

## 美國 2010 金融改革法店頭衍生性商品集中結算之研究

### A Study on the Central Clearing of Over-the-Counter Derivatives under the U.S. Financial Reform Act 2010

鄭琇雲 Hsiu-Ying Cheng<sup>1</sup>

國立政治大學國際經營與貿易學系

Department of International Business, National Chengchi University

(Received: Nov. 3, 2011; First Revision: April 10, 2012; Accepted: May. 12, 2012)

#### 摘要

金融危機後，眾多戮力於店頭衍生性交易管制改革之國家中，美國係較早通過具體條文者。其所通過之「金融改革法案」以集中結算為原則，但非標準化衍生性商品、外匯換匯及遠期外匯等衍生性商品，以及最終使用者所從事之衍生性交易皆得以豁免集中結算之要求。本文探討這些例外規定設立之必要性，以及對於法案立法目的達成性之可能影響。本文雖不否定上述例外對維持市場功能之必要，但鑑於這些例外規定幾乎完全豁免了本次金融危機中引發問題的衍生性交易類型，而突顯了「金融改革法案」管制思維之矛盾：一方面強調需加強店頭市場衍生性交易的管制，另一方面卻又豁免此類商品。這在金融改革歷史上其實並不罕見，因為面對危機後強大的要求管制聲浪，政府常容易過度管制，而且因為欠缺足夠的理性討論空間，管制的方向也未必能對症下藥。

**關鍵詞：**店頭衍生性交易、集中結算、美國金融改革法

#### Abstract

After the financial crisis, among the countries making efforts to reform the regulatory regime for the over-the-counter derivatives, the U.S. is one of those passing substantive legislation early. The passed bill, the Dodd-Frank Act, in principle, requires all OTC derivatives to be cleared except non-standardized derivatives, foreign exchange swaps, foreign exchange forwards, and swaps of which the counterparty is an end-user. This article discusses the need for and the possible impact of the above exemptions on the objective fulfillment of the Act. This article does not negate the need for the financial market to continue to function. However, the exemptions exactly expose the fallacy of the Act's regulatory rationale because they almost free all the types of derivatives that caused the financial crisis. In other words,

---

<sup>1</sup> 國立政治大學國際經營與貿易學系, 11605 台北市文山區指南路二段 64 號. Email: 98351003@nccu.edu.tw. 電話: 886-2-29393091.

on the one hand, the Act emphasizes the need to tighten the regulation of the OTC derivatives, while on the other hand it exempts most of such derivatives from mandatory clearing. It is not uncommon in the history of financial regulatory reforms. The reason is because in response to the call and pressure for more regulation after financial crisis, a government tends to over-regulate and regulate in a way that cannot tackle the problem due to lack of sufficient room for rational discussion.

**Keywords:** OTC derivatives, central clearing, the Dodd-Frank Act

## 壹、前言

2007 年爆發之金融危機，雖係肇始於美國房地產泡沫化之次級房貸（subprime mortgage）問題，但透過店頭衍生性交易，使得區域性問題最終禍及全球金融市場。為了避免類似事件再度重演，國際間不僅就危機成因進行檢討，並試圖研擬可能之改革方向，如廿國集團（G-20）於 2009 年 9 月匹茲堡高峰會（the G-20 Pittsburgh Summit）上所發表之領袖聲明（Leaders' Statement）中，即具體提及所有「標準化（standardized）」之店頭衍生性商品最遲於 2012 年底前，必須透過交易所或電子交易平台（electronic trading platforms）進行交易，並透過「中央對手（central counterparty）」進行結算；未經集中結算之契約，則需遵守更高之資本要求；所有店頭市場衍生性交易皆須向交易資訊儲存中心（trade repositories）申報。<sup>2</sup>

在危機後的各改革國家中，較快出現明確規範架構和詳細條文者，為美國之「華爾街改革及消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，以下簡稱金融改革法）<sup>3</sup>」，該法將店頭市場衍生性交易納入法規範體系下，並要求所有標準化之衍生性商品須集中結算。儘管集中結算制度為此次改革重點所在，美國金融改革法中卻同時存在部分豁免規定，如若認為此次金融危機發生與蔓延之重要關鍵，為長久以來在未受規範之店頭市場中、利用高槓桿過度交易之型態，則要求店頭衍生性交易須全面集中交易、結算，似為最徹底根絕危機再度發生之手段。基於此觀點，美國金融改革法中之豁免規定，是否有其不得不然之存在原因，或僅是華爾街遊說團體和政黨妥協之結果？又這些例外規定之存在是否會削弱新制度對店頭市場之規範力道，而成為金融改革法中隱含

---

<sup>2</sup> Doron F. Ezickson, Prajakt Samant & Rashpaul Bahia (Dec. 2010), "EU Financial Reforms Impact on OTC Derivative and Commodities Market," PLC Magazine.

<sup>3</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203, 124 Stat. 1376 [hereinafter Dodd-Frank Act].

之漏洞？

基於上述背景，本文之研究當先分析店頭衍生性交易在此次金融危機中所曝露出之問題，其次了解金融改革法中針對上述問題之應對，並點出其中較主要之豁免規定。在確立集中結算為金融改革法核心後，則檢視集中結算本身之運作機制，包含其可用於解決店頭市場交易問題之特性，以及此制度運作上可能之限制。最後討論前述例外規定之存在是否有其特殊原因，以及例外之存在是否會成為漏洞。

美國金融改革法雖以店頭衍生性交易集中結算為核心，實乃包含相關主管機關權限之劃分、對各類市場參與者所課予之行為規範要求、以及對所涉機構之組織結構規範等等，觸及層面極廣，也皆與店頭市場交易風險能否有效管理息息相關，難以在有限篇幅全面涵蓋。又該金融改革法所授權主管機關制定之子法眾多，且尚在立法甚至起草過程中，因而該改革法內容迄未完全正式落實於交易實務，本文分析重點集中於 2011 年已公布之相關內容，合先敘明。

本文共分為六部分：第一部分包括研究背景與動機、研究方法與限制及研究架構。第二部分從美國國際集團（American International Group, Inc.，以下簡稱 AIG）事件切入，點出店頭市場交易在此次金融危機中所曝露之問題，並回顧美國過去曾經以集中結算制度規範店頭市場之相關背景。其次簡介金融改革法中與集中結算相關之重要規範內容。第三到五部分則針對較主要之集中結算豁免規定，區分為非標準化衍生性商品、外匯衍生性商品以及最終使用者三類，分別就法規內容與目前授權訂定之規定進行簡介，並就其是否會造成此金融改革法之漏洞進行評析。第六部分則綜合歸納以上內容提出結論。

## 貳、美國 2010 金融改革法之「集中結算」要求

衍生性金融商品具有避險、提高流動性以及提供額外市場資訊等功能<sup>4</sup>，但其高槓桿操作之特性，使得違約之數額可以遠超過當事人投入交易之資金，然卻不像在集中交易市場，可由財力雄厚之第三方（如結算所）居中承擔可能之違約風險；再加上店頭衍生性交易之條件及規模除當事人外難以得知（包括主管機關在內），儘管影響的層面可能因「衍生性」之設計而波及當事人以外之其他眾多對象，主管機關卻無法事先洞悉曝險的規模而加以管制，這些缺點正是店頭衍生性交易於此回金融危機中最為人所詬病之處。美國國會因而於金融改革法中訂出以「集中結算」做為店頭衍生性交易制度改革之方向，並指定美國商品期貨交易委員會（The Commodity Futures Trading Commission，以下簡稱 CFTC）及美國證券交易委員會（The Securities and Exchange Commission，以下簡稱 SEC）分別對於「交換契約（swap）」和「證券基礎之交換契約（security-based swap）」之集中結算擘畫細節<sup>5</sup>，以及其他完善風險管理之輔助措施，希望藉此降低違約風險。

### 一、立法背景

在金融改革法通過之前，店頭衍生性交易幾乎不受任何法律規範，使得衍生性金融商品發展所仰賴之金融創新未受到任何抑制，槓桿使用之比例也無限制，交易量因此不斷創新高。這樣大規模的市場所潛在之風險其實早已引起關注，在AIG事件發生前，即因知名避險基金之衍生性商品交易出現鉅額違約交割問題，

---

<sup>4</sup> Viral V. Acharya et al. (2010), "Derivatives: The Ultimate Financial Innovation," in Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System 233, 233-234 (Viral V. Acharya & Matthew Richard eds.).

<sup>5</sup> 在金融改革法中，針對交換契約和證券基礎之交換契約，分別訂有平行之類似規定，因此本文以下若未特別指明，即以交換契約通稱之。

而引發導入「集中結算」制度之呼聲，不過當時卻因業者反映管制將增加交易成本，會進一步弱化美國在全球高度競爭之金融市場中已略顯衰退之競爭力，於是在提振競爭力之「金融現代化」風潮中該呼聲暫未獲實現。此次金融危機規模之大被稱為百年難得一見，美國納稅人更為此付出慘痛代價，在短時間之內無法產出更有效之應對方案前，為了對選民有所交代，當年被擱置的「集中結算」倡議於是被美國國會端上檯面，且此番聲勢之強，無人敢逆其鋒，過去交易成本、避險效益考量今日亦僅能退而求其次，尋求立法之可能。

### （一）店頭衍生性交易與金融危機

店頭市場交易係由買賣雙方自行進行議價以達成交易，相對於透過交易所集中競價之標準化衍生性商品，其在交易標的、交易量、價格及契約期間等交易條件上較富有彈性，金融創新也較有空間。另一方面，由於交易是由買賣雙方自行協議進行，對非當事人而言資訊透明度低，且買賣雙方必須自行承擔交易對手違約之信用風險（credit risk），當所涉及之交易金額極大時，此種雙方結算（bilateral settlement）的交易模式會進一步因為連鎖反應，造成金融市場之系統性風險（systemic risk）。<sup>6</sup>例如此次金融危機中 AIG 瀕臨破產之事件，即與其透過店頭市場交易之信用違約交換契約（Credit Default Swap，以下簡稱 CDS）關係密切。

在金融危機前，AIG 是世界上最大之國際保險和金融服務提供機構，其之所以瀕臨破產危機，係導因於其倫敦子公司——AIG 金融產品公司（AIG Financial Product Corporation，以下簡稱 AIGFP）所從事之非傳統保險業務——信用違約交換。AIGFP 首次跨足衍生性商品交易領域時，所進行的是最簡單的利率交換契約（interest rate swap），直到 1998 年，與之業務往來密切之摩根大通公司（J.P. Morgan）向 AIGFP 提議銷售針對債務抵押證券（collateralized debt obligation,

---

<sup>6</sup> Gordon Rausser, William Balson & Reid Stevens (Sept. 18, 2009), "Centralized Clearing for Over-the-Counter Derivatives," available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1475351>.

CDO)之保險,亦即 AIGFP 保證,當債務人發生無法清償債務、信用評等降級或資產債務重組(restructuring)等信用事件(credit event)時,將對 CDS 之持有人進行賠付,而 CDS 之購買方僅需負擔少數權利金(premium)。由於 AIG 為一 AAA 信用等級之公司,因此其所提供之 CDS 廣受歡迎;又由於透過價值估計模型顯示違約風險極小,兼之不必對所售出之 CDS 提供擔保,使得出售此類產品可獲得之利潤極佳。截至 2008 年為止,AIG 所擁有之 CDS 部位名目價值高達 5,000 億美元,為 AIG 帶來 2.5 億美元之收入,AIG 也成為當時 CDS 市場上最大之交易者,而其中約有 578 億美元之契約與美國次級房貸相連結。<sup>7</sup>

當美國房市泡沫化延燒到債務抵押證券時,原本為 AIG 帶來可觀獲利之 CDS 開始遭受損失,雖然 AIG 再三強調實際賠付未發生,而僅是帳面上的損失。<sup>8</sup>當美國房貸市場崩潰時,由於大量貸款者無法清償貸款,AIG 作為 CDS 的賣方因此需要進行賠付;另一方面,依據契約條款,當 CDS 所連結之標的債券價值下降時,AIG 必須提供現金或其他擔保,因此即使是賠付義務尚未實際發生之契約,也因必須提出擔保而加重 AIG 之流動性危機。雪上加霜的是因為 AIGFP 之鉅額虧損,AIG 之信用評等被主要信用評等機構調降,為此 AIG 又必須增加其對上述契約所應提供之擔保額。惡性循環的結果,使得 AIG 之資金缺口愈來愈大,美國聯邦準備銀行(Federal Reserve Bank)最後不得不對之提供緊急貸款,以免因為 AIG 的破產連帶影響其他金融機構,甚而引發美國或甚至全球金融體系之系統性危機。<sup>9</sup>

CDS 為金融創新之產物,大多透過店頭市場進行交易,並未受到任何金融

---

<sup>7</sup> Laurent L. Jacque(2010), *Global Derivative Debacles: From Theory to Malpractice*, Chapter 16 AIG 275-280. Gretchen Morgenson (Sept. 27, 2008), "*Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk*," The New York Times, at <http://www.nytimes.com> (last visited June 5, 2011). Mark Pittman (Sept. 29, 2008), "*Goldman, Merrill Collect Billions after Fed's AIG Bailout Loans*," Bloomberg News, at <http://www.bloomberg.com> (last visited June 5, 2011).

<sup>8</sup> Gretchen Morgenson, *supra* note 7.

<sup>9</sup> Mark Pittman, *supra* note 7. Edmund L. Andrews, Michael J. de la Merced & Mary Williams Walsh (Sept. 17, 2008), "*Fed's \$85 Billion Loan Rescues Insurer*," The New York Times, at <http://www.nytimes.com> (last visited June 5, 2011).

管制。以上述從事 CDS 交易之 AIGFP 為例，由於其並非保險公司，故並不適用保險業所須遵循之嚴格資本要求與準備金規範；再加上 CDS 契約是否屬於應受 SEC 管制之「證券」向有疑義，故 SEC 亦未對發行 CDS 訂有任何特別之規範，因此 AIG 可大量發行該類契約，卻毋須負擔任何法規合致性成本。另一方面，像 AIG 這類高信用評等企業發行此種交換契約時，幾乎不須提供任何擔保，成本大幅降低；再加上公司內部對經濟發展趨勢看好，對違約風險之評估相對樂觀，竟因此未提撥相應之違約準備。當整體經濟情勢逆轉，房貸市場違約率快速攀升時，未提撥適當準備金之 AIG 完全無法因應接踵而來之巨額賠付請求，以及因自身信用評等調降而需面對之擔保品追繳壓力。換言之，原本不用提供擔保品之「無本生意」的利處，正是致使 AIG 此次深陷深淵之惡魔。

除了上述對於違約風險缺乏控管之問題外，店頭衍生性交易亦因其客製化之特性而使得交易者常將相關交易資訊視為商業機密，特別是當系爭衍生性商品為發行者之金融創新成果時，保密唯恐不及，焉有對外公開之理？再加上店頭市場交易無強制揭露之規範，因此外界向來難以一窺堂奧，遑論掌握相關交易之可能風險。這種資訊之不透明，不但使得在此次危機中救援 AIG 之美國主管機關一直無法確知真正之風險規模，而在美國國會備受質疑<sup>10</sup>，整個金融市場也因此在此事件中一直處於高度之不安，民眾對金融危機之恐慌更因猜疑而加劇。客製化之 CDS，儘管確保了商業機密，卻也杜絕了主管機關與市場及早發現問題之機會，更糟的是在危機發生後，亦僅能憑猜測採取應對措施。<sup>11</sup>

## （二）以集中結算為改革方向

---

<sup>10</sup> U.S. House of Representatives, Committee on Oversight and Government Reform, “*Public Disclosure as a Last Resort: How the Federal Reserve Fought to Cover up the Details of the AIG Counterparties Bailout from the American People*,” at <http://oversight.house.gov/images/stories/Reports/20100125aigstaffreportwithcover.pdf> (last visited June 7, 2011).

<sup>11</sup> See Michael Greenberger (June 30, 2010), “*The Role of Derivatives in the Financial Crisis*,” Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, at [http://www.michaelgreenberger.com/files/FCIC-Michael\\_Greenberger\\_Testimony.pdf](http://www.michaelgreenberger.com/files/FCIC-Michael_Greenberger_Testimony.pdf) (last visited May 15, 2011).



