

【專題二】



輕槓桿投資工具之展延型牛熊證

謝旻潔 (臺灣證券交易所專員)

國內權證市場發展至今已近十七個年頭，自 2009 年起交易面及發行面積積極進行多項改革，加上權證投資門檻低卻有高槓桿的優點，也讓權證躍升為新興投資焦點，吸睛度亮眼。依臺灣證券交易所統計，權證市場發展速度飛快，掛牌檔數已成長五倍逾 1 萬 5 千檔，權證交易量占全市場比重亦同時快速增長。

證交所為提升權證市場的多元性，近年來除開放指數型權證及外國標的權證，更參考國際大型衍生商品市場之投資工具，引鑑香港經驗，於 2011 年 7 月 1 日推出價格結構透明、標的運動性高之牛熊證商品，然而過去國內各種類型的權證均屬短期投資工具，使中長期投資人參與意願較低。

投資高殖利率股票是近年來時興且穩健的投資策略，但獲利速度較緩慢，投資人往往需要較多的時間與耐心等待獲利空間發酵，為順應全球金融情況及投資人需求的轉變，牛熊證的設計隨之與時俱進，證交所於 2014 年 7 月 28 日推出展延型牛熊證，為市場提供一項前所未見的輕槓桿投資工具。增加展延條件後的牛熊證，不僅能滿足中長線投資人對投資息值的重視，還能彌補傳統投資工具獲利速度緩慢之缺憾。

本文就展延型牛熊證之特性、展延機制之運作、實務投資之示例、投資優勢、交易須知及投資風險等構面依序分述如後。

壹、展延型牛熊證的三大特色

除保留現有牛熊證的所有優點，展延型牛熊證再進化，新增三大特色，其一為增設展延機制，發行人在無特殊情況下，於最後交易日必須申請展延，讓牛熊證的存續期間不斷地延長，達成中長期投資的功能。此外，如表一所示，展延型牛熊證加深發行價內程度，以避免標的價格太早觸及限制價而提前下市之風險，而且價內程度愈高，愈能確保價格貼近標的價格之變動。最後，展延型牛熊證著重於穩定收息之投資需求，因此發行標的屬性偏向高股息低波動之個股及指數。整體來說，相較於傳統牛熊證與權證商品，展延型牛熊證價格波動幅度較小，投資風險也較低。

表一 展延型牛熊證與現行一般牛熊證比較表

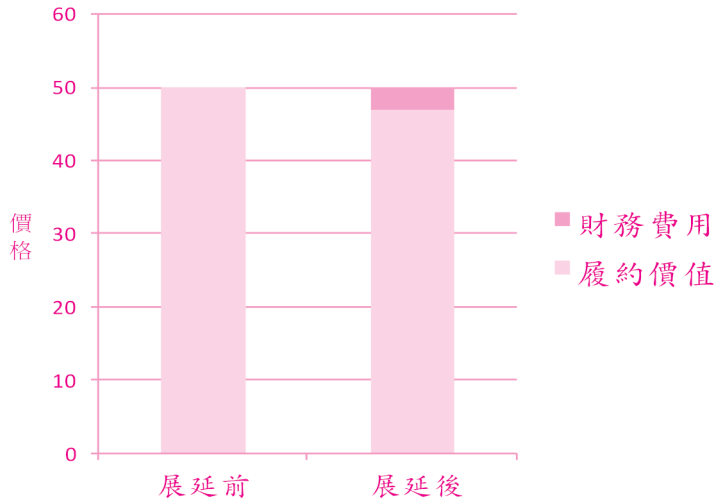
項目	一般牛熊證	展延型牛熊證
發行條款	價內發行	極深度價內發行 (價內程度需達 30%)
限制價之設定	限制價與發行日前一營業日標的證券收盤價之差距應達 10%	限制價與發行日前一營業日標的證券收盤價之差距應達 30%
存續期間	3 個月至 2 年	到期可繼續展延 3-12 個月
發行標的屬性	證交所公告之股票、指數、臺灣存託憑證及指數股票型基金	同左，但發行標的主要為指數或低波動之高配息股票
價格變動度	Delta 值通常趨近於 1，與標的資產價格連動性高。	極深度價內發行，Delta 值通常為 1，與標的資產價格連動性高。

