

國立政治大學國際經營與貿易研究所碩士論文

指導教授：楊光華教授

店頭衍生性商品交易集中結算之研究

—以美國 2010 金融改革法案為中心



研究生：鄭琇霏 撰

中華民國一百年七月

店頭衍生性商品交易集中結算之研究

—以美國 2010 金融改革法案為中心

摘要

原為避險目的而生之衍生性商品，因為金融創新，不僅交易規模擴大，交易對象也變得多元，甚至進一步成為部分投機者賺取高報酬之工具。依統計資料，透過店頭市場交易之衍生性商品，其名目價值遠高於在集中市場交易者，然店頭市場交易係由雙方自行協商交易條件，在欠缺相關揭露要求之情況下，市場透明度低，且欠缺有力之違約風險控管機制，兼之此市場中參與者間之高度關聯性，使得一旦有違約情況發生，影響層面往往波及當事人以外之眾多對象。

在金融危機過後，國際間開始檢討此次危機之成因，並研擬後續可能改革方向，針對店頭市場交易部分，則強調透過集中交易、集中結算以及交易資訊揭露等方式加強監管。美國為眾多戮力於金融改革之國家中較早通過具體條文者，2010 年的改革法案將店頭衍生性交易納入規範，以集中結算為改革重點，並施加交易資訊申報公開、保證金、資本準備和部位限制等要求。儘管集中結算制度為改革關鍵，在法案中卻存在部分豁免規定，例如僅標準化衍生性商品須集中結算、外匯換匯及遠期外匯兩類衍生性商品可免集中結算、以及最終使用者所從事之交易亦可豁免等。

對於上述豁免規定，本文認為基於集中結算制度本身運作之前提，為結算之衍生性商品必須有一定之流動性及標準化，加上採行集中結算可能會增加之避險成本，因此美國改革法案中之例外為妥協後之結果。上述例外存在之本身，以及相關主管機關所提行政規則修正草案中存在之缺失，皆增加了藉以規避集中結算制度之可能性，而成為美國改革法案集中結算制度之潛在漏洞，無法防範店頭衍生性交易再度賈禍。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然結果如何，仍需待實際於市場實施後才能準確評價。

關鍵字：店頭衍生性交易、集中結算、Dodd-Frank 法案、集中結算例外



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

Abstract

Because of financial innovation, the trading volume of derivatives increases and the market participants get varied. Derivatives, that were developed to hedge or mitigate risk, become one of the tools to speculate. According to statistics, the total nominal value of derivatives traded in the over-the-counter (OTC) market is much higher than that traded in the exchange. Because of the low market transparency, the lack of powerful risk mitigating mechanism and the high correlation among major market participants, default of one counterparty may cause systemic risk.

After the global financial market meltdown in 2008, countries devoted attention to the causes of the financial crisis, especially to the OTC derivatives. To reduce the risk identified in the OTC derivatives market, trading on the exchange or electronic trading platform, central clearing and information disclosure are some measures to be implemented. The Dodd-Frank Act was the earliest reform act passed by the U.S. among these countries. Although central clearing is the major component of the act, there are also several exemptions of it. For example, non-standard derivatives, foreign exchange swaps, foreign exchange forwards and derivatives traded by end-user are exempted from central clearing requirement.

To be central cleared, the OTC derivatives must be standardized and with certain liquidity. Once central cleared, companies would be unable to use customized derivatives to mitigate commercial risk and the cost of hedge would probability increases. These are some reasons mentioned to support the central clearing

exemption. However, the existence of these exemptions may become the inherent loopholes of the act. This article would first introduce the central clearing exemptions and evaluate the possible effect these exemptions might cause.

Key Words: OTC Derivatives, Central Clearing, Dodd-Frank Act, Central Clearing Exemptions





謝辭

本篇論文之完成，首要感謝我的指導教授楊光華老師，從一開始題目之選定、研究過程中之指引、到最後文字之潤飾，若無楊老師從旁提點與協助，我勢將難以釐清此內容繁雜之法案，並在本篇論文畫上最後一個句號。謝謝賴源河教授與方嘉麟教授兩位口試委員，特地前來學校主持口試，並給了我眾多珍貴意見。此外，也要感謝法組施文真教授與蔡孟佳教授兩位老師，不僅是課業上知識的傳授，也關心我們生活上的大小事。在政大國貿所的兩年，我獲益良多，尤其在法組的點點滴滴都是珍貴的收穫。

另外也要感謝優秀的學長姐們以及和同甘共苦的同學們，不管是課業、生活甚至求職路上，這兩年受你們協助許多，如果沒有你們的陪伴，我的求學生活將會少了很多可以回味的地方，我會懷念大家一起在法學中心吃飯、念書、趕電子報和辦研討會的時光。不論現在身處哪個人生階段，希望大家都能找到自己的目標，過自己想要的生活。

最後要感謝我的家人，謝謝你們的諸多包容和關心，讓我的研究過程無後顧之憂，而得以在此訴諸文字表達感謝。

目次

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景與動機.....	1
第二節 研究方法與限制.....	3
第三節 研究架構.....	4
第二章 美國金融改革法案之「集中結算」要求與例外.....	5
第一節 立法背景.....	6
第一項 店頭市場衍生性交易與金融危機.....	7
第二項 以集中結算為改革方向.....	11
第三項 小結.....	15
第二節 Dodd-Frank 法案對店頭交易衍生性商品之規範.....	15
第一項 標準化衍生性商品之「集中結算」要求.....	16
第二項 管轄權之賦與及劃分.....	19
第三項 交換契約之定義.....	22
第四項 其他.....	24
第五項 小結.....	26
第三節 免於集中結算之店頭衍生性商品.....	27
第四節 免於「集中結算」要求之最終使用者例外.....	34
第一項 相關市場參與者之定義.....	34
第二項 最終使用者例外.....	38
第三項 小結.....	43
第三章 集中結算例外之評估.....	44
第一節 集中結算機制.....	45
第一項 集中結算機制之運作.....	46
第二項 集中結算機制之限制.....	48
第三項 小結.....	50

第二節 免於集中結算之店頭衍生性商品類型	51
第一項 非標準化之衍生性商品	51
第二項 外匯衍生性商品	56
第三節 「最終使用者」之豁免	60
第四章 結論	70
參考文獻	1



第一章 緒論

第一節 研究背景與動機

肇始於美國房地產泡沫化之次級房貸危機，藉由金融創新而生之各式衍生性商品，不僅交易規模變得龐大，交易對象亦趨向多元化，使得原為避險用途之衍生性商品，成為部分投機者賺取高額報酬之工具。再加上透過店頭市場

(Over-the-Counter, OTC) 交易，由締約雙方逕行就交易條件私下進行協商，市場上欠缺有力之違約風險控管機制，兼之主管機關對可能之曝險部位無法準確掌握，實際狀況未明更加深市場上之恐慌。美國國際集團 (American International Group, Inc., AIG) 因其倫敦子公司信用違約交換 (Credit Default Swap, CDS)，而陷入鉅額資金周轉問題，則成為壓垮駱駝的最後一根稻草，原本區域性之次貸問題，最終釀成 2007 年至 2009 年之金融危機，禍及全球金融市場。

此次金融危機過後，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，並試圖研擬後續可能之改革方向，如何改善店頭市場交易制度亦為重點之一。廿國集團 (G-20) 國家自 2008 年起密集召開會議，宣示 G-20 國家將共同合作以恢復全球經濟狀況，加強銀行等金融機構之風險管理與審查責任，並改善店頭市場交易制度。針對店頭市場交易改善部分，依 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)，具體內容包含所有標準化之衍生性商品最遲於 2012 年底前，必須透過交易所 (exchanges) 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 (clearing)；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¹。

¹ Doron F. Ezickson, Prajakt Samant & Rashpaul Bahia, *EU Financial Reforms Impact on OTC*

為了避免類似 AIG 集團此類必須動用鉅額稅金以援助私人企業之事件再度發生，且為了落實 G-20 國家之金融改革宣言，美國自 2008 年末陸續出爐有關改革現行店頭市場交易制度問題之草案，最後通過之「華爾街改革及消費者保護法案（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）²」，則是危機後各改革立法之國家中，較快出現明確規範架構和詳細條文者。美國此次修法將店頭市場衍生性交易納入法規體系下，明定以商品期貨交易委員會（The Commodity Futures Trading Commission, CFTC）及美國證券交易委員會（The Securities and Exchange Commission, SEC）為主管機關，並進一步要求所有「標準化（standardized）」之衍生性商品皆須集中結算，而不論是否經集中結算，所有店頭市場交易皆須向交易資訊儲存中心申報，希望藉此降低可能之違約風險，避免未來危機重演。

集中結算制度作為改革店頭市場交易之重要關鍵，在美國改革法案中卻同時存在部分豁免規定，即部分類型之衍生性商品和部分店頭市場參與者所從事之衍生性商品交易，可例外不須經集中結算過程。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，則要求店頭市場衍生性交易須全面透過交易所買賣或經集中結算，似為最徹底根絕危機再度發生之手段。基於此觀點，美國改革法案中所存在之豁免規定，是否有其不得不然之原因存在，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，而成為改革法案中隱含之漏洞？

基於上述背景，本文之研究當先分析店頭市場衍生性交易在此次金融危機中

Derivative and Commodities Market, PLC MAGAZINE (Dec. 2010).

² Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203, 124 Stat. 1376 [hereinafter Dodd-Frank Act].

所曝露出之問題所在，其次了解美國改革法案中針對上述問題所提出之解決方法，並點出法案中較主要之豁免規定。在確立集中結算為改革法案核心後，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。最後討論前述法案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改革法案之漏洞。

隨著各國金融市場走向開放，國際間金融活動往來頻繁且關係愈趨緊密，此次金融危機遠在台灣也不免受到波及，因此了解相關金融活動之變化趨勢有其重要性，且可做為台灣未來發展相關金融活動規範之參考。

第二節 研究方法與限制

全文的研究方法包括文獻探討、美國改革法案相關內容分析，並加以歸納整理。文獻探討部分，主要蒐集國、內外相關書籍、期刊、新聞和此領域國際組織之資料及研究，內容包含對金融危機之成因、進展和改革建議，集中結算制度運作方式，和對美國改革法案各階段發展之評論分析。美國改革法案相關內容部分，包含美國政府之新聞稿、立法過程中各版本草案內容、重要公聽會之書面資料、以及後續主管機關依法案授權制定之子法修正草案內容等。

美國改革法案中針對店頭市場交易之改革雖以集中結算為核心，實乃包含對主管機關相關權限之劃分、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能否有效管理風險息息相關，難以在有限篇幅全面涵蓋。又該改革法案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，因而改革法案內容迄未正式落實於交易實務，故本文僅能就目前公布之子法草案進行分析，探討可能之施行結果。

第三節 研究架構

本文共分為四章，以下就全文架構作概略介紹。

第一章包括研究背景與動機、研究方法與限制及研究架構。

第二章從美國 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。其次針對改革法案中，與集中結算相關之重要規範內容作簡介。最後針對改革法案中較主要之集中結算豁免規定，區分為以衍生性商品之種類或以市場參與者之身分為豁免依據兩大類，分別就法案之規定內容與目前授權訂定之規定進行介紹。

第三章先敘述集中結算制度之運作方式，分析其作為改善店頭市場交易之優點，以及因其集中結算型態本身所含之限制。其次針對第二章中所提及之集中結算豁免規定和相關授權規定，就其是否會造成改革法案之漏洞進行評析。

第四章則綜合歸納以上內容提出結論。

第二章 美國金融改革法案之「集中結算」要求與例外

2007-2008 年之金融危機，雖肇始於美國房地產泡沫化所引起之次級房貸（subprime mortgage）危機，然透過金融創新，房貸產品已化身為各種衍生性金融商品，交易規模不但變得龐大，交易對象更是趨向多元，再加上是透過店頭市場（over-the-counter, OTC）交易，欠缺明文之違約風險控管機制，且因主管機關對可能之曝險部位無法充分掌握，終使得區域性之次貸問題蔓延成為全球金融風暴。壓垮駱駝的最後一根稻草即是美國國際集團（American International Group, Inc.，以下簡稱 AIG）因其倫敦子公司之信用違約交換（credit default swap, CDS）交易而必須面對龐大資金缺口。美國政府最後儘管對 AIG 施以援手而使之免於破產，但卻也間接促使美國國會決心將店頭市場衍生性交易納入其後為因應金融危機所推動之金融監理改革——即「華爾街改革及消費者保護法案（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act，以下簡稱 Dodd-Frank 法案）」。

衍生性交易高槓桿操作之特性，使得其違約之數額可以遠超過當事人投入交易之資金，但在店頭市場交易之衍生性商品卻不像在集中交易市場上所進行者，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；再加上客製化之特性，使得店頭市場衍生性交易之條件及規模對當事人以外之第三人（包括主管機關在內）皆不透明。這些缺點正是店頭市場衍生性交易於此回金融危機中最為人所詬病之處，因為違約金額雖可能驚人，但卻欠缺足夠的違約風險控管機制，在此同時，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。美國國會因而於 Dodd-Frank 法案中訂出以「集中結算」做為店頭市場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³，希望藉此降低違約風險，避免未來危機重演。

集中結算雖然有助於改善店頭市場交易違約問題，但所能結算之衍生性商品類型因為集中結算並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為承擔可能之違約風險，勢必會收取保證金及相關服務費用而提高交易成本，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買禍之產業——非華爾街業者，積極要求「集中結算」應有豁免條款。最後 Dodd-Frank 法案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 (end-user) 免於集中結算之例外。

本章以下將先說明美國金融改革法案之相關立法背景，由 AIG 事件點明店頭市場衍生性交易存在之問題，以及以集中結算作為改革方向之相關發展；其次介紹美國金融改革法案針對店頭市場衍生性交易部分之規範內容，包含管轄權之賦與和劃分、集中結算制度之要求、以及其他完善風險管理之輔助措施；最後分別說明法案中所允許之例外，包含衍生性商品類型之例外以及最終使用者例外，並簡述法案授權主管機關所訂定之相關子法目前之進度。

第一節 立法背景

³ 在 Dodd-Frank 法案中，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。

始於 2007 年之金融危機，雖係肇因於美國次級房貸市場之問題，但透過店頭市場交易之衍生性商品，影響遍及全球金融體系，如 AIG 集團因其子公司所進行之信用違約交換（CDS）而導致的資金周轉問題即為適例。鑑於此次金融危機暴露出店頭市場衍生性交易對金融體系之影響，故危機過後檢討焦點之一，即為如何透過集中結算以降低上述店頭市場交易之風險，避免未來危機再度發生。

在 Dodd-Frank 法案通過之前，店頭市場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，再加上槓桿使用之比例也未有限制，店頭市場衍生性商品之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，在此次 AIG 事件發生之前，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，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的代價，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，當年對交易成本、避險效益的考量今日亦僅能退而求其次，尋求立法之可能。

第一項 店頭市場衍生性交易與金融危機

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⁴。依

⁴ Viral V. Acharya et al. *Derivatives: The Ultimate Financial Innovation, in RESTORING FINANCIAL STABILITY: HOW TO REPAIR A FAILED SYSTEM* 233, 233-234 (Viral V. Acharya & Matthew Richard eds.,

國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)之統計資料顯示,截至 2008 年底,全球未平倉(outstanding)衍生性商品之名目金額(notional amount)中,透過交易所交易之期貨(futures)和選擇權(options)者約為 57.7 兆美元,然透過店頭市場交易者卻高達 432 兆美元⁵,兩者間之巨幅差距使店頭市場交易之重要性不言可喻。

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,店頭市場交易在交易標的、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,此種客製化之特性對企業之避險規劃有極大幫助。另一方面,由於交易是由買賣雙方自行協議進行,對非當事人而言契約之資訊透明度低,通常買賣價差(spread)大於透過公開集中競價者,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)⁶。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 金融商品公司(AIG Financial Product Corporation, 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, CDO)之保險,亦即 AIG 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

2010).

