

【專題三】

以海外股價指數發行 ETF 之架構



蔡佩雯 (證交所
交易部專員)

李禹慧 (證交所
交易部專員)

壹、市場概述

ETF 屬混合性的結構化商品 (Structured hybrid product)，主要為追蹤某一指數或一籃子股票組合之報酬率，兼具有開放式基金與封閉式基金之特性，若以追蹤之標的指數分類，又可依追蹤之標的指數為國內指數或國際指數而概為分類。

2006 年截至第一季為止，全球共計發行 136 檔 ETF，而每日成交量與日俱增。在美國所有的交易所中，發行國際 ETF (International ETF) 總計有 63 檔。此外，歐洲交易所 iShares MSCI Japan 及 iShares FTSE/XINHUA China 25，兩檔國際 ETF 亦高居歐洲前十名，可見國際型 ETF 在市場日益受到重視¹。

國內市場則於 2003 年 6 月 20 日募集推出首檔 ETF—台灣 50 (TTT)，追蹤臺灣證券交易所與富時合編之臺灣 50 指數，並於 2006 年再度推出追蹤台灣中型 100 指數的寶來台灣中型 100ETF 及追蹤台灣資訊科技指數的富邦台灣科技指數 ETF 等 2 檔 ETF，目前國內市場仍以追蹤國內指數之 ETF 為主。

除以追蹤某一指數為標的之標準型 ETF 外，市場上亦有另一種包裹型 ETF，該型態之 ETF 並不追蹤指數而是直接選取一籃子之股票作為投資組合²。此種包裹型的 ETF 主要為以美林集團為首所發行的 HOLDRS。

「包裹型 ETF」一經包裹即不再變動，也就是包裹內的成分股不會隨時檢視汰

¹ “Exchange Traded Funds- First Half 2006 Global Review”, Morgan Stanley.

² 考「ETF 在台灣發行交易之可行性研究」，臺灣證券交易所徐樹滋、葛思惠、陳正斌，民國 90 年 7 月。

換，除非發生企業合併、收購等情事才會導致 HOLDERS 中的成份股票種類減少。由於成分股不會變動，使得 HOLDERS 的管理費用也較低。因包裹型 ETF 成份股組合固定不變，較容易隨著時間導致與市場脫節，不見得能合乎投資人之長期利益。且由於包裹型 ETF 為自行包裝之一籃子股票組合，故通常沒有相對應之期貨及衍生性商品可用以避險套利。

貳、追蹤海外指數 ETF 之可能發行架構

發行追蹤海外指數之 ETF，可分為單邊掛牌或雙邊掛牌模式，其中又可依申購買回之方式不同，而區分為現金制或實物制。參與證券商為實物或現金申購買回時，其股票之收付均透過保管銀行為之，與我國現行由集保先行圈存之作法略有不同。

若為單邊掛牌，參與證券商為實物或現金申購買回時，其國外標的股票之收付均可能需透過保管銀行為之，申購時，由參與證券商向發行人提出申購申請，交付現金或實物（因該部位建立於海外，委由參與證券商與發行人約定細節）後，ETF 發行人即下單至海外市場買進成分股，海外市場之款券均可能需委由海外之次保管銀行處理。ETF 發行人將申購成功之單位數等相關資訊與證券交易所及集保確認後，即將 ETF 匯撥至參與證券商之帳戶，此流程類似於現行開放式基金。

若為買回時，由參與證券商向發行人提出買回申請，ETF 發行人將核可之買回申請之資訊與證券交易所及集保確認後，圈存 ETF，ETF 發行人即下單至海外市場賣出成分股，並交付現金或海外成分股與參與證券商。ETF 發行人將買回成功單位數等資訊與證券交易所、集保及保管銀行確認後，註銷 ETF。惟實物制下，因海外市場交割作業與國內不見得相同，因此申請買回所允許使用之 ETF 部位內容（如庫存、前一日買進、當日買進、前一日申購、借券等五種部位）如何適用及 ETF 之註銷日期、處分成分股之價金匯交日等權利義務關係，將委由發行人與參與證券商依其信託契約約定。若買回之申請係以前一日買進之 ETF 或當日買進之 ETF 為部位時，一旦參與證券商對市場違約交割，該 ETF 無法註銷，則買回失敗。

目前，於發行國際型 ETF 時，涉及股票處理相關事宜，國際上多以海外次保管銀行方式進行，並有賴海外次保管銀行確實執行。惟此方式亦須考慮可能增加作業成本，如：交易手續費、交易稅、印花稅等。

