

【實務新知】

參與憑證 (Participatory Notes) — 投資新興市場的另一途徑

何殷如 (立法院預算中心
助理研究員)

壹、前言

金融監督管理委員會 (以下稱金管會) 於 101 年 7 月 13 日以金管證投字第 1010031368 號及第 10100313681 號令開放證券投資信託事業運用證券投資信託基金 (以下稱投信基金) 可投資參與憑證，並明定相關投資限額及規範，俾利業者遵循。此一開放，對於增加投信基金之投資標的之範圍及操作彈性，具有相當的助益。

由於新興市場對於開放海外投資人投資多訂有限額及資格限制，為因應此等現象，「參與憑證」隨之產生，近年來已成為投資新興市場的另一選擇。目前，參與憑證仍是投資印度、中國大陸的管道，但仍以投資印度的股票市場為主。考量透過參與憑證投資當地市場，具有身分保密的優點，成功的吸引如避險基金等不願曝光或較難取得外國機構投資人 (Foreign Institutional Investors, 以下稱 FIIs) 資格者，以匿名方式間接投資新興市場。

參與憑證的蓬勃發展，有利於當地股市的流動量及擴大週轉率，但其投資數量等同於熱錢投入當地股市的增加量，除增加當地貨幣主管機關執行貨幣政策的困難度，亦加劇匯率波動的幅度。再者，由於參與憑證所投資之資金來源不明，短期資金的進出將導致股市出現泡沫，反而不利於當地股市的穩定成長，因此管理參與憑

證，實屬不易，任何市場上的風吹草動皆會引起當地股票市場的重大變化。例如印度證券交易委員會（Securities Exchange Board of India，以下稱 SEBI）曾於 2007 年 10 月 16 日提出限制 FIIs 發行參與憑證，次日印度股市一開盤即讓甫創下歷史新高的孟買 Sensex30 指數狂跌 1,743 點，印度盧比亦暴貶 9%，當日並啟動暫停交易機制，停止交易 1 小時。

對於投資人而言，主管機關加強對參與憑證的管理，則代表當地股票市場之管制增加；但由於參與憑證仍是進入新興市場的便捷管道之一，因此仍有存在之必要性。因此，本文將逐一介紹參與憑證的定義、背景及相關發展現況，讓國內投資人得以瞭解該等商品，一窺全貌。

貳、參與憑證之介紹

一、參與憑證之定義

所謂參與憑證¹（Participatory Notes，亦簡稱為 P-Notes 或 PNs），係由發行機構交付予投資人一個表彰標的報酬的憑證。主要目的是透過與標的證券的連結，賺取參與連結標的證券報酬，連結的標的可以是現股（Spot-Backed）或是期貨等衍生性商品（Derivatives-Backed）²，所連結的現股又可分為單一股票或一籃子股票³。

以基金之投資為例，由於某些新興國家股市開戶耗時較長，為爭取投資時效、租稅公平或其他因素考量，可投資以新興國家之股票為連結標的之參與憑證。待基金賣回參與憑證，發行機構便可以現金結算方式，將股票獲利或損失以及所有相關的股利所得、利息收入等併同結算給投資人。一般而言，參與憑證可以有相當多樣化及彈性的設計方式，但實際上交易架構並不困難，可以設計成股權連結債券（Equity Linked Notes 簡稱 ELNs）、上限報酬商品（Capped Return Notes）、參與報酬商品（Participating Return Notes）等。

通常避險基金是以參與憑證連結衍生性商品為主。傳統上，避險基金的策略是

¹ 參與憑證一詞，最早出現於 2003 年 12 月 15 日商業周刊（Business World）的報導，該報導稱印度證券交易委員會（Securities and Exchange Board of India, SEBI）憂心對沖基金透過參與憑證方式隱藏身分投資印度股市，使當地證券市場因熱錢湧入造成股市泡沫的現象。

