

期貨人

2002年三月創刊 《總號第024期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2007

第四季



人物專訪

檢討開創 再造臺灣期貨市場新高

國師台大李存修教授對期貨市場之建言

封面故事

高階主管業務座談會

期貨商高階主管對期市之針砭與建言

國際交流

與大師有約－期貨講座

韓國交易所總經理Dr. Yeong-Ho Woo解析成功之道

觀摩先進外資機構 為期信事業做前哨

操盤人協會紐約參訪紀要

專題報導

國際期貨研討會

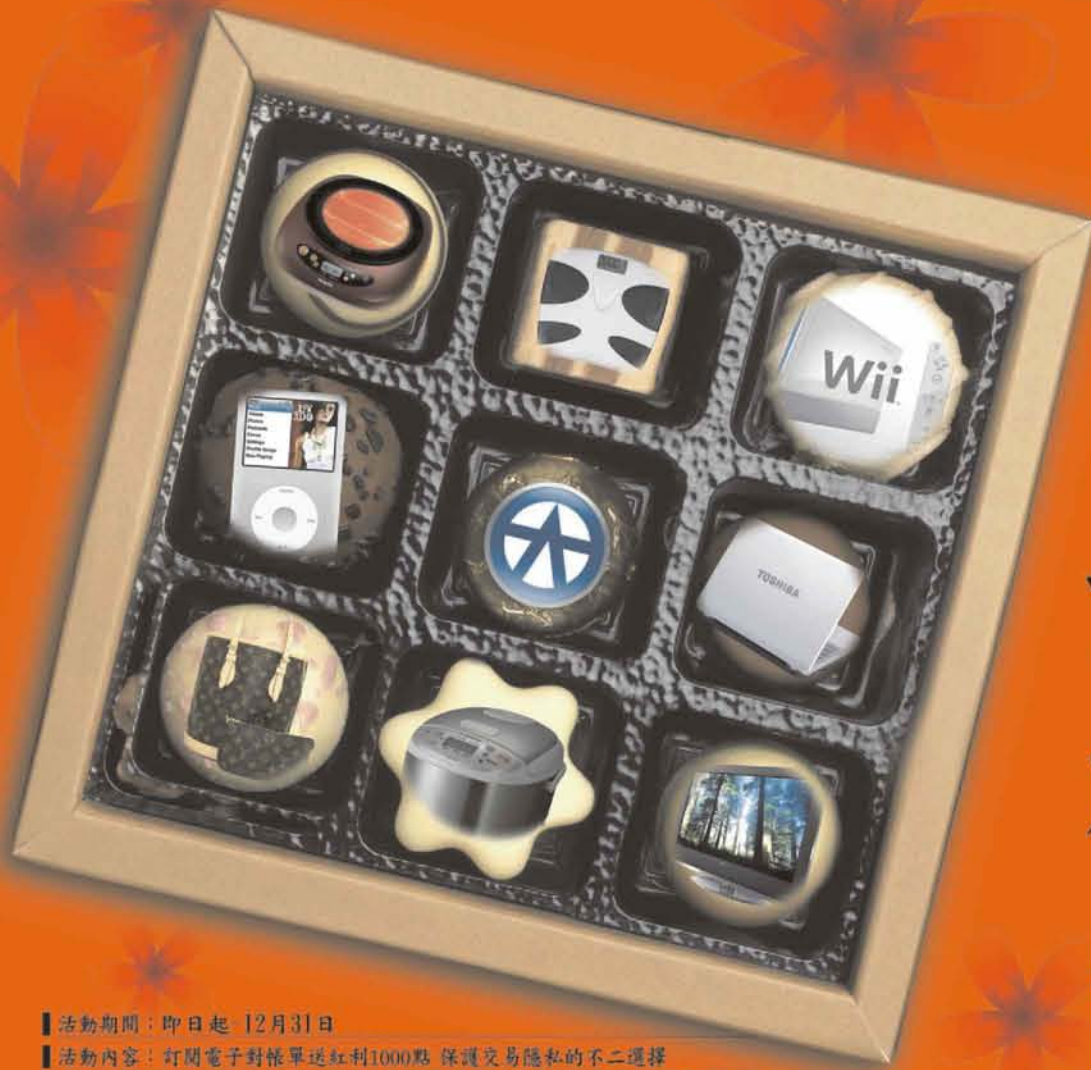
國外專家對台灣期貨市場國際化提供建言

特別報導

精益求精 止於至善

2007年會員公司滿意度調查分析與回應

歡喜慶合併 百萬好禮等您拿！



【活動期間：即日起-12月31日】

【活動內容：訂閱電子對帳單送紅利1000點 保護交易隱私的不二選擇】

在活動期間凡申請證券或期貨電子對帳單之新客戶，並將於9月20日-12月31日內只要成交一筆（不限交易方式，但需於07年1月10日前寄達電子對帳單成功），即送紅利1000點！

【開戶交易禮：開戶且電子下單成交者，免抽即送紅利2000點】

在活動期間凡開立證券或期貨新電子戶，且以證券電子下單成交10000元以上或期貨成交一筆者，即贈紅利2000點！

【交易滿額抽：凡證券或期貨電子下單滿額即可參加“交易滿額月月抽”活動】

■證券或期貨電子下單（含開戶、錄音按鍵下單、SmartNet元天下單、行動下單）月成交每達100萬或期貨、選擇權實收手續費每達1500元，即可擁有“交易滿額月月抽”機會一次。

■證券或期貨yeswin下單月成交每達100萬或期貨、選擇權實收手續費每達1500元，機會雙倍送。

■交易滿額月月抽獎額：

每月送出200多個獎項！中獎紅利點數將於抽獎當月匯入客戶紅利帳戶中，中獎者請自行至“富利源或元大紅利專區”兌換以下商品或選擇喜愛商品兌換之。

富利源或元大商品	紅利點數	每月名額
奇美42吋液晶電視	600,000	1名
TOSHIBA筆記型電腦Portege M600	500,000	2名
LV熱賣款經典圖騰水桶母子包	350,000	3名
iPod 80GB	150,000	4名
任天堂Wii超值套裝組	100,000	5名
豪印3人份速電鍋電子鍋	40,000	10名
Philips飛利浦黑晶爐	33,000	30名
飛利浦液晶顯示器	11,500	50名
元大紅利1000點	1,000	200名

【抽獎及紅利匯入時間：

■中獎電子對帳單及開戶交易禮贈之紅利點數將於第一筆成交單次月15日（遇假日順延）匯入客戶之元大紅利集點帳戶中。

■“交易滿額月月抽”中獎名單將於11月8日（四）、12月10日（一）、07年1月10日（四）由電腦隨機抽出，元大紅利集點額於抽獎當月15日（遇假日順延）匯入各中獎客戶之元大紅利集點帳戶中。

【注意事項：

本專案活動內容以網頁公布為準，本公司保留隨時修改或終止本活動內容之權利。

元大證券客服專線：

0800-037-888 • (02)2714-9887

元大證券股份有限公司12號16年企業信用評等AAA

重新想像



對於期貨信託事業，主管機關做了最大幅度的開放。除此之外，未來證期局亦將允許證券、證投信、證投顧、銀行、保險等行業，均可兼營期貨服務事業，使得期貨業版圖的「基因圖譜」變得錯綜複雜，造成期貨業的前景陷入了一片混沌不清之中。

此舉不但將打破以往金融業固有的藩籬，也加速促成了「期貨地球村」的實現。正如當前的世界潮流，各行業均面臨了跨業經營、整併的趨勢，期貨業亦無法避免此一洪流。當全球各大期交所間的合縱連橫及期貨商間的整併，都讓期貨業進入了另一個新的領域，令人無法想像，就是一個顯著的例子。

試想當法令開放相互兼營之際，傳統式的經營架構與管理模式勢必重新改變，風控機制充滿了不確定性，階級式的控制、專業分隔的部門管理勢必瓦解，領導方式、產品設計、顧客服務等都面臨了嚴峻的考驗，員工教育訓練也必須重新評估，一切的一切，都必須全面重新開啓思考與想像的空間。

本期封面故事報導的「期貨商高階主管業務座談會」，以及專題報導的「國際期貨研討會」，均是針對期貨市場的現況與未來

發展趨勢所舉辦的活動。前者是期交所透過本會邀請專營期貨商的高階主管，針對目前期貨市場的現況和未來發展方向進行面對面的溝通，希望透過大家的腦力激盪，共同思考、研議，尋求期貨業未來發展的最佳模式。後者則是藉由期交所十週年慶，由本會、期交所及台灣財工學會共同舉辦的大型國際會議，邀請國內外的學者、專家、業者，就台灣期貨市場未來如何與國際期貨市場接軌，躋身先進之流進行探討。

當業者在轉變之際，公會勢必也要亦步亦趨的跟進才能發揮服務之效。每年度所做的會員滿意度調查，就是我們檢驗自己一年來服務成績的結果。雖然這次的會員滿意度結果顯示較去年略有進步，但是如何因應環境變化，思考會員公司不同的需求，透過問卷，也是提供公會未來思考的方向。

在經營環境重大的轉變下，當保護傘拿掉，市場有更多的競爭者進入時，期貨商首要之務，就是要思考自己獨特的核心價值。未來如何利用集團中的企業優勢，充分運用利基組合，勇於發揮冒險、創新的精神，培養引領市場的能力，才能讓期貨商立於不敗之地。

CNFA

- 44 從法規、制度、商品三層面活絡期市
元大期貨總經理姒元忠

李若彤



04

- 48 建議放寬法規限制 有效計算風險值
中信期貨董事長糜以雍

Wenny

- 52 以兼期貨商角度提出對期貨市場發展之建議
大眾證券副總經理高政煌

王克庭



國際交流

- 56 與大師有約－期貨講座

韓國交易所總經理Dr. Yeong-Ho Woo解析成功之道

李若彤



13

- 60 臺灣期貨市場前景座談會

Kate

- 61 觀摩先進外資機構 為期信事業做前哨

操盤人協會紐約參訪紀要

范加麟



32

專題報導

- 69 國際期貨研討會

國外專家對台灣期貨市場國際化提供建言

Wenny



36

特別報導

- 74 精益求精 止於至善

2007年會員滿意度調查結果出爐

檢驗會務工作品質 了解會員滿意度及意見

會員滿意度調查之意見回應

范加麟

葉紫華



46

52



封面畫作 謝夢龍 爭妍系列-百合

期貨人季刊

中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 賀鳴珩

發行所 / 中華民國期貨業商業同業公會
台北市忠孝東路四段169號11樓

電話 / 02-87737303

傳真 / 02-27728378

網址 / www.futures.org.tw

電子信箱 / cnfa@futures.org.tw

總編輯 / 謝夢龍

編輯製作 / 橙青印刷事業有限公司

地址 / 台北縣新店市中央三街72號5樓

電話 / 02-86676715~7

定價 / 每本200元

傳真訂購 / 02-27728378

匯款戶名 / 中華民國期貨業商業同業公會

匯款銀行 / 國泰世華銀行敦南分行

匯款帳號 / 053-03-000402-3

請將銀行匯款收據傳真至本會，並註明
訂購者姓名、電話、寄送地址。

臺灣郵政台北誌字第793號執照登記為
雜誌交寄

總編輯的話

1 重新想像

謝夢龍

人物專訪

4 檢討開創 再造臺灣期貨市場新高

國師台大李存修教授對期貨市場之建言

Kate

封面故事

10 高階主管業務座談會 期貨商高階主管對期市之針砭與建言

葉紫華

13 呼籲制訂傾銷線並加強業界團結合作

永豐期貨總經理盧立正

李欣薈

16 談另類創新－檢討期貨市場現行結算制度

大華期貨總經理任俊行

葉依青

20 從期貨市場之商品及制度面提出相關建議

金鼎證券期貨自營部副總劉懋楠

Wenny

25 從通路、商品、交易、教育訓練四個構面提出看法

國泰期貨副總經理詹益青

葉依青

28 明日之星－期經事業何去何從？

日盛期經總經理黃正雄

王克庭

32 對於期貨商品的看法及建議

元大期經董事長王淑慧

Kevin

36 談期貨顧問事業如何發揮最大效益

康和證券通路事業部總經理李文柱

王克庭

40 對造市者制度與新商品開發之建言

台灣工銀證券新金部副總劉威廉

Belle

檢討開創 再造臺灣期貨市場新高

國師台大李存修教授對期貨市場之建言

撰文:Kate



李存修教授在期貨業是大家耳熟能詳的人物，對於這一位從1983年就鑽研期貨的大師，時常被業界人士尊稱為「國師」。對此稱呼，他總是戲謔自己地如是說到：「因為我是國立臺灣大學的老師，所以稱為國師。」

因緣際會進入期貨領域

對基金與債券相當有研究而為大眾所熟知的李存修教授，事實上是第一位在台灣教期貨的老師，被稱為台灣期貨業之國師並不為過。1983年，早在台灣尚未有期貨市場之前，李存修就跟隨選擇權大師 Mark Rubinstein 撰寫博士論文，承襲正統的學術傳統。即便在此領域擁有崇高的地位，李存修卻表示，會走上學術研究的道路，並非是他原有的生涯規劃。原本只打算寫完碩士論文之後，就要找工作當上班族的他，沒預料竟然被賦予將期貨知識帶進台灣的使命。

李存修畢業於台大商學系工商管理組，後負笈前往美國，取得加州柏克萊校區企管、經濟雙料碩士及財務博士。1985年，學成歸國，顧及父親過世後在彰化獨居的祖母需要照料，他選擇就近在東海大學開設期貨與選擇權的課程。1988年應聘至台大任教，適逢台灣股票市場快速成長的時期，當時的證管會為了培養相關人才，開設了「證券人才培訓班」，招收業者人士密集上課進修，其中也開設選擇權的課程，並延請一位國外的老師授課。雖然有翻譯在旁，但學員紛紛表示似懂非懂，因此又請李存修再講一次，並獲得熱烈迴響。因此他持續在「證券人才培訓班」授課至第六、七期。當年參與培訓班的學員，許多人都成為證券、期貨業的重要人士，對於選擇權的概念也仰賴他們散佈出去。

從事財金教育工作二十餘年，桃李遍布，涵蓋各個領域及層面，在證期業界，信

手拈來，諸如：櫃買中心總經理吳裕群、期交所副總經理邱文昌、證交所副總經理朱士廷、元富證券董事長王培秩、摩根富林明證券董事長章碩麟、寶來期貨總經理周筱玲、富邦證券董事長葉公亮等等，都是他指導過的EMBA學生。

建制臺灣期貨市場的幕後推手

從國內開始制定期貨交易法，研擬到立法通過，李存修一路見證參與，因此對於立法的原因與背景都有所瞭解。1997年期交所成立，李存修就擔任非股東董事至今，也是唯一一位有此資歷的學者。

李存修表示，當年我國要建制期貨市場時，一切都在摸索中前進，可說是創業維艱，除了參考各國模式，又要兼顧本土特色，並不容易。因此，不管是主管機關或業者都是採保守穩健的態度，透過投資人的教育宣傳，以及數百場的說明會，成交口數才從一天幾千口到2002年的倍數成長，至去年全年總成交量達一億口以上，日成交口數最高達一百萬口。

但是從去年第四季開始有微幅衰退，李存修推測應該是部分散戶因為虧損退場所致。他表示，目前散戶佔四成的比重，由於散戶掌握的資源較少，因此訊息的準確性不夠高，對未來市場的判斷不準，以致平均而言並未獲利，但也有少數人獲利千倍甚至萬倍。

他指出，期貨市場主要的交易人是期貨

商與自營商等造市者，他們進入期貨市場不一定是以賺錢為目的，避險也是其考量重點，但由於他們的積極參與，對市場的活絡，功不可沒。雖然我國一直呼籲法人利用期貨避險，然而法規的限制較高，以致於我國銀行、壽險公司、退休基金等法人參與度較低，整體的市佔率不及百分之一。

不過李存修也認為，凝聚市場需要氣氛，在從眾行為模式下，假如多數人都不利用期貨避險，而處於觀望狀態，將導致參與期貨市場的少數人冒著將自己推向兩極化的風險。他明白指出，在沒有比較對象的情況下，個人的績效不是大好就是大壞，對於職場生涯影響甚巨，這是為何少數人遲遲不願跨出第一步的理由。因此如何改變整體市場氣氛，誘導群眾從觀望到參與，是需要共同努力的方向。對於未來期貨市場的發展，他也提出了幾項個人的建議及看法。

藉由期貨信託 幫助散戶獲利

李存修表示，為了解決散戶資訊不足的問題，採用期貨信託的方式是可行的目標，目前設置期貨信託事業的法規業已開放。不過，儘管各界都十分看好期貨信託，但期貨信託最重要的核心還是在操盤人才，操作績效才是客戶所注意的焦點。目前投信市場的六百多檔基金中，就有多達五百位以上的基金操盤人，期貨市場人才規模尚無法與證券市場相較，因此開放期貨信託之後，要有可被信任的操盤人才能促使整個期貨事業壯大。

未來證投信與期投信可互相兼營，期貨經理事業與期投信也可互相兼營，證券與期貨間的藩籬或許將逐漸模糊，這也有助於提升業者資源的運用效率。

降低對法人與外資的限制

李存修指出，目前在韓國期貨市場外資佔有23%的交易量，在香港也佔了25%，然而我國期貨市場的外資比重僅約5%左右。過去，在「華僑及外國人投資證券管理辦法」之規範下，外資得以避險目的，從事我國期貨市場交易，然而期貨交易尚可達到投機、套利、價差交易的目的，侷限外資僅能從事避險交易，無法形成足夠的誘因吸引外資參與。如今外資已可以非避險目的從事期貨交易，近來交易量漸有提升，希望期交所與期貨商共同努力，將外資的市場佔有率提升至20%。

建構完整的產品線

李教授說，台灣股市活絡，對推出股價指數期貨很有助益，但利率與公債期貨似乎難以發展。公債期貨的問題應與CTD券的券源有關；短期利率期貨則須仰賴設計更多與該利率指標有關的商品，例如將該指標利率做為IRS的benchmark，或做為浮動利率債券的計息依據。

黃金期貨是TAIFEX唯一的商品期貨，其現金結算的特色應有助益交易的活絡，但因契約規格較大，又須以美元計價，目前也難

以刺激買氣，或可考慮規格較小，台幣計價的契約，若能獲得市場青睞，未來還可比照同一模式推出原油等其他商品期貨。

另外，美元期貨亦可加以考量。他表示，外匯期貨應不至於影響央行匯率的政策，例如韓國在1999年亞洲金融風暴時，推出外匯期貨，至今交易量仍穩定成長，最高一天交易數量有六萬口，一天最高達到三十億美金，而不管是韓國匯率或是外匯政策都沒有因此受影響，因此，只要我國央行同意推出的話，其市場效益應可預期。

降低交易成本

十月期交所將要推出數項新制，期望能有效降低交易成本並提升資金運用效能。包括規劃「SPAN整戶風險保證金系統」，「期貨契約當沖交易減收保證金作業」，「期貨價差交易保證金減收作業」。此外，期交所亦規劃十年期公債期貨現金結算採淨額交割作業，交易人得於進行現金結算前，不需繳存總額現金價款。

李存修表示，交易成本有分為可見與不可見的，可見的成本像是交易手續費、期貨交易稅；不可見成本好比保證金，他預計在SPAN推出後，保證金平均可降10~15%，而價差部位的盤中減收，當日沖銷保證金減半，都能達到降低交易成本的目的。

強化風險控管

期貨交易至今已滿十年，其間縱有幾次

較大的震盪，卻未有任何危及市場運作的事件，此應歸功於高標準的風險控管機制。在保證金逐次調低之際，或許也應仿BASLE II對銀行資本適足性的控管精神，研擬期貨商的資本適足性規範。

鼓勵與國際交易所交叉持股

為了盡快達到與國際接軌，參與國際金融社會，強化實質往來應是不二法門。李存修建議我國交易所可以與國外交易所互相持股以取得資訊，以良性學習的態度，讓台灣快速溶入國際市場，讓成功的商品在台灣生根，使台灣成為國際資金的主要集散地之一。

另外，台灣期交所可以思考如何建立並拓展讓國外的交易人交易台灣期貨商品的便捷管道，他表示，持續性的宣導相當重要，但是不能光靠台灣自己，提供誘因讓國外期貨商幫忙推廣台灣期貨是可以研究的方向。

探討期貨商經營店頭衍生性商品之可行性

李教授提及今年期貨公會委託他就期貨商承做店頭衍生性商品，進行可行種類及配套措施的研究案。對於這個研究案，著力甚深的他，在專訪中特地提出研究心得。他說：「成為適當的衍生性商品金融商品，應該具有充足的現貨市場交易量，以及價格具有較高的波動性。」目前在台灣銀行業及證券業所有之OTC衍生性商品中，大概可分為利率、匯率、權益、商品及信用五大類，在上

述的大原則下，各類標的物之可行性評估如下：

目前銀行間的OTC衍生性商品之交易量頗大，且成長快速，95年之總成交量達新台幣73兆餘元，平均每月超過6兆元，其中以匯率相關商品佔大宗，約佔80%，其次為利率商品，這兩類均屬央行掌理之範圍，期貨商要參與並不容易。

債券相關的OTC衍生性商品，如公債選擇權、公債預期交易、轉換債的asset swap等，目前由證券商來承作，金控底下若同時有證券商及期貨商，此類業務應不易交由期貨商承作。

權益證券部份，由於今年下半年以來波動性明顯放大，成交也漸趨活絡，應是有潛力的標的商品，只是期交所已有多種指數類期貨及個股選擇權，未來也可能繼續推出個股期貨；另外，證交所也有千檔以上的認購(售)權證，如何與這些集中市場商品有所區隔，將是期貨商設計權益類OTC衍生性商品之考量重點。

在一般商品方面，黃金的波動性也大，民眾的需求也高，在期交所的黃金期貨面臨交易量瓶頸之際，或許期貨商可設計一些規格較小、台幣計價的衍生性商品，並採現金結算。若此模式可以成功，原油、玉米、小麥等近期波動較大的商品，也可仿效。

近年來在英國及澳洲頗為盛行的差價契約(contract for difference，簡稱CFD)也是可

以考慮的OTC商品。CFD是一種釘住現貨價格，但沒有到期日，也不須實物交割的衍生性契約，實務上也須有保證金，並依現貨價格每日結算。若以個股做CFD之標的，恐衝擊證券信用交易，也會影響到規劃中的個股期貨；若以指數做標的，恐又與期交所多樣化的指數期貨有所重疊，因此初期可考慮連結到海外個股或指數，並以quanto的型式來設計，比起直接投資海外個股或期貨需要結匯投資金額，須有款券交割，並產生匯率風險之麻煩，要簡便得多。

在經營之型態方面，期貨商若能找到買賣方向相反之客戶，僅扮演居間的角色，那麼所須投入之資源就不會太多，若只有單向之客戶，期貨商便須以自營之角色與客戶成交，此時所需之資金便較龐大，風險之控管也較有挑戰性。

如果有較獲市場青睞之商品，櫃買中心或期交所也可提供交易平台，但契約就須加以標準化。至於結算部份可由期貨商個別結算，也可幾家期貨商聯合結算。

期貨商經營店頭衍生性商品遭遇之困難

在這次的研究中，李存修點出期貨商經營店頭衍生性商品的困難處。首先，在資本的方面，期貨商的資本額與銀行及證券業相比，明顯較小。在面對這種高槓桿交易商品，除非是經紀業務，否則必須要有充足的資本額，才能承受市場波動所帶來的風險，對此期貨商是居於劣勢的。另外，目前期貨公司多是金控下的子公司，在資源配置的考



