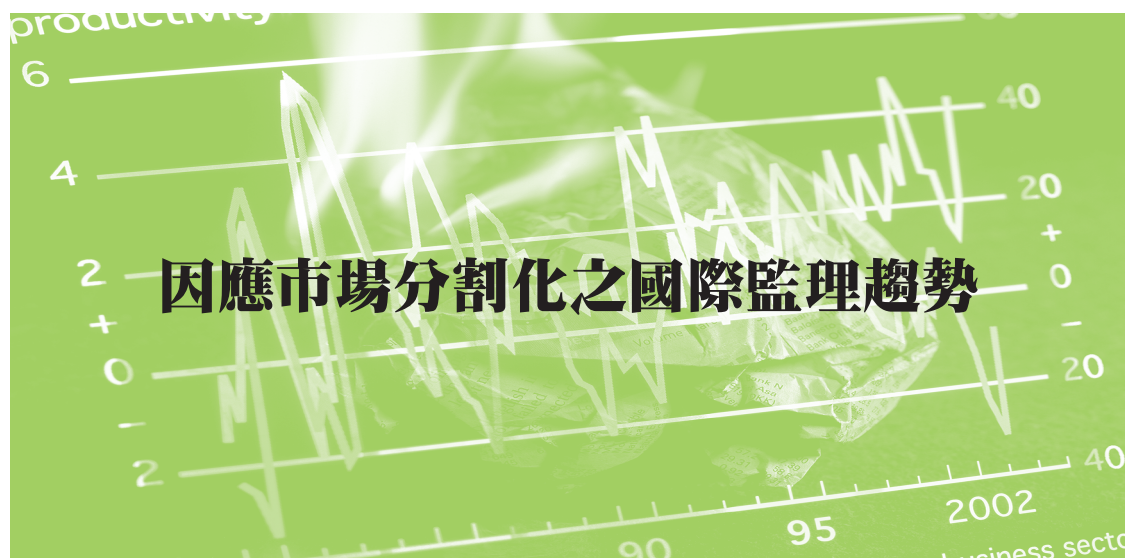


## 【實務新知】



蘇柏穎（證期局科員）

### 壹、前言

近年全球跨境金融交易活動日趨熱絡，且隨著新興金融科技蓬勃發展之趨勢，各國資本市場的相互連動性更為緊密，市場參與者的發展形式更為多元，相關監理措施亦須與時俱進，以達監理成效。因此，對於各國監理機關而言，其監理法規之制定與施行並非僅只約束國內的市場參與者及金融交易，跨境監理層面亦應納入考量。然而，實務上，各國監理規範及其施行措施有所分歧，以致監理機關對於跨境交易之監理有其執行難度。另一方面，各國法律慣例、監理制度面的歧異，無形中對於跨國金融機構而言，也提高了其須承擔之潛在風險與作業成本，反倒不利跨境業務之拓展。

綜觀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）、亞洲證券暨金融市場協會（Asia Securities Industry & Financial Markets Association, ASIFMA）等國際組織針對各國監理法規差異性衍生「市場分割化（Market Fragmentation）」之各項問題，主要是聚焦於衍生性金融商品集中結算制度（CCP）、IBOR 轉換、永續金融、資料保護與傳輸政策、金融機構持續營運計畫（BCP）等議題進行研究，提出實務評估運作原則

或工具。然而，面對跨境監理法規差異性所衍生之市場分割化及阻礙金融創新發展等挑戰，各國監理機關該如何確保相關解決方案不會削弱其國內監理有效性及改革成效，同時亦不致影響金融服務之提供或金融產品之跨境交易發展，以從中取得監理衡平性。

## 貳、國際組織研提市場分割化之實務原則及解決方案

### 一、評估市場分割化之指標

為利各國辨識並自行評估其市場分割化之影響程度，IOSCO 經研蒐、彙整各會員國之相關市場資訊，就市場分割化提出以下四點代表性指標，以利監理機關檢視與衡量，並適時就其市場分割化問題採取適當的解決方案：

- (1) 市場參與者之資金流動性與避險能力降低，不利資本形成，另市場對於相類似資產報價產生顯著差異。
- (2) 跨境資金流動減少。
- (3) 增加金融機構之風險及成本。
- (4) 產生監理套利或金融不穩定性提高。