⁵ BIS, Statistical Annex, June 2011, at http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1106.pdf#page=136 (last visited June 9, 2011).

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

(restructuring) 等信用事件 (credit event) 時, AIGFP 將對信用違約交換契約之持有人進行賠付, 而信用違約交換契約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, 因此其所提供之信用違約交換契約廣受歡迎; 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信用違約交換契約提供擔保, 使得出售此類產品可獲得之利潤極佳。截至 2008 年為止, AIG 所擁有之信用違約交換契約部位名目價值高達 5000 億美元, 為 AIG 帶來 2.5 億美元之收入, AIG 也成為當時信用違約交換契約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⁷。

當 2007 年美國房市泡沫化延燒到債務抵押證券時, 原本為 AIG 帶來可觀獲利之信用違約交換契約開始遭受損失, 在 2007 年第三季, AIG 已經因這些交易認列了 3.52 億美元之損失, 雖然 AIG 再三強調此僅是帳面上的損失, 實際賠付尚未發生⁸。當美國房貸市場崩潰時, 由於大量貸款者無法清償貸款, AIG 作為信用違約交換契約的賣方因此需要進行賠付, 迫使 AIG 從 2007 年起持續產生大量損失; 另一方面, 依據契約條款之要求, 當信用違約交換契約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, 因此賠付義務尚未實際發生之契約, 也因 AIG 必須對之提出擔保, 而加重 AIG 之流動性危機。雪上加霜的是因為倫敦子公司 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, 金額高達 150 億美元。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 公司的破產連帶影

⁷ LAURENT L. JACQUE, GLOBAL DERIVATIVE DEBACLES: FROM THEORY TO MALPRACTICE, Chapter 16 AIG 275-280 (2010). Gretchen Morgenson, *Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk*, THE NEW YORK TIMES, Sep. 27, 2008, at <http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28melt.html> (last visited June 5, 2011). Mark Pittman, *Goldman, Merrill Collect Billions after Fed's AIG Bailout Loans*, BLOOMBERG NEWS, Sep. 29, 2008, at <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aTzTYtINHSG8#> (last visited June 5, 2011).

⁸ Gretchen Morgenson, *supra* note 7.

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⁹。

信用違約交換契約為金融創新之產物，大多透過店頭市場進行交易，並未受到任何金融管制。以上述從事信用違約交換契約交易之 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提撥規範；再加上「信用違約交換契約」是否屬於應受美國證券交易委員會（SEC）管制之「證券」向有疑義，故 SEC 亦未對其發行 CDS 訂有任何特別之規範，導致 AIGFP 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 AIGFP 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，因此發行成本大幅降低；再加上公司內部對經濟發展趨勢看好，對違約風險之評估也相對樂觀，竟因此未提撥任何對應之違約準備。然而，當整體經濟情勢逆轉，房貸市場違約率快速攀升時，沒有提撥任何準備金之 AIGFP 完全無法因應接踵而來之巨額賠付金額請求，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，店頭市場衍生性交易商品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；再加上並無任何強制店頭市場交易揭露之規範，因此外界向來難以對此類交易一窺堂奧，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¹⁰，

⁹ Mark Pittman, *supra* note 7. Edmund L. Andrews, Michael J. de la Merced & Mary Williams Walsh, *Fed's \$85 Billion Loan Rescues Insurer*, THE NEW YORK TIMES, Sep. 17, 2008, at <http://www.nytimes.com/2008/09/17/business/17insure.html?hp> (last visited June 5, 2011).

¹⁰ 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

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。

綜上所述，店頭市場衍生性交易雖然具有交易成本低以及客製化的彈性，而成為企業經營者甚至政府規避相關交易風險之經濟工具，然而這些優點似乎也有其負面之影響，而在此次金融危機中顯露無遺。例如 AIG 本因為高信用評等者在店頭市場得享有較低之交易成本而蒙利（因為沒有提供擔保品之要求），不料卻因對經濟前景過度樂觀而輕忽風險，不提撥任何之準備，以致最後不但使自身陷入流動性危機，更威脅到整個金融體系之安全。另一方面，客製化之違約交換交易，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，且更糟的是在危機發生後，僅能憑猜測採取應對措施，而進一步造成系統性風險¹¹。

第二項 以集中結算為改革方向

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。例如於 AIG 事件後，即有學者提出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，會因為突然面臨數十億計之資金需求，而遭遇瀕臨倒閉之危機¹²。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曝險。

June 7, 2011).

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

¹² Gretchen Morgenson, *supra* note 7. Viral V. Acharya et al., *Centralized Clearing for Credit Derivatives*, *supra* note 4.

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, LTCM）因其大量店頭市場衍生性商品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，以及遠超越其他避險基金之獲利績效。LTCM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，如於1998年初，其資產總值高達1250億美元，然而其資本額少於50億美元，其間之槓桿率超過25。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，在短短一星期內即損失近46億美元，相當於其資本額之90%，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1998年9月23日召集14家金融機構，提供36億美元之援助使LTCM可免於破產危機¹³。

LTCM事件使得金融業者本身以及相關主管機關，開始關切金融投資機構可能為金融市場帶來之風險。在LTCM危機發生後不久，由全球十二家大型銀行所組成之「交易對手風險管理政策小組（Counterparty Risk Management Policy Group, CRMPG）」，指出金融機構內部對店頭市場衍生性交易管理上之問題¹⁴。眾議院金融服務委員會（House Financial Services Committee）於1998年10月1日針對LTCM事件召開公聽會，其後總統金融市場工作小組（President's Working

¹³ LAURENT L. JACQUE, Chapter 15 245-273, *supra* note 7.

¹⁴ Michael Greenberger, *The Role of Derivatives in the Financial Crisis*, *supra* note 11.

Group on Financial Markets) 提出之報告中，皆針對如何避免此種系統性危機再度發生提出相關建議，普遍認為 CFTC、SEC 及美國財政部 (Department of the Treasury) 應對店頭市場交易享有更多之管理權力，包括得要求店頭市場之仲介者提供信用風險資訊、保存交易紀錄、申報非累積之部位資料、或甚至延伸至交易之集中度 (concentration)、交易策略 (trading strategy)、風險模型 (risk model) 及風險控管模型之能力 (ability to inspect risk management models) 等之資訊¹⁵。

主管機關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市場交易衍生性商品提供結算服務¹⁶，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透過淨額結算 (netting) 及擔保要求等措施，對於信用風險之管理已極為有效；事實上，不適用集中結算之結果，亦有利於這些投資銀行之獲利幅度，因為彼等挾其較佳之信用評等，可獲得較低之擔保品要求而享有競爭優勢¹⁷。基於上述競爭力之考量，總統金融市場工作小組於是在 1999 年 11 月另提出一份報告，建議美國國會將店頭市場交易之衍生性商品排除於商品交易法 (Commodity Exchange Act) 規範外。該報告解釋：由有經驗之交易對手 (sophisticated counterparties) 所進行之衍生性商品交易，若允許不受商品交易法之規範，不僅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而移往海外進行交易¹⁸。此份報告亦促成後續之 2000 年商品期貨現代化法案 (Commodity Futures Modernization Act of 2000) 將多種衍生性金融產品排除於 CFTC 與 SEC 之管轄

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

¹⁶ 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.

¹⁷ Anupam Chander & Randall Costa, *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 (Winter 2010). *Id.* at 81.

¹⁸ Anupam Chander & Randall Costa, *supra* note 17, at 659.

外，立法理由正是考量到來自國外的競爭壓力¹⁹。

2000年商品期貨現代化法案對衍生性商品管理之鬆綁，使得店頭市場衍生性交易更蓬勃地發展，依國際清算銀行之統計，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²⁰。逐年大幅度攀升之交易量使相關主管機關不得不開始關注店頭市場此一未受規範之交易所可能隱含之問題：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家大型銀行之代表，表達對信用衍生性商品交易之關切，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²¹。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，「交易對手風險管理政策小組（CRMPG）」在2008年7月提出之報告中，即要求產業界盡快為店頭市場交易商品建立完善的結算機制，尤其是針對CDS此項商品²²；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²³。

自2008年末起，美國陸續出爐之有關改革現行店頭市場交易問題的立法草案，皆以「集中結算制度」為改革核心²⁴。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）²⁵，其中關於店頭市場交

¹⁹ PHILIP McBRIDE JOHNSON, THOMAS LEE HAZEN, *DERIVATIVES REGULATION*, 22-23 (2004).

²⁰ BIS, Committee on Payment and Settlement Systems, *New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives*, Mar. 2007, at 8.

²¹ Yalman Onaran & Michael McKee, *In Geithner We Trust Eludes Treasury as Markets Fails to Recover*, BLOOMBERG, Feb. 25, 2009, at <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aLhs5Byln00k#> (last visited June 6, 2011).

²² Michael Greenberger, *The Role of Derivatives in the Financial Crisis*, note 64, *supra* note 11.

²³ Adam W. Glass, *supra* note 16, at S85.

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

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

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，而所有店頭市場交易皆應受到交易資訊紀錄和申報之管制²⁶；其後於 2009 年 8 月 11 日，財政部向國會提出之改革法案，即大致依據上述白皮書之規劃；參、眾議院最後所通過之法案版本，也維持以集中結算為核心的改革方向。

第三項 小結

衍生性商品作為現代企業經營不可或缺之避險工具，具有經濟上之重要性，而店頭市場交易制度由於具有客製化、保密性和低成本等優點，使得透過店頭市場此管道之交易量大增。另一方面，未受有適當規範之店頭市場交易的熱絡也為金融體系帶來挑戰，如 LTCM 和此次金融危機中之 AIG 事件，皆曝露出欠缺適當資金準備和透明資訊，所可能引發之系統性風險。針對店頭市場交易之上述缺點，美國 Dodd-Frank 法案以集中結算制度為改革方向，不僅要求標準化衍生性商品必須集中結算，亦包含其他輔助措施以完善店頭交易市場之監理，以避免類似之金融危機再度發生。

第二節 Dodd-Frank 法案對店頭交易衍生性商品之規範

Dodd-Frank 法案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²⁷，不僅將店頭市場交易衍生性商品納入規範，更進一步要求以「集中結算」為原則。在 Dodd-Frank 法案中，關於店頭

²⁶ *The Obama Administration's White Paper on Financial Regulatory Reform*, June 17, 2009, at http://media.washingtonpost.com/wp-srv/politics/pdf/nearfinaldraft_061709.pdf?sid=ST2009061603317 (last visited June 9, 2011).

²⁷ Damian Paletta & Aaron Lucchetti, *Law Remakes U.S. Financial Landscape*, THE WALL STREET JOURNAL, July 16, 2010, at <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704682604575369030061839958.html> (last visited June 9, 2011).

市場衍生性商品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）」，分別針對交換契約（swap）和證券基礎之交換契約（security-based swap）訂立平行之相仿規定，並劃歸分由 CFTC 及 SEC 各自管轄。

儘管法案是以集中結算為規範中心，然依 Dodd-Frank 法案之設計，須由具管轄權之主管機關決定何類店頭市場交易衍生性商品須受此集中結算之限制，唯若經主管機關認定可例外不需集中結算之衍生性商品，締約者仍可自行決定是否要進行集中結算²⁸。對於未經集中結算之店頭市場衍生性交易，Dodd-Frank 法案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市場交易施以全面之規範。以下除說明管轄權及集中結算制度外，亦將簡介其他配套規定。

第一項 標準化衍生性商品之「集中結算」要求

將店頭交易之衍生性商品推向集中結算雖為美國此次有關店頭市場衍生性交易改革之制度重心，但 Dodd-Frank 法案最後通過之版本，並未要求「所有」店頭市場衍生性交易皆需集中結算，而僅要求「標準化」之交換契約必須集中結算²⁹。至於交換契約是否符合「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，當符合法案中所列之判斷標準時，該衍生性商品即必須透過結算機構（clearing organization）進行集中結算，並須透過交

²⁸ 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。

²⁹ 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).

