

【專題二】



牛熊證商品介紹

謝旻潔 (證交所
專 員)

壹、前言

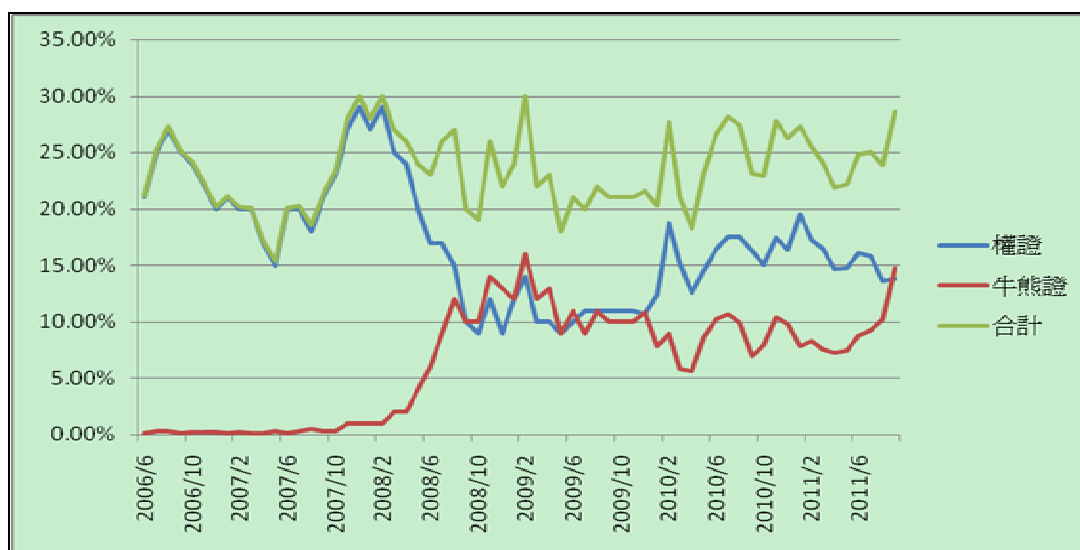
牛熊證商品由香港交易所於 2006 年推出後，在近年逐漸發展成亞洲最具規模的股權衍生性商品之一，牛熊證之名稱雖創於香港，但同種商品早已在國際金融市場間行之有年，於 2001 年即於歐洲發行，目前全世界最大的衍生權證市場為香港，牛熊證對香港投資人深具吸引力，且近年來成交金額與比重攀升，已成為香港時下熱門且主流的衍生性金融商品之一，顯示牛熊證的市場接受程度相當高。

牛熊證能追蹤連結相關資產之價格表現，其結構及規則簡單易懂，牛熊證價格與相關資產的理論價格在正常情況下，變動近乎一比一的模式，價格透明度比其他結構型產品為高。投資人透過較低之投資金額即可參與現貨短線行情，有以小搏大之槓桿效應，且最大損失有限，對市場投資人來說，增加一項投資工具的選項，其可依照本身需求靈活運用。

藉由牛熊證商品的推出，可提升台灣集中市場商品的多元性，吸引更多投資人進入市場參與交易，擴大證券市場流動性，並進而增加國家稅收，提升台灣證券市場國際能見度。下列茲就香港牛熊證市場、國內牛熊證交易現況、牛熊證商品概要、牛熊證與權證及現貨市場之比較、投資人選擇牛熊證之方法、買賣牛熊證之風險及牛熊證未來展望等七大面向，詳細介紹於 2011 年 7 月推出之新種商品牛熊證。

貳、全球最大之香港牛熊證市場簡介

牛熊證雖發源於歐洲且目前也在歐洲數個市場中活絡交易，但自香港引進此商品後，即迅速發展為全球最大之牛熊證市場。然而，香港於 2006 年推出牛熊證之初期，其成交金額占市場比重不到 1%，規模遠不如行之有年的權證，當時權證成交金額占市場比重可超過 20%（如圖一）。直到 2008 年國際金融市場因雷曼兄弟倒閉引發的全球性金融風暴，導致市場波動急遽上升，權證發行人順應市場波動率變化提高權證銷售價格，使得權證的槓桿程度相對降低，進而影響投資人參與權證市場的意願，權證成交金額占市場比重自高點 30% 大幅減少至 9%。



