

【專題一】



指數投資證券（ETN）近期開放措施與未來展望

李岳霖（證期局稽核）

壹、前言

全球市場交易之金融商品日益蓬勃發展，其中近年來證券交易所交易商品（Exchange Traded Products；ETPs）蔚為風潮，是一種可於交易所每日交易之衍生價格有價證券，該類產品係將股票、債券、大宗商品、貨幣及利率等各類可投資標的，設計成指數化商品於交易所掛牌交易，常見的 ETPs 包括指數股票型基金（Exchange Traded Fund，簡稱 ETF）、指數投資證券（Exchange Traded Note，簡稱 ETN），以及交易所交易商品（Exchange Traded Commodities，簡稱 ETC）等。上述金融商品中，以 ETF 發展已超過 30 年較為人熟知，ETN 則是國際上於 2006 年起開始發展之金融商品。

金融監督管理委員會（以下簡稱金管會）參考國際規範及市場實務作法，於 2018 年 6 月 28 日訂定發布證券商發行指數投資證券處理準則，開放我國證券商發行指數投資證券（即 ETN），近年亦陸續放寬 ETN 發行類型及投資人範圍，本文將介紹我國開放 ETN 之背景歷程、市場近期開放相關措施與對 ETN 市場之未來展望。

貳、ETN 商品簡介

一、ETN 發展背景

- (一) 在 ETPs 商品發展歷程中，加拿大多倫多交易所在 1990 年推出全球首檔 ETF，之後美國於 1993 年推出以 S&P500 指數為追蹤標的之 ETF 商品，受到投資大眾青睞，ETF 商品開始發揚光大。惟因 ETF 必須持有指數成分之現貨部位，因此對於以同時追蹤商品現貨、期貨為標的之指數及策略性交易目標等，其部位操作較為困難，且存在追蹤誤差。
- (二) 為解決 ETF 上述先天限制，國際上發展出 ETN 等其他 ETP 商品。ETN 係結合 ETF 與債券兩者架構之商品，起初係著眼於協助投資人進入門檻較高之貴金屬、能源、農產品等大宗商品市場，2006 年 6 月英國巴克萊銀行發行全球首二檔 ETN，並於紐約證券交易所掛牌，追蹤標的分別為道瓊商品指數、S&P 商品指數，開啟 ETN 市場之先河。

二、ETN 商品結構

- (一) ETN 係由投資銀行（證券商）發行之無擔保債券（Unsecured Debt Security），且具有特定到期日，存續期間通常為 5 年以上，多數 ETN 於存續期間並無配息，係由發行人承諾投資人於 ETN 到期時支付其指標價值，即該 ETN 所追蹤標的指標之報酬，並扣除公開說明書所列載之手續費率。ETN 之投資人若不持有至到期日，可於次級市場賣出賺取價差。
- (二) ETN 之商品特色：
 - 1、ETN 商品架構包含債券及 ETF 之特性，因 ETN 不需實際持有標的指數成分之資產，理論上不存在追蹤誤差，而係將指數結構化設計，並以發行人之信用為擔保，承諾提供投資人 ETN 追蹤指數報酬之債務型有價債券。
 - 2、發行 ETN 所取得資金，可由發行人進行風險管理或自行運用，多數發行人會視標的指數成分，透過現貨、期貨或其他衍生性金融工具來進行 ETN 部位避險。
- (三) ETN 連結標的之指數類型，隨著投資人講求更多元化之標的種類需求，ETN 追蹤標的指數之類型日益增加，以美國紐約證券交易所為例，係將 ETN 概分為以下四大類：

- 1、市場指數 ETN：此類 ETN 之標的指數，係以特定市場之上市公司市值、流動性篩選出代表性成分股而編製。
- 2、商品指數 ETN：此類型 ETN 之標的指數，係以單一大宗商品或一籃子大宗商品（例如黃金、原油、農產品等）之現貨或期貨為編製指數成分之 ETN。
- 3、主題型指數 ETN：此類型 ETN 之標的指數，係以特定主題例如永續發展 ESG、綠色能源、高股息、高科技等選擇行業或特色類股為編製指數成分之 ETN。
- 4、策略指數 ETN：此類型 ETN 之標的指數，係依據特定交易策略來構成指數成分，通常透過現貨、期貨和選擇權之工具組合，達成其策略型交易之目的。

