# 國際債券市場考察報告

# 暨

# CFTC 國際期貨主管機關會議及FIA年會會議報告

## 目錄

### 第一部分國際債券市場考察報告

壹、前言----------3

貳、參訪 Barclays Global Investors－債券 ETF 發展議題----------4

一、推動台灣債券 ETF 之困難與挑戰----------4

二、發展債券 ETF 之優點－促進流動性與價格透明化----------5

三、 BGI 介紹 iShare MSCI 台灣指數----------6

表一、iShare MSCI 台灣指數資料表----------7

四、BGI 對債券 ETF 發展之經驗分享----------8

五、BGI 認為債券 ETF 之成功因素----------9

參、參訪野村證券－可轉債／海外可轉債發展議題----------10

一、野村證券公司積極促進在台業務發展----------10

二、台灣市場外幣避險成本過高----------11

三、日本企業偏好在歐洲市場發行海外可轉債(ECB)之原因-------11

四、建議倡導企業管理階層增加與國際投資人之互動----------12

五、歐洲、日本、及亞洲國家(除日本)之可轉債市場研究---------13

表二、可轉債區域市場分析研究摘要表----------14

肆、參訪 Black Rock－中小企業資產證券化議題----------15

一、BlackRock 公司背景簡介----------15

二、本國資產證券化市場的現況與挑戰----------16

三、提前清償風險因素----------17

四、如何發展資產證券化市場研究----------17

伍、參訪 Cantor－引進國際債券交易平台的可行性----------19

一、Cantor 公司背景簡介----------19

二、加拿大市場發展案例參考----------19

三、與 Cantor 公司合作之優點----------20

陸、考察心得----------21

**第二部分 CFTC 國際期貨主管機關會議及 FIA 年會會議報告**

壹、前言----------22

貳、年會活動----------22

一、 CFTC 國際期貨主管機關會議----------23

二、 座談會----------35

三、 專題討論----------40

四、 專題演講----------41

參、會議議程----------41

肆、會議相關英文資料----------46

**第一部分國際債券市場考察報告**

## 壹. 前言

行政院金融監督管理委員會（金管會）在李賢源委員的投入與倡導下，一向非常積極推動債券市場之進步與開放，亦十分關心各項債券業務之管理與發展，尤其國際化更為李賢源委員任職於金管會後即致力發展的目標。金管會除在 2005 年已舉辦一連串有助於提升我國國際知名度的活動之外（例如與歐元雜誌合辦全球投資論壇、國際板上線、以及加入雷曼兄弟全球債券指數），在今年(2006 年)為了能夠更加完善的研擬市場發展策略與開放制度，特別於 3 月 15 日之 CFTC 國際期貨主管機關會議及 FIA 年會會議開始前，於 3 月 10 日至 3 月 14 日之間先行前往舊金山及紐約，拜訪國際領導債券業者以請教其成功經驗，並做為我國未來發展債券市場之參考。

本次考察由李賢源委員率領，證券櫃檯買賣中心債券部黃經理炳鈞以及邱專員麗娟陪同參加。參訪機構計有：BGI (Barclays Global Investors Services)、Nomura Securities International (美國野村證券)、Black Rock、以及國際交易平台公司 Cantor 等等。討論的議題包含有：促進債券 ETF 發展、海外可轉換公司債(ECB)之發行與推廣、中小企業資產證券化之管理、以及台灣債券市場引進國際債券交易平台之可行性等。討論及參訪過程以臺灣發展上述議題所遇見及可能遇見的困難進行討論，並由受訪單位提供多年發展的經驗供參，以獲得最有效率的互動與知識交流。以下將依參訪機構與參訪時間順序列出參訪過程與討論重點。

## 貳. 參訪 Barclays Global Investors－債券 ETF 發展議題

| | | |
|---|---|---|
| **參訪日期** | **3 月 10 日** | |
| **參訪對象** | **BGI (Barclays Global Investors)** | |
| **討論主題** | **債券 ETF** | |
| **參訪地址** | **45 Fremont Street，舊金山** | |
| **與會代表** | **姓名** | **職稱** |
| | Michael E. Fisher | Managing Director |
| | Gregory A. Friedman | Head of Product Management & Development |
| | Darek Wojnar | Principal of Product Strategist |
| | Laraine McKinnon | Principal of Global Sales & Service Officer |
| | Darek Wojnar | Principal of Product Strategist |

一、 推動台灣債券 ETF 之困難與挑戰

截至 2005 年底，統計資料顯示全球大約有 336 支股票 ETF 以及債券 ETF 產品流通在市面上，資產市值超過 3,100 億美金。但台灣目前只有一支股票 ETF，而債券 ETF 仍然在規劃的階段。

為了強調本國市場的潛力與開發債券 ETF 的利基，李賢源委員為 BGI 出席的代表們簡單介紹台灣債券市場以及債券 ETF 的推行狀況，並準備了”推動台灣債券 ETF 的困難與挑戰”報告做為 BGI 公司研究台灣市場的參考。關於台灣債券 ETF 的發展，目前面臨的挑戰有：

1. 如何建構足以代表台灣債券市場的指數？

2. 如何能使次級市場成交價格與資產淨值的差異縮到最小？

3. 如何使債券 ETF 可以像股票一樣交易？

4. 如何降低債券 ETF 的交易成本以刺激流動性？

5. 如何維持較低的 tracking error？

6. 基金的創造贖回應該以現金交割或實體交割？

7. 如何鼓勵投資人長期持有債券 ETF？

二、 發展債券 ETF 之優點－促進流動性與價格透明化

BGI 代表不僅提供我國發展債券 ETF 市場的珍貴經驗與書面資料，並且表示對台灣債券 ETF 市場的高度關切。李委員提到，發展債券 ETF 可以為散戶投資人創造自由參與債券投資組合的機會，藉由簡單操作方式以及公開的資訊，增加大眾投資人的參與意願，進而提高次級市場交易量。BGI 代表非常同意，並且認為推動債券 ETF 可以促進價格透明化。因為美國證券相關法規定，基金必須在每個交易日結束後採用獨立第三人所提供之參考價格計算其基金淨值 (Net Asset Value，NAV)。因此，不管有無交易，所有組成債券 ETF 之資產必須有每日參考價格。如此將促進市場價格透明化，提高交易效率，交易量自然也會擴大。

另外，債券 ETF 不僅可以在公開市場上自由買賣，也可以從事賣空操作，這些特性與股票類似，為投資人提供便利且彈性的交易工具。債券 ETF 與指數型基金亦有相似之處，均追蹤市場上某指數；且通常有較低的基金週轉率，故費用比率亦較低廉。

債券 ETF 之買賣價差(bid-ask spread) 通常比現貨交易為低。對於某些機構投資人而言，投資於 ETF 的價差可能比現貨交易的價差為

小，故他們會選擇交易成本較低的商品。而對於散戶投資人來說，買賣價差使得他們通常在投資現貨股票或債券時候，比較傾向於長期持有策略(buy and hold strategy)。但是 ETF 的特性讓散戶投資人也可以自由買賣而不必顧慮投資成本太高。事實上，在美國也同樣有次級市場公司債流動性不佳的問題。以公司債為投資標的的債券 ETF 便成功的提高了許多公司債的交易量與價格透明度。

三、 BGI 介紹 iShare MSCI 台灣指數

BGI 於 2000 年 6 月 20 日成立了台灣 ETF (iShare MSCI Taiwan Index)，並在紐約交易所掛牌，代號 EWT。此檔 ETF 也於 2001 年 5 月 2 日在香港交易所雙掛牌 (cross-listing) 。目前基金資產淨值約 20 億美元，組合標準參考 MSCI Taiwan Index，殖利率約有 1.06%，過去一年的投資報酬率約有 11.13%（詳見下頁表一）。

李委員表示，BGI 有相當卓越的債券 ETF 實務經驗，而台灣有市場潛力與利基，非常值得鼓勵 iShare 到國際板掛牌。由於 iShare 的投資標的通常包含股票與債券，本國應該先行研究這類產品在台灣證券相關法規中應該如何歸類，以釐清管理時所應遵循之管轄周邊單位以及法規。

| 表一　iShare MSCI 台灣指數資料表 | |
|---|---|
| **基金資料** | |
| Fund Family: | Ishares Inc |
| 淨資產 | 2.05B |
| 殖利率（95 年 4 月 12 日） | 1.07% |
| 收盤價（95 年 4 月 12 日） | 13.11 |
| 基金單位淨值（95 年 4 月 12 日） | 13 |
| 基金起始日 | 89 年 6 月 20 日 |
| Legal Type: | Unit Investment Trust |
| **歷史表現** | |
| 本年度迄今市場報酬率 | 2.00% |
| 過去一年市場報酬率 | 11.13% |
| 過去三年市場報酬率 | 18.56% |
| **資產類別分配（%）** | |
| 股票 | 97.09 |
| 債券 | 0 |
| **前十大資產所佔百分比（佔總資產 49.28%）** | |
| 公司名稱 | 比例 |
| AU Optronics | 3.34 |
| Cathay Finl Hldg | 3.94 |
| China Steel | 3 |
| Chunghwa Telecom | 2.87 |
| Formosa Plastics | 2.74 |
| Hon Hai Precision Industry | 7.98 |
| MediaTek | 3.25 |
| Mega Finl Hldg | 2.75 |
| Taiwan Semiconductor Mfg. | 15.33 |
| United Microelect | 4.08 |
| **資產負債表比率** | |
| Ratio | EWT |
| Average Price/Earnings | 10.15 |
| Average Price/Book | 1.79 |
| Average Price/Sales | 1.16 |
| Average Price/Cashflow | 7.2 |

