

美國期貨與店頭衍生性商品 客戶保證金帳戶法制之研究 ——兼談我國法規範之走向

林 黎 華*

要 目

- | | |
|-------------------------------------|---------------------------------------|
| 壹、前 言 | 二、客戶保證金帳戶之法律關係 |
| 一、研究動機 | (一)學者探討 |
| 二、研究目的 | (二)本文見解 |
| 三、研究範圍與方法 | (三)實務運作的問題 |
| 貳、客戶保證金帳戶的基本架構
與市場運作 | 三、現行客戶保證金專戶期貨商
與銀行間存款關係衍生的管
理問題 |
| 一、客戶保證金的基本架構 | (一)集中交易集中結算 |
| 二、結算保證金的基本架構 | (二)店頭衍生性商品集中結算 |
| 參、我國期貨市場客戶保證金帳
戶之檢視 | 肆、美國法之比較分析 |
| 一、期貨集中市場與店頭衍生
性商品客戶保證金帳戶設
計架構 | 一、美國期貨集中市場期貨客戶
保證金帳戶 |
| (一)帳戶設計法制架構——分離
帳戶與期貨模式 | (一)國內期貨交易採行分離帳戶 |
| (二)客戶保證金專戶管理規範 | (二)國外期貨交易採行擔保數額
帳戶 |

* 臺北大學財政學系兼任助理教授、淡江大學國際企業學系兼任助理教授，臺北大學法學博士。

投稿日期：一一一年五月五日；接受刊登日期：一一一年七月二十一日

二、美國店頭衍生性商品市場
交換交易客戶保證金帳戶
(Cleared Swap Accounts)

——LSOC模式

- (一)立法目的與配套
- (二)CFTC規則對於LSOC模式
之管理規範

- (三)LSOC模式於期貨商支付不
能之處理

- (四)小結——LSOC模式尚無法
解決的問題

三、美國客戶保證金法律關係
之探討

- (一)所有權移轉說
- (二)擔保物權說
- (三)法定信託說 (The Statutory
Trust)

四小 結

四、臺美期貨與店頭衍生性商品
客戶保證金帳戶之比較分析

- (一)臺美期貨與店頭衍生性商品
客戶保證金帳戶之異同

- (二)參酌美國法強化我國期貨與
店頭衍生性商品客戶保證金
專戶管理規範

伍、結論與建議

一、現行制度的問題

- (一)我國期貨交易人須承擔期貨
商營運風險、客戶風險

- (二)國內面臨金融機構支付不能
處理之困難性

二、未來管理規範的強化

- (一)強化國內現行集中市場客戶
保證金之管理規範

- (二)店頭衍生性商品集中結算建
議採行LSOC模式



摘 要

美國期貨保證金採行分離帳戶之作法，係市場保護的核心制度，期貨交易人繳交之保證金係屬客戶所有，期貨商將之繳存至金融機構並採分離存放之作法，當保管機構發生支付不能，得避免遭第三人主張請求，且在雷曼兄弟、明富環球、百利金申請破產事件後，美國主管機關亦對客戶保證金進行制度改革。

美國二〇一〇年修法規定交換交易採行集中結算，以減少相對人風險，並要求集中結算交換交易之客戶保證金採行法律分離運作混藏模式，禁止期貨結算機構在雙重違約時使用未違約客戶之保證金，以減少客戶風險。我國期貨交易之管理主要參考美國之作法，本文將以比較法之觀點，檢視美國期貨交易客戶保證金帳戶法制架構與管理制度設計，作為本國未來修法之參考。

關鍵詞：期貨模式、法律分離運作混藏模式、雙重違約、客戶風險、分離帳戶、綜合帳戶、保證金、集中結算、法定信託、市場違約財務資源防衛機制



壹、前言

一、研究動機

美國期貨市場近來主要有三個期貨商（Future Commission Merchants, FCM），分別為二〇〇八年雷曼兄弟（Lehman Brothers）¹、二〇一一年十月明富環球（MF Global）²、二〇一二年百利金金融集團（Peregrine Financial Group）³申請破產事件，⁴由於保證金⁵

¹ Lehman Brothers是一家具有164年歷史的美國第4大投資銀行，其使用高槓桿的商業模式（high-leverage business model），2006年起即投資在高風險的不動產以及次級抵押（subprime mortgages），當市場轉向，其無足夠現金支應營運，申請破產引發全球金融危機，Lehman Brothers 2008年約有7千億美元的負債造成全球金融制度的恐慌，美國聯準會原本不打算金援，但由於衝擊過大，不得不借貸給該銀行處理。

See Kimberly Amadeo, *Lehman Brothers Collapse How It Affects You Today*, May 31, 2021, <https://www.thebalance.com/lehman-brothers-collapse-causes-impact-4842338> (last visited: 2022.01.28); Ben Chu, *Financial Crisis 2008: How Lehman Brothers Helped Cause 'The Worst Financial Crisis in History'* (2018), <https://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/financial-crisis-2008-why-lehman-brothers-what-happened-10-years-anniversary-a8531581.html> (last visited: 2022.02.18).

² MF Global客戶保證金專戶款項未依分離原則，將之挪為自營交易，導致160億美元之客戶款項無法立即作為結算，該公司申請破產，相關客戶陷入財務困難，且多數為小額交易人之避險者，例如：農夫、商品交易商等。See Hilary Till, *The MF Global Debate: What Were the Red Flag?*, at 1 (2017), https://risk.edhec.edu/sites/risk/files/edhec_working_paper_the_mf_global_debacle_f_0.pdf (last visited: 2022.01.28).

³ Peregrine Financial Group係愛荷華設立之金融公司，於1992年成立，2012年發生客戶保證金不足1億美元而申請破產，主要係該公司執行長Board Russell Wasendorf在過去20年使用詐騙手法，挪用公司資產設立新總部以及個人私用，偽造報告資料向主管機關申報所致。See Wikipedia, *Peregrine Financial Group*, December 30, 2021, https://en.wikipedia.org/wiki/Peregrine_Financial_Group (last visited: 2022.01.28); see Maria H. Sanchez & Kathleen Dunne, *An Empire Built on a Lie — The Peregrine Fraud: A Case Study on Confirmations as Audit Evidence*, 8 REV. FINANCE. STUD. 49, 49 (2017).

⁴ See Christian Chamorro-Courtland, *Collateral Damage: The Legal and Regulatory Protections for Customer Margin in the U.S. Derivatives Markets*, 7 WM. & MARY L. REV. 609, 613 (2016).

(margin) 是期貨交易的核心制度，期貨交易人進行期貨交易應繳交保證金，期貨交易人將保證金繳至期貨商，然因期貨商將收受之客戶保證金繳存至金融機構、期貨結算機構或上手期貨商等機構，一旦期貨商或保管客戶保證金之機構發生支付不能之情事時，涉及鉅額客戶保證金，影響期貨交易人權益甚鉅，甚至可能危及金融市場交易秩序之安全。

期貨商或保管客戶保證金之機構支付不能或破產，涉及保證金帳戶相關問題處理程序以及客戶權益保護，所以最重要的就是如何設計客戶保證金之法制架構，除能做到事前的保護，確認交易人權利義務歸屬，並於事件發生後釐清權利義務關係，得以儘速移轉客戶之款項至承受期貨商繼續交易，以及明定差額款項的損失分擔處理，維持市場交易公平與秩序，故其法律架構之設計與實務運作，涉及交易人之權益，甚至影響金融體系之安全，爰引發研究客戶保證金專戶法律性質、法制設計與相關運作之動機。

二、研究目的

美國國會通過二〇一〇年多德弗蘭克華爾街改革和消費者保護法 (the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 以下簡稱Dodd-Frank Act) 第723條修正美國商品交易法 (The Commodity Exchange Act) 之規定，透過集中結算 (central clearing) 作為管理店

⁵ 在期貨交易中，任何期貨交易人必須按照其所買賣期貨交易契約價格的一定比例繳納保證金，作為其履行期貨交易契約之擔保，然後才能參與期貨交易的買賣，並視市場價格情形洗價 (mark to market) 確定是否追繳保證金 (margin call)，這種制度就是保證金制度 (Margin System)。參見樊健，論客戶期貨交易保證金的信託法律構造，http://www.privatelaw.com.cn/Web_P/N_Show/?PID=12525，造訪日期：2021年12月1日。期貨交易保證金係期貨交易人繳交至期貨商，以保護控制期貨交易人與期貨商因持有契約部位所產生的風險，保證金通常可能是占期貨交易契約名目本金3%-12%之比例。See Ninja Trader, Understanding Margin in Futures Trading, August 24, 2020, <https://ninjatradetrader.com/blog/understanding-margin-in-futures-trading/> (last visited: 2022.03.08).

頭衍生性商品（over-the-counter derivatives）交換交易（swap）風險之主要方法，而集中結算機構（central counterparty, CCP）於集中結算時成為交換交易買方的賣方、賣方的買方，以減少相對人風險（counterparty risk）。

美國期貨市場對於客戶保證金的管理方式，採分離帳戶之設計，是保護客戶資金的重要制度，依集中市場與店頭市場區分不同法令架構與管理方式，除集中市場採傳統期貨模式（Futures Model）外，美國商品期貨交易管理委員會（the Commodity Futures Trading Commission，以下簡稱CFTC）在Dodd-Frank Act訂定店頭衍生性商品強制集中結算之規定後，要求集中結算的交換交易採行法律分離運作混藏模式（legal segregation with operational commingling, “LSOC” Model，以下簡稱LSOC），亦即對於店頭衍生性商品集中結算之客戶保證金帳戶採行LSOC模式，以減少同儕其他客戶違約風險（fellow customer risk，以下簡稱「客戶風險」）。

我國期貨市場原僅有集中交易集中結算，惟為控管店頭衍生性商品違約風險與交易資訊不透明等問題，以及因應金融創新、金融商品多元化發展之趨勢，二〇一九年一月十六日公布修正期貨交易法，增訂店頭衍生性商品採集中結算之法源，國內未來除現行期貨集中交易集中結算市場外，將有店頭衍生性商品集中結算之市場，並預計於二〇二二年六月實施新臺幣利率交換（IRS）會員自願性集中結算。⁶

⁶ 我國店頭衍生性商品市場名目本金餘額高達64.78兆元（櫃買中心截至2021年5月統計），巴塞爾銀行監理委員會與及國際證券管理機構組織（BCBS-IOSCO）自2016年起分六階段實施「未集中結算交易保證金計提規範」（UMR），依該規範國內金融機構預計自2021年9月第五階段起逐步納入規範，屆時國內金融機構若未集中結算，交易雙方將須交換較高的保證金。目前國內市占比重量高的利率類商品及匯率類商品（如利率交換IRS及無本金交割遠期外匯NDF），須計提保證金，估計約為提交集中結算所需保證金的3倍以上，將對金融機構資金運用帶來相當影響。主管機關考量國際上歐美店頭集中結算多由期貨結算機構或兼有結算業務的期貨交易所處理，且臺灣期交所為專業期貨交易結算機構，在風險控管制度、財務安全防衛機制及違約處理程序等結算業務已累積相當經驗，因而交付臺灣期交所建置店頭衍生性商品

期貨市場最重要的核心即為保證金制度，對於客戶保證金保護最重要的作法就是分離帳戶，且攸關金融市場運作之安全，集中交易或者店頭衍生性商品之集中結算，為保障客戶權益，期貨商均應設置客戶保證金專戶管理，美國集中交易與店頭衍生性商品集中結算之客戶保證金帳戶管理具有不同的法令架構，而我國期貨市場保證金制度主要師法美國制度，國內近日引進店頭衍生性商品集中結算，相關客戶保證金帳戶的法制與實務未來如何運作，實有一併探討之必要，因此本文擬探討期貨集中市場與店頭衍生性商品市場集中結算客戶保證金帳戶管理之法制架構、管理規範及法律關係。

三、研究範圍與方法

茲因本國期貨交易法制主要參考美國之規定，本文將以比較法之觀點，檢視美國法有關期貨集中市場與店頭衍生性商品集中結算之客戶保證金帳戶架構與管理制度設計，其沿革、制度配套與實務問題，作為本國未來期貨市場客戶保證金專戶管理法制之參考。

本文首先說明客戶保證金帳戶的基本架構與市場運作，分析現行國內期貨交易法及主管機關法規對於集中交易以及店頭衍生性商品所採行客戶保證金帳戶之法制設計，瞭解實務運作下客戶保證金由客戶繳存至期貨商，期貨商存放於主管機關所指定之金融機構所開設之客戶保證金專戶或結算機構等之多角關係，再與美國法期貨集中市場與店頭衍生性商品客戶保證金帳戶法制進行比較分析，檢視期貨商或金融機構支付不能客戶保證金款項之處理，並針對相關問題提出未來改善建議，作為本文之結論。

集中結算任務。臺灣期交所規劃於2022年6月第一階段推出新臺幣IRS會員自願性集中結算服務，及2023年6月新臺幣IRS客戶集中結算及因應UMR推出新臺幣NDF集中結算，第二階段將規劃推出韓圓NDF及外幣IRS集中結算服務，未來視市場需求加速納入更多商品。廖賢龍，期交所加速推動店頭衍生性商品集中結算機制，經濟日報，2021年7月14日，<https://udn.com/news/story/7239/5600018>，造訪日期：2021年12月1日。

