

第六章 心得與建議

本次2013年美國商品期貨交易委員會(CFTC)國際監理官會議及美國期貨業協會(FIA)年會會議，涵蓋議題十分廣泛，就監理面而言，主要係以高頻交易、店頭衍生性商品、基準利率指標、期貨交易人權益保障等4個面向為主軸進行討論。以下分別就此4個議題提出本次參與會議之心得與建議：

一、高頻交易之監理

- (一) 隨著資訊科技之發展，在金融市場上利用複雜科技工具來進行不同策略運用之高頻交易（High Frequency Trading，簡稱HFT）逐漸應運而生，高頻交易成功之關鍵在快速利用電子設備之能力，實務上高頻交易對於市場流動性似有一定貢獻，但也容易衍生相關流弊，爰就監理者之角度而言，如何加強對高頻交易之管理是一大課題。
- (二) 2010年5月6日股市閃崩事件(flash crash)後，美國主管機關採行暫停交易機制(circuit breaker)，避免個股股價漲跌過劇，該機制有助於風險控管，除此之外，主管機關尚可透過升降單位(tick size)之設計，藉以抑制投機性高頻交易策略，另鑒於快速刪單已成為高頻交易人所慣用之交易策略，主管機關亦可考慮對於刪單超過一定數額或比率時增收相關費用。
- (三) 國內現狀與建議：

目前各國促成高頻交易發展之原因，主要係因依其市場運作模式，交易人得不經由經紀商系統直接連線至交易所，且交易所已

提供主機共置(co-location)或主機代管(proximity)服務⁷，使市場參與者得以比傳統作法更快的方式進行交易。就我國期貨市場而言，由於期交所未提供主機共置或主機代管服務，且交易人須經由期貨經紀商系統，始可直接連線至交易所，另行情揭示方式以每秒4次方式播送，並非逐筆播送，且交易成本較高，包括課徵期交稅，執行預收保證金制度，是以目前我國期貨市場較不適合高頻交易之發展，建議本會持續注意國內高頻交易相關發展。

二、店頭衍生性商品之監理

(一) 2008年9月因美國金融機構從事店頭衍生性商品交易引發金融危機，導致全球陷入金融風暴後，促使各國開始正視店頭衍生性商品市場監理之重要性，為強化店頭衍生性商品市場之監理，G20於2009年9月匹茲堡會議決議，在2012年底前符合一定條件的店頭衍生性商品應於適當的交易所或電子平台交易，並採集中結算(central counterparties, CCP)，同時應將店頭衍生性商品交易申報至交易資訊儲存庫，未集中結算的交易，應適用較高的資本要求，是以各國近來已積極推動店頭衍生性商品相關改革，有關店頭衍生性商品(1)資訊申報(2)集中結算(3)集中交易之三大發展，均為外界關注之焦點。

(二) 美國依G20上開決議，於2010年7月通過The Dodd-Frank Act (DFA)法案加強對店頭衍生性商品之監理，並由CFTC進一步研訂相關

⁷ 所謂 co-location 主機共置，係交易所為市場參與者提供主機共置平台租賃的服務，使市場參與者的主機得以與交易所的主機在同一個建築物內，以獲得最短的距離及最少的傳遞延遲(Latency)，這樣意味著資料間的傳遞有著最短的距離及最快的回覆。而 proximity 主機代管服務，與主機共置相當類似，主要的差別在速度及成本，主機共置的速度還是最快，但主機就近服務仍然比傳統連線方式更快。

細部規定，其中：(1)資料申報部分：規定swap交易商(Swap Dealer, SD)及主要市場參與者(Major swap Participants, MSP)應自2012年10月12日起向swap資料儲存庫(Swap Data Repository, SDR⁸)申報交易資料；(2)集中結算部分：採分階段實施，6大類信用違約交換(CDS)及利率交換(IRS)契約，應自2013年3月11日起交由衍生性商品結算機構(Derivatives Clearing Organization, DCO⁹)集中結算；(3)集中交易部分：CFTC尚未針對swap交易平台(swap Execution Facilities, SEF)訂定相關實施時程。另就實務而言，由於美國目前swaps繳存保證金規定較集中市場交易之期貨嚴格，造成法規套利的空間，促使部分swaps契約轉換為期貨契約於集中市場交易，形成所謂swaps契約期貨化之現象(Futurization of swaps)。