（四）ETN 與 ETF 之比較：ETN 與 ETF 二者雖均為追蹤標的指數之報酬，但本質有相當差異，ETF 實際持有標的資產，且該所有權屬於基金受益人，且 ETF 沒有到期日；而 ETN 具有一定到期日，投資人須承擔發行機構之信用風險。

三、我國開放 ETN 歷程

（一）為擴大證券商業務範圍、提升證券商金融商品研發能力及滿足投資市場多元化之需求，金管會於 2018 年 6 月 28 日發布證券商發行指數投資證券處理準則，重點規範如下：

- 1、指數投資證券定義：係指證券商發行於到期時支付與所追蹤標的指數表現連結之報酬，並在證券交易市場交易，且投資人申購、賣回均以現金支付之有價證券。
- 2、標的指數：指數投資證券之標的指數，應由具有編製指數之專業能力及經驗之指數編製者進行編製，且指數應對所界定之市場具有代表性、指數成分應具備分散性與流通性，且該指數標的不得涉及新臺幣匯率指標。
- 3、發行人資格：淨值達 100 億元以上且不低於實收資本額、最近六個月每月之資本適足率達 250% 以上，及一定期間內未受主管機關相關不利處分（如警告、停業、撤銷營業許可等）等條件之綜合證券商。另證券商發行指數投資證券之總額不得超過該證券商淨值之 50%。

- 4、發程序：證券商發行或增額發行 ETN，申請程序為應先檢附書件送臺灣證券交易所或證券櫃檯買賣中心審核後，轉報金管會於屆滿一定期間申報生效。

(二) 我國指數投資證券規範架構如下：

1、發行規範

項目	規範內容
掛牌處所	臺灣證券交易所、證券櫃檯買賣中心
連結標的	1. 指數標的成分得為股票（連結成分股至少須達 10 種）、債券、貨幣（匯率）、商品等，原則與 ETF 相同 2. 另證券櫃檯買賣中心之 ETN 相較 ETF 得連結標的範圍，則增加與櫃股票及衍生性商品等
存續期間	1 至 20 年
最低掛牌規模	1. 初次發行總額達 2 億元，且發行單位達 500 萬單位 2. 屬申報增額發行者，發行數應達 100 萬單位以上
槓桿倍數限制	2019 年 12 月已開放槓桿型及反向型 ETN，其中槓桿型原則上為 2 倍、反向型原則上為 1 倍
損益限額	得訂定損益限額之強制贖回條款

2、交易規範

項目	規範內容
交易規範	1,000 單位為一交易單位
升降單位	市價未滿 50 元者為 1 分、市價 50 元以上為 5 分
漲跌幅度	追蹤國外指數無漲跌幅度限制，追蹤國內指數漲跌幅度為 10%（國內槓桿型及反向型加計倍數）
投資人限制	1. 大陸地區投資人目前尚無法投資，餘無特殊限制 2. 於 2021 年 3 月底已開放外資投資 ETN（不包括指標價值之計算方法含有新臺幣匯率者），且併納入外資投資公債、公司債等商品不得超過其匯入資金 30% 之額度控管
申購賣回機制	1. 發行人得選擇是否提供投資人申購機制 2. 投資人得依發行人所訂辦法賣回
流動量提供者	原則上為發行證券商（得由發行人自行或委託其他證券商擔任流動量提供者）
其他	1. 不得當沖、信用交易、借券或附條件交易等 2. 不得作為權證標的及款項借貸之擔保品等

2、ETN 價值計算：由於 ETN 不持有標的指數成分資產，無法如 ETF 持有實際資產市值計算淨資產價值，而係根據標的指數之漲跌幅度、應計收益及投資人應付費用等，計算出 ETN 之參考價格，稱為指標價值，通常 ETN 的指標價值與 ETN 次級市場價格相近。其公式如下：