貳、客戶保證金帳戶的基本架構與市場運作

按我國證券市場係採二階段法律關係之運作，投資人向證券商委託下單，證券商再向臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心下單，撮合成交後臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心負責買賣之結算交割。我國期貨集中市場與證券市場相類似，係採行二階段法律關係之運作⁷，惟期貨市場係採保證金交易方式，保證金之收取為期貨市場風險控管之中心機制，是期貨商對客戶、期貨結算機構對結算會員維持交易紀律之工具。保證金分為兩個層次：「期貨交易保證金」（即客戶保證金）與「結算保證金」⁸，茲將期貨交易人與期貨商以及期貨商與期貨結算機構二階段法律關係以及保證金之繳交流程說明如次：

一、客戶保證金的基本架構

依我國期貨交易法第67條之規定，期貨商受委託進行期貨交易時，應向期貨交易人收取期貨交易保證金或權利金（以下簡稱「期貨交易保證金」），以確保期貨交易人進行期貨交易能確實履約，同法第70條第1項規定，期貨商應於主管機關指定之機構開設客戶保證金專戶，存放期貨交易人之交易保證金。

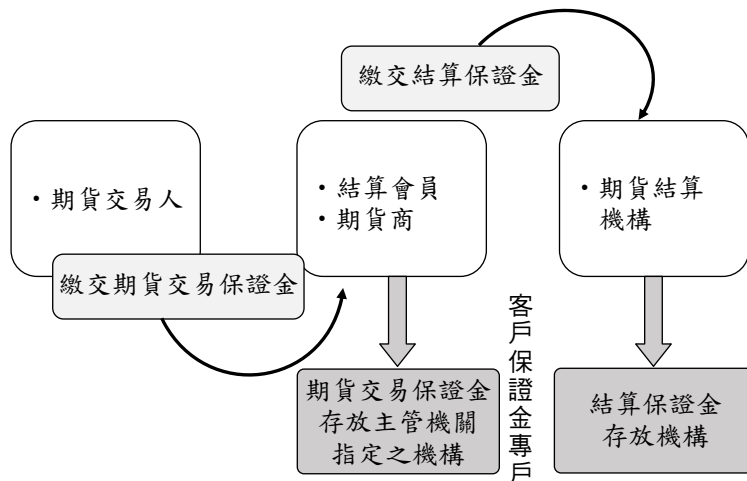
二、結算保證金的基本架構

依我國期貨交易法第3條之規定，期貨交易包含期貨集中市場以及店頭衍生性商品市場，期貨集中市場係採集中交易、集中結算，店頭衍生性商品市場原則上係當事人間議定之契約，但如採集中結算時，則與期貨集中市場之集中結算相同，期貨商（結算會員）則將所收受之期貨交易人保證金款項，依期貨交易法第50條第1項之規定以結算保證金名義再繳交至期貨結算機構。

⁷ 邵之雋、楊琇晶，代為沖銷暨期貨商責任內涵之研究，期貨與選擇權學刊，第12卷第2期，2019年8月，頁70-71。

⁸ 李惠華，論期貨商保證金風險控管，證券暨期貨月刊，第23卷第6期，2005年6月，頁33。

整體市場關係運作圖示如下：



期貨市場保證金流程圖

製圖人：林黎華

參、我國期貨市場客戶保證金帳戶之檢視

目前期貨交易保證金主要為現金（含指定之外幣），雖有採有價證券抵繳，但其比例甚低不及1%，且其透過集中保管結算所有價證券帳簿劃撥方式於專戶保管，具可識別性，尚無現金混藏保管流用問題，現行規定亦不得出借或再抵押，故本文以下探討我國期貨市場現金方式繳交之期貨交易保證金的法律關係，並就期貨集中市場與店頭衍生性商品集中結算分別說明如下：

一、期貨集中市場與店頭衍生性商品客戶保證金帳戶設計架構

(一)帳戶設計法制架構——分離帳戶與期貨模式

1. 集中交易集中結算

我國期貨交易法有關客戶保證金的部分係規定於期貨交易法第70條第1項「期貨商應於主管機關指定之機構開設客戶保證金專戶，存放期貨交易人之交易保證金或權利金，並與自有資產分離存放。」第2項「前項期貨商或指定機構之債權人，非依本法規定，不得對客戶保證金專戶之款項請求扣押或行使其他權利。」基本上本國期貨亦係採分離帳戶之作法，但於條文中未如美國法明定係屬客戶所有之文字。

期貨交易法第49條第1項規定，「期貨結算機構於其結算會員不履行結算交割義務時，應先以違約期貨結算會員繳存之結算保證金支應；如有不足，再由違約期貨結算會員之交割結算基金、期貨結算機構之賠償準備金、其他期貨結算會員之交割結算基金及其依期貨結算機構所定比例分擔金額支應。」該條係國內期貨市場違約財務資源防衛機制之條文，其中期貨結算機構於其結算會員不履行結算交割義務時，最先應以違約期貨結算會員繳存之結算保證金支應，如依文義解釋其包含結算會員違約與未違約客戶之保證金。

2. 店頭衍生性商品集中結算

二〇一九年一月修正通過之期貨交易法第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、指數或其他利益之下列契約或其組合之交易：期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、槓桿保證金契約、交換契約或其他類型契約，依該條文所載國內外期貨交易所即係期貨集中市場，採集中交易與集中結算，至於「其他期貨市場之規則或實務」，係指非在期貨交易所進行之期貨交易，即一般所稱店頭衍生性商品，目前實務上主要包括銀行於營業處所辦理之衍生

性商品、外匯經紀商或銀行所經營之外匯保證金交易⁹、證券商於其營業處所經營衍生性商品交易等，其性質原則上為非集中市場之當事人間議定契約。

修法後除原來所列之四種契約（期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約、槓桿保證金契約），修正後增加交換契約或其他類型契約，而其中交換（交易）契約（swap）是目前國內店頭衍生性商品的大宗。

另該法第3條第2項規定，「非在期貨交易所進行之期貨交易，基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，得經主管機關於主管事項範圍內或中央銀行於掌理事項範圍內公告，不適用本法之規定。但符合主管機關規定應集中結算之期貨交易範圍者，應於其指定之期貨結算機構依本法規定進行集中結算。」但書規定賦予店頭衍生性商品集中結算之法源依據，惟店頭衍生性商品集中結算有關客戶保證金的法制未做特別之明文規定，解釋上其體例與法制架構設計，應適用前述現行集中市場的保證金架構設計。換言之，本國客戶保證金架構規範並未區分期貨集中市場與店頭衍生性商品集中結算而有不同，依現行規定均係分離帳戶模式，而在期貨商（結算會員）違約時均會使用到違約與未違約客戶所繳存之保證金。

（二）客戶保證金專戶管理規範

目前針對集中交易之客戶保證金專戶管理規範，主要規定於期貨商管理規則，茲將相關規定說明如次：

⁹ 期貨交易之店頭市場，係依實務所需要設計衍生自現貨市場之私下交易契約，主要包括銀行於營業處所辦理之衍生性商品、外匯經紀商、銀行所經營之外匯保證金交易等，其在期貨交易法制定之前已存在，就合法業者原經主管機關允許經營者，期貨交易法施行後尊重其已有權益，同時也考量權責機關之管理權限，故期貨交易法在第3條第2項有豁免之規定，明定非在期貨交易法進行之期貨交易，得經公告不適用期貨交易法之規定。郭土木，期貨交易管理法規，增訂再版，2017年3月，頁38-39。

1. 設立客戶保證金專戶

期貨商管理規則第42條第1項、第3項規定，期貨商向主管機關指定之機構開設客戶保證金專戶時，該帳戶應標明係客戶保證金專戶。期貨商同時經營本國期貨經紀及國外期貨經紀業務時，應分別設置客戶保證金專戶。

2. 開立客戶保證金專戶之指定機構

期貨商管理規則第42條第4項規定，以下列各款為限：

「一、經本會核准經營外匯或收受存款業務，並符合本會所定條件之銀行。

二、證券集中保管事業。

三、經中央銀行委託辦理中央登錄公債登記業務，並符合本會所定條件之清算銀行。」

前揭規定得繳存保證金之機構似尚有不足，甚至連上繳至期貨結算機構或上手期貨商亦未規範，而國外期貨交易的部分亦未做特別規範，法制完整性上仍有改善的空間。

3. 期貨商不得挪用客戶保證金專戶款項

期貨商管理規則第45條規定，期貨商對客戶在客戶保證金專戶內之存款或有價證券，不得進行透支、設定擔保或他項權利，且不得挪用為其他客戶保證金、權利金、結算交割費用、佣金、手續費或不足款項之代墊。該規定限制不得進行融資或設定擔保等作法嚴格，對交易人較有保障。

4. 期貨商以自有資金墊付規定

期貨商管理規則並未明定期貨商以自有資金墊付客戶不足之期貨保證金，而僅規定於臺灣期貨交易所之自律規章，依臺灣期貨交易所股份有限公司期貨商、結算會員以自有資金繳存保證金專戶應行注意事項第2點，對於期貨交易人有超額損失時，期貨商應以自有資金「事後」墊付，若期貨交易人超額損失金額或者違約金額是為期貨商自有資金得以承擔，期貨商以自有資金進行墊付應尚不影響其他期貨

交易人權益，然若期貨商之自有資金不足以墊付時，則可能有使用到未違約期貨交易人保證金之問題。

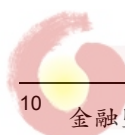
惟解釋上即使臺灣期貨交易所以自律規範規定期貨商以自有資金「事後」墊付規定，亦應僅及於國內期貨交易，規範效力不及於期貨商之國外期貨交易，是故建議仍由主管機關規定為宜，範圍包括國內外期貨交易。

5. 期貨商每日申報規定

期貨商管理規則並未明定期貨商每日申報客戶保證金專戶餘額之規定，而係規定於臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第56條，期貨商應於主管機關指定之機構，開設「客戶保證金專戶」憑以辦理其與委託人間保證金及權利金之存放，並「逐日」向臺灣期貨交易所申報客戶保證金專戶存款「餘額」，實務上僅係全部帳戶的總餘額。雖然實務上所申報之餘額含國外期貨交易，惟該規定係自律組織之規範，違反尚無主管機關得處以行政處分之效力，拘束力較為薄弱，且每日申報「餘額」內容較美國法申報範圍為狹，亦不包含「個別」存放機構之金額，且亦無要求相關保管機構亦應一併辦理申報之規定，是故建議仍由主管機關規定為宜，範圍明定包括國內外期貨交易客戶保證金數額等相關資訊，俾利主管機關綜合分析。

6. 投資規定

本國法對於客戶保證金規定基本上以存款為限，投資做有嚴格限制，嗣於二〇一六年開放投資公債，¹⁰投資種類範圍狹小，且亦已明定若有損失應由期貨商負責，本國投資範圍嚴格限制對於交易人之保護較為周全。



10

元照出版提供 請勿公開散布
金融監督管理委員會令，中華民國105年2月19日，金管證期字第1040016866號。

二、客戶保證金帳戶之法律關係

(一) 學者探討

國內學者有認為在期貨交易中保證金一辭，與證券交易之保證金有不同的經濟意義，期貨契約所涉者乃買賣雙方所為的買賣承諾，在締約後，該契約即處於尚待履行的狀態，而所有權亦未移轉於買方，在此狀態下即存在一種風險，即雙方當事人均有可能無法在履約日依約履行。市場規則通常要求雙方各自存放一筆金錢於經紀商處，因為期貨交易是履行未來交易的約定，其保證金乃履約之擔保品，不是價金之一部分。¹¹

大陸期貨交易管理條例主要參考本國期貨交易法訂定，而有關大陸探討期貨交易保證金之法律性質，主要係針對期貨交易契約買賣雙方對於所繳交的期貨交易保證金進行研析，其性質討論包括客戶所有權說¹²、定金說、違約金說、保證、質押、預付等，¹³亦有認係特殊

¹¹ 武永生、袁義昕，有價證券抵繳保證金制度下期貨保證金專戶運用之法律探討，台灣期貨與衍生性商品學刊，第10期，2010年6月，頁135-171。

¹² 按照《期貨交易管理條例》（2016年）、《期貨公司監督管理辦法》以及《最高人民法院關於審理期貨糾紛案件若干問題的規定》（二）的規定，交易保證金為客戶所有，即大陸通說所稱的「客戶所有權說」之法源依據，相關規定如下：

1. 《期貨交易管理條例》第28條第3款規定，期貨公司向客戶收取的保證金，屬於客戶所有，除下列可劃轉的情形外，嚴禁挪作他用……。
2. 《期貨公司監督管理辦法》第69條規定，客戶的保證金和委託資產屬於客戶資產，歸客戶所有。客戶資產應當與期貨公司的自有資產相互獨立、分別管理。非因客戶本身的債務或者法律、行政法規規定的其他情形，不得查封、凍結、扣劃或者強制執行客戶資產。期貨公司破產或者清算時，客戶資產不屬於破產財產或者清算財產。
3. 《最高人民法院關於審理期貨糾紛案件若干問題的規定》（二）第4條規定，期貨公司為債務人，債權人請求凍結、劃撥以下帳戶中資金或者有價證券的，人民法院不予支持：（1）客戶在期貨公司保證金帳戶中的資金；（2）客戶向期貨公司提交的用於充抵保證金的有價證券。樊健，前揭註5。

