

臺灣期貨交易所 99 年度研究報告提要表		填表人：李坤達 填表日期：99 年 11 月 17 日	
研究項目	台灣推出股利期貨或選擇權之可行性研究		
研究單位 及人員	國立中山大學 主持人：馬黛 教授 研究助理：陳柏宏、黃致遠、黃柏富、高得瑞、李訓強、吳柏廷、李坤達	研究時間	自民國 99 年五月份至 99 年十一月份
報 告 內 容 提 要			
壹、研究內容重點：			
本研究旨在探討下列相關議題：			
1. 探討股利衍生性商品在全球各地的發展概況，並比較各交易所股利衍生性商品交易標的之特質、市場應用之現況。我們參考交易所和業界及學術研究報告，收集 WFE 及各交易所資料，進行分析與說明。			
2. 探討我國上市公司的股利政策，了解決定股利發放之公司特質、市場因素，以實證模型分析影響股利波動性之公司因素，並建立股利預測模型及編製股利指數。			
3. 蒐集世界主要股利衍生性市場之價量資料，了解股利衍生性商品的推出對標的商品的影響與經濟效益。並嘗試衡量並模擬台灣推出股利期貨後，可能之需求量、與現存期貨市場之互動關係。			
4. 為評估投資人對於股利衍生性商品的需求，根據問卷結果、投資人結構以及過去新商品成交資料、除權息前後市場參與者之交易行為，並參考國外實證結論，評估台灣股利衍生性金融商品市場需求。			
5. 參考國外契約型態，建議股利衍生性商品的股利評選準則、股利指數的編製方法，及契約規格的內容。最後對台灣股利衍生性商品的契約設計，進行交易模擬，如：投機、避險交易模擬。			
貳、主要發現或結論：			
本研究從多個角度分析股利商品之可行性，包括針對國外成功商品分析，並以多個方式估計台灣未來推出股利期貨後之可能需求量，再同時考慮國內投資人結構、股利避險需求等因素後，可得出以下結論：			
哪些投資人有股利商品需求？			
本研究將商品需求分為避險需求與投機需求。平均而言，只有投信公司除權、息前後行			

為存在一定程度的避險需求，但避險需求尚不大。從問卷結果可推估法人有二至三成的投機需求，另從國內、外投資人結構與國外推出股利期貨之目的可推論國內應以投機需求為主，故本研究認為台灣市場存在投機需求。

台灣市場存在多少股利衍生性商品之需求？

本研究分別以四種不同方式評估需求量，最可能之每日交易量約介於 100~1200 之間。本研究僅能以此資料以及過去推出新產品之狀況為需求計算依據，爾後商品可能潛在需求仍待有關單位推廣，但其潛在需求現階段不易精確評估

是否應推出股利衍生性商品？

本研究從台灣投資人結構、過去成功經驗、股利報酬佔總報酬比例與商品可替代性分析台灣是否應推出股利衍生性商品。由上述四種構面來分析，本研究認為股利衍生性商品尚未成熟，期交所應謹慎評是否推出股利相關衍生性商品。

股利期貨之標的應為？

本研究從避險需求、投機需求、流動性需求與避稅需求分析應推出何種股利期貨標的。若要配合散戶投資需求與充足的流動性，可考慮以台灣發行量加權股價指數為標的。若以避險需求為主，則可考慮台灣五十指數與高股息指數。

股利期貨契約應如何設計

參考國外契約設計與國內股利發放週期，本研究建議契約年限應以年度契約為考量，並推出一至五年的契約。契約價值大小則應按期交所之目標客層訂定之，才能符合投資人需求。而交割方式則建議採現金交割。

股利期貨商品之可能效益

若股利期貨順利推出，那該商品是否能提高經濟效益與社會效益？第四、六章國內、外實證指出，台灣股利特性存在抗通膨、與股價低度相關、與利率負相關及波動性低，因此可能有多角化、抗通膨的功能。而國外實證也指出，股利期貨並不存在資金排擠效應。因此推出股利期貨可能增加商品多樣性，滿足投資人的需求。

相關建議

本研究分析國內、外條件，認為期交所除了考慮股利期貨外，可進一步研議股利交換或差價合約。已推出股利衍生性商品之國家均存在一定規模市場的股利交換市場，若能為我國交易人建立交易股利交換之平台，使其熟悉股利商品具有的投機、避險功能，可為後續推出股利期貨的基石。由除權息前後交易人行為之實證發現台灣一般法人與自然人對股利偏好相反，且主要交易目的在賺取價差，交易差價合約剛好可滿足兩類人對於股利看法。且其保證金相對較低，可以降低投資人的資金需求，提高購買意願。故此商品的潛在需求可能會比股利期貨更大。

總結

目前台灣市場發展股利期貨有幾項不利因素存在，包括市場結構仍屬成長型、投資人結構與習性不同、不存在股利交換契約且問卷結果亦顯示法人對此項產品不甚了解且無需求。跡象顯示，目前推出股利衍生性商品，可能尚不是個適當的時機。未來台灣市場轉

型為以成熟型市場後，股利報酬佔總報酬比例提升，投資人會漸漸重視股利風險。而國內證券市場慢慢從散戶市場轉向法人市場後，退休基金等存在固定收益需求的法人也會隨市場成熟度提升而增加，這也將會成為股利期貨避險需求提升的一環。當這些市場條件成熟之後，股利期貨若能順勢推出，或可開創新猷。但在時機未成熟前，可考慮股利交換等非標準化合約商品，以為股利期貨等標準化商品需求的試金石，並評估推出股利期貨的合適時機。

參、差價合約與股利交換：

雖然目前推出股利期貨可能不是最佳時機，但是差價合約與股利交換契約卻是可進一步考慮的商品。從除權、息前後投資人行為實證可發現差價合約的功能可以滿足一般法人與散戶投資人對股利的偏好。已推出股利期貨的國家均存在一定程度的股利交換市場，換言之，從國外經驗，股利交換市場的發展似乎是股利期貨是否有充足交易量的前提之一，因此培養股利交換市場也許有助於法人對此商品的認識。當未來其他客觀條件更加成熟後，可望能提升股利商品的推出後的成功率。