

【專題一】

# 簡介權證市場制度



許致德 ( 證期局 )  
科 員

## 壹、前言

權證係衍生性金融商品之一種，其商品本質與期貨市場之選擇權相近，均屬買方付出權利金後，即擁有於特定期間內或一定時點，向賣方依事先約定之履約價格，買進或賣出一定數量之連結標的，或直接以現金結算方式收取價差之權利，而賣方則負有接受買方要求之義務，故買方均具有損失有限（最大損失為權利金）、獲利無限（即標的價格與履約價格二者價差）之高槓桿特性。然而，權證並非於期貨市場交易之標準化規格商品，而係由證券商所發行並單方面決定發行條件，依其連結標的市場別而於集中市場或店頭市場掛牌交易，其商品特性及市場制度與上市（櫃）股票全然不同。

我國權證市場投資人以散戶為主，面對市場上琳琅滿目的權證商品，多數投資人只看到投資門檻低且槓桿大，妄想以小搏大，一夕致富，卻因對商品特性認識不清，又疏於對市場制度進行基本的瞭解，未能洞悉高槓桿背後所隱含的風險，導致未蒙其利先受其害，少數人甚至嚐過「歸零膏」的滋味。其實，所謂「水能載舟，亦能覆舟」，權證只是一種金融商品，可以使人享受倍數於股票獲利的好處，也可以使人三兩天就蒙受鉅大損失的煎熬，端看投資人交易心態把權證當做「投資」或「賭博」的工具，倘若當做一種投資工具，務必先瞭解商品特性及市場制度，降低犯錯繳學費之金額及次數，長久下來才能成為市場上的贏家。

因此，本文將先介紹權證市場制度架構，再精鍊財務工程上令人費解之權證評價及相關風險涵義，期能使投資人瞭解相關規範之餘，並能對權證商品有更進一步之認識，解決交易上常見之疑惑。

