

槓桿交易監理創新的國際經驗介紹

邵之雋*

摘 要

本文綜述了美國、新加坡、英國、澳洲，在槓桿交易產品定義上的差異性。本文發現我國的槓桿交易法規設計上主要參考美國經驗，而在實際運營中則採國際通用，以期貨商兼營槓桿交易商的方式。在監理發展上，我國的槓桿交易商環境相對自由，並無嚴格的槓桿倍數限制；而在槓桿交易產品的開發上，由於我國不允許做本幣以及和中國大陸資本市場連結的槓桿交易產品，因而較其他國家保守。這使得我國槓桿交易商在產品開發上，除需結合本國實體經濟需求外，也必須與其他國家既有優勢產品作差異化區別，以滿足國內業者使用槓桿交易產品進行避險以服務實體經濟的需求。

關鍵詞：槓桿交易、金融監理、創新沙盒、監理科技、資訊透明

* 財團法人金融法制暨犯罪防制中心董事長、國立陽明交通大學科技法律研究所副教授；國立臺灣大學國家發展研究所博士。本文乃中華民國期貨業商業同業公會 106 年度委託研究計畫（期貨研究叢書 031）——「槓桿交易商如何影響實體經濟的國際經驗研究」之部分成果修正而成。作者感謝中華民國期貨業商業同業公會以及匿名審稿人的寶貴意見，使本文更加完整。

投稿日：2019 年 5 月 10 日；採用日：2019 年 10 月 5 日

Cite as: 8 NCTU L. REV., March 2021, at 97.

Introduction to the New International Experience of Supervising Leverage Trading

Jy-Juinn Shaw *

Abstract

This article summarized the definition differences of leverage trading between U.S., Singapore, U.K. and Australia. We discover that our design of regulations on leverage trade is primarily based on U.S. experience, yet international standard is adopted in the actual operation, futures dealers acting as leverage traders. In terms of the development of supervision, our trading environment for leverage has relative freedom without a strict limit on leverage's multiples. In terms of leverage trade's product development, it is more conservative than other countries since our country forbids creating leverage products that link our currency to Mainland China's capital market. It forces our country to combine the needs of our economy and to create differentiation from other countries' featured products in the leverage trade dealer's product development in order to satisfy the industry need of using leverage trade product to service the market by performing hedge.

* Chairman, Institute of Financial Law and Crime Prevention; Associate Professor, National Chiao Tung University School of Law; Ph.D., National Taiwan University Graduate Institute of National Development.

Keywords: Leveraged Transaction, Financial Supervision, Regulatory Sandbox, RegTech, Information Transparency

1. 前言

金融監督管理委員會與臺灣期貨交易所、中華民國期貨業商業同業公會（下稱期貨公會）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（下稱櫃買中心）於 2012 年 7 月 12 日頒布《槓桿交易商管理規則》，規定槓桿保證金契約之業務型態為自營業務，而槓桿交易商由期貨自營商兼營，從事店頭市場（Over-the-counter, OTC）之期貨交易¹。槓桿交易商與其他期貨交易商品，皆透過期貨交易所的公開市場不同，由槓桿交易商自行設計，再交由櫃買中心審核，屬於期貨投資者與期貨商的特定人間契約。換句話說，期貨自營商現得兼營槓桿交易商業務，雖都是期貨業務，但槓桿交易業務與傳統期貨經紀業務迥然不同，期貨商是扮演契約當事人，而非期貨交易人的輔助人。槓桿交易契約僅存在交易人與期貨商間，與傳統期貨經紀，期貨商輔助交易人進公開市場交易迥然不同。

從開放外匯保證金交易起，目前國內也只有元大期貨股份有限公司、凱基期貨股份有限公司、群益期貨股份有限公司 3 家期貨有相關商品，目前仍屬於全新市場²。由於商品性質屬期貨投資者與期貨商的對賭機制，並非公開市場交易，所以所有契約條件，皆由期貨商設計，與傳統期貨集中市場，由期貨交易所訂定商品與交易規則迥異。再加上在全球化與資訊化後，交易型態快速改變。換句話說，臺灣作為新進的開放市場，所有商品仍在設計與摸索階段，很難有概括性的監理原則與方向。而綜觀全球槓桿交易商之監理，由於商品不盡相同，是以各國關注焦點也有很大的差距。因此要透過比較法來釐清監理方向，亦不可得。是以本文分析目前領先全球的各國槓桿交易商經驗，試圖從法制過程，以及臺灣金融監理所在乎之店頭商品如何透明化與

¹ 林家璋，「槓桿交易商管理架構及規範介紹」，證券暨期貨月刊，第 30 卷第 11 期，頁 19-20（2012）。

² 游大慶、郭仙娟，「期貨公會副理事長林添富先生談槓桿及期信業務的推動」，期貨人，第 74 期，頁 75（2020）。

公開化、交易安全、消費者保護，以及商品規劃方向幾個角度，觀察各國對此商品所關注不同的角度進行分析，探究未來有效監理的蹊徑。

依我國《期貨交易法》第 3 條第一項的規定，所謂「期貨交易」係指依國內外期貨交易所或其他期貨市場的規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益的期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約及槓桿保證金契約的交易。其中槓桿保證金契約（為當事人約定，一方支付價金一定成數的款項或取得他方授與的一定信用額度，雙方於未來特定時間內，依約定方式結算差價或交付約定物的契約）固屬期貨交易的一種，同法亦規定經特許的槓桿交易商得從事槓桿保證金契約業務。

目前各國交易所或監理當局，雖無單列槓桿交易商業務，但其槓桿式交易產品多歸於衍生性金融商品框架下，並由期貨商承作，而此情形與我國類似。同時，各國衍生性金融產品多為在集中或 OTC 標準化交易產品，並由英美少數全球性期貨交易商壟斷。槓桿交易已成為各國集中交易及 OTC 的重要環節，而同時我國亦在櫃買中心之下開設槓桿交易商業務³。為滿足槓桿交易商開拓新業務，以服務實體經濟之需求，本文從槓桿交易商服務實體經濟的國際經驗出發，蒐集主要金融中心所在經濟體，包括：美國、新加坡、英國和澳洲等經濟體，有關各國槓桿保證金契約及槓桿交易商的情況、立法實例及監理制度創新的相關資料；由於我國目前槓桿交易商仍在初創階段，商品以差價合約（Contract for Difference, CFD）⁴為主，也因此除各國監理創新外，本文也專注於各國對於差價格約的監理，從兩方面提供我國金融監理可供參考借鑑之處。

³ 許玲佩、陳韋程、陳翊鳳，「建置我國店頭衍生性商品集中結算機制之初步規劃」，證券暨期貨月刊，第 37 卷第 3 期，頁 18（2019）。

⁴ 差價合約（Contract for Difference, CFD）是一種非常類似於期貨契約的衍生性金融商品，其買賣合約是釘住標的現貨資產的價格，當標的現貨價格變化時，CFD 的價值也隨之變化，因此其理論價格扣除交易成本後應該會與標的物資產的價格相同。CFD 同樣也是屬於保證金交易，交易人只需支付少許保證金便可以產生和現貨市場交易相同的損益。引自郭炳伸、盧秋玲、徐政義，我國證券商從事差價合約交易的商業模式分析，中華民國證券商業同業公會委託研究，頁 2（2012）。

2. 槓桿交易的範圍及國際監理趨勢

縱觀國際上對槓桿交易商及監理範圍的定義，各國皆有不同，主要區別點在於各國金融監管當局是否將槓桿交易（Leveraged Transaction）單獨列出。目前具有獨立槓桿交易商概念的國家為我國和美國；而其他國家諸如香港、新加坡，其監理機構並無將槓桿交易相關概念單獨列出的情形；但在實務上，各國皆採由期貨商承作槓桿交易商品。

有趣的是，臺灣作為槓桿交易商的後進市場，雖依循美國體系作監理設計，但美國並未允許 CFD 的境內交易。也因此，以 CFD 作為主要槓桿交易商品的臺灣市場監理，必須借鏡香港或新加坡等，以 CFD 為主的華人市場。是以本文將綜述美國、香港及新加坡，和我國在對槓桿交易合約的界定上的異同外，也針對 CFD 主流市場的監理重點進行介紹。

