

中華民國期貨商業同業公會委託研究計畫

期貨商承作店頭衍生性商品  
之可行種類及配套措施

研究報告

主持人：李存修

研究助理：張婷婷

王慈徽

中華民國九十六年七月

## 目錄

壹、前言.....	- 7 -
一、台灣期貨市場發展概況.....	- 7 -
二、期貨商新種業務之發展空間.....	- 9 -
貳、當前國內店頭衍生性商品市場之交易概況.....	- 11 -
參、店頭市場各類衍生性商品之成長潛力評估.....	- 15 -
一、利率.....	- 15 -
(一)商業本票.....	- 15 -
(二)公債.....	- 17 -
(三)公司債.....	- 18 -
二、匯率.....	- 20 -
三、權益證券(股票).....	- 21 -
四、商品.....	- 23 -
五、信用.....	- 26 -
六、綜合總結.....	- 30 -
肆、期貨商經營店頭衍生性商品之可行種類與經營型態.....	- 32 -
一、目前期貨商所面臨的困境.....	- 32 -
二、經營店頭衍生性商品可能遇到的問題.....	- 32 -
三、經營店頭市場衍生性商品之建議.....	- 33 -
四、業務項目與經營方式.....	- 34 -
(一)外匯保證金交易.....	- 34 -
(二)結構型商品.....	- 38 -
(三)客製化商品設計.....	- 40 -
(四)引進現有國外市場商品.....	- 42 -
(五)匯率或利率衍生性商品.....	- 42 -

(六)與其他金控子公司之交叉銷售 .....	- 44 -
(七)差價契約 (contract for difference) .....	- 45 -
五、小結.....	- 52 -
伍、期貨商經營店頭衍生性商品時之配套措施.....	- 54 -
一、資本問題.....	- 54 -
二、人才問題.....	- 56 -
三、由 OTC 衍生性商品之管理規範探討經營之風險管理及規範.....	- 59 -
(一) 證券商內部審核及決議 .....	- 61 -
(二) 經營之一定條件限制 .....	- 62 -
(三) 主管機關核准及相關申報規範 .....	- 64 -
(四) 可交易之 OTC 商品種類 .....	- 66 -
(五) 與交易人交易時注意事項 .....	- 71 -
(六) 風險管理與內部控制 .....	- 72 -
(七) 小結 .....	- 76 -
陸、結論與建議.....	- 77 -
參考文獻.....	- 83 -

## 圖目錄

圖 1：TAIFEX 期貨契約歷年之總成交口數（資料來源：台灣期貨交易所）	- 8 -
圖 2：TAIFEX 期貨契約總成交口數之年成長率（資料來源：台灣期貨交易所）	- 8 -
圖 3：銀行交易衍生性金融商品成長率（資料來源：中央銀行）	..... - 14 -
圖 4：商業本票(31-90 天)之次級市場利率（資料來源：中央銀行）	.... - 16 -
圖 5：短期票券與商業本票之月交易金額及流通餘額（資料來源：中央銀行、行政院主計處）	..... - 16 -
圖 6：公債發行餘額與交易金額（資料來源：中央銀行）	..... - 17 -
圖 7：公債發行餘額與交易金額（資料來源：主計處、證期局）	..... - 18 -
圖 8：五年期公司債之發行利率（資料來源：主計處）	..... - 19 -
圖 9：五年期公司債之發行利率（資料來源：主計處）	..... - 19 -
圖 10：新台幣對美元匯率走勢（資料來源：中央銀行）	..... - 20 -
圖 11：進出口金額、直接投資、有價證券投資及外匯交易淨額（資料來源：中央銀行）	..... - 21 -
圖 12：發行量加權股價指數走勢（資料來源：證券交易所）	..... - 22 -
圖 13：台灣證券交易所每月成交金額（資料來源：中央銀行）	..... - 23 -
圖 14：黃金價格走勢圖（資料來源：倫敦金屬市場協會以匯率換算）	... - 24 -
圖 15：每年黃金之進出口金額（資料來源：關稅總局）	..... - 25 -
圖 16：黃金期貨交易量（資料來源：台灣期交所）	..... - 26 -
圖 17：本國銀行逾放比與信用卡之 NPL（資料來源：金管會銀行局、票據交換所）	..... - 27 -
圖 18：本國銀行廣義逾期放款金額（資料來源：金管會銀行局）	..... - 28 -
圖 19：信用卡轉銷呆帳及毛退票金額（資料來源：金管會銀行局）	..... - 29 -

圖 20：銀行業經營信用違約交換交易量（資料來源：中央銀行）.....	- 30 -
圖 21：2006 年底各專營期貨商之資本額（資料來源：期貨交易所）....	- 54 -
圖 22：2006 年底各專營期貨商之資本額與調整後資本額比較（資料來源：期貨交易所）.....	- 54 -
圖 23：期貨商與銀行、證券商之平均資本額（資料來源：期貨交易所、中央銀行、台灣證券交易所）.....	- 56 -
圖 24：國內期貨從業人員登錄人數（資料來源：期貨商同業公會）.....	- 57 -

## 表目錄

表 1：2006 年銀行、券商之店頭衍生性商品交易量與期貨交易所交易量之比較 .....	- 11 -
表 2：銀行間衍生性商品交易金額（資料來源：中央銀行）.....	- 13 -
表 3：各種可發展店頭衍生性商品之標的物綜合比較.....	- 30 -
表 4：CFD 與期貨之異同 .....	- 47 -
表 5：期貨從業人員登錄人數（資料來源：期貨商同業公會）.....	- 57 -
表 6：期貨從業員工人數統計變動（資料來源：金管會證期局）.....	- 58 -
表 7：期貨商業務員報考人數統計（資料來源：金管會證期局）.....	- 59 -

## 壹、前言

### 一、台灣期貨市場發展概況

台灣期貨交易市場始自 1992 年「國外期貨交易法」的實施，而自 1994 年起主管機關核准了第一家合法的期貨經紀商，當時期貨交易人可經由此合法管道交易國外的期貨，而主管機關為財政部期貨管理委員會(後改制為金融監督管理委員會證券期貨局)；而後至 1997 年「期貨交易法」實施後，才逐漸建立起本國的期貨商品及交易市場，於同年九月，期貨交易所(TAIFEX)正式成立，於 1998 年推出台灣第一檔期貨商品--「臺灣證券交易所發行量加權股價指數期貨契約」，隨後並因應市場需求而陸續推出各種期貨及選擇權商品，各商品成交量亦隨著交易愈趨活絡而與日俱增。

由圖 1 可以發現，台灣期貨交易所隨著新商品不斷推陳出新，交易量每年均有相當的成長，至 2006 底，一年的總交易口數已達到 1.1 億口，目前期貨交易所總共推出十四種商品，2006 年日均交易量亦達 46 萬口；雖然自 2005 年至 2006 的成長率仍有 24%(見圖 2)，可看出台灣的期貨交易市場仍然處於成長階段，然而成長率卻有趨緩的現象。

圖 1：TAIFEX 期貨契約歷年之總成交口數 (資料來源：台灣期貨交易所)

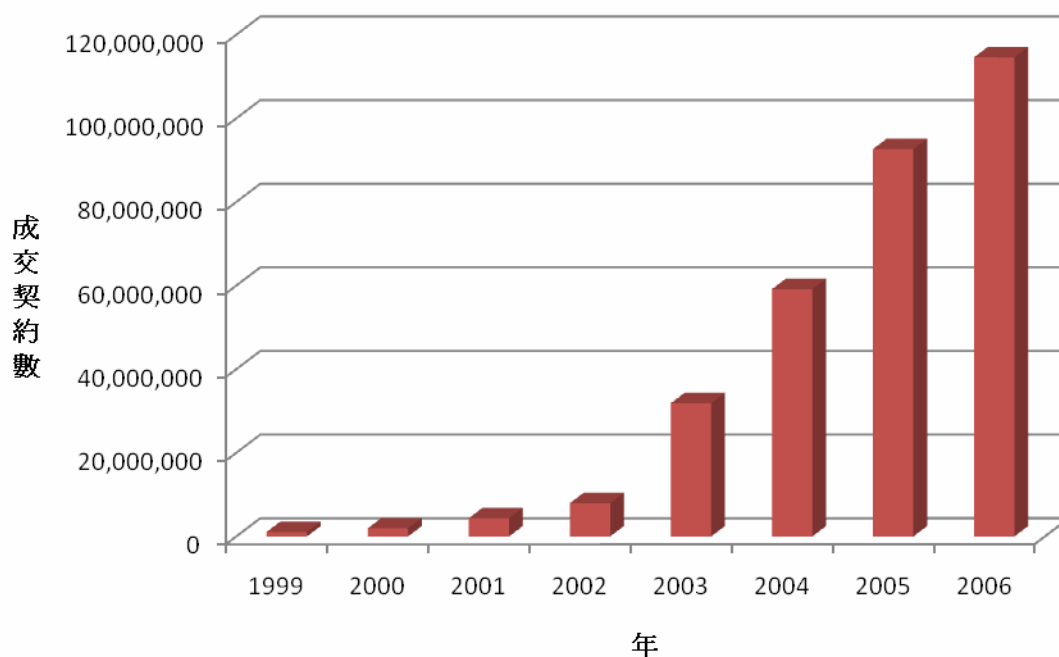
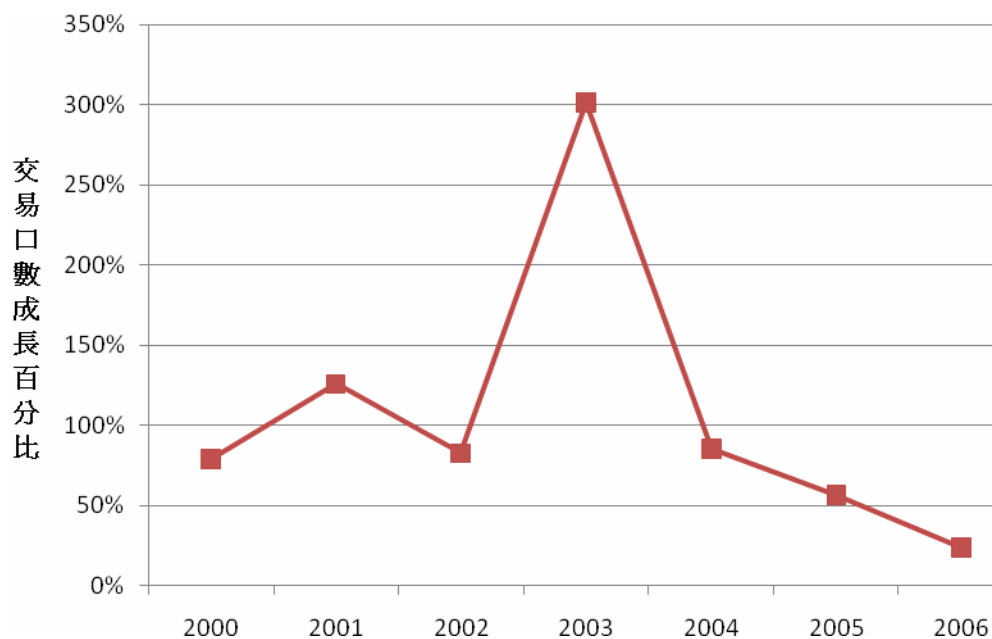


圖 2：TAIFEX 期貨契約總成交口數之年成長率 (資料來源：台灣期貨交易所)



再由 2006 年專營期貨商之獲利來看，在 22 家專營期貨商當中，共有 16 家獲利，稅前純益總金額約為 20 億元，但其中約有 10 億是來自營業外利益，亦即營業外利益占了總純益的 50% 左右。為提高期

貨商之本業獲利，除設法舒緩期貨商間的價格競爭之外，應可考慮增加其營業項目，創造更多的商機。

## 二、期貨商新種業務之發展空間

根據期貨交易法第三條規定：「本法所稱期貨交易，指依國內外期貨交易所或其他期貨市場之規則或實務，從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之…契約之交易…」。同法第六十五條規定：「非期貨商除本法令有規定者外，不得經營期貨交易業務。」由期交法第三條觀之，期貨商所能經營之業務乃第三條所規範之種類，而可交易之場所，除本國期交所外，亦應包括「其他期貨市場」，其他期貨市場悉指國內外期貨交易所之外的期貨市場，理應包括店頭市場在內；而循第六十五條之規範，銀行、券商等非期貨商應在法令另有規定的情況下，始能經營期貨交易的業務。

然而，期交法第三條又規定：「非在期貨交易所進行之期貨交易，…得經財政部於主管事項範圍內或中央銀行於掌理事項範圍內公告，不適用本法之規定」，因此目前銀行、券商等非期貨商業者卻因為中央銀行及金管會的同意及開放，可承做多項店頭衍生性商品，而得以跨足衍生性金融商品交易；期貨商可交易範圍卻因法律之限縮，導致在沒有經財政部、央行特殊核可之下，期貨商可經營之項目僅限於在台灣期貨交易所交易的期貨商品。

因此本研究計畫欲藉探索目前台灣店頭衍生性商品市場之概況，來探討期貨商經營店頭衍生性金融商品之可行性，以及具發展潛

力的商品類型及經營型態，另外也將從風險控管、人才、資本等方面來探討期貨商經營店頭市場衍生性商品時應具備的條件。

## 貳、當前國內店頭衍生性商品市場之交易概況

目前台灣 OTC 衍生性商品的主要交易者為銀行及證券商。於 2006 年中，銀行的店頭衍生性商品交易總金額約 75 兆元，證券商交易金額亦達到 10 兆元。OTC 市場中交易的商品類型可依標的物約略分為幾大類，分別為利率、匯率、權益證券、商品、信用、債券及結構型商品，表 1 所示為各類商品於 2006 年之交易量。

表 1：2006 年銀行、券商之店頭衍生性商品交易量與期貨交易所交易量之比較

商品種類	銀行交易量 (單位:百萬元)	券商交易量 (單位:百萬元)	期貨商交易量 (單位:口)
<b>一、利率有關契約(Interest Rate Contracts)</b>			
1.遠期利率協議(FRA)	1,051,571		
2.換利(IRS)	7,449,200	444,883	
3.買入選擇權(Bought Options)	1,514,088	45,444	
4.賣出選擇權(Sold Options)	1,542,225		
5.利率期貨			40
<b>二、匯率有關契約(Foreign Exchange Transactions)</b>			
1.遠期契約(Outright Forwards)	14,796,458		
2.換匯(Fx Swaps)	32,881,758		
3.換匯換利(Currency Swaps)	1,539,471		
4.買入選擇權(Bought Options)	6,562,431		
5.賣出選擇權(Sold Options)	6,331,663		
6.外匯保證金交易(銀行對顧客市場)	1,228,931		
<b>三、權益證券有關契約(Equity-linked Contracts)</b>			

1.股權選擇權		1,467	
2.認購(售)權證		32,345	
3.股價指數期貨			13,930,545
4.股價指數選擇權			100,597,092
5.銀行業權益有關契約交易	41,270		
<b>四、商品有關契約(Commodity Contracts)</b>			
1.黃金期貨			35,027
2.銀行業商品有關契約交易	59,655		
<b>五、信用有關契約(Credit Contracts)</b>			
1.信用違約交換(Credit Default Swap)	61,607		
2.賣出信用違約選擇權(Sold Credit Default Options)	33		
3.其他(Other)	486		
<b>六、債券有關契約</b>			
1.債券選擇權		484,020	
2.債券期貨			40,675
3.債券融券交易		8,974,600	
4.債券借券交易		25,500	
<b>七、交換</b>	9,499		
<b>八、轉換公司債資產交換</b>			
1.固定收益交易		29,467	
2.選擇權交易		28,573	
<b>九、結構型商品交易</b>		27,036	
<b>合計</b>	<b>75,070,346</b>	<b>10,093,335</b>	<b>114,603,379</b>

由銀行的店頭衍生性商品交易來看，當中匯率類交易占銀行所有衍生性商品交易的 84%，金額約 63 兆，其次則為利率類商品，約占總交易量的 15%；而不論是匯率或是利率類衍生性交易，都和銀行原本的業務有較高的相關性，這有可能是由於銀行本身握有之資產而衍生出之相關避險需求，或是由於銀行既有客戶的需求而產生的龐大交易量。

由證券商金額中最大宗者為債券融券交易，總金額近 9 兆元，占了證券商衍金商品交易量的 89%。

銀行過去五年店頭衍生性商品之成交量當中，仍然以匯率有關契約的交易量最大，利率有關契約次之。過去歷年成長率資料(表 2)顯示，匯率有關契約因佔銀行衍生性商品交易量之 80%，平均複合年成長率達 37.6%；利率有關契約近五年之交易金額約佔 15%左右，其複合年成長率亦達 39.7%；商品類契約之成長率自 91 至 93 年間高度成長之後，於 94 及 95 年間便呈現衰退，反觀信用有關契約在 94 至 95 年間大幅成長，尤其 95 年較 94 年成長了 112%。個別契約成長率與全部契約成長率如圖 3。

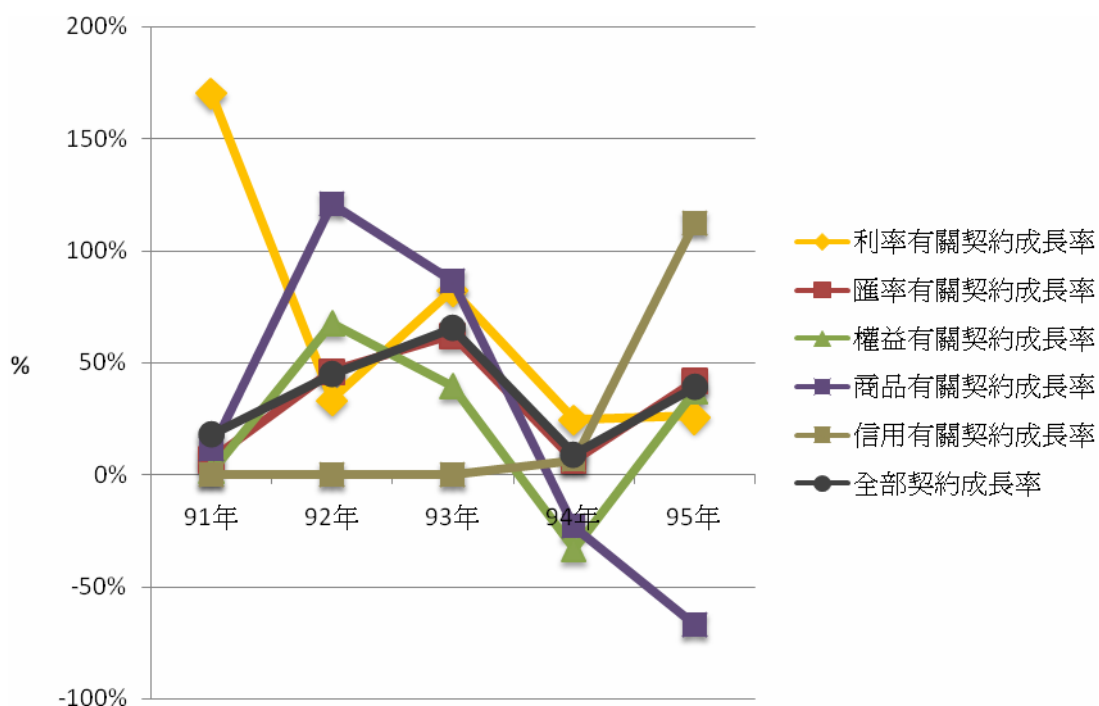
表 2：銀行間衍生性商品交易金額 (資料來源：中央銀行)

