

【專題二】

我國期貨市場推出股票期貨契約 之規劃與實施



裴高正 (證期局
專 員)

壹、前言

我國期貨市場自 87 年 7 月 21 日推出第 1 檔商品—臺股期貨後，11 年來規模不斷擴展，至 98 年 1 月 19 日推出新臺幣黃金選擇權後，共計有 20 項商品，包括 8 項股價指數期貨契約、6 項股價指數選擇權契約、1 項股票選擇權契約（26 檔¹）、2 項利率期貨契約、3 項商品期貨契約。

臺灣期貨交易所考量全球股票期貨交易量 95 年至 97 年成長率高達 97%、86.3%及 59.9%，遠高於全球整體期貨市場交易量成長率，發展相當迅速。復觀察 96 年與 97 年全球股票期貨市占率前 2 名之南非期貨交易所（South African Futures Exchange, SAFEX）與印度國家證券交易所（National Stock Exchange of India Limited, NSE），其主要成功的原因即是有活絡的現貨市場，此情形與我國類似，爰於 97 年下半年開始規劃推出股票期貨相關事宜，以期擴增期貨市場之商品，並提供交易人更多元化的交易及避險管道。

貳、我國期貨市場推出股票期貨契約之評估因素

一、股票期貨之推出對證券市場融資融券信用交易之影響

¹ 臺灣期貨交易所於 92 年 1 月 20 日推出 5 檔股票選擇權契約、並分別於 93 年 8 月 2 日及 9 月 27 日再推出 10 檔及 15 檔，共計 30 檔，惟於 98 年 9 月 21 日與 12 月 25 日分別有 1 檔（南亞科技）與 3 檔（中華映管、佳世達、中環）終止上市，爰於 99 年 1 月 25 日股票期貨推出前，計有 26 檔股票選擇權。

（一）國外發展情形：

我國證券市場所採行融資融券之信用交易，係與日本、韓國之制度相似，惟日本並未推出股票期貨契約，爰就韓國交易所（Korea Exchange, KRX）的發展情況進行了解。

韓國交易所係於 97 年 5 月 6 日推出股票期貨，經查該交易所於 97 年 1 月至 4 月（股票期貨推出前）各月底融券餘額股數分別為 22.1 萬、34.3 萬、75 萬及 82.1 萬股，平均數約為 53.4 萬股，惟查 97 年 5 月至 9 月（股票期貨推出後至禁止融券交易²前）各月底融券餘額分別為 75.5 萬、165.4 萬、195.9 萬、243.5 萬及 536.8 萬股，平均數約為 243.4 萬股，而於恢復融券交易後，98 年 6 月至 98 年 11 月各月底融券餘額分別為 187 萬、243.9 萬、227.1 萬、250.8 萬、268.8 萬及 236.7 萬股，平均數約為 235.7 萬股，此二段期間之融券餘額均大於股票期貨推出前之餘額，顯示股票期貨之推出似對其融券交易尚不致有太大影響。

韓國交易所推出股票期貨後 2 個月（97 年 5 月與 6 月）之融資餘額分別約為新臺幣 814 億元與 840 億元，仍較 97 年 4 月 734 億元增加，惟 97 年 7 月至 11 月平均融資餘額雖有下滑情況，主係因股價持續下跌，投資人較不會採取融資買進之交易，又從 97 年 12 月至 98 年 11 月間起股價指數上漲，融資餘額主係隨指數上漲而增加。復依臺灣期貨交易所之實證結果³，在 5% 之信賴水準下，韓國交易所股票期貨「每日成交契約金額成長率」與「集中市場每日融資餘額成長率」並無相關性。

