

簡訊

IOSCO「有效規範之作法」

叢宏文（證期會專員）

一、前言

IOSCO 自律規範諮詢委員會近來完成了一項研究自律規範（self-regulation）效果的新專案，Conceil des Marches Financiers 及（美國）國家期貨協會也協同發展了一套自律規範的一般原則，並提出自律規範為何應與法令規範架構整合的報告。在兩千年五月時，IOSCO 自律規範諮詢委員會在其年會中提出本研究報告，倡議如何在財金服務產業裡使用、重視並發揮自律規範成爲整體法令規範架構一部分的功效。附錄 A 中列示自律規範委員會曾對其發出問卷並獲提供詳細資訊的組織。

二、摘要介紹

自律規範，通常是自身利益與政府監督的獨特結合，在複雜、動態且多變的財務服務產業中，是一種最有效率及效果的規範方式。IOSCO 於其半年度報告「證券規範之目標及原則」中述及，自律規範組織（SRO，以下簡稱自律組織）對管理者而言，則是一個是否達成證券規範目標的重要要素。

本篇報告敘明促使自律規範成功的一般性要素，這些一般性要素已超越以財務工具（如衍生性商品）、市場結構（電子或人工交易）、市場參與者的屬性（機構法人或散戶）、交易本質（自營、經紀或兩者兼有）及自律組織結構爲基礎的差異。至於特別要素則必須視個別市場或司法管轄區域的目的、目標及需求而設定。事實上，自律規範方案的彈性設計是一項關鍵成功因素。

報告亦提及自律組織與政府管理者的關係，認爲在政府整體績效標準的監督下，自律組織應扮演「順從的」第一線'frontline'規範者的角色。

隨著科技及電訊的發展，財務市場逐漸無國界之分，也逐漸因市場參與者、仲介者及付款系統的關係而受到整合，交易所與店頭市場的界線越來越模糊，爲了符合此一發展趨勢，法規走向也必須彈性化、有效果並兼顧效率，法令架構不能落後或成爲市場創新的絆腳石。

故此，已存在的自律組織也應重新評估其整體架構，這股風潮使得部分證券及期貨交易所正考慮「公司化'demutualized'」，而追求利益的公司機制，將使他們更能在競爭壓力下快速回應市場參與者的需求。

三、定義、角色及目前評價

自律規範的角色在各國乃至於不同市場區隔中皆有所不同，但惟有在主管機關的監督以及長期負責任的行為記錄下，自律組織的自律角色才會受到重視。廣義的自律規範目標是確保市場誠實（一個公平、有效率且透明的市場）、財務體系誠實（減少系統風險）以及保護投資人。目前有三種自律規範體系，包括：產業自律組織、交易所自律規範架構以及私下要求參與者遵守最佳執業準則的協會組織。

自律規範通常著重在市場監督、市場仲介者的資格標準設定及包括其與客戶（市場使用者）間等營業行為之監督，這些規範責任可以是由單一自律組織執行，或者依國家（或市場區隔）劃分給數個自律組織執行。

在最完善的情形之下，自律規範包含增訂、修改、執行以及落實相關行為規範、（仲裁）解決爭端等權力，通常這些權力是由主管機關授權與非政府團體的。

當然，有些行政區域中的自律組織角色並未如此完整。

在某些行政地區，有效的自律規範甚至於存在於法律規範之前，隨著市場發展，市場參與者意識到為保護市場誠實正直，應制訂相關規範，而他們對實務的熟悉則有助於制訂、執行相關規範及解決爭端。

自律規範已被證明是一種有效的規範方式，因為自律組織本質上就較政府主管機關有更大的彈性，去適應環境迅速變動下的法令需求，他們也更熟悉市場專業知識，瞭解如何使規範的效益達到極大化，所以由他們所訂出來的法規會被那些自律組織內成員（即「受規範者」）認為是更適當、更合理而樂於切實遵守。

業界意見及自律規範常成為法令體系不可或缺的一部份，事實上，在 IOSCO「證券規範之目標及原則」報告中，對於將自律組織涵括於財務市場主管機關監督架構內的作法，給予高度肯定。

至於有效自律規範的構成要素包括：

(一)產業的專門知識

財務市場越來越複雜，自律組織必須要對該產業暨其運作的規範架構有完全的瞭解及極高的興趣，這對於主管機關而言是無價的資源，例如由自律組織及其成員參與討論制訂影響其產業的法令，或利用其成員提供之市場經驗修訂並執行相關從業規範（註一）。這些產業經驗可提高自律組織在制訂自律規則以及監督執行上的有效性及效率性。