指標價值 T =

前一日指標價值 (T-1) × 每日指數因子 - 每日投資手續費 (T)

(註 1) 每日指數因子 T = 標的指數值 T / 標的指數值 T-1

(註 2) 每日投資手續費 T = 指標價值 T-1 × 每日指數因子 T × 年投資手續費率 / 365

四、ETN 國內市場發展情形

(一) 依據現行國內 ETN 所追蹤之標的指數成分所屬市場，大略可區分為國內成分 ETN 及國外成分 ETN，另就 ETN 報酬計算之財務設計上，金管會已於 2019 年 12 月開放證券商發行槓桿型及反向型 ETN，詳述說明如下：

- 1、國內成分 ETN：係指標的指數其成分全部為國內標的者，每日漲跌幅與國內股票之漲跌幅同為 10%。
- 2、國外成分 ETN：係指標的指數其成分含一種以上國外標的者，此類 ETN 並無漲跌幅限制。
- 3、槓桿或反向型 ETN：國內成分之槓桿 / 反向型 ETN，每日漲跌幅度為該 ETN 之槓桿 / 反向倍數乘以 10%；國外成分之槓桿 / 反向型 ETN，則無漲跌幅度限制。

(二) 截至 2022 年 5 月底，已累計有 22 檔上市及 17 檔上櫃 ETN 掛牌（合計 39 檔），其中以國內成分 ETN 佔 30 檔為大宗，追蹤標的並以股票為主（包含 3 檔槓桿型 ETN、1 檔反向型 ETN）；國外成分 ETN 則有 9 檔，其中 8 檔之追蹤標的為外國股票市場，1 檔為美國債券，詳細類型列表如下：

類型	ETN 名稱及檔數
國內成分標的	30 檔
1. 大型科技 / 電子股 (10 檔)	一富邦特選蘋果、 <u>富邦蘋果反一</u> 、 <u>富邦蘋果正二</u> (蘋果公司供應鏈) 一富邦行動通訊 一兆豐電菁英 30 一統一特選台灣 5G、統一智慧電動車、統一 IC 設計臺灣 一元大電動車、元大特選電動車
2. 中小型企業 / 電子科技類股票 (8 檔)	一永昌中小 300 (市值排序為第 50 名之後者，依市值與流動性篩選 300 檔股票) 一永昌富櫃 200 (上櫃股票前 200 大) 一元大富櫃 200、元大櫃買半導體 一永豐富櫃 200、 <u>永豐富櫃 200 正二</u> 一兆豐富櫃 200、 <u>兆豐富櫃 200 正二</u>
3. 綜合型股票 (含大型或中型企業) (5 檔)	一凱基臺灣 500 (市值為前 500 大者) 一永豐外資 50 (原則為外資持股比重前 50 大公司之股票) 一富邦存股雙十 (依據上市股票中之傳產、電子、金融三大類別，並以多因子評估指標排序，篩選 20 檔) 一統一價值成長 30 (以流動性及市值篩選後，再以淨值股價比及股東權益報酬率，篩選出前 30 檔股票) 一元大台股領航 (電子、傳產、塑化及金融之主要權值股)
4. 特別股 / 高股息 / 穩定配息類型 (3 檔)	一元大特股高息 20 (上市金融業之特別股、高殖利率之非金融業普通股) 一統一微波高息 20、統一漲升股利 150
5. ESG 特色主題 (4 檔)	一兆豐上櫃 ESG 電菁 一元大上櫃 ESG 成長、元大 ESG 高股息、元大綠能
國外成分標的	9 檔
1. 美國上市股票 (2 檔)	一統一 MSCI 美低波 (大型股) 一統一 MSCI 美科技 (科技股)
2. 美國債券 (1 檔)	一統一美國政府債

類型	ETN 名稱及檔數
3. 亞洲，包含香港、新加坡、大陸、印度、韓國、馬來西亞及泰國等（2 檔）	一元富亞洲高股息 追蹤那斯達克亞洲高息股票指數，前五大成分股包括台積電、三星、平安保險、sk 海力士及 Infosys 一統一亞洲半導體 主要成分股包括三星電子、台積電、東京威力科創、海力士、聯發科
4. 大陸及香港相關標的（4 檔）	一元富新中國 一群益 A50 綠碳（以大陸大型公司為主，並融合富時 ESG 綠碳概念） 一統一恆生科技、統一恆生科技期貨

