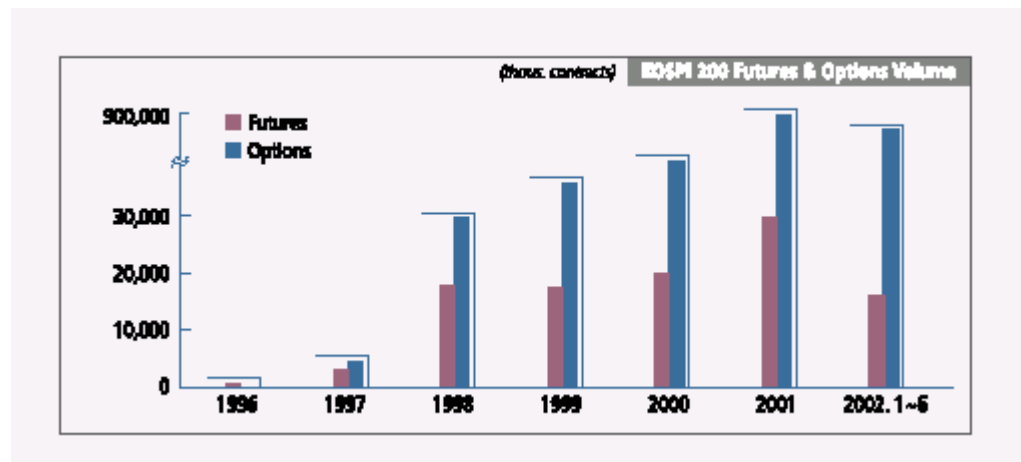


韓國與台灣選擇權市場之比較

前言

回顧二〇〇二年，國際衍生性商品最閃亮的一顆星，非南韓 KOSPI200 指數莫屬，南韓證交所(KSE)在一九九七年七月推出 KOSPI200 指數選擇權商品，短短五年內就高居全球期權交易量榜首(圖一)，去年更創下史無前例的年總量十八億口的天量紀錄，今年四月份的日均量更再度寫下新猷，達到一千四百七十三萬口，倘若以我國去年選擇權總量近一百五十萬口來計算，台灣做一年，韓國只需要做一個小時就夠了。在我國與韓國證券市場本質類似的情況下，何以在選擇權市場出現如此大的差異，以及為何韓國選擇權市場得以在短短五年間，超越具有百年歷史的芝加哥期貨交易所(CBOT)，成為世界第一。以下我們將試圖從交易所、券商、投資人與契約主體四方面來探討並比較韓國與台灣選擇權市場之差異，以期能了解其箇中差異，作為我日後選擇權市場發展之借鏡。

圖一 歷年 KOSPI200 期貨與選擇權交易量



資料來源：韓國證券交易所

我國成長率 領先港日星澳

一、交易所方面：

首先就交易所排名看，韓國證券交易所(KSE)二〇〇二年在期貨與選擇權的交易總量達到九億三千萬口，排名竄升到全球第一，如果不計算選擇權部分，韓國證券交易所二〇〇二年期貨交易量為四千兩百萬餘口，全球排名第九。有鑒於 KOSPI200 選擇權的大放異彩，韓國於一九九九年二月成立韓國期貨交易所

(KOFEX)，並預定於二〇〇四年一月將 KOSPI200 指數相關衍生性商品一併移轉至 KOFEX，使其業務整合更加完備。

反觀我台灣期貨交易所(TAIFEX)在全球各期貨交易所的總成交量排名在二〇〇二年為第三十名，但如以成長率來看，在全球排名高達第七位，不僅超越香港交易暨結算所的第三十一名、大阪商品交易所的第三十二名，東京國際金融交易所的第三十四名，也領先新加坡期貨交易所的第四十六名與澳洲證券交易所的第五十八名。

倘若就交易所商品別而言，韓國期貨交易所目前掛牌交易商品包括韓國國庫券期貨與期權、美元期貨與選擇權、KOSDAQ50 指數期貨與指數選擇權、黃金期貨、CD 利率期貨等八種產品。二〇〇一年日均量近四萬七千口，居全球第二十三名，當年交易量成長率為 287%。至今年九月底止，日均量已超過六萬二千口。