【韓國交易所融券與融資餘額明細詳表 1】

表 1 KRX 股票期貨股票集中市場交易明細表

年月	股票期貨	股票集中市場交易資料			
	日均量（口）	融券餘額 （萬股數）	融資餘額 ^註 （億台幣）	日均量 （億股）	KOSPI 指數
97.1	-	22.1	855	2,872	1,624.68
97.2	-	34.3	704	3,205	1,711.62
97.3	-	75	711	2,894	1,703.99
97.4	-	82.1	734	2,921	1,825.47
97.5	8,462	75.5	814	3,118	1,852.02
97.6	15,207	165.4	840	3,157	1,674.92
97.7	24,362	195.9	683	2,959	1,594.67
97.8	20,708	243.5	609	2,393	1,474.24

² 韓國自 97 年 10 月 1 日至 98 年 5 月 31 日禁止股票融券交易。

³ 樣本期間為 97 年 5 月 6 日至 98 年 8 月 31 日（332 個樣本）。

年月	股票期貨	股票集中市場交易資料				
	日均量(口)	融券餘額 (萬股數)	融資餘額 ^註 (億台幣)	日均量 (億股)	KOSPI 指數	
97.9	41,916	536.8	464	3,936	1,448.06	
97.10	106,702	禁止融券交 易期間	405	4,582	1,113.06	
97.11	148,787		264	5,601	1,076.07	
97.12	171,704		290	4,958	1,124.47	
98.1	187,370		323	3,801	1,162.11	
98.2	186,987		363	5,173	1,063.03	
98.3	160,389		387	5,220	1,206.26	
98.4	247,824		544	7,317	1,369.36	
98.5	181,949		715	7,131	1,395.89	
98.6	126,566		187	775	5,028	1,390.07
98.7	120,127		243.9	745	4,635	1,557.29
98.8	131,309	227.1	793	5,120	1,591.85	
98.9	127,266	250.8	909	4,804	1,673.14	
98.10	94,294	268.8	930	3,666	1,580.69	
98.11	83,509	236.7	864	2,815	1,555.6	

註：以韓圓兌新臺幣匯率 1:0.0261 換算

資料來源：Bloomberg、KRX 網站及韓國金融監督院月刊

(二) 我國融資融券交易之現況

經查我國集中交易市場 98 年 1 月至 12 月融資融券信用交易約為新臺幣 13.88 兆元，約占整體市場總成交值 23.05%⁴，其中資券當沖交易約 6.78 兆元，約占整體市場總成交值 11.26%⁵。考量從事此部分交易之投資人因無需繳交保證金，尚不致改變其交易習慣，又各市場之特性及屬性不同，交易人可依其需要自行選擇，故股票期貨之推出對現貨市場之信用交易尚不致有太大影響。

(三) 國內相關業者的態度

臺灣期貨交易所就「股票期貨契約之推出」一事洽詢臺灣證券交易所、櫃檯買賣中心、中華民國期貨業同業公會、中華民國證券商同業公會及復華、環華、富邦、安泰等 4 家證券金融公司，該等單位皆表示支持，俾利提供交易人更多元化之商品。

⁴ 融資融券信用交易新臺幣 13.88 兆元 / (總交值 30.112 兆元 × 2) = 23.05%

⁵ 資券當沖交易新臺幣 6.78 兆元 / (總交值 30.112 兆元 × 2) = 11.26%

二、股票期貨契約保證金計收方式之妥適性

(一) 國外情況：

經查推出股票期貨契約之國外交易所，除韓國交易所（KRX）係採單一比例外，絕大部分係採「級距制」或依「個別標的證券」訂定保證金計收方式，例如瑞典交易所（OMX）與俄羅斯交易所（RTS）係採「級距制」訂定保證金；美國 One Chicago 交易所、印度國家證券交易所（NSE）、香港交易所（HKEX）、南非交易所（SAFEX）、歐洲期貨交易所（EUREX）、義大利交易所（IDEM）、雅典交易所（ADEX）與紐約泛歐交易所（NYSE Euronext）則依「個別標的證券」訂定保證金。