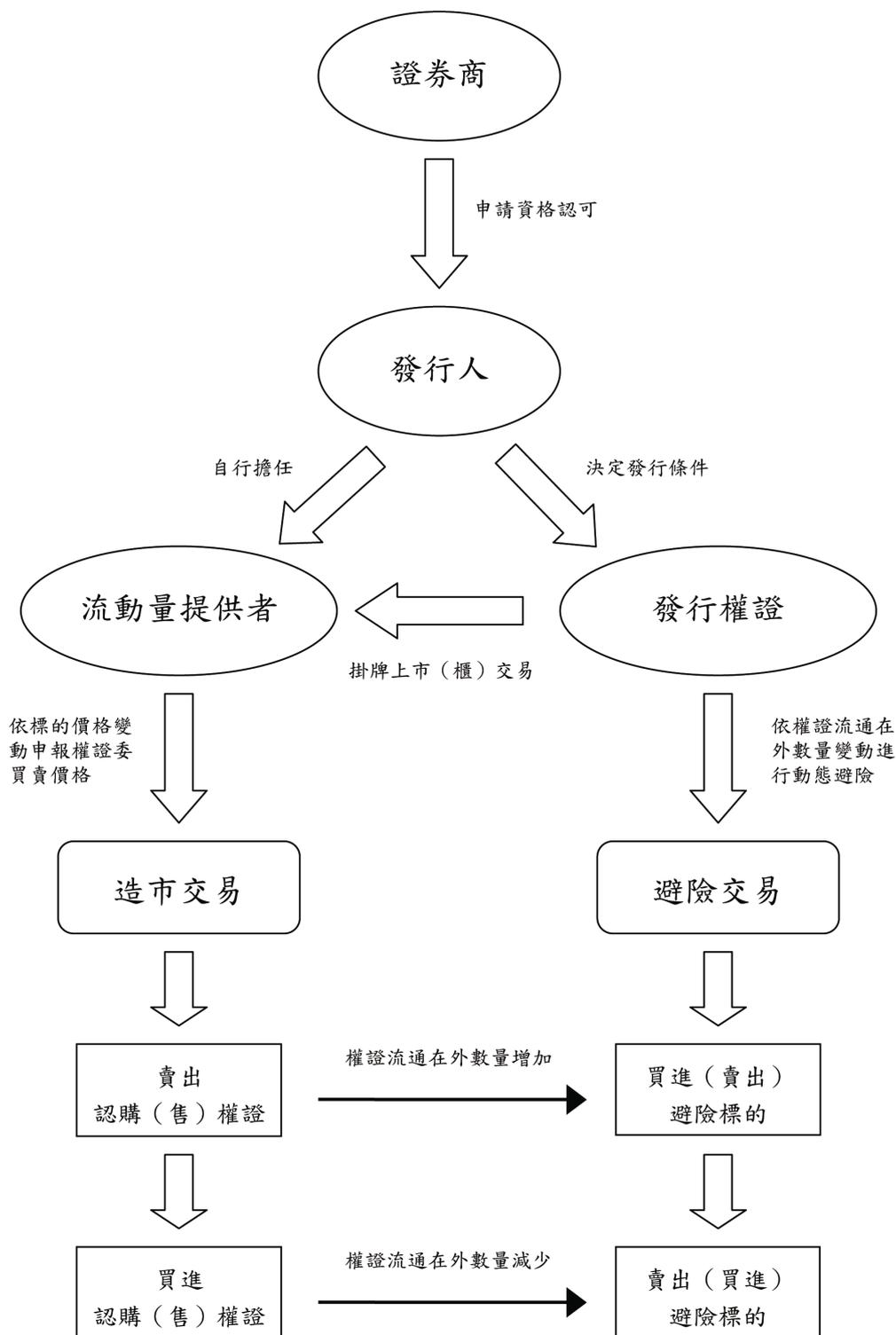
## 貳、權證市場制度架構

我國權證市場之運作架構，簡言之，即證券商先向主管機關申請取得權證發行人資格，決定權證之履約價格、行使比例、存續期間、定價波動率等發行條件，發行權證並上市（櫃）市場掛牌交易後，身兼流動量提供者之角色，對所發行之權證依標的價格之變動，進行申報委買賣價格之造市交易，同時再依權證賣出流通在外數量之變動，計算應避險部位，反向進行避險交易對沖風險，鎖住發行權證之利益，如圖一所示。

權證市場主要法源依據為金管會之「發行人發行認購（售）權證處理準則」（下稱處理準則），再因權證連結上市（櫃）標的而異，有掛牌於集中市場或店頭市場之區別，故分別授權證交所及櫃買中心訂定相關規範，其中，常用法規包含證交所「認購（售）權證上市審查準則」（下稱上市審查準則）、櫃買中心「證券商營業處所買賣認購（售）權證審查準則」（下稱上櫃審查準則）及證交所與櫃買中心分別訂定之「認購（售）權證流動量提供者作業要點」（下合稱作業要點）等<sup>1</sup>。茲依權證市場制度架構作以下說明：

<sup>1</sup> 證券暨期貨法令判解查詢系統 (<http://www.selaw.com.tw/new.asp>) 可查閱法規完整內容。

圖一：權證市場運作架構



## 一、權證發行人

按處理準則第 3 條規定，所稱「發行人」係指非屬標的證券發行公司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，即為綜合證券商。上市審查準則第 4 條及上櫃審查準則第 5 條更明確規定，應符合股東權益達新臺幣三十億元以上之標準，如股東權益係介於新臺幣十億元至三十億元之間，則應與其他金融機構簽訂保證協議書及保證契約，保證契約中之保證金額至少應為該次發行權證之發行數量 x 履約價格 x 行使比例之 20%。

證券商除上述股東權益標準外，尚應符合淨值不低於實收資本額、一定評級之信用評等、申請日前半年自有資本適足比率應達 200% 以上、提出預定之風險沖銷策略等財務條件及其他相關規定，方得依處理準則第 5 條規定，檢具「發行認購（售）權證資格認可申請書」向證交所及櫃買中心提出申請，經加具審查意見函報金管會審核同意，且核給發行認購（售）權證之資格認可後，始得辦理權證業務<sup>2</sup>。

此外，若係外國機構總（母）公司申請為發行人者，須由其（或持股 100% 之子公司）在台分支機構以其名義申請，股東權益及自有資本適足比率等財務條件，則以該外國機構總（母）公司為審查基準。由於現行對外國機構發行人確有些微不同之規定，如後續將談到之發行人可發行額度限額，及強制匯入避險資金等規定，多少阻礙外國機構發行人來台發展權證業務之意願，期待未來能營造出更友善之經營環境，俾利引進國外經驗，為我國權證市場注入新的活力，增進國際上之競爭力。

## 二、發行人申請發行權證

發行人發行權證就像扮演產品生產者之角色，除產品本身必須符合市場需求外，尚存在其他競爭廠商的挑戰，產品品質及價格都需面對市場需求者之檢驗。是以，發行人發行權證多以市場需求決定連結標的，及發行認購或認售權證之比例，並就同一連結標的發行深價外（資金成本最低，但與標的股價連動性最低）、價外、價平、價內及深價內（類似牛熊證，資金成本最高，但與標的股價連動性最高）等各種價內外程度之權證<sup>3</sup>，滿足各種投資人之風險偏好，同時考量其他發行人所發行