據此，按照目前期貨法規的規定，期貨交易保證金為客戶所有，不是期貨公司的自有財產。大陸《期貨經紀合同》中的第9條亦明確指出「乙方交存的保證金屬於乙方所有」。故大陸學者有謂保證金明確理解為所有權，惟本國法並無明確訂定保證金係客戶所有之文字，故尚難採所有權說，併此敘明。

形式擔保，所有權屬於設定擔保人即期貨交易人¹⁴。因為期貨交易保證金並無法適用我國現行民法定金、違約金、質權或保證等性質，所以國內學者見解就買賣雙方之當事人對於期貨交易採履約擔保說，且係交易未指定特定人的擔保。

然履約擔保說似僅就買賣雙方之當事人對於依期貨交易所規定繳交期貨交易保證金「交易面」法律性質之說明，且期貨交易人將期貨交易保證金繳給期貨商，期貨商再將之一部分繳交給期貨結算機構作為結算保證金，保證金雖實質上屬客戶所有，但其法律關係並非僅買賣雙方之間，而涉及繳存機構與存放機構之間的多方關係，且主要係處理繳存機構與存放機構及其債權人對之不得主張權利或扣押等問題，所以保證金的法律關係非僅是買賣雙方之間作為履約擔保之問題而已。

國內保證金主要係現金，現金從期貨商再移轉至上手期貨商或期貨結算機構，由於未設定質權，該現金並非僅係當事人間履約之擔保，且由於實務上二階段法律關係的作法，名義人為期貨商，現金在存放機構以綜合帳戶方式混藏保管，故難謂其係以客戶自己名義實施履約之擔保效力，且效力得及於第三人，即及於上手期貨商或期貨結算機構，反而在期貨商違約，依期貨交易法第49條期貨結算機構具有優先權，亦可能動用到期貨商未違約客戶所繳存之保證金。

(二) 本文見解

1. 法定信託說

我國期貨市場係採二階段法律關係，買賣雙方之期貨商雖各自向其期貨交易人收取期貨交易保證金作為「交易」之擔保，買賣雙方並未自交易對手實際取得其保證金，期貨商就其向買賣雙方所收取之保

¹³ 參見彭真明，論期貨保證金的法律性質，黃岡職業技術學院學報，1999年第2期，<http://www.commerciallaw.com.cn/index.php/home/business/info/id/886.html>，造訪日期：2021年12月1日。

¹⁴ 彭真明，試析挪用期貨保證金行為的刑事責任，華中師範大學學報，1999年第2期，1999年3月，頁74-76。

2. 「多重」的法定信託關係

茲因現行實務運作並非單純的所有權移轉或履約擔保之性質，以及市場違約財務資源防衛機制之運作，結算機構具有特別優先權，故本文認法定信託說，較能全面解釋目前客戶保證金帳戶實務運作的多方法律關係，並且在整體市場運作形成「多重」的法定信託關係，茲說明如下：

(1)期貨交易人將應繳之交易保證金、權利金交付期貨商，成立第一個信託關係，期貨交易人係委託人亦係受益人，期貨商係受託人，期貨商係款項形式所有權人；期貨商取得客戶保證金後將之繳存於主管機關指定之機構，又成立另一個信託關係，期貨商係委託人，期貨交易人為受益人，所繳存主管機關指定之機構為受託人，且為款項形式所有權人，此亦與前揭期貨交易法第70條立法說明所指形式上可能為期貨商或其他機構所有之文字相符。

(2)期貨交易法第50條規定，期貨結算機構應向期貨結算會員收取結算保證金，結算會員繳交結算保證金予期貨結算機構，亦成立信託關係，結算會員為委託人，結算機構為受託人，且為結算保證金形式所有權人；結算機構取得結算保證金後通常將之存放在金融機構，又成立另一個信託關係，結算機構為委託人，存放機構為受託人，且為形式所有權人，依期貨交易法第51條規定，期貨結算機構、結算保證金存放機構或期貨結算會員之債權人，非依本法之規定，不得對結算保證金請求扣押或行使其他權利，又第49條規定結算保證金係市場防衛機制第一層所使用之款項，在結算會員違約時有法定特別用途，作第一順位優先支應。

(三)實務運作的問題

期貨交易人繳交期貨交易保證金至期貨客戶保證金專戶之後，該款項除存放客戶保證金專戶之外，期貨商亦將客戶保證金之部分款項繳交至上手期貨商或期貨結算機構作為結算保證金，然實際上期貨交易人雖為款項之實質所有權人，惟僅與期貨商之間有受託契約之關

係，而與其他相關之金融機構、期貨結算機構或者實質存放保證金之機構均無契約上的法律關係存在。

而期貨商繳存客戶保證金於金融機構實務上是「存款」帳戶並非開具「信託」帳戶，且結算會員開立於期貨結算機構所繳存之結算保證金作法亦同，均係以存款帳戶辦理，實務上期貨商或期貨結算機構將帳戶之「利息」再分潤給客戶或結算會員。

在特殊的法定信託制度下，期貨商或期貨結算機構支付不能，依規定得受到保障，但若所存放客戶保證金之金融機構發生支付不能，實務上期貨商或期貨結算機構均係向銀行開立存款帳戶，並非以信託方式辦理，金融機構對該存款有處置的權利，且該款項已被作為貸款等支應。

是故法制上雖是法定信託的設計，但由於實務運作係以存款方式處理，已產生質變，目前全市場客戶保證金總金額達新臺幣數千億元，若金融機構支付不能，如何取回，恐有疑問，雖然是法定信託，實務上並未遵循信託作法且無任何公示，而係以存款帳戶收取利息，事發後若主張法定信託，如此是否符合法律合理公平原則，有待商榷。

三、現行客戶保證金專戶期貨商與銀行間存款關係衍生的管理問題

(一)集中交易集中結算

1. 客戶保證金專戶移轉承受期貨商之困難

依期貨交易法第54條及第75條之規定期貨商發生破產、解散、停業或依法令應停止收受期貨交易人訂單時，原則上應將所屬期貨交易人之相關帳戶，移轉於與該期貨商訂有承受契約之其他期貨商，該期貨商係屬結算會員時，原則由期貨結算機構辦理移轉，一般期貨商則由主管機關命令移轉。¹⁶然因此情形恐多係期貨商財務有所問題，特

元照出版提供 請勿公開散布

¹⁶ 期貨交易法第54條第1項：「期貨結算機構，於其會員有破產、解散、停業或

別是期貨商可能挪用期貨交易人客戶保證金專戶之款項，然由於實務上期貨交易所僅記錄期貨交易人之部位，並無個別期貨交易人保證金的資料，特別是交易人期貨交易保證金餘額，隨著市場價格需隨時洗價（mark to market）數字係浮動變化，控管更屬不易，此與美國所面臨的問題相同。

而在店頭衍生性商品集中結算，除結算會員自己之部位外，結算會員客戶部位係由結算會員為之提出結算申請，向結算機構繳存保證金，結算機構未來將擁有「個別」客戶之保證金資料，¹⁷如結算會員違約，則得依規定處理移轉等，尚無此問題，併此敘明。

2. 客戶保證金存放銀行是否有法定信託法律關係之適用

按客戶將款項繳存至期貨商專戶，期貨商已取得形式所有權，期貨商係於金融機構開設客戶保證金專戶存放期貨交易所繳存之期貨交易保證金，本國法條文並未如美國法或大陸法明文係客戶所有，但依期貨交易法之規定，金融機構之債權人不得對期貨客戶保證金專戶主張權利或扣押，似表示該款項的實質所有人應該係期貨交易人，而具有「信託」的概念。

惟目前實務上期貨商於銀行開設客戶保證金專戶，係以「存款」

不履行結算交割義務時，得將該會員及其與期貨交易人之相關帳戶，移轉於與該會員訂有承受契約之其他會員；必要時，並得指定移轉於未與該會員訂有承受契約之其他會員。」

第75條第1項：「期貨商有破產、解散、停業或依法令應停止收受期貨交易人訂單時，除期貨商為結算會員，依第54條規定處理者外，主管機關得命其將所屬期貨交易人之相關帳戶，移轉於與該期貨商訂有承受契約之其他期貨商。」

¹⁷ 臺灣期貨交易所股份有限公司店頭衍生性金融商品集中結算業務規則

第14條第1項：「本公司為載明結算會員之部位及保證金等帳務資料，應按各結算會員之自有及個別客戶設置結算帳戶。」

第56條：「結算會員因財務因素導致之違約，本公司得對該結算會員帳戶內之結算契約及保證金，依下列方式處理之：……四、將違約結算會員未違約客戶之結算契約及保證金移轉至該客戶另行選定之其他結算會員或與該違約結算會員訂有承受契約之結算會員。」

的方式存放，並向銀行收取利息，且該帳戶雖有標明客戶保證金專戶，但期貨商未與金融機構簽署信託契約，且亦無相關信託公示的作法。因此若在銀行發生支付不能的情形時，是否能得有依信託的法律關係享有財產獨立性，並具實質所有權人的優先權，容有疑義。

而在此情形，如依期貨交易法條文的解釋，似仍有金融機構之債權人不得對期貨客戶保證金專戶主張權利或扣押之適用，解釋上期貨交易法為特別法，應優先適用信託法之規定，且依信託法第2條之規定，「信託，除法律另有規定外，應以契約或遺囑為之。」而認期貨交易法係信託法第2條之特別規定，不適用信託法之一般規定，即如同本文所採之見解有關期貨客戶保證金帳戶係屬特殊之法定信託，亦即無信託契約之相關意思表示，而透過法律之擬制形成一個特殊的信託關係。

然信託財產由於公示的原則具有獨立性與絕對性，惟依實務運作期貨商目前將客戶保證金繳存在金融機構，除標明期貨客戶保證金專戶外，茲因係以存款方式而非以信託方式運作，銀行將存款混合於相關存款，將之作為授信、借貸等用途，似未見其信託財產獨立性的蹤影，苟若銀行發生支付不能，將無法辨識該筆款項；且一般存款債權，存款保險條例第13條存保公司對要保機構每一存款人最高保額訂有限制，存保公司對要保機構每一存款人最高保額150萬元，而現行存放在期貨商端之全市場客戶保證金多達新臺幣數千億元，究如何適用，仍有諸多疑義。

再者，期貨商除將客戶保證金存放於銀行之客戶保證金專戶，其餘款項主要係上繳結算保證金至期貨結算機構，然結算機構主要亦係將結算保證金存放於銀行，而且亦與期貨商之作法相同，係以存款之方式存放，並非信託契約，故如金融機構發生支付不能之情形，亦同樣面臨款項已實質被挪用等，且無法辨識之問題。

3. 客戶保證金專戶全體客戶是否比例分擔帳戶不足部分
客戶保證金專戶目前國內、國外以及店頭衍生性商品將之分屬三個不同的帳戶，但其法律架構的設計均相同，因此若在帳戶有不足的

情形，期貨商不能或未以自有資金進行墊付，理論上其不足額之部分，應由全體客戶平均分擔。

特別要說明的是期貨集中結算的市場防衛機制，係處理相對人風險，亦即該期貨商違約無法進行結算交割，為保護全市場之交易安全，則依期貨交易法第49條市場違約財務資源防衛機制之規定加以處理，而期貨客戶保證金專戶不足的部分，原則上客戶按比例分擔，客戶分擔不足之部分，則依證券投資人及期貨交易人保護法第21條之規定，由保護基金於規定的範圍償付。¹⁸

(二)店頭衍生性商品集中結算

店頭衍生性商品在未採集中結算時，茲因未上繳集中結算機構，完全係期貨商與客戶間之契約關係，此時或可解釋是履約擔保，因其有無優先權係依契約之規定是否提供相關擔保而定，否則即為一般債權，而以現金繳交保證金時則可能發生所有權移轉；然若採集中結算時，結算會員將自有或客戶辦理集中結算部位所需之保證金原則上全額（總額）繳交至期貨結算機構，實務上期貨結算機構未來作法亦係混藏轉存於金融機構，所以未來最大的問題仍然是金融機構支付不能時的處理，這種實質存款關係而非信託的作法，金融機構實務上已混用款項，如何主張優先權。

我們必需要思考的沒有信託的任何公示，以一般的存款處理收取

¹⁸ 證券投資人及期貨交易人保護法第21條第1項：「證券投資人及期貨交易人有下列情形時，保護機構得動用保護基金償付之：……二、期貨交易人於所委託之期貨商因財務困難失卻清償能力而違約時，其於期貨交易市場從事期貨交易，而未取得其應得之保證金、權利金，及經期貨結算機構完成結算程序後之利得。」第2項：「保護基金依前項規定，償付每一證券投資人或期貨交易人之金額上限、對每一證券商或期貨商之全體證券投資人或期貨交易人之償付總額上限、償付程序及償付辦法，由主管機關定之。」
主管機關依該法授權訂定之證券投資人及期貨交易人保護基金償付作業辦法第7條規定，保護基金對每家期貨商之每一期貨交易人一次之償付金額，以新臺幣100萬元為限。保護基金對每家期貨商之全體證券投資人或期貨交易人一次之償付總額上限，由保護機構定之，並申報行政院金融監督管理委員會核定，該上限應不低於新臺幣1億元。

利息，而在金融機構破產時，若可以主張類似取回權之優先權，是否合理，或是一種搭便車問題（free rider problem）¹⁹，而搭便車問題就政府而言，並不是一個自由放任主義，²⁰所以我們應該再思考整體市場公平性問題。雖然期貨交易法第51條第2項規定：「期貨結算機構、結算保證金存放機構或期貨結算會員之債權人，非依期貨交易法之規定，不得對結算保證金請求扣押或行使其他權利。」但在一個混藏的一般存款架構之下，在金融機構破產時究應如何執行客戶保證金之取回權，恐有疑義。

肆、美國法之比較分析

一、美國期貨集中市場期貨客戶保證金帳戶

依照美國商品交易法以及主管機關CFTC所發布的規則，期貨商對於期貨集中市場得以分離帳戶（Segregated Funds）或者擔保數額帳

¹⁹ 搭便車問題（free-rider problem），是由美國經濟學家和社會學家曼瑟爾·奧爾森於1965年在《集體行動的邏輯》一書中所提出。其基本含義是不付成本而坐享他人之利。是一種發生在公共財（public goods）的問題。指一些人需要某種公共財，但事先宣稱自己並無需要，在別人付出代價去取得後，他們就可不勞而獲的享受成果。而搭便車問題，由免費的代理人對於重要的集體財（collective goods）進行有效率的生產是危險的，因為其將鼓勵其他人可以不勞而獲，維基百科，搭便車問題，<https://zh.wikipedia.org/zh-tw/%E6%90%AD%E4%BE%BF%E8%BD%A6%E9%97%AE%E9%A2%98>，造訪日期：2021年12月1日。Hardin Russell & Garrett Cullity, The Free Rider Problem, The Stanford Encyclopedia of Philosophy (Winter 2020 Edition), Edward N. Zalta (ed.), <https://plato.stanford.edu/archives/win2020/entries/free-rider/> (last visited: 2022.02.20).