(二) 我國採「二級制」保證金計收方式之原因

1. 考量因素：

韓國交易所之股票期貨契約保證金係採單一比例，其原因主係韓國交易所僅推出 15 檔股票期貨標的。復考量韓國股票及期貨市場每日漲跌幅為 15%，為保障市場交易安全及降低違約之可能性，爰將該契約之結算（維持）與原始保證金分別訂為期貨契約價值 12% 與 18%。

然因所有標的股票期貨契約皆採用同一保證金適用比例，故需以風險價格係數最高者作為全體股票期貨契約之保證金適用比例，惟此作法如遇某特定標的證券波動率突然升高，需一併調升全體股票期貨契約之保證金，易導致持有其他股票期貨契約之交易人亦需追繳保證金，且無法適切反應個別標的證券之風險，對風險價格係數較低之股票期貨契約，將收取過高的保證金，影響交易人資金效率。

雖然我國股票期貨初期推出之檔數不多，惟考量日後檔數逐漸增多時，採「級距制」或依「個別標的證券」計收保證金，則可按各標的股票收取較為適切之保證金，並精確反映其個別風險，交易人資金之運用亦較有效率。又考量我國期貨市場之交易人結構仍以自然人為主，如依「個別標的證券」訂定保證金或採行過多的保證金級距，皆可能過於複雜，不利交易人了解，爰決定採行二級制之保證金計收方式。

如標的證券之風險價格係數為 10% 以下，則列為級距 1，其結算保證金適用比率為 10%，如標的證券之風險價格係數介於 10% 與 12% 之間，則列為級距 2，其結算保證金適用比率為 12%。若標的證券風險價格係數有高於 12% 者，則依各標的證券之風險價格係數，分別往上取其最接近之百分比整數值，訂定為該標的股票期貨之結算保證金適用比例。

2. 實證結果

臺灣期貨交易所以 921 大地震⁶、319 槍擊案⁷、次貸風暴 727、816、112 大跌⁸

⁶ 88 年 9 月 21 日大地震，證券及期貨市場於 9 月 27 日恢復交易，此一壓力測試情境係 9 月 27

及金融海嘯 1016、1023 大跌⁹等 7 次事件，作為壓力測試情境。依不同壓力情境之連續最大累積跌幅（一般為 3 至 4 天）為該標的證券之極端風險值，並以各標的證券之原始保證金適用比例檢視是否能夠涵蓋極端情境之風險。例如標的證券 A 之連續 3 個交易日累積跌幅分別為 7%、14%、12.5%，則以 14% 作為標的證券 A 之最大跌幅，並檢視原始保證金適用比例是否被穿透。依 Kupiec (1995) 之概似比率統計檢定¹⁰皆無法拒絕穿透率為 1% 之模型假設，即在 99% 信賴區間，採二級制之保證金計收方式皆能涵蓋其期貨價格變動的風險。

三、期貨交易法第 107 條所規範內線交易之行為主體包括股票期貨契約與股票選擇權契約之標的證券發行公司

(一) 現行規定：

1. 期貨交易法第 107 條第 1 項：

下列各款之人，直接或間接獲悉足以重大影響期貨交易價格之消息時，於該消息未公開前，不得自行或使他人從事與該消息有關之期貨或其相關現貨交易行為。但有正當理由相信該消息已公開者，不在此限：

- 一、期貨交易所、期貨結算機構、期貨業或期貨業同業公會或「其他相關機構」之董事、監察人、經理人、受雇人或受任人。
- 二、主管機關或其他目的事業主管機關之公職人員、受雇人或受任人。
- 三、前二款受任人之董事、監察人、經理人或受雇人。
- 四、從前三款所列之人獲悉消息之人。

前項規定於董事、監察人之代表人準用之。

2. 期貨交易法施行細則第 5 條第 1 項：

期貨交易法第 107 條第 1 項第 1 款所稱之「其他相關機構」，指與期貨交易有關之現貨相關機構，其立法說明並以「期貨契約標的係衍生自有價證券時，該現貨相關機構即包括證券交易所、證券業或證券商業同業公會等」舉例說明之。

