



IOSCO 指數股票型基金 (ETF) 監理架構 (Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds) 概述

壹、全球 ETF 發展現況

自 1993 年美國 SEC 首次比照美國 1940《投資公司法》對投資公司的規定，批准發起設立 ETF 的豁免令，隨後同年道富以標普 500(S&P500)為投資標的在美國發行了全球第一檔 SPDR S&P500ETF 後，經過 20 年的發展，截至 2012 年底，全球的 ETF 規模已經達到了 1.92 兆美元，佔全球基金市場(剔除貨幣和 FOF)規模的 10%，於今年 5 月底更突破 2 兆美元，達 2 兆 1260 億美元，ETF 已成為基金市場重要的組成部分。

從 ETF 當前發展格局來看，主要呈現以下兩個特點：

一、集中度高

- (一) 地區集中度高：按照 ETF 註冊地統計，美國是 ETF 數量最多、規模最大的國家。截至 2012 年底，美國擁有的 ETF 淨資產達到 1.35 兆，佔比達到全球 ETF 的 70%，形成一家獨大的格局，但從其個數來看，佔比僅為三分之一，表示美國擁有眾多巨無霸 ETF。緊隨其後的為跨境 ETF，佔比超過 11%，歐洲以及亞洲的佔比分別為 7.62%和 5.10%。
- (二) 基金公司集中度高：相比其他產品，ETF 的寡頭壟斷格局更為明顯。截至 2012 年年底，全球管理 ETF 前十大的基金公司管理的規模幾乎佔到了全球的總額，其中前三家基金公司 iShares、State Street(道富)、Vanguard(先鋒)之規模即佔了 84%，而 ETF 的龍頭老大 iShares 旗下的 ETF 產品多達 632 檔，市佔率達到 47%。
- (三) 標的指數集中度高：作為被動投資的ETF業績表現主要受制於標的指數，從全球ETF來看，標的指數集中度極高，股票、債券、商品等各類資產在內的前十大標的指數市場比率超過30%，其中標普500指數所對應的ETF產品佔比達到所有ETF規模的9.26%。

二、多元化發展

另一方面，ETF 同時呈現多元化發展，這種多元化發展旨在打破寡頭壟斷格局，為後入者提供生存空間。多元化發展體現在標的指數、投資策略、複製模式、運作模式等多個方面。

- (一) 標的指數多元化：從發展過程中，最早的 ETF 是投資股票的，隨後隨著固定收益、商品以及衍生性商品的豐富，ETF 的投資標的也在不斷擴張，債券 ETF、商品 ETF、貴金屬 ETF、貨幣 ETF、外匯 ETF 以及基於衍生性商品的多種投資策略的 ETF 紛紛面世。
- (二) 投資策略多元化：標的指數的多元化是為了滿足投資者對於不同資產的分散投資需求，而投資策略的多元化則是旨在滿足於投資者不同的風險收益偏好。目前 ETF 中的投資策略主要包括追蹤收益型，放大收益型以及反向槓桿型。
- (三) 複製模式多元化：複製模式包括簡單複製、抽樣優化複製以及合成複製 (Synthetic Replication) 等多種模式，其中簡單複製中又包含了完全實物複製以及期貨複製，抽樣優化複製中又分為抽樣複製和優化複製兩種。

從上述的發展可知，ETF 的種類、結構及追蹤的指數愈多愈多元化，已非投資人過往認為 ETF 是「簡單」的商品，特別是相對於傳統型 ETF 而言的合成 ETF (Synthetic ETF)，它並不實際持有相關資產，而是通過投資與標的指數連結的金融衍生工具來組成指數收益。合成 ETF 的投資通常採取非融資性交換契約 (Unfunded Swap)、融資交換契約 (Funded Swap) 和資產連接產品 (Performance-linked Access Product) 三種形式。總收益交換契約 (Total Return Swap) 是合成 ETF 最常用的追蹤指數收益的衍生性商品。

因為合成 ETF 通過購買衍生性商品而非實際資產來複製指數，不僅節省了原始投入成本，並且同時大幅度減少因為追蹤投資組合或者指數定期調整而產生的後續交易費用。此外，合成 ETF 有助於更加準確的追蹤指數，減少追蹤誤差。當標的指數的成分股較多，或者標的資產的流動性欠佳的狀況下，傳統 ETF 追蹤方式易產生較大的追蹤誤差。而合成 ETF 可以利用總收益交換契約更加準確的複製標的指數的收益。由於追蹤誤差風險通過互換條約轉嫁給了交易對手，合成 ETF 也能更好的確保投資者的收益。