<sup>2</sup> 截至 102 年 8 月底，證券商取得發行人資格者共計 24 家，名單詳：[http://mops.twse.com.tw/mops/web/t49asb05\\_q1](http://mops.twse.com.tw/mops/web/t49asb05_q1)

<sup>3</sup> 認購權證的標的價格大於履約價格稱為「價內」，相等稱為「價平」，小於稱為「價外」，其價內外程度公式為〔標的價格（S）－履約價格（K）〕÷履約價格（K），認售權證則剛好相反。一般投資人多選擇價外 10% 至價內 10% 以內的權證，以兼顧資金成本及與標的價格之連動性。

相同連結標的之權證，決定其他發行條件。畢竟，發行人發行權證必須賣出予投資人才有獲利之可能，故以市場導向決定權證發行條件，理所當然。

另外，為保障投資人權益及維持市場穩定，發行人發行權證有連結標的及相關發行額度限制，茲介紹如下：

#### （一）連結標的規定

目前權證得連結之標的範圍，按處理準則第 8 條規定，包括符合證交所或櫃買中心所定條件之上市（櫃）且股票、指數股票型證券投資信託基金（ETF）、臺灣存託憑證（TDR）、證交所或櫃買中心公告之指數、及符合特定條件之外國證券或指數等。相關條件則規範於上市（櫃）審查準則第 11 條，例如連結標的為上市（櫃）股票者，應符合標的證券市值達新臺幣一百億元（四十億元）以上、最近三個月成交股數占已發行股份總額之比例達 20%（10%）以上，或最近三個月月平均成交股數達一億股（三千萬股）以上、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等三項條件，並以證交所及櫃買中心每季公告名單為準。

#### （二）標的證券可發行額度規定

為避免單一標的證券因權證發行單位過多，致發行人避險交易對現貨價格造成影響，依上市（櫃）審查準則第 10 條規定，權證連結標的為國內外股票、ETF 及存託憑證等標的證券者，均訂有可發行權證額度之規定。例如連結標的為國內股票者，國內權證發行單位所表彰之認購（售）標的證券股數與現有其他已上市（櫃）認購（售）權證同一標的證券之合計數，不得超過該標的證券發行公司已發行股份總額扣除特定股份後之 22%。

#### （三）發行人可發行額度規定

為防止發行人之權證業務風險過度集中，就發行人可發行權證總量訂有上限，依上市（櫃）審查準則第 12 條規定，發行人已發行未到期之所有權證及其擬發行權證之市價總額，依其信評等級高低，依序不得逾其合格自有資本淨額乘上 60%至 10%。

#### （四）權證註銷與增額發行機制

因發行人發行權證有上開「標的證券可發行額度」及「發行人可發行額度」等發行額度限制，當權證發行數量逼近發行額度限制，即不得再新發行權證。而權證之註銷及增額發行機制，即發行人就權證發行數量作增減之行為。

所謂權證註銷機制，依上市（櫃）審查準則第 10 條之 1 規定，即發行人將所發行而未流通在外之權證，「自行申請註銷」或「強制註銷」一定之發行數量。其中，「強制註銷」係權證滿足距到期日 2 個月內且流通在外比例低於 5%或 10%之條件，即強制發行人註銷權證發行單位分別至實際發行單位總數 20%或 30%，此乃為因應發行人多年來面臨發行額度不足困境，於去（101）年底所施行之新措施。

相反地，權證增額發行機制即增加權證之發行數量，依上市（櫃）審查準則第 9 條第 2 項規定，只要權證距最後交易日至少十個營業日，且流通在外比例達 90%以上，發行人即可以相同之發行條件增加該檔權證之發行數量。此機制亦為去（101）年底所施行之新措施，主要目的係為使發行人有足夠之權證庫存部位進行造市，避免有心人士搜刮權證部位後，假扮造市商的角色坑殺其他投資人，增進權證價格之合理性及穩定性，落實「權證流動量提供者機制」。

### 三、權證流動量提供者

按「市場流動性」係指資產能夠以一個合理價格順利變現之能力，若市場上有許多買家及賣家，流動性則非常高，俗稱「好買好賣」。我國權證市場早期存在許多流動性問題，部分發行人發行權證並於市場上賣出後，即任由投資人間相互交易，衍生權證價格偏離合理價格，或權證持有人面臨無法出脫等「不好買不好賣」之問題，致權證市場規模始終成長緩慢。於是，自 98 年起參酌香港權證市場制度導入「權證流動量提供者機制」，即是賦予發行人對所發行權證提供流動性之義務，扮演造市商之角色，使權證「好買好賣」，消弭投資人長期以來對權證流動性之疑慮，重新建立交易權證之信心。