(三) 由於過去金融機構倒閉或財務危機案件(如AIG及雷曼兄弟等)，均起源於境外分支機構或關係企業，但最終均由美國母公司承擔最終損失，爰CFTC認為凡與「美國人」於境外所從事之swaps交易，亦應納入監理之範圍；為給予各國適當的緩衝期間，CFTC已同意將境外swap交易商(SD)及主要市場參與者(MSP)之適用期限延至2013年7月21日。另依美國於2012年發布之跨境效力解釋草案，境外所在國相關監理制度如經CFTC評估與美國監理規範相當(comparable)及完整(comprehensive)時，允許依當地規定申報swaps交易資料。

(四) 另CFTC嗣後於102年4月1日針對swaps集中結算發布相關豁免規定，同一集團內關係企業間¹⁰之swaps交易符合一定要件者，無須

⁸目前核准之SDR包括美國證券集中保管結算公司之DTCC Data Repository、芝加哥商品交易所之CME Repository Service及洲際交易所之ICE Trade Vault LLC等。

⁹目前核准之DCO有CME, ICE Clear Credit, ICE Clear Europe, LCH, Clearnet Ltd.等。

¹⁰在此係指編入同一合併財務報表之所有企業個體，包括母公司、子公司及受同一母公司控制之兄弟

辦理集中結算，其中一項條件為渠等與其他非關係企業進行之 swaps 交易，均應交由結算所進行集中結算，在此係指相關 swaps 交易應符合 CFTC 之結算規定，或符合外國主管機關所訂定並由 CFTC 評估為相當 (comparable) 且完整 (comprehensive) 之結算規定。為使各國主管機關有充分時間因應，CFTC 訂有過渡期間之豁免規定（截至 2014 年 3 月 11 日為止），適用該豁免規定者包括位於歐盟、日本及新加坡之所有 swap 境外交易，至於其他地區之境外交易（例如我國），如 swap 境外交易名目本金總額如未超過位於美國境內關係企業所從事之 swap 交易名目本金總額之 5% 者，亦適用之。

（四）國內現狀與建議：

1. 目前我國店頭衍生性商品市場係以匯率類及利率類商品為主，信用違約交換（CDS）等較複雜之商品實務上較為少見，自 2008 年金融海嘯發生以來，國內店頭衍生性商品市場尚未發生重大違約情事。為加強對店頭衍生性商品之監理，本會已督導證券櫃檯買賣中心建置「店頭衍生性金融商品交易資訊儲存庫」，並分階段推行，第一階段自 2012 年 4 月起實施，申報的商品包含利率交換、外匯交換、無本金交割遠期外匯及台股相關衍生性金融商品交易；第二階段自 2012 年 12 月底起增加申報之商品為外匯選擇權及遠期外匯交易；第三階段自 2013 年 6 月底起，其他所有的店頭衍生性金融商品交易資料均須辦理申報。
2. 整體而言，國內店頭衍生性商品之交易量，九成以上均是銀行業所從事匯率相關契約，如以流通餘額觀之，銀行業之利率及匯率相關契約各占半數。以櫃買中心 101 年 12 月統計資料為例，當

公司而言。

月份店頭衍生性金融商品總交易量新台幣（以下同）10.09 兆元，其中銀行業為 10.07 兆元（99.82%），與匯率有關之契約為 9.77 兆元（96.81%）；如就流通在外餘額而言，截至 101 年 12 月底總餘額為 46.62 兆元，其中銀行業為 45.87 兆元（98.39%），證券業為 7,018 億元（1.5%），如以商品型態觀之，與利率有關契約為 23.94 兆元（51.35%），其中包括利率交換契約 22.97 兆元（49.27%），與匯率有關契約為 22.53 兆元（48.34%），其中包括遠期外匯契約 14.54 兆元（31.2%），外匯交換 4.02 兆元（8.63%）及外匯選擇權 3.95 兆元（8.48%）。