²⁰ See Jeffrey H. Kahn & Douglas A. Kahn, Free Rider — A Justification for Mandatory Medical Insurance under Health Care Reform?, at 2, <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=41607111010412107911407108000408009104003408603906101109209212412700811906508907911005311011910611210804906700010311212009500703305103901806011600201808409007706409503805311123079071088123104121069022074001122122091084110122103023103072084071124006&EXT=pdf&INDEX=TRUE> (last visited: 2022.02.20).

戶 (Secured Amount Funds) 之方式存放客戶保證金²¹，前者係期貨商接受客戶委託從事國內集中交易開設的客戶保證金專戶，後者則為從事國外期貨交易開設之客戶保證金專戶，而不同類型之帳戶反應著不同的風險，茲分述如下：

(一) 國內期貨交易採行分離帳戶

1. 分離帳戶之設計概念與精神

美國商品交易法對於客戶保證金保護最重要的就是「分離」的概念 (segregation)，商品交易法第4條4d(a)(2)規定客戶所繳交予期貨商之保證金係屬客戶所有 (as belonging to such customer)，所以要求期貨商應於保管銀行 (custodial banks) 設立一個分離帳戶，分離帳戶之財產在期貨商申請破產時，視為客戶財產 (shall be deemed to be customer property)，而非期貨商或期貨商債權人所有，所以期貨商之其他債權人不得對之主張權利。²²且商品交易法第4條4d(a)(2)所定分離之條件，係將期貨客戶保證金放入一個「信託帳戶」 (a trust account)。²³

美國客戶保證金分離帳戶係針對客戶在美國期貨交易所交易上市的期貨契約、期貨選擇權契約 (options on futures) 所設計之帳戶，客

²¹ See Ronald H. Filler, Are Customer Segregated/Secured Amount Funds Properly Protected after Lehman?, at 3 (2008), https://digitalcommons.nyls.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1030&context=fac_articles_chapters (last visited: 2022.03.03).

²² Section 4d(a)(2). This section states, among other things: It shall be unlawful for any person to be a futures commission merchant unless ... such person shall, whether a member or nonmember of a contract market ... treat and deal with all money, securities, and property received by such person to margin, guarantee, or secure the trades or contracts of any customer of such person, or accruing to such customer as the result of such trades or contracts, as belonging to such customer. See Ronald H. Filler, Energy Derivative: Which Country (U.S. or U.K.) Provides the Best Customer Asset Protections to an Energy Trading Firm if Its Brokerage Firm/Fills for Bankruptcy?, 37 ENERGY L.J. 351, 357 (2016).

²³ See Christian Chamorro-Courtland, The Legal Aspects of Portfolio Margining: A Move Toward the LSOC Model, 10 J. BUS. ENTREPRENEURSHIP & L. 25, 28 (2016).

戶保證金分離帳戶係客戶將保證金存放於期貨商，期貨商應依美國商品交易法第4條4d(a)(2)以及CFTC Rule 1.20有關分離帳戶之規定，為客戶之利益保管客戶在期貨集中市場進行交易所繳交之保證金，期貨商未依規定不得使用客戶保證金分離帳戶之款項。所有客戶保證金分離帳戶之款項均混藏（commingle）於單一帳戶，亦即所謂的綜合帳戶（omnibus account）。²⁴

依照美國商品交易法第4條4d(a)(2)以及CFTC Rule 1.20規定分離帳戶之客戶保證金只能存放在保管機構或其他經許可之機構，包括其他期貨商、銀行、信託公司以及CFTC所核可的結算機構（derivatives clearing organizations, DCOs）等。²⁵

2. 美國CFTC管理規範

(1) 強制設立分離帳戶並禁止客戶保證金專戶款項流用

依CFTC Rule 1.20之規定，期貨客戶保證金應以分離帳戶存放客戶款項，帳戶應標名期貨客戶保證金（futures customer fund），並應向保管機構取得帳戶之確認函（written acknowledgment），²⁶以確保係為客戶存有該款項。依CFTC Rule 1.20之規定所有客戶分離帳戶必須完全分離，且其分離帳戶之款項不得與期貨商自有資金混合或者作為期貨、經紀自營業務之使用或融資。²⁷

(2) 允許期貨商存入超額款項

美國CFTC Rule 1.22禁止期貨商使用其他客戶之保證金作為支應另一客戶所需之保證金，亦即當一個客戶違約時，期貨商必須以自有

²⁴ See Filler, *supra* note 22, at 358.

²⁵ All Customer Segregated Funds may be commingled in a single account, i.e., an omnibus Customer Account, and held with: (i) a bank or trust company located in the US; (ii) a bank or trust company located outside of the US that has in excess of \$1 billion of regulatory capital; (iii) an FCM; or (iv) a DCO.

²⁶ See LII, 17 CFR § 1.20 - Futures Customer Funds to Be Segregated and Separately Accounted for, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/1.20> (last visited: 2022.03.08).

²⁷ See Filler, *supra* note 21.

資金支付違約客戶所需保證金予期貨結算機構，是故Rule 1.23規定得以超額款項（*excess funds*）存入客戶保證金帳戶，而對於存入之超額款項，期貨商係為客戶之利益，故期貨商僅有剩餘利益，²⁸若期貨商申請破產，須在所有的客戶取回所有款項後期貨商始得取回其存放在該帳戶之自有資金。

為符合前述規定，期貨商應對於期貨商目標剩餘利益（*FCM's Targeted Residual Interest*）之管理與維護訂定書面的程序與政策，期貨商董事會或資深管理階層訂定時，應考量以下因素：期貨商客戶之信用狀況與交易情形等性質、期貨商與其客戶所交易之市場與商品類型、該市場與商品一般的波動度與流動性、期貨商本身之流動性與資金需求、客戶保證金餘額與客戶的借方項目的歷史趨勢等。²⁹

(3)結算銀行應將期貨商之客戶款項以分離帳戶方式存放

在明富環球、百利金金融集團二家期貨商接連倒閉後，CFTC為保護客戶保證金款項安全發布相關規則，首先在二〇一二年十月四日發布指導原則（*guidance*），規定如期貨商係交易所之交易會員（*exchange members*）以及結算機構之結算會員（*clearing members of derivatives clearinghouses*），結算銀行應將期貨商之客戶款項以分離帳戶方式存放（*Clearing Banks Hold Secured Customer Funds in Separate Account*）。³⁰

²⁸ See NFA, 9066 - NFA Financial Requirements Section 16: FCM Financial Practices and Excess Segregated Funds/Secured Amount/Cleared Swaps Customer Collateral Disbursements, <https://www.nfa.futures.org/rulebook/rules.aspx?RuleID=9066&Section=9> (last visited: 2022.03.08).

²⁹ See FIA, Protection of Customer Funds Frequently Asked Question, at 6 (November 2014), https://secure.fia.org/downloads/pcf_questions.pdf (last visited: 2022.03.07).

³⁰ See PLC Finance, CFTC: Clearing Banks Must Hold Secured Customer Funds in Separate Account, November 1, 2012, [https://content.next.westlaw.com/Document/Ibb0a61bbef0511e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?originationContext=document&transitionType=DocumentItem&ppcid=a4773df7257d4e43b87e4626a3e40c58&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://content.next.westlaw.com/Document/Ibb0a61bbef0511e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?originationContext=document&transitionType=DocumentItem&ppcid=a4773df7257d4e43b87e4626a3e40c58&contextData=(sc.Default)&firstPage=true) (last visited: 2022.03.08).

(4)按月申報存放或繳交客戶保證金之機構及其地點

CFTC Rule 1.32之規定期貨商應於每月十五日以及每月之最後營業日向主管機關或主管機關指定之自律組織機構申報所有持有客戶保證金之銀行、信託公司、期貨商、結算機構、或其他存託（depositor）或保管機構（custodian），且應申報該機構之名稱與地點、存放在該機構之數額，該數額包括現金及投資之數額，投資申報內容並包括各類之政府公債、地方債、商業本票、公司債或貨幣市場基金等有價證券，以及將之繳交作為保證金或再出售等資訊。³¹

(5)應每日申報各客戶保證金分離帳戶詳細資料

依CFTC Rule 1.32之規定期貨商應每日依不同幣別進行計算，且期貨商應於次日一營業日中午前完成依主管機關之規定申報客戶保證金分離帳戶詳細資料，³²該數額除總額之外，尚包括為客戶繳存之金額以及以自有資金繳之「剩餘利益」，如果期貨商未依規定辦理分離帳戶（“under-segregated”），則即應向CFTC及其所指定的自律組織報告。³³

該申報之規定主要係百利金金融集團破產事件後要求客戶保證金分離帳戶應每日計算，並以電子方式向美國CFTC、美國期貨協會（The National Futures Association, NFA）以及芝加哥商業交易所（CME）申報，而期貨商與全部保管機構（depositories）應每日同時向主管機關申報客戶保證金專戶餘額，主管機關得每日審視全部帳戶餘額的正確性與完整性。

對於主管機關而言，客戶保證金分離帳戶餘額是管理上非常重要的資訊，實務上通常亦允許保管機構與期貨商有2%-4%之間的差距，但差額過大可能是違規的警訊，美國CFTC前發現一家小型期貨商每

³¹ See LLI, 17 CFR 1.32 - Reporting of Segregated Account Computation and Details Regarding the Holding of Futures Customer Funds, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/1.32> (last visited: 2022.01.18).

³² *Id.*

³³ See Filler, *supra* note 21, at 4-5.

日報告差額達5百萬美元而採取處分措施之案例。³⁴

(6) 客戶保證金專戶大額提領事先核准

期貨商亦應申報客戶保證金分離帳戶中所繳存之自有資金，目的亦在防止款項可能有產生不足之情形，且若取回超過25%之剩餘利益時，則應取得執行長等之書面同意（written approval），並應向主管機關指定的自律組織通知，此規定亦稱為“Jon Corzine Rule”或“Corzine Rule”，³⁵主要係因應明富環球前執行長（CEO）Jon Corzine 對於所管理的客戶保證金專戶款項不見所訂。³⁶

(7) 允許對於客戶超額保證金進行投資

① 允許投資

CFTC Rule 1.25規定期貨商以及期貨結算機構得就客戶保證金進行投資，其所列舉投資範圍包括：政府公債、州債券或市政府債券、GSE 證券、銀行存單（Bank certificates of deposit）、商業本票（Commercial paper）、公司票據或公司債券（Corporate notes or bonds）、主權債（Sovereign debt）。³⁷CFTC Rule 1.25(b)(1)要求須投資高流動（highly liquid）俾利其於一個營業日內將之轉換為現金而在價值上不會減損。且依CFTC Rule 1.29規定期貨商應對投資損失負責，客戶保證金專戶無庸承擔投資損失。³⁸

³⁴ See Filler, *supra* note 22, at 359-360.

³⁵ See Filler, *supra* note 22, at 360-361.

³⁶ “Corzine rule” futures brokers would need to get written approval from the chief executive, the chief financial officer or another designated officer for the withdrawal of more than 25 percent of a customer’s excess funds. See Reuters, “Corzine rule” Proposed for Futures Brokers, May 30, 2012, <https://www.reuters.com/article/us-mfglobal-collapse-corzine-rule/corzine-rule-proposed-for-futures-brokers-idUSBRE84S1GJ20120529> (last visited: 2018.11.18).

³⁷ See P. D. Aditya, LSOC — A Solution to Avoid ‘Fellow Customer Risk’, at 4, April 6, 2013, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2309450 (last visited: 2022.03.03).

