

調整股票選擇權交割制度之芻議

◆ 台灣期貨交易所
交易部
● 吳承康¹

摘要

股票選擇權交割制度對交易人市場參與意願影響甚鉅，現行我國股票選擇權之交割制度，採歐式履約，並以實物交割為主，但買權賣方無法交付實物股票時得以現金結算價款支付。惟現金結算價款兼具買權賣方未備實物之處罰，以及彌補買權買方需在現貨市場自購股票之不便而設計，故目前現金結算價款為到期日現貨收盤價加計5%，實務上鮮少發生交易人以現金結算價款進行交割。

由於我國股票選擇權上市以來交易並不熱絡，市場上不斷有調整股票選擇權交割方式的意見，長久以來市場管理者和市場參與者對於股票選擇權交割方式之意見，明顯分歧為主張實物交割與贊成現金結算二類。不過，實物交割易使交割程序過於複雜、增加交割成本，打擊交易人的參與意願；現金結算則不能滿足真實具實物交割需求者的意願，並容易使股票選擇權淪為買空賣空的投機賭場。

本文突破過去思維，規劃兼具實物交割與現金結算二者優點之交割制度，藉由增設買權買方及賣權賣方交易人事先表達取得股票實物或以現金結算意願之機制、調整買權買方及賣權賣方接受隨機指派為實物交割或現金結算的分配方法、及配合股票選擇權造市者功能的發揮，將能使希望採實物交割的交易人，和希望以現金結算的交易人，俱皆達成心願。

一、現行股票選擇權交割制度

我國股票選擇權交割制度，採歐式履約，並以實物交割為主，但買權賣方無法交付實物股票時得以現金結算價款支付。惟現金結算價款兼具買權賣方未備實物之處罰，以及彌補買權買方需在現貨市場自購股票之不便而設計，故目前現金結算價款為到期日現貨收盤價加計5%，實務上鮮少發生交易人以現金結算價款進行交割。

交易人股票選擇權款、券交割時點，視選擇權權利種類和交易人買賣方向之不同，分為付股票、付現金、收股票、收現金等四種型態，各有不同作業流程（請參見表一）。

【表一】現行股票選擇權交割款、券撥出撥入時點

交易方	交付物	扣帳時點	取得物	取得時點
買權買方	履約價款	到期日次一營業日上午十時	標的證券	到期日次一營業日中午十二時
			現金結算價款	到期日次一營業日上午十時
買權賣方	標的證券	到期日晚間批次	履約價款	到期日次一營業日上午十時
	現金結算價款	到期日次一營業日上午十時		
賣權買方	標的證券	到期日晚間批次	履約價款	到期日次一營業日上午十時
賣權賣方	履約價款	到期日次一營業日上午十時	標的證券	到期日次一營業日中午十二時

在現制下，股票選擇權交割所涉之現金收、付部分，整合於到期日次一營業日上午十時集中辦理，並以淨額方式進行款項撥出與撥入作業（期交所與結算會員間）；但交割所涉實物股票部分，目前則分為撥出與撥入二個階段分別進行，股票撥出作業於到期日夜間批次進行、股票撥入作業則於到期日次一營業日中午十二時辦理。