易所或其他交換契約執行設施（swap execution facility）進行集中交易³⁰。

關於店頭交易之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計畫結算之契約類型，向主管之委員會提交認定之申請³¹。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 30 日以上期間以徵詢公眾意見，後者並須於收到申請後之 90 日內作出決定³²。而在主管機關做出某類型交換契約須經集中結算之認定後，亦能依職權或依交換契約交易者之申請，對之作出暫停集中結算（stay of clearing requirement）之決定³³，直到其覆審（review）完畢該交換契約或結算契約內容。另一方面，在考量到結算機構本身風險管理能力之情況下，儘管主管機關認定某類契約必須集中結算，若無任何結算機構願意提供此類交換契約之結算服務，主管機關亦無權強制結算機構進行結算，主管機關僅能就相關事實進行調查，必要時可對此類契約之交易者施加保證金或資本要求³⁴，以同時兼顧結算機構和交易對手雙方降低風險之需求。

依 Dodd-Frank 法案之規定，CFTC 須就上述標準化和特定結算機構是否適於提供此類結算服務等之要件與程序，於法案通過後一年內進行修法或訂定子法³⁵。基於此規定，CFTC 已提出商品交易法第 39 節之修正草案³⁶。關於特定結算機構是否適於提供此類結算服務，依 CFTC 目前提出之修法草案內容，原則上對

³⁰ Dodd-Frank Act, §723(a)(8): “(8) TRADE EXECUTION- (A)IN GENERAL- With respect to transactions involving swaps subject to the clearing requirement of paragraph(1), counterparties shall- (i) execute the transaction on a board of trade designated as a contract market under section 5; or (ii) execute the transaction on a swap execution facility registered under 5h or a swap execution facility that is exempt from registration under section 5h(f) of this Act. (B) EXCEPTION- The requirements of clauses (i) and (ii) of subparagraph (A) shall not apply if no board of trade or swap execution facility makes the swap available to trade or for swap transactions subject to the clearing exception under paragraph (7).” Dodd-Frank Act, §763(a).

³¹ Dodd-Frank Act, §§723(a)(2), 763(a).

³² Dodd-Frank Act, §§723(a)(2)(C), 763(a).

³³ Dodd-Frank Act, §§723(a)(3), 763(a).

³⁴ Dodd-Frank Act, §§723(a)(4)(C), 763(a).

³⁵ Dodd-Frank Act, §§723(a)(3), 763(a).

³⁶ CFTC, *Process for Review of Swaps for Mandatory Clearing*, FEDERAL REGISTER, Vol.75, No.211, 67277-67282 (Nov. 2, 2010).

於結算機構目前已結算之契約類型推定該結算機構為適格；對於目前尚未結算之衍生性商品，則該結算機構必須向 CFTC 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³⁷。針對 CFTC 依職權主動進行認定部分，修法內容規定 CFTC 可利用取自資料儲存機構或其他市場參與者之資訊進行認定³⁸。另一方面，若結算機構打算對某類交換契約提供結算服務，亦須向 CFTC 提出書面申請，表明其為適合之結算機構，並提供該類交換契約之相關資料，以供 CFTC 依 Dodd-Frank 法案中所列出之標準認定該類衍生性商品是否須集中結算³⁹。

對於怎樣的交換契約才達到足夠「標準化」之程度而必須集中結算，Dodd-Frank 法案並未明確規定，而是授權予 CFTC 與 SEC 個案判斷，不過法案中也明定了五個判斷時必須納入考量之標準⁴⁰：(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某類交換契約之結算可能性；(3) 從該契約類型之市場規模以及可結算該契約之結算機構資源等，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，關於對顧客和交易對手部位之處置、基金和財產之法律安定性。上述判斷標準之具體適用，在 CFTC 目前提出之相關草案中，並無更進一步之闡釋或規定。

³⁷ *Id.*

³⁸ *Id.*

³⁹ *Id.*

⁴⁰ 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).

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⁴¹。國際交換暨衍生性商品協會（International Swaps and Derivatives Association, ISDA）在立法過程中，亦曾於公聽會上提及相似論點，認為即使是交易條款已臻標準化之衍生性商品契約，若其流動性太低，同樣不適於交由結算機構進行集中結算⁴²。最後通過的 Dodd-Frank 法案，雖然仍維持集中結算之基本規範架構，但當無結算機構願意提供結算服務時，政府主管機關並不能硬性要求；同時在授權 CFTC 與 SEC 對「標準化」進行認定所列出之其他應考量要素（上揭之五項要素），亦納入對結算機構風險管理之考量，或可認為是對上述呼籲之回應。

第二項 管轄權之賦與及劃分

在 Dodd-Frank 法案通過前，透過店頭市場進行之交易幾乎不受任何政府機關管轄，故前述 AIGFP 發行「信用違約交換契約」時，無論是就該交換契約本身或是 AIGFP，皆無必須遵循之相關規範。然 Dodd-Frank 法案導入「集中結算」之要求後，衍生性商品之店頭市場交易是否需集中結算乃分別由 CFTC 與 SEC 就其有管轄權之衍生性商品進行認定；此外，與交易相關之機構及市場參與者也依其所涉之交換契約之主管機關定其管轄。以下即分別說明之。

管轄權之賦與

⁴¹ Craig Pirrong, *The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*, ISDA Discussion Papers Series, No. 1 (May, 2011).

⁴² 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, Sep. 17, 22, 2009, Serial No. 111-29.

衍生性商品正式納入規範始於 1936 年之商品期貨交易法 (the Commodity Exchange Act 1936)，要求所有期貨商品皆須透過合法之交易所交易。然 1992 年有關商品交易法之修法，卻規定並非所有交換契約皆應受商品交易法之規範，換言之，有部分交換契約可豁免於集中交易之規定，並授權 CFTC 決定可豁免之交換契約種類，雖然 CFTC 因此給予相當廣泛之豁免，但此次修法並未完全免除對店頭交易交換契約之管制。直至 2000 年商品期貨現代化法案，才將凡 CFTC 所定義之合格市場參與者⁴³ (eligible contract participant) 間，經個別協商 (individual negotiation) 所締結之非經集中交易之衍生性商品 (農產品除外) 交易⁴⁴，完全排除於商品交易法規範之外，換言之，自伊時起，透過店頭市場交易之交換契約，CFTC 對之不再享有管轄權⁴⁵。

Dodd-Frank 法案一反 2000 年商品期貨現代化法案解除管制的思維，改授予 CFTC 及 SEC 對店頭衍生性商品 (主要為交換契約) 之監管權力，不僅是交換契約本身，即使市場參與者，如交換契約交易商 (swap dealers) 和主要交換契約參與者 (major swap participant)，以及其他相關組織，如提供交換契約交易平台之機構和交換契約資料保存中心等皆納入兩者之管轄⁴⁶。至於銀行所從事之店頭衍生性商品交易活動，則由原銀行主管機關保留部分相關管轄權⁴⁷。

管轄權之劃分

⁴³ 所謂合格市場者為企業之總資產大於 1 千萬美元者，或是資產淨值超過 1 百萬美元且係用於風險管理目的者；個人總資產超過 1 千萬美元者，或總資產超過 5 百萬美元且為風險管理之目的進行交易者；聯邦、州和外國政府則必須符合合格商業市場參與者之標準、自有或可自行裁量之超過 2 千 5 百萬美元以上之投資、或與合格之經紀商進行交易者。7 U.S.C. § 2(c)(2)(B).

⁴⁴ 7 U.S.C. §2(g)(2010): “(g) Excluded swap transactions- No provision of this chapter (other than section 7a (to the extent provided in section 7a(g) of this title), 7a-1, 7a-3, or 16(e)(2) of this title) shall apply to or govern any agreement, contract, or transaction in a commodity other than an agricultural commodity if the agreement, contract, or transaction is- (1) entered into only between persons that are eligible contract participants at the time they enter into the agreement, contract, or transaction; (2) subject to individual negotiation by the parties; and (3) not executed or traded on a trading facility.”

⁴⁵ PHILIP MCBRIDE JOHNSON, THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 19, at 19-21.

⁴⁶ Dodd-Frank Act, §712.

⁴⁷ Dodd-Frank Act, §731.

隨著衍生性商品之發展，契約所連結之標的物亦從原本之農產品擴及金屬、能源甚至其他金融商品，當涉及之相關金融產品本身若原受制於資訊揭露之要求，則衍生出來之衍生性商品是否同樣應揭露資訊，亦即受證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）之規範，即成爭議，此爭議並進而演變成此類衍生性金融商品管轄權應歸屬於 SEC 或 CFTC 之疑義。

自 1970 年代起，SEC 即針對某些以證券為連結標的之期貨契約向 CFTC 要求讓出管轄權，儘管並未成功，美國國會仍在商品交易法中，要求 CFTC 就可能涉及 SEC 業務之相關交易與 SEC 進行協商⁴⁸。在 1981 年，CFTC 與 SEC 針對管轄權之爭議達成協議（Shad-Johnson Accord），CFTC 仍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⁴⁹。2000 年商品期貨現代化法案則進一步解決「窄基股價指數（narrow-based index）」期貨及個股期貨之管轄權歸屬問題，即允許同時在證券市場及期貨市場交易，並由 CFTC 與 SEC 共同管理，至於廣基、窄基的分辨標準亦由兩主管機關共同會商制訂⁵⁰。

此次 Dodd-Frank 法案對於 CFTC 與 SEC 對交換契約之管轄權劃分，原則上維持前述架構，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（security-based swap）有專屬管轄權（exclusive jurisdiction），CFTC 則對於除證券基礎交換契約外之其他交換契約具有專屬管轄權⁵¹。至於同時具有證券基礎交換契約及其他交換契約性質之混合型交換契約（mixed swap），

⁴⁸ PHILIP McBRIDE JOHNSON, THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 19, at 968-970.

⁴⁹ *Id.*

⁵⁰ *Id.*

⁵¹ Dodd-Frank Act, §712(a)(b).

則由兩主管機關共同管理⁵²。同時從事證券基礎交換契約以及其他交換契約交易之交易商和主要交換契約參與者，則應向兩主管機關分別登記⁵³。CFTC 在訂定任何與交換契約或交換契約交易者或結算及資料保存機構有關之規則或發布相關命令前，皆應與 SEC 及其他審慎監管機關（prudential regulators）進行協商，以確保各規範盡可能一致與相容⁵⁴，對於功能上、經濟上相類似之商品或金融機構（financial entity），則應給予毋須完全一致但相仿之待遇⁵⁵。

除了上述關於 SEC 和 CFTC 管轄權劃分之規定外，此次修法也就能源類店頭市場交易之管轄權劃分有所著墨。CFTC 曾於 1993 年明文將能源類店頭市場交易衍生性商品排除於商品交易法之管轄外，Dodd-Frank 法案要求 CFTC 與美國聯邦能源管理委員會（the Federal Energy Regulatory Commission, FERC）就能源市場之店頭衍生性商品之管轄權歸屬問題，共同提出管轄權協議備忘錄⁵⁶，能源交易之管轄權歸 FERC 所有，但 CFTC 對集中交易結算之能源類衍生性商品仍保留有管轄權⁵⁷。

第三項 交換契約之定義

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 Dodd-Frank 法案中，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。

在 Dodd-Frank 法案中，將交換契約定義為買、賣、支付或移轉之基礎，而

⁵² Dodd-Frank Act, §712(a)(8).

⁵³ Dodd-Frank Act, §731.

⁵⁴ Dodd-Frank Act, §712(a).

⁵⁵ Dodd-Frank Act, §712(a)(7).

⁵⁶ Dodd-Frank Act, §720.

⁵⁷ Dodd-Frank Act, §722(e).

所連結之標的包含一種或一種以上之利率或其他比率、貨幣、商品、證券、債務 (instruments of indebtedness)、指數、量化數據或其他金融或經濟上利益或財產；或基於某金融、經濟或商業事件之發生與否、發生程度；其他上述契約類型結合而成，或未來會被認為屬交換契約者。法案對交換契約之定義亦包含以證券為基礎之交換契約 (security-based swap)，但 CFTC 之管轄權限於以廣基證券為基礎之交換契約，而不含 1933 證券法 (the Securities Act of 1933) 和 1934 證券交易法 (the Securities Exchange Act of 1934) 中屬 SEC 管轄者⁵⁸。

至於由 SEC 所專屬管轄之證券基礎交換契約，法案中則規定須符合上述關於交換契約之定義，且其連結之標的為窄基證券指數⁵⁹ (narrow-based security

⁵⁸ Dodd-Frank Act, §721(a)(21)(47): “.....the term ‘swap’ means any agreement, contract, or transaction-

- (i) that is a put, call, cap, floor, collar, or similar option of any kind that is for the purchase or sale, or based on the value, of 1 or more interest or other rates, currencies, commodities, securities, instruments of indebtedness, indices, quantitative measures, or other financial or economic interests or property of any kind;
- (ii) that provides for any purchase, sale, payment, or delivery (other than a dividend on an equity security) that is dependent on the occurrence, nonoccurrence, or the extent of the occurrence of an event or contingency associated with a potential financial, economic, or commercial consequence;
- (iii) that provides on an executory basis for the exchange, on a fixed or contingent basis, of 1 or more payments based on the value or level of 1 or more interest or other rates, currencies, commodities, securities, instruments of indebtedness, indices, quantitative measures, or other financial or economic interests or property of any kind, or any interest therein or based on the value thereof, and that transfers, as between the parties to the transaction, in whole or in part, the financial risk associated with a future change in any such value or level without also conveying a current or future direct or indirect ownership interest in an asset (including any enterprise or investment pool) or liability that incorporates the financial risk so transferred, including any agreement, contract, or transaction commonly known as- (I) an interest rate swap; (II) a rate floor; (III) a rate cap; (IV) a rate collar; (V) a cross-currency rate swap; (VI) a basis swap; (VII) a currency swap; (VIII) a foreign exchange swap; (IX) a total return swap; (X) an equity index swap; (XI) an equity swap; (XII) a debt index swap; (XIII) a debt swap; (XIV) a credit spread; (XV) a credit default swap; (XVI) a credit swap; (XVII) a weather swap; (XVIII) an energy swap; (XIX) a metal swap; (XX) an agricultural swap; (XXI) an emissions swap; and (XXII) a commodity swap;
- (iv) that is an agreement, contract, or transaction that is, or in the future becomes, commonly known to the trade as a swap;
- (v) including any security-based swap agreement which meets the definition of ‘swap agreement’ as defined in section 206A of the Gramm-Leach-Bliley Act (15 U.S.C. 78c note) of which a material term is based on the price, yield, value, or volatility of any security or any group or index of securities, or any interest therein; or
- (vi) that is any combination or permutation of, or option on, any agreement, contract, or transaction described in any of clauses (i) through (v).”

