

行政院及所屬各機關出國報告  
(出國類別：出席國際會議)

出席 2018 年「國際證券管理機構組織  
(IOSCO) 第 43 屆年會」報告

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：王局長詠心、陳組長銘賢、李科長惠珍

派赴國家：匈牙利（布達佩斯）

出國期間：107 年 5 月 5 日至 5 月 13 日

報告日期：107 年 8 月 12 日

## 提要表

系統識別號：	C10700717																												
相關專案：	無																												
計畫名稱：	出席第 43 屆國際證券管理機構組織(IOSCO)年會																												
報告名稱：	出席 2018 年「國際證券管理機構組織 (IOSCO) 第 43 屆年會」報告																												
計畫主辦機關：	金融監督管理委員會證券期貨局																												
出國人員：	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 15%;">姓名</th> <th style="width: 15%;">服務機關</th> <th style="width: 15%;">服務單位</th> <th style="width: 15%;">職稱</th> <th style="width: 15%;">官職等</th> <th style="width: 20%;">E-MAIL 信箱</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>王詠心</td> <td>金融監督管理委員會證券期貨局</td> <td></td> <td>局長</td> <td>簡任(派)</td> <td></td> </tr> <tr> <td>陳銘賢</td> <td>金融監督管理委員會證券期貨局</td> <td></td> <td>組長</td> <td>簡任(派)</td> <td></td> </tr> <tr> <td>李惠珍</td> <td>金融監督管理委員會證券期貨局</td> <td></td> <td>科長</td> <td>薦任(派)</td> <td>聯絡人： aven@sfb.gov.tw</td> </tr> </tbody> </table>					姓名	服務機關	服務單位	職稱	官職等	E-MAIL 信箱	王詠心	金融監督管理委員會證券期貨局		局長	簡任(派)		陳銘賢	金融監督管理委員會證券期貨局		組長	簡任(派)		李惠珍	金融監督管理委員會證券期貨局		科長	薦任(派)	聯絡人： aven@sfb.gov.tw
姓名	服務機關	服務單位	職稱	官職等	E-MAIL 信箱																								
王詠心	金融監督管理委員會證券期貨局		局長	簡任(派)																									
陳銘賢	金融監督管理委員會證券期貨局		組長	簡任(派)																									
李惠珍	金融監督管理委員會證券期貨局		科長	薦任(派)	聯絡人： aven@sfb.gov.tw																								
前往地區：	匈牙利																												
參訪機關：																													
出國類別：	開會																												
出國期間：	民國 107 年 05 月 05 日至 民國 107 年 05 月 13 日																												
報告日期：	民國 107 年 08 月 12 日																												
關鍵詞：	IOSCO、APRC、GEMC																												
報告書頁數：	63 頁																												
報告內容摘要：	<p>國際證券管理機構組織 (International Organization of Securities Commission, IOSCO, 其組織沿革及架構請詳附件一) 2018 年第 43 屆年會 (2018 IOSCO 43rd Annual Conference) 於 107 年 5 月 7 日至 11 日於匈牙利布達佩斯舉辦, 主辦單位為匈牙利中央銀行 (Magyar Nemzeti Bank; MNB)。本次年會前同時舉行 IOSCO 亞太區域委員會(Asia - Pacific Regional Committee, APRC)及成長暨新興市場委員會(Growth and Emerging Markets Committee, GEMC)。我國金融監督管理委員會指派證券期貨局王局長詠心、陳組長銘賢及李科長惠珍代表與會。</p>																												
電子全文檔：																													
附件檔：																													
限閱與否：	否																												
專責人員姓名：	吳雅婷																												
專責人員電話：	02-27747200																												

## 目 錄

壹、前言.....	1
貳、亞太區域委員會會議(APRC).....	1
參、成長暨新興市場委員會(GEMC).....	6
肆、首長委員會(Presidents Committee).....	9
伍、自律機構諮詢委員會 (AMCC) .....	15
陸、監理研討會 (Regulatory Workshop) .....	27
柒、專題座談會 (Panel Discussion).....	38
捌、閉幕式及交接典禮.....	54
玖、心得與建議.....	56
附件一 IOSCO 組織沿革及架構.....	58

## 壹、前言

國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commission, IOSCO，其組織沿革及架構請詳附件一）2018 年第 43 屆年會（2018 IOSCO 43rd Annual Conference）於 107 年 5 月 7 日至 11 日於匈牙利布達佩斯舉辦，主辦單位為匈牙利中央銀行（Magyar Nemzeti Bank; MNB）。本次年會前同時舉行 IOSCO 亞太區域委員會（Asia-Pacific Regional Committee, APRC）及成長暨新興市場委員會（Growth and Emerging Markets Committee, GEMC）。我國金融監督管理委員會指派證券期貨局王局長詠心、陳組長銘賢及李科長惠珍代表與會。

## 貳、亞太區域委員會會議（APRC）

一、時間：5 月 7 日上午 10：00-12：00

二、主席：日本金融廳（FSA）國際業務副委員 Mr. Jun Mizuguchi

三、會議摘要：

本次會中討論重要議題及內容如下：

（一）APRC 主席 Mr. Jun Mizuguchi 確認本次會議議程，並請 IOSCO 秘書處說明 IOSCO 關注領域及本次年會理事會（Board Meeting）議程，摘要略以：

1. IOSCO 關注 5 個領域，包括：①強化資本市場結構的韌性（如：CCP、資產管理等議題）、②透過 MMoU 及 EMMoU 進行資料分享與保護（如：Data Privacy 等議題）、③變動的環境對投資人保護之衝擊及因應措施（如：Behavioural Insight、禁止銷售部分店頭衍生性商品等議題）、④協助資本形成及永續金融、⑤金融科技對市場的衝擊及因應措施。

2. Board Meeting 議程：

（1）歐盟資料保護法（GDPR）對 IOSCO MMoU 提供資訊協助之因應：考量 GDPR 自 2018 年 5 月 25 日生效，如歐盟機關/團體擬將歐盟個人資料傳送第三國或國際組織，須檢測是否同時符合下列兩條件：（1）資料接收方所在地國法規對個人資料有適當保護措施；及（2）資料接收方須對個人資料設有適當的保護措施，但基於公共利益等

特殊情況下，得依 GDPR 第 49(1)d 條規定豁免上開條件。IOSCO 理事會已成立 Sub-Group on Data Privacy(SGDP)，與歐洲證券及市場管理局(European Securities and Markets Authority; ESMA)就此議題進行協商，ESMA 同意 IOSCO 得依據 GDPR 第 46(3)b 規定與 ESMA 簽署 Administrative Arrangement(AA)，俾歐盟會員國仍得透過 MMoU 與非會員國進行資料分享，IOSCO 已於 2018 年 2 月 26 日將 AA 草案送交歐盟審查，在 AA 生效前，ESMA 同意歐盟國家得依 GDPR 第 49(1)d 條規定向 IOSCO 會員國傳送資料。SGDP 本次將向理事會報告最新進展。

(2) 虛擬貨幣首次公開募資(Initial Coin Offerings; ICO)及虛擬貨幣交易平臺：Financial Stability Board(FSB)和 G20 主張目前虛擬貨幣及 ICO 尚未造成金融市場的不穩定，但 IOSCO 將持續關注追蹤，愛爾蘭央行將向理事會提出 ICO 規管方案，IOSCO 理事會 2017 年 10 月設立 ICO Consultation Network，美國證管會(SEC)亦將向理事會更新該平臺工作進展。

(3) 其他議題包括：ETFs 及基金運用槓桿問題之因應措施、綠色金融、零售型二元選擇權(Binary Option)之規管等。

(二) APCR 會員國監理機關就虛擬貨幣及 ICO 進行討論，重點包括：

1. 日本金融廳(JFSA)：

(1) 虛擬貨幣雖非日本金融商品取引法(Financial Instruments and Exchange Act)定義之有價證券，但因涉及支付服務(Payment Services)，爰由 JFSA 規管。JFSA 為防止以虛擬貨幣投資基金等規避法規情事，於 2017 年 4 月修正 Payment Services Act，一旦虛擬貨幣涉及支付(如：投資基金)，虛擬貨幣交易商(Broker-dealer)即須向 JFSA 登記，並遵守 AML/CFT、資安、破產隔離、實地檢查等規定。

(2) ICO 依其架構可能落入金融商品取引法及(或) Payment Services Act 之規範，從事 ICO 業務須依相關法規進行登記註冊，如未經登記即從事將負刑事責任，如 ICO 落入 Payment Services Act 規管範疇，提供交易服務業者須向地方金融局(Local Finance Bureau)登記，如 ICO 具有投資性質或被認定相當於法定貨幣，則落入金融商品取

引法規管範疇。

(3) JFSA 面臨最大挑戰為虛擬貨幣及 ICOs 常為跨國性且很難追蹤發行人所在位置，強調跨國監理合作之重要性

## 2. 香港證監會：

(1) 香港證監會針對 Security token(代表公司所有權、股份)者，會針對 issuer 或 exchange 展開執法行動，對違反香港 Securities and Futures Ordinance 者要求返還香港投資人的錢，已有成功案例。

(2) 如為 Utility token(提供未來服務、coupon 等)，香港證監會發函問他們為何不認為這是證券，並發函給專業服務提供者(律師、會計師事務所等)，提醒他們擔任 gatekeeper 的責任

(3) 目前遭遇三大困難(挑戰)：(1) Cross Border: 經營者住在香港、公司地址在香港、IP 位址在香港，但公司註冊地在海外，不過香港證監會認為只要是對香港投資人公開發行，就應遵守香港規定。(2) 雖然香港法規是 principle-based，但對於如何將虛擬貨幣分類(security token or utility token)仍有困難，目前係盡量找出其共同的特徵來做分類，香港證監會很願意分享不同類型虛擬貨幣的特徵。(3) 國際 vs 國內: 香港證監會執法不只需要外國主管機關協助，在香港境內也需要銀行監理機關共同採行一致性行動，因為虛擬貨幣及 ICO 涉及許多議題(blockchain, fintech, exchanges 等)。

## 3. 澳洲證管會(ASIC)

ICO 標的資產如涉及有價證券、基金、衍生性商品及支付產品等四類，才由 ASIC 規管，但只審查其揭露文件(不得誤導投資人)，並未核照。

## 4. 泰國證管會(SEC)

泰國將虛擬貨幣視為一全新金融工具/數位資產，並於 2018 年 3 月訂定專法「數位資產管理法」(The Digital Asset Management Act)就虛擬貨幣及 ICO 予以監管，對虛擬貨幣及 ICO 定義、發行公司條件等進行規範。

(三) APRC 會員國監理機關就如何有效監理金融業者合法但有害的行為進行討論，重點如下：

## 1. 澳洲證管會(ASIC)

ASIC 去年在 APRC 提起本議題，透過會員國討論取得極有成效的討論，就金融業者對混合型商品及複雜型商品之不當行為，ASIC 採取兩個策略因應：(1)要求金融業討論此類合法但有害的不當行為；(2)ASIC 和金融業的投資人教育。

## 2.香港證監會

- (1)商品部分，證監會將合法但有害的商品界定為有害的商品或不容易了解的商品，並於 2018 年推出"複雜型商品(Complex Products)"的概念並加以定義，例如：連結許多衍生性商品之債券(Complex Bonds)。證監會發現未經適合度評估即將複雜型債券售予一般投資人之案例，目前透過網路銷售平臺(Online Distribution Platform)的唯一保護機制係將複雜型債券進行註記，但仍由投資人自行決定是否投資該類商品，面臨上開情況，證監會無權禁止此類商品，故要求業者須對投資人進行 Knowledge Test(歐洲普遍使用方式)，結果發現該種測驗過於簡單，任何人只要進行勾選均可通過，故證監會進一步要求業者透過面對面或網路銷售複雜型商品時，即便未進行推介或招攬，均須對投資人進行適合度評估，俾確定投資人了解其投資標的及其風險。
- (2)就行為面部分，證監會目前作法係對違規者進行調查及裁罰，但整個時程經常長達一年，尤其涉及法令、未取得執照進行受規管活動等事宜。為即時介入此種合法但有害的行為，證監會採取 "Up-front Loaded Approach"，如經檢查發現有缺失(如從事股票融資業務未進行有效風險管理)，將即時要求改善，且未經證監會同意其缺失改善措施前，不得對新客戶辦理該項業務，此種監理措施很有效。

## 3.日本金融廳所屬證券取引監視委員會(SEC)

目前關注下列兩個問題：(1)複雜型交易所交易商品(Exchange-Traded Products)的揭露問題；及(2)金融機構未進行妥適的適合度評估，尤其針對老人。

### (四)新加坡金融管理局(MAS)簡報歐盟規定，重點如下：

MAS 表示歐盟就資本市場推出歐盟金融指標規範(EU Benchmark Regulations)、店頭衍商集中結算機制(CCP)等規定，將對亞太地區

業者和歐盟交易對手之往來造成影響，且非歐盟會員國需經歐盟委員會(European Commission, EC)進行相當性評估(Equivalence Assessment)及認可，其中就歐盟金融指標規範之相當性評估部分，澳洲已獲得歐盟委員會認可，但新加坡卻未取得認可且不知未通過的原因(歐盟委員會直接公布認可名單)，建議各國應及早就該規定對市場的衝擊進行準備。

(五) 澳洲及我國報告近來市場發展及法規更新：

1.澳洲證管會(ASIC)：

(1)發布 ASIC 對其行動/立法應考量是否對市場競爭造成影響之規定，如：是否導致新公司進入產業障礙、對小公司造成較大衝擊等。

(2)針對有害但合法的行為，強化投資人教育。

2.我國：

本會代表證期局陳副組長銘賢就我國推動電子投票進程及促進公司治理進行報告，日本、越南、泰國等對我國上市櫃公司自 2018 年股東會全面施行電子投票表達肯定，並希進一步了解對散戶投資人等推動措施。

(六) 下次 APRC 會議訂於本年 10 月份於馬來西亞，併同 EU-Asia Forum 連續舉行。



### 叁、成長暨新興市場委員會(GEMC)

一、時間：5月7日下午14:00~17:00

二、會議主席：馬來西亞證管會主席 Mr. Ranjit Ajit Singh

三、與會者：GEMC 成員及 IOSCO 秘書處

四、會議摘要：

(一) 確認本次會議議程及前次會議之會議紀錄：

GEMC 主席 Mr. Ranjit Ajit Singh 致歡迎詞並宣布議程，同時報告 2017 年 9 月 12 日於斯里蘭卡可倫坡舉行 GEMC 會議之重要成果。

