

# 中華民國證券商業同業公會

## 委託研究專題

### 開放證券商從事私募（避險）基金之 發行及管理業務

## 研究報告

計畫主持人：葉銀華 教授

交通大學資訊管理與財務金融系

共同主持人：李存修 教授

臺灣大學財務金融學系

計畫助理：沈宥安

交通大學資訊管理與財務金融學系 計畫助理

104 年 3 月

## 目錄

### 摘要

|     |                           |    |
|-----|---------------------------|----|
| 第一章 | 緒論 .....                  | 1  |
| 一、  | 概述 .....                  | 1  |
| 二、  | 研究目的與架構 .....             | 4  |
| 第二章 | 國外證券商發行私募基金－中國大陸與美國 ..... | 7  |
| 一、  | 中國大陸 .....                | 7  |
| (一) | 中國大陸證券業概述 .....           | 7  |
| (二) | 中國大陸私募基金發展現況 .....        | 12 |
| (三) | 中國大陸證券商如何發行私募基金 .....     | 19 |
| (四) | 以中信證券發行私募基金為例 .....       | 24 |
| 二、  | 美國 .....                  | 35 |
| (一) | 美國證券業概述 .....             | 35 |
| (二) | 美國私募基金發展現況 .....          | 38 |
| (三) | 美國證券商如何發行私募基金 .....       | 41 |
| 第三章 | 國外證券商發行私募基金－香港與新加坡 .....  | 45 |
| 一、  | 香港 .....                  | 45 |
| (一) | 香港證券業概述 .....             | 45 |
| (二) | 香港私募基金發展現況 .....          | 48 |
| (三) | 香港證券商如何發行私募基金 .....       | 50 |
| 二、  | 新加坡 .....                 | 52 |

|     |                                        |    |
|-----|----------------------------------------|----|
| (一) | 新加坡證券業概述 .....                         | 52 |
| (二) | 新加坡私募基金發展現況 .....                      | 55 |
| (三) | 新加坡證券商如何發行私募基金 .....                   | 59 |
| 第四章 | 我國證券投資信託事業發行私募基金之管理 .....              | 74 |
| 一、  | 現況分析 .....                             | 74 |
| 二、  | 發行與管理 .....                            | 75 |
| (一) | 申報與發行 .....                            | 75 |
| (二) | 應募人資格與條件 .....                         | 76 |
| (三) | 投資及交易範圍 .....                          | 77 |
| (四) | 資訊揭露 .....                             | 80 |
| (五) | 稅制 .....                               | 81 |
| 第五章 | 以信託方式辦理財富管理業務之指定集合管理運用 .....           | 83 |
| 一、  | 簡述 .....                               | 83 |
| 二、  | 發行與管理辦法 .....                          | 85 |
| 三、  | 《信託資金集合管理運用管理辦法》之修正 .....              | 87 |
| 四、  | 《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》 ..... | 89 |
| (一) | 應募人資格與條件 .....                         | 89 |
| (二) | 投資及交易範圍 .....                          | 89 |
| (三) | 資訊揭露 .....                             | 91 |
| (四) | 稅制 .....                               | 92 |
| 第六章 | 我國證券商從事私募基金之可行性評估與發行、管理辦法 .....        | 93 |

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| 一、 證券商兼營私募證券投資信託基金業務 .....       | 94  |
| (一) 可行性與效益評估 .....               | 94  |
| (二) 發行與管理辦法 .....                | 97  |
| 二、 證券商直接從事私募(避險)基金之發行及管理業務 ..... | 103 |
| 第七章 結論 .....                     | 104 |
| 附錄一 案例介紹 .....                   | 117 |
| 一、 美林證券對 HCA 私募投資個案 .....        | 117 |
| 二、 香港新鴻基資貸基金銷售事件 .....           | 131 |

## 摘要

近年來，國際上有將金融業分業經營壁壘逐漸打破的趨勢，使證券公司、銀行、基金、信託、保險等各類機構競爭，一起將資產管理市場的餅做大。有鑒於我國財富管理產業有極大發展空間，主管機關目前已開始追隨國際趨勢，研究打破各業藩籬的「資產管理法」，期能開放證券商、投信業、信託業、銀行、保險業公平競爭，發展台灣的資產管理市場。

本研究旨在探討在風險可控、投資人權益受到保障且證券商交易人員具有一定的專業與經驗的情況下，開放證券商可以私募(private placement)方式發行證券投資信託基金，藉以提高證券商培養人才的意願，並使其可開發客群、發展自己的品牌特色，亦可使投資人有更多的投資機會可選擇，提高其將資金留在臺灣的意願。而且，私募基金主要是針對專業投資人發行，符合當前投資人分級管理舉措。

目前我國主管機關已開放證券商可從事金錢信託之指定集合運用管理，然而在進行分析後，本研究建議主管機關亦可開放證券商從事私募證券投資信託基金的業務。不僅因應國際趨勢逐漸打破金融業分業經營，亦可使證券商與證券投資信託事業共同將私募基金的市場做大，吸引專業投資人將其資金投資於臺灣。更可促使我國金融業擺脫長久以來代銷境外商品機構的角色，提升金融創新能力，推動我國金融進口替代的政策。再者，本研究建議在發行機構通過主管機關對於衍生性金融商品操作及風險控管的審核，且該私募基金所有應募人同意下，放寬對於私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露限制，使其能如同避險基金之操作。

## 第一章 緒論

### 一、 概述

臺灣的證券市場發展起源於店頭市場，1962 年 2 月 9 日臺灣證券交易所正式營業，1968 年《證券交易法》公布實施，奠定臺灣證券市場管理的法律基礎。目前臺灣證券市場包括集中交易市場(上市交易)以及店頭交易市場(上櫃交易)，2013 年年底共有 838 家上市公司、市值總額為 24.52 兆元新臺幣以及 658 家上櫃公司、市值總額為 2.32 兆元新臺幣。

臺灣證券商管理相關法規包含《證券交易法》以及依照《證券交易法》訂定的《證券商管理規則》、《證券商設置標準》以及其他相關法規構成一套完整的管理法規體系。《證券交易法》第 15、16 條規定了臺灣證券商可承做業務包括承銷、自營和經紀，近三年來臺灣證券商家數統計如表 1-1，證券商總公司家數近三年來持平，而分公司家數卻在下降。表 1-2 列出了近三年來臺灣證券業的營業概況，2013 年淨利潤較 2012 年增加了 23.98 億元新台幣。

表 1-1：近三年臺灣證券商家數統計

| 年    | 證券商總家數 |      | 經紀商 | 自營商 | 承銷商 |
|------|--------|------|-----|-----|-----|
|      | 總公司    | 分公司  |     |     |     |
| 2011 | 122    | 1028 | 86  | 81  | 57  |
| 2012 | 120    | 1031 | 83  | 80  | 55  |
| 2013 | 121    | 993  | 82  | 81  | 54  |

資料來源：金管會證期局

表 1-2：近三年臺灣證券業發展概況

| (億元新臺幣) | 資產總額      | 股東權益     | 營業收入     | 淨利潤    |
|---------|-----------|----------|----------|--------|
| 2011    | 9,505.09  | 4,756.38 | 4,251.78 | 170.71 |
| 2012    | 9,382.13  | 4,758.06 | 3,290.05 | 179.85 |
| 2013    | 11,517.74 | 4,784.83 | 828.42*  | 203.83 |

\*自 102 年起證券商採用 IFRSs，收入類及支出類之會計項目採淨額表達

資料來源：金管會證期局

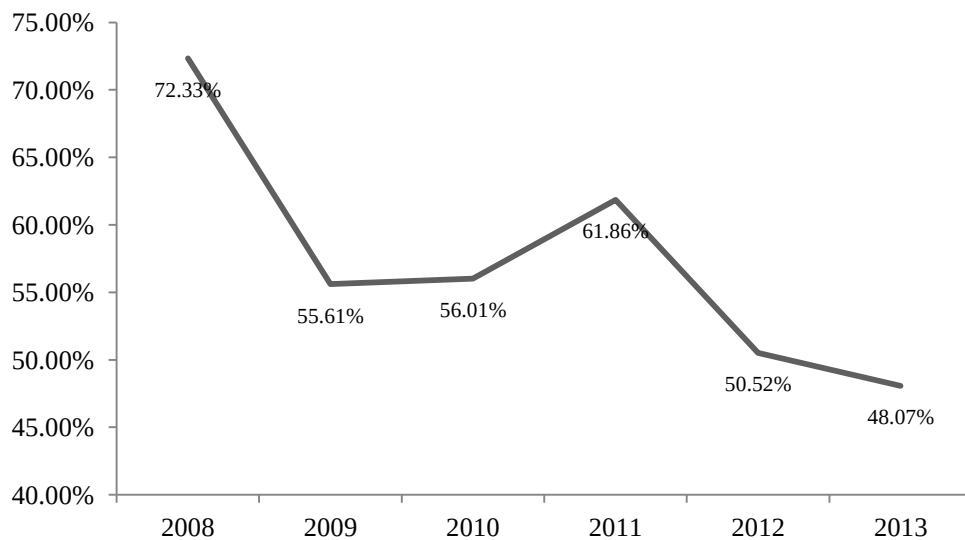


圖 1-1：臺灣證券商經紀業務收入佔總收入之比率

從圖 1-1 可看出，近年來國內證券商面臨資本市場量縮，加上電子交易的興起，使得證券商之經紀手續費收入遽減，也因近年新上市(櫃)公司數量與規模縮減，證券商之承銷業務收入自 2010 年起也開始減少，臺灣證券商只能衝刺自營業務，無形中增加經營風險。我國證券商的自營業務包括債券、股票、金融商品及期貨選擇權四大部門，皆以證券商自有資金操作，證券商交易人員有一定的專業與經驗。本計畫旨在考量證券商交易人員有一定的專業與經驗，但僅能操作公司自有資金，無形增加經營風險，又無自有商品可賣，而無法建立品牌差異的情

