

【專題一】

簡介認購（售）權證流動量 提供者機制

許致德（證期局
科 員）

壹、前言

臺灣權證市場開放於民國 86 年 6 月，當時為提供投資人多樣化金融工具，遂引進由標的證券發行公司以外第三者所發行之認購（售）權證，並經財政部民國 86 年 5 月 23 日發布之（86）台財證（五）字第 03037 號函核定為證券交易法中之其他有價證券，其募集、發行與交易等相關事項均需受我國證券管理法令之規範。而自民國 86 年 8 月 20 日第一檔認購權證大華 01 上市以來，為進一步擴大證券商經營權證業務範圍及滿足投資人多元化交易需求，在主管機關、證交所及櫃買中心持續努力之下，除陸續開放國內指數股票型基金（ETF）、臺灣存託憑證（TDR）、證交所及櫃買中心公告之指數、及符合條件之外國證券市場之股票及指數得為權證之連結標的外，權證發行面及交易面制度規章亦逐漸建置完善，加上證券商公會及各家權證發行人大力宣導之下，截至去（100）年 10 月底止，上市（櫃）權證合計高達 14,300 檔，成交金額約為 2,883 億元，占整體市場成交金額比例為 1.06%，投資人數約為 8 萬多人，權證儼然已躋身市場上主流金融商品之列。

權證屬高槓桿之衍生性金融商品，其特性與期貨市場交易之選擇權無異，卻於集中市場（店頭市場）與上市（櫃）股票共同交易，由於權證買方擁有獲利無限

(即結算價格與履約價格二者價差)、有限損失(最多僅損失權利金)等槓桿特性,以致多數投資人在未充分瞭解權證性質及制度下,仍以操作股票之方式買賣權證而損失慘重。此外,有別於股票籌碼分散於政府、法人及自然人手中,依照市場供需力量決定股票價格,權證係由證券商本身所發行,其價值取決於連結標的價格之變動,權證訂價模型則涉及「財務工程」(Financial Engineering)範疇,並非一般投資大眾所能瞭解,若比照一般股票由渠等自由交易,較易發生「成交价格」偏離「理論價值」情事。而權證發行證券商若能於交易市場扮演更為積極角色(如:Market Maker),依據連結標的漲跌對籌碼供需進行造市報價,勢必將提升權證價格合理性及流動性,發揮權證市場價格機能,因此,實有必要建立權證造市制度。為使投資人買賣權證前宜對其造市制度有充分認識,本文即係對權證造市制度之「流動量提供者機制」略作簡單介紹。

貳、流動量提供者機制

在引進流動量提供者機制之前,發行人發行權證申請上市(櫃)前,需符合股權分散相關規定¹,發行人為符合規定俾使權證得以順利上市(櫃),實務上常先洽商特定人以發行價格參與認購,再於該權證上市(櫃)後以略高於發行價格自市場上買回,從而產生權證交易活絡之假象。按上市(櫃)股票股權分散規定之原意,係為對發行公司之經營發揮監督制衡之功效,並因資本大眾化產生客觀之股價,惟發行人發行權證之目的,並非為取得標的證券發行公司股權,或標的證券發行公司為求籌措資金,而係為提供投資人多樣化金融工具,實與標的證券發行公司之經營無涉,因此發行人發行權證自無股權分散之必要與實益。

另一方面,權證市場從開放以來,並未強制發行人必須提供市場流動量,雖然發行人會買賣自家發行之權證以刺激市場買氣及建立市場口碑,卻仍有投資人詬病無法以合理價格買到權證,或常有權證面臨賣不掉之流動性問題,因此多對權證商品望而卻步,導致權證市場在扣除發行人為股權分散所為權證交易後之實際交易值

