

2024資產管理金融新知暨法遵系列研討會

「精進ETF監理措施，多元化資產市場發展」

活動實錄



金管會證期局 陳秋月組長



證基會 張傳章董事長



國泰投信 鄭立誠投資長

隨著ETF市場規模持續擴大，凸顯了投資人對多元化資產配置的重視，然而，ETF並非穩賺不賠的投資工具，投資人應謹慎考慮自身風險承受能力。為保障投資人權益，金管會近期加強相關監管措施，以維護市場健全發展，避免誤導投資人。

為促進資產管理業者瞭解相關監管措施，特舉辦本研討會，邀請主管機關與實務專家擔任講席，並提供各講席和與會者交流平台。

「精進ETF監理措施，多元化資產市場發展」議程

日期：113年6月27日(四) 14:00-17:00

地點：台北花園酒店2樓國際廳

時間	主題	講席
14:00-14:10	主辦單位致詞	張傳章 董事長 證券暨期貨市場發展基金會
14:10-15:00	專題演講1 ETF市場監理精進與實踐	陳秋月 組長 金管會證期局
15:00-15:10	意見交流	
15:10-15:30	中場休息	
15:30-16:50	專題演講2 ETF商品發展趨勢與多元投資	鄭立誠 投資長 國泰投信
16:50-17:00	意見交流	

主辦單位首長致詞

證基會 張傳章董事長

張董事長表示，ETF商品近年來普遍獲得民眾青睞，根據金管會統計，截至113年4月底，我國ETF市場規模逾4.7兆元，其中台股ETF規模達1.96兆元，台股ETF受益人數突破850萬人，規模與受益人數均創新高；而台股ETF之成長對臺灣資本市場也產生了正向效益，包括：人口結構轉變，高齡化加速觸發高股息需求、投資偏好改變，從境外投資轉向境內基金、投資行為改變，從交易導向轉為配置導向。

由於ETF市場熱度頗高，為保障投資權益及維護市場健全發展，主管機關近期亦強化相關監理措施，包括資訊揭露、規範行銷活動、督促業界自律及加強市場風險控管等面向。

今日安排2項重要議題，特別邀請2位專家級講者，首先是金管會證期局陳秋月組長，她將為大家解析ETF監理的精進與實踐；接著由國泰投信鄭立誠投資長，分享主動式ETF的發展進程，並解析國際間主要發行主題、各國制度差異及新商品發展趨勢。

專題演講1:

ETF市場監理精進與實踐

金管會證期局 陳秋月組長

陳組長指出，隨著ETF市場逐漸受重視，廣告行銷文件和公開說明書被更加仔細地檢視，加上投資人、媒體和網紅對這些資料的密切關注，一旦出現錯誤，可能引發大規模的討論和關注。由於ETF市場的規模及影響力已遠超過預期，使得監理思維和措施必須與時俱進，對於主管機關和業者而言都是一項重大挑戰。

回顧ETF的發展概況，ETF始於1993年，美國發行了第一檔ETF，我國則於2003年，因應國安基金的退場，參考香港盈富基金而推出。21年來，ETF市場規模不斷成長，尤其在過去5年中的成長最為明顯。去年12月，台股ETF規模從千億增至1.4兆；債券ETF因美國升降息的預期成為投資利基，吸

引了散戶投資，總規模達到2兆。截至今年5月，臺股ETF規模突破兩兆，較108年成長16倍；債券ETF達2.5兆，較108年成長2倍。與此同時，投信基金規模也持續增長，規模已達8兆，其中ETF就佔了60%。

陳組長表示，以亞洲市場來看，臺灣ETF規模位居第三，成交量第五，不過與美國相比，美國ETF規模佔整體市值的16%，臺灣僅6%；美國ETF成交值佔30%，臺灣僅5%，因此，ETF市場仍有發展空間，並無發展過熱的問題，而是須將重點放在行銷與資訊揭露，確保向投資人傳遞正確的訊息。

ETF的運作與傳統開放式基金有所不同，不僅依賴投信銷售機構，還需要參與券商和造市商(流動量提供者)的協助：

1. 初級市場運作：

- 參與券商：負責申購和贖回ETF，確保其流動性；合格參與者透過參與券商申購ETF。
- 造市商(流動量提供者)：負責在市場上提供買賣報價，維持ETF的流動性，並通過套利交易彌平折溢價。

2. 次級市場交易：ETF在證交所掛牌後，投資操作如同股票交易，於次級市場買賣，價格由市場供需決定。

3. 折溢價管理：

- 折價情況：當次級市場的ETF價格低於初級市場的基金淨值(NAV)時，參與券商和造市商會在次級市場買入ETF，並於初級市場贖回，以彌平價差。
- 溢價情況：當次級市場的ETF價格高於NAV時，參與券商會於初級市場申購ETF並於次級市場賣出以平衡價差。然而，過高的溢價可能引發投資人不滿，需特別注意投資人的公平對待問題。