然而，合成 ETF 低成本和更加準確的指數追蹤是建立在複雜的金融衍生物交易基礎上的，因此除了具有傳統 ETF 所要面臨的市場風險、追蹤誤差、流通量風險、折價或溢價買賣等風險外，合成 ETF 的投資者還需面對額外的交易對手風險。合成 ETF 實際持有的證券為交換契約或其他衍生性金融商品，故必須承擔發行這些衍生性金融商品的交易對手風險；一旦發行衍生性金融商品的交易對手發生信用危機，可能無法支付與標的指數相當之報酬。

雖然低成本是合成 ETF 在全球得以迅速增長的主要動力，而成為 ETF 市場快速發展的生力軍，而歐洲市場上相對寬鬆的監管環境，也使其成為全球合成 ETF 的交易最為活躍的地區。根據 ETFGI 研究機構的統計，截至 2013 年 1 月止，在歐盟地區有高達六成的 ETF 是以合成 ETF 方式發行，相較於亞太地區（含日本）的二成比率高出甚多。惟合成 ETF 複雜的結構、涉及較高的交易對手風險等因素，特別是經歷昔日在全球金融界叱吒風雲的雷曼兄弟公司倒閉，以及隨後觸發的金融危機影響下，投資銀行已非“大到不能倒”，合成 ETF 飽受市場的抨擊，分析工作變得更加複雜，也加速全球主要監管機構對 ETF 的改革。

貳、IOSCO, Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds Final Report

國際證監會組織(IOSCO)就前揭 ETF 市值的快速成長、產品多元化的發展，所導致相關產品資訊和潛在風險等揭露是否充分，影響金融市場穩定和投資人保障不足等若干缺點，經過多年的研議之後，在今年 6 月 24 日公布 ETF 市場進一步監理架構的總結報告，提出九大原則 (Principle)，茲摘要說明如下。

一至七項原則係規範 ETF 的分類和揭露，並分成四個方面來介紹。

一、ETF 分類的揭露

Principle 1: 應適當揭露有助於投資人可清楚區分 ETF 和其它交易所產品 (Exchange traded products, ETP¹) 差異的相關資訊

¹ ETPs include a wide variety of different investment products that share the feature of being traded on an exchange. They include ETFs that are organized as CIS, exchange-traded commodities (ETCs), exchange-traded notes (ETNs), exchange-traded instruments (ETIs), and exchange-traded vehicles (ETVs).

Principle 2: 應將ETF和其它類型的基金做一明顯的區別，並就ETF是否以指數為基礎作適當揭露。

ETF 適用集合投資計畫 (Collective Investment Scheme, “CIS”) 的相關規定，但其他種類的交易所產品 (ETP) 則不受此限，但 ETF 是在交易所平台即時交易，非集合投資計畫的 ETP 通常追蹤指數的上市債券產品，主要特色為多樣化及風險管理的要求，因此前揭規定將有助於投資人了解二者之間的差別。

二、ETF 投資組合的揭露

Principle 3: 以指數為基礎的ETF應適當揭露其所追蹤標的指數的方法

Principle 4: 應適當揭露ETF投資組合以提高透明度，或其它適當方式提供(1)所追蹤標的指數及其組合，(2)追蹤績效的運算方法等相關資訊。

以指數為基礎的 ETF 應於公開說明書、所提供之文件或其它揭露文件中，適當揭露追蹤標的指數的績效表現及其風險，並每日公布 ETF 投資組合成分股的持股明細。此外，可將下列有關指數和追蹤績效的相關資訊提供予投資人：

- (一) 標的指數成分股資訊，如指數組成的方法和相關權重等，並以適當的時間序列方式表達。
- (二) 以追蹤誤差計算之 ETF 歷史績效。
- (三) 追蹤誤差計算方法，及縮小追蹤誤差的政策，包括合理預期的追蹤誤差水準。
- (四) 影響 ETF 完全複製標的指數的因素說明，如流動性不佳成分股的交易成本。