自律組織所擁有的專業人士、廣泛經驗及授權責任使其致力於設計出有效的行為規範，並執行、評估之。自律組織必須有財力去雇用、訓練及留住具有專業知識的員工，IOSCO 在其報告中提到這正是自律組織較政府管理者能更快速、彈性回應市場變動的原因。此外，業界意見是促使主管機關及自律組織瞭解市場變動趨勢並快速有效回應的另一項不可或缺的因素。

(二)產業的動機

自行維持秩序以及自我規範概念之所以能行得通，是因為有維持公平、財務健全而有競爭力市場的業務誘因，尤其是在今日全球化、二十四小時、無實體、存在許多競爭市場及商品的交易環境下，商譽及競爭力是維持正當行為的強有力動機。

「自 (self)」的概念，是自律組織要鼓勵市場參與者及其專業協會對業界實務及準則的發展提供意見，以制訂適當的行為準據並確實遵行之；從政府管理的觀點而言，則是採用可以讓自律組織透過產業互動發展適當行為規範及執行方案的績效標準。而上述方式對自律組織或政府管理者都是一個更符合成本效益的方法（註二）。

將直接受到該規範管理的而又熟悉實務技術面的團體（指自律組織）所補充的自律規範加入法令體系中，不但使法規更完善，而且會使法規更容易被接受及遵守。

要瞭解該產業是否重視自律規範，可以從其所願意投入的錢來衡量，例如在美國，國家期貨協會就全是由該產業出資成立，政府未予補助。

(三)契約關係

自律組織與被規範之個人或團體間有強有力的契約關係，它可以延伸至跨國境乃至全球，達到主管機關權力未逮之處。在 IOSCO 的報告中認為自律組織所訂道德規範被遵守的程度甚至遠超過法令。而由於修改契約的程序並不繁雜，使得自律組織在快速回應市場的變動上，有更大的彈性。

(四)透明度及可靠性

自律規範並非意謂自利'self-interest'，除了少數案例外，所有的自律組織的成員均希望其被視為是很守規則的。

自律組織的規範必須是透明而可靠的，以確保其成員遵守諸如保密及公正等專業行為準則，而所謂的透明性可透過下列方式達成：(1)讓規範（或其計劃）以書面

或透過網路方式公諸大眾(2)宣告自律組織所採行的重要懲戒行爲(3)擴大教育方案。

(五)彈性的自律規範遵行方案

自律規範的遵行方式比主管機關所訂之法令更多樣化，其彈性足以使市場參與者能創新、及時、敏銳的回應不可避免的改變。在官方法律修訂程序要求嚴謹的地區，主管機關已無法及時修訂法律因應產業變動，如果自律規範之修訂還要受到嚴謹的複核許可程序，就會喪失其原可提供之及時、彈性修訂規範的效益。

除了彈性之外，自律規範必須有可客觀明確指導原則，根據 IOSCO 調查發現，一般（指導原則）的組成要素包括：

◎透過調查及訓練行動執行法規

◎施行執業考試

◎施行參與市場適宜性的篩檢

◎處理客戶抱怨

◎採行監督方案以偵測違規行爲

◎與其他自律組織分享資訊及合作

◎提供爭議解決裁判處

另一個不可或缺的元素是提供指導手冊或教材給組織成員，以協助其瞭解自身的法律責任。

(六)合作及資訊分享

鑑於市場的全球化，市場監管的合作亦越趨重要，由於成立一個跨國管理機關是不切實際的想法，所以自律組織就成爲整合各規範議題上不同利益衝突的一個絕佳管道。另一方面，類似像 IOSCO 的國際組織，也能在各國間扮演協調、發展一般性原則以及促進各國管理者間相互瞭解的角色。

四、主管機關對自律組織功能的監督與兩者間之相互關係

有效的自律規範必須存在於政府的監督之下，換言之，政府監督是自律規範架構中的一項重要要素，它能確保自律體系內各方利益、意見均被適當考量而有所平衡。主管機關應清楚定義本身與自律組織兩者各自的角色，IOSCO 報告中建議應