就我國市場而言，目前台灣期貨交易所掛牌交易產品除臺股期貨和臺指選擇權外，尚包括小型臺股期貨、金融保險股價指數期貨、電子類股價指數期貨及股票選擇權等共六種產品，目前規劃中尚有即將上市之指數股票式基金期貨(ETF)、短期利率期貨、長期利率期貨及 DRAM 期貨，預定在二〇〇四年總計將會有十種商品發行交易。

由於跨國間之交易所合併或策略聯盟之合作，已然成為近年來交易所競爭策略主軸，為了提昇交易所競爭力與積極參與國際市場，我國期交所於二〇〇二年十一月與韓國期貨交易所簽訂合作備忘錄，除了將就產品開發、系統運作以及其他業務領域進行資訊交換與經驗分享之合作外，雙方並將共同盡力提昇市場營運效能與活動績效，並於具共同利益之業務領域互相合作以謀共利，。

南韓網路下單 超過 90%

二、證券商方面：

在證券商方面，由於選擇權下單系統為韓國證交所自行開發提供給小型券商使用，有效減低券商開發下單系統成本，使其能專注於市場業務之開發，並能將低成本反映在手續費上，使市場投資人能夠以最低廉的資金成本交易，降低進入門檻，進而活絡市場。

自韓國於一九九七年修改證券交易法允許即時線上證券交易以來，同年四月

起，證券商開始採用家用型交易系統（Home Trading Systems）系統從事即時線上交易。此外，韓國國內高階寬頻網路線路的高鋪設普遍率，在下單路徑廣度的高度發展下，市場即使缺乏造市者亦能得以運作。網路交易的普及，造成了券商間的激烈競爭，亦改變了投資人以往獨鍾單一券商下單之僵固性，而轉為純粹以券商網路端所提供之服務項目多寡，與手續費之高低為選擇取向，進而使券商致力發展多元化之服務及產品項目，以迎合投資人需求。

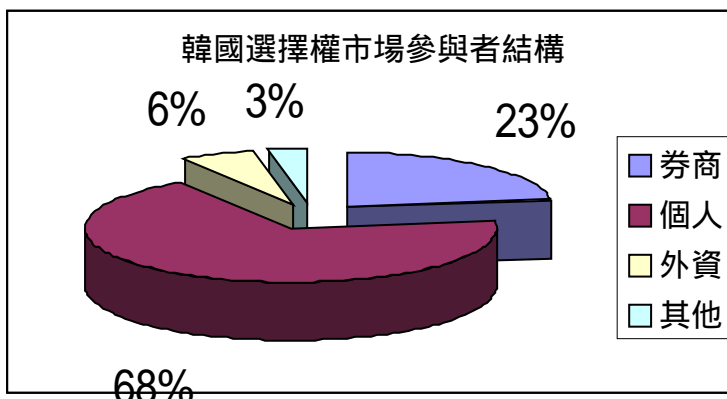
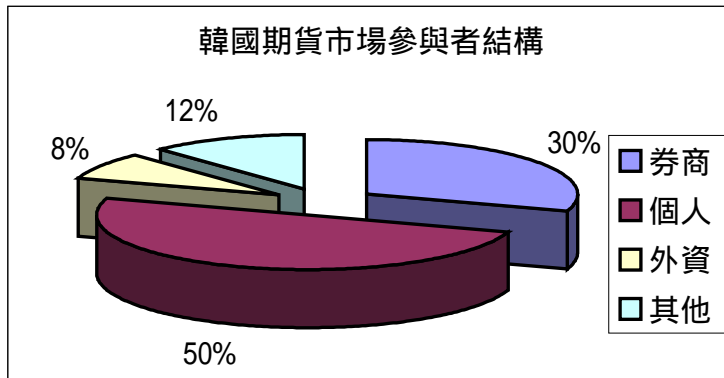
就網路下單交易比率而言，自一九九七年韓國證交法開放線上交易以來，由於韓國政府對於網路工程的積極發展，股票線上交易量佔交易總值比率自一九九八年的 1.3%，大幅攀升至二〇〇二年的 68.4%，而期貨選擇權市場的網路下單比率更高達 90% 以上，兩比率均為世界第一。

反觀我國選擇權市場，總計二〇〇三年一至四月網路下單比率僅 27.9%，主因除了網路交易模式仍未建立之外，一般投資人對於選擇權概念的不熟悉，也為主要的原因之一。另外在手續費方面，在二〇〇二年中，由於各券商看好選擇權市場商機，因此均持續採行手續費低價策略以期能先行拉高市佔率，有利日後形成寡占之競爭態勢，建立進入障礙，目前各家券商選擇權單邊手續費均已低於百元以下，倘若以每日市場選擇權之全部成交平均價來看(約在 55-90 之間)，則手續費成本將近百分之四左右，較之於韓國市場，我國選擇權市場的交易費用仍有下降之空間。

