

目 錄

第一章	前言	1
第二章	美國期貨市場之管理架構	
一、	美國商品期貨交易委員會	3
二、	全美期貨公會	5
三、	期貨交易所	7
第三章	衍生性商品市場之建立	
一、	建立衍生性商品市場之要素	9
二、	美國衍生性商品發展概況	14
三、	建立衍生性商品市場之法規規範	15
第四章	衍生性商品市場結構之發展趨勢與中介機構業務之管理	
一、	今日各金融機構角色定義	18
二、	電子交易市場興起	18
三、	交易市場跨國聯盟	19
四、	結算機構與風險控管	22
五、	結算機構全球化趨勢	24
六、	自律組織之新功能	25
第五章	衍生性商品交易市場之管理	
一、	衍生性商品交易市場管理之目的	27
二、	期貨交易不法行為之法規規範	27
三、	期貨交易不法行為之防範	30
四、	契約之設計	31
五、	市場監視	34
第六章	執法之策略與技巧	
一、	美國商品期貨交易委員會相關調查權	37
二、	簿冊與紀錄保存之法規規範	38
四、	美國商品期貨交易委員會犯罪調查技巧	39
第七章	結語	43
附錄：CFTC 第十屆訓練研討會各項議題相關資料		

第一章 前言

美國商品期貨交易委員會第十屆年度國際市場管理者訓練研討會 (Commodity Futures Trading Commission 10th Annual Training Seminar on Regulation of Derivatives Products, Markets and Financial Intermediaries for International Market Authorities) 於八十九年十月十三日至八十九年十月二十日在美國首府華盛頓及芝加哥舉行, 共有來自各國主管機關及自律機構等市場管理者之代表七十五人參與。研討會課程共分六日進行, 包含兩大部分: 第一部分為十月十三日由 CFTC 與國際金融公司 (IFC) 於華盛頓合辦之研討會, 主要探討如何建立衍生性商品市場以及介紹美國期貨市場之管理架構。第二部分為十月十六日至二十日由 CFTC 與芝加哥聯邦準備銀行合辦之研討會, 主要針對衍生性商品市場結構現狀與未來發展趨勢、中介機構業務之監督、風險管理、衍生性商品交易市場之管理等議題為廣泛性的探討。研討會各項議題係由 CFTC 資深人員、其他金融主管機關、學術界、金融業界、交易所及自律機構之人員參與座談, 以其專業角度提出相關未來市場管理方向發展之建議及對美國現行管理制度與法規加以介紹。

此外由於高科技技術引進交易市場以及在金融全球化之趨勢下, 交易市場跨國結盟, 目前全球期貨市場正快速發生結構性的變化, 各國管理機構為因應市場變化的角步, 如何兼顧市場之發展, 制定合宜之法規管理市場, 乃至建立跨國合作之機制, 以維護市場健全及保護投資者之權益, 誠為當務之急。

美國商品期貨交易委員會舉辦此一研討會之目的即在透過本研討會之課程, 讓各國參與之代表對於衍生性商品市場之管理以及衍生性商品市場結構、法規及其未來發展之方向等專業議題有初步之瞭解, 以提供參與者對未來市場管理之思考方向。本研究報告將就本次

課程有關美國期貨交易市場之管理架構加以介紹,並針對衍生性商品交易市場之建立,市場結構發展趨勢、中介機構業務之監督及衍生性商品交易市場之管理等相關議題提出研究心得。

第二章 美國期貨市場之管理架構

美國期貨市場之管理制度，包括美國政府所設之期貨交易主管機關及自律組織及各期貨交易所對於會員所設立之自律規章。期貨交易主管機關即為美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission；CFTC），係依據一九七四年商品交易法（Commodity Exchange Act）所設立之獨立機構，該項法案授權 CFTC 擁有對所有商品、勞務及股權之期貨及選擇權契約管轄權，凡在美國境內買賣期貨契約均須經 CFTC 審核通過，並在 CFTC 核准之交易所進行買賣。另依據該項法案，期貨業得經由 CFTC 之核准成立全美期貨公會（National Futures Association；NFA）以為期貨業之自律組織（Self-Regulatory Organization），任何期貨經紀商必須是 NFA 之會員始得營業，故 NFA 亦具有管理期貨商之權利；此外，期貨商尚須遵守期貨交易所對於會員所制定之規章。

一、美國商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission；CFTC）

CFTC 之總部位於華盛頓特區，在芝加哥及紐約均設有區域辦公室，另在堪薩斯市、洛杉磯及明尼波里亦設有小型辦公室。目前 CFTC 有五名委員，其任期五年，均須由總統提名，且三名委員不得來自同一政黨。CFTC 之主要任務在於確保期貨市場之健全性、效率性及競爭性，並防止市場操縱、不法交易及犯罪，以提供價格發現及風險移轉之功能，保障投資人之權益及符合市場所需。CFTC 現有三個主要業務部門，包括法律執行部門（Division of Enforcement）、經濟分析部門（Division of Economic Analysis）及交易及市場部門（Division of Trading and Markets）；另尚有三個辦公室，即法務室（Office of the General Counsel）、執行長辦

公室(Office of the Executive Director)及主委辦公室(Office of the Chairperson), 其功能略述如下 :

(一) 法律執行部門 (Division of Enforcement) :

- 1、調查並起訴違反商品交易法 (Commodity Exchange Act) 及 CFTC 規則之行為, 該部門除得自行調查外, 並可依據其他部門、聯邦政府或國際權威機關 (International Authorities) 所查獲之資料或自律機構所出具之資料。
- 2、對於違反期貨相關法令者, 採取行政處分 (Administrative Sanctions), 包括停止接單、撤銷或限制登錄及罰款等, 另對於因不法行為而獲致之利益, 該部門可指派接管者、強制交出資產並予以凍結。此外, 商品交易法 (CEA) 並賦予 CFTC 對於某些狀況得採取單方 (即未經通知) 之暫行措施, 如暫停交易以取具交易紀錄、凍結資產及指派接管者等。
- 3、違反商品交易法 (CEA) 之刑事條款者則移送司法部門提起刑事訴訟。

(二) 經濟分析部門 (Division of Economic Analysis)

- 1、市場分析 (Market Analysis) : 就現有及新增之期貨或選擇權契約規格進行複核, 並分析法令變革對現有期貨或選擇權契約所生之影響。由於設計不當之契約容易遭到不法者之操縱或導致市場之無效率, 故該部門需定期分析商品規格與相關法令之關聯。
- 2、市場監視 (Market Surveillance) : 市場監視之目的在於維持一自由且完全競爭之期貨及選擇權市場, 使其達到價格發現及風險移轉之功能。為避免遭到不法人士之操縱或濫用, 該部門必須經常檢視如大額交易、期貨與現貨價格之差異及供需關係等參考指標。此外, 市場監視小組必須與交易所及其

他政府組織密切合作，以因應任何危及市場交易秩序之潛在危機。

3、市場研究 (Market Research) : 係對與 CFTC 有關之主要政策進行研究、評估 CFTC 之法規變動對於期貨及選擇權市場之經濟影響及進行市場研究評估等。

(三) 交易及市場部門 (Division of Trading and Markets) : 該部門之任務包含 1、起草、修訂並解釋投資人保護法規，2、確保持有客戶交易保證金之期貨商財務健全，3、對交易所、結算所 (Clearing House) 及全美期貨公會等自律機構進行稽核，4 審查交易所之自律規則及複核交易所或其他期貨組織之規則，5、監視期貨業者及其從業人員之登錄。

(四) 法務室 (Office of the General Counsel) : 提供 CFTC 法律意見、代表 CFTC 進行訴訟、處理某些特殊案件、複核 CFTC 所發布之重大法案及解釋商品交易法等法規。

(五) 執行長辦公室 (Office of the Executive Director) : 其任務包含資訊資源管理 (發展自動化資訊系統) 財務管理 (預算之制定、執行與分配) 人力資源管理、管理性服務及圖書館。

(六) 主委辦公室 (Office of the Chairperson) : 包括國際事務室 (Office of International Affairs) 法律事務聯絡室 (Office of Legislative and Intergovernmental Affairs , 負責聯絡國會、州政府或其他政府機構，暫譯為法律事務聯絡室) 公共關係室 (Office of Public Affairs) 秘書室 (Office of the Secretariat) 及稽核室 (Office of the Inspector General) 。

