

台灣期貨研究叢書 022

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

CNFA

熱忱 · 積極 · 完美

■ 台灣期貨研究叢書 022 ■

中華民國期貨業商業同業公會

中華民國九十九年一月

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

中華民國期貨業商業同業公會委託研究計畫案

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

計畫主持人：武永生

協同主持人：馮震宇

吳珮君

袁義昕

目錄

第一章 問題提出	6
壹、背景：我國期貨之發展日趨成熟	6
貳、提升期貨市場之國際競爭力：推行有價證券抵繳保證金制度	6
參、依據：有價證券抵繳保證金之法源	7
肆、實際運作之問題	8
一、問題一：期貨保證金專戶運用之法律爭議	8
二、問題二：有價證券抵繳保證金制度與期貨商賺取利差之衝突	9
三、問題三：有價證券抵繳之種類與比例	10
四、問題四：有價證券抵繳之方式	11
第二章 計畫目的與預期成效	12
壹、計畫目的	12
一、檢視相關配套制度是否健全	12
二、法律適性之深入研究	12
三、減少期貨商之交易成本	12
四、增加期貨商資金運用之彈性	12
貳、預期成效	13
第三章 研究流程	14
第四章 有價證券抵繳之種類與比例	15
第四章 有價證券抵繳之種類與比例	16
壹、得抵繳期貨保證金之有價證券種類	16
一、有價證券之定義	16
(一) 狹義的有價證券 (從證券交易法之觀點)	17
(二) 廣義的有價證券 (從其他法律之角度觀察)	18
(三) 小結	18

二、外國制度之觀點.....	19
(一) 美國期貨市場.....	19
1. 相關法規簡介.....	19
2. 美國主要期貨交易所之介紹.....	21
3. CME 結算所之規定.....	22
(二) 日本.....	27
1. 東京證券交易所 (TSE) 的規範.....	29
2. 大阪證券交易所 (OSE) 的規範.....	29
(三) 新加坡.....	30
1. 結算會員.....	31
2. 交易人端.....	33
(四) 香港.....	34
1. 現金。.....	36
2. 銀行保證 (Bank Guarantees) 。.....	36
3. 交易所交易之基金票券 (Exchange Fund Bills / Notes, EFBN)。 指的是香港特別行政區政府發行的外匯基金票據或債券、美國政府發行的國庫券 (T-Bill) 或票據 (T-Note), 但以美國國庫可贖回信託本金(TCAL) 及離拆單售債券本息票 (STRIPS) 除外。.....	37
4. 美國政府債務工具 (U.S. Government Treasury, Bills and Notes) 。.....	37
5. 追蹤恆生指數的單位盈富基金 (Tracker Fund of Hong Kong, TraHKUnits)。 交易所的參與者獲准接納盈富基金單位作為客戶補倉形式的日期將由期交所在適當時間透過通告通知交易所參與者。.....	37
6. 股票。 恆生指數成分股。.....	37
三、我國現行制度之省思與建議.....	38
(一) 信用狀與銀行保證函應納入抵繳範疇.....	38
1. 否定說.....	38
2. 肯定說.....	39
(二) 本研究建議.....	40
貳、有價證券抵繳期貨保證金之比例.....	42
一、現行規定與外國立法例之比較.....	42
(一) CME 有價證券抵繳保證金項目之評價.....	42
(二) 日本.....	45
(三) 新加坡.....	46
(四) 香港.....	48

(五) 我國.....	48
二、對於有價證券抵繳比例與折扣之分析與建議.....	49
(一) 抵繳比例可逐步放寬.....	49
(二) 折扣比例部分.....	50
(三) 集中度之問題.....	51
第五章 有價證券抵繳保證金之法律定性	52
壹、權利質權	54
貳、信託擔保	55
參、讓與擔保	56
肆、本研究見解	57
一、權利質權法有明文.....	58
二、權利質權說使當事人間法律關係明確.....	59
三、權利質權說可避免收取孳息之爭議.....	59
四、權利質權說可避免稅捐之爭議.....	60
五、權利質權說可與現行集保制度配合.....	60
第六章 期貨保證金專戶運用之法律爭議	62
壹、法規現況概說	62
貳、從我國民法權利質權之觀點	66
一、責任轉質.....	67
(一) 責任轉質之意義.....	67
(二) 責任轉質之要件.....	68
(三) 責任轉質之效力.....	69
二、承諾轉質.....	71
(一) 承諾轉質之意義.....	71
(二) 承諾轉質之要件.....	72
(三) 承諾轉質之效力.....	72
三、小結.....	73
參、從美國期貨交易相關法規之觀點	75
一、商品交易法 (CEA) 之規定.....	75

二、CFTC Regulation 之規定.....	78
(一) CFTC Regulation §1.20 之規定.....	78
(二) CFTC Regulation §1.21 之規定.....	78
(三) CFTC Regulation §1.22 之規定.....	79
(四) CFTC Regulation §1.23 之規定.....	79
(五) CFTC Regulation §1.25 之規定.....	80
三、SEC 與 CFTC 所共同發布之有關證券期貨客戶保證金規則.....	85
肆、小結.....	86
第七章 期貨商保證金利息收入減少之衝擊.....	91
壹、整戶風險保證金制度推廣至交易人端.....	91
貳、開放期貨商融通保證金業務.....	91
參、開放期貨業者經營 OTC 衍生性商品市場.....	92
第八章 結論.....	93
壹、應放寬有價證券抵繳之標的。.....	93
貳、以「非現金之擔保品」代替「有價證券抵繳保證金」之制度.....	93
參、擔保品管理制度建構.....	94
肆、抵繳比例可逐步放寬並建立分層抵繳率.....	94
伍、折扣比例部分.....	95
陸、集中度之問題.....	95
柒、將有價證券抵繳保證金之法律性質定性為設定「權利質權」.....	95
捌、有價證券孳息應由期貨商收取.....	97
玖、擔保品之運用應更有彈性.....	98
拾、可以客戶之現金購買有價證券抵繳結算保證金.....	98
拾壹、期貨商、結算會員可以自有資金購買有價證券抵繳結算保證金.....	99
參考文獻.....	100
附錄一：.....	107
有價證券抵繳保證金抵繳標的.....	107

表目錄

表一、CME 可接受的擔保品以及所適用之折扣比率表	43
表二、日本 OSE 對於有價證券抵繳之價值認定比率表.....	45
表三、新加坡衍生性商品結算所對於結算會員以及交易人端表	46
表四、我國對於抵繳種類、集中度、數額之上限以及折扣比率表 ..	49

第一章 問題提出

壹、背景：我國期貨之發展日趨成熟

隨著我國股票市場發展之日趨成熟，認股權證與指數期貨等衍生性資產市場逐漸成形。新加坡交易所（SIMEX）於1997年1月9日起推出以摩根史坦利（Morgan Stanley）公司編製的臺股指數為標的之期貨契約，吸引了國內外投資者。而臺灣期貨交易所股份有限公司（以下簡稱期交所）則於1998年7月21日推出以臺灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證交所）的「發行量加權股價指數」為標的物之第一個本土期貨契約，迄今業10年有餘。經過這10餘年之發展，我國期貨交易量從1998年277,909口，發展至2006年突破1億口，2007年則達115,150,624口，總成長率超過413倍。

十餘年發展過程中，為因應期貨市場全球化及國際化之競爭，期間不斷開發各項商品，以滿足交易人多樣交易策略之需求。此外，適時檢討調整或增訂相關制度，積極導入國際制度，以期能提高資金運用效能、提升市場流動性及強化競爭力。

貳、提升期貨市場之國際競爭力：推行有價證券抵繳保證金制度

我國期貨交易市場致力於推動改善各項交易結算制度及引進國際作法，期與國際接軌。然期貨交易是屬於具高度財務槓桿特性的保證金交易，通常保證金約占契約市場總價值之2%~10%之間。

保證金之收取為期貨市場風險控管之中心機制，可視為期交所對結算會員、期貨商對其客戶維持交易紀律之工具。惟在先進國家之期貨市場中，其期貨交易人與結算會員均可以非現金的有價證券充當期貨部位的保證金，一方面節省了交易人之資金成本，另一方面也增加交易人資金調度之靈活度，乃國外期交法人參與熱絡重要原因之一。

反觀早期實務運作上，對於保證金繳納之標的，僅限於收取現金。此等限制，可能造成交易人資金調度的不便，亦可能使法人卻步。有識於此，期交所為達成與國際接軌之目標，故推出有價證券抵繳期貨保證金之措施，而實施之目的，乃藉此增加期貨交易人資金之使用效能，藉以提升我國期貨市場競爭力。

參、依據：有價證券抵繳保證金之法源

對於有價證券抵繳保證金之制度，我國期貨交易法於制定之始，已有法源依據，按期貨交易法第 50 條第 1 項即明文規定「期貨結算機構應向期貨結算會員收取結算保證金，其結算保證金得以現金或經主管機關核定之有價證券抵繳；其以有價證券抵繳者，抵繳之有價證券占應繳結算保證金總額之比例，由主管機關定之。」當時乃考量有價證券之種類不同，其流動性、安全性、獲利性亦有所不同，基於交易安全之考量，抵繳之比例乃由主管機關定之。

再者，因考慮此等有價證券之評價標準，牽涉結算會員甚鉅，故期貨交易法第 50 條第 2 項復規定「前項結算保證金之收取方式、標準及有價證券抵繳之折扣比率，由期貨結算機構訂定，報請主管機關核定之。」

至於交易保證金部分亦得以有價證券抵繳之，依期貨商管理規則第 47 條規定可知，其規定國內期貨交易保證金或權利金之繳交，得以現金或經主管機關核定之有價證券為之。但國外期貨交易保證金或權利金之繳交，除另有規定外，應以現金為之。

有價證券抵繳結算保證金與交易保證金之法源依據已如上述，然期貨交易法施行之初，主管機關並未核定得抵繳保證金有價證券之比例、方式與種類，復因當時期交所發布之命令，仍以現金作為繳納保

證金之標的。惟時空發展迄今，欲達成與國際接軌，並使交易人之資金得以更靈活運用之目的，期交所於民國 97 年 11 月 5 日發布台期結字第 09700107210 號公告訂定「臺灣期貨交易所股份有限公司期貨商、結算會員辦理有價證券抵繳保證金作業要點」（以下簡稱有價證券抵繳保證金作業要點）全文 16 條，並自同年 11 月 10 日起實施。¹至此，有價證券抵繳保證金制度即具體實踐。

肆、實際運作之問題

一、問題一：期貨保證金專戶運用之法律爭議

依期貨交易法第 70 條之規定「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或權利金，並與自有資產分離存放（第 1 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（第 2 項）。」基此，期貨商非依期貨交易法之規定，不得對客戶保證金專戶之款項加以運用。又保證金之存放處所，依金管會金管證七字第 0970058634 號令所示，乃指定臺灣集中保管結算所股份有限公司，及經中央銀行委託辦理中央登錄公債登記業務，並符合金管會核准或認可之信用評等機構評等達一定等級以上之清算銀行，得接受期貨商開設客戶保證金專戶，存放期貨交易人抵繳期貨交易保證金或權利金之有價證券。

從而期貨商若欲提取該等款項，則須有期貨交易法之法源依據。基此，期貨交易法第 71 條規定「期貨商除有下列情形之一者外，不得自客戶保證金專戶內提取款項：一、依期貨交易人之指示交付賸餘保證金、權利金。二、為期貨交易人支付必須支付之保證金、權利金

¹ 該作業要點，業於中華民國 97 年 10 月 29 日經行政院金融監督管理委員會金管證七字第 0970055602 號函准予核備。其後復於民國 98 年 5 月 4 日金管證七字第 0980019089 號函修正第 11 條。

或清算差額。三、為期貨交易人支付期貨經紀商之佣金、利息或其他手續費。四、經主管機關核准者。」

惟當落實有價證券抵繳保證金制度後，如交易人以有價證券抵繳交易保證金後，期貨結算會員（期貨商）向結算機構繳交結算保證金時，如何將交易人之有價證券再行繳納至結算機構，其間所生之法律問題，以及程序進行可能產生之各種成本（如登錄、人工作業等），實不容小覷。再者，當期交所採用整戶風險保證金制度時，會不會讓期交法第 71 條第四款有其他發展之可能，以貼近國際期貨市場。總之，於現行架構下，期貨商對於保證金專戶款項之運用，基於風險控管之原則下，充滿各種限制。但如何能於法規範許允之範圍內，且又不至遭致額外風險之原則下，使期貨商得以彈性運用該等款項，如以專戶款項購買大面額有價證券，抵繳結算保證金等方式，以祈得以靈活運用資金、產生收益，並能提高自身之競爭力，進而使期貨市場更加熱絡。

二、問題二：有價證券抵繳保證金制度與期貨商賺取利差之衝突

從政策目標而言，落實有價證券抵繳期貨保證金制度乃正確之走向，然審視現實狀況，我國期貨商目前之營業收入項目只有三項，亦即：經紀手續費收入、客戶期貨交易保證金利息差收入（簡稱利差收入），以及自營與造市之資本利得（損失）。其中利差收入占期貨商淨收入平均達五成以上。然而，依據抵繳要點第 4 條第 1 項第 1 款規定：「抵繳有價證券之孳息、紅利或其他利益，歸屬於期貨交易人，其稅負及相關費用由期貨交易人負擔。」由此可知，施行有價證券抵繳保證金制度後，期貨商將無法收取該等抵繳證券之股息紅利，故該制度一旦落實後，將會減少存放於保證金專戶中之現金部位，進而對期貨商之利差收入，形成巨大之收入減少。

惟就先進國家而言，如美國、新加坡等市場，渠等期貨商之營業收入項目除前述二項外，尚有包括期貨交易人融資業務、經營店頭市場衍生商品交易收入、保證金以公債等抵繳之債券套利交易收入與外匯保證金收入等等。因此，在開放有價證券抵繳保證金後，若對期貨商的主要業務收入造成影響，主管機關實有必要採取相對應之配套措施，以減少政策實施後對業者收入減少之衝擊。

三、問題三：有價證券抵繳之種類與比例

行政院金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）依期貨交易法第五十條第一項及期貨商管理規則第四十七條第一項規定之授權，於民國 97 年 10 月 24 日發布金管證七字第 0970054240 號令，就期貨結算機構得以有價證券抵繳保證金或權利金之有價證券種類及抵繳之比例限制加以規範。該號令中，明文規範得抵繳保證金之有價證券包含：（一）期交所股票選擇權契約之標的證券及證交所臺灣五十指數之成分股。（二）中央登錄公債。（三）財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外幣計價國際債券管理規則第三條規定之國際債券。而期貨結算會員抵繳之有價證券占應繳結算保證金總額之比例不得超過 50%。

就該號令中，對有價證券之認定範圍是否恰當，亦值研究。若參酌先進國家之作法，應可發現，其得以抵繳保證金之標的範圍較大，例如其中多數國家尚包含由指定銀行開立之信用狀或不可撤銷之信用狀等。然而若參照證券交易法第 6 條之規定，謂「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券（第 1 項）。新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券（第 2 項）。前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券（第 3 項）。」因此，有價證券之範疇仍留有爭議。

此外，應注意者，乃外國作法對於有價證券得以抵繳者，通常不包括變動保證金在內，故就交易保證金中變動保證金仍應以現金繳納之。再者，我國該規範之折抵比率是否適當亦不無疑問，依金管證七字第 0970054240 號令之規範，期貨結算會員抵繳之有價證券占應繳結算保證金總額之比例不得超過 50%；對照外國立法例而言，稍嫌保守，也許該制度正值起步階段，須有一段磨合期，不宜貿然行事，或可理解。

四、問題四：有價證券抵繳之方式

保證金繳存人與收存人間之關係在法律上之可能定性為：設定權利質權、信託與讓與擔保三種關係。惟此三種關係，無論以何種方式為之，目的均為擔保。由於期貨交易繳交之保證金主要目的亦在擔保，故不論以設定質權、信託擔保或讓與擔保方式為之，均無不可。根據期貨交易法第 67 條規定，期貨商受委託進行期貨交易時，應向期貨交易人「收取」交易保證金或權利金，並設置客戶明細帳，逐日計算其餘額；期貨商管理規則第 43 條規定，期貨商除本會另有規定者外，應依各期貨交易所規定之保證金或權利金數額先向期貨交易人「收足」，始得接受期貨交易之委託。因此，只要有收取並收足保證金或用以抵繳保證金之有價證券，均係有收取擔保，自無違反期交法與期貨商管理規則有關於交易保證金之規定。惟此等擔保之定性雖可能劃歸為三種，然其事後之法律關係，卻會隨之產生不同之法律問題。

第二章 計畫目的與預期成效

壹、計畫目的

一、檢視相關配套制度是否健全

甫施行之有價證券抵繳保證金制度，勢必對現行期貨交易現況帶來衝擊。其中配套措施是否完善，更是影響深遠。從上述問題之提出可知，現行我國期貨商所能經營事業之事業有限，貿然施行，恐直接衝擊期貨商之收益，若無整體配套措施，使期貨商得以另闢財源，恐怕反而使制度之實踐上，窒礙難行。未蒙其利反先受其害。

二、法律適性之深入研究

對於有價證券抵繳之法律屬性尚未有一致性之見解，恐怕抵繳後造成不必要之紛爭，反而製造出更多成本，而形成資源浪費。且與外國立法例相較，我國有價證券抵繳之種類、方式、比率與評價等，似乎仍有待進一步深入探討。

三、減少期貨商之交易成本

從整體經濟之觀點而言，若因為採行有價證券抵繳制度，而使期貨交易人之資金能有更彈性之利用，更屬值得肯定之制度。然不可諱言地，有價證券與現金，使用上仍有差異。從有價證券之變現上而言，即會產生交易成本，更何況於其權利之移轉等情事。故當有價證券抵繳保證金時，乃涉及交易保證金與結算保證金間之二面關係，惟期貨商恰處於此等關係之中間地位，故如何降低、減少期貨商之交易成本，對整體經濟而言，亦屬重要之考量因素。

四、增加期貨商資金運用之彈性

我國現行法規架構下，期貨商對於保證金專戶款項之運用，充滿各種限制。思考如何於法規範許允範圍內，且不至遭致額外風險之原則下，使期貨商得以彈性運用該等款項。例如思考以保證金專戶款項購買大面額有價證券，於整戶風險擔保維持率足夠時，抵繳結算保證金等方式。藉由此等機制之運用，以祈期貨商得以靈活運用資金、產生收益，並能提高自身之競爭力，進而使整個期貨市場更加熱絡。

貳、預期成效

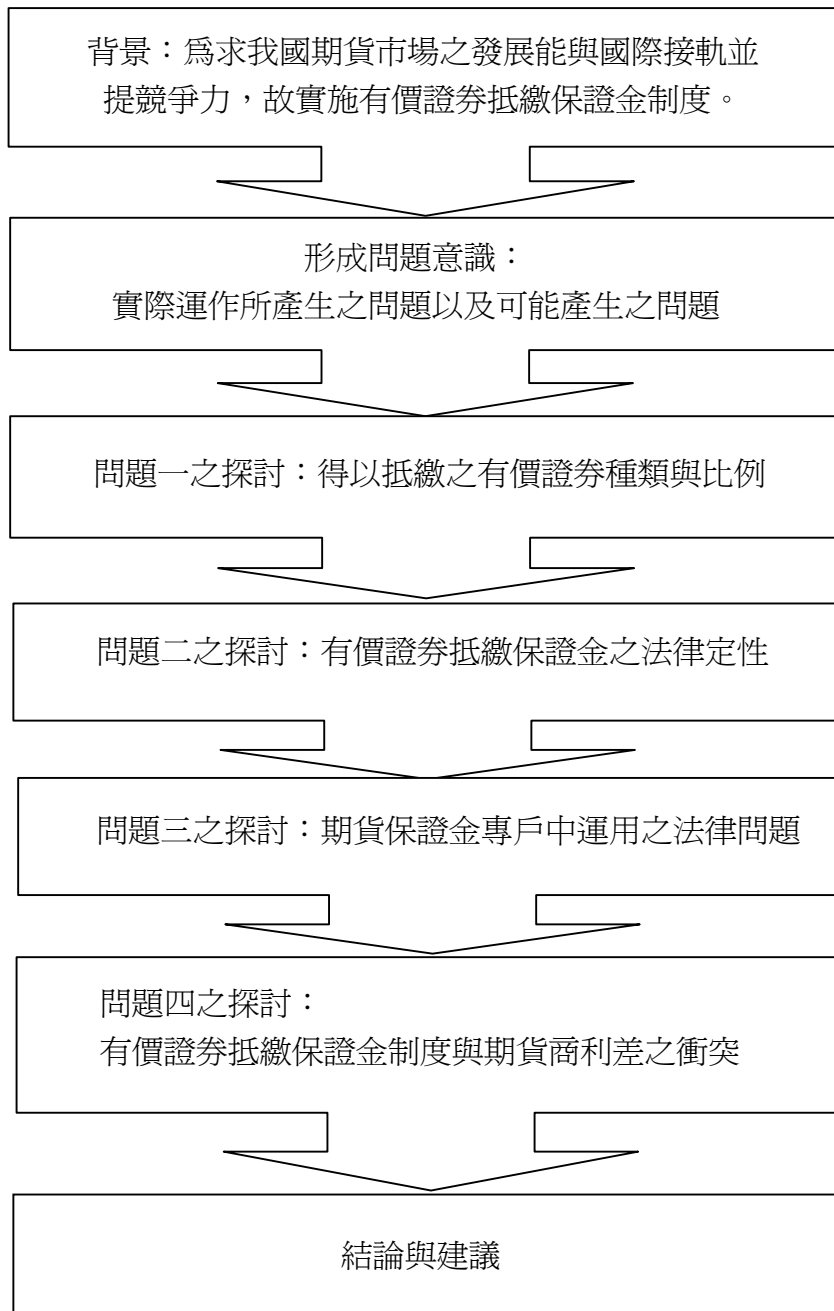
希冀藉由本研究成果，得作為主管機關修法之參考，以利配套措施之架構更加完善，一面使社會大眾更能理解有價證券抵繳期貨交易保證金制度，而能有效利用資金，創造更大收益。另一面得與國際期貨交易市場接軌，提高我國期貨市場競爭力。再者，亦盼望藉由本研究之成果，減低期貨商落實有價證券抵繳保證金制度之交易成本，創造出多贏之局勢。

第三章 研究流程

本研究從我國期貨交易之發展過程以觀，發現我國期貨市場為提高國際競爭力而開始實施有價證券抵繳保證金制度，此時在實際操作層面上，會產生以下幾個問題：期貨保證金專戶運用之法律爭議、有價證券抵繳保證金制度與期貨商賺取利差之衝突、有價證券抵繳之種類與比例以及有價證券抵繳之方式。惟從邏輯推理過程，本研究擬先探討有價證券抵繳之種類與比例，故藉由外國立法例之參照，歸納出一適當之抵繳種類與比例，祈使我國期貨市場得以保持彈性，並與國際接軌。確定抵繳種類與比例後，則進一步探討有價證券抵繳之方式，亦即確立各該關係人間之法律關係，而從可能之法律定性加以分析利弊得失。對此等權利義務關係之法律定性有深入認識之後，方能藉此更進一步探討期貨保證金專戶中得否運用，如何運用之問題。最後，則回歸基本面，探討有價證券抵繳保證金制度與期貨商賺取利差之衝突應如何藉由相關配套措施加以消彌。