四、 BGI 對債券 ETF 發展之經驗分享

BGI 截至 2005 年底所管理的資產共有 1.5 兆美元之多，其中包含 102 支 ETF 產品，約佔整個美國市場的二分之一（當時全美國總共有 221 支 ETF）。統計資料顯示，ETF 產品的投資人主要分為三大類：避險基金、投資顧問公司、以及退休基金等。BGI 於 1994 年推出可以讓所有投資人都參與，並且品質優良、價格便宜、資訊透明的商品。BGI 更由”工具箱”(tool box)的觀念延伸而推出了股票 ETF；意指在工具箱中準備有符合不同的投資需求（例如：依總市值的大小）的各種商品。由於這種”工具箱”模式在股票 ETF 的行銷上非常成功，故 BGI 也將其應用在發行債券 ETF 上。因為對於一般散戶而言，雖然參與公債投資已較為普遍化，但公司債投資仍然非常昂貴，而且交易程序相對複雜，債券 ETF 的推出則讓散戶也可以輕鬆地投資公司債。BGI 已推出的債券 ETF 有 iShares Lehman 1-3YR Treasury Bond Fund，7-10YR Treasury Bond Fund，20+YR Treasury Bond Fund（投資標的均為公債）等等依長短年期而有不同的基金可供選擇。

BGI 的公債 ETF 已經有相當的基礎，普遍為投資人所接受。但是在公司債 ETF 的部分仍然存在著瓶頸。因為市場上並不是每一支公司債都有造市者持續地提供有效的雙向報價。以公司債為投資標的所推出的債券 ETF 有 iShares Goldman Sachs$ InvestTop Corporate Bond Fund，iShare$ Corporate Bond，iShare euro Corporate Bond 等等。其中 iShares Goldman Sachs$ InvestTop Corporate Bond Fund 這支基金非常成功，目前市值約 25 億美金。

BGI 發現債券 ETF 有某些特殊的交易現象。例如，短期公債 ETF 通常被當作是現金交易工具（cash vehicle）。另外，散戶投資人或機構投資人似乎傾向於在市場利率上升或者下滑的環境中把長期公債

ETF 當作交易工具(trading vehicle)。例如在預期利率上升時，投資人利用長期公債 ETF 拉長整體投資組合的 duration；而預期利率下滑時，投資人便可利用放空創造利潤。

iShare Lehman Aggregate Bond Fund 以及 TIPS 商品則較常被用來作為對抗通貨膨脹的工具而非交易工具。因為這兩種基金所投資的標的資產較為多元化，而且是屬於成長較為緩慢的資產種類。

五、 BGI 認為債券 ETF 之成功因素

- 必須由獨立第三人計算指數／基金淨值
- 追蹤之指數所包含之標的必須具一定的流動性
- 必須能夠提供便利性、流動性、以及交易彈性
- 必須能滿足各類型投資人的避險需求
- 必須保持低投資成本
- 跨國掛牌時（例如 iShare 到國際板掛牌），必須解決交易日的時差問題

## 參. 參訪野村證券－可轉債／海外可轉債發展議題

| | | |
|---|---|---|
| **參訪日期** | **3 月 13 日** | |
| **參訪對象** | **Nomura Securities 野村證券** | |
| **討論主題** | **CB/ECB 可轉債／海外可轉債** | |
| **參訪地址** | **2 World Financial Center，紐約** | |
| **與會代表** | **姓名** | **職稱** |
| | 高橋秀行 | President and CEO |
| | Najib Canaan | Executive Managing Director and Head of Fixed Income |
| | Paul Deards | Managing Director，Head of International Capital Solutions Group |
| | David P. Jacob | Managing Director，Head of Fixed Income Research |

一、野村證券公司積極促進在台業務發展

高橋(Takahashi-san)先生身兼數職，他不僅是野村證券集團的資深總裁，也是野村證券國際公司以及野村證券美國控股公司的董事長兼CEO。他從台灣分公司負責人荻原康昭(Ogiwara)先生處得知，金管會對於推動台灣金融市場國際化不遺餘力，並且非常支持外國公司在台灣發展各項業務。由其副董事長戶田博史(Toda Hiroshi)先生在去年 11 月親自拜訪金管會並討論野村證券在台灣發展的各項議題這一點可

以看出，日本金融業對於台灣市場的發展潛力頗為看好。

高橋先生提出下列幾點野村證券公司對台灣 CB 市場的研究觀察，也讓我們了解，從外國人的角度而言，本國可以改善的方向如何。

1.台灣 CB 市場為亞洲（除日本之外）最大且流動性最佳；

2.大多數發行機構以科技產業與金融業為主；

3.避險功能有限；

4.閉鎖期較無彈性。

5.綜觀 2006 年，影響台灣 CB 市場之因素有：政治因素、國內外投資人信心、科技業景氣、金融業整併等。

二、台灣市場外幣避險成本過高

李委員提出，台灣大部分的中小企業仍然以銀行貸款方式為其主要資金來源。觀察目前市場發展狀況，發現本國銀行普遍資金充分，並不需要以發行 CB 或 ECB 的方式籌資。再者，許多券商與投資銀行均用 CCS (Cross Currency Swap) 作為其外幣計價資產的避險工具，但 CCS 的避險成本有 360 個基準點(basis point)之多，可謂相當昂貴。若可以用台幣計價資產與外幣計價資產互相交換來作外匯避險，或許可以創造一個更有效率且成本低廉的避險方式。

三、日本企業偏好在歐洲市場發行海外可轉債(ECB)之原因

(1) 企業設定的投資人種類因素：有些日本企業只是想要擴大本國的股東群(investor base)，故選擇在國內發行可轉債。但有些大企業希望其投資人以本國及外國機構為主，則轉向海外發行 ECB。

(2) 價格風險因素：在日本，CB 上市前需要一個星期到十天的廣告銷

售期間 (marketing) ，並作定價(price fixing)。意謂發行公司承擔相當大的價格風險(price risks)。但是歐洲市場的 CB 在時間上提供較高的彈性，上市(launch)的當天便可以完成這些工作，價格風險減至最低。

(3) 成本因素：日本傳統的散戶投資人比較偏好殖利率高的債券，導致發行人必須承擔較高的籌資成本。而歐洲海外可轉債市場則因其低成本的籌資環境而吸引日本企業的青睞。

四、建議倡導企業管理階層增加與國際投資人之互動

高橋先生建議我國可參考日本近年來的模式，加強倡導企業高階經理人參與國際投資人會議，藉以增加國際知名度，提高投資意願。舉日本企業為例，2000 年的時候大約只有 70 家企業到紐約參與國際投資人會議；去年已經達到 130 家，2006 年非常可能超過 150 家。這些企業中，有超過 70%是由其 CEO 或 CFO 出席會議。這是為了讓國際投資人藉由與高階主管的互動了解公司的管理哲學以及發展策略，建立投資人對企業的熟悉度，以增加其投資意願。

當談論到日本與台灣應該在金融領域上有更多的合作時，高橋先生表示非常支持李委員提議到日本舉辦國際投資論壇的想法，認為此舉可以拉近兩國投資人與籌資人之間的距離，促成更進一步的金融市場發展合作。

李委員表示，金管會已在 2005 年 10 月與歐元雜誌(Euromoney)合作在紐約以及倫敦舉辦台灣全球投資論壇(Taiwan Global Investment Forum)，得到許多國際企業的支持與迴響。為了促進本國金融市場國際化，未來也將舉辦更多類似的招商活動並積極推動台灣

企業與外資接觸的機會。

五、歐洲、日本、及亞洲國家(除日本)之可轉債市場研究

野村證券把債券、股票、以及可轉債在不同區域市場中的表現做了分析比較，其研究的市場包括歐洲、日本、以及除日本之外的亞洲國家等等。得出以下結論：

- 可轉債在歐洲與日本均比債券與股票呈現出較高獲利
- 在任何一個區域市場中表現傑出的基金均含有相對較高比重的可轉債。
- 在股市看漲時，可轉債有最高的夏普比率(Sharp Ratio)，顯示每單位額外風險承擔之相對獲利為最高。
- 在牛市行情中，可轉債的表現與股票相當；而在熊市行情中，可轉債的表現與債券不相上下。

從研究分析中得知，可轉債的確是構成最佳投資組合不可或缺的資產之一。因為在牛市行情中，債券型基金持有可轉債使其有機會參與股票獲利機會，但其承擔之風險比股票現貨為低；而股票型基金持有可轉債不但保有股市熱絡時的獲利機會，更為基金在行情反轉時提供一保護傘，降低了整體投資組合風險。即使在熊市行情中，可轉債之表現略遜於債券，但其仍可有效率的使投資組合之整體風險調整報酬最佳化。

考慮野村證券之可轉債分析研究報告對本國可轉債市場參與者亦相當具有參考價值，特將整理之重點摘錄如下：(詳見表二)

| 表二：可轉債區域市場分析研究摘要表 | | | |
|---|---|---|---|
| | 研究期間 | 研究標的 | 研究結果摘要 |
| **歐洲** | 1994 年 1 月 7 日至 2005 年 7 月 29 日 | 研究下列歐元計價指數：UBS European CB index、FTSE Eurotop 100 index、Morgan Stanley Capital International (MSCI) EMU Sovereign + Credit Index | 債券型基金若持有大約 23%的可轉債則可使得風險調整後之報酬最佳化。<br><br>例如，基金投資組合中持有 23%可轉債與 77%債券可有年報酬率 7.4%左右。 |
| **日本** | 1998 年 1 月 2 日至 2005 年 7 月 29 日 | 研究下列日圓計價指數：Goldman Sachs/Bloomberg Japanese Convertible Index、TOPIX index、JPMorgan Govt Bond index | 債券型基金應保持大約 13%的可轉債於投資組合中以達到最佳風險調整報酬。<br><br>投資組合中含 13%可轉債與 87%債券的基金約有年化報酬率 2.3%；相較於 100%投資於債券的基金報酬率(2.2%)些微高出了 0.1 個百分點。 |
| **亞洲** | 1997 年 1 月 3 日至 2005 年 7 月 29 日 | 研究下列美元計價指數：UBS Asia ex Japan CB index、Morgan Stanley Capital International (MSCI) Far East Ex Japan Equities Index、HSBC Asian Bond Index。 | 當投資組合內維持可轉債投資比率在 13.2%且債券投資比率在 86.8%時，年化風險調整報酬率可達 8%。<br><br>雖然當 100%投資於債券時可有大約 8.3%的報酬率，但所承擔之風險卻也相對增加。 |

