

期貨人

2002年三月創刊 《總號第005期》 <http://www.futures.org.tw>

Taiwan Futures 2003

第一季



人事變化，期貨界的隱憂

大風吹後的骨牌效應

- 期貨高層大風吹 人才斷層傳警訊
- 零缺點，百分之百的態度
- 將一籃子的東西合為一
- 台灣 50 指數 ETF 的影響力
- 股權連結型商品淺談

您需要充電嗎？

九十二年期貨業務員在職訓練——「高階經理班」

三大特色之課程規劃：

進修—掌握新知、提昇專業素養

聯誼—交換心得、促進同業情誼

休閒—遠離塵囂、強化學習效果

期別	課程主題	日期	時間	上課地點
第一季	1.策略管理	3/14、15	週五 14:00	中部：西湖渡假飯店
	2.期貨專題研討	3/28、29		北部：陽明山天籟溫泉會館
第二季	1.行銷管理	5/16、17	週六 17:00 (兩天一夜集訓課程)	北部：翡翠灣福華渡假飯店
	2.期貨專題研討	6/13、14		南部：墾丁夏都飯店
第三季	1.人事管理	8/15、16		東部：花蓮遠來飯店
	2.期貨專題研討	9/19、20		中部：溪頭活動中心
第四季	1.績效管理	11/21、22		北部：桃園芝麻酒店
	2.期貨專題研討	12/12、13		南部：墾丁福華飯店

★各期時間、地點，本會得視實際狀況調整。

★各季開班之詳細資料，請於當季上網查詢。

活動實景



面畫作
期中
發發
電傳
網電
總執
編地
電
訂傳
戶世
請訂

總編輯的話

- 2 期貨人，要更好！ 謝夢龍

人物專訪

- 4 專訪財政部證券暨期貨管理委員會丁主委克華 葉紫華
- 零缺點，百分之百的態度

特別企劃

- 9 人事變化，期貨界的隱憂 編輯部
- 大風吹後的骨牌效應

- 10 總論篇 人才、錢財，台灣期貨業生態的衝突與調和 張華承
- 光明前景背後的洶湧暗潮

- 15 企業篇1 專訪中信期貨董事長朱士延 呂以如
- 期貨高層大風吹 人才斷層傳警訊

- 18 企業篇2 專訪元大京華期貨總經理李文興 林蔚文
- 期貨高階經理人難為 專業與熱情需兼備

- 21 企業篇3 專訪金鼎期貨總經理李敬明 林蔚文
- 綜合行銷 強化競爭價值

- 24 企業篇4 專訪日盛期貨副董事長黃正雄 吳秋瓊
- 團隊精神才是致勝關鍵

- 27 企業篇5 專訪寶來期貨總經理徐志文 林蔚文
- 創造留住人才的環境

專家論壇

- 30 探究ETFs的奇妙世界 楊昭慈

將一籃子的東西合為一

- 38 海外投資新氣象 陳聖中

台灣50指數ETF的影響力

- 43 股權連結型商品淺談 賴冠吉

金融市場的投資新風潮

邱瑜明



封面畫作 謝夢龍

期貨人季刊
中華民國九十一年三月創刊

發行人 / 王中愷
發行所 / 台北市期貨商業同業公會
台北市忠孝東路四段169號11樓

電話 / 02-87737303
傳真 / 02-27728378
網址 / <http://www.futures.org.tw>

電子信箱 / tfa@futures.org.tw

總編輯 / 謝夢龍

執行編輯 / 洪芙蓉

編輯委員 / 姒元忠 李敬明 任俊行
黃怡中 徐志文

編輯製作 / 商周編輯顧問股份有限公司

地址 / 台北市敦化南路2段333號21樓

電話 / 02-27368999轉281

訂價：每本200元

傳真訂購：02-27728378

戶名：台北市期貨商業同業公會

世華銀行敦南分行帳號：053-03-000402-3

請將銀行轉帳收據傳真至本會並註明
訂購者姓名、電話、書本寄送地址。

期貨人，要更好！

「期貨人」創刊一年了！回首創刊之始，公會希望藉由平面刊物替期貨業的同仁增加溝通、認知與交流的管道，便毅然在去年五月出版了第一期「期貨人」季刊，成為業界第一本也是唯一的期貨專業刊物。自從發行這本刊物以來，公會同仁除了繁重會務之外，還兼做刊物的編輯工作。幸賴有來自業界各公司熱心人士發表專文，也勞動了諸位編輯委員們大力配合，此外，還有來自各界的鼓勵與回應；這本「期貨人」正因為有大家的付出與支持，我們才有勇氣繼續出版下去。

■期貨人為何要出版「期貨人」？

期貨人為何要出版「期貨人」？因為沒有人比我們更瞭解期貨這個行業！期貨公會比任何一家媒體都更瞭解、關心我們期貨界的來龍去脈與當下動態。公會對於業界有義務，也有興趣來了解大家所關心的事件與議題。當報章雜誌只能針對期貨界的最新消息做片面報導時；只有我們最了解業界問題，能夠全盤分析、做深入探討。「期貨人」這本刊物，就是要成為期貨業對外界的發聲筒，讓社會大眾也因為「期貨人」而能更瞭解期貨，認同期貨，進而加入期貨。

同時，期貨是一門需要高度專業的行業。業界有許多深具專業素養的從業人員，大家的專業與經驗若能彼此交流，對於業界無異是一大福音。「期貨人」創立的宗旨就是提供大家一個發表專業研究的舞台。不管是研究心得、創新或者看法，這裡就是期貨專業的交流園地。

因此，我們將刊物定名為「期貨人」；「期貨人」以『人』的需求做為出發，報導期貨從業人員所需要的素養、理念、觀念、技巧，還有專業。只要是期貨從業人員想知道的專業議題，「期貨人」都會提供相關的探討與報導。

■「期貨人」為何要求新求變？

其實，我們這本刊物在去年這一年裡也受到大家的讚美與鼓勵。除了獲得相關的主管機關認同，向公會口頭表示辦這本刊物是有意義的事；也有學生因研究需要，特地撥電話向公會索取。更有一位客戶會特別搜集這本刊物，少了一期還會主動向公會要求補齊……，這些直接或間接的回應，在在都鼓舞了我們要將這本刊物辦得更好、更精緻的

決心。

站在公會的立場去思考，這本刊物除了要服務會員，也需考慮到一般民眾的需求，以達到更強大的宣傳效益。過去一年來，我們就發現這本刊物的讀者群不只是我們公會的會員，也包括一些想瞭解期貨界的異業人士，甚至是大專院校的學生，他們都會看這本屬於期貨界的專業刊物。這使得我益發體認到「期貨人」是一個不可或缺的媒體宣傳管道；所以我希望它能更加普及，擴大讀者人口並提高閱讀率。

■「期貨人」如何變得更好？

一本刊物要吸引讀者，除了必須定位明確、內容紮實，編排水準也是一大因素。所以，「期貨人」在定位上仍鎖定在期貨專業的領域，但是將讀者群從期貨從業人員擴大到一些對期貨也感興趣的社會大眾。因此，我們在內文比例上做了調整，留出二分之一的空間做為業界活動報導與軟調性的探討。「期貨人」另一半的文稿空間仍維持一貫的專業研究水準，是同業們為彼此交流、切磋專業而發表的專文。

為了能拉近與讀者的距離，吸引更多的閱讀注目度，「期貨人」納入軟性報導以增添可看性與易讀性。從本期開始，「期貨人」就新增了業界活動的報導、整體現象或特定議題的深度探討。同時，以往每期封面主題都鎖定較技術性的專業領域，從這期開始，封面主題也跟著人文起來，針對當時的事件、大家關心的議題，以更鮮活更人性的方式做深入探討。像本期，就從理事會改選的現象，透視期貨市場這十年來的坎坷發展，再以業界目前高階主管的普遍困境來呈現我們這行業的實際盲點；並專訪了五位期貨公司總經理，請他們談談身為一個期貨公司總經理的甘苦談。

同時，我們也將改進版面的編排技巧。適時增加照片與圖片，讓整本刊物看起來既有期貨專業又具編輯水準。

■期貨人，要更好！

公會同仁都不是編輯的專業人士；但是，公會一直很努力地在做這本刊物。「期貨人」能得到大家的肯定，公會全體同仁都感到相當欣慰。不過，百尺竿頭要更進一步。我們希望這本刊物能夠越來越好！

全新的一年，全新的氣象！2003年，期貨界要邁向全新的局面，「期貨人」也要改版，以更親切的報導走向與更好的編排方式來親近讀者，更趨完美地為業界盡到一份平面媒體的責任與功效。



本文乃針對期貨市場、業界、從業同仁、投資人、公會及期交所的未來發展，特別專訪證期會丁克華主委，就目前兩岸及國際間交流議題提出看法及建議。

◆ 撰文：葉紫華 ◆ 攝影：盧大中



◆ 丁克華主委指出：「就台灣直接金融的比重來看，從民國74年僅有8%，發展到現在近29%，相較於先進國家的50%仍有極大發展空間。」

專訪財政部證券暨期貨管理委員會 零缺點，百分之

期交所成立三年半以來，原來市場總開戶數為30萬戶，2002年開戶新增26萬戶，成長率高達85%~86%，由此來看，是否意謂著期貨市場發展及潛力後勢看好？丁克華主委指出：「已開發國家的金融體系以直接金融為主流，就台灣直接金融的比重來看，從民國74年僅有8%，發展到現在近29%，相較於先進國家的50%仍有極大發展空間。」

國際間期貨市場交易量，往往是現貨市場的1.2倍，若以目前台灣現貨市場每天八、九百億的成交量換算下來，可想而知期貨市場潛在的能量之大，未來期貨市場勢必位居直接金融體系中的重要地位，同時也是經濟發展的重心。以目前市場開戶的成長率來看，除了要歸功於期交所陸續推出本土期貨新商品，並獲得業界大力

支持之外，也可預估期貨市場的發展後勢必將有一番榮景。」

樂觀以待，理財市場新興產品

由於期交所現階段推出的金融商品大多與證券相關，行銷通路上也須仰仗IB，期貨商大有過度依賴或受限於證券商的無力感產生。加上期貨公司大都是證券商轉投資，管理者多半採專業經理人制度，任職週期太短，在政策及目標都尚未發揮，往往就已宣告出局，常令期貨從業同仁深感無奈。

對此現象，丁克華主委認為：「期貨在台灣市場仍屬新興行業，目前的狀況猶如當年證券業之於銀行業的依存關係；證券業者也是在二、三十年金融市場的演變



之後，才爭得現在的一片天。相信不久的未來，在期貨市場陸續推出利率商品及匯率商品後，整個金融的生態勢必再度丕變，期貨商應可樂觀以待。

以2003年初期交所推出股票選擇權，年中將陸續推出利率期貨、ETF指數期貨等商品來看，未來期貨商不僅擁有證券商品，還有利率、匯率的金融商品可以操作，受證券商影響的因素減少，便顯現其獨特性與主導性，此可謂金融市場歷史演進的必然現象。」

歷經亞洲金融風暴之後，台灣在全體外資投資股票市值，佔上市股票比例約10.4%，日後若個股選擇權市場從五家變為五十家甚或兩百家時，市場的發展勢必不會讓韓國選擇權市場專美於前。面對未來的商機，丁克華主委建議：「期貨商應積極訓練期貨交易人，促使投資者了解並利用這個市場進行避險、投資及套利、教育宣導等工作，市場自然就會擴大。教育投資人與期貨營業員，可說是期貨商目前責無旁貸的當務之急。」

未來投資人除了定存、公債、證券外，更可以利用期貨市場進行避險、套利，此時期貨從業人員就可以對投資人進行投資理財的建議。丁克華委員認為：「期貨商兼營期貨投顧，以其專業成為投資人的理財顧問，使其風險最小，利潤最大，發揮專業經理人的特殊性及專業性，期貨商將成為未來理財市場的主軸。」

強化專業，提升市場競爭力

面對金融控股公司陸續成立，期貨服務事業開放等大環境變化壓力，期貨從業人員應如何提升自我競爭力，以因應市場需求？丁克華主委表示：「這是一個講究專業的時代，從業人員只要具備高度的專業性，就毋須擔憂是否受到聘用。因為一個具備專業素質、充分發揮專業經理人功能的人才，是替企業賺取利潤而不是靠企業賞碗飯吃的。」

因此，從業人員應具備如此的自信與能力，平日多做功課、勤於學習，學習之路既精又廣，除了特定的專業精神，還須具有獨特性與廣泛性，不僅要充實期貨的專業知識外，還要了解現貨，加強法令的新知，掌握潮流，善用電腦資訊，強化電腦技術。並且修身養性、培養人文素養，塑造高尚的品德與堅定的理想信念，秉持職



◆期貨交易人平日應注重學習，把自己訓練成一個具備高度專業能力的交易人或期貨人，也就是專業的經理人。

業道德與倫理的規範，才能行遍天下。」

塑造正面的社會形象

期貨業成立之初，環境艱困，業者只求存活，並未對公會賦予應有的重視。丁主委認為公會是非常重要的團體，隨著期貨服務事業的開放，公會將被賦予更多的責任與任務，走向與美國期貨公會自律組織相同的角色，跳脫目前的純服務性質，並在制定相關的管理及監督法規時，公會勢必擔負凝聚業界心聲與整合業界意見的重責大任。同時還要承擔相關自律規則、訂定業務操作辦法、申請案件的初審及檢查等等工作。

由於期貨市場已從草創艱困期，躍升到目前的穩定發展，在所有的議題上除了獲利以外，更應該思考如何經營社會公益，改變形象；回饋社會，贏得社會大眾的尊敬。丁克華主委表示：「就古典經濟學的觀點來看，企業的最大目標在於使股東的獲利最大化，管理者只要對股東及投資人負責即可，因此企業對社會責任的肩負是屬於倫理的課題，這些責任包括了將公司的資源投入社會，以改善社會弱勢團體的待遇、支援教育及文化設施、防止污染等等提升社會福祉等。」

然而，所謂期貨界的領導者，大多是由專業經理人而非資本家組成，對社會安定有一定貢獻，固然是其自豪之處，未來更應透過公會，積極發揮教育投資人的力量，增強業務員的訓練，把每一個人都變成理財專家，把期貨變成一個專業的避險、套利工具，凝聚出一股對社會公益性的想法，使期貨業成為社會大眾尊敬的專業行業。」



期貨商應積極訓練期貨交易人，促使投資者了解並利用這個市場進行避險、投資及套利、教育宣導等工作，市場自然就會擴大。教育投資人與期貨營業員，可說是期貨商目前責無旁貸的當務之急。

配合政策 樂觀其成

期貨商前往大陸設立辦事處，證期會早已核准，當初引用兩岸條例的第35條，採間接投資方式，其後則是引用第36條，可以直接到大陸設立辦事處。這之間的區別，主要在於兩者的業務範圍不同，引用的法條與業務範疇必須符合申請當地的內容。丁克華主委表示：「為了配合行政院政策，證期會是採用兩案並列，皆可使用的開放態度。」



至於外資部分，則只對流出到海外的資金做安全上的管制，以不影響國內市場基本生計為考量，並沒有太嚴格的限制。至於外資進入期貨市場的部分，則始終抱持樂觀其成的態度。目前的法令允許外資投入證券業，雖然沒有做專業期貨，但是仍然可以兼營期貨。

舉例來說，進來的資金若是一億美金的話，按規定至少有0.7億要做證券，其他的0.3億可保持流動性現金或短票等。經過證期會的建議，中央銀行也同意，0.3億中可以購買的東西，不再只是以0.3億做契約值，同樣可以做保證金值或權利金值，長期的發展仍將再逐步修法，以開放外資經營專業期貨，吸引外商來台設立公司，甚至成為我國會員，促使台灣期貨市場早日與國際接軌。」

大陸經濟發展優勢的兩大主因，其一是規模經濟，十幾億人口中，只要有5%的人投入期貨市場，就遠比台灣市場規大得許多；其二是積極展開基礎建設，靠著大量的內需支撐經濟運作。丁克華主委認為：「大陸公司管理能力差，國營事業壞帳比比皆是，若非靠著大量內需，整個經濟體系並不看好。」

因此，大陸在直接金融體系上想要追上台灣目前的成就，決非一蹴可及。台灣股市歷經40年的經驗，期間經過60年代退出聯合國、石油危機，70年代的證所稅、80年代的金融風暴等多次打擊，股市從數百點躍升到上萬點，再直直墜落到3,000多點，如此上沖下洗，投資人早已趨於理性。目前大陸的開戶數約6,000萬，推廣教育訓練已是十分困難，更遑論實戰方面的教授。加上大陸金融市場也未曾有過如此的實戰經驗及歷練，因此，投資人在看中大陸廣大市場同時，更不能忽略它潛在的危機。」