³⁸ The CFTC clarified in the Final Rule that under current CFTC Regulation 1.29, an FCM is responsible for losses incurred as a result of any CFTC Rule 1.25 investments, and such losses cannot be passed on to futures customers. See

②允許再抵押

CFTC Rule 1.25允許期貨商與期貨結算機構對於客戶之超額保證金得於規定之投資清單中進行投資，故其可能就客戶具高度流動性的有價證券再抵押（rehypothecation），以及將客戶的現金投資美國政府公債，期貨商與期貨結算機構可取得投資所產生的利息與收入。³⁹

③學者專家質疑

學者專家質疑於信託的架構下客戶對於其被再抵押的有價證券是否得受到保護，Marlham質疑客戶保證金的實務與傳統信託的原則不同；Giacomet爭議再抵押與傳統信託原則不合，因其無法識別所移轉的有價證券；Christian Chamorro-Courtland認高等法院Pearson & Ors v. Lehman Brothers Finance S.A.判決於雷曼事件⁴⁰後客戶保證金作為再抵押仍然有效，商品交易法所創造獨特的「信託」架構賦予期貨客戶於期貨商支付不能時具有平等所有權（equitable proprietary right），因

Eversheds Sutherland (US) LLP, New CFTC Rules Provide Broad Enhancement of Protections for Customers of FCMs — But at a Cost, November 15, 2013, https://www.martindale.com/legal-news/article_eversheds-sutherland-us-llp_2026406.htm (last visited: 2022.02.20).

³⁹ See Chamorro-Courtland, *supra* note 4, at 646.

⁴⁰ 在雷曼事件（Lehman），雷曼為主要經紀商，因其倒閉而影響到借券給雷曼之避險基金，並導致避險基金倒閉。因為主要經紀商有時向避險基金借入其所買的有價證券給客戶，特別是在再抵押（rehypothecation）的程序中，再抵押對主要經紀商創造費用，但也對避險基金帶來相對人風險，如主要經紀商倒閉，避險基金難以要回有價證券，避險基金將資產提供給雷曼當作擔保，當雷曼將之借出，則會有超過一人以上的人可以對該資產主張權利。例如：Oak Group是一個中型避險基金，曾以倫敦雷曼兄弟國際公司作為主要經紀商，Oak Group有2,200萬美元買進部位以及相對應的賣出部位以及1,600萬美元在保證金帳戶，這部分的資產係由雷曼所持有，但已將其2,200萬美元買進部位的借出，而雷曼破產時，Oak Group只是一般債權人不能要回其有價證券或現金，所以Oak Group表示沒有這些有價證券他們的策略會失敗，有這些有價證券才可以繼續交易，所以這些融資的有價證券導致避險基金倒閉。See George O. Aragon & Philip E. Strahan, Hedge Funds as Liquidity Providers: Evidence from the Lehman Bankruptcy, at 5-7 (August 2009), <http://ssrn.com/abstract=1462315> (last visited: 2022.03.01).

此客戶仍暴露在投資、營運以及客戶風險。⁴¹

(8)期貨商破產客戶保證金專戶比例分擔

客戶在期貨商破產時面臨營運上管理不當或者投資風險所產生之損失，由於期貨商持有客戶保證金專戶款項，期貨結算機構採行移轉或了結期貨商客戶之部位，客戶可能會按比例分擔（*pro rata*）損失。⁴²

期貨商破產依規定只能將款項「分配」給帳戶的每個人，亦即對於不足的部分按比例分擔，所以非違約客戶會產生損失。⁴³二〇一一年明富環球申請破產時曾適用客戶比例分擔之規定。⁴⁴而該比例分擔原則主要係因為期貨商需適用美國破產法第四部分以及美國CFTC的規則所致。⁴⁵

(9)小 結

美國期貨客戶保證金專戶的管理主要係採行分離帳戶之規定，而在前述雷曼兄弟、明富環球、百利金金融集團破產事件後所採行之強化措施主要包括：按月申報存放或繳交客戶保證金之機構及其地點、期貨商與其保管機構應每日向主管機關申報其帳戶餘額，主管機關每日比對審視如有必要立即採行相關措施、客戶保證金專戶提領超過一定比例應取得執行長或其指定人之同意，以及期貨商以自有資金存入客戶保證金專戶以避免帳戶不足等，其強化管理的作法是值得學習。

3. 客戶保證金分離帳戶的缺點

(1)結算機構無客戶保證金資料

期貨模式要求期貨商以及結算機構應將客戶保證金與期貨商自有

⁴¹ See Chamorro-Courtland, *supra* note 4, at 646.

⁴² See Aditya, *supra* note 37.

⁴³ See FIA, *supra* note 29.

⁴⁴ See Filler, *supra* note 22, at 358.

⁴⁵ See Ronald H. Filler, When All Else Fails: The Evolution of Customer Asset Protections after Brokerage Bankruptcy, Issue 118, at 38 (Summer 2016), https://digitalcommons.nyls.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1467&context=fac_articles_chapters (last visited: 2022.02.20).

部位之保證金分離，但是一個期貨商可以將其所有客戶的保證金「混藏」在同一個帳戶內，結算機構並無每一個客戶的部位或保證金資訊，若發生雙重違約（double default），也就是客戶以及期貨商都違約時，結算機構須確認客戶之保證金以及將客戶的部位移轉至其他非違約之期貨商，或者將整個客戶保證金專戶一併移轉，而客戶保證金專戶之移轉是困難的，因為結算機構並無期貨商客戶之資訊，而必須從違約期貨商取得那一個客戶是違約以及其相關部位的訊息，否則客戶部位可能無法被移轉。

(2)期貨商違約未違約客戶保證金可能作為違約客戶之支應

美國期貨法令並未明定財務資源防衛機制之順序，依CFTC Regulation 39.16之規定，結算機構應訂定違約管理計畫（default management plans），因此結算機構應訂定規則定義何謂違約，與違約處理的程序，以及結算會員對市場違約時財務資源防衛機制。⁴⁶國際貨幣基金組織（IMF）工作小組報告指出結算會員違約時之市場財務防衛機制（default resource package, waterfall model or default waterfall）順序分別如下：①違約結算會員之原始保證金與變動保證金；②違約結算會員所繳交之交割結算基金；③結算機構的賠償準備金；④非違約結算會員之交割結算基金；⑤結算機構要求未違約結算會員分擔之比例；⑥結算機構之其餘資本，⁴⁷此亦為美國交易所實務

⁴⁶ See Sarah Riddell, Futures Industry Association 2020 Law & Compliance Virtual Conference Panel: Clearing 101, at 13, October 7, 2020, <https://www.morganlewis.com/-/media/files/publication/presentation/webinar/2020/clearing-101-the-futures-industry-law-compliance-virtual-conference.pdf> (last visited: 2022.04.10).

⁴⁷ The CCP Risk Waterfall: (1) Initial and variation margin contributions of the defaulting clearing member (2) Default or guarantee fund contributions of the defaulting clearing member (3) CCP's capital or 'skin in the game' (4) Default fund contributions of surviving clearing members (5) Assessment calls of the CCP requesting replenishment of funds by surviving clearing members and/or other loss-sharing calls. (6) Remaining capital of the CCP. See Froukelien Wendt, Central Counterparties: Addressing Their Too Important to Fail Nature, IMF Working Paper, at 8 (January 2015), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1521.pdf> (last visited: 2022.04.10).

上所參考採行。

是故期貨結算機構於結算會員違約時所使用市場違約財務資源防衛機制⁴⁸，第一層之資金即係期貨商所繳交之結算保證金，包含前述原始保證金與變動保證金，而期貨商所繳交之結算保證金來自客戶保證金，且包含違約與未違約客戶保證金，由於未違約客戶之保證金亦可能是結算保證金之一部分，所以市場違約財務資源防衛機制中可能被作為其他違約客戶支應之用，⁴⁹這部分即便採行分離帳戶亦不會受到完全之保障。

(二)國外期貨交易採行擔保數額帳戶

國外期貨交易採行擔保數額帳戶與國內期貨集中交易採行客戶保證金分離帳戶模式之設立分離帳戶相類似。但依CFTC Rule 30.7之規定，期貨客戶保證金應以分離帳戶存放客戶款項，帳戶應標名為客戶所持有之擔保帳戶（secured customer funds），並應取得帳戶之確認函。CFTC Rule 30.7規定期貨商為客戶交易美國以外期貨交易所上市之期貨契約、期貨選擇權契約，應將保證金存放於擔保數額帳戶，其得以綜合帳戶的方式為客戶保管。⁵⁰

考量國外期貨可能有額外的風險，美國CFTC不允許從事國外期貨或選擇權交易之保證金，同時存放在客戶保證金分離帳戶或者集中結算交換交易帳戶，因如期貨商破產其相關帳戶將適用交易所在之管轄法令，而與國內客戶保證金分離帳戶可能有所不同，且有不同的保護程度。⁵¹

CFTC Rule 30.7除了規範客戶保證金應存放符合規定之處所外，亦限制因交易國外期貨或選擇權存放境外保管機構之數額、限制客戶

⁴⁸ 有關美國與本國期貨市場違約財務資源防衛機制之比較分析，請參閱林黎華，集中結算機構支付不能的防制與處理，集保雙月刊，第224期，2016年2月，頁7-47。

⁴⁹ See Filler, *supra* note 21, at 4.

⁵⁰ See FIA, *supra* note 29, at 4-7.

⁵¹ See FIA, *supra* note 29, at 8.

保證金使用、期貨商剩餘利益繳存與提領、客戶保證金進行投資的限制，且投資的損失不應由客戶負擔、客戶提供有價證券或其他財產作擔保時，期貨商得以自有資金借貸予客戶，經客戶之書面同意得將其有價證券或其他財產再抵押或出售，並每日計算客戶保證金投資與持有情形之明細帳等。⁵²

二、美國店頭衍生性商品市場交換交易客戶保證金帳戶 (Cleared Swap Accounts) ——LSOC模式

(一)立法目的與配套

1. 避免雙重違約所產生之客戶風險

從法律的觀點而言，期貨客戶保證金混藏存放於分離之綜合帳戶，一旦有客戶違約因缺乏識別性 (identity)，產生權益混合無法區分 (indistinguishable mixture of value) 的情形，期貨客戶對於混藏的保證金 (commingled margin) 係以集體 (collective) 與共有 (co-owner) 的方式持有，所以要彼此承擔共同的風險 (the risk is mutualized)。

由於期貨模式期貨商將使用到非違約客戶的保證金，支應違約客戶之義務，當一、二名較大的客戶違約損失金額大，而導致期貨商對結算機構違約，結算機構在其違約處理程序中，當期貨商客戶分離帳戶不足時，則會使用到非違約客戶的保證金。期貨商破產時，由於以現金方式形式存放的保證金無法區分係屬何一特定人，依照破產法之規定受託人應依比例了結全部保證金，且結算機構有權處理結算會員所繳之保證金，以處理違約客戶所產生的損失。⁵³

由於美國傳統的期貨交易模式，如期貨商之客戶違約，期貨商無法以自有資金對於客戶進行履約保證，期貨商亦產生支付不能的情形，造成期貨商違約，即所謂的雙重違約。⁵⁴期貨商違約客戶不足清

⁵² See LLI, 17 CFR 30.7 - Treatment of Foreign Futures or Foreign Options Secured Amount, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/30.7> (last visited: 2022.03.07).

⁵³ See Chamorro-Courtland, *supra* note 23.

⁵⁴ See Gabriel D. Rosenberg & Jai R. Massari, Regulation Through Substitution as

償的部分可能須由客戶保證金專戶之其他非違約客戶按比例分擔，亦即產生客戶風險。茲因期貨模式提供較弱的保護，以及為了回應二〇〇八年全球金融危機，美國國會通過Dodd-Frank Act提供集中結算交換交易客戶免於客戶風險的保護，是故CFTC修正規則regulation 22.11(1)(2)之規定，要求期貨商應每日提供結算機構集中結算之交換交易客戶資料，⁵⁵作為採行LSOC模式之配套。

在LSOC模式之下，結算機構如遇雙重違約，不得將違約期貨商非違約交換交易客戶之財產作為支應不足，而僅得以違約客戶之財產以及其他的財務資源支應，例如違約期貨商的財產、交割結算基金或者其他未違約會員共同分擔等；但傳統期貨交易模式，假使雙重違約發生時，結算機構得動用違約期貨商帳戶內任何客戶之財產，包括非違約客戶。⁵⁶

2. 要求結算機構於其帳簿應每日紀錄以及識別每一個交換交易客戶保證金資料

LSOC模式特別要求結算機構應於其帳簿每日紀錄以及識別每一個交換交易客戶保證金資料。因為破產法規定⁵⁷要求受託人應對於無法確認係屬特定客戶所有之保證金予以了結，並以現金方式依比例分配。所以結算機構應將可識別的保證金移轉或返還給支付不能期貨商之未違約客戶。

結算機構禁止在雙重違約時使用未違約客戶之保證金，任何由於雙重違約所產生的損失，均應由期貨商的自有資金以及結算機構的市場違約財務資源防衛機制支應，結算機構僅得使用違約客戶可識別的

Policy Tool: Swap Futurization Under Dodd-Frank, 2013 COLUM. BUS. L. REV. 667, 723 (2013).

⁵⁵ See Chamorro-Courtland, *supra* note 23, at 29.