⁵⁹ 窄基證券指數係指符合下述條件之一者：(1) 由九檔以下股票組成者；(2) 其中一支股票佔該指數 30% 以上之權重；(3) 該指數中權重最高的五支股票，合計佔該指數超過 60% 以上之權重；(4) 合計佔該指數 25% 之權重最低之股票，且其超過六個月以上之每日交易量 (daily volume) 少於 5 千萬美元，若有超過 15 支股票，則少於 3 千萬美元。

index)、單一證券或貸款、與證券發行人相關且會影響其財務狀況之事件發生與否；或由上述各類以證券為標的之交換契約⁶⁰。由 CFTC 和 SEC 共同管轄之混合型交換契約 (mixed swap)，則除了包含上述證券基礎交換契約之任一連結標的外，同時亦包含前述一般交換契約中之標的，如商品、信用、利率、貨幣、廣基證券指數等⁶¹。

由上述對交換契約定義之敘述可知，除了在法案中明文排除以實物交割之非金融或證券遠期契約、期貨 (futures)、集中交易之外匯選擇權 (listed foreign exchange option) 以外，Dodd-Frank 法案中定義之交換契約幾乎涵蓋所有種類之店頭衍生性商品。然而，除以標準化與否決定是否須集中交易結算外，在法案中亦明定將某些衍生性商品排除於此強制規定外，如外匯換匯和遠期外匯，可由美國財政部認定是否可豁免於強制集中結算之規定。

第四項 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，Dodd-Frank 法案亦訂有完善的交易資訊申報和資訊儲

⁶⁰ Dodd-Frank Act, §761(a)(6): “(68) SECURITY-BASED SWAP- (A) IN GENERAL-.....the term ‘security-based swap’ means any agreement, contract, or transaction that- (i) is a swap, as that term is defined under section 1a of the Commodity Exchange Act (without regard to paragraph (47)(B)(x) of such section); and (ii) is based on-

(I) an index that is a narrow-based security index, including any interest therein or on the value thereof;

(II) a single security or loan, including any interest therein or on the value thereof; or

(III) the occurrence, nonoccurrence, or extent of the occurrence of an event relating to a single issuer of a security or the issuers of securities in a narrow-based security index, provided that such event directly affects the financial statements, financial condition, or financial obligations of the issuer.”

⁶¹ Dodd-Frank Act §761(a)(6): “(D) MIXED SWAP- The term ‘security-based swap’ includes any agreement, contract, or transaction that is as described in subparagraph (A) and also is based on the value of 1 or more interest or other rates, currencies, commodities, instruments of indebtedness, indices, quantitative measures, other financial or economic interest or property of any kind (other than a single security or a narrow-based security index), or the occurrence, non-occurrence, or the extent of the occurrence of an event or contingency associated with a potential financial, economic, or commercial consequence (other than an event described in subparagraph (A)(ii)(III)).”

存中心規定。Dodd-Frank 法案要求在現行科技可行的情況下，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，主管機關並應於適當時間內對大眾公開上述資訊⁶²。在制定細部規定時，則要求主管機關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性之特性；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；主管機關制定規則時，尚須將對眾公開是否會嚴重影響市場之流動性此點納入考量⁶³。

不論交換契約是否須經集中結算，亦不論交易相對人為金融機構或商業最終使用者，Dodd-Frank 法案均要求必須向交換契約資訊儲存中心 (Swap Data Repository) 申報，若無任何資訊儲存中心願意接受的話，則須逕向適當主管機關申報⁶⁴。當該契約屬毋須集中結算者，申報義務由交換契約之交易商承擔；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；若雙方皆為交易商，或皆非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⁶⁵。

除了資訊透明之要求外，Dodd-Frank 法案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，亦必須共同訂定這些交易者所交易之交換契約所需之初始保證金及變動保證金水平⁶⁶。法案中對於保證金之設置，強調不應設有特定之保證金金額，該保證金之設置目的僅在確保結算機構之財務健全，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之

⁶² Dodd-Frank Act, §727.

⁶³ *Id.*

⁶⁴ Dodd-Frank Act, §§728, 729, 766.

⁶⁵ Dodd-Frank Act, §§729, 766(a).

⁶⁶ Dodd-Frank Act, §§736, 763.

安全與健全 (safety and soundness)⁶⁷。

在財務上之防衛機制外，Dodd-Frank 法案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⁶⁸。對於此部位限制，Dodd-Frank 法案特別強調，主管機關應在職權內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⁶⁹；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，Dodd-Frank 法案要求主管機關進一步定義⁷⁰。

第五項 小結

Dodd-Frank 法案以集中結算制度作為店頭交易制度之改革，在具體內容上要求標準化交換契約必須集中結算，並進一步要求須集中交易，對於何謂「標準

⁶⁷ *Id.*

⁶⁸ Dodd-Frank Act, §§737, 763.

⁶⁹ *Id.*

⁷⁰ 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).”

化」，法案中僅給予概括考量標準，並授權主管機關訂定詳細規定，但目前 CFTC 之提案僅針對標準化之審查程序有所著墨，尚無具體審查標準之提案出現。在管轄權部分，則一反 2000 年商品期貨現代化法案之解除管制走向，明確將店頭市場衍生性交易納入規範體系，並以 CFTC 和 SEC 為主要主管機關，延續 1981 年 Shad-Johnson Accord 以來之分權標準，以交換契約之類型劃分管轄權，亦即 CFTC 對交換契約、SEC 對證券基礎交換契約具有專屬管轄權。此外，作為對非經集中結算之衍生性商品之防衛措施，法案中亦有交易資料申報、部位限制、保證金和資本要求，以求達到市場透明化和降低違約風險之目的。

第三節 免於集中結算之店頭衍生性商品

根據上述對 Dodd-Frank 法案之介紹可知，法案之「集中結算」要求僅限於標準化之店頭衍生性商品。至於何類店頭衍生性商品之標準化程度達到必須集中結算之標準，則由主管機關依法案中明定之數項原則進行考量。不過縱使是標準化之店頭衍生性商品若無結算機構願意提供結算服務，譬如因為該產品之流動性太低以致妨礙結算機構之風險控管，則亦可免於集中結算之要求。

除了非「標準化」之店頭衍生性商品外，由於美國財政部之堅持，Dodd-Frank 法案亦將與外匯有關之衍生性店頭商品，如外匯換匯（foreign exchange swaps）和遠期外匯（foreign exchange forwards）豁免於「集中結算」之要求外。

外匯換匯與遠期外匯之例外

Dodd-Frank 法案中定義之「交換契約」範圍極大，傳統上因「財政部修正

案 (Treasury Amendment)⁷¹」而豁免於商品交易法管轄的店頭交易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)⁷²和遠期外匯契約 (foreign exchange forward)⁷³是否此回也應排除於管制之外，且不影響 CFTC 後續對交易商、主要交換契約參與者合格市場參與者等定義之修訂⁷⁴。

「財政部修正案」需追溯至美國商品交易法 1974 年之修訂，當年的修法草案名為「商品期貨交易委員會法案 (Commodity Futures Trading Commission Act)」，因為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。在該次修正前，美國的期貨管理依循期貨的發展歷史，皆由農業部之單位負責，然而隨著市場上愈來愈多與農業無關的衍生性商品出現，此種管理架構即顯得不合時代發展趨勢。1974 年之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。此定義之擴張不僅引發上述與 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

⁷¹ 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).

⁷² 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.”

⁷³ 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.”

⁷⁴ 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.”

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，而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表達希望將這些交易排除於 CFTC 之管轄外⁷⁵，而後來國會也從善如流，此即為「財政部修正案」之由來。

美國此番金融改革既是財政部主導，其自不會忘記當年豁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⁷⁶。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⁷⁷。

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⁷⁸。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

⁷⁵ PHILIP MCBRIDE JOHNSON, THOMAS LEE HAZEN, *supra* note 19, at 78. Joanne T. Medero, *The Great Treasury Amendment Debate*, FUTURES INDUSTRY (Mar. 1997), at <http://www.futuresindustry.org/fi-magazine-home.asp?v=p&a=505> (last visited July 10, 2011).

⁷⁶ 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/docs/regulatoryreform/titleVII.pdf>.

⁷⁷ Michael Greenberger, *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* (Nov. 29, 2010), at http://www.michaelgreenberger.com/files/Greenberger_FX_comment_letter.pdf (last visited May 6, 2011).

⁷⁸ CFTC, *Analysis of Proposed Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009*, Aug. 17, 2009, at <http://tradeobservatory.org/library.cfm?refid=106665> (last visited May 6, 2011).

此見解，同時估計將使超過 50 兆美元之交換契約排除於集中結算規定之外⁷⁹。基於上述之保留立場，美國國會最後通過之 Dodd-Frank 法案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。

Dodd-Frank 法案的授權係要求財政部在評估是否將外匯換匯與遠期外匯排除於集中結算要求之外時，須考量以下五項因素⁸⁰：(一) 要求外匯換匯及遠期外匯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) 外匯換匯和遠期外匯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) 利用可能之外匯換匯及遠期外匯豁免以規避其他原應適用之規定。

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 Dodd-Frank 法案之精神，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法案內集中結算之要求。依財政部

⁷⁹ Shahien Nasiripour & Ryan Grim, *Two Leading House Dems Will Close \$50 Trillion Loophole in Derivatives Reform Bills*, Huffington Post, Nov. 18, 2009, at http://www.huffingtonpost.com/2009/11/18/exclusive-two-leading-hou_n_362154.html (last visited May 20, 2011).

⁸⁰ 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.”

2011年4月29日提出之行政決定預告⁸¹，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

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（payment obligation）是固定且已事先確定的，雖然每日洗價（mark-to-market）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，不若其他衍生性商品，其實際支付義務之金額會隨市場情況變動而難以事先確定。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）⁸²。

因為上述支付義務明確固定之特性外，相較於其他衍生性商品，外匯換匯與遠期外匯之締約者，可明確知道自己及交易對手在契約中之給付義務，以及雙方在契約存續期間之曝險程度；又外匯換匯與遠期外匯之契約存續期間通常相對較短，因此交易對手風險也相對較低。不過，因為必須實體交割（physical settlement requirement），不像其他衍生性商品僅就獲利或損失部分以現金結算，故其風險主要存在於交割面⁸³，及到期時是否擁有足量之外匯可進行交割，而不若其他店頭衍生性交易存在重大交易對手信用風險。

2. 主要風險為交割風險，但已透過現有機制有效降低

在外匯換匯和遠期外匯市場之交割風險（settlement risk），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。儘管這種交割風險為外匯換匯及遠期外匯之主要風險，但利用「款對款同步交割

⁸¹ U.S. Department of the Treasury, *Fact Sheet: Notice of Proposed Determination on Foreign Exchange Swaps and Forwards*, Apr. 29, 2011, at <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1152.aspx> (last visited May 18, 2011).

⁸² U.S. Department of the Treasury, *Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards under the Commodity Exchange Act*, FEDERAL REGISTER, Vol.76 No. 87, May 20, 2011 25774, 25776.

⁸³ *Id.*

(Payment-versus-payment, PVP)」之交割機制，亦即僅有在另一方也給付貨幣時才必須履行自己之義務，而可以大幅降低交割風險。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，但能有效避免一方違約時仍有金流產生，從而減少了交割風險⁸⁴。

在國際清算銀行（Bank of International Settlement，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⁸⁵。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⁸⁶。

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，信用違約交換（CDS）其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，因此所可能面臨之交易對手信用風險相對較低⁸⁷。

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

⁸⁴ *Id.*

⁸⁵ 謝鳳瑛，國際外匯清算機制—CLS 系統，財金資訊第 42 期，2005 年 10 月 20 日，網址：<http://www.fisc.com.tw/fiscweb/fiscbimonthly/Article.aspx?Volume=42&TNo=28>（最後瀏覽日：2011.06.09）。

⁸⁶ U.S. Department of the Treasury, *Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards under the Commodity Exchange Act*, *supra* note 82, at 25776.

⁸⁷ *Id.* at 25777.

合作，皆無法提供此市場所需之結算服務⁸⁸。

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。由於銀行受制於綜合監管 (consolidated supervision)，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⁸⁹。

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⁹⁰。

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相關商業行為準則規範等⁹¹。

⁸⁸ *Id.*

⁸⁹ *Id.*

⁹⁰ *Id.*

⁹¹ *Id.*

小結

Dodd-Frank 法案將過去不受管制之店頭市場衍生性商品納入法律規範，但創設了部分例外。除了「非標準化」之店頭衍生性交易外，也授權美國財政部依法案中所要求考量之五項要素，以決定是否排除外匯相關之衍生性商品店頭交易。財政部基於外匯換匯及遠期外匯兩類契約與其他交換契約之諸多不同，一方面主張前者之風險在於交割而非結算，故集中結算並無助於降低其主要風險；另一方面則主張主要風險透過現存之 PVP 交割制度已獲得有效控制，再加上主要之市場參與者多為金融機構，本已受到審慎監理機關之高度監督等理由，而決定將外匯換匯及遠期外匯排除於集中結算要求之外。

第四節 免於「集中結算」要求之最終使用者例外

Dodd-Frank 法案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，一旦發生問題可能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終使用者，慮及因集中結算制度可能增加之商業成本考量，法案中明文豁免此類最終使用者可不受強制集中結算規範之要求。

第一項 相關市場參與者之定義

在 Dodd-Frank 法案中，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。如法案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規範等其他要求⁹²。對於上述各類市場參與者之認定，CFTC 與 SEC 已於 2010 年 12 月提出修法草案，詳列相關之定義及判斷標準⁹³。

交易商

Dodd-Frank 法案中定義交易商係指任何：(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⁹⁴。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外⁹⁵。法案中亦明定，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⁹⁶。

⁹² Dodd-Frank Act, §§727, 731, 737, 763, 764.

⁹³ CFTC & SEC, *Further Definition of “Swap Dealer,” “Security-Based Swap Dealer,” “Major Swap Participant,” “Major Security-Based Swap Participant” and “Eligible Contract Participant”*, FEDERAL REGISTER, Vol.75, No.244, Dec. 21, 2010, 80174.

⁹⁴ 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.”

⁹⁵ *Id.*

⁹⁶ *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.”

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，而與改革法案仍希望維持正常避險管道的理念並不吻合，因此在法案中納入「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，不屬於本法案所稱之交易商⁹⁷。

主要交換契約參與者

Dodd-Frank 法案定義下之主要市場參與者，係指任何非交換契約之交易商，但符合以下任一要件者：(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) 未平倉部位所產生之巨大交易對手風險（counterparty exposure）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⁹⁸。

⁹⁷ 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).

