

第三章 研究方法

全球金融體系自 1973 年以後，以美元為中心的固定匯率制度崩潰，改採浮動匯率制度，各國金融機構或企業面臨著匯率波動的風險；而第二次石油危機引發的停滯性通貨膨脹，在利率不斷飆漲的情況下，面臨著利率波動的風險，因此不論企業、或金融機構，不管是投機或避險，在金融市場的變動中，紛紛參與了衍生性商品交易。

隨著金融自由化與國際化的趨勢，衍生性商品已經蔚為潮流，由於參與者的不斷投入，加上 1980 年冷戰結束後，原本服務於國防工業的高科技人才-所謂「火箭科學家」(Rocket Scientist)將計量分析及數理模型運用到金融商品的創新，藉由電腦科技精確且快速的運算功能，發展出財務工程(Financial Engineer)的全新面貌，於是新種金融商品如雨後春筍般不斷地冒出。

衍生性商品市場的快速發展，加上陸續因為操作不當而導致鉅額的虧損案例，使得衍生性商品的管理成為各國金融當局關心的議題，為了避免因為衍生性商品的操作不當而增加市場的系統性風險，各國主管機關紛紛著手建立衍生性商品的監理規範，本章將就國際間的監理機構，對衍生性商品交易的管理規範進行分析，來檢視國內現行衍生性商品的交易現況與問題所在，並提出個人的建議與結論。它山之石，可以為錯，以歐美主要國家的經驗，提供我國衍生性商品管理的參考。

第一節 衍生性商品交易的監理濫觴 - G-30 報告

G-30 (Group of Thirty)成立於 1978 年，是一個非營利且國際化的私人組織，成員包括私人行業、公眾行業的高階代表和學者，成立的目的是在於了解全球經濟和金融的相關議題，同時對市場參與者及政策制定者的決策後果及影響，進行探究和檢視。

有鑒於衍生性商品的快速且蓬勃的發展，部份人士開始擔心龐大的交易量可能會增加金融市場的系統性風險，因此於 1992 年在美國前聯準會理事長主席

Paul Volcker 領導下，特別在 G-30 組織下設立「全球衍生性商品研究小組」(Global Derivatives Study Group)，小組成員包括了市場參與者(Dealer & End-User)、專業學者、會計師、律師等專業領域人士，希望藉由小組的成立，可以讓金融市場：

- 1、了解衍生性商品的本質：衍生性商品在金融市場扮演舉足輕重的角色，並非因為它龐大的交易量，而是它提供了新的操作模式去了解、衡量及管理金融市場的風險。為了避免操作衍生性商品帶來的不可預期風險，必須制定一套有效的管理制度，在藉由操作衍生性商品來管理、分散金融市場的不確定風險的同時，能夠有效控制整體的風險值。
- 2、發展出實務的管理原則：衍生性商品的風險並不是一種全新或是獨特的風險，它的風險衍生自連結的標的資產，因此也伴隨著傳統的風險項目：市場風險、信用風險、法律風險及作業風險；但是因為商品經過複雜的設計後，大大提高了風險的評估及管理的困難，以及不可預期的損失風險，因此市場參與者必須建立一套扎實嚴謹的管理原則，並確實執行來控管衍生性商品的操作風險。
- 3、監理人員權責考量的依據：由於現有的監理架構，大都專注在一般性的風險管理，有必要在管理條規中特別針對衍生性商品進行規範；但在建立監理機制時，必須兼顧到業者對新金融商品的發展，不能妨礙到業者運用衍生性商品管理風險的意願。

經過商品小組一年的努力後，1993 年 7 月提出 G-30 「衍生性商品：實務與原則」(Derivative: Practices and Principles)。有別於之前的學術理論研究報告，這份報告根據市場實務操作，對市場參與者及監理機構提出建議，是第一份探討管理衍生性商品的文獻，對於日後衍生性商品的實務及監理，具有相當指標性的指引功能。

報告的主要內容是針對店頭買賣(Over the Counter, OTC)的衍生性商品交易，不同於透過期貨交易所的標準合約，OTC 衍生性商品規格及條款皆不相同，包括衍生自利率、匯率、股價及商品(Commodities)的交換合約(Swaps)、遠期合

約(Forwards)、和選擇權(Options)等合約。

其中二十項建議是針對市場參與者提供實務的指導，幫助業者管理衍生性商品的交易；而報告的其餘四項建議則是針對監理機構，希望提供管理當局改善監理措施，建構適合衍生性商品交易所需的市場環境，茲詳述如下。

一、對市場參與者的建議：

市場參與者包括交易商(Dealer)與最終使用者(End-User)，所謂的交易商是以從事衍生性商品的交易目的來加以認定，如某家銀行，可以是交易商，也可以是最終使用者；對市場參與者的建議分為六大項，包函：高階管理者的角色、市場風險評量與管理、信用風險評量與管理、法律風險管理、作業風險管理、會計與財務資訊揭露。

➤ 高階管理者的角色 (The Role of Senior Management)：

高階管理者(如董事會)必須扮演積極管理的角色，包括核准整體性的風險管理及資本政策，管理政策的訂定必須兼顧業務及市場環境的改變，而且必須明確的定義衍生性商品操作的目的、承擔的風險，並核定相關的程序及管制措施，並監督各級管理階層切實執行。

➤ 市場風險評量與管理 (Market Risk Measurement and Management)：

- 市價評估 (Making to Market)

為了風險管理的目的，交易商應每日對衍生性商品作市場評價，每日評價可以真實反應衍生性商品的部位及現金流量，以提供市場風險值及避險部位等資訊。但就風險管理目的來說，成本市價孰低法或權益累積法皆不適用於衍生性商品的市場評價。

- 市價評估的方式 (Market Valuation Methods)

交易商的衍生性商品的評價應該採用「市場中價」(Mid-Market)扣除特調整項目，或是合適的市場買、賣價；市場中價的調整項目包括未來可預期的費用，如尚未賺取的信用價差(Unearned Credit Spread)、平倉的費用、投資和融資的成本、管理費用等項目。

- 確定收益來源 (Identifying Revenue Sources)

交易商必須定期且明確地衡量收益來源的構成要素，以確實掌握風險的來源。收益來源的構成要素包括：原始的收益、信用價差的收益以及其它的交易收益。

- 衡量市場風險 (Measuring Market Risk)

交易商必須採用一致性的衡量方法，每日計算衍生性商品的市場風險值，並與市場風險限額(Market Risk Limits)作比較。市場風險的構成要素必須包括：價格或利率的變動 (Delta)、凸性函數(Gamma)、波動度 (Vega)、時間風險(Theta)、基差或相關係數(Basis or Correlation)、貼現率風險(Rho)。

為了簡化市場風險的管理，可以將衍生性商品的各項風險值利用相同的衡量方式加以彙總、比較和控管。VAR 風險值(Value At Risk, VAR)是目前市場用來衡量市場風險的主要方法之一，VAR 風險值是指：在特定期間及特定機率下，持有資產的投資組合因為市場的變動，預期該組合可能產生的最大損失。而 VAR 風險值最大的優點在於，藉由將可能遭遇的所有風險彙整成一個數值，讓管理階層能夠簡單明瞭地掌握資產組合所可能面臨之最大損失的風險值。

確定了衡量市場風險的方法後，管理階層必須根據下列因素給予市場風險限額：對機率極低的高額損失及高機率的小額損失的忍受度、資本來源、市場流動性、獲利的期望值、交易經驗及業務策略。

- 耐壓模擬 (Stress Simulation)

交易商應定期模擬「耐壓測試」，藉以模擬在市場最差的情況下，投資組合可能的績效表現。

耐壓模擬必須同時反映歷史事件和未來的可能性，模擬情況必須包括：市場在不正常情況下的鉅幅波動和長時期的萎靡不振；測試必須考量到市場中價的改變對投資組合以及對調整項目（例如流動性問題可能增加

的平倉費用)的影響，交易商必須評估耐壓測試的結果並擬定因應的方案。

- 預估投資及融資 (Investing and Funding Forecasts)

交易商應定期預估從事衍生性商品交易的投資資金及融資需求。預估的頻率和準確性必須依交易金融和非避險部位而定；預估項目必須包括貨幣種類及投資期間，並且定期檢視可能對現金流量造成的衝擊。

- 獨立的市場風險管理 (Independent Market Risk management)

交易商應有明確獨立而且充分授權的風險管理功能，以執行下列事項：

A. 執行風險限額政策，監控交易與部位以符合管理政策。

B. 設計耐壓測試，以衡量不同市場情況下可能造成的衝擊

C. 設計收益品質報表，以量化不同風險要素的貢獻度以及衡量市場風險值(如 VAR)

D. 監控投資組合價值的實際波動值與依市場風險衡量的預測值之間的差異數。

E. 評估並核可訂價模型及評價系統，以供前後台人員使用，如果前後台使用不同系統，必須擬定出一致性的流程以調整二者間的差異性。

- 最終使用者的管理實務 (Practices by End-User)

最終使用者應依其操作衍生性商品交易的性質、規模和複雜性，比照交易商採用相同的評估方式，和市場風險管理實務。尤其在基於風險管理的目的，必須定期以市價評估商品的交易、定期預估投資的資金及融資需求、並建立獨立明確且充分授權的風險管理功能，以確實執行審慎的風險限額政策。

OTC 衍生性商品是客製化的交易合約，最終使用者常運用於抵銷因業務營運的市場風險，因此最終使用者必須建立績效評估和控制流程，以評估從事衍生性商品交易的合適性。

➤ 信用風險評量與管理(Credit Risk Measurement and Management)：

- 衡量信用風險值 (Measuring Credit Exposures)

信用風險是指交易對手違約、無法或不願意履行交割義務的風險，市場參與者依下列二種方式衡量信用風險值：

- A. 現有的曝險值 (Current Exposure)：衍生性商品的當期部位，如果交易對手違約，要重建現有部位的成本，也就是當期的重置成本。
- B. 潛在的曝險值 (Potential Exposure)：是假設交易對手於未來發生違約時，預估衍生性商品未來的重置成本；這項數值的預估係基於較大的信賴區間，在商品剩餘的存續期間，以可能的機率來計算。潛在的曝險值比較難以估算，而且估算的方法也很多元化，一般來說必須運用統計模型，來預估標的物價格的變動對衍生性商品的影響，而且會產生二種衡量潛在曝險值：預期的曝險值、最大或最差的曝險值。

- 信用風險值的合計數 (Aggregating Credit Exposures)

衍生性商品的信用風險和與交易對手的信用風險，必須在「淨額結算協定」(Netting Arrangements)的前提下合併計算風險值；而且必須定期與信用限額作比較。合計值包括現有的曝險值和潛在的曝險值，預估潛在曝險值遠比預估現有曝險值來得困難，因此在實務上，交易商必須每日監控現有曝險值的合計數，而降低潛在的信用風險值合計數的監控頻率，監控頻率可以依信用風險值的重要性來加以調整。

- 獨立的信用風險管理 (Independent Credit Risk Management)

市場參與者必須架構獨立明確且充分授權的風險管理組織，而這個組織必須具有分析衍生性商品的能力，負責下列職務：

- A. 核准信用風險之評估標準。
- B. 設定信用風險限額並監控使用額度。
- C. 檢視信用風險及信用風險集中程度。
- D. 檢視並監控降低信用風險之措施。

信用風險的管理職責，必須獨立於交易人員以外的部門，以避免利益衝突並確保信用風險評估的客觀性。

- 主契約(Master Agreements)

市場參與者被鼓勵使用單一的主契約(Master Agreements)來與交易對手進行衍生性商品交易；由於衍生性商品的市場風險、信用風險和法律風險習習相關，當交易雙方被迫採取法律途徑時，主契約條款便能發揮仲裁的功能。國際交換暨衍生性商品交易協會(International Swaps and Derivatives Association, ISDA)的 ISDA 合約因此運用而生，詳細如後敘述。

- 信用加強 (Credit Enhancement)：

市場參與者應評估採用信用加強的成本及效益，以及降低風險的相關措施。當信用評等被降低可能引發的提前終止條款，或必須提供擔保品時，市場參與者必須謹慎評估本身潛在鉅額籌資的能力，以為滿足交易對手的要求。

降低風險的措施可以幫助管理交易對手的風險，降低的措施包括：提供擔保品和保證金、第三者的擔保或信用狀以及透過成立特殊目的機構(Special Purpose Vehicles, SPV)來加強信用等。