本文旨在提出對股票選擇權交割之調整建議，讀者若對現行股票選擇權交割流程有興趣，請參考附圖一。

二、現行交割制度的不便

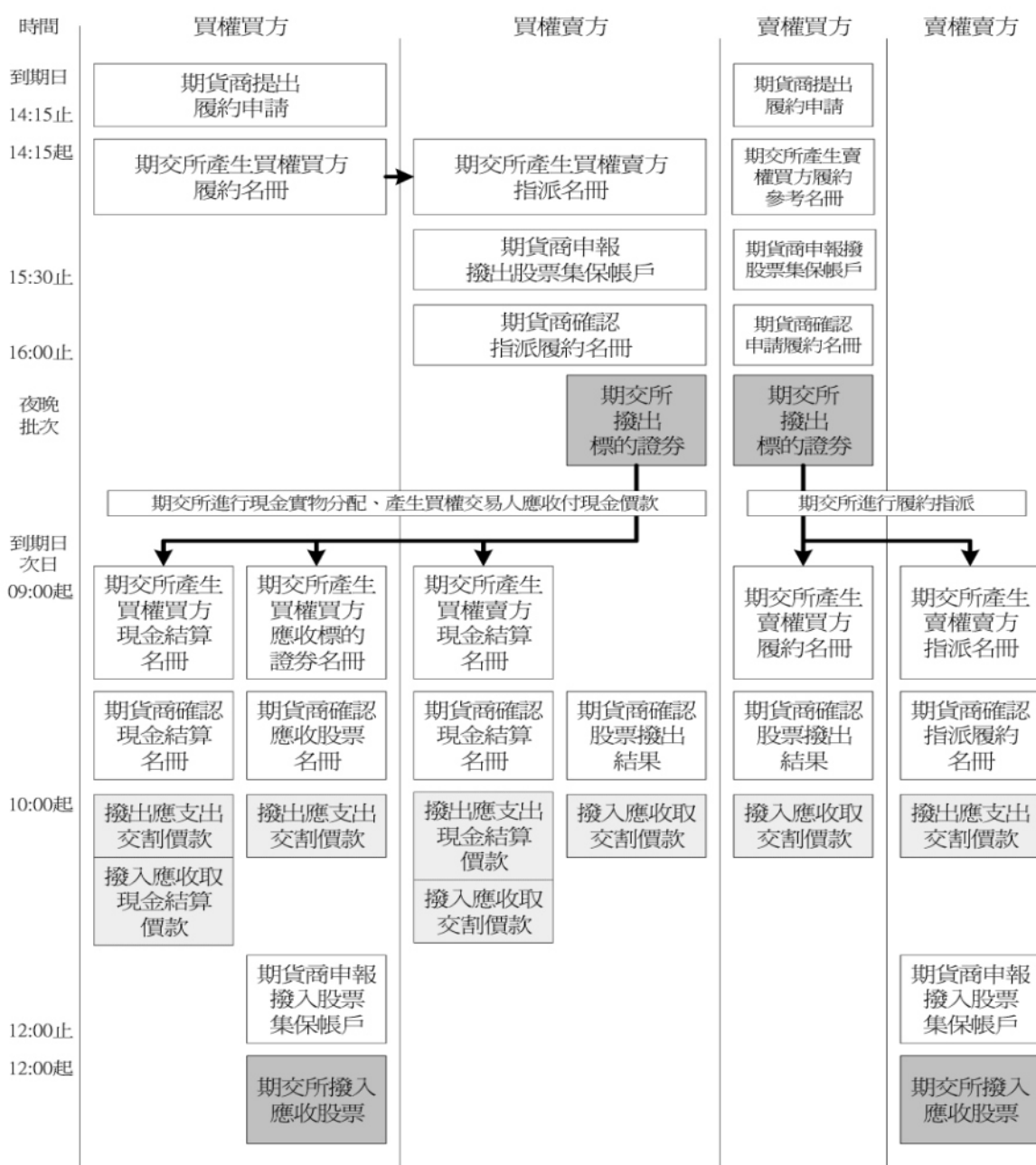
現行股票選擇權交割流程雖能順遂股票選擇權之履約與交割程序，但是其缺乏彈性的設計，容易造成交易人之不便，使選擇權交易策略靈活、多變的優點無法發揮。茲揭櫫主要不便之處如下：

(一) 買權賣方和賣權買方交易人暴露二日價格風險。

為配合股票選擇權現行交割流程，股票選擇權之買權賣方和賣權買方交易人最晚必須於到期週星期一購入股票（俾便星期三晚上接受結算所批次扣券），此時距離契約到期日尚有二天，交易人並無法判斷到期日選擇權處於價內或價外，不能確定要準備多少股票應付交割，為確保到期時有足夠數量之股票遂行交割，買權賣方和賣權買方交易人往往採取過度避險（即持有較Delta Hedge更多的股票），造成風險暴露。

¹ 吳承康，目前任職於台灣期貨交易所交易部，但本文僅作者個人立場，不代表台灣期貨交易所之政策或未來方向。

【附圖一】現行股票選擇權交割流程圖



(二) 契約到期前，市場流動性大幅降低，容易造成價格扭曲。

交易人在股票選擇權到期日或到期日前一營業日賣出買權或買進賣權時，必須考慮是否已備妥標的證券用以履約，造成願意申報委託之交易人減少了，股票選擇權於到期前最後二個交易日流動性大幅降低，相對地，原先持有賣出買權或買進賣權部位之交易人，欲於最後二個交易日了結部位亦頗為困難。買權契約，

因賣方交易人減少，而原已持有賣方部位的交易人往往必須以更高的價格回補，致使買權權利金價格偏高；賣權契約，則因買方交易人減少，且原已持有買方部位的交易人則必須壓低價格沖銷部位，賣權權利金價格過低，導致股票選擇權權利金的市場價格在接近最後交易日的幾天內發生扭曲，損及交易人利益與市場公正性²。

² 股票選擇權市場價格在最後交易日前發生扭曲之案例，可參考經濟日報93.12.20讀者投書（A5）版「造市者擾亂市場、期交所放任」報導。

- (三) 組合式交易人須備妥標的股票週轉，增加作業成本與風險暴露。

在股票選擇權現行交割制度下，交易人持有相同月份、相同標的證券、但不同序列之股票選擇權組合式部位時，即便交割所應收、付股票數量相當（例如買進履約價格50的買權、賣出履約價格55的買權），仍必須事先準備應交付之股票，再於到期日次一營業日獲得股票，此一作業流程，無端要求交易人準備股票週轉，失去選擇權組合式部位的便利，增加交易人作業成本和所需週轉股票的價格風險。

