

【專題一】



我國認購（售）權證發行人評等制度介紹

許雅華（證期局科長）

李宜雯（證期局稽核）

壹、前言

我國自民國（下同）86年6月開放證券商發行認購（售）權證至今已逾廿年，自實施以來，金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）為健全我國權證市場，持續督導臺灣證券交易所股份有限公司（以下簡稱證交所）及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心（以下簡稱櫃買中心）推動發行面及交易面等多項制度與法規之變革，包括權證商品種類逐步朝向多元化發展，降低發行人之發行成本，提升發行人造市品質並活絡權證交易等，凡此皆是促成我國權證市場穩健成長至今日規模，並提高投資人對市場信心的重要關鍵。

揆諸歷來論及我國權證市場發展之相關文獻，大多僅側重於市場制度或權證商品探討，鮮少提及我國特有的權證發行人差異化管理措施（權證發行人評等制度）。有鑒於此，本文擬針對差異化管理措施之推動歷程及執行情形深入介紹，另為便於讀者閱讀與參考，於附錄簡述我國權證市場發行、交易、造市及避險制度等，以及相關制度規範與權證發行人差異化管理措施之關聯。

貳、權證發行人差異化管理措施推動緣由

我國權證業務開放初期，市場發行量及交易量低迷，成長緩慢，96 年所得稅法增訂第 24 條之 2，允許發行人因權證避險買賣有價證券或衍生性金融商品之交易所得或損失，得併計發行認購（售）權證之損益課稅，使權證發行人稅務成本大幅下降，權證市場的發行量開始顯著成長。

當時每檔權證上市（櫃）前仍需符合股權分散相關規定，使得權證市場存在發行人先洽商特定人以發行價格參與認購，再於該權證上市（櫃）當日，以略高於發行價格自市場上買回，造成當天該檔權證成交量異常增加之現象；此外，發行人亦可於其避險專戶內自行買賣所發行的權證，產生交易活絡假象。又發行人雖會買賣自家發行的權證以刺激市場買氣及建立口碑，卻時有投資人詬病無法以合理價格買到權證，或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仍然成長緩慢。

為進一步拓展權證市場規模，並借鑒香港權證市場自 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，於 98 年 1 月 5 日取消股權分散相關規定，同時實施權證流動量提供者機制。由於造市者的主要功能在提升交易市場價格連續性、穩定性及流動性，並協助市場促成交易，是以，該等制度實施後，市場交易回歸正常供需，也有報價與流動量提供投資人參考，帶動權證市場發行量及成交金額成長，權證商品逐漸為投資人及媒體所關注，也改善投資人想買買不到或想賣賣不掉的流動性問題。

權證流動量提供者制度雖要求權證發行人或其委任之流動量提供者於權證掛牌期間應善盡回應報價要求及主動報價之責任，惟仍須顧及造市證券商避險執行之需要給予適當之彈性，例如最低造市數量之豁免條款及得不造市時機等（詳參閱附錄二之三及附錄二之四），使得投資人對權證造市制度仍有諸多質疑，包括指摘發行人有刻意調降權證委買數量使投資人面臨流動性風險，惡意調降權證報價波動率以低價買回投資人持有之權證，或認為權證發行額度不足使投資人買不到權證等。因此，金管會除督導證交所及櫃買中心持續研議修正權證流動量提供者規範及放寬權證增額發行上限規定外，亦進一步督促其研議權證發行人差異化管理措施，希望透過評等及獎勵措施鼓勵證券商提升造市品質。

參、權證發行人評等制度建立

103 年證交所及櫃買中心共同研議訂定「認購（售）權證發行人評等及獎勵辦法」，

並自同年 7 月 1 日起實施。由於差異化管理之主要目的為擴大權證業務之規模、提升造市品質，並促進發行及交易市場之衡平發展，爰訂定每季需市場規模達設定門檻後，依訂定之分級指標包括「市場規模」與「造市品質」兩大指標，將權證發行人分為 A、B、C 三個等級，再輔以系統穩定及缺失情形作為最終決定獎勵對象。

一、實施分級獎勵之門檻

由於差異化管理主要目的之一為擴大權證業務之規模，故參考權證成交值成長情形，訂定市場規模達日均值 25 億為每季進行分級作業之門檻，以鼓勵權證發行人共同提升市場規模。

二、評等指標項目及分配權重

評等指標項目分為「市場規模」及「造市品質」二項，各占一半權重，茲分述如下：

（一）市場規模

本項之指標分為成交金額大小、成交金額成長率及周轉率三項，選取上述三項指標計算市場規模，主要係因成交金額大小代表各發行人對權證市場規模之實質貢獻，成交金額成長率係以每季成交金額除以上季成交金額計算，以鼓勵成交金額成長之發行人，週轉率係以每月成交金額除以月底上市（櫃）權證總市值之比率，雖對發行規模較大之發行人較為不利，但可鼓勵週轉率較高之發行人。

計算方式為先統計各發行人該季成交金額，再以該季與其前一季差值計算季成交金額成長率，並以該季每月底發行人所發行權證當月成交金額除以月底上市（櫃）權證之總市值計算月成交金額週轉率，再計算該季之月平均成交金額週轉率，發行人各項指標之百分等級數值（以下簡稱 PR 值），即為其各項指標分數。

（二）造市品質

本項之指標分為每日之兩週最佳一檔委託買進隱含波動率最大變動值（價格穩定指標）、每日最佳一檔委託買進與賣出價差比（日買賣價差指標）及每日最佳一檔委託買進金額（委買報價量指標）三項，選取上述三項指標計算造市品質，主要係因過去一段時間委託買進的隱含波動率高低可判斷流動量提供者造市的穩定度，買賣價差較小的權證代表投資人交易成本較低，

委託買進金額大則代表該權證流動性佳，造市積極。（有關隱含波動率說明，詳參閱附錄一之三）

計算方式為先計算每日相同標的之各檔權證兩週最佳一檔委託買進隱含波動率最大變動值、每日最佳一檔委託買進與賣出價差比之 1 減去 PR 值、每日最佳一檔委託買進金額之 PR 值，再依發行人別計算前開三項數值之季平均值，發行人各項指標季平均值之 PR 值，即為其各項指標分數。

茲將上開評等指標及分配權重列示如下表（表一）。

表一 103 年權證發行人評等指標及分配權重

絕對指標（全市場）		標準
分級獎勵門檻（達標始得進行評等獎勵）		每季市場規模達日均值 25 億元
相對指標（各家發行人）		分配權重
市場規模	【周轉率】每月成交金額 ÷ 該月底權證總發行市值之月平均	15%
	【成交金額】每季成交金額	15%
	【成交金額成長率】每季成交金額 ÷ 上季成交金額	20%
造市品質	【價格穩定指標】每日之兩週最佳一檔委託買進隱含波動率最大變動值	17%
	【日買賣價差指標】每日最佳一檔委託買進與賣出價差比	17%
	【委買報價量指標】每日最佳一檔委託買進金額	16%
合計（發行人分級總分）		100%

