

中華民國證券商同業公會
委託專題研究

台股股權衍生性商品履約保證可行性研究

執行機構：國立政治大學

執行單位：商學院投資人研究中心

計劃主持人：李志宏 教授 國立政治大學財務管理學系

協同主持人：岳夢蘭 副教授 國立政治大學財務管理學系

研究人員：林琦惟

盧建勳

中華民國 105 年 04 月

目錄

第壹章、緒論	3
第一節、研究主旨	3
第二節、我國股權衍生性商品市場之發展歷程	4
第三節、研究動機	7
第四節、研究內容	9
第五節、研究方法	10
第貳章、國外證券商承作衍生性商品之履約方式—美國、香港及韓國	12
第一節、美國	12
第二節、香港	12
第三節、韓國	13
第參章、我國證券商承作衍生性商品現況	16
第一節、發行與管理	16
第二節、近況分析	18
第肆章、實物交割制度可行性探討	20
第一節、證券商與投資人從事實物交割之需求	21
第二節、開放投資人承作股權衍生性商品可採實物交割之優點	21
第三節、開放實物交割須注意之事項	22
第四節、擔保品制度的相關議題	23
第五節、本章小結	25
第伍章、證券商以「交割保證借券」或「履約擔保讓與」制度使用擔保品	26
第一節、以「交割保證借券」方式交付股權衍生性商品契約之擔保品	26
第二節、以「履約擔保讓與」方式交付股權衍生性商品契約之擔保品	27
第三節、本章小結	28
第陸章、券商從事實物交割避險操作風險控管分析	30
第一節、投資人於期初交付有價證券予券商可能面臨風險	30
第二節、風險控管機制	31
第三節、本章小結	32
第柒章、研究計畫執行建議	33

參考文獻 37

第壹章 緒論

第一節、研究主旨

隨著科技進步引領金融創新，近二十年來全球金融環境快速變遷，新興金融商品發展亦愈趨多樣化，使投資人有更多元的投資管道。遠期契約（forwards contract）、交換契約（swap contract）、期貨契約（futures）、選擇權（option）以及結構型商品（structured products）等衍生性金融商品，都是投資人可廣泛使用的金融工具。投資人不僅可以單獨利用上述某一種金融工具進行投機、套利或避險的操作，也可以將上述的金融商品組合成新的契約，藉此滿足自身的投資需求。雖然台灣的衍生性金融商品已發展多年，但整體市場因長年受限於制度規範，法規彈性稍嫌不足，相較於國外衍生性金融商品的交易，我國的衍生性金融商品市場之交易量與成交金額，仍有相當大的成長空間。

現行我國衍生性金融商品之交易，可分為集中市場與店頭市場交易兩大類。在集中市場交易之衍生性金融商品，採競價方式拍賣，商品有標準化的契約規格，並且有結算中心負責契約到期時的交割結算，藉以降低交易雙方的違約風險，使投資人不用承受交易對手的信用風險。在店頭市場交易之衍生性金融商品，則採議價方式買賣，商品的發行條件乃是由投資人與證券商共同訂定，沒有標準化的契約規格，屬於客製化的金融商品契約。在店頭市場進行交易時，當金融商品契約到期後，若市場的結算價格對交易的一方產生巨大的損失時，有可能導致此交易者不履約或直接違約，進而造成交易對手無法獲利。因此，在店頭市場進行交易時，必須特別注意交易對手違約的風險。

若以投資人角度來看，客製化的金融商品在報酬率和風險承受部分都相對較有彈性。只要能針對交易對手的違約風險加以適當地規範，店頭市場應該具有相當的吸引力，店頭市場交易也應該較集中市場更為熱絡。歐美國家之衍生性商品市場，大多呈現店頭市場之股權衍生性商品之交易量超過集中市場之交易量。相較於國際趨勢，我國店頭市場的衍生性金融商品交易量，仍顯著低於集中市場的衍生性金融商品成交量。是因為店頭市場之客製化金融商品的種類仍嫌不足，或是金融商品契約到期時的交割方式缺乏彈性，這些都值得進一步地分析探討。

本計畫的目的在研究台灣店頭市場的股權衍生性商品之交割制度，著重在探討開放投資人在交割時，也可以採實物交割的可行性。本計畫擬先蒐集瞭解國外店頭市場的股權衍生性商品交割制度，藉由參考分析國外店頭市場目前的交割制度與法令規範，輔以國內相關證券商業者提出的實務建議，希望對我國店頭市場的股權衍生性商品若改採實物交割方式所衍生的相關議題，提供一個有價值的參考。此外，本研究計畫也將對證券櫃檯買賣中心在未來重新規劃設計的股權衍生性商品之交割制度，提供相關政策建議。

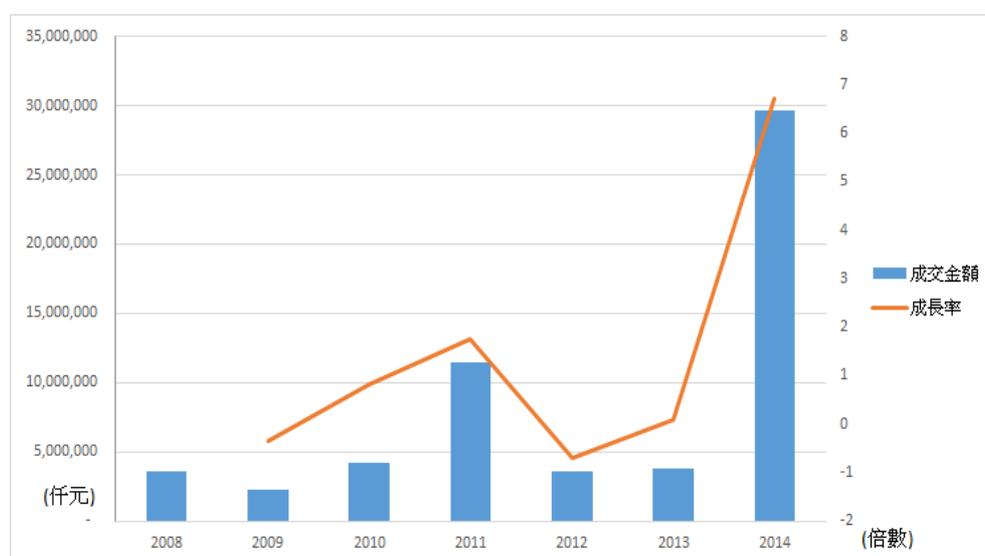
第二節、我國股權衍生性商品市場之發展歷程

遠期契約、交換契約、期貨與選擇權等金融商品的價值決定於其「標的資產」(underlying assets) 的價值，因此稱為衍生性金融商品 (derivatives)。上述衍生性金融商品依標的資產的不同，例如股票、外匯、利率、商品，可組合創造出許多不同種類的契約。就交易性質來說，遠期契約、交換契約及期貨交易的買賣雙方皆有履行交割的義務；而選擇權的買方支付權利金取得購買或出售標的資產權利，賣方則因收取權利金而有履行交割義務。

一般而言，股權衍生性商品主要可以分為股權期貨商品、股權選擇權商品、股權交換以及股權結構型商品等。我國期貨交易所於 2003 年開放個股選擇權的交易，隨後在 2010 年開放個股期貨交易。而在證券櫃檯買賣中心，目前已開放的股權衍生性商品有股權選擇權、股權遠期契約以及股權交換契約等三大類商品。而國內可經營股權衍生性商品業務的證券商中，目前通過申請可交易股權選擇權的證券商共有 13 家；可辦理股權交換交易業務之證券商共有 5 家；而可經營股權遠期交易業務之證券商則有 2 家。

我們在圖一中繪出 2008 年至 2014 年，台灣股權衍生性商品之各年成交金額與成長率。圖一顯示，2008 年台灣的股權衍生性金融商品總成交金額約為 35.9 億元。2012、13 年則因受到歐債危機及台灣內部證所稅課徵、油電雙漲、二代健保爭議等影響，整體金融市場之成交量下滑。而 2014 年景氣復甦，全球股市呈現多頭格局，台灣股權衍生性商品的交易也大幅成長，相較 2013 年，成交金額成長六倍之多，整體成交金額約達 302 億元，而 2008~2014 年的複合年成長率約為 42%。

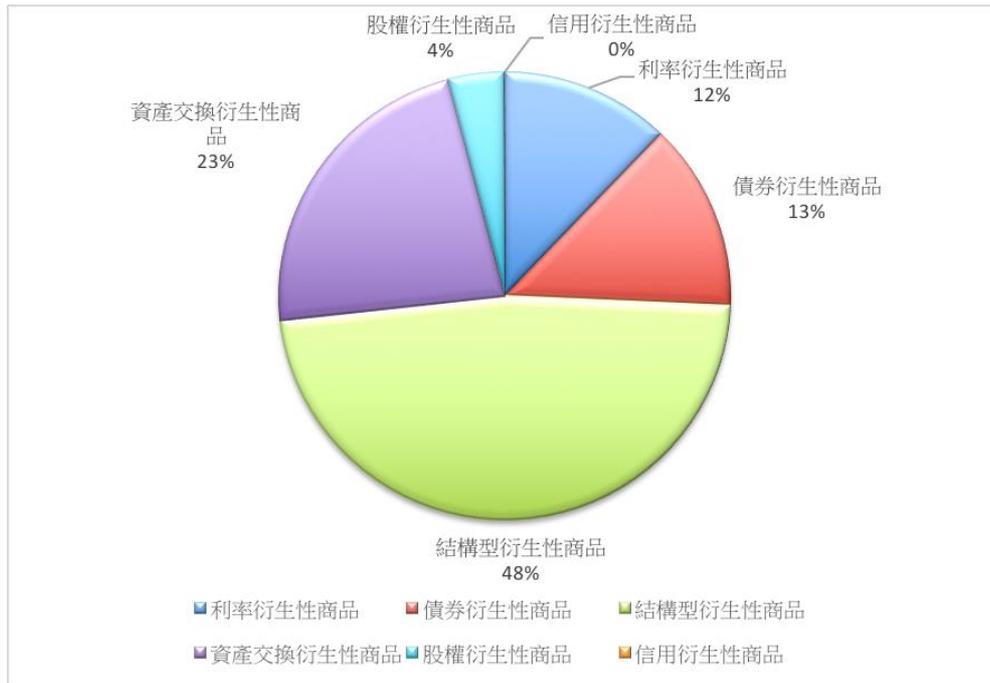
圖一：櫃檯買賣中心股權衍生性金融商品成交金額與成長率



資料來源：證券櫃檯買賣中心統計資料

圖二繪出 2014 年在證券櫃檯買賣中心交易之各類金融衍生性商品之成交比重。圖二顯示，在證券櫃檯買賣中心交易之各類金融衍生性商品，交易金額最大的為結構型衍生性金融商品，其成交金額約佔所有金融商品成交金額之一半；其次為資產交換衍生性金融商品，佔比為 23.5%，而股權衍生性金融商品的成交比重僅佔 4%，顯示出股權衍生性商品市場在未來仍有相當大的成長空間。