茲將研究流程圖試如下：

圖一、研究流程圖



第四章 有價證券抵繳之種類與比例

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，其結算保證金得以現金或經主管機關核定之有價證券抵繳；其以有價證券抵繳者，抵繳之有價證券占應繳結算保證金總額之比例，由主管機關定之（第 1 項）。前項結算保證金之收取方式、標準及有價證券抵繳之折扣比率，由期貨結算機構訂定，報請主管機關核定之（第 2 項）。」本條文可謂有價證券抵繳保證金制度之基石，立法者藉由本條立法，授權主管機關制定有價證券抵繳之比例、收取方式以及折扣等標準。為使該標準不僅得以符合國際潮流而能與國際制度接軌，並能提升我國期貨市場競爭力之外，該等標準如何在我國現行法律框架下流暢之運作，非賴深入研究何種有價證券方能抵繳且其比例應如何規範，否則實無以為功。故以下就上述命題一一加以分析研究：

壹、得抵繳期貨保證金之有價證券種類

一、有價證券之定義

對於有價證券一辭，條文中出現次數最多者首推證券交易法，此外，更可見於其他法律。惟證券交易法上之「證券（Security）」其意義較民法之有價證券為窄，不包括作為商業上支付之證券，主要乃是指公司之債券、股票、公債及其他特定長期融通資金之工具，其意義與投資學上之證券略同。²然有價證券之定義，法律並無明文規定，對此，本研究擬先從證券交易法之規範觀點出發，探討有價證券之定義，再從其他法規之觀點加以分析何謂有價證券。³

² 余雪明，證券交易法，證券暨期貨市場發展基金會，2000 年 11 月，頁 116。

³ 對於有價證券之範圍，學者間或有採廣義說以及狹義說，惟渠等廣義說與狹義說之區別標準，與本研究有所不同。合先敘明者乃因本研究從證券交易法對於有價證券之規範著手，再擴及於其他法令，故依此而區別廣狹二意之有價證券。

（一）狹義的有價證券（從證券交易法之觀點）

證券交易法上「有價證券」、「證券」二詞並用，故有學者主張，兩者意義相同。⁴然證券交易法以管理有價證券之募集、發行、買賣及相關事項為核心（證券交易法第 2 條參照），對有價證券之範圍即有界定之必要。⁵基此，證券交易法第 6 條透過立法解釋，將有價證券限定為「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券（第 1 項）。新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券（第 2 項）。前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券（第 3 項）。」其中為配合有價證券無實體發行制度之建立，及為避免無實體發行以帳簿劃撥登錄，因未印製實體有價證券，是否屬有價證券之爭議，爰將有價證券無實體發行以帳簿劃撥登錄，未印製實體有價證券者，亦規定視為有價證券，以杜爭議，爰於民國 89 年增訂證券交易法第 6 條第 3 項之規定。

證券交易法第 6 條係現行法律中少數對有價證券之意義加以規定者，為該條規定，從立法目的而言，有其特殊原因，但絕非有價證券之統一定義。⁶一般各國對有價證券之定義通常限於股票、債券，以及投資公司之受益憑證，其法律上之形式或依公法或私法發行並不重要，所重視者乃在於互易性（fungibility）與市場性（marketability）。⁷此外，亦應考慮保護之必要性，依證券的性質及投資人的狀況，為防止證券詐欺或其他不法情事，則有納入證券交易法規範之必要。⁸故

⁴ 余雪明，證券交易法，證券暨期貨市場發展基金會，2000 年 11 月，頁 116。

⁵ 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，自刊，2006 年 8 月，頁 9。

⁶ 吳光明，證券交易法論，三民，2006 年 7 月，頁 31。

⁷ 余雪明，證券交易法，證券暨期貨市場發展基金會，2000 年 11 月，頁 122。

⁸ 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，自刊，2006 年 8 月，頁 15。

有學者建議，持續創新有價證券金融商品，增加證交法第 6 條有價證券之內涵，乃是健全我國資本市場不容忽視之課題。⁹

（二）廣義的有價證券（從其他法律之角度觀察）

我國法律上使用有價證券一語者，除上述證券交易法外，尚有民法第 350、481、608、639、710 及 908 至 910 條，強制執行法第 59、59-1、60-1 及 68-1 條等，此外更有刑法、保險法、破產法、提存法、銀行法以及所得稅法等數十種法規。依一般用語構成有價證券者，主要係指民法上所指之提單、倉單、指示證券、無記名證券；公司法上之股票、公司債；海商法上之載貨證券票據法上之匯票、本票與支票以及證券交易法上一切投資證券。¹⁰而這些有價證券之功能有出於資金籌措及資本投資之目的（如上市上櫃公司股票等），亦有出於作為支付與信用交易之用（如匯票、本票與支票）以及作為貨品流通之功能（如提單與倉單）。¹¹然何謂有價證券，民法亦無一般性之定義規定。故有學者整理多數看法而將有價證券定義為「有價證券者，表彰財產權之證券，其權利之發行、行使及處分之一部或全部，須以證券之占有為要件之權利化身」。¹²

（三）小結

從廣義的定義而言，可將有價證券定義為：乃表彰財產權之證券，其權利之發行、行使及處分之一部或全部，須以證券之占有為要件。但從證券交易法的觀點出發，則限縮為：政府債券、公司股票、公司債券、新股認購權利證書、新股權利證書、各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書及經主管機關核定之其他有價證券

⁹ 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2007 年 2 月，頁 48。

¹⁰ 王仁宏，我國電子支付暨信用工具法制導論，元照，2003 年 5 月，頁 2。

¹¹ 請參見，王仁宏，同上註，頁 2-7。

¹² 邱聰智，新訂債法各論（下），元照，2008 年 3 月，頁 306-307。

等。但為了現實交易型態，則又承認無實體發行之股票亦視為有價證券，則使得傳統有價證券之範圍又產生波動。惟無論如何，有價證券表彰的乃是其所代表之財產權利，而其價值亦由此所產生。因此在本研究中，重要者乃得作為抵繳保證金之有價證券之種類與範圍，其中互易性（fungibility）與市場性（marketability）乃是在判斷上值得參考的重點。故主管機關現行規定得抵繳之有價證券限於：（一）期交所股票選擇權契約之標的證券及證交所臺灣五十指數之成分股。（二）中央登錄公債。（三）財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心外幣計價國際債券管理規則第三條規定之國際債券。¹³而具此等授權，臺灣期貨交易所股份有限公司則持續調整有價證券抵繳保證金之標的，如分別於 2009 年 6 月 3 日、7 月 15 日公告增加外幣計價之國際債券以及中央政府公債等，截至目前為止，我國目前允許作為抵繳保證金之有價證券標的計有 58 種公司股票、79 種中央登錄公債以及 3 種國際債券¹⁴。對於我國現行制度上得抵繳之有價證券範圍與種類是否恰當，值得吾人思考，所謂「他山之石可以攻錯」，以下乃參酌外國制度，作為日後修正之依據。

二、外國制度之觀點

因種種限制，本研究無法盡述各國制度，僅能就資本市場具有領導地位之美國、日本以及與我國鄰近且具有競爭地位之新加坡與香港等地之制度加以介紹如下：

（一）美國期貨市場

1. 相關法規簡介

¹³ 請參照，行政院金融監督管理委員會，民國 97 年 10 月 24 日，金管證七字第 0970054240 號令。

¹⁴ 詳細之明細請參照本研究附錄一。

美國商品交易法（Commodity Exchange Act）¹⁵為美國有關期貨交易之母法，其中並未對客戶保證金之繳納方式加以詳細規定。不過該法要求各交易所（board of trade）應建立並執行包括清算與交割等在內之有關期貨契約財務安全的規範，並訂定有關確保期貨商與仲介商財務安全，以及保護客戶資金的規定¹⁶，也等於授權各交易所就此類事項自訂規則。

然美國對於市場參與者保證金之要求規定，則可見於 1934 年證券交易法（Securities Exchange Act of 1934）第 7 條（Section 7）的保證金要求，其中就有詳細訂定市場參與者對保證金的規範。於保證金擔保品之相關規定中，即規定為了確保保證金要求，其類型、形式和證券期貨產品擔保的使用，須與美國聯邦儲備理事會（The Board of Governors of the Federal Reserve System）根據第（a）項（1）與（2）分項所制定要求保持一致¹⁷。此外，根據美國 1934 年證券交易法要求，期貨經紀商（FCM）直接或間接為顧客延長或維持銀行存款或向客戶收取證券期貨商品所支付的保證金均為「非法」，除非該行為符合 1934 年證券交易法§7(c)(1)(B)之規定，可見此法規的重要性¹⁸。

至於在保護客戶利益方面，美國商品期貨交易管理委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）與證券管理委員會（Securities and Exchange Commission, SEC）於 2002 年亦共同制訂了「有關證券期貨客戶保證金規則（Final Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures）」¹⁹，法規中亦制訂了保證金相關擔保品

¹⁵ 7 USC § 1 (Jan. 8, 2008).

¹⁶ 7 USC § 7(Jan. 8, 2008).

¹⁷ Securities Exchange Act of 1934 §7(a), 15 USC §78g(a)(2008).

¹⁸ Securities Exchange Act of 1934 §7(c), 15 USC §78g(c)(2008).

¹⁹ Release No. 34-46292; File No. S7-16-01.法規生效日期為 2002 年 9 月 13 日。

的種類、形式 (Type, Form and Use of Collateral) 等規定²⁰，此保證金形式主要依據 Regulation T 的定義²¹制訂，此規範亦成為美國期貨市場制訂保證金形式的主要參考依據。

2. 美國主要期貨交易所之介紹

美國最大的期貨交易所—芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME)，芝加哥期貨交易所 (Chicago Board of Trade, CBOT) 於 2006 年 10 月 17 日簽署合併協定，擬合併更名為 CME Group Inc.。此項合併案雖曾招致引起獨占之疑慮，但其後仍然獲得美國司法部的核准，而於 2007 年 7 月 12 日正式成立 CME Group Inc. (以下簡稱 CME 集團)。CME 集團復於 2008 年 3 月 17 日，與紐約商業交易所控股公司 (NYMEX Holdings) 簽署了一項最終協議，約定 CME Group 將收購紐約商品交易所 (New York Mercantile Exchange, NYMEX) 的母公司：NYMEX Holdings。期間雖曾因股東反對而面臨失敗，但至終於 2008 年 8 月 22 日完全收購完成。此收購案讓 CME 集團在美國商品期貨交易市場的佔有率已高達 98%，使其世界最大衍生品交易所之地位得到更進一步的加強。

美國期貨結算機構有兩種型態，一種屬於交易所內部的組織，如芝加哥商品交易所 (CME) 之結算部 (the Clearing Division of the CME)；另一種是個別獨立的機構，如芝加哥選擇權結算公司 (Option Clearing Corporation, OCC)。

²⁰ Final Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures, See SEC website, available at: <http://www.sec.gov/rules/final/34-46292.htm> (last visited 2009/8/25).

²¹ Regulation T 主要是美國聯邦儲備理事會用來管理客戶之現金帳戶，以及管理經紀商和經銷商提供給客戶購買證券之信用貸款量等規範。其中 Section 220.2 of Regulation T (12 CFR 220.2) 有定義可擔保的有價證券 (margin securities) 包含：(1) any security registered or having unlisted trading privileges on a national securities exchange; (2) any security listed on the Nasdaq Stock Market; (3) any nonequity security; (4) any security issued by either an open-end investment company or unit investment trust which is registered under Section 8 of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-8); (5) any foreign margin stock; and (6) any debt security convertible into a margin security.

原本芝加哥交易所 (CBOT) 和芝加哥商品交易所 (CME) 的結算業務總計佔美國期貨市場的 90% 以上。過去 CBOT 是由一獨立的 BOTCC 結算公司來負責結算、交割及擔保等業務。而多年來 CME、CBOT 以及 NYMEX 各自發展出自己的規則，儘管目前已經合併成為 CME 集團旗下的子公司，但仍在單一市場規範部門下，保留其各自分別的自我規範組織。²²然在 2007 年 7 月正式合併成為 CME 集團後，則開始調和 (harmonize) 原 CME 與 CBOT 的規則，包含其中的架構、數字、文字等都儘可能的一致，並將此調和推行至 NYMEX 的規則²³。故 CME、CBOT 以及 NYMEX 雖然都有自己的結算規則，但架構、文字與數量等內容皆已相差無幾。基此，以下就 CME 之相關規定加以說明之。

3.CME 結算所之規定

CME 規定，期貨契約的買賣雙方均需繳交保證金，保證金分為兩個層次，一是結算保證金 (clearing margin)，一是交易保證金 (customer margin)；結算所向結算會員收取結算保證金，結算會員或期貨經紀商 (FCM) 向下單客戶收取交易保證金。每一結算會員必須根據當日交易新增部位存入原始保證金，同時根據結算價格 (settlement price) 的變動存入變動保證金 (variation margin)，通常變動保證金必須在成交第二天開盤前以現金存入指定銀行。

保證金在 CME 稱為履約保證金 (Performance Bond)²⁴，採取總額保證金制度，結算所要求結算會員以多頭部位加空頭部位之總部位來繳交保證金。CME 之保證金計算方式稱為「標準組合風險分析

²² Rulebooks, See CME Group website, available at: <http://www.cmegroup.com/market-regulation/rulebook/index.html> (last visited 2009/8/25).

²³ Rulebook Harmonization, See CME Group website, available at: <http://www.cmegroup.com/rulebook/rulebook-harmonization.html> (last visited 2009/8/25).

²⁴ CME Rulebook §820. See CME Group website, available at: <http://www.cmegroup.com/rulebook/CME/I/8/8.pdf> (last visited 2009/8/26).

(Standard Portfolio Analysis of Risk, SPAN)²⁵，係由該交易所於 1988 年開發成功並啟用，目前為全球許多知名交易所採用。其計算方式係考量市場變動所產生的影響，運用選擇權訂價模式 (Options Pricing Model) 計算每一會員整體部位或投資組合之盈虧，且可以不同幣別轉換²⁶。其保證金可以現金或有價證券形式繳交，有價證券抵繳期貨保證金之最高比率可達 85%，而變動保證金依規定只能以現金繳交。

根據 CME Rulebook §820 規定，得作為投資之工具主要須符合 17 CFR §1.25 之規定，並且須符合證券交易法規定義之具有即時變現性之有價證券 (readily marketable securities)。除符合上述要件外，結算機構只要經 CME 之結算所風險管理委員會 (Clearing House Risk Committee) 所批准並公告者，皆得作為擔保品。目前 CME 可以接受作為結算保證金之形式如下²⁷：

(1) 現金

A. 美元 (U.S. Dollar)

B. 指定外幣 (Foreign Sovereign Cash)：包含澳幣 (Australian dollar)、英鎊 (British pound)、加幣 (Canadian dollar)、歐元 (Euro)、日圓 (Japanese Yen) 紐西蘭幣 (New Zealand dollar)、挪威克朗 (Norwegian krone)、瑞典克朗 (Swedish krona)、瑞士法郎 (Swiss franc)、日幣 (Japanese yen)、墨西哥披索 (Mexican peso)、土耳其里拉 (Turkish Lira)。

(2) 指定的國外債權 (Foreign Debt)

A. 加拿大之國庫券 (Bill) 與債券 (Bonds)。

²⁵ Risk Management/ CME SPAN, See CME Group website, available at: <http://www.cmegroup.com/clearing/risk-management/> (last visited 2009/8/26).

²⁶ SPAN, See CME Group website, available at: <http://www.cmegroup.com/clearing/risk-management/span-overview.html> (last visited 2009/8/26).

²⁷ Collateral Types Accepted, See CME Group website, available at: <http://www.cmegroup.com/clearing/financial-and-collateral-management/collateral-types-accepted.html> (last visited 2009/8/30).

- B.法國之國庫券 (Bill)、中期債券(Notes- BTAN、BTF)與長期債券(Bonds- OAT)。
- C.德國之國庫券 (Bill- Bubils)、中期債券(Notes- Schatzs) 與長期債券 (Bonds- Bunds、Kassenobligation)。
- D.英國之國庫券 (Bill) 與績優公債 (Gilts)。

(3) 美國政府債券 (U.S. Treasuries)

- A.美國國庫券 (U.S. Treasury Bills)。
- B.美國中期債券 (U.S. Treasury Notes)。
- C.美國長期債券 (U.S. Treasury Bonds)。
- D.美國零息國庫券 (U.S. Treasury Strips)。

(4) 指定的美國政府機構證券 (U.S. Government Agencies Securities)

- A.聯邦農業信用銀行 (Federal Farm Credit Banks) 所發行的折價債券 (到期日不超過 12 個月)、可贖回或不可贖回 (Callable and Non-callable) 之短期基準債 (Benchmark Bills)、中長期基準債 (Benchmark Notes and Bonds)。
- B.聯邦家庭貸款銀行系統 (Federal Home Loan Bank System) 所發行的折價債券 (到期日不超過 12 個月)、可贖回或不可贖回之短期基準債、中長期基準債。
- C.聯邦家庭抵押貸款公司 (Federal Home Loan Mortgage Corp., Freddie Mac, 簡稱房地美) 所發行的折價債券 (到期日不超過 12 個月)、可贖回或不可贖回之短期基準債、中長期基準債。
- D.聯邦國家抵押貸款協會 (Federal National Mortgage Assoc., Fannie Mae, 簡稱房利美) 所發行的折價債券 (到期日不超過 12 個月)、可贖回或不可贖回之短期基準債、中長期基準債。

(5) 指定的不動產抵押債權證券 (Mortgage Backed Securities, MBS)

包含固定利率型 (Fixed Rate)、可轉換型 (Conventional) 以及多家庭或單一移轉型證券 (Multifamily or Single Family Pass Through Certificates)。

A. 聯邦國家房貸協會 (FNMA- Fannie Mae)。

B. 聯邦住宅抵押貸款公司 (FHLMC- Freddie Mac)。

C. 政府全國房貸協會 (Government National Mortgage Association, GNMA- Ginnie Mae)。

(6) 特定之擔保品計畫 (Specialized Collateral Programs)

指結算會員參加 IEF (Interest Earning Facility) 計畫²⁸。使用該特定之擔保品計畫抵繳保證金者，也必須是該計畫之參與者。

A. IEF2，係為 CME 機構的貨幣市場共同基金平台。

B. IEF3，係指與紐約銀行或美國摩根大通銀行 (JP Morgan Chase Bank) 合作之特定擔保品計畫；為 CME 證券管理計畫。

C. IEF4，係指與紐約銀行或美國摩根大通銀行 (JP Morgan Chase Bank) 合作之特定擔保品計畫；為 CME 證券管理計畫。

D. IEF5，係指與紐約銀行或美國摩根大通銀行 (JP Morgan Chase Bank) 合作之特定擔保品計畫；為 CME 含息現金計畫。

(7) 信用狀 (Letters of Credit, LC)

以信用狀作為保證金時，且交易所都會要求必須由指定銀行 (approved banks) 開立，若發狀銀行失去核可的身分，則結算會員必須立即補足差額。

²⁸ 該計畫之詳細說明，請參見，Guide to CME Group Collateral Management Programs, See CME Group website, available at: http://www.cmegroup.com/clearing/financial-and-collateral-management/files/EX006_CLEARINGHOUSEGUIDE_3.pdf (last visited 2009/08/31).

A.移轉型信用狀 (Pass-through L.C.)：即信用狀原先的受益人是結算會員，可以再補加 CME 為受益人之後，而成為保證金的一部份。

B.擔保信用狀 (Standby L.C.)：CME 是信用狀唯一的受益人。

此外，CME 並規定信用狀之內容必須包含(a)實體會員的正確名字；(b)帳戶型態是專戶或客戶分離帳戶；(c)申請人的名稱；(d)準據法（伊利諾州法）；(e)受益人：CME；(f)金額，僅接受以美金計價的信用狀；(g)到期日；(h)主要辦公室；(i)其他辦公室；(j)非美國辦公室；(k)同意；(l)截止時間。²⁹

(8) 股票 (Equities)

CME 允許指定的 S&P500 指數成份股作為結算保證金的一部份，但只准作為備用的保證金擔保品，CME 每季會公布核可的上市公司股票名單。³⁰核可的股票必須由核可的保管機構轉到 CME 的抵押帳戶(Pledge Account) 才會生效，並且抵押的股票只能用來作為日中保證金準備(Intra Day Margin Requirement) 的一部份。

²⁹ Requirements for Issuance of Irrevocable Standby Letters of Credit, See CME Group website, available at:

http://www.cmegroup.com/clearing/files/Requirements_for_Issuance_of_all_Letters_of_Credit.pdf

(last visited 2009/08/31).

Requirements for Amendments of Irrevocable Standby Letters of Credit, See CME Group website, available at:

http://www.cmegroup.com/clearing/files/Requirements_for_Amending_all_Letters_of_Credit.pdf (last visited 2009/08/31).

³⁰ CME 所接受的股票數額有上限之規定，且不得過度集中於少數股票。由於 S&P 500 成份股每季調整一次，因此符合抵繳標準的股票每季檢討一次，並公佈該各股可以接受的上限額度。2009 年第 3 季可接受之股票可見以下網址，Official Stock Pledge Table(Third quarter of 2009), The Chicago Mercantile Exchange, available at :

http://www.cmegroup.com/tools-information/lookups/advisories/clearing/files/SP500_By_Ticker_2nd_Qtr2009.pdf (last visited 2009/08/31).