(二) 評估結果

因股票期貨與股票選擇權契約價值係衍生自標的證券的價值，故標的證券發行

日至 9 月 30 日四個交易日最大累積跌幅。

⁷ 係 93 年 3 月 22 日至 3 月 24 日之最大累積跌幅。

⁸ 係 96 年 7 月 27、30、31 日、96 年 8 月 16、17、20 日及 97 年 1 月 12、14、15 日等 3 次之個別最大累積跌幅。

⁹ 係 97 年 10 月 16、17、20 日及 97 年 10 月 23、24、27 日等 2 次之個別最大累積跌幅（惟我國於 97 年 10 月 13 日至 97 年 10 月 24 日限縮市場每日最大跌幅為 3.5%）。

¹⁰ Kupiec (1995) 提出以概似比率進行回溯測試之模型檢定，若回溯測試之穿透樣本數落在非拒絕區 (nonrejection region)，則模型通過檢定，反之則模型並未符合風險值信賴區間之假設。

公司之經營狀況影響該二契約交易甚鉅，為禁止公司內部人於直接或間接獲悉尚未公開而足以重大影響股票及期貨交易價格之資訊時，利用買賣該二契約獲取利益之不法情事，前揭期貨交易法施行細則第 5 條所規範之「與期貨交易有關之現貨相關機構」一詞應解釋為涵蓋股票期貨或股票選擇權契約標的證券之發行公司，俾防範內部人利用內線消息在期貨市場不法獲利，以符合期貨交易法 107 條「禁止不當利用內部消息進行期貨交易」之立法意旨。

（三）配套措施

1. 發布解釋令：為利交易人遵循上述規範，金融監督管理委員會於 98 年 12 月 16 日以金管證期字第 0980064800 號令解釋「期貨交易法施行細則第五條第一項明定期貨交易法第一百零七條第一項第一款所稱其他相關機構，指與期貨交易有關之現貨相關機構，包括股票期貨契約與股票選擇權契約之標的證券發行公司。」。
2. 市場監視：臺灣期貨交易所配合股票期貨契約上市，已與臺灣證券交易所進行監理合作，檢視內部人交易是否異常，如有個案調查需要，可透過跨市場通報向臺灣證券交易所取得現貨資料，或適時交換查核意見。

參、臺灣期貨交易所股票期貨契約規格、標的證券、保證金適用級距與期貨交易稅徵收率

一、契約規格（詳表 2）簡介如下：

- （一）契約單位：2,000 股。
- （二）到期月份：2 個近月加 3 個連續季月，計 5 個月份。
- （三）交割方式：現金結算。
- （四）最後交易日與最後結算日：各契約交割月份第 3 個星期三。
- （五）最後結算價：最後結算日證券市場當日交易時間收盤前 60 分鐘內標的證券之算術平均價。
- （六）全市場部位限制：同一標的證券之股票期貨及股票選擇權契約未了結部位所表彰總股數以不超過該標的股票在外流通股數 15% 為限。
- （七）保證金計收方式：按不同之各標的證券風險價格係數，分為 2 個級距，級距 1 之結算、維持與原始保證金適用比例分別為 10%、10.35% 與 12%；級距 2 則為 12%、12.42% 與 16.2%（股票選擇權之保證金計收方式亦一併調整為二級制，詳表 3）。