二、全美期貨公會 (National Futures Association ; NFA)

NFA 係依 1974 年之商品交易法授權期貨業於 CFTC 之核准下成立之自律組織，於 1981 年正式向 CFTC 提出申請並於 1982 年開

始運作，任何與公眾客戶從事期貨交易業務之業者或個人均需登錄為 NFA 之會員，包括期貨經紀商（Futures Commission Merchants；FCM）、期貨仲介商（Introducing Brokers；IB）、期貨基金經理人（Commodity Pool Operator；CPO）、期貨交易顧問（Commodity Trading Advisor；CTA）及上述事業中之從業人員（Associated Persons）。至於交易所、結算所、銀行及其他期貨相關機構亦可申請為會員，惟並無強制性。

NFA 係以執行委員會為核心，設立十二個常設委員會，三個特別委員會，就各委員會之分工情形說明如下：

（一）規則訂定（Rule Development）

由 NFA 會員透過期貨經紀商諮詢委員會、期貨交易輔助人諮詢委員會及 CPO/CTA 諮詢委員會等三個常設委員會向執行委員會提出修定或訂定新規則之建議，經 NFA 理事會通過及 CFTC 核准後實行，另由執行委員會再設一特別委員會檢視其執行程序。

（二）規則執行（Rule Enforcement）

NFA 訂定規則後經由東區、西區及中央三個常設商業行為委員會負責監督執行，如為會員制裁案件則另交由常設上訴委員會審理。地區商業行為委員會的查核行動包括實地檢查會員帳冊及交易紀錄，以查核會員之財務情況是否符合 NFA 對於會員之規範，及調查是否有不法情事。

（三）登錄及會員申請（Registration & Membership）

教育測驗顧問委員會及會員委員會負責審理期貨專業人員之登記申請，申請者必須提供專業及財務方面之資訊，於取得登錄後，會員必須維持其申請時之適格條件，否則將被取消資格。為取得專業資格，申請者必須通過全國期貨商品考試

(National Commodity Futures Examination , NCFE), 該項測驗係由 NFA 委託全國證券商公會辦理。除上述之常設委員會外，NFA 另設有管理重覆登錄之特別委員會。

(四) 財務管理 (Finance)

NFA 為財務獨立之自律組織，由常設之財務委員會及審計委員會負責財務管理工作。此外，特設收入結構特別委員會，負責向執行委員會提出財務結構調整之建議。NFA 之收入來源主要係為向會員收取交易費用，其他收入包括登記及考試費用收入、利息收入等。

三、期貨交易所

美國乃期貨交易極活絡之市場，其期貨交易所之數量甚多，惟由於電子化之趨勢，各交易所均亟思改善之道以增進效率並降低交易成本，茲以芝加哥期貨交易所 (Chicago Board of Trade ; CBOT) 為例說明：

- (一) CBOT 係於一八四八年成立，初期僅交易穀物等農產品，直至一九七五年開始交易金融商品，即美國長期政府債券期貨 (U.S. Treasury Bond Futures), 現亦為世界交易量最活絡之契約之一。一九八二年，期貨選擇權商品上市，惟至一九九七年始推出道瓊工業指數期貨及期權。CBOT 為美國最大期貨交易所之一，原採會員制，為一非營利性組織，其交易方式原以公開喊價為主，惟隨著電子化之趨勢及網際網路之蓬勃發展，CBOT 之組織及交易方式於近年來出現重大之轉變。
- (二) 就交易方式而言，CBOT 自一九九四年十月起，首度推出電子化交易系統 Project A，並於二〇〇〇年八月停止 Project A，而以 a/c/e 電子交易平臺 (alliance/CBOT/Eurex)

取而代之。Eurex 系統係結合 CBOT 與德國及瑞士衍生性商品交易所之電子化交易系統，而為全球規模最大之電子化交易系統。經由與德、瑞交易所之結盟，CBOT 會員未來將可與全球超過五千台之電子終端機相互連結。另有關於人工公開喊價部分，由於一般市場參與者仍認為人工公開喊價之方式乃為最具流動性及價格發現功能之交易方式，且目前仍有百分之九十七之交易量係透過人工公開喊價，故有效提高公開喊價之效率及降低交易成本亦為 CBOT 之主要課題。為達到上述目標，CBOT 於一九九九年開始推動直接下單（OrderDirect）之交易方式，採用應用程式界面（Application Program Interface；API）以連結會員至場內經紀人（floor broker）位於 CBOT 之委託單傳輸系統（CBOT order routing network），使會員得以直接遞單予場內經紀人。

- （三）就組織而言，CBOT 於二〇〇〇年一月十九日經董事會投票通過組織分割計劃（Demutualization Plan），該決議將 CBOT 分割為二個營利性公司，其一維持傳統人工公開喊價之交易方式，另一公司則以電子化交易為主，至於該二公司所進行之商品則完全一致，以提供市場參與者更多之交易選擇。

第三章 衍生性商品市場之建立

建立期貨市場之經濟目的，在於期貨交易具有避險（現貨資產持有者可藉由期貨交易達到風險控管）、價格基差（藉由期貨與現貨間價格基差，尋找套利空間）、價格發現（經由期貨交易價格，發覺現貨之市場價值與預期未來的合理現貨價格）及投機（Speculation）等多項經濟功能。因此世界各先進國家配合經濟蓬勃發展及市場之需求，多已建立期貨市場，並逐漸推出各種衍生性商品，以滿足各種經濟目的的需求。個別國家在發展衍生性商品市場時，應先探討其本身具備之總體經濟環境、法規、市場環境、市場參與者種類等條件，並依金融市場發展程度不同，對衍生性商品市場設立之需求，同時考量推出之時點及條件、比較衍生性商品集中交易市場以及櫃檯買賣市場之優缺點等，以建立本土衍生性商品市場。

一、 建立衍生性商品市場之要素（ Building Derivatives Markets Critical Pieces ）

建立衍生性商品及市場時，應考慮或評估下列要素：

（一） 建立國內衍生性商品市場之動機及原因

- 1、 提供某些商品投機以及避險之工具。
- 2、 攫取市場契機(to take advantage of a natural or competitive edge that exists in the market)。
- 3、 保護或促進標的商品之交易運作(to protect or enhance a particular product or benchmark)。

（二） 衍生性商品市場可能之標的物

- 1、 政府公債
- 2、 短期利率
- 3、 貨幣
- 4、 國內有價證券
- 5、 大宗農牧礦、金屬、能源商品

(三) 客戶導向

在開發新的衍生性商品時，通常需確定投資者是否需要一個交易所或期貨商品。有太多交易所是依照其會員意見行事，而非其客戶之意見，客戶意見有其重要性，往往是不可忽略的。而並非每一種商品都適合存在於不同的交易環境裡，不要試圖完全複製其他交易所成功的商品，歷史證明此法絕少成功。

(四) 具高流動性之現貨市場

契約必須能夠反映某些重要指標，例如政府公債、有價證券、實物商品。

(五) 設立集中交易市場或是 OTC 市場之方案

衍生性商品交易市場無論設立集中交易市場或是 OTC 市場，兩者均為可行之方法。惟一般業者較傾向於使用 OTC 市場以符合其個別需求，一般銀行或投資銀行等中介商則傾向於使用集中交易市場來避險，基金管理人及金融機構亦多使用集中交易市場避險。

(六) 需要市場參與人之參與，市場參與人包括：

- 1、最終使用人(end users) 機構投資人、銀行、保險公司、個人
- 2、中介商 期貨經紀商、證券經紀商
- 3、交易所-電子或人工喊價
- 4、結算機構
- 5、交易及結算會員
- 6、提供流動性之造市者
- 7、主管機關

(七) 最常見之最終使用人

- 1、最常見之最終使用人通常為銀行（資金運用、換率換匯及交易室 -funding, Swaps and Trading Desks）證券商、一般企業（因財務或避險需求）共同基金、期貨基金或保險公司及一般企業資金管理者。
- 2、最終使用人之應具備何種標準條件，亦可列入討論。對於最終使用者之財務狀況及產品需求，必須有基本之了解，而依其狀況給與適度之信用額度，並提供最終使用人必須之研究及交易上的協助。