更新設備 提供更好服務

針對期交所兩次電腦作業系統失誤，引起外界不必要揣測的事件，丁克華主委也提出說明：「期交所成立至今，不論在電腦軟、硬體的更新與修正，都已是迫在眉睫，不容延宕的事。對於股票選擇權上市前的測試，為確保交易的安全，事前已慎重地要求期交所、期貨商與資訊廠商，在事前完全比照正式交易的情況進行模擬及測試。」

然而在股票選擇權上市後，仍有一些意外的狀況發生。於是外界有很多人捕風捉影，認為是因為加入選擇權的看板後發生的問題。事實上第一次的失誤，是揭露系統出現的一些狀況。因為交易輔助人習慣從期交所的網站上進行查看，期交所為



◆期貨市場已從草創艱困期，躍升到目前的穩定發展，更應該思考如何經營社會公益，改變形象，回饋社會，贏得社會大眾的尊敬。

了節省成本，將網站委託外面的電腦公司處理，當日由於電腦公司內部出了狀況，使得揭露系統無法正常運作，所幸對整個交易未造成任何影響。第二次的失誤，則是由於中華電信接電腦主機電纜的S25緩衝器出現問題。事後詢問過電腦專家，即使沒有加入股票選擇權的看板，或是使用在美國CME等公司一樣的電腦系統，這樣的問題也是無法完全避免的，發生狀況時就只能依賴工作人員的經驗，來判斷問題的所在。

期交所畢竟是一個新的單位，工作人員的經驗尚不足以應付類似的突發事件，儘管肯定期交所的努力，但是發生這類的狀況，期交所本身仍要負起所有的責任。畢竟比賽看的是結果，尤其在證券、期貨業，凡事都要做到零缺點，一百分的境界。做了九十九分對的事，也不能彌補做錯的一件。問題發生後，最重要的還是要了解問題的癥結，記取教訓，累積經驗。因此對於期交所最大的期許，就是希望它能夠加速研究發展新制度、新商品，更新電腦系統，培育專業人才，並且期盼與期貨商共同努力，做好教育推廣以擴大市場。」

訂定目標，積極學習充實

由於期貨交易人的謹慎態度，期貨市場的成長也較為緩慢。丁克華主委認為：「成長慢並非壞事，而是趨向更堅實的茁壯期。期貨市場每經過一段時間，就會有一批人被淘汰出局，另一批人再接再厲的進入市場。期貨交易人平日應注重學習，把自己訓練成一個具備高度專業能力的交易人或期貨人，也就是專業的經理人。學習如何運用資產和財富，幫自己經營各類的投資。如果無法親自去學及做，也可透過購買基金或委請合法的專業人員代為操作，同樣可以達到正確投資理財的功能。」

丁主委表示：「國家經濟持續正向發展，證券及期貨市場就會更加發達，直接金融即能像美日等國家一樣，達到一半以上的比例。一旦直接金融發展狀況良好，人民對財務、投資理財知識水準勢必增強，主要是投資人必須自負盈虧；因此，除了對金融專業的知識需要研修外，對於國內外經濟、政治環境、情勢的了解，平日社會上的動態分析，上至天文、下至地理、古往今來的大小事情都必須要能掌握。因為凡是風吹草動，都會影響到整個行情的變化，焉能不知？若是每個投資人都能虛心學習、努力充實，自然帶動了全國人民的知識水準，對國家的經濟發展，自有其正面的價值與深遠的意義。」（本文作者為台北市期貨商業同業公會教育訓練組組長，並由記者吳秋瓊整理）。



◆丁克華主委認為：「期貨在台灣市場仍屬新興行業，目前的狀況猶如當年證券業之於銀行業的依存關係。」

人事變化，期貨界的隱憂

大風吹後的骨牌效應

台灣期貨市場的大環境與人事生態，一直處於不受重視的狀況，高階管理人才容易被邊緣化，加上人員的專業不足與管理經驗的欠缺，導致人才異動頻繁、易於流失。

然而，人才就是資產，高階人才的大幅流失，對整個期貨界而言，無疑造成嚴重的衝擊與骨牌效應；畢竟，期貨高階管理人才的培訓、養成，甚至惜才、留才問題，都值得政府、業界來深入思考並予以重視。

編輯部



1998年成立台灣期貨市場。前三年半共有30萬戶開戶（從1998年到2001年）；去年一年又新增了26萬戶（2002年），新成長率高達86%。截至今年一月底為止，總開戶數已突破了60萬戶。不斷往上攀升的開戶成長率，說明了台灣期貨市場現今的蓬勃發展與驚人潛力；不過，目前台灣的期貨界也出現了一些值得令人擔憂的現象。

◆ 撰文：張華承 ◆ 攝影：劉民安

人才、錢財，台灣期貨業生態的衝突與調和

光明前景 背後的洶湧暗潮

期貨公會今年三月要補選。因為在過去一年半，就有半數以上的理監事離職。」期貨公會總幹事謝夢龍表示，公會原有正選理

事27人，候補8人，一共是35人，但目前只剩下15人。這些離開公會的理監事或因為金融控股造成公司合併，或因個人跳槽甚或主動離職，而無法繼續出任公會的職務，光是從公會這一年來理監事異動的變化，我們就可以看到了期貨公司頻頻換總經理的事實。謝夢龍認為：「這個現象是種隱憂。」



◆ 期貨的人才就是資產，若人才流動率過大，將對期貨產業造成嚴重的衝擊。

職，而無法繼續出任公會的職務，光是從公會這一年來理監事異動的變化，我們就可以看到了期貨公司頻頻換總經理的事實。謝夢龍認為：「這個現象是種隱憂。」

無法獨立的附屬地位

大家都知道：人才就是資產！如果連高階人才都大幅異動，總經理頻頻換人，當下對業



◆期貨是新興的行業，高階管理人才也是重要的資產。

界所造成的衝擊與未來會產生的問題究竟各為何呢？欲探討此問題，我們必須先回歸到台灣期貨市場的先天環境。

期貨是衍生性商品，因此，台灣的期貨市場大多依附在證券市場之下。期貨市場雖然沾了台灣股市的熱絡人氣，但卻擺脫不了前者的陰影。謝夢龍總幹事舉例：「期貨商品有很多種。以金融期貨來說，就有股價指數期貨、外匯期貨、利率期貨三類。很可惜，在台灣的金融期貨市場裡卻只有股價指數期貨。因為股市在台灣很熱門且市場很大。」

再加上期貨商幾乎九成以上為證券商轉投資的子公司，期貨要靠證券商業務員來推展業務；因而，無論期貨是在經營策略或是行銷手法各方面皆被證券牽制，造成台灣的期貨市場必須看證券市場來行事。也因此，期貨市場的獨特性漸趨薄弱、獨立性明顯不足。謝總幹事也憂心這樣的生態結構若繼續下去，勢將會影響期貨市場的未來發展。

總經理容易被邊緣化

因為期貨市場在先天上就被視為證券市場的附庸，間接地促使期貨人才不受重視。謝總

幹事指出：「公司頻頻換人的原因很多，除了業績壓力之外，第二個原因就是期貨這行業通常是轉投資的子公司，人才常被邊緣化。」所謂的邊緣化是指：專業總經理所受到的重視度不夠。

因為，指數期貨跟證券在業務上有相當大的重疊，再加上期貨公司本來就是證券商轉投資的子公司，所以演變成期貨業務竟是靠證券商營業員做推廣。「期貨商的業務大都靠證券公司第一線的業務員來做，即由證券IB (Introducing Broker, 『期貨交易輔助人』) 來幫忙做銷售。」因為期貨的銷售通路得靠證券商，行銷不獨立，使得公司的重要性與獨特性也不受尊重。

除了期貨業種被邊緣化，高階管理人才不被重視；它也因短線操作的特質而沾染濃厚的投機色彩。謝總幹事提到期貨公司總經理難為的現象：「這牽涉到專業與道德操守。」

期貨是與「利」唇齒相依的行業，它不像證券受到種種限制，相形之下，期貨比證券更為趨利。比如說，台灣的期貨可當日沖銷（短線的當沖），一天之內可多次買進賣出，這就是有融資、融券限制的證券所無法企及的。也因此，期貨適合做投機的遊戲規則單純多了。再加上期貨的投機成本比證券來得低，促使一些原本在操作股市的人紛紛轉到期貨市場來，許多大型的證券公司也因此投資成立期貨公司。無論是期貨交易人或成立期貨公司的老闆，全都是因為期貨可以投機賺錢才紛紛湧入期貨市場。

在利字當頭的風氣之下，更容易因短視近利而惹上糾紛。謝總幹事表示：「這些糾紛都是因為不守法才造成的。」這些糾紛禍因有的

來自客戶，有的則來自從業人員。像是營業員代客操作引起糾紛就是最常見的例子。法令規定不可以代客操作，但許多營業員卻在私下偷偷做。「有的是客戶主動拜託營業員的；有的是營業員瞞著客戶去做。無論如何，等到一虧錢，問題就爆發出來。」謝總幹事看到很多同業因為罔顧法令而造成棘手糾紛，直說「期貨從業員更需要高標準的道德操守。」趨利，但可別被利所驅！

定位與專業不足的迷思

除了利的誘惑之外，期貨公司總經理的管理專業度也受到挑戰。「因為期貨是新興的行業，管理人才也是重要的議題。」有的人因為在期貨業待久了或因為過去操盤的表現亮麗，所以升到管理階層的職位；但是，資歷與經驗並不代表這樣的操盤人才就具有管理能力。以現況來說，台灣期貨公司總經理通常面臨到兩種自我設限：定位不清與專業不足。

總經理應該做管理的工作，而非第一線從業員的事務；但是，很多總經理為了追求業績或是迫於客戶要求而親自下單、操盤。這樣的角色錯位，使得總經理應有的權責無法發揮。「角色錯位也不是當事人的責任。」謝總幹事很能體諒總經理為形勢所迫，不得不越俎代庖親自下盤操作。但總經理本身沒做好管理之職卻反倒越權操起盤了，這導致業界的服務品質無法做根本的提升。

所謂總經理的專業並不是高學歷。謝夢龍如此說明：「這個行業很需要實戰經驗。實戰經驗並不是指要如何去操盤，而是在於管理。」因為期貨是新興行業，欠缺資深的管理人才，所以常看到同業之間彼此挖角高階主

管，也有人在短短幾年便從第一線營業員躍上相當高的職位。「年紀輕，可能歷練不夠；可是，經驗久的也不代表歷練就足夠。」謝總幹事強調，操盤的專業跟做總經理應具備的管理專業是兩回事。

利與義的衝突

台灣期貨市場的大環境與人事生態如上所述，由於一直處於不被重視的邊緣、容易受到利誘，再加上人員的專業度與視野也不足；當總經理受到整體局勢牽制、利益誘惑與外在壓力所迫時，該如何拿捏道德操守，這就需要智慧了！

但是，身為期貨公司高階主管的總經理卻經常把持不住。像是殺價搶客戶就是業界最常見的弊端。本來以檯面上的專業手法來吸引客戶才是正當的競爭行為。像是以不錯的服務、提供正確的資訊與情報與專業的分析都是招徠客戶的好方式。但是期貨商卻抓住客戶貪便宜的心態，對同業的客戶說：「你在那邊手續費



◆台灣期貨市場的從業人員在面臨各種壓力與挑戰時，要堅持自己的理想與願景；另外，其角色定位需明確及清楚，並增加管理的專業知識。

多少錢？我給你更低的價碼把你挖過來。」原來的期貨商因為客人被人以低價手法挖走了，只好祭出更低廉的手續費。

就這樣，大家為搶客戶而不斷自降手續費。業界的手續費行情原來是一千兩百元一口，後來大家因為削價競爭而殺到一千到八百元，八百到六百元。甚至，現在還出現六百元以下的，幾乎只有原來價格的一半了！

「相對的，肩負公司整體表現的總經理就壓力很大；再加上利率逐漸衰退，壓力就更大了。」期貨公會總幹事謝夢龍說道，「削價競爭造成獲利降低，對公司其實是一種傷害。因為獲利降低了，公司就沒有辦法去維持許多應該做的事情，比如說教育訓練的投資或是對硬軟體的投資。這種慢性傷害，也會一點一滴地回饋到客戶身上。最後，市場就會因為不健全而萎縮。」

五日京兆真難為

「期貨公司總經理比其他行業的總經理還要難為。現在的管理工作很也比前的要更為難管。」謝夢龍總幹事說因為期貨易受眼下之利所誘，現在總經理要管理的人年紀較輕，價值觀有差別，管理上不易；再加上這行業本身都是用錢來計算成果。「那是很殘酷的壓力；多就成功，少就失敗，成敗很直接。」因為以上兩個原因交集，所以，現在的期貨公司總經理真是難為了！

正因為期貨追逐財利，業績所得相當現實，總經理業績不好立刻遭老闆撤換，業績好者則可能被其他對手公司挖角。業績壓力迫使人才陣亡或轉換跑道，挖角之風則直接促使人才流動。

公司老闆常常只是看到該人才在其他公司有客戶又有業績，就以更高的位階、薪資來進行挖角。

人才待在同一公司必須累積資歷才能慢慢升等；可是，一跳槽到其他同業，身價、收入立刻水漲船高。誰能抗拒這樣的條件呢？於是，同業間競相挖角、人才們拼命跳槽。可是客戶與業績卻是說不準的。有的超級業務員跳槽後，業績反沒以前亮麗。反之，如果業績表現不好，跳槽過來的人才馬上就被撤換掉。就算該人才在業務上依舊表現不錯，但過於快速抵達高位，他是否具備管理一家公司的能力也成了一大疑點！

挖角跳槽不但破壞了業界的倫理，也讓某些高階人士在管理方面來不及做好準備。謝夢龍語重心長地說：「人才的流動是我們這行業一個非常不好的特色。」

無論在人、事各方面期貨公司皆採短線操作；進而造成期貨公司的總經理無法專心致力於經營與管理。「一個事業它不是三、五年就能成功的！」謝總幹事提起總經理的痛處：「你永遠不知道你會做多久，就五日京兆嘛！」謝夢龍認為：正因為期貨處於這樣的生態環境，人才的穩定就顯得更加重要。

在人才方面也有來自基層人員的問題。不但高層的總經理流動率大，就連基層員工所受到的教育訓練也不夠多。「人才的培訓不是立竿見影的工作。」很多總經理對此認知不夠，甚至發生了總經理一培養好人才就馬上被其他公司挖角的案例，這都讓花時間心力去栽培人才顯得是件非常不划算的投資。於是，挖角似乎又成了充實人才的解決方案。

就是這些短視心態才造成業界亂象！在營

業手法上競相削價來搶客戶，在經營管理層面則彼此挖角，互挖事業的牆根；到後來就變成惡性競爭了；惡性競爭造成業界生態的惡性循環。「就像雞生蛋，蛋生雞！」總經理在此生態之下不但未能發揮經營、管理的功能，最後連他也不得不跟著加入惡性循環的行列。



◆期貨業一定要強調自律，唯有自律才能得到尊重，受到認同。

破解惡性循環

期貨公司的總經理當然不應該加入惡性循環、成為讓業界生態更為惡化的負面推手；但是，本身就已經百般難為的總經理又還能做啥呢？「理想還是很重要。」謝夢龍總幹事解釋道，理想就是要堅持，也就是說總經理在面臨各種壓力與挑戰時，要能夠堅持你的理想與願景。技巧上則要角色定位清楚、增加管理的專業知識。

光靠總經理並不能力挽狂瀾，整個業界的困境其實需大家有共識、齊心協力地突破。謝總幹事認為台灣的期貨同業不妨跳脫原有自相殘殺的格局，朝以下三的方向做嘗試：

- 不斷地開發新的商品：我們要開發沒有證券色彩的商品。比如說，商品期貨或是利率期貨等等新的衍生性商品。
- 要與證券市場做區隔：產品性質不同，吸引的族群不同，在行銷上自然就能與證券做劃分；如此，期貨市場才能從證券商的影子下獨立出來。
- 要邁向國際化：國際化就是說要引進外國人來台灣進行交易。因為現在加入WTO後，我

們不只要走出去，也要讓外人走進來。

唯有自律，才能被認同

期貨同業們要有共識來一齊提升業界水準；同時，客戶端應也建立正確的觀念。目前，公會除了在業界扮演制衡與調解的角色之外，也肩負客戶端的教育之責。公會在去年（2002年）就辦了65場全省走透透的巡迴講座，去教導交易客戶如何增進操盤的功力與建立起正確的操作觀念。平均每場人數都在80~100人之間。