我國係由證交所及櫃買中心分別訂定「認購（售）權證流動量提供者作業要點」，規範流動量提供者對上市（櫃）權證報價之相關細節。依作業要點第 2 點及第 3 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，且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。實務上，發行人都係「自行擔任」所發行權證之流動量提供者，以確實依內部所定交易策略，執行權證之造市及避險交易。

### 四、權證造市交易

#### （一）流動量提供者專戶

發行人自行擔任流動量提供者，依作業要點第 4 點第 1 項規定，應申請設立專戶（帳號為 888888-5）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，避免以自行成交方式操縱權證價格，並真實反應權證

市場投資人之交易量；第 4 點第 2 項則規定，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，以減輕其造市買賣權證之交割成本，善盡其造市義務。

## （二）履行報價方式

作業要點第 6 點規定，流動量提供者須於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。所謂「回應報價要求」係屬被動報價方式，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；實務上，流動量提供者則多採「主動報價」方式，即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，且每筆報價數量限制最低不得小於十張，並為避免其因反應避險成本而過度拉大買賣價差，損及投資人權益，證交所及櫃買中心督促證券商內控訂定最大委買賣價格差距不得超過十個升降單位（ticks）<sup>4</sup>，且作為審核權證得否發行之條件。

流動量提供者申報之最佳委買賣價格差距及委買賣數量多寡，可作為判斷其造市品質之依據，而在同業競爭之下，通常委買賣價差不致過大，委買賣數量多為數百張，且申報多檔報價，藉由營造權證良好之流動性，吸引投資人交易。

## （三）不提供報價時機

流動量提供者機制在賦予發行人造市義務的同時，考量造市及避險交易若遇有特殊情況，實務上確實有執行之困難，故作業要點第 7 點明定流動量提供者於下列時機得不提供報價之權利：（1）市場開盤後五分鐘內（給與發行人時間觀察現貨價格變動走勢）、（2）權證之標的證券暫停交易（無法執行避險交易）、（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位時，得僅申報買進（無權證庫存部位可賣）、（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，實務上常見文字包括：（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（因標的價格漲停無法買進避險部位）、（b）價內程度超過 30%（含）之權證，僅申報買進價格（因避險成本較高）、（c）權證理論價值低於 0.01 元（含）的權證（受限於委買賣報價最低價格為 0.01 元，無法以更低的

<sup>4</sup> 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。實務上，權證價格多為五元以下，交易單位為 0.01 元。

價格進行報價）、（d）流動量提供者在日常運作出現技術性問題時（如交易系統異常致無法造市或避險等）、（e）發行人無法進行避險時等。詳細完整內容依作業要點第 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<sup>5</sup>，投資人亦可直接透過公開資訊觀測站之認購（售）權證專區查詢。

#### （四）相關監理

流動量提供者制度實施後，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，為維護投資人權益，證交所及櫃買中心依每日監控各檔權證每筆報價之間隔時間、停留時間、委託數量、委買賣價差、有否自行成交等事項，是否合於上述造市規範，若接獲投資人申訴案件，則進行專案查核，如確認有違規情事，將依作業要點第 9 點規定，按情節輕重函請其注意改善、處以違約金、限制一個月內不得發行權證等處置。

### 五、權證避險交易

當發行人發行並賣出權證予投資人將持有曝險部位，如同選擇權賣方一般，將面臨市場價格變動之風險。然而，發行人賣出權證係賺取買賣價差及時間價值，並非扮演賭場莊家與投資人對賭，故同時進行避險交易對沖市場風險以鎖住獲利，賣出認購權證作多避險標的，賣出認售權證則放空避險標的，嗣後當投資人賣回權證時，則反向交易避險標的。發行人於所發行權證之存續期間內，即不斷因應權證賣出流通在外數量之增減，調整避險標的部位以維持風險中立，最後，當權證到期下市，其避險標的部位可直接與投資人實物交割，或於市場上賣出現金結算予投資人，此即所謂的「動態避險」。

#### （一）發行人避險專戶

如同自行擔任流動量提供者並設立流動量提供者專戶，實務上發行人亦依上市審查準則第 14 條及上櫃審查準則第 19 條規定自行避險，於自營商帳號下設立避險專戶（帳號為 888888-8），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；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。