- (四) 期交所對於組合式部位之風險估算與保證金收取失真。

目前期交所對於交易人持有組合式價差部位之保證金收取，係以價差部位保證金計算方式收取：對於買權多頭價差（買進低履約價、賣出高履約價）與賣權空頭價差（買進高履約價、賣出低履約價），不收保證金；對於買權空頭價差（買進高履約價，賣出低履約價）與賣權多頭價差（買進低履約價，賣出高履約價）二者，則收取買進與賣出部位之履約價差。前揭保證金收取標準之理由，係建立於交易人風險有限之假設，然而，交易人不能淨額交割，有可能致使期交所對於組合式部位之風險估算與保證金收取失真。

三、建議調整變革

由於現行股票選擇權的交割制度潛藏上述問題，長久以來，期貨業界及交易人屢次表達意見，建議期交所考慮將股票選擇權交割制度調整為淨額交割，或進一步直接採用現金交割。惟淨額交割制度在流程設計上並不容易，必須同時考慮多種可能性，包括：交易人選擇交付實物或股票、賣權履約無效、價外申請履約的可能性、及價內放棄履約的可能性等等，過去討論往往認為該措施似有若干無法周全或邏輯上不可行的問題。另一方面，若完全改以現金交割，則可能導致股票選擇權與現股關係產生脫離，不能滿足部份真正想要交割股票之策略運用者和真實避險者。另外，現金交割須面對現貨市場籌碼較少，個別股票價格較容易受短期人為影響，導致股票選擇權受人為操縱可能性提高等負面影響。

有鑑於此，本文嘗試設計出一套有別以往思維的交割方式，在避免交割程序過於複雜的前提下，兼顧股票實物交割與現金結算之優點。建議應同時採行以下調整變革：

- (一) 保留現行交割款券收付作業時點，包括：到期日晚上批次撥出股票、到期日次一營業日中午十二時撥入股票、及到期日次一營業日上午十時辦理現金收付等作業，惟現金收付作業之應收應付款項計算公式須配合改變。

說明：將撥入股票與撥出股票之作業程序拉齊至同一時間點，並非是股票選擇權淨額交割必要條件，復以交割過程中存在多種不確定性，例如價內交易人可能放棄履約、價外交易人可能申請履約以及買權賣方可能交付股票也有可能交付現金結算價款等等，如果維持現行交割流程，只需再配合修改若干機制，則仍可維持股票選擇權淨額交割流程有條不紊。

- (二) 大幅調降現金結算價款加成比率，建議為「零」。

說明：現金結算價款加成比率之大小，並不會直接影響整個交易制度可行性（同一交易人若持有方向相反之部位，在淨額交割制度下，實際收付金額與現金結算價款無關），但是，本文仍認為應大幅調降現金結算價款加成比率，建議最好能調降為「零」。作此調整之目的有二：一則在於免除買權賣方和賣權買方交易人必須最晚在星期一購置股票之困境；其次，在大幅降低現金結算價款加成比率後，預期大部分的交易人會以現金結算進行交割，如此可大幅降低股票淨額交割的複雜程度。

- (三) 開放賣權買方得以現金結算價款申請履約，使賣權買方與買權賣方之申請履約條件相同。

說明：理論上，制度設計如果無顯著負面影響，應儘可能滿足不同交易人多種交易策略之需要。有鑑於此，本文建議應允許賣權買方得以現金結算價款申請履約，使賣權買方與買權賣方之申請履約條件相同。如此才能讓持有四種不同型態部位之交易人達成淨額交割的目的，反之，不允許賣權買方以現金結算價款申請履約，將造成只有買權價差交易人可以淨額交割，而其他組合式部位交易人（包括多、空頭跨、勒式組合、賣權價差、蝶狀和盒狀組合等）都不能達到淨額交割的目的。

- (四) 取消現行賣權買方履約「參考」名冊之設計，取消現行當賣權買方撥出股票失敗時，履約申請無效的規定。

說明：由於開放賣權買方得以現金結算價款申請履約，因此縱使期交所於到期日深夜扣券失敗，仍可於到期日次日上午辦理現金結算，賣權的履約與交割不受影響。此外，採行淨額交割時，任一賣權賣方是否被指派履約，將有可能連帶影響眾多交易人的隨機分配和款券劃撥情形，因此四種型態交易人之履約或指派名冊，都必須於當天下午經期貨商確認完成，以便期交所電腦系統在到期日夜間執行批次扣券與隨機分配程序。