圖一 香港權證與牛熊證成交金額占全市場成交金額百分比

資料來源：香港交易所

在金融危機時期，由於隱含波動率對牛熊證價格幾乎沒有影響，牛熊證提供想對標的資產進行槓桿操作又不想承受劇烈波動率變化的投資人一項良好的選擇。另為因應金融危機，各國政府紛紛將利率壓低水位，在一個低利率的環境中，牛熊證發行價格會較為接近標的市價與履約價的差值，且新發行牛熊證的價格變動也幾乎與標的證券一致，這些特性正滿足了投資人的需求，爾後躍升為香港槓桿金融工具的熱門投資選項，發行與交易熱度明顯增溫，2008 年 11 月牛熊證成交金額占市場比重更超越權證，並於 2009 年 2 月達到高峰 16%，目前也維持在 10% 左右的水

準，與權證分庭抗禮，形成雙主流並存的現象。

香港的牛熊證以是否具備剩餘價值條件來區分為 N 類及 R 類，N 類牛熊證的履約價格等於限制價格，如果在存續期間內遇到強制回收，則投資人不會收到任何價金，但 R 類牛熊證的限制價與履約價不同，因此遇強制收回提前到期時，投資人通常會收到一些小額殘值，故目前香港順應投資人偏好，大多數之牛熊證皆發行 R 類。另香港牛熊證可連結之標的涵蓋市值前 30 大個股及國內外股價指數，但近半數標的集中於恒生指數，以恒生中國企業指數為標的者約占 1 成，單以個股為標的之牛熊證則約占三成，顯見香港投資人在交易大盤多空走向時，對牛熊證商品之青睞。

參、牛熊證商品概要

一、牛熊證之基本規則

牛熊證之概念類似設有停損機制之價內型權證，與限制型權證在發行時均訂有到期日、履約價格、限制價、行使比例等條件，若標的證券收盤價觸及限制價，牛熊證將提早到期並終止買賣，投資人則收回現金餘款（剩餘價值）。若到期前標的證券收盤價並無觸及限制價，投資人可於到期前在集中交易市場賣出或持有至到期日，到期時發行人會將履約價值以現金結算方式給予投資人，投資人每單位可獲得之現金結算款項為履約價與標的證券價格之差價乘上行使比例。

在國內市場上，附有停損機制的金融商品較為新穎，與一般投資大眾在下跌時做攤平交易的習慣不同，而停損機制的本意是避免投資人面對不利走勢時，還執著於觀望或加碼攤平而損失更多。牛熊證的停損機制能即時處分虧損部位，投資人應在交易前充分了解並善加利用該商品之特性。

牛熊證屬價內權證，發行時已含內含價值，牛熊證價格變動趨近於相關資產的價格變動，因此投資人不須支付購入標的證券之全數金額，僅須支付權利金即可緊貼標的證券之走勢。牛熊證不僅訂價透明度高，且多空皆能操作，看多的投資人可選擇購買牛證，看空的投資人可選擇購買熊證，投資人能靈活操作。

二、牛熊證可連結之標的

牛熊證商品之最大特點為其價格變動趨近於標的證券走勢，因此牛熊證標的應具備市值大且流動性佳等條件方能滿足市場需求。現行牛熊證可連結之標的包括 30 種上市股票及台灣加權股價指數、電子指數、金融指數，其中上市股票標的每季節

選公布，由符合下列三項規定之權證標的股票中，選取其中近三個月月平均成交股數較高之前 30 名作為牛熊證之連結標的。

- (一) 標的證券市值達新臺幣一百億元以上。
- (二) 最近三個月成交股數占已發行股份總額之比例達百分之二十以上，或最近三個月月平均成交股數達一億股以上者。
- (三) 最近期經會計師查核或核閱之財務報告無虧損，或最近期雖有虧損但無累計虧損者。