除以單邊掛牌外，如欲建構雙向跨市場掛牌（Cross-listing）³則應考量整合雙方交易所資訊揭露之內容及揭露時點、建立跨市場之管理機制、共同的結算機制、合作對象之性質等議題，另如市場監視之合作，以避免不法情事。雙邊掛牌，除需考量商品流動性之外，尚需考量雙方交易所成熟度、交易機制相容性、交易時區之

³ 「跨市場上市、保證金相互沖銷、監視、交易合作之評估」，臺灣期貨交易所股份有限公司八十九年度研究報告。

差異等等，另與處於競爭地位的交易所合作，可能產生潛在的排擠效果，所以合作對象之性質影響跨市場交易之成功機率甚大。

參、相關法規分析

針對發行海外指數之 ETF，涉及相關法規，僅分述如下。

有關追蹤之指數種類及範圍須符合包括臺灣證券交易所認可指數股票型基金之發行人及標的指數資格應行注意事項第三條第二項第一款（三）中所規定「於外國證券集中交易市場或主管機關核准之店頭市場掛牌交易，並符合證券投資信託基金投資外國有價證券之種類及範圍相關規範。」及金管證四字第 09600234261 號令規定「於外國證券集中交易市場、美國店頭市場（NASDAQ）、英國另類投資市場（AIM）、日本店頭市場（JASDAQ）及韓國店頭市場（KOSDAQ）交易之股票（含承銷股票）、受益憑證、基金股份、投資單位或存託憑證（Depositary Receipts）。」及不得投資於大陸地區之有價證券、香港或澳門地區證券交易市場由大陸地區政府、公司所發行之有價證券、恆生香港中資企業指數成分股公司所發行之有價證券、香港或澳門地區證券交易市場由大陸地區政府、公司直接或間接持有股權達百分之三十五以上之公司所發行之有價證券等規定。其中，持股上限有隨時異動之可能，需持續追蹤。

此外，針對 ETF 指數標的成分股之流動性亦有規範，台灣證券交易所股份有限公司認可指數股票型基金之發行人及標的指數資格應行注意事項第 3 條第 3 項第 2 款（二）規定「成分證券須具備一定程度之流動性，本公司得依指數成分證券之不同特性，要求其應具備之流動性標準。」因此，於引進海外 ETF 時，亦應注意有關流動性之規範。

另由於國外證券升降幅度均大於國內，如香港市場無漲跌幅限制、韓國為 15%、馬來西亞和泰國為 30%、印尼為 20%~50%、新加坡和紐西蘭和澳洲無漲跌幅限制，目前國內依台灣證券交易所營業細則第 63 條「有價證券每日市價升降幅度，除主管機關另有核定者外，股票價格以漲至或跌至前一日收盤價格百分之七為限。」，因此國內之 ETF 目前仍有 7%之限制，未來於引進海外指數 ETF 時，亦應一併考量。若國內之漲跌幅限制與國外不一致，則 ETF 與標的股票間可能因此無法即時反應 ETF 淨值，造成表彰之股票組合價值在 ETF 漲跌停範圍外時，投資人交易意願減低而影響 ETF 之流動性，且違反 ETF 以追蹤、模擬或複製標的指數表現之制度目的。為避免上述情形，日前臺灣證券交易所股份有限公司受益憑證買賣辦法中第七條已修改為「受益憑證上市後，其每日市價升降幅度準用上市股票之有關規定辦理。但指數股票型基金之受益憑證所追蹤、模擬或複製之標的指數成分股含有外國股票者，採無升降幅度限制。」故，未來發行追蹤海外股價指數之 ETF 將採無升降幅度限制，以使其與國外之漲跌幅度一致，減少誤差。

此外，若引進「現金制」，因現行整部申購買回作業要點，均架構在以「實物

」制之下，則須修正「臺灣證券交易所指數股票型基金之受益憑證辦理實物申購／買回作業要點」。日前，已將「臺灣證券交易所指數股票型基金之受益憑證辦理實物申購／買回作業要點」修正為「臺灣證券交易所股份有限公司指數股票型基金之受益憑證辦理申購、買回作業要點」，並新增現金申購及現金買回，使得參與證券商得自行或受託以現金方式交付對價（交付受益憑證方式），向投信事業申購（買回）受益憑證，申購（買回）金額與單位數之計算基準，應依信託契約之規定辦理，並明訂國外成分股之指數股票型基金為成分股含一種以上之國外證券。此外，於該作業要點中亦針對申購買回之作業方式訂有相關規範。

