

台灣期貨研究叢書 023

台灣期貨市場保證金 預繳制度的檢討

CNFA

熱忱 · 積極 · 完美

■ 台灣期貨研究叢書 023 ■

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

台灣期貨市場保證金預繳制度的檢討

主 持 人：林蒼祥 博士

共同主持人：段昌文 博士

執行單位：台灣財務工程學會

台灣期貨市場保證金預繳制度的檢討

總目錄

目錄	I
表目錄	II
目錄	IV
第一章 前言	1
第二章 國外期貨市場保證金的收取方式與用途	5
第一節 結算保證金	5
一、韓國交易所 (Korea Exchange, KRX)	5
二、香港交易所 (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEx)	6
三、印度國家證券交易所 (National Stock Exchange of India Ltd, NSE)	10
四、芝加哥商業交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME)	10
五、NYSE.LIFFE	14
六、東京交易所 (Tokyo Stock Exchange, TSE)	14
七、新加坡交易所 (Singapore Exchange Limited, SGX)	15
第二節 客戶保證金	17
一、韓國	17
二、香港	19
三、印度	21
四、美國	22
五、NYSE.LIFFE 結算會員	23
六、東京	23
七、新加坡	24
第三節 小節	24
第三章 國內現行期貨保證金收取之規範與作業方式	26
第一節 期貨保證金收取之法令依據	26
一、結算保證金	26
二、客戶保證金	27
第二節 現行台灣期貨市場保證金繳交作業方式	28
第四章 台灣期貨市場交易環境分析	43
第一節 對期貨市場的影響	43
一、近期台灣期貨市場的大紀事	43
二、台灣期貨交易所變更交易機制對期貨市場的影響分析	48
三、2007 與 2009 年保證金繳存情況比較	51
四、豁免預繳保證金對期貨商利息收入的影響	53
第二節 台灣、香港與新加坡期貨市場比較	56
一、期貨市場表現	56
二、可交易之相似商品比較	59
三、交易所、期貨商財報的異同	64
第五章 台灣期貨市場豁免預繳保證金的問題與解決方案	69
第一節 國內現行期貨保證金繳存之法令疑慮	69
一、客戶保證金的管理方式	69
二、客戶保證金不足問題	70
三、價差交易與當日沖銷	74

第二節 挹注期貨保證金不足的可行性方案與影響	76
一、期貨商自有資金代墊	77
二、期貨商取得融資的可行性	77
三、期貨商挹注客戶保證金的影響	80
第三節 期貨保證金繳存金額之數額與時間問題	92
一、客戶保證金維持預繳制，結算保證金維持現狀或採國外模式收取	96
二、開放客戶免預繳保證金，客戶繳存原始保證金時間早於或等於結算保證金繳存時間，或結算保證金維持現狀，或採國外模式收取	97
三、開放保證金免預繳，客戶繳存之原始保證金晚於結算保證金繳存時間	99
第四節 小節	99
第六章 研擬台灣期貨市場豁免預繳保證金的作法與配套	101
第一節 資格限制	101
一、國際作法	102
第二節 信用評等	107
一、保管銀行的評等	108
二、期貨商的評等	109
三、特定法人的評等	110
第三節 可行性的保證金繳存方式	114
一、結算保證金繳存方式	114
二、客戶保證金繳存方式	117
第四節 相關配套措施	123
一、法令的修改與調整	123
二、期交所財務防禦措施的調整	125
三、有關於風險管理作業的調整	126
四、豁免預繳保證金產生之相關費用	131
五、繳存保證金的種類、用途與額度等相關可配套措施	132
六、期貨商自律規範的調整	133
七、開放期貨經紀商的業務種類	135
第五節 小節	137
第七章 結論	139
第一節 結論	139
第二節 建議	140
參考文獻	143

表目錄

表 2.1.1	香港交易與結算所可接受結算保證金形式.....	8
表 2.1.2	HKEx 的投資分配表.....	9
表 2.1.3	美國芝加哥商品交易所結算保證金抵繳一覽表.....	11
表 2.1.4	CME 財務報表收入項目.....	12
表 2.1.5	CME 非營業收入與費用.....	13
表 2.1.6	結算會員存於 SGX-DC 之保證金存款.....	17
表 2.2.1	利息收入細項.....	23
表 2.3.1	國際期貨市場與台灣之保證金收取方式與融通.....	25
表 3.2.1	台灣期貨交易所各契約保證金額度.....	40
表 4.1.1	台灣期貨市場 2008 年調整交易機制前後統計數量.....	48
表 4.1.2	台灣期貨市場 2009 年調整交易機制前後統計數量.....	52
表 4.1.3	2009 與 2007 年全市場保證金繳存情況.....	53
表 4.1.4	2007 與 2009 年全市場交易與保證金可使用情況.....	53
表 4.1.5	結算會員年度收入.....	54
表 4.1.6	豁免法人預繳保證金對期貨商端利息收入與手續費收入的模擬.....	56
表 4.2.1	三個國家期貨市場比較.....	57
表 4.2.2	台灣、香港、新加坡期貨交易市場的異同.....	59
表 4.2.3	台灣與新加坡摩台指商品期貨合約規格比較.....	61
表 4.2.4	台灣指數期貨與恆生指數期貨合約規格比較.....	62
表 4.2.5	香港交易所與台灣期貨交易所全市場結算保證金金額.....	64
表 4.2.6	2008 年 HKEx 有價證券抵繳保證金統計.....	64
表 4.2.7	有價證券抵繳保證金 2009 年 10 月統計.....	65
表 4.2.8	三個交易所 2008 年資產負債表.....	66
表 4.2.9	三個交易所 2008 年損益表.....	67
表 4.2.10	三個國家之期貨商 2008 年資產負債表.....	68
表 4.2.11	三個國家之期貨商 2008 年損益表.....	69
表 5.1.1	台灣期貨交易所組合式交易平均每日交易情況(2009/7-2009/8).....	76
表 5.2.1	台灣企業融資管道.....	79
表 5.2.2	商業銀行、證券商及專營期貨資本額比較.....	82
表 5.2.3	台灣期貨交易所結算會員繳存交割結算基金規定.....	84
表 5.2.4	結算會員相關財務規定.....	86
表 5.2.5	ANC 與 ANC 比率計算方式.....	87
表 5.2.6	以自有資金代墊保證金模擬之 ANC 比率.....	89
表 5.2.7	以自有資金代墊保證金模擬之流動比率.....	90
表 5.2.8	模擬期貨商可融資成數.....	91
表 5.2.9	借款前後期貨商業主權益占負債比值.....	93
表 5.2.10	期貨商透過取得金融機構透支額度後代墊保證金的流動比率模擬.....	93
表 6.1.1	韓國特定法人適用範圍.....	104
表 6.1.2	國內法規有關於特定法人之規範範圍.....	107
表 6.2.1	外部信用評等機構評等分級對照表.....	108
表 6.2.2	外部評等選用原則表.....	113
表 6.2.3	選用之外部評等長期信評與內部評等對應.....	114
表 6.4.1	期貨商業務範圍.....	138

圖目錄

圖 2.1.1 韓國保證金繳交流程.....	6
圖 3.2.1 期交所對結算會員盤中追繳作業.....	32
圖 3.2.2 期交所對結算會員盤後追繳作業流程.....	35
圖 3.2.3 期交所結算作業流程.....	36
圖 4.1.1 台灣期貨市場 2008 年重要紀事.....	46
圖 4.1.2 台灣期貨市場 2009 年重要紀事.....	48
圖 6.3.1 香港、韓國、新加坡與台灣之銀行與期交所營業與交易時間對照圖.....	117
圖 6.3.2 全球銀行作業時間.....	119

第一章 前言

有鑑於全球衍生性商品交易市場的變革與降低期貨交易人資金運用的成本，台灣期交所在近 2 年之內，總計推出了約 21 項的新商品及新制度；光是 2008 年，更是台灣期貨市場新商品與新制度的密集推廣期。有關於保證金的相關調整機制，除了 2008 年 6 月 12 日調整各期貨及選擇權契約保證金結構比外，同年 11 月 10 日更同時實施了兩項與保證金有關的新制，即「交易人以有價證券抵繳保證金制度」與「整戶風險保證金制度（SPAN）實施至交易人端」，主要目的皆在降低期貨交易人的資金使用成本與提升資金的使用效率。

在提升期貨市場資金的使用效率前提下，我國異於國際期貨市場的預繳保證金制度是否有繼續存在的必要性，將是期貨市場中所有參與者關心的課題。保證金的預繳制度主要是防禦交易者的流動性風險而設，倘若取消交易保證金的預繳制度，雖然期望對整體期貨市場的交易量有推升的效果，但是期貨市場的交易風險亦將同時提升。其次，亦可能對期貨商的利息收入產生衝擊。倘若維持現狀，似與國際慣例不符，亦有資金使用無效率問題，況且保證金預繳制度亦為業者間削價競爭的導因之一，例如交易費用的削價或現行預繳保證金的減免等等。

根據期貨交易法第 50 條與 67 條之規定，期貨結算機構應向期貨結算會員收取交易期貨之結算保證金，期貨商受委託進行期貨交易時，應向期貨交易人收取保證金或權利金，准此期貨交易母法之規定，對於期貨保證金的繳付制度，應已有具體且明確屬授權形式，自屬業界自律規範。而根據我國期貨市場係依期貨商管理規則第 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，因而台灣期貨市場開業至今不止採「預繳制」，更是得「足額預繳」。因此，期貨主管機關要求期貨商於接受期貨交易委託時，應先向期貨交易人收足原始保證金數額，而台灣期貨交易所亦採相同方式先向結算會員收足委託單之保證金。然實務上期貨商係以後台系統檢核，若交易人保證金不足，則拒絕其委託下單。目前，包括期交所對結算會員及期貨商對交易人，皆採以超額保證金進行新增委託的風險控管，至於平倉釋出的保證金則可納入超額保證金部位進行新增委託，期貨盤後交易亦

為保證金預繳制；因此，保證金的預繳將可完全掌握期貨的交易風險。觀察台灣遭逢許多次的金融大事件，期貨市場皆無發生重大違約情事，足見我國期貨市場特殊的保證金預繳制提供了防禦這些風險的最佳機制。

為了風險控管所設計的交易機制，最終都將成為抑制期貨交易量的推手。也因此，為了避免這些制度衝擊到交易量，長期以來台灣期交所與期貨商無不陸續開放與國際接軌的交易機制或提供交易人更為便捷的交易而努力。例如，長期以來台灣期貨交易所期許與新加坡競爭的摩台期，為了期使更多外資能投入台灣的摩台期，除了先前調降摩台期保證金由最初的 1,800 美元降至比新加坡摩台期為低的 1250 美元，以期獲得交易量的提升。然而比較 2008 年全年兩地的摩台期交易量，新加坡摩台期交易量為 16,913,325 口，台版摩台期交易量則只有 2,850 口。不同於台灣期貨交易制度，新加坡期貨交易非完全為保證金預繳制，這對以法人為交易核心的期貨市場而言，由於保證金交易槓桿利用度高，預繳保證金制度將降低其槓桿利用度，形同提高交易保證金數額；其次，由於外資法人與期貨商淨值低，取得銀行融資額度困難，因此為了委託下單所必須準備資金的流動性將成為外資法人與期貨商投入市場的主因。

根據行政院經建會外商建言書中美國商會 2008 年的白皮書，有關於資本市場項目中之放寬期貨及相關外匯交易之法規議題所建議事項一：『針對機構投資人，取消下單前預繳期貨保證金之制度，讓期貨商可依內部對機構投資人的信用政策來決定是否需要預繳期貨保證金。』金管會證期局亦已針對機構投資人，規劃取消委託前預繳期貨交易保證金制度，而期交所亦已將針對特定法人放寬預繳保證金制度之規劃案核報金管會，顯見政府相關主管機關對期貨市場保證金預繳制度的重視程度。

據此，本計畫有興趣的是國際市場的保證金繳存制度是如何執行，相關交易機制的配套措施為何，是否適合習慣預繳的台灣期貨市場，倘若豁免期貨市場行之有年的保證金預繳制度，是否需有相關的配套措施，亦或對期貨市場會產生如何的影響或衝擊，將是本計畫討論的重點。

觀察國內期貨市場自民國 1998 年 7 月 21 日開市以來，成交量及未平倉部位皆有穩定的成長。然而對期貨商而言，由於國內期貨經紀商收入來源主要為經紀手續費收入與保證金存款利差收入兩項，根據林蒼祥與段昌文 (2008) 的報告顯

示，台灣整體期貨商 2003 年 1 月份平均每口經紀手續費收入達新台幣 337 元，而至 2009 年 8 月，期貨商經紀業務收入每口則只有新台幣 71.84 元，手續費逐年遞減，與先進國家的期貨商有相似的情況。然而國外期貨商業務收入來源不同於台灣，因此保證金的利息收入在台灣期貨商是一項重要生財項目。排除風險控管因素，倘若取消保證金預繳制度，對期貨商收入預期將產生部分衝擊。雖如此，取消保證金預繳制度期望可對期貨交易量注入活水，期貨商亦也樂於開放的，惟豁免保證金預繳的同時，理應參考國際市場的相關交易機制的配套，以提供台灣期貨市場豁免預繳保證金後應有之相關配套措施，亦或採分階段實施，以讓市場參與者有緩衝期予以調整相關的機制，以降低對市場的衝擊。

因此，本計畫研擬有關於國內期貨市場取消保證金預繳制度的可行性研究，期望透過我們的議題研討，以提供期貨主管機關、期貨交易所、期貨商與投資人方能在一個公平公正且有效率的交易平台上交易，在相關的配套機制執行下，市場參與者亦可取得互信基礎，因此建構本研究目：

- 一、蒐集國際知名期貨市場保證金收取與運用之作業方式，比較實務的作法。
- 二、探討現行國內期貨交易法規對保證金收取之相關規定與實務之作業流程。
- 三、分析近二年來台灣期貨市場的變革與相關調整方案對期貨市場的影響，進一步比較與台灣具有發行相同標的物的指數期貨商品之新加坡期貨市場之交易制度、商品、與參與者的異同；而同為預繳制的香港，卻有著迥異於台灣對保證金收取方式的作法，亦為比較之國家。
- 四、分析豁免預繳保證金後，應有之相關配套之實施對期貨商的收入、財務條件之影響。
- 五、針對現行有關單位對嘗試提供於台灣期貨期貨市場豁免預繳保證金的相關待解決之問題，嘗試提供可行性的解決方案。
- 六、提出對豁免預繳保證金在台灣期貨市場實行的可行性方案。

本研究除了本章外，第二章為介紹七個主要國家之期貨市場對保證金的收取與運用情況，我們除了實地訪問外，並嘗試透過該國的法規來解釋該國期貨市場保證金的收取規範；第三章則為國內現行保證金收取之法令之依據與收取之實務，本研究就結算保證金與原始保證金的收取分別進行討論；第四章為分析近 2

年來台灣期貨市場的變革與影響，進一步比較台灣、新加坡與香港在交易制度、契約商品面、交易所與期貨商財報的異同，嘗試提供台灣期貨市場一個制度面的比較，以釐清免預繳與預繳保證金所需之相關配套機制；第五章則討論豁免預繳保證金在現行台灣期貨市場交易機制下執行層面需解決的問題，並嘗試透過分析已提供可行性之解決方案；第六章則針對豁免預繳在台灣執行的可行性方案與相關配套機制的調整，期望透過分析後所做的可行性方案能提供相關單位欲執行豁免預繳保證金的實施參考；最後一章為結論。

第二章 國外期貨市場保證金的收取方式與用途

有鑑於台灣期貨市場欲豁免預繳保證金的措施，在相關經驗未累積前，一些國際期貨市場對豁免預繳保證金已施行多年，將是台灣實施該項變革的參考依據。然而現行亦有一些國家之期貨市場亦有相同於台灣期貨市場預繳保證金之作法，雖然相同於台灣，是否就表示相關的交易機制即相同，根據本研究觀察的結果，但是否定的。

根據資料顯示，多數國外期貨交易所鮮少有規定客戶必須在委託單就需繳足保證金，連原先採預繳制的韓國期貨市場，亦也於 2005 年 9 月 26 日豁免特定法人得免預繳保證金，目前維持委託前即必須繳足保證金的作法，只有台灣與印度。其次，根據國外期貨市場收取保證金的種類與收取後之用途，亦與台灣期貨市場有著迥異的作法，他們作法是否足以讓台灣期貨市場欲開放保證金免預繳的參考依據，將視相關的市場環境、交易機制與配套措施等等因素的考量。因此，本章節主要討論七個先進的國際期貨市場對於保證金的收取方式，除了分為兩層次來探討外，並嘗試尋找該國在收取保證金後對保證金的使用途徑，以尋求台灣目前皆以定存方式進行的相關配套方案，以期能提高資金的使用效率。

第一節 結算保證金

有關於各國期貨交易所訂定保證金收取方式、額度、種類與用途等，皆以結算保證金為規範依據，且多餘交易所交易機制的法規中即有訂定完整的規範。據此，我分針對七個國家的期貨交易所進行蒐集相關的法規，以整理本節對結算保證金如何收取的相關討論。

一、韓國交易所 (Korea Exchange, KRX)

韓國的結算機制類似於台灣的作法，均由期交所扮演結算機構的角色，且期貨商須於期交所指定的六個結算銀行開立期貨結算帳戶，客戶保證金亦須與自有資金分離存放。在保障客戶權益下，KRX 要求結算會員將客戶保證金存入韓國證券金融公司 (Korea Securities Finance Corporation, KSFC)，客戶以有價證券抵繳保證金則存入韓國證券託管公司 (Korea Securities Depository, KSD)。韓國期貨交易規定，一般的交易人於期貨商端委託前皆須繳存保證金，但期貨商繳存於期交所的結算保證金並不需預繳。根據韓國交易所衍生性商品規則第 88 條第 5 項結算

會員保證金規定，結算會員僅需於交易日下一營業日，亦即 T+1 日，中午 12 點前繳足結算保證金即可¹；根據韓國交易所網站揭露之資訊顯示，其衍生性商品的交易時間為早上 9 點至下午 3 點 15 分，結算會員繳存保證金的最後時間為下一營業日的盤中作業時間。每日盤中於交易時間發生結算會員保證金不足時，交易所亦會即時通知結算會員須及時補繳保證金。

其次，可用來繳交保證金的種類，除了本國貨幣及經主管機關核准的有價證券外，尚包含美元、日幣、歐元、英鎊、澳幣、新加坡幣、瑞士法郎以及加拿大幣等。韓國交易所為了保護客戶權益，在收取保證金後的使用途徑，僅能投資於一些被視為幾乎為無風險的債券，如政府債券或半主權債券²；由於韓國交易所 2008 年年報並未揭露有關於保證金收取與投資情況，故無法得知其實際投資情況。KRX 保證金繳交流程如圖 2.1.1 所示：

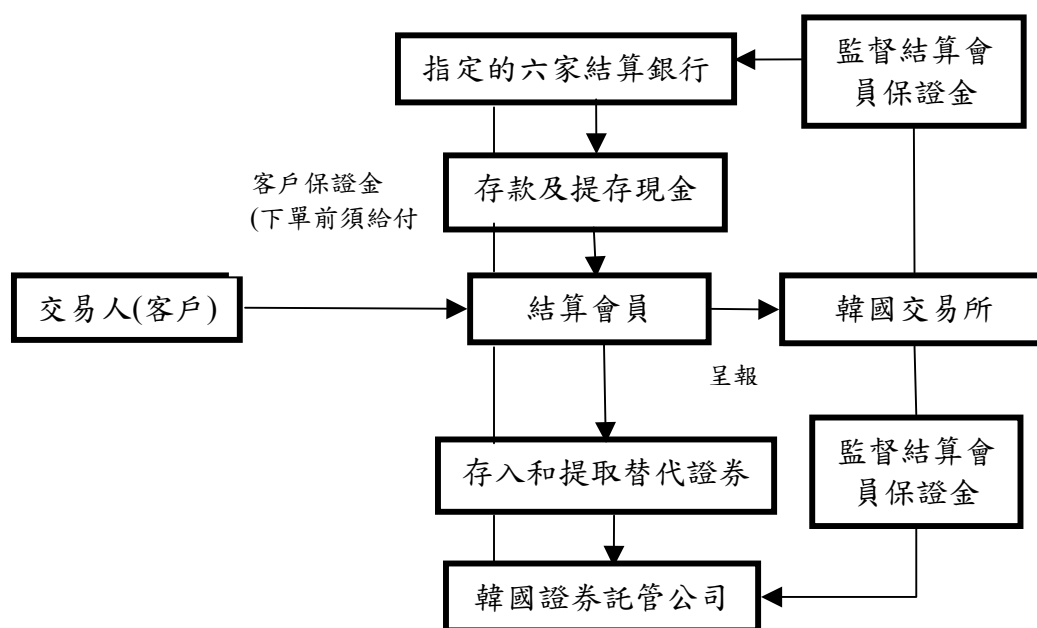


圖 2.1.1 韓國保證金繳交流程

二、香港交易所 (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEx)

¹ No margin deposit is necessary prior to trading for transactions between member firms and the KRX. In accordance with the rules and regulations of the KRX, member firms may deposit the member margins by noon of T+1 day.

² 由政府 100% 所持有或是背書的公司所發行的債券。

香港期貨結算有限公司 (HKFE Clearing Corporation Limited, HKCC) 及香港聯合交易所期權結算所有限公司 (SEHK Options Clearing House Limited, SEOCH)，分別為香港期貨交易所有限公司及香港聯合交易所有限公司之衍生產品合約的結算所。於交易所交易的衍生產品合約包括指數期貨及/或期權、股票期貨及/或期權、利率期貨、定息產品期貨及商品期貨。期貨結算公司及聯交所期權結算所是結算參與者的中央對手方，並保證達成之交易的完成。此外，兩間結算所亦提供包括後交易管理、持倉管理、行使及指定分配等結算服務。然香港交易所亦明確指出，結算會員需每日向期交所交付結算保證金，其中包含的款項有：

1. 每日因市場波動所需調整補繳之結算保證金。
2. 盤後補繳及其他現金繳款要求。
3. 額外之儲備基金供款。

結算會員除了可以在其中一間結算銀行開立帳戶外，亦可於其指定之銀行開立帳戶，與結算所進行資金往來。但如結算所未於該指定之銀行開立帳戶，則當需進行資金往來時，則需透過票據交換所自動轉帳系統進行。然而在一天的波動中，結算所因市場價格變動所做的價格調整，如結算會員帳戶保證金不足需補繳保證金的時，只能以港幣現金補繳，且結算會員需於接獲通知後 1 小時亦需補足，如未能及時補繳，結算會員可能會遭受以「失責」的處罰³，在香港並無類似台灣對於違約後必須執行「砍倉」規定，交易所除了以失責處理外，就是要求違約結算會員亦得完成補繳手續。其次，結算參與者則必須確保其特定帳戶有充足結餘以支付結算所的繳款指示，而負責的交收銀行亦必須在下一個營業日上午九時十五分或之前通知結算所，該款項已繳付。

根據香港交易所的期貨結算所規則及程序第四章⁴第 408 條規定，每日盤中至少須計算一次所有未平倉合約的變價調整。而第 410 條則規定期貨結算所需於每個營業日盤中至少計算一次所需按金⁵及變價調整，其中現金結算合約則直到合約已平倉或已到期或被行使，以較早時間為準。實務交割合約，則直到合約已平倉或已交收，亦是以較早時間為準。第 411 條則規定期貨結算所可於任何營業日要

³ 香港對於違約的相關作法，參見本研究第六章第四節的違約定義。

⁴ http://www.hkex.com.hk/rule/futrule/CC-IV_C.pdf

⁵ 香港所稱“按金”為交易衍生性商品所需繳交之保證金。

求即日追收變價調整。

聯交所期權結算所的期權結算規則第六章⁶第 608 到 610 條規定期權金、交收額及按金的計算，聯交所於每交易日營業結束後開始計算期權結算所參與者應付的每日按金款項，且盡力確保於每個交易日的下一個營業日上午八點前計算出應付的按金款項。第 611 條則規定收取的按金、期權金及交收額，須於每個交易日的下一個營業日上午九點十五分前向聯交所期權結算所繳付應付之按金款項。第 614 及 615 條則規定聯交所期權結算所可於任何交易日隨時向參與者要求繳付即時額外按金，而接獲要求的參與者須於一個小時內以港幣現金清付要求的款項。

(一) 可接受結算保證金形式及管理系統

香港期貨結算有限公司及香港聯合交易所期權結算所有限公司均是透過共同抵押品管理系統 (Common Collateral Management System, CCMS)，其中結算保證金的形式可以現金或其他經核准的有價證券來抵繳，其中的有價證券的抵繳比率最高仍為 50%。而可接受抵繳的形式如下：

1. 現金：包含了港元、歐元、日圓及美元。
2. 銀行擔保：由認可的銀行開立之信用狀或銀行擔保等等。
3. 外匯基金票據及債券：抵繳比率 1 年內到期為 98%，1-5 年內到期為 97%，5-10 年內到期為 95%。
4. 美國政府國庫票據及債券：抵繳比率 1 年內到期為 99%，1-5 年內到期為 97%，5-10 年內到期為 95%。
5. 股票：包含了所有恒生指數成分股及盈富基金。

其中在期貨結算公司及聯交所期權結算所所承認之抵繳形式如表 2.1.1 所示：

表 2.1.1 香港交易與結算所可接受結算保證金形式

認可抵押品		期貨結算公司	聯交所期權結算所
現金	港元	V	V
	歐羅	V	V
	日元	V	V

⁶ http://www.hkex.com.hk/rule/optclearrule/CHAPTER6_c.pdf

	美元	V	V
銀行擔保		V	V
外匯基金票據及債券		V	V
美國政府國庫票據及債券		V	—
股票		—	V

資料來源：HKEx 網站

然而香港期交所針對以現金繳交保證金有計息，利率按當時的銀行儲蓄利率，以強制性公積金計畫管理局的保本基金利率做為計算基準，也就是相當於香港三家發鈔銀行的港元儲蓄利率的簡單平均數。倘若儲蓄利率為負的，結算會員則需上繳應繳之利息，而他國貨幣的現金保證金計息方式，則以三家發鈔銀行⁷的該等貨幣儲蓄利率做計算基準。

(二) 結算保證金之用途

由香港交易及結算所有限公司的 2008 年年報中有清楚註明該集團⁸可供投資的資金包含了公司資金、保證金及結算所基金，其 2008 年的平均總額為港幣 623 億元，較去年同期成長 25%⁹。這些資金主要都投資於流動性高的商品，以應付日常營運需要，及備結算所基金及保證金流動性不足時所需；主要投資項目有債券、現金或銀行存款與環球股本證券三項。公司自有資金亦可進行投資，項目有債券、現金或銀行存款。根據年報顯示，中集團所投資的債券等級均為投資級債券，2008 年 12 月 31 日的加權平均信貸評級為 Aa2，加權平均到期日則為 0.6 年，而存款只存放於香港發鈔銀行，投資級別的持牌銀行及有限牌照銀行是由董事會不時批准決定。而 2008 年有關三個資金來源的投資比重如表 2.1.2：

表 2.1.2 HKEx 的投資分配表

資金來源	涉及投資資金 (十億元)	債券	現金或 銀行存款	環球股本證券
公司資金	HKD 10.8	50%	48%	2%
保證金	HKD 41.8	39%	61%	0%
結算所基金	HKD 1.2	30%	70%	0%

⁷ 香港上海匯豐銀行、渣打銀行香港分公司與中國銀行香港分公司。

⁸ 集團包含包含香港聯合交易所有限公司、香港期貨交易所有限公司、香港中央結算有限公司、香港聯合交易所期權結算所有限公司與香港期貨結算有限公司。

⁹ 2007 年為港幣 497 億。

合計	HKD 53.8	41%	59%	0%
----	----------	-----	-----	----

資料來源：2008 年 HKEx 年報

三、印度國家證券交易所 (National Stock Exchange of India Ltd, NSE)

印度國家的證券交易所於 2000 年 6 月才開始有衍生性商品交易，起步較其他先進國家為慢，且尚無專為衍生性商品規範的法條，不過交易量截至今年 2008 年為止，排名為全世界第 8 位，相當突出。印度證券契約法雖適用於衍生性商品的規範，但並未對結算保證金收取方式有所規範，其相關規範多訂於印度國家證券結算有限公司 (期貨及選擇權部門) 的規定中。

雖如此，根據 NSE 網頁中之文宣資料「Fact Book」第六章，清楚記載著結算會員需預繳結算保證金¹⁰，交易會員 (trading member) 亦必須先於印度國家證券結算機構 (NSCCL) 所規定之 13 家結算會員 (clearing member) 開立客戶保證金帳戶與結算保證金帳戶，使能連接之間的資金轉移。准此，只要客戶進行委託而繳交保證金，印度國家證券交易所就有權可對其保證金進行其他投資，或是當客戶以有價證券抵繳保證金時，亦可進行借券交易等相關投資業務。

四、芝加哥商業交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME)

根據蒐集的資訊顯示，CME 結算保證金收取之最後時間為 T+1 日 AM 6:40。其次，根據 CME 交易規則第 816 條¹¹對於結算會員以有價證券繳交之規定，則要有最低保證金之存款；結算所通知結算會員應繳存此最低保證金，要求未達規定者必須於五天內補足¹²，然依風險的不同，補足的時間亦可視為 1 個小時內。雖然 CME 採總合帳戶管理制度，但仍要求期貨商須將客戶資金分離存放。故期貨商仍須於芝加哥商業交易所所指定的結算會員開立客戶及結算保證金帳戶，且須與自有資金分離存放。

¹⁰ Fact Book Chapter6-Future & Option Segment, NSCCL charges an upfront initial margin for all the open positions of a Clearing Member (CM).

¹¹ Each clearing member shall make a deposit with the Exchange as security for its obligations to the Clearing House. The minimum security deposit of a clearing member, shall equal the greater of (a) an amount specified by the Clearing House Risk Committee or (b) the clearing member's proportionate share of the "Aggregate Security Deposit," which shall be an amount determined by the Clearing House Risk Committee.

¹² If such report indicates that the clearing member's current security deposit with the Exchange is smaller than the amount required, the clearing member shall increase its amount within five business days.

(一) 可接受之結算保證金形式

依據 CME 交易規則第 820 條及第 824 規定，可以用來抵繳保證金的履約保證形式包含：

1. 現金：除美元外，包含澳幣、英鎊、加拿大幣、歐元、紐西蘭幣、挪威克羅納、瑞典克朗、瑞士法郎、日圓、墨西哥披索等外幣。
2. 美國政府公債系列：包含美國國庫券及中長期債券。
3. 政府資助之機構與組織所發行的債券：包含折價債券 (Discount Notes)、可贖回和不可贖回的基準票券、特別票券、聯邦房貸銀行票券、聯邦農會信用銀行票券、可贖回和不可贖回基準中長期債券、特別中長期債券、聯邦房貸銀行中長期債券和聯邦農業信貸銀行中長期債券。
4. 外國政府債券：包含加拿大、法國、德國、瑞典、英國等國的政府債券。
5. 不動產貸款抵押受益證券：包含房利美 (Fannie Mae, FNMA)、房地美 (Freddie Mac, FHLMC) 與美國政府全國房貸協會 (Ginnie Mae, GNMA)。
6. 特定擔保品：包含 IEF2、IEF3、IEF4、IEF5。
7. 信用狀。
8. 股票：S&P500 指數的股票。

(二) 實際結算保證金收取情況

根據 2008 年 3 月 31 日 CME 收到擔保品的分項金額，如表 2.1.3 顯示。其中以公債抵繳保證金獲得之利息收入佔總收入比率最高，達 39.17%。

表 2.1.3 美國芝加哥商品交易所結算保證金抵繳一覽表

擔保品	金額(美元)	百分比
現金(美金)	606,351,964	0.92%
現金(外幣)	774,292,996	1.17%
美國政府公債系列	25,953,938,001	39.17%
政府資助之機構與組織所發行的債券	6,658,946,246	10.05%
外國政府債券	2,086,239,446	3.15%
不動產貸款抵押受益證券	953,040,588	1.44%
特定擔保品(IEF2)	21,543,135,971	32.51%

特定擔保品(IEF3、IEF4)	503,626,477	0.76%
特定擔保品(IEF5)	2,969,543,186	4.48%
信用狀	2,471,300,005	3.73%
股票	1,745,595,693	2.63%
總計	66,266,010,573	100.00%

資料來源：2008/3/31 美國芝加哥商品交易所

由表中亦可得知，CME 保證金的運用主要透過 IEF2、IEF3、IEF4、IEF5 等計畫。表 2.1.4 為 CME 2008 年的損益表之收入項目，CME 收入結構以結算與交易費為主要收入來源。

表 2.1.4 CME 財務報表收入項目

科目(美元/仟元)	2008 年	2007 年
結算與交易費	2,115,366	1,427,320
報價資料費	279,533	145,054
處理服務費	54,073	106,404
通訊費	43,618	36,511
其他收入	68,429	40,812
總收入	2,561,019	1,756,101

資料來源：CME 2008 年年報

(三) 特定擔保品計畫

雖然 CME 必須遵循美國商品期貨交易委員會 (Commodities Future Trading Commission, CFTC) 對於保證金相關繳存與使用之規定，然而 CME 並非完全依 CFTC 的規定，一些 CFTC 允許持有的有價證券，CME 並不直接接受，而是透過其他特別擔保品管理計畫 (Interest Earning Facility, IEF) 來持有，主要目的在於增加擔保品的收益以及收取的彈性。CME 的擔保品計畫包含 IEF2、IEF3、IEF4、IEF5。

1. 貨幣市場共同基金管理計畫 (IEF2)

CME 作為結算會員與貨幣市場共同基金 (Money Market Mutual Funds, MMMFs) 之間的平台，即是結算會員可以透過 CME 選擇經 CME 認可的貨幣市場共同基金作為保證金的擔保品。若該共同基金產生利息則仍歸屬該結算會員，利息是採每日應計基礎，每月月底得依 (1) 增加貨幣市場共同基金股數、(2) 現金存入以作為結算保證金，或是 (3) 直接發放現金，三種方式之一發放於結算會員。

而 CME 的利益則是與貨幣市場共同基金之間私下協商決定。

2. 有價證券管理計畫 (IEF3 與 IEF4)

此兩計畫類似於附買回交易。關於這個計畫有兩個方案，一為隔夜證券抵押方案 (IEF3)，於 2003 年 5 月開始實施，為包含一個具現金成分的隔夜證券的擔保品；另一為期限證券的抵押方案 (IEF4)，於 2004 年 10 月開始實施，為包含一個期限證券的擔保品，而期限的定義是由結算會員所訂定。

3. 現金付息計畫 (IEF5)

結算會員在銀行開立信託的帳戶，而銀行的帳戶每月支付利潤給結算會員。IEF5 已經通過 CFTC 的審核，於 2004 年 7 月開始實施。由於此計畫非常類似於信託功能的定期存款，相當於持有現金，具有 100% 的流動，提供現金轉換但無須購買或交付證券。連結的利率是根據隔夜基準與 Bloomberg 和其他財務新聞的資訊。可以符合 50% 的核心要求，即不需受限於集中度的要求。

(四) 結算保證金之用途

根據美國 CFTC 第 1.25 條的規定，期貨商或結算機構可以將客戶的資金投資於美國政府債券、市政債券、政府資助之機構與組織所發行的債券、銀行定存單、商業本票、公司票券、外國政府債券與貨幣市場共同基金等。

最後，我們由表 2.1.3 可以發現，CME 的交易者以現金繳存結算保證金的比率並不高，根據 CFTC 第 1.25 以及 1.26 條¹³的規定，CME 可就其本身的閒置資金、客戶繳交的結算保證金以及交割結算基金進行相關的投資，投資科目包含了投資收入、長期投資的損失、衍生性商品的投資與損失、借券的利息收入以及借券的利息費用，所產生的收益登載於年報的非營業收入與費用項下。表 2.1.5 顯示為 CME 的投資收入相關科目，從表中顯示，CME 亦可利用交易人用來抵繳保證金的證券，進一步透過借券業務加以運用。

表 2.1.5 CME 非營業收入與費用

科目(美元/仟元)	2008 年	2007 年
投資收入	45,514	73,157

¹³ http://ecfr.gpoaccess.gov/cgi/t/text/text-idx?c=ecfr&sid=5cf2ba7d1b3ad2af9b1632a44f931c53&tpl=/ecf/browse/Title17/17cfr1_main_02.tpl

長期投資的損失	(274,507)	—
衍生性商品的投資與損失	(8,148)	(98)
借券的利息收入	38,323	121,494
借券的利息費用	(51,722)	(115,868)

資料來源：CME 2008 年年報

五、NYSE.LIFFE

於 NYSE.LIFFE 交易所公告的倫敦第 3159 號第 13.5.5 條¹⁴中，並未有明確的指出結算保證金的繳交時間點，僅說明需隨時補繳。可用以抵繳結算保證金的形式包含：

1. 現金：歐幣、美元、大不列顛銀幣。
2. 債券：包含了美國、德國、英國、比利時、荷蘭、義大利、葡萄牙。
3. 股票

六、東京交易所 (Tokyo Stock Exchange, TSE)

證券與期貨相關商品之交易法規在日本原受不同法律規範，但自 2006 年 6 月日本國會通過改革方案，將證券交易法改名為「金融商品交易法」，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均受單一法律規範。

日本證券結算公司 (Japan Securities Clearing Corporation, JSCC) 為所有會員的交易對手，若會員發生違約時，由於集中結算，將代替違約會員進行交割，如此可降低會員暴露的信用風險。每一個結算會員必須在指定的銀行開設帳戶，以利於保證金的結算，各清算銀行透過中央銀行的金融網路系統 (Financial Network System) 進行資金的移轉。依東京交易所的保證金收取及結算規則第 4 條¹⁵中規定，

¹⁴ The rate of Initial Margin in respect of each Registered Exchange Contract shall be determined from time to time by the Exchange and such rate shall be published from time to time by the Exchange. Subject to LIFFE Rule 13.5.7 below, any alteration of the rate so determined shall take effect on the expiry of such period of notice to Clearing Members. Any such Notice shall be given to Clearing Members in accordance with the Procedures of the CSP.

¹⁵ Customers shall make any margin deposits and cash payments by the time designated by the Trading Participant, either on or before the business day (second business day for non-residents) following the day the necessity arises. Clearing Participants shall deposit margin with JSCC by 12:00 noon on the business day following the day the necessity arises

結算參與者繳存結算保證金至 JSCC 期限不得超過交易日下一營業日中午 12 點¹⁶。結算保證金得以現金或其核准之有價證券繳交，採特別總額方式計收結算保證金，亦即將期貨與選擇權所有持倉部位以 SPAN 計算應繳之保證金後再扣除選擇權淨部位價值後計收¹⁷。為保障交易人的權益，期貨商應將自有資金與客戶繳存之保證金分離存放，而 JSCC 亦會將結算會員繳存之各個類別結算保證金分離存放，結算會員所繳存之結算保證金應大於或等於 SPAN 所計算出來應繳之保證金金額，而有關於 SPAN 的計算結果，每日收盤後會公布於 JSCC 的網站。

截至 2009 年 9 月 28 日為止，可用來抵繳結算保證金的形式包含：

1. 現金:日圓。
2. 日本政府債券:參考價格有兩種，一為將日本證券交易商所公佈之歷史價格加以平均，另如未有公佈之歷史價格則以抵繳當天之收盤價為主。
3. 美國國庫券:以紐約市場前一天的最後報價為主。
4. 市政債券 (Municipal bond)：同日本政府債券的報價。
5. 特別債券與公司債券：國內市場當天的結算價。
6. 股票：國內的股票市場當天的結算價。
7. 可轉換債券以及 REIT：同日本政府債券的報價。

七、新加坡交易所 (Singapore Exchange Limited, SGX)

新加坡交易所適用的相關法令規定，分別有「證券和期貨法律」、其他法律相關規範與交易所之各商品規定，然如有法規互相衝突，則以較高層之法律規定為準¹⁸。新加坡交易所為亞太地區第一家包含證券及衍生性商品的交易所，其中期貨結算會員上繳保證金至交易所的時間，規定於新加坡衍生性商品結算公司的結算規則第七章結算與保證金之第 7.22.3.2 條¹⁹，其除日圓可於 T+3 日內繳交保證金

¹⁶ Clearing Participants shall deposit margin with JSCC by 12:00 noon on the business day following the day the necessity arises. Cash for settlement and marking to the market shall be paid to JSCC by 13:00 on the business day following the day the necessity arises.

¹⁷ <http://www.jsc.co.jp/en/futures/margin.html>

¹⁸ 相關規定由高至低為 1. The Securities & Futures Act, other statutes and regulations. 2. The rules contained in the Rulebook 3. Directives issued pursuant to the Rulebook 4. Practice Notes 5. Circulars (regulatory)

¹⁹ For settlement currency denominated in Japanese Yen, “reasonable period” in Rule 7.22.3.1 or 7.22.3.2 means a period which shall not exceed three (3) Trading Days from the trade date (T+3). For all

外其餘幣別均須於 T+2 日內繳交。

新加坡交易所的衍生性商品交易時間依商品的不同而有所不同，為了降低隔夜與及盤中價格變化所帶給新加坡衍生性商品結算公司 (Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited, SGX-DC) 的風險，SGX-DC 於一天當中會有多次的盯市措施，如遇結算會員保證金不足時可即時通知補繳，而當結算會員在收到變動保證金追繳通知時，只能以合約計價的幣別補足。另一個比較不一樣的結算程序來自於結算銀行的信貸訊息，當每個結算日後，SGX-DC 的結算銀行會收到借貸指令，針對結算會員的帳戶進行盤中保證金計算後進行扣款，藉此降低 SGX-DC 之風險。除了盤中盯市之外，每日交易結束後，結算會員的所有持倉都要根據其相應收盤價計算盈虧，而每個結算會員的保證金要求都是按 SPAN 制度重新計算。

新加坡交易所之對於結算保證金計算基礎採總額制，且對於變動保證金的繳存則要求須以現金繳交。現行新加坡交易所可接受的結算保證金形式：

1. 現金：包含美元、日圓、新加坡幣以及歐元。
2. 新加坡政府債券：分為到期日五年以上及五年以下。
3. 美國政府債券：分為到期日五年以上及五年以下。
4. 日本政府債券：分為到期日五年以上及五年以下。
5. 歐洲政府債券：包含法國及德國等國庫券，到期日分為五年以下、五年以上到十年以及十年以上。
6. 銀行信用狀。

表 2.1.6 為 2009 年新加坡結算會員存於 SGX-DC 的保證金情況。雖然根據新加坡證券及期貨法令 (SECURITIES AND FUTURES ACT, SFA) 第 64 條²⁰ 規定，結算所可對客戶繳交之資金在保本、流動性及履行會員義務下，可經主管機關核准進行正當投資，但年報中亦僅說明以現金繳存之保證金均存放於銀行，並無說

other settlement currencies it means a period which shall not exceed two (2) Trading Days from the trade date (T+2).

²⁰ SFA Chapter 289 第 64 條: a designated clearing house may invest any money or assets deposited or paid for or in relation to contracts of customers of a member and held by the designated clearing house in the course of its clearing or settlement activities, including any money deposited in the trust account and any assets deposited in the custody account referred to in section 62(2)(a), in any security, instrument or other form of investment arrangement as the Authority may prescribe.