台灣與南韓 散戶佔大宗

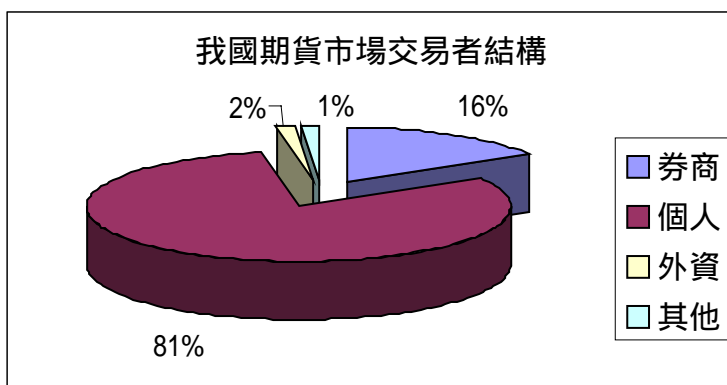
三、交易者結構方面：

就期貨選擇權交易者結構來看，韓國市場組成與我國類似，以二〇〇二年資料為例，在期貨市場結構上，個人投資者佔五成以上，選擇權市場則更為明顯，個人投資者佔近七成以上。



資料來源：韓國證券交易所(2002)

反觀我國市場(表)，以二二年期貨市場交易者結構成交口數來看，較之韓國市場之散戶參與比重更高，顯示我國之交易結構與韓國相比，選擇權之低進入門檻，高槓桿比率之特質，更能符合台灣市場之淺碟型經濟之特質。



資料來源：台灣期貨交易所(2002)

最小跳動點 我不夠精確

四、就契約主體而言：

如果仔細觀察我國與 KOSPI200 選擇權之契約規格及交易制度，不難發現其中些微差異所在，由於選擇權商品具有以小博大的性質，適合風險愛好之投資人，換言之，預期報酬率越高，則交易態度將越發積極，以下將就兩者契約規格上之細節做探討，試剖析韓國選擇權之優勢存在原因。

下表二為 KOSPI200 期權之盤中行情表，觀察可發現，主要熱門交易履約序列為價外一檔到五檔附近，其中又以第二、三、四檔最為熱絡，由於 KOSPI200 指數與台灣加權股價指數之比值約為五十左右，倘若將韓國市場之契約間距加權乘以五十之後，可發現在履約序列的間隔上，兩市場間並無太大差異。我國之契約序列間距均為 100 點，韓國市場經加權後則約 120 點左右。

表一 台指選擇權與 KOSPI200 指數選擇權最小跳動點比較表：

	台指選擇權	KOSPI200 指數選擇權
最小價格變動	權利金 10 點以下：0.1 點	權利金小於 3 點:0.01 點
	權利金報價 10 點(含)以上，50 點以下：0.5 點	權利金大於 3 點:0.05 點
	權利金報價 50 點(含)以上，500 點以下：1 點	
	權利金報價 500 點(含)以上，1000 點以下：5 點	
	權利金報價 1000 點(含)以上：10 點	

主要差異點在於有關價外選擇權之最小跳動點部分(表一)，由於價外選擇權最具有以小博大之高槓桿特性，是故為選擇權買方交易之偏好序列所在，換言之，促進價外選擇權之交易熱絡程度與否，為期權商品成功與否之關鍵。以韓國選擇權市場為例，幾乎所有價外的選擇權之報價點數均低於 3 點，因此最小跳動點均為 0.01 點。然以台灣市場為例，一旦當選擇權深度價外如三檔以上，造成其報價點數低於 10 點以下時，依照我國之交易制度，最小跳動點卻僅仍為 0.1 點，就學理上而言，對於價外選擇權而言，其契約往往僅剩下時間價值，且價外契約之 Delta 絕對值亦偏低，換言之受指數漲跌之變動幅度亦相對狹小，是故最小跳動點越小，則越能精確衡量其市況之變化，亦加強買賣雙方之成交意願，故能有效促進交易之活絡，。