況下，如能以證券商為主體，開放證券商以私募(private placement)方式發行基金，標的範圍包括股權及避險等，對於證券商從業人員有更多的商品可供銷售、操作，也可使我國證券商發展出自己的品牌特色，亦可使投資人有更多的理財產品可選擇，藉以提高投資人將資金留在臺灣的意願。

私募基金是集合擁有相同投資傾向與目的的委託人資金，針對委託人需求量身定作，受到的法規監管等限制相對於公募基金較少、操作較靈活。根據臺灣的《證券投資信託基金管理辦法》第四章第 51 條，私募基金之應募人應為銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、金融控股公司或其他經金管會核准之法人或機構以及符合金管會所定條件的自然人、法人或基金，而「符合金管會所定條件的自然人、法人或基金」之應募人總數不得超過 35 人。

國際上，美國證券公司無兼營之限制，故其可從事之業務範圍相當廣泛，除了股票及債券交易自營及經紀業務外，亦包含了投資銀行業務，在投資銀行業務中即囊括了企業併購、洽特定人募集(私募)及創業投資等。在香港及新加坡都是以申請牌照制為主，香港證券商欲發行私募基金，應取得第 1、9 類牌照，若其投資涉及期貨則須先取得第 5 類牌照，若涉及對投資人提供基金顧問的服務則須取得第 4 類執照；而新加坡證券商欲發行私募基金，則應先向新加坡金融管理局(MAS)申請通過資本市場服務執照(capital markets services license, CMS license)。中國大陸證監會對於中國大陸證券商則實施分類管理，若為綜合類證券公司則可從事包含發起設立證券投資基金的業務。其他如在英國，從事證券業務的機構名稱並未特別定義，以申請之業務別作為分類，並且無分業經營限制，故其可從事之業務範圍亦包含了投資銀行業務，亦未有禁止金融機構互相轉投資之規定。其他世界主要證券市場如法國、日本之證券商業務範圍亦都包括了投資銀行業務，



並且日本之證券公司得兼營投信及投顧業務<sup>1</sup>。

## 二、研究目的與架構

在前一節中，我們已分析近年來臺灣證券商經紀、承銷業務收入逐漸下滑，在證券商僅能衝刺自營業務下，將會提高其經營風險，為開拓證券商新的業務收入來源。本研究旨在探討在風險可控、投資人權益受到保障且證券商交易人員具有一定專業與經驗的情況下，開放證券商可以私募(private placement)方式發行基金，標的範圍包括股權及避險等，藉以提高證券商培養交易人才的意願。再者，私募(避險)基金產品設計可針對投資人偏好設定，開發不同客群，本計畫分析是否可使我國證券商以私募方式發行基金，藉以發展出自己的品牌特色，亦可使投資人有更多的理財產品可選擇，提高投資人將資金留在臺灣的意願。

首先在第二、三章中，我們對中國大陸、香港、美國以及新加坡之證券商可從事業務進行研究，探討其相關制度。接著再對四國的證券商能否以私募(private placement)方式發行基金，若可，則其證券商是以何種身分發行？並探討其發行及管理私募基金的法規制度。此外，在第二章中以中信證券為例，分析一其所發行之集合資產管理計畫，並在附錄中提出新加坡及香港各一個案提供參考，以做為日後的學習或借鏡。

由於目前在臺灣僅證券投資信託事業可以私募方式發行證券投資信託基金，因此在第四章中，我們分析了目前私募證券投資信託基金的發展狀況，並探討相關法規制度，包括申報與發行規範、應募人的資格與條件、信託資金可投資及交易的範圍以及資訊揭露、利益衝突與稅制等。此外，我國主管機關已開放證券商從事「指定集合管理運用金錢信託業務」，本研究在第五章中整理了其相關法律

---

<sup>1</sup> 參考臺灣證券交易所股份有限公司，102年7月，「世界主要證券市場相關制度」。

規範的修正。

而若欲開放證券商兼營私募證券投資信託基金，則必須遵守現有對證券投資信託事業發行私募基金的規範，而現有之規範是否適用在證券商、是否會產生利益衝突等問題將在第六章中探討。首先探討「證券商業兼營私募證券投資信託基金」之現有規範是否適用證券商，並研究欲開放所需修改之法律規範；此外，「證券商從事私募(避險)基金之發行及管理業務」則從現有臺灣財富管理相關監理制度與作法，探討證券商「直接」發行私募基金之可行性。第七章則為結論，彙整本研究建議台灣法規應修正及開放之處，並說明本研究建議修改的法規。

本研究主要是建議證券商以信託方式辦理指定集合管理運用之金錢信託業務，以及兼營私募證券投資信託基金業務；而對於前項業務，金管會已完成《證券商辦理財富管理業務應注意事項》及《信託資金集合管理運用管理辦法》之修正，因此證券商已可進行此項業務。而本研究則再提出證券商從事兼營私募證券投資信託基金業務之修改法規的建議。

另外，欲在《證交法》下，開放證券商執行上述兩項業務之更開放措施，可能造成不同金融業執行相同業務，卻有不同規範的情況，因而產生監理套利的問題；而若要相同業務、相同規範，則仍以現有的法規為基礎，而且這也是目前主管機關的監理思維。因此，證券商欲執行上述兩項財富管理業務，仍以依循現有相關業務法規之運作與規範為主，即《信託業法》與《證券投資信託及顧問法》及其相關法規。

至於證券商從事避險基金業務，則是隱含於上述兩項財富管理業務的投資操作與範圍；而目前此兩種方式的投資操作與範圍算是有彈性，若欲再放寬對於此兩種業務之投資操作與範圍的限制，則可建議修改《信託資金集合管理運用管理辦法》以及《證券投資信託基金管理辦法》。

在依循現在法規制度下，較易說服主管機關開放證券商兼營私募證券投資信託基金，以擴大證券商之財富管理業務範圍。

## 第二章 國外證券商發行私募基金－中國大陸與美國

### 一、 中國大陸

#### (一) 中國大陸證券業概述

中國大陸證券市場的發展主要可分為三個階段：1978－1992 年、1993－1998 年、1999－2007 年。第一階段：中國大陸證券市場自 1980 年代初期開始發展，隨著 1990 年上海交易所開業、1991 年深圳交易所開業後，中國大陸的證券發行與交易市場已初具規模；但因發展時間短卻快速、證券市場建立的不夠健全，因此證券市場長期受到中國大陸行政主管機關干預，且相關法規體系不夠完整。第二階段：1992 年 10 月中國大陸國務院證券管理委員會以及中國大陸證券監督管理委員會成立，中國大陸證券市場開始從區域性試點擴展為全國性市場，監管部門亦開始建立對於證券市場的統一規範與規章制度。第三階段：直到 1998 年 12 月《證券法》經由中國大陸人民代表大會通過實施後，中國大陸才有正式的法律規範其證券市場，確立了證券市場的法律地位。隨著金融環境變遷與經濟成長，2005 年中國大陸人民代表大會修改《證券法》，並於 2006 年開始實施。在此修訂的《證券法》中，對於證券公司主要的修訂內容為提高對證券公司的監管措施，如：提升證券公司內部制度的健全度、保障客戶的資產安全等。

《證券法》的第 122 條至第 154 條為對證券公司的規範。根據中國大陸《證券法》第 122 條規定，設立證券公司必須先經由中國大陸國務院證券監督管理機構審查批准。此外《證券法》第 125 條規定，證券公司之營業範圍為證券經紀、證券投資諮詢、與證券交易或證券投資活動有關的財務顧問、證券承銷與保薦、證券自營、證券資產管理等，而對於承做各項業務的證券公司註冊最低資本額也都有相關規定。中國大陸證監會於 2001 年 12 月發布、2002 年 3 月實施的《證券公司管理辦法》，對證券公司實施分類管理，分別為僅能從事經紀業務的經紀