## 肆. 參訪 Black Rock－中小企業資產證券化議題

| | | |
|---|---|---|
| **參訪日期** | **3 月 13 日** | |
| **參訪對象** | **Black Rock** | |
| **討論主題** | **中小企業資產證券化** | |
| **參訪地址** | **40 East 52nd Street，紐約** | |
| **與會代表** | **姓名** | **職稱** |
| | Ron D'Vari | Managing Director |
| | Mark Warner | Managing Director |
| | Reginald Leese | Managing Director |
| | Kishore | Managing Director |
| | Ryan Rampersaud | Vice President |
| | Molly Rosenman | Associate |

一、BlackRock 公司背景簡介

BlackRock 成立於 1988 年，現為 NYSE 掛牌之上市公司。旗下管理資產大約 4,520 億美元，其中 67%為債券資產，共值 3,010 億美元。BlackRock 在 CDO 業務的發展上非常有經驗，目前共管理 23 檔 CDO，累積總發行額大約 152 億美元。其業務範圍內的 CDO 種類有：High yield & bank loan CDOs、Synthetic CDOs、資產抵押 CDOs、以及商業不動產 CDOs 等等。

今年 2 月，BlackRock 與 Merrill Lynch Investment Managers (MLIM) 正式宣布合併。合併後兩公司共有管理資產將近一兆美元，債券資產

總額增加 1,140 億美元，共有 4,150 億美元。更值得一提的是此合併案在業務方面有絕佳的互補作用。透過合併，原本 BlackRock 較為薄弱的股票業務被 MLIM 補強，使原本只有 400 億美元的股票資產大幅增加至 2,860 億美元。另外，藉由合併，BlackRock 較集中於企業客戶的業務型態也將擴張至零售範圍。或許受到市場看好此合併案將對 BlackRock 帶來正面的影響，其股價從 2005 年底低於 100 美元的價格持續成長至今年 2 月底達到 142 美元。BlackRock 在全球 18 個城市設有分公司，為超過 800 家的企業客戶提供服務。其客戶包含中央銀行、退休基金、政府機構、保險公司、企業、特殊目的機構、以及海外基金等等。

二、臺灣資產證券化市場的現況與挑戰

Black Rock 公司認為台灣市場的確具有相當大的潛力，也非常積極透過策略聯盟的方式進入本國市場。會議中除了與我方代表分享經驗與觀點，也針對李委員所準備的『台灣中小企業貸款市場現況』資料提出相關問題與看法。尤其是資料中前十大提供信用加強機制的銀行列表，更讓 Black Rock 代表覺得非常具參考價值。在資產證券化的過程中，信用加強是相當重要的一環。Black Rock 提出美國市場慣用的信用加強方式有三種：內部信用加強（例如準備金設置）、外部信用加強（例如銀行擔保）、第三人保險等等。

台灣大部分的中小企業仍然以銀行貸款方式為其主要資金來源。資產證券化市場近幾年逐漸興起，主要原因是為了在短期內解決結構債的問題（例如：CBO）。由於目前本國銀行的資金過於充分，導致其不願意將資產負債表上的現金產生部位作資產證券化。再者，

國外普遍用來做資產證券化的資產類別（例如信用卡應收帳款、不動產抵押貸款等等）在本國的市場規模仍嫌不足，無法形成多元化的投資選擇。故對投資人而言，便有集中性風險（Concentration Risks）的考量。

三、提前清償風險因素探討

以香港為例，香港按揭證券公司（HKMC）於 1997 年初成立，其不動產抵押貸款資產證券化業務便是為了替香港銀行將其帳面上不流通的資產轉換成在市場上流通的資產抵押證券。由於香港的房地產市場規模與價格波動均大；故提前清償比率亦相對較高。因此，在提前清償風險較高的市場狀況下，證券化契約必須詳細載記達到契約強制終止標準的提前清償比例為何。

四、如何發展資產證券化市場研究

在美國，多數特殊目的機構（SPV）均為設在開曼群島的公司，得以享受免稅的優惠。對投資人而言，投資資產證券化商品之資本利得亦為免稅項目，只有利息所得必須付稅。

Black Rock 代表認為，一個優質的資產證券化商品必需具備的條件為資訊透明以及抵押品優先權等等。另外資產證券化過程須強調的兩項重點分別是：其一，創始機構(origination organization)必須也持有所創造之證券化資產；如此除了有信用加強的效果之外，亦可提高機構對此證券化資產謹慎經營之誘因。其二，必須有完整的書面文件；記載擔保機制、經理人責任義務等等。

關於發展資產證券化市場，建議可以從下列問題著手並比較本國目前的市場狀況與外國的一般標準，從中了解未來可以從那些基礎建設的改善方面著手：

- 銀行的 tier 1 capital 是否受到限制？
- 信用評等公司是否活躍？
- 是否簽訂 Master Trust？
- 是否有破產保護政策？
- 貸款成數(Loan-to-Value)是多少？
- 不動產市場波動性如何？
- 提前清償比率如何？
- 資產證券化相關法規制度是否已經建立完善？
- 大部分中小企業的資金來源為何？
- 本國經濟以及產業是否多元化？

## 伍. 參訪 Cantor－引進國際債券交易平台的可行性

| | | |
|---|---|---|
| **參訪日期** | **3 月 14 日** | |
| **參訪對象** | **Cantor** | |
| **討論主題** | **引進國際債券交易平台** | |
| **參訪地址** | **110 East 59th Street，紐約** | |
| **與會代表** | **姓名** | **職稱** |
| | Howard W. Lutnick | Chairman |
| | Laurence D. Rose | Senior Managing Director |
| | Mark F. Lieberman | Managing Director of FPCM |
| | Richard F. Dolan | CEO of FPCM |
| | David Ho | Portfolio Manager of FPCM |

一、Cantor 公司背景簡介

Cantor 公司成立於 1945 年，以固定收益經紀商業務起家，並逐漸發展出股票交易與銷售業務。在持續拓展 Inter-dealer 經紀商業務的同時，Cantor 公司也開始在系統科技方面投入資金，成功研發出 eSpeed 電子交易平台。在 1980 年代已將業務範圍擴展至倫敦與日本，現今是國際知名的金融服務提供商（financial service provider）。值得一提的是其子公司 eSpeed 以架構功能完備之跨國電子交易平台聞名，更是本國考慮合作的洽談重點。

二、加拿大市場發展案例參考

Cantor 公司以加拿大為例，說明一個國際電子交易平台可以如何

使一個被低估了的市場逐漸被發掘其重要性。當時，市場上有美國指數、歐洲指數、以及新興市場指數，而加拿大卻沒有被包含在這些指數內。這個現象並不代表加拿大市場好不重要，只是被忽略了。即使如此，加拿大仍然默默地加強市場基礎建設，與 Cantor 合作引進國際電子交易平台。而當全球投資人發現加拿大市場的潛力時，已經準備好的交易平台便為這個市場提供了一個快速成長的管道。對於以追求最大獲利為前提的投資人而言，資產配置(asset allocation)的重要性遠勝於資產選擇(asset selection)，這便是加拿大市場在過去三年內成長了三倍的原因。台灣目前的情況便像是一個被低估的市場，未來的發展潛力非常需要一個國際債券交易平台作為推進器。

三、與 Cantor 公司合作之優點

董事長 Howard 表示 Cantor 非常願意與我國合作建立一個國際債券交易平台，為台灣的籌資者以及投資人提供一個與國際市場接軌的環境。由於 Cantor 公司每年投資於系統科技發展的 資金超過三百萬美元，且有專業的程式分析師可以針對台灣市場特別的需求客製系統功能。而未來與 Cantor 的合作關係也可能為本國債券市場提供跨國流通管道。

## 陸. 考察心得

此次藉由參訪國際領導債券業者以吸取其成功經驗，著實獲益良多。各受訪機構在國際金融市場上均頗為活耀，除了在各個專業領域累積有深厚經驗之外，其國際業務操作模式以及拓展經驗也都值得我國做為未來參考。例如雖然本國在推動債券 ETF 一案仍面臨許多挑戰，但觀察美國成功的發展債券 ETF 之後，亦帶動其公司債市場流動性與價格透明化等各項優點，的確成為本國朝此目標前進之動力。此外，參考日本企業在國際資本市場成長迅速的經驗，其中一項重要的因素便是高階經理人積極參與國際投資人會議並藉由與多元投資人之間的互動增加企業之國際知名度。在瞬息萬變的金融市場中，這些發展經驗都與本國推動國際化之目標密切相關。相信主管機關在外國經驗的參考輔助之下，金融改革及發展之路才會更加順利。

## 第二部分 CFTC 國際期貨主管機關會議及 FIA 年會會議報告

### 壹、前言

2006 年第 31 屆美國期貨業協會（Futures Industry Association，FIA）年會於 3 月 15 日至 18 日假美國佛羅裡達州波卡(Boca)舉行，計有來自全球多 29 個國家，270 幾個機構，850 多位代表與會參加。

本次本屆年會我國由金融監督管理委員會李委員賢源率領，證期局吳局長當傑、期貨商公會王理事長中愷及糜顧問以雍、期貨交易所何總經理富雄、朱副總經理士廷、證券集中保管公司林副總經理修銘等，計 10 人參加。

除參加國際主管機關會議及相關座談會外，亦與 MSCI 代表會晤，並與美國商品期貨交易委員會(CFTC)就資訊交換合作備忘錄交換意見。另期貨交易所何總經理亦擔任「亞洲新契機」專題研討會與談人，並接受 FOW 及 Futures 等國際期貨知名雜誌專訪，此行我國代表與與會代表就各項議題交換意見及經驗，對促進我國與各國主管機關與國際交易所之合作關係，及提升我國知名度有相當斬獲。

### 貳、年會活動

本次年會於 3 月 15 日由「CFTC 國際主管機關會議（CFTC International Regulator’s Meeting）」及「國際各交易所董事長及總經理會議」揭開序幕，隨即展開為期 4 日各項專題演講、座談會及研討會活動，計超過 20 餘場。

此外，年會期間同時舉辦展覽活動，計有來自全球知名交易所、期貨商、資訊廠商、軟體廠商、出版商、資訊公司等 24 個機構參展，

包括 CME、Eurex、NYMEX、eSpeed 等，各參展單位提供產品、系統、活動等各項最新資訊。另年會由會員公司贊助各項餐敘、慢跑、高爾夫球友誼賽等聯誼活動，以增進會員間互動關係。