明確授予自律組織訂定自律規範的權力，但也需要有一般性的績效標準以適當地促使其制訂具備上述要件的規範。

政府管理者實際上應該是一個監督的角色，換言之，應該可以依靠自律組織在信譽、競爭等強烈的自律誘因下所執行的規範功能（若在缺乏市場自然監督制衡力量下，監督架構就必須能避免產業自律者把自身利益擺在投資大眾前的利益衝突）。此外，政府管理者必須能證明在它及時檢查或定期審核之下，自律組織所執行的程序及方案皆會有效的達成既定的規範目的，亦即政府管理者必須扮演監查評估自律組織是否履行其法律責任的角色，因為其具有最終的司法管轄權，而自律組織則必須定期報告其遵從法律要求的狀況或應要求隨時就特定事項報告（所以政府管理者應該有意願並盡量授與自律組織更多的責任）。

在某些司法管轄區，自律組織可以向主管機關建議新的規範或法規修正（例如對於投資人等方面）；倘若其過去的紀錄優良，自律組織甚至會被賦予「決定或評估哪些法規適宜用來規範其成員」的權責，政府管理者僅在自律組織涉及違反職責去包庇其成員危害投資人、從事詐欺、操縱或從事其他違法行為時，才插手介入，而此種機制正可以促使行政資源被集中用於風險最高的地方。

將政府管理者的角色純粹定位成監督者，並不會降低自律規範的效果，例如美國期貨及證券交易所均是其產業中第一個管理者（早在聯邦政府要求他們自律之前就自行規範），而其成員們自始都能瞭解自律規範正是為了他們的利益而去維持市場的秩序並促進大眾對市場的信任。

然而政府管理者與自律組織間必須多溝通合作，以避免主管機關的角色從監督（oversight）擴大成管理（supervision）、指揮及政策指示。倘若主管機關指示自律組織去貫徹某項不符其成員利益的政策，則自律組織就變成了主管機關的代理人。

一個有效的法律架構應確保自律組織及主管機關間盡可能減少（甚至消除）重複性的規範工作以及重疊（甚至有潛在矛盾性）的法規產生。為此，許多司法管轄區中的主管機關及自律組織間簽署備忘錄（memoranda of understanding, MOU），以清楚劃分監督者（主管機關）與第一線管理者（自律組織）各自的責任。

由於自律組織的運作是投資大眾注視的焦點，政府管理者理應假設自律組織的基本目標（例如保護投資人、確保市場公平有效率等）是與自己一致的，並且信賴自律組織會正確、完整並有效地履行主管機關授與的職責，而政府監督只是提供一個額外保證。政府的政策監督雖可以避免市場分裂並促進法規一致化（對投資大眾有利），但其監督不應該擴及日常運作的細節上，亦即自律組織有其自主性。

五、自律規範作法之應用

IOSCO 本報告的內容足以用為發展有效自律組織的模式，這個模式必須是彈性的，能隨不同市場特性、環境而差異化，所以其是一個可供選擇的「菜單」，而非一成不變的公式，以下便列示模式中應考量的基本要素：

- ◎內部的法規制訂過程
- ◎授權及接近市場的程度，包括市場仲介者的適任/資格標準
- ◎建立並執行財務上、操作上及銷售上的執業標準
- ◎市場活動的監督
- ◎調查、追訴及判決違反法令之情事
- ◎管理爭議解決裁判處
- ◎發展並執行對市場參與者及公眾投資人的教育計畫
- ◎與其他自律組織或主管機關分享資訊及合作

上述模式亦可用來檢視評量目前已存的自律規範綱領，特別是正因科技而面臨結構性變革的市場，此模式將自律組織的活動區分為個別要素，使得在設計自律組織的架構上有所彈性。

不論是主管機關或是自律組織都應該「將不必要的規範工作留給其他國家的管理者」，管理架構的終極目標是以最少的成本負擔，達到投資人保障、市場公平及降低系統風險的最大效益。誠如美國聯邦理事會主席葛林斯班所言：「交易活動從政府管理的市場移到非政府管理的市場，對政府管理者而言，代表著許多交易者認為規範成本超過其效益的警訊。因此政府管理者必須仔細考量是否減少管制或改變管理方式就能更符合成本效益，同時也能達到既定的公共政策目標」。

沒有一種管理架構可以完全免除系統風險，倘若試圖以「過度管理」來消弭系統風險，反而會威脅到市場的健全性。如果主管機關過度反應而制訂成本大於效益的法規，將使市場效率性降低，資金也因此而流到其他更有效率的市場中。

自律規範實行的成功與否，端視市場的成熟度及現行法規環境而定，在成熟度、複雜度較低的市場中，資源須用於教育主管機關以及市場參與者，以使其瞭解自律規範的好處（亦即將法規責任轉授於自律組織的好處），一旦自律組織證明自己能夠達成目前所被賦予的責任，則主管機關及市場參與者將會授與其更大的責任，當然這樣一個良性循環是須要自律組織有意願也有能力去實際執行。