表二 KOSPI200 指數選擇權行情表

買權	履約價	賣權
----	-----	----

成交量	漲跌	成交價		成交價	漲跌	成交量
33,390	- 0.02	0.02	100.00	21.60	+ 0.90	2
15,062	- 0.01	0.05	97.50	18.20	0.00	0
112,885	- 0.03	0.09	95.00	16.30	- 0.20	22
181,652	- 0.05	0.18	92.50	13.90	+ 0.45	131
402,022	- 0.06	0.35	90.00	11.40	+ 0.45	1,353
304,768	- 0.12	0.66	87.50	9.15	+ 0.35	79
428,798	- 0.18	1.12	85.00	7.10	+ 0.40	395
100,222	- 0.24	1.81	82.50	5.30	+ 0.30	1,777
36,317	- 0.23	2.77	80.00	3.85	+ 0.25	9,428
10,755	- 0.30	4.00	77.50	2.64	+ 0.15	20,626
3,731	- 0.25	5.60	75.00	1.70	+ 0.04	91,052
544	- 0.20	7.40	72.50	1.04	+ 0.04	220,100
2,543	- 0.20	9.40	70.00	0.59	+ 0.02	478,621
391	- 0.05	11.70	67.50	0.31	+ 0.03	419,851
227	- 0.55	13.70	65.00	0.16	+ 0.02	141,248
11	- 0.75	15.95	62.50	0.07	- 0.01	89,620
85	+ 0.40	19.00	60.00	0.03	- 0.01	31,470
0	0.00	21.65	57.50	0.02	+ 0.01	10,336
0	0.00	24.25	55.00	0.02	+ 0.01	3,096

KOSPI200 現貨指數=78.58

台指選擇權行情表

成交量	買權		履約價	賣權		
	漲跌	成交價		成交價	漲跌	成交量
700	+ 0.3	0.6	4900	645	- 5	84
360	- 0.1	1	4800	545	- 5	134
533	- 0.9	1.5	4700	459	+ 4	179
1146	- 2.2	4.1	4600	360	+ 1	244
4485	- 4	10.5	4500	268	- 22	441
5786	- 6	25	4400	178	- 25	1671
8503	- 4	54	4300	109	- 20	3835
4962	+ 3	102	4200	57	- 16	5125
1073	+ 11	171	4100	25	- 10	5755

449	+ 14	259	4000	10	- 7	3880
356	+ 12	349	3900	4.5	- 1.7	2489

加權現貨指數=4261.02

五、結論

整體而言，韓國 KOSPI200 指數選擇權商品之所以成功，關鍵因素約可歸納為以下幾點：

- (1) 總體金融面：韓國經歷金融風暴洗禮之後，投資人對於避險需求升高，對於衍生性金融商品興趣提昇，大環境之不景氣，反而使選擇權此類小型高槓桿工具大行其道。
- (2) 政府方面：韓國政府於金融風暴後，決心建立韓國成為世界網際網路科技領導者，全國性高速寬頻網路系統早已建立，恰好替 KOSPI200 指數選擇權之推展提供了完善的交易平台建置。
- (3) 交易所方面：KSE 獨立研發電腦下單系統，免去券商鉅額之系統開發費用，降低券商之營運成本，進而以低廉的手續費回饋消費者。
- (4) 券商方面：家用型交易系統積極推廣，下單介面亦不斷推陳出新，將選擇權投資轉化為網路遊戲般的使用者介面，使客戶能夠輕鬆上手。另一方面，網路交易大幅降低手續費成本，進而活絡交易。
- (5) 市場結構方面：韓國股票與期貨市場散戶比例高，適合發展契約規模小、投機色彩濃厚之選擇權衍生性商品。
- (6) 契約設計上：針對價外選擇權加強其交易活絡性，市場參與意願濃厚。

回顧我國選擇權市場今年以來之發展，似乎有漸入佳境之態勢，不僅日成交量屢屢寫下新高，政府及相關券商亦積極赴韓國取經，學習『韓國經驗』。以總體背景來看，過去三年台灣亦面臨全球不景氣之打擊，同樣喚起投資人對於避險衍生性商品之重視，也為選擇權商品提供一有利之發展契機，兼以我國民眾參與股票期貨交易之熱絡程度向來與韓國不遑多讓，輔以期交所與券商近期以來之大力推廣，及網路下單系統之日漸便利，相信在不久的未來，『韓國期蹟』將有機會在台灣期貨市場再次上演。