

簡訊

個股期貨美國版

楊誌柔（證期會科長）

一、前言：

日前（註一）美國期貨主管機關-商品期貨交易委員會（Commodity Futures Trading Commission;CFTC）與該國證券主管機關-證券管理委員會（Security Exchange Commission;SEC）共同訂定並發布有關「證券期貨商品（Security Futures Products;SFP）」（註二）交易的規範，有趣的是該項商品（包括：個股期貨及窄基指數期貨）既屬於美國證券交易法中所稱之「證券」；亦屬於該國商品交易法中所指稱之「期貨」（註三）。未來該商品可以在證券交易所中上市，亦得以在期貨交易所中交易，該如何管理規範呢？確吸引人有一探究竟之興趣！

二、源起：

按 CFTC 及 SEC 會發布該共同規範，源係因去年十二月中美國國會所通過的跨世紀「商品交易法（Commodity Exchange Act）修正案」簡稱（in short title）為「兩千年商品期貨現代法（Commodity Futures Modernization Act of 2000;CFMA）」，該法案解除了美國長達一十九年來對於個股期貨及窄基指數期貨（narrow-based futures）的交易限制。

十九年前（1982）美國國會通過了「夏得強森法案（Shad-Johnson Accord）」，該法案中規定：如果一項商品是「股價指數期貨」或「股價指數期貨選擇權」則皆屬「期貨」，歸 CFTC 管轄；而如果一項商品為「股票選擇權」或「股價指數選擇權」則皆屬「證券」，由 SEC 管理。雖然其間分際清楚，並無交集，但商品類型卻非常接近，而「個股期貨」既非屬期貨亦非為證券，但證券界及期貨界雙方都有意交易此商品，惜皆未能達成共識而延宕至今。

三年前芝加哥商業交易所（Chicago Mercantile Exchange；CME）遊說國會議員有意修改該法案，並希望個股期貨能於期貨交易所交易，令證券界大為緊張！芝加哥選擇權交易所（Chicago Board of Options Exchange；CBOE）董事長威廉·布洛斯基（William J.Brodsky）以證券界立場即表明：「哦！等一下，IBM 公司或微軟公司的個股期貨，將很接近於 IBM 公司或微軟公司的個股選擇權（註四），如果期貨交易所交易 IBM 公司或微軟公司的個股期貨，則應該由誰（SEC 或 CFTC）來管轄？管理法規如何訂定？證券交易所中所重視的市場價格操縱防患、內線交易

防制及投資人保護等如何落實執行呢？」（註五）言下之意，果真 IBM 公司或微軟公司的個股期貨於期貨交易所交易，若無一致的規範，必將搶去 CBOE 交易 IBM 公司或微軟公司個股選擇權的風采！

三、區分：

幾經相互折衝協調，去年 CFMA 法案的通過終於提供了交易個股期貨及窄基證券指數期貨（即所稱證券期貨商品）的法律架構，總括而言，CFMA 法案建立了將「證券期貨商品（SFP）」交由 SEC 及 CFTC 共同管轄（joint regulate）的法律規範，而同時屬於廣基證券指數（broad-based indexes）則完全委由 CFTC 所管理。CFTC 及 SEC 並共同規範了廣基證券指數及窄基證券指數的計算分辨方式（註六），廣基證券指數分爲 A 類型與 B 類型兩種，A 類型係指包含下列情況者：

- 1.證券指數包含 10 個或 10 個以上的證券；
- 2.其中沒有任何單一證券佔有指數權重達 30%以上；
- 3.指數中前五大證券所佔權重總合未達 60%以上；及
- 4.指數中倒數 25%權重的證券，其股票每日交易金額合計超過 5 千萬美元，而如果指數所含證券數目超過 15 種時，該金額合計達到 3 千萬美元者。

B 類型則指包含下列情形者：

- 1.指數包含 9 個或 9 個以上的證券；
- 2.其中沒有任何單一證券佔指數權重達 30%以上；
- 3.其中每一證券皆屬大型股（指依證券市值或平均每日交易量排名，屬於前 500 大的股票之一者）。

按前述 A 類型與 B 類型皆屬「廣基證券指數」的類型，其訂定緣由係因該證券指數所含證券數目較多，且其權重較為分散，而所屬分散之證券仍具有大型股之特色下，較不亦受到市場交易的操縱。

