

【實務新知】



羅嘉宜（證期局科長）

壹、前言

現今全球證券市場發展之相互連動性已跨越國界，對於各國證券監理機關及全球證券市場參與者而言，監理法規之制定與施行並非僅只約束境內金融市場活動，事實上，隨著金融業務國際化及各國金融改革的發展，對於跨境交易之影響逐漸加劇。這樣的現象也代表著境內監理法規及相關措施不僅適用於境內金融機構及客戶，其法律慣例及監理效力亦可能延伸適用於其境外分支據點或其境外客戶，亦為跨國金融機構至當地擴點之關鍵評估事項之一。

金融市場之跨境活動，長期存在境內外法規不一致之監理衝突問題與隱憂，目前重要國際組織將此現象統稱為「市場分割化（Market Fragmentation）」。如何強化跨國監理合作，以解決「市場分割化」問題，已成為近期國際金融監理熱門之討論議題。例如2019年，20大工業國高峰會議（G20）輪值主席國日本將「市場分割化」列為關鍵討論議題，而國際金融穩定委員會（Financial Stability Board, FSB）、國際證券管理機構組織（International Organization of Securities Commissions, IOSCO）等紛紛成立工作小組，持續進行廣泛討論及研提可能解決方案。

時至 2020 年新冠病毒（COVID-19）疫情爆發，隨之蔓延全球，為避免疫情引發系統性風險及為維持金融穩定，各國監理機關陸續針對居家辦公、異地備援等持續營運計畫（Business Continuity Plan, BCP）、面對重大災變之清理復原計畫（Recovery and Resolution Planning, RRP）、網路資訊安全等自行發展因應措施等，相關執行細節欠缺一致性國際標準，跨國金融集團之海外據點因應當地國法令要求，各自發展在地化措施，益發突顯市場分割化問題之嚴重性。邇來，國際金融市場對於全球市場分割化問題之探討及論述甚多，本文謹就近期國際關注市場分割化之問題概述如下供參。

貳、何謂市場分割化（Market Fragmentation）及其發展現況

各國金融監理改革措施不盡相同，此外其相關法規措施生效時程與實務執行面之差異、金融發展之新領域，例如加密資產、永續金融等皆欠缺國際一致性作法。另一方面，針對外國金融機構訂定特殊性限制措施，例如要求其不得跨境傳輸個資規定等，除易衍生境內外適用疑義及監理分歧與摩擦外，跨境監理機關間仍欠缺妥適之互助合作機制，亦可能直接導致跨境監理資源之重複與浪費或間接迫使跨國金融機構退出當地市場。以上種種現象，乃係近年來市場分割化問題漸趨嚴重之主因。

體認全球市場分割化問題亟待解決，為利聚焦討論及凝聚共識，2019 年 FSB 首度就市場分割化提出具體描述性之文字，稱「市場分割化係將全球市場依地理關係、產品別或市場參與者類型等細分為多個市場¹」。此說法陸續被其他重要國際組織採納並沿用迄今，已廣為大眾接受，其中 IOSCO 於 2019 年 6 月發布「Market Fragmentation & Cross-border Regulation」（強化跨國合作機制，解決市場分割化問題報告），該報告直接採納上開 FSB 對於市場分割化之定義並提出解決全球市場分割化問題之可行作法，包括跨國監理機關審酌建立相互採認監理成果機制，以減少雙邊監理資源重複與浪費等建議。

參、亞洲金融市場參與者對於市場分割化問題之看法

亞洲證券暨金融市場協會（Asia Securities Industry & Financial Markets Association, ASIFMA）於 2020 年 8 月對外發布「Addressing Market Fragmentation Through the Policymaking Lifecycle」（市場分割化報告，下稱 ASIFMA 報告），企圖從亞洲金融市

1 IOSCO June 2019 “Market Fragmentation & Cross-border Regulation”. FSB has offered a high-level description of market fragmentation in which the concept refers to “global markets that break into segments, either geographically or by type of products or participants”. IOSCO proposes to adopt this definition in this Report to ensure consistency with the FSB.

場參與者之角度提出觀察，針對當前亞洲金融市場面臨市場分割化較為嚴重之區塊作出提醒，期許亞洲證券監理機關可透過強化跨國監理合作的方式，共同解決市場分割化問題。

延續 2019 年 G20 將「市場分割化」列為關鍵討論議題，IOSCO 亞太區域委員會（Asia Pacific Regional Committee, APRC）主席國日本金融廳再於 2021 年 1 月邀集 ASIFMA 代表及 IOSCO APRC 會員國（我國亦為成員國之一）齊聚一堂（以視訊會議方式），就該上開報告所提市場分割化問題相互交換意見。IOSCO APRC 會員國認同 ASIFMA 報告所提當前亞洲金融市場在以下面向，確實面臨市場分割化問題之嚴峻挑戰，並期許亞洲監理機關能儘速強化跨國合作機制及研訂國際一致之可行作法，為亞洲金融業者提供友善市場法規環境：