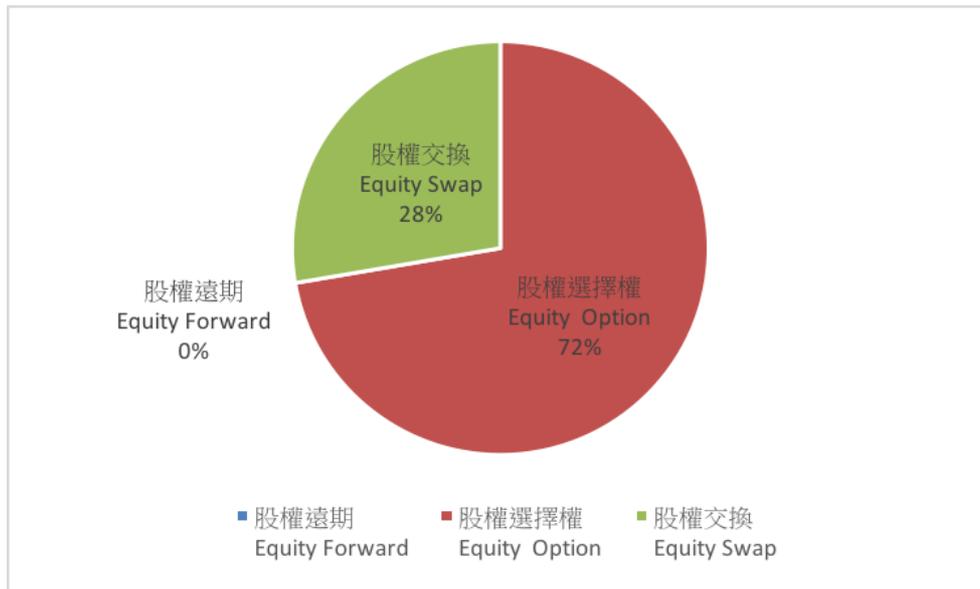
圖二：2014 年證券櫃檯買賣中心各類衍生性金融商品交易比重



資料來源：證券櫃檯買賣中心統計資料

圖三繪出證券櫃檯買賣中心 2014 年各項股權衍生性商品的交易金額比重。圖中顯示，股權選擇權占整體股權衍生性商品的成交金額最大，佔比為 72%；其次為股權交換，佔比為 28%；而股權遠期契約在證券櫃檯買賣中心幾乎沒有成交量。因此台灣目前店頭市場的股權衍生性商品交易仍是以股權選擇權為主，股權遠期契約在台灣店頭的市場交易並不興盛。

圖三：2014年證券櫃檯買賣中心股權衍生性商品交易比重



資料來源：證券櫃檯買賣中心統計資料

表一列出台灣股權衍生性商品的發展歷程。自 1989 年起，台灣的股權衍生性商品便逐步開放。尤其在 2000 年之後，開放的商品種類更日益增多。自 2006 年起，證券商可經營股權選擇權商品，並且可與客戶議定標的股票、履約價格、到期日及其他相關的交易條件。藉由客製化不同的股權衍生性商品，一方面希望能提供國內外投資人更多元的投資及避險管道，另一方面也可增加證券商的業務範圍，以及加強證券商對金融商品的服務與創新能力。

表一：台灣股權衍生性商品發展歷程

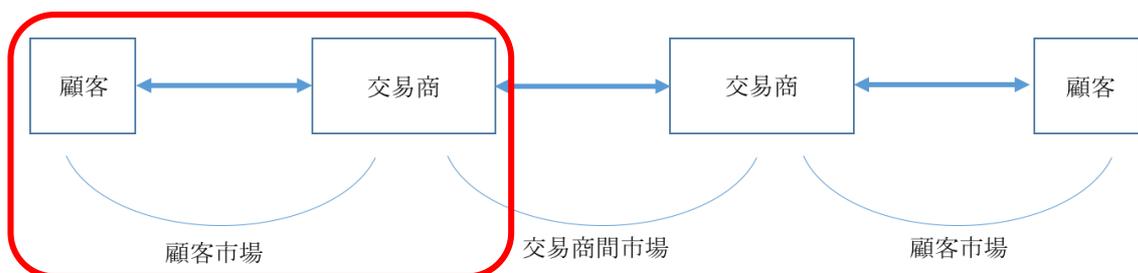
年度	股權衍生性商品
1990 年	遠東紡織公司發行國內第一支可轉換公司債
1997 年	大華證券發行以國巨電子為標的證券之認購(售)權證
1998 年	台灣證券交易所發行量加權股價指數期貨
2000 年	開放可轉換公司債資產交換交易、海外連動債
2001 年	發行指數選擇權、投資型保單
2003 年	發行股權選擇權/投資型商品、結構型商品
2004 年	推行結構型商品實物交割
2005 年	發行議約型權證
2006 年	推行股權選擇權、結構型商品實物交割
2007 年	推行股權交換業務、外幣計價衍生性商品、外幣計價台股衍生性商品

2011年	發行牛、熊證
2014年	發行ETF期貨
2015年	發行ETF選擇權

資料來源：台灣櫃檯買賣中心，本研究自行整理。

第三節、研究動機

衍生性商品交易之店頭市場可分為顧客市場 (customer market) 與交易商間市場(inter-dealer market)。顧客市場係指投資人與交易商之間買賣衍生性商品的市場；交易商間市場係指交易商彼此互相買賣衍生性商品的市場。由於本研究的主旨在探討股權衍生性商品的交割制度，著重在如何有效減少交易對手的違約風險。因此我們將重點放在顧客市場中，亦即投資人與證券商互相交易衍生性商品的市場。



金融衍生性商品的種類繁多，除了在交易所公開交易的商品，因有標準化的契約，而有規定的交割方式外，其餘在店頭市場交易的商品，因屬客製化的契約，投資人在與證券商簽訂契約，交易股權衍生性商品時，可依照投資人自身需求與證券商議定契約的形式、到期日、發行價格，買賣雙方也可以依照雙方約定的交易條件，進行結算交割。對於標的資產為股票的股權衍生性商品而言，其到期時的契約價值，取決於結算日時，標的資產股票的市價。而契約到期時的履約方式，在實務上則可採現金交割或實物交割兩種方式。

從制度面的角度分析，目前我國對於衍生性金融商品的履約交割方式，依證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則的第二十八條第二項規定，當證券商為履約義務人時，可選擇採實物交割 — 給付連結證券予投資人，或採現金交割 — 以現金給付予投資人；但當投資人為履約義務人時，僅可採現金給付予證券商。此項規定不僅限縮投資人的履約交割方式，顯示出交易雙方在契約中的地位不對等，同時亦無法滿足投資人欲透過股權衍生性商品進行避險，調節手中所持有的現股部位之目的。

此外，由於目前國際間做法多為當投資人與證券商承作股權衍生性商品時，可採現金或實物交割兩種模式，故希冀我國可以上述各國做法為參考，使交易方式更具彈性、多元化，使股權衍生性商品市場更活絡。

從實務面的角度分析，當證券商與投資人承作股權衍生性商品時，在現行的履約制度下，若投資人需交割有價證券予證券商時，因僅能從事現金交割，必須計算價差後給付現金予證券商。若投資人持有之現金水位不足時，則需將持股於市場上賣出取得現金，再將現金交割予證券商。若證券商有該標的之需求時，證券商取得現金後，則需再自行從市場上買入標的有價證券，徒增不必要的流程及交易成本。

然而，現行對於證券商能承做櫃買中心股權衍生性商品之資格已有嚴格規範，反之，由於目前證券商的徵信制度無法清楚了解投資人之風險程度，故需要進一步思考如何增加投資人的信用，以減少違約風險。以國際組織 ISDA 規範為參考，當考量到交易雙方之信用風險的問題時，通常要求交易相對方額外簽訂 Credit Support Document (信用擔保附件，簡稱 CSD)，並依據信用加強附約內容規定，向交易對手交付擔保品(或向交易對手收取擔保品)，故我國亦可在開放當實物交割時，規範類似的擔保品制度。

若採行擔保品制度時，參考現行各交易制度，證券商收取之擔保品種類多為(1)現金，(2)有價證券，(3)中央登錄公債，原則上投資人可以用市價等值之上述商品作為擔保品。另參酌 ISDA 規範，若提供擔保品之一方同意，收取擔保品之一方可自由動用擔保品，故原則上應准許證券商得使用擔保品，而使用擔保品對雙方效益及相關規範將待之後討論。然而考量我國現行對擔保品之運用規範較為嚴格，為使券能商有效運用擔保品，可能還須另行擬定使用擔保品的相關制度。本研究提出「交割保證借券」與「履約擔保讓與」兩種實物交割之作法以供參考。

因此，本計畫將探討放寬投資人在店頭市場，從事股權衍生性商品交易的履約交割方式之可行性。本研究將針對投資人的履約交割方式，若由現行的只能採取現金交割，改變成現金交割與實物交割兩種方式並行時，所衍生出的一些相關議題，做一深入的分析探討。投資人在店頭市場從事股權衍生性商品的交易，若投資人為契約的履約義務人時，為減少契約到期時，投資人不履約的風險，在實物交割的制度下，是否應要求投資人在簽立交易契約後，即將該契約的連結標的證券交付給交易對手的證券商，當成是契約到期時的履約擔保讓與？而投資人在交易契約成立後，先交付給證券商的連結標的證券，又該以何種名義，寄存在證券商的帳戶？證券商對於投資人先交付的連結標的證券，是否有處置權？證券商是否可逕自將這些寄存的連結標的證券，在公開市場出售？其間的損益歸屬又該如何認定？若契約到期時，投資人沒有履約交割的義務，則證券商該如何歸還這些已在市場出售掉的標的證券？而證券商和投資人對於契約存續期間中，該標的

證券所衍生的利得（例如：股利）或其他相關收益費用，又該如何認列？上述因採行實物交割所衍生出的相關議題，主要可歸類為以下四點：

- (1) 界定投資人在簽訂出售股票選擇權契約後，交付予證券商之標的證券，係屬於交易之擔保品或為借券業務；
- (2) 在契約存續期間，證券商是否有權利使用投資人為減少交割風險所交付的標的證券；
- (3) 證券商需要開設何種名稱的專戶，存放投資人於期初交付的標的證券；
- (4) 證券商因保管持有投資人交付的標的證券所產生的利得收益，該如何計算並給付給投資人。