（二）日本

日本期貨市場起源很早，早期從 1620 年的江戶時代，於大阪「定屋米市」展開了遠期合約的稻米交易，掀起了日本期貨發展史。1730 年的德川幕府時代，「堂島米相場會所」的稻米買賣，通過一年三次稻米現貨交割的差價結算交易，成為日本公認的稻米期貨市場，也可以說是全球最早出現的商品期貨交易所。為了讓期貨與證券交易更為制度化，日本早在 1893 年就制定了「交易所法」。

在日本證券與期貨市場，依商品期貨、與證券相關之期貨以及其他金融期貨在日本原本分受不同之法律規範，各別為：商品交易所法（商品取引所法）、證券交易法（証券取引法）及金融期貨交易法（金融先物取引法）。而日本目前有三大金融期貨交易所：分別是大阪證券交易所（OSE）與東京證券交易所（TSE）以及名古屋證券交易所（なごやしゅうけんとりひきじょ，簡稱名証）。另有七家商品期貨交易所，包括：東京工業品交易所（TOCOM）、東京穀物商品交易所（TGE）、大阪商品交易所（OTE）、中部商品交易所（C-COM）、橫濱商品交易所（Y-COM）、關西商品交易所（KANEX）以及福岡商品交易所（KCE）。其中東京穀物商品交易所、東京工業品交易所、中部商品交易所、關西商品交易所等，將結算業務交給日本商品結算機構股份有限公司（株式会社日本商品清算機構，Japan Commodity Clearing House Co., JCCH）。³¹

日本國會多次修定商品交易所法，而修定之商品交易所法，主要範圍涵蓋交易所、期貨經紀公司、投資者保護基金和 OTC 市場等四個方面。該法案使交易所可以選擇公司制，並擴大了會員資格，引入了獨立於交易所外的清算機構；且又放寬了期貨經紀公司的代理範圍，規定違反保證金分類保管將受懲罰等。再者，設立投資者保護基

³¹ 清算機関について，株式会社日本商品清算機構，清算機関について。請參見：
<http://www.jcch.co.jp/b/b02.html>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

金，強制期貨經紀公司必須加入。此外還放寬對 OTC 市場的限制，允許上市商品也可以開設 OTC 市場，使交易所和 OTC 交易間建立相互支援關係。³²

其後於 2006 年 6 月，日本國會又通過改革方案，將證券交易法改名為「金融商品交易法（金融商品取引法）」，並廢止包含原來金融期貨交易法在內的四部法律；2006 年的改革總共修正了 89 部法律，部分相關規定亦併入新的「金融商品交易法」中，使所有的金融商品及業者從此受單一法律之規範。³³

無論是修正前後的商品交易所法，舊的證券交易法或是新的金融商品交易法均規定交易所應於業務規程中制定有關交易保證金之規定³⁴。

以下僅介紹日本大阪證券交易所（Osaka Securities Exchange Co., OSE）與東京證券交易所（Tokyo Stock Exchange, TSE）兩者有關期貨與選擇權交易之客戶保證金規定做為參考。大阪證券交易所與東京證券交易所於 1988 年 9 月聯合推出日經 225 指數期貨，並且於 2006 年 7 月 18 日推出 MINI 日經 225 指數期貨，而東京證券交易所之結算工作則由日本證券結算保管公司（Japan Securities Settlement & Custody, JSCC）負責。而大阪證券交易所則由自己的清算決策小組，制定自己的結算規則。

³² 詳可參照，商品取引所法改正經過要覽第 1、2 集，日本商品先物振興協會。請參見：
<http://www.jcfia.gr.jp/study/kaiseihou.html> [最後瀏覽日 2009/8/31]。

³³ 日本金融庁，新しい金融商品取引法制について。請參見：
<http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/pamphlet.pdf> [最後瀏覽日 2009/8/31]。

³⁴ 日本金融商品取引法第 117 條，平成 18 年 6 月 14 日法律第六十五號（原証券取引法第 108 條，昭和 23 年 4 月 13 日法律第 25 號）。

1. 東京證券交易所（TSE）的規範

雖然其將期貨與期權交易委由日本證券結算公司結算，不過其自身對客戶保證金之收取亦有規範，根據其規定，客戶應在交易翌日結算所決定的期限前，於期貨商指定的時間內繳交保證金。為其辦理結算業務之日本證券結算保管公司（JSCC），則進一步規定，繳交期限不得逾翌日正午；若為境外客戶，則可延至交易日起算之第3日期貨商指定之時間前繳納。³⁵至於繳納的保證金則不以現金為限，只要是屬於結算所核准的有價證券，均可為擔保品³⁶。JSCC 亦公佈有價證券抵繳之種類和價格表。³⁷

2. 大阪證券交易所（OSE）的規範

（1）保證金制度

客戶將保證金透過結算會員直接存放於 OSE，稱為結算保證金（直接存款），若客戶同意結算會員以同等金額之自有現金或有價證券存放於 OSE，稱為經紀保證金（替代直接存款）。OSE 要求市場參與者需分離自有帳戶及客戶帳戶，市場參與者所計算之客戶應有保證金，目前 OSE 採總額保證金制，結算所會要求結算會員以多頭部位加空頭部位之總部位來繳交保證金；且原始保證金可以現金或有價證券的形式繳交，得以有價證券抵繳之比率為 100%，但變動保證金僅可以現金繳交。³⁸

³⁵ 東証先物・オプション取引に係る証拠金及び決済制度の概要。請參見：
<http://www.jsc.co.jp/sakimono/documents/outlineofmargin20090323j.pdf>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

³⁶ 先物・オプション取引に係る証拠金及び未決済約定の引継ぎ等に関する規則，第 11 條。請參見：

<http://www.tse.or.jp/rules/regulations/1-8-3.pdf>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

³⁷ 株式会社日本証券クリアリング機構，代用有価証券の種類と価格に関する表。請參見：
http://www.jsc.co.jp/sakimono/pdf/sakimono_shokokin.pdf〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

³⁸ 顧客が差し入れる証拠金，大阪証券取引所（OSE）。請參見：
<http://www.ose.or.jp/futures/index.html>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

(2) 有價證券抵繳保證金項目

OSE 可以接受有價證券的種類如下：³⁹

- A. 日本政府公債。
- B. 日本政府保證債券。
- C. 日本地方政府公債。
- D. 美國政府債券(U.S. Treasuries)。
 - (A)美國國庫券 (U.S. Treasury Bills)。
 - (B)美國中期債券 (U.S. Treasury Notes)。
 - (C)美國長期債券 (U.S. Treasury Bonds)。
- E. 於日本交易所上市之日幣計價的國外公債。
- F. 適用特別法發行之公司債。
- G. 於日本交易所上市之公司債。
- H. 於日本交易所上市之日幣計價的國外公司/地方政府債券。
- I. 公債投資信託受益憑證。
- J. 於日本交易所上市之可轉換債券/附買回債券/可交換債券。
- K. 於日本交易所上市之股票。
- L. 非公債券投資信託之受益憑證。
- M. 投資證券。

(三) 新加坡

新加坡交易所 (Singapore Exchange Limited, SGX) 的前身是新加坡國際金融期貨交易所 (SIMEX)，在 SIMEX 成立之初，得到美國

³⁹ 証拠金制度運用マニュアル，大阪証券取引所 (OSE)，第 7 版，頁 40-41。請參見：
http://www.ose.or.jp/futures/doc_ma/sh_unman.pdf [最後瀏覽日 2009/8/31]。

CME 的協助，其組織架構、交易制度及風險管理多沿襲 CME。⁴⁰ 後於 1999 年由 SIMEX 與新加坡證券交易所 (SES) 合併成為 SGX。⁴¹ 而新加坡交易所另外設立獨立之子公司新加坡衍生商品結算所 (Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited, SGX-DC) 對其衍生產品進行結算。只有滿足條件的公司才能在 SGX-DC 註冊為結算會員。結算會員按照標準分為全面結算會員 (General Clearing Member, GCM) 和直接結算會員 (Direct Clearing Member, DCM)。滿足條件的個人客戶還可以申請 SGX-DC 的榮譽會員。GCM 可以完成其自營交易、客戶交易以及其代理的第三方與 SGX-DC 之間的結算，DCM 可以完成其自營交易、客戶交易與 SGX-DC 之間的結算。⁴² 目前新加坡期貨市場對保證金的計提與收取方式是採兩個層面來管理，第一層為交易所與結算會員間的結算保證金管理，以結算會員持倉部位計算應提繳之結算保證金；第二層為結算會員與期貨交易人間的原始保證金管理，交易所授權結算會員依期貨交易人持倉部位計算應提繳之原始保證金。⁴³ 於此兩層管理下，各有規範可接受之擔保型態，兩者間有些許差異，茲分述如下⁴⁴：

1. 結算會員

SGX-DC 可接受結算會員作為結算保證金之擔保品形式如下⁴⁵：

(1) 現金，限於：

A. 美元(U.S. Dollar, USD)。

⁴⁰ 高慧儀、邱仕敏，以信用狀及銀行保證函抵繳期貨保證金之可行性分析，集保月刊，142 期，2005 年 9 月，頁 28。

⁴¹ IBM WebSphere Portal, See SGX website, available at: http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/about_sgx (last visited 2009/08/11).

⁴² 何曉東，結算會員分級制度對我國商品期貨交易所的挑戰和機遇，請參見：<http://www.shfe.com.cn/jrysp/36/8.pdf> (最後瀏覽日 2009/08/11)。

⁴³ 林蒼祥、段昌文，論臺灣期貨市場實施有價證券抵繳保證金與相關配套，臺灣期貨與衍生性商品學刊，6 期，2008 年 6 月，頁 72。

⁴⁴ Types Of Acceptable Margin Collateral. See SGX website, available at: http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/mp_en/site/trading_on_sgx/derivatives_market/derivatives_clearing/members_info (last visited 2009/08/31).

⁴⁵ Id.

B. 日幣(Japanese Yen, JPY)。

C. 新加坡幣(Singapore Dollar, SGD)。

D. 歐元(Euro, EUR)。

(2) 新加坡政府債券(Singapore Government Securities)，限於：

A. 到期日 5 年以下。

B. 到期日 5 年以上。

(3) 美國政府債券(US Treasury Securities)，限於：

A. 到期日 5 年以下。

B. 到期日 5 年以上。

(4) 日本政府債券 (Japanese Government Bonds)，限於：

A. 到期日 5 年以下。

B. 到期日 5 年以上。

(5) 歐元政府公債 (EURO Government Bonds)，限於：

A. 法國：

(A) 法國國庫券(Treasury Bills, BTF)。

(B) 法國中期債券 (Treasury Notes, BTAN)。

(C) 法國長期公債(Treasury Bonds, OAT)。

B. 德國：

(A) 德國國庫券(Treasury Bills, “Bubills”)。

(B) 德國中期債券(Treasury Notes, “Bobls” and “Schatze”)。

(C) 德國長期公債(Treasury Bonds, “Bunds”)。

C. 期限為：

(A) 到期日 5 年以下。

(B) 到期日 5 年以上，10 年以下。

(C) 到期日 10 年以上。

(6) 以日圓或美元計價之不可撤銷擔保信用狀(Irrevocable Standby Letters of Credit, “SBLC”)。

2. 交易人端

根據 SGX-DC 之授權，結算會員接受交易人端作為結算保證金之擔保品的形式較為寬鬆，計有以下十種⁴⁶：

(1) 現金，限於：

- A. 美元(U.S. Dollar, USD)。
- B. 日幣(Japanese Yen, JPY)。
- C. 新加坡幣(Singapore Dollar, SGD)。
- D. 歐元(Euro, EUR)。

(2) 新加坡政府債券(Singapore Government Securities)，限於：

- A. 到期日 5 年以下。
- B. 到期日 5 年以上。

(3) 美國政府債券(US Treasury Securities)，限於：

- A. 到期日 5 年以下。
- B. 到期日 5 年以上。

(4) 日本政府債券 (Japanese Government Bonds)，限於：

- A. 到期日 5 年以下。
- B. 到期日 5 年以上。

(5) 歐元政府公債 (EURO Government Bonds)，限於：

A. 法國：

- (A) 法國國庫券(Treasury Bills, BTF)。
- (B) 法國中期債券 (Treasury Notes, BTAN)。
- (C) 法國長期公債(Treasury Bonds, OAT)。

B. 德國：

- (A) 德國國庫券(Treasury Bills, “Bubills”)。
- (B) 德國中期債券(Treasury Notes, “Bobls” and “Schatze”)。

⁴⁶ Id.

(C)德國長期公債(Treasury Bonds, “Bunds”)。

C.期限為：

(A)到期日 5 年以下。

(B)到期日 5 年以上，10 年以下。

(C)到期日 10 年以上。

(6) 銀行定期存單(Bank Certificates of Deposit)。

(7) 銀行保證函(Bank Guarantees, BG)或信用狀 (Letter of Credit, LC)。

(8) 金條(Gold Bars)。

(9) 黃金憑證(Gold Certificates)。

經新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS)認可而由銀行發行的黃金憑證。

(10) 股票。

於新加坡交易所(SGX)、紐約證交所(NYSE)、美國證交所(AMEX)或東京證交所(TSE)第一類型(1st Section)掛牌上市的股票。

(四) 香港

香港期貨交易所有限公司前身是香港商品交易所，於 1976 年成立，是亞太區內主要的衍生產品交易所。香港商品交易所當時主要買賣的產品計有棉花期貨、糖期貨、黃豆期貨及黃金期貨。1985 年 5 月 7 日，香港商品交易所易名為香港期貨交易所（期交所）。1986 年 5 月 6 日，期交所推出其旗艦產品—恒生指數期貨；至今，恒指期貨仍然是香港交易所旗下衍生產品市場最受歡迎的期貨產品。⁴⁷

⁴⁷ 請參照香港交易所網站，網址如下：

http://www.hkex.com.hk/exchange/history/history_c.htm [最後瀏覽日 2009/08/14]。

而香港財政司司長在 1999 年發表財政預算案演詞時公布，將進行香港證券及期貨市場會進行全面改革，以提高香港的競爭力和迎接市場全球化所帶來的挑戰。根據此改革方案，香港聯合交易所有限公司（聯交所）與香港期貨交易所有限公司（期交所）實行股份化並與香港中央結算有限公司（香港結算）合併，由單一控股公司香港交易及結算有限公司（Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEx）擁有。⁴⁸

所有在香港交易及結算有限公司（HKEx，香港交易所）旗下交易所買賣之衍生產品均視乎性質而分別以現金或實物交收。現時香港交易所轄下有兩家全資擁有的附屬結算所負責為在香港交易所買賣的衍生產品進行結算及交收。除了在聯交所買賣的股票期權是透過香港聯合交易所期權結算有限公司（聯交所期權結算所）進行結算交收外，所有在期交所買賣的期貨及期權均透過香港期貨結算有限公司（期貨結算公司）進行結算。⁴⁹

此外，根據香港中央結算有限公司、香港聯合交易所期權結算有限公司及香港期貨結算有限公司（合稱「結算所」）所共同公佈之中央結算系統一般規則第 504 條中，有規範可接納合資格證券為抵押證券，其謂「結算公司有絕對酌情權接納或拒絕接納參與者把合資格證券記存任何 CCMS 抵押品戶口，作為抵押證券以：(i)履行該參與者差額繳款及抵押品的責任或結算公司豁免計算與該參與者為一方的市場合約的差額繳款；(ii)履行該參與者對結算公司所有其他責任（實際或或然），而該些責任是直接因為結算公司需確保市場合約（該

⁴⁸ 香港聯交所及期交所在 1999 年 9 月 27 日各自舉行股東大會，會上分別通過有關的協議計劃，並於 1999 年 10 月 11 日獲法院批准有關協議計劃。兩所及結算公司的合併於 2000 年 3 月 6 日正式生效，合併後的香港交易所於 2000 年 6 月 27 日以介紹方式在聯交所上市。詳細歷程請參照香港交易所網站，網址如下：

http://www.hkex.com.hk/exchange/history/history_c.htm [最後瀏覽日 2009/08/14]。

⁴⁹ 如何成為交易所參與者，香港交易所，頁 29。請參照香港交易所網站，網址如下：
http://www.hkex.com.hk/expartadm/guide/becomeEP_c.pdf [最後瀏覽日 2009/08/14]。

參與者為合約的一方) 得以交收而產生的；(iii)履行該參與者對結算公司就規則第 812、813、814 及 815 條所述有關遺失或問題合資格證券所引致的一切責任（實際或或然）；(iv)履行該參與者對結算公司的其他責任（實際或或然）。⁵⁰」

再者，根據香港期貨結算所規則及程序第 404 條(a)項規定「期貨結算所可全權准許期貨結算所參與者於期貨結算所不時規定的限額內，存放認可之貨幣及認可之非現金抵押品（non-cash collateral）以履行其繳付按金（margin）的責任。⁵¹」香港期貨結算公司通過共同抵押品管理系統（Common Collateral Management System, CCMS）⁵²，管理結算參與人繳納的保證金，並制定了抵押品管理政策，抵押品的接受原則主要考慮「流通性」、「可信性」及「交收複雜性」。香港交易所可以接受結算保證金的形式如下⁵³：

1. 現金。
 - (1) 港幣 (HK Dollars)。
 - (2) 美元 (U.S. Dollar)。
 - (3) 歐元 (Euro)。
 - (4) 日幣 (Japanese Yen)。
2. 銀行保證 (Bank Guarantees)。

⁵⁰ 中央結算系統一般規則。請參照香港交易所網站，網址如下：

<http://www.hkex.com.hk/rule/ccassrule/CHAPT05.pdf> [最後瀏覽日 2009/08/14]。

⁵¹ 香港期貨結算所規則及程序。請參照香港交易所網站，網址如下：

http://www.hkex.com.hk/rule/futrule/CC-IV_C.pdf [最後瀏覽日 2009/08/31]。

⁵² CCMS 可提供一個自動的平臺以便靈活地管理參與者於現貨或衍生產品市場所提供的不同貨幣單位的抵押品，並具備跨市場抵押品管理的技術。另外 CCMS 可接納多種類的抵押品和抵押方法，當中涉及如何估價、計算、及管理未平倉合約所需抵押品的整個程式。通過 CCMS 參與者能有效利用資產以應付自身在不同市場的財務負擔。目前香港三個結算公司分別在 CCMS 開立抵押品帳戶，通過統一的平臺，獨立的帳戶管理抵押品。在共同抵押品系統（CCMS）中每個結算參與人也需相應維持三個基本帳戶用於保證金與抵押品的劃付與保管：公司抵押品帳戶，客戶抵押品帳戶，莊家抵押品帳戶。抵押品帳戶可用於存放現金與非現金抵押品。請參照，張桔，香港股指期貨交易結算情況介紹，網址：

<http://www.chinaclear.cn/main/07/0702/1177466588158.pdf> (最後瀏覽日 2009/08/31)。

⁵³ Clearing Rules and Procedures of HKCC, See Appendix V, HKEX website, available at: <http://www.hkex.com.hk/rule/futrule/HKATS-App5.pdf> (last visited 2009/08/31).

指由認可的銀行開立之信用狀、銀行擔保、銀行匯票與本票等。

3. 交易所交易之基金票券 (Exchange Fund Bills / Notes, EFBN)。指的是香港特別行政區政府發行的外匯基金票據或債券、美國政府發行的國庫券 (T-Bill) 或票據 (T-Note)，但以美國國庫可贖回信託本金 (TCAL) 及離拆單售債券本息票 (STRIPS) 除外。

4. 美國政府債務工具 (U.S. Government Treasury, Bills and Notes)。

5. 追蹤恒生指數的單位盈富基金 (Tracker Fund of Hong Kong, TraHKUnits)。交易所的參與者獲准接納盈富基金單位作為客戶補倉形式的日期將由期交所在適當時間透過通告通知交易所參與者。

6. 股票。恆生指數成分股。

最少 50% 的保證金要求必須以結算貨幣現金支付。且在結算參與者存放的抵押品有盈餘的情況下，各類的抵押品將會按既定的先後次序使用。按金要求將首先以現金抵押品中的結算貨幣支付，繼而以結算貨幣以外的任何認可貨幣作抵押，最後才使用非現金抵押品。

除了上述所提及用以符合按金要求之抵押品外，聯交所期權結算所參與者可利用其持有的證券作為備兌認購期權短倉的特定抵押品。聯交所期權結算所參與者可透過衍生產品結算及交收系統 (DCASS) 終端機輸入適當的備兌認購期權要求，如果其於 CCMS 的戶口內有足夠證券抵押品用作備兌認購期權，在計算按金要求時，將不包括有關的備兌認購期權短倉。參與者可於 DCASS 截止輸入時間前 (即每個營業日下午六時四十五分前) 輸入備兌認購期權的要求。若有關戶口內存有足夠的證券，備兌認購期權的要求會即時生效。

CCMS 提供一套綜合的戶口結構，讓結算所參與者有效地管理其抵押品，並能將其客戶的抵押品從公司戶口或莊家戶口分開，例如：只有 DCASS 內的客戶戶口能夠連繫至 CCMS 內的客戶戶口。CCMS 亦容許多於一個的 DCASS 戶口連繫至其系統內的同類戶

口，以達致在進行交收時，相關的交收責任可互相抵銷。此抵銷安排有助於結算參與者的資金運用，並顯著改善交收效率。

期貨結算公司及聯交所期權結算所會以當前銀行儲蓄利率計算利息予存入現金作按金抵押品之結算參與者。相反，若銀行儲蓄利率為負利率時，則結算參與者的戶口會被扣減有關的利息。另外，結算所會就已使用作符合按金要求的非現金抵押品徵收融通費用。利息收入及融通費用均為自動計算，並會定期反映於結算參與者的 CCMS 戶口內。⁵⁴

三、我國現行制度之省思與建議

(一) 信用狀與銀行保證函應納入抵繳範疇

在國外交易所常見的非現金擔保品中，有信用狀與銀行保證函兩種，然而就現行法規而言，條文用語限於「有價證券」方可抵繳之。故我期交所現行接受之可抵繳的有價證券範圍內，並不包含信用狀與銀行保證函。對此問題，有不同看法：

1. 否定說

主張否定說者，從以下理由，認為目前我國期交所尚不得將信用狀與銀行保證函納入抵繳保證金之範疇：⁵⁵

(1) 性質上非屬有價證券

⁵⁴ 市場及交易運作－衍生產品市場結算及交收服務，請參照香港交易所網站，網址如下：
http://www.hkex.com.hk/infra/derclrsett/colleralmange_c.htm (最後瀏覽日 2009/08/31)。

⁵⁵ 否定說見解整理自，高慧儀、邱仕敏，以信用狀及銀行保證函抵繳期貨保證金之可行性分析，集保月刊，142 期，2005 年 9 月，頁 32-35。

所謂信用狀（Letter of Credit, L/C）系指國際貿易上，銀行應其客戶之請求所簽發之一種證書，由其保證在合乎信用狀之條件下，可據此進行押匯，簡言之，信用狀乃透過銀行所開發出一種國際性特殊貿易支付憑證。而銀行保證函（Bank Letter of Guarantee）乃指由保證人（銀行）對受益人承諾，如被保證人（即銀行保證函之申請人）不履行付款或不履行債務時，保證人將代為履行。惟信用狀必須受益人依信用狀規定之條件備妥單據，始可向銀行押匯取得信用狀款項，信用狀本身並未具有價值；而銀行保證函則不具流通性，須保證條件成就銀行始有付款義務。基此，兩者並非表彰財產權之有價證券。

（2）期貨市場使用之情況不普遍

銀行信用狀持有者多為進出口廠商，而目前我期交所可交易商品皆為金融類商品，期貨交易人較少為進出口廠商，因此信用狀之使用上並不普及。此外，期貨交易原屬槓桿交易，銀行保證函則被視為銀行授信的一環，期貨交易資金需求不若現貨來的大，開放銀行保證函抵繳保證金的必要性不大。