在此次金融危機中，當大量損失集中於店頭市場交易時，透過交易所交易和集中結算之衍生性商品則幾乎未受影響，因此出現以集中結算作為改革方向之呼聲，建議新的市場交易機制規劃中應建立結算所，以追蹤衍生性商品之交易，並落實每日計算擔保要求，使得擁有大量交易部位之市場參與者不會如 AIG 一樣，因為突然面臨鉅額資金需求而瀕臨破產危機。<sup>12</sup>集中結算之概念並非首見於此次金融危機後，早在 1990 年代末期，即有結算機構為店頭市場交易提供結算服務，以利締約者管理其信用風險。在美國立法史上也曾出現以集中結算管理店頭市場之意見，然最後仍因市場競爭考量而未能實現。

1998 年 9 月，長期資產管理公司（Long-Term Capital Management，以下簡稱 LTCM）因其大量店頭衍生性交易而瀕臨破產之事件，性質上與本次金融危機中 AIG 事件極為相似。LTCM 為當時美國最大之避險基金，擁有陣容堅強且背景雄厚之合夥人，以「市場中性（market neutral）」之投資策略進行套利，投資組合包括股票、債券及不動產抵押貸款證券（mortgage-backed securities）等衍生性商品，並以高槓桿操作提高獲利，績效遠超越其他避險基金。當 1998 年 7 月俄羅斯和其他新興市場國家之金融問題惡化，市場走向與 LTCM 之投資策略背道而馳時，LTCM 開始面臨鉅額虧損，並因而瀕臨破產。由於 LTCM 之交易對手及債權人中，包括許多世界性之大型金融機構，基於擔心 LTCM 之倒閉會對金融體系帶來系統性之影響，紐約聯邦準備銀行（New York Federal Reserve）於是召集了多家金融機構提供援助，使 LTCM 可免於破產危機。<sup>13</sup>

LTCM 事件使得金融業者本身以及主管機關，開始關切金融投資機構可能為金融市場帶來之風險<sup>14</sup>，普遍認為 CFTC、SEC 及美國財政部（Department of the Treasury）應對店頭市場交易擁有更多之管理權力，包括要求交易者提供信用風

---

<sup>12</sup> Gretchen Morgenson, *supra* note 7. Viral V. Acharya et al., “Centralized Clearing for Credit Derivatives,” *supra* note 4.

<sup>13</sup> Laurent L. Jacque, Chapter 15 245-273, *supra* note 7.

<sup>14</sup> See Michael Greenberger, “The Role of Derivatives in the Financial Crisis,” *supra* note 11.

險資訊、保存交易紀錄、申報交易部位資料等<sup>15</sup>；同時也開始注意以集中結算方式改善店頭市場交易之可能性，市場上亦有結算所開始為某些店頭衍生性交易提供結算服務。<sup>16</sup>然由於集中結算制度會提高交易成本，而遭受投資銀行之反對，彼等主張當時市場上淨額結算（netting）及擔保要求等措施，已能有效管理信用風險；事實上，不適用集中結算亦有利於投資銀行之獲利幅度，因為彼等挾其較佳之信用評等，可因低擔保品需求而享有競爭優勢。<sup>17</sup>基於上述競爭力之考量，總統金融市場工作小組（President's Working Group on Financial Markets）建議美國國會將店頭衍生性交易排除於商品交易法（Commodity Exchange Act）之規範外，不僅將有助於美國衍生性商品市場對外國投資者之吸引力，亦可避免本國人為了規避相關法規範而移往海外進行交易。<sup>18</sup>後續之「2000年商品期貨現代化法案（Commodity Futures Modernization Act of 2000）」將多種衍生性金融商品排除於CFTC與SEC之管轄外，正是基於競爭壓力之考量。<sup>19</sup>

2000年商品期貨現代化法案對衍生性商品管理之鬆綁，使得店頭衍生性交易更蓬勃地發展<sup>20</sup>，逐年大幅度攀升之交易量使主管機關不得不開始關注店頭市場此一未受規範之交易可能隱含之問題。早於金融危機發生前兩年，時任紐約聯邦準備銀行總裁之Timothy Geithner即曾召集14家大型銀行代表，表達對此之關切，同時要求銀行成立結算所，以處理金額龐大之複雜衍生性商品交易問題。

<sup>21</sup>然而相關之舉措未來得及阻擋此次洪流之潰堤，不過也正因此次規模更大之金

<sup>15</sup> Report of the President's Working Group on Financial Markets(April, 1999), "*Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*," 39-40, at <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf> (last visited June 9, 2011).

<sup>16</sup> Adam W. Glass, "*The Regulatory Drive towards Central Counterparty Clearing of OTC Credit Derivatives and the Necessary Limits on This*," *Capital Markets Law Journal*, Vol. 2, No. S1 79, 81.

<sup>17</sup> Anupam Chander & Randall Costa (Winter 2010), "*International Law and the Economic Crisis: Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence*," 10 *Chicago Journal of International Law* 639, 659-661.

<sup>18</sup> *Id.* at 659.

<sup>19</sup> Philip McBride Johnson, Thomas Lee Hazen (2004), *Derivatives Regulation*, 22-23.

<sup>20</sup> 依 BIS 之統計，店頭市場交易之衍生性商品未平倉部位，其名目金額自 1998 年底到 2005 年底為止，以每年 20% 之速度成長。BIS, Committee on Payment and Settlement Systems (Mar. 2007), "*New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives*," at 8.

<sup>21</sup> Yalman Onaran & Michael McKee (Feb. 25, 2009), "*In Geithner We Trust Eludes Treasury as Markets Fails to Recover*," Bloomberg, at <http://www.bloomberg.com> (last visited June 6, 2011).

融危機，方使得集中結算機制重新回到舞台中央。過去持反對意見之金融業界，此回也不得不低頭承認加強規範之必要<sup>22</sup>，個別交易商也開始採取較積極之動作，例如將店頭市場交易移往結算所等。<sup>23</sup>

自 2008 年末起，美國陸續出爐之立法草案，皆以「集中結算制度」為改革現行店頭衍生性交易問題的核心。<sup>24</sup>2009 年 6 月 17 日，美國歐巴馬（Barney Obama）總統發表金融管制改革白皮書（White Paper）<sup>25</sup>，其中關於店頭衍生性交易部分，訂出提升交易資訊透明度、有效控管可能之系統性風險的目標，要求標準化衍生性商品必須集中交易並集中結算，而所有店頭衍生性交易皆應受到交易資訊紀錄和申報之管制<sup>26</sup>；其後於 2009 年 8 月 11 日，財政部向國會提出之改革法案，以及參、眾議院陸續提出之法案版本，也大致依據上述白皮書之規劃，維持以集中結算為核心之改革方向。

## 二、金融改革法對店頭衍生性交易之規範

金融改革法作為美國對此次金融危機之回應，亦為自 1930 年以來美國對金融監理體系所進行之最大幅度修法<sup>27</sup>，不僅將店頭衍生性交易納入規範，更進一步要求以「集中結算」為原則。在金融改革法中，關於店頭衍生性交易之主要規範乃訂於第七章：「華爾街透明化與責任法案（Title VII—Wall Street Transparency and Accountability）」。<sup>28</sup>儘管本法是以集中結算為規範重心，然依金融改革法之設計，須由具管轄權之主管機關決定何類店頭衍生性交易須集中結算，唯若經認定可例外不須集中結算之衍生性商品，締約雙方仍可自行決定是否要進行集中結

<sup>22</sup> Michael Greenberger, "The Role of Derivatives in the Financial Crisis," note 64, *supra* note 11.

<sup>23</sup> Adam W. Glass, *supra* note 16, at S85.

<sup>24</sup> Anupam Chander & Randall Costa, *supra* note 17, at 664-666.

<sup>25</sup> The White House (June 17, 2009), "Remarks by the President on 21<sup>st</sup> Century Financial Regulatory Reform," at <http://www.whitehouse.gov> (last visited Apr. 8, 2011).

<sup>26</sup> "The Obama Administration's White Paper on Financial Regulatory Reform," June 17, 2009, at <http://media.washingtonpost.com> (last visited June 9, 2011).

<sup>27</sup> Damian Paletta & Aaron Lucchetti (July 16, 2010), "Law Remakes U.S. Financial Landscape," The Wall Street Journal, at <http://online.wsj.com> (last visited June 9, 2011).

算。<sup>28</sup>對於未經集中結算者，金融改革法也設置了其他監督機制，包括保證金要求、資本要求、交易資訊申報等，希望透過此架構對店頭衍生性交易施以全面之規範。

### （一）標準化衍生性商品之「集中結算」要求

將店頭衍生性交易推向集中結算雖為美國此次制度改革重心，但最後通過之金融改革法，並未要求「所有」店頭交易衍生性商品皆需集中結算，原則上僅限於「標準化」之交換契約。<sup>29</sup>至於是否符合「標準化」之要件，則由 CFTC 與 SEC 分別針對其擁有專屬管轄權之契約類型進行認定，當符合所列之判斷標準時，該衍生性商品即必須進行集中結算，並須透過交易所或其他交換契約執行設施（swap execution facility）進行集中交易。<sup>30</sup>

此次金融改革法對於 CFTC 與 SEC 對交換契約之管轄權劃分，原則上維持於 1981 年達成之協議（Shad-Johnson Accord）<sup>31</sup>，以交換契約所連結之標的資產種類做區分：SEC 對於以證券為連結標的之交換契約有專屬管轄權，CFTC 則對證券基礎外之其他交換契約具有專屬管轄權<sup>32</sup>，至於兼備兩者性質之混合型交換契約（mixed swap），則由兩主管機關共同管理。<sup>33</sup>除交換契約本身外，交換契約

---

<sup>28</sup> Dodd-Frank Act, §723(a)(7)(B): "OPTION TO CLEAR-The application of the clearing exception in subparagraph (A) is solely at the discretion of the counterparty to the swap that meets the conditions of clauses (i) through (iii) of subparagraph (A)." 於 Dodd-Frank Act, §763(a)中針對證券基礎衍生性商品有同樣規定。

<sup>29</sup> Dodd-Frank Act, §723(a)(3): "... (A) STANDARD FOR CLEARING.—It shall be unlawful for any person to engage in a swap unless that person submits such swap for clearing to a derivatives clearing organization that is registered under this Act or a derivatives clearing organization that is exempt from registration under this Act if the swap is required to be cleared." Dodd-Frank Act, §763(a).

<sup>30</sup> Dodd-Frank Act, §§723(a)(8), 763(a).

<sup>31</sup> CFTC 擁有對衍生性商品之專屬管轄權，不過與證券相關之產品，如證券選擇權、股價指數選擇權等契約之管轄權則歸 SEC 所有，至於廣基股價指數（broad-based index）期貨及此類期貨選擇權，仍由 CFTC 管轄，但 SEC 擁有否決權。Philip McBride Johnson, Thomas Lee Hazen, *supra* note 19, at 968-970.

<sup>32</sup> Dodd-Frank Act, §712(a)(b).

<sup>33</sup> Dodd-Frank Act, §712(a)(8).

交易商（swap dealers）和主要交換契約參與者（major swap participant）等市場參與者，以及提供交易平台之機構和交易資訊儲存中心等相關組織亦在管轄範圍。<sup>34</sup>

關於店頭交易衍生性商品標準化與否之認定，除由 CFTC 和 SEC 主動進行調查外，亦可由結算機構將其預計結算之契約類型，向主管之委員會提交認定之申請。<sup>35</sup>無論認定程序係由主管機關或結算機構主動發起，皆須保留一定期間徵詢公眾意見<sup>36</sup>，必要時主管機關亦能依職權或依申請，在覆審（review）完該交換契約或結算契約內容前暫停集中結算（stay of clearing requirement）。<sup>37</sup>另一方面，考量到結算機構本身之風險管理能力，儘管某類契約被認定必須集中結算，若無任何結算機構願意提供結算服務，主管機關亦無權強制結算機構進行結算，唯必要時可對此類契約之交易者施加保證金或資本要求<sup>38</sup>，以同時兼顧結算機構和交易對手雙方降低風險之需求。

依金融改革法之規定，主管機關須就上述標準化和結算機構是否適於提供服務之認定和程序進行修法或訂定子法<sup>39</sup>，CFTC 亦已提出商品交易法第 39 節之修正內容。<sup>40</sup>關於特定結算機構是否適於提供結算服務，依 CFTC 目前提案內容，原則上對於目前已經進行結算之契約類型推定該結算機構為適格；對於目前尚未結算者，則該結算機構必須提出書面申請，說明其財務資源及對該類衍生性商品交易之風險管理能力。<sup>41</sup>

對於交換契約如何才足稱「標準化」而必須集中結算，金融改革法中並未明

---

<sup>34</sup> Dodd-Frank Act, §712.

<sup>35</sup> Dodd-Frank Act, §§723(a)(2), 763(a).

<sup>36</sup> Dodd-Frank Act, §§723(a)(2)(C), 763(a).

<sup>37</sup> Dodd-Frank Act, §§723(a)(3), 763(a).

<sup>38</sup> Dodd-Frank Act, §§723(a)(4)(C), 763(a).

<sup>39</sup> Dodd-Frank Act, §§723(a)(3), 763(a).

<sup>40</sup> CFTC (July 26, 2011), "Process for Review of Swaps for Mandatory Clearing," Federal Register, Vol.76, No.143, 44464-44475, .

<sup>41</sup> *Id.*

確規定，而是授權予 CFTC 與 SEC 個案判斷，但在條文中明定五項判斷時必須納入考量之標準<sup>42</sup>：(1) 未平倉之名目曝險 (notional exposure)、交易流動性和適當價格資料；(2) 從規範架構、結算能力、進行結算之專業和資源、以及信用加強等方面考量結算某類交換契約之可能性；(3) 從該契約之市場規模以及可提供結算之結算機構資源等，考量對減少系統性風險之影響；(4) 將結算相關費用納入考量後，對競爭之影響；(5) 當有相關結算機構或其結算會員破產時，關於對客戶和交易對手部位之處置、基金和財產之法律安定性。在 CFTC 目前提出之相關草案中，已針對六類 CDS 和利率交換契約 (Interest Rate Swap) 做出須強制集中結算之判斷<sup>43</sup>。

對於上述以「標準化」做為是否須集中結算之認定基礎，有學者指出僅以此為判斷依據不夠完整，為了兼顧結算機構本身之風險管理，建議應將衍生性商品之複雜程度、流動性、所具有之不同風險特性等因素也納入考量。<sup>44</sup>國際交換暨衍生性商品協會 (International Swaps and Derivatives Association, 以下簡稱 ISDA) 在立法過程中，亦曾於公聽會上提及相似論點。<sup>45</sup>最後通過的金融改革法，雖然仍維持集中結算之基本規範架構，但主管機關不能硬性要求結算機構提供結算服務；同時在明列之「標準化」認定時的五項判斷要素中，亦納入結算機構風險管

---

<sup>42</sup> Dodd-Frank Act, §723(a)(2): “..... In reviewing a swap, group of swaps, or class of swaps..... the Commission shall take into account the following factors: (I) The existence of significant outstanding notional exposures, trading liquidity, and adequate pricing data. (II) The availability of rule framework, capacity, operational expertise and resources, and credit support infrastructure to clear the contract on terms that are consistent with the material terms and trading conventions on which the contract is then traded. (III) The effect on the mitigation of systemic risk, taking into account the size of the market for such contract and the resources of the derivatives clearing organization available to clear the contract. (IV) The effect on competition, including appropriate fees and charges applied to clearing. (V) The existence of reasonable legal certainty in the event of the insolvency of the relevant derivatives clearing organization or 1 or more of its clearing members with regard to the treatment of customer and swap counterparty positions, funds, and property.” Dodd-Frank Act, §763(a).

<sup>43</sup> CFTC (Aug. 8, 2012), “*Clearing Requirement Determination under Section 2(h) of the CEA*,” Federal Register, Vol.77, No.152, 47170-47222.

<sup>44</sup> Craig Pirrong (May, 2011), “*The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*,” ISDA Discussion Papers Series, No. 1.

<sup>45</sup> Prepared Statement of Robert G. Pickel, Executive Director and CEO, International Swaps and Derivatives Association, Hearing to Review Proposed Legislation by the U.S. Department of the Treasury Regarding the Regulation of Over-the-Counter Derivatives Markets, Sept. 17, 22, 2009, Serial No. 111-29.