（八）交易所存在之目的

集中交易市場存在之目的與功能在於提供一安全之市場機制、提供契約以供交易。並透過制定會員標準、相關規則以及職業道德操守標準及制定有關交易、結算、資本需求、保證金及稽核審計之種種管理規則，以維持公正而有效率之交易環境。

（九）交易所所需之資本

為保護投資人，交易所必須有足夠之營運資本，且必須有有效之機制以預防會員違約

（十）契約規格

在設計契約規格時，需經審慎之考量。若無必要不應連續修改。而契約規格應符合一般期貨契約之型態，在交割作業上亦應規劃平穩順利之交割程序。

（十一）會員資本額需求

交易及結算會員應有最低資本額之限制。結算會員必須能夠偵測出信用較差之客戶

（十二）保證金

- 1、為保護所有的參與者，保證金之收取尤為重要。制訂收取適

足之保證金為必須研究及執行的事項，宜針對不同性質之交易（例如投機及避險）收取不同之保證金額度，並可針對市場狀況之改變調整保證金額度。

- 2、明白列出可抵繳保證金之抵押品。
- 3、考慮使用總額保證金或淨額保證金之制度

(十三)交易方式

選擇何種交易方式。包括人工喊價、電子交易或其他交易功能之考量，例如相互沖銷機制。

(十四)人工喊價市場

採用人工喊價之交易方式，市場流動性可由現場交易之熱絡或清淡窺知。而交易所及交易會員則需聘用大批專業員工，為因應人工喊價交易需要建設實體交易場地，並需由造市者在場中提供流動性。

(十五)電子交易市場

新的交易市場必須能夠接受現行之電子交易平台。電子交易使得二十四小時交易之遠景得以達成。如不分節而連續交易，則電子交易可達最佳成效，電子交易可較容易的與其他國際交易所進行策略聯盟。後續建立衍生性商品市場的地區或國家，大都朝向設立電子交易市場方向發展。

(十六)市場行銷之協助

期貨市場商品之研究及行銷必須獲得其標的市場及本身交易市場使用者之支持。在商品交易上市前之行銷活動必須具有參考性，並提供商品成功性之預測。

(十七)技術方面之協助

「價格與相對風險表」必須能饋入期貨市場現行系統平台
(Price Feeds and Risk Matrix must be fed into existing industry

platforms)。系統需具相容性 (must be in compatible /acceptable formats)。

(十八)結算機構存在之目的

市場所有的交易最後皆需仰賴結算機構結算，故結算所實際負擔著整個市場的交易風險。結算機構存在之目的及功能，在於作為交易雙方保證之機構。由結算機構收取並保存原始及變動保證金，保存分離之款項、監管結算會員之相關業務活動。

(十九)結算機構之資本

結算機構之資本維持，可提昇並確保更高之財務健全性。可獨立成立結算機構或由交易所設立結算部門成為交易所的一部份。例如 CME 的結算機構為 CME 的一部份，CBOT 結算機構則與其為分別獨立之公司，倫敦國際金融期貨及選擇權交易所 (LIFFE) 的結算則由銀行擔任。

(二十)訂定相關法規之目的

對於新的衍生性商品交易市場應訂定相關法規，以提供市場活動之準繩。而相關法規包括確保交易及結算作業遵循交易所或結算機構業務等規則。交易所在主管機關行政管轄權之下統合市場管理，應建立市場法規做為市場爭端之最後裁量標準。

(二一)主管機關應具備之機能

主管機關為監管市場之參與者。與交易所分享資訊，掌控交易部位集中度。並應具備監控不法交易人的能力(ability to identify rouge traders)。

二、美國衍生性商品發展概況

(一)美國芝加哥期貨交易所(CBOT) 於一八四八年成立、芝加哥商

業交易所(CME)於一九一九年成立，成立之初主要交易商品均為農產品。至七十年代以後，因國際間以美元為中心之金本位固定匯率制度崩潰，金融市場產生重大變革，利率與匯率交易產生風險，因而衍生出利率、匯率相關之金融期貨交易。自CME於1972年推出七種幣別的匯率期貨，CBOT於1975年推出利率期貨契約，為全球首創之利率期貨契約。此後，為滿足各種避險等經濟需求，金融衍生性商品即不斷推陳出新，使期貨市場不再是農產品的天下，衍生性商品交易已成為美國金融重要之一環。目前美國推出的各種衍生性商品，利率期貨、股價指數選擇權及利率選擇權等衍生性商品之交易量分別居領先地位，股價指數選擇權交易量超過所有選擇權交易量之百分之三十。二〇〇〇年底CBOT上市的美國長期政府債券期貨(U.S. Treasury Bonds)及CME上市的歐洲美元期貨(Eurodollar Future)，分別為全球成交量第一、二名之期貨契約，而歐洲美元期貨(Eurodollar Future)則在二〇〇〇一年二月時已成為全球成交量第一大之期貨契約。

- (二)美國期貨交易的主管機關為商品期貨交易委員會(CFTC)，期貨交易所設計之商品契約規格，需經商品期貨交易委員會(CFTC)審查核准後，始得在該期貨交易所上市交易。但衍生性商品有時會同時被定義為證券與期貨契約，為區分商品期貨交易委員會(CFTC)與證券管理委員會(Securities & Exchange Commission; SEC)的管轄權(Jurisdiction)，一九九一年期貨交易實務法案(The Future Trading Practices Act)乃規定，當超過百分之五十的契約價值或契約價值變動是歸功於該契約之商品期貨特性時，該契約即應屬商品期貨交易委員會(CFTC)管轄。至於股票選擇權(Stock Option)及股價指數

選擇權（Options on Stock Indexes）依美國一九三三年證券法規定，係屬有價證券之範圍，受證券管理委員會（SEC）所管轄。但是美國商品期貨交易委員會（CFTC）仍會繼續爭取對股票選擇權及股價指數選擇權之管轄。

三、 建立衍生性商品市場之法規規範

（一）各國為順應潮流及符合經濟需求，新的衍生性商品不斷推陳出新，就期貨契約或選擇權契約之設計以至在交易所上市交易，各國大致上多以法律概括訂定其條件，其餘細節性之契約條款或作業規則授權由所屬期貨交易所明定。以美國商品交易法（Commodity Exchange Act）為例：

- 1、Sec.5 規定，CFTC 有權於任何一交易所在符合並履行 Sec.5 所定之條件與規定時，指定該交易所為一特定商品交易市場。
- 2、Sec.5a(12)規定，有關契約銷售之條件 CFTC 得訂定規則或辦法。CFTC 因此訂定發布的管理規則（Code of Federal Regulation）§1.41(a)(2)規定，期貨交易之銷售契約應明訂之事項包括：
● 標的商品之品質或數量標準及任何法令適用之豁免。
● 淨交易時間、合約月份及契約之上市。
● 漲跌幅限制及結算價之設定。
● 部位限制及部位報告規定。
● 交付地點及不同地點之差價。
● 交付標準及程序，包括可代替物交付之方法及未履行交付時適用之處罰。
● 契約之結算。
● 選擇權權利金或保證金之支付或收取。
- 3、Sec.5a(12)並規定，每一特定商品上市之交易所就一切有關特定商品交易市場或簽訂銷售契約條款等事項，所頒佈之規則、辦法及決議事項或其他規則，除保證金訂定之標準或經 CFTC 於法令中排除者外，均應事先報 CFTC 核准或備查。

CFTC 在審查商品交易所規則的程序上，應給予關係人得以提出書面資料、意見與論據等方式參與該規則之審核程序之機會。

- 4、期貨或選擇權契約內容、規格與設計在形式上符合主管機關或期貨交易所所定之規範，並不一定保證即可在期貨交易市場交易。一個健全有效之期貨或選擇權契約，除符合形式之要求外，並應達到經濟上及市場之需求，同時應兼具維護公益之功能。CFTC 對於期貨或選擇權契約之審查，除要求必須符合形式之條件外，實質上亦須符合產品設計之經濟原則，始得以上市交易。商品期貨交易法 Sec.5(7)規定，交易所必須能證明，如被指定為特定商品交易市場時，在該市場上進行的所有未來交易，不致違反公共利益（Public interest）。
- 5、任一交易所違反商品交易法或 CFTC 制定之任何規則、辦法、命令或違反該交易所為特定商品交易市場之條件所制定之規則時，依 Sec.5b 及 Sec.6(a)規定，CFTC 有權中止（以不超過六個月為限）或撤銷指定該交易所為特定商品交易市場之許可。

