

第四章 「第38屆美國期貨業協會年會」內容重點

FIA為使其會員吸收及分享業界新知、觀點，進而增進期貨界之健全發展，於每年春季舉辦年會，各國期貨業界均踴躍參與探討業界發展議題與最新動態。

本次年會除邀請美國CFTC主席Gary Gensler就目前CFTC刻正推動新的衍生性商品相關改革方案發表專題演講外，並就全球衍生性商品相關的熱門議題，包括衍生性商品之集中結算及集中交易、國際金融改革、各國期貨交易所之未來展望、期貨交易人權益保障等，邀請各國主管機關、交易所與業界專家代表擔任與談人進行探討。本次年會重點如下：

第一節 美國CFTC主席Gary Gensler專題演講

CFTC 主席 Gary Gensler 於 3 月 13 日應邀於美國期貨業協會(FIA)年會發表演講，內容包括衍生性商品市場及基準利率指標相關監理改革等事項。相關重點摘錄如下：

一、衍生性商品市場監理改革：

- (一) swap 交易商(Swap Dealer, SD)、主要市場參與者(Major swap Participants, MSP)登記數：截至 3 月 13 日，共計有 73 家金融機構與企業已向 CFTC 登記為 SD，另有 2 家企業已登記為 MSP。
- (二) swaps 交易強制集中結算：swaps 交易採階段性實施，自 2013 年 3 月 11 日起，SD 與 MSP 應將 CFTC 所公布之 IRS 與 CDS 等契約類別集中結算，並於 2013 年 9 月 9 日全面實施。據統計，3 月 11 日至 13 日之集中結算契約金額約計超過 0.5 兆美元。

(三) 交易人保護：CFTC 去年通過 swaps 交易人保證金專戶保護規定，要求結算機構應落實執行法律分隔與作業合併模式(Legally Segregation with Operational Commingling Model, LSOC)。

(四) CFTC 近期擬推動之 swaps 市場監理改革重點：

1. 交易前資訊透明(Pre-Trade Transparency)：目前已要求交易人將部分 swaps 交易資訊申報予 swap 資訊存儲機構(SDR)，以強化交易後資訊揭露，為進一步加強交易前資訊揭露，CFTC 擬於近期內陸續完成 swap 交易執行設施(swap Execution Facilities, SEF)定義與登記規定與鉅額交易(block trade)規範。
2. 跨境效力(Cross-Border Application)：關於跨境效力方面，針對境外 SD/MSP 及美國境內 SD/MSP 境外分行適用 CFTC 監理規定之法令遵循期限，CFTC 已准予遞延至 2013 年 7 月 21 日，而境外 SD/MSP 可申請法令遵循替代(substituted compliance)，故呼籲境外 SD/MSP 應儘速與 CFTC 及所在國主管機關進行洽談。此外，基於過去金融機構倒閉、破產或發生財務危機案件，如 AIG、雷曼兄弟、Bear Sterns、長期資本管理公司(LTCM)及花旗集團等，均起源於境外分支機構、關係企業，但該等案件最終均由美國母公司承擔最終損失，爰 swaps 監理改革規定之跨境效力範圍應涵蓋下列交易：
 - (1) 美國籍機構之境外分行所進行之 swaps 交易。
 - (2) 由美國籍機構所擔保之境外關係企業間所進行之 swaps 交易。
 - (3) 營業主要在美國境內之境外避險基金(hedge funds)所進行之 swaps 交易。

二、基準利率指標之改革：

(一) 就目前裁罰案件顯示(巴克萊銀行、瑞士銀行及蘇格蘭皇家銀行遭 CFTC、美國司法部及英國 FSA 罰款約 25 億美元)，LIBOR 等基準利率指標有不實報價與不當操縱之違法情事，又利率指標過去所參考之「銀行間無擔保拆借市場」基本上已不存在，且透過 LIBOR 與其他短期利率或銀行 CDS 價差間之比較，顯示 LIBOR 報價內容已失去真實性，爰呼籲儘速對於利率指標之制度結構進行改革，且利率指標應以真實交易為依據。

(二) 造成前述銀行間無擔保拆借市場不存在之原因包括：

1. 因 2008 年金融危機、2010 年歐債危機及大型銀行信用評等降等等事件，各銀行對於銀行間拆借交易有所疑慮。
2. 銀行有資金需求時，可直接向央行融通，銀行間拆借需求下降。
3. Basel III 資本協定納入資產相關係數(asset correlation factor)，要求銀行對於其他銀行之曝險增提資本，致銀行對於銀行間拆借交易意願降低。
4. Basel III 之流動性覆蓋比率(LCR)要求銀行持有高品質流動性資產數量，應高於或等於未來 30 天內之資金淨流出，導致銀行多投入資金於短天期拆放資產，30 天期以上(3 個月、6 個月或一年)之銀行間拆借交易減少。

(三) 目前市場參與者與主管機關對於基準利率指標改革著重於替代方案(alternatives)與轉換機制(transition)：

1. 在替代方案方面，可以隔夜利率交換利率(Overnight Index Swaps Rate)、短期擔保借款利率或政府借款利率等。
2. 在轉換機制方面，LIBOR 與其他基準利率指標並非「大到無

法取代(too big to replace)」，轉換機制應至少包括下列步驟：

- (1) 確認可靠之替代方案，且該替代方案應以真實交易為基礎。
- (2) 於特定期間內，允許新的替代方案與現存之基準利率指標共存，俾利於市場交易人進行轉換。
- (3) 於特定時點停止使用不可靠且過時之基準利率指標。

第二節 專題座談會

壹、衍生性商品集中結算之展望(Outlook for Clearing)

主持人：

Jerome Kemp, Managing Director, Global Head of Citi Futures and OTC Clearing, Citigroup Global Markets

與談人：

Michael Bodson, President & Chief Executive Officer, Depository Trust and Clearing Corporation (DTCC)

Thomas Book, Member of the Executive Board, Eurex

Michael Davie, Chief Executive Officer, SwapClear, LCH.Clearnet

Christopher Edmonds, President, ICE Clear Credit

M. Ramaswami, President, Singapore Exchange (SGX)

Kim Taylor, President, CME Clearing, CME Group

2009年G20決議將店頭交易之衍生性商品納入集中交易、集中結算以及資訊申報之範圍後，各國政府於這幾年均致力於制定相關的法令，

其中美國於今(2013)年 3 月 11 日開始第一階段的集中結算，而交易資訊須申報至店頭衍生性商品資料儲存機構(Swap Data Repository, SDR)之規定，自 2012 年 10 月已開始實施。

過去美國之 SDR 僅有 DTCC 一間，但隨著集中結算之市場競爭越來越激烈後，許多結算機構打算跨足 SDR 之業務，希望滿足集中結算的客戶一站購足之需求，再透過結算所結算後，由結算所為其進行資訊申報，可以減少客戶之作業成本。因此 CME 於 2012 年 11 月控告 CFTC，希望其取消 DTCC 獨佔 SDR 業務之規定，而 CFTC 也做出了讓步，使 CME 得以跨足 SDR 之業務，同時也同意所有經 CME 集中結算之客戶，都會自動將資訊申報至 CME 的 SDR 中，若客戶要求將交易資訊送到其他的 SDR，則 CME 會將相關資訊之副本傳送至其他結算機構。

