

臺灣期貨交易所九十二年度研究報告提要表

填表人：陳明憲
 填表日期：
 九十三年三月十五日

研究項目	我國期貨交易撮合制度及對期貨交易人交易策略之影響		
研究單位及人員	計劃主持人： 周行一 國立政治大學財務管理學系所 教授 李志宏 國立政治大學財務管理學系所 教授兼系主任 研究人員： 陳明憲 國立政治大學財務管理學系博士生	研究時間	自 九十二年八月一日 至 九十三年二月十五日

報告內容提要

(一) 研究內容重點：

我國期貨市場於民國八十七年七月二十一日順利開市運作，推出我國第一個期貨商品「臺灣股價指數期貨契約」，而後再推出「金融類股價指數期貨契約」、「電子類股價指數期貨契約」、「指數選擇權」、「個股選擇權」、「小型臺指期貨」、「台灣50指數期貨」與「十年期公債利率期貨」等衍生性金融商品，藉此滿足不同類型投資人交易所需。藉由不同買賣動機的投資人參與，期貨市場具有提供「現貨市場之價格發現」與「降低現貨市場價格非預期變動風險」等二種功能。

為發揮上述期貨市場所提供之功能、同時吸引投資人交易並維持市場之公平性等角度來看，一套具效率性的交易機制便扮演相當關鍵的角色。我國期貨市場之交易制度，自上市交易到目前為止，開盤價格與收盤價格的決定，一直沿用以集合競價方式決定成交價格，而盤中撮合方式則由交易初期的30秒集合競價一次，改成目前逐筆撮合方式。

關於價格決定之原則究竟採取集合競價或逐筆撮合之方式，對市場效率性（價格的決定、市場資訊的反應速度、成交量、流動性、與買賣價差等因素）相關議題研究上，過去學術研究並未獲得一致性的結論。從交易機制反映資訊的效率性（成交價格、成交數量反映市場資訊的速度）、交易機制對價格的穩定程度與交易制度的公平性等諸多文獻，相較於集合競價，逐筆撮合的價格決定方式對於價格的連續性、交易資訊透明度與交易公平性等，似乎較前者佳，但在累積一段時間沒有交易情況下（例如：前一日收盤至次日開盤時段），集合競價方式比較能夠解決未交易時段交易者之間資訊不對稱的問題。

我國期貨交易撮合制度，相較於世界主要交易所，例如紐約證券交易所（NYSE）與東京證券交易所（TSE）其主要差異處在收盤價格的決定方式。因此，本研究透過撮合制度由集合競價改為逐筆撮合前後，實證我國期貨市場效率性與投資人在交易制度改變前後反映在價格形成與市場流動性的變化等議題上，進行實證分析。

(二) 主要發現或結論：

研究期間自我國期貨交易肇始八十七年七月二十一日迄九十二年六月三十日止，共計約1273個日內交易資料，實證發現，盤中撮合制度從集合競價改成逐筆撮合方式，期貨價格反應之市場訊息的能力變佳；透過反應投資人行為的市場流動性分析，制度變更後，市場流動性較高，且價格之形成較為連續，波動度較低；最後，本文發現盤中制度變更後，有效地改善開盤價格的形成，使開盤價格較具備反映市場訊息的功能。簡言之，盤中撮合制度由集合競價改成逐筆撮合方式，從期貨價格之資訊內容、流動性分析、價格波動性與價格形成之效率性等指標，顯示我國期貨市場交易撮合之效率性增加，且同時發現盤撮合制度改變之後，收盤前五分鐘再以一次集合競價方式決定收盤價格，並無法發揮改善投資人資訊不對稱問題，且投資人可能參考收盤前五分鐘的最後一筆逐筆撮合之成交價格，進行收盤前五分鐘集合競價之交易，使收盤價格與前一筆成交價格幾乎沒有改變，故此五分鐘交易時段，可能使收盤價格之決定無法達到反映市場資訊的功能。

(三) 建議事項：

從本研究的實證結果，我們提出以下政策性建議。建議修改收盤前五分鐘集合競價撮合制度為逐筆撮合決定以收盤價格。而結算價格之決定方式，可以最後一筆成交價格當成結算價格，或以收盤前數筆成交價格之平均數或中位數當成結算價格。及修改撮合系統，將「漲停之限價委託買單」改成「市價單」，「跌停之限價委託賣單」改成「市價單」，以保障交易之公平與避免收盤價格波動過劇。另建議維持目前同步揭示委託簿中最佳之五檔買進與賣出委託價與委託量，使投資人可藉由委託簿即時瞭解市場資訊。

附註：報告內容提要應包括下列三部分：

- (一) 研究內容重點。
- (二) 主要發現或結論。
- (三) 建議事項。