(二) 討論新興市場主管機關建構資訊安全防禦能力：

1. IOSCO 已於 2018 年 4 月發布資訊安全指引(Guidance Note on Cybersecurity)，建議主管機關建立有效的資訊安全規範、藉由專案檢查確保金融機構具備有效的偵測及反應能力暨透過跨國合作即時分享資安資訊，並擬建立 IOSCO Network of Cyber Experts，交換網路威脅、專家建議及最佳做法等資訊。
2. 證券主管機關持有大量敏感且機密資訊，其基礎建設、網站、系統和資料亦可能遭受犯罪攻擊，故須建立並執行資安機制及措施，包括辨識、保護、偵測、回應及復原等五面向，且須定期測試有效性。
  - (1) 辨識關鍵資產：如主管機關接收、儲存、傳送大量市場敏感及機密資料，應先辨識應保護之關鍵資訊及儲存於哪些資訊設備/系統，並評估應保護之主要資訊設備/系統之優先順序。其中，關鍵資訊應至少包括三方面：①主管機關監理及執法相關之機密或非公開資訊；②主管機關內部運作相關資訊；及③主管機關儲存、分送之公開或非機密資訊。至於主要資訊設備/系統包括風險管理系統、監理報告及資料分送系統、監測系統等。
  - (2) 保護控管措施：主管機關應建立主要資訊設備/系統之保護措施，俾利降低網路攻擊成功之可能性。上開保護措施應包括保護技術、資料安全、取得資料控管措施、安全分析等。
  - (3) 偵測機制：主管機關須具有評估發生網路事故可能性之能力，亦即備有偵測威脅的技術及系統，以即時評估攻擊事件複雜程度和可能的衝擊，且該技術及系統須能持續性監控。
  - (4) 回應及復原：主管機關應訂定回應網路攻擊事故之計畫，包括分工、

處理流程、與外界(媒體、投資人、市場參與者等)溝通等措施，並持續改善相關措施。另主管機關之主要資訊設備/系統應具備援系統、災難防護中心等，俾利儘速回復。

3. 主管機關之資訊安全防護能力中很重要的一環是建立員工的專業及敏感度。

(三) 討論新興市場綠色金融之挑戰與推動措施：

1. GEMC 擬就綠色金融商品之定義、申報及資訊揭露、監理、資金不當運用、外部審查等事宜發布建議。

2. 綠色金融近來之發展：

(1) 需求面：越來越多機構投資人承諾將 ESG (Environmental, social and governance) 納入投資分析及決策流程，截至 2017 年底，已有超過 1,700 家資產管理機構及退休基金(管理資產超過 70 兆美元)簽署聯合國社會責任投資(Principles for Responsible Investment; PRI)。

(1) 供給面：綠色債券商品於 2017 年持續發展，2018 年第 1 季計 52 發行機構發行 71 檔綠色債券，總發行金額 258 億美元，其中 174 億美元係於已開發市場發行。

3. 綠色金融之挑戰/障礙：根據 IOSCO 向發行人及機構投資人進行之問卷調查，提出下列發展障礙：①相較於傳統債券，綠色債券之收益率較低，且須具備額外發行要求、缺乏綠色債券次級市場及流動性問題；②缺乏國家及全球一至性準則。

4. IOSCO 擬建立綠色金融之國際一致性原則，預計於 2018 年底前發布。

(四) 歐盟資料保護法(GDPR)對 IOSCO MMoU 提供資訊協助之影響及 IOSCO 因應措施：

1. 歐盟通用資料保護規則 (General Data Protection Regulation, GDPR) 將於今年五月正式施行，新法規不僅為歐盟各國資本市場監理機關一大挑戰，也將影響其他國家，主因在於跨境個資傳輸。IOSCO 於此法案起草階段即積極與立法單位 (The Article 29 Working Party, WP29) 溝通，讓其了解 IOSCO MMOU 是為了維持公眾利益且對於資本市場監理重要性。另依照 WP29 建議，IOSCO 針對歐盟境內與境外資本市場監理機關個資傳輸與 ESMA 簽署行政協定。

2.鑒於 GDPR 規範範圍極廣，建議各國監理機關仍需注意其對於市場之影響。

(五) 下次 GEMC 會議將於 2018 年 9 月 19 日及 20 日於開曼舉行。

#### 肆、首長委員會(Presidents Committee)

- 一、 時間：5月8日上午 09:00-13:00
- 二、 會議主席：匈牙利中央銀行執行長 Mr. Gergő Szeniczey
- 三、 與會者：IOSCO 會員（限正會員與副會員，本年度開始附屬會員亦得參加）與 IOSCO 秘書處
- 四、 報告事項摘要：

##### （一）IOSCO 秘書長 Mr. Paul Andrews 報告

1. IOSCO 董事會於 2017 年制定五大工作重點項目，過去一年 IOSCO 及各個工作小組依循重點項目執行各項計畫，五大工作重點包括：

- (1) 強化資本市場結構韌性。
- (2) 資料鴻溝與資訊分享。
- (3) 投資人保護。
- (4) 永續發展。
- (5) 金融科技與監管科技。

2. 本場次會議將依照前述五項工作項目，逐項報告及討論。

##### （二）強化資本市場結構韌性

##### 1. IOSCO 理事會主席 Mr. Ashley Alder

(1) IOSCO 於今年年初公布證券投資基金流動性風險管理建議書及開放式基金流動性風險管理應行注意事項與最佳實務守則。從 IOSCO 角度而言，此建議書之重點為讓各會員可容易的執行，也提供業界可行之作法，舉例而言，基金管理者應如何進行風險管理，以避免投資標的發生流動性問題時，對投資基金之衝擊。

(2) ETF 為 IOSCO 另一關注之重點，面對近來發展迅速的 ETF 市場，有兩個議題值得討論：(1) ETF 運作模式是否符合國際規範；(2) 以往 ETF 為單純追蹤指數之商品，然而現在 ETF 結構越趨複雜。投資管理委員會（C5）正著手進行 ETF 風險相關研究。

(3) 關於網路安全，各國國際監理組織皆認為此為重要議題且無意見分歧之處，IOSCO 正在思考如何在此議題上給予會員更多的協助。

##### 2. 美國期貨交易委員會（CFTC）國際事務主管 Mr. Eric Pan（代表 IOSCO 網路安全工作小組發言）

各國國際組織已公布多項網路安全相關準則，因此 IOSCO 網路安全

小組工作重點並非再制定一個新的準則，而是要了解現有的國際準則執行情形。近期工作小組將對 IOSCO 全體會員進行問卷調查，期了解現有國際網路安全準則是否被各國採行，也希望參與首長會議的代表能協助進行此問卷調查。

### 3.IOSCO 附屬會員諮詢委員會 (AMCC) 主席 Mr. Jose Carlos Doherty

資產管理及網路安全皆為 AMCC 重要工作項目，AMCC 亦就前述議題成立工作小組。在資產管理方面，AMCC 協助 C5 進行各項工作，從業界的角度而言，AMCC 非常高興能有機會與監理機關共同討論資產管理建議書內容。在網路安全部分，AMCC 會員包括證券市場自律組織 (SRO) 及交易所，受惠於會員多樣性，AMCC 得以收集來自業界不同之意見，並提供給 IOSCO 政策委員會參考。

### (三) 資料鴻溝與資訊分享

#### 1.IOSCO 理事會副主席 Mr. Jean-Paul Servais

(1)Mr. Jean-Paul Servais 認為，MMOU 及 EMMOU 為 IOSCO 最重要的成就之一，尤其是資訊分享部分。以比利時為例，當其為了市場監理向其他國家提出資訊提供需求，平均可於 3 個月內收到回復且回復率高達 99.5%。

近來個人資訊隱私為歐盟地區重要議題之一，Mr. Jean-Paul Servais 亦向該國個人資料保護主管單位說明資訊分享重要性。鑒於資本市場國際化，產生跨境交易行為，跨國資訊分享將有助於市場監理及建立投資人信心，而個人資料保護不應與維持市場效率及投資人保護相衝突。

(2)歐盟通用資料保護規則 (General Data Protection Regulation, GDPR) 將於今年五月正式施行，新法規不僅為歐盟各國資本市場監理機關一大挑戰，也將影響其他國家，主因在於跨境個資傳輸。IOSCO 於此法案起草階段即積極與立法單位 (The Article 29 Working Party, WP29) 溝通，讓其了解 IOSCO MMOU 是為了維持公眾利益且對於資本市場監理重要性。另依照 WP29 建議，IOSCO 針對歐盟境內與境外資本市場監理機關個資傳輸與 ESMA 簽署行政協定。

(3)鑒於 GDPR 規範範圍極廣，建議各國監理機關仍需注意其對於市場之影響。

#### (四) 投資人保護

##### 1.IOSCO 理事會主席 Mr. Ashley Alder

- (1)ICO 近期受到媒體熱烈關注，根據金融穩定委員會（FSB）今年稍早的結論，無論 ICO 或加密貨幣市場規模皆相對較小，尚未出現系統性風險問題。然而從資本市場監理者角度來說，ICO 存在投資人保護疑慮，包括加密貨幣的發行及發行後交易等。
- (2)FSB 認為加密貨幣（Crypto currency）不應稱作「貨幣」而應稱為加密資產（Crypto Asset），因其並未具備貨幣的特性。Mr. Ashley Alder 表示各國對於加密貨幣的定義仍有歧異，因為加密貨幣種類繁多，有些具備資產特性，有些則僅為代幣功能。
- (3)目前 ICO 市場有幾個值得注意的問題，首先 ICO 發行條件如資訊揭露等，與現行資產發行規範相去甚遠；其次為 ICO 詐騙問題；最後是跨境監理問題，ICO 主要透過網路進行且參與者可經由雲端輕易切換位置，因此難以掌握實際位置。
- (4)IOSCO 理事會已成立了 ICO 平台（Network）讓會員可以交換意見及資訊分享。並計畫成立 ICO 工作小組提供各會員 ICO 相關資訊。

##### 2.IOSCO 理事會副主席 Mr. Jean-Paul Servais

- (1)投資人保護重點為資訊不對稱，當缺乏知識的投資人遇到擁有豐富資源的企業，通常的結果是公司獲利而投資人蒙受損失，此為監理機關應注意的重點。
- (2)為強化 OTC 槓桿商品（OTC Leverage Products）投資人保護，IOSCO 於 2017 年 6 月決議成立 3 個工作小組：
  - 市場中介機構委員會（C3）主導 OTC 槓桿商品投資人保護議題並負責編製 OTC 槓桿商品政策指導工具組（Toolkit）；
  - 個人投資者委員會（C8）負責 OTC 槓桿商品投資人教育工具組（Toolkit）；
  - 執法及資訊交換暨多邊資訊交換合作備忘錄審查小組委員會（C4）負責研究未受認可公司發行 OTC 槓桿商品相關議題。

#### (五) 永續發展

##### 1.IOSCO 附屬會員諮詢委員會（AMCC）主席 Mr. Jose Carlos Doherty：

- (1) 永續發展逐漸受到各國國際經濟組織的重視，因為氣候變遷影響我們日常生活愈來愈明顯，投資人與企業也感受到永續發展未來將是影響投資及企業競爭力的重要關鍵。
- (2) 永續發展是監理單位重視的另一議題，建立會員間的資訊交換平台，揭露決策細節，對克服相關議題是有幫助的，這也是 IOSCO 持續努力的方向。
- (3) GEM(成長暨新興市場委員會)也鼓勵新興市場成員提倡永續發展，許多 GEM 成員採用一些強化市場的透明度及揭露，以落實永續發展。未來 AMCC 也會朝這個議題持續關注。
- (4) ESG、公司治理、投資人保護、資訊揭露、企業不當行為防範等，永續發展涵蓋的領域相當大，舉個例子，金融機構推薦客戶購買金融商品是不是也是一種永續發展呢？如果金融商品後來衍生出法律的爭議，應該就算是違反永續發展概念了，所以金融產業推薦客戶購買金融商品也要特別小心。
- (5) 除了監理機關的法律規範，我們應該思考如何鼓勵企業自主且持續的關注永續發展相關活動。啟動於企業內部的自發性永續經營，才是我們所重視的。

#### (六) 金融科技與監管科技

##### 1. IOSCO 理事會主席 Mr. Ashley Alder :

- (1) Fintech 無疑是近年熱門議題之一，也是最有機會改變我們業者生態的工具。不論在前台的交易，後台的結算甚至跨境交易，相信 Fintech 未來在我們業者的應用，陸續會有讓人驚嘆表現。
- (2) Fintech 應用範圍極為廣泛，舉凡 machine learning、creative interactive service、data mining、自動化交易、行動銀行及電子下單等，都是未來的熱門議題與應用研究。
- (3) 不知道大家對中國市場熟悉嗎？個人觀察 Fintech 在中國的應用是相當先進的，在一個人口眾多，幅員廣大的國家，Fintech 的應用確實可提升人民的生活水準。尤其是手機跟生活上食、衣、住、行的結合與應用，有機會的話大家可以留意關注。
- (4) 如果說網際網路帶領人類進入一個無國界(boundless)的時代，Fintech 的應用將為相關產業帶來破壞式創新(disruptive

creative)及結構上的變化，打破原本涇渭分明的產業界線，出現更多的跨業競爭，例如 P2P 借貸等新型態的金融服務，讓提供傳統借貸服務的不再侷限於傳統銀行業者。

- (5)當產業的跨業經營成為常態，證券與銀行甚至保險的產業界線愈來愈模糊時，監理機構的監理難度也會提高不少，這是我們立即要面對的問題，因為對監理機構而言，我們在意的除了監理對象外，交易行為及風險管理更是我們所關心的。

## 2. IOSCO 理事會副主席 Mr. Jean-Paul Servais

- (1)或許我們可以這樣定義，當資訊科技應用於金融領域及生活應用，稱為 Fintech；當資訊科技應用於監理機關的市場監理及被監理企業的法規遵循，協助監理機構執行更有效率地監理手段及強化被監理企業的法遵困擾，稱為 Regtech。這是一種比較簡單的分類方法。
- (2)當 Fintech 的運用範圍愈來愈廣，相對應的 Regtech 應該也要跟上腳步。就監理機關而言，監理難度顯然提高不少；就企業而言，該遵循的法律規範與複雜度也日益複雜。
- (3)IOSCO 董事會同意今年成立 Fintech 平台 (Network)，作為 IOSCO 成員知識、資訊及經驗交流使用。Fintech 平台也可以當作監管議題，趨勢及可能風險等未來可能面對的挑戰之交流平台。
- (4)未來我們也會持續關注 Regtech 發展，與各位會員分享最新應用範圍與動態。

(七) 其他會務報告：通過董事會重要人事任命案，包括：

1. 董事會主席：Mr. Ashley Alder, Chief Executive Officer, Securities and Futures Commission, HongKong.
2. 董事會副主席：Mr. Jean Paul Servais, Chairman of the Financial Services and Markets Authority, Belgium.