李存修建議我國交易所可以與國外交易所互相持股以取得資訊，以良性學習的態度，讓台灣快速溶入國際市場，讓成功的商品在台灣生根，使台灣成為國際資金的主要集散地之一。

量下，多屬會傾向支持資本額較大的子銀行或子券商從事店頭衍生性金融商品。若發行商品同時牽涉到銀行或券商，在金控的體制下，對於風險分攤、關係人交易及利益分配，都會產生問題。

李存修也提到，在目前的法令規範下，期貨商要發展店頭衍生性金融商品並不容易，另外，交易人對於期權這類的新商品認知也不足，即使期貨商可以發展這些新商品，但是能夠滿足多少交易人，可否為期貨商創造多少獲利，都還在未定之天。

對期貨商經營店頭衍生性商品之建議

綜合而言，李教授對期貨商經營店頭衍生性商品，提出他的建議。他說，期貨商勢必會面臨銀行及證券業的競爭，因此必須和現有的店頭衍生性商品市場有所區隔。長遠

來看，店頭衍生性商品以其高度的機動性與靈活性業務和市場都有發展的空間。對於期商內部，大家擔憂的人才問題，李存修倒是很樂觀地說：「只要有利益，自然可以吸引到人才。」

對於法規面，他則說，若能以負面表列來規範可承作之商品，對風險控管的要求及資本適足性亦有明確的規範，期貨商只須致力於商品規劃和行銷的問題就可以了。

榮景可期的期貨市場

結束訪問前，李存修教授以他專業的眼光評斷臺灣的期貨市場，他仍舊抱持著高度的期許與信心，他認為，檢討、修正法令面，開發新業種及新商品，建制吸引期貨業者經營的利基，未來期貨市場仍是榮景可期。



聆聽業者心聲 了解顧客需求

期交所邀約業者共議市場未來發展

八月下旬，隨著秋天的腳步，期交所選擇在台北近郊的陽明山上，舉辦了一場「期貨商高階主管業務座談會」的活動。希望藉由這些期貨業者高階主管的發聲，聆聽業者的心聲，真正深入了解期貨市場的現況，做為服務顧客的參考。

對於這場座談會，業者多抱持肯定之意，席間也確實提出了許多寶貴意見，對於期貨市場的未來發展，提出許多建設性之諍言。本刊會後也分別訪問了這些與會的高階主管，他們清楚且深入的表達個人看法，確實發揮了針砭期貨時事之效。



透過「高階主管業務座談會」 深入了解期貨業之現況與未來發展之道

甫上任的臺灣期貨交易所葉景成董事長，在八月廿四、廿五日假陽明山中國麗緻飯店舉辦「期貨商高階主管業務座談會」，邀請期貨公會理監事出席，聆聽業者聲音，深入了解期貨業者現況與需求。

對於葉董事長的邀約，公會理監事均感受其上任後對業界發展之關切，因此出席者十分踴躍，會議中的分組討論，大家熱烈參與，積極發言，希望透過這次會議，能夠找出對期交所、業者，以迄於整個期貨業的最佳發展方向。

從國外專家的角度看臺灣期貨市場

兩天的會議，首先從香港科技大學張介教授就「台灣期貨市場的未來及展望」的演講，拉開了序幕。張教授說，現代的金融已無國界之分，他只能提供大家一些國外發展的經驗，但是也未必就適合臺灣。目前台灣期貨交易量已是世界第十八位，成績固然傲人，但是面對國際期貨市場間生態激烈的改變，臺灣的期貨業就必須以鳥瞰的方式，了解自己所處的環境。

張教授指出，要成為一個金融中心，市場非常重要，必須有廣大的客戶群。從交易所面來說，必須有創新的產品、配套的法令、好的公司治理及足夠的人才。對市場而言，交易量是我們的衣食父母，因此對於提供客戶服務的好壞，能否滿足客戶的需要，這些都是創造利潤的重點。張介以香港新加坡等地為例，建議臺灣應該參考他們的經驗，發展出對自己最合適的商品。他也呼籲主管機構研擬出與市場密切配合的法令，爭取一流的人才。

分組討論 提出建議與諍言

這次的座談會，最精彩的莫過於第二天上午的分組討論。與會的業者分成四組，就期交所提出的「如何提昇期貨市場競爭力之策略與措施」，以及「如何促進期貨業成長發展之策略與措施」進行研討。四組人員分別從期貨市場的商品面、制度面、法令面、交易面、策略面等，進行了深入的討論，並就各項議題，提出了許多的建言。





對新商品研發，大家認為個股期貨商品、CFD商品、匯率個股指數及非指數性的創新性商品，均可進行開發，對於不活躍商品也應建立下市機制。最重要的是，要開發符合國情及市場需求的商品。



對交易制度，建議放寬漲跌幅限制，並分階段進行，同時制定煞車(circuit break)機制。對於個股選擇權造市制度，咸認為或可考慮將期貨與選擇權造市規範結合，並修訂相關造市者報價規定。為因應交易人避險需求與SGX制度，希望期交所能夠適度延長交易時間。



對結算制度，則建議個股選擇權交割方式改為現金交割或取消罰則，同時開放有價證券抵繳保證金及融通業務。最為大家詬病，且最為急迫希望修改的，首推ANC計算方式。



在資訊系統方面，建議降低新制度與新商品上線之資訊費用，並希望由期交所建制資訊平台，並得租予業者使用，以降低業者於期交所每次新商品上市或新制度推出時資訊系統改版之成本。對於資訊揭露，希望能比照證交所資訊揭露方式，公布期貨自營商、投信及外資等法人之交易部位。



市場宣導及教育訓練方面，業者提出協助人才養成及補貼業者赴海外訓練，加強對記者、在校生及交易人之教育訓練，並透過期貨公會，對校園積極宣導，加強對學生提供教育訓練。



其他還有改善交易人結構、降低交易人交易成本、遏止地下期貨、加強公會自律功能等等，業者的建議，琳瑯滿目。針對期交所能夠馬上處理，葉董事長毫不猶疑的交辦，立即獲得業者的迴響。需要日後研議的，他應允只要歸屬期交所範疇下能做到的，他也希望業者給期交所一些時間處理。

本會理事長賀鳴珩先生，也讚許此次座談會，確實達到當面溝通，直接了解之效，業者也抱持肯定的態度。希望未來能夠定期舉辦此類活動，讓期交所與業界能夠緊密結合，雙方愉快合作，使得臺灣的期貨市場能夠持續蓬勃發展。



呼籲制訂傾銷線並加強業界團結合作

永豐期貨總經理盧立正

撰文：李欣薈

盧立正是臺灣期貨業界，少數擁有外商及國內期貨高階主管經驗的期貨公司總經理。遠在臺灣期貨業尚未開放之際，他就受聘於國內第一家合法外商嘉吉期貨公司，擔任總經理一職；當國內期貨市場合法開放後，他曾擔任中信期貨、現任永豐期貨總經理一職。

在他眼中的臺灣期貨市場，只要能改善目前制度不良之處，使業者有更完善的操作範疇；或修正相關法規，使業者有更寬廣的發展空間，他認為，臺灣期貨業仍是前景可期。

開放期貨商得為證券商之業務輔助人(IB)

對於主管機關業已同意開放期貨商得兼營證券業務，盧立正認為這是一項立意良好的政策，並且獲得大多數期貨商的認同與贊成。但是，他也指出開放這項業務，事實上對期貨商實際業務的助益並不大。眾所周知，目前許多期貨商皆為證券商轉投資之子公司，由期貨商另行兼營證券業務之可能性非常低，因此使得主管機關的美意大打折扣。

有鑑於此，盧立正建議主管機關能開放期貨商擔任證券商之業務輔助人(Introducing



Broker)。「從資金面和法規面而言，開放這項業務是目前最容易做到，也是最容易促使期貨商業務擴展的辦法。」他如是說到。

從資金面來看，擔任證券業務輔助人不需要另行指撥營運資金，對於期貨商的營運資金沒有影響，也不會有兼營業務所需的財務比率限制。因為營運期間的業務規模必須有相對的資金要求，以期貨商的資本而言，很快就會不足以應付其客戶成交量。另外就法規面而言，則是證券商擔任期貨商之業務輔助人早已行之有年，開放此項業務，只要

比照證券商之期貨業務輔助人的相關規定即可。

開放盤後交易 既可保護投資人又可提高交易量

盧立正指出，新加坡摩根台指期貨交易早已有盤後交易。這項措施可以保護投資人，在現貨市場收盤之後，萬一有任何利多或利空消息出現，能夠提供一個避險的市場。目前交易人僅能在新加坡期貨市場的盤後交易做出避險的動作，但是台灣期貨市場的交易人碰到此類狀況，將束手無策，唯有坐以待斃。

因此，盧立正強烈建議，臺灣期貨交易所應該開放盤後交易。如此不但能夠提供國內期貨交易人一個延伸的避險管道，同時可以提高台灣期交所的競爭力與交易量。雖然有部分專業人士提醒盤後交易的結算作業有一定的困難存在，但期交所葉董事長提出一個想法，就是參與最後結算者多增加一天的風險，即是將其視為T+1日的盤前交易，盧立正認為是可行之道。

未來期交所將研議就最後交易日之最後15分鐘均價，與最後交易日次一營業日開盤15分鐘之均價，做出合理性及優劣比較，訂定出最妥適的結算價。至於風險，盧立正認為可以用限額的方式達到控管目的。

開發新產品應順應交易人之習性

新產品的開發是台灣期貨市場長久發展的必要手段。盧總以國外的經驗為例，他

說：「期貨新商品成功與否，必須有幾個必要的條件。」他認為其中最重要的主軸，在於不要改變交易人的習性。其次，推出新產品的成本，必須考量以不影響期貨商為最大原則，否則未經審慎評估就推出新商品，只是徒增期貨商的設置成本。現在也有很多同業建議期交所推出個股期貨，做為發行認股權證的避險工具。他認為期交所應該把握上述原則，不斷地推陳出新各類新商品，例如：匯率期貨、DRAM，ETF指數等等，都是不錯的考量。

盧立正說：「為配合每次新產品的推出，期貨商修改程式的費用動輒上百萬元，推出之後若商品乏人問津，往往導致期貨商未蒙其利，先受其害，實在不是期交所該有的行為。」他建議，未來推出新商品時，應把握簡易的原則，推動及加強教育訓練，讓從業人員及投資人熟稔，才能事半功倍，有助於市場的推廣。否則往往是事倍功半，浪費許多人力、物力的資源及成本，實非期交所及期貨商所樂見。

除此之外，盧立正也呼應其他業者一致的看法，建議期交所對於一些沒有交易量的產品，儘速檢討，若確實無法起死回生，就應該訂定商品下市的機制及相關配套措施。畢竟，沒有一個期交所能夠保證所推出的每一項新商品都是成功的，但是對於這些不成功商品的下市機制，應該要有一套完善的辦法，以免曠日廢時，徒增無謂困擾。

人才培養是當務之急

對於期貨業而言，人才的匱乏始終未能

解決，尤其面對即將開放的期信事業，更是求才若渴，需才孔急。對於這點，盧立正希望期交所能夠加強回饋業者，協助業者培育不同位階、不同職別的各類人才。

他相當肯定期交所結合公會及證基會，三方合作辦理的期貨業務人才及操盤人才的訓練課程。然而針對未來的期信及目前的期經事業，他建議期交所能夠與期貨商合作，彼此分攤所需費用，透過測驗的方式，甄選合適的人才，派往國外做專業的訓練。

「這是彼此互蒙其利的作法，期交所靠期貨商獲利，期貨商靠好的人才經營，如此像生物鏈般的循環，唯有互相幫助，才能使得這個產業更加輝煌。」盧立正如是說到。

訂定傾銷線標準 遏止惡性銷價競爭

對於有些同業利用低價搶奪客戶，甚至以賠本方式補貼客戶利息，使多數期貨商陷入生存的困境。對此長久以來持續發生，又無法遏止的狀況，盧立正非常不以為然。提到此點，一向予人溫和形象的他，以非常嚴厲的語氣，指責這些不肖同業，是破壞期貨業和諧的害群之馬。

盧立正指出，囿於公平交易法而無法遏止此一行爲，導致整個業界束手無策，對於守法的業者而言，本來是保障消費者法律的公平交易法，如今卻成為害群之馬的保護傘，令人扼腕。其間甚或有些期貨業者，根本無視同業間之驍伐，依然我行我素，視業者自訂的自律規範為無物，不禁令人搖頭嘆息。

他建議同業能夠訂定出一個所謂的“傾銷線”標準，亦即任何手續費低於此一傾銷線，即視為惡性銷價競爭。並交由期貨公會強力宣導，鼓勵檢舉，一旦察覺屬實，立即交由公會依自律規範予以嚴懲。

唯有團結合作 才能共創美好明日

外貌溫順、個性耿直的盧立正，毫不忌諱地直言道，當初自己進入這個行業時，並不是因為喜歡，而是因緣際會，誤打誤撞的選擇了這行。這麼多年下來，他始終保持平和的心，與一貫不爭的態度，因此在業界也結交了許多好友，從不曾發生同行相忌的問題，也造就他對期貨業，從不喜歡變成不捨離去的心態。



「當大家在上坡路努力前進之際，卻有人落井下石，此時發聲，也不過是希望拋磚引玉，喚起業界團結的意志。」盧立正最後強調，唯有大家團結合作，才能自助天助，共創期貨業美好的明日。

CNFA

談另類創新—檢討期貨市場現行結算制度

大華期貨總經理任俊行

撰文：葉依青

任俊行在期貨市場十餘年，從基層，歷經業務、交易、結算各個部門；從業務員、主任、副理、經理、協理、副總，到接任大華期貨總經理一職，至今業已四年有餘，期貨生涯的歷練，從基層逐步踏實地升至高階，經驗累積既豐富又扎實。

他笑稱自己的青春歲月是和臺灣期貨市場一起度過的，從一個默默無聞、不起眼的小角色，一路走來，看著期貨市場從荒蕪中開發，達到高峰，現在又面臨另一個轉折點，能否持續前進抑或停頓於此？是每一個期貨人所關注的。任俊行以他扎實的歷練，提出了個人的看法。

高成長背後的隱憂

任俊行總經理提到臺灣期貨市場，如數家珍。他認為，剛走過十週年的臺灣期貨交易所，十年間，從最早的台指期貨，至今年十月預計推出的非電金指數期貨及選擇權、櫃買指數期貨及選擇權，推出的商品種類從指數類期貨到商品期貨，短短十年的光陰，台灣期貨交易所已躍昇為世界排名前18大交易量的交易所，表現確實耀眼。



歷經這些年來高度的成長，臺灣期貨市場似乎一片欣欣向榮，但今年起，交易量雖較去年成長，但是從開戶數、動用戶、全球交易量排名來看，均出現了滑落的趨勢，這些成功背後的隱憂逐漸浮現在檯面上。任總經理不諱言地提到，台灣期貨市場的結構及未來發展趨勢都要檢討。交易結構中，法人交易量仍未見明顯提升，散戶期貨交易的損失繼續擴大。目前市場的交易量仍由台指選擇權及台指期貨獨撐大樑，而選擇權又占其

中近90%，期交所陸續推出的新商品又不受市場青睞，面臨的危機確實令人憂心。

認清環境 集中資源 發揮創新能力

任俊行指出，期貨市場的蓬勃發展源自於現貨市場規模，現階段足以讓台灣期貨市場成功發展的，似乎只有股票市場較符合條件，其餘的均非成熟、適當或適合的市場。因此，期交所不應擔心臺灣期貨交易所變成臺灣指數期貨交易所。他建議，臺灣期貨交易所應該將資源集中自己的強項，精益求精，創造世界領導品牌，毋須花費太多的人力、物力、財力，去開發非市場所需的金融或商品期貨。他以韓國為例，西元2000年之前，誰會想到韓國的Kospi 200呢？但是今天韓國交易所卻能以Kospi 200指數選擇權成為世界第一，確實值得我們深思。韓國能，為何臺灣不能？

對於「創新」，任俊行也有獨到的見解。他認為，創新並非侷限在商品開發面，致力於交易結算制度的開發及改革，亦可之稱為創新。鑑於全世界金融市場大多跟隨歐美市場的腳步，然而，越來越多的市場現象已跳脫歐美市場的框架，例如：韓國及臺灣的指數選擇權市場、香港的權證市場、印度的個股期貨等，均非歐、美市場所能比擬。而美國股票選擇權在亞洲地區就不盡然受到歡迎，其中的差異性並非是商品本身的問題，關鍵是制度的設計以及市場環境的因素。金融商品的遊戲規則，應考量當地金融環境、法規、市場規則及投資人習性等，若

輕忽市場需求，而以歐美制度強行進入當地市場，自然就會限制了自身的發展，也就不會有好的結果。

參考國外研究 檢討現行結算制度

對於現在的期貨市場，任總經理最在意的事項之一就是“結算制度”。他特別強調並主張全面檢討現行結算制度。

任俊行指出，在期貨市場中，多數商品所採用之交割方式，係以該商品是否具實體來區分。多數人認為實物交割流程中，賣方於交割日將商品轉手給買方，較符合一般經濟貿易原則，且商品價格不易受到操縱。並主觀認為，衍生性金融商品採用現金交割，將使市場易受人為操縱，投機性高。因此，簡單歸納成一個邏輯，就是現金交割方式受人為操縱的機率高於實物交割。但事實上，目前有越來越多的商品採現金交割方式，而人為操縱是否與採現金交割方式或實物交割有關係，是值得探討的議題。

到期結算價格是否產生巨幅波動，也是多數學者或主管機關擔心的議題。而到期現金結算常常被誤解為易於被人操縱的一種制度，不外乎是認為若不採實物交割，許多人做無本生意會擾亂、進而控制市場。針對此點，任俊行指出，根據國外的文獻，到期日報酬波動率與受人為操縱之跡象是呈現正向關係。對到期日效應進行探討之國內外相關研究發現，世界各主要交易所，無論是採取現金交割或是實務交割，普遍存在到期日效

應。顯然，實物交割的結算制度，相較於現金交割，無法有效避免在到期日時人為對價格的操縱。到期採現金交割與實物交割都有被人為操作之可能。

「一般人有一個錯誤的觀念，認為採實物交割就不易被人為操作，事實上則不然。」任總經理說到。他以在原物料市場為例，第一通知日（First Noticed Day）前，期貨商多要求投機之多頭部位應進行平倉（Liquid）動作，因為空頭部位開始進行指派交割（Deliver），而第一通知日後發生擠壓（Squeeze）空頭部位而產生異常價位的狀況層出不窮；而採現金交割者發生價位異常現象當然也不在少數。最有名的就是國安基金為台指期貨護盤的案例，以股價指數期貨如此大的合約規格，仍可能被操控，遑論其他。因此，他認為，期貨商品或期貨商品之標的物，是否會產生人為操縱之現象，與該商品是否為到期採現金交割與實物交割沒有絕對的關係。

事實上在許多的研究中學者發現，影響到期日效應存在與否的主要因素包括：結算方式（實物交割或是現金交割）、衍生性金融商品的多寡（是否有股票選擇權），以及到期結算價制度（開盤價、收盤價、平均價）。其中大部分的研究著重在結算價制度方面，而Bollen and Whaley（1999）以香港交易所的恆生指數期貨與選擇權作為研究標的，結果發現結算價格的計算方式，才是影響到期日效應顯著與否的主要原因。

任俊行一再強調，根據近年來國外許多相關研究發現，採實物交割與現金交割，對股票選擇權的到期日效應並未產生差異，反而是透過結算制度的設計，可以有效降低人為操縱的機率。

建議股票選擇權改採現金交割並開放個股期貨

為提高股票選擇權的流動性，減少買賣價差過大的缺點，任俊行強烈建議，將股票選擇權由現行的實物交割改採現金交割。他同時建議，檢討最後結算價之訂定標準。「為避免大型客戶操縱個股價格，因此最後結算價之訂定應避免加權權重方式計算，而採取區間之平均成交價計算。」任俊行如是說到。

他認為，股票選擇權若採現金交割，可吸引市場上的投機者與套利者進場參與交易。如此，除了可提高股票選擇權的流動性之外，還可增加市場參與者，也能夠有效降低在到期日時，單一或少數參與者對特定價格的操縱能力，進而降低到期日時的報酬波動率。

由於股票選擇權及個股期貨同時在市場上交易，可以降低到期日效應，並且提升市場的效率性。因此除了建議將股票選擇權改為現金交割之外，同時建議主管機關可以考慮開放個股期貨的交易。

強化造市者之市場功能及責任



為避免大型客戶操縱個股價格，因此最後結算價之訂定應避免加權權重方式計算，而採取區間之平均成交價計算。

對於造市者，任總經理也有些許建言。他認為，台灣期貨市場中造市者對指數選擇權的貢獻功不可沒。在期貨市場中，造市者在指數期貨及指數選擇權中互相搭配操作，不但提供市場流動性，最重要的是指數期貨及指數選擇權得以相互避險，使市場機制成熟。當市場效率出現時，成交量及流動性自然不斷成長，此一機制對其他法人或大型客戶操作而言亦有幫助。

但在股票選擇權市場中就缺乏如此完備之機制。造市者或法人在操作股票選擇權時，因股票交易制度的限制，客戶在放空股票或放空買權時都有諸多限制，一旦單向市場出現交易障礙或限制，客戶在制訂操作策略時如同缺了一隻腳。因此若能開放個股期貨替代股票，扮演指數選擇權市場中指數期貨的角色，相信股票選擇權應大有可為。

符合需求的制度 才是成功的基礎

高交易量是業者追求的目標，市場安全及風控機制是交易所及主管機關重視的，但不代表兩者有所衝突或抵觸。唯有透過嚴謹的研究設計，創造出適合本地市場需求，兩者共存的交易結算機制，才是目前的當務之急。當一個成功的制度創造出成交量時，自然會引起國際金融市場的矚目，國際化自然而然的就跨出了一大步。

任俊行在結論時，如此說到：「任何的改革與建議並非盲目或莽撞的，走捷徑或屈就於市場參與者的需求，都不是我們樂見的。過去一成不變的理論或制度是可以被研究改變的。韓國可以，台灣自然也可以，這是我們的機會，讓臺灣成為全球金融市場的先驅。」

CNEA

從期貨市場之商品及制度面提出相關建議

金鼎證券期貨自營部副總劉懋楠

撰文：Wenny

劉懋楠，這個在金鼎證券期貨自營部有著優異表現的操盘人，具備良好的學歷背景，代表臺灣期貨業的另一個新世代。他的思考邏輯和視野，跳脫了以往的期貨人。對於這次陽明山期貨高階主管業務會議的活動，自有一番不同的看法。他從商品面、制度面，詳細分析整個期貨市場的現況，明白點出問題並提出建議。

商品面

了解癥結 是商品成功與否之根本

當業者在最期待的匯率商品遲遲受限於政策而無法推出的情況下，大家一致看好並期盼個股期貨能夠早日上市，希望藉由這個商品打出另一片期貨的藍天。在香港大學張介博士的演講中，他比較了國際期貨市場新商品的實際發展情況，並以印度市場個股期貨的成功經驗，建議臺灣也可以考慮推出個股期貨。