#### （二）合併避險

<sup>5</sup> 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。

按上市審查準則第 16 條及上櫃審查準則第 21 條規定，發行人因權證避險所採之金融工具，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，且就同一標的證券之國內認購（售）權證、議約型認購（售）權證、結構型商品、股權衍生性金融商品及海外認購（售）權證之避險部位，得相互抵用。

因證券商就同一連結標的發行認購（售）權證或其他店頭衍生性金融商品，依賣出商品屬性而有建立多頭或空頭避險部位之需求，例如賣出認購權證須作多避險標的，賣出認售權證則放空避險標的，兩者避險交易方向恰好相反，產生多頭與空頭部位互抵效果，倘合併計算應避險淨部位後進行交易，可減少股票買賣次數，增進證券商整體避險效率，故現行制度允許證券商所發行之權證與其他店頭衍生性金融商品得於避險專戶內進行合併避險。

## 參、權證評價及相關風險

### 一、權證評價

權證既然屬於選擇權的一種，兩者評價方式自然相同，其價格亦為內含價值（即標的價格與履約價格之價差）與時間價值（即權證價格與內含價值之差額）之總和。當權證到期時，時間價值將歸零，以結算價格計算之內含價值為權證之履約價值，故權證於存續期間內之理論價格，可理解為到期日履約價值之預期現值，即隱含期望值之概念。實務上，多以「布萊克-修斯選擇權評價模型（Black-Scholes Option Pricing Model，以下簡稱 B-S 模型）」作為評價權證理論價格之主要依據，該模型發現影響權證價格（ $W$ ）之主要因素包括標的價格（ $S$ ）、履約價格（ $K$ ）、標的價格波動率（ $\sigma$ ）、距到期日天數（ $T$ ）及利率（ $r$ ）等五項，一般性數學公式表示為  $W=W(S, K, \sigma, T, r)$ 。茲整理權證價格與其影響因素的變動關係如表一，並逐一介紹如下：

#### （一）標的價格（ $S$ ）

當標的價格愈高，認購權證到期時具有履約價值之可能性愈高，價格自然愈高，認售權證到期時具有履約價值之可能性則愈低，價格自然愈低，標的價格變動實為決定權證價格變動之主要因素。但須特別注意標的價格與履約價格間之價內外程度關係，深度價外的權證固然價格較低，惟到期時具有履約價值之可能性也較低，致與標的價格變動之連動性較差，投資時應特別小心。

#### （二）履約價格（ $K$ ）

履約價格即投資人於權證到期時，向發行人行使權利買入或賣出連結標的之約定價格，以認購權證而言，履約價格愈高代表到期時買入連結標的之成本愈高，或

到期時具有履約價值之可能性愈低，故權證價格愈低，以此類推，認售權證則剛好相反。一般而言，履約價格於權證存續期間內並不會變動，惟若遇上連結標的證券公司辦理配發股息紅利、增資、減資、股票分割、合併等影響標的價格之情形，履約價格將隨之進行調整<sup>6</sup>，並不會損及投資人權益。

### （三）標的價格波動率（ $\sigma$ ）

標的價格波動率愈大，代表標的價格大漲或大跌之機率愈大，故權證到期時具有履約價值之可能性愈高，權證價格愈高；反之，權證價格則愈低。特別說明的是，發行人發行權證時所設定之標的價格波動率稱為「定價波動率」，大致上係以連結標的之歷史波動率加計發行成本及合理利潤，並參考其他權證之定價波動率後所設定；至權證上市（櫃）交易後，以市場上之權證價格反推之標的價格波動率值，即為權證之「隱含波動率」。「隱含波動率」之概念及應用對權證交易至關重要，將在下文再作介紹。

### （四）距到期日天數（T）

權證價格既然隱含期望值之概念，距到期日天數愈長，代表可以凹單的時間愈久，到期時具有履約價值之可能性愈高，故時間價值愈高，權證價格自然愈高。反之，權證距到期日天數愈短，標的價格於所剩不多之存續期間內大漲（跌）超過履約價格，使該檔權證到期時具有履約價值之可能性愈低，權證價格自然愈低，此亦為快到期權證與其連結標的價格之連動性較差之原因。另外，到期日是結算權證是否具有履約價值，該日前二個交易日才是權證的最後交易日。

### （五）利率（r）

當市場利率愈高，代表資金借貸成本愈高，購買股票的資金成本愈高，因此投資金額較小的認購權證變得相對具有吸引力，權證價格自然愈高；另一種想法是，認購權證是一種未來買進連結標的之權利，相當於延遲給付買入連結標的之價金，當市場利率愈高，延遲給付價金可得之利息收入愈高，該認購權利愈有價值，權證價格愈高，故認購權證價格與利率為正相關。反之，認售權證價格與利率則為負相關。一般而言，發行人係於發行權證時設定利率水準，爾後於權證存續期間內將不再調整。