「我們期貨市場陣亡的人才這麼多。大家應認清到此事實：不是殺價、挖角才能生存，正派也能經營得更好。」謝總幹事認為業界自身的心理建設必須先做好，「唯有自律才能得到人家的尊重，專業方能被認同。」

期貨一定要強調專業！專業不僅在於操盤賺錢，還展現在道德與操守各方面。將願景的視界放得更遠更大，市場商機也能隨之擴展，奠定在專業正派的基礎上，台灣期貨市場的前景才能更好更寬廣！

笑稱自己是「黃埔一期」的中信期貨董事長朱士廷，從10年前踏入期貨界至今，冷眼看到期貨市場的人事變化與人才斷層，他不得不深沈呼籲政府：重視這個問題！

◆ 撰文：呂以如 ◆ 攝影：盧大中

專訪中信期貨董事長朱士廷

期貨高層大風吹 人才斷層傳警訊

近日期貨業界的高層人士變動頻繁，在市場中引起相當大的衝擊，然而在此波人事異動傳出之前，早在前幾年就有一波人事大搬風的現象，當時也捲入其中的中信期貨董事長朱士廷感慨地說：「這樣的變動不僅是台灣期貨業界的損失，更是政府應當竭力改善的一大問題。」

從十年前進入期貨界至今，朱士廷對於期貨界高階經理人的角色扮演與市場窘境未見起色的現象，始終憂心不已。「但是，只要政府不從體制上根本改變，期貨的邊緣化危機只會像滾雪球般愈滾愈大，屆時再想採取行動因應，恐怕為時已晚。」朱士廷的分析並非空穴來風，期貨專業人才尋找另外出路的想法，已在期貨業界持續蔓延開來。

包括大華期貨、寶來期貨、群益期貨以及復華期貨等多家公司的總經理，紛紛在不久前選擇另覓戰場或暫時離開業界。究其原因，不外乎是台灣期貨界元老級開創者，對現有期貨交易市場感到失望與無力感所致。因此，他們不是選擇跳槽其他公司，就是赴對岸求取更寬



◆ 朱士廷認為只要政府不從體制上根本改變，期貨的邊緣化危機會像滾雪球般愈滾愈大。

廣的舞台，當然也有至今仍在思索下一步定位者，因故遲遲未定下新職務、新公司。

兩個極端，身處於兩難之境

「身為過來人，我很能體會這些專業期貨人才的兩難之處，即使對期貨市場仍舊充滿熱情，但是在環境不允許下，如何能在其中找到自己的天空？」朱士廷分析說：「現行的解決之道，唯有依靠政府在期貨交易政策上重新擬定，像是期貨交易所、證券暨期貨管理委員會等單位，致力推動期貨產品多元化，才能扭轉期貨交易狀況遠落後於證券交易的頹勢。」

朱士廷補充說，所謂「產品多元化」，就是希望政府除了現有的指數型期貨商品外，也應開放非證券相關類的期貨商品，例如全球最大的期貨商品利率型期貨以及金屬等。他進一步說，全世界的期貨交易非常多元與蓬勃，但台灣還只將目光侷限於指數型商品的作法，不僅對市場交易有所影響，甚至可能造成政府單位精簡化的「退化」結果，朱士廷大膽預言：「萬一期貨交易量日漸萎縮，期交所可能被證交所合併。」

證券、期貨不可混為一談 各自學問大

笑稱自己是「黃埔一期」的朱士廷，對於同期伙伴相繼退出戰場，或轉戰另一個市場的現象。他說：「人才不斷流失已是下一代期貨人才斷層的警訊，而一個健全的市場狀態，是相當需要人才這樣的寶貴資源，才能發展永續經營的環境。」

然而，今日的期貨人力市場一旦出缺，金融業多從證券人才內補齊，如此人才遞補循環下來，將造成期貨專業人才無所發揮因而不斷

流失，以及人才選擇投向證券業的懷抱，而逐漸遠離期貨交易市場的窘境。

「沒有專業人才就沒有健全市場，是鐵般的事實。」朱士廷憂心地表示：「如果上述的種種問題在三年內還未獲得改善或根本解決，將會有更多專業人才退出與出走。」

他不諱言地指出，由證券人才出任期貨高層管理職務，有一定的風險存在，因為證券與期貨是兩門不同的專業學問，其中有部分的理論雖可互通，但是大部分的領域還是有著相當大的差異。尤其證券人才入主期貨業後因不熟悉市場操作，大多傾向守成的作法，也讓期貨市場失去原有的朝氣與可發展性。事實上，由現有成績表現評估，就可明顯看出表現亮眼的期貨公司，大多是由期貨專業經理人領軍。

除了任命人才的問題外，朱士廷也點出未來期貨人才轉型的方向。他認為，國內的期貨交易還是處於「經紀」狀態，未來應朝向「經理」的角度作調整，否則無法開拓出更廣大的市場空間。

為了因應未來的變局與挑戰，朱士廷在百忙之中，還是特地參加台大EMBA的進修課程。「未來期貨市場的挑戰將更嚴峻，面臨到手續費流血殺價、整體架構不健全、競爭白熱化等因素衝擊，高階期貨經理人只有開創自己的特色，才得以在市場中擁有一席之地。」對此問題，他神情十分認真地說：「唯有專業廣度、深度的強化，期貨經理人才有機會扳回劣勢、另創新局。」

憑藉專業背書 創造自我價值

現在人常說要創造自我價值，但是到底如何尋求價值並廣為發揮？相信是許多人面臨到

的瓶頸與困難。對朱士廷而言，他卻沒有這樣的煩惱，因為他清楚地知道的方向與下一步目標。

朱士廷說自己是「仗劍走江湖」，憑靠自身的專業知識背景，做為不斷向上攀升的價值基礎，但是他也體認到：「沒有舞台的專業經理人，就像有劍卻找不到敵手的劍客一般孤獨，因此期貨市場一旦更為熱絡、成熟，專業期貨人才得以營造出炙手可熱的身價。」

他提醒有志投入期貨市場的人才們，需要不斷自我反思：當下生存與未來開展兩者間的關連性。如此一來，體認現實環境的惡劣並擁有明確的奮鬥目標者，在眾多人才中更容易脫穎而出。

不僅自身不斷充實精進，朱士廷對底下員工的提攜也是有目共睹。於統一期貨擔任高階經理人開始，朱士廷就帶領統一期貨成為業界首辦教育訓練的期貨

公司，到了中信期貨之後，他依舊將員工的價值視為首要任務。因此



◆朱士廷感性的強調，不僅要自身有實力，更要期貨下一代的人才茁壯成長。

不僅持續開辦相關教育訓練課程，還特地舉辦大型教育訓練營，希望以密集、有效率的專業課程，提升員工自我成長的動力。

朱士廷認為：「員工是企業內最重要的資產，尤其是訊息萬變的金融服務業，培育菁英人才、找尋期貨界下一代接班人，是我們這一輩高階經理人的使命與任務。」

朱士廷到中信期貨短短一年內，已創下歷年來最好成績，去年交易總量成長率達到106%、名列前五強，市場總排名更是第一次進入前十大之列，種種亮麗佳績，讓朱士廷對台灣期貨市場的光明前景更有信心，他堅信透過市場與政府雙重努力下，台灣期貨市場絕對擁有躍上國際金融市場的潛力。

視野將放寬，跨足國際間

談到下一步的想法，他打算將視野放寬、跨足國際，在中信期貨亞洲廣布據點的強力後援下，他預計整合亞洲其他期貨市場的豐富經驗，引領台灣團隊邁向另一個嶄新的里程碑。

「目前中信期貨在亞洲已有多個據點，韓國有22個、泰國當地更是第一大券商，其他像香港、大陸等地也已陸續佈局。接下來的目標就放在台灣市場上，我已期待大展拳腳，努力朝向國際化前進。」一說到未來的企圖心，朱士廷整個人像是充滿電、精力充沛地說著。

最後，在雄心壯志的背後，他仍感性的強調，不僅要自身有實力、更要期貨下一代的人才茁壯成長，他深切期待業界共同致力將期貨火苗留下，讓人才的火種留在台灣期貨市場繼續發光發熱！



從催生國外期貨交易法草案的先鋒，到視國內期貨市場發展為使命，一路走來，元大京華期貨總經理李文興對期貨交易的熱情不減。對於期貨人的頻繁變動，他以平常心看待，但是認為應從根本改善問題。

◆ 撰文：林蔚文 ◆ 攝影：劉民安

專訪元大京華期貨總經理李文興

期貨高階經理人難為 專業與熱情需兼備

走進元大京華位於12樓的期貨部門，時值正午時分，正是分秒必爭的緊張交易時刻，只見每個人均聚精會神地盯著電腦螢幕，一顆心也隨著數字的上下變化起伏不定，即使身為公司領導階層，元大京華期貨總經理李文興亦每天親自下場觀察期貨市場的分秒變動。

也許是期貨市場的「刺激性」過高、也許是市場自然汰換過程，近來台灣期貨界的高階經理人異動消息頻傳，這樣的現象也引起期貨市場一陣討論，不免思考起：到底是市場發生問題？還是個人因素使然？台灣的期貨界該如何因應？

高階人才異動頻繁 市場、個人均有影響

「這樣的現象可以分兩方面來說，一方面是個人生涯規劃；一方面是個人表現不符公司預期。」李文興說：「由於期貨市場的交易激烈變動，加上國內期貨人才不足，因而導致挖角風潮盛行，才會產生人才流動頻仍的感覺。」

另外，台灣期貨交易量遠不如股票市場熱絡，在證券業中屬於開發階段，一般高階經理人所



◆ 李文興認為期貨市場的交易激烈變動，加上國內期貨人才不足，導致挖角風潮盛行。

受到的壓力自然格外沈重，都是讓高階經理人無法安於本位的因素。」

雖然對人才流動頻繁有所感觸，李文興卻選擇以平常心看待。他認為，社會的動態變化是無法避免的，加上期貨選擇權市場逐漸受到交易市場重視，因而在市場人才需求孔急的情形下，難免出現跳槽、挖角等事件。「不過太過頻繁的變動現象，仍有隱憂存在，市場需要正視此一問題。」李文興強調說。

他進而補充說：「目前國內期貨市場的高階經理人，分有兩種：一是從國外回台接任，此種人才對期貨專業知識具有一定基礎，管理能力亦無庸置疑，卻有不瞭解台灣股票市場操作模式的問題；另一種是由國內證券業調任，其問題在於只懂股票卻不懂期貨，因而無法進入屬性不同的期貨市場。」

期貨交易與股市不同之處，在於期貨具有保證金風險與業務開發需求，因而身為期貨市場的總經理或董事長等高階經理人，不僅要深入瞭解期貨市場結構、客戶需求、專業知識（兼備股票與期貨）等多元條件，亦需具備高度心理建設的必要條件，而其必要條件又為何呢？

對此，李文興自有其一套想法。他坦言，期貨與股票市場的客戶重疊性高，台灣目前的期貨收入遠比現貨小，而期貨選擇權雖然熱門，但證券集團的經濟收益80%的收入仍來自現貨股票；因此，在公司定位、資源分配策略、組織架構中，期貨大多淪為配角地位，這樣的現實層面常導致高階經理人灰心、甚至容易產生掛冠求去的念頭，如果公司不從根本解決此一問題，將無法改善高階人才不斷流動的現象。

隨著台灣期貨成長 擁有強烈使命感

從民國78年投入期貨交易市場至今，李文興本人就像一本台灣期貨發展史。從催生國外期貨交易法草案的先鋒，到視國內期貨市場發展為使命，一路走來，他對期貨交易的熱情不減，更不斷為台灣期貨市場尋求下一步長遠的發展空間。

「第一次接觸到期貨，是我還在精業電腦任職時期，當時地下期貨盛行，整個市場體制完全處於混亂階段，因而對身為新手的我而言，一股內心交雜的掙扎感不斷湧出，直到赴歐美取經、深入瞭解期貨市場之後，才發現期貨對自由經濟的重要性，因而產生深刻的認同感，崇拜之情油然而生。」李文興感性地回憶起與期貨第一次接觸後的心動感受。

接下來，除與經濟部商業司、飼料公會，一同致力推動國外期貨交易法草案外，他亦積極改善國內期貨市場不健全的危機。對此，李文興分析說：「由於當時國外股票市場處於萬點的高行情，讓國人對股票市場為之風靡，但是對期貨的瞭解卻僅止於皮毛，更將股票交易視為期貨操作，導致短線交易下來，輸家多、贏家少的現象比比皆是。」

在使命感的推動下，李文興開始將國外的「波段操作」、「長期投資」等觀念引進國內，試圖讓證券市場合理化，期望盡量避免「股災」的發生。當期貨交易所成立之前，他已對證券市場的制度、交易現象、客戶需求瞭若指掌、如數家珍，因而獲得永昌集團的青睞，延聘進入期貨界擔任高階經理人。

不過談到在永昌期貨擔任總經理階段，他形容當時的期貨市場只有「暗無天日」四個字

可以比擬，然而接下來到元富期貨的六年期間，他卻以豐富的人脈吸引當時的證券商加入期貨交易市場，並帶領元富期貨蟬聯三冠王的營業佳績，因此來到元大京華雖僅一年的光陰，他有自信讓元大京華的期貨交易表現更為亮眼，而他的目標就是讓台灣選擇權市場成為一種「全民運動」。

「從充滿疑慮到進入瞭解，我對台灣期貨市場有著一股使命感，因而投身進入期貨界擔任高階經理人至今，我從未懷疑自己的選擇並堅持對期貨的熱情，我相信只要有專業知識與強烈信心做後援，就會成為一名相當傑出的期貨高階經理人。」李文興將多年來的寶貴經驗，提供給有志投入期貨市場者做參考。

韓國選擇權市場蓬勃 台灣引為借鏡

自韓國考察選擇權市場返國的他，一說起韓國目前熱絡的指數型期貨選擇權交易現狀，他忍不住眼睛發亮地說：「這就是我對台灣選擇權市場所勾勒出的未來遠景，台灣選擇權市場絕對是成長潛力十足的大餅。」

如今，韓國指數型期貨選擇權交易的日均量高達一千萬口，而台灣期交所選擇權日均量約只有三萬口左右，僅為其三百萬分之一，可見台灣的市場空間仍有



待耕耘。李文興感慨地說：「以往的台灣經濟奇蹟早已被韓國的全民經濟遙遙領先，如果不為台灣經濟尋找新的出路，經濟發展曙光如何重現？」

幾年前，當全球陷入金融風暴危機之際，亞洲國家幾乎無一倖免，台灣卻以堅強的經濟實力脫穎而出，成為其他國家爭相仿效的經濟小龍。然而，不過短短數年的時序變化，韓國卻以「全民經濟」口號衝出金融風暴的牢籠，運用選擇權市場的特性，開展出另一條嶄新的道路，期間的努力與付出，李文興覺得是國內企業與政府均需深思與反省之處；「台灣如不好好正視經濟問題，經濟奇蹟將成為空談。」他深有感觸地說著。

因此，李文興深信一旦選擇權市場如韓國般蓬勃發展時，台灣證券業將視選擇權為主力

市場，企業亦會重視培育期貨高階經理人，市場與公司交相運作之下，人才自然會源源不絕地湧進；因此，他期許自己在四年內將帶動指數型期貨選擇權市場進入熱烈交易階段，不讓韓國的「全民經濟」專美於前，締造另一個新時代的台灣經濟奇蹟！

◆李文興深信一旦選擇權市場如韓國般蓬勃發展時，台灣證券業將視選擇權為主力市場。

金鼎期貨總經理李敬明，是國內期貨界的元老級人物，對於人才流動問題，他覺得金控、集團合併，會使得部份高階主管人才流向期貨界。

◆撰文：林蔚文

專訪金鼎期貨總經理李敬明

綜合行銷 強化競爭價值

出身廣告界，卻一頭栽進這個相差十萬八千里的期貨業界，金鼎期貨公司總經理李敬明和其他期貨公司的總經理，似乎就有那麼點不同。李總經理是在國內期貨交易合法後，第一批期貨從業人員，算得上是期貨業元老級的人物。

李敬明總經理回憶到，國內的期貨行業，一路走來分幾個階段，第一個階段是在83年期貨交易開放時，那個時候只能用「慘澹經營」形容，由於那時只開放國外市場的期貨交易，當時最活絡的國外期貨市場，還是以歐洲及美國市場為主，因此，所有的從業人員的工作型態都是日夜顛倒，由於作息不正常，與別人相反，許多人身體也因此狀況不佳，十分辛苦。一直到86年有了國內期貨交易法源的制定，87年推出第一個期貨商品，才有國內的期貨市場。