資料來源：臺灣證券交易所企劃研究部提供

貳、展延機制之運作

牛熊證本身的商品結構能夠緊貼標的資產表現而無須支付相關標的資產全部金額，為價內發行且訂有贖回機制，在到期前，相關標的收盤價格（指數）觸及「限制價（或指數）」時，發行人將收回權證，該權證將提早到期並終止買賣。展延型權證於原始牛熊證之架構下，增加展延到期日之條件，發行人於牛熊證到期前二十個營業日申請展延，於最後交易日辦理展延作業，將原有到期日向後遞延，為顧及行政流程的順暢及權證價格平穩，將展延時對市場的衝擊壓縮至最低程度，因此展延機制的設計特點在於，不更動牛熊證價格下，以調整履約價之方式，收取下一期之財務費用。如下圖所示，意即移撥部分牛熊證之價內價值作為下一期之財務費用。

牛證展延前後差異



資料來源：臺灣證券交易所企劃研究部提供

發行人於最後交易日辦理展延時會調整履約價，將下一期財務費用的收取自內含價值中扣除，如此可減少投資人交付財務相關費用予發行人的煩擾過程，也能使牛熊證價格平滑。

展延時之價格調整公式：展延前價格 = 展延後價格

$$S - K = S - K' + K' \times R \times T - K \times R \times d$$

$$K' = K \times (1 - R \times d) / (1 - R \times T)$$

S= 標的市價 K= 展延前履約價 K' = 展延後履約價

R= 財務費用率 T= 展延天數 /365

d= 原最後交易日距原到期日天數 /365

舉下表的例子說明，假設展延型牛熊證行使比例為 0.1，展延期間為 1 年，財務相關費用年率為 3%，原最後交易日距原到期日天數為 2 天，則到期時的調整價格如下：

$$\text{展延時履約價調整} = 50 \times (1 - 3\% \times 2 / 365) / (1 - 3\% \times 1) = 51.54$$

$$\text{財務費用} = 51.54 \times 3\% = 1.5462$$

$$\text{調整後的限制價} = 51.54 \times 52 / 50 = 53.60$$

$$\text{牛證價格} = (100 - 51.54 + 51.54 \times 3\% \times 1) \times 0.1 = 5 \text{ (與展延前價格相同)}$$

牛證價格 $= (100 - 51.546 + 51.546 \times 3\% \times 1) \times 0.1 = 5$ (與展延前價格相同)

	展延前	展延後
標的股價	100	
到期日	103年5月8日	104年5月8日
履約價	50	51.54
履約價值	50	48.46
限制價	52	53.60
財務費用	0	1.5462
財務費用率	3%	3%
牛證價格	5	5

由於展延前後牛熊證的價格相同，即使投資人若不想參與展延時，可以在交易市場直接賣出牛熊證，價格不受展延機制的影響。欲延長投資期間的投資人則只要繼續持有，不須進行任何繁瑣的交易流程。

參、實務投資之示例

國內股市日趨成熟，股市波動性溫和，壓縮波段價差投資法的獲利空間，因此愈來愈多投資人從短期波動操作的追逐者，轉變為存股收息概念的信徒。然而，對於想要息值和價差兩頭賺的投資人來說，收息型的股價波動幅度小，價差獲利空間有限，但期貨及選擇權的槓桿過大，一般習於股票操作的投資人可能無法適應。

展延型牛熊證，其價格與標的連動性高，槓桿倍數適中約3倍，享有權證低成本參與除權息的優勢，槓桿倍數大於融資券的1倍，又低於10~30倍的期貨選擇權商品，屬於過去市場所沒有的「輕食型」槓桿商品，能滿足欲賺取股市息值又想要有適度槓桿的投資人。

展延型牛熊證之標的屬性係波動較小、殖利率較高、每年配息較穩定之股票及指數商品，配合上輕槓桿加乘複利效果，提高總體收息報酬率，如下例所示，若投資人將原本要買進股票之金額，轉而投資展延型牛熊證，則可收到雙倍之息值。

示例說明：設A股票現股為100元，標的為A股票之展延型牛證X證履約價為60元，限制價為55元，行使比例為1，財務相關費用年率為2.5%，存續期間為1年，到期展延1年。