年		利率 有關契約	匯率 有關契約	權益證券 有關契約	商品 有關契約	信用 有關契約	其他 有關契約	契約合計
91	金額	3,032,167	17,328,411	19,272	57,046	0	0	20,436,896
	比例	15%	83%	0%	0%	0%	0%	98%
	成長率	170%	7%	1%	11%	--	--	18%

92	金額	4,045,170	25,343,573	32,264	125,878	0	0	29,546,885
	比例	13%	83%	0%	0%	0%	0%	97%
	成長率	33%	46%	67%	121%	--	--	45%
93	金額	7,376,325	41,109,785	45,001	234,344	27,470	0	48,792,925
	比例	15%	82%	0%	0%	0%	0%	97%
	成長率	82%	62%	39%	86%	--	--	65%
94	金額	9,174,797	43,751,485	30,088	179,784	29,271	2	53,165,427
	比例	17%	80%	0%	0%	0%	0%	97%
	成長率	24%	6%	-33%	-23%	7%	--	9%
95	金額	11,557,084	62,111,781	41,270	59,655	62,126	9,499	73,841,415
	比例	15%	81%	0%	0%	0%	0%	96%
	成長率	26%	42%	37%	-67%	112%	474850%	39%

\*信用有關契約自 93 年 1 月份開始統計，其他有關契約自 94 年 1 月份開始統計。

圖 3：銀行交易衍生性金融商品成長率 (資料來源：中央銀行)



## 參、店頭市場各類衍生性商品之成長潛力評估

欲成為較適當的衍生性金融商品，應該需要具備有兩個要件，第一是具有充足的現貨市場交易量，第二是其價格具有較高的波動性。而在目前台灣銀行業及證券業目前所有之 OTC 衍生性商品當中，大致可分為五大類，分別為利率、匯率、權益、商品及信用，以下就這五種商品逐一分析評估其成長之潛力及發展為期貨商 OTC 商品之可行性。

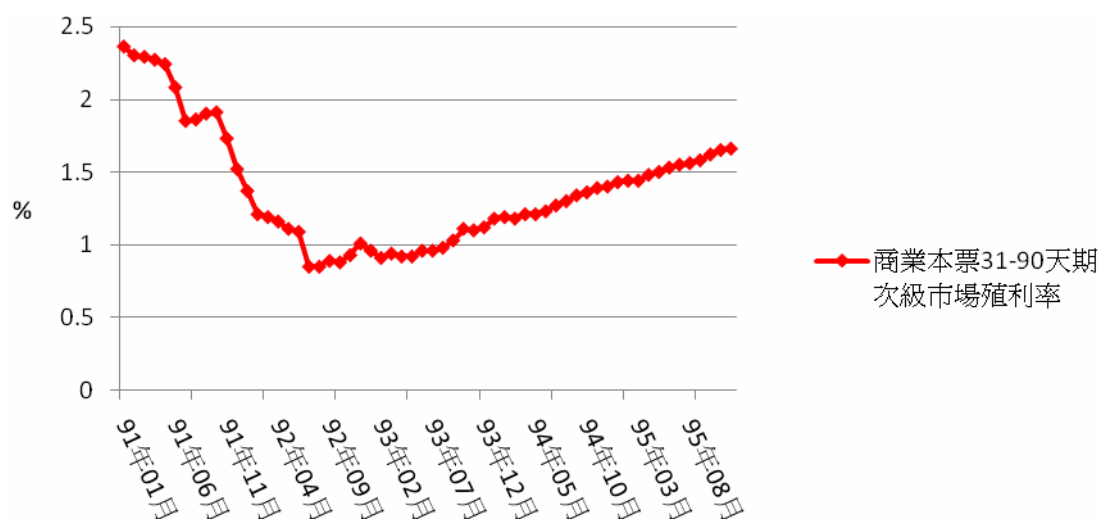
### 一、利率

利率依交易時間之長短大致可以分為長期利率及短期利率，而在短期票券市場利率中，以商業本票之交易量及餘額占市場的最大宗；至於長期利率，則以公司債及公債的交易量較大。

#### (一)商業本票

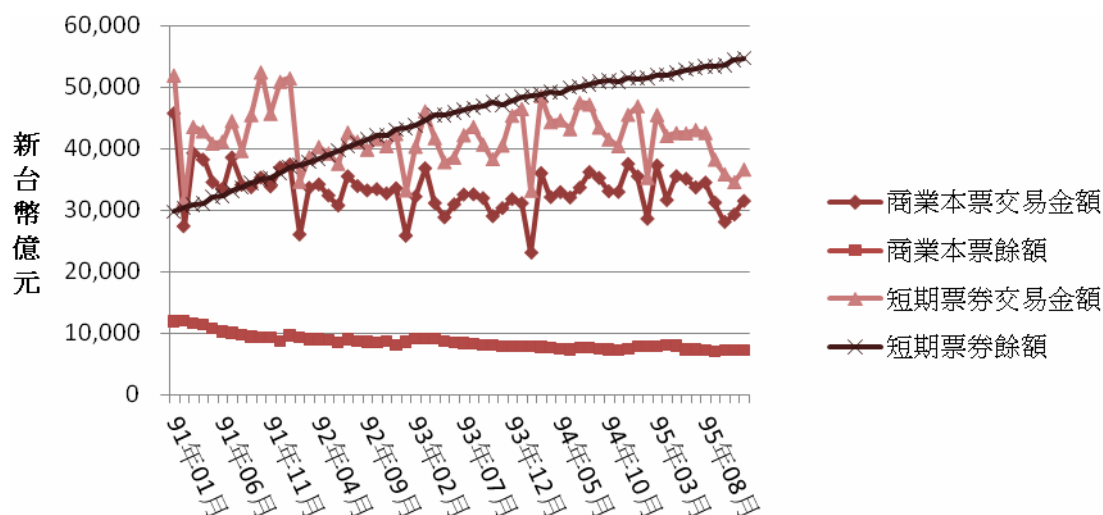
就 31-90 天期的商業本票利率波動來看，91-95 年的月平均利率約為 1.374%，其過去五年來的每月變化如圖 4 所示，我們可以看出自 92 年中開始，商業本票利率即呈現緩升現象，這可能是受到國際利率不斷走高及央行升息的影響，但整體來說國內商業本票的利率波動性並不算太大，即便利率走升，每月也僅有些微的變化。

圖 4：商業本票(31-90 天)之次級市場利率 (資料來源：中央銀行)



台灣短期票券月交易量大約在 3 兆至 5 兆之間，而占短期票券金額最高之而商業本票，在近五年來中之月均平均交易金額為 3.3 兆元，如圖 5 所示：

圖 5：短期票券與商業本票之月交易金額及流通餘額 (資料來源：中央銀行、行政院主計處)



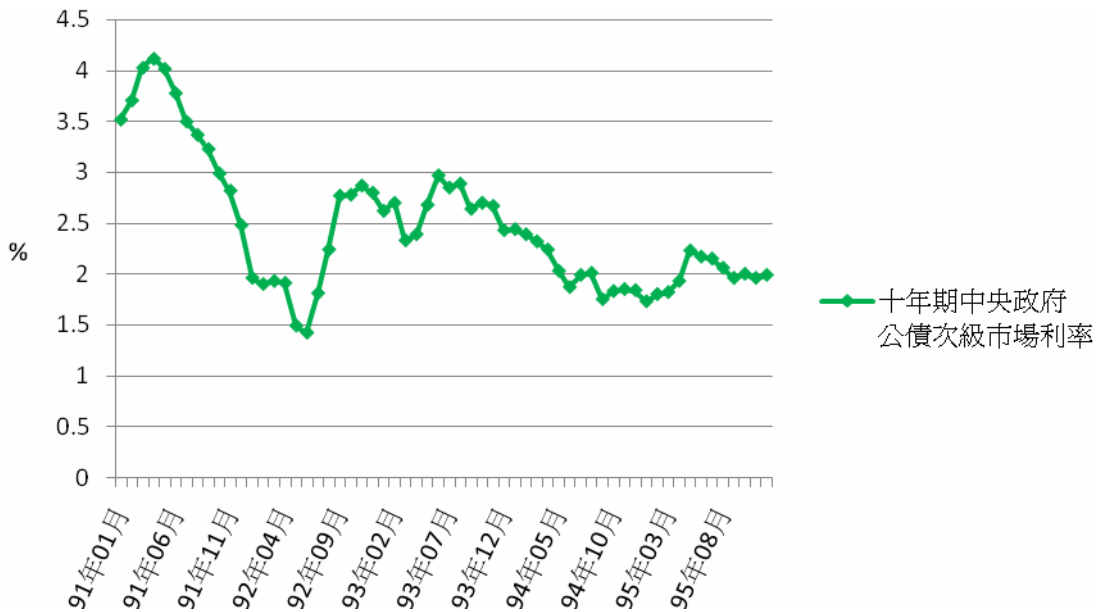
雖然商業本票近年來的利率變動不大，但鉅額的交易量會使利率的波動幅度造成的損益放大，因此產生避險上的需求，故商業本票應

該可以成為期貨商推行之 OTC 新商品的選擇之一。

## (二)公債

以交易量最大的 10 年期公債來看，其 91-95 年次級市場殖利率年利月平均大約在 2.461%左右，由波動幅度來看，略比商業本票來得大，94 年至 95 年之間，10 年公債殖利率維持在 1.5%至 2.5%之間，與 91 至 93 年期間相較，波動明顯較小，其變化情形如圖 6。

圖 6：十年期公債利率走勢圖 (資料來源：中央銀行)



公債(不含附條件)之總交易量起伏變化十分大，月交易量低可至 2 兆元，高可至 14 兆，交易市場規模比商業本票大，91-95 年月平均交易金額達到 6.8 兆，約是商業本票交易金額的兩倍，歷年月交易金額如圖 7 所示。

圖 7：公債發行餘額與交易金額 (資料來源：主計處、證期局)

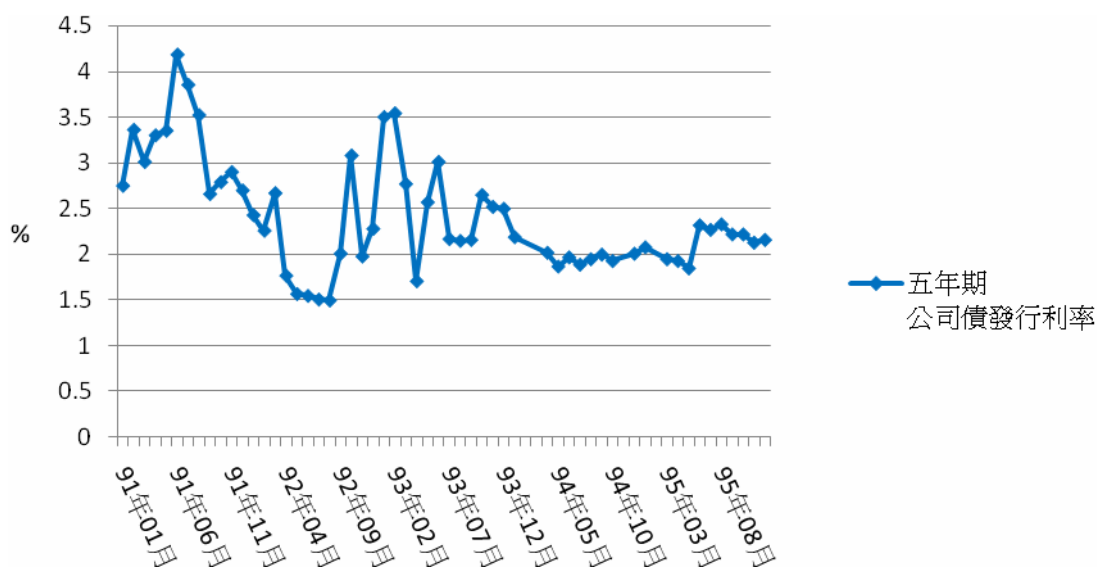


由公債之利率波動及交易量來看，利率受到國際利率情勢及國內的影響，於 94 年起就一直在 2% 上下小幅波動，雖然近年來利率波動不甚大，但在鉅額交易之下其損益差距仍十分可觀，不論是投資或是避險的需求均存在，因此應該也是一個可發展的 OTC 商品選項。

### (三) 公司債

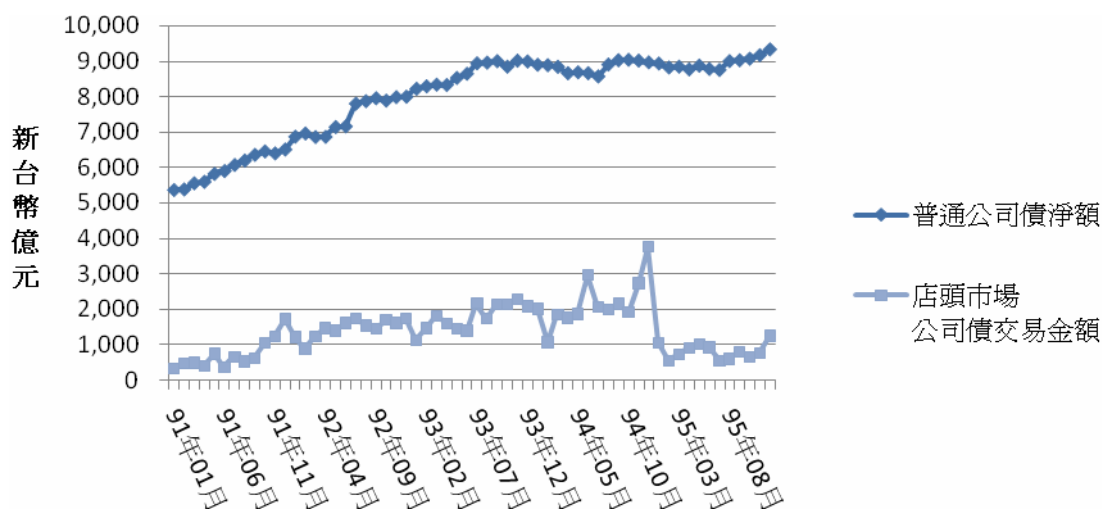
五年期的公司債為國內公司債市場之主力，其利率水準和公債相近，自 94 年起利率即在 2% 上下波動，且幅度甚小，但溯及至 2002 年時，波動性較公債大，各月利率可以相差至 100bp，變化情形如圖 8。

圖 8：五年期公司債之發行利率 (資料來源：主計處)



公司債交易量在 2002-2006 年平均月交易金額約 0.14 兆左右，金額與商業本票及公債相比，都小了許多，其金額大約只有商業本票的三十分之一左右，交易量約在 1000 億到 2000 億之間，如圖 9 所示。

圖 9：普通公司債發行淨額與交易金額 (資料來源：主計處)



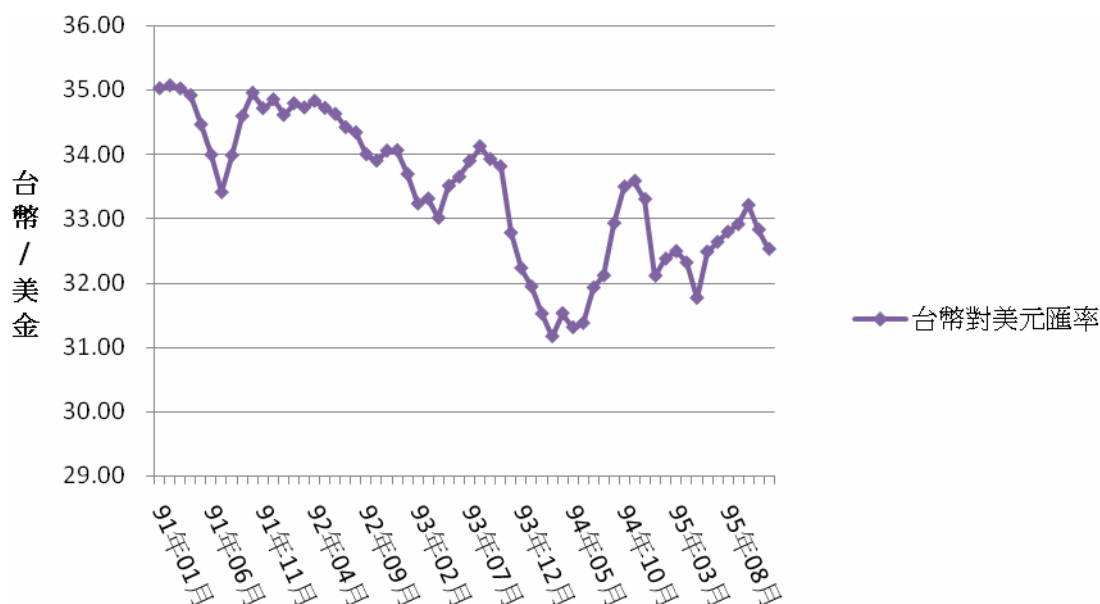
總體而言，雖然公司債近年來的利率與公債相仿，均在 2% 左右，但是由於公司債的交易量與公債及商業本票相比確實較小，其交易量