此外，任一證券指數若非屬前述「廣基證券指數」範圍者，則皆被歸類為新修正的商品交易法與證券交易法中所指稱之「證券期貨商品」，除為期貨外亦屬證券之一種。

四、分工：

由於對於「證券期貨商品」SEC 與 CFTC 共同具有管轄權，幾經協商後以保有原先各自之專屬管轄權為主要區分，訂定出如下的分工管理共識（同註六）。

- 1.CFTC 是期貨市場及期貨商的主要管理者（primary regulator）；而 SEC 則為證券市場及證券商的主要管理者。
- 2.若要交易「證券期貨商品」，目前已向 CFTC 註冊登記的期貨交易所及期貨商將須要向 SEC 提交「通知註冊（notice-register）」，登記為證券交易所及證券商，該註冊並不會有任何不合理的限制或新要求；而已向 SEC 註冊登記的證券交易所及證券商亦須同時向 CFTC 提交「通知註冊」，登記為期貨交易所、期貨商或期貨仲介商。
- 3.所有交易「證券期貨商品」的交易所及中介機構，皆由 SEC 與 CFTC 共同管轄，但是為簡化行政程序達到重點管理目標，只有 SEC 及 CFTC 所各自規範中的主要條款，適用於前述「通知註冊」申請者。
- 4.期貨交易所須向 SEC 申報有關交易「證券期貨商品」後所需修訂之規則，該規則修訂必須先經 CFTC 核准生效後送交，惟 SEC 若覺得不適當，得於與 CFTC 協商後，有權再退回並要求其重新擬訂。同時，證券交易所亦須向 CFTC 送交相關修訂規則，並獲核准同意，程序與前期貨交易所作業相同。
- 5.當 SEC 及 CFTC 認為必要時，任何時間 SEC 或 CFTC 皆有權利查核「證券期貨商品」的交易市場；但為避免查核重複及對同一事件彼此規範可能有不一致情事，當 SEC 查核向其「通知註冊」的期貨交易所及期貨商時，須知會 CFTC；而 CFTC 就向其「通知註冊」的證券交易所及證券商進行查核時，亦須與 SEC 協商。
- 6.全國期貨業公會（National Futures Association；NFA）將可登記為全國證券業公會，惟其證券業務僅限於受理有關證券商的「通知註冊」為期貨商或期貨仲介商，而 NFA 亦將訂定適當的證券期貨商品實務作業準則，以利向其「通知註冊」的證券商加以遵循（註七）。
- 7.除特殊必要情形下，CFTC 並不允許個股期貨的 dual trading（即同時從事個股期貨的經紀及自營業務），以為有效管理，避免弊端。

五、現況：

據估計目前全球約有 200 多家公司的個股期貨在市場上交易，其交易市場地點包括：加拿大、瑞典、芬蘭、英國、西班牙及香港等，惟其交易量大小殊異。其中有趣的是，西班牙的 MEFF 交易所（位於馬德里的期貨與選擇權交易所）所交易的「西班牙 Telefonica 公司（係通訊公司）個股期貨」平均日交易量曾達 22,000

口契約，而在英國 LIFFE 交易所交易相同標的公司（即西班牙 Telefonica 公司）的個股期貨同期卻僅有 5,000 餘口，分析其差異或可歸因於 MEFF 交易的個股期貨契約採實務交割方式，而 LIFFE 卻採行現金交割方式。不過，不排除係因為 MEFF 交易所（home market）較有優勢可以使該國商品交易活絡。

依 CBOE 董事長威廉·布洛斯基意見，因為個股期貨並非股價指數期貨，個股價格波動性常較一籃子指數為大，故個股期貨將會因其標的個股價格波動，而在保證金交易的槓桿效應下，擴大其交易風險，故其顯較適合於機構投資法人交易。另外，個股期貨交易的保證金必低於證券融資買賣所須之保證金，且個股期貨放空者並無美國證券市場股票放空不得低於前一交易價格的限制（uptick rule）（註八），故將較能吸引投機者交易！另外，證券市場放空者，需要支付借券費用，若經由個股期貨放空，則毋須借券支付借券費，成本較低，但交易風險相對較高。

此外，CME 與 CBOE 已共同發布消息，將集資成立另外一家交易所專門從事個股期貨交易，交易方式係透過其目前各自所擁有的電子交易系統，並擬再委由目前為 CBOE 結算的「選擇權結算公司（Options Clearing Corporation；OCC）」為個股期貨結算。該兩家交易所已成立工作小組，正對未來交易個股期貨有關的：交易標的個股選擇標準、交易人權利義務及期貨契約設計等，進行規劃中。目前商品期貨交易中常有的「期貨換現貨（exchange-for-physicals）」規則，亦將於個股期貨交易時，另行訂定規範適用之，屆時，證券市場與期貨市場間價格波動的關聯性無疑將增大。