3. 因應 G 20 上開決議及巴塞爾資本協定 III 規定¹¹，各國已陸續研議推行店頭衍生性商品資訊申報及集中結算之規定，國際會計準則理事會（IASB）並已配合研議修正 IFRS 9 有關衍生性商品之會計處理規定¹²。惟各國相關規定如擴及至境外交易，則國內公司與該國金融機構進行交易，尚須配合其他國家規定辦理，可能衍生後續相關法令適用之問題，例如美商在台分行依 CFTC 規定申報與我國企業之 swaps 交易資料，似涉及違反銀行法第 45 條銀行對於客戶資料應保守秘密之規定¹³，爰建議本會持續追蹤國際間有關店頭衍生性商品跨境效力監理規定之後續發展。
4. 次按集中結算主要係為降低交易對手風險及市場系統風險，而變動保證金（variation margin）之支付與收取乃是相關風險管理之關鍵，目前我國店頭衍生性商品市場係以銀行所承作之利率及外匯相關契約為主，本會尚未就店頭衍生性商品集中結算及繳存保

¹¹ 依巴塞爾資本協定 III 關於交易對手信用風險之規定，應提供誘因促使銀行進行集中結算（CCP）。

¹² 國際會計準則理事會（IASB）為配合各國要求店頭衍生性商品進行集中結算之規定，亦已發布 IFRS 9 修正草案，研議修正有關店頭衍生性商品相關會計處理之規定，其中原指定為避險工具之店頭衍生性金融商品，因應各國集中結算之法令要求，導致交易對手與契約之變動，如符合一定條件者，得持續適用避險會計之規定。

¹³ 關於 CFTC 要求美商在台分行申報 swaps 交易資料可能涉及違反銀行法第 45 條規定之議題，本會駐紐約代表辦公處已於 102 年 4 月 10 日與 CFTC 進行電話會議討論。

證金訂定相關規範，實務上並未出現相關商品期貨化(Futurization)之現象；另參酌美國財政部 2012 年 11 月公告將遠期外匯 (FX Forward) 及外匯交換 (FX Swps) 豁免店頭衍生性商品集中結算及集中交易，未來我國如欲推動店頭衍生性商品集中結算，似可考量比照先以利率交換契約 (IRS) 為主，本會已請臺灣期貨交易所及證券櫃檯買賣中心蒐集美國、歐盟等國及 IOSCO 等相關國際組織之法規與報告，持續追蹤各國實施情形，以進一步評估我國採行店頭衍生性商品集中結算之可行性，未來將依相關單位評估結果進一步研議。

三、基準利率指標之監理方面

- (一) 國際上跨市場多樣化之金融業務活動，多以基準利率指標作為訂價依據，惟目前大部分基準利率指標係透過金融市場自行運作，不受主管機關監理，以LIBOR為例，目前為全球最普遍使用之基準利率指標，全世界超過3兆美元金融商品均係以此為定價依據，但邇來LIBOR接連發生人為操縱情事，使其可信度備受威脅，其中巴克萊銀行、瑞士銀行及蘇格蘭皇家銀行因涉嫌報價不實及不當操縱LIBOR，於2012年至2013年間遭CFTC、美國司法部及英國FSA罰款合計約25億美元。
- (二) 嗣後英國FSA對現行基準利率指標機制提出相關改革建議，包括應就基準利率指標之編製程序建置監督管理機制，相關報價應以成交資訊為依據，並對基準利率指標之操縱作價行為課與刑事責任。而國際證券管理機構組織(IOSCO)亦研議發布基準利率指標改革建議，其中包括基準利率指標之計算與制定程序應透明公開，基準利率指標之參考交易資訊內容應屬可靠，且賦予主管機關適當之監管責任，並建置可信賴之管理架構。