（3）實務運作困難

因兩者皆非標準化標的，而且開狀（保兌）、保證銀行的信用標準不一致，加上信用狀或銀行保證函並未集中交易或具有組織之市場存在，缺乏流動性。此等因素，再再導致實務運作上之困難。

2. 肯定說

（1）國際趨勢與未來發展

隨著開放期貨商經營之國外期貨商品，期貨交易者則可能是進出口廠商，因此在國際多可接受信用狀可為保證金的情況下，應建議期交所應開放信用狀以抵繳保證金。⁵⁶

(2) 風險較低且資金使用效能高

雖然銀行保證函屬於銀行授信一環，持有銀行保證函者勢必受到銀行之嚴格徵信過程，風險相對較低，且用於抵繳保證金時，期貨交易人尚必須出示為抵繳保證金使用，由於銀行保證函的特殊用途，相對於其他擔保品未來高頻率的存取，銀行保證函對期貨交易人資金運用的效率將是較高的。期交所為使期貨交易人繳存之資金使用效能提高，因此開放有價證券可抵繳保證金，準此目的，期交所更應接受銀行保證函可抵繳保證金。

(3) 藉由標準化即可解決問題

在實際運作層面上，可參考 CME 與新加坡的作法，將信用狀與銀行保證函的種類予以標準化，開狀與保證銀行設限信用較佳或評等佳的銀行，例如新加坡規定只接受新加坡本土三家銀行開狀與保證者，非屬上述規範者不得接受。

(二) 本研究建議

1. 應放寬有價證券抵繳之標的

從前述各國制度以觀，多允許信用狀與銀行保證函作為抵繳之標的，為求與國際制度接軌之政策目的，未來勢必放寬抵繳之範圍。不

⁵⁶ 林蒼祥、段昌文，論臺灣期貨市場實施有價證券抵繳保證金與相關配套，臺灣期貨與衍生性商品學刊，6期，2008年6月，頁86。

同於國外的處理方式，由於國外交易所對期貨繳存之結算保證金多為總戶管理，因此繳存之保證金若為信用狀與銀行保證函時，則進行兩段式管理，亦即期貨交易人開狀受益人為期貨商的信用狀給期貨商，再由期貨商開立以交易所為受益人的信用狀給期交所。在結算會員繳存結算保證金為分戶管理下，期貨交易人開立的信用狀勢必要以期交所為受益人開狀，否則期交所將必須訂定信用狀相關可轉讓的規定。

再者，從立法論而言，本研究認為，將抵繳保證金之標的放寬於指定銀行擔保信用狀、指定銀行保證函於現行法制上並非難事。雖然銀行擔保信用狀、銀行保證函非為嚴格意義之有價證券，更非證券交易法所稱之有價證券，固無爭議。惟此二者，是否毫無表彰權益之意涵，則不無疑義。再者，期貨交易法規所稱之有價證券，是否必須完全等同證券交易法所稱之有價證券，不無思考的空間。退萬步言，即使認為期貨交易法規，特別是期貨交易法第 50 條及期貨商管理規則第 47 條所稱之有價證券，必須限於證券交易法之有價證券，然而銀行擔保信用狀、銀行保證函與新股權利證書等之性質頗為相近，如透過證券交易法第 6 條第 2 項規定之立法授權模式，藉由將抵繳有價證券種類由主管機關核定之立法意旨，授權主管機關以法規命令，明定銀行擔保信用狀及銀行保證函二者視為有價證券，相關疑義既可解決，法制作業上亦無抵觸法律或其他致生違法之疑慮。

2.以「非現金之擔保品」代替「有價證券抵繳保證金」之制度

除了上述透過立法模式，將銀行保證函以及信用狀按法律解釋之方式，納入有價證券外，尚應考慮擴大擔保品之範疇。將範疇擴大至現金以外，其他具有「即時變現性」、「明確性」之資產，使該等資產可以成為抵繳保證金之標的，進而增加期貨交易人資金運用之調性，創造出較高的市場參與誘因，而能擴大市場規模。比如說新加坡允許以「金條」或「黃金憑證」作為抵繳之標的，此亦值得參考。因

此等資產，不但本身具有經濟價值，在變現性上並不會產生任何困難，標的更是明確。除此之外，未來更應積極尋找具有此等特性之資產，作為擔保品。

3. 擔保品管理制度建構

建議可參照 CME Group 的擔保品管理計畫（Collateral Management Programs），又可稱為孳息收取制度（Interest Earning Facility, IEF）。其中包括 IEF2、IEF3、IEF4 以及 IEF5。⁵⁷其中 IEF2 乃以 CME 作為結算會員與貨幣市場共同基金（MMMFs）之間平台的角色，選擇經 CME 認可的貨幣市場共同基金作保證金的擔保品。若該共同基金產生的利息仍然歸給該結算會員。而 IEF3 與 IEF4 乃是一種有價證券監管計畫，由 CME 針對特定有價證券，使結算會員能夠依 CFTC Regulation §1.25 之規定，直接存入 CME 指定的保管銀行⁵⁸預先開立的第三人帳戶，而以附買回或賣回之約款，使結算會員能夠質押特定證券予 CME 允許之第三人帳戶。至於 IEF5 則是現金付息計畫，非常類似信託功能的定期存款，而由結算會員在銀行開立信託的帳戶，由銀行每月支付利息（hard dollars）給結算會員。

貳、有價證券抵繳期貨保證金之比例

一、現行規定與外國立法例之比較

（一）CME 有價證券抵繳保證金項目之評價

⁵⁷ Guide to CME Group Collateral Management Programs, See CME Group website, available at: http://www.cmegroup.com/clearing/financial-and-collateral-management/files/EX006_CLEARINGHOUSEGUIDE_3.pdf (last visited 2009/08/31).

⁵⁸ 目前該保管銀行是：紐約銀行（BNY）以及摩根大通（JP Morgan）。

目前以有價證券抵繳保證金的抵繳比率，由 CME 底下的結算部門定期公告與調整。而有價證券的評價是根據市價減去適當的折扣比率 (haircuts) 來計算，只有國庫券是以市價計值，完全不必折扣。折扣比率計算原則，主要依據為擔保品的流動性，因此結算部門皆每日根據市價調整抵繳總值，當因市價變動導致擔保品不足時，結算會員必須在被通知之當日補足差額，且以現金補繳。以下表列 CME 可接受的擔保品以及所適用之折扣比率⁵⁹：

表一、CME 可接受的擔保品以及所適用之折扣比率表

可接受的擔保品	抵繳之折扣比率 (haircuts)
現金	
澳幣、英鎊、加幣、歐元、日圓、紐西蘭幣、挪威克朗、瑞典克朗、瑞士法郎。	5%
墨西哥披索 (Mexican peso)	15%
土耳其里拉 (Turkish Lira)	20%
美元	不適用任何折扣
外國政府債券	
指定國家債券：加拿大、法國、德國、瑞典及英國	
折價債券	3%
到期日：0-5 年	5.50%
到期日：5-10 年	7.00%
到期日：10-30 年	8.50%
到期日：超過 30 年	10%
美國政府債券	
短期美國國庫券 (U.S. Treasury Bills)	按市價無折扣
美國中期債券 (U.S. Treasury Notes)、 美國長期債券 (U.S. Treasury Bonds)	依到期日，按市價做不同折扣。如屬非當期流通債券 (off the

⁵⁹ Collateral Types Accepted, See CME Group website, available at: <http://www.cmegroup.com/clearing/financial-and-collateral-management/collateral-types-accepted.html> (last visited 2009/08/31).

	run) ，按各折扣加計 0.5%。
到期日：0-5 年	2%
到期日：5-10 年	3.5%
到期日：10-30 年	5%
美國無息國庫券 (U.S. Treasury Strips)	
	10%
指定的美國政府機構證券 ⁶⁰	
由聯邦農業信用銀行、聯邦家庭貸款銀行系統、聯邦家庭抵押貸款公司 (房地美) 以及聯邦國家抵押貸款協會 (房利美) 所發行之折價債券 (到期日不超過 12 個月)。	市價之 3%。如果屬於非當期流通債券 (off the run) ，折扣加計 0.5%。
由上述機構所發行之可贖回或不可贖回之短期基準債。	市價之 3%。如果屬於非當期流通債券 (off the run) ，折扣加計 0.5%。
由上述機構所發行之可贖回或不可贖回之中、長期基準債。	依到期日，按市價做不同折扣。如果屬於非當期流通債券 (off the run) ，折扣加計 0.5%。
到期日：0-5 年	3%
到期日：5-10 年	4.5%
到期日：10 年以上	6%
指定的不動產抵押債權證券	
房地美、房利美以及政府全國房貸協會所發行者	市價之 10%。
特定之擔保品計畫	
IEF2	3%
IEF3、IEF4	依 IEF3 Guideline, IEF4 Guideline 對於

⁶⁰ 受限於信用狀與政府機構證券合計不得超過結算會員主要履約保證金的 50%，如果其保證金數額超過 5 萬美金時。本限制不適用結算機構的保留履約保證金以及集中度的要求。See Clearing House Advisory #03-64.

	抵繳上限 300 萬美金 以及集中度 50% 的 特別規定。
IEF5	請參閱 CME Advisory Notice #04-121 之規定。
信用狀	
使用信用狀抵繳時，該開狀與保證銀行須經 CME 認可。	受到集中度 50% 以 及 5 百萬美金之限 制。但無折扣比率。
股票	
必須是 S&P 500 成份股	市價 30%。

(二) 日本

以下介紹 OSE 對於有價證券抵繳之價值認定比率：⁶¹

表二、日本 OSE 對於有價證券抵繳之價值認定比率表

有價證券種類	價值認定比率
日本政府公債	95%
日本政府保證債券	90%
美國政府債券	90%
於日本交易所上市之日幣計價的 國外公債	90%
日本地方政府公債	85%
適用特別法發行之公司債	85%
於日本交易所上市之公司債	85%
日本交易所上市之日幣計價的國 外債券	85%
公債投資信託受益憑證	85%
於日本交易所上市之可轉換債券	80%

⁶¹ 証拠金制度運用マニュアル，大阪証券取引所（OSE），第 7 版，頁 40-41。請參見：
http://www.ose.or.jp/futures/doc_ma/sh_unman.pdf〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

/附買回債券/可交換債券	
於日本交易所上市之股票	70%
非公債券投資信託之受益憑證	70%
投資證券	70%

(三) 新加坡

以下表列新加坡衍生性商品結算所對於結算會員以及交易人端，可接受之擔保品以及最大認列價值：⁶²

表三、新加坡衍生性商品結算所對於結算會員以及交易人端表

可接受之擔保品金融工具	最大認列價值
結算會員端	
現金	
限於美元、日幣、新加坡幣以及歐元。	面值的 100%
新加坡政府債券	
到期日 5 年以內。	市價之 95%
到期日超過 5 年。	市價之 90%
美國政府債券	
到期日 5 年以內。	市價之 92.5%
到期日超過 5 年。	市價之 90%
日本政府債券	
到期日 5 年以內。	市價之 95%
到期日超過 5 年。	市價之 90%
歐元政府公債	
法國：法國國庫券(BTF)、法國中期債券(BTAN)、法國長期公債(OAT)	
德國：德國國庫券(Bubills)、德國中期債券(Bobls & Schatze)、德國	

⁶² See, Types Of Acceptable Margin Collateral. See SGX website, available at: http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/mp_en/site/trading_on_sgx/derivatives_market/derivatives_clearing/members_info (last visited 2009/08/31).

長期公債(Bunds)	
到期日 5 年以內。	市價之 96%
到期日超過 5 年，10 年以內。	市價之 93%
超過 10 年	市價之 90%
以美元或日圓計價之不可撤銷擔保信用狀 (SBLC)	
面值的 100%	
交易人端	
現金	
貨幣受到交易的限制時，例如該國貨幣不得於境外交易，或有兌換上之限制時，則不接受之。	面值的 100%
新加坡政府債券	
到期日 5 年以內。	市價之 95%
到期日超過 5 年。	市價之 90%
美國政府債券	
到期日 5 年以內。	市價之 92.5%
到期日超過 5 年。	市價之 90%
日本政府債券	
到期日 5 年以內。	市價之 95%
到期日超過 5 年。	市價之 90%
歐元政府公債	
法國：法國國庫券(BTF)、法國中期債券(BTAN)、法國長期公債(OAT)	
德國：德國國庫券(Bubills)、德國中期債券(Bobls & Schatze)、德國長期公債(Bunds)	
到期日 5 年以內。	市價之 96%
到期日超過 5 年，10 年以內。	市價之 93%
超過 10 年	市價之 90%
銀行定期存單	
市值之 100%	
銀行保證函或信用狀	
銀行自身為交易客戶時，或以擔保為目的而由關係銀行所發行之銀行保證函或信用狀，皆不	面額之 100%

接受。又該發行銀行必須在新加坡依銀行法取得核准，並有營業據點。	
金條	市價之 70%
經新加坡金融管理局（MAS）認可 而由銀行發行的黃金憑證	市價之 70%
股票 新加坡交易所、紐約證交所、美國證交所或東京證交所第一類型掛牌上市的股票	市價之 70%

（四）香港

香港期貨結算公司及聯交所期權結算所會定時以市價和相關的扣減率計算現存抵押品的價值。對於可用以抵繳保證金項目之評價，乃依據結算所的期貨結算規則及程序而定，目前乃要求現金佔結算保證金必須在 50% 以上。至於折扣比率，例如香港行政特區債券、美國國庫券及國庫債票等，則以 1 年內到期者為 2%；1-5 年到期者為 3%；5-10 年者為 5%。另外會反映股票價值，而進行調整。外幣則無固定的折扣比率，主要參考擔保品的歷史波幅，再將平均波幅加 3 個標準差，每月審核一次。

（五）我國

我國目前允許抵繳保證金之標的限於：中央登錄公債、外幣計價國際債券以及股票（證交所臺灣 50 指數之成分股及股票選擇權之標的證券）。期交所交易系統於每一營業日下午 4 時，及期交所網站於每一營業日下午 5 時，公布次一營業日得辦理抵繳有價證券之標的，交易人得洽往來期貨商，或逕行至期交所網站查詢。以下表列我國對於抵繳種類、集中度、數額之上限以及折扣比率表列如下：

表四、我國對於抵繳種類、集中度、數額之上限以及折扣比率表

有價證券種類	集中度之限制	折扣率
中央登錄公債	暫不設抵繳上限	以該期公債前一日市價之 5%折扣比率計算後價值（前一日市價：櫃買中心等殖成交系統前一日揭示之當日加權平均價）。
外幣計價國際債券	不得超過該期發行額之 20%	以該國際債前一日市價之 10%折扣比率計算後價值(前一日市價：櫃買中心等殖成交系統前一日揭示之當日平均價，前一日無市價，以最近成交日之市價為準)。
股票	不得超過該檔股票發行股數之 10%	以該股票收盤價之 30%折扣比率計算後價值（盤前、中以該股票開盤參考價計算；盤後以當日收盤價計算）。

抵繳比例：交易人以有價證券抵繳保證金，其有價證券計算之實際抵繳金額以占應存有結算保證金金額之 50%為上限。

實際抵繳金額(c)計算公式如下：取(a)與(b) 較小值者

(a)有價證券之評價價值

(b) 最高可抵繳金額。（該交易人未沖銷部位所需結算保證金按 50%抵繳比例計算之金額）。

當 $a > b$ 則 $c = b$ ；當 $a < b$ 則 $c = a$

二、對於有價證券抵繳比例與折扣之分析與建議

(一) 抵繳比例可逐步放寬

我國現行制度，將有價證券抵繳交易保證金之上限，限縮於 50%。而日前根據期貨交易所表示，去年起實施有價證券抵繳保證金

及整戶風險保證金制度，目前已有 138 支有價證券作為抵繳標的，抵繳價值共新台幣 3 億 2758 萬 7450 元，經換算折扣比率後，有價證券抵繳價值共 3 億 953 萬 8916 元，保證金抵繳比率為 1.67%。

從現況以觀，離目前規範之上限，仍有非常大的空間，然推敲其原因，不外乎現行利率過低，資金浮濫，以致於使用有價證券抵繳之意願不高。然從長期規劃，有價證券抵繳保證金，將使交易人之資金調度彈性增高，從美國實際運作之經驗亦發現，使用現金與外幣抵繳保證金者，僅占 2% 之百分比，而以美國公債與 IEF2 抵繳者，合計約占 72%。⁶³由此經驗可知，我國保證金制度未來之發展，亦有可能朝美國經驗之模式，只是礙於現行對於交易人以及期貨商使用有價證券抵繳之誘因不大，惟至整體配套措施完善後，相信該抵繳制度將會更加成熟，屆時抵繳上限將有調整之必要。

此外在設定抵繳率時，除總抵繳部份外，建議應依有價證券之流動性與市場性之高低，建立分層抵繳率，流動性以及市場性愈佳者，可抵繳之比率則應提高，反之則降低。

（二）折扣比例部分

雖然外幣並非有價證券，然而於我國以該期貨契約計價幣別相同的外幣抵繳保證金時，免折扣。如參照 CME 之規範，可知其對於外幣仍進行抵繳扣減。故建議我國制度應考慮匯率之波動性以及該幣別未來是否有貶值之可能性等因素綜合判斷。

⁶³ 郭維裕，期貨結算機構對結算保證金運用方式可行性之研究，台灣期貨交易所委託研究報告，2008 年 12 月，頁 28。

再者，我國股票市場波動幅度大，為避免系統性風險進而影響擔保品之流動性，以致有礙期貨保證金之安全。可考慮將折扣比率從現行之 30% 提高。

（三）集中度之問題

若作為抵繳保證金之有價證券種類過度集中時，可能會因系統性風險造成保證金安全性受到傷害。此外，還可能造成因單一證券抵繳至期交所之後，該證券的流通在外餘額過少，影響證券交易的流動性。因此，建議應該避免單一結算會員過度地集中於某單一證券，以避免該證券的風險影響結算保證金的安全性，以及過度集中造成的價格操縱的可能性。

再者，於認定該有價證券之集中度時，應將期交所所接受作為保證金抵繳之有價證券，加上期交所進行之資金運用所取得的有價證券，兩者加總後，計算之。不得超過一定的比例。

目前期交所對於集中度已有所認識，並進而限制，其中公債不限定抵繳上限、外幣計價國際債券為抵繳標的不得超過該債券發行額之 20%，而且股票為抵繳標的不得超過該檔股票發行股數之 10%。但對於其交所自身所持有有價證券，並未一併計入，就此應有調整之空間。

第五章 有價證券抵繳保證金之法律定性

由於期貨商品之多元化及財務工程之進步，風險管理之複雜度及難度日趨加深，加強期貨市場之風險管理及增加期貨商對於風險管理之認識，已為健全期貨市場發展之要件。按期貨交易具有低保證金之財務槓桿特性，市場風險較從事現貨交易為高。⁶⁴因期貨交易乃屬高度財務槓桿特性之保證金交易，而期貨市場之保證金乃屬契約之誠信保證金，通常保證金約占契約市場總價值之 2%~10%之間。保證金之收取為期貨市場風險控管之中心機制，可視為期交所對結算會員、期貨商對其客戶維持交易紀律之工具。保證金分為兩個層次：「結算保證金」與「交易保證金」（又分為「原始保證金」及「維持保證金」），結算保證金係交易所向結算會員收取之保證金，原始保證金係交易人從事期貨交易所須繳交之保證金，維持保證金則為交易人持有部位後最低保證金額度標準，並作為保證金帳戶補繳之基準。當交易人保證金帳戶權益數低於維持保證金總額時，期貨商應即通知交易人補繳保證金至原始保證金標準，補繳之這部分稱為「變動保證金」。⁶⁵

依臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 54 條第 3 項規定「期貨商辦理期貨交易人有價證券抵繳保證金，應與期貨交易人約定僅作為抵繳自身未沖銷部位及新增委託所需保證金，或取得期貨交易人同意書由期貨商、結算會員運用，得抵繳結算會員部位所需保證金，其相關作業，由本公司另訂之。」同法第 56 條則規定「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（第 1 項）。期貨商受託從事期貨交易時所收付之款項應透過其客戶保證金專戶辦理。該專戶內所有款項之提取作

⁶⁴ 林志超，論期貨商之風險管理，證券暨期貨月刊，22 卷 3 期，2004 年 3 月，頁 21-22。

⁶⁵ 李惠華，論期貨商保證金風險控管，證券暨期貨月刊，23 卷 6 期，2005 年 6 月，頁 33-34。

業應以轉帳方式辦理，同時應有詳實之紀錄及收付憑證（第 2 項）。期貨商受託從事期貨交易時所收付之抵繳有價證券，由期貨交易人將有價證券撥入本公司有價證券抵繳保證金專戶。但期貨交易人同意有價證券由期貨商、結算會員運用，得抵繳結算會員部位所需保證金者，期貨交易人應將有價證券撥入期貨商有價證券抵繳保證金專戶（第 3 項）。期貨商應將所開設客戶保證金專戶之機構名稱及帳號於營業處所顯著位置公告，變更或註銷時亦同（第 4 項）。期貨商對委託人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，亦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（第 5 項）。兼營期貨業務之金融機構不得將其客戶保證金專戶開設於其所經營之金融機構（第 6 項）。」

另外根據臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 57 條第 1、2 項之規定「期貨商受託從事期貨交易應逐日計算每一委託人之保證金專戶存款餘額及有價證券抵繳金額合計數，其低於受託契約約定之維持保證金時，應即通知委託人於限期內以現金補繳其保證金專戶存款餘額及有價證券抵繳金額合計數與其未了結部位原始保證金總額間之差額（第 1 項）。委託人未能依前項規定之限期內補足差額者，期貨商得了結其期貨交易契約（第 2 項）。」由此可知，目前期貨交易中之變動保證金部分，僅得以現金繳納，有價證券不得為之，此考量主要乃基於時效性之考量所設。

由前揭條文可知有價證券抵繳保證金之法源依據已然充足。但對其本質，仍有深入研究之必要。在探討有價證券抵繳保證金之法律定性以先，首先須釐清者乃期貨交易保證金與證券交易保證金之區別。

期貨交易保證金與證券交易保證金雖然都是保證金，但性質卻不相同。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。因此市場規則通常要求雙方各自存放一筆金錢於經紀商處。⁶⁶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；而證券交易保證金則是融資性的信用交易，該保證金則是成交價金的一部分。⁶⁷客戶保證金之收取原係為了確保客戶對契約之履行，也是期貨商為履行其對交易所之保證金義務而對客戶帳戶所採取之重要手段之一，與期貨交易市場息息相關。⁶⁸