➤ 法律風險管理：

- 增強法律效力(Promoting Enforceability)

隨著商品交易跨領域以及新型態的發展，市場參與者應持續的共同合作，確認並建議解決方案以強化法律的效力。

交易商不斷的發展新型態的商品交易，而新科技也隨著應運而生；這些新發展，在當下的現有法律架構上可能並不適用，因此交易商和最終使用者必須密切合作以評量新商品的引進，對既有的法規可能引發的法律問題，這些合宜的措施必須透過分析、市場慣例、文件需求或必要時透過法律的制定。

- 專業人員

市場參與者確認其從事衍生性商品交易的成員，必須具備適當的經驗、技術和專業化；這些專業人員必須具備交易和管理能力，監控及負責交易流程、報告、控制與稽核等專業能力。

衍生性商品的交易活動必須由訓練優良、負責任的專業人員擔任，以建立良好的經營團隊，僅依賴少數專家是危險的，經理人員除了必須具備衍生性商品的專業知識外，同時必須擁有廣泛的商業知識。

衍生性商品的支援功能是專門的技術，而且要求的專業能力高過於其它金融工具的專業；市場參與者應該透過訓練課程和標準化的專業能力要求，以建立優秀的專業團隊。

➤ 作業風險管理：

- 系統(Systems)

市場參與者必須建立能滿足需求的系統，以便執行資料的存取、處理、交割結算和管理報表，確保衍生性商品交易符合管理政策，並且有秩序及效率地運作。

交易商必須建制風險管理系統，以衡量因從事衍生性商品而產生的市場風險和信用風險；而最終使用者建制的風險管理系統，則依據商品的性質、規模和複雜度，來衡量因交易衍生性商品活動而產生的風險。

對交易商來說，透過風險管理系統的建制，可以增強作業的有效性和可信度，並降低人為的干擾；這項好處對大量從事衍生性商品交易或高度客製化的交易商而言，更是意義重大。

- 授權(Authority)

市場參與者的管理階層必須指派該組織中有權從事衍生性商品之人員。授權給予特定人員或是組織內具有特定職務之人員；管理階層可以限定特定的商品交易型態，例如：特定到期日、特定金額、或特定標的物風險，基本上這些資訊必須讓組織成員充分明白，與交易對手從事交

易時，必須由這些被授權人執行，非經正規程序核可，不得由其他人代替。

➤ 會計與財務資訊揭露：

- 會計實務(Accounting Practices)

衍生性商品的會計準則，必須建立全球一致性的標準；在這套會計準則建立前，建議採用下列會計實務：

- A. 交易商應以市價來評估衍生性商品價值，並將價值變動的差異數併入當期損益。
- B. 最終使用者的衍生性商品交易，應該與被避險項目採用一致性的會計準則。如被避險項目以成本評價，則避險的衍生性商品損益應該遞延，等到被避險項目認列損益時，才一併認列衍生性商品的損益；如被避險項目按市價評估，則避險的衍生性商品損益應該必須列入當期損益。
- C. 最終使用者對非避險項目的衍生性商品交易，應該每日以市價評估方式結算損益。
- D. 與交易對手支付款項的相互抵銷，必須經過法律許可或具有法律效力的清算條款約定才得執行之。

- 資訊揭露(Disclosures)

市場參與者的財務報表，應該充分揭露的資訊包括：衍生性商品的交易目的、商品交易範圍、承擔的風險程度以及商品交易的會計方式。

在未採用一致性的會計準則前，建議下列資訊應充分揭露：

- A. 管理階層對財務風險的態度，如何運用投資工具以控管風險的相關資訊。
- B. 會計政策。
- C. 資產負債表的部位分析。
- D. 伴隨的信用風險分析。

E. 交易商必須揭露涉及的投資工具範圍。

在 1993 年當時，衍生性商品財務報表揭露參差不齊，對於投資商品的揭露品質極需改進；如何將衍生性商品交易適當的反應於財務報表，以充分的反映財務狀況及結果，成為會計領域上一項重大的課題。

美國「財務會計準則委員會」(Financial Accounting Standards Bords, FASB) 經過多年的努力，終於在 1998 年公佈財務會計準則第 133 號公報「衍生性商品及避險活動之會計」(Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities)，規範了所有衍生性商品交易的會計處理原則，解決了美國長久以來衍生性商品分歧的會計處理方法。

二、對立法單位、管理者及金融監理機構的建議(Recommendations for Legislators, Regulators, and Supervisors)：

為了強化從事衍生性商品的金融基礎，本份報告中有四項建議是針對立法單位、管理者和監理機構，包括下列事項：

➤ 承認淨額結算(Recognizing Netting)：

管理者及監理機構應該承認淨額結算的協議效力，並以淨額結算來計算資本適足率。當交易對手發生違約事件時，雙邊或多邊的淨額結算協議可以有效降低未實現損失的風險，淨額結算是降低信用風險的重要工具，藉由減低交割風險和信用風險來降低系統性風險。

巴塞爾委員會(Basle Committee)於同年(1993) 4 月時發表的諮詢文件(Consultative Paper)，建議承認清算時的淨額結算法律效力，這份諮詢文件是針對 1988 年發佈的巴塞爾資本協定(Basle Accord)作修訂，承認淨額結算來計算銀行資本適足性，將淨額結算的實行往前邁進一大步。

➤ 法律和法規的不確定性(Legal and Regulatory Uncertainties)：

立法單位、管理者和監理機構(包括中央銀行)，對現有法律和法規的不確定性，應該與市場參與者通力合作，以確定和消除下列事項：

A. 建立具有法律效力的契約格式及文件需求(詐欺條款)。

- B. 市場參與者的能力，如政府單位、保險公司、退休基金和社會團體。
- C. 發生破產時，雙方淨額結算和擔保協議的法律效力。
- D. 發生破產時，多方淨額結算的安排協議。
- E. 衍生性商品交易的合法性和法律效力。

立法單位、管理者、監理機構和市場參與者應該密切合作，以消除前述五項的法律效力的不確定性，並不斷地趕上新金融商品及新技術的發展；唯有積極面對這些法律效力的問題，才能確保市場參與者從事衍生性商品活動時，不會受到法律不確定性的影響而牽制到新金融業務的發展。

➤ 稅務處理(Tax Treatment)：

立法單位和稅務機關應該檢視並修正影響運用衍生性商品於風險管理的項目上的稅制和法規；稅務上的障礙包括：從事衍生性商品交易損益，與被避險項目的投資損益的稅務處理並不一致或不確定。

稅務處理的不一致或不確定，使得運用衍生性商品管理風險的機構組織面臨實際的困難，這項困擾將降低這些機構運用衍生性商品來降低經營風險的管理策略。

➤ 會計標準(Accounting Standards)：

各國應該優先制定一套會計與財務報告的標準，提供從事衍生性商品投資工具的指引，並朝向國際標準化的方向；而國際會計準則委員會(International Accounting Standards Committee, IASC)應該將金融投資工具的會計準則定案。

雖然很多國家體認到必須為衍生性商品制定一套會計與財務報告的準則，以涵蓋風險管理的交易，但實務上仍面臨許多的問題；國際會計準則委員會(IASC)在 1993 年公佈了金融商品(Financial Instruments)定義，但因各國的時空環境差異，還是花了好些年才將會計與財務報告的準則定案。

三、總結：

總括來說，這份建議報告涵蓋四大部分：政策原則(General Policies)、衡量

及管理信用風險 (Credit Risk Measurement and Management)、法律效力 (Enforceability)及會計原則及資訊揭露(Accounting and Disclosure)。報告建議著重在市場參與者的內部風險控管及資訊的充分揭露，而監理機構依這些原則建立管理機制，並協助改善相關措施，以建立適合發展衍生性商品所需要的交易環境。

G-30 的報告公佈後，巴塞爾銀行監理委員會(Basle Committee on Banking Supervision)以及各國監理機構，大都以本報告內容的二十四項建議為規範，各自發佈衍生性商品管理準則，可見這份報告內容的重要性。

第二節 國際間對金融業從事衍生性商品交易之監理概況

一、銀行業的衍生性商品監理

(一)、國際清算銀行(BIS)的監理規範

國際清算銀行(Bank for International Settlements, BIS)是一個國際性組織，成立的目的是在服務各國中央銀行以促進全球貨幣及金融機構的發展。針對衍生性商品的管理規範，BIS 陸續提出下列文獻報告：

➤ 1994 年 7 月-衍生性商品風險管理準則(Risk Management Guidelines for Derivatives)。這份報告提出三大原則，包括董事會的權限、充分的風險管理系統及內部控管與稽核制度等，報告的主要重點包括：

1. 要求銀行達成的目標包括：由董事會管理衍生性商品交易、制定金融機構從事衍生性商品管理方針、設立獨立的風險管理部門、貫徹執行測度及部位限額。
2. 各國財政單位或央行應遵照本報告，加強衍生性商品交易風險的管理，並要求金融機構確實訂定從事衍生性商品之管理方針，並應有自行承擔盈虧的自覺。

報告內容分為四大部份：

1. 監督風險管理的程序：就風險管理的監督而言，董事會、高階管理和風險管理部門的角色及功能定位，強調從事衍生性商品交易必須

經由董事會核准，並經高階管理者執行「風險管理之政策與程序」。

2. 風險管理程序：界定風險管理系統的辨認、衡量及監控的程序。
 3. 內部控管與稽核制度：內部稽核的範圍、稽核頻率及獨立性。
 4. 健全各類風險管理實務：說明衍生性商品的風險及其控管原則。
- 1994 年 12 月-謹慎監管銀行之衍生性商品交易(Prudential supervision of banks' derivatives activities)。定義衍生性商品合約的風險為衍生自利率、標的資產或指數的價值變動風險，衍生性商品為資產負債表外交易的其中一項，包括期貨和遠期合約、交換、選擇權和其它類似性的交易工具；這份報告文獻明指衍生性商品的交易風險，因應風險管理目前進行的方案、銀行應採行的管理及監控衍生性商品風險的措施、關於款項交付及交割以及會計及財務報告揭露等議題。
- 1994 年 7 月-資產負債表外交易之自有資本與信用風險準則(The Capital Adequacy Treatment of credit Risk Associate with Certain Off-Balance-Sheet Items)。主要報告內容包括：
1. 允許衍生性商品採用淨額結算(Close-out Netting)
 2. 計算衍生性商品風險必須計提的自有資本，於未來隱含信用風險時，准許抵銷的計算公式。
 3. 未來曝露的信用風險抵銷對象給予擴大認定。
- 1995 年 5 月-銀行與券商從事衍生性商品交易之監理資訊架構(Supervisory Information Framework for the Derivatives Activities of Banks and Securities Firms)。是 BIS 與「國際證券管理機構組織」(International Organization of Securities Commission, IOSCO)聯合提出的報告，對於大型跨國且從事衍生性商品交易的銀行或證券商，監理機構為取得該銀行或券商從事商品交易的各項風險品質與數量等相關資訊，建議應該進行實地查核、要求定期申報，並透過外部稽核與金融機構諮詢等方式來監理。

➤ 1995 年及 1998 年-加強公開資訊揭露的建議(Joint Recommendation for Enhancing Public Disclosure)。BIS 於 1995 年發表的建議文獻，強調加強銀行、證券商從事衍生性商品交易必須充分揭露相關資訊，該建議包括二部份：

1. 銀行及證券商必須充分揭露內部風險、管理系統所計算出的資訊，與實際的交易部位。
2. 提供的財務報表必須供使用者掌握公司從事衍生性商品交易的實際情形，並了解對公司經營的影響。

BIS 進而於 1998 年提出應揭露資訊六大項目，這六大項目包括：

1. 財務績效 (Financial Performance)
2. 財務狀況 (Financial Position)
3. 風險管理策略與實務 (Risk Management strategies and Practices)
4. 曝險部位 (Risk Exposures)
5. 會計政策 (Accounting Policies)
6. 基本業務、管理及公司治理資訊 (Basic Business, Management and Corporate Governance Information)

