

在大多數國家，主管機關在發行前交易市場並不扮演任何角色，在態度上主要採取自由放任之政策，對市場交易者間之管理以市場間業者自律為其主要型態。

為對債券發行前交易市場有較深入之介紹，茲以債券發行前交易較活躍之美、英以及加拿大等國發展之狀況簡述如下：

一、美國¹：

在美國，聯邦政府債券在發行制度因券種之不同，分為以下兩種方式：

(一) 三年、十年以及二十年期聯邦債券

美國財政部於每季的第一個星期三會宣佈其季節性的發債計畫，通常發債計畫的發佈月份會分佈在每年的二、五、八、十一月。而發行之券種則分別為三年、十年中期公債以及二十年長期公債三種。在發債公告後一週即正式進行標售，並在每年特定的 2/15、5/15、8/15 以及 11/15 發行。

(二) 二年及五年期聯邦債券

在美國，二年及五年期中期公債幾乎是固定每月發行的，通常標售公告會在每月的月中發佈，而標售則和三年及十年中期公債一樣在一週後進行，而發行日則將會訂在每月的最後一日。

通常，財政部會在標售的一週前宣佈於本次標售作業的發行規模，則債券發行前交易於焉展開。就債券發行前交易而言，交易的雙方並沒有金錢的交付行為，僅約定在發行日當日進行交割，發行日通常在標售後的一星期。到了發行日當天，債券發行前交易的賣方或放空者在進行交割時，必須交割給買方該次標售之債券而不能用其他債券替代。由於在交割時並不能以其他券種替代，故對放空者而言將面臨極大的補券風險，若一旦無法取得應交割之債券，通常賣方會透過承作附條件交易的方式借入所需債券以交付買方（即國內的債券融券交易）。

二、英國

在英國，每季最後一個交易日之下午三點三十分，英國中央銀行—英格蘭銀行（The Bank of England）將會宣告下一季開標的各類債券之到期期間。在開標日之前八天的下午三點三十分，銀行將詳述將發行債券之詳細內容，以便債券發行前交易開始進行。到了標售日，投標者（bidder）需在開標日上午十點鐘之前將標單投入，而開標結果將在上午十點四十五分公佈，交割日在開標後的第二天。

因英國法律及相關規定，並未對債券發行前交易有特別禁止規定，故在英國任何人都能參與債券發行前交易市場，且英格蘭銀行只是負責對造市商（market maker）及

¹ Esme' Faerber ,All about bonds and bond mutual funds:The easy way to get started,2nd ed,McGraw-Hill,2000,pp135-143.

交易商 (broker) 的一般性監督，因此對將取得相對應債券所為之空頭部位並不受限制，不過對於公債（即所謂金邊債券）標售時，造市商在次級市場的部位就有所限制。

三、加拿大

在加拿大，加拿大中央銀行會每季公佈政府債券之相關資訊，包括政府債券標售及交割之日期、到期政府債券數額，以及該期次發行之政府債券到期日。但對於有關將發行債券之詳細資料，則在標售前之一週才會公佈²。

加拿大政府對於對公債發行前交易，一直投以相當程度的關注，並對該種類型之交易視為政府債券發行及交易體系上相當重要之一環。主要原因之一為該國主管機關認為在該國政府現金流量平衡之管理上，債券發行前交易之開展可增加其在運作上之彈性，故該國政府會在債券標售前所發佈之公告中宣佈發行數量，並允許在公告後即可進行債券發行前交易。也因為債券發行前交易扮演如此重要之角色，故當該期次政府債券屆真正發行時，其發行總數額將不一定會與當初發佈標售公告中之總數額相等，亦即發行總數額有可能較高或相等，但卻不至於低於公告中該期次政府債券之總數額。

參、債券發行前交易市場之功能

債券發行前交易在歐、美先進國家由來已久，一直以來，對即將發行債券之胃納量及指標利率常具有相當之影響力，尤其在相對缺乏避險交易功能及管道之我國而言，實有許多可借鏡之處。茲就債券發行前交易所可發揮之功能分述如下：