² 陸君芬，引發 10/17 印度股市震盪主因的 P-Notes，台灣工銀證券投資顧問股份有限公司，2007 年 11 月，第 18 頁至第 20 頁。

³ 依據金管會 101 年 7 月 13 日第 1010031368 號令（四）規定，投信基金所連結標的以單一股票為主。

在期貨市場及選擇權作空參與憑證以規避持有單一貨幣的風險，由於境外投資人並無須承擔稅負，因此，此種操作方式對於境外投資人較為有利⁴。

二、參與憑證之屬性

由於參與憑證的設計相當多元，因此「參與憑證」之屬性究竟是「有價證券」，或是具槓桿效果之「證券相關商品」，各國實務上認定不一。如日本將「參與憑證」視為股權連結債券，亦視其為衍生性金融商品之一種，並納入衍生性金融商品加以管理；新加坡及印度則將「參與憑證」視為認股權（Warrant）的一種，納入衍生性金融商品管理；歐美國家則將參與憑證視為境外衍生性商品（offshore derivative instruments），並納入衍生性金融商品加以管理。

一般而言，參與憑證的發行人多為歐美大型證券商如美林證券、德銀證券、花旗證券、摩根大通證券等，針對機構投資人、退休基金、共同基金等大型法人所發行在證券交易所掛牌的表彰股票權利證書。雖然各國的證券主管機構對於參與憑證認定方式各有不同，但一般而言，參與憑證在證券市場掛牌上市，資訊透明，並有公平市價，應可認定為上市有價證券。

三、參與憑證的特點

（一）具有掛牌上市的機制

一般專業機構投資人投資參與憑證通常都會要求發行證券商將參與憑證在股票市場掛牌。目前大部分的參與憑證都在盧森堡股票交易所掛牌，統一用美元報價及交割，以利於投資人投資。發行證券商每天都會根據標的證券市價的變化，揭示參與憑證的合理公平市價（Fair Value，或稱公允價值），透明度高。

（二）流動性與股票上市交易相當

當投資人下單買進或賣出參與憑證時，發行證券商會在參與憑證表彰權利的股票市場買進或賣出同一部位的股票，成交數量與價格即為投資人買進或賣出參與憑證的成交數量與價格。

（三）評價與標的證券市價一致

⁴ Manmohan Singh, Use of Participatory Notes in Indian Equity Markets and Recent Regulatory Changes, IMF Working Paper, WP/07/291, December 2007, P5.

發行證券商會以參與憑證表彰的標的證券的市價，再經過匯率換算參與憑證的合理市價予以揭露。投資人可以在 Bloomberg 等資訊系統查詢參與憑證之報價，據以為投資之參考。

四、投資人之權利及義務

投資人買進參與憑證的權利與義務，原則上與直接買進股票相當，但主要差別如下：

(一) 參與憑證並無投票權

投資人購買普通股有參與股東會之投票權，但參與憑證並無投票權。

(二) 參與憑證有到期日之約定

普通股無到期日，參與憑證則有到期日的約定，一般而言，參與憑證的到期日大多訂為 10 年，到期時可以要求展期。因此參與憑證只是純粹作為買賣股票或指數的工具，沒有槓桿效果，不能作為避險工具，也沒有保本的效果，持有參與憑證的市場風險與持有股票相當。

五、投資參與憑證之優點

(一) 有利節省時間及成本

投資人欲於某些新興市場國家，須申請開戶投資當地股市，通常耗時相當長的時間。如俄羅斯及印度須 3 至 6 個月、波蘭及智利則花費 3 個月不等的時間，惟開戶完成前若得以參與憑證方式投資該市場，得以避免開戶之曠日費時及負擔營運費用等開辦費（詳附表 1）。此外，發行證券商將負責所有文書作業，投資人可節省準備工作的時間。

(二) 可享有稅賦優惠

以海外投資人為例，若投資人之國籍非為印度者，則無須負擔高達 33% 之稅負；以基金為例，若基金投資於與經理公司註冊地無簽訂租稅協定之國家，並無法享有退稅之優惠。另印度市場對外資持股未滿一年課徵 10% 資本利得稅，若藉由參與憑證方式投資則不適用當地對外資所定之特別稅賦，將享有更多的租稅公平。

附表 1：FIIs 及參與憑證投資成本之比較

項目	FIIs	參與憑證
註冊費	每年 5,000 美元	無
營運成本	15,000~20,000 美元	無
交易成本	約 0.15%	約 4%
開業籌備	約 5~8 週	即刻交易
保密程度	低，須向 SEBI 登記	高，可不具名（註 2）