⁹⁸ 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

關於要件中所指之「大量(substantial)」部位，Dodd-Frank 法案授權由 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，以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⁹⁹。因此，若有交易者僅在相對較不重要之產品市場中，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。

上述主要市場參與者之要件(2)在立法過程中曾出現轉折，較早的農業委員會版本，僅要求持有之淨未平倉部位對其所有之交易對手會造成嚴重的信用損失即該當¹⁰⁰；然後續眾議院版本則改為持有之未平倉部位可能會對美國金融體系之穩定性造成影響者始足當之¹⁰¹。此轉折產生了一些反對聲浪，反對者認為在交易對手一開始發生問題時政府就應介入，而非等到威脅到整個金融體系時才介入，換言之，認為主要參與者之範疇應該從寬。不過，參、眾兩院後來針對法案進行最後條文協商時，則是維持了眾議院之定義，就要件(2)採取較限縮式之規定¹⁰²。

依 CFTC 及 SEC 提出之修正草案中，CFTC 將交換契約分為四大類：利率(rate

(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).

⁹⁹ Dodd-Frank Act, §721(a)(16): “(B) DEFINITION OF SUBSTANTIAL POSITION.—For purposes 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.”

¹⁰⁰ 農業委員會版本之定義為：Sec. 3201: “...whose outstanding swaps create substantial net counterparty exposure among the aggregate of its counterparties that could expose those counterparties to significant credit losses.”

¹⁰¹ 眾議院版本之定義：Sec. 3307: “...whose outstanding swaps create substantial net counterparty exposure that could have serious adverse effects on the financial stability of the U.S. banking system or financial markets.”

¹⁰² Congress Record H5248, June 30, 2010.

swaps)、信用 (credit swap)、有價證券 (equity swaps)、其他商品 (other commodity swaps)，並分就此四類交換契約分別依其是否提供擔保，訂出達到「大量」之交易數額，以及該交易數額之計算方式¹⁰³；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¹⁰⁴。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¹⁰⁵，SEC 提出之修正草案內容亦有類似之規定¹⁰⁶。另關於微量例外部分，CFTC 與 SEC 皆從契約名目價值、交易對手數量和交換契約數量三方面進行認定¹⁰⁷。

第二項 最終使用者例外

所有參與店頭市場交易者，受到 Dodd-Frank 法案集中結算之要求，無疑地將提高其交易衍生性商品之成本，對於以此避險之一般企業而言，無異是額外的負擔，而此額外的成本若有轉嫁之可能，甚至最後會變成由消費者負擔。為此法案特創設了所謂的「最終使用者例外」，凡符合「最終使用者」定義之交換契約交易者——可能是汽車公司、航空公司，也可能是能源公司，甚至金融子公司 (captive financial affiliates) 或其他較小型之金融機構¹⁰⁸，可自行選擇是否要透過結算所結算其交換契約。

¹⁰³ 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 93, at 80213-80215.

¹⁰⁴ *Id.*

¹⁰⁵ Michael Greenberger, *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”* (Feb. 22, 2011), at <http://www.michaelgreenberger.com/files/Second-Def-CL.pdf> (last visited Sep. 11, 2011).

¹⁰⁶ 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 93, at 80215-80218.

¹⁰⁷ *Id.* at 80212, 80218.

¹⁰⁸ James Hamilton, *Senators Dodd and Lincoln Clarify the End User Exemption in the Derivatives Title of Dodd-Frank*, WOLTERS KLUWER CCH FINANCIAL REFORM NEWS CENTER, July 2, 2010, at <http://financialreform.wolterskluwerlb.com/2010/07/senators-dodd-and-lincoln-clarify-the-end-user-exemption-in-the-derivatives-title-of-dodd-frank.html> (last visited May 3, 2011).

Dodd-Frank 法案中關於最終使用者例外之規定

根據 Dodd-Frank 法案之規定，可豁免於集中結算制度之最終使用者，必須符合以下三要件：(1) 非金融實體 (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 CFTC 或 SEC 有關其如何滿足所締結之不需結算的交換契約內之財務義務¹⁰⁹。

非金融實體

要件 (1) 中所指之金融實體，根據 Dodd-Frank 法案之規定係指以下其中之一：(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¹¹⁰。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」¹¹¹。但目前尚未見到主管機關具體列出那些小型金融機構將被排除於金融實體定義之外。

根據「最終使用者」例外之規定，援引此例外者不僅原則上必須是「非金融實體」，且其交換交易之目的是為避險，同時還必須「通知」主管機關其如何

¹⁰⁹ 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).

¹¹⁰ Dodd-Frank Act, §§723(a)(3), 763(a).

¹¹¹ *Id.*

滿足其財務義務。關於通知之方式，Dodd-Frank 法案授權 CFTC 另以子法訂之，並要求其視必要訂定防止此例外遭濫用之相關規定¹¹²。

通知主管機關之方式

CFTC 於 2010 年 12 月針對 Dodd-Frank 法案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提案¹¹³。由於如上所述，Dodd-Frank 法案中對適用最終使用者之要件，包含非金融體、以商業活動避險為目的、以及須通知主管機關等三項，由於金融實體之認定已有較明確之規定，因此 CFTC 之提案著重於「通知」和「避免和降低商業風險」兩大部分。

在 CFTC 依上述授權所草擬之 CFTC 管理規則第 39.6 條中規定：選擇援引「最終使用者」例外應將下列資訊通知「交換資訊儲存中心 (SDR)」，若無適當之資訊儲存中心，則改通知 CFTC：(i) 選擇援引此例外之交易對手身分；(ii) 該交易對手是否為本法所定義之金融實體；(iii) 該交易對手是否為本法所定義之金融子公司¹¹⁴；(iv) 該交易對手是否利用此交換契約進行所謂之避險；(v) 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

¹¹² *Id.*

¹¹³ CFTC, *End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps*, FEDERAL REGISTER, Vol. 75, No. 246, 80747-80758, Dec. 23, 2010, at http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Rulemakings/DF_11_EndUser/index.htm (last visited June 26, 2011).

¹¹⁴ *Id.* n14, at 80750. 經 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 (commodity pool) 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時，亦可免除保證金和集中結算要求。

已經審查並同意其交換契約交易可不經集中結算¹¹⁵。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：信用加強協定(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¹¹⁶。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¹¹⁷。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、營運現金、長短期信用、以及資本市場融資等¹¹⁸。

避免或降低商業風險

CFTC 於上述管理規則草案第 39.6 條之(c)項，進一步定義何謂「避免或降低商業風險」，由於 CFTC 與 SEC 必須會商定義的法規名詞之一：「市場主要參與者」已含有必須定義之「避險」概念，故 CFTC 於此表明為求法規之統一解釋，其此處所提之文字定義與其建議 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」

¹¹⁵ *Id.* at 80757.

¹¹⁶ *Id.*

¹¹⁷ *Id.* at 80749.

¹¹⁸ *Id.*

定有額外的條件，因此 CFTC 強調這些要件也必須滿足¹¹⁹。

根據 CFTC 管理規則第 39.6 (c) 草案之規定，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，則交換交易會被視為是用來規避或降低商業風險¹²⁰：

(1) 在經營與管理商業企業時，以交換契約降低來自以下六種情況之風險是經濟上適合的：

(i) 一個人所擁有、生產、製造、加工或銷售（owns, produces, manufactures, processes, or merchandises）之資產，或企業在一般營業活動中合理預期將擁有、生產、製造、加工或銷售之資產，其價值之可能變動。

(ii) 一個人的債務、或企業在一般營業活動中合理預期會產生之債務，其價值之可能變動。

(iii) 一個人所提供或購買之服務，或企業在一般營業活動中合理預期會提供或購買之服務，其價值之可能變動。

(iv) 一個人所擁有、生產、製造、加工、承租或銷售之資產、服務、原料 (inputs)、成品 (products) 或商品 (commodities)，或企業在一般營業活動中合理預期會擁有、生產、製造、加工、承租或銷售之資產、服務、原料 (inputs)、成品 (products) 或商品 (commodities)，其價值之可能變動。

(v) 上述資產、債務、服務、原料、成品或商品因外匯匯率波動而產生之價值可能變化。

(vi) 因一個人現存或預期擁有之資產或負債所生之利率、幣值波動或匯率之曝險。

(2) 為了符合本法所規定之「部位限制」豁免所為之善意避險。

¹¹⁹ *Id.* n 25, at 80753.

¹²⁰ *Id.* at 80757.

(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。

第三項 小結

Dodd-Frank 法案將衍生性商品市場中之參與者，再細分為三大類：交易商、主要市場參與者、最終使用者，並分別對之設有不同之規範標準。其中，因為交易商和主要市場參與者，交易部位通常較大，足以影響金融體系之穩定性，因此除集中結算外，並對之課與相關資本、保證金和行為準則等要求。針對市場上非屬前兩類之非金融業市場交易者，包含有商業上避險需求之一般公司行號，考量集中結算會提高避險成本，因此法案中設有最終使用者例外，但限於確實用於避險者，並要求須通知主管機關如何履行其財務義務。CFTC 並已提出管理規則第 39.6 條修正草案，就通知主管機關之內容——包括如何滿足財務義務、以及何謂避險等訂出更具體之規範。

第三章 集中結算例外之評估

衍生性商品為重要避險工具之一，透過店頭市場交易，其又具有保密性和高彈性等優點，然在此次金融危機中，店頭市場衍生性商品交易之弊端顯現，例如欠缺適當交易對手風險管理機制、和市場資訊不夠透明等。為改善上述店頭市場交易之問題，Dodd-Frank 法案遂以集中結算機制——即由第三人擔保衍生性商品契約義務之履行，作為店頭市場衍生性交易改革之主要方式。

早在金融危機發生之前，透過店頭市場交易之衍生性商品原已有部分透過結算所進行集中結算，但並未普及，除因集中結算提高之交易成本，降低交易者集中結算之意願外，集中結算本身之限制更為主因。由於集中結算機制並未將衍生性商品交易之交易對手風險移除，而是轉為集中於結算所，因此結算所勢必得透過某些機制以控制並降低自身所承擔之風險，例如向結算會員收取保證金

(margin)即為是類機制之一，不過這些額外的費用卻會使集中結算之成本墊高，影響一般交易者透過集中結算以了結契約義務之意願。另一方面，集中結算雖然有助於降低違約風險，對店頭市場衍生性交易看似百利無害，但因集中結算之重要前提為被結算之衍生性商品必須具有相當程度之標準化和流動性，這些特性似乎又與店頭交易產品之本質相扞格，這正是上述集中結算無法普及於所有店頭市場衍生性交易的原因，也是 Dodd-Frank 法案必須保留某些集中結算例外之考量。

Dodd-Frank 法案之集中結算例外，主要包含店頭市場上非標準化之衍生性商品、特定外匯衍生性商品、和由最終使用者所交易之店頭衍生性商品。這些例外存在之原因，如上述係因立法者考量到結算所為控制風險以致能夠結算之產品

受到限制。然而這些例外之存在，也使集中結算制度可能被規避，而成為 Dodd-Frank 法案欲以集中結算制度改善店頭市場衍生性交易之漏洞，對法規目的之達成有所影響。

本章以下將先於第一節介紹集中結算制度之運作方式，以及結算所對自身風險之管理機制，接著說明集中結算機制未能於店頭市場普及之原因，接著轉入對三項集中結算例外之影響分析，第二節針對衍生性商品類型，即非標準化衍生性商品以及外匯相關衍生性商品；第三節則針對市場參與者部分，即最終使用者例外。希望藉著相關分析，了解上述例外規定是否可能影響 Dodd-Frank 法案立法目的之達成。

第一節 集中結算機制

衍生性金融交易之風險通常有三，包括市場風險¹²¹、信用風險以及系統風險¹²²，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）」¹²³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的情形發生，也可因中央對手居中承擔違約之風險，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，但因集中結算僅適用於標準化、具流動性之衍生性商品類型，因此集中結

¹²¹ 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。

¹²² 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「骰牌效應（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。

¹²³ 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。

算機制無法普及於店頭市場交易。

第一項 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，原來之買、賣方轉而向該中央對手履約，而該中央對手也對原來之買、賣方分別履行契約相對人應負之交割義務¹²⁴。這樣的機制使買賣雙方原本必須擔心的對手違約風險，改由中央對手承擔，故如上述，消弭了所謂的「信用風險」，也使與「信用風險」間接相關之「系統風險」得以大幅降低。然而為何中央對手願意承擔如此沈重之責任？固然其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。

中央對手顯然已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得以容忍之程度內，集中結算方才成為可能。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，以下分別說明之。

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違約之可能性大增，因為該造很可能已無力負擔如此龐大之損失，如於上一章提及之 AIG 倫敦子公司所交易之「信用違約交換」即為適例。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，且該擔保品之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

¹²⁴ Michael Sackheim et al, *Knocking on the Clearinghouse Door A Lawyer's Introduction to Cleared OTC Derivatives*, 30 FUTURES & DERIVATIVES LAW REPORT, No. 7 (Aug. 2010).

品；且於該造未於時限內補足擔保品時，中央對手有權逕行處分該造所擁有之未平倉部位，以避免該未平倉部位之損失繼續因市場波動而擴大，則中央對手之可能損失應可以降到最小¹²⁵。

以上說明的一連串處理機制，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客製化，同時流動性也必須充份，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，只是除了該造原先所提供之擔保品外，若中央對手無法再發現違約之一造的其他資產，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

¹²⁵ Raymond Knott & Alastair Mills, *Modelling Risk in Central Counterparty Clearing Houses: A Review*, FINANCIAL STABILITY REVIEW (Dec. 2002).

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¹²⁶。

第二項 集中結算機制之限制

本文於前項說明集中結算機制之運作時，已點出「中央對手」之所以願意居中承擔當事人可能的違約風險另有前提條件。這也就是為什麼雖然已有許多結算所為店頭市場之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）、外匯和新近之信用（credit）類之衍生性商品的店頭交易也有結算所提供集中結算服務¹²⁷，但並非所有店頭市場衍生性交易皆係集中結算之故。

欲透過中央對手進行集中結算，衍生性商品之契約必須有一定程度之「標準化（standardization）」、流動性也不可太低，以免中央對手「強制平倉」時發生困難。其中「標準化」此一要求即與店頭市場衍生性商品多具有「客製化（customized）」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¹²⁸。相反地，店頭市場衍生性交易之相關契約條件係由締約雙

¹²⁶ See BIS, Committee on Payment and Settlement Systems, *supra* note 20; Craig Pirrong, *The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*, ISDA Discussion Papers Series, *supra* note 41.