一、發揮價格發現機能

債券發行前交易可與期貨交易發揮相當類似之功能，即是對未來發行證券作事前的交易具有價格發現的功能，如此可取代剛發行不久之債券 (on-the-run bond) 成為市場指標。

二、作為投標價格決策參考

藉由債券發行前交易的機制，市場上的公債交易商可透過債券發行前交易的熱絡程度及報價動態，來分析市場利率未來的走勢，進而作為投標的依據及參考。

三、避免贏家詛咒 (winner's curse)

在標售之行為中，市場經常存在著所謂的「贏家詛咒」。贏家詛咒最簡單的例子，就是某交易商參與競標並且贏得標單，其實是代表該交易商出價過高才能脫穎而

² <http://www.bankotcanada.ca/en/press/pr08se.htm>, 2000/11/19.

出，形成贏家被落標者詛咒的現象。贏家詛咒這種現象的產生，主要植因於參與競標者各自擁有不同程度的私人資訊，理論上債券的價格應由整體市場的預期（平均值）來形成，但在一般價高得標的制度下，公債得標者經常必須付出超過平均值的更高價格（其他競標者並不認為得標價是值得的），此即為「贏家詛咒」。

由於債券發行前交易之存在，使得公債交易商可以為預期未來將得標的政府債券部位及價格作事先的安排，因此投標者就可以利用進行反向之避險交易來規避未來開標後取得部位之價格及數量風險，在投標時能免於贏家詛咒而積極參與公債競標並提高投標價格，如此則政府的舉債成本即可隨之減少，公債的銷售亦可藉此增加並順利完成。

肆、規劃過程

本案主要困難點在於債券發行前交易是否係屬證券交易法所規範的有價證券買賣，有否賣出未持有之有價證券之疑慮，以及該交易所衍生的稅負、會計、風險管理等問題。經資本市場工作小組第三分組多次分組會議討論後，財政部證期會及賦稅署分別釋示公債發行前交易之適法性和稅負疑慮，次由證券櫃檯買賣中心依循研議規劃方向，著手後續制度架構、作業流程、會計處理及相關規章增修條文案等作業規劃，並報證期會審核，全案已於九十一年十一月二十二日公告增修規章，同年十一月十八日舉辦宣導說明會後，自同年十二月二日上線實施。

伍、制度架構

一、適法性解釋：

探究公債發行前交易之方式，證券商於公債發行日前的買賣，一律於發行日依約定完成款券交割並實現損益，發行日前並無任何款項交付之情形，且該買賣標的確為明確、特定的政府公債，而非買賣某種權利，當符合證券交易法第六條規定之有價證券範圍。

二、稅負問題：

經財政部賦稅署解釋，債券發行前交易於約定買賣時，如交易標的經主管機關核定為有價證券，並依證券交易稅條例第二條規定課徵證券交易稅，其交易產生之所得可依所得稅法第四條之一規定，停止課徵所得稅；而公債發行前交易應否課徵證券交易稅，則應視交易標的之性質而定，因主管機關已解釋公債發行前交易之交易標的為「公債」，依證券交易稅條例第一條規定，不課徵證券交易稅。

三、交易原則：

公債發行前交易允許標的公債經財政部發布標售之公告後，自其發行日前八個營業日起至前一個營業日止進行買賣斷交易，其中自營商相互間之交易應使用櫃檯買賣中心債券等殖成交系統進行電腦議價交易，至於證券商與一般客戶則經由營業處所進行議價買賣。

四、相關配合事項：

本案相關協調事項尚包括財政部國庫署對標債公告時程的配合、中央銀行國庫局對交易資訊與風控作業的要求、證券商會計作業方式、證券櫃檯買賣中心相關法規及電腦系統的增修作業等，在相關單位與業者之參與協助下，終能逐一克服所有障礙，付諸實施。