¹ 按民國 97 年 12 月 31 日修正前證交所「認購(售)權證上市審查準則」第 10 條第 2 款規定,申請上市之權證,應符合權證持有人分散之相關規定:(1)須持有人數 100 人以上;持有 1 千至 5 萬單位之持有人,不少於 80 人,且其所持有單位合計逾上市單位 20%。(2)須單一持有人所持有單位,不超過上市單位 10%,若其為發行人則不得超過上市單位 30%;惟發行人採委託其他機構避險者,其委託之風險管理機構不得持有所發行之權證。(3)須發行人及其關係人、受僱人持有單位數,不得逾上市單位 35%。(4)發行人於認購(售)權證銷售時,除標的證券為臺灣 50、臺灣中型 100 及臺灣科技等指數股票型證券投資信託基金外,應限制標的證券公司之董事、監察人、經理人及持股 10%以上大股東持有之認購(售)權證得認購股數不得超過該等人員本身之持有該標的證券數量。

始終成長緩慢。為進一步拓展權證市場規模，並借鏡香港權證市場自民國 91 年取消權證股權分散規定及訂定流動量提供者制度後蓬勃發展之經驗，因此，主管機關參採證交所取消股權分散相關規定之建議，同時核備其與櫃買中心民國 98 年 1 月 5 日頒布之「認購（售）權證流動量提供者作業要點」（以下簡稱作業要點）。

一、流動量提供者資格（作業要點第 2 點及第 3 點）

按發行人申請發行認購（售）權證處理準則第 3 條規定，該準則所稱「發行人」，係指標的證券發行公司以外之第三者且同時經營有價證券承銷、自行買賣及行紀或居間等三種業務者，即發行人一定係綜合證券商；復參酌香港權證市場流動量提供者制度及發行人需求，作業要點第 2 點規定發行人得「自行擔任」或「委任其他證券商」擔任流動量提供者為其所發行之權證提供流動性，而作業要點第 3 點則規定流動量提供者應為國內經營證券自行買賣業務之證券商，並至少指派一名業務人員執行業務。惟發行人為確實掌握對權證報價及買賣避險部位之操作彈性，實務上都係「自行擔任」所發行權證之流動量提供者，故本文所言之發行人及流動量提供者均係指同一家證券商。

二、流動量提供者專戶（作業要點第 4 點）

作業要點第 4 點第 1 項規定，發行人自行擔任流動量提供者，應申請設立專戶於其自營商帳號下，該專戶僅得買賣自行發行之權證，且同一帳戶申報之買賣不得成交，故發行人並無以自行成交方式操縱權證價格之可能性。

另因流動量提供者機制賦予發行人應對權證雙邊報價之責任，為減輕其買賣權證之交割成本，以增進其善盡報價之意願，故於民國 99 年 4 月 1 日增訂作業要點第 4 點第 2 項規定，流動量提供者就其專戶內之權證，得為買進與賣出相抵之交割。

三、發行人避險專戶（作業要點第 5 點）

按證交所認購（售）權證上市審查準則第 14 條及櫃買中心證券商營業處所買賣認購（售）權證審查準則第 19 條規定，發行人應於初次發行權證時設立避險專戶，作為建立避險部位及未來投資人要求履約時提供作為履約專戶之用，且分別按同法第 16 條及第 21 條規定，避險之金融工具應以相關之有價證券或以同一標的證券之衍生性金融商品為之；另為明確區分流動量提供者專戶及發行人避險專戶之功能，作業要點第 5 點規定發行人避險專戶不得買賣自行發行之權證。

發行人發行一檔認購權證，即為建立空頭部位，而買進權證之投資人則屬建立多頭部位，在雙方均無避險的情況之下，發行人就像是賭場裡擲骰子遊戲的莊家，投資人則是押大的賭客，雙方不是全贏就是全輸，屬於零和遊戲。倘發行人進行妥善之避險操作以反向沖銷風險，則無論標的證券漲跌，理論上均不影響其獲利，就像為賺取利差而辦理存放款業務之銀行，此時發行人賺取的是買賣權證間之價差，並且在其他條件不變之極端假設下，該價差近乎無風險利潤。所以，發行人建立避險部位之規定，除係為保障投資人履約之權益外，更是為了避免發行人基於投機因素而過度曝險，俾使其能善進流動量提供者報價之義務。