理之考量，或可認為是對上述呼籲之回應。

## （二）其他

為了促進市場資訊之透明化和衍生性商品交易價格發現（price discovery）的功能，除集中結算外，金融改革法亦訂有完善的交易資訊申報和儲存規定。不論交換契約是否須經集中結算，亦不論交易相對人是否為金融機構，均須向交換契約資訊儲存中心（Swap Data Repository，以下簡稱 SDR）申報，若無任何 SDR 願意接受的話，則須逕向適當主管機關申報。<sup>46</sup>當該契約屬毋須集中結算者，申報義務由交易商承擔；若契約之一方為主要市場參與者，但另一方既非交易商亦非主要市場參與者，則由該主要市場參與者負責申報；若雙方皆為或皆非為交易商或主要市場參與者，則由交易雙方自行決定申報義務人。<sup>47</sup>

金融改革法要求主管機關在現行科技可行的情況下，凡經認定應強制集中結算、應申報交易資訊、或雖經豁免但仍透過集中結算之店頭衍生性交易，應於交易完成後「即時公開（real-time public reporting）」相關資訊，如價格和數量等。<sup>48</sup>然主管機關在制定相關規定時，須考量對眾公開是否會嚴重影響市場之流動性，如須注意公開的資訊不會暴露交易者身分，以維持店頭市場交易和集中結算匿名之特性；明定個別契約類型下「大宗交易（block trade）」之標準，以及大宗交易可延遲公開之適當時間，以免因此資訊之公開時機影響市場正常運作。<sup>49</sup>

金融改革法對毋須經集中結算之交換契約亦設有財務上之防衛機制，以降低違約之風險。CFTC 與 SEC 除了對於交換契約之交易商以及主要參與者依法案規定應訂有資本要求外，亦須定出交易交換契約所需之保證金水平。<sup>50</sup>法案中對於保證金之設置，強調不應訂有特定之數額，該保證金之設置目的僅在確保結算機

<sup>46</sup> Dodd-Frank Act, §§728, 729, 766.

<sup>47</sup> Dodd-Frank Act, §§729, 766(a).

<sup>48</sup> Dodd-Frank Act, §727.

<sup>49</sup> *Id.*

<sup>50</sup> Dodd-Frank Act, §§736, 763.

構之財務健全，且就因未集中結算而產生之風險而言，應適足以確保交易者安然無恙（safety and soundness）。<sup>51</sup>

在財務上之防衛機制外，金融改革法亦要求主管機關應設有交易部位之限制。此部位限制主要係針對前述對價格發現功能影響較重大之交易商和主要市場參與者，在排除純粹避險之部位（bona fide hedge positions）後，對於個別交易者在特定市場所能持有之契約部位設下限制，但保留主管機關可例外排除特定市場參與者或產品可不受部位限制之裁量空間。<sup>52</sup>對於此限制，金融改革法特別強調，主管機關應設法藉此降低過度投機、預防市場被扭曲或操縱，同時確保純粹避險者所需的市場流動性以及價格發現功能<sup>53</sup>；關於何謂本規定中所指稱之「純粹避險」，係指作為現貨市場交易之替代、一般企業用以降低或管理風險、因應資產或負債等潛在價值之改變、及符合前述情況之交換契約部位之風險等，須由主管機關進一步定義。<sup>54</sup>

由於集中結算可能會提高交易成本，對於仰賴衍生性商品進行避險之企業而言，無異額外增加避險成本，衍生性商品所提供之經濟效益也因而受到影響。因此，在立法過程中，「集中結算」之方向雖未曾受到動搖，但持續有業者遊說限制集中結算適用之範圍，特別是於此次金融危機中並未賈禍之產業——非華爾街

---

<sup>51</sup> *Id.*

<sup>52</sup> Dodd-Frank Act, §§737, 763.

<sup>53</sup> *Id.*

<sup>54</sup> Dodd-Frank Act, §737(c): “BONA FIDE HEDGING TRANSACTION.....the Commission shall define what constitutes a bona fide hedging transaction or position as a transaction or position that—  
(A)(i) represents a substitute for transactions made or to be made or positions taken or to be taken at a later time in a physical marketing channel;

(ii) is economically appropriate to the reduction of risks in the conduct and management of a commercial enterprise; and

(iii) arises from the potential change in the value of—

(I) assets that a person owns, produces, manufactures, processes, or merchandises or anticipates owning, producing, manufacturing, processing, or merchandising;

(II) liabilities that a person owns or anticipates incurring; or

(III) services that a person provides, purchases, or anticipates providing or purchasing; or

(B) reduces risks attendant to a position resulting from a swap that—

(i) was executed opposite a counterparty for which the transaction would qualify as a bona fide hedging transaction pursuant to subparagraph (A); or

(ii) meets the requirements of subparagraph (A).”



業者，積極要求「集中結算」應有豁免條款。最後金融改革法也以衍生性商品之類型和市場參與者之身分做為區分，分別創設：非標準化衍生性商品和外匯相關衍生性商品免於集中結算之例外，以及非金融機構之最終使用者免於集中結算之例外。

### 參、非標準化衍生性商品

集中結算雖然有助於改善店頭市場交易違約問題，但因集中結算無法允許過度客製化之產品而有其限制，再加上負責集中結算的第三方須承擔可能之違約風險，須將結算機構提供結算服務之意願納入考量，因此金融改革法「集中結算」要求僅限於標準化之衍生性商品。此種非全面性集中結算之規定方式，在兼顧市場參與者和結算機構雙方避險需求的同時，卻可能成為規避法案規定之漏洞。

#### 一、集中結算機制

衍生性金融交易之風險通常有三：市場風險<sup>55</sup>、信用風險以及系統風險<sup>56</sup>，其中所謂信用風險係指交易之一造無法履行其契約義務之風險。衍生性金融交易若於締約後由第三者——即所謂的「中央對手（central counterparty, CCP）」<sup>57</sup>介於兩造之間，以確保契約之履行，自可大幅降低上述違約之信用風險。事實上凡

---

<sup>55</sup> 指持有部位因市場價格（例如股價、利率、匯率及期貨價格等）波動，而使該部位無法達到原預期獲利水準之風險。

<sup>56</sup> 指單一金融業者之經營失敗、市場崩盤或結算系統出問題，而引發金融機構接二連三發生經營失敗之「疊牌效應（Domino Effect）」的現象，當發生系統風險時，將使投資人對市場產生「信心危機（Crisis of Confidence）」，導致市場極度缺乏流動性之情況。有認為系統風險為市場風險之特例，亦即通常伴隨市場劇烈波動的情況下發生。

<sup>57</sup> 國內亦有譯為「集中（交易/結算）對手」或「集中交易人」者，可能是受到「集保公司」名稱影響。鑑於 CCP 之概念為由第三者介入締約雙方「中間」，透過契約變更（novation）的概念使買賣雙方對此第三者進行履約，故本文認為譯為「中央對手」為宜。

透過交易所進行之衍生性金融交易皆採此種集中結算之機制，是以縱有單一締約方違約，也可因中央對手居中承擔風險，而避免其他交易對手遭受損失，市場的穩定性也因此得以確保。儘管集中結算有上述降低風險之優點，但因其原則上僅適用於標準化、具流動性之衍生性商品類型，故無法全面普及於店頭市場交易。

### （一）集中結算機制之運作

集中結算機制利用契約變更（novation）方式使中央對手取代原來締約之雙方，換言之，原買、賣方轉而向該中央對手履約，而該中央對手也對原來之買、賣方分別履行契約中之交割義務。<sup>58</sup>這樣的機制使買賣雙方原本必須擔心對手違約的信用風險，改由中央對手承擔而消弭，也使與信用風險間接相關之「系統性風險」得以大幅降低。固然中央對手得以賺取一定之服務費用（結算手續費），但相對於風險可能帶來的龐大損失實不成比例，因此集中結算之可能，必得中央對手發展出一套得以控制上述風險之機制，使所承擔之風險在其容忍之程度內，這一套機制包括下列三者：（一）結算保證金之收取、（二）強制平倉之可能、以及（三）本身準備金的充實。

鑑於衍生性契約之遠期性質以及高槓桿性，若待契約到期始計算損益，則損益之金額可能已十分龐大，尤其是在行情有巨幅波動時，屆時遭受損失之一方很可能已無力負擔而使違約之可能性大增，如於上一章提及之 AIGFP 所交易之 CDS 即為一例。針對這種風險，中央對手若可以在締約之初先向買賣雙方收取一定之擔保品，且價值可以涵蓋是類衍生性交易每日價格波動之一定比例（如百分之九十九）；同時於市場價格之波動導致任一方的未平倉部位價值低於其原始價值時，即向該造追繳擔保品；且於該造未於時限內補足擔保品時，中央對手有

---

<sup>58</sup> Michael Sackheim et al. (Aug. 2010), "Knocking on the Clearinghouse Door A Lawyer's Introduction to Cleared OTC Derivatives," 30 Futures & Derivatives Law Report, No. 7.

權逕行處分該造所擁有之未平倉部位，以避免損失因市場波動而繼續擴大，則中央對手之可能損失應可以降到最小。<sup>59</sup>

目前的實務做法為中央對手（如結算所）會向締約雙方先行收取一筆「原始保證金（initial margin）」，該筆保證金設定之水平須足以涵蓋最極端之價格變化，但又不致高到買賣雙方皆不願使用集中結算；接著，在契約未到期前的契約存續期間，中央對手則透過「每日洗價（mark-to-market）」的方式，將締約雙方持有之未平倉部位與當日市價進行比較，以便得出未平倉部位當日之潛在損益，並向當日持有部位貶值之一造追繳「變動保證金（variation margin）」，一旦該造未於翌日前如期繳納，中央對手為避免該部位損失持續擴大，會將該未平倉部位「強制平倉」。

「強制平倉」得以避免損失擴大之前提，在於中央對手可以在市場上快速地覓得願意承接該部位的交易對手，要達到此目的，該衍生性商品即不可能過度客製化（customized）以具備充分流動性，否則中央對手為了履行對另一造之契約義務，卻又無法覓得對手承接「強制平倉」部位的情形下，勢必得自行吸收所有損失。即令事後仍可以依照原來契約之約定，向違約之一造進行民事之追償，若除了該造原先所提供之擔保品外無法再發現其他資產，則中央對手即使於民事求償訴訟中勝訴，由於敗訴方並無更多資產可供強制執行，中央對手之勝訴判決也因而無任何經濟實益，換言之，最後中央對手仍不免損失。

為因應「結算保證金」、「強制平倉」仍無法吸納之極端損失，中央對手通常提列有準備金（Guaranty Funds），以便能有足夠財務資源使其能及時履行中央對手之義務，而不致使未違約之契約對造遭受損失。當「準備金」亦不足時，有的中央對手甚至會借助與其事先訂有相互支援安排的對象，以取得履約所需之融

---

<sup>59</sup> Raymond Knott & Alastair Mills (Dec. 2002), "Modeling Risk in Central Counterparty Clearing Houses: A Review," Financial Stability Review.

資，如某些結算所即訂有於結算所現有資源用罄時，結算會員必須共同分攤損失之機制。<sup>60</sup>

## （二）集中結算機制之限制

現在市場上雖已有許多結算所為店頭衍生性交易提供結算服務，例如紐約商品交易所（New York Mercantile Exchange）及美國州際交易所（InterContinental Exchange）為能源類衍生性商品提供結算服務；其他如利率（interest rate）、股票（equity）、外匯和新近信用（credit）類之衍生性商品也有結算所提供集中結算服務。<sup>61</sup>然因集中結算之前提為須有一定程度之「標準化（standardization）」和流動性等條件，導致非所有店頭衍生性交易皆適用集中結算。

其中「標準化」此一要求即與店頭衍生性商品多具備「客製化」之特性有所扞格，也是集中結算制度在店頭市場交易利用不夠廣泛的重要原因。以目前主要透過集中結算之期貨契約為例，至少在契約單位（contract size）、到期月份（contract month）和契約期間（contract duration）等項目上皆有標準化<sup>62</sup>；相反地，店頭衍生性交易不論在契約數量、契約存續期間甚至交割地點，利用財務工程之設計，皆可配合個別企業之不同需求，也因此出現結構甚為複雜之衍生性商品，例如 CDS 所連結之標的可能同時包含數種不同貸款之債權擔保憑證。客製化之結果，使得店頭衍生性交易之契約，其存續期間可能長達數年，有些契約甚至需要定期結算並在契約存續期間進行多次交割（如交換契約），加上給付金額之計算非單純線性（non-linear）等特性，均提高了中央對手履約之困難度。<sup>63</sup>即

---

<sup>60</sup> See BIS, Committee on Payment and Settlement Systems, *supra* note 20; Craig Pirrong, "The Economics of Central Clearing: Theory and Practice," *supra* note 44.

<sup>61</sup> SEC Action Allows Central Counterparty for Credit Default Swaps, Wolters Kluwer Law & Business, Dec. 24, 2008, at <http://financialreform.wolterskluwerlb.com> (last visited July 16, 2011).

<sup>62</sup> 許誠洲著，衍生性金融商品理論與實務，金融研訓院，台北民國九十九年一月。

<sup>63</sup> Adam W. Glass, *supra* note 16, at 95.

令拜風險管理技術進步之賜，部分較複雜之店頭交易衍生性商品亦可集中結算，但仍需轉換為中央對手可管理風險之標準化契約<sup>64</sup>。

當店頭衍生性交易之契約是為特定需求而量身打造，即可能降低在市場上之流通可能性。流動性過低之衍生性商品，不僅會因強制平倉之困難而降低中央對手之結算意願，亦使得結算該項衍生性商品之成本過高，或是風險難以正確衡量。從中央對手風險管理之角度來看，衍生性商品本身之複雜性提升了正確評估契約價值之難度，而低流動性則導致難以取得充份之市場價格資訊，結果不僅使得中央對手無法準確評估可能的風險以收取相應之保證金，甚至可能使得中央對手所採取的其他避險措施無法發揮預期之效果，凡此皆降低中央對手之結算意願。<sup>65</sup>又由於集中結算程序須耗費相當之成本，中央對手須建立標準化契約條款、決定保證金之計算公式、並維持保證金之結算系統，因為每日或更頻繁之洗價程序甚為繁雜，因此若非高流動性之契約類型，則每契約所分攤之單位結算成本將十分驚人<sup>66</sup>，因而大幅降低交易者將低流動性契約付諸集中結算之意願。

中央對手為控制自身風險所採取的保證金機制，某程度上也影響了集中結算之意願。對在市場正常狀況下容易融資之大型金融機構而言，中央對手透過每日洗價所要求之變動保證金或許負擔不算高，尚有助於降低金融危機中之流動性衝擊（liquidity shock）。<sup>67</sup>但對於其他市場參與者而言，尤其是一般企業大多透過短期融資支應相關之保證金或擔保需求，每日洗價所造成之保證金流動可能影響內部財務之現金管理，甚至壓縮其他短期融資需求。<sup>68</sup>再者，中央對手可能因保守而高估衍生性商品之違約風險，以致收取相對偏高之保證金，這會使得資訊相

---

<sup>64</sup> CME, "Cleared OTC Credit Default Swaps," at <http://www.cmegroup.com> (last visited Feb. 27, 2012).

<sup>65</sup> BIS, Committee on Payment and Settlement Systems, *supra* note 20; Craig Pirrong, *supra* note 44.

<sup>66</sup> Darrell Duffie, "How Should We Regulate Derivatives Markets?" PEW, at <http://www.pewfr.org> (last visited July 3, 2011).

<sup>67</sup> Christopher L. Culp (2010), "OTC-Cleared Derivatives: Benefits, Costs, and Implications of the 'Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act'," *Journal of Applied Finance*, Issue 2.