三、牛熊證之價格組成

牛熊證訂價透明度高，簡單易懂，其價格主要由內含價值及發行證券商所收取之財務相關費用等兩大部分組成。以下為牛熊證價格之計算方式：

牛證價格 = (標的證券市價 - 履約價格 + 財務相關費用) × 行使比例

熊證價格 = (履約價格 - 標的證券市價 + 財務相關費用) × 行使比例

財務相關費用 = 財務相關費用年率 × 履約價 × (距到期日天數 / 365)

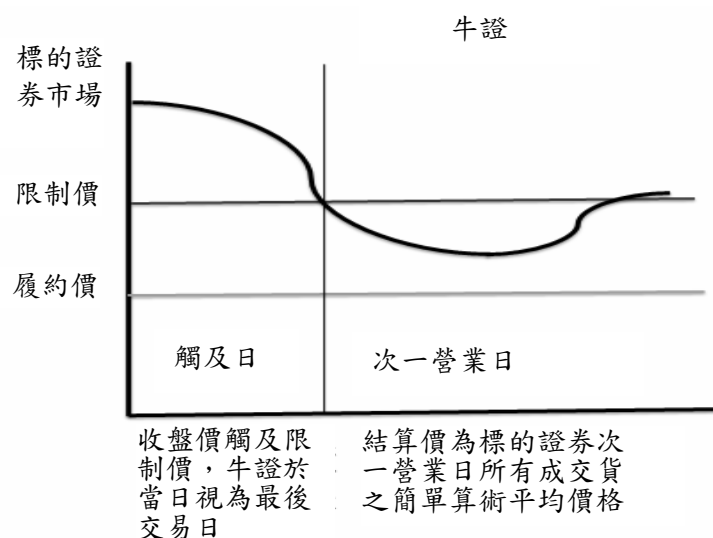
價格計算公式中的財務相關費用係由發行證券商訂定，其中包括發行證券商的資金成本及預期利潤。各家發行證券商之財務相關費用不同，但皆需載明於各檔牛熊證的公開銷售說明書中。財務費用的觀念如同投資人在投資期間內向發行證券商借款投資所需支付之利息，因此牛熊證剩餘時間愈長，其財務費用愈高。

在結算價格方面，牛熊證在觸及限制價後與自然到期之結算方式並不相同。目前牛熊證到期結算方式與權證相同，以到期日當日標的證券最後一小時成交價格之算術平均作為結算價。但標的證券若於存續期間內任一交易日之收盤價觸及限制價時，即會強制回收，該檔牛熊證於當日視為最後交易日，並以隔日標的證券全日成交價之算數平均作為結算價。由於兩種結算發生情況不同，計算方式相異，因此投資人需先釐清產品特性與結算條件。

四、觸及限制價後之結算方式

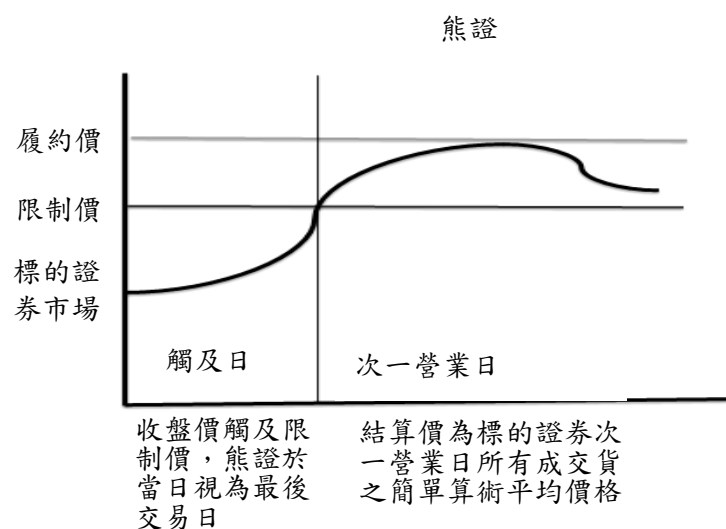
牛熊證之標的證券收盤價觸及限制價當天即為該檔牛熊證之最後交易日，牛熊證將提早到期並終止買賣，意即次一營業日起投資人無法再買賣該檔牛熊證。牛熊證觸及限制價後，以次一營業日所有成交價格之簡單算術平均價作為結算價，若結算價高（低）於牛（熊證）之履約價，投資人可收回部分剩餘價值。牛熊證之剩餘