註 1：資料來源：陸君芬，引發 10/17 印度股市震盪主因的 P-Notes，台灣工銀證券投資顧問股份有限公司，2007 年 11 月，第 20 頁。

2：SEBI 於 2011 年 6 月間要求發行證券商須全面揭露參與憑證最終受益人（end-owners）之國籍。

（三）交易與交割方式透明、簡便

由於參與憑證都會在證券交易所掛牌，所以參與憑證的交易方式與交割程序都與一般的股票一樣，對投資人相當方便。由於表彰不同國家不同股票的許多參與憑證都在同一個證券交易所掛牌，即表示基金可以在一個交易所內買到許多不同國家的股票。

（四）可避免匯兌及交割風險

由於參與憑證之交割日可與發行機構協調，且無須進行實體交割，將可提高投資資金運用之彈性，及降低直接投資新興國家當地股市之相關風險。另由於回教國家之工作日與歐美等國不同，大部分回教國家之休假日為星期五、六，歐美等國之休假日為星期六、日，因工作日不同產生之落差，將有交割金之匯兌及交割風險。

（五）可減少溝通障礙

對投資人而言，若直接經由新興市場當地證券商投資有價證券，由於多國市場會有語言溝通上的問題，若向歐美等地區發行機構購買參與憑證，較無語言溝通障礙。

（六）無流動性風險

投資新興市場之有價證券經常會面臨流動性風險，若以參與憑證方式投資，因

為發行機構保證買回，故無流動性風險；惟仍需注意發行機構之信用風險，發行機構應符合一定之信用評等標準。

（七）無須揭露投資人身分

以印度為例，相對於成為合法的外國機構投資人（FIIIs），投資參與憑證的優點在於身分保密，容易吸引如避險基金等不願具名等機構投資人投資印度股市，但此一優點也造成監管上的困擾，因此 SEBI 自 2004 年起要求 FIIIs 須保留所有參與憑證持有人的相關資料，並必要時提供予 SEBI⁵；另外，SEBI 於 2011 年 6 月間要求發行證券商須全面揭露參與憑證最終受益人（end-owners）之國籍。

六、投資參與憑證之缺點

（一）造成當地股票市場及匯率之波動

以被投資國而言，參與憑證發行量的增加等同於熱錢投入當地股市的增加量，易使當地匯率波動加劇。

（二）容易受到當地主管機關之限制

以印度為例，SEBI 對以參與憑證方式在現貨市場的買賣，包括法人外資機構發行境外參與憑證，不得超過持有登記在案現貨資產的 40%。由於 SEBI 對於參與憑證具有身分保密的特點，日益發現有管理上的困難，將逐步加強對於參與憑證之管理及增加相關限制。

七、投資參與憑證之風險

（一）信用風險

投資參與憑證雖較無流動風險，發行證券商進入市場買入股票後，立即製發表彰股票之參與憑證予投資人，並未有保管銀行保管或圈存該等股票之機制；另參與憑證本身並無信評，亦無第三者保證，故投資參與憑證，將直接曝露於信用風險。依據金管會 101 年 7 月 13 日金管證投字第 1010031368 號令明定投信基金投資參與憑證發行人之長期債務信用評等，須符合 A 級以上（詳附表 2），以防範信用風險。

⁵ SEBI 曾分別於 2009 年 12 月就霸菱銀行（Barclays Banks）及 2010 年 1 月間曾就法國興業銀行（Societe Generale）未提供真實及完整的相關文件，禁止其發行參與憑證，以資警告。

附表 2：參與憑證發行人須符合長期債務信用評等等級

信用評等機構名稱	信用評等等級
DBRS Ltd.	A
Fitch, Inc.	A
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	A
Moody's Investor services, Inc.	A2
Rating and Investment Information, Inc.	A
Standard & Poor's Rating Services	A
Egan-Jones Rating Company	A

註：資料來源，金管會網站

（二）市場風險

參與憑證之報酬與標的股票高度相關，假使標的股票表現不佳，則參與憑證的交割價格亦同步大跌。

（三）標的股票風險

如同股票及權益相關商品一樣，參與憑證須承受個別公司之營運風險，因此投資比率應適度分散為宜。復依金管會 101 年 7 月 13 日金管證投字第 10100313681 號令（六）規定，亦明定投信基金投資上限，詳細規範如下：

