

台灣期貨研究叢書 020

# 開放槓桿交易商之研究



熱忱 · 積極 · 完美

■ 台灣期貨研究叢書 020 ■

中華民國期貨業商業同業公會

中華民國九十八年十月

中華民國期貨業商業同業公會  
Chinese National Futures Association

中華民國期貨業商業同業公會委託研究計畫案

## 開放槓桿交易商之研究

普華商務法律事務所

資誠會計師事務所

計畫主持人:蔡朝安律師

賴宗義會計師

## 目錄

第一章	導論	4
第一節	研究背景及目的	4
第二節	研究範圍	5
第二章	我國槓桿保證金契約商品之發展趨勢及監理重點	6
第一節	槓桿保證金契約商品	6
第二節	現行集中交易市場監理及店頭衍生性商品業務之二元監理路徑	7
第三節	現行集中交易市場監理狀況及店頭衍生性商品業務監理若干待斟酌之處	11
第四節	朝向開放槓桿交易商之監理路徑待決議題	16
第三章	標的商品介紹	20
第一節	槓桿式外匯交易	20
第二節	差價合約	24
第三節	能源	32
第四節	貴金屬	35
第四章	新加坡槓桿式交易與差價合約之監理規範	38
第一節	商品意涵與主管機關	38
第二節	槓桿式外匯交易之監理	47
第三節	股票、利率及指數為基礎資產之差價合約之監理	72
第四節	槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及基礎資產為一般商品之差價合約之規範	77
第五節	結論	89
第五章	香港槓桿交易之簡介	93
第一節	槓桿式外匯交易總說	93
第二節	槓桿式外匯交易程序中相關之法律涵攝	108
第三節	可收回牛熊證總說	128
第四節	牛熊證之意涵	141
第五節	牛熊證之主管機關與相關規範	143
第六節	牛熊證之上市	146
第七節	牛熊證交易與客戶之互動規則	147
第八節	牛熊證上市文件之訂定	150
第九節	上市後牛熊證發行商之持續責任	157
第六章	美國槓桿交易之法令規範	160
第一節	商品期貨現代化法對衍生性商品業務之監理	161
第二節	能源及貴金屬店頭市場交易	166
第三節	店頭市場外匯交易(off-exchange foreign currency trading)	167
第四節	證券期貨	176

第五節	結算機構.....	179
第六節	槓桿交易商(Leverage Transaction Merchant).....	181
第七節	結論.....	186
第七章	英國法令規範介紹.....	188
第一節	英國監管機關介紹.....	188
第二節	英國監管法令介紹.....	198
第三節	店頭市場交易衍生性商品之監理.....	204
第四節	組合式差價合約之監理.....	208
第八章	澳洲差價合約制度簡介.....	214
第一節	澳洲差價合約市場介紹.....	215
第二節	保證金交易.....	219
第三節	現金流量.....	222
第四節	風險.....	226
第九章	我國槓桿交易商監理之方向及重點.....	229
第一節	槓桿保證金契約之內涵與引進差價合約商品之可行性.....	229
第二節	差價合約之法律屬性.....	232
第三節	期貨交易法第三條第一項與期貨交易法第三條第二項架構下監理 店頭槓桿交易合約之若干思考.....	235
第四節	槓桿交易商管理規範要點.....	237
第五節	專營及兼營槓桿交易商最低資本額規範.....	247
第六節	自律機構.....	251
第七節	槓桿保證金契約之課稅.....	253

# 開放槓桿交易商之研究

## 第一章 導論

### 第一節 研究背景及目的

依我國期貨交易法第三條第一項之規定，所謂「期貨交易」係指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約及槓桿保證金契約之交易。其中槓桿保證金契約（依我國法規定，定義為當事人約定，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，雙方於未來特定時間內，依約定方式結算差價或交付約定物之契約）依期貨交易法固屬期貨交易之一種，同法復規定經特許之槓桿交易商得從事槓桿保證金契約業務，惟因相關配套監管規範建制尚未完成，故目前我國尚無槓桿交易商此等專營槓桿保證金契約業務之金融業別，其他金融機構亦尚不得兼營此類業務。

鑒於槓桿保證金契約交易於各國際及區域金融中心所在地國已成為集中交易市場及 OTC 交易之環節之一，為滿足不同風險胃口投資人之投資需求，而得增益我國商品市場之競爭力，並因應國際上商品多元之現狀及趨勢，槓桿保證金契約商品之進一步開放誠有必要。惟由前述我國期貨交易法第三條第一項法條文義以觀，槓桿保證金契約係屬期貨交易之一種，同時法條並未明文限制槓桿保證金契約商品只能於店頭或交易所交易，合先述明。是以，在我國為增益商品多樣化及提升期貨市場競爭力而開放引進槓桿保證金契約同時，基於集中交易市場資訊透明、投資人保護法令規範健全及結算機構介入擔保契約履行等優點，建議在引進初期為穩健計，先以集中交易市場之槓桿保證金契約商品為開放主力。故本研究案將以集中交易市場交易之槓桿交易商品為主要研究課題，並旁及 OTC 交易之槓桿保證金契約商品特殊關切之點，諸如投資人保護監理之強化等。

本研究案擬蒐集主要金融中心所在經濟體（主要為新加坡，旁及香港或美國及英

國、澳洲等)攸關槓桿保證金契約及槓桿交易商之立法例及實務運作情形之相關資料，進行分析研究，就槓桿交易商經營貴重金屬、能源、外匯及差價合約四種槓桿式合約業務之監理現況，提出研究報告，並具以草擬「槓桿交易商設置標準」及「槓桿交易商管理規則」，供我國建制槓桿交易商專營及期貨商兼營槓桿保證金契約業務之監理規範之參考。

## 第二節 研究範圍

本委託案之研究範圍，係自法律、法規命令及自律團體之自律規範三層監理架構出發，以實務取角，析論主要金融中心所在經濟體（主要為新加坡，旁及香港或美國及英國、澳洲等）之監理模式，具以撰擬「槓桿交易商設置標準」及「槓桿交易商管理規則」。同時，並就主管機關與自律機構（如中華民國期貨業商業同業公會）之監理分工或合作提出建言。

另鑒於投資人保護為槓桿交易商品監理之規範重心，本研究案亦將由實務角度出發，就商品銷售之風險揭露文字，及槓桿交易商與投資人間交易合約應備之要點，參考各國實務，提出建言。

最後，本研究案擬概述於各標的經濟體之監理架構下，由諸如期貨商及證券商等金融業者兼營外幣保證金、貴重金屬、能源及差價合約此四種槓桿式合約業務之監理現況。

## 第二章 我國槓桿保證金契約商品之發展趨勢及監理重點

### 第一節 槓桿保證金契約商品

按期貨交易法第三條第一項規定：本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、槓桿保證金契約等交易。是以，依法條文義觀之，槓桿保證金契約為期貨交易之一種，係屬期貨業專屬之業務，並得於期貨交易所或其他店頭市場交易，為現行法所明定。

而所謂的槓桿保證金契約依同條第四款規定，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。衡諸國外新加坡或澳洲等國之實務運作，目前的槓桿保證金契約商品型態約有外匯保證金、能源、貴金屬及所謂的差價合約（contract for difference）等。其中差價合約在我國雖較不為人所知，然在各國卻是運行有年且相當蓬勃快速發展的商品，可說是現今槓桿保證金契約商品中最為人注目之態樣，所帶來之經濟效益亦最為強大。

差價合約主要內涵係指投資者（investors）與提供者（providers）約定，若合約標的之基礎資產於結算時之價格高於約定時之價格，則提供者支付差價與投資者；反之則由投資者支付差價予提供者之合約。

此種金融商品之特色，在於容許投資者可隨意買進或賣出，非如同期貨契約一般均有到期日之限制，故較具有彈性。且此種交易為一槓桿式交易，亦即須由投資者繳交相當於基礎資產一定成數之保證金，方得購買差價合約之產品。衡諸其產品內容及屬性，恰與前述我國槓桿保證金契約之定義不謀而合，均係運用槓桿，並依約定方式結算差價之契約，論其交易實際，係屬槓桿保證金契約商品之一環，為我國期貨交易法所規範。就此，我國於引進差價合約商品一項，已具備法源基礎。

時至今日，槓桿保證金契約中的差價合約於許多世界國家都正沸沸揚揚地發展著，舉澳洲交易所為例，其差價合約交易甚至能以千里之外的我國個股為連結標的，其背後所隱藏的商機及市場之廣，自不待言，我國又豈能自外於此等金融潮流。此外，論其實際，基於避險之需要，槓桿交易商會直接入市取得連結標的部

位，對我國現貨市場之發展亦將有相當之推升及助力，俾以帶動整體經濟之成長。衡諸全球金融市場發展之趨勢，為提昇我國金融市場之國際發展力與競爭力，開放槓桿保證金契約，引進差價合約實為當務之急。

## 第二節 現行集中交易市場監理及店頭衍生性商品業務之二元監理路徑

我國於民國(下同)81年7月經立法院通過「國外期貨交易法」，正式宣告期貨交易市場的開放。嗣後基於建立國內期貨市場並整合國內外期貨交易管理、納入期貨等衍生性商品交易以建立有秩序及高效率之期貨市場、擴大金融市場之規模及提供企業與交易大眾避險管道，和杜絕詐欺操縱等不法情事以保障交易人權益並維護市場秩序之原因<sup>1</sup>，參考外國立法例草擬「期貨交易法」，立法院並於86年3月4日通過。期貨交易法的頒佈和實施，不僅就我國期貨交易法律制度建制一完整規範體系，並且有助於我國期貨交易制度的建立和規範運作，同時為確保投資者的合法權益提供了法律依據。

按期貨交易法第3條第1項規定：本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、槓桿保證金契約等交易。是以，依法條文義觀之，槓桿保證金契約為期貨交易之一種，係屬期貨業專屬之業務，並得於期貨交易所或其他店頭市場交易，為現行法所明定。

我國期貨交易所運行有年，相關監管機制及交易秩序已有相當良好之建制，諸如交易契約之記載、交易秩序之維持、市場財務安全機制之訂定、交易商品保證金之訂定、市場部為監理管理機制、結算及交割作業之訂定、會員資格標準之審核等相關交易規則及監管機制均有相當完善之平台建制。槓桿保證金契約得於期貨交易所或其他店頭市場交易，係為現行法所明定。倘來日槓桿保證金契約業務開放，為穩健計，初期得先以期貨交易所交易商品為開放標的，相信期貨交易所建

---

<sup>1</sup> 立法院公報，第86卷第5期，院會紀錄頁239。

制齊備的交易平台必能對槓桿保證金契約業務之推動帶來相當大的助力。

槓桿保證金契約業務係屬期貨交易之範疇，已如前述，期貨交易法亦規定經特許之槓桿交易商得從事槓桿保證金業務。惟因相關配套監管規範建制尚未完成，目前我國尚無槓桿交易商此等專營槓桿保證金契約業務之金融業別。在我國目前實務，主管機關亦即中央銀行及財政部明白肯認及公佈之槓桿保證金契約僅有「外匯保證金交易」一種，而且係由銀行承作。

惟依同法第 3 條第 2 項規定，非在期貨交易所進行之期貨交易，基於金融、貨幣、外幣、公債等政策考量，得經財政部於主管事項範圍內或中央銀行於掌理事項範圍內公告，不適用本法之規定。由前述條文可得知，第 3 條第 2 項所謂之期貨交易，係專指 OTC 商品，在文意上顯無疑義。而且在本項下，所指之期貨交易，應指廣義，而且不受限於列舉之商品，在解釋上，如有合於該項所指之金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，無論係槓桿保證金契約或者 CFD，皆有可能歸為第 3 條第 2 項之範圍。至於其他 OTC 衍生性商品，證券主管機關亦分別訂有函釋，容許券商從事豁免交易。是以形成我國現行店頭衍生性商品業務之二元監理路徑，茲分述如下：

## 一、 因金融、貨幣、外匯、公債等政策豁免於期貨交易法之業務

### (一) 經中央銀行公告排除期貨交易法適用之業務

中央銀行 86 年 5 月 24 日(86)台央外柒字第 0401216 號函示：自期貨交易法施行日起，中央銀行指定辦理外匯業務之銀行及外匯經紀商，在其營業處所經營之外幣與外幣間及新台幣與外幣間之各種期貨交易，不適用該法之規定。

又實務見解認為，期貨交易法第三條第一項第四款所規定槓桿保證金交易係指當事人約定，一方支付契約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

或交付約定標之物之契約。而所謂「外幣保證金交易」係指一方於客戶與其簽約並繳付外幣保證金後，得隨時應客戶之請求，於保證金之倍數範圍內以自己之名義為客戶之計算，在外匯市場從事不同幣別間之即期或遠期買賣交易。此項交易不須實際交割，一般都在當日或到期前以反方向交易軋平而僅結算買賣差價。故由上開定義得知「外幣保證金交易」係為期貨交易法第三條第一項第四款槓桿保證金交易之一種<sup>2</sup>。而外幣保證金交易因係以外幣為標的，故為外匯業務之一種，其相關業務均須經中央銀行之許可，始得經營。迄今除外匯指定銀行外，中央銀行未曾許可其他公司、行號或個人經營或仲介外幣保證金交易<sup>3</sup>。承上可知，中央銀行係以相關公告明確宣示外幣與外幣間及新台幣與外幣間之各種期貨交易，特別是外幣保證金交易，豁免適用期貨交易法之規定，而係以中央銀行所發布之相關法規命令規範之。目前我國實務運作上肯認外幣保證金契約係屬槓桿保證金契約之一類，惟其業務及行為規範，均係受中央銀行監管。在業務規範方面，是採特許規範模式，僅有外匯指定銀行始得經營外幣保證金契約業務。

## (二) 經主管機關公告排除期貨交易法適用之業務

行政院金融監督管理委員會 97 年 1 月 23 日金管證七字第 09600749111 號函示：經主管機關核准非在期貨交易所進行衍生自貨幣、有價證券、利率、指數或其他商品之期貨交易，係指金管會依據「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」核准銀行辦理之衍生性金融商品，及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」所定證券商得從事之各項衍生性金融商品。故現行證券商及金融機構所經營之衍生性商品業務均豁免於期貨交易法之適用，而係遵循由金融監督管理委員會所發布之相關法規命令規範。僅分析如下：

---

<sup>2</sup> 原財政部證券暨期貨管理委員會民國 86 年 10 月 6 日 (86) 台財證 (五) 字第 56560 號。

<sup>3</sup> 中央銀行外匯局 (86) 台央外柒字第 0402549 號。

## 1、證券商經營衍生性商品交易業務

依期貨交易法規定，非期貨商或槓桿交易商不得經營期貨交易業務。惟為使投資大眾有更多元化之投資工具及提升本土券商競爭力，以擴大證券商經營業務之空間，財政部證券暨期貨管理委員會於91年10月11日以台財證七字第0910005255號函示：證券商經核定在其營業處所經營之期貨交易，不適用期貨交易法之規定。嗣後，考量證券商雖得於其營業處所從事衍生性金融商品交易業務，惟於證券商管理規則未有明文規範，為使其法源更為明確，於民國92年7月1日增訂證券商管理規則第19條之3之規定，明訂證券商得於其營業處所經營衍生性金融商品交易業務，包括轉換公司債資產交換、結構型商品、股權衍生性商品、信用衍生性商品、利率衍生性商品及債券衍生性商品。是以，證券商經核定在其營業處所經營之期貨交易，亦豁免適用期貨交易法之規定。

## 2、銀行經營衍生性商品交易業務

財政部86年6月1日(86)台財證(五)字第03240號函示，經財政部核定在金融機構營業處所經營之期貨交易，不適用期貨交易法之規定。另依據「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」規定，銀行已取得辦理衍生性金融商品業務之核准者，除涉及與適用台灣地區與大陸地區人民關係條例及依該條例所定之相關法令有關之商品、涉及從事衍生自國內股價暨期貨交易所有關之現貨商品及指數等契約、涉及須經中央銀行許可之外匯商品等應經核准後始得辦理外，銀行原則上得開辦各種衍生性金融商品及其商品之組合，僅需於開辦後十五日內檢附商品特性說明書、法規遵循聲明書及風險預告書報金管會備查即可。簡言之，針對銀行經營衍生性金融商品業務係採取負面表列之規範模式，只要銀行取得辦理衍生性金融商品業務之核准，在不涉及上開明文列舉的商品範圍內，銀行得開辦各種衍生性金融商品及其商品之組合。

## 二、 槓桿保證金契約業務

槓桿保證金契約係為期貨交易法第三條所規定之期貨交易類型之一，從事相關槓桿保證金交易之槓桿交易商之設置標準及管理規則，亦由期貨交易法授權相關主管機關訂定之。目前關於槓桿保證金契約及槓桿交易商相關規範建制雖尚在研議階段，本項業務係由槓桿交易商專營或亦得由其他金融機構兼營亦有待進一步商討，然槓桿保證金契約業務係屬期貨交易法及其子法規範圍依法係當然之理。

## 三、 小結

綜上所述，可以得知目前我國現行店頭衍生性商品業務係採二元監理模式。然舉現今實務唯一肯認的槓桿保證金契約業務，亦即外幣保證金業務為例，援外國法例以觀，在金融自由化的思潮下，外幣保證金業務乃開放各種機構，不限於銀行，包括期貨商、證券商均得從事，僅在行為規範方面一體加強，我國目前的規範模式，似與國際潮流有所悖離。

而在行為規範方面，我國目前則欠缺針對外幣保證金交易本身量身打造的監理規範，對投資人及交易秩序的保障略嫌不足。論其實際，中央銀行的監管重點在於確保整體金融秩序穩定及貨幣政策執行之順暢，與金管會之權責在於著重投資人保護及金融機構經營穩健之觀點不盡相同，是以，倚賴中央銀行進行外幣保證金業務的行為監理，以建立完整健全的投資交易環境，在業務本質上恐較有為難之處，似仍應回歸期貨交易法統一規範較為妥當。上開所言，僅是就二元監理模式若干得探討之處略加說明，以下將進一步就現行店頭衍生性商品業務監理若干應斟酌之處深入探討分析之。

### 第三節 現行集中交易市場監理狀況及店頭衍生性商品業務監理若干待斟酌之處

如前節所述，槓桿保證金契約得於集中交易市場交易，亦得為店頭衍生性商品。

我國期貨交易所運行有年、建制齊備已如前述，僅待相關法令亦即槓桿交易商設置標準及槓桿交易商管理規則之訂定，槓桿保證金契約業務商品及得於期貨交易所運作，有鑑於此，加以槓桿保證金契約之店頭衍生性商品與其他店頭衍生性商品係分屬不同監理路徑，此種二元監理模式存在若干有待斟酌之處將於下另述，職是之故，在槓桿保證金契約業務開放初期，為求穩健及加快推行速度避免爭議，先行開放於期貨交易所交易之槓桿保證金契約業務商品，應屬可行之思考方向。

以下將就現行店頭衍生性商品二元監理模式之若干有待斟酌之處略述於後：

#### 一、與期貨交易法立法原意扞格

依期貨交易法第三條之規定，證券商及金融機構所從事之店頭衍生性商品業務，本質上仍為依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨交易。僅立法者基於特殊政策考量，賦予主管機關較大的裁量權限，「例外」使某些涉及政策需要之交易得豁免於期貨交易法之規定。

惟依目前實務運作，似採以營業處所為區分之模式，凡由證券商或金融機構所經營之店頭衍生性商品業務，一概豁免於期貨交易法之適用，而未深究是否有相關政策考量之需求。而外幣保證金部分，中央銀行的立場亦採只要涉及外幣之業務即不受期貨交易法之規範，不論其交易本質是否涉及外匯政策，如此擴張解釋的適用現況，反將例外情況擴大解釋，似不符合當初期貨交易法第三條第二項豁免規定之立法原意。況且在目前的監理環境下，造成具備期貨業務專業的期貨商反而無法從事上開本質亦屬期貨商品的店頭衍生性商品業務，就發展健全的期貨交易環境及對期貨業者業務競爭的公平性上，似亦有所欠缺。

#### 二、法規命令之局限

由於證券商及金融機構經營店頭衍生性商品業務豁免於期貨交易法之規

定，其本身之財務業務規範除仰賴證券商管理規則，或銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項規範外，僅由契約約定規範之，必要時援引民法之適用，倘有詐欺之相類情事，亦只有回歸一般刑法的規範。然期貨交易業務之風險辨識、衡量與監控及相關交易類型之管理，有其獨特性，一概豁免於期貨交易法之規範，使得期貨交易法下若干投資人保護及維護市場秩序之裁罰規定無法適用，僅依靠法律基礎較為薄弱之授權規範相繩，從功能性監理及保障期貨交易秩序的角度觀之是否妥適不無疑義。

且槓桿保證金契約業務亦屬店頭衍生性商品之一類，依前所述，其係受期貨交易法及其相關子法之規範，故交易當事人倘有不法之情事，將有遭受徒刑或罰金等相關刑事責任之可能；然證券商及金融機構經營店頭衍生性商品業務之交易相對人在授權規範法效力的侷限性下，頂多則僅有行政裁罰之制裁。亦即，將從業者之監管納為第三條第一項或第二項加以處理，在管制強度上以及管制範圍上存在實質之差別；一旦從業者從事之交易係劃歸第三條第二項，則整部期貨交易法即無適用餘地，僅須符合行政命令之規定，規範強度天差地別。本質相同的交易類型，不法程度相類之行為，倘僅因從事交易之處所有異即相異其規範，此種監理路徑似有弔詭之處。

### 三、證券商與金融機構規範內容強度及密度不一

按證券商經營店頭衍生性商品業務主要是受到證券商管理規則的規範，在商品交易範疇方面，針對交易對象的不同係採取不同的規範方式。證券商與一般投資人進行店頭衍生性商品業務範圍僅限於正面表列之六大類商品<sup>4</sup>；惟與專業機構投資人進行交易時，基於證券商營業處所經營衍

---

<sup>4</sup>證券商管理條例第 19-3 條：「證券商符合下列資格條件，得於其營業處所經營衍生性金融商品交易業務，並應依證券櫃檯買賣中心之規定辦理：

一、須為同時經營證券經紀、承銷及自營業務之證券商。

二、長期信用評等符合本會規定。國內金融控股公司之證券子公司或外國證券商在中華民國境內之分支機構，得採集團控股公司之信用評等，並由控股公司提供無條件且不可撤銷之保證。

三、最近六個月每月申報之自有資本適足比率均須符合本會規定。

生性商品業務為客戶量身打造之特性，其連結標的日益多元化，考量專業機構投資人擁有足夠的知識及資本自我保障，同時給予證券商較大的業務經營彈性，因此證券商與專業機構投資人從事衍生性商品之商品範疇乃採負面表列方式，列舉不得連結之規定<sup>5</sup>。

惟金融機構（特別是銀行業）經營衍生性商品業務目前已全面採負面表列方式<sup>6</sup>，亦未特別區分一般投資人與專業機構投資人得交易商品範疇。上開規範的不同路徑，容易形成行業間因監理面的不公平而形成競爭失衡的情況。特別是期貨商甚至尚未開放此類業務的經營，對於期貨商之

---

#### 四、無下列情事之一：

- (一) 最近三個月曾受證券交易法第六十六條第一款或期貨交易法第一百條第一項第一款之處分者。
- (二) 最近六個月曾受證券交易法第六十六條第二款或期貨交易法第一百條第一項第二款之處分者。
- (三) 最近一年曾受本會停業處分者。
- (四) 最近二年曾受本會撤銷部分營業許可之處分者。
- (五) 最近一年曾受證券櫃檯買賣中心、證券交易所及臺灣期貨交易所股份有限公司依營業細則或業務章則處以停止或限制買賣處置者。

證券商不符前項第四款之條件，但其情事已具體改善，並經本會認可，得不受其限制。

第一項所稱衍生性金融商品交易，除與專業機構投資人從事交易者外，以轉換公司債資產交換、結構型商品、股權衍生性商品、信用衍生性商品、利率衍生性商品及債券衍生性商品為限。」

<sup>5</sup> 證券商管理規則第 19-6 條：「證券商經營衍生性金融商品交易業務除與專業機構投資人從事交易且依第十九條之七之規定申請者外，不得連結下列標的：

- 一、國內外私募之有價證券。
- 二、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。
- 三、國內外機構編製之台股指數及其相關金融商品。但由證券櫃檯買賣中心或證券交易所編製或合作編製者，不在此限。
- 四、涉及與適用台灣地區與大陸地區人民關係條例及依該條例所定之相關法令有關之商品。
- 五、涉及須中央銀行許可之外匯商品。」

<sup>6</sup> 銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項 5：「銀行已取得辦理衍生性金融商品業務之核准者（其中屬辦理期貨商業務者，並應依期貨交易法之規定取得許可），除下列應經核准後始得辦理之商品者外，得開辦各種衍生性金融商品及其商品之組合，並於開辦後十五日內檢附商品特性說明書、法規遵循聲明書及風險預告書報本會備查：

- (一) 涉及與適用台灣地區與大陸地區人民關係條例及依該條例所定之相關法令有關之商品。
- (二) 涉及從事衍生自國內股價暨期貨交易所有關之現貨商品及指數等契約。
- (三) 涉及須經中央銀行許可之外匯商品。

前項第一款及第二款商品，本會於核准第一家銀行辦理後，其他銀行於申請書件、法規遵循聲明書及風險預告書送達本會之次日起十五日內，本會未表示反對意見者，即可逕行辦理。但銀行不得於該十五日期間內，辦理所申請之業務。第一項第三款商品之許可逕向中央銀行申請。」

業務競爭力上，難認無不公之處。此外，於自律規範部分，銀行公會和證券商公會就同一店頭衍生性商品之規範，諸如商品風險揭露規範等，內容往往不盡相符，形成相同商品因交易處所的不同而規範相異的弔詭情況。

因此衡諸前開規範失衡情況，加以參酌國外監理通例，似應開放期貨業者得於滿足風險控制要求下，亦得從事店頭衍生性商品之經營。同時本於期貨交易法第四條第二項的立法原意，除有特殊政策需要考量之店頭衍生性商品外，一概回歸期貨交易法及其子法規範範疇，齊一規範要求，以建立一完整健全之店頭衍生性商品交易市場。

#### 四、外匯保證金業務本質與外匯政策並未有絕對連結度

另，在外幣保證金業務一節，其交易本質與中央銀行控管外匯之政策考量並未相悖，是否需一概劃歸中央銀行監理，似尚有檢討空間。所謂「外幣保證金交易」係指一方於客戶與其簽約並繳付外幣保證金後，得隨時應客戶之請求，於保證金之倍數範圍內以自己之名義為客戶之計算，在外匯市場從事不同幣別間之即期或遠期買賣交易。此項交易不須實際交割，一般都在當日或到期前以反方向交易軋平而僅結算買賣差價。亦即所謂「外幣保證金交易」係指一方於客戶與其簽約並繳付外幣保證金後，得隨時應客戶之請求，於保證金之倍數範圍內以自己之名義為客戶之計算，在外匯市場從事不同幣別間之即期或遠期買賣交易。此項交易不須實際交割，一般都在當日或到期前以反方向交易軋平而僅結算買賣差價。亦即從事外幣保證金之交易當事人並不會實際取得外幣部位，和一般外幣交易本質上實有差異。就公共利益保障層面論之，金管會與中央銀行各有其功能執掌上的特殊取角，惟外幣保證金業務監理議題，與金管會保障投資人及維護健全市場任務之連結，連結度似較中央銀行確保貨幣政策執行成效之任務來得密切。同時，參酌國外法制，外幣保證金業務在風險管理規範允許範圍內，基本上相關金融機構或相關業者均得經營，而相關的自律機構就風險揭露、投資人保護，諸如報價規範、風

險預告等規則制訂亦涉入甚深，多所著力，以自律機關之專業及對業務的瞭解所制訂出的相關規則，打造了外幣保證金業務健全而良好的市場秩序。綜上所述，外幣保證金業務，尤其是非新台幣部分與中央外幣銀行執行外匯政策之連結點顯然較低，在尊重中央銀行外幣政策主管機關的立場以及配置足夠的風險控管機制之下，開放擴大期貨業者參與經營外幣保證金業務，似不失為值得思考之方向。

#### 第四節 朝向開放槓桿交易商之監理路徑待決議題

##### 一、以「一元監理為原則，政策考量」為例外之監理路徑

現行店頭衍生性商品業務如前所述，係呈現二元監理路徑。然基於功能性之監理潮流，金融機構邁向國際化、大型化及跨業發展係全球金融市場發展之趨勢，近年來我國進行一系列金融改革活動，金融市場已日趨自由化及國際化，金融服務業之業務範疇呈現多元面貌，因而有必要整合現行金融監理法規，以建構我國金融業發展之良好法制環境，對於槓桿交易商從事槓桿保證金交易，不論投資設立(或兼營)槓桿交易商之業者為銀行、證券或期貨商，除非確有政策上之考慮，其業務之行為原則上均應以劃一監理密度及強度，加以監理。亦即，即應以一套監理標準適用於不同背景之業者，否則不同背景之業者將面對不同之法規遵循成本，將造成競爭上的不公平。對監理者而言，以業別區分監理標準，已不符國際潮流及金管會近年來之監理取向。是以本研究嘗試重新檢視現行法規規範及實務運作情況，期能在不對既有現況產生過大衝擊的立場下，調整開放槓桿交易業務，俾以落實原則法與例外法得清楚適用之一元化監理路徑之法規範應然面。

而一元化監理路徑之建制，則建議以現行期貨商設置標準及管理規則為本，參酌各國實務及立法例，特別是新加坡之相關規定，建制我國槓桿交易法核心監理路徑。側重新加坡的原因在於，追溯當初期貨交易法立法沿革，即是參酌了美國、英國、新加坡等世界主要期貨市場所屬國家之立法

例及實務運作，逐步完成期貨交易法之法規體系。故槓桿交易法之建制參酌新加坡之相關法規，就法體系繼受而言，有其一貫性。再者，就商品標的面以觀，美國的槓桿保證金契約目前僅存貴金屬一類；英國方面在法制層面上並無所謂的槓桿保證金契約之規範用語；另，香港目前實務及法制現況僅處理外匯保證金交易，故本研究僅就外匯保證金部分參酌香港之相關規範。而新加坡則不論是在商品種類、市場發展或法規建制上皆十分積極蓬勃，商品種類內涵涵蓋面甚廣，與我國欲發展之槓桿交易契約多樣性方向最為契合，亦最適合我國做為借鏡。

## 二、 監理路徑規範主要內容及相關議題

鑒於滿足不同風險胃口投資人之投資需求，而得增益我國商品市場之競爭力，並因應國際上商品多元之現狀及趨勢，槓桿保證金契約商品，特別是差價合約商品之進一步開放誠有必要。

本研究案擬蒐集主要金融中心所在經濟體（主要為新加坡，旁及香港或美國及英國）攸關槓桿保證金契約及槓桿交易商之立法例及實務運作情形之相關資料，在比較法之基礎上進行分析研究，就槓桿交易商經營貴重金屬、能源、外匯及差價合約四種槓桿式合約業務之監理現況，提出研究報告。並針對下開議題加以檢討評析，並具以草擬「槓桿交易商設置標準」及「槓桿交易商管理規則」，供我國建制槓桿交易商專營及期貨商兼營槓桿保證金契約業務之監理規範之參考。

### (一) 我國期貨交易法下槓桿保證金契約之內涵及引進差價合約商品之可行性

我國期貨交易法第三條第一項第四款雖對槓桿保證金契約有所定義，惟其實際意涵仍待進一步釐清與解釋，俾使我國在開放槓桿保證金契約業務及實務運作得有所依循之明確標準。是以，本研究將先就我國期貨交易法下槓桿保證金契約之內涵為一闡述，以期開展後續議題之討論。

另外，時至今日，槓桿保證金契約中的差價合約於許多世界國家都正沸沸揚揚地發展著，舉澳洲交易所為例，其差價合約交易甚至能以千里之外的我國個股為連結標的，其背後所隱藏的商機及市場之廣，自不待言，我國又豈能自外於此等金融潮流。因此，開放槓桿保證金契約商品，特別是引進差價合約商品，已是當務之急。

#### (二) 差價合約應屬槓桿交易商之專屬業務

差價合約為槓桿交易合約態樣之一，自應歸屬槓桿交易商專屬業務，惟國內尚有建議將以股票作為基礎資產之差價合約可作為證券商經營認購(售)權證商品業務之一，惟差價合約之本質與認購(售)權證商品多有不同，本研究將就兩者之根本上差異為一釐清與分析。

#### (三) 期貨交易法第三條第一項與期貨交易法第三條第二項架構下監理槓桿交易合約之若干思考

如前所述，我國期貨交易法第三條第一項之原則規範及期貨交易法第三條第二項的例外規範造成了我國店頭衍生性商品的二元監理模式。欲朝向一元監理之方向開放，勢必得重新檢視目前實務就上開條文運作現況產生之若干問題。從而，得於法安定性及法應然面取得一平衡點，思考未來開放期貨商經營店頭衍生性商品及相關槓桿保證金契約業務之順序及標準。本研究案即擬從此方向著手，從事相關議題之研究及剖析。

#### (四) 槓桿交易商管理規範要點

開放槓桿保證金契約業務，其主要從事者，亦即槓桿交易商之管理規範即為監理重點。諸如基礎商品開放應採何種標準、槓桿交易商交易部位之揭露及避險規範等，在在均有相當原則重要性。

另外，基於槓桿保證金契約交易一般非屬經由交易所交易之商品，投資人保護之監理需求較一般期貨商品為高。故如何於增益商品多樣化

及提升期貨市場競爭力之同時，並得確保投資人保護之實踐，客戶資訊的調查及風險揭露規範等相關風險管理程序則格外重要，此亦為本研究案主要課題之一。

(五) 專營及兼營槓桿交易商最低資本額規範

業者相關資本規範向來是主管機關監管重點，亦常被視為是對投資人及債權人最低限度的保障。是以，本研究將參酌各國立法例及我國其他相關金融服務業者資本標準為一綜合考量分析，期能就專營及兼營槓桿交易商最低資本額訂出一妥適之規範。

(六) 自律機構

期貨交易市場的維護除有各國主管機關擔任法規執行者及規範者，監督期貨交易正常運作防止金融秩序混亂外，各國期貨公會亦發揮自律功能(self-regulation)，以審查登錄資格、會員稽核、仲裁及教育訓練功能來共同監管期貨交易市場。因此，本研究亦將針對槓桿保證金契約業務之自律機關及自律規範，在比較法之基礎上，為深入檢討及分析。

(七) 槓桿保證金契約之課稅

我國目前對於金融商品之課稅方式，似尚未形成共識，糾紛亦時有所聞。因此，在開放槓桿保證金契約業務的同時，本研究亦將針對相關課稅議題評析發想，期能事先建立完善之課稅機制，以杜後續爭議。

### 第三章 標的商品介紹

#### 第一節 槓桿式外匯交易

##### 一、國際外匯市場概況

槓桿式外匯保證金交易市場是一國貨幣與另一國貨幣進行兌換的場所，外匯交易市場是世界上最大的金融市場，每天成交額逾 3.2 兆美元（詳下表）<sup>7</sup>，是美國股票和債券市場交易額總和的三倍以上。

Global foreign exchange market turnover <sup>1</sup>						
Daily averages in April, in billions of US dollars						
	1992	1995	1998	2001	2004 <sup>2</sup>	2007
Spot transactions	394	494	568	387	631	1,005
Outright forwards	58	97	128	131	209	362
Up to 7 days	...	50	65	51	92	154
Over 7 days	...	46	62	80	116	208
Foreign exchange swaps	324	546	734	656	954	1,714
Up to 7 days	...	382	528	451	700	1,329
Over 7 days	...	162	202	204	252	382
Estimated gaps in reporting	44	53	60	26	106	129
Total "traditional" turnover	820	1,190	1,490	1,200	1,900	3,210
<i>Memo: Turnover at April 2007 exchange rates<sup>3</sup></i>	880	1,150	1,650	1,420	1,970	3,210

<sup>1</sup> Adjusted for local and cross-border double-counting. Due to incomplete maturity breakdown, components do not always sum to totals. <sup>2</sup> Data for 2004 have been revised. <sup>3</sup> Non-US dollar legs of foreign currency transactions were converted from current US dollar amounts into original currency amounts at average exchange rates for April of each survey year and then reconverted into US dollar amounts at average April 2007 exchange rates. Table B.1

與其它金融市場不同之處為，槓桿式外匯保證金交易並沒有實體之交易地點，而是透過銀行、交易商及客戶間的電腦網絡，展開外匯市場之交易。由於並沒有具體的交易所，因此外匯市場能夠 24 小時運作。每天從雪梨開始，然後轉移到東京、香港、倫敦、紐約以及世界各個主要金融中心。

<sup>7</sup> 國際清算銀行，Foreign Exchange Market Turnover，頁 4，  
<http://www.bis.org/publ/rpfxf07t.pdf?noframes=1> (Last visited: 14 August 2008).

影響匯率變動的因素眾多，可能之原因有貿易順差、利率之高低、物價水準、經濟景氣之狀態、政治情勢、交易國之央行的貨幣政策、國際熱錢的流向及市場的預期心理等。

外匯保證金交易為國際外匯市場交易之商品之一，其參與者<sup>8</sup>包含了銀行等金融機構、企業、個人及基金經理機構等。其交易亦可分為機構間之對作及小額投資人本於投資或避險需要而為之交易。

## 二、 槓桿式外匯保證金之交易模式

### (一) 槓桿之交易及組合交易

槓桿式外匯保證金交易之交易模式，就投資人而言，係由其透過交易商開立個人存款帳戶為開端，於存入一筆資金（保證金）做為擔保品後，與交易商簽定交易合約，由交易商設定信用操作槓桿額度（一般約為保證金之2倍~50倍）。客戶利用國際市場匯率變動的每個買升或買跌的投資機會，預測行情波動，並從匯率的變動中尋求以差價獲得利潤之機會，並且在某些情況下，亦可賺取利息，而客戶操作所造成之損益，將自動由帳戶提發扣存之。

對交易商而言，在槓桿式外匯保證金交易，買入一種貨幣和賣出另一種貨幣是同時進行的。貨幣以一對組合進行交易，例如買入歐元/美元（EUR/USD）即買入歐元的同時賣出美元；買入美元/日元（USD/JPY）則是買入美元賣出日元。

### (二) 店頭市場交易及網路交易服務平台

由於槓桿式外匯保證金交易之模式多為店頭市場交易(OTC)，故大多數的槓桿式外匯保證金交易商皆提供有網路交易服務平台以便客戶隨時

---

<sup>8</sup> International Financial Service London, IFSL Research on Foreign Exchange 2007, [http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS\\_Foreign\\_Exchange\\_2007.pdf](http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Foreign_Exchange_2007.pdf) (Last visited: 14 August 2008).

進行交易。槓桿式外匯保證金交易服務平台上方所提供的買賣價格報價只是參考價。如客戶欲進行交易，可以於網路交易服務平台上要求開價，交易員便會提供可交易買賣價格。關於再購買及再出售，亦即同意執行原始交易之相反交易(即一般所謂之平倉)，客戶得以在網路交易服務平台內選擇指定的倉位平倉。若客戶沒有選擇指定倉位平倉，系統於一般之情形下會依照交易完成的先後次序來選擇將會被平倉的倉位。

(三) 參照香港主要槓桿式外匯保證金交易提供者<sup>9</sup>，其計算可交易餘額之方式如下：

可交易餘額是資產淨值減以維持保證金要求後客戶可供交易的餘額。有時為避免客戶承擔過高的投資風險，交易商可能會對客戶設有一個持倉上限。若資產淨值不足以達到維持保證金之要求時，交易商將對客戶追收保證金，因此客戶需要立即存入款項以維持戶口所持合約基本保證金的金額。

可交易餘額是指客戶帳戶內可供交易之餘額。其計算公式如下：

戶口結餘

+ 浮動盈虧

---

資產淨值

- 維持保證金要求

---

= 可交易餘額

戶口結餘=現金結餘+盈虧的總合-所需固定佣金

浮動盈虧=客戶帳戶內存有的未平倉合約以當時參考價計算的浮動盈虧

資產淨值=戶口結餘+浮動盈虧

---

<sup>9</sup> Taifook Securities Group，槓桿式外匯交易簡介，[http://www.taifook.com/chi/forex\\_bullion/faq.jsp](http://www.taifook.com/chi/forex_bullion/faq.jsp)(Last visited: 14 August 2008).

維持保證金要求=未平倉合約總值之特定百分比

三、以香港為例之槓桿式外匯保證金交易風險槓桿式外匯保證金交易所存在之風險為：

- (一) 由於其槓桿之效應，虧損之風險將被放大。
- (二) 即使設定了相關之停損點，虧損仍可能超過投資人之預期。
- (三) 於虧損超過一定之程度時，投資人須另行繳納維持保證金。

四、槓桿式外匯保證金交易之功能及優點

(一) 槓桿式外匯保證金交易之功能為：

- 1、投資理財：利用匯率升貶的特性，從事以預購或預售方式賺取差價利潤。
- 2、規避風險：例如進口商得以預購信用狀還款所需外幣之方式；或出口商得以利用第三國貨幣的買賣之方式，以抵銷其所在國之貨幣升值產生的匯兌損失。

(二) 槓桿式外匯保證金交易之優點為：

- 1、無任何人或組織可以操控，因此市場機制較為衡平透明。
- 2、交易成本低，客戶僅須存入交易商所要求之保證金額度，即可操作大額之信用額度，獲利可以倍數計，惟亦須注意相關損益之風險。
- 3、成交速度快，於外國實務操作上，大多數交易商皆設有 on-line 買賣平台，開倉、平倉或補倉等動作皆得以迅速完成。
- 4、沒有漲跌停板限制，開倉或平倉之價格完全由客戶自行決定。
- 5、由於標的物為外匯，因此其性質較為安全且容易管理。

## 第二節 差價合約

### 一、概說

差價合約 (contract for difference) 此種金融商品類型，雖在國外已流行數十年，但此名詞對國人而言仍較為陌生。因此，本文擬花較大之篇幅針對差價合約作一較詳細之介紹。

論其差價合約之內涵，一般係指投資者 (investors) 與提供者(providers) 約定，若合約標的之基礎資產於結算時之價格高於約定時之價格，則提供者支付差價與投資者；反之則由投資者支付差價予提供者之合約。

此種金融商品之特色，在於容許投資者可隨意買進或賣出，非如同期貨契約一般均有到期日之限制，故較具有彈性。且此種交易為一槓桿式交易，亦即須由投資者繳交相當於基礎資產 1%~30% 之保證金，方得購買差價合約之產品。

以下即欲就差價合約之歷史演進、市場發展情形、商品特徵、投資者之風險及交易模式作一較詳盡之介紹，及在最後分析差價合約與期貨合約之差異，使差價合約之全貌得以完整呈現。

### 二、歷史演進

差價合約最早源自於英國 1990 年代初期，其一開始係脫胎自股票之換價契約 (equity swaps)，並被對沖基金 (hedge fund) 與企業投資者使用作為對上市股票成本之避險工具。

於西元 2003 年，差價合約首次引進予散戶投資者<sup>10</sup>，許多英國公司在線上交易平台上提供即時報價及即時交易之功能，投資人得本於即時提供之市場及商品資訊，以少許之保證金投資多種基礎資產，此即為差價合

---

<sup>10</sup> Mikael Persson, *Contract for Difference -The Works*, C-thesis, Malardalen School of Business Financial Product Analysis, 18, Spring Term 2007.

約迅速成長之主因<sup>11</sup>。差價合約之提供者很快地將其提供產品之基礎資產，由倫敦股票交易所（London Stock Exchange）交易之股票擴展至其他市場之股票、指數、貨品、貴重物品及貨幣。

直至今日，差價合約已經成為在全球各地如新加坡、澳洲、英國等國家之交易市場經常交易之衍生性金融商品。且在 2007 年，澳洲有價證券交易市場（Australian Securities Exchange）首次將以基礎資產為排名前 50 名之澳洲上市股票、排名前 8 名之外匯、主要全球指數與某些貨品之差價合約掛牌上市<sup>12</sup>，使差價合約成為上市之金融商品之一。

### 三、市場發展情形

英國之金融監理主管機關—於 2007 年所發表之”Disclosure of Contracts for Difference”<sup>13</sup>一文中，有關於差價合約在英國金融市場上成長情形之情形。

在英國過去五年間，差價合約市場的成長是值得令人注意的。有論者認為，因差價合約商品提供者就其客戶差價合約部位之避險需求而為之股票交易額占整體股票交易市場交易額有 20%~40%之多。會促成差價合約市場成長如此迅速之原因在於，投資者在股票價格變動中尋找有利可圖之部位時，需求更高槓桿式之交易型態及新方法以放空股票。此外，網路與電子化交易平台之進步減少了交易成本，亦帶動了差價合約交易之發展。以下圖一<sup>14</sup>與圖二<sup>15</sup>即可明顯看出差價合約之交易數量與交易金

---

<sup>11</sup> ADVFN , The History of CFD, available at [http://www.thecfdcentre.com/cfd\\_history](http://www.thecfdcentre.com/cfd_history) (Last visited 2 August 2008), ADVFN 為英國主要提供衍生性商品資訊與即時報價之網站。

<sup>12</sup> Australian Securities Exchange, *ASX CFDs-An Introduction*, 2. available at [http://www.asx.com.au/products/pdf/asx\\_cfds\\_an\\_introduction.pdf](http://www.asx.com.au/products/pdf/asx_cfds_an_introduction.pdf)(Last visited 2 August 2008).

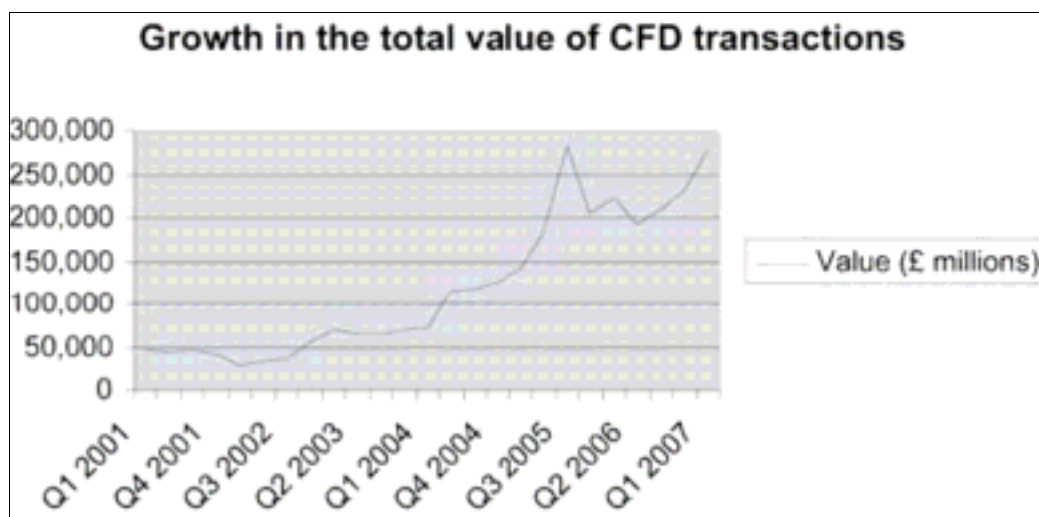
<sup>13</sup> Financial Services Authority, *Disclosure of Contracts for Difference – Consultation and Draft Handbook Text* 2007, 13 , available at [http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/CP/2007/07\\_20.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/CP/2007/07_20.shtml) (Last visited 2 August 2008).

<sup>14</sup> Id.

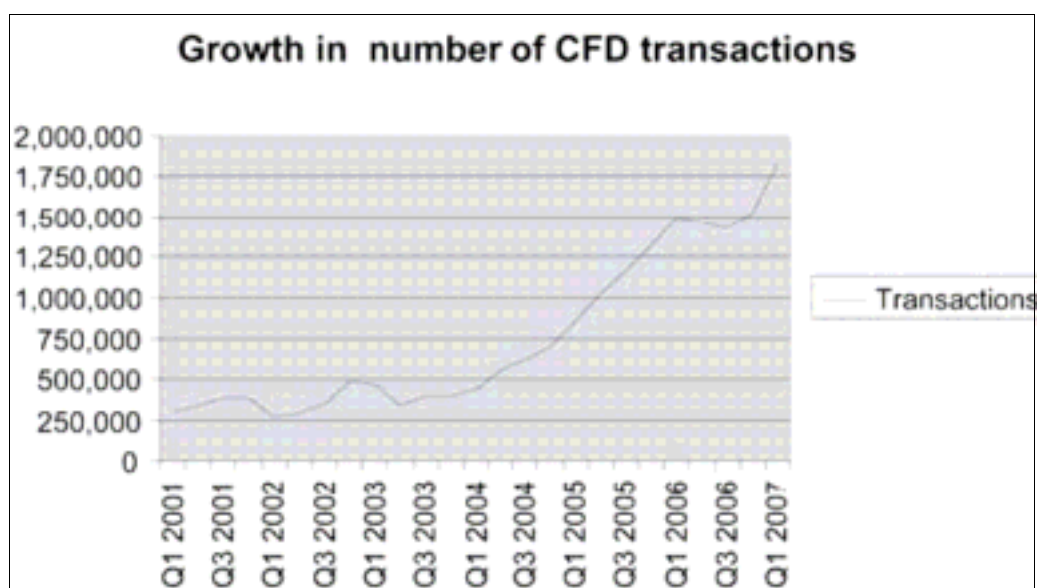
<sup>15</sup> Id.

額，在近年來呈現急遽成長之情形。

(圖一)



(圖二)



#### 四、商品特徵

差價合約為投資者與提供者雙方設定一基礎資產，約定若基礎資產於結算時之價格高於約定時之價格，則提供者支付差價與投資者；反之則由投資者支付差價予提供者之合約。此商品有以下幾項重要之特徵：

(一) 彈性之結算時間

差價合約之持有者，即買入差價合約之投資者，通常可以因其需求選擇結算差價之時間點<sup>16</sup>。換言之，差價合約之投資者可自由選擇契約終結之時間，與差價合約提供者結算契約終結時與契約開始時基礎資產之差價。

(二) 通常採取現金結算方式

差價合約通常採取現金結算之方式，因此不會給予投資者基礎資產之所有權或任何須為所有權人方得享有之權益。例如，以股票為基礎資產之差價合約投資者，即無法享有股票附隨之表決及股票分派等權利。然而，與股利分派所相應之財務利益仍可隨差價合約契約之價格調整適時反應之<sup>17</sup>。

(三) 只須少量之資金成本

差價合約最基本之特徵在於，投資者可以相較於取得基礎資產成本甚小之資金成本為對價，取得基礎資產之經濟部位。差價合約之契約通常會要求投資人於最初存放一筆不超過基礎資產當時市價 5%~10%之保證金予差價合約之提供者。因此，假設在個案中要求投資者須存入 10%之保證金，則投資者存入 100 元之英鎊即可取得 1000 元英鎊基礎資產之差價合約部位。然而，由於差價合約之提供者通常採取買入或賣出相對應基礎資產之方式避險<sup>18</sup>。就此，商品提供者為避險而生之融資費用或有可能轉嫁由投資人負擔。

五、 投資人於集中市場交易差價合約之優越性

遍觀各國實務，差價合約於店頭市場及集中市場皆可進行交易，惟從集中交易市場獨立性、資訊透明及嚴格風險管理層面觀之，一般投資人於

---

<sup>16</sup> See note 13, at 11.

<sup>17</sup> Id.

<sup>18</sup> Id.

集中市場交易差價合約可以受到較優越之保護：

- (一) 集中交易市場規範嚴格：集中交易市場係開放與一般投資大眾交易之平台，在各國皆受到法律嚴格管制，以確保市場的公平性、交易秩序及價格透明；也確保健全的集中交易市場營運及合乎法律規範結算機制，提供交易人一個具有效率及效益的服務。
- (二) 價格資訊透明：價格透明是一個健全市場的關鍵因素。集中交易市場可完整揭露每日差價合約交易量、未平倉部位、買賣價等資訊，其資訊的流通是相當透明的。
- (三) 風險管理：集中市場交易差價合約是透過結算所進行結算，由結算所介入擔任差價合約之交易當事人，結算所便成為買賣雙方的履約保證。另外集中交易市場制定嚴格保證金規範，以確保交易人因損失過大進而造成對其它市場交易人的衝擊。

## 六、投資者之風險

差價合約投資者之風險來自於差價合約為一高槓桿性質之商品，因而相較於投資非槓桿性質商品，其必須承受相對極高之風險。以下即就投資者可能遭遇之主要風險簡述之<sup>19</sup>：

### (一) 因保證金追繳產生之風險

當差價合約之基礎資產價格下跌時，投資者將被要求存入更多的錢以符合保證金之最低要求與維持差價合約部位之運作，此被稱之為”Margin Call”(保證金追繳)。投資人必須補足此額外之保證金，否則將立即產生以下結果：

---

<sup>19</sup> CMC Markets, *Product Disclosure Statement(2008)*,41, available at [www.cmcmarkets.com.au/doc\\_pds](http://www.cmcmarkets.com.au/doc_pds)(Last visited 2 August 2008)，CMC Market 為一全球性網上金融商品交易公司，為英國與澳洲主要差價合約之提供者之一。

- 1、 某些差價合約部分將被差價合約提供者強制結算
- 2、 投資者將無法開始新的差價合約部分或擴張既有的差價合約部位
- 3、 投資者有義務支付因差價合約帳戶餘額呈現負淨值時產生之利息費用

(二) 因槓桿作用產生損失之風險

雖然投資者僅須以少量保證金之資金成本即可投資差價合約部位之基礎資產，然而如基礎資產之價格大幅下滑，以其為基礎資產之差價合約部位價格下滑之程度，將相對應於其槓桿之倍數。

(三) 因具衍生性金融商品特性而生之投資風險

衍生性金融商品之市場價格變動非常急遽且敏感的。差價合約價格之變動可能導因於供需關係之改變、各種政策之變動、國際政治經濟事件與投資人心理因素等，因而投資者會面臨極大之投資風險。

(四) 因基礎資產而產生之風險

差價合約基礎資產市場因流動性不足，或者對同一價格差價合約需求之訂單量大於相對應價格基礎資產本身之流量，都可能導致差價合約之提供者無法讓差價合約之持有者結算差價合約之部位或讓差價合約之投資者開啟新的差價合約部位。因而，某些有潛在利益之交易沒有被執行，或者差價合約之持有者無法即時以想要之價格結算，這些都可能使投資者減少利益或產生更高的風險<sup>20</sup>。

(五) 因匯率不同產生之風險

匯率產生之風險，來自於存入帳戶之貨幣與差價合約交易貨幣之匯差。由於差價合約部位運算所使用之貨幣將隨其基礎資產交易所指定之貨

---

<sup>20</sup> See note 19, at 42.

幣而定，故與投資者所投入市場之貨幣可能不相同，進而在差價合約部位開始及結算時匯率之不同，即可能導致投資者產生損失。

## 七、交易模式

前文已就差價合約之商品特徵作出介紹，以下即欲就細部差價合約交易過程中較重要之交易資訊，包含差價合約基礎資產之種類、投資者所需花費之費用、投資者如何購買商品與決定商品價格，以及如何結算作一介紹。

### (一) 差價合約之基礎資產種類

依 CMC Market<sup>21</sup>之商品資訊所示，其所提供之差價合約商品，依所連結之基礎資產，主要可類分如下：

- 1、Share CFDs—股票及其他有價證券
- 2、Index CFDs(Sector CFDs)—股票指數及函數
- 3、Bullion CFDs—貴金屬
- 4、Forex CFDs(Currency Index CFDs)—外匯
- 5、Commodity CFDs—商品
- 6、Treasury CFDs—政府債券
- 7、Index Future CFDs—股票期貨指數
- 8、Currency Future CFDs—貨幣期貨

差價合約可連結之基礎資產眾多，除上述所例示較常見之基礎資產種類外，還有可能於個別差價合約提供者之不同而有不同基礎資產之差價合約商品。以股票為基礎資產之差價合約在市場之交易非常活絡，目前其在倫敦股票交易市場（London Stock Exchange (LSE)）之交易量，占該交易市場全部交易量之三分之一。

---

<sup>21</sup> See note 19, at 14.

