

## 【專題一】

# 開放投信事業募集槓桿型 及反向型 ETF

陳其財（證期局）  
研究員

## 壹、前言

自 92 年 6 月第一檔台灣卓越 50 指數股票型基金（下稱 ETF）於臺灣證券交易所掛牌上市以來，歷經多年努力發展，一般傳統 ETF 市場已日益成熟，且在金融監督管理委員會（下稱金管會）、臺灣證券交易所、臺灣集中保管結算所、投信投顧公會、證券商公會、投信事業及參與證券商的努力之下，透過廣告、講座、教育宣導等方式推廣 ETF 商品，媒體曝光度愈來愈高，也提升投資人的參與度。

依據日韓經驗，槓桿型 ETF 及反向型 ETF 將帶動整體 ETF 市場交易量，對於 ETF 市場發展有其必要性。金管會以整體考量投資人保護及投資風險控管之前提下，為開放投信事業發行新種類之基金、提供投資人多元化金融投資工具，帶動整體 ETF 市場規模及交易量，提升投信事業競爭力，業於 103 年 7 月 3 日發布修正「證券投資信託基金管理辦法」（下稱基金管理辦法）部分條文，並配合發布相關函令及配套措施，放寬投信事業得募集槓桿型 ETF 及反向型 ETF 於國內上市，俾利發展我國多元化之 ETF 商品。

## 貳、槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之基本架構及特性

一、國內槓桿型 ETF (Leveraged ETF) 之基本架構：

1. 操作方式：係指以追蹤、模擬或複製標的指數之「單日」正向倍數表現，或直

接追蹤具有正向倍數表現之標的指數，常見倍數為 2 倍、3 倍。舉例來說，標的指數當日上漲 1%，正向 2 倍 ETF 在不考慮相關費用下，當日會上漲約 2%。

## 2. 投資組合：(以正向 2 倍 ETF 為例)

「持有股票及傳統 ETF」(30%)+「流動性資產及期貨保證金」(70%)，其中期貨保證金部分將買進 170% 期貨契約。正向 2 倍 ETF 所買進之期貨契約及持有之有價證券部位，其當日總風險暴露為基金淨資產價值之 200%，以達成標的指數之單日正向 2 倍報酬表現。

## 二、國內反向型 ETF (Inverse or Short ETF) 之基本架構：

1. 操作方式：係指以追蹤、模擬或複製標的指數之「單日」反向倍數表現，或直接追蹤具有反向倍數表現之標的指數，常見反向倍數為 1 倍、2 倍、3 倍。舉例來說，標的指數當日上漲 1%，反向 1 倍 ETF 在不考慮相關費用下，當日會下跌約 1%。

## 2. 投資組合：(以反向 1 倍 ETF 為例)

「不持有有價證券」(0%)+「流動性資產及期貨保證金」(100%)，其中期貨保證金部分將賣出 100% 期貨契約。反向 1 倍 ETF 所賣出期貨契約總市值部位，其當日總風險暴露為基金淨資產價值之反向 100%，以達成標的指數之單日反向 1 倍報酬表現。

## 三、槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之主要特性：

### 1. 每日重新平衡 (Daily Rebalance) 機制：

以正向 2 倍 ETF 為例：ETF NAV 為 100 元，總風險暴露為 200 元。

(1) 若當日標的指數上漲 5%，ETF 總風險暴露為 210 元，當日 NAV 為 110 元，為維持 (次一日) 追蹤標的指數正向 2 倍表現，故需於期貨市場收盤前，買進 10 元期貨契約，使正向 2 倍 ETF 之總風險暴露為 NAV(110 元) 之 2 倍，亦即 220 元。

(2) 若當日標的指數下跌 5%，ETF 總風險暴露為 190 元，當日 NAV 為 90 元，為維持 (次一日) 追蹤標的指數正向 2 倍表現，故需於期貨市場收盤前，賣出 10 元期貨契約，使正向 2 倍 ETF 之總風險暴露為 NAV(90 元) 之 2 倍，亦即 180 元。

從上述範例可發現一個現象，正向 2 倍 ETF 基金經理人須每天於股票市場

收盤後，期貨市場收盤前，透過買進或賣出期貨契約方式，對正向 2 倍 ETF 之總風險暴露進行重新調整 (Daily Rebalance)，以維持 ( 次一日 ) 追蹤標的指數正向 2 倍之報酬表現。

