

中華民國期貨業商業同業公會委託專題計畫案

# 有價證券抵繳保證金 與期貨商業務項目國際化

計畫主持人：林蒼祥 博士

共同主持人：段昌文 博士

執行單位：淡江大學兩岸金融研究中心

中華民國 九十七 年 五 月 三十一 日

## 研究人員

|       |     |                             |
|-------|-----|-----------------------------|
| 主持人   | 林蒼祥 | 淡江大學財金(系)所教授<br>兼兩案金融研究中心主任 |
| 共同主持人 | 段昌文 | 淡江大學財金(系)所助理教授              |
| 顧問    | 李正福 | 國立交通大學財金所講座教授               |
| 研究員   | 顧廣平 | 淡江大學財金(系)所副教授               |
| 研究員   | 任俊行 | 大華期貨總經理                     |
| 研究助理  | 楊雅筑 | 淡江大學財金所碩士                   |
| 研究助理  | 王俞淳 | 淡江大學財金所碩士班                  |
| 研究助理  | 龔志灃 | 淡江大學財金所碩士班                  |
| 研究助理  | 曾國書 | 淡江大學財金所碩士班                  |
| 助理    | 駱綾  | 淡江大學財金系行政助理                 |

計畫案負責人：段昌文

Email Box: 107800@mail.tku.edu.tw

# 目 錄

|                                   |     |
|-----------------------------------|-----|
| 目錄                                | I   |
| 表目錄                               | III |
| 圖目錄                               | IV  |
| 第一章 前言                            | 1   |
| 第一節 研究動機與背景                       | 1   |
| 第二節 研究目的                          | 2   |
| 第二章 國外期貨商有價證券抵繳保證金與期貨商營業項目        | 5   |
| 第一節 有價證券抵繳期貨保證金                   | 5   |
| 第二節 國外期貨商營業項目                     | 22  |
| 第三節 小結                            | 27  |
| 第三章 國內現行法規對有價證券抵繳保證金與期貨商業務範圍之相關規範 | 29  |
| 第一節 有價證券抵繳保證金之相關規範                | 29  |
| 第二節 期貨商可營業項目之相關規範                 | 41  |
| 第四章 有價證券抵繳保證金對期貨商與市場的影響分析         | 46  |
| 第一節 以期貨商的經營風險探討有價證券抵繳保證金與業務開放     | 46  |
| 第二節 以個股選擇權開放標的證券抵繳保證金來觀察對市場的影響    | 53  |
| 第三節 國內對有價證券抵繳保證金與相關配套之問卷結果        | 58  |
| 第五章 新加坡有價證券抵繳保證金與營業範圍的國際模式        | 62  |
| 第一節 新加坡期貨市場的保證金管理                 | 62  |
| 第二節 新加坡期貨商可營業範圍                   | 71  |
| 第三節 小結                            | 73  |
| 第六章 國際期貨公司經營業務範圍、主要收入來源與未來發展趨勢    | 76  |
| 第一節 國際期貨公司業務與收入探討                 | 76  |
| 第二節 期貨公司未來發展趨勢                    | 86  |
| 第七章 期貨商經營環境分析與有價證券抵繳保證金之相關配套      | 90  |
| 第一節 本國期貨商經營環境探討                   | 90  |
| 第二節 有價證券抵繳作業之相關配套                 | 101 |
| 第八章 結論與建議                         | 119 |
| 參考文獻                              | 124 |
| 附錄一 2006 與 2007 年全球衍生性商品交易量排名     | A   |
| 附錄二 美國『有關證券期貨客戶保證金規則』             | C   |
| 附錄三 有價證券抵繳保證金問卷調查結果               | E   |

## 表 目 錄

|        |                              |     |
|--------|------------------------------|-----|
| 表 2.1  | CME 提供有價證券抵繳保證金項目之折扣比率       | 10  |
| 表 2.2  | SGX 結算會員有價證券抵繳保證金項目之折扣比率     | 18  |
| 表 2.3  | SGX 客戶端有價證券抵繳保證金項目之折扣比率      | 18  |
| 表 2.4  | OSE 提供客戶有價證券抵繳保證金項目之折扣比率     | 22  |
| 表 2.5  | 新加坡交易所衍生性商品結算會員公司            | 24  |
| 表 2.6  | 香港證監會核准之持牌與註冊總數              | 26  |
| 表 2.7  | 從事各類業務之持牌法團 (LC) 數目          | 27  |
| 表 2.8  | 世界各結算所之可接受保證金型式              | 28  |
| 表 3.1  | 結算會員資格標準及相關財務規定              | 43  |
| 表 3.2  | 調整後淨資本額佔未沖銷部位所需之結算保證金總額比     | 44  |
| 表 3.3  | 未沖銷部位總額佔其市場部位總額之比例           | 45  |
| 表 4.1  | 個股選擇權標的物波動性與隱含波動性            | 55  |
| 表 4.2  | 個股選擇權事件前標的物日內樣本波動性           | 56  |
| 表 4.3  | 個股選擇權事件後標的物日內樣本波動性           | 57  |
| 表 4.4  | 個股選擇權以有標的證券抵繳保證金前後周轉率月平均值    | 58  |
| 表 6.1  | CFTC 會員數統計表                  | 77  |
| 表 6.2  | 曼氏於主要期貨交易所交易量排名              | 79  |
| 表 6.3  | 全美期貨經紀商 2008 年國內客戶保證金帳戶金額排名  | 80  |
| 表 6.4  | 美國曼氏收入結構表                    | 82  |
| 表 7.1  | 台灣期貨市場參與者統計                  | 91  |
| 表 7.2  | 台灣期貨交易所可交易商品 2007 年度交易情況     | 92  |
| 表 7.3  | 2005-2007 年度證券交易與期貨交易稅收統計    | 93  |
| 表 7.4  | 全球交易所交易之衍生商品交易量              | 94  |
| 表 7.5  | 全球交易所交易之衍生商品各地區交易量           | 94  |
| 表 7.6  | 期貨事業相關從業人數                   | 95  |
| 表 7.7  | 結算會員年度收入總表                   | 96  |
| 表 7.8  | 結算會員年度收入總表                   | 97  |
| 表 7.9  | 期貨經紀商每口業務收入                  | 99  |
| 表 7.10 | 台灣期貨交易所下單費用                  | 100 |
| 表 7.11 | 台灣與新加坡期貨市場制度面的相異處            | 102 |
| 表 7.12 | 台灣與新加坡期貨市場在有價證券抵繳作業的相異處      | 103 |
| 表 7.13 | 結算保證金以定存計息之利息差距              | 105 |
| 表 7.14 | 存於期貨商端之保證金利息                 | 106 |
| 表 7.15 | 2007 年度全市場保證金繳存情況            | 113 |
| 表 7.16 | 有價證券抵繳『超額原始保證金』對整體期貨商利息收入之影響 | 115 |

## 圖 目 錄

|       |                  |     |
|-------|------------------|-----|
| 圖 2.1 | 結算保證金與交易保證金      | 8   |
| 圖 5.1 | 新加坡期貨市場保證金繳存過程   | 69  |
| 圖 5.2 | 新加坡期貨市場保證金利息支付情況 | 71  |
| 圖 7.1 | 期貨經紀商業務收入百分比     | 98  |
| 圖 7.2 | 期貨經紀商業務收入以每口計算   | 98  |
| 圖 7.3 | 期貨商每口利息收入與利率之關係  | 100 |
| 圖 7.4 | 各種保證金示意圖         | 101 |
| 圖 7.5 | 整體期貨商利息收入影響圖     | 114 |

# 第一章 前言

## 第一節 研究動機與背景

金管會證期局與台灣期貨交易所為提昇期貨市場資金運用效率，正加快腳步改革結算與交易制度，目前已推出 SPAN 結算保證金制度與期貨價差交易等等，皆是提昇我國期貨市場競爭力的相關措施。近來，期貨交易所正研議推出有價證券抵繳期貨保證金之措施，預計 2008 年 9 月實施，實施目的在以增加期貨交易人資金的使用效能，唯目前我國期貨商之營業生財項目只有三項，經紀手續費收入、客戶期貨交易保證金利息差收入（簡稱利差收入）、及自營與造市之資本利得/損失，其中利差收入占期貨商淨收入平均達五成以上。

由於有價證券抵繳保證金會減少現金保證金存放在保證金專戶中，因此預期對期貨商的利差收入會有很大衝擊，然而美國、新加坡等市場之期貨商生財項目除前述二項外，尚有包括期貨交易人融資業務、經營店頭市場衍生商品交易收入、保證金以公債等抵繳之債券套利交易收入與外匯保證金收入等等。因此，在開放有價證券抵繳保證金後，若對期貨商的主要業務收入造成影響，主管機關實有必要採以相對應的配套措施，以減少政策實施後對業者收入減少的衝擊。

觀察最近幾年國內期貨商經營環境的困境，除了與先進國家在一些交易制度上有所不同外，與其他國家相雷同的都是期貨商經紀業務收入逐年降低的趨勢。2003 年國內期貨經紀商每口收入平均有新台幣 195.84 元，其中 2003 年 1 月還達到新台幣 337 元，而 2007 年則降到新台幣 80.86 元，降幅達 142.19%。比較期貨經紀業務量的成長，2007 年相對於 2003 年成長了 2.19 倍，期貨商收取之保證金應同步成長，然而在此期間利率亦為上升趨勢，整體期貨商每口淨利息收入才上升 1.28 倍，顯示交易量的增加未同步增加期貨商的利息收入，這些數據的呈現，顯示期貨商經營收入來源面臨著潛在的危機。

據此，在國外期貨市場中，期貨商可經營的業務範圍與型態，還有期貨交易制度的不同下，有價證券抵繳保證金對期貨商的影響層面亦不相同。與國外期貨交易都可接受有價證券抵繳保證金的制度比較，是否有價證券抵繳保證金應用在現行台灣期貨市場的交易制度下，果真如國外期貨市場一樣，是可促進資金的使用效能，並能增進期貨交易量的成長，更能活絡市場，將是本研究計畫案所要

探討的議題。因此，我們期望透過此計畫案，以能釐清有價證券抵繳保證金在台灣現行交易制度下的可行性。同時期望透過本計畫，以提供期貨商未來發展之趨勢。

## 第二節 研究目的

有鑑於新加坡交易所（SGX）長久以來與台灣期貨交易所互為競爭對手，為了提升台灣版的摩台期競爭力，台灣期貨交易所參考新加坡交易所保證金的訂定方式，將摩台期保證金由最初的 1,800 美元，降到與新加坡商品相同的 1250 美元，使得雙方的成本趨於相近。因此，在台指期與美元計價的摩台期保證金比調到 1：2，期望使更多外資能投入台灣的摩台期。雖然如此，台灣期交所的摩台期是否真有競爭力，是值的我們進一步去比較的。

首先兩種期貨商品雖然交易人保證金是一致的，然而投資者投入台灣期貨市場的保證金處理方式卻與新加坡期貨市場有明顯的不同，除了新加坡可接受有價證券抵繳保證金外，尚有保證金的預繳制度與計息方式的不同。因此，本計畫案除了蒐集美國、新加坡、香港與日本以有價證券抵繳保證金的相關措施外，對於期貨商在保證金的管理與經營業務的相關細節，我們將透過參訪新加坡期貨商所得到的詳細資訊，進一步與台灣的期貨市場比較，以釐清兩國在期貨交易制度、保證金管理與期貨商的經營業務的相異處，期望可提供主管機關對於在台灣期貨市場開放有價證券抵繳保證金實施的相關影響與配套。

根據本研究資料顯示，新加坡自 1993 年首次允許使用不可撤銷的信用狀 (Irrevocable Standby Letters of Credit, SBLC) 與美國公債作為保證金以來，實務上以有價證券抵繳期貨保證金情況並不多，尤其是權益證券。雖然如此，在新加坡交易期貨商品後，欲以有價證券抵繳保證金的交易人皆會面臨利息費用，與台灣未來欲開放有價證券抵繳保證金後，期貨商預期利息收入將減少的情況大相逕庭，主要因素在於新加坡交易所商品的幣別多為外幣計價，其次即是新加坡交易所對結算保證金的總戶管理制度。

一個期貨交易制度的實施，勢必會影響市場的參與者。因此市場的交易制度愈是具有效率性，都是所有參與者所樂見與支持的。然而新的交易制度產生，

對市場產生之衝擊是可透過規劃良好的配套措施，以降低對市場參與者所造成的影響。首先，我們從期貨商的經營風險出發，來探討有價證券抵繳保證金與相關業務的開放對期貨商經營風險所造成的影響。其次，早於 2004 年我國即有實施有價證券抵繳保證金的先例，亦即個股選擇權買權賣方交易人以標的證券抵繳保證金，我們將以事件分析方式，來觀察個股選擇權在開放標的證券抵繳保證金前後的一些數據變化情況，以分析對市場產生之影響為何，以提供主管機關在全面實施有價證券抵繳保證金前，是否能以先試行個股選擇權全面開放有價證券抵繳保證金，來觀察此項政策的影響層面。本研究亦將透過問卷方式，以直接面對參與者對開放有價證券抵繳保證金的看法。

據此，我們呼應上述這些的影響層面，進一步探討有價證券抵繳保證金對期貨商利息收入所造成的衝擊，期望透過模擬期貨商保證金利息收入的方式，來觀察有價證券抵繳保證金後，對整體期貨市場所帶來的衝擊。因此，本研究計畫建構下述六點研究目的：

- 一、探討美國、新加坡、香港與日本等國之結算所對期貨交易人亦或結算會員以非現金擔保品抵繳保證金的相關處理方式，並對這些國家的期貨商於該國法規限制下可經營業務範圍作一整理，以與台灣比較。
- 二、對國內期貨保證金的管理方式，透過對現行法規的比較與探討，以釐清有價證券抵繳保證金後，對保證金管理造成窒礙難行所產生問題。並對現行期貨商可經營業務範圍的相關法令規定，作詳細的探討，以提供國內期貨商業務國際化的參考。
- 三、透過探討期貨商的經營風險，以分析有價證券抵繳保證金與業務國際化對期貨商產生的經營風險。其次，我們以事件分析方法來對現行已實施過個股選擇權以標的證券抵繳保證金的方式，以觀察對市場所產生的影響，期望能提供在全面開放有價證券抵繳保證金前，是否可先行試驗開放個股選擇權的有價證券抵繳保證金。最後，為了直接觀察期貨市場參與者對主管機關開放有價證券抵繳保證金的看法，本研究亦採問卷方式來瞭解。
- 四、由於長期以來新加坡即是我國期貨市場的競爭對手，因此我們透過直接參訪新加坡的五家期貨商對保證金的管理方式，並對現行法規下新加坡期貨

商的業務範圍作一詳細探討，以與台灣的期貨交易制度、保證金管理與期貨商業業務範圍作比較。

五、除了參訪新加坡期貨公司外，我們亦針對美國與香港期貨公司發展之歷程，探討這些國際期貨公司的業務範圍與主要收入來源，以提供台灣期貨商未來發展之參考，並提出現行國外期貨商對未來發展趨勢的看法。

六、透過觀察國內期貨市場的經營環境，採以模擬方式探討有價證券抵繳保證金對期貨商利息收入的影響，以探討相關的配套措施。

## 第二章 國外有價證券抵繳期貨保證金與期貨商營業項目

### 第一節 有價證券抵繳期貨保證金

國外結算所對結算會員或期貨交易所收取之保證金，皆可接受以非現金擔保品 (collateral) 抵繳結算會員或期貨交易所應繳存之保證金。一般而言，結算所會規範未平倉部位所應有之原始保證金於某一抵繳比例下，得以有價證券繳存，每日損益計算後之變動保證金，結算所仍限以現金繳存。

至於得以抵繳保證金之有價證券項目，基本上以外幣、政府債券 (Government Securities)、信用狀 (Letters of Credit)、銀行保證函 (Bank Guarantees) 以及股票 (Stocks) 等五種最為常見，而抵繳的有價證券所產生孳息收入<sup>1</sup>，通常歸屬提出擔保的結算會員或期貨交易所所有。另外，各交易所對於其客戶繳存之保證金形式通常更為放寬，除了結算會員得以抵繳的有價證券項目外，通常還包括銀行定期存單 (Certificates of Deposit) 或者流動性高的公司債與股票等等。

國外各交易所中，以美國可抵繳期貨保證金形式最為寬鬆，新加坡有價證券抵繳結算保證金作業與美國的做法雷同，相對其他亞洲主要交易所對抵繳期貨結算保證金的形式則較為保守。以下我們將針對美國、新加坡、香港及日本的期貨市場對於有價證券抵繳保證金的收取方式、標準、抵繳比率與折扣比率進行介紹。

#### 壹、美國

美國期貨結算機構有兩種型態，一種屬於交易所內部的組織，如芝加哥商品交易所 CME 之結算部；另一種是個別獨立的機構，如芝加哥選擇權結算公司 (Option Clearing Corporation, OCC)。芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME) 與芝加哥期貨交易所 (Chicago Board of Trade, CBOT) 亦於 2006 年 10 月 17 日簽署最後合併協定，預計合併更名為 CME Group Inc.，此新集團預期將成為全球最大衍生性商品交易所，芝加哥交易所和芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME) 的結算業務總計佔美國期貨市場的 90% 以

---

<sup>1</sup>利息或股息。

上。過去 CBOT 是由一獨立的 BOTCC 結算公司來負責結算、交割及擔保等業務，然而，在 2007 年 7 月 CBOT 轉與 CME 合作，正式合併成為 CME 集團 (CME Group)，共同面對歐洲金融交易所 (EUREX) 的競爭，創造出規模高達 250 億美元的衍生性金融商品交易機構，加速全球金融市場的整合。

美國證券交易委員會 (SEC) 和美國商品期貨交易管理委員會 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) 鼓勵交易所之間維持競爭，但保證金不能競爭，因此，目前在交易方面 CME 與 CBOT 各自運作，CBOT 以道瓊、黃金、10 年公債、30 年公債以及農產品期貨為主要商品，而 CME 以歐元利率期貨、S&P500 與 Nasdaq 指數期貨為主。在激烈的市場競爭中，CBOE、CBOT 和 CME 這三家交易所共同組建芝加哥一體交易所 (ONECHICAGO)，組織此交易所包含三層含意：一為所有交易可通過具有單一電子交易系統，統一了電子交易平台；二為參與者包含期貨與證券交易人員，並使會員資格互通，降低會員註冊成本；三為投資者可直接在此交易所交易單一股票指數。

ONECHICAGO 完全採用電子化交易，其交易之商品主要有個股、窄基指數商品、ETFs 期貨與選擇權。它是全球第一家期貨與選擇權的合資交易所，三家投資者自動成為 ONECHICAGO 會員，不需要特別申請和新交會員費。同時 ONECHICAGO 的交易平台與 CBOE 的 DIRECT 及 CME 的 GLOBEX 系統連接，投資者透過 DIRECT 和 GLOBEX 系統就可以在 ONECHICAGO 進行交易，結算可選擇透過選擇權結算公司 (The Options Clearing Corporation, OCC) 或芝加哥商業交易所 (Chicago Mercantile Exchange, CME) 旗下的結算所進行。CBOT 與 CME 結算的合作，使資本融合一起，期與 EUREX 競爭。

美國對於市場參與者保證金的要求，於 1934 年證券交易法 (SEC rule) 第七章的保證金要求中，就有詳細訂定市場參與者對保證金的規範，在保證金擔保品的相關規定中，即規定有為了確保保證金要求<sup>2</sup>，包括類型、形式和證券期貨產品擔保的使用，需與美聯儲根據第 (1) 項 (A) 與 (B) 分項制定的要求保持一致。根據美國法律要求，期貨經紀商 (FCM) 直接或間接為顧客延長或維持銀行存款或向客戶收取證券期貨商品所支付的保證金均為『非法』，除非該行為符合 1934 年的證券交易法 7c-2B 規定，可見此法規的重要性。而在保護客戶利益方

---

<sup>2</sup> 保證金水準除外。

面，美國商品期貨交易管理委員會 (CFTC) 與證券管理委員會 (SEC) 於 2002 年 8 月 14 日亦共同制訂了『有關證券期貨客戶保證金規則』(Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures)，法規中亦制訂了保證金相關擔保品的規定<sup>3</sup>，此保證金形式主要依據 Regulation T 的定義制訂，此規範亦成為美國期貨市場制訂保證金形式的主要參考依據。

#### 一、CME 結算所

期貨契約的買賣雙方均需繳交保證金，保證金分為兩個層次，一是結算保證金 (clearing margin)，一是交易保證金 (customer margin)；結算所向結算會員收取結算保證金，結算會員或期貨經紀商 (FCM) 向下單客戶收取交易保證金，如下圖 2.1 所示。每一結算會員必須根據當日交易新增部位存入原始保證金，同時根據結算價格 (settlement price) 的變動存入變動保證金 (variation margin)，通常變動保證金必須在成交第二天開盤前以現金存入指定銀行。

保證金在 CME 稱為履約保證 (Performance Bond)，採取總額保證金制度，結算所要求結算會員以多頭部位加空頭部位之總部位來繳交保證金。CME 之保證金計算方式稱為『標準組合風險分析』(Standard Portfolio Analysis of Risk, SPAN)，係由該交易所於 1988 年開發成功並啟用，目前為全球許多知名交易所採用。其計算方式係考量市場變動所產生的影響，運用選擇權訂價模式 (Options Pricing Model) 計算每一會員整體部位或投資組合之盈虧，且可以不同幣別轉換。

其保證金可以現金或有價證券形式繳交，有價證券抵繳期貨保證金之最高比率可達 85%，而變動保證金依規定只能以現金繳交。此外，美國商品期貨委員會 (CFTC) 亦制定了《商品交易規則》(CFTC Rules)，明訂結算會員的公司帳戶必須和客戶帳戶分離計算 (segregated)，因此公司部位和客戶部分之保證金必須分開存放。

---

<sup>3</sup> 內容參考附錄二之原文內容。

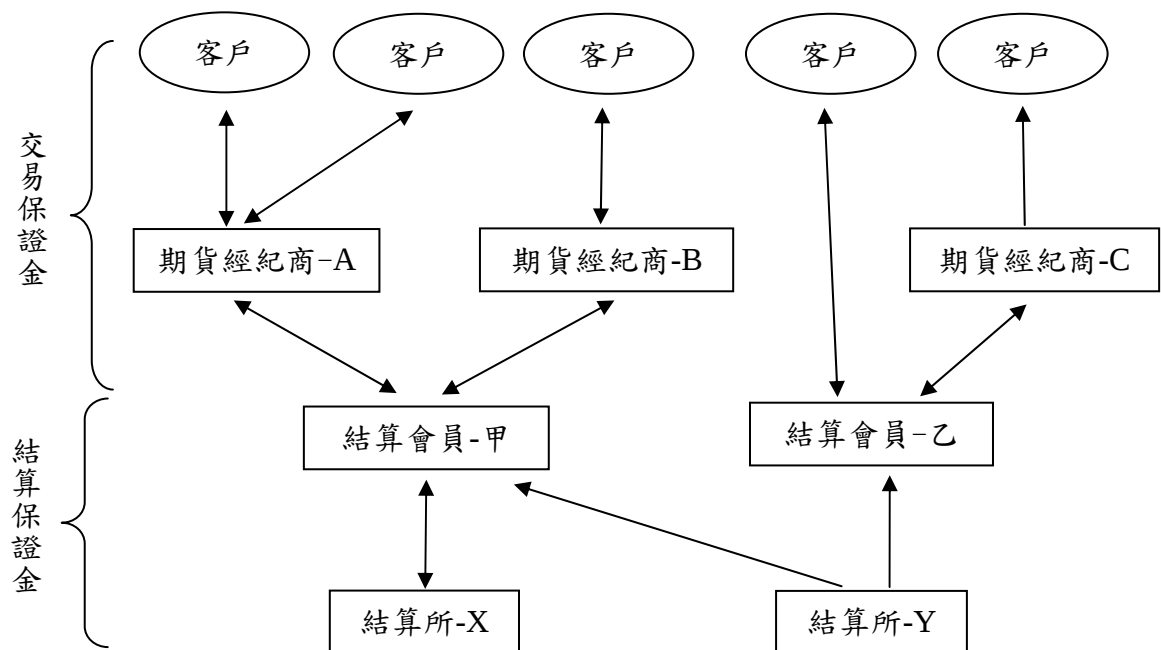


圖2.1、結算保證金與交易保證金

(一) CME 結算所有價證券抵繳期貨保證金項目

1. 現金

(1) 美元 (U.S. Dollar)

(2) 指定外幣 (Foreign Sovereign Cash)

包含澳幣 (Australian dollar)、英鎊 (British pound)、加幣 (Canadian dollar)、歐元(Euro)、紐西蘭幣 (New Zealand dollar)、挪威克朗 (Norwegian krone)、瑞典克朗 (Swedish krona)、瑞士法郎 (Swiss franc)、日幣 (Japanese yen)、墨西哥披索 (Mexican peso)。

2. 指定的國外債權 (Foreign Debt)

(1) 加拿大之國庫券 (Bill) 與債券 (Bonds)。

a. 法國之國庫券 (Bill)、中期債券(Notes- BTAN、BTF)與長期債券 (Bonds- OAT)。

b. 德國之國庫券 (Bill- Bubils)、中期債券(Notes- Schatzs) 與長期債券 (Bonds- Bunds、Kassenobligation)。

(2) 英國之國庫券 (Bill) 與績優公債 (Gilts)。

3. 美國政府債券 (U.S. Treasuries)

- (1). 美國國庫券 (U.S. Treasury Bills)。
  - (2) 美國中期債券 (U.S. Treasury Notes)。
  - (3) 美國長期債券 (U.S. Treasury Bonds)。
  - (4) 美國零息國庫券 (U.S. Treasury Strips)。
4. 指定的美國政府機構證券 (U.S. Government Agencies Securities)
- (1)聯邦國家房貸協會 (Federal National Mortgage Association, FNMA，簡稱Fannie Mae) 發行之基準票券 (Fannie Mae Benchmark Bills)。
  - (2) GSEOTH發行之基準債券 (Fannie Mae Benchmark Notes and Bonds)。
  - (3)聯邦住宅抵押貸款公司 (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, Freddie Mac) 發行之特別票券 (Freddie Mac Reference Bills)。
  - (4)GSEOTH發行之特別債券 (Freddie Mac Reference Notes and Bonds)。
5. 指定的不動產抵押債權證券 (Mortgage Backed Securities, MBS)
- 包含固定利率型 (Fixed Rate)、可轉換型 (Conventional) 以及多家庭或單一移轉型證券 (Multifamily or Single Family Pass Through Certificates)。
- (1) 聯邦國家房貸協會 (FNMA- Fannie Mae)。
  - (2) 聯邦住宅抵押貸款公司 (FHLMC- Freddie Mac)。
  - (3) 政府全國房貸協會 (GNMA- Ginnie Mae)。
6. 特定之擔保品計畫 (Specialized Collateral Programs)
- 指結算會員參加 IEF (Interest Earning Facility) 計畫<sup>4</sup>。
- (1) IEF1，為一般管理基金計畫。
  - (2) IEF2，係為 CME 機構的貨幣市場共同基金平台。
  - (3) IEF3，係指與紐約銀行或美國摩根大通銀行 (JP Morgan Chase Bank) 合作之特定擔保品計畫；為CME證券管理計畫。
  - (4) IEF4，係指與紐約銀行或美國摩根大通銀行 (JP Morgan Chase Bank) 合作之特定擔保品計畫；為CME證券管理計畫。
  - (5) IEF5，係指與紐約銀行或美國摩根大通銀行 (JP Morgan Chase Bank)

---

<sup>4</sup> 可參見 CME 網站。

合作之特定擔保品計畫；為CME含息現金計畫。

## 7. 信用狀 (Letters of Credit, LC)

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

### (1) 移轉型信用狀 (Pass-through L.C.)

即信用狀原先的受益人是結算會員，可以再補加 CME 為受益人之後，而成為保證金的一部份。

### (2) 擔保信用狀 (Standby L.C.)

CME是信用狀唯一的受益人。

## 8. 股票 (Equities)

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

## (二) CME 有價證券抵繳保證金項目之評價

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

表2.1、CME 提供有價證券抵繳保證金項目之折扣比率

| 可接受之有價證券抵繳保證金項目                 | 折扣比率     |
|---------------------------------|----------|
| (一) 現金 <sup>1</sup>             |          |
| 1. 美元                           | 市價的 100% |
| 2. 指定外幣                         |          |
| 澳幣、英鎊、加幣、歐元、紐西蘭幣、挪威克朗、瑞典克朗、瑞士法郎 | 市價的 97%  |
| 日幣                              | 市價的 95%  |
| 墨西哥披索                           | 市價的 85%  |
| (二) 指定的外國負債                     |          |

|                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 折價票券                                                                                                                                                                                                                  | 市價的 97%                                                                                                                             |
| 2. 到期日 5 年以下                                                                                                                                                                                                             | 市價的 94.5%                                                                                                                           |
| 3. 到期日 5 年以上，10 年以下                                                                                                                                                                                                      | 市價的 93%                                                                                                                             |
| 4. 到期日 10 年以上，30 年以下                                                                                                                                                                                                     | 市價的 91.5%                                                                                                                           |
| 5. 到期日超過 30 年                                                                                                                                                                                                            | 市價的 90%                                                                                                                             |
| (三) 美國政府債券                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                     |
| 1. 美國國庫券                                                                                                                                                                                                                 | 市價的 100%                                                                                                                            |
| 2. 美國中期債券                                                                                                                                                                                                                | 1. 到期日 5 年以下，市價的 98%<br>2. 到期日 5 年以上，10 年以下，市價的 96.5%<br>3. 到期日 10 年以上，30 年以下，市價的 95%<br>4. 若已發行一段時間之舊債 (off the run bond)，加計 0.5%。 |
| 3. 美國長期債券                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                     |
| 4. 美國零息國庫券                                                                                                                                                                                                               | 市價的 90%                                                                                                                             |
| (四) 指定的美國政府機構證券                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                     |
| 1. 折價債券                                                                                                                                                                                                                  | 市價的 97%(若已發行一段時間之舊債，加計 0.5%。)                                                                                                       |
| 2. 可贖回和不可贖回基準票券 (Fannie Mae Benchmark Bills)、特別票券 (Freddie Mac Reference Bills)、聯邦房貸銀行票券 (Federal Home Loan Bank Bills) 和聯邦農業信貸銀行票券 (Federal Farm Credit Bank Bills)                                                     | 市價的 97%<br>(若已發行一段時間之舊債，加計 0.5%。)                                                                                                   |
| 3. 可贖回和不可贖回基準中長期債券 (Fannie Mae Benchmark Notes and Bonds)、特別中長期債券 (Freddie Mac Reference Notes and Bonds)、聯邦房貸銀行中長期債券 (Federal Home Loan Bank Notes and Bonds) 和聯邦農業信貸銀行中長期債券 (Federal Farm Credit Bank Notes and Bonds) | 1. 到期日 5 年以下，市價的 97%<br>2. 到期日 5 年以上，10 年以下，市價的 95.5%<br>3. 到期日 10 年以上，30 年以下，市價的 94%<br>4. 若已發行一段時間之舊債，加計 0.5%。                    |
| (五) 指定的不動產抵押債權證券                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                     |
| 1. 聯邦國家房貸協會                                                                                                                                                                                                              | 市價的 90%                                                                                                                             |
| 2. 聯邦住宅抵押貸款公司                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                     |
| 3. 政府全國房貸協會                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                     |
| (六) 特定之擔保品計畫                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                     |
| 1. IEF2                                                                                                                                                                                                                  | 市價的97%，必須為IEF2的參與者，其餘依CME #04-163規定                                                                                                 |
| 2. IEF3                                                                                                                                                                                                                  | 市價的97%，必須為IEF3的參與者，其餘依CME                                                                                                           |

|         |                                              |
|---------|----------------------------------------------|
|         | #03-91與#04-82規定                              |
| 3. IEF4 | 市價的97%，必須為IEF4的參與者，其餘依CME<br>#03-91與#04-82規定 |
| 4. IEF5 | 市價的97%，必須為IEF4的參與者，其餘依CME<br>#04-121規定       |
| (七) 信用狀 | 目前一家結算會員使用<br>L.C.之總額不得超過其淨<br>資本的50%        |
| (八) 股票  | 市價的 70%                                      |

註：1. 當與交易之商品規定之保證金計價幣別不同時，才須計算折扣比率。

資料來源：本研究計畫

## 二、選擇權結算公司 (OCC)

芝加哥期權交易所 (Chicago Board of Options Exchange, CBOE) 之結算作業是由選擇權結算公司 (Option Clearing Corporation, OCC) 處理。OCC為世界上第一個採用依據選擇權價格理論及整體投資組合理論而發展之保證金計算系統的結算機構。1986年OCC 開始採用以風險為計算基礎的TIMS (Theoretical Intermarket Margins System) 做為保證金計算架構，不僅適用於 OCC 本身結算之商品，亦可涵蓋與其他期貨結算機構間所需之交叉保證金。計算方式為依據每日結算會員部位計算其保證金，保證金需求標準則依每日洗價之結果，及不利市場價格變動之緩衝額所組成，其需求標準則由保證金委員會所訂定，以提供足夠之保障。

### (一) OCC有價證券抵繳期貨保證金項目

#### 1. 現金

美金或其他外幣均可，惟 OCC 並不支付利息。

#### 2. 擔保品

銀行信用狀、國庫券、合於一定標準之股票與投資級美國公司債。

#### 3. 自營部位、造市部位與專業交易人的特定 OCC 選擇權部位可作為其他同市場或跨市場特定期貨或期貨選擇權之履約擔保。反之亦然。

### (二) OCC 有價證券抵繳保證金項目之評價

OCC對於有價證券抵繳保證金的評價較為單純，現金無折扣比率<sup>5</sup>，銀行信用狀、國庫券、合於一定標準之股票與投資級美國公司債折扣比率皆為60%，但若為賣出買權之會員標的股票則不受此折扣比率之限制。

### 三、紐約商品交易所 (New York Mercantile Exchange, NYMEX)

紐約商品交易所為世界最大之單一期貨交易所，主要商品為能原與金屬期貨。關於NYMEX的保證金相關規定載於該交易所規則第四章，內容涵蓋保證金、客戶保證金、會員帳戶、無擔保貸款、SPAN保證金系統的強制執行、小額帳戶保證金總額與共有帳戶等。

關於結算會員繳交結算保證金的相關規定，NYMEX交易所規則第四章第二款即對交易所會員保證金帳戶內容作了規範，法規指出任何場內會員、持證者和電子交易員都有責任擁有並在任何時間維持每個由該交易人持有的交易帳戶，並使其保證金的數額和形式應符合客戶帳戶的規定。准此，結算保證金與期貨交易人繳存的保證金數額與形式是相同的。

交易所會員可接受期貨交易人繳存保證金之形式與評價如下：

#### (一) 美國流通貨幣

指可以自由兌換成美元之貨幣；若外幣已存入帳戶，應計算其價值後以可以滿足期貨交易人履約的保證金義務的需要。

(二) 由美國財政部簽署的證券自存入之日起10年內到期，且其利息均由美國政府保證者。此證券折扣比率為95%。

(三) 在紐約證券交易所、美國證券交易所或NASDAQ交易所上市之全額資產個股，但須滿足下述條件：

1. 無設置圈存或其他障礙
2. 代表不超過簽署者全部公開發行證券的5%
3. 每股市價不少於10美元

上述條件滿足者，應按照市場價值的75%估計；結算會員並且不得接受其客戶本身或者其關係企業簽署的證券作為保證金

(四) 以結算會員為受益人的信用狀，或者結算會員轉讓以交易所名義為受益人的信用狀。

---

<sup>5</sup> 以外幣抵繳保證金時，OCC 通常會交這些外幣轉成美元來觀察保證金的適足性。

所有的信用狀都應按照交易所確認的簽署形式，並且以交易所確認的形式存入，並確認以結算會員會或交易所<sup>6</sup>為受益人的信用狀是可以提取的。結算會員可以不接受其客戶本身或者客戶的關係企業、結算會員或者結算會員的關係企業單位簽署的信用狀。

#### (五) 可轉讓的商品簽單收據

簽單收據價值以該商品現值的75%予以認列。

### 四、芝加哥一體交易所 (OneChicago)

OneChicago 的保證金要求比較簡單，保證金可以以現金、保證金證券與在其他期貨帳戶中開倉交易之資產皆可抵作保證金，而有價證券不得擔保客戶的期貨保證金，但是可以接受以 SPAN 反應最低保證金之需求。針對特定的專業人員的交易部分，OneChicago 准予不需繳存保證金。

### 五、小結

觀察美國有關期貨保證金的規範，美國政府已將保證金做為控制市場的一個工具，功能類似貨幣市場工具，主要功能有抑制市場的過度投機、操控市場與促進期貨市場的發展。在保護客戶保證金部分，美國政府亦採與銀行存款的客戶資金相同的保護政策，為了保護公眾利益或處理市場緊急情況，法規更傾向於從調整保證金比率來干預市場。

美國保證金制度可分兩個層面，一是由市場本身內部控制的風險層面，此指為交易所與經紀商；二是以政府機構為首的外部控制的風險層面。只要市場本身能承擔的風險壓力，正政府不可以也無權干預市場。一旦市場風險暴露值超過可忍受範圍，政府就可以依法干預。

### 貳、新加坡

新加坡交易所 (Singapore Exchange Limited, SGX) 是由新加坡股票交易所 (Stock Exchange of Singapore, SES) 與新加坡國際金融交易所 (Singapore International Monetary Exchange, SIMEX) 於1999年12月所合併，成為亞洲第一家結合證券與衍生性商品交易的交易所；其中結算工作則由SGX旗下的新加坡衍生

---

<sup>6</sup> 如果可行時。

性商品結算公司 (Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited, SGX-DC)所負責。

新加坡衍生品的法律體系由《證券及期貨法》、金融管理局的《期貨管理規則》和交易所的組織規章三個層次組成。其法律結構的最大特點是多法合一的法典，證券、商品期貨與金融期貨<sup>7</sup>適用同一部法律。

## 一、保證金制度

目前 SGX 採總額保證金制，結算所會要求結算會員以多頭部位加空頭部位之總部位來繳交保證金。其次，結算保證金可以現金或有價證券的形式繳交<sup>8</sup>，有價證券抵繳之比率上限為50%，其中變動保證金依規定只能以現金繳交。新加坡的結算會員或期貨商對於客戶繳交的保證金，則依照該公司政策而有所不同。

根據新加坡證券與期貨法 (Security and Futures Act, SFA) 第64條規定，結算所對於客戶資金、資產的正當投資亦訂有規範，投資原則主要以保本與履行會員義務，並保有適當流動性下，經取得主管機關批准皆可逕行以會員之資金與資產進行投資。據此，SGX對結算會員上繳之全額以貨幣形式之保證金與證券存入<sup>9</sup>者，包括變動保證金，SGX 在扣除行政費用後，皆會支付結算會員以新加坡代表之六家銀行加權平均有效利率的利息。目前 (2008年3月31日) 以美金繳交的保證金利率約為2.50%，新加坡幣為 0.31%，日幣為.08%，歐元則為 2.87%<sup>10</sup>，此利率將隨貨幣市場每日變動。

另外，新加坡的證券與期貨法亦規定，期貨商必須將自有資金及客戶資金完全隔離且獨立存放，客戶的現金、債券或其他資產須存入一獨立信託帳戶，期貨商不得將客戶保證金轉戶之資金移作其他任何用途。

## 二、有價證券抵繳保證金項目

SGX 初期只允許以現金作為保證金，1993 年後才允許使用不可撤銷的信用狀 (Irrevocable Standby Letters of Credit, SBLC) 與美國國庫券作為保證金，目前其對於結算保證金的收取方式與可接受之有價證券抵繳保證金項目，做法基本上

---

<sup>7</sup> 期貨與期權。

<sup>8</sup> 新加坡證券與期貨法第 62 條有針對新加坡結算所持有客戶資金與資產有關之業務作了相關規定，其中資產亦無規定相關項目，可窺新加坡期貨交易的母法規範授權市場經營者訂定。

<sup>9</sup> security deposit.