¹²⁷ SEC Action Allows Central Counterparty for Credit Default Swaps, Wolters Kluwer Law & Business, Dec. 24, 2008, at <http://financialreform.wolterskluwerlb.com/2008/12/sec-action-allows-central-counterparty-for-credit-default-swaps.html> (last visited July 16, 2011).

¹²⁸ 許誠洲，衍生性金融商品理論與實務，台北市，金融研訓院，2010年1月。

方自行協商，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，例如信用違約交換契約所連結之標的可能同時包含各種不同貸款之債權擔保憑證。客製化之結果，使得店頭市場衍生性交易之契約，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¹²⁹。

另一方面，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，低流動性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¹³⁰。

最後，集中結算程序須耗費相當之成本，為了進行結算，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¹³¹，因而大幅降低交易者將雙邊交易契約付諸集中結算之意願。

又從店頭市場交易者之角度而言，「中央對手」透過每日洗價所要求之變動

¹²⁹ Adam W. Glass, *supra* note 16, at 95.

¹³⁰ BIS, Committee on Payment and Settlement Systems, *supra* note 20; Craig Pirrong, *supra* note 41.

¹³¹ Darrell Duffie, *How Should We Regulate Derivatives Markets?* PEW, at http://www.pewfr.org/project_reports_detail?id=0017 (last visited July 3, 2011).

保證金對在市場正常狀況下容易融資之大型金融機構而言，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）¹³²。但對於其他市場參與者而言，尤其是作為最終使用者之一般企業，由於其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其內部財務之現金管理，甚至壓縮其他方面之短期融資需求¹³³。

再者，「中央對手」對衍生性商品之相關違約風險，有時會因為保守而高估，以致收取之保證金可能相對偏高，這會使得資訊相對豐富之交易對手不願透過中央對手進行結算¹³⁴。例如已建立有良好風險評估和監管機制之金融機構，其利用「中央對手」服務所能帶來的附加價值就偏低，因為一般金融機構之交易對手多為與其有持續往來關係之客戶，或是信用狀況已為該金融機構所充份掌握或監督者，以致「中央對手」所能降低之信用風險，相對於伴隨之保證金與結算費用，不見得那麼具有吸引力¹³⁵。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。

第三項 小結

集中結算制度作為改善店頭市場交易之方法有其侷限，因為僅能結算標準化與具流動性之衍生性商品；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 Dodd-Frank 法案立法過程中之重要爭議，

¹³² Christopher L. Culp, *OTC-Cleared Derivatives: Benefits, Costs, and Implications of the "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"*, JOURNAL OF APPLIED FINANCE, Issue 2 (2010).

¹³³ *Id.*

¹³⁴ Craig Pirrong, *supra* note 41.

¹³⁵ Christopher L. Culp, *supra* note 132.

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。

第二節 免於集中結算之店頭衍生性商品類型

依上一節之分析，集中結算制度僅適用於標準化和具流動性之衍生性商品類型，因此 Dodd-Frank 法案僅要求標準化衍生性商品必須集中結算。不過除了非標準化衍生性商品可豁免於集中結算要求外，Dodd-Frank 法案也保留了外匯衍生性商品豁免之可能，惟要求美國財政部於做出豁免決定前，應考量相關風險是否已受到適當管控，兼之納入集中結算制度，是否能帶來額外之效益及此效益之大小。

然而，這些豁免規定的存在意謂原來之立法目的可能遭到妥協，而豁免規定的創設更意謂濫用之可能，後者若不能被有效防堵，將進一步使法規目的受到阻撓。以下即從這些層面檢討這些例外所可能引發之影響。

第一項 非標準化之衍生性商品

由於適用集中結算制度之衍生性商品有其性質上之限制，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（如非標準化商品），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，企業避險之需求雖可受到充分尊重，但也隱含規避集中結算此一可能之漏洞，而影響法案原所欲追求之交易安全目標。

Dodd-Frank 法案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。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¹³⁶。

非標準化衍生性商品存在之必要

如前所述，美國此次金融改革法案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，以預防金融體系之系統性風險、促進店頭市場之效率和透明化、防止市場操縱和價格扭曲、並保護消費者¹³⁷。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交易之衍生性商品改透過交易所進行交易，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，不但促成集中結算，也大幅消弭非標準化衍生性商品存在之空間¹³⁸。

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，但於支持標準化衍生性商品集中結算之同時，也希望保留客製化衍生性商品之交易

¹³⁶ Hearing to Examine the Regulation of Over-the-Counter Derivatives, Serial No. 111-23, 111-55, July 10, 2009.

¹³⁷ *Id.* Prepared Statement of Hon. Timothy F. Geithner, Secretary, U.S. Department of the Treasury, Washington, D.C.

¹³⁸ John Bresnahan & Carrie Budoff Brown, *Lincoln Wall Street Bill Tacks Left*, POLITICO, Apr. 13, 2010, at http://www.politico.com/news/stories/0410/35752_Page2.html (last visited June 28, 2010).

空間¹³⁹。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¹⁴⁰。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，透過交易紀錄之保存（recordkeeping）和通報（reporting）等方式，亦能使政府掌握店頭市場交易資訊¹⁴¹；世界主要衍生性商品交易商於2009年6月2日提交建議予金融監管機關之信件中，亦提及協助主管機關監督交易活動之可能¹⁴²。

金融業以外之其他產業，同樣反對將所有衍生性商品接納入強制集中結算，強調客製化之衍生性商品是經營上重要之避險工具，呼籲政府在加強管制之同時應考量到產業需求。根據國際交換衍生性商品協會（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，利用店頭市場交易衍生性商品以避免特定之經營風險，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¹⁴³。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

¹³⁹ Peter H. Stone, *Derivatives Fight Widens*, NATIONAL JOURNAL MAGAZINE, Sep. 24, 2009.

¹⁴⁰ PwC, *OTC Derivatives: Should All Customized Derivatives Be Standardized?* July 2009, at <http://www.pwc.com/us/en/point-of-view/otc-derivatives.jhtml> (last visited July 3, 2011).

¹⁴¹ Testimony of the Honorable Steve Bartlett President and Chief Executive Officer of the Financial Services Roundtable on Banking Industry Perspectives on the Obama Administration's Financial Regulatory Reform Proposal, July 15, 2009, Serial No. 111-58.

¹⁴² *OTC Derivatives: Should All Customized Derivatives Be Standardized?* supra note 140.

¹⁴³ Kara Scannell, *Big Companies Go to Washington to Fight Regulations on Fancy Derivatives*, THE WALL STREET JOURNAL, July 10, 2009, at http://online.wsj.com/article_email/SB124718445317920379-1MyQjAxMDI5NDE3MDExODA0Wj.html (last visited June 29, 2011).

Commercial Energy Firms) 在公聽會中特別強調，能源商品與金融商品不同，通常有特定交付地點，故運輸途中之價格避險無法以標準化之衍生性商品契約為之，另外，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，即使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，故彼等因為集中結算需求所增生之擔保品負擔並無法降低¹⁴⁴。

例外對法案目的之影響

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形，進而影響法案立法目的？由於 Dodd-Frank 法案關於「標準化」與否是授權主管機關認定，而法案要求主管機關考量之因素中，契約條款是否標準化並非重點，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。據此，CFTC 主席 Gary Gensler 估計，約有 80% 以上之衍生性商品契約會被認定為標準化¹⁴⁵，意即因此例外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發生之情況：由於 AIGFP 所交易之信用違約交換屬於相當客製化之衍生性商品¹⁴⁶，無論 CFTC 如何想要擴大「標準化」之認定標準，當信用違約交換契

¹⁴⁴ Hearing to Review Proposed Legislation by the U.S. Department of the Treasury Regarding the Regulation of over-the-Counter Derivatives Markets, Sep. 17, 22, 2009, Serial No. 111-29.

¹⁴⁵ Marcy Gordon, *Behind Obama's Plan to Rein in Derivatives*, BLOOMBERG, Aug. 12, 2009, at http://www.businessweek.com/investor/content/aug2009/pi20090812_505067.htm (last visited June 30, 2011).

¹⁴⁶ Darrell Duffie, *supra* note 131; Rena S. Miller, *Key Issues in Derivatives Reform*, CRS Report for Congress, Apr. 8, 2010, available at http://assets.opencrs.com/rpts/R40965_20100408.pdf (last visited July 9, 2011); Paul M. McBride, *The Dodd-Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market*, 44 INTERNATIONAL LAWYER 1077,

約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 Dodd-Frank 法案僅標準化交換契約需強制集中結算之設計，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？

除此之外，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¹⁴⁷。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（cross-product bilateral netting），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¹⁴⁸。

Dodd-Frank 法案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，以及全面監管店頭市場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¹⁴⁹，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

1106-1107 (Winter 2010).

¹⁴⁷ Paul M. McBride, *supra* note 146, at 1107.

¹⁴⁸ *Id.* at 1107-1108.

¹⁴⁹ See Joanne P. Braithwaite, *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 (2011); Zachary J. Gubler, *The Financial Innovation Process: Theory and Application*, 36 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW 1 55-119 (2011); Jeremy Gogel, "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 (Fall, 2010).

結果，Dodd-Frank 法案中之其他規範，如保證金、部位限制、交易資料申報和登記等，應可透過對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。

第二項 外匯衍生性商品

外匯相關之店頭衍生性商品交易，依國際清算銀行（Bank for International Settlements, BIS）之統計資料顯示，僅次於利率相關之衍生性商品而占所有店頭市場交易市場價值之第二位¹⁵⁰，然對於此類具市場重要地位之衍生性商品，Dodd-Frank 法案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。美國財政部於是在 2011 年 5 月 5 日提出行政決定預告，表明將豁免外匯換匯契約（foreign exchange swaps）與遠期外匯（foreign exchange forwards），並根據法案之要求，說明其決定所考量之因素，惟在預告期間已受到部分學者和業界批評，認為其理由偏頗或不夠充分，忽略原法案所希望達到之交易資訊公開和風險管理等目的。

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，係引用相關業界之看法，認為此類外匯衍生性商品與其他衍生性商品在本質上有所不同，主要風險在交割面而非交易對手風險；且該市場已持續穩定交易達數十年，即使在此次金融危機中亦正常運作，因此不應與其他衍生性商品受同樣之機制規範¹⁵¹。

¹⁵⁰ BIS, *Semiannual OTC Derivatives Statistics at End-December 2010*, at <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm> (last visited July 7, 2011).

¹⁵¹ 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,

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¹⁵²。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，以致交易對手之「尾部風險（tail risk）」可能相當巨大，例如近期出現重大主權國家風險時，像希臘、愛爾蘭之債信危機¹⁵³；在這種時候，由於此市場中之主要參與者，誠如美國財政部所指出的，皆為少數大型金融機構，彼此之間具有高度的相互關聯性（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 Dodd-Frank 法案所欲防範者。退一步論，即使無明確證據顯示外匯衍生性商品對金融危機有直接影響，基於此次立法之加強管制並非「只」針對直接與金融危機發生有關之衍生性商品，而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一¹⁵⁴。

如前章所述，財政部在決定上述豁免時亦指出外匯衍生性商品相較於其他衍

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, *Response to the Department of the Treasury's Request for Further Comments on the Proposed Determination of Foreign Exchange Swaps and Forwards*, June 3, 2011, at <http://www.regulations.gov/#!home> (last visited July 5, 2011).

¹⁵² Michael Greenberger, *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* (June 6, 2011) [hereinafter *Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011*], available at 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。

¹⁵³ 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, *On The Clearing of Foreign Exchange Derivatives* (May 12, 2011), available at <http://www.darrellduffie.com/uploads/policy/DuffieClearingFXDerivatives2011.pdf> (last visited June 29, 2011).

¹⁵⁴ *Id.*

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；而且主要風險為交割風險而非結算風險，這種交割風險透過「持續連結清算銀行（CLS Bank）」之款對款同步交割（PVP）方式有效降低。批評者卻認為較短之契約存續期間不必然交易對手信用風險即較低，即使在通常為隔夜還款之政府債券（government 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¹⁵⁵。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¹⁵⁶。另一方面，依國際清算銀行之統計，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¹⁵⁷，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，批評者以為由於CLS系統只著重交割風險，而不保護信用風險，因此即使透過CLS系統進行交割，仍有交易對手風險之存在¹⁵⁸。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¹⁵⁹；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¹⁶⁰。對此，有學者提出集中結

¹⁵⁵ *Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011*, supra note 152.

¹⁵⁶ Darrell Duffie, *On the Clearing of Foreign Exchange Derivatives*, supra note 153.

¹⁵⁷ 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/news-views/press-releases/wfe-ioma-letter-regarding-fx-swaps-regulation> (last visited July 1, 2011).

¹⁵⁸ Darrell Duffie, *On the Clearing of Foreign Exchange Derivatives*, supra note 153. 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 77.

¹⁵⁹ *WFE & IOMA Comment Letter*, supra note 157.

¹⁶⁰ *Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011*, supra note 152.

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一概排除集中結算制度之適用¹⁶¹。

例外是否成為法規漏洞

Dodd-Frank 法案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，故其豁免之外匯換匯與遠期外匯不易被用作規避法案規定之工具¹⁶²。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，因而遭致批評¹⁶³。

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¹⁶⁴，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¹⁶⁵，兩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¹⁶⁶。

¹⁶¹ Darrell Duffie, *On the Clearing of Foreign Exchange Derivatives*, *supra* note 153. 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。

¹⁶² U.S. Department of the Treasury, *Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards under the Commodity Exchange Act*, *supra* note 82.

¹⁶³ Michael Greenberger, *Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011*, *supra* note 152.

¹⁶⁴ 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 128。

¹⁶⁵ 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。

¹⁶⁶ Michael Greenberger, *Comment Letter by Michael Greenberger to Treasury Determination 2011*, *supra* note 152. *WFE & IOMA Comment Letter*, *supra* note 157.

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¹⁶⁷。

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機制控制，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，而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。

第三節 「最終使用者」之豁免

「最終使用者」為 Dodd-Frank 法案中關於集中結算要求之另一項例外，衍生性商品之交易方若被認定為法案中定義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。「最終使用者」一般指交

¹⁶⁷ Darrell Duffie, *On the Clearing of Foreign Exchange Derivatives*, *supra* note 153.