<sup>68</sup> *Id.*

對豐富之交易對手不願透過中央對手進行結算。<sup>69</sup>例如已建立有良好風險評估和監管機制之金融機構，因為交易對手多為與其有持續往來關係者，信用狀況已為其所充份掌握或監督，因此相對於伴隨之保證金與結算費用，其利用中央對手服務所能帶來的附加價值就偏低。<sup>70</sup>遑論原本資金就充足且信用評等良好之企業，原本幾乎不需提供任何擔保即可從事衍生性商品交易，如 AIGFP 從事信用違約交換交易時，即因 AIG 之高信用評等而毋須在締約時提供任何擔保，利用集中結算機制反而提高了其交易成本、壓縮了其原可從事交易之空間。

集中結算制度作為改善店頭市場交易之方法有其侷限，無法普遍適用於所有店頭交易衍生性商品；再加上集中結算提高相關交易成本，也相對影響企業個別之避險需求。這些問題皆為美國金融改革法立法過程中之重要爭議，法案也因此於最後排除某些衍生性商品，以及某些為避險而利用衍生性交易之市場參與者免於強制集中結算之要求。

## 二、例外之評估

由於適用集中結算制度之衍生性商品有其限制，若強制所有衍生性商品皆須集中結算，等於排除其他無法集中結算之衍生性商品交易之可能，雖然結果可以大幅提升風險管理之效能，卻無異於扼殺利用這些非標準化商品避險之機會。相對地，若是允許某些衍生性商品可不經集中結算，避險之需求雖可受到充分尊重，但也隱含規避集中結算之可能漏洞，而影響法案原所欲追求之交易安全目標。金融改革法最後所採取的是一種開放性立法，僅管允許非標準化衍生性商品免於集中結算，但衍生性商品「標準化」與否卻是授權主管機關考量相關風險後判定之。

---

<sup>69</sup> Craig Pirrong, *supra* note 44.

<sup>70</sup> Christopher L. Culp, *supra* note 67.

### （一）非標準化衍生性商品存在之必要

如前所述，美國此次金融改革早在立法之初即已對店頭市場交易訂出「集中結算」之改革方向，不僅總統金融市場工作小組建議所有標準化之衍生性商品集中結算，並由主管機關加諸相關之擔保和風險管理規範；後續財政部之立法草案提案（Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009）亦要求所有標準化衍生性商品集中結算，並鼓勵衍生性商品朝標準化方向發展。<sup>71</sup>眾議院農業委員會主席 Blanche Lincoln 甚至曾一度提案要求絕大多數店頭衍生性交易改透過交易所進行，因為交易所交易之衍生性商品不僅須集中結算且必然為標準化，因此 Lincoln 之提案可謂最極端之方式，不僅促成集中結算，也大幅消弭非標準化衍生性商品存在之空間。<sup>72</sup>

相對於上述立法提案，業界雖然普遍認同店頭市場交易應受更多之監督，但也希望保留客製化衍生性商品之交易空間。<sup>73</sup>持此立場者著眼點在於擔心店頭交易市場彈性若過份受限，將導致一般企業無法以合乎個別需求之方式進行避險，或是必須付出較高之避險成本而影響獲利，甚或被迫移往其他規範較寬鬆之海外市場以求降低避險成本，進而影響美國衍生性商品之市場競爭力。<sup>74</sup>金融業者並進一步解釋，即使不透過集中結算之方法，也能有效達到政府欲管制店頭衍生性交易之目標，例如美國金融服務論壇（Financial Services Roundtable）於公聽會中表示，透過交易資訊之申報和儲存等方式，亦能使政府掌握店頭市場交易資訊<sup>75</sup>；世界主要衍生性商品交易商於 2009 年 6 月提交建議予金融監管機關之信件

<sup>71</sup> *Id.* Prepared Statement of Hon. Timothy F. Geithner, Secretary, U.S. Department of the Treasury, Washington, D.C.

<sup>72</sup> John Bresnahan & Carrie Budoff Brown (Apr. 13, 2010), "Lincoln Wall Street Bill Tacks Left," Politico, at <http://www.politico.com> (last visited June 28, 2010).

<sup>73</sup> Peter H. Stone (Sept. 24, 2009), "Derivatives Fight Widens," National Journal Magazine.

<sup>74</sup> PwC (July 2009), "OTC Derivatives: Should All Customized Derivatives Be Standardized?" at <http://www.pwc.com> (last visited July 3, 2011).

<sup>75</sup> Testimony of the Honorable Steve Bartlett President and Chief Executive Officer of the Financial

中，亦提及協助主管機關監督交易活動之可能。<sup>76</sup>

金融業以外之其他產業，同樣反對將所有衍生性商品皆納入強制集中結算，呼籲政府在加強管制之同時應考量到產業需求。根據 ISDA 之統計資料，現有超過 90% 以上之五百大企業（Fortune 500）及半數以上之美國中小企業，利用店頭衍生性交易以避免特定經營風險，而這些交易未對金融市場之穩定造成影響，且在金融危機時期仍持續進行交易，既然並非所有衍生性商品都是造成金融危機之因素，政府加強管制之決定卻對所有衍生性商品一視同仁，不無過當之嫌。<sup>77</sup> 提出上述主張之企業來自眾多不同產業，知名者如工程機械生產商卡特彼樂公司（Caterpillar Inc.）、從事飛機生產和開發之波音公司（Boeing Co.）、3M 等；尤其是能源相關產業，如商業能源商工作小組（Working Group of Commercial Energy Firms）在公聽會中特別強調，能源商品與金融商品不同，故無法以標準化之契約進行避險；美國獨立石油協會（Independent Petroleum Association of America）和美國公共天然氣協會（American Public Gas Association）亦強調，能源公司在店頭市場交易中通常使用其擁有之天然氣或石油儲備作為擔保品，即令中央對手願意接受現金以外之擔保品，事實上仍有儲存設備欠缺之限制，故無法降低彼等因集中結算需求所增生之擔保品負擔。<sup>78</sup>

## （二）例外對金融改革法目的之影響

從上述各行各業針對己身避險需求所為之具體反映，似乎難以否定非標準化衍生性商品存在之必要，但是允許此種不集中結算之例外存在是否會產生濫用情

---

Services Roundtable on Banking Industry Perspectives on the Obama Administration's Financial Regulatory Reform Proposal, July 15, 2009, Serial No. 111-58.

<sup>76</sup> "OTC Derivatives: Should All Customized Derivatives Be Standardized?" *supra* note 74.

<sup>77</sup> Kara Scannell (July 10, 2009), "Big Companies Go to Washington to Fight Regulations on Fancy Derivatives," *The Wall Street Journal*, at <http://online.wsj.com> (last visited June 29, 2011).

<sup>78</sup> Hearing to Review Proposed Legislation by the U.S. Department of the Treasury Regarding the Regulation of over-the-Counter Derivatives Markets, Sept. 17, 22, 2009, Serial No. 111-29.



形，進而影響法案立法目的？由於金融改革法關於「標準化」與否是授權主管機關認定，而觀察條文中要求主管機關考量之因素，契約條款本身是否標準化似非重點，中央對手是否願意結算該類衍生性商品，亦即中央對手之風險考量反而更為關鍵。美國財政部長 Geithner 亦認為不將「標準化」定明於法規中，而由市場主管機關依個案決定是較恰當的方式，因為後者較接近市場資訊，而能制定較符合市場現況之認定標準；另一方面，避免明確之文字定義亦可減少操弄文義以規避集中結算之空間。<sup>79</sup>然而 CFTC 主席 Gary Gensler 估計，約有 80% 以上之衍生性商品契約會因此被認定為標準化<sup>80</sup>，意即因而免集中結算之店頭衍生性交易範圍有限。

即使例外之範圍有限，考量之前所介紹之 AIG 事件——即本次改革法案亟欲避免重蹈覆轍之情況：由於 AIGFP 所交易之 CDS 屬於相當客製化之衍生性商品，無論 CFTC 如何想要擴大「標準化」之認定，當 CDS 所連結之債務是如此多樣而複雜時，中央對手恐怕仍會因為難以準確評估實際風險而無法提供結算服務，如此一來，依循金融改革法之設計，屬於此次金融危機核心之主要衍生性商品即可免於集中結算之要求並繼續存在於店頭市場，豈不有違本法案為防止類似事件再度發生之目的？<sup>81</sup>

有論者甚至進一步認為，集中結算制度之設計若未能包含絕大多數衍生性商品，反而可能提高市場上之交易對手風險。<sup>82</sup>原本在店頭市場交易中之雙邊結算機制下，交易雙方在多種不同衍生性商品中所互相負擔之契約義務可互相抵銷，

---

<sup>79</sup> Hearing to Examine the Regulation of Over-the-Counter Derivatives, Serial No. 111-23, 111-55, July 10, 2009.

<sup>80</sup> Marcy Gordon (Aug. 12, 2009), "Behind Obama's Plan to Rein in Derivatives," Bloomberg, at <http://www.businessweek.com> (last visited June 30, 2011).

<sup>81</sup> Darrell Duffie, *supra* note 66; Rena S. Miller (Apr. 8, 2010), "Key Issues in Derivatives Reform," CRS Report for Congress, available at [http://assets.opencrs.com/rpts/R40965\\_20100408.pdf](http://assets.opencrs.com/rpts/R40965_20100408.pdf) (last visited July 9, 2011); Paul M. McBride (Winter 2010), "The Dodd-Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market," 44 International Lawyer 1077, 1106-1107.

<sup>82</sup> Paul M. McBride, *supra* note 81, at 1107.

從而降低交易對手風險；然若在此集中結算制度設計下，其中有部分衍生性商品須透過中央對手集中結算，其他部分卻因豁免而仍由交易雙方自行雙邊結算，將使原本跨契約抵銷之可能性降低，有可能反而增加了交易對手風險。<sup>83</sup>

金融改革法對集中結算制度之設計，顯示出要兼顧企業因避險對客製化衍生性商品之需求和金融創新，以及全面監管店頭衍生性交易間之兩難；然權衡兩者後之立法，卻可能無法有效避免造成此次金融危機之原因再度釀禍，從此角度觀察，僅要求標準化衍生性商品集中結算似非對店頭衍生性交易最完善的改革方式。儘管集中結算制度本身是否為監管店頭衍生性交易之良方、相關配套制度之設計如何仍有歧見<sup>84</sup>，但在無其他更完備且能立即適用於市場之制度的情況下，允許非標準化店頭衍生性交易可免集中結算似為現階段改革不得不然之結果，法中之其他規範，如保證金、部位限制、交易資料申報和登記等，應可透過向主管機關之揭露而對監管店頭衍生性交易有一定之助益，以彌補集中結算制度之不足。

#### 肆、外匯換匯與遠期外匯

一般交換契約之定義，係指交易雙方在未來某一定期間內，交換一連串現金流之協議。在法中，將交換契約區分三大類：交換契約、證券基礎之交換契約、以及混合型交換契約，並分別對之定義。<sup>85</sup>除明文排除以實物交割之非金融或證券遠期契約、期貨、集中交易之外匯選擇權（listed foreign exchange option）外，

---

<sup>83</sup> *Id.* at 1107-1108.

<sup>84</sup> See Joanne P. Braithwaite (2011), “*The Inherent Limits of ‘Legal Devices’: Lessons for the Public Sector’s Central Counterparty Prescription for the OTC Derivatives Markets*,” *European Business Organization Law Review* 12, 87-119; Zachary J. Gubler (2011), “*The Financial Innovation Process: Theory and Application*,” 36 *Delaware Journal of Corporate Law* 1, 55-119; Jeremy Gogel (Fall 2010), “*‘Shifting Risk to the Dumbest Guy in the Room’ - Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act*,” 11 *Journal of Business & Securities Law* 1-52.

<sup>85</sup> Dodd-Frank Act, §§721(a)(21)(47), 761(a)(6).

條文中定義之交換契約幾乎涵蓋所有種類之店頭衍生性商品。由於傳統上因「財政部修正案（Treasury Amendment）」<sup>86</sup>而豁免於商品交易法管轄的外匯衍生性商品亦將被囊括在內，因而引發美國財政部（U.S. Department of the Treasury）關切，最後美國國會決定於法案中授權財政部決定，「外匯換匯契約（foreign exchange swap）」<sup>87</sup>和「遠期外匯契約（foreign exchange forward）」<sup>88</sup>是否此回也應排除於管制之外。<sup>89</sup>

### 一、金融改革法之規定

「財政部修正案」需追溯至美國商品交易法 1974 年之修訂，此次修法不僅新設了期貨主管機關，也進一步擴大期貨交易之「商品（commodity）」定義，囊括了任何連結至外匯、股票或其他利益之衍生性商品，使得財政部擔心在外匯交易部分會有管轄權重疊問題，因而致函美國國會表達希望將這些交易排除於 CFTC 之管轄外。<sup>90</sup>美國此番金融改革既是由財政部主導，其自不會忘記當年豁

---

<sup>86</sup> 1974 年商品交易法修正時，下列條款應財政部之要求而加入：“Nothing in this chapter shall be deemed to govern or in any way be applicable to transactions in foreign currency, security warrants, security rights, resales of installment loan contracts, repurchase options, government securities, or mortgages and mortgage purchase commitments, unless such transactions involve the sale thereof for future delivery conducted on a board of trade.” 7 U.S.C. 2 (ii) (1994).

<sup>87</sup> Dodd-Frank Act, §721(a)(12) “(25) FOREIGN EXCHANGE SWAP.—The term ‘foreign exchange swap’ means a transaction that solely involves— (A) an exchange of 2 different currencies on a specific date at a fixed rate that is agreed upon on the inception of the contract covering the exchange; and (B) a reverse exchange of the 2 currencies described in subparagraph (A) at a later date and at a fixed rate that is agreed upon on the inception of the contract covering the exchange.”

<sup>88</sup> Dodd-Frank Act, §721(a)(12) “(24) FOREIGN EXCHANGE FORWARD.—The term ‘foreign exchange forward’ means a transaction that solely involves the exchange of 2 different currencies on a specific future date at a fixed rate agreed upon on the inception of the contract covering the exchange.”

<sup>89</sup> Dodd-Frank Act, §721(a)(21). “.....Foreign exchange swaps and foreign exchange forwards shall be considered swaps under this paragraph unless the Secretary makes a written determination under section 1b that either foreign exchange swaps or foreign exchange forwards or both—(I) should be not be regulated as swaps under this Act [the Commodity Exchange Act]; and (II) are not structured to evade the Dodd-Frank Wall Street Reform and Protection Act in violation of any rule promulgated by the Commission pursuant to section 721(c) of that Act.”

<sup>90</sup> Philip McBride Johnson, Thomas Lee Hazen, *supra* note 19, at 78. Joanne T. Medero (Mar. 1997), “The Great Treasury Amendment Debate,” *Futures Industry*, at <http://www.futuresindustry.org> (last visited July 10, 2011). 當年的修法草案因主要目的在於創設一個新的獨立機關—即「商品期貨交易委員會（CFTC）」，俾使金融衍生性商品納入商品交易法之規範不再顯得突兀，因此名為「商品期貨交易委員會法案（Commodity Futures Trading Commission Act）」。「商品（commodity）」

免外匯衍生性店頭交易之考量，所以於其送往國會之改革法案版本中，即明確將「所有外匯換匯（any foreign exchange swap）」與「所有遠期外匯（any foreign exchange forward）」排除於交換契約之定義外。<sup>91</sup>

然而於最初之草案中，財政部並未就此排除規定提出任何說明，直到 2009 年 12 月 22 日在參議院農業、營養暨森林委員會（Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry）之公聽會上，美國財政部長 Geithner 才較明確地表示外匯市場與其他衍生性商品有許多不同之處，但仍未具體說明「不同之處」何在，以及是否有其他監理機制足以防範此類外匯衍生性店頭交易釀禍。<sup>92</sup>針對財政部草案中之二項例外，CFTC 主委 Gary Gensler 則不以為然，認為反而會促使市場參與者設計出符合例外形式之交換契約，以規避原本應受之監督。<sup>93</sup>眾議院金融服務委員會（House Financial Services Committee）主席 Barney Frank 和農業委員會（House Agriculture Committee）主席 Collin Peterson 亦附和此見解，同時估計此例外將使超過 50 兆美元之交換契約排除於集中結算規定之外。<sup>94</sup>

基於上述之保留立場，美國國會最後通過之金融改革法並未如財政部原所提案，明文將外匯換匯與遠期外匯排除在交換契約之定義外，不過也未完全否決財政部之考量，而是在一定的條件下授權財政部決定是否應予排除。財政部在評估

---

定義之擴張不僅引發與 SEC 管轄劃分之問題，也使當時的財政部擔心原本主要在金融機構間進行之外匯交易，例如銀行間之遠期外匯交易同樣被納入管轄。為了避免管轄權重疊，再加上這些交易通常是在較大型、經驗較豐富之金融機構間進行，且這些金融機構向來必須遵循財政部之審慎監理，因此財政部致函美國國會，而後來國會也從善如流，此即為「財政部修正案」之由來。

<sup>91</sup> U.S. Department of the Treasury, Proposed Legislation, Title VII – Improvements to Regulation of Over-the-counter Derivatives Markets, Over-the-counter Derivatives Market Act of 2009, Aug. 11, 2009, § 711(a)(4), at <http://www.financialstability.gov>.