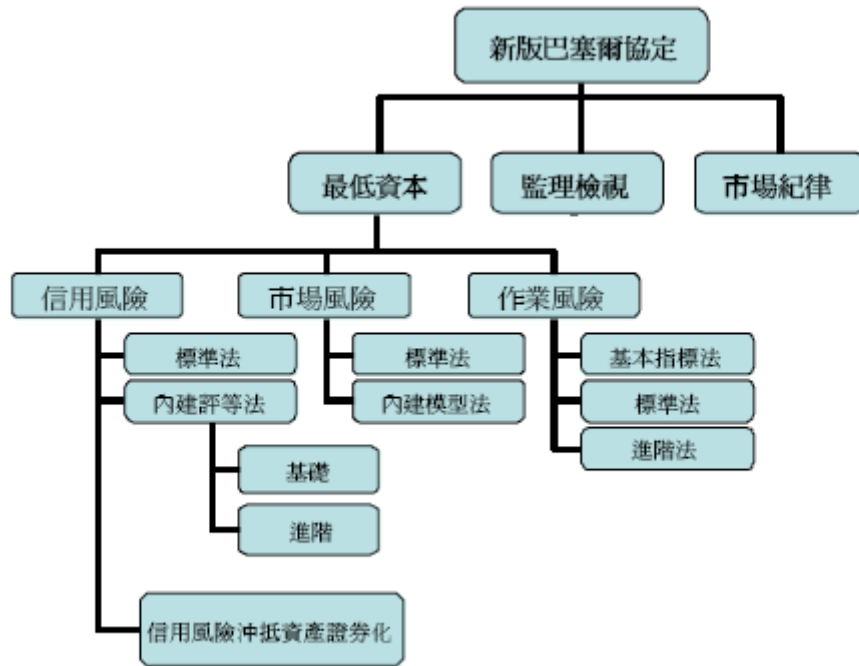
每項資訊必須明確揭露合理細節，以符合銀行資訊透明化的要求；同時銀行必須確定所揭露的資訊，能適切的反映從事衍生性商品交易的數量、型態及其複雜度。

➤ 1996 年及 2004 年巴塞爾資本協定(Basel Capital Accord)

「巴塞爾銀行監理委員會」(Basle Committee on Banking Supervision，簡稱巴塞爾委員會)隸屬於國際清算銀行(BIS)的「貨幣暨經濟局」，專門負責銀行業務法規及監理作業。巴塞爾委員會於 1988 年公布資本協定，強調銀行應該維持適當的資本結構，採用標準法計提所需的資本，但風險計算只有涵蓋信用風險。

隨著國際金融環境快速變遷，巴塞爾委員會於 1996 年公布巴塞爾資本

協定修正案，增列市場風險，並允許銀行使用內部模型計提市場風險所需資本；之後，廣徵各方意見，著手進行制定「新版巴塞爾資本協定」(New Basel Capital Accord)，於2004年6月定稿公佈新版協定，並要求成員國在2006年底開始實施。新版協定主要目標在於增進金融體系安全穩定，強調公平競爭，金融機構採用更完善方法處理風險。



新版巴塞爾資本協定的主要變革在於基本架構，除了現行強調的「最低資本適足率要求」外，增加「監理機關的監理審查」及「市場紀律」，形成三大支柱。在計提最低資本適足率要求時，除考慮信用風險與市場風險外，同時增加作業風險。

第一支柱- 最低自有資本要求(Minimum Capital Requirements)

巴塞爾資本協定係根據各種風險之曝險(Exposures)情形，設定最低資本適足率之要求，提供監理機關評估銀行資本適足性的共同標準，希望金融機構的經營風險皆可以被考量，而且資本能反映出不同金融機構之間的風險組合差異；最低自有資本的要求，讓銀行經營者與所有權人負起責任，藉由國際金融組織提升資本的定位，做為銀行發生壞帳或虧損時的緩衝器(Buffer)，強化國際金融體系之健全與穩定。

該協定規定銀行最低自有資本占風險性資產的比率，應維持在 8% 以上，也就是最低資本適足率的要求，其計算公式為：

$$\text{資本適足率} = \frac{\text{最低合格資本總額}}{\text{(信用+市場+作業)風險加權後風險性資產總額}}$$

而從事衍生性商品交易的風險與其他資產的風險相同，包括市場風險、信用風險、法律風險及作業風險，風險管理的目的在於確保銀行資產品質及執行程序的監管，新版協定對資本適足率的計提，在原有的「市場風險」和「信用風險」之外，增加了「作業風險」；而對於計提風險性資產的量化方式，除了給予更明確的規定標準法之外，並允許採用自行建立的內部模型法(但必須先取得監理機構的核可)。

1. 信用風險的計算：從事衍生性商品涉及的信用風險，大部份來自於交易店頭商品時交易對手的風險，新版的信用風險計算方法包括：
 - A. 標準法(Standardized Approach)：大量依據外部信用評等公司的評比，隨著信用評等高低改變給予不同權數；同時規定某些擔保品可以抵減風險。
 - B. 內建評等法(Internal Rating Based Approach)：允許銀行自行建立風險管理制度，得以內部評等方式估算信用風險，但內部評等方式必須依據巴塞爾委員會所建立的標準，並取得監理單位核准後才得以實施；同時必須配合嚴謹的估算方式與揭露標準。
 - C. 信用風險抵減法和資產證券化：由於銀行在實務上會採用新金融商品來降低風險，如「信用風險抵減」和「資產證券化」，在符合嚴格規定的條件下，新版協定得以較低的風險權數計提適足的資本：
 - (1). 信用風險抵減：指銀行透過信用保護機制來降低授信風險，例如提供擔保品、第三者擔保、信用衍生性商品或資產負債表內沖抵 (Netting) 等方法。

- (2). 資產證券化：透過資產證券化，銀行將其風險性資產移轉給投資人，不管是以傳統的 SPV (Special Purpose Vehicle)，或是以組合型的資產證券化，創始機構必須將資產徹底分割(Clean Break)，以符合資產隔離的法律效力。
2. 市場風險的計算：市場風險是指標的資產價格變動時，對持有該資產所造成的損失風險，包括利率風險、匯率風險、股價或權益證券風險，以及商品價格風險；整體而言，當金融機構持有衍生性商品時，該金融工具未來價格的可能變動，即是金融機構的交易或市場風險 (Trading or Market Risk)。
- Basel II 在計算其市場風險值時，分別為採用標準法與內建模型法，而內部法即以計算「風險值」(Value at Risk, VaR)作為管理市場風險的指標；風險值(VaR)是指在既定的信賴水準下，投資組合在特定期間內最大可能的損失，巴塞爾委員會建議利用「壓力測試」及「回顧測試」來輔助風險值(VaR)的應用。
3. 作業風險的評價：作業風險是指銀行因內部作業過程、人員、系統的疏失或錯誤，或因外來因素造成直接或間接損失之風險。包括詐欺、舞弊、資訊系統錯誤、政府部門的干預及法律糾紛等。作業風險的計提方法分為下列三種：
- A. 基本指標法(Basic Indicator Approach)：作業風險以單一指標來計算，比如：依總收入(Gross Income)的固定比例計算。
- B. 標準法(Standardized Approach)：先將銀行各項業務活動分類，再依各業務別設定計提指標來評價其作業風險。
- C. 內部衡量法(Internal Measurement Approach)：銀行使用其內部損失資料來估算其資本計提金額。

第二支柱－有效的監理審核程序(Effective Supervisory Review Process)

針對銀行適足的資本計提，及資本分配是否符合相關規定等，監理機構必須進行質、量的評估，並於必要時進行早期干預，以避免不良金融機構的經營風險擴大。

新版協定要求監理機構負責監理覆核各銀行的風險控管制度，強調銀行管理內部資本評估程序的重要性，如果銀行採取自行建立的信用評等法，或配合降低信用風險的技術、辦理資產證券化、財務透明化等，都必須經過監理機構的審查及核准。

第三支柱- 充分的市場紀律 (Adequate Market Discipline)

為促進市場紀律，新版協定規定資訊公開揭露條件，要求金融機構必須定期公佈風險相關資訊，包括銀行計算資本適足方式與風險評估的方法等，讓市場參與者更了解銀行的風險全貌與資本適足情況，減少資訊不對稱，並透過監理機構的審核程序，讓所有市場參與者共同監視，以發揮市場紀律，提升市場效率。

➤ 1999年10月-銀行及證券商從事衍生性商品交易及業務應公開揭露之建議 (Recommendations for Public Disclosure of trading and Derivatives Activities of banks and Securities Firms)。由BIS和IOSCO共同發布的建議報告，主要探討的主題包括：

1. 從事衍生性商品交易及業務之詳細資料，金融機構必須將其提供給財務報表使用者；提供的內容應包括各類量化及非量化資訊、業務範圍及性質，並說明該項業務對盈餘的影響、揭露交易衍生性商品業務有關的風險以及風險管理的績效等資訊。
2. 為了確保所揭露的資訊跟得上推陳出新的風險衡量及管理工具，金融機構應揭露內部風險衡量方式及風險管理體系等相關資訊。並應揭露從事衍生性商品業務的信用風險、市場風險、流動性風險、作業風險及法律風險相關資訊。

本建議報告的主要目的在於提供資訊揭露的準則，以提昇銀行及證券

商從事衍生性商品交易或業務時的資訊透明度，所有揭露準則以「重要性」(Materiality)為考量原則，但涉及商業機密的細節資料並不鼓勵予以揭露。

(二)、美國財政部-銀行從事衍生性商品作業準則 (Guidelines on Bank derivative Activities)。

負責管轄「聯邦銀行」的美國通貨監理署(Office of Comptroller and Currency, OCC)於 1993 年 10 月提出「銀行從事衍生性商品作業準則」(Guidelines on Bank Derivative Activities)，規定其管轄的銀行從事衍生性商品交易應遵循之準則，該項規範除了遵行 G-30 之原則外，並明定董事會權責，同時將風險依來源區分為信用、市場、流動性、作業及法律等五大類，逐一敘述並訂定管理原則，特別要求設立獨立的風險控管制度，

二、證券業的衍生性商品監理

(一)、「國際證券管理機構組織」(International Organization of Securities Commission, IOSCO)於 1994 年 10 月提出的研究報告(Report of the Development Committee task force on Derivative)。IOSCO 是由各國證券主管機關及證券相關單位組成的國際性組織，在全球已經有一百六十餘位會員，IOSCO 的政策指導方針對各國市場管理及發展極具助益。有鑑於市場的快速發展，IOSCO 於 1992 年 10 月成立「衍生性商品任務小組」(Task Force on Derivatives)，並於 1994 年 10 月發表研究報告，針對各國衍生性商品設置集中交易市場的發展情況作研究探討。

任務小組是以個案研究的方式進行分析，於 1993 年向 IOSCO 的會員寄出問卷調查，探詢各國衍生性商品的發展狀況，彙總各國的資料後，再由工作小組分析衍生性商品市場發展的主要因素，提出有關發展衍生性商品交易所的步驟。

依工作小組的調查結果，在 1994 年時共計十三個國家已經開始或正準備發展衍生性商品市場；研究結果指出，各國的經濟、政治、財政、法律及

管理等因素，牽動著金融市場的成長與衍生性商品的發展，實務上並沒有
一套完整的因素或條件能夠確保得以成功的建立衍生性商品交易所，加入
某些條件或許可以提高成功的率，但不是必須滿足所有的條件，而如果一
項也沒有的話，成功的機會不大。

(二)、比照銀行業的相關監理規範，如前述的巴塞爾資本協定(Basel Capital Accord)以及加強公開資訊揭露等。

三、保險業的衍生性商品監理-

(一)、國際保險監理機構協會(International Association of Insurance Supervisor, IAIS) 於 1998 年 10 月發表的「衍生性商品監理標準」(Supervisory Standard on Derivatives)。

IAIS 是全球性的保險監管組織，成立於 1994 年，主要的宗旨是制定保險
監管原則與標準，提高成員國監管水準。它由 129 個國家和地區的保險監
管機構組成，另有 98 家公司或組織為其觀察員。IAIS 匯聚了各國保險監
管當局意見，對國際保險業發展方向有舉足輕重的影響。

由於各會員國逐步發展監管衍生性商品的方法，因此 IAIS 建立這套標
準，提供各國監理準則，以管理保險公司從事衍生性商品的風險控管和報
告架構。這份報告提出指導原則來監管和評估保險公司從事衍生性商品的
風險控管，由於各國允許保險業從事衍生性商品的業務目的及範圍大不
相同，因此由各國監理機構依業務範圍及目的，並配合相關法律及監理技術
而訂定。「衍生性商品監理標準」的主要內容包括：