2.1 美國的情形

美國對槓桿交易合約的界定，比較接近期貨和金融衍生商品。在美國，槓桿交易商（Leverage Transaction Merchant）係指從事槓桿交易的個人／企業；槓桿交易係指針對任一槓桿合約的購買或出售，回購或轉售，交付，清算或撤銷的行為。槓桿合約（Leveraged Contract）是指為槓桿交易所設計，10 年或更長時間、或短期槓桿合約的條款和條件的合同，而該類合同規定如下內容：1.槓桿交易商作為槓桿交易的委託人；2.客戶需支付的初始和維持保證金；3.客戶需定期付款的數量；4.產品以正常零售管道購買和銷售的數量及形式；5.產品需滿足合同到期後餘額可交割；6.槓桿交易商確定合約的購買、回購、銷售和轉售價格；及 7.槓桿合約的購買或出售，回購或轉售，交付，清算或撤銷⁵。

根據美國的實務經驗，槓桿交易產品在上市初期經歷了迅速增長，交易

⁵ 周治邦、邵之雋，槓桿交易商如何影響實體經濟的國際經驗研究，中華民國期貨業商業同業公會委託研究，頁 246（2018）。

量於 1980 年代達到高峰⁶。但因槓桿交易產品的設計，係由槓桿交易商決定買、賣價和備金，同時交易需通過槓桿交易商承作，因而槓桿交易商獲利匪淺。客戶則不但無法避險，反而因市場波動而遭受巨大損失。因此，在政府與民意壓力下，千禧年前後，僅存的 3 家純槓桿交易商也皆已撤銷執照⁷。2008 年金融危機後，在去槓桿化的政策大方向下，槓桿交易的概念更進一步受限。然而，帶有槓桿交易商品性質的標準化合約廣泛存在於市場中，且由其他經紀商（如期貨商）承作。美國槓桿交易產品無論是既有的集中交易市場，抑或是 OTC，都呈現出進一步標準化、集中化的特徵，同時也進一步開發新產品，例如，芝加哥商品交易所推出了比特幣期貨商品⁸。

有趣的是，因為受到美國證券交易委員會（United States Securities and Exchange Commission, SEC）對於 OTC 商品的疑慮，CFD 最典型傳統的槓桿交易商品，在美國仍未允許其在境內交易。是以，美國股票為標的的 CFD，多以 CFD 交易商在美國境外提供服務⁹。

2.2 新加坡及香港的情形

在新加坡及香港的監理體系下，由於開發槓桿交易最主要的動機在於給予地下保證金交易合法化的機會¹⁰，因而並無單列槓桿交易商。而槓桿保證金契約與既有銀行外匯保證金商品間具高度替代性，客戶因而無誘因利用新開發的槓桿交易產品進行避險，因此，槓桿交易產品並無明顯競爭優勢，導

⁶ 同前註，頁 118。

⁷ 李存修，期貨商承作店頭衍生性商品之可行種類及配套措施，中華民國期貨商業同業公會委託研究，頁 35（2007）。

⁸ 比特幣期貨行情，芝加哥商品交易所網站：<https://www.cmegroup.com/cn-t/trading/equity-index/us-index/bitcoin.html>（最後點閱時間：2020 年 12 月 11 日）。

⁹ 郭炳伸、盧秋玲、徐政義，前揭註 4，頁 13。

¹⁰ Ng Beoy Kui, *Hong Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective* 22-24 (1998), <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.200.9058&rep=rep1&type=pdf>.

致交易量持續呆滯¹¹。新加坡和香港兩地將槓桿交易合約打散置於不同分類方式之下，兩地在槓桿交易類商品的發行種類及其差異性體現在：

2.2.1 整體分類方式差異性

香港係將 1.一般證券；2.衍生產品（期貨／選擇權）；以及 3. OTC 分列進行分類，而新加坡是將 1.和 2.聚合在一起，依可標準化集中交易／結算的，以及非可標準化集中交易／結算進行分類¹²。

2.2.2 對產品「槓桿性」的處理

香港和新加坡均把槓桿／反槓桿產品放在指數股票型基金（Exchange-Traded Fund, ETF）下；而店頭類產品則放在衍生產品之下，衍生產品之下的品類並沒有強調槓桿交易¹³。

2.2.3 業務上的差異性

香港的槓桿交易商由於沒有太多外匯方面的管制，槓桿交易商只要能經許可從事證券或外匯交易，就可以開發槓桿式外匯產品，且在執行業務之必要時可以進行貨幣兌換，不須得到額外許可，也因此涵蓋各類產品之廣泛¹⁴；而新加坡的槓桿交易商主要是各大銀行在新加坡的分支機構，多達 57 家，且也未針對新加坡本地市場去開發客製化的店頭產品，在新加坡進行交易的槓桿交易品，多為標準化的交易產品。新加坡對於自己的產品發展定位係強調自身在貿易和結算功能上的優化，而非產品上針對客戶的客製化開發¹⁵。

11 吳阿秋，我國槓桿交易商管理之研究，臺灣期貨交易所委託研究，頁 48（1999）。

12 周治邦、邵之雋，前揭註 5，頁 56-58。

13 同前註，頁 246。

14 羅祖芳、林宜璇，「簡介香港及新加坡證券業之外匯業務」，證券公會季刊，105 年第三季，頁 22（2016）。

15 周治邦、邵之雋，前揭註 5，頁 246。

2.2.4 對於 CFD 商品的監理

對於 CFD 商品監理，新加坡與香港都承繼英國市場交易邏輯，重點在 OTC 營運商經營的穩定性。營運商對於保證金專戶的管理，屬於營運商的權力，或是營運商的對己義務。如客戶保證金不足時，交易商會向發出追加保證金通知，以在下一個工作日之前支付保證金不足，槓桿交易商亦可在不通知客戶前提下平倉¹⁶。是以，追加保證金的通知，並非槓桿交易商義務，而是雙務契約中的觀念通知。甚至在特殊情況下，也准許槓桿交易商在系統錯誤情況，或連結商品客觀上無法持續的情況下，在特定條件直接取消交易¹⁷。

2.3 英國與澳洲 CFD 商品監理的情形

作為全球前兩大的 CFD 市場，英國與澳洲對於 CFD 的契約設計管理上並無突出之處，惟值得注意的是該監管單位已經發現 CFD 商品本身高風險性

¹⁶ MONETARY AUTH. OF SING., CONSULTATION PAPER: I ON DRAFT NOTICES AND GUIDELINES PURSUANT TO THE SECURITIES AND FUTURES ACT 22 (2017), <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications/Consultation-Papers/2017-Oct-6-Guidelines-and-Notices-SFA/Consultation-Paper-I-on-Draft-Notices-and-Guidelines-Pursuant-to-the-SFA.pdf>. 明定交易商需「Explain when and how the margin call will be made and the firm's policy and procedures to close out the customer's position, especially any automatic close-outs without notice.」。

¹⁷ *Id.* “[Under the terms of the trading agreement, the firm can close out your position or void your trade when: (ii) there is a trading system failure that result in erroneous prices at which your trades are executed (paragraph X of agreement); etc.; “In event of a suspension where the price of the underlying share is unavailable, the firm may allow you to exit your [CFD] position at a price determined by the firm (at paragraph X of the trading agreement). During the period of suspension, holders of long positions will continue to be charged interest if the positions are held overnight. In the event of a prolonged period of suspension, the firm may require you to increase the margins, pay up the contract value in full, or close off your positions at an appropriate price determined by the firm. In the worst case, you could lose 100% of the contract value. You may also be liable to pay additional charges, costs and fees incurred.”