當大家對於這項說法普遍樂觀其成的狀況下，劉懋楠根據過去在個股選擇權的實際交易經驗中，提出了不一樣的看法：『為什麼台灣期貨市場，指數選擇權可以發展得如此成功，而同樣是選擇權，操作概念幾乎完



全雷同的個股選擇權，卻無法有相同的成績？』

他指出，台灣的指數期貨從1998年推出以來，經過各方人士兩、三年的努力，再加上2000年行情從萬點快速腰斬，讓投資人普遍體認了這項工具的重要性與獲利性，基本上交易量已經相當活絡。因此，2001年年底推出指數選擇權時，對於造市者而言，避險工具的流動性已經不成問題，他們也樂意積極參與活絡造市的業務，也造就2002年以後的指數選擇權，始終以亮麗的年成長率向上

攀登高峰。目前市場上規模較大的造市者與自營商，其發展背景大都如此。

但是2003年個股選擇權推出後，造市者的避險工具，大概只有相對應的現貨股票可以運用，雖然這些被列為標的的股票流動性不成問題，但是股票與選擇權分屬證交所與期交所管轄。在交易現貨時，需符合證交所的有關規定；在交易選擇權時，又要符合期交所的規範。兩個交易所並未把造市者同時持有的這兩個商品視為一組配對的組合，而是以兩個獨立商品來分別管理規範。如此一來，造成許多現實上的問題，例如：資金的使用無法抵減、現貨融券放空的額度受到限制、現貨端的交易成本偏高等等。諸多狀況，導致造市者在進行部位微調時無利可圖，使得造市者參與造市的意願越來越低。畢竟，殺頭的生意有人做，賠錢的生意沒人做，終於使得幾檔像友達、中鋼等個股選擇權一度熱絡起來的小小生機，最後又黯淡下去。

在當時，希望期交所推出個股期貨的聲浪其實是很高的。因為這類新商品的推出，讓兩個配對商品同時在同一個場所交易，可以有效改善上述的缺點。但是，問題又回到指數期貨與選擇權的經驗上：指數選擇權交易量能很快提昇，肇因於指數期貨已經相當活絡。現在若要讓個股期貨與選擇權兩個都不活絡的商品同時活絡起來，其難度之高毋庸置疑。

劉懋楠表示，要驗證這個論點，我們可以用臺灣期交所一起推出的摩台指與摩台指

選擇權為例，兩個配對商品同時都不活絡，使得造市者左支右絀，很難有效炒熱市場。他更進一步地說，當造市者連用很活絡的新加坡摩台指，幫助台灣的摩台指選擇權造市的意願都無法實現時，又如何能相信個股期貨的出現，會讓個股選擇權的活絡問題獲得解決。

錯失時機 個股期貨能否再造佳績？

前面提的是商品內部層面的問題，接下來來談談外部層面的問題。張博士在演講中提到，個股期貨面對的外部競爭有三，一是信用交易的融資，二是金融體系的質押借款，三是認股權證。這三者都具備比用現股投資所需資金大為減少的共同特性。張博士特別指出，印度市場具備很發達的信用交易融資市場，但個股期貨仍能殺出重圍表現不俗。對此，劉懋楠認為張博士只說明了印度的成功現狀，但是對於香港市場，它的股票信用交易融資限制繁多，對於個股期貨而言，理應有更佳的發揮空間，但是香港的個股期貨卻不算成功。張博士對此現象，卻沒有解釋。劉懋楠個人認為，應是無法與香港強大的權證市場相競爭才是箇中原委。

再回到台灣市場，台灣的個股選擇權或個股期貨，本來有絕佳的機會在權證發行陷入課稅泥沼時，一舉拿下江山。但是錯過了這個時機，等到課稅問題解決，券商拼命地狂發權證，一下子上千檔權證灑進市場，標的豐富，履約價有彈性。更重要的是，流動性遠比個股選擇權為佳，此時要轉移投資人的目光焦點到期交所的商品上，只怕是難上

加難了。

劉懋楠也提到，或許又有人會認為，個股期貨的另一個交易動機來源，將會是權證發行商的避險需求，也就是取代原本以現貨為避險工具的角色。但是當初個股選擇權上市時，就已經有利用同一發行標的的權證與選擇權，作為互相微調部位的操作模式。例如在權證的評價模式中，隱含波動率往往偏高，而相近似條件的個股選擇權，相對隱含波動率合理許多，因此可以買進相對便宜的個股選擇權，賣出價格偏貴的權證，看起來似乎是個很不錯的交易手法，但實務運作上困難重重，很多權證發行商最後都敬謝不敏。

綜括上述意見，劉懋楠說：「經營環境日漸艱難的期貨業者，雖然亟需一個可以開拓新市場、新需求的新商品，對於個股期貨的期盼甚高，但從諸多客觀因素衡量，我個人認為成功的機會或許不若預期。」

制度面

建議變更指數期貨的結算時點

提到現在指數期貨的結算方式，劉懋楠不禁大笑的說：「現在台灣指數期貨的結算日，就像買樂透開獎日一樣。」台灣指數期貨結算方式的演變有其歷史背景，七、八年前用開盤第一盤撮合價結算時，某次結算，政府基金被外資狠狠地修理，護盤護到手軟。經過了幾次的修正，成為現行版本的開盤十五分鐘平均價。

這樣的制度設計，國外也不乏使用此方式結算的案例。但是問題在於，台股並非國際股票市場的領頭羊，行情易受歐美股市前一日漲跌的影響甚劇。尤其是只要美股前一交易日的漲跌較大，有心人士就會利用此一多空因素，使得結算價出現劇烈波動，此類案例不勝枚舉。

臺灣期交所和新加坡交易所在期指結算方式上，之所以意見相歧之故，就是在於不希望有刻意影響結算價格的情形出現。而台指以開盤時點做結算，不管是一盤定生死，還是用十五分鐘做多空角力，基本上受到未經消化的新訊息，以及有心人士作價意志的干擾都較大。劉懋楠提到，曾有業者的客戶，在最後交易日收盤前保證金維持率都還沒問題，但是因為沒有提前平倉，一覺醒來，結算的巨幅波動導致保證金遭到追繳，他認為這絕非期交所當初設計的原意。

有鑑於此，不論是經紀商或是自營商，業者普遍贊成結算的時點，可以考慮挪前到第三個星期的星期三現貨收盤前，也就是下午一點十五分到三十分的平均價。如此一來，即使當天有大的利多或利空訊息，經過一整天的價格反應調整，至臨收盤前，對於行情的變化就不致過於劇烈。更重要的是，對於經常進行期貨、現貨對鎖套利交易的法人而言，將有充裕的時間，在最後交易日時點逐漸逼近而正逆價差逐漸縮小的過程中，逐步了結其部位。而不需像現行制度，往往最後交易日收盤時，正逆價差仍然無法收斂，持有上述部位的法人，只好被迫等到隔日開盤以市價砍掉其現貨部位，反而增加了

現貨波動的程度。

調整ANC與資本結構 才是長遠發展之道

今年七、八月，台股行情的波動起伏很大，七月期指與選擇權的交易量，應該創下近期難得的高峰，各期貨商正準備張開雙手迎接難得的商機之際，卻遇上ANC比率頻頻拉警報，幾乎到達沒法做生意的窘境。對於這點，劉懋楠指出，相較於國外，台灣有關ANC比率的規定原本就較為嚴格，當行情沒那麼熱時，不感覺問題的嚴重性與急迫性。但是七月份股票市場日均量突破三千億大關，期貨市場也跟著量能滾滾時，經紀商首當其衝，紛紛開始ANC警戒線保衛戰。尤其是期貨商若又有自營操作時，狀況更加吃緊。有些期貨商為了不影響客戶下單，又要守住ANC底線，只好讓旗下自營單位，把一些穩賺不賠的部位忍痛砍倉。對於這點，劉懋楠以“揮刀自宮”來形容這樣的無奈狀況。

當市場氣氛升到最高點，商品價格出現異常偏離，造就了近幾年來難得一見的套利機會，就連沒有經紀業務的兼營期貨自營商，都見獵心喜地建立部位時，竟然也因為保證金使用的相關規定，使得ANC比率快速大幅下降，差點也要砍倉因應，就可以凸顯現行ANC的相關規定，確實到了需要全面檢討的地步了。當劉懋楠談到此時，仍然保持冷靜的頭腦，提出他個人的意見，他說：「縱然ANC已到了全面檢討之際，但是從長遠角度看，制度面的調整與期貨商資本結構的改善，兩者應該雙管齊下，才有助於整個



新商品，需要造市者配合活絡市場前，協助造市者去除必要的交易障礙也是刻不容緩，否則在殺頭生意有人做，賠錢生意沒人做的前提下，「上有政策，下有對策」的權宜做法勢必始終存在，相信這並非業界之福。

產業的永續健全發展。」

加強造市者管理 檢討制訂合宜制度

從七月的狂熱行情，進入八月的快速崩跌，期貨業者就像坐雲霄飛車一般，從急熱又降到了冰點。整個月的成交量比七月份足足下滑一半之外，更糟糕的是，各家造市者因為行情的劇烈波動，遭受不同程度的損失，不得不稍事休息，對於交易的積極度明

顯降低，對市場最直接的影響就是流動性的不足。

在八月份合約剛結束，九月份合約剛開始時，指數選擇權價平的履約價，買賣報價的差距竟然將近10點，對一向標榜高活絡度的台灣指數選擇權而言，真是難得一見的奇景。面對部分質疑台灣期貨市場造市者角色的聲音，充分說明了選擇權市場與造市者之間「水幫魚，魚幫水」的特性。

劉懋楠指出，過去造市者的確擁有比一般投資人較低的成本結構，當大家都把焦點放在造市者為何可以享有較低成本，是否產生不公平競爭時，卻忽略了他們在提供市場流動性方面的貢獻。當大家認為即使沒有造市者，市場流動性也不會發生問題。但是，當造市者受到斷傷，提供流動性的功能被迫降低時，最終受害的仍然是廣大的投資人。他們必須忍受更不具效率的市場價格，影響所及，遠超過與造市者間的成本差距，其間分寸的拿捏值得深思。

當然，質疑者的理由也並非全無道理。劉懋楠說，目前市場上造市者眾多，但各家

造市能力確實存在相當的落差，有些甚至連期交所規定的最低門檻口數也難以達成，因此對於造市者的管理有其必要。如何監督其恪遵應有的義務，這也是大多數業者，希望期交所與業者能夠共同商討出一套合理的遊戲規則。他提出個人的意見，認為類似像證券承銷商的『分級制』或許是個不錯的點子，依據各家的個別條件與能力進行分級。

另外，當期交所推出新商品，需要造市者配合活絡市場前，協助造市者去除必要的交易障礙也是刻不容緩，否則在殺頭生意有人做，賠錢生意沒人做的前提下，「上有政策，下有對策」的權宜做法勢必始終存在，相信這並非業界之福。

CNFA



從通路、商品、交易、教育訓練四個構面提出看法

國泰期貨副總經理詹益青

撰文：葉依青

詹益青這位期貨界的老兵，就像是臺灣的水牛一樣，始終堅守自己的崗位，從世華到國泰期貨，不佞不求，努力耕耘，一路走來，始終如一。談到期貨市場的現況，擔任公會最繁重之經紀業務委員會召集人的他，從四個構面提出了他的看法。

成長中的期貨市場 能否帶來業務績效

詹益青從近兩年的整體期貨市場做了簡單的分析。他指出，臺灣期貨交易所2005年整體交易量為92,659,768口，平均每日375,141口；2006年整體交易量為114,603,379口，平均每日462,110口，交易量成長了23%。整體期貨商的EPS從2005年0.78，提升至2006年的1.57。所有統計數字都呈現出高度成長的狀況，整體來看，台灣期貨市場似乎是一片欣欣向榮。

事實上，若以微觀的角度詳細分析，期貨公司經紀手續費及顧問費的收入卻是呈現了衰退的情形。營業費用占經紀手續費之收入，從2005年的42.57%上升至2006年的43.30%；預估期貨商的家數也會由24家減少至20家以下，期貨商經營的困境隱然呈現。



實際狀況究竟如何？詹益青副總企圖從通路面、商品面、交易面、教育面提出個人看法，提供讓大家討論的空間，找出改善期貨商經紀業務經營績效的最佳途徑。

通路面－適度開放參與期貨業務工作者之層面

對於目前期貨商普遍缺乏通路的問題，詹益青指出，從期貨輔助人佔公司總交易量比重，22家僅有5家低過50%的比例可以看出，絕大部分的期貨商均依賴期貨交易輔助

人推廣業務。而現行法規規範，僅有證券商可以擔任期貨交易輔助人，對於期貨業務推廣較為不利，未來若能適度開放銀行及人壽業的從業人員擔任招攬及開戶的工作，或許能夠提升整體市場參與人口，以及提升期貨商的專業價值。對於指數期貨等相關國外期貨業務的招攬與開戶，他也提議，或許可以考慮開放給期貨交易輔助人參與，以有效增加期貨商之通路效益。

目前期貨商大都屬金控的“孫”公司，在整合行銷方面，囿於法規之規範，無法有效運用集團資源。因此在這個方面，詹副總也提議，可從招攬工作著手，研究如何讓金控的行銷體系能夠整合期貨商，以擴大期貨商的行銷及推廣工作。

商品面－開發市場需求的衍生性商品

詹益青對於期貨商品的開發，提出了三大重點。首先，他建議開放衍生性OTC市場，供期貨商針對市場上不同的需求，設計出適當之衍生性商品並掛牌提供買賣，除可讓期貨商提升專業價值之外，亦可提供大眾市場的避險及投機需求。他舉例說明到，例如建築業的鋼筋、水泥等相關衍生性商品、房價指數的相關商品、房貸利率指數相關商品等等，這些都會是未來市場需求的商品。

除此之外，對於台資在香港或中國上市股票的相關衍生性商品，他也認為極具開發價值。他以康師傅、富士康等股票為例，像此類交易人熟悉的公司，若能研議將其期貨及選擇權的衍生性商品推行上市，必定也可

以吸引投資人的焦點。至於業者盼望已久新的台幣相關衍生性商品，詹益青仍然抱持樂觀的態度，他說：「只要業者能夠針對相關主管機關的疑慮，研究出破解之道，還是可以積極爭取這項商品的開放，一旦這項商品上市，個人預期會有相當的潛力。」

交易面－開放期貨營業員全權委託

「客戶導向」是所有行銷遵守的聖經。期貨商提供客戶各類商品做為選擇，也是合理與正常的行銷方式。在現行法規的限制下，期貨商無法提供交易人小額全權委託之需求，雖然有期經事業可以彌補此一缺口，但其制度設計主要乃針對大額投資者，而台灣大額交易人喜歡自行參與市場操作的習性扼殺了期經生存空間。因此在小額投資人無法得到滿足的情形下，導致此類需求的大部分資金紛紛轉入地下期貨，也有部分營業員為了生存，甘冒法律風險，暗地從事代客操作之行爲。

詹益青說，期貨商的經營上，許多弊端因此而起，嚴重的傷害期貨市場的信譽。他建議未來可以仿效美國期貨營業員全權委託制度，採取積極管理的態度，開放國內期貨營業員經營此一業務。如此整體期權參與人口或可大幅成長，也可降低交易人因專業度不足而受到損失，同時也可以遏止地下期貨的氾濫。

教育訓練面－長期深化 短期扎實

期貨市場是高風險、高報酬的市場，它



“教育”是長期且必須深化的，“訓練”則是短期且要扎實的，詹益青認為教育訓練不但針對交易人、從業人員，媒體人更是不可忽略的一群。

吸引許多投機的交易人進場。但是站在避險者角度思維時，它是拋棄風險的市場。但是對於一些想要快速獲利的交易者而言，若是沒有足夠的期權交易經驗，這些積極進場的客戶，對於期貨商而言就是殺雞取卵，使得他們很快消失在市場中，如此也造成一個非常負面的結果，就是期貨業始終無法擺脫過去地下期貨時代的負面認知。

詹益青認為加強對交易人的教育訓練宣導有其必要，同時如何讓客戶從抽象觀念中轉化為實際經驗？建立模擬交易環境，提供實習戰場應是可行及實際的作法。他建議，期交所提供的模擬教室，可進一步讓期貨商連結做為客戶教育訓練之用。

“教育”是長期且必須深化的，“訓練”則是短期且要扎實的，如果未來能夠在這兩個方面同時加強，相信對於市場參與人數及交易品質提升會有很大的幫助。詹益青強調，教育訓練不但是針對市場的交易人，同時對於從業人員一樣地重要。針對媒體的記者，他也建議，提供免費的專業教育訓練，畢竟記者們掌控了新聞版面，若因誤解報導造成期貨業的負面影響，對業者極其不公。當詹益青提到這項建議，許多業者感同身受，均深表贊同。

最後，他強調：「唯有從業人員的專業永遠超越客戶，才是服務與獲利之道。」

CNFA

談明日之星—期貨事業何去何從？

日盛期經總經理黃正雄

撰文：王克庭

2003年12月25日，大華期經拿下了第一張期貨經理事業執照，隨後陸續有13家期貨經理公司開業，讓我國期貨市場版圖又增添了「期貨代操」這項具指標意義的板塊。然而，隨著時間的流逝，期貨經理事業雖在各家業者的努力下，卻是辛苦的度過了這些年，甚至於有三家業者，在現實環境的考量下，決定吹熄燈號；僅存的業者仍堅持的當初的夢想，在市場上努力扮演好自己的角色。

期經事業遭遇五大困境急需解決

我國期貨經理事業在這四年來，為何會遭遇如此嚴苛的考驗，除了推廣不易、客戶委託意願低等客觀因素存在外，根本上就是先天環境不良，業者無法全力施展功力，而使得期經事業遲遲無法打通任督二脈。

究竟目前期貨經理事業有哪些先天不良，影響到後天失調，日盛期經公司總經理、同時也是期貨公會的期經事業小組召集人黃正雄，不但扮演的是期貨經理公司專業經理人的角色，更是業內與主管機關間溝通的主要橋樑，對於期經事業的困境，他點出以下五項關鍵因素：



一、操盤人才不足

無良好機制吸收優秀操盤人才進入此產業，期貨經理事業主要的獲利來源來自客戶委託資金的管理費以及績效分享費兩塊，而面對嚴格的操作法令限制，部分能有高績效產出的模組受限，直接影響到績效表現，以及無法吸收更多的委託資金，且以目前各家期經業者的委託規模來看，要讓操盤經理人享受到「應有」的待遇，似乎還有一段距離，若以操盤人的角度出發的話，還不如到銀行、證券或期貨自營部，享受更高規格的禮遇。

二、設立資本額過高

雖然國內主要期貨商想成立期經公司的都已經成立了，但實際上資本額的規定仍影響獲利能力的數字表現。在目前設立資本額條件為兩億元的情形下，各家業者的ROE都達不到股東的要求，若對照證券代操只需五千萬元的資本額，兩億元的門檻真的過高了。

三、經營成本過重

期經交易帳戶的資金，必須透過保管銀行的機制，以維護委託人的資金安全，但如此一來，銀行保管費的這一項成本便無法免除，在現實情況下，客戶時常會為了保管費，而降低了客戶的委託意願，且使250萬以下的代操客戶進不來。

四、持有國外部位比例受限

目前法令規定，期經持有國外部位比例不得超過持有國內部位的三成限制，同樣使得操盤人無法操作某些交易模組，例如：台指期與摩台指間的價差／套利交易，在三：七的限制下交易無法最佳化。

「以往在爭取客戶投資的時候，時常會被問到，為何我（投資人）自己操盤，國外部位不會受限，也可同時持有現貨部位，但交給你（期經代操），卻是這也不可、那也不行，那請問要如何表現期經的專業？」黃正雄百感交集的說，這些操作限制與現實脫軌且不合理，也是客戶再三考慮的主要理由之一。

五、期經不得持有現貨部位

由於期經剛開放時，主管機關擔心期經會有風險控管問題，因此加諸許多操作上的

限制，例如期經不得持有現貨部位。但實際上，期經的風險控管度相當嚴謹，然而不能持有現貨部位，使得操盤人無法操作現貨與期貨間的價差／套利交易，如ETF50與台指期之價差交易，喪失先天專業優勢。

未來發展看好，投資者應具前瞻眼光

縱使期貨經理事業實在難為，黃正雄仍然堅持他的看法，認為期貨經理事業未來發展是相當有潛力的。他回憶，在1994年政府開放合法國外期貨交易時，他便毅然決然的投身期貨業界。當時的期貨公司幾乎都是賠錢在撐，直到1998年，國內台指期貨商品推出後，期貨公司才真正開始逐步獲利，現在回想起來，當初的堅持是對的。

不過近幾年金控成型，並歷經多次金融整併，金控公司被要求追求快速獲利，最典型的的就是消金商品，如現金卡及信用卡等，卻沒想到獲利最快的，損失也最為嚴重；如今，期貨經理公司才賠四年，況且這四年賠的金額，相較於那些高風險業務來說，實在是微乎其微，這樣就要把期貨經理公司結束營業，實在是太可惜了。

黃正雄以自身的日盛期經舉例，雖然每月會計帳上，扣掉所有的管銷、人事費用後，仍處於小幅虧損狀態，但實際上卻為集團周邊帶來其他貢獻，雖然左口袋小賠幾十萬，但右口袋卻賺上百萬，整體來說仍有其綜效存在，金控公司的管理者應從管理帳和市場定位的角度來看期經公司。

「如果期經公司賠三、四年就要收掉，

當初期貨公司，甚至證投信剛開始也都賠了三、四年，是不是都該關了，經營者應該要有前瞻的眼光，而且一家能穩定幫客戶獲利的公司，絕對有存在的價值。」黃正雄堅定的說。

解除緊箍咒，期貨經理事業將大放光采

既然已經了解期貨經理事業發展的主要瓶頸，那未來要如何對應，才可讓期經事業瀕臨窒息的現況改善，甚至在期貨事業的版圖上，大放光采。

首先，解除操作上的限制是首要之務，透過整體交易模組嚴格控管交易風險是期經的主要特色，這一點已無庸置疑。因此，應開放操作現貨部位，同時，國外部位的比例限制也應予以解除。如此一來，操盤人的操盤模式解禁，操盤績效將更有機會提升，相對之下也更容易吸引資金進入期貨代操領域，操盤人也才會更有興趣留在期貨代操業界表現。

其次，應解除資金需交給保管銀行保管的規定，黃正雄說，國外的CTA根本不需要保管銀行機制，他建議，未來期經的出入金制度可採取雙軌制，例如客戶需要出金時，需由期貨公司及期經公司共同簽具，且必須匯入客戶指定帳戶（與身分證字號相同的機制），即可達到避免人為盜用的疑慮，每年又可為客戶省下一筆可觀的保管費用，相當實在。

最後，法令應降低兩項入門門檻，第一是受託資金門檻，第二是期經公司的設立資

本額門檻。

目前期貨代操的委託資金門檻，已由當初的最低五百萬元，降低至兩百五十萬元，看似已大幅降低，但若能夠在降一些會更好。「期貨經理公司的客戶，絕大多數都還是從現貨市場延伸過來，要真正拿出兩百五十萬的人，畢竟還是有限，若能夠擴大基礎，降低至一百萬元就可委託，預期將可以讓更多想要有量身訂做的客戶進場。」黃正雄這樣期待著。