本研究將針對以上四點做深入的分析，以期能對實物交割的可行性做一通盤的考量，並做出相關法令修訂上的建議，期能將開放投資人可採實物交割履約制度後的交割風險降至最低。

第四節、研究內容

本研究根據過去店頭股權衍生性商品類型與發展歷程，以及台灣金融環境之特性，提出未來投資人承作店頭股權衍生性商品，採用實物交割履約方式的可行性。

投資人若為證券櫃檯買賣中心股權衍生性商品契約的履約義務人時，若選擇採實物交割方式履約，則為減少投資人於契約到期時不履約的風險，證券商在交易契約成立後，可要求投資人先行交付該契約的連結標的證券。而先行交付的標的證券，原則上可以用（1）「交割保證借券」；以及（2）「履約擔保讓與」兩種方式，來規範界定其性質。但無論最後將採何種方式規範界定此一先行交付的標的證券，都必須考量投資人在期初即將連結標的證券交付予證券商後之利益歸屬問題。證券商在交易契約成立後即取得連結標的證券，雖可確保投資人無違約風險，但也要思考證券商該如何補償投資人，因提前給付標的證券所造成之投資限制及機會成本，而投資人也應該思考如何衡量證券商的潛在違約風險。本研究計畫提出若在證券櫃檯買賣中心交易的股權衍生性商品可採行實物交割的履約方式時，證券商在契約成立後，要求投資人先行交付的標的證券，原則上可以用以下二種方式歸類其屬性：

1. 將投資人所交付的標的證券視為一種交割保證。基於雙方同意，可再簽訂一份借券契約，以讓證券商可使用該證券。

證券商為了降低投資人於交易到期時的潛在違約風險，會在契約中規定，投資人需於交易發生時，將股權標的移轉置於證券商端。若我們定義此先行交付的標的證券為投資人出借給證券商之證券，則當投資人與證券商在交易契

約成立後，可另行簽訂出借契約，將連結標的證券出借給證券商，並撥入證券商的避險專戶。爾後證券商在契約到期日前若有避險需求，則可直接在次級市場上出售該證券。

將投資人先行交付之標的證券視為一種有擔保的借券時，必須考量股權衍生性商品契約到期時，若投資人沒有履約交割義務時，證券商直接將有價證券還給投資人；若投資人有履約交割的義務時，證券商該如何處理標的證券？是否可直接將借券部位，轉為投資人履約交割給證券商的自有部位？確切的作法仍需參酌相關法令的規定以確認其可行性。若現有的法規針對此部分並沒有特別的限制，則交易雙方是否可逕行於契約中，自行約定歸還方式，亦或者需要增修相關法令規範擔保品是否可直接用於交割。

2. 將投資人所交付的標的證券視為一種履約擔保讓與。

此一模式大致上與前述的借券模式相近，兩者的差異在於目前證券櫃檯買賣中心的衍生性金融商品交易，並沒有要求投資人先行交付標的證券當成履約擔保讓與的做法。因此，若將投資人交付的標的證券視為履約的擔保品，則從事股權衍生性商品交易的證券商，必須重新設計此類交易的作業流程與相關規範。由於是一項新的業務規範，政府相關的法規也將有隨之修改增訂的需要。

交易雙方簽訂契約後，投資人必須同時將連結標的證券以履約擔保讓與方式，交割至證券商的專戶。本研究也將探討在可行現有的法規下，此種方式是否可行。

第五節、研究方法

本專題計畫研究蒐集國外有關股權衍生性商品之實物交割規範，以及目前國內對實物交割履約方式的規定，以便提出適用於我國的股權衍生性商品實物交割履約方式的政策建議，並檢視國內目前相關法規的適用與可行性，期能增加我國店頭股權衍生性商品之交易量與效率性。本計劃主要研究方法如下：

(一) 資料蒐集

1. 國內資料蒐集：我國集中市場和店頭股權衍生性商品之種類、特性、連結標的、交易概況及交割方式。
2. 國外資料蒐集：比較美國、香港、韓國等國家對股權衍生性商品之交易規範。

(二) 實務訪談

實際訪談經營股權衍生性金融商品交易業務之證券商，期能深度了解投資人與證券商在法規修正後所帶來之契機。此外，本研究將分析股權衍生性金融商品履約交割的實際運作流程，以檢視投資人從事店頭股權衍生性商品若以實物交割的方式履約，該如何以「證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」規範之。

(三) 比較分析

發展股權衍生性商品的投資人得採實物交割的方式履約之新模式，需參考國外相關制度對實物交割之規範，故本研究期望藉由美國、香港與韓國等股權衍生性商品資料之蒐集，分析其與我國制度上之差異，以便作為我國開放此實物交割履約方式之依據。

(四) 配套措施之建議

因目前法規上限縮投資人的履約交割方式，使交易雙方在契約中的地位不對等。預期若投資人得採行實物交割的方式履約，則必須修正衍生性金融商品交易業務規則第二十八條第二項，增納投資人採實物交割方式之相關規定。此外，由於股權衍生性金融商品風險較高，證券商為確保投資人無違約風險，於期初時即要求投資人給付到期時可能交割之連結證券，本研究也將分析相關之補償機制，以符合雙方權益之落實。最後本研究也將分析，若投資人有履約義務且選擇採取實物交割的方式履約時，以「交割保證借券」、設定「履約擔保讓與」等方式界定規範投資人先交付給證券商的連結標的證券，各有何優缺點，以便選擇最適當之機制，創造投資人與證券商雙贏之局面。

第貳章 國外證券商承作衍生性商品之履約方式—美國、香港及韓國

第一節、美國

在 2008 年金融海嘯後，各國開始重視店頭市場衍生性商品之交易規範，尤其是對於引起此次金融風暴之相關衍生性商品，例如信用違約交換。美國主管機關已設立中央結算平台(Central Counterparty, CCP)來管理店頭市場衍生性商品的結算交割，以便減少交易雙方之信用風險。由於交換契約的交易雙方，都有可能是契約到期時之義務方，若沒有中央結算平台擔任雙方之交易結算保證人，則交易雙方都須承擔交易對手之信用風險。至於其它的店頭衍生性商品，例如選擇權或遠期契約，和其它已開發國家金融市場類似，在美國店頭市場交易的其他衍生性商品，若未特別以法規加以限制(負面表列)，原則上股權衍生性商品的交易者可選擇以現金或實物交割的方式履約。若投資人於證券商開設的帳戶中，持有足夠的有價證券或現金，則證券商可使用此有這些資產當成投資人承作店頭市場股權衍生性商品之履約保證。

第二節、香港

(一) 市場架構

香港於 2000 年 3 月 6 日將香港聯合交易所、香港期貨交易所及三家結算所(香港期貨交易結算所、聯交所期權結算所、香港中央結算所)整合為單一之控股公司—香港交易及結算所有限公司(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited)(簡稱香港交易所(HKEX))。可分為證券市場及衍生性商品市場，以下分別介紹證券市場及衍生性商品市場

(1) 證券市場

香港交易所所有兩個交易板塊，分別為主板與創業板，主板正式成立於 1891 年，為一般規模較大、成立時間較長、且具備一定獲利能力的公司提供集資市場，主要上市的行業包括：金融、房地、公用事業、工商業等公司。創業板市場是 1999 年 11 月 24 日正式成立，以高成長公司為目標，注重公司成長潛力、獲利能力與業務發展；類似於美國的 NASDAQ 市場。

(2) 衍生性商品市場

香港衍生性商品市場分為場內及場外兩個市場，交易的產品有股市指數產品、股票產品、利率及定息產品、貴金屬產品.....等。

(二) 法規

香港在 2002 年將規範證券及期貨市場的法條更新，重新制定了「證券及期貨條例」，使證券及期貨市場的管理制度符合國際標準和慣例。因此，香港的

證券及期貨業的法源為「證券及期貨條例」，其主要及附屬條例均已於 2003 年 4 月 1 日生效。

依據「證券及期貨條例」第一部之釋義，場外衍生工具交易 (OTC derivative transaction) 是指場外衍生工具產品的交易；而依據 XV 部中之釋義¹，股本衍生工具 (即股權衍生性商品) 其持有人、賣方或發行人可選擇利用現金支付或是相關股票作為結算交付之工具。

第三節、韓國

(一) 市場架構

1. 韓國交易所 (Korea Exchange, KRX)

韓國於 2005 年 1 月 27 日將韓國證券交易所 (Korea Stock Exchange, KSE)、韓國期貨交易所 (Korea Futures Exchange, KOFEX) 及 KOSDAQ 合併為單一交易所，即韓國交易所 (Korea Exchange, KRX)。此外，新成立之韓國交易所底下又分為三個交易部門及兩個監管部門，分別為管理策略部、KOSPI 市場部 (原 KSE)、KOSDAQ 市場部 (原 KOSDAQ)、衍生性商品部 (原 KOFEX) 及市場監視部。此外韓國交易所於董事會下另設置「市場監視委員會」，強化市場監視作業、督察各證券商相關業務並且負責發展各項市場所需的法規，以下將分別介紹三大交易部門。

(1) KOSPI 市場部

KOSPI 市場部前身為韓國證券交易所 (Korea Stock Exchange, KSE)，目前為韓國交易所最主要的市場，其交易主要商品包含股票、債券、ETF、ETN、受益憑證、權證、不動產投資信託、股權連結證券 (Equity-Linked Securities) 等有價證券。

(2) KOSDAQ 市場部

KOSDAQ 市場部前身為 KOSDAQ，以參酌美國 NASDAQ 為藍圖而成立之市場。過去以中小企業及高科技為主，交易方式以競價方式進行，現在轉為藍籌科技股的市場。

(3) 衍生性商品部

KOFEX 市場部前身為韓國期貨交易所 (Korea Futures Exchange, KOFEX)，推出了美元期貨及選擇權、國債期貨、黃金期貨。為配合三個交易所合併，韓國證券交易所 (Korea Stock Exchange, KSE) 於 2004 年將原本在 KSE 市場交易之期貨及選擇權商品移轉至 KOFEX 交易。

2. Free Board

¹ 實物結算股本衍生工具 (physically settled equity derivatives) 指藉或將會藉交付相關股份而結算的股本衍生工具，包括符合以下說明的股本衍生工具：就該等股本衍生工具而言，其持有人、賣方或發行人可選擇藉支付現金或是藉交付相關股份以作結算。

Free Board 由韓國金融投資協會 (Korean Financial Investment Association, KOFIA) 建立及管理，為韓國的第三市場，是一個系統化的櫃檯交易市場 (over-the-counter market)。由於其上市標準較交易所寬鬆，成為許多中小企業之融資渠道。

韓國由於其無論是集中市場(KSE)或店頭市場(KOSDAQ)，主要採標準化契約制度，而非標準化契約則是在 Free Board 裡面，故本研究以 Free Board 為主要參考對象。