約為公債的六十分之一，商業本票的三十分之一，故在利率市場的商品中，利率風險之避險需求相對較低。

## 二、匯率

2002 年以來美元對台幣的匯率大致在 31 至 35 之間波動，平均匯率約為 33.427 台幣對 1 美元，2002 年以來之匯率走勢圖如圖 10。

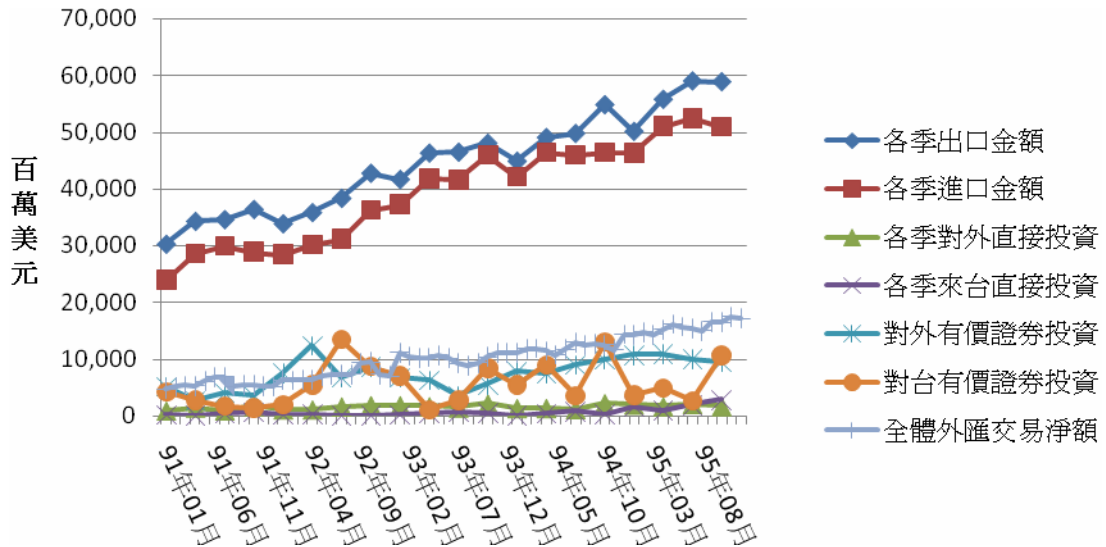
圖 10：新台幣對美元匯率走勢 (資料來源：中央銀行)



2002 年以來，每月平均之全體外匯交易淨額約為 10,171 百萬美金，換算台幣近 0.33 兆，就規模來說是比公債及商業本票的市場小上許多；但如果將我國每月進出口金額、直接投資金額及有價證券投資金額等與外匯有關交易一同考慮，上述三項之分別交易金額分別為 83,724 百萬美元、2216 百萬美元及 12,984 百萬美元，換算總共約新台幣 3 兆，如此一來將會發現雖然台灣外匯交易淨額並不大，但就國際貿易與投資的角度來看，其實有很大的外匯避險需求，歷年進出口

情形及交易狀況如圖 11。

圖 11：進出口金額、直接投資、有價證券投資及外匯交易淨額 (資料來源：中央銀行)

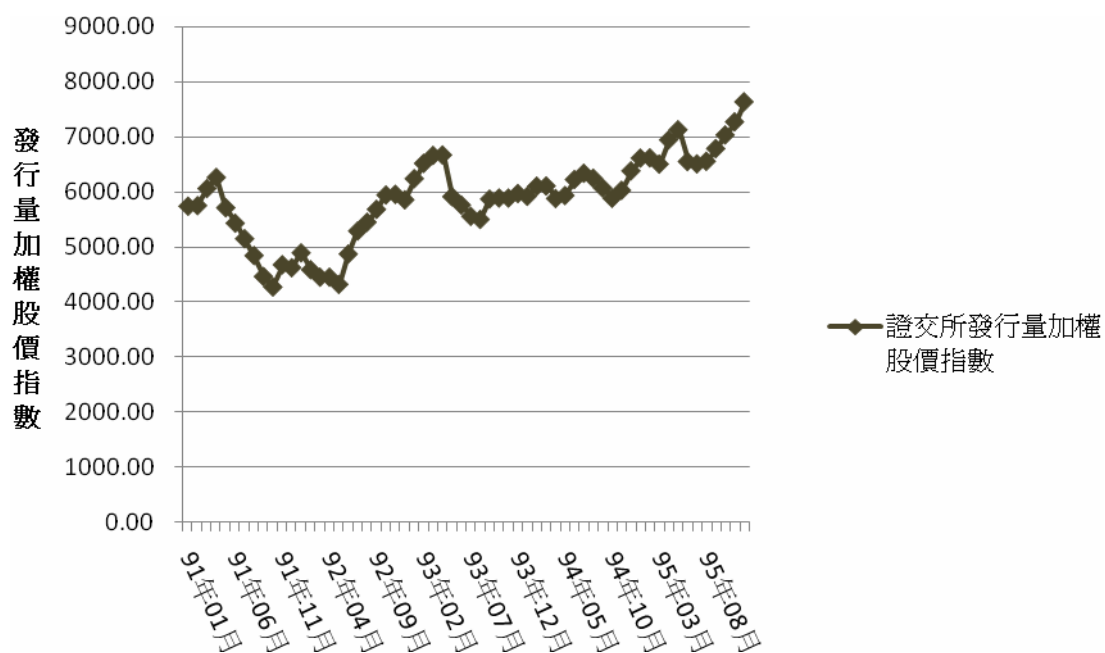


因此，雖然外匯交易淨額並不大，且匯率波動幅度也不算十分劇烈，但外匯市場仍是相當有的潛力的 OTC 商品，因為我國進出口金額相當大，國際投資活動也頗熱絡，匯率變動應是國內外廠商及投資機構的一大風險來源。然而，現今期貨交易所仍未有匯率相關產品，外匯衍生性商品交易集中於銀行業，期貨商之資本額小，並無足夠的資金可參與外匯衍生性商品交易，如要介入此一市場或可從外匯保證金之操作與管理切入。

### 三、權益證券(股票)

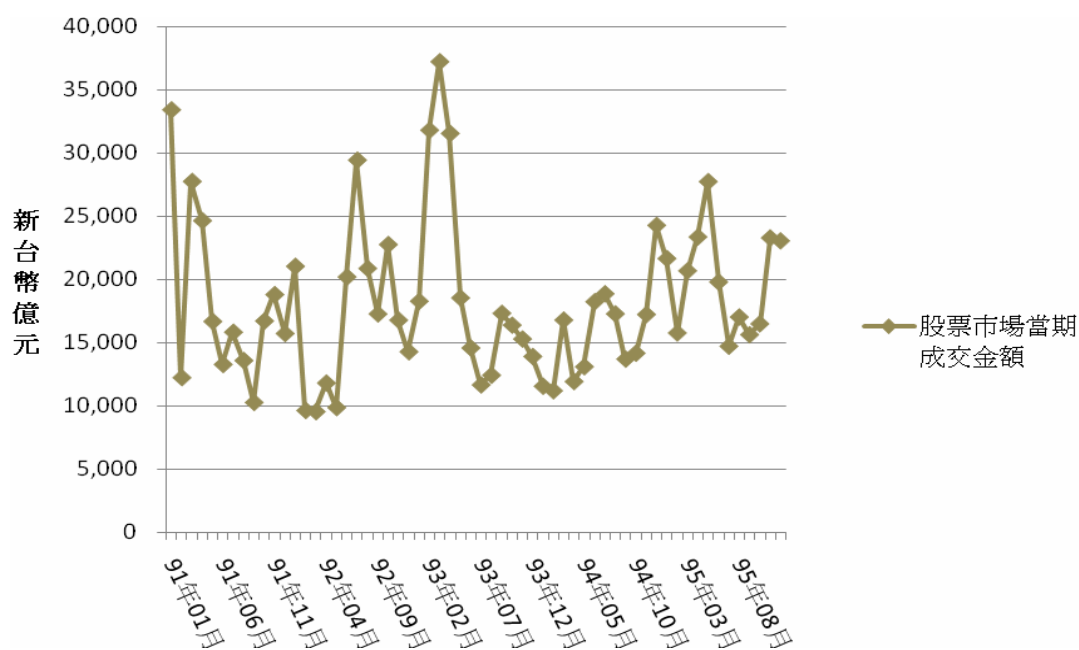
台灣 2002-2006 年的發行量加權股價指數波動甚大，波動範圍低至 4000 點，高至 8000，見圖 12。因此就波動幅度而言，開發以權益證券做為標的的 OTC 商品應該是有空間的。

圖 12：發行量加權股價指數走勢 (資料來源：證券交易所)



就其過去的交易量看來，每月的交易量並不穩定，小可至 1 兆，最高可至 3 兆多，各月交易量相差十分大，而月平均交易量約 1.8 兆（見圖 13）。

圖 13：台灣證券交易所每月成交金額 (資料來源：中央銀行)



由以上資料看來，股票市場同時具有足夠的波動性及現貨市場的交易量，頗適合做為 OTC 衍生性商品之標的，但是目前期交所已有許多股票指數的商品，商品的重疊問題以及所設計的 OTC 商品是否能和證券交易之認購(售)權證不同的定位，是最主要的考量重點。

#### 四、商品

在台交易的商品種類有許多種，但僅黃金市場略具規模，以下就黃金為例，說明台灣的黃金市場交易狀況。目前台灣黃金現貨交易較為混亂，不具有一個公開的交易場所，亦不具有統一的規格及報價，由於倫敦黃金市場為世界最大黃金交易市場，同時倫敦黃金市場 (LBMA) 早盤報價據統計和台灣黃金價格波動有十分高的相關性。因此以下的黃金報價藉具有公信力 LBMA 之早盤報價，再以台幣匯率換算之。

由圖 14 可看出，近五年來黃金月平均價格約在每兩 1 萬 4 千多元台幣，但波動性甚高，價格之標準差約 3 千多元台幣，變異係數達到 22%。

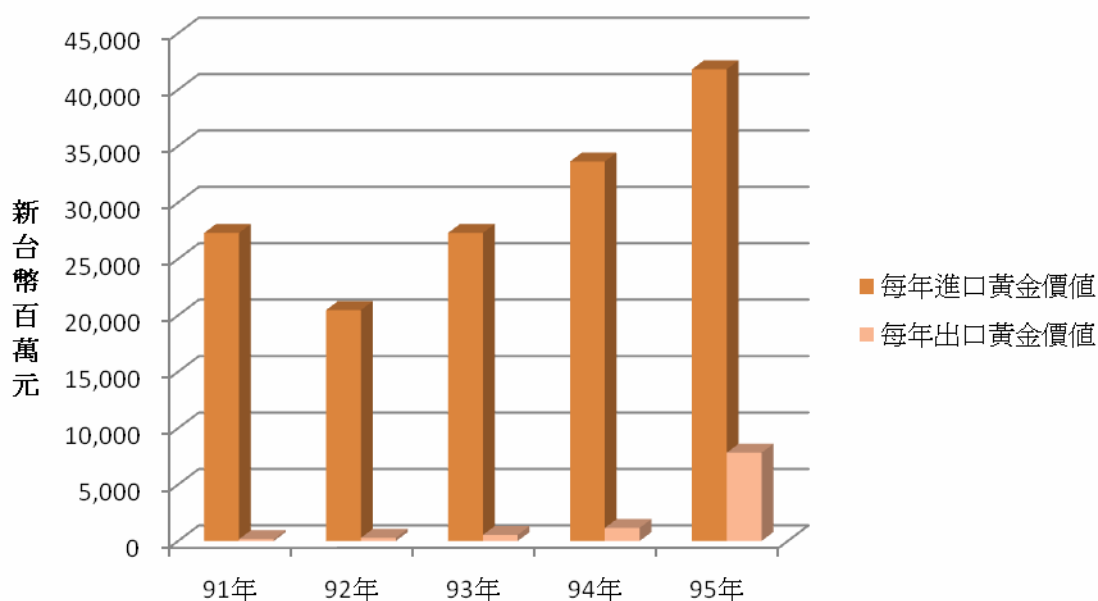
圖 14：黃金價格走勢圖 (資料來源：倫敦金屬市場協會以匯率換算)



由於台灣金市場並無一統一的交易中心，因此以下以台灣每年黃金進出口量及黃金期貨交易量來分別估算台灣黃金的實體及無實體的投資。

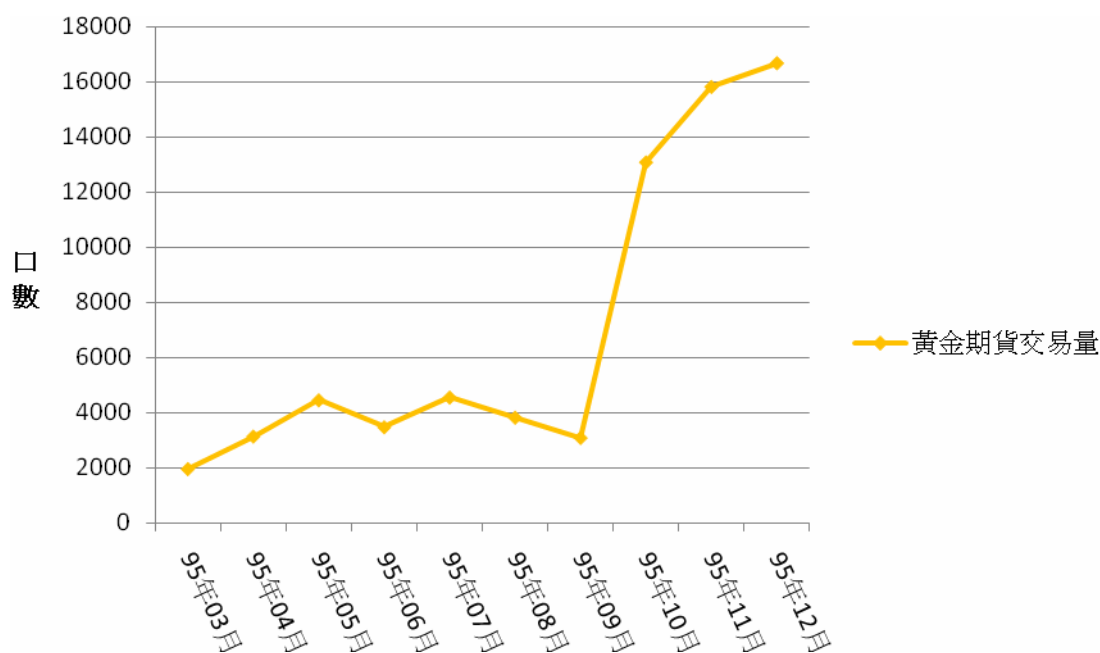
由圖 15 可看出，台灣平均每年黃金進口金額約在台幣 300 億左右，而出口金額約為台幣 20 億，從進出口差額(280 億)可以推論出台灣市場每年增加的黃金存量，其金額和其他市場相比之下並不算太大。

圖 15：每年黃金之進出口金額 (資料來源：關稅總局)



台灣黃金期貨的每月交易口數並不多，但從 95 年底開始受到國際黃金價格上漲的影響，交易量突然驟增，由每月平均 3000 口快速成長到每月 16000 多口，以每口 100 盎司，每盎司約 600 美元，美元匯率以 33 來推算，每月成交黃金期貨契約規模從 60 億元成長至 300 多億元（見圖 16）。

圖 16：黃金期貨交易量 (資料來源：台灣期交所)



由於過去三年黃金價格起伏頗大，黃金確實有成為 OTC 商品的潛力，但是國內實體的黃金交易紊亂，由國人交易黃金的習慣研判，應該有不小的比例是為了送禮或是儲蓄之用，用做投資的目的可能所占比例並不太高。OTC 商品與期交所才推出不久的黃金期貨商也有可能產生商品重疊的問題。如要推展 OTC 黃金衍生性商品，契約設計上須與黃金期貨有所區隔。

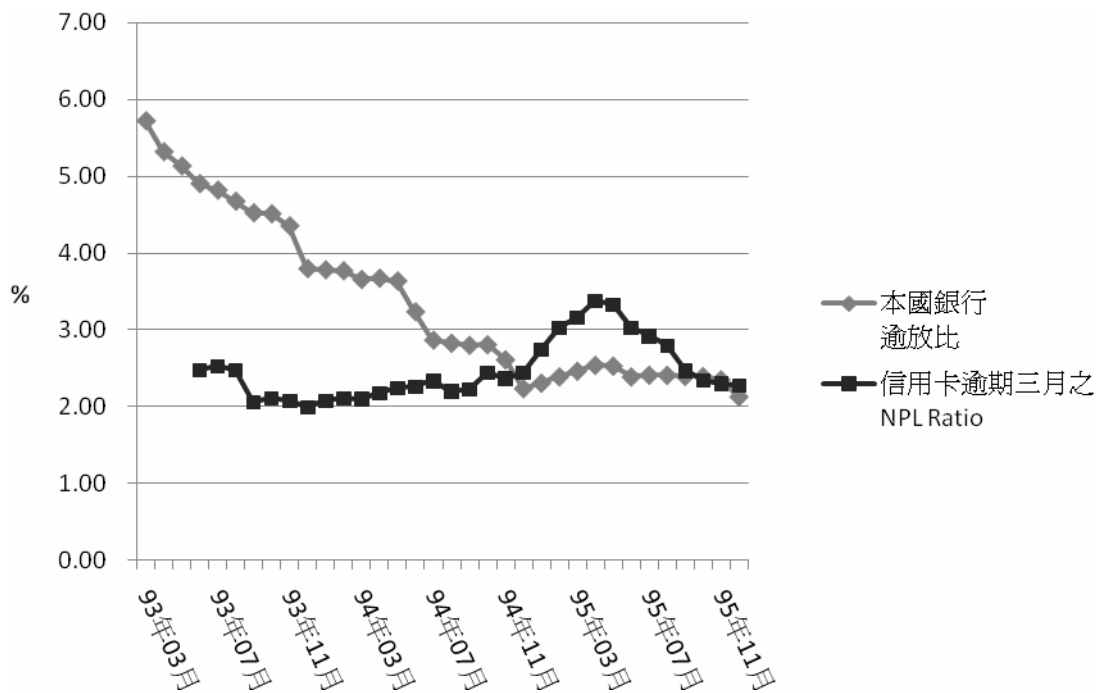
## 五、信用

根據 92 年證券商同業公會研究報告「信用衍生性金融商品研究」中之定義，信用衍生性金融商品(Credit Derivatives)乃指某種移轉信用風險的契約，一方支付風險貼水，而將標的資產( Reference Asset )的信用風險轉移給交易的對手(保證人)，當約定標的第三人之信用品質惡化時，保證人需依契約予以補償，藉此以規避當債務不