本次座談會主持人 Jerome Kemp 表示，近期市場均在討論就資訊申報而言，是開放多家或是單家 SDR 較能符合 Dodd-Frank 法案提高市場透明度之目的。DTCC 之 CEO Michael Bodson 首先表示，Dodd-Frank 主要做兩件事，一是增加市場透明度，二則是增加主管機關控管市場風險的能力，DTCC 對於近期 CFTC 支持 CME 的 rule 1001 表示失望，其認為若成立單一的 SDR，更能幫助主管機關達成 Dodd-Frank 的目的，單一 SDR 可使資訊申報格式單一化與國際化，使主管機關能更全盤性的瞭解與掌握市場資訊，從過去雷曼兄弟、MF global 等事件，主管機關需要重新建立市場對於監理機構的信心，而現在成立多個 SDR 似乎是反其道而行，也與 Dodd-Frank 的立法初衷相衝突。

但 CME 之結算部門主管 Kim Taylor 則持反面的意見，其表示多個 SDR 並不會損害 Dodd-Frank 使市場更透明的初衷，CME 跨足 SDR 業務是希望增加市場的效率並降低交易人成本，所有的交易資訊僅需進行一次申報，就可滿足主管機關對於集中結算以及資訊申報的規範，雖短

期內市場參與者需要由原來的 SDR 進行轉換，但相信就長期而言，應可增加效率並降低成本；此外 CFTC 已開始蒐集並分析鉅額交易資訊 (large trader data)，該資訊就是從多個不同來源蒐集，因此現在出現多個 SDR 並不會與鉅額資訊的蒐集有甚麼不同，自然也不會因多個 SDR 而影響市場之透明度。最後 Kim 也表示，當有多家 SDR 存在時，重要的是避免重複計算 swaps 交易之數據。

同樣取得 SDR 註冊之洲際交易所(ICE)的結算部門主管 Christopher Edmonds 則同意 Kim 之看法，ICE 會在主管機關作出裁決後朝最有利的方向走，其同時也表示當危機發生時，結算所才是最重要防止危機擴散的機構，而非 SDR。

主持人另表示在金融風暴前，交易所大多均自行營運其結算所(垂直整合模式)，但在金融風暴後，由專責結算機構負責結算各不同來源的交易也成為新的趨勢(水平整合模式)。市場對於新的法規以及趨勢有不同的因應，希望詢問各與談人對兩種營運模式之意見。新加坡交易所 (Singapore Exchange, SGX) 之總經理 M. Ramaswami 首先表示，新加坡一直以來都是由 SGX 進行集中交易、結算以及資訊申報，SGX 將自己定位為可以替各種不同來源的交易進行結算的服務。

而反觀 LCH.Clearnet，其為各不同的交易所與不同來源的交易進行結算，也表示在現行的法令下，經營結算所的成本較高，因此有越來越多的交易所願意與 LCH.Clearnet 合作，例如 Nasdaq 等。

DTCC 的 Bodson 表示，DTCC 在美國並非以營利為目的，因此收費較低，可讓美國的金融業者每年省下 3 至 4 億美元的資金，但在歐洲，垂直整合的營運模式則可以產生更多利潤，相同的服務在歐洲的收費是美國的 10-15 倍。但垂直整合的營運模式同時也有好處，可以容許以整

個投資組合計算保證金，因此對於水平或垂直的營運模式孰優，仍須視利潤與資金效率的取捨而定。CME 之 Kim 同意 Bodson 的看法，也表示因此 CME 採用垂直/水平混和的營運模式。

討論至此與談人也開始探討到各國法規所造成的差異，因結算所須遵循不同主管機關的法令，例如消費者保護以及風險控管等，因此提供跨國結算服務對結算所而言是很大的成本。SGX 表示到亞洲各國的法規比歐美更加分歧，SGX 只能先遵循各國共通之立法原則，之後再遵循各國不同的法令。而 LCH 也補充表示，全球性的商品例如 IRS，交易者來自不同國家，因此更需要主管機關對相關法令的調和，因此 LCH 目前主要提供最簡單，且最能符合各國主管機關要求的商品。最後各與談人也呼籲各國主管機關應進行法規調和，避免製造法令的國界(regulatory boundary)，使業者能降低法令遵循的成本。

貳、衍生性商品之集中交易(Future of Derivatives Execution)

主持人：

Scott O'Malia, Commissioner, Commodity Futures Trading Commission

與談人：

Alexander Evis, Head of Market Structure Strategy for Global Credit,
Goldman Sachs

Chris Ferreri, Managing Director, ICAP ETC Hybrid Broking

Jeff Jennings, Global Head of Prime Services Listed Derivatives, OTC
Derivatives Clearing & FX Prime Brokerage, Credit Suisse

Chris Lorenzen, Chief Executive Officer, Eagle Seven

Michael O'Brien, Director of Global Trading, Eaton Vance

Sam Priyadarshi, Head, Fixed Income Derivatives, The Vanguard Group

在 Dodd-Frank 法案制訂後，有關集中結算以及資訊申報的相關規範均已開始實施，惟集中交易之相關規定進度較慢，雖 CFTC 已針對店頭衍生性商品執行機構(Swap Execution Facility, SEF)相關規定提出法規草案，但仍存在許多爭議。這場由 CFTC 委員 Scott O'Malia 所主持的座談會中，與談人來自各種不同金融領域但都與 SEF 相關的公司，也提出了許多建議與問題。

首先高盛證券的 Alexander Evis 表示，將以往未受規範的 swaps 移到被規範的 SEF，是很重要的一步，而整個 SEF 之規範能否成功的關鍵，在於能否讓客戶選擇交易的方式。SEF 是使市場更加透明化的工具，但若因為限制了客戶的交易方式而減少其流動性，將會非常可惜。此外，Credit Suisse 的 Jeff Jennings 也表示法規仍否有更多的彈性是市場最關心也是能否成功之關鍵。

Eaton Vance 的 Michael O'Brien 也表示，未來將有各式的 swaps 要在 SEF 進行交易，這些不同的商品若要使用同一種方式進行交易，將非常難以遵循。例如，利率交換(IRS)與無本金交割之遠期外匯(NDF)等適用不同的方式交易，建議 CFTC 在制訂法規時能多留些彈性。而後 Vanguard Group 的 Sam Priyadarshi 也表示，詢價(Request For Quotation, RFQ)以及語音交易平台(Voice)均應列為合格的交易方式。

另高盛證券的 Alexander Evis 表示，目前 swaps 已開始進行資訊申報，主管機關與市場參與者應檢視店頭衍生性商品資訊儲存機構(Swap Data Repository, SDR)所蒐集到的數據，進行分析以制定最適