經過了短暫的導入期，一直到88年東南亞金融風暴後，政府開始積極開放國內金融市場，國內期貨已進入成長期的階段，尤其推出指數選擇權出來，使得開戶數快速成長。

李總經理認為，期貨市場是現代國家不可

缺少的市場，因為它提供了相對的避險的功能，而台灣雖然小，但是證券交易市場活絡程度上，在全球市場排名都是名列前茅的，所以台灣是非常適合期貨產業及市場的發展，前景可期。

衍生性金融商品，雖然在台灣發展很多



◆李總經理認為，期貨市場是現代國家不可缺少的市場，他對台灣期貨市場充滿信心。

年，但近幾年來在台灣，有愈來愈多人了解，並有興趣切入。以期貨開戶數來說，自87年推出第一個期貨商品後，前面幾年，國內的期貨市場開戶數，是以緩慢的速度在成長，90年年底推出了指數選擇權後，由於商品的特性，例如可以買進選擇權，付出一定的權利金，虧損有限，獲利無限的特性，吸引不少的散戶進入市場，使得市場更形活絡，帶動了整個期貨市場的發展，開戶數激增，光是去年一年的開戶數，大約相當於前三年開戶數的總和。

搶攻市場，價格競爭無法避免

另外，這幾年全球經濟衰退，美國那斯達克一蹶不振，日本未走出泡沫經濟的陰霾，連帶影響台灣經濟發展，因而影響證券市場。股市成交量萎縮，證券商在台灣又呈現飽和狀態，在大環境不佳，競爭激烈加上市場飽和的因素下，大家開始重視期貨市場，各家業者開始攻城略地，無所不用其極，為了搶攻市場占有率，開始出現價格競爭。

價格競爭的結果是導致雖然市場交易量增加，在手續費上所獲得的利潤卻降低，雖然成交量預計將繼續成長及擴大的趨勢，但是獲利卻不會隨著成交量的成長而增加。另一方面，交易成本降低，也吸引更多的投資者加入期貨交易市場，這也是交易量大增的原因。李總經理認為，期貨市場才剛邁入成長期，期貨業界卻在價格上出現激烈競爭，在交易量大增與價格下滑之間，這個翹翹板似乎尚未取得平衡，在市場尚未達到成熟期前，卻提早產生了在成熟期才會有的價格競爭戰。

既然期貨業前景看好，為什麼期貨公司總

經理流動率如此高，李總經理說，83年國內期貨交易剛開始時，因為工作長期日夜顛倒，業務量少，壓力大，基本上是個苦差事。那個時候人才都在證券界，期貨界的人才不多，幾乎是求才若渴。慢慢地，國內期貨市場建立起來，並經過這幾年的高度發展，加上證券市場的飽和，證券界開始注意到期貨市場的潛力，高階主管職務也吸引其他金融證券界的人才有興趣來競爭，原本只有專業期貨經理人的期貨業，現在有了許多的競爭者。

目前國內的證券業從業人員，為期貨業從業人員的數十倍，因此集團老闆在擇才時，多了許多優秀的人才，加上許多集團合併、金控



◆李總經理並不希望公司成為市場價格競爭下的犧牲者，而是慢慢走向期貨服務事業，將業務多元化。

公司的成立，造成許多原本在各家公司任職高階主管的人才閒置，部分人才會流往期貨業界，這是人才板塊的移動。

轉換跑道，尋求另一個春天

國內大部分的期貨商是由證券集團轉投資，證券體系原本就有許多優秀的人才，如果旗下期貨公司的總經理在公司績效方面表現不佳，或無法讓經營階層滿意時，就會面臨被汰換的命運，雖然證券公司及投信公司的高階主管流動率也很高，不過期貨界因為比較小，加上近來所上任的高階主管多數從投信及證券業轉換跑道過來，所以感覺流動率高，變動頗大。

此外，期貨公司總經理，以往太專注在期貨本業上，包括了解國內外期貨交易市場的資訊，尤其是國外期貨商品多又複雜，加上期貨交易本身的複雜及專業的程度高，因此忽略大環境的結構的改變。最近這一、兩年來集團金控公司成立，已經成為必然的潮流，金控公司的成立，未來走向金融百貨的趨勢；在這個趨勢下，集團將要求旗下各家金融投資經紀公司要有交叉行銷的能力，交叉行銷對總經理的要求愈來愈走向多元化，同時具備多項金融投資商品的專業知識及行銷能力，包括證券、期貨等，都將是金控公司的通路，因此經理人也需具有金融百貨的素養，擁有綜合行銷的能力。

由於整個大環境的改變，使得期貨公司總經理「被動」的流動率高。然而，對期貨公司總經理本身來說，也有難表現的內在因素而產生個人職務異動。國內的期貨商品都是指數類，與股市息息相關，現在大部分的證券商也可以做期貨，基本上國內的證券體系與期貨體

系是重疊，並沒有區隔，在重疊的過程中，相對擠壓到期貨公司總經理發展空間，使得期貨公司的總經理等專業經理人，很難表現，這些原因也會影響期貨公司總經理留在期貨業界的意願。

業務多元，提升整體品質

對於金鼎期貨的經營策略，李總經理並不希望公司成為市場價格競爭下的犧牲者，而是慢慢走向期貨服務事業，將業務多元化，包括期貨服務事業的投顧業務、經紀及轉投資，能夠與證券公司的期貨業務有明顯區隔，以便讓期貨公司與證券公司銷售同樣期貨商品的同時，更具證券公司所無法具備的價值差異。

一方面提升在期貨業務上的專業能力，加強競爭力；另一方面要積極涉獵各種金融商品，未來也將要求同仁需具有包括保險、保本基金或者是債券型基金等多種金融商品的知識，這是李總經理針對公司在短期內擬定的發展方向。

至於中長期發展方向，「期貨經理公司」是未來期貨公司的走向，也是能夠明確與證券區隔的發展方向，期貨經理公司可以代客操作，以更專業的操作技術及知識，協助客戶在市場上獲利，更可凸顯與證券公司之間的專業性，逐漸跨入資產管理公司的領域。

目前，金鼎期貨還是以經紀業務為主，不過將來不將只是純粹接單而已，積極提升服務品質，配合投顧業務，教育客戶期貨的專業知識，進而協助客戶獲利，如此便與其他期貨公司作區隔。在自營業務方面，雖然自營業務操作風險高，但獲利報酬也高，未來金鼎期貨也會逐漸加重自有資金操作的自營業務。 □

2003年一開市，期貨業界馬上面臨高階管理者的人事異動，坊間出現許多揣測的聲音，對此現象多表憂心居多；在此，日盛期貨股份有限公司副董事長黃正雄提出了另一種看法：「這是一個良性競爭的必然結果。」

◆ 撰文：吳秋瓊 ◆ 攝影：邱如仁

專訪日盛期貨副董事長黃正雄

團隊精神才是致勝關鍵

2003年一開市，期貨業界馬上面臨高階管理者的人事異動，坊間出現許多揣測的聲音，對此現象多表憂心居多；在此，日盛期貨股份有限公司副董事長黃正雄提出了另一種看法：「這是一個良性競爭的必然結果，除了顯見期貨市場不僅開始受到重視，更表示有更多的證券人才將投入這個市場來一較勝負。」黃正雄認為：「唯有獲利率高的市場，才會形成專業人才的視焦，也表示期貨市場商機無限，前景可期。」

專業和實務經驗，兩者併重

從任職日盛證券的期貨研究部門，到早在1988年就被外派到芝加哥去學習正統的期貨及選擇權的專業知識，黃正雄在1993年國外期貨交易法通過之後，就開始為日盛證券籌設日盛期貨公司，由於本身的專業知識豐富，相較於其他由證券市場直接上任的總經理，顯然更為得心應手。黃正雄表示：「目前期貨商的經理人可分為兩種，其一是專精於期貨運作，



◆ 黃正雄認為：「唯有獲利率高的市場，才會形成專業人才的視焦。」

◆黃正雄深信，要在期貨產業長駐久足，就得融入公司的企業文化，摒除個人英雄主義。

對於證券市場則略為陌生，一遇到要推展證券相關產品時，就容易顯得力不從心。其二則是證券市場培養而來，對於期貨專業仍有待加強。」黃正雄認為，這兩種專業必須兼備，才能在期貨市場找到可供發展的舞台。唯有兩者的專業相輔，才能為公司規劃出更新領域的業務，也才能提昇經理人的專業能力，相形之下，可發揮的空間也就更大。由於未來的期貨市場，包含期貨投顧，期貨經理業務等，所牽涉的相關範圍甚廣，例如代客操作、交易等複雜細節，如果專業經理人以往沒有接觸到實際市場的操作面，在規劃業務方面會顯得非常吃力。

資深總經理的建言

相較於期貨業界總經理的異動風，黃正雄不僅一路穩坐總經理寶座，並且為日盛期貨創造出可觀的業績，除了要歸功於本身豐富的實戰經驗及期貨專業知識之外；更值得一提的是，在證券業十幾年的時間，黃正雄不僅一手創立日盛期貨公司，並且幫業界培養出許多出色的專業經理人。

謙稱成功來自於幸運，黃正雄不敢居功，認為自己由日盛集團一手培植，加上自己原來的期貨研究背景，和證券市場的實務經驗，使得日盛期貨公司一路領先，成為期貨市場的先驅，一切要歸於公司的團隊產能。



日盛期貨公司擁有許多業界的「第一」，也不免「幫」同業培養出許多專業人才，黃正雄笑說：「樂見其成，因為專業人才越多，越能共創市場商機。」民國八十四年，以三十二歲的才俊之姿就任日盛期貨公司總經理，可說是業界的奇葩，令許多人驚嘆。黃正雄謙稱：「由於期貨是個新市場，才有可能被託以重任，也因此比許多人早一步累積業務經驗。」

被問到自己培養出來的人才被挖角時的心情？黃正雄不諱言早期也頗感不平，但之後慢慢地發現這是成熟市場的必然現象，也就感到釋懷，念頭一轉，反而感到安慰，表示自己所培養出的人才實力受到業界的肯定。而這些年來的經驗累積，也讓自己識人的能力，和培養人的能力相對增加。

如何建立不被取代的實力

以擔任總經理的經驗為例，黃正雄表示：「一個總經理無法在公司體系有長足的發揮，究其原因，不外乎幾個因素；其一是無法融入公司的企業文化，其二是個人英雄主義，其三是市場開始出現蓬勃商機，許多優秀人才開始

進入，使得專業經理人的競爭相對激烈，加上以績效論成敗的市場規則，專業經理人可說是時時都是戰況，這也是許多專業經理人「鐵羽而歸」的主因。

黃正雄認為：「由於市場的未來趨勢是建立期貨及現貨的兩種專業，專業經理人除了必須具備以上專業之外，更必須融入公司的企業文化，而不能只標榜自己的專業。因為每一家公司的企業文化差異很大，有些公司衝勁十足，有的公司則走穩健路線，有的著重在銀行業務，有的著重在證券市場，有的著重在衍生性商品，舉例來說，進入著重銀行業務的公司，專業經理人就不能過於突顯期貨業務，必須顧及公司原來的市場利基，以求創造雙贏局面。」

由於期貨目前仍是依附在證券市場而衍生的商品，其不受重視的程度也常成為期貨專業人才的隱憂，使得許多專業經理人頗感「有志難伸」，黃正雄表示：「期貨投顧及期貨經理業務一旦推出，期貨專業經理人又多了一個舞

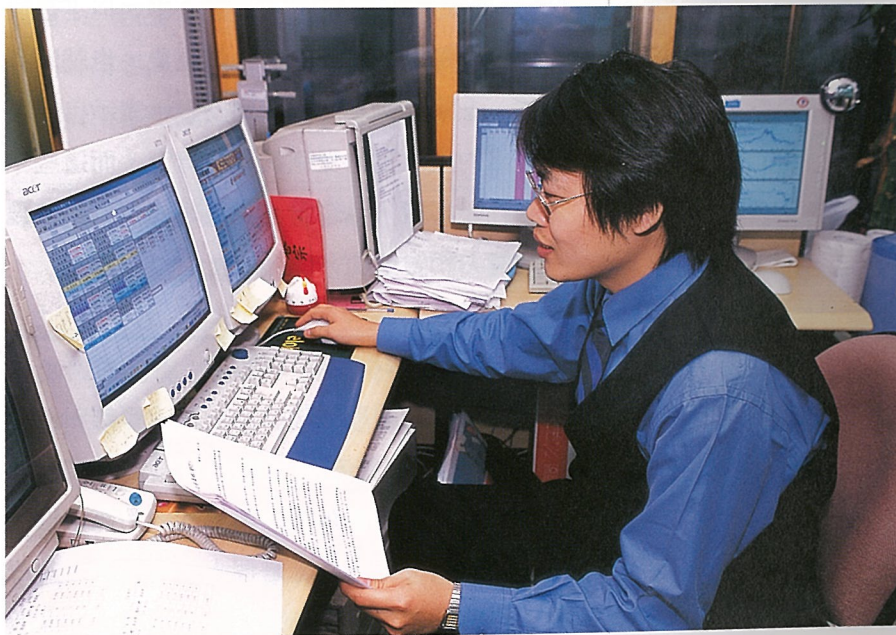
台，並且可以獨立出一個期貨市場，而不再是依附的角色，其商機及利潤都很可觀，因此，專業經理人在現階段，應該多充實相關專業知識，增加自己的市場競爭力。」

放下，才能重新獲得

認為創造個人有利於企業的價值，也是總經理在其位謀其政，不可取代的發揮機會，黃正雄表示：「身為管理者，培養專業人才是增加團隊績效的捷徑，不僅讓公司獲利更高，也使得管理者更受高層重視。此舉，不僅得以讓自己的視野更為宏觀，也同時提昇自己的專業層次。因為一個人的成就，必先提昇自己的胸襟、氣度和視野，以往突顯個人英雄主義，已不適用於團隊作戰的期貨市場。」

由於業績來自於團隊共同創造，專業經理人必須著重團隊的產能，而不是個人英雄主義，更非明星級人物的個人秀。黃正雄認為：「不把棒子交出去，就無法學習新的東西，也就無法成長到另一個層次，就如同雙手緊握，

不能獲取新的東西一樣。專業經理人必須先放下成見，才能發揮更高的效能，為公司及個人創造雙贏的契機。」



◆專業經理人必須著重團隊產能，因為業績是團隊共同創造。

寶來期貨總經理徐志文指出，國內期貨的業務範圍既多元且複雜，所以期貨專業人員的專業度相對要求需更高，而如何創造留住人才的环境，就值得業者細細考量。

◆ 撰文：林蔚文 ◆ 攝影：劉民安

專訪寶來期貨總經理徐志文

創造留住人才的环境？

長久以來，甫上任總經理一職的寶來期貨總經理徐志文認為，特別是期貨與證券此兩大金融業的經理人，經理人都必須背負著沈重的公司經營績效壓力，異動比例本來就偏高，而期貨產業產品的高風險係數，更是期貨公司總經理流動率頻繁的原因。徐總經理指出，就期貨產業來說，比起其他的投資工具，有很大的不同，以投資的風險係數來看，例如像債券、票券是屬於低風險投資工具，股票證券是中風險係數，而認購權證、選擇權又比股票稍為高一點；風險係數最高就屬期貨交易了，包括認購權證、選擇權及期貨交易皆屬於高風險、高報酬的投資工具。

在這樣的前提下，從業人員所需要的專業知識的程度，較其他行業來得高，營業從業人員等，除了必須具備期貨交易的專業知識外，再加上期貨產品所涵蓋的範圍非常廣泛，包括大眾物資、金融、原物料等，因此，營業人員也必須具備產業的知識。再者，期貨交易的營業人員所負責的業務範圍，除了國內的期貨商品外，也包括國外的期貨商品，業務範圍及商

品種類又廣且複雜，所以對於從業人員專業程度的要求更高。

最後交易日的壓迫性



◆ 徐總經理認為，如何留住員工的心，提高員工向心力及忠誠度，是相當重要的管理觀念。

雖然才剛升任總經理，但是寶來在86年籌設期貨公司時，徐總經理就已經參與。由於在校所學的是企管，便選擇在期貨業發展。徐總經理認為，學生時代的所學和從事期貨行業，包括在此行業的表現，都沒有絕對的關係；究其原因，在於興趣，有了興趣的動力，自然就會吸收相關的專業知識。