履行或信用風險上升時所造成的損失。

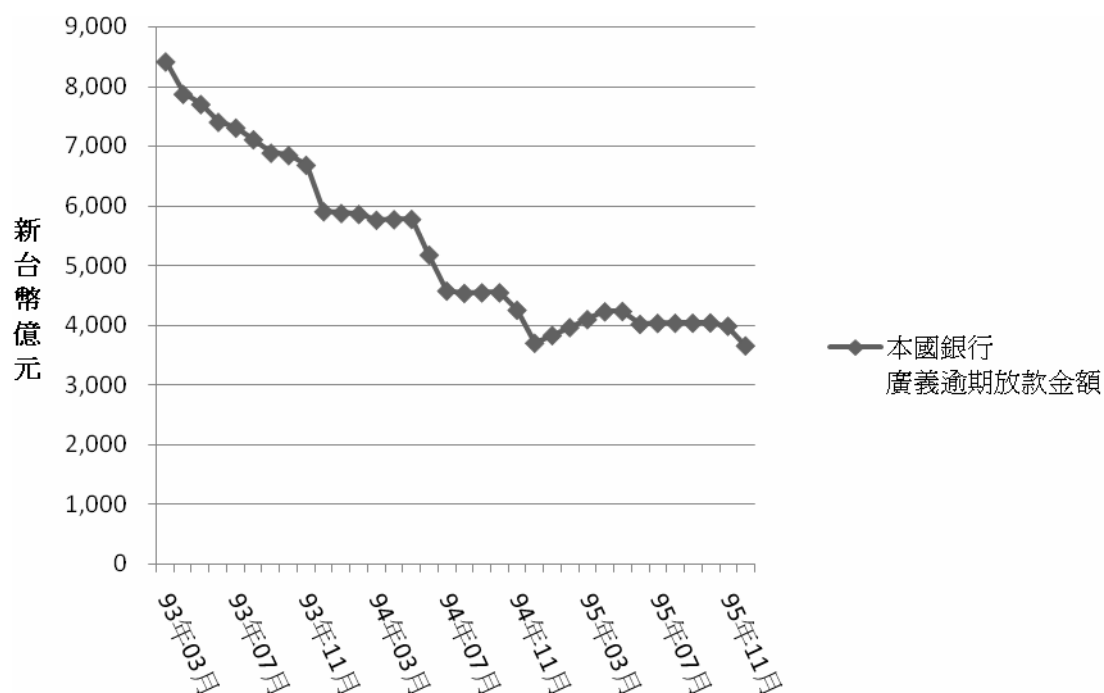
本國銀行的逾放比率大約從 94 年度中起就維持在 2%-3% 的穩定水準，而至 95 年起更是穩定的維持在 2.5% 左右，幾乎可以說是沒有什麼變化，只有信用卡逾期三個月之逾放比，在 95 年中有驟升的情形，應該是受到當時雙卡風暴的影響，導致信用卡債款無法收回，然而自 95 年底開始，信用卡逾放比又回復到原先 2% 的水平。因此不論是銀行整體放款之逾放比，或是信用卡之逾放比，均維持在相當穩定的水準（見圖 17）。

圖 17：本國銀行逾放比與信用卡之 NPL (資料來源：金管會銀行局、票據交換所)



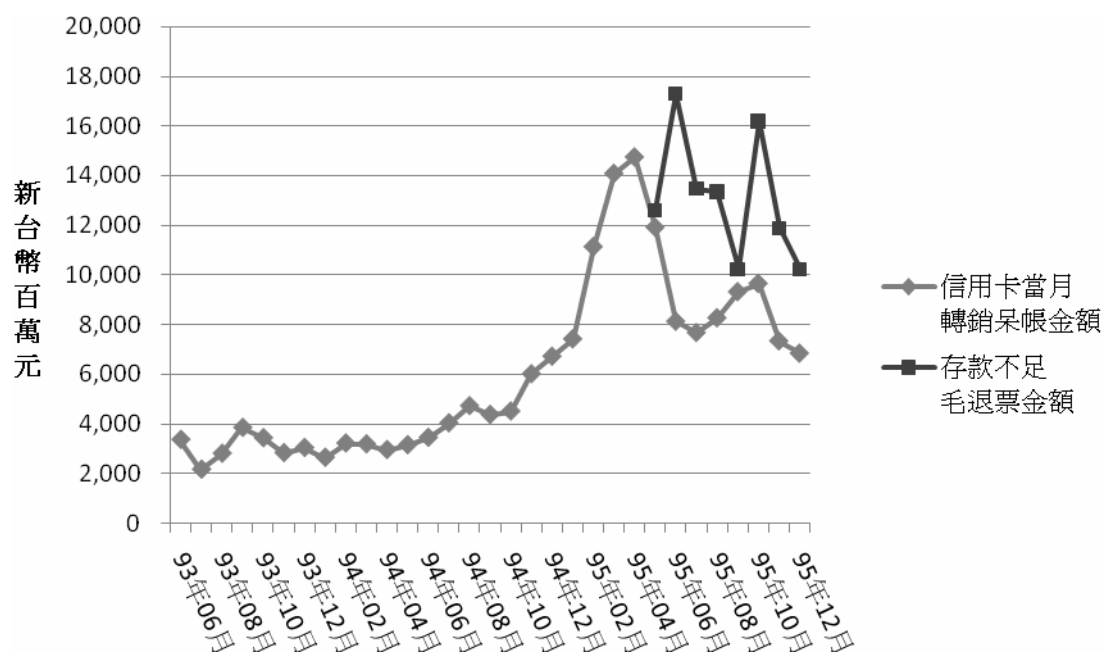
台灣銀行的逾放金額在 93 年初達到 0.9 兆元的高峰，但自 95 年起每月逾放金額就維持在 0.4 兆左右的穩定水準（見圖 18）。

圖 18：本國銀行廣義逾期放款金額 (資料來源：金管會銀行局)



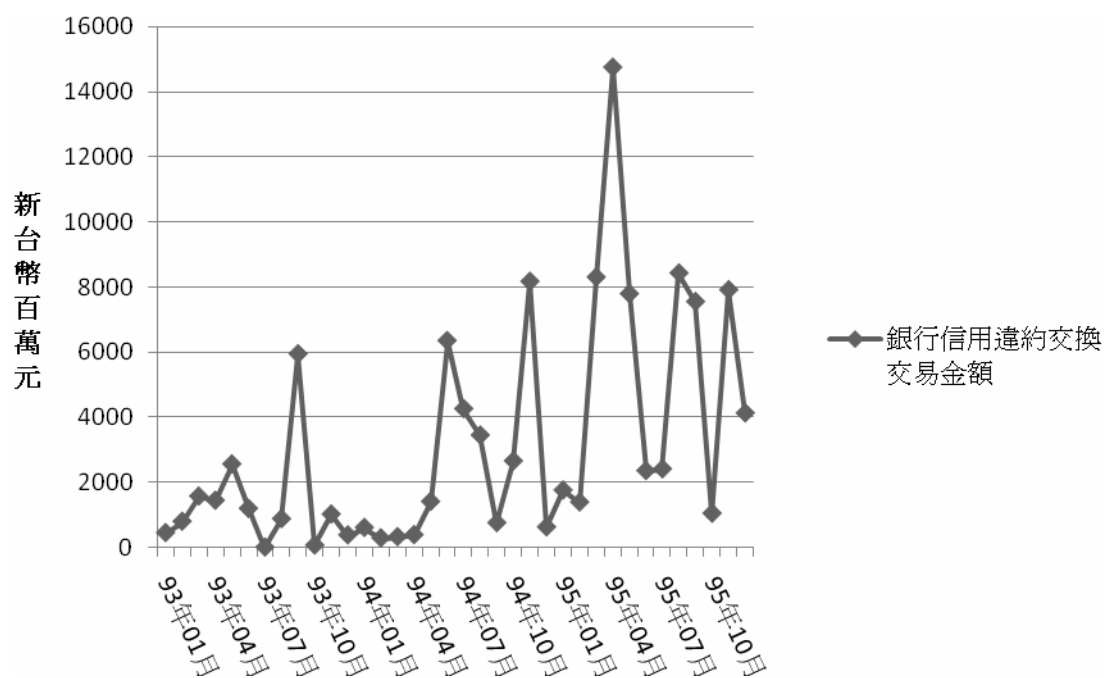
從信用卡轉呆帳金額來看，可以發現同樣是從 95 年起呆帳金額不斷飆升，然而到了 95 年末，呆帳金額似乎又要回到原先約 40 億的水平，由圖 19 可知信用卡呆帳金額在未來應維持波動不大的狀況，且金額亦甚小，因此較不具發展潛力。又由我國每月退票金額來看，雖然月份累積資料不足，但由金額亦可以研判出其退票金額應不大，發展潛力亦顯稍弱。

圖 19：信用卡轉銷呆帳及毛退票金額 (資料來源：金管會銀行局)



此外，根據 92 年證券商同業公會研究報告「信用衍生性金融商品研究」，在所有信用衍生性商品當中，其中信用違約交換(Credit Default Swap, CDS)在國際總體交易量當中佔最多。而在今年(96 年)3 月開放證券商之信用衍生性商品交易，目前獲開放經營信用衍生商品交易之證券商僅有三家(元大京華證券、大華證券、中信證券)，且至目前為止仍無交易金額產生。而銀行業之信用衍生商品之交易量金額近一年來每月交益兩平均約 56 億元 (見圖 20)，佔銀行經營店頭衍生性商品總交易金額不到 1%。因此在台灣目前店頭衍生性商品交易市場中，信用交換契約及其他信用型衍生商品仍處於起步的階段，未來仍有很大的發展空間。

圖 20：銀行業經營信用違約交換交易量 (資料來源：中央銀行)



## 六、綜合總結

由以上各市場波動性及交易量分析，加上目前銀行業及證券商的交易情形，可以彙整成表 3：

表 3：各種可發展店頭衍生性商品之標的物綜合比較

商品類型	利率			外匯	權益證券	黃金(商品)	信用
	商業本票	公債	公司債				
波動性	小	小	中	中	大	中高	小
現貨市場交易量	大	極大	小	大	大	小	小
銀行交易狀況	交易量大，年交易量 11 兆			極大，63 兆	小，0.04 兆	小，0.06 兆	小，0.06 兆
券商交易狀況	交易量中，年交易 0.49 兆			無	小，0.03 兆	無	無
期貨交易市場	交易量小			無	大	小	無

最適合發展成為店頭衍生性商品應是兼具波動性大及交易量大，同時最好是銀行業及證券商尚未涉足之市場，才能避開重疊競爭。至於原先期貨交易所的交易量若大，表示期貨商對此商品的開發應較熟悉，但會出現期交所商品與店頭商品的劃分問題。

## 肆、期貨商經營店頭衍生性商品之可行種類與經營型態

九十六年四月十七日假期交所舉辦的期貨商座談會中，與會的期貨商代表各自提出他們對於增加店頭衍生性商品業務之看法，發言內容整理如下：

### 一、目前期貨商所面臨的困境

期貨商經營業務收取手續費因為惡性競爭導致不斷下降，亦導致期貨商的獲利不斷下滑，數十間專營期貨交易商之獲利相當於期交所之獲利，如今確實需要新商品或新市場的開發來突破現有的經營困境。

### 二、經營店頭衍生性商品可能遇到的問題

#### 1. 資本不足

相較於銀行業及證券業，期貨商的資本額明顯較小，如此經營無法達到經濟規模，而在面對衍金這種高槓桿交易商品之下，更需要充足的資本額來彌補因市場波動而造成的風險。

#### 2. 風險可能過高

導因於資本額的不足，期貨商可能沒辦法完善的處理風險問題。

#### 3. 母公司態度

許多期貨商目前都是金控旗下子公司，在金控母公司的資源配置考量下，可能較願意支持資本額較大之子銀行或子券商從事店頭衍生性金融商品。

#### 4.風險分攤、關係人交易及分利問題

如果發行商品（期貨商自有資本適足比率之研究，九十一年）同時牽涉到銀行，甚至證券商，則在同一個母公司的體制下，關於風險分攤、關係人交易及利益分配等問題可能會產生。

#### 5.法規限制

台灣目前的法律限制、主管機關規範及立法速度，期貨商發展店頭衍生性金融商品並不容易，而且台灣法律對於金融商品的相關規範亦十分嚴格，解釋函令速度亦並不快，因此在法律架構未明之下，店頭市場之發展確有難度。

#### 6.交易人之專業知識

交易人對於期權這些新金融商品的認識可能還不足夠，那麼即使期貨商可以發展出新的商品，這些商品可以滿足多少的交易人，又可以為期貨商創造出多少的獲利仍是一個未知數，或許交易之對象將局限於高財富之族群或中小企業。

### 三、經營店頭市場衍生性商品之建議

#### 1.應和現有的店頭衍生性商品市場有所區隔

如果期貨商欲跨足店頭商品市場，勢必面臨到銀行業及證券業等相關開放經營店頭衍生性商品的金融產業的競爭。

#### 2.政府的態度

政府若能持開放的態度，新種店頭衍生性商品之業務或市場都會有較迅速的進展，業者也能有較大的揮灑空間。

### 3.人才部分應尚充足

目前就期貨商內部來看，人才並不會不足，且只要有利益自然就能吸引人才。

### 4.法規應明確規範

法規應明確規定哪些商品是可以承做的，而又要多少資本額才可以做，只要能先畫下明確的界線，則對期貨商而言，就只剩下商品的規畫及推行。

## 四、業務項目與經營方式

以下討論期貨商可能經營的店頭衍生性商品與可能的經營方式。

### (一) 外匯保證金交易

所謂外匯保證金業務乃指客戶繳交一定的保證金後，在業者所訂的槓桿倍數之內，從事各種外幣現貨的買賣操作。

交易釋例：

目前某甲於銀行開戶，基本保證金為1萬美元，允許操作倍數為20倍。開戶後，當時美元兌歐元的匯率為1歐元兌換1.4000美金，某甲判斷美金兌歐元匯率會下跌，故決定賣出美金，此時銀行報價00/10(報價多只報最後二位數，即：1.4000/1.4010)。於是在某甲的帳

戶內便記錄：賣出 200,000 美金，買進 142755.17 歐元( $200000 \div 1.4010 = 142755.17$ )。

後來美元兌歐元下跌，某甲決定出場，準備買進二十萬美元將帳戶內的美元空頭部位沖消掉。此時銀行報價為 1.4275/85。某甲買進 200,000 美元，賣出 140105.08 歐元( $200000 \div 1.4275 = 140105.08$ )。某甲帳戶美元部位被沖消，但歐元部位結餘 2650.09 歐元( $142755.17 - 140105.08 = 2650.09$ )。按平倉當時的美元兌歐元匯率 1.4275 折算成美元，某甲此筆買賣賺了 3783 美元( $2650.09 \times 1.4275 = 3783.00$ )，獲利佔所投資 10000 美元的 37.83%。

槓桿保證金交易最早出自於 1960 年代末期的美國，當時重金屬廠商為了規避持有現貨之風險而發展出長期槓桿契約，但美國槓桿交易市場至 1999 年時，市場已萎縮到僅存三家槓桿交易商，且均申請撤銷執照，使美國之槓桿交易市場名存實亡。近年來香港及新加坡為管理地下期貨交易，提供不法業者合法化之管道，分別於一九九四、一九九五年修訂法律，將非標準化之槓桿交易立法加以管理。但因此商品與銀行之外匯保證金交易及香港期交所之日轉期匯商品間具高度替代性，又商品本身不具避險功能，致交易量持續停滯不前（吳阿秋, 民 88）。

香港「證券及期貨條例」，將外匯保證金交易歸類為第三類受規管活動，投資者透過領有執照之仲介人之公司、銀行或個人來進行外匯保證金交易。投資人於領有執照之外匯保證金交易商開戶，在 20 倍之槓桿範圍內交易各種外幣，初始保證金 5%，若產生虧損致保證

金降至 3% 或以下，則會有 margin call，未於規定時間內補足保證金時，公司可將之斷頭（即強制平倉）。

新加坡的「證券及期貨法」亦將外匯保證金交易商列為證券及期貨等資本市場活動之七大主體之一，契約金額配合客戶需求，最高槓桿倍數亦為 20 倍。

日本的外匯保證金契約於集中市場交易，共有美元、歐元、英鎊、澳洲元、紐西蘭元、瑞士法郎、加拿大元等七種幣別，契約規格標準化，也有集中結算之功能。由於具集中市場之競價功能，也有結算機構之安全機制，成交量成長快速。

我國期貨交易法第三條將期貨交易定義為從事期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約，及槓桿保證金契約之交易行為，但目前國內仍未開放槓桿交易商的經營。根據期貨交易法規定，所謂槓桿保證金契約指當事人約定，一方支付契約價金一定成數之款項或取得他方授與之一定信用額度，而雙方于未來特定期間內，依約定方式結算差價或交付約定標的物之契約，為店頭市場交易的商品。目前央行所規定，由銀行業所經營之外匯保證金交易，即為槓桿保證金之一種（鄭水銓，民 94）。

民國八十五年臺北地方法院認為外幣保證金業務不屬於外匯業務（八十五年度易字第四七八二號判決），但臺灣高等法院則認為應歸屬外匯業務（八十五年度上易字第五八一四號判決），因此，雖然期交法中有槓桿保證金交易之法源，但因中央銀行為外匯主管機關，

故於民國九十二年中明訂外幣槓桿保證金交易為外匯衍生性金融商品之一種（「銀行辦理外匯業務管理辦法」第四條）。另於「銀行辦理外匯保證金交易代客操作業務管理辦法」中規定，銀行經央行許可後始可經營外幣保證金交易之代操業務（第三條），目前僅有二家銀行獲得許可，因此期貨商並不具備經營外匯保證金交易業務之條件。

目前各家指定銀行對客戶開戶最低金額門檻、最高槓桿倍數、原始及維持保證金比率及強制停損點均有不同之規定；目前金管會有意開放「期貨經營事業」從事外匯保證金代操業務，但下單時仍需經由中央銀行核可之銀行，形成雙層式之複委託業務。

至於外匯保證金交易之仲介或顧問業務，在央行的辦法中並未規範，因此期貨商可爭取經營外匯保證金交易之仲介或顧問業務。在仲介業務方面，期貨商可扮演交易輔助人之角色，引介客戶至指定銀行交易，賺取佣金。在顧問業務方面，期貨商可發展較好的交易策略或建立具買賣訊號之程式系統，為客戶提供買賣之建議。

期貨商經營外匯保證金交易之仲介或顧問業務的好處在於，(1) 僅賺取佣金或顧問費，風險不大，除營運資金外，並不需要太多額外的資本；(2) 期貨商擁有對期貨交易較熟悉的客戶，要發展上述業務並不困難；(3) 國外之外幣期貨與外幣保證金交易可以策略性結合，形成多元化的操作策略；(4) 期貨商本來就經營國外之外幣期貨交易經營業務、操作及研究之人才並不缺乏；(5) 若為金控旗下之期貨商，可與銀行業務產生互補，金控本身應會有較正面的支持。(6) 央行相關規範尚未涉及此一部份，只要金管會同意即可。

