

臺灣期貨交易所委外研究報告提要表		填表人：許鈴佩 填表日期：九十二年十二月二十六日	
研究項目	固定採樣數股價指數選擇權—臺灣50指數選擇權契約設計之研究		
研究單位 研究人員	計劃執行機關：淡江大學技術學院技術暨營運發展中心、計劃主持人：淡江大學財務系林蒼祥教授、銘傳大學金融所李進生教授	研究時間	自九十二年七月一日 至九十二年十月三十一日
報告內容提要			
<p>一、研究內容重點</p> <p>本計畫目的在於研議應擇取台灣50指數或台灣50指數 ETF (TTT) 為選擇權標的物，並設計其適合的契約規格。即然本土市場已有台指選擇權掛牌交易，其日成交量已達10萬口以上規模，顯見該契約已為市場接受。本計畫以既存的台指選擇權為比較標準，考慮被擇取標的物與台指選擇權之間的相互替代性，影響替代性因素，包括價格變動相關性、交易環境限制，依此解析不同標的物擇取抵換關係。另外，以「訊息累積」規模來定義契約履約價格間距，由此可將契約特性區分為適合雜訊交易與趨勢交易二類。綜合上述論述，進而考慮不同特性的契約規格設計。</p> <p>相較於國外的發展歷程，以台灣目前而言，市場上已有台灣50指數期貨，且又有台灣50 ETF，應是考量推出台灣將50指數選擇權或台灣50 ETF 選擇權的時機。台指選擇權與50指數或 ETF 選擇權的相互替代性表示為：替代性 = f(價格變動相關性，交易環境限制)，研究顯示，若擇取 ETF 為選擇權標的，當發生追蹤誤差不穩定現象，其可能源於 ETF 的被動式管理機制未有良善的發揮，甚或發生不當的人為操縱。既然擇取50指數或 ETF 為標的物，皆為高替性契約，為避免此現象，選取50指數為標的物，應是比較適當的作法。</p> <p>以「訊息累積」規模以誘發投資者進場交易的觀點，進一步解析契約履約價格間距設計。若擇取100點為間距，隔日50指數需有較明顯幅度變動，才足以改變選擇權的價平/價內/價外狀況 (moneyness) 之機率為17.5% (相較的小)，也</p>			

就是，當時市場應預期將發生較大幅度的變動，才具誘因促使交易發生，該契約可視為適合於「趨勢」交易者；相對的，若擇取50點為間距，市場雜訊 (noise) 引發的指數變動，就可能促使交易發生，該契約可視為適合於「雜訊」交易者。若進一步以契約替代性觀點審視之，擇取適當的履約價格間距，來區別契約價平/價內/價外狀況與「訊息累積」規模之間關係，也是降低50指數選擇權與台指選擇權之替代性的方法。

此外，本計畫亦針對美國發行以指數或 ETFs 為標的之選擇權為樣本，模擬選擇權價格並與市價比較，以觀察美國選擇權發行之經驗，分析當前市場交易環境並做出建議。

## 二、結論與建議事項

根據我們觀察國外發行指數與 ETFs 選擇權前後對相關市場交易量之影響情況顯示，長期而言，相關市場之商品交易量於選擇權商品推出後是有提升之效果，此交易量之提升將是賴於商品適當之合約設計；而反觀台灣指數選擇權的推出，期貨市場之定價效率是高於未推出指數選擇權商品時，且對相關商品之交易量亦有提升之效果；因此一個適當的合約規模將是推出商品之成功關鍵。

其次，根據台灣指數選擇權模擬結果顯示，若以提升交易量為前提，合約應設計將取決於間距移動價平之幅度大小，幅度過大交易者持有契約意願不高，幅度太小，各契約交易量可能會被稀釋，因此我們建議期交所採以區分趨勢交易者與雜訊交易者作思考設計合約規格，然而兩者折衷之選擇則應採75點為間距。

針對價差與避險交易之複合式部位，建立較合理之保證金計算方式-此有助降低市場參與者之保證金負擔，進而降低交易成本，刺激投資人參與意願，交易活絡程度將因而提高。

最後，有鑒於證券市場巨額交易愈趨頻繁，期交所制定巨額交易制度將有其必要性，原因在於巨額交易制度能降低巨額交易對普通市場產生之衝擊，並可確保大額委託可以以單一價格迅速且全部於市場立即成交；因此我們建議期交所應針對齊下之所有商品訂定適當之巨額交易制度，以減少市場之衝擊。

台灣50指數選擇權之推出成功與否將賴於市場對合約規格設計之接受度，若合約朝向雜訊交易者設計，有助於吸引小額投資者之投入，若朝向趨勢交易者設計，合約價值太大，商品將限制小額交易者之投入；觀台灣50指數期貨之推出，其成交量目前尚未達到規模之交易量，成交口數相對於其他成熟度高之指數期貨，台灣50指數期貨交易狀況就顯得極為不佳，然而成交量少是因市場成熟度、知名度不佳抑或相關商品之替代性，將是有賴 TTT 與台灣50指數期貨上市一段時間後來證明；且根據國外指數選擇權上市效果分析顯示，長期觀察下之相關商品交易量有提昇之效果，然而此亦賴於適當之合約規格，進而促使市場交易熱絡。

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。