從事期貨行業的營業員與證券營業員，也不太一樣，因為不同的產品特性，通常證券較容易受到景氣的影響，景氣好的時候，股票指數上漲，客戶自然多、交易量自然大；相反地，景氣不好，交易隨之清淡。但是期貨商品，因產品特性的關係，時間壓力大於股票。股票雖會因時間的長短而影響獲利的多寡，但是萬一被套牢了，可以放著，等到行情好時，就有機會解套。但是期貨商品有其「最後交易日」的限制，因此時間壓力大於股票。

壓力大，公司的員工流動率就不免高，徐總經理認為，如何留住員工的心，提高員工向心力及忠誠度。如果公司在制度、各方面都能夠讓員工認同，讓員工無後顧之憂，在公司有

發展有前景，公司會離職不外乎是員工認為自己在公司內沒有發展，可否看到公司的前景；其次，人的關係也是重要因素，「人和」讓員工上班愉快，自然流動率就低。

因此，期貨公司總經理除了必須具備專業的知識、背負及評量公司績效外，同時必須塑造企業文化及公司制度、擬定公司經營、發展策略及公司的風險控管，都是總經理所需肩負起的責任。

向外開發，期許枝盛花繁

從事期貨交易的投資客戶，也和股票投資客戶不同，許多從事期貨買賣交易的客戶，一旦在期貨市場賠貨，多半就此退出期貨市場；不像股票市場的投資客戶一樣，景氣淡時收手，行情不好就立刻捲土從來。所以期貨行業的營業員，必須不斷的去開發新客戶，這也和期貨產品的特性有關。

因此，對於從事期貨交易的投資者來說，多以操作頻繁、風險程度偏好高的客戶為主。因為期貨交易特性，本身就是信用交易，可隨

時進場買賣，沒有限制及周轉金的限制，保證金式的交易，資金運用靈活財務槓桿比例非常高，比起股票市場，限制較少之故。不過現在國內期貨交易金額大於國外，因為大多數仍因熟悉國內證券市場進而投資相關期貨產業。

不過，這也是期貨產品的另一項特點，就是證券市場易受到景氣的影響；相反地，理論上期貨交易是不受景氣的影響，縱使景氣不理想，期貨交易量依然不會有太大的波動。

期貨交易自87年開放至今，已有



◆現階段，寶來期貨仍以經紀及自營兩大業務為主，而且獲利比重各佔一半。

四年多，客戶群仍與證券市場有一定的區隔，主要是期貨交易風險比較大，也由於風險比較高，所以投資者也比證券投資者願意承擔比較高的風險。另一方面，就是受到期貨交易未合法前，國內許多地下期貨業者，讓許多人認為期貨就是一種賭場。

自由化，開放式的發展舞台

一般而言，國內的期貨公司主要以兩大業務為主，包括接受客戶委託買賣的經紀業務及自營業務部分。在經紀業務方面，和證券市場一樣，是個自由競爭的市場，在強大的價格競爭壓力下，甚至比證券市場要來得嚴重。尤其手續費的價格競爭，更顯得非常激烈。因此，現在各家期貨商在經紀業務上的收入，一直在減少。除非整個期貨市場的交易量，能夠有大幅成長，但是，由於產品特性的關係，期貨不容易像證券市場做到「全民運動」的地步。因此對期貨業者，經營壓力相對更大。如果市場規模繼續如此，未來可能會有業者需負擔虧損的壓力。

現階段，寶來期貨仍以經紀及自營兩大業務為主，而且獲利比重各佔一半，由於經紀業務是目前是個自由競爭的市場，在價格競爭的壓力下，各大期貨商在手續費上的砍殺十分激烈，因此，業者必須不斷的開發新客戶，而獲利佔全公司一半的自營業務部分，也是寶來相當看重的一塊。

由於價格戰的關係，獲利佔全公司一半以上的經紀業務，戰況顯得相當激烈；因此，期貨公司要能領先群雄，就必須搶奪高市場佔有率，經紀業務能力強、交易量大是致勝的關鍵，而這就必須賴以公司有廣大的通路，及超

強行銷企劃能力。在通路方面，寶來期貨目前有46個證券據點數的關係，結合證券廣大的通路優勢力量，配合網路下單系統。

另外，寶來也不斷開發新業務來開拓市場，大部分期貨公司是證券轉投資，因為證券市場競爭壓力大，要求市佔率，各家莫不衝刺市佔率。去年國內10月推出選擇權的業務，台指的選擇權商品，特性是資金所需少，獲利加倍；但是選擇權的專業性及複雜程度又比期貨高，因此寶來針對選擇權商品，設計成比較簡單，只要幾個步驟，透過網路平台，就可以完成交易的活動，使投資人能夠快速切入期貨交易領域，並利用網路下單，完成安全性、快速的交易，並獲致高報酬。

這些活動，使得寶來期貨在經紀業務上的市佔率大幅攀高。另外，資訊科技近年來快速的發展，對許多產業產生衝擊與改變，網路下單的興起，大幅改變證券及期貨的交易型態及模式，寶來集團多年來在網路交易領域深耕，投注資金與人力在建構網路下單系統，寶來期貨在期貨部分的網路下單市場佔有率，目前約佔市場36%，與公司交易的客戶中，更有60%是以網路下單的方式交易。

另一半公司獲利的自營業務部分，寶來在自營的業務上，績效一直十分亮眼，在業界中傲視群倫。去年，稅前獲利近兩億元，在自營業務方面的收入，就有九千多萬，是公司全年獲利的一半。徐總經理說，自營業務需靠人才及技術，操作的時候更必須背負公司的獲利與虧損。因此，壓力愈大，各家公司的經理人莫不小心謹慎，如履薄冰。因為經紀業務的收入已經不多了，因此，在操作時，深恐降低經紀業務的獲利率。 □

國內首檔ETF將在第二季掛牌上市，何謂ETF？其商品的種類、特色與交易機制為何？ETF未來的發展，值得你我關注。

◆撰文：楊昭慈（元大京華證券國際部經理）

探究ETFs的奇妙世界

將一籃子的東西合為一

台灣國內首檔在交易所掛牌上市的ETF——台灣50指數基金指數授權案，台灣證券交易所（證交所）審議委員已於今年1月17日決定由寶來投信與道富環球投資管理集團（State Street Global Advisor；簡稱SsgA）合組的團隊所獲得。

由寶來投信與道富環球投資管理集團合組的團隊，將於今年第二季末推出國內首檔的ETF，屆時國內證券市場不僅將再增添一項新金融商品，且台灣亦會成為亞洲地區，繼日本、澳洲、香港、南韓、新加坡、以色列及印度後，第八個發行ETF的地區。

隨著ETF的發行，國安基金持有的大量股票，只要屬於台灣50指數成份股的個股，便可透過參與ETF發行，在市場進行間接釋股。然而，何謂ETF呢？本文將藉此介紹此種在海外盛行商品的種類、商品特色、交易機制及其發展情況。

投資一籃子的股票

ETF為Exchange Traded Fund的簡稱，中文譯名為交易所買賣基金，從字面上來看，

ETF係一種在交易所掛牌買賣的基金，是一種兼具股票及指數型基金（Index Fund）特色，以股票交易的方式表彰股票投資信託所有權的有價證券。簡言之，ETF係投資於一籃子股票（a basket of stocks）所組成的股價指數，以達到投資分散的目的，該指數成份股變動的損益直接反映在ETF價值的漲跌。由於其係於證券交易所買賣，以提供投資人獲取指數報酬率為目標，且其發行採基金的模式，其交易方式與一般股票無異，故為兼具基金和股票



特色的投資工具。

基本上，ETF係允許投資人於單一的交易買賣一籃子證券，其投資組合的被動式指數型基金。ETF的創新處在於其將組成標的指數的一籃子股票形成信託財產，並以此為實物擔保，經由標準化程序分割成單價較低的投資單位，以利小額投資人於次級市場交易，並分享組成ETF一籃子股票收益的機會。

由於，如同一般股票於交易所上市和買賣，ETF被視為一特殊型態的指數型基金，且其投資組合之標的物大多以股票為主，故亦稱為指數股票（Index shares），目前國內通稱為「指數股票式基金」。事實上，ETF發展至今，其投資組合標的不再以股票為限，猶如共同基金因其投資標的不同，而有股票型基金、債券型基金及複合式基金的分別，ETF可投資（追蹤）的標的內容亦涵蓋債券（此即所謂的固定收益ETF或債券型ETF）及不動產市場，端視其基金發行條款契約及其標的市場指數係股票、債券或不動產市場指數而定。

多元化的指數特性

ETF依其是否追蹤某特定指數，可分為追蹤型ETF（Tracked ETF）及包裹型ETF（Wrapped ETF）：

所謂的追蹤型ETF係以追蹤複製某特定標的指數，例如產業指數（sector index）、股票或債券市場指數（stock or bond market index）及國際股價指數（international stock index）的表現為目標。此類代表商品包括DIAMONDS（以道瓊平均工業指數為基準）、SPDR（Standard & Poor's Depository Receipts, 以S & P 500為標的指數）、

QQQ（Nasdaq 100 Index Tracking Stock）及iShares MSCI Series。

此外，其追蹤之標的指數，係直接以市場上既有的指數為目標，例如SPDR即係追蹤原已存在的S&P500指數；亦有為配合ETF的發行，由其交易所特別編制者，例如即將上市的台灣首檔ETF的追蹤標的指數——台灣50指數，即係由台灣證交所與英國富時公司（FTSE）合作編制，以表達台灣股票市場表現的標竿指數。

變相的型態，包裹型ETF

包裹型ETF並不追蹤某特定指數，而由產品設計者為投資人選取一籃子股票的投資組合，一旦該組合的選樣股票及持股比例確定後，便不會再變動。由於其管理架構及交易機制與前述的追蹤型ETF迥異，屬於一變相的ETF。目前，國際上現存的此類商品由美林集團針對特定產業所設計發行的一系列HOLDERS（Holding Company Depository Receipts）。

基本上，每一HOLDR由美林選定某特定產業的20檔股票所組成，一經選定該一籃子投資組合後，絕不再新增任何股票於其一籃子組合中，當其投資組合標的股已不復存在（如下市）時，即由其組合中除去，並由投資人持有該零星股票。

再者，此類型的投資人被視為直接擁有該一籃子投資組合之標的證券，因此其對該等一籃子股票標的公司，享有如一般股東般的投票權及股利分配等權利。

有關ETF的法律結構主要有開放型的指數共同基金（exchange-traded Index mutual

fund)、單位投資信託 (exchange-traded unit Investment trust)、及讓與信託 (exchange-traded grantor trust) 等三種型態。

層層架構，呈現嚴密形態

單位投資信託係以單位的型態，發行特定股票不可分割利益的信託。採此信託模式發行的ETF，其架構涉及委託人（發起人）、受託人及受益人等三個主體，交易所可為該信託關係的發起人，由受託機構授權委託管理其股票信託組合的信託資產。然而，發起人並不負責單位投資信託的操作，由受託人依信託契約條款的內容，視其實際需要調整投資組合。所謂的標準發行程序，乃是發起人將指數成分股存入受託保管機構，形成所謂的信託資產，再發行以信託資產為標的受益憑證；實際上，此乃一種將信託資產證券化的做法。

通常，此等信託以其持有一籃子股票或組成標的指數股票的投資組合為實物擔保，依每一單位憑證淨值設計為組成標的指數的某一百分比，分割為單價較低的投資單位，即為ETF，向投資人發行以表彰持有者（受益人）的受益權。投資人經由購買此等基金，即可直接模擬該一籃子股票的投資組合，或組成標的指數的價格表現及股利收益一致的報酬。

此外，單位投資信託設有終止日期（例如SPDR的期限為125年），於信託終止時單位投資信託會將其標的信託資產出售，將出售所得分配予其受益人。目前採此種單位投資信託架



構發行的商品包括SPDRs、DIAMONDS、QQQ及香港盈富基金。

開放式的投資方式

以香港盈富基金為例，香港金融管理局為降低其於1998年為護盤而買入的持股，依香港證券條例第15條認可的單位信託基金規定，成立了外匯基金投資有限公司（投資公司）為盈富基金的發起人（委託人），並委託道富銀行及信託公司（State Street

Bank and Trust Company）為信託人（受託人），負責盈富基金股票投資組合的管理、保管、基金行政以及法規遵守的監察職責。

商品的設計為每一單位基金的價值為標的指數的千分之一，例如當恆生指數為一萬點時，其每單位盈富基金價值為港幣十元。由於盈富基金是一個開放式單位投資信託，代表了33檔恆生指數主要成份股的實益權益，藉由盈富基金的買賣，投資人將可獲得與恆生指數表現相符的投資回報。

極具彈性的空間

此類型ETF可依單一信託的不同序列 (different series of a single trust)，或依現有基金的不同類別股份 (a different class of shares of an existing fund) 所組成，其代表的商品分別為iShares及VIPERS (Vanguard Index Participation Receipts)。

採此架構發行的ETF係由投資公司直接設

計商品，該ETF資產無需複製整個指數，而採取採樣技術（sampling technique）以達複製指數的績效。例如指數中的某些成分股票，可能受限於流動性問題或外資持股，藉由此採樣技術，此類ETF毋庸實際持有某指數的全部投資組合，而仍可追蹤複製國際股價指數的ETF（International stock Index ETF）。

再者，此種開放型ETF亦可利用期貨及選擇權等衍生性金融商品來達成其投資目標，並得從事於股票等有價證券的借券交易（securities loaning）。由於此型態的ETF在操作上極具彈性，因此晚近的ETF多以此形式發行。

然而，所謂的讓與信託（exchange-traded grantor trust）並不同於前兩種架構，此類基金於美國並不受其1940年的投資公司法（The SEC Investment Company Act of 1940）的規範。從法律角度來看，讓與信託係一固定投資信託型態，目前採此法律架構的ETF，唯有前述的由美林集團設計發行的包裹型ETF—HOLDERS。此類ETF由美林集團成立一讓與信託提供，提供一籃子股票的投資組合交付信託機構，並以此為擔保而發行表張標的股票HOLDERS憑證。

創造贖回機制

ETF最大的特色之一為投資人除可以一般競價方式於交易所買賣ETF外，亦可透過創造贖回（creation/redemption）的方式來交易。有別於傳統的開放型基金以現金和受益憑證交付方式進行的申購贖回，ETF係以基金的實體資產（即構成標的指數的一籃子股票）的某個比例來換取相對應的受益憑證單位進行，此一特殊機制稱為實物創造贖回（in-kind

creation/redemption）。

一般而言，在進行實物創造時，通常有一最小交易單位的限制，稱為創造基數（creation unit）。以美國市場為例，一個創造基數通常為50,000個交易單位（round lot），該等創造贖回均以創造基數的整數倍行的。前述包裹型ETF—HOLDERS則不訂定此等創造基數，而係以整批交易單位（round lot, 100 shares）或其整數倍數直接進行創造贖回。

透過創造贖回的機制，投資人按規定程序存入與標的成分股構成相當的一籃子股票及特定現金於信託機構，以換取一個或數個單位ETF；在贖回時，則交付一或數個整數倍數的ETF，以取得組成該標的指數成分的一籃子股票。

通常，在進行創造贖回時均需透過授權或指定交易商（authorized participants，簡稱APs；或participant dealers，簡稱PDs）為之。換言之，ETF創造贖回的委託單均需委由AP/PD進行撮合。所謂的AP或PD，係指與基金發行人（sponsor）或配銷商（distributor）簽訂參與契約（participant agreement），得以從事創造贖回機制的仲介機構。在國外，AP/PD通常為券商或為已加入交割結算體系



的金融機構。AP/PD的主要功能除於產品創建初期買入一籃子標的股票經由創造程序換發為ETF，成為ETF最初的投資者外，亦同時身兼造市者（market maker）的身分，於市場供需失衡及流動性不足時，履行其買賣的責任。

呈現落差的現象

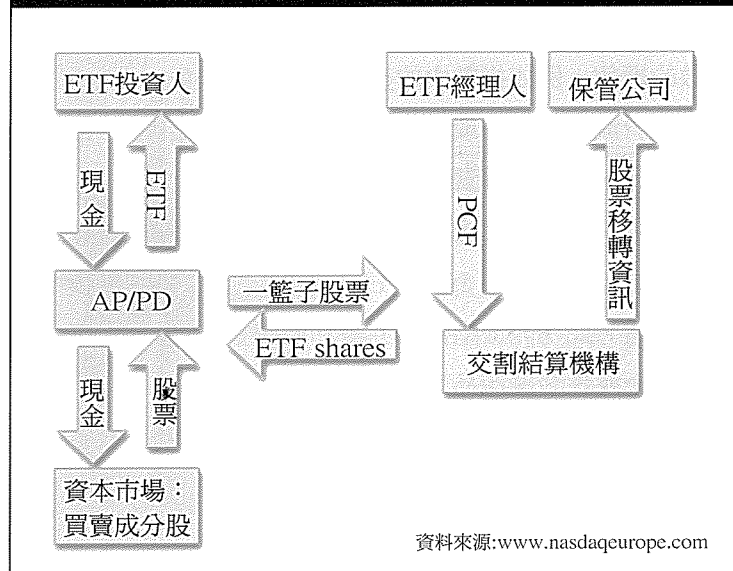
此外，通常於每一交易日開始前，國外的基金保管機構需將組成ETF的成分股及所需股數，連同分配的股利累積金額等資訊（portfolio composite file；簡稱PCF）告知其交割結算機構及AP/PD，以利創造贖回的進行。