參、開放證券商發行期權策略型 ETN

一、開放期權策略型 ETN 之背景

（一）國內 ETN 商品有多元化需求

相較於 ETF，ETN 的優勢之一為其本身不須持有任何資產，可追蹤以 ETF 的基金架構難以進入的領域，故理論上 ETN 能夠連結之標的指數範圍應比 ETF 更寬廣、更具彈性。然而目前國內 ETN 商品類型仍較集中於國內外股票指數型 ETN，差異化有限。為擴大 ETN 市場規模，並與現有 ETF 商品有所區隔產生利基，ETN 產品種類似有進一步多元化之必要。

（二）國內業者有發行期權策略型指數 ETN 之意願

臺灣指數公司於 2019 年 12 月發布三檔「臺灣股市期權策略系列指數」，包括「臺股期貨指數」、「發行量加權股價指數掩護性臺指買權價外 5% 報酬指數」及「智慧投資多因子 30 市場中立指數」，其中證券商亦表示有意願採用「加權指數掩護性臺指買權價外 5% 報酬指數」發行 ETN。

（三）部分策略型指數亦有調和風險效果

期權策略型指數部分設計上有降低風險、獲取穩健收益之目的與效果，而並非追求高槓桿或高報酬，雖其標的涉及衍生性商品，如輔以妥善的產品

宣導及市場教育，在風險管理及投資人保護之層面上應無太大的疑慮。

二、期權策略型指數之主要種類、特性及風險概述

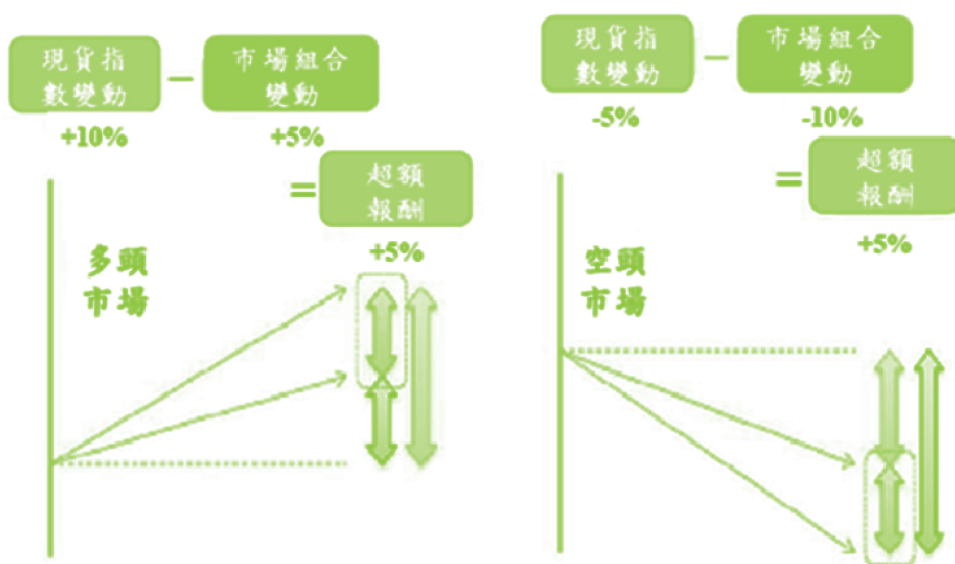
期權策略型指數是由現貨、期貨、選擇權契約或相關指數結合而成，通常將現貨搭配期貨或利用選擇權權利金收益，來達到規避部分風險、降低波動之效果。現行國際市場主要之期權策略型指數有五大類型，簡介如下：

(一) 賣出賣權 Put Write

此策略係追蹤持續賣出標的指數近月份價外或價平選擇權之績效表現，以賺取賣出賣權的權利金；但若選擇權結算時，標的指數低於選擇權履約價，則須支付購買賣權的投資人差額。當標的指數呈現盤整或上行趨勢時，可提升投資人權利金收益；惟若投資人遭遇突如其來的市場暴跌，不僅可能損失持有期間之權利金收入，亦可能虧損投資本金。