價值計算方式如圖二及圖三所示。



圖二

牛證剩餘價值之計算方式 = (標的證券觸及限制價後次一營業日所有成交價格之簡單算術平均價 - 履約價) × 行使比例



圖三

熊證剩餘價值之計算方式 = (履約價 - 標的證券觸及限制價後次一營業日所有成交價格之簡單算術平均價) × 行使比例

五、牛熊證交易實例

(一) 以牛證為例：發行時標的證券市價為 120 元，限制價 108 元，履約價 100 元，財務費用比率 8%，行使比例 1：0.1，存續期間 3 個月。

1. 發行價格 = (證券市價 - 履約價 + 履約價 × 財務費用比率 × (距到期日 / 365)) × 行使比例 = (120 - 100 + 100 × 8% × 90 / 365) × 0.1 = 2.197 元

2. 標的證券收盤價若跌至 108 元，且次一營業日所有成交價格之簡單算術平均價為 105 元，則投資人可得之剩餘價值 = (結算價 - 履約價) × 行使比例 = (105 - 100) × 0.1 = 0.5 元。

報酬率為負 = (0.5 - 2.197) / 2.197 = -77%

3. 若標的證券於存續期間無觸及限制價，設到期日收盤前 60 分鐘均價上漲至 140 元，則投資人可獲利之金額 = (到期日收盤前 60 分鐘均價 - 履約價) × 行使比例 = (140 - 100) × 0.1 = 4 元。

報酬率為正 = (4 - 2.197) / 2.197 = 82%

(二) 以熊證為例：發行時標的證券市價為 80 元，限制價 90 元，履約價 100 元，財務費用比率 8%，行使比例 1：0.1，存續期間 3 個月。

1. 發行價格 = (履約價 - 證券市價 + 履約價 × 財務費用比率 × (距到期日 / 365)) × 行使比例 = (100 - 80 + 100 × 8% × 90 / 365) × 0.1 = 2.197 元

2. 標的證券收盤價若漲至 90 元，且次一營業日所有成交價之簡單算術平均價為 92 元，則投資人可得之剩餘價值 = (履約價 - 結算價) × 行使比例 = (100 - 92) × 0.1 = 0.8 元。

報酬率為負 = (0.8 - 2.197) / 2.197 = -64%

3. 若標的證券於存續期間無觸及限制價，設到期日收盤前 60 分鐘均價跌至 60 元，則投資人可獲利之金額 = (履約價 - 到期日收盤前 60 分鐘均價) × 行使比例 = (100 - 60) × 0.1 = 4 元。

報酬率為正 = (4 - 2.197) / 2.197 = 82%

六、影響牛熊證價格之因素

影響牛熊證價格之主要因素為標的證券價格之變動、履約價格之訂定、剩餘期間長短及市場供需，茲說明如下。

由於牛熊證價值之組成包括內含價值及財務相關費用，標的證券價格之變動，直接影響牛熊證之內含價值，因此當標的證券價格上漲時，牛（熊）證價格會上升（下跌），反之亦然。而標的證券價格相同的情況下，履約價格設定愈高，牛（熊）證的內含價值愈少（多），故牛（熊）證價格愈低（高），反之亦然。