明其他的資金運用方式。其中存放於銀行的利息會參考新加坡國內六家銀行²¹加權平均有效定存利息扣除 0.125%的行政費後來支付給期貨商利息。

表 2.1.6 結算會員存於 SGX-DC 之保證金存款

單位:千位

證券存款戶	2009(USD)	2008(USD)
現金	79,676	90,348
信用狀	58,580	56,304
保證金存款戶		
現金	3,414,926	4,553,533
政府債券等其他債券	1,741,131	1,808,631
信用狀	149,415	154,087

資料來源:2009 年 SGX 年報

第二節 客戶保證金

一、韓國²²

韓國期貨市場之交易人從事期貨交易須預繳保證金，但特定法人得豁免預繳保證金，韓國交易所(KRX)放寬特定法人得豁免預繳保證金係於 2005 年 9 月 26 日實施。其相關規範係由韓國交易所(KRX)訂定，主管機關並無其他相關規定。相關規章規定如下：

- (一) 韓國金融投資服務暨資本市場法(Financial Investment Services and Capital Markets Act, FISCMA) 第 396 條規定，交易人進行期貨交易應依據韓國交易所業務規則之規定繳交保證金。
- (二) KRX 業務規則第 124 條：倘交易人未繳足保證金，期貨商應拒絕其委託單。
- (三) KRX 業務規則第 133 條：除符合豁免預繳保證金之特定法人類別(稱為 Qualified Institutional Investors, QIIs) 得豁免預繳保證金外，其他交易人均適用

²¹ 荷蘭銀行 (ABN AMRO Bank)、美國銀行 (Bank of America)、花旗銀行 (Citibank, N.A)、星展銀行 (Development Bank of Singapore)、渣打銀行 (Standard Chartered Bank)、新加坡大華銀行 (United Overseas Bank, UOB)。

²² 參考自台灣期交所於 98 年 8 月 26 日至 29 日出國訪查報告之『韓國期貨市場豁免預繳保證金考察紀要』

預繳保證金。

韓國期貨市場之交易人從事期貨交易須預繳保證金，在交易前依交易人之信用狀況存入規定之基本存入保證金 (Basic Deposit)，下單交易時，每筆交易所需預繳之保證金(稱為 order margin)，得由此預繳之基本存入保證金(Basic Deposit)中扣除。但特定法人 (Qualified Institutional Investors, QIIs) 得豁免預繳保證金。

一般投資人及非特定法人之機構投資人，從事股價類相關之期貨、選擇權交易時，依交易人之信用條件分為3級，交易前(無任何交易部位)應預先繳存一定金額之基本存入保證金(如下表所示)，以為交易之保障，此於2006年12月18日實施。其主要目的係為提升保證金制度之公平性，得依交易人之信用程度收取交易前基本存入保證金(Basic Deposit)。此保證金得繳交現金、公告之外幣及有價證券。

交易人分類	基本存入保證金
特定法人(QIIs)	豁免預繳
般實交易人(Sound Investors)	5百萬~1,500萬韓圓
一般交易人(Normal Investors)	1,500萬~3,000萬韓圓
風險性交易人(Risky Investors)	3,000萬韓圓以上

有關於豁免預繳保證金之特定法人適用範圍，韓國交易所 (KRX) 訂定得豁免預繳保證金之法人範圍(QIIs)，主管機關並無其他規範。

依據 KRX 業務規則施行細則第 132 條：定義得豁免預繳保證金之特定法人(QII) 類別為金融投資服務暨資本市場法第 9 條第(5)項第 1-3 款(除投資顧問事業外)、同法之施行細則第 10 條第(3)項²³之專業投資人，及同上範圍之外國機構。

KRX 所列之 QII 適用之產業類別援引主管機關「金融投資服務暨資本市場法」中所定義具金融投資專業知識及風險承載能力之專業投資人 (Professional Investor, PI) ，再依風險控管考量訂定之。

²³除第 5-8 款、15-17 款及 18d 外。

依金融投資服務暨資本市場法第 9 條、施行細則第 10 條定義之專業投資人

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none">✓ 依銀行法設立之金融機構✓ 依農、漁業合作法設立之國家農、漁業合作社✓ 依保險法設立之保險公司✓ 金融控股公司、證券公司✓ 金融投資公司✓ 商業銀行、基金公司✓ 外國金融機構 | <ul style="list-style-type: none">✓ 韓國存款保險公司✓ 房屋融資公司✓ 信用保證基金✓ 市政府✓ 外國政府✓ 依協定設立之國際組織✓ 外國之中央銀行✓ 信用合作社 |
|--|--|

KRX 將非金融產業之上市櫃公司排除在 QII 之外，其理由為公司之本業並非金融交易，基於風險管理之考量不宜將其納入。

有關於客戶保證金的用途各期貨商均有紀載，除了可進行銀行定存外，亦可投資於歸類為零風險的相關政府債券或其他債券。

二、香港

香港「證券及期貨條例 (Securities and Futures Ordinance)」中並未有規範期貨商應如何收取客戶保證金之相關規定。相關子法亦要求應將客戶存金分離存放，以及規定與客戶約定保有其存金利息時，應如何領取該利息外，同樣未對客戶繳存保證金有任何規範。於香港期貨交易所規則、規例及程序 (Rule, Regulation and Procedures of Futures Exchange) 第 617 條第 a 項規定：「除本規則(b)段所規定或就客戶的未平倉合約平倉或本交易所可能不時一般或另行訂明的目的外，交易所參與者一概不得與任何客戶進行期貨期權業務交易，直至及除非該交易所參與者從該客戶收取的抵押品，足夠涵蓋該客戶的最低按金要求。」故原則上，香港一般客戶交易期貨均需預繳，惟法規中規定之例外如下：

- 一、客戶符合規則第 617 條 b 項所定之條件；
- 二、期貨商係為客戶平倉；或依
- 三、期交所之一般或除外規定。

其中第 617 條 b 項規定如下：

『在本交易所不時規定的程序規限下，就具有貫徹履行其按金責任，且維持

穩建的財務狀況並已向交易所參與者聲明悉數履行其按金責任所需的資金將立即匯送的固有客戶（「固有客戶」）而言，則即使交易所參與者尚未從該固有客戶收取足以涵蓋其最低按金要求的抵押品，該交易所參與者亦可為該固有客戶進行期貨期權業務交易，但條件是：

- (i) 倘於任何營業日代表該固有客戶建立任何新倉盤，則交易所參與者必須於該營業日結束前就最低按金金額發出補倉通知；
- (ii) 交易所參與者必須通知該固有客戶，有關最低按金將於發出補倉通知後在實際可行情況下到期繳付，惟無論如何最遲於下一個營業日內到期支付；及
- (iii) 倘任何客戶尚有任何逾期未繳的最低按金補倉，則交易所參與者不得准許該客戶建立任何新倉盤。

儘管有上述規定，惟倘任何固有客戶過往僅進行即日平倉交易，則交易所參與者仍不得代表任何固有客戶進行任何即日平倉交易，直至及除非該交易所參與者已從該固有客戶收取足夠的抵押品，以涵蓋對該客戶的最低按金要求為止。』

准用上述規範，期貨商在為固有客戶進行交易、建立部位之當個營業日結束以前，必須對其發出繳交最低保證金之通知，並同時要求其儘速繳交，繳交之期限則不得遲於次交易日。若有客戶逾期未結算，期貨商即不應允許其再建立新部位。此外，即使是符合上述條件之客戶，若其「向來」是只作當日沖銷交易（day trade）者，則期貨商在未先收足保證金前，也不得為其進行當日沖銷交易。根據香港期貨商網站中對於客戶按金交收的相關規範顯示，亦明確記載客戶進行委託買賣時，需要根據該商品的按金²⁴要求及費用預先存款，否則客戶是無法進行交易指令。

期貨交易人繳存之超額原始保證金，結算會員會依照規定，在扣除相關處理費用後給付利息，利息則按當時銀行的儲蓄利息計算；倘若銀行之儲蓄利息為負值²⁵時，則期貨交易人需繳付相同利率計算之利息。

根據期交所林光華（2007）的研究報告指出，依香港「證券及期貨規則」對於

²⁴ 保證金。

²⁵ 利率為何會有負值產生，相關資料並未說明，本研究推斷，繳存之保證金是一種資金管理行為，在扣除保證金相關處理費後，利息極可能為負值。

豁免預繳者繳存保證金之規定，可推論香港交易所並不禁止對有擔保之客戶提供保證金融資的說法似有錯誤。本研究調查結果認為，香港期貨商被禁止對客戶融通行為，原因在於香港「融資」業務必須持有第一類牌照使准進行融資業務，況且香港對於「違約」結算會員之「失責」訂有最嚴格之「吊牌」規定，實務上根據本研究實地訪問香港期貨商結果顯示，香港持牌期貨商皆未承作也不能承作保證金融資業務。

最後，香港期貨商收取之客戶保證金，除了繳給香港交易所結算保證金外，剩餘金額可投資於銀行存款或其他經主管機關核准之有價證券。

三、印度

印度證券契約法不僅規範印度的證券交易，對於期貨、選擇權等衍生性金融商品之交易亦同時適用，儘管該法未對客戶保證金有所規範，不過准許證券交易所制定章程細則並經印度證管會批准後，以管理交易契約，是以客戶保證金事宜之規範與多數國家相同，亦是在交易所層級。是故，根據NSE網站所揭露之簡介文宣「Fact Book」第六章²⁶亦記載著期貨與選擇權部門的交易會員須先收取客戶的保證金才能接受委託。根據印度國家證券交易所有限公司期貨及選擇權部的「交易規例」、以及國家證券結算有限公司期貨及選擇權部的「規則、章程細則與規例」²⁷，期貨及選擇權部之交易會員只有在收到客戶保證金時才能為客戶執行委託，不過若客戶以自交易會員取得與應繳保證金等額之信用額度時，不在此限。結算會員依前揭國家證券結算有限公司期貨及選擇權部之章程細則規定，亦須先向客戶收取原始保證金(可為現金或有價證券)方得為客戶結算。由上可知，無論交易會員或結算會員均應先向客戶收取保證金後，方得為該客戶執行交易委託。不過由於印度國家證券交易所允許交易會員及結算會員提供客戶保證金融資，因此在相當程度內也緩和保證金預繳制度對客戶資金運用之負擔。

²⁶ NSCCL charges an upfront initial margin for all the open positions of a Clearing Member (CM).

²⁷ National Securities Clearing Corporation Limited Byelaws (F&O segment) Chapter 9 第1條 MARGIN FROM CONSTITUENTS: A clearing member shall demand from his constituent the margin he has to provide under the Rules, Bye Laws and Regulations in respect of the business done by him for such constituent. A clearing member shall also demand and collect an initial margin in cash and securities from his constituent before undertaking to clear his obligations and to stipulate that the constituent shall pay a margin or furnish additional margin as may be specified by the F & O Segment of the Clearing Corporation from time to time. The constituent shall when from time to time called upon to do so forthwith pay margins and furnish additional margins as required under the Rules, Bye Laws and Regulations in respect of his obligations and as agreed upon by him with the clearing member concerned.

搜尋相關印度法規與網站所揭露之資訊，皆未明確規範印度期貨商對於客戶保證金的運用方式，但根據印度交易所中之其一結算會員 (insecticides) 2009 年年報資料顯示，收入來源亦有利息收入科目，准此本研究推論，印度期貨商除運用客戶保證金方式亦與國際慣例的定存相似，如表 2.2.1 所示。

表 2.2.1 利息收入細項

單位:盧比

利息收入科目	2009 年
共同基金投資收入	8,979,646
銀行定存利息收入	5,426,182
合計	14,405,828

資料來源:印度結算會員
(insecticides) 2009 年年報

四、美國

根據芝加哥商品交易所規則第 931 條只提到保證金的繳交必須依據 CFTC Regulations 41.45 (b) 中之規定，保證金不能低於證券期貨市值的 20%辦理，並無規範結算會員對客戶應如何收取保證金之相關規範。其次，保證金的繳交形式則依 CME 交易所規則第 932 條以及 CFTC 的交易規則第 41.46 條²⁸，准用現金或是其他有價證券形式抵繳，CFTC 交易規則 T 220.12 條規中亦有詳細之規定，保證金是可以相關之有價證券來抵繳。

值得注意的是儘管美國商品交易法規定期貨商不得將甲客戶存入之保證金挪用於支持乙客戶之部位，且禁止期貨商將自有資金與客戶混同，即所謂「客戶資金分離存放要求 (segregation requirement)」，惟並不意謂期貨商不得對客戶融資；根據美國期貨交易管理委員會 (CFTC) 於子法「芝加哥商品交易所規則」第 930.G 條²⁹中即有載明當客戶已提供有價證券或其他財產作為擔保時，期貨商得對其融通。芝加哥商業交易所於交易所規則中亦明文規定，結算會員於客戶所提供之擔保符合 CFTC 規則中有關財務計算之規定時，得對客戶融資以利後者履行期保證金義務。准此相關規定，美國是允許期貨商對客戶保證金執行融通業務。

²⁸ may be satisfied by a deposit of cash, margin securities (subject to paragraph (b)(2) of this section), exempted securities, any other asset permitted under Regulation T

²⁹ CME Rulebook 930.G Loans to Account Holders: Clearing members may not make loans to account holders to satisfy their performance bond requirements unless such loans are secured as defined in CFTC Regulation 1.17(c)(3). The proceeds of such loans must be treated in accordance with CFTC Regulation 1.30

最後，根據 CFTC 第 1.25 條規定，期貨商或是結算機構可將客戶之資金投資於美國政府債券、市政債券、政府資助之機構與組織所發行的債券、銀行定存單、商業本票、公司票券、外國政府債券與貨幣市場基金等投資工具，可投資之種類為國際期貨市場中最多。

五、NYSE.LIFFE 結算會員

根據 NYSE.LIFFE 交易規則顯示，即未要求客戶於委託時即需預繳保證金，且根據倫敦第 3159 號公告指出亦未要求客戶須預繳保證金，也未禁止交易所會員向客戶收取高於結算所規定數額之保證金，主要在避免頻頻向客戶收取保證金的麻煩。有關於保證金擔保品之相關規定，法規亦也未禁止客戶以相關之擔保品抵繳保證金，只規定擔保品之評價需合理且審慎，同時闡明會員在計算客戶保證金時得考量客戶在他交易所持有之部位，只要該部位足以沖銷客戶未平倉部位。盤中也要求結算會員對客戶之未平倉契約每日至少應計算一次保證金，且該數額不得少於結算會員應繳給結算所者。盤中計算後，一旦顯示客戶應付之保證金責任增加，應立即向客戶收足 (promptly collected in full)，並採取所有合理必要的手段以確保收取，包括客戶違約未繳時得減少其保證金責任之手段。

六、東京

東京證券交易所期貨與期權交易是委由日本證券結算公司負責結算，不過其自身對客戶保證金之收取亦有規範。根據東京交易所的保證金收取及結算規則第一條規定，客戶應在交易前一天或是當天，於期貨商指定的時間內應繳存規定之保證金，但若是境外客戶，繳存期限可延至 T+2 日之期貨商指定時間內繳交³⁰。而繳交的保證金除了現金(日幣)之外，也可使用經結算所核准之有價證券抵繳保證金，不過若交易會員通知追繳者為現金不足之部分，則仍應以現金繳納。

根據日本證券結算公司網站³¹揭露資訊顯示，日本的期貨交易人進行交易前須先開立期權帳戶及存款保證金帳戶，且於隔日才可進行交易，交易前交易人需透過結算會員則事先存放一筆保證金於 JSCC 中，以視為結算保證金，當單一客戶的委託下單之保證金不足時，JSCC 可以動用該客戶當初以現金或有價證券繳交至

³⁰ Customers shall make any margin deposits and cash payments by the time designated by the Trading Participant, either on or before the business day (second business day for non-residents) following the day the necessity arises.

³¹ Japan Securities Clearing Corporation, JSCC 網址：<http://www.jsc.co.jp/en/futures/margin.html>

JSCC 之資金，以暫時彌補結算保證金不足部分，而此金額亦可視為客戶繳存之原始保證金。

有關日本期貨商收取客戶保證金之用途，日本期貨商除可將客戶保證金投資於銀行存款外，於期貨商年報中損益表並未有其他相關投資科目，可知其未有將客戶保證金投資於銀行存款之外的其他投資方式。

七、新加坡

新加坡衍生性商品結算公司 (Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited, SGX-DC) 結算規則第七章結算與保證金第 7.22.3 條³²規定，結算會員不得接受交易人新的委託，除非客戶會將保證金在一個「合理時間」內將保證金存入，而「合理時間」應多久並無確切之規定，參考新加坡期貨商之實務作法，多數期貨商皆會給予客戶至少一日的「合理時間」。根據新加坡證券及期貨法規規定，除了期貨商的自有資金與客戶資金需分離存放外，期貨商亦不得將客戶保證金移作其他用途或做其他運用，僅得以定存形式存於銀行。

准用新加坡衍生性商品結算公司對結算會員可繳存結算保證金之種類，期貨商交易人可繳存於結算會員的擔保品種類與形式就更多樣化³³。除此之外，新加坡期貨商亦可對客戶³⁴執行保證金融通業務，此項業務亦為新加坡期貨商主要利息收入來源之一³⁵。

第三節 小節

有關於國際知名期貨市場保證金的收取方式皆採二階層處理，亦即結算所管理對結算會員收取結算保證金的方式，結算會員對客戶收取結算保證金方式節有分為授權期貨商管理，亦或交易所亦有訂定相關的管理規則，後者較少，前者為多數國家之處理方式。我們依照前兩節對七個國家之期貨市場整理之法規與實務

³² SGX-DC Clearing Rules Chapter7 Clearing and Margins : 7.22.3 Except for trades which reduce a Third Party's maintenance margins requirements, a Clearing Member shall not accept orders or new trades for clearing from any Third Party (including any Customer) unless: 7.22.3.1 the minimum initial margins for the new trades are deposited or are forthcoming within a reasonable period from the trade date.

³³ 繳存方式與種類，可參考林蒼祥、段昌文(2008)。

³⁴ 此處指為法人客戶，一般客戶尚須視該期貨商是否開放。

³⁵ 對於新加坡期貨商融通實務作法，可參考林蒼祥、段昌文(2008) 報告中以實際參訪新加坡五家期貨商結果之論述。

之作法，彙整相關保證金之收取比較表，如表 2.3.1 所示：

表 2.3.1 國際期貨市場與台灣之保證金收取方式與融通

國家	結算保證金收取最後時間	原始保證金收取方式		客戶保證金可融資與否
		一般原則	例外規定	
韓國	T+1 日上午十二時前	特殊預繳	特定法人得豁免預繳保證金。	—
香港	T+1 日上午九時十五分前	特殊預繳	符合一定條件之客戶，例如固有客戶，可事後繳交(當沖者除外)	需持牌
印度	預繳	預繳	自委託會員處獲得足額信用者不須預繳。	可提供客戶保證金融資
美國	T+1 日上午六時四十五分前	無規定	—	可
泛歐	--	無規定	授與信用額度時，即不須即時收足	可；惟限於據以決定之「管理政策及程序」符合交易所之審慎要求。
日本	T+1 日上午十二時前	特殊預繳 T-1/T 日	交易人得事先於 JSCC 繳存一筆擔保金。 境外：T+2 日	—
新加坡	日幣：T+3 日 其餘幣別：T+2 日	T+1 日	無	可
台灣	T 日下午 3：30 前	預繳	無 (實務作法有到 T+1)	不可

資料來源：本研究蒐集後整理。

第三章 國內現行期貨保證金收取之規範與作業方式

本章主要探討台灣期貨市場對於期貨交易參與者保證金收取之法令依據，與實際作業情況，來討論原始保證金與結算保證金收取方式在法令與實務作法。

第一節 期貨保證金收取之法令依據

一、結算保證金

國內期貨市場有關於結算所對結算會員收取結算保證金之相關規定，分別訂定於期貨交易法的第50條、期貨交易所業務規則之第93條、期貨交易所結算保證金收取方式及標準第2、3與5-2條訂有結算保證金收取相關規範。

根據期貨交易法第50條第1項規定，期貨結算機構應向期貨結算會員收取交易期貨之結算保證金，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之。台灣期貨交易所准此規定，對收取結算保證金有法源依據，准予向結算會員收取交易用之現金或有價證券形式之結算保證金。其中業經主管機關核定之有價證券，則依「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」規定辦理，而有價證券最高抵繳比率依現行規定最高可達50%，抵繳種類包括中央登錄公債、外幣計價國際債券、證交所臺灣50指數之成分股及股票選擇權之標的證券等。

其次，根據『臺灣期貨交易所股份有限公司期貨商、結算會員辦理結算交割作業要點第肆點』規定，台灣期貨交易所盤中保證金追繳規定之作業時間為星期一至星期五上午八時四十五分至下午一時四十五分。期交所則依此規定，於盤中固定時段執行結算系統「盤中洗價處理」功能，以對結算會員進行盤中損益試算。盤中損益試算主要針對結算會員未沖銷部位餘額及已成交之部位進行洗價，損益試算係以市場即時成交價格進行。當結算會員保證金餘額不足時，結算會員於作業時間內，在電腦作業系統中將會收到期交所盤中保證金追繳之通知訊息，結算會員在確認被追繳金額後，得於一小時內通知結算銀行，撥轉不少於該金額之現金結算保證金存入台灣期貨交易所的結算保證金專戶。准此規定，結算會員於盤中收到追繳通知後，必須在一小時內繳存不足之結算保證金，形式以現金為之。

至於盤後結算保證金收取之作業方式，則規定於臺灣期貨交易所股份有限公

司期貨商、結算會員辦理結算交割作業要點第柒條，其規定之作業時間為星期一至星期五下午三時三十分前，結算會員必須針對結算保證金權益低於應有之結算保證金，將差額存入結算會員於結算銀行之結算保證金專戶(自營或客戶)。因此，台灣期貨交易所向結算會員收取結算保證金之最後截止時間，則為每交易日下午三時三十分，加上盤中追繳的三次，期交所向結算會員追繳結算保證金每日至少四次³⁶。

結算會員應繳足多少結算保證金，則根據期貨交易法第 47 條與第 48 條規定，期貨結算機構應於業務規則中，規定結算之保證金或權利金等業務事項規定，而當結算機構發現有影響期貨市場秩序之虞者，得對結算會員採取調整保證金金額與同日內多次追繳結算保證金；據此，結算保證金收取之金額則依據「臺灣期貨交易所股份有限公司結算保證金收取方式及標準」規定辦理，期交所分別以個別契約之相關規定，具以計算結算會員應繳足之結算保證金金額，以對結算會員收取足額之保證金，結算會員則依規定時間內繳足。

二、客戶保證金

有關於期貨結算會員向客戶收取交易保證金之相關規定，分別訂定於期貨交易法第 67、期貨商管理規則第 43 條與台灣期貨交易所的業務規則第 53 條。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保證金或權利金，並設置客戶明細帳，逐日計算其餘額。據此，期貨商對期貨交易人收取交易用期貨保證金皆依此法源根據。其次，再根據期貨商管理規則第 43 條第 1 項與台灣期貨交易所業務規則第 53 條第 1 項之規定，期貨商非「先」向委託人「收足」期貨交易保證金，不得接受期貨交易之委託。依此規定，期貨交易人於台灣期貨交易所委託下單時，就必須「先繳足」委託數量所規定之原始保證金金額於期貨商客戶保證金專戶中，否則期貨商無法受託期貨交易人的委託。

上述法規對於期貨商於期貨交易人委託前必須先收足保證金的要求，所指為交易期貨之原始保證金，對於交易人盤中保證金低於維持保證金所需補繳的變動保證金收取方式，則根據期貨商管理規則第 49 條規定，期貨交易人之權益數低於各期貨交易所規定之維持保證金數額者，期貨商應即辦理催繳。因此，盤中期貨

³⁶根據期交所表示，依現行全體結算會員平均保證金維持率大多維持 200%以上之水準，實務上結算會員鮮少面臨期交所對其發出之盤中保證金追繳通知。

商對於保證金不足客戶亦應採以即時追繳方式辦理，否則倘若期貨商未依規定收足保證金數額者，不得接受期貨交易人之交易委託，但沖銷原有契約部位者，則不在此限。

其次，根據期貨商內部控制標準規範之結算結算作業準則載明，委託人、委託期貨商之保證金專戶存款餘額與有價證券抵繳金額合計數低於維持保證金之數額時，應即通知其於「期限內」補繳其保證金專戶與其未了結部位原始保證金總額間之差額。而每日結算後應核對保證金專戶餘額，低於維持保證金之數額時，亦應於「期限內」要求其補足保證金專戶與其未了結部位原始保證金總額間之差額。再者，我們根據上述規範何者為「期限內」，惟台灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 58 條中訂有「期貨商申報委託人違約案件處理作業要點」，其中規定期貨商依受託契約之約定全部了結委託人之期貨交易契約後，委託人保證金專戶權益總值為負數，經通知後，未能於三個營業日內，依通知之補繳金額全額給付者，期貨商則應進行申報作業。准此，似乎法令亦無強制規範期貨商應於何時必須收足變動保證金。實務上，盤中期貨商亦採即時追繳作業方式在處理，盤後則依期貨商不同，最後收取之時間亦會不同。

最後，有關於客戶保證金應繳足多少數額，則需依據「臺灣期貨交易所股份有限公司結算保證金收取方式及標準」辦理，由期貨交易所訂定之結算保證金金額後，採以加成方式辦理。

第二節 現行台灣期貨市場保證金繳交作業方式

保證金交易為期貨交易之特性之一，由於保證金交易為按商品價值的百分比繳交交易用之金額即可達成買賣兩訖，因此期貨交易具有高財務槓桿的交易，其交易用之保證金則屬於一種買賣契約之誠信保證金。一般而言，期貨交易用之保證金約佔契約市價的 2% 至 10% 之間，百分比則依契約市場風險大小而會不同。為了維持期交所、結算會員與客戶間的交易可持續進行，期交所向結算會員收取結算保證金，而結算會員向客戶收取原始保證金是屬必要的。

現行結算會員向期貨交易人收取之交易用保證金為原始保證金，而維持保證金則為交易人持有部位後，在維持洗價後必須有最低保證金之標準，此最低保證

金標準則為期貨商對客戶追繳保證金的主要依據。一般而言，當交易人保證金帳戶權益數低於維持保證金時，結算會員即應通知交易人補繳保證金至原始保證金標準，補繳的差額則為變動保證金。由於現行期貨交易人委託前必須繳足原始保證金，期貨商在委託人成交後追繳的保證金，皆屬變動保證金。而期交所對結算會員無預繳之規定，作業規則亦無對結算會員規範需採預繳，惟盤中對結算會員前日未平倉與當日新倉之部位洗價計算應繳存之結算保證金額度若有不足，則針對不足部分發出追繳通知，結算會員則應於一小時內繳足，此追繳之保證金，則為結算保證金的變動額，為結算會員應繳存的變動保證金。

根據台灣期貨交易所公布的結算作業流程，分別有部位處理、結算保證金存入、申請提領之結算保證金撥帳、三次盤中損益試算追繳、期貨市場交易收盤後結帳作業、結算會員連線查詢應收付結算保證金及部位、結算保證金提領申請、結算會員補繳盤後不足保證金與結算會員連線查詢每日最終結算保證金權益數額等核帳作業；相關作業之時間、內容與法源分述如下：

一、部位處理

作業時間：營業日08:45-14:30

作業內容：期貨商透過與本公司連線之電腦系統，辦理部位處理，包括錯帳部位調整、部位互抵、部位沖銷及部位組合等作業。

二、結算保證金存入

作業時間：營業日09:00-15:30

作業內容：結算會員將結算保證金轉入本公司開設於結算銀行之結算保證金帳戶，並傳真存入通知書。

三、申請提領之結算保證金撥帳

作業時間：營業日09:00

作業內容：結算會員前日申請提領之結算保證金，本公司經由其指定結算銀行將提領金額轉入指定帳戶。

四、盤中損益試算追繳

作業時間：第一次盤中損益試算追繳：營業日09:30-09:40

第二次盤中損益試算追繳：營業日11:00-11:10

第三次盤中損益試算追繳：營業日12:30-12:40

法源依據：臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第八十九條第二項、臺灣期貨交易所股份有限公司結算會員辦理結算交割作業要點第肆點、臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第十二章「結算會員違約之處理」。

作業內容：

1. 保證金不足

依據盤中損益試算後之報表，如發現結算會員之保證金餘額不足所需之應有保證金時，期交所將對保證金不足之結算會員發出盤中保證金追繳通知。

2. 追繳通知

保證金不足之追繳通知將透過期交所與結算會員之電腦連線系統傳送「保證金追繳金額」及「追繳帳戶類別」至結算會員之電腦系統。除了以電腦系統傳送資料外，期交所亦會以電話通知結算會員。

3. 一小時內補足

依據臺灣期貨交易所業務規則第八十九條第二項及「期貨商、結算會員辦理結算交割作業要點」第肆點之規定，結算會員於電腦系統接獲本公司追繳通知後應於「一小時內」立即將保證金補足。

4. 補繳方式

發生盤中保證金補繳時，依「期貨商、結算會員辦理結算交割作業要點」第肆點之規定，結算會員應依下列方式進行：

- 1) 依據追繳之帳戶類別及追繳金額辦理。即分別依結算會員自營或客戶帳戶將應補繳之結算保證金款項撥入期交所開設於結算銀行之結算保證金專戶。
- 2) 填具「結算保證金存入通知書」傳真至期交所。

5. 核對

盤中保證金追繳通知發出一小時後，期交所將依結算銀行終端機列印之存入明細資料進行核對，如經核對無誤，則執行結算系統之結算保證金存入功能，將結算會員存入之保證金登錄至結算系統各結算會員帳戶。

6. 違約

如於一小時後結算會員仍未補足保證金者，本公司得依業務規則第十二章「結算會員違約之處理」對違約之結算會員進行處置。

下圖為盤中期交所之追繳作業圖：

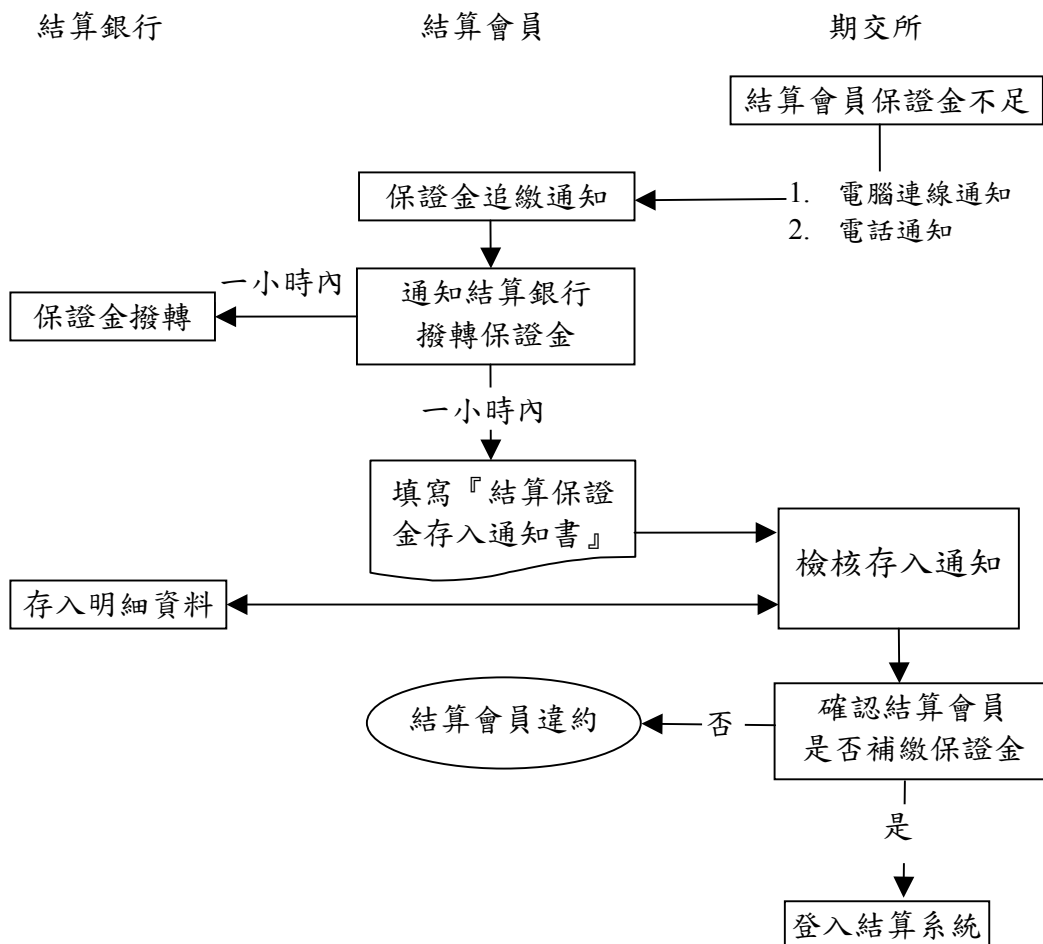


圖3.2.1 期交所對結算會員盤中追繳作業

五、期貨市場交易收盤：營業日13:45

六、結帳作業

作業時間：營業日14:30

作業內容：進行盤後應收付結算保證金計算作業。

七、結算會員連線查詢應收付結算保證金及部位：營業日14:30後

八、結算保證金提領申請

作業時間：營業日上午9:00、上午9:00至11:00及上午11:00至下午2:00

作業內容：結算會員以書面傳真向期交所申請提領超額結算保證金。

九、結算會員盤後補繳不足之保證金

作業時間：營業日15:30前

法源依據：臺灣期貨交易所股份有限公司「期貨商結算會員辦理結算交割作業要點」第柒點。

作業內容：

1. 保證金追繳

依據「結算會員辦理結算交割作業要點」第柒點第二項規定，每日盤後結算後，若結算會員當日結算保證金權益（自營或客戶）低於應有保證金時，結算會員應主動於作業時間內補繳保證金。

2. 追繳期限/作業時間

結算會員盤後保證金追繳作業時間為當日下午三時三十分前。

3. 補繳方式

結算會員如因收盤結算後之結算保證金不足而欲進行補繳，依據「結算會員辦理結算交割作業要點」第柒點第二項之規定辦理：

- 1) 結算會員於本公司作業時間內將差額存入於結算銀行之結算保證金專戶（自營或客戶）。
- 2) 期交所將通知結算銀行撥轉入自身結算保證金專戶中。

4. 追繳資料傳遞（期交所結算銀行）

根據期交所業務規則第八十七條之規定，結算系統於收盤結算後將結算會員追繳資料及當日損益撥轉資料分別製作磁片及書面資料，同時於當日下午三時前透過與六家結算銀行連線之系統傳送至各結算銀行，同時期交所亦將書面資料傳真予各結算銀行，俾利結算銀行進行核對。

5. 下午四時前撥轉

結算銀行須核對書面及媒體傳送資料無誤後方可進行款項撥轉作業，同時於當日下午四時前將撥轉結果通知期交所。

6. 違約

當期交所於核對結算銀行之撥轉結果資料後，如發現結算未補足追繳保證金者，依據期交所業務規則第一百零一條之規定，視該結算會員違約；同時依據業務規則第十二章「結算會員違約之處理」對結算會員進行應有之處置。

下圖為期交所對結算會員盤後之保證金追繳之相關作業流程：

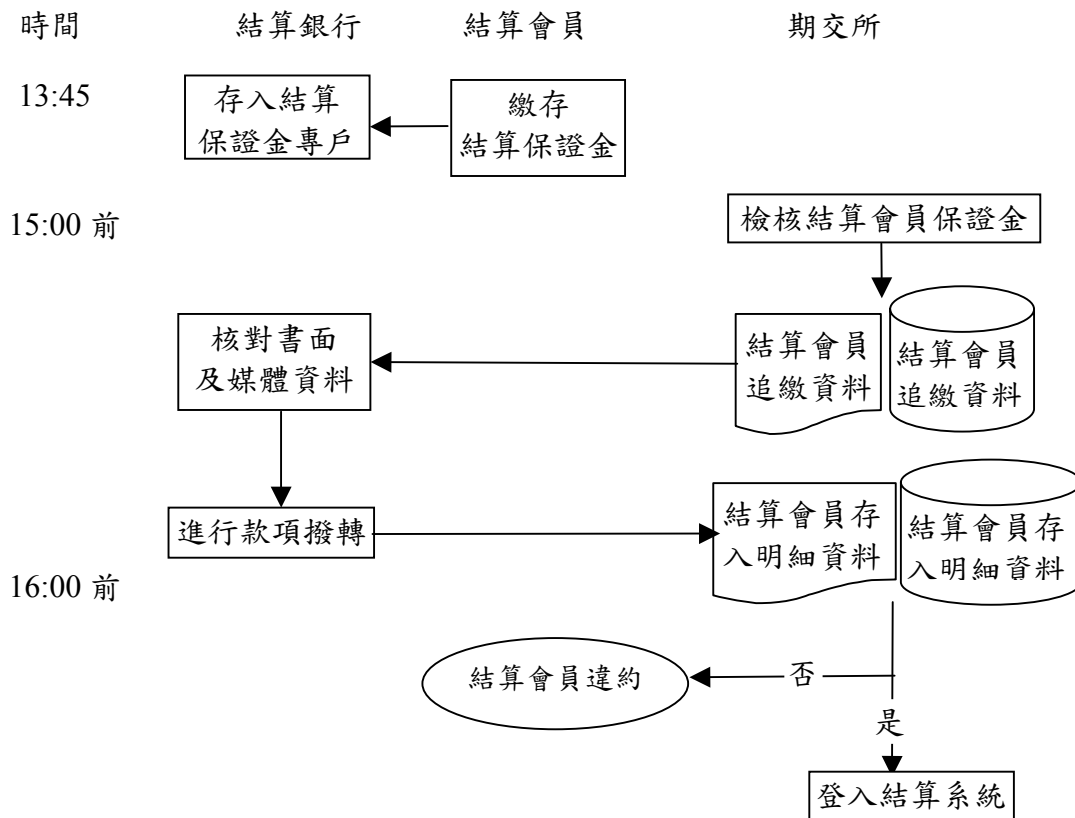


圖3.2.2 期交所對結算會員盤後追繳作業流程

十、結算會員連線查詢每日最終結算保證金權益數額等核帳作業：營業日
15:30後

根據上述期交所結算作業流程，下圖為整體期交所之結算作業流程：

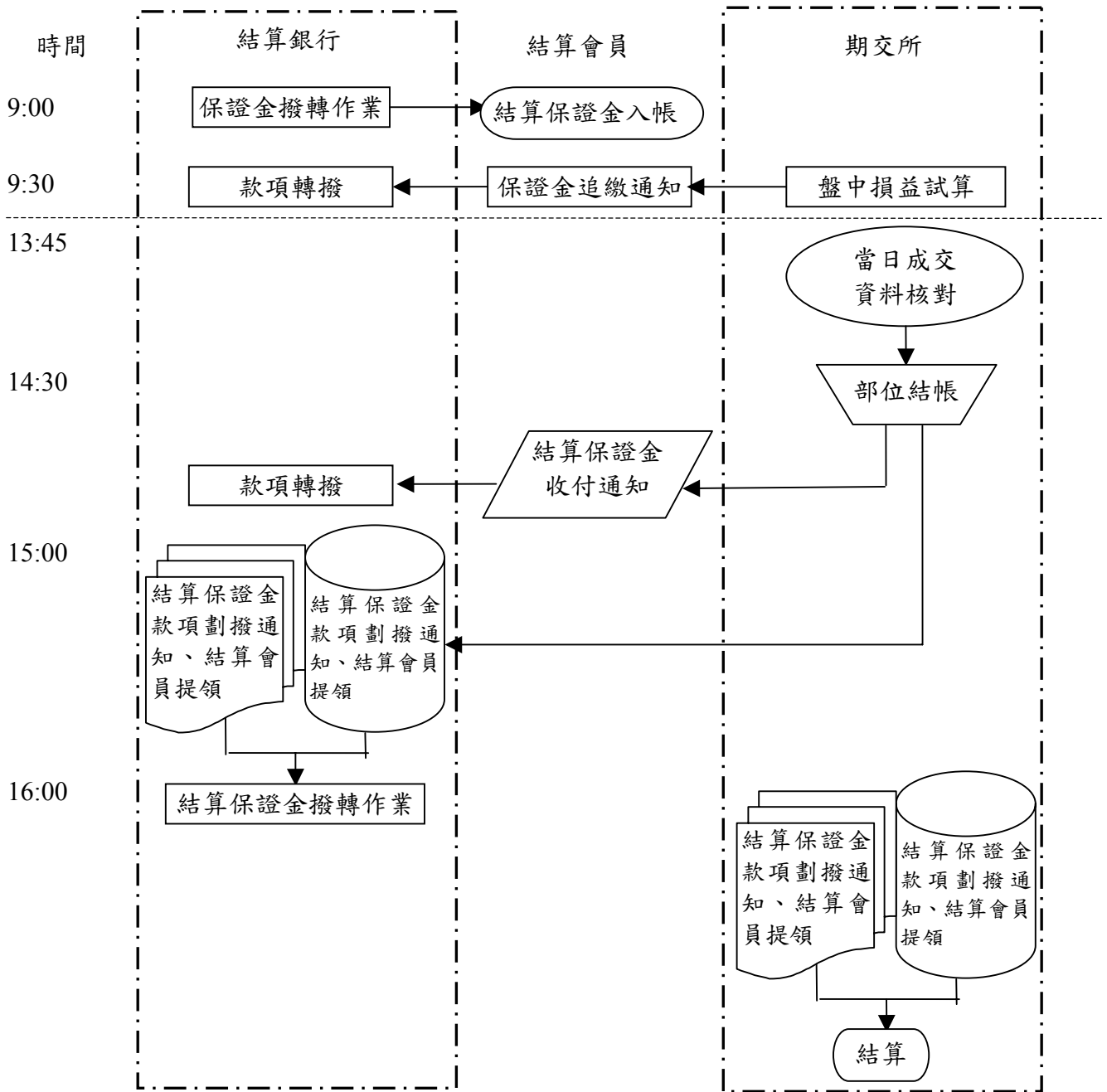


圖3.2.3 期交所結算作業流程

有關於結算會員或期貨商對於期貨交易人繳交保證金的作業方式，多採以繳存保證金價值佔應繳存保證金的百分比率來管理客戶保證金。雖然期貨交易所2008年底已實施保證金以SPAN風險計算至客戶端，由於以SPAN計算得之保證金比現行期貨商計算交易人應繳存之保證金為少，因此以SPAN計算交易人應

繳存之保證金額度之期貨商目前是屬少數。

期貨商如何管理客戶保證金的收取方式，基本原則都在於以維持客戶交易的便利性為主，因此本研究亦只能根據多數期貨商管理客戶保證金的基本方式來介紹，至於牽涉期貨商有關業務不宜公開者，在無法取得細部的資料下，本研究亦無法討論。

根據我們訪談國內期貨商與於網路蒐集之資料整理後，歸納現行期貨商對客戶保證金的風險管理模式，主要皆依據客戶繳存保證金之價值佔應繳存保證金百分比來管理。因此，對於期貨商如何管理客戶的持倉風險，我們亦此百分比來介紹，並分盤前、盤中與盤後來探討，分述如下：

一、盤前

1. 投資人有義務自行管理交易所需保證金。
2. 投資人必須事先匯入足額原始保證金，使可下單。
3. 當日客戶保證金帳戶餘額計算原則

前一營業日未平倉單之獲利與平倉結算之金額加總。

二、盤中

1. 期貨商風險監控人員盤中得以交易人帳戶「市值風險」為風險監控標準。
 - 1) 當市值風險比率低於第一臨界百分比³⁷，而高於第二臨界百分比³⁸時，期貨商風控人員或其期貨交易輔助人得依受託契約上約定之通知方式立即通知交易人補繳保證金。一般以電話通知方式為主，並依受託契約及各期貨商之相關規定辦理。

其中

市值風險 = 清算值 ÷ 在倉部位原始保證金（含委掛保證金）。

清算值 = 當日權益數餘額 + 選擇權市值。

- 2) 當帳戶風險比率，亦即市值風險低於第二臨界百分比時，期貨商風控人員

³⁷ 一般期貨商會以維持保證金為基準，一些期貨商則採百分比，例如 75%。

³⁸ 例如 40%或 30%

有權利（而非義務）得立即執行全數或部分未平倉部位強制代沖銷作業³⁹。若遇快市行情變動劇烈或其他不可抗力之因素，致無法完全處理期貨交易人之部位時，其所造成之損失仍由期貨交易人負擔，期貨交易人不得異議。

