國立政治大學法學院碩士在職專班

碩士學位論文

我國店頭衍生性金融商品之監理
－以集中結算為中心

OTC Derivatives Supervision in Taiwan
– Focusing on Central Clearing

國立政治大學
National Chengchi University

指導教授：劉 連 煜 博士

研究生：陳 敏 玲 撰

中 華 民 國 110 年 7 月

DOI:10.6814/NCCU202101165

摘要

國際間於 2008 年全球金融危機後致力於店頭衍生性商品市場監理改革：適當情況下，所有標準化店頭衍生性金融商品都必須透過交易所或電子交易平台交易，並且在 2012 年底前完成集中結算、交易必須申報交易資料儲存庫、提高對未集中結算交易之資本計提、未集中結算交易需提交保證金，藉以提高店頭市場透明度，利於主管機關監管；由市場參與者為其交易提供更多擔保，加強全球金融穩定。然而強制集中結算的推動促使集中結算機構與其他金融機構緊密交互聯結，導致系統風險性大增。金融穩定委員會、國際清算銀行支付暨市場基礎設施委員會、巴塞爾銀行監理委員會與國際證券管理機構組織持續研討擬定應變、復原、清算解決方案，提供各國監管機構集中結算機構的風險管理，協助集中結算機構在遭遇重大壓力情況時，能有足夠財務工具支應達成營運不中斷，維持國際金融穩定。

金管會為提高對我國店頭衍生性商品市場的監理，採取國際標準，於 2013 年完成店頭衍生性商品交易申報資料儲存庫建置；2018 年底修正期貨交易法；2019 年指定期交所為店頭衍生性金融商品集中結算機構，建置我國店頭衍生商品集中結算制度，逐步推動強制集中結算。期交所將於 2022 年 6 月開始接受新台幣利率交換交易集中結算，預計 2023 年 6 月達成強制集中結算目標，接軌國際金融監理標準，進一步推動我國金融市場國際化。

本文藉由探討國際店頭衍生性商品集中結算制度與市場發展，分析我國店頭衍生性商品市場結構與規模，討論店頭衍生性商品集中結算制度建置之必要性與實益；再以國際店頭衍生性商品監理標準以及推動強制集中結算制度發展以及其所面臨的問題，提供我國店頭衍生性商品市場未來發展之建議。

關鍵字：店頭衍生性商品監理改革、集中結算、臺灣店頭衍生性商品集中結算

DOI:10.6814/NCCU202101165

Abstract

OTC derivatives market reforms is G-20 agreement after 2008 financial crisis: all standardised OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms and cleared through central counterparties (CCPs). OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements as well as uncleared margin requirement. The reforms is to increase OTC market transparency and enhance global financial stability, however, the implementation of mandatory central clearing has prompted a close complicated interaction among the CCPs and those financial institutions which had brought high systemic risks. FSB, CPMI, BCBS and IOSCO continued to focus on the principles and guidance of CCPs resilience, recovery and resolution, to ensure that CCPs can continue to provide critical services even in times of extreme stress to maintain financial stability.

Financial Supervisory Commission conducted the principle of global OTC derivatives market reform to strength OTC derivatives supervision in Taiwan: Trade Repository was fully implemented in 2013, Futures Trading Act was amended to regulate mandatory centrally cleared OTC derivatives in late 2018, and Taiwan Futures Exchange was appointed as the authorized OTC derivatives CCP in 2019 to gradually implementing mandatory central clearing in Taiwan. TWD IRS will be the first central cleared OTC derivatives in June 2022 and scheduled to be mandatory cleared in June 2023.

The thesis introduces the global OTC derivative market reforms and the implementation, analyzes Taiwan OTC market and the necessity and benefits of implementing OTC derivatives central clearing in Taiwan, also provides comments by reviewing the practices and issues that global OTC derivatives market have encountered after prompted central clearing.

Key words: OTC derivatives market reforms, central clearing, OTC derivatives central clearing in Taiwan

DOI:10.6814/NCCU202101165

目次

第一章　緒論 1

第一節　研究動機及目的 1

第二節　研究範圍及方法 2

第三節　研究架構 3

第二章　店頭衍生性商品與 2008 年全球金融危機 5

第一節　衍生性商品種類與特性 5

第一項　定義 5

第二項　類型 5

第三項　交易場所 8

第二節　美國 2000 年商品期貨現代法案 9

第一項　店頭衍生性商品法規鬆綁 11

第二項　集中結算機構得從事店頭衍生性商品結算業務 13

第三節　2008 年全球金融危機與店頭衍生性商品監管 14

第一項　次級房貸風暴引發 14

第二項　店頭衍生性商品監理缺失 17

第四節　小結 19

第三章　國際店頭衍生性商品監理變革 21

第一節　G-20 對店頭衍生性商品的監管決議 21

第一項　強制集中結算要求原則 23

第二項　非集中結算店頭衍生性商品資本計提要求 24

第三項　非集中結算店頭衍生性商品保證金要求 27

第二節　美國陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法 28

第一項　店頭衍生性商品監理 29

第二項　市場參與者監理 31

第三節　集中結算機構風險管理 36

第一項　金融市場基礎設施準則 37

第二項　財務安全防衛機制 40

DOI:10.6814/NCCU202101165

第三項　系統重要性改變 42
第四項　應變、復原與清算方案 43
第四節　集中結算推動後國際店頭市場之發展 50
第一項　G-20 監管改革執行概況 50
第二項　市場發展概況 60
第五節　小結 67
第四章　我國店頭衍生性商品監理規劃與實施 69
第一節　法律規範之基礎 69
第一項　法律 70
第二項　行政法規 74
第三項　自律規範 78
第二節　申報交易資訊儲存機構 81
第一項　法源依據 81
第二項　交易資訊儲存機構 83
第三項　交易資訊儲存庫運用與監理 85
第三節　市場規模與結構分析 86
第一項　依商品類別 86
第二項　依交易業別 89
第三項　與國際店頭衍生性商品市場差異 91
第四節　強制集中結算 91
第一項　法源依據 91
第二項　集中結算主體：結算機構及結算會員 92
第三項　集中結算客體：標準化店頭衍生性商品契約 97
第四項　集中結算機構財務安全防衛網 99
第五節　小結 107
第五章　分析與建議 109
第一節　分析 109
第二節　建議 110
參考文獻 113

DOI:10.6814/NCCU202101165

表次

表 4-1: 我國店頭衍生性商品流通名目本金餘額成長率及比例–依商品類別 87
表 4-2: 我國店頭衍生性商品成交金額成長率及比例–依商品類別 88
表 4-3: 我國店頭衍生性商品流通名目本金餘額成長率及比例–依業別 89
表 4-4: 我國店頭衍生性商品成交金額成長率及比例–依業別 90

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101165

圖次

圖 3-1: 集中結算機構違約支付機制模型 41
圖 3-2: 集中結算機構違約支付機制 – Typical vs Proposed 48
圖 3-3: 2020 年 10 月各國店頭衍生性商品改革進度 50
圖 3-4: 衍生性商品交易申報法規執行進度 51
圖 3-5: 衍生性商品交易申報法規涵蓋率 52
圖 3-6: 集中結算法規執行進度 53
圖 3-7: 非集中結算衍生性商品最終較高資本要求法規執行進度 55
圖 3-8: 非集中結算衍生性商品保證金要求法規執行進度 57
圖 3-9: 透過交易所或交易平台交易衍生性商品法規執行進度 59
圖 3-10: 全球店頭衍生性商品流通名目本金餘額 62
圖 3-11: 全球店頭衍生性商品市場總值 63
圖 3-12: 利率衍生性商品全球平均每日成交額 65
圖 3-13: 全球信用交換交易流通名目本金餘額參與者分布 66
圖 3-14: 全球信用交換交易流通名目本金餘額 & 集中結算比例 67
圖 4-1: 我國期貨交易適用法規範 73
圖 4-2: 我國店頭衍生性商品流通名目本金餘額 – 依商品類別 87
圖 4-3: 我國店頭衍生性商品成交金額 – 依商品類別 88
圖 4-4: 我國店頭衍生性商品流通名目本金餘額 – 依業別 89
圖 4-5: 我國店頭衍生性商品成交金額 – 依業別 90
圖 4-6: 各國提供強制集中結算交易之結算機構與結算商品 98
圖 4-7: 結算會員違約損失賠償之支應順序 102
圖 4-8: 保證金涵蓋範圍 102

DOI:10.6814/NCCU202101165

第一章　緒論

第一節　研究動機及目的

2008 年全球金融風暴主要起因於店頭交易衍生性商品市場未能有效控管市場風險，形成系統性風暴，危及全球經濟。有鑑於此，金融風暴發生後，國際上包含美國、歐盟在內，皆已針對店頭交易之衍生性商品立法採行或正積極研議實施集中交易或集中結算，以降低店頭交易衍生性商品可能對整體金融市場帶來之系統性風險威脅。自此以降，集中結算機構在金融市場中被賦予種要角色，各國主管機關更賦予它預防違約風險之重任[1]。

我國金融監督管理委員會 (下稱金管會) 為與國際接軌，參採國際金融市場監理趨勢，分別於 2011 年 3 月指示證券櫃檯買賣中心規劃建置我國店頭衍生性商品交易資訊儲存庫 (Trade Repositories, TR) 系統，以強化我國對店頭衍生性商品市場之監理。櫃買中心奉指示規劃建置我國店頭衍生性商品交易資訊儲存庫系統，於 2013 年 7 月 1 日完成，所有店頭衍生性商品交易皆須申報儲存庫。為店頭衍生性商品集中結算制度建立明確法源，立法院於 2019 年 1 月修訂期貨交易法。同年臺灣期貨交易所 (下稱期交所) 為金管會指定為應採集中結算店頭衍生性商品交易之集中結算機構。劉連煜教授熟知國際趨勢，於任期交所董事長期間在交易、結算、監理以及資訊各方面積極研擬，致力推動我國標準化店頭衍生性商品朝向集中交易集中結算的方向發展。而今集中結算的實施，使國內店頭衍生性商品交易各項制度與國際接軌，向國際市場邁進一大步。

我國致力於店頭衍生性商品的同時，國際監理機構以及各國監管機關的改革亦持續進行中，本文希望透過回顧國際間店頭衍生性商品監理改革結

[1] 劉連煜，資本市場與證券法學新思維，元照出版公司，頁 504，2020 年 8 月。

DOI:10.6814/NCCU202101165

果以及討論改革過程經歷的問題，以期提供為國內推動店頭衍生性商品集中結算之參考。

第二節　研究範圍及方法

一、 文獻資料分析法

蒐集利用國際監理機關發布之準則及報告、國際間協會及業者的研究報告及意見說明，以及國內期刊學術論文、政府出版刊物，加以歸納整理出國際間店頭衍生性商品集中結算的歷程與成果，與我國店頭衍生性商品集中結算交易規劃之比較與分析。

基於我國證券期貨法規以及相關行政命令受美國法影響甚鉅，且各國於店頭衍生性商品改革之立法與執行均以國際監理機構發布之一致性標準為框架，再以 2008 年金融危機之肇始起於美國金融市場，因此本文著重於探討美國法規方向轉變以及國際監理機構發布之改革規範框架，對於各國之改革進度以金融穩定委員會 (Financial Stability Board, FSB) 發布之報告為依據，未為其他國家之細節探討。

二、 量化研究法

(一) 分析國際清算銀行 (Bank For International Settlements, BIS) 發布之統計資料，比較國際店頭衍生性商品之交易結構組成與變化。

(二) 分析我國店頭市場申報交易資料儲存庫統計資料，比較我國店頭衍生性商品之交易結構組成與變化。

三、 比較分析法

比較證券市場安全網以及期貨市場財務防衛機制，以及非違反交割結算義務的市場參與者對於違反交割結算義務債權性質。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第三節　研究架構

本文第二章介紹衍生性商品的定義、類型以及特性；介紹美國法規對店頭衍生性商品鬆綁，在監管寬鬆，金融環境鼓勵創新的環境下，終於導致2008年的金融危機。

第三章討論國際間對店頭衍生性商品的監管改革，以申報交易儲存庫、透過交易所或交易平台交易、集中結算、對非集中結算交易收取保證金以及提高資本計提為改革方向，國際監理機關所提出的監管參考準則以及美國陶德-法蘭克法案 (Dodd-Frank Act) 中對於店頭衍生性商品監管的變革。再以國際監管機構以及國際間協會組織提出的報告，探討強制店頭衍生性商品集中結算推動至今的成效以及強制集中結算導致集中結算機構 (central counterparty, CCP) 發展成為金融系統可能引發系統性風險的問題，並且提出國際主要店頭市場參與者提出之違約損失賠償支付機制 (waterfall) 建議。

第四章討論目前我國對於店頭衍生性商品的法律規範，利用交易申報資料分析我國店頭衍生性商品的規模與交易種類分布，進而討論我國主管機關建置交易資訊儲存庫、修正期貨交易法、推動店頭衍生性商品強制集中結算的進程；再以交易資訊儲存庫的交易資料分析我國目前店頭衍生性商品市場概況。最後再討論我國店頭衍生性商品集中結算的財務防衛機制。

第五章藉由前章節所討論內容，分析我國店頭衍生性商品市場規模及發展趨勢以及店頭衍生性商品集中結算制度建置對於國內金融機構之實益；再以國際店頭衍生性商品監理標準以及推動強制集中結算制度發展至今所面臨的問題，提供我國店頭衍生性商品市場未來發展之建議。

DOI:10.6814/NCCU202101165

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101165

第二章　店頭衍生性商品與 2008 年全球金融危機

第一節　衍生性商品種類與特性

第一項　定義

「衍生性商品多種多樣，推陳出新，很難有一個明確的定義。從財務學上來說，衍生性商品係其價值取決 (depends on) 或衍生 (derive from) 自其他標的變數 (underlying variable) 之金融商品 (financial instrument)，常見之標的變數為其他資產之價格[2]」。「國際交換交易暨衍生性商品協會 (The International Swaps and Derivatives, ISDA) 」從契約定義衍生性商品 (derivative) 是為「一種金融工具，用以移轉風險的協議，其價值衍生自標的資產 (underlying assets) 的價值，標的資產可以是債券、貸款、公司股票、匯率、實物商品、股價指數、利率或其以上資產的組合[3]，或是雙方同意下，任何其他可交易的商品。」

第二項　類型

單純的衍生性商品依照契約性質可分為遠期交易、選擇權或者是前兩者的組合，後來發展出具有保險性質但是實質不符合保險要件的信用衍生性商品。

一、遠期交易類

(一) 遠期契約 (Forwards)

---

[2] 林國全計畫主持人，衍生自有價證券之金融商品是否應納入證券交易法第 157 條之 1 禁止內線交易規範之標的及相關民事損害賠償之計算，證券交易所委託研究報告，頁 7，2012 年 7 月。

[3] https://www.isda.org/1970/01/01/glossary/#d. (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

交易標的由買賣雙方以契約約定，於未來特定日期或期間，以約定價格交易約定數量的標的資產，交易對手信用風險由交易雙方各自負擔。

(二) 期貨契約 (Futures)

於交易所交易的標準化規格遠期契約，並且於交易所指定的結算所進行集中結算，買賣雙方的交易對手皆為結算所。作為履約保證，交易對手必須對結算所提交交易保證金 (margin) 以及每日結算 (mark to market) 後所需變動保證金 (variation margin)，以具有財務防衛機制的結算所做為交易對手，信用風險大幅降低。

(三) 交換契約 (Swap)

由買賣雙方以契約約定，於未來特定日期或期間，互換以約定標的 (legs of the swap) 名目本金計算的現金流量，交易對手信用風險由交易雙方各自負擔。美國商品期貨交易委員會 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 將交換契約區分為 5 類[4]：

1. 利率交換 (interest rate swaps)
2. 商品交換 (commodity swaps)
3. 外匯交換 (currency swaps)
4. 股權交換 (equity swaps)
5. 信用違約交換 (credit default swaps, CDSs)

二、選擇權 (Option)

[4] https://cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/fd_qa_final.pdf. (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

選擇權契約是由買方支付一定的權利金 (premium) 給賣方，取得契約期限內，買方無義務負擔而得要求賣方履行契約義務的權利。買方於契約約定期日，得以選擇權的履約價格 (strike price)，要求買權 (call) 賣方出賣或賣權 (put) 賣方買進契約標的資產。選擇權依其履約時間，可分為 3 種：

(一) 美式選擇權

買方得於契約到期前任一天，要求賣方履約。

(二) 歐式選擇權

買方得於契約到期日，要求賣方履約或選擇放棄權利。

(三) 亞洲式選擇權

新奇 (exotic) 選擇權的一種，有別於標準化選擇權契約，通常係金融機構為個別客戶量身訂作之特殊選擇權工具組合，其契約條件遠較傳統選擇權商品複雜，常見於外匯及利率商品市場，其損益決定於該契約存續期間內，標的資產之平均價格[5]。

三、信用衍生性商品類

依照國際交換交易暨衍生性商品協會定義，「信用衍生性商品 (credit derivatives) 是一種用於隔離並且移轉信用風險的衍生性金融工具[6]。」「為移轉債務義務的信用曝險而設計，大多數信用衍生性商品採取

[5] 金融監督管理委員會銀行局，金融小百科- 美式/歐式/亞洲式選擇權-銀行局全球資訊網 (banking.gov.tw)。

[6] https://www.isda.org/1970/01/01/glossary/#c. (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

信用違約交換的形式交易[7]。信用違約交換的買方 (the buyer of a credit swap) 獲得信用保護，由信用違約交換的賣方 (the seller of a credit swap) 保證參考有價證券 (underlying security) 的信用價值。」金融商品靈活創新多樣多變，除了有價證券外，任何有信用風險的交易契約，都可以是信用交易的標的。雖然 CDS 的交易形式與目的類似於保險[8]，但是與保險性質最大的差異是，交易人不需實際持有該標的。

第三項　交易場所

芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME) 1972 年推出第一個金融期貨契約：外匯期貨 (FX Futures)，但早在外匯期貨之前，銀行間已經在外匯市場 (Foreign exchange market) 以自營之方式或為其散布於全球的法人機構客戶從事遠期外匯交易 (currency forward)，透過轉換不同的貨幣來促進國際間的貿易和投資，可以說是第一個全球化的衍生性商品。衍生性商品契約以槓桿操作，交易者僅需負擔遠低於契約價值的保證金或權利金即可持有該契約。因為契約的未來性，市場參與者參考期「價格發現」功能，靈活運用作為財務風險管理工具。於交易所 (exchange) 與店頭市場 (over the counter, OTC) 交易的衍生性商品，分別受到不同程度的監管。

第一款　交易所

交易所交易的衍生性商品為標準化契約，受監管程度高，種類及變化受到規範限制。市場參與者需要透過交易所會員參與交易，並且於指定集中結算所結算交易契約。當買方與賣方的交易契約成立時，交易所同時成為買

[7] 同前註。

[8] CDS 交易雙方於約定的期間內，由信用違約交換契約買方 (CDS buyer) 定期支付權利金 (premium) 給契約賣方 (CDS seller)，由相對賣方承擔契約參考標的的信用風險。

DOI:10.6814/NCCU202101165

方及賣方的交易對手，交易資訊透明。交易所與結算會員訂有處理違約事件之契約，共同維護市場穩定，交易安全受保障程度較高。

第二款　　店頭市場

店頭市場交易的衍生性商品是指非於交易所交易，由中介金融機構 (intermediaries) 居間撮合，或由交易雙方依照需求，自行商議訂定交易條件成立的客制化契約。店頭市場受規範較交易所少，因此商品契約變化種類繁多，市場規模遠大於交易所。

運用雙邊交易 (bilateral trading) 契約靈活優勢的交易雙方必須各自承擔與槓桿倍數成正比的交易對手信用風險。因為交易市場不透明，資訊流通僅限於交易雙方與中介者，合理價格與風險難以評估，主管機關缺乏足夠交易訊息亦難以監理店頭市場。

缺乏監理的高槓桿店頭衍生性商品交易被歸咎為最近一次全球金融危機的導火線，成為 G-20 在美國匹茲堡峰會中金融改革的討論重點。

第二節　美國 2000 年商品期貨現代法案

美國芝加哥期貨交易所 (Chicago Board of Trade, CBOT) 於 1851 年開始交易遠期契約，1865 年推出第一個標準期貨契約[9]。為監管期貨交易市場，美國國會於 1921 年制定「期貨交易法 (The Futures Trading Act) 」，該法案中的一項規定：「所有非在指定合約市場交易的穀物期貨合約」皆須徵收稅金，

[9] https://www.cmegroup.com/company/history/timeline-of-achievements.html. (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

為美國最高法院宣告違憲。美國國會在刪除該違憲條文後，重新制定「穀物期貨法 (Grain Futures Act) 」。「穀物期貨法」在 1936 年修正，擴大應於指定交易所交易的「商品」範圍，更名為「商品交易法 (Commodity Exchange Act, CEA)」，並且訂定違反商品交易法罰款及監禁的罰則[10]。

1970 年代美國的投資人注意到傳統投資媒介已無法對抗通膨，轉而投資商品期貨交易，消費行為的改變提高加強監管商品期貨市場的必要性。1974 年美國國會制定「商品期貨交易委員會法 (Commodity Futures Trading Commission Act, CFTC Act) 」，修正商品交易法，加強對美國當時十個商品期貨交易所的監管。擴大「商品」之定義，除了農產品，亦涵蓋所有未來給付之商品及物品之交易契約 (any goods and articles in which contracts for future delivery might be traded)；並且成立一個具有專屬管轄權的獨立聯邦監管機構，商品期貨交易委員會，以強化對期貨交易市場監理。「商品期貨交易委員會法」主要推動者之一參議員 Talmadge 表示，該法案的目的在創造一個在法規和責任上可與證券交易委員會 (Securities and Exchange Commission, SEC) 相媲美的機構[11]。商品交易法於 1986 年、1992 年及 1995 年經歷數次修正，以強化商品期貨交易委員會監管權限，並賦予商品期貨交易委員會對於包括帳戶 (accounts) 及協議 (agreements) 在內的商品專屬管轄權，商品期貨交易委員會於管轄範圍內有權解釋該商品是否屬於期貨商品，在店頭市場交易的契約如被商品期貨交易委員會認定為期貨商品，將違反商品交易法規定，造成交換交易之法規不確定性[12]。

---

[10] Davis, Roy J., Missouri Law Review, Commodity Exchange Act, Vol 46, Issue 2, p.319, 1981.

[11] See *id*. at 230.

[12] 陳秋月，美國「兩千年商品期貨現代化法」管理思維變革之研究，行政院及所屬各機關出國報告，頁 61，2004 年 10 月

DOI:10.6814/NCCU202101165

第一項　　店頭衍生性商品法規鬆綁

為維持美國金融市場居於全球領導地位所需的靈活性[13]，美國國會通過 2000 年商品期貨現代法案 (Commodity Futures Modernization Act of 2000, CFMA)，以產品市場的可操控性 (manipulability of the products) 與參與者資格 (eligibility of the participants) 為考量，針對特定產品與特定市場參與者，量身訂製程度差異的監管架構，修正店頭衍生性商品相關法律規範，除去店頭衍生性商品的法規不確定性，促使美國店頭衍生性商品交市場蓬勃發展。

一、交換交易

店頭市場交易的交換交易是否受適用商品交易法，在 2000 年商品期貨現代法案通過前一直存有爭議。美國國會曾於 1993 年發布行政命令，豁免 (exemption) 符合特定條件之交換交易得不於期貨交易所交易，但是對於不符合豁免條件之交換交易是否受商品交易法管轄未有明確規範，因而造成交換交易法規不確定性[14]。

2000 年商品期貨現代法案針對參與者資格給予不同程度的監管，適格契約參與者[15] (eligible contract participants) 是店頭衍生性商品交易的老手 (sophisticated parties)，老手們之間的交易將繼續由聯邦主管機關按照「一般安全穩健的標準 (general safety and soundness standards)」監管，豁免於商品交易法，不受商品期貨交易委員會管轄。

---

[13] https://www.cftc.gov/sites/default/files/opa/press00/opa4479-00.htm (Last visit 19 May 2021).