（二）各國隨著經濟之發展推出各種衍生性商品。衍生性商品市場不僅具有經濟效益，同時係為公共利益而設，而衍生性商品市場亦有遭受人為操縱或其他不法行為破壞之可能，致使其無法發揮市場之經濟功能，甚至可能對現貨市場造成負面影響，必須透過市場之管理，加以避免或降低衍生性商品市場遭受破壞之情形。因此在建立衍生性商品市場時，主管機關亦應建立完備的市場管理制度及規範，以維護市場之健全。此外，隨著衍生性商品市場之未來發展趨勢，主管機關對於未來何種新商品種

類之預期。新科技以及全球化趨勢將對於市場結構及中介商造成之影響等議題亦應加以關注探討，並在相關法規上作適當調整以利新商品之發展。有關衍生性商品市場結構未來發展方向以及衍生性商品市場之管理，將於第四章及第五章加以探討。

第四章 衍生性商品市場結構之發展趨勢與中介機構業務之管理

一、今日各金融機構角色定義

金融體系組織結構包括銀行(Bank)、交易所(Exchange)、金融中介商(Financial Intermediary)、客戶(Customer)及結算組織(Clearing Organization)等五大組織。其傳統之角色定義，近年來隨者市場變化而有所改變。由於金融中介商之功能逐日擴增，在未來十年內亦將有取代交易所功能之可能性。而交易所亦有在未來數年之內朝向現貨與期貨市場整合及區域內整合之可能。結算組織同時有朝向大區域單一結算機構發展之可能，未來數年可預見泛歐洲、泛亞洲之結算中心，提供區域內多個交易所商品之結算服務。跨商品、跨國界甚或跨幣別之結算服務均將成為結算中心之基本功能。主管機關應注意於衍生性商品市場結構之變化及相關規範是否適合時宜。而各國在訂定相關法規時，亦應注意及避免相關之金融法規過於繁複，造成不同主管機關管轄範圍有重複之處，以致影響管理效率。

二、電子交易市場興起

- (一) 美國期貨交易市場一開始是採取一種公開人工喊價的競價系統，隨著科技的進步，逐漸發展透過電腦終端機交易的電子自動化交易系統。而此種電子交易系統之發展，早期因為傳統人工喊價市場的抗拒或壓力以致受到限制，但近來電子交易系統發展之阻力已逐漸減小。甚至如傳統大型之交易所，芝加哥期貨交易所(CBOT)與芝加哥商業交易所(CME)已合作發展出 GLOBEX 自動化電子交易系統，除該系統交易本身之商品外，全球主要交易所商品亦在其系統上交易。而隨著高科技的進步及被使用，促使電子交易市場之興起，並成為交易市場發展之趨勢。
- (二) 傳統人工喊價市場基於種種競爭理由及高科技進步之助長逐漸轉型成為電子交易市場。為了因應競爭日益之市場趨勢及

電子交易之威脅，交易所由傳統之會員制改制成為以追求利潤為主的公司制將成為趨勢。芝加哥商業交易所(CME)已於二〇〇一年六月經 CFTC 核准修正章程，成為美國第一家以營利為目的之公司制交易所。CME 大多數會員認為，組織之變革可使交易所之運作更有效率、並可增強決策模式、促進電子交易制度之發展。

- (三) 此外由於科技的進步以及電信之發達徹底的改造了金融市場的架構，電子交易成為主流。主管機關應瞭解目前高科技於期貨業中應用的狀況，以及高科技的使用如何改變了傳統期貨市場的結構，儘速訂定相關法規以因應新科技對於期貨業之影響。而主管機關應思考的問題：1、市場主管機關是否需為新興之電子交易所或其他新科技擬議新的法規架構。2、市場主管機關在管理新興電子交易所或其他新科技時所面對之挑戰及如何面對這些挑戰。3、不同性質之交易市場是否應遵循一制式之法規，主管機關是否應針對不同特性之市場量身訂作適宜之法規。

三、交易市場跨國聯盟

在金融市場全球化趨勢下，各個金融市場，包括現貨、期貨以及 OTC 衍生性商品市場關係益加密切，加上高科技技術進步，造成衍生性商品市場結構之改變，使得競爭日趨嚴重。為保持國際競爭力，必須能夠引起國外交易人之興趣，進而帶進交易量，在此目的下促使交易所間產生跨國策略聯盟。例如在第二章所提到的芝加哥期貨交易所(CBOT)及歐洲交易所(EUREX)聯盟建立之 a/c/e (alliance/cbot/eurex) 電子交易平台，已自二〇〇一年八月二十七日起在共同的電子交易平台上開始交易。a/c/e 交易平台推出後，CBOT 之會員可經由網路與全球各國之據點連線，使全球

投資者只要經由單一終端機，即可同時交易兩家交易所之商品。此策略聯盟係全球兩大交易所合作之創舉，將衍生性商品市場之版圖重新劃分並推向全球化。此外，芝加哥商業交易所(CME)之跨交易所交易規則(Cross-Exchange Trading Rules)，允許其與國外交易所進行合作。紐約商業交易所(New York Mercantile Exchange)與雪梨期貨交易所(Sydney Futures Exchange)之合作案等。金融全球化已成為趨勢，大量交易亦透過各國國界及管理界線而達成。

(一) 跨國市場聯盟面臨之挑戰

- 1、期貨市場在跨國市場聯盟產生後，市場狀況發生快速的變化，而傳統的市場定義將面對改變之挑戰。
- 2、在不同國家、不同的法規架構(有時一個國家之內就有多重之法規架構)下建構一跨國聯盟，而法規架構本身亦面對改變之挑戰。
- 3、在市場之管理方面，將面臨管理對象之種類、管轄之區域、管轄之權限之界定等挑戰。

(二) 相關法規之核准及管理：

跨多國營運之交易市場或許需要所有相關主管機關之核准(多重核准 multiple approvals)，而有時一個國家甚至可能有一個以上之主管機關。市場中介商如欲提供跨國服務，亦需經由主管機關之核准。有關管轄之規定，每個國家情形不同。茲以美國之規範為例：

- 1、以商品之本質決定管轄權：在美國，證券相關衍生性商品之主管權由證券管理委員會(SEC)及商品期貨交易委員會(CFTC)共有：
 ● 非美國交易所如欲提供股價指數期貨供美國境內交易人交

易，則需經過 CFTC 發給不禁制函(no-action letter)。

淨然股價指數選擇權及個股選擇權之管轄權為 SEC 所有。

淨非美國交易所如經其母國主管機關同意，可交易個股期

貨，但依法不得提供美國境內交易人交易。CFTC 及 SEC

在一共同草案中表示，如經立法通過，美國交易所將可提

供個股期貨商品供交易人交易，至於在期貨或現貨交易所

交易則需經兩單位再行協商。

- 2、金融中介商與顧客之關係：依 CFTC 相關法令規定，非美國期貨中介商在不註冊為期貨經紀商之前提下，僅可接受特定美國交易人下單交易非美國交易所之商品，必須遵守下列規定：

淨前述特定美國交易人或其代表必須符合特定標準需求，以確定其為有經驗之交易人(sophisticated investor)。

淨前述美國之特定交易人必須下單至合法期貨經紀商之非美國中介商 omnibus 戶口。

淨前述美國特定交易人必須得到期貨經紀商 FCM 之同意方得交易他國交易所商品。

淨該 FCM 必須達到較高之資本需求標準。

- (三) 面對期貨產業全球化(globalization)，主管機關應瞭解市場結構之變化對期貨業者企業運作之影響以及進行跨國交易時一公司所需之風險控管以及內部會計控制，以制訂合宜之法規管理。另需瞭解全球性之期貨經紀商所需面對之金融及業務方面之風險，建立並執行之「風險偵測稽核系統」。所謂風險偵測稽核系統之精神及在於注重、集中稽核之精神與時間在風險較高之期貨商或交易所會員，投注較少之時間在於過往記錄、內部控制良好之期貨商或交易所會員，以更有效達成