表 2 股票期貨契約規格

項 目	內 容
交易標的	於臺灣證券交易所上市之普通股股票
中文名稱	股票期貨
英文代碼	各標的證券依序以英文代碼表示
交易時間	<ul style="list-style-type: none"> ●本契約之交易日與臺灣證券交易所交易日相同 ●臺灣證券交易所正常營業日上午 8:45~下午 1:45 ●到期月份契約最後交易日之交易時間為上午 8:45 ~下午 1:30
契約單位	2,000 股標的證券（但依規定為契約調整者，不在此限）
契約到期交割月份	自交易當月起連續二個月份，另加上三月、六月、九月、十二月中三個接續的季月，總共有五個月份的契約在市場交易）。
每日結算價	每日結算價原則上採當日收盤前 1 分鐘內所有交易之成交量加權平均價，若無成交價時，則依臺灣期貨交易所「股票期貨契約交易規則」訂定之。
每日漲跌幅	最大漲跌幅限制為前一營業日結算價上下 7%（但依規定為契約調整者，另訂定之）。
最小升降單位	<ul style="list-style-type: none"> ●價格未滿 10 元者：0.01 元； ●10 元至未滿 50 元者：0.05 元； ●50 元至未滿 100 元者：0.1 元； ●100 元至未滿 500 元者：0.5 元； ●500 元至未滿 1000 元者：1 元； ●1000 元以上者：5 元。
最後交易日	最後交易日為各該契約交割月份第三個星期三，其次一營業日為新契約的開始交易日。
最後結算日	最後結算日同最後交易日
最後結算價	<ul style="list-style-type: none"> ●股票期貨契約之最後結算價，以最後結算日證券市場當日交易時間收盤前 60 分鐘內標的證券之算術平均價訂之。 ●前項算術平均價之計算方式，由臺灣期貨交易所另訂之。
交割方式	以現金交割，交易人於最後結算日依最後結算價之差額，以淨額進行現金之交付或收受。
部位限制	<ul style="list-style-type: none"> ●交易人於任何時間持有同一標的證券期貨契約同一方向未了結部位總和，除臺灣期貨交易所另有規定外，不得逾臺灣期貨交易所公告之限制標準。 ●同一標的證券之股票期貨及股票選擇權未了結部位表彰總股數於任一交易日收盤後逾該標的證券在外流通股數 15%，除另

	<p>有規定外，臺灣期貨交易所自次一交易日起限制該股票期貨之交易以了結部位為限。</p> <ul style="list-style-type: none"> ●前項比例低於 12%時，臺灣期貨交易所於次一交易日起解除限制。
保證金	<ul style="list-style-type: none"> ●期貨商向交易人收取之交易保證金及保證金追繳標準，不得低於臺灣期貨交易所公告之原始保證金及維持保證金水準。 ●臺灣期貨交易所公告之原始保證金及維持保證金，以「臺灣期貨交易所股份有限公司結算保證金收取方式及標準」計算之結算保證金為基準，按臺灣期貨交易所訂定之成數計算之。

資料來源：臺灣期貨交易所

表 3 股票選擇權保證金所屬級距與適用比例

保證金所屬級距	結算保證金適用比例		維持保證金適用比例		原始保證金適用比例	
	a%	b%	a%	b%	a%	b%
級距 1	10.00%	5.000%	10.35%	5.175%	13.50%	6.750%
級距 2	12.00%	6.00%	12.42%	6.41%	16.2%	8.1%

二、標的證券

臺灣期貨交易所於 98 年 12 月進行股票期貨標的證券選股時，係規劃推出 35 檔標的證券，其中 22 檔為現行 26 檔股票選擇權標的證券符合股票期貨選股標準者，餘 13 檔係從其他符合選股標準之股票挑選，並一併增列為股票選擇權之標的證券。

經查前揭 35 檔股票期貨契約之標的證券包括奇美電子，惟該公司於 99 年 1 月 11 日發布重大訊息表示，將原與群創光電、統寶光電合併案之基準日由 99 年 4 月 30 日提前至 99 年 3 月 1 日¹¹，考量奇美電子期貨 99 年 1 月 25 日推出至停止交易¹²僅 13 個交易日，上市後下市之處理程序較複雜，且新舊奇美公司亦可能造成交易人混淆，爰決定奇美電子期貨不予上市，初期股票期貨契約上市之標的證券變更為 34 檔（上市名單詳表 4，序號 1-21 為原股票選擇權標的證券，序號 22-34 為新增之標的證券，並一併增列為股票選擇權之標的證券，故股票選擇權計有 39 檔契約）。