的特質並不適合散戶大量參與，也因此對於交易當事人與條件開始加以限制，茲分述如下：

英國金融監管局（Financial Conduct Authority, FCA）在 2019 年開始實施對 CFD 與類 CFD 對於散戶銷售進行限制。這些限制包括¹⁸：

1. 商品槓桿的倍數必須介於 2~30 倍之間。
2. 當客戶保證金維持率不到 50%時，必須強制平倉。
3. 提供保護措施，以確保客戶損失不會超過其 CFD 帳戶中的資金總額。
4. 停止提供貨幣和非貨幣誘因而來鼓勵交易。
5. 提供標準化的風險警告，要求公司告知潛在客戶其損失的零售客戶帳戶的百分比。

同樣的，澳洲在 2020 年 3、4 月間 5 週內，散戶投資人發生 7.74 億美元的重大虧損，澳洲證券暨投資委員會（Australian Securities and Investments Commission, ASIC）參考上述英國相關對於 CFD 對散戶銷售進行限制的作法¹⁹，也將於 2021 年 3 月開始限制面向散戶的 CFD 商品的出售與執行方式，包括²⁰：

1. 限制提供給零售客戶的 CFD 槓桿最大比例為：
 - (1) 主要貨幣匯率的 CFD 槓桿比為 30 倍；

¹⁸ 這個規定包括兩個：PS19/18: Restricting contract for difference products sold to retail clients; CP18/38: Restricting contract for difference products sold to retail clients and a discussion of other retail derivative products. See *FCA Confirms Permanent Restrictions on the Sale of CFDs and CFD-like Options to Retail Consumers*, FIN. CONDUCT AUTH. (July 1, 2019), <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-confirms-permanent-restrictions-sale-cfds-and-cfd-options-retail-consumers>.

¹⁹ *Authorities Drop a Massive Bomb on CFDs in Australia, Limiting How They Are Sold and Executed*, FIN. FEEDS (Oct. 23, 2020), <https://financefeeds.com/authorities-drop-massive-bomb-cfds-australia-limiting-sold-executed/>.

²⁰ *20-254MR ASIC Product Intervention Order Strengthens CFD Protections*, AUSTL. SEC. & INVS. COMM'N (Oct. 23, 2020), <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2020-releases/20-254mr-asic-product-intervention-order-strengthens-cfd-protections/>.

- (2)次要貨幣、黃金、主要股市指數槓桿比為 20 倍；
- (3)黃金以外的現貨商品、次要股市指數槓桿比為 10 倍；
- (4)股票或其他資產槓桿比為 5 倍。

2.確保客戶損失不會超過其 CFD 帳戶中的資金總額前提下，交易商應強制平倉。

3.禁止對散戶客戶提供貨幣和非貨幣誘因而來鼓勵交易，包括交易退佣或者是提供如 iPad 等免費禮物。

英國與澳洲相關的規定都意味著交易商必須採取一個更積極的態度控管散戶為交易相對人的契約風險。交易商不但要更積極地讓散戶客戶在主觀上認知到他 CFD 契約的風險。在交易過程中，交易商也必須提供一個「有限的賽局」，在客觀上限制散戶承受更多的風險。是以，強制平倉不但是交易商的權力，更是交易商的義務。也就是說，強制平倉已經是保護交易人的制度性設計了，只要條件實現，無論當事人是否知情，也無論當事人意願，交易商都必須強制實施，與傳統期貨交易，把風險承擔完全交由交易者決定有所不同。

2.4 我國的情形

根據我國《期貨交易法》第 80 條規定，槓桿交易商之業務範圍，係從事期貨 OTC 槓桿保證金契約交易業務之期貨業者。槓桿保證金契約係指當事人約定，一方支付價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度，雙方於未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定物之契約。

我國在立法上與美國情形類似，將槓桿交易商的概念單列。但在實務運營層面，則類似香港和新加坡管理模式，以期貨業商兼營槓桿交易商方式參與。這除了提供既有的地下不法業者（主要集中於外匯保證金業務）一個合法化管道外，同時也避免期貨從業者需另行開闢槓桿交易市場而增加運營成本。在監理上，我國係將槓桿交易產品置於店頭衍生性商品之下。而同時根據《槓桿交易商管理規則》第 13 條規定，槓桿交易商經營槓桿保證金契約交易業務除與專業機構投資人從事交易且依第 14 條第一項之規定申請者外，不

得連結下列標的：1.國內外私募之有價證券；2.本國企業赴海外發行之有價證券、國內證券投資信託事業於海外發行之受益憑證；3.國內外機構編製之臺股指數及其相關金融商品²¹；4.大陸地區證券市場有價證券；5.不得連結涉及新臺幣匯率之標的。

綜上所述，我國的槓桿交易在法律設計上，採與美國相同的方式，將槓桿交易及槓桿交易商的概念單獨列出；而在實務運營上接近新加坡模式，採期貨商兼營槓桿交易商，並將槓桿交易產品置於店頭衍生品之下。然而，在產品開發上，不允許連結本幣相關的外匯業務、中國大陸證券市場有價證券，以及本國企業赴海外發行之有價證券，因而槓桿交易商品的開發範圍比其他國家窄。我國在法律設計上將槓桿交易產品及槓桿交易商權責義務單列，以利於對既有槓桿交易（主要是外匯保證金）進行監理，亦方便對槓桿化商品進行集中統一規制；同時在實際運營中採期貨商兼營，同時基於我國市場實際情形規定了槓桿交易產品範圍，有利於在穩定金融市場前提下，進行槓桿交易產品和業務可能的創新與開發。

而面對 CFD 商品的高風險控管，我國亦參考英國與澳洲經驗，與 2020 年增訂「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心槓桿交易商辦理槓桿保證金契約交易業務應注意事項」第 21 條之 2 條文，對交易商面向一般客戶（散戶）所提供商品服務加以限制，其中包括：

1. 槓桿交易商不得向一般客戶提供二元選擇權交易服務。

2. 商品槓桿比率的限制：

(1) 標的資產為美元（USD）、歐元（EUR）、日圓（JPY）、英鎊（GBP）、加幣（CAD）或瑞士郎（CHF）相互間組成之匯率商品為 30 倍。

(2) 標的資產為其他貨幣商品；以及倫敦金融時報 100 指數（FTSE 100）、巴黎券商公會指數（CAC 40）、德國 DAX 指數（DAX 30）、道瓊

²¹ 但由證券櫃檯買賣中心、證券交易所或期貨交易所編製或與其他機構合作編製者，不在此限。

工業平均指數 (DJIA)、標準普爾 500 指數 (S&P 500)、納斯達克綜合指數 (NASDAQ)、納斯達克 100 指數 (NASDAQ 100)、日經 225 指數 (Nikkei 225)、標普/澳證 200 指數 (S&P/ASX 200)、道瓊歐盟 50 指數 (EURO STOXX 50)、臺灣加權股價指數、臺灣 50 指數、櫃買中心發行量加權股價指數、富櫃 50 指數、富櫃 200 指數，或黃金組成匯率商品為 20 倍。

(3)非上述所列之標的資產匯率商品為 10 倍。

3.對同一客戶從事差價契約之帳戶價值低於期初保證金之 50%時，槓桿交易商應依事先約定之方式，辦理客戶帳戶停損措施。

3. 各國監理制度創新

從上述各國對槓桿交易商的定義和業務範圍的不同界定，決定了各國在圍繞槓桿交易相關監理制度創新上具有差異。而各國所面臨的不同的經濟及金融問題，又使得各國在金融監理創新上採取了不同的方向和策略。本文中對各國監理制度創新的回顧，主要集中在 2008 年金融危機以後，美國、新加坡、英國、澳洲所進行的監理制度的創新，並比較這些國家在方向和策略上的不同。

3.1 美國《多德－弗蘭克法案》(Dodd-Frank Act)對於 OTC 的監理規範

2008 年金融危機，暴露出美國金融監管制度存在的兩個重要漏洞。首先，監理當局未能充分有效識別衍生產品市場潛在的風險；其次，對於已識別到的風險，監理當局也無法獲得相應的政策干預授權，其原因在於缺乏針對店頭衍生交易的聯邦監管政策²²；美國財政部、美國商品期貨交易委員會

²² Rick A. Fleming, Inv. Advoc., U.S. Sec. and Exch. Comm'n, Keynote Address at the University of Maryland, Robert H. Smith School of Business Center for Financial Policy: Examining the Dodd-Frank Act and the Future of Financial Regulation (Nov. 16, 2016) (tran-