- 一、店頭衍生性商品集中結算機構在地化政策：2008 年亞洲金融風暴爆發迄今，各國紛紛推動衍生性金融商品集中結算制度，企圖將結算風險從結算會員移轉至集中結算機構（Central Counterparty, CCP），旨在改善風險管理機制、提高市場流動性，並降低全球大型金融機構之系統性風險。然為便利集中控管境內大型金融機構系統性風險，部分國家要求在地金融機構從事店頭市場商品交易之部位，必須全數於當地 CCP 進行結算，亦即 CCP 之在地化政策，進而限制交易流動性及增加集中結算作業成本（例如各國對於應強制集中結算之商品種類、使用貨幣、交易門檻及最低保證金等均有不同規定；美國商品期貨委員會（CFTC）要求美國金融機構應於其指定之 CCP 進行結算；另歐盟規定歐洲金融機構應於其核准之 QCCP 進行結算，始可適用較低之 BIS 計提比率）。前開差異導致全球系統性重要金融機構（Global Systemic Important Financial Institutions, G-SIFIs）所承作之衍生性金融商品部位分散在各國 CCP 進行結算，使得各國 CCP 流動性降低，更不利全球監理機關透過集中結算制度洞悉全球金融機構系統性風險。
- 二、LIBOR 利率指標轉換計畫：LIBOR 即將於 2021 年底停用，爰替代利率轉換計畫僅剩一年準備期，各國雖已督促金融機構參考國際作法審慎因應，然目前美國、歐盟及日本等主要國家作法分歧，尚無國際一致性作法，各自發展不同替代利率期限結構建構方法及利率調整方法及轉換路徑圖與時程表與 ISDA 轉換條款（Fallback Protocol）採納時程，導致各國金融機構在承作衍生性金融商品及發行人發行債券之利率曝險增加，全球替代利率如未順暢轉換，恐引發全球系統性風險，呼籲各國監理機關加強關注。

- 三、復原及清理計畫 (Recovery and Resolution Planning, RRP)：為解決金融機構大到不能倒 (Too big to fail) 而需以國家財政資源支援 (Bailout) 之問題，近年各國要求金融機構應訂定復原及清理計畫，然因各國作法分歧，例如母國金融機構及其海外分支據點須因地制定不同復原及清理計畫，以致無法訂定集團一致性整體政策且不易進行調整；各國對於銀行發行具損失吸收能力債券 (Total Loss Absorbing Capacity, TLAC) 之清償順序與執行標準、損失吸收比例及利息加價等面向亦有不同規定，導致各國金融機構在訂定相關計畫產生困難與低效率性，同時也須承擔較高之風險。
- 四、資本適足率之計算及資本流動性之跨境管理：各國監理機關對於跨國金融機構於其境內設立據點，仍應依各國規定計算資本適足率且符合財務比率要求，導致跨國金融機構在資本適足率之計算上壓力倍增 (例如同一筆資本可能於母國及他國分支機構重複計算資本適足率，惟如有跨國監理機關合作，則可給予適度豁免)，且亦降低了金融機構之財務韌性與金融穩定性。另 2008 年金融危機過後，為強化對國際金融機構境內分支機構之資本穩定及強化損失吸收能力，部分國家另外增訂銀行分隔措施 (Ring-fencing)，要求國際金融機構在各地分支機構仍應依各地監理措施提足資本，但此規定可能因此限制金融機構集團整體自有資金運用，以應對損失償付能力之營運韌性，並對跨國資金流動性造成衝擊。此外，各國實施改革規範與時程均不相同 (如各國適用及推動 Basel III 及 CCP 時程不同)，可能會因相關政策延遲執行，亦影響金融市場競爭之公平性。
- 五、永續金融：2019 年綠色債券發行量將近 500 億美元，中國市場佔一半，東南亞及韓國市場成長最為快速。另受疫情影響，也有企業發行疫情相關永續債券 (COVID-focused Sustainable bonds)，將取得資金用於研發疫苗及疫情相關藥物，至 2020 年 4 月概估有 130 億美元。然而，目前全球對於「綠色」定義與分類標準 (Taxonomy) 不明，且有「漂綠 (Greenwashing)」之爭議與疑慮。另依據 IOSCO 相關報告，目前全球有超過 40% 市場參與者認為永續金融相關之資訊揭露及審慎監理措施尚無一致性，例如歐盟的分類標準預計涵蓋中性 (Neutral, 碳中和) 及棕色 (Brown, 對環境有害者) 經濟活動。此外綠色投、融資準則部分亦缺乏一致性揭露標準 (例如聯合國責任投資原則 (Principles for Responsible Investment, PRI)、赤道原則 (Equator Principle)、氣候變遷相關財務揭露規範 (Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD) 及氣候變遷相關之國際財務報導準則等)，且未揭露具信度與效度之相關資料，有待進一步整合，讓外界遵循。