## (二) 投資者如何投資差價合約

投資者如欲投資差價合約之商品，首先須在差價合約提供者之營運處或平台開立帳戶。其次，投資者可評估所欲投資之差價合約，其連結之基礎資產未來價格走高或走低，而選擇買入(go short)或賣出(go long)一差價合約之部位<sup>22</sup>。

## (三) 差價合約如何結算

原則上持有差價合約部位之投資者，可選擇何時結算其所持有之差價合約部位。然而，差價合約之提供者可能在某些情況會有強制結算投資者所持有差價合約部位之機制。例如 CMC Market，即提供投資者可設定一強制結算標準(Liquidation Level)之機制，並保留其可設定強制結算標準之權利。因而當投資者之帳戶被設有強制結算標準，且投資者之帳戶餘額達到此標準時，CMC Market 即會強制結算該投資者所持有之差價合約部位。

## 八、 差價合約與期貨契約之差異

所謂期貨契約(Futures Contracts)係指買方與賣方約定，在未來特定日期，以特定之價格與特定之數量買賣特定資產。其買賣雙方皆須繳交保證金，且此種衍生性金融商品係於集中交易市場所交易<sup>23</sup>。

其與差價合約商品相同點在於，其皆必須於投資初始時繳交保證金，而僅須極少之資金成本，故皆為高槓桿交易之金融商品類型。惟兩種衍生性金融商品仍有下列幾點重大之差異：

### (一) 結算時間之決定不同

期貨契約在開始簽約時即會約定未來結算，亦即買賣特定資產之時點；相較之下，差價合約之契約在簽訂時一般並不會特別約定未來結算之時點，原則上由差價合約部位之持有者決定結算之時點。

---

<sup>22</sup> Id.

<sup>23</sup> 路透社(Reuters Limited) (許誠洲譯)，衍生性金融商品入門，財訊出版，2000年，頁40~45。

## (二) 結算價格之決定時點不同

由於兩者結算時點決定之不同，進而影響其結算價格之不同。期貨契約在簽約時即會就未來結算時點之結算價格有所約定；相較之下，差價合約則因結算時點不固定，而於差價合約部位持有人決定要清算時，以差價合約基礎資產市場上價格為基礎，決定該契約之清算價格。

## (三) 交易之市場型態不同

期貨契約一般均於集中交易市場上交易；相較之下，差價合約有在集中交易市場上掛牌上市，亦可於店頭市場交易。

## 九、 小結

綜上所述，差價合約與期貨契約相同，皆僅投入以投資標的為基礎計算之較少比例保證金，即可對該投資標的為投資行為，故兩者皆為高槓桿交易之態樣。

而差價合約目前在許多國家，例如英國、新加坡與澳洲等國，皆為交易活絡之金融商品，且在香港、新加坡及英國尚有針對此種金融商品之詳細規範，相關規定詳見以下香港、新加坡及英國監理規範之章節。

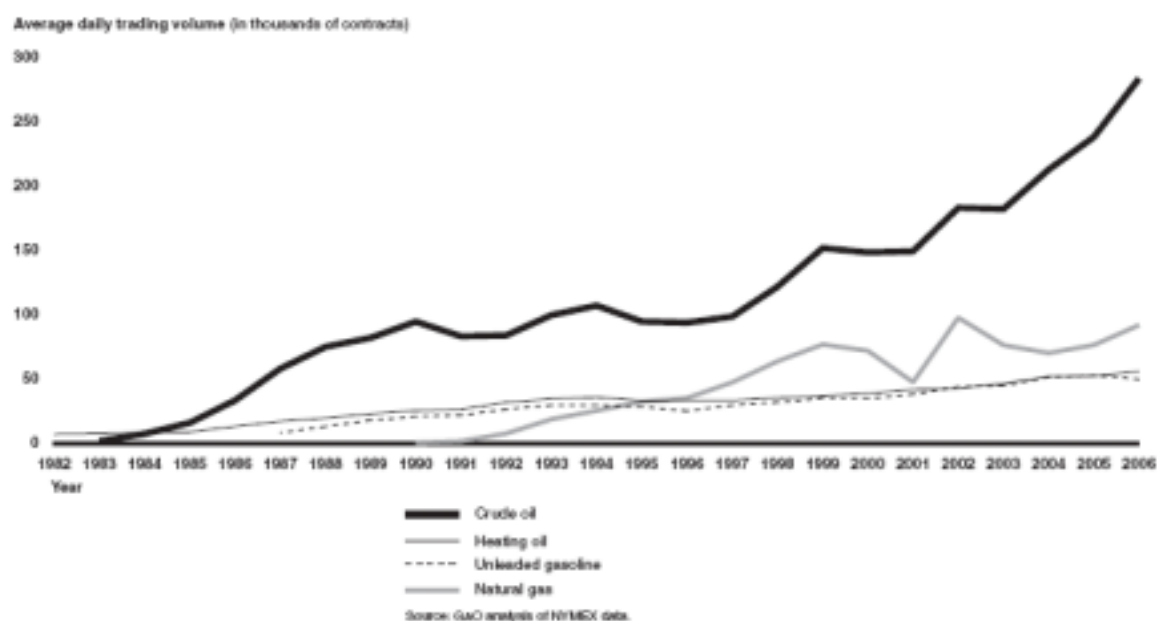
## 第三節 能源

### 一、 國際能源市場概況

國際能源市場之基礎資產大抵包含了天然氣、原油、燃油、石油副產品及其他能源性商品。自 2001 年開始，國際能源市場即因新興市場參與者之加入（如對沖基金）以及期貨指數基金（其基金價值之波動反映自所操控之一籃子期貨商品，如能源基礎資產等）之加碼投資等因素影響下，而有了大幅度的成長。依據英國倫敦洲際交易所（Intercontinental

Exchange, ICE) 之年度財務報表所揭露<sup>24</sup>，非於交易所交易之能源期貨於 2006 年達成了 400% 以上之成長率，且交易之總筆數亦超過了 1.3 億筆。另外依據美國政府說明室 (United States Government Accountability Office) 之報告<sup>25</sup>，自 1982 年至 2006 年，能源商品之交易亦呈現高倍數之成長，詳如下表：

Figure 8: Average Daily Trading Volume for Crude Oil, Heating Oil, Unleaded Gasoline, and Natural Gas Futures Contracts, 1982-2006



## 二、 監理之沿革

能源衍生性商品之交易，以美國市場最為活絡。於 1980 年代，美國能源市場可分為於交易所交易或店頭買賣交易者。主要之區別為，若該筆能源買賣契約之結算為實物交割者，則其可經由店頭式買賣交易之且不須受到期貨交易法規之規管。倘若交割結算得以差價現金為之者，則其須受到期貨交易法規之規管。

<sup>24</sup> Orice M. Williams, Energy Derivatives-Preliminary Views on Energy Derivatives Trading and CFTC Oversight, July 12 2007.

<sup>25</sup> United States Government Accountability Office, Report to Congressional Addressees, “Commodity Futures Trading Commission – Trends in Energy Derivatives Markets Raise Questions about CFTC’s Oversight”, October 2007, page 29.

隨者衍生性商品之創新，規管之界限也亦趨模糊。對於混合須現物交割及得現金結算之能源交易，美國法院於 *Transnor Ltd. v. BP North America Petroleum*<sup>26</sup> 一案中作出了重大之解釋。依據法院之解釋，具備上述混合性質之 15 日布蘭特原油合約，因及最終仍然得於交易人之選擇下以差價現金結算，因此必須受到期貨交易法規之監理。

為因應法院對 *Transnor* 案所作出之判決，美國期貨交易之監理機關-商品委員會(Commodity Futures Trading Commission)根據該法理作出了更深一步之闡述。商品委員會認為，經由商業交易者依其營業性質所需而簽署之 15 日布蘭特原油合約，如其性質具備可現物交割之特性者，將得以豁免於商品委員會之監理。綜上所述，於法院賦予商品委員會規管之權力後，該會更進一步以市場參與者之能力區分了監理之強度。

於 1992 年之期貨交易操作法(Futures Trading Practices Act)授權予商品委員會更多之豁免裁量權後，商品委員會另外於 1993 年就符合特定條件之商業交易者、某些種類之能源商品（如原油及天然氣等）以及契約性質必為現物交割者制定了新的豁免範圍，從而，能源商品得由店頭買賣且不受規管（但仍受禁止操控(prohibition against manipulation)法規之規管）之態勢更為明確。

兩千年商品期貨現代化法(The Commodity Futures Modernization Act of 2000)為目前美國監理衍生性商品之最新法規。該法規對於能源交易之監理強弱主要為根據交易參與者之資本財務能力（進而有所謂合格交易人之界定）以及能源商品之基礎資產為何。若符合兩千年商品期貨現代化法之要求者，即可不受監理而得在店頭市場買賣之。

衍生性能源產品之交易模式大致上得分為於交易所交易（非店頭）之能

---

<sup>26</sup> 738 F. Supp. 1472 (S.D.N.Y. 1990).

源期貨及店頭買賣之期貨商品，其性質為以結算差價之方式了結盈虧，為差價合約之一類。一般之交易者皆屬於機構間之大規模互為交易，若干亦不具備槓桿之性質。非店頭交易之衍生性能源產品買賣均受各國之相關期貨法規監理；但店頭交易之衍生性能源產品買賣則較不受強度如此密集之規管。

### 三、 能源價格之波動

能源商品之價格波動因素，向來皆為實務界及學界所竭力研究之課題。以原油為例，其價格已由自 2002 年 1 月每桶 22 美元飆漲至 2008 年 8 月時之每桶 115 美元，其價格波動之因素除供需失衡外尚有為數眾多之說法，但目前皆無定論。以槓桿方式投資能源商品，若未來價格走向不如投資者預期，則投資人將面臨無法估算之價格風險。

## 第四節 貴金屬

### 一、 國際貴金屬店頭衍生性商品市場概況

全球以商品為基礎資產之衍生性商品，有在交易所交易者，亦有在店頭市場交易者。依據國際清算銀行網站<sup>27</sup>資料顯示，全球貴金屬店頭衍生性商品之市場規模十分可觀。單以黃金為例，2007 年 12 月時在外流通契約之名目本金總計高達 5948 億美元，契約價值總計亦高達 696 億美元。其他種類之貴金屬，2007 年 12 月時在外流通契約之名目本金總計高達 1025 億美元，契約價值總計亦高達 106 億美元。

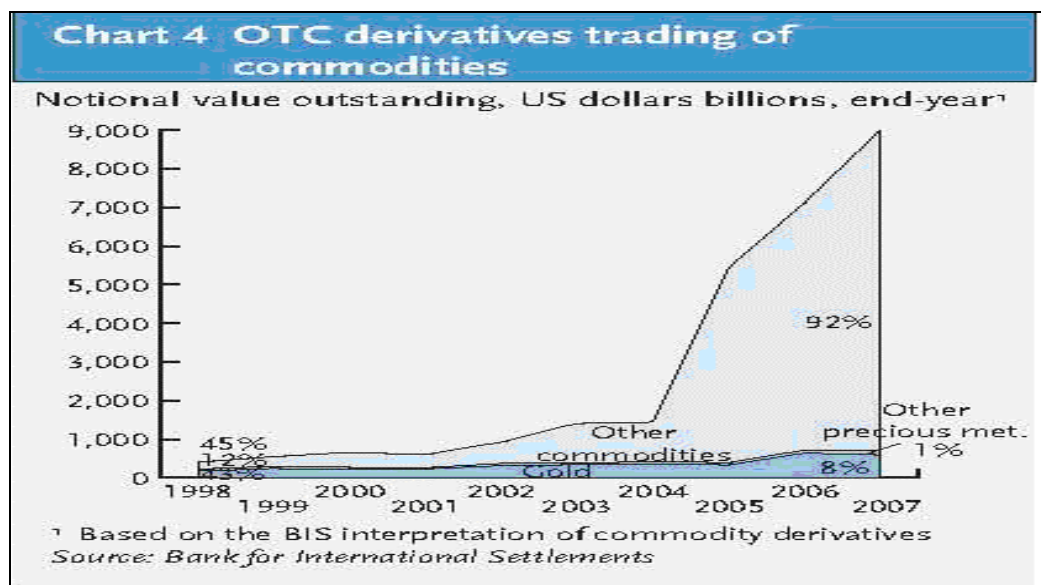
另依據英國「倫敦國際金融服務」(International Financial Services London) 於 2008 年 6 月所發佈之報告，以交易所而言，貴金屬交易量從 2007 年以來，已成長 3%。又以紐約交易所之交易量較高。倫敦金屬交易所 (London Metal Exchange) 為世界上最大之貴重金屬交易所。倫敦金屬交

---

<sup>27</sup> 網址為 <http://www.bis.org/statistics/derdetailed.htm>

易所提供期貨選擇權契約於多種金屬包括: 錫、銅、鎳、鋅等。

在店頭市場方面，1998 年底全球銀行承作之各類店頭市場衍生性商品之名目本金總額不過 0.4 兆美元，然至 2007 年底時，規模已成長至 9 兆美元，其中基礎資產為貴金屬約佔百分之八<sup>28</sup>(見下圖)。10 年前基礎資產為貴金屬之店頭市場衍生性商品所占比例曾高達百分之五十五，此等比例上之滑落係因能源相關之商品興起所致。目前倫敦為全球最大之貴金屬店頭衍生性商品之交易市場，其次為紐約、蘇黎世及東京。



Source: International Financial Services London, Commodity Trading 2008, at 3 (June 2008)

儘管倫敦國際金融服務之報告未說明基礎資產為貴金屬者之衍生性商品之成長幅度，惟依其記載，在過去五年來，基礎資產為商品之衍生性商品之在外流通契約之名目本金，在交易所交易者成長 200%，在店頭市場交易者成長更超過 500%，似可推論基礎資產為貴金屬之衍生性商品之成長潛力。

## 二、 基礎資產類型

<sup>28</sup> International Financial Services London, Commodity Trading 2008, at 1 (June 2008)

貴金屬衍生性商品之交易型態，有遠期契約、槓桿保證金交易、差價合約、選擇權及交換交易等，這些衍生性商品均係以現金結算，而不會實際交割基礎商品。至於基礎資產，種類繁多，常見者為黃金、白銀及白金等。不同之金屬種類可能有不同之保證金比率，以知名之衍生性金融商品業者 IG Markets 而言<sup>29</sup>，其經營之貴金屬衍生性商品之基礎資產為黃金、白銀、黃銅及白金四種，保證金比率分別為 3%、5%、10%及 7.5%。

### 三、投資者之風險

槓桿式貴金屬合約之投資者風險，與前述槓桿式能源合約之風險類似，包括因保證金追繳產生之風險、因槓桿作用產生損失之風險、因基礎資產而產生之風險及因在店頭市場交易所生之風險，請參照前節之說明。

---

<sup>29</sup> 資料來源：<http://www.igmarkets.com.sg/cfd/cd-metals.html?ct=ln> (Last visited: 20 August 2008)

## 第四章 新加坡槓桿式交易與差價合約之監理規範

本章之研究對象為新加坡槓桿式外匯交易、槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及差價合約，於新加坡係分屬證券期貨法及商品交易法加以管理。以下謹先就新加坡槓桿式交易合約及差價合約之意涵、適用法規及主管機關加以闡述，以俾後續具體規範事項之理解。

### 第一節 商品意涵與主管機關

#### 一、新加坡槓桿式交易合約及差價合約之意涵

就於店頭市場交易之槓桿式外匯交易而言，新加坡 1983 年生效之期貨交易法係以期貨契約為主要之規範標的，期貨契約係定義為依期貨交易所之規則而成立之契約，即只有在期貨交易所交易之期貨契約，方為期貨交易法所規範之主體<sup>30</sup>。此種定義將期貨交易所以外之槓桿式外匯交易，排除於期貨交易法之規範範圍外，此種安排，對市場秩序及交易安全之維護並未臻周全<sup>31</sup>。有鑒於此，新加坡 1995 年 9 月修正期貨交易法，增列第 2A 條關於交易所外交易之外匯交易及槓桿式外匯交易之規範，並明定依銀行法特許之銀行，及經新加坡金融管理局特許為金融機構之商人銀行(merchant bank)從事之外匯交易並非該法定義槓桿式外匯交易，而係受個別業法之規範。至此，除豁免之銀行及商人銀行外，於交易所上市之期貨契約與於店頭市場交易之槓桿式外匯交易均係於期貨交易法之路徑下受監理。

2001 年頒布之證券期貨法，納入期貨交易法及證券交易法(Securities Industries Act)之主要內容，而繼續規範槓桿式外匯交易，另外亦將基礎資產為證券、外匯等金融資產之所謂差價合約納入該法予以監理。

---

<sup>30</sup>吳阿秋，臺灣期貨交易所，我國槓桿交易商管理之研究，頁 48 (1999 年)

<sup>31</sup>同上，頁 48 (1999 年)

就基礎資產非屬外匯之槓桿式商品合約及差價合約言，新加坡商品期貨法(Commodity Futures Act )於 2001 年更名為商品交易法(Commodity Trading Act)並擴大規範之商品範圍<sup>32</sup>，規範基礎資產為能源、貴金屬等商品類之槓桿式合約及差價合約。現行新加坡規範槓桿式交易及差價合約之法律主要即為證券期貨法及商品交易法兩部法律<sup>33</sup>。

槓桿式外匯交易合約、槓桿式貴金屬交易合約、槓桿式能源交易合約及差價合約，在新加坡究係歸屬證券期貨法或商品交易法之體系管制，說明如下：

#### (一) 槓桿式外匯交易合約

槓桿式外匯交易在新加坡係受證券期貨法之監理，蓋依證券期貨法附表二(Schedule 2)，該法係監理係以下七種交易之相關事項<sup>34</sup>：

- (a) 證券交易；
- (b) 期貨交易；
- (c) 槓桿式外匯交易(leveraged foreign exchange trading)；**
- (d) 公司財務諮詢；

---

<sup>32</sup>上海期貨交易所境外期貨法制研究課題組編著，北京出版社，*新加坡期貨市場法律規範研究*，頁 6(2007 年)

<sup>33</sup>除此之外，新加坡金融管理局法、公司法、銀行法、新加坡國際企業委員會法等商事及金融法律對於新加坡該等交易市場秩序，及投資者之保護均發揮規範功能。見註 32 書，頁 16(2007 年)

<sup>34</sup> See Second Schedule, Part 1, Types of Regulated Activities. “The following are regulated activities for the purposes of this Act:

- (a) dealing in securities;
- (b) trading in futures contracts;
- (c) leveraged foreign exchange trading;
- (d) advising on corporate finance;
- (e) fund management;
- (f) securities financing;
- (g) providing custodial services for securities.”

- (e) 基金管理；
- (f) 證券融資；
- (g) 證券保管業務。

至槓桿式外匯交易，依證券期貨法附表二之定義，係指以下三種類型之業務<sup>35</sup>：

- (a) 一方承諾以保證金為基礎進行外匯交易，且依該外匯交易合約或協議之條款及條件，
  - (i) 根據一種貨幣相較於他種貨幣價值之增加或減少，或根據一種貨幣指數相較於約定價值之漲跌，在自己和他方間作出調整；
  - (ii) 根據一種貨幣相較於他種貨幣價值之增加或減少，或根據一種貨幣指數相較於約定價值之漲跌，給付一定數量之貨幣；或

---

<sup>35</sup> "leveraged foreign exchange trading" means —

(a) foreign exchange trading on a margin basis whereby a person undertakes, as determined by the terms and conditions of the foreign exchange trading contract or arrangement —

(i) to make an adjustment between himself and another person according to whether a currency is worth more or less, as the case may be, in relation to another currency, or according to whether a currency index rises or falls in value, as the case may be, in relation to an agreed value;

(ii) to pay an amount of money determined or to be determined by reference to the change in value of a currency in relation to another currency, or by reference to the change in value of a currency index in relation to an agreed value; or

(iii) to deliver to another person at an agreed future time an agreed amount of currency at an agreed price;

(b) the provision by any person referred to in paragraph (a) of any advance, credit facility or loan, directly or indirectly, to facilitate an act of the description referred to in that paragraph; or

(c) the act of entering into or offering to enter into, or inducing or attempting to induce a person to enter into, an arrangement with another person (whether on a discretionary basis or otherwise) to enter into any contract to facilitate an act of the description mentioned in paragraph (a) or (b),

but does not include any act performed for or in connection with a contract or an arrangement —

(i) arranged by a bank that is licensed under the Banking Act (Cap. 19) or a merchant bank approved as a financial institution under the Monetary Authority of Singapore Act (Cap. 186);

(ii) by any person belonging to such class of persons, or carrying on such class or description of business, as may be prescribed by the Authority; or

(iii) which is a futures contract,

or such a proposed contract or arrangement;

- (iii) 在約定之未來時點，依約定之價格給付他方約定數量之貨幣；
- (b) 由(a)項所述及之交易人提供預付款、信用工具或貸款，直接或者間接地促進(a)項所述及之行為；或
- (c) 為促進(a)、(b)所述及之行為，於全權委託或非全權委託之基礎下，與他人締結協議或要約或誘引他人締結此等協議。

惟槓桿式外匯交易不包括與下列合約或協議有關之行為：

- (i) 依銀行法取得特許之銀行或依新加坡金融監管局法核准為金融機構之商人銀行所安排之合約或協議；
- (ii) 由主管機關所指定之人或從事主管機關所指定商業類型之人所安排之合約或協議；或
- (iii) 期貨合約，或此類之提議合約或協議。

從前段(a)項之文義可知，自營應為槓桿式交易商之業務類型之一，且由於以代理人身份從事槓桿式交易，亦需取得許可，故(a)亦應及於經紀業務。再者，依(b)項文義，提供槓桿額度(即信用)以促進槓桿式外匯交易，亦屬交易商之業務類型。至(c)段文義應可解為兩種業務類型，一為從事全權委託之資產管理行為，另一為交易輔助行為。

綜上，經營槓桿式外匯交易之業務類型可區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託之資產管理行為；及(3)交易輔助商。且銀行或商人銀行所從事之相同商業行為並不被論為槓桿式外匯交易，從而不受證券期貨法之規範。

## (二) 槓桿式能源交易及槓桿式貴金屬交易

本文研究對象中，槓桿式能源交易及槓桿式貴金屬交易，均受商品交易法之管制。蓋商品交易法之適用範圍，參照該法第 2 條規定，係包含：

- (1) 商品遠期合約；

- (2) 商品差價合約(any contract made pursuant to trading in differences with respect to a commodity)；
- (3) 槓桿式商品交易(any contract made pursuant to a transaction in leveraged commodity trading)；及
- (4) 商品現貨交易。

而所謂「商品」，依同條之定義，係指在以下交易中所涉及之任何一種產品、項目、貨物或商品：

- (1) 商品遠期合約；
- (2) 槓桿式商品交易；
- (3) 商品差價合約；
- (4) 商品現貨交易，

並包含這些商品之指數、權利和利益，以及部長經由政府公報而指定為商品之其他種類之指數、權利或利益。但不包含屬於商品期貨契約標的之任何產品、項目、貨物或商品或產品、項目、貨物或商品之指數、權利或利益。<sup>36</sup>

上揭「任何一種產品、項目、貨物或商品」，論諸實際，係包含一切之商品類型，惟依目前新加坡之實務，不受證券期貨法管理之商品，包含貴金屬及能源，其相關之交易合約始受商品交易法之管理<sup>37</sup>。

---

<sup>36</sup> "commodity" means any produce, item, goods or article that is the subject of any —

- (a) commodity forward contract;
- (b) leveraged commodity trading;
- (c) contract made pursuant to trading in differences; or
- (d) spot commodity trading,

and includes an index, right or interest in such commodity, and such other index, right or interest of any nature as the Board may, by notification in the Gazette, prescribe to be a commodity; but does not include any produce, item, goods or article that is the subject of a commodity futures contract and any index, right or interest in such produce, item, goods or article.

<sup>37</sup> PricewaterhouseCoopers, Singapore, *Memorandum on Singapore OTC Derivatives Regulations*, manuscript on file with the author, at 8(July 22, 2008)(詳本研究報告附件一)

而「槓桿式商品交易」，依商品交易法第2條之定義，係指<sup>38</sup>：

- (a) 一人以保證金為基礎，加入或提議加入，或促成或試圖促成他人加入或提議加入合約或協議（不包括商品期貨合約），而承諾依該合約協議之條款及條件，
  - (i) 根據商品在約定之未來時點價值之增加或減少，在契約當事人間作出調整；
  - (ii) 根據商品在約定之未來時點價值之增加或減少，給付他方當事人一定數量之金錢；或
  - (iii) 在約定之未來時點，依約定之價格給付他方約定數量之商品；
- (b) 由(a)項所述及之交易人提供預付款、信用工具或貸款，直接或者間接地促進(a)項所述及之行為；或
- (c) 為促進(a)、(b)所述及之行為，於全權委託或非全權委託之基礎下，與他人締結安排或要約或誘引他人締結此等安排。

由新加坡商品交易法對槓桿式商品交易之定義文字可知，其定義與槓桿式外匯交易為相同。是故經營槓桿式商品交易之業務類型亦可區分為：  
(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託之資產

---

<sup>38</sup> "leveraged commodity trading" means —

- (a) the act of entering into or offering to enter into, or inducing or attempting to induce a person to enter into or offer to enter into, a contract or an arrangement on a margin basis (other than a commodity futures contract) whereby a person undertakes as determined by the terms and conditions of the contract or arrangement —
  - (i) to make an adjustment between himself and another person according to whether a commodity is worth more or less, at a specified point in time;
  - (ii) to pay an amount of money determined or to be determined by reference to the change in value of a commodity over a specified period of time; or
  - (iii) to deliver to another person at an agreed future time an agreed amount of commodities at an agreed price;
- (b) the provision by any person referred to in paragraph (a) of any advance, credit facility or loan, directly or indirectly, to facilitate an act of the description referred to in that paragraph; or
- (c) the act of entering into or offering to enter into, or inducing or attempting to induce a person to enter into, an arrangement with another person (whether on a discretionary basis or otherwise) to enter into any contract to facilitate an act of the description referred to in paragraph (a) or (b);

管理行為；及(3)交易輔助商。

儘管法規面上業者得經營數種槓桿式商品業務類型，惟依目前新加坡主要交易商之網站顯示，目前業者多係從事自營業務，且多以差價合約(CFD)作為其主要商品。

### (三) 股票、利率、指數及外匯之差價合約

差價合約之基礎資產為股票、利率、指數及外匯者，均應受證券期貨法之規範。

「差價合約」一詞，在證券期貨法中並無特為論及(惟如本章結論所述，其應為槓桿式交易定義所涵蓋)，然鑒於差價合約在新加坡在店頭市場日漸風行<sup>39</sup>，為促進健全之風險管理，新加坡金融管理局於 2005 年 9 月發佈之「可接受擔保品及差價合約」報告(Consultation Paper: Acceptable Collateral and Contract for Differences)中，提議對差價合約設定最低保證金標準。其中，該報告對差價合約之交易特質有以下描述：「差價合約基本上是交易雙方於契約結束時，交換基礎資產於契約開始及結束時之價差，並乘以約定之單位數。差價合約投資人雖未持有基礎資產，但會承受相同之價格波動風險。<sup>40</sup>」、「作為投資工具之一種，權益證券差價合約有類似單一股票期貨之報酬特性，不過其係在店頭市場交易而非在交易所交易。資本市場服務執照持有人如與其客戶締結差價合約，則其即承受相對於客戶之風險，並且通常會向客戶收取初始保證金與維持保證金，以降低此種風險。<sup>41</sup>」其證券期貨法之

---

<sup>39</sup> 目前新加坡尚無在交易所交易之差價合約，見 PricewaterhouseCoopers, Singapore, *Supplementary Memorandum on Singapore OTC Derivatives Regulations*, manuscript on file with the author (July 22, 2008)(詳本研究報告附件二)

<sup>40</sup> Monetary Authority of Singapore, *Acceptable Collateral and Contract for Differences (Consultation Paper P011-2005)*, note 5 and accompanying text, at 1(Sep 2005)

<sup>41</sup> See note 40, at 8(Sep 2005)

子法，2006 年財務及保證金要求規則第二次修正條文<sup>42</sup>繼而於第 24A 條直接規定，凡與客戶進行差價合約交易者，應向客戶取得保證金(詳見後述)，該規則所明列之差價合約種類，基礎資產包括股票、指數、利率及外匯等。

#### (四) 基礎資產為一般商品之差價合約

基礎資產為貴金屬、能源之差價合約係商品交易法第 2 條明文規範之交易類型，蓋如前所述，凡不受證券期貨法管理之商品，均由商品交易法監理。準此，證券期貨法既已將差價合約之基礎資產股票、利率及外匯者納入規範。則差價合約之基礎資產非股票、利率及外匯者，即受商品交易法之監理。

#### (五) 小結

綜上所述，新加坡對於槓桿式交易及差價合約，係以基礎資產之種類，分別由證券期貨法及商品交易法加以管理：如基礎資產屬外匯或其他金融資產者，由證券期貨法監理；如基礎資產屬一般商品者，由商品交易法監理。茲將四研究對象適用之管制法規表示如下表：

證券期貨法	商品交易法
1. 槓桿式外匯交易 2. 以股票、利率、指數或外匯為 基礎資產之差價合約	1. 槓桿式貴金屬交易 2. 槓桿式能源交易 3. 以一般商品為基礎資產之差 價合約

## 二、 主管機關

由於新加坡對於槓桿式交易及差價合約，係以基礎資產之種類區分由證券期貨法或商品交易法加以管理，因此，亦產生二主管機關：由新加坡

<sup>42</sup>英文原名為 Financial and Margin Requirements for Holders of Capital Markets Services Licenses (Amendment No.2) Regulations 2006

金融管理局監管槓桿式外匯交易及以股票、利率指數或外匯為基礎資產之差價合約；由新加坡國際企業委員會監管槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及以一般商品為基礎資產之差價合約。

#### (一) 新加坡金融管理局

依新加坡金融管理局法，新加坡金融管理局係一個獨立法人，可以成為提起訴訟及應訴之主體，該法也規定了新加坡金融管理局之監管職權，包括貨幣監管權、銀行業監管權、保險業監督權及證券業監督權。在 2002 年 10 月 1 日與貨幣管理委員會合併後，新加坡金融管理局另取得了貨幣發行權<sup>43</sup>。

新加坡金融管理局法雖規定了新加坡金融管理局之職能，但是對於該局行使之權力之具體內容，則是由具體行業之法律規定金融管理局在該方面之具體權力。換言之，新加坡金融管理局在證券交易、期貨交易及外匯槓桿式交易之管理權限，係由證券期貨法加以具體規定。

#### (二) 新加坡國際企業委員會

新加坡國際企業委員會原名為新加坡交易發展委員會，係依 1983 年頒佈之新加坡國際企業委員會法(International Enterprise Singapore Board Act)而建立起來之機構。其如新加坡金融管理局，並非新加坡政府之附屬機構，而是一獨立法人，具有以自己之名義參加訴訟、取得或持有財產以及其他獨立法人所享有之權利和義務<sup>44</sup>。

依新加坡國際企業委員會法第 5 條第(1)項第(L)款之規定，促進及管理新加坡橡膠之期貨及遠期交易，以及委員會認為適當之一般商品期貨及遠期交易，為新加坡國際企業委員會主要職能之一。然新加坡國際企業對於新加坡國際企業委員會在期貨市場方面之監管權力，新加坡

---

<sup>43</sup>同註 32，頁 14

<sup>44</sup>同註 32，頁 14

國際企業委員會法未做具體規範，而係由商品交易法加以具體規定。

### 三、 投資人資格

證券期貨法及商品交易法均未就投資人之資格，包括財力、知識為任何限制，從而，本研究所涉之槓桿式外匯交易、槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及差價合約，任何投資人均得從事。惟對於業者必之監管強度，則會因投資人之風險承受度之不同而有所區別(詳見本章關於豁免規定之說明)。

### 四、 小結

茲將本節所述要點，彙整如下表所示：

商品類型	適用法律	主管機關
槓桿式外匯交易	證券期貨法	新加坡金融管理局
槓桿式貴金屬交易	商品交易法	新加坡國際發展委員會
槓桿式能源交易	商品交易法	新加坡國際發展委員會
以股票、利率指數或外匯為基礎資產之差價合約	證券期貨法	新加坡金融管理局
以一般商品為基礎資產之差價合約	商品交易法	新加坡國際發展委員會

## 第二節 槓桿式外匯交易之監理

證券期貨法及其子法對於槓桿式外匯交易業務，自特許執照之取得、經營者之會計及財務制度、應遵守之行為準則、從業人員之管理等，均設有相當程度之具體規定，對於違反者亦多設有刑事責任規定。此外，該法並賦予主管機關廣泛之規則制定權及調查權，以俾落實槓桿式外匯交易之管理。

### 一、 特許規範

### (一) 執照之特許

按證券期貨法第 82 條第(1)項規定，任何人無論係以本人或代理人身份經營管制交易者，原則上應取得資本市場服務執照(capital market service license)；違反者，依同條第 3 項處 3 年以下有期徒刑，或科或併科處新加坡幣 150,000 元以下之罰金；在持續違法之情況下，可對其判決後持續違法期間裡之每日或每部分加處新加坡幣 15,000 元以下之罰金。同法第 86 條第(1)項並規定，公司可以申請資本市場服務執照，以從事一項或多項管制交易。

準此，槓桿式外匯交易既為證券期貨法明列之七種管制交易之一，是欲經營槓桿式外匯交易業務者，均應取得資本市場服務執照，並就槓桿式外匯交易業務取得許可。至於經營之態樣，依照前述新加坡證券期貨法對槓桿式外匯交易之定義，經營槓桿式交易之業務類型可區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託之資產管理行為；(3)交易輔助商之仲介行為。

### (二) 特許執照之核發原則

依資本市場服務執照及代表執照核發指引<sup>45</sup>第 3 條以下之規定，資本市場服務執照之核發原則為：

- (1) 僅核發予公司組織。
- (2) 申請執照者在過去五年間，需在擬從事之管制交易或相關領域中有良好的紀錄。
- (3) 申請執照者受其國家管理機構之適當監督。
- (4) 申請執照者需使新加坡金融管理局相信其能迅速、誠實且公平地履行其義務。

---

<sup>45</sup> 英文原名為 Guidelines on Criteria for the Grant of a Capital Markets Services License and Representative License

- (5) 申請執照者需在新加坡境內有實體營業場所。
- (6) 申請執照者對於每一項所從事之管制交易，至少需雇用二名全職員工，且該員工均需取得該管制交易之代表執照。
- (7) 申請執照者需符合基礎資本<sup>46</sup>要求(Base Capital Requirement, BCR)：外匯槓桿式交易之基礎資本要求為新加坡幣 100 萬元<sup>47</sup>。
- (8) 新加坡金融管理局得視情形要求申請執照者需出具其母公司簽署之責任書(Letter of Responsibility)<sup>48</sup>或承諾書(Letter of Undertaking)<sup>49</sup>

新加坡金融管理局針對執照之核發一事，尚頒佈「適當準則之指引」<sup>50</sup>；該指引第 6 條規定，新加坡金融管理局會用下列標準決定相關人員(relevant person)<sup>51</sup>是否適任：

- (a) 誠實、誠信和名譽；
- (b) 能力；
- (c) 財務狀況。

至於各標準之具體考量因素則規定於該指引第 11 條以下。

若相關人員無法全數符合上述標準，並不會直接導致執照申請被拒絕、執照被撤銷或取消豁免資格；主管機關會考慮下列事項：

- (a) 相關人員未符合標準之程度及情形；

---

<sup>46</sup> 關於基礎資本之定義，依 2002 年財務及保證金要求規則第 2 條，為資本市場服務執照持有人最新財務報表之以下項目之加總：(1)普通股股本；(2)不可贖回且非累積特別股股本；(3)股本溢價；(4)依該規則第 19 條提列之準備金；(5)任何經查核之最新財務報表所載之未撥補盈餘或虧損，並減去任何於最新財務報表上所載之期中虧損。

<sup>47</sup> 資本市場服務執照及代表執照核發指引第 3.9 條。

<sup>48</sup> 母公司在責任書中保證其將監督申請執照者之營運、財務狀況、法令遵循、管理等事項。

<sup>49</sup> 承諾書中需具明母公司願為申請執照者之負債負責之金額。

<sup>50</sup> 英文原名為 Guidelines on Fit and Proper Criteria。

<sup>51</sup> 關於相關人員之定義，見該指引第 5 條。

- (b) 未符合標準與相關人員職責之攸關性；
- (c) 相關人員未符合標準已歷時多久。

倘相關人員為公司組織，該準則第 8 條規定：

- (a) 所有大股東 (all of its substantial shareholders) 必須符合標準；
- (b) 所有董事及執行長必須符合標準；
- (c) 該公司須設置適當之人員選任政策及內部控制系統及程序，以合理確保公司員工符合標準。

最後，證券期貨法第 91 條規定，主管機關得於核發、更新或變更資本市場服務執照時，要求申請人於提出申請時，以主管機關決定之方式，就該執照提交主管機關規定數額之現金保證金或其他形式之保證金。主管機關並得就保證金之使用範圍作出規定。

### (三) 目前取得執照者

目前取得槓桿式外匯交易執照之公司共計十七家，分別為<sup>52</sup>：

- (1) Citigroup Global Markets Singapore Pte Ltd.
- (2) City Index Asia Pte Ltd.
- (3) CMC Markets Singapore Pte Ltd.
- (4) Custom House Currency Exchange (Singapore) Pte. Limited.
- (5) DBS Vickers Securities (Singapore) Pte Ltd.
- (6) Goldman Sachs (Singapore) Pte
- (7) G.K. Goh Financial Service(s) Pte. Ltd.
- (8) IG Asia Pte Ltd.
- (9) Lehman Brothers Singapore Pte Ltd.

---

<sup>52</sup> 資料來源：[http://www.mas.gov.sg/fi\\_directory/index.html](http://www.mas.gov.sg/fi_directory/index.html) (Last visited: 20 August 2008)

- (10) MF Global Singapore Pte Limited
- (11) Morgan Stanley Asia (Singapore) Pte
- (12) Newedge Derivatives Singapore Pte Ltd
- (13) OCBC Securities Private Limited
- (14) Ong First Tradition Pte Ltd.
- (15) Phillip Futures Pte Ltd.
- (16) Saxo Capital Markets Pte. Ltd.
- (17) UOB Bullion and Futures Limited.

## 二、 豁免規定

### (一) 受豁免機構

從事管制交易雖以取得資本市場服務執照為原則，惟證券期貨法第 99 條第(1)項規定，下列機構如從事受管制交易，毋庸取得資本市場服務執照<sup>53</sup>：

---

<sup>53</sup> Section 99 — (1) The following persons shall be exempted in respect of the following regulated activities from the requirement to hold a capital markets services licence to carry on business in such regulated activities:

- (a) any bank licensed under the Banking Act (Cap. 19) in respect of any regulated activity;
- (b) any merchant bank approved as a financial institution under the Monetary Authority of Singapore Act (Cap. 186) in respect of any regulated activity which it is approved to carry out under that Act;
- (c) any finance company licensed under the Finance Companies Act (Cap. 108) in respect of any regulated activity that is not prohibited by that Act or for which an exemption from section 25 (2) of that Act has been granted;
- (d) any company or society registered under the Insurance Act (Cap. 142) in respect of fund management for the purpose of carrying out insurance business;
- (e) (Deleted by Act 1/2005)
- (f) any securities exchange, futures exchange, recognised market operator or approved holding company in respect of any regulated activity that is solely incidental to its operation of a securities market or futures market or to its performance as an approved holding company, as the case may be;
- (g) any designated clearing house in respect of any regulated activity that is solely incidental to its operation of a clearing facility; and
- (h) such other person or class of persons in respect of any regulated activity as may be exempted by the Authority.

- (a) 任何依銀行法取得執照之銀行；
- (b) 任何依新加坡金融監管局法被核准為金融機構之商人銀行，而該銀行依該法被核准從事管制交易；
- (c) 任何根據金融公司法取得執照之金融公司，而該金融公司所從事之管制交易不被該法所禁止，或金融公司法第 25 條第(2)款已對其豁免；
- (d) 從事保險業務之目的而任何根據保險法註冊之公司或團體，其係為經營其保險業務而進行基金管理；
- (e) 已刪除；
- (f) 任何證券交易所、期貨交易所、法定之市場經營者或經核准之控股公司，倘其所從事之管制交易係附隨於其證券市場、期貨市場或作為法定控股公司之經營過程；
- (g) 任何經指定之結算所，倘其所從事之管制交易係附隨於其結算機構之經營過程；
- (h) 其他經主管機關豁免之人。

論諸實際，由於證券期貨法在槓桿式外匯交易之定義中，業已排除由依銀行法取得許可之銀行或依新加坡金融監管局法被核准為金融機構之商人銀行所從事之外匯交易，故上開豁免規定對於槓桿式外匯交易而言，僅自(c)款以下始有實益。

綜觀證券期貨法第 82 條及第 99 條第(1)項規定可知，儘管證券期貨法規定凡經營槓桿式交易者，均應取得許可，故係採功能性立法之監理方式，然其又將依銀行法核准之銀行及獲新加坡金融管理局法許可之商人銀行等金融機構豁免於監理範圍外，而回歸個別業法加以監理，因而形成以功能性為主，行業別為輔之監理路徑。

## (二) 特別豁免規定

依證券期貨法 2002 年執照與商業行為規則<sup>54</sup>附表二第 4 條之規定，從事槓桿式外匯交易者如符合下列情形，亦毋庸取得資本市場服務執照：

(a) 該人

(i) 係為自己之利益而進行交易，且交易之對象為其關係企業或關係人

(ii) 係為自己或其關係企業<sup>55</sup>或關係人<sup>56</sup>之利益而進行交易，且交易係透過下列之人而進行

(A) 取得資本市場服務執照而得從事槓桿式外匯交易之人；

(B) 依銀行法取得執照之銀行；

(C) 依新加坡金融監管局法被核准為金融機構之商人銀行；

(D) 依其他國家法令核准從事銀行業務之銀行

(E) 依其他國家法令核准從事槓桿式外匯交易之公司

(b) 槓桿式外匯交易僅係附隨於其基金管理業務者。

(c) 交易對象僅為合格投資人<sup>57</sup>者。

(三) 受豁免人之管制法規適用

豁免取得資本市場服務執照者，並非完全不受證券期貨法之管制。證

---

<sup>54</sup> 英文原名為 Securities and Futures(Licensing and Conduct of Business) Regulation 2002

<sup>55</sup> 關係企業依證券期貨法第 2 條之定義，與公司法第 4 條第(1)項同義，係指(a)一公司之控股公司；(b)一公司之子公司；(c)一公司之控股公司之子公司。

<sup>56</sup> 關係人依該準則附表二第 1 條之定義，係指：(a)配偶、子、養子、繼子、女、養女、繼女、父、養父、繼父、母、養母、繼母、兄、繼兄、姊及繼姊；或(b)該人及(a)款所提及之人得分別或聯合控制 50%以上之表決權數之公司。

<sup>57</sup> 合格投資人依證券期貨法第 4A 條之定義，係指：(i)自然人(a)其淨個人資產超過 2,000,000 新加坡元(或相當之外國幣值)，或主管部門可能規定之代替上述數額其他數目；或(b)其在前 12 個月的收入不少於 300,000 新加坡元(或相當的外國幣值)，或主管部門可能規定的代替上述數額的其他金額；(ii)公司，其淨資產價值超過 10,000,000 新加坡元(或相當之外國幣值)，或主管部門可能規定之代替上述數額的其他金額；該金額通過下述內容決定(A)最近一期經查核之公司資產負債表；或(B)當公司未被要求定期準備已查核報表時，經該公司驗證之公司資產負債表，以對資產負債表日為止作出正確而公平之評價，該資產負債表日期應在前 12 個月內；

(iii) 主管部門規定之信託之受託人，當其執行職能時；或

(iv) 主管部門規定之其他人員。

券期貨法第 99 條第(4)項即規定，主管機關得以規則(Regulations)或通知(Notice)之方式，管理豁免取得資本市場服務執照者及其代表之相關事項。該法第 99 條第(5)項規定，違反主管機關所定事項者，處新加坡幣 50,000 元以下之罰金；在持續違法之情況下，可對其判決後持續違法期間裡之每日或每部分加處不超過新加坡幣 5,000 元之罰金。

承此，2005 年執照與商業行為準則第 54 條規定<sup>58</sup>，證券期貨法第 104(客戶資產之處理)、104A(不得使用客戶資本或其他資產清償債務)、105(罰則)、118(給予成交單)、122(客戶訂單之優先)、125 至 129 條(風險揭露等事項)，該準則第 3 部分(有關客戶之金錢與資產之管理，第 15 至 38 條)及該準則 14 條第(4)項(豁免取得執照者之通知義務)、第 39 條(3)(4)(5)項(帳冊)、第 42 條(成交單)、第 44 至 47 條(時戳、證券融資、廣告行為、交易標準)及第 56 條(過渡條款)等規定，對於銀行、商人銀行及金融公司準用之。

惟如前所述，槓桿式外匯交易之定義業已排除銀行與商人銀行從事之相關活動，故 2005 年執照與商業行為準則第 54 條規定對於槓桿式外匯交易而言，應僅適用於金融公司。

#### (四) 受豁免人之通知及確保義務

依證券期貨法之子法 2005 年執照與商業行為規則<sup>59</sup>第 14 條第(4)款之規定，依證券期貨法第 99 條第(1)項第(a)(b)(c)或(d)款豁免取得資本市場服務執照者，應於從事管制交易後之 14 天內，通知主管機關。第 14 條第(5)項第(a)款規定，依證券期貨法第 99 條第(1)項第(a)(b)(c)(d)(f)(g)款豁免取得資本市場服務執照者，應確保：(1)其為正當適任之人；及

---

<sup>58</sup> Regulation 54(1) of the principal Regulations is amended by deleting the word sections 118, 122 and 125 to 129 of the Act, Part III of these regulations and regulations 39(3), (4) and (5) and 45 to 47 and substituting the words sections 104, 104A, 105, 118, 122 and 125 to 129 of the Act, Part II of these Regulations and regulations 14(4), 39(3), (4) and (5), 42, 44 to 47 and 56.

<sup>59</sup> 英文原名為 Securities and Futures(Licensing and Conduct of Business)(Amendment)Regulations 2005

(2)其代表為正當適任之人。第 14 條第(5)項第(b)款規定，依 2002 年準則附表二第 4(1)(c)豁免取得資本市場服務執照者，即與合格投資人從事管制交易者，應確保：(1)其為正當適任之人；(2)其代表為正當適任之人；(3)其董事或相同職務之人為正當適任之人。

另針對槓桿式外匯交易，2002 年執照與商業行為規則附表二第 4 條第(5)項亦規定，因與合格投資人從事槓桿式外匯交易而無須取得資本市場服務執照者，依法負有下列義務：

- (1) 採取合理之措施，以確保與其槓桿式外匯交易之人確為合格投資者；
- (2) 確保任何足以證明合格投資人狀態之文件已被適當保存。

### 三、從業人員之管理

依證券期貨法第 83 條規定，除非取得資本市場服務代表執照 (Representative's license)，否則不得於管制交易中擔任代表 (representative)。惟倘係豁免取得資本市場服務執照之人之代表，且

- (a) 該代表從事之管制交易之類型與範圍，與該豁免人從事之管制交易之類型與範圍相同，且
- (b) 該代表從事之管制交易之方式，與該豁免人從事之管制交易之方式相同，

則該代表無需取得執照。

證券期貨法第 87 條規定進一步規定，任何個人得依主管機關所規定之格式及方式，向主管機關申請代表執照，以代表從事一項或多項管制交易。為核發代表執照，主管機關應於執照中註明該執照係與何種管制活動有關，並註明該執照係與何資本市場服務執照持有人有關。

至於資本市場服務代表執照之具體核發標準，則於前述「適當準則之指

引」及「資本市場服務執照及豁免金融機構之代表之最低核准及考試要求之通知」(Notice on Minimum Entry and Examination Requirement for Representatives of Holders of Capital Markets Services License and Exempt Financial Institutions)設有進一步規定。

#### 四、財務規範

證券期貨法對於資本市場服務執照持有人之財務規範，涉及包括基礎資本及調整後淨資本之維持、會計帳簿之製作、財務報表之申報及客戶資產之管理等項目，茲分述如下：

##### (一) 基礎資本要求

證券期貨法之子法 2002 年財務及保證金要求規則<sup>60</sup>第 4 條規定，從事外匯槓桿式交易業務者，其基礎資本(base capital)不得低於基礎資本要求(新加坡幣 100 萬元)；倘持有執照者未能遵守，或其預見將無法遵守，應立即通知主管機關。對於無法維持最低基礎資本要求者，主管機關得為以下處分：

##### (1) 要求執照持有者：

- (a) 停止增加部位、證券融資、為管理目的接受資金、為保管目的接受資產；
- (b) 將全部或一部之投資者部位、保證金、擔保品、資產或帳戶移轉予其他持有執照者；
- (c) 以主管機關所定之方式營業；
- (d) 停止全部或一部之外匯槓桿式交易，

##### (2) 吊銷執照。

倘執照持有者未依主管機關指示，主管機關得吊銷執照。

---

<sup>60</sup> 英文原名為 Financial and Margin Requirements for Holders of Capital Markets Services Licenses Regulations 2002

## (二) 調整後淨資本要求

2002 年財務及保證金要求規則第 11 條規定，持有外匯槓桿式交易執照者，其調整後淨資本不得低於新加坡幣 200 萬元或最低調整後淨資本要求(adjusted net capital requirement)<sup>61</sup>之孰高者；如低於上開標準，應立即通知主管機關。對於調整後淨資本不符規定者，主管機關得為下列處分：

### (1) 要求執照持有者為：

- (a) 每週提供財務報表，直到調整後淨資本連續八週符合規定為止；
- (b) 停止增加部位、證券融資、為管理目的接受資金、為保管目的接受資產；
- (c) 將全部或一部之投資者部位、保證金、擔保品、資產或帳戶移轉予其他持有執照者；
- (d) 以主管機關所定之方式營業；
- (e) 停止全部或一部之外匯槓桿式交易，直到符合規定為止。倘執照持有者未依主管機關指示，主管機關得吊銷執照。

倘執照持有者之調整後淨資本連續四週低於上開規定，其執照即為失效。

## (三) 會計帳簿要求

證券期貨法對於資本市場服務執照持有人之會計帳簿要求，係規定於該法第 102 條。該條規定：

### (1) 資本市場服務執照持有人應該：

- (a) 製作帳簿，以充分地反映其業務交易和財務狀況，並且可以隨時提供真實和公平的損益表和資產負債表；

---

<sup>61</sup> 有關調整後淨資本及調整後淨資本要求之定義，見 2002 年財務及保證金要求規則附表五第 2 段及第 3 段。

- (b) 製作帳簿，且該帳簿能方便而合理地被查核。
- (2) 依本條規定製作之資本市場服務執照持有人之帳簿中之分錄，視為由該執照持有人製作者或其授權製作者。
- (3) 資本市場服務執照持有人應保存帳簿不少於五年時間。
- (4) 資本市場服務執照持有人應該：
  - (a) 以主管機關規定或書面通知之格式與方式，提供報告與記錄；  
並且
  - (b) 提供主管機關要求與其業務相關之資訊。
- (5) 主管機關得就會計帳簿之事項制定規則，包括資本市場服務執照持有人應以主管機關規定之格式與方式製作帳簿。

為確保資本市場服務執照持有人確實遵守會計帳簿要求，證券期貨法第 103 條規定，資本市場服務執照持有人無故違反第 102 條第(1)(3)(4)項或任何依第 102 條第(5)項制定之規則者，處新加坡幣 50,000 元以下之罰金，在持續違法之情況下，可對其判決後持續違法期間裡之每日或每部分加處新加坡幣 5,000 元以下之罰金。至於帳簿應記載之具體內容，2002 年執照與商業行為準則第 39 條規定如下：

- (1) 資本市場服務執照持有人應以英文製作帳簿，並記載：
  - (a) 客戶資料；
  - (b) 任何為客戶欠款擔保之人，任何得就客戶帳戶指示執照持有人交易之人，或任何有交易權限或控制客戶帳戶之人；
  - (c) 客戶之風險特徵，包括執照持有人認為客戶適合何種商品；
  - (d) 代理客戶所進行交易之特徵，包括：
    - (i) 關於該交易之描述及該交易之標的；
    - (ii) 交易價格及交易費用；
    - (iii) 該客戶之名稱；
    - (iv) 該交易相對人之姓名；
    - (v) 交易日、結算日或交割日；

- (e) 依客戶別之記錄，包括：
  - (i) 自客戶收取資產之金額與描述，其收取資產之日期；
  - (ii) 移轉至信託或保管帳戶之資產，或自信託或保管帳戶移轉出之資產，其移轉日期及數量；
  - (iii) 自信託或保管帳戶領取資產者，領取之日期、數量及目的；
  - (iv) 自信託或保管帳戶處分擔保品者，處分之日期、數量及原因。

(2) 資本市場服務執照持有人應以英文製作帳簿，並包含下列文件：

- (a) 除合格投資人外，每位客戶之授權書或其他類似文件，使執照持有人得全權操作客戶之帳戶；
- (b) 執照持有人與客戶簽訂之契約；
- (c) 依證券期貨法第 128 條第(1)項第(b)款取自客戶之承認書；
- (d) 依證券期貨法第 128 條第(2)項取自客戶之承認書；
- (e) 自客戶取得資產時，客戶所出具載明孰為資產登記所有權人之承諾書；
- (f) 每份由執照持有人於營業過程中準備或收到之訂單，無論有無成交、修改或取消；
- (g) 每份發給現在或潛在客戶之報告、信函、手冊、備忘錄、出版品、廣告及其他文件或意見；
- (h) 每份每份由執照持有人於營業過程中準備或收到之報告、報表、信函、期刊、分類帳、發票及其他紀錄、資料或備忘錄；
- (i) 證券交易、期貨交易及槓桿式外匯交易之書面確認及每筆交易之成交單及對帳單。

#### (四) 財務報表之申報

證券期貨法對於資本市場服務執照持有人之財務報表等事項，規定於第 107 條以下，茲分述如下：

證券期貨法第 107 條首先規定資本市場服務執照持有人應申報財務報

表之時間。該條規定，

- (1) 資本市場服務執照持有人應該在每一會計年度
  - (a) 準備製作年終真實而公正之損益表及資產負債表；並且
  - (b) 在該會計年度結束後 5 個月內，或主管機關依本條第(2)項同意之延長期內，向主管機關提供上述損益表及資產負債表，並附以查核人員對該等損益表及資產負債表所做之查核報告。
- (2) 當資本市場服務執照持有人向主管機關申請延長本條第(1)項規定之 5 個月期限，且主管機關認為有特別原因需要延期時，主管機關可以在設定其認為必要之條件或限制之下，對其延長不超過 4 個月之期限。
- (3) 任何資本市場服務執照持有人違反本條第(1)項者，得在其延遲申報之期間內，每日或每部分處以新加坡幣 500 元以下之罰款，但累計罰款不超過新加坡幣 50,000 元。
- (4) 任何資本市場服務執照持有人違反本條第(2)項者，處新加坡幣 50,000 元以下之罰款。
- (5) 主管機關如認資本市場服務執照持有人委任之查核人員履行職責之表現不足時，得(a)隨時該示該資本市場服務執照持有人撤換之；並(b)指示該資本市場服務執照持有人在可能之情況下，盡快委任其他查核人員，該資本市場服務執照持有人應該遵照該指示執行。

而對於財務報表查核人員在查核工作中可能發現之異狀，證券期貨法第 108 條課以查核人員報告之義務。該條規定，當作為資本市場服務執照持有人之查核人員於履行其職責時意識到：

- (a) 任何事項，其認為嚴重影響了或可能嚴重影響該執照持有人之財務狀況；或
- (b) 任何事項，其認為構成了或可能構成對本法任何條款之違反，或者涉及欺詐或詐騙行為；或

- (c) 任何已經或可能對執照持有人之帳目造成嚴重影響之不合常規情況，包括任何影響或危及或可能影響或危及其客戶之資金或其他財產之不合常規情況時，查核人員應該立即：
- (i) 向主管機關提交關於上述事項或不合常規之情況之書面報告；
  - (ii) 當執照持有人是證券交易所或期貨交易所之會員時，則應根據情況，向該證券交易所或期貨交易所提交該報告之複本。