<sup>10</sup> 可參考

[http://info.sgx.com/SGXWeb\\_DC.nsf/newDOCNAME/Interest\\_On\\_Cash\\_Margins?opendocument&si=denav=Intermediaries](http://info.sgx.com/SGXWeb_DC.nsf/newDOCNAME/Interest_On_Cash_Margins?opendocument&si=denav=Intermediaries)

模仿美國，並且 SGX-DC 對於其客戶繳交保證金的形式較結算會員更為放寬，除了結算會員得以抵繳的有價證券項目外，尚包括信用狀、金條、黃金憑證 (Gold Certificates) 以及指定的股票等。對於以非現金形式之擔保品抵繳的保證金，在 SGX 交易規則第七章結算與保證金第25條載有交易所對結算會員可收取管理費 (Administrative Fees) 與支付的權利與義務<sup>11</sup>。因此，針對現金的擔保品，交易所所有義務支付現金所產生之利益，而非現金的擔保品，交易所亦有權利收取相關費用。

SGX-DC 對於結算會員可作為結算保證金的擔保品形式有下述六種，對於此六種擔保品的開放，新加坡交易所則採漸進式接受<sup>12</sup>，如下：

(一) 現金

1. 美元 (U.S. Dollar, USD)。
2. 日幣 (Japanese Yen, JPY)。
3. 新加坡幣 (Singapore Dollar, SGD)。
4. 歐元 (Euro, EUR)。

(二) 新加坡政府證券 (Singapore Government Securities)

1. 到期日5年以下。
2. 到期日5年以上。

(三) 美國政府債券 (US Treasury Securities)

1. 到期日5年以下。
2. 到期日5年以上。

(四) 日本政府債券 (Japanese Government Bonds)

1. 到期日5年以下。
2. 到期日5年以上。

(五) 歐元政府公債 (EURO Government Bonds)

包含法國國庫券 (Treasury Bills, BTF)、法國中期債券 (Treasury Notes, BTAN)、法國長期公債 (Treasury Bonds, OAT)、德國國庫券 (Treasury Bills, Bubills)、德國中期債券 (Treasury Notes, Bobls and

---

<sup>11</sup>詳細將描述於本文第五章。

<sup>12</sup> SGX-DC 初期只允許以現金作為保證金，1993 年後才允許使用不可撤銷的信用狀與美國國庫券作為擔保品，2000 年則開始接受日本政府公債。

Schatze) 與德國長期公債 (Treasury Bonds, Bunds)。期限有：

1. 到期日5年以下。
2. 到期日5年以上，10年以下。
3. 到期日10年以上。

(六) 不可撤銷擔保信用狀 (Irrevocable Standby Letters of Credit, SBLC)

SGX-DC 允許以日圓或美元之不可撤銷擔保信用狀作為擔保品。

SGX-DC 對於結算會員收取客戶端可作為結算保證金之擔保品的形式較為寬鬆，除了各種合法外幣與上述一到五項外，尚有下列五項：

(一) 銀行定期存單 (Bank Certificates of Deposit)

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

結算會員不得接受 BG 或 LC 是由銀行對顧客間 (bank-customer) 或是顧客承作保證金交易相關銀行所發行者，惟可接受在新加坡銀行法規範下，持有有效執照且營業中之銀行所發行之 BG 或 LC，且該BG或 LC不可以被限制轉換的幣別計價。。

(三) 金條 (Gold Bars)

(四) 黃金憑證 (Gold Certificates)

經新加坡中央銀行 (Monetary Authority of Singapore, MAS) 認可而由銀行發行的黃金憑證。

(五) 股票

於新加坡交易所 (SGX)、紐約證交所 (NYSE)、美國證交所 (AMEX) 或東京證交所 (TSE) 第一類型 (1st Section) 掛牌上市的股票。此外，交易所持有之股票擔保品以市場總發行量的10%為上限，且單一股票持股限制為發行量的2%為上限。

### 三、有價證券抵繳保證金項目之評價

目前得以有價證券抵繳保證金的抵繳比率是由 SGX-DC 定期公告與調整，至於有價證券的評價是根據市價減去適當的折扣比率來計算，以下分別為 SGX 針對結算會員以有價證券抵繳結算保證金項目的折扣比率，與客戶繳存於期貨商端有價證券折扣比率。

表 2.2、SGX 結算會員有價證券抵繳保證金項目之折扣比率

| 可接受之有價證券抵繳保證金項目     | 折扣比率      |
|---------------------|-----------|
| (一) 現金              |           |
| 1. 美元               | 市價的 100%  |
| 2. 日幣               |           |
| 3. 新加坡幣             |           |
| 4. 歐元 (Euro)        |           |
| (二) 新加坡政府證券         |           |
| 1. 到期日 5 年以下        | 市價的 95%   |
| 2. 到期日 5 年以上        | 市價的 90%   |
| (三) 美國政府債券          |           |
| 1. 到期日 5 年以下        | 市價的 92.5% |
| 2. 到期日 5 年以上        | 市價的 90%   |
| (四) 日本政府債券          |           |
| 1. 到期日 5 年以下        | 市價的 95%   |
| 2. 到期日 5 年以上        | 市價的 95%   |
| (五) 歐元政府公債          |           |
| 1. 到期日 5 年以下        | 市價的 96%   |
| 2. 到期日 5 年以上，10 年以下 | 市價的 93%   |
| 3. 到期日 10 年以上       | 市價的 95%   |
| (六) 不可撤銷擔保信用狀       | 市價的100%   |

資料來源：本研究計畫整理自 SGX 網站

表 2.3、SGX 客戶端有價證券抵繳保證金項目之折扣比率

| 可接受之有價證券抵繳保證金項目   | 折扣比率    |
|-------------------|---------|
| (一) 至 (五) 項同表 2.2 |         |
| (六) 銀行定期存單        | 市價的 95% |
| (七) 銀行保證或信用狀      | 市價的 95% |
| (八) 金條            | 市價的 70% |
| (九) 黃金憑證          | 市價的 70% |
| (十) 股票            | 市價的 70% |

資料來源：本研究計畫整理自 SGX 網站

## 參、香港

香港交易及結算所有限公司 (Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, HKEx) 是一控股公司，全資擁有香港聯合交易所 (The Stock Exchange of Hong

Kong Limited, SEHK)、香港期貨交易所 (Hong Kong Futures Exchange Limited, HKFE) 和香港證券結算所 (Hong Kong Securities Clearing Company Limited, HKSCC) 三家附屬公司；衍生性商品市場之交易與結算，目前由HKFE負責，而HKSCC則負責證券市場之結算、交割與保管作業。

## 一、保證金制度

目前 HKEx 採總額保證金制，結算所會要求結算會員以多頭部位加空頭部位之總部位來繳交保證金；HKEx 結算所參與者之按金，亦即結算保證金，可以現金或有價證券的形式繳交，有價證券抵繳最高比率為50%。HKEx 對於結算會員上繳之保證金與超額保證金，港幣現金保證金之利息，以強制性公積金計劃管理局的保本基金利率作計算基準，相當於香港三家發鈔銀行的港元儲蓄利率的簡單平均數<sup>13</sup>，此利率可能為正利率或負利率，若儲蓄利率為負，則是HKEx會向結算會員收取利息。至於其他貨幣的現金保證金利息，則以三家發鈔銀行的該等貨幣儲蓄利率作計算基準。

結算所對於客戶或結算會員以擔保品作為保證金有絕對的裁量權，有價證券的種類與抵繳比率是由結算所定期公告。任何時期結算所若認為有價證券的擔保品不足，則可立即要求結算會員補足擔保品或現金。結算所對於以非現金擔保品抵繳保證金之結算會員，則收取類似融通貸款之費用<sup>14</sup> (accommodation fee)，結算會員對客戶以擔保品繳存原始保證金亦有權收取保管費。

## 二、有價證券抵繳保證金項目

香港交易所可以接受結算保證金的形式如下：

### (一) 現金

1. 港幣 (HK Dollars)。
2. 美元 (U.S. Dollar)。
3. 歐元 (Euro)。
4. 日幣 (Japanese Yen)。

### (二) 銀行保證 (Bank Guarantees)

<sup>13</sup> 香港自 2005 年 6 月 1 日起開始對結算會員給息。

<sup>14</sup> 參考 CLEARING HOUSE PROCEDURES FOR FUTURES / OPTIONS CONTRACTS TRADED ON THE AUTOMATED TRADING SYSTEM OF THE EXCHANGE (“HKATS”)

指由認可的銀行開立之信用狀、銀行擔保、銀行匯票與本票等。

(三) 交易所交易之基金票券 (Exchange Fund Bills / Notes, EFBN)

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

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

(五) 追蹤恒生指數的單位盈富基金 (Tracker Fund of Hong Kong, TraHK Units)

交易所的參與者獲准接納盈富基金單位作為客戶補倉形式的日期將由期交所在適當時間透過通告通知交易所參與者。

(六) 認可之證券 (Securities)

指期交所董事會可能不定時認可的證券，由期交所在適當時間通知交易所參與者。

### 三、有價證券抵繳保證金項目之評價

香港期交所對於上述可用以抵繳保證金項目之評價，乃依據結算所的《期貨結算規則及程序-期貨結算所》而定，其中包括反映股票價值有機會於隔日下跌的調整。就美國國庫券及國庫票據而言，折扣比率約為 1 至 5%，且要求現金佔結算保證金必須在 50%以上。外幣則無固定的折扣比率，主要參考擔保品的歷史波幅，再將平均波幅加 3 個標準差，每月審核一次。

## 肆、日本

大阪證券交易所 (Osaka Securities Exchange Co., OSE) 與東京證券交易所 (Tokyo Stock Exchange, TSE) 於1988年9月聯合推出日經225指數期貨，並且於2006年7月18日推出MINI日經225指數期貨，而結算工作則由日本證券結算保管公司 (Japan Securities Settlement & Custody, JSCC) 所負責。

### 一、保證金制度

客戶將保證金透過結算會員直接存放於 OSE，稱為結算保證金 (直接存

款)，若客戶同意結算會員以同等金額之自有現金或有價證券存放於 OSE，稱為經紀保證金（替代直接存款）。OSE 要求市場參與者需分離自有帳戶及客戶帳戶，市場參與者所計算之客戶應有保證金，目前 OSE 採總額保證金制，結算所會要求結算會員以多頭部位加空頭部位之總部位來繳交保證金；且原始保證金可以現金或有價證券的形式繳交，得以有價證券抵繳之比率為 100%，須於交易日次日繳足，而變動保證金同樣可以現金或有價證券繳交，須於當日下午四時前繳存完畢。

## 二、有價證券抵繳保證金項目

OSE 可以接受保證金的形式如下：

- (一) 現金（僅可用日幣繳交）
- (二) 日本政府公債
- (三) 日本政府保證公司債
- (四) 日本地方政府公債
- (五) 美國政府債券 (U.S. Treasuries)
  - 1. 美國國庫券 (U.S. Treasury Bills)。
  - 2. 美國中期債券 (U.S. Treasury Notes)。
  - 3. 美國長期債券 (U.S. Treasury Bonds)。
- (六) 於日本交易所上市之日幣計價的國外公債
- (七) 適用特別法發行之公司債
- (八) 於日本交易所上市之公司債
- (九) 於日本交易所上市之日幣計價的國外公司/地方政府債券
- (十) 公債投資信託受益憑證
- (十一) 於日本交易所上市之可轉換債券/附買回債券/可交換債券
- (十二) 於日本交易所上市之股票
- (十三) 非債券投資信託之受益憑證

## 三、有價證券抵繳保證金項目之評價

目前OSE對於有價證券抵繳保證金的折扣比率如下：

表 2.4 OSE 提供客戶有價證券抵繳保證金項目之折扣比率

| 可接受之有價證券抵繳保證金項目                 | 折扣比率     |
|---------------------------------|----------|
| (一) 現金 (僅可用日幣繳交)                | 市價的 100% |
| (二) 日本政府公債                      | 市價的 95%  |
| (三) 日本政府保證公司債                   | 市價的 90%  |
| (四) 日本地方政府公債                    | 市價的 85%  |
| (五) 美國政府債券                      |          |
| 1. 美國國庫券                        | 市價的 90%  |
| 2. 美國中期債券                       |          |
| 3. 美國長期債券                       |          |
| (六) 於日本交易所上市之日幣計價的國外公債          | 市價的 90%  |
| (七) 適用特別法發行之公司債                 | 市價的 85%  |
| (八) 於日本交易所上市之公司債                | 市價的 85%  |
| (九) 於日本交易所上市之日幣計價的國外公司/地方政府債券   | 市價的 85%  |
| (十) 公債投資信託受益憑證                  | 市價的 85%  |
| (十一) 於日本交易所上市之可轉換債券/附買回債券/可交換債券 | 市價的 80%  |
| (十二) 於日本交易所上市之股票                | 市價的 70%  |
| (十三) 非債券投資信託之受益憑證               | 市價的 70%  |

資料來源：本研究整理。

## 第二節 國外期貨商業務項目

各國可承作期貨業務之金融機構約可分為銀行、證券商與期貨商等三大類型機構，本節主要描述各國專業期貨商可經營之業務範圍進行說明，主要以美國與於亞洲具代表的香港與新加坡等三個國家來說明。

### 壹、美國

在美國，可承作期貨業務之機構有投資銀行、銀行、綜合證券商與獨立機構的專業期貨商 (FCMs) 等四種，美國的期貨商除了需遵守原始期貨交易法 (Futures Trading Act)<sup>15</sup> 外，亦必須遵守美國商品期貨委員會 (CFTC) 所制定的《商品交易法》(CFTC Rules)，以及新制定的2000年商品期貨交易現代化法 (Commodity Futures Modernization Act of 2000)。此外，還有美國期貨公會 (National Futures Association, NFA) 所制定的《期貨業自律規章》及由各交易所

<sup>15</sup> Futures Trading Act 目前以改為 Commodity Exchange Act, CEA., 與 2000 年商品期貨交易現代化法是相同法規。

制定的《會員自律規章》。

在美國期貨交易法中對於期貨主體或參與人與其權利義務之相關規定中，明確定義了期貨經紀商可經營業務範圍。法規中指出，期貨經紀商意指從事下列行為之個人、社團、合夥企業、公司或信託業，主要權利義務有兩點：1) 從事招攬或收受遠期交割商品買賣或執行衍生商品交易的訂單。2) 根據該招攬和收受的訂單，接受作為交易或合約的或由交易和合約所需的保證金、擔保和保證的資金、證券或資產<sup>16</sup>。據此，美國期貨經紀商可以收取客戶資金、有價證券、交易保證金、資產，還可以直接在期貨市場上為客戶下單等等。

實務上，目前美國期貨經紀商經營的業務項目如下：

- 一. 期貨經紀業務
- 二. 自營與造市之資本利得
- 三. 外匯保證金交易
- 四. 期貨交易人融資業務
- 五. 經營 OTC 衍生性商品
- 六. 保證金以公債等抵繳之債券套利交易收入

## 貳、新加坡

新加坡的期貨商必須遵守金融管理局 (Monetary Authority of Singapore, MAS) 所訂定的《證券及期貨法》(Security and Futures Act)與《期貨管理規則》，另外，經營外匯業務之期貨商必須和銀行一樣受到金融管理局的管理。

根據新加坡證券與期貨法第86條第1款之規定，公司可以申請資本市場服務執照，以從事一項或多項收規範的業務；相同條例下第二款亦規定，在授予執照之同時，主觀機關可以以其認為合適的方式，指定與該執照相關的一項或多項受規範的業務。相同法規第126至129條亦有對取得資本市場服務執照者從事期貨合約與槓桿式外匯交易兩者之特別作了相關之交易規範。因此，在新加坡機構只要

---

<sup>16</sup>或能替代資金、證券和資產的信用。

取得資本市場服務執照與該項業務執照，皆可經由主管機關核定之經營項目，亦或取得該業務執照，公司即可被允許經營該項金融服務業務。目前新加坡可經營期貨業務之公司類型有銀行、金融公司、證券商與獨立機構之期貨商。

**表2.5、新加坡交易所衍生性商品結算會員公司**

|                                                      |
|------------------------------------------------------|
| Ong First Tradition Pte Ltd                          |
| Newedge Derivatives Singapore Pte. Ltd.              |
| Barclays Capital Futures (Singapore) Private Limited |
| Mizuho Futures (Singapore) Pte Ltd                   |
| Phillip Futures Pte Ltd                              |
| Daiwa Securities SMBC Futures Pte Ltd                |
| Barclays Bank PLC                                    |
| Deutsche Futures Singapore Pte Ltd                   |
| DBS Vickers Securities (Singapore) Pte Ltd           |
| MF Global Singapore Pte. Limited                     |
| UOB Bullion & Futures Limited                        |
| Nomura Futures (Singapore) Pte Ltd                   |
| Newedge Financial Singapore Pte. Ltd.                |
| Credit Suisse Securities (Singapore) Pte Limited     |
| HSBC Futures (Singapore) Pte Ltd                     |
| UBS Futures Singapore Pte Ltd                        |
| OCBC Securities Private Limited                      |
| Goldman Sachs Futures Pte Limited                    |
| Fortis Clearing Singapore Pte Ltd                    |
| CLSA Singapore Pte Ltd                               |
| Merrill Lynch (Singapore) Pte Ltd                    |
| JP Morgan Securities Singapore Private Limited       |
| Lehman Brothers Pte Ltd                              |
| Morgan Stanley Asia (S) Securities Pte Ltd           |

資料來源：新加坡交易所

目前新加坡專營期貨商的主要業務收入來源以外匯保證金交易業務為主，但是交易量仍以銀行的外匯業務量為最多。在新加坡取得期貨商經營執照者，可經營之業務項目約有下述三項：

- 一. 期貨經紀業務。
- 二. 外匯保證金交易業務。
- 三. 經營 OTC 衍生性商品：原油、黃金等。

表2.5為新加坡交易所衍生性商品結算會員公司，亦為目前新加坡即存的期

貨經紀商。

## 參、香港

證監會 (SFC) 為香港證券及期貨市場的主要監管者，負責發牌及規管證券期貨市場。根據 2003 年所制定的《證券及期貨條例》規定。任何個人、個別公司及金融機構只要向證監會申請註冊為持牌法團<sup>17</sup> (Licensed Corporations, LC)、註冊機構<sup>18</sup> (Registered Institutions, RI)、持牌代表 (Licensed Representatives, LR) 或負責 / 核准人員 (Responsible / Approved Officers, RO / AO)，均可從事以下九項受規管之業務項目：

### 一. 證券交易(RA1 – dealing in securities)

係指取得、處置、認購或包銷證券等。

### 二. 期貨合約交易(RA2 – dealing in futures contracts)

### 三. 槓桿式外匯交易(RA3 – leveraged foreign exchange trading)

係指訂立槓桿式外匯交易合約或是提供任何財務通融，以便利進行外匯交易。

### 四. 就證券提供意見(RA4 – advising on securities)

係指針對是否應取得或處置證券、應取得或處置哪些證券、應於何時取得或處置證券以及應根據哪些條款或條件取得或處置證券，提供意見或發出分析或報告。

### 五. 就期貨合約提供意見(RA5 – advising on futures contracts)

係指針對是否訂立期貨合約、訂立哪些期貨合約、何時訂立期貨合約以及根據哪些條款或條件訂立期貨合約，提供意見或發出分析或報告。

### 六. 就機構融資提供意見(RA6 – advising on corporate finance)

係指對於發行、撤銷或處置證券等方面提供意見。

### 七. 提供自動化交易服務(RA7 – providing automated trading services)

係指透過並非由認可交易所或認可結算所提供的電子設施而提供的服務，而藉該項服務買賣任何證券或期貨合約。

---

<sup>17</sup> 持牌法團是由證監會核發牌照，並直接監管的單位。

<sup>18</sup> 註冊機構由金管局直接監管，且向證監會註冊的認可財務機構 (Authorized Financial Institutions, AFIs)。

八. 提供證券保證金融資(RA8 – securities margin financing)

係指提供財務通融，以便利取得在任何證券市場（不論是認可證券市場或香港以外地方的任何其他證券市場）上市的證券，或繼續持有該證券。

九. 提供資產管理(RA9 – asset management)

指提供房地產投資計劃管理以及證券或期貨合約管理兩方面。

香港交易所採用參與者制度<sup>19</sup>，只有參與者才能在交易所買賣及在結算所進行相關交易的結算，換言之，聯交所參與者可買賣證券市場的所有產品，而期交所參與者則可買賣股票指數、利率、期貨及選擇權。因此，香港期貨商必須是期交所參與者，同時註冊成為受證監會所規管的持牌法團 (LC)，以取得經營上述第二項「期貨合約交易」的牌照。

表 2.6、香港證監會核准之持牌與註冊總數

| 類別                         | 2006 年 | 2007 年 |
|----------------------------|--------|--------|
| <b>(一) 持牌法團 (LC)</b>       |        |        |
| 1. 聯交所參與者                  | 408    | 420    |
| 2. 期交所參與者                  | 112    | 109    |
| 3. 聯交所/期交所參與者              | 23     | 29     |
| 4. 非參與者                    | 769    | 858    |
| <b>(二) 註冊機構 (RI)</b>       |        |        |
| 1. 聯交所參與者                  | 0      | 0      |
| 2. 期交所參與者                  | 0      | 0      |
| 3. 聯交所/期交所參與者              | 0      | 0      |
| 4. 非參與者                    | 88     | 99     |
| <b>(三) 持牌代表 (LR)</b>       |        |        |
| 1. 聯交所參與者                  | 8,153  | 9,466  |
| 2. 期交所參與者                  | 423    | 380    |
| 3. 聯交所/期交所參與者              | 1,195  | 1,721  |
| 4. 非參與者                    | 13,643 | 16,391 |
| <b>(四) 負責/核准人員 (RO/AO)</b> |        |        |
| 1. 聯交所參與者                  | 1,207  | 1,328  |
| 2. 期交所參與者                  | 63     | 69     |
| 3. 聯交所/期交所參與者              | 125    | 157    |
| 4. 非參與者                    | 1,930  | 2,247  |
| 總計                         | 28,139 | 33,274 |

資料來源：本研究整理

<sup>19</sup> 參與者必須符合一定的資本及流動資金的要求，財務狀況良好，並遵守所有相關條例、法案及指引。

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，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營辦其他受規管活動的牌照。因此，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。表 2.6 為 2006 與 2007 年香港證監會核准之持牌與註冊總數概況。

從表 2.7 可得知香港目前取得合法經營期貨商家數達 186 張持牌家數，槓桿式外匯交易則有 25 張持牌。

表 2.7、從事各類業務之持牌法團 (LC) 數目

| 類別            | 2006 年 | 2007 年 |
|---------------|--------|--------|
| 1. 證券交易       | 641    | 694    |
| 2. 期貨合約交易     | 170    | 186    |
| 3. 槓桿式外匯交易    | 22     | 25     |
| 4. 就證券提供意見    | 641    | 690    |
| 5. 就期貨合約提供意見  | 124    | 128    |
| 6. 就機構融資提供意見  | 231    | 232    |
| 7. 提供自動化交易服務者 | 20     | 19     |
| 8. 提供證券保證金融資  | 4      | 4      |
| 9. 提供資產管理     | 502    | 580    |
| 總計            | 2,355  | 2,558  |

資料來源：本研究整理

### 第三節 小結

茲將目前所蒐集到各主要期貨結算所可接受之保證金型式，歸納於下表 2.8：

表 2.8、世界各結算所之可接受保證金型式

| 結算所                          | 現金             |    |    |    |      |     |    |    | 政府公債 |    |    |    | 公司債 | 股票 | 其他 |
|------------------------------|----------------|----|----|----|------|-----|----|----|------|----|----|----|-----|----|----|
|                              | 美金             | 歐元 | 日幣 | 英鎊 | 瑞士法郎 | 丹麥幣 | 澳幣 | 其他 | 美金   | 歐元 | 英鎊 | 其他 |     |    |    |
| CME - Clearing Division      | ○              | ○  | ○  | ○  | ○    | ○   | ○  | ○  | ○    | ○  | ○  | ○  | ○   | ○  | ○  |
| EUREX Clearing AG            | ○              | ○  | ○  | ○  | ○    | ○   | ○  | ○  | ○    | ○  | ○  | ○  | ○   | ○  | ○  |
| HKFE Clearing Corporation    | ○              | ○  | ○  |    |      |     |    | ○  | ○    |    |    | ○  |     |    | ○  |
| LCH.Clearnet                 | ○              | ○  | ○  | ○  | ○    | ○   | ○  | ○  | ○    | ○  | ○  | ○  |     | ○  | ○  |
| NYMEX Clearing House         | ○              |    |    |    |      |     |    |    | ○    |    |    |    |     |    | ○  |
| Options Clearing Corporation | ○              | ○  | ○  | ○  | ○    |     |    | ○  | ○    |    |    | ○  |     | ○  | ○  |
| SGX Derivatives Clearing     | ○              | ○  | ○  | ○  |      |     |    | ○  | ○    | ○  |    | ○  |     | ○  | ○  |
| SFE Clearing Corporation     | ○              | ○  | ○  |    |      |     | ○  | ○  | ○    |    |    | ○  |     | ○  | ○  |
| TIFFE Clearing               | ○ <sup>1</sup> |    | ○  |    |      |     |    |    |      |    |    | ○  | ○   | ○  | ○  |
| JSCC                         | ○ <sup>2</sup> |    | ○  |    |      |     |    |    | ○    |    |    | ○  | ○   | ○  | ○  |

註：<sup>1</sup>僅可用於繳交歐洲美元期貨契約的保證金；<sup>2</sup>僅可用於繳交美國公債期貨契約的保證金。

資料來源：本研究整理。

### 第三章 國內現行法規對有價證券抵繳保證金與期貨商業 務範圍之相關規範

#### 第一節 有價證券抵繳保證金之相關規範

目前我國對期貨結算會員收取結算用之保證金主要法源根據為期交法第 50 條第一款之規定，即期貨結算機構應向期貨結算會員收取結算保證金，同款亦規定繳交結算保證金之形式得以現金或經主管機關核定之有價證券抵繳。其以若有價證券抵繳者，抵繳之有價證券占應繳結算保證金總額之比例，係由相關主管機關定之；由此可知，期貨商以有價證券抵繳結算保證金是有法源根據，且被准許，惟繳存之有價證券種類尚須主管機關核定。其次，根據期貨商管理規則第 45 條亦有規定，期貨商對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；因此，我們不排除期貨交易者可以以有價證券繳交保證金，此為期交法所未明文規定准許或禁止者；參考國外期貨交易實務，一般均准許期貨交易人以有價證券抵繳，故解釋上，期交法既未禁止，自亦應准許之。由此，我國期貨交易以有價證券抵繳期貨部位的保證金是已有法源之依據。

另根據期貨商管理規則第 47 條規定，國內期貨交易保證金之繳交，得以現金或經主管機關核定之有價證券為之，因此期貨交易人繳交之保證金以有價證券抵繳部分，亦有法源依據。是故，有價證券抵繳結算保證金作業，我國期貨交易法與期貨商管理規則均已有法源依據，只要主管機關核可即可。

台灣期貨交易所業務規則第 79 條亦有規定結算會員向其委託期貨商收取之保證金，得以現金或經主管機關核定之有價證券為之。同法第 93 條規定，本公司向結算會員收取之結算保證金，其結算保證金得以現金或經主管機關核定之有價證券抵繳。前項結算保證金之收取方式、標準及有價證券抵繳之折扣比率，由本公司訂定，報請主管機關核定之。

目前有關於結算與客戶保證金之種類，主管機關仍規定以現金為限。而抵繳之有價證券應占繳交結算保證金總額之比例，亦屬相關主管機關規範即可。其他如抵繳結算保證金之有價證券收取方式及折扣比率，則由期交所訂定，報請主

管機關核定。可見我國欲實施以有價證券來抵繳期貨部位的結算或客戶保證金，皆只要主管單位同意並核定抵繳與折扣比率，就可實施。然而就我國實施以有價證券抵繳保證金時，是否在作業上會有碰到實務的難題，將是未來期交所開放以有價證券抵繳保證金需正視的問題，也必須去釐清這些問題，以免實施後會有窒礙難行之處。據此，我們將進一步來討論有價證券抵繳保證金在法規上有待釐清的一些問題。

## 壹、保證金於繳存人與收存人間之關係

保證金繳存人與收存人間之關係在法律上之物權關係分為質權、信託與讓與擔保三種。上述三種關係，無論以何種方式為之，目的均在擔保。由於期貨交易繳交之保證金主要目的亦在擔保，故不論以設定質權、信託擔保或讓與擔保方式為之，均無不可。根據期貨交易法第 67 條規定，期貨商受委託進行期貨交易時，應向期貨交易人「收取」交易保證金或權利金，並設置客戶明細帳，逐日計算其餘額；期貨商管理規則第 43 條規定，期貨商除本會另有規定者外，應依各期貨交易所規定之保證金或權利金數額先向期貨交易人「收足」，始得接受期貨交易之委託。因此，只要有收取並收足保證金或用以抵繳保證金之有價證券，均係有收取擔保，自無違反期交法與期貨商管理規則有關於交易保證金之規定。

### 一、設定質權擔保

質權相關規定源自民法，第 908 條規定：「質權以未記載權利人之有價證券為標的物者，因交付其證券於質權人，而生設定質權之效力。以其他之有價證券為標的物者，並應依背書方法為之。」第 909 條規定：「質權以未記載權利人之有價證券、票據、或其他依背書而讓與之有價證券為標的物者，其所擔保之債權，縱未屆清償期，質權人仍得收取證券上應受之給付。如有使證券清償期屆至之必要者，並有為通知或依其他方法使其屆至之權利。債務人亦僅得向質權人為給付。」因此，期貨交易繳交之保證金以有價證券為之時，應依上述民法之相關規定辦理。

其次，根據民法第 910 條規定：「質權以有價證券為標的物者，其附屬於該證券之利息證券、定期金證券或其他附屬證券，以已交付於質權人者為限，亦

為質權效力所及。附屬之證券，係於質權設定後發行者，除另有約定外，質權人得請求發行人或出質人交付之。」質權設定期間有關利息、股息獲股利，均仍屬於出質人，因此以設質辦理有價證券抵繳對繳存人(或出質人)是較有保障，如其為權益證券，例如股票時，股東權行使之爭議更可避免。

股票得為質權標的之相關規定有公司法第 165 條第 1 項：「股份之轉讓，非將受讓人之姓名或名稱及居所，記載於公司股東名簿，不得以其轉讓對抗公司。」是項規定指出，記名與非記名股票非將受讓人之姓名或名稱及居所記載於股東名簿，不得以其設質對抗公司。然而證交法第 43 條第 5 項亦有排除之相關規定，亦即「證券集中保管事業為處理保管業務，得就保管之股票、公司債以該證券集中保管事業之名義登載於股票發行公司股東名簿或公司債存根簿。證券集中保管事業於股票、公司債發行公司召開股東會、債權人會議，或決定分派股息及紅利或其他利益，或還本付息前，將所保管股票及公司債所有人之本名或名稱、住所或居所及所持有數額通知該股票及公司債之發行公司時，視為已記載於公司股東名簿、公司債存根簿或已將股票、公司債交存公司，不適用公司法第 165 條第 1 項、第 167 條、第 260 條及第 263 條第 3 項之規定。」其次，依證交法第 43 條第 3 項規定，以證券集中保管事業保管之有價證券為設質標的者，其設質之交付，得以帳簿劃撥方式為之，並不適用民法第 908 條之規定

至於實體公債如經集保者，其設質方式依「有價證券集中保管帳簿劃撥作業辦法」及「臺灣集中保管結算所股份有限公司參加人辦理有價證券設質交付帳簿劃撥作業配合事項」等相關規定辦理。如非集中保管者，則依前述民法質權之規定辦理。於無實體公債之情形，則依「經理中央登錄債券作業要點」之規定辦理。

根據證券金融事業管理規則修正條文第十五條第一項、證券商辦理有價證券買賣融資融券管理辦法第二十一條第一項等規定，包括融資人買進之證券、融券人賣出之價額及抵繳保證金之有價證券所融通繳交之保證金，收取人對保證金確實具有相當之處分權，但相對於期貨交易之相關保證金，收取人之處分權則極其有限。以結算保證金而言，收取人之期貨交易所，僅能以其供作代為履行結算交割之用。即期貨交易人繳交之交易保證金，收取人之期貨商，亦僅於為繳存人之指示而須支付期貨交易債務時，始得動用。足見，融資融券保證金，於抵繳有

價證券部分，既可解釋為特殊質權，則期貨交易之保證金，至少於抵繳有價證券部分，解釋其為法定特殊質權，應無窒礙。因此期貨保證金，特別是現金保證金，名義上雖為收取人所有，實質上仍歸繳存義務人所有，亦即實質所有人，因此屬質權性質。根據民法 602 條第一項規定：寄託物為代替物時，如約定寄託物之所有權移轉於受寄人，並由受寄人以種類、品質、數量相同之物返還者，為消費寄託。自受寄人受領該物時起，準用關於消費借貸之規定。603-1 條亦有相關之規定：「寄託物為代替物，如未約定其所有權移轉於受寄人者，受寄人得經寄託人同意，就其所受寄託之物與其自己或他寄託人同一種類、品質之寄託物混合保管，各寄託人依其所寄託之數量與混合保管數量之比例，共有混合保管物。受寄人依前項規定為混合保管者，得以同一種類、品質、數量之混合保管物返還於寄託人。」因此，於擔保期間內，在保證金收取人有處分權下，屬於金錢債權者，僅以同金額之金錢反還即可；若為有價證券，亦僅以同種類、同品質、同數量之有價證券反還，緩以民法 602 與 603-1 條規定，應無不妥。

## 二、信託擔保

國內自 1996 年信託法實施後，信託法第一條信託之定義明列「稱信託者，謂委託人將財產權移轉或為其他處分，使受託人依信託本旨，為受益人之利益或為特定之目的，管理或處分信託財產之關係」；據此規範，所謂信託須以管理或為處分財產為目的而讓與權利者，始可成立。故以信託擔保方式繳交期貨保證金，目的有所不符。另根據美國 CME 期貨交易所交易規則第 825 則規定，CME 係要求結算會員將抵繳保證金之有價證券交付 CME，或存入指定存放機構之 CME 帳戶中，至於其存放之性質為信託或設質，則無明確之規定。而在結算會員之保證金不足時，結算所得逕行處分抵繳之有價證券，毋庸事先通知結算會員。美國商品交易法施行細則第 1.20 條及第 1.26 條亦有相關規定，亦即客戶保證金不論以現金或有價證券均可存放銀行、信託公司或結算機構，由於允許保證金可存放信託公司，顯然不排除以信託方式處理保證金。根據期交法第 70 條「期貨商應於主管機關指定之機構開設客戶保證金專戶，存放期貨交易人之交易保證金或權利金，並與自有資產分離存放。」據此，國內亦無相關規定保證金應存於何處，只要主管機關指定<sup>20</sup>即可，又根據我國銀行法第 20 條規定我國之銀行分

<sup>20</sup> 目前台灣期交所指定之機構為七家本國銀行，美金結算者則有六家本國銀行。

為商業銀行、專業銀行與信託投資公司，因此若主管機關指定存放於銀行，存放於信託投資公司亦無不法，因此亦不排除國內可間接接受以信託方式處理保證金。

### 三、讓與擔保

所謂將有價證券以讓與擔保之方式抵繳期貨交易保證金，係指期貨交易人將作為抵繳保證金之有價證券直接讓與期貨經紀商作為擔保之用，而未為任何信託或設質之記載或登記。由於有價證券並非像現金，不因交付現金給第三者而轉讓其所有權，且有價證券多為記名證券，此記名證券亦不因背書而當然轉讓其所有權。尤其在抵繳有價證券之標的為銀行信用狀或銀行保證函時，於繳存人與收取人間實難成立讓與擔保之關係。

其次，根據民法第 98 條含意，法律解釋應探求當事人之真意，不得拘泥於所用之辭句。根據期交法第 51 條「期貨結算機構收取之結算保證金，應與其自有資產分離存放。期貨結算機構、結算保證金存放機構或期貨結算會員之債權人，非依本法之規定，不得對結算保證金請求扣押或行使其他權利。根據期貨結算機構應將結算會員所繳交之結算保證金，依自營與經紀分離處理。」與 70 條「期貨商應於主管機關指定之機構開設客戶保證金專戶，存放期貨交易人之交易保證金或權利金，並與自有資產分離存放。前項期貨商或指定機構之債權人，非依本法規定，不得對客戶保證金專戶之款項請求扣押或行使其他權利。」，窺其立法真意，適足以說明期貨交易之所以有保證金之交付，真意在於「提供擔保」而無權利轉移之意，因此以讓與擔保來處理有價證券抵繳保證金是有不妥，此立法真意似乎較偏向質權設定說。

因此，據上述三項在法律上之物權關係說明，各有優缺點。以證券集中保管事業保管之有價證券為其標的，因證交法第 43 條第 3 項規定，其設質之交付，得以帳簿劃撥方式為之，不適用民法第 908 條之規定，法規可不用作太多修改，且因質權之民法規範明確，較不具爭議性，不過設質手續繁瑣。至於信託擔保前述已論及，預期有較多法令受到衝擊，並不適合有價證券抵繳期貨保證金。讓與擔保國人較為習慣，簡便可行，然而其與期貨繳交保證金之真意不相符，亦有適法性問題。據此，以有價證券抵繳保證金之情形，似可接受繳存人與收存人間之

關係為質權設定。雖然如此，在實施有價證券抵繳作業時，亦可同時兼顧適法性與方便性，因此我們做了下述幾點建議：

1. 抵繳之有價證券為集保公司所保管或為，開放有價證券抵繳期貨保證金之初期，則應可用讓與擔保方式處理，此因讓與擔保國人較為習慣，簡便可行。
2. 但若抵繳物非為集保公司保管之有價證券，或抵繳有價證券之標的為銀行可轉讓定期存單、銀行信用狀或銀行保證函時，則以較為複雜之質權設定方式來處理有價證券抵繳期貨保證金之法定方式，長期規劃亦應以質權方式處理，對投資者是較有保障。

## 貳、期貨交易保證金專戶問題

### 一、保證金專戶問題

依期交法第 50 條規定，期貨結算機構應向期貨結算會員收取結算保證金，其結算保證金得以現金或經主管機關核定之有價證券抵繳，因此期交法並不排除有結算會員資格之期貨商以有價證券繳交結算保證金之可能性。在非結算會員與一般期貨交易人繳交交易保證金之部分，於期交法中則無得以有價證券繳交之相關規定，只有於期交法第 15 條第 1 項第三款規定有期貨交易所應進一步規定保證金制度，得涵蓋各類型保證金。准此觀之，期交法立法本意顯然對於結算會員以客戶繳存現金形式之保證金『變更』為有價證券，亦即以客戶之現金保證金購買有價證券後以轉存結算保證金，期交法亦無否定之意，亦不違反期貨商管理規則第 45 條「『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」之相關規定。因此，開放有價證券抵繳期貨保證金後，在不修改現行法律之情形下，准許結算會員以客戶繳交之現金購買有價證券後繳交結算保證金，應有法源基礎。本研究計畫僅止於提供對於交易保證金繳交形式之法源看法，對於如何制定相關之配套行政規章實屬其他範疇，不在本研究討論範圍。

其次，根據期貨商管理規則第 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)<sup>21</sup>，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，常將其自有資金存入客戶帳戶內。但期貨經紀商欲自該客戶帳戶提領自有款項時，應注意不得致使該客戶之資金供其他客戶使用。因此，國內倘開辦有價證券抵繳期貨保證金之業務，結算會員若以自有資金購買之政府債券抵繳結算保證金，此作法應能符合目前主管機關對客戶保證金專戶之管理政策，惟尚待主管機關解釋。期貨商管理規則第 23 條亦有訂定期貨商資金的使用範圍，該條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<sup>22</sup>。

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，

---

<sup>21</sup> 原文為：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.