<sup>6</sup> 證交所及櫃買中心訂有業者參考之調整公式，惟實際上投資人仍應以權證上市（櫃）公告或公開銷售說明書上所載為主。

表一：權證價格與影響因素的變動關係

影響因素	認購權證價格	認售權證價格
標的價格	正相關	負相關
履約價格	負相關	正相關
標的價格波動率	正相關	正相關
距到期日天數	正相關	正相關
利率	正相關	負相關

## 二、風險參數

通常情況下，投資人係對標的價格趨勢先有看法，受限於資金部位或單純想擴大槓桿效果，才以權證作為投資工具，當標的價格趨勢看對了，自然享受獲利的果實。然而承上所述，除標的價格之外，尚有履約價格、標的價格波動率、距到期日天數及利率等四項影響權證價格之主要因素，其中，履約價格及利率為常數，於權證存續期間內並不會變動，距到期日天數則逐日減少，非人為所能控制，故可謂權證交易主要係交易標的價格（S）及標的價格波動率（ $\sigma$ ）等二項因素之變動，若再加上距到期日天數（T）之減少，即為權證價格變動之主要風險來源，實務上係將B-S模型進一步量化評估，並常以希臘字母（Greeks）表示其衍生之風險值<sup>7</sup>如下表二，茲依序介紹如下：

表二：權證價格影響因素與其風險值

影響因素	風險值	說明
標的價格	Delta	標的價格變動，引起權證價格之變動
	Gamma	標的價格變動，引起Delta值之變動
標的價格波動率	Vega	標的價格波動率變動，引起權證價格之變動
距到期日天數	Theta	距到期日天數變動，引起權證價格之變動

### （一）Delta 值

Delta 值係用來衡量權證價格對標的價格變動之敏感度，例如 Delta 值為 0.5 即表示標的價格每上漲 1 元，認購權證價格則上漲 0.5 元。認購權證 Delta 值介於 0 到 1 之間，呈正相關，認售權證 Delta 值則介於 0 到 -1 之間，呈負相關，與前述權證價格及標的價格之變動關係介紹相符。

此外，權證價內外程度係決定 Delta 值高低之最主要因素，深價內權證由於已具有履約價值，其價格變動幅度與標的價格變動幅度，將隨價內程度逐漸趨於相同

<sup>7</sup> 目前市場上多數發行人或財經網站可查詢權證之 Greeks 風險值，且該值已依行使比例進行調整。

，如再加上距到期日愈近之條件，權證到期時仍具有履約價值之確定性愈高，故 Delta 值將趨近於 1 或 -1，與標的價格之連動性最高；反之，深價外權證縱使標的價格大幅度變動，仍難以具有履約價值，故其 Delta 值將隨價外程度逐漸趨近於 0，與標的價格之連動性最低；價平權證 Delta 值則多介於 0.5 到 0.6 之間。

而對發行人而言，Delta 值代表「避險比例」之概念，用以計算發行人賣出權證後之應避險部位，例如賣出 1 單位 Delta 值為 0.5 之認購權證，當標的價格每上漲 1 元，認購權證價格上漲 0.5 元，發行人將產生虧損 0.5 元，故應避險部位為 0.5 單位連結標的，確保發行人賣出權證損益不因標的價格變動而受影響，此即「Delta 中立避險」。

## （二）Gamma 值

Gamma 值係用來衡量 Delta 值對標的價格變動之敏感度，表示當標的價格每上漲（下跌）1 元，Delta 值增加（減少）之幅度，其值恆為正。由於當權證處於深價內或深價外時，Delta 值將分別趨近於 1 或 0，即完全反應或完全不反應標的價格漲跌，此時標的價格變動對 Delta 值之影響甚微，故 Gamma 值趨近於 0；而價平權證因價格變動幅度最大，Gamma 值最高。實務上，Gamma 值對投資人交易決策之影響性較小，對發行人避險交易之影響性較大，惟發行人避險交易非本文重點，不在此贅述。

## （三）Vega 值

Vega 值係用來衡量權證價格對標的價格波動率變動之敏感度，表示當標的價格波動率每變動 1%，權證價格之變動量，因標的價格波動率與權證價格為正相關，故 Vega 值恆為正。此外，由於深價內（深價外）權證趨近於完全反應（不反應）標的價格漲跌，標的價格波動率變動對權證價格之影響性極小，故 Vega 值趨近於 0；而價平權證價格對標的價格波動率變動之敏感度最高，Vega 值最大。