三、評等資料來源及評等採樣範圍

評等資料來源包括證交所每日交易資料檔及財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會建置之「權證資訊揭露平台」所揭露之「一段期間(兩週)委託買進隱含波動率」、「買賣價差比」及「委託買量」等三種資訊，並選取價內 10% 至價外 20%，且各標的上市（櫃）檔數達十檔（含）以上之權證，作為評等採樣之範圍。

四、評等分級及獎勵措施

經計算發行人各評等指標之分級總分後，將總分前五名列為 A 級，六至十名列為 B 級，並對 A 級及 B 級發行人給予下列獎勵：

(一) 擴大發行人可發行額度

按證交所「認購(售)權證上市審查準則」第 12 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 12 條規定，權證發行人可發行額度，係依「證券商風險管理評鑑制度作業要點」規定的評鑑結果，限制發行人已發行未到期之所有權證及擬發行權證之市價總額，不得逾權證發行人合格自有資本淨額之 30% 至 70%。(詳參閱附錄二之一)

為給予權證發行人發行額度之獎勵，若前一季發行人評等列為 A 級及 B 級者，當季之可發行額度分別得增加其合格自有資本淨額 30% 及 20% 之額度。

(二) 提高標的證券之可發行額度

依證交所「認購(售)權證上市審查準則」第 11 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 11 條規定，權證之連結標的如為國內上市(櫃)股票或臺灣存託憑證(TDR)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%(或該 TDR 已上市單位之 22%)。(詳參閱附錄二之一)

為給予權證發行人發行熱門連結標的之額度限制獎勵，若前一季發行人評等列為 A 級者，當季之標的證券可發行額度得另增加 0.5%。

(三) 擴大連結上市(櫃)標的範圍

依證交所「認購(售)權證上市審查準則」第 10 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 10 條規定，得為上市權證連結標的之國內上市證券市值須達 100 億元以上，得為上櫃權證連結標的之上櫃證券市值須達 40 億元以上。(詳參閱附錄二之一)

為給予權證發行人增加連結標的之獎勵，若前一季發行人評等列為 A 級者，當季之連結標的門檻，上市證券市值由 100 億元降為 80 億元，上櫃證券市值由 40 億元降為 30 億元。

(四) 調降每檔上市(櫃)權證掛牌費

按權證掛牌費係依權證上市(櫃)總發行金額高低分三個級距計收(詳參閱附錄二之一),為給予權證發行人降低發行成本之獎勵,前一季發行人評等列為A級及B級者,當季之權證掛牌費用每檔可分別減收2,000元及1,000元。

A級與B級發行人雖有前揭獎勵措施,惟如每季依「認購(售)權證流動量提供者報價系統異常處理要點」規定,輸入發生報價系統異常次數累計達五次(含)以上,或違反證交所「認購(售)權證上市審查準則」、櫃買中心「證券商營業處所買賣認購(售)權證審查準則」、證交所及櫃買中心「認購(售)權證流動量提供者作業要點」等規定累計達二次(含)以上者,取消該季之獎勵。茲將權證發行人評等分級及獎勵措施彙整列示如下表(表二)。

表二 103年權證發行人評等分級及獎勵措施

獎勵對象		總分前5名為A級、6至10名為B級、其餘為C級，A級及B級給予獎勵。		
分級獎勵項目	發行人可發行額度	標的證券可發行額度	連結上市(櫃)標的範圍	每檔上市(櫃)掛牌費
A級	原額度+30%	原額度+0.5%	擴大(註)	-2,000元
B級	原額度+20%	-	-	-1,000元
C級	-	-	-	-
如有右列情形,取消該季獎勵措施		報價系統異常達5次		
		缺失情形達2次		

註：上市標的市值標準由100億元降為80億元，上櫃標準由40億元降為30億元。

肆、權證發行人評等制度修正

權證發行人評等及獎勵辦法實施後,為因應市場環境變化及提升造市品質,歷經多次修正調整,最近一次修正公告日期為109年9月24日。主要修正內容包括調整評等

指標項目、權重及計分方式、擴大獎勵措施及增加懲罰措施等，以落實發行人差異化管理精神。本節將逐項說明歷次修正調整重點，最後並說明權證發行人評等制度現況。

一、權證發行人評等制度歷次修正重點

(一) 修正規章名稱、刪除實施門檻及增訂首次發行權證之緩衝措施(104年)

鑒於差異化管理不應僅以「獎勵」為目的，爰將規章名稱修正為「認購(售)權證發行人評等辦法」，另為落實對權證發行人之差異化管理，刪除評等獎勵措施實施門檻(每季市場規模達日均值25億元)。

對於新取得權證發行人資格認可之發行人，為給予其適應報價規範與投資人習性，增加該等發行人自首次發行權證之日起滿3個月，於次一季起開始評等。

(二) 調整評等採樣之權證範圍(104年，109年)

考量發行人對無流通在外之權證有虛掛買進張數情形，且快到期之權證價格較易產生偏差，104年增訂(1)到期日15個交易日以內之權證，不列入採樣範圍；(2)前1個交易日無任何數量流通在外之權證，不納入「每日最佳一檔委託買進金額」(委買報價量指標)之計算，以符合造市品質評選意旨。

另為使評等制度更趨公平，109年擴大採樣樣本，除原選取價內10%至價外20%之權證外，新增價外超過20%，但發行人最佳一檔委託買進價格大於或等於0.6元之權證(0.6元為權證發行最低金額)，亦納入評等範圍。

(三) 調整評等指標項目及權重(104年，109年)

原「市場規模」項下「成交金額」及「成交金額成長率」二項指標，均係以每季成交金額為基準訂定評等指標，考量每檔權證每日週轉佳者，對交易市場較有提升助益，104年爰刪除前揭二項指標，並將原「市場規模」項目名稱改為「週轉率」，該項目下之「月平均成交金額週轉率」指標，則改以按日計算每檔權證平均成交金額週轉率作比較，以避免因發行人市場規模不同，導致比較基準不公平。

原「市場規模」項目名稱改為「週轉率」後，權重亦由50%調降為40%，「造市品質」項目之權重調升為60%(三項評等指標權重各調整為

20%)，以強化發行人造市品質。

為進一步提升權證報價穩定之重要性，109 年將造市品質之「價格穩定度」指標權重由 20% 調升為 30%，並將「週轉率」指標權重由 40% 調降為 30%。

茲將 103 年、104 年及 109 年調整前後評等指標及權重彙整比較如下表（表三）。

表三 103 年、104 年及 109 年調整前後評等指標及分配權重比較表

103 年			104 年			109 年		
市場規模	月平均成交金額週轉率	15%	週轉率	日平均成交金額週轉率	40%	週轉率	日平均成交金額週轉率	30%
	季成交金額	15%		(刪除)	--			
	季成交金額成長率	20%		(刪除)	--			
造市品質	價格穩定指標	17%	造市品質	價格穩定指標	20%	造市品質	價格穩定指標	30%
	日買賣價差指標	17%		日買賣價差指標	20%		日買賣價差指標	20%
	委買報價量指標	16%		委買報價量指標	20%		委買報價量指標	20%
合計權重		100%	合計權重		100%	合計權重		100%