<sup>22</sup> 法條原文為：§ 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

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<sup>23</sup>，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自將某客戶保證金供給其他客戶使用，為防止客戶帳戶發生保證金不足之情事，實務上期貨商將會採以其自有資金存入客戶帳戶內。因此，期貨商不能流用其他客戶保證金，需以自有資金支應，履行未平倉部位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<sup>24</sup>第 9 項規定，期貨商應定期（不超過一個月）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，據此注意事項的訂定，更可確定主管機關對期交法第 71 條第 3 款所謂之利息歸屬是與本研究看法是一致的。

配合期交法第 50 條有關於有價證券抵繳結算保證金之規定，當客戶以現金繳交客戶保證金時，結算會員是可以以自有資金購買有價證券上繳期交所做為結算保證金之一部分。有關於有價證券抵繳結算保證金之作業，現行法令規章應是無修正之必要。

## 二、相關建議

1. 根據上述之說明加以期交法第 50 條之明列，對於期貨保證金的繳付制度，已有具體明確屬於授權形式，自屬業界自律規範，有價證券抵繳保證金之運作情形亦然。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。而對客戶的交易保證金管理，期交所亦應適當授權給期貨商。
2. 在開放有價證券抵繳保證金前，建議期交所對期貨商是否可用有價證券來代替客戶以現金繳存保證金繳存結算保證金做一通盤的解釋。原因在於國外對於結算保證金都為總戶管理制度，總戶管理對期貨商的資金運用效能是高於有價證券抵繳保證金的。

## 參、國內現行法制架構可作為抵繳保證金之有價證券相關問題

---

<sup>23</sup> 結算會員或結算所。

<sup>24</sup> 1999 年 7 月 29 日修正通過。

## 一、有價證券相關問題釐清

何者可為有價證券是重要的，此攸關期貨保證金以有價證券抵繳之種類形式。環顧國內證券與期貨相關對於有價證券的定義，唯有證交法第 6 條對有價證券有具體定義外，其餘法規皆無進一步對有價證券的種類作定義。證交法第 6 條規定：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券。前二項規定之有價證券，未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券。」因此，根據證券交易法規範，只要經主管機關核定之其他有價證券，即為證交法所規範之有價證券。

其次，民法第二章各種之債第二十節指示證券第 710 條指示證券及其關係人之意義第一項亦有相關有價證券之文義。該條規指出：「稱指示證券者，謂指示他人將金錢、有價證券或其他代替物，給付第三人之證券。」民法雖有使用『有價證券』名詞，但卻未做進一步的定義。

根據一般民商法對『有價證券』一詞的定義，係表彰持有該證券者之價值財產權，因此具體言之，可表彰具有價值證券的財產權者，皆可透過其權利之發生與移轉提示證券，似乎以一般民商法此對有價證券的定義較為寬廣。

根據國外在期貨交易以有價證券抵繳保證金對有價證券的定義，應屬廣義的內涵。歸納這些有價證券包括有政府債券、外幣、銀行定期存單、銀行信用狀 (Letter of Credit, L/C)、銀行保證函 (Banker's Letter of Guarantee, L/G or BG) 與權益證券，其中信用狀與銀行保證函並非表彰財產權之有價證券。信用狀是銀行依照進口商的請求而開給出口商 (受益人) 的文書，開狀銀行承諾在該文書上規定條件下，代替進口商負責支付貸款的責任。是故，信用狀是保證支付的文件，也就是進出口雙方在契約中規定如以信用狀為付款方式時，進口商就必須要求其往來銀行開一張文件，此即為信用狀，給出口商信用狀的內容是進口商先填好信用狀申請書 (Application for Letter of Credit) 交給開信用狀的銀行也就是開證銀行，當然進口商所填信用狀的申請書是根據契約而來，因此 L/C 如有錯誤或未說明，皆以條約為主，當開狀銀行信用狀開出後，並透過幾種方式交給出口商時，他就已經拿出自己銀行的信用作為擔保，保證支付貸款給出口商，但有個前題為出口商一定要照著 L/C 的內容規定將貨物裝出，並準備單據給進口商，所以 L/C

是一張保證支付的文件，它是付款的條件之一。因此銀行所開之信用狀，必須受益人依信用狀之規定條件，並備妥相關單據始可向銀行押匯取得信用狀款項，故信用狀本身並未具有價值，其必須符合該相關規定條件取得押匯款後才具有價值。

銀行保證函，又稱銀行保證書、銀行保函或保函，它指銀行應委託人的申請向受益人開立的一種書面憑證，保證申請人按規定履行契約，否則由銀行負責償付債款。然而銀行保證函本身不具有流通價值，必須其所保證之條件發生，銀行始有付款之義務，而該條件是否發生係屬不確定，故一般在台灣皆認為其不具表彰財產權特性，應非屬有價證券範疇。

然而國外結算機構多接受銀行信用狀與銀行保證函兩者可為擔保品以抵繳期貨保證金，其中美國多數結算所亦多接受銀行信用狀，而銀行保證函則在亞洲一些國家結算所則廣為被使用於期貨保證金之有價證券抵繳，例如新加坡交易所。因此若參考國外對有價證券採以廣義內涵的處理方式，相信在台灣只要克服在抵繳這些擔保品的處理技術問題，相對於其他擔保品，信用狀與銀行保證函是有較高的資金運用效能。

其次，銀行定期存單在國外被作為有價證券抵繳期貨保證金者較不普遍，此導因於銀行信用評等問題與定存單辨別真偽的成本，然而這些在技術上都是可克服的。雖然如此，新加坡交易所即有規範期貨商是可接受此項目為客戶之原始保證金擔保品。

目前台灣期貨交易所規劃之有價證券抵繳結算保證金之種類有中央登錄之公債、於財團法人中華民國櫃買中心交易之外幣計價國際債券與權益證券，其中權益證券限台灣 50 指數成份股、摩根士丹利資本國際公司台灣股價指數成份股與台灣個股選擇權標的證券。觀察台灣期貨交易所對有價證券種類之規劃，似乎有避開前述所及，亦即信用狀與銀行保證函非為有價證券之說。然而這兩類型之擔保品，國外交易所是廣為被接受之有價證券，卻不在期交所規劃之範疇。

## 二、建議

有價證券抵繳保證金制度在國內已有期交所率先開放股票選擇權買權賣方交易人於 2004 年 10 月 18 日開始實施，目前期交所研擬以有價證券抵繳保證金將普及於一般保證金，並預計 2008 年 9 月實施。因此對於實施此政策的相關作

業處理之規範，主管機關實有必要對有價證券抵繳期貨保證金做一完整的評估，才能付諸政策之實施，以避免對市場產生過度之衝擊。據此，我們根據本小節項目作一些淺見之建議，分述如下：

1. 關於建置初期，得抵繳期貨保證金之有價證券種類，主管機關應首重抵繳之有價證券之信用風險與市場風險，在就開放後對相關機構的衝擊作一個全盤考量，再逐步放寬有價證券抵繳之種類。其中由於銀行可轉讓定期存單等同現金，價值穩定，以其為抵繳期貨保證金，風險控管上不致發生問題。中央政府債券，價格亦屬穩定牢靠，亦為絕大多數期交所列為抵繳之有價證券項目，風險控管亦不成問題。因此，建議初期以銀行可轉讓定期存單及中央政府債券為抵繳標的，待市場運作成熟後，再檢討是否擴及於其他有價證券。

缺點：雖然銀行可轉讓定期存單有如現金，然而對期貨交易者而言是否有此項銀行可轉讓定期存單尚屬未知，然而期貨交易多一項交易程序，無異只會增加期貨交易過程中之手續與成本之負擔，期貨交易繳存人參與意願是否很高，亦難臆測。其次，雖然公債在國外為抵繳保證金之有價證券主要項目，然而國內中央政府債券長期流動性不足之特性，收取者在考慮期貨交易人繳存之有價證券斷頭不易情況，徒增收取者本身之營業風險，參與意願恐不高，將是推動此項業務的主要障礙。因此，僅以中央政府債券及銀行可轉讓定期存單作為抵繳有價證券之標的，對原始欲開放有價證券抵繳保證金之立意目的恐難實現，市場參與意願恐亦薄弱。最後，惟就提高資金運用效能及促進市場活絡而言，初期只重視抵繳之有價證券的信用風險與市場風險，似乎是有避重就輕之嫌。

2. 銀行擔保信用狀與銀行保證函非為嚴格意義之有價證券，更非證券交易法所稱之有價證券，固無爭議。惟此二者，是否毫無表彰權益之意涵，仍屬相對而可爭議。況且，期貨交易法規所稱之有價證券，是否必須完全等同證券交易法所稱之有價證券，其答案恐亦非完全絕對。退而言之，縱認期貨交易法規，特別是期貨交易法第五十條及期貨商管理規則第四十七條所稱之有價證券，必須限於證券交易法之有價證券，則以銀行擔保信用狀、銀行保證函與新股權利證書等頗為相近，吾人諸如證券交易法第六條第二項規定之模式，

本諸法律授權所在，把握抵繳有價證券種類由主管機關核定之立法意旨，由主管機關以法規命令，明定銀行擔保信用狀及銀行保證函二者視為有價證券，相關疑義既可解決，法制作業上亦無抵觸法律或其他致生違法之疑慮。

缺點：以銀行信用狀或銀行保證函為抵繳有價證券，主要疑慮為發狀(函)銀行之信用問題。惟此乃屬技術性問題，運用銀行信用評等及發狀(函)之信用控管，而規範銀行信用評等之等級，應可解決此一難題。因此以銀行信用堪虞作為否定依據，恐不盡堅強。

3. 2007 年度集中市場成交金額投資人類別比例，本國法人占 13.4%，僑外法人占 17.5%，本國自然人占 67.0%，含櫃檯市場則高達 71.0%，雖然台灣證券市場法人交易比例有逐年上升，然而市場成交值週轉率亦高達 153.28%，相對於其他國家<sup>25</sup>，確實有偏高現象。就市場規模比較，我國為淺碟型市場，亦即上市公司家數少、法人投資人比例偏低、市場成交值週轉率偏高。上述特性，將加重我國證券市場的波動性；因此，抵繳之有價證券有必要進一步考量系統風險之高低。據此，規劃的抵繳有價證券折扣比率之高低，將不失為控管系統風險之有效途徑。建議初期以系統風險較低的個股開放，個股之限制，可參考得為融資融券之有價證券取消標準，由於兩者皆屬信用交易擔保，當股價急劇震盪之情況，有價證券抵繳保證金可配合取消融資融券之取消，進一步取消抵繳有價證券之適用性。

缺點：我國證券市場行情變動不居，起伏不定，而且波動快速，幅度甚大，上市（櫃）股票之價格變動極大，公司債券之擔保實現機制尚未穩固，於制度初建推動之時，似不宜即列為抵繳有價證券標的，以免信用過度擴張，致生交易安全之莫大風險及市場之不安定情勢。

4. 在國外制度上，有價證券抵繳的項目最常見者為以外幣作為抵繳之有價證券，我國係以國際貿易為經濟發展國度，實無限制只以美金作為抵繳有價證券標的之理由及必要。目前期交所規劃之有價證券亦無外幣部分，建議應開放美金之外的幣別亦得作為抵繳有價證券之標的，例如歐元、英鎊與日幣，以提高國外法人投資意願。

---

<sup>25</sup> 根據 2007 年資料顯示，紐約證交所為 149.02%，新加坡交易所則為 67.93%。

缺點：目前期貨交易所針對境外外資交易美元計價商品，皆以美元進美元出的原則辦理，雖可降低對匯率的衝擊。然而台灣期貨市場預繳保證金制度，外資要交易台灣期貨市場商品前，必需預先評估匯款的便捷性，再評估交易台灣期貨市場之可交易商品。依據台灣期貨交易所保證金追繳之時效性規定，應於時限內補足保證金。當交易人保證金不足時，交易人應於期貨商規定時限內補足保證金。當結算會員保證金不足時，結算會員亦應於期交所規定時限內補足保證金。從此規定，投資者對於被追繳以外幣形式之保證金匯款時效性將會產生時間差的問題。若境外投資者於同銀行匯款，根據國內銀行的處理時間是可立即入帳，無時間差問題，然而若是跨行匯款，是否於追繳時間到期前可立即入帳，對結算銀行與結算期貨商將形成一大考驗，可預期的是跨行匯款情況將是多數。

## 第二節 期貨商可營業項目之相關規範

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、指數或其他利益之下列契約之交易，共有期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約與槓桿保證金契約四項，而非在期貨交易所進行之期貨交易，基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，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。同法第 56 條亦規定有非期貨商除期交法另有規定者外，不得經營期貨交易業務。據此，由期貨交易法第 3 條之規定，期貨商可經營之項目有從事衍生自商品、貨幣、有價證券、利率、指數或其他利益之期貨契約、選擇權契約、期貨選擇權契約與槓桿保證金契約；而進行之場所除了期貨交易所外，亦有非於期貨交易所進行之期貨交易之規定，此規範規定只要基於金融、貨幣、外匯、公債等政策考量，可經由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訂定。

環觀期交法第 3 條之規定可瞭解，期貨商所能經營之業務範圍包括國內期貨交易所、國外期貨交易所與其他期貨市場可交易之商品，然而上述若於非期貨交易所進行之交易，得經由財政部或中央銀行於掌管範圍內公告，期貨商即可經營。

再者，根據期貨商設置標準第 7 條規定，期貨商得經營之業務項目，由金融監督管理委員會按期貨商種類依本法及本標準之規定分別核定，並於許可證照載明之；未經核定並載明於許可證照者，不得經營。據此，期貨商可經營之項目除了期交法為明文規定不得經營者外，其餘營業項目接受權予財政部、中央銀行與金管會依照相關法令規定之。

其次，我國對於期貨商設置的風險管理有幾個層面，第一層面主要根據期貨市場交易過程中為了結算保證安全的第三道防線<sup>26</sup>。除此之外，為了控制風險，我國期貨市場對期貨商的營業金額與數量尚有其他額外的規範，包括客戶部位限制、大客戶部位報告系統<sup>27</sup>、根據資本額的部位限制等等。今分述如下：

#### 一、結算會員資格標準

台灣現行對期貨商自有資本相關規範包括法定最低資本額與其他財務標準，今分述如下：

##### (1) 法定最低資本額限制

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。

##### (2) 其他財務條件之相關規定

根據臺灣期貨交易所股份有限公司結算會員資格標準第四、五與六條之規定，期交所個別結算會員、一般結算會員與特別結算會員以經主管機關核准設立之期貨商為限，且必須符合財務結構之條件如下表所顯示：

茲將我國期貨市場對結算會員之要求彙整於表 3.1：

---

<sup>26</sup>結算會員收取的原始保證金是為期貨市場風險控管的第一道防線。第二道防線則為由各會員所繳交交割結算基金。

<sup>27</sup>若客戶的部位超過某一商品合約之某月份的可報告部位 (Reportable Position)，就會被要求把該商品及其他相關的期權之所有合約月份的整個部位向交易所報告，此報告中的客戶即稱為「大客戶」(Large Customer)。

表 3.1、結算會員資格標準及相關財務規定

| 種類           |                | 個別結算會員                                                                               |             |             | 一般結算會員 | 特別結算會員 |
|--------------|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|--------|--------|
| 資本額或營運資金     |                | 6000 萬<br>~1 億元                                                                      | 1 億~2<br>億元 | 2 億 元<br>以上 | 4 億元   | 4 億元   |
| 財務<br>結<br>構 | 流動比率           | 1.2 倍                                                                                |             |             | 1.0 倍  | 1.0 倍  |
|              | 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                                                                                |             |             | —      | —      |
|              | 不可撤銷授信額度       | 6000 萬<br>元                                                                          | —           | —           | —      | —      |
| 交割結算基金       |                | 辦理結算交割前，按其實收資本額或指撥專用營運資金之百分之二十繳存，繳存金額最高以四千萬元為限。                                      |             |             |        |        |
| 人力條件規定       |                | 3 人                                                                                  |             |             | 5 人    | 5 人    |
| 場地設備條件       |                | 1.應符合「期貨商營業處所場地及設備標準」之規定。<br>2.設置專供辦理結算交割業務之場所與裝設辦理結算交割專用之電腦設備。                      |             |             |        |        |
| 業務章則應記載事項之規定 |                | 1.內部管理控制制度。<br>2.內部稽核制度。<br>3.內部會計控制制度。<br>4.業務操作程序及權責劃分。<br>5.其他經主管機關或期交所規定應行之記載事項。 |             |             |        |        |

資料來源：本研究計畫

## 二、結算部位的限制

為維護期貨市場秩序與安全，台灣期貨市場分別對期貨交易人、期貨商及結算會員訂定有未沖銷部位的限制標準。

### 1、交易人持有部位之限制

期交所對期貨交易人於任何期間持有各交割月份之指數期貨契約未了結部位合計數，按商品種類，訂定法人、自然人得持有之最高部位，期交所於必要時，

得適時調整該部位限制標準。

## 2、期貨商結算部位限制

### (1).期貨商委託交易量之限制

期貨商受託買賣，其每筆委託之交易量不得超過期交所規定之口數。

### (2).期貨商未沖銷部位之標準

期交所於市場部位監視作業辦法中規定，期貨商調整後淨資本額 (adjust net capital, ANC) 不得低於期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額之 15%<sup>28</sup>。

## 3、結算會員結算部位限制

根據臺灣期貨交易所市場部位監視作業辦法第五與六條規定，期交所於執行市場監視時，依結算會員調整後淨資本額佔未沖銷部位所需之結算保證金總額比例與未沖銷部位總額佔其市場部位總額之比例，訂定有警示標準、限制標準與相關措施。有關於調整後淨資本額佔未沖銷部位所需之結算保證金總額比例，如下表顯示，各比例則依會員種類不同則各有不同之規定比率。

表 3.2、調整後淨資本額佔未沖銷部位所需之結算保證金總額比

| 種類   | 個別結算會員 | 一般結算會員 | 特別結算會員 |
|------|--------|--------|--------|
| 警示標準 | <35%   | <30%   | <25%   |
| 限制標準 | <30%   | <25%   | <20%   |

資料來源：本計畫整理

有關於淨部位損失額，亦即結算會員保證金帳戶淨值低於未沖銷部位保證金總額之差額，達其調整後淨資本額之百分之五十時為警示標準，限制標準則為百分之六十。而新增部位所需結算保證金逾其超額結算保證金總額時，亦為限制標準規定。

<sup>28</sup>期貨商管理規則第二十二條規定

表 3.3、未沖銷部位總額佔其市場部位總額之比例

| 商品         | 警示標準         |          | 限制標準         |          |
|------------|--------------|----------|--------------|----------|
|            | 未沖銷部位佔市場部位比例 | 未沖銷之部位總額 | 未沖銷部位佔市場部位比例 | 未沖銷之部位總額 |
| 股價指數類期貨契約  | >15%         | >3600 口  | >20%         | >3000 口  |
| 股價指數類選擇權契約 | >15%         | >3600 口  | >20%         | >3600 口  |
| 股票類選擇權契約   | >15%         | >20000 口 | >20%         | >20000 口 |
| 利率類期貨契約    | >15%         | >1800 口  | >20%         | >1800 口  |
| 黃金期貨契約     | >15%         | >1800 口  | >20%         | >1800 口  |

資料來源：本計畫整理

根據臺灣期貨交易所市場部位監視作業辦法第七條規定，結算會員財務狀況或未沖銷部位達警示或限制標準時，期貨交易所得採下列措施：

- (1) 結算會員達警示標準時，應於當日向期交所申報。
- (2) 結算會員達限制標準時，或發現其財務、業務或信用有異常狀況時，期交所得採下列措施：
  - (a) 調整結算保證金之金額。
  - (b) 同一交易日內多次追繳結算保證金。
  - (c) 命令了結全部或部分期貨交易契約。
  - (d) 除處理原有交易外，暫停辦理結算、交割業務。
  - (e) 其他為維護市場秩序或保護期貨交易之必要措施。
- (3) 結算會員達新增部位所需結算保證金逾其超額結算保證金總額時，除處理原有交易外，應即暫停辦理結算、交割業務。

## 第四章 有價證券抵繳保證金對期貨商與市場的影響分析

參考亞洲集保機構協會 (Asian-Pacific CSD Group, ACG) 的 Risk Management Task Force 報告，將有關期貨商之風險分類為信用風險、流動性風險、系統風險及作業風險方式，本章即從期貨商的經營風險出發，分別以四種期貨商的風險來探討有價證券抵繳保證金後對期貨商的衝擊。其次，現行台灣期貨市場已開放投資人交易個股選擇權時，可以使用該個股選擇權標的物抵繳保證金，我們進一步透過開放前後的事件分析，來觀察個股選擇權開放實物抵繳前後對標的證券的影響，以作為台灣期貨市場開放有價證券抵繳保證金的參考。最後，我們採以問卷方式，對台灣期貨市場的參與者進行問卷調查，以觀察市場參與者對有價證券抵繳保證金的看法。

### 第一節 以期貨商的經營風險探討有價證券抵繳保證金與業務開放

#### 壹、信用風險 (Credit Risk)

期貨市場中的信用風險為指交易對手無法在交割日履行交割義務的風險，包括重置成本風險 (Replacement Cost Risk)、本金風險 (Principal Risk) 及期貨商的信用風險。

##### 一、重置成本風險

指交易日至交割日這段期間，期貨商品價值發生變動所產生的風險稱之。主因為買賣方對證券及貨幣價值變動的風險分擔不對稱而引起的。在我國期貨市場中對於重置成本風險的控管關主要有每日洗價的保證金制度 (Margins Payment Through Mark-to-Market)、部位限制、價格限制、交割結算基金等方式來減少重置成本風險。

##### 二、本金風險

賣方移轉證券後，買方無法支付款項；或買方支付款項後，賣方無法移轉證券。發生原因源自市場無任何防範措施來管理證券移轉及款項交付之間的時間落差。在期貨市場中，此一風險存在於交割日移轉標的物之過程，有價證券抵繳

保證金作業與經營業務的開放對本金風險不影響。

### 三、期貨商的信用風險

期貨商信用風險是指結算會員因為客戶的違約或者自身交易損失，導致該結算會員的財務狀況出現問題。風險產生於結算會員的客戶違約或者自身交易發生重大損失。

在期貨市場，控管方式都是監督證券商或者結算會員的財務狀況、要求資本適足率、利用公正專業人士查核、限制交易部位、收取結算交割基金或營業保證金、要求提列損失準備等方法來控管。

期貨經紀商首先面對之風險，即為客戶因違約不履行保證金追繳或交割義務造成之信用風險。依目前期貨交易慣例，雖有預收保證金與逐日洗價制度的設計，且客戶不履行追繳保證金時，期貨商可依雙方事先之約定，進行砍倉動作，如此期貨經紀商信用風險應不大。然而若客戶以有價證券抵繳保證金時，倘若客戶不履行追繳保證金義務，期貨商得先對客戶繳存之非現金擔保品逕行拍賣以取得現金保證金後，再進行持倉部位的砍倉動作，如此期貨商的信用風險將因客戶以有價證券抵繳保證金而擴大。

其次，倘若未來開放期貨商從事外匯保證金、店頭衍生性商品等等之交易業務，亦將額外產生信用風險。雖然如此，我國期貨主管機關對於控管期貨商的信用風險有三種，一為結算會員制度，二而保證金的提存制度，三為交割結算基金。其中結算會員制度與保證金制度即能對期貨商營業範圍進行信用風險控管，不至於讓期貨商因業務的擴張而增加信用風險。說明如下：

#### 1. 期貨商資本計提之規範

台灣現行對期貨商自有資本相關規範包括法定最低資本額與其他財務標準，今分述如下：

##### (1)法定最低資本額限制

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。此法定最低實收資本額

所能應付的風險為期貨經紀商在目前可經營之業務下的風險。

倘若開放期貨經紀商可經營其他業務範圍，依照目前所規範的期貨經紀商資本額，是否足以承擔增加其他業務所帶來的風險，應由相關主管機關認定之。像較於業務範圍較廣的銀行，期貨商若欲增加業務範圍，以目前規範的期貨商資本額似乎稍嫌不足，原因在於公司的資本額乃為投資人的最後依靠，資本額較大者，通常可帶來經紀規模，亦即公司業務規模可擴展許多。因此，若開放有價證券抵繳保證金的相關配套，是開放期貨經紀業務的擴展，主管機關應考慮是否提高期貨商的最低資本額，否則雖然期貨經紀商業務有增加，但是其經營的深度與廣度不易擴大的。

## (2) 期貨商可經營業務量的限制

根據期貨交易法第七十二條規定，期貨商之業主權益低於最低實收資本額一定成數，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之一定比例時，應即向主管機關申報，主管機關應限期令其改善；未如期改善者，主管機關得視情節輕重限制其部分業務或撤銷其許可。前項成數、調整後淨資本之計算、比例及相關申報、限期改善事宜，由主管機關定之。針對上開期貨交易法規定之成數主要有兩項，一為業主權益與最低實收資本額比，二為調整後淨資本額與期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額比。期貨商管理規則第二十二條即有上述成數之相關規定，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，並向金管會與指定機構提出改善計畫。

因此，期貨商業主權益低於實收資本額比率達 40%，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 15%時，期貨商則不得再收單經營，亦即停止營業。據此，我國主管機關對本國期貨商的財務要求，主要架構在客戶未平倉合約所需之保證金，是以風險為基礎之淨資本額要求，以能使期貨商有責任對其部位所伴隨之風險與期貨商淨資本間維持連結關係，以避免期貨商資本額無法涵蓋客戶持倉部位的信用風險。倘若開放有價證券抵繳保證金後，根據

調整後淨資本比率的計算方式，以有價證券抵繳原先是現金型式保證金是不影響調整後淨資本比率。然而若伴隨期貨商業國際化的開放，在目前我國對期貨商淨資本額採風險基礎要求規範下，未來期貨經紀商業業務量的增加所帶來的信用風險增量，伴隨著將是期貨商的淨資本額必須提高，以維持期貨商資本額與客戶持倉部位風險間的關係。

關於期貨商調整後淨資本額的規定，除了期貨商管理規則第二十二條有相關比率之規定，台灣期貨交易所為了增強期貨商之經營風險管理，緩參照美國對調整後淨資本額規範期貨商收受客戶保證金之上限規定，根據台灣期交所業務規則第 19-1 條規定，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百分之六。

最後，依據臺灣期貨交易所「市場部位監視作業辦法」第六條規定，臺灣期貨交易所於執行市場監視時，結算會員未沖銷部位未達下列標準者，除處理原有交易外，應即暫停辦理結算、交割業務

- a. 指撥專用營運資金未達一億元之個別結算會員調整後淨資本額低於未沖銷部位所需之結算保證金總額之百分之三十。
- b. 指撥專用營運資金達一億元以上而未達二億元之個別結算會員調整後淨資本額低於未沖銷部位所需之結算保證金總額之百分之二十五。
- c. 指撥專用營運資金或最低實收資本額達二億元以上之個別結算會員、一般結算會員及特別結算會員調整後淨資本額低於未沖銷部位所需之結算保證金總額之百分之二十

## 2. 保證金的提存

### (1) 保證金分類

結算會員依據其自營帳戶或經紀帳戶之部位向期貨結算機構繳交相對數額的保證金，國際間對此保證金認定方式有『總額保證金』法與『淨額保證金』法兩種不同認定方式，其各有利弊。使用總額方式計算保證金對期貨結算機構較有保障，倘若客戶發生違約較不會影響到結算保證金之支付；而淨額保證金制度所需繳交保證金數額較少，對結算會員保證金需求亦較低，為了提高資金使用效能，結算會員顯然較偏愛淨額方式計算保證金。目前台灣期交所對結算會員所收

取之保證金，採用總額方式計算，並以現金為限。若開放有價證券抵繳保證金之政策是為了使資金使用效能提升，似乎『淨額保證金』制度應更能提升資金的使用效能。

我國有關於期貨保證金的繳存分為兩個層級，一為期貨商繳存的『結算保證金』；另一為期貨商向期貨交易人收取的『交易保證金』。而『交易保證金』又分為期貨交易人為了交易應繳存的『原始保證金』，與交易人為了交易而維持帳戶最低之基本金額的『維持保證金』。而當客戶保證金帳戶低於『維持保證金』水準時，期貨商便發追繳通知，期貨交易人則必須補繳保證金金額至原始保證金水準，此部分即稱為『變動保證金』。

各國對有價證券抵繳保證金之相關規範，亦多採以兩層面來處理。當開放有價證券抵繳期貨保證金後，由於市場價格的快速變化，變動保證金各國都要求不能以有價證券抵繳，否則保證金追繳的時效會因有價證券的評價會有延誤情況。其次，客戶繳存於期貨商以抵繳保證金的非現金擔保品型式，與期貨商繳存於期交所的擔保品是否一致，可將結算保證金帳戶分為分戶管理與總戶管理制度。在總戶管理制度下，對非現金擔保品抵繳的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，由於分別管理個別客戶的帳戶較為單純，但是期貨商亦得為了管理非現金擔保品而付出相關業務的成本與擔負管理這些擔保品的風險。在分戶管理下，客戶繳存的非現金擔保品將由期貨商轉存於期交所，由於非現金擔保品多為記名證券，因此期貨商在繳存結算保證金時，資金的調度困難度將提高，然而期交所為了負責保管這些非現金擔保品，將必須提供管理這些非現金擔保品的設備，期交所對相關的業務費應會轉嫁給期貨商。不管是分戶或總戶的管理制度，期貨商勢必將為了有價證券抵繳保證金而付出相關處理費用，然而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將是較佳的選擇。對於總戶與分戶的相關法規問題，第三章已多有探討。

## (2) 保證金的調整

根據台灣期貨交易所結算保證金收取方式及標準第五條規範，台灣期貨交易所為了因應市場狀況，在每天收盤後會針對結算會員依照現行計算保證金流程計提保證金，若發現此筆所需的結算保證金與現行收取的結算保證金變動幅度達15%以上，台灣期貨交易所得考慮要調整結算保證金，再依據台灣期貨交易所規

定之成數，調整原始保證金與維持保證金。此外，期貨市場若遇到特殊情況時，台灣期貨交易所可以不接受「保證金變動達 15%以上」之限制，而可視市場狀況來機動調整。

若有價證券可抵繳保證金，市場處於空頭市場時，當持倉部位的價值下跌，有價證券的價值亦會同時下跌，此時保證金變動達 15%以上之機率亦會上升，期貨商信用風險加劇，台灣期貨交易所亦將忙於調整結算保證金、維持保證金與原始保證金，對期貨市場參與者將造成過大的影響。

### (3) 保證金預繳制度

我國期交所對期貨保證金的收取方式有別於其他國家，採保證金預繳制度。亦即期貨交易人必須先繳存交易期貨之保證金後，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，於交易中或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。

在有價證券抵繳制度下，若交易者預期使用非現金擔保品抵繳保證金時，通常會事先繳存有價證券，以取得有價證券評價；由於非現金擔保品抵繳保證金時皆有折扣，因此這些擔保品的市值皆會大於應繳存的保證金總額。在此情況下，期貨交易人同樣是預繳了保證金。

由於台灣期貨市場保證金採預繳制度，因此期貨交易人繳存之金額多會大於應繳存者，在沒有有價證券抵繳保證金的制度下，期貨商收取自客戶現金的超額保證金將相當龐大的，此超額保證金為台灣期貨商主要利息收入來源之一。在非保證金預繳制度下，由於期貨交易人下單成交後，即便清楚知道所交易之期貨商品所應繳存的保證金金額，如此期貨交易人繳存超額保證金的可能性較低，期貨商持有超額保證金應會較少。因此，在我國現行保證金收取方式為預繳制度下，開放有價證券抵繳之同時，是否應思考國外交易所實施的非預繳制度下，有價證券抵繳保證金的措施除了增加資金使用效能外，有價證券抵繳保證金尚為一種補強非預繳制下所可能產生之信用風險缺口。

## 貳、流動性風險 (Liquidity Risk)

流動性風險包括資金流動性風險與交易流動性風險。資金流動性風險與交

易人是否具備現金籌措能力，可於規定期限內繳足保證金有關；交易流動性風險指交易人無法以合理價格執行交易，或是執行交易將使現行部位產生嚴重虧損之風險。此風險常導因於市場規模小或市場產生異常事件，導致部位持有者無法以當時市場價格進行平倉而產生之風險。期貨市場通常利用信用額度、結算交割基金或者部位限制等的方式，以控管流動性風險。

對期貨經紀商而言，流動性風險則導因於客戶無法補足保證金，期貨商為了降低損失需強制砍倉，但受制於許多限制，使得客戶未平倉部位無法了結時所產生的損失，或是因砍倉所帶來的價差損失。有價證券抵繳保證金制度可以在交易人現金不足時，以約當現金等值商品補足保證金，以降低交易人的籌資壓力。全球期貨市場多以有價證券抵繳保證金來控管流動性風險，其次即為使用市場漲跌幅限制。

### **參、系統性風險 (System Risk)**

指稱某一市場參與者因鉅額損失或流動性不足問題而未履行交割義務，進而影響其他市場參與者也無法履行交割義務，最後擴散到影響整個市場或者結算交割體系的崩潰所產生之風險。造成系統性風險的原因可能有市場參與者的破產倒閉、電腦系統發生錯誤或者人為的疏失影響到交割的進行，其實只要足以影響結算交割順利進行的事件皆可能是引起系統性風險的因素，此外，隨著各市場間互相依存度的提高，如果沒有好的風險控管機制，系統性風險也會增加。

從事經紀業務的期貨商，僅結算或處理投資人的帳戶，本身並未持有部位或放空部位，因此無系統性風險。

### **肆、作業風險 (Operational Risk)**

作業風險是源自於非經濟因素，例如：作業人員的疏忽，組織的不效率及系統發生錯誤。控管方法主要為加強作業人員的能力，準備儲備電力系統及資料備份。我國主管機關為了防止作業風險的產生，訂有下列規範：

#### **1. 報告的規範**

期貨經紀商受託交易，應於成交後做成買賣報告書交付期貨交易人，並於每月底編制對帳單分送各期貨交易人。

## 2. 記錄保留要求

對所有期貨交易人任何委託方式的交易記錄都必須存檔，且委託記錄都必須保留五年。

## 3. 分離帳戶

期貨商應於主管機關指定之機構開設客戶保證金專戶，以存放客戶交易保證金與權利金，並與自有資金帳戶分離存放。且期貨商不得對客戶保證金專戶之款項請求扣押或行使其他權利。倘若有價證券抵繳保證金，依照現行個股選擇權的會計處理方式，期貨商對買權賣方交易人繳交之標的證券並不入帳，僅做備忘錄。然而全面性的抵繳作業下，當期貨商的會計處理入帳與否，對期貨商的資產負債表將會造成影響，將衝擊到期貨商可經營的業務限制。

## 第二節 以個股選擇權開放標的證券抵繳保證金來觀察對市場的影響

我國股票選擇權買權賣方交易人以標的證券繳交保證金制度早於2004年10月18日開始實施，為我國第一個實施有價證券抵繳保證金的先例，雖然限制抵繳之有價證券為該標的物，然而它對市場產生的一些影響，應足以提供主管機關參考，是否台灣期貨市場在全面性開放有價證券抵繳保證金前，可考慮先以個股選擇權實施全面性的有價證券抵繳保證金措施，以觀察對市場參與者的影響。

根據江穗美 (2005) 於證券與期貨月刊發表之文章顯示，制度實施迄 2005 年 2 月 25 日止，股票買權契約之交易日均量及未平倉量分別成長 47.79% 及 99.06%，而買權占賣權之交易量比例則由原 107% 成長至 123%。對照該段時間之大盤指數，約在 5,600 點至 6,100 點區間內，尚無大幅度之變動走勢。35 檔股票選擇權中，計有 23 檔股票匯入台灣期貨交易所「標的證券繳交賣出買權保證金專戶」，平均每日存入 1058 張，而交易人申請返還標的證券，平均每日 338 張。該期間存入標的證券交易人中，自然人占 9%，非造市者之其他法人占 91%。以抵繳買權賣方未平倉部位口數之交易人，自然人占 85%，非造市者之其他法人占 15%。根據作者的這些數據顯示，有價證券可抵繳保證金後，期貨交易人對買

權交易量是為提升的，且有價證券抵繳是有活絡該商品交易之效果。根據作者提供資料顯示，在到期交割後至 2005 年 2 月 25 日為止，已由 204 口增加至 661 口，因此對整體期貨交易人可釋出之現金保證金約為 14,569 千元，對期貨交易人的資金運用效能確實是有提升的。然而以有價證券抵繳保證金後，是否亦會對其他層面造成影響，例如標的物波動性或流動性等等，因此我們想透開放過個股選擇權以有價證券抵繳保證金前後的一些資訊來瞭解。

首先我們以事件日 2004 年 10 月 18 日為基準，將觀察樣本分為兩個時期，分別為事件前 2004 年 8 月至 9 月的 2 個月期間，與事件後 2004 年 11 月至 12 月的 2 個月期間，事件日月份（10 月）資料則不予以觀察。我們主要分析這些個股選擇權的標的物波動性與個股選擇權隱含波動性在開放標的證券繳存保證金前後的變化情況。

表 4.1 為這些個股選擇權年化波動性估計值的平均數，其中隱含波動性採以 Black-Scholes 模型估計而得，資料來源為台灣經濟新報社。首先我們觀察這些個股選擇權標的個股波動性，開放有價證券抵繳後對標的證券的波動性是有明顯的下降效果，隱含波動性亦是下降的，顯示這些個股的風險降低。然而此期間指數波動性亦為降低的，因此指數選擇權隱含波動性亦為下降的。由於此期間指數波動性皆是下跌的，因此為了避免同期間所有個股的波動性皆為下跌影響事件前後的觀察，我們進一步將樣本以資本額排序，找出資本額與樣本組接近的對照組，以比較事件前後的相對波動性是否亦是下跌。

表 4.1、個股選擇權標的物波動性與隱含波動性

| 期間    |      | 2004 年 8 月至 9 月 |         | 2004 年 11 月至 12 月 |         |
|-------|------|-----------------|---------|-------------------|---------|
| 個股選擇權 |      | 波動性             | 隱含波動性   | 波動性               | 隱含波動性   |
| 南 亞   | 買 權  | 55.30%          | 49.13%  | 27.15%            | 33.70%  |
|       | 賣 權  |                 | 57.83%  |                   | 34.54%  |
| 華 映   | 買 權  | 95.94%          | 134.26% | 48.90%            | 68.91%  |
|       | 賣 權  |                 | 153.40% |                   | 75.56%  |
| 華 南 金 | 買 權  | 65.84%          | 67.52%  | 32.04%            | 51.09%  |
|       | 賣 權) |                 | 59.50%  |                   | 682.40% |
| 國 泰 金 | 買 權  | 75.04%          | 84.32%  | 34.27%            | 39.92%  |
|       | 賣 權  |                 | 140.88% |                   | 74.16%  |
| 兆 豐 金 | 買 權  | 68.09%          | 80.76%  | 32.36%            | 39.94%  |
|       | 賣 權  |                 | 101.19% |                   | 53.24%  |
| 台 新 金 | 買 權  | 77.23%          | 99.34%  | 37.84%            | 53.68%  |
|       | 賣 權  |                 | 114.15% |                   | 52.13%  |
| 中 信 金 | 買 權  | 64.61%          | 70.03%  | 31.07%            | 31.96%  |
|       | 賣 權  |                 | 49.66%  |                   | 25.42%  |
| 奇 美 電 | 買 權  | 100.73%         | 114.56% | 50.69%            | 51.84%  |
|       | 賣 權  |                 | 117.54% |                   | 54.02%  |
| 中 鋼   | 買 權  | 51.24%          | 64.71%  | 25.86%            | 17.91%  |
|       | 賣 權  |                 | --      |                   | --      |
| 聯 電   | 買 權  | 77.10%          | 85.16%  | 36.50%            | 45.67%  |
|       | 賣 權  |                 | 91.44%  |                   | 47.71%  |
| 台 積 電 | 買 權  | 72.57%          | 882.07% | 35.98%            | 42.70%  |
|       | 賣 權  |                 | 89.88%  |                   | 45.35%  |
| 富 邦 金 | 買 權  | 67.01%          | 59.25%  | 33.34%            | 42.41%  |
|       | 賣 權  |                 | 50.78%  |                   | 43.51%  |
| 台 塑   | 買 權  | 54.88%          | 65.70%  | 27.68%            | 38.87%  |
|       | 賣 權  |                 | 62.47%  |                   | 24.26%  |
| 仁 寶   | 買 權  | 71.00%          | 108.00% | 35.50%            | 48.88%  |
|       | 賣 權  |                 | 107.53% |                   | 42.65%  |
| 友 達   | 買 權  | 96.61%          | 103.57% | 48.76%            | 56.23%  |
|       | 賣 權  |                 | 107.47% |                   | 57.54%  |
| TXO   | 買 權  | 47.31%          | 50.84%  | 23.57%            | 24.87%  |
|       | 賣 權  |                 | 65.57%  |                   | 23.85%  |