無論買權或賣權，當買方交易人提出履約申請後，該履約申請即屬有效，倘日後買方交易人未能支付交割股、款時，即以交易人違約處理。

- (五) 取消現行期交所對持有價內買權賣方契約交易人之「到期前履約通知」之設計。

說明：依據現行作業，在股票選擇權到期前第三個交易日起，期交所將依據持有價內買權賣方契約交易人名單，製作到期前履約通知予各買權賣方交易人。此項制度之設計目的，在於預先提醒買權賣方交易人，到期時將極有可能受期交所指派，而請其事先準備股票。然而，正如本文前面所提，買權賣方交易人最晚需於到期日前第二個營業日購入股票，此後交易人即便接獲交易所「到期前履約通知」，亦來不及購入現股交割。

在交割制度調整後，買權賣方和賣權買方交易人都可以支付現金結算價款取代交付股票實物，同時，本文建議大幅調降現金結算價款加成比率為「零」，支付現金結算價款並不會增加買權賣方和賣權買方交易人的負擔。因此，現行期交所對持有價內買權賣方契約交易人之「到期前履約通知」之設計已無必要，應可取消。

- (六) 增設買權買方及賣權賣方交易人事先表達希望取得股票實物意願之機制。

說明：在本文所建議之股票選擇權淨額交割新制下，買權賣方及賣權買方交易人具有選擇以交付實物交割或改以現金結算的權利，相對地，應設計買權買方及賣權賣方交易人表達希望取得股票實物或以現金結算意願之機制，以維護雙方公平性。此意願之表達期限，宜訂在到期日前若干交易日起，至到期日當天下午止，交易人未作意願表達者，視為希望以現金結算方式辦理。

此外，期交所接獲交易人表達意願後，可以將此資訊轉而提供予擔任該契約造市者知悉（只提供希望取得實物股票的總數，區分買權買方與賣權賣方及各履約價格分別統計，以方便造市者推估在不同結算價下願意取得實物股票之數量，而不提供個別交易人資料），請其配合預先準備股票（但不強迫）。本文參考國外實際運作經驗後認為，造市者負有提供契約流動性之義務，本身也會希望維護市場信譽、吸引更多交易人參與，因此理論上應會儘可能配合備妥股票，使已表達意願希望獲得股票實物之買權買方及賣權賣方交易人均能順利取得股票。

- (七) 調整買權買方及賣權賣方接受隨機指派為實物交割或現金結算的分配方法。

說明：股票選擇權的買權買方及賣權賣方，原本應於履約時取得約定標的物。在現行交割制度下，賣權賣方一定會取得實物股票；買權買方則在買權賣方有人採現金結算的情形下，有可能因期交所的隨機分配而改以現金結算。本文建議之交割新制，受隨機分配（實物交割或現金結算）之交易人，應擴及至買權買方及賣權賣方交易人，且將買權買方及賣權賣方交易人混合後再予分配。

期交所於到期日夜晚進行買權賣方與賣權買方扣券動作後，應統計同一標的撥出股票總數量，並將所有扣券成功之標的股票，全數分配予買權買方及賣權賣方交易人。然而，分配順序應調整為：1. 表達取得實物意願之交易人最優先、2. 其次為造市者、3. 第三順位為表達取得現金結算價款意願之交易人。4. 同時持有應收標的證券與應付標的證券部位之交易人，其淨額部分因採行互抵制而不列入隨機分配名單（造市者持有組合部位時仍應參與分配，並列第二順位）。

由於實務上造市者持有部位量大，在正常狀況下（除非買權賣方和賣權買方交易人有極大比例採實物交割），表達取得現金結算價款意願之交易人將不太可能出現意外，而均能以現金結算。但表達取得實物股票意願之交易人是否能順利取得現券，則須視買權賣方與賣權買方實際扣券數量而定。