(八) MMoU 與 E-MMoU 簽約儀式：

IOSCO 秘書長 Mr. Paul Andrews：我們歡迎藉由本次年會簽署 MMoU 與 E-MmoU 的各方代表。(簽約儀式略)

(九) 下屆會議：2019 年 IOSCO 年會於 5 月 13 日~17 日在澳洲雪梨舉辦，



2020 年 IOSCO 年會將於阿拉伯聯合大公國的杜拜舉行。

## 伍、自律機構諮詢委員會 (AMCC)

### 一、自律機構諮詢委員會 (AMCC) 第一部分

(一) 時間：5 月 7 日 09：00-13：00

(二) 會議主席：巴西金融與資本市場機構協會 (ANBIMA) 執行長 Mr. José Carlos H. Doherty

(三) 會議摘要：

#### 1. AMCC 主席致詞

主席 Mr. José Carlo 首先感謝大家與會，本次 AMCC 會議共有 35 個機構，超過 90 人報名，而本屆會議將從往年的 1.5 日縮減成 1 日，並將討論主題區分為兩大類別：一類為已列入 IOSCO 董事會討論之相關議題，包括市場波動之管理、虛擬貨幣首次公開發售 (Initial Coin Offering, ICO) 及資訊安全等，另一類則是即將納入討論之主題，包括英國脫歐及證券市場道德規範等。Mr. José Carlos 最後感謝 IOSCO 秘書處、AMCC 副主席及 ANBIMA 同仁協助安排會議，並歡迎新任之 AMCC 主席 Ms. Karen Wuertz。

Ms. Karen Wuertz 則感謝 Mr. José Carlo 及其團隊於過去 6 年來對於 AMCC 之貢獻，努力完成了許多工作，也感謝 AMCC 會員的支持，未來其將繼續執行 AMCC 之相關任務及工作，並延續 Mr. José Carlo 過往之貢獻。

#### 2. IOSCO 工作重點報告

IOSCO 秘書長 Mr. Paul Andrews 指出，此前 IOSCO 董事會已決議著重 5 大議題之討論：

- (1) 強化市場回復機制
- (2) 資料及資訊共享
- (3) 投資人保護
- (4) 資本市場的永續發展
- (5) 金融科技創新

此外，衍生出之相關議題及未來 IOSCO 各項工作所優先關注之重點為：

- (1) 資料之處理程序：資料保護之實施可能會改變資料傳輸架構，進而影響 IOSCO MMoU 之相關內容。
- (2) 加密貨幣資產及交易：加密貨幣之市場價格波動對於一般投資人之

影響。

(3)資產管理：資產管理者是否適當使用槓桿工具及 ETFs 是否會對市場造成風險等相關議題。

(4)永續性金融：永續性之相關資訊揭露。

(5)金融科技：金融服務創新、資訊保護及投資人教育等議題，並強化 IOSCO 會員間有關此領域訊息之交換。

(6)店頭槓桿型商品：店頭槓桿型商品(主要是外匯商品，包括即期外匯保證金交易、價差合約及二元選擇權等)銷售給一般投資人之風險及風險評估指標之研究。

新興風險委員會(Committee on Emerging Risks, CER)主席 Mr. Paul Redman 及 IOSCO 秘書處就資本市場風險展望進行工作報告：

(1)加密貨幣及虛擬貨幣首次公開發售(ICOs)

- A. 有關加密貨幣及 ICOs 相關風險之文件報告已初步完備。
- B. 投資管理委員會(Committee on Investment Management, C5)將持續追蹤並探討各類型基金之加密貨幣資產曝險。
- C. 次級市場委員會(Committee on Secondary Markets, C2)將探討現有的法規架構及相關準則是否足夠規範虛擬貨幣之交易平台。
- D. 散戶投資人委員會(Committee on Retail Investor, C8)將關注對於一般投資人之教育。

(2)人工智慧、大數據及機器學習(Machine Learning)

- A. 投資管理委員會(Committee on Investment Management, C5)將關注基金經理人將機器學習應用在策略及投資組合選擇及委託單執行等相關領域。
- B. 當機器學習失效無法正常運作時，如：選擇非最適之策略或無法執行最佳買賣委託作業，則可能替市場帶來風險。
- C. 市場中介機構委員會(Committee on Market Intermediaries, C3)也已開始討論機器人投資顧問(Robo-Advisor)之相關議題。

(3)去中介化(Disintermediation)及數位化(Digitalization)

資料顯示，目前市場傾向透過未受規範的數位平台來去中介化；此外，因為資訊傳播快速，市場容易產生從眾行為(herding behavior)，又因為這些新的管道往往較難掌握及查證，故導致監理上的困難。目前已有

部分委員會已開始執手此類議題之研究。

最後，Mr. Paul Redman 表示，有關未來風險展望之報告將於 9 月初完成草擬，相關文件並提交 10 月份之 IOSCO 董事會，同時亦將於 11 月召開之 AMCC 會議向會員報告相關之內容。

### 3.英國脫歐議題

特許金融分析師協會(CFA)之歐洲、中東及非洲法規事務主管 Ms. JosinaKamerling 就英國脫歐議題進行 CFA 內部會員之問卷調查，並對 AMCC 會員簡報，重點如下：

- (1)位於英國境內的問卷回覆者中，有 68%認為英國脫歐已造成其市場競爭力的衰退。
- (2)所有問卷回覆者中，有 63%認為其市場中於英國有分支機構之公司將減少在英國分公司之數目；30%認為這些公司不會改變在英國分公司之數目；7%認為這些公司會增加在英國分公司之數目。
- (3)所有問卷回覆者中，有 41%認為英國脫歐後仍會和歐盟維持金融法規的一致性；34%認為英國脫歐後其金融法規架構將和歐盟架構分道揚鑣。
- (4)對於英國脫歐所產生之各項可能後續效應中，認為英國脫歐將最終將會發生者占 67%；認為英國脫歐後將會帶來明顯改變者占 58%；認為英國脫歐後不會有更多國家脫歐者占 49%；而認為英國脫歐後，不會造成英國市場分裂者僅有 34%。
- (5)所有問卷回覆者中，有 65%認為英國脫歐不會影響金融企業對於優秀人才之聘用；然而，位於英國境內的問卷回覆者中，高達 64%認為英國脫歐會限制相關公司聘用優秀人才。
- (6)所有問卷回覆者中，有 77%認為全球投資組合之報酬將不會受到英國脫歐之影響；但有高達 80%認為英國脫歐將對投資英國之報酬造成負面之影響。

### 4.次級市場委員會(Committee on Secondary Markets, C2)報告

C2 的兩項優先專案重點為：

#### (1)公司債次級市場的申報及透明度研究

IOSCO 於進行各種專案研究時發現，在蒐集各國公司債市場的資訊時充滿挑戰，因為各市場的資料品質不對等、內容不一致

且可取得的資訊也不盡相同。因此 IOSCO 董事會於 2016 年 5 月核准 C2 進行此專案之研究，C2 則於 2018 年 4 月發布專案報告，報告中除檢視各公司債市場的透明度及相關申報要求，並對資訊透明度及市場流動性間之關係進行分析。該報告可提供各國主管機關做為規範公司債市場的相關申報要求之參考，以確保各國公司債市場資訊揭露的一致性及其比較性。

## (2)交易所處理極端波動(Extreme Volatility)及確保交易秩序之相關機制研究

本專案之目的為檢視各國監理者及交易所於處理極端波動的風險時，所採取的機制及步驟。C2 於 2017 年 4 月開始著手問卷調查，並於 2018 年 3 月公布相關諮詢文件(Consultation Paper)，文件中列出 8 點建議：

- A. 交易所應於交易時段設置合適之波動控管機制，以確保交易秩序的正常。
- B. 交易所須確認波動控管機制的精確性。
- C. 交易所須定時檢視機制，以確保其能有效運作。
- D. 為有效監督市場之所有波動控管機制，監理者須瞭解其所需之必要資訊。
- E. 交易所須依照監理者要求，提供前述必要之資訊。
- F. 交易所須和市場充分溝通，確保市場參與者瞭解波動控管機制之運作。
- G. 交易所須確保市場參與者能及時取得波動控管機制被觸發之相關訊息。
- H. 若相同標的或具相關性之金融商品在不同交易所掛牌交易，交易所彼此間須於該商品之波動控管機制被觸發時進行適當之溝通。

## 5.Regulatory Affairs Group Panel

(1)國際資本市場協會(ICMA)資深董事 Mr. Andy Hill 針對修訂版歐盟金融市場工具指導(MiFID II)及歐盟金融工具市場法規(MiFIR)實施後對於固定收益市場的影響進行簡報。

- A. MiFID II/ MiFIR 實施後對於市場流動性及效率並無顯著影響。

B. MiFID II/ MiFIR 規定須公布交易資料，包括報價及交易執行細節等，但因市場先前並無公布此類資料之慣例，導致目前被公布之交易資訊不一致，降低其被利用價值。此外，亦將大幅增加業者成本，而帶給投資人的價值卻相當有限。

C. 交易移轉至交易所進行之比例上升。

(2)歐洲基金及資產管理協會(EFAMA)資深法規顧問 Mr. Federico Cupelli 就歐盟針對永續金融所訂定之行動計畫(Action Plan)對於資本市場買方(buy side)的影響進行簡報。

A. 永續金融主要須達到兩個重要目標：

(A) 滿足社會的長期需求，改善金融市場對於永續成長的貢獻。

(B) 執行投資決策時，遵循 ESG(environmental, social and governance)以強化金融穩定。

B. 歐盟制定的行動計畫中，和資本市場買方較有關聯的是：

(A) Action 4：提供金融建議時須考量永續性。

- 特別在執行客戶合適度評估(client suitability assessments)時。

(B) Action 5：發展永續指標(sustainability benchmarks)。

- 改善資訊揭露，讓客戶可針對既有指標編製方法進行永續性的評估。

- 發展納入低碳業者的指標。

(C) Action 7：明確界定機構投資人及基金經理人之責任。

- 明確要求機構投資人及基金經理人於投資決策過程中考量永續性。

- 提昇前項內容之資訊透明度，並提供給客戶。

C. 資產管理者在促進永續投資目標中負有重要責任，除提供符合投資人需求之投資標的，也協助標的公司改善永續性經營。

(3)全球金融市場協會(GFMA)執行董事 Ms. Allison Parent 就 GFMA 要求市場資訊透明之準則進行簡報：

A. 對監理者的資訊透明須即時、一致並符合監理者監視市場的職責，以維持市場的完整性。

B. 對於市場透明度的相關要求不可損及市場的完整性、流動性、效率及回復性。

- C. 資訊透明及申報時效之程度須依據監理者意圖、市場結構、流動性狀況及資產類別而區別。
- D. 有效的市場資訊透明架構須經過成本效益分析並諮詢所有市場參與者。
- E. 市場有無能力執行資訊透明之規範是關鍵考量。

## 二、自律機構諮詢委員會 (AMCC) 第二部分 Roundtable: Clearing issues

### (一) 圓桌會議(一)、Initial Coin Offerings and Virtual Currencies 數位貨幣與虛擬貨幣

1.時間：5月7日下午2:00 - 3:00

2.會議主席：Mr. José Carlos Doherty, AMCC Chair & CEO, ANBIMA

3.與談人：Mr. Ashley Alder, IOSCO Board Chair & CEO, HK SFC

Ms. Karen Wuertz, AMCC Vice-Chair & Senior VP, NFA

Mr. Carlo di Florio, Executive Vice President, FINRA

4.會議摘要：

(1)Mr. José Carlos Doherty：謝謝大家下午的時間，今天很榮幸邀請到各位與談人就加密貨幣的看法交換意見。首先我們先就教大家有關各國管理當局對加密貨幣的看法，謝謝！

■Mr. Ashley Alder：

- A. 近年加密貨幣市場的快速成長是大家有目共睹的，但對金融監管單位而言，維持金融秩序的穩定是責無旁貸的。數位貨幣與實體資產仍然存在極大差異，尤其是數位貨幣的發行量與透明度一直是大家爭論的焦點。
- B. 目前為止，絕大多數的國家央行都拒絕承認數位貨幣與虛擬貨幣的法定效力，如支付能力與償債標準等。因為不具法定效力，數位貨幣與虛擬貨幣跨國(境)間的交易結算更添技術上的難度。從這個角度來觀察數位貨幣與虛擬貨幣的未來發展，是令人擔憂的。
- C. 雖然近年來國際會議與研討會，包括 IOSCO 在內，數位貨幣的討論一直是個熱門議題，但各國央行與財金當局關心的安全性與透明度等面向，絕對是要優先解決的課題。

■Ms. Karen Wuertz：

呼應 Mr. Ashley Alder 的說法，身為一個市場管理者應該要讓所有市



場參與者了解市場遊戲規則，盡力作到資訊透明、資訊公開、資訊充分揭露與交易公平，贏取所有市場參與者對市場交易的信心，但加密貨幣行情的暴漲暴跌，尚未有理性的的評價方法來評估及市場的不透明，目前 NFA 的會員對加密貨幣的看法持相當保留態度。如果一個商品的市場監理不夠成熟，市場管理者應該無法貿然開放這個商品市場。

■Mr. Carlo di Florio：

A. FINRA 這邊的想法許多與 Karen 一致，尤其在資訊揭露這一塊。

近年伴隨 Fintech 與 Blockchain 的推波助瀾，讓加密貨幣市場活動交易量倍增，我們推估 2016 年加密貨幣市場交易量約 9,500 美金，但 2017 年規模達 40 億美金，預估 2018 年第 1 季規模已達 50 億美金。這驚人的成長到底是像之前的.com 泡沫，或是數位科技帶來的實質成長，現在誰都無法把握，但唯一可確信的是這個市場的力量倍增，是我們不容忽視的。

B. 過去幾年 FINRA 也一直辦理相關研討會，圓桌論壇、與經紀商及其他市場參與者對話溝通，推動一些沙盒實驗等，希望能討論出適合加密貨幣的遊戲規則。但誠如美國 SEC 主席 Jay Clayton 去年曾發表的言論：加密貨幣對投資人而言真是的種有價證券嗎？是否像有價證券一樣有保護投資人的相關機制？市場交易是否公平公正？短期內，這些問題應該都還無法真正有答案。

C. 但我們希望密切跟 CFTC 等相關單位合作，就加密貨幣這有趣的議題，希望大家能一起討論出實用的管理規則，或許不再把加密貨幣當成有價證券管理，而是一種交易平台上可以兌換成貨品或勞務的實用代幣，但相關配套都還有待大家一起討論。

■Mr. Ashley Alder：就像去年 FSB 所指出，加密貨幣最大的問題在於投資人保護跟交易的透明度，這些徵結點不能克服的話，加密貨幣

很難跟所謂有價證券相提並論。

A. .Mr. José Carlos Doherty：前陣子有些財經媒體報導，加密貨幣的快速成長有可能會取代現行美金、歐元等各國法定貨幣定位，大家看法如何呢？

B. Mr. Ashley Alder：我的認知是不會，也不可能會，起碼各國中央銀行不希望這種事情發生，要說服各國中央銀行應該比說服各國 SEC 難度更高。法定貨幣有其特殊定位，才能作為支付工具與償付標準，目前我還看不到加密貨幣有取代現行法幣的可能性。我知道有些國家如瑞士，積極推動成為加密貨幣中心，但我只能說還有太多的困難需要克服，難度太高了。

C. Mr. Carlo di Florio：我們認為加密貨幣的法律體系要先完備，貨幣持有人的權益保護一定要完備，即便有公司以加密貨幣支付予員工，但以現行貨幣環境與法律體系來看，真的是不夠完備的。

## (二) 第七場次：Report from the IOSCO Policy Committee 7 (C7) on Derivatives & IOSCO Task Force on Cybersecurity

1.時間：5月7日下午3:00 - 3:15

2.報告人：Ms. Nancy Doyle, US CFTC

(1)Committee 7 是 IOSCO 底下負責衛生性商品實務議題研究及政策制定委員會，希望透過我們的研究建議，提供市場監理機關更好的市場管理規範方案，這對 AMCC 會員尤其重要及實用，因為大部分 AMCC 會員均為市場監理機關，我們所提的規範方案希望符合多數 AMCC 會員的利益。

(2)好消息是 AMCC 新一屆的主席 Karen 也是 Committee 7 重要成員之一，相信未來 2 個委員會的互動與溝通會更為流暢。

(3)2017 年我們與 Committee 2(次級市場委員會)、Committee 3(市場中介機構委員會)及 Committee 6(信用評等機構委員會)共同合作就槓桿商品及衍生性商品之投資人保護議題等發表相關研究與建議，今年將