### 二、國際組織研提市場分割化之實務原則及解決方案

為解決市場分割化問題，國際組織積極研提各項可能之實務運作原則或評估工具，以取得各國監理機關之共識，俾利提升跨境監理之成效，IOSCO 分別於 2015 年、2019 年及 2020 年發布研究報告<sup>1</sup>，針對該問題提出階段性實務運作工具及評估處理原則，以下就 IOSCO 現行建議之解決方案依序說明如下：

(一) IOSCO 近期就各會員國跨境監理模式做進一步調查，發現「簽署雙邊備忘錄 (MoUs)」係為各國監理機關常用之跨境資訊交換管道。此外為有效消弭因市場分割產生跨境監理之歧見，IOSCO 歸納出三點調查結論，以供各會員國建立有效解決市場分割化問題之共識：

- (1) 增進國際間相互信任：各國監理機關相互信任是奠定有效之跨境監理規範的基石。以 IOSCO 亞太區域委員會會議 (APRC) 為例，於過去 4

1 IOSCO. (September 2015). IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation.  
IOSCO. (June 2019). Market Fragmentation & Cross-border Regulation.  
IOSCO. (June 2020). Good Practices on Processes for Deference.

年間固定在每屆 APRC 年會中，與歐盟執委會（European Commission, EC）、歐洲證券及市場管理局（European Securities and Markets Authority, ESMA）等歐洲金融監理機關代表共同召開歐盟亞太金融論壇（EU-Asia Pacific Forum），以增進歐洲與亞太區域的交流。以期透過論壇形式，就兩大地區的法規發展、新興金融趨勢、國內和區域法規的跨境影響進行討論，讓各國監理機關從而對彼此的監理目標及政策意向有更深入的了解。

- (2) 加強合作與協調：目前 IOSCO 正著手建立 MoUs 資料庫，以提高監理機關和市場參與者，例如集中結算交易機構（Central Counterparties, CCPs）、信用評等機構（Credit Rating Agencies, CRAs）之間的資訊透明度，同時也建立資訊交換與共享機制，並可強化監理機關之間的信任，及降低因市場分割化導致監理成效不彰的負面效應。
- (3) 監理尊重（A Process for Deference）：因跨境監理工具通常需因地制宜，而此處「Deference」<sup>2</sup> 係指監理機關間相互尊重、信賴，並認同各自監理框架（例如：護照制、法令遵循替代、認可制等），而非專指某一監理機關、監理體制之法律術語。至對評估最佳實務原則（Good Practices）之考量因素，可透過促進國際監理交流（如簽署備忘錄、參與國際或區域論壇等）、鼓勵監理機關制定高效率的評估方法（如盡可能提供所有評估資料做整體性分析，及以英文呈現法規更新資訊等），並以其成果為衡量基礎等面向進行檢視。

（二）基於前述討論共識，在市場分割化目前尚無「一體適用（One-size-fits-all）」的解決方法之前，IOSCO 建議各國監理機關應依證券市場之交易、金融商品及市場參與者之需要，適時評估及調整監理措施，並與他國監理機關相互合作，以確保監理機關使用跨境監理工具之有效性，但又不會過分限制金融服務或商品之跨境流動。據此，IOSCO 就市場分割化問題提出監理機關可採用跨境監理規範之三種實務運作模式如下：

- (1) 國民待遇（National Treatment）：「國民待遇」<sup>3</sup> 係指一種認定方式，讓

2 IOSCO June 2020 “Good Practices on Processes for Deference”. The term “deference” is used here, as it was in the 2019 Report, as an overarching concept to describe the reliance that authorities place on one another when carrying out regulation or supervision of participants operating cross-border. The term is used here in a generic manner and is not intended to refer to the legal framework of any single jurisdiction or regulatory mechanism that may be employed to achieve such deference.