2. 期貨交易人若欲自行平倉之相關規定

一般原則：期貨商多有規範，客戶欲自行平倉時，其風險比率應高於第二臨界百分比

相關責任：倘若風險比率低於第二臨界百分比時，當期貨商風控人員執行強制平倉時，期貨交易人若又再自行平倉導致重覆成交時，造成任何損失將由期貨交易人自行承擔。

3. 不得砍倉之規定

若期貨交易人選擇權組合單純屬於收取固定保證金⁴⁰的帳戶，盤中帳戶風險係數或市值風險比率低於第二臨界值時，期貨商風控人員得不執行砍倉。

4. 根據中華民國期貨業商業同業公會期貨商受託國內當日沖銷交易自律規則第五條之規定，當日沖銷交易因市價變動，致使保證金數額低於期貨商依「整戶風險管理原則」所訂一般非當日沖銷交易原始保金之強制平倉比例⁴¹，期貨商將對期貨交易人之部位逕行沖銷之規定。故當沖客戶盤中還原保證金比率低於 25%，期貨商得逕行沖銷期貨交易人之全部當沖部位。

5. 期貨商雖然具有風險管理機制，會於保證金不足時主動通知客戶，並於必要時執行強制平倉，但若因市場突發狀況或告知不及時，最終責任仍屬投資人。如因市場突發狀況未能執行強制平倉時，萬一造成淨值變成負數的情況，投資人仍需負補繳之責任。

三、盤後

1. 期貨商每日需以台灣期貨交易所每日盤後之結算價格逐日結算客戶持倉部位保證金，若期貨交易人之保證金專戶存款餘額低於所有倉位所需之維

³⁹不含選擇權買方未平倉部位及選擇權買賣權多空頭價差組合部位，但若帳戶有超額損失時仍會強制平倉

⁴⁰買權及賣權多空頭價差組合

⁴¹但比例不得低於 25%

持保證金時，期貨商及其期貨交易輔助人得以口頭或書面通知交易人補足保證金至原始保證金之額度。

2. 入金時間之要求

一般期貨商皆會給予期貨交易人一天期間補足，亦即入金應於 T+1 日前補足 T 日收盤後所發出追繳通知的追繳保證金金額。至於應於 T+1 日何時應繳足，一些期貨商要求開盤前，一些則會於盤中，盤後的則未見。

期貨交易人應於期貨商或其期貨交易輔助人發出保證金追繳通知當日起（含當日，即 T 日）之規定時間內（次一營業日即 T+1 規定時間前）補足保證金至原始保證金之額度。

3. 違約處理

期貨交易人未能於追繳時限內補足保證金，期貨商風控人員得於 T+1 日規定時間截止後與收盤前⁴²，以市價單反向平倉交易人所擁有之全部或部分部位。

4. 一些期貨商規定期貨交易人要平倉時，需平倉至保證金專戶存款餘額高於原始保證金。
5. 若期貨商或其期貨交易輔助人已為通知之行為，但因不可歸責於期貨商或其期貨交易輔助人致通知無法到達期貨交易人時，一般期貨商仍得處分交易人之部位。

對於客戶保證金收取額度之相關規定，分交易前之預繳保證金額度與交易後之變動保證金之追繳：

一、交易前

1. 一般保證金

期貨交易委託前，期交所則根據該公司各期貨契約交易規則第十五條之規定，公告原始保證金、維持保證金及結算保證金之額度。原始保證金為委託人交易期貨所需之保證金額度，依據期交所各期貨契約交易規則第十五條第四項之規定，原始保證金依「臺灣期貨交易所股份有限公司結

⁴²一些期貨商則規定需早於當日沖銷者強制平倉之開始時間，亦即收盤前 45 分鐘。

算保證金收取方式及標準」所計算之結算保證金為基準，進一步按期交所訂定之成數加成計算原始保證金。

上述之計算之結算保證金，則依據「臺灣期貨交易所股份有限公司結算保證金收取方式及標準」之規定，每日計算結算保證金收取標準，並檢視比較現行收取之結算保證金額度標準是否足以涵蓋市場交易風險，其中期交所會依據每日期貨市場指數在一段時間內各營業日間價格波動狀況來訂定結算保證金標準。

根據期交所訂定結算保證金標準時，係以涵蓋市場風險為主要考量，故於計算結算保證金時特以加入風險價格係數來計算之，公式如下：

$$\text{結算保證金} = \text{指數} \times \text{指數每點價值} \times \text{風險價格係數}$$

其中風險價格係數所指為期交所將會參考一段時間內的價格變動幅度，估算至少可涵蓋一日價格變動幅度 99% 信賴區間之值。

下表 3.2.1 為目前(2009/10)期貨交易所各商品所計算出的結算保證金額度，與加成後之維持保證金與原始保證金之額度：

表 3.2.1 台灣期貨交易所各契約保證金額度

商品別	結算保證金	維持保證金	原始保證金
臺股期貨	57,000	59,000	77,000
電子期貨	46,000	48,000	63,000
金融期貨	47,000	49,000	64,000
小型臺指期貨	14,250	14,750	19,250
臺指選擇權風險保證金(A 值)	14,000	15,000	19,000
臺指選擇權風險保證金最低值(B 值)	7,000	8,000	10,000
台灣 50 期貨	19,000	20,000	26,000
十年期公債期貨	34,000	36,000	46,000
三十天期利率期貨	11,000	12,000	15,000
電子選擇權風險保證金(A 值)	11,000	12,000	15,000
電子選擇權風險保證金最低值(B 值)	6,000	6,000	8,000
金融選擇權風險保證金(A 值)	11,000	12,000	15,000
金融選擇權風險保證金最低值(B 值)	6,000	6,000	8,000
黃金期貨	2,900	3,010	3,920

MSCI 臺指期貨	1,100	1,100	1,380
MSCI 臺指選擇權風險保證金(A 值)	200	210	270
MSCI 臺指選擇權風險保證金最低值(B 值)	100	110	140
櫃買期貨	24,000	25,000	33,000
非金電期貨	34,000	36,000	46,000
櫃買選擇權風險保證金(A 值)	5,000	6,000	7,000
櫃買選擇權風險保證金最低值(B 值)	3,000	3,000	4,000
非金電選擇權風險保證金(A 值)	8,000	9,000	11,000
非金電選擇權風險保證金最低值(B 值)	4,000	5,000	6,000
台幣黃金期貨	10,000	11,000	14,000
台幣黃金選擇權風險保證金最低值(A 值)	6,000	7,000	9,000
台幣黃金選擇權風險保證金最低值(B 值)	3,000	4,000	5,000

資料來源：台灣期貨交易所網站

2. 特例保證金

由於價差交易與當日沖銷兩種交易風險較一般交易來的低，期交所亦考量持倉風險較低因素，對此兩種交易之保證金額度亦有別於一般保證金。對於期貨契價差交易保證金收取之規定，其中跨月價差組合交易如果兩個契約月份皆為新倉，則收取單邊部位的保證金，若為平倉部位，則只要原留倉部位保證金即足夠，不需額外多收取保證金。如是跨商品組合，則收取的保證金為單邊部位較高之保證金，但如遇盤中當沖或是綜合帳戶的交易人則不適用此保證金的收取方式，亦即需收取雙邊之保證金。此兩種不同的價差組合保證金收取之時點相同於一般交易，亦即期貨商亦先向期貨交易人收足保證金後，才得以接受期貨交易人之委託。雖然期貨價差保證金可減少保證金的收取，但盤中監管或適時提高保證金追繳的頻率及特定期貨商品組合保證金收取，期交所亦可採取必要之措施。

有關當日沖銷的交易人限制，期貨商受託國內當日沖銷交易自律規則第3條有規定相關交易人開戶之限制：

- 1) 開例期貨受託契約滿三個月。
- 2) 最近一年內期貨契約交易成交十筆以上，並不包含選擇權交易，其開立期貨受託契約未滿一年者亦同。

- 3) 除期貨交易應有保證金外，最近一年之所得及各種財產計達所從事當日沖銷交易所需保證金額度的百分之三十，惟所從事當日沖銷交易所需保證金額度未超過新台幣五十萬元者不適用之。

由於當沖交易無留倉部位的風險，故保證金不如一般交易保證金收取的方式，期交所訂定當日沖銷之結算保證金、維持保證金、原始保證金的標準，依一般交易之保證金金額減收百分之五十後取千元整數進位。適用的契約為台灣股價指數期貨契約 (TX)、台灣電子類股價指數期貨契約 (TE)、台灣金融保險類股價指數期貨契約 (TF) 以及台灣股價指數小型期貨契約 (MTX)之最近兩個到期月份契約。

有關當日沖銷之交易部位規定需於當日平倉，交易時間為8點45到下午1點30分均可進行沖銷。倘若交易人未平倉，期貨商應於下午1點到1點半間通知並要求交易人自行沖銷當沖交易部位，對於無法通知到的交易人，不論當沖交易是否已獲利，期貨商應於收盤前15分鐘以市價單或合理之限價單等方式執行強制平倉。雖有強制平倉之規定，但於特殊狀況下，如期貨商無法準時於收盤前幫客戶了結部位，或遇其他突發事件導致期貨交易流動性不足，例如期貨處於漲跌停價位時，於收盤後留有當沖交易未平倉部位，此時處理方式如下：

- 1) 收盤後交易人以一般交易保證金標準計算之整戶保證金維持率高於100%，則該當沖交易留倉部位無須於次一營業日強制平倉。
- 2) 若收盤後交易人當沖交易留倉部位以一般交易保證金標準計算之整戶保證金維持率低於100%，應計算當沖交易未平倉部位之保證金維持率，若維持率低於100%，則期貨商應通知交易人於下午3時30分前將當沖交易留倉部位保證金補足至一般交易保證金數額，交易人於此時限前補足，則無須於次一營業日強制平倉。
- 3) 未符合前揭規定者，期貨商應於次一營業日繼續執行強制平倉，直至部位全數了結為止。

二、交易後

維持保證金為委託人持有部位後之保證金最低額度標準。依據本公司各期貨

契約交易規則第十五條第四項之規定，維持保證金依「臺灣期貨交易所股份有限公司結算保證金收取方式及標準」計算之結算保證金為基準，按本公司訂定之成數加成計算之。如委託人持有部位後其保證金餘額低於維持保證金時，期貨商應即通知委託人補繳保證金至原始保證金標準。

第四章 台灣期貨市場交易環境分析

由於台灣期貨市場在近年來實施許多變革，主要原因皆在於使制度與國際市場較為貼近。然而在期貨市場一項新制的實施或制度的調整皆須要相關的配套措施，或者採以分階段實施，對相關的參與者可有較為充裕的緩衝時間，以調適先前適應的交易環境。

近來台灣期貨市場在外資對於交易台灣期貨商品前皆須於台灣保有存款的制度多有所建議，例如應對外資採以寬鬆政策，或予以豁免預繳保證金，原因在於多數國際期貨市場皆不是採保證金免預繳，即是採特殊的預繳，為何這些期貨市場可執行豁免預繳保證金，是本章節想探討的議題之一。

首先我們以近 2 年來台灣期貨市場大紀事，亦即對有關於預期影響保證金的相關變革，進一步透過數據來分析制度的調整在期貨市場的影響程度；緊接著，我們利用現行的資料，以模擬台灣期貨市場倘若豁免法人預繳保證金，則期貨商的經紀業務手續費收入與利息收入的變化情況，以提供相關參與者參考。最後，我們參考鄰近國家對於是否實施預繳保證金有著迥異作法的香港與新加坡，以對台灣期貨市場進行比較。

第一節 對期貨市場的影響

一、近期台灣期貨市場的大紀事

有鑑於全球衍生性商交易市場的變革與成長，台灣期交所在近 2 年之內，總計推出了約 21 項的新商品及新制度；光是 2008 年，更是台灣期貨市場新商品與新制度的密集推廣期；從 2008 年年初推出的新台幣計價黃金期貨始，緊接著為改善期貨市場資訊不對稱情況，4 月則實施揭露三大法人資訊；為了調降變動保證金額度，6 月則調整體市場保證金結構比，並同時實施多幣別保證金制度，以讓交易人的資金能夠更充分運用。10 月則開始實施法人避險帳戶，使法人避險部位在不超過現貨市值的範圍內，讓法人更便於進入期貨市場避險，同時間並增加結算會員提領保證金次數。11 月，則將 SPAN 制度實施到交易人端，且同時開放投資人可以持有價證券抵繳保證金。最後，期交所為減少特定交易人操縱最後結算價的情況，也將指數期貨與選擇權最後結算價及最後結算日由 T+1 日調整為 T 日，一舉消除交易人隔夜交割風險。

另外為了積極推廣期貨業務，提高法人參與台灣期貨市場比重，期交所亦派員親赴海外，與外資說明台灣期貨市場的避險功能，及有利於法人在台灣期貨市場交易的新制度，足見台灣期貨交易所重視法人與提升期貨商資金使用效率的用心程度。

有關於 2008 年與 2009 年間，台灣期貨市場重要調整之交易制度，如圖 4.1.1 與 4.1.2 所示。首先，2008 年 1 月 28 日台灣期貨交易所新台幣計價黃金期貨上市，首日交易量就突破萬口，達 1 萬 453 口，2 月期貨每錢上漲 35.5 元，收 3600 元，漲幅 0.996%，在台股現貨和期貨大跌的當天，首日上市的黃金期貨表現相對強勁。

2008 年 4 月 2 日，臺灣期貨交易所繼取得臺股期貨、小型臺指期貨、電子期貨、金融期貨及 MSCI 臺灣指數期貨 5 項交易許可後，再度獲美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 核發「臺灣證券交易所未含金融電子股發行量加權股價指數期貨」交易許可 (No-Action Letter)，也就是說在美國境內個人、及法人機構可直接交易該項商品。CFTC 對美國人交易任何美國境外交易所⁴³上市的期貨及期權商品，只要符合其相關規範，原則上並無限制。取得該項許可後，美國交易人可合法將期交所非金電期貨列入避險交易標的，進而參與我國期貨市場，我國市場當可吸引更多美國交易人。更重要的是，CFTC 核發的交易許可已成為外資機構評估市場信用與風險的重要依據，有助提昇台灣期貨交易所的競爭力與國際信譽，並為進一步國際合作奠立基礎。取得非金電期貨之交易許可，可預見未來來自美國方面之交易量將對國內期貨市場有所助益，尤其是美國的投機機構法人對台的投資。

⁴³國外交易所。

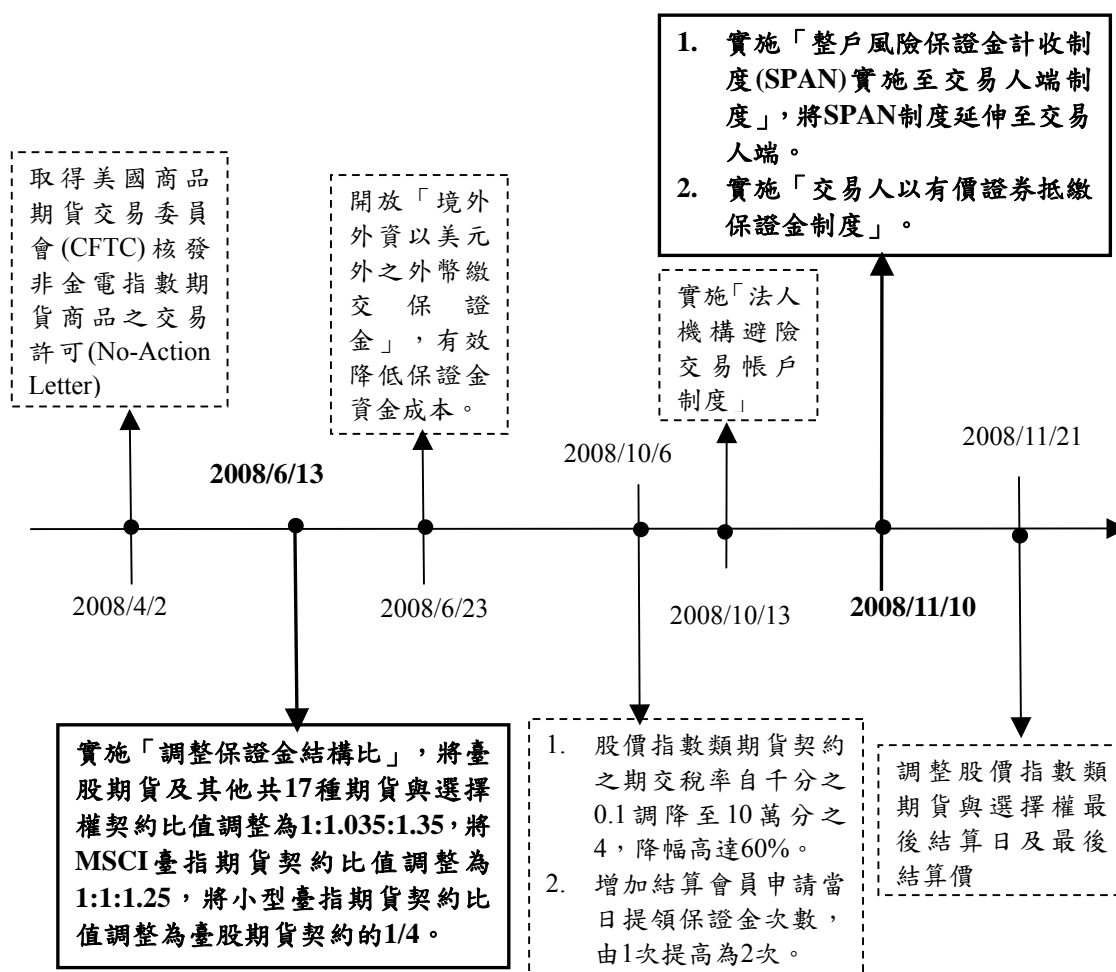


圖 4.1.1 台灣期貨市場 2008 年重要紀事*

(*參考自台灣期交所網站公布之 2008 年公司年報)

對於有助於交易人降低交易資金成本，提升其資金使用效率的相關措施，2008 年期貨交易所的相關調整進行有二次之多。首先，台灣期貨交易所為使期貨市場更貼近國際，於 2008 年 6 月 12 日調整各期貨及選擇權契約保證金結構比，各契約原始保證金水準較調整前約降低 15%。此次調整，結算保證金則未異動，只有維持及原始保證金調整。調整共計 19 種契約保證金結構比，除 MSCI 台指期貨及小型台指期貨外，台股期貨、台指選擇權等 17 種契約的結算、維持與原始保證金比從 1 : 1.35 : 1.5 大幅調整為 1 : 1 .035 : 1.35，小型台指期貨保證金則訂為台股指數期貨保證金的 1/4。另 MSCI 台指期貨 (MSF) 保證金結構比則維持為 1 : 1 : 1.25。透過結構比的調整，將有助於各契約保證金結構比更貼近國際市場，提升國

際競爭力。另本次保證金調整後，因各期貨及選擇權契約維持與原始保證金水準較原先水準下降，對於活絡市場交易應有一定程度之助益。

其次，為吸引境外外資從事我國期貨交易，降低其從事期貨交易成本，有利其規避僅持有美元之匯率風險，俾其擴大參與我國期貨市場，並帶動我國期貨市場之國際化，主管機關於 2008 年 6 月 23 日修正「華僑及外國人從事國內期貨交易應行注意事項」，同步開放境外外資未來得以期貨交易所接受之外幣，如美元、歐元、日圓、英鎊、澳幣及港幣等共計 6 種外幣繳交保證金從事國內期貨交易。

2008 年 11 月，臺灣期貨市場為了降低交易人參與市場之成本，以期能有效提升其資金運用效能，調整三項新制度，包括「交易人以有價證券抵繳保證金」、「SPAN 整戶風險保證金計收制度實施至交易人端」及「股價指數類期貨及選擇權契約調整最後結算價及結算日」。

過去在臺灣交易期貨一向只能以現金繳交保證金，有價證券抵繳保證金制度實施後，交易人得以股票、公債及國際債券抵繳期貨保證金，不需另外準備一套資金。當時預期將可大幅降低交易人在期貨市場避險的資金成本。截至 2009 年 10 月底止，根據資料顯示，得辦理抵繳的股票計有 58 支，中央登錄公債 80 支及國際債券 2 支，共 140 支有價證券可作為抵繳標的，有價證券市價價值為 1 億 5 千 5 百萬餘元，經折扣比率折算後，有價證券抵繳價值共 1 億 4 千 5 百萬餘元，保證金抵繳比率只有 0.89%，未如預期。

至於「整戶風險保證金計收 (SPAN) 制度實施至交易人端」，期交所早於 2007 年 10 月已將 SPAN 計收保證金運用於結算會員保證金的收取。根據當時實施 SPAN 的報導顯示，實施後約使整體資金效能提高 19%，日均量約可增加 6.2%，成效相當顯著，目前全球有超過 50 個交易所採用此計算標準。SPAN 制度延伸至交易人端，預期可落實整合性保證金機制，將交易人帳戶內所有部位視為一個投資組合，可更精準衡量出交易人帳戶的風險所需保證金，提升交易人資金效能。依期交所的估算，SPAN 制度延伸至交易人端，交易人存放於期貨商或結算會員之客戶超額保證金將隨之增加，此部分將可轉為新增交易之動能，提升交易人參與意願。

根據資料顯示，SPAN 整戶風險保證金實施至交易人端以來，申請戶數逐步成長，從初期的 268 戶，至 2009 年 10 月底止已達 3,068 戶，其中自然人 3,004 戶，法人 64 戶。

2008年11月21日，期交所參酌多數國際主要交易所之作法，將到期契約最後結算日，由現行最後交易日之次一營業日，調整與最後交易日為同一天。此項調整將使交易人有效規避到期交割之隔夜風險，增進到期保證金之資金釋放效能。此外，期交所同時將股價指數類期貨與選擇權最後結算價，調整為最後交易日當日交易時間收盤前30分鐘內標的指數之簡單算術平均價訂之。

由於簡單算術平均計算方式透明簡便，對交易人而言簡單易懂，有助交易人靈活運用交易策略因應市場收盤後的到期結算。其次，採行算術平均價，由於每一筆成交價格權重相同，對意圖影響價格之操縱者而言，要維持每分鐘進場操作，實務上並不容易，其操縱難度較成交量加權平均價高，可降低人為操縱之可能性。

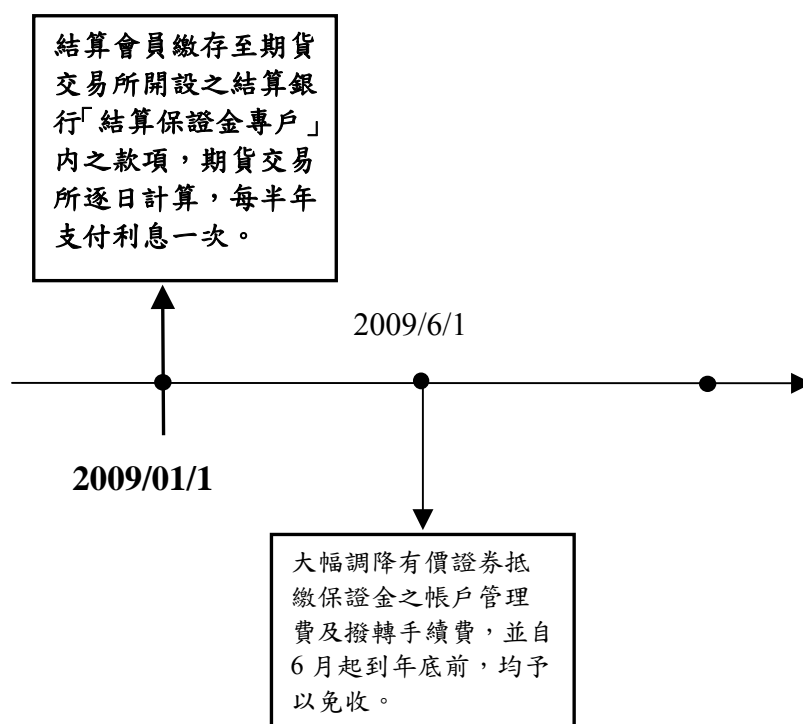


圖 4.1.2 台灣期貨市場 2009 年大紀事

2009年，台灣期貨交易所持續為了降低交易人參與市場之成本而努力。首先，在結算會員繳存全額結算保證金部分，參著國際期貨市場作法，於1月1日開始依逐日計算將全額結算保證金孳息部分採每半年支付結算會員利息。其次，為了

提升期貨交易人以有價證券抵繳保證金，使其資金更能有效利用，大幅調降有價證券抵繳保證金之帳戶管理費及撥轉手續費，並自 2009 年 6 月起到底前，均予以免收。這些措施無不是為了增加期貨市場參與者資金的使用效率，與降低交易者的參與成本所設想。近年來在全球金融風暴的肆虐下，期貨市場已充分發揮其避險功能，並成為許多資金的避風港。在面對全球化的各項挑戰下，台灣期貨交易所能在近 2 年的時間積極就期貨商品面、技術面及制度面等進行改革，以創造更具效率、成本低廉、作業簡便之交易環境而努力，實值得國人的嘉許。

二、台灣期貨交易所變更結算制度對期貨市場的影響分析

由於近 2 年來，台灣期貨交易所執行許多交易新制與調整多項措施，主要目的皆在提供參與者一個更有效率的期貨市場，然而這些措施是否有達到預期結果，亦或對期貨市場產生何種影響，將是我們有興趣想瞭解的。也因此，我們想藉由期交所幾次的調整措施對期貨市場產生的影響，以釐清未來台灣期貨市場豁免預繳保證金措施後相關參與者的疑慮。

1. 2008 年 6 月 13 日與 11 月 10 日，台灣期貨市場保證金結構比調整與實施有價證券抵繳保證金制度

首先，台灣期貨市場於 2008 年實施兩項重要措施，分別為 2008 年 6 月 13 日大幅調整台灣期貨交易所旗下交易商品之保證金結構比，主要調降原始保證金與結算保證金的倍數關係。緊接著 11 月 10 日，更開放交易人可使用有價證券抵繳保證金措施。2008 年的兩項重要措施，旨在降低交易人使用資金之成本，期使市場資金使用效率能提高。

表 4.1.1 台灣期貨市場 2008 年調整結算制度前後統計數量

科目 金額:×1000	調整保證金結構比			實施有價證券抵繳保證金		
	事前 (三個月)	事後 (三個月)	差 (後-前)	事前 (一個月)	事後 (一個月)	差 (後-前)
專營期貨商家數(家)	19	19	0	19	20	1
平均每家期貨商資本	691,985.60	710,286.91	18,301.31	711,946.56	696,349.24	-15,597.33
ANC 比率平均(%)	3,120.98	6,354.80	3,233.82	356.96	4,382.23	4,025.27
結算保證金	24,661,874.34	20,582,001.56	-4,079,872.78	24,310,125.70	19,925,931.71	-4,384,193.99
預估維持保證金	18,907,437.00	14,201,581.08	-4,705,855.92	16,773,986.73	13,748,892.88	-3,025,093.85
預估原始保證金	24,661,874.34	18,523,801.41	-6,138,072.94	21,879,113.13	17,933,338.54	-3,945,774.59

全市場保證金	107,250,744.79	105,640,923.07	-1,609,821.72	128,367,324.18	110,597,143.61	-17,770,180.56
存於期貨商端保證金	82,588,870.45	85,058,921.51	2,470,051.07	104,057,198.48	90,671,211.91	-13,385,986.57
預估變動保證金 (以結構比推)	5,754,437.35	4,322,220.33	-1,432,217.02	5,105,126.40	4,184,445.66	-920,680.74
存於 FCM 之超額原始 保證金	76,834,433.10	80,736,701.18	3,902,268.08	98,952,072.08	86,486,766.25	-12,465,305.84
成交量-經紀商國內 (雙邊)	10,036.74	11,085.39	1,048.65	11,261.51	12,430.11	1,168.60
經紀收入	814,475.01	860,285.42	45,810.41	934,465.55	922,445.23	-12,020.33
經紀收入/口(元)	81.28	77.79	-3.49	82.98	74.21	-8.77
利息收入	181,793.11	195,445.12	13,652.01	211,308.99	210,911.92	-397.08
利息收入/口(單邊/元)	36.48	35.6	-0.88	37.53	33.94	-3.59
淨利息收入	158,565.46	170,815.92	12,250.46	188,425.84	200,350.62	11,924.78
淨利息收入*	158,565.46	171,603.16	13,037.70	188,425.84	187,352.10	-1,073.74
淨利息收入/口 (單邊)(元)	31.82	31.12	-0.7	33.47	32.25	-1.23
淨利息收入*/口 (單邊)(元)	31.82	31.26	-0.55	33.47	30.16	-3.31
一銀定存利率(%)	2.12	2.19	0.07	2.03	0.91	-1.12

*表未調整利率的變化；資料來源：本研究整理

此次期交所調整保證金結構比主要在降低原始保證金與維持保證金，結算保證金並無異動，因此對結算風險並無影響，結算保證金、維持保證金與原始保證金比值關係從 1：1.35：1.5 調整為 1：1.035：1.35，除了原始與維持保證金調降外，存於期貨商端之保證金從 0.15 比值關係上升到 0.315，預期增加的金額所能創造的利息收入多少對期貨商皆有貢獻。

觀察表 4.1.1 在調整保證金結構比的統計數據發現，保證金結構比調整後，在整體期貨市場成交量微幅上升的同時，全市場結算保證金則為下降，存於期貨商端之保證金則為增加，利息收入亦為增加；雖然每口經紀費用是在降低的，然而成交量增加所創造的手續費收入增幅是高於期貨經紀商調降手續費的降幅，顯示保證金結構比的調整對期貨商是具有良性的影響。

其次，台灣期貨市場首次實施有價證券抵繳保證金措施，在台灣現行市場有價證券種類不多的情況下，加上實施的種類限制，實施後對抵繳情況皆持保留態度。根據 2009 年 10 月底資料顯示，有價證券抵繳比率亦只有 0.89%，交易人持有價證券抵繳保證金並不熱絡，此項業務似乎尚有很大的成長空間。從表 4.1.1 的統計表格觀察，實施後有價證券抵繳保證金後，市場成交量是為增加的，增加之幅度高於調整保證金結構比的措施，

就刺激交易量來觀察，開放有價證券抵繳保證金的效果是高於保證金結構比的調整。其次，實施後除了期貨商平均每口手續費下降約新台幣 8 元外，市場利率亦大幅下滑，加上全市場繳存之保證金減少，導致存於期貨商端的保證金同時縮水，期貨商的利息收入大受影響，此次實施的有價證券抵繳保證金後的市場表現，似乎對期貨商的收入衝擊相當大。

2. 2009 年 1 月 1 日與 6 月 1 日，台灣期貨市場實施結算保證金全額給付利息給期貨商端與調降有價證券抵繳保證金之帳戶管理費及撥轉手續費

2009 年，台灣期貨交易所接續 2008 年對期貨參與人進行增加資金使用效率性的調整。首先，期交所依國際期貨市場慣例，針對結算會員繳存於期交所之超額結算保證金所產生之孳息，在扣除相關手續費後退還結算會員。根據表 4.1.2 的統計表顯示，全市場的利息收入在退還孳息時點後反而比事件前一個月的利息收入少 NTS 8900 萬元之多。比較前後期階段，雖然交易量為減少，然而存於期貨商端之超額原始保證金並無減少，反而為上升，似乎期貨商在收到退還全額結算保證金孳息後，期貨商利息收入理應增加，似乎不必然如此。主要原因在於市場利率下跌造成利息收入減少的幅度高過期交所退還的孳息，再加上交易量減少造成手續費收入亦減少，整體期貨商的收益情況再度惡化。

為提升有價證券的抵繳比率，期交所則特別採以調降抵繳費用，以期能增加參與者能以有價證券抵繳保證金的比率，然而根據 2009 年 10 月抵繳比率為 0.89% 情況觀察，本研究認為要提高抵繳比率之問題不在抵繳費用之高低，有價證券的種類與參與者是否持有這些可抵繳的證券才是問題所在。雖然此時期存於期貨商端之超額原始保證金是為減少的，然而在市場利率並無變動情況下，全體市場的利息收入亦有微幅上升，顯示期貨商利用保證金存款產生利息收入的方式亦有適度因應市場調整。

表 4.1.2 台灣期貨市場 2009 年調整結算制度前後統計數量

科目 金額:×1000	給付全額結算保證金利息			調降有價證券抵繳費用		
	事前 (一個月)	事後 (一個月)	差 (後-前)	事前 (兩個月)	事後 (兩個月)	差 (後-前)
專營期貨商家數	20	21	1	21	21	0
平均每家期貨商資本	696,349.24	682,237.37	-14,111.87	685,165.94	690,468.94	5,303.00

ANC 比率平均(%)	4,382.23	500.96	-3,881.28	823.87	1,158.32	334.45
結算保證金	19,925,931.71	21,291,141.52	1,365,209.81	18,927,586.48	19,349,837.39	422,250.92
預估維持保證金	13,748,892.88	14,690,887.65	941,994.77	13,060,034.67	13,351,387.80	291,353.13
預估原始保證金	17,933,338.54	19,162,027.37	1,228,688.83	17,034,827.83	17,414,853.65	380,025.82
全市場保證金	110,597,143.61	115,185,392.12	4,588,248.50	111,807,493.45	111,150,026.93	-657,466.52
存於期貨商端保證金	90,671,211.91	93,894,250.60	3,223,038.69	92,879,906.98	91,800,189.54	-1,079,717.44
預估變動保證金 (以結構比推)	4,184,445.66	4,471,139.72	286,694.06	3,974,793.16	4,063,465.85	88,672.69
存於 FCM 之超額原始 保證金	86,486,766.25	89,423,110.88	2,936,344.63	88,905,113.82	87,736,723.69	-1,168,390.13
成交量-經紀商國內 (雙邊)	12,430.11	10,514.16	-1,915.95	13,294.00	11,401.93	-1,892.07
經紀收入	922,445.23	777,413.26	-145,031.97	932,145.65	810,341.82	-121,803.83
經紀收入/口(元)	74.21	73.94	-0.27	70.31	71.06	0.76
利息收入	210,911.92	121,479.67	-89,432.25	103,303.87	105,523.09	2,219.21
利息收入/口 (單邊)(元)	33.94	23.11	-10.83	16.05	18.43	2.39
淨利息收入	188,425.84	200,350.62	11,924.78	99,586.84	101,777.30	2,190.45
淨利息收入*	188,425.84	187,352.10	-1,073.74	99,586.84	101,777.30	2,190.45
淨利息收入/口 (單邊)(元)	32.25	22.42	-9.83	15.47	17.79	2.32
淨利息收入*/口 (單邊)(元)	32.25	20.97	-11.28	15.47	17.79	2.32
一銀定存利率(%)	0.91	0.31	-0.6	0.31	0.31	0

*表未調整利率變化；資料來源：本研究整理

三、2007 與 2009 年保證金繳存情況比較

有鑑於 2008 年至 2009 年中，台灣期貨市場進行多項新制措施與調整，我們期望透過市場參與者繳存的各項保證金變化，來討論實施這些措施後，各項市場保證金受影響的情況。從表 4.1.3 與 4.1.4 之計算⁴⁴結果顯示，由於 2009 年月均量與 2007 年比較，交易量增加 37.15%，全市場保證金亦增加相當的幅度，達 40.06%。繳存保證金後之分配情況，在結構比調整後，原始與維持保證金預期皆會下降，統計資料亦顯示如此，但是下降的部分尚包括存於期交所的結算保證金。也因此，在客戶溢繳倍數亦增加的情況下，存於期貨商端之保證金增幅達六成以上，期貨商可資已利用存款之金額相對於 2007 年，2009 年情況定存資金寬裕許多。雖然如此，由於市場利差下降幅度逐漸擴大情況下，加上市場競爭手續費必然調降的結果，期貨商實際收入情況卻是減少，未見期貨交易制度調整新制後理應相對帶來的收入增加。

⁴⁴ 計算方式與理論參考林蒼祥與段昌文 (2008)。

表 4.1.3 2009 與 2007 年全市場保證金繳存情況

資料年/月	存於期貨商端之結算保證金(1)	全市場保證金(2)	結算保證金 ¹ (3) = (1)/1.5	預估維持保證金(4) = (3)×X ²	預估原始保證金(5) = (3)×Y ³	客戶溢繳倍數(2)/(5)	存於期貨商端保證金(6) = (2)-(1)	預估變動保證金(7) = (3)×Z ³	預估期貨商可定存金額(8) = (6)-(7)	期貨商可定存金額占客戶繳存%(9) = (8)/(2)
2007/1-12	228.98	806.15	152.65	175.55	228.98	3.52	577.16	53.43	523.74	64.97%
2009/1-8	195.67	1129.06	130.45	135.01	176.10	6.42	933.39	41.09	892.30	79.03%
差	-33.31	322.91	-22.20	-40.54	-52.88	2.90	356.23	-12.34	368.56	14.06%
變動%	-14.55%	40.06%	-14.54%	-23.09%	-23.09%	82.39%	61.72%	-23.10%	70.37%	21.64%

註：1. 由於期貨商慣常上繳結算保證金會多繳存 50%，因此以 1.5 倍估計。2. 2007 年 X=1.15，2009 年 X=1.035。2007 年 Y=1.5，2009 年 Y=1.35。3. 2007 年 Z=0.35，2009 年 Z=0.315。4. 2007 年每月均量為 8593051 口，2009 年 1 至 8 月之月均量為 11785543 口。表中單位為新台幣億元；資料來源：本研究計算

表 4.1.4 2007 與 2009 年全市場交易與保證金可使用情況

期間	扣除變動保證金可存於 FCM 端之保證金金額	交易口數 (雙邊)	交易口數 (單邊)	新增一口交易可存放於 FCM 之保證金	期貨商每口可定存金額 (七成估計)	利差
2007/1-12	52373584143	8593051	4296526	13104.78	9173.34	1.3542%
2009/1 - 8	89229505640	11785549	5892774	15826.98	11078.88	0.0788%

資料來源：本研究計算

表 4.1.5 為 2007 全年度與 2009 年 1 至 8 月結算會員實際收入情況的比較顯示，雖然 2009 年的統計資料只有 8 個月份，然而除了受託結算收入有增加 4.2%外，其餘收入皆是下跌的，預期 2009 全年度會超越 2007 年水準的可能性極微，尤以利息收入目前即下跌達五成的幅度來觀察，期貨商未來經營之環境將更行惡劣，在未調整期貨商可經營業務或相關機制情況下，預期未來期貨商收入逐年下跌將成為常態。

表 4.1.5 結算會員年度收入

年	總利息收入(1)	(1)/(6)	淨利息收入(2)	(2)/(6)	經紀收入(3)	(3)/(6)
2007	1842941	15.35%	1076529	8.96%	8337862	69.43%
2009/1-8	908376	10.87%	878041	10.51%	6745375	80.75%
變動幅度	-50.71%		-18.44%		-19.10%	
年	佣金收入(4)	(4)/(6)	受託結算(5)	(5)/(6)	期貨經紀業務總收入(6)	(6)/(6)

2007	590735	4.92%	161193	1.34%	12009260	100.00%
2009/1-8	531564	6.36%	167968	2.01%	8353283	100.00%
變動幅度	-10.02%		4.20%		-30.44%	

註：表中收入皆為毛收入，亦即未扣除成本之收入，單位為千元新台幣。資料來源：台灣期貨交易所與本計畫估計。

四、豁免預繳保證金對期貨商利息收入的影響

有鑑於國際期貨市場對於期貨交易人保證金繳存的方式，多未規定所有交易人都必須於委託時繳存所有的原始保證金，台灣現行規定交易人於委託時就必須先行繳存全部之保證金金額，似乎對於結算風險有過度防衛之嫌。台灣期貨市場相關單位早於 2007 年即有對保證金是否需預繳的議題經過討論，直至現今都無一致的結論，所有擔心的焦點不外風險層面與收入。有關於風險層面，本研究將於後續章節討論，本小節主要討論在台灣期貨市場可豁免預繳保證金後，對有關於期貨商收入的衝擊影響範圍。

考量台灣期貨市場尚未有免預繳保證金的經驗，預繳制的韓國對於「特定法人」豁免預繳保證金的方式，對於台灣期貨市場開放保證金免預繳的初期，實值得參考。在保證金預繳制之下，期貨交易人必須事先繳存一筆存款於保證金專戶中，依表 4.1.3 之 2009 年客戶溢繳倍數顯示，倍數均值達 6 倍之多，表示客戶委託時應繳存原始保證金為 NT\$1 時，在預繳制下，由於委託時成交數量不確定，在交易人為求交易的便利性下，多會繳存 NT\$5 於期貨商端；倘若開放免預繳保證金，可預期的交易人繳存保證金的習性將亦會隨之改變，交易人繳存原始保證金的金額將從預繳制的不確定成為確定，交易人繳存保證金之溢繳倍數似乎不會有現行的 6 倍之多，預期此數值應會下降。如此，多方對於影響期貨商利息收入的「超額原始保證金」勢必會減少，但在現行低利率的環境對期貨商的利息收入會影響多大，將是我們想瞭解的。

我們根據表 4.1.4 所計算的數據，具以對法人豁免預繳保證金進行利息收入進行模擬。首先從表 4.1.4 估計 2009 年每口單邊交易可創造期貨商可用以定存的金額為 NT\$15826.98，進一步我們以此金額的 10% 遞減速度來模擬超額原始保證金繳存期貨商端的減少比率，並以模擬法人佔三成期貨交易量所能創造期貨商端能用以定存之超額原始保證金對利息收入的減少金額；其中期貨商定存比率則依參

考期貨商的定存數據來推算，我們以超額原始保證金的七成來估計；至於利率則以期貨商收取定存利率扣除對客戶退還活存利率的利差來估計，2009 年平均利差為 0.0788%。

由於市場參與者對於豁免預繳保證金後期望可對期貨交易量有刺激的效果，因此我們亦以 2009 年前 8 月交易均量變動 10% 來模擬，以觀察在交易量增加所帶來的手續費收入的增加是否足以抵銷利息收入的減少金額。表 4.1.6 為模擬之結果，單純從利差收入影響觀察，豁免預繳保證金後增加一個百分比交易量創造之保證金金額所能增加的利差收入是少於交易人每減少一個百分比的繳存超額保證金對利差收入的減少額，顯示交易量增加可提升利差收入邊際效果是小於交易人減少繳存保證金減少的利差收入，單以保證金創造的邊際利差收入觀察，豁免預繳保證金的經濟效益是不佳的。

其次，市場預期豁免預繳保證金制度的開放，將有效提升交易人對台灣期貨市場商品的交易量，尤其是對法人。我們以 2009 年 8 月的平均每口手續費收入 NTS\$71.84 估計，模擬結果顯示，倘若對佔有三成交易量的法人豁免預繳保證金，且預期這些法人皆不額外繳存「超額原始保證金」，亦即期貨商無法以資利用於定存的金額來觀察，全體期貨商利差收入影響約短少為新台幣 1542 萬元，要彌補此利息收入減少的金額，尚須交易量的提升以增加期貨商手續費收入來彌補。以模擬結果觀察，預估交易量應提升至少 10%，最高為 15%，以挹注利差收入的減少額。倘若在開放免預繳保證金後無法有效提升交易量，且期貨交易市場環境對期貨商持續不利時，期貨商賴以生存的生財工具項目，主管機關似乎有必進行調整。