資料來源：本計畫估計

根據文獻顯示，波動性隱含有許多訊息內涵，是投資者進行投資策略的重要參考因素。然而先前文獻在以高頻率資料進行實證時發現，日內資料的走勢是有季節相依，因此以日內資料實證時，必須消除資料的季節性。(Engle and Russell, 1998; Bisirer and Kamionka, 2000; Bauwens and Giot, 2001; Bauwens and Giot, 2003) 尤其當市場參與者時常以波動性當作重要之投資訊息時，波動性之衡量更需消除季節性因素。根據 Andersen and Bollerslev (1998) 與 Giot and Laurent (2004) 的實證指出，日內資料在區隔小的時區後，將時區內報酬加總所得之指標，是可視為真實波動性的。因此，我們估計波動性的方式相同於前述處理知訊者代理變數，將交易時間內每 9 分鐘間隔計算連續報酬率，並每日予以加總而得波動性，估計方式如下：

$$RealizdVolatility_t = \sum_t r_{tick-by-tick}^2 \quad (1)$$

其中  $r_{tick-by-tick}$  為每 9 分鐘連續報酬率。下兩表為我們以現貨市場日內資料所計算的波動性：

**表 4.2、個股選擇權事件前標的物日內樣本波動性**  
(2004 年 8 月至 9 月日波動性)

| 公司名稱 | 平均值   | T 值     | 公司名稱 | 平均值   | T 值     | 相對波動性 |
|------|-------|---------|------|-------|---------|-------|
| 台塑   | 0.05% | (8.68)  | 中石化  | 0.08% | (6.00)  | 0.57  |
| 南亞   | 0.01% | (7.98)  | 台化   | 0.06% | (11.76) | 0.2   |
| 中鋼   | 0.02% | (8.74)  | 中鴻   | 0.07% | (9.17)  | 0.27  |
| 聯電   | 0.04% | (9.03)  | 華邦電  | 0.04% | (10.20) | 0.91  |
| 仁寶   | 0.04% | (8.68)  | 廣達   | 0.06% | (14.50) | 0.58  |
| 台積電  | 0.02% | (8.21)  | 旺宏   | 0.08% | (7.82)  | 0.18  |
| 友達   | 0.04% | (7.97)  | 錒德   | 0.04% | (9.17)  | 0.94  |
| 華映   | 0.06% | (11.41) | 中環   | 0.06% | (14.18) | 0.94  |
| 華南金  | 0.03% | (12.26) | 玉山金  | 0.03% | (14.64) | 0.98  |
| 富邦金  | 0.02% | (12.61) | 元大金  | 0.03% | (6.49)  | 0.78  |
| 國泰金  | 0.05% | (21.48) | 永豐金  | 0.04% | (10.05) | 1.46  |
| 兆豐金  | 0.03% | (16.11) | 第一金  | 0.03% | (11.37) | 0.83  |
| 台新金  | 0.04% | (10.31) | 國票金  | 0.03% | (9.94)  | 1.43  |
| 中信金  | 0.02% | (9.17)  | 新光金  | 0.04% | (10.65) | 0.42  |
| 奇美電  | 0.04% | (7.97)  | 精碟   | 0.06% | (9.57)  | 0.65  |

資料來源：本計畫估計

**表 4.3、個股選擇權事件後標的物日內樣本波動性**  
(2004 年 11 月至 12 月日波動性)

| 公司名稱 | 平均值   | T 值     | 公司名稱 | 平均值   | T 值     | 相對波動性 |
|------|-------|---------|------|-------|---------|-------|
| 台塑   | 0.06% | (18.98) | 中石化  | 0.06% | (13.58) | *1.07 |
| 南亞   | 0.01% | (8.70)  | 台化   | 0.06% | (19.19) | 0.17  |
| 中鋼   | 0.01% | (12.33) | 中鴻   | 0.05% | (11.85) | *0.27 |
| 聯電   | 0.03% | (15.85) | 華邦電  | 0.03% | (10.69) | *0.97 |
| 仁寶   | 0.03% | (7.76)  | 廣達   | 0.07% | (16.30) | *0.41 |
| 台積電  | 0.02% | (6.06)  | 旺宏   | 0.07% | (14.70) | *0.35 |
| 友達   | 0.04% | (5.98)  | 鍊德   | 0.04% | (8.34)  | 0.95  |
| 華映   | 0.04% | (10.76) | 中環   | 0.04% | (13.72) | 0.89  |
| 華南金  | 0.02% | (12.71) | 玉山金  | 0.03% | (12.54) | 0.74  |
| 富邦金  | 0.02% | (8.61)  | 元大金  | 0.05% | (11.03) | 0.44  |
| 國泰金  | 0.05% | (15.49) | 永豐金  | 0.03% | (16.73) | *1.77 |
| 兆豐金  | 0.02% | (14.76) | 第一金  | 0.02% | (12.85) | *1.11 |
| 台新金  | 0.03% | (11.74) | 國票金  | 0.02% | (13.07) | 1.38  |
| 中信金  | 0.02% | (8.50)  | 新光金  | 0.03% | (10.70) | *0.53 |
| 奇美電  | 0.04% | (5.98)  | 精碟   | 0.04% | (9.60)  | *0.9  |

資料來源：本計畫估計

比較兩個期間的相對波動性，觀察期間的 15 檔個股選擇權，其標的證券的日內平均波動性只有 6 檔為下跌，其餘皆為上升，顯示加入對照組來觀察後，有價證券抵繳保證金的措施後，標的證券波動性將加劇，如此對個股選擇權的價格將會有提升的作用。

其次，我們來觀察個股有價證券抵繳保證金的措施是否對現貨市場的流動性亦產生影響，我們以個股於觀察期間的每日平均周轉率來觀察。其中周轉率計算方式為：

$$\text{週轉率}(\%) = \text{成交量} / \text{流通股數} * 100(\%) \quad (2)$$

此指標可顯示該標的證券的於市場的流動性情況。

從表 4.4 結果顯示，單從樣本組周轉率來觀察，實施後的周轉率是否下降，在 15 檔個股中只有 6 檔周轉率是為下降的，其餘則為上升。似乎周轉率下降的個股，皆有較高的成交比重。加入對照組的周轉率比較，相對周轉率有 8 檔為下跌的，顯示有價證券抵繳保證金的措施對標的證券流動性有降低的影響效果，比

率超過一半。

表 4.4、個股選擇權以有標的證券抵繳保證金前後周轉率月平均值

單位：％

| 公司  | 2004 年 8 月至 9 月 |            |           |          |           | 2004 年 11 月至 12 月 |            |           |          |           |
|-----|-----------------|------------|-----------|----------|-----------|-------------------|------------|-----------|----------|-----------|
|     | 樣本組<br>周轉率      | 對照組<br>周轉率 | 相對<br>周轉率 | 市值<br>比重 | 成交值<br>比重 | 樣本組<br>周轉率        | 對照組<br>周轉率 | 相對<br>周轉率 | 市值<br>比重 | 成交值<br>比重 |
| 台塑  | 4.15            | 34.05      | 0.12      | 2.05     | 1.07      | 5.42              | 25.72      | 0.21      | 2        | 1.17      |
| 南亞  | 3.99            | 4.78       | 0.84      | 2.6      | 1.48      | *2.89             | 4.02       | *0.72     | 2.45     | 0.94      |
| 中鋼  | 9.6             | 70.06      | 0.14      | 2.53     | 1.69      | *10.52            | 92.20      | *0.11     | 2.61     | 3.83      |
| 聯電  | 8.53            | 9.35       | 0.91      | 2.99     | 1.7       | *8.36             | 6.15       | 1.36      | 2.68     | 1.88      |
| 仁寶  | 9.58            | 3.67       | 2.61      | 0.88     | 0.51      | *7.03             | 6.08       | *1.16     | 0.77     | 1.19      |
| 台積電 | 4.05            | 14.48      | 0.28      | 8.11     | 2.27      | 5.6               | 13.65      | 0.41      | 8.4      | 4.03      |
| 友達  | 38.87           | 14.43      | 2.69      | 1.65     | 6.32      | *33.38            | 7.66       | 4.36      | 1.62     | 3.36      |
| 華映  | 18.62           | 18.87      | 0.99      | 0.78     | 1.18      | 19.26             | 9.40       | 2.05      | 0.71     | 0.84      |
| 華南金 | 7.35            | 11.58      | 0.63      | 1.06     | 0.46      | 8.42              | 14.72      | *0.57     | 1.11     | 0.86      |
| 富邦金 | 2.43            | 6.12       | 0.40      | 1.99     | 0.48      | 3.86              | 20.25      | *0.19     | 1.98     | 0.67      |
| 國泰金 | 4.53            | 5.58       | 0.81      | 3.96     | 1.28      | 5.39              | 10.18      | *0.53     | 3.9      | 2.48      |
| 兆豐金 | 5.79            | 10.87      | 0.53      | 1.85     | 1.09      | 6.69              | 14.63      | *0.46     | 1.8      | 1.47      |
| 台新金 | 10.93           | 8.70       | 1.26      | 0.89     | 0.57      | 14.79             | 10.66      | *1.39     | 0.95     | 1.02      |
| 中信金 | 4.04            | 17.12      | 0.24      | 1.63     | 0.52      | 6.21              | 17.53      | 0.35      | 1.6      | 0.82      |
| 奇美電 | 32.31           | 35.71      | 0.90      | 1.27     | 3.91      | *25.59            | 20.29      | 1.26      | 1.18     | 1.98      |

註：\*表示後期指標為下降。

資料來源：本計畫估計

總結上述實證結果顯示，以標的證券抵繳個股選擇權保證金後，標的證券波動性與流動性在多數股票驗證上顯示會有不利的結果，亦即波動性會上升，而流動性會下跌。

### 第三節 國內對有價證券抵繳保證金與相關配套之問卷結果

根據期交所 2006 年對期貨商的問卷調查顯示，似乎全體期貨商對期交所有價證券抵繳保證金皆持正面看法。然而根據當時的報導<sup>29</sup>指出，一些接獲期交所問卷的相關業者對問卷的內容與方式是有所質疑，例如對問卷的題目與回答之答

<sup>29</sup> 參考聯合報系 2006 年 11 月 9 日新聞，標題為「有價證券抵繳保證金，業界反對」。

案與是否同意開放有價證券抵繳保證金的態度原本就無關，問卷結果期交所即認為業界是持正面看法的誤解有所質疑。

據此，本節將對台灣期貨市場的參與者進行民間的再次問卷調查，以更為公平與直接性的問卷方式，尋求市場參與者對期交所欲開放有價證券抵繳期貨交易保證金的看法與態度。

針對台灣期貨市場欲開放有價證券抵繳保證金，市場參與者有許多的相關疑慮，因此我們藉由此計畫案機會，透過問卷方式來對市場主要參與者進行直接性的調查。本次問卷設計主要目的在觀察市場參與者對期貨市場開放有價證券抵繳保證金的看法，問卷對象分為一般投資者與期貨商，期貨商對象則以主管人員填答為主要樣本。因此，問卷設計之內容我們分為兩個部分，第一項為共同填答部分，第二項則為針對不同參與者填答所設計的題目。

本次問卷方式如下：

1. 不記名方式網路填答。
2. 期貨商部分限制主管人員填答。
3. 問卷填答訊息發佈：各大投資網路與國內各期貨商網路公布之電子服務信箱。
4. 填答期間：2008 年 4 月 1 日至 4 月 20 日。
5. 問卷填答者之 IP 相同者，則刪除問卷。

由於該次填答問卷之訊息傳達效率不彰，許多期貨商服務信箱皆來信告知不方便傳達此訊息，此為本次問卷面臨最大困難處之一。於是我們於 2008 年 5 月再次進行第二階段的問卷調查，此階段我們研究人員採以於期貨公會網站可自由下載的期貨商會員名錄資料，先行電話聯繫期貨商主管人員，以傳達本次問卷調查的資訊與問卷網站，亦以匿名方式填答，期間為 2008 年 5 月 1 日至 5 月 15 日止。結果顯示，期貨商相關主管有效問卷人數達到 28 人次，占台灣整體期貨經紀商家數 38 家有 7 成之高。

問卷調查之題目與結果以附錄方式顯示，下述我們以條列方式呈現問卷回收後主要之填答內容：

1. 比較對以有價證券抵繳期貨保證金的相關作法，一般投資者瞭解程度非常低，反而期貨商了結程度較高，但是也只有 57.14%的期貨商主管瞭解。顯示期貨商對有價證券抵繳保證金的相關作業亦不甚熟悉，而一般投資者對有價證券抵繳保證金更是陌生。
2. 一般投資者對有價證券抵繳期貨保證金後多數會擔心降低有價證券的流動性，而期貨商卻不這麼認為。
3. 預期未來有價證券抵繳期貨保證金的比率上，期貨商回答結果是不確定，然而一般投資者卻是看好未來抵繳比率，高達近 7 成投資者皆認為會有高的比率。
4. 對期貨商收入與成本的影響，期貨商一致認為收入減少成本增加，其中以利息收入最為擔心；一般投資者相反看法只有在收入部分，顯示一般投資者不瞭解對保證金的付出成本，有部分成為期貨商的收入。在第 18 題問卷中，亦顯示一般投資者過半者不知道其所繳存之保證金有高達 3 成的資金是留在期貨商端。
5. 對期貨商業務應國際化的看法，參與者有近 9 成皆持肯定的態度，顯示台灣期貨參與者對期貨商的期待。
6. 若開放有價證券抵繳保證金後，參與者會以何種型式來繳存保證金，現金亦是占多數，一般投資者達 44.52%。其餘選項中，期貨商圈選次數較高者皆與期交所規劃相同。
7. 對於期貨商擔心的超額保證金是否投資者會以有價證券來抵繳問題，似乎這些問卷結果透露了部分訊息。會以有價證券者達 41.10%，在扣除原來即不會使用有價證券抵繳者，會有超過半投資者會以有價證券來抵繳『超額原始保證金』。
8. 開放有價證券抵繳保證金後，投資者是否會增加交易量，結果顯示會者一半，不會者亦有近 5 成，因此未來開放後交易量是否會提升，非此政策可以掌握的。然而對促進交易量的誘因，投資者對降低手續費有高度的期待，其次是期貨商的業務多樣化。
9. 若有價證券抵繳勢在必行，期貨商會勸導以現金抵繳達 57.14%，然而投資者

對此之應映措施分別以換一家期貨商往來 (36.99%) 與被動不參加 (30.14%) 比率為最高，但是兩者比率極相近。

10. 期貨商對開放有價證券抵繳所需增加之成本，其中以相關作業處理費對期貨商衝擊最大。而對這些成本增加與收入減少的配套措施，期貨商皆期待以降低結算費與開放經營業務範圍來配套最多，其次即是結算保證金給息。經營之業務對財富管理較為期待，其次為店頭衍生商品交易，第三為槓桿交易。
11. 整體而言，期貨商與投資者皆認為需給期貨商更為寬廣的業務範圍後，在台灣實施有價證券抵繳保證金才具有可行性。對結算保證金總戶與分戶管理，期貨商有達 57.14% 填答次數認為應採總戶管理，但是期貨商亦有 14.29% 的人次對結算保證金管理制度不甚瞭解。

## 第五章 新加坡有價證券抵繳保證金與營業範圍的國際模式

在台灣期貨交易所規劃期貨市場以有價證券抵繳保證金前，期交所即有推動先行開放境外外資以有價證券抵繳保證金作業<sup>30</sup>。然而當時期貨業者多表示反對，主要原因在更改系統與新增設備上，期貨商評估每家必須花費近 500 萬元<sup>31</sup>，且一開放馬上對期貨商的保證金利息收入產生衝擊，因此開放後不具實際效益，反而對期貨商的收入產生減少的效果。當時外資期貨商亦不表認同，認為現行台灣期貨市場開放有價證券抵繳保證金，非活絡外資的優先措施。外資當時即表示，台灣期貨市場應先改善以美元當保證金的問題。然而期交所指出，境外外資若能以即有的公債、股票等有價證券抵繳期貨交易的保證金，應可提升資金運用效率，增加交易國內期貨的意願。

據此，我們呼應台灣境外外資期望期交所開放以美金為保證金的想法，引用發行之商品計價幣別多為外幣的新加坡期貨市場經驗，來分析新加坡對有價證券抵繳保證金的相關作業與配套措施。本次內容為本計畫案人員至新加坡當地參訪當地五家期貨商<sup>32</sup>所作的整理，五家期貨商涵蓋外資期貨商、專業期貨商與金融集團的期貨商。

### 第一節 新加坡期貨市場的保證金管理

從第二章探討的新加坡交易所對結算會員與期貨交易人分別訂有期貨保證金擔保品形式與折扣比率來觀察，新加坡期貨市場對保證金的計提與收取方式是採兩個層面來管理。第一層為交易所與結算會員間的結算保證金管理，以結算會員持倉部位計提應繳存之結算保證金；第二層為結算會員與期貨交易人間的原始保證金管理，交易所授權結算會員依期貨交易人持倉部位計提應繳存之原始保證金。在保證金兩層的管理下，各規定有可接受之擔保品型式，亦即交易所對結算會員繳存之結算保證金形式可不同於期貨交易人繳存於期貨商之原始保證金。據此，新加坡交易所計提期貨商之結算保證金是採以總戶管理制度，此種計提與收

<sup>30</sup> 2006 年 11 月 9 日，台灣期貨交易所推動「境外外資以有價證券抵繳保證金作業」，邀集主管機關代表及期貨商業者共同舉辦公聽會。

<sup>31</sup> 參考當時(2006 年)元京證券的評估。

<sup>32</sup> 五家期貨商我們分別以 M, U, N, O, OC 來表示。

取方式與多數國家期貨結算所對結算保證金的管理方式是一致的。

目前台灣期貨交易所對結算會員計收結算保證金的方式，為依照期貨交易人持倉部位計提保證金後再分別加總期貨交易人保證金帳戶金額，成為期貨經紀商的保證金專戶，且規定期貨商繳存結算保證金來源需為此專戶之資金。在現行規定下，客戶保證金專戶內容物皆必須為現金型式，因此現金型式之保證金從期貨交易人繳存至結算保證金帳戶的過程中，由於現金無法分辨是歸屬那位客戶所有，且在實務上當保證金不足時，期貨商亦常以自有資金存入客戶帳戶內<sup>33</sup>，因此期貨商以現金繳存結算保證金常被視為總戶管理之概念。今倘若台灣期貨市場開放有價證券抵繳期貨保證金後，期貨交易人以記名證券繳存維持保證金，期貨商若以總戶概念繳存結算保證金時，當有結算會員發生違約情事時，期交所在必須動用到結算保證金下，將可能發生有流用非違約客戶繳存之非現金型式之保證金問題，違反期貨商管理規則第 45 條之規定。

台灣期貨交易所對期貨交易保證金的管理方式與國際慣例有所不同，在亞洲期貨交易市場中，新加坡與台灣是互為競爭的兩個國家，因此本節我們引用新加坡期貨交易所與期貨商對保證金的管理方式與過程，於下一小節中並分析現行新加坡期貨商可營業的內容，來與台灣作比較，期望新加坡有價證券抵繳保證金的經驗模式與期貨商業務範圍，能提供台灣相關主管機關參考，以讓台灣期貨市場的參與者能在一個具有效率且公平的交易平台上交易。

由於新加坡期貨市場對保證金的管理方式分為兩個層面，因此我們對新加坡的保證金繳存方式亦分為兩部分來探討，一為期貨交易人繳存之原始保證金，二為結算會員繳存之結算保證金。

## **壹、期貨商(結算會員)與期貨交易人間原始保證金管理**

### **(一) 期貨商可接受期貨保證金之形式**

新加坡期貨商可接受之非現金擔保品為原始保證金之原則，基本上都必須遵守新加坡交易所的規定，一些期貨商為了服務客戶，對於銀行可接受擔保抵押之商品，亦可接受為期貨交易之原始保證金。變動保證金部分，期貨商目前亦同於交易所規定，只接受現金。至於維持保證金可接受擔保品之形式，需視期貨商

---

<sup>33</sup> 法規細節參考第三章內容。

對客戶維持保證金之政策而有所不同。根據我們蒐集新加坡期貨商對可接受客戶以非現金擔保品抵繳維持保證金之形式，可分類為下列幾種情況：

1. 只接受現金 (含外幣)，拒絕任何以擔保品抵繳保證金

現金通常只接受本國幣、美元、英鎊與日圓，其他貨幣通常要收取利息費用。一些期貨商皆將保證金型式規定必須是為美元，當客戶交易非美元商品時，皆對客戶收取利息費用。客戶繳存美元可將低匯率風險，期貨商統一收取相同貨幣保證金易於管理。例如新加坡 M 期貨商，即對客戶不收取任何非現金擔保品為保證金。

2. 期貨商訂定比結算所嚴格之非現金型式擔保品

信用狀 (LC)、銀行擔保函 (BG) 與定存單 (FD) 三種，是廣為被新加坡期貨商訂定為可接受之擔保品。其中定存單 (FD) 部分，部分期貨商會要求客戶應先於銀行轉為 LC 或 BG 形式來繳存。此種管理方式，皆在管理的方便性。例如新加坡 U 與 N 期貨商。

3. 依交易所訂定之期貨交易人可繳存之非現金擔保品規定辦理

此類型期貨商在管理保證金時，亦採以嚴謹的風險管理來對客戶繳存的型式加以限制，原則上客戶繳存非現金擔保品與規定相符合時，期貨商皆可接受。雖然客戶繳存之非擔保品與交易所規定之客戶擔保品型式相同，然而若與規定之結算保證金不同，期貨商對會對客戶收取利息費。例如新加坡 O 期貨商。

4. 任何擔保品皆可

依客戶所持有之擔保品形式，由期貨商依客戶與擔保品之風險暴露情況認定之。此種客戶都需支付高額的相關費用。例如新加坡 OC 期貨商即表示，任何擔保品只要透過鑑價過程與風險評估，皆可抵繳保證金。

(二) 可接受擔保品抵繳期貨保證金之比率與折扣比率

期貨商對客戶以擔保品抵繳期貨保證金比率皆不設限，最高可抵繳 100% 的原始保證金。期貨商會依目前擔保品收取情況以衡量公司涉險程度，進一步對客戶設限擔保品抵繳之比率。保證金追繳部分，亦即變動保證金，新加坡期貨商皆

規定必須為現金。

期貨商對於客戶以擔保品抵繳保證金時，外幣現金皆無折扣，但是需與市場即時匯率認列價值。可接受擔保品之折扣比率規定，期貨商只能低於交易所規定之折扣比率，而期貨商訂定之折扣比率主要由各自期貨商風控部門來規範。

### (三) 期貨交易人保證金繳存時限

新加坡期貨商對於期貨交易人繳存保證金時限，都給予一天的緩衝時期，亦即客戶保證金都必須在次一交易日 (T+1 日) 繳存應繳交之原始保證金。一些期貨商則訂定有較為嚴格的收取辦法，例如 OC 期貨商對散戶投資者採以保證金預繳制度，對法人客戶則採以成交後次一交易日繳足原始保證金即可。

### (四) 抵繳過程

抵繳作業過程可分為權益證券、債權證券、銀行發行之貨幣市場工具與其他擔保品等不同之程序，雖然新加坡各家期貨商對非現金擔保品之抵繳作業方式稍有不同，但是處理原則皆是相同的：

1. 權益證券：新加坡國內個股屬集保制度，由新加坡中央託收公司 (The Central Depository (Pte) Ltd., CDP) 處理。若為國外權益證券，則委託代理商全權處理。繳存方式，國內證券則透過證券商，證券商對客戶繳存與提取時，皆收取相關轉讓費，而期貨商的轉讓費通常都會轉嫁給客戶。
2. 債權證券：由於債權證券牽涉稅與利息歸屬問題，期貨商多委託代理商全權處理，少部分期貨商有子公司可代為處理者，則由期貨商自身來處理，例如 U 期貨商。此種證券以美國公債居多，原因新加坡國內期貨商亦可能向國外期貨商下單，居於互惠原則，新加坡期貨商多接受國外交易人或期貨商提交以國外公債抵繳保證金在國內下單。
3. 銀行發行或保證之工具：此工具通常只接受新加坡規範之銀行所發行之工具為主，只要客戶向持有貨幣市場工具之發行銀行取得證明文件 (document) 與該工具之實體證券，皆由期貨商負責辦理。例如信用狀、銀行擔保函與定存單。
4. 其他期貨商可接受之擔保品：此類擔保品通常需經由鑑價過程，接受此

類型之期貨商會與客戶先行協議，再委由代理商全權負責擔保品的抵繳作業。

#### (五) 保證金以現金繳存之利息支付

當期貨交易人繳存之保證金超過原始保證金部分，亦即期貨交易人的超額保證金，期貨商皆有給付利息給期貨交易人。然而期貨交易人繳存之現金保證金需具有下列條件，期貨商才會支付利息給期貨交易人：

1. 繳存之現金形式保證金需與交易所合約規格所訂定之幣別相同。
2. 利率較低之外幣不給息
3. 必須保有未動用之現金於帳戶內，例如一萬美金以上或二萬新幣以上。
4. 必須在規定期限內有下單交易行為。

一些期貨商亦針對客戶交易量多寡區分給息範圍，由於法人客戶下單金額龐大且交易迅速，期貨商為了爭取這些大型客戶的下單量，對於這些優良與大型客戶繳存之保證金，當金額超過維持保證金部分，期貨商亦會給息，例如 OC 期貨商。給付期貨交易人利息之定價，主要根據期貨商取自客戶端保證金所獲取之利息收入來訂定給付期貨交易人利息依據。多數期貨商會以本身存款銀行之活存利率扣除相關行政費用後，支付利息給期貨交易人。

若期貨交易人繳存之現金保證金與交易所合約規格訂定之幣別不相同，則期貨商反向對期貨交易人收取利息，此利息基礎為貸款利率加計期貨商的行政費用，通常高於銀行貸款利率倍數計收，為期貨商主要收入來源。根據新加坡期貨商表示，M 期貨商是目前利率定價最高者。

#### (六) 擔保品抵繳期貨保證金之相關費用

期貨交易人以擔保品抵繳期貨交易保證金時，由於擔保品形式不同，各期貨商皆會針對不同擔保品有不同之收費政策，此收費狀況尚須根據該期貨商上繳結算保證金是何種形式而定，可分類下述 2 項：

1. 期貨商繳存結算保證金型式皆為現金
  - (1) 期貨交易人以現金擔保品繳存原始保證金

若期貨交易人繳存之擔保品原始幣別與交易合約幣別不相同時，一律收取交易契約幣別之利息費用。若與合約規定幣別相同，尚須根據期貨商繳存結算保證金之幣別政策而定。通常美金、日圓與新加坡幣是廣為被新加坡期貨商接受的貨幣，若非為該期貨商可接受的貨幣，皆會對期貨交易人收取利息費用。

(2) 期貨交易人以非現金擔保品繳存原始保證金

一律收取利息與行政費用。

2. 期貨商繳存結算保證金型式包含非現金擔保品

(1) 期貨交易人繳存之非現金擔保品與 SGX 規定之結算保證金相同者，且該擔保品之原始計價幣別亦需與交易之契約幣別相同，經由期貨商轉存於結算保證金帳戶者，完全不收利息費用，但是期貨交易人尚須依照擔保品轉讓程序，繳付其他費用。若期貨商非轉存結算保證金帳戶者，期貨商會向期貨交易人收取利息費用。

(2) 期貨交易人繳存之非現金擔保品與 SGX 規定之結算保證金相同者，該擔保品之原始計價幣別與交易之契約幣別不相同，一律收取交易契約幣別之利息費用。

(3) 期貨交易人繳存之擔保品與 SGX 規定之結算保證金不相同者，一律收取交易契約幣別之利息費用。

期貨商是否應向期貨交易人收取保證金利息費用，端看期貨交易人應繳存的原始保證金中，期貨商是否需動用到其他型式的擔保品與交易幣別的連結關係來認列利息費用。新加坡期貨商較常收取之有價證券形式為銀行擔保函、信用狀、定存單與美國公債等，銀行擔保函、信用狀與定存單多以實體形式繳存於期貨商，因此期貨商通常不對期貨交易人收取費用，例如 U 期貨商。若是期貨交易人繳存之 LC 為不可轉讓者，亦會被收取利息費用。其他類似如美國公債等 SGX 可接受之有價證券，由於都必須透過代理商處理，單筆行政費用高達美金 100 元，由於法人交易量較高，期貨商針對法人客戶皆會給予減免，甚至免費，而一般散戶則無減免情況。

(七) 客戶保證金帳戶之動用

除非期貨商取得客戶的授權，否則依照新加坡證券期貨法之規定，期貨商不得挪用或動用客戶保證金帳戶中的資金。然而，在期貨交易人繳存之保證金型式與期貨商對保證金政策不一致所產生之利息費用，期貨商是有權利在客戶保證金帳戶中扣繳利息費用。

## 貳、期貨商(結算會員)與交易所間的結算保證金管理

期貨商繳存交易所之結算保證金，需遵守下列原則繳存未平倉部位之結算保證金：

1. 繳存之結算保證金形式需為交易所可接受的擔保品。(詳見第二章新加坡部分)
2. 繳存之幣別需與交易契約規定幣別相符合，否則不予以納入持倉部位的結算保證金。
3. 繳存後提存有價證券時機，必須在給息日前 10 天<sup>34</sup>或到期日。

交易所對期貨商以貨幣形式繳存之全額保證金，在扣除交易所對管理保證金應計的行政費<sup>35</sup>後，皆以新加坡國內六家銀行加權平均有效定存利率<sup>36</sup>支付該期貨商利息<sup>37</sup>。若以非現金擔保品抵繳保證金時期所產生之利益收入，交易所則將所有來自於非現金擔保品產生之利益收入轉存於期貨商的保證金帳戶，依規定此項利益收入歸原始繳存者，依規定期貨商必須轉存於客戶保證金帳戶。

以 SGX 可接受之擔保品抵繳保證金的相關費用，目前新加坡交易所對於期貨商以現金貨幣、擔保信用狀 (SBLC) 繳存者完全不予以收費，其餘 SGX 可接受之擔保品，亦即債權證券部分，則依下述費用計收：

1. 轉讓費 (transaction fee)：美金計價，每筆收取美金 25 元，每月統計計收。
2. 監管費 (custody fee)：四個基本點，每月計收一次；計算方式為，有價

<sup>34</sup> 半年給息一次之債務工具 (semi-bond)。

<sup>35</sup> 目前為 0.125%。

<sup>36</sup> 新加坡期貨商均表示交易所給的利率會比銀行利率高，且會根據新加坡本國銀行的定存利率取加權平均值訂定給付利率。

<sup>37</sup> 2006 年 3 月 25 與 26 日台灣工商時報報導指出，使用美元計價的新加坡期交所，給予結算會員期貨商的未動用保證金利息平均約 3%，而期貨商給予客戶的利息則在 1.5%至 2%間，且在一場論壇中有外資法人指出，投資台灣期貨市場入金到期貨商的保證金專戶後，並沒有利息收入，但是新加坡交易所卻給予聯邦資金利率 4%以上，此與新加坡實際情況不符。

證券面額 (Par Value) × 月底之結算價 × (0.04%/12) ,

目前新加坡交易所不收個股，因此上述費用主要針對美國發行之公債轉讓費用作說明。

### 參、小結

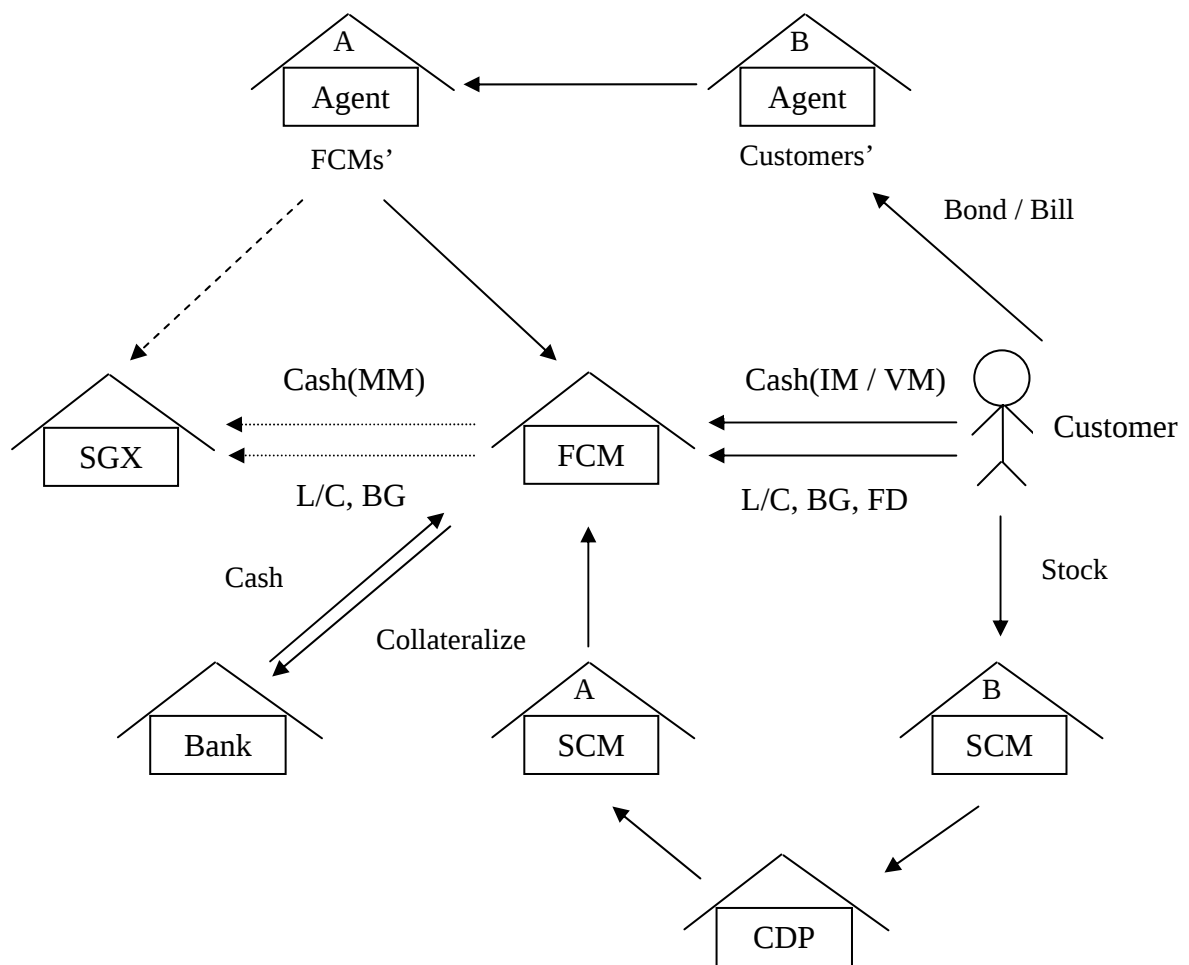


圖 5.1、新加坡期貨市場保證金繳存過程

圖 5.1 為我們總結新加坡交易所、期貨商(結算會員)與期貨交易人間以非現金擔保品繳存期貨保證金之作業圖，與台灣主要相異處在於新加坡期貨市場對交易保證金與結算保證金是採分層管理，圖中可明顯瞭解非現金擔保品股票在兩層

保證金管理下，新加坡交易所對結算會員繳存之保證金是採以總戶管理，期貨商對客戶則是分戶管理。客戶對期貨商負責，期貨商則對交易所負責。對交易所而言，交易所只管理對期貨商持倉部位所計提的保證金與保證金型式，期貨商亦以整體持倉部位來管理自身應繳存何種型式的保證金，以風險管理來思考雙方對保證金的管理，總戶的管理制度對交易所與期貨商是有較多的優勢，且全球多數交易所亦皆為總戶管理。

其次，針對新加坡期貨交易人繳存之交易保證金是否收取相關費用或利息費用，我們歸納有下列共同之特點：

1. 只要期貨交易人應繳存的原始保證金被認定是由期貨商代墊款，則期貨商都會對期貨交易人收取利息費用與行政費用。而如何認定該保證金是否為期貨商代墊款，主要有兩點原則，一為根據期貨交易人繳存之保證金幣別是否與交易契約幣別一致與否，其二為期貨交易人繳存之保證金型式與該交易期貨商繳存之保證金形式相同與否；若為不相同，則期貨商必向期貨交易人收取利息費用。
2. 期貨商繳存之結算保證金必須遵守交易所規定可接受之擔保品形式，交易所不接受其他形式之擔保品。交易所亦根據擔保品形式訂定有收費標準，現金貨幣與擔保信用狀皆不收費，其餘皆有收取費用。
3. 期貨商以現金形式(包括認列之外幣)繳存於交易所之全額保證金，交易所則根據新加坡國內六家銀行加權平均有效定存利率支付給期貨商，非現金擔保品則不予支付利息。
4. 期貨商對期貨交易人繳存之超額保證金支付利息予期貨交易人，而對大客戶起息有放寬為超過維持保證金部分。期貨商的利率定價依照期貨商保證金利息收付情況，來訂定客戶的利率水準。

圖 5.2 為新加坡期貨市場對保證金所產生之利息收入，亦或因交易幣別不一致所產生之利息費用的支付與收取情況。

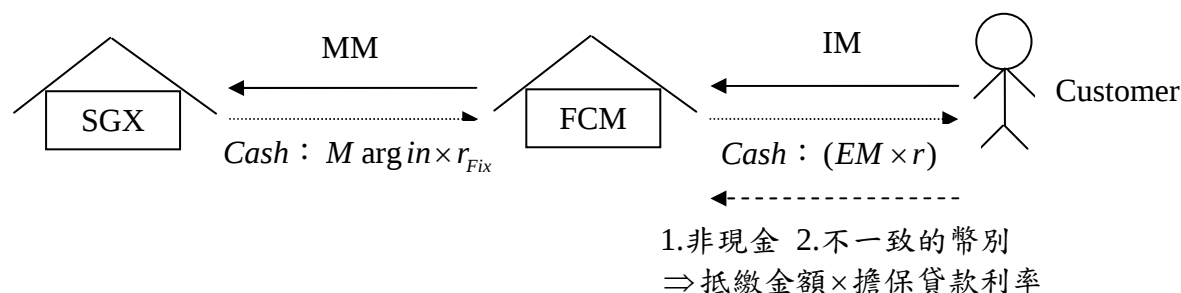


圖 5.2、新加坡期貨市場保證金利息支付情況

由於新加坡交易所只發行一個新加坡幣計價之商品，因此實務上在新加坡交易所交易的期貨，期貨交易人都會面臨被課以高利率的利息，原因在新加坡交易所商品計價幣別的多樣化。也由於交易期貨商品的高利息費用，繳存於期貨商的原始保證金多數皆為現金貨幣形式，一些期貨商更是不接受非現金擔保品來抵繳保證金。為了拓展期貨業務，期貨商面臨期貨交易人以非現金擔保品抵繳保證金時，部分會引導投資者至金融公司將擔保品承作抵押貸款後，以取得現金，一些期貨商會以自有資金來處理。根據本計畫調查顯示，自 1993 年新加坡交易所開放以非現金擔保品抵繳期貨保證金以來，2008 年 4 月份新加坡整體期貨市場期貨交易人以非現金擔保品抵繳保證金比率不到 10%<sup>38</sup>。

由於擔保品處理程序複雜，且交易所只有對信用狀與銀行擔保函給予免行政費用，交易所亦不鼓勵期貨商以有價證券抵繳保證金，因此實務上新加坡期貨商都以現金或擔保信用狀兩種擔保品繳存交易所。

## 第二節 新加坡期貨商可營業範圍

根據本文第二章對新加坡期貨商可營業項目的相關法規說明，在新加坡設置與台灣期貨經紀商經營相同業務之公司，只要取得資本市場服務執照 (Capital Market Service license) 即可經營期貨經紀業務。而具有資本市場服務執照者，基

<sup>38</sup> 根據參訪期貨商的平均值。

本可營業項目有期貨經紀與外匯保證金交易 (spot FOREX margin trading) 兩種。新加坡的證券期貨法亦將外匯保證金交易之交易商列為證券與期貨等資本市場活動之七大主體之一。其次，取得資本市場服務執照者是否可再經營其他項業務，根據新加坡證券期貨法之相關規定，只要取得營業項目執照，任一公司皆被准予經營該項執照之營業項目。准此，新加坡期貨商可營業項目，只要取得營業項目商品的服務執照即可經營。

其次，新加坡期貨商要具有 SGX-DC 結算會員資格時，SGX-DC 亦有訂定包括財務與非財務方面的條件，非財務因素例如申請公司是否為國際性銀行或金融服務集團的一部分、是否在世界主要交易所已有相關作業經驗等。財務條件主要有最低資本需求，其中期貨商實收資本額最少需新幣 500 萬元，若為一般結算會員且同時為 CDP 的會員時，則不可低於 800 萬；總公司淨基金需達新幣 1 億元，股東基金為新幣 800 萬元，調整後淨資本 (adjusted net capital, ANC) 則為新幣 800 萬元。雖然新加坡證券期貨法賦予許多期貨商可營業項目，然而對於期貨商的流動資本與槓桿倍數亦有相關之規定，新加坡期貨商流動資本需與維持保證金成一定的比率關係，而經營外匯保證金之期貨商槓桿倍數不得大於 20 倍，且倍數高低需與期貨商資本額有連結關係於。據此，新加坡的期貨法規規範了期貨經紀商經營之業務量有多少，其資本額即應準備多少。

目前新加坡可經營期貨經紀業務之公司類型有銀行、金融公司、證券商與獨立機構之期貨商。而獨立經營期貨經紀業務的期貨商，其經營業務項目約可分類為下面三種類型公司：

#### 壹、單純經營期貨經紀業務

只單純經營期貨經紀業務者，多為新加坡國際期貨商，亦即新加坡的外資企業，原因為其他可營業項目都在香港或其他國家已有相同之業務。外資企業開設之獨立機構之期貨商，通常提供有類似投資顧問公司性質的相關服務，例如 MF Global<sup>39</sup>。此類型收入來源為經紀業務收入與利息收入，類似目前台灣的期貨經紀商。