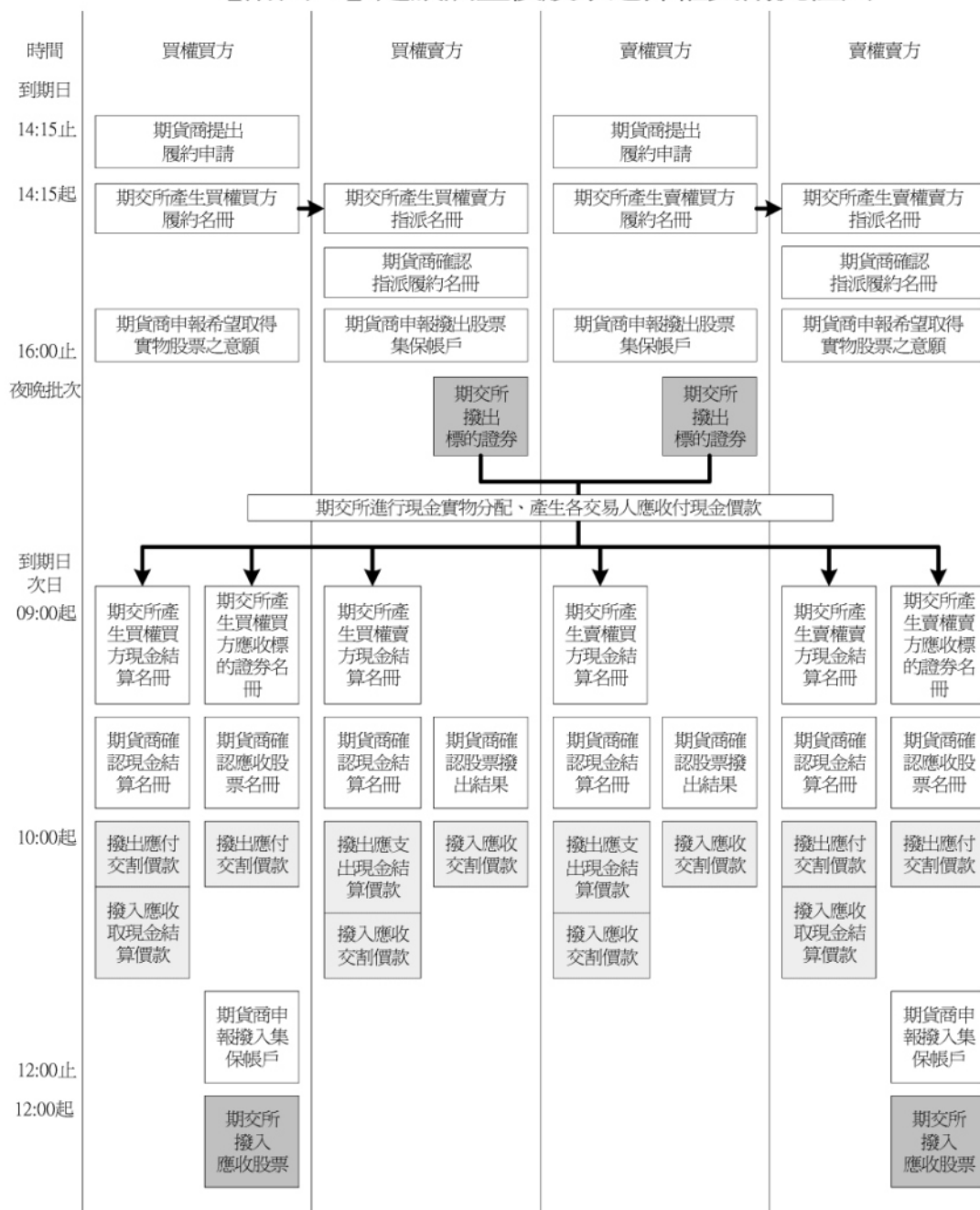
參考國內認購權證交割經驗，本文推測，由於大部分的交易人都會傾向以現金結算，只有少部分有特定目的之避險者和交易人會表達希望取得實物股票，在充分利用造市者制度下，這些不常出現之股票需要，可以請造市者預先備妥提供（事實上，造市者原本即因避險操作而必持有適當數量之標的股票），或經由結算會員轉知已辦理標的股票抵繳保證金（Covered Call）之交易人請其配合提供實物股票；而希望以現金結算辦理之交易人，則因分配順位次於造市者，在正常情形下亦將不意外地以現金結算。

- (八) 規範交易人進行交割實物互抵時，均統一假設互抵之交割方式為現金結算，同時，所涉交易稅亦應以現金為基礎課徵期貨交易稅。

四、調整後交割作業流程

前文所提諸項調整變革倘皆獲採納，則股票選擇權淨額交割作業之流程將隨之小幅改變，謹將調整後作業流程依時間先後順序，分別說明如下（請參考附圖二）：

【附圖二】建議調整後股票選擇權交割流程圖



(一) 自到期日前第二個營業日至到期日下午四時止，買權買方及賣權賣方交易人得透過結算會員表達希望取得股票實物之意願予期交所。

表達意願之交易人範圍並無必要限制，惟在契約到期後，買權買方及賣權賣方交易人並未名列參與股票實物撥入分配名單內時，例如：持有之契約處於價外、或買權買方放棄履約、或賣權賣方未被指派履約、或交易人同時擁有多方與空方部位而須以淨額交割時，該意願表達自無實質意義。

期交所接獲交易人表達意願後，將此資訊轉知予擔任該契約造市者知悉，資料提供方式為區分買權買方與賣權賣方及各履約價格分別統計，以方便造市者推估在不同結算價下願意取得實物股票之數量，而不提供個別交易人資料。