表 4.1.6 豁免法人預繳保證金對期貨商端利息收入與手續費收入的模擬

單位：×1000			每口交易增加存放 FCM 端之超額保證金遞減百分比與金額**										
每口交易增加存放 FCM 端之超額保證金(單位：1 元)			15826.98	14244.28	12661.58	11078.88	9496.186	7913.49	6330.79	4748.09	3165.40	1582.70	0
交易量成長率	法人單邊交易量	FCM 可增加之手續費收入*	0.00%	-10.00%	-20.00%	-30.00%	-40.00%	-50.00%	-60.00%	-70.00%	-80.00%	-90.00%	-100.00%
-4%	1697.12	-5080.04	-616.95	-2097.62	-3578.29	-5058.96	-6539.63	-8020.31	-9500.98	-10981.65	-12462.32	-13942.99	-15423.67
-2%	1732.48	-2540.02	-308.47	-1819.99	-3331.51	-4843.03	-6354.55	-7866.07	-9377.59	-10889.11	-12400.63	-13912.15	-15423.67
0%	1767.83	0.00	0.00	-1542.37	-3084.73	-4627.10	-6169.47	-7711.83	-9254.20	-10796.57	-12338.93	-13881.30	-15423.67
10%	1944.62	12700.11	1542.37	-154.24	-1850.84	-3547.44	-5244.05	-6940.65	-8637.25	-10333.86	-12030.46	-13727.06	-15423.67
20%	2121.40	25400.21	3084.73	1233.89	-616.95	-2467.79	-4318.63	-6169.47	-8020.31	-9871.15	-11721.99	-13572.83	-15423.67
30%	2298.18	38100.32	4627.10	2622.02	616.95	-1388.13	-3393.21	-5398.28	-7403.36	-9408.44	-11413.51	-13418.59	-15423.67
40%	2474.97	50800.43	6169.47	4010.15	1850.84	-308.47	-2467.79	-4627.10	-6786.41	-8945.73	-11105.04	-13264.35	-15423.67
50%	2651.75	63500.54	7711.83	5398.28	3084.73	771.18	-1542.37	-3855.92	-6169.47	-8483.02	-10796.57	-13110.12	-15423.67
60%	2828.53	76200.64	9254.20	6786.41	4318.63	1850.84	-616.95	-3084.73	-5552.52	-8020.31	-10488.09	-12955.88	-15423.67
70%	3005.31	88900.75	10796.57	8174.54	5552.52	2930.50	308.47	-2313.55	-4935.57	-7557.60	-10179.62	-12801.64	-15423.67
80%	3182.10	101600.86	12338.93	9562.67	6786.41	4010.15	1233.89	-1542.37	-4318.63	-7094.89	-9871.15	-12647.41	-15423.67
90%	3358.88	114300.97	13881.30	10950.80	8020.31	5089.81	2159.31	-771.18	-3701.68	-6632.18	-9562.67	-12493.17	-15423.67
100%	3535.66	127001.07	15423.67	12338.93	9254.20	6169.47	3084.73	0.00	-3084.73	-6169.47	-9254.20	-12338.93	-15423.67

*每口期貨經紀業務手續費收入以 2009 年 1 至 8 月之月平均值估計，每口約為 NT\$71.84。

**估算之影響金額皆以法人佔市場交易量三成與超額原始保證金使用定存七成估計。

第二節 台灣、香港與新加坡期貨市場比較

由於鄰近亞洲的香港與新加坡期貨市場的交易機制與台灣期貨市場具有迥異之處，兩個國家期貨市場保證金繳存方式分別採預繳與免預繳，其相關配套之期貨交易機制亦分屬不同，值得台灣期貨市場主管當局的借鏡與參考。據此，我們研究團隊透過當地期貨商的訪問，以分別對三個國家的期貨市場、交易所與期貨商來討論其中的差異性。

一、期貨市場表現

一般而言，一個國家的衍生性商品與現貨商品的交易價值應存在比值關係，原因在於期貨市場提供了現貨商品良好的避險管道，與剩餘資金宣洩的管道。表 4.2.1 為三個國家證券交易市場與期貨交易市場的交易情況比較，表中顯示，台灣期貨市場交易口數雖為三個國家期貨市場最高，然而以原始保證金換算衍生性商品之交易金額皆以新加坡期貨市場為最高，2008年交易衍生商品金額易落後於香港。若以衍生性商品價值換算，台灣期貨市場皆落後香港與新加坡期貨市場之多，顯示資金於台灣期貨市場流通金額數量是少的。進一步我們以當地國之現貨交易量為分母，來觀察該國衍生性商品交易情況與證券交易的比值關係；表中顯示，衍生性商品交易價值若以原始保證金估算，台灣衍生性商品與證券交易價值比值只落後新加坡市場，但是以指數價值換算，2008年整年度台灣衍生性商品成交價值還不到現貨的一半，相對於多發行國外指數商品的新加坡，衍生性商品成交價值接近於現貨交易價值，鄰近的香港，在惟有四種可交易指數期貨情況下，衍生性商品成交價值亦已超過現貨的二分之一，成績斐然；比較2009年8月份情況，比值關係雖然皆有擴大，然而台灣期貨市場的交易情況與鄰近國家比較，似乎尚有許多進步空間。

表 4.2.1 三個國家期貨市場比較

科目/單位:仟位	台灣(NTD)		香港(HKD)		新加坡(US)	
	2008年	2009年8月	2008年	2009年8月	2008年	2009年8月
衍生性商品交易量(口數)	273,440	10,323	105,007	7,970	61,841	4,499
衍生性商品交易金額(1)*	2,477,850,771	208,824,003	596,567,975 (2,511,551,175)	45,276,963 (190,616,014)	142,049,396 (4,616,605,370)	10,189,216 (331,149,520)

衍生性商品交易 價值 (2)**	11,706,527,000	17,283,097,000	10,253,588,750 (43,167,608,640)	14,997,771,127 (63,141,542,640)	384,663,343 (12,501,558,650)	604,666,342 (19,651,656,120)
證券交易量(股)	1,090,564,315,322	79,139,910,815	26,942,745,923	2,333,857,432	305,073,717,000	48,221,385,000
證券成交值 (元)(3)	26,687,423,867	2,127,838,123	17,600,713,870 (74,099,005,390)	1,474,934,000 (6,209,472,140)	379,950,845 (12,348,408,460)	36,906,567 (1,199,463,428)
(1)/(3)	9.28%	9.81%	3.39%	3.07%	37.39%	27.61%
(2)/(3)	43.87%	812.24%	58.26%	1016.84%	101.24%	1638.37%

*以原始保證金估計；**以指數價值估計；刮號內為台幣金額，港幣以 4.21 計，美金以 32.5 計；資料來源：本研究整理。

其次，觀察三個國家期貨交易的結構面，在保證金收取方面即有相當大的差異性。首先，從歸納三個國家期貨市場相關之交易微結構的表 4.2.2 顯示，保證金結構比以新加坡的原始與結算保證金差距最小，為 0.25，最高為台灣的 0.35；三個國家對於保證金的管理方式，總戶管理的香港與新加坡，其期貨商對於原始保證金即擁有高度之管理權利，也因此，對於是否可對保證金不足的客戶進行融通，特殊預繳制的香港與非預繳制的新加坡就有迥異的作法。香港原則是禁止期貨商對客戶進行保證金融通業務，除非期貨商持有相關可融通之牌照，然而香港期貨市場對於結算保證金採淨額基礎計算，原始保證金則採總額基礎計算，期貨商收的原始保證金數額絕對會多於繳存於交易所的結算保證金金額，會發生保證金不足情事得進行融通的機會微乎其微；相對於新加坡，保證金管理亦屬總戶制度，由於繳存之保證金皆採總額基礎計算，因此賦予期貨商可對保證金不足的客戶執行融通業務，期貨商則可以針對客戶使用保證金期間收取利息費用；兩個國家在不同交易制度下，對於保證金不足所採的不同機制，形成配套措施，足以提供未來台灣豁免期貨交易預繳保證金作法之借鏡。

其次，香港的特殊預繳制亦可提供台灣相關單位之參考，香港交易所於法規中雖規定交易人委託時需預繳保證金，但並未規定需預繳多少始能進行委託，因此實務上香港期貨商對交易人皆採以存款實績來接受交易人委託時的部分金額預繳，亦即對經過徵信審查完之「熟悉」客戶，包括散戶與法人，得部分金額預繳，成交後亦即時追繳，倘若有延遲，對「熟悉」之客戶以採以 T+1 日為最後繳存時限，最晚不得超過結算保證金繳存之時間。然而是否可完全免預繳，香港期貨商表示，由於總額與淨額計算後期貨商握有之保證金相對較多，且加上一些法人會在多家期貨商使用同一保證金帳戶下單，期貨商則會對此類型客戶、法規准予之

「固有客戶」與其它客戶准予免預繳。

至於結算保證金繳存之最後時限，似乎惟有台灣期貨市場最為保守，預繳制的香港亦有遞延為 T+1 天的寬限期，免預繳的新加坡對外幣皆採 T+2 日，日幣更可延遲至 T+3 日，顯示免預繳保證金制度下，理應給予結算會員較為寬裕的追繳保證金時間，否則一味採以懲罰來防止結算風險的產生，對一向以期貨市場交易量來排名的國際市場，將是一種抑制交易量的反作用力。

表 4.2.2 台灣、香港、新加坡期貨交易市場的異同

科目	台灣	香港	新加坡
保證金結構比	1 : 1.035 : 1.35	0.95 : 1 : 1.25	1 : 1 : 1.25
保證金管理方式	分戶總額	總戶	總戶
客戶保證金收取方式	預繳	特殊預繳	免預繳
	需即時補繳不足之保證金。	需即時補繳不足之保證金。	可於 T+1 日再行繳交客戶保證金。
	總額	總額	總額
對客戶保證金進行融通	禁止	禁止	允許
結算保證金收取方式	預繳	特殊預繳	免預繳 (法人與信用佳之投資人)
	盤中三次追繳；盤後當日下午 3 : 30 前繳足。	T+1 日早上 9:15 分前繳足。	T+3 日(日圓)、T+2 日(其他貨幣)。
	總額	淨額	總額
可接受之非現金擔保品	台灣 50 成份股、中央登錄公債、外幣計價債券。	股票、銀行擔保、外匯基金票據及債券、美國政府國庫票據及債券。	新加坡政府債券、美國國庫券、日本政府債券、歐元政府債券、銀行定存單、金條等。
非現金擔保品抵繳比率	50%	50%	50%
期貨商利息收入來源	自有資金、超額原始保證金定存利息、期交所支付超額結算保證金利息。	自有資金、超額原始保證金存款、HKCC 及 SEOCH 支付的結算保證金利息。	自有資金、超額原始保證金存款、SGX 給付全部結算保證金利息、期貨交易人使用保證金交易之利息費用
期貨商支付客戶保證金利息	原始保證金：無 超額原始保證金： 1. 一般交易人無 2. 法人有。	原始保證金：無 超額原始保證金：有 按當時銀行儲蓄	原始保證金：無 超額原始保證金：有 (需符合保證金繳存之幣別規定)。

		利率計算。	
經紀商業務項目	期貨經紀。	一般經營期貨經紀業務，其它業務端看持牌情況。	外匯保證金交易、期貨經紀、OTC 商品。
收入最大來源	期貨經紀	期貨經紀	外匯保證金交易
結算所支付結算會員保證金利息	有以台灣銀行六個月定期存牌告利率扣除帳戶管理費 0.375% 單利計息。	有以香港三家發鈔銀行的貨幣儲蓄利率做計算基準。	有以 6 家銀行加權平均有效利率扣除行政費 0.125% 計。
平均原始保證金*	NTD 20229	HKD 5681	USD 2297
平均維持保證金*	NTD 15699	HKD 4545	USD 1838
平均結算保證金*	NTD 14790	HKD 4303	USD 1838

*計算基礎皆以 2009 年 10 月該國期交所旗下上市的期貨指數商品應收之每口保證金平均值；資料來源:本研究整理

二、可交易之相似商品比較

觀察免預繳期貨保證金的新加坡，旗下上市的摩台指期貨相同於台灣期貨交易所上市的摩台指期貨，然而在兩個不同的交易制度市場，兩種商品的主管機關無不為了提升交易量而卯足全力，然而在台灣特有的交易限制下，形同對交易量的抑制效果，再多的行銷策略似乎是無法消除兩個不同交易制度下對交易人產生影響的疑慮。從表 4.2.3 的契約比較觀察，單從兩個相同契約於兩個國家交易的上市成果比較，台灣的摩台指期貨交易量的尚有一段成長空間。

其次，就參與者交易的便利性來討論，於新加坡交易摩台指雖然與台灣期貨交易所的幣別相同，保證金額度看似台灣期貨交易所較有優勢，然而交易台灣期貨交易所的摩台指期貨尚須預存一筆現金於銀行，相對於新加坡期交所則只需成交後繳存成交的口數保證金即可，倘若資金調度困難或有不足，交易之期貨商亦可對保證金不足客戶進行融通，國際市場的交易人會在何處委託下單相當清楚。

其次就是交易時間的限制，新加坡期貨市場交易時間較長，可吸引國際投資者，亦為推升交易量的動能之一，同時其交易時間與國際間銀行營業時間重疊性高，具有提升資金流動效果。反觀台灣，為了與新加坡交易所的摩台指期貨競爭，台灣期貨交易所近年來也對該商品面進行多項商品結構的調整與行銷，例如原始保證金的調降、保證金結構比的調整與有價證券抵繳保證金等措施，然而這些多

為商品面的調整，整體期貨市場制度面的調整似乎是國際期貨市場競爭所必須加以考量的。

在兩國期貨商對摩台指期貨皆有相近的收取費用情況下，由於台灣期交所向結算會員收取之費用叫新加坡為低，台灣的期貨商每口交易所收取之手續費收入將比新加坡期貨商具有優勢，但在交易量無法提升情況下，台灣期貨商在摩台指期貨的整體手續費收入處於極低的劣勢。台灣期貨市場想取得指數發行國的優勢地位，調整相關的交易制度是有其必要性，例如保證金的免預繳、保證金的融通業務、交易時間與銀行營業時間等等，皆是台灣相關主管機關需要進一步考量的。

表 4.2.3 台灣與新加坡摩台指商品期貨合約規格比較

項目	台灣摩台指期貨	新加坡摩台指期貨
標的物	摩根士丹利資本國際公司臺灣股價指數 (MSCI Taiwan Index) SM	SGX MSCI 台灣指數期貨
交易代碼	MSF	TW
契約乘數	MSCI 臺指期貨指數乘上 100 美元	SGX MSCI 台指期貨指數乘上 100 美元
目前指數(近月)	273.7	273.7
契約現值	USD 27,370	USD 27,370
最小價格檔次	指數 0.1 點 (相當於 10 美元)	指數 0.1 點 (相當於 10 美元)
契約月份	兩近月加四個季月中三個接續季月，共 5 個月份契約	兩近月加四個季月共 6 個月份契約。
交易時間	交易時間為營業日上午 8:45 至下午 1:45	結算日為 T： 8.45 am - 1.45 pm
		結算日為 T+1： 2.45 pm - 11.55pm
最後交易日交易時間	上午 8:45 ~ 下午 1:30	8.45am - 1.50pm
最後交易日	該契約交割月份第 3 個星期三，	合約期滿月份的倒數第二個交易日
每日價格限制	最大漲跌幅限制為前一交易日結算價上下 7%	前一營業日的 7%、10%、15%**。
交割型態	現金結算	現金結算
部位限制	交易人於任何時間持有本契約同一方之未了結部位總和，不得逾期交所公告之限制標準	禁止單一交易人持有超過 10,000 口的契約規格淨多空部位。

	法人機構基於避險需求得向本公司申請放寬部位限制，綜合帳戶之持有部位不在此限	
其他交易限制	—	協議大單交易：最少合約數為200口
保證金結構比	1：1：1.25	1：1：1.25
原始保證金	NTD 1,380	USD 1,563
結算保證金	NTD 1,100	USD 1,250
結算與交割費	NTD 12	USD 1
期貨商手續費**	USD 8-10	USD 8-12
2008年總交易口數(雙邊)	2,850	16,913,325
2009/8交易口數(雙邊)	36	1,333,429

*當價格較前一個交易日的結算價上下波動 7%時，在接下來的 10 分鐘內交易價格限制在這上下波動 7%之間。過了這 10 分鐘後，價格波動將被限制在前一個交易日結算價的上下波動 10%內。之後當波動又達到上下 10%的限制時，又會有另外 10 分鐘的停滯期，而這段期間價格波動將會被限制在上下 10%內。此後整個交易日的價格波動將被設定在前一個交易日結算價上下波動 15%之內。合約期滿月份的最後一個交易日則無價格波動限制；**以實際詢問期貨商取得資訊代表；資料來源:本研究整理

其次，雖然香港與台灣雖然無相同的契約交易商品，然而從比較該市場具代表性指數期貨商品亦可瞭解兩個不同的交易制度所產生的商品交易結構，因此我們以台指期貨契約與香港恆生指數期貨契約來比較。

表 4.2.4 為兩國代表性指數期貨契約的比較，我可以觀察到雖然兩者指數契約乘數價值相近，然而香港恆生指數期貨契約價值達新台幣 469 萬元之多，為台指期貨的 3 倍，加上香港無漲跌幅限制，在香港交易指數期貨的投資者預期報酬率亦將高於台灣。香港除了交易時間長於台灣外，原始保證金與結算保證金差額亦較台灣來得小，加上指數處於高檔，以契約價值換算的原始保證金金額即高，期貨商收取之保證金亦多，可產生的利息收入亦多。

表 4.2.4 台灣指數期貨與恆生指數期貨合約規格比較

項目	台灣指數期貨	恆生指數期貨
標的物	台灣加權股價指數	恆生指數
交易代碼	TX	HSI
契約乘數	新臺幣 200 元	港幣 50
指數	7706 (2009/10/21)	22318 (2009/10/21)
契約現值	NTD 1,541,200	HKD 1,115,900

最小價格檔次	指數 1 點(台幣 200 元)	指數 1 點(港幣 50 元)
契約月份	自交易當月起連續二個月份，加上三月、六月、九月、十二月中三個接續的季月，共五個月份契約	短期期權：現月，下兩個月及之後的三個季月。 長期期權：之後五個六月及十二月合約月份。
交易時間	上午 8:45-下午 1:45	上午 9:45 - 中午 12:30 及下午 2:30 - 下午 4:15
最後交易日交易時間	上午 8:45-下午 1:30	到期合約月份在合約到期日收市時間為下午 4 時正
最後交易日	各契約的最後交易日為各該契約交割月份第三個星期三	該月最後第二個營業日
每日價格限制	7%	無
交割型態	現金	現金
部位限制	交易人於任何時間持有本契約同一方之未了結部位總和，不得逾期交易所公告之限制標準 法人機構基於避險需求得向本公司申請放寬部位限制，綜合帳戶之持有部位不在此限	—
保證金結構比	1 : 1.035: 1.35	0.95:1:1.25
原始保證金	NTD 77,000	HKD 78,750
結算保證金	NTD 57,000	HKD 57,700
結算與交割費	NTD 19.2	HKD 10
期貨商收取之手續費*	NTD 150	即日:經電話 (HKD 50) 經網路 (HKD 40) 隔夜:經電話 (HKD 90) 經網路 (HKD 80)
2008 年總交易口數(雙邊)	39,639,550	43,433,016
2009/8 交易口數(雙邊)	4,256,934	3,763,632

*台灣資料採電話詢問代表性期貨商，香港則於期貨商網站皆有揭露。資料來源：本研究整理

根據香港交易所 2008 年年報資訊，香港的結算保證金的來源主要包含了聯交所期權結算所結算參與者保證金與期貨結算公司結算參與者保證金，截至 2008 年底為止，總保證金資產達港幣 418 億元之多，若以保證金結構比推算香港期貨市場整體應有之原始保證金數額，則應有港幣 550 億元之多。反觀台灣期貨交易所結算保證金截至 2008 年為止，財報揭露的保證金則有新台幣 199 億元，相對於香港交

易所收取的保證金金額，台灣期貨交易所結算保證金為香港交易所的 11.3%⁴⁵。相對於存放於期貨商端之保證金，從結算保證金收取額度觀察，香港期貨商可定存的金額將為台灣整體期貨商的 10 倍之多，除非台灣利差高於香港 10 倍，否則香港期貨商的利息收入絕對高於台灣的期貨商。

表 4.2.5 香港交易所與台灣期貨交易所全市場結算保證金金額

保證金來源(單位：千元)	香港交易所 (衍生性商品)		台灣期貨交易所	
	HKD2008	HKD 2007	NTD 2008	NTD2007
聯交所期權結算所結算參與者保證金 (含衍生性商品合約財務資產)	3,735,254	9,741,149	--	--
期貨結算公司結算參與者保證金 (含衍生性商品合約財務資產)	38,104,737	45,687,739	--	--
台灣期貨交易所結算保證金	--	--	19,925,932	17,178,808
合計	41,839,991	55,428,888	19,925,932	17,178,808

資料來源：2008 年 HKEx 與 Taifex 年報資料

在香港的現行規則下，參與者除了可用現金繳存保證金外，尚可使用非現金抵押品來履行結算所規定之應繳存保證金責任。根據香港會計準則 (Hong Kong Accounting Standard, HKAS) 39⁴⁶規定，現金抵押品方可列作綜合財務狀況表中的資產及負債；據此，我們分離香港交易所非現金抵押品款額用以抵繳衍生性商品合約保證金呈現於表 4.2.6，從表中數據顯示，香港參與者以有價證券抵繳保證金相當熱絡，抵繳比率達 17.2%，相對於台灣期貨市場開放後一年的抵繳情況，抵繳比率在 2009 年 10 月底尚不到 1%觀察，只有 0.89%；比較實際抵繳情況，在台灣除了無法使用美國國庫券抵繳外，亦無銀行擔保，抵繳種類在台灣似乎可進行調整。其次，台灣指數期貨點數不極於香港恆生指數，因此台指期原始保證金金額只為恆生指數期貨的四分之一，交易人交易香港恆生指數期貨一口雖然預期報酬較高，交易人相對所需付出的保證金數額亦較高，有價證券抵繳可有效減緩使用資金成本之壓力，也是造就香港抵繳比率較高的主要因素之一。

表 4.2.6 2008 年 HKEx 有價證券抵繳保證金統計

單位：千元

⁴⁵ 以港幣 4.21 匯率換算成台幣金額計算。

⁴⁶ http://app1.hkicpa.org.hk/ebook/HKSA_Members_Handbook_Master/volumeII/hkas39.pdf

抵繳科目	收取款額(HKD)	動用款額(HKD)
香港上市股本證券（按市值）	2,865,194	864,830
美國國庫券（按市值）	3,560,442	2,161,732
銀行擔保	770,000	179,739
合計	7,195,636	3,206,301
抵繳比率		17.20%

資料來源：2008 年 HKEx 年報

表 4.2.7 有價證券抵繳保證金 2009 年 10 月統計

有價證券種類	可接受抵繳種類	實際抵繳種類
股票	57	11
中央登錄公債	80	1
國際債券	2	0
有價證券市價價值		NT\$ 155,201,860
有價證券抵繳價值		NT\$ 145,677,880
保證金抵繳比率		0.85 %

資料來源：期貨交易所網站

三、交易所、期貨商財報的異同

比較三個國家衍生性交易所的財務報表，除了台灣期貨交易所為單純一家公司財務報表外，香港與新加坡交易所由於交易所合併，財報亦涵蓋現貨市場。然則對我們想探討與期貨交易有關於保證金的財報科目，在現貨市場為收取保因的情況下，此分析將不會構成問題。

在建構比較基礎時，一些財寶科目相同者，我們採以置放同一科目比較，至於不同科目有雷同者，維持單一科目置放，在台灣期貨交易所財報科目有可加總比較者，我們則採以重新計算來比較。

比較三個國家期貨商的財務報表時，我們為了避免使用國際期貨商的財報，香港與新加坡我們皆取樣當地的期貨商為樣本，分別為新加坡明富期貨商、香港敦沛期貨商與台灣寶來期貨商為比較公司。

1. 交易所資產負債表異同

比較三個資產負債表的結算保證金部分，台灣期貨交易所的應收帳款、預付款與保證金的加總佔整體資產達 69.93%，相對於香港，佔整體資產的 49.22%，不加入應收與預付款，台灣期貨交易所結算保證金金額亦佔總資產達 68.93%，資產結構將大受市場交易量影響，就資產結構比的健全度，香港交易所的資產結構似

乎較健全，此可能原因在於香港交易所涵蓋現貨市場的資產所造成，否則台灣期交所在結算保證金此項資產科目即應進行調整。新加坡交易所資產負債表中無結算保證金相關科目，由相關科目推斷，應列示於現金科目項下，觀察資產次大之科目，新加坡交易所投資子公司之資產達總資產的42%之多。

表 4.2.8 三個交易所 2008 年資產負債表

交易所		TAIFEX		HKEx		SGX			
		2008		2008		2008		2009	
科目\單位		金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
		(仟元台幣)		(仟元港元)		(仟元美元)		(仟元美元)	
資產科目	現金及約當現金	5,622,791	19.45	4,755,750	7.62	415,285	43.42	465,273	46.03
	應收帳款	263,026	0.91			6,024	0.63	6,093	0.60
	結算保證金	19,925,932	68.93						
	預付款	28,137	0.10						
	應收賬款、預付款及按金 (1)			8,526,557	13.66				
	結算所基金的財務資產			393,202	0.63				
	結算所基金的現金及等同現金項目			843,109	1.35				
	衍生產品合約保證金的財務資產			19,655,161	31.50				
	衍生產品合約保證金及等同現金項目(非流動) (2)			22,184,833	35.55				
	(3)=(1)+(2)	20,217,095	69.93	30,711,390	49.22				
	財務資產/備供出售					76,956	8.05	73,256	7.25
	固定資產	284,599	1.14	311,179	0.50	22,279	2.33	23,224	2.30
	投資子公司					422,418	44.17	425,418	42.08
總資產	28,909,546	100.00	62,397,735	100.00	956,432	100.00	1,010,883	100.00	
總負債	21,294,514	73.66	55,528,599	88.99	154,487	16.15	329,393	32.58	
股東權益科目	股本	2,347,400	8.12	1,074,886	1.72	409,880	42.86	424,851	42.03
	保留盈餘	5,267,632	18.22	5,242,692	8.40	99,134	10.36	124,359	12.30

資料來源：各期貨交易所網站之年報資料

2. 交易所損益表異同

觀察三個交易所的損益表，我們發現台灣期貨交易所主要收入來源與香港交易所較為接近，主要皆在於交易經手費與資料傳輸費的收入，而新加坡交易所主要收入來源則為投資子公司之股利與管理費收入。比較與保證金相關收入科目，我們已將三家交易所所有有關於利息收入併入「總利息收入」以利比較，三家交易所利息收入佔總收入比率最高者為台灣期貨交易所，最低者為新加坡交易所，

由於台灣期貨交易所直至 2009 年才退回全額結算保證金的利息收入於期貨商端，新加坡與香港退還利息是早已執行，且在香港結算保證金金額高於台灣期貨交易所收取額度情況下，台灣期貨交易所的利息收入百分比明顯偏高。

表 4.2.9 三個交易所 2008 年損益表

交易所		HKEx		TAIFEX		SGX			
		2008		2008		2008		2009	
科目 \ 單位		金額 (仟元港元)	%	金額 (仟元台幣)	%	金額 (仟元美元)	%	金額 (仟元美元)	%
營業 外 收 入	定存利息收入					5,282	0.91	3,804	0.88
	銀行存款利息收入	564,725	7.31			142	0.02	30	0.01
	其他利息收入	563,141	7.29			4	0.00	8	0.00
	總利息收入	1,127,866	14.60	598,922	20.68	5,428	0.93	3,842	0.89
	營業外收入合計	1,243,443	16.10	617,516	21.32	15,010	2.57	5,733	1.33
營業 收 入	交易經手費			1,634,950	56.45	13,358	2.29	10,690	2.48
	結算業務手續費			1,088,909	37.60				
	資訊設備使用費			130,008	4.49				
	交易資訊傳輸使用費			38,996	1.35				
	結算會員註冊費及證照費			2,045	0.07				
	交易資訊傳播使用權利金			840	0.03				
	交易費及交易系統使用費(註 1)	2,803,081	36.29	1,764,958	60.94				
	結算及交收費(註 2)	1,405,202	18.19	1,090,954	37.67				
	出售資訊所得收益(註 3)	673,445	8.72	39,836	1.38				
	Sale of software and other computer services(註 4)			169,844	5.86	2,932	0.50	2,696	0.63
	存管託管及代理人服務費	496,708	6.43			1,728	0.30	1,392	0.32
	聯交所上市費	711,983	9.22						
	Management fees from subsidiaries					119,654	20.50	116,091	26.98
	Dividends from subsidiaries					429,990	73.68	292,600	68.01
其他營業收入	390,855	5.06	363	0.01	921	0.16	1,039	0.24	
總收入	7,742,717	100.00	2,896,111	100.00	583,593	100.00	430,241	100.00	

註 1：將台灣損益表中的交易經手費和資訊設備使用費相加；註 2：將台灣損益表科目中的結算業務手續費和結算會員註冊費及證照費相加；註 3：將台灣損益表科目中的交易資訊傳輸使用費和交易資訊傳播使用權利金相加；註 4：將台灣損益表科目中的資訊設備使用費、交易資訊傳輸使用費和交易資訊傳播使用權利金；資料來源：各期貨交易所網站之年報資料

3. 期貨商資產負債表異同

為了瞭解期貨商端在台灣、新加坡與香港的資產與損益情況，我們抽取新加坡明富、台灣寶來與香港敦沛期貨商之財務報表科目進行比較。表 4.2.10 顯示，台灣期貨商資產項目以客戶保證金為高，香港期貨商的保證金於資產項目中以現

金登錄，佔總資產百分比亦是最高，然而其百分比未超過 50%，相對於免預繳之新加坡，期貨商資產相關科目除了購入證券項目為最高外，與收取保證金有關之現金科目佔總資產百分比才為 3.01%；由上述期貨商資產比較結果，顯示台灣期貨商賴以生利的重要資產是來自於客戶繳存之保證金，特殊預繳制的香港期貨商，其與保證金相關之現金科目佔總資產百分比亦為不過 32.29%，顯示台灣期貨市場交易制度與保證金相關時，皆牽動著期貨商賴以生利之資產。

表 4.2.10 三個國家之期貨商 2008 年資產負債表

期貨商		寶來 (Polaris MF Global Futures Co., Ltd.)		明富 (MF Global Singapore Pte. Limited)		敦沛 (Tanrich Financial Holding Limited)	
科目 \ 單位		金額 (仟元台幣)	%	金額 (仟元美元)	%	金額 (仟元港元)	%
資產科目	現金及約當現金	1,680,909	8.48	1,481,084	3.01	105,924	32.29
	公平價值變動列入 損益之金融資產-流 動	1,347,539	6.80				
	可供出售金融資產	35,510	0.18			102,540	31.26
	客戶保證金專戶	16,192,511	81.69				
	Restricted cash			5,976,799	12.13		
	Securities purchased under agreements to resell			18,424,363	37.41		
	Securities owned			8,048,513	16.34		
	應收款	922	0.00	9,495,664	19.28	80,634	24.58
	固定資產	94,197	0.48	54,911	0.11	717	0.22
	無形資產	6,908	0.03	193,180	0.39	290	0.09
	資產總額	19,822,347	100.00	49,254,871	100.00	328,057	100.00
總負債	16,932,646	85.42	47,995,016	97.44	36,227	11.04	
股東權							
股本	1,312,763	6.62	119,647	0.24	56,263	17.15	
益科目							
保留盈餘	1,169,305	5.90	-142,439	-0.29	11,032	3.37	

資料來源：各期貨商於網路公布之年報

4. 期貨商損益表異同

表 4.2.11 顯示為期貨商損益表情況，我們可以清楚發現，台灣期貨商主要收入來源之一的利息收入科目，三個國家期貨商以台灣的百分比最低，只有達 5.51%；預繳制的香港，在該期貨商原始可資以定存的金額即不多的情況下，利息收入佔總收入百分比亦有 9.98%，顯示台灣期貨商的利息收入與總收入的結構比不佳；比較非預繳且可進行融通業務的新加坡，明富期貨商的利息收入佔總收入百分比即有 60.95%，為該期貨商的主要收入來源，反觀台灣與香港的期貨商，經

紀業務主要收入則在手續費收入。

表 4.2.11 三個國家之期貨商 2008 年損益表

期貨商	寶來(Polaris MF Global Futures Co., Ltd.)		明富(MF Global Singapore Pte. Limited)		敦沛(Tanrich Financial Holding Limited)	
	金額 (仟元台幣)	%	金額 (仟元美元)	%	金額 (仟元港元)	%
利息收入	380,201	5.51	3,669	60.95	13,411	9.98
Principal transactions			282	4.68		
經紀手續費收入註 1	1,592,699	23.08	486	8.08	55,972	41.64
受託結算交割服務費收入註 2	4,691	0.07	1,529	25.39		
衍生性金融商品利益	4,820,732	69.87				
顧問費收入	109	0.00				
顧問費、財富管理費及保險代理費收入					36,786	27.37
作盤買賣收入					13,764	10.24
其他收入	100,944	1.46	54	0.90	14,480	10.77
總收入	6,899,376	100.00	6,020	100.00	134,413	100.00

註 1：將敦沛損益表中的經紀佣金收入科目視為相等，將明富損益表中的 Execution only commissions 科目視為相等。註 2：將明富損益表中的 Cleared commissions 科目視為相等。資料來源：各期貨商於網路公布之年報

第五章 台灣期貨市場豁免預繳保證金的問題與解決方案

台灣期貨市場在現行的法規限制下，期貨商得於客戶委託時即必須對交易人必須事先收足應繳存之保證金始可接受委託。為了調整現行期貨交易之規定與國際上多數期貨市場採以免預繳保證金作法相近，國內期貨交易之相關法規或規則是否應進行調整，在端賴國內期貨交易機制與國外期貨市場的異同性。本章主要在釐清台灣期貨市場在欲豁免預繳保證金政策的相關疑慮，並對豁免預繳後需採行之配套方案進行探討，進一步分析這些配套措施對整體市場的影響程度。由於期貨保證金的收取方式分為兩個層面處理，因此豁免預繳保證金在兩層次間對原始收取之方式將產生相關的問題，例如收取保證金的時間差、金額不足等等問題，因此本章節將依兩層次分別討論來釐清這些疑慮。因此，本章分為三個小節來探討，分別為探討國內現行期貨保證金繳存之法令疑慮、挹注期貨保證金不足的可行性方案與影響與期貨保證金繳存金額之數額與時間問題，期望釐清豁免預繳期貨保證金在台灣期貨市場實行可行性之相關問題。

第一節 國內現行期貨保證金繳存之法令疑慮

一、客戶保證金的管理方式

目前國際間對於衍生性商品交易產生的客戶保證金帳戶管理模式，依照結算保證金的來源管理可分為分戶管理制度與總戶管理制度。在總戶管理制度下，保證金管理分別由期貨商管理客戶保證金帳戶，而期交所管理結算保證金帳戶。期交所只針對個別的結算會員所有持有部位進行追繳保證金，期貨商則針對個別客戶持倉部位進行風險管理，期貨商與客戶分別繳足自己持倉部位保證金即可，結算會員對結算所負責，客戶對期貨商負責，分層管理。由於兩層分別管理個別客戶的帳戶較為單純，但是結算會員，亦即期貨商亦得為了管理客戶端的保證金必須付出相關的業務成本與擔負風險管理之責，對期貨商而言除了資金管理效率佳外，亦可加深期貨商風險管理的能力。在分戶管理下，客戶繳存的擔保品，期貨商必須依照分戶原則轉存於期交所的結算保證金帳戶，在規範有客戶保證金間是不得流用時，加上期交所亦准許客戶可繳存之記名有價證券，期貨商繳存於結算所的結算保證金就必須是分戶管理形式，期貨商資金調度的困難度提高。根據相關報告指出，在國際慣用的總戶管理制度下，對期貨商的資金調度與使用效率是

最佳的，對於國外採有期貨保證金免預繳制度之交易所，保證金的管理亦都為總戶的管理，未見有分戶管理者。

我國期交所對期貨交易保證金的收取方式有別於其他國家，對全體交易人皆採保證金預繳制度。亦即期貨交易人之客戶保證金專戶有足額之原始保證金約當金額，該期貨交易人始可下單交易期貨。相較於國外期貨交易所均非為保證金預繳制度，期貨交易人下單後，於盤中或盤後再行補繳保證金即可，台灣期貨交易人則必須事先準備妥保證金。對於總戶管理制度的期貨市場，資金的調度相對上就比分戶管理來的靈活，客戶發生保證金不足的補繳方式，期貨商與客戶皆可取得各自最有效率的方式來處理。

根據期交法第 50 條之明列，對於期貨保證金的繳付制度，應已有具體且明確屬授權形式，自屬業界自律規範。既然如此，期貨結算保證金繳交之相關規定應是授權予期貨交易所，勿需透過立法機關，對客戶的交易保證金管理，期交所亦應適當授權給期貨商。由於國外對於結算保證金的管理皆採總戶管理制度，總戶管理制度對期貨商在資金調度與保證金的管理是最有效率的，且可提升期貨商的風險管理能力。期貨商如何收取客戶保證金之方式，亦應由期貨商依自身風險管理準則來收取，期交所管理並監視結算會員持有部位的風險，結算會員對期交所負責，分層管理，保證金的免預繳亦理應如此管理，否則開放保證金免預繳後，對於保證金不足客戶亦未於規定時間補繳，砍倉與否或砍倉後之損失責任將如何歸屬，將會產生問題。因此，開放保證金免預繳後，期交所應授權由期貨商針對特定法人自行決定免預繳的對象，此時期貨商就有必要提升自身對客戶的信用評等與徵信能力，否則當客戶發生保證金不足而砍倉，風險管理之責任是歸屬期貨商。

二、客戶保證金不足問題

根據台灣期貨商管理規則第 45 條規定，期貨商對客戶在客戶保證金專戶內之存款或有價證券，不得進行透支、設定擔保或他項權利，且不得挪用為其他客戶保證金、權利金、結算交割費用、佣金、手續費或不足款項之代墊。此規定主要參考依據源自於美國商品期貨交易管理委員會 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 管理規則第一章一般準則第 1.22 條使用客戶資金之限制 (Use

of customer funds restricted)⁴⁷，其規定期貨經紀商不得擅將某客戶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，但此非表示期貨經紀商不得在客戶帳戶存入自有資金。實務上，期貨經紀商為防止客戶帳戶發生保證金不足之情事，常有將其自有資金存入客戶帳戶內之情事。但期貨經紀商欲自該客戶帳戶提領自有款項時，亦應注意不得致使該客戶之資金供其他客戶使用。

期貨商管理規則第 23 條亦有訂定有關於期貨商資金的使用範圍，該條文指出，期貨商之資金非屬經營業務所需者不得貸予他人或移作他項用途，資金運用以銀行存款、購買政府債券或金融債券、購買國庫券、可轉讓銀行定存單、商業票據或其他經財政部核定之短期票券為限，未於上述規範者，得經由金管會核准。因此，只要是經營業務所需，應可准此規範，經由金管會核准後運用之。美國商品期貨交易委員會管理規則第一章中，亦有針對期貨經紀商處理客戶貸款與過程的相關規範，明確規定期貨商禁止使用自有資金貸與客戶，但是並無規範是否可使用抵押形式向銀行貸款客戶所需之資金，原文可參見註解⁴⁸。

其次，依期交法第 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、依期貨交易人指示交付剩餘保證金、權利金，二、為期貨交易人支付必須支付之保證金、權利金或清算差價，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。本條各款規定甚明，第 1 款係指將保證金、權利金還給期貨交易人，第 2 款規定將保證金、權利金上繳給上手⁴⁹，第 3 款係指期貨交易人之費用及稅款，惟其中之「利息」究係指何用而生，理應仿照美國 CFTC 管理規則第 1.22 條之精神，因為期貨經紀商不得擅將某客戶保證金供其他客戶使用，為防止客戶端帳戶發生保證金不足之情事，由於金錢無法明確載明是歸屬何者，實務上客戶保證金不足時，部分現行期

⁴⁷ 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.