此外，財務相關費用類似投資人向發行證券商借款投資所需支付之利息，因此牛熊證剩餘時間愈久代表投資期間愈長，財務費用愈多，牛熊證的價格也愈高。

另一方面，市場供需也會影響牛熊證價格，若市場上買方力道較強則可能會推高牛熊證價格。

肆、國內牛熊證交易現況

牛熊證自上市首日 100 年 7 月 8 日至 11 月 30 日發行檔數及發行總金額分別為 171 檔及 89.63 億元（如表一），其占權證市場比重依序為 3.09%及 9.44%。而成交量值方面，如表二所示，自 7 月 8 日至 11 月 30 日之牛熊證成交值為 50.51 億元，占權證市場比重為 4.75%，占證券市場比重則為 0.05%，同期牛熊證成交股數為 80.7 萬（仟單位），占權證及證券市場比重分別為 0.7%及 0.21%，數據顯示牛熊證發行及成交量值皆有極大的提升空間。

表一 牛熊證發行檔數及發行總金額

序號	發行人	發行檔數	序號	發行人	發行金額（百萬元）
1	元大	50	1	元大	4,945
2	兆豐	28	2	凱基	2,130
3	凱基	25	3	兆豐	591
4	元富	15	4	元富	268
5	寶來	11	5	寶來	245
6	群益	8	6	第一金	223
7	亞東	8	7	統一	195
8	大華	8	8	大華	117
9	第一金	7	9	亞東	98
10	統一	5	10	富邦	69
11	富邦	4	11	群益	67
12	永豐金	2	12	永豐金	14
總計		171	總計		8,963
占權證市場比重		3.09%	占權證市場比重		9.44%

表二 牛熊證成交狀況

單位：百萬元、百萬單位

自 100 年 7 月 8 日至 11 月 30 日累計值			占全體市場 比重	占權證市場 比重
全體市場	成交值	10,951,827	-	-
	成交股數	385,611		
權證 (含牛熊證)	成交值	106,241	0.97%	-
	成交單位數	114,963	29.81%	
牛熊證	成交值	5,051	0.05%	4.75%
	成交單位數	807	0.21%	0.70%
牛證	成交值	2,401	0.02%	2.26%
	成交單位數	525	0.14%	0.46%
熊證	成交值	2,650	0.02%	2.49%
	成交單位數	273	0.07%	0.24%

伍、牛熊證與權證及現貨市場之比較

牛熊證與現行權證商品之比較如表三所示，牛熊證與現行權證皆為權利金交易之商品，意即投資人享有履約權利但不具履約義務，最大損失限於購買時所支付之權利金。另到期日之結算價皆以標的證券當日收盤前 60 分鐘內（標的為指數者為當日收盤前 30 分鐘內）所有成交价格之平均價作為基礎，而到期履約價值則均為到期結算價與履約價之差價乘上行使比例。

牛熊證與現行權證商品的重大不同點在於牛熊證具停損機制，現行限制型權證則具停利機制，而一般型權證則無設定限制價及強制收回機制；現行限制型權證觸及限制價後，以當日標的證券收盤價作為結算價，而牛熊證則以觸及限制價後次一營業日標的證券所有成交价格之簡單算數平均價作為結算價。此外，現行權證之存續期間規定為 6 個月至 2 年，而牛熊證之存續期間最短可設定為 3 個月，最長可發行至 2 年。

另牛熊證之訂價模型簡單易懂，透明度高，財務相關費用以年率計算，而現行權證之評價則通常以 Black-Scholes 模型為訂價基礎，公式較為複雜，且其時間價值呈非線性遞減，愈接近到期日時間價值萎縮速度愈快。