(四) 調整「造市品質」項下之「價格穩定」指標計算方式（106 年）

103 年「造市品質」項下之「價格穩定」指標，係以每日之兩週最佳一檔委託買進隱含波動率最大變動值作為衡量指標，主要係考量權證之隱含波動率為價格計算之重要因素，穩定的隱含波動率可確保權證價格合理反映標的價格漲跌，避免因隱含波動率不穩定，造成權證價格可能該漲未漲或漲幅不足等，影響投資人權益。

然而，103 年價格穩定指標計算方式，係先計算每日隱含波動率均值，再計算兩週內（10 個交易日）最高與最低日均值之差值，僅能衡量不同交易日隱含波動率之變化，無法反應「日內」隱含波動率之變動情形，爰修正改以每日之兩週最佳一檔委託買進隱含波動率「標準差」作為衡量指標，每日抽樣 17 筆隱含波動率，10 個交易日共計 170 筆隱含波動率值，計算標準差，以客觀反應 10 個交易日期間所有隱波變化情形。

(五) 「造市品質」項下之「日買賣價差」指標及「委買報價量」指標增訂上下限(109年)

按「日買賣價差」(即「每日最佳一檔委託買進與賣出價差比」)指標比率愈小評等分數愈高,倘若發行人對特定價格級距內之不同單價權證,其買賣價差均設定一個升降單位,權證價格愈高,該項指標比率愈低,評等分數愈高,可能間接引導部分發行人特意發行高價權證,與低價權證以同樣之買賣價差進行報價,以獲得評等高分;惟若該高價權證賣出,因買賣價差僅相差一個升降單位,未能適當反應發行高價權證之合理成本,恐導致發行人以其他方式如調整隱含波動率貼補,而有損及投資人權益之虞,爰設定「日買賣價差比」指標下限,如以權證價格每單位二元計算,其最佳價差比為0.5%(升降單位0.01元/2元),當權證每單位價格高於二元時,其「日買賣價差比」雖低於0.5%,仍設定0.5%為下限計算(即低於0.5%時,於評等此項指標時其造市品質評分排序均相同)。

另「委買報價量」(即「每日最佳一檔委託買進金額」)指標係委買金額愈大評等分數愈高,在未設上限情況下,以委託買進同量張數進行報價,高價權證明顯可獲得評等高分,無形中鼓勵發行高價權證,爰修正採取指標設定上限,以權證價格每單位1元乘以一次報價最大數量499張計算(1元x499,000單位,約為50萬元),新增金額50萬元為上限(即高於50萬元時,於評等此項指標時其造市品質評分排序均相同)。

(六) 調整評等分級及評等方式(104年,109年)

鑒於103年評等分級方式係按總分排名採固定名額制,可能無法篩選出「造市品質」及「市場規模」皆優之發行人,使得評等A級之發行人恐有名實不盡相符情形,此外,評等制度僅有獎勵措施而無處罰措施,亦無法落實差異化管理精神,104年爰將三級制(A、B、C三等級)調整為五級制(A、B、C、D、E五等級;D級及E級予以處罰),並取消A級、B級固定名額制,及訂定評等分級之絕對標準,即A級發行人為市場前30%者、B級發行人為市場前50%者,且A、B級「週轉率」及「造市品質」兩大項之加權分數均需同時達成標準。

調整後之評等方式,A級需該2項評分均為市場排名前30%,B級需均為市場排名前30%,惟因「週轉率」僅單項指標須滿足標準,無形中其重

要性相對高於「造市品質」之 3 項指標，109 年再改以評等各項指標加權總分數作為分級標準，另為進一步提高隱含波動率之重要性，除調降「週轉率」權重及提高「造市品質」項下之「價格穩定」指標權重外，並增加 A、B 級發行人「價格穩定」指標須同時分別為市場前 30% 及 50% 者之規定。

茲將 103 年、104 年及 109 年調整前後評等分級方式彙整比較如下表(表四)。

表四 103 年、104 年及 109 年調整前後評等分級方式比較表

等級	103 年	104 年	109 年
A 級	總分 1-5 名	「週轉率」加權分數為前 30% 及「造市品質」加權分數為前 30% 者。	「週轉率」及「造市品質」加權總分數為前 30%，且「造市品質」之「價格穩定」指標為前 30% 者。
B 級	總分 6-10 名	「週轉率」加權分數為前 50% 及「造市品質」加權分數為前 50% 者。	「週轉率」及「造市品質」加權總分數為前 50%，且「造市品質」之「價格穩定」指標為前 50% 者。
C 級	其餘	其餘	其餘
D 級	--	「造市品質」項目分數為市場後 20% 者。	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數為後 20% 者
E 級	--	「造市品質」項目為 0 分者。	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數為 0 分者。

(七) 擴大分級獎勵措施並新增處罰規定 (104 年，106 年)

按 103 年規範僅針對 A 級與 B 級發行人給予獎勵措施，104 年為強化各等級發行人之差異性，除增加 A 級與 B 級發行人之獎勵措施外，並增訂 D 級與 E 級發行人之處罰規定。106 年進一步將 A 級發行人適用之上市權證標的證券市值標準自 80 億元調降為 70 億元。茲將 103 年、104 年及 106 年調整前後獎勵方式彙整比較如下表(表五)。

表五 103 年、104 年及 106 年調整前後獎勵方式比較表

分級獎勵項目		發行人可發行額 度	標的證券可發行 額	連結上市(櫃) 標的範圍	每檔上市(櫃) 掛牌費
A 級	103 年(舊制)	原額度 +30%	原額度 +0.5%	擴大(註)	- 2,000 元
	104 年 /106 年	原額度 +30%	原額度 +1%	擴大(註)	- 5,000 元
B 級	103 年(舊制)	原額度 +20%	-	-	- 1,000 元
	104 年	原額度 +20%	-	-	- 2,000 元
C 級	103 年	-	-	-	-
D 級	104 年	原額度 -20%	-	-	-
E 級	104 年	停發一年			

註：上市標的市值標準由 100 億元降為 80 億元(103 年)，嗣再進一步調降至 70 億元(106 年)，上櫃標準由 40 億元降為 30 億元。

(八) 強化發行人違反報價責任之罰責(105 年)

按原規範報價系統異常達五次以上或違反權證相關規定次數達二次以上時，取消 A 級及 B 級獎勵，惟對 C 級及 D 級發行人並無懲罰效果，且考量系統異常之情節輕重有別，僅以次數做為取消獎勵基準亦有失衡平。爰為強化發行人違反報價責任之罰責，除將報價系統異常達五次修正為記點點數達五點外，並增訂評等列為 C 級或 D 級發行人，如有報價系統異常記點點數達五點以上或造市缺失情形達二次以上，分別於次一季調降其合格自有資本淨額 10% 及 20% 之發行額度。