<sup>92</sup> Michael Greenberger (Nov. 29, 2010), “*Comment Letter to Mary J. Miller, Assistant Secretary for Financial Markets, Office of Financial Institutions Policy, Department of the Treasury, Determination of Foreign Exchange Swaps and Forward*,” at [http://www.michaelgreenberger.com/files/Greenberger\\_FX\\_comment\\_letter.pdf](http://www.michaelgreenberger.com/files/Greenberger_FX_comment_letter.pdf) (last visited May 6, 2011).

<sup>93</sup> CFTC (Aug. 17, 2009), “*Analysis of Proposed Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009*,” at <http://tradeobservatory.org> (last visited May 6, 2011).

<sup>94</sup> Shahien Nasiripour & Ryan Grim (Nov. 18, 2009), “*Two Leading House Dems Will Close \$50 Trillion Loophole in Derivatives Reform Bills*,” Huffington Post, at <http://www.huffingtonpost.com> (last visited May 20, 2011).

是否將此二類交易排除於集中結算要求之外時，須考量以下五項因素<sup>95</sup>：（一）要求集中交易與結算是否會造成系統性風險、降低交易透明度、或對美國金融體系之穩定性造成威脅；（二）是否已經受其他與商品交易法對於其他種類交換契約實質相當之管制；（三）銀行監理機關對外匯市場參與者之監管程度，包含對資本和保證金之要求；（四）適當之付款和結算體系；（五）利用可能之豁免以規避其他原應適用之規定。

## 二、美國財政部書面內容

基於上述五項判斷基礎，財政部認為外匯換匯及遠期外匯之交易特色和現存之監管機制，已經能適當地反應金融改革法之精神，即有效的風險控管和符合金融穩定要求，因此決定排除兩者適用集中結算之要求。依財政部 2011 年 4 月 29 日提出之行政決定預告<sup>96</sup>，其列出以下六點為其決定豁免之理由：

### 1. 外匯換匯與遠期外匯和其他種類之交換契約在本質上有極大之不同

不若其他衍生性商品，其實際支付義務（payment obligation）之金額會隨市場情況變動而難以事先確定，在外匯換匯和遠期外匯交易中，交易對手所需負擔之支付義務是固定且已事先確定的，雖然每日洗價計算後會使契約價值因匯率之變動而受影響，但實際之交割金額則不變，而較可明確知道自己及交易對手在契

---

<sup>95</sup> Dodd-Frank Act, §722(h): “.....REQUIRED CONSIDERATIONS.—In determining whether to exempt foreign exchange swaps and foreign exchange forwards from the definition of the term ‘swap’, the Secretary of the Treasury (referred to in this section as the ‘Secretary’) shall consider— (1) whether the required trading and clearing of foreign exchange swaps and foreign exchange forwards would create systemic risk, lower transparency, or threaten the financial stability of the United States; (2) whether foreign exchange swaps and foreign exchange forwards are already subject to a regulatory scheme that is materially comparable to that established by this Act for other classes of swaps; (3) the extent to which bank regulators of participants in the foreign exchange market provide adequate supervision, including capital and margin requirements; (4) the extent of adequate payment and settlement systems; and (5) the use of a potential exemption of foreign exchange swaps and foreign exchange forwards to evade otherwise applicable regulatory requirements.”

<sup>96</sup> U.S. Department of the Treasury (Apr. 29, 2011), “*Fact Sheet: Notice of Proposed Determination on Foreign Exchange Swaps and Forwards*,” at <http://www.treasury.gov> (last visited May 18, 2011).

約中之給付義務，以及雙方在契約存續期間之曝險程度。

## 2. 主要風險為交割風險 (settlement risk)<sup>97</sup>，但已透過現有機制有效降低

因為必須實體交割 (physical settlement requirement) 而不像其他衍生性商品僅就獲利或損失部分結算，因此外匯換匯以及遠期外匯風險主要存在於交割面<sup>98</sup>，即到期時是否擁有足量之外匯可支付，而不若其他店頭衍生性交易存在重大交易對手信用風險。但利用「款對款同步交割 (Payment-versus-payment, PVP)」之機制，亦即僅有在另一方也給付貨幣時才必須履行自己之義務，能有效避免一方違約時仍有金流產生，儘管此種「銀貨兩訖」的交割方式並不能保證交易對手契約之履行，但可大幅降低交割風險。在國際清算銀行 (Bank of International Settlement, 以下簡稱 BIS) 及 G-10 國家之央行合作下，歐美等主要外匯銀行共同於紐約籌設了「持續連結清算銀行 (Continuous Linked Settlement Bank, CLSB)」，即為主要的同步交割系統。<sup>99</sup>自 2002 年 9 月開始營運以來，所處理之交易量持續穩定成長，目前提供 17 種貨幣之結算服務，其結算金額佔世界 94% 之外匯換匯契約和遠期外匯之交易量。<sup>100</sup>

## 3. 相較於其他衍生性商品所承受之交易對手風險較低

一般而言衍生性商品契約之期間越長，因為潛在之不確定因素增加，交易對手信用風險越高。相較於利率交換契約 (interest rate swap) 之存續期間通常為 2 到 30 年，CDS 之契約存續時間通常為 5 到 10 年，外匯換匯契約和遠期外匯之契約相對而言其存續期間極短，約 68% 之契約在一周內到期，98% 在一年內到期

---

<sup>97</sup> 在外匯換匯和遠期外匯市場之交割風險，係指契約之一方交付其所須負擔之貨幣數量，但卻未能從另一方收到另一種貨幣。

<sup>98</sup> *Id.*

<sup>99</sup> 謝鳳瑛著，「國際外匯清算機制—CLS 系統」，財金資訊第 42 期，民國九十四年十月二十日，網址：<http://www.fisc.com.tw>（最後瀏覽日：2011.06.09）。

<sup>100</sup> U.S. Department of the Treasury (May 20, 2011), "Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards under the Commodity Exchange Act," Federal Register, Vol.76 No. 87, 25776.

<sup>101</sup>，此種特性使此二類衍生性商品較接近於如附買回協議（repurchase agreements）等資金調度工具（funding instruments）<sup>102</sup>，所可能面臨之交易對手信用風險相對較低。

#### 4. 主要之市場參與者（key player）已受監督

外匯換匯契約和遠期外匯之主要市場參與者為銀行，目前每日之交易中，有95%是由銀行為自己或為其客戶所進行之交易。由於銀行本身受監管之程度高，各主管機關會定期監督其有關外匯交易之曝險、內部控管（internal controls）、風險管理系統（risk management systems）和交割實務（settlement practices）之情形。另一方面，外匯市場因為其在外匯政策及國際支付體系之關鍵地位，自1970年以來，即受到G10國家央行全面性地監督。國際清算銀行並於1996年進一步啟動全球監理策略，而產生了上述之CLS及PVP交割安排。<sup>103</sup>

#### 5. 已經高度透明且透過電子交易平台進行交易

目前約有41%之外匯換匯和72%之遠期外匯是透過電子交易平台，提供交易前、交易後之交易資訊透明度需求，因此法案之規定對於透明度之大幅提高或降低交易成本之功能有限。<sup>104</sup>

#### 6. 仍受商品交易法其他規定之規範

財政部此提案僅將外匯換匯與遠期外匯，排除於商品交易法中對交換契約集中交易與集中結算之規範，並不使之豁免於商品交易法中之其他規範，如外匯換匯和遠期換匯交易仍須向主管機關申報交易資訊，交易商及主要市場參與者仍須

---

<sup>101</sup> *Id.* at 25777.

<sup>102</sup> *Id.* at 25774, 25776.

<sup>103</sup> *Id.*

<sup>104</sup> *Id.*

相關商業行為準則規範等。<sup>105</sup>

此外，財政部指出透過集中結算雖然可以將低交易對手違約風險，但由於外匯市場之交易規模及交易金額龐大，透過集中結算將會大幅提高相關資金需求。其次，要求集中結算，表示將在交易之執行和交割中間再增加步驟，造成操作上之繁複，將會擾亂現存運作良好之交割體系，而使得結算所無論是直接或與其他服務提供者如 CLS 合作，皆無法提供此市場所需之結算服務。<sup>106</sup>

### 三、例外之評估

外匯相關之店頭衍生性交易，依 BIS 之統計資料顯示，僅次於利率相關之衍生性商品而占有店頭交易市場價值之第二位<sup>107</sup>，然對於此類具市場重要地位之衍生性商品，金融改革法卻授權美國財政部可於評估後將之排除於交換契約定義外，而免於適用強制集中結算規定。財政部雖依法案之要求針對豁免提出其考量因素，然所提出之理由卻不夠充分或略顯偏頗，未能完全符合法案原所希望達到之交易資訊公開和風險管理等目的。

#### （一）外匯衍生性商品風險之評估

免除外匯換匯與遠期外匯集中結算之要求，是否會造成系統性風險或影響金融體系穩定性的問題，美國財政部如前述，認為此類外匯衍生性商品市場已持續穩定交易達數十年，即令於金融危機中亦正常運作，因此不應與其他衍生性商品

---

<sup>105</sup> *Id.*

<sup>106</sup> *Id.* at 25777.

<sup>107</sup> BIS, “*Semiannual OTC Derivatives Statistics at End-December 2010*,” at <http://www.bis.org> (last visited July 7, 2011).



受同樣之機制規範。<sup>108</sup>批評者認為上述看法未正視實際市場狀況，因為此次金融危機對外匯衍生性商品市場事實上也造成影響。<sup>109</sup>特別是貨幣價格之波動極大，且變動幅度會隨著各種金融或貨幣危機而戲劇化地增加，例如近期希臘、愛爾蘭之債信危機等重大主權國家風險時，而使得交易對手之「尾部風險（tail risk）」可能相當巨大<sup>110</sup>；誠如美國財政部所指，由於此市場中之主要參與者為少數大型金融機構，彼此之間具有高度相互關聯性（interconnection），任一交易對手之違約皆有可能進一步造成系統性風險，而這不正是金融改革法所欲防範者。退一步論，即使無明確證據顯示外匯衍生性商品對此次金融危機有直接影響，基於此次立法之加強管制是廣泛地包含所有欠缺透明化和充足資金準備之衍生性商品市場，則當然外匯市場可以是其中之一。<sup>111</sup>

對於財政部所指出外匯衍生性商品相較於其他衍生性商品，因契約期間較短，故所承受之交易對手風險也較低此點，批評者卻認為較短之契約存續期間不必然代表較低的交易對手風險。即使在通常為隔夜還款之政府債券（government

---

<sup>108</sup> See Comment Letter by Dan Shackelford, Vice President and Chair of Fixed Income Derivatives Committee, T. Rowe Price Associates, Inc. and Jonathan D. Siegel, Vice President & Senior Legal Counsel, T. Rowe Price Associates, Inc. to Mary Miller, Assistant Secretary for Financial Markets, Department of the Treasury (Nov. 29, 2010); Comment Letter by Global FX Division of the Securities Industry and Financial Markets Association, Association for Financial Markets in Europe, and the Asia Securities Industry and Financial Markets Association, to Mary J. Miller, Assistant Secretary for Financial Markets, Office of Financial Institutions Policy, Department of the Treasury, Determination of Foreign Exchange Swaps and Forwards (Nov. 29, 2010). FX Investor Group (June 3, 2011), “*Response to the Department of the Treasury’s Request for Further Comments on the Proposed Determination of Foreign Exchange Swaps and Forwards*,” at <http://www.regulations.gov> (last visited July 5, 2011).

<sup>109</sup> Michael Greenberger (June 6, 2011), “*Comment Letter by Michael Greenberger, Professor, University of Maryland School of Law, Director, Center for Health and Homeland Security, and Americans for Financial Reform, to Mary J. Miller, Assistant Secretary for Financial Markets, Office of Financial Institutions Policy, Department of the Treasury, Determination of Foreign Exchange Swaps and Forwards under the Commodity Exchange Act* [hereinafter *Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011*],” available at [http://www.michaelgreenberger.com/files/Revised\\_AFR\\_FX\\_6-5-11.pdf](http://www.michaelgreenberger.com/files/Revised_AFR_FX_6-5-11.pdf) (last visited July 6, 2011). 作者在此份文件中引用相關研究報告，指出在金融危機過後，美國聯準會對外匯衍生性商品市場也提供了 5.4 兆美金之援助，且在 2007 年到 2008 年之危機過後，外匯衍生性商品市場本身也存在一短時間之危機。

<sup>110</sup> Darrell Duffie, Comment Letter by Darrell Duffie, Professor, Graduate School of Business, Stanford University, to Inc to Mary Miller, Assistant Secretary for Financial Markets, Department of the Treasury (May 12, 2011), “*On The Clearing of Foreign Exchange Derivatives*,” available at <http://www.darrellduffie.com/uploads/policy/DuffieClearingFXDerivatives2011.pdf> (last visited June 29, 2011).

<sup>111</sup> *Id.*

securities) 附買回交易中也都還存在有信用風險和系統性風險，遑論契約存續期間長於隔夜之外匯衍生性交易。<sup>112</sup>又即使認為貨幣價格在短期間內不會有劇烈變化，若將外匯衍生性商品之市場規模與交易對手之相互關連性納入考慮，恐怕也難謂其交易對手風險可以忽略。<sup>113</sup>另一方面，依 BIS 之統計，契約存續期間超過一年以上之外匯衍生性商品於 2000 到 2009 年間交易量穩定持續成長，在 2009 年約有 20% 之店頭市場交易之外匯衍生商品其存續期間為 1 到 5 年，約有 18% 其存續期間大於五年<sup>114</sup>，顯示外匯衍生性商品交易也不完全如財政部所言皆屬於短天期者。

對於美國財政部主張透過 CLS 系統可解決現存交易中絕大多數之交割風險，在多數外匯衍生性商品無遠期交割問題之情況下，歷來運作順暢，因此不必納入集中結算以免徒增不必要之負擔。<sup>115</sup>由於 CLS 系統只著重交割風險而不及於信用風險，因此即使透過 CLS 系統進行交割，仍有交易對手風險存在。<sup>116</sup>更何況目前 CLS 系統僅提供 17 種貨幣使用，若從事其他貨幣交易則無法透過 CLS 系統進行交割，相關風險也無法降低<sup>117</sup>；依 BIS 之研究，約有 1.2 兆美元之外匯衍生性商品契約，因為無法透過 CLS 系統進行交易而持續曝露於交割風險。<sup>118</sup>對此，有學者提出集中結算制度和 CLS 系統並存之可能模式，僅針對可能會影響原本 CLS 交割服務者允許極有限之集中結算例外，而非如美國財政部所主張的

<sup>112</sup> “Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011,” *supra* note 109.

<sup>113</sup> Darrell Duffie, “On the Clearing of Foreign Exchange Derivatives,” *supra* note 110.

<sup>114</sup> WFE & IOMA, Comment Letter to Department of the Treasury, Determination of Foreign Exchange Swaps and Forwards under the Commodity Exchange Act (Nov. 29, 2010) [hereinafter *WFE & IOMA Comment Letter 2010*], at <http://www.world-exchanges.org> (last visited July 1, 2011).

<sup>115</sup> Letter from James Kemp, Global FX Division, to US Department of Treasury (Nov. 15, 2010), at <http://www.regulations.gov/> (last visited Feb. 27, 2012).

<sup>116</sup> Darrell Duffie, “On the Clearing of Foreign Exchange Derivatives,” *supra* note 110. Michael Greenberger, Comment Letter by Michael Greenberger, Professor, University of Maryland School of Law, to Mary Miller, Assistant Secretary for Financial Markets, Office of Financial Institutions Policy, Department of the Treasury,” *supra* note 92.

<sup>117</sup> WFE & IOMA Comment Letter, *supra* note 114.

<sup>118</sup> Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011, *supra* note 109.