3 IOSCO September 2015 “IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation”. The Task Force

外國實體（Foreign Entity）於市場進入及監理要求等方面可比照國內規定，且適用於各類型的市場參與者，惟通常會先行要求外國實體註冊登記或取得業務營業許可。國民待遇之監理目標主係為改善資本流動及市場進入措施，以建立公平競爭的環境，對所有市場參與者採取實質性同等監理對待，並提高跨境監理之透明度、可預測性及效率，及強化投資人保護措施。然而，即便在採取「國民待遇」之下，監理機關針對外國實體進行金融檢查時，仍可能會受到母國法律之限制性措施或禁止，或是當外國監理機關要求進行海外子公司金融檢查時，可能會產生與當地法律抵觸等問題，而必須與之進行協調。

## (2) 認可制（Recognition）：

係指母國監理機關對於外國監理制度進行評估程序後，對他方監理之「認可」，實務上可分為單向及雙向兩種模式。「單向認可」之下，跨境金融活動（包括金融中介、有價證券發行或金融機構基礎設施設立等）係按照特定條件進行，雖可在某些情況下適時放寬相關評估條件，但可能會發生取得外國監理資訊權限不足之問題。至「雙向認可」雖代表雙方監理機關都承認彼此的監理制度，且可適用同母國之監理規範，惟需大量的監理資源和執法合作支持。國際上採用認可制主要是希望避免監理重複，以便捷化措施吸引外國投資及提升金融服務創新。另就跨境金融服務部分，除強化投資人保護與金融市場基礎設施之外，亦有助於深化與外國監理機關之協調與合作（例如法令遵循替代（Substituted Compliance）），提高對海外子公司之實質監理效率，以試圖解決各國對於跨境金融檢查之監理權限不一致之問題。

為利各會員國評估外國監理機關制度有所依循，IOSCO 提出「認可制」評估步驟如下：

---

recognizes that the term “national treatment” also has a well-understood meaning in the context of international trade law and wishes to clarify that all references to “national treatment” throughout this report should be interpreted solely for the purposes described herein and should not be conflated with the use of the term in international trade law or any related context.

評估步驟	目標 / 指標	作法與說明
<p>確立監理目標 (5 項目標)</p>	<p>常見之監理目標：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 國內投資人保護</li> <li>• 維持市場制度健全</li> <li>• 降低監理套利</li> <li>• 降低系統性風險、金融犯罪及不法行為</li> <li>• 執行防制洗錢及打擊資恐之成效</li> </ul>	<p>監理機關應先確立其評估目的及監理目標，以做為採取單向 / 雙向認可之參考。此外亦有助於外國監理機關在後續評估階段時，可進一步評估監理結果成效所可能衍生之差異性，及確定是否認可外國監理體制。</p>
<p>選擇監理衡量指標 (8 項指標)</p>	<p>常見之監理衡量指標：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 對外國證券法規進行一般業務分析</li> <li>• 基於跨境活動認可制之考量，針對外國證券法規進行特定業務分析</li> <li>• 外國監理機關對投資人保護之程度</li> <li>• 外國監理機關之執法能力</li> <li>• 外國監理機關對市場監理之程度</li> <li>• 檢視國際合作之法律架構及執行措施</li> <li>• 對於國際組織標準評估結果之分析</li> <li>• 參與國際組織之程度</li> </ul>	<p>監理機關可依其對於單向 / 雙向認可制之實務需求，選擇相關衡量指標進行組合；此外監理機關可視其所訂之不同評估目的，可賦予所選指標不同的衡量權重，進行調整。</p>
<p>蒐集評估資訊</p>	<p>尚無擬定相關指標</p>	<p>評估資訊來源主係來自對於外國實體、國際組織、外國監理機關和全球市場發展情勢等之觀察，以及檢視相關評估實體之法規架構與監理慣例，俾利權衡後續因應措施。</p>

評估步驟	目標 / 指標	作法與說明
設定基準值進行評估 (2 項基準值)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 國內法規與國際標準相當：               <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 國內法規要求與國際組織 (IOSCO、IMF、World Bank) 發布之原則或標準相當</li> <li>2. 成為國際組織 (如 IOSCO、EU、FATF、OECD 等) 會員, 及 IOSCO 多邊瞭解備忘錄 (MMoU) 簽署會員</li> </ol> </li> <li>· 國內法規要求比國際標準嚴格</li> </ul>	進行評估的過程中, 監理機關會依其監理目標設定基準值, 以確定外國監理制度能否達到預定之監理成效。