市場監督管理的責任。以往制式、一體適用之期貨商或交易所會員財務監督方式以不合時宜，具彈性的風險偵測稽核系統可更有利交易所、其會員以及期貨商資源之應用效益。

三、結算機構與風險控管

由於衍生性商品的結構及運用日益複雜及廣泛，加上交易所間之全球連線以及策略聯盟已趨普遍，各國期貨主管機關尤應重視結算機制於降低風險之重要性，並應及早加強跨市場間之風險控管。

(一) 結算機構之任務

- 1、提供市場交易雙方之保證-為已成交之交易提供財務保證、為交易雙方之另一方，買方之賣方，賣方之買方，亦為實物交割之中介者。
- 2、提供會員財務安全防衛系統-具雄厚之資本以作為保證之準備、嚴厲之會員限制及財務監視、收取保證金或抵押品、每日結算等等，例如 CME 有二百億美金之保證基金、每日兩次之盤中結算、即時部位通報、每日壓力測試、風險控管及最後之違約金額共同分擔
- 3 減低信用及交易對手之風險-交易成交雙方之風險移轉至結算機構、藉由每日結算減低累積之信用風險
- 4、降低整體市場風險-多方付款沖銷機制(multi-lateral payment netting)可減低付款之流量、跨市場/商品保證金結算制度亦可減低跨市場保證金之匯款量 另結算機構之財務安全防衛系統亦需包括違約處理程序。

(二) 結算機構存在之經濟效益

- 1、資本及信用額度(capital and credit line relief)-central counter party obligations move off balance sheet , novation frees up

counter party credit lines—經由 novation (新債代替舊債) 程序, 結算機構成為所有衍生性商品合約買賣者的買方及買者之賣方。即經由交易而產生之財務上義務, 由結算機構保證。

- 2、營運效益-集中交易、交易確認、交易介面標準化以及集中計算能力
- 3、集中擔保品之服務-減低交易雙方互相提供擔保品之行政手續、跨市場/商品保證金之機制可減少保證金之收取、藉由統一之標準收取抵押品或保證金、減少相關費用、有效的評估抵押品價值以及每日結算。
- 4、多方付款沖銷機制(multi-lateral payment netting)
- 5、提昇業務量及增進成長-減短交易雙方信用調查之程序、提供交易雙方更佳之價格 減低衍生性商品交易於會計方面之限制及減少短期借貸之使用, 降低資金成本。
- 6、減少文件之流量。

(三)獨立專業結算機構存在之必要性

Board of Trade Clearing Corporation(BOTCC)和 Option Clearing Corporation(OCC)分別為美國期貨與選擇權之專業結算公司。基於考量市場財務健全, 獨立專業結算機構之存在有其必要性。造成交易及結算機制之分家, 其原因為:

- 1、在過去幾年市場結構發生相當大的變化, 影響客戶選擇不同的經紀商進行其交易和結算。由於此結構變化, 加上科技的助益, 一般客戶已有直接管道下單。
- 2、結算獨立, 執行交易之單位承擔風險 (創造市場風險), 直到結算單位接受此交易 (解除市場風險)。對於交易及結算制度而言, 應為更好的模式。
- 3、愈來愈多的客戶要求經紀商能夠執行安排跨商品保證金, 整合

的跨市場、不受區域限制的結算機制有較大的優勢。

- 4、結算機構獨立，在結算業務上可以不受市場部門之影響。不同的衍生性商品風險大小亦有所不同，可以針對產品風險的不同，訂定高低標準不同的保證金水準。
- 5、因現有結算產品有限，故結算費用十分昂貴。結算機構獨立後較利於擴展結算之商品，有助於拓展結算作業之商機。

四、結算機構全球化趨勢

(一) 由於電子交易的發達，更促進了跨國交易之可能性，為有效率的溝通打開了國與國的界線，發展全球化的交易所已成為趨勢。而本土市場參與者必須了解這個全球的趨勢。隨著跨國交易之發展，地區性的結算機構較無能力了解其最大客戶的全球整體風險，而已整合之跨市場、不受區域限制的結算機構有較大的優勢，結算機構國際化亦將成為趨勢。目前結算機構國際化及結算機構機能的腳步已開放，結算組織雖已開始溝通，成效則仍須一段時日後才有可能看到。

(二) 為了整體市場財務健全之考量及交易後之透明度，在交易所及結算機構在全球化趨勢下，亦將發展交易及結算業務獨立，目前在有價證券及債務、現貨市場現在亦有此狀況。而跨市場結算有下列之優點：

- 1、每個市場參與人僅有一個結算帳戶。
- 2、所有的交易(現貨、期貨...) 部位歸為一風險評估之標準。
- 3、保證金可以一個囊括全球部位之戶口為基礎來計算。保證金的應用可更有效率。
- 4、資本的使用可更有效率。

(三) 面對市場結構之變化，結算機構對於擴展結算項目：

- 1、目前歐洲的有價證券交易量的進步無法持續，除非引進多方沖

銷系統。

- 2、而對於結算非標準性商品的前景則意見極端。
- 3、為電子商務提供結算服務。
- 4、跨國風險控管（Cross-border Risk Management）。
- 5、金融仲介商之市場及營運風險管理成為全球性的。
- 6、地區性的結算機構無能力了解其最大客戶的全球整體風險。
- 7、主管機關資源互相分享是跨國風險管理之要點。

（四）面對市場結構之變化，未來結算機構對於遠距/跨國結算之風險控管、如何拓展結算組織新商機暨服務項目以及最新之結算技巧等相關結算機制，均為應加以探討研究之議題。而結算機構之發展願景在於最終達到所有市場參與者在全球所有的交易部位僅有唯一的一個結算帳戶，對交易所及結算機構說來可清楚洞悉每個交易人的所有交易部位，進行最有效益的風險控管，而對交易人本身之資本以及保證金運用亦可達到最高效益。

五、自律組織之新功能—教育及顧問功能

以目前全美期貨公會（NFA）的角度看來，由於許多交易所由傳統之會員制改制成為以追求利潤為主的公司制，而傳統人工喊價市場基於種種競爭理由逐漸轉型成為電子交易市場，再加上由於科技的助益致使建立交易市場的資格限制降低，導致許多網路交易所之成立，交易所以往在其境內獨大的現象已不復存在，競爭日益激烈，故應將其有限之資源投注於其核心業務，亦即交易相關機制的發展上，避免浪費寶貴的企業資源於其他可外包（out-sourcing）的旁支業務。此類業務包括相關規章之訂定、稽核以及結算等等，以美國作例子，交易所可將上述功能分別外包予 NFA 以及 BOTCC/OCC 等專業機構。由於外包相關工作予專業

機構不但可以提昇工作之品質，亦可因效率之提昇減低整體成本。

NFA 應朝向專業顧問之角色邁進。目前 NFA 協助交易所(包含傳統、欲轉型以及新興之交易所)訂定相關規章。程序上是由交易所提出需求，由 NFA 著手進行規章草案之擬定，最後版本之確認工作仍交由交易所負責，並擁有完整之掌控權。

此外，市場推廣及教育之工作亦是 NFA 致力之工作之一，不僅在美國境內，亦與其他國家之交易所或期貨組織合辦相關活動。

第五章 衍生性商品交易市場之管理

一、衍生性商品交易市場管理 (Oversight) 之目的

期貨市場之經濟效益不僅在於交易所本身，更影響了每一個期貨市場之使用者、相關之行業、個體經濟，在某些例子中，更

影響整體經濟，同樣的，期貨市場如有違法之事件發生，亦有可能對經濟產生廣泛之影響。期貨市場發生操縱(manipulation)及價格扭曲(price distortion)及其他市場之犯罪與濫用(abuses)，對市場的影響包括：1 破壞期貨市場之經濟功能。2 致使避險之成果較不有效，或完全無效。3 誤導商業使用者、主管機關或其他相關者。4 可能對現貨市場造成負面影響。