持續關注此類議題。

(4)網站安全持續受到大家關注，今年 CFTC 主席在成立一個工作小組，是隸屬於董事會的高階工作小組，致力推廣會員的網站安全。雖然多數會員認為網站安全工作已經盡善盡美，但透過我們的問卷拜訪，讓會員了解實務上的網站安全有哪些需要改善的地方。

(5)除了 IOSCO、CFTC 外，包括 ISO、IEC 等國際組織去年也都加強對網站安全的相關規範，因為在國際化、全球化及網際網路化等浪潮下，網站安全對我們金融監理單位而言是最重要，也是最基本的工作。

### (三) 第八場次：(Debate) Cybersecurity Standards

1.時間：5 月 7 日下午 3：15 - 4：00

2.與談人：Mr.Andrew Krieglner, President and CEO, IIROC

Ms.Nandini Sukumar, CEO, WFE

Mr.Mark Austen, CEO, GFMA

Mr.Thomas Deinet, Member of the AMCC WG on Asset

Management Cybersecurity & Executive Director, SBAI

3.摘要：

(1) Thomas Deinet：

A.安全是每個事業單位的基本責任，嚴格來說，應該算是風險管理的一環。但網站不安全或被攻擊，風險隨即發生。其實每天都有駭客攻擊，試圖利用我們的網站資料作為不法用途。

B.近來大家已經投入許多資源在網站安全上，我們也持續發佈一些指引、方針及持續國際交流，網站安全強化沒有終點，只要網際網路存在的一天，我們就不能忽視。

(2)Nandini Sukumar：

A.剛剛 Nancy 所言，WFE 也是近來重視網站安全的國際組織。由於交易所的行業特性與交易行為，我們對網站安全的維護可能比其他產業來的更為重視。WFE 也成立一個網站安全工作委員會，定期開會並就相關議題或挑戰，提供研究及方針供會員參考。

B.全球化及網路化帶來生活的便利，卻也給我們增加網站安全的課題需要面對。近來跨國(境)交易興起，網站安全將更為重要，一旦網站安全受到威脅，全球化及網路化帶來的反面效果是非常嚴重，大家都要小心謹慎面對這個議題，WFE 將持續投入相關資源就網站安全相關議題繼續探討。

(3)Andrew Kriegler：

A.從 20 到各種國際組織，大家持續提倡網站安全的重要，IIROC 也不例外。上個月我們也對會員預告加強網站安全的法規指引，要求會員檢視現行內部規範是否符合安全標準。

B.有個想法分享，AI 人工智慧應用範圍愈來愈多，舉凡無人駕駛、無人商店等都在陸續開發。有沒有可能將所謂的 AI 技術應用在網站安全的強化，提出來讓大家思考。

(4)Mark Austen：我們行業面對的除了瞬息萬變的金融環境外，還有日益演化的駭客攻擊，網站安全可以當作我們面對的風險與危機。上個月 GFMA 也公告網站安全測試指引，就會員網站安全作測試與分析，讓會員了解網站安全的死角及因應。

#### (四) 第九場次：圓桌會議(一)、Roundtable: Ethics in Securities Markets

1.時間：5 月 7 日下午 4：15 - 4：45

2.主持人:Ms.Josina Kamerling, Head of Regulatory Outreach EMEA, CFA Institute

3.與談人：Mr. Thomas Deinet, Executive Director, SBAI

Mr. Nehal Vora, Chief Regulatory Officer, BSE

4.會議摘要：

(1)Ms.Josina Kamerling：

A.金融從業人員應持高標準的道德規範，CFA 組織也一直強調職業道德的重要性，透過教育訓練、研討會等，希望能減少金融從業人員舞弊情形。

B.英文” have the right to do” 與” be right to do” ，聽起來類似，但意義完全不同，這 2 句英文很傳神的表達職業道德規範精神，大

家可以思考一下。

(2)Mr. Thomas Deinet :

A.金融市場的薪資設計通常會結合績效表現，這是人性化的設計，卻也觸及人性的弱點。當追求績效壓力與道德規範標準並列時，剛剛 Josina 表達的 2 句英文就會出現在腦海了。

B.近年資本市場重視的公司治理，也是希望能矯正這個問題。思考績效與薪資的連結關係、推廣吹哨者制度及鼓勵法規遵循等，或許可適度改善金融市場舞弊情事。

(3)Mr. Nehal Vora

A.金融市場的工作誘惑真的很多，客戶的銀行存款，帳戶股票等，對有沉重房貸壓力的白領階級而言，都是誘惑。健全品德教育與企業文化，提升公司治理與透明度，是我們這個行業的基本自我要求。

B.提高金融犯罪的刑罰，大家也可以思考是否可行。從某個層面來看，金融犯罪是不是跟謀殺罪是相同犯罪行為呢？那加重金融犯罪的刑責(外部規範)輔以內部的企業文化等教育，應可提高我們從業人員的道德規範。

#### (五) 第十場次：AMCC Organizational Matters and Closing remarks

1.時間：5 月 7 日下午 4：45 - 5：00

2.報告人：Mr. José Carlos Doherty, AMCC Chair & CEO, ANBIMA

3.會議摘要：

(1)謝謝大家今年前來布達佩斯參加 AMCC 年度會議，這是個人在 AMCC 主持的最後一場會議，也謝謝大家過去 6 年來對 AMCC 的支持，讓 AMCC 各項會務推動順利，在這邊特別要謝謝我們工作團隊為我們所做的付出。擔任 AMCC 主席這幾年是個人職場很特別的回憶，謝謝各位！

(2)AMCC 下一屆的主席 Ms. Karen Wuertz 與副主席 Ms.Nandini Sukumar，相信在他們新團隊的帶領下，AMCC 一定會更團結，更有效率地幫各位會員服務。

## 陸、監理研討會 (Regulatory Workshop)

### 一、人工智慧及機器學習在未來金融服務領域所扮演之角色

The role of artificial intelligence & machine learning in future of financial services

(一) 時間：5月8日上午10:00-12:00

(二) 主持人：Mr. Greg Yanco, Senior Executive Leader, ASIC Australia

(三) 與談人：

Mr. Tony Sio, Head of Exchange & Regulator Surveillance, Market Technology, NASDAQ

Mr. Nick Cook, Head of RegTech and Advanced Analytics, UK FCA

Mr. Shary Mudassir, Managing Director, Royal Bank of Canada Capital Markets

(四) 會議摘要：

Mr. Shary Mudassir 就人工智慧(artificial intelligence, AI)簡報並和與談人進行討論：

1. Mr. Shary Mudassir 先詢問聽眾及與談人有關 AI 之定義，大部分人均認為 AI 是使用目前既有之工具來模仿並複製人類的行為。Mr. Shary Mudassir 補充表示，AI 簡言之就是在「預測」，人類的行為基本上是由一連串的預測所形成，而 AI 可以較快的速度預測人類大部分的行為或人類尚無法預測之事。一開始，AI 的速度或準確率也許比人類的表現差，但隨著其所具備的學習能力，AI 的速度及準確率最終會高於人類。根據統計，AI 的預測能力隨著時間持續不斷在進步，大約在 2015 年時，先不論 AI 的速度已較人類快的優勢，AI 的預測精準度大致上已穩定高於人類的表現。
2. AI 可進行的預測大致分為兩種。第一種是人類日常的行為及工作，AI 可以較快的速度及較高的精準度進行；第二種是人類尚無法進行的預測，例如 AI 可以蒐集並分析雞隻間的叫聲細微差異，來改善雞隻飼養情形，這已遠超出人類目前能力所及的範圍。根據統計，2017 年 AI 產業的募資超過 140 億美金，較 2016 年成

長超過 3 倍，顯示 AI 已開始廣泛應用在各行各業中。

3. 由於金融業需要用到大量的預測分析工具，根據研究，未來 3 年金融服務產業對於 AI 的需求將以約 12% 的年成長率增加，在所有產業中居冠，Mr. Nick Cook 即表示，AI 能藉由其優勢提供客製化的商品及服務，而 Mr. Tony Sio 也提到，Nasdaq 內部已成立 AI 委員會，負責整合各部門業務對於 AI 應用的需求。雖然如此，Mr. Shary Mudassir 卻指出，目前全球金融服務業中，有採用 AI 技術的公司僅佔約 28%，還低於高科技通訊業及汽車業等，仍有成長的空間。
4. 雖然金融服務產業中，很多預測分析的工作可以交由 AI 來處理，但牽涉到判斷(judgement)的工作，目前 AI 尚無法取代人類。預測僅是就客觀的事實進行處理及分析並產生結論，然而判斷則涉及價值提昇的考量，像是如何採行適當的策略以提升產品及服務的價值並帶來獲利？這些涉及到判斷的工作內容極為困難，目前仍須仰賴人的能力方可完成。
5. 根據市場調查，有高達 49% 的人預期未來 3 年內 AI 會應用在所屬公司的風險評估業務，45% 的人預期會用在財務分析及研究，37% 的人預期會使用在投資組合管理，33% 的人則預期未來 AI 會運用到交易領域，而認為會應用在授信評估及洗錢防治等業務面的人則各佔 29%，另外也有 26% 的人預期 AI 會使用在法規遵循等方面。
6. AI 領域包括機器學習(machine learning)、深度學習(deep learning)及數據科學(data science)。其中深度學習也屬於機器學習的一部分，其使用更複雜方式來處理複雜數據或抽象資料的一種演算法，隨著資料樣本的增加，深度學習能較傳統的演算法產生更高的精確度及較佳的效用。
7. AI 近年之所以蓬勃發展的幾項原因：
  - (1) 電腦效能及運算能力的大幅提昇。
  - (2) 蒐集到的資料數據大幅成長。
  - (3) 新型資料型態的出現。
  - (4) 機器學習技術的提昇。

8. AI 和人類最大的不同點在於，人類是負責任的，因此會有售後服務等 AI 無法取代的工作內容，目前 AI 只能進行資料的蒐集、分析及預測。此外，AI 所預測的事件中，多存在一些偏誤(bias)，例如，使用 AI 預測病患是否患有某種疾病時，當 AI 預測到可能患有疾病的病患，其結果幾乎都是正確的，但其它 AI 未預測到可能患有疾病的病患中，也有很多人確實也患有該類疾病。顯見為提升預測精準度，AI 仍存在一些可能的缺陷而無法完全取代所有的工作項目，人類的經驗仍具有無法被量化的價值。
9. 機器學習可用在市場監理(如 Regtech)及監視(如 Suptech)領域，如 Nasdaq 目前大多內部市場監視的程序都交由機器學習來進行。當某事件發生時，電腦會藉由蒐集到之資訊及過去模擬訓練所建立之模型來評估此事件是否須進行更深入的調查。此外，機器學習也會犯錯，當機器學習所產出之模型或結果無法進行有效的預測時，往往代表機器學習的過程存在明顯的偏差，不論是模型或是蒐集的資料，都必須調整及校正。



## 二、研討會—虛擬貨幣及 ICO 的趨勢、風險與監理。

Crypto Currencies & Initial Coin Offerings – Trends, Risks and Regulatory Implications?

(一) 時間：5 月 8 日 1:00 pm-3:00 pm

(二) 主持人：Mr. Alp Eroglu, Senior Policy Advisor, IOSCO General Secretariat

(三) 與談人：

Mr. Henri Arslanian, FinTech & RegTech Lead for China/HK, PwC

Mr. Kevin Werbach, Associate Professor of Legal Studies & Business Ethics, The Wharton School

Mr. Patrick Armstrong, Senior Officer, Financial Innovation, ESMA

Mr. Kaspar Ulmann, Senior Legal and Policy Specialist, Swiss FINMA

(四) 會議摘要：

1. 主持人 Mr. Alp Eroglu 引言：

本場次將探討兩個近期受到大量關注及討論的議題：加密貨幣（Crypto Currency）及首次代幣發行（Initial Coin Offering, ICO）。

談到貨幣概念的起源，最早可追溯至西元前 9000 年埃及人以物易物的交易行為，到了西元前 600 年在土耳其出現了最早的實體法定貨幣。隨著歷史及科技的演進，西元 1964 年 John Biggins 發明第一張銀行信用卡，而史上首張的電子支付交易憑證則於 2008 年在英國發行。

今天將探討一個新穎的貨幣模式—加密貨幣，其中最著名的就是大家常聽到的比特幣（Bitcoin），對於比特幣，市場上的評價正反不一。至於 ICO，由於價格難以發現，也衍生出投資人保護及監理相關問題。今天邀請到產官學界專家為大家分享加密貨幣及 ICO 相關議題。

2. 與談人 Mr. Kevin Werbach：

加密貨幣為一種加密、安全且去中心化的貨幣，比特幣是最早被建立且受到市場認可的加密貨幣。時至今日，市場已有數以千計的加

密貨幣，而開發目的也各有不同，舉例而言，比特幣主要為支付工具使用；而以太幣（Ether）則是為以太坊（Ethereum）技術服務，開發者們需要支付以太幣來支撐應用的運行，儘管投資人仍可透過交易所購買以太幣，但以太幣並不像比特幣以成為「貨幣」為目的。而首次代幣發行（ICO）則是為開發或發行加密代幣（Token）而進行的募資行為，新開發的加密代幣用途不僅僅侷限於作為「貨幣」，亦可為程式開發或其他目的使用，只要符合去中心化的條件，皆可被稱為 ICO。對於 ICO 市場，我們僅能知道其非常龐大而無法掌握完整的數據，主因在於市場缺乏集中且統一的資料平台，目前僅能依靠一些私人平台蒐集並提供 ICO 資訊。

根據全球最大加密貨幣新聞網 Coindesk 統計，2014 年開始出現 ICO 發行，但前兩年 ICO 件數及籌資金額皆不多，2015 年全年 ICO 籌資金額僅 900 萬美元。一直到 2016 年下半年，ICO 市場開始出現爆炸式的成長。主要原因可能包括：

- (1) 越來越多人擁有比特幣或以太幣等加密貨幣，可用以參與 ICO；
- (2) ERC-20（Ethereum Request for Comments）準則的設立，透過該通訊協定，開發者可快速的開發出新標準化加密貨幣，而無需重新架設完整區塊鏈。

經由這兩個利多因素加持，2016、2017 年 ICO 籌資金額分別為 2.5 億及 54.8 億美元，而 2018 年單單第 1 季總籌資金額就超過 70 億美元。儘管加密貨幣價格波動劇烈，同時亦有可能面臨主管機關禁止或高度監理的風險，ICO 發行人似乎仍呈現持續增長的趨勢；不過 Crunchbase 資料庫的研究數據卻顯示，2018 年 ICO 發行人逐月遞減。因此究竟 ICO 市場已出現泡沫還是會持續發展，市場仍未有明顯的定論。

另關於投資人保護的問題，麻省理工學院教授 Christian Catalini 蒐集並分析 1,500 筆 ICO 數據，發現 5% 的 ICO 為詐欺案件、12.5% 為疑似詐騙，其中僅有 8% ICO 成功上架並進行交易。

未來 ICO 市場發展有三個問題值得持續觀察：

- (1) 2017-2018 榮景是泡沫的出現？抑或是新籌資模式的開始？
- (2) 隨著 ICO 市場規模擴大，各國監理機關開始關注並著手進行規範，對於 ICO 的影響為何？
- (3) 2017 年 ICO 案件是否可以成功發行加密代幣並被市場接受？