1. 每一基金投資參與憑證總金額，不得超過基金淨資產價值之 10%。
2. 每一基金投資參與憑證其所表彰股票之股份總額，應與所持有該參與憑證之標的證券發行公司發行之股票（含承銷股票、存託憑證及認購（售）權證或認股權憑證所表彰之股份）合併計算，不得超過該標的證券發行公司已發行股份總數之 10%；所經理之全部基金投資參與憑證其所表彰股票之股份總額，應與所持有該參與憑證之標的證券發行公司發行之股票（含承銷股票、存託憑證及認購（售）權證或認股權憑證所表彰之股份）合併計算，不得超過該標的證券發行公司已發行股份總數之 10%。

（四）匯兌風險

投資參與憑證雖然可以避免持有新興市場中流動性較低的貨幣，但投資人仍須承擔投資幣別與美金間之匯兌風險。

七、參與憑證之現況說明

目前參與憑證表彰的標的證券多為新興市場，如印度及中國大陸，但仍以印度市場為大宗；另參與憑證的承銷地主要是香港及新加坡，惟發行證券商須於印度註冊，並接受 SEBI 的監管。由於印度是主要參與憑證的發源地，也是外國投資人投資印度市場的最佳管道，因此本節將介紹參與憑證在印度股票市場之發展及其現況。

自 1992 年印度股票市場開放外國投資人投資以來，直到 2002 年都處於蟄伏階段，2003 年因 MSCI 指數調升印度股票市場比重後，FIIs 開始對印度股票市場產生興趣⁶。根據估計，2003 年印度股票市場交易量與國內生產淨額（GDP）相當，約達美金 1.3 兆，FIIs 持有約占 25%，其中一半以上的資金係透過投資參與憑證而來。根據 SEBI 的統計，FIIs 投資參與憑證的高峰係在 2007 年，當年 8 月底為止，共有 1,056 家 FIIs 在印度註冊，總投資金額約 1,720 億美元，約占印度總市值的 15%，相較 2003 年 12 月時約 200 億美元大幅成長了 8 倍，其中，有 34 家 FIIs/Sub-Account 發行參與憑證，相較於 2004 年 3 月的 14 家大幅成長了 2.5 倍。

對於 SEBI 而言，管理參與憑證顯然非屬易事。如前所述，SEBI 在 2007 年 10 月發布一連串管制參與憑證的措施前⁷，參與憑證的發行金額在 2007 年達到最高峰（詳附圖 1），流通在外參與憑證的總金額在 2007 年 10 月來到歷史新高紀錄，達到 4 兆 4,951.3 億盧比⁸，但自 2008 年起因受到金融海嘯的波及，參與憑證的發行金額逐漸下降，最低點是 2009 年 2 月的 6,094.8 億盧比，但伴隨著全球股市回暖及投資人信心的恢復，參與憑證的發行金額也逐漸回穩，2011 年至 2012 年上半年參與憑證平均發行金額在 1 兆 6,000 億至 1 兆 7,000 億盧比之間。

若從參與憑證的發行金額占 FIIs 管理資產規模之比率來觀察，卻可以發現比率逐年下滑，以 2007 年 7 月最高點來看，比率最高達到 51%（詳附圖 2）。但最近幾年，比率皆未超過 20%，平均比率約在 16% 至 17% 之間，顯示出投資人似乎對參與憑證的興趣逐漸移轉。另觀察附圖 3 為 FIIs 所管理的資產規模變化圖，可以發現 FIIs 所管理的資產規模，除 2008 年規模有下降之情形外，自 2009 年開始 FIIs 所管理的資產規模已年年逐漸增加。2009 年 12 月參與憑證的規模來到 11 兆 2,435.2

⁶ 海外投資人投資印度市場之方式可以區分為 FII（Foreign Institutional Investment）及 FDI（Foreign Direct Investment），二種方式都可以讓投資人投資印度股票市場。