實務上，因投資人係買賣證券商所申報之委買賣價格隱含波動率，大多挑選隱含波動率趨勢較為穩定之權證，故 Vega 值對交易決策之作用較小，僅用來估算證券商倘不當調降隱含波動率可能產生之權證價差損失。

## （四）Theta 值

Theta 值係用來衡量權證價格對距到期日天數變動之敏感度，表示距到期日天數每減少 1 日，權證價格之減少量，其值恆為負，此即權證時間價值之每日減損幅度。另外，深價內外權證所含之時間價值較少，每日減損幅度也較小，故 Theta 絕對值較低，而價平權證所含之時間價值最多，每日減損幅度也最高，故 Theta 絕對

值最高。

綜上所述，對投資人而言，深價內權證雖然價格較貴，投資資金成本較高，惟 Delta 值較接近於 1，與標的價格之連動性較高，且 Theta 絕對值較低，每日減損之時間價值較少，不失作為現貨市場中替代期貨商品之絕佳投資工具；相較之下，對發行人而言，深價內權證之避險資金成本較高，每日可賺取之時間價值卻較少，或許為市場上發行檔數較少之原因。

### 三、隱含波動率之涵義

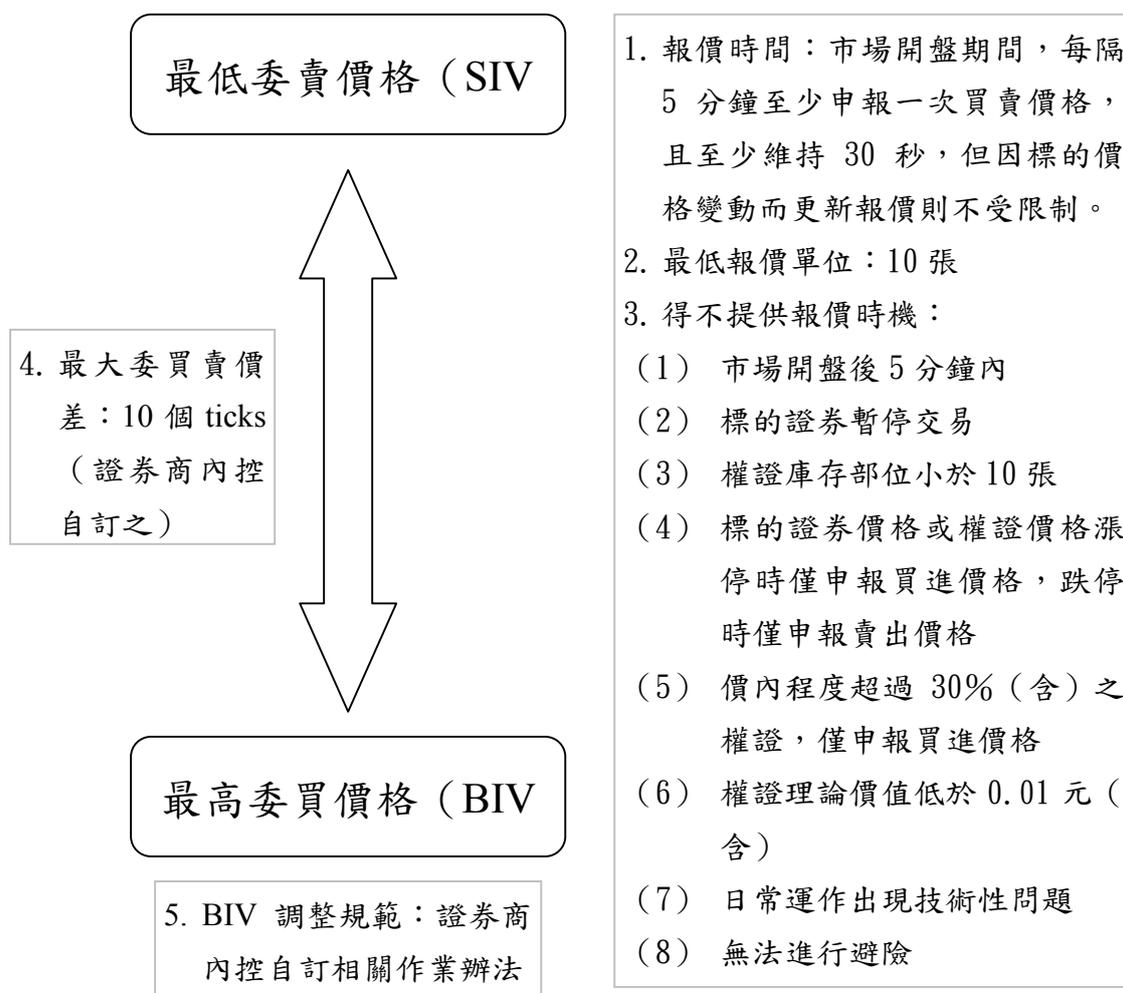
隱含波動率 (Implied Volatility, 簡稱 IV) 係在 B-S 模型下，給定標的價格、履約價格、距到期日天數及利率等四項主要因素，以市場上之權證價格反推之標的價格波動率值，故權證價格愈高，反推出來的隱含波動率值愈高，兩者為正相關。另外，依權證委買賣價格及成交價格之不同，衍生委買價格隱含波動率 (BIV)、委賣價格隱含波動率 (SIV) 及成交價格隱含波動率 (IV) 等三種，且委買價格隱含波動率 (BIV) 小於等於成交價格隱含波動率 (IV) 小於等於委賣價格隱含波動率 (SIV)。