⁵⁶ Linklaters, CFTC Adopts “LSOC” Model for Protection of Cleared Swaps Customers’ Margin, Marking a Significant Departure from the Traditional U.S. Futures Model, at 3 (January 2012), <https://www.linklaters.com/pdfs/mkt/newyork/A14488988.pdf> (last visited: 2021.11.04).

⁵⁷ U.S. Bankruptcy Code (1978), 11 U.S.C. § 766(e), (f), (h).

保證金，支付其對期貨商應履行之義務，結算會員之非違約客戶保證金，則不得作為期貨商其他客戶違約之支應，是故LSOC模式已消除客戶風險，較期貨模式提供較高之保障。⁵⁸但相同的是對於營運上管理不當或者投資風險之損失，仍須由客戶依比例分擔。⁵⁹

(二)CFTC規則對於LSOC模式之管理規範

1. 期貨商設立分離帳戶

期貨商應將客戶資金與自有資金分離，並使用自有資金處理客戶違約事宜，詳細紀錄客戶部位與保證金的資料，前揭相關報告義務之設計均係要確保期貨商違約時，結算機構能依個別客戶處理，而不是依比例分擔損失，因此期貨商至少應每日向結算機構提供個別客戶投資組合的權利義務，並禁止期貨商或結算機構為其他任何客戶之利益，使用任一集中結算交換交易客戶之保證金。⁶⁰

2. 結算機構應有自己之帳簿記錄每筆客戶交易

依美國法之規定，由於不同的資產類別有不同的風險組合，期貨商或結算機構對於客戶集中結算之交換交易保證金應分離或以分離之綜合帳戶存放，並應與自營交易保證金（proprietary margin）分離，這就是所謂分離要件（segregation requirement），同時要求期貨商與結算機構應將期貨客戶保證金存放在客戶分離帳戶（Customer Segregated Account）。而為便利起見，主管機關CFTC規則允許期貨商及結算機構得以單一綜合帳戶混藏，因此交換交易客戶之保證金得混藏存放在集中結算之交換交易客戶帳戶。⁶¹

CFTC規則Part 22允許期貨商維持交換交易客戶保證金得以綜合帳戶的方式處理，但結算機構應有自己之帳簿，且該帳戶對於客戶之每筆交易均須留存充分的資料確認其相關部位。且該期貨商對結算機

⁵⁸ See Chamorro-Courtland, *supra* note 23, at 29.

⁵⁹ See Chamorro-Courtland, *supra* note 4, at 649.

⁶⁰ See Aditya, *supra* note 37, at 6.

⁶¹ See Chamorro-Courtland, *supra* note 23, at 26.

構所結算之部位，應提供相同的資訊予結算機構，結算機構並應將該客戶交易所需保證金計入該所屬客戶之交易中，因此當客戶違約導致期貨商支付不能時，期貨商或結算機構能區分違約客戶之相關交易，且不得使用非違約客戶之款項。⁶²

3. 期貨商應向結算機構申報保證金之相關資料

期貨商應每日將集中結算交換交易保證金之相關資料向結算機構申報，CFTC Rule 22.11規定期貨商應就所集中結算之每一客戶所需原始保證金向結算機構申報，相關紀錄應保存於期貨商與結算機構。⁶³

4. 期貨結算機構客戶財產與其自有財產分離

在LSOC模式之下，期貨商必須將交換交易之客戶財產與其自有財產分離，而結算機構亦須將交換交易之財產及其自有財產與期貨商的財產分離，無論期貨商或者結算機構均須將客戶的財產專屬於該客戶，雖然期貨商所有交換交易客戶之資產在期貨商或者結算機構是混藏運作，但是期貨商與結算機構必須將個別客戶之財產登錄記載，並禁止結算機構使用客戶財產作為另一交換交易客戶之保證金。

5. 限制結算機構使用客戶的保證金，並禁止期貨商對於客戶帳戶主張優先權

CFTC規則限制結算機構使用客戶保證金，並禁止期貨商對於客戶帳戶主張優先權（lien），美國CFTC進一步解釋客戶對於該帳戶具有優先權，但其與禁止期貨商對於該帳戶具有優先權並不衝突，並允許特定沖抵（netting）以及融資的安排（financing arrangements）。⁶⁴

6. 結算機構應採總額計算

美國規定集中結算的交換交易應採行LSOC模式，該模式要求期貨商應向結算機構每日申報所持有每一客戶所繳交保證金之金額，而

⁶² See FIA, *supra* note 29, at 7.

⁶³ Deloitte, Customer Asset Protection, at 5 (2013), <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/dtl-fsi-us-FSI-Customer-Asset-Protection-051013.pdf> (last visited: 2018.11.17).

⁶⁴ See Linklaters, *supra* note 56, at 2.

且結算機構應以總額方式（gross）⁶⁵持有每一客戶之保證金，而不是期貨商所有客戶的淨額（net），而且相較於期貨模式，在期貨商違約時期貨商較容易移轉部位。⁶⁶

7. 小 結

CFTC規則Part 22對於店頭衍生性商品客戶保證金之規範，實質上與集中市場客戶保證金管理規範大致相同，如CFTC Rule 1.11、1.12等規範同時適用於集中與店頭市場之集中結算，其中包括剩餘利益、每日申報、建立風險管理制度監督客戶保證金專戶的規範、確認函、強化自律組織對於期貨商的監督等，⁶⁷顯見美國對集中與店頭衍生性商品除架構設計不同外，其餘客戶保證金管理實質內容與精神多一致化，深具參考性。

（三）LSOC模式於期貨商支付不能之處理

LSOC模式對於期貨商破產之處理與其他模式有所不同，在LSOC模式之下，結算機構每日可以收到交換交易客戶投資組合之相關資訊，所以當期貨商破產時，該資訊可作為交換交易客戶部位移轉至其他期貨商之用，假如期貨商因雙重違約而破產，LSOC模式將保護非違約客戶的財產不得為結算機構使用，其有助於將非違約之交換交易客戶部位移轉至其他期貨商，但傳統期貨交易模式即便投資組合可以移轉，由於結算機構可以動支所有違約期貨商客戶之保證金，所以只要有任何保證金不足額的情形，均會影響移轉。⁶⁸

（四）小結——LSOC模式尚無法解決的問題

在美國傳統的期貨交易模式，如果期貨商客戶違約，期貨商無法

⁶⁵ 有關期貨商（結算會員）繳交予期貨結算機構之保證金，有總額（gross）或淨額（net）二種方式，前者係根據結算會員所擁有的多頭與空頭部位相加起來的總部位繳交保證金，後者係根據結算會員所持有空頭與多頭部位相互抵銷後之差額繳交保證金。郭土木，前揭註9，頁31。

⁶⁶ See Aditya, *supra* note 37, at 6.

⁶⁷ Eversheds Sutherland (US) LLP, *supra* note 38.

⁶⁸ See Linklaters, *supra* note 56.

以自有資金對於客戶進行履約保證，期貨商產生支付不能的情形，因此造成期貨商違約，即所謂雙重違約，而在縮小帳戶管理成本解決客戶風險之下，美國CFTC針對集中結算之交換交易提出LSOC模式，至於非集中結算之部分未採行該模式，其受到原來相對人風險的限制。⁶⁹

美國CFTC只承認LSOC模式可以解決客戶風險問題，LSOC模式相關規範並不能減少期貨商投資風險所造成保證金不足，亦無法解決期貨商未依規定將客戶財產分離所產生的營運風險，其中包括因為重大過失、偷竊或其他違法行為（*malfeasance*）所產生的不足，亦無法防免明富環球以客戶保證金挪為自營交易而產生破產的問題。⁷⁰

三、美國客戶保證金法律關係之探討

茲將美國客戶保證金法律關係探討之論述說明如次：

(一)所有權移轉說

傳統而言，所有權移轉（*title transfer*）與擔保物權（*security interest*）是保證金存放的二個主要法律架構，美國店頭衍生性商品客戶保證金法律關係，亦得適用該法律架構，在所有權移轉的機制，保證金收受者（期貨商）取得保證金之所有權（*full ownership*）且對於所移轉的財產取得自有的權利，因為該種機制的設計，保證金之收受者對於保證金得以自己投資獲利之目的再使用（*reuse*）或再抵押。

其中再抵押是保證金的收受者以自己之目的（*for its own purposes*）使用的實務，而且客戶之有價證券透過所有權移轉之機制而被移轉，該種機制讓客戶對於期貨商僅具有契約關係請求返還，因此無法區分所移轉的有價證券，所以保證金交付者對於保證金的收受者有信用的風險，而當期貨商發生支付不能的狀況，客戶僅具有普通債權人的身分，所以保證金收受者（期貨商）在使用客戶的保證金



⁶⁹ See Rosenberg & Massari, *supra* note 54.

⁷⁰ See Linklaters, *supra* note 56.

時，會給該客戶較低的手續費以及較低的借貸利率。⁷¹

(二)擔保物權說

在擔保物權的機制，保證金的收受者（期貨商）對於客戶保證金僅有有限的自有權益（limited proprietary interest）得使用保證金，而客戶基於對物的權利（in rem）具有剩餘財產請求權（a residual property right）請求返還權益，所以當期貨商發生支付不能的狀況，並不會產生風險。⁷²

(三)法定信託說（The Statutory Trust）

1. 美國期貨集中市場期貨客戶保證金帳戶的法定信託

美國商品交易法創設獨特的法定信託架構以保護期貨交易之客戶，這種創新混合性的法律架構係由信託法、所有權移轉、擔保物權以及結算機構的市場實務所構成。在期貨模式，期貨客戶保證金移轉的架構係移轉所有權，並依契約關係請求返還保證金。

結算機構對於在客戶保證金分離帳戶的所有保證金，具有擔保物權而擁有特別優先權之債權人（a super priority creditor）。此外，在雙重違約的情況，結算機構對於所有客戶保證金的擔保物權，故其在所有其他債權人中具有優先權。結算機構的違約支應順序允許在所收取的保證金支應違約客戶之保證金，甚至包括非違約客戶保證金，由於結算機構之請求，導致所有未違約客戶之保證金無法獲得保護，可能會依比例分擔損失。在分擔帳戶損失後，客戶具有平等對待的權利（equitable proprietary right）就客戶專戶其他餘額，較期貨商之其他債權人優先受償，形成一種獨特的信託。⁷³

2. 店頭衍生性商品市場交換交易客戶保證金帳戶的法定信託

依LSOC模式集中結算交換交易的客戶移轉保證金，近似於擔保

⁷¹ See Chamorro-Courtland, *supra* note 4, at 643.

⁷² See Chamorro-Courtland, *supra* note 4, at 644.

⁷³ See Chamorro-Courtland, *supra* note 4, at 645.

物權協議的架構，因此結算機構對於交換交易客戶保證金亦具有特別的優先權，但只允許結算機構使用違約客戶之保證金，這種新的信託機制係因Dodd-Frank Act規定對於非違約客戶具有較高程度的保護。非違約客戶於交付保證金予期貨商或集中結算機構時具有平等對待的權利，所以其對於結算機構以及支付不能期貨商的債權人就可識別的（identifiable）保證金具有優先權，所以在雙重違約時，結算機構禁止使用非違約客戶之保證金。⁷⁴

（四）小 結

依學者Ronald Fille之見解，基本上期貨商係客戶財產之受託人（trustee），客戶分離帳戶的作法亦是受到類似信託法觀念的保護，而在客戶之金融機構申請破產時，不受其債權人主張求償之影響，⁷⁵雖然客戶保證金專戶之法律性質有不同的見解，因為現行實務運作並非單純的所有權移轉或履約擔保之性質，以及市場違約財務資源防衛機制之運作結算機構具有特別優先權，故本文認法定信託說，較能全面解釋目前實務運作的多方法律關係。

四、臺美期貨與店頭衍生性商品客戶保證金帳戶之比較分析

（一）臺美期貨與店頭衍生性商品客戶保證金帳戶之異同

1. 本國期貨集中市場與店頭衍生性商品集中結算之客戶保證金專戶係採分離帳戶之作法，其架構均係美國法期貨集中市場之「期貨模式」，我國店頭衍生性商品集中結算之客戶保證金專戶並未採用美國店頭衍生性商品LSOC模式，所以無法有美國LSOC模式得以解決店頭衍生性商品雙重違約之問題。

2. 多重法定信託關係

茲因現行實務運作並非單純的所有權移轉或履約擔保之性質，以

⁷⁴ See Chamorro-Courtland, *supra* note 4, at 646.

⁷⁵ See Ronald H. Filler, Consumer Protection: How U.K. Client Money Rules Differ from U.S. Customer Segregated Rules when a Custodian Firm Fails to Treat Customer Property Properly, 24 J. TAX'N F. INST. 25, 25 (2011).