陸、發行前交易制度之交易、交割及會計處理流程釋例說明

一、背景資料

交易標的：A91107（20年期）

發行日：91/8/16

標售日：91/8/13（票面利率 3.75%）

發行前交易：在 91/8/6~91/8/15 期間，約定以 A91107 為交易標的，同時約定在該公債發行日，辦理款券交割之買賣斷交易。

二、交易交割流程

（一）債券等殖成交系統

1. 交易流程

	中國信託		花旗證券		富邦票券	
	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出
8/6			@5,000 萬 (3.8%)			@5,000 萬 (3.8%)
8/7	@5,000 萬 (3.7%)			@5,000 萬 (3.7%)		

2. 交割流程

	中國信託		花旗證券		富邦票券	
	收	付	收	付	收	付
8/16	@5,000 萬	\$5,035 萬	\$70 萬		\$4,965 萬	@5,000 萬
	付	收	付	收	付	收
櫃檯買賣中心						

(二) 證券商營業處所議價

1. 交易流程 (同上)

	中國信託		花旗證券		富邦票券	
	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出
8/6			@5,000 萬 (3.8%)			@5,000 萬 (3.8%)
8/7	@5,000 萬 (3.7%)			@5,000 萬 (3.7%)		

2. 交割流程

	中國信託		花旗證券		富邦票券	
	收	付	收	付	收	付
8/16			@5,000 萬	\$4,965 萬	\$4,965 萬	@5,000 萬
8/16	@5,000 萬	\$5,035 萬	\$5,035 萬	@5,000 萬		

公債發行前交易會計帳務處理釋例說明

一、交易紀錄 (同上)

	中國信託		花旗證券		富邦票券	
	買進	賣出	買進	賣出	買進	賣出
8/6			@5,000 萬 (3.8%)			@5,000 萬 (3.8%)
8/7	@5,000 萬 (3.7%)			@5,000 萬 (3.7%)		

二、會計帳務

	中國信託	花旗證券	富邦票券
8/6		備忘分錄* 借：應收債券@5,000 萬 (3.8%) 貸：應付款項@5,000 萬 (3.8%)	備忘分錄 借：應收款項@5,000 萬 (3.8%) 貸：應付債券@5,000 萬 (3.8%)
8/7	備忘分錄 借：應收債券@5,000 萬 (3.7%) 貸：應付款項@5,000 萬 (3.7%)	備忘分錄 借：應收款項@5,000 萬 (3.7%) 貸：應付債券@5,000 萬 (3.7%)	
8/16	備忘分錄 (反向沖銷) 借：應付款項@5,000 萬 (3.7%) 貸：應收債券@5,000 萬 (3.7%)	備忘分錄 (反向沖銷) 借：應付款項@5,000 萬 (3.8%) 貸：應收債券@5,000 萬 (3.8%) 借：應付債券@5,000 萬 (3.7%) 貸：應收款項@5,000 萬 (3.7%)	備忘分錄 (反向沖銷) 借：應付債券@5,000 萬 (3.8%) 貸：應收款項@5,000 萬 (3.8%)
8/16 等 殖 分 錄	借：政府債券\$5,035 萬 貸：銀行存款\$5,035 萬	借：銀行存款\$ 70 萬 借：政府債券\$4,965 萬 貸：政府債券\$4,965 萬 貸：投資利益\$ 70 萬	借：銀行存款\$4,965 萬 貸：政府債券\$4,965 萬
8/16 處 所 分 錄	借：政府債券\$5,035 萬 貸：銀行存款\$5,035 萬	借：政府債券\$4,965 萬 貸：銀行存款\$4,965 萬 借：銀行存款\$5,035 萬 貸：政府債券\$4,965 萬 貸：投資利益\$ 70 萬	借：銀行存款\$4,965 萬 貸：政府債券\$4,965 萬