四、履行報價方式（作業要點第 6 點）

作業要點第 6 點則是規定流動量提供者履行報價之方式，必須在市場開盤後五分鐘至收盤期間，以「回應報價要求」或「主動報價」方式擇一採行履行報價之責任。其中，「回應報價要求」係指流動量提供者於接獲投資人詢價後五分鐘內應回應報價，且該報價至少須維持一分鐘，屬於被動報價方式。

實務上權證市場交易多係流動量提供者以「主動報價」方式進行。所謂「主動報價」係指流動量提供者主動申報買進及賣出價格，且應主動每隔五分鐘至少報價一次，該報價應至少維持三十秒，但因標的證券價格變動而更新報價者，則不受應維持三十秒之限制；另外，流動量提供者應訂定最高申報買進價格與最低申報賣出價格間之最大升降單位，因為賣出權證同時為達風險中立，流動量提供者將建立避險部位以沖銷風險，勢必將避險成本反應至權證報價上，而拉大最高申報買進價格與最低申報賣出價格間之差距，故為保障投資人權益，證交所及櫃買中心請證券商以自律方式，訂定該差距不得超過十個升降單位，並作為審核權證得否發行之條件；暨有流動量提供者對委託價格未滿 10 元之權證，每筆報價不得低於十交易單位之最低報價數量限制。

此外就流動量提供者委買賣價格之部分，證交所認購（售）權證上市審查準則第 17 條及櫃買中心證券商營業處所買賣認購（售）權證審查準則第 23 條規定，發行人自營部門下之流動量提供者專戶買賣權證，不得有影響市場價格公平性及損及投資人權益之情事。

在正常情況下，絕大多數流動量提供者申報之委買賣數量會遠高於十交易單位之最低報價數量限制，且通常報價檔數不會只有一檔，委買賣價格也會呈現規則性之排序，此可作為區分流動量提供者或一般投資人委託單之方式，而流動量提供者

最佳委買賣價格差距及委買賣數量多寡，則可作為判斷流動量提供者造市品質之初步依據。茲以表一、民國 100 年 11 月 18 日元大證券發行之元大 39 權證最佳五檔揭示為例，其買一、買二、買三、賣一、賣二及賣三委託價格作規則性排序，委託數量均高達上百張，可推論應屬流動量提供者之報價，而買四及買五委託價格過低且委託數量過少，則屬一般投資人之委託單；另因每單位市價未滿 5 元之權證，其升降單位為 0.01 元²，而此檔權證買一價格及賣一價格差距為 0.02 元，即元大證券申報最佳委買賣價格差距僅為二個升降單位，可知此檔權證造市品質尚稱良好。

表一 元大 39 權證最佳五檔揭示³

委買價/量	委賣價/量
1.60/ 106	1.62/ 104
1.59/ 214	1.63/ 220
1.58/ 215	1.64/ 206
1.23/ 23	1.63/ —
1.20/ 12	—/ —

五、不提供報價時機（作業要點第 7 點）

因流動量提供者買賣權證時需建立避險部位，兩者關係密不可分，故在賦予其報價義務同時，基於在權證標的證券發生暫停交易、漲跌停或技術性問題等特殊情況下，流動量提供者無法進行避險操作、開盤前五分鐘股價走勢較不明朗且變動劇烈，不利避險部位之建立、深價內權證之避險成本較高、流動量提供者專戶庫存權證部位過少時無法滿足十交易單位之最低委賣報價數量限制、及權證理論價值低於 0.01 元時無法符合委買賣報價之最低交易單位限制等考量下，應給予流動量提供者在上開情形下豁免報價之權利。