1. 風險管理實務(Risk Management Practices)：制定風險管理政策和流程、
明定董事會和高階管理的管理角色、風險管理方法和內容以及內部稽
核、控管。
2. 管理監督(Supervision)：為了監督保險公司從事衍生性商品，監理機構
必須具備風險衡量、分析和管理的的能力；並確保取得充分的資訊，以
及定期監管保險公司的曝險部位。

3. 公開資訊揭露(Public Disclosure of Information): 保險公司必須充分揭露從事衍生性商品的質與量等相關資訊。

4. 專業術語(Glossary): 定義現金流量風險、混合部位、交易對手、信用風險、流動性風險、市場風險和作業風險等專業名詞。

部份國家甚至開放保險業可以從事衍生性商品的全部活動，包括自行交易、為客戶提供買賣報價的服務、或是市場造市(Market Making)等，業者從事前述業務者，則必須遵循巴塞爾委員會(Basle Committee)及國際證券管理機構組織(IOSCO)的相關規範。

(二)、歐盟保險清償能力監控制度(Solvency I & II) - 2000 開始~

歐洲為世界最先進的經濟體系，對保險的經營與管理最為詳實。為了避免保險業者失去清償能力，歐盟於 2000 年頒布第一代清償能力監控制度 (Solvency I)，訂定最低保證基金與最低清償邊際，並擴大監管權限。

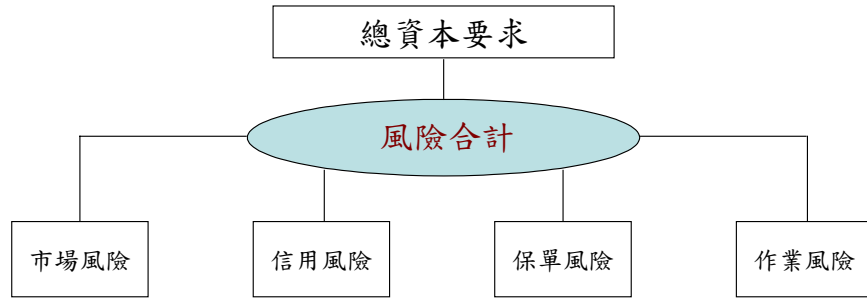
但由於金融市場快速變遷，保險型態以及投資環境都跟從前相去甚遠，因此在 2001 年，即 Solvency I 實施前，歐盟已經開始籌劃如何修訂保險業清償能力監控制度，重新頒布指令，方便會員國依此準則訂定法規，此稱為清償能力第二代監控制度 (Solvency II)。Solvency II 預計於 2010 年實施，基本內容包括三大層面：

1. 確保最低資本額及清償能力資本額：

A. 最低水準資本額 (Minimum Level of Capital, MCR): 即保險業者在經營上，所應維持的最低資本額。

B. 清償能力資本額 (Solvency Capital Requirements, SCR): 為因應巨大、不可預期賠款事件發生時，保險業者所需之準備資本額。

為計算前述二項資本額，保險業者對各項準備應事先訂定合理的計算方法，而且不可僅由單一公式計算得之。另外，保險業者的投資也必須應訂定規則，以合理計算該類資本額。



2. 強調公司內部管理以及外部監督：保險業者內部應規範與控制各種量化的風險與資本，並由外部單位與組織給予監督與管制。
3. 保險業者資訊充分揭露：保險業者的各種資訊應力求公開透明，且必須達到主管機關與金融市場所要求的水準，並符合國際會計標準理事會（International Accounting Standards Board，IASB）的規定。

Solvency 雖然並未明定衍生性商品的管理規範，但從事衍生性商品交易的風險 - 包括交易標的之市場風險、交易對手的信用風險及相關的作業風險等，必須合併計入最低資本額的需求。

四、資產管理公司的衍生性商品監理

➤ 美國共同基金市場

1934 年實施的證券法案(Securities Act)及 1940 年實施的投資公司法案 (Investment Company Act)是管理美國共同基金行業，最主要的兩則重要的法律條文。美國基金市場發展初期經歷了 1930 年的經濟大蕭條，基金界也因醜聞案的困擾而失去了投資者的支持，因此，投資公司法案在 1940 年獲得通過，直接管理基金行業，並確定了基金的公司架構：基金投資者的身份不僅是基金經理的客戶，而是投資公司的股東，聘用基金經理，並授權獨立董事會每年重審基金經理的合約。

節錄與衍生性商品投資的相關規定如下：

- (一)、投資衍生性商品的規範：基金經理人在符合其基金投資目標(Objective)及政策(Policies)，可以基於避險目的或作為投資工具交易衍生性商品；經理人投資衍生性商品面臨的風險及利益、以及決策過程，必須受到審

慎評估並適當地揭露。

(二)、董事會(Directors)對基金投資衍生性商品之責任：基金董事會的責任，在於檢視及核准投資顧問(Investment Adviser)對投資衍生性商品的建議，並監督其執行情形，包括：基金投資的衍生性商品是否符合基金揭露之投資目的、適法性、作業的監督及對投資人相關訊息的揭露。基金董事會的責任包括：

1. 瞭解基金投資的衍生性商品種類。
2. 要求投資顧問隨時提供其衍生性商品投資策略的訊息。
3. 審視衍生性商品的評價過程，例如，當市場無法提供完整報價時，董事會應決定經理人的評價過程是否妥適。
4. 定期監督基金的公開說明書，能詳實揭露相關的資訊。

(三)、明定投資顧問(Investment Adviser)對於基金投資衍生性商品應盡之責任，包括依據基金之投資目的、政策及投資限制，每日管理其衍生性商品之投資，並即時地將重要的投資衍生性商品交易向董事會報告。其它主要的責任包括：

1. 一般責任：對投資衍生性商品進行管理及分析、檢討投資衍生性商品是否達成基金之投資目的。並確保其它相關部門人員(例如：法務遵循部、會計及行銷部)能否充分瞭解基金投資衍生性商品之意義。
2. 資訊揭露之責任：依公開資訊揭露的規定，負責充分揭露投資衍生性商品的資訊，公開資訊揭露的規定如下詳述。

(四)、規定公開資訊揭露的內容，包括：

1. 註冊聲明(Registration Statement)：基金投資衍生性商品必須與其投資目的及政策一致，並且在註冊聲明中揭露。
2. 公開說明書：基金在揭露衍生性商品投資時，應使用淺顯易懂的文字說明，讓基金投資人瞭解基金所承受之風險；如果基金資產中逾

5%為衍生性商品，則在公開說明書中必須揭露衍生性商品的交易型態、交易目的及從事衍生性商品交易可能面臨之風險。並要求定期更新公開說明書，以確實反映基金的投資實況及目的。

3. 投資標的應名符其實：基金投資衍生性商品應與基金之名稱以及名稱相符，例如，債券型基金不宜投資在股價指數期貨，或投資在權益連結債券，除非債券型基金已經清楚地揭露或告知投資人，將會承擔股票市場的波動風險(Stock Market Risk)，否則不得投資於股票部位。

4. 投資於衍生性商品的部份，必須詳實揭露商品名稱、發行者、契約本金、持有單位數以及目前投資的市價。

5. 其它應揭露之資訊：

A. 聯邦證券法(Federal Securities Laws)及一般會計處理原則(General Accepted Accounting Principles)要求基金對於衍生性商品交易，應附註說明交易情形。例如，當基金賣出選擇權時，必須揭露基金出售選擇權之數量、特性及可能面臨的資產負債表外損失金額。

B. 符合美國財務會計準則委員會(FASB)所發表的「衍生性商品之揭露及其公平價值」會計公報原則，要求基金必須揭露以下資訊：

(1). 應說明基金持有衍生性商品的目的，以及其操作策略。

(2). 說明衍生性商品如何被揭露在財務報表中。

(五)、其它單位對衍生性品的規範：如聯邦證券法(Federal Securities Laws)、州證券法(State Securities Laws)、聯邦稅法(Federal Tax Laws)及聯邦商品法(Federal Commodity Laws)對於基金投資衍生性商品亦有規範，簡述如下：

1. 禁止利用衍生性商品創造出優先順位債權(Senior Securities)：例

如，從事期貨交易雖然只付出少許保證金，但可能發生的損失遠遠大於投資金額，進而產生創造優先順位債務之現象，損及基金受益人的權益，由於投資公司法禁止共同基金創造優先順位債務之行為，因此，美國證管會特別留意基金投資的衍生性商品可能涉及創造優先順位債務之問題。

2. 投資不具流動性的資產(illiquid assets)不得超過基金淨資產價值比重的 15%。依證管會對不具流動性資產的定義，係指按照基金認列的市場價格(Make to Market)，無法在七日內依正常方式處分的資產。

一般來說，透過集中市場交易的衍生性商品較具流通性，因此不在 15%投資限額內。而透過 OTC 市場議價的衍生性商品，排除具有相當市場深度與廣度的商品，例如遠期外匯合約，亦不在 15%限額內；只有部分連結到不具流動性之標的或市場的衍生性商品，可能難以在短期內變現，必須限額在 15%比例內。因此，衍生性商品的流動性高低應視個案而定。

3. 衍生性商品的評價方式必須合理客觀：由於基金淨值必須每日評價，投資於衍生性商品的市價來源，包括市場成交價、OTC 交易商報價等，如果無市場報價則應依基金董事會同意的評價政策，決定合理的市價。例如：OTC 衍生性商品的買賣報價(Bid-Offer)價差過大時，必須重新檢討合適的方式進行評價或發展新的評價方式以確認評價是否正確、合理。
4. 遵守單一標的之投資限額，以分散投資風險：投資公司法對於基金投資在單一發行人的債券訂有限額規定，如果投資在投資銀行發行的連動債券，而債券報酬連結到第三家公司之股價，在此在此情況下，基金應將將投資銀行及第三家公司皆列入投資限額控管。
5. 共同基金投資於期貨或期貨選擇權時，必須遵守「商品期貨交易委

員會」(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)及「全國期貨同業公會」(National Futures Association, NFA)對基金及其投資顧問訂定的相關規範。但是，當基金投資衍生性商品是屬於真實避險(bona fide hedging)時，共同基金及投資顧問可以向 CFTC 及 NFA 提出申請，以豁免前述規範而不受投資限制，甚至可以在基金淨資產價值 5%範圍內，作為支付交易目的之期貨保證金或選擇權權利金。

6. 對貨幣市場基金(Money Market Fund)投資衍生性商品的規範：投資公司法對於貨幣市場基金的投資標的，訂有嚴格的規範，包括基金的信用風險及市場風險的曝險限制，如果投資的商品不符合該標準，不論該商品是否為衍生性商品，均不適合貨幣市場基金的投資標的。在 1994 年時，由於美國聯準會連續調高利率，而造成投資在衍生性商品的貨幣市場基金淨值大幅波動，因此，證管會官員發表聲明，提醒貨幣市場基金經理人，應該特別留意衍生性商品及其它財務工程商品的操作，諸如結構債券、逆浮動利率(Inverse floater)債券等商品會增加基金的利率風險，並非貨幣市場基金之合格投資標的。然而，此聲明並非表示貨幣市場基金完全不得投資衍生性商品，例如 MMF 仍可投資高信用品質之(正)浮動利率票券(Variable Rate Demand Notes)

➤ 歐盟 UCITS III 指令

在歐洲市場，共同基金稱為「可轉讓證券投資計畫」(Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS)；UCITS I 在 1985 年首次推出，主要是針對成員國於境內發行的公募開放式投資基金，所應遵循的規範以及通行監管的準則。