[14] 同前註，頁 61 - 63。

[15]「適格契約參與者」金融機構、保險公司、投資公司、總資產超過$ 10,000,000 公司，合夥，獨資，組織，信託或其他實體、總資產超過$ 5,000,000 期貨基金 (commodity pool)、證券經紀人或交易商、期貨經紀商。 7 U.S. Code § 1a(18) (2000) 。

DOI:10.6814/NCCU202101165

商品期貨現代法案同時修正證券交易委員會對交換交易契約相關法規，限制證券交易委員會對交換交易的管轄範圍，對於「證券基礎交換契約 (security-based swap agreement) [16]」證券交易委員會之管轄權僅限於內線交易、反詐欺及反操縱條款；對於「證券基礎交換契約」以外的「非證券基礎交換契約」(non-security-based swap agreement) 則無管轄權[17]。

二、遠期外匯 (forward currency exchange)

雖然商品交易法中訂有財政部修正條款 (Treasury Amendment)，規定除非該外匯交易是在交易所 (board of trade) 內進行，否則不適用商品交易法專屬管轄，但是此一修正條款是否適用所有外匯交易抑或僅限於銀行間的外匯交易，交易所是泛指所有交易所抑或僅限於受核准之交易所，並未有明確定義，因而造成外匯交易法規之不確定性。

2000 年商品期貨現代法案修正商品交易法對於外匯交易之規範，明訂適格契約參與者之間，非在有組織之交易所 (organized exchange) 從事的外匯交易，不適用商品交易法，商品期貨交易委員會沒有管轄權[18]。

三、複合衍生性商品 (hybrid instruments)

國立政治大學 National Chengchi University

[16] CFMA 修正金融服務法現代化法案 (Gramm-Leach-Bliley Act, GLBA)，明確定義「證券基礎交換契約」(security-based swap agreement) 係以任何股票、股價指數或利息之價格、利率或波動率為基礎訂定相關條款之交換契約。

[17] 陳秋月，前揭註 12，頁 61 - 63。

[18] 同前註，頁 61 - 63。

DOI:10.6814/NCCU202101165

複合衍生性商品是指以傳統金融工具複合衍生性商品成份的結構性商品。商品期貨交易委員會曾發布「混合衍生性商品規則」(Hybrid Instruments Rules) 豁免除了 Shad-Johnson 管轄權協定以外的某些特定具期貨及選擇權特徵之證券或銀行產品，得不適用商品交易法之規範。但是因為商品期貨交易委員會對於 Shad-Johnson 管轄權協定 (Shad-Johnson Accord) 沒有訂定豁免規定之權利，一旦法院認定該項商品係屬 Shad-Johnson 管轄權協定中之個股期貨，則將無法適用豁免規則，造成涉及非豁免證券 (Non-Exempt Securities) 之複合衍生性商品存在有法規不確定性[19]。

2000 年商品期貨現代法案將商品期貨交易委員會的「混合衍生性商品規則」範圍擴大涵蓋 Shad-Johnson 管轄權協定 (Shad-Johnson Accord)，亦即非豁免證券(Non-Exempt Securities) 亦適用「混合衍生性商品規則」，只要該複合衍生性商品被認定主要是有價證券 (a security)，就適用證券法規，不受商品交易法規範，商品期貨交易委員會沒有管轄權。同樣的監管架構亦適用於銀行產品 (bank products)，只要該金融商品被認定是存款基礎 (deposit based) 的複合衍生性商品，商品期貨交易委員會也沒有管轄權[20]。

第二項　集中結算機構得從事店頭衍生性商品結算業務

2000 年商品期貨現代法案將集中結算機構 (derivatives clearing organization, DCO) 與交易所分開獨立，訂定集中結算機構管理架構，集中結

[19] 同前註，頁 63 - 66。

[20] 同前註，頁 63 - 66。

DOI:10.6814/NCCU202101165

算機構需向商品期貨交易委員會登記核准。依據商品交易法之定義，衍生性商品集中結算機構係指結算所 (clearinghouse)、結算協會 (clearing association)、結算公司 (clearing corporation) 或其他類似之法人實體、設施、系統或組織 (similar entity, facility, system, or organization)。法案允許集中結算機構得以從事店頭衍生性商品交易結算作業，降低系統性風險，穩定市場發展，促進對店頭衍生性商品市場的創新、競爭、效率、流動性以及透明度，以提昇美國金融機構及金融市場之競爭地位[21]。

商品期貨現代法案規定於期貨契約市場 (designated contract markets) 進行之交易，必需提交商品期貨交易委員會核准之集中結算機構進行集中結算，但是對於高槓桿且資訊不透明的店頭衍生性商品交易卻沒有強制集中結算的規定。

第三節　2008 年全球金融危機與店頭衍生性商品監管

第一項　次級房貸風暴引發

一、背景

2000 年初網路經濟泡沫破裂，美國聯邦準備理事會採取寬鬆的貨幣政策以活絡經濟，利率從 6.5% 連續調降到 1.0 %，低利率政策持續到 2004 年 6 月。房市在政府鼓勵民眾購屋與低利率政策配合下交易熱絡。基於房價將持續上漲的假設前提，銀行放寬授信審核標準，降低門檻，核准低收入或信用不佳的民眾的房貸申請，這些高風險房屋貸款即所謂的「次級房貸」(subprime mortgage)。

次級房貸的放貸銀行或將債權直接出售，或將其資產證券化 (asset securitization) 成為房屋抵押貸款擔保證券 (mortgage backed

[21] 同前註，頁 39。

DOI:10.6814/NCCU202101165

securities) 或發行擔保債權憑證 (collateralized debt obligations, CDOs)，在債券市場上進行融資，創造出更多資金放貸額度；華爾街的投資銀行再將房貸債權、固定收益證券化商品再重新包裝成新的 CDOs 出售。這些未受到嚴格監管的資產證券化金融商品與店頭衍生性商品，在銀行、基金、保險公司與投資公司等自 2000 年商品期貨現代法案之後確定不受商品期貨交易委員會及證券交易委員會監管的所謂「適格契約參與者」之間熱絡交易，使得投入房貸市場資金快速膨脹，次級房貸放款創始金額 (origination) 由 1994 年的 350 億美元至 2006 年的 6,400 億美元[22]，而風險則藉由國際性的金融市場移轉至全球。相較於資產證券化必須透過特殊目的公司 (special purpose vehicle) 發行債券，信用衍生性商品由交易雙方直接於店頭市場進行交易，成本更低、效率更高。依據國際清算銀行發布的 2009 年 6 月統計資料顯示，各類型衍生性商品規模中，以信用違約交換成長速度最快，由 2006 年 6 月底 20 兆美元，成長至 2008 年 6 月底 57 兆美元[23]。

二、金融市場全球化引發系統性風險

2004 年 6 月，美國景氣明顯復甦，為了抑制通膨，美國聯邦準備理事會 (FED) 改變貨幣政策，利率從 1.0% 連續多次調升到 2006 年 6 月的 5.25%，次級房貸違約率攀升，房價下跌榮景不再，金融市場信用緊縮融資困難，房貸機構高槓桿資金操作，缺乏風險控制的經營所引發的危機逐漸暴露。國際貨幣基金組織 (International Monetary Fund, IMF) 首席經濟學家 Raghuram Rajan 曾在 2005 年 Jackson Hole 全球央行年會中，

---

[22] 陳美菊，全球金融危機之成因、影響及因應，國家發展委員會經濟研究年刊第九期，頁 264，2009 年 3 月。

[23] 盧陽正計畫主持人，信用結構型金融商品風險管理與結算制度集中化管理之可行性分析 - 從美國次貸風暴事件剖析，中華民國證券商業同業公會委託研究報告，頁 32，2009 年 7 月。

DOI:10.6814/NCCU202101165

對來自全球 20 多個國家，包含美國聯邦準備理事會主席葛林斯班 (Alan Greenspan) 在內的央行代表與會人士，提出金融產業創新的發展已然提高全球的風險[24]，但是當時這個警告並未為各國央行代表所重視。

持有大量次級房貸商品與發行信用為約交易的銀行與非銀行金融機構在次級房貸信用違約率逐漸攀升的情況下經營危機顯現，2007 年 4 月美國第二大次級房貸機構，新世紀金融公司 (New Century Financial Corporation) 現金不足支付債權銀行率先宣佈破產；8 月美國住房抵押貸款投資公司 (American Home Mortgage Investment Corporation) 申請破產；2008 年 3 月美國第五大投資銀行，也是店頭衍生性商品最大交易商貝爾斯登公司 (The Bear Stearns Companies, Inc.) 嚴重虧損，為摩根大通銀行 (JP Morgan Chase) 收購；7 月美國抵押貸款機構印地麥克銀行 (IndyMac Bank) 因鉅額虧損，由美國聯邦存款保險公司 (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) 接管；9 月美國政府再挹注高達 2,000 億美元，接管瀕臨破產的房利美 (Fannie Mae)、房地美 (Freddie Mac) 兩大房貸機構；隨即美國第三大投資銀行美林證券 (Merrill Lynch) 爆發財務危機，為美國銀行 (Bank of America) 收購、第四大投資銀行雷曼兄弟 (Lehman Brothers Holdings Inc.) 破產、接著保險業巨擘美國國際集團 (American International Group, AIG) 亦出現財務危機，由聯準會以 850 億美元收購其 79.9%股份、美國最大儲蓄及貸款銀行華盛頓互惠銀行 (Washington Mutual) 倒閉，由摩根大通銀行 (JP Morgan Chase) 收購。

在全球化金融市場中，國際金融機構相互投資高度連結，次貸危機由美國迅速延燒席捲歐洲，2008 年 9 月，英國布萊德福賓格理銀行 (Bradford & Bingley Bank) 為英國政府收歸國有，荷蘭富通金融集團 (Fortis) 荷蘭業務為荷蘭政府收歸國有，比利時、荷蘭和盧森堡政府共同挹注 112 億歐元；10 月，英國北岩銀行為英國政府收歸國有、英國政府

[24] Federal Reserve Bank, In Late August, The Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Economic Policy Symposium, p. 43, First Edition 2011

DOI:10.6814/NCCU202101165

亦提供 250 億英鎊給包括巴克萊銀行 (Barclays)、匯豐銀行 (HSBC)、駿懋銀行 (Lloyds TSB)、蘇格蘭皇家銀行集團 (RBS) 和渣打銀行 (Standard Chartered) 在內的金融機構紓困，冰島政府接管前三大國家銀行，Landsbanki、Glitnir Bank 及 Kaupthing Bank，國家面臨破產，世界銀行下修全球 GDP 至 - 2.9%[25]。

次貸違約風暴連帶影響美元走貶，油價及原物料價格飆漲，各國通膨壓力倍增，歐、美股市重挫，影響擴及國際金融市場。全球央行先後挹注資金至金融市場，以解決因信用緊縮而造成資金流動性不足的危機。2008 年由次貸危機引發一連串大型金融機構倒閉的金融風暴，被認為是自 1930 年代經濟大蕭條之後最嚴重的經濟危機。

第二項　店頭衍生性商品監理缺失

「2008 年的金融海嘯導致世界各國經濟陷入危機，美國之次級房貸與衍生性商品看似禍首，實際上美國甚至歐洲對金融市場寬鬆的管理政策才是根本原因[26]。」國際交換交易暨衍生性商品協會董事 Jeffrey Kan 認為：「衍生性商品並非造成本次市場崩潰的主因，反而是危機時，只有衍生性商品能夠維持正常運作，在疏困時期，市場就是以信用違約交換的報價做為計算利息的參考依據[27]。」

危機之後，在金融市場管理政策檢討上，金融機構交易店頭衍生性商品，尤其是信用違約交換的風險控管與店頭衍生性商品市場交易的監理成為討論的重點。檢視此次金融海嘯與豁免監管的適格契約參與者與其所交易的店頭市場衍生性商品之關聯，可以歸納出以下問題：

一、店頭衍生性商品市場缺乏適當監理

---

[25] 盧陽正計畫主持人，前揭註 23，頁 5 - 8。

[26] 曾宛如，金融海嘯下金融監理之反思，月旦法學雜誌，168 期，頁 81，2009 年 5 月。

[27] 鄧淑芬，專題研討四：店頭衍生性商品比對及集中結算機制之探討，證券櫃檯月刊 144 期，頁 33 - 34，2009 年 12 月。

DOI:10.6814/NCCU202101165

高度槓桿操作的店頭衍生性商品結構複雜，其契約價值及所涉風險難以評定，而且市場資訊透明度低。次級房貸市場違約率攀升時，相關的信用衍生性商品交易連續發生違約，造成市場恐慌，導致流動性危機，最後引發系統性風險，影響擴及全球。2000 年商品期貨現代法案之後，店頭市場衍生性商品交易不受商品期貨交易委員會及證券交易委員會監管，市場交易資訊難以掌控，聯邦主管機關對銀行與非銀行的金融機構以「一般安全與穩健的標準監管 (general safety and soundness standards) 」，顯然不足以有效監管店頭市場的風險。

二、金融機構本身風險管理與其監理

(一) 金融機構內部風險管理缺失

金融機構缺乏適度風險控管，店頭衍生性金融商品交易由交易雙方議定條件自行結算，過度的高度槓桿操作提高對手違約風險的負擔，金融機構錯估風險承擔能力，最後導致鉅額的虧損。

以美國國際集團為例，因為其子公司 AIG Financial Products Corp. (AIG FP)，作為違約風險保護賣方，交易遠超出其所能承擔風險的信用違約交換交易，承擔過度相對買方參考資產 (reference asset) 的信用風險。當次級房貸違約率攀升，AIG FP 因無法負擔信用違約交換交易損失而爆發財務危機，美國聯邦準備銀行 (Federal Reserve Bank) 為避免其倒閉引發系統性風險，同意對 AIG 提供緊急貸款時，甚至無法估算其曝險金額[28]。

(二) 聯邦主管機關規範與監理不足

各聯邦主管機關監理法規及監管強度不足，未能及時發現糾正交易店頭衍生性商品的銀行、基金、保險公司、證券公司等金融機構經營風險控制不善，槓桿操作程度過高，放貸標準過於寬鬆浮

[28] 曾宛如，前揭註 26，頁 82。

DOI:10.6814/NCCU202101165

濫，證券化商品設計高度複雜難以評價，以及信評機構評估失真等重大缺失，以致整體金融環境惡化，最後引發全球性的災難。參與交易店頭衍生性商品市場的金融機構集中度過高，且彼此交互連結關係複雜，加以各金融機構在金融證券化過程中，交易資訊缺乏透明度，同一家金融機構 (含母子公司) 間亦有相互交易且相互融資，因此任何一家金融機構破產，均有可能傳染給其他金融機構[29]。

以衍生性商品交易集中度來看，存在於 Citigroup, JP Morgan 及 Goldman Sachs 交易商 (dealers) 之間的店頭衍生性商品交易量遠大於與最後使用者 (end users) 之間的交易，本次危機中交易商之間的交易對金融市場的衝擊較大，以致如何規範交易商之間的交易行為，成為美國聯邦準備理事會的重要議題[30]。

第四節　小結

為促進金融市場發展，美國 2000 年商品期貨現代法案分別除去交換交易、遠期外匯、複合衍生性商品等店頭衍生性商品的法規不確定性，限制商品期貨交易委員會以及證券交易委員會對店頭衍生性商品的權限及監管範圍，針對參與者資格，由其聯邦主管機關按照「一般安全穩健的標準」監管。其後，在政府鼓勵民眾購屋與低利率政策的刺激下，房市蓬勃發展，次級房貸迅速膨脹，相關的資產證券化產品以及創新的衍生性金融商品在法規鬆綁之後的店頭衍生性商品市場熱絡交易。金融機構缺乏風險管理意識之下過度槓桿操作，在面臨次級房貸違約率攀升，經營窘迫面臨破產危機，金融機構關係緊密且高度連結的國際金融市場爆發系統性風險，造成全球金融風暴。

---

[29] 劉邦海，店頭衍生性商品集中結算交易對手結算之研究，中央銀行季刊，第 32 卷，第 4 期，頁 20，2010 年 12 月。

[30] 同前註，頁 19。

DOI:10.6814/NCCU202101165

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101165

第三章　國際店頭衍生性商品監理變革

2008 年 9 月第四大投資銀行雷曼兄弟宣布破產時，除了自營與經紀業務，雷曼集團擁有全球多個市場的結算會員身分，持有超過 10 萬筆店頭衍生性商品未交割交易或未確認交易，負擔數萬筆自身與客戶對於集中結算機構的結算交割義務[31]。確認雷曼兄弟違約後，結算機構立即停止雷曼兄弟在市場中交易與結算業務，由其他結算會員承接雷曼兄弟持有的未平倉部位與客戶保證金，接續完成期結算交割義務，免除因大量部位須立即平倉而造成的市場紊亂。

集中結算交易之衍生性商品在這次金融危機中並無違約發生，結算機構甚至發揮穩定市場的功能，因而集中結算成為店頭衍生性商品改革的方向。

第一節　G-20 對店頭衍生性商品的監管決議

此次全球金融危機明顯暴露了銀行與市場參與者對於市場經濟衝擊缺乏應變力的致命弱點，顯示有必要對不透明的店頭衍生性商品交易與市場參與者過度的冒險行為做出限制，以減輕其所帶來的系統性風險[32]。G-20 代表在 2009 年 9 月美國匹茲堡舉行峰會 (the G-20 Pittsburgh Summit)，承諾共同實施全面改革，建立更有力的國際金融體系監管架構，擴大監管範圍，加強對店頭衍生性商品、證券化市場、信用評級機構和對沖基金的監理。其中對於店頭衍生性商品市場的監管改革計畫，包含四項要點[33]：

---

[31] 同前註，頁 21。

[32] BCBS & IOSCO, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives, Sep 2013.

[33] FSB, Implementing OTC Derivatives Market Reforms, Oct 2010.

DOI:10.6814/NCCU202101165

一、適當情況下，所有標準化的店頭衍生性合約都應在交易所 (exchange) 或電子交易平台上 (electric platforms) 進行交易。

二、2012 年底之前，所有標準化的店頭衍生性合約應透過集中結算機構結算。

三、店頭衍生性商品交易合約應申報至交易資訊儲存機構。

四、非集中結算店頭衍生性商品 (non-centrally cleared derivatives[34]) 應符合更高的資本要求。

G-20 要求金融穩定委員會與相關成員評估法規的施行是否足以提高市場透明度，降低系統性風險，防止市場濫用。其中關於標準化店頭衍生性商品監理改革，金融穩定委員會發起，由國際清算銀行支付與清算系統委員會 (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS)[35]、國際證券管理機構組織 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO)[36]與歐盟委員

[34] BCBS & IOSCO 的 "Margin requirements for non-centrally cleared derivatives" 報告中 , "non-centrally cleared derivatives" 是用來指未透過集中結算機構結算的衍生性商品。

[35] 國際清算銀行支付與清算系統委員會 (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS)，國際清算銀行 (Band for International Settlement, BIS) 常設委員會之一。最初為 G-10 中央銀行在 1980 年所成立的支付系統專家小組 (Group of Experts on Payment System)，於 1990 年正式成立 CPSS, 作為銀行同業淨額結算計劃委員會方案 (Committee on Interbank Netting Schemes) 的後續所成立的支付系統專家委員會，接管支付系統專家小組業務並且擴展業務範圍，成為 BIS 常設委員會，直接向 G-10 報告。2009 年 CPSS 成員擴張為 25 個 中央銀行，並且改向 Governors of the Global Economy Meeting (GEM) 報告。2013 年 9 月，鑒於 CPSS 的標準制定活動以及伴隨更廣泛的公眾審查，CPSS 重新檢視其授權內容，獲得 GEM 批准，並且同意 CPSS 更名為國際清算銀行支付暨市場基礎設施委員會 (Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI)，自 2014 年 9 月 1 日起生效。2018 年 3 月，CPMI 成員已經擴展到 28 個中央銀行。

[36] 國際證券管理組織 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) 成立於 1983 年，係公認的制定證券領域全球標準之國際組織，目前擁有來自全球超過 130 個司法管轄

DOI:10.6814/NCCU202101165

會 (European Commission) 組成工作小組，成員包括國際標準的制定者以及監理機構的代表，共同針對改革目標做出執行建議，將 G-20 的承諾轉化成施行的法規標準，對於實施集中結算要求的店頭衍生性商品和參與者級別區分以及強制集中結算豁免的考量，需達最大程度地減少監管套利的可能性[37]。

第一項　　強制集中結算要求原則

對於 G-20 峰會中要求標準化店頭衍生性商品 (standardised OTC derivatives) 應強制集中結算，國際證券理機構組織經與各國監管機關協調，於 2012 年 2 月發布「強制集中結算要求 (Requirements for Mandatory Clearing)」報告，提出建立店頭衍生性商品強制集中結算制度之原則，範圍包括[38]：

一、確定應適用強制集中結算義務的產品 (a product or a set of products) 。

二、考量強制集中結算義務可能存在的豁免性。

三、建立與其他監理機關以及公眾之間的適當溝通磋商。

四、考量跨境強制集中結算義務可能產生的問題。

五、持續監控與評估強制集中結算整體流程與應用狀況。

國際證券管理機構組織建議各國監管機關在確定強制集中結算制度適用產品的決定過程中，對於是否採行強制結算商品之決策時，可以採用集中結算機構建議或授權決定 (bottom-up approach)，對於應該要強制集中結算但

區，涵蓋 95%以上的證券市場，新興市場的證券監管機構占其普通會員的 75%，至 2021 年 4 月有 229 個會員。「IOSCO 證券監管目標和原則」(IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation) 已得到 G-20 及 FSB 的認可，為制定和執行國際公認證券與期貨交易監管執行標準一致的首要核心原則。

[37] FSB, Implementing OTC Derivatives Market Reforms, 25 October 2010.

[38] IOSCO, Requirements for Mandatory Clearing, Feb 2012.

DOI:10.6814/NCCU202101165

是沒有集中結算交易對手結算或者是願意結算之產品，則可以由監管機關決定 (top-down approach)，並以商品契約之標準化程度、交易量、流動性、市場透明度以及其他國家主管機關是否將其納入強制結算商品為考量以及其他國家主管機關是否將其納入強制結算商品為考量。監管機關應明確定義豁免強制集中結算之適用，適當裁量豁免之授予，對於可能引起系統性風險之產品類別或參與者不應予以豁免。G-20 領袖及金融穩定委員會強調，強制集中結算義務須為國際一致原則的重要性，各國監管機關決策過程中彼此之間以及與利益相關者需要持續充分溝通。各國監管機關應依據國際證券管理機構組織提出之原則，於其管轄區內建立店頭衍生性商品強制集中結算制度[39]。

第二項　　非集中結算店頭衍生性商品資本計提要求

巴塞爾銀行監理委員會 (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)[40]會於 2012 年 7 月提出「銀行對集中結算交易對手信用曝險計提資本要求 (capital requirements for bank exposures to central counterparties)」過渡時期的規範標準[41]，要求銀行交易店頭衍生性商品，需要依據交易內涵的風險來計提資本，除了「交易對手信用風險 (counterparty credit risk)」以及「市場風險 (market risk)」，對於「非採集中結算店頭衍生性商品」尚須考量「市價評估交易對手信用風險(credit value adjustments risk, CVA risk)[42]」以計提資本。

---

[39] See *id.*

[40] 巴塞爾銀行監理委員會 (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)，國際清算銀行 (Band for International Settlement, BIS) 常設委員會之一，負責制定全球銀行監管標準，會員國同意全面導入 BCBS 制訂之標準監管其國內的國際性銀行。

[41] BCBS, Capital requirements for bank exposures to central counterparties (bis.org), Jul 2012.

[42] CVA 風險是指受到 CVA 價值變動影響所造成的損失。交易對手信用利差與可能造成衍生性商品及證券融資交易價格的市場風險皆會影響 CVA 價值。CVA 風險計提資本是依據銀行整體 CVA 投資組合計算得出，包含銀行簿與交易簿之所有價證券融資交易契約、衍生性商品交易 (直接與合格集中結算交易對手 QCCP 之交易除外) 及有效 CVA 避險。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第一款　交易對手信用風險

交易對手信用風險依集中結算與非集中結算分別有不同適用標準。

第一目　非集中結算交易對手信用風險

對於非集中結算交易，銀行須依交易對手的信用評等，採用 20% ~ 100% 不等的風險權數計提資本，且須考量「市價評估交易對手信用風險」以計提資本。

針對銀行「非集中結算交易對手信用風險」應計提資本[43]的「違約曝險額 (Exposure at Default, EAD)」計算，巴塞爾銀行監理委員會於 2014 年 3 月發佈新的計算標準：「交易對手信用風險衡量標準法 (The standardised approach for measuring counterparty credit risk exposures, SA-CCR)」取代原來的「當期曝險額法 (current exposure method, CEM) 」與「標準法 (standard method, SM)」[44]。相較於「當期曝險額法」與「標準法」，已於 2017 年 7 月 1 日生效SA-CCR可以更廣泛適用於各種衍生性商品，不論是否需要保證金、是集中結算或是雙邊交易；並且減少主管機關及銀行自行裁量空間，提高資本風險敏感度，評量方法嚴謹執行容易，且符合巴賽爾框架 (Basel Framework)[45]。

[43] 交易對手信用風險應計提資本 = 交易對手所對應之風險權數 (risk weighted, RW) × 違約曝險額 (exposure at default, EAD)。

[44] BCBS, Capital requirements for bank exposures to central counterparties (bis.org), Apr 2014, BCBS 已將此部分整合至 The Basel Framework. (Last visit 19 May 2021)

[45] The standardised approach for measuring counterparty credit risk exposures (bis.org), BCBS 已將此部分整合至 The Basel Framework. (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

第二目　　集中結算交易對手信用風險

2017 年 7 月 1 日生效的「銀行對集中結算交易對手信用曝險計提資本要求」最終版本[46]，銀行若為合格集中結算交易對手 (Qualified CCPs)[47] 的結算會員，則銀行對該合格集中結算交易對手信用曝險計提資本要求的風險權數最低可適用 2%，否則就須依照「交易對手信用風險衡量標準法」來計算風險權數。

巴塞爾銀行監理委員會於 2012 年 7 月提出「銀行對集中結算交易對手信用曝險計提資本要求」過渡時期的規範標準[48]，規定具結算會員資格的銀行需要對集中結算機構之信用曝險及違約基金曝險計提資本，但為鼓勵集中結算，對集中結算機構信用風險應計提資本之「保證金風險期間 (margin period of risk, MPoR)」與「風險權數 (risk weighted, RW)」做了緩和調整。

第二款　　市價評估交易對手風險計提資本需求

巴塞爾銀行監理委員會於 2017 年 12 月公布的「巴塞爾協議 III (Basel III: Finalising post-crisis reforms[49]) 」提出兩種「市價評估交易對手信用風險」最低計提資本需求的計算方法，「標準法 (standardised approach, SA-CVA) 」

---

[46] See *id*

[47] 若 CCP 符合 Basel III 規定，取得所在國或地區主管機關認可為合格 CCP (Qualifying CCP, QCCP)。銀行對 QCCP 曝險之相關規定可適用較低的風險權數，相較於雙邊交易 (bilateral trade) 較高之資本要求，提高銀行將衍生性商品向 QCCP 提交集中結算的意願，降低金融體系間的系統性風險。

[48] BCBS, *supra note* 41.

[49] BCBS, Basel III: Finalising post-crisis reforms, Dec 2017 , BCBS 已將此部分整合至 The Basel Framework.

DOI:10.6814/NCCU202101165

和「基本法 (basic approach, BA-CVA) 」，並且規定除非獲得主管機管許可，否則銀行必須採用「基本法」計算「市價評估交易對手信用風險」最低計提資本需求。相較於「基本法」，「標準法」避險效果風險敏感度更高。

2020 年 7 月巴塞爾銀行監理委員會公佈「修訂市價評估交易對手風險框架 (Targeted revisions to the credit valuation adjustment risk framework)[50]」，重新校正風險權重 (risk weighted)，取代先前 2017 年的版本，將於 2023 年 1 月 1 日生效，修訂後的「市價評估交易對手信用風險框架 (CVA risk framework)」將與「市場風險框架 (market risk framework) 」一致。

第三項　　非集中結算店頭衍生性商品保證金要求

對於「非集中結算店頭衍生性商品 (Non-centrally cleared contracts)」交易，除了對交易者提出更嚴格的資本要求之外，G-20 更在 2011 年於改革計劃中增加了對於「非集中結算店頭衍生性商品保證金要求 (uncleared margin requirement, UMR) [51]」，並促請巴塞爾銀行監理委員會和國際證券管理機構組織進行磋商，制定全球一致的「非集中結算店頭衍生性商品 (Non-centrally cleared contracts) 」保證金標準[52]。

強制要求集中結算雖然得以降低交易對手風險，但是伴隨交易成本的提高，交易者使用集中結算的意願必然受到影響。為了讓從事店頭衍生性商品的交易者自行吸收其交易內涵的風險，因此對於「非採集中結算 (Non-

[50] BCBS, Targeted revisions to the credit valuation adjustment risk framework, July 2020.

[51] 相對於資本計提的 “survivor-pay”，保證金是 “defaulter-pay”的概念，由市場參與者內化其交易風險的成本。

[52] BCBS & IOSCO, *supra note* 32.