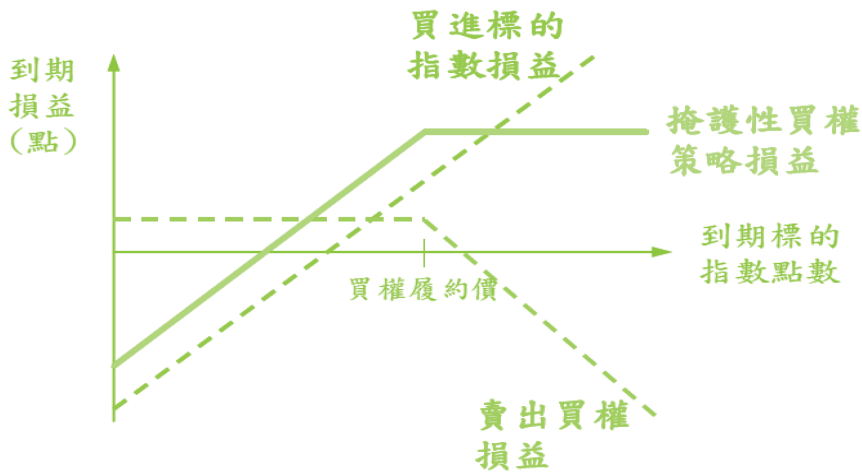
(二) 市場中立 Market Neutral / Buy Sell

市場中立策略係同時建立多頭及空頭部位，藉由多頭部位及空頭部位的價差而獲利，較常見之作法為透過投資一支指數及賣出相對應之大盤期貨進行，期望獲得所投資指數超越大盤表現之指數報酬。此類型策略只要多頭部位指數表現能相對優於大盤，則無論市場上行或下行皆可獲利，提供對未來整體市場風險有隱憂的投資人另一種投資選擇。



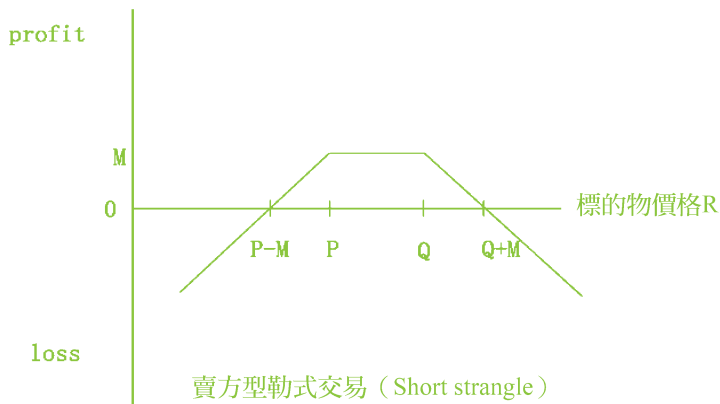
(三) 掩護性買權 Covered Call / Buy Write

此策略係由選擇權交易策略衍生而來，一般係針對同一標的，在透過持有股票及賣出該股票之買權建立投資組合；應用於 ETP 時，則係透過同時投資一支指數及賣出該指數之買權，建構投資組合。當市場下行時，儘管此投資組合持有之多頭部位下跌，但因賣出買權可獲得選擇權權利金收入，故可降低整體投資組合之虧損；惟當市場大幅上行時，因所賣出之買權被行使，亦將喪失部分獲利的機會。