⁴⁸ § 1.30 Loans by futures commission merchants; treatment of proceeds. Nothing in these regulations shall prevent a futures commission merchant from lending its own funds to commodity or option customers on securities and property pledged by such commodity or option customers, or from repledging or selling such securities and property pursuant to specific written agreement with such commodity or option customers. The proceeds of such loans used to purchase, margin, guarantee, or secure the trades, contracts, or commodity options of commodity or option customers shall be treated and dealt with by a futures commission merchant as belonging to such commodity or option customers, in accordance with and subject to the provisions of section 4d(2) of the Act and these regulations

⁴⁹ 結算會員或結算所。

貨商亦會發生有客戶間保證金流用問題，此應屬期貨商自律規範，法理上期貨商應採自有資金存入客戶帳戶。准此規範，期貨商不能流用其他客戶保證金，需以自有資金支應，以履行客戶保證金權益不足之期貨交易人，因此有向期貨交易人收取「利息」收入之發生。再者，根據財政部證券暨期貨管理委員會期貨商客戶保證金專戶設置使用及控管應行注意事項⁵⁰第9項規定，期貨商應定期⁵¹自客戶保證金專戶內將佣金、利息或其他手續費等轉出至期貨商自有資金帳戶，據此，可確定主管機關對期交法第71條第3款所謂之利息歸屬與上述之說明是一致的，因此客戶保證金帳戶不足，期貨商透過自有資金挹注應屬法規規範範圍。

然而若使用期貨商挹注客戶保證金，是否屬於期貨商與客戶間的借貸行為，根據2009年5月27日修正的公司法第50條規定『股東因執行業務所代墊之款項，得向公司請求償還，並支付墊款之利息；如係負擔債務，而其債務尚未到期者，得請求提供相當之擔保』。誠如客戶於期貨商交易期貨發生保證金不足情事，為了補足保證金款項，期貨商以股東自有資金代墊為客戶保證金，應屬期貨商執行之業務項目，屬代墊行為非為借貸。

對於期貨商有關明令禁止代墊客戶保證金行為之規範，在原『期貨經紀商管理規則』第49條中，即有規範期貨經紀商對客戶在期貨交易保證金、權利金專戶內之存款，不得挪用為其他客戶保證金、權利金、結算交割費用、佣金、其他手續費或不足款項之代墊，然而此管理規則早於2002年11月18日亦已廢除，似乎考量期貨交易法之立法宗旨。

期貨商管理規則第45條亦有相關『代墊』一詞的相關規定，亦即『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。』端見該法條採否定規範，規定對客戶間的保證金不得有代墊行為，然而期貨商對客戶保證金規範不得進行透支、設定擔保或他項權利。依此推斷，期貨商以自有資金代墊客戶保證金應屬法規未限制之範圍。台灣期貨交易所股份有限公司業務規則第56條的規範，亦有相同於台灣期貨商管理規則第45條之規定，兩者是為一致的。

⁵⁰ 1999年7月29日修正通過。

⁵¹ 不超過一個月。

惟於臺灣期貨交易所股份有限公司期貨商、結算會員以自有資金繳存保證金專戶應行注意事項第二點，規範期貨商於五種情況下才准予以自有資金繳存保證金，其中第一與二款中訂定有因金融機構作業延誤等不可歸責於期貨商或結算會員之原因，致該期貨商或結算會員無法於規定時間內將其客戶保證金專戶款項撥轉至結算會員之客戶保證金專戶，即可以自有資金繳存保證金。其中的『金融機構作業延誤』是否可為匯款因素所造成，將是挑戰主管當局的認定與否。

一般而言，法人常是各國衍生性商品交易量的主要推升者，對台灣而言，外資更是台灣期貨市場不可或缺的角色。相對於香港與新加坡的期貨市場，台灣除了外匯管制外，期貨市場中最讓外資抱怨的即是保證金的預繳制度。在預繳制度下，外資必須在台灣保有存款才准予下單，因此外資下單前就必須預先思考目前的存款金額是否足夠期貨委託所達到的保證金額度，雖然法人有交易口數的限制，但是保證金的預繳形同對這些外資限制交易口數，原因在於外資的保證金存款不足。當思考資金的調度效率時，尚須考量資金調度所在地銀行的營業時間是否與台灣的保管銀行營業時間有否重疊，可想像的，與台灣一般商業銀行營業時間有重疊的國家，似乎就只有亞洲幾個重要的金融城市，例如香港、新加坡或東京，加上銀行間的匯款作業時間，國際間銀行的匯款延遲似乎應屬正常的作業延遲，再加上匯款時間差與轉匯或存匯行間的關係取得時間，匯款最高延遲三至五天，實務上亦常所見。當比較這些國家的期貨市場的法規自由度時，免預繳期貨交易保證金的新加坡，或授權期貨商的香港，亦或惟法人免預繳的韓國，將是外資首選的交易場所，若在考量國家外匯進出的自由度，外資會在何處下單交易，答案相當清楚。比較具有相同標的物的指數衍生商品，外資亦當然會選擇於新加坡交易所交易台指期貨，原因在於新加坡交易期貨除了免預繳保證金外，保證金繳存的擔保品種類亦多，保證金亦可透過期貨商融資取得，商品亦多以外幣計價，外資進出相當容易。

為了解決上述匯款時間差的問題，實務上銀行對於匯款行開具匯款證明的『水單』即可表示匯款者已將現金匯出，惟尚須等待銀行間的正常處理流程，客戶匯款之款項才可能兌現。就實務而言，此筆款項屬會計科目中的『在途存款』，為高流動性資產之一，應可視為約當現金，但是否可為交易用保證金的證明，本研究認為，應規範在取得適當的徵信過程後，應是可為期貨交易用的在途存款證明，

惟水單可能出現造假情事，此將有賴於主管機關訂定任列水單的相關規範，本研究亦將在下一章節中對水單的任列詳加以討論。

三、價差交易與當日沖銷

現行期交所對於交易期貨商品屬當日沖銷與價差交易者，採以保證金減收方式處理。由於當日沖銷與價差交易之多空部位當日風險可互相抵銷，尤其是跨月價差交易組合。雖然對於價差交易者的保證金要求只有單邊，然而尚須於委託下單前就必須繳足單邊保證金，就風險管理層面來探討，對於交易當下之風險近乎無的價差交易者，主管機關要求期貨商必須事先向交易人收足保證金似有過度控管之嫌，且資金使用效率最低。

現行當日沖銷委託之保證金採減收方式處理，保證金金額為根據一般委託保證金減半做收，相關規定與要求相當完備⁵²，除了事前規定之可交易商品與交易人資格限制外，亦有委託之有效時間與平倉之相關規定；其中資格限制方面，除期貨交易應有保證金外，亦要求當日沖銷交易所需保證金額度超過新台幣五十萬元之交易者，必須提供最近一年之所得及各種財產價值證明要達當日沖銷交易所需保證金額度之百分之三十。考量交易保證金超過新台幣五十萬元之可能性與提徵財產證明所需時間，當日沖銷者於開戶時勢必將會先提供財力相關證明予於期貨商做事先的徵信工作，倘若期貨商可落實當日沖銷交易前的徵信風險管理，假若原始保證金為契約價值的 10% 時，由於當日沖銷委託之保證金減半做收，當日沖銷新單保證金只涵蓋契約價值的 5%，再加上財務規定中要求當日沖銷者需提供當日交易所需保證金的 30%，亦即為 $5\% \times 30\% = 1.5\%$ ，當日沖銷者繳存之總保證金價值可涵蓋 6.5% 的契約價值，已相當接近當日漲跌幅限制。由於當日沖銷交易規定，開倉後必須於收盤前 15 分鐘平倉，否則交易人必須面臨砍倉的處理，然而投資者開倉時的風險與一般委託相同，惟限制當日必須平倉，由於風險侷限當日，保證金額度亦可涵蓋市場風險約 6.5%，就風險管理討論，倘若主管機關對一般委託者開放免預繳保證金，勢必對於無未平倉風險之當日沖銷者理應同步開放。

惟是否一買一賣就無須繳存交易保證金，理論上價差交易與當日沖銷多空部位風險是可減少或消除，以單式委託來看，繳存與提取交易保證金皆於交易當日完成，就資金使用效率性來看，似乎無需繳存保證金。倘若實施免預繳保證金，

⁵² 參考第三章。

是否可豁免此兩種交易者繳存交易保證金，以提升資金的使用效率。就期貨交易原理而言，期貨交易原屬槓桿交易，亦即保證金交易，原已提供約標的物價值 90% 的信用額度給予交易者進行交易，倘若勿需繳存保證金，等於是無本金交易與交割。我們認為，為了順利完成交割過程，部分保證金的繳存實屬必要。因此，保證金的免預繳對於這兩類型交易者非為完全免繳之意，依現行之規定，期貨市場開放保證金免預繳對兩類型交易的作業方式將不構成影響。

倘若主管機關對於一般交易者在徵信條件符合可免預繳保證金之基本條件下尚有疑慮時，幾近無風險的跨月價差交易，建議可先行試辦保證金免預繳。表 5.1.1 為台灣期貨交易所期貨與選擇權商品組合式委託每日交易情況之平均值，資料期間為 2009 年 7 月至 2009 年 8 月。每日期貨商品之組合式委託口數佔總口數平均約為 5.83%，選擇權則為 0.11%，雖然平均每日委託口數非常小，然而留倉的口數在期貨商品則超過 50%，選擇權則亦有 22.32%。倘若先行試辦組合式委託保證金免預繳，影響每日保證金數額還不到 10%，由於留倉口數頗大，這些多數交易者必然得使用保證金額度，且亦必須於規定時間繳存時，對於保證金的存量影響應為最小。除此之外，交易者資金調度效率性提升，交易量可能增加，留倉量的增幅亦會上升，繳存的保證金將是同步大幅增加，對期貨市場參與者而言將可獲得雙贏的局面。

表 5.1.1 台灣期貨交易所組合式交易平均每日交易情況(2009/7-2009/8)

類別		委託筆數	委託口數	成交筆數	成交口數	留倉量-買	留倉量-賣
TXF	組合式委託百分比	1.40%	5.83%	3.50%	3.89%	50.04%	50.08%
	組合式委託數	3614	36484	4232	7815	105167	106402
	總數	258621	625799	120908	201027	210171	212480
TXO	組合式委託百分比	0.72%	0.11%	1.40%	0.78%	22.32%	22.32%
	組合式委託數	9607	30953	1498	3847	1035412	1035412
	總數	1327435	29329237	107244	495805	4638259	4638259

資料來源：本研究整理

其次，站在控管風險與維護投資者之相關權益來探討，對當日沖銷交易徵提保證金實屬必要，主要在預防其進行無本金交易所產生的違約風險，況且當日沖銷交易保證金之額度亦已減半做收，鄰近的香港交易所，更在其期貨交易所的規

則、規例與程序第 617 條 A 項明文列示，期貨商對於當日沖銷交易必須事先收足保證金，足見香港交易所對於當日沖銷交易風險控管的重視程度。再者，由於國外期貨市場交易用保證金慣常會以有價證券來當作保證金的擔保品，而有價證券抵繳保證金由於牽涉評價問題，必須事先繳存，因此有價證券抵繳保證金等同保證金的預繳，倘若台灣期貨市場欲開放當日沖銷交易免預繳交易用保證金時，除了現行徵信流程必須調整外，似乎有必要事先對當日沖銷者徵提保證金擔保品，例如股票，以維護一般投資者交易與交割的正常進行。

最後值得一題的是，保證金免預繳者，當委託成交後應繳足之原始保證金資金來源是否可為當筆委託成交後，投資人於「合理期間」中，對另外持倉部位的平倉交易所得的保證金資金，得視平倉部位保證金出金時間是否先於當筆委託入金時間。依期交所撮合成交的順序來看，平倉委託時間若晚於當筆委託，以平倉保證金來抵免當筆委託是不可行的；若是平倉委託時間若早於當筆委託，則端看銀行與期貨商的作業時間而定。就資金使用效率而言，當日交易似可採以當日多與空部位來計算當日應繳交之保證金金額。然而在總額計算基礎的期貨市場，免預繳者已取得特殊交易模式，在持續維持交易的公平性原則下，是否對於免預繳者可採淨額計算保證金，本研究認為是不可行的，主要原因除了上述討論之因素外，免預繳者採淨額計算基礎就如同當日沖銷繳存之折半保證金，當日沖銷交易者尚且需繳存保證金，免預繳保證金者是免預繳而非為不用繳。因此免預繳者尚且需根據現行規定，依買入或賣出之部位依序繳存各自的保證金。

最後，現行許多期貨商對於盤中「獲利」的金額皆規定不可作為新單的保證金，只能作為次日新單之保證金的作法，在開放免預繳保證金後亦應無調整的必要，原因在於盤中的「獲利」金額，在盤後結算亦可能會產生「損失」需要追繳之情事。

第二節 挹注期貨保證金不足的可行性方案與影響

挹注期貨商客戶保證金的不足資金，主要來源除了客戶本身籌措資金外，在保證金採總戶管理的期貨市場中，慣常都以期貨商自有資金或透過金融機構取得融資，以挹注期貨交易用保證金的不。例如美國與英國等之期貨市場，更允許金融機構或期貨商本身可對客戶交易產生的保證金直接融通，顯見這些期貨市場對客戶的風險管理必有一套標準的評等程序。一些國家的期貨市場對於挹注保證金

的資金來源除了自有資金或向金融機構取得融通外，實務上會動用到客戶間的保證金以挹注保證金不足之客戶，應屬正常，主要原因除了這些國家的期貨市場保證金採總戶管理模式外，尚有結算與原始保證金的計算基礎不同。本節除了討論期貨商取得資金的可行性作法外，對於期貨商取得資金以挹注客戶保證金後，是否會影響一些財務規範之指標，本節將逐一探討，並輔以模擬方式來討論。

一、期貨商自有資金代墊

根據從期貨商管理規則第 23 條的規定，期貨商之資金，非屬經營業務所需者，不得貸予他人或移作他項用途，其資金之運用，以下列為限：

1. 銀行存款。
2. 購買政府債券或金融債券。
3. 購買國庫券，可轉讓之銀行定期存單、商業票據或其他經財政部核定之短期票券。
4. 其他經本會核准之用途。

准此，期貨商自有資金的用途除了上開 4 項外，尚可經由金管會的核准。

關於期貨商是否可動用自有資金挹注客戶保證金，經過上述的分析，我們認為期貨商以自有資金代墊客戶保證金的相關疑慮，在現行法令下應是可獲得解決的方案。然則期貨商是否願意以自有資金代墊客戶保證金，尚須代墊客戶保證金後對客戶收取的相關費用率要高於資金成本，否則期貨商以自有資金代墊客戶保證金將無利於期貨商的收入。

惟期貨商自有資金不足時，就必須得透過外部取得融通資金，而外部取得資金有兩項，一為增資，二為融資。對原屬資本額較小的期貨商而言，透過增資取得資金是較為困難，且增資的成本是否會低於挹注保證金取得的相關費用，是期貨商增資前必須考量的。

二、期貨商取得融資的可行性

有關於企業籌資的工具，可分為間接金融與直接金融。間接金融為透過金融機構取得，直接金融則可分為兩項，一為透過債權，例如公司債與可轉換公司債；二為股權，亦即現金增資普通股。表 5.2.1 為現行台灣對於公司類別取得融資之限

制，主要分為未公開發行、公開發行與已上市上櫃三類型，目前國內專營期貨商僅有兩家為上櫃公司，四家為公開發行，其餘皆為未公開發行的期貨商，因此多數期貨商欲透過現金增資取得資金是不可行的，僅有兩家可透過增資取得資金。其次，對期貨商為了取得短期融資而發行長期的公司債，透過金融機構取得融通資金的效率似乎是較高。

表 5.2.1 台灣企業融資管道

企業類別	間接融資	直接融資
未公開發行	V	×
已公開發行 (未上市上櫃)	V	僅可發行公司債
已上市上櫃	V	V

資料來源：本文整理

在台灣有關於何種行業可進行貸款業務，相關規定見於中央銀行的法規。而現行我國貸款業務是由國內的『金融機構』辦理，主要依循中央銀行法第 28、29 與 31 條之規定，其中第 31 條規定「本行認為貨幣及信用情況有必要時，得對全體或任何一類金融機構，就其各類信用規定最高貸放限額。」依上開第 31 條的規定，中央銀行所指的金融機構在必要的情況下均可以進行貸款業務，然則中央銀行法所認定的金融機構包含中央銀行、本國一般銀行、外國銀行在台分行、中小企業銀行、信用合作社、農會信用部、漁會信用部、中華郵政公司儲匯部、人壽保險公司、產物保險公司、中央存款保險公司、票券金融公司、證券金融公司與國際金融業務分行，其中證券與期貨業並未在中央銀行法所認定的金融機構，似乎早已排除證券與期貨商，因此兩類型公司原則上是不得從事貸款業務。然則證券商何以可在業務範圍內，可對客戶進行有價證券買賣的融資業務，其相關特殊業務之規定範圍則見於特別法中規定。

根據證券交易法第 60 條的規定，證券商非經主管機關核准，不得為下列之業務：

1. 有價證券買賣之融資或融券。
2. 有價證券買賣融資融券之代理。

3. 有價證券之借貸或為有價證券借貸之代理或居間。
4. 因證券業務借貸款項或為借貸款項之代理或居間。
5. 因證券業務受客戶委託保管及運用其款項。

證券商依前項規定申請核准辦理有關業務應具備之資格條件、人員、業務及風險管理等事項之辦法，由主管機關定之。觀證券公司的業務範圍，只要與業務相關的借貸業務，經主管機關核准即可辦理。

根據期貨商管理規則第 55 條與期交所業務規則第 65 條之規定，都有對於期貨商不得與期貨交易人有從事借貸款項或為借貸款項之媒介情事之相關規定。因此，現行期貨商是不得與客戶從事借貸的業務，或媒介可借貸機構與客戶。

分析上述的相關規範，雖然現行依據中央銀行對金融機構的定義與期貨商管理規則可確定期貨商是不得從事借貸業務，且期交法、期貨商管理規則與台灣期貨交易所業務規則皆亦有對期貨商不得對客戶進行貸款與透支的行為，但期貨商可否透過金融機構取得借入款，以挹注期貨商客戶保證金的缺口。根據期貨商管理規則第 21 條規定，期貨商除由金融機構兼營者外，不得向非金融保險機構借款。但發行商業本票、發行公司債、為因應公司緊急資金週轉等事項不在此限，惟期貨商為前項第三款為因應公司緊急資金週轉時，應於事實發生之日起二日內向本會申報。准此，專營期貨商是可向金融機構借款。其次，根據期貨商財務報告編制準則第 14 條第一項中，對於期貨商財務報表負債項目即有短期借款一科，其包括向銀行短期借入之款項、透支及其他短期借款，顯示期貨商是可向銀行取得短期融資。

2004 年，台灣期貨市場交易量創新高，然則期貨商卻是喜憂參半，喜的當然在於交易量提升讓期貨商業務得以擴張，憂的在於每家期貨商未平倉口數的遽增，因此當時部分期貨商礙於現行規定調整後淨資本額低於 20% 未平倉保證金需向證期局報備，與低於 15% 停止接單之規定，使得期貨商眼見期貨交易量的提升卻無法接單的窘境。財政部證券暨期貨管理委員會隨於 2004 年 3 月 22 日發佈台財證七字第 0930109161 號之行政函令，主要考量國內期貨市場蓬勃發展，未沖銷部位所需保證金之增加，期貨商之調整後淨資本額比率有合理檢討之必要，並兼顧期貨商之風險管理，爰就期貨商調整後淨資本額有關調整加項「金融機構（尚）

可透支額度」之認定範圍。原先規定，銀行辦理期貨商可透支餘額時，期貨商必須提供不動產抵押，然而當時許多期貨經紀商資本額約都在 2 億元左右，多數都無不動產可提供擔保抵押。此行政函令主要函示專營期貨商以公司名義登記之不動產十足擔保以外之金融機構授信額度納入調整後淨資本額之總金額，不得超過其最低實收資本額之百分之五十。故原先期貨商被限制以不動產十足擔保可向金融機構取得透支額度的規定，開放期貨商可以以其最低實收資本額的 50% 向有經過國際信用評等如標準普爾、穆迪、惠譽或中華信評等評等達一定等級的金融機構透取得透支額度。惟專營期貨商前揭新增之金融機構授信額度，仍應依現行規定向臺灣期貨交易所股份有限公司申請認可後，始得計入調整後淨資本額的調整加項中。相對於新加坡交易所的作法就相當直接，在保證金繳存前，要求結算會員要確定自身帳戶中有足夠之資金或信用貸款之額度即可⁵³，准此觀之，新加坡交易所之結算會員是可透過信用貸款取得資金挹注結算保證金帳戶。

三、期貨商挹注客戶保證金的影響

目前各主要國家監理單位對期貨商所採取之控管措施多以調整後淨資本額作為監理之標準及資本適足之規範，採用國家如美國、香港、新加坡及我國等；亦有比照證券商模式，採整體經營風險所需之資本適足制度，採用國家如日本等。美國全國期貨協會 (National Futures Association, NFA) 並未對期貨商採整體風險之資本適足性之風險管理機制而作共同性之要求規範。

我國現行對期貨商自有資本適足性之管理規定，計有法定最低資本額限制、開業前繳存之營業保證金、業主權益低於最低實收資本額一定比率及調整後淨資本額少於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額一定比率等規定

1. 最低資本額限制

根據期貨商設置標準第八條與第十四條之規定，期貨經紀商最低資本額為新台幣二億元，且每設置一家分支機構，最低實收資本額應增加新台幣一千五百萬元，且最低實收資本額，發起人應於發起時一次認足。與證券商設置標準之規範比較，期貨商除了新增分支機構所需增加之最低實收資本額不同，證券商與期貨商設置時的標準是相同的。

⁵³ Clearing Members are expected to ensure that they have sufficient funds or credit facilities in its accounts.

表 5.2.2 商業銀行、證券商及專營期貨資本額比較

單位:仟元

科目	商業銀行*		證券商		專營期貨	
	2008/12	2009/06	2008/12	2009/06	2008/12	2009/06
平均資本額	31,160,185	32,561,526	4,020,844	4,034,564	696,349	686,861
最大資本額	64,109,878	64,109,878	43,679,388	43,679,388	1,312,763	1,312,763
最小資本額	10,512,343	10,512,343	200,000	200,000	400,000	400,000

*金管會訂定之外商銀行資本額需新台幣 1 億 5 千萬元，不予以計入。

資料來源：本研究整理

根據表 5.2.2 之證券、商業銀行與期貨商的財報資料顯示，2009 年 6 月專營期貨商資本額於介於新台幣 4-13 億元間，最高資本額者可達新台幣 13 億元，平均一間專營期貨商資本額約為新台幣 6.8 億元，比較 3 年前專營期貨商一家平均資本額為新台幣 5.9 億元，三年間平均一家一年增加 3000 萬元，資本增加速度相當緩慢。相對於可兼營期貨商的銀行與證券業，期貨商的資本額相對上是相對小的。反觀一般本國商業銀行一家平均資本額即可達 325 億元，證券業則為新台幣 40 億元，都是期貨商資本額的 10 倍計算之倍數。

一般而言，期貨市場的結算保證可以分為四道防線，結算所替結算會員保管的原始保證金是防範違約的風險控管第一道防線。而當發生原始保證金不足時，才會動用到第二道防線，而防範違約的第二道防線則為由各會員所繳交的交割結算基金。至於第三道防線，則是要求結算會員應有最低的資本水準。資本額較高的期貨商，業務規模通常可以擴展愈大，同時也可達到經紀規模。因此，在當期貨商自有資金不足且融資困難時，應該就要考慮是否增資以提高資本，否則經營的廣度與深度將不易擴大，金融機構對其融通亦有困難。

2. 開業前繳存之營業保證金與交割結算基金

1) 營業保證金

依期貨商管理規則第 14 條規定，期貨商應於辦理公司登記後，依下列規定，向本會指定之金融機構繳存營業保證金：一) 期貨經紀商：新臺幣五千萬元。二) 期貨自營商：新臺幣一千萬元。三) 經營前二款業務者：依前二款規定併計之。四) 設置分支機構：每設置一家增提新臺幣一千萬元。

至於可辦理融資融券之證券商，則依據證券商管理規則第 9 條規定，證券承銷商應提存營業保證金為新臺幣 4 千萬元，證券自營商為新臺幣 1 千萬元，證券經紀商為新臺幣 5 千萬元。經營二種以上證券業務者，則按其經營種類依前三項規定合併計算。若設置分支機構者，每設置一家增提新臺幣 1 千萬元。另證券商辦理有價證券買賣融資融券者，應增提新臺幣 5 千萬元。

假若期貨商可辦理對客戶保證金代墊業務，可參考證券商辦理融資融券業務增提方式，對期貨商加提營業保證金，以防禦客戶違約發生時產生損失賠償的機制。

2) 交割結算基金

期貨結算會員繳交交割結算基金的數額，不論是個別結算會員、一般結算會員、還是特別結算會員，首次提撥都是按實收資本額或指撥專用營運資金之 20% 繳存，但上限為 4 千萬元，開業後則由結算業務委員會決定。每增加一委託期貨商辦理結算交割業務，應於受託前繳存新臺幣 3 百萬元。委託之期貨商每增設一分支機構辦理期貨業務或每委任一期貨交易輔助人或該期貨交易輔助人每增設一分支機構，均須另繳存新臺幣 1 百萬元。

而證券經紀商應向證交所繳存之交割結算基金標準，開始營業前，應繳基本金額新臺幣 1 千 5 百萬元，並於開始營業後，按受託買賣有價證券成交金額一定比率⁵⁴，於每季終了後 10 日內繼續繳存至當年底，其比率由證期會訂定之。開業次一年起，其原繳之基本金額減為新臺幣 7 百萬元，並逐年按前一年受託買賣上市有價證券成交金額依前揭比率併計，於每年一月底前就已繳存基金不足或多餘部分向證交所繳存或領回。

在台灣期貨市場中，在台灣期貨交易所股份有限公司結算會員資格標準第 4、5 與 6 條，即有針對結算會員資格繳存交割結算基金之相關規定，參見表 5.2.3。

表 5.2.3 台灣期貨交易所結算會員繳存交割結算基金規定

項目	個別結算會員	一般結算會員	特別結算會員
----	--------	--------	--------

⁵⁴ 2006 年為萬分之 0.41，目前亦為此比率。

首次提撥	按實收資本額或指撥專用營運資金之 20%繳存，上限為四千萬元	
受託一期貨商辦理結算交割	不適用	繳存新臺幣三百萬
委託期貨商每增設一支機構	繳存新臺幣一百萬	
每委任一期貨交易輔助人或交易輔助人每增設一支機構	繳存新臺幣一百萬	不適用

資料來源：本研究整理與期貨交易所網站

其次，在臺灣期貨交易所股份有限公司結算會員辦理結算交割業務後繳存交割結算基金作業辦法中第三條亦有對交割結算基金的調整的相關規定，亦即全體結算會員辦理結算交割業務後，應續繳之交割結算基金為交割結算基金總額大於交割結算基金定額之金額。前項所稱交割結算基金總額，由期交所每年視市場規模至少計算檢討一次，並於訂定後報請主管機關核備。其計算方式為取不同期間內本公司期貨交易契約之估計風險值，並在百分之九十九信賴水準下，估算百分之二十五之未沖銷部位於一定期間內可能違約之損失金額。第一項所稱交割結算基金定額包括：一) 結算會員辦理結算交割業務前所繳存之交割結算基金。二) 結算會員增加委託期貨商、委託之期貨商增設分支機構、結算會員增加期貨交易輔助人或該期貨交易輔助人增設分支機構所繳存之交割結算基金。上述的調整機制似乎不及於證券市場的作法，期貨市場在面臨交割結算風險所建置的交割結算基金，除了對於增繳之金額必須經由結算業務委員會建議後，再請董事會決議後實施，否則期交所應對每年檢討一次的交割結算基金進行調整。

對於交割結算基金調整的作法，主要規定於臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 108 條，其規範交割結算基金有不足支應市場風險之虞時，期交所得對全體結算會員調整交割結算基金之提撥金額，此增繳之金額由結算業務委員會建議，經董事會決議後實施，此調整方式似與期交所強調風險應為動態管理的不符。

因此，當豁免預繳保證金後，期貨商面臨交割結算風險勢必增加，期交所是否有必要對交割結算基金進行動態的每日調整，或需針對定額部分增加金額，端視原始保證金不足代墊後，客戶的違約交割之機率是否提升而定。如此，期貨商對客戶的信用評等就相當重要。期貨商對客戶徵信能力不佳，或面客戶保證金預繳後違約的損失金額將比現行預繳保證金更為嚴重，損失大小尚須依砍倉時點而

定；假若期貨商落實對客戶的信用評等，豁免預繳保證金的措施勢將更強化期貨商的風險控管能力，期貨商經營業務的廣度與深度將更為擴大。

3. 開業後相關財務比率規範

對於期貨商開業後主要的財務比率規範有流動比率、資本結構比率、調整後淨資本額比率與權益佔資本額比率，對於結算會員開業時之比率規範，可參見表 5.5。所謂「ANC」係指期貨商之風險調整後淨資本額(Adjusted Net Capital, ANC)，為動態資本之概念，是即時衡量期貨商整體經營風險之主要指標。其主要功能在於反應期貨商風險承擔能力，促進其健全經營體質；並在追求獲利之同時，注意資本維持，以維護投資人信心，並保障其權益。調整後淨資本額要求之內容，係針對期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金，因市場價格變動，導致交易對手可能發生之損失，而需具備流動性之資產以作防衛，其精神僅考量交易對手之信用風險。我國期貨商現有之調整後淨資本額項目與計算方式，係證期會於民國八十六年參考各主要國家調整後淨資本額後而訂定，本模式主要係參考美國之規定。其中：

ANC 比率= 調整後淨資本額(ANC)÷期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金

依期貨交易法第 72 條及期貨商管理規則第 22 條規定，期貨商之業主權益低於最低實收資本額百分之六十或調整後淨資本額少於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額百分之二十時，應即向本會與本會指定之機構申報。期貨商之業主權益低於最低實收資本額百分之四十或調整後淨資本額少於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額百分之十五時，除處理原有交易外，應即停止收受期貨交易人訂單，並向本會與本會指定之機構提出改善計畫。其目的為確保期貨商於營運時具有足夠資本以支應其所面臨之潛在風險。再依臺灣期貨交易所業務規則第 19 條之 1 規定，期貨商之調整後淨資本額不得低於其客戶保證金專戶總額之 6%。一般而言，期貨商 ANC 比率越高，表示其可承作之業務量越大，對於風險的承受程度也越高。

其次，根據期貨商管理規則第 17 條規定，期貨商負債總額扣除期貨交易人權

益後，不得超過其業主權益，流動負債總額不得超過其流動資產總額，亦即資本結構比與流動比率至少皆需維持 100% 以上的關係。另台灣期貨交易所規範結算會員相關之財務比率規定如表 5.2.4 顯示：

表 5.2.4 結算會員相關財務規定

種類		個別結算會員			一般結算會員	特別結算會員
資本額或 專用營運資金		6000 萬 ~1 億元	1 億~2 億元	2 億 元以上	4 億元	4 億元
財 務 結 構	流動比率	1.2 倍			1.0 倍	1.0 倍
	資本結構： 負債佔權益比率	80%			100%	100%
	調整後淨資本額 比率(ANC)	30%	25%	20%	20%	20%
	權益佔資本額比 率	80%			80%	100%
	信用評等	二年內取得			—	—

資料來源：研究計畫整理

今假若期貨商以自有資金進行代墊客戶保證金，且其自有資金若是原以現金形式保有。依現行規定，期貨商自有資金的計算尚須考量投資標的風險，除了台幣存款、短期票券、商業票據、政府債券、國庫券與可轉讓銀行定期存單之折扣率為 100% 外，其餘投資科目折扣率⁵⁵皆低於 100%，有匯兌風險的外幣存款，其折扣率則為 98%，投資項目中最低者為上市認購權證，折扣率達 40%。可預想的，當期貨商以自有資金代墊客戶保證金時，依風險等級劃分，其投資折扣率將介於 40% - 98% 之間，因此以自有資金代墊保證金後，自有資金的評價必定會降低。

表 5.2.5 ANC 與 ANC 比率計算方式

(一)調整後流動資產合計數	(五)負債總額
1.現金	(六)違約損失準備
2.投資有價證券及貨幣市場工具(淨額)(以交易目的為限)	(七)買賣損失準備

⁵⁵ 參考附錄一。

3. 客戶保證金專戶 (包括保證金及權利金)-經紀部份	(八)壞帳損失準備
4. 期貨交易保證金-自有資金	(九)調整後負債 【(五)-(六)-(七)-(八)】
5. 期貨交易保證金-有價證券	(十)調整減項 個別客戶保證金專戶金額低於其部位維持保證金部分之合計總額
6. 買入選擇權	(十一)調整後淨資本額 【(四)-(九)-(十)】
7. 應收票據(淨額) (到期日在一個月內者)	(十二)期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額
8. 應收帳款(淨額) (自發生日起一個月內者)	(十三)應有之調整後淨資本額 【第(十二)項之 20%(或 15)】
(二)營業保證金	(十四) 剩餘之調整後淨資本額【第(十一)項-第(十三)項之餘額】
(三)交割結算基金	
(四)調整後資產合計 【(一)+(二)+(三)】	

資料來源：研究計畫整理

根據期貨商自有資金記算表⁵⁶註六之說明，其即有規定計算之投資有價證券及貨幣市場工具「折算後價值」總額應與調整後淨資本額計算表⁵⁷「投資有價證券及貨幣市場工具(淨額)」科目所列金額相符。註七則為對銀行存款之「折算後價值」總額加計庫存現金及零用金之餘額規定應與調整後淨資本額計算表「現金」科目所列金額相符。因此，以自有資金代墊客戶保證金是否會影響 ANC 比率，除非對於代墊金額的風險折扣率無任何規範，否則調整後資產之評價必定降低，調整後淨資產必會同時下降，降低的程度將視主管機關訂定的折扣率大小而定。ANC 比率亦會因分子調整後淨資產的降低而下降。

我們以 2009 年 8 月於台灣期貨交易所網站提供之專營期貨商的財務報表來進行模擬，主要觀察期貨商以自有資金或融資取得資金對客戶代墊保證金後，財務規範中之財務比率變化情況，以這些財務比率受影響的程度大小。今假設期貨商自有資金原先皆以現金保有，且該期貨商有足夠之現金挹注該期貨商客戶保證金的三成⁵⁸，來觀察期貨商 ANC 比率與流動比率變化情況。

⁵⁶ 參考附錄一。

⁵⁷ 參見表 5.2.5。

⁵⁸ 三成之假設是法人於該期貨商交易占三成預估，因此保證金也應有三成；對於一些期貨商法人

表 5.2.6 為我們對專營期貨商之 ANC 比率情境模擬的結果，其中折扣率我們分別假設為 80% 與 50%⁵⁹，進一步將三成保證金價值以折扣率折算後，再模擬 ANC 比率的情況。結果顯示，經過模擬後的 ANC 比率於假設最大折扣率為 50% 情況時，專營期貨商之 ANC 比率尚在規定範圍內，與原先 ANC 比率相比較，全部下降 15%。依照 2009 年 8 月期貨商的資料推算，以自有資金挹注客戶保證金不足部分，即使是 ANC 最低的國泰期貨，其比率亦遠超過期貨商調整後淨資本額申報處理作業程序第 3 條所設定的 40% 門檻、臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 19 條 20% 的申請門檻與 15% 的停止收受委託人訂單門檻。惟期貨商以自有資金挹注客戶保證金後，假若面臨市場極端情況下之 ANC 比率將如何呈現，尚須視期貨商的細部財務資料與客戶未平倉保證金的量才可能推算。觀察控制 ANC 比率的變數尚有主管機關可進行動態調整的折扣率，倘若主管機關預期市場風險將變高時，折扣率可適時調高，以符合動態風險控管原則。

表 5.2.6 以自有資金代墊保證金模擬之 ANC 比率

期貨商	調整後淨資本	ANC 比率(%)	以 ANC 推算保證金	三成保證金	折扣率 80%差價	再調整後淨資本 80%	ANC (80%)	折扣率 50%差價	再調整後淨資本 50%	ANC (50%)
國泰期貨	374688437	90.53%	413883174	124164952	24832990	349855447	84.53%	62082476	312605961	75.53%
永豐期貨	1427317087	104.56%	1365069900	409520970	81904194	1345412893	98.56%	204760485	1222556602	89.56%
凱基期貨	1042749999	218.06%	478194075	143458222	28691644	1014058355	212.06%	71729111	971020888	203.06%
國票期貨	608992704	464.24%	131180576	39354173	7870835	601121869	458.24%	19677086	589315618	449.24%
元大期貨	2114801554	186.28%	1135281058	340584317	68116863	2046684691	180.28%	170292159	1944509395	171.28%
日盛期貨	1254134243	212.80%	589348798	176804640	35360928	1218773315	206.80%	88402320	1165731923	197.80%
統一期貨	851869334	219.81%	387548034	116264410	23252882	828616452	213.81%	58132205	793737129	204.81%
大華期貨	609918328	284.42%	214442841	64332852	12866570	597051758	278.42%	32166426	577751902	269.42%
華南期貨	488146509	630.17%	77462670	23238801	4647760	483498749	624.17%	11619401	476527108	615.17%
元富期貨	1062042160	228.37%	465053273	139515982	27903196	1034138964	222.37%	69757991	992284169	213.37%
群益期貨	1362276131	132.54%	1027822643	308346793	61669359	1300606772	126.54%	154173396	1208102735	117.54%
寶來期貨	2569768253	251.15%	1023200579	306960174	61392035	2508376218	245.15%	153480087	2416288166	236.15%
台証期貨	1069118302	105.40%	1014343740	304303122	60860624	1008257678	99.40%	152151561	916966741	90.40%
富邦期貨	1008849601	277.98%	362921649	108876495	21775299	987074302	271.98%	54438247	954411354	262.98%
康和期貨	655086632	259.65%	252296026	75688808	15137762	639948870	253.65%	37844404	617242228	244.65%
兆豐期貨	450068139	249.04%	180721225	54216368	10843274	439224865	243.04%	27108184	422959955	234.04%
澳帝華期貨	494845247	533.51%	92752759	27825828	5565166	489280081	527.51%	13912914	480932333	518.51%
新際台灣	580328494	93.76%	618951039	185685312	37137062	543191432	87.76%	92842656	487485838	78.76%
美林亞洲	734329835	118.10%	621786482	186535945	37307189	697022646	112.10%	93267972	641061863	103.10%
冬至期貨	323168086	545.35%	59258840	17777652	3555530	319612556	539.35%	8888826	314279260	530.35%
大眾期貨	399714091	23893%	1672886	501866	100373	399613718	23887%	250933	399463158	23878%

交易量有較高之比重，本文無法獲得詳細數據，因此全體專營期貨商都以三成估計。

⁵⁹ 現行期貨自營商以自有資金繳存之交易保證金折扣率為 50%。

註：以台灣期貨交易所網站公布之專營期貨商 2009 年 8 月財報資訊進行模擬。

在符合現行法令之規定下，期貨商以自有資金繳存交易用保證金之折扣率為 50%，超額保證金折扣率則為 99%，期貨商以自有資金繳存之保證金機戶無法取得 100% 的評價，因此在現行訂定之折扣率下，主管機關對期貨商以自有資金使用於保證金的評價皆採貶值作法，相對於一般投資人繳存的原始保證金，對期貨商似乎是不公平的。比較證券商計算資本適足率的折扣比率，其市場風險係數之折扣率為 87%，相對於期貨交易的保證金折扣率達 50%，稍嫌過低，此作法降低期貨自營商資金之使用效能，亦限制自營商建立期貨部位之能力，有影響市場流動性之創造疑慮。自有資金中屬於超額保證金之部份，現行規定雖已調高至 99% 價值認列，然而該項與存放於結算會員本身帳戶之價值差異極微，應視同台幣存款以 100% 價值認列於 ANC 之加項。

未來期貨商若被允許以自有資金代墊客戶保證金時，除了可參考現行期貨自營商以自有資金繳存交易保證金的折扣率外，主管機關亦可通盤考量折扣率的百分比配置，尚可對 ANC 比率的分母部分進行檢討。近年來由於期貨商的競爭，期貨商的手續費降到有史以來的新低，期貨商為了增加收入，均陸續成立自營部門。由於 ANC 比率的分母為期貨商自營與經紀兩部門未平倉部位保證金的加總，期貨商設自營部門增加收入來源，反而造成 ANC 比率分母擴張，ANC 比率瀕臨臨界值，形成期貨經紀商無法接單的窘境，似乎非原始訂定 ANC 比率以管控經紀業務風險為目的。此比率的訂定方式似乎不希望期貨商接大筆訂單，以避免期貨商面臨風險無法控制的情況。但是衍生性商品的交易與現貨商品不同，其持有衍生性商品之多與空部位之風險是可互相抵銷，風險控管與現貨明顯不同，雖然多空部位的價位不同風險亦存在，未平倉部位保證金以總額來計算似乎有很大的調整空間。參考韓國期貨市場的作法，自營商依淨額基礎計算，一般客戶採總額基礎計算，ANC 比率應可獲得解決。

表 5.2.7 以自有資金代墊保證金模擬之流動比率

期貨商	流動資產	流動負債	流動比率	折扣率 80% 差價	流動比率	折扣率 50% 差價	流動比率
國泰期貨	2182470822	1931083380	113.02%	24832990	111.73%	62082476	110.45%

永豐期貨	9395483057	8072376334	116.39%	81904194	115.38%	204760485	114.36%
凱基期貨	8406468146	7523442193	111.74%	28691644	111.36%	71729111	110.97%
國票期貨	1573499126	1096363691	143.52%	7870835	142.80%	19677086	142.08%
元大期貨	11393244820	9502263274	119.90%	68116863	119.18%	170292159	118.47%
日盛期貨	6887077473	5776840284	119.22%	35360928	118.61%	88402320	117.99%
統一期貨	5781781725	5059184172	114.28%	23252882	113.82%	58132205	113.36%
大華期貨	2561107797	1996535233	128.28%	12866570	127.63%	32166426	126.99%
華南期貨	1394243309	1095014577	127.33%	4647760	126.90%	11619401	126.48%
元富期貨	4471684211	3614803626	123.70%	27903196	122.93%	69757991	122.16%
群益期貨	7336473165	6133517902	119.61%	61669359	118.61%	154173396	117.60%
寶來期貨	18881203326	16476562021	114.59%	61392035	114.22%	153480087	113.85%
台証期貨	10116639331	9191236759	110.07%	60860624	109.41%	152151561	108.74%
富邦期貨	5260870981	4296001792	122.46%	21775299	121.95%	54438247	121.45%
康和期貨	2792134356	2279156452	122.51%	15137762	121.84%	37844404	121.18%
兆豐期貨	2083612972	1770513326	117.68%	10843274	117.07%	27108184	116.46%
澳帝華期貨	1086750385	379087146	286.68%	5565166	285.21%	13912914	283.74%
新際台灣	8892510732	8391851698	105.97%	37137062	105.52%	92842656	105.08%
美林亞洲	3884980189	3237269404	120.01%	37307189	118.86%	93267972	117.70%
冬至期貨	479090464	106852312	448.37%	3555530	445.04%	8888826	441.71%
大眾期貨	415155220	17031347	2437%	100373	2437%	250933	2436%

註：以台灣期貨交易所網站公布之專營期貨商 2009 年 8 月財報資訊進行模擬。

進一步我們模擬期貨商以自有資金挹注保證金後，來觀察期貨商的流動比率的影響程度，表 5.2.7 為對流對比率模擬之結果。其中假設條件與前述完全相同，結果與 ANC 模擬是相似的，所有的流動比率亦皆維持在規定的比率範圍內，與挹注前之流動比率比較，變化幅度更小，流動比率降低之主要因素還是在於評價保證金中折扣率的大小。

再者，期貨商是否得以自有資金代墊客戶保證金，除了法規疑慮外，期貨商尚必須有足夠的現金來挹注，否則期貨商就只能透過外部融資或增資一途。進一步我們假設期貨商透過金融機構取得透支額度，倘若依照財政部證券暨期貨管理委員會所發佈之行政函令，允許期貨商以公司名義向金融機構授信額度不得超過其最低實收資本額之百分之五十，進一步我們即可觀察期貨商透過融資代墊法人客戶保證金後，其財務比率的變化情況。

表 5.2.8 模擬期貨商可融資成數

期貨商	資本額	股東權益	三成保證金	銀行借款參考值	
				三成保證金/資本	三成保證金/淨值
國泰期貨	650000000	730224483	124164952	19.10%	17.00%
永豐期貨	750000000	1467582596	409520970	54.60%	27.90%
凱基期貨	804221820	1063531767	143458222	17.84%	13.49%
國票期貨	600000000	623401238	39354173	6.56%	6.31%
元大期貨	1000000000	2217742339	340584317	34.06%	15.36%
日盛期貨	700000000	1213216037	176804640	25.26%	14.57%
統一期貨	660000000	987915680	116264410	17.62%	11.77%
大華期貨	600000000	743552928	64332852	10.72%	8.65%
華南期貨	535000000	630142674	23238801	4.34%	3.69%
元富期貨	640000000	992077836	139515982	21.80%	14.06%
群益期貨	615000000	1381809637	308346793	50.14%	22.31%
寶來期貨	1312762880	2772319860	306960174	23.38%	11.07%
台証期貨	730000000	1013540890	304303122	41.69%	30.02%
富邦期貨	1000000000	1164855652	108876495	10.89%	9.35%
康和期貨	630000000	743931214	75688808	12.01%	10.17%
兆豐期貨	400000000	449361579	54216368	13.55%	12.07%
澳帝華期貨	600000000	730950322	27825828	4.64%	3.81%
新際台灣	600000000	593637226	185685312	30.95%	31.28%
美林亞洲	700000000	743275975	186535945	26.65%	25.10%
冬至期貨	400000000	387735716	17777652	4.44%	4.58%
大眾期貨	400000000	418130840	501866	0.13%	0.12%

註：以台灣期貨交易所網站公布之專營期貨商 2009 年 8 月財報資訊進行模擬。

表 5.2.8 亦為 2009 年 8 月份專營期貨商資本額與可透支額度分析，假若期貨商以客戶保證金之三成向金融機構取得透支額度，則透過期貨商各自三成保證金之融資額度與資本或淨值的比值以觀察其最高融資比率，表中推算結果顯示，惟有永豐與群益期貨向金融機構取得之融資額度無法完全涵蓋現行規定的百分之五十的資本比率限制；惟現行一般商業銀行對企業金融放款所參考的數值為淨值比率，非為實收資本比率。因此若以淨值比來觀察，則所有期貨商取得透支額度占淨值比最高也只有 31.28%。站在風險控管角度來思考，期貨商為挹注客戶保證金缺口向金融機構取得之融資額度，就金融機構而言，其徵信對象雖然是期貨商，但是倒帳風險卻是來自期貨商的客戶，銀行面臨不確定風險是高的，因此是以實收資本額比率或淨值比率來限制期貨商透支額度，就單純以還款能力思考，以期貨商的實收資本額是較為妥當的。

在期貨商取得融資後，其資產負債表中登錄流動負債科目，資產持登錄現金科目，以現金挹注客戶保證金後價值貶抑，等同於以自有資金挹注情況相同，ANC變動幅度完全依賴折扣率與代墊金額百分比的乘積。

根據資本結構的規定，期貨商負債總額在扣除期貨交易人權益後，不得超過其業主權益之規定，我們亦仿照前述的模擬方式來觀察業主權益占負債總和的比值，是否在以銀行借入款後尚符合期貨商管理規則之規定。結果顯示於表 5.2.9，根據期貨商業務規則規定，總負債在扣除期貨交易人權益後不得超過業主權益，其中期貨交易人權益數在網站中未公布，本研究則以業主權益占負債比值來推算，其中負債增加三成保證金的額度後，比值雖亦有下降，然而幅度相當小，顯期貨商以借款取得資金影響資本結構是相當微小的，依現行對期貨商資本結構的規定是足夠應付未來期貨商透過金融機構借入款。

在流動比率的變化程度，與自有資金挹注情況稍有不同，雖然在期貨商取得短期負債後，其流動資產亦等額增加，然而挹注客戶保證金的價值會因折扣率有所貶抑，流動比率勢必下降，模擬結果如表 5.2.10 所示。雖然流動比率會下跌，然而幅度相當微小，對原始之流動性規範衝擊亦相當微小。

表 5.2.9 借款前後期貨商業主權益占負債比值

期貨商	原始業主權益占負債	借款後業主權益占負債
國泰期貨	52.43	43.51
永豐期貨	6.15	4.44
凱基期貨	9.61	8.31
國票期貨	16.71	15.66
元大期貨	8.71	7.38
日盛期貨	6.19	5.29
統一期貨	6.70	5.91
大華期貨	4.12	3.76
華南期貨	9.90	9.53
元富期貨	8.23	7.08
群益期貨	8.06	6.27
寶來期貨	5.54	4.93
台証期貨	6.30	4.41
富邦期貨	9.55	8.66
康和期貨	10.60	9.52
兆豐期貨	10.05	8.84

澳帝華期貨	1.93	1.85
新際台灣	13.88	9.54
美林亞洲期貨	76.41	57.24
冬至期貨	3.63	3.46
大眾期貨	24.55	24.52