- (3) 護照制 (Passporting)：「護照制」是指於某一特定管轄區域建立一套共通性規則，讓提供金融相關服務或商品之護照持有人取得許可或授權後，可於該管轄區進行跨境金融活動（如歐盟的可轉讓證券集合投資計劃 (UCITS<sup>4</sup>)、金融工具市場指令 (MiFID<sup>5</sup>)、另類投資基金經理人指令 (AIFMD<sup>6</sup>) 等）。建立護照制的監理目的除為降低市場進入障礙及改善資本流動外，亦可強化跨境執法合作與監理基礎，防範系統性風險及監理套利的發生，以確保投資人保護之完善。另雖為利會員國有所依循，護照制所訂定之協議、指令等內容會較為詳盡；然而，在實務面因護照制共通性標準需取得所有參加國以條約或公約形式之同意，且各護照制參加國必須建立資訊共享機制，因此如集合管轄程度越低者，可能需要花費的成本越高，是以，在非經濟一體化之組織或區域可能難以推動。

4 歐盟可轉讓證券集合投資計劃 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS)：係指歐盟針對成員國內基金所發布的相關規範。

5 金融工具市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)：係為規範歐盟金融市場之商品資訊揭露品質，並提高市場交易透明度，以提供更完善的投資者保護。該指令自 2007 年於歐盟生效，並於 2018 年被 MiFID II 所取代。

6 另類投資基金經理人指令 (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD)：係為加強管理另類投資基金經理人 (AIFM) 對投資人、交易對手、其他市場參與者及金融市場之穩定所訂之監理架構，並允許另類投資基金經理人在遵守嚴格之規範下，跨國提供服務及銷售基金。

(三) 鑒於前述三種實務運作模式，可在不改變現有法律框架之下，有助於各國相互瞭解及尊重彼此的立法監理架構，進而提高跨境監理之效率。IOSCO 延續其 2015 年、2019 年調查與研究之基礎，發現近年監理機關借鏡採納外國監理機關監理結果及使用跨境監理工具的頻率增加，爰於 2020 年 6 月發布「Good Practices on Processes for Deference」研究報告，提出監理機關採用外國監理規範或監理成果之最佳實務評估作法，以協助並強化監理機關建立互信與合作基礎。有關 IOSCO 之評估基礎及實務評估作法說明如下：

(1) 評估前提與基礎：「最佳實務原則 (Good Practices)」旨在不違反現有的法規框架前提下，可適用於所有評估階段，及讓各國監理機關認同且借鏡外國監理規範，並尊重外國主管機關之監理機制，以達到監理目標。至於其成立要件，係源自於各會員國對於各國監理規範差異性之共識與認可，其評估過程基礎可歸納如下：

1. 以成果為基礎 (Outcomes-based)：監理機關借鏡外國監理規範、性質及其執法成果，以評估其國內監理成效，及作為認可之要件之一。
2. 風險敏感性 (Risk-sensitive)：審酌監理機關或對所涉市場參與者之風險實質性進行評估，並將根據市場影響性及範圍進行調整。
3. 透明度 (Transparent)：確保各方知悉並遵循評估過程和標準。
4. 跨境合作 (Cooperative)：建立強而有力的監理執法基礎或合作方式，如簽署雙邊備忘錄 (MoUs)。
5. 法規彈性 (Sufficiently Flexible)：允許監理機關對其監理管轄區進行法規或監理架構之修訂。

(2) 實務評估作法：根據前述評估基礎，IOSCO 劃分三個評估階段，並提出監理機關採用外國監理規範或監理成果之 11 項作法如下，並建議各會員國可適度參採：

評估階段	作法	說明
評估前	<u>作法 1</u> ：監理機關可考量最適方式，以利外國監理機關可適用相關評估程序，並確保其透明性。	可透過立法、發布指引、問卷及個案審查等方式。