另外，證券期貨法第 112 條規定，資本市場服務執照持有人應該採取合理措施防止其按本法製作之帳簿被篡改，並促使帳簿被篡改之部分易於發現。

#### 五、 分離帳戶之相關規範

證券期貨法對於資本市場服務執照持有者收到或持有之客戶資產之管理，係規範於該法第 103 條以下，並另於 2002 年執照與行為準則再作進一步規範，茲將重要者分述如下：

證券期貨法第 103A 條首先對客戶之「資金或其他財產」作出定義。其規定，「資金或其他財產」係指資本市場服務執照持有人在業務過程中，收到之或持有之資金或者存放於資本市場服務執照持有者處，而需對客戶負責之資金或其他財產，及該等資金或其他財產以及包括之後產生之任何資金或其他財產。而第 104 條則規定執照持有人收到客戶之資金或其他財產時之應有處置：

- (1) 資本市場服務執照持有人就其自客戶收到，或為客戶而收到之資金或其他財產，應
  - (a) 僅依其收到資金或其他財產之同時或之前，基於客戶同意之目的，使用該資金或其他財產；
  - (b) 依法定之方式暫停使用、支付或存放該等資金或其他財產；以

及

(c) 依本法之條款，就客戶之資金或其他財產，為每個客戶製作並保留獨立之帳簿。

(2) 主管機關得對資本市場服務執照持有人對該資金或其他財產之處分，制定規則。

證券期貨法第 104A 條規定，除證券期貨法或其子法另有規定者外，所有從客戶處收到，或為客戶而收到之金錢或其他財產，或以第 104 條第(1)項第(b)款規定之方式存放之金錢或其他資產：

(a) 不得用以清償資本市場服務執照持有人之債務；及

(b) 不得因法院之命令或程序而被支付或被執行。

針對無故違反第 104 條第(1)款或任何依第 104 條第(2)款制定之規則者，第 105 條規定：

(a) 在故意詐欺而違法之情況下，處新加坡幣 150,000 元以下之罰金，在持續違法之情況下可對其判決後持續違法期間每日或每部分加處新加坡幣 15,000 元以下之罰金；

(b) 在其他情況下，處新加坡幣 15,000 元以下之罰金，在持續違法之情況下，可對其判決後持續違法期間裡之每日或每部分加處新加坡幣 5,000 元以下之罰金。

延續證券期貨法之基本規定，2002 年執照與行為規則第 15 條以下進一步規範客戶資產之具體處理方式。針對信託帳戶之使用，該規則第 16 條規定：

(1) 資本市場服務執照持有者，

(a) 應將自客戶收取之金錢視為客戶之財產；

- (b) 應將客戶之金錢存入信託帳戶，或其他由客戶所指定之帳戶；
  - (c) 不得將客戶之金錢與其自身之金錢混同，或將客戶之金錢用作擔保、保證或充當保證金。
- (2) 資本市場服務執照持有者應將客戶之金錢於收受之當天存入信託帳戶。
- (3) 自不同客戶收取之金錢得存入同一信託帳戶。

而關於信託帳戶之開立，該規則第 17 條規定，資本市場服務執照持有者應將信託帳戶開立於以下金融機構：

- (a) 依銀行法設立之銀行；
- (b) 依新加坡金融管理局法核准為金融機構之商人銀行；
- (c) 依金融公司法設立之金融公司。

此外，該規則第 18 條規定，資本市場服務執照持有者應於信託帳戶開立前，向金融機構取得以下承諾：(a)所有存放於信託帳戶之金錢不得與客戶積欠該金融機構之負債相抵銷；(b)所有存放於信託帳戶之金錢應與該客戶於該金融機構之帳戶分離。第 22 條並規定，除另有約定外，任何信託帳戶中所生之孳息應由客戶取得。

執照持有者與客戶資金或其他財產之分離並非沒有例外。該規則第 23 條即規定：

- (1) 資本市場服務執照持有者得於符合下列各款情形時，將其自身之金錢存入信託帳戶：
- (a) 為避免信託帳戶之資金不符保證金要求；
  - (b) 為確保存放於銀行之信託帳戶之資金之充足。
- (2) 資本市場服務執照持有者如將其自身之金錢存入信託帳戶，得就該金錢享有信託帳戶之孳息。

最後，該規則第 37 條規定，

- (1) 資本市場服務執照持有者至少應於每營業日結束前，計算存放於客戶信託帳戶及保管帳戶之金錢與財產之金額；
- (2) 資本市場服務執照持有者應依證券期貨法第 102 條規定保存前項計算之結果。

## 六、 交易記錄之相關規範

### (一) 成交單之給予

成交單之給予，係以證券期貨法第 118 條為基本規定。該條規定，資本市場服務執照持有人，應在進行交易後，給予交易相對人載有規定內容之成交單，或取得以其名義簽發之該等成交單。至於成交單應記載之事項，2005 年執照與商業行為規則第 42 條規定，持有槓桿式外匯交易執照者依證券期貨法第 118 條提供予客戶之成交單，應記載：

- (1) 執照持有者之名稱，及執照持有者之主營業所
- (2) 倘執照持有者係從事槓桿式外匯交易業務，表示如此之陳述
- (3) 成交單給予對象之名稱及地址
- (4) 交易發生日期
- (5) 槓桿式外匯交易所涉之外匯金額
- (6) 槓桿式外匯交易每單位之價格、交易對價、佣金比率、佣金金額、印花稅或其他相關之稅捐。

至於交易單之給予期限，2005 年執照與商業行為規則第 42 條規定至遲應於交易發生之次日給予客戶。

### (二) 對帳單之給予

提供對帳單之義務，為 2002 年執照與商業行為規則第 40 條所明定。該條規定，資本市場服務執照持有人應每月提供客戶對帳單，並記載下列事項：

- (1) 客戶之槓桿式外匯交易部位、客戶取得該部位時之價格，及客戶未實現之利得或損失；
  - (2) 在對帳期間內，所有向客戶索取之財務費用及其他費用；
- 該條並規定，執照持有者另應至少每季給予客戶有關其外匯槓桿式交易部分及現金餘額之對帳單

### (三) 交易時點之記錄

關於交易時點之紀錄，2002 年執照與商業行為規則第 44 條規定，資本市場服務執照持有人，在收到客戶之下單、下單之修改或下單之取消時，應

- (a) 以書面紀錄客戶之指示，包括客戶帳戶號碼及下單號碼；
- (b) 以時戳方式(time-stamping)或其他計時設備記載下單、下單之修改或下單之取消之時間；
- (c) 當持有執照者執行客戶之下單時，應立即以書面記錄該交易，包括客戶帳戶號碼、下單號碼及以時戳方式或其他計時設備紀錄交易執行之時間。

## 七、 行為規範

### (一) 特定聲明之禁止

依證券期貨法第 117 條規定，資本市場服務執照持有人不能聲明或暗示，或有意允許用任何方式對任何當事人聲明或暗示，其能力或資格已經取得主管機關之核准。惟聲明自己係從事受管制交易之資本市場服務執照持有人之陳述則不在此限。

## (二) 客戶訂單之保密

2002 年執照與商業行為規則第 47 條規定，資本市場服務執照持有人及其代表，不得為自己或他人之利益，保留或撤回客戶之訂單。資本市場服務執照持有人及其代表，亦不得洩漏客戶訂單之內容，除非

- (a) 係為訂單之有效執行；
- (b) 係基於相關法規之要求。

## (三) 禁止行為

證券期貨法對於資本市場服務執照持有人，在該法第 12 章設有「市場行為」規範，其中第 2 節(第 205 條以下)係針對期貨合約及槓桿式外匯交易而設，違反者依該法第 212 條規定，得處七年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 250,000 元以下之罰金。

首先，證券期貨法第 206 條規定，任何人不得製造或採用任何手段試圖或有可能製造與槓桿式外匯交易有關之虛假或誤導他人之積極活動現象，或與槓桿式外匯交易有關之虛假或誤導他人之市場或價格現象。其次，證券期貨法第 207 條規定，任何人不得故意執行或表明其已執行與槓桿式外匯交易有關之外匯買賣指令，而實際上卻未依該指令從事買賣。

再者，證券期貨法第 209 條規定，任何人不得以下列方式促使或試圖促使他人從事期貨交易或槓桿式外匯交易：

- (a) 製作或發佈任何他明知或合理情形下應知為不實、誤導或欺騙性之陳述、承諾或預測；
- (b) 隱匿任何重大事實；
- (c) 因重大過失而製作或發佈任何不實、誤導或欺騙性之陳述、承諾或預測；

- (d) 紀錄或儲存，包括以任何機器、電子或其他設備，任何其所明知為不實或誤導性之資訊。

另外，證券期貨法第 210 條規定，任何人不能直接或間接就槓桿式外匯交易

- (a) 採用任何手段、陰謀或技巧進行欺詐；
- (b) 參與任何行動、實務或商業行為，其係對任何人進行或有可能進行欺詐或欺騙性操作；
- (c) 對重大事項作出虛假陳述；或
- (d) 未陳述在當時情況下可以避免誤導他人之重大事實。

最後，證券期貨法第 211 條規定，任何人不得傳播、散布下述陳述或資訊，或者授權他人傳播、散布陳述或資訊，或涉入傳播或散布陳述或資訊，而該陳述或資訊之內容是：就其所知，槓桿式外匯交易之市場經營違反第 206 條至第 210 條規定，使與槓桿式外匯交易相關之外匯交易價格將會，或有可能，倘

- (a) 該人或與其相關之人已經進行該等市場經營行為；或
- (b) 該人或與其相關之人因傳播、散布，授權傳播、散布有關資訊或陳述，或涉入傳播、散布資訊或陳述而獲得了或者期望獲得對價或利益。

## 八、 風險揭露

向客戶揭露交易之風險，為證券期貨法明文課以執照持有人之義務。依證券期貨法第 128 條規定，經營期貨交易或槓桿式外匯交易業務者，應以主管機關規定之格式及內容，向客戶提供獨立之書面風險揭露文件，且必須取得客戶所簽署並註明日期之承認書，表明該客戶已收到及理解風險揭露文件之性質及內容，否則不應為客戶開設槓桿式外匯交易帳

戶。至於風險揭露之具體內容，新加坡金融管理局則以有表格十三(Form 13)規範揭露之主要項目。

經營槓桿式外匯交易業務者如未遵守證券期貨法第 128 條規定，同法第 129 條規定可處三年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 50,000 元以下之罰金。

## 九、 主管機關之權限

新加坡金融管理局被證券期貨法賦予廣泛之監管權力，包括交易所建立之核准、期貨市場建立之規範、管制交易執照之核發、交易行為規則之頒佈等。證券期貨法還賦予新加坡金融管理局其不同類型之權力，包括規章制訂權、命令發佈權等抽象行政權力，以及帳簿查閱權、調查權、特定事項審理權等具體行政權力<sup>62</sup>。證券期貨法對於證券交易、期貨交易及槓桿式外匯交易之管理，賦予新加坡金融管理局廣泛之命令發佈權及調查權。

### (一) 規則制定權

證券期貨法第 100 條規定，主管機關得制定與核發資本市場服務執照或代表執照有關之規則，及制定適用於執照持有人、受豁免主體、受豁免主體之代表須遵守之事項<sup>63</sup>。主管機關制定之規則中得規定違反者係構成犯罪，對每項犯罪行為得處一年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 100,000 元以下之罰金；若犯罪具有繼續性，可對判決後繼續違法期間裡之每日加處不超過該犯罪行為最高罰金百分之十之罰金。

另證券期貨法第 123 條規定，主管機關得就資本市場服務執照持有人或其代表從事之管制交易中之商業行為，制定規則，包括：

---

<sup>62</sup>同註 32，頁 8

<sup>63</sup>目前新加坡金融管理局發布之規則與槓桿式外匯交易相關者，主要為：財務及保證金要求規則及執照與商業行為規則。

- (1) 禁止資本市場服務執照持有人或代表其使用引人誤解或詐欺性之廣告，並對執照持有人或代表其刊登廣告設定條件或限制；
- (2) 規定客戶合約中所包含之條件或條款，且除非主管機關就特定之條件或條款有其他指示外，該等條件或條款被認為是該客戶合約之重要部分，不論該客戶合約之條款是否另有意圖；
- (3) 規定資本市場服務執照持有人在簽訂客戶合約時應向客戶提供之以及之後隨時應客戶之要求向其提供之資訊：有關執照持有人之業務及身份情況，以及任何客戶所聯繫之執照持有人之代表之狀況之資訊；
- (4) 要求資本市場服務執照持有人及其代表，就其每一個客戶，確定有關執照持有人身份及與該執照持有人所提供服務相關之財務狀況、投資經驗及投資目標相關之特定事項，同時說明為達到此目的所需採取之措施；
- (5) 要求資本市場服務執照持有人及其代表，在向其客戶提供有關資本市場商品之資訊及建議時，保證其提供給客戶之資訊和建議之適宜性，同時說明為達到此目的所需採取之措施；
- (6) 要求資本市場服務執照持有人及其代表，向客戶揭露其推薦給客戶之資本市場商品之金融風險，同時說明為達到此目的所需採取之措施；
- (7) 要求資本市場服務執照持有人及其代表，向客戶揭露執照持有人或其代表，從推薦給客戶之資本市場產品有關之第三方獲得或將獲得之佣金或利益，同時說明為達到此目的所採取之措施；
- (8) 除非在規定之情況下，禁止資本市場服務執照持有人及其代表，代表其客戶實現交易；
- (9) 規定資本市場服務執照持有人及其代表，可以使用與客戶之事務相關之資訊及條件；
- (10) 要求資本市場服務執照持有人及其代表採取措施避免與其客戶間之利益衝突，同時規定潛在之或實際衝突存在之情況下需採取之措施；
- (11) 規定資本市場服務執照持有人如能從其他資本市場服務執照持有人

處，因介紹業務作為對價而獲得之財產或服務之情形；

- (12) 規定允許資本市場服務執照持有人之代表為自己之帳戶進行證券或期貨合約交易之情形，以及條件和限制；
- (13) 規定與資本市場服務執照持有人及其代表，從事管制交易之之實務及行為；
- (14) 規定在符合一定條件或限制下，本章之所有或特定條件，不適用於特定類別之執照持有人或其代表，或不適用於特定類別之資本市場商品。

## (二) 帳簿查核權

倘執照持有人之財務報表申報情形發生異常，主管機關得依循證券期貨法第 109 條規定查核執照持有人之財務報表。申言之：

- (1) 當：
  - (a) 資本市場服務執照持有人沒有依第 107 條之規定申報查核報告；或
  - (b) 主管機關收到了依第 108 條規定製作之報告時，主管機關得為執照持有人，執照持有人之客戶或公眾之利益，以書面委任一名查核人員，在總體上或特定事項，對執照持有人之帳簿進行查核。
- (2) 當該主管機關認為其依本條第(1)款委任之查核人員之全部或部分成本與花費應該由資本市場服務執照持有人承擔，主管機關得以書面方式，命該執照持有人，在一定之時間內，以一定之方式，支付全部或部分之成本與花費。
- (3) 倘資本市場服務執照持有人沒有遵照本條第(2)項，主管機關得將應承擔成本與花費作為民事債務，提起訴訟作為追索。
- (4) 依本條第(1)款被委任之查核人員應就其查核之結果，向主管機關提交報告。

至於主管機關委任之查核人員之具體權限，證券期貨法第 110 條規定：

- (1) 為進行對資本市場服務執照持有人帳簿查核之目的，依第 109 條受任之查核人員得
  - (a) 查核任何與帳簿有關之執照持有人之管理階層、雇員、代理人或其他依本法委任之查核人員；
  - (b) 要求任何執照持有人之管理階層、雇員、代理人或其他依本法委任之查核人員提供其持有與業務有關之帳簿或代表該執照持有人持有之該類帳簿，同時在其進行審查之必要之期間內，複製、摘錄或佔有帳簿；
  - (c) 要求證券交易所、期貨交易所或指定結算所提供其所保管之與執照持有人業務有關之帳簿，或任何其所持有與執照持有人業務有關之資訊；
  - (d) 雇用其認為必要之輔助人員；及
  - (e) 書面授權任何其雇用之人員，進行第(1)項下查核人員得進行之任何行為及事項。
- (2) 任何人員無故拒絕或不回答依第 109 條受任之查核人員所提出之或依本條第(1)項(e)款被授權人員提出之問題，或未依第 109 條委任之查核人員或依本條第(1)項第(e)款被授權之人員對其提出之要求執行者，處一年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 50,000 元以下之罰金。

倘任何人意圖阻止、延遲或阻礙查核人員之查核，證券期貨法第 111 條規定，任何人：

- (a) 銷毀、藏匿、變更與資本市場服務執照持有人業務有關之帳簿；或
- (b) 將屬於資本市場服務執照持有人、或其所占有或其所控制之任何帳簿或任何種類之資產，運送或與其他人員共謀運送出新加

坡者，處二年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 100,000 元以下之罰金。

### (三) 帳簿調閱權

證券期貨法第 150 條規定，主管機關可以在秘密情況下，對資本市場執照持有人、受豁免之主體或其代表之帳簿，進行查閱。而主管機關可對帳簿為下列處置：

- (1) 備份或占有任何該等帳簿；
- (2) 為進行證券期貨法下之訴訟程序，使用或核准使用任何該等帳簿；
- (3) 為行使第 150 條所賦予之權力，為判斷是否需依證券期貨法提起與有關帳簿相關之訴訟，或為將提起或進行之訴訟，而於必要期間內，持有占有任何該等帳簿。而當主管機關占有帳簿時，應允許他人在合理之期間，查閱主管機關倘不占有，其即有權查閱之帳簿；或可允許他人查閱任何該等帳簿。

### (四) 調查權

證券期貨法第 151 條規定，部長有權基於公共利益，任命任何人為調查人(Inspector)，調查任何與證券交易、期貨交易及槓桿式外匯交易有關之事項。該調查人之權力，準用公司法第九章之規定。

## 第三節 股票、利率及指數為基礎資產之差價合約之監理

### 一、 特許規範

如前所述，任何人無論係以本人或代理人身份經營管制交易者，原則上應取得資本市場服務執照。儘管差價合約在證券期貨法並無定義，目前監管實務上，經營基礎資產為證券之差價合約者，應取得資本市場服務執照，並就證券交易業務取得許可；經營基礎資產為利率、指數或其他在交易所交易商品之差價合約者，應取得資本市場服務執照，並就期貨交易業務取

得許可；經營基礎資產為外匯之差價合約者，應取得資本市場服務執照，並就槓桿式外匯交易取得許可<sup>64</sup>、<sup>65</sup>。證券期貨法對於證券交易及期貨交易之特許執照核發原則，與前述槓桿式外匯交易者大致相同。惟關於基礎資本之要求，視申請人是否為交易所會員等情形，而分別適用新加坡幣 25 萬元至 500 萬元之標準<sup>66</sup>。

## 二、 豁免規定

經營基礎資產為股票之差價合約業務者，2002 年執照與商業行為規則<sup>67</sup>附表二第 2 條設有毋庸取得特許之豁免規定；經營基礎資產為利率或指數之差價合約業務者，該準則附表二第 3 條亦設有毋庸取得特許之豁免規定。由於二者規定與槓桿式外匯交易規定相似，茲不在此贅述。

## 三、 從業人員之監理

關於股票、利率及指數為基礎資產之差價合約之從業人員之監理，與槓桿式外匯交易之從業人員之監理原則相同，請參照前節之說明。

## 四、 財務規範

### (一) 基礎資本要求

證券期貨法之子法 2002 年財務及保證金要求規則第 4 條規定，從事股票、利率或指數為基礎資產之差價合約業務者，其基礎資本(base capital)不得低於基礎資本要求；倘持有執照者未能遵守，或其預見將無法遵守，應立即通知主管機關。

---

<sup>64</sup> 同註 39 (July 23, 2008)

<sup>65</sup> 新加坡金融監理之監管原則係功能性監理，而非分業監理，故倘專營期貨者欲從事證券相關業務，其僅須另外就證券相關業務取得許可，並符合證券相關業務之管制法令即可。此與我國採分業監理原則尚屬有別。

<sup>66</sup> 資本市場服務執照及代表執照核發指引第 3.9 條

<sup>67</sup> 英文原名為 Securities and Futures(Licensing and Conduct of Business )Regulation 2002

## (二) 調整後淨資本要求

倘從事股票、利率或指數為基礎資產之差價合約業務者係證券交易所、期貨交易所及結算所之會員，2002 年財務及保證金要求規則第 6 條規定，其財務資源(financial resources)<sup>68</sup>不得低於總風險要求(total risk requirement)<sup>69</sup>；如低於上開標準，應立即通知主管機關。倘執照持有者之財務資源連續四週低於上開規定，其執照即為失效。

倘從事股票為基礎資產之差價合約業務者非證券交易所、期貨交易所及結算所之會員，2002 年財務及保證金要求規則第 9 條規定，其調整後淨資本不得低於新加坡幣 250,000 元；如低於上開標準，應立即通知主管機關；倘執照持有者之財務資源連續四週低於上開規定，其執照即為失效。

倘從事利率及指數為基礎資產之差價合約業務者非證券交易所、期貨交易所及結算所之會員，2002 年財務及保證金要求規則第 11 條規定，其調整後淨資本不得低於新加坡幣 200 萬元或調整後淨資本孰高者；如低於上開標準，應立即通知主管機關；倘執照持有者之財務資源連續四週低於上開規定，其執照即為失效。

## (三) 保證金要求

2006 年財務及保證金要求規則第二次修正條文，正式將差價合約之保證金要求明文化。該準則第 24A 條規定，凡與客戶進行差價合約交易之執照持有者，應向客戶取得保證金。保證金之最低標準如下：

---

<sup>68</sup> 有關財務資源之定義，依 2002 年財務及保證金要求規則附表二第 1 段，係指資本市場執照持有人最新一期財務報表上下列各項目之加總：(1)基礎資本；(2)不可贖回且累積之特別股股本；(3)可贖回之特別股股本；(4)合格之次順位借款；(5)重估價準備；(6)其他準備；(7)期中未撥補盈餘；(8)一般準備(general provision)，再減去所有非流動性調整(illiquidity adjustment)。至各上述各名詞之定義，詳見附表二各段之說明。

<sup>69</sup> 有關總風險要求之定義，依 2002 年財務及保證金要求規則附表三第 1 段，係指作業風險要求、交易相對人風險要求、部位風險要求、鉅額暴露風險要求及承銷風險要求之加總。至各風險要求之計算方式，見附表三第 2 段以下之說明。

差價合約種類	最低保證金要求
權益型差價合約	(a)基礎資產為股票指數：10% (b)基礎資產為股票：20%
指數型差價合約	5%
外匯差價合約	2%
不保證停損之差價合約	下列二者較低者： (a) 風險金額(amount at risk)加計 30%之標準保證金 (b) 標準保證金
保證停損之差價合約	下列二者較低者： (a) 風險金額，倘該差價合約會就 股利、利息或佣金而調整者， 再加計 10%之標準保證金 (b) 標準保證金
其他種類之差價合約	20%

#### (四) 其他財務規範

從事股票、利率或指數為基礎資產之差價合約業務者所適用之其他財務規範，包括會計帳簿要求及財務報表申報等，與前節槓桿式外匯交易者相同，茲不在此贅述。

#### 五、 信託帳戶之相關規範

從事股票、利率或指數為基礎資產之差價合約業務者所適用信託帳戶規範，與前節槓桿式外匯交易者相同，茲不在此贅述。

#### 六、 交易記錄之相關規範

從事股票、利率或指數為基礎資產之差價合約業務者所適用之交易記錄之相關規範，與前節槓桿式外匯交易者相同，茲不在此贅述。

## 七、 行為規範

### (一) 特定聲明之禁止及客戶訂單之保密

前節所述關於特定聲明之禁止，以及客戶訂單之保密規定，對從事以股票、利率或指數為基礎資產之差價合約業務者亦有適用。

### (二) 禁止行為

從事以股票為基礎資產之差價合約業務者，需取得證券交易業務許可，故適用第 12 章「市場行為」下第 196 至 204 條之規定，包括第 197 條「虛假交易及操縱市場交易」、第 198 條「操縱證券市場」、第 199 條「虛偽或誤導之陳述」、第 200 條「詐欺引誘他人進行證券交易」、第 201 條「採用操縱或欺騙手段」、第 202 條「散佈非法交易資訊」等<sup>70</sup>。違反上開規定者，依第 204 條得處七年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 250,000 元以下之罰金。

至於從事以利率或指數為基礎資產之差價合約業務者，需取得期貨交易業務許可，而證券期貨法第 12 章「市場行為」第 2 節係同時針對期貨交易及槓桿式外匯交易而設，故其相關之禁止行為請參照前節關於槓桿式外匯交易之說明。

### (三) 廣告行為規範

從事以股票為基礎資產之差價合約業務者，需取得證券交易業務許可；從事以利率指數為基礎資產之差價合約業務者，需取得期貨交易業務許可。從而，2002 年執照與商業行為規則第 46 條規定對於證券及期貨交易之廣告行為規範即有適用。

該條規定，資本市場服務執照持有人，不得直接或間接公開、傳播或散

---

<sup>70</sup> 以上各條文之概稱，係參考註 32 書第 228 頁以下。

布下列廣告：

- (a) 任何廣告其直接或間接指涉與過去推薦之證券或期貨之獲利情形，除非執照持有人之廣告係列出至少過去一年所為之全部推薦，且應
  - (i) 列出其推薦之證券或期貨之名稱、推薦日期、推薦之性質、推薦時之市場價格、推薦價格及目前市價；
  - (ii) 以與廣告同樣大小之字體，另聲明過去之績效並不能代表未來之績效；
- (b) 在未顯著揭露用途之限制及困難下，以任何圖、表、公式或其他形式，其
  - (i) 足以單獨被用來決定應買賣何種證券或期貨，或應何時買賣；
  - 或
  - (ii) 將協助任何人決定何種買賣何種證券或期貨，或應何時買賣；
- (c) 包含任何聲明，表示任何報告、分析或其他服務將免費提供，除非此等報告、分析或服務事實上確實或將被完整提供而沒有任何附加條件或義務；或
- (d) 包含任何不正確或誤導性之聲明或陳述，或任何誇大之聲明或陳述以利用投資人經驗及知識之不足。

#### 八、 風險揭露

如前所述，依證券期貨法第 128 條規定，經營期貨交易者與經營槓桿式外匯交易者，均負有風險揭露之義務，故前節有關風險揭露之說明，對經營以利率或指數為基礎資產之差價合約業務者，即有適用。

#### 第四節 槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及基礎資產為一般商品之差價合約之規範

本文研究對象之槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及基礎資產為一般商品之差價合約，均屬商品交易法之規範對象。依該法及其子法商品交易規則(Commodity Trading Regulations)，主要管理項目為特許執照、財務及會計制度，以及行為準則，茲分述如下：

## 一、 特許執照

### (一) 執照要求

按商品交易法第 12 條規定，任何人不得以本人或代理人之身分從事商品經紀商業務(commodity broker)，或自稱其從事此類業務，除非此人

- (i) 依照本法得到商品經紀商之許可；
- (ii) 從事交易時，遵守商品市場之交易規則與習慣。

而依該法第 2 條，商品經紀商之定義係指：以本人或代理人之身份從事招攬或接受訂單，而買賣任何與商品契約有關之商品之業務，無論該項業務是否僅為其他業務之一部份，或是否與其他業務有關。

準此，凡接受客戶下單者，無論其係從事槓桿式商品交易，或商品差價合約，均屬商品交易法所稱之商品經紀業務。且該法所稱之商品經紀商業務，包含以本人及代理人名義從事商品交易，故論諸實際，兼指自營及經紀之經營型態。再參照商品交易法對槓桿式商品交易之定義，經營槓桿式交易之業務類型可區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託之資產管理行為；(3)交易輔助商之仲介行為。

### (二) 申請執照方式

依商品交易法之子法商品交易規則第 6 條規定，申請執照必須向新加坡

國際企業委員會提出申請，申請函必須以信封寄至委員會，並檢附申請人之資產表，如申請人為公司，必須繳交資產負債表及損益表，並須經會計師簽證。

參照商品交易法之執照申請表格，申請人應填具之事項如下：

- (1) 申請人相關之資訊，包括：
  - (a) 營業所在地
  - (b) 公司設立日期及設立地
  - (c) 授權及實收資本額，包括已發行之股份數及將發行之股份數
- (2) 表列從事中或將從事之商品契約
- (3) 申請將經營之業務，包括將與何種客戶進行交易
- (4) 申請人之董事及經理人，並表明其年籍資料及學術或專業經歷
- (5) 申請人之董事及經理人是否具有管理申請人將進行之交易之相關經驗
- (6) 對於申請人有最終控制力之人，或得直接或間接影響申請人管理或政策之人，倘該人非申請人之董事或經理人
- (7) 最近一期資產負債表及損益表

(三) 目前取得執照者

截至今年 7 月 1 日止，取得商品經紀商執照者，共計以下 16 家公司<sup>71</sup>：

- (1) Fimat Singapore Ptd Ltd
- (2) Mf Global Singapore Pte. Limited
- (3) Ong First Tradition Pte Ltd

---

<sup>71</sup> 資料來源：

[http://www.iesingapore.gov.sg/wps/wcm/connect/resources/file/eb24d54760db9b2/cta\\_broker\\_list0108.pdf?MOD=AJPERES](http://www.iesingapore.gov.sg/wps/wcm/connect/resources/file/eb24d54760db9b2/cta_broker_list0108.pdf?MOD=AJPERES)

- (4) UOB Bullion and Futures Limited
- (5) Dexin Commodities Pte Ltd
- (6) Kanetsu Singapore Pte Ltd
- (7) Okato Shoji Singapore Pte Ltd
- (8) Transworld Rubber Pte Ltd
- (9) Yutaka Shoji Singapore Pte Ltd
- (10) OCBC Securities Pte Ltd
- (11) HSBC Futures Singapore Pte Ltd
- (12) Phillip Futures Pte Ltd
- (13) G.K. Goh Financial Service(s) Pte Ltd
- (14) Calyon Financial Pte Ltd
- (15) DBS Vickers Securities (Singapore) Pte Ltd
- (16) UBS Futures Singapore Ltd

## 二、 豁免規定

依商品交易法第 14A 條，新加坡國際企業委員會得於該法附表中，指定豁免適用該法相關規定之人。而該法附表規定豁免之人為：

- (a) 任何人在其通常營業過程中，在非屬商品市場之處與他人進行商品買賣，且
  - (i) 其不以轉售為目的，或僅以通常營業過程之商品批發或零售方式之轉售為目的；
  - (ii) 賣方向買方為實體商品之給付者，得豁免適用第 12 條第(1)項；
- (b) 僅與合格投資人，而不與其他人進行商品交易之人，得豁免適用第 12 條第(1)款、第 13 條第(1)項(f)至(j)款；
- (c) 依銀行法核准之銀行及獲新加坡金融管理局法許可之商人銀行，得豁免適用第 12 條第(1)款、第 13 條第(1)項(f)至(j)款；
- (d) 符合所得稅法定義之金融財富中心、獲准之石油交易公司及獲准之國際商品交易公司，對得豁免適用第 12 條第(1)款、第 13 條第(1)

項(f)至(j)款，其中對第 12 條第(1)款之豁免，僅適用於商品經紀商。

而所謂合格投資人，商品期貨法附表定義為：

(a) 符合下列條件之個人：

(i) 淨資產超過新加坡幣 2,000,000 元或價值相當之外國貨幣之個人；或

(ii) 過去 12 個月之所得不小於新加坡幣 300,000 元新加坡元，或價值相當之外國貨幣之個人；

(b) 符合下列條件之公司：根據最近經查核之資產負債表顯示，淨資產超過新加坡幣 10,000,000 元或價值相當之外國貨幣之公司；

(c) 符合主管機關所定條件之信託，其受託人；

(d) 其他符合主管機關所定條件之人。

綜觀商品交易法第 12 條及其附表之規定可知，儘管經營槓桿式商品交易及商品差價合約者，原則上均應取得許可，故係採功能性立法之監理方式，然其又將依銀行法核准之銀行及獲新加坡金融管理局法許可之商人銀行等金融機構豁免於監理範圍外，而回歸個別業法加以監理，故形成以功能性為主，行業別為輔之監理路徑，而與證券期貨法之監理路徑同。

### 三、 從業人員之管理

商品交易法第 13 條第(1)項規定，任何人除非取得主管機關核發之商品經紀商代表執照，不得擔任商品經紀商代表。而所謂商品經紀商代表，係指：代理商品經紀商或與商品經紀商締結合約，而執行商品經紀商有關槓桿商品遠期合約或任何槓桿式商品交易，無論其報酬是否以佣金之形式給予。準此，從事與商品經紀有關業務之人，均須取得執照，始得為之。

### 四、 財務規範

(一) 調整後淨資本要求

如同證券期貨法，商品交易法及其子法亦係以調整後淨資本要求規定，作為經營商品交易業務者之財務健全指標。商品交易規則第 17 條規定：

- (1) 任何商品經紀商，商品期貨經紀商及商品現貨經紀商，其調整後淨資本額(adjusted net capital)，不得連續四週低於以下標準孰高者：
  - (a) 新加坡幣 250,000 元；或
  - (b) 依法必須分離之客戶資金之 10%。
  
- (2) 倘商品經紀商或商品期貨經紀商為商品期貨所之一員，其調整後淨資本額(adjusted net capital)低於新加坡幣 400,000 元或依法必須分離之客戶資金之 12.5%，則必須：
  - (a) 立即通知交易所；
  - (b) 立即依照交易所要求之方式從事交易。
  
- (3) 依前項受通知交易所必須通知委員會，而由委員會審核、確認或改變交易所所定之方法，或由委員會對商品經紀商或商品期貨經紀商為額外指示。
  
- (4) 倘商品經紀商、商品期貨商或商品現貨經紀商非商品期貨交易所之一員，當其調整後淨資本低於新加坡幣 400,000 元或依法必須分離之客戶資金之 12.5%，則必須
  - (a) 立即通知委員會；
  - (b) 立即依照委員會所要求之方式從事交易。

(二) 會計資料之保存

關於會計資料之保存，商品交易法第 22 條規定：

- (1) 委員會有權經部長核准，制定規範商品經紀商和商品期貨經紀商保存會計帳目及其他依規定應當保存紀錄之規則。
- (2) 在不影響第(1)項之一般性下，委員會所制定之規章包括
  - (a) 會計帳目及記錄顯示或記載之具體內容；
  - (b) 獨立帳戶或分離帳戶之保存；
  - (c) 會計帳目及記錄所需保存之時間；
  - (d) 會計帳目及記錄之保存形式與方法；
  - (e) 商品經紀商和商品期貨經紀商對查核人員之聘任，及該查核人員之職責，包括向委員會報告任何對經紀商財務狀況產生不利影響之事物及其他法定應當報告之事物；
  - (f) 查核人員報告中所包含之資訊；
  - (g) 依本法所委任之查核人員之薪酬及進行查核之費用；
  - (h) 向委員會提交之年度會計帳目及查核人員報告之格式、方法和時間；
  - (i) 違反上述規定，得處一年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 10,000 元以下之罰金。

另外，商品交易規則第 10 條尚規定，任何商品經紀商、商品期貨經紀商及商品現貨交易商

- (1) 應
  - (a) 製作帳簿，以充分地反映其業務交易和財務狀況，並且可以隨時提供真實和公平之損益表和資產負債表；
  - (b) 製作帳簿，且該帳簿能方便而合理地被查核。
- (2) 應詳細記錄
  - (a) (i)所有由其收到或支付之金錢；(ii)由其進行之買賣交易，及相關之費用；
  - (b) 應分別紀錄由其與客戶或為客戶進行之交易明細；
- (3) 資本市場服務執照持有人應保存帳簿不少於六年時間。

### (三) 財務報表之申報

關於業者之財務報表申報義務，商品交易規則第 18 條第(1)項規定，每位商品經紀商或商品期貨經紀商及商品現貨經紀商須按季依委員會要求之格式編製財務報表。第(4)項規定，倘商品經紀商、商品期貨商或商品現貨經紀商非商品期貨交易所之一員，當其調整後淨資本連續五營業日低於新加坡幣 400,000 元或或依法必須分離之客戶資金之 12.5%時，其應每星期向委員會申報財務報表，直到調整後淨資本連續 8 星期符合規定為止。

### 五、 分離帳戶相關規範

商品交易法要求業者以分離帳戶之方式，處理自客戶取得之資金或財產。該法第 30 條規定，

- (1) 委員會經部長批准，得制定規範商品經紀商與商品期貨經紀商對其自客戶取得之金錢、證券或財產以分離帳戶之方式管理之規則。
- (2) 依第(1)項所制定之規則，應規定：
  - (a) 對客戶資金、證券或財產必須實行分離帳戶以及得不實行分離帳戶之情形；
  - (b) 資金應從分離信託帳戶撤離之情形及目的；
  - (c) 對違反規則之人處三年以下有期徒刑、或科或併科新加坡幣 30,000 元以下之罰金。
- (3) 依照第(1)項制定之規則，商品經紀商和商品期貨經紀商以獨立帳戶管理之客戶金錢、證券或財產不得用於下列情形之支付，除非該客戶本人即為商品經紀商及商品期貨經紀商之債權人，且債權債務關係之產生與商品合約交易行為有關：
  - (a) 商品經紀商或商品期貨經紀商向其債權人清償債務；
  - (b) 依其債權人申請核發之執行命令或進行之執行程序，而被扣押或執行。

- (4) 商品經紀商或商品期貨經紀商對於存放於獨立帳戶之金錢、證券或財產，倘擁有合法之債權或留置權，不受依第(1)項所制定規則之影響。

另外，商品交易規則第 21 條第(1)項規定，任何商品經紀商、商品期貨經紀商及商品現貨經紀商必須：

- (a) 將投資人作為保證金、擔保品或抵押品而交付之金錢、證券或財產，以客戶之資產視之，並且
- (b) 將金錢、證券或財產存入獨立之信託帳戶管理，而不得將金錢、證券或財產與其自身之資金混合，或挪作其他客戶之保證金、擔保品、抵押品或提供信用。

## 六、 交易記錄之相關規範

### (一) 成交單之給予

依商品交易規則第 32 條規定，商品經紀商、商品期貨經紀商及商品現貨經紀商應於交易發生後之二營業日內，提供予客戶成交單，其中應記載：

- (a) 執照持有者之名稱，及執照持有者之主營業所；
- (b) 倘執照持有者係以本人名義從事交易者，表示如此之陳述；
- (c) 成交單給予對象之名稱及地址；
- (d) 交易發生日期；
- (e) 交易之種類、數量及金額；
- (f) 交易每單位之價格；
- (g) 交易對價；及
- (h) 佣金比率及佣金金額。

### (二) 對帳單之給予

依商品交易規則第 25 條規定，任何商品經紀商、商品期貨經紀商及商品現貨經紀商必須在每月之最後一個營業日，或其他由其選定之每月固定日期，但頻率不得少於三個月一次，給予其客戶對帳單，其中載明：

- (a) 客戶取得商品合約時之部位(position)及價格；
- (b) 未實現之利益所得或損失；
- (c) 由經紀商所持有之客戶資金；及
- (d) 明細列出投資人帳戶出入之交易金額，包括所有該帳戶收到或支出之金額，及已實現之利得或損失。

## 七、 其他交易規範

### (一) 客戶訂單(order)規範

關於商品經紀商交易時應遵守之準則，商品交易規則第 28 條規定如下：

- (1) 商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商不得為自己、關係人或其他人之利益，而保留或撤回客戶之下單。
- (2) 當其手中有他人欲以市價或相當價格買進之下單時，商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商不得為自己、關係人或其他全權委託帳戶而買進。
- (3) 當其手中有他人欲以市價或相當價格賣出之下單時，商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商不得為自己、關係人或其他全權委託帳戶而賣出。
- (4) 除得到客戶之事前同意並符合商品市場之規則外，商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商不為自己、關係人或其他全權委託帳戶而充當其客戶下單之交易相對人。
- (5) 商品經紀商、商品期貨經紀商或商品現貨經紀商商品交易商或商品期貨商不得洩漏客戶訂單之內容，除非
  - (a) 係為訂單之有效執行；
  - (b) 基於相關法規之要求；

(c) 係基於委員會之要求。

## (二) 禁止行為

商品交易法對於商品交易秩序之維持，於該法第七章「犯罪行為」下設有規範；對於違反上開禁止行為者，商品交易法第 50 條並明定，

- (a) 自然人構成犯罪，處 7 年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 250,000 元以下罰金；
- (b) 法人構成犯罪，處新加坡幣 250,000 元以下罰金。  
首先，第 43 條規定，任何人不得營造、被他人指使營造或為任何行為意圖營造：
- (c) 商品市場或商品期貨市場上，虛假的或誤導性之交易狀態；
- (d) 商品合約或商品期貨合約交易中，虛假的或誤導性之市場交易狀態或交易價格。

其次，第 44 條規定，任何人未依商品市場、商品期貨市場交易規則及操作規則完成買入或賣出商品合約及商品期貨合約之真實交易，不得故意執行，或聲稱其已經執行商品市場或商品期貨市場中買入或賣出商品合約或商品期貨合約指令。第 45 條規定，任何人不得傳播散布、授意他人傳播散布或介入傳播散布信息，聲稱由於所知的一人或多人違反第 43 條規定市場操作行為，導致市場中任何種類的商品合約或商品期貨合約之價格上升或下降。

再者，第 46 條規定，任何人不得直接或間接

- (a) 操縱或試圖操縱商品市場或商品期貨市場中任何商品合約或商品期貨合約之價格；或者
  - (b) 囤積或試圖囤積任何商品合約或商品期貨合約下之商品。
- 另外，第 47 條規定，任何人不得直接或間接介入下列商品合

約或商品期貨交易合約行為當中

- (a) 使用任何手段、計劃圖謀欺騙交易對方；
- (b) 該市場操作或業務過程中存在欺詐較易對方的行為，或很可能存在欺詐交易對方之行為；
- (c) 不實陳述或遺漏陳述必要事實信息，已致該陳述具有誤導性。最後，第 48 規定，任何人不得為誘使或企圖誘使他人從事某一商品合約、商品期貨合約或某一商品合約種類、商品期貨合約種類之交易，直接或間接
  - (a) 在明知或應當明知之情形下，對任何事實作出虛假或在其陳述時間或陳述情形下具有誤導性或詐欺性之陳述；
  - (b) 在明知或應當明知之情形下，由於資訊之遺漏作出虛假性、誤導性或欺詐性之陳述。

#### 八、 風險揭露

商品交易法第 32 條規定，商品經紀商或商品期貨經紀商不得向客戶開設商品交易帳戶或商品期貨交易帳戶，除非該經紀商以委員會規定之格式及方法向客戶提供一份獨立之書面風險揭露文件，並得到客戶之簽名及標註日期之承認書，承認其已收到並理解該揭露文件之性質和內容。而商品交易規則第 28 條第(7)項進一步規定，依商品交易法第 32 條第(1)項所需提供之風險揭露文件，須以附表二之表格三(Form 3 in Second Schedule)之格式為之。

不遵守商品交易法第 32 條規定者，同法第 33 條規定處三年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 30,000 元以下罰金。

#### 九、 主管機關之調查權

對於財務報表申報情形有異者，商品交易法第 23 條第(1)項規定，倘

- (a) 商品經紀商或商品期貨經紀商未能依第 22 條第(2)項第(h)款制

定之規則申報查核人員報告；或者

- (b) 委員會收到依據第 22 條第(2)項(e)款制定之規章而提交對經紀商財務狀況產生不利影響等事物相關之查核人員報告，委員會得為商品經紀商、商品期貨經紀商及其客戶或公眾利益之利益，以書面方式委任查核人員對該期貨經紀人之會計帳簿、報表及記錄進行全面性或針對特定事項之查核。

同條第(4)項規定，委任之查核人員應當根據其查核之結果，向委員會提交查核報告。

為確保查核目的之實現，商品交易法第 24 條規定，依第 23 條規定被委任對商品經紀商或商品期貨經紀商之會計帳簿、報表及記錄進行查核之查核人員有權

- (a) 對該商品經紀商或商品期貨經紀商之任何董事、員工或代理人，以及任何其他依本法委任並與該帳簿、報表及記錄相關之查核人員進行查核；
- (b) 要求該商品經紀商或商品期貨經紀商之任何董事、員工或代理人出示與其業務相關而由該商品經紀商或商品期貨經紀商持有或由其代為持有之任何帳簿、報表和紀錄，並對報表與記錄加以複製或在查核所必須之時間內持有；
- (c) 要求商品經紀商或商品期貨經紀商委任之查核人員出示任何由其持有而並與該商品經紀商或商品期貨經紀商業務相關之帳簿、報表和紀錄。

## 第五節 結論

由以上之說明不難發現，證券期貨法之規定遠較商品交易法繁瑣，蓋其不只管制商品期貨或差價合約，同時也管制基金管理及證券保管業務等其他管制活動。相較之下，商品交易法僅監管店頭市場之商品交易，且實務上商品投資人多為具有

專門知識之機構，這也是商品交易業者為何多得豁免取得執照<sup>72</sup>。

茲將本章之內容彙整如下：

#### 一、 槓桿式交易及差價合約之類型

新加坡槓桿式交易之基礎資產，除有金融商品外，亦有一般商品，並分別由證券期貨法和商品交易法加以監管。至於差價合約，新加坡法規下雖無定義，然其已為實務上常見之交易類型，新加坡金融管理局針對基礎資產為股票、利率指數及外匯之差價合約，並頒佈最低保證金標準供業者遵循。差價合約雖乏明確定義，惟觀證券期貨法及商品交易法對槓桿式交易之定義，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之價差，給付他方金錢之契約者，即屬槓桿式交易。衡酌現行實務上，差價合約莫不以保證金為交易之基礎，並於契約結束時結算差價，從而，差價合約在經濟實質上應屬槓桿交易之一種態樣。

另外，相較於期貨契約，由於證券期貨法對期貨之定義為：

- (a) 契約之一方同意於約定之未來時點，依約定之價格給付他方約定數量之商品；或
- (b) 契約之雙方同意以結算約定商品於締約時之約定價格，及該約定商品於約定之未來時點之價格之差價，作為履行契約義務之方式；或
- (c) 其他經新加坡金融管理局指定之契約，

可知新加坡期貨契約之特徵在於契約雙方於締約時，即先約定一商品價格，然差價合約則不約定商品價格，而係純視基礎資產於締約時與結算時之價差，決定給付之金額<sup>73</sup>。

---

<sup>72</sup> 同註 39(August 5, 2008)

<sup>73</sup> 同註 39(July 22, 2008)

## 二、 經營型態

依證券期貨法規定，凡欲經營槓桿式外匯交易及以股票、利率指數或外匯為基礎資產之差價合約業務者，僅須為公司組織，即得申請資本市場服務執照。至於經營之態樣，依照前述新加坡證券期貨法對槓桿式外匯交易之定義，經營槓桿式交易之業務類型可區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託之資產管理行為；(3)交易輔助商之仲介行為。

次依商品交易法規定，凡接受客戶下單者，無論其係從事槓桿式商品交易，或商品差價合約，均屬商品交易法所稱之商品經紀業務。且該法所稱之商品經紀商業務，包含以本人及代理人名義從事商品交易，故論諸實際，兼指自營及經紀之經營型態。再參照商品交易法對槓桿式商品交易之定義，經營槓桿式交易之業務類型亦係區分為：(1)自營(含授予槓桿額度)及經紀(含授予槓桿額度)；(2)全權委託之資產管理行為；(3)交易輔助商之仲介行為。

## 三、 監理路徑

儘管證券期貨法及商品交易法均規定凡經營槓桿式交易及差價合約業務者，均應取得相關執照，故係採功能性立法之監理方式，然二法均將依銀行法核准之銀行及獲新加坡金融管理局法許可之商人銀行豁免於監理範圍外，而回歸個別業法加以監理，因而形成以功能性為主，以行業別為輔之監理路徑。

## 四、 投資人資格

證券期貨法及商品交易法均未就投資人之資格，包括財力、知識為任何限制，惟倘業者所交易之對象僅限於合格投資人，則其毋庸取得特許執照，即得合法經營。

## 五、 監理項目

證券期貨法及商品交易法之主要監理項目相同，如對於經營槓桿式交易業務者之財務規範，均涉及基礎資本及調整後淨資本之維持、會計帳簿之製作、財務報表之申報；交易紀錄之規範，均要求業者給予客戶成交單與對帳單。在投資人保護上，二法均強調風險揭露之要求：證券期貨法第 128 條及商品交易法第 32 條均規定業者必須對投資人有揭露義務，使投資人明白相關投資風險；主管機關並有頒佈風險揭露範本，作為業者揭露之最低標準；業者並應得到投資人之簽名及標註日期之承認書，承認已收到並理解該揭露文件之性質和內容。此外，證券期貨法及商品交易法為維持交易秩序，均就特定行為類型設有刑事責任。

## 第五章 香港槓桿交易之簡介

香港之槓桿交易可分為於店頭市場買賣之槓桿式外匯交易及於集中市場買賣之可收回牛熊證交易。由於槓桿式外匯交易具備槓桿之性質，且得以由一般大眾投資人參與交易，因此為加強對投資人之保護，香港特別規范監理槓桿式外匯交易之法律，使其成為唯一受嚴格規管之店頭買賣之衍生性商品。可收回牛熊證則為於香港交易所交易之差價合約，其特色為設有收回價及強制收回機制。由於其交易性質透明便利且對投資人之保護較佳，因此其現為深受香港一般投資大眾所廣為買賣之衍生性金融商品。下列之章節將就此兩類交易為介紹。

### 第一節 槓桿式外匯交易總說

#### 一、 槓桿式外匯交易之商品及業務定義與適格之投資人

##### (一) 槓桿式外匯交易商品面之意涵

槓桿式外匯交易合約(leveraged foreign exchange contract) 此一商品係指任何合約或安排，其效果是該合約或簽署該合約當事人之一方同意或承諾<sup>74</sup>—

1. 在其本人與合約之另一當事人或在其本人與第三人之間，按照某貨幣相對於另一貨幣的增值或減值(視屬何情況而定)作出調整；
2. 向合約之另一當事人或向第三人支付某數額的款項或交付某數量的商品，而該數額或該數量是按照或將會按照某貨幣相對於另一貨幣在幣值上的變動而釐定的；或
3. 在議定的將來某個時間，將一筆按議定代價計算的議定數額的貨幣，交付予合約之另一當事人或第三人。

---

<sup>74</sup> 「證券及期貨條例」附表五。

## (二) 槓桿式外匯交易業務面之意涵

槓桿式外匯交易(leveraged foreign exchange trading) 業務，係指以下任何行為<sup>75</sup>—

1. 訂立或要約訂立槓桿式外匯交易合約，或誘使或企圖誘使他人訂立或要約訂立槓桿式外匯交易合約；
2. 提供任何財務融通，以利進行外匯交易或 1 段所述行為；或
3. 與他人簽署或約定與另一人訂立槓桿式外匯交易合約而作出的安排，或誘使或企圖誘使他人與另一人訂立槓桿式外匯交易合約而作出的安排，以利進行 1 或 2 段提及之作為。

## (三) 適格投資人

得參與槓桿式外匯交易之投資人，依現行香港監理法令並無特別之限制，因此一般普通之投資大眾皆得以買賣之。惟對商品提供者之監理強度，係依投資人之風險承受度不同而有所區別。(請詳本文後敘之“專業投資者”介紹)

## 二、 槓桿式外匯交易之主管機關與相關規範

### (一) 法規沿革

香港對於槓桿式外匯交易之監理始於 1994 年所訂定之「槓桿式外匯買賣條例」。於 1994 年之前，香港僅訂有「商品交易條例」，該條例專用於規管於集中市場交易之期貨交易，並未規範店頭市場之交易（包含外匯保證金之交易），因此導致地下期貨交易市場之活絡猖獗。於當時之地下期貨交易市場中，最廣為被投資人所參與者即為外匯保證金之交易。由於其得以藉由小金額之保證金槓桿倍數操作，但於當時之時空背

---

<sup>75</sup> 「證券及期貨條例」附表五。

景卻又無法可管之特殊情形下，其高度風險性致使投資人血本無歸但又求助無門之案件屢見不窮。

「槓桿式外匯買賣條例」於 1994 年施行，後併入於 2003 年 4 月 1 日起開始施行之「證券及期貨條例」。從而，槓桿式外匯交易成為香港「證券及期貨條例」下唯一受規範之店頭市場衍生性商品。「證券及期貨條例」建構了槓桿式外匯買賣基本監理之路徑。依據「證券及期貨條例」第 397 條之授權，槓桿式外匯買賣規範細節之制定係由香港證券及期貨事務監察委員會（下稱「證監會」）負責。

## （二）「證券及期貨條例」

證監會為依據 1989 年「證券及期貨事務監察委員會條例」而成立之獨立機構，其為香港證券及期貨機構之主要監管者，負責確保市場之正常運作、執行各項證券及期貨法例、保障大眾投資者利益以及監管市場參與者。「證券及期貨條例」附表 5 列舉了九類受規管之活動：

- 第 1 類：證券交易；
- 第 2 類：期貨合約交易；
- 第 3 類：槓桿式外匯交易；
- 第 4 類：就證券提供意見；
- 第 5 類：就期貨合約提供意見；
- 第 6 類：就機構融資提供意見；
- 第 7 類：提供自動化交易服務；
- 第 8 類：提供證券保證金融資；
- 第 9 類：提供資產管理。

證監會對從事上開第 3 類受規管活動（即槓桿式外匯交易）之特許機構

及自然人之監管範圍包含了<sup>76</sup>：

1. 適用於從事槓桿式外匯交易業務之機構及個人之特許規範；
2. 審查申請從事槓桿式外匯交易是否符合特許規範；
3. 發表守則及指引，使業界知悉證監會就從事相關業務所要求的操守水平；
4. 監督特許機構的財務穩健性及法令遵循之狀況（含相關法例、守則、指引、規則及規例）；
5. 處理針對特許機構的失當行為而提出的投訴；
6. 就業務上之失當行為進行調查及採取行動。

### (三) 從事槓桿式外匯交易業務之機構及個人之特許規範

#### 1. 槓桿式外匯交易商之設立條件

##### (1) 公司型態

依據「證券及期貨條例」第 116 條規定，得以向證監會申請槓桿式外匯交易牌照之申請人須為在香港註冊及成立之公司，或在香港註冊之海外公司。公司之型態不得為獨資經營或合夥，因此換言之，申請者皆須為股份有限公司。

獲得特許而得以為槓桿式外匯交易者可分為兩類，第一類為以主事人之身份直接與客戶進行槓桿式外匯交易之特許機構，第二類為根據 571N 章「證券及期貨（財政資源）規則」（下稱「571N 章」）第 58(4)條獲得核准為核准介紹代理人之特許機構。

##### (2) 繳足股本及及速動資金之最低數額

---

<sup>76</sup> 證監會，監管對象及監管方式，<http://www.sfc.hk/sfc/html/TC/aboutsfc/regulate/regulate.html> (Last visited: 14 August 2008).