(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)、SEC 和其他聯邦監管機構，聯合就此監管框架對《商品交易法》(Commodity Exchange Act, CEA)、證券法及相關法律提出了修訂意見，並公布了一系列監管框架。其中《多德－弗蘭克法案》全稱《多德－弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)，被認為是1930年代以來美國改革力度最大、影響最深遠的金融監管改革。該法案的目標在於通過改善並加強金融體系問責制和透明度，以促進美國金融穩定、解決金融機構過大冗餘缺乏競爭的問題、保護納稅人利益和保護消費者利益²³。其具體內容如下：

3.1.1 防止店頭衍生品市場交易引發金融風險

授權監管機構採取以下措施，確保店頭交易市場主體不參與易形成金融風險的市場活動：

1. 修訂 CEA 和《1933 年證券法》(Securities Act of 1933)，要求所有標準化的店頭合約必須通過受監管的集中結算機構(Central Counterparties, CCPs)進行統一清算。要求 CCPs 通過充足的保證金覆蓋及其他必要的風險控制措施，以確保定制化的店頭合約不能用來作為規避中央交易所清算的手段。另外，如果某一特定店頭衍生產品已在一家或多家 CCPs 接受清算，即默認該產品為標準化的店頭合約，因而應納入統一清算範圍²⁴。

2. 要求所有的店頭衍生產品交易員和風險較大的衍生產品交易商接受審慎監督和嚴格監管。要求其遵循保守的資本要求、商業行為準則和報告要求，且須達到標準化店頭合約和定制化店頭合約，均需遵守的針對交易雙方

script available at <https://www.sec.gov/news/speech/fleming-speech-keynote-address-111616.html>).

²³ BAIRD WEBEL, CONG. RSCH. SERV., R41350, THE DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT: BACKGROUND AND SUMMARY 2 (2017).

²⁴ RENA S. MILLER & KATHLEEN ANN RUANE, CONG. RSCH. SERV., R41398, THE DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT: TITLE VII, DERIVATIVES 16 (2012).

信用風險揭露的初始保證金要求。由於此項監管計畫將店頭交易員也納入監管²⁵，因此，之前不通過中央交易所清算的標準化店頭雙邊合約所涉及的對手方風險揭露也進入監管視線。

3.1.2 提高店頭衍生品交易市場效率和透明度

為確保監管機構及時全面地瞭解店頭衍生品市場各方主體的風險揭露等資訊，新監管計畫對 CEA 和《1933 年證券法》進行修訂，授權商品期貨交易委員會和證券交易委員會根據各自職責，提出如下監管要求：

1. 記錄備案和報告要求（包括審計記錄）。已通過 CCPs 進行標準化交易結算，或已向交易儲存庫報告定制化店頭合約，則視為滿足此項要求。

2. 所有未經 CCPs 清算的合約均應向受監管的 CCPs 報告。CCPs 和受監管的 CCPs，應向公眾提供市場頭寸和交易總量等數據，向商品期貨交易委員會、證券交易委員會及主監管機構，提供各市場交易主體的交易紀錄和頭寸清單。

3. 要求標準化的店頭合約在規定的交易所公開上市。

4. 建立交易資訊披露系統，即時公布交易價格及其他交易資訊。

5. 鼓勵相關金融機構充分運用在規定交易所上市交易的場內產品，引導交易所場內市場和店頭衍生品市場進行公平競爭，從而提高場內、OTC 的運作效率和衍生產品終端投資者的效益²⁶。

3.1.3 防止市場操縱、市場欺詐及其他不公平競爭行為

修訂交易法和證券法，確保商品期貨交易委員會、證券交易委員會及其他監管機構擁有以下權力：

1. 對店頭衍生品市場中的市場欺詐、市場操縱及其他不公平競爭行為，明確擁有獨立的監管處置權。

2. 對操縱或明顯影響市場價格的店頭衍生品交易合約，商品期貨交易委

²⁵ 周治邦、邵之雋，前揭註 5，頁 105。

²⁶ 同前註，頁 115。

員會有權設置相應的限制條款。

3. 監管機構有權要求各 CCPs、交易儲存庫及其他市場參與主體提供店頭衍生品市場交易活動的詳盡數據及相關信息，便於及時發現和處置市場不公平競爭行爲²⁷。

3.1.4 防止店頭衍生產品向不成熟的市場投資者進行不當銷售

現行法律通過限制 OTC 之交易對手類型來保護不成熟的市場投資者，防止其購買與自身風險承受能力不匹配的高風險衍生合約。然而，這些限制仍不夠嚴謹²⁸。

基於以上目標，《多德－弗蘭克法案》針對槓桿式交易合約相關的主要監理變革有二：

3.1.4.1. 對證券化及店頭衍生品之金融市場進行規範和約束

櫃檯買賣交易不透明使監理機關與市場難以評估未揭露與遭放大的風險，因此，進行完整衍生性金融商品資訊部分揭露以及成立清算中心為主要改革重點。該法案針對原本 OTC 交易缺乏資訊有效流動與透明性的問題，加強了資產擔保證券（Asset Backed Security, ABS）、OTC 市場以及具有系統重要性的支付、清算和結算體系等領域的監管，尤其是，要求證券化的信貸風險要與信貸發起人的利益相聯繫，要提高證券化市場的透明度和標準，並加強對信用評級機構的監管，而監管部門應減少使用信用評級²⁹。

²⁷ Howard Chitimira, *Overview of the Federal Prohibition on Market Abuse in the United States of America*, 5 MEDITERRANEAN J. SOC. SCIS. 119, 119 (2014).

²⁸ Walter Frick, *What You Should Know About Dodd-Frank and What Happens If It's Rolled Back*, HARV. BUS. REV. (Mar. 2, 2017), <https://hbr.org/2017/03/what-you-should-know-about-dodd-frank-and-what-happens-if-its-rolled-back>.

²⁹ *Credit Rating Agencies Regulation*, CFA INST., <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/credit-rating-agencies> (last visited Dec. 1, 2020); 《多德－弗蘭克法案》，MBA 智庫：<https://wiki.mbalib.com/zh-tw/>《多德-弗兰克法案》（最後點閱時間：2020 年 10 月 17 日）。

而關於店頭商品，則推進了集中交易化工作，一方面「將絕大部分場外金融衍生品交易移到交易所交易，並通過清算中心結算；禁止銀行之間或者銀行與客戶之間進行這種金融衍生品交易」³⁰。同時「為防止銀行機構通過證券化產品轉移風險，要求發行人必須將至少 5% 的風險資產保留在其資產負債表上」³¹。

對於交易商，則「要求所有具備從美聯儲貼現視窗獲得融資資格的大型商業銀行剝離其信用違約掉期（Credit Default Swap, CDS）等高風險衍生產品到特定的子公司（銀行可保留常規的利率、外匯、大宗商品等衍生產品）；對從事衍生品交易的公司實施特別的資本比例、保證金、交易記錄和職業操守等監管要求」³²。

3.1.4.2. 填補對對沖基金、私募基金，及信用評級公司等監管的空白

該「法案消滅了衍生品、對沖基金、私募股權基金、信用評級機構等領域的監管空白，限制金融機構持有大量脫離實體經濟的複雜金融產品，避免風險集中爆發」³³。該「法案要求大型（資產規模超過 1,000 億美元）的對沖基金、私募股權基金及其他投資顧問機構，在 SEC 登記，披露交易資訊，並接受定期檢查。如果此類機構具有特大規模或特別風險，將同時接受美聯儲的系統風險監管」³⁴。

同時也加強了交易員註冊制度與信用評級行業的管理，除要求一定規模的私募基金、風險投資基金與對沖基金的管理人或顧問向證券委員會註冊，增加並要求其提供交易資訊以幫助監管機構理解市場成員組成並管控系統性市場風險。事實上該法案還要求證券交易委員會要求經紀交易商遵循類似於

³⁰ 《多德—弗蘭克法案》，前揭註 29。

³¹ 同前註。

³² 同前註。

³³ 同前註；Martin Neil Baily, Aaron Klein & Justin Schardin, *The Impact of the Dodd-Frank Act on Financial Stability and Economic Growth*, 3 RUSSELL SAGE FOUND. J. SOC. SCIS. 20, 31 (2017).