(二) 法規

「金融投資服務及資本市場法」為韓國近年成立之法案，主要目的為整合現行金融制度、建立完善之金融體系，依據金融投資服務及資本市場法第 3 條²規定，金融投資工具應該按以下分類：

1. 證券 (Securities)
2. 衍生性商品 (Derivatives)
 - (a) 交易所內交易的衍生性商品 (Exchange-traded derivatives)
 - (b) 場外交易的衍生性商品 (Over-the-counter derivatives)

當中所提之 Over-the-counter derivatives 係指不在交易所交易之衍生性商品，亦及本次研究討論之範圍。

韓國金融改革後，「金融監理委員會」(Financial Supervisory Commission, FSC)負責制訂金融方面之重要政策及法令規範，韓國金融監督管理局(Financial Supervisory Service, FSS)負責監理實務。而除了金融投資服務及資本市場法外，韓國資本市場存在三大自律組織，分別為韓國金融投資協會 (Korea Financial Investment Association, KOFIA)與韓國交易所(Korea Exchange, KRX)及韓國證券集保公司 (Korean Securities Depository, KSD)。韓國金融投資協會 (KOFIA) 任務為維繫會員間交易順利、保護投資人、促進市場健全發展及相關金融投資服務。韓國交易所(KRX)任務則為其所屬的 KOSPI 市場、KOSDAQ 市場與期貨市場等市場維護交易之公平，以及市場監視與解決糾紛交易。韓國證券集保公司 (KSD) 任務為促進證券之集中保管、結算交割作業運作順暢。

由於資料取得不易，本研究僅能列出於 OTC 交易所內交易之衍生性商品的交割規範。依據 KOFIA 中金融投資公司商業執行與服務條例之規定，場外交易的衍生性商品 (Over-the-counter derivatives) 結算時，交易雙方得採現金或實物交割為之。

至於實務交割制度的規範，由於大部分國家在 OTC 衍生性商品的法規規範

² 金融投資服務及資本市場法：「The financial investment instruments under paragraph (1) shall be classified as follows: 1. Securities; 2. Derivatives: (a) Exchange-traded derivatives; (b) Over-the-counter derivatives.」

上是採負面表列，若無明確制定，表示即可以從事相關行為。而本計畫之衍生性商品採實物交割可行性研究，因美、韓與香港皆採負面表列之樣態，且 OTC 是靠交易雙方依契約明訂相關規範，故只要該契約規範沒有違反法律之要求，原則上實物交割的方式可由雙方約定之。

在本章的最後，我們將韓國和香港衍生性商品之主管機關以及其交易採實物交割之適用法規列於表二。

表二：韓國與香港衍生性商品之法規比較

	韓國	香港
主管機關	金融監督委員會 (F S C)	香港金融管理局
適用法規	金融服務暨資本市場法	證券及期貨條例
投資人能否採實物交割	可	可

第參章 我國證券商承作衍生性商品現況

第一節、發行與管理

在本節中，我們將根據「證券商管理規則」與「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」將我國證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規範整理如下。

(一) 證券商得從事衍生性商品資格

依據證券商管理規則第十九條之三規定，證券商應符合一定條件才得於其營業處所經營衍生性金融商品交易業務，而相關規定包含證券商須同時經營證券經紀、承銷及自營業務之證券商，且最近期經會計師查核或核閱之財務報告無累積虧損，財務狀況須達法規要求才可以發行衍生性金融商品，詳細之相關要求如下：

1. 證券商除法令另有規定外，對外負債總額不得超過其淨值之四倍；其流動負債總額不得超過其流動資產總額，此外經營受託買賣有價證券或自行買賣有價證券業務，原則上其對外負債總額不得超過其淨值。
2. 證券商應於每年稅後盈餘項下，提存百分之二十特別盈餘公積。但金額累積已達實收資本額者，得免繼續提存。
3. 證券商除法令另有規定外，不得購置非營業用之不動產，此外其所持有營業用不動產及設備總額及非營業用不動產總額合計不得超過其資產總額之百分之六十。
4. 證券商之資金，僅限運用於金管會所核准之用途，不可任意貸予他人。
5. 證券商轉投資證券、期貨、金融及其他事業，原則上其總金額不得超過該證券商淨值之百分之四十，並須符合公司法第十三條相關規定；其轉投資個別事業之範圍及相關規範，由金管會另定之。
6. 證券商除由金融機構兼營者已有關法令規定外，其經營自行買賣有價證券業務者，須符合法規之規範，包含：證券商持有本國與外國公司之股份總額應符合法規之要求，此外持有關係人所發行之股權有價證券及單一證券商所發行普通公司債之投資成本總額不得超過法規限制。

除了上述財務狀況需達標準之外，其最近六個月每月申報之自有資本適足比率均須符合主管機關之規定；除此之外，仍必須未遭受金管會所明定之相關處分。

(二) 投資人得從事衍生性商品資格

依據財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則，證券商提供投資人衍生性金融商品交易服務時，應該將客戶區分為專業客戶及一般客戶。以下將介紹專業客戶與一般客戶，區分方式如下：

(1) 專業客戶：

- A. 專業機構投資人：指國內外之銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經主管機關核准之機構。
- B. 高淨值投資法人：最近一期經會計師查核或核閱之財務報告總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金。
- C. 同時符合下列條件，並以書面向證券商申請為專業客戶之自然人：
 - 1. 提出資產達 3,000 萬以上的財力證明；或單筆交易金額超過 300 萬，且在該證券商往來總資產超過 1,500 萬元，並提供總資產超過 3,000 萬元以上之財力聲明書。
 - 2. 具備充分之金融商品專業知識或交易經驗。
 - 3. 充分瞭解證券商與其交易得免除之責任。

(2) 一般客戶：

即專業客戶以外者，即非高資產或具備專業投資知識與經驗的一般民眾。

證券商向專業機構投資人及高淨值投資法人提供衍生性金融商品交易服務，應與交易相對人簽訂 ISDA 主契約（ISDA Master Agreement），或依其他標準契約及市場慣例辦理。

證券商與一般客戶承作衍生性金融商品交易時，對一般客戶在得承作之商品種類、商品適合度調查、風險告知義務、書面契約及交易糾紛處理等要求較高，雙方簽訂之書面契約應約定同意主管機關及櫃買中心得蒐集、處理及利用其個人資料，且應充分說明其交易之重要內容及揭露風險，留存相關資料，並納入內部控制及稽核制度管理。而在向客戶說明重要內容及揭露風險時，應遵守(1)應本於誠實信用原則，並以客戶能充分瞭解之文字或其他方式為之；(2)任何說明或揭露之資訊或資料均須正確，所有陳述或圖表均應公平表達，並不得有虛偽不實、詐欺、隱匿、或足致他人誤信之情事，上述資訊或資料應註記日期；(3)銷售文件之用語應以中文表達，並力求淺顯易懂，必要時得附註原文；(4)所有銷售文件必須編印頁碼或適當方式，提供客戶確認是否接收完整訊息。

店頭衍生性金融商品成立之初是為了讓大型企業與機構投資人可交易更具彈性之契約內容，商品之複雜性較高(故其訂定之契約內容較為複雜)。雖然目前我國法規中並未限制一般投資人不得承作店頭市場衍生性金融商品，但股權衍生

性商品為複雜程度較高的投資工具，且交易時投資人須承擔證券商之信用風險，故在與證券商簽訂股權衍生性商品時，須衡量往來證券商之財務狀況，並承作自身所熟悉之商品，以及了解自己在最差情況下能承擔之損失。

因此，本研究認為只有具備充分金融商品之知識及承受風險能力專業投資人，才可承作店頭市場股權衍生性商品。

第二節、近況分析

衍生性金融商品近二十年來快速發展，為了讓相關金融機構在發展之餘有法規制度可參循，台灣櫃檯買賣中心於民國 94 年依據證券商管理規則第十九條之三的規定，制定「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」，證券商於營業處所經營衍生性金融業務均需依照此規則辦理。由於衍生性商品交易風險較高，為確保從事業務之相關單位，能承受相當風險，故前述證券商管理規則主要為規範券商須符合一定標準才可經營衍生性商品交易業務。

在 2014 年底修法前，「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」依各項衍生性金融商品及其交易分別訂定業務規則，可分為(1)債券衍生性商品，(2)利率衍生性商品，(3)資產交換交易，(4)結構型商品，(5)股權衍生性商品，以及(6)信用衍生性商品共六節。

其中，股權衍生性商品依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第四十五條第一項之規定³，台灣股權衍生性商品〈如股權選擇權、股權遠期契約與股權交換等等〉雙方可於簽訂契約時，議定到期履約方式得由雙方約定採現金結算或由證券商及其它經主管機關核准採實物交割之機構，以給付連結標的證券方式為之；連結外國股權商品之股權衍生性商品履約方式，得由雙方約定採現金結算或依其市場實務採行實物交割。

然而，修法後根據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第二十八條第二項規定，證券商與投資人從事衍生性商品業務時，當證券商為履約義務人時，可選擇採實物交割 — 給付連結證券予投資人，或採現金交割 — 以現金給付予投資人；但當投資人為履約義務人時，則僅可採現金交割方式履約給付予證券商。

³ 依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則 2014 年 12 月 31 日修正前條文第 45 條第一項：「連結台股之股權衍生性商品履約方式，除法令另有規定外，得由雙方約定採現金結算或由證券商及其它經主管機關核准採實物交割之機構以給付連結標的證券方式為之，並準用第三十三條第二項規定；連結外國股權商品之股權衍生性商品履約方式，得由雙方約定採現金結算或依其市場實務採行實物交割。」

故主管機關為整合衍生性金融商品之履約方式，刪除第四十五條之規定，而統一將衍生性金融商品到期時履約方式規範於新修訂條文之第二十八條第一項，原則上仍可依雙方議定採行現金交割或實物交割。但於同條第二項規定，若給付連結之標的為股票者，僅可以證券商給付連結標的之證券為限。

綜合分析，台灣股權衍生性商品修法前之履約方式，得由雙方約定採現金結算或由證券商及其它經主管機關核准採實物交割之機構以給付連結標的證券方式履約，惟若連結標的為股價時，則規定採行以現金交割方式進行。修法後限縮了雙方履約方式之選擇，股權衍生性商品交割除券商得採行實物交割外，投資人僅得以現金交割方式為之，廢除原主管機關核准可採實物交割之非證券商機構，然而限縮之緣由卻未於修法時明確述明。

在本章的最後，我們將我國與韓國、香港目前衍生性商品是否可採實物交割制度的情形列於表三。

表三：本國與國外股權衍生性商品交割制度之比較表

	韓國	香港	台灣
主管機關	金融監督委員會 (F S C)	香港金融管理局	金融監督管理委員會
適用法規	金融服務暨資本市場法	證券及期貨條例	財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則
投資人能否採實物交割	可	可	僅券商可以採實物交割