一概排除集中結算制度之適用。<sup>119</sup>

## （二）例外是否成為法規漏洞

金融改革法雖授權美國財政部以行政決定豁免外匯衍生性商品，但也要求財政部必須確定相關豁免不會被用以迴避其他規定。關於此點美國財政部認為法案通過後會增加交易和作業成本，故其豁免外匯換匯與遠期外匯不易被用作規避法案規定之工具。<sup>120</sup>然而究竟會增加哪些成本、財政部之估算方式為何，在上述行政決定預告中皆欠缺足夠說明。<sup>121</sup>

事實上，非外匯衍生性商品可以很輕鬆地被包裝成外匯衍生性商品，譬如換匯換利（cross-currency swap）和外匯換匯（foreign exchange swap）兩者就不易區分。外匯換匯相當於兩個遠期外匯契約之結合<sup>122</sup>，而換匯換利中，一連串的利息金流交換相當於一個個的遠期外匯契約，換言之，換匯換利可被解構為一連串遠期外匯契約之組合<sup>123</sup>，兩者若均可解構為遠期外匯契約，允許外匯換匯得以豁免集中結算，換匯換利則否，顯然就創造了規避法律的誘因。<sup>124</sup>

美國財政部將遠期外匯及外匯換匯契約排除於交換契約之定義外，儘管難免被有心者用做規避集中結算之管道，但是否就會提高系統性風險，由長久以來外

---

<sup>119</sup> Darrell Duffie, "On the Clearing of Foreign Exchange Derivatives," *supra* note 110. 作者在文中提及可考慮之例外情況包括：契約存續期間短、所交易者為相對較不具流動性之貨幣組合、契約名目金額較小之客製化外匯衍生性商品、所擁有之總名目部位低於一定標準之市場參與者等。

<sup>120</sup> U.S. Department of the Treasury, "Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards under the Commodity Exchange Act," *supra* note 100.

<sup>121</sup> Michael Greenberger, "Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011," *supra* note 109.

<sup>122</sup> 外匯換匯交易為一對貨幣在同一交易日決定在兩個不同交割日買進，又同時賣出同種貨幣，而其中一個交割日為即期日交易，另一個交割日必為遠期交易日，在交割日及到期日時牽涉到匯率問題，且在存續期間內並無利息的交換。許誠洲，頁 49-50，同前註 62。

<sup>123</sup> 換匯換利之交易因為本金的計價貨幣不同，故基本型的換匯換利契約本金必須實質交割，而且在存續期間內必須交換各期的利息。同上註，頁 50、133。

<sup>124</sup> Michael Greenberger, "Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011," *supra* note 109. WFE & IOMA Comment Letter, *supra* note 114.

匯交易市場並未對金融體系帶來如此次金融危機般巨大之災難，可見倒不必然。然另一方面，依美國財政部之見解，遠期外匯及外匯換匯之交易既已達相當程度之透明化，交易者本身也已具備良好風險管理，則若不考量集中結算可能增加銀行交易成本、減少銀行獲利空間、進而影響其競爭力等問題，在可與現行 CLS 系統相配合之情況下，即使要求此兩類外匯衍生性交易集中結算，似亦無不可行之理；更何況有特殊外匯避險需求之一般企業，仍可透過客製化衍生性商品（非標準化之例外）或最終使用者例外而獲得滿足，凡此皆使得此項例外存在之必要性令人質疑。<sup>125</sup>

綜上，美國財政部所提出之書面內容，既未能說明外匯換匯及遠期外匯兩類店頭衍生性交易，其交易對手風險極小而毋須透過集中結算控制，又未能確保豁免此二類外匯衍生性商品後，可不須擔心成為規避法規適用之漏洞，並欠缺有力立論支持其豁免之決定；即令財政部所主張之納入集中結算制度反會影響現行運作良好之 CLS 系統，但也未詳細說明可能增加之不便利處何在。針對後者與集中結算相容之疑問，有論者提出可供參考之可能架構，並強調，即使美國財政部仍然堅持維持此例外，也應設法提出可以獲致與集中結算相同效果之替代方案。

## 伍、最終使用者例外

金融改革法中將衍生性商品之市場參與者加以分類，大致區分為交易商、主要交換契約參與者及最終使用者（end user）等，並給予不同程度之規範。其中又以對交易商及主要市場參與者兩類交易主體管制最為嚴格，主要因為此兩類交易主體所占衍生性商品店頭市場交易量極大，與其他交易者間之互相連結也最為密切，一旦發生問題對金融體系造成之影響也最為嚴重。而對於非金融機構之最

---

<sup>125</sup> Darrell Duffie, "On the Clearing of Foreign Exchange Derivatives," *supra* note 110.

終使用者，基於商業活動需要較具彈性之店頭交易衍生性商品以避險，以及為了減少避險成本被轉嫁於消費者之可能性，法案中明文豁免此類最終使用者之交易可不需強制集中結算。

## 一、金融改革法之規定

衍生性商品之交易者若被認定為可豁免之最終使用者，則縱使其所交易之店頭衍生性商品為標準化契約，仍可免於集中結算。但金融改革法未對最終使用者之範圍作出明確劃分，僅以非金融實體且確實用於商業上避險為決定要件，並要求須通知主管機關。CFTC 因法案之授權已針對最終使用者例外提出管理規則修法內容，對條文中之要件有進一步闡釋，明定構成避險之類型、通知主管機關之方式、以及應通知之詳細內容等。

### （一）相關市場參與者之定義

在金融改革法中，將各類交換契約市場參與者進行分類，並依其對市場整體或金融體系穩定性之影響，施加不同程度之規範，其中以對交易商和主要市場參與者之規範最嚴格。如要求所有交易商和主要市場參與者需向銀行主管機關、CFTC 或 SEC 登記，須受交易部位之限制，並須公開其所從事之交換契約交易之重要資訊，此外，尚須受相關資本要求、保證金要求及商業行為要求等其他規範。

<sup>126</sup>對於上述各類市場參與者之認定，CFTC 與 SEC 業已提出修法內容，詳列相關之定義及判斷標準，並將於 2012 年 10 月 12 日開始施行。<sup>127</sup>

---

<sup>126</sup> Dodd-Frank Act, §§727, 731, 737, 763, 764.

<sup>127</sup> CFTC & SEC (May 23, 2012), “Further Definition of ‘Swap Dealer,’ ‘Security-Based Swap Dealer,’ ‘Major Swap Participant,’ ‘Major Security-Based Swap Participant’ and ‘Eligible Contract

## 1、交易商

金融改革法中定義交易商係指任何<sup>128</sup>：(1) 表明自己為交易商；(2) 在交換市場造市 (make a market)；(3) 為自己之帳戶而定期與交易對手進行交換契約交易作為日常業務活動；(4) 從事一般會被認為是交換契約市場中之交易商或造市者之活動者。其中鑒於銀行本身亦有與其業務相關之避險需求，故上述定義將受有存款保險之存款機構，邀約其客戶簽訂與原貸款相關之交換契約等業務，排除於上述交易商定義範圍內。<sup>129</sup>條文中亦明定，若非將交換契約交易做為規律商業活動者，即使以自有帳戶從事交易，無論是個人或受託人身分 (fiduciary capacity)，亦排除於交易商之定義外。<sup>130</sup>

從上述第三項要件—即定期從事交易作為日常業務活動—看來，在未作為經常商業活動之情況下，為自己帳戶進行交換契約交易，固然不會被視為是交易商，但頻繁從事交換契約交易者，有可能被認為是經常性業務而落入交易商之定義範疇內，此將使得經常利用交換契約避險之商業上最終使用者 (commercial end user) 有可能必須受到關於交易商之嚴格規範，而與金融改革法仍希望維持正常避險管道的理念並不吻合，因此納入「微量例外 (de minimis exception)」之規定，授權主管機關訂定相關標準，用以認定僅微量交易者，不屬於此處所稱之交易

---

Participant’,” Federal Register, Vol.77, No.100, 30586-30764.

<sup>128</sup> Dodd-Frank Act, §721(a)(21): “(49) SWAP DEALER- (A) IN GENERAL.—The term ‘swap dealer’ means any person who-

(i) holds itself out as a dealer in swaps;

(ii) makes a market in swaps;

(iii) regularly enters into swaps with counterparties as an ordinary course of business for its own account; or

(iv) engages in any activity causing the person to be commonly known in the trade as a dealer or market maker in swaps,

provided however, in no event shall an insured depository institution be considered to be a swap dealer to the extent it offers to enter into a swap with a customer in connection with originating a loan with that customer.”

<sup>129</sup> *Id.*

<sup>130</sup> *Id.* ” .....(C) EXCEPTION.—The term ‘swap dealer’ does not include a person that enters into swaps for such person’s own account, either individually or in a fiduciary capacity, but not as a part of a regular business.”

商。<sup>131</sup>

## 2、主要交換契約參與者

金融改革法定義下之主要市場參與者，係指非交易商但符合以下任一要件者<sup>132</sup>：(1) 在 CFTC 認定之主要交換契約商品種類中持有大量部位 (substantial positions)，但不包含為了避免商業上風險所持有及退休基金為避險所持有者；(2) 未平倉部位之交易對手曝險，可能對美國銀行體系或金融市場之金融穩定性造成嚴重之負面影響者；(3) 以高財務槓桿操作之金融機構，不受任何適當的聯邦銀行主管機關所定之資本要求管制，且在 CFTC 認定之主要交換契約種類中持有大量未平倉部位者。

關於要件中所指之「大量 (substantial)」部位，金融改革法授權由 CFTC 和 SEC 分別定義，並要求標準之設定應考量該市場參與者之相對曝險，及其所提出之擔保品的價值及品質，以確保能有效監管具系統上重要性或會對美國金融體系穩定造成影響之市場參與者。<sup>133</sup> 因此，若有交易者僅在相對較不重要之產品市場

<sup>131</sup> Dodd-Frank Act, §§ 721(a)(21): “.....(D) DE MINIMIS EXCEPTION.—The Commission shall exempt from designation as a swap dealer an entity that engages in a de minimis quantity of swap dealing in connection with transactions with or on behalf of its customers. The Commission shall promulgate regulations to establish factors with respect to the making of this determination to exempt.”, 761(a)(6). 依目前 CFTC 及 SEC 提出之修正內容，分別訂出契約名目價值美金 2,500 萬、30 億元之標準，CFTC & SEC, “*Further Definition of ‘Swap Dealer,’ ‘Security-Based Swap Dealer,’ ‘Major Swap Participant,’ ‘Major Security-Based Swap Participant’ and ‘Eligible Contract Participant,’*” *supra* note 127, at 30744-30745.

<sup>132</sup> Dodd-Frank Act, §721(a)(16): “.....(33) MAJOR SWAP PARTICIPANT.— (A) IN GENERAL.—The term ‘major swap participant’ means any person who is not a swap dealer, and— (i) maintains a substantial position in swaps for any of the major swap categories as determined by the Commission, excluding—

(I) positions held for hedging or mitigating commercial risk; and

(II) positions maintained by any employee benefit plan (or any contract held by such a 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) for the primary purpose of hedging or mitigating any risk directly associated with the operation of the plan;

(ii) whose outstanding swaps create substantial counterparty exposure that could have serious adverse effects on the financial stability of the United States banking system or financial markets; or

(iii)(I) is a financial entity that is highly leveraged relative to the amount of capital it holds and that is not subject to capital requirements established by an appropriate Federal banking agency; and

(II) maintains a substantial position in outstanding swaps in any major swap category as determined by the Commission.”, §761(a)(6).

<sup>133</sup> Dodd-Frank Act, §721(a)(16): “(B) DEFINITION OF SUBSTANTIAL POSITION.—For purposes

中，占有微小之交易量，由於不會被認為有造成系統性風險之可能，故將排除在主要市場參與者之範疇外。CFTC 及 SEC 提出之修法內容，將交換契約分為四大類：利率（rate swaps）、信用（credit swaps）、有價證券（equity swaps）、其他商品（other commodity swaps），以「目前無擔保之曝險（current uncollateralized exposure）」及「潛在未來曝險（potential future exposure）」兩項為判斷標準，分別訂出構成「大量」之交易數額<sup>134</sup>；對於相關之曝險應如何衡量，CFTC 在所提出之草案中亦明列數據化之計算公式，並提供相關風險係數之換算表。<sup>135</sup>從交易者所持有之部位數量、所面臨之交易對手風險及是否擁有充足資本以進行槓桿交易三方面，來認定是否構成主要交換契約參與者<sup>136</sup>，針對證券基礎之交換契約亦有類似之規定。<sup>137</sup>

## （二）最終使用者例外之適用

可豁免集中結算之最終使用者，必須符合以下三要件<sup>138</sup>：（1）非金融實體

---

of subparagraph (A), the Commission shall define by rule or regulation the term ‘substantial position’ at the threshold that the Commission determines to be prudent for the effective monitoring, management, and oversight of entities that are systemically important or can significantly impact the financial system of the United States. In setting the definition under this subparagraph, the Commission shall consider the person’s relative position in uncleared as opposed to cleared swaps and may take into consideration the value and quality of collateral held against counterparty exposures.”

<sup>134</sup> CFTC & SEC, “Further Definition of ‘Swap Dealer,’ ‘Security-Based Swap Dealer,’ ‘Major Swap Participant,’ ‘Major Security-Based Swap Participant’ and ‘Eligible Contract Participant’,” *supra* note 127, at 30746-30750.

<sup>135</sup> *Id.*

<sup>136</sup> Michael Greenberger (Feb. 22, 2011), “Comment Letter to Elizabeth Murphy, Secretary, Securities and Exchange Commission, and David Stawick, Secretary, Commodity Futures Trading Commission, Further Definition of ‘Swap Dealer,’ ‘Security-Based Swap Dealer,’ ‘Major Swap Participant,’ ‘Major Security-Based Swap Participant,’ and ‘Eligible Contract Participant,’” at <http://www.michaelgreenberger.com/files/Second-Def-CL.pdf> (last visited Sept. 11, 2011).

<sup>137</sup> CFTC & SEC, “Further Definition of ‘Swap Dealer,’ ‘Security-Based Swap Dealer,’ ‘Major Swap Participant,’ ‘Major Security-Based Swap Participant’ and ‘Eligible Contract Participant’,” *supra* note 127, at 30751-30753.

<sup>138</sup> Dodd-Frank Act, §723(a)(3): “.....(7) EXCEPTIONS.—(A) IN GENERAL.—The requirements of paragraph (1)(A) shall not apply to a swap if 1 of the counterparties to the swap—

(i) is not a financial entity;

(ii) is using swaps to hedge or mitigate commercial risk; and

(iii) notifies the Commission, in a manner set forth by the Commission, how it generally meets its financial obligations associated with entering into noncleared swaps.”, §763(a).



(financial entity)，(2)該使用者使用交換契約之目的在於避險或減少商業風險，  
(3)該使用者通知主管機關其如何滿足未經結算的交換契約內之財務義務。

CFTC 業已針對金融改革法中於此部分之立法要求，提出修改商品期貨交易法相關規定之內容<sup>139</sup>，並著重於「通知」和「避免和降低商業風險」兩大部分。

## 1、非金融實體

前述要件(1)中所指之金融實體，根據金融改革法之規定係指以下其中之一<sup>140</sup>：(1)交換契約交易商或主要市場參與者；(2)商品基金(commodity pool)或私人基金(private fund)；(3)退休基金(employment benefit plan)；(4)主要從事1956年銀行控股公司法(the Bank Holding Company Act of 1956)第4條第k項所定義之金融性質活動之人。凡不屬以上所列者即為「非金融實體」，不過一些規模較小之銀行、儲蓄協會(savings association)、農業信貸體系之機構(farm credit system institutions)和信用合作社(credit union)也可因CFTC及SEC之認定而被排除於金融實體定義外，進而被視為「非金融實體」<sup>141</sup>，依目前CFTC提出之修法內容，以最近一年總資產於100億美元以下為標準。<sup>142</sup>

## 2、通知主管機關之方式

依CFTC所提之修法內容，選擇援引「最終使用者」例外應通知SDR或CFTC，並說明援引此例外之交易對手身分，以及其他資訊，如：該交易對手是否為本法所定義之金融實體或金融子公司<sup>143</sup>；(iv)該交易對手是否利用此交換契

<sup>139</sup> CFTC (July 19, 2012), "End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps," Federal Register, Vol. 77, No. 139, 42560-42591.

<sup>140</sup> Dodd-Frank Act, §§723(a)(3), 763(a).

<sup>141</sup> *Id.*

<sup>142</sup> CFTC, "End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps," *supra* note 139, at 42591.