三、ETF 成本、費用和管理費充抵的揭露

Principle 5: 應揭露投資ETF所需付出費用和ETF管理成本，如券商手續費、稅賦等資訊，俾使投資人在投資時能做出明智的決定，從而接受該等特定成本。

Principle 6: 應揭露可取得之與重大證券借貸相關資訊 (如相關成本) 以提升透明度

揭露相關費用資訊之目的在於使投資人了解該等費用對產品績效的影響，並說明相關成本架構，如管理費、營運成本、券商手續費、稅賦、基金資產所產生之相關收益及如何分配予基金公司和投資人之方式等。

若 ETF 借出股票數量沒有限制，尤其是強調採較低或零管理費的 ETF，相關借券收入之歸屬，係為投資人、基金公司或其他專業機構，該等訊息更突顯其重要性，從而使投資人能評估該等收入對 ETF 績效的貢獻，同時評估基金公司分配該等收益予專業機構的效率。特別當配息的管理與特定稅賦有關，或與對 ETF 績效有重大影響之風險報酬交換（risk-return trade-offs）有關時，該等額外的揭露資訊將非常有幫助。

四、ETF 投資策略的揭露

Principle 7: 要求所有ETF，特別是採取較複雜的投資策略者，應提供正確而完整的相關揭露，包括以投資人可以理解的表達方式，和強調與ETF投資策略相關風險的本質。

應就 ETF 投資策略和複製方法作完成而充分的揭露，特別是採複雜的投資策略、從事衍生性商品交易和簽有借出股票契約等重大事項，應揭露於公開說明書、所提供之文件或其它揭露文件中，有重大變動時，應及時更新相關揭露。當 ETF 積極從事衍生性商品交易時，需特別揭露交易對手的身分及其相關風險。

下列八、九項原則係針對 ETF 的結構（structuring），分別規範利益衝突和交易對手風險的管理二項。

Principle 8: 應就相關ETF潛在利益衝突情事檢視相關規範是否合宜

ETF基金經理的附屬公司及聯屬公司在標的指數中擔當某些角色時，需強調以下潛在利益衝突：

- （一）依時間序列方式將指數的組合、成分及權重等管理的規則公開。
- （二）限制變更指數編輯規則的能力，有變動時需公告之。
- （三）必要時，得對指數編輯規則具研發、修改權利者，及管理投資組合的員工建立防火牆機制。

Principle 9: ETF應適當地強調交易對手和抵押品管理的相關風險

（一）合成和其他以衍生性商品為基礎的ETF

一旦用來模擬指數表現的衍生性工具發生違約或需行使追索抵押品的權力時，抵押品會因不能迅速清算產生流動性風險，且清算所需時間越長，抵押品的價值也會相應下降得越多，可跌至遠低於原先提供的擔保價值，故應定期公布就每個對手方承擔的風險總額及淨額，及所收取抵押品的價值、性質和組合。

（二）實物ETF

這類型的ETF直接按比例投資於指數成份股，有可能會借出股票予其他投資者，或將衍生性商品納入其投資策略中，如將不同資產如債券、股票作為基金的抵押品交予第三人託管，從而管理交易對手風險。當出現違約時，抵押品託管人可將受託的資產出售套現來補償ETF投資者。因此應揭露那些資產已被安排作抵押品來進行借貸活動、交易對手是誰、以及外借的資產佔投資組合多少比率等交易對手風險資訊，供投資人參考。

（三）一般交易對手風險

當ETF因投資大量的衍生性商品或抵押比率過高而產生交易對手風險時，可以採取下列額外措施以強調相關風險：

1. 一旦衍生性商品交易對手違約時的必要風險管理程序。
2. 設定交易對手風險上限。
3. 設定抵押資產上限。
4. 其他可以降低資產抵押之潛在風險和法務風險的保全措施。

參、香港為達投資目標而投資於金融衍生工具或採用合成模擬策略之交易所買賣基金相關規定

有鑑於前揭IOSCO規定係一般原則性的規範，相關具體措施還有待各國主管機關視其就ETF規管程度之不同，而因地制宜，故將香港就合成ETF相關規範做一介紹，以進一步了解前揭IOSCO規定的實質內涵。

依據香港聯合交易所（聯交所）資料，迄2013年7月止，計有118檔上市交易所買賣基金，其中實物資產型有63檔，合成型有55檔之多，在上市的合成ETF中，有20檔是主要受證監會規管的當地合成ETF，其餘是