二、權證發行人評等制度現況

(一) 評等範圍

選取價內 10% 至價外 20% 之權證，及價外超過 20% 但發行人最佳一檔委託買進價格大於或等於 0.6 元，且各標的上市(櫃)檔數達十檔(含)以上之權證。但距到期日 15 個交易日以內之權證不列入前開選取範圍。

(二) 評等方式

以下分別針對評等指標項目及評等等級兩方面來介紹評等方式的執行現況。

1. 評等指標項目

評等指標項目概分「週轉率」及「造市品質」兩項，其分項的相對指標及分配權重表列如下(表六)：

表六 現行權證發行人評等指標及分配權重

相對指標	分配權重	每檔上市(櫃)掛牌費
週轉率	【週轉率】日平均成交金額週轉率	30%
造市品質	【價格穩定指標】每日之兩週最佳一檔委託買進隱含波動率最大變動值。	30%
	【日買賣價差指標】每日最佳一檔委託買進與賣出價差比。	20%
	【委買報價量指標】每日最佳一檔委託買進金額。	20%
合計(發行人分級總分)		100%

2. 評等等級

評等等級則區分 A, B, C, D, E 五級，各等級的分級標準及說明表列如下(表七)：

表七 現行權證發行人評等等級分級標準

等級	分級標準	說明
A 級	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數 ≥ 0.70 分，且「價格穩定」指標加權分數 ≥ 0.21 分。	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數為前 30%，且「價格穩定」指標為前 30% 者。
B 級	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數 ≥ 0.50 分，且「價格穩定」指標加權分數 ≥ 0.15 分。	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數為前 50%，且「價格穩定」指標為前 50% 者。
C 級	未列入 A、B、D、E 等級者。	
D 級	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數 < 0.20 分，	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數為後 20% 者
E 級	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數 = 0 分。	「週轉率」及「造市品質」指標加權總分數為 0 分者。

(三) 評等結果

為有效實施現行權證發行人評等制度，針對評等結果分別訂有獎勵及處罰措施如下表(表八)：

表八 現行權證發行人分級獎勵及處罰措施

分級獎勵項目	發行人可發行額度	標的證券可發行額度	連結上市(櫃)標的範圍	每檔上市(櫃)掛牌費
A 級	原額度 +30%	原額度 +1%	擴大(註)	- 5,000 元
B 級	原額度 +20%	-	-	- 2,000 元
C 級	-	-	-	-
D 級	原額度 -20%	-	-	-
E 級	停發一年			
違規處置	發行人如有報價系統異常記點點數達 5 點或造市缺失情形達 2 次以上，對 A 級及 B 級發行人取消上開擴大額度、標的範圍及調降掛牌費之獎勵，對 C 級及 D 級發行人分別再予調降發行額度 10% 及 20% 之處罰。			

註：上市標的市值標準由 100 億元降為 70 億元，上櫃標準由 40 億元降為 30 億元。

伍、權證發行人差異化管理措施執行情形

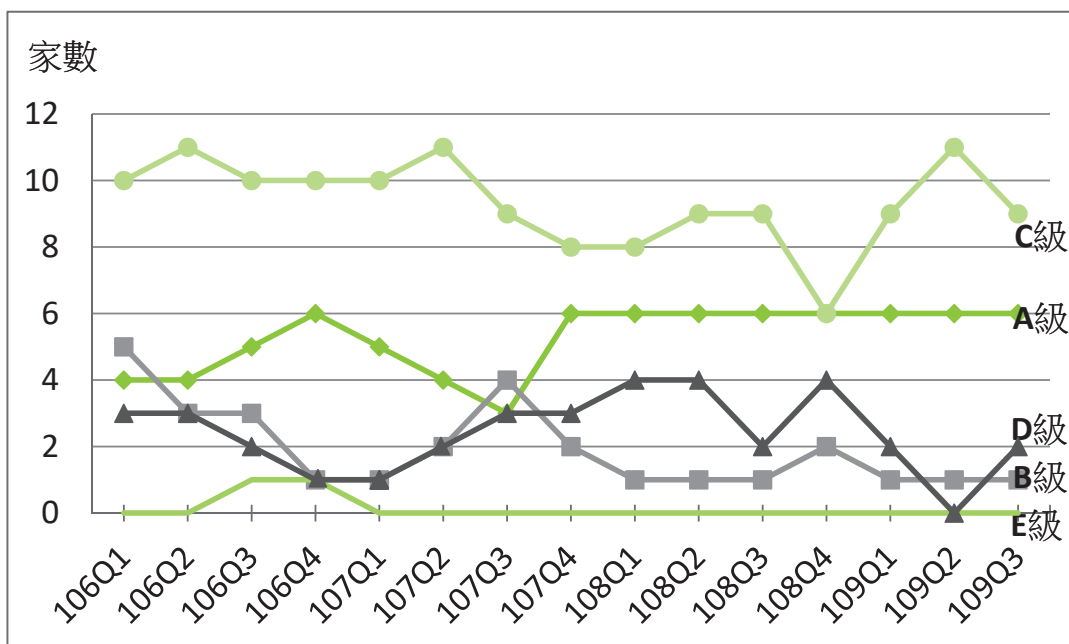
權證發行人差異化管理措施實施之目的，在於透過業者良性競爭，促進權證造市品質提升，也增強投資人對於權證市場之信心，茲依最近三年權證發行人差異化管理結果及最近十年權證發行及交易情形，說明其實施情形與成果。

一、最近三年權證發行人差異化管理結果

分析最近三年權證發行人差異化管理結果(表九、圖一)，可以發現評等結果仍以 C 級發行人為最多，A 級發行人次之，B 級及 D 級發行人則互有增減。A 級發行人家數每季雖略有起伏，惟自 107 年第四季以來，均維持為六家證券商(該六家並非每季皆為相同之證券商)，應可推論 A 級之獎勵措施尚有足夠誘因，促使證券商改善造市品質以爭取 A 級評等。

表九 最近三年差異化管理結果（各年度分級家數統計表）

	106年				107年				108年				109年		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
A級	4	4	5	6	5	4	3	6	6	6	6	6	6	6	6
B級	5	3	3	1	1	2	4	2	1	1	1	2	1	1	1
C級	10	11	10	10	10	11	9	8	8	9	9	6	9	11	9
D級	3	3	2	1	1	2	3	3	4	4	2	4	2	0	2
E級	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	22	21	21	19	19	19	19	19	19	20	18	18	18	18	18