基此，實有必要深入研究有價證券抵繳保證金之法律定性，以下就可能之定性分別探討之：

壹、權利質權

在我國民法制度下，將質權分為動產質權與權利質權二種，而有價證券質權之設定，乃以該有價證券所表彰或衍生之權利為標的物之質權，並非以該有價證券本身之動產為標的物，故性質上屬於權利質權。⁶⁹依民法第 900 條規定「稱權利質權者，謂以可讓與之債權或其他權利為標的物之質權。」而本法第 901 條規定「權利質權，除本節有規定外，準用關於動產質權之規定。」按動產質權規範於民法第 884 條「稱動產質權者，謂債權人對於債務人或第三人移轉占有而供其債權擔保之動產，得就該動產賣得價金優先受償之權。」再者，民法第 902 條規定「權利質權之設定，除依本節規定外，並應依關於其權利讓與之規定為之。」

⁶⁶ 楊光華，美國期貨管理法規概論，證券暨期貨市場發展基金會，1995 年 8 月，頁 20。

⁶⁷ 蔡莉芸，臺灣期貨保證金合理性之分析，企銀報導，20 卷 2 期，2002 年 2 月，頁 20。

⁶⁸ 楊光華，客戶保證金預繳絕對必要嗎？—以比較法為中心，證券市場發展季刊，20 卷 4 期，2008 年 12 月，頁 120。

⁶⁹ 謝在全，民法物權論（下），作者自版，2004 年 8 月，頁 320。

由上可知，欲設定權利質權，按其權利性質除準用動產質權之相關規定以及權利質權乙節之規定外，尚須依照該權利讓與之規定為之，方得完成權利質權之設定。此外，得為權利質權之標的者乃具有財產價值者，若無從拍賣或直接收取其給付而受償者，因無擔保價值，自不適用於出質⁷⁰。再者，綜觀民法第 900 條與 902 條之規定，可知該權利必須屬於可讓與者。故除了民法第 904 條所規定之債權以及第 908 所規範之有價證券得為質權之標的外，國庫券⁷¹、中央政府建設債券⁷²、以登記形式發行之短期票券⁷³等，皆有特別法規定其得以作為質權之標的。

貳、信託擔保

⁷⁰ 蔡明誠，民法物權編權利質權部分修正草案內容之評析，台灣本土法學雜誌，76 期，2005 年 11 月，頁 125。

⁷¹ 國庫券及短期借款條例第 13 條：

國庫券得自由轉讓、設定質權或充公務上之保證。

以債票形式發行之記名國庫券，為轉讓、設定質權或充公務上之保證，應先向原經理銀行辦理過戶或相關手續。

以登記形式發行之國庫券，為轉讓、設定質權或充公務上之保證，非經登記，不得對抗第三人。

⁷² 中央政府建設公債及借款條例第 7 條：

本公債以債票形式發行者為無記名式。但承購人於承購時，得申請記名，其以登記形式發行者，皆為記名式。

本公債以登記形式發行者，其轉讓、繼承或設定質權，非經登記，不得對抗第三人。

⁷³ 票券金融管理法第 26 條：

短期票券得以債票或登記形式發行。

票券商出售債票形式發行之短期票券，應於交易當日，將債票交付買受人，或將其交由買受人委託之其他銀行或集中保管機構保管，票券商不得代為保管。

前項集中保管機構保管之短期票券，其買賣之交割，得以帳簿劃撥方式為之；其作業辦法，由主管機關會商中央銀行定之。

以集中保管機構保管之短期票券為設質之標的者，其設質之交付，得以帳簿劃撥方式為之，不適用民法第九百零八條之規定。

短期票券以登記形式發行者，其買賣之交割，得以帳簿劃撥方式為之；其發行、登記及帳簿劃撥作業辦法，由主管機關會商中央銀行定之。

前項以登記形式發行之短期票券，其轉讓、繼承或設定質權，非依主管機關依前項所定辦法之規定辦理登記，不得對抗第三人。

所謂信託擔保即期貨交易人將作為抵繳保證金用之有價證券，以信託之方式轉讓予期貨經紀商，以為擔保。然而信託乃一種財產管理制度，信託之成立，係由委託人將信託財產移轉予受託人，而受託人應依照信託本旨，為受益人之利益，管理或處分信託財產。受託人僅為信託財產之形式上所有權人，而實質所有權係歸屬於受益人所有。

有價證券信託在先進國家早已發展多年，而屬於信託業務中不可或缺的重要業務。對於有價證券信託，依信託法第 4 條第 2 項規定「以有價證券為信託者，非依目的事業主管機關規定於證券上或其他表彰權利之文件上載明為信託財產，不得對抗第三人。」同條第 3 項復規定「以股票或公司債券為信託者，非經通知發行公司，不得對抗該公司。」故如以信託擔保之方式繳交期貨交易保證金，自須符合此等規範。惟有疑義者，乃信託法第 1 條將信託定義為「稱信託者，謂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之關係。」由此可知，信託須以管理或為處分財產為目的而讓與權利者，始可成立。故以信託擔保方式繳交期貨保證金，與信託目的似有所不符。

參、讓與擔保

何謂讓與擔保，法無明文⁷⁴，惟參照最高法院 70 年台上字第 104 號判例之見解，其謂「債務人為擔保其債務，將擔保物所有權移轉與債權人，而使債權人在不超過擔保之目的範圍內，取得擔保物所有權者，為信託的讓與擔保，債務人如不依約清償債務，債權人得將擔保物變賣或估價，而就該價金受清償。」再者，亦可參照 84 年台上字

⁷⁴ 臺灣證券交易所股份有限公司有價證券借貸辦法中之「附件一、有價證券借貸交易委託書」，有謂「借券保證之擔保品為讓與擔保，所有權移轉予證交所」，此乃少數規範中明文將法律關係定性為讓與擔保者。

第 253 號判決「擔保信託乃信託行為之一種，又稱信託的擔保讓與，係指債務人為擔保其債務，將擔保物所有權移轉與債權人，而使債權人在不超過擔保之目的範圍內，取得擔保物所有權，債權清償後，該擔保物即應返還於債務人；債務不覆行時，債權人得將擔保物變賣或估價而就該價金受清償者而言。為免債權人逾越擔保之目的行使所有權，因此當事人間通常均定有信託約款以限制彼此間權利義務關係。」

對於讓與擔保，有學者主張須具備以下四種要件方可成立：一、須以移轉財產權之方式為之。二、財產權之移轉須以擔保為目的。三、財產權移轉係暫時的。四、當事人間須有債權債務關係存在。⁷⁵此種方式乃將有價證券以讓與擔保之方式抵繳期貨交易保證金，係指期貨交易人將作為抵繳保證金之有價證券直接讓與期貨經紀商作為擔保之用，而未為任何信託或設質之記載或登記。

或許以讓與擔保方式進行有價證券抵繳保證金之方式最為簡便，可依一般有價證券讓與方式為之即可，但於雙方當事人間，可能產生該行為究竟屬於讓與所有權或僅係供作擔保之用，雖然兩造的權利義務可藉契約條款之明確設計而加以釐清，但若對涉及第三人權利之安排未明時，即可能造成爭議。

肆、本研究見解

對於有價證券抵繳保證金之定性，有權利質權說、信託擔保說以及讓與擔保說。本研究之見解認為應採權利質權說較為妥適，理由如下：

⁷⁵ 陳榮隆，讓與擔保之法律構造（上）—最高法院九一年台上字第一一八〇號判例評析，月旦法學，96期，2003年5月，頁204-205。

一、權利質權法有明文

質權與抵押權同為現行民法行之有年之重要擔保制度，將其定性為權利質權之法律關係基礎，不僅對法律機制之衝擊最小，而且不會像讓與擔保發生妾身未明（法無明定），甚至導致違反物權法定主義⁷⁶之重大疑義。因若將此法律關係定性為讓與擔保時，依民法第 757 條規定「物權除依法律或習慣外，不得創設。」此條文雖於民國 98 年 1 月 23 日修正，而修正理由概為：「為確保交易安全及以所有權之完全性為基礎所建立之物權體系及其特性，物權法定主義仍有維持之必要，然為免過於僵化，妨礙社會之發展，若新物權秩序法律未及補充時，自應許習慣予以填補，故習慣形成之新物權，若明確合理，無違物權法定主義存立之旨趣，能依一定之公示方法予以公示者，法律應予承認，以促進社會之經濟發展，並維護法秩序之安定，爰仿韓國民法第 185 條規定修正本條。又本條所稱『習慣』係指具備慣行之事實及法的確信，即具有法律上效力之習慣法而言，併予指明。」基此，讓與擔保制度是否即具有客觀上「慣行之事實」以及主觀上「法的確信」實不能無疑，為避免制度之混亂，採行權利質權將是較佳的選擇。

又信託法實施後，信託法第 1 條開宗明義規定「稱信託者，為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之關係。」依其意旨觀之，所謂信託須以管理或處分財產為目的而讓與權利者，始能成立。因擔保而讓與，是否仍可認為成立信託，學理上不無爭議。基此，最高法院早期所稱之信託讓與擔保（最高法院 70 年度台上字第 104 號判例參見），其中所謂信託讓與，不無檢討空間。基此，吾人實無法將有價證券抵繳保證金之制度定性為信託讓與擔保。

⁷⁶ 民法第 757 條：「物權除依法律或習慣外，不得創設。」

二、權利質權說使當事人間法律關係明確

信託擔保說，因不符信託法之立法目的，已不足採。至於若採讓與擔保說則將使當事人間之法律關係陷於真偽不明，影響交易安全。原則上，法律行為之解釋，除法律另有規定外，不得違反當事人真意（民法第 98 條參照）。期貨交易上所以有保證金之交付，於當事人間之真意，僅在提供擔保，而且顯然並無移轉權利之意思。將該等法律行為解釋為讓與擔保，顯然違背當事人真意。

此外，讓與擔保說亦不符制度設計原意。按期貨交易相關保證金之繳存，主要乃從風險控制之角度，思考期貨交易參與者無法履行義務所可能產生之風險，而繳存之保證金僅供擔保之用，實無讓與或作為價金一部之意。故於讓與擔保制度未有明確之保障設計前，輕易地解釋其為讓與擔保，不僅擔保義務人應有權益無從維護，而且極易滋生當事人間之不斷爭議，甚而產生諸多現行法制無從克服之難題。

基此，採行權利質權說，即可使當事人間之法律關係明確，杜絕許多無謂之爭議。

三、權利質權說可避免收取孳息之爭議

民法第 889 條規定，質權人得收取質物所生之孳息，但契約另有約定者，不在此限。且 890 條第 1 項亦規定「質權人有收取質物所生孳息之權利者，應以對於自己財產同一之注意收取孳息，並為計算。」又民法第 901 條規定「權利質權，除本節有規定外，準用關於動產質權之規定。」而所謂權利質權乃指「以可讓與之債權或其他權利為標的物之質權（民法第 900 條參照）。」

然何謂孳息？民法第 69 條規定「稱天然孳息者，謂果實、動物之產物及其他依物之用法所收穫之出產物。稱法定孳息者，謂利息、租金及其他因法律關係所得之收益。」由此可推知，若以現金出質時，除另有約定外，期貨商取得法定孳息—利息之基礎，實為法所明文。至於將有價證券抵繳保證金定性為質權時，則屬權利質權之範疇，進而準用動產質權之規定。據此，質權人（期貨商）仍可收取包含法定孳息—股票股利與現金股利在內的孳息。

又依民法第 910 條規定「質權以有價證券為標的物者，其附屬於該證券之利息證券、定期金證券或其他附屬證券，以已交付於質權人者為限，為質權效力所及。附屬之證券，係於質權設定後發行者，除另有約定外，質權人得請求發行人或出質人交付之。」基此，如股票股利因未於公司股東名簿登記設質而已發給設質人即期貨交易人時，除非設質人已將該股票股利一併交付質權人，否則質權之效力不及於此附屬之證券。

四、權利質權說可避免稅捐之爭議

如採權利質權說，可以避免交易稅、所得稅或其他稅賦負擔及課徵之困擾。

五、權利質權說可與現行集保制度配合

權利質權說，可以配合相關現行結算或保管機制，因設質作業，則無論是結算機構、金融機構或集保公司，均得以各該機構之現行作業配合，無庸因另尋法律依據而大費周章。質權設定說，可以利用現行證券集中保管作業機制及經驗，使抵繳有價證券之作業程序，迅速進入狀況而順利推展。

綜上所述，將有價證券抵繳保證金之法律性質，定性為設定「權利質權」，應屬於明確、符合現實之解釋，一面可以貼近當事人之真意，一面於現行法制作業上又不至於產生太大負荷，操作面上較易接軌。故本研究將其定性為設定「權利質權」⁷⁷。

⁷⁷ 相同見解，可參照，邱聰智，有價證券抵繳保證金之法制構成，臺灣期貨交易所委外研究案，2002年2月。

第六章 期貨保證金專戶運用之法律爭議

壹、法規現況概說

依期貨交易法第 70 條之規定「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或權利金，並與自有資產分離存放（第一項）。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。」復依同法第 71 條之規定，期貨商除有下列情形之一者外，不得自客戶保證金專戶內提取款項：

- 一、依期貨交易人之指示交付賸餘保證金、權利金。
- 二、為期貨交易人支付必須支付之保證金、權利金或清算差額。
- 三、為期貨交易人支付期貨經紀商之佣金、利息或其他手續費。
- 四、經主管機關核准者。

再者，期貨商管理規則第 45 條亦規定「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。」而同法第 48 條第 1 項復規定「期貨商應設置客戶明細帳，逐日計算每一客戶保證金專戶存款與有價證券餘額及有價證券抵繳金額之變動情形，並編製所有客戶保證金專戶明細表。」

前揭條文，主要乃規範期貨商與其客戶（期貨交易人）之資金必須分離。因為在財務保全上，將客戶的資金與期貨商自有的資金相分離是一重要關鍵。此措施能達到兩項保障：第一，客戶的資金不會為期貨商濫用去履行其自己的義務；第二，當期貨商有財務危機時，客

戶的資金為獨立而分開存放的，不會被當成是期貨商的資產而分配給期貨商的債權人。⁷⁸

目前如採行以有價證券抵繳保證金時，依臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 56 條第 3 項之規定「期貨商受託從事期貨交易時所收付之抵繳有價證券，由期貨交易人將有價證券撥入本公司有價證券抵繳保證金專戶。但期貨交易人同意有價證券由期貨商、結算會員運用，得抵繳結算會員部位所需保證金者，期貨交易人應將有價證券撥入期貨商有價證券抵繳保證金專戶。」同條第 5 項又規定「期貨商對委託人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，亦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。」

再者，臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 93 條亦規定：本公司向結算會員收取之結算保證金，其結算保證金得以現金或經主管機關核定之有價證券抵繳。

結算會員辦理有價證券抵繳保證金相關作業，由本公司另訂之。

第一項結算保證金之收取方式、標準及有價證券抵繳之折扣比率，由本公司訂定，報請主管機關核定之。

結算會員應按自有及客戶所有分別設置帳戶，逐日登載下列事項：

- 一、期貨交易之部位結構及數額。
- 二、保證金之計算與收付。
- 三、市價變動所生權益差額之計算與收付。
- 四、保證金餘額。
- 五、保證金之追繳或提領。
- 六、其他應記載事項。

⁷⁸ 楊光華，美國期貨管理法規概論，證券暨期貨市場發展基金會，1995 年 8 月，頁 78-79。

前項結算會員對於委託其辦理結算交割之期貨商帳簿管理，應按該期貨商自行買賣及受託買賣別登載之。

根據臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 56 條第 3 項、第 93 條第 2 項之規定，期交所又公佈「臺灣期貨交易所股份有限公司期貨商、結算會員辦理有價證券抵繳保證金作業要點（以下簡稱有價證券抵繳保證金作業要點）」，該要點第 5 條第 1 項規定「期貨商辦理期貨交易人有價證券抵繳保證金作業，期貨交易人同意有價證券由期貨商、結算會員運用，得抵繳結算會員部位所需保證金者，期貨商應向證券集中保管事業或主管機關指定之清算銀行，開設保證金專戶，該帳戶應標明有價證券抵繳保證金專戶（以下簡稱抵繳專戶），憑以辦理有價證券之收付及保管。」惟須特別注意者乃同要點第 6 條第 1 項規定「期貨商辦理期貨交易人有價證券抵繳保證金作業，期貨交易人依第四條第一項第二款之約定，僅作為抵繳自身未沖銷部位及新增委託所需保證金者，應將其有價證券撥入本公司抵繳專戶；其同意有價證券由期貨商、結算會員運用，得抵繳結算會員部位所需保證金者，應將其有價證券撥入期貨商抵繳專戶，並於結算會員將其有價證券向本公司繳交作為結算保證金時，由期貨商抵繳專戶撥入本公司抵繳專戶。」

從上述作業要點以觀，可得：

一、若期貨交易人僅抵繳自身未沖銷部位及新增委託所需保證金者，應將其有價證券撥入期交所之抵繳專戶。

二、若期貨交易人同意有價證券由期貨商、結算會員運用，得抵繳結算會員部位所需保證金者，期貨商應向指定之清算銀行，開設保證金專戶，標明有價證券抵繳保證金專戶，憑以辦理有價證券之收付及保管。

乍看之下，法規已屬詳實，對於保證金帳戶分離等作業程序已作好規劃，然細究其中規定，仍不免有爭議之處，例如：

（一）孳息之收取

有價證券抵繳保證金作業要點第 4 條第 1 項第 1 款所規定「期貨商辦理期貨交易人有價證券抵繳保證金作業，應與期貨交易人於受託契約或約定書中載明下列事項：一、抵繳有價證券之孳息、紅利或其他利益，歸屬於期貨交易人，其稅負及相關費用由期貨交易人負擔。」對於有價證券之孳息、紅利或其他利益作此權利歸屬之分配，是否妥當，不能無疑。

（二）擔保品之運用

再者，有價證券抵繳保證金作業要點第 6 條第 2 項則嚴格規定「期貨商辦理期貨交易人有價證券抵繳保證金作業，應依本公司業務規則第 53 條規定，由期貨交易人將有價證券撥入期貨商或本公司抵繳專戶，期貨商應確認入帳，除依下列期貨交易人約定或指示辦理外，不得移作他用：

- 1.作為抵繳自身未沖銷部位所需保證金。
- 2.作為接受自身新增委託所需保證金。
- 3.同意期貨商、結算會員運用作為抵繳結算會員部位所需保證金。
- 4.作為採實物交割之期貨交易契約到期履約交割。
- 5.其他約定期貨商、結算會員得運用經主管機關核准之用途者。」

對於此等本質上屬於擔保品之有價證券，加以嚴格規範，對於期貨交易人、期貨商使用該制度之誘因，不免大大降低。實有檢討之必要。

(三) 得否以客戶現金或期貨商、結算會員自有資金購買有價證券抵繳結算保證金：

當期貨交易人(客戶)以現金繳交客戶保證金時，期貨商、結算會員得否以客戶保證金專戶中之現金購買有價證券抵繳結算保證金；再者，當期貨商、結算會員自有資金存入客戶帳戶，購買有價證券抵繳保證金，於現行制度下，是否可行，實不能無疑。

針對以上保證金專戶擔保品運用所可能產生之爭議，擬先從我國法制觀點出發，並輔以外國法制，探討此等保證金專戶運用上之適法性。

貳、從我國民法權利質權之觀點

本研究乃將有價證券抵繳保證金之法律定性為設定權利質權說，故針對此等擔保品之運用，則會引發轉質之問題。亦即當期貨交易人以設質方式抵繳交易保證金之有價證券，期貨商是否可將該有價證券轉設質給期貨交易所抵繳結算保證金？若是結算會員發生違約，轉質之有價證券是否因所有權歸屬而生違約處理爭議？對此亦有研究之空間。基此，以下乃深入探討轉質權之問題。

民法第 891 條規定「質權人於質權存續中，得以自己之責任，將質物轉質於第三人。其因轉質所受不可抗力之損失，亦應負責。」此即為質權人之轉質權。按其立法理由概為「質權為財產權之一種，質權人於質權存續期中，自得將其質權轉質於第三人。但此種規定，原為質權人之利益而設，其因轉質所受不可抗力之損失，自亦應由質權人負其全責，以昭公允。」此即所謂「轉質權」，係指質權人為供自己或他人債務之擔保，將質物再度設定新質權予第三人，亦即轉質人以自己之責任，於質物上再度設立新質權而言。又依民法第 901 條規

定「權利質權，除本節有規定外，準用關於動產質權之規定。」準此，權利質權之質權人，對設質之權利亦有轉質權。

轉質既屬於質權人之權利，則如法令無禁止規定，期貨交易人以抵繳交易保證金之有價證券設定質權後，質權人於質權存續中，自得將該有價證券再轉質於第三人。然而從民法之觀點，質物之轉質可分為責任轉質與承諾轉質二種⁷⁹：前者是指質權人於質權存續中，無須經出質人之同意，而以自己之責任，將質物轉質於第三人而言，此即為民法 891 條所規定者。至於承諾轉質，乃指質權人得出質人之承諾，為供自己或他人債務之擔保，將質權轉質於第三人而言，又稱為「同意轉質」。此種轉質，法無明文，然責任轉質既為法所允許，則經出質人同意之承諾轉質，更無不許之理。比較法上，瑞士民法則僅有承諾轉質之規定。

從民法第 891 條轉質權之規範目的以觀，主要乃使質權人因質權設定而投下融資，得經由轉質權之途徑，而有再度流動之可能，故具有促進金融流通之經濟機能。因此，民法為充分發揮質物之擔保效用，俾使資金易於融通，乃例外地承認質權人有質物轉質權。以下分就責任轉質與承諾轉質之意義與要件分述如下：

一、責任轉質

（一）責任轉質之意義

責任轉質之性質如何，學理上有不同之見解。按轉質係質權人為供自己或第三人債務之擔保，於質物上再設定新質權之行為，故應採質物再度出質說，亦即新質權設定說為當。轉質係質權人就質物所得

⁷⁹ 就此部分，請參見，謝在全，民法物權論（下），作者自版，2004 年 8 月，頁 272-282。

直接支配之交換價值賦予轉質權人，故轉質權人取得者，乃是質權人所得支配交換價值內之另一優先支配權。

例如期貨交易人，為繳納 70 萬元之保證金，而以價值 100 萬元之有價證券抵繳與期貨商（具結算會員身份者）。爾後，該期貨商為繳納自身之結算保證金 50 萬，而再將該價值 100 萬元之有價證券抵繳於期貨交易所。就此而言，質權人（期貨商），乃將其所得直接支配之交換價值賦予轉質權人（期貨交易所），使轉質權人所取得者，乃質權人所得直接支配價值中之另一優先支配權。亦即期貨商將其所得支配有價證券之 70 萬元之交換價值，就其中 50 萬元賦予期交所享有。

（二）責任轉質之要件

1. 須於質權存續中

轉質權係自原質權而生，且係質權人將其質權所得支配之交換價值賦予轉質權人，故轉質必須於質權存續中為之。原質權如已消滅，則無轉質權。於原質權存續中開始轉質者，其轉質所擔保債權之清償期間亦不能超過原質權擔保債權之清償期間。