在香港跨境上市的海外合成ETF。

香港為證監會提高當地合成ETF的抵押品水平及透明度，以進一步加強投資者保障，於2010年11月18日修訂《單位信託守則》第 8.8條，使結構性基金的規定亦適用於以被動方式管理、提供結構性回報或追蹤指數表現的基金。爰將如交易所買賣基金為達投資目標而投資於金融衍生性工具，或採用合成模擬策略時的相關規定略述如下。

一、規定提供抵押品以達百分百擔保

為減低合成ETF利用金融衍生工具追蹤指數表現所產生而未受抵押品擔保的交易對手風險，當地合成ETF的經理須提高ETF的抵押品水平，以達至少相等於相關衍生工具總值的100%。

為安全起見，ETF經理須訂立審慎的抵押品扣減政策（Haircut Policy），即因應對相關資產類別的風險評估，按某一比率扣減其作為抵押品的價值。尤其是當抵押品是股票時，其市值須至少相等於相關交易對手風險總額的120%，即作為抵押品的股票價值會被扣減20%。

這些新措施並不適用於在香港跨境上市的海外合成ETF，因為其註冊當地的監管機構已施加同等的抵押品要求。

二、有關抵押品／投資資產的加強披露

為提高透明度，所有合成ETF均須在其網站披露更多有關抵押品或投資資產的最新資料。至於這些資料是關於抵押品還是投資資產，則要視乎該ETF採用何種結構及形式的金融衍生工具來模擬指數表現。

- (一) 每日網上披露：整體抵押品水平／投資資產總值（以基金資產淨值計算的百分比表達）須每日更新；
- (二) 每月網上披露：
 - 1. 以圓形圖顯示抵押品／投資資產的重要資料：按資產類別（例如：股票、債券、現金或現金等價物）顯示各類抵押品／投資資產所佔的比例。
 - ※股票（如有）會按以下分類方式進一步細分：
 - (i) 第一上市市場（例如聯交所）
 - (ii) 指數成分股（例如恒生指數）
 - (iii) 行業（例如金融、能源）

※債券（如有）會按以下分類方式進一步細分：

- (i) 類別（例如企業、政府、超國家機構）
- (ii) 發行商／擔保人所屬國家（例如美國）
- (iii) 信用評級（例如AAA或同等評級）

2. 表列基金所持有的十大抵押品／投資資產

為協助投資者識別在聯交所上市的合成ETF與持有現貨的傳統ETF，由2010年11月起，所有合成ETF均須在其中英文證券簡稱附加標記，由2011年1月起須於銷售文件、推廣材料、通告及其他給香港投資者的通訊中，在基金名稱後加上"*"號，並附註"（*此基金為一隻合成交易所買賣基金）"。

肆、IOSCO 規定於我國之適用性

根據台灣證券交易所資料，我國ETF市場現行有18檔現貨型及3檔合成型（詳如下表），共計21檔ETF。

| 現貨 ETF | | | |
|-------------------------------|---------|--------|-------------|
| ETF 名稱 | 股份簡稱 | 股份代號 | 標的指數 |
| 國內成分證券 ETF | | | |
| 1. 寶來臺灣卓越 50 證券投資信託基金 | 台灣 50 | 0050 | 臺灣 50 指數 |
| 2. 寶來台灣中型 100 證券投資信託基金 | 中 100 | 0051 | 臺灣中型 100 指數 |
| 3. 富邦台灣科技指數證券投資信託基金 | FB 科技 | 0052 | 臺灣資訊科技指數 |
| 4. 寶來台灣 ETF 傘型證券投資信託基金之電子科技基金 | 寶電子 | 0053 | 電子類加權股價指數 |
| 5. 寶來台灣 ETF 傘型證券投資信託基金之台商收成基金 | 台商 50 | 0054 | S&P 台商收成指數 |
| 6. 寶來台灣 ETF 傘型證券投資信託基金之金融基金 | 寶金融 | 0055 | MSCI 台灣金融指數 |
| 7. 寶來台灣高股息證券投資信託基金 | 高股息 | 0056 | 臺灣高股息指數 |
| 8. 富邦台灣 ETF 傘型基金之台灣摩根指數股票型基金 | FB 摩台 | 0057 | MSCI®臺灣指數 |
| 9. 富邦台灣 ETF 傘型基金之台灣發達指數股票型基金 | FB 發達 | 0058 | 臺灣發達指數 |
| 10. 富邦台灣 ETF 傘型基金之台灣金融指數股票型基金 | FB 金融 | 0059 | 金融保險類股指數 |
| 11. 寶來新台灣證券投資信託基金 | 新台灣 | 0060 | 未含電子股 50 指數 |
| 12. 寶來摩臺證券投資信託基金 | 寶摩臺 | 006203 | MSCI®臺灣指數 |
| 13. 永豐臺灣加權 ETF 證券投資信託基金 | 豐臺灣 | 006204 | 發行量加權股價指數 |
| 14. 富邦台灣采吉 50 證券投資信託基金 | FB 台 50 | 006208 | 臺灣 50 指數 |
| 國外成分證券 ETF | | | |
| 15. 富邦上証 180 證券投資信託基金 | FB 上証 | 006205 | 上証 180 |
| 16. 復華滬深 300 A 股證券投資信託基金 | FH 滬深 | 006207 | 滬深 300 指數 |
| 境外 ETF | | | |
| 17. 恒生 H 股指數股票型基金 | 恒中國 | 0080 | 恒生 H 股指數 |
| 18. 恒生指數股票型基金 | 恒香港 | 0081 | 恒生指數 |
| 合成 ETF | | | |