就槓桿式外匯交易特許機構所需之繳足股本最低數額及速動資金<sup>77</sup> (liquid capital)最低數額方面，依 571N 章規定，槓桿式外匯交易之特許機構在任何時候均需擁有及維持<sup>78</sup>：

- a 不少於港幣 30,000,000 之繳足股本最低數額；及
- b 不少於港幣 15,000,000 之速動資金最低數額。

而獲核准之介紹代理人在任何時候均需擁有及維持<sup>79</sup>：

- a 不少於港幣 5,000,000 之繳足股本最低數額；及
- b 不少於港幣 3,000,000 之速動資金最低數額。

當速動資金低於所規定標準之 120%<sup>80</sup>時，特許機構及介紹代理人應向證監會提出報告。

### (3) 相關牌照要求

另外，依據「證券及期貨條例」之規定，每類受規管活動（包含第 3 類規管活動之槓桿式外匯交易）均須委任至少 2 名負責人員；其中 1 名負責人員須為“執行董事<sup>81</sup>”，且至少須有 1 名負責人員得以隨時對受規管活動的業務進行監督。應注意者，所有之“執行董事”均必須為負責人員；但倘若董事沒有參與或涉及有關的受規管活動之日常管理工作，則就發牌之目的而言，多數不會被視為“執行董事”，如純粹負責合規事宜、財務監控、內部審計、後勤辦公室的行政或人力資源事務的董事，則不須成為負責人員。

---

<sup>77</sup> 速動資金之計算為速動資產減去認可負債；其中速動資產包含銀行款項及現金、應收利息、應收款項及浮動利潤；認可負債包含欠客戶債項及客戶未平倉合約與保證金之差額等。

<sup>78</sup> 證券及期貨條例第 571N 章附表 1。

<sup>79</sup> 證券及期貨條例第 571N 章附表 1。

<sup>80</sup> 證券及期貨條例第 571N 章第 55 條(1)(a)。

<sup>81</sup> “執行董事”就特許機構而言指-

- (a) 積極參與；或
- (b) 負責直接監督，

該特許機構獲發牌經營的受規管活動之業務之董事。

無論是槓桿式外匯之交易商或執行董事皆須領有牌照。相關人士於通過被授權機構之專業認證考試後方取得得以向證監會註冊之資格。槓桿式外匯交易商代表考試及執行責任董事考試之大致內容如下：

a 槓桿式外匯交易商代表考試

考試內容有二

試卷 1: 槓桿式外匯交易法規及監管: 測試考生對有關槓桿式外匯交易的監管、條例、附屬法例、規則、操守準則及指引等的基本認識。

試卷 2: 外匯市場實務及分析: 測試考生對外匯市場的發展、運作及實務、分析方法和槓桿式外匯交易所涉及的風險等基本知識。

b 槓桿式外匯交易商執行責任董事考試

考試內容有二

試卷 1: 槓桿式外匯交易法規及監管: 測試考生作為槓桿式外匯交易商負責人員對其職能及責任，與及相關的槓桿式外匯交易之監管、條例、附屬法例、規則、操守準則和指引等的認識。

試卷 2: 金融市場實務及風險管理: 測試考生對外匯市場的運作及實務，其他相關的金融市場如貨幣、債券、股票及衍生工具市場，與及和槓桿式外匯交易業務的風險管理等的認識。

#### (四) 特許機構之行為規範

本於證券及期貨條例之授權，證監會發布以下準則及指引，以為更明確之規範：

##### 1. 證監會持牌人及註冊人士之操守準則

證監會在考慮特許機構人士是否符合適當人選的測試，從而可以繼續持有牌照或註冊時，將會以「證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則」(Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the Securities and Futures Commission)(下稱「操守準則」，其較詳盡之介紹將於後續章節為之)作為指引，並以操守準則之一般原則及具體條文作為整體之考量。

值得注意者為，證監會於操守準則中特別申明其無法律之拘束力，因此不應將操守準則之效力解釋為具有凌駕任何法律條文的效力。但於實務之操作上，證監會行使其監管槓桿式外匯買賣交易之權能時大多以操守準則作為其依據。操守準則是證監會按照國際證券事務監察委員會<sup>82</sup>組織所制定及認可的原則，以及證監會認為對特許機構人士的業務經營性屬重要的其他原則所定立的。操守準則內所載之一般原則如下：

GP1. (General Principal, 下同) 誠實及公平；

GP2. 勤勉盡責；

GP3. 能力；

GP4 有關客戶的資料；

GP5. 為客戶提供資料；

GP6. 利益衝突；

---

<sup>82</sup> International Organization of Securities Commissions，簡稱 IOSCO.

- GP7. 遵守法規；
- GP8. 客戶資產；及
- GP9. 高級管理層的責任。

## 2. 適當人選的指引

適當人選的指引係由證監會依據「證券及期貨條例」第 399 條而制訂，並用以取代於 2000 年 12 月所發表之「適當人選的準則」。該指引之制定目的為促使證監會在決定某特定人選是否具備財務穩健、稱職、誠實、信譽良好及可靠之特質，使一般市場參與者（尤其是投資者）得以於信賴之基礎上進行交易。

特許機構之大股東、高級人員（董事、經理、秘書或其他參與管理事務之人士）、因受規管活動業務而所雇用或因此有聯繫之任何人皆必須具備適當人選之資格。「適當人選的指引」適用於根據「證券及期貨條例」第 V 部申請或已獲發牌照的個人、成為負責人員的特許代表、獲發牌照的特許機構、註冊的認可財務機構以及金管局根據「銀行業條例」第 20 條作成備存之紀錄冊內所載的個人與根據「銀行業條例」第 71C 條申請或已獲給予同意作為註冊機構的主管人員。因而，不論是從事槓桿式外匯交易之特許機構或是認可財務機構，皆須遵守本指引之相關規則而向證監會提出申請。

依據「證券及期貨條例」第 129(1) 條，該指引詳細記載了有關證監會或金管局（視屬特許機構或是註冊的認可財務機構而定）於評估某特定人是否為從事槓桿式外匯交易之適當人選時將考慮的若干事項，其包含：

- (1) 該人士的財務狀況或償付能力；在下列情況下，證監會有相當高之可能性將不會採信該人士為適當之人選：  
如屬個人-

- a 屬於未解除破產人士、目前正進行破產訴訟、或屬近期獲解除破產的人士；
- b 正遭受財產接管或涉及其他類似的訴訟；
- c 未能償還任何經法院裁定的債務。
- d 如屬特許機構或認可財務機構-
- e 正遭受破產管理、財產接管、清算或涉及其他類似的訴訟；
- f 未能償還任何經法院裁定的債務；
- g 未能符合任何適用的財務或資金規定。

(2) 該人士的學歷或其他資歷或經驗，而在這方面的考量包括該人選將會執行的職能之性質；在下列情況下，證監會有相當高之可能性將不會採信該人士為適當人選：

如屬個人-

- a 申請代表牌照或將其姓名記入金管局備存的紀錄冊內而其年齡尚未滿 18 歲；
- b 未能顯示出其具備有效及竭誠地進行該受規管活動的能力。

(3) 該人士是否有能力稱職地、誠實地而公正地進行有關的受規管活動；在下列情況下，證監會有相當高之可能性將不會採信該人士為適當人選：

如屬個人-

- a 曾經為「精神健康條例」第 2 條所界定的病人，而證監會在考慮過有關因素，包括該人士過往接受的培訓、經驗及資歷，認為該名人士將不能履行受規管活動的固有要求；
- b 有證據顯示該人士缺乏勝任能力、疏忽職守或管理不善。這可以從該人士曾經因為疏忽職守、缺乏勝任能力或管理不善而被

專業團體、行業公會或監管機構施以紀律處分，或遭解僱或被要求自動辭職反映出來。

如屬特許機構或認可財務機構-

- a 除有關履行受規管活動的能力外（除非該等規定對他們適用），其非執行董事、主要人員（例如經理、高級人員、董事、最高行政人員）、大股東或其他控制人未能符合有關適當人選的指引；
- b 未能顯示出其具備有效及竭誠地進行受規管活動的能力。

(4) 該人士的信譽、品格、可靠程度及在財務方面的穩健性。

如屬個人-

- a 被認定為信譽不佳、品格不良、不能信靠、財政不穩或有欠誠實。證監會對下列各類事項的重視程度，將取決於多項因素，例如事件發生之時間、事件的嚴重性，以及該人士須承擔責任之程度。如下述事情曾經發生在該人士身上，而該人士又未能給予恰當之解釋，則可能會導致其被視為不能通過有關的測試：
  - i 被法院或其他具有合法裁判權的當局裁定犯有詐騙、不誠實或不法行為；
  - ii 被判刑事罪名成立，或屬未判決的刑事控罪的被告，而該控罪與其是否為適當人選有直接關係；
  - iii 就任何行業、業務或專業，被專業或監管機構譴責、施以紀律處分或撤銷資格；
  - iv 被拒絕或限制享有權利，以進行根據法律規定須獲發指定牌照、註冊或其他認可方可進行的行業、業務或專業；
  - v 被具有合法裁判權的法院撤除擔任董事的資格；

- vi 被市場失當行為審裁處裁定曾經進行可構成罪行的市場失當行為，或未有遵守由證監會、本港或海外其他監管機構或有關交易所（如適用）頒布的守則或指引；
- vii 身為出現下列情況的特許機構或業務的董事、大股東或有份涉及其管理：
  - (A) 進入清算程序（並非由有償付能力的成員自動解散）或無力償債，或曾被委以接管人或財產管理人（不論以何種方式描述）；
  - (B) 被裁定欺詐罪成立；
  - (C) 未能履行對客戶、為保障投資者權益而設的賠償基金、或會員互保基金的全部責任；
  - (D) 被證實曾犯上文第 (i)、(ii)、(iii)、(iv) 或 (vi) 條所述的行為。

如屬特許機構或認可財務機構-

- a 被裁定信譽不良或不值得信賴，或其財務欠缺穩健性。證監會亦會就上文之(i)、(ii)、(iii)、(iv)、(vi) 及 (vii)所述的事項作出類似的考慮；
- b 已被送達要將其為清算之申請。

假如該申請人未能使證監會採信其為從事槓桿式外匯交易之適當人選，則證監會有責任就有關申請拒絕發出牌照。就認可財務機構根據「證券及期貨條例」第 119 條提出的註冊申請，證監會有責任參考金管局就是否採信該機構為適當人選而向證監會提供的意見，而證監會可將該等意見作為其全部或部分准駁之依據。

### 三、 除外於「證券及期貨條例」及證監會之槓桿式外匯交易

## (一) 香港金融管理局

「證券及期貨條例」附表五列舉了 15<sup>83</sup>種不屬於“槓桿式外匯交易”之除

- 
- <sup>83</sup> (i) 完全關於以公平價值或市場價值提供財產(貨幣除外)、服務或職位的；
- (ii) 凡該等合約或安排是由一個特許機構訂立的，而—
- (A) 該特許機構的主要業務並不包括任何形式的貨幣交易；
- (B) 該特許機構訂立該等合約或安排的目的，是對它就其業務所承受的貨幣兌換風險；及
- (C) 該等合約或安排是與另一個特許機構訂立的；
- (iii) 屬「貨幣兌換商條例」(第 34 章)所指的兌換交易；
- (iv) 由「銀行業條例」(第 155 章)第 2(1)條所指的核准貨幣經紀安排，而有關合約或安排的各方均是特許機構或根據「有限責任合夥條例」(第 37 章)註冊的有限責任合夥；
- (v) 屬保險人純粹為了其保險業務而進行的交易，而該保險人是根據「保險公司條例」(第 41 章)第 8 條獲授權經營保險業務或根據該條例第 61(1)或(2)條被當作獲如此授權的；
- (vi) 屬由任何就第 2 類受規管活動獲發牌或獲註冊的人或透過該人在指明期貨交易所執行的合約，或屬完全附帶於一份或多於一份該類合約或一系列該類合約的合約；
- (vii) 由以下團體或機構所安排的一
- (A) 金融管理專員認為屬以下性質的團體—
- (I) 中央銀行；或
- (II) 執行中央銀行職能的機構；或
- (B) 獲金融管理專員批准以代(A)節提述的團體行事的機構；
- (viii) 屬由任何就第 1 類受規管活動獲發牌或獲註冊的人或透過該人在指明證券交易所執行的交易，或屬完全附帶於一宗或多於一宗該類交易或一系列該類交易的交易；
- (ix) 屬由任何就第 7 類受規管活動獲發牌或獲註冊的人或透過該人執行的交易，或屬完全附帶於一宗或多於一宗該類交易或一系列該類交易的交易；
- (x) 屬就證監會根據本條例第 104 條認可的集體投資計劃的一項或多於一項權益而作出的交易；
- (xi) 屬完全附帶於一宗或多於一宗就指明債務證券作出的交易或一系列該類交易的交易；
- (xii) 由認可財務機構作出的；
- (xiii) 由任何屬某類別人士的人或從事某類業務的人作出的，而該類別人士或該類業務是由證監會為施行本段而藉根據本條例第 397 條訂立的規則訂明的；
- (xiv) 由任何人透過交易商作出的，但如該人是為賺取佣金、回佣或其他報酬而進行以下事項，則須視為進行槓桿式外匯交易—
- (A) 該人從另一人接收為進行以下各項而提出的要約或邀請—
- (I) 訂立槓桿式外匯交易合約；或
- (II) 使用任何財務通融以利便進行外匯交易或訂立槓桿式外匯交易合約，並以他本人或該另一人的名義將該要約或邀請傳達予該交易商；
- (B) 該人使另一人與該交易商或其代表互相介紹，以使該另一人可—
- (I) 與該交易商訂立槓桿式外匯交易合約；或
- (II) 使用由該交易商提供的任何財務通融以利便進行外匯交易或訂立槓桿式外匯交易合約；或
- (C) 該人透過該交易商而為另一人達成槓桿式外匯交易合約的訂立，
- 在本段中，“交易商”(trader) 指認可財務機構或就第 3 類受規管活動獲發牌的特許機構；或
- (xv) 由—

外規範行為，進行 15 種除外規範行為之人士無須根據「證券及期貨條例」第 V 部申領牌照以經營槓桿式外匯交易業務。其中第(xii) 項規定，由認可財務機構<sup>84</sup>作出的槓桿式外匯交易即不受證監會及「證券及期貨條例」所監理。

制定認可財務機構的認可準則，是為了確保只有符合適當條件的機構才可接受一般大眾之存款，其準則詳列載於「銀行業條例」附表 7。根據「銀行業條例」，香港金融管理局（下稱「金管局」）是發給認可資格的機構，負責向所有 3 類認可財務機構發給、暫停及撤銷認可資格。

1. 金管局之監管政策手冊 SB-1“對獲得證監會註冊的認可財務機構進行的受規管活動的監管”

依據金管局之監管政策手冊 SB-1“對獲得證監會註冊的認可財務機構進行的受規管活動的監管”（下稱「SB-1」）<sup>85</sup>，其內容為說明金管局對根據「證券及期貨條例」已獲證監會註冊或當作已獲證監會註冊的認可財務機構進行的受規管活動所採取的監管模式，第 1.2.3 條規定認可財務機構從事槓桿式外匯交易及提供證券保證金融資無須獲得證監會註冊。

2. 金管局之監管政策手冊 SB-2“槓桿式外匯交易— 進行未獲邀約的造訪”

另外，依據金管局之監管政策手冊 SB-2“槓桿式外匯交易— 進行

---

(A) 證監會根據本條例第 104 條認可的集體投資計劃作出的；或

(B) 任何人為營辦證監會根據本條例第 104 條認可的集體投資計劃而在業務過程中作出的。

<sup>84</sup> “認可財務機構”指「銀行業條例」第 2(1)條定義之認可機構(即銀行、有限制牌照銀行或接受存款公司)。

<sup>85</sup> 金管局，監管政策手冊 SB-1，<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/bank/spm/attach/SB-1-Ch.pdf> (Last visited: 14 August 2008).

未獲邀約的造訪”(下稱「SB-2」)<sup>86</sup>，其內容為說明金管局就認可財務機構有關槓桿式外匯交易進行未獲邀約的造訪及客戶評估方面所採取的監管模式，第 1.2 條規定，認可財務機構無需遵守「證券及期貨條例」就第 3 類受規管活動（槓桿式外匯交易）所定的註冊制度及證監會根據該條例制定的有關這類活動的規則。這些安排確認了認可財務機構須遵守「銀行業條例」就它們本身所定的監管制度。但「證券及期貨條例」某些條文（如第 300 條<sup>87</sup>及第 301 條<sup>88</sup>）均普遍適用於所有參與交易者。因此該等條文應被認可財務機構所採納。

## (二) 「證券及期貨（槓桿式外匯交易—豁免）規則」

第 571E 章「證券及期貨（槓桿式外匯交易—豁免）規則」（下稱「571E 章」）補充了「證券及期貨條例」附表 5 第(xiii) 之除外規定。第(xiii)規定，無須根據「證券及期貨條例」第 V 部申領牌照以經營槓桿式外匯交易業務之行為包括了此一態樣：由屬於某類別人士的人或從事某類別業務的人為任何合約或安排而作出的作為，或在與該等合約或安排有關連的情況下作出的作為，而該類別人士或該類別業務在證監會根據「證券及期貨條例」第 397 條訂立的規則內訂明。

因此，如某特許機構或其母公司具有合資格信貸評級<sup>89</sup>，便符合豁免之規則，但該特許機構必須符合以下條件<sup>90</sup>：

1. 該特許機構的主要業務並非槓桿式外匯即期交易；或
2. 每宗由該特許機構所訂立的槓桿式外匯即期交易的平均本金額不少

---

<sup>86</sup> 金管局，監管政策手冊 SB-2，<http://www.info.gov.hk/hkma/chi/bank/spm/attach/SB-2-Ch.pdf> (Last visited: 14 August 2008).

<sup>87</sup> 關於在證券、期貨合約或槓桿式外匯交易方面使用欺詐或欺騙手段等的罪行。

<sup>88</sup> 關於披露虛假或具誤導性的資料以誘使他訂立槓桿式外匯交易合約的罪行。

<sup>89</sup> 571E 章第 4 條(2)(a)(i)。

<sup>90</sup> 571E 章第 4 條。

於港幣 7,800,000 元。

符合上述資格之特許機構必須在其財政年度完結後 4 個月內通知證監會，表示其符合獲得豁免的條件，及提供證監會所需的資料，以作核證之用。該特許機構亦須在其不再符合有關條件後的 7 日內就此事通知證監會。此規定之對象與根據已失效之「槓桿式外匯買賣條例」訂立的「槓桿式外匯買賣(豁免)規則」(第 451 章，附屬法例 E)內訂明的對象相同。由於有關的特許機構通常以非零售市場作為其業務的主要目標，因此將它們豁免於發牌制度以外，並不會削弱到對投資者的保障。

另外，任何人士如其本身為從事販售、購買或移轉某上市貨幣權證<sup>91</sup>等相關業務之特許機構或其客戶，便可予以豁免<sup>92</sup>。

任何人士如本身是某上市貨幣權證的發行人，或是跟某上市貨幣權證的發行人同屬一公司集團的特許機構，並在與同屬一公司集團的特許機構或特許機構販售、購買或移轉某上市貨幣權證有關連的情況下作出有關作為，亦可予以豁免<sup>93</sup>。

上述規範之之目的<sup>94</sup>在於不削弱投資者保障的情況下，消除不必要的技術障礙，從而促進上市貨幣權證市場的發展。

---

<sup>91</sup> 據 571E 章第 2 條所述，“上市貨幣權證”(listed currency warrant) 指符合以下說明的權證

(a) 該權證給予其持有人一項權利，如某指明貨幣在某指明日期的價值是多於或少於(視屬何情況而定)另一指明貨幣的價值，則該持有人於行使該權證時有權向該權證的發行人收取一筆現金付款；及

(b) 該權證—

(i) 已上市；或

(ii) 沒有上市，但可合理預見會在該權證首次要約售賣後 14 日內上市。

<sup>92</sup> 571E 章第 5 條。

<sup>93</sup> 571E 章第 6 條。

<sup>94</sup> 請參閱證券及期貨事務監察委員會就「證券及期貨(槓桿式外匯交易—豁免)規則」於 2002 年 11 月 29 日所發佈之「立法會參考資料摘要」。

### (三) 小結

香港針對相同之槓桿式外匯交易行為訂有兩個分別不同之規範機制，其目的不諱為反映所謂小額投資人與交易商間之監理及經金管局認可之機構其管制強度之差異，以提供健全管理之合法交易管道。在「證券及期貨條例」及證監會、「銀行業條例」及金管局之雙重涵蓋下，香港就外匯相關之交易皆須遵循其所隸屬之準則及指引。對於細部個別之規範，下列將就槓桿式外匯交易程序中關於「證券及期貨條例」、證監會持牌人及註冊人士之操守準則、適當人選的指引及香港金融管理局之監管政策手冊所牽涉之事項逐一介紹。

## 第二節 槓桿式外匯交易程序中相關之法律涵攝

### 一、 為從事槓桿式外匯交易所為之造訪

#### (一) 證監會對於槓桿式外匯交易特許機構之規範

“未獲邀約的造訪<sup>95</sup>”(unsolicited call)係指非應被造訪之對象所為之明示邀請而作出的造訪<sup>96</sup>。被造訪對象之提供其聯絡辦法資料，包括地址、電話號碼、傳真號碼或電子郵件地址等不應被視為明示之邀請。

「證券及期貨條例」第 174 條(1)對於未獲邀約之造訪作出了基本一般性之規定：無論是在香港或他處，任何中介人<sup>97</sup>或其代表均不得於進行未獲邀約的造訪之當下或之後，以主事人或代理人身分與其造訪對象或他人訂立或要約特定協議，該協議之內容為使造訪對象或他人售出或購買任何槓桿式外匯交易合約；或協議之目的或作用，為自槓桿式外匯交易合約中取得利潤、收益或其他回報，或藉由參照槓桿式外匯交易合約之

---

<sup>95</sup> 571 章第 174 條(7)。

<sup>96</sup> 據 571 章第 174 條(7)所述“造訪”(call) 指親自探訪，或以任何方式所作出之通訊，不論是以機械、電子、磁力、光學、人手或其他媒介，或藉由光、影像或聲音或其他媒介的產生或傳送作出的。

<sup>97</sup> 依照「證券及期貨條例」附表 1 第 1 部之定義，中介人係指特許機構及註冊機構。

價值變動而計算的利潤、收益或其他回報。但若該造訪對象身份為具專業資格之的律師或會計師，或是其他特許機構、註冊機構、放債人<sup>98</sup>、專業投資者或是其原有之客戶<sup>99</sup>，則無須遵守<sup>100</sup>上述之規定。

如任何中介人或其代表違反了第 174 條(1)之規定，即屬於犯罪行為<sup>101</sup>。一經定罪，可處第 5 級罰款<sup>102</sup>；且任何屬於未獲邀約造訪對象之人與違法之中介人或其代表如訂有協議，則被如此造訪之人可在不抵觸其後付出有值代價的真誠購買人的權利（the rights of a subsequent purchaser in good faith for value）下，在訂立該協議日後之 28 日內或在察覺該項違反之日後 7 日內（兩者以較早者為準），藉向該中介人或其代表發出書面通知而撤銷該協議<sup>103</sup>。

除上述之第 174 條(1)規定外，「證券及期貨條例」第 174（3）條賦權予證監會，使得證監會得以依據「證券及期貨條例」第 397 條訂立規則，將若干情況排除於上述之 174 條(1)規定。另外，證券及期貨條例」第 174（4）條則清楚列明了證監會可以藉為施行第 174（3）（d）條而訂立規則，豁除由認可財務機構遵從金融管理專員<sup>104</sup>依據「銀行業條例」第 7（3）條之規定而進行的造訪。為符合「證券及期貨條例」第 398（4）的規定，證監會於草擬豁除未獲邀約的造訪之相關規則時已就其內容諮

---

<sup>98</sup> 據 571 章第 174 條(7)所述，放債人(money lender) 之定義與「放債人條例」(第 163 章)第 2(1)條之涵義相同。

<sup>99</sup> 據 571 章第 174 條(7)所述“原有客戶”(existing client) 就任何中介人或其代表而言，指符合以下說明的人—

(a) 在緊接進行有關造訪當日前的 3 年期間內的任何時間，他已和該中介人訂立客戶合約，而在進行有關造訪時，他仍然是該合約的一方的人；或

(b) 在緊接進行有關造訪當日前的 3 年期間內的任何時間，獲該中介人提供構成受規管活動的服務的人。

<sup>100</sup> 571 章第 174 條(2)(a)。

<sup>101</sup> 571 章第 174 條(5)。

<sup>102</sup> 港幣 50,000 元。

<sup>103</sup> 571 章第 174 條(6)。

<sup>104</sup> 依照「證券及期貨條例」附表 1 第 1 部之定義，“金融管理專員”(Monetary Authority) 指根據「外匯基金條例」(第 66 章)第 5A 條委任的金融管理專員。

詢金融管理專員的意見，並且獲得其同意。因此，證監會根據第 397(1) 條訂立了第 571A 章「證券及期貨（未獲邀約的造訪—豁免）規則」（下稱「571A 章」）。該規則述明了若干協議及造訪，可豁免於 174 條(1)之適用範圍，而不會損及對投資者的保障。該等豁免範圍<sup>105</sup>包含了一

1. 任何屬於“獲准許的通訊”的未獲邀約的造訪。根據定義<sup>106</sup>，“獲准許的通訊”為不在下列過程中作出的任何通訊：親身探訪、電話談話或任何其他在過程中即時交換陳述及就有關陳述作出回應的互動式對話。（該規定是取材自英國 2000 年金融服務及市場法 2001 年（投資廣告）令）；及
2. 任何由認可財務機構進行而與槓桿式外匯買賣合約有關的未獲邀約的造訪，但有關造訪須遵從金融管理專員的指引的規定進行（該規則是沿自於「槓桿式外匯買賣（造訪）規則」（第 451 章附屬法例 H））。

證監會認為<sup>107</sup>，以通過 571A 章進而使得若干額外類別的活動不受第 174 條禁止未獲邀約的造訪的限制，其立法精神將與「證券及期貨條例」第 4(a) 條有關“維持和促進證券期貨業的公平性、效率、競爭力、透明度及秩序”的目標一致。此外，571A 章亦確保獲准進行的有關業務活動，只限於不會導致公眾人士在未獲邀約的造訪的過程中，被以高壓之推銷手法強迫購買其本無意願購買或未能負擔之金融產品。這亦與「證券及期貨條例」第 4(c) 條有關“向投資於或持有金融產品的公眾提供保障”之目標相符。

---

<sup>105</sup> 571A 章第 3 條(2)。

<sup>106</sup> 571A 章第 3 條(3)。

<sup>107</sup> 請參閱「證券及期貨條例」附屬法例擬稿小組委員會就「證券及期貨（未獲邀約的造訪—豁免）規則」於 2002 年 4 月 29 日所發佈之討論文件，第 2/02 號文件。

(二) SB-2 對於認可財務機構對於槓桿式外匯交易進行未獲邀約的造訪之操守

依據 SB-2，認可財務機構無需遵守<sup>108</sup>「證券及期貨條例」就第 3 類受規管活動所定的註冊制度及證監會根據該條例制定的有關這類活動的規則。這項安排確認認可財務機構須遵守「銀行業條例」就它們本身所定的監管制度。然而，「證券及期貨條例」某些條文（如第 300 條<sup>109</sup>及第 301 條<sup>110</sup>）均普遍適用於所有人士。因此，認可財務機構（尤其已有涉及槓桿式外匯交易者）應熟知該條例內這些條文。

SB-2 所明訂者即為「證券及期貨（豁除某等未獲邀約的造訪）規則」所指的「金融管理專員指引」。雖然「證券及期貨條例」第 174 條及「證券及期貨（豁除某等未獲邀約的造訪）規則」並不適用於非註冊機構的認可財務機構，金管局預期就槓桿式外匯交易合約進行未獲邀約的造訪的所有認可財務機構均應遵守 SB-2 之具體相關規定。

關於派發標準宣傳物品之規範方面，SB-2 要求<sup>111</sup>若標準宣傳物品並不是在親身探訪或其他互動式對話期間派發予公眾人士，此舉本身可被詮釋為獲准許的通訊。這項詮釋是基於兩點作出，包括「證券及期貨（豁除某等未獲邀約的造訪）規則」對獲准許的通訊所下的定義，以及這種通訊無需接收人作出即時回應的事實<sup>112</sup>。同樣的，「證券及期貨條例」第 174 條並不適用於將標準宣傳物品連同戶口結單一起發出予一般銀行客戶

---

<sup>108</sup> SB-2 第 1.2.1 條。

<sup>109</sup> 「證券及期貨條例」第 300 條是關於在證券、期貨合約或槓桿式外匯交易方面使用欺詐或欺騙手段等的罪行。

<sup>110</sup> 「證券及期貨條例」第 301 條是關於披露虛假或具誤導性的資料以誘使他人訂立槓桿式外匯交易合約的罪行。

<sup>111</sup> SB-2 第 1.4.1 條。

<sup>112</sup> 根據「證券及期貨（豁除某等未獲邀約的造訪）規則」，由於有關通訊並不要求接收人對該項通訊作出即時回應，這顯示它是屬於獲准許的通訊的其中一個因素。

的做法<sup>113</sup>。

當認可財務機構透過未獲邀約的造訪進行槓桿式外匯交易合約的市場推廣時，金管局預期認可財務機構應有選擇性的進行槓桿式外匯交易合約的市場推廣及宣傳。因此，為游說某人訂立槓桿式外匯交易，認可財務機構得以<sup>114</sup>：

1. 造訪與認可財務機構已訂立書面協議的某人，而在該書面協議下，由認可財務機構向該人提供、與該人交易或代該人進行槓桿式外匯交易合約；
2. 造訪於造訪當日在認可財務機構持有超過 75 萬元存款或擁有超過 75 萬元由認可財務機構或有連繫特許機構或兩者其中一方或兩方管理（不論以全權委託或非全權委託方式）的資產的任何人；
3. 造訪某機構客戶的有連繫特許機構而該特許機構達到上述存款或資產額要求；
4. 造訪在指明證券交易所上市的特許機構，或是這些特許機構的有連繫特許機構；
5. 造訪已繳足股本不少於香港聯合交易所有限公司「上市規則」就新申請者所定上市時的最低預計市值的特許機構，或是這些特許機構的有連繫特許機構；
6. 就保證金交易合約以外的合約造訪任何特許機構；
7. 造訪另一認可財務機構或這些認可財務機構的有連繫特許機構；
8. 造訪特許機構或這些特許機構的有連繫特許機構；或
9. 造訪根據「保險公司條例」（第 41 章）獲授權的保險人，或這些保險人的有連繫特許機構。

---

<sup>113</sup> SB-2 第 1.4.2 條。

<sup>114</sup> SB-2 第 2.2.1 條。

認可財務機構應確保員工進行未獲邀約的造訪時遵守以下操守準則<sup>115</sup>：

1. 未獲邀約的造訪不得在上午 8 時前或下午 9 時後進行，除非客戶已具體同意可在這個時段進行造訪；
2. 若客戶明確表示不願意繼續接受造訪，造訪者必須立即中斷電話通話或立即離開現場；
3. 造訪者必須採取合理措施，確保客戶明白造訪的目的及造訪者擬在造訪期間商討的投資或投資服務的類別；
4. 造訪者不得試圖掩飾造訪的目的或客戶可能會訂立的投資協議的性質；
5. 若客戶最近已清楚表明不願意討論某課題，造訪者不得以討論該課題為目的而進行未獲邀約的造訪；
6. 就保證金交易合約而言，造訪者必須向客戶作出風險披露聲明，以明示提醒客戶注意保證金交易的風險；及
7. 若造訪者提供資料使客戶明白某項交易的性質及風險，他應：
  - (1) 確保資料準確無誤；
  - (2) 確保任何經濟預測的資料是合理的，並且以充分的研究及合理理據作為基礎；及
  - (3) 以公正持平的態度分析其建議的利弊。

## 二、 操守準則規範下之「認識你的客戶」規則

槓桿式外匯交易之特許機構應採取一切合理步驟<sup>116</sup>，以確立其每一位客戶之真實身分、其財務狀況、投資經驗及投資目標等資訊。如其客戶並非親自開立帳戶，則有關的開戶程序應該以適當之方式進行以確保槓桿式外匯交易之特許機構得以知悉該位客戶之身分。此外，如果槓桿式外匯交易之特許機構遵從下列之程序，客戶(機構客戶除外)之身分亦可以適當地加以

---

<sup>115</sup> SB-2 第 2.4.1 條。

<sup>116</sup> 操守準則第 5.1(a)條。

查核<sup>117</sup>：

- (一) 新客戶將一份已簽署的客戶協議連同該客戶的身分證明文件(客戶的身分證或其護照的有關部份)副本交付予槓桿式外匯交易之特許機構，以核實客戶的簽名及身分；
- (二) 槓桿式外匯交易之特許機構應取得由該新客戶在香港特許銀行開立的帳戶所簽發的支票及有關支票兌現(該支票的數額不得少於港幣 10,000 元，並須載有該客戶在身分證明文件上所顯示的姓名)；
- (三) 由該客戶簽發的支票上的簽名，必須與上述客戶協議的簽名相符；
- (四) 客戶(透過客戶協議或通告)獲告知有關的開戶程序及所施加的條件，尤其是必須待清算支票後才可使用新帳戶的這項條件；及
- (五) 槓桿式外匯交易之特許機構保存適當的紀錄，以顯示其已充分遵守客戶身分確認程序。

另外，槓桿式外匯交易之特許機構向客戶提供服務時，其對客戶所提供之建議或招攬等行為，應致力於確保其合理性<sup>118</sup>，並應確保其客戶已明白交易之性質和風險，並有足夠的淨資產<sup>119</sup>來承擔因相關之交易而可能產生之風險和損失。

### 三、 槓桿式外匯交易程序簡介

#### (一) 客戶協議書之訂定

依據操守準則之附表 6 (下稱「附表 6」)，槓桿式外匯交易之特許機構在與任何客戶簽訂槓桿式外匯交易合約之前，須應先與客戶訂定客戶協議書，協議書內應記載以下事項<sup>120</sup>：

---

<sup>117</sup> 操守準則第 5.1(b)條。

<sup>118</sup> 操守準則第 5.2 條。

<sup>119</sup> 操守準則第 5.3 條。

<sup>120</sup> 附表 6 第 1 條。

1. 該筆交易之最終受益方；
2. 客戶由本人操作帳戶或另行委託他人操作；
3. 槓桿式外匯交易之特許機構聲明，除另訂有委託帳戶之協議外，特許機構之雇員或代表不得接受客戶之委託操作其帳戶；
4. 槓桿式外匯交易之特許機構聲明其是否得以與客戶之交易指示進行對盤；
5. 槓桿式外匯交易之特許機構聲明其任何雇員或代表是否得以未本身之利益交易合約；
6. 槓桿式外匯交易之特許機構及客戶對於業務之電話談話內容將被錄音；
7. 槓桿式外匯交易之特許機構得為客戶提供之所有服務及其與客戶或代表客戶進行之所有交易之詳細內容，以及附加於該等服務及合約交易之條款及條件之詳細內容。
8. 相關之爭議將依循「證券及期貨(槓桿式外匯交易)(仲裁)規則」解決。
9. 保證金要求之詳情及最初保證金或後續保證金存款之繳款期限；
10. 於未得到客戶之同意時得以將某些合約平倉之特殊情況；
11. 槓桿式外匯交易之特許機構選擇價格及利率之方法與程序，其為用以計算客戶按照市值計算差額所算出之未平倉合約之持倉量和客戶之利息收入及支出。
12. 槓桿式外匯交易之特許機構可能因證監會之規定或命令而減少客戶之未平倉合約，或遭強制平倉。
13. 客戶協議書之管轄地為香港，準據法為香港法令。

除客戶協議書外，槓桿式外匯交易之特許機構亦須向其客戶取得書面申明<sup>121</sup>，其內容包含客戶之姓名、地址、財務資料等相關資訊。

---

<sup>121</sup> 附表 6 第 2 條。

## (二) 委託帳戶協議書之訂定

槓桿式外匯交易之特許機構如希望向其客戶提供委託帳戶服務，便須與客戶另行訂定一份委託帳戶協議書。針對槓桿式外匯交易，委託帳戶協議書內應記載下列風險披露聲明之文字<sup>122</sup>：

槓桿市外匯交易的虧損風險可以十分重大。你所蒙受的虧損可以超過你的最初保證金款額。即使你定下備用交易指示，例如“止蝕”或“限價”交易指示，亦未必可以將虧損侷限於你原先設想的數額。市場情況可能使這些交易指示無法執行。你可能被要求一接到通知即存入額外的保證金款額。如你未能在所訂的時間提供所需的款額，你的未平倉合約可能會被了結。你將要為你的帳戶所出現的任何逆差負責。因此，你必須仔細考慮，鑑於自己的財務狀況及投資目標，這種買賣是否適合你。

(槓桿式外匯交易之特許機構發出有關其業務的廣告亦須載有<sup>123</sup>上揭之風險披露聲明)

槓桿式外匯交易之特許機構所管理之委託帳戶，若其權益淨額在任何單一月份內從下跌超過 30%<sup>124</sup>，槓桿式外匯交易之特許機構須立即通知客戶其帳戶的權益淨額餘額、在該月內的交易虧損數額及該帳戶帶給槓桿式外匯交易之特許機構的收入的數額；另外，除非是為了將現有的未平倉合約平倉外，不得就委託帳戶訂立任何新合約，但槓桿式外匯交易之特許機構得到客戶之同意者及根據其所附加的條件而訂立者則不在此限。

## (三) 紀錄留存之規定

於接到客戶交易之指示時，槓桿式外匯交易之特許機構須確保所有來自客戶之電話交易指示已被錄入由其操作之中央錄音系統<sup>125</sup>之內（中央錄

---

<sup>122</sup> 操守準則附表 1。

<sup>123</sup> 附表 6 第 33 條。

<sup>124</sup> 附表 6 第 10 條。

<sup>125</sup> 附表 6 第 16 條。

音系統的錄音帶須保存至少 3 個月<sup>126</sup>)，並且在接獲客戶的交易指示後立即以書面之方式記錄每個交易指示，不論這些指示是透過電話或其他方式所傳達。

#### (四) 最初保證金及維持保證金要求

槓桿式外匯交易之特許機構須將客戶的最初保證金及維持保證金數額，分別訂於不少於其所提供合約的總基本價值之 5% 及 3%<sup>127</sup>。並只需為貨幣交叉盤交易及鎖倉（即客戶同時就同一種貨幣持有數量相同的長短倉）維持一筆保證金。於槓桿式外匯交易之特許機構根據客戶的投資目標、投資策略及財務狀況，而合理預期客戶將會在下一個營業日內或其所指定之更短時間內將該筆最初保證金足額存入時，槓桿式外匯交易之特許機構得以在沒有事先收到該客戶的最初保證金的情況下，代客戶（委託帳戶的客戶除外）執行合約。槓桿式外匯交易之特許機構不得向客戶提供任何信貸或給予任何種類的回扣，使客戶得以迴避或逃避附表 6 所訂明的保證金要求。另外，槓桿式外匯交易之特許機構應參考其每名客戶的財務狀況及投資目標策略，為其定不同之持倉限額<sup>128</sup>。

### 四、“專業投資者”之資格及對其得以免除之義務

#### (一) 專業投資者之界定

依據「證券及期貨條例」附表 1 第 1 部，“專業投資者”一詞之定義包含了不同類別的人士，例如中介人、認可財務機構、保險公司及認可交易所公司等。該定義之第(j)段規定，根據「證券及期貨條例」第 397 條<sup>129</sup>所訂立的規則內所訂明的其他人士，亦可於該條例的整體或單一條文之應用下，被視為具備“專業投資者”的資格。

---

<sup>126</sup> 附表 6 第 37 條。

<sup>127</sup> 附表 6 第 23 條。

<sup>128</sup> 附表 6 第 50 條。

<sup>129</sup> 「證券及期貨條例」第 397 (1)(o)條賦權證監會可訂立規則，以“訂明或指明本條例規定由或可藉根據本條例訂立的規則訂明、指明或規定的事宜，或就該等事宜訂定條文”。

從而，第 571D 章「證券及期貨(專業投資者)規則」(下稱「571D 章」)增訂了 4 類人士以界定其屬於“專業投資者”之範疇。證監會於考量該等人士在投資活動中自我保障的能力後方作出相關之增訂。這些人士被認定為符合其中一項專業投資者之類別後，則某些因必須保障投資者之措施所附加之義務或責任(包含「證券及期貨條例」第 103、174 及 175 條所訂明的措施及「證券及期貨條例」其他附屬法例內有提及“專業投資者”之條文中所訂明的措施)將會被免除或加以修改。

571D 章新增之 4 類人士<sup>130</sup>分別為：

1. 以一個或多數的信託作為受託人，受託管理不低於港幣 40,000,000 元或等值的外幣資產的信託特許機構<sup>131</sup>；
2. 擁有不低於與港幣 8,000,000 元等值的外幣的投資組合<sup>132</sup>的個人(不論是單獨一人或是與配偶或子女共同擁有的聯名帳戶；
3. 擁有不低於港幣 8,000,000 元或等值的外幣的投資組合，或不低於港幣 40,000,000 元或等值的外幣的總資產的特許機構或合夥；及
4. 其唯一業務是持有投資及由屬於上述 b.所述的個人(不論是單獨一人\或是與配偶或子女共同擁有的聯名帳戶)全額擁有的特許機構。

---

<sup>130</sup> 571D 章第 3 條。

<sup>131</sup> 據 571D 章第 2 條所述，“信託特許機構”(trust corporation) 指—

- (a) 根據「受託人條例」(第 29 章)第 VIII 部註冊的任何信託公司；或
- (b) 符合以下說明的其他特許機構—
  - (i) 所經營的業務的性質與(a)段提述的信託公司所經營的業務的性質相似；並
  - (ii) 根據香港以外地方的法律受規管；

<sup>132</sup> 據 571D 章第 2 條所述，“投資組合”(portfolio) 指由任何下述項目組成的投資組合—

- (a) 證券；
- (b) 由—
  - (i) 認可財務機構發行的存款證；或
  - (ii) 並非認可財務機構但根據香港以外地方的法律受規管的銀行發行的存款證；
- (c) 就任何個人、特許機構或合夥而言，由保管人替該人、特許機構或合夥持有的款項。

“專業投資者”一般來說均具備保障自身權益的能力，當有關活動是以專業投資者作為目標時，某些投資者保障措施將不會再被適用或會予以修改，從而降低市場遵守法規的成本，儘管如此專業投資者將仍然可以獲得足夠程度的投資者保障。因此，證監會認為<sup>133</sup>571D章與「證券及期貨條例」第4(a)<sup>134</sup>及(c)<sup>135</sup>條的目標一致。

## (二) 特許機構應遵從之事項

於進入交易之程序時，槓桿式外匯交易之特許機構應向該客戶發出書面說明<sup>136</sup>，解釋接受專業投資者身份的風險和後果，以及享有撤回該身份的權利。該客戶亦須作出簽署聲明，確認知悉上述之解釋。一般來說，當槓桿式外匯交易之特許機構與客戶進行交易時，應接受操守準則就特許機構及其代表的業務方式及標準所提供之指引。這些規則包括了：

1. 避免利益衝突；
2. 就衍生性商品提供服務時，須確保客戶已明白該商品的性質和風險，並有足夠的淨資產承擔因買賣該商品而可能招致的風險和損失；及
3. 在客戶要求時披露關於其業務的財務狀況的資料。

## (三) 特許機構得以免除之義務

但倘若於客戶確認並知悉接受其身為專業投資者之身分後，槓桿式外匯交易之特許機構得因為該客戶是專業投資者而無需遵從操守準則內的某些規定。例如，其無須：

---

<sup>133</sup> 請參閱證券及期貨事務監察委員會財經事務局擬稿小組委員會就「證券及期貨(專業投資者)規則」於2002年6月6日所發佈之討論文件第10/02號文件。

<sup>134</sup>“維持和促進證券期貨業的公平性、效率、競爭力、透明度及秩序”。

<sup>135</sup>“向投資於或持有金融產品的公眾提供保障”。

<sup>136</sup> 以下說明出自於為香港立法會秘書處資料研究及圖書館服務部於2008年7月3日所發佈之專業投資者資料摘要(IN22/07-08)。

1. 索取客戶的一般資料，例如客戶的財務狀況、投資經驗及投資目標；
2. 確保向客戶作出的建議或招攬行為是合適的；
3. 與客戶訂立書面合約或提供風險披露聲明；及
4. 在進行交易前取得客戶的事先書面授權。

## 五、 關於提供成交紀錄、定期對帳單及其他相關文件之規範

第 571Q 章「證券及期貨(成交單據、戶口結單及收據)規則」(下稱「571Q 章」)定有關於槓桿式外匯交易之成交單據、戶口結單及收據規則。571Q 章補充了「證券及期貨條例」第 VI 部包括適用於槓桿式外匯交易之特許機構及其有聯繫實體<sup>137</sup>，為持續其營運而須向客戶提供之成交紀錄、定期對帳單及其他相關文件，並且亦訂明須於何時向客戶提供若干文件，及該等文件之內容等。

571Q 章主要之內容為合併及修訂相關條例及業務操守準則等涉及準備及提供成交紀錄、定期對帳單及其他相關文件的規定。納入 571Q 章的主要政策包含：該規則將適用於所有中介人及其有聯繫實體，以配合為填補先前於規管方面的不足之處，而對有聯繫實體施加直接規管的整套措施、就與屬專業投資者的客戶進行的交易及就提供資產管理服務而獲發牌或註冊的中介人提供若干豁免、在不削弱對投資者的保障的情況下，避免重複向客戶送交文件以減輕在遵守法規方面的負擔、因應單一牌照制度，准許就不同受規管活動製備及提供綜合成交紀錄及定期對帳單、准許在就證券及期貨合約交易發出的成交紀錄中，使用平均價格及將須向客戶提供成交紀錄的期限，由 1 個營業日延長至 2 個營業日。

571Q 章關於槓桿式外匯交易的規定主要沿自於「槓桿式外匯買賣(簿冊、

---

<sup>137</sup> 依照「證券及期貨條例」附表 1 第 1 部之定義，有聯繫實體 (associated entity) 就某中介人而言，指符合以下說明的公司，或符合以下說明及「公司條例」(第 32 章)第 XI 部關於文件登記的條文的非香港公司— (由 2004 年第 30 號第 3 條修訂)

- (a) 和該中介人有控權實體關係；及
- (b) 在香港收取或持有該中介人的客戶資產。

成交單據及業務操守)規則」(第451章，附屬法例D)第4條及「證券及期貨事務監察委員會註冊人操守準則」。有關規定之意旨為確保中介人的客戶能就其與中介人或由中介人代其進行的交易，收到及時和有意義的資料；有關資料包括交易之確認、載有其獲提供的財務融通和所訂立的保證金交易的每日結單、以及載有其戶口內的所有活動和持有資產的每月摘要<sup>138</sup>。

綜上所述，依據571Q章，槓桿式外匯交易須遵循以下規範：成交紀錄之製備及提供、每日對帳單及每月對帳單之製備及提供、收據之製備及提供及罰責。以下將就重要之內容為概要介紹：

(一) 成交紀錄：

當槓桿式外匯交易之特許機構與客戶或代客戶訂立有關槓桿式外匯交易合約時，其須就該相關合約製備成交單據，並且在訂立該相關合約後第2個營業日終了前，向該客戶提供該成交單據<sup>139</sup>。

另外，槓桿式外匯交易合約之成交單據另須載有<sup>140</sup>：(如有關槓桿式外匯交易之特許機構以代理人之身分為行為時)述明該槓桿式外匯交易之特許機構之行為以及其委託人的姓名或名稱、收到有關客戶指示的日期及時間、執行該槓桿式外匯交易合約的日期及時間、該槓桿式外匯交易合約之標的貨幣，並就每種貨幣列明其所涉及的款額、是售賣還是購買、其成交價、其利率以及所規定的保證金存款數額。

(二) 每日對帳單<sup>141</sup>：

---

<sup>138</sup> 請參閱證券及期貨事務監察委員會就「證券及期貨(成交單據、戶口結單及收據)規則」於2002年12月13日所發佈之「立法會參考資料摘要」。

<sup>139</sup> 571Q章第5條(1)。

<sup>140</sup> 571Q章第5條(6)。

<sup>141</sup> 571Q章第9條(2)。

戶口日結單須載明以下之內容（節錄重要者）：

1. 在該日開始時及終結時該帳戶的尚待結算結餘，以及該帳戶的結餘在該日的所有變動的細節；
2. 為該帳戶持有而屬由該客戶或由他人代該客戶就每項保證金交易提供的每一種類的保證在該日終結時的數量、市場價格及市值(如該價格或市值可輕易確定的話)，以及該等保證在該日內的所有變動的細節；
3. 每項在該日平倉的保證金交易的細節，包括其平倉價格、就它徵收的收費、就它而出現的已實現利潤或虧損，以及(如該項平倉行動由該槓桿式外匯交易之特許機構主動進行)有關註明；
4. 在該日終結時就為該帳戶而持有的未平倉持倉計算的所有浮動利潤及浮動虧損，以及計算時所採用的價格；
5. 在該日終結時該帳戶的權益淨額；
6. 在該日終結時所有為該帳戶而持有的未平倉持倉的一覽表；
7. 在該日終結時就所有為該帳戶而持有的未平倉持倉的最低保證金規定；
8. 在該日終結時該帳戶內的保證金溢差或逆差的款額；
9. (就屬槓桿式外匯交易合約的未平倉持倉而言)在該日終結時就該持倉
10. 計算的應累算利息收入和支出，以及計算時所採用的利率的細節；  
及
11. 就該日槓桿式外匯交易之特許機構與客戶之間所據以開倉或平倉(視屬何情況而定)的每項
12. 保證金交易的安排而言，該客戶的持倉限額及交易限額，以及該安排的屆滿日期。

(三) 每月對帳單<sup>142</sup>：

戶口日結單須載明以下之內容（節錄重要者）：

1. 該帳戶在有關的按月會計期開始時和終結時的尚待結算結餘及權益淨額，以及該帳戶的結餘在該段期間內的所有變動的細節；
2. 所有在該按月會計期內由該槓桿式外匯交易之特許機構與該客戶或代該客戶訂立的有關合約的細節，並須顯示哪些合約是由該槓桿式外匯交易之特許機構主動訂立的；
3. 為該帳戶內由該客戶或由他人代該客戶就保證金交易提供的保證，在該按月會計期內的所有變動的細節；
4. 在該按月會計期終結時為該帳戶內每一種類由該客戶或由他人代該客戶就保證金交易提供的保證的數量、市場價格及市值(如該價格或市值可輕易確定的話)；
5. 在該按月會計期內記入該帳戶的貸項的所有收入的細節，及在該按月會計期內自該帳戶徵收的收費的細節；
6. 在該按月會計期終結時為該帳戶持有的未平倉持倉計算的所有浮動利潤及浮動虧損，以及計算時所採用的價格；
7. 在該按月會計期終結時為該帳戶持有的所有未平倉持倉的一覽表；
8. 在該按月會計期終結時為該帳戶持有的所有未平倉持倉的最低保證金規定；及
9. 在該按月會計期終結時該帳戶內的保證金溢差或逆差的款額；

應注意者，無論是戶口日結單或戶口月結單，客戶皆有權要求槓桿式外匯交易之特許機構立即獲於合理之時間範圍內提供<sup>143</sup>。

(四) 收據：

---

<sup>142</sup> 571Q 章第 11 條(3)。

<sup>143</sup> 571Q 章第 12 條(1)。

除若干除外規定<sup>144</sup>外，槓桿式外匯交易之特許機構自其客戶收取或代該客戶收取任何客戶資產、就保證金交易提供的保證或其有聯繫實體自該槓桿式外匯交易之特許機構的客戶收取或代該客戶收取任何客戶資產時，該槓桿式外匯交易之特許機構或有聯繫實體(視屬何情況而定)須製備收據，以及在收取該等客戶資產或保證後第2個營業日終結前，向該客戶提供該收據<sup>145</sup>。

(五) 罰責：

任何槓桿式外匯交易之特許機構或其有聯繫實體無正當合理之理由<sup>146</sup>而違反571Q章之任何條文，即屬於犯罪之行為，一經定罪，可處第4級罰款<sup>147</sup>。

如任何槓桿式外匯交易之特許機構或其有聯繫實體意圖詐騙<sup>148</sup>而違反571Q章之任何條文時，亦屬於犯罪之行為，如經循公訴程序定罪，可處罰款港幣1,000,000元及監禁7年；若經循簡易程序定罪，可處罰款港幣500,000元及監禁1年。

六、 備存紀錄法規

第571O章「證券及期貨(備存紀錄)規則」(下稱「571O章」)第6條定有關於槓桿式外匯交易之備存紀錄規則。該條文立法之用意為確保從事槓桿式外匯交易之特許機構就其業務及客戶交易所備存之紀錄為全面性的，且包括足夠的資料，因此得以適當的揭露其業務之運作及客戶之資產。在設計571O章時，證監會最大之任務為取得保障投資者及減輕受其規管的人士在遵守法規方面的適當平衡。證監會在草擬該條文時，主要是參考「槓桿式外匯買賣(簿冊、成交單據及業務操守)規則」第3條的規定，並加入

<sup>144</sup> 請詳見571Q章第13條(2)所列舉之情形。

<sup>145</sup> 571Q章第13條(1)。

<sup>146</sup> 571Q章第19條(1)。

<sup>147</sup> 港幣25,000元。

<sup>148</sup> 571Q章第19條(2)。

了若干使證監會更能達致上述目標的新元素<sup>149</sup>。

571O 章第 6 條規定，獲發牌進行槓桿式外匯交易的特許機構須就構成該受規管活動的業務備存紀錄，而該等紀錄須足以顯示：

- (一) 就每一與該槓桿式外匯交易之特許機構進行槓桿式外匯交易合約的交易的認可對手 (Recognized counterparty)<sup>150</sup>而言，足以確信該認可對手方之身份者；
- (二) 每一營業日完結時該槓桿式外匯交易之特許機構本身帳戶及其每一客戶及認可對手方的帳戶的每一未平倉持倉的市值；
- (三) 就每份由該槓桿式外匯交易之特許機構所執行的槓桿式外匯交易合約而言，由該特許機構向其客戶所報的買入價和賣出價、其合約的執行價及執行合約時由一間聲譽良好的財經資訊服務機構向公眾或訂戶公布及散發的買入價和賣出價；
- (四) 由該特許機構就一種貨幣相對於另一貨幣的好倉或淡倉所收取或支付的利率差額。

## 七、 爭端解決機制

「證券及期貨條例」第 118 條對於受規管活動而領有牌照者訂有某些條件之規限。第 118(1)(b)<sup>151</sup>條規定，領有牌照而進行槓桿式外匯之交易者，於客戶之要求下，應將任何關於或觸及該交易的任何事宜的爭議以仲裁方式解決。第 571F 章「證券及期貨(槓桿式外匯交易)(仲裁)規則」(下稱「571F 章」) 即為獲得該條之授權下所制定之仲裁規則。571F 章基本上保留了在

---

<sup>149</sup> 請參閱證券及期貨事務監察委員會就「證券及期貨(證券及期貨(備存紀錄)規則」於 2002 年 12 月 13 日所發佈之「立法會參考資料摘要」。

<sup>150</sup> 「證券及期貨條例」附表 1 第 1 部內的定義如下“... (b) 就任何就第 3 類受規管活動 (槓桿式外匯買賣) 獲發牌的特許機構所進行的個別交易而言，指同樣如此獲發牌的另一特許機構；...”。

<sup>151</sup> 如是為進行第 3 類受規管活動而批給的，則牌照須受以下條件規限：就特許機構與客戶之間的爭議而言，如是關於或觸及進行該類活動的任何事宜的，則在客戶要求下，特許機構有責任按照根據第(2)款訂立的規則以仲裁方式解決該爭議。

「槓桿式外匯買賣條例」內所訂明有關以仲裁方式解決客戶與特許機構之間涉及槓桿式外匯交易的爭議安排。由於槓桿式外匯交易之高度技術性及專門性，因此於爭議產生時將相關之事宜交由了解交易本質之專家來裁量，對客戶或交易商來說屬於比較實際且客觀之作法<sup>152</sup>。

571F 章之範圍包含了仲裁小組的設立、職能、仲裁人的遴選及更換、有關展開、進行及終止仲裁程序的程序規則、證據、答辯及其他雜項事宜作出規定。以下將就仲裁小組之組成、仲裁程序之展開、終止仲裁程序的規則、仲裁的形式及效力及仲裁費用為基本之介紹。

#### (一) 仲裁小組之組成

針對解決槓桿式外匯交易相關爭議所設立之仲裁小組，係由香港財政司司長所委任的主席、副主席及其他成員組成<sup>153</sup>。雖然香港財政司司長得指派其所認為合適之小組成員，但值得注意者為證監會的董事及僱員並無資格獲委任為小組成員<sup>154</sup>。

#### (二) 仲裁程序之展開

任何槓桿式外匯交易之客戶得以自身或由他人代為簽署的書面通知向其產生爭議之特許機構（交易商）要求按照 571F 章以仲裁方式解決該爭議<sup>155</sup>。倘若客戶怠於發出欲解決爭議之通知，則槓桿式外匯交易之特許機構得向客戶發出通知以告知其得藉由仲裁之方式解決爭議之權力<sup>156</sup>。在接獲其所發出之通知後，客戶應於 14 天<sup>157</sup>內回覆表明行使仲裁權利之意願。但如果客戶未於上揭期限內回覆，則其將喪失<sup>158</sup>以仲裁解

---

<sup>152</sup> 請參閱證券及期貨事務監察委員會就「證券及期貨(槓桿式外匯交易)(仲裁)規則」於 2002 年 11 月 29 日所發佈之「立法會參考資料摘要」。

<sup>153</sup> 571F 章第 4 條(2)。

<sup>154</sup> 571F 章第 4 條(3)。

<sup>155</sup> 571F 章第 5 條(1)。

<sup>156</sup> 571F 章第 5 條(2)(a)。

<sup>157</sup> 571F 章第 5 條(2)(b)。

<sup>158</sup> 571F 章第 5 條(3)。

決爭議之權力。

如果相關之爭議已於法院展開訴訟程序，客戶仍可在法院程序展開後的14天內，以自身或由他人代為簽署的書面通知向其產生爭議之槓桿式外匯交易之特許機構要求按照571F章以仲裁方式解決該爭議<sup>159</sup>，但其前提<sup>160</sup>為並未於之前收受槓桿式外匯交易之特許機構所發出之通知。

訂立此機制之用意為保護客戶採取仲裁解決爭議之權力。在客戶不清楚其可採取之行為時，要求槓桿式外匯交易之特許機構提醒客戶，或即使已進入訴訟程序亦允許其改依仲裁解決爭議。另一方面則採取了時間限制，以避免客戶延宕程序之進行。

### (三) 終止仲裁程序的規則

如果在仲裁小組就爭議作出裁決之前，雙方當事人就爭議達成和解之合意，則仲裁人須依照該合意內容作成形式上之裁決<sup>161</sup>，並紀錄之，但此等之裁決並不需要任何理由<sup>162</sup>。如果裁決程序因任何原因（除上述之和解外）而不需要或不可能繼續進行時，仲裁人得主動或應一方之要求作出終止仲裁程序之命令<sup>163</sup>，但此等之裁決需要在命令中明述終止<sup>164</sup>之理由。

此規則之適用解決了仲裁資源浪費之問題，同時也尊重當事人之意願，以避免進行不必要之法律程序。

### (四) 仲裁的形式及效力

---

<sup>159</sup> 571F章第5條(4)。

<sup>160</sup> 571F章第5條(5)。

<sup>161</sup> 571F章第26條(1)。

<sup>162</sup> 571F章第26條(2)。

<sup>163</sup> 571F章第27條(1)。

<sup>164</sup> 571F章第27條(2)。

任何由仲裁人作出之判決皆屬終局<sup>165</sup>之判決，且對當事人均有拘束力。仲裁小組之書記(clerk)須將就任何槓桿式外匯交易之特許機構作出的裁決通知<sup>166</sup>證監會，證監會亦可依據 571F 章授予該會的職能而使用<sup>167</sup>仲裁人所作出的任何裁判。

身為槓桿式外匯交易之主管機關，證監會必須了解並掌握仲裁小組對相關爭議所為之解釋及判斷，以便未來行使其監管之職權。另外為阻免相關爭議衍生不息，此處特別強調了裁決之最終性及拘束力，因此達成了 571F 章最大之立法目的。

#### (五) 仲裁費用

除仲裁人依據其對案情之判斷而認為由各方當事人平均分攤仲裁費用為合理，而命令各方當事人分攤<sup>168</sup>仲裁費用者外，仲裁費用須由敗訴的當事人承擔<sup>169</sup>。

### 第三節 可收回牛熊證總說

#### 一、可收回牛熊證 (Callable Bull-Bear Contract) 之性質<sup>170</sup>

可收回牛熊證 (下稱「牛熊證」) 之性質屬於結構性產品，其操作為藉由追蹤相關基礎資產的漲跌差價產生盈虧，因此投資人無須支付購入實際基礎資產的全數金額。牛熊證有牛證和熊證之區別，且均設有固定之到期日，投資人可以看好或看壞相關基礎資產之走勢而選擇買入牛證或熊證。牛熊證是由第三人發行，發行商通常是投資銀行，與香港交易及結算所有限公司 (下稱「香港交易所」) 及相關基礎資產皆沒有任何關連。

---

<sup>165</sup> 571F 章第 28 條(6)。

<sup>166</sup> 571F 章第 28 條(5)(a)。

<sup>167</sup> 571F 章第 28 條(5)(b)。

<sup>168</sup> 571F 章第 31 條(3)。

<sup>169</sup> 571F 章第 31 條(2)。

<sup>170</sup> 香港交易所，什麼是牛熊證？，[http://www.hkex.com.hk/prod/cbbc/info2\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/prod/cbbc/info2_c.htm) (Last visited: 19 September 2008).