由於 UCITS I 中允許基金的投資範圍較少，無法趕上基金產業的發展；加上成員國間銷售規則的差異性，造成 UCITS I 中規定基金跨境銷售在實務上存

在著障礙。在 90 年代曾提出修訂建議（視為 UCITS II），但未能成功，歐盟再次於 1998 年著手修改建議，終於在 2001 年 12 月通過，即為 UCITS III。UCITS III 包括管理指令 (Management Directive) 及產品指令 (Product Directive)，並要求所有歐盟成員國須於 2007 年 2 月底前過渡至 UCITS III。歐盟基金市場規模居全球第 2 大，包括德國、法國、盧森堡、愛爾蘭及英國等，其中對於衍生性商品靈活操作程度，遠高於部分亞洲國家監理機構。投資衍生性商品相關的規範在「產品指令」，除了擴增了基金的可投資範圍外，並制定更仔細的分散風險要求、風險管理機制、資訊揭露等措施。該指令以客觀方式規範，只要基金的風險控管，可以掌握投資衍生性商品部位契約總損失不超過基金的淨值，除了作為對沖或投資組合效率管理的功能外，並將衍生性商品視同一般投資工具，來提高基金投資獲利。按 UCITS 規定，基金從事避險衍生性商品的部位可高達 210% (其中 10% 為臨時借貸部位)，甚至可投資衍生性商品來達到獲利目的而非單純避險概念。衍生性商品可投資範圍除了必須依 Act on Securities Transactions 中的定義外，並遵循 UCITS 基金管理條約 (Fund Rule) 的規範；而涉及店頭市場 (OTC) 的衍生性商品交易，交易對手必須符合主管機關 (Financial Supervisory Authority) 規定的條款，而且相關的合約交易除了可以每日評價外，並確保得以當時的市場價值每日平倉。

五、其他相關事項

(一)、衍生性商品之交易契約及法律文件：

國際交換及衍生性商品交易協會 (International Swaps and Derivatives Association, ISDA) 於 1992 年提出的店頭衍生性商品「ISDA 契約」，是目前全球各金融機構進行衍生性商品交易時採用的法律契約，其主要的功能在於規範交易雙方的法律及信用風險，並且透過中立的角色，設計出公平的法律條款，以降低交易雙方的交易成本。完整的 ISDA 法律文件包括：

1. 名詞定義(Definition)：明確定義商品的實質內涵，以及市場慣用語的意義。因商品差異而有不同的版本，截至目前為止共計五種不同商品定義。
2. 主契約(Master Agreement)：針對交易雙方做全面性的規範，但並不針對特定商品及特定交易對象做規範，主契約是 ISDA 契約的核心文件，契約內容影響交易雙方的權利義務。
3. 附則(Schedule)：主要目的是針對交易雙方的特定需求而設立；由於主契約適用於全球，並沒有考量到當地的法律規範，或是彼此雙方對信用條件的特定需求，因此利用「附則」給予適當的變更、增列或刪除。附則並不涉及交易商品的規範。
4. 確認書(Confirmation)：為記載交易雙方的每筆交易條件及內容，包括商品成交价格、執行價、商品存續時間、交割時程及清算方式等。

(二)、衍生性商品之會計處理準則

國際會計準則委員會(IASC)在 1995 年公佈的國際會計準則第 32 號公報「金融商品：揭露與表達」(Financial Instruments: Disclosure and Presentation)，明定金融商品的投資必須揭露商品期限、交易條件、曝露的風險(包括市場風險及信用風險)、會計政策以及避險會計(Hedge Accounting)的處理原則，不管是資產負債表內或表外的金融商品必須以公平市價評估，並於 1998 年 12 月發佈國際會計準則第 39 號公報「金融商品：認列與衡量」(Financial Instruments: Recognition and Measurement)，規定揭露財務風險管理目標及政策。

而美國「財務會計準則委員會」(FASB)，雖然在 1990 年公佈的第 105 號公報「具資產負債表外風險及信用風險集中之金融商品的資訊揭露」，提出了「金融商品」(Financial Instruments)定義，但並沒有提供詳細的金融投資工具交易的會計與財務報告準則，因此在這方面會計處理準則差異相當的大；隨後於 1994 年公佈的第 119 號公報「衍生性金融

商品暨金融商品公平價值之揭露」，雖然以列舉的方式定義了「衍生性金融商品」(Derivative Financial Instruments)，但隨著金融市場的發展，新金融商品的推陳出新，許多衍生性商品契約並無法包括在這列舉的定義項目中，一直到 1998 年 6 月的第 133 號公報「衍生性商品及避險活之會計處理」中，定義了衍生性商品(Derivative Instruments)，不論交割方式為現金其他資產，都應該包括在衍生性商品項目，擴大了適用範圍。直到 133 號公報的公佈，才統籌規範了衍生性商品的會計及財務報告的標準。

第三節 台灣對金融業從事衍生性商品交易之相關監理

一、銀行業的衍生性商品監理規範：

➤ 1995 年 3 月中央銀行發表「衍生性金融商品交易風險管理實務與原則」

有鑒於衍生性商品逐漸成為國內金融機構重要的交易工具，中央銀行於 1995 年發表此份研究報告，提供給相關金融單位在進行衍生性商品交易時，應該建立風險管理的行政指導方針。此份報告是參照 BIS 發表的「衍生性商品風險管理準則」(Risk Management Guidelines for Derivatives)與美國 OCC 發表的「銀行從事衍生性商品作業準則」(Guidelines on Bank Derivative Activities)的部份內容，並參酌國內環境，彙整而成。雖然報告性質是屬於行政指導，目的是提供給相關金融單位作為擬定業務的依據，並不具任何法令規範的效力，但以國內金融市場的環境來說，此份報告代表者央行的監理態度，各金融機構皆視為從事業務之圭臬。

節錄該報告的建議事項如下：

- (一)、金融機構應斟酌實際需要，妥善規劃並切實執行內部監管制度
- (二)、衍生性金融商品之風險與傳統商品在本質上並無二致，但使用者尚應重視不易量化的風險，以免招致鉅額損失。
- (三)、金融機構應加強人員訓練與風險管理制度的建立。

(四)、交易作業權責劃分原則必須切實遵行。

(五)、有關衍生性金融商品的交易資訊應該充分揭露，但亦須力求其正確性、時效性及合理性。

➤ 1995 年 4 月財政部公佈「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」

財政部依中央銀行報告定訂定本注意事項，規定銀行辦理衍生性金融商品業務之原則、作業準則、風險管理措施及對外揭露事項，而銀行辦理衍生性金融商品業務，必須遵照銀行法規定，由銀行逐案向財政部提出申請後，再由該部加以審核決定是否核准；同時規定銀行必須每月向該部申報辦理衍生性金融商品業務的情形，並要求銀行應對客戶善盡風險告知之義務。

➤ 財政部於 2001 年放寬銀行辦理衍生性商品業務

為落實銀行自律精神，增進銀行營運效率及競爭力，財政部於該年放寬銀行申請辦理衍生性商品業務之規定程序，其相關規定如下：

(一)、明訂得以從事之商品項目：以正面表列方式，明定銀行得以從事之衍生性之商品項目，允許銀行得逕行辦理已核准的衍生性金融商交易及其組合商品，包括各項匯率衍生性商品、新台幣及外幣利率衍生性商品、外幣股價衍生性商品、以及外幣商品(Commodity)衍生性商品。

(二)、簡化流程：業經財政部核准辦理之衍生性商品，第一家開辦之銀行必須備齊財政部要求之書件申請，由該項衍生性金融商品核准後，允許其他銀行提出開辦申請，只要財政部在十五日內未表示反對意見者，視為核准。

(三)、業務資格：銀行之營業執照業務範圍登載有「辦理經中央主管機關核准辦理之衍生性金融商品業務」，且於最近三年內無累積虧損或重大缺失事項者，得依財政部之規定送件申請辦理，但正式開辦期間必須經過十五日後，財政部未表示禁止者才得進行交易。

(四)、其它規定：銀行衍生性金融商品業務涉及外匯業務部分，必須遵循中央銀行的規定辦理。

► 歷年來修正「銀行辦理衍生性金融商品業務應注意事項」

行政院金融監督管理委員會(以下簡稱金管會)於 2005 年開放銀行業務改採負面表列方式，但衍生性金融商品仍必須遵循本注意事項；隨著市場發展以及配合客戶需求的多樣化，銀行從事衍生性金融商品，由匯率、利率相關產品，逐漸擴大涉及股權及其他利益為標的商品，除了交易量顯著成長外，商品交易型態以及所涉及的風險日漸複雜，為了健全交易秩序並保障消費者權益，金管會修改現行監理規範以適應市場變化。

經過多次的修改後，本注意事項明訂銀行申辦業務所應具備資格條件、風險管理制度等要求更為明確，已然符合監理需求及市場發展趨勢，相關規範已漸趨完備。並增加銀行辦理台股股權衍生性商品應遵守事項，以強化銀行從事股權衍生性商品的管理。

(一)、銀行應具備之資格：辦理衍生性商品業務之銀行，必須取得信用評等機構長期信用評等達一定等級以上、自有資本與風險性資產比率必須符合銀行法規定、無備抵呆帳提列不足、逾期放款比率低於一定標準及無遭罰鍰處分情形等，始得檢具相關規定的書件，向金管會申請辦理衍生性金融商品業務之許可。而辦理相關業務之人員必須具備專業能力，並應訂定專業資格條件、訓練及考評制度。

(二)、銀行董(理)事會的監督責任：董(理)事會應視商品及市場改變等情況，適時檢討辦理衍生性金融商品的經營策略以及作業準則，並定期評估績效是否符合既定的經營策略、所承擔之風險是否在銀行容許承受之範圍，並且每年至少檢討一次。

(三)、由公會訂定銷售自律規範：由於衍生性商品變化迅速的特性，為強化銀行辦理該項業務之風險管理，由銀行公會訂定自律規範，供銀行參考並建立本身之風險管理制度，以強化銀行風險管理及配合實務所需。銀行公會依此規定於 2008 年 4 月訂出自律規範，明訂銀行銷售連動債時必須遵守下列五項規範：

1. 訂定客戶風險屬性，了解客戶的資金來源，若是舉債投資應建議客戶不要進行該投資。
2. 銷售或推薦商品過程一定要「留下紀錄」，不管是用電話錄音或錄影等，均要留下可事後確認的紀錄。
3. 銷售投資型商品必須附詳細的說明書。
4. 販售複雜連動債商品時，需確認客戶本身具有之專業能力判斷並承擔投資的風險。
5. 客戶風險屬性，即銀行須確認客戶的總資產，而其在投資型商品的投資必須限制在一定比例範圍內。

(四)、放寬商品項目：鑒於銀行從事衍生性商品風險控管日趨成熟，故不再限制銀行從事組合式定存商品及結構式商品，但原則上必須以配對方式為之(Back to Back)，回歸銀行整體風險管理，以利金融創新及商品自由化發展。並開放銀行辦理台股股權相關業務交易，但不得與銀行及股權連結股票發行公司之關係人進行交易。

(五)、對客戶權益應遵循之事項：除了要求從事衍生性商品之業務及交易人員必須具備之資格外，衍生性金融商品的推廣文宣，應清楚、公正、不誤導客戶，讓客戶適當及確實瞭解產品所涉及的風險，並提供風險預告書交由客戶簽署，聲明銀行已派專人解說並了解各項產品說明及風險。若與金融同業交易則不受前述規範限制。

(六)、例外項目：除期貨商業務必須依期貨交易法規定取得許可外，即使銀行已經取得辦理衍生性金融商品業務之核准者，下列三項業務仍必須報請主管機關核准後始得辦理：

1. 涉及與適用台灣地區與大陸地區人民關係條例及依該條例所定之相關法令有關之商品。
2. 涉及從事衍生自國內股價暨期貨交易所有關之現貨商品及指數等契約。

3. 涉及須經中央銀行許可之外匯商品。

二、保險業的衍生性商品監理

2002 年對國內壽險業者來說，面臨著嚴峻的考驗，國內利率一路走低到歷史的低檔(1%左右)，而股票市場也受到全球景氣不佳的影響而陷入空頭市場，加上國內投資工具不足，造成保險業利差損逐漸擴大；之所以會產生嚴重的利差損問題，主要是因為以前壽險業的資產負債管理並未落實 Duration Match 操作，達到最適的投資報酬率 - 過去銷售高預定利率商品時，並未考慮到配合的投資工具。比如壽險保單長達 15 年、20 年，但壽險業所投資的標的卻是短期的，一但投資環境不佳，加上利率持續下跌，投資報酬率已經無法支撐當初承諾給保戶的高預定利率。

面對著利差損的逐漸擴大，再加上國內投資工具及市場環境惡化的雙重打擊下，壽險業者急需另闢財源，開放海外投資成為保險業者的殷切盼望；在 2002 年前規定國外投資的限額，以不超過保險業者資金百分之五，除非經過專案申請報經財政部核准者方得提高，但其最高投資總額仍不得超過該保險業資金百分之二十。在這樣的時空背景下，金管會大幅提高保險公司境外投資金額的上限，逐步由 25%到目前的 45%上限，以提昇壽險業者的操作績效，