據此，為因應上述市場特殊狀況及避免交易糾紛，作業要點第 7 點明訂流動量提供者於下列時機得不提供報價：（1）市場開盤後五分鐘內、（2）權證之標的證券暫停交易、（3）流動量提供者專戶內之權證數量無法滿足每筆報價最低賣出單

² 權證升降單位與股票不同，按證交所及櫃買中心認購（售）權證買賣辦法第 6 條規定，認購（售）權證每單位市價未滿五元者為一分，五元至未滿十元者為五分，十元至未滿五十元者為一角，五十元至未滿一百元者為五角，一百元至未滿五百元者為一元，五百元以上者為五元。

³ 取樣自 YAHOO 股市網站，民國 100 年 11 月 18 日上午 10 點 53 分最佳五檔報價資料。

位時，流動量提供者得僅申報買進、（4）發行人自行訂定之其他時機。其中，發行人自訂之其他時機，在申請發行權證時需經證交所或櫃買中心審核，實務上之定型文字依續為：（a）標的證券價格或權證價格漲停時僅申報買進價格，跌停時僅申報賣出價格、（b）價內程度超過 30%（含）之權證，僅申報買進價格、（c）權證理論價值低於 0.01 元（含）得權證、（d）流動量提供者在日常運作出現技術性問題時、（e）當發行人無法進行避險時。

另外，以上所述流動量提供者之報價方式、不報價時機及其他權證基本資訊等事項，按作業要點第 8 點規定，發行人應於權證之發行計畫、銷售公告、公開銷售說明書及上市（櫃）公告中載明⁴，投資人亦可透過公開資訊觀測站、證交所或櫃買中心及各證券商網站中之認購（售）權證專區取得相關資訊。

六、流動量提供者之管理（作業要點第 9 點）

在引進流動量提供者制度後，投資人買賣權證之交易相對人約有高達九成係流動量提供者，其是否確實依規定報價將直接影響投資人權益，故證交所及櫃買中心每日就權證之每筆報價間隔時間是否小於五分鐘、每筆報價停留時間是否大於三十秒或隨標的證券變動、委託數量是否大於十交易單位、委買賣價差是否小於十個升降單位、及流動量提供者專戶是否有自行成交等事項，監控各檔權證之報價有無異常；另若投資人對權證價格有所質疑，證交所及櫃買中心亦將查核流動量提供者最佳委買報價波動率之調整有無異常，是否有未符合市場公平性或損及投資人權益之情事。

當流動量提供者有上述未遵循報價規定或報價未符合市場公平性之違規情事時，證交所及櫃買中心得按作業要點第 9 點規定，第一次缺失函請其注意改善，如最近一年內再犯者，另得處以違約金，而情節嚴重者並得限制其一個月內不得發行權證。此外，主管機關刻正研議當發行人違規達一定程度者，將撤銷其發行權證資格之退場機制，以加強對發行人適格性之管理，淘汰劣質發行人，確保權證市場之品質。

七、實施成效

實施流動量提供者制度之成效可從兩方面觀察，其一為流動量提供者之造市品質，從違規案件數即可略見端倪，去（100）年截至十月底止，投資人對上市

⁴ 投資人可經由公開資訊觀測站取得權證之銷售公告、上市（櫃）公告，暨透過證券商營業處所索取公開銷售說明書。

(櫃)權證申訴案件總計為 158 件，其中僅 6 件屬權證最佳委買報價之波動率調整異常，未符合市場公平性，8 件屬權證報價未符合作業要點規定，合計占總發行檔數 14,300 檔之比例僅 0.098%⁵，可知流動量提供者造市品質堪稱良好，而尚有部分投資人對權證商品特性及流動量提供者制度認識不清，致使違規案件數遠小於申訴案件數，相信未來透過更加廣泛宣導權證商品，應可增進投資人對流動量提供者造市品質之信賴度，進而提升權證市場規模。