³⁴ 《多德—弗蘭克法案》，前揭註 29。

投資顧問的受託責任標準，惟目前仍非強制性規定³⁵。

綜上所述，美國基於《多德－弗蘭克法案》針對槓桿交易商品重要的監理創新在於：1.將既有的 OTC 商品盡量標準化，並採集中交易方式；2.以強制登記、資訊披露和定期不斷覈查的方式，加強對從事槓桿交易的經紀商的監理。其監理方向選擇標準化、集中化、加強對經紀商監理的方式，係基於金融危機爆發過程中，槓桿交易商品過度客制化及非集中交易，而最終導致風險暴露無法控制的反思³⁶。

3.2 新加坡槓桿交易監理制度創新

新加坡槓桿式交易的基礎資產，除有金融商品外，亦有一般商品，並分別由《證券期貨法》（Securities and Futures Act, SFA）和《商品交易法》（Commodity Trading Act, CTA）加以監管。至於 CFD 雖無定義，然其已為實務上常見的交易類型。新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore, MAS）針對基礎資產為股票、利率指數及外匯的 CFD，並頒布最低保證金標準供業者遵循³⁷。對於槓桿式交易及 CFD，係以基礎資產種類，分別由 SFA 及 CTA 加以管理：如基礎資產屬外匯或其他金融資產者，由 SFA 監理；如基礎資產屬一般商品者，由 CTA 監理。而在金融危機以後，槓桿交易產品及 CFD 監理範圍出現了如下異動：

³⁵ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, § 401-419, 124 Stat. 1570-80 (2010) (codified at 15 U.S.C. § 401-419).

³⁶ *Reflections on Dodd-Frank: A Look Back and a Look Forward*, SIMPSON THACHER & BARTLETT LLP 84 (July 21, 2011), <https://www.stblaw.com/docs/default-source/cold-fusion-existing-content/publications/pub1248.pdf>.

³⁷ CFD 雖乏明確定義，惟觀 SFA 及 CTA 對槓桿式交易的定義，凡交易雙方以保證金為基礎，於契約終止時，根據基礎資產於契約開始及結束時的價差，給付他方金錢的契約者，即屬槓桿式交易。衡酌現行實務上，CFD 莫不以保證金為交易的基礎，並於契約結束時結算差價，從而，CFD 在實質上應屬槓桿交易的一種態樣。

3.2.1 商品期貨監理權限的異動

2008年2月，商品期貨監理權限從CTA移轉到SFA下，並由MAS監管。

3.2.2 店頭衍生性商品監理權限的異動

因應全球對OTC強化監理的風氣，2012年2月MAS及新加坡國際企業發展局（International Enterprise Singapore, IE Singapore）聯合發布了一份諮詢報告，提出將OTC衍生品的監理權由CTA移轉至SFA³⁸，以使商品期貨和衍生品在同一監理結構底下。CTA目前的監理範圍，僅剩下商品類別交易。針對上述異動，將研究對象適用的管制法規顯示於下表：

表1 新加坡管制法規對象的互動情形³⁹

法律來源	《證券期貨法》（SFA）	《商品交易法》（CTA）
監理機構	新加坡金融管理局（MAS）	新加坡國際企業發展局（IE Singapore）
監理範圍	1. 證券交易 ⁴⁰ ； 2. 遠期契約交易； 3. 槓桿式外匯交易； 4. 機構融資提供諮詢； 5. 基金管理；	1. 商品遠期契約交易； 2. 槓桿式商品交易； 2.1 槓桿式貴金屬交易； 2.2 槓桿式能源交易； 3. 以一般商品為基礎資產的差價

³⁸ MONETARY AUTH. OF SING., CONSULTATION PAPER: TRANSFER OF REGULATORY OVERSIGHT OF COMMODITY DERIVATIVES FROM IE TO MAS 1 (2012), https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/resource/publications/consult_papers/2012/13-February-2012-Transfer-of-Regulatory-Oversight-of-Commodity-Derivatives-From-IE-to-MAS.pdf.

³⁹ 周治邦、邵之雋，前揭註5，頁22。

⁴⁰ 同前註，頁17。The Act puts in place the rules and regulations concerning markets, market operators, clearing facilities, intermediaries and representatives. Regulated activities include: (i) Dealing in securities; (ii) Trading in futures contracts; (iii) Leveraged foreign exchange trading; (iv) Advising on corporate finance; (v) Fund management; (vi) Securities financing; (vii) Providing custodial services for securities; (viii) Real estate investment trust management; and (ix) Providing credit rating services.

法律來源	《證券期貨法》（SFA）	《商品交易法》（CTA）
	6. 證券融資； 7. 證券託管服務； 8. 不動產信託基金管理； 9. 信用評級服務； 10. 商品遠期契約； 10.1 以股票、利率、指數或外匯為基礎資產的差價契約； 10.2 以一般商品為基礎資產的差價契約。	契約； 4. 商品現貨交易。

SFA 及 CTA 均規定凡經營槓桿式交易及差價契約業務者，均應取得相關執照。然而，該二法均將依銀行法核准的銀行及獲 MAS 許可的商業銀行豁免於監理範圍外，而回歸到個別業法加以監理。同時，經過 2012 年的監理範圍合併調整後，提升了取得執照的效率，對於從事期貨和衍生品業務的交易商而言，只需從 MAS 獲得市場準入許可，而無需像以前需得到 MAS 和 CTA 兩個許可證。

綜上所述，新加坡在金融危機後的金融監理創新，係通過調整兩套監理法規的權限，將更多的權限如 OTC 的監理權給予 SFA。然而，新加坡並未像美國一般，全盤式的標準化和集中化趨勢；它反而在 CTA 下仍保留了部分客制化商品期貨和現貨交易。經過這樣的調整，期貨商欲從事槓桿交易業務（主要是槓桿式外匯交易業務，以一般商品為基準的差價契約等），則無需另外再申請證件。通過調整監理對象的方式，巧妙實現了對槓桿交易品標準化和集中化的引導、簡化經紀商申請手續的功能。

3.3 英國金融監理的科技創新

在 2008 年金融風暴後英國當局將混業監管的大監管機構英國金融服務管理局（Financial Service Authority, FSA）拆分為 FCA 與審慎監管局（Prudential Regulatory Authority, PRA）。其中 FCA 專注於金融行為這一核心監管對象，而金融科技企業的監管由 FCA 負責。FCA 在 2014 年 10 月設

立了創新項目（Project Innovate），並增設創新中心（Innovation Hub），FCA 於 2015 年 11 月提出「監理沙盒」（Regulatory Sandbox）的倡議書，並提供企業發展創新金融服務及產品的「安全試驗場所」⁴¹。

而新加坡緊隨其後，MAS 於 2016 年 6 月提出監理沙盒的指導文件，而沙盒機制有助於鼓勵更多的金融科技。以下簡要比較英國與新加坡的監理沙盒。從表 2 可以看出，英國的監理沙盒相較於新加坡，準入條件更為寬鬆。通過監理沙盒的設置，有效管控金融產品創新過程中的風險。

表 2 英國與新加坡監理沙盒的比較

	英國	新加坡
監理單位	英國金融監管局（FCA）	新加坡金融管理局（MAS）
環境安排	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企業得暫時豁免相關法規的適用； 2. 降低法令遵循風險，以加速新創產品上市時程； 3. FCA 與獲准測試企業密切合作，並給予個別指導。 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在一個明確定義的場所、期間、MAS 提供法規支援的情境下，進行實驗； 2. 只要任何在沙盒中註冊的 Fintech 公司，允許在事先報備的情況下，從事和目前法律法規有所衝突的業務； 3. 並且即使以後被官方終止相關業務，也不會追究相關法律責任。
申請試驗條件	須符合： 「金融服務範疇」； 「真正創新性」； 「消費者利益」； 「必要性」及； 「已達試驗階段」； 等五項標準的新創企業。	<ol style="list-style-type: none"> 1. 需事先註冊； 2. 佐證創立程度。 3. 例外：若採用舊技術、尚未測試、可另外試驗。

⁴¹ 蔡維德、姜曉芳，英國的新型金融監管科技有何不同？，2018 年 3 月 27 日，天德信鏈：<https://mp.weixin.qq.com/s/njo3Fj8o2aArWe7mnU3fig>（最後點閱時間：2020 年 5 月 20 日）。