- 六、資訊共享與保密、資料在地化及防範駭客攻擊：大數據之應用，有助於監理機關發展監理科技，以有效控管系統性風險、監控跨境交易及維持金融穩定；然而，各國對於相關資料申報要求、個人資料保護規定不同（例如歐盟一般資料保護規範（General Data Protection Regulation, GDPR）限制個人資料跨境傳輸、馬來西亞個資法及印度個資保護法（Personal Data Protection Bill, PDPB）對於敏感性個資的定義不同，導致國內和第三國之間於資料傳輸方面在法律上存在著不確定性）、部分國家訂有限制金融機構資料庫必須在地化等限制性規範，衍生資訊共享障礙，同時也增加金融機構等市場參與者的跨境作業成本，降低跨境交易效率。另網路駭客攻擊事件頻傳，全球金融機構雖積極推動資訊安全強化政策，並進行壓力測試，惟相關因應措施各不相同，欠缺國際一致性規範，亦提高操作風險。此外因應金融數位化發展趨勢，雲端資料庫之委外設立與服務提供亦將受限於個資保護法相關規定，限制其資料可及性與可用性，甚至可能讓金融機構對於某些海外市場產生進入障礙之疑慮，影響其拓展海外業務或投資意願，亦不利全球監理機關及金融機構之資訊流動及分享。
- 七、金融犯罪防制（防制洗錢及打擊資恐／數位資產）：依據國際統計資料，每年全球非法業者透過金融機構洗錢之金額約 8,000 億美元至 2 兆美元（佔全球 GDP 2% 至 5%），全球金融機構審慎訂定防制洗錢及打擊資恐規範，然因各國在執行細節有不同解釋規定，導致跨國金融集團各地據點在執行客戶 KYC、可疑活動報告（Suspicious Activity Report, SAR）提交等相關作業程序之作法不一致（例如最終受益人（BO）及重要政治人物（PEP）之認定），目前各國對於數位資產交易、虛擬貨幣交易所（Virtual Currency Exchange, VCE）之設立許可規範、首次代幣發行（Initial Coin Offering, ICO）等是否納入洗錢防制相關規定作法分歧（例如有些國家採實名制，有些則直接限制此類交易）。為因應數位資產未來發展趨勢，及金融機構與投資人持有數位資產之實務需求，建立安全的投資環境，各國監理機關應儘速就數位資產及其交易制度訂定洗錢防制規範。
- 八、金融機構之營運韌性：為利金融機構之健全發展，目前各國監理機關均要求金融機構應針對相關營運風險訂定持續營運計畫（BCP），包括面對巨災損失後之復原計畫、個人資料保護與避免駭客侵害之資訊安全措施、第三方委外 IT 風險管理、交易對手之信用風險管理、Covid-19 疫情衝擊下之居家辦公及異地備援計劃等，惟相關執行細節並無國際一致性標準，導致金融機構實務執行成本增加，此外也可能因各國監管作法分歧，導致監理資源之重複與浪費，而衍生跨國監理衝突等問題。另

一方面，因國際對於營運韌性之定義與分類亦尚未有一致性監理架構，恐潛藏監理機關對金融機構管理之隱憂。

肆、結語

總體而言，市場分割化緣於各國為推動相關金融改革措施，所衍生之監理差異性，此外隨著新興金融科技、交易制度之發展趨勢，市場分割化之影響亦日漸加劇。是以，近年國際金融監理組織及金融倡議團體刻不容緩地就市場分割化議題進行檢討，以期提出相關可行性作法或評估原則。

自 2019 年起至 2022 年，IOSCO 將此議題納入理事會優先事項及年度工作計畫，近期 IOSCO 調查結果發現監理機關間使用跨境監理工具的頻率增加，且在執法合作面亦有顯著成長，這顯示各國對於跨境金融活動的監理程度逐漸提高，也更為突顯解決市場分割化問題之重要性與實益性。

展望未來，針對全球市場分割化問題，金管會將持續關注國際場域凝聚共識及研訂國際一致性解決方案情形，並適時參採並檢討我國法規之合宜性與國際接軌。

伍、參考資料

ASIFMA, Oliver Wyman. (August 2020). Addressing Market Fragmentation Through the Policymaking Lifecycle.

Financial Stability Board. (June 2019). FSB Report on Market Fragmentation.

IOSCO. (June 2019). Market Fragmentation & Cross-border Regulation.

~ 投資 ETF 小提醒 ~

投資人應留意槓桿型 / 反向型 ETF 的商品特性及投資風險，主要是運用期貨契約來追蹤標的指數（當日）正向 2 倍 / 反向 1 倍報酬表現，並不適合投資人長期持有。