另一項門檻就是設立資本額門檻，由於期貨信託事業開放在即，因此期經公司的設立門檻應配合調整，並輔以經營內容區分。第一類就是類似國外CTA公司的代操業者，其資本額應只需五千萬元就可申設，如此可吸引一些具有專業操盤經驗的操盤手進入合法期貨代操市場。第二類即屬私募型的期貨經理公司，可比照現行期貨代操需兩億元的申設門檻規定；第三類就是期貨信託公司，屬可公開募集的期貨基金管理公司，設立門檻可為三億元。

期信與期經互補可發揮最大綜效

期貨信託事業預期將在今年底完成相關法規細則，若一切順利，最快將在今年底或明年初，會有第一家期貨信託公司誕生。若未來國內能夠參照國外發展經驗，將CPO及CTA的角色定位清楚，預期可為期貨市場帶來最大綜效。

「根據海外的發展經驗，期貨信託公司負責募集、管理期貨基金，並可選擇交由專

業的代操公司CTA操作資金，且定期檢視其操作績效；而其實國內四大基金也是運用這類概念在交由投信操作。」黃正雄說。

正因如此，他也更清楚了未來期貨經理公司的定位在哪裡。他指出，未來期貨經理公司不但是可操作標的最廣泛的公司，而且還是國內唯一合法、又能收取績效管理費的公司，本小（五千萬就可申設）且利大（績效管理費可高達二〇％），前途將無可限量。

與證投信差異化經營，開創利基藍海

不過，目前法令開放證投信也可兼營期貨信託事業，不論目前的期經公司是否要轉型為期信公司，都必須了解未來會面對的競爭對手型態。

黃正雄認為，期貨業者經營期信，必須與證投信兼營者間有明確的競爭差異，尤其應專注於國內外衍生性商品，或是發行現貨與衍生性商品間追求絕對報酬的基金等商品，才能在期貨信託市場中有更卓越的表現。

隨著期貨市場的擴大經營，對於人才更是求才若渴，黃正雄也建議，若能夠與國外CPO／CTA合作，引進國際級操盤人才，將會是一大助益。

「在此也要感謝期交所及期貨公會，長期以來協助業者開辦許多培養操盤人才的課程；以及證期局七組吳組長，甫上任便相當關心期貨業的發展，為期貨業者解決許多問



黃正雄認為，期貨信託及期貨經理事業會是兩顆耀眼的明日之星。

題，對於業者的建議也都會予以考量，對於整體期貨業發展都有相當正面的助益。」黃正雄感恩道。

他深信，期貨經理事業及期貨信託事業一定會是期貨業界的兩顆明日之星，期經可以保護客戶資產、為客戶賺錢；期信可以讓更多人更容易的接觸到期貨領域，且這兩塊領域，就包含了整個期貨業界的精華所在。

黃正雄預估，在可以預見的未來，三年內應有三～四家專營期信業者，若每家業者每年發行兩檔，市場上至少會有六檔以上期貨基金。「若以每檔平均五到十億的規模計算，三年後等於有接近百億元規模的期貨基金在市場上流通，屆時期經、期貨信託事業就真正的將期貨市場帶到另一個層次的領域」黃正雄深深的期待著。

CNFA

對於期貨商品的看法與建議

元大期經董事長王淑慧

撰文：Kevin

臺灣期貨交易所預計於10月份推出多項新商品及交易制度，其中包含了「非金電期貨」、「非金電選擇權」、「櫃買期貨」、「櫃買選擇權」及「期貨商品跨月價差委託機制」等，使得我國期貨商品場的內容更加豐富。

不過，在現行已上架商品中，並不是每一項都受到投資人的關愛，成交量萎靡不振者，更是不在話下。什麼樣的機制才能讓這些商品被投資人重新接受？在考驗著相關單位。

市場，是決定商品成功的關鍵

商品能否受到青睞？不僅是期貨業界，也是所有的產業都會遭遇同樣的問題。就如同國內最大連鎖超商7-11，所有商品上架前都需經過層層規劃、考核，但所有的規劃都只能事前估測，真正的考驗是從上架後第一天才開始。

冷門、沒有購買量的商品，在上架一段時間後，7-11總部也會毫不留情地將該商品下架出場，在7-11有限空間的賣場裡，絕不容許任何弱勢商品陳列其中。



「台灣期貨交易所近年來推出新商品的用心與努力，業界都感受得到，也了解期交所想要朝向多元、國際化的發展目標。」甫上任的元大期經董事長王淑慧說到。

她指出，一個成功產品的背後，一定有一段相當嚴謹的規劃過程，其中包含了產品的內容設計、精確的目標對象，以及完整的行銷配套等。過程中研究國外發展經驗，討論各項可能，焚膏繼晷，讓許多人絞盡腦汁。產品推出時，就像是母親懷胎十月般地含辛茹苦，直到小孩呱呱落地般，讓人充滿

對新生命的期待。

產品開發應以市場需求考量

事實上，我國每一項期貨商品，也都是歷經這一段過程，才推出到市場上。值得稱許的是，許多受歡迎的商品（如台指選擇權）將台灣期貨市場成交量屢屢推升，今年成交量首度突破十億口大關，相當令人振奮。

只可惜，目前市場上也有許多商品，即便期交所、業者不斷推出各類行銷活動，卻遲遲無法使其打開成交量而奄奄一息，黃金期貨、公債利率期貨等就是最好的例子。

王淑慧感慨地說，難道台灣市場就不需要黃金期貨、公債利率期貨嗎？當然不是！但為何這兩項商品的交易量遲遲停滯不前呢？她說，就以黃金期貨為例，以國人喜愛將黃金做為保值的傳統思維，以及銀樓業者對黃金避險需求的交易量及成交量，黃金期貨的交易量都不該至於如此冷清的地步。

究其原因，主要還是產品本身的「長相」不佳所致。「交易所在規劃商品之際，應該對市場的需求，要有相當地了解及定見，並且堅持對的方向，而不應被法規、業者、主管機關、中央銀行等，任一方的意見過度牽絆，而喪失原有的利基點。」王淑慧如是認為。各方的意見應予尊重並考量，但終究是要回歸到產品利基上，避免產品本質走樣，反而使商品失去了對主要客戶群的吸引力。

學習國外創新經驗，有助市場發展

「交易所主動出擊也是一項關鍵因素。」王淑慧說，她最近接到一通從新加坡交易所打來的電話，主要是想了解摩根成交量大的客戶，最近交易是否順利、是否有需要改進的地方等進行調查。該交易所相當積極、主動地了解客戶的需求，並加以改善，這點值得我國學習。

值得學習的不僅如此，王淑慧提到，最近她注意到國際間有一項「碳排放量交易」，這是一個非常特殊的商品，因為碳排放量並不是大宗物資，也不是一般交易者的需求，但是他的需求者相當清楚，因此國際商品設計者就將需求與供給連結，創造出「碳排放量交易」，這樣的犀利眼光及創意，相當值得我國效法。

「事實上，台灣不但佔據了最佳的地理位置，同時也具備了最佳的發展條件。」王淑慧說，摩台指利用與台指期之間的連動關係，以及優渥的交易條件，成功地吸引許多交易者，將資金移往操作摩台指。同樣的，我們也能夠學習這一招，將亞洲區主要市場的指數連結設計成商品，一定也同樣能夠吸引到全球主要外資的目光，將資金有效吸引到台灣市場來。

王淑慧解釋，最近香港恆生指數或大陸金融指數相當熱門，連台灣本地的投資人都爭先恐後地，想要透過各種管道前往上海開戶，就是看中了大陸地區未來發展的潛力，同樣地，外資也是如此。

因此，若是台灣期貨交易所能夠複製新加坡摩根指數連結台股的模式，透過MSCI研發推出「亞股指數期貨」。與香港、大陸，甚至是亞洲區主要發展中國家的金融指數連結的金融商品，如此一來，全球主要外資操作一個商品即可掌握整個亞洲市場，可以預見屆時的熱度會有多高，台灣期貨市場將有機會可以一舉推升台灣成為亞太金融中心。

有生有滅才能生生不息

「除了要創新研發商品外，對於已經上架，但表現不佳的商品，也應該要執行再生計畫。將影響交易的關鍵因素拔除，重新賦予新生命；若經如此努力改良仍無法成長，甚至應該執行退場機制。」王淑慧說。

在現行市場中，典型叫好不叫座的商品，如公債、利率、黃金期貨等，不論是期交所或是業者，都積極推出相關行銷活動，然而就是不見成交量有所起色。

而這些商品在市場上流通的這段期間，交易者的反應意見不絕於耳，對於商品不受青睞的種種因素，相信相關單位都已了然於胸。「雖然這些商品不叫座，但若能夠給予適當的再生計畫，也許重新歸隊後，馬上變成當紅炸子雞。」王淑慧這樣形容。

不叫座產品之再生建議

如何使不叫座產品有再生的辦法呢？王淑慧說，首先，必須組成『再生小組』團隊，成員結構、制度，可參考美國的制度規範。「團隊的成員必然有業者、學者、交易

所等單位，若能夠再請主管機關、央行等官方單位派員列席，功能將更強化。」王淑慧這樣建議。

再者，必須賦予「失敗商品」的定義，若單純以成交量論英雄，未免有點過當，有些商品雖然成交量不大，但整體來說仍能產生邊際效益，帶動週邊成長，也算是功勞一件。

當然，同一商品的再生計畫可以一直進行，除了將商品原本的干擾因素剔除外，也可順應市場發展潮流，為商品做出適度變化，以延長產品的生命週期。

經由再生計畫，但最後仍無法使其產生經濟價值的商品，務必要執行退場機制，宣告下架。因為縱使是沒有成交量的商品，期貨業者每年仍要付出相當代價的資訊管理費用，這些經營成本對於期貨業者來說，也是一項不輕的負擔。

資訊平台共享 期貨業的救星

每當期貨交易所所有新商品要上架，期貨業者必須趕緊請資訊廠商進行平台新增功能、反覆測試的作業，好讓新商品上市的時候，投資人可以順利進行交易。

這些相關的資訊維護費用，每年對於期貨業者來說，可是一筆不小的成本，若是上架的商品沒有達到預期的成交量，對業者而言更是欲哭無淚。因為期貨業者要給付給資訊廠商的維護費用，並不是根據成交量大小來決定的。



王淑慧說，除了要創新研發商品外，對於已經上架，但表現不佳的商品，也應該要執行再生計畫。將影響交易的關鍵因素拔除，重新賦予新生命；若經如此努力改良仍無法成長，甚至應該執行退場機制。

甚至有些規模較小的業者，沒有足夠的預算去更新平台，將新產品上架，漸漸就被邊緣化或淘汰了。如此，對於交易所、業者、交易人三方面來說，都不是一件好事。

所幸，在各方的建議之下，未來將可能由台灣期貨交易所，統一與資訊廠商進行維護、議價的作業，並推出簡易版的平台，供期貨業者選擇租用。而業者也可以租用後，自行延伸成自製化的平台，如此一來，對於所有的期貨業者來說，都是好事一樁。

「新商品新制度初期，由期交所提供基礎系統平台，不但可以讓大型業者有自由選擇建置平台功能的機會，也讓中小型業者有可以喘息的空間，減少人力、財力上的負荷。」王淑慧說道。

然而，由期交所統一與資訊廠商議價交

涉，會不會擔心有圖利之嫌？面對這項說法，王淑慧完全不予認同，她認為，對的策略最重要，只要策略方向對了，圖利的最大贏家就是所有的投資大眾。

「況且，現任期交所葉董座，在集保中心時，就是以強勢作為領導資訊廠商帶領市場發展，現在葉董願意發展此項政策，相信對所有的期貨商來說，都是一項大利多。」對此，王淑慧相當肯定。

深具信心 看好期貨業發展前景

王淑慧最後樂觀地說到，未來新商品、新制度有了上架前的審慎規劃，加上掛牌後的不斷改善，汰弱留強，再輔以完善的資訊平台，台灣期貨業要躍上國際舞台，甚至引領台灣成為亞太金融中心、世界的金融重鎮，將是指日可待的。



談期貨顧問事業如何發揮最大效益

康和證券通路事業部總經理李文柱

撰文：王克庭

李文柱認為，在我國期貨市場版圖中，經營重點往往都只擺在經紀、自營、代操這類屬於利潤中心業務上面，卻忽略、埋沒了另一項重要的環節－期貨顧問事業。或者直接將顧問事業視為成本中心，從未多加關愛。究竟期貨顧問應該在整體市場中，應扮演什麼樣的角色，才能發揮出最大的效益？

囿於法令，期貨顧問事業只能隔靴搔癢

「期貨顧問事業因為長期以來，受限於法令的高度管理，使得業務範圍有相當多的限制，而無法發揮最大的功能。」康和證券通路事業總部總經理李文柱，直接點出了問題所在。

他以國內合法顧問從業人員及外資為例。對國內的指數，甚至個股，我們常聽到許多外資可以不受法令限制，發表其法人意見或投資評等意見。但期貨顧問事業的老師們，講起來卻是綁手綁腳，只有隔靴搔癢之效，實在難以吸引投資人的目光。

事實上，這些期貨顧問，都受過專業的期貨教育訓練，也是在合法的管道內服務所屬的會員，相對於外資等，卻受到諸多的法



屬的會員，相對於外資等，卻受到諸多的令限制。「期貨顧問的建議是對、是錯，投資人感受最深，會不會再繼續相信他的領導，他們心中自有定見，實在不需讓期貨顧問事業有如此多的限制。」李文柱這樣認為。

「沒牌的天馬行空，有牌的步步為營，這也是讓期貨顧問事業一步步走向消除殆盡的主要原因。」李文柱有感而發，國內的金融發展環境讓遵守法令的業者相當為難。

自有藍天 不可輕忽的期貨顧問事業

翻開專營期貨商的經營績效表，其中有

一欄「期貨顧問費」的收入，該項收入就是期貨顧問事業收取會員會費、出版期貨顧問類書籍、開班授課課程收入的加總。期貨顧問事業主要以解盤、收會員、開班授課、發行刊物等業務為收入來源，需要投入大量的資源經營，這需要經營者有相當程度的決心與意願才能支持下去。

在二十多家專營期貨商中，該項收入有數字呈現的業者，實在少之又少，也許是因為收入項目歸類不同，也或許是因為其他因素使然，但總之就是，期貨顧問事業目前並不是多數期貨公司經營階層眼中的金雞母。

對此，李文柱有他不同的看法。他認為期貨顧問事業有其不可輕忽之處，對業者絕對是有一片藍天的。以康和期貨顧問事業部為例，當時就是在他的全力爭取下，視期貨顧問事業為活動主體，包裝了一個名為「千萬贈豪宅」的行銷活動，以小額的顧問會員費用，裡面包裝操盤建議、簡訊帶進帶出、活動抽獎、手續費折扣等等利多優惠，由於活動訴求相當精準，一舉成功的招收了上千位付費顧問會員，在短時間內將顧問收入會費衝上近四千萬元的高峰，即便是扣除掉活動營運、贈品成本，康和期貨顧問仍在這項活動帶動下，讓顧問事業的盈餘，有了顯著的成長。

李文柱的這一著棋下得相當漂亮，不但一炮成功的打響了康和期貨這塊招牌，也讓期貨顧問事業順利招收到上千位顧問會員，使得後續經營有了最佳的會員基礎，可說是一舉數得。

「經營顧問事業需要大量投資，不過並非絕對肯定有回收的機會，端視控盤者縝密的經營策略思維，加上公司老闆以及各部門同仁的支持，康和期貨顧問事業才有機會出頭天。」李文柱說。

劃分資金區塊 分層交由專業合法操作

然而，期貨顧問事業除了收會員、開班、發行刊物等業務模式外，還有沒有其他的發展空間？

雖然現行市場上，已有合法期貨代操業務，且可小額投資的期貨基金，也即將在明年正式上路；但詳細劃分開來，期貨代操最低委託金額的限制為兩百五十萬元以上，而期貨基金較容易吸引到是小額投資者（估計新台幣一萬元就可投資）的資金。「若能夠將中間這一塊，兩百五十萬以下（專業代操）的缺口，交由期貨顧問事業來操刀，也是讓期貨顧問事業有另一片天空可以揮灑。」李文柱說。

他的想法是，不論是期貨營業員或是地下代操，所引發的金融糾紛總是層出不窮，若能夠將每個區塊，都能交由合法的專業代操機構處理，適度的開放管理，則應能盡量避免違法代操的糾紛產生，導正國內期貨市場的發展方向。

除了業務發展方向正確以外，也能讓地下操盤者，有合法浮上檯面的機會，對於期貨界需才孔急的這個時候，幫助相當大。此外，完整的合法代操機制，也能為期貨市場

帶來更多的動能，以及增加稅負的貢獻，這些都是正面又興利防弊的確實作為，端看主管機關如何規劃。

以前瞻的眼光 尋找市場新藍海

李文柱十八年前進入證券業，近年來又轉戰期貨業，一路以來，始終不斷的嘗試，用不同的角度觀察這個市場。他特別自信的是，因為對市場未來動向的觀察入微，他總是能夠在別人不留意的領域，強打基本功，培養自己在該領域的領先地位。

比方說，在多數業者尚未提供國外期貨電子交易平台時，他認為那將是一項主流趨勢。當時任職於統一期貨的他，就率領整個團隊，成為提供國外期貨電子平台的領先群之一。此舉也讓統一期貨國外商品的交易量，大幅超前其他業者，使得其他業者陸續跟進，證明若有前瞻的眼光，處處都有新的藍海。

因此對於我國期貨市場發展，李文柱深具信心。他也提供了自己的一些看法及建議，希望對整個期貨業未來發展方向有所助益。

開放期貨商自有資金運用範圍

李文柱指出，在現行規範下，期貨業者的自有資金（為資本額的兩成資金），可自行投資運用在國內基金、上市股票、期貨、公債等項目，但並不包括買賣上櫃股票、海外基金等標的，如今期交所準備要推行櫃檯指數期貨上市，此時建議開放運用範圍，正

是相當適當的時間點。

另外，從財富管理方向來看，如何能讓期貨與財富管理更深、更緊密的結合，李總也建議，可研擬開放期貨業者代銷海內外基金，甚至是只開放國內核准銷售的合法基金，都可讓期貨業者的通路資源，盡量發揮到極致，對於國內金融業整體發展也有幫助。

適度鬆綁期貨經理事業申設條件

李文柱認為，國內期貨信託事業即將起跑，若參考美國的發展經驗，國內期貨信託事業未來應可以朝向CPO及CTA併軌方向前進。不過目前美國CTA的申設條件，僅需三、五位專業操盤人，約二十至三十萬美金左右的資本額即可設立。相較之下，國內期貨經理公司的設立門檻，可向下調整的空間，是顯而易見的。

而在知悉期貨公會期經事業發展小組召集人黃正雄，即將要提請主管機關核准期貨經理／期貨信託分級管理申設門檻，採取第一級：專營CTA期貨代操業務者，以五千萬元為最低資本額；第二級私募型期貨代操業者：維持兩億資本額；第三級專營期貨信託事業：需三億元資本額後，他深表表示贊同。

造勢者機制應全面開放

臺灣期貨交易所近期有多項商品（如櫃買指數期貨／選擇權）及制度（SPAN制度）要正式上路，期貨業者及投資人均報以熱烈

回應，除預期商品及制度上軌後，能為期貨市場帶來另一片商機外，李文柱也認為，造市者制度（Market Maker）也應全面開放。

由於現階段要成為期貨市場造市者，需具專業法人身分，並向期交所核備後，使得參與造市，並享有造市者的相關優惠。

不過李文柱長期觀察，這樣的制度雖然讓特定的造市者享受優惠，但實際上造市者有時在市場行情差的時候，並沒有提供報價機制，顯然沒有盡到造市者應盡的義務。

因此他認為，未來應該全面開放造市者身分，甚至開放散戶也可加入造市（通常這類散戶對特定商品有特定需求，例如黃金、利率等商品），只要願意加入造市者機制者，都可享受相關優惠，相信市場上的成交量會有另一番景色。

唯有日日新 才能跟上快速變遷

對於從業人員，李文柱也提出些許建議。在證券期貨圈闖蕩將近二十年的光景，他經常感受到時代進步，市場演變加速的壓力。「由於金融市場已達無國界的境地，身為從業人員，必須“日日新”。不斷的透過各種管道，了解各項新商品，研讀相關法令規章，而且絕不是只著眼於台灣市場，更要放眼全球，才能保有基本的競爭力，才不會被市場淘汰。」李文柱特別強調地說到。

當然，要成為「全才」絕不是那麼容易的事，但李文柱認為，每位從業人員都應該要找尋屬於自己的利基（Niche），例如喜歡

黃金的，就應該研究國際黃金市場的環境，加上全球相關衍生性商品的發展進程及未來趨勢；而開車的人對於國內油價應相當敏感，應該將此敏感度延伸到國際原油市場的走勢。「每一個商品領域，都可以讓你成為超級業務員，就看你用不用功」李文柱這樣鼓勵大家。

他說，在每個行業都有所謂的「舒適圈」，如果一個人只想過不動如山的生活，腦筋隨著日子的穩定，是會停止思考的。因此，這些年來，他不斷的把自己丟到新的領域，就是要強迫自己重新檢視，是不是有自己還可以突破的地方。

永續經營與大家共勉

他認為，經營事業，眼光要犀利，思維要縝密，下手要小心，只要掌握好風險，隨時都對有賺錢的機會。而期貨業就好比金融界的高科技業，相當迷人，但需步步為營，有計畫行事，最忌雜亂無章。

CNFA



「有熱情的心，加上強力的企圖心，在把自己當做品牌永續經營，如此不論是在哪個行業、什麼位置，都一定能夠成功！」李文柱以此與大家共勉。

對造市者制度與新商品開發之建言

台灣工銀證券新金部副總劉威廉

撰文：Belle

期貨業者年輕世代中的代表性人物，都是具有高學歷、專業財金背景的一群。他們不論在新金融商品的開發，或是在自營操盤的天空中，以其學有專精的實力，加上個人的衝勁，都能嶄露頭角，成為業界令人稱羨的新期貨貴族，畢業於美伊利諾大學香檳校區財務管理研究所的劉威廉亦是代表人物之一。

目前任職於臺灣工銀證券證券新金融商品部主管的他，在今年六月當選期貨公會理事，希望透過自己的專業，代表兼營期貨商發聲，共同為臺灣期貨市場努力。對於期貨市場的未來發展，他也有許多獨到的見解與意見。

造市制度確可提升市場流動性

期交所在台指選擇權交易量去年高居全球第四大的鼓勵下，證實造市制度確實具備帶動提升交易量的功能。因此十月份將優先選擇流動性較低的公債期貨及黃金期貨，開放非期貨自營的相關業者也可擔任造市者。對於即將開放黃金期貨與公債期貨給票券公司、壽險公司等特定市場參與者擔任造市者的制度，台灣工銀證新金部副總劉威廉認



為，此一鬆綁法規的行為，是期望活絡這兩項流動性較低的商品，但是未來能否達到希望的效果，值得考量。

國內造市者制度從民國90年12月，配合國內第一個選擇權商品即台指選擇權上市建立至今。設立造市者制度的目的在於，透過特定市場參與者申請擔任造市，在交易時間內針對負責的造市契約，提供市場買賣報價，以協助市場交易。造市者擁有相關費用減免的誘因，因此吸引不少證券期貨自營申請擔任台指選擇權的造市商。