	英國	新加坡
測試準則	1. 時間：測試期間 3~6 個月； 2. 計畫需求：需做客戶人數、客戶選擇、客戶保護、資訊接露、資料、測試等計畫。	1. 創新程度； 2. 效益和推廣性； 3. 進度回報； 4. 範圍與保障； 5. 評估風險； 6. 後續措施。

資料來源：網路資料⁴²

2018 年 2 月，FCA 發布《關於利用技術實現更加智慧的監管報送的意見徵詢報告》（Call for Input: Using technology to achieve smarter regulatory reporting，以下簡稱《報告》），提出自動化的監管方案。利用概念驗證技術，將 FCA 與 PRA 手冊，以概念驗證（Proof of Concept, POC）的方式，將規定轉化成程式語言⁴³。

這意味著，監管技術的自動化將可透過取代大量人工查核過程，大幅降低作業成本，也增進了監理效率。而透過區塊鏈、大資料、人工智慧等技術的監理行動。這不但消弭了監管不公的疑慮，也可透過建立統一的國際標準，以助全球共同打擊網路洗錢等犯罪活動。從 2015 年沙盒試行，到 2018 年新版本的調整，逐漸修正監管人員、律師與從業人員對相關技術理解門檻造成的溝通錯誤，這套系統已一定程度的實現系統化、透明化的金融監理理想。

綜上所述，英國基於槓桿交易商品的金融管理創新，走的是更系統化和科技化的方向，這與美國和新加坡在傳統行政架構下進行監理業務調整不同。英國聚焦於金融行為的核心監理，通過監理沙盒的開創性設置，將具有高度風險性的衍生金融產品以「隔離實驗—評估後投放市場」的方式，避免

⁴² 監理沙盒（Regulatory Sandbox），理財網：<https://www.moneydj.com/kmdj/wiki/wikiviewer.aspx?keyid=1e3c3541-d863-4c17-bdeb-f6db23f35eed>（最後點閱時間：2020 年 11 月 14 日）。

⁴³ 蔡維德、姜曉芳，前揭註 41。

了槓桿交易產品的冒進式開發⁴⁴；同時採用諸如區塊鏈等新技術，以金融科技實現更為即時、公正和有效的監理。

3.4 澳洲金融市場監理制度創新

澳洲在次貸風暴爆發後，為吸引大量以歐美為主的資金前來交易零售外匯業務，在國際資金對澳洲衍生性金融商品監理健全與透明，進而保障公平而合理的交易環境的信心的議題上不遺餘力。對此，ASIC 在外匯經紀商監理上值得關注的重點有⁴⁵：

1.對於外匯經紀商資本額有 100 萬澳元的最低限制。最低運營資本逐漸和其他重要監理轄區看齊，保證了經紀商不至於因意外的高波動市場活動而虧損⁴⁶。

2.外匯經紀商必須有澳洲當地辦事處，並且有被監管的可能性才能合法取得資格。這也讓監理機構在面對詐騙議題時更有能力幫助客戶追回資金⁴⁷。

3.ASIC 從 2017 年 4 月起，禁止經紀商動用客戶資金，同時要求經紀商定期提交審計報告，保證財務透明⁴⁸。

4.ASIC 對於在澳經營槓桿式外匯保證金業務的公司，要求其引進盤後或「簡況」報告，取代盤中或「生命週期」報告作為永久的報告選項；並在特

⁴⁴ 李慧芳，「英國金融科技發展及監理沙盒（Regulatory Sandbox）機制對我國的啟示」，科技政策觀點，第 3 期，頁 72（2016）。

⁴⁵ 李桐豪，金融海嘯後全球金融改革方向之研究，社團法人台灣金融服務業聯合總會委託研究，頁 39（2011）；AUSTL. SEC. & INVS. COMM'N, REGULATORY GUIDE 166: LICENSING: FINANCIAL REQUIREMENTS 126-30 (2017), <https://download.asic.gov.au/media/4488102/rg166-published-21-september-2017.pdf>; 澳洲外匯經紀商受歡迎原來是有原因的！，知乎網站：<https://zhuanlan.zhihu.com/p/27210003>（最後點閱時間：2020 年 12 月 8 日）。

⁴⁶ 李桐豪，同前註。

⁴⁷ 同前註。

⁴⁸ 同前註。

定情況，不利因素適用安全港（safe harbor）原則⁴⁹，在履行衍生品交易法規（報告）義務下，可以合法取得或揭露特定資訊⁵⁰。

市場普遍認為選擇 ASIC 監理的經紀商的好處包括⁵¹：

1. ASIC 要求客戶資金隔離存放於澳洲受監理銀行的信託帳戶中；
2. ASIC 未對交易槓桿比例設限，這對交易者及風險偏好客戶具有吸引力；
3. ASIC 沒有類似美國零售外匯市場的先進先出（First In First Out, FIFO）等原則、也沒有限制對沖交易；
4. 所有經紀商必須遵守 ASIC 監理要求，提供高效的交易平臺，且經紀商不得對客戶倉位進行干預。而且 ASIC 禁止經紀商與客戶對賭，以避免出現利益衝突；
5. ASIC 以及監理經紀商及時反映客戶問題或投訴，因而獲得投資者高滿意度。

另外澳洲政府也籌設金融爭議的評議機構——澳大利亞金融投訴管理局（Australian Financial Complaints Authority, AFCA）。包括外匯及 CFD 經紀商在內的所有金融服務提供商都將強制性成為 AFCA 成員。同時，AFCA 針對資金限額為 100 萬澳元、賠償上限不低於 5 萬澳元的金融糾紛⁵²。

⁴⁹ 安全港原則（Safe Harbor）是 2000 年 12 月美國商務局跟歐洲聯盟建立的協議，在協議中，是用於調整美國企業跟歐洲聯盟中的公民雙方中彼此能流通個人可識別資料。而加入安全港協議的美國企業必須單獨從各個歐盟國家獲取授權，以免侵犯歐盟隱私法的條款。參見謝巧君，「美國與歐盟安全港架構協議（The Safe Harbor Framework）介紹」，科技法律透析，第 14 卷第 10 期，頁 46-62（2002）。

⁵⁰ AUSTRALIAN SEC. & INVS. COMM'N, *supra* note 45; Belinda Gibson, Deputy Chair, Austl. Sec. & Invs. Comm'n, A Speech at 2010 Annual Stockbrokers' Conference: Market Supervision Moves to ASIC - What Does It Mean for Brokers?, at 2 (June 9, 2010) (transcript available at <https://asic.gov.au/media/1347308/speech-market-supervision-moves-to-asic-Belinda-Gibson.pdf>).

⁵¹ 澳洲外匯經紀商受歡迎原來是有原因的！，前揭註 45。

⁵² 澳大利亞金融申訴服務機構，FX110 網站：<https://www.fx110.com.tw/regulation/authority/details/28>（最後點閱時間：2020 年 11 月 28 日）。AFCA 旨在處理金融系

4. 總結

本文綜述了美國、新加坡、英國、澳洲等在槓桿交易產品定義上的差異性。本文發現在法規設計上，目前我國和美國是僅有兩個將槓桿交易概念單列的國家；但在實務監理上，在實際運營中則採國際通用，各國實施期貨商兼營槓桿交易產品的方式。之後本文綜述了金融危機以後，各國在槓桿交易產品監理上的創新；美國採壓低槓桿比例、將既有的 OTC 商品盡量標準化，交易集中化，並以強制登記、資訊披露和定期不斷覈查的方式加強監理。而新加坡通過調整監理對象的方式，巧妙實現了對槓桿交易品標準化和集中化的引導、簡化經紀商申請手續的功能。英國則通過監理沙盒的開創性設置，採用諸如區塊鏈等新技術，以金融科技實現更為即時、公正和有效的監理。澳洲則基於自身分工細密的金融監理架構，抓住全球金融危機爆發後其他國家金融監理緊縮的機遇，吸引了其他國家，尤其是美國的客戶前來交易。