## 2. 每日複利計算 (Daily Compounding) 機制：

金融投資商品皆具有複利計算之特性，然因槓桿型 ETF 及反向型 ETF 提供正向倍數或反向倍數之報酬率，故該等 ETF 波動程度也倍數提高，在每日複利計算效果 (Daily Compounding) 及每日重新平衡 (Daily Rebalance) 機制下，長期會偏離標的指數之槓桿倍數或反向倍數表現。

下面以正向 2 倍 ETF 為例，在標的股價指數一天漲 5 點、次一天跌 5 點之極端情境下，模擬股價指數經過 10 天漲跌後，複利效果造成的報酬率變動情形。股價指數 10 天累積報酬率仍為 0%，而正向 2 倍 ETF 之 10 天累積報酬率為 -2.36%，故經過 10 天複利計算效果下，正向 2 倍 ETF 報酬率 (-2.36%) 已偏離標的股價指數之 2 倍報酬率 (0%)。

## 3. 僅適合具備一定適格性條件之投資人進行交易：

- (1) 充分認知信用交易、期貨、選擇權、認購 ( 售 ) 權證等具有槓桿倍數或反向倍數之相關風險、瞭解每日複利效果之影響，及能承受槓桿投資之損益結果。
- (2) 適合能夠隨時監控與管理其投資組合之策略交易型投資人，不適合買進並長期持有之投資人。

	股價指數 收盤值	股價指數 每日報酬率	股價指數 累積報酬率	正向 2 倍 ETF 每日報酬率	正向 2 倍 ETF NAV	正向 2 倍 ETF 累積報酬率
第 0 天	100				100.00	
第 1 天	105	5.00%	5.00%	10.00%	110.00	10.00%
第 2 天	100	-4.76%	0.00%	-9.52%	99.52	-0.48%
第 3 天	105	5.00%	5.00%	10.00%	109.48	9.48%
第 4 天	100	-4.76%	0.00%	-9.52%	99.05	-0.95%
第 5 天	105	5.00%	5.00%	10.00%	108.95	8.95%
第 6 天	100	-4.76%	0.00%	-9.52%	98.58	-1.42%
第 7 天	105	5.00%	5.00%	10.00%	108.44	8.44%
第 8 天	100	-4.76%	0.00%	-9.52%	98.11	-1.89%
第 9 天	105	5.00%	5.00%	10.00%	107.92	7.92%
第 10 天	100	-4.76%	0.00%	-9.52%	97.64	-2.36%

## 參、配合修正之相關法規及配套措施

一、相關法規：為開放投信事業發行新種類之基金、提供投資人多元化金融投資工具，帶動整體 ETF 市場規模及交易量，提升投信事業競爭力，金管會放寬投信事業得募集發行槓桿型 ETF 及反向型 ETF，於 103 年 7 月 3 日發布修正「證券投資信託基金管理辦法」部分條文，並配合發布相關函令。

### (一) 基金管理辦法：

1. 考量已放寬投信事業運用槓桿型 ETF 及反向型 ETF 從事證券相關商品之風險暴露比率上限，不得超過基金淨資產價值之正向倍數或反向倍數之百分之一百一十，明定投信事業兼營期貨信託事業者，其運用槓桿型 ETF 及反向型 ETF 從事證券相關商品交易之比率，不適用得向金管會申請不受公告比率限制之規定。(修正條文第九條)
2. 考量槓桿型 ETF 及反向型 ETF 具有每日重新調整 (Daily Rebalancing) 及每日複利計算 (Daily Compounding) 等特性，投資人持有一段期間後，該等 ETF 表現將偏離標的指數之正向倍數或反向倍數表現。為利投資人瞭解，明定槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之基金名稱應明確顯示所追蹤標的指數之「單日」正向倍數或反向倍數表現。(新增條文第三十七條之一)
3. 另為增加投信事業之操作彈性、因應槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之投資策略所需、降低追蹤、模擬或複製標的指數之正向倍數或反向倍數表現(含直接追蹤具有正向倍數或反向倍數表現之標的指數)之誤差，並參酌外國該等 ETF 之市場交易實務，多有投資基金受益憑證達一定比率，放寬槓桿型 ETF 及反向型 ETF 得投資於基金受益憑證之上限為基金淨資產價值之百分之三十。(新增條文第三十七條之一)