2. 轉質權所擔保之債權額，須在質權所擔保債權範圍內

轉質權所擔保之債權額，須在質權所擔保債權額範圍內。此雖無明文規定，惟轉質權之性質係質權人將其所得支配之交換價值賦予轉質權人，則質權人所得處分之交換價值自應以其所得支配者為限：易言之，轉質權之各項內容仍應受原質權之拘束。故轉質權所擔保債權之清償期間固不得長於原質權所擔保債權之清償期，且所擔保之債權額亦不得逾越。再者，轉質權是質權人就自己所能支配之質物交換價

值賦予轉質權人而已，因此，轉質權之債權擔保額自不能超越原質權之擔保額。

3. 須以自己之責任為之

所謂須以自己之責任為之者，即為第 891 條後段所定質權人對於「因轉質所受不可抗力之損失亦應負責。」易言之，乃對於質物因轉質所生之一切責任，均由轉質人負責之意。蓋責任轉質係未得出質人之同意而為之，甚至出質人表示反對，亦得為之，故自應加重轉質人之責任，以保護出質人之權益。惟此責任之請求權人，係指原出質人而言。

4. 須具備質權之一般成立要件

權利轉質權係質權人將權利另行設定新質權，故自需具備權利質權設定之一般要件。例如當事人間須有設定質權之合意，被擔保債權之存在（無論係質權人自己之債務或他人之債務），並應依關於其權利讓與之規定為之。故權利質權轉質之方式，除須具有設定質權之合意以及被擔保債權存在之要件外，尚須依個別有價證券設定質權之方式為之，亦即須符合民法、公司法、證交法等法令中有關有價證券讓與之方式來設定轉質權。

轉質如違反上述第四要件者，因不合質權之成立要件，轉質自不能成立。如違反第一、二要件者，如轉質權所擔保債權之金額或清償期超過原質權所擔保債權之金額或清償期時，該超過部分對於出質人不生效力。

（三）責任轉質之效力

1. 對於期貨交易人（出質人）而言

在轉質之情形下，出質人欲清償債務，應先向轉質權人為之，倘清償轉質權所擔保之債務有餘額後，再向質權人清償。此處之出質人名義上為期貨商，實質上為期貨交易人，應由期貨交易人將款項存入客戶保證金專戶後，指示期貨商向轉質權人清償債務，倘清償轉質權所擔保之債務有餘額後，再向質權人清償。

此外應注意者，轉質後，質權人或轉質權人有將轉質之意旨通知債務人之義務，經通知之後，債務人如未得轉質權人之同意而逕對質權人清償時，對轉質權人不生效力。

2. 對身為結算會員之期貨商（轉質人）而言

轉質人對於因轉質所受不可抗力之損失，亦應負責（民法第 891 條後段參照）。詳言之，轉質人對於轉質後，就質物因其故意或過失所致之損失，對於出質人固應負賠償責任，即因事變或不可抗力所致之損失，亦應負賠償之責。蓋責任轉質乃未得出質人之同意，轉質人以自己之責任為之，故自應加重其責任。

質權人於轉質後，應受轉質權之拘束，亦即負有不得消滅其所支配之交換價值之義務，故不得拋棄其質權，免除質權所擔保之債權，或受清償、抵銷等。原質權所擔保之債權額超過轉質權所擔保之債權額時，就超過範圍之差額亦同。蓋轉質權人之債權於未受清償前，可能有利息及違約金等繼續發生，因之其差額尚處於未確定之狀態，且基於質權之不可分性，質權人所支配之全部交換價值，自應受轉質權拘束之故。又質權人於轉質後已無質權實行權，自不待言。

3. 對期貨交易所（轉質權人）而言

轉質權人對於質物取得新質權，不僅取得一般質權人之權利，並負擔一般質權人之義務。且轉質權人得行使質物之變價權，惟此項變價權之行使，不僅須自己之債權已屆清償期，且須原質權所擔保之債權已屆清償期始得為之。蓋轉質權人所取得者為質權人所支配之交換價值，必以該交換價值具備現實化之要件時，轉質權人所取得之交換價值始能現實化，故轉質權實行之條件自應受原質權之拘束。至於轉質權之實行方法，與原質權同。

轉質權人就質物賣得之價金亦有優先受償權，且優先次序在於質權人之前。蓋轉質非由出質人就同一質物設定第二次序之質權，自不得以發生先後之次序定之，考其本質乃係原質權人就其所支配之質物擔保價值，賦予轉質權人，故轉質權人所取得之優先受償權，自係優先於質權人，然應受原質權所擔保債權額之限制。詳言之，轉質權人就質物賣得之價金於原質權所擔保之債權額內有優先於原質權人受清償之權，且於受清償之限度內，轉質權人對原質權人之債權與原質權人對其債務人之債權均歸於消滅，前者係基於質權實行之效力，後者則係原質權人之債權有與自質物獲得滿足之同一結果。

舉例說明，轉質權與原質權擔保之債權額相同時，轉質權人就質物所實得之價金受全部清償後，轉質權與原質權及各自擔保之債權均歸於消滅，價金如有剩餘，自應返還出質人。反之，轉質權所擔保之債權額少於原質權所擔保者時，原質權人就剩餘之價金，得基於自己之質權優先受償之，此際如有不足，就未受償部分之債權，則成為普通債權。此在轉質權人未受全部清償時亦同。

二、承諾轉質

(一) 承諾轉質之意義

承諾轉質，乃指質權人得出質人之承諾（同意），為供自己或他人債務之擔保，將質權轉質於第三人而言。承諾轉質之性質與責任轉質固屬相同，惟承諾轉質之質權人係因得出質人之同意而為轉質，故質權人所能賦予轉質權人之交換價值自不受原質權人所能支配交換價值之拘束，可謂承諾轉質權已完全脫離原質權而存在。

（二）承諾轉質之要件

承諾轉質之要件除與責任轉質第四點相同者外，其餘則得逾越原質權所擔保債權之金額與清償期而為之，易言之，已不受原質權之拘束。

（三）承諾轉質之效力

- 1.承諾轉質權實行之要件，專以其內涵定之，原質權是否已具實行要件，在所不問。
- 2.質權人如何實行其質權，原則上依轉質權設定契約之約定定之。但通常可解為質權人已放棄其實行權。
- 3.質權人已不負轉質時之不可抗力之責任，而僅應負其通常之過失責任。
- 4.轉質權已自原質權獨立而不受其影響。基此，原債務人固有對質權人清償之自由，質權人亦有任意受清償之權。惟此項清償不能對抗轉質權人，亦即轉質權不消滅，僅使質權人負有返還質物之義務而已。出質人為求返還質物，得以利害關係人之身分，代質權人向轉質權人清償，然後以因此取得之債權與原質權之擔保債權相互抵銷，以消滅此兩質權。

三、小結

當交易人以有價證券抵繳交易保證金後，即將其定性為設定權利質權，此時具有結算會員身份的期貨商，亦即質權人得否再行轉質，而以此該有價證券為質權標的，用以抵繳結算保證金。本文以為轉質既屬於質權人之權利，民法相關條文已有詳細之規定，更甚者，如經出質人同意，更可以承諾轉質之方式為抵繳，內涵已不受原質權之限制。查期貨交易法以及相關規定，並無禁止轉質，故期貨交易人以抵繳交易保證金之有價證券設定質權後，質權人於質權存續中，自得將該有價證券再轉質於第三人。

此外，就權利質權之相關規範，附帶說明三點：

（一）質物之變價權

依民法第 901 條準用第 892 條規定「因質物有腐壞之虞，或其價值顯有減少，足以害及質權人之權利者，質權人得拍賣質物，以其賣得價金，代充質物（第一項）。前項情形，如經出質人之請求，質權人應將價金提存於法院。質權人屆債權清償期而未受清償者，得就提存物實行其質權（第二項）。」當抵繳之有價證券價值顯有減少，例如股票可能下市時，則因質物經濟上之變動，其價值顯有減少，足以害及質權人權利，應使質權人得豫行拍賣其質物，以其賣得金為其質權之標的物，若質權人不得預行拍賣，不僅會害及自己之利益，且害及出質人之利益。但此時拍賣質物所得之價金，係代充質物，亦即質權移存於該項價金上，而非以該價金充債權之清償。

（二）出質人之股東會出席權、表決權

股東就股票設定質權後，是否仍得出席股東會？通說認為設定質權與轉讓股份有別，質權人尚非股東，且其所支配者為股票之交換價值，故無權行使決議權，自不得出席股東會。而股票雖已設質，但其股東地位仍不因而喪失。況股票質權之實質標的物為股份，與以有體物為標的物所設定之動產質權不盡相同，不應禁止出質人基於股東資格所得行使之權利，亦無剝奪其行使權利之法律依據，且出質人得以股東名簿與設質之登記，證明其身分(公司法第 165 條、169 條參照)，故以股票設質之股東仍有出席股東會並參與議決之權。⁸⁰至於股東之其他權利，如盈餘分配請求權，則應受民法第 901 條準用第 889 條以及第 910 條等之限制，說明如后。

(三) 股息、紅利之收取權

附屬於該質權標的有價證券之從證券，是否為質權之效力所及，此部份應依該從證券之發生是在該主證券(或稱本證券)設質前後而有不同⁸¹：

1. 設質前已存在之從證券

此等情況應適用依民法第 910 條第 1 項之規定。該規定為「質權以有價證券為標的物者，其附屬於該證券之利息證券、定期金證券或其他附屬證券，以已交付於質權人者為限，亦為質權效力所及。」原則上，在設定權利質時已存在之從證券，基於從隨主之法理，應為質權效力所及，然因從證券可與主證券可分別獨立，而質權之設定以質權人占有質物為生效要件(民法第 885 條、第 908 條參照)，故其從證券亦以已交付於質權人者為限，始為質權效力所及。例如以公債設質時，其利息證券(息票)，以股票設質時，其分配利益證券(息摺)

⁸⁰ 謝在全，民法物權論(下)，作者自版，2004 年 8 月，頁 346-347。

⁸¹ 謝在全，同上註，頁 341-342。

等，均以已交付質權人為限，始為質權之標的物，否則為質權效力所不及。

2. 設質後所生之證券

設質後所生之證券，例如以股票設質後，因分派股息或紅利所發行之新股（公司法第 240、241 參照），是否為質權效力所及？最高法院民國 63 年 5 月 28 日之 63 年度第 3 次民事庭會議決議，認為證券設質後所生之證券，如係基於主證券所得請求之孳息而非須基於從證券，始得請求者，則依民法第 901 條準用第 889 條規定之結果，為質權效力所及。此等情況並不屬民法第 910 條規定之適用，故此類證券無論是否已交付於質權人，均為質權標的物之範圍。基此，民法第 910 條第 2 項規定「附屬之證券，係於質權設定後發行者，除另有約定外，質權人得請求發行人或出質人交付之。⁸²」須注意者，此處所指之「另有約定」，即民法第 889 條但書所稱之「但契約另有約定者」之情事。

參、從美國期貨交易相關法規之觀點

一、商品交易法（CEA）之規定

根據美國商品交易法第 6d 條(a)項(2)之規定「期貨經紀商不論是屬於合約市場還是衍生交易機制的成員，當其收到用以保證或擔保其任一客戶之交易或契約，或因該等交易或契約產生而應列計為該客戶應收帳項之一切現金、有價證券及其他財產時，應以屬於該客戶財產

⁸² 民國 96 年 3 月 28 日之修正理由概謂：「附屬之證券，如係於質權設定後發行者，是否為質權效力所及？現行法尚無明文規定，易滋疑義。依第 901 條準用第 889 條規定，除契約另有約定外，質權人自得收取質物所生之孳息，亦即質權之效力，應及於證券設質後所生之孳息。故該附屬之證券如在發行人或出質人占有中，除另有如第 889 條但書特別約定者外，質權人自得請求交付，俾質權人得就此附屬之證券行使權利質權。爰增訂第二項規定。」

之方式妥為處理。該等現金、有價證券及財產應與該經紀商本身之資金分別列帳，且不得與經紀商之資金混合，亦不得以其為該帳戶所有人以外之任何他人提供交易或契約之保證或擔保或授信……。⁸³」此規定乃落實期貨經紀商與客戶資金分離之制度，透過帳戶獨立而完成。

不過，為了方便起見，美國商品交易法第 6d 條(a)項(2)規定，期貨經紀商可將多個客戶的現金、有價證券和財產混合並統一存放在銀行、信託公司、合約市場或衍生性交易機制的結算機構開立之相同的一個或數個帳戶上；在正常商業環境下，期貨經紀商應使該帳戶中的數額足以保證、擔保、授信、轉移、調整或結算這些客戶在市場上的合約、交易或剩餘市場之部位；期貨經紀商可提取該帳戶的資金用於支付手續費、傭金、利息、稅金、倉儲費和其他因合約或衍生性交易而須依法繳納之相關費用⁸⁴。

美國商品交易法第 6d 條(a)項(2)最後規定，若符合 CFTC 之相關規定以及滿足其中條件，期貨經紀商可將上述客戶資金投資於美國政府公債、州政府債券以及美國政府完全擔保本息的債券等⁸⁵。

⁸³ 7 USC § 6d(2). 「...such person shall, if a futures commission merchant, whether a member or nonmember of a contract market or derivatives transaction execution facility, 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. Such money, securities, and property shall be separately accounted for and shall not be commingled with the funds of such commission merchant or be used to margin or guarantee the trades or contracts, or to secure or extend the credit, of any customer or person other than the one for whom the same are held...」.

⁸⁴ 7 USC § 6d(2). 「...Provided, however, That such money, securities, and property of the customers of such futures commission merchant may, for convenience, be commingled and deposited in the same account or accounts with any bank or trust company or with the clearing house organization of such contract market or derivatives transaction execution facility, and that such share thereof as in the normal course of business shall be necessary to margin, guarantee, secure, transfer, adjust, or settle the contracts or trades of such customers, or resulting market positions, with the clearinghouse organization of such contract market or derivatives transaction execution facility or with any member of such contract market or derivatives transaction execution facility, may be withdrawn and applied to such purposes, including the payment of commissions, brokerage, interest, taxes, storage, and other charges, lawfully accruing in connection with such contracts and trades...」.

⁸⁵ 7 USC § 6d(2). 「...Provided further, That such money may be invested in obligations of the United States, in general obligations of any State or of any political subdivision thereof, and in obligations fully guaranteed as to principal and interest by the United States, such investments to be made in accordance with such rules and regulations and subject to such conditions as the Commission may prescribe.」.

此外，美國於 2000 年 12 月通過 2000 年商品期貨現代化法（Commodity Futures Modernization Act of 2000；CFMA）後，在傳統的期貨交易所之基礎上引入「衍生性交易執行機制（Derivatives Transaction Execution Facilities, DTEF），以下簡稱 DTEF 市場」，並對期貨公司代理大型機構客戶在 DTEF 市場內交易時的保證金管理制度上作出例外規定，形成期貨保證金非獨立專戶管理之特例。因為衍生性商品交易市場僅允許機構法人或合格交易人（eligible traders）得參與市場交易，所交易之商品多為其標的現貨之供給匱乏無虞或無現貨市場者。由於該類商品之供給無虞匱乏，市場發生人為操縱之可能性較低，且市場參與者相對較具有自我保護之能力，故商品期貨交易委員會對此類市場之監管程度相對較低。

該規定後被引入美國商品交易法，於第 7a 條第(f)項規定「在 2000 年商品期貨現代化法生效之日起 180 天後，根據 CFTC 的監管要求，已註冊的 DTEF 市場可以授權期貨經紀商，基於進行衍生性交易執行機制之目的，對於屬於合格之市場參與者之客戶的資金，毋庸與其自身資金分離存放。⁸⁶」

至於所謂的合格之市場參與者（eligible contract participant），根據 CEA 第 1a 條第(12)項規定包括自營的金融機構、保險公司、投資公司、總資產不低於 500 萬美金的商品基金、總資產超過 1000 萬美金或淨資產超過 100 萬美金之大型公司、合夥、獨資企業、機構法人、信託或其他組織。此外，還包括較大之養老基金、符合規定之證券自營商或經紀商、期貨商，甚至包括資產超過 1000 萬美金或為了進行資產負債之風險管理而資產超過 500 萬美金之個人。

⁸⁶ 7 USC § 7a(f)「Not later than 180 days after December 21, 2000, consistent with regulations adopted by the Commission, a registered derivatives transaction execution facility may authorize a futures commission merchant to offer any customer of the futures commission merchant that is an eligible contract participant the right to not segregate the customer funds of the customer that are carried with the futures commission merchant for purposes of trading on or through the facilities of the registered derivatives transaction execution facility.」

二、CFTC Regulation 之規定

對於客戶資金之管理與運用，美國商品期貨交易委員會管理規則（CFTC Regulation）則有詳實之規定：

（一）CFTC Regulation §1.20 之規定⁸⁷

期貨經紀商存放在銀行、信託公司、結算機構或其他期貨經紀商處之客戶資金（customer funds），應存放在被明確標示乃按照 CEA 和 CFTC 管理規則所要求獨立存放的客戶資金帳戶中。銀行、信託公司、結算機構應確認該獨立存放之客戶資金，並向該期貨經紀商發書面確認信，期貨經紀商應將該書面歸檔備查。除客戶期貨交易之需要外，期貨經紀商、銀行、信託公司以及結算機構等相關機構，均不得擅自所有（hold）、處置或使用該獨立存放之客戶資金。此外，客戶資金可以用於投資管理規則第 §1.25 條所限定之工具上。

（二）CFTC Regulation §1.21 之規定⁸⁸

管理規則第 §1.21 條規定期貨經紀商代表客戶向結算機構或他人收取客戶進行期貨交易後所產生之金錢與權益，均應視為客戶所有並遵循資金分離原則。但期貨經紀商不需將之獨立記入個人帳戶下，

⁸⁷ 17 CFR §1.20.

⁸⁸ 17 CFR §1.21. Care of money and equities accruing to customers.

All money received directly or indirectly by, and all money and equities accruing to, a futures commission merchant from any clearing organization or from any clearing member or from any member of a contract market incident to or resulting from any trade, contract or commodity option made by or through such futures commission merchant on behalf of any commodity or option customer shall be considered as accruing to such commodity or option customer within the meaning of the Act and these regulations. Such money and equities shall be treated and dealt with as belonging to such commodity or option customer in accordance with the provisions of the Act and these regulations. Money and equities accruing in connection with commodity or option customers' open trades, contracts, or commodity options need not be separately credited to individual accounts but may be treated and dealt with as belonging undivided to all commodity or option customers having open trades, contracts, or commodity option positions which if closed would result in a credit to such commodity or option customers.

可將其視為屬於所有未結清客戶所共有，俟其平倉後再記入其個別帳戶。

(三) CFTC Regulation §1.22 之規定⁸⁹

儘管各客戶的資金可混合存放，但任一客戶之資金並不會用來幫助另一客戶的交易，管理規則第 §1.22 條明白規定期貨經紀商不得擅將某客戶之資金供給其他客戶使用，亦不得將客戶資金使用於非屬交易市場之交易。

(四) CFTC Regulation §1.23 之規定⁹⁰

管理規則第 §1.23 條規定，商品交易法第§4d(a)(2)（亦即現行之§6d(a)(2)⁹¹）以及管理規則 §1.20 之規定，禁止期貨經紀商資金與客戶資金混合之規定，解釋上不應該被認定為禁止期貨經紀商從客戶資

⁸⁹ 17 CFR §1.22 Use of customer funds restricted.

No futures commission merchant shall use, or permit the use of, the customer funds of one commodity and/or option customer to purchase, margin, or settle the trades, contracts, or commodity options of, or to secure or extend the credit of, any person other than such customer or option customer. Customer funds shall not be used to carry trades or positions of the same commodity and/or option customer other than in commodities or commodity options traded through the facilities of a contract market.

⁹⁰ 17 CFR §1.23. Interest of futures commission merchant in segregated funds; additions and withdrawals.

The provision in section 4d(a)(2) of the Act and the provision in §1.20(c), which prohibit the commingling of customer funds with the funds of a futures commission merchant, shall not be construed to prevent a futures commission merchant from having a residual financial interest in the customer funds, segregated as required by the Act and the rules in this part and set apart for the benefit of commodity or option customers; nor shall such provisions be construed to prevent a futures commission merchant from adding to such segregated customer funds such amount or amounts of money, from its own funds or unencumbered securities from its own inventory, of the type set forth in §1.25, as it may deem necessary to ensure any and all commodity or option customers' accounts from becoming undersegregated at any time. The books and records of a futures commission merchant shall at all times accurately reflect its interest in the segregated funds. A futures commission merchant may draw upon such segregated funds to its own order, to the extent of its actual interest therein, including the withdrawal of securities held in segregated safekeeping accounts held by a bank, trust company, contract market clearing organization or other futures commission merchant. Such withdrawal shall not result in the funds of one commodity and/or option customer being used to purchase, margin or carry the trades, contracts or commodity options, or extend the credit of any other commodity customer, option customer or other person.

⁹¹ CEA 之條文已重新編碼，條文對照表，可參照，Commodity Exchange Act-U.S. Code Conversion Chart, See CFTC website, available at: <http://www.cftc.gov/lawandregulation/ceaconvchart.html> (last visited 2009/09/01).

金取得剩餘的財務利益 (residual financial interest)；也不應該解釋為禁止期貨商以出於避免客戶保證金不足之情況下，而將其自身可動用之自有資金或自有未質押的證券，加入客戶之資金分離帳戶；期貨經紀商之財務報表和賬簿應該隨時準確反映公司在獨立存放保證金中的金額；期貨經紀商可有條件地收回其在獨立存放保證金中的自有資金、自有證券，最多以其實際自有金額為限；期貨經紀商收回自有資金或證券不得引起某客戶的資金被其他客戶之帳戶或交易使用，或為其他客戶提供擔保。

(五) CFTC Regulation §1.25 之規定⁹²

本條對於客戶資金之運用，乃例外地承認得以運用之投資工具，茲詳述如下：

(a) 允許之投資。

- (1) 受到本條款之規範，期貨商 (FCM) 或衍生性商品結算機構 (Derivatives Clearing Organization, DCO) 運用客戶資金進行投資時，僅可使用下列工具：
 - (i) 美國政府 (擔保) 債券；
 - (ii) 州政府債券；
 - (iii) 政府資助之機構與組織所發行的債券；
 - (iv) 依 1934 年證券交易法 §3(a)(6) 定義的銀行定存單，或其存款已由聯邦存款保險公司保險的外國銀行之本地分行；
 - (v) 商業本票；
 - (vi) 公司債券；
 - (vii) 主權國家一般債權憑證 (外國政府債券)；
 - (viii) 貨幣市場共同基金的股份 (interest)。

⁹² 17 CFR §1.25.