如本文前言所述，槓桿交易商目前在臺灣市場仍屬萌芽階段，對照目前市場商品，相對於證券商，槓桿交易商僅多外匯保證金交易乙項。而槓桿交易商的管理規範，係主要參考美國經驗，並改編「證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」而來，其他細部規範仍在摸索中。故，我國的槓桿交易商品雖無嚴格的槓桿倍數限制；但槓桿交易產品的開發上，乃至於從業人員資格通用上，仍較其他國家保守，也不允許做本幣以及和中國大陸資本市場連結的槓桿交易品。這並不利滿足國內業者使用槓桿交易產品進行避險以服務實體經濟的需求。而從各國監理制度來看，雖然商品迥異，但強化本國貨幣在匯率主導，以及結合本國實體經濟需求的商品目的並沒有改變，是以在監理上國內可參酌國外監理經驗，做下述之調整，如：

統中消費者的投訴，屬於新的外部爭端解決機制，取代金融監察專員服務（Financial Ombudsman Service, FOS），信貸和投資監察專員（Credit and Investments Ombudsman, CIO）等的外部爭端解決機制。

4.1 明訂散戶差價契約之帳戶價值低於期初保證金之 50% 時，槓桿交易商應辦理客戶帳戶停損措施與方式

目前我國期貨市場抑或槓桿交易市場仍屬新興市場，散戶對其自身風險控管意識與交易規則信心仍有不足，也因此如 0206 選擇權價格波動事件⁵³造成社會糾紛仍層出不窮。目前「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心槓桿交易商辦理槓桿保證金契約交易業務應注意事項」第 21 條之 2 第三款，面對散戶差價契約之帳戶價值低於期初保證金之 50% 時，由雙方議定之槓桿交易商應辦理客戶帳戶停損措施與方式，交易商勢必採用定型化契約定之。惟若各業者間採取不同停損方式，面對特殊情況將極易重蹈如 0206 之民眾對交易商在同一情況卻有不同處理方式的疑慮。不若採取一致性停損方式，建立民眾市場信心。

4.2 開放連結新臺幣匯率之槓桿保證金契約

我國是以貿易為主的國家，2007 年至 2017 年外貿依存度平均值達 111%⁵⁴，企業因而在貿易活動中有匯率避險需求。然而，國內目前沒有連結新臺幣匯率的商品，且新臺幣角色受限於兩岸關係，導致企業無法進行匯率避險，如果新臺幣因外界因素波動變大，則將對我國產業未來的國際競爭力有深遠的影響。故應仿照俄羅斯交易所經驗，開放連結新臺幣匯率之槓桿保證金契約⁵⁵。

⁵³ 0206 期貨大屠殺 事件過程、爭議與處理總整理，證券期貨局期貨管理組網站：<http://www.spf.tw/research/marvels/20.htm>（最後點閱時間：2020 年 10 月 18 日）。

⁵⁴ 吳明澤，兩岸經濟依賴度之研究，行政院大陸委員會委託研究，頁 17（2018）。

⁵⁵ 劉奧南，曲折發展的俄羅斯期貨與衍生品市場，2020 年 6 月 26 日，國研網：<https://h5.drcnet.com.cn/docview.aspx?version=integrated&docid=5756603&leafid=28&chnid=1018>（最後點閱時間：2020 年 11 月 13 日）。為保證外匯期貨產品交易的順利實施，莫斯科交易所 2014 年 9 月份起改變歐元兌盧布、歐元兌美元外匯期貨結算價的定價模式，不再根據歐洲中央銀行計算和發布的匯率為外匯期貨定價，而分別改為莫斯科交易所歐元兌盧布定盤價、湯森路透和 ICAP 公司的歐元兌美元定盤價作為相應期

新臺幣匯率的槓桿保證金契約具有以下特點：1.以美元清算，對新臺幣供需的衝擊較小；2.強化新臺幣的匯率主導權。並為使外匯保證金交易具避險功能，央行應開放槓桿交易商可以承做連結新臺幣匯率之槓桿保證金契約⁵⁶。

另外在實務操作上，槓桿交易商應得從事外匯保證金業務比照期貨商經營海外期貨業務，可幫客戶進行換匯；同時開放期貨顧問可針對外幣保證金業務提供服務，使投資大眾有更多管道可取得外幣保證金交易相關投資知識及操作程式策略運用。

4.3 開放持受託買賣牌照從業人員從事槓桿交易業務

參照新加坡監理對象轉換的經驗，或可 1.持受託買賣牌照的從業人員，透過嚴謹訓練及通過考試，可兼持槓桿交易業務（含外匯保證金業務）牌照；或 2.開放持受託買賣牌照的從業人員可轉介外匯保證金業務。

4.4 用監理技術替代商品管制

如差價契約在國際上是相當流行的槓桿交易產品，而我國目前僅開放以差額交割的外匯衍生性商品市場交易契約，同時契約本金需達到 1,500 萬新臺幣以上的高門檻⁵⁷，不利市場發展。事實上監理重點並非在違約，而是在投資人保護上，是以或可以澳洲監理經驗，強化交易商及時客戶問題或投訴，因而獲得投資者高滿意度。另或可修正「財團法人中華民國證券櫃檯買

貨的結算價。這進一步統一了貨幣對之間的執行機制，以減少交易者的基礎資產風險，並保障場內外匯期貨交易的穩步增長。

⁵⁶ 周治邦、邵之雋，前揭註 5，頁 196。

⁵⁷ 金管會，（104）金管銀外字第 10450001700 號令，銀行辦理衍生性金融商品業務內部作業制度及程序管理辦法，2015 年 6 月。第 3 條第三點中指出，提供新臺幣 3,000 萬元以上之財力證明；或單筆交易金額逾新臺幣 300 萬元，且於該銀行之存款及投資往來總資產逾新臺幣 1,500 萬元，並提供總資產超過新臺幣 3,000 萬元以上之財力聲明書。

賣中心槓桿交易商辦理槓桿保證金契約交易業務應注意事項」第 21 條，一方面為擴大槓桿交易商服務範圍，如對自然人之一般客戶所提供的交易服務新增「差價契約」，另外降低差額交割遠期契約類產品交易門檻由 1,500 萬新臺幣以上，降至 1,000 萬以下，促進市場活絡。

4.5 開放對僑外資提供槓桿保證金契約交易服務

通過上述槓桿交易機制跨國比較及全球外匯市場情況可知，目前我國僅占全球外匯市場交易比重不到 1%⁵⁸。這顯示國內期貨商（槓桿交易商）多面臨市場狹小及業務難以擴展的困境。或可從促進新南向政策落實的角度，修改「華僑及外國人從事期貨交易應行注意事項」第 4 條，對東南亞、南亞地方開放僑外資提供槓桿保證金契約交易服務，可進一步擴大我國槓桿交易市場的範圍，並有利於提振我國國際空間及增強區域及國際影響力。

4.6 透過監理科技（Regulation Technology, RegTech）對槓桿交易能有更即時、公正和有效的監理

我國金融科技發展與創新實驗條例已於 2018 年元月公布實施，通過監理沙盒的開創性設置，並藉由如大數據、區塊鏈等最新科技，強化資訊處理效能與範圍擴大、過程公平、金融行為規格化、高頻自動監理措施等金融監理重點能力⁵⁹。

⁵⁸ BANK FOR INT'L SETTLEMENTS, FOREIGN EXCHANGE TURNOVER IN APRIL 2019, at 14 (2019), https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf.