以下謹說明 CFTC 國際主管機關會議相關議題與論述及主要專題座談會及專題演講：

一、CFTC 國際主管機關會議

會議由 CFTC 主任委員 Reuben Jeffery III 致歡迎詞，並介紹在座各委員與參與者及討論議題。

我國由金管會李委員賢源及證期局吳局長當傑代表與會，另有來自世界 17 個國家，40 位代表與會，包括加拿大 Manitoba 証管會、安大略証管會、魁北克財政廳、大陸証監會、法蘭西金融市場部、德國 BAFin、印度市場委員會、義大利 CONSOB、日本農林水產省及經濟產業省、韓國金管會、墨西哥財政廳、荷蘭財政廳、新加坡金融管理局、西班牙財政廳、瑞士聯邦銀行委員會、泰國農產品期貨交易委員會及美國証券管理委員會及商品期貨交易委員會等代表。

本次會議主題，包括從效率、架構及管理等方面探究主管機關面臨結算機構整合所扮演角色、涉及反托拉斯之法規討論及跨國交易，與會代表就其正反面及優缺點，予以辯論。

（一）議題一：主管機關面臨結算機構整合及交易所管理問題，所扮演之角色：主管機關應界定及應否影響結算機構及交易所之組織架構以達到公平、有競爭力、有效率及健全市場之管理目標？

主持人：John McPartland，國際顧問及金融市場顧問，芝加哥聯邦儲

備局

正方：Mark Young，Partner，Kirkland & Ellis

反方：Jerrold E. Salzman，Partner，Freeman & Salzman

與談人：Benedicte Doumayrou，研究發展部主管， AMF，法國

Gunter Birnbaum，執行主管，BAFin，德國

全球目前有超過 70 家衍生性商品交易所，在衍生性商品市場交易量不斷創新高之際，尋求更具效率市場之需求，帶動交易所朝向全球化整合，提供單一窗口百貨服務(one stop exchange)繼續成為 2006 年的主流，以為客戶創造更具規模、更有效率及更優質之市場，並維持競爭優勢。因此，各交易所在成為 one stop exchange 競賽中，無不卯足全力，而單一交易所，可同時交易現貨及衍生性商品，甚至店頭商品，交易人將可因單一法規及單一結算所之保證金互抵與交叉保證金機製，而成為最大的受益者。

而交易所整合的模式，有基於建立超大型的集團，使資源更有效運用，如德國交易所(DBAG)，採行垂直整合(vertical consolidation)，在控股公司架構下，將交易/結算/交割/保管各成立子公司，納入同一集團組織。有為降低跨國交易之成本，採行水平整合(horizontal consolidation)，如 Euronext N.V.，於各地區成立單一交易所子公司，並將交割業務交易由合作關係之 Euroclear 負責，至於結算部分則由 Clearnet 進行。毋論何種整合模式，都是為了強化本身的競爭力。

另外，結算機構之整合模式，不管是水準整合(horizontal consolidation，多個交易所共用同一結算機構)或垂直整合(vertical

consolidation，交易所與結算機構一對一之關係)，均是追求效率、降低成本及調整法令的架構，建立最佳化的市場為目標，但是推動全球化整合的同時，但是不代表同時推展風險的最低化，相反地，成本的降低往往植基於較大的風險。尤其為追求競爭力而建立寡占的市場，也引發了可能造成寡占的濫用及無競爭的情形，進而影響交易人的權益，因此，如何一方面不影響市場的競爭力，另一方面同時兼顧市場的健全及安全發展，乃是主管機關在全球化的整合潮流下，所面臨的主要課題及挑戰。

正方：主管機關之角色定位：扮演盆栽型植物(potted plants)或動作派英雄(action heroes)？

毋論是水平整合或垂直整合，主管機關在財務整合方面，應該避免系統性風險；在市場整合方面，應加強市場監理；在提升交易效率方面，應確認交易人獲得最佳價格；在提升競爭力方面，應克服交易所本身利益與公共利益之衝突。

依據美國 1922 穀物期貨法針對 Board of Trade 與 Olsen 案例中，對期貨市場的管理，指出三項結論：第一，基於許多跨洲商業活動都仰賴及運用期貨市場的價格，因此最高法院確認對期貨應建立聯邦法令規範；第二，為了保護商業活動，政府應立法管理；第三，期貨由於涉及公共利益，容易受到操縱，因此，為保障商業活動及公共利益，應立法管理。後續，2000 年美國國會針對商品交易法之立法精神，有 3 項新的詮釋，第一，本法之交易系屬全國及州際之經常性活動；第二，應符合公共利益；第三，期貨具有管理及承擔價格風險，提供價格發現及價格揭露之功能。綜上，國會指出期貨市場在委員會之監理下，應透過對於交易機制、結算系統、市場參與者及專家之有效自

律規範，達到符合公共利益之目的。此外，其他立法目的，包括預防價格操縱或其他影響市場健全之脫序行為、確保交易之安全、避免系統風險、保障交易人及促進創新及公平競爭。換言之，國會亟望主管機關之管理，應以建立活絡、公平、財務安全之交易、有效之自律管理、無操縱、無詐欺、無系統風險、有創造力及公平競爭之市場為目標。

在前述理念下，期貨市場的現況為何？2000 年現代法已然除去所有防礙提升市場競爭力之障礙？

事實上，不是全數除去，只是減少障礙，反倒是美國 EUREX 及 Euronext.Liffe 來勢洶洶，而美國本地鮮少有 2 個或 2 個以上交易平台同時上市同一個商品，其所採行模式為垂直整合，如 CBOT 及 NYMEX(鐵)、ICE 及 NYMEX（原油），至於其股票選擇權則為水平整合及多家交易所掛牌上市，結果顯示水平整合有助於財務整合，提供較優惠價格，較低交易成本等，而期貨市場則屬對角線型(半水平)整合，如 CME 及 CBOT 均由 CME 進行結算，該 2 交易所無重疊商品，從 2004 年 1 月 CBOT 指定 CME 進行結算，其結算量合計約占全市場 90%，透過為 2 交易所進行結算，CME 可將大部分風險集中控管，並得以較寬廣角度管理風險，也因而強化其財務，由於同質性商品之風險互抵、組合部位採取單一結算保證金、集中結算而降低交易成本、單一交割結算基金及人力成本，進而大幅提升效率及節省支出，根據 CME 於 2005 年 3 月對國會報告指出，14 個月的結算合作案，已節省 18 億美金。

從 CBOT/CME 案例，主管機關之態度為何？ 18 億美元相當於 CFTC 18 年的預算，是相當龐大的金額，主管機關應不予介入，而任

由市場自行運作？

競爭是有利於市場的發展，水平整合併不會遏止 20 億美元現象，同理，相互結算(FUNGIBILITY)也不會，而是加強今日美國市場不存在的實質競爭，也就是更優惠的價格、更低的費用及更多的創造力，尤其在交易端更多的競爭更加突顯集中結算機構(Central Counter Party，CCP)的重要性，亦即應提供不同交易平台之會員得以沖銷其部位及保證金減收之機制。

但是面臨交易所謀求本身最大的利益的同時，如何兼顧其自律機構角色，以保障公共利益的問題，二者之利害衝突，主管機關應如何處理？將自律與其經營運作隔離？董事會成員？監理委員會？

主管機關應責成交易所另外成立自律機構，或者由全國期貨業公會(NFA)發揮自律功能，另一方面，在董事會成員加入相當數量之獨立或公益董事，如紐約證券交易所(NYSE)所有的董事都是非業界代表，芝加哥選擇權交易所(CBOE)則為 50%，CME 之 20 位董事中有 7 位非業界代表，CBOT 之 17 位董事中有 3 位，該等董事之職在抑止極端化，並使其均衡(check and balance)。另外，單獨成立監理委員會(Regulatory Oversight Committee)，由非業界及非交易所代表組成，必須有一定的授權，製訂自律規範規則，獨立的人員及充足的資源及與主管機關的聯絡管道。換言之，自律機構一定程度的改革，是必要的。

在交易所變革中，主管機關必須扮演監督及協助者之角色，必須適時調適及擔任中性的仲裁者，而主管機關絕不容許為了個人利益犧牲公共利益。

反方：在可預見的未來，每個人都是改變中的一部分，管理是地

區性的，但市場是全球性的，尤其交易所在以謀求股東最大利益前提下，採取開放的措施，提供多樣化的選擇，尤其電子交易市場的興起，多種型式的結算，價格、服務、新思維，新商品等競爭之自由化，更加確認成功的主管機關應界定在其目標下，允許交易所及結算機構透過自由市場競爭機制，達成該目標。換言之，主管機關應扮演看不見的手(invisible hand)。

所謂的公平、競爭、有效率及健全的市場是高調而空洞的目標，缺乏具體的指標，並容易造成管理之濫權。主管機關應賦予市場使用者多元化的選擇，並對其提供的解決方案，予以信任，且衍生性商品市場具有相當的爭議性，包括電子化市場、24 小時運作、交易人之直接交易管道、多重交易地點及多樣化衍生性商品契約等。主管機關如何在機動化的環境中，以靜態的模式調整市場架構，以達到完美又有競爭力的目標？以 2006 年 3 月倫敦金屬交易所(LME)申請延長電子交易時間為例，英國公平交易委員會花了 6 個月的時間進行審核，裁定暫緩該交易所之申請，理由是該申請將違反歐盟競爭法，並強迫其競爭對手 Spectron 公司之金屬交易市場關閉，而 LME 系基於為了吸引亞洲，尤其是中國大陸參與者，倫敦金屬交易者均無法理解該項裁定，許多期貨商及交易公司原已準備配合交易時段的延長，提升內部的系統並增聘新人員。

由上例得知，主管機關提供政策性的解決方案以控管市場，而市場亟需最大的自由以有效運作，主管機關如何界定所謂有利的市場架構：採取集中結算機構之機製(CCP)？選擇受管轄的公司所控制的自律機構及由同一標準董事所管理之不予區隔及具競爭力之交易所？主管機關應該阻止交易所同時兼營結算機構？更進一步，結算機構應