DOI:10.6814/NCCU202101165

centrally cleared contracts)」的店頭衍生性商品交易亦應收取相對應的保證金，此一決策不但可以降低「非採集中結算」所造成的系統性風險，亦降低交易者對於集中結算所產生的成本考量，有助於推動集中結算的施行[53]。巴塞爾銀行監理委員會、國際證券管理機構組織在與國際清算銀行支付與清算系統委員會[54] 以及全球金融體系委員會 (Committee on the Global Financial System, CGFS) 諮商討論後，於 2013 年 9 月發布對於「非集中結算店頭衍生性商品之保證金要求 (Margin requirements for non-centrally cleared derivatives, NCCDs)」的最終政策，規定所有「受規範法人實體 (covered entities)」(包含所有金融機構 (financial firms) 與系統重要性非金融機構 (systemically important non-financial entitles) 間交易非集中結算衍生性商品，必須依其交易產生的風險，與交易對手互相交換原始保證金與變動保證 (initial and variation margin) [55]，依照「受規範法人實體」持有之非集中結算衍生性商品名目本金總額 (aggregate average notional amount, AANA) 分階段實行。

第二節　美國陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法

以提升店頭衍生性商品交易資訊透明度，有效控管系統性風的目標，2009 年 6 月美國總統歐巴馬 (Barney Obama) 提出金融監管改革計畫 (Comprehensive Plan for Regulatory Reform)：標準化的店頭衍生性商品必須在指定市場 (designated contract market) 或交換交易下單設施 (swap execution

[53] CCP12 在其「PROGRESS AND INITIATIVES IN OTC DERIVATIVES」報告中指出，在「非集中結算店頭衍生性商品」(Non-centrally cleared contracts) 保證金要求確實促使集中結算增長，特別是對於第一階段 (2016 年 9 月) 就適用的公司，這些交易對手大到足以對市場產生可觀的影響。

[54] 前揭註 35。

[55] BCBS & IOSCO, *supra note* 32.

DOI:10.6814/NCCU202101165

facility) 集中交易並集中結算，而且所有店頭衍生性商品交易皆應受到交易資訊紀錄和申報之管制[56]。

美國國會 2010 年通過了「陶德-法蘭克華爾街改革與消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Dodd-Frank Act) 」，全面改革美國金融監管體系與監管模式，該法案第七章「華爾街透明度與責任規範法案」對於店頭衍生性商品交易規範 (Title VII, Wall Street Transparency and Accountability Act of 2010)，內容與總統歐巴馬提出的金融監管改革計畫目標一致，在致力於建立有效店頭衍生性商品監管架構，提升店頭衍生性商品市場之透明度 (transparency) 以及資訊流通的機制 (accountability)，提供適當、真實且充分的訊息，以強化對店頭衍生性商品及其參與者之監理 (regulatory oversight)，降低交易對手風險及系統性風險，促進美國之金融穩定性，並解決商品期貨交易委員會與證券交易委員會管轄爭議下產生之規範漏洞[57]。

第一項　　店頭衍生性商品監理

一、授權商品期貨交易委員會與證券交易委員會共同監管店頭市場交換交易

為提升對店頭衍生性商品市場之交換交易和證券基礎交換交易 (security-based swap) 監管，「華爾街透明度與責任規範法案」Subtitle A，針對店頭市場的交換交易監管，Subtitle B，針對證券基礎交換交易市場 (Security-Based Swap Markets) 監管，不僅廢除 2000 年商品期貨現代法案將交換交易豁免於美國商品期貨交易委員會監管的規定，亦廢除了金融服務法現代化法案 (Sections 206B and 206C of Gramm-Leach-Bliley

[56] 鄭琇霙，店頭衍生性商品交易集中結算之研究—以美國 2010 年金融改革法案為中心，國立政治大學國際經營與貿易研究所碩士論文，頁 14 - 15，2011 年 7 月。

[57] 許凱竣，我國衍生性商品規範之近期發展：對照美國法上 Dodd-Frank Act 後之改革取徑，國立交通大學科技法律研究所碩士論文，頁 101，2018 年 7 月。

DOI:10.6814/NCCU202101165

Act (15 U.S.C. 78c note)) 豁免證券基礎交換交易受證券交易委員會監管的規定。分別由商品期貨交易委員會修正商品交易法以及證券交易委員會修正證券法 (Securities Act of 1933)、證券交易法 (Securities Exchange Act of 1934)，重新授權 證券交易委員會監管證券基礎之交換契約、商品期貨交易委員會監管證券基礎之交換交易以外之交換交易以及集中結算機構，混和型交換契約 (mixed swap) 則由商品期貨交易委員會、證券交易委員會會同聯邦準備理事會共同監管；商品期貨交易委員會、證券交易委員會於制定實施法規之前需先相互協商維持一致性，避免規範衝突[58]。

二、店頭交換契約交易申報及集中結算要求

依據「華爾街透明度與責任法案」的授權，商品期貨交易委員會及證券交易委員會分別修正商品交易法以及證券法、證券交易法 與交換交易及證券基礎交換交易相關之法規，分別規定交換交易之集中結算要求以及交易資料申報交換交易資料儲存庫 (swap data repositories) 規定：

(一) 未受豁免之強制要求集中結算的店頭交換交易必須透過已註冊或是豁免註冊的集中結算機構結算[59]；

(二) 所有的店頭交換交易交易資訊，包括交易量及價格需要申報揭露[60]，以提高店頭市場透明度，利主管機關掌握市場部位與曝險狀況。

---

[58] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 712, 124 STAT. 1641-46, SEC 762, 124 STAT. 1759-62.

[59] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 723, 124 STAT. 1675-82, SEC. 763, 124 STAT. 1762-84.

[60] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 727, 124 STAT. 1696-95, SEC. 763, 124 STAT. 1762-84.

DOI:10.6814/NCCU202101165

三、商品強制集中結算交易例外與豁免

修正後之商品交易法以及證券法、證券交易法，雖得以要求衍生性商品集中結算，惟在設定強制集中結算適用範圍，仍存在例外及豁免[61]：

(一) 非標準化衍生性商品例外：

基於店頭衍生性商品高度客製化特性以及商品流動性的限制，結算所考量其風險控管，強制集中結算要求僅限對於標準化衍生性商品，而排除了非標準化的商品。

(二) 遠期外匯與交換交易豁免：

陶德-法蘭克法案雖然原則上將外匯換匯 (foreign exchange swaps) 以及遠期外匯 (foreign exchange forwards) 商品視為交換交易[62]，但授權國務院做最終決定，最後仍因美國財政部之要求而得豁免於集中結算之要求。

第二項　　市場參與者監理

一、交換交易市場參與者

[61] 鄭琇霙，前揭註 56，頁 27 - 43。

[62] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 721, 124 STAT. 1658-72.

DOI:10.6814/NCCU202101165

交換交易交易商 (swap dealers)、主要交換交易參與者 (major swap participants)[63] 與證券基礎交換交易商 (security-based-swap dealers)、主要證券基礎交換交易參與者 (major security-based-swap participants)，必須分別向商品期貨交易委員會與證券交易委員會註冊，並負有遵守交易資料保存與申報義務。商品期貨交易委員會與證券交易委員會可要求交換交易與證券基礎交換交易交易商與交易參與者，申報財務資訊，訂立更嚴格的資本適足性要求，對於持有未透過註冊結算所結算的交換契約需要提出更高的保證金，確保其承受持有交換交易部位所產生風險之能力[64]。

二、資料儲存機構以及結算所

資料儲存機構(swap data repository, SDR)[65]與結算所 (clearinghouse)[66]必須向商品期貨交易委員會註冊。資料儲存機構負責接收及保存申報之交易資料，並提供予主管機關，商品期貨交易委員會於技術許可下，應即時公開不含可辨識交易者訊息之交換交易資料[67]。符合資料保密基礎下，資料儲存機構於接獲美國其他監理機構或外國金融主管機關、中央銀行或外交部…等之請求，並將該請求通知商品期貨交易委員會後，

[63] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 721, 124 STAT. 1658-72.

[64] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 731, 124 STAT. 1703-12, SEC 764, 124 STAT. 1784-96.

[65] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 728, 124 STAT. 1697-01.

[66] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 725, 124 STAT. 1685-95.

[67] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 727, 124 STAT. 1696-95, SEC. 763, 124 STAT. 1762-84.

DOI:10.6814/NCCU202101165

得向該主管機關揭露其所接收保存之交易資料，惟在揭露前，資料儲存機構應與其簽訂保密與賠償協議[68]。

三、投資顧問 (investment advisers)

投資顧問必需向證券交易委員會註冊，對其所管理之私募資金有保存記錄 (recordkeeping) 義務，並且在必要時提供該保存資料予證券交易委員會。 陶德-法蘭克法案通過前，多數符合特定資格的投資顧問公司、對沖基金和私募股權基金，豁免需向證券交易委員會註冊的要求[69]。在 陶德-法蘭克法案第四章「私人基金投資顧問註冊法案」(Title IV, Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010)，取消該獲豁免條件，所有的投資顧問公司管理的對沖基金、私募股權基金，必須根據 1940 年「投資顧問法」(Investment Advisers Act of 1940, 15 U.S.C. 80b-4) 向證券交易委員會註冊 (registration)。修正後的投資顧問法 (15 U.S.C. 80b-4) 對證券交易委員會有報告及法令遵循義務。投資顧問必需對其所管理私募資金保存記錄，證券交易委員會為公眾利益及保護投資人目的，或為配合金融穩定監督委員會 (Financial Stability Oversight Council) 做系統性風險評估 (assessment of systemic risk) 之必要，可要求註冊的投資顧問通報 (reporting) 保存紀錄以及其他所包含之其他訊息[70]。

四、參與者強制集中結算交易例外與豁免

---

[68] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 728, 124 STAT. 1697-01.

[69] 符合在過去 12 個月內客戶少於 15 名客戶的非公開投資顧問公司，豁免需向證券交易委員會（SEC）註冊的要求。之前多數對沖基金和私募股權基金發起人只要操作少於 15 檔基金就有資格豁免登記 (根據「投資顧問法」每檔基金為一個客戶)。

[70] *See* Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub. L No. 111-203, SEC 403, SEC 404, 124 STAT. 1571-74.

DOI:10.6814/NCCU202101165

美國「監管靈活性法案」(Regulatory Flexibility Act, RFA) 要求聯邦機構對於其所提出的法規分析可能產生的重大經濟影響，並且提供監管靈活的可能性，期望在降低風險與經濟平衡中達成監管成效。因此 2012 年的法案允許特定的非金融實體申請豁免強制集中結算，同時對於未提交集中結算交換契約必須申報履行交易契約義務的規劃，2020 年的法案中亦明定，豁免集中結算的交換交易並未影響對於未提交集中結算交換契約的保證金需求。

修正後之商品交易法以及證券法、證券交易法，雖得以要求衍生性商品集中結算，惟在強制集中結算適用範圍，仍存在例外與豁免[71]：

(一) 最終使用者例外 (end-user exception)[72]：

若交易人符合三項條件，得不強制集中結算：

1. 非為金融實體 (not a financial entity[73])

2. 交易目的為避險或減少商業風險

[71] 鄭琇霙，前揭註 56，頁 27 - 43。

[72] 本法案生效日為 2012 年 9 月 17 日，https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-17291a.pdf. (Last visit 19 May 2021)

[73] According to CEA Section 2(h)(7)(C)(i), eight financial entities are: (i) A swap dealer; (ii) a security-based swap dealer; (iii) a major swap participant; (iv) a major security-based swap participant; (v) a commodity pool as defined in CEA Section 1a(10); (vi) a private fund as defined in section 202(a) of the Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-2(a)); (vii) an employee benefit plan as defined in paragraphs (3) and (32) of section 3 of the Employee Retirement Income Security Act of 1974 (29 U.S.C. 1002); or (viii) a person predominantly engaged in activities that are in the business of banking or financial in nature, as defined in section 4(k) of the Bank Holding Company Act of 1956 (12 U.S.C. 1843(k)).

DOI:10.6814/NCCU202101165

3. 已將交換交易申報資料儲存庫或是依照主管機關規定程序提供所要求之相關訊息，包含如何履行未集中結算交換契約之履約義務。

(二) 特定參與者豁免 (exemption)[74]：

1. 特定中央銀行、主權實體、國際金融機構 (Certain Central Banks, Sovereign Entities, and IFIs)

2. 社群發展金融機構[75] (Community development financial institutions, CDFIs)

3. 特定銀行控股公司、儲蓄和貸款控股公司 (Bank Holding Companies, Savings and Loan Holdings Companies)

商品期貨交易委員會說明豁免上述機構從事之交換契約不受集中結算要求的拘束，直接成本是參與交換契約的機構無法因集中結算而降低交易對手風險與金融系統風險。在這種觀點下，成本是根據交換交易對手信用風險和金融系統風險的增加來衡量的。然而此舉就像 2012 年為了將最終使用者例外法規化而將小型金融機構 (small entities) 從「金融實體 (financial entity)[76]」的定義中豁免的情況一樣，2020 年的法規豁免了

[74] 本法案生效日為 2020 年 12 月 30 日，https://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/finalrules/2020-25394.html. (Last visit 19 May 2021)

[75] 分布於美國 50 州，以分享擴大經濟機會為共同目標，在低收入社區中提供適合當地居民以及企業的金融產品和服務的金融機構。CDFI 可以是社區發展銀行，社區發展信用合作社或小型企業發展貸款基金。https://www.cdfifund.gov/sites/cdfi/files/documents/cdfi_infographic_v08a.pdf. (Last visit 19 May 2021)

[76] According to CEA Section 2(h)(7)(C)(i), eight financial entities are: (i) A swap dealer; (ii) a security-based swap dealer; (iii) a major swap participant; (iv) a major security-based swap participant; (v) a

DOI:10.6814/NCCU202101165

銀行控股公司、儲蓄和貸款控股公司以及 CDFI 強制集中結算，亦已進行適當調整以最大程度地降低風險，例如 §50.77(b)(4) ~ (5), §50.78(b)(2) ~ (3) 以及 §50.79(b)(2) ~ (3) 規定：要求交換交易豁免集中結算的機構說明其如何履行其未提交集中結算交換交易的財務義務，確保其意識到交換交易可能對其機構整體風險狀況造成的影響[77]。

第三節　集中結算機構風險管理

集中結算機制以集中結算機構作為集中結算相對方，藉由債務變更 (novation) 程序，解除原交易雙方彼此之間的契約義務，由集中結算機構取代原交易雙方的法律地位，履行對原買、賣雙方的結算交割義務，將原本交易對手風險移轉由集中結算機構承擔，消除個別交易對手的信用風險，間接大幅降低相關之系統性風險[78]。為加強強制集中結算將交易對手風險移轉至集中結算機構的風險管理，國際監理機構制定一套標準的風險管理架構以為國際間集中結算機構監管標準。

National Chengchi University

commodity pool as defined in CEA Section 1a(10); (vi) a private fund as defined in section 202(a) of the Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-2(a)); (vii) an employee benefit plan as defined in paragraphs (3) and (32) of section 3 of the Employee Retirement Income Security Act of 1974 (29 U.S.C. 1002); or (viii) a person predominantly engaged in activities that are in the business of banking or financial in nature, as defined in section 4(k) of the Bank Holding Company Act of 1956 (12 U.S.C. 1843(k)).

[77] https://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/finalrules/2020-25394.html. (Last visit 19 May 2021)

[78] 鄭琇霙，前揭註 56，頁 70。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第一項　　金融市場基礎設施準則

國際證券管理機構組織與國際清算銀行支付與清算系統委員會[79]依照 G-20 的監管改革方針建立金融市場基礎設施 (financial market infrastructures, FMIs) 規範標準，分別於 2012 年 4 月、12 月發布「金融市場基礎設施準則 (Principles for financial market infrastructures, PFMI)」以及「金融市場基礎設施準則：資訊揭露框架與評估方法論 (PFMI: Disclosure framework and Assessment methodology)[80]」，提供國際間金融市場基礎設施一致的風險管理標準，各國中央銀行、市場規範者以及相關權責主管機關應被賦予權限與資源，依照金融市場基礎設施 與評估方法，明確定義金融市場基礎設施的監管政策與法規，承擔監管金融市場基礎設施的責任，藉由國際間的監管機構共同合作，確保全球金融市場基礎設施有效率且安全地運作。

依據金融市場基礎設施定義，一個金融市場基礎設施為交易參與機構之間的一個多邊關係系統 (multilateral system)，以提供交割結算，或記錄支付、證券、衍生性商品或是其他金融交易為目的，包括系統運作者。依據此定義，集中結算交易對手 (central counterparties, CCPs)、證券結算系統 (securities settlement systems, SSSs)、支付系統 (payment systems, PSs)、集中證券儲存庫 (central securities depositories, CSDs) 以及交易資料儲存庫 (trade repositories, TRs) 皆屬於全球金融體系中的金融市場基礎設施，參與者亦包含在金融市場基礎設施多邊關係系統中[81]。

---

[79] 前揭註 35。

[80] CPSS-IOSCO, PFMI: Disclosure framework and Assessment methodology, Dec 2012 (CPMI-IOSCO after Sep 2014).

[81] CPSS-IOSCO, Principles for financial market infrastructures, Apr 2012 (CPMI-IOSCO after Sep 2014).

DOI:10.6814/NCCU202101165

PFMI 提出 24 項金融市場基礎設施風險管理框架原則，其中 22 項原則適用於集中結算機構風險管理，包含金融市場基礎設施所面對之系統性風險 (systemic risk)、法律風險 (legal risk)、公司治理 (governance)、信用風險 (credit risk)、流動性風險 (liquidity risk)、一般商業風險 (general business risk)、保管及投資風險 (custody and investment risk)、作業風險 (operational risk)，以及違約管理 (default management)、效率 (efficiency) 以及透明度 (transparency)[82]。 國際清算銀行支付與清算系統委員會[83]和國際證券管理機構組織成員國均承諾將採取金融市場基礎設施及金融市場基礎設施準則：資訊揭露框架與評估方法論，符合風險管理準則要求，強化對集中結算機構等金融市場基礎設施監管，共同維持全球金融市場的安全穩健[84]。

集中結算機構必需管理的主要風險是交易對手違約風險[85]。為避免交易對手違約風險，集中結算機構設定參與集中交易結算的標準，符合最低標準要求的資格才能夠成為結算會員；集中結算機構亦透過向結算會員收取原始保證金 (initial margin) 以及要求提交違約交割基金 (default fund contribution)、追繳變動保證金 (variation margin) 以作為持有部位未來以及當前風險的擔保品 (collateral)[86]。

基於衍生性商品高槓桿操作的特性，集中結算機構依照個別交易契約的風險評估，計算出以涵蓋一定區間內價格變動風險的保證金金額，由其結算會員分別對由集中結算機構承接交割結算義務的交易雙方收取足額的原始保證金或是等值擔保品[87]，並且透過每日將契約依照市價或參考價格進行價

---

[82] See *id.*

[83] 前揭註 35。

[84] CPSS-IOSCO, *supra note* 81.

[85] BIS, Collateral requirements for mandatory central clearing of over-the-counter derivatives, March 2012 (bis.org), March 2012.

[86] See *id.*

[87] 依據 BIS，原始保證金要求通常覆蓋至少 99% 的潛在預估價值變化，可以用現金或流動性證券支付，信用風險忽略不計。

DOI:10.6814/NCCU202101165

值評定結算 (mark to market) 的機制，依照交易契約價值變動，向虧損一方之交易人收取變動保證金，確保該交易人足以繼續負擔持有該交易部位的風險，若交易人未於期限內繳足保證金，依照結算契約約定，集中結算機構可以強制將交易人部位於市場中進行反向交易沖銷，以避免損失繼續擴大。

集中結算機構良好的風險控管以及監理機關對於集中結算機構適當的監管是維持店頭市場交易穩健安全的基石，具有良好應變力 (resilience) 的集中結算機構能夠有效管理其結算會員的違約事件，降低其對金融統造成的系統性風險。集中結算機構應以系統性考量，全面管理其結算會員交易所構成的風險，建立健全有效的市場監控和風險管理的規則，並提供適當的措施，激勵參與者適度管理和控制其交易相對於集中結算交易對手所造成的風險[88]。

期貨業協會 (Futures Institution Association) 於 2018 年發布集中結算交易對手風險報告書 (FIA CCP Risk Paper)，針對強化集中結算機構交易對手之風險管理，提出以下建議[89]：

一、結算會員的資格標準：

結算會員資格的標準應該具體、詳細、透明。除了財務因素考量，會員參與市場違約管理的能力亦為評估重點，包含對於參與者的風險控制以及部位監管。

二、個別結算會員的監管

對於個別結算會員應依其會員性質，制定更嚴格的風險監管。建立內部的會員信用評估架構，制定明確管理程序，以部位限制、加收保證金或是減少部位，達成降低個別結算會員違約的可能性。

三、結算會員的風險管理：

---

[88] FSB, *supra note* 37, at 29.

[89] FIA, FIA Central Clearing: Recommendations for CCP Risk Management, Nov 2018.

DOI:10.6814/NCCU202101165

集中結算機構應揭露其整體風險管理在各種情境下之可適用性；於高度風險下，集中結算機構應考慮更高風險承受模型，或當壓力測試損失超過特定門檻 (threshold) 時，應要求持有部位規模較大的結算會員提交額外保證金，提高其風險承擔能力；在設計風險承受模型時，集中結算機構應考慮非同步 (unsynchronized) 壓力測試結果，以確保其所定義的模型足以涵蓋各種風險情境。

第二項　財務安全防衛機制

集中結算機構首先設定申請結算會員資格須要符合特定資格，結算會員需要提交一定金額的違約賠償準備基金作為結算會員違約損失賠償之用。支持集中結算機構維持市場穩定的財務來源，除了集中結算機構自提之賠償準備金外，還有結算會員提交的交易保證金以及違約賠償準備基金。

對於違約結算會員所造成的損失，集中結算機構將先由違約結算會員提交之保證金、違約賠償準備基金支付，如有不足再由其他結算會員提交的違約賠償準備基金、集中結算機構自提之賠償準備金支付。國際證券管理機構組織強調集中結算機構應建立結算會員違約處理程序，訂定損失分擔及結算基金回充之支應順序，以維持集中結算機構安全穩健營運不中斷，並在2014年10月的報告中提出3種集中結算機構的違約支付機制 (default waterfall) 模型[90]：

一、其他結算會員提交的違約賠償準備基金先於集中結算機構資金 (CCP senior contribution)。

二、集中結算機構資金先於其他結算會員提交的違約賠償準備基金 (CCP junior contribution)。

[90] IOSCO, IOSCO Securities Markets Risk Outlook 2014-2015, 2014.

DOI:10.6814/NCCU202101165

三、集中結算機構資金與其他結算會員提交的違約賠償準備基金同等 (CCP Pari Passu contribution)。

圖 3-1: 集中結算機構違約支付機制模型

Source: IOSCO Securities Markets Risk Outlook 2014-2015

2015 年全球有 27 個集中結算機構採用 CCP junior contribution 的方式，以集中結算機構準備的違約賠償準備金先行支付違約會員的超額損失，非違約結算會員受到違約結算會員影響而造成損失的機會降低，將集中結算機構的利益與結算會員的利益相連結，產生利害與共 (skin in the game[91]) 的效果[92]。

集中結算交易對手風險報告書亦建議集中結算機構應建立足以反映集中結算機構系統風險程度，利害與共的適當違約基金分攤金額，而非維持固定不變，並展現其對於非違約結算會員的公平性和集中結算機構的健全性，而非僅達到目前法規的最低要求。[93]

---

[91] skin the game, 由巴菲特 (Warren Buffett) 提出，指公司高階管理階層買下公司股票，確保公司管理人與股東利害與共。

[92] 蔡鴻璟，店頭衍生性商品集中結算近期發展概況，證券服務 635 期，頁 25，2015 年 3 月。

[93] FIA, *supra note* 89.

DOI:10.6814/NCCU202101165

第三項　　系統重要性改變

金融改革推動集中結算交易，簡化原先店頭衍生性商品複雜的交易關係，提高市場透明度，更多的擔保品提交，大幅降低個別交易對手違約風險使交易更安全，解決引發全球金融危機的問題，但是卻也使得集中結算機構愈來愈大，與金融系統交互連結更緊密，改變了系統性風險的性質[94]。金融穩定委員會、國際清算銀行支付暨市場基礎設施委員會、國際證券管理機構組織與巴塞爾銀行監理委員會分析 26 家全球最大的集中結算機構以及其結算會員們，於 2018 年 8 月發布的報告中確認，在這個集中結算交易的連結網路 (network) 中，任一家機構破產都將對這個網路造成嚴重後果。報告從三個面向分析這個集中結算交易連結網路的關係[95]：

一、集中結算交易連結網中有具高度連結性的集中結算機構與法人實體 (entities) 與較不具高度連結性的集中結算機構與法人實體。即使是較不具高度連結性的集中結算機構至少都與一個具高度連結性的法人實體相連結。

二、對集中結算交易對手的曝險集中在少數幾個法人實體。最大的 11 個法人實體分別擁有 16～25 個集中結算交易對手的結算會員資格。意味著其中 1 個結算會員違約，最多可能導致同一個法人實體或其相關企業 (affiliates)，同時對其他 24 個集中結算交易對手違約 (共對 25 個集中結算交易對手同時違約)。

---

[94] FSB, CCP resilience, recovery and resolution: completing the journey towards resilient derivatives markets (fsb.org), Feb 2019.

[95] See *id.*

DOI:10.6814/NCCU202101165

三、預先提存 (pre-funded) 的財務來源，包括原始保證金與違約賠償準備金，集中在少數幾個集中結算交易對手。最大的 2 個集中結算交易對手擁有所有預先提存資金的 40%。

依據業者了解，許多集中結算機構在特定資產類別的結算業務市佔率遠超過 50%。 甚而交易與結算的市場動態自然形成壟斷的結果，流動性只集中在少數幾個集中結算機構，成為全球金融體系面臨潛在失靈風險的集中處[96]。

第四項　　應變、復原與清算方案

有鑒於集中結算機構愈具系統重要性，為確保每一個集中結算機構在面臨違約事件以及極可能發生的壓力事件之後，能夠維持運作成為國際金融穩定的重要議題。對於集中結算機構違約賠償準備金用罄，仍無法完全支應違約造成之損失，後續財務補充的挹注資源順序，集中結算機構與結算會員之間仍未有共識。

第一款　　國際監管機構建議

2017 年 7 月金融穩定委員會、國際清算銀行支付暨市場基礎設施委員會、國際證券管理機構組織與巴塞爾銀行監理委員會共同完成集中結算機構面臨違約應變、復原以及清算可行性的工作計畫 (workplan on CCP resilience, recovery and resolvability)[97]，分別發布 3 分報告書，加強集中結算機構風險管

[96] ABN AMRO Clearing、Barclays、BlackRock、Citi、Credit Suisse、Deutsche Bank、Franklin Templeton、Ivy Investments、Goldman Sachs、JPMorgan Chase、Societe Generale、TIAA、T. Rowe Price、UBS、Vanguard, Re: Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution, July 2020.

[97] FSB, International committees complete the April 2015 workplan on central counterparty resilience, recovery and resolvability - Financial Stability Board (fsb.org), April 2015.