造市者制度的建立，能提供市場更好的流動性，特別是對交易較不活絡的商品或較遠月合約。當交易人有交易需求，市場卻無交易對手或買賣價差過大時，可先行以詢價功能要求造市者提供雙向買賣報價，解決市場無合理委託價格的問題。

創造好商品 吸引業者申請擔任造市者

期交所參考國外各主要交易所推出造市者制度，並從台指選擇權實施造市者制度的良好表現下，肯定造市者制度活絡商品的功能。但是造市者制度對於股票選擇權卻沒有顯著的幫助，台指選擇權造市者制度之成功經驗，似乎無法複製到股票選擇權上。劉威廉說：「試圖以各種方法挽救一個商品的同時，或許應該跳脫出來，思考商品本身對造市者是否具有吸引力。」

他認為，擔任造市者同時肩負權利與義務。在權利的部份，可以享受手續費減免的好處；在義務的部份，也必須提供一定的交易量與報價回覆。而對業者來說，權利的吸引力要夠大才會吸引其參與造市。因此，回歸基本面，仍要從商品本身去分析。當商品具有足夠的發展潛力，能夠創造足夠大的市場時，這時再配合造市制度，以及減低法人進入障礙等做法時，才能達到活絡商品流動性的效果。

傾聽市場需求 共同研議新商品

劉威廉表示，商品是否切合市場需求是值得探討的議題。若是一味偏重由學界提出建議，或者受到政策主導，而忽略業者在實

務上面臨的狀況，都容易偏離真實的市場需求。

他建議期交所，未來根本的作法，應該是在新商品的開發階段，就與業者密切溝通，傾聽市場前線真實需求的聲音，與業者共同研議，開發出真正符合市場需求的商品。」當業者從一開始就參與產品開發時，才會有使命感，努力推廣，也能夠經得起市場考驗，獲得實質的利益。劉威廉認為，新商品一定要經過多方面評估，比如十月份將推出的非金電期貨選擇權，是因應需求順勢推出的商品，具備顯而易見的市場潛力，未來投資人可以與台指期貨作無風險的套利。

此外，他建議成交量過低的商品應提出下架的機制。劉威廉指出，商品成交量的好壞，涉及因素複雜，市場規模、交易人員的習慣都是變數之一。一項很活絡的商品，並非在各國都會同樣地活絡，必須考量地方市場的特性。因此，像美元計價的黃金期貨與摩根台指期等商品，長期以來流動性不高，應該給予這類商品上市與下架的彈性空間。

協助業者更新系統之需求

期交所預計於十月推出「非金融、電子指數期貨及選擇權」及「櫃檯買賣中心指數期貨及選擇權」。劉威廉表示，此四項商品的推出，他樂見其成，並看好其市場潛力。他指出，國內最活絡的股價指數類契約交易，其交易標的在未含金融電子類股部份，目前並未提供市場上相對之避險、投機工具，但現貨市場之交易，各類股間時有輪動

的情形，就市場需求之觀察，推出「非金融、電子指數期貨及選擇權」有其必要性。

至於針對櫃買指數所規劃之「櫃檯買賣中心指數期貨及選擇權」，由於股票上市與上櫃之條件不同，且其類股比重與交易人比重也有所差異，故櫃買指數與加權指數間應存在相當之市場區隔。隨著投資人參與上櫃股票的程度愈來愈高，其避險需求也愈發殷切，推出「櫃買期貨暨選擇權」不僅可規避投資櫃買股票之市場風險，並可提升投資人投資效益以及資金運用效率。

劉威廉表示，今年十月期交所一舉推出四項新商品與新制，確為近幾年來第一次大動作，而此次推出的四項新商品，也是根據業者所提出的建議，顯見期交所力圖做事的決心。

他指出，站在業者的角度，過去推行新制所遇到最大的問題是資訊系統的採買與更新。主要原因有二，第一是提供系統的業者數量太少，期貨商的選擇有限，除了造成市場寡佔，當業者退出市場時，期貨商已經使用的系統的後續維護、更新都會面臨立即的困難度，不啻為資金的浪費。他建議期交所應該在業者的系統需求問題上扮演更積極的角色，協助系統業者與期貨商之間的溝通合作，才能避免期貨商在架設系統與維護上遇到無法解決的障礙。第二則是期貨商預算有限，每次推出新制或新商品時，期貨商在配合的過程中必須付出大量的人力與資金，僅在架構系統的部分，對業者而言就是一大筆資金的投入。

隨著新制度與新商品的實施，期貨商自然期待能夠帶來相對的報酬，以弭平成本支出。站在同樣期望國內期貨市場能活絡，並邁向國際化的立場上，劉威廉希望期交所在配合新制推出的同時，可以考慮對業者在系統的成本支出予以適當的補貼，促使業者對於新制與新商品的推出更具期待與信心，此舉將有助於打通各項環節。

解除法規限制 鼓勵法人參與

劉威廉表示，期貨市場一直期待增加法人的參與比重。未來整個市場也將由散戶市場轉型邁向法人及財富管理市場，預計可成長到20%到30%。他認為要擴大法人參與比重的方法，首先必須解除法規面的限制。

他以法人參與公債的限制為例，指出這救是一個顯著而亟待解決的問題。自1977年美國芝加哥期貨交易所(Chicago Board of Trade, CBOT)推出美國長期公債期貨(U.S. Treasury Bond Futures Contract)以來，發展至為迅速，成為各類期貨契約中最為活絡的商品。由於債券期貨提供規避利率風險的管道，使得機構法人紛紛加入債券期貨之交易行列。劉威廉指出，公債的交易者主要是法人，法人有交易上的需求。但是國內諸多法規上的限制，使得法人不願意或無法參與交易，因此造成交易量低迷的狀況，產生了交易風險的惡性循環。劉威廉解釋到：「證券市場有很多散戶參與，但是債券主要參與對象是以法人為主，對法人限制太嚴，等同於排除了潛在的市場參與者。」



劉威廉語重心長的說到，除了儘快跟上國際潮流，推出具潛力的商品，讓法規與時俱進，以及推動外資參與國內期貨市場之外，也可推出具有台灣獨特性的商品，讓台灣的在地特色能夠轉化為競爭的優勢，才是達到雙方共同目標的不二法門。

另外，由於法規限制證券自營與期貨自營人員彼此不能兼任，在實務上來說也是不太合理的狀況。例如當一個買股票的人看到大盤風險時，就無法藉由期貨規避風險。無法兼任之舉，不僅容易造成運作時的束縛，而且也使得商品彼此之間可透過槓桿操作達成的避險功能無用武之地。

跟隨國際腳步 打造特色商品

劉威廉指出，國際各大交易所挾其強大的電子交易系統與制度，不但交易速度便捷，而且成本大幅下降，加上商品優勢積極拓展觸角，我國期貨市場面臨強大的國際競爭壓力。但要與國際接軌並非沒有頭緒，事實上，現階段最簡單的方法，就是跟隨著國

際腳步，模仿國外成功案例即可。臺灣期交所一直以國際化為目標，然而最清楚國際市場動態的，顯然是站在第一線的業者，因此劉威廉還是強調，期交所應該多與業者保持緊密的聯繫與溝通，讓未來努力的方向能夠更精準，以減少時間與成本的損耗。

業者根本的考量是獲取實質的利益，主管機關的期望是打入世界排名，兩者的共同目標，就是要提升台灣期貨市場。劉威廉語重心長的說到，除了儘快跟上國際潮流，推出具潛力的商品，讓法規與時俱進，以及推動外資參與國內期貨市場之外，也可推出具有台灣獨特性的商品，讓台灣的在地特色能夠轉化為競爭的優勢，才是達到雙方共同目標的不二法門。

CNFA

從法規、制度、商品三層面活絡期市

元大期貨總經理姒元忠

撰文：李若彤

元大期貨總經理姒元忠認為，要讓我國期貨市場更具競爭力，並擴大我國期貨市場，要從三個方向著手，分別是一、降低對外資與法人的法規限制，二、建立更完善的IB業務制度，三、推出符合市場需求的新商品。

放寬對外資與本土法人的法規限制

他指出，在市場推廣的部份，首先必須要解決的基本問題，就是重新檢視法規。由於從期貨交易法訂定至今已經有十多年的歷史，在經歷國內期貨市場的成長，以及國際金融環境的變遷，現行法令已經無法符合市場的需求，因此修法是有必要的，首要降低對外資與本土法人的法規限制。

姒元忠說到，現行法規對增加市場參與率方面的阻礙，可從交易人的角度探討。我國期貨市場一直希望吸引外資參與，相較於鄰近的香港、韓國期貨市場外資的比重都有二成以上，台灣期貨市場外資比重還不到5%，顯見台灣法人市場的成長的空間還非常大。但對外資而言，由於我國對交易及金流的管制較為嚴格，導致外資參與意願低落，或者選擇至他國市場交易。



台灣期貨市場的法人比重，六成是證券自營商及期貨自營商出任選擇權市場造市者，一般投信、保險及銀行等法人現在比重還相當低。而對本土法人來說，銀行、壽險公司作期貨有較大的限制，也包括對額度的限制。如果能降低對外資與法人的限制，不只能提高我國期貨市場流動性，甚至因為對業者的利益增加，對未來業者作教育訓練時，也比較有參與意願。

建立更完善的IB業務合作模式

姒元忠表示，國內IB（期貨交易輔助人）負責招攬、開戶、轉單的任務，目前市場有70%的業務來自IB，可說有相當高的比例，但十年來發現IB業務上面臨許多困難。例如，僅就開戶的業務的合作模式來說，資料就必須傳回期貨商之後再上傳，他以之前的復華期貨為例，當復華和元大合併之後有150多家的分行，每天新增上千份的文件待處理，但是卻要每件資料都審核通過之後才能開戶，對行政往來上可說是曠日廢時，耗費人力成本。

從風險控管的角度思考，當行情大的時候應該如何處理龐雜的業務是個問題，最近由於次級房貸股災，客戶要作反向沖銷，而這些因大環境因素變更造成的交易動作，都是風險增加的來源，但目前這樣的風險是由期貨商獨立承擔。



姒元忠認為，期貨商應該與IB互相配合，共同分擔風險，並合作處理，才是給予期貨商更合理的保障。

改變期貨課稅方式 吸引更多交易人

另外，課徵期貨交易稅亦是多年來所爭論的問題，姒元忠表示，應該從轉換稅收方式，收取所得稅，或者調降交易稅著手。他指出，目前全世界的政府對期貨市場都是採用交易稅為主。站在活絡我國期貨交易量的角度，在齊頭平等的交易稅制度下，相對高獲利的大戶來說繳同樣的交易稅，對獲利不多的散戶來說並不公平，因此合理的稅收可以降低門檻，吸引更多交易人參與。

目前現行期貨交易稅條例規定的課稅範圍，包括：股價指數期貨契約、股價指數期貨選擇權契約及股價選擇權契約等。放眼國際，課徵期貨稅的國家僅有台灣與芬蘭兩國，而台灣期貨稅又比芬蘭重許多，台灣期貨的交易成本可說極高，造成像擁有台灣五十ETF 配套的台灣五十期指交易量低，外資還是寧願操作新加坡 SGX交易所的摩台指，這是台灣期貨市場發展緩慢的原因之一。

先前原本考量利率期貨可免徵期貨交易稅與期貨交易所得稅，以降低期貨交易成本、活絡利率期貨交易。然而財政部賦稅署認為，期貨商品課稅方式應有一致性，在稽徵簡便、計算容易的考量下，決定統一採用課徵交易稅的方式，以避免課徵所得稅會涉及所得歸屬年度之認定及損益之計算，造成稽徵成本高的負擔。

不過，由於期貨市場本身是零和交易，代表這個金融市場最終並沒有創造出任何實質的生產力，除去交易成本的話，只是輸家的錢流入贏家的口袋而已。因此一個源自於現貨避險之用的期貨市場，雖有避險者、投

機者、套利者三種交易者參與，但整體來看市場上並沒有增加任何金錢。既無所得，稅捐的存在就有其爭議性。

財政部曾於2005年宣佈要調降期交稅六成，至今立法院還沒有二讀通過此項法案。調降期交稅對於期貨市場各層面都有重大影響，包括將大幅改變市場投資人結構，短線交易量將隨之增加，散戶及法人交易成本降低，將吸引更多投資者進行期權投資與避險操作，市場交易流通性更順暢，還可減少地下期貨交易量，增加台灣國際競爭力。以鄰近新加坡為例，其期貨採美元計價，必須負擔匯率風險；台灣若能大幅調降期貨交易稅率，期貨吸引力大增，至於短期稅收可能減少，但長期由於稅率減低，期貨交易量擴增後，稅收將會大幅增加。

推出符合市場需求的新商品

昁元忠指出，研發更具競爭力的新商品是活絡市場的根本，雖然期交所一直陸續推出新商品，但站在業者角度，則發現有部分商品無法合乎市場需求，希望新商品能夠更務實，貼近市場實際的需求，建研發的過程多與業者溝通協調。

為長期流動性較低的商品設立下架的機制是業者共同的期望，昁元忠指出，金融市場商品因銷售情況而有彈性上下架的制度是相當正常的，期貨商品也應該沒有例外。實際上來講，黃金期貨的推出在台灣銷售情況並不活絡，這與地方市場特性有關，因為國外的黃金期貨是二十四小時交易，這是

國內無法辦到的限制，真正有能力的交易人往往會選擇更自由便利的市場，而不會讓自己受到營業時間的限制，而中斷與國際市場的聯繫。對散戶來說，股票市場是主力，每天投注的心力都不夠了，更不太容易再去買黃金期貨，就算黃金改成台幣計價，也無法解決國內市場的問題。因此，將黃金期貨予以下架可能是更合理的決定。

至於推出新商品的方向，昁元忠建議可以推出新台幣外匯期貨，不但能夠滿足交易人的避險需求，也可預期推出之後會有一定的市場。他認為，之前期交所之所以難以推出，主要是預期央行會因為控制匯率的因素，不予核准，但是由於台灣有相當大量資金需仰賴進出口貿易，有避險的需求，因此新台幣外匯期貨若能順利上市，成功應是指日可待的。

昁元忠表示，期交所預計推出的個股選擇權，建議可以由期貨商自行推廣，自行造市，由交易所扮演平台的角色。若市場銷售表現良好，一年後可由期交所買下，再掛牌上市，讓有附加價值的商品，可以進入良好的循環。

於推出國外指數的部分，雖然台灣不見得沒有市場，但建議期交所在研擬的過程中，不要忽略與業者多溝通，讓商品與市場需求更為貼近。另外，也可推出更多具有創意的商品，例如以環境或颱風相關的選擇權，並且將銷售量不夠的商品下架，如此一來，市場的推廣才會順暢。

期貨信託降低散戶風險



要提升國內期貨市場，除了降低法規限制，推出具競爭力的商品之外，從教育打下根基才是長遠之道。

國內所稱的期貨信託基金在國外被稱為管理期貨基金。過去此類型基金往往被歸類為避險基金領域的策略之一，統稱為管理期貨策略。金管會於今年六月七日通過期貨信託基金的相關法令草案，預計最快在2008年第一季，國內將會出現第一檔由投信業者發行的期貨信託基金。

倪元忠表示，期貨信託是目前公認可以採行的商品，能讓期貨可以如同基金一樣運作。過去散戶由於缺乏外部資源，對風險的掌控不夠準確，容易造成虧損，如果散戶可透過期貨信託，集結眾人的資金，由專業基金經理人及統計運算系統代為操作，能解決散戶的風險控管弱勢，以及容易賠錢的狀況。目前期貨市場法人參與佔六成，主要是為造市者，若能推出期貨信託，將會提高到七、八成以上。

從教育扎根 才是長遠之道

倪元忠提到，在期貨教育訓練的部份，應該把眼光放遠，從基礎教育著手，培育相關師資，在大學教育就讓學子接觸期貨的知識。在職教育的部份，提供金融界高階重新受訓的機會，使得新的商品、制度能夠讓業者充分瞭解。同時，為了讓司法界對於金融市場更為瞭解，應讓法官、檢察官得到此方面的資訊。

至於短期的教育訓練，應該設法創造新的議題與構想，向國外取經，並提供大學菁英獎學金，以培養專業人才。倪元忠語重心長地說到：「要提升國內期貨市場，除了降低法規限制，推出具競爭力的商品之外，從教育打下根基才是長遠之道。」

CNFA

建議放寬法規限制 有效計算風險值

中信期貨董事長糜以雍

撰文：Wenny

中信期貨董事長糜以雍是資深的期貨人，對於期貨市場的現況，他認為最應當改善的還是在於法制面。畢竟市場從無到有，歷經十餘年，整個發展的態勢與環境都有急遽的變化，法制面也必須而有所因應及改善，才能符合現況需求及促進未來發展。

解決經營問題 關鍵在法制面

近年全球經濟情勢變遷急速，資本市場的結構與運行機制亦發生重大的變革，臺灣期貨市場邁向國際化是勢在必行。而臺灣期貨市場總成交量，從1999年建置之初的107.8萬口，到2006年已超過一億口，參與期貨交易的投資者也成長到一定的規模，整個市場呈現的是一片蓬勃發展之勢。

如何讓期貨市場持續擴展呢？糜以雍認為，絕非從單一面向即可解決。他指出，除了增加商品競爭力，降低交易門檻吸引投資者之外；對業者而言，經營層面也有許多亟待改善的問題，法制面更是其中的關鍵。

糜以雍說：「市場的發展最後必須回歸到法制面檢討。」由於我國承襲美國分業管理的法規限制，將投資銀行業務由不同金融



機構辦理，證券商與證券投信、證券投顧都可操作期貨避險，導致期貨商缺乏發展業務利基的優勢，也使得證券商與期貨子公司之間的合作模式深受影響。由於國內期貨交易法保障證券商可經營期貨業務，而國內期貨自營業務有60%的比例，是來自證券商兼營的期貨自營部門，使得期貨商與證券商之間，以及法制面都延伸出許多需要克服的問題。

業務重疊 期貨商難以獨立運作

證券商跨足期貨市場有三種模式，一為證券商轉投資成立獨立之專營期貨公司，二為證券商申請成為兼營期貨商，三為證券商申請IB業務，也就是成為期貨交易業務輔助人。期貨交易輔助業務包括招攬客戶、代理期貨商接受客戶開戶、接受客戶的委託單，再交付期貨公司執行，期貨公司則支付證券商一定比例之佣金。

麋以雍指出，期貨交易法雖然保障證券商可合法經營期貨業務，但實際上，國內期貨公司多半是隸屬證券公司下的子公司，因此不論是客戶或工作流程常有重疊的情況。而法規卻要求雙方獨立運作，在實務上難以落實，卻反而成為期貨商與證券商運作上的障礙。

然而，這並不表示期貨公司沒有獨立經營的必要。證券公司透過旗下或有關聯的期貨經紀公司進入期貨市場，其間有一大好處，就是期貨公司和證券公司雙方都是獨立的法人實體，透過獨立運作，可以設立防火牆，預防風險，避免風險由期貨公司擴散到證券公司，也可降低客戶流失的問題，雙方都能更好地發揮優勢。

修正法令 使期貨商有更大空間

麋以雍對券商與期貨商業務重疊的問題做出三點結論，首先，證券商與期貨商的業務項目不同，會降低效率。第二，期貨商被要求與證券商獨立，與實務需求不符。第三，站在風險管理的角度，應放寬對期貨商與證券商的限制，有助於把不同業務的風險

合併成一個相同的平台。

他積極建議，放寬經營法令，鬆綁證券商與期貨商的合作經營限制，將有效降低交易成本，對期貨業者有相當大的益處。面對金管會為了使證券商與期貨商能夠平衡競爭，開放期貨商得兼營證券業務，並配合修改「證券商設置標準」等四項相關法令。他認為此舉固然能提高期貨商競爭力，但是期貨商必須設立獨立專責部門，且部門會計必須獨立，如此設置對於兼營證券業務的期貨券商而言，是否有利或是增加作業的複雜度，則要等實際實施後才能進一步評估。

統一風險評估的標準

主管機管對期貨商業務管理的態度，由傳統的規範導向（rule-based supervision），改為風險導向（risk-based supervision），未來期貨商的業務隨著業種及法規的開放，將更趨向多元化，伴隨而來的經營風險也將更為複雜，此時更需要強健的風險管理制度來配合。

麋以雍認為，好的風險管理方式，應該從整合性的投資組合角度來衡量。風險衡量方法（risk measurement methodology）除了用來設定及監控交易部門的各項風險限額（risk-based limits）外，也要能用來調整損益，反應風險性資本的真正成本，以便公司能以風險調整後之損益（risk-adjusted profit and loss）為評估經營績效之標準。例如VaR（Value at Risk）就是常用的市場風險值衡量工具，目前也有許多信用風險模型可以用來

協助信用風險管理。

他指出，目前期貨商風險管理，是以調整後淨資本額（ANC）為重要依據。然而證券商與期貨商各自獨立的兩套風險管理計算，根本無法反應實質風險。由於證券商的市場較大，可承受的風險自然較大，其兼營期貨業務就有一定之優勢，但對於期貨商來說，ANC就是實質的限制，因此提出統一的風險評估標準是有必要的。

以SPAN系統 有效計算風險

對增加期貨市場流動性方面，他認為，降低保證金是一個有效的方式。由於從事期貨交易須支付契約價值一定百分比之保證金，具有以小搏大的高槓桿特性。高槓桿可使獲利放大，同時也可能造成損失倍增，為控制風險，遂有每天計算保證金是否足夠的規定。對交易人來說，如果一經洗價後發現保證金不足，必須於期貨商規定的時間內補足保證金，否則期貨商有權結清交易人的部位。因此保證金的計算方式以及多寡，都會影響交易人參與期貨交易的意願。

現行保證金計算是以策略基礎為風險衡量標準，保證金金額會受部位結構、門檻值等因素影響，無法精確衡量帳戶內各部位總和風險。藥以雍指出，以往在建立部位之前，必須確認保證金先行到位，以充當未來履約的保證，同時可使用於補足變動保證金。目前保證金的計算方式是採用單個部位分開計算，以加總的方式計算整體風險，然而不同月份之Spread交易，能夠降低風險，



- 彈性收取保證金並放寬收取形式
- 做大市場規模 創造優勢商品

這是現行保證金系統無法折抵的部分，既造成超收保證金，也浪費交易人付出的成本。隨著投資標的日漸複雜，且交易帳戶的投資組合花樣繁多，傳統的保證金計算方式已無法合理地計算出部位應收保證金，造成風險控管機制不具完備性。

SPAN系統是以風險值的觀念設計，整合帳戶內所有商品為風險計算依據，考慮跨商品交易所產生的風險抵減效果，能降低交易人因未來價格風險而產生違約的可能性，也可避免收取過高的保證金，而降低市場資金運用的效率。SPAN整戶風險保證金系統，以投資組合為風險衡量基礎，能精確衡量帳戶內部位風險，預計最高將減少達25%到35%的保證金。藥以雍指出，十月即將實施的整戶風險控管SPAN系統，由於整體風險估



期交所於10月份仍有一些新商品要陸續推出，糜以雍說：「就這方面我們還是要給期交所掌聲與鼓勵，畢竟期交所與業者都是在同一條船上，唯有雙方攜手合作，共同努力，才會有雙贏的契機。」