圖一 最近三年差異化管理結果（各年度分級家數統計圖）

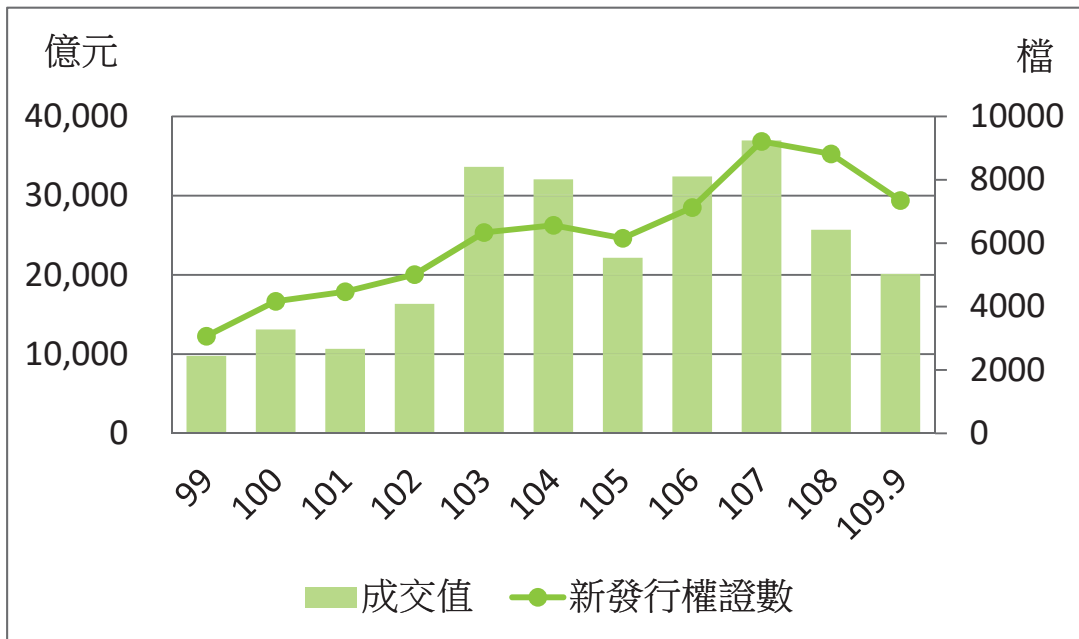
二、我國權證發行及交易量統計

從近十年發行權證數及權證成交值統計來看（表十、圖二），102年新發行權證數突破二萬檔，成交值創新高，103年不論新發行權證數及成交值皆有明顯成長，107年及108年更是連續兩年發行檔數超過三萬檔，顯見流動量提供者制度及權證發行人評等制度等相關措施之推動確實對權證市場發展奠定良好的基石，有效提升權證交易效率並

增強投資人對權證商品之信心。

表十 最近 10 年新發行權證數及權證成交值統計表

年份	新發行權證數	權證成交值（新臺幣億元）
99	12,265	2445.41
100	16,673	3278.09
101	17,887	2664.36
102	20,046	4088.05
103	25,361	8412.43
104	26,273	8015.64
105	24,627	5540.58
106	28,515	8109.18
107	36,857	9242.56
108	35,274	6425.27
109年9月	29,391	5028.80



圖二 最近 10 年新發行權證數及權證成交值統計圖

陸、結語

回顧我國權證市場廿餘年來的發展歷程，經過主管機關金管會及證交所、櫃買中心多年來不斷積極推動相關制度的革新，已使得權證制度日趨完善，進一步提升我國權證市場發行量及交易量，並多次於國際權證市場規模之排行嶄露頭角（世界主要證券市場權證成交值排名詳附表）。然而，不容否認地，近年來國內外經濟金融環境的變遷及市場競爭加劇，我國權證市場發展仍不免存在若干限制與隱憂，例如權證市場交易金額占整體市場交易金額之比重，自 100 年上升至 1.08% 後，多徘徊於 1% 至 3% 間，成長動能顯較其他主要權證市場（如香港）及近期快速發展之國家（如泰國）為低，代表著市場投資人參與程度仍有不足，亦顯示我國在這方面尚有不小的成長與努力的空間。

鑒於此，為健全我國多元化資本市場及提升其市場競爭力，金管會將責無旁貸持續推動各項興革措施，包括近期積極協助財政部推動調降權證避險交易股票之證券交易稅，希望藉由降低權證發行人的避險成本，進一步提高報價品質，增加投資人買賣權證的意願，促進權證市場交易量，另也將督導證交所及櫃買中心持續評估檢討權證造市制度及發行人差異化管理措施，與時俱進以提升造市品質並符合權證投資人的期待。

表一 世界主要證券市場權證成交值排名總覽

金額單位：億美元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	Hong Kong Exchanges and Clearing	Hong Kong Exchanges and Clearing	Hong Kong Exchanges and Clearing	Hong Kong Exchanges and Clearing	Hong Kong Exchanges and Clearing	Hong Kong Exchanges and Clearing	Hong Kong Exchanges and Clearing
	3,935.34	4,221.88	8,180.16	5,280.42	5,382.62	7,282.90	5,665.91
2	Deutsche Boerse AG	Deutsche Boerse AG	Deutsche Boerse AG	Deutsche Boerse AG	Deutsche Boerse AG	Tel-Aviv Stock Exchange	The Stock Exchange of Thailand
	714.46	511.80	501.27	409.53	346.67	407.99	507.10
3	SIX Swiss Exchange	Tel-Aviv Stock Exchange	Tel-Aviv Stock Exchange	Tel-Aviv Stock Exchange	Tel-Aviv Stock Exchange	Deutsche Boerse AG	Deutsche Boerse AG
	327.02	438.324	498.567	346.64	295.364	338.98	313.31
4	Tel-Aviv Stock Exchange	LSE Group	LSE Group	LSE Group	LSE Group	The Stock Exchange of Thailand	Korea Exchange
	301.12	345.08	378.65	259.81	220.50	308.75	240.76

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
5	Korea Exchange	SIX Swiss Exchange	SIX Swiss Exchange	The Stock Exchange of Thailand	Taiwan Stock Exchange	Korea Exchange	LSE Group
	263.42	288.77	250.91	186.13	193.46	262.19	205.92
6	LSE Group	Taiwan Stock Exchange	Taiwan Stock Exchange	Korea Exchange	Korea Exchange	Taiwan Stock Exchange	SIX Swiss Exchange
	229.04	223.40	204.09	179.24	193.15	233.13	178.79
7	Euronext	Euronext	Korea Exchange	SIX Swiss Exchange	The Stock Exchange of Thailand	LSE Group	Taiwan Stock Exchange
	217.66	215.18	184.78	152.11	170.05	201.83	166.17
8	Taiwan Stock Exchange	Korea Exchange	Euronext	Taiwan Stock Exchange	SIX Swiss Exchange	Singapore Exchange	Euronext
	114.36	187.24	179.66	132.50	162.85	150.77	113.33
9	The Stock Exchange of Thailand	The Stock Exchange of Thailand	The Stock Exchange of Thailand	Euronext	Singapore Exchange	SIX Swiss Exchange	Tel-Aviv Stock Exchange
	79.08	62.86	96.62	105.82	120.22	114.93	106.01
10	Australian Securities Exchange	Singapore Exchange	Bursa Malaysia	Singapore Exchange	Euronext	Euronext	Nasdaq Nordic and Baltics
	42.15	31.50	35.91	55.88	115.52	102.63	101.34