## （二）結構型商品

依證券櫃檯買賣中心之定義，所謂結構型商品乃結合固定收益商品（Fixed Income Instruments）及衍生性金融商品（Derivatives）的創新理財工具，透過固定收益商品與衍生性金融商品之組合，使投資報酬與連結標的資產產生連動效應。而金管會於 92 年 7 月開放證券商經營結構商品業務，目前證券商得經營之結構型商品分為兩類，一個是股權連結商品，另一個則是保本型商品。

股權連結商品相當於零息債券及賣出或買進選擇權之組合，採選擇權之賣出部位者亦稱高收益證券，若到期時選擇權無履約價值則可領較市場利率高之報酬，但若對於市場走勢判斷錯誤，損失可能波及本金。而保本型商品則結合了一固定收益商品及選擇權買權之買進部位，如此在連結商品市場價格上漲時可獲利，若價格下跌僅損失權利金，仍享有債券固定收益的保障（熊肇穆，民 92）。

台灣目前結構型商品的銷售屬於證券商的營業範圍，但就結構型商品的定義而言仍屬衍生性金融商品的交易範疇，因此對於期貨商而言上手並沒有太大的難度，但需注意的除了主管機關相關法律規範外，仍有和交易人的合約規範及說明，以避免交易糾紛。

交易釋例：

### 1. 股權連結商品

證券商發行一股權連結商品，名目本金 \$ 10,000,000，附加一個賣權（put）的賣出部位，發行價格為 96.55%，期初時所連結之標的

物股票價格為 55 元，而履約價格為 49.5 元，一般股權連結商品均折價發行，到期若所賣出之賣權不具有履約價值，則可領回全額本金 (100%)；而履約價格多為初期股票標的物之一定百分比(此例為  $90\%=49.5/55$ )。

到期時只要標的物股票價格在履約價格(49.5)以上，則投資人均可領回名日本金 10,000,000 元，而名日本金與換算發行價格 ( $9,655,000=10,000,000*96.55\%$ ) 的差 ( $10,000,000-9,655,000=345,000$ ) 即所獲投資報酬。

但若標的物股票價格為 48 元，小於履約價格，則投資人可領回本金為 9,696,970 元( $=10,000,000*48 / 49.5$ )，但因為當初折價發行故此時仍有獲利，獲利金額為 41,970( $=9,696,970-9,655,000$ )，但若到期標的物股票價格更低，則可能會有損失產生。

## 2. 保本型商品

證券商發行一保本型結構商品，交易條件為名日本金 10,000,000 元，附加一個買權 (call) 的買進部位，發行價格 100%(不折價)，當時標的物價格 40 元，履約價為 40 元，保本率 95%，參與率 70%。當中需注意的是，保本率代表投資本金的保證程度，而參與率即內含選擇權的報酬成數。

若到期時投資人將可領回名日本金的 95%(保本部分)及買權的獲利部分。若到期時標的物股票價格為 60 元(上漲  $50\%=(60-40)/40$ )，則投資人除了可領回 95%名日本金，仍可領取選擇權上漲的部分參與獲利 35%( $=50\%*70\%$ )。而若到期股價上漲至 42 元(上漲  $5\%=2 / 40$ )，則

損失為-1.5%(=95%+5%\*70%-100%)，故可見即使股票上漲仍可能有損失的情形發生。但若股價跌至履約價之下，則投資人享有保本的好處，可以領回本金的 95%，控制最大損失在 5%。(熊肇穆, 92)

除上述由證券商經營之結構型債券外，設有「貴賓理財」部門之銀行亦銷售類型繁多之國外結構型債券，連結對象除股票外尚有債券、利率、匯率、各種商品、各種股價指數等，此項業務規模極大，雖無明確統計資料，但據聞每年達數千億台幣之譜。甚至有些大型國際性銀行更為其高資產客戶提供客製化之結構型債券，惟單筆金額之門檻不低。

國內結構型債券之發行為證券商之業務，期貨商除參與設計、協助避險及媒介客戶外，受限於資本額太小，並無自行發行的條件，且租稅待遇明顯較國外引進之結構型債券不利，因此本研究並不建議期貨商積極介入此項業務。

至於國外的結構型債券，市場規模龐大，且租稅上明顯有利，期貨商或可考慮與銀行（尤其是同一金控下的銀行）合作、發展海外結構型商品，將所有利潤留在金控下，不被海外負責設計之投資銀行分走。在商品之設計上，連結標的之範圍較廣，可視全球各地市場之發展，機動設計合於投資人需求之商品；在風險控管上，也可利用期貨商所熟悉之國外期貨與選擇權來避險。

### (三) 客製化商品設計

期貨商經營店頭衍生性金融市場時，可針對個別大額交易人之需

求，如針對有避險需求的國內廠商，開發客製化之議約型衍生性金融商品。對於各客戶而言，可以擁有為自己量身訂做的避險產品，不僅免去尋找避險產品及簽訂避險合約等冗長的等待過程，此外亦可以利用期貨商免去購買國外契約仍需進行外匯避險的手續。

例如國內之鋼鐵公司面臨鋼材貨源之價格變動的風險，市場上又無鋼材相關之期貨契約，此時期貨商可代為尋求與鋼材價格相關係數較高之金屬期貨或一籃子金屬期貨，設計最適避險計畫，並代為下單，如此不但有顧問費之收入，也可增加經紀部門之收入，本身之風險也不大。

類似的避險需求可來自各行各業，包括承擔油價風險之運輸業者，承擔黃豆、黃豆粉、黃豆油價格風險的沙拉油業者，承擔棉花價格風險之紡織業者，承擔小麥、玉米及各種農產品價格風險之食品業者，以及所有進出口貿易業者之匯率風險等。

期貨商如與客戶直接交易客製化的商品，影響最大的便是風險管理問題，因為期貨商在和客戶簽訂契約之後，客戶所面對的風險即轉嫁到期貨商身上，使期貨商不得不面對三方面進行風險控管，第一個是商品價格波動的避險，第二個是匯率波動的避險，第三是客戶的信用風險。

在價格波動方面的避險，當國外已有和客戶所簽契約相同商品時，可直接轉向國外購買已有的衍生性商品，為直接避險。但能在國外找到相同期間、相同商品、相同條件的產品十分困難，因此較可行

的方式為交叉避險，即利用多個不同但和客戶所簽訂契約條件具有相關性之標的，根據所計算的避險比率來配置避險組合。

在匯率波動的風險方面，由於台幣與美金間之利率差極大，致採用遠期外匯避險時，成本非常高，許多機構法人從事國外證券投資時，已開始尋求遠匯避險之外的其他避險方式，通常是以一籃子貨幣來避險，稱為 proxy hedge。王曉恬(民 95)，採動態避險(dynamic hedge)的避險效果較靜態避險(static hedge)及完全避險(full hedge)為佳，且採用 proxy hedge 以多個期貨契約避險較單一期貨契約避險效果較好，而最適避險期間約為六個月。這方面的避險規劃較為繁複，需專業協助，期貨商在此領域應有發展的空間。

信用風險控管上，可能需要求保證金，並強化徵信作業，人員及資本之需求勢必增加。因此較好的方式仍是以交易輔助人、期貨顧問或經紀商之身分來經營。

#### (四) 引進現有國外市場商品

期貨商和國外業者簽訂契約，代銷其店頭衍生性商品，為 back-to-back 之交易，期貨商不致產生價格風險或信用風險。獲利雖然較低，但風險相對也較低，經營方式較不複雜，對於資本額較少的期貨商來說可行性較高。

#### (五) 匯率或利率衍生性商品

1. 所謂 Range Forward，根據(許誠洲，民 85)並非遠期外匯合約，而是透過同時買進一買權（或賣權）後，再出售一個相同履約期間及等額權利金的賣權（或買權）而形成選擇權的「組合式策略」(Combination Strategy)，因為權利金相等且可以抵銷，所以區間遠匯又被稱為「零成本選擇權」(Zer-cost Option)。

2. 所謂 Break Forward 為一遠期合約，交易之一方有權利但沒有義務在未來的某個時點結束契約，亦稱做 Cancellable Forward。

交易釋例：一比利時公司設廠在日本，而目前匯率是 1 比利時法郎兌 3.5 日元。因為公司擔心日幣貶值，因此出售五年期日幣遠期外匯，而遠期外匯之匯率為 3.2。相較於現貨的匯率(3.5)，遠期的匯率(3.2)對於公司而言更加有利，但公司可選擇簽訂一個 Break Forward 合約，合約條件在 3.32(較遠期外匯條件差)，但 Break Forward 給予他一個可在未來第三年時取消契約的權利，而取消契約並不用額外支付違約金。

3. 利率上下限(interest rate collar)為利率上限(interest rate cap)及利率下限(interest rate floor)之組合。

(王曉敏,民 95)中述及利率上限乃利率買權，在約定的比價日市場指標利率高於履約利率時，利率選擇權之買方得依履約利率與指標利率間收取利息差額的權利。對以浮動利率進行籌資之企業而言，可將利息成本鎖定在一定水準之下，可有效規避利率風險。利率下限為利率賣權，指在約定的比價日，市場指標利率低於履約利率時，利率選

擇權之買方得依履約利率與指標利率間收受利息差額的權利。對於以浮動利率為報酬率的投資人，可將投資利息收入鎖定在一定水準之上，確保投資收益。

而利率上下限是指利率上限與利率下限契約的組合，即同時買一個利率上限及賣一個利率下限而形成一個區間 (Collar)。當市場指標利率上漲超過利率上限，則可自得到市場指標利率與利率上限之間的利息差額；當市場指標利率下跌超過利率下限，則須支付市場指標利率與利率下限之間的利息差額。對於需支付浮動利率的廠商，可將利率固定在一定上下限內，達到避險的目的。

4. interest rate corridor 乃結合兩個上限，購買一個率約利率較低的利率上限，再賣出一個率約價格較高的利率上限，藉賣出第二個利率上限所得之權利金來抵銷掉購買第一個利率上限時所需付出之部分權利金。對於需支付浮動利率的廠商而言，當市場利率維持在第二個較高的履約利率之下時，總利率成本可控制在一定範圍內，但當市場利率超過第二個率約利率時，廠商的利率成本又開始上升 (莫鳳圓, 民 95)。

以上各種店頭衍生性商品之應用，端視客戶之財務狀況以及風險趨避程度而定，若企業缺乏有能力做避險規劃之人才，期貨商可代為規劃，收取顧問費，也可居間安排企業與銀行進行交易，收取佣金。惟此等業務涉及央行職掌，應事先取得央行同意。

#### (六) 與其他金控子公司之交叉銷售

金融控股公司法中第一條規定「為發揮金融機構綜合經營效益，...促進金融市場健全發展，...特制定本法」，在通過金控法規後，開啟了我國金融業間交叉銷售的新頁。就保險來看，銀行銷售保險商品占壽險業保費收入由 89 年的 1.5%至 93 年的 40%以上(彭金隆,民 94)，而在歐洲如法國透過銀行銷售占壽險占壽險業業務比例約 50%(翁順裕,民 95)。證券業現在進入了一個多元金融產品及金控公司垂直及水平整合的時代，目前在所有證券商當中有多許均為金融控股公司旗下之子公司。

期貨商在面對銷售通路不如銀行廣泛，又受制於與銀行、證券子公司同處於金控母公司旗下，不得不面對資源分配受限的問題。因此在目前金控整合行銷之下，期貨商可以利用銀行等其他子公司做為通路，銷售產品然後再與其他子公司相互分利，不僅可擴大交易金額，同時亦可獲得母公司的資源分享。例如期貨信託之相關法規已於九十六年七月初公佈，未來期貨信託業、期貨經理業、證券投信業均可經營期貨共同基金。由於期貨交易人與期貨商關係較為密切，未來期貨基金之銷售可考慮由期貨商來經營。

## (七) 差價契約 (Contract for difference, 以下簡稱 CFD)

### 1. CFD 之契約設計

所謂差價契約 (CFD) 是一種釘住標的物現貨價格的買賣契約，本身並沒有到期日或交割日，交易人投入一定額度的保證金後，可以承做一定倍數的現貨交易，方向上可多也可空，按現貨價格之變化逐

日結算。與期貨契約相較，避險或投機之功能類似，但因沒有交割日，故不會因基差的問題而影響到避險的績效；另外也不會在交割日附近產生三巫效應。避險者由於沒有期貨轉單的問題，在成本上也會較為低廉。由於 CFD 釘住現貨價，市場上將不會有類似期貨、現貨間之套利機會。

假設標的物的價格 37.5 元，投資人買入 10,000 單位，總價金 375,000 元，保證金若為 10%，需存入 37,500 元，在交易手續費及交易稅不計的情況下，若價格漲至 40 元時，投資人決定平倉，獲利為  $2.5 \text{ 元} \times 10000 = 25,000 \text{ 元}$ ，佔所投入保證金的 66.67%。反之，若投資人在價格跌至 3.5 時平倉，將損失 25,000 元，報酬率為 -66.67%。

上例中若投資人作空該標的物，則標的物漲至 4 元時，將虧損 25,000 元，跌至 3.5 元時將獲利 25,000 元，在保證金為一成的情況下，槓桿作用將達 10 倍！簡而言之，交易人的目的在於價格的變化，而不在乎是否取得或售出商品。

茲將 CFD 與期貨之異同比較如表 4

表 4 CFD 與期貨之異同

		CFD	期貨
同	保證金制度	• 均有保證金要求，槓桿倍數均為保證金比率之倒數	
	結算	• 均有每日結算 • 若標的物為股價指數，二者均採現金結算	
異	結算依據	現貨價格	期貨價格
	平倉	必須反向交易始能平倉	除反向交易外，亦可在交割日透過最後結算價平倉
	到期日	無	有
	基差	無	有
	交易場所	OTC/交易所	交易所
	標準化契約	除集中市場有標準化契約外，OTC 契約可量身訂做	完全標準化

CFD 於 1991 年首度出現，參與皆以法人為主，1998 年英國業者將之推廣至私人銀行客戶，2002 年引入澳洲，目前在歐洲(以英國為主)有 50 家 CFD 業者，在澳洲則有 20 家。美國 CME 在九十年代即有 rolling spot 之外匯交易，其設計與 CFD 相當接近。

## 2. CFD 之可行標的物評估

CFD 之標的物可以是商品、外幣、利率或股票(股價指數)，如在 OTC 交易，商品必須定義明確，但數量可配合客戶需要而調整，不需標準化；如在交易所交易，則數量(即契約規格)亦須標準化。

CFD 具有槓桿作用，符合期交法第三條之定義，屬一種槓桿交易。由於台幣兌外幣之匯率屬央行管轄範圍，恐不易開放由期貨商承作，但第三貨幣(cross currency)內的交易，如美元、日幣、歐元……

等之間的匯率交易，因不影響新台幣匯率，央行同意之可能性較高。國內上市股票，尤其是大型股票(如台灣五十指數之成份股)，具有推出 CFD 之條件，但如推出，勢必衝擊到證券信用交易，因 CFD 之保證金要求比證券信用交易之保證金低，且不必因股東會或除權除息交易日而強制平倉。另個股 CFD 也有可能衝擊到期交所規劃中的個股期貨交易。由於除權、除息均會拉低股價，故在除權除息交易日時，其結算價格需將權值及息值還原，以免獨厚空方，至於指數雖不受個股除權之影響，但除息仍會拉低指數水準，此時可參考發行量加權股價報酬指數，將息值還原。

股價指數期貨之交易頗為活絡，故以股價指數做 CFD 之標的較為可行，雖有可能取代部分的股價指數期貨交易，但也可能在 CFD 與期貨間引出更多的套利交易，使二者在成交量上有互補之作用。以股價指數作為 CFD 之標的時，可能需要取得指數編製者之同意，並支付授權費用，但以個股為標的時，則無此問題。

國外的股票或各國主要股價指數也均有成為 CFD 標的的潛力，一方面不會影響國內股市，二方面可讓投資人有更方便的管道介入國際股市，讓國際化投資組合的建構更為方便，也免去了結匯的麻煩，因每日的結算可按當日即期匯率兌換成台幣，或者在契約的設計上以 Quanto 形式，直接以台幣計算。

利率類商品可考慮以公債為標的，形同公債保證金交易，比現行 OS/RS 交易方便，也可考慮 30 天商業本票利率指標，唯後者在期交所上市的期貨契約交易並不活絡，恐只有票券商會有興趣。

國際上熱門的商品如黃金、原油等均有發展 CFD 之條件，只要商品定義清楚，現貨價格透明且具即時性，匯率上妥為安排(如設計成 Quanto 契約)，便有可能成為 CFD 之商品。

### 3. CFD 之交易機制

#### (1) 集中式交易

在集中式的交易平台上，必須有標準化的契約規格，以類似期貨交易的撮合機制來成交，也可透過結算所來做結算，價格會比較透明，風險也較容易控管，例如 CME 的 FX rolling spot 便是一種集中交易的 CFD。在集中交易下，期貨商的角色可以是經紀或自營，與目前期貨交易無異。

#### (2) OTC 交易

由客戶與期貨商自行交易，保證金要求、部位限制由期貨商自行透過徵信加以控管，成交價取決於當時之即時現貨價格，或由雙方自行議價。由於契約規格未標準化，契約可大可小，期貨商須自行維

持客戶之交易部位與保證金帳戶，風險控管上需較嚴謹，因一旦客戶產生超額損失(ocerloss)，並無期交法 49 條之安全網聯保條款之適用。

#### 4. 風險控管

在集中式的交易下，掛牌的商品種類較為有限，風險控管也可比照目前之期貨交易，期貨商的 ANC 也需連結到客戶的未了結部位。在 OTC 式的交易下，商品之種類可視大環境之變化或客戶之需要適時增減，對期貨商之風控也會是較嚴格的考驗。

在每日交易時段內(如交易國外標的之 CFD，可能需 24 小時的無休交易)或交易時段收盤後，期貨商均需隨時掌握客戶之未平倉部位，所有客戶之多空部位互抵後，若殘留淨多或淨空部位，期貨商須與其他期貨商做反向的交易，使自身的淨曝險部位為零，或控制在事件核定的部位限額內，若無法與其他期貨商完成反向的 OTC 避險交易，必須向有該商品上市的現貨市場或期貨市場做反向交易，以控制自身的曝險程度。