第肆章 實物交割制度可行性探討

現行依「櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第二十八條第一條之規定，證券商從事衍生性商品之履約給付方式得選擇採現金或實物交割，故原則上採開放之精神，亦包含股權衍生性商品。然而，受到同條第二項之約束，若股權衍生性商品履約方式欲採實物交割時，僅得以證券商給付連結標的為限，也造就目前僅證券商之間才能進行股權衍生性商品實物交割，而投資人只能採現金交割。

誠如前述，投資人已經可以進行現金交割，那為何還要建議主管機關開放投資人承作股權衍生性商品，履約時可採行實物交割呢？參考第貳章的分析，由於目前國際上做法多為當投資人與證券商承作股權衍生性商品時，可採現金或實物交割兩種模式，而專業金融機構如壽險、銀行、公法人等持有的股票部位在其總資產中佔有一定的比例，因此，開放實物交割對這些專業機構而言，除了可增加其投資的商品種類外(相當於可以手中持股進行股權衍生性商品之投資)，更能滿足其當初承作契約時之避險需求。因此若我國可以參考上述各國做法，開放投資人之實物交割業務，將使交易方式更具彈性、多元化，促進股權衍生性商品市場的流動性。

此外，雖然早期結構型商品僅得由雙方約定以現金結算或由證券商以避險專戶之部位給付連結標的，但透過證券商積極向主管機關爭取下，已一步步開放相關業務。目前除連結標的為股權之結構型商品外，其餘結構型商品的交易雙方皆可採行實物交割。然而，在股權衍生性商品履約制度上，證券商亦積極爭取投資人得採實物交割，但由於主管機關認為透過股權衍生性商品，有交割義務的投資人於到期時將股票交付予證券商的行為乃屬於一種場外交易，因而擔憂部分大股東會利用此方式出脫持股，規避法律規範。然而，在現行制度下已明定公司大股東不可執行櫃檯買賣中心台股股權衍生性金融商品之交易⁴，故以此為由來限制投資人不得採行實物交割，似乎有些欠缺合理性。

為了使法規上之地位相對等，本研究認為只要對投資人的違約風險善加規範，開放股權衍生性商品的投資人得採行實物交割，應是一項符合全球已開發國家金融市場趨勢的開放，我們將在本章中，分析股權衍生性商品之交易雙方對於實物交割之需求，以及開放實物交割制度之優點。而最後也會針對開放實物交割後，有可能產生的問題以及制定相關作法配套的需要分析。

⁴依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則第41條第一項之規定：「證券商不得與具有下列關係者，從事台股股權相關之衍生性金融商品交易：一、證券商之董事、監察人、經理人或直接或間接持有其股份總額達百分之十以上之股東……」

第一節、證券商與投資人從事實物交割之需求

證券商發行權證後，會有買進股票買權的避險需求，而持有大量股票的投資人（可能是在股票市場被套牢而被迫持有大量股票的投資人，或是投資台股的壽險或金融機構），在股價未達心目中的賣價時，為了利用手中的持股賺取權利金，會在此時出售一個股票買權給券商。投資人可將出售給證券商之買權的履約價，設定在高於目前的股價，或者是投資人心中想要賣出股票的價格。例如，投資人購入股票的成本價為 100 元，目前的股價只有 50 元，則投資人可以出售一個履約價為 80 元的買權予證券商，賺取利益。萬一股價由 50 元漲至 80 元時，則投資人相當於以 80 元賣出手中的持股。

而目前實務上，當投資人欲賣出股票買權予證券商時（Sell Call），由於證券商無法透過類似於銀行所使用的聯徵系統對客戶進行調查，釐清客戶過去的信用狀況、淨資產，因此對於投資人之信用風險理解程度低，證券商的徵信制度僅能了解目前的開戶與違約交割紀錄，無法透徹分析客戶的信用狀況以確認客戶的信用風險，因此證券商會將股票買權包裝成「結構型商品」進行交易，在期初時要求投資人交付 100% 本金予券商以降低違約風險。到期時，若投資人有履約義務，投資人必須以現金給付，無法直接將手中的持股當成履約標的交付給證券商。證券商收到現金後，則須自行由市場買入股票，手續稍嫌繁複，而對於手中持有股票買權的標的資產之投資人而言，則需準備額外的現金，才能承作出售買權的交易。因此開放實物交割，相當於讓持有股票的人，多了一種以股票投資，賺取權利金的方式。因此無論證券商或投資人，對於實物交割制度的開放，都有一定程度的需求。

第二節、開放投資人承作股權衍生性商品可採實物交割之優點

（一）投資人方面

若開放投資人從事店頭股權衍生性商品交易，可以選擇採股票實物交割時，不僅可滿足投資人多元投資之管道，完善自身資產配置，更可以藉此獲得投資利潤，增加報酬來源。而對於壽險、銀行、公法人等專業金融機構，由於其在股票部位的投資具一定比例，因此若能開放實物交割制度，則金融機構在承作股權衍生性商品時，便可將其股票資產作為履約交割之工具，藉此賺取出售買權之權利金，更可進一步達到資產配置之活化。例如持有相當規模台積電股份之大型壽險公司，在實物交割制度下，若有交割義務時，便可以手中的持股作為出售台積電買權的交割標的。如此，也可減少其承作股權衍生性商品所產生的相關交易成本，使其更有誘因從事此項業務，進一步促使國內衍生性金融市場的發展。

(二) 證券商方面

在現行制度下，當投資人為衍生性商品之賣方時，投資人無法於契約到期時直接與證券商進行實物交割交付標的之股票，故若證券商有購買此股票需求時，必須先取得現金交割之金額，再到集中市場上購買股票。而這些動作除了會增加證券商獲得該標的證券之交易成本外，也可能面臨無法於集中市場上購足所需之券源的情況，甚或因交易股數龐大而產生影響市場操作之風險。故透過實物交割，證券商可以直接獲得所需要之證券，減少上述情事之發生。在開放實物交割後，專業金融機構可直接將手中持股交割予證券商，而證券商亦可針對專業金融機構設計客製化商品，以滿足其投資策略之需求，促進金融機構更有誘因從事相關股權衍生性商品，進而增加證券商之業務量及獲利能力。

第三節、開放實物交割須注意之事項

若未來開放投資人從事股權衍生性商品得採實物交割時，由於證券商不瞭解投資人之風險特性，可能發生交易對手於契約到期時無法交付相關券源之風險。為了降低契約權利方之交易對手風險，在開放實物交割時，應參考國外的規範，要求契約義務方先行提供擔保品。然而，雖然參酌 ISDA 之規範，無論是證券商或者是投資人，只要是履約義務方都必須提供擔保品給與交易對手，以降低義務方之違約風險。但根據第參章第一節的分析，證券商承作衍生性商品之資格已受到主管機關嚴格的限制，因此相對於一般投資人，證券商違約風險較低，故本研究建議，當證券商擔任履約義務方時，因違約風險較小，毋須提供擔保品予客戶。由於開放實物交割後，證券商會擔心身為契約義務方的投資人，於契約到期後無法履行交割的義務，因此本研究建議身為選擇權義務方的投資人，必須在交易契約成立後，交付足夠的擔保品給選擇權權利方的證券商，當成是出售選擇權到期會如期履約的一種保證，藉以降低自身的違約風險。而擔保品的種類，可為任何等值的有價證券。但若因市價變動，而導致每日所需評價擔保品的業務繁複，再加上證券商目前尚未有完備的擔保品鑑價及管理系統，因此本研究也建議在實物交割制度開放的初期，暫先設定投資人交付的擔保品種類以投資人所出售的股票選擇權之標的股票為限。待證券商的擔保品管理及評價制度發展完整後，再逐步擴大可當成擔保品之股票或資產(例如：政府公債或公司債)種類。

證券商目前已有一些業務，涉及到客戶提供的擔保品。我們將在下一節說明證券商現行的擔保品制度，藉以充分瞭解擔保品的性質，以便進一步探討證券商是否可在契約到期前，使用投資人所交付之擔保品。

第四節、擔保品制度的相關議題

我國目前證券商旗下業務牽涉到客戶的擔保品包含(1)融資融券，(2)有價證券借貸業務，(3)證券業務借貸款項，以及(4)有價證券交割款項融資等等，而以下將分述介紹當證券商從事相關業務時，其所收受之證券擔保品所得用途之規定：

a. 融資融券之擔保品：

證券商與客戶從事融資、融券業務取得之擔保品，依據證券金融事業管理規則第十五條之規定，證券金融事業辦理有價證券買賣融資融券，對所取得之證券擔保品，除作為辦理融券或轉融通之券源、向其他證券金融事業轉融通之擔保、辦理有價證券借貸之出借券源、向證券交易所借券系統借券之擔保、出借予證券商或其他證券金融事業作為辦理有價證券借貸業務或有價證券融資融券業務之券源、於證券交易所借券系統出借證券或參與其他證券金融事業之標借或議借外，不得移作他用。

b. 借券之擔保品：

證券商與客戶從事借券業務時，依據證券金融事業管理規則第四十七條之規定，證券商出借有價證券所取得之證券擔保品，經借券客戶出具轉擔保同意書者，除作向證券交易所借券系統借券之擔保，或向證券金融事業轉融通證券之擔保運用外，不得移作他用，且應送至臺灣集中保管結算所股份有限公司(以下簡稱集中保管結算所)保管。

c. 證券業務借貸款項之擔保品：

證券商與客戶從事證券業務借貸款項時，依據證券商辦理證券業務借貸款項操作辦法第八條之規定，證券商辦理證券業務借貸款項所取得之擔保品，經客戶出具轉擔保同意書者，除作向證券交易所借券系統借券之擔保或向證券金融事業借券及轉融通證券之擔保外，不得移作他用，且應送存集中保管。

d. 有價證券交割款項融資所取得之證券擔保品：

證券商與客戶從事有價證券交割款項融資時，依據證券金融事業管理規則第三十五條之規定，證券金融事業辦理有價證券交割款項融資所取得之證券擔保品，除作向證券交易所借券系統借券之擔保或向其他證券金融事業轉融通之擔保外，不得移作他用，且應送至集中保管結算所保管。

綜合以上分析，證券商收到客戶之擔保品，需存入證券商之擔保品專戶。原則上四種業務之擔保品，可運用之範圍受到法規嚴格限制，此外，證券商在與客戶從事相關業務時所取得之擔保品，除了受法規限制外，大部分仍需在與