提高了境外投資比率的同時，為了規避匯率風險及提高投資收益，也增加衍生性金融商品投資工具，並訂定保險業從事衍生性金融商品交易規範及管理辦法。

➤ 2003 年 4 月保險同業公會「保險業從事衍生性金融商品交易處理自律規範」雖然早在 1994 年 12 月財政部即核准保險業者得運用遠期外匯交易，以避免匯兌風險，並於 2001 年 2 月核准保險業者運用國內股價指數期貨規避股市的波動風險，但針對利率風險的避險工具則付之闕如，保險公會藉由這次擬定「保險業從事衍生性金融商品交易處理自律規範」，順勢增加了利率衍生性商品交易，該自律規範於 2003 年 4 月經財政部核可公告，內容如下：

(一)、明定衍生性金融商品項目 - 分為從事避險目的及增加投資效益二大類：

1. 從事避險目的：

A. 國內有價證券：包括於台灣證券交易所交易的認售權證、台灣期貨交易所交易的選擇權或期貨，以及信評A級以上之金融機構承作之利率交換。

B. 國外有價證券：包括利率類、匯率類、股價指數類之期貨及期貨選擇權契約，以及利率類、匯率類、股價指數類、個股、存託憑證、指數股票型基金（ETF）之選擇權契約。

C. 匯率避險：從事貨幣間之遠期外匯交易

2. 增加投資效益：開放投資結構型債券，但必須遵循下列規定

A. 發行機構資格：必須達財政部認可之相當等級以上；或資產或淨值排名全球前 500 大之銀行所發行者

B. 保本率限制：到期本金同幣別之保本比率為百分之百以上，且相關衍生性商品操作風險由該金融機構承擔。

C. 投資限額：投資總和不得超過保險業資金之百分之五。

(二)、訂定交易處理程序：包括交易原則與方針、作業程序、內部控制制度、內部稽核制度、會計處理制度及交易對手風險，並定期（至少每月）向董事會報告之項目等。

(三)、內部稽核職責：包括稽核報告內容、查核作業、內部牽制及勾稽功能、評估風險作業之獨立性及風險限額執行情形，以及驗證交易文件資料來源之可靠性等。

雖然自律規範僅由公會成員自行訂立，報經財政部核可後公佈，並無任何行政罰則，但主管機關原則上依自律規範進行例行查核，所以各保險業者皆奉行不悖。

➤ 2006年6月金管會公佈「保險業從事衍生性金融商品交易應注意事項」

近幾年新金融商品的蓬勃發展，金融市場的投資工具更趨多元化，金管會考量到保險業者已大幅提高對衍生性商品操作之熟稔度，為了增進保險業投資效益以及避險靈活性，決議放寬保險業投資衍生性金融商品之規定；並將自律規範提升到行政命令的層級，提高對業者的約束力，一旦違規，業者將面臨行政罰則的處份。

(一)、從寬認定避險商品：以避險為目的的衍生性金融商品類型，除了遠期契約、期貨、選擇權和交換等四大衍生性商品，將採從寬認定避險商品，只要與避險目的有高度相關的衍生性商品均可納入避險工具，增加保險業者的避險效率。

(二)、增加投資效益之衍生性金融商品交易：分為一般性原則及專案申請核可二種規範：

1. 一般性原則：因增加投資效益所持有的國內或國外衍生性金融商品，其契約總（名目）價值，合計不得超過各該保險業資金之百分之五，其中國外部分不得超過各該保險業資金之百分之三。國外衍生性金融商品應以國外金融商品所衍生之商品為限，且不得涉及以我國證券、證券組合、利率、匯率或指數為標的之衍生性商品交易。
2. 專案申請核可：保險業者為增加投資效益，而進行衍生性商品投資，其總價值不得超過保險業業主權益的 40%，但必須符合下列資格，報請金管會核准後才得以從事：
 - A. 自有資本與風險資本之比率，必須達百分之二百五十以上。
 - B. 採用計算風險值（Value at Risk, VaR）評估衍生性商品交易部位風險，並每日控管。前述計算風險值，係指至少包括按週為基礎、樣本期間至少三年、樣本之資料至少每週更新一次，以百分之九十九信賴水準、單尾檢定所計算之衍生性商品部位每週預期最大損失。

C. 最近一年執行各種資金運用內部作業控制處理程序無重大缺失，且無重大處分情事。但缺失事項或重大處分情事已改正並經主管機關認可者，不在此限。

(三)、放寬保險業者投資結構型商品限制：投資年限低於五年的結構型商品，其到期本金之保本比率從 100%放寬為 90%，而投資額度則由現有資金 5% 提高到 10%。

(四)、風險控管：要求保險業者應每天依公平價值編製損益評估報告。這些新措施實施後，對保險業資金運用配置更具彈性，避險操作更加靈活，可降低業者避險成本，及強化保險業清償能力。

➤ 其它衍生性商品相關規定

(一)、不動產抵押債權證券(Mortgage-Backed Securities, MBS)：2001 年 6 月財政部開放美國聯邦國民抵押貸款協會 (Federal National Mortgage Association)、聯邦住宅抵押貸款公司 (Federal Home Loan Mortgage Corporation) 及美國政府國民抵押貸款協會 (Government National Mortgage Association) 三機構發行或保證之不動產抵押債權證券，得列為保險業購買國外有價證券之種類。

(二)、資產證券化商品(Asset- Backed Securitization, ABS)：2003 年 1 月財政部開放保險業得投資依金融資產證券化條例發行之受益證券或資產基礎證券；所投資之受益證券、資產基礎證券及其受託機構，須符合主管機關規定的信評以上，投資總額不得超過該保險業資金百分之十，投資於無信用評等或信用評等未達主管機關訂定的評等者，其原始取得成本總餘額，不得超過該保險業資金之百分之一。

(三)、抵押債務債券(Collateralised Debt Obligation, CDO)：2004 年 5 月政部規定保險業得依「保險業辦理國外投資範圍及內容準則」投資於經主管機關認可之評等機構評定為 A 或相當等級以上之抵押債務債券，且其投資總額不得超過保險業資金百分之五。

綜觀保險公司的投資範圍及內容，各項投資工具必須取得主管機關的核可，而且明訂投資上限比率，所以業者戲稱主管機關才是真正的投資長(Chief Investment Officer, CIO)；然而在這一波美國次級房貸的衝擊，國內保險業者的損失能控制在一定的範圍內，不得不歸功主管機關的限制。所以要說服主管機關放寬衍生性商品的投資限制，在短期內恐非易事。

➤ 與客戶相關之衍生性商品規範

比照銀行業者，金管會責成保險公會擬定自律規範，規範銷售人員及客戶資格條件外，並明定投資型保單的連動的最低保本率(100%保本)、信用評等(AA以上)以及發行期間不得低於六年等規定(公會尚未正式公佈此自律規範)。

二、證券商的衍生性商品監理

過去被外界認為「金飯碗」的證券商，在國內市場飽和而造成的過度競爭，加上最近幾年股市行情欠佳、成交量萎縮，以及台灣企業紛紛赴海外掛牌的環境下，「金飯碗」的光彩不再，證券商幾乎已經成為國內艱困行業之一。為了提昇國內券商的競爭力，使我國證券市場國際化，並提供投資人多元化之投資工具與避險管道，主管機關陸續開放券商經營新金融商品的業務，本文將著重於認購售權證及店頭衍生性融商品的相關規範來討論：

➤ 認購（售）權證：

1997年6月證期會開放標的公司以外之第三者，得發行以上市公司為標的之認購（售）權證，為健全認購（售）權證市場發展，除制訂「發行人申請發行認購（售）權證處理要點」(1990年變更為「發行人申請發行認購（售）權證處理準則」)，另授權證交所制訂全套「認購（售）權證上市交易規畫方案」等規則並配合增修相關條文。認購（售）權證從發行到買賣交易及履約皆須經過嚴格的監管。

證期會與交易所對權證之風險管理可由三方面說明：

(一)、發行人資格審核：主管機關對發行人的審核，重點在於事前從嚴審查

發行人履約能力所應具備之財務條件及「誠信」，與其事後風險承擔狀況之持續監控，發行人必須符合下列資格：

1. 經營銀行業務，並取得目的事業主管機關之核准者。
2. 同時經營有價證券承銷、自行買賣及行紀或居間等三種業務者。

證期會於第一階段資格審查時，除發行人必須符合上述行業別之資格限制外，發行人本身須符合一定之財務條件及信用評等，並提出風險控管策略。如發行人上述股東權益或獲利能力不符規定，得洽由保證人以無條件且不可撤銷之保證以來發行。

(二)、發行人內部制度規範，包括要求獨立運作、集中管理、資訊系統、整合程度等事項：

1. 獨立運作的風險管理：一般從事避險部門必須有獨立部門來掌管避險策略擬定、定價公式設定、參數調整、執行程序等，因其業務屬機密，且須直接向管理部門負責，並且要求其獨立運作。
2. 資訊整合：從事避險操作之前台人員必須依照上述風險管理部門所設定公式並加上種種判斷，以成功建立避險部位，此避險工作仰賴健全的後台提供完整資料，後台人員須將前台操作情形整理成報表，即時向管理階層報告。
3. 預定之風險沖銷策略。並於 2007 年 10 月訂定「證券商使用模型管理作業之內部控制應行注意事項」，以管理證券商使用評價模型計算資本適足比率及新金融商品之評價模型。

(三)、權證標的風險控管：

1. 權證標的股票：依「認購售權證上市審查準則」，規定標的股票必須符合的規定，包括標的證券市值、成交股數占已發行股份之比率以及營運績效等，並規範權證本身發行數量、金額、權證持有分散程度，以及權證標的證券之市值、股權分散程度、周轉率等事項。
2. 發行後避險規範：權證的避險專戶一律設於自營商帳號，發行人就

同一標的股票之認購（售）權證、議約型認購（售）權證、結構型商品、股權衍生性商品及海外認購（售）權證之避險部位，得相互抵用，並於權證上市存續期間逐日申報「預計避險部位」與「實際避險部位」等資訊。

原本主管機關並沒有規範權證避險部位，但是大信證券因為發行權證避險部位不足，造成虧損金額超過十億元以上的事件後，主管機關於 2001 年 9 月增訂權證「預計避險部位」與「實際避險部位」差異數超過百分之二十以上時，必須說明原因並得進行實地查核，若差異數超過百分之五十者，得強制發行人執行避險沖銷策略。

3. 避免影響市場行情：為了規避發行權證而影響到標的股的行情，禁止發行人於發行前一個月內公佈對標的股價格之相關預測或消息，並明定利害關係人排除條款，禁止發行人或其董事、監察人、經理人、受僱人或持股百分之十以上之股東，為標的證券發行公司或上市證券組合之各發行公司之董事、監察人、經理人、或持股百分之十以上之股東。

(四)、對投資人之風險管理：明訂投資人身份及應符合之規格，並規範發行人應交付公開銷售說明書（以及說明書應記載事項）、權證及其標的證券發生價格調整或終止上市等相關狀況之處理方式、權證履約之程序等事項。

➤ 店頭衍生性商品：

主管機關對於證券商經營店頭衍生性商品業務，採取逐項商品開放的方式，從可轉債資產交換、結構型商品、股權衍生性商品、信用衍生性商品、利率衍生性商品及債券衍生性商品等六大類新金融商品業務，係按照循序漸進之方式，由櫃檯買賣中心按照商品項目逐一訂定管理規範，再由證券商依據商品別申請，證券商得採用一次申請或逐項申請。證券商必須取得個別商品執照後始得經營該項衍生性商品業務。

櫃買中心於 2005 年 2 月公佈「證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」，將之前開放之衍生性商品相關規範彙整於此業務規則內，由於金融市場快速發展，全球化市場多元需求，有鑑於現行六大類商品之範圍對於證券業在商品設計上已略顯不足。為持續強化證券商新金融商品之競爭力，引進國外金融專業技術，並兼顧新金融商品為客戶量身訂做之特性，以及連結標的範圍多元化需求，金管會就證券商與專業機構投資人從事衍生性商品交易改為負面表列之監理方式，在商品開放同時，於 2008 年 1 月月修改業務規則，節錄其相關規定如下：

(一)、經營衍生性商品業務之申辦資格：比照權證發行人之資格條件，必須同時經營證券經紀、承銷及自營業務之證券商，長期信用評等及自有資本適足率均須符合主管機關之規定。