至於發行面而言，牛熊證皆為價內發行，發行時即具內含價值。然現行權證多數發行價平或價外權證，因此發行時多數不具內含價值。

表三

商品類別		現行權證		牛熊證
		一般型	限制型	
交易型態		權利金交易	權利金交易	權利金交易
最大損失		所有權利金	所有權利金	所有權利金
履約對象		權證發行人	權證發行人	權證發行人
存續期間		6 個月至 2 年	6 個月至 2 年	3 個月至 2 年
限制價設定	無		上限型認購權證	上限型認售權證 (熊證)
			下限型認售權證	下限型認購權證 (牛證)
強制收回 機制		無	停利	停損
結 算 價	觸及 限制價	無	觸及當日之收盤價	觸及後次一營業日所有 成交價格之均價
	申請 履約	當日收盤價	當日收盤價	當日收盤價
	到期日	收盤前 60 分鐘內 (股票) 成交價格之均價	收盤前 60 分鐘內 (股票) 成交價格之均價	收盤前 60 分鐘內 (股票) 成交價格之均價
到期履約 價值		到期結算價與履約價 之差值 $\times$ 行使比例	到期結算價與履約價之 差值 $\times$ 行使比例	到期結算價與履約價之 差值 $\times$ 行使比例
時間價值		有	有	無
定價透明度		透明度較低，以 Black-Scholes 模型訂價	透明度較低，以 Black-Scholes 模型訂價	透明度高，以財務相關 費用年率計算

牛熊證與現貨市場之比較如表四所示，牛熊證槓桿程度較信用交易高，且無追繳保證金及遇除權息需回補之問題，加上買賣交易稅率較現貨低廉，僅成交金額之千分之一，因此牛熊證提供投資人多一項交易標的證券買賣價差之投資選擇。

牛熊證與信用交易最大的不同點在於，牛熊證設有回收機制，一旦標的證券收盤價觸及限制價，當日即為牛熊證之最後交易日，投資人無法再行買賣。另牛熊證最短之存續期間為三個月較信用交易之投資時間短，因此投資人必須依照本身操作期間之需求，選擇適合之投資工具。

表四

比較項目	融資	融券	牛熊證	股票
槓桿程度	2.5 倍以下	1 倍以下	視價內程度	無
損失上限	斷頭後仍需補繳差額	斷頭後仍需補繳差額	權利金	股票下市
耗損費用	融資利息	融券利息	財務費用	無
價格變動	同現股	同現股	趨近現股	同現股
收回機制	無	遇除權息需回補	有	無
存續期間	最長一年	最長一年	三個月	公司下市
交易稅率	股價千分之三	股價千分之三	權利金千分之一	股價千分之三
除權息	股票股利及現金股利	不收取股票股利及現金股利	調整履約價及行使比例	股票股利及現金股利

陸、投資人選擇牛熊證之方法

投資人必須先對標的證券之走勢有多空看法，並衡量自身的風險承受能力後，才選擇適合的牛熊證。選擇牛熊證之參考方向如下：

一、依多空看法選擇牛證或熊證

看多標的證券後勢之投資人可購買牛證，看空者則選擇熊證。

二、標的證券市價與限制價之差距

由於牛熊證設有強制收回機制，投資人必須考慮標的證券市價與限制價之差距是否為可接受之安全範圍。風險承受能力較低的投資人應選擇標的證券市價距離限制價較遠的牛熊證，降低強制收回的發生機率。

三、槓桿倍數

標的證券市價愈接近履約價及限制價的牛熊證，其槓桿倍數較大；反之，標的證券市價距履約價及限制價愈遠，牛熊證的槓桿倍數較小。投資人應依自身情況及投資經驗選擇槓桿倍數適合之牛熊證。

四、財務費用高低：

各家發行人所收取之財務費用不同，且財務費用可能會因市場狀況之影響而有所改變，在各方面條件類似之牛熊證中，投資人宜選擇財務費用較低且變動少之牛熊證。

五、慎選造市品質良好之牛熊證

選擇口碑良好之流動量提供者，以確保所持有之牛熊證造市品質較佳，將有助於提高買賣效率。

柒、買賣牛熊證之風險

交易牛熊證可能面臨之主要風險為具強制收回之風險、操作槓桿較大之風險、有存續期間之限制、接近限制價時與標的證券價格變動率可能出現偏離之風險，以及可能發生之流動性風險，茲就五項風險分述如後。