其二為流動量提供者制度實施後對權證市場交易量之影響，茲整理近年權證市場統計資料如表二，自民國 98 年起施行權證流動量提供者機制後，上市(櫃)權證發行檔數明顯較民國 97 年大幅成長，惟因同時取消上市(櫃)權證股權分散規定，民國 98 年上市櫃權證之成交金額較民國 97 年度減少，主要肇因於民國 97 年以前之股權分散規定，致使約有九成權證於上市(櫃)後 1、2 天會再賣回給發行人，並且發行人有以自行成交進行造市之行為，該等虛假交易造成權證市場成交金額有虛增之嫌，而自民國 98 年起之權證市場成交金額則全部都是投資人實際成交之金額，故權證市場規模比起往年實際上是增加的。綜上所述，可推論流動量提供者制度實施後，除讓投資人免除過去權證流動性不足之顧慮外，發行人並更積極經營權證業務，發行大量不同連結標的及履約條件之權證，在良性競爭之下提升彼此造市品質，促使投資人更願意買賣權證商品，權證市場更加蓬勃發展。

表二 權證市場統計資料

年度	上市權證發行檔數	上櫃權證發行檔數	總計權證發行檔數	權證市場成交金額(億元)	占整體市場成交金額比率
94	788	88	876	1,606	0.72%
95	943	180	1,123	2,074	0.71%
96	2,708	850	3,558	3,564	0.85%
97	3,773	607	4,380	3,269	1.09%
98	6,120	1,116	7,236	1,270	0.36%
99	10,043	2,319	12,362	2,446	0.71%
100/10 月	11,793	2,507	14,300	2,883	1.06%

資料來源：證交所及櫃買中心提供

⁵ 流動量提供者違規案件統計數據係由證交所及櫃買中心提供。

參、其他相關議題

一、流動量提供者之委買賣價格

現行實務上多以 Black-Scholes 模型（以下簡稱 B-S 模型）作為權證訂價之依據，而影響該模型計算結果之參數有履約價格、標的股價、存續期間、利率及股價波動率等。其中就股價波動率之計算方式而言，流動量提供者大致上係以標的證券之歷史波動率加計發行交易成本及合理利潤後得出之最佳委買報價波動率，代入訂價模型即為最佳委買價格，再將該價格加計因建立避險部位所衍生之證券交易稅等相關避險成本，即為最佳委賣價格。又因流動量提供者具雙邊報價義務，權證市場絕大多數係由投資人與其相對交易，而無論以流動量提供者最佳委賣價格向其買入權證，或以最佳委買價格向其賣出權證，權證市價即為流動量提供者之最佳委買賣價格。

雖然各家流動量提供者基於不同經營策略考量，對合理利潤之加碼額度不一，對 B-S 模型參數亦採用不同之推估數值，無法論定流動量提供者之報價是否絕對公正合理，但考量其報價價格至少係經由模型計算得出，並且已受作業要點等相關法規規範，暨有證交所及櫃買中心每日監視報價有無異常，故投資人與流動量提供者相對交易後得出之權證市價，較無價格偏高或偏低之疑慮。

二、流動量提供者機制失靈之情形

在正常情形下，流動量提供者機制可發揮上述應有功能，確保投資人得以在合理價位買入權證，並在想賣出的時候不因流動性問題而承受風險及虧損。然而，作業要點對流動量提供者報價訂有最佳委買賣價格之最大差距為十個升降單位及當流動量提供者專戶內之權證數量無法滿足委賣最低數量限制十交易單位時，得僅申報買進等相關規定，故當流動量提供者專戶內之權證銷售告罄而小於十交易單位時，即代表所發行之權證已全數流通於市場上，流動量提供者再無庫存權證部位可供賣出，僅依法申報委買價量，則委賣價量將俱屬投資人之委託單，委託簿中之買賣價差不再受十個升降單位限制，投資人彼此相對交易機會亦大幅提升。