DOI:10.6814/NCCU202101165

理、風險管理監管、復原計畫安排與解決方案建議，希望各國及時有效地執行，共同維持全球金融市場安全穩定。

一、應變 (resilience)

為提高集中結算機構應變能力，國際清算銀行支付暨市場基礎設施委員會 與國際證券管理機構組織分別就金融風險管理框架 (financial risk-management framework) 的 5 個關鍵面向提出進一步的指導原則：公司治理、信用風險及流動性風險壓力測試 (credit and liquidity stress testing)、維持承擔信用風險財務資源、保證金、以及違約損失分攤金額 (contribution of its financial resources to losses)，作為集中結算機構以及其監管機構在依據「金融市場基礎設施準則」制定風險管理標準時做為全面性的參考。

集中結算機構董事會應確實承擔治理責任，審慎監督評估管理階層對風險管理框架的實施與有效性；確保有效地執行風險管理；確保管理階層與董事會溝通管道順暢。在風險管理方面，董事會需設計訂立保證金制度與壓力測試框架、持續維持充足財源、確定集中結算機構本身吸收損失之財務資源、評估驗證保證金制度與壓力測試框架、揭露評估驗證結果提出回饋意見[98]。

二、復原

針對面臨集中結算機構違約賠償準備金用罄，仍不足以支應損失的情況，國際清算銀行支付暨市場基礎設施委員會 和國際證券管理機構組織更新了 2014 年發布的「金融市場基礎設施復原指南 (Recovery of financial market infrastructures)」，進一步說明之復原計劃 (recovery plans) 的實施、財務資源的回充 (replenishment of financial resources)、非與違約相關的損失、復原工具使用的透明度與應用方法。

[98] CPMI-IOSCO, Resilience of central counterparties (CCPs): Further guidance on the PFMI (bis.org), July 2017.

DOI:10.6814/NCCU202101165

作為「金融市場基礎設施」的補充，該指南要求具系統重要性的金融市場基礎設施應該預先制定復原計畫，提供金融市場基礎設施、其參與者以及其他利益相關者復原計畫必要的信息和程序，協助金融市場基礎設施預先做好準備，在金融市場基礎設施面臨經營威脅時能夠有效迅速復原，可以繼續提供關鍵服務。集中結算機構股東和參與者應自行承擔任何未支付的損失、流動資金短缺或資本不足，並且設法有效的順利移轉部位以及補充財源，確保集中結算機構即使在極端的情況下保持關鍵性服務的有效運作，不應預設任何來自國家或中央銀行的特殊形式支援。復原計劃亦提供主管機關準備和制定執行集中結算機構遭遇重大緊急經營狀況的清算方案 (resolution)，但是如果沒有及時有效的採取行動，導致集中結算機構無法保持關鍵性服務的有效運作，在主管監理機關及清算主管機關決定下，集中結算機構仍有可能面臨破產清算[99]。

三、清算

針對復原計畫中所有可以應用之財務工具皆已用罄，仍不足以支應損失的情況，金融穩定委員會發布集中結算機構清算與清算方案指南 (Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning)，授權清算主管機關與集中結算機構主管機關在違約事件發生後，維持集中結算機構重要功能得以繼續運作，討論運用損失分配工具，以及清算主管機關在集中結算機構發生違約建立危機管理小組以及制定清算方案應採取的步驟[100]。

[99] CPMI-IOSCO, Recovery of financial market infrastructures (bis.org), July 2017.

[100] FSB, Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning (fsb.org), July 2017.

DOI:10.6814/NCCU202101165

第二款　ISDA 結算風險管理實務典範

2014 年到 2019 年之間，發生過 2 次集中結算機構結算會員違約損失金額超過違約結算會員對提交的違約準備基金，而使用到共同的違約準備金，損失波及其他結算會員，一次是韓國交易所期貨交易 (futures segment of Korea Exchange)，一次發生在歐洲的納斯達克交易結算所 (Nasdaq Clearing)，兩次違約事件暴露出集中結算機構部分風險管理的弱點，彰顯全球集中結算機構一致實施風險管理實務典範的重要性[101]。

ISDA 認為集中結算機構風險管理應該隨著市場發展而調整，建議其風險管理決策應全方位考量，並且以產品基礎動態評估衍生性商品在各種面向產生的整體風險為原則，而非僅考量單一因素，例如是交易所交易還是店頭市場交易。ISDA 於 2019 年提出結算風險管理實務典範 (clearing risk management best practices)，確保每一個集中結算機構的風險管理實務包含：

一、對結算會員的風險控管與保證金要求應能反映結算會員投資組合的商品集中度、流動性，信用評價以及與市場反向的風險；

二、訂定有效和透明的違約管理程序；

三、結算會員資格須符合強健穩固標準，並提供可以繼續維持標準的有力保證。

ISDA 強調風險管理實務典範的執行是為確保在極端壓力事件下，違約結算會員造成的負面影響不致傳播給其他結算員甚至整個金融系統[102]。

---

[101] ISDA, CCP Best Practices, Jan 2019.

[102] See *id.*

DOI:10.6814/NCCU202101165

第三款　國際主要結算會員建議

業者強調違約損失負擔應該與集中結算機構資本回充分開對待。市場參與者吸收損失的負擔金額應僅限於違約結算會員的保證金和結算會員繳交的違約基金，此部分用以確保集中結算機構足以應變並促進集中結算機構的復原。超出違約賠償損失以外的部分應視為集中結算機構的融資，應保留市場參與者的賠償要求，並且將其債權置於優先地位[103]。

2020 年 3 月國際間主要市場參與者共同發表對於集中結算機構應變、復原與清算方案的建議，認為應該以提高集中結算機構風險管理標準，確保集中結算機構運作安全穩健，來加強金融穩定性，並促使集中結算機構得以自有資金來彌補不論是因違約或非因違約造成的損失以及其資本重組所需的資金。重點是大多數集中結算機構為私有的營利機構，沒有誘因令其選擇獨自面對違約的損失，因此需要監理機構採取行動促使集中結算機構承擔面對違約的損失，確保結算會員與最終使用者對於集中結算機構曝險所承擔的責任是有限的、可確定的並且可管理的[104]。

業者提出的集中結算機構違約支付機制包含 4 項要點，以對於國際清算銀行支付暨市場基礎設施委員會 與國際證券管理機構組織建議採用之復原工具，包括變動保證金獲利折扣方法(variation margin gain haircut, VMGH)、資本再投入 (recapitalization) 或部分提前終止部位 (partial tear-ups) 嚴格限制為前提：

---

[103] ABN AMRO Clearing、Barclays、BlackRock、Citi、Credit Suisse、Deutsche Bank、Franklin Templeton、Ivy Investments、Goldman Sachs、JPMorgan Chase、Societe Generale、TIAA、T. Rowe Price、UBS、Vanguard, *supra note* 96.

[104] ABN AMRO Clearing、Allianz Global Investors、Barclays、BlackRock、Commonwealth Bank of Australia、Citi、Deutsche Bank、Franklin Templeton、Goldman Sachs、Guardian、Ivy Investments、JP Morgan Chase、Nordea、Societe Generale、State Street、TIAA、T. Rowe Price、UBS、Vanguard, A PATH FORWARD FOR CCP Resilience, Recovery, and Resolution, March 2020.

DOI:10.6814/NCCU202101165

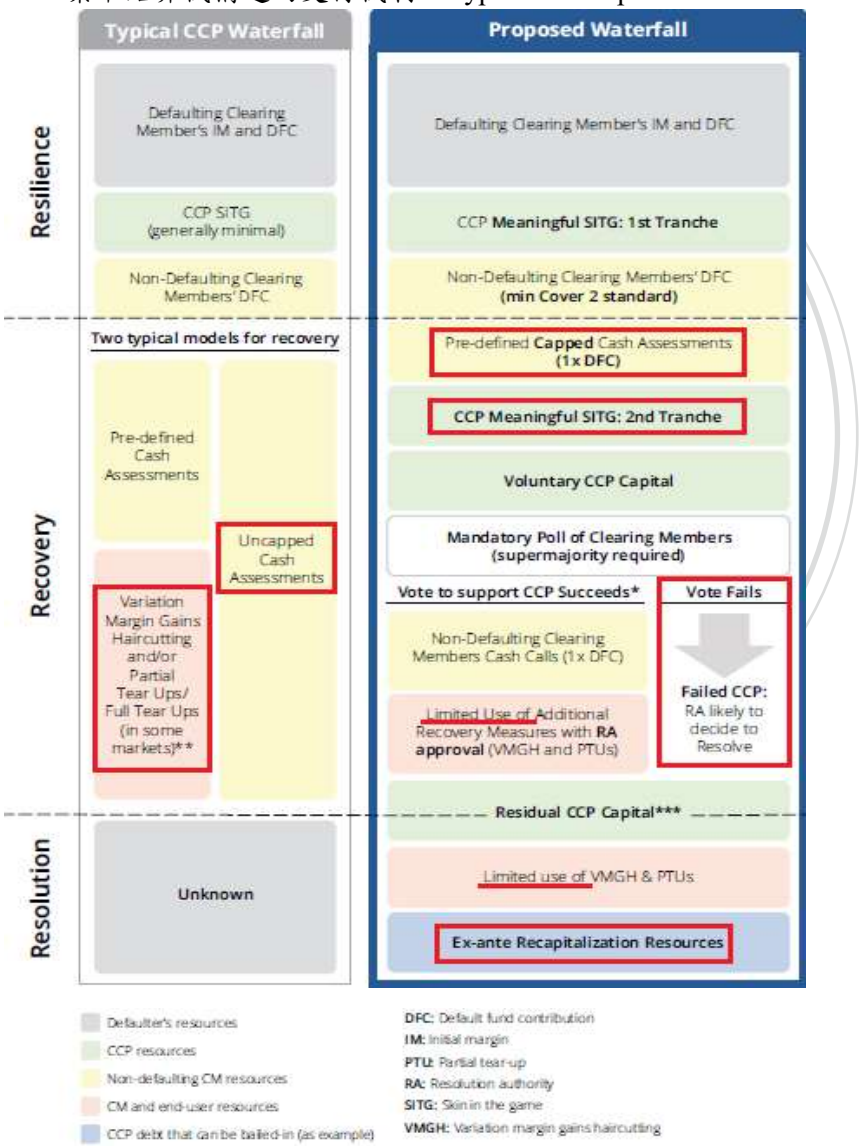
一、多次分批 (multiple tranches) 的符合利益的 SITG (skin in the game)，並且允許將集中結算機構賸餘資本作為最後手段。

二、結算會員以投票機制決定是否對面臨無法履行義務集中結算機構提供額外支援。

三、經有權主管機管許可，將損失分配由市場參與者負擔，但金額非廣泛無上限。

四、集中結算機構應預先籌措財源以備其資本回充之用，例如可以發行債券類風險性資產。

圖 3-2: 集中結算機構違約支付機制 – Typical vs Proposed



Source: A PATH FORWARD FOR CCP Resilience, Recovery, and Resolution

DOI:10.6814/NCCU202101165

在復原程序中，目前國際集中結算交易機構 2 種典型的作法是事先要求結算會員無上限的分攤或是事先訂定的分擔金額再加上變動保證金獲利折減或是變動保證金獲利折減加上部分提前終止部位。國際主要集中結算會員提案，非違約結算機構額外指定分擔金額 (assessment cash) 應設定以交割結算基金之 1 倍為上限，若仍有不足，應由結算機構再次投入自有資金支付 (2nd tranche SITG)，之後再由主要結算會員投票決定自願性投入資金，如果結算會員不願意繼續支持結算機構，清算主管機關以及結算機構主管機關亦同意，結算機構就進入破產階段。國際店頭市場主要參與者強調其訴求：結算機構的清算方案與財務工具應該要透明，確保市場參與者可預測並評估其所面對的風險。

2020 年 7 月業界回應金融穩定委員會於 2020 年 5 月提出的「集中結算機構解決方案財務來源及資金處理公眾意見徵詢 (Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution: Consultative document)」[105]，提出 4 項具體訴求[106]：

一、集中結算機構的清算方案與資源應該要透明，確保市場參與者可預測並評估其所面對的風險；

二、確保有足夠的財源能夠吸收損失並且確定結算服務不中斷；

三、損失分配工具應該受規範：限制結算會員挹注現金 (cash call) 彌補損失的金額，僅能有限度的使用變動保證金獲益折扣或部分撕毀合約，絕對禁止原始保證金折扣 (IM haircutting)。

四、強制以集中結算機構剩餘資本用於復原計畫，對於結算會員挹注現金提供補償，規定集中結算機構必須預先籌措資本回充的財源。

---

[105] FSB, Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution: Consultative document (fsb.org), May 2020.

[106] ABN AMRO Clearing、Barclays、BlackRock、Citi、Credit Suisse、Deutsche Bank、Franklin Templeton、Ivy Investments、Goldman Sachs、JPMorgan Chase、Societe Generale、TIAA、T. Rowe Price、UBS、Vanguard, *supra note* 96.

DOI:10.6814/NCCU202101165

第四節　集中結算推動後國際店頭市場之發展

第一項　G-20 監管改革執行概況

G-20 承諾共同改革國際店頭市場監理已逾 10 年，金融穩定委員會於 2020 年 11 月發布最新 G-20 成員國在店頭衍生性商品 (下稱「衍生性商品」) 交易申報、集中結算、非集中結算店頭衍生性商品較高資本要求及保證金要求，以及透過交易平台交易[107] 各方面的監理改革執行進度說明，總體而言成果良好，但是自 2019 年之後各成員國之間的進展幅度有限[108]。

圖 3-3: 2020 年 10 月各國店頭衍生性商品改革進度

		Trade reporting	Central clearing	Interim capital	Final capital	Margin	Platform trading
Argentina	AR	Blue	1	Blue	Blue	1	3
Australia	AU	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
Brazil	BR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	1
Canada	CA	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	2
China	CN	Blue	Blue	Blue	3	1	3
European Union	EU[a]	Blue	Blue	Blue	3	Blue	Blue
Hong Kong, SAR	HK	Blue	Blue	Blue	3 (+)	Blue	Blue
India	IN	Blue	3	Blue	3	2	3
Indonesia	ID	Blue	3	Blue	Blue	2 (+)	3
Japan	JP	Blue	Blue	Blue	3	Blue	Blue
Republic of Korea	KR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	1
Mexico	MX	Blue	Blue	Blue	1	2	Blue
Russia	RU	Blue	3 (+)	Blue	2	1	2
Saudi Arabia	SA	Blue	1	Blue	Blue	Blue	1
Singapore	SG	Blue	Blue	Blue	3	Blue	Blue
South Africa	ZA	3	3	Blue	2	3 (+)	1
Switzerland	CH	Blue	Blue	Blue	Blue (+)	Blue	Blue
Turkey	TR	Blue	1	Blue	2	1	1
United Kingdom	UK[b]	Blue	Blue	Blue	3	Blue	Blue
United States	US	Blue	Blue	3	3 (+)	Blue	Blue
Totals							
1		0	3	0	1	4	5
2		0	0	0	3	3	2
3		1	4	1	12	1	4
Blue		23	17	23	8	16	13
(+)		0	1	0	3	2	0

Source: OTC Derivatives Market Reforms Note on implementation progress for 2020, FSB

[107] 資料由 FSB 成員國提供，執行進度統計至 2020 年 9 月底；FMI 訊息以及市場資料統計至 2020 年 6 月底。

[108] FSB, OTC Derivatives Market Reforms Note on implementation progress for 2020, November 2020.

DOI:10.6814/NCCU202101165

第一款　交易申報

截至 2020 年 9 月底，24 個金融穩定委員會會員國當中，已經有 23 個國家規定實施交易申報。超過 80% 的新交易需要申報交易資料庫或是類申報交易資料庫 (TR-like entities[109])。

澳洲、歐盟五國[110] (France, Germany, Italy, Netherlands, Spain)、日本、美國已開始採用國際統一的衍生性商品資料規格，the Unique Transaction Identifier (UTI), the Unique Product Identifier (UPI) and the Critical Data Elements (CDE)，來申報交易資料。

圖 3-4: 衍生性商品交易申報法規執行進度

	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	H1 2021	H2 2021
AR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
AU	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
BR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
CA	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
CN	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
EU[a]	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
HK	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
IN	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
ID	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
JP	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
KR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
MX	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
RU	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
SA	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
SG	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
ZA	3	3	3	3	3	3	3	3
CH	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
TR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
UK[b]	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
US	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue

Source: OTC Derivatives Market Reforms Note on implementation progress for 2020, FSB

[109] "TR-like entity" 指未被授權的資料儲存服務提供者，但是市場參與者將其店頭衍生性商品交易資料申報至該機構、設施或政府單位。

[110] 歐盟成員國共 27 國, 其中有 5 國為 FSB 成員 (France, Germany, Italy, Netherlands, Spain)。英國於 2020 年 2 月 1 日正式脫歐，過渡時期仍適用歐盟監管法規，英國監管法規於 2020 年 12 月 31 日過渡時期結束後生效。

DOI:10.6814/NCCU202101165

Blue：立法規範與主管機關已生效，超過 90%的交易規範標準及要求已生效。

階段 3：立法規範與主管機關已生效，部分交易規範標準及要求已採用。

1. 南非 (ZA) 立法已生效，但因為目前沒有許可 TR，申報義務尚未生效。

從金融穩定委員會的統計，商品類、信用類、股權類、外匯類以及利率類店頭衍生性商品在適用交易的國家，超過 80%的新交易皆為須申報交易。

圖 3-5: 衍生性商品交易申報法規涵蓋率

Percent of all new transactions that are required to be reported

•	Commodity					Credit					Equity					FX					Interest Rate				
	0 20	20 40	40 60	60 80	80 100	0 20	20 40	40 60	60 80	80 100	0 20	20 40	40 60	60 80	80 100	0 20	20 40	40 60	60 80	80 100	0 20	20 40	40 60	60 80	80 100
AR	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
AU	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
BR	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
CA	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
CN	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
EU[a]	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
HK	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
IN	-	-	-	-	-	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	-	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
ID[b]	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
JP[c]	-	-	-	-	-	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
KR	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
MX	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
RU	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
SA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
SG	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
ZA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CH	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
TR	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
UK[d]	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿
US[e]	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿	-	-	-	-	⦿

- 不適用或無交易。在印尼，店頭商品類衍生性交易必須申報交易所並且向集中結算機構註冊；所有股權類衍生性商品皆在交易所交易並且須向集中證券交易平台以及金融主管機關 OJK 申報
- 強制申報已生效，但資料無法提供。日本法規雖然要求申報，但目前店頭商品類衍生性交易量非常有限
- 強制申報尚未生效。南非申報義務尚未生效因為目前沒有許可的 TR
- 英國於 2020 年 2 月 1 日正式脫歐，統計表中與歐盟分列

Source: OTC Derivatives Market Reforms Note on implementation progress for 2020, FSB

DOI:10.6814/NCCU202101165

第二款　　集中結算

強制集中結算已經在 17 個會員國生效。澳洲延長澳幣計價遠期合約強制集中結算豁免至 2022 年 4 月；歐盟最後納入強制集中結算的交易對象已於 2019 年 10 月生效；新加坡歐元計價與英鎊計價的利率交換交易強制集中結算於 2020 年 4 月生效；中國亦首次提供外匯及利率衍生性商品的資料。

圖 3-6: 集中結算法規執行進度

	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	H1 2021	H2 2021
AR	1	1	1	1	1	1	1	1
AU	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
BR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
CA	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
CN	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
EU[a]	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
HK	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
IN	3	3	3	3	3	3	3	3
ID	3	3	3	3	3	3	3	3
JP	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
KR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
MX	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
RU	2	2	3	3	3	3	3	3
SA	1	1	1	1	1	1	1	1
SG	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
ZA	3	3	3	3	3	3	3	3
CH	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
TR	1	1	1	1	1	1	2	Blue
UK[b]	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
US	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue

Source: OTC Derivatives Market Reforms Note on implementation progress for 2020, FSB

Chengchi Uni

<u>Blue</u>：立法規範與主管機關已生效，超過 90%的交易是否應集中結算或透過平台交易的標準已生效，並且有主管機關定期針對交易與標準做評估。

<u>階段 3</u>：立法規範與主管機關已生效，至少部分交易是否應集中結算或透過平台交易的標準已採用。

1. 印度 (AR) 。

2. 印尼 (SA) 已於 2020 年 5 月發布店頭匯率衍生性商品與利率交換交易集中結算機構的運作與監管技術標準，以逐步執行集中結算要求為目標。

DOI:10.6814/NCCU202101165

3. 南非 (ZA) 在 2018 年 2 月已經完成衍生性商品集中結算標準的法規，但對於衍生性商品集中結算採用鼓勵方式，因為尚未有主管機關核准或授權的集中結算機構可以執行業務；集中結算機構的審核許可條件預計在 2020 年 Q4 完成，外國集中結算機構亦可以相同的條件申請成為許可集中結算機構，在南非國內提供結算服務，以為強制集中結算的前提。

階段 2：改革立法規範與主管機關已生效，部分交易是否應集中結算或透過平台交易的標準已發布徵詢意見或接受提議。

1. 俄羅斯 (RU) 已於 2019 年底公布標準化的利率交換交易強制集中結算規則，當年度最後連續 3 季非集中結算衍生性商品名目本金總額超過設定門檻的交易者須強制集中結算，該規定將於 2021 年 1 月生效，亦即自 2021 年第 4 季開始，適用對象交易之衍生性商品必須強制集中結算。

階段 1：改革立法規範與主管機關已生效，或是已發布標準徵詢意見或接受提議。

1. 阿根廷 (AR)。

2. 沙烏地阿拉伯 (SA) 。

3. 土耳其 (TR) 的伊斯坦堡清算保管銀行 (Istanbul Settlement and Custody Bank Inc.) 於 2019 年 11 月成為土耳其首家獲得授權許可的集中結算機構，12 月開始，採交易者自願方式，接受特定利率交換交易及隔夜指數交換交易 (overnight index swaps) 集中結算。

第三款　非集中結算衍生性商品較高資本要求

對非集中結算衍生性商品臨時較高資本要求 (interim higher capital requirement for NCCDs) 在金融穩定委員會 24 個成員國之中已經有 23 國全面實施，美國法規架構已經完成，尚未全部採用。但是最終較高資本要求 (final higher capital requirement for NCCDs) 僅在 8 個成員國生效 (包括採用巴塞爾銀

DOI:10.6814/NCCU202101165

行監理委員會「交易對手信用風險應計提資本標準[111]」以及「銀行對集中結算機構信用風險計提資本[112]」)。

圖 3-7: 非集中結算衍生性商品最終較高資本要求法規執行進度

	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	H1 2021	H2 2021
AR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
AU	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
BR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
CA	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
CN[a]	3	3	3	3	3	3	3	3
EU[b]	3	3	3	3	3	3	3	3
HK	2	2	2	3	3	3	3	Blue
IN	3	3	3	3	3	3	3	3
ID	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
JP[c]	3	3	3	3	3	3	3	3
KR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
MX[d]	1	1	1	1	1	1	1	2
RU	2	2	2	2	2	2	2	2
SA	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
SG[e]	3	3	3	3	3	3	3	3
ZA	2	2	2	2	2	2	Blue	Blue
CH[f]	3	3	3	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
TR	2	2	2	2	2	2	2	2
UK[g]	3	3	3	3	3	3	3	3
US	3	3	3	3	3	3	3	3

Source: OTC Derivatives Market Reforms Note on implementation progress for 2020, FSB

Blue：立法規範與主管機關已生效，超過 90%的交易規範標準及要求已生效。

階段 3：立法規範與主管機關已生效，至少部分交易已經採用。

1. 中國 (CN) 評估「交易對手信用風險應計提資本標準 (SA-CCR)」已經生效，「銀行對集中結算機構信用風險計提資本」則尚未採用。

2. 歐盟 (EU)。

[111] BCBS 於 2014 年 3 月發佈「交易對手信用風險應計提資本標準法 (The standardised approach for measuring counterparty credit risk exposures/BCBS279) 」，提出計算曝險額 (EAD) 之新標準法 (SA-CCR)，以取代原來的當期曝險額法 (CEM) 與標準法 (SM)。

[112] BCBS, *supra note* 50.

DOI:10.6814/NCCU202101165

3. 香港 (HK) 的法規最終標準已於 2020 年第 2 季完成，預計在 2021 年 6 月生效。

4. 印度 (IN)。

5. 日本 (JP) 為防止跨境交易中，交易對手信用風險應計提資本標準計算失真，主管機關繼續允許採取「當期曝險額法」 計算，因此 SA-CCR 採用率低於 90%。

6. 新加坡 (SG) 尚處於過渡時期，採用率低於 90%。

7. 英國 (UK)。

8. 美國 (US) 的銀行主管機關已於 2019 年 11 月確定大型國際交易活躍銀行的最終法規，2022 年 1 月 1 日起強制適用；商品期貨交易委員會則於 2020 年 7 月公布不受銀行主管機關監管的交換交易商以及主要交換交易參與者的資本要求標準，所有的市場參與者必須在 2021 年 10 月 6 日之前符合要求。

<u>階段 2</u>：立法規範與主管機關已生效，至少部分交易已發布標準徵詢意見或接受提議。

1. 俄羅斯 (RU)。

2. 南非 (ZA)。

3. 土耳其 (TR)。

<u>階段 1</u>：改革立法規範與主管機關已生效，或是已發布標準徵詢意見或接受提議。

1. 墨西哥原本規劃於 2020 年上半年度開始公開磋商最終規則，因為受 COVID-19 的影響，延遲至 2021 年下半年開始。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第四款　　非集中結算衍生性商品保證金要求

非集中結算衍生性商品保證金要求已在 16 個會員國生效，並且將遵照巴塞爾銀行監理委員會與國際證券管理機構組織制訂的最新時程，在 2022 年 9 月前全面實施「非集中結算衍生性商品保證金要求 」的規範。

圖 3-8: 非集中結算衍生性商品保證金要求法規執行進度

	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	H1 2021	H2 2021
AR	1	1	1	1	1	1	1	1
AU	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
BR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
CA	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
CN	1	1	1	1	1	1	1	1
EU[a]	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
HK	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
IN	2	2	2	2	2	3	3	Blue
ID	1	1	1	1	2	2	2	2
JP	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
KR	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
MX	2	2	2	2	2	2	3	3
RU	1	1	1	1	1	1	1	1
SA	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
SG	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
ZA	2	2	2	3	3	3	3	3
CH	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
TR	1	1	1	1	1	1	3	Blue
UK[b]	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
US	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue

Source: OTC Derivatives Market Reforms Note on implementation progress for 2020, FSB

<u>Blue</u>：立法規範與主管機關已生效，超過 90%與 WGMR[113] (Working Group on Margining Requirements) 設定導入階段相符的交易已經適用。

<u>階段 3</u>：立法規範與主管機關已生效，至少部分交易已經採用。

1. 南非 (ZA) 已於 2020 年 6 月發布非集中結算衍生性商品保證金要求 標準，但考量 COVID-19 的對經濟衝擊的影響，生效日期尚未確定。

[113]階段性適用詳見 BCBS 與 IOSCO 發布之”Margin requirement for non-centrally cleared derivatives”.