該由具一定財務標準之使用者持有及控制？以歐洲證券交易所(Europe Stock Exhange)為例，歐盟委員會基於競爭政策及法令，不允許其同時擔任結算及交割機構，但結算費用過高的問題並獲得解決，因此交易機構，包括銀行公會呼籲歐盟正視結算及交割費用的問題。

另一案例，為 LCH-Clearnet 在其報告中指出，泛歐交易市場之結算交割不具效率，乃是促使主管機關推動結算整合，亦即成立集中結算機構(CCP)，藉以降低費用、提升風險管理效率及競爭力及由於標準化作業而受惠，但是由於大部分交易所對集中結算機構具有控制權或相當影響力，因此，LCH 指出，政府機關應予介入，以避免競爭被扭曲及 CCP 的客戶利益受損，由此觀之，市場是與使用者站在同一立場，主管機關毋須預設立場。

事實上，對於金融服務業而言，無所謂慈善家，市場的運作模式即是如何相互合作，以增加市場佔有率，而控制結算即限制交易所之力量，亦即主管機關強制推行單一及相互持股之結算機構，將破壞具創造力之交易所之競爭優勢，且由每個結算參與者依一定財務比例持有及控管結算所，將違反結算之成本效益及合理之營運計畫。OCC 為一強制成立之結算機構，由交易所持有，採行不變的管理法則，結果造成高成本，相較於 CME 在具競爭之環境中，並由結算所之股東會員公司監理，因此 CME 得以致力於提供具創造力與優質服務及低費用為要務。

主管機關的干與只是以懼怕反競爭之行為作為理由，交易所能在勉可收支平衡狀況下，提供報價，被主管機關視為失敗之管理，而交易所與結算所合併則被視為將中介機構邊緣化，然實務上，當有利圖時，各個公司才會全力以赴，爭取成為贏家，換句話說，如沒有成功

的報酬，競爭的利基就不存在，各公司愿意承擔風險、投資及開創以取得優勢，而優勢背後將創造超級利益。缺乏報酬的成功，則代表平凡法則。

結論：以歐洲市場觀之，結算機構(CCPs)確實有整合的需要，但是究竟成立歐洲市場單一家集中結算機構，或者現貨及衍生性商品市場各自成立集中結算機構？另外店頭衍生性商品市場是否應比照集中市場模式？或者各集中結算機構間之相互合作以取代集中結算機構之整合，成為另一種模式？然而，毋論是那一種整合模式，如業界認為那種模式是合適，主管機關都不應該成為阻力。

我國立場：我國期貨結算機構之業務目前由臺灣唯一之交易所（臺灣期貨交易所）兼營，其組織型態、設置標準及管理規則等，均由主管機關訂定，並以促進公共利益及確保期貨市場交易之公正為宗旨。

由期交所兼營結算業務之優點有：對主管機關而言，管理上較為有效率。在期貨市場規模不大之情況下，交易所合併結算機構可節省期貨交易之相關成本。期交所及結算機構均負有查核會員機構之責任，交易所與結算機構合併，可整合相關查核資源、迅速對有問題之機構採取必要措施。臺灣期貨市場自 1998 年起建立，與其他國家之期貨市場相較，尚屬新興市場。目前期交所雖屬獨佔事業，惟其受本會監督，因此在運作尚無不公平之情況。

（二）議題二：競爭/反托拉斯法－主管機關之角色？衍生性商品市場之主管機關在反競爭行為、交易所整並及智慧財產權之管理，應扮演之角色？

主持人：James Overdahul，首席經濟分析師，美國商品期貨交易委員會

與談人：Cindy Petlock，市場管理部經理，加拿大安大略証券管理委員會

Verena Ross，市場管理部主管，英國金融服務局

Elizabeth King，市場管理部副主管，美國証券管理委員會

Edward Rosen，合夥人，Cleary Gottlieb

（一）近年來衍生性商品市場歷經前所未有的變革，從過去的人工喊叫市場，到電子交易模式的崛起，並挾其科技優勢已佔有一定交易規模，此外，CME 成為第一家公開上市的交易所，為股東帶來超過 4 倍以上的獲利，以及 Eurex US 的成立，個股期貨的開放，事件型態契約(如天氣契約)的上市等，廣泛而言，影響衍生市場的最大動力就是科技及競爭，在競爭的大環境下，主管機關雖的角色也必須轉變，管理的模式必須調整，方能完成公眾賦予管理者之任務。

（二）美國商品期貨交易法的立法意旨，係在推動市場具創造力及公平競爭之前提下，主管機關應該考量透過反托拉斯相關法令保障公共利益，此外，在立法時，應致力避免反競爭的措施及作法。2000 年商品期貨現代法，使得衍生性商品市場更具競爭力，CFTC 從過去深度涉入交易所每日運作的決策，到轉換成監理者，確認交易所具有適當的系統，得以保障市場及公共利益。在市場以因應參與者及商品之風險管理為導向，及市場自律功能的強而有力查核機制下，其他屬私法的保障，包括智慧財產權，對於保障交易所的權益就愈顯重要。

而智慧財產權的保障乃是市場經濟及自由社會能夠適當運作的動力，今日所面臨的問題乃是保障智慧財產權的個人保障可能影響公共利益？

美國聯邦貿易委員會（Federal Trade Commission，FTC）指出確實專利制度下，大部分的智慧財產權都與競爭原則取得平衡，但仍有部分影響公共利益，因此，相關的變革是必要的，對期貨市場而言，具有爭議性的專利在期貨市場也不陌生，遇有爭議性的專利案例時，CFTC 將與專利主管機關合作，將其專業意見提供其作為參考，此外，CFTC 也不吝公開其對具爭議之智慧財產權之看法，證券管理委員會（SEC）也採取同樣的作法。如該智慧財產權之取得已嚴重影響市場競爭，主管機關將採取必要的措施予以限制。

（三）基於維持金融市場信心、推展公共大眾了解金融體系、保障客戶權益及降低金融犯罪之目標，主管機關致力於建置具競爭力之環境，所謂好的管理乃是使競爭的副作用降到最低，同時鼓勵被管理者之競爭動力。在英國，競爭的主管機關乃是公平交易委員會（Office of Fair Trading，OFT）及競爭委員會（Competition Commission，OC），前者負責併購案例之初步審核、競爭法之執行及市場調查資料製作；後者則負責併購案的深入審核、執行市場調查及審核經濟面部分之法規等，該 2 機構如認為金融服務主管機關（Financial Service Authority，FSA）之相關法令規定有限制、扭曲或使競爭不公平之情形，可責請前開主管機關予以修訂。

以倫敦証券交易所（London Stock Exchange，LSE）併購案為例，FSA 主要在確認該公司併購過程符合認定要件（Recognition Requirement）及強調公司治理、管理品質、金融資源、系統運作及

控管等，另外，2005 年 2 月 Callum McCarthy 發表的聲明，提醒該交易所之股東應了解募資的過程、英國上市的規範及市場濫用的情形，更重要的是，OFT 及 CC 也發表聲明，指出其引發的嚴重影響競爭的爭議點，包括德國交易所及 Euronext 對於 LSE 結算服務持有相當的股份及控制權、投標人應具有的架構及行為規範及與 RR 規定應無扞格等。

至於智慧財產權及反競爭行為部分，智慧財產權乃是授與擁者絕對的權利，而競爭法則是鼓勵公開競爭市場，因此如何在保護智慧財產權及維持競爭二者之間取得平衡，歐盟的立場乃是禁止獨佔者的濫權，但是不應損及智慧財產權，對英國而言，最大的挑戰乃是有史以來，智慧財產權都受到各省份法令的保障，這可能是發展單一市場的障礙，至於其解決模式，不是透過立法干與，而是基於需要而修訂法令，主要的方式有二，一則調整各省法令使其歸於一致，一則將智慧財產權的法源回歸於歐盟的規範。

我國立場：臺灣期貨市場競爭激烈，目前共 64 家專、兼營期貨商。許多業者採取殺價競爭之策略，變相殺價的結果，約有 1/3 經營呈現虧損狀況。此外，臺灣共有 13 家期貨經理事業，於 2005 年底，僅操作美金 4 千萬之委托資金，且每家都呈現虧損狀況。因此我國目前所面臨者，為惡性競爭過於激烈的問題。

為有效防杜期貨商手續費之惡性競爭，金管會已要求期交所依不同商品類別請期貨商申報收取費用明細表，以估計期貨商之收費合理性，並就異常部分移請期貨公會依自律規則處理。另，我國涉及競爭及反拖拉斯法之主管機關為公平交易委員會，金管會將觀察市場狀況，避免業者惡性競爭，因此不排除將違規業者移送公平交易委員會

處理。

（三）議題：跨國交易問題－主管機關對於跨國交易之了解情形及應如何調整其角色？三方面討論：全球化交易之阻力：部分主管機仍不支持綜合帳戶及 give-up；e-trading 的挑戰；REFCO 事件之兩難：全球不同的法令規範，使得客戶對於其在經紀商之開戶情形，感到疑惑。

主持人：Gary DeWall，集團法律主管，Fimat Group

與談人：Ronald Filler，總經理，Lehman Brothers Inc.

Donald Horwitz，內部稽核及法律主管，Global Futures ABN AMRO

Bonnie Litt，總經理及法律副主管，Goldman Sachs & Co.

主管機關代表座談

主持人：Derek West，金融管理顧問，AMF，魁北克，加拿大

與談人：Xiong Jun，期貨監視部經理，大陸証監會.