此時，因為投資人買賣權證並無任何規範，倘遇有心人士刻意收購權證籌碼拉高權證市價後，偽裝成流動量提供者進行委買賣報價並製造交易活絡之假象，又無法從委託簿中確實分辨流動量提供者與其他投資人報價之差異，可能誘使天真懵懂第三人以偏高之價格購入權證造成虧損，或誤認流動量提供者委買賣價差過大坑殺

投資人，而有質疑流動量提供者機制失靈之可能性。

茲虛擬 A 權證每日收盤資料如表三為例，假設某發行人發行 A 權證共 21,200 張⁶，民國 100 年 11 月 18 日流動量提供者之 A 權證庫存部位僅剩 4 張，依作業要點規定得不申報委賣價格，因投資人委買單價格尚高於流動量提供者委買單價格，

表三 A 權證每日收盤資料（註 1）

日期	1:30 分標的收盤價格	1:25 分標的收盤價格	權證收盤價格	市場最後委買價格	市場最後委買張數	市場隱含波動率（委買價格）（%）	券商最後委買價格	券商最後委買張數	券商掛單隱含波動率（委買價格）（%）	權證成交量	自營商庫存
2011/11/10	337.5	337.5	0.71	0.76	291	74.78	0.76	291	74.78	65	-65
2011/11/11	338.5	338.5	0.77	0.76	157	74.56	0.76	157	74.56	218	-283
2011/11/12	334	335	0.76	0.76	29	76.28	0.75	157	75.73	9,556	-9,804
2011/11/15	357	357	1.13	1.05	1	82.35	0.98	157	78.82	13,177	-20,390
2011/11/16	363	364	1.06	1.06	55	80.33	1.02	157	78.34	6,808	-19,649
2011/11/17	341	341.5	0.93	0.93	260	83.75	0.82	157	77.83	5,712	-21,161
2011/11/18	350	346	0.96	0.96	11	83.52	0.86	157	78.21	2,107	-21,196
2011/11/19	325.5	325.5	0.95	0.84	135	86.69	註 2	-	-	1,813	-21,196
2011/11/22	303	303	0.85	0.81	75	96.51	-	-	-	2,055	-21,196
2011/11/23	307	306.5	0.98	0.98	91	105.46	0.55	157	78.56	1,402	-21,196
2011/11/24	298.5	300	0.9	0.88	75	103	註 3	-	-	1,685	-21,196
2011/11/25	284	284	0.8	0.8	40	106.5	註 4	-	-	2,068	-21,196

註 1. 流動量提供者最後一筆委買單係於 1：25 分掛單，故以 1：25 分標的收盤價計算之市場隱含波動度與券商掛單隱含波動度進行比較。

註 2. 11 月 19、20 日兩天標的股價跌停，依據作業要點得不申報權證委買價。

註 3. 券商委買單 0.5 元（隱含波動率 78.24%），低於跌停價 0.56 元，所以沒有掛權證委買單。

註 4. 券商委買單 0.41 元（隱含波動率 78.83%），低於跌停價 0.49 元，所以沒有掛權證委買單。

⁶ 可至公開資訊觀測站查詢認購（售）權證基本資料，權證發行單位數量減去累計註銷權證數量後之淨額，才是該檔權證可供流動量提供者賣出之總數量，亦即市場上可能流通籌碼之最大數量。本例係假設 A 權證並無累計註銷權證數量。

且無需擔心會與流動量提供者之委賣單成交，於是開始逐漸墊高權證價格（或隱含波動率），該日權證市場最後委買價格 0.96 元及其隱含波動率 83.52%，均遠高於流動量提供者最後委買價格 0.86 元及其隱含波動率 78.21%；若以標的股價與 A 權證收盤價格之連動性來看，從 11 月 18 日標的收盤價格 350 元下跌至 11 月 23 日之收盤價格 307 元，下跌幅度達 12.3%，但權證收盤價格還逆勢上升 0.02 元，權證市場最後委買價格竟高達 0.98 元，遠遠超過當時流動量提供者之最佳委買價格 0.55 元；另因有心人士也會以自行撮合方式，造成權證逆勢抗跌，成交量千張以上之熱絡假象，吸引場外其他投資人追價買進，故當這些有心人士順利出脫權證獲利了結，後進投資人就會遭遇權證委買價突然由 0.98 元大幅修正到 0.55 元之狀況。（註：隱含波動率係由權證價格反推計算之標的股票波動率，在其他條件不變下，隱含波動率愈高，權證價格愈貴。）