牛熊證之有效期限由 3 個月至 5 年不等，並只會以現金結算。牛熊證在香港交易所旗下現貨市場之交易時段內，透過聯交所的第三代自動對盤及成交系統平台上買賣，交易按每手倍數（如一手相等同於 10,000 份）進行，於 T+2（T 指交易日）交收。

在某些海外市場，性質等同於牛熊證之上市產品一般稱為「收回」(knock out)或「停損」(stop loss)票據，性質等同於牛熊證之非上市產品則一般稱為「差價合約」(Contracts for Difference，簡稱 CFD)。

依據香港交易所統計資料顯示，交易所交易之牛熊證於 2008 年首 10 個月平均每日成交金額為 38.48 億元港幣，較去年同期的 1.75 億元港幣成長 2,099%，顯示上市之牛熊證商品逐漸成為投資人投資證券市場的主要商品之一。

#### (一) 牛熊證的流通量提供者

牛熊證之發行商須就其每一隻上市牛熊證委任一名流通量提供者。有關流通量提供者的名單，可參閱香港交易所網站。每隻牛熊證的流通量提供者之詳細責任將載於上市文件內。發行商可為不同的牛熊證委任不同的流通量提供者，但每隻牛熊證只可有一名流通量提供者。

牛熊證之上市文件列明了流通量提供者所應負之責任。於正常情況下，由開市後 5 分鐘起直至收市為止，流通量提供者都要為其負責的牛熊證提供持續報價或回應報價要求而提供流通量。流通量提供者應提供最少 10 手牛熊證的流通量。發行商必須在上市文件內列明牛熊證買賣價之間的最高差價以及最長的回應時間。根據報價要求制度，投資人得要求流通量提供者提供報價。

#### (二) 牛熊證發行時所定之附帶條件

牛熊證於發行時，均會訂有提早到期並終止買賣之附帶條件。於牛熊

證之有效期間內，如相關基礎資產之價格觸及其上市文件內所定明之價位（稱為「收回價」）時，發行商將會立即強制收回該牛熊證，因此牛熊證將提早到期並即時終止買賣。若遭強制收回時，牛熊證的最後交易日為強制收回事件發生後在香港交易所停止買賣之當天；若沒有遭強制收回，則最後交易日為到期日之前一天。

### (三) 牛熊證之主要特色

#### 1. 牛熊證價格之走勢

牛熊證價格之漲跌走勢近似於相關基礎資產之價格（即對沖值接近1）。因此，若相關基礎資產之價值上升，則相等權益比率之牛證價值一般亦會按此上升幅度等倍上漲，而相等權益比率的熊證的價值則一般會按此上升幅度等比倍降。此特色為投資人提供一種可緊貼相關基礎資產價格走向的產品，且其價格之透明度較其他結構性產品為高。然而，在牛熊證相關資產的價格趨近於收回價時，牛熊證的價格變動可能會有較大之波幅，甚至與相關基礎資產價格的變動不成比例。

#### 2. 牛熊證設有收回價及強制收回機制

牛證的收回價必定等同或高於行使價，熊證的收回價則必定等同或低於行使價。若相關基礎資產之價格於到期前之任何時刻觸及其上市文件內所定明之收回價，則牛熊證即提早到期，必須由發行商強制收回，其買賣亦會即時終止。

#### 3. 牛熊證之類別

牛熊證分 N 類及 R 類：

- (1) N 類牛熊證指收回價等同行使價的牛熊證。一旦相關資產的價格觸及或超越收回價，牛熊證持有人將不會收到任何現金款項。

- (2) R類牛熊證指收回價有別於行使價的牛熊證。若出現強制收回事件，牛熊證持有人可收回少量現金款項（稱為「剩餘價值」，於後揭之「釐定R類牛熊證剩餘價值的方法」詳述之）。但在最差之情況下，其亦可能無剩餘價值。

若將有相同行使價之N類牛熊證及R類牛熊證作比較，R類牛熊證會在一個較早的價格水平便被收回。

#### 4. 牛熊證到期時之價值

若無強制收回之情事發生，牛熊證可持有至到期日或於到期日前在交易所的交易時段內賣出：

- (1) 就牛證而言，若一直持有至正常到期，於到期日其現金結算金額為相關基礎資產之結算價減去行使價之結餘金額。
- (2) 就熊證而言，若一直持有至正常到期，於到期日其現金結算金額將為行使價減去相關基礎資產的結算價之結餘金額。

若其基礎資產屬於港股之牛熊證，則結算價將以最終交易日相關基礎資產之收盤價為準。若上述(1)及(2)之結算數額為負數時，投資人將不會領回任何款項。若其基礎資產屬海外股份、商品或其他指數之牛熊證，投資人應另行參考上市文件上有關結算價之釐定細節。

#### 5. R類牛熊證剩餘價值之結算方法

當R類牛證被收回時，其剩餘價值為根據上市文件條款所明定之結算價與行使價之結餘差額。牛證的結算價不可低於相關基礎資產在強制收回事件後至下一個交易時段內的最低成交價（若下一個交易

時段的持續交易時間不足一小時，結算價的基準時間順延至下一個交易時段。若屬海外相關資產的牛熊證，其剩餘價值會於強制收回事件發生後至上市文件聲明的時間內確定之)。反之當 R 類熊證被收回時，其剩餘價值為行使價與根據上市文件條款所定的結算價之結餘差額。熊證的結算價不可高於相關基礎資產在強制收回事件後至下一個交易時段內的最高成交價。開市前時段及上午交易時段視為同一交易時段。然而，若結算價觸及或高於行使價時，將可能沒有任何剩餘之價值。

#### (四) 基礎資產

發行商可申請發行以下列為基礎資產之牛熊證：

1. 在香港交易所上市，並由香港交易所挑選及獲香港證券及期貨監察委員會（下稱「證監會」）批准之高流動性港股。可發行牛熊證之港股名單每季更新一次，並於香港交易所網站內的牛熊證產品專頁為登載。
2. 港股指數，包括恒生指數及恒生中國企業指數（H 股指數）；
3. 海外股份及海外股份指數；
4. 貨幣；及
5. 商品

發行商若欲發行其他基礎資產之牛熊證者，須經過證監會之批准。

#### (五) 資本調整

如屬港股的牛熊證，其收回價格、行使價格及權益比率都會因應正股

的資本調整（包括股息調整）而作出調整，並須按當時股票期貨／股票期權（如適用）的相應原則進行。普通股息一般不會作調整，但其他現金分派，如現金紅利及特別股息，其價值等於或多於普通股於公佈日收盤價的百分之二時，亦將會作出調整。

如屬港股指數或海外指數的牛熊證，即使任何相關指數的成份股出現任何資本調整，牛熊證亦不須作任何調整；商品或貨幣牛熊證不需作任何調整。至於其他資產的牛熊證，投資者應參閱該牛熊證的上市文件。

## 二、牛熊證之運作<sup>171</sup>

一般來說，牛熊證的發行價格是以相關基礎資產之現貨價格與牛熊證本身之行使價格二者之間的差額，再加上財務費用之加總為得之。牛證的收回價格得以等於或高於行使價格，熊證的收回價格可以等於或低於行使價格。

### （一）牛證之運作實例：

例 1<sup>172</sup>：N 類牛證（不設剩餘價值）

發行時：

• 相關之基礎資產	股票 X
• 現貨價格	110 元
• 收回價格（發行時訂定）	90 元
• 行使價格（發行時訂定）	90 元

<sup>171</sup>香港交易所，牛熊證如何運作？，[http://www.hkex.com.hk/prod/cbbc/info3\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/prod/cbbc/info3_c.htm) (Last visited: 19 September 2008).

<sup>172</sup> *Id.*

• 財務費用 (8%)	7.2 元
• 合約權益比率	100 : 1
• 到期	12 個月
發行時的理論價： [(現貨價格 - 行使價格 + 財務費用)/權益比率]	0.272 元
一手價值 (10,000 份)	2,720 元

若現貨價跌至 90 元 (觸及收回價)

• 發生強制收回事件
• 牛證被收回，交易終止
• 沒有剩餘款項
• 虧損為最初投資金額 2,720 元

若到期前並無遭收回，於到期時：

• 股票 X 的價格：	130 元
牛證的結算款額 (結算價格(最後交易日當天股票 X 的收盤價) - 行使價格)/ 權益比率 = (130 元 - 90 元)/100	0.4 元
一手價值 (10,000 份)	4,000 元
一手回報 (牛證於到期時的價值 - 投資金額) = 4,000 元 - 2,720 元	1,280 元
回報率	47%

= 1,280 元 / 2,720 元

例 2<sup>173</sup>：R 類牛證（含剩餘價值）

發行時

• 相關資產	股票 X
• 現貨價格	110 元
• 收回價格（發行時訂定）	95 元
• 行使價格（發行時訂定）	90 元
• 財務費用（8%）	7.2 元
• 合約權益比率	100 : 1
• 到期	12 個月
發行時的理論價： [(現貨價 - 行使價 + 財務費用)/權益比率]	0.272 元
一手價值（10,000 份）	2,720 元

若現貨價跌至 95 元（觸及收回價）

• 發生強制收回事件	
牛證於收回時的剩餘價值 (結算價格* - 行使價格)/權益比率 =(94 元 - 90 元)/100 *結算價格為依據於上市文件所明定之金額，其必然不低於相關基礎資產在強制收回事件後至下一個交易時段內之最低成交價格；於本例中假設為 94 元。若結算	0.04 元

<sup>173</sup> *Id.*

價格等於或低於行使價格，將不會有任何剩餘價值，並損失整筆投資金額。	
一手價值	400 元
一手虧損金額 (2,720 元 - 400 元)	2,320 元

若到期前沒有遭收回，有關回報將與上述例子 1 相同：

• 股票 X 的價格：	130 元
牛證的結算款額： (結算價 (最後交易日當天股票 X 的收盤價) * - 行使價) / 權益比率 = (130 元 - 90 元) / 100	0.4 元
一手價值	4,000 元
一手利潤 (牛證於到期時的價值 - 投資金額) = 4,000 元 - 2,720 元	1,280 元
回報率 = 1,280 元 / 2,720 元	47%

以上兩個例子的盈餘及虧損之計算並沒有包含經紀之佣金及其他交易費用在內。

## (二) 財務費用

牛熊證的發行價包括財務費用，發行商會在推出牛熊證時在上市文件內訂明計算財務費用的方式。牛熊證的財務費用包括發行商之借貸成本、預期正股普通股息的調整（若相關基礎資產為可派發股息之股份時）及發行商的溢利。這些因素或會不時變動，以至牛熊證的財務費用在其有效期內變動不定。一般來說，牛熊證的年期越長，財務費用

便越高。財務費用會隨牛熊證趨近到期而逐步消耗。

### 三、牛熊證之風險<sup>174</sup>

#### (一) 強制收回

若牛熊證的相關基礎資產價格觸及收回價格時，牛熊證會即時由發行人強制收回，買賣亦會終止。N類牛熊證將不會有任何剩餘價值；若是R類牛熊證，持有人或可收回少量剩餘價值，但在最壞的情況下亦可能完全沒有任何剩餘價值。

一般來說，收回價格與相關基礎資產時價的差額越大，牛熊證被收回的機會就越低，因為相關基礎資產的價格需要較大的變動才會觸及收回價。當牛熊證被強制收回後，即使相關之基礎資產價格上漲，該牛熊證亦不會再次復牌而在市場上為買賣，因此投資人也無法因價格再次上漲而獲得利益。

若其係屬於由海外基礎資產而發行的牛熊證，強制收回事件可能會於香港交易所交易時段以外的時間發生。

#### (二) 槓桿作用

由於牛熊證得以槓桿之方式操作，因此若相關基礎資產價格的走向與投資人原先之預期相反時，投資人之損失將以槓桿之倍率擴大。

#### (三) 限定的有效期

牛熊證有一固定有效期間，並於指定之日期到期。有效期可以是3個月至5年不等。若在到期前遭提早收回牛熊證的有效期將變得更短。期間牛熊證的價值會隨相關基礎資產之價格的變動而波動，於到期後

---

<sup>174</sup>香港交易所，買賣牛熊證涉及的風險，[http://www.hkex.com.hk/prod/cbbc/info4\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/prod/cbbc/info4_c.htm) (Last visited: 19 September 2008).

或遭提早收回後更可能會失去其價值。

#### (四) 相關資產的走勢

牛熊證的價格變動雖然趨向緊貼相關資產的價格變動，但在某些情況下未必與相關資產價格的變動同步（即對沖值不一定等於1）。牛熊證的價格受多個因素所影響，包括其本身的供求、財務費用及距離到期的時限等。此外，個別牛熊證的對沖值亦不會經常接近一，特別是當相關資產的價格接近收回價時。

#### (五) 流通量

雖然牛熊證設有流通量提供者，但不能保證投資者可以隨時以其目標價格買入／賣出牛熊證。

#### (六) 財務費用

牛熊證在發行時已把完整有效期間之財務費用計算在發行價格內，雖然當牛熊證被收回時其有效期間將會縮短，投資人仍會損失全部之財務費用。投資人需注意牛熊證推出後，其財務費用仍有變動之可能，流通量提供者在牛熊證推出時未必會根據財務費用的理論值價格開價。

#### (七) 接近收回價格時的交易

當相關基礎資產之價格接近收回價格時，牛熊證面臨隨時會被收回而終止交易之可能，從而牛熊證的價格將可能會劇烈的變動，因此買賣之差價可能提高，而流通量亦可能降低。

#### (八) 股份暫停交易

若牛熊證之基礎資產為股份，而於聯交所買賣該股份暫停交易，則相關的牛熊證亦將暫停交易，直至有關股份恢復交易為止。

發行商會於強制收回事件發生後 60 分鐘內通知市場確實的收回時間，交易所亦會把於強制收回事件發生後才達成的交易資料發布給有關的交易所參與者，讓他們通知其客戶。由於強制收回事件發生的時間與停止牛熊證買賣之間可能會有一些時差，因此某些交易在強制收回事件發生後之該段時期內才被達成及被交易所之參與者所確認，但此等交易將不被承認並會被取消。

#### (九) 海外基礎資產所發行的牛熊證

由於以海外基礎資產發行的牛熊證其價格及結算價格均由外幣兌換港元計算，因此投資人於買賣這類牛熊證時需承擔相關之外匯風險。

若其屬海外基礎資產所發行的牛熊證，則強制收回事件可能會於香港交易所交易時段以外的時間發生，相關的牛熊證會於下一個交易時段或發行商通知交易所強制收回事件發生後盡快停止在交易所買賣。強制收回事件發生後，AMS/3 將不會設自動停止機制。而倘若其屬於 R 類牛熊證，剩餘價值會根據上市文件於訂價日界定之。

#### 四、牛熊證與衍生權證之異同<sup>175</sup>

牛熊證及衍生權證均屬於香港交易所之現貨市場買賣的結構性產品，此兩樣產品間存在許多相似之處，以下為兩種產品之對照<sup>176</sup>：

	牛熊證	衍生權證
發行商	合資格的發行商	合資格的發行商
交易平台	香港交易所現貨市場的第三代自動對盤及	香港交易所現貨市場的第三代自動對盤及成交系統(AMS/3)

<sup>175</sup> 香港交易所，牛熊證與衍生權證的比較，[http://www.hkex.com.hk/prod/cbbc/info5\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/prod/cbbc/info5_c.htm) (Last visited: 19 September 2008).

<sup>176</sup> *Id.*

	成交系統(AMS/3)	
交易貨幣	港元或美元	港元或美元
最低發行額及發行價	最低發行額為一千萬元； 最低發行價為 0.25 元	最低發行額為一千萬元； 最低發行價為 0.25 元
對相關資產價格變動的反應	價值變動與相關基礎資產價格變動相若	視乎多種因素而定
引伸波幅 <sup>177</sup>	對定價影響輕微	影響定價
財務費用	上市文件列明計算程式	已計算入衍生權證的溢價內
有效期間	3 個月至 5 年	6 個月至 5 年
資本調整	(如屬港股的牛熊證) 根據股票期貨/股票期權(如適用) 當時的原則(詳情請參閱資本調整部份)	發行商在上市文件中註明; 通常不會因應普通股息而作調整。有些發行商會因應特別股息作調整, 有些則不會
損失上限	牛熊證持有人的損失限於購入牛熊證的金額	衍生權證持有人的損失限於購入權證的金額
強制收回	相關基礎資產價格觸及收回價時, 牛熊證必被立即收回	標準衍生權證(即非特種權證) 不會提早到期
到期時結算	若屬港股, 根據於最	若屬港股, 根據到期日前 5 天的平

<sup>177</sup> 權證的市場價格代入權證定價模型(如 Black-Scholes 模型) 當中, 反推得到的波動率的數值, 可以將其理解為市場對於未來權證存續期內正股波動率的預期。

價格/水準	後交易日相關基礎資產之收盤價； 若屬恒生指數或恒生中國企業指數，根據當月到期相應指數期貨合約的結算水準； 若屬海外基礎資產，應依照上市文件之規定。	均收盤價； 若屬恒生指數系列，根據當月到期相應指數期貨合約的結算水準(若權證跟期貨合約的到期日相同)； 若屬海外基礎資產，應依照上市文件之規定。
淡倉	熊證	認沽權證
保證金要求	無	無
相關基礎資產	可發行牛熊證的相關基礎資產會不時作出更新	可發行衍生權證的相關基礎資產會不時作出更新

#### 第四節 牛熊證之意涵

##### 一、法規定義

牛熊證為結構性產品之一種，依據香港交易所所發佈之「香港聯合交易所有限公司證券上市規則」（下稱「上市規則」）第15A章所定義，結構性產品為給予產品持有人某一基礎資產的經濟、法律或其他權益，因此其價值要視乎相關基礎資產的價格或價值。這些產品的特點包括（但不限於）<sup>178</sup>：

- (一) 相關基礎資產可以是證券、指數、貨幣、商品或其他資產又或這些基礎資產的組合。倘若相關基礎資產是兩者或以上的證券、指數、貨幣

<sup>178</sup> 「上市規則」第15A章第15A.05條

或其他基礎資產，有關產品一般稱「一籃子產品」；

- (二) 有關產品或可讓投資者以預定價或按預定程式計算出來的價格購入相關基礎資產；以預定價或按預定程式計算出來的價格出售相關基礎資產；收取按相關基礎資產價格或價值計算的現金款項；又或給予持有人其他涉及相關基礎資產價格或價值的利益；
- (三) 為計算支付予產品持有人的現金款項，在產品最後屆滿或到期日期前，其相關基礎資產將為一次或多次的價值結算。每次價值結算的時間，「上市規則」中概稱為中期「估價日」。在中期估價日計算出來的現金款項，可在進行價值結算後分派予持有人，又或連同在其他估價日（包括最後估價日）計算的現金款項一起累計之，直至最後到期日之後才派予持有人；
- (四) 有關產品可以是美式（可在到期日前行使）、歐式（只能在產品到期日當天行使）又或其他由香港交易所不定期批准的形式；
- (五) 有關產品可以為有抵押或無抵押者。如屬有抵押產品，其發行人擁有有抵押產品的所有指定證券或其他與有抵押產品有關的資產，並將該等證券或資產以押記方式授予一名獨立受託人，由該名受託人代表產品持有人的利益行事。如屬非抵押產品，其發行人以「相關證券或資產押記」以外的方式擔保其責任。非抵押產品一般由財務機構發行，以對沖策略擔保發行人在非抵押產品有效期內的責任；
- (六) 有關產品可能需要投資者在產品的有效期內作一次或多次付款，以購入相關證券或基礎資產；
- (七) 有關產品或會訂明，在結構性產品的有效期內，投資人可收取相等於相關基礎資產股息（或其他分派）的款項；

(八) 有關產品可能有或可能沒有資本保障（即發行人保證在產品到期時向投資者支付當初產品認購價的全部或若干部分）；

(九) 投資者的回報或設上限，亦可能定有「執行」（knock in）或「取消」（knock out）特點。

## 二、 適格投資人

得參與牛熊證交易之投資人，依現行香港監理法令並無特別之限制，因此一般普通之投資大眾皆得以買賣之。惟對商品提供者之監理強度，係依投資人之風險承受度不同而有所區別。

## 第五節 牛熊證之主管機關與相關規範

### 一、 法規沿革

香港之「證券及期貨條例」於2003年4月1日起開始施行，惟於當時牛熊證尚未問世。經過香港證券及期貨事務監察委員會（下稱「證監會」）與香港交易所於2005年緊密之討論後，牛熊證市場模式及相關的規則修訂於2005年11月21日始獲證監會批准<sup>179</sup>，後續於2006年6月12起<sup>180</sup>，牛熊證正式於香港交易所掛牌交易。

目前牛熊證之監理主管機關為香港交易所及證監會，因牛熊證之性質屬於結構性產品，故香港交易所訂定之「上市規則」第15A章為規範牛熊證之直接法源。另外牛熊證亦須遵守「證券及期貨條例」相關之規範。

---

<sup>179</sup> 香港交易所2006年1月25日之新聞稿，[http://www.hkgem.com/news/hkexnews/0601252news\\_c.htm](http://www.hkgem.com/news/hkexnews/0601252news_c.htm) (Last visited: 23 September 2008).

<sup>180</sup> 香港交易所2006年3月27日之新聞稿，[http://www.hkgem.com/news/hkexnews/060327news\\_c.htm](http://www.hkgem.com/news/hkexnews/060327news_c.htm) (Last visited: 23 September 2008).

## 二、 從事牛熊證交易業務之機構及個人之特許規範

### (一) 牛熊證發行商之設立條件

#### 1. 公司型態

牛熊證之發行商必須依據其註冊或成立所在地之法律規定正式註冊或成立，並須遵守該法律規定及其公司組織章程大綱及細則或相關同等效力文件之規定<sup>181</sup>。牛熊證之發行商亦不得是香港「公司條例」第 29 條（或其註冊或成立所在地之法律規定）所定義之私人公司<sup>182</sup>。

牛熊證之發行商必須為得以妥適處理或有能力發行並管理牛熊證之發行及上市事宜者。在評審牛熊證之發行商的適當程度或能力時，香港交易所將考慮其過往在發行及管理發行其他類似金融工具方面的經驗，以及在處理其可能必須就結構性產品承擔的責任方面，是否具備充足經驗<sup>183</sup>。

此外，牛熊證之發行商須同時：

- (1) 獲得香港交易所認可之信貸評等機構給予其不低於前三個最佳的投資評級級別<sup>184</sup>。牛熊證之發行商如已取得有關評等，但有關評級機構正在檢討，考慮將發行人的評等調低至該評等之下，也將會被視為不符合準則；或
- (2) 由香港金融管理局或香港交易所接受的海外監管機構所監管<sup>185</sup>，或

---

<sup>181</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.09 條

<sup>182</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.10 條

<sup>183</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.11 條

<sup>184</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.13 條(1)

<sup>185</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.13 條(2)

- (3) 由證監會監管其在香港進行的證券交易業務<sup>186</sup>，意即根據「證券及期貨條例」第 116(1)<sup>187</sup> 或 119(1)<sup>188</sup> 條之第 1 類受規管活動之特許機構或註冊者；或根據已廢除的「證券條例」註冊為證券交易商，並被視為根據「證券及期貨條例」第 116(1) 或 119(1) 條持有牌照或註冊者。此兩類發行商於擬發行牛熊證時，必須通知證監會的中介團體監察部，並盡可能將通知當時所具備的有關建議發行詳細資料交予證監會。通知的副本送交香港交易所後，香港交易所始會審核牛熊證的上市申請，或
- (4) 為一政府或國家，或全面獲一政府或國家的信譽所支持的機關<sup>189</sup>。

## 2. 最低資產淨值<sup>190</sup>

牛熊證之發行商於根據「上市規則」第 15A.21 條規定提交予香港交易所的最新一期已公佈經審計財務報表及中期財務報告中所載的資產淨值（即股本加準備金的總和），不得低於港幣 20 億元。只要牛熊證之發行商發行的任何牛熊證仍在香港交易所上市，該發行商即須維持其資產淨值在港幣 20 億元之水準。一旦其資產淨值低於港幣 20 億元時，牛熊證之發行商須立即通知香港交易所。

### 三、 由證監會監管之牛熊證發行商所需遵守之行為規範

與槓桿式外匯交易相同，由證監會監管之牛熊證發行商亦須遵守證監會

---

<sup>186</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.13 條(3)

<sup>187</sup> 證監會可應申請人以訂明方式提出的申請並在訂明費用獲繳清後，核發予申請人牌照，使申請人可進行該會在牌照上指明的一類或多於一類受規管活動。

<sup>188</sup> 證監會可應任何認可財務機構以訂明方式提出的申請並在訂明費用獲繳清後，註冊該申請人，使申請人可進行一類或多於一類受規管活動(第 3 及 8 類受規管活動除外)，該會並須在註冊後向申請人發給註冊證明書，指明該申請人獲註冊進行的受規管活動。

<sup>189</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.13 條(4)

<sup>190</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.12 條

發布之相關準則及指引，包含證監會持牌人及註冊人士之操守準則及適當人選的指引等（其內容詳如前述）。

另外，由香港金融管理局所監理之牛熊證發行商亦須向證監會註冊<sup>191</sup>以進行牛熊證之買賣，因此相關發行商亦須遵守<sup>192</sup>證監會所發布之相關準則及指引。

## 第六節 牛熊證之上市

一、 牛熊證發行時須符合下列條件始可上市：

- (一) 牛熊證之基礎資產股份在香港交易所上市，而且在牛熊證推出之日為恆生指數 33 隻成份股之一<sup>193</sup>；或
- (二) 牛熊證之基礎資產股份在一個獲得香港交易所認可的，受監管、正常運作的公開證券市場上市或買賣<sup>194</sup>，而
  1. 該市場的法律、規例或規則規定該類股份至少須有若干數目或百分比為公眾人士所持有，而有關的公眾持股市值不少於 40 億港元；或
  2. 倘若該市場並無規定公眾人士持有股份的最低數量或百分比，則只要該等股份的市值不低於 100 億港元，而本交易所對該等股份的市場流通性感到滿意，本交易所亦可允許有關的牛熊證上市。

---

<sup>191</sup> SB-1 第 1.2.1 條

<sup>192</sup> SB-1 第 2.1.1 條

<sup>193</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.30 條(1)

<sup>194</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.30 條(3)

另外，尋求上市的牛熊證必須可自由轉讓<sup>195</sup>，每次發行的牛熊證一般預期至少要有 1,000 萬港元<sup>196</sup>的市值。牛熊證的最低發行價不得少於每份 0.25 港元<sup>197</sup>，另外每次交易均以一手（內含 10,000 份）為單位。發行商須在推出牛熊證時即訂明產品予以行使或到期時的結算方法<sup>198</sup>。非與於香港交易所上市證券有關的牛熊證必須全數以現金結算<sup>199</sup>，牛熊證如以港元在本交易所買賣，則亦須以港元結算。

### 3. 申請上市之手續及規定

於推出牛熊證之前，發行商須先獲得香港交易所就發行商本身及尋求上市的牛熊證的適合程度予以批准<sup>200</sup>。關於牛熊證之適合程度，發行商可將記載牛熊證主要特點之發行資料摘要送交香港交易所為考量，以獲得其許可。

依詢「上市規則」上市之牛熊證均須有備有上市文件<sup>201</sup>（其應記載事項請詳後續之章節介紹）。牛熊證推出後，須依照「上市規則」第 15A.59 條之規定將相關之公告資料送交香港交易所審核，於審核通過後應盡速（不得遲於牛熊證推出日期後的下一個營業日）在香港交易所的網站上發布<sup>202</sup>。

## 第七節 牛熊證交易與客戶之互動規則

### 一、為從事牛熊證交易所為之造訪

「證券及期貨條例」第 174 條(1)對於未獲邀約之造訪作出了基本一般性

---

<sup>195</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.37

<sup>196</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.39

<sup>197</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.43

<sup>198</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.44 (1)

<sup>199</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.45

<sup>200</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.55

<sup>201</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.56

<sup>202</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.58

之規定：無論是在香港或他處，任何發行商或其代表均不得於進行未獲邀約的造訪之當下或之後，以主事人或代理人身分與其造訪對象或他人訂立或要約特定協議，該協議之內容為使造訪對象或他人售出或購買任何牛熊證交易合約；或協議之目的或作用，為自牛熊證交易合約中取得利潤、收益或其他回報，或藉由參照牛熊證交易合約之價值變動而計算的利潤、收益或其他回報。但若該造訪對象身份為具專業資格之的律師或會計師，或是其他特許機構、註冊機構、放債人<sup>203</sup>、專業投資者或是其原有之客戶<sup>204</sup>，則無須遵守<sup>205</sup>上述之規定。

如任何中介人或其代表違反了第 174 條(1)之規定，即屬於犯罪行為<sup>206</sup>。一經定罪，可處第 5 級罰款<sup>207</sup>；且任何屬於未獲邀約造訪對象之人與違法之中介人或其代表如訂有協議，則被如此造訪之人可在不抵觸其後付出有值代價的真誠購買人的權利（the rights of a subsequent purchaser in good faith for value）下，在訂立該協議日後之 28 日內或在察覺該項違反之日後 7 日內(兩者以較早者為準)，藉向該中介人或其代表發出書面通知而撤銷該協議<sup>208</sup>。

## 二、 操守準則規範下之「認識你的客戶」規則

牛熊證之發行商應採取一切合理步驟<sup>209</sup>，以確立其每一位客戶之真實身分、其財務狀況、投資經驗及投資目標等資訊。如其客戶並非親自開立

---

<sup>203</sup> 據 571 章第 174 條(7)所述，放債人(money lender) 之定義與「放債人條例」(第 163 章)第 2(1)條之涵義相同。

<sup>204</sup> 據 571 章第 174 條(7)所述“原有客戶”(existing client) 就任何中介人或其代表而言，指符合以下說明的人—

(a) 在緊接進行有關造訪當日前的 3 年期間內的任何時間，他已和該中介人訂立客戶合約，而在進行有關造訪時，他仍然是該合約的一方的人；或

(b) 在緊接進行有關造訪當日前的 3 年期間內的任何時間，獲該中介人提供構成受規管活動的服務的人。

<sup>205</sup> 571 章第 174 條(2)(a)。

<sup>206</sup> 571 章第 174 條(5)。

<sup>207</sup> 港幣 50,000 元。

<sup>208</sup> 571 章第 174 條(6)。

<sup>209</sup> 操守準則第 5.1(a)條。

帳戶，則有關的開戶程序應該以適當之方式進行以確保槓桿式外匯交易之特許機構得以知悉該位客戶之身分。此外，如果牛熊證之發行商遵從下列之程序，客戶(機構客戶除外)之身分亦可以適當地加以查核<sup>210</sup>：

- (一) 新客戶將一份已簽署的客戶協議連同該客戶的身分證明文件(客戶的身分證或其護照的有關部份)副本交付予牛熊證之發行商，以核實客戶的簽名及身分；
- (二) 牛熊證之發行商應取得由該新客戶在香港特許銀行開立的帳戶所簽發的支票及有關支票兌現(該支票的數額不得少於港幣 10,000 元，並須載有該客戶在身分證明文件上所顯示的姓名)；
- (三) 由該客戶簽發的支票上的簽名，必須與上述客戶協議的簽名相符；
- (四) 客戶(透過客戶協議或通告)獲告知有關的開戶程序及所施加的條件，尤其是必須待清算支票後才可使用新帳戶的這項條件；及
- (五) 牛熊證之發行商保存適當的紀錄，以顯示其已充分遵守客戶身分確認程序。

另外，牛熊證之發行商向客戶提供服務時，其對客戶所提供之建議或招攬等行為，應致力於確保其合理性<sup>211</sup>，並應確保其客戶已明白交易之性質和風險，並有足夠的淨資產<sup>212</sup>來承擔因相關之交易而可能產生之風險和損失。

牛熊證之發行商若未符合以下之規定者，亦不得以進行交易<sup>213</sup>：

牛熊證之發行商應基於合理之原因相信<sup>214</sup>

#### 1. 下列人士或實體之身份、地址及聯絡資料：

---

<sup>210</sup> 操守準則第 5.1(b)條。

<sup>211</sup> 操守準則第 5.2 條。

<sup>212</sup> 操守準則第 5.3 條。

<sup>213</sup> 操守準則第 5.4 條(c)

<sup>214</sup> 操守準則第 5.4 條(a)

- (1) 就一項牛熊證交易而言，最初負責發出該交易指示之人士或實體；及
  - (2) 除信託之單位持有人外<sup>215</sup>，將會自該筆交易取得商業或經濟利益及/或承擔商業或經濟風險之人士或實體
2. 就一項牛熊證交易而言，最初負責發出該交易指示之人士或實體所發出之指示。

## 第八節 牛熊證上市文件之訂定

依據「上市規則」之附錄一 D 部（下稱「附錄一 D 部」），牛熊證發行商應與客戶訂定上市文件，其應記載以下事項：

### 一、一般資料

- (一) 每份基礎上市文件、獨立上市文件或補充上市文件的封面必須清晰地於顯眼之處載有下列聲明：—
  1. 「香港聯合交易所有限公司對本文件的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本文件全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。」；
  2. 「本文件的資料乃遵照「上市規則」而刊載，旨在提供有關發行人（及擔保人）的資料。發行人（及擔保人）願就本文件所載資料的準確性承擔全部責任，並於作出一切合理查詢後，確認就其所知及

---

<sup>215</sup> 操守準則第 5.4 條(d)

所信，本文件並無遺漏任何事實，足以令本文件的內容產生誤導。」；

3. 「投資者務須注意，牛熊證的價格可急升急跌，投資人的投資可能蒙受全面之損失。因此，有意購買者應確保其了解牛熊證的性質，並於投資牛熊證之前仔細閱讀本文件所載有關風險因素的說明；如有需要，應尋求專業意見。」；及
4. 「牛熊證發行商（而再無其他人士）一般無抵押合約之責任。閣下如購買牛熊證產品，所倚賴者乃發行商的信譽；牛熊證並無賦予閣下任何權利追討發行指定證券的公司。」

(二) 過戶登記處（如有）、受托人（如有）、及過戶處的名稱及地址。

(三) 說明：

1. 已向或將向香港交易所申請批准該等牛熊證上市及買賣。
2. 已作出促使該等牛熊證獲准納入中央結算系統的一切所需安排；或適當的否定聲明。

(四) 牛熊證開始買賣的日期（如已知悉）。

(五) 如上市文件刊載一項看來是由一名專家作出的陳述，則須說明：—

1. 該名專家的資格以及其是否持有發行人或其集團內任何成員公司的股權，或是否擁有可以認購或提名其他人士認購發行人或其集團內任何成員公司的證券的權利（不論在法律上是否可予書面行使）；如是的話，則詳加說明；

2. 該名專家已給予書面同意，同意發出一份載有一項在形式和文意上一如所載的陳述的上市文件，而且未有撤回其書面同意；及
3. 該名專家作出陳述的日期，以及該項陳述是否由該名專家作出以供上市文件刊載。

(六) 說明對擬投資於牛熊證的香港投資人的稅務影響，包括（如適用）提及有關牛熊證行使、屆滿或到期時須繳付的任何徵稅。

## 二、有關發行人的資料

(一) （所有上市文件）發行商的全名。

(二) 發行商註冊或成立的所在國家以及權力依據。

(三) 如發行商並非在香港註冊或成立，則其總辦事處地址、香港的主要營業地點（如有）、根據香港「公司條例」第 XI 部註冊的香港營業地點，以及發行商授權代其在香港接受向其送達法律程序文件及通知書的人士的姓名及地址。

(四) 發行商於過去兩個財政年度的公佈經審計綜合財務報表（包括其附註）及有關的稽核報告。

(五) 中期報告

### 1. 應記載事項

- (1) 如發行商已就其財政年度前 6 個月中發佈其財務報告（「中期報告」），又或發行商最近一次公佈的經審計綜合財務報表的結算日距離當時已超逾 10 個月，則一份截至其財政年度首 6 個

月止的中期報告，報告內須載有下列資料：—

- a. 稅前盈利或虧損；
- b. 按所得盈利徵收的稅款；
- c. 少數股東應佔盈利或虧損；
- d. 股東應佔盈利或虧損；
- e. 期終的股本及儲備結餘；及
- f. 上述 a 至 e 項於上年度同期的比較數字。

(2) 如中期報告並無包括上述第(1)(a)段所述資料，發行商須就上述第(1)(a)段所指中期報告所涵蓋的相同期間，載入一項聲明，列出上述第(1)(a)段所規定但未列入中期報告的資料。

(3) 一項聲明，指出上述第(1)(a)及(b)段所載的中期報告及聲明乃按照發行商一般的會計準則所編製。

2. 發行商最近一次公佈的季度中期財務報告（如已公佈）。若季度報告的結算日在上述中期報告日期之後，而報告中又載有第(1)(a)段所規定的資料，則可以不提供中期報告。若季度報告的結算日在根據上文第(1)(a)段所提供的中期報告的日期之前，則可以不提供季度報告。

(六) 說明發行商承諾在其發行的任何牛熊證在希港交易所上市期間，可讓一般大眾查閱發行商已公佈的經審計綜合財務報表以及任何其他更新近發佈的中期及季度財務報表。發行商若擬以將資料登載於網站的方式履行這項義務，則必須提供有關網址。

(七) 發行商有關於牛熊證運作之說明，包括下列事項：

1. 牛熊證運作之目的；
2. 發行商用以監察、評估、管理及減少所潛在風險（包括市場風險、集中風險及運作風險）的方法；
3. 高層管理人員在監督風險管理過程所擔當的角色，包括風險管理、財政、內部稽核及監察部門的功能及獨立性；
4. 有關選擇對手的準則及監察方面的政策；及

(八) 所有上市文件必須明列出，發行商根據第 10 點所為報告之申報期間結束以後在財政或經營狀況出現的任何重大不利變更。若期間沒有任何重大不利變更，所有上市文件亦必須載有適當的否定聲明。

(九) 有關發行商或其集團任何成員公司的任何尚未清償或對其構成威脅的重要訴訟或索償要求的詳細情形；或適當的否定聲明。若有關詳情載於基礎上市文件，相關的補充上市文件中應予更新。若沒有資料須予披露，所有上市文件亦必須載有適當的否定聲明。

(十)

1. 如發行商受到證監會或金管局等機構監管，須據實說明，並列出該監管機構；或如發行人不受上述機構監管，亦須據實說明。
2. 如發行人曾獲信貸評級機構給予評級，須據實說明，並列出該信貸評級機構、所獲之評級及評級日期。所有上市文件均須載有這項資料。

### 三、牛熊證之資料

(一) 須載明下列資料：

1. 該次發行的性質及數量，包括已發行或將發行的單位總數。
2. 尋求上市的牛熊證的有關詳情，包括該等產品所附條款。

3. 牛熊證的發行價或發售價。
4. 牛熊證的行使期限、行使權開始生效的日期以及牛熊證到期或屆滿的日期。
5. 轉讓牛熊證的安排。
6. 牛熊證持有人在發行商受清算時的權利。
7. 牛熊證的任何其他重要條款的概要。
8. 牛熊證已經或將會在任何其他證券交易所上市的有關詳情；或適當的否定聲明。
9. 負責有關牛熊證發行的流通量提供者的身份，以及該流通量提供者的經紀識別編號。此外，說明流通量提供者受本交易所及證監會監管，並解釋發行人與流通量提供者之間關係，強調流通量提供者是以發行人之代理人的身份行事。
10. 說明替有關牛熊證發行提供流通量的方法；特別是說明究竟會以「回應報價要求」抑或「持續報價」方式提供流通量。
11. 若是以「回應報價要求」方式提供流通量，則列明致電要求報價的電話號碼以及流通量提供者回覆報價要求所需時間。
12. 說明甚麼時候會為該牛熊證提供流通量，以及甚麼時候不會為該牛熊證提供流通量。（正常情況下，發行商在香港交易所開市後5分鐘起，即須為其發行的牛熊證提供流通量，直至收市為止。）
13. 說明會為牛熊證提供流通量的最低數量。（正常情況下，發行商為牛熊證提供流通量的數量，至少須為10手牛熊證。）
14. 說明提供流通量時所報買賣價的差價上限。
15. 流通量提供者是否會提出以不足港幣一仙元的價格購入牛熊證。

(二) 列出所有對投資者在投資於該等牛熊證時極為重要及有決定性的風險因素。

(三) 就牛熊證而言，須聲明發行商須就到期日或屆滿日的自動行使履行責任，並說明發行商可交付所需現金結算價額的期限。

#### 四、有關指定證券、指數或基礎資產的資料

##### (一) 牛熊證之上市文件須包括每間下列公司之資訊：

1. (如屬在香港交易所上市的公司)指示給投資人可從何處取得該公司的資料(包括其已公佈經審計綜合財務報表及中期財務報表);
2. (如屬任何其他公司)指示投資人可從何處取得該公司的資料(包括其已公佈經審計綜合財務報表及中期財務報表);
3. (如屬不在香港交易所上市的公司)有關公司及其附屬公司主要業務的說明;
4. (如屬不在香港交易所上市的公司)其已發行股本的詳情;
5. (如屬不在香港交易所上市的公司)有關主要股東之權益的詳情;
6. (如屬不在香港交易所上市的公司)市場統計資料,至少包括於最後實際可行日期的證券價格、市值、歷史市盈率及股息率,以及緊接上市文件刊發前兩年的證券買賣紀錄摘要;
7. (如屬不在香港交易所上市的公司)該等公司已廣泛公佈而投資人亦需藉以對牛熊證的價值作有根據評估的任何其他資料;
8. 就該等公司任何股本變更而調整股份之權利予以行使時所應給付之數額或行使時所應得權益的日期及有關安排;

(二) 如牛熊證涉及其他證券或資產,上市文件必須載明投資人欲對牛熊證的價值作出有根據評估所需的資料。

##### (三) 如屬與指數有關的牛熊證,則須載明:

1. 有關指數的介紹;
2. 有關成份股的介紹;
3. 贊助及/或計算有關指數的一方的身份;

4. 計算方法的說明；
5. 如有關指數並非由通常負責計算的一方編製，則列明有關的計算安排；
6. 過去五年內的最高位及最低位；及
7. 於最後實際可行日期的收盤點數。

若涉及的指數是 33 隻成份股的衛生指數又或香港交易所不時任許的其他指數，則本條之資料可以省略。

## 第九節 上市後牛熊證發行商之持續責任

牛熊證之發行商須與香港交易所簽署「上市規則」附錄七 H 部定之「上市協議」，並因此遵守其所規定之持續責任（香港交易所根據「上市規則」第 15A.26 條而對「上市協議」作出修改）。除「上市協議」外，發行商在其所發行之牛熊證在香港交易所上市期間內仍須<sup>216</sup>：

### 一、向香港交易所提交：

- (一) 發行商之年度報告一份，包括其週年賬目（如有編製集團賬目，則包括其集團賬目）連同就該等賬目而作出的稽核報告。上述文件須在其發表日期之後合理之時間內送交，但無論如何不得遲於相關日期之後四個月後送交；
- (二) 上條所規定資料之電腦檔案；
- (三) 有關其財政年度前六個月的中期財務報告一份。這些報告須在其發表或編製日期之後合理之時間內送交，但無論如何不得遲於其相關日期

---

<sup>216</sup> 「上市規則」第 15A 章第 15A.21

後四個月後送交；

(四) 其季度財務報告（如適用）一份。這些報告須在其發表日期之後合理之時間內送交；及

(五) 發行商可能向其他交易所或市場提供之任何其他財務資料的詳情。這些資料須在其發表日期之後合理之時間內送交；

二、 包括在上述(三)項所提及之中期財務報告內，或在與該中期財務報告同時向香港交易所提交的獨立報表中載列下列資料：

(一) 稅前盈利或虧損；

(二) 按所得盈利徵收的稅項；

(三) 少數股東應佔盈利或虧損；

(四) 股東應佔盈利或虧損；

(五) 期終的股本及儲備結餘；及

(六) 上述(一)至(五)項於上年度同期的比較數字；

三、 根據發行商一般之會計準則及程序，編製中期財務報告及報表；及

四、 於發行商在香港的註冊營業處或主要營業地點又或香港交易所所接受的其他香港地點（可以是網站之形式）備存財務資料，以備一般大眾查閱。

至於其他明載於「證券及期貨條例」之「“專業投資者”之資格及對其得以免除

之義務」、「關於提供成交紀錄、定期對帳單及其他相關文件之規範」及「備存紀錄法規」等皆與槓桿式外匯交易相同，請參照前述。

## 第六章 美國槓桿交易之法令規範

美國衍生性商品市場中與差價合約交易模式相類似為以證券或以個股作為基礎資產的證券期貨契約。另外，美國槓桿交易商制度基於歷史及法令規範過於嚴格等因素，在現今衍生性商品交易市場中已不具重要性。本章先就美國店頭衍生性商品業務之監理制度作整體介紹，其次論及美國證券期貨及槓桿交易商制度，作為將來我國設置槓桿交易商及開放期貨商經營店頭衍生性商品之參考。

傳統上就美國之衍生性商品監理而言，除歸類為遠期合約者外，衍生性商品交易原則僅得於集中交易市場交易，而以期貨契約和商品選擇權交易為最大宗。於1992年晚期，美國國會通過期貨交易實行法(Futures Trading Practices Act of 1992; FTPA)授權商品交易委員會可以公布豁免店頭市場(Over-the-Counter; OTC)的衍生性交易契約。本此授權而得於店頭市場交易之衍生性商品包含互換契約(Swap)、複合式交易工具(Hybrid Instrument)及某些能源契約。惟儘管期貨交易實行法及商品期貨交易委員會(Commodity Future Trading Commission)已頒布豁免交易，店頭商品及市場之發展仍受制於因規範不明確而生之法律風險。1998年美國國會指示總統的財經團隊(Working Group on Financial Markets; 下稱財經團隊)發展有關店頭市場衍生性商品工具的政策，且參眾議院主席要求財經團隊進行店頭市場衍生性商品交易的研究並向國會提出立法建議。最終財經團隊提出建議，在專業投資人(sophisticated counterparts)間所進行的店頭市場衍生性商品交易應豁免於商品交易法的管轄，另外還建議電子交易平台所交易的金融商品也應豁免於商品交易委員會管轄。在2000年12月21日，美國國會通過2000年商品期貨現代化法案(Commodity Future Modernization Act of 2000, 下稱商品期貨現代化法)融合許多財經團隊所提出之建議。

商品期貨現代化法的監理架構係依據商品特性和交易模式，而將店頭市場衍生性商品之監理置於3種架構下。以下首先介紹此3種架構，其次說明本專案四種標的商品(即能源、貴金屬、店頭式外匯交易及證券期貨)於此3種架構下之監理現

況，置重心於業者所受之特許及行為規範。

## 第一節 商品期貨現代化法對衍生性商品業務之監理

### 一、 監理基準

商品期貨現代化法通過以前，依據商品交易法(Commodity Exchange Act)規定，除非經由商品期貨交易委員會(Commodity Future Trading Commission)頒布行政命令或法規豁免外，所有期貨商品都要在期交所交易，商品期貨現代化法則提供較為彈性的管理機制，依據交易商品性質、交易人風險評估能力及承受度及不同交易市場而訂定3種管理架構<sup>217</sup>。首先商品期貨現代化法將所有商品劃分成3種類型:除外商品、豁免商品及農產品商品，其次將所有交易人分成合格交易人(包含合格交易實體)及一般投資人(即散戶)，此分類的目的在於惟有符合合格交易人資格之人交易除外商品及豁免商品時，始符合商品期貨現代化法所定義之除外交易(Excluded Transaction)及豁免交易(Exempt Transaction)，進而排除或豁免商品交易法的規範。另外，商品期貨現代化法將商品集中交易市場依據不同規範密度化成5種交易所類型，其他的則是屬於店頭交易市場，總括來看市場規範密度越高可以交易的商品及交易人範圍越廣，反之市場受監管密度越低越有彈性時，將商品交易法規範的重點則擺在嚴格限縮可參與交易人種類及可交易商品的範圍。

#### (一) 以商品為基準:

為區別何種期貨或選擇權契約商品可歸類為較低密度及強度規範的交易型態，商品期貨現代化法將所有商品化為成三項種類:

---

<sup>217</sup> Susan C. Ervin Dechert, *CFTC Regulation of Energy Derivatives: An Overview*, 8, American Bar Association (August 13, 2002), available at <http://www.abanet.org/buslaw/corporateresponsibility/clearinghouse/02annual/37/erwin.pdf> (Last visited: August 2, 2008)

第一種類型為除外商品(Excluded Commodity)<sup>218</sup>:

包括利率、交易所指數(exchange rate)、貨幣 (currency)、股票、股票指數(securities indexes)、信用風險(credit risks)、總體指數衡量工具(measure)及特定衡量通貨膨脹(inflation)、經濟(economic)或商業(commercial)風險工具等金融工具，及其他與金融、經濟或商業結果相關且非交易人可得控制的商品。

第二種類型商品為豁免商品(Exempt Commodities)<sup>219</sup>:

農產品及除外商品以外的商品即歸類為豁免商品如能源、貴金屬及頻寬 (bandwidth instruments)等。

第三種類型商品為所謂農產品商品(Agricultural Commodities)。

(二) 以交易人為基準:

為區別一般投資人(如散戶)和專業投資人以分別適用不同規範密度，商品期貨現代化法標明哪一類型交易人屬於合格交易人(ECP)，合格交易實體則為合格交易人之下位概念：

1. 合格交易人(Eligible Contract Participant ; ECP):

依據商品交易法 Section 1a(12)，下列交易人視為合格交易人，該交易人可以自行交易或使用代理人或仲介商:

- (1) 金融機構(主要是銀行或儲蓄機構)
- (2) 外國或國內受規範的保險公司

---

<sup>218</sup> 7 U.S.C §1a (13) (2007)

<sup>219</sup> 7 U.S.C §1a (14) (2007)

- (3) 外國或國內受規範的投資公司
- (4) 外國或國內總資產超過 500 萬美金的期貨基金
- (5) 法人具備下列要件之一：
  - a 總資產或抵押品超過 1000 萬美金
  - b 如交易目的係為風險管理，其淨資產超過 100 萬美金
- (6) 外國或國內員工福利保險計畫具備下列要件之一：
  - a 總資產超過 500 萬美金
  - b 依據外國或國內受規範的投資顧問、期貨交易顧問、金融機構或保險公司(包括分支機構)的投資決策
- (7) 外國或國內政府實體、跨國或多國家實體、或在特定情形下前述實體的內部部門單位
- (8) 外國或國內受規範的經紀商或自營商。國內經紀商或自營商部分還包括其業務員及投資銀行控股公司
- (9) 外國或國內受規範的期貨商
- (10) 外國或國內場內經紀人或場內交易員在註冊的市場或豁免市場或在其分支機構
- (11) 自然人具備下列要件之一：
  - a 總資產超過 1000 萬美金
  - b 如交易目的僅為風險管理，則總資產超過 500 萬美金

## 2. 合格交易實體(Eligible Commercial Entity；ECE)<sup>220</sup>

合格交易實體是具備實際交付商品、擔負與商品有關之風險及擔任標的商品的交易商，要成為合格交易實體必須符合下列資格要件之一：

- (1) 銀行及其他金融機構
- (2) 保險公司

---

<sup>220</sup> 7 U.S.C §1a(11)

- (3) 公司、合夥組織及其他實體有總資產超過 500 萬美金、有受規範實體或政府所出具之信用狀、或如果以避險為目的總資產超過 100 萬美金
- (4) 政府，包括政府單位及部門基於無任何條件的擁有及投資 2500 萬美金
- (5) 證券經紀商及投資銀行控股公司
- (6) 期貨商或外國實體擔任同樣功能及服從外國類似主管機關

除了自然人或中央及地方政府單位，如果一個合格交易人經常性交易衍生性商品買賣，該合格交易人可以當然成為一個合格交易實體。

### (三) 以交易市場為基準

商品期貨現代化法前僅有一種期貨集中交易市場( Designated Contract Market)，商品期貨現代化法通過後依據規範的密度將集中交易市場分為五類：