(三) 由於目前市場對於LIBOR等基準利率指標之可行替代方案並無定論，且報價機制之轉換亦涉及法律風險，故在發生銀行操縱LIBOR事件後，市場目前仍選擇持續使用該等基準利率指標。關於利率指標的改革，英國FSA傾向繼續採用報價機制，但美國CFTC主席Gary Gensler呼籲儘速對於利率指標之制度結構進行改革，主張利率指標應以真實交易為依據，在利率指標之替代方案方面，可以隔夜交換利率、短期擔保借款利率或政府借款利率等為依據，在轉換機制方面，應於過渡期間內允許新的替代方案與現存之利率指標共存，俾利於市場交易人進行轉換。

(四) 國內現狀與建議：

1. 依櫃買中心統計結果，國內金融機構從事與 LIBOR 相關之利率類衍生性商品截至 2013 年 1 月底為止約新台幣 5.4 兆元(折合約美金 1,809 億元)，占全店頭衍生性商品市場比重約 10%，國際銀行如有操縱 LIBOR 利率之行為，勢必對國內造成一定影響，是以本會宜持續追蹤國際間操縱 LIBOR 利率相關後續發展及其對我國之影響。
2. 至於我國基準利率指標方面，國內於 2009 年間曾發生外商銀行藉由路透社新臺幣短期利率報價系統(6165)套利，為賺取利差聯手操縱短期票券報價利率。為促進市場短期利率指標健全發展，本會督導票券公會訂定臺灣短期票券報價利率指標(Taiwan Bills Index Rate，簡稱 TAIBIR)作業規範，並委由臺灣集保結算所編製 TAIBIR 指標，於 2009 年 10 月上線啟用，惟據瞭解目前實務上國內銀行仍係以使用路透社新臺幣短期利率報價系統為主。
3. 就國內金融市場而言，本會除積極督導相關宣導 TAIBIR，並鼓勵金融機構選擇公正客觀及合理之利率指標作為金融商品交易

契約之參考利率外，建議可持續追蹤國外利率指標相關監理機制之後續發展，作為日後改善國內短期利率指標及相關金融環境之參考。

四、加強期貨交易人權益保障

- (一) 2011年10月美國大型期貨商明富環球(MF Global Inc.)，由於以客戶保證金投資歐洲債券發生鉅額虧損16億美元而宣布倒閉，而2012年7月美國另一家百利金融集團(Peregrine Financial Group)，因前CEO涉嫌20年來長期挪用客戶保證金，導致資金短缺2.15億美元，也宣布倒閉。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，CFTC及相關自律機構無不積極研議加強期貨交易人權益保障相關措施。
- (二) 就CFTC而言，除已刪除有關期貨商客戶保證金可投資外國主權債券之規定外，為進一步加強客戶保證金之保障，於2012年10月22日發布全面加強期貨交易人權益保障相關法令之修正草案，包括要求期貨商客戶保證金應足以涵蓋所有個別期貨交易人權益不足金額、期貨商簽證會計師應為「公開發行公司會計監督委員會」(PCAOB)登記之會計師等事項。由於該修正草案對實務界影響較大，CFTC尚未正式對外發布。
- (三) 關於自律機構方面，美國全國期貨商業同業公會(NFA)為加強對期貨業之監理，已建置「客戶保證金電子核對系統」，要求所有期貨商及其客戶分離資金之保管機構每日申報相關帳戶餘額，此系統將自動比對二者申報資料，如有重大異常將進一步瞭解，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等資料，已於2013

年2月全部上線，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。另NFA為提升期貨商之財務透明度，開放投資人自2013年11月起，可自其網站BASIC (Background Affiliation Status Information Center)系統中查詢期貨商定期申報之調整後淨資本、客戶保證金餘額等相關財務資訊。

(四) 此外，由於Peregrine集團倒閉案前NFA曾赴該公司實地查核，但未能發現相關異常而飽受外界批評，NFA特聘柏克來研究團隊進行調查並提出改善建議，依柏克來所完成之調查報告，NFA對於期貨商舞弊風險缺乏專業判斷能力，未能及時發現Peregrine集團前CEO是唯一有權為客戶保證金銀行帳戶簽章之人，其要求將銀行對帳單直接寄給他，導致有機會偽造對帳單，而查核人員與Peregrine集團會計師很少聯繫（該公司簽證會計師係位在芝加哥郊區之一人會計師事務所），亦未能就相關內部控制及交易疑點作進一步查核，因此柏克來調查報告對NFA之查核作業提出21項建議，其中包括全盤檢討研議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。