的規定。例如可以依不同的資產類別訂定不同的交易方式。主管機關應檢視各種不同的交易之詢價方式，制定不同的規定。

ICAP ETC Hybrid Broking 的 Chris Ferreri 也表示，該公司已有許多既有的交易策略與交易方式，若須要全部改變是必須要有一段過渡期。Vanguard Group 的 Sam Priyadarshi 表示，當交易者送出 RFQ 時，就洩漏了自己的策略、價格與數量等資訊，時間越久越不利。當 CFTC 希望交易者能尋找最佳交易價格成交，要求多向幾家流動性提供者詢價，就反而會傷害交易者。

Eagle Seven 的 Chris Lorenzen 也表示，關於 RFQ 的規範，希望主管機關能保留更多的彈性。例如對於流動性較差的 swaps，可以規定須送出較少的 RFQ，流動性較佳者則要求送出較多的 RFQ。該公司認為詢價時，應向超過一家流動性提供者詢價，因為此舉可以增加市場的透明度。

Credit Suisse 的 Jeff Jennings 也表示，在期貨市場交易者有許多不同時點可以選擇是否進行交易，例如是否要在經濟數據發布的時點進行交易等，也可以選擇要電子交易或用其他交易方式等，抑或是使用鉅額交易，但目前 SEF 的法規草案並未提供那麼多的選擇，建議可以審慎檢視相關規範，以制定最合宜的 SEF 相關規定。

關於現在的 SEF 法規草案中，規定若交易雙方於交易前先透過電話成交，則為了市場的透明度，須要將此交易於成交前，先將相關資訊公布至少 15 秒乙節，Eagle Seven 的 Chris Lorenzen 表示，市場參與者可以了解 15 秒的規定想要讓市場多一些 swaps 交易資訊，但並未說明為什麼須要這麼做，且看不出來此規定對於市場透明度有甚麼幫助，建議此規定有重新檢討的必要。

Vanguard Group 的 Sam Priyadarshi 表示，任何可以儲存電子檔、可追蹤、可稽核的方式，不論是 Bloomberg 上面的訊息功能，或是直接用電話聯絡，都應該納入可交易的範圍，也不會對監管造成任何麻煩。Eaton Vance 的 Michael O'Brien 也補充表示，目前電話仍是最重要的交易方式，且電話交易也可進行稽核，因此最少應將電話交易納入。其它與談人也相繼提到，不論是用哪種方式成交，現在均可留存電子檔的交易記錄，應不至於對監管機構造成麻煩。

關於甚麼商品應規範在 SEF 進行交易乙節，高盛證券的 Alexander Evis 表示，CFTC 應謹慎選擇該在 SEF 交易的商品，不應由甚麼商品強制集中結算，就將其規範應在 SEF 交易。若不適當的商品被歸類為 SEF 交易，市場參與者意識到市場流動性將下降，自然會減少交易此項商品，使市場流動性陷入惡性循環，將損及整個金融市場。

而 Vanguard Group 的 Sam Priyadarshi 亦支持流動性的觀點，認為何種商品應強制於 SEF 交易的問題，應由主管機關、SEF 與 DCM (Designated Contract Market) 共同討論決定，應先研究集中交易後會否損及此商品之流動性，若沒有太大的影響，再考慮是否強制於 SEF 交易。此外，Sam 也表示，有些人建議應將所有應集中結算的商品，均強制進行集中交易。但集中結算是減少交易對手風險，而集中交易的目的是增加市場的透明度，兩者的目的完全不同，不應以是否集中結算來決定是否要強制集中交易。

另關於 SEF 數量的問題，與談人大多認為太多 SEF 會減少流動性，因此依利率、信用以及外匯等類別各 3-4 個 SEF 來計算，總共約 8-12 個 SEF 會較有效率，也不會損及流動性。

關於期貨與 swaps 保證金的差異所造成兩者競爭優勢差異，Vanguard Group 的 Sam Priyadarshi 表示，兩者之優劣在於主管機關制定的保證金規範，若期貨的保證金較低，且期貨可以投資組合制定保證金，加上 swaps 的最少 5 個 RFQ 的規定，則將使與店頭衍生性商品有相似經濟意涵之期貨較有競爭優勢。

Eagle Seven 的 Chris Lorenzen 表示，結算所可能會為了與期貨競爭而下調 swaps 的保證金，使 swaps 的保證金被低估，將會更造成市場的風險。另 Eaton Vance 的 Michael O'Brien 也表示，以交易標的來說，他們較偏好期貨，主因是期貨為標準化的合約，流動性較佳。

參、國際金融改革(Global Financial Reform)

主持人：

Kenneth Raisler, Partner, Sullivan & Cromwell

與談人：

Peter Kerstens, First Counselor, Economics & Finance, European Union

David Lawton, Director of Markets, Financial Services Authority

Jill Sommers, Commissioner, Commodity Futures Trading Commission

本場座談邀請到了美國、歐盟以及英國等主管機關之官員擔任與談人，討論在金融海嘯之後各國開始進行金融改革之相關議題，包括英國的新金融體系、美國對境外交易的規範、各國監理機關的合作、金融交易稅、客戶保戶、保證金、店頭衍生性商品期貨化以及高頻交易等相當廣泛的議題。

來自英國金融服務管理局的 David Lawton 表示，1998 年 FSA 依英國法律成立，一開始國際主管機關的主要趨勢是將銀行業、保

險業、證券業與投資業等業務統籌管理，以確保能謹慎監理市場行為。但現在的政府在 2010 年掌權後，對於監管的架構有不同的想法，再加上金融海嘯時，主管機關並沒有很好的發揮作用，因為就哪個單位應該對哪一塊業務負責並無明確的分工架構，尤其是誰應該站在整體的角度思考金融市場的穩定性，使目前的政府認為有改革金融監理體系的必要。

今年英國的金融監理體系將有新的架構，FSA 將分為審慎管理局(Prudential Regulatory Authority, PRA)及金融行為監理局(Financial Conduct Authority, FCA) 2 個組織，PRA 主要負責銀行、保險公司等機構之監理，而 FCA 則管轄所有其他機構，包含約 2 萬 3 千家的註冊公司，以及銀行與保險公司對客戶之保護等，FCA 也將負責法規制定。此外，英國央行(BOE)將新增兩項權責，包含擔任結算所之主管機關，以及在 BOE 下面新成立一個金融政策委員會(Financial Policy Committee)，負責監管 FCA 與 PRA 等機構，以利整個英國的金融穩定，但目前此委員會在過去的一年僅產出一些會議紀錄等，至 4 月 1 日以後才有實際的權力。

美國已在 3 月 11 日起進行第一階段的強制集中結算，而成為法令的先行者，FSA 的 David Lawton 表示，先行者要注意其他人是否會在不久的將來施行類似的規範，因此推出法令的時機很重要，實際上各國應不會隔太久才制定出相關規範。失去境外的業務方面，因其他國家均已著手制定相關規範，加上美國目前也對境外相關業務進行豁免，應不會有此問題。另就歐盟而言，因美國為先行者，因此歐盟制定相關法令之細節時，面臨是要追隨美國的法令，或依歐洲的情況制定。目前歐盟主要係考慮歐盟的情況制定，因此這樣的法令制定將帶來另外一個問題，就是未來如何進行相互認可