註：公債發行前交易因標售日前其債票利率尚未確定，無法合理估計債券價格，故採備忘分錄記載，但發行前交易時如已知債票利率（如增額發行或標售日後之交易），則應正式入帳處理。

柒、相關規章增修重點

- 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所買賣有價證券業務規則
 - 修正第七十條之一：公債發行前交易不受證券自營商不得申報賣出其未持有之有價證券之限制。
 - 新增第七十一條之一：增訂公債發行前交易之定義，謂標的公債經財政部發布標售之公告後，自其發行日之前八個營業日起至前一個營業日止之買賣斷交易。另規範其適用範圍、買賣方式，並依本條另訂中央政府公債發行前交易辦法。
 - 新增第七十九條之一：增訂自營商發行前交易買賣淨部位上限，作為風險控管措施。
- 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心債券等殖成交系統買賣辦法
 - 自營商相互間之交易應使用櫃檯買賣中心債券等殖成交系統電腦議價交易，增修本辦法之法源依據、交易型態，配合延長公債標售日之系統交易時間，增訂公債發行條件重大變更時系統取消交易之要件、風險控管及發行前交易之給付結算交割規定。
- 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所中央政府公債發行前交易辦法
 - 證券商與一般客戶經由營業處所議價買賣，規範其法源依據、適用範圍、定義、風險控管、公債發行條件重大變更時取消交易之要件、買賣成交確認回報、給付結算暨相關憑單交付，會計處理原則，該中心彙總成交行情揭示方式等。
- 財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心櫃檯買賣有價證券給付結算作業要點
 - 配合公債發行前交易以營業處所議價買賣成交者，增修給付結算交割規定。
- 中央政府公債發行前交易之交易、交割流程與會計作業
- 中央政府公債發行前交易之買賣確認書

捌、管理機制建置之有效性

隨著本項制度的建立，不但有效強化市場管理機制，將過去檯面下的交易納入會計帳務、風控系統及市場管理，並透過電腦議價系統形成透明、效率的交易平臺，提供國庫單位評估發債利率水準的重要參考。

公債發行前交易與一般次級市場交易的風險差異，主要為公債未如期發行及交割期限延長的風險。前者雖屬政府機關信用風險，惟為求周延，證券櫃檯買賣中心業於相關法規配合訂定取消公債發行前交易之適用條件；而為因應交割期限延長的潛在風險，本案亦同步擬定相關配套管理措施，分別強化對債券自營商、證券櫃檯買賣中心及整體債券市場等三方面的風險管理機制，分別說明如下：

一、債券自營商

對債券自營商而言（含證券公司及兼營債券自營業務的銀行、信託投資公司、票券金融公司、中華郵政公司），交易對象如為其他同業，規定須使用證券櫃檯買賣中心債券電腦議價系統進行買賣，透過該中心現行風險控管暨給付結算準備金等管理機制，將可有效控制交割期限延長之風險；其他交易則應由債券自營商事前依個別客戶之財務與資金操作狀況，限制其買賣額度，以控管交易對象的信用風險。另外，債券自營商在營業處所承作的發行前交易，其累計的買進與賣出餘額，應分別併計入其債券附買回與附賣回交易餘額，並適用現行債券附條件買賣額度之控管。

二、證券櫃檯買賣中心

對證券櫃檯買賣中心而言，債券電腦議價系統的參與者必須依其業務規模及買賣情況繳存給付結算準備金，以有效控管所有系統參與者的交割前風險（pre-settlement risk, PSR）。按交割前風險的評估模式，係將交割前風險拆解為兩部分，其一為當期暴險額（CMTM）的風險，透過逐日洗價（marked-to-market）進行估算，目的是將交易部位的成本與現在的市價對齊，計算從成交到今日收盤為止的損益；其二為未來潛在暴險額（MLIV）的風險，透過風險值（value at risk, VaR）進行計算，目的是為了掌握贖餘部位在未來的價格風險，預估從今日收盤到交割日的最大可能損失。經由以上交割前風險的計算，並且透過給付結算準備金制度反映以上風險，當可避免交割期限延長所增加的風險。