資料來源：世界交易所聯合會 (WFE)，臺灣資料僅包括上市權證資料。

附錄一：權證商品特性及相關參數簡介

認購（售）權證係經財政部 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第 6 條之其他有價證券，然而其商品性質與期貨交易所之選擇權相同，投資人付出權利金後，即擁有於特定期間內或一定時點，向證券商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。本節將簡要介紹權證之評價模型、風險參數及隱含波動率。

附錄一之一：評價模型

權證之評價多採 Black-Scholes Option Pricing Model (B-S 模型) 為主，在 B-S 模型下 $W=W(S, K, \sigma, T, r)$ ，即權證價格 (W) 受標的價格 (S)、履約價格 (K)、標的價格波動率 (σ)、距到期日天數 (T) 及利率 (r) 影響，茲將權證價格及其影響因素之關係變動說明如下表 (表十一)。

表十一 權證價格及其影響因素關係變動表

影響因素	認購權證價格 (W)	認售權證價格 (W)	說明
標的價格 (S)	正相關	負相關	標的價格越高，認購權證到期時具有履約價值之可能性愈高，故認購權證價格愈高。以此類推，認售權證則相反。
履約價格 (K)	負相關	正相關	履約價格越高，認購權證到期時具有履約價值之可能性越低，故認購權證價格愈低。以此類推，認售權證則相反。
標的價格波動率 (σ)	正相關	正相關	標的價格波動率越大，則標的價格大漲或大跌之機率愈大，故認購（售）權證到期時具有履約價值之可能性愈高，故認購（售）權證價格愈高。
距到期日天數 (T)	正相關	正相關	權證距到期日天數愈長，標的存續期間內可上漲或下跌至履約價值之可能性愈高（時間價值愈高），故認購（售）權證價格愈高。
利率 (r)	正相關	負相關	市場利率愈高，資金借貸成本愈高，相對於直接買股票而言，投資金額較小的認購權證相對較有吸引力，故價格愈高。以此類推，認售權證則相反。

附錄一之二：風險參數

實務上，B-S 選擇權模型公式 $W=W(S, K, \sigma, T, r)$ 中，考量履約價格 (K) 及利率 (r) 於權證存續期間通常不會變動（均假設為常數），故權證價格 (W) 主要係受標的價格 (S)、標的價格波動率 (σ) 及逐日減少之距到期日天數 (T) 影響，亦為權證之主要風險來源。該等主要風險經量化評估後，以希臘字母 (Greeks) 表示，即為風險參數。茲將權證價格影響因素及其風險值列表如下表（表十二）。

表十二 權證價格影響因素及風險值列表

影響因素	風險值	公式	說明
標的價格 (S)	Delta	$\Delta W / \Delta S$	衡量權證價格對標的價格變動之敏感度，標的價格每上漲 1 元，認購（售）權證價格上漲（下跌）Delta 元，故認購權證 Delta 值介於 0 到 1 之間，認售權證 Delta 值介於 0 到 -1 之間。
	Gamma	$\Delta \text{Delta} / \Delta S$	衡量 Delta 值對標的價格變動之敏感度，即標的價格上漲（下跌）1 元，Delta 值增加（減少）之幅度，故 Gamma 恆為正值。
標的價格波動率 (σ)	Vega	$\Delta W / \Delta \sigma$	衡量權證價格對標的價格波動率變動之敏感度，即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 恆為正值。
距到期日天數 (T)	Theta	$\Delta W / \Delta T$	衡量權證價格對距到期日天數變動之敏感度，即到期日天數每減少 1 日權證價格之減少量，故 Theta 恆為負值。

附錄一之三：隱含波動率

認購（售）權證之市場價格，透過 B-S 模型公式 $W=W(S, K, \sigma, T, r)$ ，於給定標的價格 (S)、履約價格 (K)、距到期日天數 (T) 及利率 (r) 等數值後，反推計算之標的價格波動率 (σ)，稱為隱含波動率 (Implied Volatility；簡稱 IV)。依權證委買價格、委賣價格及成交價格之不同，可計算出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)。

由於權證市場訂有造市制度（詳見附錄二之三），投資人買賣權證之交易對手多為證券商，其買賣價格主要係依據證券商之報價，假設其他條件不變之情況下，證券商可透過調整委賣價格隱含波動率 (SIV) 與委買價格隱含波動率 (BIV)，影響其所報之委賣及委買價格。

權證委賣及委買價差，主要係證券商為反映其權證發行成本及避險成本等，所賺取之正常利潤，然而若證券商不合理地大幅調降委買價格隱含波動率，使得投資人買賣權證之價差擴大，則恐有損及投資人權益之虞，爰權證發行人差異化管理之評等指標，即是以每日最佳一檔委託買進隱含波動率標準差作為價格穩定指標。

附錄二：我國權證市場制度簡介

證券商發行認購（售）權證需先向金管會申請核給發行認購（售）權證之資格認可，其後依其發行權證之掛牌處所不同，分別向證交所（上市）或櫃買中心（上櫃）逐檔申請發行權證。權證上市（櫃）交易後，權證發行人須自行或委任其他證券商擔任流動量提供者，對其所發行之權證申報委買賣價格並進行造市交易。此外，發行人對其賣出流通在外之權證（或流動量提供者對其所持有之權證），均應建立相對應之避險部位，以沖銷並控管發行權證（或因造市需要而持有權證）之風險。以下將依序簡介我國認購（售）權證發行、交易、造市及避險等制度。

附錄二之一：權證發行制度簡介

一、權證發行人資格

依據「發行人發行認購（售）權證處理準則」第 3 條及第 5 條規範，權證發行人資格摘要列示如下：

（一）本國發行人

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，且符合淨值達新臺幣（下同）30 億元以上、申請日前半年自有資本適足比率未低於 200%，及一定期間內未受金管會處分等條件者。

（二）外國發行人

須符合淨值達 30 億元以上、信用評等達一定等級以上、具有國際認購（售）權證業務經驗、最近 2 年在其本國未曾受主管機關處分者，且該外國發行人在我國境內之分支機構或其直接或間接持股 100% 之子公司在我國境內設立之分支機構淨值應達 1.5 億元以上，並符合本國發行人淨值以外之資格條件。

二、權證發行流程

發行人經金管會核給其發行認購（售）權證之資格認可後，得依證交所或櫃買中心規定程序發行權證，茲將其發行流程說明如下表（表十三）。

表十三 權證發行流程

公式	說明
T 日	發行人向證交所（櫃買中心）申請權證發行，經證交所（櫃買中心）審查其發行計畫並同意後即出具同意函，並將該檔權證之上市（櫃）契約函送主管機關備查。
T+1 日	發行人辦理權證之發行及銷售。 另發行人於預訂之權證掛牌上市（櫃）日至少 2 個營業日前向證交所（櫃買中心）申請權證上市（櫃），經審查其上市（櫃）相關文件符合規定後，辦理權證上市（櫃）公告。
T+3 日	權證掛牌上市（櫃）交易。