及市場違約財務資源防衛機制之運作，結算機構具有特別優先權，故本文認法定信託說，較能全面解釋目前客戶保證金帳戶實務運作的多方法律關係，並且在整體市場運作形成「多重」的法定信託關係。

3. 實務上我國客戶保證金係以存款方式存放銀行，未如美國法係以信託方式處理，故是否有法定信託法律關係之適用，產生適用的疑義。是故長遠之計實務作法仍宜回歸存入信託帳戶之作法，但考量現行客戶保證金存款帳戶的成本問題，如開立信託帳戶，則需繳交一定的信託管理費用，而此成本最終亦可能轉嫁至客戶由客戶負擔，初期建議採鼓勵宣導方式，由業者循序漸進進行轉換以達到政策目的。

4. 期貨交易法第70條不宜明定係屬期貨交易人所有之文字

美國商品交易法明定客戶保證金專戶款項係屬客戶所有，本國期貨交易法第70條並未明定客戶保證金專戶款項係屬客戶所有，惟該條之立法說明指出，期貨交易人將應繳之交易保證金交付期貨商後，該款項之所有權即隨之移轉，形式上可能為期貨商或其他機構所有，惟實質上應為期貨交易人所有之文字，茲因考量本國法期貨交易人繳交至期貨商，雖為實質所有權人但該款項形式已移轉至期貨商，期貨商為形式所有權人，且若採信託關係依信託法第1條之規定，委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產，既然所有權已移轉，故不宜再參酌美國法之規定於期貨交易法中明定係屬客戶所有之文字，併此敘明。

(二) 參酌美國法強化我國期貨與店頭衍生性商品客戶保證金專戶管理規範

1. 美國法制在美國三大期貨商倒閉事件後有強化管理規範作法，而本國現行客戶保證金專戶之管理實未與時俱進，建議參酌美國法強化期貨商專戶之規範，茲說明如下：

(1) 強化期貨商申報客戶保證金專戶之資訊內容與頻率
美國法要求期貨商首先按月申報收受其客戶保證金之「全部」機

構，其中包括國內外期貨結算機構、保管銀行、存託機構、金融機構等，再每日申報各機構存放之數額，包括為客戶持有以及剩餘利益，類別亦包括現金與投資。但本國法集中市場管理客戶保證金專戶重點主要在於開設存放客戶保證金專戶之金融機構，並非以期貨商將所收取之客戶保證金繳存至所有的單位或機構作為管理範圍，且主管機關並無要求每日申報各存放機構餘額之規定。

依臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第56條第1項規定，「期貨商應於主管機關指定之機構，開設『客戶保證金專戶』憑以辦理其與委託人間保證金及權利金之存放，並逐日向本公司申報客戶保證金專戶存款餘額及中央登錄公債概況，其申報作業，應依本公司『期貨商媒體申報作業辦法』辦理。」僅要求期貨商每日申報客戶保證金帳戶總餘額，故不知期貨商各客戶保證金帳戶或繳存機構之金額與相關變動情形。是故為強化客戶保證金專戶之安全，建議參酌美國法增加按月申報收受其客戶保證金之全部機構，並每日申報其各相關帳戶與數額。

(2) 保管機構每日提供資訊對帳

另外保管機構亦未同時申報客戶保證金帳戶之相關資料，目前係透過內外部稽核定期與不定期的查核與函證進行勾稽，考量查核與函證之間的空窗期，似採美國由保管機關每日進行申報勾稽更收時效，故建議由主管機關以行政命令要求保管銀行辦理申報事宜。

(3) 大額提領之核准與通報

美國客戶保證金專戶大額款項提領訂有Conzine Rule，雖然國內現行作法有請期貨商申報其客戶保證金帳戶總餘額，惟僅在變動數較大時，實務上才由期貨交易所啟動查核措施，為保護客戶保證金避免遭挪用，建議可參酌前述Conzine Rule之精神，在客戶保證金帳戶金額有較大的變動時，其提領應內部先獲得執行長等之同意，並由期貨商應辦理申報，以防微杜漸。

(4) 增訂期貨商剩餘利益規範

國內現行規定僅由臺灣期貨交易所要求期貨商在期貨交易人有超

額損失時以自有資金補足，係屬事後補足，尚無由期貨商先行存入之規範，且自律規範管理位階低且效力較薄弱，建議參酌美國作法明定期貨商得以款項先行存入客戶保證金帳戶，而對於存入之超額款項，期貨商係為客戶之利益，採剩餘利益之作法，在全部返還客戶款項完畢後始得取回，由主管機關明定允許期貨商以自有資金對於客戶保證金專戶存入超額款項，並要求期貨商訂定目標剩餘利益，以及限制期貨商對於國外期貨客戶保證金之存入額度。

(5) 結算銀行分離存放規定

國內無美國二〇一二年十月四日發布指導原則結算銀行應將期貨商之客戶款項以分離帳戶方式存放之規定，且實務上期貨商一般係以存款方式向銀行辦理，因此在國內面臨金融機構支付不能時，如何對金融機構主張取回權，恐有疑義，因此國內現行以存款方式辦理有檢討之必要。

2. 建議我國店頭衍生性商品集中結算採行LSOC模式

(1) 考量未來店頭衍生性商品名目本金高，交易人結構較集中交易市場可能更為集中，單一交易人交易金額較大風險集中，若有單一交易人違約，影響期貨商的財務狀況，造成期貨商違約，此時期貨交易人應按比例分擔，為避免雙重違約所產生的客戶風險，建議店頭衍生性商品集中結算採行LSOC模式。

(2) 採行LSOC模式可行性分析

依期貨交易法第49條第1項規定在結算會員違約不履行結算交割義務時，首先應動用結算會員所繳存之結算保證金，如係採期貨模式，即動用全部之結算保證金，故可能動用未違約客戶所繳存的保證金，但若採行LSOC模式則僅先動用違約客戶所繳存的保證金，現行條文是否仍有解釋之空間？

由於美國採行期貨或LSOC模式並非以法律位階行之，而由CFTC以行政命令作原則性規範，且對於市場違約財務資源防衛機制係由主管機關要求結算機構訂定詳細規則，期貨交易法第49條立法之初，立法說明指出係參考國外期貨結算機構之實務，就其結算會員違約訂有

資金動用之順序，二〇一九年一月公布修正第49條其中有關第一順位之結算保證金條文用語與順序均未調整，其立法說明亦指出經查美國商品交易法僅就違約處理程序為原則性規範，而國際實務各項財務安全防衛資金之細部支應順序，係由期貨結算機構訂定。⁷⁶

考量採行LSOC模式可解決雙重違約之風險，得避免期貨商一大客戶違約而犧牲散戶交易人權益，造成社會動盪，本文建議參酌美國作法，對於本國店頭衍生性商品集中結算採行LSOC模式，主管機關得透過法規命令，解釋店頭衍生性商品集中結算，結算會員不履行結算交割義務適用期貨交易法第49條第1項規定，以違約期貨結算會員繳存之結算保證金支應，其結算保證金以該違約期貨結算會員之違約客戶所繳存之結算保證金為限。

但考量前揭目的性解釋可能與文義解釋有不同之結果，衍生爭議，且因本國市場違約財務資源防衛機制係訂於期貨交易法，與美國或國際作法不同，主要亦係參考我國證券交易法訂有證券商違約處理程序，且其涉及人民權利義務，或可能動用至非違約客戶之保證金，是故刪除第49條全改由結算機構訂定仍有不宜，故長遠之計仍採行修法為宜，增訂第49條第2項之規定，建議修正條文如下：「前項違約期貨結算會員結算保證金之支應，非在期貨交易所進行之期貨交易，依主管機關規定應集中結算者，以違約客戶繳存之保證金為限。」

(3)增訂相關配套

經檢視美國CFTC規則對於LSOC模式所訂定之規範，建議增訂期貨商應向結算機構申報保證金資料、結算機構應有自己為客戶結算之帳簿、限制結算機構使用客戶的保證金以及結算機構應採取總額計算等相關配套。

76

證券期貨局，期貨交易法部分條文修正條文對照表，2019年1月16日，https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=88&parentpath=0,3&mcustomize=lawnews_view.jsp&dataserno=201903260004，造訪日期：2021年12月1日。

伍、結論與建議

一、現行制度的問題

(一)我國期貨交易人須承擔期貨商營運風險、客戶風險

美國期貨交易客戶保證金帳戶主要分為三種，其中包括國內期貨交易客戶保證金專戶、國外期貨交易客戶保證金專戶以及集中結算店頭衍生性商品法律分離運作混藏LSOC模式。就管理的效率與成本而言，考量客戶數多，一般的分離帳戶期貨商無須申報個別客戶保證金資料，似較為精省，惟在期貨商違約時，未違約客戶保證金有被使用之可能，且客戶均須依比例分擔損失；採行LSOC模式，在雙重違約時，非違約之客戶保證金原則不會被作為其他違約客戶保證金之用，就客戶財產保障而較為周全，但對於期貨商營運上管理不當或者投資風險之損失而使得期貨商支付不能時，均應由客戶依比例分擔。

我國客戶保證金管理制度主要師法美國，惟相關客戶保證金法制無論國內外集中交易或店頭衍生性商品的集中結算現行均採相同的架構，在目前主管機關尚無以行政命令明文採行LSOC模式之下，在分離帳戶的架構設計下，期貨違約損失超過期貨商淨值而使得期貨商支付不能時，無論是否為雙重違約，期貨交易人須承擔期貨商營運風險、客戶風險，相關不足款項均應由客戶依比例分擔。而制度之採行尚難以完美，亦無法解決所有的問題，故須有相關管理規範的強化，防範未然。

(二)國內面臨金融機構支付不能處理之困難性

有關期貨客戶保證金專戶與所繳存之金融機構間之法律關係，本文建議期貨集中市場與店頭衍生性商品集中結算客戶保證金架構均係採行法定信託模式，且係採行特別法定信託關係，在期貨商或期貨結算機構發生支付不能之情形，則其存放在金融機構之客戶保證金應受到保障。

元照出版提供 請勿公開散布
然實務上期貨商或期貨結算機構均係向銀行開立存款帳戶，並非

以信託方式辦理，金融機構對該存款有處置的權利，且該款項已被作為貸款等支應。國內目前集中交易之客戶保證金，雖然有標明專戶之名稱，惟期貨商係向金融機構開設存款帳戶且收取利息，並非信託關係，且期貨商上繳至期貨交易所之結算保證金，期貨交易所亦係轉存至金融機構，並向金融機構收取利息，期貨交易所實務上亦將利息回饋給期貨商，因此在國內面臨金融機構支付不能時，如何對金融機構主張優先取回權，實有處理之困難。

是故長遠之計實務作法仍宜回歸信託帳戶之作法，建議仍應以信託方式向金融機構繳存客戶保證金、結算保證金，始得正本清源，符合公平原則。但考量現行客戶保證金存款帳戶的成本問題，如開立信託帳戶，則需繳交一定的信託管理費用，而此成本最終亦可能轉嫁至客戶由客戶負擔，初期建議採鼓勵宣導方式，由業者循序漸進進行轉換以達到政策目的。

二、未來管理規範的強化

(一)強化國內現行集中市場客戶保證金之管理規範

美國客戶保證金除採分離係由法律位階訂定外，餘主要由行政規定予以強化，經比較檢視美國與國內客戶保證金專戶管理法制，本國法多未規定或委諸自律組織辦理，完整性與效力尚有不足，特別是現行集中結算制度，包括店頭衍生性商品均有客戶風險，期貨商支付不能客戶有可能須比例分擔之問題，是故建議參酌美國主管機關的管理措施，增訂強化客戶保證金專戶之規範，事前防範方得為有效的管理，茲將本國得採行建議作法說明如下：

1. 為了強化客戶保證金專戶之安全，建議增加期貨商按月申報收受其客戶保證金全部機構之名稱與地點，並每日申報其帳戶相關數額。
2. 允許期貨商對於客戶保證金專戶存入超額款項，並要求期貨商訂定目標剩餘利益，以及限制期貨商之存入額度。
3. 參酌美國Comzine Rule規範精神訂定客戶保證金專戶大額款項

提領，應經執行長等之同意，且期貨商應辦理申報事宜。

4. 建議由主管機發布以行政命令規範要求保管機構每日申報所保管的客戶保證金數額，俾與期貨商申報資料勾稽核對。

5. 結算銀行應將結算會員之期貨商客戶款項以分離帳戶方式存放。

(二)店頭衍生性商品集中結算建議採行LSOC模式

考量未來店頭衍生性商品名目本金高，交易人結構較集中交易市場可能更為集中，單一交易人交易金額較大風險集中，若有單一交易人違約，影響期貨商的財務狀況，造成期貨商違約，此時期貨交易人應按比例分擔，為避免雙重違約所產生的客戶風險，建議店頭衍生性商品集中結算採行LSOC模式。

依目的性解釋，主管機關得依行政命令，對於店頭衍生性商品集中結算，結算會員不履行結算交割義務，規定適用期貨交易法第49條第1項規定，以違約期貨結算會員繳存之結算保證金支應之規定，釋示該結算保證金以該違約期貨結算會員之違約客戶所繳存之結算保證金為限，並增訂期貨商應向結算機構申報保證金資料以及結算機構應採取總額計算等相關配套，但長遠仍宜修正期貨交易法第49條，建議修正增訂第2項規定，於店頭衍生性商品集中結算，以違約客戶繳存之保證金為限，以符法制。



參考文獻

一、中文

(一)專書

◎郭土木，期貨交易管理法規，增訂再版，自版，2017年3月。

Tu-Mu Guo, *The Regulation of Futures Trading*, 2nd ed., Self-published (2017).

(二)期刊論文

1. 李惠華，論期貨商保證金風險控管，證券暨期貨月刊，第23卷第6期，2005年6月，頁33-40。

Hui-Hua Li, The Study of FCM's Margin Risk Control, *Security and Futures Monthly Review*, 23(6), 33-40 (2005).