(二) 到期日收盤後至下午二時十五分止，期交所接受買權買方與賣權買方交易人之履約申請。

由於現金結算價款之加成比率已調降為零，本項履約申請建議比照股價指數選擇權，改為價內自動履約，但接受價外申請履約與價內放棄履約。

- (三) 到期日下午二時十五分起，期交所進行買權賣方與賣權賣方之交易人履約指派作業，並產生買權買、賣方與賣權買、賣方之履約名冊。本項履約指派作業與現行作業相同，將各選擇權買賣權與履約價格分開，統計買方履約申請總契約數後，對同依序列之賣方交易人隨機指派。期交所提供之履約名冊中，對於已表達願意取得實物股票之買權買方與賣權賣方交易人，另予註明。
- (四) 到期日下午四時止，各結算會員確認買權買、賣方與賣權買、賣方之履約名冊無誤。並申報其中願意交付實物股票之買權賣方與賣權買方交易人應扣標的證券之集保帳號。
- (五) 到期日晚間，期貨交易所通知集保存託系統依據買權賣方與賣權買方交易人履約名冊，及其所申報之應扣標的證券集保帳號，進行股票撥出作業，並產生買權賣方與賣權買方已付實物股票名冊、與現金結算名冊。
- (六) 到期日晚間，期貨交易所完成買權賣方與賣權買方扣券動作後，結算系統進行以下電腦批次作業：

1. 統計實際扣券成功之股票數量，進行買權買方與賣權賣方實物交割或現金結算分配作業。

除同一帳戶同時持有多方與空方部位（例如：價差交易、跨式、勒式組合部位）之非造市者交易人外，分配時應將同一標的證券履約名冊中，所有履約名冊中之買權買方及賣權賣方交易人混合後統一分配。分配順序為：(1) 表達取得實物意願之交易人最優先、(2) 其次為造市者、(3) 第三順位為表達取得現金結算價款意願之交易人。如上所述，同時持有應收標的證券與應付標的證券部位之交易人，其淨額部分因採行互抵制而不列入隨機分配名單（造市者即使持有價差等組合式部位，仍應接受分配）。

2. 產生買權買方與賣權賣方應收實物股票名冊、與現金結算名冊。
3. 計算買權買、賣方及賣權買、賣方現金收付金額：

- (1) 買權買方（以現金結算者）：應付履約價款、應收股票現金結算價之淨額。
- (2) 買權買方（收取股票實物者）：應付履約價款。
- (3) 買權賣方（以現金結算者）：應付股票現金結算價、應收履約價款之淨額。
- (4) 買權賣方（交付股票實物者）：應收履約價款。
- (5) 賣權買方（以現金結算者）：應付股票現金結算價、應收履約價款之淨額。
- (6) 賣權買方（交付股票實物者）：應收履約價款。
- (7) 賣權賣方（以現金結算者）：應付股票現金結算價、應收履約價款之淨額。
- (8) 賣權賣方（收取股票實物者）：應付履約價款。

同一帳戶之交易人，其現金收付金額即為各部位依前述公式計算後之收付淨額，故持有價差等組合式部位之交易人實際上為現金淨額交割。

就同一標的證券而言，總計所有參與交割之交易人「股票實物」撥出數量，應等於撥入數量；總計所有參與交割之交易人「現金」應收款總金額，亦等於應付款總金額。

- (七) 到期日次一交易日上午開盤前，期交所應將下列資料提供予結算會員：
1. 買權賣方與賣權買方已付實物股票名冊、與現金結算名冊。
 2. 買權買方與賣權賣方應收實物股票名冊、與現金結算名冊。
 3. 買權買、賣方及賣權買、賣方現金收付金額。
- (八) 到期日次一交易日上午十時，期交所及結算會員依據買權買、賣方及賣權買、賣方現金收付金額，進行現金撥出、撥入作業。
- (九) 到期日次一交易日上午十二時前，結算會員申報明列買權買方與賣權賣方應收實物股票名冊中之交易人其應收標的證券之集保帳號。

- (十) 到期日次一交易日上午十二時，期交所依據買權買方與賣權賣方應收實物股票名冊，將應收股票撥入其集保帳戶。

五、交割作業實例說明

本文以下擬具實例一則，說明建議調整後股票選擇權交割流程。

- (一) 假設某股票選擇權之標的股票到期日收盤價為49元，經過買權買方及賣權賣方交易人申報希望取得實物股票之意願、價內與價外買方交易人放棄或申請履約、以及期貨交易所完成隨機指派賣方履約交易人與扣券程序後，其扣券結果與交易人履約名冊狀態如表二：

【表二】實例說明（期交所完成批扣券後履約名冊）

履約價格	買權			
	買方		賣方	
	交易人	意願	交易人	扣券結果
46	自然人 A	希望取得實物股票	造市者 B	股票 5 張
46	造市者 A	———	造市者 B	股票 5 張
48	造市者 A	———	自然人 A	
48	造市者 B	———	自然人 E	
48	自然人 B	希望取得實物股票	自然人 F	
48	自然人 C	願採現金結算	造市者 C	股票 5 張
50 (價外)	自然人 D	(價外履約) 希望取得實物股票	造市者 C	股票 5 張