三、權證增額發行機制

所謂「權證增額發行機制」係指當權證流通在外達一定比例以上時，發行人得選擇以相同的發行條件增加權證發行數量。以經濟學之供需模型而言，在流動量提供者機制正常運作及其他條件不變之假設下，權證之供給線為一水平線，惟當有前述因權證全數銷售完畢致使流動量提供者機制失靈之情形時，將成為正斜率供給線，而且可能在人為炒作之下，毫無理由的往上水平移動，造成權證成交市價上升，此時發行人若能增加發行權證數量，權證供給線將再扭轉為原先之水平線。一言以蔽之，權證增額發行機制即是增加權證供給量，且是因應流動量提供者機制失靈之唯一解決方法。

茲以簡單的小故事說明權證增額發行機制與流動量提供者機制之關係。今天龍國有一塊面積大小固定之土地（即權證可發行總額度限制），有一名為地虎建設公司的房地產建商（即發行人），蓋起總戶數 1,000 戶的地虎住宅大樓（即權證發行數量），並以送按摩椅為噱頭於市場上以總價 1,000 萬元賣出（即發行人最佳委賣價格），同時向投資人保證，若住的不滿意則隨時以 900 萬元向其買回（即發行人最佳委買價格），孰料在廣告宣傳及市場狂熱的氣氛下竟然銷售一空，並且隨後在部分投機客的炒作之下，地虎住宅價格攀升至 2,000 萬元的新高價。

然而弔詭的是，天龍國總體經濟環境並無任何大躍進（即權證的標的證券價格並無任何變動），地虎住宅價格漲幅竟可達一倍之多。今有一外地人瀟灑哥初至天龍國，愛上了當地高貴優雅之氣息，又見地虎住宅宏偉壯麗之態，誤認符合 2,000 萬元身價，很瀟灑地像買菜一樣以該價格購買一戶。入住新屋幾日後，瀟灑哥閒來

無事上網查詢地虎住宅歷史成交價格，才發現自己買在山頂作了冤大頭。基於避免再有其他鄉親父老受害的美意，瀟灑哥向天龍國政府機關陳情，政府機關旋即請地虎建設公司在地虎住宅旁邊空地再蓋一棟外觀建材完全相同的地虎二代宅（即發行人以相同發行條件增加發行權證數量），總戶數亦為 1,000 戶，由於此時天龍國總體經濟環境已略有改善（即權證的標的證券價格些微上漲），地虎建設公司董事長趙二虎掐指一算，以地虎住宅的合理價值 1,100 萬元作為地虎二代宅之售價（即以該檔權證當時市價作為增額發行權證之價格），如此一來，地虎住宅價格在比價效應下回歸其合理價值，投資人亦得買到了價格合理的住宅，投機客再也無利可圖，地虎建設公司則又多賺了一筆生意，形成皆大歡喜的局面。