(mutual recognition)。

關於各國主管機關之間能否密切的就金融改革相關議題進行合作乙節，CFTC 委員 Jill Sommers 表示，目前各國制定法令主要係依據 G20 決議辦理，CFTC 和其他各國的主管機關有很密切的合作，因此就大方向而言各國還算一致，但目前仍須進行細部的法令制定，包括如何制定保證金等，但 CFTC 仍會與其他主管機關繼續合作以制定最終法令，不論是透過資訊分享或 MOU 的形式來合作。另就美國人的定義而言，相關爭議其實有其歷史，就連 CFTC 與 SEC 要達成共識都已經面臨許多困難與討論，相信應需要多些時間才能確定最終規範。

關於金融交易稅之問題，歐盟官員 Peter Kerstens 表示，金融交易稅非常具有爭議性，即使 EU 內部都沒有協議，目前也只有 11 國同意，會實施金融交易稅的原因是某些國家已通過金融交易稅之立法，如法國、義大利等，由於歐盟為單一市場，為了要有效的施行，需要在支持金融交易稅的各國中有統一的標準，再者，民眾普遍認為，目前金融機構稅率過低，金融機構應該貢獻的比現在更多。FSA 的 David Lawton 則認為，英國對於股票的交易稅實施已久，也一直在檢討是否要廢止，但因對於預算的影響較大，每年會有 2-30 億英鎊的稅收差異，因此一直沒有真的進行廢止。

關於在客戶保護的前提下，提高資本要求以及保證金的規範更嚴格等制度面臨一些爭議，CFTC 委員 Jill Sommers 表示，美國也是在國際的規範出來後才發布對於未集中結算的保證金收取以及資本要求之法規提案，並一直在試著要與國際的監理制度一致。MF Global 破產事件之後，CFTC 一直在檢討能否更好的保護客戶分離帳戶。CFTC 認為相關法規應該要重新檢視，如剩餘權益

(Residual interest)的問題，CFTC 幾周前有一個圓桌會議，收到許多中小 FCM 以及交易者的擔憂，因此 CFTC 將多蒐集市場意見後再制訂相關規定。

歐盟官員 Peter Kerstens 表示，歐盟有關期貨商持有之客戶分離帳戶，應如何收取保證金的規定，歐洲市場基礎作業監理改革提案 (EMIR) 提供 2 種選擇：第 1 種為客戶的部位與保證金存放在結算所下面的個人帳戶內 (gross position)；另一種是結算所用淨部位來收取保證金，此種方式較獲青睞，因為資金成本會相對較便宜，但結算所需通知客戶，他們選擇哪一種保證金收取方式。因此歐盟已經提供市場參與者很大的彈性了。

現行法規規範在發生破產事件時，破產管理人有責任需蒐集所有的資產，再進行分配，但這樣會延後歸還財產的流程，據 FSA 的 David Lawton 表示，很遺憾直到現在雷曼兄弟的客戶尚未拿到應歸還的資產，因為尚在釐清相關資產歸屬。英國希望未來在破產管理方面，能有幾點改善：1. 在破產事件發生後，能夠更快的償還客戶的資產；2. 能夠償還更多的比例給客戶。3. 減少破產事件對市場的影響，如目前的集中結算就能減少破產事件發生對市場的影響，目前主管機關正在研議是否對專業客戶以及零售客戶有不同的破產保護之規範。

歐盟官員 Peter Kerstens 表示，目前市場的焦點在於集中交易與結算，但集中結算並不會是免費的，一定需要保證金，各國主管機關亦不希望增加法規套利。目前各國主管機關已有基本的原則，如甚麼交易需要收取保證金、何種資產可以充當保證金等。近期各國主管機關有共識，希望在 9 月前對於未集中結算的 swaps 能有相似的保證金規範。

CFTC 委員 Jill Sommers 也認為，保證金應是結算所依各自風控需求而制定的，不應全部由主管機關負責，目前市場主要爭議在於經濟意涵與 swaps 相似的期貨契約，在現行美國的法規下其與 swaps 之保證金規定不同，因此在可見的未來，美國仍將持續探討此規範之允當性。

現行法規使很多交易者傾向用期貨代替店頭衍生性商品，也助長了店頭衍生性商品期貨化(Futurization)的趨勢，CFTC 委員 Jill Sommers 表示，對於保證金的規範可能是期貨化的驅動因素之一，但其他整個關於 swaps 的法令架構應是更大的影響，如對於店頭衍生性商品執行機構(Swap Dealer)的規範等，就我個人來說，我們當然希望交易者交易在交易所上市的商品，因其有更高的透明度。

關於高頻交易(HFT)之規範，FSA 的 David Lawton 表示，目前主要高頻交易(HFT)是在股票市場，高頻交易會存在是因有套利機會，不論是因法規或是科技造成，才會出現在市場中。在法規面，2000 年時，因政府希望增加股票市場的競爭，使交易者得自行選擇在哪個地方交易，因此造成市場分割，也誘使高頻交易進場進行套利交易。但市場能否承受高頻交易，以及高頻交易是否造成市場的波動增加等則為制定相關規範的第一個考量。第二個考量為市場濫用，事實上更高速的交易並沒有造成新的市場濫用行為，但是否有利用新的交易達成過去的市場濫用，且應如何偵測是我們很關注的議題。第三個問題，高頻交易是否有造成市場的不效率。以上幾點是我們是否在股票市場規範高頻交易的主要考量點。

肆、各國期貨交易所之未來展望(CEO Vision)

主持人：

Maria Bartiromo, Anchor, CNBC

與談人：

Magnus Bocker, Chief Executive Officer, Singapore Exchange

Phupinder Gill, Chief Executive Officer, CME Group

Bob Greifeld, Chief Executive Officer, NASDAQ OMX

Finbarr Hutcheson, Chief Executive, NYSE Liffe

Charles Li, Chief Executive Officer, Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

Andreas Preuss, Chief Executive Officer, Eurex

Jeffrey Sprecher, Chairman & Chief Executive Officer, IntercontinentalExchange

本場座談由 CNBC 知名財經記者 Maria Bartiromo 主持，各交易所的 CEO 討論到全球法規或交易所營運的一致性問題、未來成長的契機、以及去年全球交易量下降的原因及今年的展望等。

關於法規制定或交易所的營運上，是否可能有全球一致的標準乙節，CME 的 CEO Phupinder Gill 認為，不論是交易所或是主管機關均不可能建構一個完全相同的風險管理機制，以交易所來說，很多交易所均已嘗試在全球依靠相同的標準進行營運管理，但沒有人可以做到。

而在歐洲營運，最近受到金融交易稅影響的 Eurex 執行長 Andreas Preuss 則直接表現出對金融交易稅之不滿，他表示雖然大家都希望有公平的競爭，但事實上在法規面並非一致，也未給予交易所公平的競爭環境，歐美目前就關鍵的法規仍缺少合作與一致性。此外，歐洲近期面臨金融交易稅以及高頻交易法規的問題，他認為立法者仍未向業者解釋相關規定的經濟意涵，就直接制定法令，對業者非常不利且不公平。