履約價格	賣權			
	買方		賣方	
	交易人	扣券結果	交易人	意願
48 (價外)	自然人 G	(價外履約) 股票 5 張	自然人 J	願採現金結算
50	自然人 C		造市者 A	———
50	自然人 G	股票 5 張	造市者 B	———
50	自然人 H		造市者 B	———
55	自然人 I		造市者 B	———
55	造市者 A	股票 5 張	自然人 E	願採現金結算
55	造市者 C	股票 5 張	自然人 K	希望取得實物股票

- (二) 期交所統計該標的股票扣券成功數量為40張（即選擇權8口），統計已表達意願希望取得實物股票之交易人計4口（20張股票）。因此，實際扣券數量可以滿足所有希望取得實物股票之交易人，另需依第二順位分配實物股票4口（20張股票）予造市者A（2口）及造市者B（2口）。

- (三) 經期交所隨機分配後，履約名冊所列各交易人應收取及支付之股票和現金情形如表三：

【表三】實例說明（期交所完成分配指派後履約名冊）

履約價格	買權					
	買方			賣方		
	交易人	支付	收取	交易人	支付	收取
46	自然人 A	\$46*5,000	股票 5 張	造市者 B	股票 5 張	\$46*5,000
46	造市者 A	\$46*5,000	股票 5 張	造市者 B	股票 5 張	\$46*5,000
48	造市者 A	\$48*5,000	股票 5 張	自然人 A	\$49*5,000	\$48*5,000
48	造市者 B	\$48*5,000	股票 5 張	自然人 E	\$49*5,000	\$48*5,000
48	自然人 B	\$48*5,000	股票 5 張	自然人 F	\$49*5,000	\$48*5,000
48	自然人 C	\$48*5,000	\$49*5,000	造市者 C	股票 5 張	\$48*5,000
50 (價外)	自然人 D	\$50*5,000	股票 5 張	造市者 C	股票 5 張	\$50*5,000

履約價格	賣權					
	買方			賣方		
	交易人	支付	收取	交易人	支付	收取
48 (價外)	自然人 G	股票 5 張	\$48*5,000	自然人 J	\$48*5,000	\$49*5,000
50	自然人 C	\$49*5,000	\$50*5,000	造市者 A	\$50*5,000	股票 5 張
50	自然人 G	股票 5 張	\$50*5,000	造市者 B	\$50*5,000	\$49*5,000
50	自然人 H	\$49*5,000	\$50*5,000	造市者 B	\$50*5,000	\$49*5,000
55	自然人 I	\$49*5,000	\$55*5,000	造市者 B	\$55*5,000	\$49*5,000
55	造市者 A	股票 5 張	\$55*5,000	自然人 E	\$55*5,000	\$49*5,000
55	造市者 C	股票 5 張	\$55*5,000	自然人 K	\$55*5,000	股票 5 張

註：本表所列收取實物股票之交易人中，灰底者係接受期交所分配收取實物股票者，其餘為交易人係表達意願希望取得實物股票者。

- (四) 總計本次交割作業，共扣券40張（8口）、分配後撥入交易人40張（8口）；現金部分，總計應向交易人扣款4,955,000元、應支付交易人亦為4,955,000元。期交所於到期日次一交易日上午十時，依各交易人之款券收付明細，辦理現金收付作業（期交所與結算會員間，並採淨額撥轉），於同日中午十二時辦理撥入股票至交易人集保帳戶作業，各交易人之款券收付明細如表四：

【表四】實例說明（各交易人款券收付明細）

交易人	應付	應收	現金收付淨額	
自然人 A	\$475,000	\$240,000 股票 5 張	淨付	\$235,000
自然人 B	\$240,000	股票 5 張	淨付	\$240,000
自然人 C	\$485,000	\$495,000	淨收	\$10,000
自然人 D	\$250,000	股票 5 張	淨付	\$250,000
自然人 E	\$520,000	\$485,000	淨付	\$35,000
自然人 F	\$245,000	\$240,000	淨付	\$5,000
自然人 G	股票 10 張	\$490,000	淨收	\$490,000
自然人 H	\$245,000	\$250,000	淨收	\$5,000
自然人 I	\$245,000	\$275,000	淨收	\$30,000
自然人 J	\$240,000	\$245,000	淨收	\$5,000
自然人 K	\$275,000	股票 5 張	淨付	\$275,000
造市者 A	\$720,000 股票 5 張	\$275,000 股票 15 張	淨付	\$445,000
造市者 B	\$1,015,000 股票 10 張	\$1,195,000 股票 5 張	淨收	\$180,000
造市者 C	股票 15 張	\$765,000	淨收	\$765,000
總計	\$4,955,000 股票 40 張	\$4,955,000 股票 40 張		\$0