(四) 賣方式勒式交易 Short Strangle

此策略亦由選擇權交易策略衍生而來，一般係透過同時賣出同一標的履約價為前一月份最後交易日收盤價平或價外的買權及賣權進行；此交易策略之報酬型態如下圖：

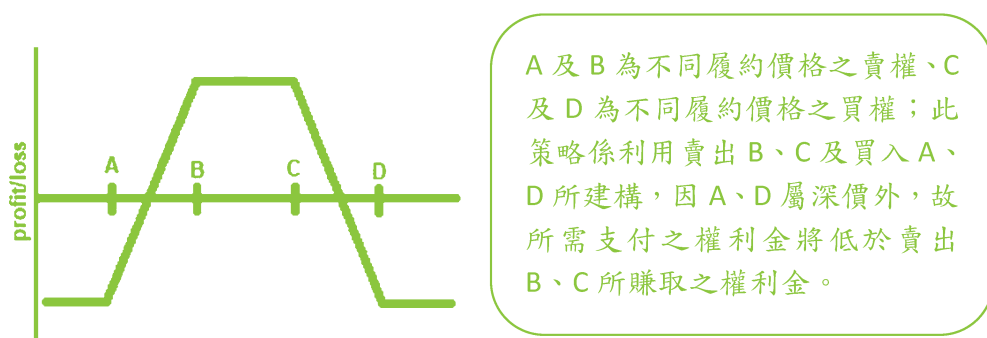


P 為賣權履約價格、Q 為買權履約價格，M 為賣出選擇權可收取之權利金。

由圖可知，此交易策略之最大獲利有限但卻可能損失無限；只有當投資人認為市況將在一定範圍內持續盤整，不會有大漲大跌情形時，方適合以此投資策略賺取權利金收入。

（五）買方式兀鷹價差 Condor

此策略概念的基礎類似前述的賣方式勒式交易，但賣方式勒式交易須承受獲利有限但損失無限的風險；而買方式兀鷹價差則透過再買進一組深價外買權及賣權，將獲利及損失同時控制於一定範圍內。此策略的報酬型態如下圖：



由上圖可知，無論市場處於何種市況皆能將獲利及損失控制在一定範圍內，當市場處於波動度低的盤整狀況，難以判斷趨勢方向時，可透過此策略賺取盤整期間報酬。

三、開放期權策略型 ETN 配套措施

為配合開放證券商發行期權策略型 ETN，金管會於 2022 年 1 月 18 日核定臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心研議修正 ETN 相關規章及配套措施，並於 2022 年 4 月 24 日實施：

（一）有關指數資格認可與發行審查：

- 1、鑑於國際間策略型 ETN 所追蹤標的指數之成分內容亦可包含指數，爰明定符合現行 ETN 得連結之指數類型（包括國內外股票指數、債券指數、期貨指數等），亦得作為 ETN 標的指數之成分，以增加發行彈性。
- 2、考量我國市場以散戶投資人為主，策略型 ETN 屬新型態且標的指數設計較複雜之商品，爰明定此類指數之資格認可均應向臺灣證券交易所或證券

櫃檯買賣中心申請同意，並經召開指數資格認可會議審查後進行認可。

(二) 強化 ETN 之資訊揭露規範：

- 1、參考指數股票型期貨信託基金（期貨 ETF）簡稱之揭示方式，規劃於策略型 ETN 之證券簡稱前 2 位元組加註「策」字，以利投資人清楚辨識。
- 2、為利投資人易於從證券編碼識別期權策略型 ETN，爰配合增訂編碼原則（以 S 代號為區別）。
- 3、為利投資人瞭解策略型 ETN 風險屬性，明定證券商應於公開說明書封面揭露相關風險特性，並於「指數投資證券概況」敘明指數之投資策略、交易策略，及說明期貨或選擇權價格變化對指數報酬之影響，與相關風險如下：
 - (1) 策略型 ETN 之指標價值計算基礎，可能包含現貨、期貨、選擇權之價格等。
 - (2) 期貨及選擇權變動風險及交易策略，於何種市場環境下績效表現較原型指數易受變動之風險。
 - (3) 期貨與選擇權商品之價格取決因素。
 - (4) 如策略型 ETN 包含期貨選擇權多空沖銷策略，應說明持有多空沖銷之期貨、選擇權契約之多空部位，其風險可能高於單純持有看漲或看跌之商品。
 - (5) 指數之投資策略、交易策略，及說明期貨或選擇權價格變化對指數報酬之影響。