3. 與談人 Mr. Patrick Armstrong：

歐洲證券及市場管理局（ESMA）於 2011 年成立，成立初期僅有 1 個常設委員會（Standing Committee），目前則有超過 10 個委員會，其中金融創新委員會（Financial Innovation Standing Committee）主要負責金融創新監理事務。

要辨別一種金融創新對於市場是好是壞並不容易，對於新的金融模式或商品，監理機關有三種回應方式：

- (1) 禁止或嚴格限制
- (2) 持續觀察
- (3) 支持並協助發展

為了達到監理與發展的平衡，ESMA 仔細評估金融創新商品及模式的風險，並謹慎的開放市場，以確保類似 2008 年金融海嘯的事件不再重演。監理方面，ESMA 採行「原則性基準」（Principle Based）監理方式，讓金融創新監理具有彈性。

4. 與談人 Mr. Henri Arslanian

所謂的加密資產（Crypto Asset）可區分為以下四種：

- (1) 加密貨幣（Crypto Currencies）：加密貨幣具有特定價值可作為交易、轉換或儲存使用，例如：比特幣。
- (2) 工具代幣（Utility Token）：用以支撐某一區塊鏈平台的服務或開發的代幣，例如：依據 ERC-20 開發的工具代幣。
- (3) 資產代幣（Asset-backed Token）：資產代幣是指發行者在區塊鏈系統中發行，可用以代表一定數量外部資產或權益（如鑽石、黃金、證券、現金、房地產等）之代幣。
- (4) 證券代幣（Security Token）：具備證券特性的代幣，可產生收入或是持有者對發行者具有一定請求權。

Mr. Henri Arslanian 表示儘管多數人都認為首次代幣發行（ICO）市場充斥著詐騙行為，然就其人觀察全球 ICO 市場顯現正向的發展趨勢，主要包括：

- (1) 最佳實務準則（Best Practice）的發展：KYC 及反洗錢、會計與稅務、法規與監理、治理與內部控制、發行後運作等
- (2) 市場參與者素質提升
- (3) 法令遵循案例增加
- (4) 資產代幣與證券代幣的增加

與此同時，ICO 市場仍舊面臨許多挑戰，包含法令及稅制的不確定性、難以開立銀行帳戶、網路詐騙及費用增加等。

截至 2018 年 3 月，全球加密貨幣市值約為 3 億 2600 萬美元，值得注意的是，由於各種不同的加密貨幣出現，比特幣佔整體市值比重從 2015 年 3 月 86%，大幅降低到 42%。目前市場上約有 1,564 種加密貨幣。

而日益龐大的 ICO 市場，促使越來越多人發行加密貨幣基金（Crypto Fund），證券市場監理機關應關注加密貨幣基金相關議題。目前大多數國家並不將加密貨幣視為證券，然而一旦業者申請發行加密貨幣基金，基金發行許可及管理將屬於證券市場範疇。

展望 2018 年，Mr. Henri Arslanian 認為加密貨幣市場不致於出現黑天鵝，但在新商業模式成形的過程中，應注意欲從中取得不法利益的「壞蘋果」。對此，法令規管效果有限，根本的解決之道為市場最佳實務準則的建立。

三、研討會—指數型基金之興起：一個大力創新且快速成長之產業 The rise of ETFs as an asset class - A fast growing industry underpinned by strong innovation

(一) 時間: 5 月 8 日 15:30-17:30

(二) 主持人: Mr. Robert Taylor - Head of Global Asset Management Regulatory Strategy, UK FCA

(三) 與談人:

Ms. Barbara Novick - Vice Chairman, BlackRock

Mr. Ivan Gilmore - Head of LSE Fixed Income Secondary Markets - London Stock Exchange Group (LSEG)

Mr. Noel Archard - Senior Managing Director, Global Head of SPDR Product, State Street Global Advisors

Mr. Slawomir Rzeszotko - ETF Business Development, Jane Street

Mr. Nick King - Head of ETFs, Fidelity International

(四)會議摘要:

- 1.ETF 可謂是近年來最成功之創新金融商品之一，且因其被動式投資策略，全球 ETF 資產規模迅速成長，其中金融市場指數扮演了相當重要的角色。此場研討會將就 ETF 快速增長之因素、後續發展、對金融市場衝擊及潛在影響、如何監理跟研擬相關規範等進行討論。
- 2.主持人目前任職於英國監理局，負責資產管理產業的監理措施，首先介紹 ETF 交易機制中有四大重要角色，分別為發行人、交易所、授權參與者<sup>1</sup>(Authorized Participant, AP)及銷售機構，各自執行著重要任務，才能讓 ETF 市場順利運行；ETF 發行人負責選擇投資標的，建置並維持 ETF 得以順利進行之架構，若係採被動策略，也要提供指數；而授權參與者與發行人簽訂合約，創造 ETF 單位，以確保 ETF 之申贖，並在 ETF 偏離資產組合價格時，有效縮減價格偏差；ETF 係在交易所掛牌上市之商品，具有次級市場，在歐洲，ETF 可在多個交易所同時上市，但其潛在風險為，若一個交易所暫停交易，而其他交易所繼續交

---

<sup>1</sup> 我國稱為 participating deals，參與證券商

易時，情況會如何？最後是銷售機構，他們扮演著中介與平台的角色，促進專業機構投資人及一般投資人之交易。惟歐洲與美國、亞洲有些許不同，歐洲一般投資人能投資的商品相對侷限，因此現在越來越多經理人把 ETF 加入投資組合，也因而有更多關於投資組合管理議題探討。

3.此場與談人分別來自上開 ETF 重要角色，包含發行人 SSGA 之 Noel Archard、授權參與者 Jane Street 之 Slawomir Rzeszotko、倫敦交易所之 Ivan Gilmore、銷售機構 Fidelity International 之 Nick King 與來自貝萊德（BlackRock）之 Barbara Novick。Noel Archard 表示身為發行人，其一直保持投資管理責任，並了解相關參與機構，以確保投資人之利益。Ivan Gilmore 表示交易所在意的是其市場透明度，如何能對其基礎結構提供更好的規定，讓大眾對交易市場更放心。Slawomir Rzeszotko 從授權參與者的角度而言，其在初級市場提供交易，並在次級交易市場提供流動性外，因應 ETF 市場變化快速，也會主動與發行人共同研討產品開發計畫和投資策略，並提供對市場發展之預期。Nick King 表示就銷售機構而言，最重要的任務是確保把正確產品銷售給客戶，提供客戶做出正確財務決策所需之所有資訊與教育，並能推出與機構投資人品質相同之產品予一般投資人。因 ETF 市場最大特色是具多樣化的商品與定價，因此讓投資人充分了解 ETF 之交易特性，與共同基金不同是相當重要的。

4.從圖表中可看出，ETF 占開放式基金(open-end fund)與 ETF 合計之比例近十年來由不到 1%快速成長至 8%，而 ETF 能快速增長之原因不外乎是其具低成本且多樣化之特質，且跟共同基金相比，ETF 之績效表現又好很多，與談者 Barbaba 更提出主管機關訂定費用、資訊揭露、銷售管道等相關規範，有效提升了需求，目前投資人投資模式更是從過往的顧問模式(advisor model)漸漸轉為經紀模式(broker model)，投資人傾向低成本之投資。Nick King 表示 ETF 也吸引到所有客戶層，機構投資人可藉此進行非常短期或策略性投資，也可用其進行長期投資；私人銀行顧問及多重資產經理人也能運用 ETF 做資產配置；一般投資人也透過證券經紀商進行投資。另在美國、亞洲 ETF 在稅務上之優勢確實也是原因之一，惟 Noel Archard 則認為稅不是主因，而是長期教

育下來，投資人越來越適應且喜歡低成本且多元方式投資。

5. 近期金融穩定委員會(Financial Stability Board, FSB)等央行監理機關因 ETF 規模擴增，且其被運用於各類型資產，如：債券、大宗商品、匯率等，其商品特性恐助漲助跌現貨市場，衝擊金融市場穩定，造成系統性風險，再次發生如 2008 年之金融危機。與談者表示 ETF 並不包含導致 2008 年金融海嘯之任何因素，反而是強化標的證券價格和 ETF 流動性之透明度，ETF 緊密連結有價證券價格，提升有價證券流動性；且買賣雙方是直接交易所交易，而非店頭市場議價，以債券型 ETF 為例，其反而是提供解決債券市場流動性之辦法，而非造成市場崩跌。目前許多對 ETF 負面的報告常常是因其未深入研究了解這項商品怎麼使用，或探討他們安全的原因。
6. 與談者指出監理機關所應關注的是如何有效監管 ETF 市場中存在許多錯誤的資訊，導致一般投資人為此付出代價，比如說超過 96%的 ETF 是屬於基本型(Vanilla)，單純是固定收益商品或股票商品，惟仍有 3.5%是屬較複雜型之商品，而投資人對其中差異缺乏瞭解，因此應有職責且必須確認投資人有完整的投資知識，如從事槓桿或反向操作之投資人應需接受更多投資教育，使其了解特殊風險的存在。另現在有越來越多商品混用的現象，一般投資人只想投資基本型 ETF，但基金經理人卻加入了主動式或不遵守其委託的項目等，因此應要有合法申訴和申報管道等監理機制。另又如某銀行宣布推出 74 項槓桿交易產品，這在管理上是令人有疑慮的。
7. 至是否有利用 ETF 來操縱市場之可能性，與談人認為這是有困難的，ETF 所涉及的有價證券太多，很難同時進行所有的交易，且主管機關在監理這方面是相當嚴格的。
8. 至 ETF 在邊境市場(Frontier market)較難以發展，因其如新興市場皆無足夠之流動性，經理人沒有取得債券或其他有價證券的管道，當價格偏離時，其無法快速再平衡，造市商(Market maker)也未能有效避險，且投資人若是在邊境市場，就必須給予其符合邊境市場之報酬，綜上原因，所以邊境市場無法支撐 ETF，並非所有投資都能以 ETF 模式進行。
9. 如同 20、30 年前，期貨剛開始發展時，大家對期貨的反應就像現今對

ETF 一樣，或許大家對全新、且不了解之商品，都會有許多擔憂，像現在已沒有擔心期貨危機發生的文章出現。另當 ETF 在美國剛推出時，當時市場只有期貨，因此有許多市場功能障礙，所以像現在 ETF 給予另一種架構，價格發現功能更完善，相信期貨的存在絕對與 ETF 是相得益彰的。

10. 至於 ETF 未來發展，ETF 其實並非新金融商品，已存在 25 年，ETF 以低成本方式提供一般投資人與機構投資人多元的投資組合，也增進市場流動性，應持續重視且保護這些優點。ETF 能在各交易所中快速成長，在於其透明度、價格發現與流動性，在未來，科技也會扮演相當重要的角色，現在交易所除提供交易平台外，也投資一部分在科技開發，以因應其未來發展；相信這個商品會繼續進化，其組成因素會持續地被檢視、更新，以確保其是強健的，而 IOSCO 的目的就在於此，從檢視過程中思考如何持續改善它，帶來正向回饋。



## 柒、專題座談會 (Panel Discussion)

一、【Panel 1】不適合投資人之金融商品:法規及監理層面的應對  
(Unsuitable products for investors: the regulatory and supervisory approaches?)

(一) 時間：5月10日 11:45~13:15

(二) 主持人：Mr. András Nemescsóí, Partner, Head of Litigation & Regulatory,  
DLA PIPER, Hungary

(三) 與談人：

Mr. Steven Maijor, Chair of European Securities and Markets Authority  
(ESMA), France

Mr. Paul M. Koster, Chairman of the European Investors' Association  
(European Investors), Belgium

Mr. Marcelo Santos Barbosa, Chairman of the Board of Comissao de  
Valores Mobiliários, Brazil

Mr. Andrew J. Kriegler, President and CEO, Investment Industry  
Regulatory Organization, Canada

Mr. Jean-Paul Servais, Chairman of FSMA, Belgium

(四) 內容摘要：

1. 主持人 Mr. András Nemescsóí:

我們這場會議要來討論散戶投資人(Retail investors)面對高風險的投資產品時，應如何加以保護。由於網路的發達，使得散戶投資人得以輕易接觸新型態的高風險投資產品，對此，監理者應如何因應?我想分成兩個部分來進行討論，第一部分為加密貨幣以外之投資產品(即店頭市場之衍生性商品)，第二部分為加密貨幣。就第一部分而言，有研究報告指出差價合約(CFD)及二元期權(binary options)等商品對散戶投資人而言風險太高，但我們應該如何界定何者為不適合散戶投之人之「高風險」商品?又監理者應如何去管理這些商品的銷售行為?

2. 與談人 Mr. Steven Maijor:

投資人面對高風險商品的保護，一直是我們關心的重點。一般而言，談論到高風險商品通常指涉到差價合約及二元期權之類的商品，之

所以在這類商品特別著重投資人保護議題，是因為這類商品具有一些特質，其一為高槓桿，意即此類商品的投資很有可能造成投入資金全部損失之結果。其二為投資人之交易對手往往為機構投資人，而機構投資人又往往是此類商品的提供者，因此衍生各種潛在的利益衝突問題，包括交易費用、資訊揭露是否適當等。其三為銷售管道及行銷手法，這類商品通常是跨國界的在網路上銷售，也因此衍生出特有的管制上問題。因此我們在討論何類商品為所謂高風險商品時，應留意商品是否具有上述特質。此外，我們有證據指出，在歐盟內銷售的這類商品，導致 70% 以上散戶投資人遭受損失。因此我們必須要來思考這類商品是否適合散戶投資人來投資。

### 3. 與談人 Mr. Paul M. Koster:

剛剛 Steven 已經提到了高風險商品的重要特質。但我認為在現在這樣的環境，投資人要拒絕這種商品有其困難，因為這些商品在低利率甚至零利率的環境下提供了巨大的報酬率。所幸 ESMA(European Securities and Markets Authority)已經初步禁止或限制二元期權及差價合約對散戶投資人銷售，我認為這是很好的一步。但是這類型商品會隨著時間不斷增加，散戶投資人也會持續受損，因此監理者的管制還是重要的。尤其經驗顯示，縱使對散戶投資人揭露該等商品風險所在，散戶投資人經常仍會投資，此為困難所在。

### 4. 與談人 Mr. Marcelo Santos Barbosa:

雖然店頭衍生商品市場相對較小，但的確有結構性之議題值得探討。儘管在此類商品交易中，散戶投資人面臨很大的資訊落差，但我們也不能因此阻止金融商品之創新。因此監理者必須隨時對新的交易實務進行管理，必要的時候介入甚至部分暫停產品對散戶投資人的銷售，讓市場有時間理解新金融商品複雜之定價，與其潛在內涵與影響。尤其市場上交易的一方為大型、有知識經驗的基金或投資機構，另一方則為大量未受充分金融商品教育之散戶投資人，我們更需謹慎以對。

### 5. 與談人 Mr. Andrew J. Kriegler:

我們著重在金融商品銷售之管理。一個重要的問題是，這些金融商

品是否為散戶投資人提供可靠的投資管道?我們特別注重這類金融商品於銷售時資訊的透明性、風險揭露完整性，以及於銷售時是否詳細評估散戶投資人對於商品的理解程度。

6.與談人 Mr. Jean-Paul Servais:

我們面臨的挑戰是，散戶投資人很少深諳這些店頭衍生性商品，但他們卻得面對強勢的行銷活動。這些商品的提供者宣稱，此類產品可以在低利率環境下仍然產生高額報酬。但實際上這些短期交易風險極高而且並未與實體經濟連結。在 2016 年，FSMA(FINANCIAL SERVICES AND MARKETS AUTHORITY)頒布店頭衍生性商品交易之限制令，因為在調查中發現，有將近 85%的投資人在二元期權的投資中損失所有的投資金額，這代表此類商品對散戶投資人而言風險過高。事實上在頒布限制令前，FSMA 及 ESMA 都已一再指出這些商品含有之顯著風險，但我們仍持續收到相關投資人對相關交易的申訴，因此作為內國的監理機關，在 ESMA 尚未禁止相關產品交易之前，FSMA 即先禁止部分特定商品之銷售並限制特定之銷售行為。至於跨國境的銷售行為，也必須仰賴如 ESMA 等國際組織來加以約束。

7.主持人 Mr. András Nemescsófi 提問:

可否談一下 ESMA 最新對於二元期權及差價合約等商品之限制?