美國國會亦認為期貨市場不僅為營運上需要買賣現貨商品之人提供定價及避險之功能，期貨市場同時係為公共利益而設，而期貨市場有被使用人操縱及遭遇其他不法行為破壞的可能，以致影響經濟及公共利益，必須建立完善的市場管理制度。而將破壞市場之危機降至最低，就是市場管理（Oversight）之目的。

二、期貨交易不法行為之法規規範

期貨交易不法行為態樣繁複，美國商品交易法（Commodity Exchange Act）對於市場操縱、內線交易、期貨詐欺等，嚴重影響市場價格妨礙市場公平競爭及危害市場秩序之行為，均明文加以禁止：

（一）市場操縱(market manipulation)

定義：任何經由有計劃之運作及交易以計算並產生人工、非正常供給與需求而產生之期貨或其他相關市場之價格。

目的：影響市場正常經由供給與需求而產生之商品價格，最終目的在於破壞或影響正常期貨或現貨之價格以得取不正當利益。價格扭曲通常是經由人為操作集中部位或快速買賣而達成(concentrated or rapid buying or selling)，亦有可能藉由發布不正確資訊或報告而達成影響價格之意圖，進而從事操縱行為。由於資訊發布軟體的進步，更有可能加速達成不肖人士意圖影響價格之目的，

而不正確之相關資訊有可能藉由網際網路或聊天室更加迅速傳遞。

規範：商品交易法 Sec.6(b)及 Sec.6(c)規定，CFTC 有理由認為任何人於州際商務中或任一特定商品交易市場上或依其他規則辦理之未來期貨交易中，操縱或意圖操縱任何商品之市場價格時，經由 CFTC 或 CFTC 指定之一位行政訴訟法官主持聽證會後，CFTC 得命令禁止該人在任一特定商交易市場上交易及停止其行為。該命令於法定上訴期間屆滿或經上訴確定後，該涉嫌人不能或拒絕遵守是項命令時即屬觸犯輕罪(Misdemeanor)，應處美金十萬元罰金，或處或併處六個月以上一年以下之有期徒刑。若已違反商品交易法 Sec.9(b)所規定，有操縱或意圖操縱任何特定商品交易市場或依其規則交易之未來期貨商品之市場價格，或囤積或意圖囤積任何商品，或對可能影響商品價格之市場消息或狀況為錯誤或誤導或明知不實之報導等行為即屬重罪 (Felony)，應處五年以下有期徒刑，或科或併科美金十五萬元以下罰金及起訴費用。

(二) 內線交易

定義：內部人因職務等關係獲取重要消息，而在消息未公開前，利用此一未公開之訊息進行交易。

目的：內線交易通常是藉由持有一般投資大眾所無法取得的足以影響投資人交易決定之重大資訊，在該消息未公開前進行交易，以獲取不公平利益或減少損失。

規範：依商品交易法 Sec.9(d)規定，CFTC 之委員、員工

或其代理人直接或間接參與任何期貨交易或任何具有期貨性質之交易，而使用未公開之消息為重罪 (Felony)，應處以五年以下有期徒刑，或科或併科美金十萬元以下罰金及起訴費用。

(三) 期貨交易詐欺行為 (Fraud)

商品交易法 Sec.4b 及 Sec.4c(a)反詐欺條款，規定以詐欺或誤導為目的之行為及虛偽不實(Meretricious) 交易等本質上具有詐欺性質之行為，包括沖洗交易、對作、交叉交易(相對委託) 虛偽交易 配合交易等均屬不法行為。而該等行亦具有違反公開競爭之性質，造成虛偽價格時，亦屬不法操縱行為，因其會使得在非公開競爭之情況下，造成交價格之扭曲，此種非真實之價格，很可能會被有心人士，以誘使其他市場參與者進行交易，而藉由創造人為價格之方式，進行市場操縱。從事 Sec.4b 及 Sec.4 等違反競爭之期貨詐欺行為時，依商品交易法 Sec.9(b)規定，以重罪 (Felony) 論，應處五年以下有期徒刑，或科或併科美金十五萬元以下罰金及起訴費用，商品交易法 Sec.4b 及 Sec.4c 規定禁止之行為包括下列態樣：

1、沖洗交易 (Wash Trading)

定義：在無市場風險下，以相同之價格、數量同時買進及賣出同一商品。其目的只是為了使其交易價格等被紀錄在市場上，以製造交易熱絡之假象。

2、對作 (Bucketing)

定義：期貨經紀商接受期貨交易委託後，未將客戶買賣委託單傳送到期貨交易所執行公開競價交易，而逕予直接或間接私自承受或居間與其他期貨交易人、期

貨經紀商進行交易。

3、交叉交易 (Cross Trading)

定義：場內經紀人為使另一場內交易人成為其客戶訂單之相對交易人，乃以同樣價格自其他之另一場內交易人處，買進或賣出相同數量之相同期貨交易契約。

4、虛偽交易 (Fictitious Trading)

定義：對於未實際進行期貨交易，卻做出交易報告之行為。

5、配合交易 (Accommodation Trading)

定義：期貨交易人為配合另一市場交易人之需要，透過事先的安排，所從事之非公開競價之交易。

三、期貨交易不法行為之防範

市場操縱及內線交易等不法行為之防範需具備完善之法令予以規範，除此之外，市場不法行為之防範需要適宜之契約設計及市場監視配合，以達到市場正常之運作，使商業使用者 (commercial users) 可以利用此市場以達到避險以及套利之功能及確保此市場發現之價格為公正的。市場供給與需求下所產生之結果。市場監視及完善之契約設計必須相輔相成，缺一不可。

四、契約之設計(contract design)

完善的契約設計可協助避免市場操縱並增進市場監視之效率。契約設計應確保契約本身不易受到操縱。

(一) 不同的市場主管機關 (包括交易所、自律機構及政府單位)

在契約設計及檢討上可扮演不同之角色。政府主管機關可在契約上市前進行審核，亦可在契約規格確定後給與非正式之其他意見。上開單位在契約設計與維護上執行相關任務時，

應參依下列作業準則：

- 1、市場主管機關應建立一套明確架構以設計並檢視相關契約設計之要點，並依據此架構執行稽核之工作。另並應有權限及相關程序來偵測造成市場種種犯罪、濫用的事件。
- 2、經濟效用：所推出的商品契約必須具有風險控管及價格發現之功能。
- 3、與現貨市場之相關性：契約規格應反映該標的現貨市場之運作情形並避免交割之任何障礙。
- 4、結算及交割之可信賴性：結算以及交割之程序應反映現貨市場之需求，並促進價格之一致性。
- 5、採納契約使用者之意見。
- 6、透明度：所有相關契約規格、交割以及價格資訊應予公開透明化。

(二) 契約規格設計要點

期貨契約商品標的物種類廣泛，含括農牧礦產品、能源、金屬及金融商品。期貨市場以商品之交割方式來分類，可分為實物交割(physical delivery)-已具實體之標的商品或金融商品進行實物交割，與現金結算(cash settlement)-以標的物(實體商品、金融商品或指數)價格直接進行現金結算。

實物交割-實體標的之商品

- 1、由於供給較為有限，運輸上可能之困難以及其生產或使用方式等種種原因，以實體商品進行交割之期貨契約較易導致操縱的危機。
- 2、契約規格內容應盡其能的反應標的物現貨市場之實際運作。
- 3、為了期貨市場之經濟效益以及運作，交割物些微的不同是

可以允許的，例如為求交割之便利性及效率，契約規格參考運輸工具容量為交割量之標準。實施容許在固定差異水準內，多種交割等級及多個交割地點。

- 4、最重要的一點是交割之便利，亦即是現貨商品有充足且合於規格的量支應交割的需求。

實物交割-金融標的商品

- 1、流通層面廣泛，易於交割及支付。
- 2、需考量標金融的商品亦可能受到其他主管機關之管轄
- 3、標的金融商品之現貨市場最好具深度(deeper)、高流動性、具透明度且有效率。
- 4、但如標的物廣度不夠(deliverable supply is a narrow segment of the market)，則該標的物之供給是否足夠則必須列入契約設計之考量。