DOI:10.6814/NCCU202101165

階段 2：立法規範與主管機關已生效，至少部分交易已發布標準徵詢意見或接受提議。

1. 印度 (IN) 表明將於 2020 年第 4 季發表互換變動保證金指導原則，2021 年發表原始保證金指導原則。

2. 印尼 (ID) 已經發布非集中結算衍生性商品保證金要求 公開意見諮詢。

3. 墨西哥 (MX) 已經發布非集中結算衍生性商品保證金要求 公開意見諮詢。

階段 1：改革立法規範與主管機關已生效，或是已發布標準徵詢意見或接受提議。

1. 阿根廷 (AR)。

2. 中國 (CN) 。

3. 俄羅斯 (RU) 。

4. 土耳其 (TR) 預計 2021 年上半年公布非集中結算衍生性商品保證金要求法規，於 2021 年下半年生效。

考量到全面執行非集中結算衍生性商品保證金要求的運作及法規的高度複雜性，巴塞爾銀行監理委員會與國際證券管理機構組織於 2015 年 3 月同意延後 9 個月，2016 年 9 月開始所有新交易須符合原始保證金要求，交易雙方互換變動保證金亦延後 9 個月，2016 年 9 月開始執行，並且適用 6 個月的過渡期，2017 年 3 月開始所有新交易須符合交換變動保證金要求；2019 年 7 月，為確定數量龐大的「受規範法人實體」能夠順利完成一致達到「非集中結算店頭衍生性商品保證金要求」的目標，巴塞爾銀行監理委員會與國際證券管理機構組織同意法規實施最後執行階段延後 1 年，以 2021 年 9 月 1 日為最後時限；2020 年 4 月，因考 COVID-19 對經濟造成的衝擊，巴塞爾銀行監理委員會與國際證券管理機構組織再度宣布法規實施最後執行階段延後 1 年，提供「受規範法人實體」額外的運作空間在延長期限之前完成符合保證

DOI:10.6814/NCCU202101165

金要求的準備。對於尚未實行的最後 2 個階段，全面施行「受規範法人實體」「非集中結算店頭衍生性商品保證金要求」延至 2022 年 9 月 1 日，所有當年度 3 月、4 月、5 月持有之非集中結算衍生性商品名目本金總額超過 80 億歐元的「受規範法人實體」，自當年度 9 月 1 日至下一年度 8 月 31 日間與符合同樣資格的交易對手從事交易，皆須符合「非集中結算店頭衍生性商品保證金要求」之規定。對於延長一年的過渡時期，巴塞爾銀行監理委員會與國際證券管理機構組織要求，2021 年 9 月 1 日至 2022 年 8 月 31 日間，所有 2021 年 3 月、4 月、5 月持有之非集中結算衍生性商品名目本金總額超過 500 億歐元的「受規範法人實體」，與符合同樣資格的交易對手從事交易，皆須符合「非集中結算店頭衍生性商品保證金要求」之規定[114]。

第五款　透過交易所或交易平台交易

要求透過平台交易 2019 年在 13 個國家生效執行，2020 年維持不變。

圖 3-9: 透過交易所或交易平台交易衍生性商品法規執行進度

	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	H1 2021	H2 2021
AR	3	3	3	3	3	3	3	3
AU	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
BR	1	1	1	1	1	1	1	1
CA	2	2	2	2	2	2	2	2
CN	3	3	3	3	3	3	3	3
EU[a]	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
HK	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
IN	3	3	3	3	3	3	3	3
ID	3	3	3	3	3	3	3	3
JP	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
KR	1	1	1	1	1	1	1	1
MX	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
RU	2	2	2	2	2	2	2	2
SA	1	1	1	1	1	1	1	1
SG	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
ZA	1	1	1	1	1	1	1	1
CH	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
TR	1	1	1	1	1	1	2	3
UK[b]	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue
US	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue	Blue

Source: OTC Derivatives Market Reforms Note on implementation progress for 2020, FSB

[114] BCBS & IOSCO, Margin requirements for non-centrally cleared derivatives, Apr 2020.

DOI:10.6814/NCCU202101165

Blue：立法規範與主管機關已生效，超過 90%的交易是否應集中結算或透過平台交易的標準已生效，並且有主管機關定期針對交易與標準做評估。

階段 3：立法規範與主管機關已生效，至少部分交易是否應集中結算或透過平台交易的標準已採用。

阿根廷 (AR)、中國 (CN)、印度 (IN)、印尼 (ID)。

階段 2：改革立法規範與主管機關已生效，部分交易是否應集中結算或透過平台交易的標準已發布徵詢意見或接受提議。

加拿大 (CA)、俄羅斯 (RU)。

階段 1：改革立法規範與主管機關已生效，或是已發布標準徵詢意見或接受提議。

巴西 (BR)、韓國 (KR)、沙烏地阿拉伯 (SA)、南非 (ZA)、土耳其 (TR)。

第二項　　市場發展概況

國際店頭衍生性市場在監理改革持續推動下不斷地發展，法規政策制定單位與監管當局雙管齊下，要求具流動性的標準衍生性商品必須集中結算，並推動更加嚴格地管制雙邊交易市場信用風險，以建立更安全、更公平、更單純的金融市場。改革措施同時也提高店頭市場交易透明度與風險定價的競爭力[115]。

[115] CCP12, PROGRESS AND INITIATIVES IN OTC DERIVATIVES, Feb 2020.

DOI:10.6814/NCCU202101165

2018 年金融穩定委員會, 巴塞爾銀行監理委員會, 國際清算銀行支付暨市場基礎設施委員會 以及國際證券管理機構組織發表的報告指出，資本計提需求、強制集中結算以及非集中結算交易保證金需求，確實達到改革推動集中結算的目標[116]。

CCP12[117] 依據 BIS 發布的 2019 年三年一度報告「Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-The-Counter (OTC) Derivatives Markets[118] in 2019[119]」及 CCP12 的資料分析，在 2020 年 2 月發布 CCP12 報告：「PROGRESS AND INITIATIVES IN OTC DERIVATIVES」，認為集中結算機構的措施，為店頭衍生性商品市場帶來實質性的風險管理監管，提高市場透明度，促進店頭衍生商品市場多邊淨額結算，提升金融生態系統的效率。最新的數據顯示集中結算機構推行的結果是更多的交易因多邊淨額結算而導致部位壓縮 [120] (compression)，更多的交易透過電子交易平台執行。調查得到

---

[116] BCBS、FSB、IOSCO、CPMI, Incentives to centrally clear over-the-counter (OTC) derivatives: A post-implementation evaluation of the effects of the G20 financial regulatory reforms (bis.org), Nov 2018.

[117] CCP12 由歐洲、美洲及亞洲的主要集中結算交易機構共同於成立 2001 年，分享 CCP 相關訊息，共同制分析定在 CCP 領域與政策標準。2015 年末大會決定在上海註冊成為正式協會，2017 年在上海設立辦公室，目前全球有 37 個成員，擁有超過 60 個獨立的 CCP，分布於歐洲，中東，非洲，美洲和亞太地區。 CCP12 致力於促進 CCP 的有效，實用和適當的風險管理及運作標準，以維持其所代表的金融市場安全有效率。 CCP12 評估主導與 CCP 有關的全球監管和行業計劃，以形成其成員共識，並透過回應諮詢、論壇和發表立場文件與監管機構和業者三方積極互動。台灣證券交易所與台灣期貨交易所皆是 CCP12 成員。

[118] 國際清算銀行 (BIS) 3 年 1 度的定期調查報告，其中包含全球集中結算以及非集中結算店頭衍生性交易的訊息，得以提供全球市場參與者了解跨轄區的整體市場概況變化。

[119] BIS, Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2019 (bis.org), Dec 2019.

[120] 部位壓縮 (Compression)：在集中結算市場，提前終止部分或全部結算契約，以具有相同未來淨現金流量的新結算契約取代原契約，減少契約數量或名目本金。

DOI:10.6814/NCCU202101165

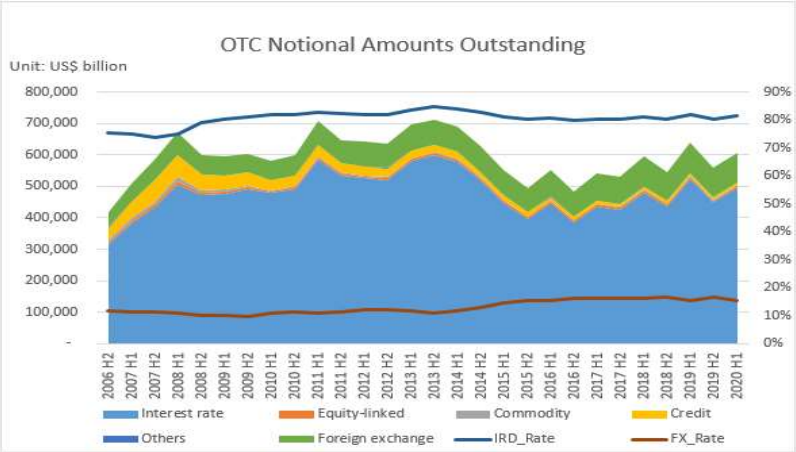
的數據亦顯示，店頭衍生性商品市場在不同的領域正在以不同的速度成長[121]。

第一款　　市場規模變化

依據 BIS 統計資料顯示，全球店頭衍生性商品交易，主要集中在利率類與外匯類。

利率衍生性商品自 2009 年起流通名目本金餘額 (notional amount outstanding) [122]持續維持占全球流通名目本金餘額 80% 以上，其次為外匯衍生性商品，2009 年流通名目本金餘額約占全球比例達 10%，之後幾年呈現緩慢成長，2016 年起維持在 15% 至 17% 之間。信用衍生性商品自 2006 年下半年起快速成長，2007 年上半年流通名目本金餘額占全球比例高達 11.62%，2008 年金融海嘯之後，呈現持續萎縮下滑趨勢，2020 年上半年流通名目本金餘額僅占全球比例不到 1.5%。

圖 3-10: 全球店頭衍生性商品流通名目本金餘額



自行繪製，Data Source: BIS OTC derivatives statistics (Table D5.1 and D5.2)

---

[121] CCP12, *supra note* 115.

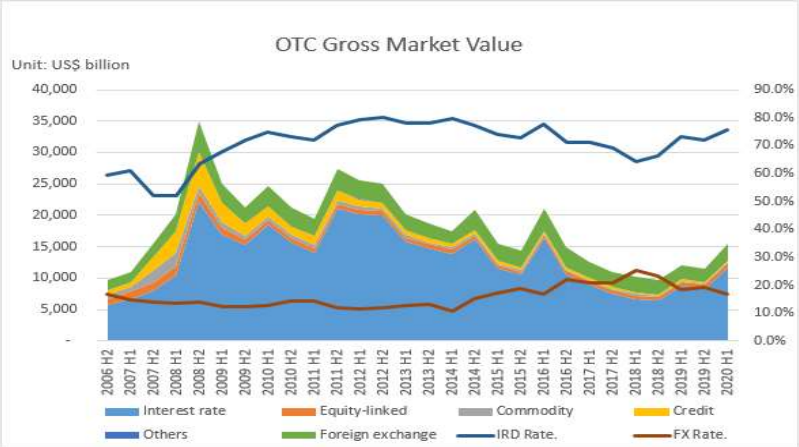
[122] Glossary (bis.org): Gross nominal or notional value of all derivatives contracts concluded and not yet settled on the reporting date.

DOI:10.6814/NCCU202101165

全球店頭衍生性商品交易市場總值 (gross market value[123]) 自 2008 年金融海嘯之後呈現持續下降趨勢，直到 2018 年下半年後開始出現成長。

利率衍生性商品自 2009 年起市場總值約占全球市場總值 65%～80% 之間，其次為外匯衍生性商品，2009 年起市場總值約占全球市場總值 12%～25% 之間。信用衍生性商品自 2006 年下半年起快速成長，2008 年上半年市場總值占全球市場總值高達 16.58%，2008 年金融海嘯之後，開始持續萎縮下滑，2020 年上半年市場總值僅占全球市場總值僅不到 1.3%。

圖 3-11: 全球店頭衍生性商品市場總值



自行繪製，Data Source: BIS OTC derivatives statistics (Table D5.1 and D5.2)

2020 年上半年全球店頭衍生性商品市場總值創下 2009 年以來最大增幅。2019 年 COVID-19 所引發的市場動盪與監管機構強有力的政策推動 2020 年上半年全球店頭衍生性商品市場的發展，衍生性商品市場總值從 11.6 兆美元增加到 15.5 兆美元，6 個月之間大幅增加 33.6%，主要集中於利率衍生性

[123] Glossary (bis.org): Sum of the absolute values of all outstanding derivatives contracts with either positive or negative replacement values evaluated at market prices prevailing on the reporting date. Gross market values supply information about the potential scale of market risk in derivatives transactions and of the associated financial risk transfer taking place. Furthermore, gross market value provides a measure of economic significance that is readily comparable across markets and products.

DOI:10.6814/NCCU202101165

商品交易增長。類似的情況發生在信用曝險總額 (gross credit exposure[124])，從 2019 年底的 2.4 兆美元，到 2020 年 6 月底，躍升至 3.2 兆美元，幅增達到 33.3%[125]。

市場流通名目本金餘額的穩定增加與市場總值的快速增長形成鮮明對比。觀察 2020 年上半年全球店頭衍生性商品市場流通名目本金餘額的變化，2020 年上半年總計為 606.8 兆美元，相較於 2019 年 12 月增加 48.3 兆美元，成長 8.6%，其中利率衍生性商品增加 46.2 兆美元，占全部成長金額 95.6%，這個成長屬於季節性的變化，其他類衍生性商品的成長則相對持平[126]。

第二款　集中結算發展趨勢

第一目　利率衍生性商品

BIS 的報告顯示，占全球店頭市場比例最大的利率衍生性商品，過去 3 年交易量大幅成長[127]。

國立政治大學 National Chengchi University

[124] Glossary (bis.org)：Gross market value minus amounts netted with the same counterparty across all risk categories under legally enforceable bilateral netting agreements. Gross credit exposure provides a measure of exposure to counterparty credit risk (before collateral).

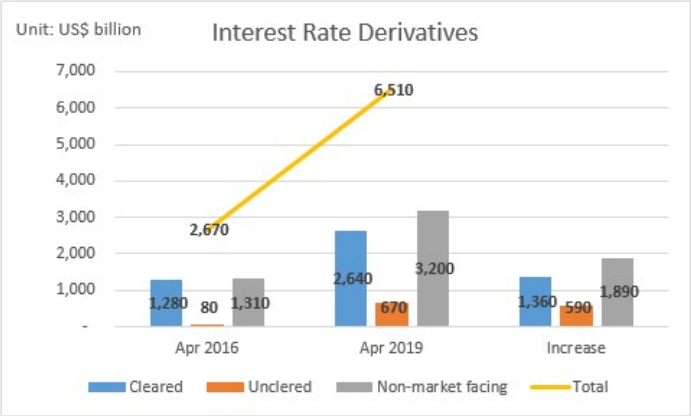
[125] BIS, Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2020 (bis.org), Nov 2020.

[126] See *id*.

[127] BIS, *supra note* 119.

DOI:10.6814/NCCU202101165

圖 3-12: 利率衍生性商品全球平均每日成交額



自行繪製，Data Source: CCP12/ BIS Triennial Survey[128]

利率衍生性商品 2016 年 4 月平均每日成交額 (Average Daily Volume, ADV) 為 2.68 兆美元，到 2019 年 4 月為 6.50 兆美元，成長 2.4 倍。其中每日 3.8 兆美元的成長來自 4 個部分[129]：

一、集中結算交易量增加 1.36 兆美元；

二、集團內交易量 (intra-group / related party trading) 增加 1.15 兆美元；

三、部位壓縮[130]交易量 0.74 兆美元；

四、未集中結算交易量增加 0.48 兆美元；

以總成長量的比例來看，49.2% 增加在未產生風險的非市場交易 (non-market facing) 或集團內交易與部位壓縮交易，非集中結算交易僅占總成長量的 15.4%，集中結算交易占總成長量高達 35.6%。與 2016 年 4 月相比，2019 年 4 月利率衍生性商品集中結算的成長比例高達 206%。BIS 於 2020 年 6 月發

[128] See *id.*

[129] CCP12, *supra note* 115.

[130] 前揭註 120。

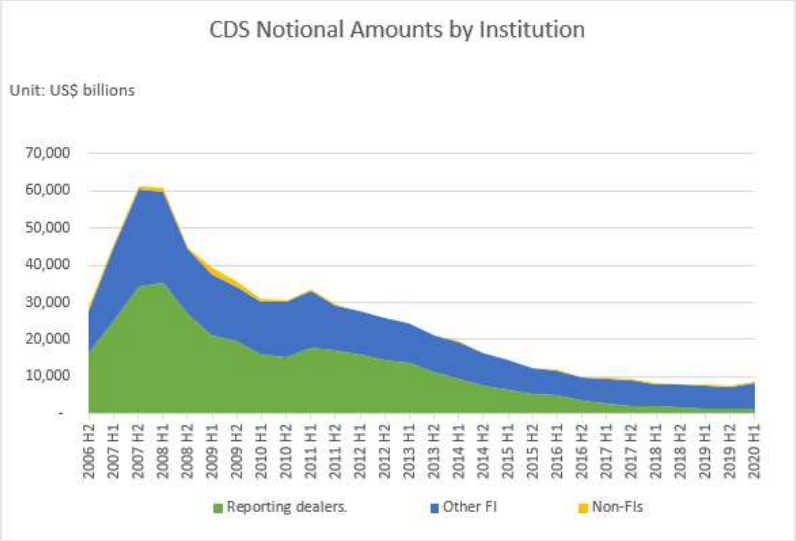
DOI:10.6814/NCCU202101165

布的統計資料中顯示，2020 年上半年全球利率衍生性商品集中結算的比例達到 78%[131]。

第二目　　信用衍生性商品

被認為是引發金融海嘯的信用衍生性交易在金融海嘯之後，流通名目本金餘額持續下滑。BIS 的統計資料顯示，交易商持有的流通名目本金餘額大幅減少，目前主要參與者為金融機構。

圖 3-13: 全球信用交換交易流通名目本金餘額參與者分布



自行繪製，Data Source: BIS OTC derivatives statistics (Table D10.1)

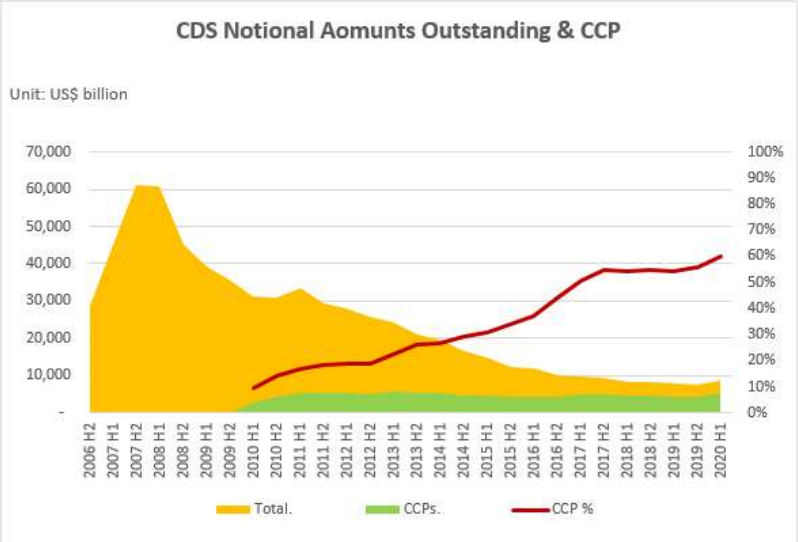
信用交換交易集中結算交易比例自 2009 年 G-20 承諾要求標準店頭衍生性商品集中結算以來持續成長，2020 上半年已達到 60.11%[132]。

[131] BIS, *supra note* 125.

[132] See *id.*

DOI:10.6814/NCCU202101165

圖 3-14: 全球信用交換交易流通名目本金餘額 & 集中結算比例



自行繪製，Data Source: BIS OTC derivatives statistics (Table D10.1)

第五節　小結

危機之後，國際間建立起必須對國際金融體系監管架構實施全面改革，擴大監管範圍，加強對店頭衍生性商品、證券化市場、信用評級機構和對沖基金的監理共識。

透過平台交易、強制集中結算、對非集中結算衍生性商品保證金以及要求較高資本要求，確實展現推動集中結算的成果：店頭市場利率商品集中結算比例從 2009 年約 24% 到 2020 年上半年達到 78%，信用類商品集中結算比例在 2009 年僅約 5%[133]，而在 2020 年上半年信用交換交易集中結算交易比例已達到 60.11%[134]。

金融改革推動集中結算交易成果顯著，簡化原先店頭衍生性商品複雜的交易關係，提高市場透明度，更多的擔保品提交，大幅降低個別交易對手違約風險使交易更安全，解決引發全球金融危機的問題，然而卻也使得集中結算機構愈來愈大，與金融系統交互連結更緊密。這個由全球集中結算機構

[133] FSB, *supra note* 94.

[134] BIS, *supra note* 125.

DOI:10.6814/NCCU202101165

與市場參與者組成的集中結算交易的連結網路，當中任一家機構產都將可能波及網路中其他機構，進而引發下一個系統性風險危機，成為監管機關與市場的新隱憂。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101165

第四章　我國店頭衍生性商品監理規劃與實施

全球交易所均面臨現貨市場成長趨緩，衍生性商品業務卻持續急遽成長，在我國金融業可從事店頭衍生性金融商品，但卻尚未建立集中結算與保證交割制度[135]。

雖然我國店頭衍生性金融商品市場規模不大且交易商品單純，考量促進我店頭衍生性商品市場與國際接軌，金管會與中央銀行參考國際監理機構之準則與已施行金融監理改革國家之制度，修法以推動店頭衍生性商品集中結算制度。

第一節　法律規範之基礎

我國在 2004 年 7 月 1 日實施金融監理一元化之後，有價證券與期貨性質之衍生性商品皆為同一主管機關，金管會[136]監管，惟涉及外匯性質之衍生性商品，亦受外匯主管機關中央銀行監管。金管會對衍生性商品的規範，在 2019 年 1 月「期貨交易法」修正公布之前，並未設有專法規範店頭衍生性商品。依據修正前「期貨交易法」第 12 條規定：「期貨交易應在期貨交易所進行。」。因此僅有於期貨交易所進行之期貨交易方有「期貨交易法」之適

[135] 劉連煜，黑天鵝與期貨市場，資本市場與法學新思維，頁 503 - 504，2020 年 8 月。

[136] 1997 年 4 月 2 日，證管會完成組織條例修正案立法程序，改為「財政部證券暨期貨管理委員會」，隸屬財政部。2004 年 7 月 1 日為實踐金融監理一元化目標，成立行政院金融監督管理委員會，同時證期會更名為「證券期貨局」(簡稱證期局)，改隸行政院金融監督管理委員會。2010 年 2 月 3 日臺灣行政院組織法修正公布，行政院金融監督管理委員會更名為「金融監督管理委員會」(簡稱金管會)，為行政院所屬委員會。

DOI:10.6814/NCCU202101165

用；同條但書規定：「但本法或其他法律另有規定或經主管機關核准者，不在此限。」；又同法第 3 條第 2 項規定：「非在期貨交易所進行之期貨交易，基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，得經財政部[137]於主管事項範圍內或中央銀行於掌理事項範圍內公告，不適用本法之規定。」授權主管機關與中央銀行得公告可於店頭進行交易之期貨交易內容。從而排除店頭衍生性商品於「期貨交易法」規範之外。

我國之銀行業、證券商、票券金融公司、槓桿交易商以及保險業均得交易店頭衍生性商品交易。惟銀行業、證券商、票券金融公司、槓桿交易商除得以交易衍生性商品，亦得以交易相對人 (dealer) 經營衍生性商品業務，保險業則僅得以經許可之目的以交易人身分交易衍生性商品。

從而我國衍生性商品之規範可區分為 3 類：規定於法律明文、規定於法律授權訂定之管理辦法或處理準則，以及規定於法律授權訂定之管理辦法或處理準則再授權受管理辦法規範業務單位之業務規則，分別對各業以交易目的為規範。

第一項　法律

第一款　期貨交易法

依據 2019 年 1 月修正公布前之「期貨交易法」第 3 條第 1 項：「本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之下列契約之交易」，雖然該條臚列四種期貨交易類型期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、約槓桿保證金契約，惟由文義觀之，並未明確將交換交易納入適用範圍。衍生性商品推陳出新，本條定義所言之期貨交易，是否足以將各種推陳

[137] 2010 年 2 月 3 日臺灣行政院組織法修正，行政院金融監督管理委員會更名為「金融監督管理委員會」(簡稱金管會) 後，主管機關應為金管會。本條「財政部」已於 2019 年 1 月期貨交易法修正公布時，修改為「主管機關」。

DOI:10.6814/NCCU202101165

出新的期貨交易皆涵蓋於其中，不無疑義，且同條第 2 項又明確排除店頭衍生性商品於「期貨交易法」之適用。

為建立店頭衍生性商品強制集中結算法源，金管會於 2018 年 12 月公布「期貨交易法」修正[138]草案，2019 年 1 月發布施行。修正「期貨交易法」第 3 條，擴大期貨交易之定義，明確將店頭衍生性商品納入期貨交易法規範之範圍，再增訂特定店頭衍生性商品交易強制集中結算之規定以及違反強制集中結算之罰則。

一、期貨交易定義範圍擴大

(一) 修正「期貨交易法」第 3 條第 1 項序文，增列「或其組合」

原「期貨交易法」第 3 條第 1 項序文本為：「本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之下列契約之交易」，本次於序文末增列「或其組合」，擴大包含由本項以下例示之衍生性商品組合而成之商品。

依據立法理由：「考量金融創新，金融商品多元化發展之趨勢，例如交換契約，其標的物可能涉及利率、匯率、股價、商品價格或信用等，其中，利率交換商品（Interest Rate Swap, IRS）已成為全球店頭市場交易量最大之衍生性商品，亦是我國金融機構及企業管理利率風險之重要工具，為使期貨交易之定義更臻完備，參考美國、歐盟及新加坡之立法例，修正第 1 項序文，增列「或其組合」之文字。」

(二) 增訂交換契約、其他類型契約為例示之期貨交易

[138] 立法院法律系統，期貨交易法異動條文及理由。

DOI:10.6814/NCCU202101165

於原「期貨交易法」第 3 條第 1 項序文後所列舉之下列契約，增訂第 5 款：「交換契約：指當事人約定，於未來特定期間內，依約定方式交換約定標的物或其所產生現金流量之契約」，以及第 6 款：「其他類型契約」。明確定義「期貨交易法」所稱之期貨交易，包含交換交易及「其他類型契約」，將其納入期貨交易法規範之範圍。

依據立法理由：「在金融創新、金融商品多元化發展之趨勢下，凡衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之新型契約或其組合且具備有以保證金交易、未來期間履約，及每日結算損益之特性，皆屬其他類型契約之範圍。」