¹¹ 奇美電子於 99 年 1 月 28 日發布重大訊息表示，因合併案在外國之事業結合申請核准程序仍在進行中，爰變更合併基準日為 99 年 4 月 1 日。

¹² 如合併基準日為 3 月 1 日，因奇美電子股票停止交易日為 99 年 2 月 10 日，故期貨契約亦於同日停止交易，並於 3 月 1 日終止上市。

表 4 股票期貨上市契約

序號	契約標的名稱	股票代號
1	南亞塑膠工業股份有限公司	1303
2	中國鋼鐵股份有限公司	2002
3	聯華電子股份有限公司	2303
4	台灣積體電路製造股份有限公司	2330
5	富邦金融控股股份有限公司	2881
6	台灣塑膠工業股份有限公司	1301
7	仁寶電腦工業股份有限公司	2324
8	友達光電股份有限公司	2409
9	華南金融控股股份有限公司	2880
10	國泰金融控股股份有限公司	2882
11	兆豐金融控股股份有限公司	2886
12	中國信託金融控股股份有限公司	2891
13	統一企業股份有限公司	1216
14	遠東新世紀股份有限公司	1402
15	華新麗華股份有限公司	1605
16	日月光半導體製造股份有限公司	2311
17	矽品精密工業股份有限公司	2325
18	長榮海運股份有限公司	2603
19	陽明海運股份有限公司	2609
20	彰化商業銀行股份有限公司	2801
21	永豐金融控股股份有限公司	2890
22	台灣水泥股份有限公司	1101
23	台灣化學纖維股份有限公司	1326
24	鴻海精密工業股份有限公司	2317
25	旺宏電子股份有限公司	2337
26	華碩電腦股份有限公司	2357
27	廣達電腦股份有限公司	2382
28	中華電信股份有限公司	2412
29	寶來證券股份有限公司	2854
30	玉山金融控股股份有限公司	2884
31	元大金融控股股份有限公司	2885
32	第一金融控股股份有限公司	2892
33	群創光電股份有限公司	3481
34	合作金庫商業銀行股份有限公司	5854

三、保證金適用比例及計算方式

(一) 保證金適用比例

臺灣期貨交易所依 97 年 10 月 9 日至 99 年 1 月 15 日之交易資料，計算 34 檔股票期貨與 39 檔股票選擇權之風險價格係數之平均值，約介於 4.07% 至 9.57%，爰均屬級距 1，即結算、維持及原始保證金適用比例分別為 10%、10.35% 及 13.5%。

(二) 保證金計算方式

股票期貨保證金係以「期貨契約價格」乘以「契約乘數」乘以「風險價格係數適用比例」計算之，前揭契約乘數未經股票期貨契約交易規則所定之契約調整者為 2,000（股），經契約調整者為調整後之標的證券股數。又同一標的證券之股票期貨及股票選擇權可依下列 2 項組合部位計收保證金：

1. 買進一口股票期貨及賣出一口股票選擇權買權：收取一口期貨保證金及選擇權之權利金市值。
2. 賣出一口股票期貨及賣出一口股票選擇權賣權：收取一口期貨保證金及選擇權之權利金市值。

四、期貨交易稅徵收率

依財政部 99 年 1 月 21 日台財稅字第 09804146370 號令，股票期貨契約核屬期貨交易稅條例第 2 條第 1 項第 1 款規定之股價類期貨契約，復依行政院 97 年 10 月 2 日院臺財字第 0970043439 號函規定，期貨交易稅之徵收率為 10 萬分之 4。

肆、結論

股票期貨契約自 99 年 1 月 25 日推出後，至 2 月 10 日（計 14 個營業日）之日均量為 884 口，仍有相當大的成長空間，惟我國證券市場已蓬勃發展，如能加強市場宣導及教育訓練，使交易人可利用各標的證券與股票期貨及股票選擇權契約進行多種交易及避險策略，以因應市場的變化，預期未來股票期貨契約應具有相當的發展潛力，並促進現貨與期貨市場共同發展。