由於ETF係於交易所掛牌上市，其委託方式及成交價格的決定等交易規則大致上與普通股票無異，且得為融資融券及零股交易。實務上，ETF的交易方式係由投資人向證券經紀下委託單，由證券交易所負責撮合成交，當買賣供需失衡時，則由造市者（market makers）以其既有的ETF部位與投資人進行交易，以保持ETF的流動性，而此等造市者，通常係由證券自營商擔任的。

再者，反映其標的投資組合的淨資產價值（net asset value）外，如同其他金融產品般，ETF的市價亦受整體經濟情勢、投資人對金融市場的信心及ETF的供需情況等多項因素的影響。因此，其實際交易價格可能會與其現貨指數相對應的價格出現落差。

然而，透過上述的創造贖回機制，當ETF價格與其淨值出現一定價差時，即會產生套利行為，致使ETF的市價與其淨值趨於一致。然

表一 ETF關係人的供需情況



而，當有溢價（即ETF價格高出其淨值情況發生時），套利者便會於市場上買入組成該ETF的一籃子成分股來申請創造ETF，並於市場上賣出ETF單位，而使溢價回落；反之，當發生折價時（ETF市價低於其淨值），即會誘使套利者於市場買入ETF，以申請贖回換取其成分股票，於市場上賣出股票，從而使折價幅度減少。

整體而言，ETF的交易並存於初級及次級市場。初級市場允許創造及贖回，由於其所涉及的金額較多，所以比較適合於機構及大額投資人；次級市場可進行小額買賣，一般投資人亦可參與。表二為彙總ETF於初級及次級市場的交易機制。

商品極具特色

一、被動式管理

然而，所謂的被動式管理將有別於主動式管理（active management）共同基金的經由積極地分析選股，以期獲得超越基準指數的超

額報酬，ETF屬於被動式管理的基金，主要是追求與某指數或一籃子股票組合相當的報酬，當指數成分股變動時方需調整投資組合，以貼近其標的指數的報酬。

二、交易具彈性

因ETF交易方式與一般個股的交易方式相同，因此，融資、融券及當沖等交易均可適用，對投資人而言，不啻係增加其投資策略上的操作彈性，所以交易方式相當具有彈性。

三、流動性

由於ETF可於交易時間內依市價隨時買賣，而一般開放型共同基金須待休市後，依其淨值最為當日申購價，而以次日收盤淨值作為贖回依據的方式進行交易，且一日僅有一價，故ETF比開放型共同基金更具流動性。

四、完全投資

ETF無須如一般開放型共同基金的預留現金以備贖回之需，如此將可節省交易成本，並

縮小現金延滯效果 (cash drag effect)。

五、低交易成本

買賣ETF成本包括一般的交易成本及基金管理費用。由於ETF採被動式管理，其管理成本較一般共同基金為低。一般傳統共同基金的申購手續費及管理費，約為申購金額的1%至5%之間，ETF的管理費用則通常在1%以下，例如，SPDR的基金管理成本為0.12%，香港盈富基金為0.2%。

以台灣市場為例，一般的共同基金的經理費及保管費率各為1.2%及0.15%。然而，將推出的台指50ETF的經理費及保管費率，則是分別擬為0.2%及0.05%。相較於一般的股票，台指50ETF的交易稅率將適用封閉式基金的0.1%，亦較一般股票的0.3%為低。

六、資訊與交易透明度

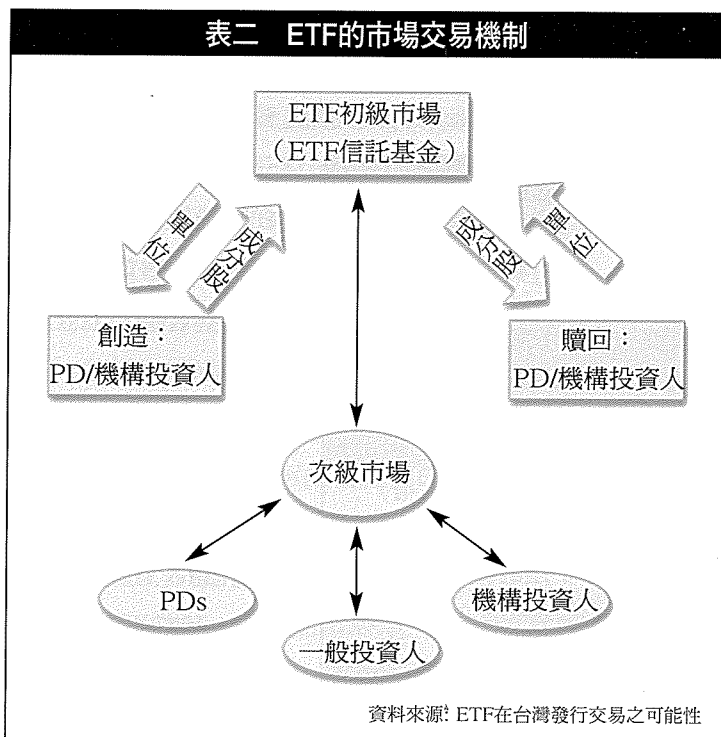
由於ETF係複製追蹤某特定指數成分股，投資人可確知組成該等指數的一籃子股票的投資組合。通常於每一交易日開始前，基金保管機構須將PCF告知其交割結算機構及AP/PD，透過每日揭示此等交易等訊息，投資人將可依其做為買賣ETF的有力參考依據。

七、套利

因此，除了前述當有折溢價的情況發生時，所透過創造贖回機制進行套利外；投資人亦可藉由ETF與其標的指數的衍生性商品（例如期貨及選擇權）間的交互操作獲取利潤。套利行為不但增加ETF、相關聯的證券、市場的流動性及交易量，亦有助於創造價格平衡的機制。

八、風險管理

表二 ETF的市場交易機制



由於ETF由一籃子股票的投資組合所組成，購買ETF則無異購買該一籃子股票的投資組合，而其報酬率貼近於其標的指數報酬，相對於集中投資於特定股票；對投資人而言，具有分散投資風險的益處。而且，因ETF交易方式與一般股票交易相同，可於盤中隨時買賣，與共同基金相較，ETF大幅降低因遇突發狀況或突發事件賣不掉的風險。再者，投資人可使用ETF對其所持有的股票、期貨及選擇權部位進行對沖，做為其風險管理及避險的工具。

回溯發展，各顯不同的特點

ETF濫觴於加拿大，隨著世界第一檔ETF—TIPs (Toronto 35 Index Participation Shares) 於1989年出現後，美國 (AMEX) 相繼於1993年初推出首檔以Standard & Poor's 500為標的指數的ETF—SPDR以來，陸續推出Mid Cap SPDR、以分類指數為基準的九種個別產業的Select Sector SPDRs、Diamonds、QQQ，以追蹤美國著名指數及追蹤個別國家市場表現的指數的一系列的

iShares。

亞洲地區則由香港於1999年首先推出盈富基金，其後於2001年推出以追蹤南韓、台灣及中國股票市場指數為標的的iShare MSC-South Korea、iShare MSC-Taiwan及iShare MSC-China等ETF。新加坡、日本、南韓、印度等亦相繼推出不同的ETF商品。其中日本截至2002年9月共有18檔ETF上市，總管理資產直逼199億美金。

在歐洲市場方面，德國、英國及Euro-next等交易所，亦分別於2000年特別為ETF設立不同的交易市場，總計至2002年9月底為止，在歐洲市場共交易111檔ETF。

初期，ETF市場係以追蹤複製特定股價指數為目標，首檔以追蹤債券市場指數為標的之固定收益ETF (fixed income ETF)，於2000年在加拿大問世 (分別追蹤五年及十年期的政府債券)；相繼於2002年，以美國國庫券指數為追蹤標的之固定收益ETF的四檔Treasury FITRS，亦於AMEX (American Stock Exchange) 推出。

此外，於2001年10月，以不動產指數為追蹤標的之ETF—Ireit (Real Estate Investment Trust，係追蹤S&P/TSX Canadian REIT Index) 亦於加拿大多倫多交易所 (Toronto Exchange) 上市。目前更有積極管理型 (actively managed) 的ETF於美國

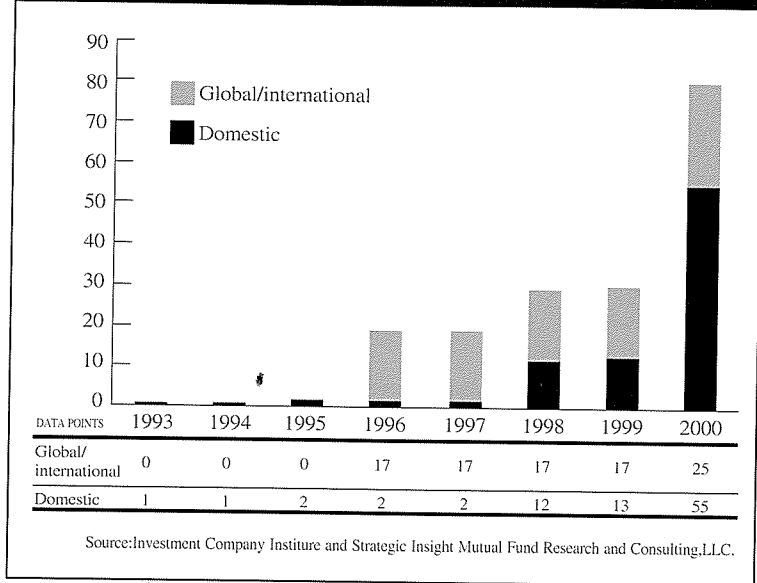
表三 ETF與一般指數型基金的比較表

	ETF	封閉式指數型基金	開放式指數型基金
管理 (操作) 方式	被動式調整成分股	主動式操作 以模擬指數的報酬	主動式操作 以模擬指數的報酬
交易提供者	證券經紀商/交易所	證券經紀商/交易所	基金公司或 其仲介機構
交易成本	低	低	高
管理費	較低	較高	較高
盤中交易	可 (依盤面變動)	可 (依盤面變動)	否 (一天一價)
競價交易	可	可	否 (依淨值交易)
折溢價	不易 (些微)	是	無
融資融券	可	可	否
創造 (申購) 及贖回	實物股票	現金結算	現金結算
股息分派	有	再投資	再投資
投資組合透明度	100%	低	低

證管會提出申請。

表四指出自1993至2000年來ETF在美國及國際間發展情況，至2000年共計發行80檔ETF。根據資料統計，截至2002年7月底，全球共發行了257檔ETFs，推出的國家計有美、加、港、德、英、法、比、荷、南非、日本、澳洲、新加坡、韓國、印度、以色列、墨西哥等，總管理資產價值超過1,150億美元，可知近年來受歡迎的程度。

表四 1993年至2000年80檔ETF發展情況



展望未來，便捷及多元的目標

在美加地區推出ETF以來，由於其具備了傳統指數基金分散投資的優點，並結合股票盤中依市價即時交易的流動性，以及為融資融券和採行各種交易策略的便利性，加上其獨特的實物創造贖回機制，使其市場交易價格能緊貼淨值，不致出現傳統封閉式基金大幅折、溢價的現象。然而，投資人經由ETF的購買，而無須分別購買指數成分股票，即可直接參與組成標的指數所有個股的投資，進而分享其表現，大大地節省投資人的時間和金錢，故近來已成為全球最蓬勃發展的金融產品。

此種具備流動性及應用範圍廣泛等多項特色的商品，提供投資人另一種新投資工具，對長期投資人而言，具有配合經濟成長而長期獲利的誘因。另外，由於ETF深具股票的特色，易於發展以其標的指數為標的之各類型商品。

正當台指50ETF即將於第二季在台灣證券交易所掛牌上市之際，期許經由此一新投資工具的問世，配合其相關衍生性商品的推出，

能帶動我國股票市場及期貨等金融市場的關聯互動更密切，為投資人提供更便捷及且多樣化的投資管道。 □

《參考文獻資料》

1. 杜漢文、許欣欣，交易所買賣基金簡介－香港盈富基金
2. 葛思惠，ETF在台灣發行交易的可能性，台灣證券交易所研究報告
3. 劉穎峰，交易所買賣基金在台灣發行的可行性研究，中山大學碩士論文
4. 張文毅（譯），美國證券管理委員會對ETF的規範管理
5. Jason Toussaint, "Asian ETFs: Waiting for The Bull to Tack It by The Horns", FOW, 2002年12月號
6. John Demaine, "Fixed Income ETFs Enter The Arena", FOW, 2002年12月號
7. www.amex.com
8. www.holdrs.com
9. www.ici.org
10. www.indexfunds.com
11. www.investopedia.com
12. www.morningstar.com
13. www.nasdaqeurope.com
14. www.sehk.com.hk
15. www.traHK.com.hk
16. www.tse.com
17. www.tse.com.tw

台灣50指數ETF的問世，除了多了一項指數型商品外，其真正的意涵與影響，是在交易面、應用面及策略面的改變與創新。本文將從國外法人機構的投資經驗及資產配置思維，來介紹ETF為何有如此大的投資魅力、指數化投資的新概念、評析台灣50指數成份股、台灣機構法人如何運用ETF作投資策略規劃。

◆ 撰文：陳聖中（寶來投信新金融商品部）

海外投資新氣象

台灣50指數 ETF的影響力

指數股票式基金（ETF）已成為近二、三年來最熱門且新興的海外投資商品，其產品增長的速度，在不到十年時間，已成為全球交易數量及資產規模數一數二的新商品；從1993年開始發行的第一檔ETF開始至2002年11月，全球ETF的管理資產總額已超過1,450億美元，比起1999年底的360億美元增加近四倍，Financial Research Corp也預估至2007年ETF的資產總額將達到十兆美元。

近年來，許多歐美的機構法人及退休基金也逐漸採用ETF的被動式管理策略（Passive Management），進行投資規劃與全球資產配置。所以，本文將從國外法人機構的投資經驗及資產配置思維，來介紹ETF為何有如此大的投資魅力、指數化投資的新概念、評析台灣50指數成份股、台灣機構法人如何運用ETF作投資策略規劃。

迷人的魅力

指數股票式基金（Exchange Traded Fund；ETF）的魅力，在於它是一種結合股票交易特性及指數基金的有價證券，擁有像在交易所買賣股票的便利性與流動性；再者，如同指數基金般，以追求指數增長報酬為其目標。簡單地說，ETF就是「以股票交易方式，獲取指數報酬的基金」。對國內機構法人而言，台灣50指數ETF的問世，除了多了一項指數型商品外，其真正的意涵與影響，是在交易面、應用面及策略面的改變與創新。以下將說明投資ETF對國內機構法人之益處：

一、買賣方便（Ease of Trading）

把指數基金證券化，指數股票式基金（ETF）就像交易股票一樣，在交易時間內透過經紀商，即可在同一證券帳戶買賣ETF且可

信用交易，並透過集保作劃撥。未來，機構法人可以把ETF視為一個指數現貨股票，該指數股票的獲利來源就是投資各類型股票的投資報酬。買賣的便利性及流動性，將會是影響ETF未來在資產規模及交易量增長的重要因素。

二、低交易成本及管理費 (Lower Cost)

根據現行規劃，台灣50指數

ETF的交易稅率為千分之一，比較目前證券交易稅千分之三，大幅降低為三分之一，此一低廉的交易成本對於國內擁有大部位資金的機構法人而言，應是一項利多消息。再者，由於ETF的發行者，採用被動式的管理機制來追蹤指數表現，所以，不像主動式管理需要較高的周轉率、研發及行政成本，因此，發行者對於ETF之管理費應該較股票型基金更便宜。對於國內機構法人而言，可多加利用ETF進行資產配置，以節省交易成本及管理費用。

三、多樣化、多角化 (Diversification)