| ETF 名稱 | 股份簡稱 | 股份代號 | 標的指數 |
|----------------------------|-------|--------|-----------|
| 國外成分證券 ETF—國外成分股 ETF | | | |
| 1. 寶來中國傘型證券投資信託基金之證券投資信託基金 | 元上證 | 006206 | 上證 50 指數 |
| 國外成分證券 ETF—連結式 ETF | | | |
| 2. 寶來標智滬深 300 證券投資信託基金 | 寶滬深 | 0061 | 滬深 300 指數 |
| 境外 ETF | | | |
| 3. 標智上證 50 中國指數基金™ | 上證 50 | 008201 | 上證 50 指數 |

今將IOSCO規定與我國相關法規進行比對，茲分述如下。

首先，雖然我國現行僅有ETF的相關規範，但由於我國尚未有其他交易所產品如ETCs, ETNs, ETIs, ETVs等規範，故IOSCO第1及2項原則目前均不適用於我國。

其次，IOSCO第3、4、5、6及9項原則有關投資組合、成本、費用、管理費充抵、交易對手和抵押品管理風險的揭露要求，與我國現行基金管理辦法第三十八條第一項「證券投資信託事業募集指數股票型基金，其證券投資信託契約除依第二條第一項之規定外，並應載明在證券交易市場交易、申購買回方式、指數授權契約及參與契約重要內容等相關事項。」之規定相當，同時會揭露於基金公開說明書中。

而IOSCO第7項原則要求採取較複雜的投資策略ETF，應提供正確而完整的相關揭露，以我國現行三檔合成型ETF而言，標智上證50中國指數基金因屬註冊於香港之境外基金，相關揭露悉依前揭香港單位信託守則之規定辦理，元大寶來標智滬深300基金為連結式基金，無出借有價證券，而元大寶來上證50基金因投資於大陸地區證券交易市場之上市股票及存託憑證之總額不低於基金淨資產價值之百分之七十(含)，且無出借有價證券，故我國合成ETF的投資策略相對簡單許多。

就IOSCO第8項原則，因我國投信公司尚未有關係企業擔任國際四大知名指數編製機構摩根士丹利資本國際公司(MSCI)、道瓊斯指數公司(Dow Jones)、標準普爾(S&P)指數公司、富時指數公司(FTSE)所編製之標的指數中擔任任何角色，爰亦不適用於我國。

爰此，前揭IOSCO原則多數與我國現行規範相當，至於其他尚未適用部分，未來可視我國ETF市場發展狀況及需要，逐步參酌並納入相關規範中，以健全我國ETF市場之發展。

參考資料：

- IOSCO Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds Final Report 201306
- 創新 ETF 藍圖：全球 ETF 發展狀況 倪韻婷 中國海通證券 2013-01-29
- 合成 ETF 異軍突起 中國證券報 2012-03-26
- 香港醞釀新一輪 ETF 改革 建議限制發行商借貸 東方財富網 2012-03-19
- 資識集 香港證監會 2011-11
- 建議加強投資者保障措施的諮詢總結 香港證監會 2010-05
- 香港聯合交易所網站 交易所買賣基金名單及交易安排

※ 對本文若有賜教，請聯繫：
投信投顧公會 業務組 吳梓賢
電話：2581-7288#204
電子郵件：Edward@sitca.org.tw