Taro Yoshida，衍生性商品政策部副主管，經濟產業省，日本

Carlos Quevedo，市場監視主管，CNBV，墨西哥

（一）在衍性生商品市場全球化聲浪中，愈來愈多基金管理者等機構法人，對參與遠距新市場有相當興趣，惟如何有效管理多重貨幣風險、各類不同的報表及不同形式的交易資料？又其必須在每一市場

尋找具聲譽之地區性仲介機構，或者可直接透過全球性經紀商處理上述問題？綜合帳戶乃是解決跨國交易之重要機制。

綜合帳戶乃是 1 經紀商在另 1 家經紀商（carrying broker）開立單一帳戶(one single account)，該單一帳戶背後係由多個別客戶組合而成，通常 carrying broker 無法得知客戶明細，同時亦不提供個別明細帳，實務上，經紀商通常透過其在外國交易所之子公司開立綜合帳戶，如此，交易人可將其所有的交易透過單一全球型經紀商執行，而毋須透過該經紀商在各地之子公司，亦即，交易人如欲在不同地區交易，透過綜合帳戶，交易人可經由單一經紀商為其在全球各地交易進行結算，全球交易僅需單一付款，同時其交易具有保密性，並由 carrying broker 擔任交易相對方，此外，綜合帳戶可以提供主管機關重要的資訊，包括如果其持有大額部位，主管機關可以要求 carrying broker 提供該帳戶下的大額部位客戶名單，如無法提供前開資料，則主管機關可要求將其部位平倉，因此，綜合帳戶不致影響市場管理，反而可以帶來商機，並可提供交易所重要的交易資訊，進而加強市場管理。

以美國為例，綜合帳戶機制對交易人而言非常重要，由於美國期貨法令規定客戶基金必須存放於在 CFTC 註冊登記之期貨商，以確保交易人資金獲得妥適保管，因此，美國交易人如欲參與國外期貨市場交易，除非該外國期貨商向 CFTC 註冊登記，否則無法透過國外期貨商從事該國之期貨交易，也因此，美國有所謂 Part 30 豁免規定，交易所取得該項豁免後，其所屬會員期貨商等同於美國境內期貨商，可直接向美國交易人推荐當地國商品，然事實上，許多迅速成長的市場，包括台灣、韓國、墨西哥及印度等，尚未取得該項豁免，因此，

對該等交易所而言，綜合帳戶機制顯得愈趨重要，美國交易人可藉由美國期貨商以綜合帳戶方式，交易外國交易所商品，CFTC 也可以確認其交易人資金獲得保障。

雖然綜合帳戶在跨國交易中非常普遍，但的確也造成主管機關在管理上的困擾，主要因為無法得知最終交易人，尤其針對洗錢或大型基金可能操縱較不活絡的契約及影響市場穩定等問題。

（二）跨國交易及跨商品交易涉及不同型態對手關係，包括銀行、經紀商、結算所及其他未受管理之主體，另外，不同國家不同地區之法令規範，包括交易人權益保障、破產、結算所違約處置及抵押品等相關法令，甚至契約條款等，面臨上項問題，主管機關應如何處理？主管機關應該強化公開揭露、區隔小額及機構交易人、在管理上，提供最大的彈性，及對中介機構課以相當的責任。

為推動跨國交易，加強市場國際化，日本於 2004 年修訂商品交易法，其主要目的有四項，一為提昇市場信用：如強化交易人資產的保障，使所有客戶的保證金與結算機構分離，及成立交割結算基金；二則加強期貨商管理：加強期貨商推銷行為之管理、對期貨商操作面採行具具彈性之申請制度及加強對期貨商查核；三促使期貨商管理規則合化；四為建立獨立結算機構，日本商品結算所（Japan Commodity Clearing House，JCCH），為所有 7 家商品交易所的商品期貨交易進行結算。另外，改善市場的便利性，包括開放店頭交易及擴大交易所之會員。

上項目標與推動日本商品期貨市場國際化息息相關，其重要具體的成果，包括開放國外投資機構直接參與日本商品期貨市場、提高外國客戶交易量及繼東京穀物交易所（Tokyo Grain Exchange，TGE）

外，東京工業品交易所（Tokyo Commodity Exchange，TOCOM）亦取得美國 Part 30 豁免。後續為了達到推動跨國交易，法規的調整乃是必要的，包括結算會員資格、延長交易時間、建立 Give-up 及 Transfer 機制、調整保證金計收方式、放寬部位限制及放寬漲跌幅等。

至於墨西哥市場方面，其主要問題為不同評價系統、高度集中市場、高營運成本、高資本支出等，為了解決上項問題，開放全球帳戶及外國遠距參與管道（remote access），以增加市場參與者及改善市場結構。前者係國外經紀商透過墨西哥結算會員或經紀商參與，對投資人而言，毋需在墨國開立帳戶，即可直接參與交易，對交易所而言，則可增加參與者種類及流動性，對主管機關而言，則可確認全球帳戶之每一客戶，進而確認可能的違法行為。後者係由外國期貨商透過 API 介面與交易所交易系統連線，並由 Asigna（衍性商品之結算機構，其信託人及結算會員為 4 家主要銀行）進行結算，雖然在國外進行交易，但仍由當地結算會員在 Asigna 進行結算，如此，國外會員仍然受到當地法令管轄及監視。

（三）E-trading

隨著電子交易主流時代的來臨，電子交易挾科技優勢突破國界離，推動跨國交易，交易人透過獨立資訊廠商，如 Pats 系統直接下單至交易所，再透過交易所結算會員或 Give-up 制度進行結算，或方過主要經紀商（prime broker）或會員公司之下單系統（Graphical User Interface，GUI）與交易所連線，如此，交易人不僅可交易當地商品，更可進行跨市場交易。當科技跨越藩籬，使跨國交易日益興盛之際，主管機關不僅應致力於調整法規及提昇管理架構，更應將不符合國際標準之不必要管理規範予以刪除。不同管理方式，有不同的成功典

範，也不是一種體制可適用所有的地區或國家，但是如何在保障交易人權益及維持市場安全運作的同時，調整法規使其管理法則趨於國際化，乃是確保市場創造力及市場參與管道之重要課題。交易人的選擇應不受地域限制，主管機關應提供全球每一角落的交易人及市場最基本的保障。

（四）REFCO 事件的省思：繼恩隆（Enron）案後，美國再度報爆發 REFCO 弊案，專家們指出由於太多資金追逐太少機會，造成避險基金或投資公司巨幅獲利，也使得投資人對其趨之若鶩，雖然證管會自 2006 年 2 月增加避險基金必註冊之新規定，但是支持者及批評者，對這項新規定所造成的改變，並不表樂觀，基於利益的追求，投資人仍然熱衷將大筆金錢投注於避險基金或投資公司，而對於這類弊案，理論上稽核人員（會計師）、投資銀行應該審慎審核營運狀況及財務狀況，但實務上，為了龐大的輔導上市及承銷等費用收入，該等公司在執行上並未如公眾之期待，所以投資人本身必須作必要的查核事項，以保障本身的權益，至於主管機關如何防弊在先，而非除弊在後？事實上，主管機關主要仰賴公司董事、人員、查核人員及財務人員提供的資料，然除此之外，主管機關應該採取更嚴格的監理方式，但是主管機關也指出，如果該等公司主管蓄意隱瞞，法令再如何嚴格或週詳，也幾乎無法全然防止，只有投資銀行、查核人員、管理者及投資人正視本身所面臨的風險，才可能將弊案減到最少。

我國立場：我國業於 2006 年 3 月 27 日起開放外國機構以綜合帳戶從事我國期貨交易。亦即，境外華僑及外國人除可以直接帳戶模式，直接委託本國期貨商從事我國期貨交易外，尚可向當地國之期貨經紀商開立綜合帳戶向我國期貨商下單，從事我國期貨交易。綜合帳

戶持有人（外國期貨商）無須向本國期貨商揭露其帳戶下之個別交易人資料，但須申報其下個別交易人之部位資訊予期交所。

在 E-trading 方面，當遇有保證金不足情況，交易人或結算會員應於規定時限內補足保證金。此時跨國交易將面臨跨國匯款時效問題。我國目前規劃之模式，係由匯款行發出 MT103/MT202 SWIFT 電文後，受款銀行接收電文並依銀行實務作業，將款項撥入帳戶，約一小時內相關保證金可到位。惟期貨商及交易所應將各國休假日列入風險管理作業，避免各國休假日時無法及時將保證金補足。若某結算會員為外國公司，且其無法履行交割義務，則主管機關在管理上就面臨難題，因為該結算會員之母國所能提供之財務協助非本國主管機關之管轄範圍。

至於 Refco 事件：本事件彰顯結算機構風險控管之重要性。Refco 事件發生時，CME 結算機構稽核人員迅速派駐在 Refco，以監督其自有資金與客戶資金之運用，同時每日交換資訊直至相關業務及資金順利移轉至其他 FCM。此外，此事件亦顯示交易所及主管機關間溝通之重要性。Refco 為一國際性公司，在倫敦、紐約、芝加哥均有客戶。當 FCM 全球化時，各國交易所、結算機構與主管機關之密切溝通，可以使客戶明確了解市場狀況，進而保護其權益。

二、座談會

（一）資訊交換：由各交易代表主持，討論該交易所本身的發展情形、所面臨的問題及未來展望。

1.墨西哥衍生性商品交易所（MDEXDER）：為全球第 20 大交易所，致力於提供外資參與者優惠稅率，開放遠端會員機制及建置新下單系

統，以達到吸引外資交易，改善市場交易結構及增加交易規模。

2.巴西交易所(BM&F)：介紹衍生性商品、外匯及證券等三大結算所。

3.紐約期貨交易所（NYBOT）：說明糖及乙醇等商品之迅速成長情形及新推出的歐洲指數期貨契約與電子商品操作系統。

4.韓國交易所（KRX）：說明合併後，韓國衍生性商品市場之發展情形及 KOSPI 200 選擇權面臨之挑戰。

5.EUREX.LIFFE：介紹 LIFFE.CONNECT 之功能及新推出符合美國交易人之相關制度。

6.EUREX/EUREX US：說明 EUREX 為全球最大的期貨暨選擇權交易所，其 2005 年交易量達到 12.5 億口，目前已推出 18 個美元及跨幣別契約。

