

一、前言

台指選擇權於民國 90 年 12 月 24 日正式上市交易，至今交易期間約莫 1 年半，是台灣第一個上市交易的指數選擇權。台指選擇權的標的資產是台灣證券交易所發行量加權股價指數，分為買權與賣權，市場投資人可以買進及賣出。與國內的權證市場只發行認購權證，且投資人只能買進卻無法放空的限制差異很大。指數選擇權具有可以提供市場投資者控制風險且成本較低等特性。財政部證券暨期貨管理委員會並於台指選擇權上市之前完成台指選擇權的造市機制，由造市者擔任選擇權買賣雙方的中介機構，活絡台指選擇權市場以吸引投資人參與指數選擇權的交易。初期共有七家期貨自營商擔任造市者，包括中信證券、復華證券、永昌證券、寶來期貨、日盛證券、日盛期貨與寶來證券等¹。在台指選擇權的交易量上，由 91 年 1 月的 17,360 口增加至 91 年 12 月的 365,375 口，增加倍數達 21.05 倍，顯示台指選擇權在市場上流動性的成長很迅速。

關於選擇權定價模型的適用性及選擇權市場的效率性實證分析，最早在 1969 年由 Stoll 提出關於買權價格與賣權價格之間的關係，並推導買權-賣權平價式的理論及模型。於 1973 年 Merton 延伸 Stoll 的看法並提出邊界條件的檢定方法，這些檢定方法屬於數學上的恆等式，因此並不需依賴市場上投資者交易行為的假設，僅只假設當投資人發現市場上存在無風險套利機會並且實際進入市場套利時，市場上的超額利潤便會迅速的被消除，不再存在無風險套利機會。後續學者利用邊

¹ 造市者的資料來源為民國 90 年 12 月 15 日經濟日報第 23 版及民國 90 年 12 月 22 日聯合報第 23 版。

界條件(Boundary Condition)、買權-賣權平價式(Put-Call-Parity ; PCP)、買權-賣權-期貨平價式(Put-Call-Futures-Parity ; PCFP)或交易策略，包括買權價差(Call spread)、賣權價差(Put spread)或箱型價差交易策略(Box spread)等，進行選擇權市場效率性的檢定分析，企圖了解該選擇權市場是否存在無風險的套利空間，以探討選擇權市場的效率性。利用交易策略進行市場效率性的檢定優點在於不須考慮定價模型，亦不須對資產波動度進行估計。本文的研究目的是在考慮交易成本下，試圖利用買權-賣權平價式、買權-賣權-期貨平價式及箱型價差交易策略了解在台灣的交易環境中，台指選擇權市場在初始上市的 9 個月裡，交易市場的效率分析，探討台指選擇權市場是否存在無風險的套利機會，及若市場中的確存在套利機會，其套利機會與套利利潤的變化情況。