從 ANC 的觀點來看，OTC 客戶之未平倉部位所需保證金需與 ANC 密切連結，自營部位或與客戶對作之未平倉曝險部位須隨時計算風險值(VaR)，資本額必須與該 VaR 有正向的連結關係。換言之，資本適足性須足以涵蓋客戶之信用風險，以及自營部位(含客戶部位之未避

險部分，即 warehousing position)之價格風險。當然在 Basel II 的架構下，作業風險也須計入。以目前期貨商之資本額來看，恐怕不足以支撐太多的 Warehousing 部位。

## 五、店頭衍生性商品之賦稅制度

現行銀行、證券商所承作的店頭衍生性商品有多種不同的課稅方式：(1)如為引進國外結構型商品免徵所得稅；(2)如為本土結構型商品，須課財產交易所得稅；(3)如為銀行間利率、匯率類之產品，其損益互抵後，視為營利事業所得稅來課稅；(4)認購(售)權證依賣出金額課證交稅。

未來若期貨商開發新的店頭衍生性商品，最好能依照集中市場衍生性商品課徵一致性的期交稅，並由期貨商負代徵代繳之責任。期交稅條例勢必要修法，以涵蓋可能推出的多樣化店頭衍生性商品。

## 六、複委託上手期貨公司之可能角色

現行國外期貨交易乃由交易人向期貨商下單，再由期貨商轉給上手期貨公司，由其代為下單至國外的期貨交易所。上手期貨公司接受期貨商以綜合帳戶的型式開戶，但不直接面對最終交易人。在這種經營型態下，若開放期貨商經營店頭衍生性商品，上手公司可扮演何種角色呢？

若為客製化商品設計，為客戶規劃避險策略等顧問性質之業務，上手公司應可參與，若為期貨商與客戶間之交易，上手公司除非改變其經營型態，直接面對客戶，否則還是維持目前的經營架構為宜，換

言之，上手公司可接受期貨商委託，代為將期貨商無法軋平之淨部位下單至國外市場。

## 五、小結

本節提出了幾樣可考慮由期貨商經營的店頭衍生性商品業務，其中多半屬代銷、顧問及商品設計之性質，主要乃因期貨商之資本額較小之故。由於期貨之主要功能在於避險，但避險的觀念在一般企業中並不普及，企業依所屬產業別不同而受到不同商品價格變動之影響，如食品業受農產品價格之影響，營建業受鋼鐵、水泥價格之影響，製造業可能受某些金屬或化學材料價格之影響，這些原物料價格變動雖不一定有期貨交易可以直接避險，但仍可找到一些相關性較高的商品期貨或商品期貨組合來控制風險，稱為代理避險（proxy hedge）。如果期貨商可以主動為企業規劃避險策略，進而替其交易，應可打出一片天空，本身也不會有太多風險。惟商品的選擇上宜與銀行、證券業有所區隔，利率、匯率、股價外，可考慮往農、林、畜牧、能源、金屬類的商品去發展。

在 CFD 交易方面，其性質類似槓桿保證金交易，標的物的選擇如可採負面表列，將可有較大彈性，隨市場重心的移轉迅速推出當紅的商品 CFD 交易。例如投信基金已開放承作香港 H 股與紅籌股（淨資產價值 10% 以內），如能進一步開放期貨商推出 H 股、紅籌股之個股或指數的 CFD 交易，一則可增加投資人的選擇空間，二來可將資金留在台灣，不致讓投資人為了投資港股而匯出資金。期貨商與客戶交易後，可透過外資或香港業者做 back-to-back 的避險，不須自行投入資金購買標的股票或指數，因而並不違反直接投資 H 股或紅籌

股之禁令。

另外，海外的股票也可作為 OTC 選擇權之標的，由期貨商來經營，與客戶交易後，再透過 back-to-back 方式，透過國外業者避險，亦不涉及資金的匯出，也不涉及購買海外股票。契約型式也可由標準型（plain vanilla）擴展至非標準型（exotic）。

上述的交易中，期貨商的利基在於客戶基礎與通路，由於商品設計上不與金控下的銀行、證券相衝突，較有可能利用金控的通路來招徠客戶，達到交叉行銷的綜效。

## 伍、期貨商經營店頭衍生性商品時之配套措施

### 一、資本額問題

根據資料顯示，專營期貨商的資本額幾乎均在 3-7 億左右，而資本額較高之公司可達 8 億或甚至 10 億之多，平均一間專營期貨商之資本額約為 5.9 億元，這和其他可以經營店頭商品之金融業，如銀行業、證券業相形之下小了許多，一般本國銀行業平均資本額約 256 億，而綜合券商平均資本額約 62 億。

因此在資本方面，期貨商和其他金融業相比之下，資本額確實稍嫌不足，因為公司的資本額乃為對投資人的保護傘，資本額較高的公司的業務規模通常可擴展得越大，而同時也產生了經濟規模。因此期貨商在參與店頭衍生性商品市場之前，應該要考慮是否增資以提高資本額，否則經營廣度及深度均不易擴大。

此外根據行政院金管會規定，期貨商除揭露資本額外，也應揭露調整後資本額(Adjusted Net Capital, ANC)，根據金管會所公布之期貨商調整後淨資本額計算方式， $ANC = \text{調整後淨資產} - \text{調整後淨負債} - \text{調整減項}$ ，對於期貨商調整後資本額之限制相當於對於金融機構之資本適足率規範，一旦調整後淨資本額小於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額之一定百分比，即需向主管機關申報並提出改善方法。

臺灣期貨交易所九十一年度研究報告「期貨商自有資本適足比率

之研究」中指出，雖然期貨商未如銀行業一般具有資本計提之規定，但期貨商業務經營種類及風險承擔性質遠較銀行及證券商等金融機構為小，且調整後淨資本額規定之控管機制也相當嚴格。

期貨商目前經營的業務，僅有經營與自營，不若銀行及證券業身為跨業經營者，交易複雜程度較高。而且期貨商採用 ANC 後之平均調整後淨資本額為 6.2 億元，較原先資本額(5.9 億元)高，顯見期貨商有確實遵循法律規範，風險控制得當。因此雖然期貨商資本額較銀行及證券業低，導致經營廣度受限，但資本額是否足夠，仍視所經營項目之風險大小，以及期貨商之風險控管嚴謹程度而定。

圖 20 為各期貨商之資本額比較圖，圖 21 為專營期貨商之資本額與調整後資本額比較，圖 22 為銀行、券商及期貨商資本額比較。

圖 21：2006 年底各專營期貨商之資本額 (資料來源：期貨交易所)

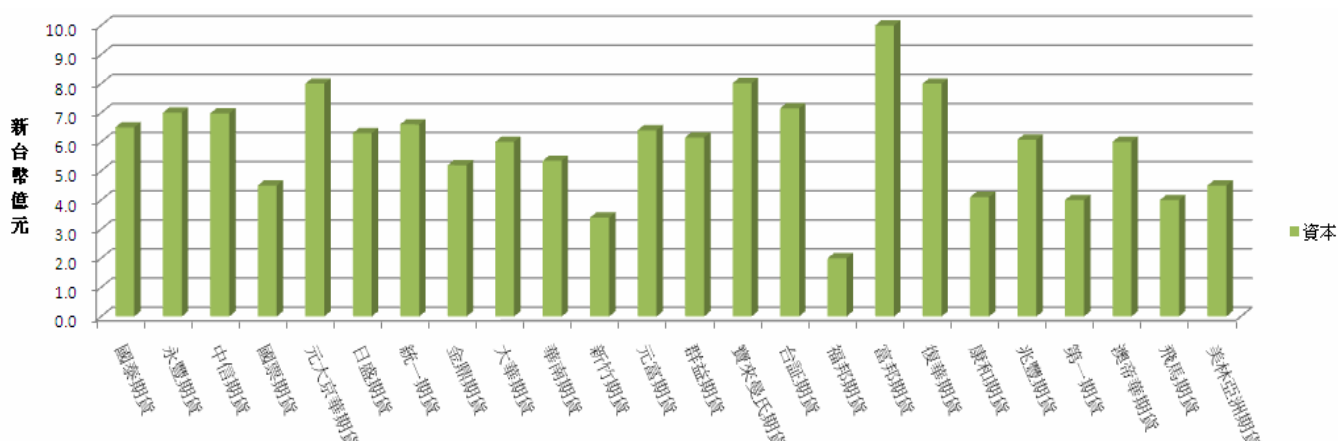


圖 22：2006 年底各專營期貨商之資本額與調整後資本額比較 (資料來源：期貨交易所)

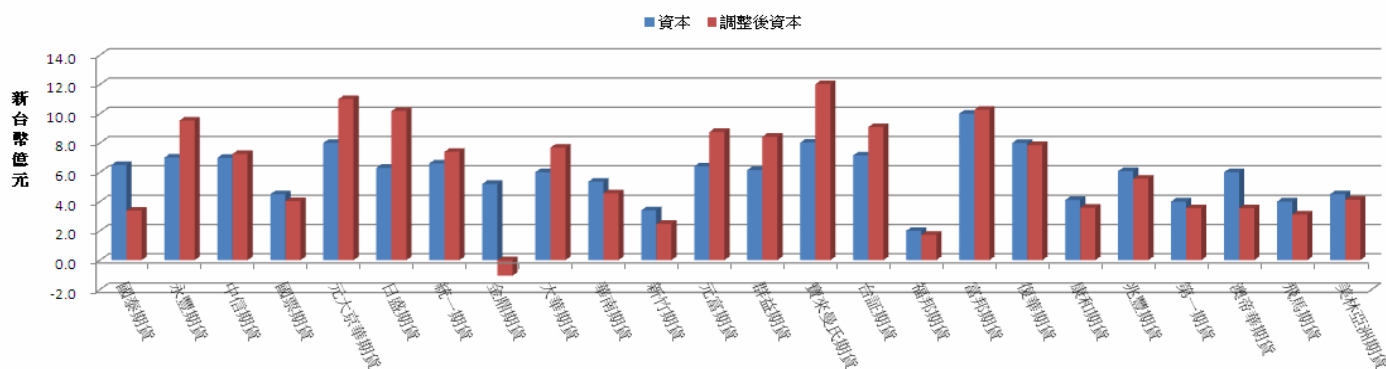
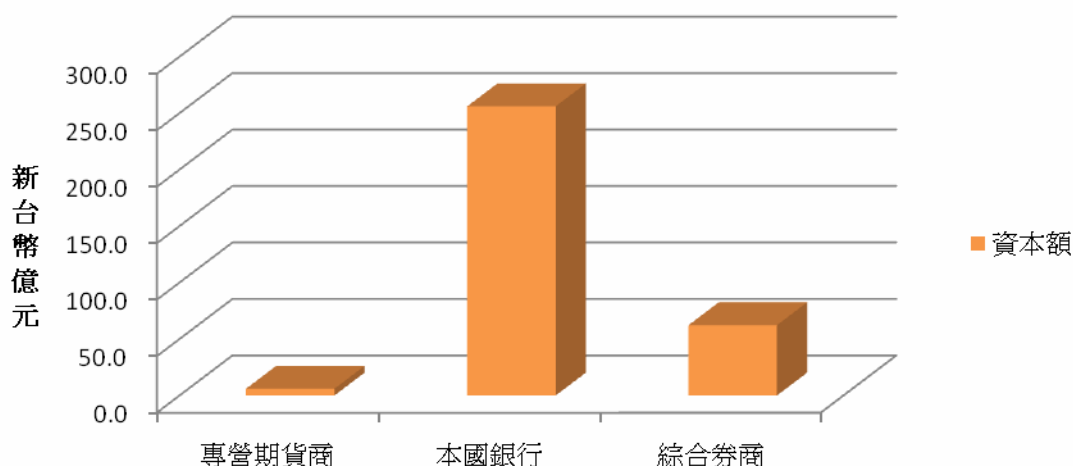


圖 23：期貨商與銀行、證券商之平均資本額 (資料來源：期貨交易所、中央銀行、台灣證券交易所)



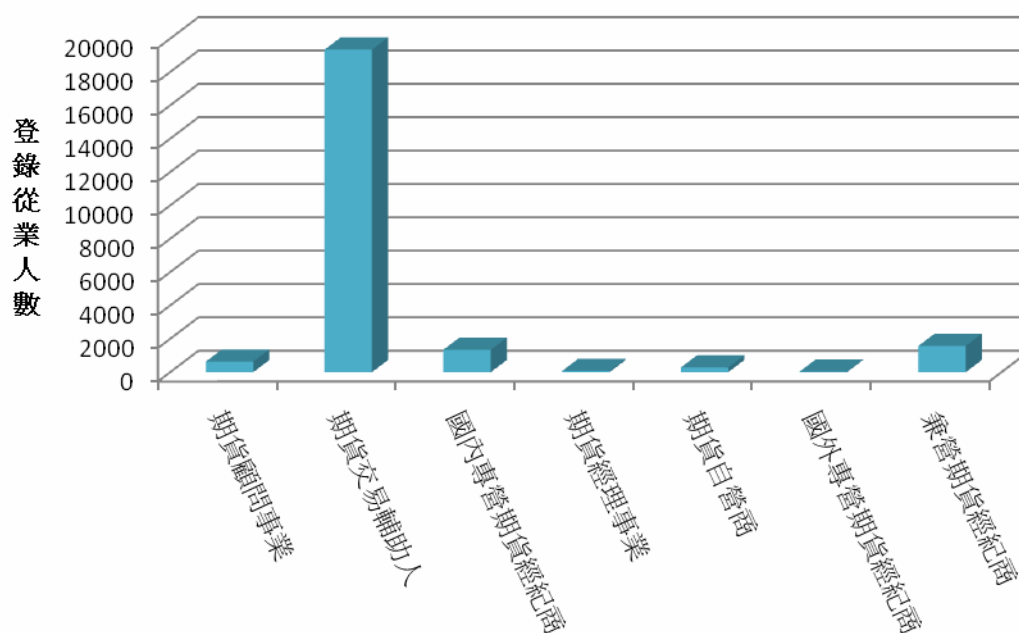
## 二、人才問題

關於期貨商經營店頭衍生性商品的人才問題，由目前國內經營期貨相關事業之人員數目來看，總共約 20,000 多人，人數相當充足，似乎足以支應期貨商經營 OTC 市場的需要，然而扣除了期貨交易輔助人之後，從業人數僅為 3,925 人。根據台灣期貨交易所之定義，期貨交易輔助人之經營之業務係『協助期貨經紀商招攬客戶，並接受客戶下單，再轉單給期貨經紀商，...目前僅證券經紀商得申請成為期貨交易輔助人。』，因此可知期貨交易輔助人之從業人數，佔了所有期貨從業人員之八成以上。因此，若欲參與 OTC 衍生性金融市場的經營，期貨商仍應考慮增加雇員，以因應更為龐大的期貨交易需求。

表 5：期貨從業人員登錄人數 (資料來源：期貨商同業公會)

經營事業	登錄從業人數 (至 2007/7/7)	佔比 (%)
期貨顧問事業	635	2.73
期貨交易輔助人	19341	83.13
國內專營期貨經紀商	1343	5.77
期貨經理事業	68	0.29
期貨自營商	279	1.20
國外專營期貨經紀商	30	0.13
兼營期貨經紀商	1570	6.75
Total	23266	100.00

圖 24：國內期貨從業人員登錄人數 (資料來源：期貨商同業公會)



期貨業從業人數自 2005 年起逐年下降，自 2004 年始的 2000 多人，至 2006 年只剩下約 1700 人，因為優秀的期貨商員工會被銀行、

券商及保險公司挖角，而逐漸不斷減少的員工人數在期貨商欲經營 OTC 市場時會造成更大的一股阻力，因此招募並培訓新的人才確有其必要。

表 6：期貨從業員工人數統計變動 (資料來源：金管會證期局)

年(月)	期貨商	期貨經理事業	期貨交易所
2004 年 06 月	2029	149	120
2004 年 12 月	2036	164	133
2005 年 06 月	1926	147	132
2005 年 12 月	1823	140	144
2006 年 06 月	1729	114	149

註:1.本表以專營業者為統計基礎; 兼營業者之從業員工數未納入

2.期貨顧問事業及期貨交易輔助人皆由他業兼營, 故不在本表列示

自過去證券暨期貨市場發展基金會所舉辦的期貨商業務員資格測驗來看，一年大約有近 20,000 人報名考試，通過考試的及格人數約在 5000 至 7000 人左右，及格率不可謂之為不高，但更重要的是每年台灣均能增加 5000-7000 個具有相當的期貨專業知識的人，這對於人才略顯不足的期貨商而言是一大助力，因此在人員的擴充上相信並不會遇到太大的困難；而且在期貨商座談會當中，有多位期貨商代表均發言表示，如果政府願意開放期貨商經營 OTC 市場衍生性金融商品，人才面不會有問題，因為人才隨著獲利而生，只要能夠有效的經營自然能夠吸引到優秀的人才。

表 7：期貨商業務員報考人數統計 (資料來源：金管會證期局)

年度	測驗項目	報名人數	到考人數	及格人數	及格率
90 年度	筆試	19,715 人	13,349 人	5,452 人	40.84%
91 年度	筆試	18,034 人	12,579 人	6,095 人	48.45 %
	電腦應試	3,757 人	2,786 人	1,902 人	60.96%

### 三、由 OTC 衍生性商品之管理規範探討經營之風險管理及規範

#### 1. 經營衍生性金融商品會遭遇到的風險

美國會計檢察署(GAO)報告中指出，衍生性商品具有下列之風險：A.信用風險(Credit Risk)；B.市場風險(Market Risk)；C.法令風險(Legal Risk)；D.作業風險(Operation Risk) (張恆華, 84)。

信用風險指交易之一方無法履行交易契約義務而使他方發生損失之風險；市場風險指標的資產之市場價格變動對衍生性金融商品市價造成變動使未平倉淨部位面臨之風險；法令風險是契約法令不完整致無法約束交易對手履行合約或契約被判無效而造成損失之風險；作業風險指指內部設計不當，人員疏失或控管不週所造成非預期性損失之風險；此外亦應包含流動性風險，即當市場價格大幅變動，此時衍生性商品很難以一般合理的價格來脫手、抵銷的風險(王妍玉,民 93)。

在上述幾種風險當中，期貨商欲經營店頭衍生性商品時面臨到最大的風險當屬法令風險。由於交易所買賣的合約均為標準化合約，但店頭交易的契約主要卻是根據交易雙方的需求來擬定，不僅契約內容需量身訂做，契約的法律文件亦需要另行製作，因此有可能會面臨到