六、結語：

個股期貨雖名為「期貨」，卻可於證券交易所上市（當然亦可於期貨交易所交易），除了美國現今「兩千年商品期貨現代法（CFMA）」規範外，主要應有以下事實背景。

據 CBOE（同註五）的推估，美國證券交易帳戶約為 2700 萬戶，其中交易證券選擇權者達 500 萬戶，然而交易期貨帳戶卻僅有 30 萬戶！再以交易之中介機構分析，證券商約達 60 萬家，但交易期貨的期貨商僅有 5 萬家，故若個股期貨能於證券商處所交易，將更有潛力可以創造市場交易的活絡！

需求創造了供給，如果市場有需要，「期貨」亦可換個衣裝變成「證券」在證券交易市場上交易！不過，個股期貨終究不脫期貨「本質」，故在管理上須要 CFTC 的參與以保障美國期貨交易能有「一致的管理水平規範（even level of playing field）」。

想及美國面臨此問題下，SEC 與 CFTC 共同合作管理的模式，也許值得我國未來推動「金融監理一元化」時，各監理機關管理協調時的參考借鏡！

附註：

一、CFTC 本（2001）年 8 月 21 日於其網站（www.cftc.gov）公布有關其與 SEC 共同監管「證券期貨商品」的訊息，其標題名稱爲「CFTC and SEC adopt joint rules and issue joint order relating to trading of security futures products in the United States」。

二、依新修正的商品交易法（Sec.1a(31)）指稱「證券期貨（Security Future）」係指：a contract of sale for future delivery of a single security or of a narrowed-based security index；又同修正法案（Sec.1a(32)）指稱「證券期貨商品（SFP）」包括：a security future or any put, call, straddle, options, or privilege on any security future. 故尚包含個股期貨與窄基指數期貨二者之選擇權在內；唯依新修正證券交易法（Sec.6(h)(6)）的規範，其須於 CFMA 通過三年（2003 年 12 月 21 日）後，方可開始交易。然美國預計今年底左右可以開始交易個股期貨或窄基指數期貨。

三、因 CFMA 的通過，美國亦同時修正證券交易法（Sec.3(a)(11)）定義權益證券（equity security）爲：any stock or similar security；or any security future on any such security；而證券期貨（security future）定義（Sec.3(a)(55)(A)）爲：a contract of sale for future delivery of a single security or of a narrowed-based security index. 故已將個股期貨及窄基指數期貨劃歸「證券」，惟其亦另行規範，免除「證券期貨商品」有關公司獲利資訊的揭露規範，因其非爲公司證券發行人主體。

四、當買進某一證券爲標的之買權（call option）並賣出相同證券爲標的之賣權（put option），並取其具有相同的履約價格及到期日下，可以達到「類似個股期貨」（synthetic stock futures）的效果。即：【Long Call + Short Put = Long Futures】if the options are at the same strike price and duration。證券界希望「個股期貨」能與前揭「個股選擇權之組合交易」達成「管理規範同步（regulatory parity）」的結果，以能確保交易人不會因爲「不公平的管理方式」而捨此就彼。另在商業交易面上，如：交易保證金、稅金及交易費等，亦須協調一致，如：不應有交易個股期貨僅須繳交 5% 保證金，然個股選擇權卻是 20% 的保證金之情事。

五、詳 CBOE 網站（www.cboe.com），Single-Stock Futures-Remarks by William J.Brodsky to the Investment Analysts Society of Chicago on March 1,2001。

六、詳 CFTC 網站（www.cftc.com），Synopsis CFTC/SEC Agreement to Reform Shad-Johnson Accord。

七、NFA 已規劃修正其註冊規則（Registration Rule）401，即從期貨業從業人員所須參與之資格考試 Series 3 中選取有關金融商品（包括：股價指數、貨幣及利率等）的測驗題，

另行編列「新的金融期貨測驗（new Financial Futures Examination）」以讓一般僅從事有關金融期貨業務的證券商營業員（如：未來於證券商處所交易個股期貨時）參與測驗，

但尚待 CFTC 的核准。

八、美國證券交易法規（Rule 10a-1），又稱 uptick rule，其係規範證券市場處於下跌狀況時，限制證券放空的交易，以免證券價格於下跌時，遭投機人的大量融券放空交易，持續下跌，而該投機人再於證券低價時進場補回，獲取暴利！該規則始於 1929 年美國證券市場崩盤後所採行。依該規則所述：投資人不得融券放空證券交易所交易之股票（Exchange-Listed Stocks），除非該交易價格比先前價格為高（uptick）或與「先前交易價格」相同，但該「先前交易價格」必須比其「前一價格為高」（zero-plus tick）（即交易價格處於上升情況方可融券放空）。