另一項為機構法人及投資人所偏好的是，ETF可連動的指數種類多樣化，可為各國家 (S&P500、Korea、Japan)、各類型 (S&P 小型股、大型股等)、各產業 (半導體、網通、生技等)，此一特色對於機構法人在進行資產配置上，提供多樣選擇與彈性。再者，機構法人買入ETF就像具有購買整個指數成份股一樣的效果，藉此投資組合之多角化，以降低個別股票之非系統風險。換句話說，ETF的多角化可以省去選股的個股風險與不確定性。

四、投資組合透明度高 (Transparency)

因台灣50指數ETF採用被動式管理，操

表一：被動式管理與主動式管理之比較

比較項目	被動式管理	主動式管理
目標	與指標表現一致	擊敗指數
成本	交易成本與管理費較低廉	管理費高且因週轉率較高，使得交易成本較高
透明度	高，投資人容易了解	低，較難得知投組明細
分散投資	高	低
資產配置的控制	明確且清楚	容易受人事變動或倚賴某一位經理所影響
追蹤誤差	低	高

資料來源：寶來投信新金融商品部整理

作理念在貼近台灣50指數的走勢，因此，基金的投資組合明細就非常明確且公開，而績效也容易掌握。所以，機構法人在投資時通常已非常清楚指數基金之組成所有內容。因高度透明化的特性，所以，機構法人較易進行資產配置、避險及投資策略上之應用。

指數化投資的新思維——被動式管理

近年來，指數股票式基金 (ETF) 竄起的原因，可以說明被動式管理策略，已漸漸廣為機構法人或一般投資人所接受，被動式管理的主要訴求是追求與標的指數一致的報酬表現，亦即機構法人在投資策略規劃上，僅須研判所欲追蹤標的指數的後勢發展方向，並不需要再廣泛地在個股研究上，也不需要再戰戰兢兢地以擊敗標的指數為其目標；畢竟，從歷史經驗上，能擊敗指數的經理人又有多少。指數化投資的概念就是「以最低的風險及成本，追求與指數一致的報酬表現」，表一將說明被動式管理與主動式管理之比較：

被動式管理在過去十年的發展尤其顯著，表二說明2004年世界各國退休基金中，被動式管理的資產(股票)比率(此最為保守估計)。

電子股成爲台灣50指數的大宗

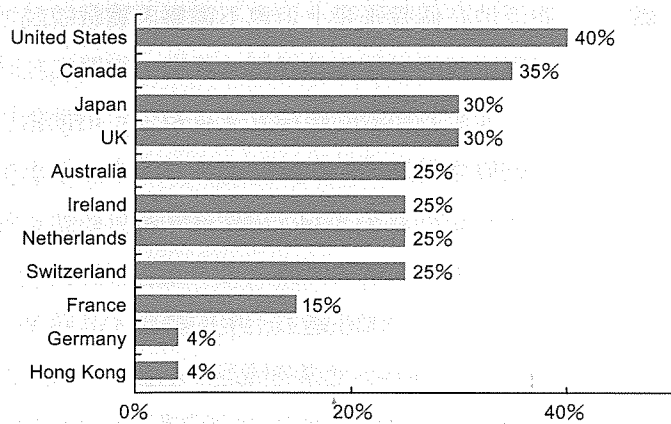
台灣50指數是由台灣證券交易所與FTSE合作編制的指數，成份股皆為台灣證券交易所上市的股票（見表三）。台灣50指數以新台幣即時計算和發布，每15秒發布一次，如果以11月4日的收盤價計算，權值最重的前三名為台積電（17.14%）、聯電（7.56%）與鴻海（5.05%）三檔個股，其中台積電與聯電合計的權值高達24.7%，明顯高於加權指數的14.2%。

證交所公佈的台灣50指數成份股中，電子及通訊產業佔了30檔，傳統產業股佔了20檔。傳產股中以金融股佔最大宗，20檔中包辦其中11檔，除了交銀、國泰、開發、中信、富邦、華南、一銀等6家金控外，彰化銀行、中國商銀、世華銀及台北銀行等均入榜，其餘傳產績優股則包括中鋼、裕隆、中華車、台塑、南亞、台化、遠紡、統一及統一超等。

區別高下，各分軒輊定優劣

台灣50指數成份股中有42檔成份股與摩台指成份股相同，八檔未列入摩台指之成份

表二：2004年世界各國退休基金中被動式管理的資產比率



資料來源：Watson Wyatt/Global Asset Study

股，分別為電子股的凌陽、精英、南科、中華映管、聯發科及矽統；金融股的台北銀行以及通訊類股的台灣大哥大等，至於摩台指成份股權重排名前30名之個股，則僅有建華金控一檔未列入台灣50指數成份股之中。

另外，台灣證交所與英國FTSE在編制台灣50指數時，其編制方式完全對外公開，連候補成份股的遞補名單與順位，都已提前公佈。相較之下，摩台指的指數編制方式較不透明，成份股的決定常讓市場產生黑箱作業的印象。因此摩台指雖為摩根史坦利在遠東區指數的一支，有其一定的知名度及水準，但在指數編制上較不透明。

再者，台灣50指數成份股都是國內法人相當熟悉的投資標的，不論做為衡量股市的溫度計或就其股票流通性而言，皆為台股大盤中的首選。其次，就基金的指標而言，台灣50指數的部份集合特質，較全集合指數更具參考性。因此，不論做為股票市場的溫度計或衍生性商品的發展潛力來看，台灣50的參考價值絕對不遜於MSCI。

依過去全球發行ETF的經驗來看，外資不見得是ETF商品最大的目標市場，通常ETF還是鎖定內需市場為主。在本土法人對台灣50指數成份股較為熟悉的情況下，台灣50指數的發展潛力相當看好，甚至有機會超越摩根台股指數。

對投資人而言，台灣50指數和目前台股發行量加權股價指數的相關係數達到0.99，投資人只要觀察採樣的50種股票變動情形，等於觀察了目前上市600多檔股票的變動。買台灣50指

表三：台灣50成份股

電子股	台積電、聯電、鴻海、華碩、聯發科、廣達、仁寶、宏碁、友達、明基、華邦電、瑞昱、台達電、威盛、日月光、旺宏、源興、英業達、中環、凌陽、微星、矽統、銖德、精英、技嘉、大同、矽品、南科、華映
金融	開發金、國泰金、中信金、富邦金、世華、交銀金、北銀、一銀、中銀、華南金、彰銀
塑膠	台塑、南亞
通訊服務	台灣大
紡織	遠紡、台化
鋼鐵	中鋼
食品	統一
通路	統一超
汽車	裕隆、中華車

資料來源：寶來投信 研究部

數對應的基金等於買了整籃子的股票，頗為方便。

強化整體的功效

在ETF尚未問世前，國內機構法人通常運用股票與固定收益證券，以進行投資組合資產配置。但是，假若看好某一市場或族群，卻缺乏足夠的研究資源、產業個股分析及其法令限制，對於在資產配置規劃上會大大折扣；反之，若能運用ETF之多樣性、分散性及低成本的特性，的確可強化機構法人在資產配置上的視野與功效。

例如，要方便地建構一策略性投資組合部位，可先行買入一部位比例的市場指數ETF（如未來的台灣50ETF），做為自身部位的核心持股，在市場指數ETF風險分散的商品特性之下獲取大盤的報酬。另外，若看好電子類股將帶領台股上攻，則在核心持股之上再增加電子ETF之部位。此即為運用「核心/衛星投資組合策略」，以市場主要指數的ETF做為核心持

股，再配合風險較高的「衛星持股」增加收益，不但可達到分散風險及風險控管的目的，也可快速建立資產配置。

以長期觀點而言，資產配置是影響操作績效最大的因素，在成本和投資組合分散考量下，ETF使得資產配置更方便、更效率及更符合成本效益。對於需要全球性資產配置的國內外機構法人，ETF讓全球資產配置更容易。對外資而言，以往法人要自行研究並建構一籃子投資組合，以追蹤MSCI台灣指數做

為指標，來確保投入台股的資金與台灣股市的整體表現一致。

然而，待台灣50指數ETF問世後，外資搭配ETF產品能更輕易地建構風險分散的投資組合，並掌握台股走勢的脈動。正因為ETF多角化的特性，降低了外資在建構台股投資組合的難度，使外資較易進入台灣證券市場，其全球性的資產配置也更為容易，因而間接提高外國法人機構進入台灣證券市場的意願。畢竟，選指數或選擇指數型的ETF商品比選擇個股容易多了。

建立核心部位的策略規劃

機構法人可以利用ETF的低成本、可預測性高的方式取得股票市場的部位，藉以形成投資組合的核心部位（Core Position）。換句話說，機構法人若看好台股未來幾年的成長潛力，而欲建立股票部位，實際上，可長期持有以ETF形成的核心部位，能免去管理多檔股票組合的行政及管理成本。因為，擁有一籃子股

票的投資組合所需人力及行政管理成本，實在比只管理一檔指數ETF還費時費力。

此外，機構法人更可在核心部位之上，建立衛星部位（Satellite Position）用以輔助進行整體資產規劃，並可提高其投資績效。然而，所謂的衛星部位是指利用個股或ETF所形成的非指數型投資組合，來輔助核心部位，並將交易與策略規劃的重點，聚集於核心/衛星持股的配重及衛星持股的內容。兩相搭配的結果，於是未來機構法人可以透過核心部位，執行長期與指數表現的連動，再藉由衛星部位的調整與變化，以提升投資績效。

迎接被動式管理的時代

一般而言，機構法人若對未來市場前景不看好或欲降低市場風險，可以利用放空期貨或買進賣權進行空頭避險。但是，進行期貨交易時，必須注意兩項實際問題：一是看錯方向會被保證金追繳，二是換月轉倉可能會有價差損益。然而，透過融券放空ETF的交易即可避免上述問題，例如，若不看好未來半年的行情，則可藉由融券放空ETF交易來規避下跌風險，

而無換月轉倉及價差損失之慮。所以，機構法人可因ETF指數化投資的特性，而增加其操作彈性，不論是空頭避險或多頭避險。

對機構法人來說，ETF的推出可以使他們在避險工具上有了更多的選擇，除此之外，與指數期貨比較，ETF有更多的優點：（1）指數期貨為保證金交易，在部位建立的過程中若行情走勢不利將會面臨保證金追繳的問題，ETF則無保證金的壓力，因無需擔心短線上保證金追繳的壓力，更能慎選出場時機；（2）期貨因有到期日，無法長期持有，而ETF的買賣性質與股票相同，可以長期持有，因此不會有結算日的問題；（3）除此之外，相對於期貨指數而言，ETF的投資人不但無需額外開立期貨交易戶頭；（4）長期持有ETF的投資人還有股利可領，好處多多。

國內機構法人也可從台灣50指數ETF，再衍生出一些相關的新商品，例如台灣50指數ETF期貨、選擇權、認購權證、連動性票券高收益證券等。在可預見的未來，相關ETF的新金融商品應會相繼問世，所以，機構法人屆時就可運用ETF之相關產品，作不同的策略規劃與結構性商品設計。

隨著ETF的上市，也代表了被動式管理的時代已經來臨，並且透過ETF「指數式投資、股票式交易」的特性，可以相信未來台灣50指數ETF將會帶給台灣機構法人，在資產配置與投資策略上更多的彈性及效益。 □



櫃檯買賣中心規劃將於今年（92年）推出股權連結型商品，其中包含了股權連結債券（Equity-Linked Note；ELN）、保本型商品（Principle Guaranteed Note）、權益交換（Equity Swap），此商品的開放預期將會引發金融市場的另一投資風潮。

◆撰文：賴冠吉、邱瑜明（元大京華證券金融交易部）

股權連結型商品淺談

金融市場的投資新風潮

本次我們將討論股權連結型商品的市場發展情況，及櫃檯中心未來開放的商品型態，並分析此類商品的投資優勢及風險，使讀者對此商品有一初步的瞭解。

事實上，股權連結型商品在國際市場上已經行之有年。近年來，政府不斷降息，故國內金融機構也吹起了連結型商品的投資風潮，其中的商品包括：高收益票券、股價連動債券、信用連結債券、投資型存款、保本型定存等等，銷售熱烈盛況是前所未有的。

這些標榜保本、保息或是高收益的商品，連結標的包括：匯率、股價、指數、信用、利率等商品，產品看來複雜，實際上這些商品和未來櫃檯中心，其所推出的股權連結型商品是具有相同的概念。

在國外金融機構統稱這類產品為結構型商品（Structured Products），透過「固定收益商品」及「衍生性商品」的結合，以達到「保障本金、增加獲利」的目的。

配合大眾的需求

一般新金融商品的交易大都是先從店頭市

場交易開始，進而因大眾投資需求增加，標準化後才開始在集中市場買賣，而連結型商品亦不例外。國外結構型債券市場已發展多年，由於發行彈性大幅提升，使得結構型債券的發行及交易市場趨於蓬勃。除了一般OTC的交易方式之外，集中交易的方式及利用MTN私募的方式皆十分盛行。

在集中市場方面，在國際上較具規模的交易市場中，結構型商品早已是交易熱絡的商品，各類型的商品，依投資者不同的需求孕育而生。美國股票交易所（American Stock Exchange；AME）、那斯達克股票交易所（NASDAQ Stock Exchange；NASDAQ）、盧森堡交易所（Luxembourg Stock Exchange）等，皆有投資銀行將結構型商品掛牌交易，每日的交易量亦是相當得大。

以香港為例，此類商品初期是屬於OTC交易且交易名目本金龐大，所以有一定的投資門檻，較不適合一般大眾投資。然而，在2001年8月因為利率一直走低，投資大眾希望也能有較高收益的報酬，故香港聯交所推出了上市掛牌的股票掛鈎票據（註一）（Equity-

表一 結構型票券 (Structured Notes) 1999~2002Q2 交易情況單位：(US Billions ,count)

Year Market Sector	1999		2000		2001		2002Q2	
	Notional Amount	count	Notional Amount	count	Notional Amount	count	Notional Amount	count
Euro MTN	35.0	1397	35.1	1220	48.0	1437	9.1	545
Euro non-Dollar	12.5	291	6.4	168	19.3	248	0.5	113
N-US, Internal Dom	57.6	1157	60.4	1225	260.6	1201	3.6	544
Euro-Dollar	9.1	94	7.0	77	4.9	73	1.4	51
Priv Placement	0.6	17	3.9	19	0.5	26	0.9	34
Misc.	0.6	33	1.8	39	0.6	38	0.4	21
Total	115.4	2989	114.7	2748	333.9	3023	15.9	1308

資料來源：Bloomberg

Linked Instruments；ELI)。

以目前國內市場市場來說，連結型商品的種類繁多，依據不同的標的區分，可將國內較為大眾所熟知的連動型產品分成股權、匯率、利率、信用、商品四類。

超大型的吸金機器

目前銀行熱賣的商品大多是由國外投資銀行設計，以美元計價發行為主(註二)，而國內銀行以「投資型組合式定存(註三)」、「指定用途信託所募集之連動式債券」的方式代售。在銀行定存利率大幅下降之際，投資大眾為尋求較高的收益及穩定的投資機會，對於銀行所推出標榜「保本、高獲利」的商品，往往一發行就銷售一空，可說是一個超大型的吸金機器。

根據統計去年一整年來，投入連動式商品的資金已超過30億美金，並匯出境外投資，這麼龐大的資金外移，亦引起主管機關的關切。此時，若能使國內的股權連動型商品順利推出，將可取代同性質的海外商品，減少資金外移的情況。

由此可知，國內市場對於股權連結型產品，存在相當大的需求，但由於國內目前無法提供類似的產品，使投資人需以外幣形式至境外投資。然而，發行機構多為國外投資銀行，其產品說明及契約皆以英文為之，所產生的糾紛也多以國外法律及法庭為處理依據，投資人權益無法有效保障。目前，國內投資人紛紛以外幣型式投資海外連結型商品，不但會增加匯率上的風險且主管機關也無法有效管理資金，這對國內資本市場的發展會有很大的影響。