- (2)(i)此外，期貨商或衍生性商品結算機構可依照本條(d)項而於買、賣前款(i)至(viii)種投資工具時，附買回或賣回的契約。
- (ii)期貨商或衍生性商品結算機構可出售客戶之有價證券作為保證金，只要該買回契約符合下列要件：
- (A) 此等買回契約之標的證券必須符合 CFTC Regulation §240.15c3-1 所定義的「即時變現性 (readily marketable)」
 - (B) 此等買回契約之標的證券須非屬於 CFTC Regulation §190.01(kk)所定義之「明確特定之財產 (specifically identifiable property)」。
 - (C) 此等買回契約之條款須遵依本條(d)項之規定。
 - (D) 如交易相對人不履行該買回契約，期貨商或衍生性商品結算機構必須立即採取措施以確保該等違約不會導致客戶有直接或間接之費用或支出。
- (3)再者，依本條(e)項之規定，期貨商或衍生性商品結算機構如已向 SEC 註冊成為 1934 年證券交易法§15(b)(1)之證券經紀商或自營商時，則可進行以下交易：
- (i)期貨商可按其證券經紀商或自營商之身分，將其持有上述所允許投資之證券，與其期貨交易客戶之現金進行交易；
 - (ii)期貨商或衍生性商品結算機構，按其證券經紀商或自營商之身分，將其持有上述所允許投資之證券，與其期貨交易客戶所持有作為保證金之有價證券進行交易；
 - (iii)期貨商可按其證券經紀商或自營商之身分，將其持有之現金，與期貨交易客戶所持有作為保證金之有價證券進行交易。
- (b)一般規定。期貨商或衍生性商品結算機構在管理投資工具時，必須符合保存本金及維持流動性之目標，且遵循以下之特別要件：
- (1)變現性。除了貨幣市場共同基金之股份外，投資工具必須符合 CFTC Regulation §240.15c3-1 所定義的「即時變現性」。
 - (2)信用評等。

(i)基本要求。投資工具須經 SEC 之相關法規所定義之「國家認可評等機構」(nationally recognized statistical rating organizations, NRSRO)加以評等。且必須滿足以下要件，才可成為合格的投資工具：

(A)美國政府債券及貨幣市場共同基金不必被評等；

(B)州政府債券、政府資助之機構與組織所發行的債券、商業本票以及公司債券等，除有資產抵押之公司債以外，其餘必須有 NRSRO 短期債信評等最高級，或 NRSRO 長期債信評等最高二級之一方可；

(C)有資產抵押之公司債則須有 NRSRO 最高級的債信評等；

(D)外國政府債券的信評至少必須有一個評等是落在 NRSRO 的最高等級類別的範圍裡；

(E)關於銀行之定存單、商業本票或發行定存單者所發行之長期債券等，如果該發行者乃是控股公司之一部分時，則其控制公司的商業本票或長期債券必須是 NRSRO 之短期債信評等最高級，或 NRSRO 長期債信評等最高二級之一方可。

(ii)信用評等調降的效果。如果一 NRSRO 調降該投資工具之債信評等，以致低於本條所規範之最低要求時，從客戶資金分離的目的以觀，該投資工具價值的認定必須降低至：

(A)該投資工具的目前市價；

(B)調降信評前投資工具的市價，自調降後起，按每個交易日逐漸調降 20% 的價值。

(3)投資工具特性 (features) 的限制。

(i)就貨幣市場共同基金而言，原則上不容許包含其中具有嵌入式衍生性工具 (embedded derivative)。⁹³

⁹³ 此時容有例外規定，詳見 17CFR §1.25(b)(3)(i)(A),(B).

(ii)所有投資工具不得含有純利息支付（interest-only payment）之特性。

(iii)所有的投資商品如果與期貨、貨幣、參考工具、指數、基準點有關連時，如非符合本條下一目(b)(3)(iv)之規定，且該投資工具不得構成一衍生性工具。

(vi)(A)允許可調整評價的證券作為工具，但須符合以下之要件：
（略）。

(B)基於本條目的，以下定義應加以適用：（略）。⁹⁴

(4)集中度。

(i)直接工具。

(A)美國政府證券或貨幣市場共同基金不受到集中度等相關限制。

(B)期貨商或衍生性商品結算機構所持有政府資助之機構與組織所發行的債券，不能夠超過期貨商或衍生性商品結算機構所持有個別帳戶總資產之25%。

(C)期貨商或衍生性商品結算機構所持有單一之州政府債券、定存單、商業本票或公司債券，不得超過期貨商或衍生性商品結算機構所持有個別帳戶總資產之5%。

(D)外國政府債券之限制：期貨商投資外國政府債券時，不得超過客戶名下帳戶中所有該外國貨幣之總額；衍生性商品結算機構投資外國政府債券時，不得超過其結算會員名下所有該外國貨幣之總額。

(ii)買回契約。在認定是否符合本條所定之集中度限制時，在買回契約下，由期貨商或衍生性商品結算機構出售之證券，仍應計入期貨商或衍生性商品結算機構所持有之證券，視為直接工具。

⁹⁴ 詳見 17CFR §1.25(b)(3)(vi)(A),(B).

(iii)反式買回契約（Reverse repurchase agreements）。在認定是否符合本條所定之集中度限制時，在再出售契約下，由期貨商或衍生性商品結算機構購入之證券，仍應計入期貨商或衍生性商品結算機構所持有之證券，視為直接工具。

(vi)在本條(a)(3)下的交易。在認定是否符合本條集中度之限制時，依本條(a)(3)(i)或(a)(3)(ii)所為，而將證券交易至客戶個別帳戶之證券，仍要計入期貨商所持有之證券，視為直接工具。

(v)對於關係企業所發行證券之處遇。在認定是否符合本條集中度之限制時，由本條(b)(6)所定義之關係企業發行之證券，應將其加總並視為單一發行者所發行之證券。但貨幣市場共同基金之股份並不視為其發起者所發行之證券。

(vi)對客戶所有證券之處遇。在認定是否符合本條集中度之限制時，期貨商之客戶所持有之股票，而註明作為保證金之擔保品時，則不包含在期貨商個別帳戶之資產總額中，若註明為期貨商所有之證券，則不包含在衍生性商品結算機構之個別帳戶之資產總額。

(5)到期日。

(i)除了貨幣市場共同基金之投資外，其餘投資組合之金額加權平均的到期日，其計算須依 17 CFR §270.2a-7 之規定，不得超過 24 個月。

(ii)在決定投資組合的到期日時，如本條(a)(1)(i)至(vii)的投資工具，如滿足以下之條件者，則被視為有單日到期日之情事（略）。

(6)投資於關係企業所發行之工具

(i)期貨商不得將客戶之資金投入於與期貨商之關係企業有關之債券，衍生性商品結算機構亦同。所謂關係企業包含母公司、同一控股公司旗下的所有公司，最末端持股之子公司，以及與前述母公司或關係企業共同持有之公司。

- (ii)期貨商或衍生性商品結算機構可以將客戶資金投資於與渠等有關之基金。
- (7)帳戶紀錄管理。期貨商及衍生性商品結算機構，必須備有並且持續紀錄每一交易日，關於本條所允許之各種投資工具之相關紀錄如下：
- (i)哪一個客戶之資金，運用何種投資工具；
 - (ii)該投資工具之原始成本；
 - (iii)該投資工具之市場淨值。
- (c)貨幣市場共同基金。以下規定將規範投資客戶資金於貨幣市場共同基金（略）。
- (d)買回與反式買回契約。期貨商或衍生性商品結算機構於買賣本條(a)(1)(i)至(vii)所允許之投資工具時，如附有對該證券之買回或賣出協議，則應遵循以下要件（略）。
- (e)期貨商兼證券經紀商與自營商時之交易。期貨商可依 1934 年證券交易法第 15(b)(1)註冊為證券經紀商或自營商，其可從事本條(a)(3)之交易，惟仍應遵循以下要件（略）。
- (f)公司自有證券流入分離帳戶。

三、SEC 與 CFTC 所共同發布之有關證券期貨客戶保證金規則⁹⁵

有關證券期貨客戶保證金規則（Final Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures）中亦規範⁹⁶，除客戶本身外，證券

⁹⁵ Final Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures, See SEC website, available at: <http://www.sec.gov/rules/final/34-46292.htm> (last visited 2009/8/31).

⁹⁶ 原文如下：Withdrawal of Margin by the Security Futures Intermediary:

The Final Rules provide that a security futures intermediary may deduct certain payments and charges from a customer account to meet the customer's obligations to the security futures intermediary and third parties. Specifically, without regard to the other provisions of the rule, the security futures intermediary may deduct the following items from an account:

- (i) Variation settlement payable, directly or indirectly, to a clearing agency or derivatives clearing organization to settle the customer's obligations under a security futures contract or other contracts cleared through the clearing agency or derivatives clearing organization;
- (ii) Interest charged on credit maintained in the account;
- (iii) Communication or shipping charges with respect to transactions in the account;

期貨經紀商亦可從客戶帳戶中扣除資金以滿足客戶對於經紀商或第三人⁹⁷之責任。特別是不考慮其他規範時，證券期貨經紀商可以從客戶帳戶扣除以下項目之費用：

1. 按客戶與結算機構或衍生性商品結算組織所訂之證券期貨契約，為直接或間接履行清算義務而為之各種支付。
2. 為維持該帳戶信用交易所生之利息。
3. 關於該帳戶進行交易時所生之通訊、運輸費用。
4. 佣金、經紀費、稅捐、保管費或與該帳戶所持有之部位、交易有關之其他合法費用。
5. 任何證券期貨經紀商所能收取之服務費。

此外，亦允許證券期貨經紀商各別依 Regulation T 以及 CEA § 4d 之規定，提取客戶之資金。

肆、小結

對於保證金專戶中：孳息之收取、擔保品之運用以及得否以客戶現金或期貨商、結算會員自有資金購買有價證券抵繳結算保證金等問題，乃現行制度運作上可能產生之問題，本研究已說明如前。惟從我國民法權利質權之相關規定以及從美國法期貨交易之相關法規之觀點，吾人不難發現，此等問題應可迎刃而解。茲分述如下：

(iv) Payment of commissions, brokerage, taxes, storage and other charges lawfully accruing in connection with the positions and transactions in the account; and

(v) Any service charges that the security futures intermediary may impose.

These items reflect the permissible withdrawals from a securities account and a futures account under Regulation T and Section 4d of the CEA, respectively. The Final Rules also permit a security futures intermediary to deduct any other items that may be deducted under Regulation T (e.g., premiums on securities borrowed, dividends, interest, or other distributions due on borrowed securities), to the extent permitted under applicable margin rules.

⁹⁷ 於此之第三人之範圍，請參照 CFTC Rule 41.47(b); SEC Rule 405(b).

一、孳息之收取

依我國有價證券抵繳保證金作業要點第4條第1項第1款所規定「期貨商辦理期貨交易人有價證券抵繳保證金作業，應與期貨交易人於受託契約或約定書中載明下列事項：一、抵繳有價證券之孳息、紅利或其他利益，歸屬於期貨交易人，其稅負及相關費用由期貨交易人負擔。」由此可知，現行制度乃將抵繳保證金之有價證券之孳息、紅利或其他利益作，歸屬於期貨交易人。

此規定或許基於鼓勵交易人使用有價證券抵繳保證金制度，而使其得以收取孳息，進而以此誘因促使有價證券抵繳制度之推動。但此規定並未考慮期貨商、結算會員之誘因，並違反保證金之本質，實有可議之處。以下就此，加以說明。

（一）應提高期貨商、結算會員之行為誘因

保證金之利息收入向為期貨商、結算會員重要收入來源之一，現行規定，竟將此重要之孳息收入歸給期貨交易人，試問如何能提高期貨商、結算會員推行此制度之誘因。又有價證券抵繳作業，較現金繳交而言，較耗成本（程序費用、人力費用以及時間成本等），若無法提高期貨商此等直接第一線面對交易人者之經濟誘因，該制度恐將無法落實。且相較於美國 CME 之政策，其尚且推動「孳息收取制度（IEF）」盼望透過擔保品之管理以及有效運用，而使期貨經紀商、結算會員以及結算機構能從中獲得利潤。我國之等規定，無異反其道而行，試問，期貨商將如何鼓勵、推廣該制度與其客戶。對此等規定，宜加以廢除。

（二）提高交易人抵繳之誘因

現時而言，保證金抵繳比率僅為 1.67%。⁹⁸就此而言，實屬過低。惟推究原委，絕非將抵繳之有價證券孳息，交由期貨交易人收取，即可解決。按，無抵繳制度時，保證金（現金）之孳息，原即由期貨商、結算會員收取，實行上並無扞格。今日以有價證券抵繳時，竟藉由使交易人收取孳息，而希冀提升抵繳誘因，應屬誤會。目前臺灣已進入低息、無息狀態，現金存款幾已無利可圖，以致資本市場游資充斥，進而引起股市、房市之漲勢。基此背景下，交易人現時使用有價證券抵繳保證金者較少，實可理解。其多寧願以現金支付，主要乃因現金成本較低所致。

故欲提升有價證券抵繳之比例，正本清源乃藉由提升期貨商之行為誘因，去鼓勵、推廣甚至教育交易人，使用有價證券抵繳制度，可增強自身資金使用之彈性，調度上將更加靈活。

（三）保證金之本質

期貨保證金之本質與證券保證金不同以說明如前，本質上作為擔保品之有價證券，即應按照民法權利質權之相關規定，使質權人（期貨商、結算會員）可以收取孳息，方符合擔保制度之本質。

二、擔保品之運用

目前依照期貨交易法第 71 條規定，期貨商除有下列情形之一者外，不得自客戶保證金專戶內提取款項：（1）依期貨交易人之指示交付賸餘保證金、權利金；（2）為期貨交易人支付必須支付之保證金、權利金或清算差額；（3）為期貨交易人支付期貨經紀商之佣金、利息或其他手續費；（4）經主管機關核准者。此外，期貨商管理規

⁹⁸ 期交所新聞稿。請參見以下網址：
<http://www.taifex.com.tw/chinese/home.htm>〔最後瀏覽日 2009/09/01〕。

則第 45 條亦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。復依有價證券抵繳保證金作業要點第 6 條第 2 項規定，該抵繳之有價證券除：（1）作為抵繳自身未沖銷部位所需保證金；（2）作為接受自身新增委託所需保證金；（3）同意期貨商、結算會員運用作為抵繳結算會員部位所需保證金；（4）作為採實物交割之期貨交易契約到期履約交割；（5）其他約定期貨商、結算會員得運用經主管機關核准之用途者之外，則不可挪作他用。

乍看之下，我國期貨交易相關法規，對保證金專戶之管理、運用已做了嚴格的規範，事實上，卻留下極大的法律授權予主管機關。就此而言，對於保證金專戶之管理、運用則有極大的空間。本研究建議主管機關，可參照美國商品期貨交易管理委員會管理規則第 1.25 條（CFTC Regulation §1.25）制定相關的運用方式。在符合財務健全、系統性風險等前提下，進行有效的管理、運用。例如將客戶資金購買大面額之中央政府公債、國際債券或者日後開放之其他抵繳標的，再以此抵繳結算保證金。

惟須平衡此等風險，而以將此等風險透過轉質人應負民法第 891 條所規定之轉質人之不可抗力責任，以保障交易人之權利。復藉由責任保險機制，分散轉質人（期貨商、結算會員）之風險。

三、得否以客戶現金或期貨商、結算會員自有資金購買有價證券抵繳結算保證金：

（一）得否以客戶之現金購買有價證券抵繳結算保證金

對此一子題，本研究於上述保證金專戶之運用上加以回答。主要乃透過現行期貨法規對於主管機關之法律授權，以及參考 CFTC Regulation §1.25 之規定，並回到有價證券抵繳保證金之本質－權利質權之設定，而從民法上權利質權轉質權之規定，加以推論，即可得出肯定之見解。惟為避免相關財務風險，則對於轉質人之責任本應一併適用。

（二）期貨商、結算會員得否自有資金購買有價證券抵繳結算保證金

第二子題乃實務運作上所遭遇之問題，亦即期貨商、結算會員可否將自有資金，存入客戶保證金專戶，進而購買有價證券抵繳結算保證金。按我國期貨商管理規則第 45 條，僅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。此外根據美國商品交易法第 6d 條(a)項(2)之規定乃不得將客戶資金為該帳戶所有人以外之「任何他人」提供交易或契約之保證或擔保或授信。再者，從 CFTC Regulation §1.23 規定可知，商品交易法第§4d(a)(2)（亦即現行之§6d(a)(2)）以及管理規則 §1.20 之規定，禁止期貨經紀商資金與客戶資金混合之規定，解釋上不應該被認定為禁止期貨經紀商從客戶資金取得剩餘的財務利益（residual financial interest）；也不應該解釋為禁止期貨商以出於避免客戶保證金不足之情況下，而將其自身可動用之自有資金或自有未質押的證券，加入客戶之資金分離帳戶。

綜上所述，法規所禁止者乃將該客戶之資金與其他客戶資金混同，並未禁止期貨商、結算會員將自有資金存入該客戶保證金專戶。且從 CFTC Regulation §1.23 之意旨，更可清楚知悉美國制度上對此問題乃採取肯定之見解。

第七章 期貨商保證金利息收入減少之衝擊

有鑒於有價證券抵繳制度將對期貨商帶來利息減少的衝擊，加上期貨商經紀業務收入有逐年遞減的趨勢，為了彌補期貨商收入來源的缺口，主管機關有必要對期貨商的業務在合法與適切範圍內適度開放，以讓經營期貨業務的期貨商收入來源亦有多樣化之組合，以迎合未來之趨勢。⁹⁹以下提出幾點配套措施，祈使期貨商得以將利息收入減少所造成之衝擊，降至最低：

壹、整戶風險保證金制度推廣至交易人端

因網際網路之發達，商品交易已無國界之分，各市場競爭激烈，各交易所為吸引較多交易者，都儘量採取繳交較少的保證金交易制度，因此有越來越多的交易所及結算機構採取整戶風險基礎計算之保證金制度以增加市場競爭力。¹⁰⁰SPAN 制度自 2007 年 10 月 8 日推行以來，全數結算會員皆參與本制度，運作相當順利，復由全市場保證金減收的幅度及可能增加之利息收入等資料看來，亦有助於提升其資金運用效率。台灣期貨交易所目前正規劃將 SPAN 制度繼續推展至交易人端，期可有效控制其部位風險，健全市場發展，且交易人將超額保證金保留於期貨市場中，亦可提升未來期貨交易量。¹⁰¹

貳、開放期貨商融通保證金業務

由於有價證券抵繳保證金制度，可能會造成期貨商保證金利息收入之流失，如可開放期貨商融通保證金業務，或可彌補此利息損失。

⁹⁹ 林蒼祥、段昌文，論臺灣期貨市場實施有價證券抵繳保證金與相關配套，臺灣期貨與衍生性商品學刊，6 期，2008 年 6 月，頁 94。

¹⁰⁰ 蔡莉芸，臺灣期貨保證金合理性之分析，企銀報導，20 卷 2 期，2002 年 2 月，頁 26。

¹⁰¹ 裴高正，我國期貨市場採用整戶風險保證金制度之規劃與實施，證券暨期貨月刊，26 卷 4 期，2008 年 4 月，頁 17-18。

據文獻之調查，目前除日本、韓國與澳洲交易所尚不允許保證金融資外，其他如美國、英國（London International Financial Futures and Options Exchange, LIFFE¹⁰²）、香港與印度皆已准許，其中 LIFFE 從原本禁止保證金融資，之後為了回應有資格承作融資業務之業者呼籲，轉而開放此項業務。¹⁰³參酌外國之發展，就我國而言，主管機關對於決定開放此項業務與否，仍應審慎考量個別期貨商是否有嚴謹的信用管理程序與能力，而非僅考慮此項業務之開放將增加期貨商之營收，否則對於資本較小的期貨商而言，開放融資恐怕只會帶來更高的同業競爭。¹⁰⁴

參、開放期貨業者經營 OTC 衍生性商品市場

目前 OTC 衍生性商品業務目前多由銀行業所掌控，在提升市場公平競爭之原則下，應開放期貨業者申請經營此市場之經營，提昇市場效率。主管機關只須加強監控期貨業者內控與風險管理機制，限制其交易對象，並加強交易人異常交易部位與風險預警資訊之分享，期貨商可利用其不同之客戶群與營業點，開拓 OTC 衍生性商品市場新利基。¹⁰⁵

¹⁰² London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE)，倫敦國際金融期貨暨選擇權交易所於 1982 年成立，於 2002 年被泛歐證券交易所 (Euronext) 所收購，而 Euronext 又於 2007 年與美國紐約證交所 (NYSE) 合併成為紐約泛歐證交所 (NYSE Euronext)。故目前 LIFFE 乃 NYSE Euronext 的子公司。

¹⁰³ 楊光華，客戶保證金預繳絕對必要嗎？—以比較法為中心，證券市場發展季刊，20 卷 4 期，2008 年 12 月，頁 154。

¹⁰⁴ 楊光華，同上註。

¹⁰⁵ 周行一、游智賢、林岳喬，我國期貨商承做 OTC 衍生性商品可行性之研究，中華民國期貨業商業同業公會委託專題計畫案，2005 年 9 月，頁 42。

第八章 結論

保證金制度為期貨與選擇權市場風險管控架構中的重要機制，健全之保證金制度可確保履約之順利進行，並落實結算制度之運作。惟因期貨與選擇權組合部位等，交易策略種類繁多，各種組合之風險程度亦不相同，於訂定保證金時，應考慮各種部位之風險暴露程度，分別訂定合理之保證金金額以涵蓋市場風險，並避免因標準過高而降低交易人參與市場的興趣，合理的保證金訂定方式，必須能精確預測未來市場風險，並進而量化價格變動之風險程度。¹⁰⁶對於保證金制度不僅須有此認識，更應積極地規劃此等擔保品之有效管理、運用。以下將本研究之結果，條列如下：

壹、應放寬有價證券抵繳之標的。

從各國制度以觀，多允許信用狀與銀行保證函作為抵繳之標的，為求與國際制度接軌之政策目的，未來勢必放寬抵繳之範圍。再者，從立法論而言，本研究認為，將抵繳保證金之標的放寬於指定銀行擔保信用狀、指定銀行保證函於現行法制上並非難事。可透過類似證券交易法第6條第2項規定之立法授權模式，藉由將抵繳有價證券種類由主管機關核定之立法意旨，授權主管機關以法規命令，明定銀行擔保信用狀及銀行保證函二者視為有價證券，相關疑義既可解決，法制作業上亦無抵觸法律或其他致生違法之疑慮。

貳、以「非現金之擔保品」代替「有價證券抵繳保證金」之制度

除了上述透過立法模式，將銀行保證函以及信用狀按法律解釋之方式，納入有價證券外，尚應考慮擴大擔保品之範疇。將範疇擴大至現金以外，其他具有「即時變現性」、「明確性」之資產，使該等資