與談人 Mr. Steven Maijor:

根據 2018 年 1 月開始實施的「歐盟金融工具市場規則 II」(MiFID II)，ESMA 有權禁止或限制特定商品及活動，並在 28 個會員國內生效。歐盟人民本有締結契約之自由，因此直接禁止或限制交易活動這種強烈介入的手段，實在是我們的最後手段了。我們關注二元期權及差價合約這類商品已經好幾年，不管是在歐盟層級或各會員國都收到許多投資者的申訴，因此我們發布警告及 QA 問答集，也制訂販售規則並提高監理密度，但都難收其效。這就是為何我們最後禁止二元期權交易並限制差價合約交易。差價合約部分屬於混合型的限制，包括對開放部位槓桿倍數的限制、禁止帳戶呈現負值的限制、禁止不當獎勵及風險警示等。這些措施可以保護投資者，避免他們發生高於投入金額的損失，並增加交易的合理性，期能避免

再對投資人產生嚴重損失。至於禁止二元期權向散戶銷售，是因為我們認為它是類賭博的商品，而且實際上不具有避險功能。然而，這些商品都有跨境銷售、全球銷售等特性，所以各國管理者應該通力合作才能有效規制。最後，這些限制 ESMA 只有權先實施 3 個月，3 個月之後必須再檢視成效以決定是否延長。

8. 主持人 Mr. András Nemescsófi 提問:

可否從投資人角度闡述對這些限制的看法?

與談人 Mr. Paul M. Koster:

我完全支持禁止二元期權交易。如果只是加些限制的話，市場總能找到方法規避，倒不如一開始就明確禁止。其實剛剛 Steven 提到的我都支持，即便是以投資人的角度而言也是如此，因為投資人已經在這類商品上損失鉅額資金了。而且我認為監理者一定要採取行動，實際上取締，否則徒法不足以自行。還有 3 個月太短了，必須要延長。從投資人的觀點應該特別強調的是，過去收益不能保證未來獲利，不能因為過去報酬率高就忽略風險。

9. 主持人 Mr. András Nemescsófi 提問:

在巴西，也有對這些高風險商品的限制嗎?

與談人 Mr. Marcelo Santos Barbosa:

在巴西對於未經註冊的商品都是禁止的。由於這些商品會在各處銷售，我們必須盡快發現並且處理。但是如果沒有其他機關的協助，很難發現每一個違法銷售者。所以我們必須仰賴整個網絡的合作，有時候我們發出禁制令時還會先取得其他機關的許可。所以我們的監理也要仰賴其他單位的通力合作。

10. 主持人 Mr. András Nemescsófi 提問:

在加拿大有無交易限制，考量因素為何?

與談人 Mr. Andrew J. Krieger:

可以區分兩個不同情形來談。一種是本來就在我們監理範圍內的行為(例如已註冊或已遵照我們所訂規則者)，另一種則是未經註冊的套利行為。就已經註冊的行為者，他們的各種銷售行為本來就受到限制。就二元期權而言，最近也遭到我們禁止交易，但是已註冊者

本來就沒有提供這類商品的銷售，所以之所以要明文禁止交易，是為了針對那些未註冊者，明白宣示政策立場。

11.主持人 Mr. András Nemescsófi 提問:

對高風險商品的監理要注意哪些重點?

與談人 Mr. Jean-Paul Servais:

要有效監理這些高風險商品，關鍵因素有三，首先必須確保商品本身及其提供者等相關資訊的透明性。其次是針對廣告行為。先前提到 FSMA 禁止部分特定商品之銷售並限制特定之銷售行為。這個限制令包括兩部分，其一為禁止透過電子交易平台銷售之二元期權及差價合約等部分店頭衍生商品交易。其二即為禁止特定激進的銷售或廣告手段，例如由外部電話中心進行的隨機電訪，不當贈品等。最後我們必須有適當工具來教育投資人，對於這些金融商品及其提供者本身之相關知識與潛在風險。

12.主持人 Mr. András Nemescsófi 提問:

還有哪些商品可能屬於高風險商品?

與談人 Mr. Steven Maijor:

在金融海嘯後，ESMA 有系統的檢視了金融創新商品以及它們對市場的影響力。我們對大數據、區塊鏈等議題都做過評估，但目前並無計畫對其他金融商品採取像對二元期權及差價合約般進行強烈干預行為。

13.主持人 Mr. András Nemescsófi:

我們會議第二部分是關於虛擬貨幣首次公開募資(ICO, Initial Coin Offering)，ICO 目前方興未艾，但市場對其看法分歧。有人認為其前景可期，也有人持負面看法，如巴菲特就曾於受訪時指出比特幣等虛擬貨幣的價值，是透過人們的購買意願而增加，其本身並無法產出其他投資回報，因此缺乏「內在價值」(intrinsic value)，形同賭博。此外其透明性是否足夠?加密貨幣與我們剛剛談到的其他金融資產如二元期權及差價合約等有何不同?如何加強對投資人之保護?

與談人 Mr. Steven Maijor:

我認為加密貨幣與剛剛談及的店頭衍生性商品仍有很多不同。我們

在檢視加密貨幣時還需邀集銀行與保險部門的監理者併同評估，因為它是金融工具的再發明，牽涉層面相當廣，而且各種加密貨幣間也有很多不同特性及不同用處。究竟何者對於加密貨幣有權監理或有權干預？是央行還是證券監理機關還是其他機關？其實都是個問題。虛擬貨幣特性之一是可以儲藏價值，因此可能會被廣泛接受。不過採礦成本很高，相較之下，我們現行的貨幣系統比較便宜，使用加密貨幣進行交易的成本可能較高。ICO 與 IPO 並不一樣，後者有很多的保證，對投資人的保護和透明性也都有相應的規範。但是 ICO 投資人就是拿到一張白紙，背後沒有整個制度提供架構性的保障，這就產生高度風險。

與談人 Mr. Paul M. Koster:

我認為對管理者而言，加密貨幣就像在房間裡的蛇(按:應係比喻加密貨幣太多變數太複雜，導致沒有人願意處理)。談論到這個議題時我們到底在討論什麼？是比特幣？加密貨幣？區塊鏈？還是 ICO？我認為大家根本不知道我們在討論什麼，我們也未充分認識區塊鏈技術將為社會帶來多麼深遠的影響。現在人們已經藉由 ICO 逐步建立起一整個產業鏈，這將對銀行業帶來什麼影響？我知道 ESMA 或各國證券監理者都投入大量時間在研究加密貨幣，但這真的是他們知識與能力所及之事嗎？當投資者傾盡所有家當投資加密貨幣，並期待下一個笨蛋用更高價購買他手上的加密貨幣，倘若有天沒有人願意當下一個笨蛋時，問題將會很嚴重，我們會後悔現在沒有採取強烈的管制手段。

與談人 Mr. Marcelo Santos Barbosa:

巴西證券交易監理委員會(CVM,Comissao de Valores Mobiliários)於去年 10 月對市場發出一項通知，表明加密貨幣並非貨幣，並且於 12 月與巴西央行發表了一份聯合聲明，警告加密貨幣的相關風險。今年 1 月又再度發出通知，表示加密貨幣不能被視為金融資產，限制巴西境內基金直接投資加密貨幣。所以我們一步一步，非常謹慎的在處理這個問題。不過我們也觀察到，市場有很多背後並無實質資產支撐的金融產品都具有相當風險，我們應該盡快加以了解並視情形即時納入監理。

與談人 Mr. Andrew J. Kriegler:

加密貨幣和我們剛剛討論的二元期權及差價合約不同。儘管二元期權及差價合約也有高度投資人保護必要性，但我們的監理作為是基於對該等商品的理解，然而我們並不了解加密貨幣，也不清楚應該怎麼樣去管制它。你怎麼管制一個可以隨時在任何地方發行並且被所有人紀錄的東西?所以我們應該要先仔細觀察加密貨幣如何流入金融體系，以及每一個它與實體經濟的接觸點，這樣我們才有可能在發生問題前找出因應之道。

與談人 Mr. Jean-Paul Servais:

加密貨幣是我們一大挑戰。很多投資人並不理解加密貨幣之本質，他們之所以會投資只是因為聽聞報酬率很高。因此 FSMA 去年也接獲 33 起投資人申訴遭到加密貨幣交易平台以超高報酬率詐騙，我們在今年也揭露 19 家加密貨幣交易平台涉嫌詐欺，以提醒投資人注意。然而加密貨幣雖然價格波動幅度大、ICO 雖然風險高，但它並不像二元期權及差價合約如此黑白分明。畢竟區塊鏈的確是重要技術，新的科技有其用途。只是監理者必須更快速的回應這些新的發展。

二、【Panel 2】主題：FinTech 與數位化之最新挑戰（The newest challenges of FinTech and Digitalization）

(一)時間：5 月 10 日下午 3：00 - 4：30

(二)主持人：Mr. Márk Hetényi, Deputy CEO, Retail and Digital, MKB Bank, Hungary

(三)與談人：

Mr. Ashley Alder, Chair of the IOSCO Board and CEO, Hong Kong Securities and Futures Commission

Mr. Reinier Pollmann, Programme Manager – Innovation and FinTech, AFM, The Netherlands

Mr. Shaun Port, Chief Investment Officer, Nutmeg, U.K.

Mr. Eric Pan, Director, Office of International Affairs, Commodity Futures Trading Commission, U.S.A.

Mr. José Carlos Doherty, AMCC Chair & CEO, ANBIMA

(四)內容摘要

1、主持人 Mr. Márk Hetényi：歡迎各位參加今天的公開研討會。金融科技與數位化科技近年快速發展，為金融產業帶來革命性的變化。面對科技的不斷進化，我們該如何調適因應？未來企業金融科技與數位化科技面對的挑戰有哪些呢？配合 IOSCO 年會的進行，我們很高興地邀請到各位金融監理機構代表為各位分享他們的看法，我們先把時間交給 IOSCO 主席 Mr. Ashley Alder，謝謝！

2、Mr. Ashley Alder：

(1)金融產業對客戶資料的使用需要特別謹慎，Fintech 與網路交易讓我們更有機會接觸到客戶資料，卻也衍生出對個資的安全保護議題。如何在客戶資料使用與個資安全保護取得最佳平衡點，是金融產業要留意面對的。

(2) 另外像大家都習慣使用的線上購物、線上交易等，big data 是另一個課題，客戶資料在網路環境下的安全保護，是金融科技與數位化科技首要重視的課題。

(3) 科技的應用不應影響我們消費的產品本身，金融市場運作也是一樣，科技的應用應該保持其中立(neutral)角色，不偏袒市場供



給與需求的任何一方。

### 3、Mr. Shaun Port：

- (1) 客戶資料的保護有多重要，看看最近臉書公司的例子就知道。身為社交媒體巨人，臉書把數千萬用戶的個資洩漏給劍橋分析公司的新聞事件目前還沒落幕，執行長甚至被邀請到美國國會作證，所以未來對個人資料的保護，我們絕對不能輕忽。
- (2) 線上交易較傳統實體交易更容易留下交易軌跡，追蹤並分析客戶交易習慣與偏好，這對企業而言是個商機，是很有價值的資料庫。但如何取得客戶同意，善加利用及分析客戶偏好，拓展更多商機，法律的界線一定要拿捏清楚。

### 4、Mr. Eric Pan：

- (1) 金融監理機構應該要鼓勵金融科技與數位化科技還是該阻止呢？答案顯然是前者。金融科技與數位化科技並不只是一種現象，卻是股不可逆的趨勢變化，一波又一波的帶來各種應用上的突破，就像網際網路儼然演變成我們生活不可或缺的工具一樣。
- (2) 各種數位科技的應用我們監理機構或可不用一開始就禁止或管制，我們應該讓市場去選擇適合生存下來的科技、技術及商品。就像 ICO，我們目前尚無法定調這個市場該怎麼開放及監理，但我們保持觀察，也許這個市場會慢慢萎縮，但也可能演化出適合這個市場的遊戲規則，重點是這個市場數位科技的應用有可能帶來創新與效率。
- (3) 但我也要強調個人資料保護的重要性，現在要取得個人資料實在不是件難事，你永遠不知道自己的資料何時洩漏出去的，監理機構與司法機關一定要加以干預。

### 5、Mr. Reinier Pollmann：

- (1) 企業應該用客戶的同理心對待客戶的個人資料，數位科技帶來便利生活，卻也造成不必要的困擾。我們不喜歡個人資料被他人濫用，我們更應以相同態度對待及處理客戶資料。
- (2) 處理客戶資料應該符合客戶利益為前提，以負責任的態度處理客戶資料，長期而言，在客戶資料利用與保護間建立一種合理且信任的關係，不管科技未來如何演變，都不應違反人性。

三、【Panel 3】主題：被動式 VS 主動式管理策略—何者對投資人有利?  
(Passive vs. active management strategies - what is best for the investor?)

(一)時間：5月11日 09:00-10:30

(二)主持人：Mr. András Temmel, Secretary General, Hungarian Fund and Asset Management Association (BAMOSZ), Hungary

(三)與談人：

Mr. Peter De Proft, Director General, EFAMA, Belgium

Mr. Martin Moloney, Senior Policy Advisor, Central Bank of Ireland

Mr. Noel Archard, State Street Global Advisors, U.S.A.