2. 林黎華，集中結算機構支付不能的防制與處理，集保雙月刊，第224期，2016年2月，頁7-47。

Li-Hua Lin, CCP Default Management, *TDCC Bimonthly Review*, 224, 7-47 (2016).

3. 邵之雋、楊琇晶，代為沖銷暨期貨商責任內涵之研究，期貨與選擇權學刊，第12卷第2期，2019年8月，頁64-101。

Zhi-Jun Shao & Xiu-Jing Yang, The Study of Offset and FCM's Liability, *Journal of Futures and Options*, 12(2), 64-101 (2019).

4. 武永生、袁義昕，有價證券抵繳保證金制度下期貨保證金專戶運用之法律探討，台灣期貨與衍生性商品學刊，第10期，2010年6月，頁135-171。

Yong-Sheng Wu & Yi-Xin Yuan, The Legal Discussion of Security Collateral in the FCM's Margin Account, *Journal of Futures and Derivatives*, 10, 135-171 (2010).

5. 彭真明，試析挪用期貨保證金行為的刑事責任，華中師範大學學報，1999年第2期，1999年3月，頁74-79。

Zhen-Ming Peng, An Analysis of the Criminal Responsibility of Misappropriation of Future Margin, *Journal of Huazhong Normal*

University, 1999(2), 74-79 (1999).

(三) 網頁文獻

1. 立法院法律系統，期貨交易法，1997年3月4日，<https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?006A2309937500000000000000001400000004FFFFFD%5E01618086030400%5E0002D001001>，造訪日期：2021年12月1日。
Legislative Yuan Legal System, The Futures Trading Act, March 4, 1997, <https://lis.ly.gov.tw/lglawc/lawsingle?006A2309937500000000000000001400000004FFFFFD%5E01618086030400%5E0002D001001> (last visited: 2021.12.01).
2. 彭真明，論期貨保證金的法律性質，黃岡職業技術學院學報，1999年第2期，<http://www.commerciallaw.com.cn/index.php/home/business/info/id/886.html>，造訪日期：2021年12月1日。
Zhen-Ming Peng, The Study of Futures Trading Margin's Legal Nature, *Journal of Huang Gang Vocational School*, 1999(2), <http://www.commerciallaw.com.cn/index.php/home/business/info/id/886.html> (last visited: 2021.12.01).
3. 廖賢龍，期交所加速推動 店頭衍生性商品集中結算機制，經濟日報，2021年7月14日，<https://udn.com/news/story/7239/5600018>，造訪日期：2021年12月1日。
Xian-Long Liao, Taifex Accelerates OTC Central Clearing, *Economic Daily*, July 14, 2021, <https://udn.com/news/story/7239/5600018> (last visited: 2021.12.01).
4. 維基百科，搭便車問題，<https://zh.wikipedia.org/zh-tw/%E6%90%AD%E4%BE%BF%E8%BD%A6%E9%97%AE%E9%A2%98>，造訪日期：2021年12月1日。
Wikipedia, Free Rider Problem, <https://zh.wikipedia.org/zh-tw/%E6%90%AD%E4%BE%BF%E8%BD%A6%E9%97%AE%E9%A2%98> (last visited: 2021.12.01).
5. 樊健，論客戶期貨交易保證金的信託法律構造，http://www.privatelaw.com.cn/Web_P/N_Show/?PID=12525，造訪日期：2021年

12月1日。

Jian Fan, The Trust Legal Structure of Customer Margin Account, http://www.privatelaw.com.cn/Web_P/N_Show/?PID=12525 (last visited: 2021.12.01).

6. 證券期貨局，期貨交易法部分條文修正條文對照表，2019年1月16日，https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=88&parentpath=0,3&mcustomize=lawnews_view.jsp&dataserno=201903260004，造訪日期：2021年12月1日。

The Securities and Futures Bureau, The Amendment Clause Comparison Table of Futures Trading Act's Some Clauses, January 16, 2019, https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=88&parentpath=0,3&mcustomize=lawnews_view.jsp&dataserno=201903260004 (last visited: 2021.12.01).

二、英 文

(一)期刊論文

1. Chamorro-Courtland, Christian, Collateral Damage: The Legal and Regulatory Protections for Customer Margin in the U.S. Derivatives Markets, 7 WM. & MARY L. REV. 609 (2016).
2. Chamorro-Courtland, Christian, The Legal Aspects of Portfolio Margining: A Move Toward the LSOC Model, 10 J. BUS. ENTREPRENEURSHIP & L. 25 (2016).
3. Filler, Ronald H., Consumer Protection: How U.K. Client Money Rules Differ from U.S. Customer Segregated Rules when a Custodian Firm Fails to Treat Customer Property Properly, 24 J. TAX'N F. INST. 25 (2011).
4. Filler, Ronald H., Energy Derivative: Which Country (U.S. or U.K.) Provides the Best Customer Asset Protections to an Energy Trading Firm if Its Brokerage Firm/Fills for Bankruptcy?, 37 ENERGY L.J. 351 (2016).
5. Rosenberg, Gabriel D. & Massari, Jai R., Regulation Through Substitution as Policy Tool: Swap Futurization Under Dodd-Frank,

2013 COLUM. BUS. L. REV. 667 (2013).

6. Sanchez, Maria H. & Dunne, Kathleen, An Empire Built on a Lie — The Peregrine Fraud: A Case Study on Confirmations as Audit Evidence, 8 REV. FINANCE. STUD. 49 (2017).

(二) 網頁文獻

1. Aditya, P. D., LSOC — A Solution to Avoid ‘Fellow Customer Risk’ (April 6, 2013), <https://ssrn.com/abstract=2309450> (last visited: 2022.03.03).
2. Amadeo, Kimberly, Lehman Brothers Collapse How It Affects You Today, May 31, 2021, <https://www.thebalance.com/lehman-brothers-collapse-causes-impact-4842338> (last visited: 2022.01.28).
3. Aragon, George O. & Strahan, Philip E., Hedge Funds as Liquidity Providers: Evidence from the Lehman Bankruptcy (August 2009), <http://ssrn.com/abstract=1462315> (last visited: 2022.03.01).
4. Chu, Ben, Financial Crisis 2008: How Lehman Brothers Helped Cause ‘The Worst Financial Crisis in History’ (2018), <https://www.independent.co.uk/news/business/analysis-and-features/financial-crisis-2008-why-lehman-brothers-what-happened-10-years-anniversary-a8531581.htm> (last visited: 2022.02.18).
5. Deloitte, Customer Asset Protection (2013), <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/dttl-fsi-us-FSI-CustomerAssetProtection-051013.pdf> (last visited: 2018.11.17).
6. Eversheds Sutherland (US) LLP, New CFTC Rules Provide Broad Enhancement of Protections for Customers of FCMs — But at a Cost, November 15, 2013, https://www.martindale.com/legal-news/article_eversheds-sutherland-us-llp_2026406.htm (last visited: 2022.02.20).
7. FIA, Protection of Customer Funds Frequently Asked Question (November 2014), https://secure.fia.org/downloads/pcf_questions.pdf (last visited: 2022.03.07).
8. Filler, Ronald H., Are Customer Segregated/Secured Amount Funds Properly Protected after Lehman? (2008), <https://digitalcommons.nyls.edu/>

edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1030&context=fac_articles_chapters
(last visited: 2022.03.03).

9. Filler, Ronald H., When All Else Fails: The Evolution of Customer Asset Protections after Brokerage Bankruptcy, Issue 118 (Summer 2016), https://digitalcommons.nyls.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=1467&context=fac_articles_chapters (last visited: 2022.02.20).
10. Kahn, Jeffrey H. & Kahn, Douglas A., Free Rider — A Justification for Mandatory Medical Insurance under Health Care Reform?, <https://deliverypdf.ssrn.com/delivery.php?ID=416071110104121079114071080004080091040034086039061011092092124127008119065089079110053110119106112108049067000103112120095007033051039018060116002018084090077064095038053111123079071088123104121069022074001122122091084110122103023103072084071124006&EXT=pdf&INDEX=TRUE> (last visited: 2022.02.20).
11. LII, 17 CFR § 1.20 - Futures Customer Funds to Be Segregated and Separately Accounted for, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/1.20> (last visited: 2022.03.08).
12. Linklaters, CFTC Adopts “LSOC” Model for Protection of Cleared Swaps Customers’ Margin, Marking a Significant Departure from the Traditional U.S. Futures Model (January 2012), <https://www.linklaters.com/pdfs/mkt/newyork/A14488988.pdf> (last visited: 2021.11.04).
13. LLI, 17 CFR 1.32 - Reporting of Segregated Account Computation and Details Regarding the Holding of Futures Customer Funds, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/1.32> (last visited: 2022.01.18).
14. LLI, 17 CFR 30.7 - Treatment of Foreign Futures or Foreign Options Secured Amount, <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/30.7> (last visited: 2022.03.07).
15. NFA, 9066 - NFA Financial Requirements Section 16: FCM Financial Practices and Excess Segregated Funds/Secured Amount/Cleared Swaps Customer Collateral Disbursements, <https://www.nfa.futures.org/rulebook/rules.aspx?RuleID=9066&Section=9> (last visited: 2022.03.08).

16. PLC Finance, CFTC: Clearing Banks Must Hold Secured Customer Funds in Separate Account, November 1, 2012, [https://content.next.westlaw.com/Document/Ibb0a61bbef0511e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?originationContext=document&transitionType=DocumentItem&ppcid=a4773df7257d4e43b87e4626a3e40c58&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://content.next.westlaw.com/Document/Ibb0a61bbef0511e28578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?originationContext=document&transitionType=DocumentItem&ppcid=a4773df7257d4e43b87e4626a3e40c58&contextData=(sc.Default)&firstPage=true) (last visited: 2022.03.08).
17. Reuters, “Corzine Rule” Proposed for Futures Brokers, May 30, 2012, <https://www.reuters.com/article/us-mfglobal-collapse-corzine-rule/corzine-rule-proposed-for-futures-brokers-idUSBRE84S1GJ20120529> (last visited: 2018.11.18).
18. Riddell, Sarah, Futures Industry Association 2020 Law & Compliance Virtual Conference Panel: Clearing 101, October 7, 2020, <https://www.morganlewis.com/-/media/files/publication/presentation/webinar/2020/clearing-101-the-futures-industry-law-compliance-virtual-conference.pdf> (last visited: 2022.04.10).
19. Russell, Hardin & Cullity, Garrett, The Free Rider Problem, The Stanford Encyclopedia of Philosophy (Winter 2020 Edition), Edward N. Zalta (ed.), <https://plato.stanford.edu/archives/win2020/entries/free-rider/> (last visited: 2022.02.20).
20. Till, Hilary, The MF Global Debate: What Were the Red Flag? (2017), https://risk.edhec.edu/sites/risk/files/edhec_working_paper_the_mf_global_debacle_f_0.pdf (last visited: 2022.01.28).
21. Trader, Ninja, Understanding Margin in Futures Trading, August 24, 2020, <https://ninjatrader.com/blog/understanding-margin-in-futures-trading/> (last visited: 2022.03.08).
22. Wendt, Froukelien, Central Counterparties. Addressing Their Too Important to Fail Nature, IMF Working Paper (January 2015), <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1521.pdf> (last visited: 2022.04.10).
23. Wikipedia, Peregrine Financial Group, December 30, 2021, https://en.wikipedia.org/wiki/Peregrine_Financial_Group (last visited: 2022.01.28).

The Study of Legal and Regulatory Protection for Customer Margin Account in the U.S. Futures and OTC Derivatives Market: The Future of Customer Margin Account Regulation in Taiwan

Li-Hua Lin^{*}

Abstract

A FCM's segregation of customer funds forms the foundation of the futures industry's customer protection regime. The clients' assets held in a futures account at an FCM, a bank or clearing house, as belonging to such customer, are protected, and governed specifically by the Commodity Exchange Act and CFTC regulations that require the "segregation" of cash and collateral deposited by customers in conjunction with their futures trading preventing from third-party claims while the deposited institutions insolvency.

The CFTC has taken several regulation changes protecting certain margin collateral of FCM customers following the collapses of Lehman Brothers, MF Global and Peregrine Financial Group. The Dodd-Frank

* Assistant Professor, the Department of Public Finance, Taipei University and the Department of International Business, Tam Kang University; Ph.D. in Law, Taipei University.

Received: May 5, 2022; accepted: July 21, 2022

Act promotes central clearing as the primary method for managing counterparty risk in OTC derivative swap transactions. The LSOC Model which the CFTC has required for cleared OTC swaps. The LSOC Model offers customers greater protection than the Futures Model against fellow customer risk when double default happens. Because in LSOC model a non-defaulting customer's margin cannot be used to cover the losses stemming from another customer's default.

This article highlights the arrangements and design of customer asset protection as well as examines the evolution the Commodity Exchange Act and CFTC regulation for futures and cleared OTC swaps by comparative method. In final, it explores the regulation of customer margin accounts in Taiwan's futures and OTC derivatives market and analyzes what we should do in the future for the article's conclusion.

Keywords: Futures Model, Legal Segregation with Operational Commingling or "LSOC" Model, Double Default, Fellow Customer Risk, Segregated Account, Omnibus Account, Margin, Central Clearing, Statutory Trust, Default Resource Package or Waterfall Model