六、結論：將自律規範整合入法律規範架構中的理由

(一)自律規範有效地運作已有一段很長的歷史了

自律組織足夠的有動機去發展最佳執業規則並監督其市場運作，因為若非如此，則在高度競爭的全球市場中，投資人可以選擇其他的商品或市場以符合自己的需求。

(二)自律組織具有彈性可以適應在快速變遷的商業環境中法令規範的要求

因為自律組織接近市場及其使用者，所以可以為市場制訂出符合其特性的監督方式，同時也可以隨市場變動而迅速的修正之。

(三)自律組織契約關係可以擴及跨國界

在交涉國際事務上，尤其是在以多國籍、龐大財務機構為主的市場中，自律組織的契約性規範，會更有效果。

(四)產業投入及其代表性締造出強有效的遵守文化

因為自律組織接近市場及其使用者，故會避免不必要的規範成本（平衡成本效益）。

(五)自律規範通常較政府規範成本為低

自律規範可以節省政府很大的成本，因為成本已大部分被轉嫁到產業中，在適當的實行及監督下，自律規範可以用更少的成本（假設政府與自律組織兩者能合作以避免重複作業）達成法律保障投資大眾及被管理者雙方的利益。

(六)自律組織提供市場及產品的內部知識

在協助主管機關解決問題上，自律組織有相當的經驗、資源及職責去扮演一個建設性的角色，以提升市場的健全性。

七、建議事項

綜言，自律規範可以培養市場參與者誠正的行為，同時它也是更有效的規範方式。由於本篇報告所欲涵蓋的市場在規模、環境及種類上有很大的差異，所以很難提供每個市場一個各別的建議，但無論如何，各國主管機關在設計、修正或重新評估其法規方案時，均應將自律規範視為一種規範方式。如果有適當可靠的機制可

確保規範責任是被正當的授與，而且被規範的市場是以公眾利益為一般績效標準來運作的話，則應該要盡量發展、持續並擴大自律組織的功能。

自律規範若能被適當地實行，則會使規範更有效率、更普遍地被接受及遵守、更迅速回應市場變動及更彈性有效地被執行。此外，透過將規範成本轉嫁到被規範者身上，可節省政府重大成本。更重要的是，自律規範並非一種「解除管制」的形式，而是塑造更有效率、明確規範的作法。

IOSCO 及其相關工作小組應因此將自律規範方式整合入其發展的守則及規則中。

註 釋

註一：自律組織於其自身規範中至少必須加入「遵循主管機關法令或規則」的字眼。

註二：例如純由業界組成（美國）國家期貨協會在八〇年代以及近三年來就為政府省下 350 萬美元的直接支出與 1620 萬美元的額外支出。

附錄 A

參與研究「有效自律規範之作法」者

國 家	機 構	代 碼
澳洲	Sydney 期貨交易所	1,3
比利時	歐洲證券交易者自動報價協會	3
巴西	Sao Paulo 證券交易所	1,3,4
加拿大	投資交易人協會	1,4
加拿大	溫哥華證券交易所	1
法國	Conseil des Marches financiers	1,2,3,4
香港	香港證券交易所	1,3,4
印度	加爾各答證券交易所	1
印度	Surabaya 證券交易所	1
日本	日本證券交易人協會	1,3,4
馬來西亞	吉隆坡證券交易所	3,4
菲律賓	亞洲開發銀行	4
波蘭	國家證券存託機構	3
葡萄牙	Bolsa de Derivados de Porto	4
西班牙	Bolsa de Madrid	3

瑞典	國家證券市場協會	1,3,4
瑞典	瑞典交易所	1,3,4
台灣	台灣證券交易所	3
泰國	泰國證券交易所	3
土耳其	伊斯坦堡證券交易所	3
阿拉伯聯合大公國	阿拉伯貨幣基金	3
英國	財務服務官方機構	1
英國	倫敦國際財務期貨及選擇權交易所	1,3,4
英國	倫敦證券交易所	1
美國	期貨交易結算公司	1,3,4
美國	芝加哥期貨交易所	1,3,4
美國	芝加哥選擇權交易所	3
美國	芝加哥商品交易所	1,4
美國	國際財務公司	3
美國	NASD	\ 1,3
美國	國家期貨協會	1,2,3,4
美國	紐約證券交易所	1,3
代碼	1-IOSCO 自律規範諮詢委員會之會員	
	2-專案參與者	
	3-問卷填答者	
	4-草案報告建議者	