主管機關特別重視溢價的控管，針對溢價過高的情況，適時提醒投資人，同時，加強投資人教育，讓其瞭解ETF交易需關注折溢價及即時預估淨值。

ETF的監理機制在過去已參考IOSCO的健全實務守則訂定相關措施。然而，監理的精進永無止境，今年4月30日，金管會又發布了新的再精進措施。陳組長針對新發布的項目作說明：

【ETF監理機制】

1. 產品面-ETF標的指數成分股穩定性措施

考量到高息ETF成分股變動率偏高進而增加交易成本，需進行強化審查與揭露的作業，包括在審查指數時將成分股變動率納入考量；投信公司應向投資人揭露定審時間及審查前後成分股變動之情況，讓投資人了解替換率的具體數據。此外，成分股變動與周轉過高對於交易成本及投資人權益的影響也應審慎規劃。

2. 資訊揭露

- **客製化指數**：為強化客製化指數ETF的資訊揭露，需在公開說明書、投信官網及公開資訊觀測站中說明是否為客製化指數；以圖像化資訊解釋指數編製規則；簡述與傳統指數的差異及風險；並揭露變更授權費用的處理程序及影響。
- **Smart Beta指數**：投信公司應於官網以淺顯易懂方式說明指數編製規則重點，以降低投資人誤解而衍生之風險，同時須加強警示相關風險警語。
- **收益平準金**：為避免ETF利用收益平準金誇大配息金額誤導投資人，投信公司應訂定「ETF收益分配原則」，納入內部控制制度並經董事會通過；該原則應包括實際配息率不超過參考配息率、差異原因說明及留存紀錄、啟動標準、使用上限及收益分配優先順序。此外，針對公開說明書、官網及公開資訊觀測站皆有訂定更細部的揭露、警語要求。

3. 交易面

- **公平配售議題**：配售作業流程及相關資訊須於公平配售機制啟動前公告。
- **折溢價的控管**：當折溢價超過3%，將要求業者說明及提出改善措施。

4. **對高配息ETF採行之管理措施**：加強查核ETF配息相關廣告以避免誤導投資人，同時強化教育宣導，增加民眾的風險意識。

【再精進措施】

1. 銷售面

- 強化基金銷售文件之事前審查及事後稽核機制，若有缺失應追究相關責任；並請投信投顧公會加強廣告活動的審查。
- 網紅合作之監理包含投信公司內控制度的明定、權利義務的規範及投資警語的揭露等。

2. 發行面

- 「高股息」ETF名稱後加註警語，以提醒投資人商品特性及相關風險。

- 投信業者對於所發行之ETF及ETF所追蹤之指數，應強化評估成分股之集中度及流動性，以避免建倉及大額申贖時影響股價及流動性。

3. **交易面**：證交所及櫃買中心藉由定期評估ETF持股狀況、建置交易資料庫，以落實投資人保護，維持市場穩定運作及防止不當影響個股及市場之風險。

專題演講 2： ETF商品發展趨勢與多元投資

國泰投信 鄭立誠投資長

鄭投資長首先提到，近年來，我國高股息投資部位相對擁擠，多元化的投資商品已成為滿足投資人需求中一大不可或缺的要害。全球第一檔主動式ETF(Bear Stearns Current Yield Fund)發行於2008年3月，距今已有16年的歷史，而主動式ETF其核心概念為「主動式基金以ETF形式發行」，具備可於次級市場交易、經理人調整成分股及不需要追蹤指數等三大特色，僅在透明度選擇的部分，則是根據經理人投資目標與策略進行選定，包含以下三種：

(一) 完全透明

於每日市場交易開始前，揭露完整的投資組合，內容包括代碼、CUSIP或其他代碼、持股描述、持有數量及持股佔投資組合之權重，以促進其申購與贖回，適用美國於2019年通過的ETF專法「規則6c-11」。

(二) 不透明 (Precidian)

不透明ETF每日向參與證券商及造市商揭露投資組合，透過參與證券商及造市商促進其申購與贖回，並依架構要求揭露其真實投資組合。

(三) 半透明式 (Proxy)

半透明式則為每日向參與券券商揭露代理投資組合，由真實及虛假持股內容組成，惟須依據非透明架構要求之揭露頻率，揭露其真實投資組合。其中須包含：代理投資組合、代理投資組合與實際投資組合重疊程度、追蹤誤差及投資組合參考淨值等。

回顧主動式ETF發展歷程，鄭投資長指出，自2021年的轉換潮起，越來越多主動式基金申請轉換成主動式ETF，並於投資人追逐高息的環境下，穩定收

息的主動式ETF迅速崛起，最具代表性的則以摩根大通股權型(JPMorgan Equity Premium Income Fund)及債券型(JPMorgan Ultra-Short Income ETF)兩大共同基金為最大轉換規模(逾300多億美元)，因此，全球2023年ETF迎來輝煌的一年，創下第二大淨流入1,830億美元，2024年總規模達到12兆美元，發行檔數佔整體檔數超過23%。