註：以台灣期貨交易所網站公布之專營期貨商 2009 年 8 月的業主權益占負債、股東權益、負債總和與三成保證金推估借款三成保證金後之業主權益占負債比值。

表 5.2.10 期貨商透過取得金融機構透支額度後代墊保證金的流動比率模擬

期貨商	流動資產	流動負債	流動比率	三成保證金	折扣 80%	流動比率 80%	折扣 60%	流動比率 60%
國泰期貨	2182470822	1931083380	113.02%	124164952	99331962	111.02%	74498971	109.81%
永豐期貨	9395483057	8072376334	116.39%	409520970	327616776	114.63%	245712582	113.67%
凱基期貨	8406468146	7523442193	111.74%	143458222	114766578	111.14%	86074933	110.77%
國票期貨	1573499126	1096363691	143.52%	39354173	31483338	141.32%	23612504	140.63%
元大期貨	11393244820	9502263274	119.90%	340584317	272467454	118.52%	204350590	117.83%
日盛期貨	6887077473	5776840284	119.22%	176804640	141443712	118.05%	106082784	117.46%
統一期貨	5781781725	5059184172	114.28%	116264410	93011528	113.51%	69758646	113.06%
大華期貨	2561107797	1996535233	128.28%	64332852	51466282	126.77%	38599711	126.15%
華南期貨	1394243309	1095014577	127.33%	23238801	18591041	126.34%	13943281	125.93%
元富期貨	4471684211	3614803626	123.70%	139515982	111612786	122.08%	83709589	121.34%
群益期貨	7336473165	6133517902	119.61%	308346793	246677434	117.72%	185008076	116.76%
寶來期貨	18881203326	16476562021	114.59%	306960174	245568139	113.96%	184176104	113.60%
台証期貨	10116639331	9191236759	110.07%	304303122	243442498	109.10%	182581873	108.46%
富邦期貨	5260870981	4296001792	122.46%	108876495	87101196	121.41%	65325897	120.92%
康和期貨	2792134356	2279156452	122.51%	75688808	60551046	121.14%	45413285	120.50%
兆豐期貨	2083612972	1770513326	117.68%	54216368	43373094	116.56%	32529821	115.97%
澳帝華期貨	1086750385	379087146	286.68%	27825828	22260662	272.54%	16695497	271.17%
新際台灣	8892510732	8391851698	105.97%	185685312	148548249	105.40%	111411187	104.97%
美林亞洲	3884980189	3237269404	120.01%	186535945	149228756	117.83%	111921567	116.74%
冬至期貨	479090464	106852312	448.37%	17777652	14222122	395.82%	10666591	392.97%
大眾期貨	415155220	17031347	2437%	501866	401493	2370%	301120	2369%

註：以台灣期貨交易所網站公布之專營期貨商 2009 年 8 月財報資訊進行模擬。

第三節 期貨保證金繳存金額之數額與時間問題

現行有關於保證金預繳之相關規定只有期貨商管理規則第 49 條第一款『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』，與臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第五十三條第一款『期貨商非「先」向委託人收「足」期貨交易保證金，不得接受期貨交易之委託。』准此規範，在台灣交易期貨之客戶必須於委託前即應繳足交易用之原始保證金金額，否則期貨商是不得受託客戶交易。

對於期交所是否應對結算會員先收足結算保證金，根據「期貨商、結算會員辦理結算交割作業要點」第 4 點與台灣期交所業務規則第八十九條第二項規定，盤中結算會員於電腦系統接獲追繳通知後應於一小時內立即應將保證金補足。盤後則依據「結算會員辦理結算交割作業要點」第 7 點第 1 項之規定，結算會員盤後保證金追繳作業時間為當日下午三時三十分前。另根據期交法第 48 條之規定，期貨結算機構進行市場監視時，發現有影響期貨市場秩序之虞者，得對結算會員採取『同一交易日內多次追繳結算保證金』的必要性，由上述規定可窺看現行期交所盤中對期貨結算會員追繳的作法，考量重點似乎都在於『影響期貨市場秩序之虞者』。

依期貨市場母法期交法第 67 條規定，該母法亦只規定期貨商在接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，並無規範期貨商或期交所應先於委託前收取足額保證金之相關規定。依此觀之，因期貨交易發生之保證金應繳存時間問題與衍生的事前預繳金額與事後應繳金額問題，應無修法問題，只需調整期貨商與台灣期貨交易所業務規則內容應可解決，惟調整方向可有三種組合，將賴法令中之「先」與「足」的調整會有不同結果。

因此，有關於期貨交易保證金之「先」與「足」的問題有必要先釐清，亦即國內期貨市場現行規定除了委託時必須預繳保證金外，尚須繳足委託商品規定之足額原始保證金，與少數預繳制國家對「預繳」的定義是有不同的作法。根據本研究第二章的說明，除了印度外，香港、韓國與日本對期貨交易委託時客戶繳交原始保證金的規定方式皆類似「預繳」，惟這些國家的預繳作法卻有迥異於台灣期貨市場的預繳，主要差異處在於預繳時是否必須「足額」與是否有適當授權期貨商對客戶徵信審查權。觀察韓國對於預繳的相關作法，儘管韓國期貨市場於 2005 年新增合格法人投資者與特定法人兩類型之投資者可豁免預繳期貨保證金，然而 KRX 即曾開放以契約別來採行「部分預繳制」，亦即對於流動性較佳的契約商品，

授權期貨商依客戶情況酌收「基本存款」，使准予委託交易，惟目前已取消該作法。

香港交易所則於法規中除了規定所有交易期貨，期貨商都必須要求客戶「預繳」保證金使得進行，然而香港雖然規定客戶必須「預繳」，但卻未見有任何法令規則規定客戶應繳足保證金，准此推斷，香港期貨交易的預繳制實為授權期貨商管理客戶應預繳之額度。實務上，香港期貨商皆採「存款實績」，亦即客戶委託下單時，必須要有「一段期間之部分存款」使得委託。與韓國規定相似，香港交易所法規易有訂定有關於豁免預繳的人士，主要亦授權給期貨商認定何者屬「固有客戶」，此類型交易者則可完全免預繳。如此，香港的預繳制實為一種「特殊預繳」。

日本期貨市場對於預繳之規定則較為寬鬆，其於 JSCC 中即有訂定有關於期貨結算會員在國內客戶委託時應於 T-1 或 T 日繳存，境外為 T+2 日，且於交易人委託前應繳存一筆擔保金於 JSCC 帳戶中，且亦未規範是否應繳足，實則授予期貨商收取保證金之權力。

據此，台灣期貨市場預繳與收足保證金之作法可有下列幾種可行性方案：

一、維持現行預繳與收足保證金方式，由主管機關訂定特定人士豁免預繳對象

對特定人士可行性之作法可再分為：

1. 部分保證金預繳
2. 依契約規範部分免預繳
3. 全面開放免預繳

二、收足保證金之預繳制調整為事先部分收取保證金之預繳

三、採以部分契約繳存部分保證金之特殊預繳

四、全面開放免預繳

本研究認為在現行期貨市場尚未累積免預繳保證金的經驗前，全面開放免預繳對市場衝擊太大，建議應朝向分階段方式來實施，並應輔以相關之配套措施來執行。

其次，國際間對於交易所要求結算會員繳存足額結算保證金的時限，多給予結算會員至少可延長至下一交易日 (T+1) 繳足應存之結算保證金即可，例如香港

與韓國。在香港交易所衍生性產品市場的結算與交收之日終按金及其他現金繳款要求之交收規定中，即訂有『結算參與者必須確保其特定賬戶有充足結餘以支付結算所的繳款指示，而負責的交收銀行亦必須在下一個營業日早上九時十五分或之前通知結算所，該款項已繳付。』據此，預繳制的香港交易所是允許期貨結算會員於交易日次日上午9點15分前繳足結算保證金即可，其時間的訂定亦考量了銀行開市時間、期貨市場開盤時間、期貨商於銀行轉帳處理時間與反應保證金不足所需處理之時間等四項時間因素。假若台灣期貨市場開放免預繳保證金時，規劃結算會員繳足結算保證金的時限就有必要納入上述四項因素的影響。

在台灣，銀行開市時間為上午9:00，期貨市場早於銀行開市前開盤，於上午8:45開始交易。相對於香港，香港交易所衍生性商品開盤於上午9:45，晚於銀行9:00之開市時間，要求結算會員於隔日開盤前繳足結算保證金，似乎是維持當日開盤後期貨市場交易秩序的一個良好作法，否則開盤後假若保證金不足，對期貨市場勢必會產生衝擊。假若台灣期貨市場主管機關調整期貨結算會員可於交易日的下一營業日開盤前繳足結算保證金，似乎與現行對於盤後追繳保證金的作法是相同的，原因在於台灣銀行開市時間晚於期貨開盤時間。

倘若仿韓國作法，韓國指數期貨於當地時間9:00開盤，15:15收盤，銀行亦於相同時間9:00開市，其交易所對於結算會員繳存結算保證金則要求於交易日下一營業日中午12:00前繳足結算保證金即可，給結算會員相當充足的保證金繳存時間。

台灣期貨交易所對於結算會員繳存時限是否有必要放寬，端看主管機關對結算會員管理保證金方式可否視為總戶概念，以能適當授權期貨商自己管理客戶保證金。依現行規定，期貨商開業時主管機關即要求期貨商必備之財務規範，對交易者亦有訂定違約後相關之處理程序，期貨商發生違約情事之可能性極微，適當授權期貨商管理客戶保證金，長期而言除了可提升期貨商風險管理能力外，相關資金亦可有效利用度，對整體期貨市場將是一種良性的發展。惟在現行分戶總額制度下，在豁免預繳保證金後，原先結算會員追繳的變動保證金轉為涵蓋原始保證金，追繳數額變大，難度將更高，所需追繳時間勢必拉長，否則一味的以「即時」追繳不到保證金即以違約處理，在一個高度競爭市場中，似乎非為期貨市場應提供之服務。結算保證金繳存時間在豁免預繳後理應同步放寬，否則在發生保

證金不足時，代墊保證金之相關業務亦應同步開放。

其次，在豁免預繳交易期貨保證金後，客戶保證金應何時繳足於期貨商端，應有三種可能性的規劃。一為維持客戶保證金預繳制，結算保證金採香港或韓國模式；二為豁免客戶保證金預繳，但客戶繳存保證金時間必須早於結算保證金繳存時間；三為豁免保證金預繳，客戶保證金繳存時間同於或晚於結算保證金繳存時間。分別討論於下：

一、客戶保證金維持預繳制，結算保證金維持現狀或採國外模式收取

1. 客戶保證金

維持現行的預繳制，授權期貨商通過內部徵信審查的客戶可豁免預繳保證金。至於客戶應何時繳存，應授權期貨商自行訂定相關之收取方式與收取之「合理期間」。由於一般交易人為預繳，因此期貨商可依據豁免預繳之客戶的合理期間，依客戶的交割結算風險大小，具以收取免預繳保證金的相關處理費用，例如手續費或帳戶維持費，若有代墊則收取相關之使用費。

2. 結算保證金

觀察國際期貨市場之作法，無論是否預繳，結算保證金繳存之時間皆無與台灣現行規定之 T 日進行，多為 T+1 日以上。其次，現行規定結算保證金追繳通知盤中三次與盤後的最後追繳共四次，且要求結算會員在接獲通知後一小時內應繳足結算保證金，因此繳存時限就有 10：30、12：00、13：30 與最後的下午 3：30 四次之多，與國際期貨市場相比較，追繳頻率稍嫌過多。

參考香港作法，香港交易所對結算會員繳存之結算保證金則規定最晚必須於交易日下一個營業日上午 9：15 繳足結算保證金，由於上午 9：15 台灣期貨市場已開盤，倘若有違約情事，對期貨的價格將產生影響；若考量期貨市場的開盤時間，提早至上午 8：45 前繳存結算保證金，就結算會員於銀行處理資金轉移時間，交易日下午 3：30 與下一營業日 8：45 繳存結算保證金，繳存之實質意義是相同的，主要原因在於交易日下午 3：30 至下一營業日上午 9：00 間，銀行是不營業的。

若依韓國作法，結算保證金於交易日下一個營業日中午 12：00 前繳存，採盤中繳存作法，雖然違約後可能對交易中的期貨價格產生影響，但假若結算會員可落

實客戶徵信審查程序，結算會員的違約風險應是相對低的。如此作法，期貨商對於豁免預繳客戶的徵信工作就相當重要，因此主管機關將有必要對期貨商豁免客戶免預繳保證金的徵信流程作一詳實之規範，以提供期貨商執行對客戶徵信的依據。

至於盤中追繳方式，預繳制的香港交易所與免預繳的 CME 交易所則亦有不同的處理方式，皆足以提供台灣期貨市場主管機關借鏡。香港交易所盤中對結算會員亦訂有洗價監視作業，惟交易所主要皆針對結算會員盤中有異常大單時才會採取保證金洗價監視作業，若有保證金不足會發出追繳通知單，且香港交易所亦無「砍倉」之規定，迥異於台灣之作法；其次，香港結算保證金計算以淨額為基礎，結算會員會發生保證金不足之情事可能性極微。CME 交易所盤中亦有訂定嚴格的洗價作業與追繳保證金措施，惟從其法規定義中可瞭解，其保證金追繳通知為現行的，代表盡可能地嘗試取得資金，因此其保證金追繳通知並非為只發通知一次即屬違約，其可能在發出多次追繳通知後尚不繳足時，才會有所謂客戶違約之情事，其保證金追繳通知處理方式即類似於銀行借款催收方式；其次，CME 亦提供有保證金融通業務，會發生結算保證金不足而違約之可能性實屬微小。

二、開放客戶免預繳保證金，客戶繳存原始保證金時間早於或等於結算保證金繳存時間，或結算保證金維持現狀，或採國外模式收取

此規劃為分戶管理制度下的考量，原因在於結算會員繳存之結算保證金的來源為客戶繳存之原始保證金。

1. 客戶保證金

假若保證金免預繳後，考量分戶管理制度下之客戶應繳存之保證金必須早於結算保證金，主管機關訂定客戶保證金繳存時間可有下列三種不同方式：

a) 成交後即時追繳

客戶委託成交後，即時追繳。倘若客戶保證金足夠，則無追繳問題；倘若不足，應間隔多久追繳，可依現行對結算會員追繳方式辦理，亦即一小時內應繳足，或重新規劃追繳的時間間隔與次數。預期此種收取方式將導致結算會員追繳保證金的環境變的更為惡劣，除非主管機關開放代墊保證金業務，否則違約客戶的增加是可預期的。

b) 成交後於結算保證金繳存前繳存

客戶委託成交後，無須即時追繳，由主管機關規定期貨商應收足客戶保證金的最後繳存時間。由於是賦予客戶可免預繳保證金之權力，成交至客戶應繳存的「合理期間」，期貨商雖然無法對客戶收取帳戶維持費或利息相關費用，尚可對客戶收取免預繳的處理費，期貨商應可提升部分收入。合理期間過後，將視主管機關是否開放代墊保證金業務，期貨商才准予對保證金不足客戶採以違約或代墊處理。

c) 成交後與結算保證金同時繳存

客戶免預繳保證金後，倘若主管機關並無規範結算會員應何時收足客戶保證金的時間，由於現行國內期貨保證金採二層方式收取，客戶是否可向期貨商要求繳存保證金時間應視同與結算保證金繳存時間相同，就保證金的使用時效與移轉時間，原始保證金與結算保證金繳存時間在技術上是可於同時繳存。然而為避免繳存時間的爭議，對客戶應何時繳足交易用保證金予結算會員，由相關主管機關訂定將是最佳的選項。

倘若主管機關訂定結算會員應收足客戶保證金的時間與結算保證金繳存時間是相同時，此作法對期貨商原先客戶需預繳保證金時在資金的調度上更形困難，主要原因在於結算會員根本無時間足以反應客戶保證金之不足，進而追繳。如此，主管機關理應開放期貨商代墊保證金業務，以避免在無寬限期追繳保證金發生客戶保證金不足情事下，惟有將保證金不足客戶列為違約客戶的懲罰性處理原則。准此，期貨商對客戶除了可收取免預繳處理費外，對於使用「寬限期」的客戶，則收取代墊保證金的相關費用。

2. 結算保證金

根據上述說明，維持現狀下，依現行結算會員應繳足結算保證金時限分別有 10：30、12：00、13：30 與最後的下午 3：30 四次。倘若規範客戶繳存保證金必須早於結算保證金，則免預繳客戶應何時繳足交易保證金，則端看交易者之成交時間介於上述何區間，其繳存的時間就會不同。

倘若結算保證金繳存方式參考香港或韓國對於結算會員的處理方式，相關討論同上述【一】的分析。

三、開放保證金免預繳，客戶繳存之原始保證金晚於結算保證金繳存時間

多數先進國家的期貨市場多採此模式處理客戶保證金繳存，主要原因在於期交所對期貨商的保證金管理為總戶概念，且這些國家的期貨商對客戶皆提供有保證金的融資業務，例如 CME 與 LIFFE 交易所皆採此方式。准此保證金使用原則，原始保證金晚於結算保證金繳存，代墊保證金業務必然也理應開放，期貨商可具以收取代墊保證金之相關費用。

第四節 小節

釐清何時應繳足保證金與應繳存多少，在開放免預繳保證金後，對客戶、結算會員與期交所是相當重要的課題。倘若保證金繳存的時間與金額未考量周全，結算會員與客戶被以違約事件處理的可能性變多，皆非一個健全的期貨市場所應發生的。

觀察先進國家在期貨市場實施免預繳保證金的作法，全面開放期貨交易人豁免預繳保證金的方式，在台灣期貨交易所開業以來保證金皆採預繳制的進行下，實施豁免保證金措施建議初期不應採全面開放，原因在於預繳制度下，期貨商徵信審查作業多流於形式，期貨商相關徵信審查能力尚未累積經驗，是不宜全面開放免預繳保證金。

在台灣應採何種模式開放免預繳保證金措施，將視相關的配套措施而定。參考鄰近亞洲國家兩個「特殊預繳制」的期貨市場作法，初期可先行對「特定人士」豁免預繳保證金，倘若各界對特定人士在有違國民評等待遇原則之疑慮，亦可採以對交易類別或契約類別開放免預繳保證金，例如對價差交易與流動性高之指數契約先行試辦，待市場成熟後，再行研擬第二階段的開放對象或全面開放。至於如何解決開放特定人士豁免預繳保證金有違國民評等待遇原則，除了主管機關可現行訂定客戶的信用條件以排除非特定人士外，期貨商亦可對徵信審查後符合豁免之對象酌以收取帳戶管理費，以對期貨交易提供豁免保證金的便利性收取費用。

至於開放後所需之配套措施，在保證金皆採總額基礎計算的台灣，倘若結算保證金收取方式不進行調整，代墊業務勢必同步開放，否則保證金不足可能將為豁免客戶的常態，依現行作業方式，「砍倉」亦為期貨商之常態；倘若主管機關考量結算保證金需進行調整，建議在未開放豁免預繳保證金因素時，國內期貨交易

制度亦應吸取國際期貨市場之經驗，結算保證金最後繳存時間至少以調整至 T+1 日為參考作法，至於繳存之時間，考量期貨市場與銀行之作業時間，或可參考韓國與日本模式，採以 T+1 日盤中中午 12：00 為最後收取時間。

對於客戶繳存原始保證金之時間，在總戶管理模式下，建議主管機關得先行規範豁免者應繳存之「合理期間」，以使期貨商有追繳保證金程序之依據。對一般客戶，可依現行規定辦理。長期而言，就期貨市場的健全度，客戶保證金的收取細則理應授權期貨商管理，亦即保證金的管理方式應回歸國際期貨市場慣常的總戶管理概念，除了期貨商的徵信審查能力可累積經驗外，對台灣期貨市場走向國際化實有良性的發展。

第六章 研擬台灣期貨市場豁免預繳保證金的作法與配套

有鑑於國際期貨市場對於期貨保證金是否需預繳，皆有相關的配套措施，例如非預繳制的芝加哥商業交易所及新加坡，除了保證金採總戶管理外，結算保證金的繳存時間皆在 T+2 日以後，保證金採總額計算基礎則賦予期貨商保證金之融通業務。同為總戶管理之預繳制的香港與韓國，雖然未有提供保證金融通，但是皆給予結算會員繳存結算保證金至少有 1 天寬限時間，其中香港保證金的計算基礎更分為總額與淨額，計算的結果給予結算會員更高的資金調度效率。

保證金總戶管理的國家，客戶保證金繳存之時間限制不因預繳或非預繳制而有非得於結算保證金繳存時間前必須繳足之問題。在現行台灣期貨市場的結算規定，結算會員得採取即時追繳保證金措施，否則在保證金不足下亦無法取得融通時，結算會員唯一資金來源就是「砍倉」所得之資金。

由於豁免客戶免預繳保證金措施牽涉徵信審查問題，在現行預繳制下，考量期貨商徵信能力尚未成熟，實施初期基於風險控管，期貨商需審慎為之；故本章首先參考國外具有「特殊預繳」期貨市場之可行性作法，研擬朝向有條件豁免預繳期貨保證金之作法規劃，例如根據契約別、交易方式或對特定人士開放，此規劃對慣常預繳保證金的台灣期貨市場開放初期衝擊較小，原因在於影響的範圍只限於特定商品或特定人士，待累積經驗後再逐步開放。有關於契約別開放只需對具有高流動性商品開放即可，交易別部分前文亦多有探討，因此本章則主要討論豁免特定人免預繳保證金的作法來討論。

而豁免預繳保證金的同時，由於相關的交易機制皆會受到影響，一些交易結算機制勢必同步進行調整，亦或同時開放相關之業務，因此本章後續將對相關的調整或配套逐一討論與分析，以期能提供台灣期貨市場一個健全之可行性方案。

第一節 資格限制

豁免預繳保證金開放初期，考量期貨商現行期貨市場相關配套機制的調整與期貨商徵信能力經驗之累積，擬建議有條件豁免客戶預繳期貨保證金，參考預繳制的韓國與香港作法，及目前國內對於有關「特定法人」資格限制之相關規定，研擬可豁免預繳保證金之資格人士適用範圍。

一、國際作法

1. 韓國⁶⁰

在韓國，交易人從事期貨交易是否需預繳足額保證金，惟有「特之法人」可免預繳。依據 KRX 業務規則施行細則第 132 條規定，定義豁免預繳保證金之特定法人(QII) 類別分別為韓國金融投資服務暨資本市場法第 9 條第 5 項第 1-3 款⁶¹、同法之施行細則第 10 條第 3 項⁶²之專業投資人，及同上範圍之外國機構。而 KRX 所列之 QII 適用之產業類別，援引主管機關之金融投資服務暨資本市場法中所定義具金融投資專業智識及風險承載能力之專業投資人 (Professional Investor, PI)，皆屬具一定資產規模，並有一定償債能力，再依風險控管考量訂定之，適用範圍見表 6.1.1。但將非金融產業之上市櫃公司排除，主要基於本業非屬金融交易與考量風險管理因素，不宜納入適用範圍。

表 6.1.1 韓國特定法人適用範圍

依銀行法設立之金融機構
依農、漁業合作法設立之國家農、漁業合作社
依保險法設立之保險公司
金融控股公司、證券公司
金融投資公司
商業銀行
基金公司
外國金融機構
韓國存款保險公司
房屋融資公司
信用保證基金
市政府
外國政府
依協定設立之國際組織
外國之中央銀行
信用合作社

註：依韓國金融投資暨資本市場法第 9 條、施行細則第 10 條定義之專業投資人；資料來源：本研究整理

有關於豁免預繳保證金之管理如下：

⁶⁰引用台灣期交所 2009 年『韓國期貨市場豁免預繳保證金考察紀要』。

⁶¹除投資顧問事業外。

⁶²除第 5-8 款、15-17 款及 18d 外。

1) 帳戶種類

a. 一般帳戶 (Initial Margin Account)

不問交易目的，交易人進行期貨下單前應預繳保證金。

b. 豁免預繳保證金帳戶 (Ex-post Margin Account)

特定法人豁免預繳保證金者，應開設豁免預繳保證金帳戶，其可分為：

(1) 豁免預繳保證金一般帳戶 (Ex-post Margin Regular Account)：特定法人透過此帳戶進行之交易行為不問交易目的。

(2) 豁免預繳保證金折扣帳戶 (Ex-post Margin Discount Account)：僅限特定法人之避險/套利交易。對於折扣帳戶 KRX 給予保證金優惠，由期貨商自行核定，最低給予原始保證金 8 折之優惠(原始保證金 x 80%)。

2) 帳戶管理

a. 已開立一般帳戶之特定法人

KRX 直接將其帳戶種類轉換為豁免預繳保證金帳戶 (Ex-post Margin Account)。

b. 新開戶之特定法人

特定法人(QII)直接向期貨商申請開設豁免預繳保證金帳戶。

3) 保證金繳交時點

豁免預繳保證金之特定法人應於次一營業日上午 10 時前補足當日所需保證金。

4) 豁免預繳保證金帳戶運作現況

依據交易所「業務規則施行細則」§115(2)規定，豁免預繳保證金帳戶 (Ex-post customer margin account)之開戶、異動及註銷皆須由期貨商立即申報交易所。同一交易人倘開立豁免預繳保證金折扣帳戶 (Ex-post customer margin discount account)，則其避險套利相關之證券帳戶及豁免預繳保證金一般帳戶 (Ex-post customer margin regular account) 亦須一併申報。交易人必須區分交易目的(投機、避險及套利)分別由不同帳戶下單交易。

另依據「業務規則施行細則」§146(4)及§147(3)規定，QIIs 避險、套利交易之保證金得以折扣(最低以 80% 計收)，但期貨商須取得 QIIs 當日從事避險、套利交易之證明文件，並申報交易所。

惟依目前實務運作之現況，並無任何法人開設豁免預繳保證金折扣帳戶 (Ex-post customer margin discount account)，其原因在於特定法人須提供當日從事避險、套利交易之證明文件，申報期貨商審核後陳報交易所。因此，實務上期貨商認

定避險或套利交易相對困難；再者，當法人執行避險或套利交易，需同時準備相關證明文件向期貨商申報，作業成本過高。另由於法人資金充沛，並不在乎保證金折扣，相較於須揭露現貨部位並準備相關文件之成本，此誘因相對不高。是故，目前尚無任何法人開設避險套利交易目的之豁免預繳保證金折扣帳戶。

5) 期貨商特定法人(QII)審核作業

期貨商依 KRX 規定受理法人申請，核定為得豁免預繳保證金之特定法人(QII)，並依其信用狀況給予一信用額度 (Credit Limit)。KRX 認為期貨商有足夠能力執行客戶徵信 (Know Your Customer, KYC) 及客戶信用風險控管，因此，特定法人之核定及信用額度全權由期貨商審理，相關審核標準、審核文件、決策及內部控制程序等皆無須申報交易所。

2. 香港

根據香港期貨交易所規則、規例及程序規定，客戶在委託期權相關商品時，皆須預繳最低保證金或相當之擔保品要求，否則期貨商不得受託客戶委託；惟法規允許期貨商對於符合一定條件之客戶可豁免預繳保證金之要求。根據規定，所謂符合一定條件之客戶，所指為具有「一直」符合保證金義務之記錄，且維持良好財務狀況，且已向期貨商表示為充分滿足其保證金義務所需之資金將會立即匯入，但法規並未對期貨商是否應向客戶進行財務條件要求或信用評等訂有規範。

實務上，香港期貨商在接受符合一定條件人士豁免預繳保證金交易後，對其所建立之部位亦要求交易後應即時繳存部位之原始保證金。此「一定條件」人士，除了法規要求客戶過去繳存保證金必須維持正常記錄外，實務上期貨商只對「熟悉」客戶採以保證金免預繳，惟新客戶則無法適用。准此觀之，何者為「一定條件」之人士，只要符合香港期貨交易所規則、規例及程序規則第 617 條 b 項之規定符合一定條件之客戶可豁免預繳保證金，徵信審查之程序皆授權期貨商。一般期貨商對於一般客戶「預繳保證金」的要求，皆採法規訂定之「最低」保證金要求擔保作法，亦即要求客戶必須在期貨商有一定成數⁶³之「deposit」即可，因此香港的保證金預繳非要求要足額之預繳，是一種「特殊預繳」。因此，在香港豁免預繳保證金之特定人士所指為全部原始保證金免預繳者，一般交易者只要有部分成數的存款，委託時亦可豁免保證金免預繳。

⁶³ 根據本研究團隊至香港實地訪問期貨商顯示，成數所指為一段時間或交易商品保證金的百分比。

1) 開放對象的限制與否

依國民平等待遇原則，倘若台灣期貨市場欲開放豁免預繳保證金，理應所有人士皆適用。惟開放初期，國內期貨交易機制與免預繳保證金國家不盡相同，且習慣預繳制的期貨商在尚未累積對客戶評等的經驗前，欲全面開放，其相關配套措施、交易機制的調整與經驗的累積都需同時配合，考量全面開放對現行期貨市場衝擊太大，本研究建議初期階段可對風險低與具有擔保的法人先行試辦免預繳保證金。

根據目前台灣期貨市場散戶與法人交易量比約為 7:3 之情況觀察，法人在台參與期貨交易程度不高，主因為本國期貨市場交易限制多，在台交易期貨前又必須先於銀行存有現金存款，否則無法下單。與鄰近國家相比，例如韓國、新加坡和香港的期貨市場，法人交易期貨多皆無須預繳保證金。倘若主管機關斟酌對特定法人豁免預繳保證金，可預期的，法人於期貨市場委託之便利性提高，參與度將可提升，交易量亦能成長。根據一份報告顯示，在國際成熟的市場中，期貨成交值約為現貨的倍數計算，但台灣目前只有 0.7 倍，顯示台灣的期貨市場尚有相當大的成長空間。由於法人對期貨市場極具影響力，尤以外資法人為最，他們對台灣期貨市場的發展佔有相當重要之地位，故對特定法人豁免預繳保證金，除了可提高台灣期貨市場國際化程度外，亦可提升期貨商風險管理的能力。

2) 現行台灣對「特定法人」的相關定義

有關於現行證券暨期貨相關法規對於特定法人的定義，台灣期貨交易所股份有限公司業務規則第五十二條、中華民國期貨業商業同業公會期貨商接受特定法人授權委託自律規則第二條與台灣證券交易所股份有限公司之有價證券借貸辦法第五條，皆有針對不同業務定義有關於特定法人適用之範圍。根據台灣期貨交易所股份有限公司業務規則第五十二條規定，期貨商可接受授權委託買賣之特定法人係指國內外之期貨商、銀行、保險公司、基金管理公司、證券商、政府投資機構、政府基金、共同基金、單位信託、投資信託、信託業、學術機構、慈善機構；其次，根據中華民國期貨業商業同業公會期貨商接受特定法人授權委託自律規則第二條亦為對特定法人有定義，該規則所指之特定法人有國內外期貨商、國內外之銀行、保險公司、基金管理公司、證券商、政府投資機構、政府基金、共同基金、單位信託、投資信託、信託業、學術或慈善機構。故參考上述特定法人機構

之範圍。最後，台灣證券交易所股份有限公司之「有價證券借貸辦法」第五條規定，可參與有價證券借貸之特定機構法人，其所核可之出借人包含保險公司、銀行、信託投資公司、證券商、證券投資信託事業、專營期貨商、證券金融事業、特定境外外國機構投資人、政府基金、信託業及其他經主管機關核准者；核可之借券人包含銀行、證券商、證券投資信託事業、期貨自營商、證券金融事業、特定境外外國機構投資人及其他經主管機關核准者。今採分類方式，歸納於表 6.1.2：

表 6.1.2 國內法規有關於特定法人之規範範圍

類別	台灣期貨交易所股份有限公司業務規則第五十二條	中華民國期貨業商業同業公會期貨商接受特定法人授權委託自律規則第二條	台灣證券交易所股份有限公司之「有價證券借貸辦法」第五條	
			出借人	借券人
外資法人	國外期貨商	國外期貨商與銀行	特定境外外國機構投資人	特定境外外國機構投資人
銀行類	銀行 信託業	銀行 信託業	銀行 信託業 信託投資公司	銀行
證券類	證券商 國內期貨商 投資信託 共同基金 基金管理公司	證券商 國內期貨商 投資信託 共同基金 基金管理公司	證券商 專營期貨商 證券金融事業 證券投資信託 公司	證券商 期貨自營商 證券金融事業 證券投資信託 公司
保險類	保險公司	保險公司	保險公司	—
其他類	政府投資機構 政府基金 學術機構 慈善機構	政府投資機構 政府基金 學術機構 慈善機構	政府基金	其他

資料來源：本研究整理

由現行法規對於證券與期貨交易之特定法人定義，主要區分為外資、銀行、證券、保險與其他共五類。其次，期貨公會 2007 年 12 月 3 日第 2 屆經紀業務委員會第 7 次會議所決議之特定法人定義，範圍包括有外國機構法人、信評佳之銀行業、票券金融公司、信託業、政府基金、保險公司、期貨自營商、證券投信及期貨信託等。本研究建議，依現行法規與期貨公會之決議即有對特定法人作有完整之定義，豁免預繳保證金初期，主管機關可依現行定義之特定法人規定，再行

限制適用人士之範圍。參考韓國作法，可適當的排除非金融行業，主要理由在於交易人的金融專業知識及其風險之承受度，適用對象是不宜納入非金融產業之法人。開放後期，待相關配套措施調整後，可參考香港期貨市場的作法，以「固有客戶」之定義再行對一般交易者開放。

第二節 信用評等

信用評等嚴謹的定義為：對債務人就某一特定債務之信用風險加以評估，並出具等級之意見。其有三大功能，一為透過信用評等於增加投資意願後，可擴大投資市場；二為對受託人而言，可增加融資取得之便利性；三為政府可利用信用評等結果做為金融監理之依據。信用評等分為主動與被動評等兩種，主動評等為評等機構向客戶收取費用並接受客戶委託進行評等，但有時是為了讓有關業主委託其評等而故意行使的，被動評等則是應投資者要求所做的評等。

在豁免特定法人免預繳保證金後，由於訊息的不對稱，將導致違約機率的提升，為避免特定人士成交後交割結算違約風險增加，期貨商則必須加強對豁免預繳保證金客戶的徵信工作，尤其是在主管機關同時開放代墊相關業務時，期貨商對客戶採以信用分級管理制度，主要亦在避免違約的可能性發生，故有必要對期貨商的信用評等機制加以說明。

現行被廣為認可之外部信用評等機構包括標準普爾公司 (S&P)、穆迪投資服務公司 (Moody's e)、惠譽國際評等公司 (Fitch) 的國際級評等機構，台灣則有中華信用評等公司、英商惠譽國際信用評等公司台灣分公司及穆迪信用評等 (股) 公司。其評等方式係透過專家對受評公司之國家、產業、企業等狀況作分析，考慮產業風險、營運風險及財務風險，最後在對企業進行信用評等；另外，其亦會對相關公司債或長短期等債信進行評等。

等級標示方面，標準普爾 (S&P) 及惠譽 (Fitch) 以 AAA、穆迪 (Moody's) 以 Aaa 代表風險最小；屬投資級者，標準普爾以 BBB-(含) 以上標示，穆迪以 Baa3(含) 以上標示，惠譽以 BBB-(含) 以上標示，中華信評則以 twBBB-(含) 以上標示，有關於上述評等公司的評等標示及分級對照如表 6.2.1 所示。

表 6.2.1 外部信用評等機構評等分級對照表

穆迪投資人服務公司 (Moody's)		標準普爾公司 (S&P)		惠譽公司 (Fitch IBCA)		中華信用評等公司		英商惠譽國際信用評等公司台灣分公司		穆迪信用評等(股)公司	
長期	短期	長期	短期	長期	短期	長期	短期	長期	短期	長期	短期
Aaa	P-1	AAA	A-1	AAA	F1	twAAA	twA-1	AAA	F1 (tw)	Aaa.tw	TW-1
Aa1		AA+		AA+		twAA+		AA+		Aa1.tw	
Aa2		AA		AA		twAA		AA		Aa2.tw	
Aa3	P-2	AA-	A-2	AA-	F2	twAA-	twA-2	AA-	F2 (tw)	Aa3.tw	TW-2
A1		A+		A+		twA+		A+		A1.tw	
A2		A		A		twA		A		A2.tw	
A3		A-		A-		twA-		A-		A3.tw	
Baa1	P-3	BBB+	A-3	BBB+	F3	twBBB+	twA-3	BBB+	F3 (tw)	Baa1.tw	TW-3
Baa2		BBB		BBB		twBBB		BBB		Baa2.tw	
Baa3		BBB-		BBB-		twBBB-		BBB-		Baa3.tw	
Ba1	NP	BB+	B	BB+	B	twBB+	twB	BB+	B (tw)	Ba1.tw	TW-4
Ba2		BB		BB		twBB		BB		Ba2.tw	
Ba3		BB-		BB-		twBB-		BB-		Ba3.tw	
B	NP	B	C	B	C	twB	twC	B	C (tw)	B.tw	TW-4
Caa		CCC		CCC		twCCC		CCC		Caa.tw	
Ca		CC		CC		twCC		CC		Ca.tw	
C		C		C		twR		C		C.tw	
		D	R	DDD	twSD	DDD					
		SD/ D	DD	twD	DD						
			D		D						

資料來源：本研究整理

一、保管銀行的評等

根據華僑及外國人從事國內期貨交易應行注意事項第十二條規定，境外華僑及外國人從事國內期貨交易，應指定經金管會核准得經營保管業務之銀行或期貨經紀商擔任代理人，以辦理有關期貨交易之結算交割及資料申報等事宜。根據相關條例規定，每一外國專業投資機構限指定一家保管銀行為之，目前國內外資前五大保管銀行為匯豐、花旗、渣打、摩根大通與台銀，其中以匯豐銀行的市占率40%居首位，遙遙領先摩根大通、渣打銀行及花旗銀行。反觀國內銀行，除了台銀尚搶佔小部份的市占率外，外資皆難接受以國內銀行為其保管銀行。而匯豐銀行能坐穩保管銀行龍頭地位，主因在於擁有全球眾多的據點優勢，辦理國際金融業務也具有豐富經驗，最重要的是資信可靠且能以無時差地提供外資投資的保管服務，匯豐銀行在保管、交割、服務及國際匯兌等項目，外資間皆表示該銀行提供

的服務最具國際性。

根據這些外資法人選擇保管銀行的方式，除了考量銀行之資信是否可靠外，主要在於外資皆要求保管銀行本身需具有一定信用評等等級以上，始能成為保管銀行，且亦考量保管銀行能否無時差地提供服務。反觀國內銀行，有提供外部信用評等之銀行不多，且同時要克服無時差的即時性服務，似乎更為困難。

就國內銀行接受外資保管銀行之市佔率來分析，只有台灣銀行的市佔率較高。雖然台銀的標準普爾(S&P)信評評等為 A+，且是國內銀行64評等最高，然而就提供外資無時差的服務尚有一段距離。就未來國內期貨市場健全性而論，豁免預繳保證金後所帶來的相關業務，保管銀行扮演相當重要的角色。首先，國外投資公司對於進行國外投資時，多有規定資金應存放於具有外部評等且應達規定等級以上的銀行始可進行投資，倘若開放豁免預繳保證金，資金進出頻繁，不只能帶動期貨交易量，亦可提升相關銀行的業務量。國內銀行再不取得相關認可之評等，只能取得國內相關法人的業務，龐大的外資資金將還是由外資銀行在處理。其次，倘若開放保證金代墊業務，在維持期貨市場現行之交易機制下，似乎惟有可提供無時差服務的外資保管銀行有能力處理外資的匯進與匯出，或水單的解款與驗證工作；倘若由國內銀行承作時，對外資交易期貨後所需之結算工作勢必延遲。依現行期貨交易機制，外資首選之保管銀行將還是外資銀行，除非國內期貨市場調整相關之結算程序，否則外資銀行在台灣的优势地位在現階段無國內銀行可比擬的。

二、期貨商的評等

開放期貨商辦理豁免預繳保證金之同時，亦開放期貨商可向金融機構舉債以代墊客戶保證金業務，應否同步考量期貨商之徵信與風險控管能力是否足夠，與財務能力是否健全，要求期貨商在取得適當的信用評等後得以執行代墊保證金業務，似乎是現行解決主管機關對期貨商承作此項業務的疑慮，亦也是取得雙方互信基礎的最佳作法。期貨商取得信用評等，旨在提供市場參與者一項業務被執行可獲得之安全性，除了可取得相關業務外，亦可提升本身的知名度與風險管理能力，對主管機關懷疑期貨商如何豁免預繳保證金以提供代墊業務的疑慮，將可獲得互信基礎。因此，倘若豁免預繳保證金與代墊業務同時開放時，主管機關有必

⁶⁴ 外商銀行之信用評等皆在 A 至 AA+之間。

要訂定對欲豁免對象相關的徵信程序，以提供期貨商參考，否則就得要求期貨商應具有相關之信用評等，以提供期貨市場證明其具有徵信與借款償還之能力，就健全國內期貨市場而論，除了提升期貨市場防衛機制外，亦可提升期貨商的風險管理能力。

在台灣，目前除附屬於金控之子公司期貨商可提供母公司之外部信用評等等級外，多數的專營期貨商是無外部信用評等的。現行規定除了要求結算會員要在兩年內提出信用評等外，並無其它法規有相關之要求。倘若開放期貨商對特定法人豁免預繳保證金後所需之徵信審查工作與進行代墊客戶保證金相關業務時，為了取得互信機制，要求期貨商提出自身之信用評等將是可行性的措施。

主管機關可參考證券商申請辦理有價證券買賣融資融券之資格條件，除增提營業保證金、訂定內部控制制度及設置專責單位外，可視期貨商之財務狀況、成立時間、受處分狀況及信用評等予以限制承辦豁免預繳保證金或相關業務。考量現行多數期貨商皆未取得信用評等等級，且委託之信評公司評等亦須花費一定時間與成本，建議主管機關在豁免免預繳期貨保證金與開放相關業務的初期，可擬定期貨商應取得信評等等級的緩衝時間。

三、特定法人的評等

由於客戶信用分級管理制度係豁免預繳保證金制度之基石，期貨商首先須建立瞭解客戶 (Know Your Customer) 的能力與制度，以評估交易人信用、財務狀況及償債能力，才能進一步以對客戶實施分級管理，強化期貨商自身的風險控管能力。參考韓國作法，韓國交易所認為期貨商有足夠能力執行客戶徵信原則與信用風險控管能力，因此對特定法人之核定及信用額度全授權期貨商審理，其相關之審核標準、審核文件、決策及內部控制程序等皆無須申報交易所。期貨商依韓國交易所之規定受理法人申請，核定可豁免預繳保證金之特定法人 (QII)，並依其信用狀況給予一信用額度，作業程序如下：

(一) 申請免預繳保證金所需文件：

- 1.申請公司的財務報表：含資產負債表、損益表、現金流量表等。
- 2.針對基金部分，須提供基金規模、淨值、經理人經歷等資料。
- 3.其他相關文件。

(二) 期貨商審核之指標：

1.各項財務報表比率及法人過去交易記錄。

2.由風險管理部門決定信用額度：

有關信用額度的訂定，當地期貨商多要求申請法人需提供財務報表，透過分析各項財務比率，同時參酌該法人過去交易記錄，由風險部門決定信用額度。但可依期貨商內部信用評估政策而定，必要時可額外要求提供銀行保證或其他擔保品作為核予信用額度之依據。

(1)有交易記錄之客戶：

依平均存入保證金 5-10 倍或依據信用及交易狀況審核給予額度。

(2)新客戶：

根據信用狀況及期貨商內部政策給予信用額度。

(三) 定期審核：

期貨商需定期審核 QII 之財務狀況，視狀況調整額度，但頻率依本國期貨商及外國期貨商而異。主因為外資期貨商皆有專業之亞洲區域信用風險審核中心，由其依據集團制定之全球信用審核準則集中統籌審理。而本國期貨商則由專責人員或由公司內部之風險審核部門處理，其相對經驗較為不足。