此外，權證發行成本中，上市（櫃）掛牌費用係主要之固定成本，為降低權證發行成本，證交所及櫃買中心除在 100 年調降掛牌費用外，並在權證發行人差異化管理措施中，將「減收權證上市（櫃）掛牌費用」作為評等 A 級與 B 級發行人之獎勵措施之一。茲彙整現行權證上市（櫃）掛牌費用如下表（表十四）。

表十四 權證上市（櫃）掛牌費用

權證發行總額	上市（櫃）費
1,500 萬元以下（含）	每年 8 萬元 / 半年 4 萬元
1,500 萬至 3,000 萬元（含）	每年 7 萬元 / 半年 3.5 萬元
超過 3,000 萬元	每年 6 萬元 / 半年 3 萬元
註：權證上市（櫃）掛牌費用按存續期間一次計收，存續期間不足 6 個月者以 6 個月計算。	

三、權證發行限制

（一）連結標的限制

依據「發行人發行認購（售）權證處理準則」第 8 條規定，目前權證可連結之標的包括本國上市（櫃）股票、指數、指數股票型基金（ETF）、臺灣存託憑證（TDR）、非股票期貨之期貨契約、外國股票、指數與存託憑證（DR）等，此外，證交所「認購（售）權證上市審查準則」第 10 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 10 條，對前揭連

結標的分別訂有相關限制。

按我國權證之連結標的，主要為國內上市（櫃）股票，而權證發行人差異化管理措施中，亦將「放寬連結國內上市（櫃）股票之限制」作為評等 A 級發行人之獎勵措施之一。茲彙整權證連結國內上市（櫃）股票之限制如下表（表十五）。

表十五 得為權證連結標的之國內上市（櫃）股票條件

項目	上市權證	上櫃權證
市值	100 億元以上	40 億元以上
成交股數	最近 3 個月成交股數占已發行股份總額之比例達 20% 以上，或最近 3 個月月平均成交股數達 1 億股以上。	最近 3 個月成交股數占已發行股份總額之比例達 10% 以上，或最近 3 個月月平均成交股數達 3 仟萬股以上。
財務狀況	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。	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。

（二）標的證券可發行額度限制

為避免同一標的權證發行單位過高，使權證避險交易影響現貨價格，證交所「認購（售）權證上市審查準則」第 11 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 11 條，對權證連結標的為國內外股票、ETF 及 DR 等，均訂有標的證券可發行額度限制。

由於連結熱門上市（櫃）股票之權證較受投資人青睞，故證券商常同時發行連結熱門上市（櫃）股票之權證，使得部分熱門股票較易達到可發行額度上限而須暫停發行新檔權證，因此，當熱門股票之額度有剩餘時，證券商常須向證交所或櫃買中心「搶額度」（依證交所或櫃買中心之規則獲配當日可發行額度），以發行連結較熱門之上市（櫃）股票之權證。

此外，權證發行人差異化管理措施中，亦將「放寬國內上市（櫃）股票及 TDR 之可發行額度」作為評等 A 級發行人之獎勵措施之一。茲彙整國內上市（櫃）股票及 TDR 作為權證標的之可發行額度限制如下表（表十六）。

表十六 國內股票及 TDR 作為權證標的之可發行額度

標的	可發行額度限制
國內股票	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下列股份後之 22%： (1) 全體董事、監察人應持有之法定持股成數。 (2) 已質押股數。 (3) 新上市公司強制集保之股數。 (4) 依「上市上櫃公司買回本公司股份辦法」規定已買回未註銷之股份。 (5) 經主管機關限制上市買賣之股份。
TDR	國內權證發行單位所表彰之認購（售）標的證券單位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，不得超過該存託憑證已上市單位之 22%。

(三) 發行人可發行額度限制

為避免發行人權證業務量過高使證券商經營風險過於集中，證交所「認購（售）權證上市審查準則」第 12 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 12 條，依據證券商風險控管情形，給予權證發行人可發行之權證額度。此外，權證發行人差異化管理措施中，亦將「增加發行人可發行額度」作為評等 A 級與 B 級發行人之獎勵措施之一。茲將發行人可發行額度限制列示如下表（表十七）。

表十七 權證發行人可發行權證之總量限制

	依「證券商風險管理評鑑制度作業要點」規定評鑑結果	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
本國發行人	第一等級	不得逾發行人合格自有資本淨額 70%
	第二等級	不得逾發行人合格自有資本淨額 60%
	第三等級	不得逾發行人合格自有資本淨額 40%
	第四等級	不得逾發行人合格自有資本淨額 30%
	未經規定評鑑者	不得逾發行人合格自有資本淨額 40%
外國發行人	--	不得逾發行人合格自有資本淨額 60%

附錄二之二：權證交易制度簡介

我國權證交易制度主要係由證交所及櫃買中心分別訂定「認購(售)權證買賣辦法」規範之，權證發行人差異化管理措施之評等指標中，「日買賣價差指標」及「委買報價量指標」之計算基礎，與權證單位及權證價格等交易制度有關，爰將相關規範摘述如下：

(一) 權證買賣單位

認購(售)權證申報買賣之數量為1交易單位或其整倍數，並以1,000認購(售)權證單位為1交易單位。

(二) 權證價格升降單位

權證買賣申報價格，以1認購(售)權證單位為準，其升降單位依其價格而有差異，每單位市價越高，升降單位越大，故可推估當權證價格越高時，其最佳一檔委託買賣價差會越大。茲將權證升降單位彙整如下表(表十八)。

表十八 權證升降單位彙整表

權證每單位市價	升降單位
未滿5元	1分
5元至未滿10元	5分
10元至未滿50元	1角
50元至未滿100元	5角
100元至未滿500元	1元
500元以上	5元

(三) 權證交易方式

上市認購(售)權證買賣申報之撮合方式，分為集合競價及逐筆交易2種。當市第一次撮合採集合競價，其後採逐筆交易，至收市前一段時間彙集其所有買賣申報之撮合採集合競價。

上櫃認購(售)權證買賣應透過櫃買中心等價成交系統以經紀或自營方

式為之，其成交方式分為集合交易及逐筆交易 2 種。當市第一次撮合採集合交易，其後採逐筆交易，至收市前一段時間彙集其所有買賣申報之撮合採集合交易。

附錄二之三：權證造市制度簡介

我國於 98 年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」，建立權證流動量提供機制（造市機制）。權證流動量是影響市場發展之關鍵，爰權證發行人差異化管理措施亦將「日買賣價差指標」（每日最佳一檔委託買賣價差比）及「委買報價量指標」（每日最佳一檔委託買進金額）等納入評等指標。茲將評等指標相關之流動量提供者規範（如報價價差及報價數量等）摘述如下：