算在盤中進行，有可能得放棄保證金先到位的制度，期交所將視實施成效再考慮推廣適用於客戶層。

彈性收取保證金並放寬收取形式

糜以雍認為，除了借用新的風險估算系統，將風險評估作得更為精確，並降低交易人的成本，提高參與市場意願之外，應該把估算保證金的權力放給期貨商。由期貨商根據客戶的信用與往來業務多寡，做為收取保證金的衡量標準。如果已經有長期、大型或數量多的業務資金往來，因而建立深厚的默契與信任感，並可預估未來的風險較小者，期貨商可自行決定在收取保證金時，給予合理的彈性空間。

他也建議放寬保證金形式，除了現金之外，像是股票、債券、間接投資證券、商業本票等其他資產也可作為擔保品。

做大市場規模 創造優勢商品

總結以上觀點，糜以雍認為，降低客戶資金成本，或許會造成期貨商短期的利息收入減少，然而回歸市場供需的原理，商品最後的源頭還是在於客戶的需求，若要在國際上有一定的地位，必須從增加產品競爭力著手。唯有目標放在吸引更多客戶，做大市場規模，縱然單一客戶的利息收入減少，但在市場量大的狀況下，還是能獲得更好的利益。如何吸引外資選擇台灣市場，除了放寬法令外，商品本身是否具備優勢更是一大要素。

由於期交所的努力，10月份仍有一些新商品要陸續推出，糜以雍說：「就這方面我們還是要給期交所掌聲與鼓勵，畢竟期交所與業者都是在同一條船上，唯有雙方攜手合作，共同努力，才會有雙贏的契機。」

CNFA

以兼營期貨商角色提出對期貨市場發展之建議

大眾證券副總經理高政煌

撰文：王克庭

從無冕王轉型到期貨業的另類期貨人，現任大眾綜合證券副總經理暨發言人，同時身兼期貨公會理事的高政煌，是少數非財經相關學歷背景的一位「期貨人」。出身台大政治系高材生，卻不斷向自我挑戰，歷經多次轉折，最後投身證券期貨業界，在財經專業的領域上奉獻一己之力。而在這樣轉折的過程中，高政煌曾經歷哪些波折？又是如何克服的？而站在兼營期貨商的角色來看整個期貨市場發展，又會有哪些不同的思維？

「凡走過必留下痕跡」，這句話套用在大眾證券副總經理高政煌身上，可以詮釋得相當好。在投身證券期貨界之前，高政煌的每一步，都是奠定日後成功的基礎，足以解釋雖非財經背景出身的他，卻與證券期貨界有著密不可分的關係。

從台大政治系學成及退伍後，高政煌進入國會辦公室擔任國會助理，負責財經法案的研究，開始接觸國內財經環境。而後，適逢財經專業媒體：「工商時報」招考記者，因而進入報社專攻政商新聞。

「當時政商新聞算是比較沒人注意的路



線，但我卻一頭栽入，結果一年後就升任要聞組召集人，之後轉任經濟研究室專欄組撰述委員，主要關切國家總預算編列及資源分配問題。」高政煌說。

接下新聞重擔，開始期貨生涯之旅

1993年，「國外期貨交易法」即將完成三讀立法之際，工商時報打算開闢期貨新聞版，卻找不到適當的版面負責人。高政煌當時雖然對期貨市場一竅不通，但他一向喜歡

接受有挑戰性的任務，對邊做邊學的工作也樂在其中，因此毅然決然的接下這個重擔。而為了確保期貨新聞版的專業度，高政煌特別找到經濟學準博士詹益洲、留美歸國的莊經邦等好手，協助他充實這個新創的版面，也因如此，展開了高政煌的期貨生涯。

由於期貨業在當時還算是國內較少媒體報導的產業，教育投資大眾變成首要之務，因此在工商時報的期貨新聞版中，特別開闢了「期貨教室」系列專欄文章，對剛接觸期貨的投資人相當受用。高政煌也懂得將資源發揮最大效用，把自己與同仁撰寫的「期貨教室」系列專欄文章集結成書，交由錢雜誌出版，命名為「期貨百科」。

「這本工具書也算略盡了市場推廣的棉薄之力，且出版許多年以後才發現，原來「期貨百科」一書在中國大陸也賣得還不錯，多家期貨交易所與研究單位都有收藏」可見得這本書對高政煌的意義頗深。

也是因為在工商時報記者職務上的機緣，讓高政煌與期貨業界「黃埔一期」的專業經理人相當熟稔，包括現任期交所總經理王中愷、期貨公會理事長賀鳴珩、祕書長謝夢龍、元大期貨董事長何富雄及總經理姒元忠、中信期貨董事長糜以雍、日盛期經總經理黃正雄等多位先進，透過專業經理人與專業記者角色間的互動，建立了深厚的革命情感。

生涯大轉變，投身證券界從根基打起

1999年，工商時報有大幅度的高層人事異動，當時身為證券組副主任的高政煌，除了期貨新聞外，也負責上櫃公司版面，對於台灣股票現貨市場的運作相當熟稔。不過由於報社工作環境產生相當大的變化，與自己的期待有很大落差，且媒體產業的競爭也日益白熱化，因此高政煌做出人生最重要的決定，離開熱愛的新聞工作，全心投入證券業界。

在富邦證券董事長葉公亮的引薦之下，高政煌前後歷練了承銷部、總經理室代理發言人的工作。雖然對承銷業務完全陌生，但他仍秉持「勤能補拙」的信念，每天幾乎都在桃竹苗一帶跑案子。「即使當時富邦證券的招牌還很小，拜訪未上市公司經常碰壁，可是我還是在不到一年時間內，成功引進了撼訊等三件主辦案及許多協辦案」。隨著富邦集團的成長茁壯，高政煌打下的金融專業人員的功夫底子。但是富邦企業組織分工很細，一個蘿蔔一個坑，經理人較難有施展抱負的空間。

2004年，大眾銀行執行長陳建平找上高政煌，希望他協助大眾證券申請股票上櫃作業，他不負所託，在2005年9月完成掛牌上櫃的使命。緊接著，又著手規劃成立法人部，盼能為大眾證券引進法人業務，協助大眾證券進行轉型。「令人欣慰的是，第一年這個新設的法人部就賺錢了，而且還為大眾證券創造了提昇經紀市佔率、引進承銷案件、強化法人客戶關係等綜效。」高政煌說。

不過，大眾證券在2005年9月掛牌上櫃以後，卻因為市場知名度低，股票流動性不足，雖然大眾證券自成立以來從無虧損紀錄，但似乎難以吸引投資人的青睞，導致股價從掛牌價10元一路下跌到7元。高政煌身兼發言人的工作，自然接到不少投資人的抗議電話，甚至謾罵的也有。在與幾位同事商量之後，決定建議公司高層執行庫藏股。

「當時買進平均成本9元，不到兩年的時間，在今年9月配發給員工，價格已經是29元了，漲了二倍多。」經過這個事件的啓示，高政煌不僅證明了自己的眼光正確，同時也造福了全體同仁，印證了長期投資的真正價值。

不靠殺價競爭 服務也能創造市場價值

時間點回到現在，高政煌已經是大眾證券的副總經理，同時因為大眾證券兼營期貨業務，而他正是代表大眾證券成為期貨公會理事的一員。從外圍報導工作到身處核心團隊，高政煌看到期貨業界的問題始終存在。

「坦白說，期貨業界的殺價亂象是市場結構問題。因為依照法令，期貨公司絕大多數都是證券母公司轉投資設立的，再怎麼樣都矮人一截，而且老闆及主要幹部都在證券端，對期貨端這邊就隔了一層，所以最簡單的管理方法就是看報表，讓數字說話。」高政煌直接點出問題核心。

於是，期貨公司經理人為了讓報表數字好看，不外乎拚盈餘或拚市佔率，可是期貨

公司也不可能大賺，所以拚市佔率，搶客戶，就變成最有效的策略。相較之下，以大眾證券兼營期貨商而言，並沒有期貨子公司，只有期貨部，就比較沒有市佔率的壓力，主要目標是在提供多元商品，留住客戶。

高政煌說，期貨市場的餅就這麼大，客戶搶來搶去還是那一小撮人，最後只能相互砍價了，所以要徹底解決期貨業界亂殺價的宿命，就是把餅做大。他解釋，目前台灣股票現貨市場就是因為規模夠大，客戶夠多，所以即使有少數業者推出手續費二、五折的優惠來搶佔市場，但其他同業並不會隨之起舞。再以大眾證券法人部為例，成立時間這麼晚，也不殺價競爭，靠著服務一樣也可以取得一定的市場地位。

而時常耳聞業界要持續爭取降低期貨稅制，這種交易稅越低，交易成本就越低，也能吸引更多入來參與，創造更大的流動性，讓台灣期貨市場更加壯大的理論，基本上是成立的。但是高政煌卻認為，執政當局就是因為沒有能力課徵證券及期貨交易的所得稅，所以只有從交易稅下手，讓交易稅當中隱含著所得稅在裡頭。

「因此，除非政府著手開徵期貨交易所得稅，不然在政府稅源短絀的大環境下，期交稅再降的空間應該是微乎其微」高政煌說道。

期信開放在即 期貨業界當自立自強

面對年底期貨信託事業即將上路，高政

煌卻感嘆，從現行法規精神來看，期貨業者將沾不到一絲好處。「一來，主管機關不給保護傘，期貨業沒有獨享的特權；再者，法規也沒有賦予任何緩衝的時間。」如此看來，期貨業者反而要落後給現有的證券投信業者，因為他們早已有了募集基金的豐富經驗，並掌握了全國客戶的資料庫，對於期貨業者來說將是一番苦戰。

不過，他也認為期貨業者不需太過悲觀，因為一旦期貨信託業務開放，現有證券投信公司馬上面臨操作人才不足的問題，勢必要向期貨界挖角，期貨人才將往投信業流動，人才有更寬廣的出路。「而期貨業者要有真本事，也不必害怕競爭，畢竟期貨基金操作還是要靠績效數字，不是靠通路的。」高政煌說。

研議個股期貨 遏止地下期貨

今年八月，期交所特別召開「期貨商高階主管業務座談會」，邀請到香港大學張介教授，專題演講提出各國開發個股期貨的成功經驗，這點就非常值得我國深思。

「大家不是在談地下期貨猖獗嗎？不是在憂心期貨市場大餅太小嗎？不是在煩惱期貨市場推廣不易嗎？如果我們先推台積電、聯電、國泰金等這種國人耳熟能詳的個股期貨，必定可以吸引更多的人參與期貨市場，餅自然就做大了。」他興奮的說。

而且，地下期貨能生存不外乎保證金低及交易便利兩大特點，但現貨個股融資要四成自備款，如果個股期貨保證金只有一成，

資金使用效率就更高了，再配以開戶下單的流程改善，方便期貨交易人，一定可以遏止地下期貨市場。

有一些非正式的統計數字指出，投資股票賺錢的人可能只佔全體投資人的二成不到，而交易期貨賺錢的人可能更少，應該不到一成。尤其台灣期貨市場逐漸成熟，外資又掌握了龐大的資金及現股部位，在市場上呼風喚雨，一般期貨交易人更加難以獲利。

積極爭取公平對等之遊戲規則

另外，政府為了吸引外國人投資台灣，對外資法人也有「超國民待遇」的問題。過去，有一位本土實戶在尾盤時掛單要買台積電五萬張，結果馬上被主管機關查問為何要買這麼多？是不是要影響指數？買股票的錢從哪裡來？這位實戶氣得不想再做台股，轉往港股、陸股去了。但是外資機構卻可以先放期指、再大賣權值股，擺明著操縱指數，也不會有官員過問。

「總之，如果我國期貨市場能夠爭取到遊戲規則的公平對等，且期交所及業者努力把市場的餅做大，



推出像個股期貨等熱門商品，那麼我國期貨市場還是大有可為的。」高政煌有信心的作出這樣的結論。

CNFA

韓國能？臺灣能否？

韓國交易所近來是亞洲亮眼之星，已然擠列世界級交易所。2006年交易量達24億7仟萬口，高居世界第一，其中KOSPI200選擇權（KOSPI200 Options）交易量為24億1仟萬口，占其總交易量97.6%。

同樣是以選擇權為市場主流的臺灣，能否迎頭趕上？塑造另一個世界級的期貨市場？值得省思！

2007年與大師有約期貨講座

韓國交易所總經理Dr. Yeong-Ho Woo解析成功之道

Dr. Yeong - Ho Woo 從韓國期貨市場成立之初、發展過程、市場現況、未來方向，一一做了詳盡的說明、解析與分享，讓參與這場盛會近兩百位的期貨業者深入了解韓國期貨市場。他的專題演講中，對主管機關、期貨交易所、業者及投資人都有不同的啟發與提示。

為因應全球交易所之競爭，針對亞洲交易所發展策略及未來發展趨勢、期貨市場成功條件及因素、交易所及期貨商應扮演角色，以及期貨商如何良性競爭，中華民國期貨業商業同業公會與臺灣期貨交易所，特別邀請韓國交易所（Korea Exchange, KRX）總經理Dr. Yeong-Ho Woo來台進行「2007年與大師有約－韓國期貨市場經驗談」專題演講與座談會。

Dr. Yeong-Ho Woo從韓國期貨市場成立之初，即投入市場建置，並參與市場整合，對韓國期貨市場貢獻良多，其專業的背景及豐富的經驗，亦深獲國際肯定。



韓國期貨市場經驗談



撰文：李若彤

韓國期貨交易量高居世界第一

Dr. Woo表示，韓國交易所近來的成績有目共睹，已然擠列世界級交易所之林，2006年交易量達24億7千萬口，高居世界第一，其中KOSPI200選擇權（KOSPI200 Options）交易量為24億1千萬口，占其總交易量97.6%。其KOSPI200期貨（KOSPI200 Futures）、3年公債期貨（3-Year KTB Futures）及美元期貨（USD Futures）亦相當成功，日均量分別為17萬8千口、5萬2千口及1萬8千口，此次來台，主要是將韓國發展商品的經驗，提供給台灣的期貨業界做為參考。

他表示，韓國交易所從2005年開始運作以來，就推陳出新，不斷研發各種期貨產品，如KOSPI200選擇權、外匯等等。其中KOSPI200交易量最大，一天超過一千一百萬口，但近年有下降的趨勢，顯示市場逐漸成熟，交易趨於穩定。不過今年交易量又再度提升，可望超過2003年的紀錄。

和台灣不同的是，韓國證券公司僅可從事證券選擇權與期貨。在市場的參與者方面，外資參與比率約19%，散戶佔35%，法人中券商佔46%，為最主要的參與者。

高波動率、周轉率、先進電子交易系統及零稅賦為成功因素

Dr. Yeong-Ho Woo認為，KOSPI200期貨（KOSPI200 Futures）及KOSPI200選擇權（KOSPI200 Options）的成功因素，主要為現貨市場高波動率及周轉率、散戶積極參與以及先進的電子交易系統，提供網路下單之方便性等。至於3年公債期貨（3-Year KTB Futures）之所以成功，則歸因於現金交割及機構投資人以其為避險工具需求增加。美元期貨（USD Futures）主要成功因素，為2004年至2006年韓圓對美元大幅升值，以及Pre-agreed Block Trade之制度實施，使交易效率提升之故。

他表示，1996年起，韓國市場的波動性便逐年上升，繼而受惠於亞洲金融風暴，高波動率促成亞洲金融商品興旺，成為KOSPI200期貨（KOSPI200 Futures）及KOSPI200選擇權（KOSPI200 Options）成功的要素。周轉率主要來自散戶的高流動性，在2003年的高峰期，散戶的參與率高達55.1%，KOSPI200選擇權更有高達三分之二交易口數都是散戶，主管單位甚至擔心期貨市場成為賭博工具。不過在KOSPI200期貨的部份，散戶參與率就不高。

先進的電子交易系統，提高了交易人進入韓國選擇權市場的機會。Dr. Woo提到，1996年韓國衍生性金融商品中，KOSPI200的選擇權已經領先香港、新加坡，百分之百使用電子交易。在高達90%的網路普及率下，韓國人對線上交易十分熟悉，容易上手的電子系統設計，不到0.2秒系統買

賣的執行時間，都是吸引散戶進入市場的原因。除上述三點，Dr. Woo指出，由於權擇權是零和遊戲，因此韓國政府不對選擇權抽稅，加上交易手續費極低，投資人容易上手，都是韓國選擇權市場吸引散戶的理由。

為能維持成長動能，保持世界領先地位，韓國交易所將採行下列策略以提升競爭力，在全球化（Globalization）方面，自2006年10月2日開始，韓國交易所接受以9種外幣繳交保證金，包含美金、日圓、歐元、英鎊、港幣、瑞士法郎、澳幣、新加坡幣及加幣，使得投資人交易其商品時資金調度更有彈性。另外，KOSPI200期貨（KOSPI200 Futures）已取得美國商品期貨交易委員會（Commodities Futures Trading Commission, CFTC）之交易許可（No-Action Letter），且現正申請3年公債期貨（3-Year KTB Futures）之交易許可，對美國投資人來說，取得CFTC交易許可之商品皆為可合法交易之外國交易所商品，因此，將可進一步吸引美國投資人。

整合交易法規及系統 提升市場流動性

在整合交易法規及系統方面，原本韓國有兩個交易系統，2007年8月起韓國交易所整合了股權及其他商品之交易法規及系統，使得交易更有效率。Dr. Woo表示，韓國的期貨環境正不斷的改變中，為了增加投資效率，韓國政府將各項金融投資服務濃縮為金融市場整併法，將於2009年2月開始生效。此法案的通過將會產生巨大變化，尤其是期貨、證券公司將可自由設計開發新商品，特別對於衍生性商品市場有助益。另外，韓國國會也將立法拆除券商之間藩籬，將有效提高市場透明度與可靠性。

在提升市場流動性（Market Liquidity）方面，2006年12月起，韓國交易所實施一連串的措施以提升市場流動性，包含針對新商品及交易量較低之商品採行造市者制度（Market Maker System），依據不同信用等級，對投資人收取不同金額之最低初始存款（Minimum Initial Deposit），使得信用較好的投資人可以較低之金額從事交易，以及針對股權商品推出買方選擇權專戶（Options Account for Buyers Only）。以往，要交易選擇權或期貨必須開立帳戶，並存入一萬五千元美金的最低初始存款。由於金額上的限制，總共僅有三萬個戶頭，今年開始，把保證金降低至五百萬韓圓，吸引投資人加入，成效相當良好。

因應市場需求 研發新商品

最後，在開發新商品方面，韓國交易所不斷推出新商品以因應快速變動之市場需求。未來計劃推出之新商品包括：瘦豬肉期貨（Lean Hog Futures）、10年公債期貨（10-Year KTB Futures）及個股期貨（Single Stock Futures）；另正研究推出KRX100期貨及選擇權（KRX100 Futures and Options）、能源相關商品、股價指數期貨及波動率指數期貨等。

Dr. Yeong-Ho Woo強調，在瞬息萬變的市場，唯有不斷推出符合投資人需求的商品，方可在全球市場上占一席之地，例如，美國期貨交易所即推出了針對芝加哥商業交易所與芝加哥期貨交易所合併成功與否之二元事件期貨（Binary Futures），因此，交易所應致力於開發符合市場需求的商品，方可維繫成長命脈。

ONFA

「臺灣期貨市場前景」座談會

撰文：李若彤

在聆聽完Dr. Yeong-Ho Woo針對韓國市場成功經驗的專題演講後，中華民國期貨業商業同業公會理事長賀理事長鳴珩及臺灣期貨交易所王總經理中愷，共同主持了這場「臺灣期貨市場前景」座談會。

席間邀請永豐期貨公司盧總經理立正、元大期貨公司何董事長富雄、新加坡商曼氏期貨公司葉總經理一豐擔任與談人，針對期貨市場成功條件及因素、交易所及期貨商應扮演角色、期貨商如何良性競爭、交易所與期貨商對於新商品發展應扮演角色等議題，進行意見交流與經驗分享，以爲我國期貨市場發展方向之參考；同時藉此增進我國期貨界國際交流及互動，並提昇我國期貨人才水準及素質。

何富雄指出，近年來全球交易所發展趨勢爲公開發行、合併、交叉持股、交易及結算系統之整合等，在在顯示交易所跨國合作正加速進行。爲順應此一趨勢，交易所應從投資人需求角度思考，從交易及結算制度跨國整合、交易成本降低、提升交易系統處理速度及效率、增加交易系統下單之彈性，以使投資人更有效率地應用交易策略。並提供不同新商品以滿足投資人多元化的需求，降低對單一商品之依賴度等。至於期貨商，亦需以提供投資人最佳服務爲首要目標，並應破除市占率的迷思，以獲利與否爲公司長久發展之道。另外，應不斷地對投資人展開教育宣導，如此對市場之深耕相當重要。

Dr. Woo回應到，今年韓國亦有進行IPO的計畫，希望以交叉持股與知名交易所合作，藉以善用資源，達到彼此互利的合作方式。另外，目前在韓國僅有十二家註冊期貨經紀商（FCM），政府也在研擬政策，希望讓更多期貨經紀商在韓國交易。

賀鳴珩指出，韓國主要的市場集中KOSPI200，是否會造成重複性高，券商競爭激烈的問題？Dr. Woo回應到，目前的確有98%交易量集中在KOSPI200選擇權，希望未來能以不造成市場萎縮爲前題下修正此一狀況。

葉一豐則表示，交易平台的好壞對期交所至爲重要，期望未來台灣能強化交易平台的功能，以便投資人能夠進場套利。他同時建議期交所能夠創新期貨合約產品，例如事件合約等。

盧立正也認爲，在全球期貨市場成長下，台灣必須從多方面改進以迎頭趕上，他建議可以從減免交易稅、提高網路使用率、推出客戶需求的產品、強化交易系統等著手做起。其中在交易系統的部份，由於目前全世界的交易所資訊處理一直是成長上的最大障礙，鑑於無法預測機器何時會發生問題，但是重點在於系統當機時，是否能在最短時間恢復交易才是最重要的，希望期交所未來朝此一方向思考。

CNFA

在衍生性商品市場面臨前所未有的挑戰之際，臺灣期貨市場如何定位，以在國際競爭中力爭上游，實乃刻不容緩的課題。本次會議集合國際交易所及國內外產官學者之智慧，為臺灣期貨市場發展方向，提出新的思維與建議，並在Dr. Woo的熱情分享下達到良好的交流。

觀摩先進外資機構 爲期信事業做前哨

操盤人協會紐約參訪紀要

撰文：范加麟



由於我國期貨信託事業開放在即，未來期信事業所募集的期信基金，其可操作之標的範圍，除了集中市場之期貨及選擇權之外，尚包括有價證券、店頭市場的衍生性商品及相關現貨商品等；在操盤人選的層面，也可選擇委由外部專業機構如國外的期貨交易顧問（Commodity Trading Advisor, CTA）或國內的期貨經理事業操作，甚至發行組合