三、債券市場

就債券市場而言，債券發行前交易市場的最大風險，主要在於個別交易商過度集中標購，以致市場回補券源不足，造成所謂債券軋空（short squeeze）的顧慮，例如美國公債市場曾發生之所羅門兄弟（salomon brothers）公司違規標售公債弊案即為一例。為防範此種情形，證券櫃檯買賣中心係參照中央銀行相關規定及美國債

券市場制度，規範債券自營商從事公債發行前交易，其透過處所議價、債券電腦議價系統及標購所得之餘額，不得逾該公債公告發行總額的三分之一，以達到券源分散之目的。

玖、市場發展之效益性

公債發行前交易具有投資、避險及價格發現（Price discovery）等機能，對整體債券市場與國際接軌甚為重要。本項制度實施以來，政府公債已發行八期總額為二、七五〇億元，累計成交金額達七、三二七億元，平均於發行前交易期間的日均值高達一一五億元，約占各期發債總額的三分之一，此不僅大幅創造公債發行前交易市場的流動性，有效減低交易商投標風險，而政府亦因交易商積極參與競標而明顯減輕發債成本，實施成效卓越。

第一期適用發行前交易新制的公債為九十一年十二月十七日發行的十年期政府公債 A91111，發行前交易的期間自十二月五日至十二月十六日止，總成交金額為九八三億元。截至九十二年六月份為止，已經有八期公債透過發行前交易制度，有效發揮價格發現的機能，並明顯提高其市場流動性。目前發行前交易累計成交金額已達七、三二七億元，其中透過證券櫃檯買賣中心債券電腦議價系統成交的金額為五、九三一億元，約占發行前交易成交金額的八成，其餘為證券商於營業處所對一般客戶的交易。

而就各期公債發行前交易的成交量值分析，仍以十年期公債交投最為活絡，其中九十二年三月發行的「九十二年度第四期中央政府甲類建設公債」(A92104)，於發行前交易期間的每日平均成交金額高達四五六億元，約占整體買賣斷交易市場的二成左右，為發行前交易制度實施以來最熱門的買賣標的。

此外，過去證券商在公債投標前，並沒有適當的利率參考指標，不但增加投標時的風險，也影響參與競標的意願，或者為了減低投標風險而在投標利率上加碼，無形中也增加國庫單位的舉債成本。但隨著公債發行前交易制度的推出，不但有助於未來標售價格的發現與形成，亦為國庫節省可觀的利息成本。例如以九十二年三月份發行的十年期公債 A92104 為例，透過發行前交易市場所形成的參考利率，與最後開標出來的利率極為貼近，充分發揮價格發現與避險的機能。而依據開標利率所訂定的票面利率下探至 1.875%，亦創十年期公債利率的歷史新低，相較於半年前尚未實施發行前交易時，十年期公債 A91108（九十一年九月）發行的票面利率為 3.25%，兩者票面利率差距達 1.375%（3.25%-1.875%），依 A92104 四百億元的發行量計算，估計該期公債每年可為國庫節省 5.5 億元的利息支出，再以政府未來每年發債金額均可能超過四千億元以上的規模來看，隨著發行前交易市場的活絡，政府每年可以節省的利息成本更達數十億元以上。

公債發行前交易雖然具備以上諸多好處，但我國單一期別公債發行額度約僅三百億元至五百億元，為避免類似前述國外發生證券商利用發行前交易壟斷單一期別公債，形成市場軋空的情形在國內發生，因此，配合公債發行前交易制度的實施，證券櫃檯買賣中心除依規定逐日控管證券商買賣部位的集中度外，並逐日彙整相關成交資料陳報中央銀行參考，以確保市場券源分散，減低市場參與者的投資風險。



網際網路真方便 嚴防洩密保安全