---

<sup>39</sup> MF Global 提供的顧客服務有結算、履約與交易服務、風險管理、投資技術管理、帳戶管理、投資研究，經營之可交易商品有利率期貨、股票指數期貨、外幣期貨、能源期貨、商品期貨、貴重金屬期貨、合約價差買賣 OTC 能源商品。

## 貳、期貨經紀業務與外匯保證金交易

新加坡本土 (local) 期貨商除了經營經紀業務外，多有經營外匯保證金業務。這類型期貨商的每年收入來源皆以外匯保證金業務收益為主，期貨經紀業務次之。在新加坡的金融集團公司旗下通常設有證券、期貨與銀行之子公司，例如新加坡大華集團，此類型公司之外匯保證金交易多由期貨經紀商人員負責經營，銀行則處理公司一般外匯業務，類似台灣的銀行業，雖然如此，新加坡在銀行的外匯交易量仍然高於期貨商經營的。

## 參、期貨經紀業務、外匯保證金與商品期貨

除了資本市場服務執照外，新加坡期貨商亦多有取得各種商品期貨經紀商執照 (Commodities Futures broker's license)，此項業務主要以經營能源、貴重金屬、農產品或 OTC 商品等經紀業務。

## 第三節 小結

雖然新加坡早已實施非現金擔保品抵繳期貨保證金，然而實務上期貨交易人以非現金擔保品繳存並不多見。若有抵繳，皆以 BG、LC 與 FD 為主。雖然新加坡期貨商可接受權益證券抵繳期貨保證金，但是目前期貨交易人原則都以現金繳存為主，權益證券幾乎無期貨交易人抵繳。一些新加坡期貨商表示，會以權益證券抵繳者，多數都必須涉及資產部位的風險管理，以權益證券抵繳時成本非常高，且投資技巧需更高，因此法人客戶較有可能以權益證券抵繳保證金。由於外資期貨商具有國外證照，本土期貨商的國外下單通常透過國際期貨商，會有以權益證券抵繳保證金者，多會發生在外資期貨商。其次，由於以權益證券抵繳需透過證券商與 CDP，在業務競爭考量下，證券商多一筆業務，期貨商則會多一筆費用，雖然期貨商會將此費用轉嫁給期貨交易人，然而期貨交易人以權益證券欲抵繳保證金時，期貨商多會拒絕。其次，期貨交易人在抵繳過程中必須付出高額費用，實務上在新加坡以權益證券抵繳保證金之者相當少見。

由於新加坡交易所的期貨商品以新幣計價者只有一種，因此期貨交易人以非現金擔保品抵繳保證金時，擔保品的幣別與交易期貨幣別一致性的機會甚少。在新加坡交易所設計可交易商品之幣別結構下，多數期貨交易人交易新加坡交易

所的期貨商品時，皆會面臨高額的利息費用。況且以非現金擔保品抵繳保證金的程序非常複雜，抵繳過程產生相關的行政費用又高，且無法獲得 100% 評價，因此新加坡期貨交易人以非現金擔保品繳存保證金皆屬少數，目前新加坡保證金亦以現金為主。

關於期貨商繳存交易所的結算保證金，是否期貨交易人繳存何種形式的保證金，期貨商即應依此繳存交易所，答案是否定的。由於新加坡對期貨商繳存的結算保證金採以總戶管理，期貨交易人繳存的原始保證金則由期貨商採以分戶管理，因此結算保證金與原始保證金的繳存方式與抵繳過程是兩個不同的構面。雖然結算保證金產生之因素是來自於期貨交易人的持倉量，但是結算保證金繳存之形式，是由期貨商在整體風險與利益考量下所決定的，與期貨交易人繳存保證金的形式是無關的。新加坡交易所亦只針對期貨商持倉部位管理結算保證金，不直接面對最終交易者。結算會員(期貨商)對交易所負責，期貨交易人對期貨商負責，兩層各有權利與義務，且新加坡交易所對結算會員與期貨交易人亦分別訂定有不同的擔保品形式。因此，新加坡交易所對於期貨商繳存保證金之認列方式，是以期貨商為交易主體的總戶概念，與國際期貨市場對結算會員保證金管理方式是一致的。

目前新加坡期貨商繳存於交易所的結算保證金形式除了現金外，非現金擔保品以 BG 與 LC 為主，主要原因為兩種擔保品在交易所是不收費的，其餘非現金擔保品除了必須收費外，抵繳程序相當複雜，因此新加坡期交所亦不鼓勵期貨商以這些有價證券抵繳期貨保證金。

新加坡期貨經紀商的收入來源約可分為經紀業務、外匯保證金交易與利息等三大收入項目。由於新加坡期貨市場的競爭環境使然，為了爭取更多客戶的下單，期貨商都會對客戶採以手續費折扣以爭取下單量，因此來自客戶的交易手續費收入在新加坡期貨市場每年都在逐漸下降。對法人客戶的收費標準，有些期貨商收費標準甚至與交易所結算費用相同，亦即完全不加收任何費用。新加坡期貨商經紀業務收入每年遞減情況，相似於台灣目前期貨經紀商的窘境。

雖然經紀業務收入遞減，然而新加坡期貨商可經營的業務尚有外匯保證金交易收入。由於經營外匯保證金交易屬於期貨商直接性的收入來源，不像經營期貨經紀業務，交易交易所商品時，期貨商尚須上繳交易費給交易所，每筆交易外

匯保證金交易的收入全歸期貨商。因此，外匯保證金收入目前是新加坡期貨商收入的最大來源，其次才是期貨經紀業務。而期貨商的利息收入亦相當龐大，且每年皆有成長，主因在於期貨商繳存與收取的保證金，在交易所與客戶兩端對期貨商皆有收入之貢獻，尤其是來自客戶端的利息收入。相對於台灣的期貨經紀商，利息來源皆為客戶超額保證金的定存利息收入。在國際競爭的環境下，期貨經紀業務收入逐年遞減是為趨勢，為了開拓期貨商的其他收入來源，以彌補經紀業務每年逐漸下滑的缺口，參考新加坡期貨商的經營與作業方式，是值得台灣期貨商或主管機關去慎思的。

## 第六章 國際期貨公司經營業務範圍、主要收入來源與未來發展趨勢

前章(第五章)主要討論新加坡期貨市場在有價證券抵繳的經驗與其期貨商的經營內容，本章則針對美國與香港的期貨公司作細部的探討，主要針對國際期貨商於美國或香港的經營內容與收入結構作一分析，以提供台灣期貨商未來經營模式的借鏡。有關於新加坡期貨商部分，已於第五章討論過，本章即不再討論新加坡部分。最後，我們再引用期貨雜誌 (Futures) 對期貨公司未來發展的看法，整合國外期貨商發展趨勢，以提供國內期貨商對未來發展的參考依據

### 第一節 國際期貨公司業務範圍與收入探討

#### 壹、美國

美國期貨市場的仲介機構主要包括期貨經紀商 (Futures Commission Merchant, FCM)、場內經紀人 (Floor Broker, FB)、場內自營商 (Floor Trader, FT)、仲介經紀商 (Introducing Broker, IB)、期貨營業員 (Associated Person, AP)、期貨基金經理 (Commodity Pool Operator, CPO)、期貨投資顧問 (Commodity Trading Advisors, CTA)等幾種類型。FCM 是美國期貨業中最主要的期貨經紀仲介機構，是各種期貨仲介機構的核心類型。FB 又稱交易場內經紀人，他們在交易場內替客戶或經紀公司執行期貨交易委託。FT 與 FB 剛好相反，他們在交易場內替自己所屬公司做交易。IB 一般以機構形式存在，可以開發客戶和接受交易委託，但不能接受客戶的資金，且必須通過 FCM 進行結算。AP 則以個人形式存在，主要從事所屬的 FCM、IB、CPO 和 CTA 等機構的業務開發、客戶代理等業務。CPO 是指向個人募集資金為期貨基金，並管理此基金於期貨市場上從事投機套利的個人或機構。CTA 以提供期貨交易建議，如管理帳戶、發表評論、電話諮詢、提供交易系統等，但不能接受客戶的資金，必須透過 FCM 進行結算。

FCMs 可獨立開發客戶也可接受 IB 介紹客戶，FCMs 主要接受期貨交易的委託，並向客戶收取保證金，也可以為其他仲介機構提供下單與結算服務。美國期貨商協會 (NFA) 和 CFTC 對 FCMs 的最低調整後淨資本要求為 25 萬美元，除了對 FCMs 持有帳戶的保證金要求外，還要求 8%的客戶保證金和 4%的非客戶保證金，不過這一要求僅適用於持有帳戶的 FCMs。

根據營運方式，美國的 FCMs 大致可分為全能型金融服務公司、專業型期貨經紀公司及期貨和現貨兼營型等三種類型。全能型的金融服務公司是指具有銀行背景，資金雄厚且致力於向客戶提供全方位金融服務的金融集團，在這種集團內期貨業務可能只是其業務範圍的一部分，期貨部門通常以子公司或下級部門的形式存在；專業型期貨公司是指專營期貨經紀業務的期貨公司；現貨和期貨兼營型期貨公司，則為具有現貨商背景，包括一些加工商和貿易商等等。

**表 6.1、CFTC 會員數統計表(May 31, 2008)**

| 會員類別                                                                             | 總計數    |
|----------------------------------------------------------------------------------|--------|
| Total Membership                                                                 | 3,761  |
| Futures Commission Merchants                                                     | 130    |
| Futures Commission Merchants/Commodity Pool Operators                            | 7      |
| Futures Commission Merchants/Commodity Trading Advisors                          | 8      |
| Futures Commission Merchants/Commodity Trading Advisors/Commodity Pool Operators | 10     |
| Introducing Brokers                                                              | 1,428  |
| Introducing Brokers/Commodity Pool Operators                                     | 19     |
| Introducing Brokers/Commodity Trading Advisors                                   | 108    |
| Introducing Brokers/Commodity Trading Advisors/Commodity Pool Operators          | 29     |
| Commodity Pool Operators                                                         | 390    |
| Commodity Trading Advisors                                                       | 846    |
| Commodity Trading Advisors/Commodity Pool Operators                              | 776    |
| Exchanges                                                                        | 10     |
| Associates                                                                       | 54,426 |

資料來源：CFTC 網站與本計畫整理

從 CFTC 公佈的美國期貨商報告來看，截至 2008 年 5 月 31 日止，包括 CPO 與 CTA 在內的，於 CFTC 登記註冊的 FCMs 共有 155 家(見表 6.1)，其中同時在美國證券交易委員會 (SEC) 登記註冊的有 59 個，如果考慮部分期貨公司實質上屬於金融集團的子公司，則屬於全能服務型金融公司的 FCMs 數量還要多。從其管理的客戶保證金大小來看，排名前 20 名的期貨公司來觀察<sup>40</sup>，屬於全能金融服務公司下屬機構的期貨公司約有 17 家，其中 JP 摩根期貨公司(JP MORGAN FUTURES INC)、PRUDENTIAL BACHE COMMODITIES LLC、法國巴黎商品期

<sup>40</sup>可參考全美期貨經紀商 2008 年國內客戶保證金帳戶金額排名，表 6.3。

貨公司 (BNP PARIBAS COMMODITY FUTURES INC) 分別是摩根大通、英國保誠金融和法國巴黎銀行集團的子公司；其他如瑞銀(UBS SECURITIES LLC)、高盛(GOLDMAN SACHS & CO)、美林(MERRILL LYNCH PIERCE FENNER & SMITH)、花旗(CITIGROUP GLOBAL MARKETS INC)、貝爾斯登(BEAR STEARNS SECURITIES CORP) 等期貨商均以集團公司的下屬部門形式存在；另有 2 家屬於專業型期貨公司，分別為曼氏全球(MF Global) 和 RJ OBRIEN & ASSOCIATES LLC；屬於現貨與期貨兼營的期貨公司有 ADM INVESTOR SERVICES INC (ADMIS)，為美國 ADM 公司的全資子公司，ADM 為集糧食加工、儲運和全球貿易為一體的大型國際集團。另外，經常進入前 20 名的期現貨兼營的期貨公司還有富士通 (FC Stone)。本研究據此，分別對高盛、富士通與曼氏全球三家期貨公司，來說明美國期貨商的業務範圍與收入情況。

1981 年 11 月 6 日，高盛公司收購了阿朗公司 (J.Aron)，阿朗主要從事貨幣期現套利，高盛意識到如果只依靠套利，很難有大的發展，於是重組了外匯部，積極開展投機交易。到 80 年代末，其外匯交易的盈利額達到了收購前的 15 倍，占阿朗總利潤的 80% 以上。阿朗的交易橫跨現貨市場及衍生商品市場，包括貴金屬與稀有金屬、原油與石油等產品等，在 90 年代初期，阿朗創造的利潤占到了高盛總利潤的三分之一，甚至更多。

1997 年，高盛將阿朗與固定收益業務合併，建立了固定收益商品部門，且為高盛創造巨額利潤的主要部門。固定收益商品部門主要從事代理客戶交易與自營業務，其中又以自營為核心業務。由於來自於自營業務的利潤風險大且不穩定，然而在過去幾年中，高盛在面臨多次的市場波動風險，都安然無恙。由於原先的阿朗足跡即遍佈全球，目前高盛商品部門在全球各地皆有營運，例如在紐約、倫敦、雪梨、新加坡與東京等皆設有據點。

富士通 (FC Stone) 是一家從事商品交易與風險管理的金融專業公司，主要業務包括商品期貨的經紀、結算與風險管理諮詢等業務，客戶群包括大宗商品的上游生產者、下游用戶以及其他期貨仲介機構。富士通成立於 1968 年，由糧食倉儲商起家。初期業務主要為會員和其他客戶提供大宗商品與風險管理諮詢服務，爾後公司的風險管理業務逐步涵蓋農產品、能源、林業產品和食品等商品的期貨期權產品。2000 年，公司收購了 Saul Stone 期貨經紀公司，使公司商品的交

易和結算得以組合，從而使公司在美國各主要商品期貨與期權交易所取得結算會員資格，以能在美國各交易所提供結算服務。

FC Stone 的業務分為三大塊，一是商品期貨與期權的經紀與風險管理業務，二是為現貨商提供融資、倉儲和物流服務，三是糧食倉儲和貿易業務。目前，公司已轉讓其從事糧食倉儲和貿易服務子公司的大部分股權，因此，公司業務主要集中在商品期貨以及為現貨商提供融資和倉儲服務兩大部分。商品期貨與期權的經紀與風險管理業務是 FC Stone 公司的核心業務，截至 2007 年 8 月底，依客戶資產排名，公司在全美期貨經紀商名列第 3 名<sup>41</sup>，公司客戶總數達 7500 家，商品期貨與期權合約數量達 6170 口，客戶資產達 9.97 億美元。根據該公司財報顯示，2007 年公司商品風險管理和諮詢業務收入占稅前利潤的 84.8%，為主要業務收入來源，結算業務收入則占 17.8%，融資服務收入占 1.95%，糧食貿易業務收入占 3.95%。

根據世界各主要期貨交易所提供資料顯示 (如下表)，曼氏是美國和歐洲主要期貨交易所交易量最大的經紀商。根據下表顯示，曼氏在各交易所交易量皆多居領導地位，在台灣期貨交易所期貨交易量亦居首位。

表 6.2、曼氏於主要期貨交易所交易量排名

|    |                |    |
|----|----------------|----|
| 歐洲 | Eurex          | 3  |
|    | Euronext.Liffe | 1  |
|    | ICE            | 1  |
| 北美 | CBOT           | 1  |
|    | CME            | 1  |
|    | COMEX          | 1  |
|    | NYMEX          | 1  |
| 亞太 | Taifex         | 1* |
|    | SGX            | 4  |
|    | SFE            | 3  |

註：\*Taifex 資料為 2001 至 2006 年排名；表中排名指期貨交易，選擇權交易排名為第 3。  
其他國家資料為 2008 年 3 月 31 資料。

<sup>41</sup> 根據網路資料查詢所得。

由於曼氏提供全方位的專業服務，因此吸引需多客戶群，這些客戶更願意將資金交由曼氏來管理，即成為未來曼氏潛在的基金理財業務。近年來，曼氏保持了公司在業界的領導地位，現今，它可說是全美乃至全球最大的專業期貨經紀商。根據美國 CFTC 公布全美期貨經紀商客戶保證金的數據觀察，曼氏 2007 年全美國內客戶保證金排名為第 4 名，2008 年則稍有下滑至第 7 名。若以專業期貨經紀商來觀察，曼氏仍應維持全美的領導地位。

表 6.3、全美期貨經紀商 2008 年國內客戶保證金帳戶金額排名

單位：美元

| Ranking |      | 經紀商                                      | 2008/4/25     |                |               | 2007/4/25      |               |
|---------|------|------------------------------------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 2008    | 2007 |                                          | 超額淨資本         | 國內交易保證金        | 國外交易保證金       | 國內交易保證金        | 國外交易保證金       |
| 1       | 2    | GOLDMAN SACHS & CO                       | --            | 18,849,931,695 | 9,992,024,571 | 12,289,613,670 | 7,779,542,687 |
| 2       | 1    | UBS SECURITIES LLC                       | 9,336,120,971 | 17,149,106,010 | 6,683,291,554 | 13,293,676,608 | 6,751,179,601 |
| 3       | 3    | CITIGROUP GLOBAL MARKETS INC             | --            | 13,765,354,704 | 467,363,119   | 9,319,927,393  | 805,751,064   |
| 4       | 5    | JP MORGAN FUTURES INC                    | 377,873,413   | 12,243,636,996 | 2,084,402,562 | 8,160,739,722  | 1,002,724,909 |
| 5       | 8    | NEWEDGE USA LLC.                         | 191,600,881   | 10,123,539,174 | 2,378,160,901 | 5,926,138,944  | 1,865,008,409 |
| 6       | 12   | DEUTSCHE BANK SECURITIES INC             | 4,760,986,121 | 9,619,923,431  | 1,017,739,022 | 3,512,232,476  | 897,211,417   |
| 7       | 4    | MF GLOBAL INC.                           | 375,842,109   | 9,452,818,760  | 656,574,477   | 8,177,624,003  | 930,937,095   |
| 8       | 6    | MERRILL LYNCH PIERCE FENNER & SMITH      | --            | 9,235,295,158  | 1,558,748,263 | 6,514,081,935  | 650,180,869   |
| 9       | 7    | NEWEDGE FINANCIAL INC.                   | 252,101,159   | 9,050,773,440  | 1,861,025,860 | 6,389,997,730  | 1,041,867,222 |
| 10      | 9    | LEHMAN BROTHERS INC                      | --            | 6,431,180,000  | 1,622,419,000 | 4,830,995,000  | 161,644,000   |
| 11      | 10   | MORGAN STANLEY & CO INCORPORATED         | --            | 5,422,332,840  | 4,953,781,763 | 4,137,512,070  | 4,575,848,172 |
| 12      | 11   | BARCLAYS CAPITAL INC                     | 1,055,707,776 | 4,572,084,604  | 3,051,692,788 | 3,741,306,408  | 1,336,767,719 |
| 13      | 15   | PRUDENTIAL BACHE COMMODITIES LLC         | 27,788,560    | 3,267,520,000  | 364,972,000   | 1,951,217,000  | 232,163,000   |
| 14      | 17   | CREDIT SUISSE SECURITIES (USA) LLC       | 6,038,813,502 | 2,652,463,414  | 1,837,278,981 | 1,361,109,671  | 1,152,736,964 |
| 15      | 14   | RJ OBRIEN & ASSOCIATES LLC               | 25,035,814    | 2,482,378,586  | 26,976,228    | 2,060,436,216  | 27,431,612    |
| 16      | 13   | BEAR STEARNS SECURITIES CORP             | 3,584,779,552 | 2,193,238,845  | 446,801,829   | 3,385,576,961  | 949,915,331   |
| 17      | 20   | BNP PARIBAS COMMODITY FUTURES INC        | 27,291,503    | 1,763,476,892  | 404,506,666   | 911,360,380    | 290,210,989   |
| 18      | 19   | ADM INVESTOR SERVICES INC                | 70,001,557    | 1,710,007,437  | 53,658,473    | 1,184,674,580  | 38,377,422    |
| 19      | 6    | MERRILL LYNCH PROFESSIONAL CLEARING CORP | 1,222,398,862 | 1,684,638,359  | 58,082,302    | 6,514,081,935  | 650,180,869   |
| 20      | 25   | RBS GREENWICH CAPITAL INC                | 1,461,179,000 | 1,492,789,000  | 40,221,000    | 639,184,000    | 87,650,000    |
| 21      | 21   | FC STONE LLC                             | 45,000,373    | 1,476,591,963  | 16,167,553    | 909,629,238    | 2,169,578     |
| 22      | 18   | BANC OF AMERICA SECURITIES LLC           | 3,052,009,993 | 1,460,089,745  | 25,753,716    | 1,346,040,070  | 11,678,742    |
| 23      | 28   | GOLDMAN SACHS EXECUTION & CLEARING LP    | 1,410,880,563 | 1,278,139,533  | 20,209,250    | 505,017,513    | 7,727,605     |
| 24      | 24   | ROSENTHAL COLLINS GROUP LLC              | 31,808,346    | 1,193,460,043  | 11,407,641    | 725,116,555    | 12,388,687    |
| 25      | 27   | FORTIS CLEARING AMERICAS LLC             | 123,030,812   | 1,125,858,869  | 22,791,843    | 520,916,232    | 13,085,657    |
| 26      | 22   | HSBC SECURITIES USA INC                  | 725,121,526   | 1,061,040,601  | 38,007,838    | 778,926,439    | 87,307,350    |
| 27      | 45   | RBC CAPITAL MARKETS CORPORATION          | 627,139,928   | 1,039,734,032  | 376,185,944   | 123,893,811    | 5,811,064     |
| 28      | 26   | MCVEAN TRADING AND INVESTMENTS LLC       | 7,090,381     | 740,402,381    | 1,724,780     | 540,294,596    | 0             |
| 29      | 39   | MIZUHO SECURITIES USA INC                | 94,870,372    | 667,030,523    | 249,877,432   | 223,874,743    | 75,840,091    |
| 30      | --   | WACHOVIA SECURITIES LLC                  | 666,912,614   | 489,177,806    | 974,844       | --             | --            |

註：2007 年 FIMAT USA LLC 改 NEWEDGE USA LLC.，CALYON FINANCIAL INC 改 NEWEDGE FINANCIAL INC.

資料來源：CFTC 與本研究整理

曼氏集團 (Man Group plc) 前身為 ED&F 集團 (ED&F Man Group plc)，約 200 年前為從事糖業經紀事業，隨後發展成為全球最古老與最龐大的農產品交易商之一。MF Global，即目前的曼氏金融，為 2007 年從曼氏集團分離出來的獨立期貨經紀商，在倫敦、巴黎、紐約、芝加哥、雪梨、新加坡、香港、孟買、臺北等地皆有分公司或合資公司。曼氏的領先地位主要依賴其特殊的交易櫃檯、經驗、市場知識及經紀業務與專業自營操作的吸引力，同時它還向全球客戶群<sup>42</sup>提供仲介服務、撮合成交的經紀服務，以及其他在證券現貨、證券衍生商品、外匯、能源和金屬市場上提供的廣泛相關服務。觀察其發展的過程，曼氏最大的特色在於它的專業化。曼氏會根據商品特性、區域特點以及公司策略，於不同國家會設置有不同的專業商品部門，如紐約和倫敦具有石油定價方面的優勢，就成立能源期貨部門。而針對不同客戶群體，亦提供有不同的服務。曼氏擁有一支相當齊全且專業的團隊，包括仲介經紀商 (IB)、期貨投資顧問 (CTA)、期貨基金經理 (CPO) 等為客戶提供研究、諮詢、資金管理、結算等專業化服務。

根據美國曼氏集團財報資料顯示，曼氏的收入主要來自交易佣金、結算佣金、主要交易收入、利息收入與其他收入等五大項。交易佣金包括無結算資格的客戶透過經紀公司結算而產生的交易費用。曼氏主要為機構客戶提供服務，並收取一定的費用，這些費用主要根據市場利率和商品本身來定價，客戶間的費用收取不會有太大差異。曼氏會根據交易產品種類、交易方式和交易量的不同，對客戶進行分層收取結算佣金費用。當客戶透過曼氏結算的契約數量夠多時，曼氏會給予客戶相對應的手續費折扣。此部分交易佣金費用尚不包括為客戶進行結算的結算佣金費用與客戶交易時的漲幅收益。

主要交易收入指來自於配對組合交易產生之收益，以及為本身帳戶執行的外匯對沖交易與避險交易收入。曼氏執行對沖交易主要是在 OTC 外匯市場和固定收益市場，以及在美國境外的金屬市場。在這些交易中，曼氏不會向客戶分別列出佣金單據，但收入中包含有客戶的交易佣金收入與從這些主要交易中賺取的佣金收入，亦即管理費用。

利息收入目前是曼氏的主要收益來源，包含有客戶的抵押融資，例如股票借貸、轉售和回購協議，以及在價差合約中客戶應支付的費用。同時，曼氏也可

---

<sup>42</sup>包括金融機構、工業企業、資產管理公司、專業貿易商和私人投資商。

從資本投資中賺取利息收入。曼氏從抵押融資協議中賺取利息，其中包括轉售協定和證券借貸交易，當進行轉售交易時，曼氏支付現金給客戶作為交易，客戶把證券存放於曼氏作為抵押品，根據協定在未來轉售，從中獲取利息。相反的，當曼氏進行回購交易時，在收到現金後支付現金利息，作為交換，用曼氏的證券在未來協議回購。如此，曼氏賺取的利息收入取決於客戶活動、支付給客戶的現金抵押利率與收到的現金投資利率水準。此外，曼氏也可從客戶價差合約中賺取利息收入。在這些價差交易中，雙方都簽訂在開放或封閉式的合約，客戶於曼氏的保證金僅占原始契約價值很小的比例，曼氏則對這些的交易客戶，根據契約有效融資成本按日對客戶收取利息費用。

利息收入尚有客戶把投資資金作為保證金存入曼氏所獲得的利息收入、帳戶中超額現金餘額的利息與資本投資收益，曼氏可從客戶餘額上獲得利息收入，同時也會支付利息給客戶，獲得的淨利息收入取決於利差，這些利息收入多寡取決於客戶放在曼氏經紀業務中的存款數量，

**表 6.4、美國曼氏收入結構表**

單位：百萬美元

| 收入項目   | 2007 年 | 2006 年 |
|--------|--------|--------|
| 交易佣金收入 | 386.5  | 261.8  |
| 結算佣金收入 | 1280.0 | 865.6  |
| 主要交易收入 | 245.7  | 151.1  |
| 利息收入   | 3775.4 | 1294.0 |
| 淨利息收入  | 405.0  | 222.0  |
| 其他收入   | 37.8   | 29.2   |
| 總收入    | 5725.5 | 2601.6 |

資料來源：本研究整理

表 6.4 為美國曼氏集團 2007 年與 2006 年收入結構表現，我們可清楚瞭解，利息收入是曼氏的主要收入來源。2007 年的交易佣金收入比 2006 年增加了 1.24 億美元，增加 47.6%，主要是由於曼氏交易的期貨與選擇權數量增加 29.9%導致。

結算佣金收入增加了 4.14 億美元，成長 47.9%。主要交易收入從 2006 年的 1.51 億美元增加到 2007 年的 2.45 億美元，增加 9460 萬美元，成長 62.6%。曼氏的利息收入從 2006 年的 12.94 億美元增加到 2007 年的 37.75 億美元，淨利息收

入從 2006 年的 2.22 億美元增加到 2007 年的 4.05 億美元，增長 82.4%。進利息收入的上升主要是來自於利率上升所導致。在美國，平均聯邦基金利率從 2006 年的 3.71% 升至 2007 年的 5.17%。淨利息收入增加的原因，部分導因於於曼氏的客戶在固定收入產品方面所簽訂的契約價值的上升，亦包括購回和反向購回交易及證券借貸所獲取的收入。

其他未在表中列式者，反向購回和股票借貸交易的帳面價值，從 2006 年 3 月 31 日的 107 億美元增加到 2007 年 3 月 31 日的 239 億美元，增加 132 億美元，成長 123.9%。購回和股票貸款交易的帳面價值，從 2006 年 3 月 31 日的 119 億美元增加到 2007 年 3 月 31 日的 270 億美元，增加了 150 億美元，成長 125.9%。

其他收入包括曼氏從其他正常商業運作中取得的收入，這些收入不包括以上其他項。該類收入主要包括向客戶提供的某些配套服務、銷售軟體及客戶使用軟體產品的相關費用、出售或處置固定資產和其他長期投資的利潤或虧損。

## 貳、香港

根據香港證監會規定，必須持有期貨合約交易牌照的經紀商才可以代客買賣期貨合約。香港的期貨市場主要有四類參與者：一是自營商 (Trader)，僅從事自有帳戶交易；二是經紀商 (Broker)，即為從事自有帳戶交易，也可為其他會員代理交易；三是期貨經紀商 (FCM)，可從事自有及客戶帳戶交易，也可代理其他會員的經紀業務；四是商品自營商 (Merchant Trader)，可從事交割商品的期貨自營商。

在這些持牌的期貨經紀商中，規模小的接受定單後不是直接向交易所下單，而是向香港本地有規模的經紀商下單。一些大的經紀商可 24 小時下單，而一些小的經紀商於晚上電話接單後第二天上班時間才能回復客戶是否下單完成。視提供的服務不同，各家經紀公司在收取佣金費、交收費與儲存費等會有一些差異。有些經紀公司收費低廉，但服務只限於買賣委託，另一些則會同時提供一系列如研究、投資顧問等其他服務。此外，一些經紀公司會提供網上交易服務、全權委託帳戶或保證金帳戶等特別服務，另一些則只允許客戶開立現金帳戶。投資者開戶時要憑身份證明，有些公司要求至少存入 10 萬港元才可以開戶，有的則只要求開戶後存入足夠的保證金就可以進行交易。

香港的期貨公司類型可分為三種：一是國際大型投資公司，二是香港本土實力較強的金融集團，三是規模較小的本土或海外證券或期貨公司的分公司。香港作為全球金融中心，吸引了全球諸如摩根史坦利、高盛、UBS、摩根大通、德意志銀行等國際知名投資公司在這裏建構其全球金融的亞太根基。對於這些國際大型投資公司來說，期貨業務只是其所有業務中的一小部分，而且他們的主要客戶群一般都是保險公司、共同基金和對沖基金以及其他機構型投資者，即便有個人業務，數量也極少，此外這些公司也只會選擇具有資金實力的客戶。因此，在香港這些公司壟斷了金字塔的最頂端客戶群。

香港本土實力較強的金融集團一般也是以證券、期貨等綜合性服務為主，如輝立、敦沛、新鴻基金融、英皇等等。這些金融集團除了提供香港本地的期貨與期權商品交易外，一般也會提供全球商品期貨的下單管道，其主要客戶群為散戶以及少量的小型機構客戶。

敦沛金融集團（簡稱敦沛）成立於 1990 年，是一家香港本土全面型的金融服務公司，有敦沛期貨、敦沛證券、敦沛財務、敦沛資產管理和敦沛融資五家附屬公司，提供全面和多元化的金融服務和投資組合。公司的服務範圍涵蓋日本商品期貨、美國期貨、恒生指數期貨、利率期貨、證券、單位信託基金及保險相關產品、借貸、股票融資融券<sup>43</sup>和企業融資等，為個人和企業客戶提供全方位的投資理財服務。

敦沛金融集團從事多項金融服務業務，但期貨經紀業務一直占主要地位。2002 年集團的期貨經紀業務占營業總額的 91%，2003 年期貨經紀業務占總營業額的 93.5%，2004 年期貨經紀業務占總營業額的比例減少至 75.3%，2007 年期貨經紀業務收入占總營業額的比例下滑至 31.9%。經紀業務占總營業額比重下降主要有兩因素，一為其他業務的擴張，二為期貨經紀業務的萎縮。雖然敦沛在香港是日本商品期貨的最大經紀商，市場分額達 50% 以上。在 2001 年至 2003 年，期貨業務處於擴張階段，但從 2004 年開始，期貨業務則不斷萎縮，且出現虧損。期貨業務萎縮主要導因於投資者轉向其他投資工具，減少買賣日本商品期貨，尤其是穀物、糖及紅豆等商品，香港的日本期貨市場交易出現收縮情況；其次，從 2005 年開始，香港金融業及地產業持續成長，敦沛擁有的優秀幹部成為競爭對

---

<sup>43</sup> 香港稱“孖展借貸”。

手甚至銀行挖角的對象，造成敦沛客戶大量流失。

2005 年，敦沛金融集團來自日本期貨交投的佣金收入由 2004 年的 9970 萬港元下跌 49.6%，至 5300 萬港元，集團年度經營虧損達 1100 萬港元；2006 年，來自期貨合約的經紀佣金收入較 2005 年下跌 30.8%，至 3620 萬港元；2007 年，來自期貨合約的經紀佣金收入較 2006 年下跌 9.7%，至 3270 萬港元。

敦沛金融集團除了期貨經紀業務外，還大力發展其他金融服務業務，比如證券經紀及證券融資融券、企業融資、財富管理及保險代理、貸款業務<sup>44</sup>、自營業務等各項業務。根據 2007 年的營業額表現顯示，營業額前四名分別為期貨經紀、財富管理及保險代理、證券經紀及證券融資融券、自營業務。目前主要收入來源雖為期貨經紀業務收入，然而逐年萎縮，財富管理業務有逐步躍升為主要收入來源。

目前敦沛金融集團展開多項投資專案，主要分為三個領域：一是尋找收購內地金融及期貨公司權益的商機；二是私募投資，除擴大內地經紀相關業務以外，擬投資具成長潛力的香港和中國內地上市或私人公司；三是基金管理，與不同基金經理攜手合作，管理一系列基金及投資 A 股或 H 股或投資內地多項物業專案。

### 參、小結

觀察國外期貨商的發展歷程，國外期貨公司皆經歷了從業務單一邁向多元化的過程。現在，多數國外期貨公司的業務結構已包括期貨經紀、自營、結算、財富管理<sup>45</sup>、現貨與資本市場仲介服務等，甚至包括一些投資銀行業務。

固定佣金制轉變為自由佣金制是推動期貨公司規模化、多元化的主要因素。這種變革導致以佣金為主要收入來源的傳統仲介機構業務受到極大威脅，期貨公司之間的競爭加劇，迫使這些期貨公司推出創新金融服務與產品來開拓收益管道，以調整公司收益結構。一些競爭力差的公司將逐漸被淘汰，期貨公司開始更加明顯地向規模化和效率化方向發展。

國外期貨公司之所以能提供差異化服務，正是因為具有較為廣泛的經營範

---

<sup>44</sup> 香港稱“放債”。

<sup>45</sup> 國外常稱資產管理。

圍並且經營具規模化。在這種多元化、差異化的經營模式下，國際綜合期貨公司的收入來源就比較豐富，主要可以分為保證金收入、結算收入、利息收入、自營業務收入、投資諮詢服務收入等等。此外，國外期貨業逐漸形成了一個多層次、分類管理的結構體系。如美國，FCMs、IIB、CPO、GIB、CTA、AP 等各種類型的仲介機構可以根據自身的優勢在多層次的代理服務體系中自我定位，相互分工協作，共同發揮仲介職能。

## 第二節 期貨公司未來發展趨勢

為了進一步瞭解期貨行業的未來發展趨勢，我們引用期貨雜誌 (Futures) 發表對於全球期貨公司未來發展趨勢的文章，整合這些趨勢後，未來期貨行業發展趨勢約有下列五點：一是美國次貸危機對期貨業的影響；二是對於加強期貨業風險管理的必要性；三為有關對期貨監管的一致性；四為期貨業全球區域與業務的整合；五為期交所和期貨經紀商間的關係。

### 壹、次貸危機

近年來，當整個金融行業都在為嚴重的次貸危機而擔心時，全球主要期貨交易所的交易量持續以穩健的速度在成長，尤其新興市場的亞洲、南美和中東地區皆出現新的衍生商品市場，以吸引更多投資者前來投資，似乎不受次貸影響。然而期貨業現金面臨的最大問題，在於美國次貸危機是否會突然阻礙期貨市場交易量穩步趨漲態勢。許多美國分析師擔心，次貸危機將使整體金融市場的流動資金減少，迫使銀行和避險基金降低他們的槓桿使用程度，因而可能擴及衍生產品交易量的下跌。雖然截至目前，次貸危機的影響仍未完全擴散，然而在美國甚至全球，避險基金客戶的贖回已造成許多基金資產的減少，且造成大額的信貸融資變得非常困難。

雖然如此，根據一些數據顯示<sup>46</sup>，信貸危機並沒有造成客戶業務從期貨市場上大規模撤出，且信貸危機的影響會因客戶類型的不同而有所差異。此因期貨交易多為專業投資者，而次貸影響所及為一般投資者。

次貸危機的另一個影響表現在場外交易產品的結算，特別是在衍生性商品的貸款

---

<sup>46</sup>自 2007 年 7 月第一次次貸危機時，根據 CFTC 資料顯示，FCMs 持有的客戶資金為 1130 億美元，而 2007 年 12 月為 1342 億美元；2008 年 3 月，為 1570 億美元。

市場。一直以來，美國監管機構對場外交易市場都期望建立一個能降低交易對手風險的組織，例如美國的一家結算公司 CCorp 期望 2008 年下半年推出一項針對信用衍生商品的結算服務，此項服務能降低中央對手清算所產生的風險，同時還能增加資金的使用效率。

## **貳、加強期貨業的風險管理**

有關於期貨市場中風險管理問題最受關心的主要為有透明度、風險控管與保證金三個方面。本文第四章第一節對於期貨商的風險控管多已討論過，今只就透明度與保證金來說明。

關於透明度問題，主要在確保期貨商能夠從交易所、結算所和客戶得到重要資訊，以保證所有風險都可納入評估，並且對於如此的風險評估法全都可以接受與瞭解。關於保證金問題，主要在改進交易所或結算所對保證金的收取方法，前文(新加坡模式中)已多有所探討。其他對於保證金的相關問題，在於目前期貨業面臨的風險有高度集中趨勢，現今許多客戶在從事期貨交易時，在現貨市場亦多有交易，尤其是商品市場、新興市場和衍生性資產的組合，當持倉大量增加時，常需較長時間才能分散風險，現今的保證金管理方法無法考慮到非流動性或集中度風險問題，這將是未來期貨商或交易所所需面臨的挑戰。

## **參、對期貨監管的一致性**

2008 年 3 月 31 日，美國財政部公佈一項美國金融服務業監管機構改革計畫，最重要的即為 CFTC 和 SEC 兩機構的合併建議案。由於美國期貨與證券業為兼營混和體系，兩種行業分屬 CFTC 和 SEC 兩個監管機關管理，美國財政部這項革新的計畫，形同打破證券與期貨業經營的藩籬。事實上，期貨和證券業監管的隔離阻礙了美國金融市場的競爭性與擴張度，且對風險管理產生了極大影響。例如當投資者持有一籃子股票時，亦即持有一投資組合商品時，且同時持有 S&P 500 指數期貨，即使這兩者間具有高度相關性時，然而從現行結算角度來看，投資者要同時開設兩個帳戶，且分別存入各自的保證金，這對美國整體金融市場是一個相當無效率的交易與投資行為，且單一投資者在結算部分必須分為兩個部門處理，結果使得許多客戶不得不到美國本土外，亦即投入採用統一結算風險機制的地區投資。此項美國財政部的建議案，提供了台灣期貨市場在未來開放

期貨商兼營其他業務時，於監管風險上有著相當多的借鏡。

#### **肆、期貨業全球區域與業務的整合**

觀察許多國際期貨業的發展趨勢，FCMs 的合併一直是近年來歐洲和美國期貨市場的發展方向，而 FCMs 的合併風潮在亞洲才剛剛萌芽。根據 MF Global 的首席執行長 Kevin 指出，MF Global 在新加坡、印度、香港、日本及澳洲都有很多業務，且認為馬來西亞、臺灣和韓國的期貨市場都非常具有發展潛力的，因此 MF Global 的未來發展目標將是為世界其他地方客戶提供以亞洲商品為主要業務。其他許多國際型期貨經紀商更把亞洲看作是未來主要商機的區域，例如 Newedge 整合 CalyonFinancial 和 Fimat，以作為它未來在全球的區域佈局等等，在在顯示國際期貨公司全球區域整合的態勢。

在金融業的整合趨勢下，未來期貨業有必要整合不同類型的客戶，如此期貨交易量才有可能進一步成長。同時期貨業也必須改變傳統的營運方式，觀察國際期貨商的發展，國內期貨業內與業外的整合勢在必行，原因如下，首先，越來越多的資產管理公司使用衍生工具來建立部位與作為避險商品，此導因於公司規模效果，公司規模越大，就需越多流動性資金，就越可能衍生商品提供的流動性有所需求。其次，當資產管理公司規模愈大時，會傾向以不同的投資策略來進行投資，當其資金投入新市場或採用新策略時，往往需要更多衍生商品與更複雜的操作方式，才足以推動期貨的交易量。