（一）流動量提供者之設置

發行人得「自行擔任」或「委任其他證券商」擔任流動量提供者（目前實務上國內發行人均選擇自行擔任流動量提供者），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 1 名業務人員執行業務。

此外，流動量提供者應申請專戶，該專戶僅得買賣自行發行或受委任提供流動量之權證，且同一帳戶申報之買賣不得成交。

（二）流動量提供者之報價方式

流動量提供者須在開盤後五分鐘至收盤期間，以「回應報價要求」或「主動報價」方式履行報價之責任，說明如下：

1. 回應報價要求

流動量提供者於接獲投資人詢價後 5 分鐘內回應報價，且此報價至少維持 1 分鐘。

2. 主動報價

流動量提供者應主動每隔 5 分鐘至少報價 1 次，且報價應至少維持 30 秒。

流動量提供者申報之價格應包含買進價格及賣出價格，且最高申報買進價格與最低申報賣出價格間最大為 10 個升降單位。（報價價差規範）

（三）流動量提供者之報價單位限制

流動量提供者不論是「回應報價要求」或「主動報價」，於報價時均受下列報價單位限制：（報價數量規範）

1. 每筆買進報價不得低於 100 交易單位或總金額應達 10 萬元以上，如有下列各情事之一者，得不受其限制，惟仍不得低於 10 交易單位：

- (1) 現股流動性不足時。
- (2) 標的證券為處置股票時。
- (3) 開盤後 5 分鐘至 15 分鐘及收盤前 5 分鐘。

2. 每筆賣出報價不得低於 10 交易單位。

(四) 流動量提供者得不提供報價時機

流動量提供者買賣權證時，需同步建立避險部位，考量於市場特殊狀況時，流動量提供者可能面臨避險操作困難，爰賦予其報價義務時，亦明定下列得不提供報價時機，以避免可能之糾紛：

1. 交易市場開盤後 5 分鐘內。
2. 權證之標的暫停交易。
3. 當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，流動量提供者得僅申報買進。
4. 權證距到期日 15 個交易日以內，流動量提供者得僅申報買進。
5. 發行人自行訂定之其他時機。（應經證交所或櫃買中心同意並於公開說明書揭露）

附錄二之四：權證避險制度

權證業務與單純自營交易最大之差別，在於權證業務並非以其所發行權證之賺賠作為權證業務之獲利（或損失）來源，而係透過「複製交易對手之權證報酬（避險）」賺取合理且「穩定」之發行權證利潤。

由於權證槓桿倍數高，如果證券商發行權證時與投資人「對賭（完全不避險）」，將使證券商面臨極高的風險（大賺或大賠）而可能影響其正常營運及權證履約能力，故權證避險除了可使證券商賺取穩定之報酬外，更重要的是控制證券商之風險，避免因其所發行權證之獲利或損失，影響證券商之營運及權證履約能力。

（一）權證避險之規範

我國權證避險相關規範，主要訂定於證交所「認購（售）權證上市審查準則」第4章及櫃買中心「證券商營業處所買賣認購（售）權證審查準則」第5章，茲摘述如下：

1. 發行人得選擇自行避險或委由其他機構避險，並應設立專戶，作為發行權證後，建立避險部位及將來投資人要求履約時提供作為履約專戶之用。
2. 證券商為了權證避險所採用之金融工具，應以連結標的、連結標的相關之有價證券或相關之衍生性金融商品等為限。
3. 發行人自營部門之自行買賣及其發行權證之避險買賣，不得有影響市場價格公平性及損及投資人權益之情事，並應配合訂定及執行有效之內部控制制度。

（二）權證避險之實務

1. 常見避險工具

我國權證發行人於進行避險交易時，主要係參考連結標的之歷史波動率及避險成本，在平衡風險與損益極大化之前提下，採用股票（最常見）、近月期貨、他家權證或期貨選擇權等工具避險。

2. 常見避險策略

權證避險係依據權證 Delta 值（詳參附錄一之二）之計算，買賣與所發行權證相對應數量之標的證券，使避險部位報酬與交易對手報酬相同（複製報酬），一般稱之為 Delta 避險。然而，權證是衍生性金融商品，價格變動非線性（Delta 會隨著標的價格漲跌變動），故為複製交易對手之權證報酬，發行人須配合 Delta 值之變動（Gamma 值；詳參附錄一之二）調整避險部位，稱之為動態 Delta 避險。

以認購權證之避險為例，於進行 Delta 避險時，每賣出（買回）1 單位認購權證，對應應買進（賣出）Delta 單位之標的證券（Delta 避險）。然而，當標的股價上漲（或下跌）時，權證之 Delta 值會變大（或變小），而每賣出 1 單位認購權證，需相對應買進之標的單位數會增加（或減少）。故即使權證在外流通數完全不變，當權證連結標的上漲或下跌時，由於權證 Delta 值隨著變大或變小，權證避險交易仍需同步增加買進（標的上漲時）或賣出（標

的下跌時)相對應標的證券(動態 Delta 避險),使證券商能維持中立避險。此外,前揭動態 Delta 避險方式,在股價變動時有追漲殺跌之效果,且因為證券商須隨著標的價格變動調整避險交易之買賣數量,將產生價差與交易稅費等成本,故證券商亦會適度透過買進相同標的之選擇權或他家權證等,以降低 Gamma 風險。

(三) 權證避險與造市

當權證流通在外單位數變動時,或標的證券價格波動致 Delta 值變動時,證券商都需要持續不斷地調整避險部位。然而,當標的證券有漲跌幅限制或流動性不佳時,將可能無法及時調整避險部位,或當避險交易成本過高時,避險交易可能會侵蝕發行權證的獲利。因此,證券商必須制定避險策略,明訂可容忍曝險限額,及在不同市狀況下可運用不同策略(或不同避險工作)進行避險,給予交易員避險操作之彈性,以即時因應不同之市場狀況。

此外,由於避險操作主要受標的證券之流動性限制,因此,當標的證券流動性不佳時,如仍強制證券商造市,將可能使造市證券商因為無法避險,而曝露在過高的風險,故證交所及櫃買中心「認購(售)權證流動量提供者作業要點」,均訂有當標的證券流動性不足時,得不予報價,或得降低買進報價量。(詳參附錄二之三)

然而,流動量提供者相關放寬或豁免造市之規範,僅是為增加造市證券商操作彈性,避免證券商在曝險過高的情形下,仍須依規定造市而影響其正常營運,並非豁免證券商之造市責任(「得不提供報價」而非「不得提供報價」),故造市證券商仍應視其實際避險操作狀況,適時提供造市服務。

~ 期貨交易提醒 ~

期貨交易具保證金或權利金交易之槓桿特性,風險較高,開戶前應審慎考慮本身的財務能力及經濟狀況是否適合從事,並應詳讀相關風險預告書。