情況一 投資展延型牛證X證之價格計算

若投資人購買標的為A股票之展延型牛證X證，僅需支付41.2元。槓桿程度近2.5倍，

意即投資人若將投資 A 股票之 100 元，拿去購買 X 證，則可買到 2.4 張 X 證。

X 證內含價值 = $100 - 60 = 40$ 元，財務相關費用 = $60 * 2.5\% = 1.5$ 元。

X 證價格 = (內含價值 + 財務相關費用) * 行使比例 = $(100 - 60 + 60 * 2.5\%) * 1 = 41.5$ 元

槓桿程度 = $100 / 41.5 = 2.41$

情況二 當 A 股票上漲或下跌時，X 證價格之反應。

當 A 股票上漲至 101 元，X 證也上漲 1 元；當現股下跌至 99 元，展延型牛熊證亦下跌 1 元，股價連動性幾乎是一比一。

A 股票上漲至 101 元時，X 證 = $101 - 60 + 60 * 2.5\% = 42.5$ 元

A 股票下跌至 99 元，X 證 = $99 - 60 + 60 * 2.5\% = 40.5$ 元

情況三 A 股票除權息時，X 證之價格反應。

設 A 股票配息 5 元，除息後 A 股價調整為 95 元，但 X 證除息前後價格相同。

X 證調整後之履約價 = 原始履約價 * (除息後之標的價格 / 除息前標的價格) = $60 * 95 / 100 = 57$ 元

X 證調整後之行使比例 = 原始行使比例 * (除息前標的價格 / 除息後之標的價格) = $1 * 100 / 95 = 1.05$

不考慮一天財務費用之遞減，除息後 X 證價格 = (除息後標的價格 - 調整後之履約價 + 財務費用) * 調整後之行使比例 = $(95 - 57 + 1.5) * 1.05 = 41.5$ 元 → 與除息前相同

情況四 展延時 X 證之價格不變

設標的股價填息，於展延時漲回 100 元，調整後之 X 證履約價 57 元，調整後行使比例為 1.05。設原最後交易日距原到期日天數為 2 天

則展延前 X 證價格 = $(100 - 57) * 1.05 = 45.15$ 元

展延後 X 證之履約價 = 履約價 * (1 - 財務相關費用年率 * 原最後交易日距原到期日天數 / 365) / (1 - 財務相關費用年率 * 年期)

= $57 * (1 - 2.5\% * 2 / 365) / (1 - 2.5\% * 1) = 58.45$ 元

展延後 X 證之內含價值 = $100 - 58.45 = 41.55$

下一期財務費用 = $58.45 * 2.5\% * 1 = 1.46$

展延後 X 證價格 = $(41.55 + 1.46) * 1.05 = 45.15$ → 與展延前相同

綜上，單純化展延型牛熊證的中長線投資利基，係個股配息配股殖利率與財務相關費用率之差值，乘上槓桿倍數。由前述示例可知，投資人利用展延型牛熊證執行存股策略，透過輕度槓桿的使用，投資展延型牛熊證所獲得之利益率明顯高於傳統單純投資個股的方式。因此，投資人若能了解商品特性，加以靈活運用，將有助於提高投資績效。

肆、投資優勢

相較於市場上其他槓桿投資工具，展延型牛熊證的槓桿倍數較小，但大於融資券，由於其價格與標的價格連動性大，因此習於信用交易的投資人亦可考慮將展延型牛熊證納入投資組合，以提高投資績效。另一方面，展延型牛熊證為權利金交易商品，且設有停損機制，因此不會有信用交易、期貨或選擇權賣方可能發生保證金追繳之窘境。（參表二）

表二 展延型牛熊證與其他商品之比較表

	展延牛熊證	期貨與選擇權	一般權證	融資券
價格	價內發行	單價最低	價外發行	同股票市價
	價格高		價格低	單價最高
槓桿程度	中	最高	高	低
最大損失	全部權利金	可能超過原始保證金	全部權利金	可能超過原始自備款
交易稅賦	證交稅 (成交金額之 0.1%)	期交稅 (合約金額之 0.004%)	證交稅 (成交金額之 0.1%)	證交稅 (成交金額之 0.3%)
財務費用	較低	無	無	較高
投資期間	可多次展延	最短	六個月	六個月