Mr. Gerard Fitzpatrick, ASIC, Australia

(四)會議摘要:

1. 近年來投資集體投資計畫(collective investment schemes)或類似商品市場出現重大轉變，資產管理策略由主動式轉為被動式，其中被動式策略最明顯的即是 ETF 大幅成長，此場座談會將探討相關成因、上開兩種管理策略之利弊、具爭議性之 closet indexing / index hugging(類指數投資型基金，即該檔基金雖為主動型基金，基金經理人卻根據指數之成分股進行投資並收取高額的管理費)、並探討基金管理費用及資訊揭露等議題。
2. 首先針對主動式及被動式此二種策略發表看法，無論是從金融機構的角度來看，著重金融市場的變化，以提供監管方面的考量；或從投資人的角度來看，在其決定投資策略及金融商品時，考慮之面向有哪些；亦可討論主動式和被動式這兩種策略的競爭關係、評效基準等；另因過去幾年來，被動式策略興盛，這代表著是市場本質的轉變，還是新時代來臨的象徵呢？
3. 與談人 Noel Archard 首先就基金發行人的角度而言，其不認為指數型或主動式策略是孰優孰劣之問題，這兩種策略在全球資產管理之投資組合中皆被採用；並提出其試著倡導盡量不用「被動式」這個詞彙，因為關於資金並沒有被動的意涵，即使是指數配置仍是需要非常投入的，被動一詞太過負面，對於發行機構而言，他們須考量何時投入、

甚至是否要改採取主動投資等問題；對於一般投資人而言，他們亦須考量收益、風險、投資目的等議題，資產配置也相對重要，而 ETF 相較之下就是較單純的指數工具。

4. Martin Moloney 則表示全球投資狀況有所不同，在歐洲著重銷售機構對投資人之責任，並關注成本，管理費收取需合理，因而促進彼此間之競爭，投資人也會因此更加在意該投資策略是否有效，這樣的發展是對投資人有利的，未來機器人理財也是指日可待的商機。Peter De Profit 從資產管理公司的角度來看，這兩種策略互相競爭，但也互補，他們不應該被視為非黑即白相反的選擇，而應該是像光譜中並列的顏色來作配置，以因應投資人不同的投資偏好、風險承受度及投資時間等。
5. 至在較小型或新興的市場中，這些被動式策略是否適合？是否會減低主動式策略之經理人的重要性？與談人 Noel Archard 認為被動式策略事實上是有效的，全球各市場皆有指數型商品提供投資，無論是長期投資和戰術型(tactical)投資的投資人都使用 ETF 做資產配置，若一檔 ETF 具有平均之規模大小、價差及較低的手續費成本等條件，就會發現很多採取戰術型資產配置策略之大型機構會把 ETF 當作資金流動部位。根據晨星(Morningstar)所提供之數據指出，在新興市場中，有 86% 的主動型之基金經理人的投資績效低於基準(benchmark)，而指數型商品僅 66% 表現不佳；且主動型之基金經理人的投資績效表現較好的 14% 中，只有一半的基金經理人好表現能超過三年；這有部分的原因係來自主動型基金過高的成本，造成主動型基金表現不佳。
6. Martin Moloney 則指出「新興市場」這個詞變得越來越不像過去好用，目前有許多高度發展且有效率的市場還是被歸為新興市場，因此其個人偏好用「低效率」和「高效率」市場來代替區分不同之市場類型；一般而言，股票市場的效率高於債券等固定收益市場；若以監管者的角度來看被動式投資策略與「低效率」市場，須關注以指數名義來進

行銷售之議題，因不同指數供應者其定義不一定相同，且可能涉及各種複雜型式及不同商品，而此時市場需有全面性完整的資訊揭露。

7. Gerard Fitzpatrick 就澳洲的經驗而言，澳洲許多國內的資金皆投資在指數型基金，也可看出一般投資人偏好的改變。澳洲投資人類型與其他地區結構不太相同，大部分都是一般投資人，因此澳洲證券投資委員會(ASIC)者必須去檢視這些議題，思考投資人的需求及其必須了解的資訊；就市場的角度來看，資產管理之收費結構已從顧問模式轉變，因此該國需要推出更多產品，以符合投資人之需求。
8. 至資產管理機構成本及其資訊揭露之議題，某些資產管理機構對文件細項條款的「描述」常會有些意見分歧之因為何? Peter De Proft 表示這些交易、計算方式都是有法律規定，相關細項條款事實上皆清楚公開，尚無基礎計算方式造成誤導之情形，惟交易成本包含管理費、經紀商手續費、交易稅及隱性成本，對管理費等明確定義之費用歧見並不多，但如何計算隱性成本就有很多討論及爭議；若要求資訊透明，如標的市場風險與波動都不算在成本，即市場波動產生的價格偏差或任何在市場波動執行或下指令時所產生的成本都屬客戶之成本，應計入成本裡。
9. Martin Moloney 認為歐洲的問題是，就隱性成本而言，有些是需按照市場狀況才能計算而出，但其實對投資人而言，成本產生的問題太複雜，重要的反而是其全部真正付出的成本，因此重點應是讓投資人知道在其了解之成本與銷售機構所提出被動型投資之成本間是有差異存在的。Gerard Fitzpatrick 補充強調，檢視這些成本結構是因為成本終究會對一般投資人造成衝擊，且有些成本並不是非常透明，其認為就成本透明化之重要性比成本本身還大。Noel Archard 提到還有銷售方面之議題，不同市場有不同做法，例如美國市場有較多元之商品，包含波動性大的投資組合，這與歐洲的情形不同，因此建議應把焦點放回資產配置、

股債比例等元素，銷售機構只是由上往下提供服務、控制風險並推廣資產配置。

10. 接著探討 closet indexing 類指數投資型基金，這些基金假裝成主動型基金，但事實上它們非常被動，卻收取高額之管理費，針對這樣的情形，應如何監管呢？Gerard Fitzpatrick 分享在澳洲某程度上也關注此問題，這其實與資訊揭露程度有關，監理方法可優先檢視基金的組成、看其如何運作；或採較直接之方法規定揭露之資訊不得造成誤導，但也不必特別透過法規去監管每一個組成部分，因所要求的透明度等相關規定，也是種負擔，會反映在基金成本及其最終績效上。Martin Moloney 表示即使目前無明確量化之方式來篩選出這類基金，基金接受量化測試並非重點，監理機關應重視的是有些基金不會完全揭露該基金目的和資源。
11. 至 ETF 之架構較共同基金簡化，但仍需要檢視其影響、機制等。再者，被動型策略之市場對指數提供者依賴很重，這些指數提供者亦包含在投資策略的考量範圍內；此外，在歐洲訂有基準監理，其建構指數提供者須遵循的機制。
12. 被動型策略投資大多為低成本且多元的，相關評比標準在指數投資中扮演重要的角色，對客戶、經理人或投資人都很重要。而被動型策略之指數標的更是逐漸擴及 ESG（環境、社會和公司治理原則）或 SRI（社會責任投資）等議題，即是因應現今著重對企業永續經營之趨勢。

四、【Panel 4】主題：中小企業籌資（SME access to capital markets funding）

（一）時間：5月11日早上10：45 - 12：15

（二）主持人：Mr. Géza Sebestyén, Associate Professor, Corvinus University  
Budapest, Hungary

（三）與談人：

Mr. Marcos Ayerra, Chairman, Comision Nacional de Valores, Argentina

Mr. Mirosław Kachniewski, President, Polish Association of Listed Companies, Poland

Mr. Jurgen Boyd, Executive Director - Financial Services Board, South Africa

Professor Hal S. Scott, Nomura Professor and Director of the Program on International Financial Systems (PIFS), Harvard Law School, U.S.A.

（四）會議摘要：

1. Mr. Géza Sebestyén：

(1) 這場研討會是本次 IOSCO 年會的最後一場，謝謝大家的耐心與時間，相信經過這週的參與，都有令人滿意的收穫！

(2) 網際網路的發達及數位科技的應用，現代新事業的建立已經不像傳統工業講究的資本密集產業。相對的，如有好的創意或新穎技術，新型態事業的建立門檻比起傳統工業經濟容易許多。

(3) 新型態事業的建立，常常源自於各國的 SME。所以 SME 對各國的經濟及產業發展愈來愈重要。但 SME 通常有個弱點，資金不足。因此，資本市場在 SME 成長階段的角色更顯重要。

(4) 除了資本市場的重要角色外，有無其他政策可能扶持 SME 成長呢？今天邀請到四位專家，與我們就 SME 藉由資本市場取得所需資金分享他們的觀點與建議。

2. Mr. Marcos Ayerra：

(1) SME 在各國經濟的發展扮演重要角色，是新創事業與就業機會的主要創造者。粗估全球 6-7 成的就業機會是 SME 所衍生出來的。以阿根廷為例，約 7 成的 GDP 是 SME 協助創造的。我們甚至可以下個大膽的結論：SME 發展愈好，國家經濟發展會愈健康。因此，

我們監理機構與政府當局應該以政策儘量協助國內 SME 的成長。

- (2) SME 的資金來源除自有資金外，多數依賴銀行借款，但銀行借款的資金成本較高，且 SME 規模不大，實體資產可能也不夠作為抵押擔保，不易取得足夠資金，如果有資本市場可以當 SME 的後盾，支援他們，提升他們的競爭力，對 SME 及國家經濟都是很棒的事。
- (3) 現在的資本市場對 SME 是相對友善許多，金融科技的發展讓籌資管道多元化，也讓融資成本下降，而且金融科技的發展是持續往前推進的，所以我們對這塊是持比較樂觀及正面的看法。
- (4) 稅務的減免政策，或許也可以考慮，投資 SME 的一定金額或持有期間內，可享有稅務減免利益，應該能提高投資人參與投資 SME 意願。

### 3、Mr. Jurgen Boyd：

- (1) SME 在南非的經濟活動也是相當活躍，許多礦業開發公司都是從 SME 成長。過去南非政府的政策指導在 SME 市場扮演重要角色，未來要留意的是不要扼殺 SME 的創新創意，因為這是 SME 最重要的發展基礎，任何政策或規範，包括資本市場的融資管道，都應儘可能不要扼殺 SME 創新創意的想法。
- (2) 近來有關融資的創新方法常常讓人眼睛一亮，資本市場有趣的地方就是不斷在進化，不論是市場的供給面或需求面，
- (3) 群眾募資是 SME 的另一種新型態籌資方法，但風險性比較高，有點類似創投的投資計畫評估，是否適合一般投資人，個人比較持保留看法。
- (4) 監理機構鬆綁法規同時，該有相對配套。例如對市場上的不當行為，如詐欺，要有更嚴格的法律規範，以保護投資人權益。

### 4、Professor Hal S. Scott：

- (1) SME 其實有不同的解釋定義，雖然 SME 家數或許持續成長，但實際從資本市場募資的金額卻沒有同步增加。從供給面來看，資本市場的資訊揭露要求、內部控制要求、短期績效與獲利壓力及許多的監管法法需要遵守等，讓許多 SME 卻步；從需求面來看，風險規避的投資人對 SME 的投資傾向較為保守。SME 最終的目標還

是要進入資本市場的，但如何有增加 SME 在資本市場的供給(如法規鬆綁)與需求(增加 SME 市場的投資吸引力)，是大家可以再思考的。

- (2) 散戶投資人跟退休基金在意的另一個流動性問題，如果 SME 市場發展健全，或搭配造市機制運作，流動性的疑慮也可以消除。
- (3) 從投影片可以看到，以美國市場近幾年 IPO 跟私募融資(Private Offerings)的籌資金額作比較，IPO 的表現還是不如私募融資，相對比例而言，近 3 年 IPO 與私募融資金額差距更為擴大，即便是資本市場發達的美國，IPO 還是有成長空間的。SME 是 IPO 市場的重要一環，讓更多的 SME 進入資本市場進行籌資是未來要努力推動的。

5、Mr. Mirosław Kachniewski：

- (1) SME 有個最基本，也是最重要的問題，就是他們規模及資本通通不夠大。所以多數 SME 要很努力的在競爭環境中存活下來，資本市場的眾多法規對他們而言確實增加不少負擔，成為監理法規下的犧牲者。所以應該要鬆綁對 SME 的監理法規要求，才能增加 SME 進入資本市場的誘因。
- (2) 監理法規鬆綁會影響投資人保護嗎？答案是會的。但如果把投資人區分成積極型跟保守型，保守型投資人基本上原來就不會投資 SME，而積極型投資人就算不投資 SME，他們也會去投資 ICO 等更高風險的金融投資。所以我們認為不論是 SME 或群眾募資都應納入較寬鬆的監理力道，這樣反而能留住原本積極型的投資人在我們這個市場。但投資人如果遭受損失，監理機構一定要可以隨時掌握，投資人保護絕對是發展任何市場所應優先考量的。



## 捌、閉幕式及交接典禮

一、時間：5月10日上午10:00-11:00

二、致詞者

- Dr. László Windisch, Deputy-Governor of MNB
- Mr. Ashley Alder, Chairman of IOSCO Board
- Mr. Paul Andrews, Secretary General of IOSCO

三、會議摘要：

(一) 匈牙利央行(MNB)副主席 Dr. László Windisch 致詞。László Windisch 首先感謝與會者在過去幾天帶來精采的會議內容，並就 MNB 的角色進行簡介：

László Windisch 指出，全球金融危機爆發後，匈牙利曾面臨極其複雜的經濟局面，因先前預算管理不佳導致國家財政狀況不穩定；此外，由於內部缺乏足夠的儲蓄，也極度仰賴國外的資金。因此，自 2010 年後，MNB 便致力於穩定預算狀況以求快速從金融危機中回復。其次是貨幣政策，自 2013 年起，MNB 實施了一系列貨幣政策，將利率降至歷史低點，同時使用傳統的和非傳統的手段，以提昇匈牙利金融體系的穩定和強化金融中介機構的運作效能，進而促進匈牙利經濟的增長。展望未來，MNB 將持續汲取其他國家的經驗，並專注在貨幣相關政策之實施，同時克服金融市場所帶來的各項挑戰，以扮演起穩定匈牙利經濟的角色。László Windisch 最後提到 IOSCO 作為一個國際證券市場機構，在製定和實施有關國際金融體系運作的規範及相關層面之應用，往往可以發揮關鍵影響的作用。他也期盼接下來兩天的公眾論壇能有更深入的討論及帶給與會者更豐富的收穫。

(二) IOSCO 理事會主席 Mr. Ashley Alder 致詞：

Mr. Ashley Alder 指出，今年逢全球金融風暴屆滿 10 年，他認為金融產業的功能應回歸到 4 大面向：

- (1) 維持支付系統運作
- (2) 提供融資的管道
- (3) 提供市場流動性以建立公正的資產價格
- (4) 提供衍生性商品以協助參與者進行風險管理

而監理者的任務就是和市場業者共同努力，釐清現況並解決問題以確保投資人受到完善保護。

此外，過去 IOSCO 著重在許多商品的研究，包括衍生性商品市場的架構、共同基金及槓桿型商品等。目前也已開始專注在被動型投資(如 ETF)、結構型資產及市場流動性等相關議題之研究。展望未來，不論金融科技發展及法規政策之方向，IOSCO 的目標就是維持市場信心，使金融體系能創造社會價值，並達到永續金融，而 IOSCO 也將持續著重投資人保護、促進市場的公平和效率及降低系統性風險，以因應資本市場所帶來的各種挑戰

(三) IOSCO 秘書長 Mr. Paul Andrews 致詞：

今年是 Mr. Paul Andrews 擔任 IOSCO 秘書長的第 3 年，Mr. Paul Andrews 表示 IOSCO 將持續就幾個面向不斷努力，包括：投資人保護、公平和效率市場及永續金融。

去年會議討論的重點在市場流動性、資訊安全及金融市場架構等，過去一年中，除了前述議題外，因應金融環境的發展也衍生出一些新的主題，包括：虛擬貨幣首次公開發售(ICOs)、市場波動的管理及資料保護等，IOSCO 花費了許多時間在研究這些議題，並發布許多相關的研究報告。此外，就 IOSCO 與監理機構的合作方面，將持續藉由簽署多邊瞭解備忘錄(MMoU)達成監理合作，並整合相關資訊，以利辨別市場之新興風險。

有關 IOSCO 已初步達成之項目包括：

- (1) 設立 ICOs 資訊聯絡網，將有興趣的會員結合在一起，分享彼此之資訊。
- (2) 研究監理者如何使用科技及數據進行監理及監視，並面對市場之新興風險。