類證券公司，以及能從事證券經紀、自營買賣、承銷與保薦、證券投資諮詢、財務顧問、受託投資管理、發起設立證券投資基金和基金管理公司等業務的綜合類證券公司。而在 2004 年後中國大陸一系列對於資本市場的重大改革中，自 2004 年 8 月起將中國大陸的證券公司畫分為 A、B、C、D 四類，A 類為創新類證券公司、B 類為規範類證券公司、C 類為高度風險類證券公司、D 類為處置類證券公司；並且自 2007 年 7 月起，依據證券公司風險管理能力評價計分區分為五大類 11 個級別：A(AAA、AA、A)、B(BBB、BB、B)、C(CCC、CC、C)、D、E。

根據中國大陸證券業協會所公布的資料，將近三年中國大陸證券業發展概況列如表 2-1。其中最大的證券公司為中信證券，2013 年底資產為 1,929.3 億元人民幣、股東權益有 716.9 億元，而 2013 年營收金額為 81.7 億元人民幣；第二大證券公司為海通證券，2013 年底資產為 1,290.2 億元人民幣、股東權益為 603.1 億元人民幣，而 2013 年營收金額為 78.1 億元人民幣。

表 2-1：近三年中國大陸證券業發展概況

| (人民幣：元)     | 證券公司家數 | 資產總額   | 股東權益       | 營業收入       | 淨利潤      |
|-------------|--------|--------|------------|------------|----------|
| <b>2011</b> | 109    | 1.57 兆 | 6,302.55 億 | 1,359.50 億 | 393.77 億 |
| <b>2012</b> | 114    | 1.72 兆 | 6,943.46 億 | 1,294.71 億 | 329.30 億 |
| <b>2013</b> | 115    | 2.08 兆 | 7,538.55 億 | 1,592.41 億 | 440.21 億 |

資料來源：中國大陸證券業協會

中國大陸證券商的主要業務可分為五大類：證券經紀、承銷、自營、融資融券業務以及資產管理業務，其各項業務近三年來的經營收入概況整理如表 2-2。

表 2-2：近三年中國大陸證券業主要業務經營收入概況

| (億元人民幣) | 經紀業務   | 融資融券<br>業務 | 承銷與保薦  | 自營業務   | 資產管理<br>業務 |
|---------|--------|------------|--------|--------|------------|
| 2011    | 688.87 | -          | -      | 49.77  | 21.13      |
| 2012    | 504.07 | 52.60      | 177.44 | 290.17 | 26.76      |
| 2013    | 759.21 | 184.62     | 128.62 | 305.52 | 70.30      |

資料來源：中國大陸證券業協會

從表 2-2 可看出中國大陸證券公司主要營業收入來源為經紀業務，而自 2011 年到 2013 年各年經紀業務收入佔營業收入比例分別為 50.7%、38.9%、47.7%。雖然經紀業務收入額近幾年仍呈現增加的趨勢，但近年來中國大陸證券市場的發展，使其越來越競爭，且中國大陸法規改革等因素使其證券商開始發展自營及資產管理業務，使得中國大陸證券商經紀業務收入佔總營業收入比率有越來越低的趨勢(如圖 2-1 所示)。2013 年證券公司經紀業務淨收入排名前三名為銀河證券(39.1 億元人民幣)、國泰君安(38.63 億元人民幣)、中信證券(38.58 億元人民幣)。

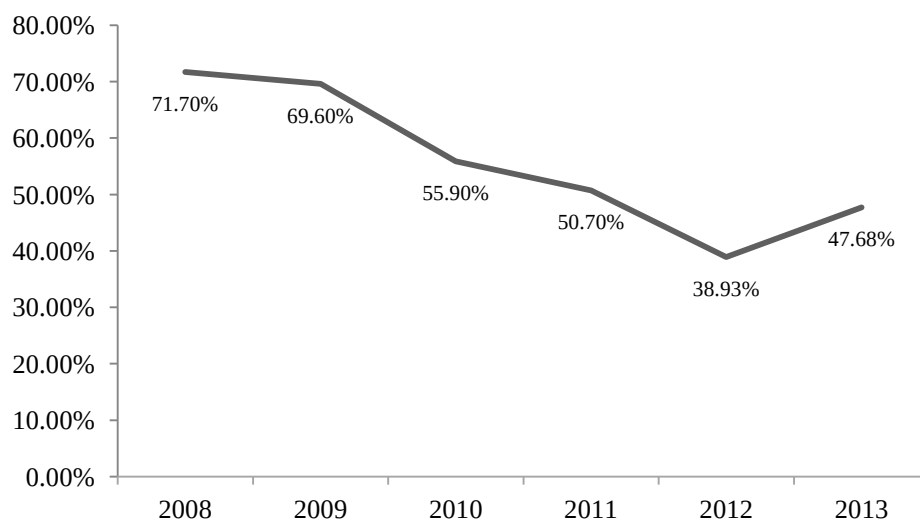


圖 2-1：經紀業務收入佔總營業收入比率

中國大陸證券商從事融資融券業務的法源依據為 2005 年所修訂《證券法》中第 142 條<sup>2</sup>，而後中國大陸證監會在 2006 年 6 月底公布了《證券公司融資融券業務試點管理辦法》，2008 年中國大陸國務院審議通過《證券公司監督管理條例》，對證券公司的融資融券業務有具體規定。2010 年 1 月中國證監會發布《關於開展證券公司融資融券業務試點工作的指導意見》，第一批試點證券公司名單在同年 3 月公布，至 2014 年 7 月底已有 90 家證券公司獲得中國大陸證監會批准，可承做融資融券業務。2013 年中國大陸證券商融資融券業務淨收入為 184.62 億元人民幣，此項業務收入排名前三名的證券公司分別為中信證券(19.25 億元人民幣)、國泰君安(13.8 億元人民幣)、華泰證券(11.97 億元人民幣)。

承銷與保薦業務的部分，2013 年度證券承銷與保薦業務淨收入排名前五名分別為：中信證券、中信建投、國信證券、國泰君安及海通證券。在 2011 年之前，前五名中有三名為外資參股的證券公司，由於 2011 年大陸上市公司赴海外的籌集資金減少，加上中國大陸境內創業板的發展，使得中資證券公司之承銷業務排名往前移動，相對地外資參股證券公司優勢下降，而使排名落後。

自營業務的部分，中國大陸證監會在 2011 年公布《關於證券公司自營業務投資範圍及其有關事項規定》，明訂了證券商自營可投資的三大項目，同時明確證券公司可以透過設立子公司投資其他金融產品的監管政策。可投資範圍包括：(1)已經和依法可以在中國大陸境內證券交易所上市交易和轉讓的證券；(2)已經在全中國大陸中小企業股份轉讓系統掛牌轉讓的證券；(3)已經和依法可以在符合規定的區域性股權交易市場掛牌轉讓的私募債券，已經在符合規定的區域性股權交易市場掛牌轉讓的股票；(4)已經和依法可以在中國大陸境內銀行間市場交易的證券；(5)經中國大陸金融監管部門或其授權機構依法批准或備案發行並在

---

<sup>2</sup> 「證券法」第 142 條：「證券公司為客戶買賣證券提供融資融券服務，應當按照國務院的規定並經國務院證券監督管理機構批准」。

境內金融機構櫃臺交易的證券。從表 2-2 可看出中國大陸證券商自營業務的淨收入在 2012 年時遽增。

近年來由於證券商的經紀業務競爭加大，再加上自營業務容易受到市場影響，融資融券業務以及資產管理業務逐漸成為證券商的重要利潤來源。關於資產管理業務的相關法規如表 2-3 所示，中國大陸證監會於 2004 年 2 月 1 日開始實施《證券商客戶資產管理業務試行辦法》，規範證券商從事客戶資產管理業務時，資格須符合綜合類證券商、淨資本不低於人民幣兩億元等條件。而證券商可從事的資產管理業務範圍包括：為單一客戶辦理定向資產管理業務、為多個客戶辦理集合資產管理業務以及為客戶辦理特定目的的專項資產管理業務。中國大陸國務院在 2008 年 4 月通過的《證券商監督管理條例》中亦對證券商的證券資產管理業務有了具體規定。之後各項對於證券商進行資產管理業務的試行辦法陸續推出，用以規範證券商的集合資產管理業務以及定向資產管理業務，而正式法規則是在 2012 年 10 月 18 日公布，包括：《證券商客戶資產管理業務管理辦法》(證監會第 87 號令)、《證券商集合資產管理業務實施細則》(證監會公告(2012)29 號)以及《證券商定向資產管理業務實施細則》。到了 2013 年 6 月為了配合修訂後的新《證券投資基金法》，中國大陸證監會亦在 2013 年 6 月 26 日發布了調整後的《證券商客戶資產管理業務管理辦法》(證監會第 93 號令)以及《證券商集合資產管理業務實施細則》(證監會公告(2013)38 號)，原在 2012 年所公布的相對應管理辦法與實施細則同時廢止。