⁵⁹ 新聞傳播處，《金融科技發展與創新實驗條例》——鼓勵創新，提升金融競爭力，2018 年 1 月 31 日，行政院重要政策網站：<https://www.ey.gov.tw/Page/5A8A0CB5B41DA11E/aa4a0c9d-14be-4664-ac59-fc74a056d1fd>（最後點閱時間：2020 年 12 月 18 日）。

參考文獻

中文期刊

- 李慧芳，〈英國金融科技發展及監理沙盒（Regulatory Sandbox）機制對我國的啓示〉，《科技政策觀點》，第3期，頁71-77，2016年12月。
- 林家璋，〈槓桿交易商管理架構及規範介紹〉，《證券暨期貨月刊》，第30卷第11期，頁18-36，2012年11月。
- 許玲佩、陳章程、陳翊鳳，〈建置我國店頭衍生性商品集中結算機制之初步規劃〉，《證券暨期貨月刊》，第37卷第3期，頁18-39，2019年3月。
- 游大慶、郭仙娟，〈期貨公會副理事長林添富先生談槓桿及期信業務的推動〉，《期貨人》，第74期，頁74-76，2020年4月。
- 謝巧君，〈美國與歐盟安全港架構協議（The Safe Harbor Framework）介紹〉，《科技法律透析》，第14卷第10期，頁46-62，2002年10月。
- 羅祖芳、林宜璇，〈簡介香港及新加坡證券業之外匯業務〉，《證券公會季刊》，105年第三季，頁20-25，2016年7月。

其他中文參考文獻

- 《多德－弗蘭克法案》，MBA 智庫：<https://wiki.mbalib.com/zh-tw/>《多德-弗兰克法案》（最後點閱時間：2020年10月17日）。
- 0206 期貨大屠殺 事件過程、爭議與處理總整理，證券期貨局期貨管理組網站：<http://www.spf.tw/research/marvels/20.htm>（最後點閱時間：2020年10月18日）。
- 比特幣期貨行情，芝加哥商品交易所網站：<https://www.cmegroup.com/cn-t/trading/equity-index/us-index/bitcoin.html>（最後點閱時間：2020年12月11日）。
- 吳明澤，兩岸經濟依賴度之研究，行政院大陸委員會委託研究（2018）。
- 吳阿秋，我國槓桿交易商管理之研究，臺灣期貨交易所委託研究（1999）。
- 李存修，期貨商承作店頭衍生性商品之可行種類及配套措施，中華民國期貨商業同業公會委託研究（2007）。

- 李桐豪，金融海嘯後全球金融改革方向之研究，社團法人台灣金融服務業聯合總會委託研究（2011）。
- 周治邦、邵之雋，槓桿交易商如何影響實體經濟的國際經驗研究，中華民國期貨業商業同業公會委託研究（2018）。
- 郭炳伸、盧秋玲、徐政義，我國證券商從事差價合約交易的商業模式分析，中華民國證券業商業同業公會委託研究（2012）。
- 監理沙盒（Regulatory Sandbox），理財網：<https://www.moneydj.com/kmdj/wiki/wikiviewer.aspx?keyid=1e3c3541-d863-4c17-bdeb-f6db23f35eed>（最後點閱時間：2020 年 11 月 14 日）。
- 澳大利亞金融申訴服務機構，FX110 網站：<https://www.fx110.com.tw/regulation/authority/details/28>（最後點閱時間：2020 年 11 月 28 日）。
- 澳洲外匯經紀商受歡迎原來是有原因的！，知乎網站：<https://zhuanlan.zhihu.com/p/27210003>（最後點閱時間：2020 年 12 月 8 日）。
- 新聞傳播處，《金融科技發展與創新實驗條例》——鼓勵創新，提升金融競爭力，2018 年 1 月 31 日，行政院重要政策網站：<https://www.ey.gov.tw/Page/5A8A0CB5B41DA11E/aa4a0c9d-14be-4664-ac59-fc74a056d1fd>（最後點閱時間：2020 年 12 月 18 日）。
- 蔡維德、姜曉芳，英國的新型金融監管科技有何不同？，2018 年 3 月 27 日，天德信鏈：<https://mp.weixin.qq.com/s/njo3Fj8o2aArWe7mnU3fig>（最後點閱時間：2020 年 5 月 20 日）。
- 劉奧南，曲折發展的俄羅斯期貨與衍生品市場，2020 年 6 月 26 日，國研網：<https://h5.drcnet.com.cn/docview.aspx?version=integrated&docid=5756603&leafid=28&chnid=1018>（最後點閱時間：2020 年 11 月 13 日）。

英文期刊

- Baily, Martin Neil, Aaron Klein & Justin Schardin, *The Impact of the Dodd-Frank Act on Financial Stability and Economic Growth*, 3 RUSSELL SAGE FOUND. J. SOC. SCIS. 20 (2017).
- Chitimira, Howard, *Overview of the Federal Prohibition on Market Abuse in the United States of America*, 5 MEDITERRANEAN J. SOC. SCIS. 119 (2014).

其他英文參考文獻

- 20-254MR ASIC Product Intervention Order Strengthens CFD Protections, AUSTL. SEC. & INVS. COMM'N (Oct. 23, 2020), <https://asic.gov.au/about-asic/news-centre/find-a-media-release/2020-releases/20-254mr-asic-product-intervention-order-strengthens-cfd-protections/>.
- AUSTL. SEC. & INVS. COMM'N, REGULATORY GUIDE 166: LICENSING: FINANCIAL REQUIREMENTS (2017), <https://download.asic.gov.au/media/4488102/rg166-published-21-september-2017.pdf>.
- Authorities Drop a Massive Bomb on CFDs in Australia, Limiting How They Are Sold and Executed*, FIN. FEEDS (Oct. 23, 2020), <https://financefeeds.com/authorities-drop-massive-bomb-cfds-australia-limiting-sold-executed/>.
- BANK FOR INT'L SETTLEMENTS, FOREIGN EXCHANGE TURNOVER IN APRIL 2019 (2019), https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.pdf.
- Credit Rating Agencies Regulation*, CFA INST., <https://www.cfainstitute.org/en/advocacy/issues/credit-rating-agencies> (last visited Dec. 1, 2020).
- FCA Confirms Permanent Restrictions on the Sale of CFDs and CFD-like Options to Retail Consumers*, FIN. CONDUCT AUTH. (July 1, 2019), <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-confirms-permanent-restrictions-sale-cfds-and-cfd-options-retail-consumers>.
- Fleming, Rick A., Inv. Advoc., U.S. Sec. and Exch. Comm'n, Keynote Address at the University of Maryland, Robert H. Smith School of Business Center for Financial Policy: Examining the Dodd-Frank Act and the Future of Financial Regulation (Nov. 16, 2016) (transcript available at <https://www.sec.gov/news/speech/fleming-speech-keynote-address-111616.html>).
- Frick, Walter, *What You Should Know About Dodd-Frank and What Happens If It's Rolled Back*, HARV. BUS. REV. (Mar. 2, 2017), <https://hbr.org/2017/03/what-you-should-know-about-dodd-frank-and-what-happens-if-its-rolled-back>.
- Gibson, Belinda, Deputy Chair, Austl. Sec. & Invs. Comm'n, A Speech at 2010 Annual Stockbrokers' Conference: Market Supervision Moves to ASIC – What Does It Mean for Brokers? (June 9, 2010) (transcript available at <https://asic.gov.au/media/1347308/speech-market-supervision-moves-to-asic-Belinda-Gibson.pdf>).

- MILLER, RENA S. & KATHLEEN ANN RUANE, CONG. RSCH. SERV., R41398, THE DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT: TITLE VII, DERIVATIVES (2012).
- MONETARY AUTH. OF SING., CONSULTATION PAPER: I ON DRAFT NOTICES AND GUIDELINES PURSUANT TO THE SECURITIES AND FUTURES ACT 22 (2017), <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/News-and-Publications/Consultation-Papers/2017-Oct-6-Guidelines-and-Notices-SFA/Consultation-Paper-I-on-Draft-Notices-and-Guidelines-Pursuant-to-the-SFA.pdf>.
- MONETARY AUTH. OF SING., CONSULTATION PAPER: TRANSFER OF REGULATORY OVERSIGHT OF COMMODITY DERIVATIVES FROM IE TO MAS (2012), https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/resource/publications/consult_papers/2012/13-February-2012-Transfer-of-Regulatory-Oversight-of-Commodity-Derivatives-From-IE-to-MAS.pdf.
- Ng, Beoy Kui, *Hong Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective* (1998), <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.200.9058&rep=rep1&type=pdf>.
- Reflections on Dodd-Frank: A Look Back and a Look Forward*, SIMPSON THACHER & BARTLETT LLP (July 21, 2011), <https://www.stblaw.com/docs/default-source/cold-fusion-existing-content/publications/pub1248.pdf>.
- WEBEL, BAIRD, CONG. RSCH. SERV., R41350, THE DODD-FRANK WALL STREET REFORM AND CONSUMER PROTECTION ACT: BACKGROUND AND SUMMARY (2017).