目前場外交易亦或集中市場的衍生商品除了可帶來商機外，同時亦促使風險管理業務的需要，例如期貨業的風險與其他金融市場的風險管理整合等等。在美國，許多投資銀行早已回應此趨勢，亦即將期貨業務從附屬股票業或固定收益業務轉移到機構主要的服務群中。例如，Lehman 於 2005 年就將證券、固定收益經紀業務和期貨業務置於等同地位的部門。

#### **伍、期交所和期貨經紀商間的關係**

近幾年在歐美的證券與期貨市場中，由於交易所間的合併亦或整併風潮，使得 FCMs 與交易所間產生了微妙的緊張關係。過去幾年，歐美許多國家不止本國交易所間的合併，全球交易所間的合作甚至合併趨勢一直皆在蔓延中，交易所的合併導致許多可處理巨額交易量的大型金融公司產生，當合併後的交易所體會

到難以與這些大型金融公司抗衡時，勢必進一步對這些交易與結算業務作控管動作。

任一 FCMs 想看到的應是在委託交易與結算時，交易所除了提供具有競爭力的定價外，並應確保客戶交易的風險控管仍能保持適當的管理模式。然而交易所的合併是否具有效率性，是許多歐美期貨商所質疑的。根據國內許多對於交易所合併的研究議題指出，交易所的合併確實是可提升全體市場交易與結算效率，然而一些歐美國家的期貨商對合併後交易所的運作能力感到擔憂，此擔憂主要在交易所是否會壟斷整體市場，進而改變對期貨商收取費用的定價政策。雖然交易所對期貨商收取的費用只佔整體交易成本的一小部分，然而期貨商的客戶對費用的增加是非常敏感的<sup>47</sup>。因此，如果交易所合併後導致費用提升而轉嫁到期貨商時，將引起廣泛投資者的關注，尤其是期貨商。

雖然交易所與其股東的利益和投資者的利益之間有些許衝突是不可避免的，然而雙方皆是可以在許多領域合作，並共商解決問題，競爭是可帶來更多的創新，這對我們期貨業的發展是有利的。

---

<sup>47</sup>根據本文於新加坡調查撰文顯示，期貨商對客戶收取的佣金費用是為逐年下降趨勢，然而交易所對期貨商收取的費用都未下降；本國亦為此情況。

## 第七章 期貨商經營環境分析與有價證券抵繳保證金之相關 配套

何者為影響期貨市場發展的主要關鍵因素，WFE 提出了具國際競爭力三個條件，包括經濟環境、基礎設施、法規制度。WFE 認為在一個良好的期貨市場中，尚須有適當的現貨供給，且市場需有眾多之參與者，以能讓投資者、投機者與避險者於市場中互相交易商品，以形成有效率的價格機制。其次關於基礎設備部分，主要在計提保證金時電腦的整合問題，是否市場能在整體考量下，亦即證券及期貨商品部位的整戶概念有效的計提風險，並能即時偵測市場風險，尤其是跨現貨與期貨市場的風險。最後是法律的限制，WFE 認為期貨市場發展的障礙主要是在法律的限制，通常是來自法規制定者對期貨市場的特性與功能的不瞭解、對法規有障礙而誤解與期貨市場做空的恐懼等三種。瑞士期貨暨選擇權協會 (SFOA) 除了與上述 WFE 的看法一致外，SFOA 認為現貨市場及滿足市場參與者需求是影響期貨市場發展的重要因素。

本章將根據 WFE 提出的競爭力<sup>48</sup>條件，以探討台灣期貨市場目前經營者環境，進一步分析台灣期貨市場欲開放期貨交易保證金可以使用非現金形式擔保品抵繳之相關必要配套措施。

### 第一節 本國期貨商經營環境分析

#### 壹、台灣期貨商經營環境之困境

在台灣，除了期貨商可經營期貨相關業務外，尚有銀行與證券業可兼營期貨業務，形成國內期貨市場競爭的白熱化。根據行政院金管會證期局 2008 年 4 月之資料顯示，國內專營期貨經紀商有 18 家 (36 個營業點)、兼營期貨經紀商 20 家 (97 個營業點)、交易輔助人 (IB) 62 家 (947 個營業點)、期貨自營商專營 11 家兼營 28 家、期貨顧問事業 27 家、期貨經理事業 10 家，在結算會員部分，根據期貨交易所資料顯示，目前結算會員共有 33 家，一般結算會員與個別結算

---

<sup>48</sup> 有關法規的部分，第三章已有相關的探討。

會員分別為 22 家與 11 家。

表 7.1、台灣期貨市場參與者統計

| 年    | 自營商 |          | 經紀商 |     |      |     | 交易輔助<br>人 |         | 結算會員 |    | 結算<br>銀行 | 交易人開戶數    |       |
|------|-----|----------|-----|-----|------|-----|-----------|---------|------|----|----------|-----------|-------|
|      | 專營  | 他業<br>兼營 | 專營  |     | 他業兼營 |     | 總<br>公司   | 分<br>公司 | 一般   | 個別 |          | 自然<br>人   | 法人    |
|      |     |          | 總公司 | 分公司 | 總公司  | 分公司 |           |         |      |    |          |           |       |
|      | 家數  | 家數       | 家數  | 家數  | 家數   | 家數  | 家數        | 家數      | 家數   | 家數 |          |           | 戶數    |
| 1994 | -   | -        | 14  | 3   | -    | -   | -         | -       | -    | -  | -        | -         | -     |
| 1995 | -   | -        | 16  | 4   | -    | -   | -         | -       | -    | -  | -        | -         | -     |
| 1996 | -   | -        | 16  | 5   | -    | -   | -         | -       | -    | -  | -        | -         | -     |
| 1997 | -   | -        | 22  | 8   | -    | -   | -         | -       | -    | -  | -        | -         | -     |
| 1998 | 6   | 3        | 26  | 16  | 42   | 177 | 86        | 481     | 18   | 25 | 6        | 139,378   | 608   |
| 1999 | 9   | 2        | 26  | 19  | 42   | 209 | 107       | 565     | 19   | 28 | 6        | 225,111   | 921   |
| 2000 | 9   | 2        | 25  | 24  | 28   | 107 | 97        | 758     | 17   | 18 | 6        | 303,438   | 1,604 |
| 2001 | 8   | 8        | 26  | 23  | 24   | 100 | 99        | 773     | 18   | 19 | 6        | 368,793   | 2,134 |
| 2002 | 9   | 14       | 24  | 25  | 20   | 78  | 87        | 822     | 24   | 10 | 6        | 566,311   | 2,691 |
| 2003 | 10  | 18       | 24  | 25  | 17   | 67  | 82        | 864     | 22   | 12 | 6        | 816,083   | 4,296 |
| 2004 | 12  | 21       | 23  | 23  | 16   | 57  | 77        | 947     | 23   | 9  | 6        | 1,016,348 | 5,351 |
| 2005 | 13  | 26       | 24  | 21  | 18   | 63  | 73        | 923     | 24   | 9  | 6        | 1,126,378 | 5,968 |
| 2006 | 12  | 26       | 23  | 20  | 19   | 66  | 66        | 921     | 23   | 11 | 7        | 1,148,243 | 6,328 |
| 2007 | 11  | 26       | 18  | 18  | 20   | 77  | 62        | 885     | 22   | 11 | 7        | 1,143,031 | 6,355 |

資料來源：金管會，本研究整理

表 7.1 顯示，若與 2 年前之 2005 年相比較，2007 年期貨自營與經紀商家數，皆是為下跌的，顯示期貨業在台灣期貨市場的業務是緊縮的，而交易輔助人總公司家數亦是逐年遞減，此對我國期貨市場之發展是不利的。其次，期經事業家數由最高峰的 14 家，至 2007 年底亦僅餘 11 家。

截至 2007 年 12 月，自然人開戶數高達 1143031 戶，法人則為 6355 戶，而與 1998 年開放期貨交易時比較，自然人成長 7 倍，法人成長 9 倍；雖然開戶數有成長，然而若以近 2 年來比較，2006 年自然人開戶數成長率還有 1.9%，2007 年則為負成長，為-0.45%；法人開戶數成長率亦為減少，從 2006 的 6%下降至 2007 年的 0.4%，顯示我國期貨市場新進參與者成長是有限的。

從交易量來觀察，法人單邊買進為 2,469,654 口，自然人則高達 12,085,153

口，為法人的 4.8 倍，可判斷臺灣期貨市場流動性是以散戶為主的市場。由於散戶專業能力較低，被斷頭機會大，又散戶不如法人重視交易的信用，因此交割風險也較大，當開放有價證券抵繳時，券商面臨斷頭時，現金變賣較容易，然而有價證券就較有問題。為了因應以散戶為主的市場特性，我國期貨市場的制度設計就比較受散戶的影響。國外的繳存保證金制度允許法人在盤中可擴大槓桿交易，於盤後再補足應繳交的保證金，但是臺灣期貨市場要求投資人需先繳足保證金才能進行交易，且當日的交易量以繳交的保證金金額為限，此種制度對於法人交易較不方便，尤其是外資法人。因此，預繳保證金制度雖然具有風險控管功能，然而對拓展期貨市場的交易量是有阻礙的。

表 7.2、台灣期貨交易所可交易商品 2007 年度交易情況

| 期貨契約                | 成交量         | 日平均成交量  |
|---------------------|-------------|---------|
| 臺股期貨 (TX)           | 11,813,150  | 47,827  |
| 電子期貨 (TE)           | 1,004,603   | 4,067   |
| 金融期貨 (TF)           | 909,383     | 3,682   |
| 小型臺指期貨 (MTX)        | 2,964,042   | 12,000  |
| 台灣 50 期貨 (T5F)      | 506         | 2       |
| 10 年期政府公債期貨 (GBF)   | 151,247     | 612     |
| 30 天期商業本票利率期貨 (CPF) | 36,243      | 147     |
| 臺指選擇權 (TXO)         | 92,585,637  | 374,841 |
| 電子選擇權 (TEO)         | 1,066,141   | 4,316   |
| 金融選擇權 (TFO)         | 1,203,084   | 4,871   |
| 股票選擇權 (STO)         | 1,299,858   | 5,263   |
| MSCI 臺指期貨 (MSF)     | 1,132       | 5       |
| MSCI 臺指選擇權 (MSO)    | 1,634,117   | 6,616   |
| 黃金期貨 (GDF)          | 48,925      | 198     |
| 非金電期貨 (XIF) *       | 37,197      | 620     |
| 櫃買期貨 (GTF) *        | 21,231      | 354     |
| 非金電選擇權 (XIO) *      | 186,161     | 3,103   |
| 櫃買選擇權 (GTO) *       | 187,967     | 3,133   |
| 合計                  | 115,150,624 | 466,197 |

資料來源：台灣期貨交易所網站揭露資訊

相對於國外期貨市場，期貨保證金之繳交多非為預繳制度，且對資金來源非為國內交易者多有提供更為常的寬限期，例如日本 OSE，對於本國客戶保證

金於交易日次日繳足，非本國客戶則可於交易後二日內繳足期貨保證金即可。

其次，目前國內期貨商受限於營業可交易場所之限制，多以台灣期貨交易所可交易商品為主。根據台灣期貨交易所 2007 年各商品交易情況顯示，日經超量以台指選擇權交易最為熱絡，其次為台股期貨。

我們以目前全球期貨交易所對推出商品成功之期貨的定義為日均量應為超過 1000 口來觀察台股商品，日未平倉量達 1,000 口的標準來看，排除 2007 年 10 月推出的四項新商品（櫃買期貨、櫃買選擇權、非金電指數期貨、非金電指數選擇權）之外的 14 項期貨商品中，有 9 項是屬成功商品，5 項是不太成功的商品（黃金期貨、十年公債期貨、30 天期利率期貨、MSCI 摩台指期貨、台灣五十指數期貨）。

根據資料顯示，1998 年至 2007 年 6 月底，期交稅稅收合計為高達 338 億，而在期貨交易成長率未增加的情況下，2007 年期交稅收更從 40.72 億元新台幣增加至 57.58 億元新台幣(見表 7.3)，成長率高達 41.41%。由於期貨交易為零合遊戲，較高的稅率會影響市場資金動能。對照國內期貨的交易量，2007 年期貨市場全年交易量僅比 2006 年成長 0.48%，以現階段國內期貨市場發展趨勢觀之，新投入市場之資金已逐漸減少，已投入市場之資金又負擔較高之稅賦，且政府在期交稅的稅收成長率是期貨交易量成長率的 86 倍之多，長期而言，恐將導致市場資金不足、外資卻步，進而影響市場發展。

表 7.3、2005-2007 年度證券交易與期貨交易稅收統計

金額單位:億元

| 科目    | 2005 年度 | 2006 年度 | 2007 年度  |
|-------|---------|---------|----------|
| 證券交易稅 | 682.04  | 899.54  | 1,288.95 |
| 期貨交易稅 | 63.42   | 40.72   | 57.58    |

資料來源：本研究整理

期貨交易稅由於稽徵便利，但是因為即使交易發生損失也須課稅，並不符合租稅公平原則。其他主要國家的期貨交易多採資本利得稅，亦即期貨交易所得稅。美、英、法等國對期貨交易所得稅均有區分其交易動機，且美國對非避險交易之損失可前抵三年或延後，在課稅上比避險交易還更優惠，顯示美國在課稅政

策上對類似的投資與套利交易是不像台灣課交易稅具有懲罰性效果。

至於亞洲鄰近國家之現況，根據本研究調查顯示，在稅制方面，韓國對本國人與外資從事期貨交易皆不課交易稅與資本利得稅；新加坡原則上對期貨交易是不課徵交易稅，僅對交易所會員、OBU、國際貿易公司等機構之常態性期貨交易資本利得課徵 10% 之資本利得所得稅，而對於在新加坡無住居所者，免課期貨交易所得稅；香港對本國人從事期貨交易亦不課徵交易稅，資本利得則需課徵所得稅。而香港對海外資金投資人透過依證券及期貨條例登記或核准之法人或金融機構，進行證券及期貨交易者，如其未在香港進行商務活動，得免課徵資本利得所得稅。

其次，根據期貨產業雜誌針對全球 54 個交易所之調查顯示(表 7.4)，全球在衍生商品之交易口數 2007 年整年度提升了 28.03%，而全體亞洲期貨交易量亦有 19.22% 之成長（表 6.5）。

表 7.4、全球交易所交易之衍生商品交易量

| Derivatives  | 2006 年         | 2007 年         | % Change |
|--------------|----------------|----------------|----------|
| Futures      | 6,970,033,370  | 5,282,818,430  | 31.94%   |
| Options      | 8,216,637,460  | 6,579,394,595  | 24.88%   |
| Total Volume | 15,186,670,830 | 11,862,213,025 | 28.03%   |

Note: Based on the number of futures and options traded and/or cleared by 54 exchanges worldwide.

資料來源：FIA

表 7.5、全球交易所交易之衍生商品各地區交易量

| Region        | 2006 年         | 2007 年         | %Change |
|---------------|----------------|----------------|---------|
| Asia Pacific  | 3,511,548,425  | 4,186,511,897  | 19.22%  |
| Europe        | 2,674,329,578  | 3,355,222,878  | 25.46%  |
| North America | 4,616,725,727  | 6,137,204,364  | 32.93%  |
| Latin America | 864,665,702    | 1,048,627,318  | 21.28%  |
| Other         | 194,943,593    | 459,104,373    | 135.51% |
| Global Total  | 11,862,213,025 | 15,186,670,830 | 28.03%  |

Note: Based on the number of futures and options traded and/or cleared by 54 exchanges worldwide.

資料來源：FIA

比較亞洲鄰近國家期貨交易狀況，日本東京交易所成長率有 13.23%，大阪交易所成長率達 79.59%，成交量排名在台灣期貨交易所之後。若台灣期貨市場交易量不再成長，今年可能將會被許多國家期貨交易所迎頭趕上。亞洲期貨交易量最為亮麗者屬香港交易所，成長率達 105.07%，上海期貨交易所雖然起步較晚，排名雖然落後台灣期交所 6 名，然而期貨交易量成長率亦有 47.25%，成場速度驚人。就連期貨市場相當成熟的新加坡交易所，成長率亦有 20.79%。相對於台灣期貨交易所 2007 年成長率僅 0.48%，排名從 18 名下調至 2007 年的 21 名，這些指標似乎反映了一些國內期貨交易的困境。

根據本研究對期貨相關事業從業人員調查結果顯示，我國期貨市場操盤人才有不足之情況。觀察我國期貨市場交易量過去 3 年平均成長率為 27%，但期貨自營商、期經事業家數及從業人員皆未能同步成長，有幾項因素值得觀察，一為銀行與證券業可兼營期貨業，降低從事專業期貨商的經營興趣，最近 (2008 年) 證期局亦開放投信公司可以申請兼營期貨信託，將使得專營之期貨商面臨更多的競爭者進入市場；二為期貨事業開放後，相關商品設計人才的短缺。相對於國內證券投信業操盤經理人超過 400 位專業人士，但期貨經理事業從業人員，原從 2004 年的 91 位，下降至 2007 年底的 58 位 (表 7.6)。

表 7.6、期貨事業相關從業人數

| 類別<br>年度 | 期貨商    | 期貨顧問事業 | 期貨經理事業 |
|----------|--------|--------|--------|
| 2004     | 21,751 | 659    | 91     |
| 2005     | 22,067 | 689    | 88     |
| 2006     | 21,729 | 651    | 62     |
| 2007     | 21,629 | 664    | 58     |

註：1. 資料來源：本研究計畫整理

2. 期貨商含受託買賣、自行買賣、結算交割、內部稽核與開戶；顧問事業含招攬研究執行、招攬研究執行決定與建議招攬出版講習；期貨經理事業含招攬研究執行決定、招攬研究決定與內部稽核；期貨商與顧問事業登錄人員可能有重複情形，本數字不代表期貨業合計從業人數。

根據 2007 年 7 月 10 日 修正的期貨信託事業管理規則第 46 條規定，期貨信託事業對於每一期貨信託基金之運用，均應指派具備下列資格條件之一之基金經理人專人負責，其中除了依期貨經理事業管理規則規定，取得期貨交易分析人

員資格者外，其餘除了依照期貨商負責人及業務員管理規則第五條第一項第一款至第三款規定，所取得期貨商業務員資格外，尚需符合下列之限制條件，一為並在專業投資機構從事期貨交易分析或交易決定工作三年以上者；二為曾任證券投資信託基金經理人或證券全權委託投資經理人職務二年以上者。三為曾擔任全權委託期貨交易業務之交易決定人員職務一年以上，無不良紀錄者。是故，期貨從業人員轉為期信事業從業人員受限許多，人才不足之困境將更大。

## 貳、期貨商的業務限制與營收減少

根據期交法第 3 條與期貨商設置標準第 7 條之相關規定，除了目前期貨商可經營的業務項目外，其他可經營的業務範圍只要經相關主管機關核定，即可經營。不得經營之項目，期交法第 56 條規定除期交法另有規定者外，不得經營期貨交易業務。准此，目前台灣期貨商營業範圍主要受限於主管機關的態度。

目前期貨經紀商主要收入來源有經紀業務收入與保證金利息收入兩項，專營期貨商若有自營部門，則收入來源主要則有衍生商品交易收入、經紀收入與保證金利息收入三項。表 7.7 為台灣據有結算會員資格期貨商的整體收入情況：

表 7.7、結算會員年度收入總表

單位：千元新台幣

| 年    | 利息收入     |        | 經紀收入     |        | 佣金收入   |       | 受託結算      |       |
|------|----------|--------|----------|--------|--------|-------|-----------|-------|
| 2003 | 632884   | 5.03%  | 9193532  | 73.04% | 0      | 0.00% | 141597    | 1.12% |
| 2004 | 583937   | 2.51%  | 11105218 | 47.68% | 0      | 0.00% | 137719    | 0.59% |
| 2005 | 837899   | 3.74%  | 9284579  | 41.44% | 2969   | 0.01% | 172322    | 0.77% |
| 2006 | 1221763  | 3.27%  | 8529578  | 22.84% | 19272  | 0.05% | 120374    | 0.32% |
| 2007 | 1842941  | 1.83%  | 8337862  | 8.27%  | 20412  | 0.02% | 161199    | 0.16% |
| 年    | 衍生性商品    |        | 期貨顧問     |        | 其他收入   |       | 總收入       |       |
| 2003 | 2478754  | 19.69% | 87431    | 0.69%  | 52208  | 0.41% | 12586407  |       |
| 2004 | 11372969 | 48.83% | 65977    | 0.28%  | 26393  | 0.11% | 23292213  |       |
| 2005 | 11924644 | 53.23% | 31662    | 0.14%  | 149656 | 0.67% | 22403733  |       |
| 2006 | 27298915 | 73.10% | 14017    | 0.04%  | 139912 | 0.37% | 37343833  |       |
| 2007 | 90253149 | 89.57% | 24831    | 0.02%  | 127306 | 0.13% | 100767695 |       |

註：表中收入皆為毛收入，亦即未扣除成本之收入。

資料來源：台灣期貨交易所，本計畫整理

若以設有自營部門的期貨商來觀察，主要收入來源從 2003 年過度集中經紀業務以來，至 2007 年則以自營業務為主要期貨商收入來源。然而單以期貨經紀商來看，除了經紀收入占總收入比重愈小外，經紀業務收入金額亦在大幅衰退，原因在市場的競爭。表 7.8 為單以期貨經紀業務為統計之項目收入百分比，由於期貨商總利息收入包括自有資金部分，在扣除期貨商自有資金以定存方式取得利息收入後，得『淨利息收入』。

表 7.8、結算會員年度收入總表

單位：千元新台幣

| 年    | 總利息收入(1) | (1)/(6) | 淨利息收入(2) | (2)/(6) | 經紀收入(3)      | (3)/(6) |
|------|----------|---------|----------|---------|--------------|---------|
| 2003 | 632884   | 6.35%   | 382796   | 3.84%   | 9193532      | 92.23%  |
| 2004 | 583937   | 4.94%   | 255171   | 2.16%   | 11105218     | 93.90%  |
| 2005 | 837898   | 8.14%   | 322133   | 3.13%   | 9284579      | 90.16%  |
| 2006 | 1221763  | 12.35%  | 584969   | 5.91%   | 8529578      | 86.24%  |
| 2007 | 1842941  | 17.78%  | 1076529  | 10.39%  | 8337862      | 80.46%  |
| 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) |
| 2003 | 0        | 0.00%   | 141597   | 1.42%   | 9968013      | 100.00% |
| 2004 | 0        | 0.00%   | 137719   | 1.16%   | 11826874     | 100.00% |
| 2005 | 2969     | 0.03%   | 172322   | 1.67%   | 10297769     | 100.00% |
| 2006 | 19272    | 0.19%   | 120374   | 1.22%   | 9890988      | 100.00% |
| 2007 | 20412    | 0.20%   | 161193   | 1.56%   | 10362408     | 100.00% |

註：表中收入皆為毛收入，亦即未扣除成本之收入。

資料來源：台灣期貨交易所，本計畫整理

表 7.8 顯示，期貨經紀商收入來源亦有過度集中經紀業務，2007 年整年度占期貨經紀商收入來源的 80.46%，扣除自有資本支息後的淨利息收入，可得期貨商客戶保證金專戶利息收入，2007 年即占了整體期貨經紀商收入的 10%，對於期貨市場欲開放有價證券抵繳保證金與調整保證金結構比有不利影響。比較兩者收入趨勢，經紀業務在下滑，而保證金利息收入則些微上升，然而在期貨交易成長下，期貨經紀商整體收入並無增加。若期貨市場開放有價證券抵繳保證金後，勢必將會影響到期貨商的保證金利息收入。

圖 7.1 為 2003 年至 2007 年期貨經紀商每月經紀業務收入與利息收入百分比的趨勢圖，我們亦可清楚瞭解，期貨經紀商的業務收入來源仰賴經紀業務比太

高。然而近一年的收入百分比之波動性較往年的為大，此導因於近年期貨交易量的變化幅度過大。進一步我們用每口經紀業務收入與利息收入來觀察，由於市場的競爭，每家期貨商對期貨交易人收取每口的手續費是逐年在下降，從 2003 年平均每口經紀收入為新台幣 193 元，下降至 2007 年平均為新台幣 80 元。同時期於期貨經紀商成交的期貨交易量增加 2.19 倍，期貨經紀商手續費下降 2.42 倍，期貨商未享受期貨交易量增加所產生的利益，反而對期貨交易人收取的手續費收入是為下降的。

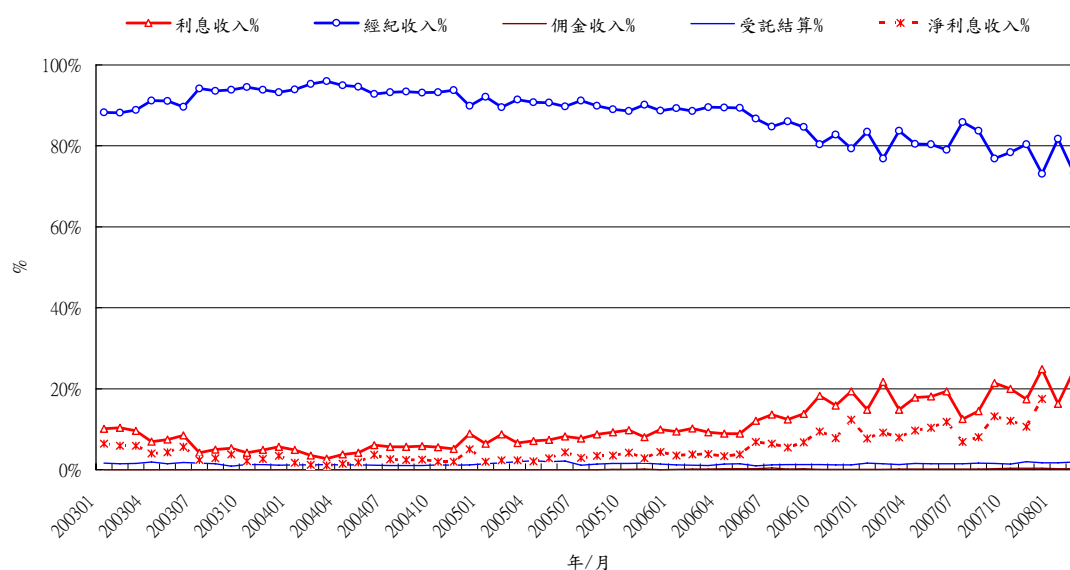


圖 7.1、期貨經紀商業務收入百分比

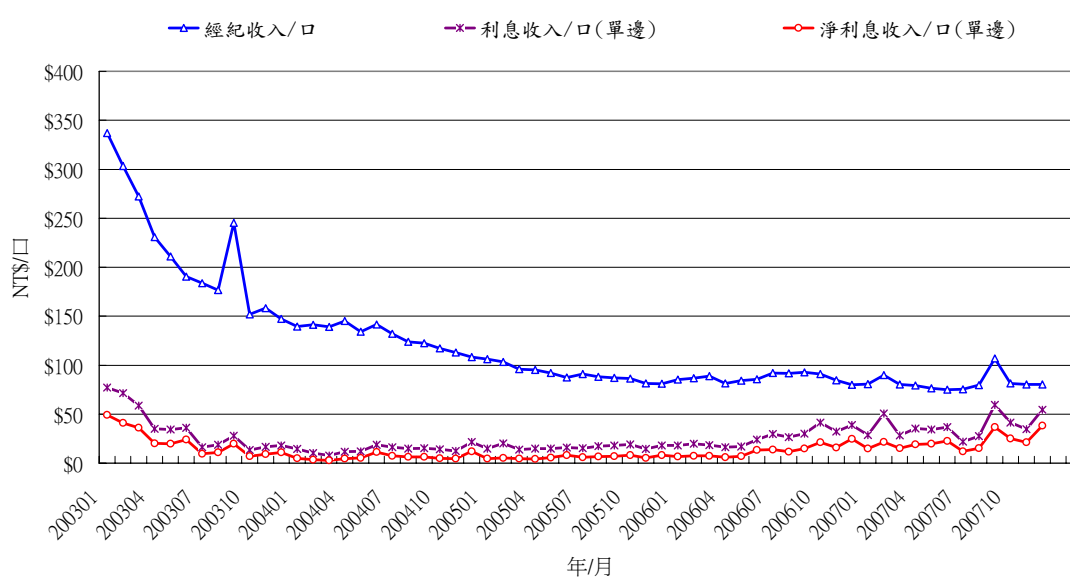


圖 7.2、期貨經紀商業務收入以每口計算

從每口計算的淨利息收入比較，2003 年至 2005 年每口淨利息收入是為下降的，此因市場利率下降所造成。然而整體市場交易量成長 2.19 倍，扣除 2004 與 2005 年保證金利息收入下滑造成的影響，2007 年每口淨利息收入為 2003 年的 1.28 倍，相對交易量的成長，期貨交易商亦無獲得交易量增加所應產生的收益。

表 7.9、期貨經紀商每口業務收入

單位：新台幣元

| 年    | 期貨經紀商成交量<br>(買賣雙邊加總) | 每口手續費收入<br>(估計值) | 利息收入/口<br>(單邊) | 淨利息收入/口<br>(單邊) |
|------|----------------------|------------------|----------------|-----------------|
| 2003 | 46944763             | 195.84           | 26.96          | 16.31           |
| 2004 | 85426441             | 130.00           | 13.67          | 5.97            |
| 2005 | 102823259            | 90.30            | 16.30          | 6.27            |
| 2006 | 98498320             | 86.60            | 24.81          | 11.88           |
| 2007 | 103116613            | 80.86            | 35.74          | 20.88           |

註：表中收入皆為毛收入，亦即未扣除成本之收入。

資料來源：本研究計畫

比較台灣期貨交易所對結算會員下單所收取之交易經手費、結算手續費與交割手續費，結算會員每下單一口平均費用約為新台幣 23.8 元 (參考表 7.10)，占 2003 年期貨商收取之每口手續費收入為 12.15%，而 2007 年平均為 29.43%，顯示期貨商每經營一口期貨交易之淨收入亦為下跌的。

圖 7.3 是為第一銀行一個月定存利率與每口保證金利息收入的趨勢圖，雖然以每口計算支利息收入是有上升之趨勢，然而此趨勢是由利率與保證金額度所影響。因此在期貨經紀商交易量增加 2.19 倍下，保證金亦應同步成長，且利率亦為上升趨勢，然而期貨商每口淨利息收入才上升 1.28 倍，顯示期貨商經營之收入來源面臨相當大的危機。

表 7.10、台灣期貨交易所下單費用

單位：新台幣元

| 契約名稱       | 交易經手費 | 結算手續費 | 交割手續費 |
|------------|-------|-------|-------|
| 臺股期貨       | 14.4  | 9.6   | 9.6   |
| 電子期貨       | 14.4  | 9.6   | 9.6   |
| 金融期貨       | 14.4  | 9.6   | 9.6   |
| 小型臺指期貨     | 9     | 6     | 6     |
| 臺灣 50 期貨   | 14.4  | 9.6   | 9.6   |
| 十年期公債期貨    | 6     | 4     | 4     |
| 三十天期利率期貨   | 6     | 4     | 4     |
| 黃金期貨       | 14.4  | 9.6   | 9.6   |
| MSCI 臺指期貨  | 9     | 6     | 6     |
| 非金電期貨      | 14.4  | 9.6   | 9.6   |
| 櫃買期貨       | 14.4  | 9.6   | 9.6   |
| 臺幣黃金期貨     | 6     | 4     | 4     |
| 臺指選擇權      | 9     | 6     | 6     |
| 股票選擇權      | 6     | 4     | 6     |
| 金融選擇權      | 9     | 6     | 6     |
| 電子選擇權      | 9     | 6     | 6     |
| MSCI 臺指選擇權 | 6     | 4     | 4     |
| 非金電選擇權     | 9     | 6     | 6     |
| 櫃買選擇權      | 9     | 6     | 4     |
| 平均交易經手費    | 10.2  | 6.8   | 6.8   |

註：表上資訊為 2008 年 4 月份資料。

資料來源：台灣期貨交易所網站

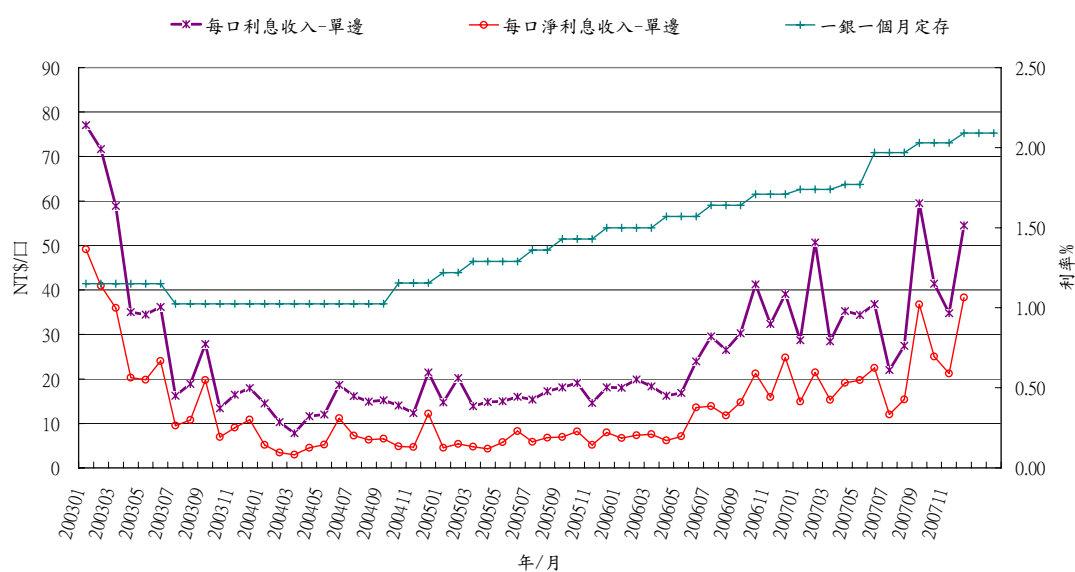


圖 7.3、期貨商每口利息收入與利率之關係

促進台灣期貨交易的活絡，以增加交易量進而帶動期貨經紀商的業務收入，是目前期貨經紀商尋求增加收入來源的其中一個方式。然而觀察上述期貨商的收入結構，導致期貨商經紀業務收入並無隨市場交易量的成長率有同幅度的上升，一些因素可歸因於期貨市場對經營者的相關限制。例如國內期經事業僅能承作全權委託代客操作，且規定代操金額需 250 萬元以上，此金額之限制不利拓展小額投資人的業務，台灣期貨市場規模無法擴展，期貨經紀業務更無法擴張。其次，對於一些操作國外商品之額度需低於國內商品一定比率，亦是國內期貨市場發展之主要困境。

## 第二節 有價證券抵繳作業的相關配套

有鑑於新加坡交易所 (SGX) 為台灣期貨交易所的競爭對象，為了提升台灣版的摩台期競爭力，台灣期貨交易所已參考新加坡交易所相關之保證金，將摩台期保證金由最初的 1,800 美元，降到與新加坡商品相同<sup>49</sup>，使得雙方的成本趨於相近。因此在台指期與美元計價摩台期的保證金比調到 1 比 2，期望更多外資能投入台灣的摩台期，以能讓投資者可創造可觀的利潤。雖然如此，摩台期是否真有競爭力，是外資有所質疑的。

首先兩種期貨商品雖然交易人保證金是一致的，然而投資者投入台灣期貨市場的保證金處理方式卻與新加坡期貨市場有明顯的不同，主要在保證金的預繳制度與保證金的計息方式兩種。據此，對投資者而言，除了考慮商品的期望報酬外，由於期貨交易是高槓桿行為，投入金額的多寡與使用的效率性，亦是投資者將資金投入市場的考量因素。

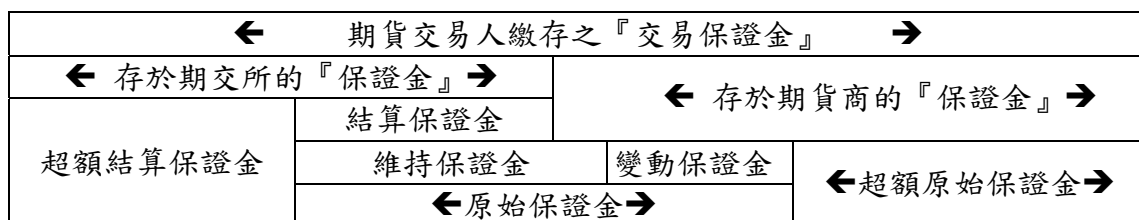


圖 7.4、各種保證金示意圖

為了方便下文所描述之保證金含意，我們先行在此對一些保證金的相關名

<sup>49</sup> 新加坡交易所摩台期保證金僅有 1,250 美元。

詞作定義。首先我們以圖 7.4 的寬度來表示期貨交易人繳存的保證金，再依繳存於期交所與期貨商來區分各種保證金的含意。下文我們將直接以圖 6.4 對保證金的定義來探討，不再另外說明。

表 7.11 為我們參訪新加坡期貨市場所蒐集的資訊，以比較台灣與新加坡期貨市場在有價證券抵繳作業上的相異處。

表 7.11、台灣與新加坡期貨市場制度面的相異處

| 項目                    | 新加坡                                                                                    | 台灣                                     |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 期貨市場<br>保證金結構<br>比    | 1：1：1.25                                                                               | 1：1.15：1.5<br>(近期將修改為<br>1：1.035：1.35) |
| 保證金預繳<br>制度           | 期貨商繳存之結算保證金<br>→非預繳(T+1 日)<br>期貨交易人繳存之交易保證金<br>→非預繳(法人，T+1 日)與<br>預繳(部分期貨商對個人採<br>預繳制) | 預繳制                                    |
| 期交所可交<br>易商品之計<br>價幣別 | 本國幣只有一種，外幣四種                                                                           | 主要為本國幣                                 |
| 結算保證金<br>帳戶管理制<br>度   | 總戶                                                                                     | 分戶<br>現金採總戶                            |

資料來源：本計畫參訪新加坡期貨商與相關資料所得

表中顯示了我國期貨市場與新加坡期貨市場在保證金繳存的方式與相關作業的相異處。首先，交易新加坡期貨商品時，由於新加坡期貨交易非採保證金預繳制，期貨交易人下單購入期貨商品後，交易人會根據交易商品應繳存之原始保證金規劃繳存金額。因此在保證金非預繳制度下，投資人可事先得知實際交易期貨所需之原始保證金，且有充足時間進行應繳存保證金金額與形式之規劃，因此一般投資人不會繳存過多之保證金於期貨商端，期貨商亦不會繳存過多之保證金於交易所，超額保證金在新加坡期貨市場較少存在。相對台灣的期貨市場，在保證金的預繳制度下，投資者下單前需備有足夠之保證金始可下單，因此繳存於期貨商之交易保證金通常會保有過多之超額保證金，以備下單使用。

表 7.12、台灣與新加坡期貨市場在有價證券抵繳作業的相異處

| 類型  | 項目                   | 新加坡                                           | 台灣                                       |
|-----|----------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------|
| 交易所 | 可接受現金擔保品             | 新幣、美元、日圓、歐元                                   | 台幣、六種外幣(限外資)                             |
|     | 可接受之非現金擔保品           | SBLC、債務工具                                     | 規劃中(股票、中央登錄公債與 OTC 交易之外國債券等三種)。          |
|     | 非現金擔保品抵繳比率           | SGX：50%                                       | TAIFEX 規劃 50%                            |
|     | 以非現金擔保品抵繳之費用         | SGX：SBLC 不收費<br>債務工具要收費。                      | TAIFEX 規劃全部收費。                           |
|     | 是否支付結算保證金利息給期貨商      | 有。以 6 家銀行加權平均有效利率扣除行政費 0.125% 計。              | 否(0%)                                    |
|     | 是否支付超額結算保證金利息        | 同上。                                           | 有(最高活存利率計)                               |
| 期貨商 | 可接受之非現金擔保品           | LC、BG、FD、債務工具、股票、外幣；可不同於結算保證金。                | 規劃中(股票、中央登錄公債與 OTC 交易之外國債券等三種)；相同於結算保證金。 |
|     | 以非現金擔保品抵繳之費用         | 期貨商：不收費，但是若交易期貨幣別與擔保品幣別不同，收利息費                |                                          |
|     | 實際抵繳情況               | 約 10%(訪談平均值)                                  | 尚未開放                                     |
|     | 是否支付原始保證金利息給期貨交易人    | 無                                             | 無                                        |
|     | 是否支付超額原始保證金利息給期貨交易人  | 有<br>(要符合保證金繳存之幣別規定)                          | 散戶無<br>一些法人戶有                            |
|     | 目前利息收入佔總收入百分比(未扣除成本) | 約 30%                                         | 2007 年未扣除成本為 17%，扣除自有資本支息後為 10%          |
|     | 利息收入來源               | 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利息費用 | 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          |
|     | 經紀商業務項目              | 外匯保證金交易、期貨經紀、OTC 商品                           | 期貨經紀                                     |
|     | 收入最大來源               | 外匯保證金交易                                       | 期貨經紀                                     |