1. 指定合約市場(Designated Contract Market) ，此市場是唯一參與人沒有限制包括一般投資人即散戶，場內交易商品亦無限制的交易平台<sup>221</sup>。
2. 衍生性商品交易市場(Derivative Transaction Execution Facility “DTEF”) ，此交易市場受監管程度低於指定合約市場，但是其交易參與人及交易商品都是有限制的<sup>222</sup>。
3. 豁免式期貨交易所(Exempt

---

<sup>221</sup>依據商品交易法第 5(b)條規定，要申請成為指定合約市場必須符合 7 項標準：1.防止市場操控能力 2.公平公正交易能力 3.制定交易執行機制 4.建立健全財務機制 5.制定懲戒程序 6.公開資訊管道 8.取得資訊能力。在成立期貨契約市場後，期貨契約市場仍須遵循 17 項原則；1. 制定法規遵循規則 2. 交易契約須不易受到操控 3. 交易監控 4. 交易部位限制及說明 5. 緊急處分權 6. 一般資訊公開 7. 交易資訊每日公開 8. 交易執行 9.交易資訊保存 10. 交易契約財物健全 11. 市場交易人保護 12. 紛爭解決 13. 管理合格標準 14. 利益衝突 15. 相互擁有期貨契約市場董事會組成 16. 紀錄保存 17. 反托拉斯法審酌。

<sup>222</sup>衍生性商品交易市場僅向合格交易人開放(Eligible Contract Participant )，一般投資人僅能透過已向公會註冊的期貨商交易(或是在交易股票期貨時係向註冊的證券商)，該交易商亦必須為衍生項商品結算機構的會員且其淨資本額為 2 千萬美金以上。依商品交易法 Section 5a(b)(2) 衍生性商品交易市場可交易的商品

Boards of Trade)，本交易市場監管密度最低，僅受到商品交易委員會有關反操控及反詐欺條款管轄權管制，而以限制交易參與人及交易商品作為規範重點<sup>223</sup>。

3. 除外的電子交易市場(Excluded Electronic Trading Facilities)
4. 豁免商品的電子交易市場( Electronic Trading Facilities for Exempt Commodities)。

商品期貨現代化法除了成立豁免市場 (Exempt Board of Trade)，亦正式肯定一種可以在兩方合格交易人(ECP)間私下交易的店頭交易市場(OTC)，該市場通常是不受規管的，除了要受商品交易法中反操控反詐欺條款的適用。在店頭市場可以將交易豁免市場所不能交易未上市的個股期貨，但是在店頭市場不能交易以農產品為基礎資產的衍生性商品<sup>224</sup>。

## 二、 小結：

近 20 年來衍生性金融商品不斷發展，店頭衍生性商品儼然成為金融市場參與者風險管理之主要工具，商品期貨現代化法建立 3 種管理架構以因應不同交易商品性質、交易人專業性及交易市場結構的變化，以達到鼓勵金融創新，並降低店頭衍生性商品之法規不確定性。

以下各章節將依續介紹本次專題研究報告衍生性商品交易的基礎資產在美國監管概況。

---

須符合種類之一：1. 商品標的可幾乎無限量供應 2. 商品標的有充足的供應始得交易該標的的商品的契約是不容易受到操控的 3. 商品標的無現貨市場 4. 商品標的為證券期貨商品且交易該證券期貨商品市場已經註冊登記為衍生性商品交易市場 5. 商品交易委員會判斷交易的契約不易受到控制 6. 商品標的非農產品，交易參與人僅限於合格商業實體(Eligible Commercial Entities)。

<sup>223</sup>依據商品交易法第 5(d)，豁免式期貨交易所交易參與人須為合格交易人，交易的商品除證券期貨商品不得交易外，必須是 1. 商品現貨供給沒有匱乏，2. 商品供給量很大，且現貨市場具高度流動性不容易被操控的或是，3. 商品無現貨市場。

<sup>224</sup> PHILIP McBRIDE JOHNSON & THOMAS LEE HAZEN, DERIVATIVES REGULATION (V. 1) 330 (2004)

## 第二節 能源及貴金屬店頭市場交易

如前述背景說明，商品期貨現代化法通過前，依商品交易法 Section 4(a)(2)規定原則上所有期貨交易僅能在期貨交易所進行，且在商品交易委員會專屬管轄範圍內。近年來店頭市場交易蓬勃發展，非制式化商品因為商業交易人避險需求下大增，雖然依法商品交易委員會有權限將特定商品豁免於商品交易法規範體系下<sup>225</sup>，但在店頭市場交易的衍生性商品卻時時面臨可能會被認定為違法的不確定風險，阻礙金融創新及延緩市場發展。因此立法者開始著手重新建置衍生性商品規範體系，以提供店頭市場交易的金融商品法律安定性。目前依據市場價格可操縱性及交易參與人專業性，在商品期貨現代化法提供大量豁免規範及除外規範，只要店頭衍生性商品交易符合該豁免交易及除外交易要件時，即可排除商品交易法的適用，原則上可不受商品交易委員會管轄。

商品期貨現代化法將能源及貴金屬歸類為豁免商品(exempt commodities)，商品交易法 Section 2(h)中規定符合一定資格要件下，除了仍須遵守商品交易法反詐欺及反操縱條款，在店頭市場交易豁免商品(如能源及貴金屬)可以豁免於商品交易法規範之適用<sup>226</sup>。商品交易法 Section 2(h)(1)交易豁免商品(Exempt Transaction)要件如下：

- 一、 合格交易人(ECP)間以豁免商品作為基礎資產進行的契約、協議及交易
- 二、 非在交易設備平台(Trading Facility)上交易(所謂 Trading Facility 係指一交易平台，多人可以在其中參與交易，期貨交易所即為其中一種交易設備平

---

<sup>225</sup> Commodity Future Trading Commission, *Trading in Energy Derivatives Markets Raise Questions about CFTC's Oversight* (October 2007), available at <http://www.gao.gov/new.items/d0825.pdf> (Last visited: August 2, 2008)

<sup>226</sup> 7 U.S.C §2(h)(2)(2007)

台)<sup>227</sup>

商品期貨現代化法允許符合合格交易人資格要件之人，可在場外(店頭市場)進行基礎資產為豁免商品(能源及貴金屬)之衍生性商品交易，除反詐欺及反操控條款以外，此豁免交易可豁免於受商品交易法規範，而商品交易委員會管轄監管目標主要在保護交易人免於受到詐欺、市場操控及濫用市場機制。

### 第三節 店頭市場外匯交易(off-exchange foreign currency trading)

#### 一、 除外交易(專業投資人):

商品期貨現代化法將外匯歸類為除外商品(Excluded Commodity)，依據商品期貨現代化法 Section 2(d)，符合下列條件時，屬「除外交易」(Excluded Transaction)可排除商品交易法規範之適用，但是不排除州法中關於反詐欺規範之適用<sup>228</sup>：

1. 合格交易人(ECP)間進行以除外商品作為基礎資產的契約、協議及交易
2. 該契約、協議及交易非在交易設備平台(trading facility)上執行或交易

因此交易人符合合格交易人資格要件，且在店頭市場交易外匯衍生性商

---

<sup>227</sup> Susan C. Ervin Dechert, *CFTC Regulation of Energy Derivatives: An Overview*, 8, American Bar Association (August 13, 2002), available at <http://www.abanet.org/buslaw/corporateresponsibility/clearinghouse/02annual/37/erwin.pdf> (Last visited: August 2, 2008)

<sup>228</sup> PHILIP McBRIDE JOHNSON & THOMAS LEE HAZEN, *DERIVATIVES REGULATION* (V. 1) 331 (2004)

品，即屬於除外交易，可享有排除商品交易法規定之適用。

## 二、 店頭市場外匯交易與一般交易投資人(非專業投資人):

### (一) 商品交易法及商品期貨現代化法規範:

商品期貨現代化法通過後依據「商品交易法」Sec2(c)(1) 規定，以下列商品作為協議、契約及交易標的時不適用商品交易法規定:

1. 外匯
2. 政府證券
3. 證券認股權
4. 證券權利
5. 分期付款貸款合約之轉售
6. 除外商品之附買回交易
7. 抵押或抵押買回承諾

但「商品交易法」Sec2(c)(1)又規定上述商品如符合下列情形時仍須回歸商品交易法，並受商品期貨交易委員會管轄：

1. 前述協議、契約或交易係於有組織之交易所交易：
  - (1) 上述商品之期貨契約或非外匯、證券或股價指數之商品選擇權契約係於有組織之交易所交易。
  - (2) 外匯選擇權契約於有組織之交易所交易，且該交易所非依據 1934 年「證券交易法」(Securities Exchange Act of 1934) Sec6(a) 登記。
2. 該項協議、契約或交易係為一般交易人所從事之外匯交易 (Retail Foreign Currency)：

- (1) 契約為期貨、期貨選擇權且非於依據 1934 年「證券交易法」Sec6(a) 登記之證券交易所交易之選擇權；且
- (2) 該項協議、契約或交易非在「合格交易人」(Eligible Contract Participants) 間進行的交易。

因此店頭外匯期貨或外匯選擇權非在交易所交易且一般投資大眾作為交易對象時，若該項交易並無其他聯邦主管機關管轄時，商品交易委員會仍有管轄權，商品交易法亦能適用。惟在合格交易人間 (Eligible Contract Participants) 進行的外匯交易，始排除於「商品交易法」之適用。

商品期貨現代化法賦予商品交易委員會對店頭市場外匯交易涉及一般投資人時有管轄權，商品交易委員會有權利命令任何非規範機構卻違法與一般投資人進行外幣期貨及選擇權交易的機構停止營業，同時商品交易委員會亦有權針對進行與一般投資人進行店頭市場外匯交易卻違反商品交易法的已登記期貨商的採取法律行動。<sup>229</sup>

另外，商品期貨現代化法規定只有特定規範機構即「受規範實體」(Regulated Entities) 始可作為一般投資人的交易相對人以從事店頭式外匯期貨及選擇權商品。這些「受規範實體」包括已註冊的期貨商和其分支機構等，其他機構如於交易所場外與一般投資人進行外匯期貨及選擇權交易係屬違法，該「受規範實體」(Regulated Entities)<sup>230</sup>包括：

1. 金融機構(如銀行和小型存款機構)
2. 特定的保險公司及其受規管的分支機構或分行
3. 金融控股公司

---

<sup>229</sup> National Future Association, *Forex Transaction A regulatory Guide* (February 2008), available at <http://www.nfa.futures.org/compliance/publications/forexRegGuide.pdf> (Last visited: August 1, 2008)

<sup>230</sup> 7 U.S.C (c)(2)(B)(ii)

4. 註冊的經紀商及自營商(broker-dealer)
5. 特定已註冊的經紀商及自營商(broker-dealer)的分支機構或分行
6. 已註冊的期貨商
7. 特定已註冊的期貨商的分支機構或分行

(二) 自律機構規範:

美國全國期貨商公會(NFA)針對註冊登記的公會會員，如欲進行店頭市場外匯交易且未受其他主管機關管轄時，必須遵守公會所制定的店頭市場外匯交易標準(NFA's forex requirements)，以下整理公會針對會員進行店頭市場外匯交易要求遵行的要點<sup>231</sup>:

1. 店頭市場外匯交易定義:

全國期貨商公會規則(NFA Bylaw)第 1507(b)條規定所謂店頭市場外匯交易為外匯期貨其選擇權及任何其他以外匯為標的之協議、契約或交易，該交易係具備槓桿性質或保證金為交易型態或由提供商提供融資，交易對手或與交易對手或提供商共同協力應在下列基礎上:

- (1) 提供或與非商品期貨現代化法第 1a(12)條所合格交易人進行交易(即與一般投資人進行交易)
- (2) 非在或非須依循契約市場規則或衍生性商品交易執行系統規則或依據 1934 年證券交易法第 6(a)所註冊的交易所或外國交易平台制定的規則

全國期貨商公會規則(NFA Bylaw)第 1507(b)亦在店頭市場外匯交易定義中排除下列情形，如該交易非期貨或選擇權交易:

---

<sup>231</sup> National Future Association , *Forex Transaction A regulatory Guide* (February 2008), available at <http://www.nfa.futures.org/compliance/publications/forexRegGuide.pdf> (Last visited: August 1, 2008)

- (1) 證券(證券期貨商品以外)
- (2) 任何契約會導致在 2 日實際交付
- (3) 任何契約會導致在有能力交付的交易商間有實際交付之義務

## 2. 自律規範適用主體:

全國期貨商公會為保護一般投資人有建置一套完整的規範，但是如果是單純仲介客戶與店頭市場外匯交易的交易商則該仲介商(Introducing Broker)不須為符合受規範交易主體但是作為一個店頭市場外匯交易的交易商依照全國期貨商公會規則必須為其仲介商且非受規範主體之銷售行為負責。全國期貨商公會店頭市場外匯交易規範僅適用於不會被其他主管機關監管的全國期貨商公會會員，特別是下列主體:

- (1) 金融機構(如銀行和小型存款機構)
- (2) 特定的保險公司及其受規管的分支機構或分行
- (3) 金融控股公司
- (4) 註冊的仲介交易商(broker-dealer)為那斯達克(NASD)的會員
- (5) 註冊的仲介交易商(broker-dealer)為那斯達克(NASD)的會員的主要人員(Material Associated Person)，其為註冊的仲介交易商的分支機構且依據證券管理委員會的風險查核規範

除上述以外的進行店頭市場外匯交易的全國期貨商公會會員必須符合全國期貨商公會店頭市場外匯交易的要求。全國期貨商公會會員為店頭市場外匯交易會員必須是與最少一個客戶以上進行交易的交易商<sup>232</sup>。如會員並非作為交易對手而係招攬客戶或仲介客戶予店頭市場外匯交易

---

<sup>232</sup> National Future Association , *Forex Transaction A regulatory Guide* (February 2008) 49, available at <http://www.nfa.futures.org/compliance/publications/forexRegGuide.pdf> (Last visited: August 1, 2008)

商或為期貨交易顧問時，應遵守各種規範如反詐欺、道德行為及監督標準。

### 3. 專業人員(Associate Person)

依據 2002 年 3 月 1 日商品交易委員會的專業人員建議手冊(March 1, 2002 CFTC staff advisory；下稱專業人員手冊)，任何自然人被期貨商僱用以招攬店頭市場外匯交易必須登記為專業人員。

### 4. 銷售機構(Introducing Entity)

一般而言為期貨商招攬生意的銷售機構應該要向商品交易委員會註冊，但是依據專業人員手冊如果只是為期貨上單純仲介店頭市場外匯交易客戶則不需要註冊，惟如果該銷售機構除銷售店頭市場外匯交易外，亦同時為期貨商銷售在交易所交易的期貨或選擇權時，則該銷售機構應要註冊。專業人員手冊中亦指明如果有下列幾種情形，雖然銷售機構宣稱其僅為銷售機構，但是亦有可能實際從事店頭市場外匯交易的交易商行為：

- (1) 使用行銷文件但是未指明交易商為何或無法確切指明交易商
- (2) 以自己的名義向客戶收款
- (3) 從交易商傳錢至客戶
- (4) 與交易商進行交易卻在不完全揭露的基礎上

換言之，如作為店頭市場外匯交易商就必須為受規範的交易實體，判斷是否為店頭市場外匯交易商可從兩層面觀察：1.客戶有合理信賴其為交易商 2.存在兩層面交易為該公司與客戶間，及該公司與店頭市場外匯交易商間，該公司可藉由與店頭市場外匯交易商間交易抵銷與客戶間交易所產生的風險。

### 5. 銷售行為(Soliciting Customer)

(1) 客戶資訊及風險揭露(Customer Information and Risk Disclosure)

會員應從客戶取得特定資訊及揭露店頭市場外匯交易的特性與客戶，未從客戶取得資訊及未揭露風險與客戶前不得進行交易，會員並應再跟客戶更新商品資訊，如進行新的交易時。會員應最低限度取得客戶資訊為客戶姓名、地址、主要職業、年收入、淨值、年齡、前一份職業及交易經驗。會員則應提供店頭市場外匯交易商品特徵及交易風險資訊，必要時如客戶屬完全無經驗則應提供客戶特殊風險資訊。在交易時會員應同時提供賣價及買價資訊。2008年6月1日以後，店頭市場外匯交易商應向客戶揭露店頭市場外匯交易商為客戶互為交易對手，因此當市場走向對客戶不利時，交易商很有可能從當中獲利。如非會員在招攬客戶時，由交易商負揭露的義務。

(2) 行銷文件及公眾進行溝通(Communication with the Public and Promotional Materials)

會員內部應採取關於公眾進行對話的書面程序以避免會員或會員機構與潛在客戶或一般客戶進行對話時可能會涉及詐欺或虛謊的行為或暗示客戶店頭市場外匯交易適合所有的客戶。如會員告知客戶會有獲利之可能時，應同時告知客戶亦有可能產生虧損。會員必須指出過去的績效表現不能代表未來的績效，最後會員不能保證獲利。會員的監督人員必須代表會員審核行銷文件確保不會有欺騙大眾的情事在該行銷文件在使用之前。會員內部書面程序必須標明誰會擔任最後審核及許可行銷文件的人員。最後該行銷文件應保存5年，並應保持行銷文件在頭2年內可以審閱的狀態。會員應保存其帳冊並應提供客戶即時且正確有關其客戶帳戶情形的資訊。

6. 交易紀錄留存與客戶交易報告書(Recordkeeping and Reporting)

(1) 交易紀錄留存 (Recordkeeping Requirements)

監理規則(Compliance Rule 2-10)要求會員應保存進行其事業所需之帳簿。會員應採取程序去產生及維持最新和正確帳簿和紀錄以支持和解釋其店頭市場外匯交易的交易內容。

(2) 客戶交易報告書 (Customer Statement)

a 書面確認:

交易商應在客戶帳戶內進行任何交易後一營業日提供客戶書面確認書。書面確認書最低應包括: (a)交易日期, (b)貨幣匯率,(c)契約數目或單位數,及(d)佣金、利息、費用或其他與交易有關應負擔之費用, 包括任何代表第三人收取之佣金、利息、費用或其他費用

b 月帳單

每月交易商應提供所有每位客戶有關其目前仍有效店頭市場外匯交易及其他帳戶活動的摘要, 對於帳戶內餘額與先前告知客戶部分有不同時, 亦應通知。此等通知如事先得到客戶之許可亦可用傳真或電子郵件方式或在提供密碼保護的網路上公告, 客戶的許可必須書面簽名方式為之, 會員並應加以保存。

7. 監督程序 (Supervision)

會員及其分支機構對會員店頭市場外匯交易有監督的責任, 該監督包括監督會員的員工及代理商。會員應建立一套書面監督程序以合理確保不會違反全國期貨商公會規則, 該程序應包括下列要點;

- (1) 應監督參與招攬客戶或提供客戶諮詢或管理客戶帳戶的員工
- (2) 應監督與公眾進行交流包括販賣招攬、網站或通過行銷文件
- (3) 審閱從客戶取得或提供與客戶的文件, 以確保適當的文件已經

取得 或提供客戶的文件係適當的

- (4) 處理客戶申訴
- (5) 監督招攬客戶之員工係確實在商品交易委員會註冊
- (6) 監督第三人非會員的進行交易和管理客戶帳戶是否有商品期貨現代化法第 8 條(a)的不合資格要件
- (7) 經常性審閱未交易商招攬客戶之非會員的行銷文件以及時發現是否有任何欠缺
- (8) 審閱揭露與客戶的文件以確保該文件係即時、易懂且可提供足夠的資訊
- (9) 審閱及分析在帳戶進行店頭市場外匯交易包括任意性客戶帳號
- (10) 管理客戶基金，包括接受證券押金。

#### 8. 委託第三人進行商業活動 (Doing Business with Non-Members)

如非會員受會員委託進行招攬客戶、管理帳戶等卻違反全國期貨商公會管理規則者，全國期貨商公會可以直接對該會員進行法律行動。在法理上，雖然全國期貨商公會可對會員採取前述制裁，但該會員對其所委託非會員活動不知情，實務上全國期貨商公會不會採取法律行動，除非會員知道或應該知道非會員或未盡善良管理人注意義務。會員應最低限度採取適當的措施經常性審閱非會員的行銷文件且在發現錯誤時立即更正。

#### 9. 費用 (Due)

全國期貨商公會規則第 1301(e)會員徵收附加費，即會員進行店頭市場外匯交易所產生每年淨受益(不包含其他資產交易所產生的收益)按全國期貨商公會的級距收取附加費。

#### 10. 保證金 (Security Deposits)

會員必須向客戶收取一定比例的保證金以避免客戶有違約風險導

致會員發生財務危機

#### 11. 財務要求(Financial Requirements)

會員必須維持足夠的資金以確保其財務狀況，因此按全國期貨商公會的規定會員調整後淨資產必須符合或超過下列規定：

- (1) 資本額要求
  - a. 5 百萬美金
  - b. 對客戶所有責任額的 5%
  - c. 任何其他全國期貨商公會的財務規範
- (2) 定期申報財務狀況
- (3) 交易紀錄留存
- (4) 內部控制報告:由會計師出具交易商內部控制報告

#### 12. 反洗錢交易要求(Anti-Money Laundering Programs)

交易商須建立內部反洗錢交易程序，以確實遵守銀行秘密法中有關反洗錢交易規定其其他相關規範。

### 第四節 證券期貨

#### 一、 證券期貨定義

美國衍生性商品中與差價合約(Contract for Difference ; CFD)交易模式較為相近的為證券期貨(Security Futures)，即以證券作為基礎資產的期貨契約。自 1974 年商品交易法將所謂「Commodity」擴大為所有以服務、權利及利益為標的之契約後，以股票作為標的之期貨契約屬於證券交易委員會(Securities and Exchange Commission)管轄亦或是商品期貨交易委員會管轄即有爭議。在經過許多爭訟和協議後，最後 1982 年證券管理委員會及商品期貨交易委員會達成 Shad-Johnson 管轄權協定(Shad-Johnson Jurisdiction Accord)。協議中約定以證券基礎 (security-based) 期貨與選擇權契約之

管轄權，其中證券管理委員會管轄股票及股價指數選擇權，而商品期貨交易委員會則管轄豁免證券及廣基股價指數之期貨與期貨選擇權契約，該協議並禁止個股期貨之上市交易<sup>233</sup>。

商品期貨現代化法通過後，開放個股期貨交易之限制，並在商品交易法 Section 1a(30)及 1934 年證券交易法 Section 3(a)(55)(B)重新定義何為證券期貨。「證券期貨」(Security Futures)除包括以交易個股為標的之「個股期貨」(Single-Stock Futures)外，尚包括「窄基股價指數期貨」(Narrow-Based Security Indices Futures)，且因證券期貨包含證券及期貨的特性，故由證券管理委員會及商品期貨交易委員會共同管轄。

依據商品交易法 Section 1a(25)「窄基股價指數期貨」係指指數符合下列一種要件之一<sup>234</sup>：

- (一) 該指數包含少於 10 種基礎股票
- (二) 任何一種基礎股票組成超過該指數 30% 比重
- (三) 前 5 大權重的基礎股票占該指數 60% 以上的比重
- (四) 占整體指數权重最低的 25% 基礎股票平均每日交易量少於 5000 萬美金或 3000 萬美金如果該指數僅包括 15 支或超過 15 支基礎股票

如證券期貨標的的股價指數符合上述規定之一，卻又符合下列要件之一時，仍屬於「廣基股價指數期貨」：

- (一) 該指數包含 9 種以上的基礎股票
- (二) 該指數所包含的股票中沒有 1 檔股票占該指數权重超過 30%
- (三) 該指數中每一檔股票係依據 1934 年證券交易法登記，是前 750 資本額

---

<sup>233</sup>陳秋月，美國「兩千年商品期貨現代化法」管理思維變革之研究，行政院金融監督管理委員會證券期貨局，民國 93 年 10 月 4 日，頁 48。

<sup>234</sup>商品交易法 Section 1a(25)

最大公司的股票，且亦是前 675 檔每日交易金額最大的股票。

## 二、證券期貨的交易監管與上市條件

商品期貨現代化法通過後，證券期貨商品可以選擇在證券交易所或期貨交易所上市，並建置證券管理委員會及商品期貨交易委員會雙規範體制 (co-regulatory system) 來共同監管證券期貨商品<sup>235</sup>。個別期貨交易所如欲進行證券期貨的交易必須向證券管理委員會登記，反而言之，個別證券交易所如欲進行證券期貨交易時亦必須向期貨交易所登記。依據商品期貨現代化法<sup>236</sup>證券期貨要申請在交易所交易的要件如下：

- (一) 證券期貨商品之標的證券應為依據 1934 年「證券交易法」Section 12 規定辦理登記之證券，且係證券管理委員會及商品期貨交易委員會共同決定適合的。
- (二) 若證券期貨商品非以現金結算，則其交割作業應由依據證券法規登記之結算機構 (Clearing Agency) 辦理。
- (三) 證券期貨商品之上市條件不得優於證券交易所交易之選擇權之上市條件。
- (四) 應有結算機構可以結算跨市場沖銷的相同證券期貨商品。
- (五) 證券經紀商及證券自營商在交易證券期貨時應遵循與交易證券時相當之法規。
- (六) 雙重交易之禁止。
- (七) 證券期貨應不容易受市場操縱。
- (八) 應進行相同證券期貨商品之市場及證券期貨交易標的之證券市場合作建立跨市場之監控程序，該監控程序可以防止市場操縱及內線交易。
- (九) 應有會計稽核程序以執行協同市場監控程序。
- (一〇) 不同的交易市場應提供協調的終止交易之程序。

---

<sup>235</sup> PHILIP McBRIDE JOHNSON & THOMAS LEE HAZEN, DERIVATIVES REGULATION (V. 1) 336 (2004)

<sup>236</sup> 15 U.S.C. §151

(一一) 應符合法定保證金標準。

### 三、 店頭式證券期貨交易

依據商品期貨現代化規定，證券屬於除外商品，僅合格交易人間交易以證券作為基礎資產的期貨契約可歸類為除外交易，排除商品交易法適用，一般散戶仍適用商品交易法規範，因而僅能在集中交易市場交易證券期貨商品。在店頭市場交易證券期貨商品有相當大的彈性，可排除前述證券期貨的監管規範，例如在交易所交易的證券期貨商品保證金要求通常相當高，但是在店頭市場交易時，合格交易人可以協商證券期貨商品保證金的成數，如果當事人同意不用繳交保證金也是可以。總而言之，在交易所適用的交易規範是最嚴謹的，但是合格交易人可以在店頭市場享受許多空間與彈性。

## 第五節 結算機構

### 一、 概論

結算機構的功能為核對交易人交易、每日結算市價(Making to the Market)及擔保交易之履行。在商品期貨現代化法以前期貨結算機構僅為各期貨交易所的附屬單位，因此商品交易委員會僅能透過各交易所管理各交易所擁有或控制的結算機構。在 2000 年商品期貨現代化法通過後，除結算機構可由商品交易委員會直接管轄外，各機構也可單獨申請為結算機構，這項變革使結算機構可不必只能結算原其附屬的交易所，也可以成為多家交易市場的結算機構。

商品期貨現代化法中創造出兩種衍生性商品結算機構類型：(1) 衍生性商品結算機構，(2) 多邊結算機構，衍生性商品結算機構係由商品交易委員會管轄，而多邊結算機構係由銀行或證券法令監管。另外，商品期貨現代化法亦修正聯邦存款保險公司改革法案(Federal Deposit Insurance Corporation

Improvement Act of 1991)<sup>237</sup>，提供店頭市場衍生性商品結算機制，使店頭衍生性商品結算機構擔任履約保證以降低違約風險。以下就各結算機構申請成立結算機構要件簡介之：

(一) 衍生性商品結算機構：

依據商品交易法 Section 5b(c)(2)(A-N)之規定，若欲向商品交易委員會申請成為「衍生性商品結算機構」的機構，必須符合 13 項原則 (Core Principles)：1. 財務資源 (Financial Resources)、2. 參與者與商品資格 (Participant and Product Eligibility)、3. 風險管理 (Risk Management)、4. 交割程序 (Settlement Procedures) 5. 客戶資金保護 (Protection of Customer Funds)、6. 準則及處理程序 (Rules and Procedures)、7. 法規之執行 (Rule Enforcement)、8. 系統防護 (System Safeguards)、9. 報告義務 (Reporting Requirement)、10. 紀錄保存義務 (Recordkeeping Requirement)、11. 公開資訊 (Public Information)、12. 資訊分享 (Sharing of Information)、13. 反托辣斯之考量 (Antitrust Consideration)。

商品期貨現代化法另規定豁免衍生性商品結算機構如符合下列要件時可以豁免向商品期貨交易委員會登記的義務，但是如果要以自願登記的方式為之亦可：

1. 僅提供除外商品或豁免商品結算交易。
2. 在證券交易委員會登記的結算機構，且僅針對證券期貨商品進行結算。

(二) 多邊結算機構

依據商品期貨現代化法「多邊清算機構」(Multilateral Clearing Organization)係用於清算店頭市場衍生性商品，並且可排除商品期貨現

---

<sup>237</sup> 12 U.S.C §4422(b)

代化法規範之適用，但該機構仍要遵守銀行及證券交易委員會的規範<sup>238</sup>。多邊清算機構定義係被 2 位參與者以上所使用，在雙邊結算機構，交易者信用風險可被有效減除而由結算機構擔任履約保證。

## 二、 店頭衍生性商品結算機構

在商品期貨現代化法建置店頭衍生性商品結算機構，交易當事人可以利用該機構以降低交易風險，可從事店頭衍生性商品結算機構的資格要件為<sup>239</sup>：

- (一) 特定銀行
- (二) 證券交易委員會註冊登記的結算機構
- (三) 商品期貨交易委員會註冊的衍生性商品結算機構
- (四) 外國金融機關監督的清算機構且符合一定之要求者。

## 三、 小結

商品現代化法通過後，向商品期貨交易委員會註冊的衍生性商品結算機構可以當然成為店頭衍生性商品結算機構。實務流程上據業者指出，實際上進行店頭衍生性商品交易時，若交易人擔心交易履約風險時，交易雙方可至衍生性商品結算機構，由該結算機構擔負履約交割之保證，若交易人願自行承擔交易對手違約之風險時，則無需由結算機構結算。<sup>240</sup>

## 第六節 槓桿交易商(Leverage Transaction Merchant)

美國槓桿式契約交易型態於美國 1960 年末至 70 年初期，購買金、銀等貴重金屬廠商，為規避持有現貨之通貨膨脹風險，因而發展出長期(通常是 10 年或以上)之槓桿契約，以槓桿交易商和廠商互為對手方。其後美國槓桿交易的發展於 1980 年代達到高峰，但是因交易方式係由槓桿交易商決定買、賣價和佣金，交易結果

---

<sup>238</sup> 12 U.S.C. § 4421(1)

<sup>239</sup> 7 U.S.C. §7a-1(d)

<sup>240</sup> 見註 190，頁 70。

幾乎皆由槓桿交易商獲利，導致客戶產生重大虧損，交易量也日趨減少，直至 1999 年 10 月原申請經營槓桿交易的交易商已全部申請撤銷執照，在美國槓桿交易市場已不具顯著重要性。<sup>241</sup>

槓桿交易契約(Leverage Transaction Contract)以銀塊、金塊、大宗銀幣、大宗金幣、及白金為交易標的<sup>242</sup>，實質上與期貨交易本質相似，但亦屬一種保證金交易模式，客戶依據自己避險的需求，向槓桿交易商買進或賣出槓桿交易契約，客戶可以選擇在契約到期日前就沖銷其未平倉部位，亦可請求在契約到期日時進行現金或實物交割。依據商品交易委員會制定的管理規章（下稱「管理規章」）§ 31.4(X)<sup>243</sup>對所謂槓桿交易定義為：「槓桿交易商所為或對槓桿交易商為買賣槓桿交易契約，或再買賣槓桿交易合約，或清算或廢止槓桿交易合約」。但槓桿交易契約與期貨契約仍有許多不同之處，例如槓桿交易合約可長達 10 年、槓桿交易合約為槓桿交易商所製定制式合約等，依據「管理規章」§ 31.4(W)<sup>244</sup>槓桿交易契約具備 7 點特性：

- 一、 由賣方準備提供的制式化契約
- 二、 買方應支付訂金，訂金數額通常為買賣價金一定的百分比
- 三、 契約價金由賣方決定
- 四、 契約期間長短不一，有些可長達 10 年
- 五、 契約價金未支付部份通常要收取利息
- 六、 要繳交保證金
- 七、 通常不會進行實體交付

欲經營槓桿交易契約業務之交易商需向全國期貨商公會(NFA)登記始得營業，商品交易委員會在「管理規章」規定槓桿交易商應遵循之財務標準、營運規範等，

---

<sup>241</sup>吳阿秋，「我國槓桿交易商管理之研究」，台灣期貨交易所，民國 88 年 10 月，頁 1。

<sup>242</sup> 7U.S.C §23(b)

<sup>243</sup> 17 C.F.R§ 31.4(X)

<sup>244</sup> 17 C.F.R§ 31.4(W)

茲擇要說明如下：

一、 最低財務標準(Maintenance of Minimum Financial Requirement)<sup>245</sup>

槓桿交易商應隨時保持調整後資本淨額(Adjusted Net Capital)不得低於下列三者之和：

(一) 2,500,000 美金

(二) 槓桿交易商所訂槓桿契約未受保障部位的現貨市場價值之 20%

(三) 槓桿交易商所訂放空槓桿契約標的受保障部位之現貨市場價值之 2.5%。

二、 槓桿契約擔保(Cover of Leverage Contracts)<sup>246</sup>

槓桿交易商與客戶交易做多或做空之槓桿契約時，應隨時維持該槓桿契約所依據之現貨商品 90%之擔保，該擔保且須符合一定之要件。

三、 商品登記要件(Registration of Leverage Commodities)<sup>247</sup>

槓桿交易契約交易的標的商品應事先向商品交易委員會取得許可。

四、 揭露(Disclosure)<sup>248</sup>

槓桿交易商在接受客戶交易前，需提供客戶一份公開說明書，客戶在閱讀公開說明書中風險揭露文件後，應簽名表示了解並將簽名文件交還槓桿交易商，始得接受其下單交易。其中公開揭露文件除應包含槓桿交易契約最新的資訊外，尚應包含下列說明：

(一) 公開說明書應以顯著字體標明下列文字：

---

<sup>245</sup> 17 C.F.R§ 31.9(a)

<sup>246</sup> 17 C.F.R§ 31.8(a)(1)

<sup>247</sup> 17 C.F.R§ 31.6

<sup>248</sup> 17 C.F.R§ 31.11

1. 因為貴金屬及其他金屬價格變動無法預測，槓桿交易牽涉高度之風險，並不適合許多投資人。當投資人做多槓桿交易合約時，合約實現價值須超過投資人原購買契約價值，投資人始有獲利之可能，而當投資人做空槓桿交易合約時，合約實現價值少於投資人原購買契約價值，投資人始有獲利之可能。
2. 客戶應了解每家槓桿交易商之針對相似槓桿交易合約之收費方式不盡相同，投資人應比較各槓桿交易商之契約價值與佣金，以及比較各槓桿交易商之契約價值與佣金與期貨交易所交易之期貨合約價值與佣金。
3. 客戶應了解會被追繳保證金之可能。客戶若未能在交易商規定時限內補繳保證金，槓桿交易商保留清算客戶的部位之權利。若契約價值減損至維持保證金 50% 以下時，客戶的契約可能會未經事先通知而被強制平倉。不過客戶可在契約被處分後 24 小時內通知槓桿交易商，可在 5 個營業日內回覆原契約部位。
4. 如果客戶是新槓桿交易客戶，客戶可將第一筆槓桿交易作廢，但僅限於在實際價格損失部分，客戶在收到買賣確認書後 3 日內將槓桿交易取消可以免除罰金。
5. 客戶應了解要實現槓桿交易合約，僅可以向槓桿交易商買回槓桿交易合約或將槓桿交易合約賣回予槓桿交易商，或支付槓桿交易合約價金或交付槓桿交易標的之方式為之。
6. 槓桿交易合約除向槓桿交易商買回槓桿交易合約或將槓桿交易合約賣回與槓桿交易商外，並無其他交易市場，槓桿交易商並無義務隨時向客戶提供買回其先前所賣出予槓桿客戶之做多槓桿契約之要約，或向客戶提供賣出其先前買自槓桿客戶之作空槓桿契約之要約。

約。

(二) 槓桿交易合約應記載事項如下

1. 槓桿契約之存續期間或到期日。
2. 槓桿契約之標的商品之特性。
3. 槓桿契約所收之原始費用、遞延費用、終止費用。
4. 槓桿契約之要價與賣價之說明。
5. 槓桿契約所適用之保證金，包含(視情形)原始、最低及維持保證金。
6. 槓桿客戶關於追繳保證金之責任，包含追繳時機、情形、通知後之時間，及依法槓桿交易商得清算槓桿客戶之部位後求償之次序。
7. 槓桿客戶可能要求槓桿交易商買回或再出售槓桿契約之方式說明，包含槓桿交易商執行買回或再出售所需遵守之程序，以及其決定買回或再出售之方式。

五、 交易紀錄(Records of Leverage Transactions)<sup>249</sup>

槓桿交易商在接獲槓桿客戶之訂單時，應立即作成書面記錄，包含帳戶號碼及訂單號碼等。

六、 客戶交易報告(Reporting to Leverage Transactions)<sup>250</sup>

槓桿交易商應於每次槓桿交易契約再買回、再賣回、清算、終止或交付時，將交易結果、佣金和其他費用以書面通知客戶。

七、 紀錄之保存(Recordkeeping)<sup>251</sup>

槓桿交易商應每日紀錄每位槓桿交易客戶當日各項槓桿商品之交易情形，紀錄應保存五年以上。

---

<sup>249</sup> 17 C.F.R. § 31.17

<sup>250</sup> 17 C.F.R. § 31.15

<sup>251</sup> 17 C.F.R. § 31.14

## 八、 資金分離(Segregation)<sup>252</sup>

槓桿交易商應將客戶所存放之資金與槓桿交易商之自有資金分離存放於分離帳戶。

## 第七節 結論

### 一、 美國店頭衍生性商品監理架構:

美國槓桿交易商監管與台灣相同採分業監理模式，惟美國槓桿交易商已屬歷史產物，法規參照上仍應注意。2000年商品期貨現代化法以商品特質和相關交易人特質為基準點，不涉及投資人保護諸如專業投資人間之店頭衍生性商品交易，商品現代化法為鼓勵店頭衍生性商品創新、穩定市場發展及增進國際競爭力，即大幅放寬監管密度，豁免於商品交易法規範路徑中；涉及投資人保護部份仍回歸商品交易法適用，除商品交易委員會負責監管商品交易法是否落實外，全國期貨商公會(NFA)亦扮演輔助監理的角色，除可審核並許可經營店頭之衍生性商品業務機構所為之申請外，並制定自律規則規範會員銷售行為以保護一般投資人。

### 二、 合格投資人交易(店頭市場能源、貴金屬及證券期貨交易):

商品期貨現代化法增加許多豁免規範及除外規範，能源及貴金屬於商品期貨現代化法分類上屬於豁免商品類，僅在交易參與人符合合格交易人(ECP)資格要件下，始可於店頭市場交易基礎資產為能源及貴金屬之衍生性商品，並因合格交易人組成為專業金融機構或高淨值客戶，具備專業知識及容易取得相關金融訊息，除反詐欺及反操縱條款外，商品期貨現代化法不適用於豁免商品交易，商品期貨交易委員會亦無管轄權。

---

<sup>252</sup> 17 C.F.R§ 31.12

美國目前類似差價合約(CFD)商品為證券期貨商品，依據商品期貨現代化法，證券(securities)為除外商品，以證券為基礎資產之衍生性金融商品在合格交易人間交易，可以排除商品期貨交易法適用，惟仍適用各州州法中詐欺條款。

### 三、 涉及一般投資人保護(店頭市場外匯交易):

外匯屬除外商品類，商品期貨現代化法規定在合格交易人(ECP)間的店頭市場外匯交易排除商品期貨交易法規定，但如果以一般投資人交易對象時，商品交易法仍有適用。商品交易法並規定以一般投資人為交易對象，從事店頭市場外匯衍生性商品業務的業者限於金融機構、證券商及保險公司等。另外，全國期貨商公會基於保護一般投資人立場，制定相關自律規範(NFA's Forex Requirements)要求公會會員應具備財務結構健全、對客戶銷售行為應符合「客戶資訊及風險揭露」及「行銷文件及公眾進行對話」原則、交易成交後應交付客戶「交易報告書」、公司內部應建立監督程序及保存交易紀錄等。

### 四、 店頭市場交易結算機制:

商品現代化法提供店頭式衍生性商品結算機制，以降低交易雙方違約風險，目前可提供店頭衍生性商品結算服務機構為特定銀行、證券交易委員會註冊登記的結算機構、商品期貨交易委員會註冊的衍生性商品結算機構及外國金融機關監督的清算機構且符合一定之要求者。若交易人擔心履約風險時，交易雙方可至結算機構，由該結算機構擔負履約交割之保證，若交易人願自行承擔交易對手違約之風險時，則無需由結算機構結算。

## 第七章 英國法令規範介紹

### 第一節 英國監管機關介紹

#### 一、概說

英國金融業傳統上是採取自律管理模式，1980 年代之後英國金融監理機制仍然是相當分散的，規範金融監理之法規也相當複雜，一直以來銀行業、證券業、保險業是採機構別（institutional）為區分的監理架構。

1986 年英國首相柴契爾夫人開始進行金融大改革（Big Bang），自此英國邁向金融監理一元化時代，英國金融服務管理局（Financial Services Authority）成為一個超整合性的金融監理機關，且為英國金融市場唯一之主管機關。

而針對英國店頭市場(Over the Counter)之監管，英國並無另設置其他主管機關，此仍為英國金融服務管理局之管轄範圍。因而，店頭市場之監管機關，仍係以英國金融服務管理局為中心之監管系統。故以下即就英國金融服務管理局之業務範圍與監管原則，及與其他機關之互動作一介紹，從而得以窺視英國店頭市場之監管系統。

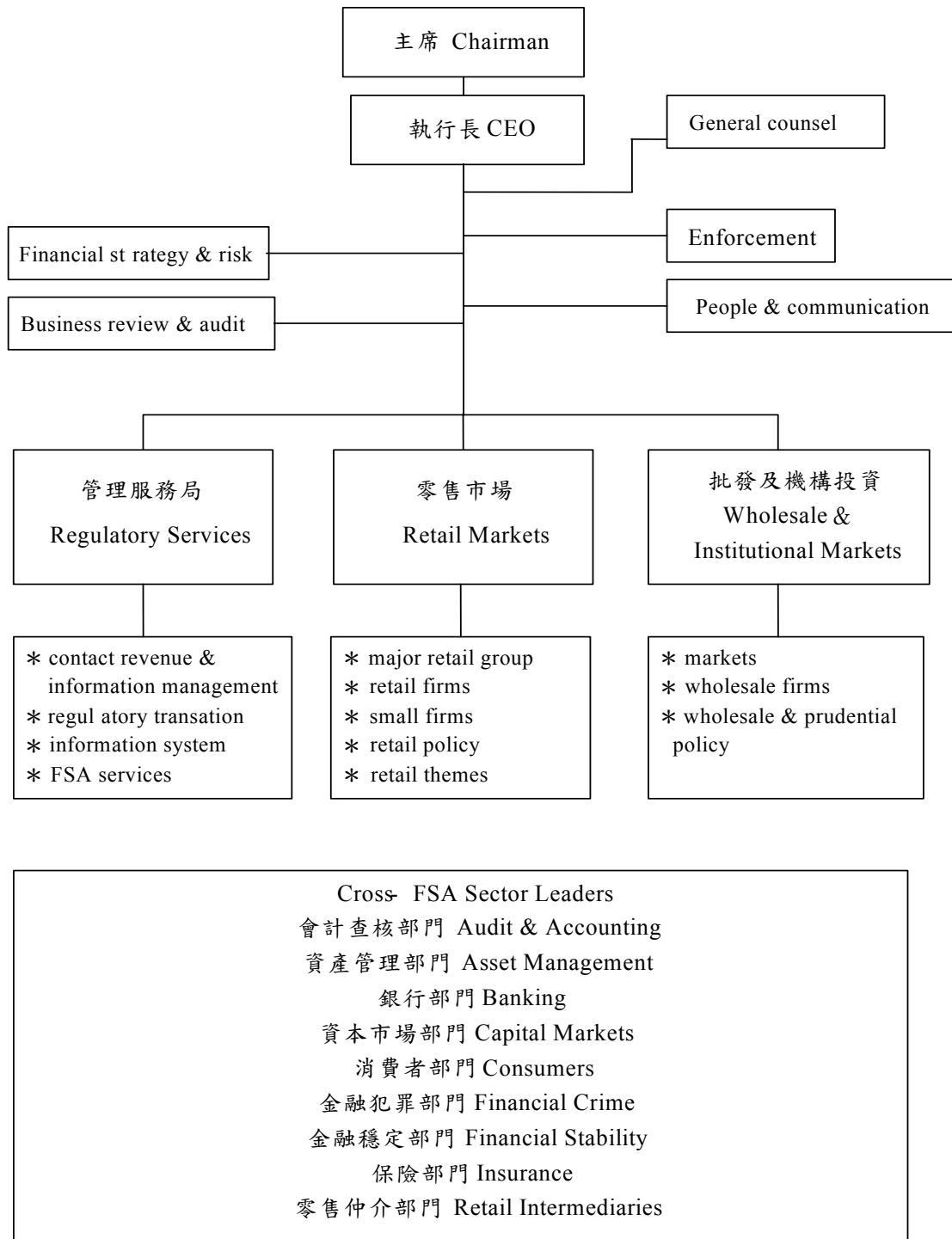
#### 二、英國金融服務管理局之業務範圍

英國金融服務管理局是一個完全橫跨各個業別（cross-sectorial）的獨立監理組織，負責英國金融服務市場之金融監理、檢查、處分等監理工作。其監督管理範圍十分廣大：舉凡英國的銀行、建築工會、保險公司、及其他財經組織，或與英國此等組織有商業上往來者，均受英國金融服務管理局之監督。

英國金融服務管理局現行之組織架構為：董事會設主席一人、執行長一名、執行董事三名及非執行董事十名。由執行董事分掌三大業務族群：監理服務(regulatory services)、零售市場(retail markets)與批發及機構投資市場(wholesale and institutional markets)。三大業務群的規劃乃係針對不

同市場之風險控管機制不同而為之規劃。除三大業務群外，英國金融服務管理局另設有九個獨立於上述三大業務族群之，橫跨於英國金融服務管理局(cross-FSA)之監理部門(sect oral team)。<sup>253</sup>

以下為英國金融服務管理局現行之組織圖：



<sup>253</sup> 王雅婷，從英國監理制度論我國金融監理一元化法制，國立臺灣大學法學系 94 年度碩士論文，頁 27。

三大業務群之各局工作目標主要業務如下<sup>254</sup>：

(一) 管理服務局 (Regulatory Services Business Unit)

其業務目標為，提升金融服務監理局之監理能力以及監理效率。而其  
主要服務對象為消費者、現有企業，及申請核准之機構，該局負責相  
關營運證照審查核發之工作。

其主要執掌業務項目有以下：

1. 透過消費者連絡中心，對一般投資大眾提供服務。
2. 透過企業聯絡中心、以發布電子規章等方式服務企業。
3. 記帳及費用之收取事宜。
4. 處理、驗證及儲存來自於業界的相關資料，並負責將該資料傳遞與  
相關監理者。
5. 一些管理事項之決定及政策推廣。
6. 藉由建立充足的資訊系統作為幫助英國金融服務管理局從事監  
理，並作為英國金融服務管理局政策面及運作面之後盾。
7. 另外，舉凡設備的管理、薪資名冊之處理及採購等相關總務工作均  
屬該局業務範圍。

(二) 零售市場業務局 (Retail Markets Business Unit)

其業務目標為，使零售市場中之消費者得從事公平之交易，並維護零  
售市場正常運轉。

其主要執掌業務項目有以下：

1. 負責監理大型公司(the major firms)，包括有營業據點之銀行(high

---

<sup>254</sup> Financial Services Authority, the structure explained, available at  
<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Who/Management/structure/index.shtm>(Last visited 2 August 2008).

street banks)、保險公司等金融機構，這些公司之業務大部分集中在零售市場者。

2. 監理其他零售銀行、房屋建築協會、保險業者、抵押放款者、資產管理者及零售仲介商。
3. 負責訂定金融機構及集團有關零售市場之管理規則，並主導零售市場中企業之改造等工作。

### (三) 批發及機構投資市場業務局 (Wholesale&Institution Markets Business Unit)

其業務目標為，促進交易市場成為有效率、有秩序以及公平的市場。

其主要執掌業務項目有以下：

1. 健全相關基礎建設，例如投資銀行業務交易規範之訂定、維護批發金融市場、證券交易所、清算中心等之正常運作。
2. 監理投資銀行、再保險公司、高風險資金投資公司，並負責新巴塞爾資本協定(Basel II)實施前，各項制度之建制工作。

此外，為了有效監督管理整個金融服務業，因此針對各個受監理企業依其功能劃分相對應之管理單位，以有效發揮監理服務之分工與整合關係。英國金融服務管理局設有九個監理部門獨立於上述三大業務族群之外，橫跨於金融服務監理局(cross-FSA)，亦即每一個部門可能分別掌管三大業務族群中性質相同的領域。

九個部門分別為：會計查核部門、資產管理部門、銀行部門、資本市場部門、保險部門、零售仲介部門、消費者部門、金融犯罪部門、金融穩定部門。各個部門主要權責如下<sup>255</sup>：

---

<sup>255</sup> Financial Services Authority, FSA Sector teams, available at <http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Teams/index.shtml> (Last visited 15 August 2008).

(一) 會計查核部門 (Accounting & Audit)

該部門目標係藉由會計與審計之發展，辨識對金融服務監理局四大法定之目標之風險，以確保英國金融服務管理局能有效地回應。

(二) 資產管理部門 (Asset Management)

該部門主要的任務為辨識、評估與資產管理有關之風險並採取降低風險措施。工作項目主要涉及基金投資管理、客戶投資組合之管理(the investment management of customer portfolios)及與此相關的業務，其主要之管理對象為資產管理人、集合投資計畫的操作人及保管中心、個人投資經理人、避險基金經理人。

(三) 銀行部門 (Banking)

該部門設立宗旨在辨認並監控銀行業所生之風險。銀行業之金融活動所生風險，舉凡對消費者的保護、維持一個井然有序的市場、消費者教育以及減少犯罪等範疇均屬之。由於銀行業之金融服務活動涉及層面廣大，並與客戶互有直接的互動，因此該部門執掌領域，包含了消費金融銀行及批發銀行(retail and wholesale banks)、購屋互助協會(Building societies)、投資銀行(Investment banks)及在英國境內營運的外國銀行。

(四) 資本市場部門 (Capital Markets)

此資本市場部門包含了籌措長期資金的發行市場(primary markets)及流通市場(secondary markets)。該部門責任及在監控金融市場所可能產生之風險，不論議題、產品或運作等任何影響市場品質、價格或結構因素者，皆為該部門所關注。

(五) 消費者部門 (Consumers)

該部門為消費者與英國金融服務管理局溝通聯繫的窗口；其致力於偵

測辨識消費者的風險，以確保適當監理手段的採行。另外，該部門以消費者之利益為優先，並監督英國金融服務管理局各部門為任何決策時，應注意到不能違背消費者保護的理念。

#### (六) 金融犯罪部門 (Financial Crime)

降低金融犯罪是英國金融服務管理局四大目標之一，為追求此目標，該部門的首要任務是金融機構風險管理與控制。同時與其他相關組織，如：政府、執法部門、貿易協會、聯合洗錢防治指導工作組織(Join Money Laundering Steering Group)等，共同合作有效打擊洗錢、市場濫用、市場詐欺等金融犯罪。

#### (七) 保險部門 (Insurance)

該部門所處理之議題涉及了近 800 家的受監理業者，包含：人壽保險、一般保險、再保險及綜合性保險公司。自 2005 年 1 月 14 日起，更涵蓋了批發市場的保險經紀商。該部門主要職掌，即在於辨識關於保險領域之潛在風險，協調英國金融服務管理局在保險方面的運作，並有效採取降低風險措施。

#### (八) 零售仲介部門 (Retail Intermediaries)

該部門所負責之議題涉及了獨立財務顧問、整體市場財務顧問、個人投資公司、抵押仲介商、零售一般保險仲介商等，本部門主要在辨識、評估零售仲介領域的風險，並幫助英國金融服務管理局極早解決可能發生之問題。

#### (一) 金融穩定部門 (Financial Stability)

基本上，為達成金融安定之目的，英國金融服務管理局與財政部、英格蘭銀行應相互合作。而該部門之角色即為：對金融系統及基本建設不斷地改進，發展建立一個長期穩定的金融系統；有效辨識威脅金融穩定的風險，以確保英國金融服務管理局能有效設定優先任務善用資

源；改進英國金融服務管理局與其他組織對於未來可能面對之金融危機的應變能力。

### 三、英格蘭銀行之監管範圍

英格蘭銀行之設立宗旨有二：維持貨幣穩定並促進金融體系健全發展<sup>256</sup>。由於金融機構業務經營之良窳，攸關上述宗旨是否得以實現，故依據 1987 年銀行法之規定，金融監理業務係由英格蘭銀行之銀行監督管理部門所掌管。

惟隨著金融市場之發展，銀行與金融中介機構之傳統分野，日趨模糊，加上 BCCI 與 Barings 的倒閉案更嚴重損害英格蘭銀行擔任金融監理工作的信譽，故促使英國新政府宣布金融監理體系改制，以及國會之修法。

於 1998 年 6 月 1 日，英格蘭銀行法修法生效後，英格蘭銀行原本負責銀行、批發性貨幣市場之監督管理權力正式移轉予英國金融服務管理局。今日之英格蘭銀行，繼續負責貨幣政策；以及在出現重大金融危機或流動資金短缺情況時，擔任應負責資金需求的最後貸款人(Lender of Last Resort)之角色，而不再從事金融監理之工作。

### 四、財政部之定位與監管範圍

英國之財政部，係負責整體金融監理體系、組織架構之立法設計，並制定相關金融法律，此係因英國金融服務管理局並無法律提案權，故須透過財政部提案立法。對於英國金融服務管理局及英格蘭銀行實際上的業務運作，財政部並不參與亦不加以干涉。

儘管如此，在許多情況下，英國金融服務管理局與英格蘭銀行仍有義務向財政部通報，例如：可能導致大規模經濟崩潰之重大金融問題產生時；

---

<sup>256</sup> Bank of England, Core Purposes, available at <http://www.bankofengland.co.uk/about/corepurposes/index.htm>(Last visited 15 August 2008).

運作上需要協助時；問題之解決方式需透過修法時；發生之問題涉及與外國的關係時；該事件財政部須接受國會質詢時等情況。上述僅為例示之情況，究竟該事件是否應通知財政部，則由英國金融服務管理局及英格蘭銀行視具體情況判斷之。

## 五、三方關係

前已就英國金融服務管理局、英格蘭銀行與英國財政部之定位與監管範圍作一介紹，以下即欲就三者之權責劃分，及合作模式作一較詳盡之介紹：

### (一) 合作備忘錄之權責劃分

廣義而言，英國之金融監理機關包含英國金融服務管理局、財政部與英格蘭銀行，成為金融安全網之三個要角。為了促進金融秩序的安定性，英國金融服務管理局、財政部以及英格蘭銀行三方於1997年簽訂了一份合作備忘錄<sup>257</sup>，基於下列準則為三方權責劃出界線：

1. 責任的釐清：權限的劃分不應有模糊地帶產生。
2. 責任的明確：使國會、金融市場及大眾清楚地了解哪一機關應為哪部分行為負責。
3. 避免重複：明確界定角色定位，避免不必要的資源浪費。
4. 監理資訊的流通：各方資訊相互交流使監理工作更有效率。

英格蘭銀行之權責，依據備忘錄所在如下<sup>258</sup>：

1. 維持貨幣系統的安定性；
2. 建立並強化金融體系的基本建設，尤其是國內及國外之支付系統，

---

<sup>257</sup> Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the FSA. It is published as Appendix 2 to the FSA's Document, Financial Service Authority: An Outline, Oct. 1997.