股價指數期貨之契約設計

- 1、具流動性極佳之標的現貨市場。
- 2、標的現貨應為高度資本化。
- 3、指數之計算方式被隨意更改之可能性低。
- 4、現貨市場透明度高。
- 5、所有權不應有太多限制(little or no restrictions on ownership)。
- 6、相關貨幣應是具兌換性。
- 7、對於現貨及期貨間之套利不應造成障礙。
- 8、現貨與期貨市場之主管機關應相互溝通協調。

債券相關契約之設計

- 1、是否作為現貨市場之指標(benchmark)？利率指標之建立是發展利率期貨（公債期貨）之必要條件，如何建立一個

具又公信力的指標，應予審慎考量。

- 2、最低之市場違約風險。
- 3、標的現貨市場應具深度、流動性及具有眾多的買、賣方。
- 4、具價格、供給及需求之資訊透明度。
- 5、政府介入應維持在最低限度。
- 6、當標的物為一籃子的可交割債券時，其應有及相近之到期日。

現金交割契約--由具公信力之獨立第三者(機構)研發之指數契約之設計標準

- 1、獨立的第三者必須同意其研發之指數做為期貨商品之標的。
- 2、獨立之第三者(機構)應為有信譽之現貨市場資訊發布者。
- 3、需有資訊安全防衛系統以避免遭致破壞。
- 4、所有指數之發布均以正當而公開之數據為基礎。
- 5、期貨市場的操縱可由影響其標的現貨市場價格而達成，故需分析評估該現貨市場規模以及流動性是否達到一定標準，以避免經由影響現貨市場來操縱期貨市場。如現貨市場有遭致操縱之虞，則期貨商品契約則可考慮施以投機性交易之部位限制，或以隨機抽選時點所取得之多個指數來演算商品結算價格

現金交割契約--由交易所研發之指數(independent third party indexes)契約之設計標準

- 1、應明列指數計算方式及程序，並應設立安全控管機制以防操縱。
- 2、指數計算所使用之資訊必須是可信的。
- 3、指數設計之過程如藉助市場調查，則該市場調查對象需具

備代表性並對市場有深入之了解。依據 CFTC 之經驗，需有至少四個以上經紀商及八個以上的自營商。

- 4、對極端不具代表性的數據應依程序予以排除。
- 5、現貨市場所有市場資訊應予以公開化，以便交易人能自行核對指數之正確性，以提昇指數之信賴。

五、市場監視(market surveillance)

(一)市場監視係對於市場持續性之監控。市場監視最重的要功能及目的在於預防市場人為操縱、價格扭曲以及其他不法交易犯罪等事件，以維持一自由且完全公平競爭之市場。在某些狀況下，即使設計完善的契約亦有可能遭致操縱或受人為因素影響市場價格，而市場監視作業即在於蒐集正確、充分之資料，並對資料加以分析比較，以達即時發現問題遏止不法，進而維護市場之健全。

(二)一套完整的市場監視系統為市場長久監管制度所必須具備的工具。市場監管系統之要素及其功能，包含應受監管之範疇、市場監視報告、稽核等。為防範市場操縱、內線交易等不法行為之發生，以維護市場秩序及保護交易人之權益，各國主管機關都會要求自律組織設立嚴密之監視制度。CFTC 管理規則

(Code of Federal Regulation) §1.51 中規定，交易所應設置獨立之市場監視部門，對市場中可能發生之過度集中與價格扭曲等交易行為進行監視，依該規定交易所應執行計畫內容包括：

- 1、監視市場之交易活動以發現可能之操縱或其他可能導致價格扭曲之市場狀況。
- 2、監視交易廳內之交易作業。
- 3、檢查會員所保存有關於交易市場從事期貨、選擇權、現貨業務之簿冊與記錄。

- 4、調查客戶對帳戶或委託單處理方面所提出之指控。
- 5、調查其他指控或明顯違反法律、規章及決議之行文為。
- 6、其他執行法律、規則、規章、決議等所需要進行之監視、檢查與調查。
- 7、對於認定違反規定之行為採取迅速有效懲戒行為之程序。

CFTC 要求監視部門每日蒐集交易人活動資訊(包括價格、部位及交割方式),分析與比較期貨及現貨市場中供需之情形、期貨與現貨間價格之關係、部位持有及交割方式等事項。目前監視部門之監視作業之內容包括大額交易人申報(large trader reporting)、投機性交易之部位限制、到期期貨契約之監督及採取緊急處置措施等。

(三)另外由於為高科技之助益,刻正快速改變市場結構。為有效管理市場,主管機關應瞭解目前高科技於期貨業中應用的狀況,以及高科技技術助長市場整合以致改變了傳統期貨市場的結構,以往法規中之定義及規範,是否能因應市場結構之變化,以及對新興電子交易市場之交易監視作業等,都是主管機關在市場管理上應加以關注的。

(一)針對交易市場跨國聯盟之市場管理(Cross-Border Market Alliances-Implication For Regulators)牽涉問題,則包括管理之對象、方向、程度、標準等。市場監管要旨—主管機關需訂定市場管理計劃及最低監管標準、資訊分享、成立委員會及專業報告。此外應加強跨國市場之協調與合作,建立跨國市場監視合作機制。IOSCO 於一九九一年已提出之衍生性商品市場電子交易系統管理之十大準則,以及新近由於交易市場跨國聯盟而增訂之四條新的監管準則:1、發展合作協定並協調監督管

理之責任。2、主管機關應有效率的並即時的分享資訊。3、有關協調之法規需求及架構必須盡可能透明化。4、在討論合作時必須考慮其他主管機關是否亦遵守 IOSCO 協定。

第六章 執法之策略與技巧

由於從事非法期貨交易行為具有高度之專業性及隱密性，較難察覺與認定。如何揭發非法交易行為，並有效管理市場，主管機關除對於一般期貨交易之技巧應充分瞭解，對交易活動記錄之掌握分析，並進行必要及適當的調查程序，俾得以達到打擊不法維護市場秩序之目的。有關於 CFTC 執法之策略及技巧(Strategies and Techniques of Enforcement)：

一、 美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 相關調查權

(一) 商品交易法 Sec.8 (a)(1)規定，CFTC 為有效執行商品交易法之規定，及提供資訊予國會使用，得於認為有必要確定交易所營

運及其他商品交易法所規範人員之相關事實時，進行調查
(Investigation)。

- (二) 為確定是否有任何人違反或即將要違反商品交易法或相關規則及命令時，由 CFTC 法律執行部門(Division of Enforcement) 依 CFTC 授權進行調查；為取得更多的證據及行使更多的調查權限，依照 CFTC 正式調查命令之授權，對於調查事件之特定人得發出傳票，該收受傳票之特定人，必須在指定時間及地點，接受被指定調查人員之調查或提出任何與調查案件有關之文件及證據。正式調查命令應記載下列事項：1、授與進行調查之權限。2、調查之範圍。3、授權其發出傳票之委員及被指定之調查人員。

二、簿冊與記錄保存之法規規範

(一) 商品交易法 (Commodity Exchange Act)

- 1、Sec.4g(a)任何一期貨經紀商、仲介商或場內經紀人應就其美國境內或其他任何地點之任一交易所內進行之期貨交易，依 CFTC 規定申報交易與部位等相關資料，並依 CFTC 規定格式、方式與期限維護與保存該等交易與部位之相關帳冊紀錄，且應使該等帳冊紀錄隨時可供 CFTC 或美國司法部代表查核。
- 2、Sec.4g(b)每一結算機構及特定商品交易市場應依 CFTC 所定之規則保持每日交易紀錄資料。
- 3、Sec.4g(c) 期貨經紀商、仲介商或場內經紀人應就每一客戶每日交易保存交易紀錄，其紀錄方式與格式應足以辨識前第(b)項所稱之交易事項。
- 4、Sec.4g(d)每日交易紀錄應依 CFTC 規定之格式與期限維護保存。各項報告應依保存之紀錄上所登載資料，及依 CFTC 以規

則、辦法或命令等規定之期間、地點、格式作成。

- 5、Sec.4n(3)(a) 任一期貨交易顧問、期貨基金經理人應依 CFTC 規定之格式與方式保存帳冊紀錄與提出報告。上述帳冊紀錄保存期限至少三年，或 CFTC 另行規定之較長期限，且應隨時可供 CFTC 或美國司法部代表查閱。