資料來源：本計畫參訪新加坡期貨商與相關資料所得

其次，比較資金的使用效率，新加坡對於期貨商繳存之現金型式之保證金皆全額給息，然而台灣期貨交易所只針對期貨商繳存超額之結算保證金給付活期存款利息，且新加坡交易所或期貨商對保證金亦可接受非現金形式的擔保品抵繳保證金。雖然台灣期貨交易所為了與新加坡交易所競爭而將保證金調為一致，然而對投資人的入金額度與資金的使用效率，新加坡市場是較有競爭能力的。

對於上述與新加坡交易所結算交割制度的不同處，台灣期貨交易所預計今年 (2008 年) 開放有價證券可抵繳保證金之業務，期望透過交易制度的開放以能與新加坡交易所競爭。雖然各國期貨市場皆有接受非現金擔保品可為期貨交易之保證金，然而各國期貨交易亦有所不同，且各國期貨商可營業項目亦不盡相同，因此開放有價證券抵繳保證金的相關配套措施是必要的。這些相關的配套措施我們可分為有價證券抵繳作業之配套與期貨商業務開放之配套。

## **壹、非現金擔保品抵繳期貨保證金之相關配套**

### **一、現金形式保證金的利息歸屬**

目前台灣期貨交易所針對期貨商繳存之結算保證金未支付利息，對超額結算保證金有支付活存利息給期貨商。參考新加坡交易所對期貨商繳存現金型式之全額結算保證金採以國內六家銀行加權平均定存有效利率的支付方式，2007 年台灣整體市場結算保證金平均為新台幣 229 億元<sup>50</sup>，根據期貨商慣常以 1.5 倍結算保證金繳存保證金於期交所估計，2007 年平均超額結算保證金約有新台幣 76 億元 (參見表 7.13)，以 2007 年底台灣銀行一個月大額定存利率來計算整體結算保證金利息，加計 0.125% 行政費再扣除已支付期貨商活存利息，2007 年台灣期交所應付整體期貨商利息差距達新台幣 3.17 億元。倘若有價證券抵繳後之抵繳比率達規定之上限 50% 時，期交所應付期貨商之利息差距亦達新台幣 2.03 億元。若只以超額結算保證金來估計，期交所應付利息之差距亦有新台幣 0.89 億元。倘若期交所參考新加坡交易所對結算保證金支付利息的方式，相信對有價證券抵繳保證金對期貨商利息收入所產生之影響將會大幅降低，甚至對期貨商會產生有正的利差收入。

---

<sup>50</sup> 此部分結算保證金皆以新台幣計，不考慮外幣之結算保證金，因此利息計算結果為保守估計值，即為下限值；參考後續之表 6.15 的計算結果。

表 7.13、結算保證金以定存計息之利息差距

| 2007 年整體結算保證金<br>新台幣 229 億元                                                           |                                                                                 |
|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| 平均結算保證金(100%)                                                                         | 平均超額結算保證金(50%)                                                                  |
| 新台幣 153 億元                                                                            | 新台幣 76 億元                                                                       |
| 無                                                                                     | 活存利息<br>(台銀 0.325%)<br>新台幣 0.25 億元                                              |
| 定存利息：新台幣 3.71 億元 (台銀大額：1.62%)<br>預估行政費：新台幣 0.29 億元 (參考新加坡，0.125%)<br>目前差距：新台幣 3.17 億元 |                                                                                 |
| 有價證券(50%)                                                                             | 現金                                                                              |
| 新台幣 76.5 億元                                                                           | 新台幣 152.5 億元                                                                    |
| 不給息                                                                                   | 定存利息：新台幣 2.47 億元 (台銀大額：1.62%)<br>預估行政費：新台幣 0.19 億元 (0.125%)<br>目前差距：新台幣 2.03 億元 |
| 結算保證金                                                                                 | 超額結算保證金                                                                         |
| 不給息                                                                                   | 支息<br>定存：新台幣 1.23 億元<br>預估行政費：新台幣 0.09 億元<br>目前差距：新台幣 0.89 億元                   |

資料來源：本研究計算

根據台灣期貨交易所與期貨商表示，金管會已行文規定結算會員繳存於期交所之結算保證金，期交所應全額支付利息，此項利息支付若同新加坡為市場定存利息水準，未來結算會員預計應可獲得繳存於期交所之全額結算保證金利息收入，符合國際作法。

至於期貨商收取期貨交易人超過原始保證金部分之超額原始保證金之存款利息，亦應退還給期貨交易人。我們參考新加坡作法，分別以台灣銀行活儲存利率與證券戶利率來計算 2007 年存於期貨商端之超額原始保證金期貨商之應付利息金額。如表 7.14 所顯示：

**表 7.14、存於期貨商端之保證金利息**  
**2007 年存於期貨商端之平均保證金**  
**新台幣 577 億元**

|                                                                                      |                                                                    |
|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|
| 平均變動保證金<br>(以結算保證金 35%估計)<br>(1.5 - 1.15 = 0.35)                                     | 期貨商可用於定存之平均超額原始保證金                                                 |
| 新台幣 53 億元                                                                            | 新台幣 524 億元                                                         |
| 不給息給期貨交易人                                                                            | 不給息給期貨交易人                                                          |
| 活儲存：新台幣 4.33 億元<br>(台銀：0.75%)<br>預估行政費：新台幣 0.72 億元 (同交易所 0.125%)<br>應付利息：新台幣 3.61 億元 |                                                                    |
| 不給息                                                                                  | 活儲存：新台幣 3.93 億元(0.75%)<br>預估手續費：新台幣 0.66 億元<br>應付利息：新台幣 3.27 億元    |
| 證券戶存款息：新台幣 1.15 億元<br>(台銀：0.2%，證券戶存款)<br>預估行政費：新台幣 0.43 億元<br>應付利息：新台幣 0.72 億元       |                                                                    |
| 不給息                                                                                  | 證券戶存款息：：新台幣 1.05 億元(0.2%)<br>預估行政費：新台幣 0.66 億元<br>應付利息：新台幣 0.39 億元 |

資料來源：本研究計算

表 7.14 顯示，若以台銀活儲存利息計算，2007 年期貨商應付期貨交易人利息達新台幣 4.33 億元，扣除與交易所相同之手續費亦達新台幣 3.61 億元。若以證券戶存款利息計算，則為新台幣 1.15 億元，扣除手續費後則為新台幣 0.72 億元之應計利息。變動保證金不計息時，以證券戶存款息支付，2007 年整體期貨商應付客戶利息為新台幣 0.39 億元。

採新加坡期貨市場作法來評估，期貨商來自於期交所利息收入將增加新台幣 3.17 億元，支付利息給期貨交易人則為新台幣 0.39 億元，整體期貨商在調整利息歸屬後淨利息收入預期可達達新台幣 2.78 億元。

## 二、擔保品種類

目前期交所規劃之非現金擔保品有三種，分別為中央登錄公債、中華民國櫃臺買賣中心外幣計價之國際債券與台灣個股，其中個股包含有台灣 50 指數成

份股、MSCI 成份股與個股選擇權標的證券，其中台灣 50 成份股應可涵蓋個股選擇權標的證券。參考鄰近新加坡交易所的作法，在結算保證金部分，SGX 未包含有個股，然而期貨交易人繳存之原始保證金可為個股。實務上新加坡期貨商卻多不接受個股抵繳保證金，原因在個股周轉率太高流動頻繁，在風險管理控管下，期貨商必須時常與股票管理單位頻繁的接觸，且為了控制期貨交易人的風險，期貨商亦必須長時間投入這些擔保品的評價，成本太高都是期貨商不接受股票的主要因素。

觀察台灣 50 成份股的周轉率皆高於其他個股情況來分析，台灣投資者欲以個股抵繳保證金，預期將會很少，原因在於這些個股的高周轉率，似乎台灣投資者投資個股亦非為了繳存保證金，應是為了獲取現貨商品之資本利得。比較現貨市場周轉率，新加坡 2007 年整體現貨周轉率為 67.93%，台股周轉率則高達 153.28%，新加坡以個股抵繳原始保證金比率，期貨商端皆未達 10%，高周轉率的台股，預期以個股抵繳期貨保證金之比率應不高於新加坡。

目前中央登錄公債發行量為國內債券最高，適合作為抵繳保證金的有價證券，根據本計畫對期貨商相關主管的問卷調查亦顯示繳存的期待，惟目前管理單位為國內 7 家結算銀行，與個股實體管理單位為台灣集保不同，不利期貨商或期交所在保證金的管理。未來規劃若由中央登錄公債由集保負責管理時，在單一作業平台下，效率提升，成本可進一步降低。

目前中華民國櫃臺買賣中心外幣計價之國際債券<sup>51</sup>只有澳幣計價的 1 檔，雖然其保管單位同為集保公司，然而交易量少，預期初期期貨交易人以該商品抵繳有價證券比率應比個股來的少。其次，國際債券多以美元或澳幣計價，期貨商對以外幣計價之國際債券是否可抵繳交易新台幣計價之期貨商品保證金，可參考新加坡期貨商的作法，對期貨交易人收取相關之利息費用，然而是否期交所亦可對期貨商收取利息費用，根據期交所對結算會員規劃可收取的保證金形式是可接受外幣計價的國際債券。准此規定，期交所應不得向結算會員收取利息費用，然而其他管理費用是可向結算會員徵收。

在國外交易所常見的非現金擔保品尚有信用狀與銀行保證函兩種，目前未

---

<sup>51</sup> 2006 年 11 月 1 日起，我國第一檔以外幣計價國際債券正式掛牌交易。

在期交所規劃可接受的有價證券。然而是否在台灣適用，根據期交法第 50 條與期貨商管理規則第 47 條<sup>52</sup>對結算保證金與交易保證金訂有『有價證券』可抵繳保證金之相關規定，我們得視台灣相關法規是否認定此兩種為期交法的『有價證券』。關於信用狀與銀行保證函是否為有價證券，在本計畫第三章中以多有探討，在此只針對相關配套措施進行說明。

實務上，銀行信用狀持有者多為進出口廠商，而期交所可交易商品皆為金融類商品，期貨交易人少為進出口廠商，因而為許多學者反對開放信用狀可為非現金擔保品。然而目前開放期貨商經營之易國外期貨商品，無不排除交易者為進出口廠商，因此在國際多可接受信用狀可為保證金的情況下，期交所開放信用狀可抵繳保證金將是趨勢所在。

銀行保證函的使用者更為廣泛，雖然一些學者認為期貨交易原屬槓桿交易，銀行保證函則被視為銀行授信的一環，期貨交易資金需求不若現貨來的大，因此認為開放銀行保證函抵繳保證金的必要性不大。雖然銀行保證函屬於銀行授信一環，持有銀行保證函者勢必亦接受了銀行的嚴格徵信過程，風險相對較低，且用於抵繳保證金時，期貨交易人尚必須出示為抵繳保證金使用，由於銀行保證函的特殊用途，相對於其他擔保品未來高頻率的存取，銀行保證函對期貨交易人資金運用的效率將是較高的。期交所為使期貨交易人繳存之資金使用效能提高，因此開放有價證券可抵繳保證金，准此目的，期交所更應接受銀行保證函可抵繳保證金。

實務運作上，可參考 CME 與新加坡的作法，將信用狀與銀行保證函的種類予以標準化，開狀與保證銀行設限信用較佳或評等佳的銀行，例如新加坡規定只接受新加坡本土三家銀行開狀與保證者，非屬上述規範者不得接受。不同於國外的處理方式，由於國外交易所對期貨繳存之結算保證金多為總戶管理，因此繳存之保證金若有上述兩項證券，皆為兩段式管理，亦即期貨交易人開狀受益人為期貨商的信用狀給期貨商，再由期貨商開立以交易所為受益人的信用狀給期交所。在結算會員繳存結算保證金為分戶管理下，期貨交易人開立的信用狀勢必要以期交所為受益人開狀，否則期交所將必須訂定信用狀相關可轉讓的規定。

---

<sup>52</sup> 條規內容參見第三章。

其他非現金擔保品尚有外幣與國外公債，目前國人持有外幣已是常態，且外幣有即期匯率可換成台幣計價，相當方便，亦為全球交易所視為現金形式之擔保品，更無折扣比，抵繳比率與有價證券相同，且台灣期貨交易所更有美元計價商品之保證金可用美元繳存之經驗，初期階段應可開放幾種流通性較高之外幣，例如美元、歐元與日幣，外資以原始幣別投入台灣期貨市場，對市場而言除了可避免投入者的匯兌風險外，對台灣外匯市場產生的衝擊亦會減小。

國外公債由於牽涉流動性與管理問題，相關作業複雜度高，初期階段國內對有價證券抵繳作業不熟悉，不宜貿然開放，宜等投資者與管理者對相關作業熟悉後，再予以逐步開放，期與國際市場一致。

### 三、抵繳比率

台灣期貨交易所為了擴大交易信用，且為因應期貨市場的每日結算制度下需保有現金，參考香港訂定抵繳比率上限作法與現貨市場融資金額之比率<sup>53</sup>，規劃以 50% 為未來有價證券抵繳保證金之上限。

期交所訂定之 50% 的最高抵繳比率為規範結算會員，然而結算會員是否可對期貨交易人訂定較為高或低的抵繳比率，根據期交所對結算會員規劃的有價證券抵繳辦法視同對期貨交易人的規範，期貨商對期貨交易人訂定之抵繳比率只能比 50% 更低。據此，期貨商對期貨交易人繳存之原始保證金以有價證券繳存時，根據目前期交所規範之保證金結構比關係，期貨交易人以有價證券抵繳保證金最高比率必須小於原始保證金的三分之一，期貨商應可在此比率範圍內，根據本身的風險管理態度設定更為嚴謹的抵繳比率，以符合各期貨商的要求。

參考新加坡期貨商的作法，期貨交易人以非現金擔保品抵繳原始保證金之最高比率，最高有 100%，最低則有完全不收非現金擔保品。新加坡期貨商此種作法皆基於這些非現金擔保品產生的風險管理、成本與利息收入等考量所訂定的比率，愈為嚴謹者通常是基於風險管理與成本，愈高者則是利息收入考量。因此未來台灣期貨商是否可准予自訂更為嚴謹的抵繳比率，參照現貨市場對融資成數訂定的規範與證券商可以針對期貨交易人可有不同的融資比率，未來期貨商對期貨交易人是可設定更為嚴格的抵繳比率。

---

<sup>53</sup> 上市融資為 60%，上櫃為 50%。

#### 四、折扣比率

在台灣期貨交易所目前規劃的擔保品需以分戶規範繳存於期交所下，有關於擔保品的評價是由期貨商端事先評價後繳存期交所，亦或由期貨交易人上繳至期交所由期交所評價，可分成兩種情況：

1. 由期交所先行評價：此適用目前的分戶管理。若期貨商的折扣比率與期交所相同，此一段式繳存之有價證券對期貨商在管理有價證券所造成的複雜性，將由期交所來處理，期交所對處理有價證券所產生的所有費用勢必轉給期貨商。若個別期貨商要訂定較為嚴格的折扣比率時，勢必期交所、期貨商與期貨交易人間的評價作業需單獨處理，連線作業將更為頻繁，依目前電腦的處理速度，應不致造成電腦的負擔。預計此種情況將會是未來期貨商可行的處理方式，在規劃有價證券抵繳作業時，是期交所應加以考慮的。
2. 由期貨商先行評價：此較適合總戶管理。在分戶管理下，期貨商以折扣比率先行評價後，在上繳至期交所評價，兩段式處理有價證券評價雖然對期貨商管理期貨交易人之有價證券評價較為直接，然而期貨商勢必要為管理有價證券付出成本，期交所亦會對此作業對結算會員收費，不利期貨商。若在總戶管理下，保證金的評價勢必採以期貨商對期貨交易人繳存之保證金評價與期交所對結算會員繳存之結算保證金之兩段式評價，管理成本的負擔對期貨商較為不利。

#### 五、違約處理

由於有價證券為記名，當開放有價證券抵繳保證金後，期貨交易人有違約情事時，期貨商可直接對期貨交易人繳交之非現金擔保品之保證金於市場中進行處理。然而若發生違約的主體在期貨商，期交所逕行違約處理時，若結算保證金帳戶以總戶處理，對保證金的處置是否屬於該違約期貨交易人，將是無法分辨，可能發生未違約期貨交易人繳存於期交所之證券被挪為違約期貨交易人之疑慮，期交所處置的非現金擔保品之保證金可能為非違約期貨交易人的保證金，違反期交法不得挪用客戶保證金之規定。據此，當保證金含有非現金擔保品時，對交易違約時逕行保證金處置所可能發生的疑慮，期交所以分戶來處理結算會員繳

存之結算保證金，似乎是較為妥當的作法，亦不會有違反期交法規範的客戶資金不得挪用情況。

目前期交所規劃之有價證券抵繳保證金之抵繳比率是針對之結算保證金，非為原始保證金，且抵繳率為 50%。倘若結算會員主體有違約情事發生，亦即當不履行結算交割義務時，交易所在逕行『砍倉』後尚有損失時，根據期貨交易法第 49 條之規定，應先以動用結算會員繳存之結算保證金為準。依據台灣期貨交易所對保證金的訂定規則，是採以先計算結算保證金的金額，其金額設定在能夠涵蓋一天期貨價格變化的 99.7%，且在目前期貨交易所使用的風險標準計算 (SPAN) 方法下，對當天的期貨價格變化更可精準的估算最大損失額，因此結算保證金應足以涵蓋對違約結算會員砍倉後當日最大的損失額。根據資料顯示，結算會員繳存於期交所的結算保證金溢繳約為 50%，若開放有價證券抵繳保證金後，假設當有價證券抵繳比率亦達 50% 時，若維持目前的溢繳情況，應尚有 100% 的現金形式結算保證金，其中 50% 為超額結算保證金，是否期交所在結算會員不履行結算交割義務時所逕行的財務防衛的第一步驟需急於動用到『有價證券』，似乎是值得商榷與討論的，此部分尚須期交所對違約處理程序中，對有關保證金以有價證券繳存時的動用原則作完整的規劃，以釐清問題。

比較國外保證金繳存方式皆為非預繳制度，這些保證金非預繳制度國家實施有價證券可抵繳保證金就是類如我國對保證金實施是預繳制一樣，原因在有價證券抵繳保證金時，期貨交易人通常會預先繳存有價證券，且繳存價值亦會高於應繳存金額，且開放有價證券抵繳保證金可降低期貨交易人的流動性風險。因此預估開放有價證券抵繳保證金後，除了實際抵繳之價值會高於應繳存之保證金價值外，根據國外實施有價證券抵繳保證金的實際抵繳比率不高，預估有價證券抵繳期貨保證金在台灣實施後，期交所面臨需逕行處置有價證券的機率將會非常小。

參考新加坡交易所對來自結算會員的客戶違約處理程序的作法，當結算公司會員未能履行其結算義務時，若係客戶違約而使結算公司會員未能履行其債務，SGX-DC 將採取下列步驟：

- (1). 將所有未涉及違約的客戶部位和資金轉移至另一個結算公司會員名下。

- (2).控制或了結違約客戶及該結算會員的所有自有帳戶。
- (3).動用違約結算公司會員存放在 SGX-DC 的保證金以履行義務。
- (4).動用交易所持有的違約結算公司會員的安全保證金和信用狀。
- (5).交易所依法扣留該會員的所有其他資產和證券。

由於 SGX 對結算會員收取之結算保證金是採以總戶管理，與台灣期貨交易所對結算保證金的管理方式有所不同，因此對違約處理的程序亦與台灣的作法是不相同的。

其次，期貨商端對客戶違約處理方式，在有價證券抵繳作業開放後，期貨商需對有價證券的處理方式訂定處理原則與相關之程序，而期貨商對客戶是採以分戶管理，不會有發生處置之保證金會遭挪用的問題。

## 六、非現金擔保品抵繳保證金產生之相關損失與費用

### (1) 有價證券抵繳保證金對整體期貨商利息收入的評估

目前期交所規劃有價證券只能抵繳期貨商繳存之結算保證金，且最高抵繳比率為 50%，根據現行期交所對結算保證金未支息情況下，若期貨交易人以有價證券抵繳保證金達 50%，根據現行支息情況是不會影響期貨商的利息收入。然而實施有價證券抵繳保證金下，期貨商似乎是無法拒絕期貨交易人以有價證券繳存超額保證金，因此預期期貨商利息收入將因有價證券抵繳保證金的實施而減少。根據表 6.15 顯示，2007 年度期貨交易人繳存之保證金占原始保證金平均有 3.52 倍，亦即應繳存的原始保證金若為 100 元，期貨交易人會繳存 352 元，超額部分分別以超額結算保證金與超額原始保證金形式存於期交所與期貨商。根據結算會員繳存結算保證金會有預存 5 成的習性，我們依照台灣期交所保證金結構比來推算存於期貨商端的超額保證金，2007 年度每月平均有高達新台幣 523 億元，占期貨交易人繳存保證金平均達 64.97%，亦即期貨交易人繳存之交易保證金每 100 元中，非必要性的保證金有 64.97 元，此 64.97 元皆為期貨商可利用定存賺取利息的主要收入來源。

表 7.15、2007 年度全市場保證金繳存情況

單位：新台幣億元

| 年/月    | 結算保證金(1)<br>(期交所) | 全市場保證金<br>(2) | 結算保證金 <sup>註</sup><br>(3)=<br>(1)/1.5 | 預估維持保證金(4)=<br>(3)×1.15 | 預估原始保證金(5)=<br>(3)×1.5 | 客戶溢繳倍數<br>(2)/(5) | 存於期貨商端<br>保證金<br>(6)=<br>(2)-(1) | 預估變動保證金(7)=<br>(3)×0.35 | 預估期貨商可<br>定存金額(8)=<br>(6)-(7) | 期貨商可<br>定存金額<br>占客戶繳<br>存%<br>(8)/(2) |
|--------|-------------------|---------------|---------------------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------|----------------------------------|-------------------------|-------------------------------|---------------------------------------|
| 200701 | 217.86            | 669.84        | 145.24                                | 167.03                  | 217.86                 | 3.07              | 451.98                           | 50.84                   | 401.14                        | 59.89%                                |
| 200702 | 186.20            | 669.51        | 124.13                                | 142.76                  | 186.20                 | 3.60              | 483.31                           | 43.45                   | 439.86                        | 65.70%                                |
| 200703 | 183.81            | 702.59        | 122.54                                | 140.92                  | 183.81                 | 3.82              | 518.78                           | 42.89                   | 475.89                        | 67.73%                                |
| 200704 | 188.86            | 704.08        | 125.91                                | 144.79                  | 188.86                 | 3.73              | 515.22                           | 44.07                   | 471.15                        | 66.92%                                |
| 200705 | 199.45            | 701.20        | 132.97                                | 152.91                  | 199.45                 | 3.52              | 501.75                           | 46.54                   | 455.21                        | 64.92%                                |
| 200706 | 246.76            | 767.16        | 164.51                                | 189.18                  | 246.76                 | 3.11              | 520.40                           | 57.58                   | 462.82                        | 60.33%                                |
| 200707 | 345.80            | 927.00        | 230.53                                | 265.11                  | 345.80                 | 2.68              | 581.20                           | 80.69                   | 500.51                        | 53.99%                                |
| 200708 | 322.69            | 905.06        | 215.13                                | 247.39                  | 322.69                 | 2.80              | 582.38                           | 75.29                   | 507.09                        | 56.03%                                |
| 200709 | 255.05            | 896.43        | 170.03                                | 195.54                  | 255.05                 | 3.51              | 641.38                           | 59.51                   | 581.86                        | 64.91%                                |
| 200710 | 227.14            | 906.53        | 151.43                                | 174.14                  | 227.14                 | 3.99              | 679.39                           | 53.00                   | 626.39                        | 69.10%                                |
| 200711 | 202.36            | 928.20        | 134.91                                | 155.14                  | 202.36                 | 4.59              | 725.85                           | 47.22                   | 678.63                        | 73.11%                                |
| 200712 | 171.79            | 896.14        | 114.53                                | 131.70                  | 171.79                 | 5.22              | 724.35                           | 40.08                   | 684.27                        | 76.36%                                |
| 平均     | 228.98            | 806.15        | 152.65                                | 175.55                  | 228.98                 | 3.52              | 577.16                           | 53.43                   | 523.74                        | 64.97%                                |

資料來源：本研究計算

註：1.5 為期貨商慣常上繳結算保證金會多存 50%估計

由於有價證券抵繳保證金對期貨商影響層面在超額原始保證金部分，進一步我們參考三家期貨商定存金額占保證金平均比率<sup>54</sup>約為 70%，推算期貨商端超額保證金以定存形式表現後，來觀察期貨交易人以有價證券抵繳超額保證金所影響的期貨商利息收入。同時觀察有價證券抵繳保證金對期貨交易量造成的變化影響，以推估有價證券抵繳保證金後，整體期貨商保證金利息收入的變化情況。

從表 7.15 之 2007 年平均整體期貨商可定存之金額為新台幣 523.74 億元，參考 2007 年台灣期貨經紀商每月平均買賣成交量為 859 萬口，單邊每月平均則為 429 萬口。進一步我們可得期貨交易人每買入一口契約可創造期貨商定存金

<sup>54</sup> 我們以國內三家期貨商保證金定存金額占客戶保證金帳戶金額百分比推算。期中三家比率分別為 57%、95%與 83%，平均值為 79%，再以 9 折計算，為 70%。

額，2007 年平均為每口新台幣 13104 元<sup>55</sup>，以七成估計實際定存金額則為新台幣 9173 元。據此估計之數據，我們期望來觀察有價證券抵繳保證金後，期貨商持有期貨交易人『超額原始保證金』所產生之利差收入變化情況。

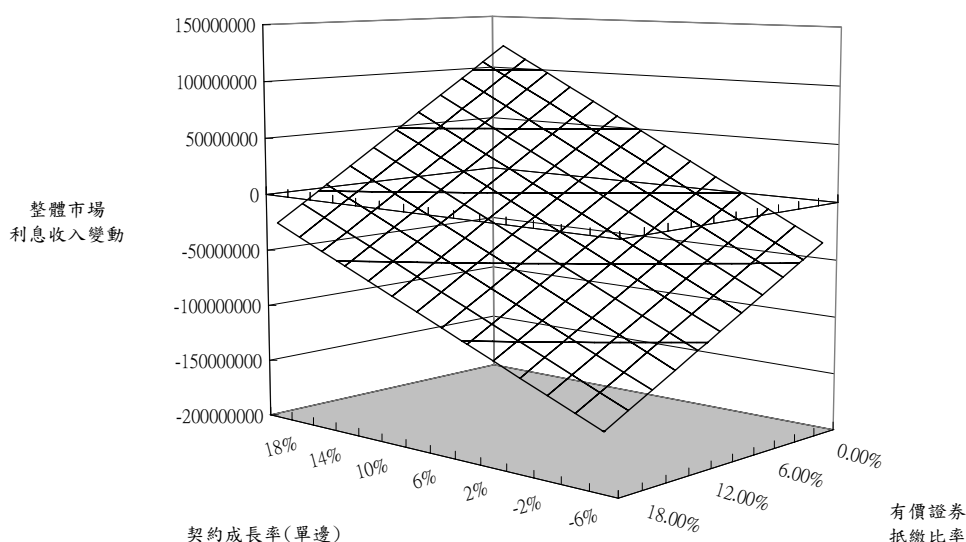


圖 7.5、整體期貨商利息收入影響圖

圖 7.5 為有價證券抵繳比率與交易契約成長率變化情況對整體市場利息收入的影響，從圖形中我們可清楚發現有價證券抵繳比率在 2%至 20%時，利息收入的變化情況約有 7 成皆處在負的空間。需有正的利息空間時，都必需要有期貨交易量的成長來配合，否則期貨商的利息收入在有價證券抵繳後都將是減少的。

參考表 7.16 之數據呈現情況，當期貨交易人以有價證券抵繳超額原始保證金每增加 2%，需要期貨交易量增加超過 2%，有價證券抵繳保證金的實施對期貨商的才有正的淨利息收入。若再考慮辦理有價證券抵繳保證金作業的成本，實施有價證券抵繳保證金所產生的『邊際成本』將高於實施所貢獻的『邊際收入』。若假設期貨交易量維持 2007 年水準，參考新加坡期貨商接受有價證券抵繳的比率約 10%<sup>56</sup>，台灣開放有價證券抵繳保證金後，整體期貨商端預期將短少 0.607

<sup>55</sup> 為 2007 年每月取平均值而得。

<sup>56</sup> 新加坡期貨商之抵繳率為客戶繳存所有保證金的比率，台灣期貨交易所訂定之 50%則為結算保證金的抵繳率，若以原始保證金來觀察抵繳率則為 33%。然而台灣期貨交易人繳存之保證金 2007 年為原始保證金的 3.52 倍來觀察，台灣期貨交易所訂定之抵繳比率 50%，在客戶來觀察則不到 10%，約為 9.37%。

億元的利差收入，若再加上抵繳作業之相關處理成本，整體期貨市場為了降低投資人的流動性風險<sup>57</sup>，讓現行期貨商或交易所預期將投入更高的成本，不符合經濟規模效益。

表 7.16、有價證券抵繳『超額原始保證金』對整體期貨商利息收入之影響

單位：新台幣千萬元

| 比率      |     | 有價證券抵繳比率     |              |              |              |              |              |              |              |              |               |               |
|---------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
|         |     | 0%           | 2%           | 4%           | 6%           | 8%           | 10%          | 12%          | 14%          | 16%          | 18%           | 20%           |
| 期貨契約成長率 | -6% | -3.64        | -4.78        | -5.92        | -7.07        | -8.21        | -9.35        | -10.49       | -11.63       | -12.77       | -13.91        | -15.05        |
|         | -4% | -2.43        | -3.59        | -4.76        | -5.92        | -7.09        | -8.25        | -9.42        | -10.59       | -11.75       | -12.92        | -14.08        |
|         | -2% | <b>-1.21</b> | -2.40        | -3.59        | -4.78        | -5.97        | -7.16        | -8.35        | -9.54        | -10.73       | -11.92        | -13.11        |
|         | 0%  | 0.00         | <b>-1.21</b> | <b>-2.43</b> | <b>-3.64</b> | <b>-4.86</b> | <b>-6.07</b> | <b>-7.28</b> | <b>-8.50</b> | <b>-9.71</b> | <b>-10.93</b> | <b>-12.14</b> |
|         | 2%  | 1.21         | <b>-0.02</b> | -1.26        | -2.50        | -3.74        | -4.98        | -6.22        | -7.45        | -8.69        | -9.93         | -11.17        |
|         | 4%  | 2.43         | 1.17         | <b>-0.10</b> | -1.36        | -2.62        | -3.88        | -5.15        | -6.41        | -7.67        | -8.93         | -10.20        |
|         | 6%  | 3.64         | 2.36         | 1.07         | <b>-0.22</b> | -1.51        | -2.79        | -4.08        | -5.37        | -6.65        | -7.94         | -9.23         |
|         | 8%  | 4.86         | 3.54         | 2.23         | 0.92         | <b>-0.39</b> | -1.70        | -3.01        | -4.32        | -5.63        | -6.94         | -8.25         |
|         | 10% | 6.07         | 4.73         | 3.40         | 2.06         | 0.73         | <b>-0.61</b> | -1.94        | -3.28        | -4.61        | -5.95         | -7.28         |
|         | 12% | 7.28         | 5.92         | 4.56         | 3.20         | 1.85         | 0.49         | <b>-0.87</b> | -2.23        | -3.59        | -4.95         | -6.31         |
|         | 14% | 8.50         | 7.11         | 5.73         | 4.35         | 2.96         | 1.58         | 0.19         | -1.19        | -2.57        | -3.96         | -5.34         |
|         | 16% | 9.71         | 8.30         | 6.90         | 5.49         | 4.08         | 2.67         | 1.26         | <b>-0.15</b> | -1.55        | -2.96         | -4.37         |
|         | 18% | 10.93        | 9.49         | 8.06         | 6.63         | 5.20         | 3.76         | 2.33         | 0.90         | <b>-0.53</b> | -1.97         | -3.40         |
|         | 20% | 12.14        | 10.68        | 9.23         | 7.77         | 6.31         | 4.86         | 3.40         | 1.94         | 0.49         | <b>-0.97</b>  | -2.43         |

資料來源：本計畫估計

2007 年整體期貨商利息收入為新台幣 18.42 億元，扣除自有資本利息收入後之淨利息收入為新台幣 10.76 億元，當實施有價證券抵繳保證金後之抵繳比率為達 19.37%，亦即以有價證券抵繳超額原始保證金有 10%時，若交易量與利差維持 2007 年平均水準下，整體期貨商利息損失新台幣 0.607 億元，占整體市場利息收入 3.29%，若以淨利息收入比較，占整體淨利息的 5.64%。期貨商未獲得市場開放價證券抵繳之利益，反而保證金利息收入預期將短少。

## (2) 相關費用問題

<sup>57</sup> 流動性風險在第四章已有描述。

有價證券抵繳過程複雜，相關處理程序與對有價證券的保管與管理，期交所目前亦規劃辦理抵繳作業時的相關費用問題。參考新加坡交易所對有價證券抵繳保證金的收費，主要有分為收費與免費部分。由於新加坡交易所對信用狀與銀行保證函不收取任何費用，然而根據台灣期貨交易所規劃可抵繳的有價證券形式，抵繳過程勢必衍生相關的行政費用。由於繳存結算保證金主體在期貨商，有價證券抵繳結算保證金的相關費用將由期貨商代墊，期貨商勢必將費用轉嫁給期貨交易人。

在新加坡，期貨交易人以非現金擔保品抵繳時，若該擔保品的原始幣別與交易期貨幣別不一致時，皆一致性的收取利息費用<sup>58</sup>。實務上，新加坡期貨交易人繳存保證金時皆多會被徵收到利息費用，此因新加坡交易所發行之商品只有一種為新幣計價，如此期貨商對於有價證券抵繳者，更可獲得一筆額外之利息收入。由於台灣期交所發行之商品只有一種商品為美元計價，其餘皆為本國幣計價，有價證券抵繳後，要仿效新加坡對抵繳商品幣別不一致情況來收取利息費用，只有一種國際債券而已。

其次，新加坡保證金管理是採兩層管理方式，亦即期貨交易人繳存之非現金擔保品與結算會員繳存之結算保證金形式是可以不相同的，因此新加坡期貨商可針對這兩層中所繳存類型不同者，對期貨交易人收取利息費用。然而台灣期貨交易所規劃之有價證券抵繳作業相同於目前現金繳存過程，亦即期貨交易人繳存之保證金在期貨商與期交所皆要一致始可接受，且期貨商繳存結算保證金來源亦必須為客戶保證金帳戶，因此台灣期貨商繳存結算保證金與收自期貨交易人的交易保證金必須相同，如此期貨商是無法比照新加坡對期貨交易人收取利息費用。

由上述可瞭解，新加坡期貨商對期貨交易人繳存保證金時，多可收取到高額的利息費用，此為建立在新加坡期貨交易制度與台灣的不同。在現行的制度下，非現金擔保品抵繳保證金是新加坡期貨商的利息收入來源，對台灣的期貨商而言預期將無法謀其利，反而受其害，此將是台灣期貨市場主管機關需正視的問題。

在短期無法變更期貨交易制度下，建議期貨商可先在客戶端規範何種抵繳

---

<sup>58</sup> 參考第五章的說明。

比率之相關費用，例如抵繳結算保證金為免收費，抵繳超額保證金則收取相關的保管費，亦即類似投資型基金的保管費用，每年以百分比計收，若以每年 1%計收，預期可涵蓋目前 7 成期貨商超額原始保證金的利差收入。變動保證金部分，各國皆採現金計收，對現行期貨商利息收入不構成影響。其次，就是主管機關應開放期貨商可經營其他業務，以彌補有價證券抵繳作業帶來的收入減少缺口。

長期下，建議期貨商與期交所應對台灣期貨市場交易機制與國外部相同之處加以討論，例如保證金的預繳制與結算會員保證金的總戶亦或分戶管理問題，期與國際期貨市場同步接軌，以讓台灣的期貨商具有國際競爭能力。

## 貳、開放期貨商業務範圍之相關配套

有鑑於有價證券抵繳作業對期貨商帶來利息減少的衝擊，再加上期貨經紀商經紀業務收入逐年遞減的趨勢，期貨商的業務限制，似乎亦同時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，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。

### 一、期貨商可經營之業務種類

#### (1) 兼營證券業

已開放。

#### (2) 兼營外匯保證金交易

需中央銀行同意，較為困難。

#### (3) 財富管理業務

所謂的財富管理業務，係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。而高淨值客戶之條件，則由機構自行依據經營策略訂定之。惟金融機構對高淨值客戶及非高淨值客戶可得於規劃或銷售金融商品之範圍中明確訂定。

台灣目前以經營此項業務以銀行為主，而若銀行辦理財富管理業務，涉及外匯業務之經營者，亦應經中央銀行同意。

准此規定，期貨商要經營財富管理及投資業務，似乎得先將調整資本額與銀行接近，且亦得經金管會等相關機關的修法與同意。

(4) 承作店頭市場交易

(5) 全權委託投資業務

金管會已於 2008 年 3 月 26 日表示，將透過修法，使期貨業者也能兼營全權委託投資業務，且為提高事業資金運用效率，並調降經營全權委託業務應提存的營業保證金規模，由最高的新台幣 5000 萬元，降低至 2500 萬元，以提高資金運用效率。此外，債券附買回交易為具流動性的貨幣市場工具，因此亦將納入委託投資的閒置資金運用範圍，並增訂短期票券、附買回交易對象，應符合一定信用評等標準。目前金管會已開放証券業、投信投顧業及信託業等可兼營全權委託投資業務，尚未對期貨業者開放。預期金管會修法後，期貨商應可兼營全權委託投資業務。其次，對於小額交易人全權委託投資金額亦應同步放寬，以讓期貨經理事業能吸納小額交易人全權委託投資。

## 二、相關之配套措施

此部分在本章節第一小節中亦多有論及，主要業務開放之相關配套有三項：

(1) 資本額

(2) 人才

(3) 設備

## 第八章 結論

本研究計畫蒐集美國、新加坡、香港與日本四個代表性國家之期貨交易市場資料，透過觀察這些國家對以非現金擔保品抵繳期貨交易保證金的處理方式與期貨商的業務範圍，以比較這些國家的期貨交易機制、保證金管理與期貨商營業範圍。並透過參訪新加坡期貨商，以分析與台灣互為競爭對手的新加坡期貨市場與台灣期貨市場的相異處。

根據本研究對國外結算所整理的資料顯示，幾乎所有國家的期貨保證金皆可接受非現金擔保品，惟變動保證金皆僅准予以現金繳存。擔保品型式以外幣、政府債券、信用狀、銀行保證函及股票等五種最為常見，其中更以信用狀與銀行保證函較為被使用，與目前台灣期貨交易所規劃中的非現金擔保品大相逕庭，此主要導因於此兩種金融工具在台灣是否被認定為有價證券有關。因此若參考國外對有價證券採以廣義內涵的處理方式，相信在台灣只要克服在抵繳這些擔保品的處理技術問題，相對於其他擔保品，信用狀與銀行保證函是有較高的資金運用效能。

台灣與國外在保證金的管理方面最大不同處有兩點，一為結算保證金專戶的總戶或分戶的管理，二為結算保證金的利息支付。對於保證金的管理，國外對結算保證金專戶皆是採以總戶管理制度，與台灣期交所對有價證券抵繳保證金實施後對結算保證金採分戶管理概念是不相同的。根據本文對期交法第 50 條之說明與該法的明列，台灣期貨交易的相關法規在期貨保證金的繳付制度上應屬授權形式，自屬業界自律規範，期貨保證金繳存之相關規定，期交所亦應適當授權給期貨商。相對於有價證券抵繳保證金對參與者可提升資金的使用效能，結算保證金採總戶管理對資金的運用效能將是更能提高。

對於有價證券抵繳期貨保證金的實施是否對市場亦或市場參與者產生影響，我們採以從期貨商的經營風險角度來觀察。由於有價證券抵繳保證金制度可以在交易人現金不足時，以約當現金等值商品補足保證金，以降低交易人的籌資壓力，因此對期貨商的流動性風險是有降低的效果。其次，為了降低期貨交易的信用風險，對於國外保證金繳存制度皆非為預繳制度情況，就繳存的結果來看，有價證券抵繳保證金的實施即是一種保證金的預繳，由於台灣期貨市場對交易人