六、結論與建議

(一) 股票選擇權交割制度對交易人市場參與意願影響甚鉅，長久以來市場管理者和市場參與者對於股票選擇權交割方式之意見，明顯分歧為主張實物交割與贊成現金結算二類，且普遍認為二者僅能擇一而行、互為替代。採行實物交割易使交割程序過於複雜增加交割成本，打擊交易人的參與意願而欠缺現金結算的優點；採行現金結算則不能滿足真實具實物交割需求者的意願，並容易使股票選擇權淪為買空賣空的投機賭場。事實上，我們應該突破過去的思維方式，規劃出一種同時兼具實物交割與現金結算二者優點之交割制度，而儘可能捨去二者之缺點，此制度之關鍵點就在於採行股票淨額交割。

(二) 過去有關股票選擇權淨額交割之考量重點，都假設必須將股票撥入與撥出作業對齊至同一時間點，但是，因為選擇權交割中同時存在多種不確定性，例如價內交易人可能放棄履約、價外交易人可能申請履約、以及買權賣方可能交付股票也有可能交付現金結算價款等等，致使討論結果咸認為股票選擇權之淨額交割可能存在邏輯問題，恐難以執行。事實上，如果維持現行交割流程（分三階段：到期日晚上批次撥出股票、到期日次一營業日中午十二時撥入股票、及到期日次一營業日上午十時辦理現金收付作業），再配合修改若干機制，則股票選擇權淨額交割確實是可行的，且仍可維持整個交割流程有條不紊。

(三) 為了同時兼顧部份交易人希望取得股票實物，與部分交易人傾向採用現金交割，本文建議增設買權買方及賣權賣方交易人事先表達取得股票實物或以現金結算意願之機制，同時建議調整買權買方及賣權賣方接受隨機指派為實物交割或現金結算的分配方法。此二制度之採行，配合股票選擇權造市者功能的發揮，將能使希望採實物交割的交易人，和希望以現金結算的交易人，俱皆達成心願。

(四) 期交所各項制度設計首重保障市場交易人之權益，所以我們保留了選擇權契約的原有精神和彈性，不因採行淨額交割而無端加諸交易人非必要的限制，包括：

1. 選擇權買方交易人持有到期價內契約，仍可選擇放棄履約；
2. 選擇權買方交易人持有到期價外契約，亦得申請履約；
3. 選擇權空方交易人（買權賣方和賣權買方）可以依個人需要選擇交付實物股票，或用現金結算價款代替；

4. 選擇權多方交易人（買權買方和賣權賣方）則可事先表達希望取得實物股票的意願，期交所電腦系統則依個人意願優先撥付實物股票或現金結算。

(五) 為考量市場對制度調整的接受程度，本文所提淨額交割方法保持了目前作業流程的基本架構，不會延長交割週期，亦不改變目前各項款券撥轉之時點。選擇權買方依現制仍於到期日下午提出履約申請、選擇權賣方則仍於到期日下午接受期交所之指派、應撥付標的股票之空方交易人其扣券時點與現行作業相同、應取得標的股票之多方交易人其收訖現股之時點亦保持不變。

整個交割制度調整的重心，在於到期日深夜期交所完成扣券程序後，結算系統所進行的「款券分配指派」與「現金結算價款之計算」。該二項作業均有明確的規則，期交所統計所有扣券成功之股數，依交易人意願分配予選擇權多方交易人後，即可計算所有交易人的現金結算價款，並統一於到期日次日上午十時完成現金價款之撥出撥入作業。

(六) 降低買權賣方現金結算價款加成本率為零。是否有可能增加市場人為操縱的可能性？關於這一點，我們應分成兩種情形討論：1. 當現貨價格受人為操縱，如發生人為拉抬股價情形，因為制度上保留了買權賣方和賣權買方得用股票實物交割之機制，本文認為，在制度上有削減人為拉抬股價的操縱情形影響力的作用，亦即當交易人認為現金結算價受人為哄抬而異常偏高且不合理時，可選擇以交付股票方式，取代支付不合理的高額現金結算價款；2. 但如發生人為打壓股價情形，則恐難禁止賣權買方以現金申請履約。因此，站在市場監視的立場，必須特別防範人為「攪壓」股價的情形，有鑑於此，本文進一步建議應密切監視持有大量賣權買方部位之交易人動向，亦得考慮針對賣權買方增設部位限制。

參考文獻：

- 1.臺灣期貨交易所，臺灣期貨交易所股份有限公司股票選擇權契約交易規則，2004.10.8
- 2.臺灣期貨交易所，臺灣期貨交易所股份有限公司期貨商、結算會員辦理結算交割作業要點，2004.5.18
- 3.臺灣期貨交易所，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，2004.10.26
- 4.謝朝顯，陶宏德，股票選擇權市場制度暨現股搭配操作策略探討，臺灣期貨市場，2003.1
- 5.劉德明，股選擇權現金清算處罰金比率之研究，臺灣期貨市場，2003.9
- 6.陶宏德，股票選擇權交易市況與策略解析，臺灣期貨市場，2004.11