契約程序的失當(契約未具備合法的授權或執行)或是法規制度的變動(法規變化導致契約價值發生改變)。(風險管理理論與方法, 民 94)

而針對信用風險, 由於期貨商在進行櫃台衍生性商品交易時需針對個別客戶擬定契約, 與期貨交易所規格化的合約大不相同, 因此一旦客戶不履約則將會造成期貨商的損失。因此, 針對個別交易對手應有信用額度控管, 依個別交易對手的交易額度及信用記錄, 區分不同信用等級, 並給予不同的信用交易額度。此外, 雖然需針對各交易對手個別訂定合約, 但循現有銀行業交易衍生性商品之規範, 需先訂定總契約(目前採 ISDA), 再針對個別交易事項增列條款或附件, 故交易之一定規範如部位沖抵、交易解除、交割方式等, 仍包含在總契約中, 可避免掉在與交易人訂約時疏漏部分條款。

此外, 根據國外經驗, 美國紐約商業交易所(NYMEX)將店頭市場衍生性商品之結算交易比照交易所商品辦理集中結算, 而非由個別交易對手自行結算, 不僅提供了更安全的風險控管制度, 且在店頭市場中交易時也不需擔心交易對手違約的問題, 若契約可適度標準化, 集中結算或可為我國未來店頭交易市場參考。

而在市場風險及作業風險中, 原本即是期貨商於交易所當中經營業務時所會面臨到的問題, 因此在期貨商轉而經營店頭衍生性市場時, 應有相當的處理能力。只是在市場風險上, 櫃台衍生性商品針對個別客戶簽訂, 可能會面臨到商品種類繁雜且個別合約金額不大而提高的避險成本問題; 而關於作業風險, 在新產品的開發之下衍生出新的作業程序, 而一旦內部控制制度建立未完善或是人員訓練不足, 很

有可能導致嚴重的作業風險問題。

## 2.現有衍生性金融商品店頭交易之法律規範

自目前台灣金融市場上 OTC 衍生商品的交易量來觀察，可以發現其中交易量最大的金融機構非銀行業及證券業莫屬，而主管機關對於銀行業及證券業跨足經營 OTC 衍生商品市場也有相當的規範，觀察現行銀行業及證券業的相關 OTC 市場交易規範，可了解主管機關等對於 OTC 衍生商品的審核過程、經營資格、風險控制及會計規範等等的限制與要求，同時亦可引以為期貨商進入 OTC 市場的參考，因此以下就目前證券商經營 OTC 衍生品之規範加以略述並分析未來期貨商可能面對之法規架構。

現行法規架構可分成下列幾項：

- (一) 證券商內部審核決議
- (二) 經營之一定條件限制
- (三) 主管機關之核准及相關申報規範
- (四) 可交易之 OTC 商品種類
- (五) 與交易人交易時注意事項
- (六) 風險管理與內部控制

### (一) 證券商內部審核及決議

「證券商公司治理實務守則」中規範了證券商欲經營 OTC 商品時，須先經過訂定相關作業程序，並報經股東會同意通過；並應提交董事會討論，經過董事會同意通過；若公司設有置審計委員者，則應

先經審計委員二分之一以上同意後再提經董事會同意通過，經過上述公司內部程序之後，始能從事衍生性金融商品交易。相關法條為「證券商公司治理實務守則」第十二條、二十五條、二十八條及三十五條條文規範，整理如下。

證券商…從事衍生性金融商品交易…應依相關法令規定辦理，並訂定相關作業程序，提報股東會通過，以維護股東權益。(證券商公司治理實務守則第十二條)

證券商設有獨立董事者…下列事項應提董事會決議通過；獨立董事如有反對意見或保留意見，應於董事會議事錄載明：二、…從事衍生性商品交易…。四、重大之資產或衍生性商品交易。(證券商公司治理實務守則第二十五條)

證券商設置審計委員會者，下列事項應經審計委員會全體成員二分之一以上同意，並提董事會決議：三、…從事衍生性商品交易…。五、重大之資產或衍生性商品交易。(證券商公司治理實務守則第二十八條)

證券商對於下列事項應提董事會討論：四、…從事衍生性商品交易…。(證券商公司治理實務守則第三十五條)

## (二) 經營之一定條件限制

由「證券商辦理證券相關業務及從事金融商品交易應注意事項」及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」可發現主管機關對於可以經營衍生性金融商品之券商有一定的限制，限制包括證券商種類、自有資本適足率、信用評等及法令遵循情形；當中可經營之券商限為綜合券商，而資本適足率須達到百分之兩百，而長期信用評等須達到中華信用評等公司 twBB-(或其他評等公司類似)等級以上，且於最近一年至兩年內未受停業、撤銷營業許可、即停止或限制買賣等處分。

主管機關會針對證券商的信用評等高低而給予不同的承做額度，若證券商資本適足率連續三個月低於百分之兩百，或信用評等低於規定，則停止發行新的衍生性金融商品，已發行者效力不受影響。因此證券商於取得衍生性金融商品交易資格後，每年須辦理信用評等並於收到評等後七個營業日內向中央主管機關申報。

相關條文臚列如下：

證券商發行認購（售）權證及從事新臺幣利率衍生性商品、轉換公司債資產交換、結構型商品、債券遠期交易與其他經本會核准之衍生性金融商品交易，均應符合一定資格條件。（證券商辦理證券相關業務及從事金融商品交易應注意事項第四條）

前點所稱一定資格條件，包括證券商種類、自有資本適足率、信用評等及法令遵循（即違規處分）情形，規範如下：

（一）證券商發行認購（售）權證及從事新臺幣利率衍生性商品、轉換公司債資產交換、結構型商品與其他經本會核准之衍生性金融商品交易，須為…綜合證券商。另從事轉換公司債資產交換及結構型商品尚須取得櫃檯買賣債券自營商證照。

（二）申請日之前半年每月申報之自有資本適足比率均須逾百分之二百。

（三）應取得中華信用評等股份有限公司評級 twBB- 級以上…之長期信用評等。

（四）未曾受下列處分：

1、因違反證券交易法及相關命令命該證券商解除其董事、監察人或經理人職務，或因違反期貨交易法或相關命令而撤換其負責人或其他有關人員

2、最近一年未受本會為停業之處分者。

3、最近二年未受本會撤銷部分營業許可之處分者。

4、最近一年未受……處以停止或限制買賣處分者。（證券商辦理證券相關業務及從事金融商品交易應注意事項第五條）（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第五條）

證券商經核准從事第四點所列金融商品之交易，管理原則如下：

(一) 依個別證券商之信用評等高低，給予不同權證發行數目或商品承作額度。

(二) 自有資本適足率連續三個月低於百分之二百，或信用評等低於第五點第三款規定者，則停止認購（售）權證發行，或新臺幣利率衍生性商品、轉換公司債資產交換、結構型商品、債券遠期交易與其他經本會核准之衍生性金融商品交易，待其符合規定再行恢復。但已發行之認購（售）權證或已交易之衍生性金融商品，其效力不受影響。

證券商取得營業處所經營衍生性金融商品交易業務資格後自有資本適足比率低於百分之二百者，其經營風險約當金額雖未逾越承作總額度，仍不得為新增交易，須俟自有資本適足比率達百分之二百時，始得為之。（證券商辦理證券相關業務及從事金融商品交易應注意事項第六條）

證券商取得營業處所經營衍生性金融商品交易業務資格後，應每年辦理信用評等，並於接獲評等報告後七個營業日內檢具評等報告書向本中心申報信用評級。信用評級變動者，其承作總額度依變動後之評級定之。（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第五十四條）

證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務，應…計算承作交易部位之市場風險約當金額及交易對象風險之約當金額，以納入證券商自有資本適足比率計算。（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第五十三條）

### (三) 主管機關核准及相關申報規範

由「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」、「證券商管理規則」及「證券商辦理證券相關業務及從事金融商品交易應注意事」項當中可知，證券商欲經營衍生性金融商品須報經櫃檯買賣中心同意始可經營，而申請書送達十日內櫃買中心未表示意見即表示同意，送審時須繳納審查費二十萬元。

申請通過者，雖可經營衍生金融商品業務，但交易成交後須將成交資料及流通餘額輸入櫃買中心之資訊系統，而每月須申報月報表、衍生性金融商品交易內容條件及已實現未實現損益等以供備查。

而若經營外匯相關之衍生性金融商品，則應另經央行許可，且於次月五日前向央行及櫃買中心申報營運月報表及指定帳戶變動表，而結匯事宜亦應依「外匯收支或交易申報辦法」之規定辦理；若發行認購(售)權證則應登載於公開資訊觀測站。

而以上規範可見於「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第四條、第七條、第十二條、第五十一條、第五十二條及「證券商管理規則」第十九之四條及「證券商辦理證券相關業務及從事金融商品交易應注意事項」第九條，條列如下：

證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務應就第九條所列交易項目分別向本中心提出申請。未經申請並獲得本中心同意，不得經營該業務…於申請書件達本中心之次日起十日，未經本中心表示禁止者，即表同意。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第四條)

證券商申請營業處所經營衍生性金融商品交易業務者，應向本中心繳納審查費新臺幣二十萬元整；經依本規則規定終止業務經營資格後重行申請者亦同。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第七條)

證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務…應於每月向本中心申報月計表時，併同檢送其所從事該衍生性金融商品交易之內容條件、已實現與未實現損益等資料貳份供本中心稽核人員核驗備查。(財團法人中華民國證券

櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第五十一條)

證券商於衍生性金融商品交易成交後，應即將其成交資料及流通餘額依本中心規定之時間及格式，輸入本中心之資訊系統。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第五十二條)

證券商自行買賣外國有價證券及從事有關外國衍生性金融商品避險交易，其結匯事宜應依外匯收支或交易申報辦法之規定辦理。(證券商管理規則第十九之四條)(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第十二條)

證券商經營衍生性金融商品交易業務，而有涉及外匯業務者，應經中央銀行許可，結匯事宜應依外匯收支或交易申報辦法及相關規定辦理，於次月五日前向外匯主管機關及證券櫃檯買賣中心申報營業月報表及有關應付款項匯入客戶指定帳戶之變動情形表。(證券商管理規則第十九之四條)(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第十二條)

證券商發行之認購(售)權證資訊，應登載於公開資訊觀測站，於證券商營業處所從事之衍生性金融商品交易之內容，應登載於證券櫃檯買賣中心網站衍生性金融商品專區，以利主管機關及外界即時查詢，促進資訊之透明化。(證券商辦理證券相關業務及從事金融商品交易應注意事項第九條)

#### (四) 可交易之 OTC 商品種類

由財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則可得知櫃買中心所允許的衍生性商品交易種類有一定的範圍，並對於各種商品之交易標的、限額、方式、範圍、對象等之限制。

由「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第九條及第四十三條可知櫃買中心規範

之衍生性金融商品涵蓋了債券型、利率型、結構型、股權型、信用型及轉換公司債資產交易這幾類，而若證券商經營之商品超出此限定範圍，則被視為他種衍生性金融商品，在未經主管機關核准之下不得經營之，法條如下：

證券商取得營業處所經營衍生性金融商品交易業務資格者，得從事本章所訂下列契約之交易：

- 一、債券衍生性商品交易。
- 二、利率衍生性商品交易。
- 三、轉換公司債資產交換交易。
- 四、結構型商品交易。
- 五、股權衍生性商品交易。
- 六、信用衍生性商品交易。

(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第九條)

證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務如有逾越本規則規定範圍，應視為不同之他種衍生性金融商品，證券商未依相關法規申請獲准經營，或未經相關主管機關核准，不得逕行辦理。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第四十三條)

而由「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第十三條至四十二條更規範了各類商品之交易限制，包括交易對象的限制、交易量的限制、以及可以交易標的的明確定義、交割方式的限制、繳交保證金之多寡及契約期間的限制等，針對個商品之限制法條中有詳細說明，如下所列：

#### **債券商品**

本規則所稱債券衍生性商品交易為下列契約之交易：債券遠期交易及債券選擇權交易。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第十三條)

證券商與交易相對人從事債券衍生性商品交易之標的債券為政府債券或其他上櫃之金融債券、公司債（不含轉換公司債）及外國債券。（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第十五條）

證券商為債券衍生性商品交易時，對各標的債券之淨買進面額或淨賣出面額均不得超過該債券流通餘額的十分之一。（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第十七條）

證券商從事債券衍生性商品交易時，得與交易相對人約定以債券給付或現金結算方式辦理給付結算作業。（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第十八條）

### 利率商品

本規則所稱利率衍生性商品交易為衍生自利率或其再衍生利益之下列契約之交易：遠期利率協定、利率交換、利率選擇權（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第二十條）

證券商從事以外國利率商品為標的，且以新臺幣或外幣計價、交割之利率衍生性商品交易，除依證券商辦理財富管理業務另有規定外，限與專業機構投資人為之。（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第二十之一條）

### 轉換公司債

本規則所稱轉換公司債資產交換交易為下列契約之交易：固定收益端交易、選擇權端交易。（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第二十一條）

證券商從事轉換公司債資產交換交易者，於契約成交日、向交易相對人買回轉換公司債交易日、選擇權行使日並應…透過台灣證券集中保管股份有限公司辦理劃撥給付。（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第二十三條）

### 結構型商品

本規則所稱結構型商品交易，係指證券商銷售一結合固定收益商品與衍生性商品之組合性商品契約。（財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第二十五條）

結構型商品交易自成交日至契約到期日之期間，應為一個月以上，十年以下。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第二十五條)

證券商銷售結構型商品須約定客戶潛在最大損失以原始交易價金為上限；但以保本型商品名義銷售或宣稱具保本效益者，須約定到期時保本比率不得低於交易價金之百分之八十。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第二十五條)

結構型商品履約給付方式，得由雙方約定採現金結算或由證券商給付連結標的證券方式為之。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第二十七條)

證券商經營衍生性金融商品業務進行避險操作或於計算商品收益、解約或到期結算時，不得損及市場公正價格之形成或投資人之權益。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第三十一之二條)

證券商承作結構型商品應依下列標準繳交履約保證金予本中心：

- 一、信用評等達中華信用評等股份有限公司(tw) BBB+級以上之長期信用評等者，應依其結構型商品契約流通餘額提撥百分之三。
- 二、未達前款信用評等標準但中華信用評等股份有限公司評級 (tw) BBB- 級以上之長期信用評等者，應依其結構型商品契約流通餘額提撥百分之五。
- 三、其他信用評等資格者應依其結構型商品契約流通餘額提撥百分之十。證券商繳交前項履約保證金，得以現金、銀行定期存款存單或中央政府公債為之，並應按月依契約流通餘額及信用評等之變動，於每月十日前向本中心辦理履約保證金之增補或退還。

(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第三十三條)

### **股權商品**

本規則所稱股權衍生性商品，指依國內外金融市場之規則或實務，其價值由股票、股價指數、指數股票型基金所衍生之選擇權、交換及其組合契約。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第三十四條)

證券商之交易相對人爲股權選擇權賣方時，須爲專業機構投資人。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第三十五條)

證券商經營外幣計價或連結國外標的之股權衍生性金融商品交易業務…限與專業機構投資人爲之。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第三十五條)

股權選擇權交易契約之存續期間自成交日起算，應爲一年以下…。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第三十六條)

證券商承作國內上市(櫃)股票之股權衍生性商品交易契約，其潛在履約買賣標的證券股數，與全體證券商現有已交易未到期之股權衍生性商品契約履約買賣標的證券股數及議約型認購(售)權證可認購(售)標的證券股數之合計數，不得超過該標的證券發行公司已發行股份總額扣除下列各目股份後之百分之十：

- (一) 全體董事、監察人應持有之法定持股成數。
- (二) 已質押股數。
- (三) 新上市(櫃)公司強制集保之股數。
- (四) 依「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」規定已買回未註銷之股份。
- (五) 經主管機關限制上市(櫃)買賣之股份。

(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第三十六條)

連結台股之股權衍生性商品履約方式，除法令另有規定外，得由雙方約定採現金結算或由證券商及其它經主管機關核准採實物交割之機構以給付連結標的證券方式爲之…。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第三十八條)

### 信用契約

本規則所稱信用衍生性商品，指依國內外金融市場之規則或實務，其價值由標的信用所衍生之遠期契約、選擇權契約、交換契約及其組合契約。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第四十條)

證券商從事信用衍生性商品交易，以移轉已認列之資產或負債、未認列確定承諾、未來確定發生之預期交易之信用風險為限。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第四十一條)

證券商之交易相對人為承受信用風險者，該交易相對人須為財富管理業務高淨值客戶。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第四十二條)

證券商應評估前項交易相對人從事本項交易之能力及適切性，且至少應告知下列事項：

- 一、交易相對人應自行評估及監督管理契約信用實體與證券商之信用風險。
  - 二、信用衍生性商品之報酬來源主要為承擔契約信用實體之信用風險，於所約定之信用違約事件發生時，將可能產生損失之情形。
  - 三、應詳予說明信用違約事件之定義、信用違約事件發生後之交割方式、採取實物交割時可交割債權之範圍及採取現金差額交割時之計算方式等。
  - 四、信用衍生性商品相關合約多缺乏市場流通性。若契約約定得提前解約者，須說明交易相對人要求提前解約，應負擔之費用及最大可能損失。
- (財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第四十二條)

#### (五) 與交易人交易時注意事項

證券商在與交易相對人從事衍生性金融商品交易時，須先簽訂總契約，再根據所從事之商品簽訂個商品之契約書；而對於客戶應有告知交易風險之義務，並提具風險預告書說明最大可能風險及主要風險。而證券商內部應訂定審核客戶之作業程序，針對交易人之財務、資金狀況及專業能力做出審核，以規範其交易額度，或確認此商品是否適合從事交易人及其風險承受程度。以上由「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第十條、第十一條、第四十六條可知，法條所列如下：

證券商與交易相對人從事衍生性金融商品交易時…應與交易相對人簽訂 ISDA 總契約及附約，並就後續之交易之約定事宜簽訂個別之交易確認書。…前項附約及確認書，應依各類交易之實務規範，載明其商品類型、標的物及其他有關利益計算之約定條件。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第十條)

證券商承作衍生性金融商品交易時，應就個別交易相對人之財務、資金操作狀況及專業瞭解能力，限制其交易額度；或為擔保履約能力，要求其提供擔保品。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第十一條)

證券商應針對自然人客戶訂定審慎之瞭解客戶評估作業程序，以確認商品銷售之適合性、客戶之投資屬性、對風險之瞭解及風險承受度。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第十一條)