二、特定店頭衍生性商品交易強制集中結算

依照期貨交易法第 3 條第 2 項：「主管機關於主管事項範圍內或中央銀行於掌理事項範圍內，基於政策考量，公告得不於期貨交易所進行之期貨交易，不適用本法之規定。」

修正後的「期貨交易法」第 3 條，增訂第 2 項但書：「但符合主管機關規定應集中結算之期貨交易範圍者，應於其指定之期貨集中結算機構依本法規定進行集中結算。」明定符合主管機關規定，應集中結算之期貨交易範圍，應於主管機關指定之期貨集中結算機構，依「期貨交易法」規定進行集中結算。依照本條但書，立法者授權主管機關訂定必須提交集中結算之期貨交易規範，只要「得不於期貨交易所進行之期貨交易」(亦即店頭市場交易) 在主管機關規範應集中結算之期貨交易範圍內，該店頭衍生性商品就必須依照「期貨交易法」進行集中結算。同條第 3 項增訂：「前項集中結算之期貨交易範圍涉及外匯事項者，應先會商中央銀行同意。」立法理由為：「另考量集中結算之期貨交易範圍涉及外匯事項者，應先會商中央銀行同意，爰參考第 10 條之體例，於第 3 項明定之。」

DOI:10.6814/NCCU202101165

圖 4-1: 我國期貨交易適用法規範

自行整理繪製

三、違反強制集中結算罰則

增訂違反強制集中結算罰則於同法第 119 條第 1 項第 3 款：「違反第 3 條第 2 項但書，未依主管機關規定，於所指定之期貨集中結算機構進行集中結算。」依同項規定：「處新臺幣 12 萬元以上 240 萬元以下罰鍰，並得命其限期改善；屆期未改善者，得按次處罰。」

第二款　期交法第 3 條「期貨」定義修正可能衍生之問題

期貨交易法第 3 條修正之後，擴大期貨交易的定義範圍，增加店頭衍生性商品適用集中結算之規範，但仍維持原各業別監管之原則，授權主管機關以行政法規命令發布或是依行政法規命令授權業者訂定之業務規則為規範，惟各業法以衍生性商品之商品定義為基礎，再依據其規範目的差異，訂定各金融業別得經營或交易之衍生性商品種類與限制，涉及外匯之商品應受中央銀行規範，期貨交易法對於期貨交易之定義實則已可包含各業別之行政法規與自律規範對於衍生性商品的商品定義。

期貨交易法第 3 條第 1 項第 5 款明確將交換交易歸屬於期貨交易，且並未排除證券基礎交換交易。雖然我國證券與期貨皆由金管會下之證券期貨局管轄，但分別適用證券交易法與期貨交易法，未來是否有業務歸屬疑義，尚待觀察。

DOI:10.6814/NCCU202101165

至於增列之同項第 6 款「其他類型契約」，以納入概括條款方式使期貨交易法規範客體得擴張，包含所有符合第 3 條第 1 項抽象定義之商品「依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之下列契約或其組合之交易」，如此雖可將推陳出新變化多樣的衍生性商品皆涵蓋於期貨交易法適用範圍之內，但可能因為規定過於廣泛，最後仍得由法院依「實質認定」來決定是否適用期貨交易法，有造成法律不確定性之虞。

第二項　　行政法規

銀行法、票券金融管理法、證券交易以及法保險法中，皆有以法律授權主管機關針對辦理衍生性商品業務或從事衍生性商品交易訂定管理辦法或處理準則為規範，涉及外匯性質之衍生性商品，由主管機關會商中央銀行定之[139]。

依行政程序法第 150 條第 1 項規定，「本法所稱法規命令，係指行政機關基於法律授權，對多數不特定人民就一般事項所作抽象之對外發生法律效果之規定。」行政機關依法律規定授權訂定之辦法或準則，因而具法效性並且須符合同條第 2 項規定，「法規命令之內容應明列其法律授權之依據，並不得逾越法律授權之範圍與立法精神。」

第一款　　依銀行法

一、「銀行辦理衍生性商品業務內部作業制度及程序管理辦法」

[139] 本文討論國內強制集中結算制度之實施，以標準化店頭衍生性商品為標的，故「境外結構型商品管理規則」不列入討論。

DOI:10.6814/NCCU202101165

銀行法第 45 條之 1 第 4 項規定，「銀行辦理衍生性商品業務，其對該業務範圍、人員管理、客戶權益保障及風險管理，應訂定內部作業制度及程序；其辦法，由主管機關定之。」

銀行局依本條訂定之「銀行辦理衍生性商品業務內部作業制度及程序管理辦法[140]」第 2 條明確定義本管理辦法之適用範圍：「本辦法所稱衍生性商品係指其價值由利率、匯率、股權、指數、商品、信用事件或其他利益及其組合等所衍生之交易契約及第 2 項所稱之結構型商品，不含資產證券化商品、結構型債券、可轉（交）換公司債等具有衍生性商品性質之國內外有價證券及「境外結構型商品管理規則」所稱之境外結構型商品。」「本辦法所稱結構型商品，係指銀行以交易相對人身分與客戶承作之結合固定收益商品或黃金與衍生性商品之組合式交易。」。

第二款　依票券金融管理法

一、「票券金融公司從事衍生性商品交易管理辦法」

票券金融管理法第 40 條第 2 項規定，「票券金融公司投資債券及從事衍生性商品交易之種類、限額、管理及其他應遵行事項之辦法，由主管機關會商中央銀行定之。」

銀行局依本條訂定之「票券金融公司從事衍生性商品交易管理辦法[141]」第 2 條明確定義本管理辦法之適用範圍：「本辦法所稱從事衍生性商品交易，指以客戶身分辦理衍生性商品交易，或以營業人身分經營衍生性商品業務。」

---

[140] 2015 年 6 月 2 日金融監督管理委員會金管銀外字第 10450001700 號令訂定發布，全文 39 條。

[141] 2002 年 4 月 23 日財政部（91）台財融（四）字第 0914000116 號令訂定發布，全文 12 條。

DOI:10.6814/NCCU202101165

(一) 以營業人身分從事之衍生性商品業務

規定於同辦法第 3 條第 1 項第 1、2、4 款：「票券金融公司得從事下列衍生性商品交易：價值由利率所衍生之交易契約；價值由信用事件所衍生之交易契約，且以避險目的為限；同條第 4 款：「轉換或交換公司債之資產交換交易。」同條第 2 項規定：「前項第二款及第四款衍生性商品交易應以新臺幣計價，且限連結國內標的。」

(二) 以客戶身分辦理衍生性商品交易

規定於同辦法第 3 條「票券金融公司得從事下列衍生性商品交易：」第 1 款：「價值由利率所衍生之交易契約。」第 2 款：「價值由信用事件所衍生之交易契約，且以避險目的為限。」第 3 款：「價值由股價或股價指數所衍生之交易契約。但價值由國內股價或股價指數所衍生之國外交易契約，以經本會核准臺灣期貨交易所股份有限公司與國外期貨交易所簽署合作協議，於該國外期貨交易所上市之期貨交易契約為限。」第 4 款：「轉換或交換公司債之資產交換交易。」第 5 款：「價值由匯率所衍生之交易契約。」第 6 款：「經主管機關核准以客戶身分從事之其他衍生性商品。」同條第 2 項規定：「前項第二款及第四款衍生性商品交易應以新臺幣計價，且限連結國內標的。」

第三款　依證券交易法

一、「公開發行公司取得或處分資產處理準則」

證券交易法第 36 條之 1 規定，「公開發行公司取得或處分資產、從事衍生性商品交易、資金貸與他人、為他人背書或提供保證及揭露財務預測資訊等重大財務業務行為，其適用範圍、作業程序、應公告、申報及其他應遵行事項之處理準則，由主管機關定之。」

DOI:10.6814/NCCU202101165

證券期貨局依本條訂定之「公開發行公司取得或處分資產處理準則[142]」第 4 條明確定義本管理辦法之適用範圍：「衍生性商品，指其價值由特定利率、金融工具價格、商品價格、匯率、價格或費率指數、信用評等或信用指數、或其他變數所衍生之遠期契約、選擇權契約、期貨契約、槓桿保證金契約、交換契約，上述契約之組合，或嵌入衍生性商品之組合式契約或結構型商品等。所稱之遠期契約，不含保險契約、履約契約、售後服務契約、長期租賃契約及長期進（銷）貨契約。」

雖然「公開發行公司取得或處分資產處理準則」是針對公開發行公司從事衍生性商品交易之規範，惟該準則第 2 條第 2 項明文：「銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、期貨商及槓桿交易商等金融特許事業辦理衍生性商品交易業務或從事衍生性商品交易，應依其業別適用其他法令規定，免依取處準則第 2 章第 4 節規定辦理。」明定銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、期貨商及槓桿交易商等優先適用其業別法規之規定。

第四款　依保險法

一、「保險業從事衍生性商品交易管理辦法」

保險法第 146 條第 8 項規定，「保險業依第一項第七款規定從事衍生性 商品交易之條件、交易範圍、交易限額、內部處理程序及其他應遵行事項之辦法，由主管機關定之。」

保險局依本條訂定之「保險業從事衍生性商品交易管理辦法[143]」，第 2 條第 1 項第 1 款明確定義本管理辦法之適用範圍：「衍生性

---

[142] 2002 年 12 月 10 日財政部證券暨期貨管理委員會台財證一字第 0910006105 號令訂定發布，全文 34 條。

[143] 2007 年 8 月 29 日行政院金融監督管理委員會金管保一字第 09602503661 號令訂定發布，全文 16 條。

DOI:10.6814/NCCU202101165

商品交易，指為避險目的、增加投資效益目的及結構型商品投資，辦理之衍生性商品交易。」

我國保險業因僅能以交易人身份從事交易，本辦法規範保險業以避險目的或從事增加投資效益目的交易衍生性商品，應訂定交易計畫書，載明風險限額以及管理機制、交易部位總額限制、停損機制及評價頻率以控制經營風險。

第三項　自律規範

於法律授權主管機關訂定之行政法規命令明訂，授予由該受監督對象訂定業務規則，報請金管會准予備查後發布之自律規範。

第一款　依證券商管理規則

一、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性商品交易業務規則」

證券交易法第 44 條第 4 項規定，「證券商及其分支機構之設立條件、經營業務種類、申請程序、應檢附書件等事項之設置標準與其財務、業務及其他應遵行事項之規則，由主管機關定之。」

證券期貨局依本條訂定之「證券商管理規則」第 19 條之 3 第 1 項規定，「證券商符合下列資格條件，得於其營業處所經營衍生性商品交易業務，並應依證券櫃檯買賣中心之規定辦理：…。」

DOI:10.6814/NCCU202101165

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心[144]依本管理規則訂定之「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性商品交易業務規則[145]」第 5 條第 1 項明確定義該業務規則之適用範圍：「本規則所稱衍生性商品，指依國內外櫃檯買賣市場之規則或實務，其價值由利率、匯率、股權、指數、商品、信用事件或其他利益及其組合等所衍生之交易契約及結構型商品。」

第二款　依槓桿交易商管理規則

一、「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」

期貨交易法第 80 條第 4 項規定，「槓桿交易商之設置標準及管理規則，由主管機關定之。」

144「證券交易法」第 42 條及 62 條中，皆賦予「營業處所買賣有價證券」之法源，財政部證券暨期貨管理委員會更於 1994 年 10 月修正發布「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」，確立櫃檯買賣中心之法律地位。

145「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性商品交易業務規則」首於 2005 年 2 月 23 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 0940003839 號公告訂定發布，全文 50 條 (依據 2004 年 12 月 31 日行政院金融監督管理委員會金管證二字第 0930006344 號函及 2005 年 2 月 1 5 日金管證二字第 0940102794 號函)；經歷數次修正後，於 2007 年 12 月 31 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 0960038693 號公告修正發布全文 69 條 (2007 年 12 月 26 日行政院金融監督管理委員會金管證二字第 0960074564 號函准予核備)；2014 年 12 月 31 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 10300351631 號函修正發布全文 57 條 (2014 年 12 月 24 日金融監督管理委員會金管證券字第 1030046299 號函准予備查)；最新修正為 2020 年 10 月 16 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 10900657751 號公告修正 (2020 年 10 月 13 日金融監督管理委員會金管證券字第 1090139155 號函准予備查)。

DOI:10.6814/NCCU202101165

證券期貨局依本條訂定之「槓桿交易商管理規則」第 6 條規定，「期貨商申請兼營槓桿交易商，應符合下列資格條件，並應依證券櫃檯買賣中心之規定辦理：...。」

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心依本管理規則訂定之「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則[146]」第 5 條第 1 項明確定義該業務規則之適用範圍：「本規則所稱槓桿保證金契約，指依國內外期貨市場之規則或實務，其價值衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益，而由當事人約定，一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之衍生性商品契約。」

第三款　法律效果

按我國地方制度法第 2 條，備查係指下級政府或機關間就其得全權處理之業務，依法完成法定效力後，陳報上級政府或主管機關知悉之謂。前述兩款於報請主管機關准予備查之後發布實施之業務規則，其法律效果為何？依業務規則所為之決定，性質上究屬私法關係抑或公權力之行使，仍有待釐

146「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」首於 2014 年 2 月 13 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 10300026691 號公告訂定發布，全文 82 條，自公告日施行 (2014 年 2 月 6 日金融監督管理委員會金管證期字第 020049851 號函)；2015 年 3 月 3 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 104 00038222 號公告修正發布，全文 56 條 (2015 年 2 月 17 日金融監督管理委員會金管證期字第 1040004858 號函辦理)；最新修正為 2017 年 6 月 19 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 10600156832 號公告修正第 6 條、第 29 條、第 32 條、第 52 條至第 54 條；增訂第 34 條之 1 條文，除第 6 條自公告日後六個月起實施外，自公告日起實施 (中華民國 106 年 6 月 13 日金融監督管理委員會金管證期字第 1060017307 號函准予備查)。

DOI:10.6814/NCCU202101165

清。如認經主管機關准予備查之管理規則屬於公權力之行使，則當事人如有不服，應得對其提起行政救濟[147]，否則即應依循私法途徑處理。

第二節　申報交易資訊儲存機構

第一項　法源依據

我國交易資訊儲存 (TR) 接受銀行 (含外國銀行在台分行)、票券金融公司、證券商、保險公司及槓桿交易商等金融機構彙報[148]其交易店頭衍生性商品之成交資料及流通餘額。對於各業之店頭衍生性商品申報資料儲存庫之規定，分散於各業法中：

一、證券商

依據當時「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性商品交易業務規則」第 60 條[149]規定：「證券商於衍生性商品交易成交後，應即將其成交資料及流通餘額依櫃買中心規定之時間及格式，輸入櫃買中心之資訊系統。」故櫃買中心得依該業務規則蒐集證券公司之衍生性商品交易資訊，但是對於銀行 (含外國銀行之在台分行)、票券金融公司與保險公司交易衍生性商品交易並未有相關交易申報之規定。

二、銀行業、票券金融公司與保險業

[147] 劉連煜，現代證券交易法實例研習，元照出版公司，頁 326 - 327，2019 年 9 月。

[148] 國內金融機構與櫃買中心簽訂「衍生性商品交易資訊儲存庫系統契約」成為櫃買中心 TR 系統參加人。

[149] 2014 年 12 月 31 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 10300351631 號函修正發布全文 57 條 (2014 年 12 月 24 日金融監督管理委員會金管證券字第 1030046299 號函准予備查) 之第 48 條。

DOI:10.6814/NCCU202101165

金管會於 2012 年 1 月 3 日發布金管證券字第 10000601771 號令公告：「依據銀行法第 45 條第 1 項、票券金融管理法第 45 條第 1 項、保險法第 148 條之 1 第 2 項與行政程序法第 16 條，本會委託財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心 (下稱櫃買中心) 建置店頭衍生性商品交易資訊儲存庫 (下稱儲存庫)，申報對象彙報店頭衍生性商品交易資料至旨揭儲存庫事宜，並自中華民國 101 年 4 月 1 日實施。」「本委託事項之申報項目及時間等事宜，授權櫃買中心訂定，申報對象彙報店頭衍生性商品交易資料至儲存庫應依櫃買中心相關規定辦理。」申報對象包含：「銀行 (含外國銀行之在台分行)、票券金融公司與保險公司。」

三、槓桿商

金管會於 2012 年 7 月 12 日公布「槓桿交易商管理規則」開放期貨商兼營槓桿交易商辦理店頭衍生性商品業務，中華民國證券櫃檯買賣中心依據金管會函文及「槓桿交易商管理規則」第 6 條規定訂定之「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則 」第 73 條[150]：「槓桿交易商於槓桿保證金契約交易成交後，應即將其成交資料及流通餘額依本中心規定之時間及格式，輸入本中心之資訊系統。」

[150]「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務規則」於 2015 年 3 月 3 日財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證櫃債字第 104 00038222 號公告修正發布 (2015 年 2 月 17 日金融監督管 理委員會金管證期字第 1040004858 號函辦理) 後為第 47 條 (全文 56 條) 。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第二項　交易資訊儲存機構

第一款　交易資訊儲存機構指定

我國財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心[151]規劃建置之交易資料儲存庫業務乃基於主管機關 (金管會) 行政委託而建立。

財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心 2011 年 3 月奉金管會指示規劃建置我國店頭衍生性商品交易資訊儲存庫系統，經與各金融機構協調溝通後，該系統分階段上線。全案自 2012 年 4 月 2 日起依商品類別分三階段上線，於 2013 年 7 月完成系統建置，接受我國銀行 (含外國銀行在台分行)、票券金融公司、證券商、保險公司及槓桿交易商等金融機構彙報[152]。

交易資訊儲存庫完整蒐集國內店頭衍生性商品之交易資料[153]，不涉及支付、結算及交割等作業。 TR 系統彙整統計店頭衍生性商品交易資訊，作為協助主管機關進行市場監理之用，對服務使用者不收取費用[154]。惟台灣期貨交易所提供店頭衍生性商品集中結算服務之後，櫃買中心 TR 系統配合提供成交確認、交易資料傳輸集中結算機構及交易提前解約之收費服務[155]。

---

[151] 前揭註 145。

[152] 邱之駿，我國店頭衍生性商品交易資訊儲存庫之建置，證券暨期貨月刊，第 31 卷，第 1 期，頁 6 - 7，2013 年 1 月。

[153] 櫃買中心建制之交易資料庫申報類別分為：利率 (Interest Rate)、匯率 (FX)、股權 (Equity)、資產交換 (Asset swap)、商品 (Commodity)、信用 (Credit) 及其他 (Other) 。

[154] 證券櫃檯買賣中心，證券櫃檯買賣中心 FMI 原則資訊揭露報告 (TR), 2019 年 7 月。

[155] 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心衍生性商品交易資訊儲存庫系統管理規定第 12 條。

DOI:10.6814/NCCU202101165

惟我國櫃買中心所建置者為自行開發之地區性店頭衍生性商品交易資訊儲存庫，未於境外提供服務，不受其他司法管轄[156]，且不支援連接國際交易資訊儲存庫 (global TR) 或任何國際交易確認平台 (confirmation matching platform)[157]，在與國際間之店頭衍生性商品交易資訊分享尚有距離。

第二款　　證券櫃檯買賣中心

證券櫃檯買賣中心辦理交易資料儲存庫業務，屬於金融市場基礎設施。櫃買中心依據「金融市場基礎設施準則」的交易資料儲存機構的風險管理架構控管風險，包含原則 1：法律基礎、原則 2：公司治理、原則 3：全面性風險管理架構、原則 15：一般商業風險、原則 17：作業風險、原則 18：參與途徑與參加人標準、原則 19：多層次參加人架構安排、原則 20：金融市場基礎設施連線、原則 21：效率與有效性、原則 22：通訊程序與標準、原則 23：法規揭露、主要程序以及市場資訊及原則 24：TR 揭露市場資料。

櫃買中心依據「金融市場基礎設施準則」的「法規揭露與主要程序」(原則 23)，運用「金融市場基礎設施準則：資訊揭露框架與評估方法論[158]」之資訊揭露框架與評估方法進我自我評估，於 2016 年首次揭露於櫃買中心網站。櫃買中心於 2018 年 7 月 1 日[159]揭露最新自我評估結果，總結摘要為：

「為審視櫃買中心辦理 TR 業務是否遵循「金融市場架構原則」，評估範圍係 TR 業務適用的原則，包含原則 1 至 3、15 及 17 至 24。評估過程參考資料涵蓋櫃買中心內外部資料，例如法令規章、董事會資訊、公司治理資訊及內部作業程序等。櫃買中心依據主管機關「金管會」行政委託建置衍生性商品交易資訊儲存庫系統 (以下稱「TR 系統」)，依據該行政委託及主管機

---

[156] 證券櫃檯買賣中心, 前揭註 154。

[157] ISDA, Asia-Pacific Regulatory Profiles, page 352, March 2019.

[158] CPSS-IOSCO, *supra note* 80.

[159] 證券櫃檯買賣中心, 前揭註 154。

DOI:10.6814/NCCU202101165

關所訂「證券商管理規則」，銀行 (含外國銀行在台分行)、票券金融公司、保險公司及證券商等金融機構應彙報店頭衍生性商品交易資料至該資料庫。

TR 系統僅接受金融機構交易辦理資訊申報，不涉及支付、結算及交割等作業。櫃買中心依法建置 TR 系統，協助主管機關進行市場監理，因此對使用 TR 服務之金融機構未收取任何費用。」

惟櫃買中心依各項原則評估之資訊揭露僅含各項原則摘要說明，並未提供其運用 PFMI 資訊揭露框架之考量項目與評估。配合期交所提供店頭衍生性商品集中結算服務，櫃買 TR 系統將提供成交確認、交易資料傳輸集中結算機構及交易提前解約等機制。一旦 TR 其他金融市場基礎設施發生連結，其於金融系統中的關聯度與重要性皆將發生改變，櫃買中心之揭露資訊將需重新評估並更新以下原則：原則 15：一般商業風險、原則 17：作業風險、原則 20：與其他 FMI 之連結，建議櫃買中心可於公布更新報告中揭露更完整的評估資訊。

第三項　　交易資訊儲存庫運用與監理

櫃買中心建置交易資料庫，蒐集完整店頭衍生性商品交易相關資訊，逐日統計公開揭示，可發揮兩大效益：

一、交易人可以自櫃買中心網站，取得市場每日市場交易訊息及統計結果，包含價格、發行及流通量，大幅提高市場資訊透明度。

二、市場監理主管機關藉由交易資料之統計分析，得以掌握整體流通在外的契約數量，了解市場風險分布狀況，評估金融機構於衍生商品交易之曝險，強化對個別金融機構與市場整體風險監管效益。

DOI:10.6814/NCCU202101165

申報之交易資料如需包含自然人之姓名及國民身分證統一編號，其資料之蒐集、處理及利用應遵循個人資料保護之相關規定辦理[160]。

第三節　市場規模與結構分析

2013 年 11 月我國店頭衍生性商品市場流通名目本金餘額為新台幣 56.4 兆[161]，2018 年 5 月起，維持在新台幣 65 兆以上，2019 年與 2020 年分別曾經達新台幣 70 兆規模，2020 年 11 月至 2021 年 6 月維持在新台幣 64~65 兆。

第一項　依商品類別

第一款　流通名目本金餘額

分析我國店頭衍生性商品 2013 年 11 月至 2021 年 3 月[162]的交易資料，顯示流通名目本金餘額主要集中在匯率類，其次為利率類。

國立政治大學 National Chengchi University

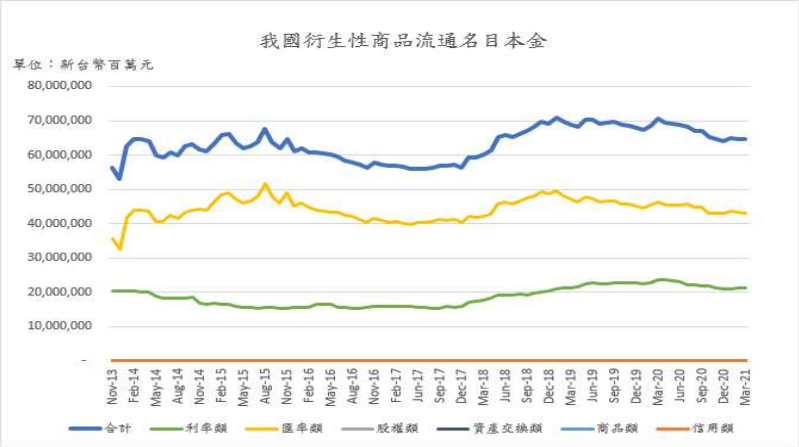
[160] 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心衍生性商品交易資訊儲存庫系統管理規定第 10 條。

[161] 我國交易資訊儲存庫完整蒐集各業別交易資料之始月。

[162] 我國交易資訊儲存庫雖自 2013 年 7 月全面上線，但保險業自 2013 年 11 月起開始有交易資訊揭露，為求交易資料完整性，本文資料分析期間取自 2013 年 11 月至 2021 年 3 月，不含 2017 年 3 月 (櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊之 2017 年 3 月資訊檔案無法開啟)。

DOI:10.6814/NCCU202101165

圖 4-2: 我國店頭衍生性商品流通名目本金餘額－依商品類別



自行繪製，資料來源：櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊[163]

	市場合計	利率類	匯率類	其他類總計
全市場年成長率	1.96%	0.16%	1.83%	-0.02%
個別年成長率		0.43%	2.90%	-3.27%
Nov-13	100.00%	36.39%	63.01%	0.60%
Mar-21	100.00%	32.79%	66.82%	0.40%

表 4-1: 我國店頭衍生性商品流通名目本金餘額成長率及比例–依商品類別

自行製作，資料來源：櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊[164]

[163] 不含 2017 年 3 月，櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊之 2017 年 3 月資訊檔案無法開啟。

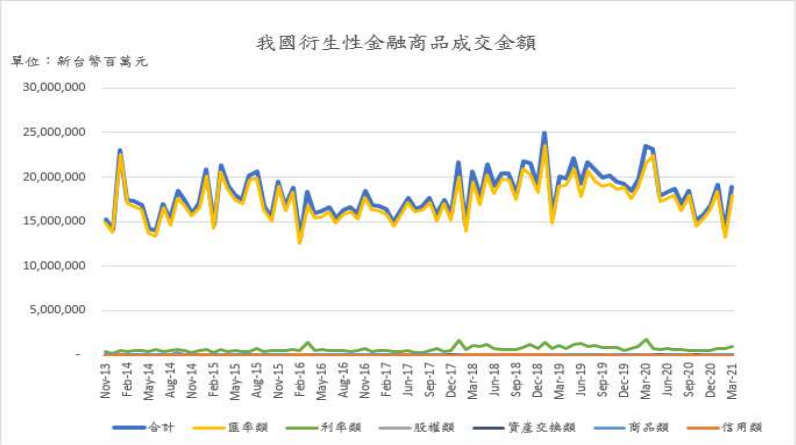
[164] 同前註。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第二款　　成交金額

分析我國店頭衍生性商品 2013 年 11 月至 2021 年 3 月[165]的交易資料，顯示成交金額主要集中在匯率類，其次為利率類。

圖 4-3: 我國店頭衍生性商品成交金額－依商品類別



自行繪製，資料來源：櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊[166]

	市場合計	利率類	匯率類	其他類總計
全市場年成長率	3.30%	0.54%	2.75%	0.01%
個別年成長率		23.59%	2.82%	6.14%
Nov-13	100.00%	2.31%	97.51%	0.18%
Mar-21	100.00%	5.09%	94.70%	0.21%