關於未來交易所的成長契機，香港交易所的執行長 Charles Li 表示，未來交易所的成長動力勢必來自中國，中國是世界第二大經濟體，但金融體系仍相對封閉，對於在西方與中國之間的香港，未來將有許多機會。而就中國何時開放的問題來說，以前問題在中國何時想要開放，但現在中國已經沒有選擇，必須開放。重點在有沒有辦法找到一個中國不需改變，世界也不需為中國改變的模式，使兩邊可採折衷的方式逐步開放。

新加坡交易所(Singapore Exchange)之執行長 Magnus Bocker 則表示，成長的契機來自於中產階級。在 SGX 的市場中，中產階級的數量為 5.25 億人，在十年內這個數字將成長為 17 億的人口，是超過 3 倍的成長，能否抓住這個機會對交易所而言非常關鍵。新加坡交易所是亞洲的倫敦，是所有交易者欲參與印度、中國、日本等亞洲市場的橋樑，而在亞洲外匯商品以及固定收益商品目前交易量仍非常少，使這些中產階級的存款無法有效地進行投資。但相對的也提供了交易所非常好的機會，關鍵在於交易所能否提供更多的服務、發展更好的技術，並與對的人進行合作，方得以掌握此趨勢並脫穎而出。

CME 的執行長 Phupinder Gill 則表示，中國的潛在客戶非常多，但目前礙於法規只能與中國的交易所交易，不能與國外的交易所交易。在美國，CME 是以併購的方式成長，而目前 CME 已是美國最大的交易所；而在國外市場，CME 則會以策略聯盟的方式尋求成長的機會，例如與當地的交易所合作使當地的投資人能交易 CME 之熱門商品等。此外，中國已在謹慎思考如何開放市場，但在中國開放之前，交易所需要先了解中國 5000 年的文化，才能在開放後更快速的站穩腳步。

EUREX 的執行長 Andreas Preuss 認為，成長來自於亞洲以及在成熟市場的新商品與服務。但全球去槓桿化所造成的影響加上更嚴格的法

規、更嚴格的資本限制等影響，在短期內都很難由中國或印度的成長彌補。他預計 2017 年至 2020 年中國才會完成人民幣的國際化，屆時中國才算是成熟的金融市場。此外印度也有很大的潛力，亞洲其他國家也都具有相當大的潛力，但均不是非常大的市場。因此就長期的角度，成長將來自亞洲，但短期內效益將不明顯。另歐美已有很大且成熟的市場，因此新商品將是能否成長的關鍵。

NASDAQ OMX 之執行長 Bob Greifeld 表示，該交易所在亞洲的策略是提供技術，以及掛牌服務。交易量的上升或下降是無法控制的因素，因此 NASDAQ 希望經營團隊能專注於可控制的因素上。例如現在小型公司有籌資上的困難，如果能將他們與市場上的資金連結，將會是一門很大的生意。因此中小企業將是 NASDAQ OMX 未來發展的重點。

洲際交易所(ICE)之執行長 Jeffrey Sprecher 表示，ICE 希望可以在各不同國家推出各式商品。而交易者為了適應法規的變動，在交易習慣上有所改變，也是交易所需抓住的機會，ICE 提供店頭交易之衍生性商品、期貨商品、集中結算以及資訊申報等服務將對成長有非常大的幫助。他認為交易所的業務有點像拼圖，需要去拼湊並滿足客戶的需求，併購並非追求企業規模變大，而是希望能更全面的服務客戶。另也同意 Bob 的觀點，未來希望可以提供更多公司上市籌資的服務。

關於去年全球交易量下降，未來應推出何種新商品因應乙節，新加坡交易所之執行長 Magnus Bocker 表示，新加坡之交易量不減反升。因 SGX 是最大的境外中國股票與期貨之市場，相關交易去年成長 3 倍，會員數也仍持續成長。此外其他亞洲國家的成長亦為重要的原因之一，SGX 有許多其他亞洲國家的商品，如日本的 Nikkei 指數、台灣加權指數、中國的 A 50 指數等，提供所有想交易亞洲市場的公司一個更便利的管道進行交易。

洲際交易所之執行長 Jeffrey Sprecher 表示，ICE 的石油市場近年來非常好，主因是新興市場的交易。過去在 Enron 倒閉時，許多交易人希望轉向交易所進行交易，這是正常的反應，並非法規限制。而現在的趨勢是在利率、外匯等商品交易人傾向交易期貨，主要原因並不只是 Dodd-Frank。此外，他也認為交易人並未改變，但交易方式改變很多，例如近期 ICE 提供手機下單、網路下單等，均是 ICE 對交易方式改變所做出的因應。

港交所執行長 Charles Li 也認為去年現貨市場交易量下降很多，但今年交易量反彈很多，港交所未來將專注在商品市場。此外，中國的交易量上升非常多，上海是呈倍數上漲，這還是在沒有高頻交易的情況下，因此吸引中國的交易者亦是港交所的重要任務。

EUREX 的執行長 Andreas Preuss 表示 EUREX 去年有接近 20% 的成長，而且這個成長是在金融交易稅的憂慮以及高頻交易量下降的情況下所交出的成績，更為難得，而去年的成長來主要來自於固收商品。如果沒有更多的不確定性，EUREX 應會繼續成長。

最後 CME 的執行長 Phupinder Gill 也表示，CME 的商品類別十分分散，去年黃金商品表現很好，今年利率以及股票均表現很好，在商品分散的前提下，並不需要太擔心市場狀況。

伍、期貨交易人權益保障 (Customer Protection Roundtable)

主持人：Gary DeWaal, President, Gary DeWaal and Associates

與談人：Bart Chilton, Commissioner, Commodity Futures Trading Commission

Gerald Corcoran, Chairman & Chief Executive Officer, R.J.

O'Brien & Associates

Michael Dawley, Managing Director, Goldman Sachs

Thomas Erickson, Vice President, Government & Industry Affairs,
Bunge Chicago

Kevin Foley, Partner, Katten Muchin Rosenman

Thomas Hammond, President & Chief Operating Officer, ICE
Clear U.S.

Michael Jamroz, Partner, Deloitte & Touche

John Roe, Co-Founder, Commodity Customer Coalition

Thomas Sexton, Senior Vice President, General Counsel, National
Futures Association

Kim Taylor, President, CME Clearing, CME Group

Pat White, Public Director, Futures Industry Association

2011年10月美國大型期貨商明富環球(MF Global Inc.) 宣布倒閉(美國史上第8大公司倒閉案)，主要係因該公司將客戶保證金投資歐洲主權債券，虧損高達16億美元所致，而2012年7月另一家百利金融集團(Peregrine Financial Group)也宣布倒閉，該公司前CEO Russell Wasendorf Sr 涉嫌20年來長期挪用客戶保證金，並向NFA及CFTC申報不實資訊，截至2012年7月客戶保證金短缺2.15億美元。短短9個月內連續2家期貨商重大倒閉事件，重創美國大眾對期貨業的信心，為重拾投資人的信任，主管機關CFTC及相關自律機構已積極研議加強相關監理措施，本項議題即在探討相關修正規定或措施。