一、強制收回之風險

當標的證券收盤價觸及限制價時，牛熊證將提前到期並終止上市，投資人僅能收回少量之剩餘價值。當牛熊證強制收回後，即使標的證券價格反轉，該檔牛熊證也不會繼續在市場上交易，因此投資人在買賣牛熊證前應先考慮本身的風險承受度。標的證券價格與限制價相差愈大之牛熊證，強制收回的機率愈低，但槓桿倍數相對較小，反之，標的證券價格與限制價相差愈小之牛熊證，槓桿倍數較大，但強制收回的機率高。

二、操作槓桿較大之風險

牛熊證具備槓桿特性，相較於股票，投資人可獲得高倍數之利潤，但若標的證券走勢不如預期時，投資人也承受相對高於投資現股之損失。

三、有存續期間之限制

牛熊證之存續期間為 3 個月至 2 年，若在到期前被強制收回，其存續期間立即終止，投資人會損失當初購買牛熊證時所支付之全數財務費用。

四、接近限制價時之風險

牛熊證價格變動雖緊跟隨標的證券價格，但仍受牛熊證本身的供需狀況、財務費用及距到期日時間等因素影響。特別是當標的證券價格接近限制價時，牛熊證的

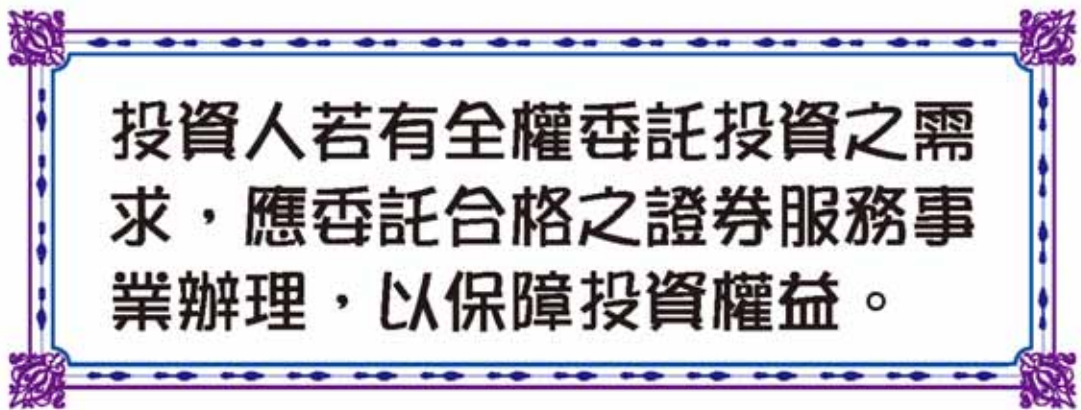
價格波動較大，買賣價差可能較大，此時牛熊證價格變動與標的證券價格變動之比例可能不會經常接近於 1。

五、流動性風險

雖然牛熊證設有流動量提供者制度，但當標的證券流動性不足時，會造成發行人避險成本增加，相對可能使牛熊證買賣價差擴大。另良好的流動量提供者所申報之牛熊證價格應緊跟隨標的證券之價格波動，並對市場提供合理之買賣價差與充足之買賣單量，因此投資人應注意各檔牛熊證之流動性，選擇信譽良好之發行證券商，以降低可能發生之流動性風險。

捌、結語

牛熊證提供投資人更多樣化的投資工具選擇，其保有權證的槓桿特性，卻沒有一般權證時間價值呈曲線減損的特性，提供投資人多一項槓桿投資及避險的工具。又推行牛熊證亦提供投資人除了融資融券以外，另一項信用交易市場工具的選項，且牛熊證與融資融券仍保持有相當程度的差異，例如存續期間較短，以及有強制回收後停止交易等特性，適合不同屬性之投資人，尚不會排擠到目前信用交易市場，甚至在跨市場的策略運用下，整體投資環境將更為熱絡，因此牛熊證的推出可讓台灣權證市場與國際接軌，朝更成熟的權證市場邁進。



投資人若有全權委託投資之需求，應委託合格之證券服務事業辦理，以保障投資權益。