表 4-2: 我國店頭衍生性商品成交金額成長率及比例–依商品類別

自行製作，資料來源：櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊[167]

[165] 前揭註 162。

[166] 前揭註 163。

[167] 同前註。

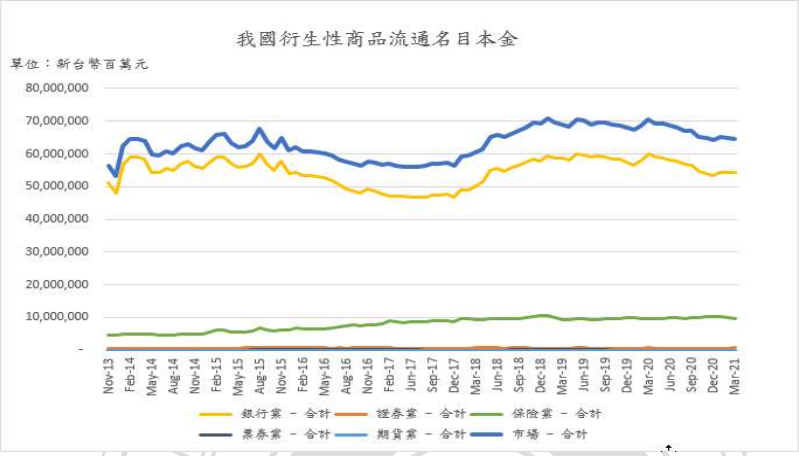
DOI:10.6814/NCCU202101165

第二項　依交易業別

第一款　流通名目本金餘額

分析我國店頭衍生性商品 2013 年 11 月至 2021 年 3 月[168]交易資料，流通名目本金餘額主要集中在銀行業，次為保險業。

圖 4-4: 我國店頭衍生性商品流通名目本金餘額－依業別



自行繪製，資料來源：櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊[169]

	市場合計	銀行業	保險業	他業別總和
全市場年成長率	1.96%	0.70%	1.24%	0.02%
個別年成長率		0.77%	15.51%	1.97%
Nov-13	100.00%	90.92%	7.98%	1.10%
Mar-21	100.00%	83.92%	14.98%	1.10%

表 4-3: 我國店頭衍生性商品流通名目本金餘額成長率及比例–依業別

自行製作，資料來源：櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊[170]

[168] 前揭註 162。

[169] 前揭註 163。

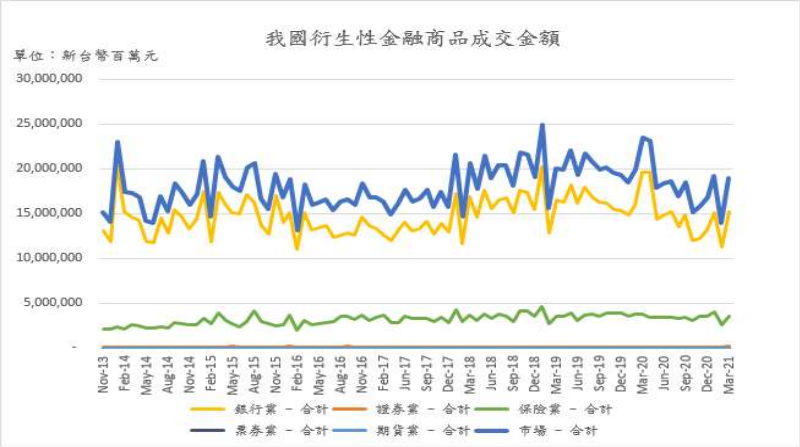
[170] 同前註。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第二款　　成交金額

分析我國店頭衍生性商品 2013 年 11 月至 2021 年 3 月[171]的交易資料，顯示成交金額主要集中在銀行業與保險業。

圖 4-5: 我國店頭衍生性商品成交金額－依業別



自行繪製，資料來源：櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊[172]

	市場合計	銀行業	保險業	他業別總和
全市場年成長率	3.30%	1.88%	1.35%	0.08%
個別年成長率		2.19%	9.87%	14.54%
Nov-13	100.00%	85.80%	13.64%	0.56%
Mar-21	100.00%	80.09%	18.98%	0.93%

表 4-4: 我國店頭衍生性商品成交金額成長率及比例–依業別

自行製作，資料來源：櫃買中心/衍生性商品交易資訊儲存庫專區/交易資訊[173]

[171] 前揭註 162。

[172] 前揭註 163。

[173] 同前註。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第三項　與國際店頭衍生性商品市場差異

相較於國際店頭衍生性商品市場，我國店頭衍生性商品市場屬於小規模的區域性質市場，參加者主要為我國的銀行業 (含外國銀行在台分行) 與保險業。

我國內各類店頭衍生性商品流通名目本金餘額主要集中於匯率類商品，其次為利率類商品。2014 年後我國店頭市場衍生金融商品匯率類商品占全市場比例介於 65%～76%，利率類商品則介於 23%～34% 之間。而 2014 年後全球店頭市場衍生金融商品利率類商品比例約為全市場 80% ～ 84%，匯率類商品則介於 12% ～ 17% [174]。相較於國際間利率類衍生性商品交易比例超過 80%，我國利率類商品占全市場不及 1/3，反而國際間交易比例不及 20% 的匯率類商品占全市場超過 2/3，顯見我國市場對於店頭衍生性商品的交易需求有地區特殊性。

基於市場規模差異懸殊與交易結構迥異，恐難以國際間推動強制集中結算交易之成果推測我國推動強制集中結算交易之效益。

第四節　強制集中結算

第一項　法源依據

2019 年 1 月發布施行的修正後「期貨交易法」第 3 條第 1 項定義期貨交易：「依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之下列契約或其組合之交易：期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、槓桿保證金契約、交換契約及其他類型契約」，凡屬該範圍內之期貨交易，皆受「期貨交易法」規範。

[174] OTC derivatives statistics/outstanding from BIS, https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71. (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

依照同法第 3 條第 2 項但書：「但符合主管機關規定應集中結算之期貨交易範圍者，應於其指定之期貨集中結算機構依本法規定進行集中結算。」據此，凡符合主管機關規定應集中結算之店頭衍生性商品交易契約，皆應於主管機關指定之期貨集中結算機構，依「期貨交易法」規定進行集中結算，為我國店頭衍生性商品集中結算要求建立明確法源。

第二項　集中結算主體：結算機構及結算會員

第一款　結算機構

第一目　結算機構指定

我國期交法中，分別訂有期貨交易所、期貨結算機構之章節，須經主管機關許可並發給許可證照，始得營業 (期交法第 8、45 條)。按期交所依期交法規定雖有會員制與公司制兩種組織 (期交法第 7 條)，但目前期交所屬股份有限公司組織，為我國金管會目前唯一許可之期貨交易所，其兼營之期貨集中結算機構亦為金管會目前唯一許可之期貨集中結算機構。期交所累積豐富的期貨集中市場風險管理經驗，參考國際立法趨勢，擬定標準化店頭衍生性商品集中結算方向，提供我國店頭衍生性商品集中結算服務。

配合「期貨交易法」第 3 條增訂第 2 項但書：「符合主管機關規定應集中結算之期貨交易範圍者，應於其指定之期貨集中結算機構依本法規定進行集中結算。」金管會於 2019 年 6 月 24 日發佈號令[175]：「依據期貨交易法

[175] 金管證期字第 10803195266 號：「指定臺灣期貨交易所有限公司為其規定應集中結算之非在期貨交易所進行期貨交易之集中結算機構。」

DOI:10.6814/NCCU202101165

第 3 條第 2 項但書規定，指定臺灣期貨交易所有限公司本會規定應集中結算之非在期貨交易所進行期貨交易之集中結算機構，本令自即日生效[176]。」

期交所依據「期貨交易法」第 47 條授權，訂定期貨集中結算機構細部規章：「臺灣期貨交易所股份有限公司店頭衍生性金融商品集中結算業務規則」[177] (下稱：「期交所店頭衍生性金融商品集中結算業務規則」)，報請金管會核定[178]。依照本文先前討論，本集中結算業務規則可謂為法律授權予監督對象訂定業務規則，報請金管會核定後發布之自律規範。

第二目　　臺灣期貨交易所

期交所辦理集中結算交易業務，屬於金融市場基礎設施，依循「金融市場基礎設施準則」的集中結算機構的風險管理架構控管風險，包含原則 1：法律基礎、原則 2：公司治理、原則 3：全面性風險管理架構、原則 4：信用風險、原則 5：擔保品、原則 6：保證金、原則 7：流動性風險、原則 8：交割最終性、原則 9：款項交割、原則 10：實物交割、原則 12：價值交換之交割制度、原則 13：參加人違約規則及程序、原則 14：帳戶之分離及移轉、原則 15：一般商業風險、原則 16：保管及投資風險、原則 17：作業風險、原則 18：參與市場途徑與參加人標準、原則 19：多層次參加人架構安排、原則 20：金融市場基礎設施連線作業、原則 21：效率與有效性、原則 22：通訊程序與標準、原則 23：法規揭露與主要程序。

---

[176] 我國期貨集中結算機構目前由臺灣期貨交易所股份有限公司兼營。

[177]「臺灣期貨交易所股份有限公司店頭衍生性商品集中結算業務規則 」全文 84 條 。

[178] 金管員會於 2020 年 10 月 14 日發函同意照辦 (金管證期字第 1090144923 號)；2020 年 10 月 21 日臺灣期貨交易所股份有限公司函訂定全文 84 條 (台期結字第 10900032120 號)，實施日期另行公告。

DOI:10.6814/NCCU202101165

依照「金融市場基礎設施準則」的「法規揭露與主要程序」(原則23)，期交所運用「金融市場基礎設施準則：資訊揭露框架與評估方法論[179]」之資訊揭露框架與評估方法，定期進行我自我評估，並將評估結果揭露於期交所網站資訊揭露專區。期交所於 2020 年 12 月 16 日揭露最新自我評估結果，總結摘要為[180]：

「期交所的結算交割架構具有堅實的法律基礎及健全的公司治理架構，能廣泛管理來自法律、信用、流動性、營運方面之風險，且其結算交割服務能充分量測、監控對結算會員之信用風險及市場的流動性風險，並以即時洗價作業，計算結算會員部位損益及保證金維持率，另訂有標準之保證金追繳程序，以有效防範市場結算會員之違約風險。為保障交易人權益，在結算會員自有資金與客戶保證金專戶間亦有清楚的帳戶分離設計，結算會員若有破產、解散或停業等情事，客戶保證金及部位可移轉至承受結算會員處。在一般營運風險方面，期交所訂有完善的風險管理政策與制度，對於作業風險可充分掌握，並以穩健的方式保管自身與結算會員之資產。期交所在結算服務之提供上，訂定客觀、風險考量之公平、公開的結算會員標準，並充分與結算會員進行連繫，確保結算服務具備效率性及資訊的透明度。整體而言，期交所提供之結算交割制度具有效率性與安全性。」

因循金融市場基礎設施 的集中結算機構的風險管理架構控管風險，期交所期貨集中交易結算業務於 2020 年 11 月 25 日取得金管會認可為合格集中結算交易對手，對於金融機構遵循我國銀行資本適足性及資本等級管理辦法，從事我國期貨交易之交易曝險資本計提，及成為期交所結算會員之交割結算基金曝險資本計提，皆可適用較低的風險權數，有利於資金及成本效益[181]。

---

[179] CPSS-IOSCO, *supra note* 81.

[180] 臺灣期貨交易所，合格集中結算交易對手資訊揭露 (taifex.com.tw)，2020 年 12 月 16 日。

[181] 同前註。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第二款　結算會員

第一目　結算會員資格標準、類別與監督

參加臺灣期貨交易之結算交割業務，應與期交所簽訂結算交割契約，取得結算會員資格。為降低結算交割之違約風險，期交所訂定「結算會員資格標準」及「結算會員未能持續符合結算會員資格標準之處理作業要點」，以審核與控管結算會員資格條件[182]。

一、結算會員資格標準 (依據期交法第 46 條第 2 項)

依據「期交所店頭衍生性金融商品集中結算業務規則」第 6 條：「本公司結算會員以金融機構[183]為限。」現行可承作店頭期貨交易之金融機構皆可申請成為期交所店頭衍生性商品結算會員，包括證券商、具槓桿交易商資格之期貨商、票券金融公司、銀行業、保險業及其他業別(中華郵政)。

金管會銀行局 2020 年修正發布與巴塞爾銀行監理委員會「交易對手信用風險標準法」及「銀行對集中結算交易對手曝險資本計提原則」標準一致的「銀行自有資本與風險性資產計算方法說明及表格」，明定 2021 年 1 月 1 日起銀行應採行交易對手信用風險標準法計提交易對手信用風險所需資本，並增訂集中結算交易對手之資本計提規範，規定銀行

[182] 同前註。

[183] 依據金融機構合併法第 4 條：「金融機構係指銀行業、證券及期貨業、保險業所包括之機構、信託業、金融控股公司及其他經主管機關核定之機構。」

DOI:10.6814/NCCU202101165

對合格集中結算交易對手及非合格集中結算交易對手曝險之處理、擔保品之處理原則及所繳交違約基金曝險之資本計提方式[184]。

二、結算會員資格類別

期交所店頭衍生性商品結算會員依其業務項目可區分為個別結算會員及一般結算會員。

(一) 個別結算會員：辦理自有店頭衍生性商品集中結算業務。

(二) 一般結算會員：辦理自有及其客戶[185]店頭衍生性商品集中結算業務。

前項結算會員之資格條件及申請、轉換與註銷程序，由本公司訂定，其資格條件並應報請主管機關核定之。」

依期交所規劃，個別結算會員與一般結算會員最低資本額要求，分別為新台幣 20 億元與 40 億元。期交所以嚴格之財務標準篩選結算會員，接受財務優良的結算會員以協助防範市場風險。結算會員為本身店頭衍生性交易辦理結算業務，並協助其客戶控制風險，期交所以多層次風險控管架構，達成分層逐級控制和承擔風險的效果。結算會員為期貨商辦理結算業務，並協助非結算會員之交易人控制風險[186]。

三、結算會員之監督：

結算會員財務狀況除了取得會員資格當時須符合標準，成為會員之後，仍然必須維持以保有結算會員資格。「期貨集中結算機構應注意

[184] 許鈴佩、余欣庭，主管機關認可期交所為合格集中結算交易對手，臺灣期貨雙月刊，第 61 期,，頁 13，2021 年 2 月。

[185] 依據我國「期貨交易法」第 46 條規定：「期貨交易之結算，應由期貨結算會員向期貨集中結算機構辦理之。」因此一般期貨交易人交易店頭衍生性商品，須透過期交所一般結算會員與期交所進行契約交割結算。

[186] 臺灣期貨交易所，前揭註 180。

DOI:10.6814/NCCU202101165

查察其結算會員之財務、業務及內部稽核作業情形；並訂定查核辦法報金管會備查。發現有違反法令或不當情事者，應即為適當處置，並通知金管會及期貨交易所。」(期貨集中結算機構管理規則第 21 條第 1 項)

第二目　　結算交割契約

依據「期交所店頭衍生性金融商品集中結算業務規則」第 5 條規定：「辦理期交所集中結算業務者，應與期交所簽訂結算交割契約，取得結算會員資格。」同規則第 7 條規定：「結算會員應於結算會員資格生效日前繳存店頭交割結算基金，並俟期交所簽還結算交割契約後，始得取得結算會員資格。」

結算會員與期交所簽訂的結算交割契約內容範圍包含：結算會員資格生效要件及相關法令遵循、結算會員聲明擔保與承諾事項、結算會員應負擔之義務、因不可抗力因素造成結算會員受有損失或損害期交所不負賠償責任、結算會員就其受雇人從事店頭集中結算業務所為之一切行為應負完全責任、期交所得對結算會員課以違約金、結算會員因財務因素導致違約之處置以及財務安全防衛機制之資金支應順序、店頭結算交割契約得提前終止，結算會員應於提前終止日前完成保證金與部位處理事宜並完全履行就上述事宜所生之一切交割或付款義務及規範契約提前終止生效要件、通知與資訊揭露、結算會員同意將已提交集中結算交易之異動相關資料提供櫃檯買賣中心、店頭結算交割契約效力、準據法與簽署。

第三項　　集中結算客體：標準化店頭衍生性商品契約

國際間目前主要集中結算的商品為利率交換契約 (IRS)、信用違約交換 (CDS)、無本金交割遠期外匯 (non-delivery forward, NDF)。

DOI:10.6814/NCCU202101165

圖 4-6: 各國提供強制集中結算交易之結算機構與結算商品

國家	強制集中結算商品	主要結算機構	提供集中結算服務之主要商品
US	IRS、CDS	CME ICE	IRS、CDS、NDF CDS、NDF
EU	IRS、CDS	LCH Eurex	IRS、CDS、NDF IRS、CDS
Japan	IRS、CDS	JSCC	IRS、CDS
Hong Kong	IRS	HK OTC Clear	IRS、NDF、CCS
Singapore	IRS	SGX	IRS、NDF
Korea	IRS	KRX	IRS
China	IRS	上海清算所	IRS

來源：臺灣期貨交易所

期交所經與業者協商建置之店頭衍生性商品集中結算機制，決定先推出利率交換契約及無本金交割遠期外匯契約之集中結算服務。交易者透過集中結算，可以降低交易對手違約風險，並且依照實際需求考量，進行部位壓縮提前終止重覆的契約，釋放出保證金或擔保品，提高資金效率，對於我國店頭衍生性商品集中結算機制建置已取得業者共識，規劃將於 2022 年 6 月推出新臺幣利率交換交易結算會員自營交易之自願性集中結算服務，2023 年 6 月可達成新臺幣利率交換交易強制集中結算要求，2024 年 6 月接受無本金交割遠期外匯自願性集中結算。

「期交所店頭衍生性金融商品集中結算業務規則」第 24 條明定，提交進行集中結算之交易契約，應符合 ISDA 相關定義或 EMTA 範本：

一、符合 ISDA 相關定義及本公司所定交易契約規格之利率交換契約。

二、符合 ISDA 相關定義、EMTA 範本及本公司所定交易契約規格之無本金交割遠期外匯契約。

ISDA 主契約指 1992 ISDA Master Agreement (包含 Schedule)、2002 ISDA Master Agreement (包含 Schedule)、1987 ISDA Interest Rate Swap Agreement (包含 Schedule)或 1987 ISDA Interest Rate and Currency Exchange Agreement (包含 Schedule) 及其他經期交所公告適用之版本。

DOI:10.6814/NCCU202101165

ISDA 相關定義，於利率類交易契約指 2000 ISDA Definitions、2006 ISDA Definitions 或 ISDA 2008 Inflation Definitions；於匯率類交易契約指 1998 FX and Currency Option Definitions 及其他經期交所公告適用之版本。

EMTA 範本指由 Emerging Markets Trading and Investment community 發布之外匯交易範本。

第四項　　集中結算機構財務安全防衛網

每個期貨交易所皆有負責其期貨交易結算的集中結算機構，惟各交易所集中結算機構之組織不盡相同，有些為獨立組織，有些則隸屬於交易所。我國期貨集中結算機構目前由期交所兼營。期交所作為共同交易對手，對每筆交易承擔相關之交易對手風險，期交所之權益及責任，會持續直至該交易到期日，或該交易被取消結算為止。

為加強對期貨投資人之保護，確保期貨市場在遭逢特殊壓力事件時，期貨結算機構能夠持續提供必要的功能，維持交易秩序及市場穩定，期交所必須建構安全的財務防衛機制。期交所的財務安全體系建構在完整的結算會員制度，由結算會員與期貨交易所擔負交割履約之責任。而擔負此重任須有強大的財力作為後盾，資金的來源則包括交易保證金，結算會員繳交之店頭交割結算基金以及期交所為經營結算業務提存之賠償準備金 (期交法第 49 條第 1 項，期貨集中結算機構管理規則[187])。以上各項金額均應按期貨交易係在期貨交易所或非在期貨交易所進行，分別繳存或提列支應 (期交法第 49 條第 3 項)。

[187] 配合期貨交易法第 3 條增訂第 2 條但書，金管會於 2019 年 6 月 24 日發布金管證期字第 1080319526 號令，修正「期貨集中結算機構管理規則」部分條文。

DOI:10.6814/NCCU202101165

第一款　　法律規範

2019 年 1 月「期貨交易法」修正公布，賦予期貨集中結算機構擬訂結算違約損失賠償之支付機制之空間，再報主管機關核定，取代原先由主管機關明定順序之規定。此次修正與國際間的作法相符，保留支應順序的空間與結算機構。

原「期貨交易法」修正公布前，期貨集中結算機構於其結算會員不履行結算交割義務時，損失賠償之支應順序明訂於第 49 條：「期貨集中結算機構於其結算會員不履行結算交割義務時，分別依序支應：違約期貨結算會員繳存之結算保證金，違約期貨結算會員之交割結算基金，其他期貨結算會員之交割結算基金，期貨集中結算機構之賠償準備金，其他期貨結算會員依期貨集中結算機構所定比例分擔。」

修正後條文為：「期貨集中結算機構於其結算會員不履行結算交割義務時，應先以違約期貨結算會員繳存之結算保證金支應；如有不足，再由違約期貨結算會員之交割結算基金、期貨集中結算機構之賠償準備金、其他期貨結算會員之交割結算基金及其依期貨集中結算機構所定比例分擔金額支應。」並於第 2 項明訂：「前項違約期貨結算會員繳存之結算保證金不足時之支應順序及其他期貨結算會員分擔之比例，由期貨集中結算機構擬訂，報主管機關核定。」

其立法理由為：

一、「按本條原立法意旨，期貨市場之財務安全防衛機制 (financial safeguards) 主要由違約期貨結算會員繳存之結算保證金及交割結算基金、期貨集中結算機構提列之賠償準備金及非違約之其他期貨結算會員交割結算基金及額外指定分攤金額所組成，如遇期貨市場發生違約情事，且違約期貨結算會員所繳存之資金不足償付時，相關財務資金應依此順序支應 (即不履行結算交割義務之支付機制)。惟其中有關期貨集中結算機構提列賠償準備金與非違約之其他期貨結算會員繳存交割結算基

DOI:10.6814/NCCU202101165

金之支應順序，可能影響結算會員評估期貨市場違約損失風險程度及相關營運資源配置。」

二、「經查美國商品交易法第 7a 條之 1、香港證券及期貨條例第 40(2) 條與第 40(2A) 條，及新加坡證券及期貨法第 81C 條等規定僅就違約處理程序 (default rule) 為原則性規範，而歐盟公布之歐洲市場基礎設施條例 (European Market Infrastructure Regulation, EMIR) 第 45 條，雖規定期貨集中結算機構於動用非違約之其他期貨結算會員交割結算基金前，應由期貨集中結算機構之賠償準備金先行承擔期貨市場違約損失之責任 (skin in the game)，惟查渠等國際實務作法，各項財務安全防衛資金之細部支應順序，係由期貨集中結算機構訂定，而美國、歐盟、香港及新加坡等國際主要期貨集中結算機構目前作法，係將期貨集中結算機構之賠償準備金支應順序優先於其他期貨結算會員之交割結算基金，俾使期貨集中結算機構與期貨結算會員共同承擔期貨市場違約損失之責任。」

三、「考量原第 1 項係採法律明定支應順序，與國際實務規範方式不同，為接軌國際制度，國際上針對財務安全防衛機制如有調整，須配合調整國內規定，為兼顧法律明確性及保留彈性，爰參酌美國、歐盟、香港及新加坡等國際實務作法，將原第 1 項分款明定支應順序之規定，修正為僅列示財務安全防衛資金項目，並酌作文字修正；另於第 2 項明定第 1 項違約期貨結算會員繳存之結算保證金不足時之支應順序由期貨集中結算機構擬訂，報主管機關核定後施行，以因應實務需求。」

第二款　期交所財務防衛機制

期交所的財務防衛機制中，期交所的自有資金是財防衛機制中的最後一道防線。

DOI:10.6814/NCCU202101165

圖 4-7: 結算會員違約損失賠償之支應順序

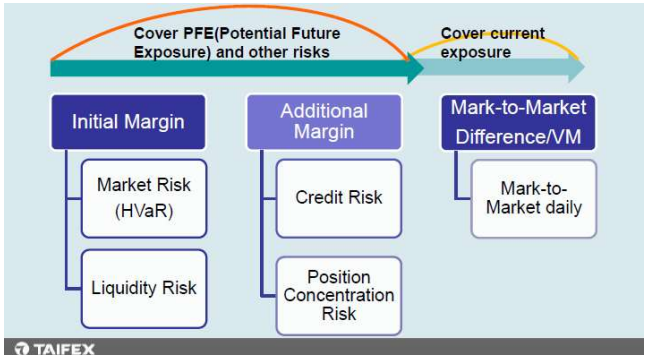
來源：自行繪製

第一目　　交易結算保證金

為規範店頭衍生性商品集中結算業務參與者應履行結算交割之義務，期交所爰訂定預繳保證金、應繳保證金、額外保證金、變動保證金及價格校正利息、洗價損益及價格校正金額、擔保型與損益型結算契約權利義務之行使、評價曲線、保證金追繳與提領、保證金專戶及利息等相關規範。(期交法第 47 條第 1 項第 3 款、第 50 條)

針對交易店頭衍生性商品，期交所收取原始保證金、額外保證金，用來涵蓋未來潛在曝險、及契約到期前可能面臨之其他風險；並且透過每日洗價，計算當日之淨現值與前日之淨現值之變化，逐日結算損益或收取變動保證金以涵蓋當前曝險。

圖 4-8: 保證金涵蓋範圍



來源：臺灣期貨交易所

DOI:10.6814/NCCU202101165

第二目　　交割結算基金

期交所結算會員應依規定預先提繳交割結算基金 (期交法第 47 條第 1 項第 5 款)。期交所結算會員辦理集中結算業務，為擔負其結算交割履約之責任繳存於期交所之基金，用以支應結算會員違約處理所致之損失。結算會員辦理結算交割業務前須先繳存定額之交割結算基金，之後期交所將每年視市場規模計算檢討至少一次。期交所採總額壓力測試法，估算結算會員可能虧損金額前兩大 (Cover 2) 之合計值，訂定交割結算基金總額後報請主管機關核備，以交割結算基金總額與交割結算基金定額之差額，對結算會員做應續繳或退回通知。 (臺灣期貨交易所結算會員辦理結算交割業務後繳存交割結算基金作業第 3 條)

期交所目前僅承做於期貨交易所交易之期貨交易結算業務，配合我國推動店頭衍生性商品採集中結算制度，於 2019 年 6 月 24 日為金管會指定，為非在期貨交易所進行期貨交易 (即店頭衍生性商品) 之結算機構。立法者參酌國際作法，認為在期貨交易所與非在期貨交易所進行之期貨交易相關財務安全防衛資金有區分必要，2019 年 1 月修正公布之「期貨交易法」爰增訂第 49 條第 3 項：交割結算基金應按期貨交易係在期貨交易所或非在期貨交易所進行，分別繳存或提列支應。店頭交易交割結算基金應與集中交易交割結算基金分別繳存提列。