關於主管機關CFTC部分，CFTC Regulation 1.25原規定，期貨商客戶保證金可投資之範圍包括外國主權債務、未經美國擔保支付本息之公司債等項目，鑒於MF Global案之發生，主要係因該期貨商過度投資歐

洲主權債券所致，CFTC已於2011年12月刪除上開投資項目之規定。

另為進一步加強客戶存放於期貨商及結算機構之現金、有價證券及其他財產之保護等規範，CFTC召開多次roundtable就相關議題進行討論，並於2012年10月22日發布相關法令修正草案（Proposed Rulemaking Enhancing Protections Afforded Customers and Customer Funds Held by Futures Commission Merchants and Derivatives Clearing Organizations），對外徵詢意見。相關修正內容重點包括：

1. 有關客戶保證金部分¹：要求期貨商客戶保證金帳戶之餘額，應足以涵蓋所有個別客戶權益不足數額²，並針對客戶超額保證金之管理以書面訂定相關作業程序規定；期貨商基於公司需要提領客戶保證金超過帳戶剩餘權益 25%時，應經一定之許可程序；期貨商應每日提供客戶保證金資訊，每半個月提供客戶保證金之資產配置及存放情形等資訊。
2. 有關風險管理部分：期貨商應就客戶保證金保管機構之評估、資金提領之內部控制、相關投資之允當性及內部職能分工等事項，訂定書面處理程序規定。
3. 有關期貨商之監理部分：(1)要求期貨商簽證會計師應為向公開發行公司會計監督委員會(Public Company Accounting Oversight Board，簡

¹美國期貨商對於客戶保證金分離存放規定分為二種：

1. Fund Held in Segregation—針對美國境內交易部分：依 CFTC Regulation 1.20 規定，客戶為從事美國境內商品交易向期貨商繳存之「金錢、有價證券及其他財產」(money, securities and other property)，期貨商應將之全數存放於分離帳戶中；其中客戶繳存之「金錢」(money)部分，期貨商應以現金方式持有，或依 CFTC Regulation 1.25 規定投資於美國政府債券、銀行定存單、貨幣市場基金、商業本票等。
2. Fund Held in Secured Amount Accounts—針對美國境外交易部分：依 CFTC Regulation 30.7 規定，期貨商應為從事美國境外商品交易之客戶設置分離帳戶，存放「金錢、有價證券及其他財產」，該帳戶餘額應足以涵蓋客戶當初繳存之「金錢」數額。

²當期貨商客戶實繳之保證金，未達其應有數額時，即發生客戶權益數不足情事，依此草案規定，為避免影響其他客戶權益，期貨商每日應檢視個別客戶權益狀況，如有個別客戶權益數不足情事，應以自有資金支應相關資金缺口。

稱 PCAOB³)所登記之會計師，且其最近 3 年內受 PCAOB 檢查所發現的缺失已改善，並應依 PCAOB 發布之準則進行查核(2)要求自律機構 (self-regulatory organization, 簡稱 SRO)加強期貨商之查核程序及相關品質管制(3)要求期貨商及集中結算機構(DCO)之保管機構應提供相關管道使 CFTC 及指定自律機構(designated self-regulatory organization, 簡稱 DSRO)得以電子方式直接讀取(read-only direct electronic access)期貨商存放於保管機構之客戶保證金資料。

4. 資訊揭露部分：要求期貨商揭露相關資訊，包括當期貨商倒閉時，其客戶保證金並未受到保障，且集中結算機構亦不提供相關保證，另請期貨商每日將客戶保證金相關資訊公開週知。

由於上開修正草案對實務界之影響極大，CFTC 特別因應外界要求，將意見徵詢截止日延後一個月至 2013 年 2 月 15 日，期間收到超過 120 封之意見函，本次座談會相關人士亦就相關修正草案提出建言，其中要求期貨商客戶保證金帳戶之餘額，應足以涵蓋所有個別客戶權益不足數額乙節，業者多認為將使期貨商財務成本大幅增加，爰建議予以刪除。

至於自律機構研議採行之措施方面，美國全國期貨商業同業公會 (National Futures Association, 簡稱 NFA⁴) 為加強對期貨業之監理，於 2012 年 1 月間與芝加哥商品交易所集團(CME Group)、ICE 交易所、堪薩斯交易所等合組期貨業自律機構委員會(SRO Committee)研議相關因應措施，其中最重要者為「客戶保證金電子核對系統」(electronic confirmation of customer segregated funds)，該系統係由 NFA 及 CME Group 共同建置，要求所有期貨商客戶分離資金之保管機構，每日向

³ PCAOB 係美國於安隆案發生後，依 2002 年 7 月 30 日沙賓法案 (Sarbanes-Oxley Act)所設置之機構，負責監理會計師查核公開發行公司財務報表相關事宜，有權定期對會計師事務進行檢查。

⁴ NFA 為獲得 CFTC 授權之自律組織，其建置相關自律規範並監督會員遵循，若會員有違反自律規範情事將採取適當的自律處分，該公會之核心功能包括：1、登記及會員管理、2、法令遵循及法規執行、3、相關爭議的仲裁及 4、教育訓練等。

DSRO申報相關帳戶餘額⁵，此系統將自動比對期貨商每日申報之相關資料，如有重大異常將進一步瞭解。此方案採分階段實施，其中第一階段主要係要求銀行及信託公司等保管機構每日申報期貨商客戶分離帳戶之現金及有價證券餘額，截至2013年2月為止已完全上線，第二階段將擴及結算交易所及結算期貨商，預計於2013年中完成。

NFA董事會另組成保護客戶保證金特別委員會（Special Committee on the Protection of Customer Funds），研議相關監理措施，其中自2012年9月起，期貨商非基於客戶利益提領客戶保證金達帳戶剩餘權益25%以上時，應經一定之許可程序，並立即向NFA申報。另為提升期貨商之財務透明度，投資人自2013年11月起可上NFA網站BASIC（Background Affiliation Status Information Center）系統中查詢期貨商相關財務資訊；目前BASIC系統可查詢期貨商財務資訊之內容包括：(1)期貨商資本狀況（每月更新一次）：包括調整後淨資本(adjusted net capital)、法定淨資本(required net capital)及超額淨資本(excess net capital)，(2)客戶保證金報告（每半月更新一次）：客戶保證金之餘額、法定應有數額及超額(不足額)、持有現金及各項投資之比例、保管機構是否為期貨商關係企業等事項。

另Peregrine集團於2012年7月之倒閉案，事發前NFA甫於2012年5月赴該公司實地查核，但未能發現相關異常，由於NFA身為第一線監理機構，多年來未能發現該公司前CEO長期挪用客戶保證金情事，而飽受外界批評。NFA為此特別聘請獨立之專業機構-柏克來研究團隊（Berkeley Research Group），就NFA對Peregrine集團之查核進行調查並提出建議，相關報告已於2013年1月完成，NFA表示將針對所提建議研議相關改善方案，以降低未來舞弊發生之可能性。