(五) 國內現狀與建議：

1、建置客戶保證金電子自動比對系統：

(1)鑒於2011年8月國內期貨市場發生交易人大額違約，及美國期貨商倒閉案之發生，為有效提高期貨市場風險控管安全，臺灣期貨交易所已規劃建置之「期貨商申報交易人權益數」機制，透過期貨商每日申報「客戶保證金專戶」存款餘額及「交易人權益數」等資料，以落實相關交易之風險控管，進一步

保障交易人權益，將自102年7月1日開始實施。

(2)美國推行之「客戶保證金電子核對系統」，主要係借重銀行及相關保管機構驗證期貨商「客戶保證金」申報資料之正確性，而我國「期貨商申報交易人權益數」機制，使期交所得以進一步掌握期貨商「期貨交易人權益數」狀況，惟就資產面「客戶保證金」而言¹⁴，尚未要求相關金融機構提供資料以利勾稽，已請臺灣期貨交易所儘速蒐集國外規定及作業，進一步研議規劃相關強化方案。

2、加強期貨商之財務資訊公開：

為落實期貨商之財務資訊公開，本會前已責成期交所建置「期貨商公開資訊觀測站」系統，惟查該系統主要係以公開期貨商年度及半年度財務報告為主，至於期貨商每月申報之調整後淨資本額等財務比率相關資料，則未對外公開，為加強期貨商之財務透明度，建議請臺灣期貨交易所參酌NFA網站之BASIC系統，研議於「期貨商公開資訊觀測站」增加公開期貨商相關財務資訊。

¹⁴就期貨商財務報表而言，交易人為從事期貨交易向期貨商繳存保證金時，期貨商借記「客戶保證金專戶」，貸記「期貨交易人權益」，其中「期貨交易人權益」係列於負債項下，用以表彰個別期貨交易人對期貨商應有之權益數額，至於「客戶保證金專戶」則列於資產項下，由期貨商將交易人所繳存之保證金存放於期貨結算機構、結算期貨商（含複委託期貨商）或相關金融機構項下。「客戶保證金專戶」及「期貨交易人權益」除因利息或期貨交易稅等因素產生暫時性差異外，原則上二者總金額應相符。

資產		負債	
客戶保證金專戶	銀行存款	期貨交易人權益	甲客戶
	有價證券抵繳		乙客戶
	期貨結算機構		丙客戶
	結算期貨商		……

3、加強對期貨商之查核：

美國接連發生期貨商倒閉案後，為加強對國內期貨商之監理，本會已請期交所強化對期貨商之例行查核程序，包括新增向金融機構函證客戶保證金之銀行存款餘額、擴大抽查客戶保證金之樣本數、強化交易人權益數之查核程序及加強對會計及出納作業、印鑑使用管理等作業，為進一步防制或即早發現國內期貨商類似Peregrine集團之舞弊案件，建議請臺灣期貨交易所參酌上開柏克來研究報告，研議強化查核人員之專業能力及訓練、查核規劃及相關風險評估（依風險評估結果調整查核程序及樣本量）等事項，俾利提升相關查核品質。

4、持續追蹤美國CFTC相關規定後續發展：

依國內現行法令規定，期貨商之客戶保證金係以存放銀行存款為主，不得從事其他種類之投資活動，且期貨商財務報告，應經本會依「會計師辦理公開發行公司財務報告查核簽證核准準則」核准之會計師事務所二人以上會計師共同查核簽證，另期交所於101年底修正相關規章，要求期貨商於個別交易人權益數為負數時，即應於當日以自有資金存入客戶保證金專戶，上述相關規定已較美國現行規定嚴格。為持續加強期貨交易人相關權益保障，請臺灣期貨交易所持續追蹤CFTC相關修正草案後續發展，作為我國後續監理之參考。