近三年來，中國大陸證券商受託管理資金本金總額持續增長，2011 年年底為 2818.68 億元人民幣、2012 年為 1.89 兆元人民幣、2013 年則為 5.2 兆元人民幣。證券商資產管理業務淨收入也從 2011 年的 21.13 億元人民幣成長到 2013 年的 70.3 億元人民幣(如表 2-2 所示)，其中 2013 年資產管理業務淨收入排名前三名的證券商分別為國泰君安(5.97 億元人民幣)、中信證券(4.42 億元人民幣)、宏



源證券(3.63 億元人民幣)。

表 2-3：證券商客戶資產管理業務相關法規

| 時間         | 相關法規                                                                                          |
|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2004.02.01 | 《證券公司客戶資產管理業務試行辦法》                                                                            |
| 2008.04    | 《證券公司監督管理條例》                                                                                  |
| 2008.05.31 | 《證券公司集合資產管理業務實施細則(試行)》、<br>《證券公司定向資產管理業務實施細則(試行)》                                             |
| 2012.10.18 | 《證券公司客戶資產管理業務管理辦法》(證監會第 87 號令)、<br>《證券公司集合資產管理業務實施細則》(證監會公告(2012)29 號)、<br>《證券公司定向資產管理業務實施細則》 |
| 2013.06.26 | 《證券公司客戶資產管理業務管理辦法》(證監會第 93 號令)、<br>《證券公司集合資產管理業務實施細則》(證監會公告(2013)38 號)                        |

資料來源：中國大陸證券監督管理委員會

## (二) 中國大陸私募基金發展現況

在中國大陸，私募基金自 1990 年代開始發展，1992 年 IDG (International Data Group，美國國際數據集團)在大陸發行了第一檔私募股權基金。1993 年大陸證券公司的主要業務從經紀業務開始轉向承銷業務，大客戶將所募集到的閒置資金交由證券公司代理委託投資，大客戶與證券公司之間形成無規範的信託關係。1996 年大陸私募基金開始成形，大量的上市公司將經由股市所籌得的閒置資金交由證券公司進行投資，許多諮詢公司、投資顧問公司以委託理財的名義成立，運作私募基金。1999 年起大陸的綜合類證券商經批准後可從事資產管理業務，且當時中國大陸股市收益較高，大批上市公司紛紛改以私募基金方式募集資金，私募基金的數量和規模迅速成長。

截至 2014 年 7 月底，經中國大陸證券投資基金業協會(下稱基金業協會)私

募基金登記備案系統完成登記的私募基金管理人有 3,970 家，管理私募基金 5,696 檔，規模為 2.15 兆元人民幣；另外，基金公司及其子公司專戶業務管理資產規模為 3.19 兆元人民幣，證券公司資產管理業務規模 7 兆元人民幣，私募產品合計規模約 12.34 兆元人民幣<sup>3</sup>。

中國大陸的《證券投資基金法》自 2004 年 6 月 1 日開始實施，2009 年開始修訂，修訂後的新《證券投資基金法》於 2013 年 6 月 1 日開始實施。新《證券投資基金法》將私募證券投資基金、私募股權投資基金、風險投資基金(即創投基金)、證券商集合理財計畫、信託投連險等私募產品納入中國證監會監管範圍，首次明確了私募基金的法律地位，規範私募基金的投資範圍及應募人資格，同時規定擔任私募基金管理人應按規定向基金業協會履行登記。

根據中國大陸中央機構編制委員會辦公室所發布的《關於私募股權基金管理職責分工的通知》，確立中國大陸證監會負責私募股權基金的政策制定及監督管理。因此根據該《通知》及新《證券投資基金法》，中國大陸證監會授權基金業協會負責對基金、基金管理人及從業人員的監督，並進行自律管理，而基金業協會 2014 年 1 月 17 日公布了《私募投資基金管理人登記和基金備案辦法(試行)》。此外，中國大陸證監會亦於 2014 年 8 月 21 日公布《私募投資基金監督管理暫行辦法》，用以規範私募投資基金活動，保護投資者及相關人的合法權益，促進私募投資基金行業發展。

根據《私募投資基金管理人登記和基金備案辦法(試行)》以及《私募投資基金監督管理暫行辦法》，私募投資基金(即私募基金)是指在中國大陸境內以非公開方式向投資者募集資金設立的投資基金，包括資產由基金管理人或普通合夥人管理的以投資活動為目的設立的公司或者合夥企業。在中國大陸的私募基金主要

---

<sup>3</sup> 參考 2014 年 8 月 25 日，「認真貫徹落實《辦法》推動私募行業健康發展」，中國大陸證券投資基金業協會。

可區分為四種：私募股權投資基金、私募證券投資基金、風險投資基金以及對沖基金。其中，私募股權投資基金、私募證券投資基金兩者間的區別請參考表 2-4，北京股權投資協會對私募股權投資基金(PE)的定義為「私募股權投資從投資方式角度看，是指透過私募形式對非上市企業進行的權益性投資，在交易實施過程中附帶考慮了將來的退出機制，即透過上市、併購或管理層回購等方式，出售持股獲利」。

表 2-4：中國大陸私募股權投資基金與私募證券投資基金的區別

|       | 私募股權投資基金           | 私募證券投資基金               |
|-------|--------------------|------------------------|
| 投資對象  | 非上市企業的股權<br>(初級市場) | 在證券市場公開上市的證券<br>(二級市場) |
| 資金流動性 | 投資週期長，資金變現能力差      | 資金流動性較強                |
| 投資理念  | 注重企業的成長價值          | 注重企業的證券價格在市場上的表現       |

風險投資基金「創投基金(Venture Capital Fund)」，如同私募股權投資基金，投資於非上市企業的股權(初級市場)，但創投基金是由具有專業知識和經驗的人士負責操作，基金主要投入新興、快速發展並具有競爭潛力的企業，通常於企業的初創階段、產品研發階段以及產業化的早期階段投入，為擁有技術但缺乏資金的創業者提供資金，並承擔所投資創業企業失敗的風險，屬於投資期限長且具有高風險的投資<sup>4</sup>。

中國大陸的對沖基金有三種潛在形式：基金專戶理財、證券商集合理財以及信託陽光私募。基金專戶理財是指基金管理公司向特定客戶募集資金或接受特定客戶財產委託擔任資產管理人，由託管機構擔任資產託管人，為資產委託人的利

<sup>4</sup> 參考朱忠明、趙岡等，2012 年，《中國股權投資基金發展新論》，中國發展出版社，第 10~12 頁。

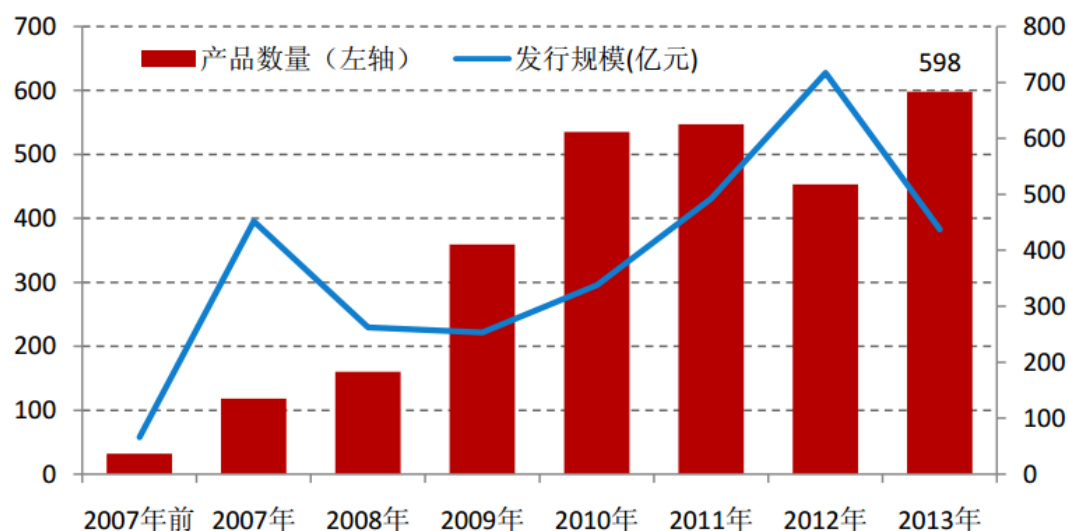
益運用委託財產進行證券投資的活動；其主要規範為中國大陸證監會在 2012 年 9 月 26 日發布的《基金管理公司特定客戶資產管理業務試點辦法》，該試點辦法規定基金管理公司應設立專門的子公司，透過設立專項資產管理計畫開展專項資產管理業務，截至 2014 年 3 月共有 67 家基金管理公司獲得為從事特定客戶資產管理業務資格<sup>5</sup>。證券商集合理財(亦稱為集合資產管理業務、集合資產管理計畫)，是指由證券商發行、集合客戶資產，由專業投資者(證券商)進行管理的一種理財產品，管理形式類似基金，詳細內容將於下一節闡述。