第三目　　賠償準備金

期交所開辦「店頭衍生性金融商品」交易之結算業務，應一次提存新臺幣 5 億元作為賠償準備金；並於每季終了後 15 日內，按結算、交割手續費收入之 20% 繼續分別提存。但賠償準備金提存金額分別已達資本總額或指撥專用營運資金之 1.5 倍時，不在此限。(期交法第 49 條，期貨結算機構管理規則第 6 條、第 15 條)

DOI:10.6814/NCCU202101165

第四目　非違約結算會員依比例共同分擔及期交所支應不足

國際間主要市場參與者曾經呼籲國際監理標準制定者確保結算會員與最終使用者對於集中結算機構曝險所承擔的責任是有限的、可確定的並且可管理的。期交法第 49 條修正前明訂結算機構用以支應違約金額之資金順序，最後為其他期貨結算會員依期貨結算機構所定比例分擔，卻未有金額上限之規定。期交所於劉連煜教授擔任董事長之時，參酌國際作法，修正期交所業務規則第 105 條及「結算會員違約之分擔比例及處理程序」第 2 條，增訂非違約結算會員分擔違約金額上限，以及經共同分擔後不足之金額由期交所支應之規定，並於 2017 年 8 月 21 日起實施，去除結算會員承擔無限責任與難以管理風險之虞。

針對店頭衍生性商品結算會員依比例共同分擔差額，期交所參考目前日本 JSCC OTC (100%)、韓國 KRX OTC (100%) 及香港 OTC Clear OTC (200%) 規定，再參酌我國期貨集中市場現行之規定，訂定我國店頭市場結算會員依比例共同分擔差額之金額上限：「於冷靜期間內僅單一結算會員違約時，以其應繳存交割結算基金之 150%為限；於冷靜期間內多家結算會員違約時，以其應繳存交割結算基金之 300%為限。冷靜期間係指單一結算會員違約發生日起 20 個交易日內之期間，於該次冷靜期間結束前，遇其他結算會員違約時，則以最後發生之結算會員違約日為基準，再延續 20 個交易日，為冷靜期間[188]之終止日」(「期交所業務規則」第 105 條第 2 項，「期交所店頭衍生性金融商品集中結算業務規則」第 58 條)。若結算會員未如期繳交分擔金額，期交所得停止其結算交割業務或終止其結算交割契約[189]。

---

[188] 依據「期交所店頭衍生性金融商品集中結算業務規則」說明：「考量發生單一結算會員違約後，可能發生連續性結算會員違約事件，為明確規範財務安全防衛資源之支應上限及期間，爰訂定冷靜期間。經參酌國際主要店頭結算機構之冷靜期間介於 20 日 (如 HK OTC Clear、我國期貨集中市場) 及 30 日(如 JSCC、KRX)，考量處理違約事件之時效性，爰參酌我國現行期貨集中交易市場業務規則訂定 20 個營業日為冷靜期間。在冷靜期間發生其他結算會員違約時，則以最後發生之結算會員違約日為基準，計算冷靜期間之終止日。」

[189] 臺灣期貨交易所，前揭註 180。

DOI:10.6814/NCCU202101165

期交法第 49 條修正後，期交所擬定報請金管會核准之結算會員違約損失賠償之支付機制在預先提存之違約損失賠償金部分，採用國際證券管理機構組織於 2014 年報告中的第 2 種模型，集中結算機構資金先於其他結算會員提交的交割結算基金，由期交所之賠償準備金先於其他結算會員之交割結算基金承擔期貨市場違約損失之責任，將期交所的利益與結算會員的利益相連結。依據「期交所店頭衍生性金融商品集中結算業務規則」第 58 條對於店頭財務安全防衛資源支付機制之規定，依序「為違約結算會員之結算保證金、違約結算會員之交割結算基金、交易所預先提存之賠償準備金、非違約結算會之結算保證金順序支應損失，若不足支應則其他結算會員依期交所所定比例及分擔金額上限分擔。」

第三款　交割結算基金損失之債權分析

第一目　證券交割結算基金

為維護交易市場安全，保障投資人以及市場參與者，證券市場設有安全網以為保護措施。證券安全網之財務來源包括交割結算基金、賠償準備金、營業保證金以及投資人保護基金。證券商與自營商應依規定於營業前繳存交割結算基金 (證交法第 108 條、第 132 條第 1 項)。

證交法第 153 條規定：「證券交易所之會員或證券經紀商、證券自營商在證券交易所市場買賣證券，買賣一方不履行交付義務時，證券交易所應指定其他會員或證券經紀商或證券自營商代為交付。其因此所生價金差額及一切費用，證券交易所應先動用交割結算基金代償之；如有不足，再由證券交易所代為支付，均向不履行交割之一方追償之。」

劉連煜教授以為，依證交法第 153 條規定，向不履行交割之一方追償之債權，即屬同法第 154 條第 2 項規定，「因有價證券集中交易市場買賣所生之債權」，依該項規定，債權人就交割結算基金有劣於擔保物權，但先於

DOI:10.6814/NCCU202101165

普通債權之優先受償權，受償者依序為：證券交易所、委託人、證券經紀商與證券自營商，以加強對證券投資人、證交所及證券商之保護[190]。

第二目　期貨交割結算基金

期交法第 49 條第 1 項明訂，期貨結算機構在結算會員不履行結算交割義務時，可用以支應違約損失的財務來源應先以違約期貨結算會員繳存之結算保證金支應；如有不足，再以違約期貨結算會員之交割結算基金、期貨結算機構之賠償準備金、其他期貨結算會員之交割結算基金及其依期貨結算機構所定比例分擔金額支應；同條第 3 項規定，「依第 1 項支應之期貨結算機構賠償準備金、其他期貨結算會員之交割結算基金及其分擔金額，均得向違約期貨結算會員追償。」

參酌劉連煜教授於證券交割基金之見解，非違約結算會員及結算機構得向違約結算會員追償之債務，即屬同法第 52 條規定：「期貨結算會員因期貨結算所生之債務」，依該條規定，其債權人對違約結算會員就交割結算基金與額外分擔金額有劣於擔保物權，但先於普通債權之優先受償權，受償者依序為：期貨結算機構、期貨交易人、期貨結算會員，以加強對期貨投資人、期交所及期貨結算會員之保護。

就期交法第 49 條第 1 項所訂之期貨財務防衛機制的來源，與構成證券安全網的財務來源相當，法律皆給予劣於擔保物權，但先於普通債權之優先受償權保障。惟依期交所業務規則第 105 條第 1 項第 6 款「經其他結算會員共同分擔後不足之金額由期交所支應」之部分，並未包含於期交法第 49 條第 1 項中，是否適用同條第 3 項規定，得向違約期貨結算會員追償？又，是否適用同法第 52 條規定具有優先受償權？

[190] 劉連煜，前揭註 147，頁 329。

DOI:10.6814/NCCU202101165

從支應目的觀之，「經其他結算會員共同分擔後不足之金額由期交所支應」之金額，乃結算機構以自有資金代為履行違約結算會員不履行之結算交割義務，與期交法第 49 條第 1 項規定之財務支應目的相同，又民法第 312 條規定，就債之履行有利害關係之第三人為清償者，於其清償之限度內承受債權人之權利，從而，期交所業務規則第 105 條第 1 項第 6 款「經其他結算會員共同分擔後不足之金額由期交所支應」以利害關係第三人身份為清償，由期交所取得債權之部分，類推適用期交法第 49 條第 3 項，應得向違約期貨結算會員追償；且該債務亦屬期交法第 52 條所謂「期貨結算會員因期貨結算所生之債務」，結算機構就以自有資金代為履行違約結算會員不履行之結算交割義務之支應金額，亦有劣於擔保物權，但先於普通債權之優先受償權。惟結算機構依期交所業務規則第 105 條第 1 項第 6 款「經其他結算會員共同分擔後不足之金額由期交所支應」之部分，其受償之順序為何？是依照期交法第 52 條規定依序為：期貨結算機構、期貨交易人、期貨結算會員，期貨結算機構仍居優位，抑或應處於最後受償順位，期貨結算會員之後，需再行討論斟酌。

第五節　小結

期貨交易法第 3 條修正之後，擴大期貨交易的定義範圍，可謂目前最完全之衍生性商品的商品定義，實際上已包含「銀行辦理衍生性商品業務內部作業制度及程序管理辦法」、「公開發行公司取得或處分資產處理準則」與「證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性商品交易業務規則」分別對衍生性商品之商品定義，因此各業法實可考量以期貨交易法對衍生性商品之商品定義為依據，僅需以其規範目的差異，訂定各金融業別得經營或交易之衍生性商品類別與限制即可，避免重複定義或發生定義不一致之情況。

我國店頭衍生性金融商品主要交易者為國內銀行業與保險業，交易商品單純市場規模不大，亦尚未建立集中結算與保證交割制度。在全球對店頭衍生性金融商品監理改革的國際趨勢下，為促進我店頭衍生性商品市場與國際接軌，金管會與中央銀行參考國際監理機構之準則與已施行金融監理改革

DOI:10.6814/NCCU202101165

國家之制度，於 2011 年起著手建置店頭衍生性商品交易儲存庫 (trade repository, TR)、修正期貨交易法擴大期貨交易定義，並建立店頭衍生性商品集中結算要求法源，逐步推動集中結算制度。從國際監理標準可見風險管理對集中結算機構的重要性，期交所累積在集中期貨市場良好的風險管理經驗，參考美國法等立法趨勢，擬定標準化店頭衍生性商品集中交易集中結算方向，實為我國提供店頭衍生性商品集中結算服務不二選擇。如今在各方的戮力推動下，我國店頭衍生性商品的集中結算與交割保證機制目標即將達成。

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101165

第五章　分析與建議

第一節　　分析

國際店頭衍生性商品的監管改革主要因應國際主要密切關聯金融市場間，高槓桿操作鉅額不透明的店頭衍生性商品交易引發 2008 年全球金融危機的解方。從集中結算推動十年之後，占全球衍生性商品比例 80%以上的利率衍生性商品，於 2020 年上半年全球集中結算的比例達到 78%，集中結算之推動顯見成效。

我國店頭衍生性商品市場流通名目本金餘額 2019 年、2020 年分別曾高達新台幣 70 兆元，近半年約維持在新台幣 64~65 兆元，其中匯率衍生性商品約佔 95%，利率類約僅佔 5%。雖然我國店頭金融市場與國際市場交易商品結構不同，且規模差異懸殊，但若我國欲發展國際性市場，擴大店頭衍生性商品交易規模，金融市場基礎設施的風險管理架構、交易資料申報儲存庫、強制集中結算商品規範標準與主管機關核准的集中結算機構勢必要採行與國際監理一致的規範。

從接軌國際市場觀之，金管會自 2011 年起採國際店頭衍生性商品的監管改革標準法制規範，已逐步完成店頭衍生性商品交易資料申報儲存庫建置、期貨交易法修正建立強制集中結算法源、授權集中結算機構以及制定強制集中結算商品規範標準等措施；國內交易資訊儲存庫與集中結算機構風險管理，依循金融市場基礎設施準則規範標準以及資訊揭露框架與評估方法定期揭露自我評估結果，提升我國店頭衍生性商品市場國際化的機會。從國內業界實益分析，我國金融機構自 2021 年 1 月 1 日起，交易店頭衍生性商品須依巴塞爾銀行監理委員會最新標準計提資本，如利用取得主管機關核可之合格集中結算機構結算店頭衍生性商品，最低可以 2% 的風險權數計提資本，否則最高有可能需要以 100%的風險權數計提資本；又 2021 年 9 月起金融機構即將實施「非集中結算店頭衍生性商品保證金要求」，集中結算制度不但可以提供部位壓縮服務，亦可適用較短天數風險涵蓋區間計算保證金。對於

DOI:10.6814/NCCU202101165

占我國店頭衍生性商品比例高達 84% 的銀行業而言，店頭衍生性商品集中結算制度的建立，確實提供了一個可以降低資本計提以及保證金需求的選擇，得以提高國內金融機構經濟效益；再者，國內金融機構與國外金融機構的交易亦可提交由國內結算機構辦理集中結算，促進國內店頭衍生性商品市場國際化。

第二節　建議

一、 集中交易

強制集中結算施行之後，我國可視市場規模發展與需求，於適當時機推動標準化店頭衍生性商品集中交易，提高市場與風險管理效率，俾使我國店頭衍生性商品市場符合國際監理規範。

二、 強制集中結算商品之增訂

隨著我國店頭衍生性商品市場國際化漸趨成熟，對於適用強制集中結算店頭衍生性商品之增訂，可依據國際證券管理機構組織提出之原則，確定應適用強制集中結算義務的產品、考量強制集中結算義務可能存在的豁免性以及跨境強制集中結算義務可能產生的問題、持續監控與評估強制集中結算整體流程與應用狀況，與其他監理機關以及公眾之間的適當溝通磋商，對於是否採行強制結算商品之決策時，可以採用集中結算機構建議或授權決定，對於應該要強制集中結算但是沒有集中結算交易對手結算或者是願意結算之產品，則可以由監管機關決定，並以商品契約之標準化程度、交易量、流動性、市場透明度以及其他國家主管機關是否將其納入強制結算商品為考量。

DOI:10.6814/NCCU202101165

三、 非違約結算會員依比例共同分擔上限

期交所在規劃我國店頭衍生性商品市場，對於超出非違約結算會員交割結算基金部分的損失，由非違約結算會員依期交所訂定比例共同分擔部分，設有上限 150% (冷靜期間單一結算會員違約) 或 300% (冷靜期間二家以上結算會員違約) 規定。國際間主要結算會員建議，對非違約結算機構額外指定分擔金額 (assessment cash) 應設定以交割結算基金之 1 倍為上限，目前日本 JSCC OTC (100%)、韓國 KRX OTC (100%) 及香港 OTC Clear OTC (200%)。考量金融市場呈現動態發展，期交所或可於店頭衍生性商品強制集中結算實施一段期間之後，評估市場規模與整體風險，再行考量非違約結算會員分擔違約金額上限比例的妥適性。

四、 集中結算機構的系統風險管理

國際監理機構致力推動店頭衍生性商品集中結算，以解決金融機構對全球金融造成的系統性風險，卻發現在集中結算機構與結算會員高度關聯密集交錯發展之下，呈現風險及預先存提財務資源過度集中於少數集中結算機構的結果，集中結算機構儼然成為下一個系統性風險的隱憂。國際監理機構與國際間業者對於集中結算機構的風險管理，以及應變、復原與清算方案的諮詢溝通仍持續進行中。我國店頭衍生性商品市場實施集中結算制度後邁向國際，隨著市場規模成長，可參考國際監理建議，與參與我國市場之業者溝通，制訂調整適合我國市場特性與規模的風險管理標準。

DOI:10.6814/NCCU202101165

國立政治大學
National Chengchi University

DOI:10.6814/NCCU202101165

參考文獻

中文著作

王詠心，(2014)。後金融海嘯時代證券期貨市場監理之國際趨勢。 財團法人孫運璿學術基金會。

洪櫻芬，(2010)。全球金融危機專輯增訂版第九章衍生性金融商品之問題及監理改革建議。中央銀行。

劉連煜，(2019)。現代證券交易法實例研習。元照出版公司。

劉連煜，(2020)。資本市場與證券法學新思維。元照出版公司。

中文期刊論文

石振綱，(2019)。Nasdaq Clearing 面臨結算會員重大違約處理方式。臺灣期貨雙月刊，(49)，頁 24 - 27。

何殷如，(2012)。全面解讀信用違約交換 (CDS)。證券暨期貨月刊，30(11)，頁 37 - 52。

何殷如，(2013)。後金融海嘯時代全球資產證券化的發展與挑戰。證券暨期貨月刊，31(3)，頁 24 - 36。

林家璋、簡兆翌，(2019)。新修正「期貨交易法」部分條文相關內容之淺析。證券暨期貨月刊，37(3)，頁 5 - 17。

邱之駿，(2013)。我國店頭衍生性商品交易資訊儲存庫之建置。 證券暨期貨月刊，31(1)，頁 5 - 23。

DOI:10.6814/NCCU202101165

許正誼，(2010)。全球結算組織協會，(CCCP12) 紐約會議。證交資料(582)，頁 22 - 49。

許玲佩、陳韋呈、陳翊鳳，(2019)。建置我國店頭衍生性商品集中結算機制初步規劃。證券暨期貨月刊，37(3)，頁 18 - 39。

許鈴佩、余欣庭，(2021)。主管機關認可期交所為合格集中結算交易對手。臺灣期貨雙月刊(61)，頁 12 - 15。

陳伯松，(2009)。金融海嘯中的金融商品：CDOs 與 CDSs。證券櫃檯月刊(139)，頁 26 - 30。

陳姿先，(2010)。美國房地產市場問題暨政府因應對策對我國之啟示。中央銀行國際金融參考資料(60)，頁 38 - 94。

陳美菊，(2009)。全球金融危機之成因、影響及因應。國家發展委員會經濟研究年刊(9)，頁 261 - 296。

陳靜芳、王宏瑞、陳重圳，(2015)。從法令規範的角度初探臺灣店頭衍生性商品監理制度之發展及政策方向。期貨與選擇權學刊，8(1)，頁 86 - 120。

彭德明，(2008)。美國金融機構事件與次級房貸危機動向分析。中央銀行國際金融參考資料(56)，頁 1 - 13。

曾宛如，(2009)。金融海嘯下金融監理之反思。月旦法學雜誌(168)，頁 81 - 92。

詹淑櫻、葉華容，(2008)。全球金融危機的衝擊與因應。中華經濟研究院國際經濟所國際經濟情勢雙週報(1665)，頁 5 - 17。

劉邦海，(2010)。店頭衍生性商品集中結算交易對手結算之研究。 中央銀行季刊，32(4)，頁 17 - 42。

DOI:10.6814/NCCU202101165

劉彩卿等，(2016)。國際主要交易所發展與經營策略淺析。證券服務(655)，頁 47 - 58。

蔡鴻璟，(2015)。店頭衍生性商品集中結算近期發展概況。證券服務(635)，頁 22 - 31。

鄧淑芬，(2009)。專題研討四：店頭衍生性商品比對及集中結算機制之探討。證券櫃檯月刊(144)，頁 33 - 38。

鄧淑芬，(2010)。證券商衍生性商品業務之發展沿革與展望。證券暨期貨月刊，28(6)，頁 27 - 33。

鄧淑芬，(2015)。證券商經營店頭衍生業務規範之介紹。證券暨期貨月刊，33(5)，頁 5 - 15。

蘇慧芬，(2011)。新加坡證券期貨法之整合對我國金融監理之啟發。*Journal of Futures and Options, 4*(1).

龔玲雅，(2014)。金融市場基礎設施準則暨中央銀行監管職責之探討。中央銀行國際金融參考資料(66)，頁 31 - 83。

研究計畫

林國全計畫主持人，2012。《衍生自有價證券之金融商品是否應納入證券交易法第 157 條之 1 禁止內線交易規範之標的及相關民事損害賠償之計算》。證券交易所委託研究報告。

盧陽正計畫主持人，2009。《信用結構型金融商品風險管理與結算制度集中化管理之可行性分析 - 從美國次貸風暴事件剖析》。中華民國證券商業同業公會委託研究報告。

DOI:10.6814/NCCU202101165

學位論文

邱富農(2016)。我國衍生性商品業務監理現況之檢討—以銀行業為中心。國立政治大學法律科際整合研究所碩士論文。

徐千惠(2008)。衍生性商品相關契約法律關係之比較研究—以 ISDA 契約為例。東吳大學法律學系碩士論文。

許凱竣(2018)。我國衍生性商品規範之近期發展：對照美國法上 Dodd-Frank Act 後之改革取徑。國立交通大學科技法律研究所碩士論文。

陳泰延(2014)。我國衍生性商品監理及行為規範之探討。東吳大學法律學系在職專班碩士論文。

曾名阜(2019)。美國金融風暴後衍生性商品管制變遷與我國「期貨交易法」2018 年修正之對照。國立交通大學科技法律研究所在職專班碩士論文。

曾雯雯(2013)。衍生性商品法律規範之比較研究。東吳大學法律學系在職專班碩士論文。

鄭琇霙(2011)。店頭衍生性商品交易集中結算之研究—以美國 2010 年金融改革法案為中心。國立政治大學國際經營與貿易研究所碩士論文。

中文網站

立法院系統，

https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?0^988118890C068C9881188197066 09A911989CD06621C891B890C

金融監督管理委員會，https://www.fsc.gov.tw/ch/index.jsp

臺灣期貨交易所，https://www.taifex.com.tw

DOI:10.6814/NCCU202101165

證券櫃檯買賣中心，https://www.tpex.org.tw/web

其他中文文獻

陳秋月(2004)。美國「兩千年商品期貨現代化法」管理思維變革之研究。行政院及所屬各機關出國報告。

臺灣期貨交易所合格集中結算交易對手(QCCP)資訊揭露。擷取自 https://www.taifex.com.tw/file/taifex/event/cht/QCCP/index.html (Last visit 19 May 2021)

證券櫃檯買賣中心/ 衍生性商品交易資訊儲存庫專區/ 交易資訊。擷取自 https://www.tpex.org.tw/web/extend/product/daily/TRDaily.php?l=zh-tw (Last visit 19 May 2021)

證券櫃檯買賣中心金融市場基礎設施 資訊揭露報告。 擷取自證券櫃檯買賣中心：https://www.tpex.org.tw/js/pdf/viewer.html?file=/storage/derivatives_trading/%E6%AB%83%E8%B2%B7%E4%B8%AD%E5%BF%83PFMI%E8%B3%87%E8%A8%8A%E6%8F%AD%E9%9C%B2%E5%A0%B1%E5%91%8A.pdf (Last visit 19 May 2021)

英文期刊論文

Davis, Roy J. (1981). Commodity Exchange Act: Statutory Silence Is Not Authorization for Judicial Legislation of an Implied Private Right of Action, The. 46(2), p.316 - 335. from: https://scholarship.law.missouri.edu/mlr/vol46/iss2/2/ (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

英文網站

Basel Framework. https://www.bis.org/basel_framework/

BIS. https://www.bis.org/

CFTC. https://www.cftc.gov/

CME. https://www.cmegroup.com/

FIA. https://www.fia.com/

ISDA. https://www.isda.org/

其他英文文獻

ABN AMRO Clearing etc. (2020). A PATH FORWARD FOR CCP Resilience, Recovery, and Resolution.

ABN AMRO Clearing etc. (2020). Re: Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution.

BCBS. (2012). Capital requirements for bank exposures to central counterparties. from: https://www.bis.org/publ/bcbs227.pdf (Last visit 19 May 2021)

BCBS. (2014). Capital requirements for bank exposures to central counterparties. from: https://www.bis.org/publ/bcbs282.pdf (Last visit 19 May 2021)

BCBS. (2014). The standardised approach for measuring counterparty credit risk exposures. from: https://www.bis.org/publ/bcbs279.pdf (Last visit 19 May 2021)

BCBS. (2017). Basel III: Finalising post-crisis reforms. from: https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

BCBS. (2020). Targeted revisions to the credit valuation adjustment risk framework. from: https://www.bis.org/bcbs/publ/d507.pdf (Last visit 19 May 2021)

BCBS, FSB, IOSCO, CPMI. (2018). Incentives to centrally clear over-the-counter (OTC) derivatives. from: https://www.bis.org/publ/othp29.pdf (Last visit 19 May 2021)

BCBS-IOSCO. (2013). Margin requirements for non-centrally cleared derivatives. from: https://www.bis.org/publ/bcbs261.pdf (Last visit 19 May 2021)

BCBS-IOSCO. (2020). Margin requirements for non-centrally cleared derivatives. from: https://www.bis.org/bcbs/publ/d499.pdf (Last visit 19 May 2021)

BIS. (2012). Collateral requirements for mandatory central clearing of over-the-counter derivatives. from: https://www.bis.org/publ/work373.pdf (Last visit 19 May 2021)

BIS. (2019). Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2019. from: https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm (Last visit 19 May 2021)

BIS. (2020). Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2020. from: https://www.bis.org/publ/otc_hy2011.pdf (Last visit 19 May 2021)

CCP12. (2020). PROGRESS AND INITIATIVES IN OTC DERIVATIVES. from: https://ccp12.org/wp-content/uploads/2020/02/Progress_and_Initiatives_in_OTC_Derivatives-A_CCP12_Report.pdf (Last visit 19 May 2021)

CPMI-IOSCO. (2017). Recovery of financial market infrastructures v2. from: https://www.bis.org/cpmi/publ/d162.pdf (Last visit 19 May 2021)

CPMI-IOSCO. (2017). Resilience of central counterparties (CCPs): Further guidance on the PFMI. from: https://www.bis.org/cpmi/publ/d163.pdf (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

CPSS-IOSCO. (2012). Principles for financial market infrastructures. from: https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf (Last visit 19 May 2021)

CPSS-IOSCO. (2012). Principles for financial market infrastructures: disclosure framework and assessment methodology. from: https://www.bis.org/cpmi/publ/d106.pdf (Last visit 19 May 2021)

DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT of 2010, Pub. L No. 111-203, from: https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf (Last visit 19 May 2021)

Federal Register. (2012). Rules and Regulations. 77(139). from: https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-17291a.pdf (Last visit 19 May 2021)

Federal Register. (2020). Rules and Regulations. 85(230). from: https://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/finalrules/2020-25394.html (Last visit 19 May 2021)

Federal Reserve Bank. (2011). In Late August, The Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Economic Policy Symposium.

FIA. (2018). Central Clearing: Recommendations for CCP Risk Management. from: https://www.fia.org/sites/default/files/2020-03/Central%20Clearing%20Recommendations%20for%20CCP%20Risk%20Management%20%28November%202018%29.pdf (Last visit 19 May 2021)

FSB. (2010). Implementing OTC Derivatives Market Reforms. from: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_101025.pdf (Last visit 19 May 2021)

FSB. (2017). Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning. from: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050717-1.pdf (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165

FSB. (2019). CCP resilience, recovery and resolution: completing the journey towards resilient derivatives markets. from: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/S270219.pdf (Last visit 19 May 2021)

FSB. (2020). OTC Derivatives Market Reforms Note on implementation progress for 2020. from: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P251120.pdf (Last visit 19 May 2021)

G20. (2009). G20 Information Centre. from: http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html#system (Last visit 19 May 2021)

IOSCO. (2012). Requirements for Mandatory Clearing. from: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD374.pdf (Last visit 19 May 2021)

IOSCO. (2014). IOSCO Securities Markets Risk Outlook 2014-2015. from: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD453.pdf (Last visit 19 May 2021)

ISDA. (2019). Asia-Pacific Regulatory Profiles. from: https://www.isda.org/a/rzKME/APAC-Regulatory-Profiles-2019_Final.pdf (Last visit 19 May 2021)

ISDA. (2019). CCP Best Practices. from: https://www.isda.org/2019/01/24/ccp-best-practices/ (Last visit 19 May 2021)

DOI:10.6814/NCCU202101165