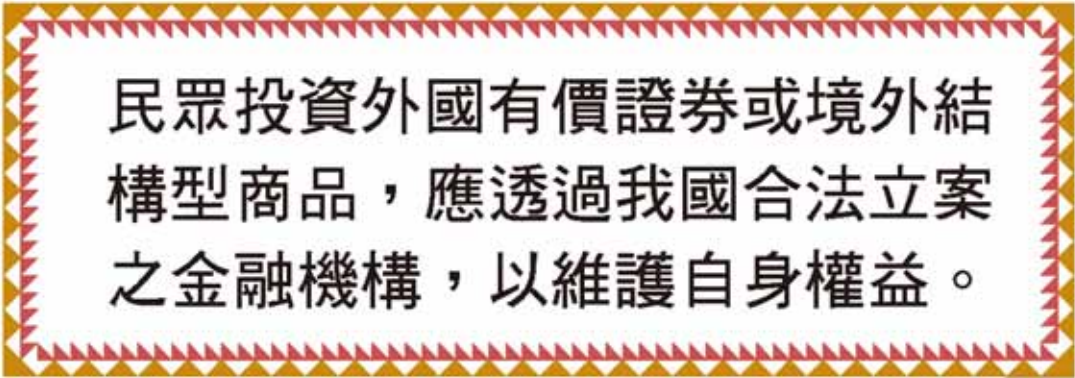
權證增額發行在香港稱為「進一步發行」，原先條件係權證必須全數流通在外，後於民國 91 年放寬權證增額發行條件為權證流通在外達八成以上，並於民國 95 年進一步放寬為權證流通在外達五成以上即可進一步發行，配合放寬其他發行條件之政策，造成發行人及權證發行檔數的增加，香港權證市場終於邁向世界第一大。為使我國權證市場制度與國際作法接軌，暨維持權證市場價格之穩定性及合理性，主管機關刻正研議權證增額發行相關機制。

肆、未來展望

我國權證市場發展至今已邁入第 15 個年頭，近兩年並伴隨多頭市場蓬勃發展，然與香港、韓國及新加坡等亞洲鄰近國家相比，市場規模卻仍遠所不及。若從供給及需求兩方面深究，過去權證市場不熱絡之原因，係投資人認為權證流動性不佳及買賣操作資訊不足所致，未來在權證增額發行機制實施後，流動量提供者機制將更為健全，供給面制度將臻至完善；若欲進一步擴大權證市場規模，則應仰賴需求面之成長，證交所、櫃買中心及各家發行人除將持續透過媒體、網路、文宣等方式，積極宣傳權證商品及教育投資人權證交易相關知識外，並委託證券暨期貨市場發展基金會建置「權證資訊揭露平台」，期能透過公正客觀之交易資訊揭露管道，改善投資人對權證市場資訊不對稱之疑慮，進而提高參與權證市場之意願。

最後，權證屬於衍生性金融商品，設計精神是提供投資人進行避險、套利及投機交易之用，惟其高度槓桿及快速波動的特性，容易激起非理性投資人交易的欲望，並將之視為一夕致富的捷徑。然而，投資人用五倍的槓桿交易，就得承受常人五倍的痛苦和喜悅，心情跟隨股價起起伏伏，貪婪與恐懼等情緒壓力，使得權證純

粹成了投機的工具。依據國際學者對於臺灣股市投資人之實證研究顯示⁷，1995 年 1 月 1 日到 1999 年 12 月 31 日間，臺灣股票市場散戶總共大約虧損新台幣 9,350 億元或等於每年虧損新台幣 1,870 億元，約當臺灣 GDP 的 2.2%，似乎意味著散戶既不可能戰勝市場，更不可能戰勝自己，投機成本可能是個人金錢的損失及生命的浪費，也可能衍生無形的社會成本。因此，權證市場未來發展除應重視交易規模之成長外，亦宜就前述投資人非理性交易行為，研議相關管制措施⁸，以維護市場機能之運作。



民眾投資外國有價證券或境外結構型商品，應透過我國合法立案之金融機構，以維護自身權益。

⁷ 詳 Barber, Brad M., Lee, Yi-Tsung, Liu, Yu-Jane and Odean, Terrance, 2007, Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading? forthcoming, Review of Financial Studies.

⁸ 相關議題，詳王宏瑞、楊祖武（2011 年 11 月）「淺談各國證券交易市場管制措施之起源、發展與啟示」，證券公會季刊第 100 年第四季，第 32-36 頁。