<sup>258</sup> See note 257, at 34-35.

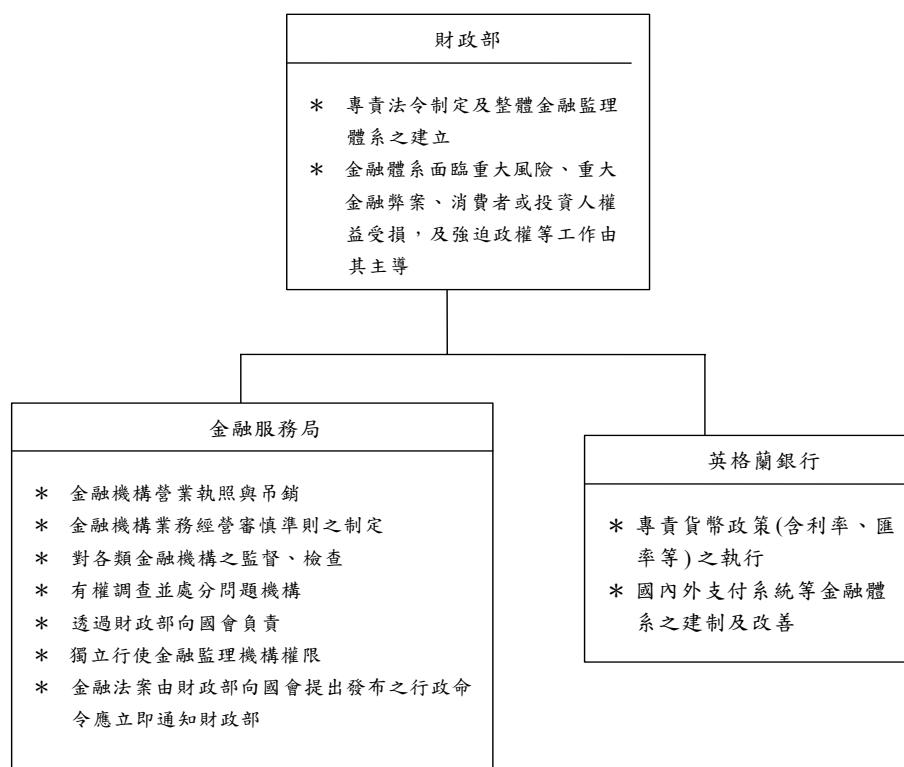
並降低系統性風險。

3. 為防止個別金融機構之問題，影響到金融體系之其他部門，於特殊情況下，經三方常設會議決定，英格蘭銀行可協助英國金融服務管理局執行金融監理任務。

英國金融服務管理局根據合作備忘錄，其相關權責者則有<sup>259</sup>：

1. 負責銀行、房屋建築協會、投資公司、保險公司、互助協會等金融機構之授權及核可。
2. 金融市場、清算與結算系統持續性地審慎監理工作。
3. 訂定金融監理相關命令及指導原則。

※圖表 英國財政部、英格蘭銀行與英國金融服務管理局之關係圖



<sup>259</sup> See note 257, at 35-36

資料來源：中央存款保險公司，美國、加拿大、英國、日本、韓國等五國金融監理分工彙整，擷自以下網站：

<http://www.cdic.gov.tw/public/attachment/511281504471.pdf>

## (二) 溝通管道之暢通建立

財政部、英格蘭銀行與英國金融服務管理局皆有穩定金融之職責，對此三方透過哪些機制相互溝通合作，攸關英國金融穩定目標之達成與否。

### 1. 常設會議的建立

承上所述，基本上英國金融服務管理局、英格蘭銀行與財政部三方面的權責劃分是十分明確的。英國金融服務管理局負責金融市場的監督管理，為銀行、證券、保險業唯一的監理機關；英格蘭銀行負責貨幣政策之制定與支付系統的之穩定；財政部則統籌財政相關立法。而為進一步使三方於權責釐清之外亦能緊密保持聯繫，因此建立了常設會議(standing committee)<sup>260</sup>。

常設會議為三方固定的會談機制，於每月由三方代表舉行一次會談，討論重大之個案或是其他足以影響金融市場安定的相關議題。金融市場穩定之議題舉凡：個別金融機構問題、金融市場結構之發展、影響金融穩定之國際因素等都包含在會議討論範圍之內。另外英格蘭銀行或英國金融服務管理局一發現有必要採取特別措施方足以穩定金融體系之重大事件發生時，應彼此知會、緊密支援，並立即通知財政部。

### 2. 緊密的合作關係

---

<sup>260</sup> See note 257, at 36.

(1) 英格蘭銀行與金融服務監理局互派董事

英格蘭銀行之副總裁，為金融服務監理局董事會成員之一，而英國金融服務管理局之董事長，亦須出席英格蘭銀行的董事會，因此事實上兩個組織關係緊密。

(2) 資訊交流 (information exchange)

透過金融服務與市場法(Financial Services and Markets Act)之授權，英國金融服務管理局可自其授權及監理的金融機構處，蒐集相關資訊，英格蘭銀行亦可蒐集與其行使職權相關的資訊，故雙方應避免資料蒐集上的重複以降低金融機構的負擔。於資訊的交流上應訂定資訊共享協議，透過資訊的交流使各自之職權有效率地進行。

(3) 政策意見交換 (consultation on policy changes)

遇有重大政策變動，而可能涉及他方法定職權時，應事先諮詢他方意見。

(4) 參與國際委員會 (membership of committees)

英國金融服務管理局與英格蘭銀行，在與國際監理機關的關係上，應保持合作關係。兩者會同時派代表出席如巴塞爾監管委員會等國際委員會，若只有一方代表出席時，會議前應洽請另一方充分提供意見，對於會議的結果亦應告知未出席之另一方，並向財政部報告國際性金融監理發展的相關事項，促進彼此間之合作。

## 第二節 英國監管法令介紹

### 一、概說

英國的金融市場有其傳統特性，自 1930 年代自 1980 年前，英國金融市場的運作大都為自律組織規範型態，採專業分工分為：商業銀行、投資及商人銀行、保險、基金管理、房貸業和證券交易，惟於 1970 年代起公權力陸續介入開始具體立法，共立有八個業法，但自律組織仍保有監理職權；然因金融創新（產品、技術和市場創新）的衝擊，引發英國金融機構的跨業經營整合，而於 1986 年制定金融服務法（Financial Services Law），允許以子公司型態跨業經營。

然進入 1990 年代，國際商業信貸銀行（BCCI）破產和霸菱銀行（Barings Bank）倒閉，突顯出自律機構的監理不彰及對英國金融市場信心造成重大影響，英國政府遂於 1997 年 10 月宣布成立單一金融監理機構—英國金融服務管理局（Financial Services Authority, FSA），統籌管理銀行、證券和保險業，先後併入八個監理機構：證券及投資管理局、個人投資局、投資顧問管理組織、英格蘭銀行之監理及監視處、互助組織註冊局、貿易及產業部之保險管理委員會、建屋協會管理委員會及互助協會管理委員會。

在金融監理一元化之後，英國政府希望能穩住英國倫敦為世界金融中心的地位，創建一個高度自由但穩定安全的交易市場，於成立英國金融服務管理局的同時，開啟了英國金融法規一元化的工作，整合九部金融法律，歷時三年，於 2000 年 6 月英國國會通過金融服務與市場法(Financial Services and Markets Act, FSMA)，並於 2000 年 12 月正式施行。

## 二、金融服務與市場法

金融服務與市場法之制定目的，主要在於整合及現代化相關各金融管理法規，以達成維護市場對於金融體系之信心、推動及促進公眾對於金融體系之認識、確保消費者權益，及降低金融業務遭利用以遂行金融犯罪等目標。而該法制定後，包含以下法規，均因金融服務與市場法之制定

而實質地被廢止<sup>261</sup>：

1. 1979 信用合作社法 (the Credit Unions Act 1979)
2. 1972 保險公司法 (the Insurance Companies Act 1982)
3. 1986 金融服務法 (the Financial Services Act 1986)
4. 1986 建築融資社法 (the Building Societies Act 1986)
5. 1987 銀行法 (the Banking Act 1987)
6. 1972 互助社法 (the Friendly Society Act 1992)
7. 1975-97 保單持有人保護法 (the Policyholders Protection Acts 1975-97)
8. 1923-48 企業擔保法 (the Industrial Assurance Acts 1923-48)
9. 1977 保險經理 (註冊) 法 (the Insurance Brokers (Registration) Act 1977)

金融服務與市場法所監理之金融服務機構包含以下幾種：

1. 銀行 (Banks)
2. 建築融資機構 (Building societies)
3. 保險公司 (Insurance companies)
4. 互助社 (Friendly societies)
5. 信用合作社 (Credit unions)
6. 勞依茲 (Lloyd's)
7. 投資及退休金顧問 (Investment and pensions advisers)
8. 股票經紀 (Stockbrokers)
9. 提供投資服務之專業事務所 (Professional firms offering certain types of investment services)
10. 基金經理機構 (Fund managers)

---

<sup>261</sup> 楊偉文，英國金融服務及市場法簡介 (上)，金管法令第 8 期，2005 年 3 月，頁 36。

## 11. 衍生性商品交易商 (Derivatives traders)

參酌前述金融服務與市場法所整合之法規及監理機構可知，金融服務與市場法係一整合性規範銀行、證券、保險各項相關服務之法規，規範之範疇相當廣泛，包含保險經紀或不動產抵押經紀均納入規範，為目前世界上僅見之統合性立法實踐。

金融服務與市場法共分為三十篇、四百三十三個條文和二十二個附件，其主要之特質為：(1)橫向整合前述之九部縱向規範之業法，(2)從服務提供主體之業別概念轉移到以交易行為之功能面為重心，(3)調和規範以增進商品、服務、組織型態自由化，(4)強化金融監理和消費者保護。

綜觀金融服務與市場法之法律架構可概分為四大架構：英國金融服務管理局的組織法、業者的規範、交易的規範和市場的規範。

### 1. 英國金融服務管理局的組織法

金融服務與市場法對英國金融服務管理局的組織有詳細的規範，第一篇（十八個條文）和附件一係主要規範英國金融服務管理局的職權、目標、組織架構和其與英國財政部之隸屬分工關係，確認英國財政部為英國金融服務管理局的上級監督機關，英國金融服務管理局代表英國財政部為單一之金融監理機構，統籌金融服務行為之核准、業者監理及法規制定和執行，英國財政部有權監督英國金融服務管理局之業務執行效率，並於特殊考量時有獨立調查權。

### 2. 業者規範

金融服務與市場法前之九部縱向規範之業法對業者的規範涵括各業別健全性規範 (Prudential Regulations) 和業務行為管理規範 (Business Conduct)，金融服務與市場法為求橫向整合九部縱向業法之規範，將規範主軸從服務提供主體之業別概念轉移到以交易行為之功能面為重心，將英國傳統機構別之分業立法打破，調和各業

法規範，以增進商品、服務、組織型態自由化，惟因各業法規範健全性規範和業務行為管理實有落差，金融服務與市場法中對業者規範僅做原則性和一般性規範，具體規範制定於其各項行政命令。

金融服務與市場法中對業者一般性規範，安排於第二篇、第三篇、第四篇、第五篇、第七篇、第十篇、第十一篇、第十二篇、第十四篇、第十七篇、第二十三篇、第二十四篇、第二十五篇和第二十六篇。另外，金融服務與市場法將上市之審查許可納入其管轄（第六篇），並對特定專業服務行為和機構設專篇管理，如第十篇規範集合投資計畫、第二十一章規範互助組織、第十八篇規範交易所及結算機構、第二十篇規範專業人士提供金融服務、第二十二篇規範簽證會計師及精算師。

金融服務與市場法對業者規範之重點置於金融服務與市場法第二篇、第四篇和附件二，依據金融服務與市場法第二十二條規定，對於金融服務與市場法所管轄之範圍判斷，需符合以下五原則：

- (1) 是否為基於營業目的而從事該等行為；
- (2) 是否涉及”特定投資項目”(specified investment)；
- (3) 所從事之行為是否為”受規範行為”(regulated activities)；
- (4) 是否於英國境內從事該等行為；及
- (5) 是否屬於得豁免之行為。

簡言之，須於英國境內以營業為目的，從事受規範之行為而該行為涉及特定投資項目亦不符合得豁免條件，始受金融服務與市場法之管轄，有向英國金融服務管理局申請核准之必要。

### 三、英國金融服務管理局之法規手冊內容簡介

除金融服務與市場法之規範外，英國金融服務管理局尚有為數眾多的行

政命令和行政指導之法規範，概分為六大類，編纂蒐集成為法規手冊（Handbook）<sup>262</sup>：

（一）高標準原則規定（High Level Standards）：

所有欲從事金融服務行為之人皆需遵循的原則規定，包括公司的基本法律責任、董事和高階經理人的責任、申請成為及維持金融服務行為業者需要的最低標準條件、已授權經營金融服務行為之人的基本義務和一般向英國金融服務管理局申請核可行為所需之作業基本要點（解釋、費用、資訊）。

（二）經營標準（Business Standards）：

對授權經營金融服務行為業者之常態性細部規範，包括各業別機構之健全經營規範（prudential regulation for banks, insurers, investment business and societies）、其經營行為準則（code of business conduct）、市場行為（market conduct）準則、從業人員適格性準則（requirements for staff competence）和洗錢防制規範（anti-money laundering）。

（三）法規程序（Regulatory Processes）：

詳細手冊規範英國金融服務管理局之核准（Authorization）、監理（Supervision）、懲處（Enforcement）及金融服務管理局之行政裁定程序（decision-making process），前述細部規範手冊包括核准申請要求，有關查核、豁免、單行行政指導、通知和報告等監理規則，和詳細英國金融服務管理局的懲處和執行法律安排等。

（四）補償（Redress）：

細部規範消費者之爭端處理機制（dispute resolution）、金融條消費糾紛調解服務安排（financial ombudsman service arrangements）、金融服務

---

<sup>262</sup> Financial Services Authority, FSA Handbook, available at <http://www.fsa.gov.uk/Pages/handbook/> (Last visited 15 August 2008).

補償機制 (compensation) 和對英國金融服務管理局裁定不服之申訴機制 (complaints against FSA)。

(五) 特定金融服務業之要求 (Specialist Sourcebooks)：

規範各項個別金融服務業務之要求，如集合型投資計畫要求 (collective investment scheme)、特別集合型投資計畫要求 (new collective investment scheme)、合作社 (credit union)、交易所 (exchanges)、電子貨幣 (electronic money)、電子商務 (electronic commerce)、勞依茲 (Lloyd's) 及結算機構 (clearing houses)。

(六) 專業機構指導原則 (Special Guides)：

有關會計師 (auditors) 和精算師 (actuaries) 的各項行政指導原則。

### 第三節 店頭市場交易衍生性商品之監理

#### 一、 英國金融服務管理局之監理

##### (一) 概說

英國金融服務管理局作為單一之監理機構，針對有關店頭市場交易之衍生性商品之監管，亦均係由英國金融服務管理局負責監督管理。而目前實務上已制定且實行單一金融管理法規之國家，僅有英國之金融服務與市場法 (Financial Services and Markets Act 2000, "FSMA")，該法之制定目的主要在於提供英國“金融服務管理局”(Financial Services Authority, FSA)之監理基礎，賦予英國金融服務管理局充分之法律權利以進行監理措施。因此，有關衍生性金融商品之監管，亦依據金融服務與市場法執行。

另於英國金融監理法制上，並無類似槓桿交易商之機構。在金融監理及管理法令均單一化之法制背景下，除有關資本管理之法令有其差異

性外，針對銀行、保險及投資公司原則上均適用相同之監理法令，且針對傳統有關證券業務或期貨業務之差異，除由銀行兼營該業務外，亦均統一其規範機構別為「投資公司」。亦即針對金融之規範架構，全面性著重於功能性監理而非機構別之監理架構，因此，法令架構下亦無針對店頭市場交易之衍生性商品有特殊之業務機構或管理法令。

依據目前英國之金融實務，期貨業務無論係屬交易所交易或店頭市場交易，均得由銀行兼營或由投資公司（Investment Firms）經營，法規上亦無專營期貨業務之機構別規範。此外，針對有關銀行或投資公司經營櫃檯市場，亦無特殊之法令規範或於英國金融服務管理局之法規手冊中亦無專門針對期貨業務之規範。

## （二）有關投資公司之資本額要求

針對經營各項業務之投資公司，基本上有關資本額之門檻係針對所經營之業務類型而作出區分，以下整理有關經營不同業務之資本額要求<sup>263</sup>：

資本額（投資公司）	得經營之業務類型
歐元 50K	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 不得自營或以包銷方式承銷任何金融商品。</li> <li>2. 得提供以下一種或多種服務：               <ol style="list-style-type: none"> <li>A. 接收或傳遞客戶之投資金融商品之下單；</li> <li>B. 執行客戶投資金融商品之下單；</li> <li>C. 管理個人投資金融商品之投資組合。</li> </ol> </li> <li>3. 不得保管任何客戶之金錢或證券。</li> </ol>

<sup>263</sup> General Prudential Sourcebook (GENPRU) 2.1.50, Financial Services Authority Handbook.

資本額（投資公司）	得經營之業務類型
歐元 125K	1. 不得自營或以包銷方式承銷任何金融商品。 2. 得提供以下一種或多種服務： A. 接收或傳遞客戶之投資金融商品之下單； B. 執行客戶投資金融商品之下單； C. 管理個人投資金融商品之投資組合。 3. 得保管客戶之金錢或證券。
歐元 730K	僅受有關資本額規範之限制。

### （三）其他各項監理標準

針對其他投資公司從事有關櫃檯市場衍生性金融商品之業務，均依據英國金融服務管理局之各項監理規範辦理，包含人員之適任性（fit & proper）及業務行為準則（Business Conduct）等，均依據英國金融服務管理局之規範手冊辦理。然而，相關規範均屬一般性適用於各種金融商品交易之規範，而未有針對個別商品之規範。

## 二、英格蘭銀行之監理

### （一）概說

如前文所述，英格蘭銀行原則上僅針對貨幣政策及管控進行監理，原則上針對金融商品的管理並非英格蘭銀行之管轄範疇。然而，因部分有關外匯及貴金屬之遠期契約商品，實際上對於貨幣管理有所影響。因此，針對此部分之商品，英格蘭銀行亦將介入監理。

### （二）非投資商品規範

英格蘭銀行下設外匯聯席委員會（The Foreign Exchange Joint Standing

Committee, FXJSC)，該委員會制定有「非投資商品規範」

(Non-Investment Products Code, NIPs Code)，該規範係屬自律性規範，適用於金融機構間之交易規範 (wholesale market)，規範之商品範疇包含英鎊之機構存款、外匯之機構存款、黃金及白銀之機構存款、現貨暨遠期外匯，及現貨暨遠期黃金及白銀<sup>264</sup>。

非投資商品規範係針對金融機構間交易前述各項商品之行為準則，規範範疇包含交易機構及員工之責任、報價方式、交易條件、報酬、交易相對人資料瞭解、保密、及下單方式等。

依據非投資商品規範之說明，原則上英國金融服務管理局對於非投資商品規範之商品仍得依據金融服務與市場法進行管理。此外，如商品係屬於期貨商品時，即應為英國金融服務管理局之管轄範疇，非屬非投資商品規範之管轄範疇。因此，英格蘭銀行之監理實際上不影響英國金融服務管理局作為單一監理機構之地位。

### 三、 英國法令對差價合約(CFD)持有者揭露其持有部分之要求

#### (一) 概說

目前英國金融服務管理局針對差價合約並無特殊性之規範。然而，近期因考量有關資訊揭露之精確性顧慮，目前英國金融服務管理局針對有關股權之差價合約持有人之資訊揭露問題，作成相關規範之說明。有關揭露之要求，係來自於公司法及證券交易法上有關主要股東持股揭露之要求，如投資人係透過股權之差價合約而享有表決權及股權利益時，目前之揭露規範並未要求公司須揭露差價合約之持有人，因此形成揭露規範之不足。

---

<sup>264</sup> The Non-Investment Products Code,2, available at <http://www.bankofengland.co.uk/markets/forex/fxjsc/nipscode.pdf>(Last visited 15 August 2008).

## (二) 揭露方案

依據英國金融服務管理局之要求，如任何人於股權差價合約約定而實際得行使公司之表決權超過3%以上時，均應依據相關法令進行股東身分之揭露，除非得證明有 1.差價合約持有人不得行使該表決權或聲明不行使該表決權，或 2.差價合約持有人並未規劃或認知將可能直接出售差價合約所連接之股權之情形。

此外，如差價合約持有人為投資公司性質，其實際享有公司股權之利益達已發行股份之5%時，差價合約持有人即有義務，針對作成有關表決權行使之決定為聲明，以使有關揭露之要求明確化，避免任何資訊之誤導<sup>265</sup>。

## 第四節 組合式差價合約之監理

### 一、 組合式差價合約

#### (一) 概說<sup>266</sup>

於2002年10月起，組合式差價合約（listed contract for difference，又稱 covered warrant 或 stop-loss warrant<sup>267</sup>）開始於倫敦證券交易所（London Stock Exchange）掛牌交易，並受英國金融服務管理局所制訂之上市規則（Listing Rule）所規範。

組合式差價合約係由金融機構所發行，投資者透過股票經紀人而非金融機構來買賣交易。組合式差價合約持有者（holder）得於約定日期當天或之前，以約定價格（即履約價格）買入或賣出基礎資產，其係

---

<sup>265</sup> See note 13, at 16-19.

<sup>266</sup> London Stock Exchange, *Covered Warrants: An Introductory Guide*, available at <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/pricesnews/education/experiencedinvestors/investcw/cweducationresources.htm> (last visited Sept. 25, 2008).

<sup>267</sup> London Stock Exchange, *Investing in Covered Warrants*, available at <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/pricesnews/education/experiencedinvestors/investcw/> (last visited Sept. 25, 2008).

給予持有者買入或賣出基礎資產之權利，持有者並沒有義務去買入或賣出基礎資產。一般而言，組合式差價合約之期限為 6 至 12 個月，持有者得於合約期限內之任何時點買進或賣出。

目前於倫敦交易所上市之組合式差價合約所連結之基礎資產，有股票、籃子 (basket)、指數 (index)、商品 (commodity) 及貨幣 (currency) 等。

## (二) 商品特徵

組合式差價合約有以下幾項重要特徵：

### 1. 槓桿效益<sup>268</sup>

組合式差價合約最基本特徵之一，係投資者僅需支付基礎資產價格與履約價格之差價，即可取得該基礎資產部位，不需支付基礎資產之全數價格。投資者未支付之基礎資產剩餘價格部分，以買權組合式差價合約 (Call) 為例，係向發行機構融資，而融資費用則係已包含在組合式差價合約產品中。

### 2. 停損價格機制 (stop-loss)

組合式差價合約設有停損價格機制，且不須額外支付成本，在此一停損價格機制下，投資者最大損失不會超過其所投資之原始金額。一旦基礎資產價格觸及停損價格，組合式差價合約將自動終止。

### 3. 無保證金追繳 (margin call)

組合式差價合約與差價合約主要不同特徵之一者為，組合式差價合約無「保證金追繳」。所謂保證金追繳係指，當差價合約之基礎資產價格下跌時，投資者需投入更多錢以符合保證金之最低要求與維持差價合約部位之運作。由於保證金追繳之要求，使差價合約持有者所承受之風險並不會限於其原始投資金額。

### 4. 到期日 (expiry date)

---

<sup>268</sup> London Stock Exchange, *Covered Warrants Product Descriptions*, available at <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/pricesnews/education/experiencedinvestors/investcw/cwprodinfo.htm> (last visited Sept. 25, 2008).

組合式差價合約通常有約定合約到期日。一般而言，持有者得於合約到期日前執行其買入或賣出之權利，而該合約到期日係持有者得履行組合式差價合約之最後期日。

#### 5. 履約價格 (strike price 或 exercise price)

履約價格係指，持有者有權利去行使買入或賣出基礎資產之價格。組合式差價合約發行機構通常會提供一系列之履約價格供投資人參考，俾使投資人依其對於市場之預測選購不同履約價格之組合式差價合約。

#### 6. 現金結算

組合式差價合約係採現金結算之方式，亦即，雖然買權組合式差價合約通常約定持有者有買入基礎資產之權利，賣權組合式差價合約之持有者有賣出基礎資產之權利，但更精確地說，於採現金結算方式時，持有者係有權取得履行價格與到期日基礎資產價格間差價之現金。

## 二、 組合式差價合約之上市規定

### (一) 概說

為因應證券化衍生性商品 (securitised derivative) 如組合式差價合約於倫敦證券交易所掛牌上市、交易，英國金融服務管理局修改上市規則及經營行為準則，並於 2002 年 8 月 1 日生效<sup>269</sup>。證券化衍生性商品係規定於上市規則第 19 章，以下即就英國金融服務管理局對於組合式差價合約之上市規則作一簡介。

### (二) 上市規則

#### 1. 金融機構申請資格

依英國上市規則第 19.2.1 之規定，申請組合式差價合約於倫敦證券交易所上市、交易，必須遵守上市規則第 2 章之規定。這些規定係

---

<sup>269</sup> Financial Services Authority, *Securitized Derivatives to be Available in the UK*, available at <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/PR/2002/068.shtml> (last visited Sept. 25 2008).

與公司之設立、合法性、相關有價證券之移轉性以及公司之市場資本總值有關，茲簡述如下：

(1) 公司設立<sup>270</sup>

申請上市之金融機構必須依其設立地之法令規定合法有效設立，且其營運需遵守該金融機構之公司章程。

(2) 有效性<sup>271</sup>

擬上市之有價證券需 (a) 符合該金融機構設立地法令之規定；(b) 依該金融機構公司章程之要求被合法授權；(c) 取得任何所須核准等。

(3) 交易許可<sup>272</sup>

擬上市之有價證券必須取得在認可投資交易所 (Recognized Investment Exchange) 之交易許可。

(4) 可移轉性<sup>273</sup>

擬上市之有價證券股款須皆已繳足，必須具有可移轉性且無任何股權移轉之限制，以及不得為設質之標的。

(5) 市場資本總值<sup>274</sup>

擬上市有價證券之預估市場資本總值，若為股票至少需為 700,000 英鎊，若為債務證券 (debt securities) 至少需為 200,000 英鎊。

(6) 公開說明書<sup>275</sup>

公開說明書需取得英國金融服務管理局核准並發行之。

此外，上市規則第 19.2.2 條對於擬申請發行組合式差價合約之金融機構另有特別規定，第一，該金融機構必須是銀行或證券期貨公司

---

<sup>270</sup> L.R. § 2.2.1.

<sup>271</sup> L.R. § 2.2.2.

<sup>272</sup> L.R. § 2.2.3.

<sup>273</sup> L.R. § 2.2.4.

<sup>274</sup> L.R. § 2.2.7.

<sup>275</sup> L.R. § 2.2.10.

並取得得從事證券化衍生性商品相關之活動之許可；第二，取得與證券化衍生性商品相關責任之保證<sup>276</sup>。

## 2. 基礎資產之要求<sup>277</sup>

組合式差價合約所連結之基礎資產，除非為貨幣、指數、利率或前揭任何產品組合之籃子，否則其所連結之基礎資產必須在有受規範、經常營運且被承認之開放市場。

## 3. 持續性義務<sup>278</sup>

組合式差價合約上市後，必須於任何時候皆得於認可投資交易所交易。此外，倘有發生下列任何情事，發行機構應以書面向英國金融服務管理局通知：

- (1) 發行機構要求認可投資交易所承認或再承認組合式差價合約之交易；或
- (2) 發行機構要求認可投資交易所取消或暫停其任何組合式差價合約之交易；或
- (3) 認可投資交易所通知發行機構，將取消或暫停該發行機構之任何組合式差價合約之交易。

倘係由未上市公司為保證，發行機構必須遞交該保證人之帳戶予英國金融服務管理局。此外，若發行機構同時亦有其他有價證券於交易所上市，除須遵守上市規則第 19.4 條有關持續性義務之規定外，尚須遵循其他適用於他種有價證券之規定。

## 4. 揭露義務

- (1) 發行機構寄發通知或發行任何通知予組合式差價合約持有者

---

<sup>276</sup> L.R. § 19.2.2.

<sup>277</sup> L.R. § 19.2.3.

<sup>278</sup> L.R. § 19.4.

前，應先行通知規範資訊服務局（Regulated Information Service）<sup>279</sup>。

- (2) 發行機構必須通知規範資訊服務局因基礎資產之變動而對於組合式差價合約所做之任何調整或修正<sup>280</sup>。
- (3) 發行機構一旦得知在非英國地區上市或交易之基礎資產被暫停時，必須立即通知英國金融服務管理局<sup>281</sup>。

---

<sup>279</sup> L.R. § 19.5.7.

<sup>280</sup> L.R. § 19.5.9.

<sup>281</sup> L.R. § 19.5.10.

## 第八章 澳洲差價合約制度簡介

澳洲為第一個將差價合約(CFD)在雪梨期貨交易所(已納入澳洲證券交易所)上市交易的國家，由於在集中交易市場交易差價合約擁有報價資訊透明、交易人保護規範完備、風險控管制度良善等優點，以至於自 2007 年在澳洲開放差價合約於雪梨期貨交易所交易以來，在交易所交易之差價合約已成為澳洲發展最快速的衍生性金融商品，每月未平倉差價合約合約數量急速成長(見下附圖 A)。另外，澳洲差價合約之基礎資產相當多元化，除了一般常見的各國外匯、主要指數外，也包括以台灣大型股票為基礎資產的差價合約，投資人遠在澳洲即可以進行投資以台灣個股股票為基礎資產的差價合約以賺取股票漲跌之價差。本章以投資人角度介紹澳洲證券交易所差價合約交易流程、現金流量、保證金及風險。<sup>282</sup>

附圖 A



<sup>282</sup> 本章內容主要參考 ASX, Course 1 *ASX CFD Market Fundamentals* (September 2007), available at [http://www.asx.com.au/products/cfds/education/course\\_01/asx\\_cfd\\_course\\_01.pdf](http://www.asx.com.au/products/cfds/education/course_01/asx_cfd_course_01.pdf) (Last visited: October 5, 2008) 及 ASX, *Understanding ASX CFDs*, [http://www.asx.com.au/products/pdf/understanding\\_asx\\_cfds.pdf](http://www.asx.com.au/products/pdf/understanding_asx_cfds.pdf) (中譯版由中華民國商業期貨同業公會提供)

## 第一節 澳洲差價合約市場介紹

### 一、 差價合約簡介

差價合約(Contract For Difference)是買方和賣方定訂一種在合約開倉及平倉期間內，交換特定金融商品價值的合約。其合約價格是由合約基礎資產（股價、指數或是外匯等）所決定。差價合約允許交易人參與基礎資產價值漲跌的變化，卻不須實際擁有該基礎資產商品，而且差價合約交易人可以享受基礎資產價格增減的利益卻無須支付基礎資產全數價款。

差價合約是一種利用財務槓桿的商品，所以，差價合約提供交易人一個利用較少的資金即可投入該標的資產以獲得更大報酬的機會。然而，財務槓桿也意味著比直接投資該標的資產承擔更大的風險。

### 二、 澳洲差價合約特徵

自差價合約問世 20 年來，差價合約已成為澳洲衍生性商品市場中成長最快速的商品之一，其主要廣受投資人歡迎的原因有以下兩項因素：

#### (一) 槓桿方式運用

差價合約投資人可以少量原始保證金以保證差價合約交易之履行。槓桿交易方式可使投資人以一定成數的金額而取得基礎資產全部的交易利益。

#### (二) 可採取放空模式

差價合約讓交易人不只可以作多，也可以利用標的資產下跌時放空獲利或避險。由於在櫃檯買賣交易差價合約有許多限制，澳洲發展出全

球第一種在交易所交易的差價合約商品。

目前澳洲除了有在澳洲證券交易所(Australian Securities Exchange; ASX)交易的差價合約商品外，尚有在櫃檯買賣交易的差價合約，包括下列兩種模式：

1. MM-(Market Maker)-差價合約的流動性只由差價合約的發行商提供。交易人是價格接受者。
2. DMA-(Direct Market Access)-差價合約的流動性由經紀商基於基礎資產市場來決定，例如 X 股票的差價合約價格由 X 股票目前價格來做計算。

以下圖(一)是顯示澳洲證券交易所及櫃檯交易的差價合約商品比較：

Product	OTC - MM	OTC - DMA	ASX
Equity CFDs	✓	✓	✓
Index CFDs	✓	✗	✓
FX CFDs	✓	✗	✓
Commodity CFDs	✓	✗	✓
Exchange Traded	✗	✗	✓
Central counterparty clearing	✗	✗	✓
Trading occurs on regulated market	✗	✗	✓
Absence of financier in market	✗	✗	✓
Multiple committed price makers	✗	✗	✓
Broker accreditation	✗	✗	✓
Franking credit value received by longs	✗	✗	✓

Differences between OTC and ASX CFDs

### 三、澳洲差價合約之交易

### (一) 進入市場

澳洲證交所差價合約可根據 SFE(Sydney Futures Exchanges,雪梨期交所)(已併入澳洲證券交易所)的作業規則於雪梨期交所的 SYCOM 交易平台進行交易。以下圖(二)可說明終端客戶和交易輔助人透過雪梨期交所的完全會員下單:



在 SYCOM 上市的商品係藉由雪梨期交所的完全會員進行交易，完全會員提供服務給終端客戶及交易輔助人。完全會員可以以直接的作電子下單或是透過專門的 SYCOM 工作站下單。在投資股票商品之前，交易人須先決定是否要接受投資建議，由通過訓練、測驗及澳洲證交所認可的顧問提供澳洲證交所差價合約讓客戶進行交易。

以下顯示目前於澳洲證券交易所交易的主要產品種類：

澳洲證交所股票差價交易合約

澳洲證交所前 50 大上市公司
<b>澳洲證交所指數差價交易合約</b>
標準普爾及澳洲 200 指數差價交易合約
道瓊指數差價交易合約
那斯達克指數差價交易合約
英國金融時報指數差價交易合約
德國法蘭克福指數差價交易合約
歐洲道瓊 50 指數差價交易合約
<b>澳洲證交所外匯差價交易合約</b>
澳幣／美元差價交易合約
澳幣／歐元差價交易合約
澳幣／日圓差價交易合約
澳幣／紐幣差價交易合約
歐元／美元差價交易合約
美元／日圓差價交易合約
紐幣／美元差價交易合約
紐幣／日圓差價交易合約
<b>澳洲證交所商品差價交易合約</b>
黃金差價交易合約
原油差價交易合約

## (二) 交易方式

澳洲證券交易所差價合約的交易方式可以是：

買-進行做多交易或；

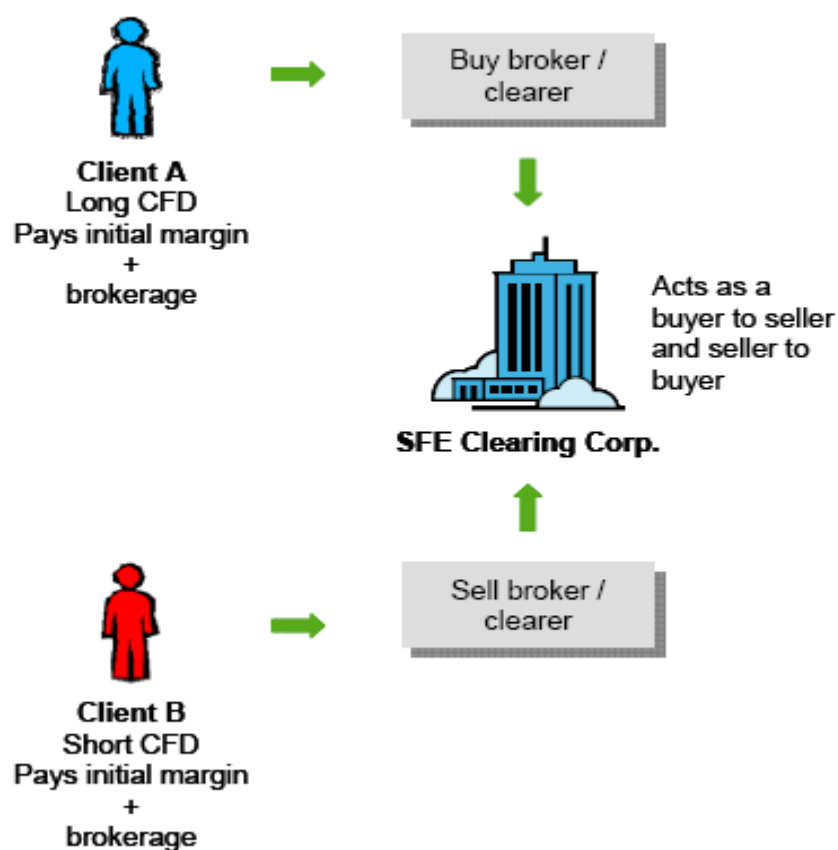
賣-進行放空交易

交易人第一次買/賣澳洲證券交易所差價合約稱為開倉，如交易人之後賣/買一澳洲證券交易所差價合約去沖銷先前的差價合約稱為平倉。在澳洲證券交易所交易差價合約是以匿名方式進行，交易人的身

分不會顯示出來。

差價合約交易人雙方間的交易由雪梨期交所結算機構(SFE Clearing Corporation) 介入而中斷，亦即雪梨期交所結算機構確保交易人的利益受到保護，市場秩序得以維持，透過「新約換舊約」(Novation) 的流程，雪梨期交所結算機構對原本賣方而言成為差價合約之買方，對原本買方而言成為差價合約之賣方，雪梨期交所結算機構成為所有交易的當事人，有義務去保證執行所有的合約。

以下圖(三)可說明差價合約的交易流程:



## 第二節 保證金交易

保證金的設計，就是用來確保交易人可以履行交易金融商品的承諾。如果交易人交易澳洲證交所差價合約，他就對市場有履行合約的承諾。當下單交易指令被執行後，澳洲證交所差價合約就被雪梨期交所結算機構登錄，這就是所謂「新約換舊約」(Novation) 的流程，使得雪梨期交所結算機構變成買賣雙方的交易對手。每天雪梨期交所結算機構計算交易差價合約所需要的保證金確保交易人可以履行當天的交易承諾（注意結算機構的關係主要是對結算會員經紀商而非直接對客戶）。

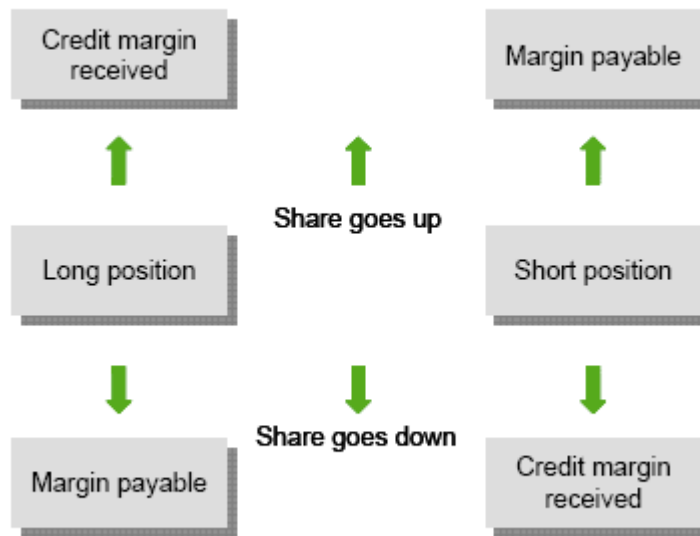
澳洲證交所差價合約保證金主要是由原始保證金 (Initial Margin) 和變動保證金 (Variation Margin) 所組成。

#### 一、 原始保證金：

原始保證金是在買賣雙方建立部位時需要的，它保障結算所免於市場方向不利時的風險。原始保證金主要設計用於涵蓋在倉部位合理的可預期風險。每個合約的原始保證金比率根據標的資產的波動性決定，基本上，原始保證金是以標的資產價值的 5%~10% 為主。澳洲交易所在網站上公佈所有的差價合約保證金比率，當合約沖銷後原始保證金便自動歸還。

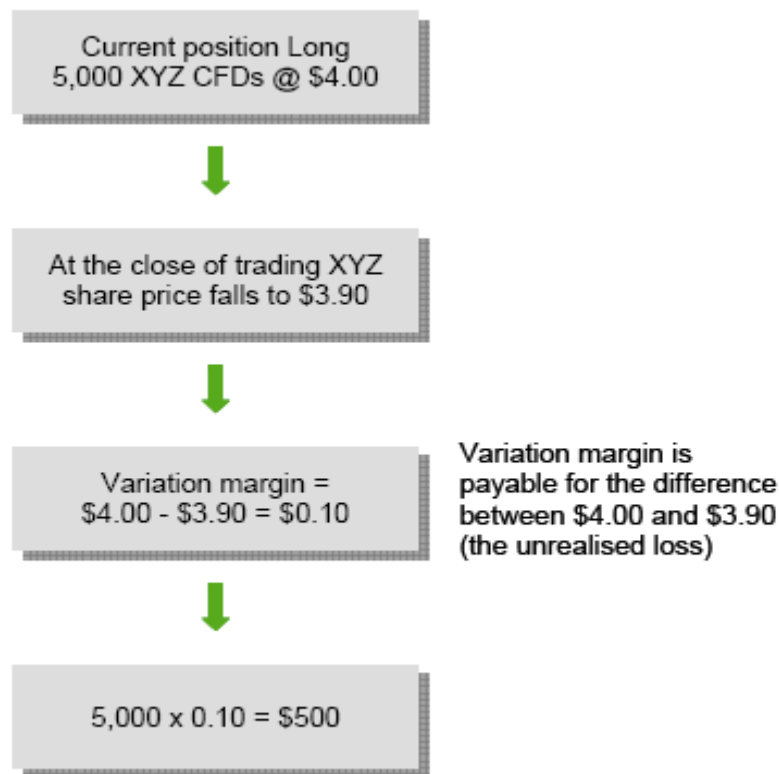
#### 二、 變動保證金：

除了需要原始保證金用於建立交易部位之外，任何市場中和部位反向的價格變動都必須用進一步的保證金支付去涵蓋風險，也就是所謂的變動保證金。例如，如果交易人有一個多頭部位而價格下跌後，交易人就必須給付足夠的變動保證金去涵蓋在倉部位的價值下跌；反之，空方在下跌時便會得到等值變動保證金增加。若無法補足變動保證金需求，就會導致交易部位被強制平倉，交易人有義務在變動保證金或是原始保證不足以涵蓋風險時，補足所需要之資金。如下圖(五)：



### 三、 結算價格及變動保證金

變動保證金是基於每日的市場洗價(Marketed-to-Market)方式來重新訂價一差價合約部位。當每日交易結束時，所有未平倉部位會以每日結算價(Daily Settlement Price ; DSP)來重新估價。每日結算價是差價合約的基礎資產價格，例如 X 股票的差價合約的每日結算價即為 X 股票的結算價。見下圖(六)



### 第三節 現金流量

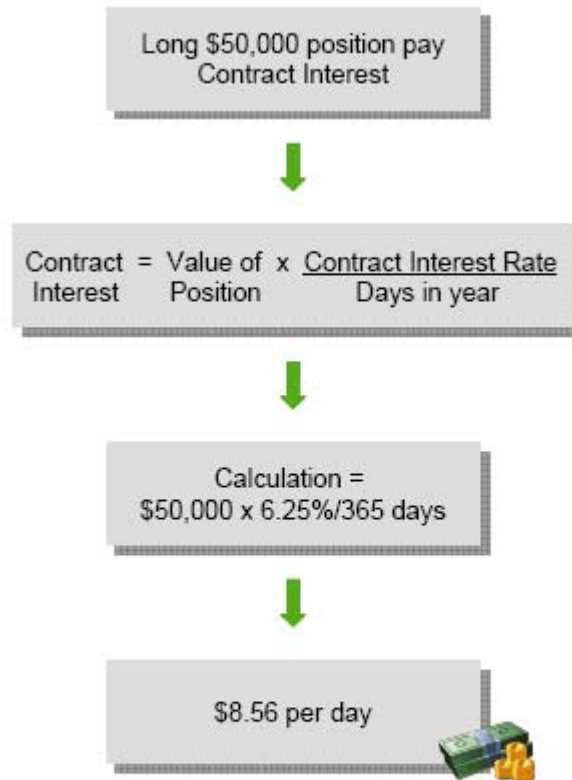
澳洲證券交易所差價合約和其它形式的衍生性商品（期貨和選擇權）不同，持有差價合約之成本及股利等現金流量會反應在差價合約商品本身的價格。澳洲證交所差價合約時有五種獨特的現金流量：

#### 一、 合約利息(Contract Interest):

合約利息係指交易人持有澳洲證券交易所差價合約隔夜部位(ASX CFD overnight position)的成本。合約利息每日由多頭部位持有者給付，由空頭部位持有者給付收取，例假日也不例外。合約利息是固定跟著相關標準的隔夜現金利率(overnight cash rate)，當標準的隔夜現金利率變動時，合約利息亦跟著變動。另外，如差價合約本身以外國貨幣計價時，合約利息會適用適合的外國貨幣隔夜現金利率，例如以美金計價之差價合約，其合約利息會根據紐約聯邦儲備銀行(Federal Reserve Bank of New York)

每日公布之聯邦基金利率(Federal Fund Rate)。

以下圖(七)說明合約利息計算方式:

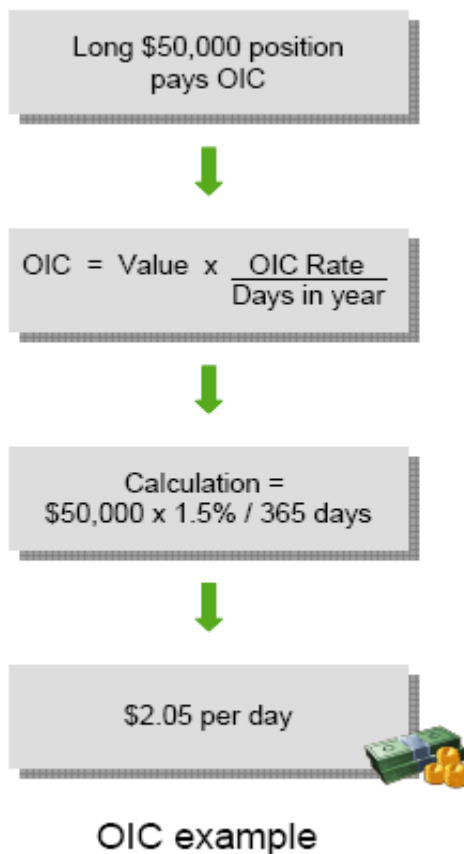


Contract Interest example

## 二、未平倉費用 (Open Interest Charge) :

持有澳洲證券交易所差價合約每天都必須給付未平倉費用，其費用率是由澳洲證交所訂定，不論持有多或空部位都必須給付。未平倉費用可根  
依市場情況由澳洲證券交易所上下調整，但是基本上變動的頻率不高，  
都維持在一定的水準，可在澳洲證券交易所的網站中查詢其費率。

以下圖(八)說明合約利息計算方式:



### 三、 股利現金流量（Dividend Cashflow）：

澳洲證券交易所差價合約複製基礎資產發放股利時所產生的現金流量，當基礎資產發放股利，差價合約即產生股利現金流量。股利現金流量的支付日和收取日和基礎資產股票的時間不同，通常持有股票的投資人都是在股利公告的數週之後才收到股利，但是差價合約交易人卻是在當天支付和收取股利。

#### （一） 澳洲證券交易所股票差價合約(ASX Equity CFDs)：

多頭（空頭）部位收取（給付）股利現金流量，每一差價合約部位在最後交易日收盤後計算總股利，而隔天即收取或支付股利。

#### （二） 澳洲證券交易所指數差價合約(ASX Index CFDs)：

當股票除息之後，澳洲證交所指數差價合約也會確認並產生股利現金流量，就如同實體股票一樣，多頭（空頭）部位收取（給付）股利現金流量。

以下圖(九)說明股利現金流量計算方式：



#### 四、 股利稅額抵減現金流量（用於股票差價合約）(Franking Credit Cashflow)：

只有股票差價合約會有股利稅額抵減現金流量，股利稅額抵減現金流量表徵等同的已公告股利稅額抵減數額，股利會因為其本身的價值而產生股利稅額抵減的效果。和股利現金流量一樣，都是由多頭（空頭）部位收取（給付）股利稅額抵減現金流量。

要注意的是，多空雙方所收到和支付的股利稅額抵減現金流量也許會不同，主要是因為在股利宣告日，指定報價者（Designated Price Makers）淨空方在倉部位（Net Short Open Positions）百分比的不同。淨空方在倉部位（Net Short Open Positions）是由交易所根據指定報價者（Designated Price Makers）的淨部位作計算並以百分比的形式來表達市場的淨空方部

位。如果指定報價者（Designated Price Makers）的淨部位是多單，則多方就會收到 100% 的股利稅額抵減現金流量；如果指定報價者（Designated Price Makers）的淨部位是空單，則股利稅額抵減現金流量就會依淨空方在倉部位比率（Net Short Open Positions）作折價。舉例來說，如果指定報價者（Designated Price Makers）的空頭部位比率是 30%，則多頭收取的股利稅額抵減現金流量就會抵減 30%。淨空方在倉部位比率（Net Short Open Positions）可在澳洲證券交易所網站中查詢。

#### 五、 利息收益現金流量（用於外匯差價合約）（Yield Cashflow）：

澳洲證交所外匯差價合約的利息收益現金流量就像是兩種幣別間的利息差異補貼。保證金、合約利息和未平倉費用都是以合約上的幣別作計價，利息收益現金流量則是以計息的幣別作計價標準。例如：澳洲證交所的澳幣／美元差價合約，其合約幣別是美元，所以其保證金、合約利息和平倉費用都是以美元計價，但利息收益現金流量則是以澳幣計價。合約的多（空）方收取（支付）利息收益現金流量。每日收盤後，於次日根據部位收取（支付）利息收益現金流量。利率主要是以標準的合約利息為主。

### 第四節 風險

澳洲證券交易所差價交易合約的主要風險如下：

#### 一、 財務槓桿的運用：

財務槓桿的運用會放大投資人本身的報酬及損失，而澳洲證券交易所差價交易合約就是運用財務槓桿讓投資人能獲得比直接標的投資更大的報酬。例如：買進澳洲股票 1000 股的現貨和差價合約，差異點如下表：

開倉合約價值	股數	澳洲證券交易所差價交易合約
--------	----	---------------

買進股數	10000	10000
價格	\$20.00	\$20.00
部位價值	\$200000	\$200000
投入資本	\$200000	\$10000
<b>市場／收盤合約價值</b>	<b>股數</b>	<b>澳洲證交所差價交易合約</b>
持有數量	10000	10000
市場／收盤合約價值	\$18.00	\$18.00
部位價值	\$180000	\$180000
總損益	-\$20000	-\$20000
總投入資本損益率	-10.00%	-200.00%

由表中可知，財務槓桿對損益的影響情況，雖然投入資本比起原始標的資產投資少了很多，但是些微的市場波動就會對持有部位的資金造成相當大的波動。

## 二、額外的保證金追繳及無限損失風險：

無論是持有澳洲證券交易所差價交易合約的多單還是空單，其風險並非只是投資人繳交的保證金而已。如果市場行情的動向相當不利於投資人，投資人為保有已投資之部位可能會面臨保證金追繳的問題，如果一個部位的持有人，不能及時依照經紀商發出的追繳通知補足所須之保證金，經紀商可以自行將該部位平倉。而且若有超額損失的話，投資人還必須給付損失。要注意，當市場動向極度不利於部位時，所導致的損失可能是原始保證金的好幾倍，因此，持有空頭部位的投資人，若行情向多方時，其持有部位的損失，理論上是無限的。

## 三、外匯交易風險：

並非所有的澳洲證券交易所差價交易合約都是以澳幣計價的，投資人在交易澳洲證券交易所外匯、商品及海外指數差價合約時，其損益都是外

幣計價的，例如，澳洲證券交易所的道瓊指數差價合約就是以美元計價的。下表為外幣計價之商品種類：

澳洲證交所差價合約種類	交易幣別
標準普爾及澳洲 200 指數差價交易合約	澳幣
道瓊指數差價交易合約	美元
那斯達克指數差價交易合約	美元
英國金融時報指數差價交易合約	英磅
德國法蘭克福指數差價交易合約	歐元
歐洲道瓊 50 指數差價交易合約	歐元
黃金差價交易合約	美元
原油差價交易合約	美元

#### 四、流動性風險：

市場變動情況（如缺乏流動性）也許讓交易人無法及時平倉或交易，進而使得損失增加。澳洲證券交易所差價交易合約在某些情況下價格可能會失真，例如，當市場面臨強的買盤和賣盤時、高波動率或是缺乏流動性時。像是行情在急漲或急跌時的跳空走勢，就會讓投資人產生鉅額的損失，就算是有停損機制也是一樣，那是因為在跳空走勢時，掛出的價位可能不會成交。澳洲證交所差價交易合約交易人為了降低流動性風險，可能會搭配交易所交易之選擇權，就是一種停損的機制。

#### 五、市場停止、緊急事件及其它事項

澳洲證券交易所差價交易合約容易受到雪梨期貨交易所及雪梨期貨交易所結算機構的規則或程序的改變而產生影響，某些交易的問題或是爭議可能會導致雪梨期貨交易所取消或修改交易，像是違反市場公平的價格交易，交易所不需客戶的同意即可取消交易。另外，在某些情況下，基礎資產的交易被停止或停止報價等等都會直接影響澳洲證券交易所差價交易合約。

## 第九章 我國槓桿交易商監理之方向及重點

我國期貨交易法第 80 條第 1 項規定：「槓桿交易商非經主管機關核准，不得經營期貨交易業務」，從該條立法理由來看，槓桿交易商似以從事店頭交易業務為主，惟槓桿交易模式近 10 年來於各國漸次發展，性質上等同槓桿保證金契約商品已從店頭市場商品發展成集中交易市場商品，且因集中交易市場資訊透明、投資人保護法令規範健全及結算機構介入擔保契約履行等優點，已使集中交易市場交易之槓桿交易商品成為近年來發展最快速之衍生性商品之一。另外從期貨交易法第 3 條第 1 項立法架構來看，所謂期貨交易，係指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則及實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約及槓桿保證金契約之交易，槓桿保證金契約涵攝範圍自包括在國內外期貨所交易之槓桿保證金契約商品，故無限制槓桿交易商僅得從事店頭槓桿保證金交易業務之理。

本章將依據研究新加坡、香港、美國及英國監管槓桿交易架構結果，參照目前澳洲差價合約交易實務，並對照我國目前現行法規脈絡，進一步探討我國開放槓桿交易商經營槓桿交易業務所可能產生之相關議題。

### 第一節 槓桿保證金契約之內涵與引進差價合約商品之可行性

按我國期貨交易法第 3 條第 1 項第 4 款規定：「槓桿保證金契約：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。」，目前實務上所見之槓桿保證金類型僅有「外幣保證金交易」一種，惟目前新加坡、香港、英國及澳洲最風行的衍生性金融商品「差價合約」，本質上亦屬於「槓桿保證金契約」態樣之一。

以下分就差價合約商品本質、外國立法例、稅制等層面，討論於現行期貨交易法框架下，引進差價合約(特別是集中交易市場交易之差價合約)之可能性：

### 一、 商品本質：

差價合約主要內涵係指投資者（investors）與提供者(providers)約定，若合約標的之基礎資產於結算時之價格高於約定時之價格，則提供者支付差價與投資者；反之則由投資者支付差價予提供者之合約。此種金融商品之特色，在於容許投資者可隨意買進或賣出，非如同期貨契約一般均有到期日之限制，故較具有彈性。且此種交易為一槓桿式交易，亦即須由投資者繳交相當於基礎資產一定成數之保證金，方得購買差價合約之產品。衡諸其產品內容及屬性，恰與前述我國槓桿保證金契約之定義不謀而合，均係運用槓桿，並依約定方式結算差價之契約，論其交易實際，係屬槓桿保證金契約商品之一環，為我國期貨交易法所規範。就此，我國於引進差價合約商品一項，已具備法源基礎。