陽光私募基金自 2003 年誕生，並在 2007 年開始快速發展，是指由投資顧問公司做為發行者、投資人為委託人、信託公司為受託人、銀行做為資金託管人、證券商做為證券託管人，根據《信託法》及《信託公司集合資金信託計畫管理辦法》發行的證券投資類信託集合理財產品，該類產品需經監管機構備案，並且定期公開揭露淨值，具有合法性及規範性，實務上陽光私募基金多投資於二級證券市場；信託私募證券基金存在「結構式」和「開放式」兩種，通常陽光私募基金僅指以「開放式」發行的私募基金，基金認購者需承擔所有投資風險及享有大部分的投資收益，私募基金公司不承諾收益；至 2013 年底，中國大陸共有 977 家陽光私募機構，其所管理的產品數量共 2,472 檔，管理資產總規模達 3,017 億元人民幣，其歷年產品發行數量及發行規模如圖 2-2<sup>6</sup>。

---

<sup>5</sup> 中國大陸證券監督管理委員會，2014 年 4 月 10 日，「基金管理公司從事特定客戶資產管理業務子公司名錄(2014 年 3 月)」。

<sup>6</sup> 參考格上理財，2014 年 1 月，《2013 年度陽光私募行業年報》。



(注：统计样本仅包括有明确投资顾问的阳光私募基金)

圖 2-2：歷年陽光私募產品發行數量與規模

資料來源：格上理財，《2013 年度陽光私募行業年報》

根據新《證券投資基金法》、《私募投資基金管理人登記和基金備案辦法(試行)》以及《私募投資基金監督管理暫行辦法》，對於私募基金相關法規依照申報與發行、私募基金管理人、應募人資格與條件、私募基金投資及交易範圍、資訊揭露五個部分整理概述如下；而證券商從事私募基金業務亦適用這些辦法：

## 1. 申報與發行

私募基金管理人、銷售機構不得向合格投資者之外的單位和個人募集資金，不得通過報章雜誌、電臺、電視臺、互聯網等公眾傳播媒體或者講座、報告會、分析會和布告、傳單、手機簡訊、網路通訊和電子郵件等方式向不特定對象宣傳推薦。

非公開募集基金募集完畢後，基金管理人應向基金行業協會備案，協會在備案資料齊全後的 20 個工作天內，透過網站公告私募基金名單及其基本情況的方式完成私募基金備案手續。私募基金向基金業協會備案需提供的相關資料包含：  
(1)主要投資方向及根據主要投資方向註明的基金類別；(2)基金合約、公司章程

或合夥協議；若有向投資者提供基金招募說明書，基金招募說明書亦應繳交；以公司、合夥等企業形式設立的私募基金，應報送工商登記和營業執照正副本影本；(3)採取委託管理方式的私募基金，應報送委託管理協議；委託託管機構託管基金財產的，應報送託管協議；(4)其他基金業協會規定的訊息。對募集的資金總額或者基金份額持有人的人數達到規定標準的基金，基金行業協會應當向中國大陸國務院證券監督管理機構報告。

## **2. 私募基金管理人**

按照基金合約的約定，非公開募集基金可以由部分基金份額持有人擔任基金管理人，負責基金的投資管理活動，並在基金財產不足以清償其債務時，對基金財產的債務承擔無限連帶責任。

根據新《證券投資基金法》、《私募投資基金管理人登記和基金備案辦法(試行)》，私募基金管理人應向基金業協會履行基金管理人登記手續並申請為基金業協會會員，在遞交完整登記資料後的 20 個工作日內，基金業協會會透過網站公告私募基金管理人名單及其基本情況，完成私募基金管理人的登記手續。基金業協會自 2014 年 2 月 7 日正式展開私募基金管理人登記和私募基金備案工作，截至 2014 年 7 月底，經基金業協會私募基金登記備案系統完成登記的私募基金管理人有 3970 家。

## **3. 應募人資格與條件**

非公開募集基金應向合格投資者募集，合格投資者累計不得超過 200 人。根據《私募投資基金監督管理暫行辦法》，合格投資者是指達到規定資產規模或者收入水準，並且具備相應的風險識別能力和風險承擔能力，投資於單檔私募基金不低於 100 萬元人民幣且符合下列標準的單位和個人：(1)淨資產不低於 1000 萬元人民幣的單位、(2)金融資產不低於 300 萬元人民幣或者最近三年個人年均收

入不低於 50 萬元人民幣的個人<sup>7</sup>。

此外，下列投資者亦是為合格投資者：(1)社會保障基金、企業年金等養老基金，慈善基金等社會公益基金；(2)依法設立並在基金業協會備案的投資計畫；(3)投資於所管理私募基金的私募基金管理人及其從業人員；(4)中國證監會規定的其他投資者。

#### 4. 私募基金投資及交易範圍

依據新《證券投資基金法》、《私募投資基金監督管理暫行辦法》非公開募集基金財產的證券投資，包括買賣股票、債券、基金份額，以及國務院證券監督管理機構規定的其他證券及其衍生品種。

#### 5. 資訊揭露

根據新《證券投資基金法》，非公開募集基金應制定並簽定基金合約，該合約應包括以下內容：(1)基金份額持有人、基金管理人、基金託管人的權利及義務；(2)基金的運作方式；(3)基金的出資方式、數額和認繳期限；(4)基金的投資範圍、投資策略和投資限制；(5)基金收益分配原則及執行方式；(6)基金承擔的有關費用；(7)基金訊息提供的內容及方式；(8)基金份額的認購、贖回或者轉讓的程序和方式；(9)基金合約變更、解除和終止的事由、程序；(10)基金財產清算方式；(11)當事人約定的其他事項。

基金管理人、基金託管人應該按照基金合約的約定，向基金份額持有人提供基金訊息，包括基金投資、資產負債、投資收益分配、基金承擔的費用和業績報酬、可能存在的利益衝突情況以及可能影響投資者合法權益的其他重大訊息，不

---

<sup>7</sup> 金融資產包括銀行存款、股票、債券、基金份額、資產管理計畫、銀行理財產品、信託計畫、保險產品、期貨權益等。

得隱瞞或者提供虛假訊息。訊息披露規則則由基金業協會另行制定。

私募基金管理人自行銷售或者委託銷售機構銷售私募基金，應自行或者委託第三方機構對私募基金進行風險評級，向投資人充分揭示投資風險，並根據投資人的風險承擔能力銷售不同風險等級的基金產品。

私募基金管理人應於每個會計年度結束後的四個月內，向基金業協會報送經會計師事務所審計的年度財務報告和所管理私募基金年度投資運作基本情況。私募基金管理人應於每月結束日起五個工作日內，更新所管理的私募證券投資基金相關訊息，包括基金規模、單位淨值、投資者數量等；應於每季度結束日起十個工作日內，更新所管理的私募股權投資基金等非證券私募基金的相關訊息，包括認繳規模、實繳規模、投資者數量以及主要投資方向等；應於每年度結束日起二十個工作日內，更新私募基金管理人、股東或合夥人、高級管理人員及其他從業人員、所管理的私募基金等基本訊息。

### **(三) 中國大陸證券商如何發行私募基金**

2012 年以來，中國大陸監管機構基於「放鬆管制，加強監管」的原則，發布了一系列促進基金、證券、期貨及保險等行業發展的新政策。對於中國大陸券商的資產管理業務，中國大陸證監會發布了《證券公司客戶資產管理業務管理辦法》及《集合資產管理業務實施細則》、《定向資產管理業務實施細則》兩項細則，大幅放寬原有的管制，促使中國大陸證券商資產管理業務向私募股權投資基金及風險投資基金擴張。從中國大陸的政策發展可發現，各類金融機構(證券業、銀行業、保險業等)正透過跨行業的經營，從中獲得新的業務成長，各類金融機構正邁向資產管理化。

中國大陸的證券公司欲從事客戶資產管理業務，應依照《證券公司客戶資產管理業務管理辦法》的規定向證監會申請業務資格，獲得資格的證券公司可從事



之客戶資產管理業務包括：為單一客戶辦理定向資產管理業務、為多個客戶辦理集合資產管理業務、為客戶辦理特定目的的專項資產管理業務。集合資產管理業務是指證券公司設立集合資產管理計畫，與客戶簽定集合資產管理合約，將客戶資產交由取得基金託管業務資格的資產託管機構託管，透過專門帳戶為客戶提供資產管理服務，適用《集合資產管理業務實施細則》。定向資產管理業務則是證券公司接受單一客戶委託，與客戶簽訂合約定向資產管理合約，根據合約約定的方式、條件、要求及限制，透過專門帳戶管理客戶委託資產的活動，適用《定向資產管理業務實施細則》。為客戶辦理特定目的的專項資產管理業務則是針對客戶的特殊要求和基礎資產的具體情況，設定特定投資目標，透過專門帳戶為客戶提供資產管理服務，辦理此項業務之證券商除了需具有業務資格外，還需按照《證券公司客戶資產管理業務管理辦法》向中國大陸證監會提出申請。