### (二) 證券投資信託事業運用證券投資信託基金從事證券相關商品交易應行注意事項：

1. 槓桿型 ETF 或反向型 ETF 主要係從事證券相關商品交易以追蹤標的指數之單日正向倍數或反向倍數表現(含直接追蹤具有正向倍數或反向倍數表現之標的指數)，實務上，兩者之間有追蹤誤差，且考量國內股市漲跌幅機制、國內期貨交易較晚收盤，如股市收盤後期貨交易之指數契約出現急漲走勢，可能導致基金風險暴露部位超出基金所設定之正向倍數或反向倍數；及追蹤國外指數之單日正向倍數或反向倍數表現之 ETF，其國際交易所之漲跌幅機制、跨時區問題、交易時間不同等因素，明定槓桿型 ETF 及反向型 ETF 為因應標的指數之單日槓桿或反向倍數表現之

複製策略所需，從事證券相關商品交易之比率，其風險暴露不得超過本基金淨資產價值之槓桿或反向倍數之百分之一百一十。(修正第伍點第二款)

2. 為增加槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之操作彈性，投信事業運用槓桿型 ETF 及反向型 ETF 從事證券相關商品交易，為因應基金投資策略所需，且於證券投資信託契約中明定投資或交易部位之相關控管機制者，得不受前二款有關任一個股期貨或選擇權、買進選擇權之權利金、賣出選擇權買權之投資比率限制。(新增第伍點第五款)

### (三) 相關函令

1. 放寬槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之資產以「存放於銀行」、「向票券商買入短期票券」、「債券附買回交易」及「其他經主管機關規定之方式」之總金額，得不受最高比率百分之五十之限制。但應符合「向票券商買入短期票券」之最高比率為百分之三十規定。(103 年 7 月 8 日金管證投字第 10300250036 號令)
2. 豁免投信事業募集槓桿型 ETF 及反向型 ETF 者，得無須申請兼營期貨信託事業。(103 年 7 月 8 日金管證投字第 10300250037 號令)
3. 將投信基金投資於國內證券交易市場之槓桿型 ETF、反向型 ETF 及商品 ETF 一併納入控管機制。明定投信基金資產投資於期貨信託事業對不特定人募集之期貨信託基金、證券交易市場交易之槓桿型 ETF、反向型 ETF 及商品 ETF，不得超過基金淨資產價值之百分之十。(103 年 10 月 17 日金管證投字第 10300398151 號令)

二、配套措施：臺灣證券交易所、臺灣集中保管結算所及投信投顧公會配合投信事業募集發行槓桿型 ETF 及反向型 ETF 上市交易，配合修正相關市場規章及公會會員自律規範。

#### (一) 臺灣證券交易所「受益憑證買賣辦法」：

1. 除專業機構投資人之外，買賣槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之委託人須簽訂風險預告書，並應具備下列條件之一：(修正第三條及新增第三條之一)
  - (1) 已開立信用交易帳戶。
  - (2) 最近 1 年內委託買賣認購(售)權證成交達 10 筆(含)以上。
  - (3) 最近 1 年內委託買賣期貨交易契約成交達 10 筆(含)以上。

2. 槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之標的指數成分含有國外有價證券者，其國外有價證券流通市場休市時，該受益憑證仍應繼續在證券交易所集中交易市場交易。(修正第四條之一)
3. 槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之標的指數成分股均為國內有價證券者，該受益憑證之升降幅度以 7% 乘以倍數為限(按：正向 2 倍 ETF 為 14%；反向 1 倍為 7%)。標的指數成分股含有國外有價證券者，該受益憑證無升降幅度限制。(修正第七條)
4. 槓桿型 ETF 及反向型 ETF 採現金申購／買回之程序，應向集保事業辦理申報及相關作業。(修正第十一條)
5. 槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之標的指數成分股均為國內有價證券者，經投信事業確認後，該受益憑證於 T 日申購、得於 T 日賣出；標的指數成分股含有國外有價證券者，經投信事業確認後，該受益憑證得於集保事業登載前 1 日賣出。(修正第十二條)
6. 訂定「槓桿型及反向型 ETF 受益憑證買賣風險預告書」範本。