(三) 交易面與投資人風險預告書：

- 1、明定期權策略型 ETN 之定義，係指所追蹤之標的指數成分，為包含現貨、期貨、選擇權或相關指數所組成交易策略之指數投資證券。
- 2、鑒於策略型 ETN 商品結構較為複雜，投資人買賣應具備一定資格條件，爰明定首次買賣策略型 ETN 之適格性要求（例如已開立信用交易帳戶、曾有買賣權證、期貨契約或槓反型 ETN 之經驗等）。另考量委託人以繼

承、贈與等方式取得相關 ETN，將有賣出之需求，則可例外排除上開買賣策略型 ETN 之資格要求。

- 3、為提醒投資人應注意不同類型 ETN 之風險差異，修訂指數投資證券買賣及申購賣回風險預告書內容，將「槓桿反向型 ETN」、「期權策略型 ETN」之風險分區列示，並強化各類型 ETN 風險資訊之揭露。

（四）投資人教育宣導：

期權策略型 ETN 雖可提供投資人更多元投資策略，惟對未有期貨、選擇權專業投資背景之投資人而言可能不易理解，且某些策略僅適用於某些市場時點，如投資人不熟悉策略特性而貿然投資此類商品，恐將承受損失。金管會已要求發行人應確實強化商品說明，並請臺灣證券交易所及證券櫃檯買賣中心透過各類宣導活動及管道向投資人教育宣導，以確保投資人係在充分瞭解商品特性之情況下進行投資。

（五）期權策略型 ETN 開放範圍

- 1、經查美國、日本及韓國之相關規範，並未針對期權策略型指數 ETN 之發行種類予以設限，係由業者視市場商機及自身避險能力發行相關商品，藉由多樣化之策略組合，使 ETN 商品種類更豐富，滿足不同的投資或交易需求。
- 2、觀察國際市場策略型 ETN 之發行規模，以掩護性買權與市場中立類型商品較為盛行，此兩類型亦有風險及複雜程度較低之特性。考量我國 ETN 商品以散戶投資者為主力，發展初期先開放槓桿程度較低且適期中長期投資之商品（例如掩護性買權），待投資人熟悉其特性與風險後，再評估市場需求及投資人保護等面向循序漸進開放。

肆、結語

開放證券商發行指數投資證券（ETN），除能擴大證券商經營業務範疇、強化其金融商品研發能力，並有助我國資本市場與國際接軌，及增加投資人選擇投資標的時之多元性。又 ETN 具備低投資成本、高透明度、流動性及分散投資風險等優勢，可降低投資門檻及操作難度，讓小額投資人也能夠參與過往較難涉獵之商品領域。

近年來金管會為健全資本市場永續發展，陸續推動「資本市場藍圖」、「證券期貨業永續發展轉型執行策略」等重要措施，以打造具前瞻性與國際競爭力之資本市場，及促進證券業者積極投入於創造永續發展的市場環境，建構完善的 ESG 生態體系，其中亦鼓勵證券商持續開發追蹤 ESG 指數之 ETN 商品，除提供投資人更多元之 ESG 標的選擇外，亦藉此促進指數成分企業落實永續議題。

ETN 商品開始發展時間較晚，其發行規模及市場交易量仍有待提升，金管會已持續強化 ETN 商品與風險之資訊揭露，及加強各項教育宣導，以利投資人更熟悉商品結構特性，並要求發行證券商落實履行其造市者義務，以活絡市場流動性。另亦逐步推動 ETN 標的指數之多元化，協助證券商設計更具吸引力及符合投資人中長期投資需求之 ETN 商品，共同促進 ETN 市場之健全永續發展。

※ 參考資料

1. 朱榮玲、蔡雅蓮，「指數投資證券（ETN）簡介及臺灣 ETN 市場發展概況」（財團法人台北外匯市場發展基金會專題研究，2021 年 3 月）
2. 李宜雯，「指數投資證券（ETNs）簡介」（證券暨期貨月刊，2019 年 2 月）

~ 投資股票小提醒 ~

公司治理好，投資少煩惱。公司治理評鑑結果及公司治理指數成分股，可做為您投資股票之參考。

（參考網址 <http://cgc.twse.com.tw/>）