(二)、衍生性商品項目：指依國內外櫃檯買賣市場之規則或實務，其價值衍生自有價證券、利率、貨幣、指數、商品、信用或其他利益之遠期契約、選擇權契約、交換契約，或上述二種以上契約的組合，或結合固定收益商品之組合式契約。券商經營衍生性商品交易業務資格者，得從事之契約交易包括：

1. 債券衍生性商品：係指其價值衍生自債券之衍生性商品，而且該債券不得具轉換或交換股份之性質。
2. 利率衍生性商品：係指其價值衍生自利率之衍生性商品。券商從事以外國利率商品為標的，且以新臺幣或外幣計價、交割之利率衍生性商品交易，限於與該券商辦理財富管理業務之高淨值客戶為之。
3. 資產交換交易：係指其價值衍生自轉換債券或交換債券之選擇權契約、交換契約及其組合契約。前項債券應為國內上櫃之轉換債券或交換債券，且其轉換或交換標的應為國內上市櫃股票。
4. 結構型商品：係指證券商銷售結合固定收益商品與衍生性商品之組合式契約。證券商銷售結構型商品者，應與其客戶約定其潛在最大

損失以原始交易價金為上限；但以保本型商品名義銷售或宣稱具保本效益者，應約定到期時保本比率不得低於交易價金之百分之八十。

5. 股權衍生性商品：係指其價值衍生自股票、股價指數、指數股票型基金之衍生性商品，股權選擇權交易契約之存續期間自成交日起算，應為一年以下；交易相對人為股權選擇權賣方者，或經營外幣計價或連結國外標的之股權衍生性商品交易業務者，其交易相對人限於該證券商辦理財富管理業務之高淨值客戶。
6. 信用衍生性商品交易：指依國內外金融市場之規則或實務，其價值衍生自標的信用之衍生性商品。標的信用係指衍生自政府或企業、政府或企業之債務以及各類證券化商品之違約風險、信用利差風險及信用評等降級風險；證券商從事信用衍生性商品交易，以移轉已認列之資產或負債、未認列確定承諾、未來確定發生之預期交易之信用風險為限。

前述商品契約之連結標的不得為下列：

1. 私募之有價證券。
2. 本國企業赴海外發行之有價證券、國內證券投資信託事業於海外發行的受益憑證。
3. 國內外機構編製之台股指數及其相關金融商品。除非該指數由櫃買中心或臺灣證券交易所編製者。
4. 涉及大陸地區之商品或契約
5. 涉及外匯業務者，必須經過中央銀行之許可。

(三)、連結標的避險之規範：結構型商品及股權衍生性商品之標的及避險，比照認購(售)權證處理準則之相關規定，但券商為股權選擇權之買方、股權交換及股權遠期交易時得無須避險。而因避險的需要借券或融券賣出標的證券，得不受借券或融券賣出之價格不得低於前一營業日收盤價

之限制。

(四)、其它內部制度及規範：除了比照認購（售）權證處理準則之相關規定外，並增加下列規範：

1. 證券商承作結構型商品必須依規定繳交履約保證金。
2. 涉及外匯業務者，除經中央銀行許可外，並應依外匯收支或交易申報辦法及相關規定辦理，並開放券商得以客戶身分向外匯業務指定銀行或國外金融機構辦理避險交易。
3. 依「證券商管理規則」之規定，禁止證券商透過衍生性商品交易為自身或配合客戶進行併購或不法交易。

(五)、對投資人風險管理：券商承作衍生性商品交易時，應就個別交易相對人之財務、資金操作狀況及專業瞭解能力(Know You Customer, KYC)，限制其交易額度，或要求其提供擔保品。並要求針對自然人客戶訂定審慎之瞭解客戶評估作業程序，以確認商品銷售之適合性、客戶之投資屬性、對風險之瞭解及風險承受度。除此之外，必須提交風險預告書並依照主管機要求之內容簽訂書面契約，明訂雙方之權利義務。並比照各國在金融機構銷售商品上採分級管理之制度，目前證券商之衍生性商品交易分級原則及申請方式如下：

1. 第一級為一般客戶：現行已開放證券商從事之台幣計價及以國內標的為主之股權、利率、債券及信用衍生性商品，結構型商品及轉換公司債資產交換。
2. 第二級為財富管理高淨值客戶：除第一級商品外，尚包括外幣計價或連結國外標的之債券、利率及股權衍生性商品，承受信用風險之結構型商品，承受信用風險之衍生性商品，以及股權選擇權之賣方。
3. 第三級為專業機構投資人：商品承作範圍不限現行六大類商品，另涉及負面表列項目得於第一家承作證券商申請核准後辦理。

三、資產管理的衍生性商品監理

為健全國內證券投資信託及顧問業務的經營與發展，增進資產管理服務市場的整合管理，並保障投資人的權益，財政部於 2004 年 6 月公佈「證券投資信託及顧問法」，將投信基金的管理與操作、全權委託投資業務及境外基金的顧問經營，整合於此法規的管轄規範。本內容將依投信基金、境外基金及之全權委託衍生性商品管理規範來各別討論。

➤ 投信基金之衍生性商品規範：

有別於歐美基金採用「公司制」的運作方式，國內投信基金採用「契約制」的運作方式，即每募集一檔新基金，必須明定基金可投資標的及操作策略提報主管機關，並準備公開說明書及制式契約，一經主管機關核可後方得募集；爾後若要增加投資標的或變更投資策略，必須依公開發行辦法，召開受益人大會，取得一定比率之投資人的同意後，報請主管機關核可後才得增修。

由於基金受益憑證是向不特定大眾募集資金，交由專業經理公司(投信業者)進行投資，主管機關對於基金的管理鉅細靡遺，微恐稍有不慎即損及投資人權益；但是很矛盾的是：當國內股市受政治因素影響而下挫時，投信基金維持低持股或賣出股票時，往往接到主管機關的關切，甚至進一步修改基金管理辦法，要求股票基金持股低於七成時必須調降基金管理費收入。

在這樣的時空背景下，基金經理人被迫只能作多，不能偏空，而當市場面臨不確定因素時，投資人只能自行贖回基金，無法全然仰賴基金經理人的專業操作。

投信基金的可投資標的，明訂於「證券投資信託基金管理辦法」規定，該辦法於 1983 年 8 月訂定，在 2004 年因應「證券投資信託及顧問法」的公佈，同年 10 月依新法公佈新的「證券投資信託基金管理辦法」取代原基金管理辦法，為因應市場的變化，該辦法雖然增加投資標的及工具，但依該規定，已經募集成立之基金並不能逕行增加主管機關新核准的投資工具，必須經過前述召開受益人大會的流程後，才得以新增投資工具。

公開募集的投信基金，其衍生性商品操作規範如下：

(一)、「證券投資信託事業運用證券投資信託基金從事證券相關商品交易應行注意事項」：2002年7月證期會公佈本注意事項，允許投信基金得交易期貨與選擇權，節錄相關規定如下：

1. 商品定義：係指主管機關核准於期貨交易所交易，且其價值由有價證券所衍生的期貨契約或選擇權契約。
2. 操作限制：個別基金得否從事期貨或選擇權交易，必須依據各基金信託契約之規定；也就是說，新募集基金必須於信託契約明定投資項目包括期貨及選擇權；而在本辦法公佈前已募集的基金必須取得大多數投資人同意後修改信託契約，才得以從事商品交易。
3. 部位限制：以避險為目的，空頭部份不得超過基金持股部位的總市值；提昇收益的多頭部位則最多不得超過達淨資產的15%，但合計現貨持股仍不得超過管理辦法原訂之95%上限，也就是說不得利用期貨或選擇權從事槓桿操作(Leverage)。
4. 其他管理事項：
 - (1). 投信業者應指派具備相關交易知識或經驗的人員專責交易之決策及執行，並訂定內部風險控管措施及會計處理事宜。
 - (2). 責成內部稽核人員定期瞭解期貨及選擇權交易，並按月查核交易部門對基金從事相關交易程序之遵循情形，作成稽核報告。
 - (3). 訂定交易分析、交易決定、交易執行及交易檢討等四步驟供投信業者遵守。
 - (4). 明定基金應揭露商品資訊之事項及頻率。

2003年12月擴增基金得從事之商品交易，包括「十年期政府債券期貨契約」，國外期貨交易所上市，且由股價指數、股票、存託憑證、指數股票型基金(ETF)或利率所衍生之期貨契約、選擇權契約及期貨選擇權契約，商品契約雖然增加了，但是衍生性商品的交易大宗-店頭交易合約(OTC Contact)仍未開放。

(二)、「證券投資信託事業運用保本型證券投資信託基金從事證券相關商品交易應行注意事項」：主管機關於 2003 年開放投信得募集保本基金，由於保本型基金是由固定收益加衍生性商品投資組合而成，主管機關於該年 04 月訂定此注意事項允許投信交易店頭衍生性商品，除了部份範圍與前述商品交易雷同外，另外規定交易事項如下：

1. 商品範圍：保本型基金為增加投資效率，得以利息或未保本之本金從事國內外期貨交易所或非在期貨交易所之證券相關商品交易。但所從事之期貨或選擇權等商品交易，如國內期貨市場已有類似商品者，宜以投資國內期貨市場為優先考量。
2. 交易對手規範：保本型基金從事以店頭市場議價方式進行證券相關商品交易時，其交易對手除了要符合主管機關規定信評以上之金融機構外，不得為投信業者之利害關係人，或為中國大陸地區之金融機構，
3. 部位限制：保本型基金每營業日持有未沖銷部位之各項契約，其於契約到期日結算加總後之最大可能損失，不得超過基金資產中之利息或未保本之本金。

雖然已經開放店頭衍生性商品交易，但僅限於保本型基金之設計操作，並未擴及其它一般型的基金操作。

(三)、「證券投資信託事業運用投資國內之債券型證券投資信託基金從事衍生自倫敦銀行間拆款利率之證券相關商品避險交易應行注意事項」：2004 年 11 月金管會開放債券型基金得從事利率選擇權賣權及利率上限選擇權 (CAP) 為避險工具：

1. 利率選擇權賣權：係指於芝加哥商品交易所 (Chicago Mercantile Exchange) 交易之三個月歐洲美元期貨選擇權賣權 (3-month Eurodollar Put Options on Futures)

2. 利率上限選擇權 (CAP)：係指以新臺幣計價，於國內店頭市場由選擇權之買方支付權利金予賣方，以 LIBOR 為標的指標利率，雙方約定於特定期間內若標的指標利率大於約定之特定利率(履約價)時，由選擇權賣方支付利息差額予選擇權買方之契約。

雖然為債券型基金提供了利率避險工具，但最常被運用的利率交換並未列入這次的開放標的。Put Option 和 Cap 的開放，並沒有為投信基金提供有效的利率避險。除了因為商品開放過於匆促外，投信業者相關配套措施來不及準備，若依照主管機關的慣例：任何新增投資標的必須召開受益人大會，取得投資人同意後再修改契約報經管機關核可。由於主管機關的行文，並未指明可以免去召開受益人大會之流程，所以各投信業者大都抱持著觀望的態度，並沒有採取任何具體行動進行利率避險。

(四)、2005 年 5 月開放基金得從事股票選擇權契約賣出買權交易(Cover Call)，得以標的證券當抵押品，豁免於「證券投資信託基金管理辦法」規定之「基金資產不得提供擔保」之限制。

(五)、2006 年 1 月增加商品交易項目—利率交換(Interest Rate Swap, IRS)，但僅限於基本型利率交換 (Plain Vanilla Swap) 及基差利率交換 (Basis Swap) 為限。對於這一項商品的開放，雖然增加了基金對利率風險的避險工具，但為時已晚；由於美國聯準會調升利率的動作已經在 2006 年告一段落，如果利率交易可以早在 2004 年開放，則基金持有的反浮動利率可以在當時進行避險，也就沒有後續的結構債事件。

(六)、2008 年 2 月開放一般基金得從事店頭商品交易，包括非在期貨交易所進行衍生自貨幣、有價證券、利率或指數之期貨、選擇權或其他金融商品交易。

➤ 私募基金之衍生性商品管理：

金管會於 2004 年 11 月投信投顧法通過，開放投信業得發行私募基金，投信業者為擴大管理的資產規模，強化競爭優勢，對於私募基金業務開發相當積

極。有別於公開募集的基金，私募基金的規範採負面表列方式，理論上可以操作的工具更多元化。

(一)、操作規範：雖然投信私募基金的商品設計及投資策略涵蓋了股票、債券、期貨、選擇權、套利等各種的操作型態，十分多樣化，但私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露，不得超過基金淨資產價值的百分之四十，除非經過金管會核准兼營期貨信託事業者，始得不受百分之四十比率之限制，但其風險暴露仍不得超過淨資產價值之百分之一百。