易商和主要市場參與者以外之其他所有店頭市場參與者。依世界清算銀行之統計資料，截至 2009 年 6 月止，店頭市場衍生性交易契約約有 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，亦即將近有三分之二的店頭市場交易包含有最終使用者¹⁶⁸。如若這些超過半數的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。

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，Dodd-Frank 法案中雖然明文豁免最終使用者集中結算，但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草案，對 Dodd-Frank 法案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（包括最終使用者如何確保其在衍生性商品契約中義務之履行）等。

「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¹⁶⁹。國際衍生性商品結算集團

¹⁶⁸ Rena S. Miller, *Key Issues in Derivatives Reform*, *supra* note 146.

¹⁶⁹ CFTC, *Remarks of Chairman Gary Gensler, OTC Derivatives Reform*, Exchequer Club of

(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¹⁷⁰。即使允許將最終使用者排除，也應該有所設限，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¹⁷¹。後者之觀點顯然為最後版本改革法案所採。

最終使用者一般係指與交易商從事交易之對手，其中包含有避險需求之一般企業以及部分金融機構。ISDA 在公聽會上表示，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，同時對系統性風險之降低效果有限，因此認為應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¹⁷²；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¹⁷³。洲際交易所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¹⁷⁴。

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。2009 年，由商業圓桌會議 (the Business Roundtable)、全國製造

Washington, Nov. 18, 2009, available at

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

¹⁷⁰ 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 (Sep. 17, 22, 2009), Serial No. 111-29.

¹⁷¹ CFTC, *Remarks of Chairman Gary Gensler, OTC Derivatives Reform*, *supra* note 169. Rena S. Miller, *supra* note 146. Kari S. Larsen, *What Is the End Game for the "End User" Exception?* Feb. 5, 2010, at http://www.securitiestechologymonitor.com/issues/22_2/-24628-1.html?zkPrintable=true (last visited July 3, 2011).

¹⁷² Kari S. Larsen, *supra* note 171.

¹⁷³ Prepared Statement of Robert G. Pickel, Executive Director and CEO, International Swaps and Derivatives Association, New York, *supra* note 170.

¹⁷⁴ 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 (Sep. 17, 22, 2009), Serial No. 111-29.

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，會對利用衍生性商品避險之最終使用者帶來過多負擔，且影響所及層面極廣，包含製造業、能源業、民生公用事業、醫療保健公司和商業不動產等；並強調最終使用者不進行投機交易，不會造成系統性風險¹⁷⁵。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，但有更多企業基於保證金成本考量而透過店頭市場交易，例如在店頭市場中，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¹⁷⁶。

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¹⁷⁷。論者指出，目前最終使用者降低風險之方式主要為分散其避險部位於多數交易商或購買 CDS，此方式不僅欠缺效率且無法達到實際效果，此次金融危機即為一例；相對於此，直接透過政府和中央對手介入資本準備和保證金要求，反而降低了最終使用者所需面對之違約風險，因此雖然無法

¹⁷⁵ Emily Flitter, *More Wiggle Room in New Derivatives Bill*, AMERICAN BANKER (Oct. 6, 2009). Peter H. Stone, *supra* note 139. Brady Dennis, *Trade Coalition Seek Curbs on Plans to Regulate Derivatives Market*, WASHINGTON POST, Oct. 7, 2009, at <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/10/06/AR2009100603477.html> (last visited June 29, 2011).

¹⁷⁶ 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 (Sep. 17, 22, 2009), Serial No. 111-29; Prepared Statement of David Schryver, Executive Vice President, American Public Gas Association, Washington, D.C., Hearings before the Committee on Agriculture House of Representatives One Hundred Eleventh Congress First Session (Sep. 17, 22, 2009), Serial No. 111-29.

¹⁷⁷ Viral V. Acharya, Or Shachar, and Marti Subrahmanyam, *Regulating OTC Derivatives*, REGULATING WALL STREET: THE DODD-FRANK ACT AND THE NEW ARCHITECTURE OF GLOBAL FINANCE (Viral V. Acharya et al. eds., 2011).

確實量化因集中結算制度所可能提高之避險成本，但就結果而言，Dodd-Frank 法案之改革方式應有利於最終使用者¹⁷⁸。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，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，且強調必須確實提出相關資料以供主管機關確認避險用途¹⁷⁹。

最後通過之 Dodd-Frank 法案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。

避險之範疇與財務義務之履行

關於「最終使用者例外」，Dodd-Frank 法案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）¹⁸⁰。CFTC 所提出之管理規則第 39.6 條草案，明列三種符合商業上避險之情況，一為資產、商品和服務本身直接價值之變動，以及因利率、幣值和匯率之波動而生之變動，二為要符合 Dodd-Frank 法案中關於部位限制豁免規定而為之善意避險，第三則是

¹⁷⁸ *Id.* at 396-399.

¹⁷⁹ *Id.*

¹⁸⁰ Peter J. Carini, PJC Group of New England, *Comments on Rulemakings Required by the Dodd-Frank Wall Street Reform Act*, Dec. 3, 2010, available at http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/dfsubmission/dfsubmissionmult_120310-1.pdf (last visited July 9, 2011).

為符合相關會計準則之避險處理所為之善意避險。大致與論者所主張之必須與商業活動有關之立場一致。

雖然 CFTC 關於避險之認定方式，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，但由於為求通知程序之簡便，CFTC 提出以表格中勾選（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以及符合哪一種明文列舉出之避險類型。對於此認定程序，有論者認為或將造成另一種漏洞，因為主管機關在判斷是否為避險用途時，應有充足之資訊以供認定，任由交易者自行勾選的方式似乎可信度不足。相關論者並進一步主張，應要求最終使用者例外之申請人遞交相關之計算方法和避險部位之有效性說明，俾得以定期監督該避險部位之避險效果，以確保該交易確實僅為避險之目的¹⁸¹。

另一方面，由於 CFTC 在管理規則第 39.6 條草案中說明：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¹⁸²。

為了確保該未經集中結算之交易對手可履行其義務，法案要求決定適用此項例外之交易對手須通知 CFTC 或 SEC，並提出其可履行其財務義務之相關證明。CFTC 在管理規則第 39.6 條草案中明列五種可接受的降低交易對手風險之方法，包含信用加強協定、抵押之資產、第三人之保證、現有之財務資源及其他概括性

¹⁸¹ *Id.*

¹⁸² Michael Greenberger, *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* (Feb. 22, 2011) [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).

規定。不限於以現金等高流動性之資產作為擔保品，兼顧了企業界所反映之額外挪出高流動性資產做擔保將可能造成之不便或成本增加。惟主管機關同樣採取打勾選擇之方式，使最終使用者說明其所採取之降低風險方式，與前述避險之認定一樣在信賴程度上讓人存疑，因為 CFTC 與 SEC 將欠缺足夠資料以監督和預防最終使用者例外之濫用¹⁸³，例如該最終使用者是否確實提交相關之擔保，或是擔保品之價值是否足以涵蓋可能之交易對手風險等。

例外對法案目的之影響

在 Dodd-Frank 法案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¹⁸⁴，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，Dodd-Frank 法案授權 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。Dodd-Frank 法案僅開放小幅度之最終使用者適用主體範圍，前述 AIG 案件中從事信用違約交換交易之子公司 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，其所交易之信用違約交換契約數量，已足以使其成為

¹⁸³ *Id.*

¹⁸⁴ *Id.*

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 Dodd-Frank 法案之漏洞，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% 以上之標準化店頭交易衍生性商品必須集中交易結算，則已可以達到改革之目的¹⁸⁵，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（interest rate derivatives）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 17% 和 10%¹⁸⁶；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¹⁸⁷。

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，例如寶僑公司（Procter & Gamble Co.）和吉布

¹⁸⁵ Michael Greenberger, *Is Our Economy Safe? A Proposal for Assessing the Success of Swaps Regulation under the Dodd-Frank Act*, (Oct. 2010), University of Maryland Legal Studies Research Paper No. 2010-50, available at http://works.bepress.com/michael_greenberger/34 (last visited May 20, 2011).

¹⁸⁶ Michael Chlistalla, *OTC Derivatives: A New Market Infrastructure is Taking Shape*, Deutsche Bank Research, Apr. 28, 2010, available at <http://www.dbresearch.com> (last visited July 15, 2011).

¹⁸⁷ Laurin C. Ariail, *The Impact of Dodd-Frank on End-Users Hedging Commercial Risk in Over-the-Counter Derivatives Markets*, 15 NORTH CAROLINA BANKING INSTITUTE 175 (Mar. 2011).

森賀卡公司 (Gibson Greetings Inc.) 等¹⁸⁸。對此，在 Dodd-Frank 法案中已直接限制必須為商業上避險始得適用此例外，且 CFTC 之管理規則草案中，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，例如德國金屬工業集團 (Metallgesellschaft) 之美國子公司所進行之交易¹⁸⁹。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，Dodd-Frank 法案強調最終使用者必須提出其為履行契約所做之準備，CFTC 亦在管理規則草案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。

小結

Dodd-Frank 法案中包含最終使用者例外，主要係考量集中結算會提高一般企業利用衍生性商品之避險成本，進而轉嫁至市場上之一般消費者。儘管有例外存在，但因事實上這些豁免的最終使用者，其所交易的衍生性商品相對造成金融危機之機會較低，且最終使用者所擁有之部位亦偏低，因此對法案維持金融體系穩定之目的影響較小。另一方面，法案本身限縮適用範圍於非金融機構之最終使

¹⁸⁸ LAURENT L. JACQUE, *supra* note 7, Chapter 12 Procter & Gamble, at 199-215, Chapter 13 Gibson Greetings, at 217-220.

¹⁸⁹ *Id.* Chapter 6 Metallgesellschaft, at 73-96. 許誠洲，頁 441-442，同前註 128。

用者，且僅適用於商業上避險以及具有履行財務義務能力者，對於這些要件，CFTC 所制定之管理規則草案皆有相當嚴謹之定義，若主管機關可完備相關執行程序，似已可大幅避免利用此例外規定規避集中結算制度之可能性。



第四章 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，由於相關交易條件係由締約雙方自行議價以達成交易，相較於透過交易所交易之標準化衍生性商品，在交易標的、交易量、價格和契約期間等交易條件上較有彈性，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，由於交易是在締約雙方間進行，對非當事人者交易資訊透明度低，且缺乏完備之違約風險管理機制，例如實務上可以僅憑交易者自身之信用評等而免提供擔保品，加上衍生性交易高槓桿之特性，其違約數額可遠超越原本交易者投入之資金，也因此一旦發生違約事件，交易者往往陷於嚴重的流動性問題，如 AIG 因其倫敦子公司之信用違約交易而瀕臨破產事件即為適例。

對於上述店頭市場衍生性交易之問題，美國改革法案中以集中結算制度作為主要改革核心。集中結算制度係由第三方擔保衍生性交易契約義務之履行，即透過契約變更之方式，由中央對手取代原本契約之買、賣方履行原契約之交割義務，此機制使得交易對手風險轉由中央對手承擔，而中央對手會透過保證金之收取、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。若要進行集中結算之前提為該衍生性商品必須具備一定程度之標準化和流動性：標準化之衍生性商品有利中央對手履約和計算風險，流動性則使中央對手能順利進行強制平倉以及分攤集中結算成本。從交易者之角度來看，集中結算所必需之保證金會提高企業避險成本，每日洗價後保證金之流動會影響企業之現金管理，且若該交易對手之風險本即能確實掌握，則相對於相關之結算成本，集中結算制度可能不具吸引力。

基於中央對手標準化和流動性之需求，利用集中結算制度改善店頭市場交易之方法本身有其侷限性，例如非標準化之衍生性商品豁免集中結算。有鑒於一般企業避險之需求，以及避免衍生性商品交易市場移往海外，容許客製化產品之交易有其存在必要性，因此 Dodd-Frank 法案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，目前 CFTF 僅針對認定之程序提出之草案，尚未論及標準化之具體標準。雖有認為現行 80% 以上之衍生性商品都將被認定為標準化，意即因此豁免集中結算之衍生性商品範圍極有限，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 Dodd-Frank 法案預防此類事件再度發生之目的。

外匯換匯與遠期外匯為 Dodd-Frank 法案中明文豁免之衍生性商品種類，美國財政部已基於法案之授權提出行政預告，將此二類衍生性商品排除在交換契約定義之外而免集中結算。美國財政部主要理由認為此二契約與一般衍生性商品不同，因其契約期間較短而幾無交易對手風險，所主要面臨之交割風險也已透過現行款對款同步交割之方式大幅降低，且外匯衍生性商品之主要交易者為已受管制之大型金融機構，因此主張不需再集中結算。對於美國財政部之認定理由，批評者認為立論不足，在貨幣價格波動幅度大時，交易對手之尾部風險可能極大；又外匯衍生性商品占店頭市場交易價值之第二位，即令交易對手風險偏低，但考量到整體市場規模此風險仍不容小覷；此外，其他衍生性商品可以很輕易地被包裝成此二類衍生性商品，例如換匯換利與外匯換匯兩者即不易區分，進而提高此項例外被濫用之可能性。因此，美國財政部所提出之豁免主張在必要性上未提出令人信服之依據。

「最終使用者」例外為 Dodd-Frank 法案中關於交易者身分的一項豁免規定，此項例外之存在，主要係因考量到一般企業利用衍生性商品之避險需求。要求集中結算將會增加企業之避險成本，這些增加的成本最終會轉嫁於市場上之一般消費大眾；且最終使用者之交易量通常較小，所交易之衍生性商品種類更非造成金融危機者，因此希望可針對最終使用者作出豁免。最後 Dodd-Frank 法案中雖明文可免集中結算，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草案，明定構成商業上避險之類型、通知主管機關之方式、以及應通知之詳細內容（包括最終使用者如何確保其在衍生性商品契約中義務之履行）等。

依照 Dodd-Frank 法案之規定及 CFTC 提出之草案內容，已可將 AIGFP 等此類市場參與者排除於此例外之適用可能性，或可認為已能有效將最終使用者例外限縮於純為避險之目的，且透過「財務義務聲明」方式，確保未經集中結算之交易不致於有過大之交易對手風險。然 CFTC 僅要求用打勾選取之方式為上述商業避險及財務義務之聲明，在無其他資料可供主管機關判斷之情況下，是否仍能確保立法目的之達成讓人存疑。另一方面，CFTC 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相悖，蓋為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，而投機交易在 Dodd-Frank 法案中本即不被容許適用此例外。

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改革法案，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 Dodd-Frank 法案之設計無法完全防範店頭衍生性交易未來再度賈禍之可能性。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

一、中文文獻

1. 許誠洲，衍生性金融商品理論與實務，台北市，金融研訓院，2010年1月。
2. 謝鳳瑛，「國際外匯清算機制—CLS系統」，財金資訊第42期，2005年10月20日，網址：

<http://www.fisc.com.tw/fiscweb/fiscbimonthly/Article.aspx?Volume=42&TNo=28>

(最後瀏覽日：2011.05.20)。

二、英文文獻

(一) 英文專書

1. ACHARYA, VIRAL V. & MATTHEW RICHARD eds., RESTORING FINANCIAL STABILITY: HOW TO REPAIR A FAILED SYSTEM (2010).
2. ACHARYA, VIRAL V. et al. eds., REGULATING WALL STREET: THE DODD-FRANK ACT AND THE NEW ARCHITECTURE OF GLOBAL FINANCE(2011).
3. JACQUE, LAURENT L., GLOBAL DERIVATIVE DEBACLES: FROM THEORY TO MALPRACTICE (2010).
4. JOHNSON, PHILIP MCBRIDE & THOMAS LEE HAZEN, DERIVATIVES REGULATION (Aspen Publishers, 3rd edition, Oct. 1, 2004).