根據本文 2-1-2 對中國大陸私募基金的分類，中國大陸的對沖基金的潛在形式包含了基金專戶理財、證券商集合理財和信託陽光私募。證券商集合理財是證券商針對高端客戶開發的理財服務創新產品，屬於證券商資產管理業務的一種形式，根據《證券公司客戶資產管理業務管理辦法》及《集合資產管理業務實施細則》進行運作。以下就中國大陸證券商集合資產管理業務所受規範進行整理。

## 1. 申報與發行

證券公司辦理集合資產管理計畫，只能接受貨幣資金形式的資產。集合資產管理計畫應符合下列條件：(1)推廣過程符合法律、行政法規和證監會的規定<sup>8</sup>；(2)募集金額規模不低於 3000 萬元人民幣、但在 50 億元人民幣以下；(3)單個客戶參與金額不低於 100 萬元人民幣；(4)客戶人數不少於 2 人、但在 200 人以下；

---

<sup>8</sup> 不得向合格投資者之外的單位或個人募集資金，不得透過報刊、電視臺、互聯網等公眾傳播媒體或者講座、報告會、分析會等方式向不特定對象宣傳推介。禁止透過簽訂保本保底補充協議等方式，或者採用虛假宣傳、誇大預期收益和商業賄賂等不正當手段推廣集合資產管理計畫。

(5)符合集合資產管理合約及計畫說明書的約定；(6)證監會規定的其他條件。

中國大陸證券公司從事集合資產管理業務，應與客戶、資產託管機構簽訂集合資產管理合約，約定三方的權利義務，合約中應包括中國大陸證券業協會所規定的必備內容。此外，合約內也應包括風險揭示條款，詳細說明下列風險的含意、特徵和可能引起的後果：(1)市場風險；(2)管理風險；(3)流動性風險；(4)證券公司因停業、解散、撤銷、破產，或者被證監會撤銷相關業務許可等原因不能履行職責的風險；(5)其他風險，證券公司、代理推廣機構應將風險揭示書交與客戶簽名確認，客戶簽署即表明已理解並願意自行承擔參與集合資產管理計畫的風險。

證券公司發行設立集合資產管理計畫後五日內，應將發起設立情況向中國大陸證券業協會備案，並將該份備案送往證券公司、資產管理分公司所在地的中國大陸證監會派出機構，同時亦須提交下列資料：(1)備案報告；(2)集合資產管理計畫說明書、合約文本、風險揭示書；(3)資產託管協議；(4)合規總監的合規審查意見；(5)已有集合計畫運作及資產管理人員配備情況的說明；(6)關於後續投資運作合法合規的承諾；(7)中國大陸證監會要求繳交的其他資料。其中計畫說明書是集合資產管理合約的一部分，與集合資產管理合約具有相同的法律效力。

## **2. 應募人條件與資格**

證券公司從事集合資產管理業務，應為合格投資者提供服務，設立集合資產管理計畫，並擔任計畫管理人。所謂合格投資者是指具備相應風險識別能力和承擔所投資集合資產管理計畫風險能力且符合下列條件之一的單位或個人：(1)個人或者家庭金融資產合計不低於 100 萬元人民幣；(2)公司、企業等機構淨資產不低於 1000 萬元人民幣。此外，依法設立並受監管的各類集合投資產品視為單一合格投資者。

證券公司可以自有資金參與自身公司所設立的集合資產管理計畫，使用自有資金參與應符合法律、行政法規以及證監會的規定，並按照中國大陸《公司法》和公司章程的規定，獲得公司股東會、董事會或其他授權程序的批准。而證券公司自有資金參與單個集合資產管理計畫的份額不得超過該計畫總份額的 20%，當計畫規模變動等客觀因素導致自有資金參與計畫超出額度，證券公司應在合約中明確約定處理辦法，依法及時調整。證券公司以自有資金投入期間，若為在募集推廣期投入且按照合約約定承擔責任的自有資金，在約定責任解除前不得退出；若在該計畫存續期間自有資金參與、退出，皆應符合下列規定：(1)集合計畫存續期間，證券公司自有資金參與集合計畫的持有期限不得少於六個月；(2)參與、退出時，應提前五日告知客戶和資產託管機構；(3)為應對集合資產管理計畫鉅額贖回，解決流動性風險，在不存在利益衝突並遵守合約的前提下，證券公司以自有資金參與或退出集合計畫可不受第(2)項規定限制，但需事後及時告知客戶和資產託管機構，並向證券公司及資產管理分公司所在地的證監會派出機構及證券業協會報告。

### **3. 投資與交易範圍**

證券商的集合資產管理計畫之資金可投資於下列投資標的：中國大陸境內依其法律發行的股票、債券、股指期貨、商品期貨等證券期貨交易所交易的投資品種；人民銀行票據、短期融資券、中期票據、利率遠期、利率互換等銀行間市場交易的投資品種；證券投資基金、證券公司專項資產管理計畫、商業銀行理財計畫、集合資金信託計畫等金融監管部門批准或備案發行的金融產品；其他證監會認可的投資品種。

集合資產管理計畫的資金可參與融資融券交易，並可將其持有的證券做為融券標的證券出借給證券金融公司，亦可投資於證監會認可的中國大陸境外之金融產品。

#### 4. 資訊揭露

證券公司、代理推廣機構應按照集合資產管理合約和推廣代理協議的約定推廣集合計畫，向客戶如實揭露證券公司的業務資格，全面、準確的介紹集合資產管理計畫的產品特點、投資方向、風險收益特徵，講解有關業務規則、計畫說明書和集合資產管理合約內容及客戶投資集合計畫的操作方法，並充分揭露投資風險。

證券公司、資產託管機構應按照集合資產管理計畫合約約定的方式，至少每周揭露一次集合資產管理計畫的份額淨值。此外，在集合資產管理計畫存續期間，證券公司應按照合約約定的時間和方式寄送對帳單給客戶，說明客戶持有計畫份額的數量、淨值，參與、退出明細，以及收益分配等。在每季度結束的 15 日內、每年度結束之日起 3 個月內，證券公司及資產託管機構應按照合約約定的方式向客戶提供季度、年度資產管理報告、資產託管報告，並向中國大陸證協會備案，同時抄送證券公司及資產管理分公司所在地的證監會派出機構。

當集合資產管理計畫存續期屆滿，若符合《集合資產管理業務實施細則》規定的展期條件進行展期者，證券公司應在計畫展期後 5 日內，將展期情況向中國大陸證協會備案，同時抄送證券公司及資產管理分公司所在地的證監會派出機構。當集合資產管理計畫終止時，證券公司應在發生終止情形之日起 5 日內開始清算計畫資產，清算後的剩餘資產，應按照客戶持有計畫份額佔計畫總份額的比例或者計畫合約的約定，以貨幣資金的形式全部分配給客戶。證券公司應在清算結束後的 15 日內，將清算結果報送中國證協會備案，同時抄送證券公司及資產管理分公司所在地的證監會派出機構。

#### 5. 利益衝突

《集合資產管理業務實施細則》中的第四章、第 52 條至第 60 條為對集合資

產管理計畫風險管理與內部控制的規範。證券公司的集合資產管理業務與證券自營業務、證券承銷業務、證券經紀業務及其他證券業務之間應有效的隔離，防範內線交易，避免利益衝突。此外，證券公司之同一高級管理人員不得同時分管資產管理業務和自營業務；同一人不得兼任上述兩類業務的部門負責人；同一投資主辦人不得同時辦理資產管理業務和自營業務，並且集合資產管理業務的投資主辦人不得兼任其他資產管理業務的投資主辦人。證券公司的集合資產管理帳戶與證券自營帳戶之間或者不同的證券資產管理帳戶之間不得發生交易，有充分證券證明已依法實現有效隔離的除外。

#### **(四) 以中信證券發行私募基金為例**

根據中國大陸證券業協會公布的數據顯示，中信證券是目前中國大陸規模最大的綜合類證券公司，其所具有的業務資格包括：證券經紀、證券投資諮詢、與證券交易、證券投資活動有關的財務顧問、證券承銷與保薦、證券自營、證券資產管理、融資融券、證券投資基金代銷、為期貨公司提供中間介紹業務、代銷金融產品等；並且中信證券公司擁有 6 家全資子公司：中信證券(浙江)、中信萬通證券、中信證券國際、中信期貨、金石投資、中信證券投資；而華夏基金為中信證券公司的主要控股公司。

2013 年度證券業協會對 115 家證券公司會員進行統計排名，中信證券的總資產為 1,929.34 億元人民幣(排名第一)、淨資產為 716.91 億元人民幣(排名第一)、營業收入為 81.79 億元人民幣(排名第一)、淨利潤則為 29.09 億元人民幣(排名第二)，其營業收入的部分主要來自手續費及佣金淨收入，又可分為經紀業務手續費淨收入、投資銀行業務手續費淨收入以及資產管理業務手續費淨收入。

隨著法規的修定與實施，中國大陸金融市場的分業經營壁壘逐漸被打破，而 2013 年 6 月 1 日開始實施的新《證券投資基金法》，使證券公司可申請開展公募

基金管理業務。根據中信證券 2013 年年度報告，在其未取得公募基金管理業務資格前，其資產管理業務將主要服務機構客戶與高淨值客戶，而資產管理業務可分為集合理財、定向理財及專項理財三項。