資料來源：臺灣證券交易所企劃研究部提供

展延型牛熊證能滿足不同投資規模的投資人，對小額投資人而言，購買股票的資金門檻高，零股交易會受時間及供給的限制，而且直接買股票將使得操作的靈活度下降，此時投資人可考慮購買展延型牛熊證，一方面能在除權息時透過權證參與，另一方面也能享有股價上漲的利潤。而對資金較大的存股型投資人，亦可考慮將部分持股轉換為展延型牛熊證，由於標的除權息時，該息值反映在牛熊證的履約價值上，投資人於填息後在市場上售出牛熊證，即可獲得同等股息。

由此可知，展延型牛熊證低成本、輕槓桿，與標的價格緊密連動的特性，不但能輔助投資人達成長期投資、穩定收息的目標，更能增益投資部位的操作靈活度，顛覆傳統衍生性商品短進短出、高波動高風險的刻板印象。

伍、交易須知及投資風險

衍生性金融商品的獲利來自倍數操作，但虧損加倍的風險不可不慎，達到中長期投資且收益穩定的效果，投資展延型牛熊證時，建議選擇連結標的除指數外，可選擇「防禦型股票」，如電信業、天然氣業、通路業、等等與「民生消費」相關產業，即波動度較溫和且長期配股配息的企業股票，掌握高殖利率、高配息穩定度及低波動率等三大要件，將能有效降低風險。

展延型牛熊證雖為深價內發行，但仍保有牛熊證設定限制價的特點，因此在風險方面，投資人必須特別注意，如果股價走勢不如預期，大幅呈反向走勢，一旦標的市價觸及限制價，展延型牛熊證會提前到期下市。而且展延型牛熊證在期初時的評價上，已收取整期的財務相關費用，若觸及限制價提前下市，投資人將損失後續至期末的財務相關費用。因此，投資人於展延時，應留意價內程度是否足以因應連結標的未來所預期的波動空間，而投資人若不願意參與展延，則可直接在市場上售出所持有之權證。

另一方面，展延型牛熊證之證券代碼共計 6 碼，前 5 碼為數字，第 6 碼為大寫英文字母 X，不同於一般牛熊證，在購買時應注意。另指數型牛熊證於到期時調整履約價格會加計考量指數成份股於存續期間內配股配息之報酬率，建議投資人於投資前詳讀發行人之公開銷售說明書，了解投資細節，更能精準掌握商品特性，安穩投資。

陸、結語

經濟環境變遷引導投資需求之變化，追求中長期投資之參與者日益增多，過往的權證商品皆屬短期投資工具，即使投資人欲長期投資同一檔權證，但權證到期後，投資人須再耗時費力尋找市場上條件相符之權證商品，大幅降低投資效率性，致中長期投資人無意願參與權證市場，故應用牛熊證商品與資產價格高度連動之特性，發展更符合市場需求之商品規格，實屬必然。因此，於牛熊證原有發行條件下，增加展延型機制，推行展延型牛熊證，將能提高投資效率，大幅減少投資人換倉及搜尋投資工具之成本，提供不同類型投資人更多樣化的選擇。

國內市場日益成熟，價值型投資策略逐漸成為主流，中長線投資族群明顯增加，故金融商品更應與時俱進，了解市場需求及業者意願，發行展延型牛熊證商品，對投資人而言，不僅能以較低之資金成本及適度槓桿，長期參與股市息值配發，符合更多樣化之理財需求，也為投資人免除權證到期後，須再投入之搜尋成本；對發行人而言，發行展延型權證除能吸引中長期投資人及法人客戶，開拓新的客戶來源之外，也可降低牛熊證到期時，需要大量買進或賣出部位之流動性風險。對整體市場來說，展延型權證能提供不同屬性投資人多樣化之投資工具，進一步吸引更多的參與者進入權證市場，鑑於投資

人、發行人及證券市場之三贏利基，推行展延型權證將有助於擴增我國權證市場之成交量及成交值。

~ 信用交易應循合法管道 ~

投資人從事信用交易應透過主管機關許可之合法業者，避免與非法從事兩種墊款之不法業者往來，以免損及自身權益。