依柏克來之調查結果，NFA對於Peregrine集團所執行之查核程序均

⁵期貨商應指示其保管機構每日向DSRO申報相關資料，未能配合辦理者不得擔任其貨商之保管機構。

已依聯合審計委員會 (Joint Audit Commisttee, 簡稱JAC⁶) 所訂定之JAC Audit Program執行, 且與CFTC相關規定一致, 但對於公司發生舞弊之風險缺乏專業判斷能力, 例如CFTC查核時未能發現, 前CEO是唯一有權為客戶保證金帳戶簽章之人, 其要求銀行須將銀行對帳單等資料直接寄給他, 導致他有機會偽造相關資料提供Peregrine集團職員及NFA參考, 另該公司2006年以後資深人員及財務主管之資格及適任性有問題, 且查核人員與Peregrine集團會計師很少聯繫, 未能檢視會計師工作底稿, 不清楚該公司會計師是在芝加哥郊區的一人會計師事務所, 導致對內部控制、前CEO頻繁對公司投入資本、附買回交易等疑點未能作進一步查核。因此柏克來報告對NFA之查核作業提出21項建議, 其中包括加強查核人員的訓練及專業能力、加強查核之風險評估及規劃、加強對內部控制之查核 (包括辨認公司整體控制環境之風險)、加強與公司外部會計師之聯繫等相關事項。

⁶ JAC 係由美國期貨交易所、自律機構及 CFTC 代表所組成, JAC 為每家期貨商指定一家自律機構 (NFA 或 CME) 每年進行實地查核, 並訂定 JAC Audit Program, 作為實地查核之準據。

第五章 紐約拜會及考察行程重點

第一節 拜會紐約聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank of New York, 簡稱 FRBNY)

美國聯邦準備體系係由聯邦準備理事會(Board of Governors)、公開市場操作委員會(Federal Open Market Committee, FOMC)、12家區域聯邦準備銀行及會員銀行等所組成，而紐約聯邦準備銀行總裁為FOMC之當然委員。紐約聯邦準備銀行為區域聯邦準備銀行之一，主要負責第二準備區之金融機構監理與交易活動，包括紐約州、紐澤西州(北12郡)、康迺迪克州等，雖範圍不大，但就其資產與交易活動而言，為12家區域聯邦準備銀行規模最大者。

紐約聯邦準備銀行主要職責為：1、金融機構監理：負責所轄區域內州註冊會員銀行、銀行控股公司與外國銀行州註冊分行，包括7家我國銀行之紐約分行。2、執行FOMC貨幣政策：FOMC之貨幣政策係由FRBNY透過公開市場操作來執行，即透過次級市場買賣美國政府公債，來控制貨幣供給與資金利率。3、外匯市場操作：FRBNY主要依據FOMC及美國財政部之指示進行外匯市場交易，以達成美元匯率政策及導正外匯市場亂象。

謝委員此行拜會紐約聯邦準備銀行，該行由負責督導轄區內所有銀行機構監理之執行副總裁Ms. Sarah Dahlgren，及負責外國銀行監理之副總裁Ms. Dana Roy Green二人代表接見，雙方並就國銀關切之美國金融監理措施進展等重要議題進行意見交換。會談重點臚列如下：

一、有關國銀關切向美方申報金融機構清理計畫一事：

(一) 對方簡要說明有關清理計畫最終規定所要求金融機構(包含外國

銀行)申報清理計畫之相關規定，依據國銀在美設有分行者之規模，可向聯準會及聯邦存款保險公司申報簡化版本(simplified version，指量身訂製清理計畫 tailored made resolution plan)，並應於 4 月 5 日前向該二機關提出擬申報量身訂製清理計畫之通知。該行認為應不致對於國銀申報內容有嚴格之要求。

(二) 對方表示因國銀規模之故，申報之清理計畫係由該行審核並作最後決定，應無須再送聯準會華府總部審核。

二、 雙方並就有秩序清算機制(orderly liquidity authority)與破產法之關係，以及金融交易稅等議題進行意見交換，對方說明有秩序清算機制係 Dodd-Frank Act 所制定之新機制，要求金融機構自行擬定清理計畫，以便於透過破產法機制清算時，能將對市場產生之影響降到最低；而該機制係賦予主管機關能針對銀行控股公司及系統重要金融機構(SIFI)執行接管及有秩序清算之權力，為避免對金融體系運作產生嚴重風險，因此該機制賦予主管機關相當裁量權決定接管對象，並相當程度排除破產法限制，雖外界對此有相當爭議，然此係國會通過 DFA 法案意旨，主管機關係遵循法律予以落實執行。

三、 我方並表示感謝紐約聯邦準備銀行過去提供本會檢查同仁參與該行實地金融檢查之機會，並期待未來雙方繼續維持友好往來關係。

第二節 拜會紐約州金融服務署 (New York State Department of Financial Services，簡稱 NYDFS)

紐約州金融服務署係依據紐約州州長 Andrew Cuomo 所提 2011 年預算案，由前銀行署與前保險署合併成立之跨業別金融監理部門，並於

2011年10月3日正式運作。

紐約州金融服務署設有銀行部門與保險部門，分別負責於紐約州註冊之銀行業與保險業之監理，總計於紐約州註冊之銀行業者約有1,900家（包括7家我國銀行之紐約分行），保險業者約有1,700家。除前述銀行與保險部門外，另設有以下三部門：1、金融詐欺與消費者保護部門：專司消費者教育與保護。2、不動產融資部門：綜理不動產貸款、產權與貸款保險及法拍屋等議題。3、資本市場部門：負責監視新金融商品與服務之發展。

謝委員易宏此行拜會紐約州金融服務署，該署由負責督導轄區內州註冊銀行之首席副署長Ms. Jean Walsh、負責州註冊外國銀行監理之副總裁Ms. Regina Stone等人代表接見，雙方並就國銀關切之美國金融監理措施進展等重要議題進行意見交換，會談重點臚列如下：

一、該署要求州註冊金融機構向該署說明清理資訊乙事：

- (一)目前美國金融機構(包括我國銀在美設有分行者)須依據聯準會清理計畫規定向聯邦主管機關提交清理計畫，鑒於清理機制之重要性，該署亦為落實執行紐約州銀行法第13條規定，要求州註冊金融機構，無論規模大小均應向該署說明受監理機構與所屬集團間之內部互賴性(interdependencies)、內部關聯性(interconnections)等資訊，以外國銀行在美分行而言，互賴性部分包括在美分行將作業委託海外總行辦理，或者是在美分行保證海外總行債務等資訊；關聯性部分包括總行分行共同使用資訊設備、風險管理機制者，倘無法運作時對於在美分行之影響。
- (二)該署並說明上述要求係依據州銀行法賦予該署清理金融機構任務，為使該署能有效清理金融機構並將對存款人及市場影響程度降至最低，爰要求金融機構提供上開資訊以利該署採取有效