證券商與交易相對人從事衍生性金融商品交易，應對交易相對人提交風險預告書。並於風險預告書或個別確認書以粗黑體或其他明顯字體標示最大可能之風險或保本比率，以及主要風險說明…。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第四十六條)

## (六) 風險管理與內部控制

由「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」可知主管機關要求證券商在經營衍生性金融商品時，須訂定交易處理程序，並自行進行風險管制及內部控制，而於交易業務之前更需要完成內部控制及內部稽核的訂定。同時，於「證券商風險管理實務守則」中更規範了證券商對於作業風險的控制，應注意覺對手的交易經驗，因為衍生性商品規範較複雜，依理了避免日後糾紛，應確定交易人對商品已有充分了解；而關於其他風險，證券商對於管理文件應仔細審查該契約之適法性及可行性。

另外於「證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易」中規範，需向交易人提交風險控制書，並簽訂ISD總契約及附約，再依據個別約定事項簽訂交易確認書，簽訂總約訂書並根據不同契約以規範權利義務，以限制作業風險。並審核各人的信用狀況，以訂出其信用額度，以抑制信用風險。且對於交易部位應每周評估一次，而避險部位應每月評估兩次，並於財報中詳細揭露其衍生性金融商品相關交易狀況。

證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務，應依主管機關發布之「公開發行公司取得或處分資產處理準則」規定辦理，並訂定…交易之處理程序或納入既有之…交易處理程序，進行必要之風險管制與資訊公開，同時須納入既有之內部控制及內部稽核制度或實施細則中予以管控。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第四十七條)(證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易)

證券商於申請營業處所經營衍生性金融商品交易業務前，應完成其內部控制與內部稽核制度之修訂。相關之控制與稽核重點由本中心另訂之。(財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第四十七條)

#### 作業風險--交易對手經驗

證券商交易人員在交易進行之前，應考量交易對手之交易經驗。守則說明：1.若干金融商品，例如衍生性金融商品，其契約規範相當複雜與艱澀，為避免日後交易糾紛，交易人員需確保自身及交易對手對該項商品均有充分的瞭解。(證券商風險管理實務守則)

#### 其他風險--契約文件適法性之審查

證券商於承作業務前，應與交易對手確認彼此權利義務關係，並就該交易之適法性，以及是否具備合法文件予以審查。守則說明：4.鑑於衍生性金融商品交易之複雜性、高財務槓桿倍數、交易期間長短不一、牽連交易對手眾多及風險移轉與降低等多樣化特性，證券商應特別注意其契約執行之可行性，

以及交易對手履行契約之能力，並就衍生性金融商品契約之周延性及適法性，擬定一套完整之審核程序。(證券商風險管理實務守則)

與交易相對人從事轉換公司債資產交換或結構型商品交易時，應對其提交風險預告書，並說明該交易之架構與特性，告知可能之風險。(證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易)

從事轉換公司債資產交換交易前，應先與交易相對人簽訂 ISDA 總契約及附約，並就後續之交易之約定事宜簽訂個別之交易確認書(證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易)

從事結構型商品交易前，應先與交易相對人簽訂總約定書，並與交易相對人針對將承作之交易分別簽訂契約以規範雙方之權利與義務(證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易)

為防範交易相對人不履約之風險，應先行評估其信用狀況，呈報權責主管核准信用額度，於從事交易前依公司既定之經營策略並考量承擔之風險是否在公司容許範圍。(證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易)

所持有之交易部位至少每週應評估一次，惟若為業務需要辦理之避險性交易至少每月應評估二次，其評估報告應呈送董事會授權之高階主管人員…。(證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易)

公司編製定期性財務報告時，應於附註中揭露轉換公司債資產交換或結構型商品交易相關資訊且應於申報月計表時，併同申報從事該衍生性商品交易之額度、簡要約定交易條件及其相關內容等之資料兩份。(證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易)

公司從事結構型商品交易業務，其未到期契約本金總額，應不得超過所適用之承作總額度。(證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易)

公司應將每日成交資料及截至當日止之避險部位資訊於當日截止時間前透過申報櫃檯買賣中心資訊系統向櫃檯買賣中心據實申報。(證券商內部控制制度標準規範—轉換公司債資產交換暨結構型商品交易)

主管機關除對上述六大項有詳細之規範之外，另外對於衍生性金融商品之會計處理、關係人交易、廣告及宣傳均多有規範，對於和外

匯相關的商品更須遵守央行規定並向央行承報後始可以經營。

由以上法規限制可以發現，主管機關對於證券商經營衍生性金融商品仍要求必須先經過內部董事會及股東會之審查，並符合一定法定的條件(如：資本適足率、信用評等、未受違規處分等)，此外仍須報經央行(若商品與外匯或國外證券相關)及財團法人中華民國櫃檯買賣中心核准始可以經營。

而對於交易的標的法規當中亦已有明確定義，對於各類商品之交易限制(如：交易對象、發行總額、交割方式等)均有所限制，對於非經定義之商品則須再由主管機關特別核准。

此外，對於證券商內部之風險控制與內部稽核等亦有相當之要求，不僅須訂時呈報主管機關目前交易情形，內部更須訂定管理辦法及審核辦法，以求有效的內部控制機制。

而為了保護交易人，主管機關亦要求對於契約的說明及風險的提示均須完成，同時為了保護券商，並須要審核交易人的交易限額及其交易之可行；此外對於過於誇大不實的廣告及宣傳及具有攻擊同業之情並加以限制。

因此，期貨商當可以由目前對證券商之相關衍生性金融商品交易規範可以得知，未來在從事相關交易時會面臨的政主管機關命令及法規限制，因此預先做好準備，以因應將有之規範。

## (七) 小結

現行證券商經營 OTC 衍生性商品時，須受「財團法人證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」之規範，期貨商經營 OTC 衍生性商品時，除契約標的物可能有所不同外，其餘大體類似，因此若能在「財團法人證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」中，將期貨商納入，將是最快速的方法。另外「期貨商公司治理實務守則」也可仿照「證券商公司治理實務守則」增訂欲經營 OTC 衍生性商品之期貨商，須先訂定相關作業程序，再循審計委員會、董事會、股東大會之順序同意後，始得從事該項業務。

此外在「期貨商管理規則」可加入類似「證券商管理規則」第十九條之四之規定；又「證券商辦理證券相關業務及從事金融商品交易應注意事項」第四條至第六條，及「證券商風險管理實務守則」中針對作業風險—交易對手經驗及其他風險—契約文件適法性之審查等條文，均可針對期貨商來進行規範。

## 陸、結論與建議

本研究旨在探討期貨商所適合承做之店頭市場商品，其經營型態，以及應有的配套措施。期貨交易法第三條所定義的期貨交易範圍非常廣大，但是身為期貨市場主角的期貨商，目前僅能承做集中市場之經紀與自營業務，店頭市場之衍生性商品反而是銀行與證券商的業務範圍，期貨商迄今尚未涉足。

期貨商資本額較小，通路不足，固是主要原因，在金控之組織架構之下，期貨商之地位較低，具有店頭衍生性商品交易與風險控管能力之人才，也容易被銀行及證券商將借，更弱化了經營店頭衍生性商品之條件。

在各種可能的店頭衍生性商品之標的物中，現貨市場規模大，波動性高者，應較有發展的空間，其中凡已有集中市場商品交易，或銀行、證券商已有經營者，期貨商之競爭難度較高，初期應予避免。近期利率、匯率以及各種天然資源價格之波動大，應頗適合店頭衍生性商品之發展。綜觀全球衍生性商品市場，也以利率、匯率之店頭衍生性商品足以和集中市場相抗衡，權益證券相關的衍生性商品則為集中市場的天下，店頭市場難以匹敵。’

在經營型態上，期貨商可從客製化之商品設計以及獨特的交易策略上切入，例如國內之鋼鐵公司面臨鋼材貨源之價格變動的風險，市場上又無鋼材相關之期貨契約，此時期貨商可代為尋求與鋼材價格相關係數較高之金屬期貨或一籃子金屬期貨，設計最適避險計畫，並代

為下單，如此不但有顧問費之收入，也可增加經紀部門之收入，本身之風險也不大。

類似的避險需求可來自各行各業，包括承擔油價風險之運輸業者，承擔黃豆、黃豆粉、黃豆油價格風險的沙拉油業者，承擔棉花價格風險之紡織業者，承擔小麥、玉米及各種農產品價格風險之食品業者，以及所有進出口貿易業者之匯率風險等。

國內結構型債券之發行為證券商之業務，期貨商除參與設計、協助避險及媒介客戶外，受限於資本額太小，並無自行發行的條件，且租稅待遇明顯較國外引進之結構型債券不利，因此本研究並不建議期貨商積極介入此項業務。

至於國外的結構型債券，市場規模龐大，且租稅上明顯有利，期貨商或可考慮與銀行（尤其是同一金控下的銀行）合作、發展海外結構型商品，將所有利潤留在金控下，不被海外負責設計之投資銀行分走。在商品之設計上，連結標的之範圍較廣，可視全球各地市場之發展，機動設計合於投資人需求之商品；在風險控管上，也可利用期貨商所熟悉之國外期貨與選擇權來避險。

至於外匯保證金交易之仲介或顧問業務，在央行的辦法中並未規範，因此期貨商可爭取經營外匯保證金交易之仲介或顧問業務。在仲介業務方面，期貨商可扮演交易輔助人之角色，引介客戶至指定銀行交易，賺取佣金。在顧問業務方面，期貨商可發展較好的交易策略或建立具買賣訊號之程式系統，為客戶提供買賣之建議。

期貨商經營外匯保證金交易之仲介或顧問業務的好處在於，(1) 僅賺取佣金或顧問費，風險不大，除營運資金外，並不需要太多額外的資本；(2) 期貨商擁有對期貨交易較熟悉的客戶，要發展上述業務並不困難；(3) 國外之外幣期貨與外幣保證金交易可以策略性結合，形成多元化的操作策略；(4) 期貨商本來就經營國外之外幣期貨交易經營業務、操作及研究之人才並不缺乏；(5) 若為金控旗下之期貨商，可與銀行業務產生互補，金控本身應會有較正面的支持。(6) 央行相關規範尚未涉及此一部份，只要金管會同意即可。

利率及匯率衍生性商品在國外店頭衍生性商品中，長年獨占鰲頭，但此類產品通常由銀行在經營，期貨商若欲切入，可從協助企業，尤其是中小企業訂定避險計畫著手，在瞭解客戶財務狀況及風險趨避程度後，選擇適合的商品，收取顧問費，也可居間安排企業與銀行進行交易，扮演交易輔助人之角色，收取佣金。

期貨商在面對銷售通路不如銀行廣泛，又受制於與銀行、證券子公司同處於金控母公司旗下，不得不面對資源分配受限的問題。因此在目前金控整合行銷之下，期貨商可以利用銀行等其他子公司做為通路，銷售產品然後再與其他子公司相互分利，不僅可擴大交易金額，同時亦可獲得母公司的資源分享。例如期貨信託之相關法規已於九十六年七月初公佈，未來期貨信託業、期貨經理業、證券投信業均可經營期貨共同基金。由於期貨交易人與期貨商關係較為密切，未來期貨基金之銷售可考慮由期貨商來經營。

目前在英國及澳洲盛行的差價契約 (contract for difference, CFD) 交易，也有市場潛力，其標的可涵蓋國內外的利率、匯率、股價、股價指數及各類商品。CFD 之特點在於無交割日，每日釘住現貨價格進行損益結算。期交易方式可採集中交易或 OTC 交易，如採集中市場交易，則與目前期交所的交易方式並無差異，結算方式也類似，期貨商可扮演經紀商或自營商之角色；如採 OTC 方式交易，契約設計較有客製化的空間，但期貨商之角色會較接近自營商，價格風險、信用風險及作業風險的控管會較有挑戰性，資本額之要求也需提高。

期貨商如與客戶直接交易客製化的商品，影響最大的便是風險管理問題，因為期貨商在和客戶簽訂契約之後，客戶所面對的風險即轉嫁到期貨商身上，使期貨商不得不面對三方面進行風險控管，第一個是商品價格波動的避險，第二個是匯率波動的避險，第三是客戶的信用風險。

期貨商若不直接與客戶交易，僅扮演顧問或交易輔助人之角色，則風險之增量有限。但若和客戶簽訂交易契約，上述風險便會產生，風險控管也更形重要。

在價格波動方面的避險，當國外已有和客戶所簽契約相同商品時，可直接轉向國外購買已有的衍生性商品，為直接避險。但能在國外找到相同期間、相同商品、相同條件的產品十分困難，因此較可行的方式為交叉避險，即利用多個不同但和客戶所簽訂契約條件具有相關性之標的，根據所計算的避險比率來配置避險組合。

在匯率波動的風險方面，由於台幣與美金間之利率差極大，致採用遠期外匯避險時，成本非常高，許多機構法人從事國外證券投資時，已開始尋求遠匯避險之外的其他避險方式，通常是以一籃子貨幣來避險，稱為 proxy hedge。

信用風險控管上，可能需要求保證金，並強化徵信作業，人員及資本之需求勢必增加。因此較好的方式仍是以交易輔助人、期貨顧問或經紀商之身分來經營。

銀行業已從 2006 年起實施 BASEL II 的資本適足性規範，證券商比照 BASEL II 的資本適足性要求也在研擬之中。期貨商目前業務單純，各國多仍以 ANC 的架構來控管風險，未來若期貨商可經營多樣化的 OTC 衍生性商品，也可考慮研擬具 BASEL II 精神的資本適足性規範。

在法規方面，最快速的方法是讓期貨商也可依據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」，向櫃買中心申請經營 OTC 衍生性商品，同意後即受該業務規則之規範，包括將成交資訊及流通餘額輸入櫃買中心之資訊系統，每月申報月報表、衍生性金融商品交易內容條件、及已實現未實現損益等以供備查。惟可承作之商品除該業務規則第九條所規範的範圍外，可再加入農產品、金屬類、能源類等之衍生性商品。可能的話，改採負面列表方式更能強化產品設計的機動性、靈活性與即時性。

至於期貨商協助設計結構型商品，媒介客戶或設計客製化商品提

供予企業客戶等，是否涉及期貨交易相關法規，可進一步研究。CFD之屬性與槓桿保證金交易類似，期貨商是否須另外轉投資“槓桿交易商”來承作，亦可進一步研究。

## 參考文獻

1. 「期貨經營槓桿保證金交易業務之可行性研究」(民 93), 臺北市期貨商業同業公會委託研究計畫
2. 「臺灣發展槓桿保證金契約之可行性研究」(民 96), 臺灣期貨交易所委託研究計畫
3. 王吉祥(92 年 2 月), 店頭市場衍生性商品之風險控管, 信託暨期貨月刊.
4. 王妍玉(民 93), 「衍生性金融商品之法律關係及風險管理之研究」, 國立臺北大學法律系碩士班期貨交易法專題研究
5. 王曉恬(民 95), 「台灣退休基金之最適外匯避險策略研究」, 國立台灣大學財務金融所碩士論文
6. 王曉敏(民 95), 「利率衍生性金融商品發展對央行市場操作之影響」, 中央銀行研究報告
7. 司法院(民 96), 「外匯保證金是否為槓桿保證金」上訴字 第 1438 號之司法判例
8. 吳阿秋(民 88), 「我國槓桿交易商管理之研究」, 臺灣期貨交易所委託研究計畫

9. 官承儒、謝侑樺、林志超、林妙紋(民 91), 「期貨商自有資本適足比率之研究」, 臺灣期貨交易所委託研究計畫
10. 洪茂蔚、林丙輝、陳仁遠、葉仕國(92), 「信用衍生性金融商品研究」, 中華民國證券商業同業公會委託研究計畫
11. 許誠洲(民 85 年 3-4 月), 「衍生性金融商品大展(八)－區間遠匯(Range Forward)」, 玉山銀行書月刊文集
12. 風險管理理論與方法編輯委員會(民 94), 風險管理理論與方法, 財團法人台灣金融研訓院
13. 翁順裕(民 95 年 3 月 31 日), 以交易成本經濟探討保險業之銀行通路—銀行保險, 財團法人保險事業發展中心保險實務與制度
14. 張恆華(民 84), 「衍生性金融商品風險管理與內部控管之探討」, 國立台灣大學商學研究所碩士論文
15. 莫鳳圓(民 95), 「台灣地區本國銀行使用衍生性金融商品與財務特徵之實證研究」, 國立台灣科技大學 EMBA 碩士學位論文
16. 彭金隆(民 94 年 8 月 20 日), 「銀行銷售保險商品之機會與省思」, 財金資訊財金論壇
17. 黎明淵、周采薇(民 94)「檢測採用不同國際化策略之企業使用衍生性金融

商品的動機與效果」,證券市場發展季刊,17:3,頁 31-56

18. 熊肇穆(民 92 年 11 月),「結構商品簡介」,證券暨期貨月刊
19. 鄭水銓(民 94 年 5 月),「論地下外匯保證金交易之刑責」,證券暨期貨月刊
20. 劉科、賴坤鴻、程國榮、葉瓊琇、王宏瑞、王秀玲(民 93 年 2 月),推動證券商轉型投資銀行專題系列報導,信託暨期貨月刊
21. 日本金融期貨協會 [http://www.ffaj.or.jp/e/e-v/en\\_volume.htm](http://www.ffaj.or.jp/e/e-v/en_volume.htm)
22. 日本東京金融交易所 <http://www.tfx.co.jp/en>
23. 日本證交所  
<http://www.tse.or.jp/english/guide/regulations/data/tostnet.pdf>
24. 外匯保證金交易實習教室. 2007 年 7 月 15 日,擷取自 外匯保證金交易實習教室: <http://www.forex123.com/>
25. 東京證交所  
<http://www.tse.or.jp/english/guide/regulations/index.html>
26. 東京金融交易所 <http://tfx.co.jp/cn>

27. 香港證券及期貨事務監察委員 <http://www.sfc.hk/sfc/html/TC>
28. 香港證交所之證券及期貨條例  
[http://www.legislation.gov.hk/blis\\_ind.nsf](http://www.legislation.gov.hk/blis_ind.nsf)
29. 新加坡金融交易所 <http://tfx.co.jp/en>
30. 新加坡金融管理局 <http://www.ses.com.sg>
31. 新加坡國際金融交易所 <http://info.sgx.com>
32. Break Forward. 96年7月14日  
<http://my.dreamwiz.com/stoneq/products/break.htm>
33. Glossaary. 2007年7月15日 International Financial Risk Institute:  
<http://riskinstitute.ch/glossary.htm>