1.本國期貨商：依財報發佈頻率⁶⁵檢視並視狀況調整。

2.外資期貨商：每月檢視並視狀況調整。

(四) 信用額度之控管：

期貨商對特定法人以信用額度作為豁免預繳保證金下單控管之上限，並以系統自動控管。盤中交易時段，若客戶下單金額超過其信用額度時，系統立即擋單，而在信用額度內定法人可不受限制持續下單。

開放初期考量期貨商徵信能力不足及風險控管下，建議參考國內銀行針對金融交易對手之內部信用評等架構，建立期貨商內部信用評等分級制度，具體作法說明如下：

⁶⁵ 3、6 個月或 1 年。

應向客戶徵提申請免預繳保證金之文件內容，再以特定法人所屬類別、往來情況、內部評等等級及財務資料狀況來做客戶分級。

由期貨商法人部受理客戶申請，分析客戶資料，撰寫徵審分析書，並分層授權先給法人部主管初次審核，審核通過後再交由風險管理部門核定。惟新開戶之客戶須與期貨商往來三個月以上才可申請免預繳保證金之交易。

(一) 特定法人申請免預繳保證金之文件：

- 1.申請公司近三年之財務資料，含資產負債表、損益表及現金流量表。
- 2.最近一期之外部信用評等機構之信評報告，無評等者可僅提供近三年財務資料，若有持股比例達 50%以上直接持股支持者，須引用其信用評等。
- 3.針對基金部分，須提供基金規模、淨值、經理人經歷等資料。
- 4.其他相關文件。

(二) 期貨商內部信用評等審查分級

1.外部評等的選用：

先依特定法人所提供之外部信用評等機構之評等報告，訂出外部信用評等選用原則後，再依外部信用評等選用原則選定評等後擬定內部評等別。選用評等以標準普爾公司（S&P）、穆迪投資服務公司（Moody's）、惠譽國際評等公司（Fitch）等國際級評等為優先，本國特定法人若無國際級評等，建議可採用中華信評之評等及 Moody's、Fitch 之本國級評等，建議選用原則可參考如表 6.2.2 所規劃：

表 6.2.2 外部評等選用原則表

比較項目	選用何者評等
外部信評家數	1 選用該評等
	2 選用評等較低者
	3 選用最好二者中較低者
長期、短期	選用長期信評為優先

資料來源：本研究整理

2.內部信用評等分級：

考量期貨商之內控、風險管理與徵信能力，建議期貨商之內部信用評等分級可依外部信用評等機構之國家主權評等及企業長期信用評等等級劃分為7個等級，如表6.2.3所示，並審查客戶財務資料與過去交易記錄後，再依等級來核定豁免預繳保證金之特定法人。

表 6.2.3 選用之外部評等長期信評與內部評等對應

穆迪投資人服務公司 (Moody's)	標準普爾公司 (S&P)	惠譽公司 (Fitch IBCA)	中華信用評等公司	英商惠譽國際信用評等公司台灣分公司	穆迪信用評等(股)公司	期貨商內部信用評等等級
Aaa	AAA	AAA	twAAA	AAA	Aaa.tw	1
Aa1	AA+	AA+	twAA+	AA+	Aa1.tw	2
Aa2	AA	AA	twAA	AA	Aa2.tw	
Aa3	AA-	AA-	twAA-	AA-	Aa3.tw	
A1	A+	A+	twA+	A+	A1.tw	3
A2	A	A	twA	A	A2.tw	
A3	A-	A-	twA-	A-	A3.tw	
Baa1	BBB+	BBB+	twBBB+	BBB+	Baa1.tw	4
Baa2	BBB	BBB	twBBB	BBB	Baa2.tw	
Baa3	BBB-	BBB-	twBBB-	BBB-	Baa3.tw	
Ba1	BB+	BB+	twBB+	BB+	Ba1.tw	5
Ba2	BB	BB	twBB	BB	Ba2.tw	
Ba3	BB-	BB-	twBB-	BB-	Ba3.tw	
B	B	B	twB	B	B.tw	6
Caa	CCC	CCC	twCCC	CCC	Caa.tw	
Ca	CC	CC	twCC	CC	Ca.tw	
C	C	C	twR	C	C.tw	7
	D	DDD	twSD	DDD		
		DD	twD	DD		

資料來源：本研究整理

3.評等結果說明：

評等第 1-4 級為主管機關認可之信用評等機構評等達「投資等級」以上，第 5-7 級則為「非投資級」，考量免預繳後之風險，建議僅針對信用評等等級第 1-4 級者允許完全免預繳保證金，其餘等級建議期貨商需先徵提擔保品或有價證券後，部分豁免預繳保證金。

(三) 期貨商審核指標

審查特定法人所提供之基本資料、外部信用評等等級、過去交易記錄、往來狀況及財務資料，包括資產總額、淨值及與資本適足性、資產品質、盈餘、流動性相關之財務比率。

(四) 定期審核

參考韓國作法，本國期貨商依季報發佈頻率每三個月檢視並視情況調整，外資法人則每月檢視，並視市場情況適時調整。並監控特定法人客戶之外部評等的變化，每兩週彙總信用評等及評等展望等資料，以進行內部評等等別變化之監控。當發現異常時，如外部評等遭降級或發生財務危機等，應即時採取必要因應措施。

(五) 風險控管

考量信用違約風險及為控管特定法人之豁免預繳保證金金額，相關主管機關，例如期交所與期貨公會，應訂定豁免預繳保證金之法人於期貨商端申請免預繳帳戶之家數，否則當形成代墊保證金情事時，可能會有超額融通問題產生。建議豁免預繳保證金之法人帳戶，應要有適當之連線管理，例如於期貨公會設置登錄系統，以提供期貨商給予豁免法人帳戶之查詢作業。

第三節 可行性的保證金繳存方式

一、結算保證金繳存方式

現行之結算保證金繳存方式除可以現金繳交外，尚可於一定之折扣率以由主管機關認可的有價證券抵繳。但為配合放寬特定法人免預繳保證金，結算保證金的繳存的時間，主管機關理應同時進行調整，否則豁免預繳保證金政策將形同虛設，原因在於結算會員為了維持現行規定之追繳保證金的順利，將不會豁免客戶免預繳保證金，否則主管機關就應開放代墊保證金業務。

豁免預繳保證金後，由於結算會員除了追繳變動保證金外，尚有原始保證金必須追繳，因此追繳保證金之困難度比預繳制高。建議主管機關可參考國外作法，適度調整結算保證金的計算方式、有價證券抵繳與保證金之繳存時間，以因應豁免預繳保證金後對結算會員的衝擊。

1. 結算保證金的計算基礎

現行結算保證金與原始保證金皆採總額基礎計算保證金額度，參考「特殊預繳制」的香港作法，結算保證金金額採淨額基礎，原始保證金金額採總額基礎，在委託前要求客戶皆須部分預繳制之情況下，縱使有完全免預繳者，淨額基礎的計算結果，結算會員繳存結算保證金金額少於總額計算基礎的保證金許多，結算會員在繳存時限內應不致於會有保證金不足的問題。

倘若台灣採部分人士豁免預繳保證金，非為香港之模式，考量全面變更結算保證金之計算基礎影響層面過大，倘若主管機關或能允許結算會員對免預繳持倉部位採淨額基礎計算結算保證金，預繳者採總額基礎，將可減緩結算會員追繳保證金金額的壓力。然而此種處理方式除了計算較為複雜外，如何判定結算會員申報保證金何者應以淨額基礎來核計亦是問題，然而國外亦無此項作法。

2. 有價證券抵繳

現行有價證券抵繳保證金除了限制種類外，在折扣率與抵繳率雙重計算後，可抵繳保證金的價值相當小。由於有價證券抵繳保證金形同保證金預繳制，在豁免預繳保證金後，特定人士倘若事先已繳存有價證券，主管機關理應對已事先繳存之有價證券作為盤中委託下單應繳存保證金採以放寬折扣率與抵繳率作法。調整作法如下

盤前：依現行規定辦理即可。

盤中：針對有實施豁免預繳保證金之結算會員，盤中委託成交後，對如同預繳制繳存之有價證券者，抵繳比率可適度放寬至 100%，折扣比率則可放寬至 90%任列。

盤後：追繳期間同盤中，追繳期限截止則依現行規定辦理。

3. 時間

參考主要國外期貨市場的作法，如芝加哥商業交易所、泛歐交易所、韓國交易所、香港交易所及新加坡交易所，這些交易所對結算會員繳存結算保證金之最後時間皆訂定於次一營業日後，惟台灣期交所對於結算保證金最後

繳存時間同為交易日當天，與國際主要期貨市場相比，除了繳存頻率過高外，要求結算會員最後繳存時間於交易日下午 3：30 的規定，給予結算會員追繳原始保證金的時間稍嫌過短。倘若豁免預繳保證金後，結算會員追繳保證金涵蓋原始保證金，期交所實有必要調整追繳結算保證金的頻率與最後繳存時間。

圖 6.3.1 為香港、韓國、新加坡與台灣之銀行和期貨市場營業與結算保證金最後繳存時間比較圖，其中除了香港規定結算保證金最後繳存時間訂於隔日期貨交易開盤前外，其餘兩個國家都訂於盤中。倘若參考香港於盤前訂定，由於香港期貨市場開盤時間晚於銀行開市時間，盤前收取結算保證金較有意義，台灣期貨交易所若調整於盤前，意義不大，原因在於期貨市場開盤前銀行尚未開市。

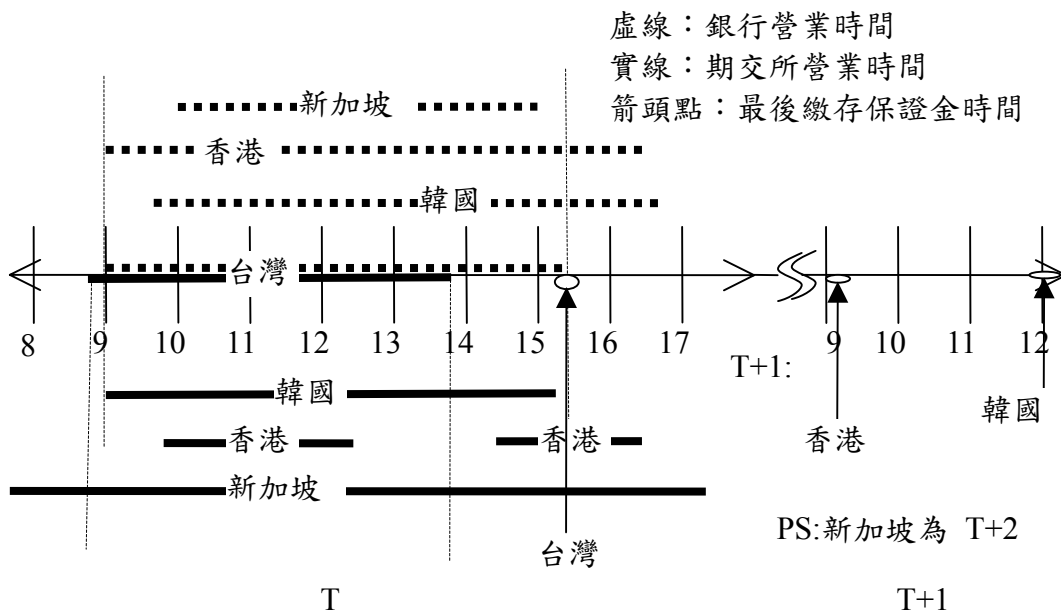


圖 6.3.1 香港、韓國、新加坡與台灣之銀行與期交所營業與交易時間對照圖

參考韓國訂於 T+1 日中午 12：00 為結算保證金最後收取時間方式，應用於現行台灣期貨市場開盤與銀行開市時間較為謀合。建議主管機關在無法變更期貨開收盤與銀行營業時間下，惟有規劃每日盤中進行前一交易日之最後結算，至於最後結算時間應定於何時，為避免下午時段對違約情事需進行

平倉處理將與下午當沖者規定強制平倉同時進行，建議規劃於銀行開市後一小時後至中午 12：00 前較為適當。

二、客戶保證金繳存方式

在豁免特定法人預繳保證金後，結算會員對於現行即時追繳變動保證情況將轉為追繳涵蓋原始保證金。倘若期交所不變更對結算會員追繳結算保證金之方式，結算會員勢必被迫亦採現行規定即時追繳客戶保證金。倘若期交所放寬結算保證金之收取方式，結算會員理應對客戶採取適當的放寬。參考國外期貨商對客戶收取結算保證金的作法，多數國家之期貨商規範客戶最後繳足保證金的時間皆晚於結算保證金繳足之時間，且對客戶採有保證金融通之國家，對期貨相關的結算機制作法亦有所不同。由於國內期貨交易與結算制度迥異於國外作法，為避免開放初期，期貨商會面臨保證金不足之情事，有關於客戶保證金可否以水單來證明在途保證金存款，本研究將進一步釐清有關水單與繳存時間點之相關問題，以建構水單等或有現金可為保證金預繳或成交後視為保證金的可行性方案。

在以淨額計算結算保證金總額計算原始保證金的香港，由於無結算保證金不足之問題，因此亦無代墊或融通保證金問題；在台灣，由於保證金皆以總額計算，豁免預繳保證金後，倘若交易者成交後以提示水單方式表示在途保證金，或提示水單以取得交易委託，與主管機關或期貨商規範交易者應何時繳足原始保證金有相極高的相關性，因此我們接續將原始保證金分為繳存形式與時間來討論。

1. 足以代表已預繳或成交後應繳存之保證金形式

(1) 在途存款

委託人於委託時或成交後，當保證金不足時是否可放寬任列委託人已匯出但尚未入帳之在途存款，是開放免預繳保證金後期貨商將會面臨的首要問題。豁免預繳保證金的實施，表示委託人可於委託時勿需繳足原始保證金，然而是否委託前需繳存部分保證金，尚須主管機關規定，本部分主在對豁免預繳實施後委託人所應繳存的保證金討論，包括部分預繳與成交後的繳存。亦即當豁免預繳之特定人士向期貨商提示匯款水單，證明資金已匯出至規定之帳戶，特別是外資法人國外帳戶的匯款水單之提示，期貨商是否可任列為在途保證金，以豁免預繳保證金或視為原始保證金，將

是豁免預繳保證金後面臨的問題。因此，倘若委託人提示水單，主管機關採以部分預繳，則可由期貨商依內部徵信結果，以核定客戶水單提示之時間點及水單可認列客戶在途存款的金額。

就國內法人於國內銀行間匯款而言，因無時差，國內銀行間皆可於當天入帳外，國外外幣匯款則會有匯款入帳時間差問題。從國際時差來觀察外資匯款，在國內銀行營業時間內，惟有鄰近亞洲國家之銀行所開出的匯款水單，及時差慢 16-17 小時的美西地區銀行所開出的水單可當天收到外，其餘國家的水單皆有時差問題，無法當天收到，參見圖 6.3.2 所示：

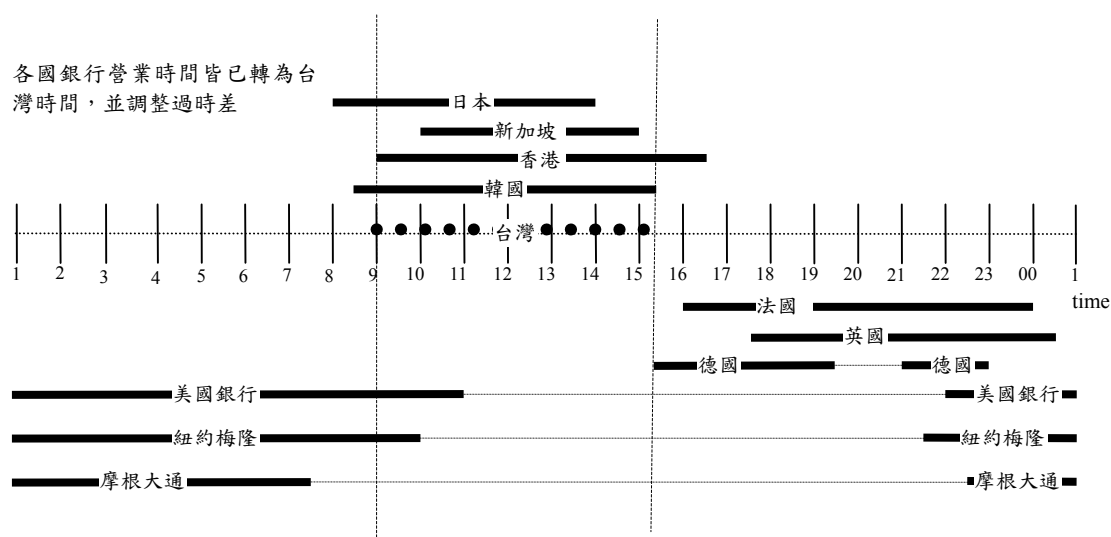


圖 6.3.2 全球銀行作業時間

比較圖 6.3.1 與 6.3.2 所示顯示，與國內期貨交易與國內銀行營業時間有重疊之國外銀行，惟有鄰近的亞洲國家以及相差 16-17 小時之美西銀行可於台灣的銀行營業時間內提示匯款水單⁶⁶以證明其在途存款外，其餘國家實務作法將無法當日提示。其次，尚須考量銀行作業時間與台灣與各國間存在的時差問題，皆會影響帳項實際入帳時間。

根據外幣匯入款之作業方式來說明作業所需之時間，整理如下：

⁶⁶ 包括以匯出水單傳真。

a. 國內銀行間外幣匯入款⁶⁷

國內銀行之外幣匯款皆要透過第三地轉匯，故為便利受款人儘速取得國外匯入匯款，依「銀行同業間加速解付國外匯入匯款作業要點」，跨行匯款只要由匯款行發出 MT103/MT202 電文後，即發 MT103 電文通知受款人銀行；MT202 電文則是通知帳款清算行；在當日受款人銀行接收到 MT103 電文並列印通知單後，依銀行實務作業，當日即將款項撥入帳戶，整個匯款作業時間須約一小時，故通常帳款入帳時間為 T 日。加計匯款作業時間，若帳款須在下午三點半之前入戶，最晚二點半前須完成匯款動作。但國內美元清算銀行將上線，兆豐銀行被遴選擔任國內首任五年美元清算銀行，兆豐銀行內部已建置完成相關系統，預計明年元月上線。未來國內美元匯款「當天匯入、當天入帳」，應無時差問題。

b. 國外外幣匯入款

從國外銀行匯款到國內銀行外幣帳戶，大多須透過第三地轉匯，故時差較大國家之匯入款項一般皆無法當日入帳，若不考慮放假日，且匯款行與解款行有存匯關係可直接清算不透過第三地轉匯，最快入帳時間為日港約為 T 日、美國 T+1 日、歐洲 T+2 日。

因此，就銀行實務的作法，時差加上解款行作業時間，鄰近台灣的亞洲國家匯入款最快也要 T+1 日款項才會入帳，美洲國家匯款入戶最快則要 T+2 日，歐洲國家則最快於 T+3 日入帳，這些實際入帳時間將視匯出及匯入銀行的作業處理速度、匯款幣別、金額和所使用轉匯行的不同而定。

故開放外資豁免預繳保證金後，提示水單以證明在途存款之時間點，似乎要給予更寬裕的任列時間。例如，假設具有豁免預繳保證金之法國外資機構法人，盤中委託下單且成交，法國當地銀行於期貨市場開盤時間並未營業，尚須等待法國銀行 T+1 日開市才能匯款取得匯出水單，傳真或等待保管銀行的電報揭示才能證明；如此，水單是否可於 T+1 日提示證明為在途保證金存款證明，尚須期貨商對這些客戶的徵信工作與熟悉程度

⁶⁷ 外幣匯款係以國外為清算地，都須經過匯款行及解款行共同的國外銀行存匯行清算。

來放寬水單揭示之時間點。惟如此作法，在總額計算基礎的台灣期貨市場，主管機關勢必開放結算會員代墊保證金之業務，否則單有水單任列開放，對台灣期貨市場開盤時間無法提示水單的國家而言，再加上匯款款項於解款行之作業時間，結算保證金勢必會有不足而被追繳問題。

參考現行台灣股票市場的交割制度，有 T+2 日交割寬裕時間，外資於 T 日交易台股後，T+1 日匯款並兌換成新台幣，T+2 日交割。故豁免期貨市場預繳保證金後，倘若匯款水單可作為證明在途保證金之款項，似乎可比照股票市場的作法來處理。主管機關或可參考日本期貨市場的作法，採以境內與境外資金認定原始保證金應繳存之時間。

其次，是否所有匯款水單都可作為國內期貨交易任列保證金，則牽涉水單真偽辨識問題。由於客戶匯款後銀行所發給的水單僅能證明客戶已交付款項給匯款行，匯款行尚須完成派發電文的動作才算完成整個匯款程序。實務上從客戶臨櫃匯款到銀行完成外幣匯款之作業時間需時約一小時，從水單產生至電文發出亦會有時間差，因此在解款行尚未收到匯款行發出之電文時，皆無法確認水單之真偽。為證明水單之真偽，須持匯款行所發出的 MT103 電文至解款行查詢，並支付電報費後才可請解款行發電文詢問款項匯款是否已匯出及何時入帳，但還是會有時差問題使得匯款行無法即時回覆電文。倘若匯款過程是透過中間銀行轉匯，尚需向中間銀行確認款項是否有匯出，這些額外的確認作業，也都是造成客戶及銀行的作業時間與成本。故為防止水單有偽造之情形發生，最佳之作法可限制期貨商可接受之匯款行水單，或期貨商依內部徵信結果規範匯款行之外部國際級信用評等機構評等，亦即可依國家主權評級來訂定，詳見附錄二：國家主權評級表。其次，對於匯出銀行之信用評等亦可要求須達標準普爾(S&P) 含 A-以上、穆迪(Moody's) 含 A3 以上、惠譽(Fitch) 含 A-以上之等級。倘若由本國銀行海外分行及國內銀行所開出之水單，由於皆屬國內，應是可受理之範圍。

此外，對於水單之上之匯款金額是否應全部任列，本研究認為，由於水單尚有疑慮情況下，應可採部分認列為，建議可依時差、實際入之時間、銀行與國家評等來規劃不同認列比率。

針對上述水單任列為在途保證金的相關問題，今彙整兩種水單提示之方式，來規劃可行性之方案：

a. 提示水單後才允許委託

缺點：針對豁免預繳保證金者，將無實質意義，原因在於客戶可提示水單表示現金已經匯出，根據銀行實務作法，銀行在見到電文時，即可以代墊方式現行解款給客戶，形同保證金預繳，且可提示水單之國家惟有鄰近台灣之亞洲國家。

優點：豁免預繳保證金之客戶因提示水單與預繳無異，期貨商面臨之風險與原先預繳制亦無異，惟期貨商尚須等待水單款項入帳後使得收到保證金。

應調整項目：結算保證金繳存之時點會因水單入帳時間必須延後調整，否則主管機關即應調整相關保證金最後繳存時間，或開放代墊保證金相關業務，或調整結算保證金為淨額基礎計算。

b. 成交後提示水單

缺點：由於為成交後提示，水單任列則需依賴事前的評等，且金額應採比率任列，可降低期貨商作業風險；不同國家提示時間有時差，必須規劃限制之提示與入帳時間點。

優點：對豁免預繳保證金之客戶提供實質免預繳措施；有效提升法人資金使用效率。

應調整項目：除了與提示水單後才允許委託所應調整項目皆必須調整外，主管機關則可根據不同國家之銀行實際匯款時間差之所需時間，訂定水單提示的時間、折扣率與入帳時間，以提供結算會員認定違約後之「砍倉」依據。

(2) 有價證券

現行期交所已實施有價證券抵繳保證金作業，由於有價證券抵繳保證金有如預繳，倘若豁免預繳保證金後，主管機關應可同時放寬結算會員盤

中以有價證券抵繳保證金之抵繳率與折扣率，結算會員對客戶收取之原始保證金理應同步比照辦理。惟盤中有價證券抵繳率可適度調整為 100%，折扣率則可規劃比結算會員適用之折扣率為高，主要考量期貨商追繳保證金的時效性與提升雙方資金的運用效率。盤後，原始保證金的追繳則回歸一般之處理原則，然而此尚須相關之配套措施同步調整才得以實施。

2. 應繳足原始保證金之時間

根據本文第五章之說明，當豁免預繳保證金實施後，客戶成交後繳存之原始保證金的方式是否應調整或依現行方式處理，端看主管機關對相關配套措施開放程度與期交所如何調整對結算保證金的收取方式。今採依現行規定與放寬客戶繳存時間兩種方式來規劃可行性方案，以提供主管機關參考。

(1) 依現行規定辦理

由於結算保證金與原始保證金皆為即時追繳，對於結算會員必須依照既有規定時限繳存結算保證金，客戶原始保證金亦得依照即時方式繳存。參考國際期貨市場之作法，並無要求結算會員於交易日應繳足結算保證金者，台灣期貨市場對結算保證金繳存時限要求過嚴，導致結算會員必須即時追繳客戶保證金，否則在無法透過融通客戶保證金的規定下，豁免預繳保證金客戶未來於結算會員要求的追繳時限無法繳足的情況，預期只會愈多不會愈少。

(2) 放寬客戶繳存時間

a. 未調整結算保證金繳存時間

倘若放寬客戶繳存時間於結算保證金繳存之後，客戶繳存保證金之「合理期間」是否會影響結算保證金的繳存金額，端看結算會員未平倉部位之結算與原始保證金的差額。依現行規定，結算與原始保證結構比為 1:1.35 來推斷，假設豁免預繳保證金對象為法人，依成交量 30% 估算，其結算保證金亦應佔 30%，假若以散戶 70% 的結算保證金推算與原始保證金差額，有 24.5% 可暫時挪用為豁免預繳者之結算保證金後，尚有不足 5.5%。然而各國法規皆要求不得挪用客

戶保證金下，台灣亦是如此，主管機關勢必開放結算會員代墊保證金業務，否則保證金不足情事或違法挪用客戶保證金將屬常態。

b. 調整結算保證金繳存時間

倘若在放寬客戶保證金繳存之時間時，同步調整結算保證金繳存之最後時間，將視客戶繳存時間是晚於或早於結算保證金繳時間。觀察國際期貨市場的作法，期貨結算會員(期貨商)給予客戶繳存原始保證金的時間皆比自身繳存結算保證金的時間更為寬裕，主要目的在於提供客戶一個便捷的期貨交易服務；其次，國外期貨市場對於結算保證金管理方式慣以「總戶」概念在管理，因此賦予期貨商對於原始保證金相當大的管理權限，在競爭激烈的期貨市場中，期貨商無不爭取各方客戶於自身期貨經紀商下單，期貨商在維持現行規定的風險控管外，除了提供全方位的服務外，手續費的減免與提供更為寬裕的繳存方式，皆是各國期貨商目前取得競爭優勢的可行作法。

由於台灣期貨市場對保證金管理之方式採分戶總額管理，客戶保證金的收取時間理應由主管機關規範，否則即應授權期貨商管理客戶保證金。至於以何時間收取，建議可與結算保證金最後繳存之時間一致，對追繳豁免預繳者之保證金可有較為充裕之時間，代墊問題亦可獲得解決。倘若客戶繳存最後之時間晚於結算保證金之最後繳存時間，代墊保證金之相關業務勢必同步開放，否則結算保證金將會發生不足問題。

或可參考日本東京與大阪交易所對結算會員收取結算保證金之方式，採以區分境內與境外投資者交易繳存原始保證金之時間，對境外投資者委託所需繳存之保證金採列較為寬裕之時間，例如對境外委託者規劃為 T+2 日繳存，其水單任列問題亦可同時解決。

第四節 相關配套措施

一、法令的修改與調整

1. 有關於免預繳保證金部分

現行客戶交易期貨保證金預繳制度規範於「期貨商管理規則」第 43 條第一項與「期貨交易所業務規則」第 53 條第一項，皆規定期貨商得”先”向期貨交易人收”足”保證金是得接受委託。倘若需調整，不涉及期貨交易法，因此亦無修法之必要，只需調整上述兩項規則，期貨市場應可開放免預繳措施。調整方式除了需刪除規則中”先”相期貨交易收足的”先”或”足”字樣外，主管機關並需另行規定期貨交易人應何時繳存交易保證金，參考楊光華 (2007) 建議的方式，亦即期貨商管理規則調整為「於執行期貨交易人委託後，儘速像期貨交易人收足，惟不得遲於期貨交易所規定之期限」，而期貨交易所則需配合修正其業務規則，訂定交易人最遲繳存交易保證金之期限。

對特定交易人豁免預繳保證金的方式，屬條件式放寬，根據期貨商管理規則第 43 條第一項規定「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。」即有除外之規定，故主管機關可在不調整該條規定之前提下，以發佈行政命令賦予期貨商對特定客戶豁免預繳保證金，並可規範期貨商對豁免對象可採以部分繳存之預繳與免預繳的相關徵信處理流程。

2. 有關於挹注保證金的資金來源份

1) 以期貨商自有資金挹注保證金

期貨商管理規則第 23 條規定期貨商之資金運用，以銀行存款、購買政府債券、金融債券、國庫券、可轉讓之銀行定期存單、商業票據或其他經財政部核定之短期票券，與其他經本會核准之用途。倘若開放保證金免預繳，主管機關亦准予期貨商以自有資金代墊保證金時，有關於期貨商管理規則是否需要調整，由於現行期貨商對於自有資金的用途皆採法令中明確指示之用途，因此建議主管機關不排除調整期貨商管理規則第 23 條，除了增列自有資金用途外，金管會亦可採發佈行政函令方式，來開放期貨商自有資金的用途。

2) 融資取得資金

依現行規定，期貨商是可向銀行取得短期融資。然而在開放期貨商接受特定人士免預繳保證金後，尚可允許期貨商以向金融機構取得融資以代墊保證金不足時，是否涵蓋所有交易人，還是只有特定人士，主管機關應詳加以規範，否則只允許期貨商對特定人士代墊保證金，國民交易的公平性會否遭到質疑。建議主管機關對於代墊保證金的對象，除了原先通過徵信審查的豁免預繳者外，其餘交易者欲獲得代墊保證金的融通，皆得經過期貨商徵信審查程序，主管機關尚可進一步規範期貨商在取得一定保證或可接受之擔保品後始可執行代墊保證金業務，除了可維持交易公平性外，對期貨商與融通的金融機構亦可獲得保障。

二、期交所財務防禦措施的調整

1. 營業保證金：假若期貨商可辦理對客戶保證金代墊業務，可參考證券商辦理融資融券業務增提方式，對期貨商加提營業保證金數額，以防禦免預繳客戶違約機率的增加導致損失發生後的賠償。
2. 交割結算基金：免預繳保證金後，結算會員之交割結算風險增加，現行變動額交割結算基金計算方式與交易量連結不需調整，固定額部分可採期貨商免預繳客戶交易量百分比進行調整。其次，現行每年調整交割結算基金方式，建議調整為動態方式處理。
3. 訂定期貨商以自有資金挹注保證金數額之折扣率，並適當調整自營部繳存保證金與客戶超額保證金之折扣率。
4. 調整 ANC 比率中分母項之「期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金」的計算標準，參考國外作法，期貨經紀商的 ANC 比率多未涵蓋非客戶未沖銷部位，例如期貨自營部未沖銷部位所需之保證金；其次，倘若參考美國、英國、日本或香港的方式，調整期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金以淨額計算，總額收取方式，對期貨經紀商接新單或大單時，ANC 比率比較不會面臨臨界點問題。
5. 有關於結算會員信用評等取得之年限，可調整為承做免預繳或代墊業務前即應取得適當的信用評等，以取得期貨市場之互信基礎。

三、有關於風險管理作業的調整

1. 市場監視作業

1) 期交所對結算會員

由於保證金免預繳後，期交所對於結算會員的市場監視規則是否需要調整，依本文第五章的模擬情況，ANC 或 ANC 比率變動幅度微小，而部位限制也不會因為開放免預繳保證金或代墊保證金而有所影響，因此勿需調整。然而在免預繳保證金後，倘若對結算會員或免預繳之期貨交易人保證金繳存之最後時間有所調整時，造成期貨商計算 ANC 於最後繳存期限前後有相當大的落差時，主管機關則應應適度調整期貨商申報 ANC 比率之時間與計算方式，如何調整端看相關配套開放程度而定。

調整方式可分為三種：一為維持現狀，此方式在開放免預繳保證金後影響期貨商的 ANC 較大，主管機關勢必開放代墊保證金業務，否則期貨商將會面臨 ANC 臨界點問題，有無法接單之窘境；二為將預繳與免預繳之交易採分離計算方式處理，待最後繳存再予以總和計算，此方式需另規範分離後兩者之 ANC 比率限制，較為麻煩；三為待結算會員於最後繳存時間截止後，再予以統一計算，此方式較為單純，但主管機關得適當授權期貨商保證金管理。

2) 結算會員對客戶

現行保證金的預繳，造成期貨商對客戶的徵信審查多不嚴謹，倘若開放豁免預繳者需經過期貨商的徵信審查，則期貨商的徵信作業在落實風險管理層面時就相當重要。因此開放初期，主管機關應可先行訂定一個可開放對象的限定範圍，以授權期貨商在限定範圍內通過期貨商內部徵信審查後可豁免預繳，建議期貨商可向客戶先行徵提防衛財務風險發生的相關擔保品後予以免預繳。委託成交後與繳交保證金前，主管機關亦應規範期貨商應如何處理免預繳保證金的追繳作業流程，並訂定相關的監視管理辦法。

2. 違約處理原則

1) 違約定義

對結算會員：

何種情況屬結算會員違約事項，根據期交所業務規則中規定，結算會員未於「規定期限內」繳交結算保證金者、未如期履行到期交割義務者與違反結算交割契約之規定等，期交所除依規定辦理外，並得依結算交割契約之規定，對結算會員予以必要處置。其中何為「規定期限內」，根據臺灣期貨交易所股份有限公司結算會員辦理結算交割作業要點第肆點，意指當日盤中追繳的三個時限，與當日盤後最後下午 3：30 前的最後追繳，結算會員應於指定期間內繳足應繳之結算保證金。倘若未繳足，結算會員尚可向期交所以書面文件證明非因財務因素後，於次一營業日開盤前一小時完成結算保證金之繳交，但結算會員亦會面臨處以違約金的罰鍰。

倘若豁免特定人士預繳保證金，根據期交所辦理交割結算要點規定，盤中結算會員於接獲保證金追繳通知後一小時內，盤後下午 3：30 前必需繳足結算保證金之要求，理應同步放寬。主要原因如下，在預繳制度下，一小時或當日下午 3：30 的要求，是在委託人已備足原始保證金於客戶保證金帳戶後，進一步對成交後計算損益之結果所追繳變動保證金之時間要求；在免預繳時，交易人則需對新增部位繳存「增額」的原始保證金，就結算會員應繳存的結算保證金來看，原先追繳結算會員之時限是針對變動保證金，然而豁免預繳後，結算會員追繳的保證金包含原始與變動保證金兩項，就追繳證金所需之時間與難易度，原始保證金必將高於變動保證金，適度放寬結算會員繳存結算保證金亦是合理。

在國外，結算會員繳交結算保證金的最後時間多設定於T+1日進行，例如預繳制的香港與韓國。在美國，觀察其保證金追繳的立法宗旨都在於「盡可能嘗試去取得資金」以彌補保證金的不足，非以懲罰為目的。因此，美國對於保證金不足的處理方式皆在於防範違約的發生，非為違約發生後應處理的懲罰過程。

鄰近的香港交易所對結算會員收取結算保證金的作法與美國亦有同工之處，其結算會員（參加人）保證金帳戶擔保品不足時，可透過保證金借貸系統 (Direct Margin Debit System, DMDS) 於 HKCC 指定之時間

內，向參加人之指定銀行帳戶直接借貸金額，以補足其不足額部分。雖然香港交易所對結算會員繳存結算保證金無違約「砍倉」之規定，然而於香港期權結算所之監管架構與規則第七章中即訂有「失責處理程序」⁶⁸，規範聯交所期權結算所參與者未能就到期應付的按金交付聯交所期權結算所抵押品即屬失責，同章款亦有對失責者之責任加以規範，分別有「暫時吊銷聯交所期權結算所參與者資格」與「取消參與者資格」，顯示香港交易所在授權結算會員的同時亦要求結算會員必須承擔相關之責任。其次，香港期權結算所收取結算保證金採淨額基礎，原始保證金採總額計算，結算會員會無法準時繳納保證金的可能性極小，香港的作法，實值得我國期貨市場的借鏡。

依國內現行規定，結算會員將於上午 9:30 面臨期貨交易所的第一次的盤中追繳，豁免預繳保證金後，保證金追繳之標的包括有原始保證金，結算會員的違約風險是否會增加，將決定於客戶流動性風險之高低，倘若客戶流動性風險高，所需繳存時間就長，流動性風險低，繳存時間則低。因此，期交所在開放保證金免預繳後是否應訂定免預繳者之除外規定，或依照現行作業辦理，或調整追繳時間，建議期交所應對結算會員繳存時間進行通盤的檢討，以提供結算會員為了防止違約風險的增加與降低客戶的流動性風險，結算保證金繳存所需之時間理應放寬，以提供客戶一個以服務為目的之期貨市場，而非為違約後的懲罰。

可預期的，免預繳後盤中的追繳影響更大，本研究認為，國外期貨市場結算保證金最後繳交時間皆無於交易當日，連預繳制的韓國與香港皆在 T+1 日，因此結算保證金以 T+1 日為最後繳存日，似乎較符合國際的作法，對結算會員的資金調度與使用效率亦可能提升。然而是否應調整至 T+1 日，也應加入銀行實務之作業時間考量。

期貨交易人：

根據美國期貨市場規定，保證金追繳有兩個時點，分別為：

(1) 當帳戶內之保證金權益低於維持保證金。

⁶⁸ http://www.hkex.com.hk/rule/optclearrule/CHAPTER7_c.pdf

(2) 當保證金權益數加上已發出之保證金追繳金額，低於維持保證金需求時。

觀察美國對於結算所對結算會員保證金的追繳，交易人是否應於規定期間內於結算會員繳足原始保證金之相關規定，根據第五章的說明，美國期貨商對客戶保證金繳存時間可推斷亦採「合理期間」來處理，此合理期間在理應由期貨商來訂定。

有關於台灣期貨市場交易人違約之相關規範，見於臺灣期貨交易所股份有限公司業務規則第 58 條，訂有期貨委託人有下列情事之一者，期貨商應依「期貨商申報委託人違約案件處理作業要點」辦理：

- (1) 期貨商依受託契約之約定，全部了結委託人之期貨交易契約後，委託人保證金專戶權益總值為負數，經通知後，未能於三個營業日內，依通知之補繳金額全額給付者。
- (2) 不履行期貨交易契約到期交割義務者。

由上述規定推論，期貨交易人補繳保證金尚有 3 天的「合理期間」，超過三天，期貨商得依「期貨商申報委託人違約案件處理作業要點」辦理通報業務。實務上，由於預繳保證金，委託下單時客戶保證金已足夠，盤中期貨商皆採即時監控客戶保證金的額度是否足夠，保證金追繳亦為即時，主要原因在於交易所對結算會員盤中亦執行追繳，否則在保證金必會有挹注與否的問題。因此，在豁免預繳保證金後，期貨商對客戶是否應維持即時追繳，端看期交所是否調整結算保證金的追繳方式與代墊保證金業務的開放與否而定。

2) 違約處理

結算會員：

對於無法履行交割義務之結算會員，其若為非財務因素所導致，於事先申請且於次一營業日開盤前一小時完成結算保證金之繳交後，相關的違約處理如下：

- (1) 對違約結算會員處以新台幣三十萬元以下之違約金。

(2) 事件調查報告送交紀律委員會備查。

(3) 向主管機關申報備查。

倘若違約結算會員未於次一營業日開盤前一小時完成結算保證金之繳交者，期交所即對該結算會員按財務因素導致之違約情事處理。財務因素導致之違約，對於未平倉期貨之處理原則亦於業務規則中載明，違約結算會員及違約期貨商之未違約客戶應於五個營業日內了結其部位或申請將部位移轉至其他期貨商。客戶未於五個營業日內處理者，承受期貨商得將該客戶帳戶內之未沖銷部位予以了結。

豁免預繳保證金後，無法履行交割結算義務若為免預繳之特定人士所造成，而非為一般預繳客戶，是否主管機關應該特別對免預繳客戶訂定特別的違約處理方式，以對現行期貨商是否有落實客戶徵信評等之審查工作給予適當之懲處。就健全期貨市場制度而言，開放保證金免預繳提供交易人資金的使用效率，也提供期貨商增加收入的管道，因此在提供這些便利的交易機制後，若有違法情勢發生，市場參與者理應承擔應負的責任，亦即倘若有交易人違約情事發生，主管機關應是否應調整相關人員之罰責，否則只豁免特定人士預繳保證金似有不符國民交易公平性之原則。

參考香港結算所向有發生違約情事之結算會員收取結算保證金方式，倘若免預繳客戶發生違約情事時，期交所可對結算會員因未落實徵信審查工作先採以加提額外保證金之作法。其次，香港持牌之期貨營業員對處理業務的態度皆非常謹慎且小心，原因在香港主管機關對於持牌營業員違反香港期交法時，最高罰責為吊銷執照⁶⁹。如此，對結算會員除了有預警效果外，長期而言亦能提升期貨商的風險管理能力。

期貨交易人：

現行對於期貨交易人違約後之處理原則，規範於期貨商申報委託人違約案件處理作業要點。其規定委託人發生本公司業務規則第五十八條第一項所定違約情事時，期貨商應於當日下午二時起，將違約資訊輸入

⁶⁹ 在香港，持牌營業員被吊銷執照後，終身不得再行考試取牌。

本公司電腦，至遲不得逾下午五時。開放特定法人保證金免預繳後，倘若要求保證金繳足之時點亦維持現行之規定，應無調整的必要。現行違約通報之規範最遲至當日下午五點，與收盤時間差距3小時15分，倘若豁免預繳者允許不同的繳存時間，則違約通報時間亦將適度調整至繳存時間之後至少3小時之時間。

其次，在免預繳後，期貨交易人是否可依據「期貨商申報委託人違約案件處理作業要點」要求期貨商給予三天的合理期間，否則期貨商不得將客戶列為違約客戶逕自「砍倉」處理。此相關疑慮，期貨交易所可仿照開放有價證券抵繳時另訂定補繳方式之作法，訂定免預繳保證金者之補繳期限即可解決。實務上，期貨商對客戶「砍倉」處理的相關規定，分為盤中與盤後。盤中規定風險比率⁷⁰低於臨界值時，即應於市場中平倉交易人持有部分或全部部位；對於盤後保證金何時應繳足之規定，多數期貨商皆會給予一天的寬限期。准此觀之，實務上期貨商代墊變動保證金亦屬常態。惟豁免預繳保證金後的代墊標的將從變動保證金轉為包含原始保證金，數額較為龐大，期貨商訂定客戶違約情事，應斟酌考量豁免預繳保證金後所增加的流動性風險，理應適當放寬定義客戶違約之時點，主管機關亦應理解結算會員為了維持期貨市場的結算交割順利，以自有資金代墊客戶保證金實屬常理，且此代墊行為亦為期貨商自身為客戶擔保所執行的業務項目之一，主管機關實應適當授權期貨商管理客戶保證金，否則即應開放期貨商代墊保證金業務。

四、豁免預繳保證金產生之相關費用

豁免預繳保證金後，由於訊息不對稱，期貨商為了降低客戶的違約機率，有關徵信審查的成本勢必會增加，期貨商是否應對這些客戶收取相關的費用，在只對「特定人士」開放豁免預繳保證金，對於有違國民交易公平原則之疑慮，對豁免者收費可降低違反公平原則的方式之一。或參考銀行的作法，向客戶收取相關之聯合徵信審查費用。但期貨商是否會在高度競爭的期貨市場中對特定人士收取徵信費用，端看期貨商的經營目標是市場佔有率或是經營利潤而定，此時期貨商尚須考量與客戶維持良好的商業關係，是否收費，端看期貨商的經營目標，主觀