<sup>143</sup> 經金融改革法 Dodd-Frank 修法後之商品交易法§ 2(h)(7)(D)(i)規定符合最終使用者例外之人，其子公司在符合下列要件之情況下，亦可適用最終使用者例外：(1)代表本人或作為本人之代理；(2)為本人或本人非金融實體子公司而使用交換契約來避免或降低商業風險；(3)本身非交易商、主要交換契約參與者、投資公司、基金或資產超過5百億美元者。若該子公司之主要業務為替母公司購買租賃設備或製造產品所須提供融資，且該交換契約係為減低此融資活動之風險

約進行避險；該交易對手是否屬於通常會利用以下五種方式（見以下財務義務通知之說明）滿足其財務義務者；(vi)若該交易對手為商品交易法中所規定之證券發行人（issuer of securities）、或依證券交易法之規定須定期向 SEC 提交財報者，則需再額外提出上市公司之交易代碼（SEC Central Index Key number），及該交易對手之董事會已同意其交換契約交易可不經集中結算。<sup>144</sup>當選擇援引此例外者非僅交換契約交易之一方，則所有援引者皆須提供上述資訊。

要求提供上述資訊以確認「最終使用者例外」之條件是否符合，目的在避免此例外遭到濫用。而上述資訊中最重要者為第五項—即所謂的「財務義務聲明（financial obligation notice）」，要求援引此例外者必須說明如何滿足其交換契約之財務義務，包括係採用下列何種方式，如：信用加強合約(a written credit support agreement)、經抵押或分離之資產（pledged or segregated assets）、第三人之書面保證、單純倚賴自身現有之財務資源（available financial resources）、其他方式。<sup>145</sup>提供抵押或分離資產以滿足財務義務之方式雖較不常見於非集中結算的交換契約交易，但 CFTC 認為此種方式對於某些非金融機構而言可能有其相當之必要性，特別是相對於流動現金而言，擁有較大量不動產之公司。<sup>146</sup>至於所謂單純倚賴自身現有之財務資源，依 CFTC 之解釋，可包含現存之資產、投資、現金餘額、營運用現金、長短期信用、以及資本市場融資等。<sup>147</sup>

### 3、避免或降低商業風險

CFTC 於修法內容中並進一步定義何謂「避免或降低商業風險」。由於在 CFTC 與 SEC 必須會商定義的法規名詞之一：「市場主要參與者」中，已含有對「避險」概念之定義，為求法規之統一解釋，CFTC 此處所提之文字定義與其建

---

時，亦可免除保證金和集中結算要求。

<sup>144</sup> CFTC, "End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps," *supra* note 139, at 42590.

<sup>145</sup> *Id.*

<sup>146</sup> CFTC (Dec. 23, 2010), "End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps," Federal Register, Vol. 75, No. 246, 80749.

<sup>147</sup> *Id.*

議 SEC 關於「主要市場參與者」之避險意涵完全相同。不過因為主要市場參與者之定義，並未考量到子公司（affiliate）之避險，相對地，「最終使用者例外」卻對非金融實體之子公司援引「最終使用者例外」定有額外的條件，因此 CFTC 強調這些要件也必須滿足。<sup>148</sup>

根據 CFTC 提案內容之規定，當交換契約不是用來為了投機、投資、交易本質之目的，也不是用來規避另一個交換契約之風險（除非另一個交換契約是用來規避此處所謂之商業風險），同時又符合下列三種情況，則交換交易可被認定是用來降低商業風險<sup>149</sup>：(1) 在企業經營管理上，其資產、負債或服務等合理預期之可能價值變動，或因匯率、利率或幣值等之波動而生之價值變動；(2)為了符合本法所規定之「部位限制」豁免所為之善意避險；(3)為了符合財務會計準則委員會（Financial Accounting Standards Board）會計準則彙編（Accounting Standards Codification）815 主題—衍生性商與避險(Statement No. 133)中所規定之避險處理而為之避險。

## 二、例外之評估

「最終使用者」一般係指與交易商從事交易之對造，依 BIS 之統計資料，截至 2009 年 6 月止，店頭衍生性交易約有 34% 存在於交易商間、56% 在交易商和其他金融機構間、10% 在交易商和非金融機構間，如依此定義，則將近有三分之二的店頭市場交易包含有最終使用者。<sup>150</sup>如若這些交易皆可豁免於集中結算，勢必會對改革法案之施行效果有所影響，因此，是否應該允許最終使用者例外存在；若認為有存在必要，應如何劃定適用範圍；以及在決定範圍後，如何避免這

---

<sup>148</sup> *Id.* n 25, at 80753.

<sup>149</sup> CFTC, “End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps,” *supra* note 139, at 42590.

<sup>150</sup> Rena S. Miller, “Key Issues in Derivatives Reform,” *supra* note 81.

些未經集中結算之交易的風險，將會成為決定此例外是否可能成為法規漏洞之考量點。

### （一）「最終使用者」豁免集中結算之必要性

在立法過程中，從最初美國財政部提出之草案到後續參、眾議院所通過之各版本，都將最終使用者例外納入，以減輕一般商業避險者之負擔，顯示立法者強烈認為此例外存在有其必要性。對此，CFTC 之主席 Gary Gensler 曾表示反對意見，認為無任何公共政策理由允許最終使用者此一例外之存在，且在現存之期貨和股票交易市場中也未將最終使用者排除。<sup>151</sup>國際衍生性商品結算集團

（International Derivatives Clearing Group）也在公聽會中表示，在無法確知下一個會造成系統性風險來源之情況下，法案中應該不允許任何例外存在。<sup>152</sup>即使允許也應有所設限，例如僅限於非金融機構且該交易係用於減免實際商業上風險者，否則不論金融機構或一般公司皆可免除集中交易，將使得造成金融危機的安隆（Enron Corp.）和 AIG 一類的企業，可持續在不受管制之市場中進行交易。<sup>153</sup>後者之觀點顯然為最後版本改革法案所採。

ISDA 在公聽會上也表示了類似觀點，對於交易量相對較小且交易較不頻繁之最終使用者，若其同樣須為遵守法規而付出高成本，例如資本要求、高交易保證金、額外的手續費等，這些成本最終將被轉嫁到消費者和納稅人身上，反而會為美國經濟體系帶來不利影響，同時對降低系統性風險之效果有限，因此認為應

---

<sup>151</sup> CFTC (Nov. 18, 2009), “Remarks of Chairman Gary Gensler, OTC Derivatives Reform,” Exchequer Club of Washington, available at

[http://www.aciforex.org/docs/marketttopics/20091119\\_CFTC.pdf](http://www.aciforex.org/docs/marketttopics/20091119_CFTC.pdf) (last visited July 7, 2011).

<sup>152</sup> Prepared Statement of Gary N. O’connor, Chief Product Officer, International Derivatives Clearing Group, LLC, New York, Hearings before the Committee on Agriculture House of Representatives One Hundred Eleventh Congress First Session (Sept. 17, 22, 2009), Serial No. 111-29.

<sup>153</sup> CFTC, “Remarks of Chairman Gary Gensler, OTC Derivatives Reform,” *supra* note 151. Rena S. Miller, *supra* note 81. Kari S. Larsen (Feb. 5, 2010), “What Is the End Game for the ‘End User’ Exception?”, at <http://www.securitiestechologymonitor.com> (last visited July 3, 2011).

規範者為金融體系中具重要性之市場參與者，而不應將最終使用者納入<sup>154</sup>；ISDA 甚至進一步認為即使是主要市場參與者，若不具金融體系上重要性者，亦不應要求集中結算。<sup>155</sup>美國洲際交易所（Intercontinental Exchange）代表在公聽會中也表達了類似主張，強調應該將重點放在規範交易商間、以及交易商和主要市場參與者間之交易。<sup>156</sup>

相對於前述市場管制之立場，業界則多著眼於管制之必要性與集中結算所增加之成本問題。由商業圓桌會議（the Business Roundtable）、全國製造商協會（the National Association of Manufacture）、美國商會（the U.S. Chamber of Commerce）等七個大型聯盟所組成之「衍生性商品最終使用者聯盟（the Coalition of Derivatives End Users）」，即代表 170 家以上之美國公司向國會表達意見，若要求所有標準化衍生性商品皆須集中結算，會對用以避險之最終使用者帶來過多負擔，且影響所及層面廣布於各行各業；並強調最終使用者不進行投機交易，不會造成系統性風險。<sup>157</sup>能源業者代表也指出，其所用以避險之衍生性商品依法案內容會被認定屬標準化契約，現行實務上也確實有部分交易係透過交易所集中交易結算，但有更多企業基於成本考量而透過店頭市場交易，例如信用評等較佳之企業可不需提出擔保從事交易，或可用現金以外之資產做擔保；並強調因集中結算所增加之成本、或因此而減少之避險可能性，最終會轉嫁給市場上之消費者承擔。<sup>158</sup>

---

<sup>154</sup> Kari S. Larsen, *supra* note 153.

<sup>155</sup> Prepared Statement of Robert G. Pickel, Executive Director and CEO, International Swaps and Derivatives Association, New York, *supra* note 152.

<sup>156</sup> Prepared Statement of Johnathan H. Short, Senior Vice President and General Counsel, Intercontinental Exchange, Inc., Atlanta, Hearings before the Committee on Agriculture House of Representatives One Hundred Eleventh Congress First Session (Sept. 17, 22, 2009), Serial No. 111-29.

<sup>157</sup> Emily Flitter (Oct. 6, 2009), “More Wiggle Room in New Derivatives Bill,” *American Banker*. Peter H. Stone, *supra* note 73. Brady Dennis (Oct. 7, 2009), “Trade Coalition Seek Curbs on Plans to Regulate Derivatives Market,” *Washington Post*, at <http://www.washingtonpost.com> (last visited June 29, 2011).

<sup>158</sup> Prepared Statement of Hon. Glenn English, CEO, National Rural Electric Cooperatives Association, Washington, D.C., Hearings before the Committee on Agriculture House of Representatives One Hundred Eleventh Congress First Session (Sept. 17, 22, 2009), Serial No. 111-29; Prepared Statement of David Schryver, Executive Vice President, American Public Gas Association, Washington, D.C.,

對於業者所關切之避險成本提高以及無法尋得適當避險管道等疑慮，有提出不同意見，認為相較於傳統店頭市場交易制度下所需承擔之風險，最終使用者之避險成本並不必然會增加。<sup>159</sup>直接透過政府和中央對手介入資本準備和保證金要求，而不必分散其避險部位於多數交易商或購買 CDS，反而可降低最終使用者所需面對之違約風險，因此雖然無法確實量化避險成本，但就結果而言，金融改革法之改革方式應有利於最終使用者。<sup>160</sup>即令會增加避險成本，也是為了平衡經濟成長與金融體系穩定所必須付出的對價，而非如本次金融危機一般，最後是由美國納稅者買單，並且避免對交易商和主要市場參與者與對最終使用者規範之不一致，導致藉此規避適用之結果。<sup>161</sup>

最後通過之金融改革法仍然保留了最終使用者例外，然對於最終使用者之定義，則大幅限縮於非交易商、非主要市場參與者且非金融機構者，此外並要求必須係為降低商業上風險而進行交易者始有適用餘地，而適用時須通知主管機關，通知之內容包含是否為避險交易、以及如何履行相關財務義務以避免交易對手風險等內容。

## （二）避險之範疇與財務義務之履行

關於「最終使用者例外」，金融改革法要求交易必須係純粹為了避險而進行，即該衍生性商品交易僅是企業商業活動之附隨行為。對此，有認為應該要將避險之範圍限縮於因為實體商品價格波動而影響商業活動之風險，強調不應包含單純財務上的風險，例如資產負債表風險（balance sheet risk）。<sup>162</sup>CFTC 所提出之修

---

Hearings before the Committee on Agriculture House of Representatives One Hundred Eleventh Congress First Session (Sept. 17, 22, 2009), Serial No. 111-29.

<sup>159</sup> Viral V. Acharya, Or Shachar, and Marti Subrahmanyam (2011), “*Regulating OTC Derivatives*,” *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance* (Viral V. Acharya et al. eds.).

<sup>160</sup> *Id.* at 396-399.

<sup>161</sup> *Id.*

<sup>162</sup> Peter J. Carini, PJC Group of New England (Dec. 3, 2010), “*Comments on Rulemakings Required by the Dodd-Frank Wall Street Reform Act*,” available at [http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/dfsubmission/dfsubmissionmult\\_120310-1](http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/dfsubmission/dfsubmissionmult_120310-1)

法內容中明列三種符合商業上避險之情況，大致與論者所主張之必須與商業活動有關之立場一致。另一方面，由於 CFTC 在管理規則草案中說明：儘管為另一非以避險為目的之交換契約進行避險者，不得適用此例外；但若係為以避險為目的之交換契約進行避險者，則屬可接受之例外。有論者認為，CFTC 此種立場可能已違最終使用者例外之避險要件，因為針對已經避險之部位再進行避險，則此第二個交換契約本質上就是投機交易，依立法目的本不應允許。<sup>163</sup>

雖然 CFTC 關於避險之定義，或可認為已能有效將最終使用者例外之適用限縮於確實為商業活動所需者，且財務義務之履行方式，亦同時兼顧避免違約風險，以及企業界挪出高流動性資產做擔保可能增加之成本，但為求通知程序之簡便，CFTC 提出以表格勾選（check-the-box）之方式，讓申請人說明相關衍生性交易是否用於避險、符合哪一種避險類型、以及所採取之風險降低方式。對於此認定程序，有論者認為或將造成另一種漏洞，任由交易者自行勾選的方式似乎可信度不足，主管機關將欠缺足夠資料以判斷和預防最終使用者例外之濫用，如應要求申請人遞交相關之計算方法和避險部位有效性之說明，以及是否確實提供擔保，或是擔保品之價值是否足以涵蓋可能之交易對手風險等。<sup>164</sup>

### （三）例外對法案目的之影響

在金融改革法中並未對最終使用者直接定義，而是排除交易商、主要市場參與者以及金融機構，並限於該交易係為降低商業上風險而進行者。基於上述判斷

---

.pdf (last visited July 9, 2011).

<sup>163</sup> Michael Greenberger (Feb. 22, 2011), "Comment Letter by Michael Greenberger, Professor, University of Maryland School of Law, Director, Center for Health and Homeland Security, to David Stawick, Secretary, Commodity Futures Trading Commission, End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps [hereinafter Comment Letter by Michael Greenberger to End-User Exception]," available at <http://www.michaelgreenberger.com/files/End-User-CL.pdf> (last visited May 20, 2011).

<sup>164</sup> Peter J. Carini, *supra* note 162. Michael Greenberger, "Comment Letter by Michael Greenberger to End-User Exception," *Id.*

要件，何謂「主要市場參與者」和「商業上風險」，和能否有效監管豁免集中結算之店頭交易，會影響最終使用者例外對立法目的之影響。

對於一般較小型之企業來說，其所從事之店頭市場交易若純為避險，通常交易量不至於達到被認定為主要市場參與者之水平，但對於大型企業而言，其所擁有之部位所隱含的交易對手風險是否可能影響金融體系安定，在認定上即可能出現爭議<sup>165</sup>，此亦為眾多企業所關注的重點，並希望主管機關能給予較明確之認定標準。由於主要市場參與者之詳細標準如何，金融改革法授權 CFTC 與 SEC 共同制定相關規則，因此取決於主管機關如何認定金融體系可以承受之風險，以及在市場管理以及市場參與者利益間如何取得平衡。金融改革法僅開放小幅度之最終使用者適用主體範圍，前述 AIG 案件中從事 CDS 交易之子公司 AIGFP，將因其屬金融機構而直接被排除在適用範圍外；即令 AIGFP 非為金融機構而符合前項要件，其所交易之 CDS 數量，已足以使其成為當時市場上最大的交易者，顯然會帶來影響金融體系穩定之交易對手風險，因此將被認定屬主要市場參與者進而排除「最終使用者例外」之適用，亦即若 AIGFP 所進行之交易為標準化衍生性商品，就必須要透過集中交易結算機制進行，從而受到交易資訊公開和適當資金準備等之要求。

關於最終使用者例外是否可能構成金融改革法之漏洞，有學者提出若僅有 10% 之交易可以透過最終使用者例外免除，而其餘 90% 以上之標準化店頭衍生性交易必須集中交易結算，則已可以達到改革之目的<sup>166</sup>，換言之，若是將例外限縮在交易商與其他非金融機構之交易對手間，則應不致影響改革目的。由於非金融機構之交易者，在市場上擁有之部位相對較小，例如在利率衍生性商品中，非金融機構交易者僅占總名目金額之 8%，在外匯和商品類衍生性商品亦僅分別占

---

<sup>165</sup> Michael Greenberger, *Comment Letter by Michael Greenberger to End-User Exception*, *supra* note 164.