鄭投資長說到，現階段美國市場上被動式ETF在規模、檔數上都顯著高於主動式ETF，係因主動式ETF無論投資於衍生性金融商品、海外股、基金、美股及政府公債等，主動式費率較被動式的平均高0.21%，進而影響投資人意願；此外，由於SEC於2019年核准非透明主動式ETF架構，基金公司於發行主動式ETF後，針對其代理投資組合或調整後投資組合定期揭露與真實投資組合之重疊性、與過去代理投資組合和淨資產之間的追蹤誤差及ETF買賣價差的頻率相對較低，導致透明度不足的情況下，影響主動式ETF的流通性。

然而，以策略面向衡量主動式ETF的績效卻可發現，在2022至2023年不斷升息的影響下，股、債皆呈現下跌的趨勢，投資人缺乏合適的投資標的，JPMorgan Equity Premium Income ETF(JEPI)及JPMorgan Nasdaq Equity Premium Oncome ETF(JEPQ)兩大積極的主動式管理ETF，分別以標普500及納斯達克指數為基礎，並搭配covered call方式獲得更穩定的收入，大大提升兩檔主動式ETF於美股市場上的規模。

在非美國地區的主動式ETF發展，則是以香港及韓國為主，分述如下：

(一) 香港

2019年6月首支主動式ETF上市，至2023年底，總市值達86億港元。香港主動式ETF之主題，主要為貨幣市場、區塊鏈、科技及ESG等投資領域，其中，特別以「貨幣市場」及「虛擬貨幣」為相關主題。

2024年發行的主動式ETF，主要為covered call策略類型，如：Global X 國指成份股備兌認購期權主動式ETF及 Global X 恆指成份股備兌認購期權主動型ETF。

(二) 韓國

2017年6月首支主動式ETF上市，至2024年5月，總市值達45兆韓元；因韓國ETF發展蓬勃，常見之投資領域包含國內或海外股票、固定收益、貨幣皆已

有相關產品，規模最大主題又以韓國固定收益、貨幣市場、美國固定收益及科技股等投資領域。

韓國前十大主動式ETF中，特別以「固定收益」類型的比例最高，並以韓國為主要投資地區，例如：SAMSUNG KODEX CD Rate Active ETF SYNTH 為規模最大的產品，透過追蹤利率，在2023年獲得韓國投資者青睞，規模增長快速。

接著，鄭投資長說明主動式ETF的特色。除了常見的透過經理人選股、費用率較高、打敗benchmark及週轉率高等特色之外，主動型ETF仍可能面臨相關以下四項困境：

(一) 費用成本較高

主動式ETF會需要經理人操盤，所以管理費用(約1%)會比被動式ETF(0.1%~1.5%)高，高周轉率的樣態可能也會造成成本上升。

(二) 具有Smart Beta的投資風格

成熟國家市場中，無論是單因子或是多因子持股，看似能夠創造高報酬，但其實成效有限。

(三) 主動型ETF現階段以法人投資為主

法人相對散戶而言，更相信Total Return及主動式的投資概念，零售市場仍有待考驗。

(四) 半/不透明ETF – 不會每天揭露投資組合，交易成本高

該類ETF不會每天都公開投資組合，可能讓市場價格與ETF的資產淨值形成折溢價的落差，拉大買賣價差，讓整體的交易成本提高。

最後，鄭投資長提到，單一股票型ETF和加密貨幣現貨ETF將成為未來新產品發展趨勢(相關說明如下)，滿足投資人的多元資產配置需求。

(一) 單一股票型ETF (Single-Stock ETFs)

個股型ETF於2022年首次獲得美國SEC核准，透過利用槓桿資金或衍生性商品合約放大一支股票的報酬，允許投資人對單一公司進行反向或槓桿押注。現行市場上主要為槓桿做多單一股票型ETF、做空單一股票型ETF、槓桿做空單一股票型ETF及有限獲利/損失單一股票型ETF等四種商品，藉由追蹤單一股票

槓桿倍數、反向槓桿倍數及反向一倍績效為目標。

(二)加密貨幣現貨ETF

2024年3月，摩根、貝萊德等大型資產管理機構向SEC申請將比特幣現貨ETF納入旗下旗艦基金，避險基金等機構法人已陸續將比特幣現貨ETF納入投資組合，傳統金融資金正式流入比特幣現貨ETF；此外，貝萊德美元機構數位流動性基金(BUIDL)透過與Circle發行之穩定幣USDC掛鉤，進行1:1申購，並以現金、三個月內到期之美國國庫券、票據等為標的，成為主動式去中心化金融(Decentralized Finance, DeFi)投資的一大新趨勢。