(二) CFTC 管理規則 (Code of Federal Regulation) §1.31 (a) (b) (d) §4.23、§4.7 (a) (2) () §4.33、§4.7 (b) (2) () 分別對交易所、結算機構、期貨商、期貨基金經理人、期貨交易顧問等，就有關簿冊與記錄之格式、保存方式、範圍及期限等有詳細之規範。

- 1、§1.31 規定所有依商品交易法或 CFTC 規章規定應保存之簿冊、紀錄至少須保存五年，且可隨時供 CFTC 或司法部之代表檢查。電腦、會計機器或商業機器等製造的紀錄得迅速複製在微縮影片上保存；簿冊、文件等硬式拷貝於保存期限後三年亦得以微縮影片代替之。依上述方式以微縮影片代替硬式拷貝時，應(1)隨時準備設備，供立即、容易讀取微縮影片之資料。(2)將微縮影片適度編目、列檔，俾得以立即找出特定紀錄之位置。(3)CFTC 或司法部代表提出要求時，保管人須立即提出文件之傳真擴大版予 CFTC 或司法部代表。

2、相關簿冊及紀錄之類型

- 分離帳戶中客戶之資金紀錄
- 開戶、交易及委託紀錄
- 對期貨經紀商之風險評估紀錄
- 其他紀錄—期貨經紀商、仲介商提供客戶之促銷資料及其相關來源之資料。

三、美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 犯罪調查技巧 (investigation)

techniques)

CFTC 對於期貨交易不法行為或進行跨國交易不法行為所採用之基本犯罪調查技巧，包括如何利用現有資料來源(例如相關期貨商、結算或往來銀行、CFTC、NFA 及其他政府單位之內部資源)蒐集基本背景資料、進而對資料加以分析、進行後續調查、訪問以及如何將所有調查之文件及過程彙整成為有效之呈堂證供，以揭發不法之情事並予以懲罰：

(一) 書面文件及資訊之蒐集

1、可經由調查權取得之資訊：

- 開戶文件
- 每日/月交易明細表
- 交易場內各種交易相關卡片記錄
- 已結算及未成交之交易明細
- 交割記錄
- 推廣及行銷等廣告資料
- 往來信件
- 聘僱員工、員工薪資及佣金等之付款記錄
- 與期貨交易帳戶相關之銀行往來記錄
- 相關銀行帳戶所有記錄
- 相關交易價格及時間之記錄
- 交易所及公會(NFA)相關稽核(audit)、調查(investigate)及自律/懲戒(disciplinary)之檔案
- 於交易所或公會(NFA)記錄有案之申訴事件
- 稽核手冊、書面之內部作業程序以及條例
- 相關交易員資訊(Reportable trader information)
- 相關交易員報告 (Reports identifying reportable traders)

- 相關交易員之自行報告 (Reports filed by reportable traders)
 - 公會(NFA)之資料庫及其他資訊：MRRS, FACTS, BASIC
 - 從交易所資料庫取得：依照需求檢索出所需之成交資料、特定交易資訊、相關交易時間資訊。
 - 稽核檔案，包括基本資料、報告及往來信件
 - 交易者之檔案及相關資訊(由 CFTC 交易市場管理部提供)
 - 資料庫可取得之：結算公司、交易者及經紀商協會會員資訊
 - 行政救濟及裁定賠償(Reparations)之請求及相關檔案
 - 其他執法方式(other enforcement actions)
 - 其他調查檔案
 - 歷史交易資訊
- 2、可經由其他州立或聯邦 agency 取得之資訊：
- 美國證管會(Securities and Exchange Commission)
 - 聯邦交易委員會(Federal Trade Commission)
 - 美國郵政檢查單位(U.S. Postal Inspection Service)
 - 美國農業部(U.S. Department of Agriculture)
 - 聯邦調查局(Federal Bureau of Investigation)
 - 州立證券管理機構(State Securities Regulators)
 - 州立法官(State Attorney Generals)
- 3、可經由其他資源取得之資訊：
- 網際網路(Internet)
 - Choice Point
 - Lexis
 - Consumer Sentinel
 - Compliance Data Center, Inc.
- 4、非正式調查訪問

- 撰寫調查訪問報告
 - 準備聲明書(Declarations)或上堂證供(Sworn Statements)
- 5、自願宣示作證(Take Voluntary Sworn Testimony)
- (二) 取得正式調查命令(Formal Order of Investigation)
- 1、為取得更多證據。
 - 2、提供 CFTC 人員更多之權利行使職權。
 - 3、文件傳票(Subpoena Documents)。
 - 4、銀行傳票(RFPA Bank Subpoenas)
 - 5、證人傳票 (Subpoena Testimony)
- (三) 資料分析
- 1、檢閱並分析公開之文件：法定代理人、客戶之經歷、收入、資產、姓名、地址及電話號碼。
 - 2、檢閱並分析交易帳戶相關文件：檢視其帳戶總利潤或總損失、未平倉部位、總值、總佣金、計算總佣金佔資本之比例 (commission to equity ratio)、計算總佣金佔投資金額比例 (commission to investment ratio)、交易時期、研討帳戶實際之交易是否服何雙方原本同意之方式、計算經由不明帳戶起使之交易總利潤或損失。
 - 3、檢視相關銀行往來記錄：察明資金來源及去向、計算收入與支出。
 - 4、檢視相關交易記錄：細查稽核報告中任何不正常之處、彙總統計資訊、重新構造交易流程(reconstruct Trade Sequence)並與價格變化進行比照、細查交易是否已如記錄確實結算、檢視是否有特定交易模式、比照交易場及經紀商處之交易單是否符合、檢視 out-trade 文件。
- (四) 準備報告(work papers)

- 1、可使用電腦軟體輔助資料之處理。
- 2、歸納、分析比較相關資訊。
- 3、尋找出特定模式(patterns)。

(五) 法庭作證(take sworn testimony)

- 1、強制作證 (Compel witnesses to appear and testify)
- 2、在法庭宣示作證 (Witness testify under oath)
- 3、作證時必須回答每一個問題或是 assert a valid privilege。

第七章 結語

本屆 CFTC 年度國際市場管理者訓練研討會之研討內容主要係對於衍生性商品市場及金融中介機構業務之管理規範架構作一廣泛性的探討。以提供本屆研討會參與者對於衍生性商品市場管理方向之建議，並幫助參與者能夠瞭解目前全球期貨市場結構之發展趨勢及主管機關在管理上將面臨的問題。

我國期貨市場自臺灣期貨交易所於八十七年四月正式開業，並於同年七月二十一日推出本土首項期貨商品「台灣證券交易所發行量加權股價指數期貨」，而後於八十八年七月二十一日推出「電子類股股價指數期貨」及「金融類股股價指數期貨」等二項類股股價指數

期貨，且即將於九十年四月九日推出小型臺指期貨，並預計於今年內再推出臺指選擇權。目前臺灣期貨交易所上市商品的成交量已呈逐漸增加的趨勢，一般大眾參與期貨市場之比率逐漸提高，國內期貨市場之參與者亦已累積相當之專業知識及經驗。

隨著我國期貨市場日漸蓬勃發展，除期貨商之品質及社會大眾之教育宣導等均應繼續加強外，主管機關監控不法交易的能力將是確保市場正常運作、發揮期貨市場經濟功能之重要工作。此外由於高科技技術引進交易市場以及交易市場跨國聯盟，目前全球期貨市場正快速發生結構性的變化。雖然我國期貨市場發展時間較歐美先進國家晚，但在金融全球化趨勢以及我國推動金融國際化的政策下，未來我國期貨市場亦不無朝向跨市場聯盟趨勢發展之可能性，對於如何因應市場結構轉變及規畫合宜的制度與管理規範，是主管機關宜及早省思的問題。由於本次課程範圍非常廣泛，而授課期間極為短暫，部分內容實尚須進一步研究探討，在此僅藉本次研究心得，提供對期貨市場未來發展與管理方向的參考。

附錄「CFTC 第十屆訓練研討會各項議題相關資料」

附錄一：衍生性商品市場之建立

附錄二：衍生性商品市場結構之發展趨勢與中介機構業務之管理

附錄三：衍生性商品交易市場之管理

附錄四：CFTC 執法之策略與技巧