評估階段	作法	說明
評估中	作法 2：監理機關可訂定以結果論為基礎之相關標準進行評估。	可透過檢視法規架構、簽署跨境執法多邊備忘錄（如 MMoU/EMMoU）及針對國際標準之檢視與對照研訂相關評估標準。
	作法 3：監理機關決策時，可將跨境實體之潛在曝險及投資人等因素納入考量。	可透過雙層監管將跨境實體區分為系統性重要實體及非系統性重要實體，並視劃分結果訂定不同的評估條件。
	作法 4：監理機關於過程中，可考量其最適參與度，並保留其檢視軌跡。	可透過問題後續追蹤等管考方式，進行檢視與確認。
	作法 5：監理機關可相互就評估過程充分合作，並衡量其建設性參與度。	可透過建立共通平台、問卷調查、電話會議等方式，進行資訊交流，以利檢視外國監理法規架構並對照其中差異。
	作法 6：監理機關可自行審酌其適當的評估範圍，以避免整體評估偏離實務情境。	可採取修改其他推定評估條件和要求，或在檢視相似法規時，限縮評估範圍。
	作法 7：監理機關可針對結果進一步釐清、反饋評估事實情境。	可就最終評估結果提供更多詳細資訊，以利後續修改參考程序或標準。
評估後：監測、調整和撤銷	作法 8：鼓勵監理機關相互溝通並定期共享資訊。	可於國際會議論壇或研討會中就相關法規進展進行交流與討論。
	作法 9：鼓勵監理機關儘早分享相關規範架構之發展，以利其他監理機關評估並採取適當的因應措施。	可透過簽署雙邊備忘錄（MoUs），或建立其他執法合作模式等方式，進行監理法規架構的檢視與修訂。
	作法 10：監理機關可就評估結果，酌情考量採取撤銷或其他替代性補救措施。	可採取強化溝通、修訂或增列情境條件、限縮評估範圍及逐步淘汰等替代性措施方案，進行後續監測與調整。
	作法 11：監理機關一旦決定撤銷，可考量採取因應措施，以降低投資人風險，強化市場整合及維持金融穩定。	可在採取撤銷決定前，建立過渡機制等暫緩措施，以提供跨境實體有充分的時間進行調整。



## 參、我國採納外國監理機關監理規範之實務案例

為確保我國監理法規仍具適宜性和相關性，並與國際發展趨勢及監理制度接軌，以增進跨境監理合作的互信與效率，本會除持續積極參與 IOSCO 等國際組織之重要會議及其他國際交流活動，加強我國與外國監理機關之合作聯繫與溝通外，在部分法規亦採納外國監理規範或監理成果，相關實務作法及案例研析如下：

- (一) 本會 2011 年 3 月成為 IOSCO MMoU 簽署會員：緣國際證券及衍生性金融商品市場活動，以及 IOSCO 各會員之間相互合作與諮商之需求日益頻繁，為確保遵守及執行其證券及衍生性金融商品之法令，且為證券監理機關之跨境監理合作奠定國際合作框架與基礎，IOSCO 於 2002 年建立了多邊瞭解備忘錄（Multilateral Memorandum of Understanding, MMoU），以強化證券監理機關對於證券市場不法行為之執法強度。本會為深化參與國際組織之強度及跨境互助合作，於 2005 年修訂「證券交易法第 21 條之 1」規定，提升我國資訊交換、協助調查等跨國監理合作之法規監理強度，並於 2011 年 3 月簽署加入（IOSCO MMoU 目前已有 124 名簽署會員）。本會持續強化請求協助案件之處理時效及辦理案件資料統計，除適時提供 IOSCO MMoU 小組督導簽署會員並建立資料庫外，亦有助於降低因市場分割化導致跨境監理成效不彰之影響。
- (二) 證券期貨業設置標準規範：依據「證券商設置標準第 28 條」及「期貨商設置標準第 19 條」等規定，外國證券商、外國期貨商在中華民國境內設置分支機構，應提供其在母國未受該國主管機關之處分證明。另依「證券投資信託事業設置標準第 8 條」規定略以，經營證券投資信託事業之發起人，應有符合法定資格條件之基金管理機構、銀行、保險公司、證券商或金融控股公司，應提供其在母國未受該國主管機關之處分證明。前開規定係為我國對於外國監理規範之認同，並尊重外國主管機關之監理機制。
- (三) 證券商受託買賣外國有價證券管理規則第 5 條及第 10 條：依據「證券商受託買賣外國有價證券管理規則第 5 條」規定略以，本會指定之外國證券交易所係指有組織且受該國證券主管機關管理之證券交易市場，其基本標準包含該交易所所屬國家之主權評等等級及其主管機關是否與本會簽署監理合作協議等。另「同規則第 10 條」規範證券商受託買賣外國有價證券依規應說明並交付風險預告書之應記載事項包括「投資外國有價證券應遵照當地國家

之法令及交易市場之規定辦理，其或與我國證券交易法之法規不同」等情。前開規定除基於我國與外國主管機關簽署合作備忘錄部分，建立相互信任基礎外，亦表示我國對於外國監理規範之認同，以利進一步強化我國投資人保護措施。

