

臺灣期貨交易所委外研究報告提要表		填表人：簡美雲 填表日期：九十一年五月三十日	
研究項目	標的股票除權除息時股票選擇權契約調整之研究		
研究單位 研究人員	國立臺灣大學 李教授存修	研究時間	自九十一年十二月一日 至九十一年三月三十一日
報告內容提要			
<p>一、研究內容重點</p> <p>股票選擇權之契約設計，在因應除權除息事件時，須強調交易雙方權益之確保，以及調整訊息之揭示等二項，同時在掛牌之前也須就揭示方式及意義，加強對投資人宣導。本研究乃針對此二事項進行分析並提出具體建議，研究之內容及架構如下：</p> <p>標的股票除息時，股票選擇權之契約調整及揭示方式—各國之作法 標的股票除權時，股票選擇權之契約調整及揭示方式—各國之作法 轉換公司債及認購權證之相關調整方式 股票選擇權與轉換公司債、認購權證之異同及對契約調整之影響 除權除息時各種選擇權契約的調整方式之優缺點比較與實例分析 除權除息時資訊揭示方式之研議 結論與建議</p> <p>二、結論與建議</p> <p>一套良好的契約調整制度必須兼具公平、方便、符合交易習慣，更重要的是要維持交易人的權益與市場秩序。本研究經過以上章節的探討後，提出一些具體的結論與建議，希冀能夠對台灣股票選擇權市場的建立有所助益。契約的調整與方案的選擇之考量重點有：交易雙方之公平性、市場秩序之維持、國內相關商品交易的習慣，以及交易的便利性。具體建議如下：</p> <p>(一) 契約調整方案</p> <p>發放現金股息不調整契約，除非股息屬非預期，且金額較大 基於參考國外交易所的調整方式，理論上發放股息時一階齊次函數的支持力不強，以及我國認購權</p>			

證及可轉換公司債的處理情形，另外我國發放現金股息的金額或現金股息率皆不高，股息的發放對股價的影響不大，加上若我國採取歐洲式選擇權，現金股息對權利金的理論價格的影響將會事先反映，故實際上對交易人的權益不會有太大影響，建議發放現金股息時不調整選擇權契約內容。若仍欲訂定一保護投資人的規定，則建議當股息發放為非預期且股息率較大時，可以列入調整，臨界點可考慮訂在5%或三個月定存利率之1.5倍。

無償配股時、股票分割、減資，採用一階齊次函數精神調整

發放股票股利、分割或減資時，公司的實質面並沒有影響，符合一階齊次函數的假設，可以用此精神來調整履約價格與約定股數。

現金增資、員工紅利增資認股不保護股東被員工認股稀釋的部分

在現貨市場中，員工增資認股或是紅利增資認股都會造成原股東被稀釋，選擇權市場不需要給予保護，以維持公平原則。

本異動時碰到公司股數成整數倍分割時，不需調整單位契約約定股數

公司資本異動時，若股數為整數倍分割，根據各國的調整方式，建議不調整約定股數，僅調整履約價格與未平倉契約數。

(二) 其他建議重點

採用歐洲式選擇權

由於歐式選擇權是在到期日才能交割，就結算面來說，較能掌控結算的日期，對府推出股票選擇權的我國，能減少發生問題或狀況的機率。另外，歐式選擇權可以使現金股息的發放能夠較早反應，可以相對保護交易人的權益。

不考慮稅負問題

我國領取現金股息或是盈餘配股時必須繳交所得稅，一般來說是由持有股票的一方繳納，在選擇權交易時，買權買方可以透過選擇權來規避應納之所得稅，而買權賣方則因需買進實物來交割，會有稅負的負擔。就公平性考量，有失合理，有待稅務機關研擬解決之方案。

不加掛新序列契約

當契約調整後，不加掛新的序列契約，僅更改契約代號或是做一簡單揭示，而選擇權的報價則使其連續，如同認購權證遇到標的股票除權除息時，雖然契約內容中的履約價格與行使比例皆調整，但市場報價以及權利金乘數並不改變，也就是說每張權證買進的價格在標的證券除權前後並未改變（假設維持平盤）。如此作法一方面可以透過調整契約保障選擇權持有人權益，另一方面由於契約報價連續且揭示簡單可以使市場不至於因為調整後喪失標準化規格而造成流動性不足。

交割方式與時間

整股以實物交割、零股以現金交割

基於防止有心人士透過現貨與期貨之關係炒作以牟取不良利益，世界各國多以實物交割方式來規範股票選擇權，我國也應此取此作法。但在1,000股以下的零股，由於方便性的考量，建議採取現金交割，以到期日或是履約當日之價格結算之。

交割日實物交割訂為履約後第三天 (T+3)，現金交割訂為履約後下一交易日(T+1)

我國股票市場的交割日期是買賣後的第二個交易日，故建議實物交割時選擇權交割日訂為履約後第三天，一日的時間給予賣方於市場買進現貨的時間。現金交割則建議訂在履約日的下一交易日。

買權空方若無標的股票，可在 (T+1) 日買股，若買不到，則在 (T+2) 或 (T+3) 借券，若借不到可將現金交割，但須有一些懲罰性費用。

附註：報告內容提要應包括下列二部分：

- (一) 研究內容重點。
- (二) 結論與建議事項。