### 二、 立法理由與新加坡立法例：

依我國期貨交易法之立法理由，該法第 3 條第 1 項第 4 款之槓桿保證金契約，係參照香港槓桿外匯買賣條例第 2 條及 1995 年新加坡期貨交易法第 2A 條所設。經查，1995 年新加坡期貨交易法對於槓桿式外匯交易之定義與後來證券期貨法之定義並無二致，準此，我國期貨交易法對槓桿保證金契約之定義，且就立法沿革而言其既係沿襲新加坡期貨交易法，其意涵應與新加坡法例的涵攝範圍相同。因此，差價合約在經濟實質上及規範內涵上既為新加坡法下槓桿式交易之一種態樣<sup>283</sup>（「以保證金為基礎」且「根據商品在約定之未來時點價值之增加或減少，給付他方當事人一定數量之金錢」者），沿襲新加坡法制之我國期貨交易法，亦應作如此解釋，而將差價合約納入槓桿保證金契約之範圍內。

### 三、 國際市場差價合約之發展：

槓桿保證金契約中的差價合約於許多世界國家都正沸沸揚揚地發展著，舉澳洲交易所為例，其差價合約交易甚至能以千里之外的我國個股為連

---

<sup>283</sup> 請參照本研究報告第 90 頁。

結標的，差價合約並成為澳洲發展最快速之衍生性商品，交易量成倍數成長，而目前英國差價合約商品提供者就其客戶差價合約部位之避險需求而為之股票交易額占整體股票交易市場交易額亦有 20%-40%之多，因此差價合約背後所隱藏的商機及市場相當廣泛，我國又豈能自外於此等金融潮流。此外，論其實際，基於避險之需要，槓桿交易商會直接入市取得連結標的部位，對我國現貨市場之發展亦將有相當之推升及助力，俾以帶動整體經濟之成長。

#### 四、集中市場交易差價合約之優越性：

差價合約得於集中交易市場交易，亦得成為店頭衍生性商品，惟店頭衍生性商品態樣較為複雜，且為配合店頭衍生性商品多為客製化，法令管制密度一般較低，較適合專業投資人。而相較於店頭市場，集中交易市場無論是資訊揭露、價格形成、風險管理、投資人保護及相關交易秩序均有健全的法制規範。因此我國在引進差價合約商品初期，為穩健計，應以既有建制之期貨交易所為差價合約之交易平台。

#### 五、差價合約於集中市場或於店頭市場交易之稅賦區別：

按我國現行期貨交易之主要租稅法規，係期貨交易稅條例。該條例第 1 條明定：「凡在中華民國境內期貨交易所從事期貨交易，依本條例之規定，徵收期貨交易稅。」是僅有在我國交易所從事之期貨交易，始依該條例徵收期貨交易稅，進而適用所得稅法第 4 條之 2「依期貨交易稅條例課徵期貨交易稅之期貨交易所所得，暫行停止課徵所得稅；其交易損失，亦不得自所得額中減除」之規定。因此，在引進初期，先以期貨交易所交易為平台除可享受免徵期貨交易所所得稅之租稅優惠外，亦可避免店頭衍生性商品課稅規範未臻完整，拖延槓桿保證金契約商品推出速度之弊。

#### 六、小結：

衡諸全球金融市場發展之趨勢，為提昇我國金融市場之國際發展力與競爭力，開放槓桿保證金契約，引進差價合約實為當務之急。從商品本質、

立法理由及新加坡立法例來看我國期貨交易法對差價合約之引進已有相關法源基礎。另外考量到投資人保護及稅制方面，以期貨交易所之完備建制以及交易所得免稅之優惠，引進集中交易市場交易之差價合約，於我國目前開放槓桿保證金契約初期階段，對投資人及交易商較具吸引力，可達到活絡金融市場之功效。

## 第二節 差價合約之法律屬性

如前揭第一節所述，差價合約為槓桿交易合約態樣之一，自應歸屬槓桿交易商專屬業務，惟國內尚有建議將以股票作為基礎資產之差價合約可作為證券商經營認購(售)權證商品業務<sup>284</sup>之一，以下針對差價合約業務應歸屬證券交易法或期貨交易法規範分析討論之：

### 一、 差價合約非證券交易法規範之有價證券：

#### (一) 現行主管機關未將差價合約歸類為證券交法上之有價證券：

依據證券交易法第6條規定，證券交易法所稱之有價證券是指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之有價證券，另外尚包括前開有價證券的價款繳納憑證或表明其權利的證書，目前經主管機關核定之有價證券包括外國公司股票、公司債、政府債券、受益憑證等，未包括具有期貨交易性質之差價合約，因此差價合約非證券交易法規範之有價證券。

#### (二) 期貨交易法已就差價合約交易有完善的規範建置，差價合約不應歸類為證券交易法規範之有價證券：

依據學者見解，主管機關在指定有價證券是否應納入證券交易法規範時，主要應考量兩項因素<sup>285</sup>第一、保護的必要性：依證券的性質及投資

<sup>284</sup> 中華民國證券商業同業公會委託專題研究，「開發新金融商品研究報告」，民國97年7月。

<sup>285</sup> 賴英照，股市遊戲規則 最新證券交易法解析，作者自版(2006年2月初版)，頁15

人的狀況，為防止證券詐欺或其他不法情事，有納入證交法規範的必要。第二，相關法律未為適當的規範：如其他法律已有完善的規定，足以保護投資人者，原則上無需再為指定。差價合約性質上為具備期貨交易性質之槓桿保證金契約，期貨交易法已有完善保護投資人及期貨交易市場的規範如反操縱條款(期貨交易法第 106 條)、內線交易之禁止(期貨交易法第 107 條)等，且證券交易法上有價證券以股票及公司債為核心，證券交易法本身之管理重心亦以股票及公司債為主，因此差價合約自應由以有完善規範的期貨交易法規管，而不應歸類為證券交易法規範之有價證券。

## 二、 差價合約與認(售)權證性質上存在差異：

依「發行人募集與發行有價證券處理準則」規定，所謂認購(售)權證，係指標的證券發行公司以外的第三者所發行，表彰認購(售)權證持有人於履約期間內或特定到期日，有權按約定履約價格，向發行人購入或售出標的證券或以現金結算方式收取價差的有價證券；其標的證券，以上市股票或其組合為限。從交易模式本質上，差價合約與認(售)權證有下列差異之處：

### (一) 投資人購買認(售)權證應支付「權利金」與投資人購買差價合約應支付「保證金」概念不同：

認(售)權證之權利金係投資人為取得以履約價格轉換標的股股票的權利所支付的金額，亦即投資人支付該金額後可取得一項權利，在未來到期日可以以履約價格購買或出售標的股票的權利，而為投資差價合約應先支付的保證金係為保證投資人將來履約之擔保，保證金的多寡係依據基礎資產的價格波動性來做計算，故投資人所支付認(售)權證的「權利金」與差價合約的「保證金」本質上完全不同。

### (二) 認購權證之標的證券已上市股票或其組合為限，槓桿交易商經營差價合約之基礎資產則沒有任何限制：

我國期貨交易法第3條第1項第4款槓桿保證金契約其基礎資產並無限制，可包括貴金屬、能源及外匯等，反觀認購(售)權證標的限於以上市股票或其組合為限，以認購(售)權證規範作為引進差價合約之基礎，未來金融商品發展勢必受到嚴重限制，無法發揮如澳洲、香港及英國利用差價合約商品所帶來之經濟效益。

(三) 差價合約價格波動性與其基礎資產價格變動相關，認(售)權證價格波動性有多重因素決定：

差價合約的價格決定於其基礎資產的價格，因此基礎資產價格上揚時，差價合約的價值亦同增加，而影響認(售)權證理論價格的因素除了標的股價之外，尚包括：履約價、距到期日時間、波動率、行使比例等，因此在某些情況下，會發生股價上漲但權證卻未同步上漲的情形。

(四) 持有差價合約期間會產生特殊的現金流量，認(售)權證則無：

以澳洲證券交易所上市之差價合約為例，當交易人持有差價合約時，差價合約會直接反應基礎資產的現金行為，有5種獨特的現金流量以反應合約利息、持有合約費用、股利的發放、利息收益及股利稅額抵減的效果，該等現金流量係在多方持有者與空方持有者間流動<sup>286</sup>。反觀認(售)權證因標的股票發放股息和現金增資時，發行券商將調整其履約價格及行使比例，發行券商與持有認(售)權證交易人間不會產生現金流量。

### 三、 小結：

差價合約與證券交易法下以股票及公司債為主的有價證券概念上不盡相同，且期貨交易法已就具備期貨交易特性的槓桿保證金契約有完善的規範，差價合約自應歸屬期貨交易法規管。另外，差價合約與認購(售)權證交易模式差異甚大，而差價合約諸如繳付保證金、結算等交易制度與期

---

<sup>286</sup> 詳本研究報告第八章澳洲差價合約制度簡介

貨商從事期貨交易業務本質極為相近，期貨商有相當的業務熟稔度，對照習於從事現貨交易之證券商或其他金融業者，在業務進入的門檻上係較為容易。因此，差價合約應專屬於期貨交易法下槓桿交易商的專屬業務。

### 第三節 期貨交易法第三條第一項與期貨交易法第三條第二項架構下監理店頭槓桿交易合約之若干思考

一、 期貨交易法第 3 條第 1 項為原則規範，第 3 條第 2 項為例外規範：

- (一) 基於各國衍生性商品監理採功能性監理之潮流<sup>287</sup>，原則上只要業者所從事之衍生性期貨交易係涉及槓桿保證金交易之性質(店頭市場或集中交易市場商品)，不論投資設立(或兼營)槓桿交易商之業者為銀行、證券或期貨商，均應納入期貨交易法第 3 條第 1 項第 4 款之監理範圍，其業務之行為均應以劃一監理密度及強度，加以監理(亦即應儘量以一

---

(一) <sup>287</sup>新加坡

現行新加坡規範槓桿式交易及差價合約之法律主要為證券期貨法及商品交易法兩部法律，證券期貨法規範槓桿式外匯交易及以證券、外匯等金融資產作為基礎資產之差價合約，商品交易法規範基礎資產為能源、貴金屬等商品類之槓桿式合約及差價合約。證券期貨法及商品交易法法律位階相同，規範密度亦相似，僅單純以基礎資產差異而分類成兩部法律規管。另外，證券期貨法與商品交易法對於凡經營槓桿式交易(含差價合約)業者應取得相關執照。惟二法均將依銀行法核准之銀行及獲新加坡金融管理局法許可之商人銀行豁免於監理範圍外，形成以交易別為主，以機構別為輔之監理路徑。

(二) 美國

美國衍生性商品監管架構採功能性監理為主，2000 年商品期貨現代化法以商品特質和相關交易人特質為基準點，不涉及投資人保護諸如專業投資人間之店頭衍生性商品交易，商品現代化法為鼓勵店頭衍生性商品創新、穩定市場發展及增進國際競爭力，即大幅放寬監管密度，豁免於商品交易法規範路徑中；涉及投資人保護部份仍回歸商品交易法適用。

(三) 英國

英國在金融監理及管理法令均單一化之法制背景下，除有關資本管理之法令有其差異性外，針對銀行、保險及投資公司原則上均適用相同之監理法令，且針對傳統有關證券業務或期貨業務之差異，除由銀行兼營外，亦均統一其規範機構別為「投資公司」，即針對金融之規範架構，全面性著重於功能性監理而非機構別之監理架構，法令架構下亦無針對櫃檯市場交易之衍生性商品有特殊之業務機構或管理法令。

套標準適用於不同背景之業者)，否則不同背景之業者將面對不同之法規遵循成本。

- (二) 期貨交易法第3條第2項之規範體例，係過往分業監理思惟之歷史產物，且一但將業者之交易劃歸期貨交易法第3條第2項，則整部期貨交易法將無法適用，因此目的事業主管機關如欲援引第3條第2項為基礎，作為其行政命令豁免適用期貨交易法之法源，必須就其政策考量之必要性及正當性具體審慎裁量，以免第3條第2項成為迴避監管之避風港，從而適用該項情節之期貨交易，應屬例外。

二、銀行及證券商目前已從事之店頭衍生性商品業務基於法安定性應予尊重，惟基於公平原則，應可先開放期貨商經營銀行與證券商業已從事之店頭衍生性商品業務：

- (一) 目前銀行依據中央銀行86年5月24日(86)台央外柒字第0401216號函示和「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」辦理之衍生性金融商品業務，及證券商依據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」從事之各項衍生性金融商品業務，基於法安定性之尊重固應予尊重維持原狀。惟期貨商既係專業之期貨商品提供者，倘其確能與符合適切之財務、風險控管等要求，實無不許其經營店頭衍生性商品業務之理，否則即有礙行業間之公平競爭，從而目前銀行與證券商從事之店頭衍生性商品業務，在不妨礙其他政策考量之情形下，應得先行容許期貨商得准入經營。

- (二) 另期貨商經營外匯為基礎資產之外匯保證金交易，依據銀行法第4條但書所稱「有關外匯業務之經營」、管理外匯條例第5條第8款及中央銀行法第35條第8款所稱之「其他有關外匯業務事項」，所有涉及外匯業務均須經中央銀行許可始得經營。至今除外匯指定銀行外，中央銀行未曾許可其他公司、行號或個人經營或仲介外幣保證金交易

<sup>288</sup>，因此未得中央銀行許可前，期貨商不得經營外匯保證金相關業務。惟外匯保證金業務本質與外匯政策連結度較低，因其未直接持有外匯部位，且外匯保證金交易為槓桿保證金交易一環，實屬槓桿交易商本身核心業務之一，遍觀各國立法例，期貨商皆被允許經營外匯保證金業務，因此未來中央銀行至少對於彼等不涉新台幣業務之外匯保證金業務事項，因不涉及新台幣匯率政策，似可考慮先行開放配備足夠外匯業務專業人員及財務結構健全之期貨商或槓桿交易商，經營以非新台幣部份之外幣間匯率作為基礎資產的外匯保證金業務。

三、其他涉及槓桿保證金交易之衍生性期貨交易(不論其基礎資產為貴金屬、能源、差價合約及其他外匯金融等)，除業已開放而依期貨交易法的3條第2項規範者外，應回歸期貨交易法第3條第1項第4款監理：

基於功能性之監理潮流，金融機構邁向國際化、大型化及跨業發展係全球金融市場發展之趨勢，不論投資設立(或兼營)槓桿交易商之業者為銀行、證券或期貨商，除非確有政策上之考慮，其業務之行為原則上均應以劃一監理密度及強度，加以監理，否則不同背景之業者將面對不同之法規遵循成本，將造成競爭上的不公平，對監理者而言，以業別區分監理標準，除增加管理成本外，亦不符國際潮流及金管會近年來之監理取向。因此針對目前尚未開放予證券商及銀行之槓桿保證金交易如差價合約，因本質上同屬經營槓桿交易業務，應統一監理模式不分業別，不論未來經營者為銀行、證券商或期貨商皆應回歸期貨交易法第3條第1項第4款架構下監理。

#### 第四節 槓桿交易商管理規範要點

槓桿交易商之管理規範研擬，除可參照目前我國銀行、期貨商及證券商已有的「期

---

<sup>288</sup> 中央銀行民國86年5月24日(86)台央外柒字第0402549號。

貨商管理規則」、「證券商管理規則」及其他相關法令規章和自律規範外，因槓桿交易和差價合約在國外行之有年，且各國政府皆設置一套完整管理程序和規範，故在探討我國開放槓桿交易商業業務之監管方向時，應可參考外國立法例及實務。以下就基礎商品開放標準、客戶資訊調查及風險揭露、槓桿交易商交易部位之揭露及槓桿交易商避險規範，討論未來槓桿交易商之監管方向。

## 一、 基礎商品開放標準

### (一) 我國實務：

#### 1. 證券商：

依據「證券商管理規則」規定，針對交易對象的不同係採取不同的規範方式。證券商與一般投資人進行店頭衍生性商品業務範圍僅限於正面表列之六大類商品<sup>289</sup>；惟與專業機構投資人進行交易時，基於證券商營業處所經營衍生性商品業務為客戶量身打造之特性，其連結標的日益多元化，考量專業機構投資人擁有足夠的知識及資本自我保障，同時給予證券商較大的業務經營彈性，因此證券商與專業機構投資人從事衍生性商品之商品範疇乃採負面表列方式<sup>290</sup>，列舉不得連結之規定。

#### 2. 銀行：

根據「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」規定，金融機構（特別是銀行業）經營衍生性商品業務目前已全面採負面表列方式<sup>291</sup>，未特別區分一般投資人與專業機構投資人得交易商品範疇。

### (二) 美國商品期貨現代化法分類如下：

---

<sup>289</sup> 見註 5。

<sup>290</sup> 見註 6。

<sup>291</sup> 見註 7。

1. 除外商品(Excluded Commodity): 包括利率、交易所指數(exchange rate)、貨幣(currency)、股票、股票指數(securities indexes)、信用風險(credit risks)、總體指數衡量工具(measure)及特定衡量通貨膨脹(inflation)、經濟(economic)或商業(commercial)風險工具等金融工具，及其他與金融、經濟或商業結果相關且非交易人可得控制的商品。在合格交易人間進行以除外商品作為店頭期貨交易契約標的，可排除商品交易法規範。
2. 豁免商品(Exempt Commodities): 農產品及除外商品以外的商品即歸類為豁免商品如能源、貴金屬及頻寬(bandwidth instruments)等。在合格交易人間進行以豁免商品作為店頭期貨交易契約標的，除反操控及反詐欺條款外，可豁免於商品交易法規範。
3. 農產品商品(Agricultural Commodities): 因農產品最易受到操控，所以不可作為店頭期貨交易之基礎資產。

### (三) 小結:

開放槓桿交易商交易標的之基礎資產，除可思考我國前揭證券商依據不同投資人類型採取不同監理模式之可行性外，可參考美國商品期貨現代化法針對基礎資產是否容易受到人為操控，異其管制框架，亦可依據基礎資產流動性高低及是否有公開透明的報價機制，決定開放供槓桿交易商交易之順序，如基礎資產有公開市場報價且流動性較高的特質，如外匯、指數，或可先行開放，而基礎資產流動性較低且不具有公開市場報價，為保護交易投資人，應先建立一套公平透明的報價機制，始可開放作為槓桿交易合約之基礎資產。

## 二、 客戶資訊調查及風險揭露:

(一) 認識客戶(Know your client): 槓桿交易合約及差價合約交易均存在高風險，為確保風險管理，在從事交易前，應了解及評估客戶屬性，交易商在與客戶交易前應取得客戶的相關資訊，香港及美國皆制定相關規範要求交易商遵守。

1. 香港:

依據香港操守準則之身分規則，槓桿式外匯交易之特許機構應採取一切合理步驟，以確立其每一位客戶之真實身分、其財務狀況、投資經驗及投資目標等資訊。如其客戶並非親自開立帳戶，則有關的開戶程序應該以適當之方式進行以確保槓桿式外匯交易之特許機構得以知悉該位客戶之身分。另外，槓桿式外匯交易之特許機構向客戶提供服務時，其對客戶所提供之建議或招攬等行為，應致力於確保其合理性，並應確保其客戶已明白交易之性質和風險，並有足夠的淨資產來承擔因相關之交易而可能產生之風險和損失。

2. 美國:

依據美國全國期貨商公會(NFA)所制定之店頭市場外匯交易標準，期貨商會員應從客戶取得特定資訊及揭露店頭市場外匯交易的特性與客戶，未從客戶取得資訊及未揭露風險與客戶前不得進行交易，會員並應再跟客戶更新商品資訊，如進行新的交易時。會員應最低限度取得客戶資訊為客戶姓名、地址、主要職業、年收入、淨值、年齡、前一份職業及交易經驗。

3. 我國實務:

目前銀行及證券商經營衍生性商品業務依據「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」，在承做衍生性金融商品交易前應制定了解客戶制度(know your client)，以確認商品銷售適合性、客戶之投資屬性、對風險之了解及風險承受度。辦

理財富管理業務時應遵守「銀行辦理理財富管理應注意事項」及「證券商辦理理財富管理應注意事項」，該等注意事項中規範銀行及證券商應訂定了解客戶評估作業程序，包括接受客戶原則、開戶審查原則、客戶投資能力之評估、定期檢視制度及客戶資料運用之保密，內容尚稱完整。另外應注意銀行公會於 97 年 4 月 28 日公佈「銀行辦理理財富管理及金融商品銷售業務自律規範」，針對近年來投資人損失慘重的結構型商品，要求銀行加強控管銷售流程，在客戶適格性審查部分，應確認客戶具備相當之投資專業或財務能力，並足以承擔該商品之風險，客戶應具備下列條件之一：客戶具備期貨、選擇權、或其他衍生性金融商品交易經驗達一定期間以上者，或依據銀行內部制定之程序審核通過(銀行應依據結構型商品之風險與複雜程度之不同，制定不同之審核條件)，由理財業務人員及金融商品銷售人員以外之第三人確認該客戶具備相當之結構型商品投資經驗或風險承擔能力。

#### 4. 小結：

未來規範槓桿交易商進行銷售前客戶審查流程，除可參考外國立法例及我國目前證券及銀行實務外，目前銀行特別針對本質上複雜且特殊的金融商品，要求銀行加強確認投資人是否具備足夠的金融專業知識去了解結構型商品之特性及其潛在風險，亦可作為規劃未來槓桿交易商依不同商品屬性區別不同層次控管流程參考，以保護投資人權益。

### (二) 風險揭露(Disclosure):

交易商應揭露風險資訊予客戶，讓客戶在充分被告知之情況下決定其是否要進行交易：

#### 1. 新加坡：

依據新加坡證券期貨法第 128 條規定，經營期貨交易或槓桿式外匯

交易業務者，應以主管機關規定之格式及內容，向客戶提供獨立之書面風險揭露文件，且必須取得客戶所簽署並註明日期之承認書，表明該客戶已收到及理解風險揭露文件之性質及內容，否則不應為客戶開設槓桿式外匯交易帳戶。

至於風險揭露之具體內容，新加坡金融管理局公布有表格十三 (Form 13) 揭露主要項目如下：

- (1) 風險揭露書係依證券期貨法第 128 條第(1)項提供。
- (2) 風險揭露書並未揭露所有與期貨、選擇權及槓桿交易相關之風險與面向。投資人應在瞭解契約本質及風險後，始從事交易。期貨、選擇權及槓桿式外匯交易對於許多社會大眾可能不適用，投資人應充分考慮自身之經驗、目的、財力。
- (3) 當考慮是否從事交易時，投資人應注意下列事項：
  - a. 槓桿式外匯交易具有高風險。初始保證金僅為合約價值之一小部分，基礎資產價格之微幅波動將對投資人資金產生較大之影響，投資人可能會損失所有初始保證金及後續投入之維持保證金。如投資人之部位受有損失，投資人可能被要求補繳保證金以維持部位，倘投資人未遵循，其部位可能被結算而因此受有損失，且尚有義務補足帳戶不足數。
  - b. 投資人下特定類型之訂單，包含包括有損失上限之訂單時，可能由於市場狀況不允許，以致於無法執行訂單，使損失無法控制在預期之金額以內。在某些特定市場情況下，投資人倘不承受鉅額損失，即無法或難以結清帳戶。投資人採用價差部位(spread position)或跨式部位(straddle position)等混合

部位之投資策略所面臨之風險可能與純粹多頭或空頭部位相等。

- c. 投資人應詢問交易商交易條件及依約應負之義務。
  - d. 投資人應熟悉保障其交付予交易商金錢或其他財產之保障法令，特別是在交易商破產之情形。投資人能收回之金錢或財產將視各國之法令而有所不同。在某些國家，投資人之財產可能會按比例返還投資人。
- (4) 在從事交易前，投資人應熟知依契約所應負擔之佣金、費用或其他支出。這些支出會減少投資人之獲利或增加投資人之損失。
  - (5) 在其他國家進行之交易，風險可能增加。
  - (6) 交易可能因電腦系統之毀壞而無法依投資人之指示執行，甚至完全無法執行。
  - (7) 在某些國家，公司被允許從事店頭市場交易。與投資人進行交易之業者，可能即為投資人之交易相對人。在店頭市場交易中，結清現有帳戶、評估價值、決定公平價格或評估風險部位可能是困難甚至不可能的，風險因此而增加。店頭市場交易受到之監理可能較少，或者係適用不同之監理體系。投資人從事交易前，應先熟悉相關之規則與風險。

經營槓桿式外匯交易業務者如未遵守證券期貨法第 128 條規定，同法第 129 條規定可處三年以下有期徒刑，或科或併科新加坡幣 50,000 元以下之罰金。

另外，新加坡商品交易法第 32 條規定，商品經紀商或商品期貨經紀商不得向客戶開設商品交易帳戶或商品期貨交易帳戶，除非該經紀商以委員會規定之格式及方法向客戶提供一份獨立之書面風險揭露文件，並得到客戶之簽名及標註日期之承認書，承認其已收到並理解該揭露文件之性質和內容。而商品交易規則第 28 條第(7)項進一步規定，依商品交易法第 32 條第(1)項所需提供之風險揭露文件，須以附表二之表格三(Form 3 in Second Schedule)之格式為之。該表格所揭露之事項如下：

- (1) 風險揭露書係以商品交易法第 32 條第(1)項所提供。
- (2) 風險揭露書之目的在於告知投資人因從事商品交易、商品期貨交易及商品現貨交易可能產生之損失，投資人應依自身財務狀況仔細考慮是否適合此種交易。
- (3) 當考慮是否從事交易時，投資人應注意下列事項：
  - a. 投資人可能損失全部之初始保證金及後續投入之維持保證金。
  - b. 在某些特定市場情況下，投資人可能無法或難以結清帳戶。
  - c. 投資人下或有訂單(contingent orders)，包括有損失上限之訂單時，可能由於市場狀況不允許，導致無法將損失控制在預期之金額以內。
  - d. 投資人採用價差部位(spread position)投資策略所面臨之風險未必比純粹多頭或空頭部位小。

e. 商品交易、商品期貨交易及商品現貨交易通常有高度槓桿性。高度槓桿性可能導致鉅額之損失或利得。

f. 投資人為從事交易所外之外匯交易而交付予經紀商之資金，其所受之保護程度可能不如交付予交易所之資金。

(4) 風險揭露書並不足以揭露所有與商品市場有關之風險及面向。投資人在從事交易前，應仔細研究。

## 2. 我國實務：

銀行及證券商經營衍生性商品業務依據「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」，在與交易相對人從事衍生性金融商品交易，應向交易相對人提交風險預告書，讓客戶適當及確實瞭解產品所涉風險。「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」並別強調，銀行對機構投資人以外之對象，應由客戶聲明銀行已派專人解說，且在各項產品說明書及風險預告書上具簽確認。另外前揭規範要求銀行辦理結構型商品<sup>292</sup>、證券商辦理信用衍生性商品<sup>293</sup>時，要特別告知該商品特殊的風險。

---

<sup>292</sup> 銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項第 18 條：「銀行辦理結構型商品，對客戶風險揭露之交易契約及相關文件內容，應至少包括：

- (一) 交易條件。
- (二) 商品所涉主要風險之性質與內容，如流動性風險、匯兌風險、利率風險、稅賦風險及提前解約風險等。
- (三) 說明達成銀行所承諾收益率之來源及方式。
- (四) 以年報酬率揭露，說明商品之可能最大損失及列表量化在不同情境下之可能損益。
- (五) 應以明顯之粗黑字體於契約名稱下列示保本比率。
- (六) 如遇交易糾紛情事時，客戶之申訴管道。」

<sup>293</sup> 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第 49 條：「證券商之交易相對人為承受信用風險者，該交易相對人須為財富管理業務高淨值客戶。證券商應評估前項交易相對人從事本項交易之能力及適切性，且至少應告知下列事項：

### 3. 小結:

經營店頭衍生性商品業務之交易商應交付客戶的風險預告書除前揭法規規定必須特別告知的內容外，並無如新加坡立法例有規定的格式，仍交由銀行或證券商自行決定。未來規範槓桿交易商應揭露風險內容，除可參考目前我國實務外，應可仿效新加坡立法例，制定風險預告書的參考範本，並依據投資人及商品屬性，規範不同風險揭露內容，確保投資人可全面了解商品性質，做出最佳投資決策。

### 三、槓桿交易參與人交易部位之揭露:

由於槓桿交易參與人如持有大量的槓桿交易合約或差價合約之部位，進出市場頻繁有可能會間接影響現貨交易市場的波動，進而導致金融秩序的不穩定。尤其是投機商進行槓桿交易係為賺取短線差價為主，非以避險為目的，如透過槓桿交易過度炒作特定商品，商品價格飆漲，可能會產生商品價格扭曲的現象，影響市場正確運作。因此應可考慮，在市場有異常變動的特殊情況發生時，可要求槓桿交易參與人揭露其持有部位，讓主管機關審查是否有不合法或過度投機的情況。

另外，以股票為基礎資產之槓桿交易合約持有人，雖未持有股票所有權，卻掌握股票之實質經濟上利益，有影響發行該股票的公司之經營決策的可能，應參照證券交易法第 43-1 條規定：「任何人單獨或與他人共同取得任一公開發行公司已發行股份總額超過 10% 之股份者，應於取得後 10 日內，向主管機關申報其取得股份之目的、資金來源及主管機關所規定

---

一、交易相對人應自行評估及監督管理契約信用實體與證券商之信用風險。

二、信用衍生性商品之報酬來源主要為承擔契約信用實體之信用風險，於所約定之信用違約事件發生時，將可能產生損失之情形。

三、應詳予說明信用違約事件之定義、信用違約事件發生後之交割方式、採取實物交割時可交割債權之範圍及採取現金差額交割時之計算方式等。

四、信用衍生性商品相關合約多缺乏市場流通性。若契約約定得提前解約者，須說明交易相對人要求提前解約，應負擔之費用及最大可能損失。」

應行申報之事項；申報事項如有變動時，並隨時補正之。」，要求持有一定部位的槓桿交易參與人揭露其持有部位、資金來源等，使主管機關及投資人能了解其持有的原因及其趨向。

目前各國亦在研究槓桿交易合約或差價合約持有人揭露的問題，目前差價合約發源地英國金融服務管理局(FSA)制定規範要求，任何人於股權差價合約中約定而實際得行使公司之表決權超過3%以上時，均應依據相關法令進行股東身分之揭露，除非得證明1.該差價合約持有人不得行使該表決權或聲明不行使該表決權，或2.差價合約持有人並未規劃或認知將可能出直接出售差價合約所連接之股權時。此外，如該股票公司相信差價合約持有人實際享有公司股權之利益達已發行股份之5%時，差價合約(CFD)持有人即有義務作成有關表決權行使之決定作成聲明，以使有關揭露之要求明確化，避免任何之誤導，似可作為本國立法思考方向。

#### 四、槓桿交易商避險規範：

由於槓桿交易商為新開放的業務，而槓桿交易屬高槓桿及高風險商品，為避免交易商未採取相關避險措施，產生巨大損失，進而影響金融秩序，應規定槓桿交易商要有一定程度的避險部位或其他風險管控程序。此可參照目前證券商發行認購權證之「認購(售)權證上市審查準則」規範，如第8條規定，發行人無適當風險管理措施者，不予同意其發行資格、第14條發行人應設立避險專戶、第17條避險買賣不得有影響不得有影響市場價格公平性及損及投資人權益之情事，並應配合訂定及執行有效之內部控制制度、及第18條規定，發行人應於權證上市存續期間逐日將預計避險部位與實際避險部位等資訊輸入本公司(證券交易所)指定網際網路資訊申報系統。

### 第五節 專營及兼營槓桿交易商最低資本額規範

#### 一、我國實務

(一) 外匯指定銀行承做外匯槓桿保證金業務之資本相關規範

本國銀行欲辦理外匯業務包含衍生性外匯商品業務者，應依中央銀行法第 35 條第 2 項授權訂定之「銀行業辦理外匯業務管理辦法」規定，向中央銀行申請許可。依據該辦法第 8 條規定，向中央銀行申請許可辦理外匯業務之本國銀行，應符合自有資本應占風險性資產比率占 8% 以上，及該銀行最近三年財務狀況健全之資本規範。目前外匯指定銀行經營外幣保證金業務種類有全權委託、自營及經紀業務，除自營業務並無法規規定外，其他業務規範分別為「指定銀行辦理外幣保證金交易代客操作業務管理辦法」及「外匯經紀商管理辦法」。其中「外匯經紀商管理辦法」第 4 條規定，外匯經紀商最低資本總額應為新台幣(下同)1 億元。

(二) 證券商專營及兼營期貨業務之資本相關規範

依「證券商設置標準」規定，證券商最低實收資本額為：證券商承銷商及證券商自營商為新台幣 4 億元，證券商經紀商為新台幣 2 億元。另依「期貨商設置標準」規定，本國證券商兼營期貨業務資本規範除應具備最近期經會計師查核報告無累積虧損、自有資本適足率未低於 150% 及向金管會指定之金融機構存入一定金額外，證券商兼營期貨經紀商應指撥 2 億元作為專用營運資金，兼營期貨自營商應指撥 4 億元作為專用營運資金。

(三) 期貨商專營及兼營證券業務之資本相關規範

依「期貨商設置標準」規定，期貨商經紀商最低實收資本額新台幣 2 億元，期貨自營商為新台幣 4 億元。另依「證券商設置標準」規定，期貨商兼營證券業務限於證券自營業務、證券經紀業務及證券自營及經紀業務。期貨商兼營的資本相關規範於該設置標準第 16-1 規定，須具備最近期經會計師查核報告無累積虧損、負債總額扣除期貨交易人權益後，不超過其業主權益及流動負債總額不超過流動資產總額之資

產規範。

## 二、 外國立法例

### (一) 新加坡

1. 經營外匯槓桿式交易業務資本額規定: 證券期貨法之子法 2002 年財務及保證金要求規則第 4 條規定, 從事外匯槓桿式交易業務者, 其基礎資本(base capital)不得低於基礎資本要求(新加坡幣 100 萬元)。
2. 經營以股票、利率及指數為基礎資產之差價合約業務資本額規定: 證券期貨法依據申請人是否為交易所會員, 而分別適用新加坡幣 25 萬元至 500 萬元之標準。
3. 經營槓桿式貴金屬及能源交易業務資本額規定: 商品交易法並無規定最低資本額, 但是要求交易商調整後淨資本額(adjusted net capital)不得連續 4 週低於以下標準較高者(a)新加坡幣 25 萬元或(b)依法必須分離之客戶資金之 10%。

### (二) 香港

槓桿式外匯交易特許機構所需之繳足股本最低數額及速動資金(liquid capital)最低數額方面, 依據「證券及期貨(財政資源)規則」第 58(4)規定, 槓桿式外匯交易之特許機構在任何時候均需擁有及維持(a)不少於港幣 30,000,000 之繳足股本最低數額; 及(b)不少於港幣 15,000,000 之速動資金最低數額。

### (三) 美國

衍生性商品監理係以功能性監理為基準, 非以業別為基準, 以可與散

戶交易之店頭式外匯買賣業務為例，商品交易法規定可從事機構限於金融機構(如銀行和小型存款機構)、特定的保險公司及其受規管的分支機構或分行、金融控股公司、註冊的經紀商及自營商(broker-dealer)、特定已註冊的經紀商及自營商(broker-dealer)的分支機構或分行、已註冊的期貨商及特定已註冊的期貨商的分支機構或分行，具備前開資格者即可從事與散戶進行交易之店頭式外匯買賣業務。

### 三、 小結

- (一) 美國、英國、新加坡及香港衍生性金融商品監理多採功能式監理模式，與我國期貨商及槓桿交易商採取業別監理不同，是否要參考該國立法例實有商榷之餘地。
- (二) 槓桿交易商為新種業務且營運風險較高，且不同於證券商、銀行及期貨商目前法規已要求其應具備健全的財務結構，故專營槓桿交易商之設置最低資本額標準應門檻不宜過低，並搭配其他內部風險管理措施以保護交易相對人及維護金融市場安全。
- (三) 目前業已合法從事店頭衍生性商品業務之銀行、證券商或期貨商，未來如開放容許以兼營方式從事槓桿保證金交易，其應另行指撥專用營運資金數額應不宜過高，以避免過度管制以及增加業者無謂營運成本。
- (四) 綜上所述，槓桿交易商專營及兼營資本額標準可考慮參考我國目前期貨業及證券業法規實務，如專營槓桿交易商同時經營自營及經紀業務時，其最低資本額可比照期貨商實務上多同時經營自營及經紀業務，依法最低資本額應為新台幣 6 億元，另外兼營槓桿交易商或可參照證券商兼營期貨經紀商應指撥 2 億元，如兼營期貨自營商應指撥 4 億元作為專用營運資金的標準。

## 第六節 自律機構

期貨交易市場的維護除有各國主管機關擔任法規執行者及規範者，監督期貨交易正常運作防止金融秩序混亂外，各國期貨公會亦發揮自律功能(self-regulation)，以審查登錄資格、會員稽核、仲裁及教育訓練功能來共同監管期貨交易市場。

### 一、 外國立法例-美國

依據美國商品期貨現代化法規架構，在合格交易人(ECP)間以豁免商品或除外商品作為店頭衍生性商品基礎資產時，則可豁免或除外於商品交易法規及商品交易委員會的管轄，但是由於期貨商依法須向全國期貨商公會(NFA)進行登錄，公會期貨商公會自可對其會員制訂自律規範要求其遵守。例如以散戶為交易對手進行店頭市場外匯交易時，全國期貨商公會要求其註冊會員如同時未受其他主管機關管轄時，必須遵守公會所制定的全國期貨商公會外匯交易自律規範(NFA's forex requirements)，該自律規範內容包括期貨商僱用之專業人員須向公會登記、為期貨商招攬生意之銷售機構應向公會進行登記、期貨商應取得客戶相關資訊、向客戶揭露商品風險、行銷文件內容不可有保證獲利或虛偽詐欺、將所有交易紀錄留存、向客戶交付交易報告書、對期貨商在各地分支機構及員工進行監督、對委託非會員之第三人進行客戶招攬之行為負責、向公會繳交費用、進行交易前應向客戶收取保證金、財務結構健全及建立反洗錢交易程序。全國期貨商公會(NFA)可透過制定相關監理規範，間接達到維護金融秩序及保護投資權益之要求。

### 二、 我國證券商及銀行實務

#### (一) 證券商：

我國證券商業同業公會於97年7月24日公佈「證券商辦理財富管理業務推廣之自律規範」，內容包括業務人員之薪資及獎酬應合理、加強內部控制及稽核措施以確保客戶了解商品性質及可能面臨之風險、提

升客戶風險辨識能力、採取措施以防止業務人員收受佣金回扣或接受招待等不當利益、採取措施以防止業務人員未經客戶授權，擅自為客戶進行交易或私自挪用客戶款項、證券商辦理財富管理業務廣告、營業促銷活動行為及衍生性金融商品之廣告，應符合相關法令。

## (二) 銀行

### 1. 銀行銷售衍生性商品與投資人應遵循之規範:

我國銀行商業同業公會國聯合會(下稱銀行公會)於民國 94 年 2 月 14 日公佈「銀行辦理結構型商品對客戶風險揭露自律規範」及 97 年 4 月 28 日公佈「銀行辦理財富管理及金融商品銷售業務自律規範」，前述規範重點為業務人員之薪資及獎酬應合理、加強內部控制及稽核措施以確保客戶了解商品性質及可能面臨之風險、應確實了解客戶資金來源及資產狀況、提升客戶風險辨識能力、採取措施以防止業務人員收受佣金回扣或接受招待等不當利益、採取措施以防止業務人員未經客戶授權，擅自為客戶進行交易或私自挪用客戶款項、銀行辦理財富管理業務廣告及金融商品銷售業務廣告文宣，應符合相關法令。另外因結構型商品結構較為複雜、風險較高，銀行應加強控管該部分商品之銷售。

### 2. 銀行辦理衍生性商品業務內部風險管理:

我國銀行公會於民國 97 年 7 月 31 日公佈「銀行辦理衍生性金融商品業務風險管理自律規範」，要求銀行辦理衍生性金融商品業務，應遵循行政院金融監督管理委員會訂頒「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」規定，並應依本風險管理自律規範訂定市場、信用、作業及流動性等風險管理制度，以落實風險之辨識、衡量、監控及報告等程序。

## (三) 小結

我國期貨業商業同業公會(下稱期貨公會)自 93 年 6 月 21 日改制成為全國性單一公會，除辦理會員登錄、會員稽核、教育訓練及糾紛調處功能外，亦擔負主管機關所賦予之自律職責。由於我國期貨業目前尚未開放經營店頭衍生性商品業務，未來如開放期貨業經營店頭衍生性(包含兼營槓桿交易商業務)及開放業者專/兼營槓桿交易商，期貨公會應可參照外國立法例及目前證券商、銀行實務，制定相關銷售店頭衍生性商品自律規範，以實質保障投資人權益。

## 第七節 槓桿保證金契約之課稅

### 一、所得稅

按我國現行期貨交易之主要租稅法規，係期貨交易稅條例。日前立法院為提高台灣期貨市場國際競爭力，吸引外資挹注資金於台灣之期貨市場，而於 2008 年 7 月立法院院會三讀通過「期貨交易稅條例修正條文」，賦予行政院調整期貨交易稅稅率區間的法源，未來期交稅下限將由現行的千分之 0.1，降為百萬分之 0.125，上限則維持千分之 0.6 不變。

該條例第 1 條明定：「凡在中華民國境內期貨交易所從事期貨交易，依本條例之規定，徵收期貨交易稅。」是僅有在我國交易所從事之期貨交易，始依該條例徵收期貨交易稅，進而適用所得稅法第 4 條之 2「依期貨交易稅條例課徵期貨交易稅之期貨交易所得，暫行停止課徵所得稅；其交易損失，亦不得自所得額中減除」之規定。本文研究之槓桿式外匯交易、槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及差價合約，均屬期貨交易第 3 條明定之期貨交易類型之一，因此倘我國引進在期貨交易所上市之上開商品，即得依前揭規定徵收期貨交易稅，而毋庸再課徵所得稅，衡諸現行低廉之期交稅稅率，此等租稅處遇應能提供投資人相當之投資誘因，從而有助於上開商品之發展。

至於槓桿式合約及差價合約如係在店頭市場交易，則尚無期貨交易稅條

例之適用，其所得稅議題，可參照先前利率期貨之課稅方式。94年12月13日以前，利率期貨尚非期貨交易稅條例定義之期貨契約類型，當時為釐清相關課稅議題，財政部以92年12月31日台財稅字第0920456608號令<sup>294</sup>加以規範。如按該函所示之課稅方式，槓桿式外匯交易、槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及差價合約如係結算差價者，(1)對個人投資人而言，其交易所得即屬所得稅法第14條第1項第7類之財產交易所得，應依規定併計個人綜合所得課徵所得稅，而其交易損失得依同法第17條第1項第2款第3目第1小目規定，每年度扣除額，以不超過當年度申報之財產交易之所得為限；當年度無財產交易所得可資扣除，或扣除不足者，得以以後3年度之財產交易所得扣除之；(2)對營利事業投資者而言，其交易所得，應依所得稅法第24條第1項規定，併計當年度營利事業所得額課徵所得稅。

另外，如參照關於個人與證券商或銀行從事結構債商品交易之課稅議題，財政部95年8月16日台財稅第9504525760號函著有明文<sup>295</sup>，該函

---

<sup>294</sup>財政部92年12月31日台財稅字第0920456608號令：「在中華民國境內從事30天期商業本票利率期貨契約及中華民國10年期政府債券期貨契約（以下簡稱利率期貨）之交易，除符合所得稅法第4條之2規定者外，其交易所得應依規定課徵所得稅，有關課稅規定如下：一、利率期貨到期前平倉或到期採現金結算者：（一）投資者為個人：其交易所得屬所得稅法第14條第1項第7類之財產交易所得，應依規定併計個人綜合所得課徵所得稅，而其交易損失得依同法第17條第1項第2款第3目第1小目規定，每年度扣除額，以不超過當年度申報之財產交易之所得（不限利率期貨交易所得）為限；當年度無財產交易所得可資扣除，或扣除不足者，得以以後3年度之財產交易所得扣除之。（二）投資者為營利事業：其交易所得，應依所得稅法第24條第1項規定，併計當年度營利事業所得額課徵所得稅。二、利率期貨交易到期採實物交割者：交割之實物若為政府債券，依所得稅法第4條之1規定，其交易之所得停止課徵所得稅，交易之損失，亦不得自所得額中減除。三、利率期貨交易之成本，應採先進先出法計算之。」

<sup>295</sup>該函全文為：「核釋個人與證券商或銀行從事結構型商品交易之課稅規定：一、個人與證券商從事之結構型商品交易，係指證券商依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第25條規定，銷售結合固定收益商品與選擇權之組合性商品契約。

（一）個人應於商品交易完結時，就契約期間產生之收入，減除成本及必要費用後之餘額為所得額，按所得稅法第14條第1項第7類財產交易所得課稅；如發生損失，得適用所得稅法第17條第1項第2款第3目之1有關財產交易損失之規定。

（二）商品交易完結時，指契約提前解約或到期結算。

（三）契約期間產生之收入，指契約結算前獲配之收益、提前解約金額及到期結算金額。

（四）契約期間產生之成本及必要費用，指原始投入金額及手續費。

二、個人與銀行從事結構型商品交易，係指銀行依「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」第18點

所指稱之結構型商品，係指結合固定收益商品與選擇權之組合性商品契約，與本文研究之槓桿式合約及差價合約尚屬有間，然對於證券商所承作之結構債商品，財政部亦認個人應於商品交易完結時，就契約期間產生之收入，減除成本及必要費用後之餘額為所得額，按所得稅法第 14 條第 1 項第 7 類財產交易所得課稅，如發生損失，得適用所得稅法第 17 條第 1 項第 2 款第 3 目之 1 有關財產交易損失之規定，與 92 年 12 月 13 日以前利率期貨課稅原則相同，似可推論此種課稅方式為店頭市場衍生性金融商品之課稅原則，而可能適用在店頭市場交易之槓桿式合約及差價合約。

基於以上之說明，可知我國現行租稅法律對於在期貨交易所交易之槓桿式合約及差價合約，提供明確之規範，且適用期貨交易稅條例低廉稅率之結果，亦有助是類商品受投資人青睞。反觀店頭市場交易之槓桿式合約及差價合約，目前租稅規範尚非清楚，可能導致投資人裹足不前。因此，建議在引進槓桿式交易合約及差價合約初期，先以期貨交易所為交易平台，除可享受免徵期貨交易所得稅之利外，亦可避免店頭市場課稅規範未徵完整，拖延是類商品推出速度之弊。

另參照亞洲鄰近國家之香港及新加坡之稅制，其均不對外資課徵期貨交

---

規定，所承作結合固定收益商品（例如定期存款或債券）與衍生性金融商品（例如選擇權）的組合型式商品交易。

(一)結構型商品屬固定收益商品部分，每年應按約定利率或該銀行定期存款牌告利率計算利息所得，併入個人綜合所得總額課稅，並得適用所得稅法第 17 條第 1 項第 2 款第 3 目之 3 有關儲蓄投資特別扣除之規定。

(二)個人應於結構型商品交易完結時，就契約期間產生之收入，減除成本及必要費用後之餘額為所得額，按所得稅法第 14 條第 1 項第 7 類財產交易所得課稅；如發生損失，得適用所得稅法第 17 條第 1 項第 2 款第 3 目之 1 有關財產交易損失之規定。

(三)商品交易完結時，指契約提前解約或到期結算。

(四)契約期間產生之收入，指契約結算前獲配之收益、提前解約金額及到期結算金額，但不包括各年度按約定利率或該銀行定期存款牌告利率計算之利息所得。

(五)契約期間產生之成本及必要費用，指原始投入金額及手續費。

三、個人與證券商或銀行從事結構型商品交易，其交易完結日在本令發布日之後者，應依本令規定計算所得課稅。」

易稅，以吸引外來資金進駐期貨市場中交易。外資期貨交易稅賦比較表請詳下表

外資於香港、新加坡及台灣之期貨交易稅賦成本比較表		
香港	期交稅	無
	所得稅	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 香港對於本國人課所得稅。</li> <li>2. 海外資金投資人(非居民、合夥、信託、法人)透過依證券及期貨條例登記或核准之法人或金融機構，進行證券及期貨交易者，如其未在香港進行商務活動，免課所得稅。</li> </ol>
新加坡	期交稅	無
	所得稅	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 新加坡僅對於本國之新加坡交易所會員、OBU、國際貿易公司等機構之常態性期貨交易資本利得課徵 10% 所得稅。</li> <li>2. 對於在新加坡無住居所者，免課期貨交易所得稅。</li> </ol>

## 二、營業稅

依營業稅法第 8 條第 1 項第 32 款規定，經營衍生性金融商品、公司債、金融債券、新台幣拆款及外幣拆款之銷售額，免徵營業稅。但佣金及手續費不包括在內。目前財政部依營業稅法第 8 條第 1 項第 32 款發布之解釋函令，計有下列各者：

財政部 83 年 8 月 20 日台財稅第 831600330 號函：「國內銀行業經營利率交換等五種衍生性金融商品交易業務，應就其各種商品之交易收入與其交易支出併同按月彙計結算收益額，依營業稅法第四章第二節規定計課營業稅。(編者註：自 84/09/01 起適用免稅規定) 說明：二、主旨所稱之

五種衍生性金融商品交易包括：利率交換交易(Interest Rate Swaps)、貨幣交換交易(Cross Currency Swaps)、遠期利率協議交易(Forward Rate Agreements)、店頭市場外幣選擇權交易(OTC Currency Options)及店頭市場外幣利率選擇權交易(OTC Interest Rate Options)；其交易內容及可能產生之收入詳如附表。<sup>296</sup>」

88年4月8日台財稅第881906929號函：「銀行業經營保證金交易(Margin Trading)之銷售額，可適用營業稅法第八條第一項第三十二款有關衍生性金融商品免徵營業稅之規定。」

財政部87年9月23日台財稅第871966184號函：「銀行業經營遠期外匯(Delivery Forwards,DF)、無本金交割遠期外匯(Non-delivery Forwards,NDF)、換匯(SWAPS)、新台幣匯率選擇權(NTD CCY Options)等四種衍生性金融商品，可適用營業稅法第八條第一項第三十二款免徵營業稅之規定。」

<sup>296</sup> 該函附表如下：

交易內容	金融商品種類	名目本金	權利金	交易標的	銀行業可能產生之收入(銷售額)
利率交換(又稱換利) Interest Rate Swaps		未交付	無	利率	利差(同幣別不同利率間之差額)
貨幣交換(又稱換匯換利) Cross Currency Swaps		相互交付	無	利率	利差(不同幣別間利率差額)或有兌換損益
遠期利率協議 Forward Rate Agreement		未交付	無	利率	利差(市場利率與契約利率間之差額)
店頭市場外幣選擇權 OTC Currency Options		未交付	有	匯率 (外幣)	1.不履約時,買方:權利金支出;賣方:權利金收入 2.履約時,買方:匯差減權利金;賣方:權利金減匯差
店頭市場外幣利率選擇權 OTC Interest Rate Options		未交付	有	利率	1.不履約時,買方:權利金支出;賣方:權利金收入 2.履約時,買方:清算利差減權利金;賣方:權利金減清算利差。
備註	上開金融商品交易雙方均有可能成為收入者或支出者,無固定之收項或付項。				

依上開函令可免稅者，僅係個案請示而獲財政部解釋之商品，尚不足推論未經解釋為免稅者即不得適用營業稅法第 8 條第 1 項第 32 款之免稅規定。惟需注意者是，上開函釋所涉者，似僅限於業者直接與客戶對作衍生性商品；業者如從事經紀業務，而收取之手續費或佣金，依營業稅法第 8 條第 1 項第 32 款但書規定，仍應繳納營業稅。

為穩健計，槓桿式外匯交易、槓桿式貴金屬交易、槓桿式能源交易及差價合約之營業稅問題，仍宜由財稅機關發布解釋函，最為妥當。

**附件：「槓桿交易商設置標準」及「槓桿交易商管理規則」草案**

## 參考文獻

### 一、中文部分

1. 陳秋月，美國「兩千年商品期貨現代化法」管理思維變革之研究，行政院金融監督管理委員會證券期貨局，2004年10月4日。
2. 吳阿秋，我國槓桿交易商管理之研究，台灣期貨交易所，1999年10月。
3. 上海期貨交易所境外期貨法制研究(主編楊邁君)，中國金融出版社，新加坡期貨市場法律規範研究，2007年2月。
4. 香港證券及期貨事務監察委員會，證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則，2006年5月。
5. 香港證券及期貨事務監察委員會，發牌資料冊，2003年8月。
6. 香港證券及期貨事務監察委員會，適當人選的指引，2006年9月。
7. 香港金融管理局，監管政策手冊 SB-1「對獲得證監會註冊的認可財務機構進行的受規管活動的監管」，2003年3月28日。
8. 香港金融管理局，監管政策手冊 SB-2「槓桿式外匯交易— 進行未獲邀約的造訪」，2003年3月28日。
9. 香港證券及期貨事務監察委員會，就「證券及期貨(槓桿式外匯交易—豁免)規則」所發佈之「立法會參考資料摘要」，2002年11月29日。
10. 香港證券及期貨事務監察委員會財經事務局擬稿小組委員會，就「證券及期貨(專業投資者)規則」所發佈之討論文件第 10/02 號文件，2002年6月6日。
11. 香港立法會秘書處資料研究及圖書館服務部，專業投資者資料摘要，2008年7月3日。
12. 香港證券及期貨事務監察委員會，就「證券及期貨(成交單據、戶口結單及收據)規則」所發佈之「立法會參考資料摘要」，2002年12月13日。

13. 香港證券及期貨事務監察委員會，就「證券及期貨(證券及期貨(備存紀錄)規則」所發佈之「立法會參考資料摘要」，2002 年 12 月 13 日。
14. 香港證券及期貨事務監察委員會，就「證券及期貨(槓桿式外匯交易)(仲裁) 規則」所發佈之「立法會參考資料摘要」，2002 年 11 月 29 日。
15. 楊偉文，英國金融服務及市場法簡介(上)，金管法令第 8 期，2005 年 3 月。
16. 王雅婷，從英國監理制度論我國金融監理一元化法制，國立臺灣大學法學系 94 年度碩士論文。
17. 路透社(Reuters Limited) (許誠洲譯)，衍生性金融商品入門，財訊出版，2000 年。
18. 中華民國證券商業同業公會委託專題研究，「開發新金融商品研究報告」，民國 97 年 7 月。
19. 賴英照，股市遊戲規則 最新證券交易法解析，作者自版(2006 年 2 月初版)。

## 二、英文部分

1. PricewaterhouseCoopers Singapore, *Memorandum on Singapore OTC Derivatives Regulations*, manuscript on file with the author, 2008
2. PricewaterhouseCoopers Singapore, *Supplementary Memorandum on Singapore OTC Derivatives Regulations*, manuscript on file with the author, 2008
3. Commodity Future Trading Commission , *Trading in Energy Derivatives Markets Raise Questions about CFTC's Oversight* (October 2007).
4. Susan C. Ervin Dechert , *CFTC Regulation of Energy Derivatives: An Overview*, 8, American Bar Association (August 13, 2002).

5. National Future Association, *Forex Transaction A regulatory Guide* (February 2008).
6. Philip McBride Johnson and Thomas Lee Hazen, *Derivatives Regulation* (V. 1), 2004, Published by Aspen.
7. Wolter Kluwer, *Commodity Exchange Act Regulations & Forms* (March 2007).
8. Bank for International Settlements, *Foreign Exchange and Derivatives Market Activities in 2007* (December, 2007)
9. International Financial Service London, *IFSL Research on Foreign Exchange 2007* (December, 2007)
10. International Financial Services London, *Commodity Trading 2008*, (June 2008)
11. Orice M. Williams, *Energy Derivatives-Preliminary Views on Energy Derivatives Trading and CFTC Oversight* (July 12, 2007)
12. United States Government Accountability Office, *Report to Congressional Addressees, "Commodity Futures Trading Commission – Trends in Energy Derivatives Markets Raise Questions about CFTC's Oversight"* (October 2007)
13. Financial Services Authority, *Disclosure of Contracts for Difference – Consultation and Draft Handbook Text 2007*.
14. Mikael Persson, *Contract for Difference -The Works*, C-thesis, Malardalen School of Business Financial Product Analysis, Spring Term 2007.