另「臺灣證券交易所股份有限公司受益憑證買賣辦法」亦配合修正，第十一條「證券商受託或自行辦理指數股票型基金之受益憑證之申購、買回採實物或依據證券投資信託契約規定方式交付之作業，應先與證券投資信託事業或本公司簽訂相關契約，始得辦理。」將實物申購買回之文字予以修正為申購買回，除可採實物申購買回外，另可依據證券投資信託契約規定方式交付。而第十二條第 1 項中原規定「證券商同日自行買進或同一帳戶受託買進指數股票型基金之受益憑證表彰之股票組合，或加計原持有、借券、前一日買進餘額及前一日實物買回之股票組合，其數量達實物申購該受益憑證規定，並賣出該受益憑證；或同日自行買進或同一帳戶受託買進指數股票型基金之受益憑證，或加計原持有、借券、前一日買進餘額及前一日實物申購之該受益憑證，其數量達實物買回該受益憑證表彰股票組合之規定，並賣出該受益憑證表彰之股票組合…」，而於第十二條第 2 項中新增「指數股票型基金之受益憑證所追蹤、模擬或複製之標的指數成分股含有外國股票者，不適用前項規定。」以排除適用，因 ETF 所追蹤、模擬或複製之標的指數成分股含有外國股票者，其申購、買回作業須跨國內外市場，涉及國外市場時區及交割週期之不同，且其成分股之交付，無法確認及控管，因而予以排除適用。

肆、結論及建議

海外指數 ETF 近年來已日益受到重視，尤其於歐美市場，已行之有年，目前我國國內市場仍以追蹤國內指數之 ETF 為主，為強化投資國內市場意願及讓外資、法人多元化運用其資金，開放以海外股票為成分股之指數 ETF 應為可行之道。

本文就現金制及實物制之申購及買回之可能方式作一介紹，於實物制下，因涉及海外成分股之交付，必須有賴海外次保管銀行之確實執行，並為因應各國市場之作業模式不同，部分程序需委由發行人及參與證券商以契約另行約定。此外，因各國之作業模式不同，對於成分股之交付認定亦有所不同，如成分股交付行為被認定為交易行為，則可能涉及印花稅等作業成本，亦為須考量之處。而於發行追蹤國外指數 ETF 時，需注意有關成分股流動性及範圍之限制。

就發行海外 ETF 而言，一般而言，標的指數約可分為三類，可以某種特定指數為標的，或以某一國家之主要指數為標的，或以某區域之指數為標的，惟須注意因

交易時間不同、匯率風險及申購回以現金、或當成分股流動性不佳時，將造成申購回作業成本增加，導致溢、折價幅度變大，投資人交易成本相對較高。而因國外市場交易時間多與我國市場不一致，若較國內晚收盤，其價格變動風險亦須考量。另若追蹤之指數其所涵蓋國家較多時，由於各國交易時間不一且牽涉幣別多，參與證券商（PD）進行申購、買回套利操作的困難度也會增加。

除上述考量外，文中亦提及涉及之相關法規，目前已就實物申購回之相關作業細則進行修訂，引進現金制，降低作業成本，並放寬漲跌幅限制以即時反應 ETF 淨值。國內發行人即可視市場需求及管理成本效益等選擇設計產品及發行方式。

（本文改寫自台灣證券交易所 96 年 5 月 15 日出版之證交資料第 541 期「以海外股價指數發行 ETF 上市交易相關作業之可行性」）

伍、參考資料

1. “Global Market Guide 2006”, Nomura。
2. “Exchange Traded Funds- First Half 2006 Global Review”, Morgan Stanley。
3. 「ETF 在台灣發行交易之可行性研究」，臺灣證券交易所徐樹滋、葛思惠、陳正斌，民國 90 年 7 月。
4. 「跨市場上市、保證金相互沖銷、監視、交易合作之評估」，臺灣期貨交易所股份有限公司八十九年度研究報告。
5. 相關網址：
WFE <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp?nav=ns6>
香港證券交易所 http://www.hkex.com.hk/index_c.htm
印度證券交易所 <http://www.nseindia.com/>
兆豐證券 <http://rich.emega.com.tw/TwnIdx.asp>
寶來證券 <http://www.polaris.com.hk/>
野村證券 <http://www.nomura.co.jp/>