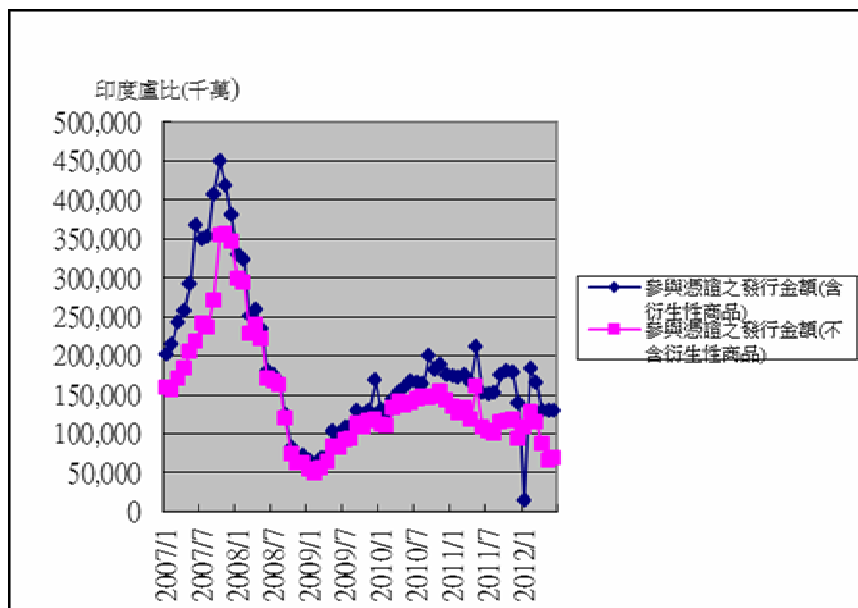
⁷ 即是 SEBI 於 2007 年 10 月 16 日所發布將限制 FIIs 發行參與憑證，印度股市聞訊盤中一度重挫 9%。

⁸ 該數字包含衍生性金融商品。

億盧比，已超越 2007 年 12 月的 10 兆 2,714.1 億盧比，並且逐漸向上攀升，2010 年迄 2012 年 6 月底止，FII 所管理的資產規模大約為 10 兆盧比。

依據 2012 年 6 月報載⁹，由於印度政府將對於透過參與憑證投資印度股票市場之法人進行課稅，因此在 2012 年 3 月至 6 月間參與憑證之規模至少流出 200 億美元。追究其理由，主要還是在於 SEBI 欲加強對參與憑證之管制，尤其在金融海嘯後，主管機關對於避險基金利用參與憑證以規避揭露之行為，皆認為不符透明度的要求。因此，SEBI 除鼓勵海外投資人直接投資印度股票市場外，並將採取一連串的管理規範，如要求 FII 須在每月 10 日申報參與憑證投資之月明細資料，以取代先前所定 6 個月內申報之規定，另 SEBI 在今（2012）年白皮書內強調將加強查核參與憑證的投資人之背景¹⁰；並將擴大開放合格境外機構投資人之投資管道及放寬相關限制。

附圖 1：2007 年 1 月至 2012 年 6 月參與憑證投資印度股票市場之發行金額



註 1：資料來源，SEBI 網站統計資料，資料擷取日期 101 年 8 月 15 日

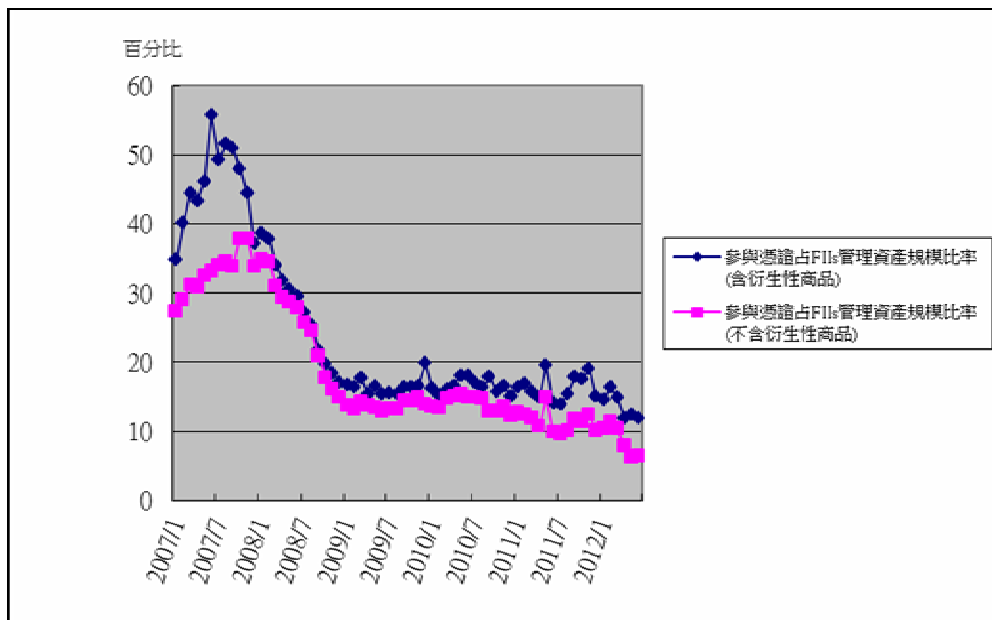
註 2：SEBI 於 2012 年初曾對外表示，將要求 FII 結清參與憑證（含衍生性商品）之部位。