另外，過去 IOSCO 專注的 5 大議題，未來也將持續進行，包括：

- (1) 強化市場回復機制
- (2) 資料差異及資訊共享
- (3) 投資人教育及保護
- (4) 資本市場的永續發展
- (5) 金融科技創新

## 玖、心得與建議

### 一、 持續關注虛擬貨幣及 ICO、金融科技(FinTech)發展與網路資安等議題：

1. 本次 IOSCO 年會不論 APRC、GEMC、監理研討會等，主題均環繞在近年主管機關討論的熱門主題—探討虛擬貨幣及 ICO 新興金融科技(Fintech)之發展，以及監理機關面對此一趨勢如何強化資通網路安全等議題。可見渠等議題對資本市場具重大影響，主管機關應及早因應俾利監理。
2. 目前各國對於虛擬貨幣及 ICO 之定位及規管方向多尚未明朗，各國主管機關多係發布警告信提醒投資人相關風險，澳洲、香港及新加坡均表示目前著重於揭露文件應充分且正確的揭露相關資訊，泰國將虛擬貨幣視為一全新資產(虛擬資產)並訂定專法規管，日本則表示 ICO 可能因其架構不同可能落入金融商品取引法及(或) Payment Services Act 之規範，建議我國在研議對虛擬貨幣及 ICO 之規管上，除蒐集各國規範外，亦應注意 IOSCO、FSB、G20 等國際組織對於虛擬貨幣及 ICO 之看法及相關報告。
3. 今年 IOSCO 理事會決議設立 FinTech Network，做為會員國主管機關監理合作之平臺，較簽署雙邊監理合作備忘錄更有效率，各國得透過該平臺進行雙邊或多邊之即時交流，本會將持續追蹤該平臺籌設進度並積極加入。
4. IOSCO GEMC 提出各國證券主管機關建立有效的資訊安全規範、藉由專案檢查確保金融機構具備有效的偵測及反應能力暨透過跨國合作即時分享資安資訊，並擬建立 IOSCO Network of Cyber Experts，交換網路威脅、專家建議及最佳做法等資訊。我國近一年遭遇多起證券業 DDoS 阻斷服務攻擊事件，因應 Fintech 發展，及我國未來規劃「資通安全管理法草案」，更應多加關注網路安全議題，以提升金融交易安全。

### 二、 持續關注 IOSCO 對於綠色金融之規範：IOSCO 調查發現發展綠色金融之兩大障礙如下：①相較於傳統債券，綠色債券之收益率較低，且須具備額外發行要求、缺乏綠色債券次級市場及流動性問題；②缺乏國家及全球一至性準則。IOSCO 為解決第 2 個問題，擬建立綠色金融之國際一致性原則，預計於 2018 年底前發布。考量資金投資係全球流動，為協助

發展我國綠色債券市場，建議持續追蹤 IOSCO 報告及研議採納相關規定，俾國際資金投資我國綠色債券市場。

### 三、 持續積極參與 IOSCO 相關會議，並強化與國際間證券主管機關執法合作：

1. IOSCO 為我國少數得加入為正式會員並得以積極參與之重要國際組織，藉由 IOSCO 與其他重要國際金融組織(如：FSB、G20)之緊密關係，亦有助於我國爭取加入其他重要金融組織，爰積極參與 IOSCO 之重要工作與活動相當重要。
2. 近年歐盟等陸續發布之涉及他國金融管理之相當性等規範(Equivalence Decision)，包括：歐盟資料保護法(GDPR)、歐盟金融指標規範、CCP 等，惟其相關規範涉及治外法權(extraterritoriality)，對歐盟金融業於亞洲地區的投資、非歐盟會員國之業者等均有深遠之影響，透過 IOSCO 與歐盟協商，協助各國面臨之問題，助益甚大，如 IOSCO 理事會設立 Sub-Group on Data Privacy(SGDP)，與歐洲證券及市場管理局(ESMA)就此議題進行協商，ESMA 同意 IOSCO 得依據 GDPR 第 46(3)b 規定與 ESMA 簽署 Administrative Arrangement(AA)，俾歐盟會員國仍得透過 MMoU 與非會員國進行資料分享，IOSCO 已於 2018 年 2 月 26 日將 AA 草案送交歐盟審查，在 AA 生效前，ESMA 同意歐盟國家得依 GDPR 第 49(1)d 條規定向 IOSCO 會員國傳送資料。
3. 近期各國主管機關均發現跨境金融活動增加，跨境執法合作更亦發重要。如日本、香港均表示虛擬貨幣及 ICO 活動常涉及跨境監理，強調國際合作之重要性，建議未來仍應持續強化與國際間證券主管機關執法合作，俾利提高監理效能，確保市場秩序。

## 附件一 IOSCO 組織沿革及架構

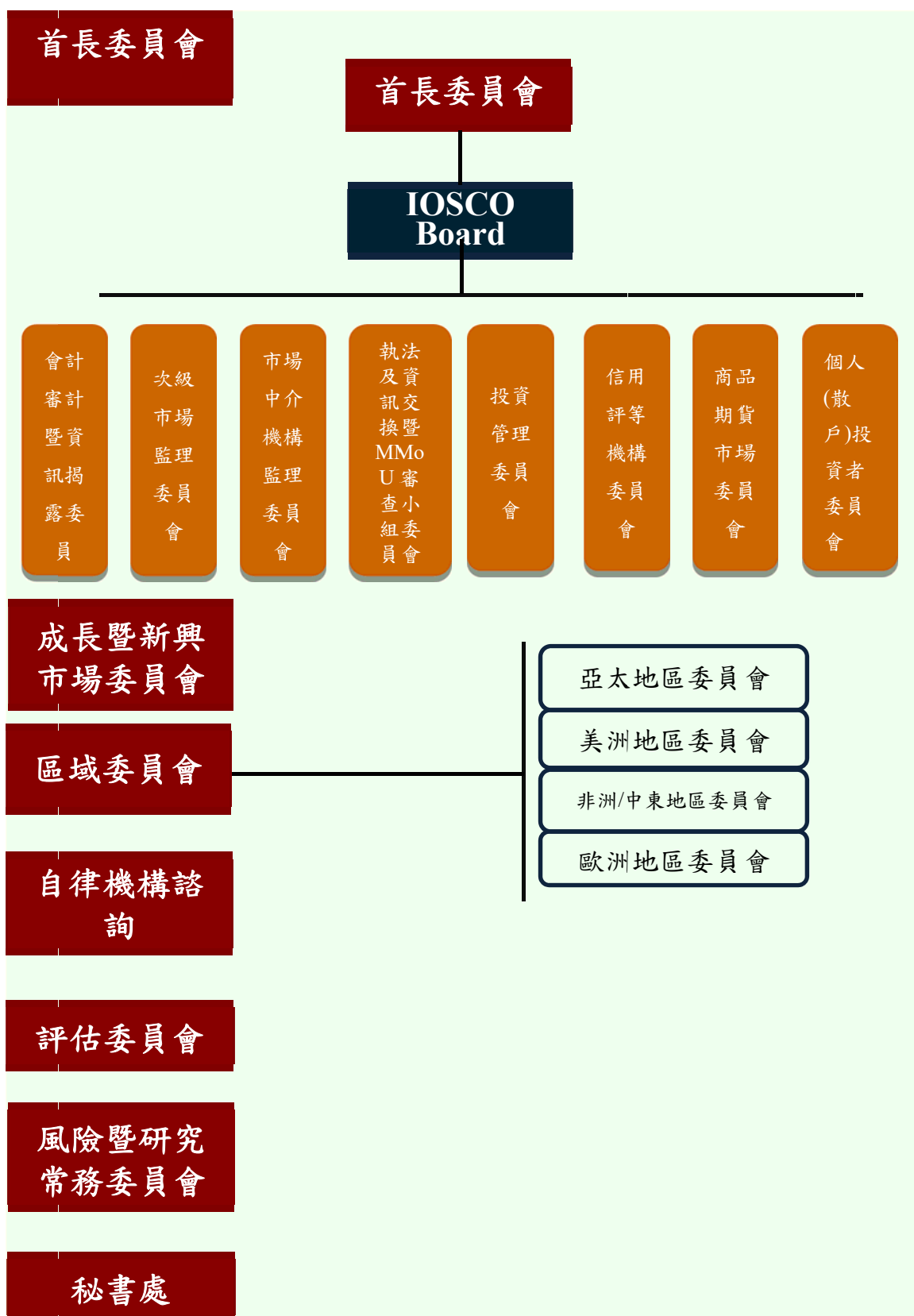
國際證券管理機構組織為目前世界各國證券及期貨市場主管機關最重要的國際性合作組織。該會成立於 1983 年，其前身為 Inter-American Regional Association (成立於 1974 年)。原會員均為美洲境內之證券主管機關，至 1984 年在法國、印尼、韓國、英國等國家之證券期貨主管機關陸續加入後，成為一國際性證券管理機構組織。1986 年 7 月在巴黎舉辦之年會係 IOSCO 第一次在美洲境外舉辦之年會，該年會中並決議設立一永久性之秘書處 (General Secretariat, 位於西班牙馬德里)。IOSCO 係由各國證券及期貨市場主管機關或自律機構所組成，據 IOSCO 統計，IOSCO 會員管理超過全球 95% 以上之證券及衍生性商品市場。

### 一、 設立目標

- (一) 共同合作以發展、執行並推廣國際認可之一致性法規準則、監理及執法，以保護投資人，維持公平、有效率、透明之市場，並注重系統性風險。
- (二) 提升投資人的保障、確保投資人對健全證券市場之信心，並經由強化資訊互換與執法合作以打擊市場不當行為、監理市場運作與中介機構監理。
- (三) 強化全球及區域性資訊交換與經驗分享，以協助市場發展、強化市場基礎建設及各項法規的落實。

## 二、IOSCO 組織

### (一) 組織架構



## (二) 各委員會之職能

### 1、首長委員會 (President Committee)

首長委員會由所有一般會員及副會員之首長 (Presidents) 所組成，該委員會每年舉行一次年會，擁有絕對權力決定及達成組織之目的。該委員會下的 IOSCO 理事會 (IOSCO Board) 是 IOSCO 管理及制定標準的主體，自會員中選出 34 位會員代表所組成。重要證券期貨市場實務議題研究及政策制定等相關工作，由轄下 8 大委員會所專責執行。

8 大委員會分別如下：

(1)會計審計暨資訊揭露委員會

(Committee on Issuer Accounting, Auditing and Disclosure)

(2)次級市場委員會

(Committee on Secondary Markets)

(3)市場中介機構委員會

(Committee on Market Intermediaries)

(4)執法及資訊交換暨多邊資訊交換合作備忘錄審查小組委員會

(Committee on Enforcement and the Exchange of Information and the Multilateral Memorandum of Understanding Screening Group)

(5)投資管理委員會

(Committee on Investment Management)

(6)信用評等機構委員會

(Committee on Credit Rating Agencies)

(7)商品期貨市場委員會

(Committee on Commodity Derivatives Markets)

(8)個人(散戶)投資者委員會

(Committee on Retail Investor)

8 大委員會每年約舉行 3 次經常性開會，以研討相關重要議題出具建議報告。目前我國目前業加入「會計審計暨資訊揭露委員會」、「信用評等機構委員會」及「個人(散戶)投資者委員會」3 個委員會。

## **2、成長暨新興市場委員會 (The Growth and Emerging Markets Committee, GEMC)**

成長暨新興市場委員會目前有 88 名會員，占所有 IOSCO 正會員數之 75%，且其中 10 名會員為 G20 之成員，而新興經濟體在 IOSCO 會員國之比例亦不斷增長，是 IOSCO 極重要之委員會。

該委員會於 2013 年 5 月由原新興市場委員 (Emerging Markets Committee, EMC) 正式改名，重新定位以發揮更顯著的功能。藉由建立法規標準、提供訓練課程及促進資訊、技術移轉等經驗互換，以推動新興證券及期貨市場之發展。

## **3、區域委員會 (Regional Committees)**

各區域之會員組成區域委員會，以討論特定的區域議題，各區域委員會除了在大會年會期間開會之外，亦舉辦年度區域會議。4 大區域委員會分別如下：

- (1) 亞太地區委員會 (Asia-Pacific Regional Committee)
- (2) 美洲地區委員會 (Interamerican Regional Committee)
- (3) 非洲/中東地區委員會 (Africa / Middle-East Regional Committee)
- (4) 歐洲地區分會 (European Regional Committee)

## **4、自律機構諮詢委員會 (Affiliate Members Consultative Committee)**

IOSCO 附屬會員中，如屬於證券暨期貨市場之自律機構 (Self-regulatory Organizations, SROs) 者，則自動成為此委員會之成員，其目的在於確保全球證券暨期貨市場之自律機構都能對市場法規的發展提出建議。在 IOSCO 擬定相關政策的過程中，此委員會扮演相當重要的角色。該委員會名稱於 2013 年由 SROs Consultative Committee 變更為 AMCC (Affiliate Members Consultative Committee)。

## **5、評估委員會 (Assessment Committee)**

IOSCO 於 2012 年建置評估委員會，以促進各會員國能全面、有效且一致地實行相關原則及標準。

## **6、風險暨研究常務委員會 (Standing Committee on Risk and Research)**



2011 年成立該委員會，確認證券監理機關在全球金融市場所扮演解決系統性風險的角色。

## 7、秘書處 (General Secretariat)

設於西班牙馬德里，負責辦理 IOSCO 日常事務、協調各會員國工作、舉辦訓練課程及舉行各項會議。

### (三) 會員制度

IOSCO 會員共分為三類：

- 1、**正會員 (Ordinary Member)**：凡證券市場主管機關或類似之政府單位均可申請，惟每個國家或地區僅限一位正式會員。該國家如無類似之證券市場主管機關，則該國之相關自律機構可申請為正式會員。正式會員具投票權（每單位一票），可參與會員大會，截至 2017 年 6 月，正會員數達 127 個。
- 2、**副會員 (Associate Member)**：如一國之證券主管機關已成為正式會員，則該國由地方性主管機關組成之協會或其他相關法定主管機關可申請成為副會員。副會員無投票權，但可參與會員大會，截至 2017 年 6 月，副會員數為 24 個。
- 3、**附屬會員 (Affiliate Member)**：任何與證券市場有關之自律機構或國際性機構均可申請成為附屬會員。附屬會員無投票權，僅可參與部分對外公開之會員大會議程，惟該會員如屬自律機構（SROs），則可自動成為自律機構顧問委員會會員，截至 2017 年 6 月，附屬會員數達 66 個。目前我國臺灣證券交易所、櫃檯買賣中心及臺灣期貨交易所皆為該組織附屬會員（證券商業同業公會於 2013 年退出附屬會員）。

### (四) 我國參與 IOSCO 情形

我國係於 1987 年加入 IOSCO，成為正式會員，經常性參加 IOSCO、成長暨新興市場委員會 (GEMC) 及亞太區域委員會 (APRC) 所舉辦之各項會議，目前除本會外，臺灣證券交易所、櫃檯買賣中心及臺灣期貨交易所皆為該組織附屬會員 (affiliate membership)。

IOSCO 及所屬各區域委員會經常性與各國主管機關合作，視需要舉辦各類主題之訓練研討會。另因我國目為「會計審計暨資訊揭露委員會」、「信用評等機構委員會」及「個人(散戶)投資者委員會」之成員，每年均派員參加相關會議或參與電話會議之討論；另本會多年推展公司治理不遺餘力，且曾舉辦 11 屆臺北公司治理論壇之國際會議，深獲 IOSCO 各會員肯定。