(二)、期貨信託事業管理規則：直到 2007 年 7 月金管會證期局才公佈「期貨信託事業管理規則」，允許投信業者募集期貨信託基金發行受益憑證，並運用期貨信託基金從事交易或投資。雖然投信業者積極想開創商品的多元性，但受到前述條款的規定，私募基金的發展仍備受牽制。

(三)、投資人資格：符合私募基金申購資格之應募人或購買人條件如下：

1. 金融機構：銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。
2. 法人或基金：最近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金，或依信託業法簽訂信託契約之信託財產超過新臺幣五千萬元者。
3. 國內/外自然人：本人淨資產超過新臺幣一千萬元或本人與配偶淨資產合計超過新臺幣一千五百萬元，或最近兩年度，本人年度平均所得超過新臺幣一百五十萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新臺幣二百萬元。

➤ 境外基金之衍生性商品管理

依「證券投資顧問事業管理規則」(2005 年 8 月改為「境外基金管理辦法」)，規定境外基金從事衍生性商品交易之比率，「基於避險或提昇基金資產組合管理之效率，而投資衍生性商品價值之總金額不得超過該境外基金資產淨值之百分之十五」；由於境外基金在台銷售採核准制，為了進入台灣市場，必

須修基金投資衍生性商品的交易比率，或簽署符合規範的承諾書，以取得證期會核准在台的註冊申請。

而在 2007 年歐盟通過「可轉讓證券投資計畫」（即 UCITS）規範，國內銷售歐盟基金即面臨問題；按 UCITS 規定，基金從事避險部位可高達 210%（其中 10% 為臨時借貸部位），或利用衍生性商品部位達到獲利目的，而依國內主管機關的規定：空頭部份不得超過基金持股部位的總市值，作多部位最多不得超過 15%，明顯與 UCITS 規範有落差，由於限制衍生性商品操作將影響基金操作的靈活性，當時就有部份基金因為衍生性商品部位超過限制，因而宣布下架。

由於歐盟基金市場規模居全球第 2 大，國內有 9 成境外基金皆來自該規範體系，為了避免對市場造成衝擊，金管會 2008 年 2 月於提高衍生性商品部位，作多比率不得超過基金持股部位的百分之四十，而空頭部位仍維持在基金持股部位的總市值（即百分之百）。

➤ 全權委託之衍生性商品管理

證期會於 2000 年 10 月公佈「證券投資顧問事業證券投資信託事業經營全權委託投資業務管理辦法」，開放投顧及投信業者得經營客戶全權委託投資業務，而其可投資標的則比照「證券投資信託基金管理辦法」，必須遵循主管機關開放的投資工具。

全權委託務的衍生性商品操作，則於 2004 年 11 月由金管會公佈「證券投資信託事業證券投資顧問事業運用委託投資資產從事證券相關商品交易應行注意事項」，開放全權委託業務得操作衍生性商品。雖然全權委託業務是完全依照客戶需求提供量身訂作的操作策略，但主管機關對衍生性商品的操作仍然比照前述募集型基金的管理辦法，明訂投資商品內容、操作限制、投資部位限制以及內部管理規則..等如前述，不再贅述。

四、其他事項

依據 G-30 的研究建議，立法單位和稅務機關應該檢視並修正影響運用衍生

性商品的稅制和法規，因為稅務處理的不一致或不確定，將降低機構運用衍生性商品來降低經營風險的管理策略，而我國在衍生性商品的發展也面臨著這些瓶頸，經過業者多年的努力爭取後，才逐步邁上正軌。茲以國內的課稅規範及會計公報來分析討論。

➤ 課稅規範：

(一)、認購(售)權證之課稅規範：

自 1997 年開放第三者發行認購(售)權證以來，課稅規範一直是權證發行商的主要問題，由於 1997 年 11 月 12 日財政部對權證課稅的解釋令，將權利金收入認定為收入，課徵所得稅；但對於權證避險交易之損益則歸屬於證券交易所得，在證券交易所得稅停徵情況下，證券交易損失不得扣除，進而造成不合理之稅制。

由於券商發行權證必須建立避險部位以沖銷其持有之標的資產所出現之風險，因此權證到期時，避險損失需扣抵後才是券商真正獲利，但賦稅署以一般購買勞務或專業技術權利金來解釋券商權證所得，並認為權證避險損失屬於證券交易所得稅不得扣抵，造成券商權證平均收益約 10~20% 卻要被課 25% 營所稅，這是權證課稅之主要爭議點。

2001 年財政部亦針對上述之不合理稅制進行討論，並決定修改稅法，將避險交易損益列入發行權證之成本項目，唯財政部及券商公會對於法律追溯適用時點問題認定不同，造成爭議遲遲無法解決。券商認為應自核准發行日(1997 年 8 月 20 日)起適用，以維護課稅一致與公平合理原則，但是財政部堅持不得追溯既往的強硬態度，使得所得稅法修正案自 2001 年起，歷次立法院審議均始終無法順利通過。

其間券商公會發起「罷發權證」以示抗議，但在財政部堅不讓步的情況下，券商改採兩方向同時進行：藉由正常程序由立法院審議所得稅法修正案，而追溯部份則改以行政訴訟。爭議長達十年，認購權證避險損失的課稅問題，終於於 2007 年 6 月完成修法。券商發行權證的避險損益，從 2007

年開始，損失可列為費用抵稅。

(二)、結構型商品課稅規範

主管機關開放券商得發行結構型商品 (Structured Products)及銀行發行組合式存款 (Structured Deposits)，依財政部的規定，投資於國內券商發行的結構型商品得依財產交易所得來課徵，而投資於銀行的組合式存款則必須課徵利息所得，於年度併入綜合所得稅後最高得繳納 40%的稅率；但一樣結構的美元連動債 (Structured Notes)，因為發行人為國外金融機構，在國內採屬地主義的稅制下，個人境外所得免扣繳稅金；也就是說，在證券商或銀行通路購買國內發行的連動式債券、組合式定存及結構型商品等，於契約到期前所獲得的利息，或因提前解約到期取得的金額，均須課徵利息所得或財產交易所得，至於國外結構型商品無課徵所得稅的問題。這也是國內稅法上長期以來的盲點：相同的商品、不同的發行單位，卻有不同的課稅標準。

直到今年(2008)3 月，財政部賦稅署宣布，行政院會通過所得稅法修正草案，自 2009 年 1 月 1 日起，個人購買國內短期票券、證券化商品的利息所得、結構型商品、以及個人以債券、短期票券和證券化商品從事附條件交易的利息所得，均按 10%分離課稅，不用再併入個人所得總額課稅，而營利事業一律採合併計稅。而投資境外連動債部份，財政賦稅署原本就規畫在 2009 年將個人海外所得納入最低稅負制，也就是個人的境外所得必須繳納 20%的最低稅負稅率。

至於保險公司發行的投資型保單，由於金管會認為投資型保單性質是保險，保險給付應該免稅，與財政部解讀不同，到截稿時尚未達成共識，因此暫不處理。

➤ 會計公報：

財團法人中華民國會計研究發展基金會參酌國際會計準則第三十九號公報於 2003 年 12 月公布財務會計準則公報：第三十四號公報「金融商品之會

計處理準則」(以下簡稱 34 號報)以及第三十六號公報「金融商品之表達與揭露」(以下簡稱 36 號報)，並規定自 2006 年起開始適用。

(一)、34 號公報：主要是規範衍生性商品認列方式，公報中明定金融商品原則上應採公平價值評價，並對避險會計之適用及會計處理作更為嚴謹的規範，討論範圍包括金融資產、負債兩種，著墨於金融商品之投資人。在 34 號公報實施前，企業是以短期投資認列損益，短期投資採成本與市價孰低法評價，並只認列損失而不認列利益、衍生性商品只須揭露而不須入帳等規定，而公報實施後，則改採公平價值評價法，因投資而產生之利益及損失均可認列，透過規範交易目的類別不能改列，也不能藉著避險而遞延損益。公報內容簡介如下：

1. 公平價值會計：企業首先應將金融資產及金融負債於原始認列時即明確指日定：交易目的之金融資產及金融負債、備供出售之金融資產、以及持有至到期日之金融資產三大類。

34 號公報的精神是所有金融商品均依公平價值衡量且入帳，除持有至到期日之金融資產以攤銷後成本衡量外，若有明確可靠之公平價值，應按公平價值評價，因公平價值變動而產生之損失或利益，應列為當期損益或業主權益調整項目；金融商品若無明確可靠之公平價值，按成本或利息法攤銷後成本衡量，但須認列價值減損損失。

對於公平價值衡量所區分之模式如下：

A. 活絡市場—公開報價：在活絡市場中，公開市場報價應能忠實表達金融商品之價值，且最容易觀察獲得，具有可驗證性，所以公開報價提供公平價值為最可靠的衡量，例如：上市（櫃）掛牌之權證、選擇權、存託憑證等之公平價值係依據各交易所之收盤價。

B. 無活絡市場—評價方法：當金融商品之市場並非活絡，企業採用評價方法應考量市場參與者於訂價時考慮之所有因素，且與

公認之金融商品訂價公式。其中金融商品常用之評價方法包括：參考最近市場交易、參照其他實質上相同之商品當時市場價格、現金流量折現法及選擇權訂價模式等，以決定公平價值。

2. 避險會計：在避險會計的處理下，為反應避險交易的損益抵銷效益，得以互抵的方式認列避險工具與被避險項目的公平價值變動與損益影響數。

企業若要適用避險會計，必須要符合 34 號公報規定的避險工具、被避險項目以及避險條件，三者缺一不可；尤其在避險有效性的評估方面，避險工具的實際抵銷結果必須與被避險目維持在 80% 至 125% 之間。34 號公報規定，衍生性商品若符合避險關係之條件者，皆可指定為避險工具；原則上禁止指定非衍生之金融資產或金融負債作為避險工具，但企業若為規避外幣匯率變動風險時，則不在此限。

(二)、36 號公報：主要是規範金融商品於財務報表之表達及相關揭露，討論範圍包括金融資產、負債及權益三種，第 36 號公報則著墨於金融商品之發行人。

發行人區分金融負債與權益的關鍵條件，在於其是否負有合約義務，必須交付現金或其他金融資產給予持有人，或按潛在不利於發行人條件與持有人進行金融資產或金融負債交換。

企業必須依實質而非僅依法律形式決定金融商品於資產負債表中之分類。企業如不能無條件避免交付現金或其他金融資產之合約義務，則此合約義務必須符合金融負債之定義。

企業發行金融商品，同時給予持有人將該商品轉換為權益商品之選擇權者，即產生金融負債，這樣的組合屬於複合金融商品。企業在原始認列時，應就複合金融商品其組成要素分別認列—原始帳面價值分攤至其權益及負債組成要素時，權益組成要素的金額等於該複合商品的公平價值

減除經單獨衡量之負債組成要素金額。

34號和36號公報實施後，除有助於與國際會計接軌，更加強了企業的風險管理意識，讓企業學習在從事任何金融商品交易活動時，必須先考慮到結果為何，使財務報表更透明，杜絕企業利衍生性商品操縱財務報表，比如將損失不當遞延或過早認列利益，長期而言對企業以及商品的發展皆具有正面的意義。

六、結論

綜合前述的比較，歐美各國在衍生性商品的監理方式，以建立制度、控管原則的規範為主，由各業者依業務需求、部門功能建立管理制度，並強調公平價值的衡量及資訊的充分揭露，主管機關專責監管的職務。

而我國主管機關的監理方向，除了比照歐美制度外，並採用逐項業務核准的方式，直到業務發展一段時間後，逐步採用負面表列的原則，比如銀行業及證券業。而涉及投資大眾的業務，比如投信業者，則是以更為嚴謹的態度來處理。

如果以蓋房子來比喻，歐美各國的監理方式，主管機構負責從地基到房屋主結構的建造，而屋內的格局及擺設則由業者自行設計；而國內則是全部由主管機關一手包辦，甚至裝潢擺設皆一一加以規範。