中信證券公司 2013 年度總資產管理規模為 5,048.58 億元人民幣，分別來自：2013 年度新設集合資產管理計畫 41 檔，資產管理規模為 330.64 億元人民幣，較 2012 年增加 81.41 億元人民幣；定向資產管理業務則以銀行為主要客戶群體，資產管理規模為 4,689.65 億，較 2012 年增加 2,465.42 億元人民幣；而專項資產管理計畫的資產管理規模 28.29 億元人民幣。此外，2014 年至 6 月的資產管理業務規模總計達 6,483 億元人民幣，2010 年至 2014 年 6 月中信證券的資產管理規模請參考表 2-5。

2013 年度的資產管理業務管理費收入則分別為集合理財 1.94 億、定向理財 2.46 億以及專項理財 0.02 億元人民幣，資產管理業務手續費淨收入為 4.42 億元人民幣，從圖 2-3 可看出中信證券的資產管理業務收入在 2013 年有大幅成長 (123%)，而 2014 年上半年的業務收入為 2.33 億元人民幣，較 2013 年上半年的業務收入成長 17.2%。

表 2-5：中信證券資產管理業務規模

| (億元人民幣)     | 集合理財   | 定向理財     | 專項理財  | 合計       |
|-------------|--------|----------|-------|----------|
| 2010 年      | 138.99 | 299.14   | 3.83  | 441.96   |
| 2011 年      | 140.66 | 469.05   | 10.37 | 620.08   |
| 2012 年      | 249.23 | 2,224.23 | 34.93 | 2,508.39 |
| 2013 年      | 330.64 | 4,689.65 | 28.29 | 5,048.58 |
| 2014 年至 6 月 | 408.51 | 5,993.8  | 80.61 | 6,482.92 |

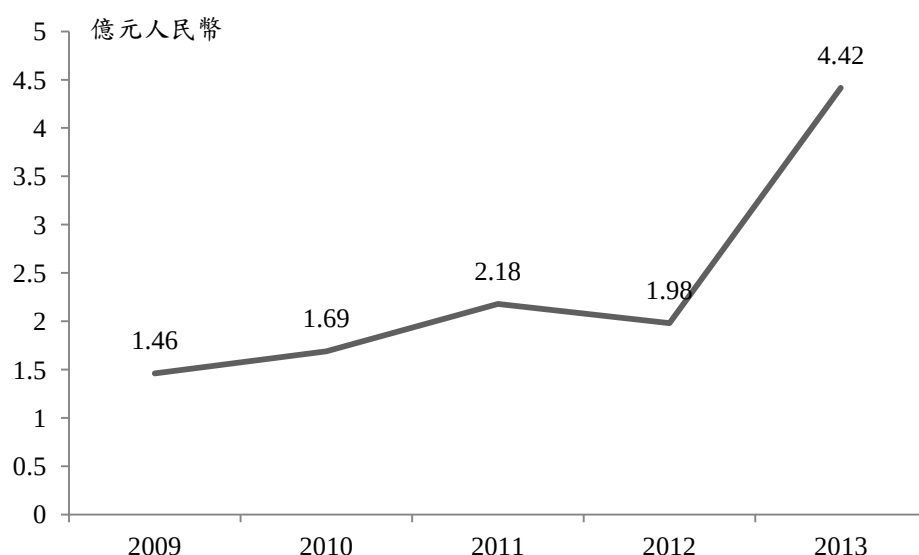


圖 2-3：中信證券資產管理業務收入

以下以中信證券的「中信證券信遠 1 號集合資產管理計畫」以及「中信證券套利寶 1 號集合資產管理計畫」為例，介紹中國大陸證券業如何發行私募基金，首先將兩項產品之相關簡介整理如表 2-6。

表 2-6：信遠 1 號與套利寶 1 號之簡介

|        | 信遠 1 號                                                            | 套利寶 1 號                                                       |
|--------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 產品類型   | 小集合產品                                                             | 大集合非限定性產品                                                     |
| 投資目標   | 提供理想的風險調整收益                                                       | 在不同的市場環境下實現集合計畫資產的長期穩定增值                                      |
| 投資範圍   | 銀行存款等貨幣工具、剩餘期限在 397 天以內的政府債券或公司債券、結匯與購匯                           | 具有良好流動性的金融工具；亦可參與融資融券交易                                       |
| 適合推廣對象 | 個人投資者、機構投資者(法律法規禁止的除外)，以及法律法規或證監會允許參與此計畫的其他投資者；或投資者在參與此集合計畫前，已是推廣 | 能夠承受中等風險、追求中等收益的個人投資者、機構投資者(法律法規禁止的除外)，以及法律法規或證監會允許參與此計畫的其他投資 |

機構的客戶

者；或投資者在參與此集合計畫前，已是推廣機構的客戶

存續期間

無固定存續期限

無固定存續期限

目標規模

推廣期間與存續期間的規模上限皆為人民幣 30 億元

推廣期間與存續期間的規模上限皆為人民幣 50 億元

最低參與金額

首次參與的最低金額為人民幣 100 萬元；追加參與的最低金額為人民幣 10 萬元

首次參與的最低金額為人民幣 10 萬元；追加參與的最低金額為人民幣 1,000 元

資料來源：中信證券網站。

## 1. 「中信證券信遠 1 號集合資產管理計畫」

### (1) 申報與發行

中信證券於 2014 年 7 月 3 日提出「中信證券信遠 1 號集合資產管理計畫」的銷售公告，設立推廣期為 2014 年 7 月 7 日至 7 月 11 日，推廣期內當集合計畫的參與總金額不低於 3,000 萬元人民幣且委託人為 2 人(含)以上時，經具有證券相關業務資格的會計師事務所進行驗資並出具驗資報告後，管理人宣布此集合計畫成立並開始運作，而根據中信證券的公告，此計畫提前於 2014 年 7 月 9 日結束募集；中信證券並在 2014 年 7 月 10 日向證券投資基金業協會備案，此備案於 2014 年 8 月 13 日完成審核。本集合計畫每份額面值為 1 元人民幣，在推廣期的募集規模上限不超過 30 億元人民幣，管理人於推廣期或每個投資週期參與開放日前，可以對擬募集的集合計畫規模進行限制並公告；在集合計畫規模接近或達到上限時，管理人將自次日起暫停接受集合計畫參與申請，對當日已提交的參與申請，管理人將採取當日參與金額較大者優先的原則處理，並及時向委託人披



露。

推廣機構包含有平安銀行股份有限公司、中信證券股份有限公司、中信證券(山東)有限責任公司以及中信證券(浙江)有限責任公司。計畫管理人為中信證券股份有限公司，託管人為中信銀行股份有限公司，註冊登記機構則為中信證券股份有限公司。此計畫不設固定管理期限，管理人可視市場情況，自行決定此計畫終止或繼續運作。

## (2) 應募對象與費用

此資產集合管理計畫的應募對象為中國大陸境內的個人投資者、機構投資者(法律法規禁止的除外)，以及法律法規或中國大陸證監會允許參與此計畫的其他投資者。投資者可在本集合計畫的各推廣銷售機構營業據點參與此計畫，首次參與的最低金額為人民幣 1,000,000 元，追加參與的最低金額為人民幣 100,000 元。在推廣期的募集規模上限不超過 30 億元人民幣，存續期間規模上限亦為 30 億元人民幣；並且委託人數量為 2 人以上(含)、200 人以下(含)。

投資人須支付 0.5%參與費、退出費則為 0%，尚須支付的費用種類包括：(1)管理費(0.7%/年)、(2)託管費(0.1%/年)、(3)證券交易費用、(4)境外市場的交易、清算、登記等實際發生的費用、(5)進行外匯兌換交易的相關費用、(6)資產管理計畫劃撥支付的銀行費用、(7)集合計畫成立後的信息披露費用、(8)集合計畫後的會計師費、律師費、(9)按照有關規定可以列入的其他費用。

此外，管理人有權以自有資金參與本集合計畫，與集合計畫其他客戶份額享有同等權益，承擔同等風險；參與本集合計畫的自有資金，不可超過計畫總份額的 20%，若未來其監管機構對自有資金參與有新的規定，此集合計畫將會按照新規定執行。

### **(3) 投資與交易範圍**

此資產集合管理計畫的投資目標為提供理想的風險調整收益，投資理念為在  
法律法規和監管規定允許的範圍內，投資於高流動性低風險的貨幣類資產，其投  
資範圍包括：(1)銀行存款等貨幣市場工具、(2)剩餘期限在 397 天以內(含 397 天)  
的政府債券、公司債券、(3)結匯、購匯；此外，法律法規或中國大陸證監會允  
許集合計畫投資其他標的，資產管理人在履行合同變更程序後，可以將其納入此  
計畫的投資範圍。上述投資標的投資比例皆為 0%~100%，法律法規或證監會變  
更投資比例限制時，資產管理人在履行合約變更程序後，可將對此計畫的投資限  
制做相對應的調整。此集合計畫由管理人進行主動管理，在合約約定的投資範圍  
及比例限制內，獨立運作集合計畫資產。

