司治理的角色

(一)公司治理係透過制度之設計與執行，以期能提升公司策略管理效能與監督管理者之行為，減少公司發生危機之機會，以確保利害關係人(股東、顧客、債權人或員工等)之利益。

(二)公司治理生態系統(Corporate Governance Ecosystem)

- 1、主要原則就是資訊透明度，除了公司應揭露相關資訊外，甚至連公司董事的個人資歷都應揭露，讓投資人可瞭解到公司的經營階層是否對公司或所屬行業有一定的瞭解程度。
- 2、監督方面可分為三個面向：
 - (1)市場：透過投資人、媒體或特定組織予以監督。
 - (2)法規：遵守政府或交易所制定的相關規定。
 - (3)公司內部：遵守本身所制定的相關規範。
- 3、亞洲向來公司治理之推動均為政府主導由上而下的模式，一般交易所的規定可分為兩種模式：
 - (1)主要監理：主要由交易所負責發布公司治理的相關規定，包括香港、馬來西亞、韓國等。
 - (2)次要監理：交易所不負責發布上市規定，而係由主管機關負責，但仍由交易所負責第一線監理角色，如有違反規定者再交由主管機關處理，包括中國、越南、巴基斯坦等。
- 4、特別提到台灣證交所有編製公司治理指數³，篩選最近1年公司治理評鑑結果前20%的公司，經計算後發現公司治理指數漲幅較大盤指數為佳，二者約相差4%(以2016年為例，公司治理指數漲幅為18.10%，優於大盤指數漲幅13.82%)。
- 5、如何處理利益衝突的問題？
 - (1)在內部的架構下，區分為業務部門和監管部門，以確保獨立性。
 - (2)建立處理利益衝突的內部控制制度，以確保即時發現並加以避免。
 - (3)由董事會指定專家學者及業界代表成立法規委員會，並制訂相關法規。
 - (4)每年定期出具監管報告，並陳報主管機關。

³ 「臺灣公司治理 100 指數」，係以在證交所掛牌的上市公司（含國內上市公司及外國企業第一上市公司，不含 TDR），先刪除最近 1 年期間，日平均交易金額最小 20% 的股票；再將採樣母體內通過流動性檢驗標準的股票，選取符合「最近 1 年公司治理評鑑結果前 20%」及「最近 1 年底的每股淨值不得低於面額」者，之後分別以「最近一年稅後淨利」及「最近一年營收成長率」進行排名，並將個別排名加總後由小至大排序，選取排名前 100 支股票作為成分股，故並非以「公司治理評鑑」為單一因素之排行榜。

參、心得與建議

一、交易所的角色應因地制宜

本次研討會多在探討交易所的角色及定位，並以美國與香港證券市場為例，探討近期的發展及所遇到的問題，提供與會的各國代表參考。

美國對於交易所設立並無太多的管制，只要向美國證監會提出申請並獲得許可即可成立，甚至並沒有任何財務上資格限制，這主要與美國崇尚競爭力有關，故美國交易所多達 21 家，其中竟然只有 NYSE 與 NASDAQ 是有上市公司掛牌(美國上市公司不限只在掛牌的交易所交易)。至於香港則只有一家香港交易所，並受到香港證監會高度監管。

除此之外，在上市條件、市場監督、人事管理及資訊系統等項目，各國的規定不盡相同，由此可知，監理交易所並無一定的標準，以符合各國的市場需求及投資人權益獲得保障為前提。儘管對交易所監理的態度有所不同，但大部分國家係讓交易所擔任第一線監理者的角色，期待交易所能擔負其自律組織的責任，在市場遇到緊急狀況時，能及時反應與處理，讓市場秩序能順利地運作。

二、同時強化與東協各證券主管機關的交流及瞭解各國歷史文化背景

本次參與研討會的国家大多數來自東協(ASEAN)會員國，渠等皆樂於交流意見及分享監理經驗，有助於瞭解東協不同國家證券市場狀況。

此外，今(2017)年剛好係東協成立 50 週年，東協的人口高達 6.3 億，國內生產毛額大約 2.5 兆美元(其他經濟體：印度約 2.2 兆、日本約 4.4 兆、中國 11.3 兆、歐盟 16.4 兆、美國 18.5 兆)，具有一定的經濟規模。但在此經濟體內，各國的語言、宗教、文化及歷史

背景皆不太相同，以這次的主辦國汶萊為例，其為君主立憲國家，由蘇丹(即國王)統治，官方語言為馬來語(英語亦為慣用語)，大多數人皆為虔誠的回教徒。汶萊金融管理局(AMBD)甚至在研討會開始前，進行約莫一分鐘的禱告，經詢問與會的汶萊代表表示，當地在進行會議或重要場合，皆會進行禱告。

除了持續強化與各國主管機關的交流外，如能在平常多瞭解各國的語言、宗教、文化及歷史背景，在參加國際會議的場合時，將有助於彼此的交流。

附件

APEC Financial Regulators Training Initiative
Regional Seminar on Regulation and Supervision of Stock Exchanges
 23–27 October 2017, Bandar Seri Begawan, Brunei Darussalam
 Hosted by Autoriti Monetari Brunei Darussalam

Hour	Monday	Tuesday	Wednesday	Thursday	Friday
9:00 to 10:30	Participant Registrations (8:30 – 9:00)	4. Role of exchange in market intermediary supervision Angelina Kwan – HKEx	8. Role of exchange in listing, disciplinary and enforcement process John Polise – US SEC	12. The role of the stock exchange in corporate governance Emilia Tee Yoke Hoong – Bursa Malaysia	16. Machine learning David Kwan – Nasdaq
	Welcome Remarks Puan Hajah Rashidah binti Haji Sabtu Assistant Managing Director, AMBD				
	Opening Remarks Noritaka Akamatsu Senior Advisor, ADB (9:00 – 9:15)				
	Official Photo and Participant Introductions (9:15 – 10:30)				
	Break	Break	Break	Break	Break
11:00 to 12:30	1. Stock exchanges regulations and supervision Noritaka Akamatsu – ADB	5. Takeovers, mergers and acquisitions Kosintr Puongsophol – ADB	9. Regular stress tests and crisis management exercises Angelina Kwan – HKEx	13. Participant presentations	Wrap-up Session (11:00am – 12:00pm) Closing Remarks Tuan Mardini bin Haji Eddie Acting Assistant Managing Director, AMBD Certificate Presentation Tuan Mardini bin Haji Eddie, AMBD Woohyun Kim, ADB
	LUNCH	LUNCH	LUNCH	LUNCH	LUNCH
1:45 to 3:15	2. Cross Border Integration Kosintr Puongsophol – ADB	6. Central depository and CCP settlement Angelina Kwan – HKEx	10. Building a resilient financial market – capital, liquidity and margin rules Pasupathy Velauthah – Bursa Malaysia	14. Strengthening cyber resilience of financial market infrastructure including dealing with cyber threats Pourya Nourbehesht – ASIC (via video conference)	FREE TIME
	Break	Break	Break	Break	
3:30 to 5:00	3. Regulating new players John Polise – US SEC	7. Dialogue/Round table discussions on case study Facilitated by Angelina Kwan – HKEx	11. Disclosure of interest/disclosure requirements for listing John Polise – US SEC	15. Dialogue/Round table discussions on case studies Facilitated by John Polise – US SEC	