

簡訊

美國芝加哥選擇權交易所與芝加哥商品交易所 ——開放單一股票期貨的影響

高禎祥（櫃買中心專員）

芝加哥位於美國中部，為全國鐵路網、光纖網路交會點與商業中心，因此賦予芝加哥當地同時擁有四個交易所，分別為全球最大的選擇權交易所—芝加哥選擇權交易所（Chicago Board Options Exchange, CBOE），全美最大的商品期貨交易所—芝加哥期貨交易所（Chicago Board of Trade, CBOT）、芝加哥商品交易所（Chicago Mercantile Exchange, CME）與美國證券交易量第二大同時也是最近五年來成長性最高的芝加哥證券交易所（Chicago Stock Exchange, CHX）。

在這兩千零一年，芝加哥發生兩件重大的金融事件值得我們注意與觀察其未來發展，其一是由於股市與經濟的劇烈動盪變化，促使周轉率與避險需求的增加，直接導致交易所單日交易量紛紛創新紀錄，尤其是芝加哥選擇權交易所在今年一月所創新交易量所代表的重大意義，反應出我們應該積極建構另一個股市避險市場的主要原因與動機，可以大幅減少投資人在現貨市場的投資損失；其次是開放芝加哥選擇權交易所（CBOE）與芝加哥商品交易所（CME）宣布共同合作規劃交易單一股票期貨（Single-Stock Futures），雖然芝加哥選擇權交易所已經有單一股票選擇權（Equity Options），但畢竟與目前所宣佈的單一股票期貨（SSF）對股票市場的衝擊有著天壤之別的結果。

單一股票期貨（SSF）並非是新的金融商品，目前已經有許多國家交易單一股票期貨行之有年，包括瑞典、芬蘭、澳大利亞、德國、匈牙利、日本、葡萄牙與南非等國家，尤其是以瑞典斯德哥爾摩交易所的易利信（Ericsson in the Swedish OM Stockholm exchange）最為成功；然而美國在有關於單一股票期貨卻遲至去年十二月才由國會批准通過二千年商品期貨現代化法案（Commodity Futures Modernization Act of 2000），正式規定單一股票期貨適用一九三三年證券交易法相關規定，包括保證金與內部人交易等，並於今年五月十四日由芝加哥選擇權交易所（CBOE）與芝加哥商品交易所（CME）同時宣佈共同合作推出這項曾被禁止交易長達十八年之久的單一股票期貨商品以電子交易方式開放導入金融市場。

美國金融市場的自由化與現代化全球領先的事實是有目共睹的，何以單一股票期貨會被長期塵封於荒煙蔓草間其來有自，一九八二年美國發生一場聯邦證券金融管理單位的管轄勢力範圍的爭奪糾紛，美國證券交易管理委

員會（Securities and Exchange Commission, SEC）與商品期貨管理委員會（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）為推展股票指數期貨商品的權責歸屬而意見相左，其後彼此妥協並達成一項著名的協議——Shad-Johnson Accord，由證券交易管理委員會負責股票與選擇權商品，而有關股票指數期貨商品則由商品期貨管理委員會負責，並且特別規定禁止個別股票（Individual Stocks）期貨契約。

由於此次單一股票期貨是開放給芝加哥選擇權交易所與芝加哥商品交易所，其監督管理單位分別為證券交易管理委員會與商品期貨管理委員會，因此衍生許多股票市場與期貨市場的管理差異性調整與跨市場合作問題，主要來自證券交易管理委員會基於保障投資人，著重於發行面與交易面的管理，以及制定完備的National Market System（1975），然而商品期貨管理委員會主要乃是基於避免市場違約風險（default risk），故比較強調交易面的管理，長期形成許多在諸如內部人交易（Insider trading）、資訊揭露（Disclosure）、保證金交易（Margin）、稅法（Taxes）與放空（Short sell）等方面，股票市場與期貨市場都有著明顯的不同的規範，相關比較彙整如下表：

項 目	SEC	CFTC
管理重點	發行面與交易面	交易面違約風險
內部人交易查核權	有，避免人為操縱股價	無
對於標的（underlying）	必須公平公正公開	無
公司的資訊揭露要求		

針對美國同時開發單一股票期貨在芝加哥選擇權交易所（CBOE）與芝加哥商品交易所（CME）兩個互屬不同市場交易相同商品契約的經驗過程，帶給我們的是非常寶貴的幫助與啟示，最重要的是如何擬訂一套合理的法令依據來界定我國證券交易所與期貨交易的金融商品之市場區隔，就目前而言，首先是選擇權與認購（售）權證的交易規劃，是否以標的證券是股票或指數來認定在證券交易所或期貨交易所掛牌，以避免類似美國在股票指數期貨（Stock index）與單一股票期貨（SSF）的推廣過程中所產生的無謂紛擾與停滯發展。

其次值得我們觀察的是單一股票期貨對於現貨市場（Cash market）的虹吸管（siphoning liquidity）效應，導致股票市場的避險、投機與套利交易完全轉移到單一股票期貨市場而嚴重失血，產生股票市場流動性風險，由於國外股票跨市場交易非常普遍，價差（spread）很容易形成而成為誘發市場動能的因素之一，反觀我國則必須以更保守的態度來因應；為更進一步瞭解股票與期貨市場的主要差異分析彙整如下：

項 目	股票市場	期貨市場
保證金比例	50%	5%
稅	可遞延至賣出	因到期日具有周期性

無法遞延

放空 (Short sales) 1. 上漲才能放空 未平倉合約無上限

2. 可以放空部位，不得

超過流通在外股數

交易成本 高 低

財務槓桿 低 高

再投資風險

(Reinvestment risk) 無 有

每日結算保證金

從上表可以得知從事單一股票交易的動機及其相對優勢在於以下五點：1. 相對於股票買賣，交易成本較低 (Transaction cost)，2. 容易進行套利行為 (Arbitrage)，3. 容易從事股票避險 (Hedge)，4. 不受股價上漲才能放空的限制 (Uptick rule)，比較容易進行放空部位 (Short sales)，5. 財務槓桿較高 (Leverage)。綜合以上所述，不難發現單一股票期貨不僅對於性質類似的股票選擇權具有資金排擠效果，對於股票現貨市場交易的衝擊更是不容忽視。

最後值得我們一提的是結算所 (Clearing House) 的跨市場合作問題，芝加哥選擇權交易所 (CBOE) 的結算單位為選擇權結算公司 (The Options Clearing Corporation, OCC) 與芝加哥商品交易所 (CME) 不同，未來仍必須協商選擇權結算公司 (OCC) 使芝加哥商品交易所 (CME) 成為其特別的會員之一，這些相關的協調過程及結果亦應該是我們觀察的重點。

有競爭就會有進步，未來在以單一股票為標的的投資將會有更多的金融商品可供選擇，股票現貨市場 (Stock market)、股票選擇權市場 (Equity options market)、股價認購 (售) 市場 (Warrants market) 與單一股票期貨市場 (Single-stock futures market)，甚至可轉換公司債 (Convertible bond)、附認股權公司債 (Bond with warrant) 或附選擇權公司債 (Option embedded in bond)，都將會是提供投資人最有利其個人化的多樣化投資選擇，對於健全證券期貨投資市場有莫大的助益，為及早因應此一發展趨勢，我們在市場發展策略的擬定同時，應該有預先規劃考量並預留未來新金融商品的發展空間，則可以大幅減少為配合新金融商品的推出而必須不時地將相關法令規定修訂的機會。

[《回目錄》](#)