<sup>166</sup> Michael Greenberger (Oct. 2010), "Is Our Economy Safe? A Proposal for Assessing the Success of Swaps Regulation under the Dodd-Frank Act," University of Maryland Legal Studies Research Paper No. 2010-50, available at <http://works.bepress.com> (last visited May 20, 2011).



17%和 10%<sup>167</sup>；而相對於金融機構主要從事之證券和信用類衍生性商品，非金融機構投資者主要交易之衍生性商品類型，如上述之利率、外匯和商品類之衍生性商品，更非造成金融危機之原因，因此即使存在最終使用者例外，只要能依原本法案之設計有效實施，應不至於影響改革法案對店頭市場交易加強監管之立法目的。<sup>168</sup>

最終使用者例外存在最重要的基礎，在於企業避險需求之考量，因此 CFTC 管理規則中關於避險之認定能否確實執行至為重要。觀察過去因衍生性商品交易而面臨問題之一般企業，若非所交易之衍生性商品過於複雜，以致企業本身無法準確估算其在衍生性商品部位之曝險，就是其所進行之交易已非單純以避險為目的，而是憑以獲利或甚至投機者。對此，在金融改革法中已直接限制必須為商業上避險始得適用此例外，且 CFTC 提出之修法內容中，也要求說明所遭遇之商業上風險類型，雖有學者批評僅交由業者勾選之方式仍欠完備，如若後續關於商業上風險之認定程序有所改善，可使主管機關較完整檢視企業之避險需求，某程度上也已經阻絕純粹投機之交易，而能避免有心者利用此例外進行投機交易。

即使符合了上述之最終使用者例外要件，純為避險目的所進行之交易，亦可能因為欠缺適當資金準備而出現問題。為了避免因豁免集中結算而欠缺相關保證金準備，致使交易對手風險仍然存在之問題，金融改革法強調最終使用者必須提出其為履行契約所做之準備，CFTC 亦在修法內容中明列有相關擔保和信用加強等安排，以確保有足夠財務資源涵蓋可能之交易對手風險。雖同樣因主管機關僅交由業者勾選之方式被認為在執行上有所缺陷，如果後續相關程序能夠改善，而使主管機關較完善確認交易者之財務情況，也有助於降低因此例外而可能存在之風險。

---

<sup>167</sup> Michael Chlistalla (Apr. 28, 2010), "OTC Derivatives: A New Market Infrastructure is Taking Shape," Deutsche Bank Research, at <http://www.dbresearch.com> (last visited July 15, 2011).

<sup>168</sup> Laurin C. Ariail (Mar. 2011), "The Impact of Dodd-Frank on End-Users Hedging Commercial Risk in Over-the-Counter Derivatives Markets," 15 North Carolina Banking Institute 175.

## 陸、結論

衍生性商品為企業經營上重要避險工具，透過店頭市場進行交易，相較於透過交易所交易之標準化衍生性商品較有彈性，既有利於金融創新，亦有助於企業針對個別避險需求進行彈性調整。然另一方面，店頭市場之低資訊透明度和缺乏完備違約風險管理機制，加上衍生性交易高槓桿之特性，一旦有違約事件發生，交易者往往陷於嚴重的流動性問題，如 AIG 因其倫敦子公司之 CDS 交易而瀕臨破產事件。對於上述店頭市場衍生性交易之問題，美國金融改革法以集中結算制度作為主要改革核心。集中結算機制使得交易對手風險轉由中央對手承擔，而集中結算之衍生性商品必須具備一定之標準化和流動性，以利中央對手透過保證金之收取、強制平倉機制和準備金之充實等方式，來管理集中於自身之風險。

在強調集中結算制度之同時，金融改革法最後要求須集中結算者僅限於標準化衍生性商品，但對於如何認定標準化則採開放式立法，由 CFTC 及 SEC 就法案所列要件進行認定，然此例外之存在，本身即有可能因衍生性商品交易契約不必要之複雜化而被濫用，且對於在此次金融危機中造成問題之衍生性商品，如 AIGFP 所交易之信用違約交換契約，也將因其本即屬複雜度高之類型而可免集中結算，有違金融改革法預防此類事件再度發生之目的。對於外匯換匯與遠期外匯兩類衍生性商品，雖美國財政部已基於法案之明文授權提出豁免之行政預告，然財政部所提出之認定理由，既未能說明外匯衍生性商品之風險確實極低而不必集中結算，又無法確保此例外不被濫用之可能，因而遭致立論不足之批評。「最終使用者」例外雖係法案中考量到一般企業利用衍生性商品之避險需求而設，但對最終使用者之範圍未明確做出劃分，僅以非金融實體且確實用於商業上避險為先決條件，並要求須通知主管機關，然 CFTC 關於商業避險及財務義務之聲明等程序上設計，是否仍能確保立法目的之達成讓人存疑；另一方面，允許為另一以

避險為目的之交換契約所進行之「避險」，亦屬可接受之例外此點則恐與立法目的的相悖。

綜上論述，本文說明了美國因應此次金融危機，而提出以集中結算為基礎之金融改革，並就較主要之三項例外規定，是否會造成改革法案之漏洞進行大致分析，顯示出金融改革法之設計無法完全防範店頭衍生性交易未來再度買禍之可能性。觀察過去美國幾次重大金融改革，皆是在金融危機後大幅加強對市場之管制，然管制之必要性卻須待多年運行後才能獲致理性檢驗之機會。此次集中結算制度之改革方向，同樣在明知此制度無法完美防堵金融危機再度發生，卻仍引以為改革方向，並不令人意外，然結果如何，仍需待實際於市場實施後才能準確評價。

## 參考文獻

中央銀行，全球金融危機專輯，民國九十九年三月。

許誠洲，衍生性金融商品理論與實務，金融研訓院，台北民國九十九年一月。

謝鳳瑛，「國際外匯清算機制—CLS 系統」，財金資訊第 42 期，民國九十四年十月，網址：<http://www.fisc.com.tw>。

Acharya, Viral V. & Matthew Richard eds. (2010), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System* (Wiley Finance).

Acharya, Viral V. et al. eds. (2011), *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance* (Wiley Finance).

Ariail, Laurin C. (Mar. 2011), “The Impact of Dodd-Frank on End-Users Hedging Commercial Risk in Over-the-Counter Derivatives Markets,” 15 North Carolina Banking Institute 175.

Baseri, Nazanin (Winter 2011), “Credit Default Swap and Clearing,” American University Legislation and Policy Brief, 7-38.

BIS, Committee on Payment and Settlement Systems (Mar. 2007), “New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives.”

BIS, “Semiannual OTC Derivatives Statistics at End-December 2010,” at <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm> (last visited July 7, 2011).

BIS, Statistical Annex (June 2011), at <http://www.bis.org> (last visited June 9, 2011).

Braithwaite, Joanne P. (2011), “The Inherent Limits of ‘Legal Devices’: Lessons for the Public Sector’s Central Counterparty Prescription for the OTC Derivatives Markets,” *European Business Organization Law Review* 12 87-119.

Bresnahan, John & Carrie Budoff Brown (Apr. 13, 2010), “Lincoln Wall Street Bill Tacks Left,” Politico, at <http://www.politico.com>.

Carini, Peter J., PJC Group of New England (Dec. 3, 2010), “Comments on Rulemakings Required by the Dodd-Frank Wall Street Reform Act,” available at <http://www.cftc.gov>.

CFTC (Nov. 18, 2009), “Remarks of Chairman Gary Gensler, OTC Derivatives Reform,” Exchequer Club of Washington, available at

[http://www.aciforex.org/docs/markettopics/20091119\\_CFTC.pdf](http://www.aciforex.org/docs/markettopics/20091119_CFTC.pdf) (last visited July 7, 2011).

CFTC (Aug. 17, 2009), "Analysis of Proposed Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009," at <http://tradeobservatory.org>.

Chander, Anupam & Randall Costa (Winter, 2010), "International Law and the Economic Crisis: Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence," 10 *Chicago Journal of International Law* 639.

Chlistalla, Michael (Apr. 28, 2010), "OTC Derivatives: A New Market Infrastructure is Taking Shape, Deutsche Bank Research," available at <http://www.dbresearch.com> (last visited July 15, 2011).

Culp, Christopher L. (2010), "OTC-Cleared Derivatives: Benefits, Costs, and Implications of the 'Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,'" *Journal of Applied Finance*, Issue 2.

Duffie, Darrell, Comment Letter by Darrell Duffie, Professor, Graduate School of Business, Stanford University, to Inc to Mary Miller, Assistant Secretary for Financial Markets, Department of the Treasury (May 12, 2011), "On The Clearing of Foreign Exchange Derivatives," available at <http://www.darrellduffie.com>.

Duffie, Darrell, "How Should We Regulate Derivatives Markets?" PEW, at [http://www.pewfr.org/project\\_reports\\_detail?id=0017](http://www.pewfr.org/project_reports_detail?id=0017) (last visited July 3, 2011).

Ezickson, Doron F., Prajakt Samant & Rashpaul Bahia (Dec. 2010), "EU Financial Reforms Impact on OTC Derivative and Commodities Market," *PLC Magazine*.

Flitter, Emily (Oct. 6, 2009), "More Wiggle Room in New Derivatives Bill," *American Banker*.

FX Investor Group (June 3, 2011), "Response to the Department of the Treasury's Request for Further Comments on the Proposed Determination of Foreign Exchange Swaps and Forwards," at <http://www.regulations.gov>.

Glass, Adam W. (2009), "The Regulatory Drive towards Central Counterparty Clearing of OTC Credit Derivatives and the Necessary Limits on This," *Capital Markets Law Journal*, Vol. 2, No. S1 79.

Gogel, Jeremy (Fall, 2010), "Shifting Risk to the Dumbest Guy in the Room-Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act," 11 *Journal of Business & Securities Law*, 1-52.

- Greenberger, Michael (2010), "Out of the Black Hole: Regulatory Reform of the Over-the-Counter Derivatives Market," *Make Markets Be Markets* 99-115 (Roosevelt Institute), at <http://makemarketsbemarkets.org/report/MakeMarketsBeMarkets.pdf>.
- Greenberger, Michael (June 30, 2010), "The Role of Derivatives in the Financial Crisis," Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, at [http://www.michaelgreenberger.com/files/FCIC-Michael\\_Greenberger\\_Testimony.pdf](http://www.michaelgreenberger.com/files/FCIC-Michael_Greenberger_Testimony.pdf) (last visited May 15, 2011).
- Greenberger, Michael (Oct. 2010), "Is Our Economy Safe? A Proposal for Assessing the Success of Swaps Regulation under the Dodd-Frank Act," University of Maryland Legal Studies Research Paper No. 2010-50, available at [http://works.bepress.com/michael\\_greenberger/34](http://works.bepress.com/michael_greenberger/34) (last visited May 20, 2011).
- Greenberger, Michael (Nov. 29, 2010), "Comment Letter to Mary J. Miller, Assistant Secretary for Financial Markets, Office of Financial Institutions Policy, Department of the Treasury, Determination of Foreign Exchange Swaps and Forward," at [http://www.michaelgreenberger.com/files/Greenberger\\_FX\\_comment\\_letter.pdf](http://www.michaelgreenberger.com/files/Greenberger_FX_comment_letter.pdf) (last visited May 6, 2011).
- Greenberger, Michael (Feb. 22, 2011), "Comment Letter to Elizabeth Murphy, Secretary, Securities and Exchange Commission, and David Stawick, Secretary, Commodity Futures Trading Commission, Further Definition of 'Swap Dealer,' 'Security-Based Swap Dealer,' 'Major Swap Participant,' 'Major Security-Based Swap Participant,' and 'Eligible Contract Participant'," at <http://www.michaelgreenberger.com/files/Second-Def-CL.pdf> (last visited Sept. 11, 2011).
- Greenberger, Michael (Feb. 22, 2011), "Comment Letter by Michael Greenberger, Professor, University of Maryland School of Law, Director, Center for Health and Homeland Security, to David Stawick, Secretary, Commodity Futures Trading Commission, End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps," available at <http://www.michaelgreenberger.com/files/End-User-CL.pdf> (last visited May 20, 2011).
- Gubler, Zachary J. (2011), "The Financial Innovation Process: Theory and Application," 36 *Delaware Journal of Corporate Law* 1, 55-119.
- Jacque, Laurent L. (2010), *Global Derivative Debacles: from Theory to Malpractice* (World Scientific).

- Johnson, Philip McBride & Thomas Lee Hazen (2004), *Derivatives Regulation* (Aspen Publishers, 3rd edition).
- Knott, Raymond and Alastair Mills (Dec. 2002), "Modelling Risk in Central Counterparty Clearing Houses: A Review," *Financial Stability Review*.
- Larsen, Kari S. (Feb. 5, 2010), "What Is the End Game for the 'End User' Exception?" at <http://www.securitiestechologymonitor.com>.
- McBride, Paul M. (winter 2010), "The Dodd-Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market," 44 *International Lawyer*, 1077, 1106-1107.
- Medero, Joanne T. (Mar. 1997), "The Great Treasury Amendment Debate," *Futures Industry*, at <http://www.futuresindustry.org>.
- Miller, Rena S. (Apr. 8, 2010), "Key Issues in Derivatives Reform," CRS Report for Congress, available at <http://assets.opencrs.com>.
- Pirrong, Craig (May, 2011), "The Economics of Central Clearing: Theory and Practice," ISDA Discussion Papers Series, No. 1.
- PwC (July 2009), "OTC Derivatives: Should All Customized Derivatives Be Standardized?" at <http://www.pwc.com> (last visited July 3, 2011).
- Rausser, Gordon, William Balson, & Reid Stevens (Sept. 18, 2009), "Centralized Clearing for Over-the-Counter Derivatives," available at <http://ssrn.com/abstract=1475351>.
- Report of the President's Working Group on Financial Markets (April, 1999), "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management," at <http://www.treasury.gov>.
- Sackheim, Michael et al (Aug. 2010), "Knocking on the Clearinghouse Door A Lawyer's Introduction to Cleared OTC Derivatives," 30 *Futures & Derivatives Law Report*, No. 7.
- The White House (June 17, 2009), "Remarks by the President on 21st Century Financial Regulatory Reform," at <http://www.whitehouse.gov>.
- U.S. House of Representatives, Committee on Oversight and Government Reform, "Public Disclosure as a last Resort: How the Federal Reserve Fought to Cover up the Details of the AIG Counterparties Bailout from the American People," at <http://oversight.house.gov>.

美國立法資料

CFTC (Dec. 23, 2010), “End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps,” Federal Register, Vol. 75, No. 246, 80747-80758.

CFTC (July 26, 2011), “Process for Review of Swaps for Mandatory Clearing,” Federal Register, Vol. 76, No. 143, 44464-44475.

CFTC (July 19, 2012), “End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps,” Federal Register, Vol. 77, No. 139, 42560-42591.

CFTC & SEC (May 23, 2012), “Further Definition of ‘Swap Dealer,’ ‘Security-Based Swap Dealer,’ ‘Major Swap Participant,’ ‘Major Security-Based Swap Participant’ and ‘Eligible Contract Participant,’” Federal Register, Vol.77, No.100, 30586-30764.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

The Obama Administration’s White Paper on Financial Regulatory Reform, June 17, 2009, at <http://media.washingtonpost.com> (last visited June 9, 2011).

U.S. Department of the Treasury, Proposed Legislation, Title VII – Improvements to Regulation of Over-the-counter Derivatives Markets, Over-the-counter Derivatives Market Act of 2009, Aug. 11, 2009, § 711(a)(4), at <http://www.financialstability.gov>

U.S. Department of the Treasury (Apr. 29, 2011), Fact Sheet: Notice of Proposed Determination on Foreign Exchange Swaps and Forwards, at <http://www.treasury.gov> (last visited May 18, 2011).

U.S. Department of the Treasury (May 20, 2011), “Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards under the Commodity Exchange Act,” Federal Register, Vol.76 No. 87.