7.芝加哥商業交易所(CME)：說明 2006 年展望，包括擴大國際參與，商品開發及科技提昇等三方面。

8.TOCOM/JCCH：介紹新成立之商品結算所（JCCH）及對客戶之資產保護措施。

9.FIA 簡報：說明 FCM 經營成效、面臨問題及前景，並討論科技的影響。

三、專題討論

1.衍生性商品之成長契機：其成長的動力及未來的展望。

2.結算新思維：結算所之監理、交易所之競爭情形、結算所之角色、店頭商品及其他風險管理問題。

3.市場之思維：交易所在市場發展中所扮演的角色。

4.股票選擇權能否繼續成長：屬於散戶型商品及其發展前景。

5.亞洲市場之契約：其成長的動力、交易所及結算機構之整合現況與發展趨勢，及開放外資及跨國交易。

四、專題演講

1.英國總理布萊爾夫人 Cherie Booth，QC：如何在工作及生活中取得平衡及全球化工業化的腳步下，如何更人性化。

2.美國商品期貨交易委員會主任委員 Reuben Jeffery III：面臨衍生性商品市場急遽成長及國際競爭日益日熱化，主管機關之角色及未來。

會議議程

95 年 3 月 15 日（週三）

| | |
|---|---|
| 8:30 | 註冊及早餐 |
| 08:45 | CFTC 主席 Reuben Jeffery III 致歡迎詞、介紹在座 CFTC 委員及參與者、討論議題。 |
| 09:15 | 題目 1:結算－效率、架構、管理－主管機關的角色扮演<br>針對結算架構合併模式之優缺點予以辯論：垂直結算模式 |

| | |
|---|---|
| | （vertical clearing model，交易所與結算機構一對一之關係）是否優於水平結算模式（horizontal clearing model，多個交易所共用一個結算機構） |
| 11:15 | 中場休息 |
| 11:30 | 題目 2:涉及競爭/反托拉斯法之法規討論 |
| 13:00 | 午餐演說，John Damgard，美國期貨業協會主席 |
| 14:00 | 題目 3：跨國交易之相關議題<br>產業小組： 綜合帳戶、E-trading 風險、Refco 事件。<br>主管機關小組：對跨國交易可提供之協助，如客戶保護、促進跨國業務（如結算）、部位限制及帳戶架構及仰賴國外証照評估法人客戶等。 |
| 16:00 | 臨時動議及散會 |
| 18：30 | 歡迎晚會 |
| 19：30 | CALYON 雪茄巴台 |
| 21：30 | ICAP 小酌 |

95 年 3 月 16 日(週四)

| | |
|---|---|
| 07:45 | 早餐 |
| 08:45 | CFTC 主席演講 |

| | | |
|---|---|---|
| 09:15 | 上市衍生性商品業務之成長<br>主席：CME 主委與執行長 Richard Sandor<br>與談人：CBOT、CME、NYMEX、EUREX、ICE 高層經理人 | |
| 10:30 | 休息 | |
| 11:00 | FCM 之經營--經營成效及前景<br>議題：跨商品經紀、保證金沖抵、國際化、交易所與 FCM 潛在衝突、科技影響、公司合併<br>主席：飛馬（美國）資深執行副總 | FIA 資訊科技部門<br>主席：Citadel 總裁<br>與談人：NYMEX、Atos Euronext Market Solutions 主管 |
| 12:15 | SFO 作秀 Ted Koppel | |
| 14:15 | 淺談清算<br>與談人：Options Clearing Co.、EUREX、LCH Clearnet、CME 主管 | 市場之智慧<br>運用機制評估，如恐怖攻擊之可能性、資本市場如何因應經濟巨變、量化風險<br>主席：高盛執行董事 |
| 15:30 | 休息 | |
| 16:00 | FIA 期貨服務部及芝加哥分部報告「達成運作率」<br>FIA 對於節省公司經費之計畫，包含如何因應交易所手續 | |

| | |
|---|---|
| | 費、推展執行上手（give-up）之協議機制及均價之標準化作業<br>主席：美林執行董事<br>與談人：CME、FIA、美林、John Henry 主管 |
| 19:00 | 晚餐 |
| 21:30 | 聚會 |

95 年 3 月 17 日（週五）

| | | |
|---|---|---|
| 07:00 | 慢跑 | |
| 08:00 | 早餐 | |
| 09:15 | 股票選擇權交易所領導者論壇<br>主席：SIA 選擇權委員會主席<br>與談人: CBOT、PBOT、ASE 主管 | 亞洲之契機<br>亞洲區域現況、交易所與結算機構之整合、開放外資與跨國業務、亞洲市場媲美歐美市場<br>主席：Frederick Grede，Vega 金融工程主委<br>與談人:臺灣期交所何富雄總經理、新加坡交易所 Fu Hua Hsien 執行總裁、韓國交易所 Yeong-Ho Woo、印度國家證券交 |

| | | |
|---|---|---|
| | | 易所 Ravi Narain 總經理 |
| 10:30 | 休息 | |
| 11:00 | FIA 法令與遵循部門呈現熱門議題<br>主席：Foley& Lardner 合夥人 | 商品在平衡的投資組合中之角色<br>議題：商品及其他與債券、股票連動性低之資產如何改善投資組合之風險權數，及投資人如何增加其投資商品契約之比例<br>主席：Gresham 投資管理公司主席<br>與談人：CME 主管 |
| 13:00 | 高爾夫球聯賽 | |
| 18:00 | 品酒 | |

95 年 3 月 18 日（週六）

| | |
|---|---|
| 08:30 | 早餐 |
| 09:00 | 華盛頓展望行程 |

CFTC INTERNATIONAL REGULATORS MEETING

Clearing，Competition/Antitrust，and Cross Border Issues

Boca Raton Resort：Addison East and West Meeting Room

Boca Raton，Florida

| | |
|---|---|
| 15 March 2006<br>8:30 | Registration and Continental Breakfast |
| 8:40 | Welcoming Remarks by CFTC Chairman Reuben Jeffery III，Introduction of the Commissioners and Participants by Tour de Table |
| 9:00 | Topic One: Clearing Structure & Exchange Governance Current Issues Facing Authorities Listen to our experts debate the strengths and weaknesses of consolidated clearing structures.<br>Resolved<br>Regulators should define，influence or otherwise affect the market structures of clearing houses and governance structures of |

| | |
|---|---|
| | exchanges to achieve the regulatory objectives of fair，competitive，efficient and systemically sound markets.<br>Moderator：<br>John McPartland，International Consultant and Financial Markets Advisor to the Federal Reserve Bank of Chicago<br>Debaters<br>For: Mark Young，Esq.，Partner，Kirkland & Ellis<br>Against: Jerrold E. ***Salzman，Esq.，*** Partner，Freeman & Salzman<br>General Discussion Facilitators<br>Bndicte Doumayrou，Head，Division of Research & Market Development，AMF，France<br>Gnter Birnbaum，Executive Director，BAFin，Germany |
| 11:00 | Coffee Break |
| 11:15 | Topic Two: Competition/Antitrust<br>Potential Regulatory Involvement<br>To what extent，if any，should derivatives |

| | |
|---|---|
| | regulators become involved with policing anticompetitive behavior，reviewing exchange mergers，and overseeing intellectual property disputes? These and other questions will be raised in a panel discussion.<br>Moderator<br>James Overdahl，Chief Economist，CFTC<br>Panelists<br>Cindy Petlock，Manager，Market Regulation，Ontario Securities Commission，Canada<br>Verena Ross，Head，Department for Market Infrastructure，Financial Services Authority，United Kingdom<br>Elizabeth King，Associate Director，Division of Market Regulation，U.S. Securities and Exchange Commission<br>Edward Rosen，Esq.，Partner，Cleary Gottlieb |
| 12:15 | Luncheon on the Veranda |

| | |
|---|---|
| 2:00<br><br><br>

| | |
|---|---|
| | General Counsel，Goldman Sachs & Co.<br>Regulatory Panel<br>What do regulators think they can do to accommodate cross border trading?<br>Moderator<br>Derek West，Financial Regulatory Advisor，AMF，Quebec，Canada<br>Panelists<br>Xiong Jun，Director of Overseas Futures Supervision Division，CSRC，China<br>Taro Yoshida，Deputy Director，Commerce and Distribution Policy Group Commodity Derivatives Division，METI，Japan<br>Carlos Quevedo，General Director for Market Development，CNBV，Mexico |
| 4:00 | Varia and Adjournment |

## Boca 2006 Program

### Wednesday，March 15，2006

6:30 PM
Welcome Reception
GARDEN POOL
9:00 PM
Calyon Cigar Bar
GARDEN POOL
9:00 p.m. to 11:30 p.m.
9:30 PM
ICAP Nightcap
GARDEN POOL
9:30 p.m. to 11:30 p.m.

### Thursday，March 16，2006

7:30 AM
The New York Board of Trade and New York Mercantile Exchange present

Ms. Cherie Booth，QC

ROYAL PALM BALLROOM

**Speaker:**

**Cherie Booth，QC，noted British Attorney and Human Rights Advocate**

**Ms.** Booth，wife of Prime Minister Tony Blair，is a trailblazer in her professional life and a dedicated wife and mother in her private life. She earned a First Class Honours degree from the London School of Economics and specializes in human rights，public，employment，and European Community Law. She married Tony Blair in 1980 and in 1995 became a Queen Counsel，which is a title held by only 10% of English lawyers. Ms. Booth will share her thoughts on the role of law in international business，achieving work/life balance，and the human side of a globalizing industry.

9:00 AM
CFTC Chairman Reuben Jeffery
ROYAL PALM BALLROOM

Reuben Jeffery III was sworn in on July 11，2005，as a commissioner and the 10th chairman of the CFTC. Prior to joining the Commission，he was special assistant to the president and senior director for international economic affairs at the National Security Council. He was previously the representative and executive director of the Coalition Provisional Authority Office at the Pentagon，after having served as an advisor to Ambassador Bremer in Iraq. Prior to joining the CPA in May of 2003，

Jeffery served as special advisor to the President for lower Manhattan development. Jeffery spent 18 years working for Goldman，Sachs & Co. where he was managing partner of Goldman Sachs in Paris (1997-2001) and of the firm European Financial Institutions Group (1992-1997) based in London. Jeffery has a broad range of international capital markets，corporate finance and merger and acquisition experience.