- 接管清理對策，並非要求金融機構另提交清理計畫予該署審查。
- 二、該署之監理策略：美國金融機構可選擇聯邦或州註冊登記，因此該署對於金融機構監理亦將充分考量金融機構之負擔能力，盡量避免對金融機構增加過多負擔，此外因目前已有相當多金融機構選擇在該州註冊，因此該州對於金融機構之健全經營及經營不善之清理作業相當重視，依據該署以往清理金融機構經驗，債權債務清理甚為複雜程耗時冗長，因此該署為對於未來可能面臨之清理積極預為防範，爰要求金融機構提供相關資訊以利該署評估並確保能進行有秩序的清理。
- 三、關於我國銀行紐約分行之監理：我國銀行紐約分行財務業務上並無該署特別關切者，整體而言檢查評等尚佳，亦無該署列管追蹤之重大監理缺失。
- 四、該署目前金融監理關切點及其他：包括擬要求所轄金融機構進行壓力測試，並將依據各銀行執行情形，歸納出最佳範例以供各銀行參考辦理，另防制洗錢及電子銀行安全性等亦為該署目前之監理關切重點。對於外國銀行監理，有關資產維持率(Assets maintenance ratio)亦將進行調整以適度強化外國銀行在美經營之償債能力；另雙方針對可轉換或有債券(COCOs)等議題進行簡單意見交換。整體會談氣氛融洽愉快。

第三節 參訪紐約泛歐交易所 (NYSE Euronext)

紐約泛歐證交所集團 (NYSE Euronext) 係由紐約證交所(NYSE)和泛歐交易所(Euronext)在2007年4月合併而成，是全球最大的股票市場行場之一，總部位於紐約。旗下包括紐約證券交易所、倫敦國際金融期貨交易所 (Liffe)、荷蘭阿姆斯特丹證券交易所、法國巴黎證券交易所、

比利時布魯塞爾證券交易所等多家交易所。

本次謝委員易宏拜訪紐約泛歐交易所集團，對方由紐約證券交易所監理公司(NYSE Regulation Inc.)幕僚長Mr. James P. Mollen、監管政策與管理部門副總裁Ms. Clare F. Saperstein、紐約泛歐交易所國際事務與政府關係部門執行董事Mr. John R. Tuttle及紐約泛歐交易所亞太區國際上市部門執行董事Mr. Marc H. Iyeki等人代表接見。本次拜會主要由美方代表簡介美國證券業自律組織，雙方並就大陸地區企業赴美上市之監理作意見交換，會談重點臚列如下：

一、美國證券業自律組織之發展及美金融業監理機構(FINRA)與 NYSE Regulation Inc.之監管職能分工：

- (一) 美國證券業自律組織包括全國性證券交易所及已登記之證券商公會等兩大類，目前已登記之證券商公會即為 FINRA。
- (二) 紐約證券交易所(NYSE)於 2006 年與芝加哥 Archipelago Holdings 合併為 NYSE Group Inc.後，成立 NYSE Regulation Inc. 非營利之獨立子公司，主要負責會員(證券商)之監管、市場監視與上市公司法令與上市條件遵循等業務。
- (三) 為統一證券商監管法令，以強化證券商監理效能與降低業者法令遵循成本，美證管會(SEC)於 2007 年 7 月核准全國證券商公會(National Association of Securities Dealers, NASD)與 NYSE Regulation 之證券商監管、執法與仲裁等部門合併成為 FINRA。
- (四) FINRA 主要接管 NASD 之業務，並負責 NASD 與 NYSE Group 證券商會員之檢查、執法與仲裁業務；另按 NYSE Regulation 與 FINRA 依據 SEC Rule 17d-2 規定所提出之監管責任分配，NYSE Regulation 將證券商監管業務移交 FINRA 後，仍繼續負責市場監視及上市公司法規遵循與執法業務。(註：NYSE

Regulation 於本次合併所移撥之員工人數計約 470 人)

(五) 後 NYSE Group 與泛歐交易所(Euronext N.V.)合併成立 NYSE Euronext，並於 2008 年完成收購美國證券交易所(Amex)，為整合與提升證券市場監視效能，NYSE Euronext 於 2010 年 6 月宣布，將原屬 NYSE Regulation 之股票與選擇權市場監視與執法等業務，委請 FINRA 執行。

(六) 透過前述合併與業務委辦，目前 NYSE Regulation 主要監管職能為上市公司之法規遵循與執法，此外，NYSE Regulation 依據服務合約(services agreement)，則應監視 FINRA 對於委辦業務(市場監視)之執行情形。

(七) 目前已向 FINRA 登記之證券商約計 4,400 家，員工數約 3 千人，主要部門包括銷售行為(sales practices)監管部門、市場法規部門及技術部門，至於 FINRA 市場監視範圍，涵蓋全美近 80%之股票交易活動及 50%之選擇權交易活動。

二、關於 NYSE Euronext 對於大陸地區企業透過反向併購(Reverse Merger)方式上市之強化監管措施議題，美方代表表示 SEC 於 2011 年通過 NYSE 所提有關反向併購公司之上市標準，重要規定包括反向併購之市場觀察期(Seasoning Period)規定，即公司於反向併購後，股票應於店頭市場或其他受監管之美國或境外交易市場交易達一年，並應向 SEC 申報所有應申報之報表。

三、另 SEC 近來對於外國公司透過反向併購在美上市交易案件特別注意，2012 年 12 月並對五大會計師事務所在大陸地區所設之分公司提出行政訴訟，惟美方代表表示，據了解目前美國公開發行公司審計監督委員會(PCAOB)仍遭受限制，無法派員至大陸地區進行會計師事務所實地查核工作。

第四節 與中央銀行駐紐約代表辦事處及國銀紐約地區分支機構負責人座談

本會謝委員易宏於本次紐約考察行程，另與中央銀行駐紐約代表辦事處及我國銀行紐約地區分支機構負責人座談，以瞭解國銀在美業務發展及關切事項，與會人員包括中央銀行駐紐約代表辦事處龔主任新光、台灣銀行謝經理秀賢、兆豐銀行劉經理明榮、第一銀行葉副理佳鑑、華南銀行林副理利益、彰化銀行蔡經理于昇、土地銀行陳經理昭輔、中國信託銀行馮經理美龍等人。座談內容摘要如下：

- 一、有關美國金融改革對於國銀在美經營之影響：謝委員向國銀紐約分行經理人說明有關國銀關切之清理計劃等金融監理議題進展，業已於此行拜會紐約聯邦準備銀行及紐約州金融服務署時向美方反應並交換意見，此外與會者亦就金融整併之影響等議題進行討論。
- 二、有關美國經濟金融情勢發展對於國銀之影響：會議亦就美國當前經濟金融局勢對於國銀分行經營之影響，進行意見分享及交換，目前美國聯準會將繼續其每月固定買入債券計畫以寬鬆貨幣刺激景氣，惟聯準會因此量化寬鬆政策而購入之債券數量持續增加，已使聯準會資產負債規模膨脹至歷史新高(約3兆美元)，如此龐大庫存量倘未來釋出，勢將迫使市場利率急遽上揚，將大幅增加融資負擔影響企業獲利能力，雖短期內聯準會不考慮停止寬鬆策略或釋出持有債券，然國銀在美分行仍宜審慎看待，預為因應為妥。
- 三、謝委員亦對於國銀外派人員之工作生活安排及子女教育等事宜，表達關心之意，並期勉各經理人於督導業務之際，亦宜注重並適時關心外派同仁之生活適應，氣氛融洽愉快。