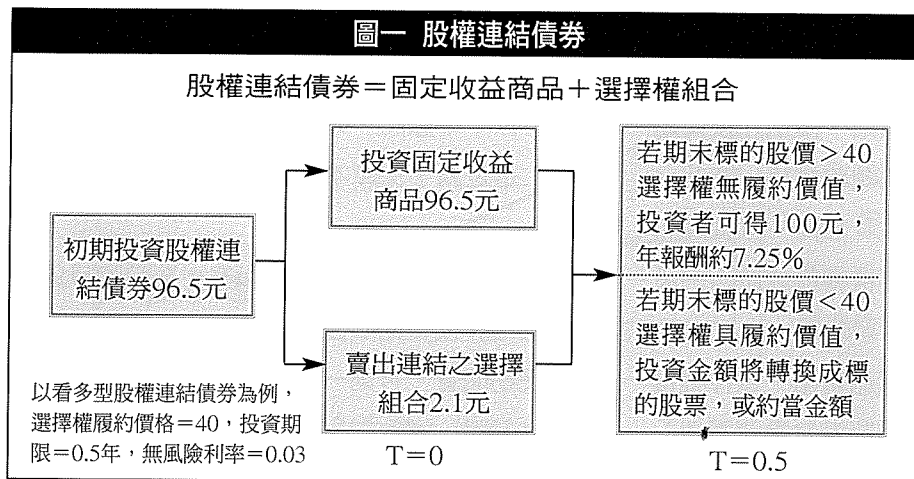
股權連結商品即將出現

今年，財團法人櫃檯買賣中心所規劃及推出的股權連結型商品，其商品將以契約形式(Contract-Based)進行交易，並提供為個人

表二 連動型產品分類表

類別	相關結構型產品
股權連結 (個股、一籃子、指數)	股權高收益票券、股權保本型票券、股價連動債券、保本型基金、投資型保險
匯率連結	匯率保本型票券、雙貨幣債券、保本型基金
利率連結	投資型外幣存款、反浮動債券、利率區間型債券、利率連動債券、保本型基金、投資型保險
信用連結	信用連動債券
商品連結	黃金連動型債券、棉花連動型債券

圖一 股權連結債券



或法人量身定做 (Tailor-made) 的股權連結式商品。這些股權連結型商品的特性就是：所支付的本金、利息、某一特定股價指數或股票價格連動。過去市場上的連結型商品，依不同發行機構或是行銷目的會有不同的名稱，有些強調「保本」，有些則是偏重「連結標的」的高報酬；這些透過「固定收益商品」加上「衍生性商品」的組合，皆可稱為連結型的商品，常見的保本型商品應只是這些連結型商品其中的一種。

下列就三項商品交易：股權連結債券 (Equity-Linked Note) 交易、保本型商品 (Principle Guaranteed Note) 交易、權益交換 (Equity Swap) 交易，做概略性的介紹。

一、股權連結債券交易

一般為固定收益商品與選擇權組合的結合，包含以單一個股、一籃子股票、股價指數等為標的之選擇權，透過買賣選擇權的權利金，增加投資收益，故此債券的收益會優於一般普通債券。目前多數投資者在市場上亦稱此種商品為「高收益票券 (High Yield Note)」，

可依照各類投資者的策略及對市場多空不同的看法，並設計成多種的形式，基本上可分為「看多型」及「看空型」。除此之外，存續期間 (註四) 的長短亦可依需求而彈性變化。而由下圖一，可以更清楚瞭解

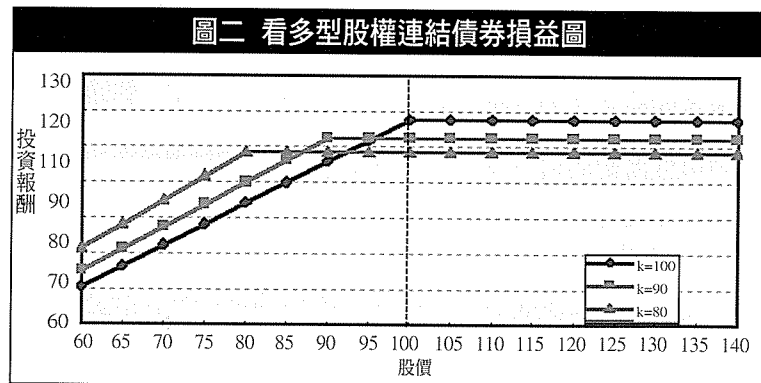
股權連結債券的概念。

以固定收益產品再加上一個賣出股票賣權的部位，其組合而成的股權連結高收益票券，依據賣權部分執行價格的不同，其損益情形如下圖二 (註五)，觀察其報酬型態可發現賣出越價外的選擇權，所收取的權利金愈少，故所提高的報酬亦愈有限。

以上所介紹的報酬型態為賣出一個歐式賣權的報酬型態，事實上所連結的選擇權組合可為一般型選擇權 (Plain-Vanilla options) 亦或是更具變化的新奇選擇權 (exotic options)。

股權連結型商品簡單來說，可滿足投資人追求較高收益率的需求，當然，因為投資人除了追求高收益率外，即使在選擇權被執行，投

圖二 看多型股權連結債券損益圖



資人也願意用本金以某特定價格持有該股票。故投資股權連結型商品的投資者對於所連結之標的資產需有一定程度的預期，預期在投資期間內，標的之價格不會達到履約價格，如此一來，才可能獲得較高的收益；然而一旦預期和到期時股價不同，則有可能被轉換成該標的股或是投資本金折損的情況。

目前存款利率偏低，透過賣出一選擇權提高收益，是金融市場上十分普遍的投資方式，觀察目前國內投資者之需求，一旦主管機關通過該商品交易，預期將會使投資大眾的資產獲得更好的配置。

二、保本型商品交易

保本型商品為零息債券與買入選擇權組合的結合，透過包含以單一個股、一籃子股票、股價指數等為標的之選擇權，投資人在到期時至少可獲得事先約定某一比例的投資本金（即約定之保本率），而實際總報酬則隨著連結標的資產價格變化而定。透過商品設計，將所投入之名目本金分別投資於固定收益商品，以及購買財務槓桿較高的衍生性商品，其中固定收益端商品的孳息可以達到保障約定本金的目的，而投資於衍生性商品的部分為提高投資報酬，通常會採取兩種方式以增加報酬率，一則為增加投資年限^(註六)，使其可投資於衍生性商品資金增加；二則是投資高槓桿倍數的衍生性金融商品^(註七)。

既然名為「保本」，就是適合風險承受度較小的投資者，而

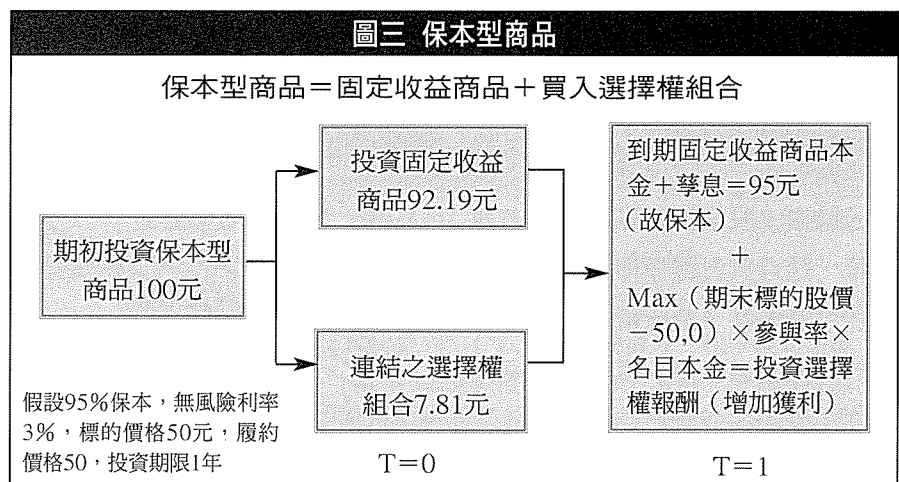
保本的程度亦可以依照投資者的需求量身訂做^(註八)，由圖四的保本型商品報酬型態可觀察出，保本率愈高，則可參與的選擇權獲利就愈低，這是為了保障本金，所必須付出的保險費用。

投資保本型商品雖說保本，在投資時仍須注意由於投資期限較長，故投資的資金必須是可長期閒置，否則一旦提前贖回，則無法享有保本保障，遭致損失。此外，投資者對於投資標的應該要有一定的瞭解，否則保本型商品所連動的選擇權組合條件太過苛刻，投資人要有較好的獲利亦不容易。

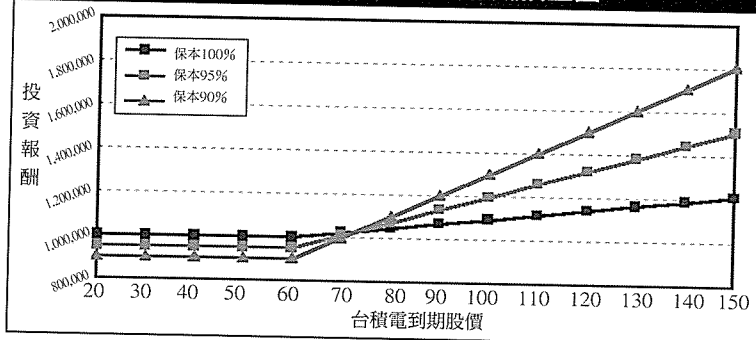
目前，市面上可提供保本的商品可說是千變萬化，無論是投資型保單、投資型定存、利率或匯率連動型債券等。但是，由於法令上的限制，投資標的皆以國外的股價指數、利率指標為主，且多數以外幣方式計價，投資者可能賺了利差，卻賠了匯差，待國內所推出保本型商品後，投資者的選擇將會更多，且投資的風險亦會大大降低。

三、權益交換交易

交換交易（Swap）是一種雙邊契約，指交易雙方在契約規範下，約定在未來的某一段



圖四 台積電保本型債券報酬損益圖



時間內交換一系列的現金流量。權益交換 (Equity Swap) 是基於股票報酬或股價指數的一種交換契約，交易雙方約定在未來的一段時間內，依名目本金由一方支付另外一方股價指數或股票的報酬，另外一方則支付對方固定利率或者是浮動利率，並以淨額方式交付。事實上權益交換的種類繁多，依據不同投資者的需求量身訂做 (註九)。

權益交換交易其交易對象主要是針對專業投資人，而非廣大的市場投資人，對投資人的保護，可落實到以雙方之間的合約來規範，在交易雙方都具備足夠專業素養的情形下，不致產生太大問題。就風險層面而言，OTC衍生商品的要義其實就是風險的移轉，不同交易對手間的風險移轉，本身就可產生風險的互補性，平衡雙方間的風險。

一般來說，適合投資權益交換的族群包括了專業法人機構、欲保有公司控制權的大股東、有投資限制的投資人等，只需利用權益交

換的方式就可有效的降低交易成本，以有限的資本投入換取權益報酬，甚至可以迴避投資限制，達到分散風險之效。

權益交換除了以上投資者的投資工具之外，亦可做為券商承作股權連結債券或是保本型商品的避險工具，透過權益交換進行選擇權端

之避險的效用，將會優於券商直接進行動態避險。在開放股權連結債券及保本型商品時，一併開放權益交換交易，將可使證券商從事該項業務的風險降低。

四、投資股權連結商品的優勢與風險及相關產品之比較

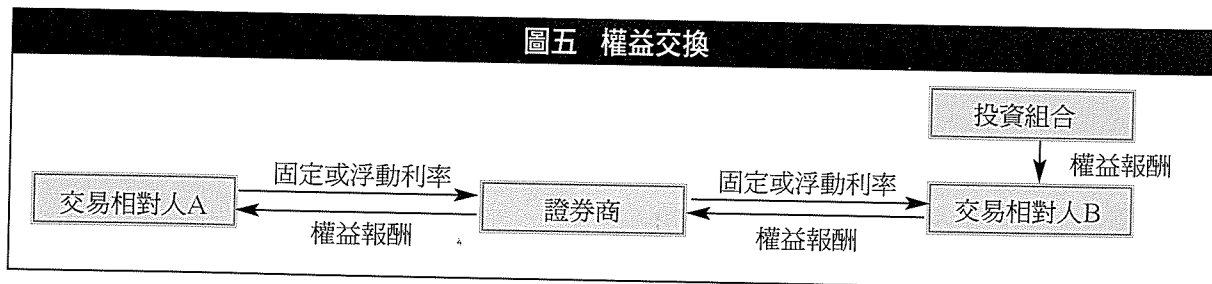
(一) 投資者投資股權連結型商品的優勢

1. 同時投資固定收益商品及股權衍生性商品，可以活化資產配置。
2. 只要選擇合宜的商品，無論股市處於多頭或是空頭，皆可創造資本利得。
3. 投資選擇權部分收益為資本利得，可享有免稅的好處。
4. 可同時投資多項金融商品，降低交易成本。

(二) 投資者投資股權連結型商品的風險

1. 當連結標的的表現和預期不符，投資該項商品的報酬將會降低。
2. 投資期間利率上升及通貨膨脹導致實

圖五 權益交換



表三 國內規劃股權連結商品與銀行銷售連動式債券及投資型定存之比較

產品	股權連結商品	連動式債券	投資型定存
投資方式	店頭交易，簽訂交易契約	採用指定用途信託方式	採用定存方式
投資天期	ELN：28天~1年 PGN：10年以下	3個月~7年	6個月~10年
連動標的	ELN：股票、股價指數 PGN：股票、股價指數、利率	股票、股價指數、信用、利率、 匯率、商品	匯率、股價指數
優點	1、投資標的為國內股票及指數， 投資大眾較為熟悉。 2、證期會、櫃買中心為主管機 關，投資較有保障。 3、店頭交易可量身定做。	1、結構多元化，選擇性高。 2、海外商品，享有免稅優勢。	1、免申購手續費。 2、結構較為簡單。 3、100%保本。
缺點	1、目前所連結的標的有限。 2、提前解約風險。 3、發行機構信用風險。	1、有匯率風險。 2、有被迫解約無法實現獲利的 風險。 3、發行機構信用風險。	1、利息收入將被課稅。 2、提前解約將不保本。 3、承擔匯率風險。

ELN：Equity Linked Note PGN：Principle Guaranteed Note

際的收益率降低。

3. 此類商品提早解約，將可能使交易的另一方遭致損失。
4. 交易對手或是發行機構違約，無法償付本金或獲利時的信用風險。

股權連結商品可預見的未來

目前市場連結型商品的投資需求強烈，投資者能夠投資的商品僅限於海外發行的商品，常有人疑惑為什麼沒有以台幣計價，標的為國內股權的商品，除了法令上的相關限制外，有人說是因為目前國內的衍生性商品市場過於淺碟，無法適度的避險。另一方面，國內發行機構信用評等不若國外投資銀行，也將造成行銷產品上的困難。然而，過去幾年證券商在股權衍生性商品上之專業已大大提升，相信證券商有足夠能力自行設計商品，並有效地控管風險。可預見地，在未來主管機關開放後，各項

股權連結商品將可在金融市場中大放異彩。

《註解》

註一：香港聯交所推出的股票掛鈎票據即為目前國內大家所熟悉的高收益票據，目前共有三種形式，分別為看多、看淡、及勒式三種，可參考香港聯交所，<http://www.hkex.com.hk/>。

註二：目前發行機構陸續推出以台幣計價的連動式商品，這是利用原本的美元計價之商品，搭配新台幣長天期的匯率避險，雖保障投資人之本金不被侵蝕，但成本相對提高，使投資人獲利空間大幅降低。

註三：財政部對於投資型組合式定存商品特別關切，認為既然名為存款，就不得侵蝕本金，但由於存在匯率風險，事實上，此類定存不一定保本，為免日後發生糾紛，故目前銀行對於此類商品紛紛改名。

註四：目前櫃買中心規劃該商品的契約期間為中、短天期為主。

註五：此賣出選擇權之標的股價目前為100元，履約價格各為100、90、80，無風險利率為3%，投資期限為0.5年。

註六：保本型商品的投資期限一般來說較為長期。

註七：保本型商品的投資標的除了一般股權性質的投資標的以外，由於於91年以開放券商從事利率衍生性商品交易，故櫃買中心在此加入可連結之商品包含利率選擇權。

註八：目前櫃買中心規劃保本型商品的保本率最低不能超過90%。

註九：名目本金變動型、混合型、上(下)限型、績效差異型權益交換等。

報名參加

期貨業務員各項訓練課程

維護期貨人工作權益 ·

落實期貨人誠信自律 ·

協助期貨人業務拓展 ·

解析期貨人實務案例 ·

提升期貨人專業素質 ·

：

期貨業務員初階班

期貨業務員進階班

股價指數選擇權交易專修班

期貨交易技術分析專修班

期貨業務推廣實務班

期貨業務員高階經理班

期貨內部稽核實務班

業務推廣師資培訓班

期貨顧問職前訓練班

期貨商負責人及業務員管理規則第十一條及第十三條規定，期貨商業務員初次任職滿二年再任者應參加職前訓練；在職人員應每二年參加在職訓練，如訓練或參加訓練成績不合格者，於一年內再行補訓一次，成績仍不合格者將



熱忱 · 積極 · 完美