客戶簽屬轉擔保同意書後才可以動用。故證券商均需在客戶違約時才可較有彈性地使用擔保品。

此外，關於擔保品的管理，目前各國的擔保品制度，多半是利用第三方平臺進行擔保品管理，透過第三方平臺將能夠更快速的轉換與管理擔保品，並減少雙方之交易成本。然而，第三方平臺必須具備跨市場（即牽涉不同集中交易對手或不同雙邊市場參與者的情形）管理及配置資產的能力，在國外此一業務大多由集保機構擔任。但目前我國證券商收取擔保品後，僅將其存放至集中保管結算所所開立之擔保品專戶。集中保管結算所僅負責開設擔保品專戶，尚未提供擔保品管理之服務。

因此若想有效運用擔保品，可將投資人交付之擔保品移轉至證券商，由證券商負責擔保品之管理業務。投資人在實物交割制度下所提交予證券商之擔保品，若僅能將之間置於集中管理處所，並無法增加股票市場的流動性。若想允許證券商在契約到期日之前，可合法使用投資人所交付的股票擔保品，則將投資人出售選擇權時所交付的股票擔保品視為證券商現行擔保品制度下所規範的擔保品時，將大幅限制證券商使用這些股票的權利。因此為了讓證券商有較充足的券源可以進行其它相關業務的避險操作，減少證券商的避險成本及其它衍生的業務成本，本研究建議不應將客戶由於出售股權選擇權時所需事先交付給證券商之有價證券稱為擔保品（雖然實質上，這些有價證券具備了擔保品的精神）。此外，若單純以借券業務中之擔保品來定義實物交割制度下，客戶於出售股權選擇權所需於交易發生時先行提交給證券商的股票性質時，則會因需對借券業務中的擔保品，進行每日洗價的動作，而造成證券商和客戶雙方的不便。

因此，為了促進我國股權衍生性商品市場在進行實物交割制度後穩健成長，健全地發展，本計畫提出(1)「交割保證借券」，以及(2)「履約擔保讓與」兩種方式來界定投資人擔任股權衍生性商品義務方時，所需先行交付給證券商的股票（類似一種交割履約的保證）之性質。本研究會提出以上兩種形式，來定義投資人於出售股權選擇權時所需先行提交的股票性質，主要是根據ISDA之信用擔保附件中所有權讓與型（英國法）之樣態。

在所有權讓與型（英國法）之擔保品規範下，在交付擔保品時，同時將擔保品之所有權移轉給接受擔保品之一方，由於契約的權利方在契約的義務方交付擔保品時，已取得擔保品之所有權，原則上契約的權利方便可以自由處分擔保品。

此種方式較類似於我國的借券業務與履約保證制度。但由於我國對於擔保品運用的規範較嚴謹，擔保品的動用受到很多限制，若要彰顯英國法之精神，建議將投資人為減少違約風險所交付之證券，視為「交割保證借券」或「履約擔保讓與」兩種方式，來規範證券商可使用投資人所交付的擔保品，並將擔保品暫時移轉至證券商之避險專戶中。

第五節、本章小結

綜合本章的分析可知，各先進金融市場早已將現金交割與實物交割兩種交割方式視為衍生性商品之合法交割方式。對我國股權衍生性商品而言，開放實物交割制度，不僅可增加證券商業務量，投資人亦可逕行將手中所持有的股票當作履約的擔保品交付予證券商，而毋需提撥現金作為抵押，減輕投資人之資金需求。對交易雙方而言，都有好處。因此本研究也建議主管機關開放股權衍生性商品的實物交割制度。

但我們認為，由於證券商承做衍生性商品的資格已受到主管機關嚴格的控管，因此相較於證券商，投資人反而具有較高的違約風險。因此本研究建議，主管機關開放實物交割制度時，必須同時要求身為契約義務方的投資人在契約成立後，交付視為契約到期時交割履約保證的擔保品給身為契約權利方的證券商。廣義而言，此項用於保證投資人於契約到期時會履約其交割義務的抵押擔保品，不一定必須是此股權衍生性商品的標的股票，而可以是任何等值之有價證券，例如政府公債或其它上市公司之股票。但在開放實物交割制度的初期，為了減少每日需對擔保品鑑價所產生的行政成本，本研究建議先以所承做的股權衍生性商品之標的股票，當成是出售股票買權的交割保證。

此外，在參考了國外對於擔保品的管理方式後，本研究也建議我國市場的長期目標之一，應是發展建立一個健全的第三方擔保品管理平台，以便有效地利用擔保品，達到活絡市場的目的。然而在目前缺乏第三方擔保品管理的機構時，為了增加股票市場的流動性，進一步有效地運用擔保品，本研究在參考了ISDA之信用擔保附件中對於規範擔保品的型式後，提出了可以「交割保證借券」及「履約擔保讓與」兩種方式之一，來定義證券商可使用投資人所交付之擔保品之相關規範。本研究將在第五章，詳細分析此兩種方式。

第五章、證券商以「交割保證借券」或「履約擔保讓與」制度使用擔保品

在開放投資人可採實物交割的前提下，本研究將進一步探討證券商是否可使用投資人於期初事先交付的標的證券。本研究提出二種證券商可使用投資人先行交付的標的證券之方式：(1)「交割保證借券」及(2)「履約擔保讓與」。

參考國際 ISDA 擔保品制度的規範，在紐約法下收取擔保品之一方對合格信用支持物具有處分權，如質押、轉讓、出售或抵押等；而在英國法下，當擔保品所有權移轉之後，收取擔保品之一方可以處分該信用支持物。然而，契約到期時，收取擔保品之一方在他方未違約之情形下，須返還等值或相當之擔保品。國外對擔保品制度的規範，原則上當提出擔保品之一方同意時，收取擔保品之相對方，即可動用該擔保品進行投資操作。故本計畫在研究國外之制度後，認為為了讓擔保品更有效率地被管理，增加股票市場流動性，應可允許收取擔保品之證券商，使用擔保品從事某些交易活動，而使用擔保品對雙方效益及相關規範將待本章討論。

至於該以何種方式動用擔保品，若法規未限制擔保品之使用範圍，原則上可直接依據 ISDA 所規範之擔保品動用準則進行相關作業。然而，由於台灣對於擔保品的使用有明確限制，若非法規所明定之事項，原則上禁止使用和擔保品有關之操作。故為活化所收受之擔保品，並在合理範圍內使用擔保品從事交易，本研究在符合國際 ISDA 擔保品制度規範的精神下，提出可採「交割保證借券」或「履約擔保讓與」兩種制度，來規範證券商使用擔保品的合法性，以下將說明此兩種方式的特性。

第一節、以「交割保證借券」方式交付股權衍生性商品契約之擔保品

目前市場上所稱之「有價證券借貸」作業，係指持有有價證券之一方，暫時性地將其有價證券所有權移轉予另一方，並獲得合理之借券費。為減少借券方違約風險，會於借券作業發生之同時，要求其交付現金或其他有價證券作為擔保，於約定時間終了或出借人要求返還時，借券方有義務將同種類之證券還付予出借方，而出借方亦將擔保品交還給借券方。

客戶與證券商簽訂股權衍生性商品契約時，可在簽訂衍生性商品契約時，同時簽訂借券契約，將交付給證券商當成交割擔保品的股票，再以簽訂借券契約的方式，同意證券商可使用這些投資人交付的股票，亦即是以借券方式賦予證券商使用這些股票的權利。依據證券商辦理有價證券借貸管理辦法第二條規定，有價證券借貸業務是指證券商向其客戶、其他證券商或證券金融事業借入或出借有價證券，並約定以同種類、同數量有價證券返還之業務行為。

投資人與證券商簽訂股權衍生性商品契約後，若交易雙方選擇採行實物交割的履約方式，則雙方在簽訂交易契約後，應再簽訂特定人借券契約，藉以讓證券商可依借券方式，擁有使用擔保品的權利。而投資人所屬之證券商在收到此借券契約後，會向集中保管結算所申報，並由集中保管結算所將券撥入證券商之避險專戶，以供證券商使用。

衍生性商品契約到期時，若投資人有履約義務，需交付股票予證券商，則可以用以下兩種方式，完成實物交割的履約方式。首先若集中保管結算所可在主管機關開放實物交割制度後，為此項業務新設立一項交易功能，允許投資人在有履約交割義務時，可以在借券契約中出借的有價證券當成是用來履約的交割資產。亦即，集中保管結算所可以直接抵消兩種契約 (netting)，由集中保管結算所將股票的所有權移轉至證券商。此項業務下之交割手續較為簡便，但必須主管機關新增法規，開放集中保管結算所的業務。或主管機關開放實物交割制度後，集中保管結算所沒有針對此項新制度改變現有的借券、還券或撥券之流程，在個別契約不能互相抵銷的既有原則下，若投資人在期末有履約交割的義務時，則證券商需先將借出的有價證券歸還予集中保管結算所，而集中保管結算所再將此證券撥還予投資人。投資人最後再以這些先前出借的有價證券，來完成其對證券商的交割義務。

當買賣雙方結算採總額方式進行時，買方及賣方個別的義務會在各筆的交易基礎上逐一計算。亦即當店頭股權衍生性商品結算時，若投資人須履行股票交割義務，證券商需先將期初收付之有價證券返還予客戶，客戶收到有價證券後再將此有價證券作為結算工具交付與證券商，繁瑣的流程不僅增加雙方交易成本亦造成雙方諸多不便。而若結算可採淨額方式進行時，買方及賣方的義務會相互抵銷 (offset)，進而產生交易雙方間的單一義務。因此本研究認為應該開放淨額交割的結算方式，在淨額結算下，當店頭股權衍生性商品結算時，若投資人須履行股票交割義務，券商無需將期初收付之有價證券返還予客戶，而由集中保管結算所直接將所有權移轉予券商契約即完成，會有效減少交割費用及後台人事費用。

第二節、以「履約擔保讓與」方式交付股權衍生性商品契約之擔保品

ISDA 英國法之權利讓與型信用擔保附件(Transfer English Law)中規定，當契約成立時，擔保品的受讓方(證券商)擁有出讓方所移轉的擔保品之所有權，並可以自由運用其所收受之擔保品。但是受讓方同時也負有返還同等價值之擔保品的義務。亦即，在契約到期時，受讓方有義務返還其於期初所收受之擔保品予出讓方。

在法律體系上，國際上主要區分為海洋法體系與大陸法體系兩種。台灣係屬於大陸法體系，而在大陸法系中，讓與擔保係指債務人或第三人為了擔保債權人

之債權，將其所持有之擔保物轉移至擔保權人之名下。債務人於契約到期時，若需履行其債務，則債權人有義務將該權利返還予債務人。而英國法與台灣的讓與擔保相似，受讓方擁有擔保物之所有權，且負有返還等值資產之義務。但英國法並非為擔保目的而讓與所有權，因此所返還之物亦非一定要是原物，而是等值替代物亦可。最重要的是受讓方完全擁有使用擔保品之處分權。