由於權證市場特有的造市制度，投資人買賣權證之交易相對人多為證券商，當投資人以證券商之委賣價格隱含波動率 (SIV) 買入權證，在其他條件不變下，再以證券商之委買價格隱含波動率 (BIV) 賣回權證，其中所損失之價差，即前述證券商為反應避險成本所申報委買賣價格價差，此乃證券商之正常利潤，投資人應付之交易成本。惟若投資人賣回權證時，委買價格隱含波動率 (BIV) 遭到證券商不合理的調降，投資人買賣權證間所損失的價差便會擴大，故證交所及櫃買中心分別依上市審查準則第 17 條及上櫃審查準則第 23 條規定，督促證券商應於其內部控制制度中，就調整委買價格隱含波動率 (BIV) 訂定可供執行之相關作業辦法，不得有影響市場價格公平性及損及投資人權益之情事，並檢核內容之合理性及是否符合同業常規，且如有投資人申訴權證報價異常，將進行實質查核。

此外，因權證交易主要係交易標的價格及標的價格波動率等二項因素之變動，故標的價格波動率本身即可作為交易上之依據。理論上，在標的價格等其他條件不變之情形下，標的價格波動率愈高，權證價格應愈高，理想之證券商報價情形，應係其委買賣價格隱含波動率與標的價格波動率呈現同向變動。然而，實務上證券商尚須考慮其他因素，常致投資人反應證券商自大量賣出權證後，即逐漸調降委買價格隱含波動率，與標的價格波動率變動趨勢相背之情事，故宣導時多提醒投資人應儘量挑選委買價格隱含波動率趨勢較為穩定之權證，確保合理之買賣價差。

茲彙整本文所提證券商造市報價之相關規範如圖二所示。

圖二：證券商造市報價相關規範



## 肆、結語

綜前所述，標的價格係影響權證價格漲跌最主要之因素，且因權證時間價值逐日減損之特性，故選擇趨勢明確、短期內具爆發潛力之連結標的，係確保交易獲利的第一步。接著於交易過程中，證券商造市品質則為能否順利實現獲利之重要關鍵，諸如權證委買賣量多寡、價差大小、隱含波動率變動等指標，攸關權證之流動性及價格之穩定性，投資人可透過「權證資訊揭露平台<sup>8</sup>」查詢相關資訊，評斷證券商

<sup>8</sup> 權證資訊揭露平台 (<http://warrants.sfi.org.tw/>) 可查詢權證之基本資料、隱含波動率及流動性等資訊。

造市品質，作為挑選權證之主要依據。

最後想提醒投資人的是，交易心態才是決定長期下能否成為市場贏家的關鍵。都說賭徒十賭九輸，投機搶短線的投資人聽說也是九成輸家，兩者勝率接近是因為交易心態相同，本質上都是賭博行為。賭博二字看似為貶意詞，其實就只是交易不確定性之行為，和日常生活中作決定之行為並無不同，例如要不要買彩券、要不要買保險、要不要買房子、要不要結婚等。然而，一般人面對不可預知的將來，作決定前總要斟酌再三，賭場或市場的贏家總是謹慎挑選對自己有利的賭局，確保維持較高的勝率，輸家就單純把勝負交給老天，並禱告自己參加的至少是場公平賭局，還要能贏錢！誠然，權證具有衍生性金融商品之複雜性，須作足功課方得理解其商品特性及交易制度，倘若投資人不求甚解，抱持著不正確的交易心態貿然進場，勢必很難成為贏家，不可不慎。



**買賣有價證券應先至公開資訊觀測  
站 (<http://mops.twse.com.tw/>) 查  
詢公司財務業務資訊，以維權益。**