¹⁰⁶ 黃聖凱、王吉祥，臺指選擇權契約保證金制度之剖析，臺灣期貨市場，2002年3月，頁28。

產可以成為抵繳保證金之標的，進而增加期貨交易人資金運用之調性，創造出較高的市場參與誘因，而能擴大市場規模。比如說新加坡允許以「金條」或「黃金憑證」作為抵繳之標的，此亦值得參考。因此等資產，不但本身具有經濟價值，在變現性上並不會產生任何困難，標的更是明確。除此之外，未來更應積極尋找具有此等特性之資產，作為擔保品。

參、擔保品管理制度建構

建議可參照 CME Group 的擔保品管理計畫（Collateral Management Programs），或稱為孳息收取制度（Interest Earning Facility, IEF）。建構屬於我國之 IEF2、IEF3、IEF4 以及 IEF5 等擔保品管理計畫，將擔保品之經濟價值發揮至最大。屆時，則可以創造出多贏局面，不僅期貨商、期交所以及交易人，都能享有該等有效管理所生之利潤。

肆、抵繳比例可逐步放寬並建立分層抵繳率

我國現行制度，將有價證券抵繳交易保證金之上限，限縮於 50%。而日前抵繳比率僅有 1.67%。然從美國實際運作之經驗亦發現，使用現金與外幣抵繳保證金者，僅占 2%之百分比，而以美國公債與 IEF2 抵繳者，合計約占 72%。由此經驗可知，我國保證金制度未來之發展，亦有可能朝美國經驗之模式，只是礙於現行對於交易人以及期貨商使用有價證券抵繳之誘因不大，惟至整體配套措施完善後，相信該抵繳制度將會更加成熟，屆時抵繳上限將有調整之必要。

此外在設定抵繳率時，除總抵繳部份外，建議應依有價證券之流動性與市場性之高低，建立分層抵繳率，流動性以及市場性愈佳者，可抵繳之比率則應提高，反之則降低。

伍、折扣比例部分

外幣並非屬於有價證券之範疇，然我國以該期貨契約計價幣別相同的外幣抵繳保證金時，可免折扣。如參照 CME 之規範，可知其對於外幣仍進行抵繳扣減。故建議我國制度應考慮匯率之波動性以及該幣別未來是否有貶值之可能性等因素綜合判斷。再者，我國股票市場波動幅度大，為避免系統性風險進而影響擔保品之流動性，以致有礙期貨保證金之安全。可考慮將折扣比率從現行之 30% 提高。

陸、集中度之問題

建議應該避免單一結算會員過度地集中於某單一證券，以避免該證券的風險影響結算保證金的安全性，以及過度集中造成的價格操縱的可能性。且於認定該有價證券之集中度時，應將期交所所接受作為保證金抵繳之有價證券，加上期交所進行之資金運用所取得的有價證券，兩者加總後，計算之。不得超過一定的比例。

目前期交所對於集中度已有所認識，並進而限制，其中公債不限定抵繳上限、外幣計價國際債券為抵繳標的不得超過該債券發行額之 20%，而且股票為抵繳標的不得超過該檔股票發行股數之 10%。但對於其交所自身所持有有價證券，並未一併計入，就此應有調整之空間。

柒、將有價證券抵繳保證金之法律性質定性為設定「權利質權」

本研究基於以下理由，將有價證券抵繳保證金之法律性質定性為設定「權利質權」：

一、設定「權利質權」法有明文

質權與抵押權同為現行民法行之有年之重要擔保制度，將其定性為權利質權之法律關係基礎，不僅對法律機制之衝擊最小，而且不會像讓與擔保發生妾身未明(法無明定)，甚至導致違反物權法定主義。

二、設定「權利質權」符合當事人真意，並使法律關係明確

信託擔保說，因不符信託法之立法目的，不足採。至於若採讓與擔保說則將使當事人間之法律關係陷於真偽不明，影響交易安全，亦不足採。期貨交易上所以有保證金之交付，於當事人間之真意，僅在提供擔保，顯然並無移轉權利之意思。故將該等法律行為定性為設定「權利質權」可符合當事人真意，並使當事人間法律關係明確。

三、權利質權說可避免收取孳息之爭議

民法第 889 條規定，質權人得收取質物所生之孳息，但契約另有約定者，不在此限。且 890 條第 1 項亦規定「質權人有收取質物所生孳息之權利者，應以對於自己財產同一之注意收取孳息，並為計算。」又民法第 901 條規定「權利質權，除本節有規定外，準用關於動產質權之規定。」基此，質權人(期貨商、結算會員)收取抵繳之有價證券孳息，更有其正當性。

四、權利質權說可避免稅捐之爭議

如採權利質權說，可以避免交易稅、所得稅或其他稅賦負擔及課徵之困擾。

五、權利質權說可與現行集保制度配合

權利質權說，可以配合相關現行結算或保管機制，因設質作業，則無論是結算機構、金融機構或集保公司，均得以各該機構之現行作業配合，無庸因另尋法律依據而大費周章。質權設定說，可以利用現行證券集中保管作業機制及經驗，使抵繳有價證券之作業程序，迅速進入狀況而順利推展。

捌、有價證券孳息應由期貨商收取

一、藉以提高期貨商、結算會員之行為誘因

保證金之利息收入向為期貨商、結算會員重要收入來源之一，且有價證券抵繳作業，較現金繳交而言，較耗成本（程序費用、人力費用以及時間成本等），若無法提高期貨商此等直接第一線面對交易人者之經濟誘因，該制度恐將無法落實。且相較於美國 CME 之政策，其尚且推動「孳息收取制度（IEF）」盼望透過擔保品之管理以及有效運用，而使期貨經紀商、結算會員以及結算機構能從中獲得利潤。我國之等規定，無異反其道而行，試問，期貨商將如何鼓勵、推廣該制度與其客戶。故宜規範有價證券孳息由期貨商收取，藉以提高期貨商、結算會員之行為誘因。

二、提高期貨交易人抵繳率，須借重期貨商

現時臺灣已進入低息、無息狀態，現金存款幾已無利可圖，以致資本市場游資充斥，進而引起股市、房市之漲勢。基此背景下，交易人現時使用有價證券抵繳保證金者較少，實可理解。其多寧願以現金支付，主要乃因現金成本較低所致。故欲提升有價證券抵繳之比例，正本清源乃藉由提升期貨商之行為誘因，去鼓勵、推廣甚至教育交易

人，使用有價證券抵繳制度，可增強自身資金使用之彈性，調度上將更加靈活。

三、符合保證金之本質

期貨保證金之本質與證券保證金不同以說明如前，本質上作為擔保品之有價證券，即應按照民法權利質權之相關規定，使質權人（期貨商、結算會員）可以收取孳息，方符合擔保制度之本質。

玖、擔保品之運用應更有彈性

目前依照期貨交易法第 71 條、期貨商管理規則第 45 條以及有價證券抵繳保證金作業要點第 6 條第 2 項等相關規定，對保證金專戶之管理、運用已做了嚴格的規範。然而事實上，此等規定卻留下極大的法律授權予主管機關，反而對保證金專戶之管理、運用留下極大的空間。本研究建議主管機關，可參照美國商品期貨交易管理委員會管理規則第 1.25 條（CFTC Regulation §1.25）制定相關的運用方式。在符合財務健全、系統性風險等前提下，進行有效的管理、運用。例如將客戶資金購買大面額之中央政府公債、國際債券或者日後開放之其他抵繳標的，再以此抵繳結算保證金。

惟須平衡此等風險，而以將此等風險透過轉質人應負民法第 891 條所規定之轉質人之不可抗力責任，以保障交易人之權利。復藉由責任保險機制，分散轉質人（期貨商、結算會員）之風險。

拾、可以客戶之現金購買有價證券抵繳結算保證金

透過現行期貨法規對於主管機關之法律授權，以及參考 CFTC Regulation §1.25 之規定，並回到有價證券抵繳保證金之本質－權利質權之設定，而從民法上權利質權轉質權之規定，加以推論，即可得出

肯定之見解。惟為避免相關財務風險，則對於轉質人之責任本應一併適用。

拾壹、期貨商、結算會員可以自有資金購買有價證券抵繳結算保證金

實務運作上，期貨商、結算會員應可將自有資金，存入客戶保證金專戶，進而購買有價證券抵繳結算保證金。按我國期貨商管理規則第 45 條，僅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。此外根據美國商品交易法第 6d 條(a)項(2)之規定乃不得將客戶資金為該帳戶所有人以外之「任何他人」提供交易或契約之保證或擔保或授信。再者，從 CFTC Regulation §1.23 規定可知，商品交易法第 §4d(a)(2)（亦即現行之 §6d(a)(2)）以及管理規則 §1.20 之規定，禁止期貨經紀商資金與客戶資金混合之規定，解釋上不應該被認定為禁止期貨經紀商從客戶資金取得剩餘的財務利益（residual financial interest）；也不應該解釋為禁止期貨商以出於避免客戶保證金不足之情況下，而將其自身可動用之自有資金或自有未質押的證券，加入客戶之資金分離帳戶。

綜上所述，法規所禁止者乃將該客戶之資金與其他客戶資金混同，並未禁止期貨商、結算會員將自有資金存入該客戶保證金專戶。且從 CFTC Regulation §1.23 之意旨，更可清楚知悉美國制度上對此問題乃採取肯定之見解。

參考文獻

一、中文部分

(一) 專書

1. 王仁宏，我國電子支付暨信用工具法制導論，元照，2003年5月。
2. 余雪明，證券交易法，證券暨期貨市場發展基金會，2000年11月。
3. 吳光明，證券交易法論，三民，2006年7月。
4. 邱聰智，新訂債法各論（下），元照，2008年3月。
5. 楊光華，美國期貨管理法規概論，證券暨期貨市場發展基金會1995年8月。
6. 劉連煜，新證券交易法實例研習，元照，2007年2月。
7. 賴英照，股市遊戲規則：最新證券交易法解析，自刊，2006年8月。
8. 謝在全，民法物權論（下），作者自版，2004年8月。

(二) 期刊論文（依出版年份之降）

1. 楊光華，客戶保證金預繳絕對必要嗎？—以比較法為中心，證券市場發展季刊，20卷4期，2008年12月，頁119-160。
2. 郭維裕，期貨結算機構對結算保證金運用方式可行性之研究，台灣期貨交易所委託研究報告，2008年12月，頁28。
3. 林蒼祥、段昌文，論臺灣期貨市場實施有價證券抵繳保證金與相關配套，臺灣期貨與衍生性商品學刊，6期，2008年6月，頁67-97。
4. 裴高正，我國期貨市場採用整戶風險保證金制度之規劃與實施，證券暨期貨月刊，26卷4期，2008年4月，頁12-18。

5. 蔡明誠，民法物權編權利質權部分修正草案內容之評析，台灣本土法學雜誌，76期，2005年11月，頁123-136。
6. 周行一、游智賢、林岳喬，我國期貨商承做OTC衍生性商品可行性之研究，中華民國期貨業商業同業公會委託專題計畫案，2005年9月，頁93-123。
7. 高慧儀、邱仕敏，以信用狀及銀行保證函抵繳期貨保證金之可行性分析，集保月刊，142期，2005年9月，頁25-36。
8. 李惠華，論期貨商保證金風險控管，證券暨期貨月刊，23卷6期，2005年6月，頁33-40。
9. 林志超，論期貨商之風險管理，證券暨期貨月刊，22卷3期，2004年3月，頁21-26。
10. 陳榮隆，讓與擔保之法律構造（上）—最高法院九一年台上字第一一八〇號判例評析，月旦法學，96期，2003年5月，頁200-218。
11. 黃聖凱、王吉祥，臺指選擇權契約保證金制度之剖析，臺灣期貨市場，2002年3月，頁28-39。
12. 邱聰智，有價證券抵繳保證金之法制構成，臺灣期貨交易所委外研究案，2002年2月。
13. 蔡莉芸，臺灣期貨保證金合理性之分析，企銀報導，20卷，2002年2月，頁18-28。

二、網路資料

(一) 中文部分

1. 中央結算系統一般規則。請參照香港交易所網站，網址如下：
<http://www.hkex.com.hk/rule/ccassrule/CHAPT05.pdf>〔最後瀏覽日2009/08/14〕。
2. 市場及交易運作—衍生產品市場結算及交收服務，請參照香港交易所網站，網址：

- http://www.hkex.com.hk/infra/derclrsett/colleralmange_c.htm [最後瀏覽日 2009/08/31) 。
3. 如何成為交易所參與者，香港交易所，頁 29。請參照香港交易所網站，網址如下：
http://www.hkex.com.hk/expartadm/guide/becomeEP_c.pdf (最後瀏覽日 2009/08/14) 。
 4. 何曉東，結算會員分級制度對我國商品期貨交易所的挑戰和機遇，請參見：
<http://www.shfe.com.cn/jrysp/36/8.pdf> (最後瀏覽日 2009/08/11) 。
 5. 香港交易所網站，網址如下：
http://www.hkex.com.hk/exchange/history/history_c.htm [最後瀏覽日 2009/08/14] 。
 7. 香港期貨結算所規則及程序。請參照香港交易所網站，網址如下：
http://www.hkex.com.hk/rule/futrule/CC-IV_C.pdf [最後瀏覽日 2009/08/31] 。
 8. 張桔，香港股指期貨交易結算情況介紹，網址：
<http://www.chinaclear.cn/main/07/0702/1177466588158.pdf> (最後瀏覽日 2009/08/31) 。
 9. 期交所新聞稿。請參見以下網址：
<http://www.taifex.com.tw/chinese/home.htm> [最後瀏覽日 2009/09/01] 。

(二) 英文部分

1. Clearing Rules and Procedures of HKCC, See Appendix V, HKEX website, available at:
<http://www.hkex.com.hk/rule/futrule/HKATS-App5.pdf> (last visited 2009/08/31).
2. Collateral Types Accepted, See CME Group website, available at:

- <http://www.cmegroup.com/clearing/financial-and-collateral-management/collateral-types-accepted.html> (last visited 2009/8/30).
3. Collateral Types Accepted, See CME Group website, available at:
<http://www.cmegroup.com/clearing/financial-and-collateral-management/collateral-types-accepted.html> (last visited 2009/8/31).
 4. Commodity Exchange Act – U.S. Code Conversion Chart, See CFTC website, available at:
<http://www.cftc.gov/lawandregulation/ceaconvchart.html> (last visited 2009/09/01).
 5. CME Group website, available at:
<http://www.cmegroup.com/market-regulation/rulebook/index.html>
(last visited 2009/8/25).
 6. CME Group website, available at:
<http://www.cmegroup.com/clearing/risk-management/> (last visited 2009/8/26).
 7. CME Group website, available at:
<http://www.cmegroup.com/clearing/risk-management/span-overview.html> (last visited 2009/8/26).
 8. CME Rulebook §820. See CME Group website, available at:
<http://www.cmegroup.com/rulebook/CME/I/8/8.pdf> (last visited 2009/8/26).
 9. Final Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures, See SEC website, available at:
<http://www.sec.gov/rules/final/34-46292.htm> (last visited 2009/8/25).
 10. Final Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures, See SEC website, available at:
<http://www.sec.gov/rules/final/34-46292.htm> (last visited 2009/8/31).
 11. Guide to CME Group Collateral Management Programs, See CME Group website, available at:

http://www.cmegroup.com/clearing/financial-and-collateral-management/files/EX006_CLEARINGHOUSEGUIDE_3.pdf (last visited 2009/08/31).

12. IBM Web Sphere Portal, See SGX website, available at:

<http://www.sgx.com/wps/portal/corporate/cp-en/aboutsgx> (last visited 2009/08/11).

13. Official Stock Pledge Table(Third quarter of 2009), See The Chicago Mercantile Exchange website, available at :

http://www.cmegroup.com/tools-information/lookups/advisories/clearing/files/SP500_By_Ticker_2ndQtr2009.pdf (last visited 2009/08/31).

14. Requirements for Amendments of Irrevocable Standby Letters of Credit, See CME Group website, available at:

http://www.cmegroup.com/clearing/files/Requirements_for_Amending_all_Letters_of_Credit.pdf (last visited 2009/08/31).

15. Requirements for Issuance of Irrevocable Standby Letters of Credit, See CME Group website, available at:

http://www.cmegroup.com/clearing/files/Requirements_for_Issuance_of_all_Letters_of_Credit.pdf (last visited 2009/08/31).

16. Risk Management/ CME SPAN, See CME Group website, available at:

<http://www.cmegroup.com/clearing/risk-management/> (last visited 2009/8/26).

17. Rulebook Harmonization, see CME Group website, available at:

<http://www.cmegroup.com/rulebook/rulebook-harmonization.html> (last visited 2009/8/25).

18. Rulebooks, See CME Group website, available at:

<http://www.cmegroup.com/market-regulation/rulebook/index.html> (last visited 2009/8/25).

19. SPAN, See CME Group website, available at:

<http://www.cmegroup.com/clearing/risk-management/span-overview.html> (last visited 2009/8/26).

20. Types Of Acceptable Margin Collateral, See SGX website, available at:

http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/mp_en/site/trading_on_sgx/derivatives_market/derivatives_clearing/members_info (last visited 2009/08/31).

(三) 日文部分

1. 日本金融庁，新しい金融商品取引法制について。請參見：
<http://www.fsa.go.jp/policy/kinyusyohin/pamphlet.pdf>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。
2. 東証先物・オプション取引に係る証拠金及び決済制度の概要。
請參見：
<http://www.jscc.co.jp/sakimono/documents/outlineofmargin20090323j.pdf>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。
3. 東証先物・オプション取引に係る証拠金及び決済制度の概要。
請參見：
<http://www.jscc.co.jp/sakimono/documents/outlineofmargin20090323j.pdf>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。
3. 株式会社日本証券クリアリング機構，代用有価証券の種類と価格に関する表。請參見：
http://www.jscc.co.jp/sakimono/pdf/sakimono_shokokin.pdf〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。
5. 商品引取所法改正経過要覽第 1、2 集，日本商品先物振興協會。
請參見：
<http://www.jcfia.gr.jp/study/kaiseihou.html>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

6.清算機関について，株式会社日本商品清算機構，清算機関について。請參見：

<http://www.jcch.co.jp/b/b02.html>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

7.証拠金制度運用マニュアル，大阪証券取引所（OSE），第7版，頁40-41。請參見：

http://www.ose.or.jp/futures/doc_ma/sh_unman.pdf〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

8.証拠金制度運用マニュアル，大阪証券取引所（OSE），第7版，頁40-41。請參見：

http://www.ose.or.jp/futures/doc_ma/sh_unman.pdf〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

9.顧客が差し入れる証拠金，大阪証券取引所（OSE）。請參見：

<http://www.ose.or.jp/futures/index.html>〔最後瀏覽日 2009/8/31〕。

附錄一：

臺灣期貨交易所股份有限公司
有價證券抵繳保證金抵繳標的

表一、得申請辦理抵繳保證金之股票明細表

股票代號	股票名稱	股票代號	股票名稱	股票代號	股票名稱	股票代號	股票名稱
1101	台泥	2317	鴻海	2475	華映	2891	中信金
1102	亞泥	2323	中環	2498	宏達電	2892	第一金
1216	統一	2324	仁寶	2603	長榮	2912	統一超
1301	台塑	2325	矽品	2609	陽明	3009	奇美電
1303	南亞	2330	台積電	2610	華航	3045	台灣大
1326	台化	2347	聯強	2801	彰銀	3231	緯創
1402	遠紡	2352	佳世達	2880	華南金	3474	華亞科
1605	華新	2353	宏碁	2881	富邦金	3481	群創
1722	台肥	2354	鴻準	2882	國泰金	4904	遠傳
2002	中鋼	2357	華碩	2883	開發金	5854	合庫
2105	正新	2371	大同	2885	元大金	6505	台塑化
2301	光寶科	2382	廣達	2886	兆豐金	8046	南電
2303	聯電	2409	友達	2887	台新金	9904	寶成
2308	台達電	2412	中華電	2888	新光金		
2311	日月光	2454	聯發科	2890	永豐金		

以上共計 58 種

表二、得申請辦理抵繳保證金之中央登錄公債明細表

債券代碼	債券簡稱	債券代碼	債券簡稱	債券代碼	債券簡稱	債券代碼	債券簡稱
A84304	84 交建甲四	A89110	89 央債甲十	A92104	92 央債甲四	A95106	95 央債甲 6
A85305	85 交建甲五	A89111	89 央債甲 11	A92107	92 央債甲七	A95107	95 央債甲 7
A85306	85 交建甲六	A89113	89 央債甲 13	A92110	92 央債甲十	A96101	96 央債甲 1
A85401	85 交建乙一	A89114	89 央債甲 14	A93103	93 央債甲三	A96102	96 央債甲 2

債券代碼	債券簡稱	債券代碼	債券簡稱	債券代碼	債券簡稱	債券代碼	債券簡稱
A85402	85 交建乙二	A89201	89 央債乙一	A93104	93 央債甲四	A96103	96 央債甲 3
A86309	86 交建甲九	A90101	90 央債甲一	A93106	93 央債甲六	A96105	96 央債甲 5
A86310	86 交建甲十	A90102	90 央債甲二	A93107	93 央債甲七	A96106	96 央債甲 6
A86403	86 交建乙三	A90103	90 央債甲三	A93108	93 央債甲八	A96107	96 央債甲 7
A87103	87 央債甲三	A90104	90 央債甲四	A93109	93 央債甲九	A96201	96 央債乙 1
A87201	87 央債乙一	A90105	90 央債甲五	A94102	94 央債甲二	A97101	97 央債甲 1
A88102	88 央債甲二	A90106	90 央債甲六	A94103	94 央債甲三	A97102	97 央債甲 2
A88103	88 央債甲三	A90107	90 央債甲七	A94104	94 央債甲四	A97103	97 央債甲 3
A88201	88 央債乙一	A90108	90 央債甲八	A94105	94 央債甲五	A97104	97 央債甲 4
A89102	89 央債甲二	A90201	90 央債乙一	A94106	94 央債甲六	A97105	97 央債甲 5
A89103	89 央債甲三	A91103	91 央債甲三	A94107	94 央債甲七	A97106	97 央債甲 6
A89104	89 央債甲四	A91104	91 央債甲四	A94108	94 央債甲 8	A98101	98 央債甲 1
A89105	89 央債甲五	A91107	91 央債甲七	A95101	95 央債甲 1	A98102	98 央債甲 2
A89106	89 央債甲六	A91108	91 央債甲八	A95102	95 央債甲 2	A98103	98 央債甲 3
A89107	89 央債甲七	A91111	91 央債甲 11	A95103	95 央債甲 3	A98104	98 央債甲 4
A89109	89 央債甲九	A92103	92 央債甲三	A95105	95 央債甲 5		

以上共計 79 種

表三、得申請辦理抵繳保證金之國際債明細表

債券代號	債券名稱	發行人
F89501	DB 2006-1	德意志銀行
F89801	DB 2009-1	德意志銀行
F99601	BNP 2007-1	法國巴黎銀行

以上共計 3 種