⁷⁰清算值/在倉部位原始保證金。

機關亦可在適度範圍內授權期貨商訂定收費標準。

其次，期貨商若有挹注客戶保證金，客戶理應支付「使用保證金期間」的「利息費用」，而費用應如何收取，應視期貨商資金來源的成本與追繳時間而定。由於總戶管理總額計算的新加坡，其期貨商對客戶保證金皆可進行融通業務，通常皆於客戶開戶時，於合約中即有訂定保證金相關費用之收取方式，對於挹注客戶保證金的利息費用皆以機動方式在調整，使用利率則高於一般銀行信用貸款利率。由於國內期貨商不得進行融通業務，因此代墊保證金是否可收費，尚待主管機關對此項業務的解釋或明令；誠如本文第五章所討論，代墊是否屬融資行為，主管機關若認定為借貸行為，現行期貨商非屬金融機構，代墊保證金業務將無法執行，豁免預繳保證金開放後若欲解決保證金不足問題，除了放更寬裕的繳存期限外，唯一可解決的方式則為調整保證金的計算基礎；若主管機關認定非為借貸，代墊保證金則為現行期貨商可為之行為，不涉修法，然而尚須主管機關對代墊做全盤的解釋。

五、繳存保證金的種類、用途與額度等相關可配套措施

1. 期貨商繳存之營業保證金

根據期交法 60 條與期貨商管理規則第 14 條規定，期貨商在辦理公司登記後，應向指定之金融機構⁷¹繳存營業保證金，繳存之形式以現金、定存單與無實體公債⁷²為之。倘若主管機關允許期貨商可以代墊客戶保證金，參考證券商辦理融資融券業務需加提營業保證金的作法，期貨商亦應比照證券商加提方式辦理，主要目的在於防禦期貨商辦理代墊後所增加之風險，因此繳存之種類亦應與原先繳存之種類應相同，勿需調整。

2. 期貨商繳存之交割結算基金

現行交割結算基金繳存的形式以現金為之，並應於規定期限存放於期貨交易所之交割結算基金專戶。豁免預繳保證金後，違約可能性加大，種類更應以現金為之，勿需調整。

⁷¹凡本國銀行或外商銀行在台分行經核准得經營保管業務者，得為期貨商繳存營業保證金之保管銀行，外商銀行在臺灣之代表行申請擔任保管銀行者，應表徵其係代表行，並確實依據金管會規定程序辦理。

⁷²依期貨商或期貨交易輔助人以無實體公債繳存營業保證金之作業方式辦理。

有關於交割結算基金的運用，根據期貨結算機構管理規則第 14 條規定，期貨結算機構不得以交割結算基金借貸予他人或移作他項用途，其運用以銀行存款、購買國庫券、政府債券與其他經金管會核准之用途。上述第二款運用之上限，以交割結算基金餘額百分之五十為限。期貨結算機構依第一項規定取得之定期存單、國庫券或政府債券，應與專戶存儲之銀行訂立委託保管契約，並由該銀行保管。若期貨交易所對保證金免預繳會有擴大交割結算違約的可能性時，基金運用種類與上限是否應調整，本研究認為可採以調降基金運用比率之上限，透過增加的現金形式來防禦豁免預繳後違約機率的上升。

3. 期貨商繳存之保證金(結算所持有之保證金)

1) 結算保證金

繳存期貨交易所，由期貨交易所統籌規劃運用，現行以定存為之。

2) 全額結算保證金

繳存期貨交易所，由期貨交易所統籌規劃運用，現行以定存為之，2009 年 1 月 1 日起，利息收入已退還期貨商。預繳後，建議期交所現金持有比率應提高。

4. 期貨商持有之超額保證金

現行規定期貨商對收取超額保證金的運用方式，規定得以定存方式為之。由於長期利率走低，使得期貨商利息收入長期亦為看跌，是否可准予投入國內其它貨幣市場具有固定收入且保本之工具，單純以資金配置效率討論，應可適當的開放投入主管機關允許之短期貨幣市場工具，一方可增加期貨商收入，一方亦可讓資金導入國內相關資金市場，活絡國內經濟體系。

六、期貨商自律規範的調整

1. 自律保證金：執行代墊業務者加提

中華民國期貨業商業同業公會自律保證金設置辦法第一條之設置目的規定，中華民國期貨業商業同業公會為促使會員發揮主動自律功能，恪遵法令，並維護本會會務之正常運作及發展，基於會員間之共識，以設置本辦法。而第二條規定之保證事項主要在規範會員應共同信守的相關事項，包

括不得有違反法令規章或本會章則之情事、不得有破壞同業信譽之情事、不得有破壞同業共同利益之情事、期貨業之經營，應本誠實及信用原則。其中，對於豁免預繳保證金而取得融通業務之會員，公會亦得合理要求其採以適當之保證，可要求該會員為執行融通業務徵提較高之自律保證金，以維護會員共同之利益與公會正常之運作。

2. 豁免預繳保證金客戶之徵信審查

根據中華民國期貨業商業同業公會期貨商開戶徵信作業管理自律規則第三條規定，會員受託從事期貨交易時，應先對期貨交易人辦理徵信。因此倘若豁免特定人士免預繳保證金，有關會員對特定人士的徵信工作勢必與一般預繳者之徵信條件會不同，公會理應訂定一個針對特定人士的徵信規定，以讓會員遵循辦理。

3. 營業員執照的紀律規範

根據期貨商負責人及業務員管理規則第 15 條規定，期貨商負責人、業務員涉嫌違反期貨管理法令時，應於規定期間內，至主管機關說明或提出書面報告資料，未有相關之懲處。參考香港對於期貨從業人員之規定，倘若涉嫌違反期貨交易管理法令，持牌登記者將會被處以終身吊銷執照。反觀台灣，在期貨商負責人及業務員管理規則第 13 條對於期貨業務員不參加在職訓練或參加訓練成績不合格才有相關之撤銷業務員登記的懲處。香港對業務員違反法規的嚴格懲處作法，實出於交易所授權期貨商對客戶是否落實風險管理的責任，以對期貨商從業人員施以對等的懲處措施，主要目的在建立期貨從業人員應具有善盡管理人之責的觀念。環觀現行全球期貨市場的交易模式與趨勢，總戶管理的免預繳保證金將是國際趨勢，在台灣期貨從業人員未來所負的責任只會更多不會更少，鄰近香港的作法實值得台灣對於期貨從業人員管理的借鏡。

4. 手續費與佣金折讓

理論上豁免預繳保證金後，由於是在成交後繳交保證金，通常可刺激交易量的提升，然而交易量的增加若是特定法人，實務上目前期貨商皆有對特定法人手續費折價或折讓，期貨商一直皆處於買方市場的弱勢，觀察

鄰近國家的期貨商亦是皆有相同的情況。此可由國內期貨商平均每口手續費收入由 2003 年均值為 NT\$195 降到 2009 年的 NT\$71，推測此種下降趨勢將會持續。為維持期貨商的收入水準，惟有透過交易量的提升來抵銷手續費收入持續惡化的窘境，豁免預繳保證金將是一項利器，惟參考香港的「特殊預繳制」作法，除了其「部分預繳」的意義與台灣的「全額預繳」規定不同外，對當沖交易者更是規定不得豁免預繳保證金。雖如此，香港期貨商皆明文列示當沖者之手續費是可有折扣的，香港作法是有鼓勵交易人從事當沖交易，惟當沖交易者是否即為『不良』的交易行為，依衍生商品交易市場所需容納各種交易類別論斷，當沖交易若歸類為套利者，衍生商品交易市場無理由去限制此類型交易者的增加，反而當沖者在反向市場中扮演一個免費的市場「造市者」。惟中華民國期貨業商業同業公會「會員受託從事期貨交易手續費收取及折讓自律規則」規定訂有會員應避免以減免或優惠之手續費，以鼓勵當沖或短線交易，是否有必要調整，端看豁免預繳保證金的對象是否排除此類型之交易。本研究建議，依本文第五章的說明，當沖者預繳實屬必要，然而在維持市場正常的交易運作，倘若豁免預繳者排除當沖者，惟自律規定對當沖避免減免手續費的規定，似可參考香港期貨商的作法，斟酌給予當沖者手續費折扣，除了期望可提升交易量外，亦解釋在豁免預繳後排除當沖者的疑惑。

5. 當日沖銷保證金

倘若豁免預繳保證金排除當沖者，公會有必要增列期貨商受託國內當日沖銷交易自律規則相關規定，以讓會員對當沖者收取保證金有所依據，否則若依豁免預繳後辦理，當沖者則類如無本金交易，將有違公平交易原則。

七、開放期貨經紀商的業務種類

有鑑於國內期貨經紀商經紀業務收入逐年遞減的趨勢，現行期貨商的業務限制等同限制了期貨商的收入來源。因此，為了彌補期貨商收入來源的缺口，使期貨商有發展潛能，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。

期貨商現行開放的類別與可經營之業務範圍，參見下表顯示：

期貨業之類別		業務範圍
期貨商	期貨經紀商 (可兼營證券商)	招攬、開戶、受託買賣、執行交易、 結算交割
	期貨自營商	自行買賣、自行結算交割
槓桿交易商		(尚未開放)
期貨服務事業	期貨信託事業	募集期貨信託基金 (2008/10/12 公告開放)
	期貨經理事業	接受特定人委任經理期貨交易、向 非特定人募集資金從事期貨交易
	期貨顧問事業	接受委任，對期貨交易有關事項提供 研究分析意見或建議、發行有關期貨 交易之出版品、舉辦有關期貨交易之 講習
	期貨交易輔助人	接受期貨商之委任，從事招攬、代 理期貨商接受交易人開戶、接受交 易人之委託單並交付期貨商執行

資料來源: 本研究整理

至於兼營之業務範圍，現行期貨商兼營證券業已開放，然而尚須期貨商的資本符合規定。國外期貨商主要收入來源的兼營外匯保證金交易，亦即槓桿交易商，由於國內法規的要求，經營外匯相關業務需中央銀行同意，現行亦有銀行在經營，再開放期貨商兼營較為困難。

其次，財富管理業務指金融機構針對高淨值客戶，透過理財業務人員，依據客戶需求作財務規劃或資產負債配置，以提供金融機構合法經營之各種金融商品及服務。現行台灣經營財富管理業務者以銀行為主，由於辦理財富管理業務常需涉及外匯業務，亦是得經中央銀行同意，短期亦也是較為困難。原因不外外匯業務的開放涉及貨幣的管控，且現行經營外匯業務的銀行資本皆相當龐大，期貨商資本額則太小，操作外匯業務風險承擔高，期貨商有必要調整資本額，此亦需經金管會等相關機關的修法與同意。其它期貨商可經營之業務尚有承作店頭市場交易與全權委託投資業務等，皆是主管機關可考量開放的業務項目。

第五節 小節

本研究認為，新加坡與香港兩種不同期貨市場的保證金計算與融通方式，是可作為未來台灣期貨市場建立豁免保證金的參考；而對於限制豁免對象的作法，韓國的契約別規定與特定法人的任列，與香港的「固有客戶」的方式，則提供台灣對未來採以限制特定人士開放的極佳參考模式。

新加坡交易所對結算會員與結算會員對期貨交易人收取保證金皆採總額基礎計算，而 SGX-DC 於一天當中會有多次的盯市，如遇結算會員保證金不足時可即時通知補繳，當結算會員在收到變動保證金追繳通知時，只能以合約計價的幣別補足。其結算會員繳存保證金之最後時間，除日圓 T+3 日內繳交外，其餘幣別則於 T+2 日，期貨商並可對客戶保證金執行融資業務。反觀香港期貨市場的作法與新加坡亦是有迥異之處，首先，根據香港《證券及期貨條例》，經營香港交易所現貨產品經紀業務之經紀商，必須獲得由證監會發出牌照，始能成為可進行第一類（證券交易）受規管活動的持牌法團。經營香港交易所衍生產品（股票期權除外）經紀業務之經紀商，則須獲得第二類（期貨合約交易）受規管活動的牌照。此外，經紀商亦可同時申請經營其他受規管活動的牌照。准此，香港期貨商只要符合相關規定，皆可同時申請經營其他八項業務的牌照，目前香港期貨商皆具備多重經營身份，可能同時是證券商亦或外匯交易商。據此，香港期貨商若要對客戶進行融資業務，應有銀行業務持牌使得執行；根據現行多數香港期貨商並銀行持牌，因此無法對客戶執行保證金融資業務，也無必要，原因在於香港期貨商向客戶收取之保證金為總額計算，結算會員上繳之結算保證金則為淨額計算。除此之外，香港結算保證金收取方式亦有不同，盤中即時追繳只針對異常大單有不足的結算會員追繳，上午盤最後繳存時間為下午 3:00，下午盤則於下一營業日上午 9:15 前。總和兩個國家迥異的期貨交易制度，兩個市場保證金皆為總戶管理，而結算保證金與原始保證金分採淨額與總額計算基礎的香港，期貨商資金調度相當容易，期貨商沒有必要以融資取得資金來挹注保證金的不足，市場也未開放持牌期貨商可執行銀行業務；採總額計算保證金的新加坡，保證金不足亦屬常理，因此市場准予期貨商對客戶進行融通。兩個市場雖然對保證金融資與計算方式雖不同，但是交易制度之設計原理皆在維護交易的順利，而非為交易的限制。

最後，香港與韓國的「特殊預繳制」經驗模式，足以供台灣期貨市場預繳且需繳足的硬性規定最佳的參考模式。兩國對於預繳保證金皆是「部分預繳」與「特定部分免預繳」，因此倘若台灣期貨市場在調整預繳制為非預繳制尚有許多疑慮，可先行對特定人士或特定商品或特定交易模式，採以部分保證金預繳後使得進行委託，除了可維持風險克制於可確定範圍內外，亦可透過分階段的實施來觀察對從未實施免預繳的台灣期貨市場影響程度。

第七章 結論

第一節 結論

本研究透過觀察國外期貨市場對豁免預繳保證金的作法與相關配套交易機制，以比較台灣在現行交易制度下實施免預繳保證金所需相關調整之交易機制。我們發現印度期貨市場與台灣期貨市場對於保證金的預繳制度雷同外，其餘國家的預繳制度皆為「特殊預繳」，主要因素在於台灣的期貨相關子法規定期貨商在接受委託前必須「事先收足」保證金；預繳制的香港與韓國，雖然亦有相同於台灣期貨市場對於「事先」的規定，然而皆非為一定得「收足」。兩個預繳制的國家對於豁免預繳的作法亦有其不同處，主要在於期貨商對豁免者之授權程度；授權程度較低的韓國期貨市場，只開放「特定法人」予以保證金免預繳；授權程度高的香港期貨市場，對於期貨市場交易者規定皆必須預繳，期貨商在宣傳與網站中皆告示有交易人於委託前必須預繳保證金，然而其預繳並無任何法規要求期貨商得收足，因此香港期貨商實務上皆採「存款實績」來認定交易人的預繳，至於完全免預繳是否准予委託，根據香港期貨交易法規對「固有客戶」可完全免預繳之相關規定，實務上香港期貨商是可對其「熟悉」之客戶予以完全免預繳。

觀察這些國際期貨市場的交易機制，不管保證金預繳與否，結算會員繳存結算保證金的時間多規劃於 T+1 日收取。惟金錢的收取牽涉銀行與期貨市場的開市時間需互相配合，因此台灣期貨交易規定於 T 日執行亦無不妥。其次，客戶繳存保證金的時間與方式，多數國家對於期貨商收取客戶保證金的相關規範，多採以授權期貨商自行管理方式處理。一些國家期貨市場亦會訂定一個收取的規範，以讓相關配套能被執行，例如新加坡則根據契約幣別來放寬原始保證金應繳足之時間，其日幣契約為 T+3，其它則為 T+2，日本則分為境內與境外，對境外則採以放寬期限處理，例如 JSCC 則為 T+2 日等；雖然這些作法不同，然而一致的是各國期貨商對客戶保證金收取的時間皆可晚於結算保證金最後繳存之時間。因此，在原始保證金可晚於結算保證金之繳存時間，相關的配套機制即必須形成，首先觀察香港的作法，特殊預繳制的香港期貨市場對結算保證金採淨額基礎，原始保證金採總額基礎，結算保證金會有不足之可能性極小，因此期貨商並無提供客戶保證金融通，主要原因在香港經營融通業務必須持有相關牌照使得進行；相對於非

預繳制國家，在總額基礎計算保證金的新加坡期貨市場中，期貨商即有提供保證金的融通，否則市場將因保證金不足而產生大量的違約事件。

進一步探討這些國際期貨市場對於違約的定義與相關懲處，最足以讓國內主管機關借鏡者為美國對違約的立法宗旨，美國對於違約的定義皆在於「盡可能嘗試去取得資金」以彌補保證金的不足，而非逕自列為違約後以懲罰為目的。在他們的法規中僅有規範結算會員已被催繳保證金逾越一段不合理期間時，結算所員僅得接受減少該結算會員已有保證金要求之委託。其對違約後的相關處罰亦無砍倉的規定，且提供結算會員無法履行義務時一個信用額度，以解決結算會員的支付能力問題。鄰近的香港，其交易所對結算會員繳存結算保證金亦無違約「砍倉」之規定，然而於法規中即訂有失責之處理程序，其中對失責者之責任最高交有「暫時吊銷聯交所期權結算所參與者資格」與「取消參與者資格」等懲罰，顯示香港交易所在授權結算會員的同時亦要求結算會員必須承擔相關之責任。依此觀之，國際期貨市場對於保證金不足的處理方式皆在於防範於未然，非為違約發生後應處理的懲罰過程。

透過現行國內期貨商的收入結構與財務表現，倘若開放免預繳保證金對象是為法人，在假設法人有三成交易量的情況下，預期這些法人皆不額外繳存「超額原始保證金」，全體期貨商利差收入影響約短少新台幣 1542 萬元，要彌補此利息收入減少的金額，尚須豁免保證金後預期刺激交易量所增加之期貨商手續費收入來彌補，預估交易量應提升至少 10%，最高為 15%。倘若在豁免預繳保證金後無法有效提升交易量，且期貨交易市場環境對期貨商持續不利時，期貨商賴以生存的生財工具項目，主管機關似乎有必進行調整。至於豁免預繳後所需之相關配套措施勢必開放的同時，例如代墊保證金業務，期貨商財務比率是否會惡化，根據本研究透過期貨商自有資金挹注或融資挹注的模擬結果顯示，期貨商最重要的 ANC 比率雖會下將，但是下將幅度相當微小，不足以影響期貨商之財務結構；開放豁免預繳保證金與開放代墊保證金業務在台灣是可行的。

第二節 建議

有鑑於台灣期貨市場未有實施免預繳保證金的措施，建議初期應採部分與條件式開放。有關於「部分」主要指部分事先繳足，非為現行的足額繳足，可參考香港以「存款實績」或仿照韓國曾以契約任列之「基本存款」來處理；至於條件

式開放，則可分為下述二種：

一、交易人別

1. 韓國模式的「特殊法人」或「合格法人投資者 (QIIs)」條件開放豁免預繳保證金。
2. 香港模式的「固有客戶」。

二、交易類別

可針對價差交易者先行開放豁免預繳保證金。

至於豁免保證金後，保證金不足需解決之問題，香港與新加坡期貨市場的相關配套作法，是可作為台灣期貨市場之良好比較模式，亦為本研究建議主要參考之配措施套。保證金不足，為維持期貨市場的交易順利，多數國家期貨交易機制亦皆朝向美國立法宗旨之「盡可能嘗試去取得資金」方向而努力；「特殊預繳制」的香港對結算保證金採以淨額基礎計算，原始保證金採總額，保證金不足之可能性微乎極微，因此未開放保證金融通；法人免預繳的新加坡，期貨商則可對法人客戶或某些投資者進行保證金融通；因此，建議在豁免預繳保證金後，流動性風險增加所造成保證金的不足，考量總額計算基礎的台灣期貨市場，應開放期貨商保證金的代墊業務。

當代墊業務准予期貨商辦理後，是否期貨商對豁免者或代墊者可收取相關費用，本研究建議應適度對上述兩種人士收取費用。主要理由在於倘若台灣期貨市場豁免預繳保證金對象採以特定人士開放，基於國民交易公平原則，除了需通過期貨商的徵信評等外，期貨商對使用者收費將可降低違反國民交易公平原則之疑慮。而期貨商若有代墊客戶保證金，期貨商更應對客戶「使用保證金期間」收取相關之使用費或管理費，而費用應如何收取，應視期貨商資金來源的成本與追繳時間而定。

至於開放豁免預繳保證金後的相關配套措施，在法規部分，假若為對特定交易人豁免預繳保證金，此為條件式放寬，屬除外規定，主管機關可在不調整法規前提下，以發佈行政命令賦予期貨商對特定客戶豁免預繳保證金。其次，現行期貨商對於自有資金的用途皆採法令中明確指示之用途，因此建議主管機關不排除調整期貨商管理規則第 23 條，除了增列自有資金用途外，金管會亦可採發佈行政

函令方式，來開放期貨商自有資金的用途。再者，其它之配套尚有期貨商的徵信制度的調整、盤中追繳保證金的調整、盤中監視制度的調整、違約的定義與處理、相關財務機制的調整、期貨商自律規範的訂定、保證金的繳存種類用途的開放與期貨商業務的開放等等，皆是豁免預繳制度後相關應調整會規劃的機制。

參考文獻

林蒼祥、段昌文，2008，有價證券抵繳保證金與期貨商業項目國際化，台灣期貨會委託計畫案。

楊光華，2007，我國期貨市場保證金預繳規定探討，台灣期貨交易所委託專題研究計畫。

郭維裕、徐政義，2008，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專題研究計畫。

各交易所網站：

香港交易所

新加坡交易所

JSCC

東京交易所

大阪交易所

印度國家交易所

芝加哥交易所

紐約泛歐交易所

附錄一

期貨商自有資金投資標的折算表(一)

期貨商名稱： 投資有價證券及貨幣市場工具/ 銀行存款

業務類別： 經紀 自營 年 月 日 單位：新臺幣元

投資標的(註一)		成本/匯率	市值 (依每日收盤價、匯率計)	折扣率	折算後價值 (市值 X 折扣率)
(1) 上市股票(以交易目的為限)				85.0 %	
(2) 上櫃股票(以交易目的為限)				80.0 %	
(3) 上市公司債(以交易目的為限)		1 年以下		98.5 %	
		1-5 年		96.5 %	
		5-10 年		94.0 %	
		10 年以上		91.0 %	
(4) 上市認購(售)權證(以交易目的為限)				40.0 %	
(5) 依金融資產證券化條例募集之受益證券或資產基礎證券(上市部分)(以交易目的為限)(註二)		1 年以下		97.0 %	
		1-5 年		93.5 %	
		5-10 年		89.5 %	
		10 年以上		84.0 %	
(6) 受益憑證 (以交易目的為限)	封閉式	債券型		95.0 %	
		上市股票型		85.0 %	
		上櫃股票型		80.0 %	
		平衡型		90.0 %	
	開放式 (註三)	債券型		90.0 %	
		上市股票型		80.0 %	
		上櫃股票型		75.0 %	
		平衡型		85.0 %	
	其他(註四)		70.0 %		
	ETF		85.0 %		
境外基金		70.0 %			
(7) 金融債券 (以交易目的為限)(註五)		1 年以下		98.5 %	
		1-5 年		96.5 %	
		5-10 年		94.0 %	
		10 年以上		91.0 %	
(8) 其他投資項目 (以交易目的為限)		短期票券		100 %	
		商業票據			
		政府債券			
		國庫券			
		可轉讓銀行定期存單			
投資有價證券及貨幣市場工具總計：(註六) (1)+(2)+(3)+(4)+(5)+(6)+(7)+(8)				❖❖❖	
(9) 銀行存款	A. 外幣存款(因自有資金運用而持有)	美元	臺銀匯率	98.0 %	
			臺銀匯率		
			臺銀匯率		
	B. 因業務持有之外幣活期存款(各幣別換算臺幣後合計)				
C. 臺幣存款				100 %	
銀行存款總計：(註七) A + B + C				❖❖❖	

- 註一：國內上市公司債(3)、上市認購(售)權證(4)、依金融資產證券化條例募集之受益證券或資產基礎證券(上市部分)(5)及封閉式與開放式受益憑證(6)，僅限本國專營期貨商及外國期貨經紀商適用；上櫃股票(以交易目的為限)(2)僅限本國專營期貨商適用。
- 註二：依不動產證券化條例募集之不動產資產信託受益證券、不動產投資信託受益證券，不得列入調整後淨本額計算。
- 註三：開放式基金發生限制贖回之情形時，該基金不得列入調整後淨資本額計算(即不得計入本表「折算後價值」)。
- 註四：限證券投資信託事業所發行之投資國外有價證券或同時投資國內(外)有價證券之基金。
- 註五：購買金融債券(含次順位金融債券)以已上市(櫃)者為限。
- 註六：投資有價證券及貨幣市場工具「折算後價值」總額應與調整後淨資本額計算表「投資有價證券及貨幣市場工具(淨額)」科目所列金額相符。
- 註七：銀行存款之「折算後價值」總額加計庫存現金及零用金之餘額，應與調整後淨資本額計算表「現金」科目所列金額相符。

期貨商自有資金投資標的折算表(二)

期貨商名稱：

期貨暨選擇權契約

業務類別：經紀 自營

年 月 日

；/單位：新臺幣元

科目名稱/項目 (註一)		期貨交易保證金暨權利金 (依每日市值或公平價值計入)	折扣 率	折算後價值(註二) (小計 X 折扣率)
(1)期貨交易保證金 -自有資金	所需保證金		50%	
	超額保證金		99%	
(2)期貨交易保證金-有價證券	股票選擇權之標的證券	未抵繳之贖餘標的證券	75%	
		已抵繳之標的證券	65%	
	股票	已抵繳保證金之股票	35%	
		未抵繳剩餘價值	70%	
	公債	已抵繳保證金之公債	48%	
		未抵繳剩餘價值	95%	
(3)買入選擇權	國內集中		小計	40%
	國外 A			
	國外 B			
	國內店頭			38%
(4)賣出選擇權負債	國內		小計	100%
	國外 A			
	國外 B			
(5)持有之期貨暨選擇權未沖銷部位所需原始保證金	國內		小計	◆◆◆
	國外 A			
	國外 B			

註一：1. 「超額保證金」之計算基礎：國內期貨交易部分，若為具臺灣期貨交易所結算會員資格之期貨自營商，以超過結算保證金部分計之；若為專營期貨經紀商或不具臺灣期貨交易所結算會員資格之期貨自營商，則以超過原始保證金部分計之。國外期貨交易部分，均以超過原始保證金部分計之。

2. 「國內」指我國期貨集中市場及店頭市場目前交易之商品；「國內集中」指我國期貨集中市場目前上市交易之商品；「國內店頭」指我國期貨店頭市場目前交易之公債選擇權商品，僅限本國專兼營期貨商適用。

3. 「國外 A」係指持有以我國證券、證券組合或股價指數為標的之國外期貨契約、選擇權契約或期貨選擇權契約之原始保證金或權利金。

4. 「國外 B」係指持有「國外 A」以外之國外期貨契約、選擇權契約或期貨選擇權契約之原始保證金或權利金。

5. 「股票選擇權之標的證券」係指股票選擇權契約買權賣方交易人抵繳保證金之標的證券。

註二：1. 期貨交易保證金-自有資金、期貨交易保證金-有價證券及買入選擇權折算後價值，應與調整後淨資本額計算表之同名科目所列金額相符。

2. 賣出選擇權負債應全額計入負債總額。

附錄二

亞洲&大洋洲國家主權評級(長期外幣債信評級)表												
國家名稱	標準普爾	公佈日期	評等展望	備註	穆迪	公佈日期	評等展望	備註	惠譽	公佈日期	評等展望	備註
澳大利亞	AAA	2004/6/8	穩定	維持	Aaa	2003/1/9	穩定	維持	AA+	2004/4/1	穩定	維持
新加坡	AAA	2005/4/7	穩定	維持	Aaa	2003/11/15	穩定	維持	AAA	2004/7/6	穩定	維持
紐西蘭	AA+	2004/9/8	穩定	維持	Aaa	2002/10/2	穩定	由 Aa2 調升	AA+	2004/9/2	穩定	維持
日本	AA-	2004/3/24	穩定	維持	Aaa	2004/4/7	穩定	由 Aa1 調升	AA	2005/5/9	穩定	展望由負向調升
台灣	AA-	2004/11/30	負向	展望由穩定調降	Aa3	1994/3/24	穩定		A+	2004/10/26	穩定	維持
香港	AA-	2005/7/20	穩定	由 A+調升	A1	2003/10/16	穩定	由 A3 調升	AA-	2005/5/27	穩定	維持
澳門					A1	2003/10/16	穩定	由 A3 調升				
南韓	A	2005/7/26	穩定	由 A-調升	A3	2005/4/13	穩定	維持	A	2005/7/26	穩定	維持
馬來西亞	A-	2005/5/20	穩定	維持	A3	2005/4/28	穩定	維持	A-	2004/11/8	穩定	由 BBB+調升
中國	A-	2005/7/20	正向	由 BBB+調升	A2	2003/10/16	穩定	由 A3 調升	A-	2004/8/26	正向	維持
泰國	BBB+	2004/8/26	穩定	由 BBB 調升	Baa1	2003/11/26	穩定	由 Baa3 調升	BBB+	2005/5/11	穩定	由 BBB 調升
哈薩克	BBB-	2005/7/26	穩定	維持	Baa3	2004/7/13	正向	展望由穩定調升	BBB-	2004/10/27	穩定	由 BB+調升
印度	BB+	2005/2/2	穩定	由 BB 調升	Baa3	2005/4/26	穩定	維持	BB+	2005/5/19	穩定	維持
菲律賓	BB-	2005/7/11	負向	展望由穩定調降	B1	2005/7/13	負向	展望由穩定調降	BB	2005/7/11	負向	展望由穩定調降
越南	BB-	2004/10/1	穩定	維持	Ba3	2005/7/16	穩定	B3	BB-	2003/11/6	穩定	維持
科克群島	BB-	2004/10/6	穩定	由 B+調升								
印尼	B+	2004/12/22	正向	由 B 調升	B2	2005/2/18	正向	展望由穩定調升	B+	2004/10/5	正向	展望由穩定調升
巴基斯坦	B+	2004/11/22	穩定	由 B 調升	B2	2004/2/6	穩定	維持				
蒙古	B	2003/12/8	穩定	維持								
巴布亞新幾內亞	B	2002/10/8	負向						B	2004/4/14	穩定	維持

中東&非洲國家主權評級(長期外幣債信評級)表

國家名稱	標準普爾	公佈日期	評等展望	備註	穆迪	公佈日期	評等展望	備註	惠譽	公佈日期	評等展望	備註
科威特	A+	2005/1/18	穩定	維持	A2	2002/5/15	穩定		AA-	2004/1/15	穩定	維持
卡達	A+	2004/6/21	正向	展望由穩定調升	A1	2005/5/18	穩定	由 A3 調升				
沙烏地阿拉伯	A	2004/4/23	穩定	維持	Baa2	2003/6/16	穩定	由 Baa3 調升	A	2004/11/24	穩定	新評
阿拉伯聯合大公國					A1	2004/12/21	穩定	由 A2 調升				
波黎那	A	2004/7/23	穩定	維持	A2	2001/10/2	穩定					
巴林	A-	2005/1/17	正向	維持	Baa1	2003/12/11	穩定	由 Baa3 調升	A-	2003/12/9	穩定	維持
以色列	A-	2005/1/11	穩定	展望由負向調升	A2	2005/3/2	穩定		A-	2005/2/14	穩定	維持
阿曼	BBB+	2004/11/22	穩定	由 BBB 調升	Baa2		穩定					
南非	>BBB+	2005/8/1	穩定	由 BBB 調升	Baa1	2005/1/11	穩定	由 Baa2 調升	BBB	2004/10/21	正向	展望由穩定調升
突尼西亞	BBB	2005/2/8	穩定	維持	A3	2003/6/26	穩定	由 Baa3 調升	BBB	2005/6/8	穩定	維持
埃及	BB+	2005/3/14	穩定		Ba1	2001/11/7	穩定		BB+	2004/12/15	穩定	維持
約旦	BB	2003/7/3	穩定	由 BB- 調升	Ba2	2003/8/21	穩定	由 Ba3 調升				
摩洛哥	>BB+	2005/8/9	穩定	由 BB 調升	Ba1	2003/6/18	穩定	展望由負向調升				
賴索托									BB-	2004/11/30	穩定	調升
塞內加爾	B+	2004/4/21	穩定	維持								
塞比亞	BB-	2005/7/18	穩定	由 B+ 調升								
迦納	B+	2004/10/22	穩定	維持					B	2004/11/29	正向	維持
維德角									B+	2004/11/29	穩定	維持
莫三鼻克	B	2004/7/7	正向						B	2004/8/24	穩定	維持
馬達加斯加	B	2004/5/26	穩定									
布吉納法索	B	2005/6/6	穩定	維持					B	2004/4/14	穩定	維持
馬利	B	2005/5/23	穩定	維持					B-	2004/4/30	穩定	
黎巴嫩	B-	2005/6/15	穩定	維持	B3	2005/3/24	穩定	由 B2 調降	B-	2004/6/14	穩定	維持
馬拉威									CCC+	2004/7/30	正向	
喀麥隆	CCC	2004/12/3	穩定	由 B 調降					B-	2005/2/15	穩定	由 B 調降

歐洲國家主權評級(長期外幣債信評級)表

國家名稱	標準普爾	公佈日期	評等展望	備註	穆迪	公佈日期	評等展望	備註	惠譽	公佈日期	評等展望	備註
歐洲共同體	AAA	1998/12/17	穩定		Aaa	2003/11/15	穩定	維持				
英國	AAA	2005/3/31	穩定	維持	Aaa	2003/11/15	穩定	維持	AAA	2005/1/18	穩定	維持
瑞士	AAA	2002/12/16	穩定	維持	Aaa	2003/11/15	穩定	維持	AAA	2002/12/16	穩定	維持
瑞典	AAA	2005/2/9	穩定	維持	Aaa	2003/11/15	穩定	維持	AAA	2004/3/8	穩定	由 AA+調升
挪威	AAA	2005/2/21	穩定	維持	Aaa	2003/11/15	穩定	維持	AAA	2004/4/27	穩定	維持
英屬曼島	AAA	2005/7/11	穩定	維持	Aaa	2003/11/15	穩定					
列支敦斯登	AAA	2003/3/21	穩定		Aaa	2003/11/15	穩定					
丹麥	AAA	2004/8/26	穩定	維持	Aaa	2003/11/15	穩定	維持	AAA	2004/8/17	穩定	維持
德國	AAA	2005/3/1	穩定	維持		2003/11/15		撤銷	AAA	2004/11/10	穩定	維持
法國	AAA	2004/1/20	穩定	維持		2003/11/15		撤銷	AAA	2004/12/7	穩定	維持
荷蘭	AAA	2005/3/1	穩定	維持		2003/11/15		撤銷	AAA	2004/5/17	穩定	維持
盧森堡	AAA	1994/4/29	穩定			2003/11/15		撤銷	AAA	2004/6/24	穩定	維持
芬蘭	AAA	2005/1/26	穩定	維持		2003/11/15		撤銷	AAA	2004/12/12	穩定	維持
奧地利	AAA	2005/4/15	穩定	維持		2003/11/15		撤銷	AAA	2002/10/1	穩定	維持
愛爾蘭	AAA	2003/10/30	穩定	維持		2003/11/15		撤銷	AAA	2005/7/25	穩定	維持
西班牙	AAA	2004/12/13	穩定	由 AA+調升		2003/11/15		撤銷	AAA	2005/1/17	穩定	維持
比利時	AA+	2005/4/20	穩定	維持		2003/11/15		撤銷	AA	2004/6/17	穩定	維持
葡萄牙	AA-	2005/6/27	穩定	由 AA 調降		2003/11/15		撤銷	AA	2005/6/29	負向	展望由穩定調整
聖馬利諾						2003/11/15		撤銷	AA	2005/5/26	穩定	維持
安多拉	AA	2004/8/11	穩定	由 AA-調升								
義大利	>AA-	2005/8/8	負向	展望由穩定調整		2003/11/15		撤銷	AA	2005/6/29	負向	展望由穩定調整
斯洛維尼亞	AA-	2005/7/11	穩定	維持	Aa3	2002/11/12	正向	由 A2 調升	AA-	2004/7/7	正向	由 A+調升
冰島	AA-	2005/2/10	穩定	由 A+穩定調升	Aaa	2003/11/15	穩定	由 Aa3 調升	>AA-	2005/8/4	穩定	維持
希臘	A	2004/11/17	穩定	由 A+調降		2003/11/15		撤銷	A	2004/12/16	穩定	由 A+調降
塞浦路斯	A	2004/12/1	穩定	調降	A2	2001/3/12	穩定		A+	2004/8/16	正向	維持
馬爾他	A	2005/5/12	穩定	維持	A3	2003/7/15	穩定	維持	A	2002/8/29	穩定	

歐洲國家主權評級(長期外幣債信評級)表 (續)

	標準普爾	公佈日期	評等展望	備註	穆迪	公佈日期	評等展望	備註	惠譽	公佈日期	評等展望	備註
愛沙尼亞	A	2005/7/21	正向	展望由穩定調整	A1	2005/2/21	穩定	維持	A	2005/4/15	正向	維持
捷克	A-	2004/9/3	穩定	由 A+調降	A1	2003/11/15	穩定	維持	A-	2004/12/7	穩定	維持
匈牙利	A-	2005/5/27	穩定	維持	A1	2002/11/12	穩定	由 A3 調升	A-	2004/1/16	負向	維持
立陶宛	A-	2005/2/1	正向	維持	A3	2005/6/14	正向	維持	A-	2005/3/31	正向	維持
拉脫維亞	A-	2005/5/11	穩定	維持	A2	2002/11/12	穩定	由 Baa2 調升	A-	2004/9/14	正向	維持
斯洛伐克	A-	2004/12/13	正向	由 BBB+調升	A2	2005/1/12	正向	由 A3 調升	A-	2004/9/21	穩定	由 BBB+調升
波蘭	BBB+	2005/3/22	穩定	維持	A2	2002/11/12	穩定	由 Baa1 調升	BBB+	2005/3/23	正向	維持
克羅埃西亞	>BBB	2005/8/12	穩定	由 BBB-調升	Baa3	2002/1/14	穩定		BBB-	2005/7/6	穩定	展望由正向調整
保加利亞	BBB-	2005/2/10	穩定	維持	Ba1	2004/11/17	正向	由 Ba2 調升	BBB-	2004/8/4	穩定	由 BB+調升
俄羅斯	>BBB-	2005/7/19	穩定	維持	Baa3	2004/10/6	正向	展望由穩定調升	>BBB	2005/8/3	穩定	由 BBB-調升
羅馬尼亞	BB+	2005/2/1	正向	維持	Ba1	2005/3/2	正向	由 Ba3 調升	BBB-	2004/11/17	穩定	由 BB 調升
馬其頓	BB	2004/7/30	正向									
亞塞拜然									BB	2004/11/22	穩定	調升
土耳其	BB-	2005/2/17	穩定	維持	B1	2005/2/11	穩定	由 B2 調升	BB-	2005/1/13	穩定	由 B+調升
烏克蘭	BB-	2005/5/11	穩定	由 B+調升	B1	2005/2/17	穩定	維持	BB-	2005/6/8	正向	展望由穩定調升
塞爾維亞	B+	2005/4/8	穩定	維持					BB-	2005/5/19	穩定	新評
波士尼亞					B3	2004/3/29	正向					

美洲國家主權評級(長期外幣債信評級)表

國家名稱	標準普爾	公佈日期	評等展望	備註	穆迪	公佈日期	評等展望	備註	惠譽	公佈日期	評等展望	備註
美國	AAA	2005/5/16	穩定	維持	Aaa	2003/11/15	穩定	維持	AAA	2004/7/20	穩定	維持
加拿大	AAA	2002/7/29	穩定	維持	Aaa	2003/11/15	穩定	維持	AAA	2004/8/12	穩定	由 AA+ 調升
百慕達群島	AA	2003/9/8	穩定	穩定	Aa1	2005/4/27	穩定		AA	2000/9/21	穩定	
巴貝多	AA-	2003/8/20	穩定	由 A- 調升	Baa2		穩定					
新斯科細亞	A	2004/8/20	穩定	由 A- 調升	A2	2004/9/1	穩定	由 A3 調升				
智利	A	2004/1/14	穩定	由 A- 調升	Baa1	2005/2/14	正向		A	2005/3/28	穩定	由 A- 調升
巴哈馬	A-	2005/2/4	穩定	維持	A3	2003/6/26	穩定					
巴貝多	>BBB+	2005/8/1	負向	展望由穩定調降	Baa2	2000/2/8	穩定					
千里達托貝戈	A+	2005/7/21	穩定	由 A 調升	>Baa2	2005/8/9	穩定	由 Baa3 調升				
墨西哥	BBB	2005/1/31	穩定	由 BBB- 調升	Baa1	2005/1/6	穩定	由 Baa2 調升	BBB-	2004/11/22	穩定	維持
薩爾瓦多	BB+	2004/9/10	穩定	維持	Baa3	2003/12/18	穩定	排除負向名單	BB+	2005/1/31	穩定	維持
哥倫比亞	BB	2005/2/11	穩定	維持	Ba2	2003/11/15	負向		BB	2005/5/11	穩定	維持
哥斯大黎加	BB	2005/6/10	穩定	展望由負向調升	Ba2	2003/4/16	負向	由 Ba1 調降	BB	2004/8/26	負向	維持
巴拿馬	BB	2005/2/18	穩定	維持	Ba1	2005/6/20	穩定		BB+	2005/4/8	穩定	維持
祕魯	BB	2005/7/11	穩定	維持	Ba3	2005/6/8	穩定	維持	BB	2004/11/18	穩定	由 BB- 調升
瓜地馬拉	>BB-	2005/8/8	穩定	維持	Ba2	1999/7/20	穩定					
巴西	BB-	2004/9/17	穩定	由 B+ 調升	B1	2004/9/9	穩定	由 B2 調升	BB-	2005/7/11	穩定	維持
科克群島	BB-	2005/4/5	穩定									
牙買加	B	2004/12/10	穩定	展望由負向調升	B1	2003/5/27	穩定	由 Ba3 調降				
烏拉圭	B	2004/7/21	穩定	由 B- 調升	B3	2004/10/11	負向	維持	B+	2005/3/7	穩定	由 B 調升
波利維亞	B-	2005/6/7	負向	展望由穩定調降	B3	2003/4/16	穩定	由 B1 調降	B-	2004/3/17	穩定	
巴拉圭	B-	2004/7/26	穩定	由 SD 調升	Caa1	2003/4/28	穩定	由 B2 調降				
蘇利南	B-	2004/8/3	穩定	由 SD 調升	B2	2004/2/3	穩定					
厄瓜多爾	CCC+	2005/6/20	穩定	由 B- 調降	Caa1	2004/2/24	穩定	由 Caa2 調升	B-	2004/10/7	穩定	由 CCC+ 調升
貝里斯	CCC-	2005/6/1	負向	由 CCC 調降	B3	2005/6/7	負向	由 B2 調降				
尼加拉瓜					Caa1	2003/6/30	穩定	由 B2 調降				
阿根廷	B-	2005/6/1	穩定	由 SD(選擇性違約)調升	B3	2005/6/29		由 Caa1 調升	DDD	2005/6/3	超出觀察評級	維持
格瑞納達	SD(選擇性違約)	2004/12/30		由 B- 調降								
多明尼加	B	2005/6/29	穩定	由 SD 調升	B3	2005/5/24	穩定	展望由負向調升	B-	2005/7/19	穩定	由 DDD 調升
委內瑞拉	>B+	2005/8/12	穩定	由 B 調升	B2	2005/5/10	穩定	維持	B+	2004/9/20	穩定	由 B- 調升

1. 標準普爾(S&P)與穆迪(Moodys)長期信用評等

等級	標準普爾	穆迪
最高品質 (Best quality)	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
高品質 (Highest quality)	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
中上程度 (Upper medium)	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
中等程度 (Medium)	BBB	Baa2
	BBB-	Baa3

2. 評等展望說明

正向(Positive)-表示該評級可能升級

負向(Negative)-表示該評級可能降級

發展中(Developing)-表示事件尚在發展中，狀況未明評級可能升級亦可能降級

穩定(Stable)-代表該評級不致於有所變動

3. 表格中，深黃色框表示最新更新資料,淡黃色框表示當月更新資料。