(二) 新聞、期刊與其他資料

1. Andrews, Edmund L., Michael J. de la Merced & Mary Williams Walsh, *Fed's \$85 Billion Loan Rescues Insurer*, THE NEW YORK TIMES, Sep. 17, 2008, at <http://www.nytimes.com/2008/09/17/business/17insure.html?hp> (last visited June 5, 2011).
2. Ariail, Laurin C., *The Impact of Dodd-Frank on End-Users Hedging Commercial Risk in Over-the-Counter Derivatives Markets*, 15 NORTH CAROLINA BANKING

INSTITUTE 175 (Mar. 2011).

3. Baseri, Nazanin, Credit Default Swap and Clearing, American University Legislation and Policy Brief, Winter 2011, 7-38.

4. BIS, Committee on Payment and Settlement Systems, *New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives*, Mar. 2007.

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

6. BIS, Statistical Annex, June 2011, at http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1106.pdf#page=136 (last visited June 9, 2011).

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

8. Braithwaite, Joanne P., *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 (2011).

9. Bresnahan, John & Carrie Budoff Brown, *Lincoln Wall Street Bill Tacks Left*, POLITICO, Apr. 13, 2010, at http://www.politico.com/news/stories/0410/35752_Page2.html (last visited June 28, 2010).

10. Carini, Peter J., PJC Group of New England, *Comments on Rulemakings Required by the Dodd-Frank Wall Street Reform Act*, Dec. 3, 2010, available at http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/dfsubmission/dfsubmission_mult_120310-1.pdf (last visited July 9, 2011).

11. CFTC, *Remarks of Chairman Gary Gensler, OTC Derivatives Reform*, Exchequer Club of Washington, Nov. 18, 2009, available at http://www.aciforex.org/docs/markettopics/20091119_CFTC.pdf (last visited July 7, 2011).

12. CFTC, *Analysis of Proposed Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009*, Aug. 17, 2009, at <http://tradeobservatory.org/library.cfm?refid=106665> (last visited May 6, 2011).
13. Chander, Anupam & Randall Costa, *International Law and the Economic Crisis: Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence*, 10 CHICAGO JOURNAL OF INTERNATIONAL LAW 639 (Winter, 2010).
14. Chlistalla, Michael, *OTC Derivatives: A New Market Infrastructure is Taking Shape*, Deutsche Bank Research, Apr. 28, 2010, available at <http://www.dbresearch.com> (last visited July 15, 2011).
15. 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).
16. 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).
17. Culp, Christopher L., *OTC-Cleared Derivatives: Benefits, Costs, and Implications of the "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"*, JOURNAL OF APPLIED FINANCE, Issue 2, 2010.
18. Dennis, Brady, *Trade Coalition Seek Curbs on Plans to Regulate Derivatives Market*, WASHINGTON POST, Oct. 7, 2009, at <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2009/10/06/AR20091006034>

77.html (last visited June 29, 2011).

19. 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, *On The Clearing of Foreign Exchange Derivatives* (May 12, 2011), available at <http://www.darrellduffie.com/uploads/policy/DuffieClearingFXDerivatives2011.pdf> (last visited June 29, 2011).

20. Duffie, Darrell, *How Should We Regulate Derivatives Markets?* PEW, at http://www.pewfr.org/project_reports_detail?id=0017 (last visited July 3, 2011).

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

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

23. FX Investor Group, *Response to the Department of the Treasury's Request for Further Comments on the Proposed Determination of Foreign Exchange Swaps and Forwards*, June 3, 2011, at <http://www.regulations.gov/#!home> (last visited July 5, 2011).

24. Glass, Adam W., *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.

25. Gogel, Jeremy, "*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 (Fall, 2010).

26. Gordon, Marcy, *Behind Obama's Plan to Rein in Derivatives*, BLOOMBERG, Aug. 12, 2009, at http://www.businessweek.com/investor/content/aug2009/pi20090812_505067.htm

(last visited June 30, 2011).

27. Greenberger, Michael, *Out of the Black Hole: Regulatory Reform of the Over-the-Counter Derivatives Market*, *Make Markets Be Markets* 99-115 (Roosevelt Institute 2010) at

<http://makemarketsbemarkets.org/report/MakeMarketsBeMarkets.pdf>.

28. Greenberger, Michael, *Is Our Economy Safe? A Proposal for Assessing the Success of Swaps Regulation under the Dodd-Frank Act* (Oct. 2010), University of Maryland Legal Studies Research Paper No. 2010-50, available at

http://works.bepress.com/michael_greenberger/34 (last visited May 20, 2011).

29. Greenberger, Michael, *The Role of Derivatives in the Financial Crisis*, Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, June 30, 2010, at

http://www.michaelgreenberger.com/files/FCIC-Michael_Greenberger_Testimony.pdf (last visited May 15, 2011).

30. Greenberger, Michael, *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*, Nov. 29, 2010, at

http://www.michaelgreenberger.com/files/Greenberger_FX_comment_letter.pdf (last visited May 6, 2011).

31. Greenberger, Michael, *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"* (Feb. 22, 2011), at

<http://www.michaelgreenberger.com/files/Second-Def-CL.pdf> (last visited Sep. 11, 2011).

32. Greenberger, Michael, *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 (Feb. 22, 2011), available at <http://www.michaelgreenberger.com/files/End-User-CL.pdf> (last visited May 20, 2011).

33. Gubler, Zachary J., *The Financial Innovation Process: Theory and Application*, 36 *Delaware Journal of Corporate Law* 1 55-119 (2011).

34. Hamilton, James, *Senators Dodd and Lincoln Clarify the End User Exemption in the Derivatives Title of Dodd-Frank*, WOLTERS KLUWER CCH FINANCIAL REFORM

NEWS CENTER, July 2, 2010, at

<http://financialreform.wolterskluwerlb.com/2010/07/senators-dodd-and-lincoln-clarify-the-end-user-exemption-in-the-derivatives-title-of-dodd-frank.html> (last visited May 3, 2011).

35. Knott, Raymond and Alastair Mills, *Modelling Risk in Central Counterparty Clearing Houses: A Review*, FINANCIAL STABILITY REVIEW (Dec. 2002).

27. Larsen, Kari S., *What Is the End Game for the "End User" Exception?* Feb. 5, 2010, at

http://www.securitiestechologymonitor.com/issues/22_2/-24628-1.html?zkPrintable=true (last visited July 3, 2011).

36. McBride, Paul M., *The Dodd-Frank Act and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market*, 44

INTERNATIONAL LAWYER, winter 2010 1077, 1106-1107.

37. Medero, Joanne T., *The Great Treasury Amendment Debate*, FUTURES INDUSTRY (Mar. 1997), at <http://www.futuresindustry.org/fi-magazine-home.asp?v=p&a=505> (last visited July 10, 2011).

38. Miller, Rena S., *Key Issues in Derivatives Reform*, CRS Report for Congress, Apr. 8, 2010, available at http://assets.opencrs.com/rpts/R40965_20100408.pdf (last

visited July 9, 2011).

39. Morgenson, Gretchen, *Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk*, THE NEW YORK TIMES, Sep. 27, 2008, at <http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28melt.html> (last visited June 5, 2011).

40. Nasiripour, Shahien & Ryan Grim, *Two Leading House Dems Will Close \$50 Trillion Loophole in Derivatives Reform Bills*, HUFFINGTON POST, Nov. 18, 2009, at http://www.huffingtonpost.com/2009/11/18/exclusive-two-leading-hou_n_362154.html (last visited May 20, 2011).

41. Onaran, Yalman & Michael McKee, *In Geithner We Trust Eludes Treasury as Markets Fails to Recover*, BLOOMBERG, Feb. 25, 2009, at <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aLhs5Byln00k#> (last visited June 6, 2011).

42. Paletta, Damian & Aaron Lucchetti, *Law Remakes U.S. Financial Landscape*, THE WALL STREET JOURNAL, July 16, 2010, at <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748704682604575369030061839958.html> (last visited June 9, 2011).

43. Pirrong, Craig, *The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*, ISDA Discussion Papers Series, No. 1 (May, 2011).

44. Pittman, Mark, *Goldman, Merrill Collect Billions after Fed's AIG Bailout Loans*, BLOOMBERG NEWS, Sep. 29, 2008, at <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aTzTYtlNHSG8#> (last visited June 5, 2011).

45. PwC, *OTC Derivatives: Should All Customized Derivatives Be Standardized?* July 2009, at <http://www.pwc.com/us/en/point-of-view/otc-derivatives.jhtml> (last visited July 3, 2011).

46. Rausser, Gordon, William Balson, & Reid Stevens, *Centralized Clearing for*

Over-the-Counter Derivatives, (Sept. 18, 2009), available at SSRN:

<http://ssrn.com/abstract=1475351>.

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

48. Scannell, Kara, *Big Companies Go to Washington to Fight Regulations on Fancy Derivatives*, THE WALL STREET JOURNAL, July 10, 2009, at http://online.wsj.com/article_email/SB124718445317920379-IMyQjAxMDI5NDE3MDExODA0Wj.html (last visited June 29, 2011).

49. Sackheim, Michael et al, *Knocking on the Clearinghouse Door A Lawyer's Introduction to Cleared OTC Derivatives*, 30 Futures & Derivatives Law Report, No. 7 (Aug. 2010).

50. *SEC Action Allows Central Counterparty for Credit Default Swaps*, Wolters Kluwer Law & Business, Dec. 24, 2008, at <http://financialreform.wolterskluwerlb.com/2008/12/sec-action-allows-central-counterparty-for-credit-default-swaps.html> (last visited July 16, 2011).

51. Sackheim, Michael et al. *Knocking on the Clearinghouse Door A Lawyer's Introduction to Cleared OTC Derivatives*, 30 FUTURES & DERIVATIVES LAW REPORT, No. 7 (Aug. 2010).

52. Stone, Peter H., *Derivatives Fight Widens*, NATIONAL JOURNAL MAGAZINE (Sep. 24, 2009).

53. The White House, *Remarks by the President on 21st Century Financial Regulatory Reform*, June 17, 2009, at http://www.whitehouse.gov/the_press_office/Remarks-of-the-President-on-Regulatory-Reform/ (last visited Apr. 8, 2011).

54. 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).

55. WFE & IOMA Comment Letter to Department of the Treasury, Determination of Foreign Exchange Swaps and Forwards under the Commodity Exchange Act (Nov. 29, 2010), *at* <http://www.world-exchanges.org/news-views/press-releases/wfe-ioma-letter-regarding-fx-swaps-regulation> (last visited July 1, 2011).

三、美國立法資料

1. CFTC & SEC, *Further Definition of “Swap Dealer,” “Security-Based Swap Dealer,” “Major Swap Participant,” “Major Security-Based Swap Participant” and “Eligible Contract Participant”*, FEDERAL REGISTER, Vol.75, No.244, Dec. 21, 2010, 80174.
2. CFTC, *Process for Review of Swaps for Mandatory Clearing*, FEDERAL REGISTER, Vol. 75, No. 211, 67277-67282, Nov. 2, 2010, *at* http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Rulemakings/DF_8_SwapReview/index.htm (last visited June 26, 2011).
3. CFTC, *End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps*, FEDERAL REGISTER, Vol. 75, No. 246, 80747-80758, Dec. 23, 2010, *at* http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Rulemakings/DF_11_EndUser/index.htm (last visited June 26, 2011).
4. Congress Record H5248, June 30, 2010.
5. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).
6. Hearing to Examine the Regulation of Over-the-Counter Derivatives, Joint Hearing before the Committee on Agriculture and the Committee on Financial Services House of Representatives, First Session, July 10, 2009, Serial No. 111-23, 111-55.

7. Hearing to Review Proposed Legislation by the U.S. Department of the Treasury Regarding the Regulation of over-the-Counter Derivatives Markets, Sep. 17, 22, 2009, Serial No. 111-29.
8. Testimony of the Honorable Steve Bartlett President and Chief Executive Officer of the Financial Services Roundtable on Banking Industry Perspectives on the Obama Administration's Financial Regulatory Reform Proposal, July 15, 2009, Serial No. 111-58.
9. *The Obama Administration's White Paper on Financial Regulatory Reform*, June 17, 2009, at http://media.washingtonpost.com/wp-srv/politics/pdf/nearfinaldraft_061709.pdf?sid=ST2009061603317 (last visited June 9, 2011).
10. 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/docs/regulatoryreform/titleVII.pdf>.
11. U.S. Department of the Treasury, *Fact Sheet: Notice of Proposed Determination on Foreign Exchange Swaps and Forwards*, Apr. 29, 2011, at <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg1152.aspx> (last visited May 18, 2011).
12. U.S. Department of the Treasury, *Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards under the Commodity Exchange Act*, FEDERAL REGISTER, Vol.76 No. 87, May 20, 2011.
13. 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).

14. Hearing to Examine the Regulation of Over-the-Counter Derivatives, Serial No. 111-23, 111-55, July 10, 2009.