⁹ Participatory Notes's Investors Pull out RS 1 trillion from India, 2012 June 10.

網址：<http://www.business-standard.com/india/news/sebi-tightens-reporting-norms-for-participatory-notes/476781/>

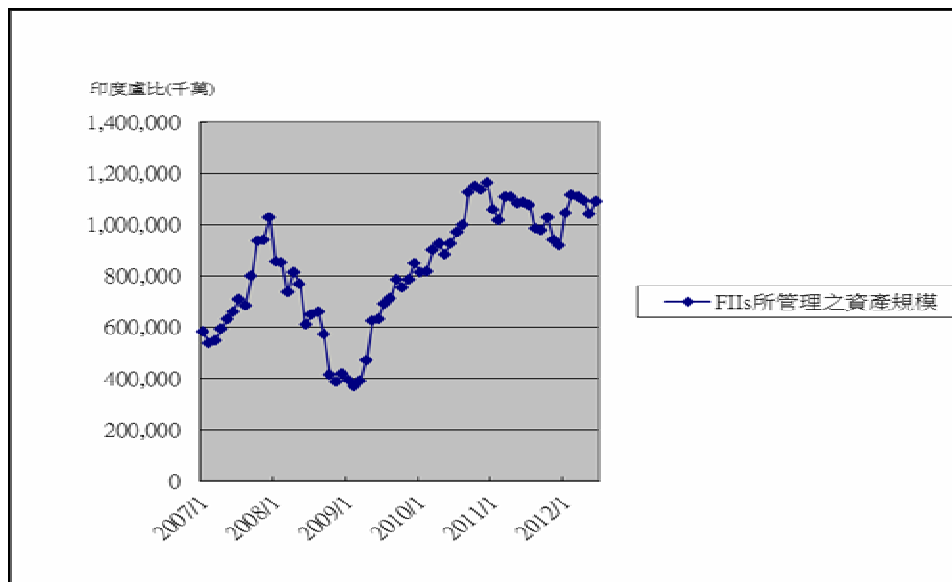
¹⁰ SEBI 將海外投資人投資參與憑證認定為非法洗錢的方式之一。

附圖 2：2007 年 1 月至 2012 年 6 月參與憑證占 FIIs 管理資產之比率



註：資料來源，SEBI 網站統計資料，資料擷取日期 101 年 8 月 15 日

附圖 3：2007 年 1 月至 2012 年 6 月 FIIs 管理資產投資於印度股票市場之規模



註：資料來源，SEBI 網站統計資料，資料擷取日期 101 年 8 月 15 日

參、結論

近來由於新興國家的崛起，引發投資人對於新興市場的高度關注，並帶動全球資本市場的蓬勃發展；而參與憑證的產生，除使投資人以更方便、更快捷的方式進行投資外，亦使新興國家之資本市場快速成長。惟在金融海嘯後，各國主管機關日益關注金融商品之管理及揭露，以強化監理。是以，未來參與憑證之管理，預料將以增加透明度及即時揭露為目標，此舉對於日後參與憑證之發展，值得後續追蹤探討。

參考資料

1. 陸君芬，引發 10/17 印度股市震盪主因的 P-Notes，台灣工銀證券投資顧問股份有限公司，2007 年 11 月，第 18 頁至第 20 頁。
2. 金融監督管理委員會證券期貨局 <http://www.sfb.gov.tw>
3. 印度證券交易委員會 <http://www.sebi.gov.in/sebiweb/>
4. Manmohan Singh, Use of Participatory Notes in Indian Equity Markets and Recent Regulatory Changes, IMF Working Paper, WP/07/291, December 2007, P5.

投資境外基金與購買投資型保單
連結境外基金，相關權利義務並
不同，投資前應詳加瞭解。