配合讓與擔保的精神，衍生性商品交易雙方在交易契約簽約初期，若選擇實物交割方式履約，則投資人於期初須轉移擔保品之所有權予證券商作為股權衍生性商品之「履約擔保讓與」。因此投資人與券商簽訂股權衍生性商品契約時，必須在期初同時簽訂擔保讓與契約。然而雙方所議定做為履約保證之擔保品之價值，應不得超過所承作之股權衍生性商品之價值。故為求實行上之便捷，原則上本研究建議以當初簽立的股權衍生性商品所連結之股權標的，進行所有權的轉移，作為「履約擔保讓與」。在期末時，若投資人有履約義務時，和上一節在以「交割保證借券」方式交付股權衍生性商品契約之之擔保品之期末交割方式相同，可利用下列兩種方式進行實物交割作業：(1) 證券商將「履約擔保讓與」之有價證券返還予投資人，投資人再將所需交付之有價證券轉移至券商。(2) 透過淨額交割方式，投資人直接將當初作為「履約擔保讓與」之證券作為履約時須交割之有價證券，而無須再進行所有權移轉。然而，若投資人沒有履約義務時，原則上券商僅需將所取得之「履約擔保讓與」證券所有權再移轉予投資人即可。

第三節、本章小結

本研究基於法規、證券市場兩個維度，對借券業務及履約擔保讓與做說明，透過不同角度探討透過「交割保證借券」及「履約擔保讓與」方式交付股權衍生性商品契約之擔保品之差異、特色。

若以「交割保證借券」方式賦予券商使用有價證券的權利，則投資人與證券商簽訂股權衍生性商品交易契約後，應再簽訂特定人借券契約，藉以讓證券商可依借券方式，暫時擁有擔保品之所有權並使用擔保品的權利。若以「履約擔保讓與」方式賦予證券商使用有價證券的權利，則投資人與證券商簽訂交易契約後，必須再簽訂一份擔保讓與契約，將雙方所議定做為履約保證之有價證券的所有權，轉移給證券商。我們將兩種方式下，券商可使用投資人交付之有價證券(性質等同擔保品)時，此有價證券的所有權是否需要移轉，及以收受有價證券擔保品的券商是否可使用有價證券，享有有價證券的權益列於表四。

表四：「交割保證借券」與「履約擔保讓與」之比較

	交割保證借券	履約擔保讓與
投資人收益	借券費	—
有價證券所有權是否移轉	是	是
收取擔保品方是否可使用擔保品	是	是
投資人是否享有擔保品的權益（如股利）	是	否

不論是採「交割保證借券」或「履約擔保讓與」型式規範擔保品之性質及其運用方式，當買賣雙方結算方式只能採總額方式進行時，買方及賣方個別的義務會在逐筆的基礎上一一計算。即當店頭股權衍生性商品結算時，若投資人須履行股票交割義務，證券商需先將期初收付之有價證券返還予客戶，客戶收到有價證券後再將此有價證券作為結算工具交付與證券商。繁瑣的流程增加了雙方交易成本亦造成雙方諸多不便。但當結算可採淨額方式進行時，買方及賣方的義務會相互抵銷(offset)，進而產生交易雙方間的單一義務。在淨額結算制度開放後，店頭股權衍生性商品結算時，若投資人須履行股票交割義務，證券商便無需將期初收付之有價證券返還予客戶，而可由集中保管結算所直接將股票之所有權移轉予證券商後，交易契約即完成，減少交割費用及後台人事費用。

第陸章、證券商使用投資人交付的擔保品之相關風險分析

風險管理的主要意旨，在於取得風險與報酬之間的平衡。在開放新衍生性商品業務時，也必須建構良好的風險管理制度，以確保證券商所從事該衍生性商品業務與其他既有業務之總體曝險額，維持在可承受之範圍內。衍生性商品近些年來蓬勃發展，除了為金融市場注入活水，有效提升交易業務之範疇，帶動相關同業獲利提升外，也使企業與投資人能有更多元的管道進行資金借貸、調度與運用。但衍生性商品高報酬也意謂著必須承受高度風險，且金融業高度唇齒相依，倘若未建立良好的風險控管制度，一旦市場發生非系統性風險，例如該證券商體系發生違約之問題，則可能由單一金融機構問題，擴增至全面性金融體系運轉失靈。一旦發生系統性風險如金融恐慌，將有可能對整個金融體系的穩健運行構成威脅；更有可能導致如 2008 年的，造成市場動盪。故證券商在經營上，除了要設法達成盈餘目標，更需要配合管理市場、信用、作業風險等事項，以確保證券商之健全與穩定發展。證券商藉由衍生性金融商品業務的穩定發展，來達到風險與報酬最適化之目標，進而創造最大企業價值。

若開放投資人從事股權衍生性商品可採行實物交割時，交易雙方有可能會產生以下兩種風險：(1)在衍生性金融商品契約到期時，有履約義務之投資人無法如期以標的有價證券進行交割結算；(2)作為履約擔保品之有價證券於期初移轉至證券商之避險專戶後，在契約到期時，若投資人沒有履約義務時，證券商未能如期歸還投資人所交付的履約擔保品之兩種風險。然而誠如前述分析，由於投資人從事股權衍生性商品買賣時，因風險規範較低，導致券商從事相關衍生性商品交易之風險提升，因此會要求投資人必須提前交付 100%所承作之股權衍生性商品之連結標的，當作類似的「擔保品」，以降低未來投資人有履約義務時，無法交付有價證券之風險。故因投資人已於期初時交付 100%有價證券，不會再有無法如期交付有價證券之風險，故本章主要將探討有價證券於期初移轉至證券商避險專戶後，證券商未能如期歸還之風險。

第一節、投資人於期初交付有價證券予證券商後，可能面臨的風險

由於「交割保證借券」類似於借券業務中之特定人借券模式，目前尚未將此借券交易設定於證交所之交易系統，而是由雙方自行約定，並辦理櫃檯買賣中心股權衍生性商品之結算交割作業。而在「履約擔保讓與」模式中，投資人將有價證券之所有權直接移轉至證券商，兩種模式均無保證機構作為交易之中介者，因此風險須由交易雙方自行承擔。我們將其契約到期時，投資人可能面臨的風險陳述如下：

(1) 信用風險

信用風險係指當交易對手發生違約時所造成的損失。當證券商利用投資人交付之有價證券進行避險操作時，可能因操作失當而造成違約事件，使投資人的權利蒙受損失，以下分別介紹在「交割保證借券」和「履約擔保讓與」兩種方式下投資人可能面臨之信用風險：

a. 「交割保證借券」方式下之信用風險

證券商經由特定人借入有價證券時，因屬於雙方私下議定之契約，故於到期時僅需經由集中保管結算所辦理撥券之相關業務，借券方透過集中保管結算所的專戶，將有價證券還予出借方。然而並未如同定價與競價交易有證交所擔任保證人，由於並無結算機構介入成為買賣雙方之相對人，以擔保交割之完成，因此借券方有可能因不履行其返還義務，而產生信用風險。

b. 「履約擔保讓與」方式下之信用風險

證券商與投資人承作股權衍生性商品時，透過擔保讓與之形式取得有價證券之所有權。雖然收取擔保品之證券商，在投資人無履約義務時，負有交還有價證券之義務，但因擔保品之所有權已移轉至券商，證券商若不履行返還擔保品之義務，將導致信用風險的產生。

(2) 流動風險

當有價證券市場面臨券源不足時，券商無法在其契約到期前，將避險操作而賣出之有價證券自集中市場購回；亦或者已購回之數量不足以全額返還投資人於期初所交付之證券，因而導致交割作業無法於期限內完成。

第二節、風險控管機制

整體而言，結算機構在防制結算會員信用風險上，係在下列方向加強：

(1) 要求券商財務體質健全

為確保證券商具有穩當的現金流量以支應未來財務上需求，除要求證券商須具備充足的資金外，主管機關亦已明定券商能從事櫃檯買賣衍生性商品之業務門檻，限定得承做券商之資格。例如依我國證券商管理規則第 19 條之三規定，券商的財務應達一定門檻才得以從事衍生性商品業務，另於其後業務經營上，主管機關亦設定各項傳統財務比率衡量標準，如財務結構、流動能力、償債能力及獲利能力等以監理其財務體質之變化；並要求資本適足率須維持在一定比率之上。

(2) 監控業務營運

證券商應主動向上呈報主管機關其承作之業務總量、成交金額等等，讓主管機關能隨時掌握其業務狀況，並適時的監控以維持良好的金融秩序。例如依財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則規定，證券商應於每日向證券櫃檯買賣中心申報當日衍生性商品交易之成交資料及流通餘額，而櫃買中心亦必須對證券商進行適當的查核作業。

(3) 督促落實內部控制

為避免交割保證借券業務經營上，因券商內部控制工作疏漏發生類似如不當挪用客戶出借之有價證券進行避險以外的操作，亦或者當股票選擇權未履約時，客戶出借之有價證券未及時返還等情事，影響交易雙方交割義務之履行。證券商應制定嚴謹的交割保證借券制度之內部控制準則，並嚴格落實以避免上述疏漏之發生，確保交易流程順利執行。

(4) 設定交易前條件

為確保交割作業順暢運行，交易雙方在期初契約內容中需載明期末若無法返還有價證券時，須賠償之金額與其他替代方案，例如以市價計算應償還有價證券等值金額，加上一定比率之補償金返還投資人。

(5) 限制風險範圍

為了防止證券商過度曝險，導致承擔過高之風險，造成客戶權益承受損失，更進一步造成金融失序與混亂。應限制券商使用借得之有價證券僅能從事避險交易，且避險之水位應在合理的範圍內，以避免投機行為發生。

第三節、本章小結

綜合本章的分析可知，若開放投資人從事股權衍生性商品可採行實物交割時，交易雙方有可能會產生 (1)有履約義務之投資人無法如期以標的有價證券進行交割結算，及(2) 投資人沒有履約義務時，收取有價證券擔保品之證券商未能如期歸還有價證券之兩種風險。由於開放實物交割方式後，會要求投資人必須提前交付所承作之股權衍生性商品之連結標的，以降低投資人無法履約之風險。因此，我們將本章的重點，放在證券商的風險管理機制上。

在外部方面，除了可由主管機關以適當的標準衡量券商的財務體質，並且定期監控券商的業務營運狀況。在內部方面，證券商也應該落實其內部控制，並且設定可承受的風險範圍，避免做過多的投機槓桿操作。

第七章、研究計畫執行建議

創新是產業發展的原動力，也是帶動經濟成長不可或缺的一環。店頭衍生性金融商品的發展歷經十數年的光景，不僅僅帶動金融領域邁向另一波高峰，更促使我國證券商獲利與營運績效的顯著成長。