9:30 AM
Growing the Listed Derivatives Business
ADDISON BALLROOM
Chair:

Richard Sandor，Chairman and Chief Executive Officer，Chicago Climate Exchange
Speakers:

Bernard Dan，President and Chief Executive Officer，Chicago Board of Trade

Craig Donohue，Chief Executive Officer，CME

Hugh Freedberg，Chief Executive，Euronext.liffe

James Newsome，President，New York Mercantile Exchange

Peter Reitz，Member of the Executive Board，Eurex

Jeffrey Sprecher，Chief Executive Officer，IntercontinentalExchange

10:45 AM
CME Caf?/DIV>
SPANISH TERRACE
11:15 AM
CONCURRENT SESSION
The FCM Business: Bright Spots and Cautionary Lights
ADDISON BALLROOM

Despite a highly competitive marketplace，2005 was a very good year for

FCMs. This panel will discuss the bright spots and what needs to be done to ensure continued growth. Topics include cross-product prime

brokerage and collateralization opportunities，continued

internationalization，potential conflicts between exchanges and FCMs，

the impact of technology，and the further consolidation of firms. Our

expert panelists will give their views on how the business has evolved，

their prognosis for the next five years，and their views on how to maintain

FCM profitability in light of anticipated cautionary lights.
Chair:

Gary DeWaal，Senior Executive Vice President，General Counsel，Fimat

USA
Speakers:

Seth Grosshandler，Partner，Cleary，Gottlieb，Steen & Hamilton

Ronald Hersch，Senior Managing Director，Bear，Stearns & Co.

Alasdair Hodge，Global Head of Prime Services and Ecommerce，

Barclays Capital

Anthony Leitner，Managing Member，A J Leitner and Associates

Ira Polk，Executive Vice President，Man Financial

11:15 AM
CONCURRENT SESSION
FIA Information Technology Division presents Revving Up the Platforms
ESTATE 1 & 2
Chair:

Matthew Andresen，President，Citadel Execution Services

Speakers:

Steve Bass，Chief Information Officer，New York Board of Trade

Bryan Durkin，Executive Vice President and Chief Operating Officer，Chicago Board of Trade

Samuel Gaer，Chief Information Officer，New York Mercantile Exchange

Markus Gerdien，President，Market Technology，OMX

James Krause，Managing Director and Chief Information Officer，CME

John Oddie，Global Head Exchange Business Unit，Atos Euronext Market Solutions

Juerg Spillmann，Member of the Executive Board，Eurex

12:30 PM
SFO Magazine presents Ted Koppel
ROYAL PALM BALLROOM

At a time when the media chops everything down into bite-sized pieces for our attention-challenged brains，"Nightline" - the show Ted Koppel helped originate and anchored for 25 years - was one place we could go to hear 30 minutes of in-depth，national and foreign news - not the usual ratings-grabbing infotainment. SFO publisher Russell R. Wasendorf，Sr. hosts Mr. Koppel as keynote for the third annual SFO American Heroes Series luncheon，honoring Koppel's achievement of 42-years of hard news reporting，direct from the field and the front. Mr. Koppel has covered 10 wars，and gone one-to-one with the world's most commanding figures. Now with The Discovery Channel，he will continue to produce world-class，longer-format

documentaries. His keynote remarks will help us explore some of the complex issues of impinging economic systems and ideologies and other focal issues impacting our world of markets and investing.
Speaker:

Ted Koppel - The Discovery Channel，New York Times

Columnist，and Correspondent for National Public

Radio

2:15 PM
CONCURRENT SESSION
New Ideas in Clearing
ADDISON BALLROOM
Chair:

Pat Parkinson，Deputy Director，Board of Governors of the Federal

Reserve System
Speakers:

Michael Cahill，President and Chief Operating Officer，The Options

Clearing Corporation

Daniel Gisler，Member of the Executive Board，Eurex

David Hardy，Group Chief Executive，LCH.Clearnet Limited

Kimberly Taylor，Managing Director and President，Clearing House

Division，CME

2:15 PM
CONCURRENT SESSION
The Wisdom of Markets
ESTATE 1 & 2
Mechanisms used for centuries to reveal a fair price are now being used

to reveal the right business decisions，the likelihood of terrorist attacks，

how the capital markets would respond to economic surprises，and the right price for transferring previously difficult to quantify risks. Discuss recent developments and some of the many opportunities created by these new applications. Exchanges are playing a bigger role; will the accommodative regulatory environment that has made these advances possible persist?

Chair:

Laurie Ferber，Managing Director，Goldman，Sachs & Co.

Speakers:

Russell Andersson，Co-founder and Vice President，Instrument Origination，HedgeStreet

Michael Knesevitch，Director，Communications，Trade Exchange Network

3:30 PM
CME Caf?/DIV>
SPANISH TERRACE
4:00 PM
FIA Futures Services Division and FIA Chicago
present Achieving Operational Efficiencies
ADDISON BALLROOM

A central theme for FIA this year is improving operational efficiency. FIA Futures Services Division and FIA Chicago are actively pursuing projects designed to save firms thousands of dollars. This session will address coping with exchange fee structures，the launch of a system to execute and store give-up agreements and a give-up system for international exchanges，and standardization of average pricing practices.

Chair:

Wendell Kapustiak，Managing Director，Merrill Lynch

Speakers:

Tim Doar，Managing Director，Risk Management，CME

George Haase，President，New York Clearing Corporation

Peter Heales，Managing Director，European Operations，Bear，Stearns & Co.

Dennis Murray，Consultant，Futures Industry Association

Raymond Tubridy，Director，Americas Operations，Merrill Lynch

Kenneth Webster，Chief Operating Officer，John W. Henry & Co.

7:00 PM
CME/CBOT Passport to the World Dinner
BOCA BEACH CLUB
9:30 PM
Eurex Late Night
GREAT HALL

---

Friday，March 17，2006

---

7:00 AM
Euronext.liffe Fun Run
RESORT GOLF COURSE
8:00 AM
International Exchanges present Jeffrey Garten
ROYAL PALM BALLROOM
Sponsors:
Jeffrey Garten

Juan Trippe Professor in the Practice of International Trade，Finance and Business Yale School of Management

Jeffrey Garten is a uniquely qualified speaker on globalization，international finance and foreign policy. He served as the Dean of the Yale School of Management for nearly a decade. Prior to coming to Yale，Garten was the undersecretary of commerce for international trade

in the first Clinton administration，where he focused on promoting American business interests in Japan，Europe and emerging markets such as China，India，and Brazil. From 1979 to 1992，he worked on Wall Street as a managing director of Lehman Brothers and the Blackstone Group. Garten currently serves on several boards of directors including Aetna Corporation and Credit Suisse Asset Management，and is a member of the advisory boards of the Public Company Accounting Oversight Board and the Chicago Climate Exchange. He is the author of several books including The Big Ten: The Big Emerging Markets and How They Will Change our Lives and The Politics of Fortune: A New Agenda For Business Leaders. His articles have also appeared in numerous publications including Business Week，New York Times，The Wall Street Journal，and Harvard Business Review.

9:15 AM
CONCURRENT SESSION
The Equity Options Business: Can This Incredible Growth Continue?
ADDISON BALLROOM
Chair:

Christopher Nagy，Director of Trading，Ameritrade Clearing and Chairman，SIA Options Committee

Speakers:

Matthew Andresen，President，Citadel Execution Services

William Brodsky，Chairman and Chief Executive Officer，Chicago Board Options Exchange

Meyer (Sandy) Frucher，Chairman and Chief Executive Officer，Philadelphia Board of Trade

Neal Wolkoff，Chairman and Chief Executive Officer，American Stock

Exchange
9:15 AM
CONCURRENT SESSION
Opportunities in Asia
ESTATE 1 & 2
The new frontier for listed derivatives is Asia. This session will give an update on what is going on in the region and what will drive the growth:

retail，domestic institutions，foreign institutions，or market makers.

Panelists will give their views on the right exchange model--integrated

vs. independent products (stock，options，futures) and clearing; opening

their markets to foreign participation and cross-border business; whether consolidation among exchanges is likely; and whether Asian markets can play a role on a par with the US and Europe.
Chair:

Frederick Grede，Chairman，Vega Financial Engineering

Speakers:

Foo Shuing Ho，President and Chief Executive Officer，Taiwan Futures

Exchange

Fu Hua Hsieh，Chief Executive Officer，Singapore Exchange

Yasuo Mogi，Senior Executive Vice President and Chief Operating

Officer，Himawari CX

Ravi Narain，Managing Director and Chief Executive Officer，National

Stock Exchange of India

Yeong-Ho Woo，President and Chief Operating Officer，Korea Exchange

10:30 AM
CME
SPANISH TERRACE
11:00 AM
CONCURRENT SESSION

FIA Law & Compliance Division presents Hot Topics
ESTATE 1 & 2

This year CFTC reauthorization，the fall of Refco，the CFTC's focus on self-regulatory organizations and fallout from the recent Nymex-ICE competition have been "hot topics" of debate and discussion within the government and industry. Key participants from firms，exchanges，and the gorvernment will offer their perspective.
Chair:

Scott Early，Partner，Foley & Lardner

Speakers:

De'Ana Dow，Vice President and Counsel-Regulatory Affairs，Nymex

William McCoy，Managing Director，Morgan Stanley

Mark Young，Partner，Kirkland & Ellis

11:00 AM
CONCURRENT SESSION
The Role of Commodities in a Structured Investment Portfolio: A Debate
ADDISON BALLROOM
Commodities and other asset classes with low correlations to bonds and equities provide an efficient way to improve risk-adjusted returns in a logically constructed investment portfolio.
The members of this panel will debate the merits of two primary strategies an investor can use in gaining exposure to commodities. Which type of commodity investment works better: an actively managed hedge fund strategy or a passively managed long-only diversified commodity fund? Sparks will fly in this debate between two of the foremost exponents of their respective strategies，refereed by an investment advisor experienced in deciding this very issue for clients.
Chair:

Dr. Henry Jarecki，Chairman，Gresham Investment Management

Speakers:

Marshall Raucci，Prime，Buchholz

Mark Rzepczynski，President and Chief Investment Officer，John W.

Henry & Co.
1:00 PM
LCH.Clearnet Golf Tournament
RESORT GOLF COURSE

6:00 PM
Wine Tasting
LOGGIA

---

Saturday，March 18，2006

---

8:30 AM
Chicago Exchanges Breakfast
ADDISON BALLROOM
9:00 AM
Washington Outlook Program
ADDISON BALLROOM