交易期貨採保證金預繳制度，因此以有價證券抵繳保證金來降低信用風險是無法達成。其次，國內期貨交易雖有預收保證金與逐日洗價制度，然而在有價證券可抵繳保證金時，倘若客戶不履行追繳保證金義務時，期貨商得先對客戶繳存之非現金擔保品逕行拍賣以取得現金保證金後，再進行持倉部位的砍倉動作，如此期貨商的信用風險將因客戶以有價證券抵繳保證金而擴大。對於保證金追繳，各國都要求不能以有價證券抵繳變動保證金，否則保證金追繳的時效會因有價證券的評價會有延誤情況，期貨商信用風險將進一步擴大。

為了評估有價證券抵繳作業的實施，我們以事件研究方法來觀察 2004 年 10 月 18 日實施個股買權賣方交易人以標的證券繳交保證金制度前後對市場的變化情況，以提供未來期交所全面實施有價證券抵繳保證金的參考依據。我們發現，開放個股選擇權抵繳作業後，在交易口數與抵繳情況皆是為上升的，顯示對整體交易個股選擇權的期貨交易人是可釋出部分現金保證金。然而有價證券抵繳對這些有價證券是否產生影響，實證顯示，抵繳後之標的證券的波動性上升比率高於流動性下降比率，隱含抵繳後的波動性高於抵繳前，流動性則是為下降。然而並非每檔個股選擇權皆是如此，因此建議期交所可考慮以個股選擇權先行試辦全面有價證券抵繳保證金措施。

根據期交所 2006 年對期貨商所進行的問卷調查結果顯示，似乎全體期貨商對期交所有價證券抵繳保證金皆持正面看法。然而根據當時的報導指出，一些接獲期交所問卷的相關業者對問卷的內容與方式是有所質疑。據此，為了再次瞭解期貨商對期交所欲開放有價證券抵繳期貨交易保證金的看法與態度，我們採以直接性的問卷方式來觀察。根據問卷結果顯示，對於期交所研擬開放有價證券抵繳保證金的措施都持正面看法，然而這些正面看法都必需要有相關配套措施，這些配套措施主要為期貨商的業務國際化。對於影響層面，期貨商接一致性的表示，保證金利息收入預期將會減少。在有價證券抵繳保證金的比率上，投資者皆看好未來開放後的抵繳情況，反而期貨商是持不確定看法，兩者看法大相逕庭。然而雖然投資者看好抵繳比率，對於未來會以有價證券抵繳保證金的比率卻未超過 5 成。未來倘若開放有價證券抵繳，有超過 4 成交易人還是會採以現金繳存，其餘繳存之型式則與期交所規劃之商品相同。

比較新加坡期貨市場在期貨交易制度、保證金管理與期貨商的業務範圍，

主要不同有下列幾點：1) 新加坡交易所對結算保證金專戶採以總戶管理制度；2) 為新加坡交易所對期貨商繳存之全額結算保證金皆有給付加權平均有效定存利率，由於利率高又便於管理，新加坡期貨商亦樂於以現金繳存；3) 為新加坡交易所的期貨商品計價幣別只有一種為新幣計定價，使得期貨商對交易人皆可收取一筆可觀的利息收入；4) 新加坡交易所對結算會員保證金管理非為預繳制，期貨商資金運用效能較高；5) 在新加坡取的資本服務執照的期貨商，即可執業外匯保證金交易，為新加坡期貨商主要業務收入來源。而在有價證券抵繳保證金的實施細節上，與台灣期交所規劃中的有價證券不同處主要在於有價證券的型式，雖然新加坡交易所規定有多種的有價證券，然而實務上以信用狀與銀行保證函最廣為被交易者所使用，然而這兩種可抵繳的金融工具卻未在期交所規劃的有價證券中。

觀察國外期貨商的發展歷程，國外期貨公司皆經歷了從業務單一邁向多元化的過程。目前國外期貨公司的業務結構多包括期貨經紀、自營、結算、財富管理、現貨與資本市場仲介服務與投資銀行業務。以經紀業務為主要收入來源的傳統仲介機構業務受到極大威脅，期貨公司間競爭加劇，迫使這些期貨公司推出創新金融服務與產品來開拓收益管道，以調整公司收益結構，期貨公司開始更加明顯地向規模化和效率化方向發展。

國外期貨公司之所以能提供差異化服務，正是因為具有較為廣泛的經營範圍並且經營具規模化。在這種多元化、差異化的經營模式下，國際綜合期貨公司的收入來源就比較豐富，主要可以分為保證金收入、結算收入、利息收入、自營業務收入、投資諮詢服務收入等等。

觀察現行國外期貨商發展的趨勢，我們透過信貸危機對期貨業的影響、加強期貨業風險管理、期貨與證券監管的一致性、期貨業全球區域與業務的整合與期交所和期貨經紀商間的微妙關係變化等五點的討論，整合未來期貨商發展之趨勢，以提供台灣期貨商參考。

目前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，觀察台灣整體期貨商 2003 年 1 月份平均每口經紀手續費收入達新台幣 337 元，2007 年 12 月卻只有新台幣 80 元，與先進國家期貨商的情況相似，然而國外期貨商業務收入來源則不同於台灣期貨商，因此保證金利息收入相形之下對

台灣期貨商就相當重要。倘若開放有價證券來抵繳保證金，雖然目前台灣期交所對結算保證金不支息，抵繳比率雖以結算保證金為限制，然而卻無法拒絕期貨交易人以有價證券抵繳超額原始保證金，而此超額原始保證金卻是現行期貨商賴以定存的利息收入來源。

參考新加坡交易所支付現金型式之全額結算保證金利息方式，以 2007 年台灣整體市場結算保證金平均有新台幣 229 億元水準來估計，平均超額結算保證金則約有新台幣 76 億元，根據台灣銀行 2007 年底大額一個月定存利率來估計，2007 年台灣期交所應支付期貨商的利息，除了現行已支付的超額結算保證金利息外，加計手續費用，期交所應付整體期貨商利息約為新台幣 3.17 億元。倘若有價證券抵繳後之抵繳比率達規定上限的 50%，期交所應付期貨商的利息支出亦達新台幣 2.03 億元。若單以超額結算保證金來估計，亦有新台幣 0.89 億元的應付利息。在期貨商應付利息部分，以證券戶存款利息計算，在扣除手續費後則為新台幣 0.72 億元之應計利息。採新加坡期貨市場作法來評估，期貨商來自於期交所利息收入將增加新台幣 3.17 億元，支付利息給期貨交易人則有新台幣 0.39 億元，淨利息收入將有新台幣 2.78 億元。因此，倘若期交所參考新加坡對結算保證金所產生利息的作法，支付定存利息予期貨商，期貨商亦支付利息予期貨交易人，對期貨商的利息將有正的利差貢獻。

根據期交所所規劃最高 50% 之抵繳比率來估計，依 2007 年保證金繳存情況估計，客戶繳存之有價證券實際抵繳比率應不到 10%。然而台灣期貨商品主要為本國幣計價，預估以有價證券抵繳保證金將預期高於此數據，因此現行以現金型式繳存之超額原始保證金將會受到影響。據此，我們採以 2007 年期貨商可定存之保證金水準、期貨經紀商成交口數與利率水準，模擬有價證券抵繳保證金後，觀察抵繳比率與契約成長率的變化對利差收入的影響。模擬結果顯示，開放有價證券後的邊際成本將會高於成長率上升帶來的邊際收入，不符合經濟效率。2007 年整體期貨商利息收入為新台幣 18.42 億元，淨利息收入為新台幣 10.76 億元，當有價證券開放後，若客戶抵繳比率超過結算保證金可接受之最大 50% 額度後，若交易量與利差皆維持在 2007 年的平均水準下，抵繳原始超額保證金達 10% 時，預估整體期貨商利息損失達新台幣 0.607 億元，占整體市場利息收入 3.29%，若以淨利息收入比較，占整體淨利息的 5.64%。期貨商未獲市場開放價證券抵繳

之利益，反而保證金利息收入預期將短少。然而上述預估短少的利差收入皆未計入有價證券抵繳作業所帶來的相關處理成本，因此預估利差損失將會更大。

倘若有價證券抵繳保證金的配套措施是期貨商業務國際化，相對於業務範圍較廣的銀行，依目前規範的期貨商資本額似乎稍嫌不足，原因在於公司的資本額乃為投資人的最後依靠，資本額大者，通常可帶來經紀規模。

而在期貨商可經營業務量的限制方面，依現行法規即有相當妥善的規定，此項規定主要透過期貨商的兩項指標，一為業主權益欲最低實收資本額比率，二為調整後淨資本額佔期貨交易人未沖銷部位所需之客戶保證金總額比率。據此，期貨商業務國際化後，在現行我國對期貨商淨資本額採風險基礎要求之規範下，未來期貨經紀商業務量增加所帶來的信用風險增量，伴隨著將是期貨商的淨資本額必須提高，以維持期貨商資本額與期貨交易人持倉部位風險間的關係。

## 參考文獻

### 中文部份

1. 證券暨期貨法令判解查詢系統。
2. 江穗美，2005，股票選擇權買權賣方交易人以標的證券繳交保證金制度之規劃及實施成效，證券暨期貨月刊，第二十三卷第四期

### 英文部分

#### 一、一般文獻

1. Andersen, T.G., and T. Bollerslev, 1998, "Answering the Skeptics: Yes, Standard Volatility Models do Provide Accurate Forecasts," *International Economic Review* 39, 885–905.
2. Bauwens, L., and P. Giot, 2001, *Econometric Modelling of Stock Market Intraday Activity*, Kluwer Academic Publishers
3. Bauwens, L., and P. Giot, 2003, "Asymmetric ACD Model: Introducing Price Information in the ACD Model," *Empirical Economics* 28, 1–23.
4. Bisi`ere, C., and T. Kamionka, 2000, "Timing of Orders, Orders Aggressiveness and the Order Book at the Paris Bourse," *Annales d'Economie et de Statistique* 60, 43–72.
5. Engle, R.F., and J. Russell, 1998, "Autoregressive Conditional Duration: A New Model for Irregularly Spaced Transaction Data," *Econometrica* 66, 1127–1162.
6. FIA, (2008), *Annual Volume Survey*
7. *Futures*, (2008)
8. Giot, P., and S. Laurent, 2004, "Modeling Daily Value-at-Risk Using Realized Volatility and ARCH Type Models," *Journal of Empirical Finance* 11, 379–398.

#### 二、國外法規

1. 美國《證券交易法》(SEC rule)
2. 美國《期貨交易法》(Futures Trading Act)
3. 美國商品期貨交易管理委員會 (CFTC) 《管理規則》
4. 美國商品期貨交易管理委員會 (CFTC) 與證券管理委員會 (SEC)的《有關證券期貨客戶保證金規則》(Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures)
5. 美國商品期貨委員會 (CFTC) 《商品交易規則》(CFTC Rules)

6. 美國《期貨交易現代化法》(Commodity Futures Modernization Act of 2000)
7. 美國期貨公會 (National Futures Association, NFA)《期貨業自律規章》
8. 美國交易所《會員自律規章》
9. 新加坡《證券及期貨法》(Security and Futures Act, SFA)
10. 香港《證券及期貨條例》

#### 網頁部份

1. 芝加哥商品交易所, <http://www.cme.com/>
2. 美國保管信託與結算公司, <http://www.dtcc.com/>
3. 紐約商品交易所, <http://www.nymex.com/>
4. 選擇權結算公司, <http://www.optionsclearing.com/>
5. 美國商品期貨交易管理委員會, <http://www.cftc.gov/>
6. 香港交易所, [http://www.hkex.com.hk/index\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/index_c.htm)
7. 日本證券結算公司, <http://www.jscc.co.jp/english/index.html>
8. 日本大阪證交所, <http://www.ose.or.jp/e/>
9. 東京金融交易中心, <http://www.tfx.co.jp/>
10. 新加坡交易所, <http://www.sgx.com.sg/>
11. 期貨雜誌, <http://www.futuresmag.com/>

## 附錄一 2006 與 2007 年全球期貨與選擇權交易量排名

### The Top Derivatives Exchanges Worldwide

Ranked by 2007 Futures and Options Volume\*

| Rank | Exchange                                          | 2007          | 2006          | %<br>Change |
|------|---------------------------------------------------|---------------|---------------|-------------|
| 1    | CME Group                                         | 2,804,998,291 | 2,209,148,447 | 26.97%      |
| 2    | Korea Exchange                                    | 2,709,140,423 | 2,474,593,261 | 9.48%       |
| 3    | Eurex                                             | 1,899,861,926 | 1,526,751,902 | 24.44%      |
| 4    | Liffe                                             | 949,025,452   | 730,303,126   | 29.95%      |
| 5    | Chicago Board Options Exchange                    | 945,608,219   | 675,213,772   | 40.05%      |
| 6    | International Securities Exchange                 | 804,347,677   | 591,961,518   | 35.88%      |
| 7    | Bolsa de Mercadorias & Futuros                    | 426,363,492   | 283,570,241   | 50.36%      |
| 8    | Philadelphia Stock Exchange                       | 407,972,525   | 273,093,003   | 49.39%      |
| 9    | National Stock Exchange of India                  | 379,874,850   | 194,488,403   | 95.32%      |
| 10   | Bolsa de Valores de São Paulo                     | 367,690,283   | 287,518,574   | 27.88%      |
| 11   | New York Mercantile Exchange                      | 353,385,412   | 276,152,326   | 27.97%      |
| 12   | NYSE Arca Options                                 | 335,838,547   | 196,586,356   | 70.84%      |
| 13   | JSE (South Africa)                                | 329,642,403   | 105,047,524   | 213.80%     |
| 14   | American Stock Exchange                           | 240,383,466   | 197,045,745   | 21.99%      |
| 15   | Mexican Derivatives Exchange                      | 228,972,029   | 275,217,670   | -16.80%     |
| 16   | IntercontinentalExchange                          | 195,706,040   | 140,284,755   | 39.51%      |
| 17   | Dalian Commodity Exchange                         | 185,614,913   | 120,349,998   | 54.23%      |
| 18   | OMX Group                                         | 142,510,375   | 123,167,736   | 15.70%      |
| 19   | Boston Options Exchange                           | 129,797,339   | 94,390,602    | 37.51%      |
| 20   | Australian Securities Exchange                    | 116,090,973   | 100,572,434   | 15.43%      |
| 21   | Taiwan Futures Exchange                           | 115,150,624   | 114,603,379   | 0.48%       |
| 22   | Osaka Securities Exchange                         | 108,916,811   | 60,646,437    | 79.59%      |
| 23   | Tel-Aviv Stock Exchange                           | 104,371,763   | 83,047,982    | 25.68%      |
| 24   | Zhengzhou Commodity Exchange                      | 93,052,714    | 46,298,117    | 100.99%     |
| 25   | London Metal Exchange                             | 92,914,728    | 86,940,189    | 6.87%       |
| 26   | Hong Kong Exchanges & Clearing                    | 87,985,686    | 42,905,915    | 105.07%     |
| 27   | Shanghai Futures Exchange                         | 85,563,833    | 58,106,001    | 47.25%      |
| 28   | Multi Commodity Exchange of India                 | 68,945,925    | 45,635,538    | 51.08%      |
| 29   | Mercado Español de Opciones y Futuros Financieros | 51,859,591    | 46,973,675    | 10.40%      |
| 30   | Tokyo Commodity Exchange                          | 47,070,169    | 63,686,701    | -26.09%     |
| 31   | Singapore Exchange                                | 44,206,826    | 36,597,743    | 20.79%      |
| 32   | Bourse de Montreal                                | 42,742,210    | 40,540,837    | 5.43%       |
| 33   | Tokyo Financial Exchange                          | 42,613,726    | 35,485,461    | 20.09%      |
| 34   | Italian Derivatives Exchange                      | 37,124,922    | 31,606,263    | 17.46%      |
| 35   | National Commodity & Derivatives Exchange         | 34,947,872    | 53,266,249    | -34.39%     |
| 36   | Tokyo Stock Exchange                              | 33,093,785    | 29,227,556    | 13.23%      |
| 37   | Mercado a Termino de Rosario                      | 25,423,950    | 18,212,072    | 39.60%      |
| 38   | Turkish Derivatives Exchange                      | 24,867,033    | 6,848,087     | 263.12%     |
| 39   | Tokyo Grain Exchange                              | 19,674,883    | 19,144,010    | 2.77%       |
| 40   | Budapest Stock Exchange                           | 18,828,228    | 14,682,929    | 28.23%      |
| 41   | Oslo Stock Exchange                               | 13,967,847    | 13,156,960    | 6.16%       |
| 42   | Warsaw Stock Exchange                             | 9,341,958     | 6,714,205     | 39.14%      |
| 43   | OneChicago                                        | 8,105,963     | 7,922,465     | 2.32%       |
| 44   | Central Japan Commodity Exchange                  | 6,549,417     | 9,635,688     | -32.03%     |
| 45   | Malaysia Derivatives Exchange Berhad              | 6,202,686     | 4,161,024     | 49.07%      |
| 46   | Kansas City Board of Trade                        | 4,670,955     | 5,287,190     | -11.66%     |
| 47   | Minneapolis Grain Exchange                        | 1,826,807     | 1,655,034     | 10.38%      |

|    |                                   |           |           |         |
|----|-----------------------------------|-----------|-----------|---------|
| 48 | New Zealand Futures Exchange      | 1,651,038 | 1,826,027 | -9.58%  |
| 49 | Wiener Boerse                     | 1,316,895 | 1,311,543 | 0.41%   |
| 50 | Chicago Climate Exchange          | 283,758   | 28,924    | 881.05% |
| 51 | Dubai Mercantile Exchange         | 223,174   | N/A       | N/A     |
| 52 | Mercado a Termino de Buenos Aires | 177,564   | 147,145   | 20.67%  |
| 53 | Kansai Commodities Exchange       | 164,743   | 318,483   | -48.27% |
| 54 | US Futures Exchange               | 8,111     | 135,803   | -94.03% |

## 附錄二、美國『有關證券期貨客戶保證金規則』

### Rule: Customer Margin Rules Relating to Security Futures

## II. DISCUSSION OF THE FINAL RULES

### H. Satisfaction of Required Margin

Section 7(c)(2)(B)(iv) of the Exchange Act requires that the type, form and use of collateral for security futures products be and remain consistent with the requirements of Regulation T. To fulfill this statutory requirement, the Commissions proposed to permit security futures intermediaries to accept as margin for security futures any of the types of collateral permitted under Regulation T to satisfy a margin deficiency in a margin account. The Commissions also proposed to allow self-regulatory authorities to establish their own margin collateral requirements as long as those requirements were consistent with the requirements of Regulation T.

The Final Rules continue to limit the type, form, and use of collateral deposits that security futures intermediaries may accept to satisfy the required margin for security futures to those permitted under Regulation T. The Commissions are, however, permitting security futures intermediaries to include the net value of certain additional items -- specifically, long options and open trade equity -- in computing the equity in an account. Moreover, for purposes of determining whether the required margin in an account is satisfied, the final rules permit security futures intermediaries to compute equity in accordance with applicable self-regulatory authority rules, subject to certain adjustments to ensure consistency with Regulation T.<sup>205</sup>

#### 1. Type, Form and Use of Collateral

##### *a. Acceptable Collateral Deposits*

The Commissions proposed to permit security futures intermediaries to accept as margin for security futures a deposit of any combination of cash, margin securities as defined in Regulation T,<sup>206</sup> exempted securities as defined in Section 3(a)(12) of the Exchange Act, and other collateral permitted under Regulation T to satisfy a margin deficiency in the margin account.

The Commissions received four comments on this issue. One commenter supported the Commissions' proposal with respect to permissible collateral. The other three commenters suggested that the Commissions should permit security futures intermediaries to accept other forms of collateral in addition to those permitted by Regulation T.

Two of these commenters suggested that the type of collateral permitted should be determined based on the type of account. Under an account-specific approach, for security futures held in futures accounts, the types of permissible collateral would be determined by SRO rules; and for security futures held in securities accounts, the types of permissible collateral would be governed by Regulation T. The other commenter maintained that, unless the Commissions recognize other instruments that are commonly accepted as collateral within a futures account (e.g., letters of credit), the margin requirements would disadvantage the futures community and would make it unlikely that customers would carry security futures products in a futures account.

The Commissions have considered the commenters' views, and have adopted the provisions regarding acceptable collateral deposits substantially as proposed. In particular, the Commissions do not believe that it would be consistent with the requirements regarding type, form, and use of collateral under Regulation T to permit customers to satisfy the required margin for security futures in a futures account using letters of credit or other types of collateral not currently permitted under Regulation T. Any types of collateral the Federal Reserve Board may subsequently permit in a Regulation T margin account, however, may also be used to satisfy the required margin for security futures under the Final Rules.

*b. Use of Money Market Mutual Funds*

The definition of "margin security" under Regulation T includes, among other securities, money market mutual funds. A number of futures exchanges currently accept money market mutual fund shares as performance bond deposits for futures and options on futures, subject to certain conditions imposed under CFTC Rule 1.25. Regulation T also permits creditors to extend good faith loan value to shares in money market mutual funds and other mutual funds carried in a securities account, although the limitations on extensions of credit in connection with new issues of securities under Section 11(d)(1) of the Exchange Act have limited the practicability of their use.

The Final Rules permit the use of money market mutual fund shares to satisfy the required margin for security futures and related positions carried in a securities account or futures account, subject to certain conditions. These conditions are intended to facilitate a security futures intermediary's hypothecation or liquidation of money market mutual fund shares deposited as margin for security futures, as necessary to meet a customer's clearing obligations.

Specifically, a security futures intermediary may accept money market mutual fund shares as margin if the following conditions are met (e.g., under the rules of a self-regulatory authority or pursuant to a three-way agreement among the security futures intermediary, the customer, and the money market mutual fund or its transfer agent):

- (1) The customer waives any right to redeem the fund shares without the consent of the security futures intermediary and instructs the fund or its transfer agent accordingly;
- (2) The security futures intermediary (or clearing agency or derivatives clearing organization with which the security is deposited as margin) obtains the right to redeem the shares in cash, promptly upon request; and
- (3) The fund agrees to satisfy any conditions necessary or appropriate to ensure that the shares may be redeemed in cash, promptly upon request.

**Footnote: 206 :**

Under Section 220.2 of Regulation T (12 CFR 220.2), margin securities include: (1) any security registered or having unlisted trading privileges on a national securities exchange; (2) any security listed on the Nasdaq Stock Market; (3) any nonequity security; (4) any security issued by either an open-end investment company or unit investment trust which is registered under Section 8 of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-8); (5) any foreign margin stock; and (6) any debt security convertible into a margin security.

## 附錄三、有價證券抵繳保證金問卷調查結果

### 壹、投資人問卷結果

#### 共同部分：

問 題 1、請問您的月投資額約：

|         |           |            |          |
|---------|-----------|------------|----------|
| 50 萬元以下 | 50~200 萬元 | 200~500 萬元 | 500 萬元以上 |
| 90.41%  | 6.85%     | 1.37%      | 1.37%    |

問 題 2、請問您的期貨投資經驗：

|        |        |       |
|--------|--------|-------|
| 1 年以內  | 1~5 年  | 5 年以上 |
| 82.19% | 13.70% | 4.11% |

問 題 3、對於問卷希望收到結果報告？

|        |             |
|--------|-------------|
| 否      | 是，請寄到這個信箱給我 |
| 68.49% | 31.51%      |

問 題 4、請問您是否瞭解以有價證券抵繳期貨保證金的相關作法？

|        |        |        |
|--------|--------|--------|
| 是      | 否      | 不知道    |
| 26.03% | 43.84% | 30.14% |

問 題 5、以有價證券抵繳期貨保證金，您會擔心可能降低有價證券的流動性？

|        |        |        |
|--------|--------|--------|
| 是      | 否      | 不知道    |
| 43.84% | 36.99% | 19.18% |

問 題 6、台灣期貨市場開放有價證券抵繳期貨保證金，您預期未來參與者以有價證券抵繳期貨保證金的比率會高或低？

|        |        |
|--------|--------|
| 高      | 低      |
| 65.75% | 34.25% |

問 題 7、您認為以有價證券抵繳保證金是否可降低投資者的資金成本？

|        |        |        |
|--------|--------|--------|
| 是      | 否      | 不知道    |
| 61.64% | 19.18% | 19.18% |

問 題 8、您認為以有價證券抵繳保證金是否會增加保證金帳戶的風險？

|        |        |        |
|--------|--------|--------|
| 是      | 否      | 不知道    |
| 63.01% | 24.66% | 12.33% |

問 題 9、您認為以有價證券抵繳保證金是否會減少期貨商的收入？

|        |        |        |
|--------|--------|--------|
| 是      | 否      | 不知道    |
| 34.25% | 49.32% | 16.44% |

問 題 10、您認為以有價證券抵繳保證金是否會增加期貨商的成本？

|        |        |        |
|--------|--------|--------|
| 是      | 否      | 不知道    |
| 54.79% | 27.40% | 17.81% |

問 題 11、在需控制風險下，您認為台灣的期貨商可經營業務應該朝向國際化嗎？

|        |       |       |
|--------|-------|-------|
| 是      | 否     | 不知道   |
| 84.93% | 5.48% | 9.59% |

問 題 12、您認為期貨商經營業務多元化後會增加期貨商的整體風險嗎？

|        |        |        |
|--------|--------|--------|
| 是      | 否      | 不知道    |
| 60.27% | 28.77% | 10.96% |

問 題 13、您認為開放期貨商業務多元化與有價證券抵繳期貨保證金何者帶給市場的風險較高？

|                    |              |               |              |       |
|--------------------|--------------|---------------|--------------|-------|
| 兩者都不會<br>有風險       | 兩者風險<br>互相抵消 | 有價證券<br>抵繳保證金 | 期貨商業務<br>多元化 | 其他    |
| 6.85%              | 19.18%       | 45.21%        | 27.40%       | 1.37% |
| 其他：兩者都會產生風險且屬個別風險。 |              |               |              |       |

惟投資者回答：

問 題 14、請問期貨投資所需繳交的原始保證金，您會以下列何者來抵繳？(可複選)

|                                    |
|------------------------------------|
| 中央登錄公債 (13.70%)                    |
| 於 OTC 交易之外幣計價國際債券 (5.48%)          |
| 台灣 50 指數之成分股 (10.96%)              |
| 新台幣現金 (44.52%)                     |
| 外幣現金 (14.38%)                      |
| 股票選擇權之標的證券 (STO) (7.53%)           |
| 摩根士丹利資本國際公司台灣股價指數成份股(MSCI) (3.43%) |
| 註：該選項百分比為該選項次數相對於總次數所得之結果。         |

問 題 15、目前期交所規劃的有價證券抵繳保證金方案，有價證券價值皆會採以折扣方式來認列價值以抵繳保證金，請問您會以何種形式來利用有價證券抵繳？

|           |          |       |        |       |
|-----------|----------|-------|--------|-------|
| 原始持有之有價證券 | 以現金換購來抵繳 | 借券來抵繳 | 不會利用   | 其他    |
| 46.58%    | 27.40%   | 6.85% | 17.81% | 0.00% |

問 題 16、通常繳交的保證金都會有超額繳交之情況，在有價證券流動性的考量下，原來繳交現金的期貨超額保證金，您會想利用有價證券來抵繳嗎？

|        |          |         |
|--------|----------|---------|
| 會      | 不會，因為不方便 | 原來就不會利用 |
| 41.10% | 39.73%   | 19.18%  |

問 題 17、您知道您繳給期貨商的原始保證金，期貨商尚須繳交結算保證金給期交所嗎？

|        |        |
|--------|--------|
| 知道     | 不知道    |
| 63.01% | 36.99% |

問 題 18、在期貨交易為槓桿交易原理下，您知道您每繳交 100 元的原始保證金，期交所約收 70 元，其餘 30 元則留於期貨商？

|        |        |
|--------|--------|
| 知道     | 不知道    |
| 43.84% | 56.16% |

問 題 19、今若您瞭解上一題的內容，您認為上題的 100 元原始保證金是否應調整？

|        |           |           |       |
|--------|-----------|-----------|-------|
| 不需要    | 需調整，應該要降低 | 需調整，應該要增加 | 其他    |
| 43.84% | 43.84%    | 10.96%    | 1.37% |

|    |            |
|----|------------|
| 其他 | *應隨市場變化作調整 |
|----|------------|

問 題 20、假若依照您目前繳交的保證金水準來判斷，若其中的 50%可以有價證券來抵繳期貨保證金，在您一定會利用有價證券的前提下，您會增加在期貨市場的交易金額嗎？

|        |        |
|--------|--------|
| 會      | 不會     |
| 53.42% | 46.58% |

問 題 21、下列何者是您增加期貨交易金額的誘因？

|          |        |             |        |       |
|----------|--------|-------------|--------|-------|
| 降低手續費    | 有價證券抵繳 | 期貨商提供業務的多樣化 | 證交稅的降低 | 其他    |
| 43.84%   | 8.22%  | 30.14%      | 16.44% | 1.37% |
| 其他：期交稅降低 |        |             |        |       |

問 題 22、開放有價證券抵繳期貨保證金後，您會擔心您的保證金帳戶金額不足嗎？

|        |        |
|--------|--------|
| 會擔心    | 完全不擔心  |
| 69.86% | 30.14% |

問 題 23、倘若實施以有價證券抵繳保證金後，由於期貨商預期收入減少，可能對有價證券抵繳者收取費用，若是如此，還會想利用有價證券來抵繳保證金嗎？

|          |        |            |       |       |
|----------|--------|------------|-------|-------|
| 原來就不會想利用 | 不想利用   | 考慮資金調度後再利用 | 還是會利用 | 不影響   |
| 27.40%   | 28.77% | 41.10%     | 2.74% | 0.00% |

問 題 24、若實施有價證券抵繳期貨保證金後，您同意您的有價證券抵繳保證金之帳戶與其他投資者帳戶合併為一個期貨商帳戶，讓期貨商能以總戶概念上繳結算保證金至期交所？

|        |        |        |
|--------|--------|--------|
| 同意     | 不同意    | 不瞭解    |
| 50.68% | 26.03% | 23.29% |

問 題 25、若您往來的期貨商在開放實施有價證券抵繳期貨保證金後，不建議客戶以有價證券抵繳保證金時，您會如何處理？

|                                         |        |          |       |
|-----------------------------------------|--------|----------|-------|
| 換一家期貨商往來                                | 被動不參與  | 原來就沒打算參與 | 其他    |
| 36.99%                                  | 30.14% | 28.77%   | 4.11% |
| 其他：1.說服<br>2.看該券商是否會提出更優惠的方法<br>3.看有無需求 |        |          |       |

問 題 26、您認為台灣理想的期貨商，除了期貨商原始業務外與既有的金融機構外，您認為期貨商應可開放下列哪些業務？

|          |        |        |       |
|----------|--------|--------|-------|
| 店頭衍生商品交易 | 槓桿交易   | 財富管理   | 其他    |
| 28.77%   | 19.18% | 50.68% | 1.37% |
| 其他：以上全部  |        |        |       |

問 題 27、整體而言，請問您對我國期貨市場開放以有價證券抵繳期貨保證金的可行性？

|         |                |       |       |
|---------|----------------|-------|-------|
| 完全可以實施的 | 需要增加期貨商業務配套後實施 | 不應實施  | 其他    |
| 13.70%  | 63.01%         | 6.85% | 0.00% |

## 貳、期貨商問卷結果

共同部分：

問 題 1、請問您的身分為：

| 期貨經紀商  | 期貨自營商  | 外資法人  | 其他法人   |
|--------|--------|-------|--------|
| 22 人   | 3 人    | 0 人   | 3 人    |
| 78.57% | 10.71% | 0.00% | 10.71% |

問 題 2、請問您的位階為：

| 主管級    | 非主管級   |
|--------|--------|
| 46.43% | 53.57% |

問 題 3、請問您的職稱是：

| 不想告知   | 職 稱                     |
|--------|-------------------------|
| 82.14% | 17.86%(總經理、副理、協理、襄理、專員) |

問 題 4、對於問卷希望收到結果報告？

| 否      | 是，請寄到這個信箱給我 |
|--------|-------------|
| 64.29% | 35.71%      |

問 題 5、請問您是否瞭解以有價證券抵繳期貨保證金的相關作法？

| 是      | 否      | 不知道   |
|--------|--------|-------|
| 57.14% | 39.29% | 3.57% |

問 題 6、以有價證券抵繳期貨保證金，您會擔心可能降低有價證券的流動性？

| 是      | 否      | 不知道   |
|--------|--------|-------|
| 32.14% | 64.29% | 3.57% |

問 題 7、台灣期貨市場開放有價證券抵繳期貨保證金，您預期未來參與者以有價證券抵繳期貨保證金的比率會高或低？

| 高   | 低   |
|-----|-----|
| 50% | 50% |

問 題 8、您認為以有價證券抵繳保證金是否可降低投資者的資金成本

| 是      | 否      | 不知道   |
|--------|--------|-------|
| 82.14% | 17.86% | 0.00% |

問 題 9、您認為以有價證券抵繳保證金是否會增加保證金帳戶的風險？

| 是      | 否      | 不知道   |
|--------|--------|-------|
| 78.57% | 21.43% | 0.00% |

問 題 10、您認為以有價證券抵繳保證金是否會減少期貨商的收入？

| 是      | 否      | 不知道   |
|--------|--------|-------|
| 82.14% | 17.86% | 0.00% |

問 題 11、您認為以有價證券抵繳保證金是否會增加期貨商的成本？

| 是      | 否      | 不知道   |
|--------|--------|-------|
| 89.29% | 10.71% | 0.00% |

問 題 12、在需控制風險下，您認為台灣的期貨商可經營業務應該朝向國際化嗎？

| 是      | 否     | 不知道   |
|--------|-------|-------|
| 92.86% | 3.57% | 3.57% |

問 題 13、您認為期貨商經營業務多元化後會增加期貨商的整體風險嗎？

| 是 | 否 | 不知道 |
|---|---|-----|
|---|---|-----|

|        |        |       |
|--------|--------|-------|
| 46.43% | 46.43% | 7.14% |
|--------|--------|-------|

問 題 14、您認為開放期貨商業多元化與有價證券抵繳期貨保證金何者帶給市場的風險較高？

| 兩者都不會有風險 | 兩者風險互相抵消             | 有價證券抵繳保證金 | 期貨商業多元化 | 其他    |
|----------|----------------------|-----------|---------|-------|
| 7.14%    | 0.00%                | 60.71%    | 25.00%  | 7.14% |
| 其 他      | 1.需視個別公司之機制控管而定 2.都有 |           |         |       |

惟期貨商回答：

問 題 15、請問您的自營商部門，預期會以下列何者來抵繳期貨保證金？( 可複選 )

|   |                                  |
|---|----------------------------------|
| A | 中央登錄公債 (17.5%)                   |
| B | 於 OTC 交易之外幣計價國際債券 (8.75%)        |
| C | 新台幣現金 ( 20%)                     |
| D | 外幣現金 (11.25%)                    |
| E | 台灣 50 指數之成分股 (17.5%)             |
| F | 股票選擇權之標的證券(STO) (15%)            |
| G | 摩根士丹利資本國際公司台灣股價指數成份股(MSCI) (10%) |

註：該選項百分比為該選項次數相對於總次數所得之結果。

問 題 16、若您的自營商部門會以有價證券來抵繳期貨保證金時，此有價證券的來源將會是：

| 公司原始持有             | 以現金換購  | 借券持有  | 其他    |
|--------------------|--------|-------|-------|
| 78.57%             | 10.71% | 7.14% | 3.57% |
| 其 他：無法預期，因非自營部門人員。 |        |       |       |

問 題 17、為邁向健全金融體系，相關制度改革是必經的路程，請問您認為目前是否有比開放有價證券抵繳期貨保證金更迫切需要改革的部分？

| 否                            |                         | 是，更 迫 切 需 要 改 革 的 部 分 |  |
|------------------------------|-------------------------|-----------------------|--|
| 50.00%                       |                         | 50.00%                |  |
| 部 要 更<br>分 改 迫<br>革 切<br>的 需 | 1. 匯率避險工具開放             | 2. 廢除交易稅              |  |
|                              | 3. 無量之商品考慮下市機制          | 4. 期交稅                |  |
|                              | 5. 整個保證金控管流程            | 6. 開放台幣相關外匯期貨商品掛牌     |  |
|                              | 7. 某些專職的業務，應可研議開放為得以兼職。 |                       |  |
|                              | 8. 金管會官僚作風              |                       |  |

問 題 18、台灣期貨市場開放有價證券抵繳之後，請問您最擔心的是什麼？

| 完全不擔心 | 期貨商收入  | 期貨商面臨的風險 | 投資者抵繳保證金帳戶風險 |
|-------|--------|----------|--------------|
| 7.14% | 35.71% | 35.71%   | 21.43%       |

問 題 19、您認為有價證券抵繳期貨保證金對期貨商的收入項目以何者衝擊最大？

| 不影響   | 手續費收入  | 利息收入   | 衍生性商品 | 受託結算收入 | 其他    |
|-------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 3.57% | 10.71% | 82.14% | 0.00% | 3.57%  | 0.00% |

問 題 20、您認為有價證券抵繳期貨保證金對期貨商的成本項目以何者衝擊最大？

| 不影響 | 連線建置費 | 相關作業處理費 | 設備費 | 其他 |
|-----|-------|---------|-----|----|
|-----|-------|---------|-----|----|

|                                |        |        |       |       |
|--------------------------------|--------|--------|-------|-------|
| 0.00%                          | 32.14% | 57.14% | 3.57% | 7.14% |
| 其他：相關營運風險作業系統之建置，及風控管理之人力作業成本等 |        |        |       |       |

問 題 21、倘若實施以有價證券抵繳保證金，請問您會建議以下列何種項目來彌補期貨商收入減少與成本增加的困境？

|          |         |          |           |            |
|----------|---------|----------|-----------|------------|
| 不影響收入與成本 | 調高交易手續費 | 降低結算相關費用 | 結算保證金補貼利息 | 開放期貨商可經營業務 |
| 0.00%    | 7.14%   | 35.71%   | 21.43%    | 35.71%     |

問 題 22、目前期交所規劃是為有價證券抵繳結算保證金，您認為下列何者尚會受影響？

|       |       |       |        |        |
|-------|-------|-------|--------|--------|
| 維持保證金 | 原始保證金 | 超額保證金 | 都會受影響  | 不瞭解    |
| 3.57% | 3.57% | 3.57% | 71.43% | 17.86% |

問 題 23、目前期交所規劃是為有價證券抵繳結算保證金，您認為繳交至結算所的有價證券來源應為？

|        |       |         |        |
|--------|-------|---------|--------|
| 投資者    | 期貨商   | 投資者與期貨商 | 不瞭解    |
| 57.14% | 7.14% | 25.00%  | 10.71% |

問 題 24、目前交易保證金約有 3 成存於期貨商端，主要應用於期貨商的利息收入，您認為有價證券抵繳期貨保證金後，台灣期貨市場是否應調整這些保證金的結構比率？

|               |            |        |
|---------------|------------|--------|
| 是，朝向 1 比 1 調整 | 是，朝向擴大比值調整 | 否      |
| 21.43%        | 67.86%     | 10.71% |

問 題 25、若實施有價證券抵繳期貨保證金後，依現行法規，客戶有價證券保證金帳戶為分戶，您認為期貨商的結算保證金帳戶應屬於？

|        |        |        |
|--------|--------|--------|
| 總戶     | 分戶     | 不知道    |
| 57.14% | 28.57% | 14.29% |

問 題 26、若實施有價證券抵繳期貨保證金勢在必行，而在其他狀況都未獲得主管機關的調整下，請問您對未來以有價證券抵繳保證金抵繳的投資者會如何處理？

|          |         |         |       |
|----------|---------|---------|-------|
| 公司不實施此業務 | 勸導以現金抵繳 | 對該投資者收費 | 其他    |
| 17.86%   | 57.14%  | 25.00%  | 0.00% |

問 題 27、除了目前期貨商經營業務外，您認為可開放期貨商經營之業務可有哪些？

|          |        |        |       |
|----------|--------|--------|-------|
| 店頭衍生商品交易 | 槓桿交易   | 財富管理   | 其他    |
| 35.71%   | 21.43% | 42.86% | 0.00% |

問 題 28、整體而言，請問您對我國期貨市場開放以有價證券抵繳期貨保證金的可行性？

|         |                |       |       |
|---------|----------------|-------|-------|
| 完全可以實施的 | 需要增加期貨商業務配套後實施 | 不應實施  | 其他    |
| 3.57%   | 89.29%         | 7.14% | 0.00% |