目前我國的店頭衍生性金融商品的交割方式，是根據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第二十八條第二項的規定。該項條文中規定，證券商與投資人從事衍生性商品業務時，當證券商為履約義務人時，可選擇採實物交割 — 給付連結證券予投資人，或採現金交割 — 以現金給付予投資人；但當投資人為履約義務人時，則僅可採現金交割方式履約給付予證券商。由於大部分的國家對於股權衍生性金融商品之規範，大多允許交易雙方皆可採行實物交割的方式履約，並不刻意限縮投資人選擇交割方式之權利。

在法律精神上，為了使投資人和證券商雙方，在交易契約中有相對等的地位，同時也能使我國的店頭衍生性金融商品的交割規定與國際市場接軌，本研究建議主管機關開放投資人在店頭市場交易股權衍生性商品時，可以選擇採取實物交割的方式履約。如此，不但可讓投資人賺取投資利潤，增加報酬來源，還可使投資人的投資管道更多元化，完善投資人的資產配置策略。而對於壽險、銀行、公法人等專業金融機構，由於其在股票部位的投資佔總資產相當大的比重，因此若能開放投資人的實物交割制度，則專業金融機構在承作股權衍生性商品時，便可將其股票資產作為履約交割之工具，藉此賺取出售買權之權利金，達到資產配置之活化。而開放實物交割後，投資人和專業金融機構若能直接將手中持股交割予券商，則證券商便可針對各類投資人設計客製化的商品，以滿足不同投資人的投資策略需求。如此一來，不但可增加投資人從事相關股權衍生性商品交易的誘因，提高證券商之業務量及獲利能力，並可進一步增加台灣股票市場和店頭衍生性金融商品市場的效率性和流動性。

若未來主管機關開放投資人從事股權衍生性商品交易得採實物交割時，有履約義務的一方，必須提供擔保品給交易對手，以降低義務方違約的風險。但由於我國主管機關對於證券商承作衍生性商品之資格已有嚴格的限制，因此相對於投資人，證券商的違約風險較低，故本研究建議，當證券商擔任履約義務方時，毋須提供擔保品予客戶。但證券商會擔心身為契約義務方的投資人，於契約到期後無法履行交割的義務，因此本研究建議身為選擇權義務方的投資人，必須在交易契約成立後，交付足夠的擔保品給選擇權權利方的證券商，當成是出售的選擇權到期後，投資人會如期履約的一種保證。而擔保品的種類，可為任何等值的有價證券。但若因市價變動，而導致每日所需評價擔保品的業務繁複，再加上證券商

目前尚未有完備的擔保品鑑價及管理系統，因此本研究也建議在實物交割制度開放的初期，暫先設定投資人交付的擔保品種類，以投資人所出售的股票選擇權之標的股票為限。待證券商的擔保品管理及評價制度發展完整後，再逐步擴大可當成擔保品之股票或資產(例如：政府公債或公司債)種類。

此外，國際組織 ISDA 契約中有關股權衍生性商品契約之規範中，明訂交易雙方若經過他方之允諾，可自行運用擔保品。惟我國對於擔保品制度並未有統一之規範，且現行目前法規對於擔保品之運用有嚴格的限制。為了創造股權衍生性商品參與者的最大利益及促進證券市場之流通性，在現行制度下，本計畫除建議主管機關開放股權衍生性商品的實物交割方式之外，也可進一步規劃以「交割保證借券」或「履約擔保讓與」兩種方式做為證券商可使用投資人交付的擔保品之參考依據。若以「交割保證借券」方式賦予證券商使用有價證券擔保品的權利，則投資人與證券商簽訂股權衍生性商品交易契約後，應再簽訂特定人借券契約，藉以讓證券商可依借券方式，擁有使用擔保品的權利。若以「履約擔保讓與」方式賦予券商使用有價證券的權利，則投資人與證券商簽訂交易契約後，必須再簽訂一份擔保讓與契約，將雙方所議定做為履約保證之有價證券的所有權，轉移給證券商。

另外，在後續的制度發展上，本計畫也提出幾個觀點供主管機關參考，做為日後修訂法規時的考量重點，建議如下：

(一) 法規的建立與規範

(1) 約定證券商僅能從事避險行為的操作

無論實物交割制度是採行「交割保證借券」或「履約擔保讓與」的方式來界定證券商以何種方式取得擔保品的使用權，實物交割制度皆要求投資人在交易契約成立後，將承作的股權衍生性商品之標的連結證券，當成是投資人會如期完成交割義務的擔保品(當成是會如期完成交割義務的擔保品)，先交予證券商，以減輕證券商對投資人信用風險之疑慮。然而若無限制地賦予證券商可自行運用所獲得之證券，將違背借券業務中，限縮證券商能利用證券從事的行為操作。故本研究建議在法規中，可規範從事股權衍生性商品實物交割時，證券商在取得投資人所交付的履約擔保品之使用權後，應適度地限制證券商僅能從事相關的避險操作，並將這些擔保品集中放置於證券商的避險專戶中，以降低券商過度曝險之可能。

(2) 「履約擔保讓與」方式中之所有權移轉，不屬於場外交易

由於現行我國有價證券之交易，原則上只允許於證交所內進行競價交易。但有鑑於活絡股權衍生性商品之發展，我國主管機關於金管證三字第 0950004037

號解釋：「證券商經營股權衍生性商品交易業務而採實物交割者，不適用證券交易法第 150 條⁵規定上市有價證券買賣應於證券交易所開設之有價證券集中交易市場為之之限制。」在開放實物交割制度時，為減少投資人的違約風險，會要求身為履約義務方的投資人在交易契約成立後，先行提交契約中的連結標的予證券商，當成是會如期履約的擔保品。若以「履約擔保讓與」方式來界定證券商取得此擔保品的權利，則在「履約擔保讓與」方式下，股票擔保品的所有權須由投資人轉移至證券商。但若契約到期時，投資人有履約交割的義務時，則作為擔保品之股票可不需再移轉給投資人。此項交易的程序應視為股權衍生性商品之提前交割。雖然此時股票所有權的轉移不是在集中市場內進行，但性質上也不屬於證交法第 150 條所允許的三項場外交易。因為本質上，在此方式下產生的股票所有權移轉，乃是股權衍生性商品的提前交割，不應將之歸類屬於場外交易。

(3) 在「履約擔保讓與」制度下，適度規範可以利用擔保品從事的操作

由於「履約擔保讓與」制度乃是參酌英國法之精神，將投資人承作股權衍生性商品之標的股票當做擔保品，將其所有權轉移至證券商，以降低信用風險與違約之可能性。然而，若過度限縮擔保品之運用，將會降低證券商的意願，進一步造成投資人投資管道萎縮。但若對擔保品之運用未加諸任何限制，則又擔心證券商從事過多的投機操作，造成投資人的交易對手風險增加。因此原則上，本研究建議適度地規範證券商運用擔保品的業務範圍，例如開放證券商從事避險的相關操作，藉以增加市場交易之活絡。

(二) 稅制分析

(1) 「交割保證借券」模式之稅制分析

參酌有價證券借貸制度之稅制制度，出借及返還有價證券之行為，其法律關係既係屬消費借貸而非屬買賣行為，故非屬證券交易稅課稅範圍，不課徵證券交易稅。又借券人返還有價證券予出借人時，因係借用物之返還，故出借人尚無所得稅課稅問題。因為「交割保證借券」業務仍沿襲借券模式之精神，因此稅務的課徵上建議仍應以原業務核定的相關稅負為主。

⁵ 依證券交易法第 150 條之規定：「上市有價證券之買賣，應於證券交易所開設之有價證券集中交易市場為之。但下列各款不在此限：一、政府所發行債券之買賣、二、基於法律規定所生之效力，不能經由有價證券集中交易市場之買賣而取得或喪失證券所有權者、三、私人間之直接讓受，其數量不超過該證券一個成交單位；前後兩次之讓受行為，相隔不少於三個月者。四、其他符合主管機關所定事項者。」

(2) 「履約擔保讓與」模式之稅制分析

在「履約擔保讓與」制度下，稅負的產生來自於股票所有權移轉。但是因為此處所有權的移轉並無牽涉到買賣交易，乃是根據擔保品的精神，故建議無須課徵。

由於目前證券商尚無法針對不同的有價證券做價值評估，故在法規開放的初期，本研究建議以股權衍生性商品連結之有價證券，作為店頭股權衍生性商品交割保證或履約擔保的抵押品，然而，此項做法無法更廣義地讓投資人可運用其所持有之有價證券，亦無法創造證券市場更高的流動性。因此本研究建議未來可由台灣集中保管結算所，擔任擔保品管理之中立機構，如此一來，投資人可使用與股權衍生性商品之連結標的不同，但具有相同市值之其它有價證券，作為交割保證或履約擔保的抵押品。

參考文獻

王健全、林嘉慧、蘇顯揚，101 年度國內外及中國大陸經濟研究及策略規劃工作項目一 有感經濟推動策略，101 年 12 月。

李存修，現貨與衍生性商品跨市場 整合性風險控管機制探討，2001 年 10 月。

李存修，期貨商承作店頭衍生性商品之可行種類及配套措施，中華民國期貨商業同業公會委託研究計畫，2007 年 7 月。

李志宏，全球主要證券市場有價證券擔保品管理及制度發展之探討，臺灣集中保管結算所股份有限公司，2014 年 12 月。

周行一，我國期貨商承做 OTC 衍生性商品可行性之研究，中華民國期貨商業同業公會委託研究計畫，2005 年 9 月。

徐千惠，衍生性商品相關契約法律關係之比較研究-以 ISDA 契約為例，2008 年 1 月。

國家政策研究基金會，櫃買中心與其他華人地區主要證券交易所間競合關係之研究，財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心委託研究計畫，2011 年 12 月。

張世凱，台灣及亞太主要證券市場新興交易板塊及市場結構發展之觀察，證券櫃檯雙月刊第 146 期，2010 年 4 月。

張智傑，「股權衍生性商品實務」，財團法人證券暨期貨市場發展基金會「股權衍生性商品實務研習班」講義，2009 年。

彭思遠、鄭曉琪、林建甫財團法人國家政策研究基金會國政研究報告—房價與奢侈稅，2013 年 5 月。

葉疏，如何健全我國店頭市場股權衍生性商品之發展 --就稅負問題之研究，中華民國證券商業同業公會委託專題研究，2010 年 12 月。

廖四郎，開放國內證券商發展 OTC 金融衍生性商品及保本型商品業務之可行性研究，中華民國證券商業同業公會委託專題研究，2002 年 10 月。

鄧淑芬，店頭衍生性金融商品比對及集中結算機制之探討，證券櫃檯雙月刊第 144 期，2009 年 12 月。

簡堅訓，衍生性商品與 ISDA 合約法務控管實務手冊，2005 年 9 月。

各交易所官網揭露相關簡介、上市規則、市場統計、新聞稿等。

證券暨期貨法令判解查詢系統。