式基金，連結國內外已經成立的期貨基金。因此，實有必要至海外參訪歐美先進國家之基金運作與委任操作等流程與作業，才能妥善規劃制度，方便日後實務運作。

基於上述考量，在業界操盤人聯誼會高主任委員子鈞的號召、行程規劃以及台灣期交所的經費贊助之下，計有來自於期貨商

（寶來曼氏期貨高總經理子鈞、賴副總聖唐、黃協理建都、中信期貨莊協理逸哲）、期貨經理公司（台証期經吳總經理建華、金鼎期經徐總經理華康、日盛期經唐協理學誠、大華期經張協理功弦）、證券商（金鼎證券期貨自營劉副總懋楠）及銀行（中國信託銀行期貨自營牛協理繼聖）等十位業界的頂尖操盤手、本會與期交所的代表共十二人，於9/21前往紐約參訪。參訪對象包括：Millennium Partners、FX Concepts（匯想公司）等二家期貨交易顧問、二家基金管理公司 Fairfield Greenwich與 SuperFund Asset Management、以及業界素負盛名的高盛集團（Goldman Sachs）。參訪的層面則有交易策略、風險管理、委任對象的選取等。

參訪對象背景介紹：

Millennium Partners：累計報酬率高達15倍，每年接近17%

該公司於1989年成立，在美國紐約、格林威治、達拉斯；歐洲的倫敦、巴黎、盧森堡；亞洲的香港、新加坡與北京均設有據點。Millennium Partners的主要業務係為集團內另兩家公司Millennium USA與Millennium International所募集的基金進行操作，目前基金的規模為114億美元。其中，Millennium USA募集對象為美國境內的投資人，提供Millennium Partners 75~80%的資金來源、Millennium International則針對海外的客戶募集基金，資金比重為20~25%。Millennium Partners的操作績效相當傑出，自1990以來至今，累計報酬率高達15倍，平均每年接近17%。

SuperFund Asset Management：奧地利市場資訊的尖兵

Superfund集團於1995年由Christian J. Baha與Christian Halper創立，成立初期以開



發程式為奧地利客戶提供財務市場的技術分析為主。兩年內，該軟體程式成為奧地利市場資訊的尖兵，並成功造就了Superfund集團日後的發展。該公司於1996年推出全球第一檔零售管理期貨基金Superfund Q-AG，其後又陸續推出4檔管理期貨基金及11檔100%保本之保證型基金。

Superfund使用自行研發、完全自動之電腦化交易系統TradeCentre，該系統使用一系列的指標來建立價格模型，當價位符合系統所設定的條件時，由系統自動執行交易。該公司除了維也納的總部之外，目前在美國的紐約、芝加哥；南美的聖保羅、蒙特維多；歐洲的法蘭克福、蘇黎世、阿姆斯特丹、摩納哥、列支敦斯登、斯德哥爾摩、華沙；亞洲的東京、香港、新加坡；以及中東的杜拜等地均設有辦事處，員工人數達370人。

FX Concepts：2006年獲利超過美金一億

成立於1981年，初期以提供外匯相關的研究報告為主要業務，1987年起正式接受客戶的委任操作，操作範圍則鎖定於外匯相關交易。

該公司的主要業務有二：一為提供外匯與相關利率的研究報告及諮詢服務，在全球最大的25家商業銀行中，有15家為其客戶，客戶範圍涵蓋全球40個國家的240家機構；同時，該公司也提供管理帳戶（managed account）、避險基金（hedge fund）以及Swap綜合帳戶（commingle account）等三種

型態的資產管理服務，以及六項追求絕對報酬的投資方案（Global Currency、Multi-Strategy、Global Financial Markets、Liquid Market Currencies、Developed Markets Currency以及Diversified Currency Overlay）來滿足不同客戶的需求。其客戶包括公私立機構之退休基金、銀行、組合基金以及大型企業等，目前基金管理資產規模超過130億美元，為全美僅次於高盛及JP摩根外第三大的外匯基金管理公司，其所推出的Diversified Currency Overlay投資方案，旗下的管理資產總額高達72億美元，規模在全球外匯相關基金或管理帳戶中排名第三。該公司2006年的獲利超過美金一億元。

總部設於紐約，新加坡、倫敦及雪梨均有分公司，經營策略係藉助強大的電腦系統來管理客戶的帳戶及進行交易，因此全球員工人數以不超過60人為目標（參訪當天員工人數為61人）。

Fairfield Greenwich：另類資產管理為業務主軸

成立於1983年，以另類資產管理（alternative asset management）為其業務主軸，辦公室位於紐約、邁阿密、倫敦及百慕達，另外在瑞典、荷蘭及西班牙均設有辦事處，此外也在新加坡與當地機構成立合資企業，員工人數超過100人。

該公司的業務型態係從事募集資金、分配投資金額與基金經理人、管理基金經理人之操作績效及調整配置等，即俗稱的CPO。目前所管理的資產價值超過美金150億元。

其所提供的基金種類包括：單一經理人基金（single manager）、多重策略基金（multi-strategy）以及組合式避險基金（fund of hedge funds）等三類；95%的客戶為美國以外的大型公司、財務顧問公司、政府機構、退休基金、私人銀行以及其他的機構投資者。

Goldman Sachs：遍佈全球高知名度之金融機構

高盛集團為全球知名的金融集團，組織結構可以分為三大區塊：投資銀行（Investment Banking）、交易及資本投資（Trading and Principal Investments）、以及資產管理（Asset Management and Securities Services）。交易及資本投資又可細分為固定收益（Fixed Income）、外匯及商品（Currencies and Commodities）、以及資產（Equity）等部門。由於本次參訪內容偏重於集中市場及店頭市場等議題，因此該公司動員了上述3個部門的主管負責解說運作流程與答詢。

參訪重點彙總：此次對參訪公司提出問題主軸有四項，分述如下，以饗讀者。

一、交易標的範圍

Superfund在全球許多市場從事期貨交易，交易標的包括債券、股票指數、貨幣、原油、黃金、小麥、咖啡、牛隻、棉花等商品交易。Superfund的交易系統密切注意全球超過100種商品的走勢，尋找交易的契機。也透過交易低相關系數（low correlation）的契約來分散風險。

FX Concepts的交易標的鎖定於外匯商品，有別於其他只以G10（美、英、日、加等10大工業國）的幣別為主要操作的公司，該公司的操作標的涵蓋新興國家等33種外匯（如表一）。由於影響G10幣別走勢的元素只有美元以及日圓兩項，舉例來說，若美元或日圓走強，則其他幣別均會同步貶值，如此則不易設計多元化的交易策略。好比廚師若僅有糖及鹽兩項調味料，做出來的菜就只有甜跟鹹兩個味道；但是若加上油、醋、醬等其他調味料，則所做出來的口味將更為多樣化，更能滿足客戶的需求。因此該公司擴大操作標的之範圍後，基於各種幣別對於美元或日圓的漲跌未必同幅或同步的現象，就可以設計套利或價差等交易策略。

Goldman Sachs交易及資本投資部門的交易範圍含括：集中市場或店頭市場的利率、外匯、商品、指數以及有價證券等現貨或衍生性商品交易。為了因應龐大的交易量，該公司每一個交易室中均坐滿數百位的交易員與營業員，隨時掌握市場的脈動，並執行客戶的交易。

二、交易策略/投資流程

表一 FX Concepts的外匯操作標的一覽表

NO	拉丁美洲區	新興歐洲區	歐洲已開發區	亞洲區	出口型
1	Argentine Peso	Czech Koruna	Iceland Krona	Indian Rupee	Australian Dollar
2	Brazil Real	Hungary Forint	Norwegian Krone	Indonesian Rupiah	Canadian Dollar
3	Colombian Peso	Israeli Shekel	Swedish Kroner	Korean Won	New Zealand Dollar
4	Chile Peso	Polish Zloty	British Pound	Malaysian Ringgit	South African Rand
5	Mexican Peso	Russian Ruble	Euroland Euro	Philippine Peso	
6	Peruvian Sol	Slovak Koruna	Swiss Franc	Singapore Dollar	
7		Turkish Lira		Thai Baht	
8				Taiwan Dollar	
9				Chinese Yuan	
10				Japanese Yen	

Millennium Partners所採取的交易策略共有10種，以2007年3月為例，各交易策略所配置的金額佔整體資產的比例為：Fundamental Long/Short（35%）、Statistical Arbitrage（29%）、Fixed Income（9%）、Merger Arbitrage（7%）、Closed-End Fund/Assest Arbitrage（4%）、Futures/Currency Arbitrage（4%）、Distressed（5%）、Convertible Arbitrage（3%）、Options Arbitrage（1%）、Others（3%）。該公司為追求長期的績效，因此在投資以及贖回的條件均較一般公司嚴格，目前投資門檻為美金5百萬元，客戶若第一年就申請贖回，需被課4%的違約金，未滿二年申請贖回，則需被課2%的違約金。

FX Concepts藉重電腦系統來進行各種幣別的相關報酬運算，並從中找出進出場的時點，其交易決策分為三個步驟：首先預測33項幣別相互間的報酬率，例如美元的利率有4%，日圓零利率，則持有（carry）日圓的報酬較持有美元少4%，但若日圓因經濟轉佳有升值10%的空間，而美國經濟持平，美元無升值可能，則日圓的動能（momentum）較美元多10%，合計來說，持有日圓將較美元多出6%的報酬。其次則進行過濾（lensing），由於某些國家會因為單一政治、軍事或經濟等事件，大幅衝擊匯率及利率的走勢，因此必須排除單一事件對該幣別所造成的影響。第三，經過電腦系統的精算與微調之後，得出以利差補回買賣價差所需的天期，再來決定是否進出場或增減部位。

Superfund所有基金的交易皆由自動技術交易系統來控制，此電腦交易系統主要是利用專屬的技術演算法(proprietary technical algorithm)來預測價格趨勢並從中獲利。各商品的價格趨勢長短各異，有些出現數日，有些則可達數月，該系統透過不斷更新停損單來限制風險。如此一來，若此趨勢持續，則可繼續獲利；如果趨勢逆轉，即可限制損失。

歸納而言，Superfund目前共有A（Traditional傳統型）、B（Dynamic動力型）、C（Aggressive積極型）等三項交易策略，三者之差異在於報酬潛力、風險以及最低投資金額。Superfund策略A是Superfund集團的旗艦基金Superfund Q-AG，11年以來平均每年的報酬為+16.71%，最低投資金額為5千美元或歐元；採用Superfund策略B的Superfund GCT USD，7年來平均每年表現為+19.20%，最低投資金額為1萬美元或歐元；Superfund策略C擁有最高回報潛力及風險，最低投資金額為10萬美元或歐元，成立6年以上Superfund Cayman每年平均績效為+23.74%。

Goldman Sachs為客戶提供服務的流程主要為：首先了解客戶的需求並分析該項交易所可能面臨的風險；其次，儘可能地以較少的成本以及對市場最小的影響來為客戶執行交易；接著是審視及計算客戶因為市場行情的變化所面對的風險，並且採取必要的避險措施以滿足客戶的需求；投資研究部門會

提供客戶市場的展望、價格預測等資訊，讓客戶深度掌握未來的趨勢；最後，會有專業的財務會計部門提供客戶節稅及帳務處理等相關協助。

三、風險控管

Millennium Partners藉由多重策略的操作，來降低整體委任資金的風險，並且獲致穩定的成長；此外，也針對所選取的操盤人員設定部位上限，藉由系統監控來控制風險。對照S&P 500，不管是自1990年成立以來迄今，或是最近五年的表現，Millennium Partners的風險控制及操作績效均優於大盤的表現（詳如表二、三）。

FX Concepts對於各項操作標的的持有部位分別設限，例如日圓及歐元等強勢貨幣，其持有部位可達資產的120%，加幣及澳幣各為60%，紐幣為40%，新台幣則為20%，人民幣為30%。此外，也分別針對整體的投資組合、單一區域以及跨區域等三個層次，設定不同的持有部位上限。

Superfund的交易哲學首重保本，其重要性優先於追求高獲利，風險管理在Superfund集團的投資策略中扮演重要角色。系統將每筆交易的風險控制在基金總資產2.0%之上限，每筆新建立的部位均會設定停損價位，並且系統將持續監控市場波動，並據以調整投資組合或執行停損。

Fairfield Greenwich為了確保其所委任的

表二 Millennium Partners與S&P 500風險控制及操作績效對照表（1990.01.01~2007.08.31）

項目	Millennium USA	Millennium International	S&P 500
平均年化報酬	16.93%	16.76%	10.73%
每年標準差	4.47%	4.49%	13.78%
單月最大漲幅	127.90%	125.13%	34.45%
單月最大跌幅	-6.93%	-7.38%	-20.14%
夏普值	2.82	2.78	0.47
負報酬月份數	20	22	74

表二 Millennium Partners與S&P 500風險控制及操作績效對照表（最近5年）

項目	Millennium USA	Millennium International	S&P 500
平均年化報酬	12.79%	12.50%	11.99%
每年標準差	2.44%	2.32%	11.04%
單月最大漲幅	54.32%	43.13%	20.87%
單月最大跌幅	-0.93%	-0.92%	-10.86%
夏普值	4.06	4.15	0.82

基金經理人能遵循公司所核定的投資模式，不至於產生投資風險，因此自委任關係一開始，便持續監控每一基金經理人所建立的部位以及作業程序。該公司成立獨立的小組來審視每一基金經理人所建立的投資組合，每個月均會與基金經理人多次討論資產的配置情況，該公司也設定了計量的指標來衡量經理人的操作績效。

Fairfield Greenwich僱用許多各個領域的專家，持續針對各基金經理人進行實質控管與風險監控，這些控管的要項包括：經理人的操盤風格、市場風險、作業風險、信用風險以及法令遵循的風險。此外，爲了勾稽基金經理人所回報的交易紀錄及資產部位是否詳實，公司也會直接與該經理人的主要交易對象聯繫，或取得交易帳戶之密碼，逐日比對成交紀錄與留倉的部位，以確保基金經理人的所有部位都符合風控的標準。

Goldman Sachs視交易標的不同，採

用不同的風險控管評量模式，VaR是普遍被採用的工具。由於店頭市場組合標的的相關係數不易計算，因此若要計算其風險值時，就必須使用其他的風控模型。此外，Goldman Sachs禁止交易人員於交易時段使用手機通話，以防制內線交易的弊端；另外爲確保內部文件不被外流導致不當使用的情形，所有文件的傳送（例如簡報資料）均必須經過法務部門的審核，才能對外提供。

四、委任對象的選取

Fairfield Greenwich對於委任經理人的選取流程共有7個步驟：

- 1.每年透過全球據點員工的推薦、業界接觸、資料庫以及外部顧問等方式，從近千位基金經理人中蒐集適合合作的對象。
- 2.再以電話或面談等方式，從每年超過400位的潛在合作對象中，就其所提供資訊的透明度、投資組合的流動性、風險/報酬承受

度以及資產保值能力等要素，進行初步評估及篩選。

3. 加入量化及質化分析，實質審查較有合作希望的近百位基金經理人有關財務、法規遵循、技術以及溝通能力等方面的經營風險。
4. 最後選出6~12位基金經理人進行策略聯盟。
5. 根據該基金經理人的操作標的、市場特性、交易/投資模式、執行方法及風險曲線等，配置投資的資金。
6. 持續監控及審查每位基金經理人的部位、交易模式是否前後一致及操作風險等。
7. 根據市場的現況、操作標的分散程度、經理人的績效以及風險考量等，調整投資於基金經理人的金額。

在合作對象的實質審查程序方面，該公司係針對以下四點來進行：

1. 藉由檢視基金經理人主要交易對象所留存的交易紀錄，來評量其投資組合、操作手法與績效，以及財務風險是否符合公司的風格。
2. 基金經理人學經歷、信用及有無違反法令等的背景調查。
3. 審視該基金經理人的作業程序是否面臨資訊不足、人員舞弊、系統故障、交易結算等的風險。
4. 評估基金經理人對於防制洗錢以及法規遵循等的觀念是否正確，有無違反法令的潛在風險。

結語

本次參訪，共拜訪了5家不同型態的資產管理機構，各家的競爭利基各不相同，例如：Millennium Partners致力於優越的操作績效，不以行銷策略來募集資金、Superfund則以靈活的行銷及包裝手法作為訴求，如贊助賽車或選美活動等來擴大知名度、Fairfield Greenwich在選取基金經理人方面有獨到的流程，致使其組合基金的績效相當平穩、FX Concepts則專注於匯率及相關利率的操作，高盛則以公平的制度，吸引全球大量的優秀人才投入麾下。

在參訪對象的安排方面，則要特別感謝寶來曼氏期貨的高總經理子鈞與賴副總經理聖唐，他們從陌生拜訪開始接觸訪問的對象，經過不斷的聯繫與努力，對方從拒絕到接受到熱烈招待，其間折衝與協調過程的艱辛，也令全體參訪的團員銘感五內。

藉由本次的參訪，全體團員對於美國資產管理公司的運作實務，均有了深刻的體認，也蒐集了相當豐富的資料，相信對於日後的期信事業的營運規劃，不管是在發行組合型基金時，選取基金經理人的流程上、或是委由專業機構（如CTA）操作的合作模式，以及基金資產的風險管理等層面，絕對有莫大的助益。



國際期貨研討會

國外專家對台灣期貨市場國際化提供建言

台灣財務工程學會在臺灣期貨交易所成立十週年之際，邀請中華民國期貨業商業同業公會、臺灣期貨交易所共同舉辦「台灣期貨交易所十週年慶國際期貨研討會」，邀請海內外著名學者專家參與，進行國際期貨市場學術與實務的交流，為台灣期貨市場的國際化提供建言。



台灣期貨交易所十週年慶國際研討會

台灣財務工程學會年會

台灣期貨交易發展至為快速，2005年台灣期貨交易量已躍升至全球第18名，而國內期貨交易人的平均年齡有三分之二集中在 20~40歲之間，彰顯國內期貨市場具有極大的發展空間。為了解國際人士對臺灣期貨市場未來發展的看法，以及臺灣期貨市場未來發展的方向，本刊特摘要這次活動的內容，以饗讀者。

撰文：Wenny



對敏銳的金融業來說，全球化已經是不可抵擋的趨勢，如何因應這股風潮，採取何種策略，不但是臺灣期貨交易所要思考之處；同樣地，臺灣的期貨業者更是不可卻步於這股洪流之中。

在國際專業人士的觀點中，他們又是如何解析台灣期貨交易所，以及期貨市場未來發展所應邁向的步伐，且聽聽他們的說法。

開發多樣化金融商品 建構全球化平台

鑑於全球化的風潮，各國期交所不論是

採取合併，或是尋求策略聯盟的方式進行合作，不外乎就是希望在國際舞台上尋找新的定位。

臺灣期貨交易所總經理王中愷指出，區域性的市場已經不足以抵擋世界趨勢的洪流，現在的金融商品必須要能拓展更廣大的客層。

CME企業發展部執行總經理 John Davidson III認為，近年來，全球各地區之期貨交易均呈現高度成長的局面，市場十分活躍。各國期交所也不斷進行整合以及投資，

以達跨地域性的擴張，商品面亦趨於多樣性，以吸引了更多的投資人進場。在這股經貿全球化的趨勢下，他建議臺灣期貨交易所，盡可能地給客戶多樣性的商品，同時要拓展客層的寬度與廣度。其次，還要讓期貨交易的技術平台與程序都能與國際期貨市場做一接軌。

歐洲交易所亞太區市場部資深副總裁毋劍虹指出，交易所是個周轉平台，沒有平台就無法實現周轉組合的功能，而在平台上流通商品則是關鍵。他以亞洲的新加坡為例，指出該國的經濟體系很小，卻靠著國際化的產品，獲得了生存的空間。毋劍虹說，臺灣未來應該要思考發展出國際化的商品，才能創造出和新加坡一樣的奇蹟。

寶碩財務科技董事長施敏雄表示，台灣談交易所的整合已有十年的時間，現在四合一已經逐漸成形，可預期將來平台會愈來愈大，他主張用科技建構便利而有效的平台。

合併或聯盟均是策略 政府支持是助力

前期交所，現任證交所董事長吳榮義表示，在國際金融自由化下，國內交易所若無法提供好的商品及服務，投資人可直接購買國外的金融商品。因此他建議，未來期交所可以透過亞洲跨國整合的方式，或進一步與歐美的交易所聯盟，以增加競爭力。

香港科技大學財金所教授顏至宏則指出，目前亞洲最被看好的新興市場是中國即將推出的股指期貨。各國期交所也面臨上市

之風潮。未來期交所應該以創造沒有阻力的經濟為目標，並組織策略聯盟，尋找各自的優勢進行整合。他強調，各國政府也該給予經費的補助，用來培育人才，才能將經濟發展的基礎打穩。

美國芝加哥選擇權交易所執行總監鄭學勤認為，IPO整合是一種生存的手段，也是逐漸形成的監管模式，但不管是集資或是合併，都要具備扛起風險的肩膀。而關於整合的部份，他指出，不能為了合併而合併，必須考慮實質的利弊，才能作有效的整合。

另外，美國芝加哥商業交易所（CME）亞洲業務董事總經理黃仲發則分享CME與芝加哥期貨交易所（CBOE）的合併模式，作為台灣期交所的參考。

合宜的法令、一流的人才、降低交易成本是成為台灣成為國際一流期貨市場的基礎

關於這一點，在台灣完成大學學業，目前是香港大學國之基金講座教授張介表示，成為國際金融中心，首先必須具備市場、產品、基礎建設以及人力資源等四大要素。在現今金融市場沒有明顯國界之分下，如果要把台灣期交所的功能完全發揮出來，除了應該去思考亞洲如何面對全球化的挑戰，也該考慮以合作的方式促使台灣成為資金的集散地。

張介指出，香港扮演幫助中國集資的角色，所以它的市場超越了海島的侷限性。而

新加坡雖然人口少，但因具備國際化的概念與眼光，發展出國際化的產品。他同時強調，衍生性商品市場若以法令為主導就會限制創新，尤其當法令無法跟上市場發展的話，無疑就成為障礙。他呼籲監管機構爭取一流的人才，研擬出與市場密切配合的法令。另外，他認為市場的透明化，也是提升國際市場競爭的重要因素，如何降低交易成本，吸引人才與資金都是提升競爭力的關鍵。

歐洲交易所亞太區市場部資深副總裁毋劍虹也呼籲台灣政府，要改善投資環境，國際的資金才有機會進入台灣市場，唯有吸引國際性資金，才能邁向國際化。

台大財金所教授李存修則認為，香港與新加坡因為扮演資金集散地的角色，因此雖然人口少，資金流動卻相當龐大。這兩地金融中心的形成，並非靠著當地的人與錢，而是外資。他認為，外資會選擇在當地停留，必然是該地擁有較好的條件，例如：租稅低、交易成本低等等。外資不用擔心所得稅與交易稅的問題，因此當地也可以吸引到最好的人才，而“人才”就是促成市場成功最好的基礎。

大華期貨總經理任俊行表示，新加坡的摩台指交易量高達二十萬口，相較之下台灣則只有六萬口，事實上是台灣把機會讓掉了。他表示，新加坡的交易主要來自於外資，台灣雖有期交所，但外資為何不進入台灣是值得探討的地方。他認為，台灣的金流