- (四) 證券期貨業及其他經金融監督管理委員會指定之金融機構防制洗錢及打擊資恐內部控制與稽核制度實施辦法第 4 條第 5 項：依據本規定略以，證券期貨業等應確保其國外分公司（或子公司），在符合當地法令情形下，實施與總公司（或母公司）一致措施。當總公司與分公司所在國之最低要求不同時，分公司應擇較高標準者為遵循依據；倘因外國法規禁止，致無法採行與總公司相同標準時，應採取合宜之額外措施，並向本會申報。此規定主係為 FATF 之評鑑準則建議，對於跨境監理規範採從嚴標準作為遵循依據，以降低市場分割化之監理差異。
- (五) 證券商海外轉投資事業「在地監理原則」【本會 107 年 6 月 1 日金管證券字第 10703209011 號令】：為使證券商投資之外國事業能與當地同業公平競爭，且不影響監理之考量下，本會自 101 年底起對證券商海外轉投資事業採「在地監理原則」，即證券商投資之外國事業如已在 IOSCO MMoU 簽署之主管機關註冊並取得證券或期貨執照者，其承作之業務及轉投資範圍得經本會核准後依當地證券期貨主管機關規定辦理。另有關證券商對子公司之內部控制監理部分，則應因地制宜考量該子公司所在地政府法令規範及實際營運狀況。此監理原則主係基於該等海外轉投資事業已受到當地主管機關相當程度之監理立意，避免監理套利及監理資源之重複與浪費。

## 肆、結語

國際間面對各國監理法規差異所衍生跨境投資、交易之不便性、市場進入障礙等市場分割化問題，已積極著手就相關實務議題進行盤點與檢討，並提出建議作法。現行推動的「國民待遇」、「認可制」及「護照制」等運作模式，更為突顯各國監理機關早已提高對於跨境金融活動之監理衡平性之考量及具體作為，也顯示解決市場分割化問題的重要性。另一方面，為協助各國針對其現行監理法規之市場分割化效果，可透過系統性方法進行檢視，IOSCO 積極審酌監理尊重（Deference）之基準，研提最佳實務原則與評估作法，以利各國確保其法規仍具相關性和適宜性，有助於降低市場分割化所帶來的影響，強化跨境合作機制。

此外，有鑒於 IOSCO 致力推動監理尊重之實務原則，歐盟執委會（EC）於今年 1 月宣布通過了一項監理措施決議<sup>7</sup>：「美國證券交易委員會（SEC）對於集中結算機構（CCPs）之監理法規與歐盟相關法律具監理等效性（Equivalence）。」，該項決議對於促進歐美地區之集中結算機構之相互監理認可，代表著重大進展；另美國 SEC 於今年 4 月宣布<sup>8</sup>：「針對歐盟 SBS（Securities-Based Swap）公司之法令遵循替代（Substituted Compliance）申請案件，刻正發布通知文件。」，如外國監理機關向美國 SEC 申請並於審核後取得與美國法規「相當（Comparability）」之同意者，則該國 SBS 公司於 110 年 10 月 6 日前可簡化其在美國資格審查之申報註冊程序；惟 SEC 仍保留其可對渠等公司監督、審查等執法權，且 SBS 公司須依美方規定，定期申報其境內外財務、業務報表等相關資料。該項政策意義代表美國 SEC 針對境外 SBS 公司監理法規訂定法令遵循替代之規定，認同且尊重外國監理機關之監理規範及結果，係為跨境監理合作之實務案例，且為監理相互尊重之體現，建立互信與合作基礎。

至我國現行採納外國監理規範或監理成果之實務作法，主係為降低金融機構跨境實務法規執行成本，且深化跨國監理機關監理結果之相互認可基礎，以使法規監理可更具效率性，同時有助於適時調整我國監理政策，及提升金融穩定性與監理成效。

## 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. (September 2015). IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation.

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

IOSCO. (June 2020). Good Practices on Processes for Deference.

7 European Commission Press Release (January 27, 2021) “Financial services: Commission adopts equivalence decision for US central counterparties.”

[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_21\\_205](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_205)

8 U.S. Securities and Exchange Commission Press Release (April 5, 2021) “SEC Issues Notice of Substituted Compliance Application and Proposed Substituted Compliance Order for United Kingdom and Reopens Comment Period for Notice and Proposed Substituted Compliance Order for France.”

<https://www.sec.gov/news/press-release/2021-57>