(二) 臺灣集中保管結算所「業務操作辦法」：

配合臺灣證券交易所「受益憑證買賣辦法」第十一條規定，新增槓桿型 ETF 及反向型 ETF 受益憑證之申購／買回作業程序係採現金方式，並應通知集保事業以納入 ETF 申購／買回作業平台辦理。(修正第七十一條之十一及第七十一條之十二)

(三) 投信投顧公會「證券投資信託基金募集發行銷售及其申購或買回作業程序」：

1. 基金銷售機構及投信事業辦理槓桿型 ETF 及反向型 ETF 於成立日前之申購作業，應先確認投資人符合臺灣證券交易所訂定之適格條件。除專業機構投資人之外，投資人應簽具風險預告書，始得接受其申購。風險預告書之記載事項，應與臺灣證券交易所訂定之風險預告書內容相符。(修正第 21-1 條)
2. 投信事業募集發行槓桿型 ETF 及反向型 ETF，應於公開說明書、簡式公開說明書、銷售文件及公司網站以顯著方式及容易瞭解文字內容揭露下列事項：(新增第 21-2 條)
  - (1) 投資策略、產品特性(包含每日重新平衡、每日複利計算)，及追蹤

標的指數之方式(譬如追蹤一般標的指數之正向倍數或反向倍數表現者；直接追蹤槓桿指數或反向指數者)。

- (2) 其正向倍數或反向倍數之報酬率，僅限於單日。
  - (3) 為策略交易型產品，不適合長期持有，僅符合適格條件之投資人始得交易。
  - (4) 以實際案例說明，每日複利計算下，該等 ETF 之長期報酬率會偏離一般標的指數之正向倍數或反向倍數表現；追蹤槓桿指數或反向指數者，亦同。
  - (5) 投資風險。
3. 投信事業應對投資人進行槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之教育宣導，協助投資人瞭解該等 ETF 產品之風險及特性，並應於公司網站以圖表方式顯示下列資訊，供投資人參考：(新增第 21-2 條)
- (1) 每日盤中自行計算之槓桿指數及反向指數之變動情形。
  - (2) 每日收盤後，指數編製公司所編制或證券投資信託事業自行計算之槓桿指數及反向指數之歷史走勢圖及數值。

(四) 投信投顧公會「會員及其銷售機構從事廣告及營業活動行為規範」：

1. 考量槓桿型 ETF 及反向型 ETF 之產品屬性不同於一般傳統 ETF，為策略交易型產品，不適合長期持有。新增應揭示之警語內容「本基金具有槓桿或反向風險，其投資盈虧深受市場波動與複利效果影響，與傳統指數股票型基金不同。本基金不適合追求長期投資且不熟悉本基金以追求單日報酬為投資目標之投資人。投資人交易前，應詳閱基金公開說明書並確定已充分瞭解本基金之風險及特性」，以提醒投資人審慎投資。(修正第 10 條)
2. 為利投信事業對投資人加強宣導及教育，以瞭解槓桿型 ETF 及反向型 ETF 產品之風險及特性，該等 ETF 基金績效與槓桿指數或反向指數作單日或截取特定期間之比較者，得不受有關基金績效廣告之部分限制。(修正第 12 條)

## 肆、結語

金管會一直秉持健全 ETF 市場制度的理念，協助在法規政策方面的改善。為擴大

ETF 市場規模及多元產品種類，今年 (103) 積極開放國內業者得發行新種類之 ETF 產品，包括商品期貨 ETF、槓桿型 ETF 及反向型 ETF 等，國內第一檔槓桿型 ETF 及反向型 ETF 業已於 103 年 10 月 31 日於臺灣證券交易所掛牌交易，亦是在大中華地區證券市場中搶先上市交易該等 ETF 商品。

另為提高 ETF 流動性，金管會證券期貨局督導臺灣證券交易所調整流動量提供者制度為強制性，並規範市場行情揭示標準，且為提升業者報價意願，除現有經手費折讓外，增加以報價為主之獎勵措施。逐步完成以上措施後，可以預見國內 ETF 市場將進入新的里程碑，也邁向蓬勃發展的大道。