速度比新加坡更好，若能加強避險的功能，應該能促使外資進入台灣。

新加坡交易所資深顧問汪瑞典指出，台灣期交所當前面臨的問題是，要讓商品具國際性還是注重國內市場？也就是所謂的“定位”問題。如果要發展國內市場，一切就在亞洲衍生性商品，策略自然有所不同。他建議，臺灣期交所要先釐清這個基本的觀念。他認為，香港與新加坡之所以能夠以服務國際客戶為主，除了外匯控制，還要擁有多元化的商品以及專業人才。他強調，提供客戶擔保的制度也必須與國際接軌，這個制度很重要，因為亞洲市場目前是等待發展的市場，也是兵家必爭之地，他建議發展亞太戰略聯盟，以集結亞洲各國的力量。

為市場把脈 謀求對策 促使期市穩定成長

近年來，期貨交易量成長的速度，不若成立之初，以每年平均130%的速度快速成長。針對此一現況，台灣財工學會理事長林蒼祥邀請各學者、專家提出了許多的意見與對策，希望能夠促使臺灣期貨市場未來更穩定的成長。

前期交所、現任證交所副總經理朱士廷表示，問題的癥結在於我國機構法人參與期貨交易比例偏低，目前法人參與國內期貨交易比重不及1%，相較於鄰近韓國的30%，或是其他先進國家70%到80%的比重，國內法人參與期貨市場意願明顯偏低。

朱士廷表示，本地的期貨商是否已經準備好服務外資與機構法人，是否能提供特定法人之所需，要如何吸取國外的經驗是相當重要的。他建議證期局、銀行局、在若干法規上，適度的鬆綁，像開放期貨多頭避險，或利用期貨增加投資效益等。他強調，期交所本身也可規劃新商品，健全交易結算制度，加強對機構法人教育訓練並推廣宣導活動。

期貨業公會秘書長謝夢龍直言到，以公會的立場，解決法人參與比例偏低的方法在於加強業務行銷。由於各法人機構最高決策階層偏保守的心態，是要突破的關鍵點。要突破這點，就要引爆流行，讓部分參與期貨基金的績效表現非常突出，如此或可誘使其他基金經理人跟進，才能創造風潮。

證期局李啓賢副局長指出，目前期貨市場參與的法人以期貨自營商為主，至於銀行、保險等法人機構參與比重並不高，爲了提升這些法人機構的參與意願，今年度將開放期貨信託業務。他認爲，法人風險控管需要優秀財務工程人才，因此他也建議業者培養年輕人財務工程的知識，以奠基良好的人才基礎。

針對這點，公會謝秘書長回應到，對於期貨人才的培育，公會結合期交所、證基會，共同爲培育期貨業務人才、操盤人才而努力。未來針對期信事業的開放，將再度開辦以財務工程爲基礎，以培養商品研發人員爲主的課程。一系列的人才培育課程，就是希望爲期貨業帶來完整的人力資源。



富邦期貨董事長史綱指出，根據統計資料，台灣期貨市場交易人的結構中，外資都賺錢，而大部分的自然人處於賠錢的狀況，因此容易導致自然人不敢參與期貨交易。他認爲，好的期貨市場要有自然空單，現階段自然避險空單欠缺的情形下，未來開放期貨基金對期貨市場是一個很好的開始。

澳帝華期貨決策長呂常愷也強調，全球化是無法抵擋的趨勢，期貨商所能提供的服務，直接決定客戶是否在此交易，因此建議加強服務的多元性，給予便利的服務，才能吸引客戶。

中信期貨董事長糜以雍指出，就市場參與者的角度來看，應該朝制度面改進；從期貨商的角度來看，則訴求市場的機會公平，否則就無法長期健全發展。在期貨商開放初期，政府有些保護措施可以理解，但現在期貨市場業已發展到一定成熟的程度，是時機可以開始有「收」的作爲。就目前市場上的自營商享有某些優勢，交易成本也特別低，對此或許可以作些許調整。若從其他的角度來看，對交易所來說，把交易成本拉平也比較有正面的影響。



精益求精 止於至善

公會每年以滿意度問卷檢驗服務品質

公會宗旨即在提供會員公司專業及高品質的服務。由於環境會變遷、需求會不同，服務的內涵自然有所變化。如何維持高滿意度、精緻化的服務，是公會始終念茲在茲的使命與任務。

每年七月，公會即展開會員滿意度問卷調查的工作，希望藉由公開、公平的方式，對於自己的服務品質進行深入評估，並藉此了解會員的需求。這份問卷內容涵蓋對公會整體表現中的「專業性」、「行政效率」、「形象」、「服務態度」及「協調能力」五個項目，以及對公會各組提供之12個細項服務的檢驗。

從問卷的內容設計、填寫方式、發送對象及回收統計等，都經由會務人員的精心規劃。回收後的問卷統計，也都以數字化顯示，清楚地表達會員公司對公會服務品質的滿意程度。2007年的會員滿意度究竟如何？且讓會說話的數字告訴所有讀者。



2007年會員滿意度調查結果出爐

檢驗會務工作品質 了解會員滿意度及意見

撰文：范加麟

精心規劃問卷內容及評比方式

此次問卷，針對全體會員公司發出136份，有效回收70份，回收率計達51.5%（如附表一）。

附表一 會員滿意度問卷調查統計表

發文對象	發放份數	回收份數	回收率
專營期貨商	27	18	66.7%
複委託商	4	3	75.0%
兼營期貨商	19	9	47.4%
交易輔助人	65	34	52.3%
期經事業	12	4	33.3%
期顧事業	9	2	22.2%
合計	136	70	51.5%

本次問卷之調查項目共分為兩大主軸，第一為公會之整體表現，又可分為「專業性」、「行政效率」、「形象」、「服務態度」及「協調能力」等五個細項；第二大類則是調查會員公司對公會各組所提供之服務項目是否滿意，其中又可細分為「公文處理」、「網站內容」、「市場推廣」、「規章研議」、「證照登錄」、「訓練課程」、「文宣刊物」、「研究發展」、「場地勘查」、「稽核輔導」、「交易人保護」以及「國際交流」等12項。

為了將會員公司之回應予以量化，方便進行比較及控管，問卷內容中，每一調查項目均提供「極佳」、「佳」、「普通」、「差」與「極差」等五個選項，並依序給予5分、4分、3分、2分及1分之得分標準，逐一就前揭五個選項之勾選數量乘上得分，予以加總，再除以回收總份數而得出該項之分數。

為避免填表人不瞭解公會的運作，而無法在問卷的項目上確切表達感受，因此在問卷的設計上，也簡列了公會在各項服務項目的具體作為，供填表人參考。

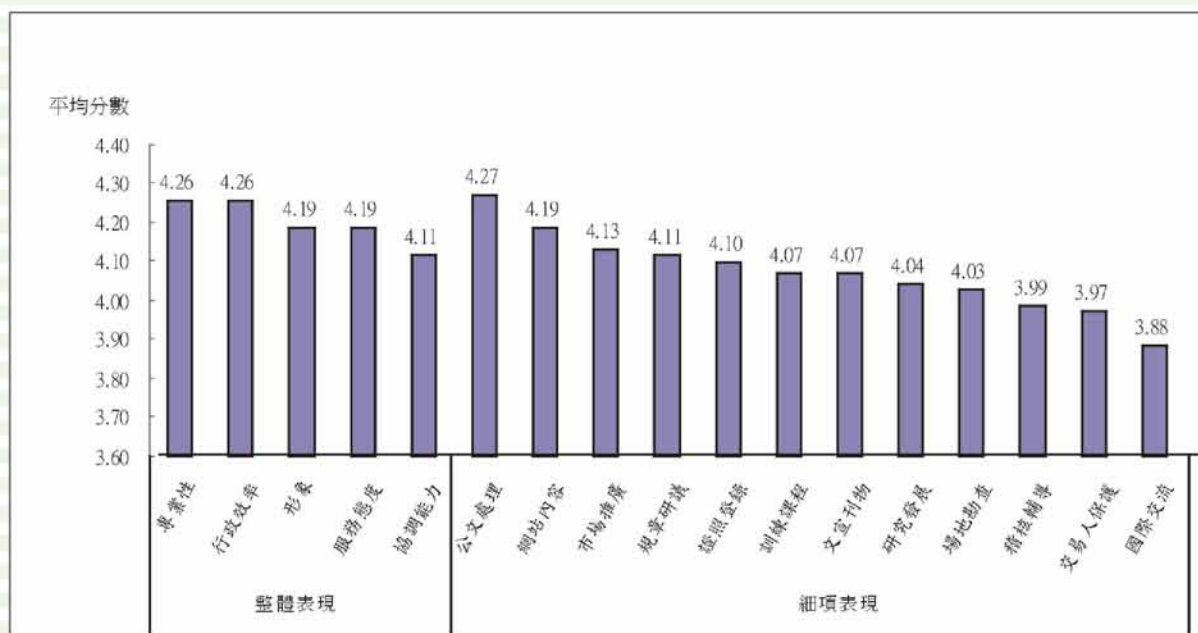
調查結果 顯示公會較去年進步

經過近一個月的調查、統計，2007年會員公司對於公會的滿意度結果終於出爐（如附表二）。在整體表現方面，會員公司對於本會的「專業性」以及「行政效率」兩項最為肯定，各獲得4.26分（滿分5分）、其次為「形象」及「服務態度」，各獲得4.19分、以及「協調能力」獲得4.11分。

至於在公會所提供的個別服務項目上，則以「公文處理」乙項最獲好評，在70家回

覆問卷的會員公司中，有高達25家給予滿分的評比，平均得分達4.27分；排名第二至第五名的項目依序為：「網站內容」--4.19分、3.99分、「交易人保護」--3.97分以及「國際市場推廣」--4.13分、「規章研議」--4.11分、「證照登錄」--4.10分；至於平均得分低於4分的項目，則有「稽核輔導」--3.99分、「交易人保護」--3.97分以及「國際市場推廣」--3.88分等3項。

附表二 會員滿意度調查統計表



與2006年之調查結果比較（如表三），上述五項整體表現均有所進步，其中「行政效率」進步幅度最大，單項排名也從2006年的第四名晉升至2007年的第一名；「專業性」也普遍獲得受訪者的認同，連續兩年位居最受會員滿意的單項；此外，「形象」、「服務態度」及「協調能力」等3項，也均比前一年獲得會員公司更多的掌聲。

附表三 2006與2007年公會整體表現會員滿意度對照表

項 目	2007 年		2006 年		進步幅度
	得分	排序	得分	排序	
專 業 性	4.26	1	4.15	1	+0.11
行政效率	4.26	1	4.10	4	+0.16
形 象	4.19	3	4.11	3	+0.08
服務態度	4.19	3	4.14	2	+0.05
協調能力	4.11	5	4.04	5	+0.07

※備註：各單項之滿分均為5分

依得分高低 逐項分析

爲深入了解會員公司對各個服務項目的評價，以下，將依得分高低順序，一一剖析：

一、「公文處理」：得分4.27

對於採用電子交換系統傳遞公文的方式，會員公司最表肯定與認同。大家均認同，以此方式，能夠有效節省傳輸成本與提昇效率，其中35.71%的受訪者認爲，本項表現「極佳」，認爲「佳」的有55.71%，只有8.57%的受訪者認爲公會的表現「普通」。

二、「網站內容」：得分4.19

公會已完成會務系統e化，取代以往人工作業的方式，除使會務工作流程效率化、迅速化外，另可提供會員公司進行登錄或查詢相關業務，降低時間及人力成本。目前，本會共提供線上進行經理人、專任主管及業務員之登錄、列管人員查詢、會員資料查詢、場檢查詢、在職訓練應訓名單查詢、在職訓練課程查詢與報名，以及期貨經理業務資料申報等功能。對於此一方面之服務，有31.43%的人認爲「極佳」，55.71%覺得表現「佳」，12.86%的受訪者認爲「普通」。

三、「市場推廣」：得分4.13

公會於2007年以來，共計辦理「CA制度對期貨網路及專屬線路DMA下單之高階決策分析」、「強化期貨公會查核與執行自律機制」2場期貨論壇；「期貨商杜絕非法代操實務研討會」、「期貨經理事業拓展法人業務研討會」、「期貨信託基金管理實務」、「金融期貨交易策略-CME經驗分享」、

「期貨商承作店頭衍生性商品之可行性種類及配套措施」、「期貨商高階經營管理實務」及「期貨信託基金管理辦法及公開說明書應行記載事項草案」等7場研討會；「期貨商防制洗錢宣導說明會」9場次、「期貨商行動通訊設備控管機制暨從業人員廣告行爲宣導說明會」；並舉辦「2007期貨校園巡迴講座」15場次、「如何做一個快樂的交易人講座」及「期貨業徵才博覽會暨慶祝母親節慈善園遊會」。在市場推廣方面之努力，感到「極佳」的受訪者有23.19%、認爲表現「佳」的有66.67%，其餘10.14%的人覺得表現「普通」。

四、「規章研議」：得分4.11

本年至今，公會共修訂章程、自律保證金設置辦法、會費繳納辦法、會員自律公約、委員會組織規則、期貨商防制洗錢注意事項範本、會員營業處所場地及設備標準、會員宣傳資料及廣告管理辦法、期貨經理事業經營全權委託期貨交易業務操作辦法、期貨顧問事業於傳播媒體提供期貨交易研究分析問答集等10項自律規範；以及新訂期貨交易全權委任契約（共同委任）範本、保管機構委任契約（共同委任）、全權委託期貨交易三方權義協定書（共同委任）、全權委託期貨交易開戶暨受託契約（共同委任）等4項範本。結果，共有25.71%的受訪者給予滿分的評價，另有60%的人覺得是「佳」，其他14.29%的人則認爲表現「普通」。

五、「證照登錄」：得分4.10

2007年迄今公會共辦理期貨業業務員工作證

核發1,631件，變更1,441件，註銷1,657件，補發190件，撤銷90件，平均每月辦理835件登記案件。調查顯示，認為此項表現為「極佳」、「佳」及「普通」的受訪者比例，分別為24.28%、61.43%及14.29%。

六、「訓練課程」：得分4.07

本年度，公會於全省辦理期貨商業務員在職訓練初階班21班、進階(一)26班、進階(二)29班、進階(三)41班、高階經理班2班、內部稽核班8班，以及顧問業務員在職訓練1班，受訓人數達8,099人，每月平均安排1,350位學員參加在職訓練。對此一服務，有20%的人覺得公會表現「極佳」、67.14%認為「佳」、12.86%的人覺得「普通」。

七、「文宣刊物」：得分4.07

在定期印製的刊物方面，每月有防制洗錢系列宣導海報，分送全省千餘個期貨商及證券商之營業據點；另於每月初出版期貨公會會訊一期，詳實報導公會最新之活動與相關政令；每季季初發行「期貨人」季刊一期，深入剖析期貨業最近一季之動態與議題。此外，本會定期印製業務員職業道德手冊，提供新登錄之業務員，人手一冊，以強化從業人員的道德觀。對於此一項目，分別有24.28%、60%、14.29%及1.43%的受訪者，認為公會的表現為「極佳」、「佳」、「普通」及「差」。

八、「研究發展」：得分4.04

本會今年以來共委託專家學者進行五項專案研究，分別為：「國外對基金投資方針策略」、「國外法規對複委託機構之規範」、

「強化期貨公會查核與執行自律機制之研究」、「期貨商承作店頭衍生性商品之可行性種類及配套措施」、「期貨信託基金風險控管機制之研究」。

調查結果，有22.86%的受訪者相當滿意公會的表現、58.57%認為「佳」、另有18.57%的人認為「普通」。

九、「場地勘查」：得分4.03

2007年迄今，配合業者至全省營業據點進行場地、設備查驗計134件。對於此一方面之服務，21.43%的人認為表現「極佳」、61.43%覺得「佳」、15.71%的人認為「普通」、另外也有1.43%的人覺得有待加強。

十、「稽核輔導」：得分3.99

今年至今共進行期顧事業選案查核7次、例行查核12次，亦協助審核12家期貨經理公司之年報資料，並將查核報告及審查結果轉報主管機關；執行自律機制亦著有成效，上半年計提交紀律委員會討論14案，要求會員改善者4件；擇期進行複查者1件；經理監事聯席會通過，處以警告處置並責令對其經辦人員適當處分者1件；處以違約金新台幣5萬元者3件；剛處以警告並新台幣5萬元違約金處置者1件；同時處以警告及處以新台幣25萬元違約金處置並責令對其經辦人員暫時停止執行職務1個月之處分者1件。受訪者對於公會此一方面之表現，計有18.57%的人極為支持、61.43%認為「佳」、其餘20%的受訪者覺得「普通」。

十一、「交易人保護」：得分3.97

及配套措施，一般會員公司只要依法作業，基本上，均不至產生任何困擾。

在場勘證照的部分，這次有會員公司反應，場勘既是主管機關之要求，就不該收取費用。針對此點，我們必須做出說明，以身份證為例，政府規定每個國民都要領取身份證，但是領用人仍須付費，這就和場勘收費是一樣的道理。營利絕非公會之目的，但是公會執行政府機關賦予之責任，人員出勤勢必產生成本，且本會收取之費用早已調降至僅足以支付人員出勤之成本。「使用者付費」，相信是每個會員公司都應該接受的觀念。

至於公會執行自律公約的部分，被懲處的會員公司或有意見，針對此點，公會認為，所有的懲處案均係查有實據，且經紀律委員會全體委員審慎討論，邀請當事會員公司列席說明、解釋後定案，因此較無爭議。唯針對案例，本會考量加強宣導說明，避免會員公司重蹈覆轍，造成公司成本及形象之損失。

再者，意見最多的莫過於在職訓練的部分。很多會員公司建議，將期貨業員在職訓練更改為三年一訓，開辦班數增加，不要硬性規定上課類別，降低費用等等。對於這些建議，法規面本會將轉達主管機關考量。但是，這項攸關兩萬多名從業人員之權益，本會在此也特別說明。

鑑於金管會例行檢查時認為，期貨業務人員管理上明訂，登錄滿兩年即應參加在職訓練。若以本會在職訓練辦法，滿兩年之當季為在職訓練期間，將造成季初到期者，季末受訓，產生兩個月違法執業的情形，因此建議本會從新檢討此一辦法。因此自今年初起，本會提出滿兩年之前一季為在職訓練期間，以避免此一疏漏。對於不願或無法提前參訓者，本會亦從善如流，修正撤銷登錄為逐月執行。此舉除了避免當季無法參訓而提出延訓申請之繁瑣程序外，更可使從業人員避免因個人或人事承辦人員疏失，在當季無法完訓就立即面臨撤銷

登錄之困擾。

至於開班地區及班數，本會均在每年年初即規劃當年度各地區開班預告，每季也提出下季開班預估，以方便外縣市從業人員選擇適當地點，避免舟車勞頓之苦。但是，多年來的宣導，仍無法說服大多數的會員公司，以地點為優先考量，提前為所屬人員報名參訓。這固然是成本及人員流動率之考量，但往往造成參訓者各種抱怨。然而，公會的在職訓練業已做到事前預告、事中跟催（提醒承辦人尚未報名之訊息）之動作，一般事務性改善的空間固然有之，但對於會員公司所提，未參訓即撤牌是缺乏彈性的作法，本會亦無法改變。畢竟，在落實執行法規前提下，若給予彈性，勢必會造成混亂的現象。

也有許多會員公司抱怨海報的印製，似乎過於浪費，並認為宣導效果有限。但是警示性海報，對於投資人是提醒，可以趨吉避凶；對於業者，則是最好的保障，因為透過海報可達到告知義務。未來公會將改善海報的品質與內容，讓大家樂於張貼，達到宣導之效。

全方位經營服務理念

所有服務的工作，在事前做好完善的配套措施，這是我們的責任與義務；但是在執法面，公會將堅持原則，以毋枉毋縱的精神完成主管機關交辦事項，也唯有用這樣的態度，才能維持業界的紀律與自律。對於其他諸如國際交流、研討會以及規章等等見，本會均審慎研議，希望盡力滿足各會公司的要求。

對於提出相關意見者，本會由衷感謝，唯有透過建設性建議，才能促成公會的零缺點服務。未來的會員服務，公會將以大處著眼，小處著手的全方位經營方式。對於整體期貨業的發展，公會也盡力扮演引導、協助、規劃、整合的角色，希望對業者能夠充分發揮最大之服務功效。

CNFA

每月印製「防制洗錢」宣導海報外，本會另於全省北中南東各區舉辦「期貨商防制洗錢宣導說明會」9場次，並持續透過傳播媒體播放「期貨三千萬 安全有保障」宣導短片，希望藉由媒體的傳播廣度，教育交易人認清地下期貨及非法代操之後遺症，以確保自身的權益。本項共獲得18.57%的受訪者高度肯定、60%的人覺得「佳」、21.43%人認為表現平平。

十二、「國際交流」：得分3.88

在國際交流方面，公會今年度受湖南期貨協會之邀，由理監事組成考察團至湖南長沙參

訪；此外，本會邀請美國凱萬基金（Oppenheimer Funds Inc.）資深投資主管 Jerry Webman博士，來台就國外期貨基金之經營與管理等實務層面，與我國業者分享經驗；另邀請新加坡Led Capital Management Pte Ltd. 董事長郭福榮先生，以「如何做一個快樂的交易人」為題分享他的成功之道。調查結果顯示，受訪者認為公會在這一方面的作為尚有進步的空間，僅有17.65%的人認為表現「極佳」、54.41%的受訪者評價為「佳」、高達26.47%的人覺得「普通」，另有1.47%的人覺得不盡滿意。

會員滿意度調查之意見回應

撰文：葉紫華

了解真相 持續改善

藉由問卷調查，本會得以深入了解會員公司對本會提供之各項服務的看法及意見，並加強與會員公司之間的溝通，以掌握其真正需求。並據此問卷針對市場之重大需求優先提供服務，以及改善服務品質，擴大服務項目之動能。

本會將回收之會員滿意度逐條分析、統計、彙總後，於本會業務週會中提報，並將會員公司所反映之寶貴意見列表控管，交各組承辦人了解並提出說明。對作業面因誤解而提出意見者，責成承辦人員立即以電話解說；對確實有改善空間者，要求於一個月內進行改善，改善完畢後，再以電話或電子郵件向會員回報處理情形，對方若無異議即予結案歸檔。此外，為了確保承辦同仁均確實按照程序處理，本會也責成內部稽核人員定期跟催改善情形。

詳細說明並回應重要意見

在這次會員滿意度的調查中，大家最為滿意的就是電子公文的部分。此次也有會員提出較為關鍵的改善意見，希望本會在公文發送時，將會員公司類別再做精確的分類。這點確實值得重視，尤其在主管機關開放跨業經營後，未來本會會員公司涵蓋了證券、期貨、投信、投顧、銀行等等，在公文處理上，確實應做更精密之區分。

在一般項目中，對公會的服務滿意度極高。但是，其間最弔詭的是在於法規執行面，我們也發現一個有趣的現象，凡是公會受主管機關要求有關法規執面的部分，得分普遍較低。從這項數字分析，對主管機關而言，勢必肯定公會執法態度；對會員公司而言，則希望放鬆執行面。事實上，不論是在職訓練、場勘、稽核查察方面，本會均有嚴謹之作業流程



元富期貨

元富期貨投顧

誠信 專業 創新 永續承諾
最佳選擇

元富期貨為客戶資金創造最大效益
元富期貨投顧為客戶提供最精準與詳盡分析



元富期貨股份有限公司

台北市106 復興南路一段209號4樓

電話：(02)2721-3458

傳真：(02)2731-6317

<http://www.masterlink.com.tw/futures>

(96)年金管期總字第015號

熱忱 · 積極 · 完美