### **(4) 資訊揭露**

此檔資產集合管理計畫的相關資訊，包括產品簡介、產品淨值、產品公告等  
皆在中信證券網站上查詢。此外，中信證券亦公布定期報告，定期報告中包括集  
合計畫淨值通告、對帳單、管理人季度(年度)報告、託管人監管部門報告和年度  
審計意見。

### **(5) 收益分配**

資產集合管理計畫的收益由銀行存款利息以及其他收入構成。以下為其分配  
原則：(1)每份集合計畫份額享有同等分配權；(2)集合計畫收益分配基準日的份  
額淨值減去每單位集合計畫份額收益分配金額後不能低於面值；(3)當期收益應  
先彌補前期虧損後，方可進行當期收益分配；(4)在符合上述分紅條件的前提下，  
此集合計畫可進行收益分配，集合計畫紅利發放日距離收益分配基準日(即可供  
分配利潤計算截至日)的時間不得超過 5 個工作日；(5)法律法規或監管機構另有  
規定的，從其規定，在法律法規和監管機構允許的範圍內，管理人、託管人協商

一致，可以對上述收益分配條件和時間進行調整，並在管理人網站上公告。分配方式則為紅利再投資。

## **(6) 風險揭露**

此資產集合管理計畫的投資人應簽署風險揭示書，風險揭示書中揭露了此項計畫所面臨的風險，包含有：市場風險、管理風險、流動性風險、信用風險、外匯交易風險、境外投資風險、委託人參與或退出集合計畫風險、合約變更風險、電子合約風險、管理人及託管人風險以及其他風險等。而投資人簽署亦表示其了解自身資產與收入狀況、投資經驗以及風險偏好，選擇與其風險承擔能力相符合的集合資產管理計畫。

## **(7) 主要財務指標和集合資產管理計畫淨值表現**

截至 2015 年 1 月底，中信證券信遠 1 號集合資產管理計畫共公布了兩份季度報告(2014 年第三季度及第四季度<sup>9</sup>)。根據 2014 年第四季度的報告，該期利潤為 943.5 萬元人民幣，期末資產淨值為 1.87 億元人民幣；本期期末每份額淨值為 1.0154 元人民幣，並且在 2014 年 12 月 15 日發布首次分紅公告，向全體委託人每 10 份集合計畫份額派發紅利 0.431 元人民幣，2014 年第四季度期末每份額累計淨值為 1.0585 元人民幣。信遠 1 號集合資產管理計畫 2014 年第三季度及第四季度的主要財務指標請參考表 2-7，總淨值走勢圖請參考圖 2-4。

---

<sup>9</sup> 2014 年第三季度報告期間為 2014 年 7 月 1 日至 2014 年 9 月 30 日；2014 年第四季度報告期間為 2014 年 10 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日。

表 2-7：信遠 1 號集合資產管理計畫主要財務指標

| (單位：人民幣元)                | 2014 年第三季度     | 2014 年第四季度     |
|--------------------------|----------------|----------------|
| 本期利潤                     | 1,317,825.52   | 9,435,458.86   |
| 本期利潤扣減本期公允<br>價值變動損益後的淨額 | 1,317,825.52   | 9,435,458.86   |
| 期末資產淨值                   | 185,195,245.44 | 186,705,587.51 |
| 期末每份額淨值                  | 1.0072         | 1.0154         |
| 期末每份額累計淨值                | 1.0072         | 1.0585         |
| 淨值增長率                    | 0.72%          | 5.15%          |

資料來源：信遠 1 號集合資產管理計畫 2014 年第三季度報告及 2014 年第四季度報告。

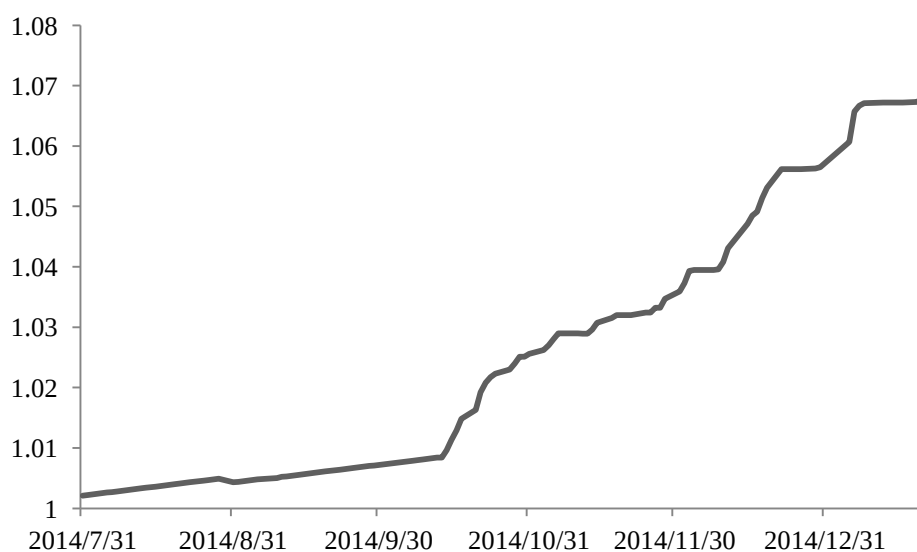


圖 2-4：信遠 1 號總淨值走勢圖

## 2. 「中信證券套利寶 1 號集合資產管理計畫」

「中信證券套利寶 1 號集合資產管理計畫」屬於非限定集合資產管理計畫，自 2013 年 5 月 14 日開始發售，推廣活動於 2013 年 5 月 28 日結束，無固定存續期間，出現管理合約約定的終止情形時，終止清算。此計畫之每份面額為 1 元人民幣，在推廣期募集規模不超過 50 億元人民幣，存續期則不設規模上限；最低參與金額為人民幣 10 萬元，而對於此集合計畫份額的持有人，其新增參與資金最低金額為 1000 元人民幣。在推廣期結束時，此集合計畫已收到委託人認購參與金額扣除參與費用後的淨參與金額為人民幣 401,120,111.61 元，參與金額在推廣期內產生的利息為 54,258.03 元人民幣，共計人民幣 401,174,369.64 元，有效認購戶數為 2,049 戶。

此集合資產管理計畫以承受一定風險並獲取絕對收益為目標，屬於預期收益和風險適中的理財商品，適合中等風險、追求中等收益的投資者。主要募集對象為個人投資者、機構投資者(法律法規禁止的除外)，以及法律法規或證監會允許參與此計畫的其他投資者；或投資者在參與此集合計畫前，已是推廣機構的客戶，推廣機構包括：中信證券股份有限公司、中信證券(浙江)有限責任公司、中信萬通證券有限責任公司。

此計畫之投資目標在於透過積極的資產配置，在不同類型投資商品之間靈活重點配置，尤其是在深入發掘折價與套利機會，並可透過股指期貨靈活對沖風險，使該計畫能在不同的市場環境下實現長期穩定增值。投資範圍為具有良好流動性的金融工具，包括：股票、權證、債券(含可轉債)、中小企業私募債、中期票據、證券投資基金、股指期貨等衍生性商品、央行票據、資產支持證券、保證收益及保本浮動收益商業銀行理財計畫、債券回購、債券逆回購、銀行存款、現金以及法律法規或證監會允許證券公司及和資產管理計畫投資的其他投資標的。且若條件允許，此集合資產管理計畫可參與融資融券交易，並可將持有的證券作為融券

標的證券出借給證券金融公司；若委託人同意，在法律法規及監管制度允許的額度範圍內，此集合計畫未來可投資國債期貨、指數期權、個股期權等衍生性金融商品。

表 2-8 為中信套利寶 1 號 2013 年第三季度(此集合資產管理計畫設立之第一份季度報告)及 2014 年第四季度的主要財務指標，圖 2-5 則為此集合資產管理計畫的總淨值走勢圖。

**表 2-8：中信套利寶 1 號集合資產管理計畫主要財務指標**

| (單位：人民幣元)                | 2013 年第三季度     | 2014 年第四季度    |
|--------------------------|----------------|---------------|
| 本期利潤                     | 8,576,171.16   | 7,909,776.43  |
| 本期利潤扣減本期公允<br>價值變動損益後的淨額 | 8,106,025.12   | 7,289,676.94  |
| 期末資產淨值                   | 273,259,094.19 | 32,048,001.37 |
| 報告期末份額總額                 | 265,763,974.19 | 23,163,945.78 |
| 期末每份額淨值                  | 1.028          | 1.384         |
| 期末每份額累計淨值                | 1.028          | 1.384         |
| 淨值增長率                    | 2.49%          | 28.03%        |

資料來源：中信套利寶 1 號集合資產管理計畫 2013 年第三季度報告及 2014 年第四季度報告。

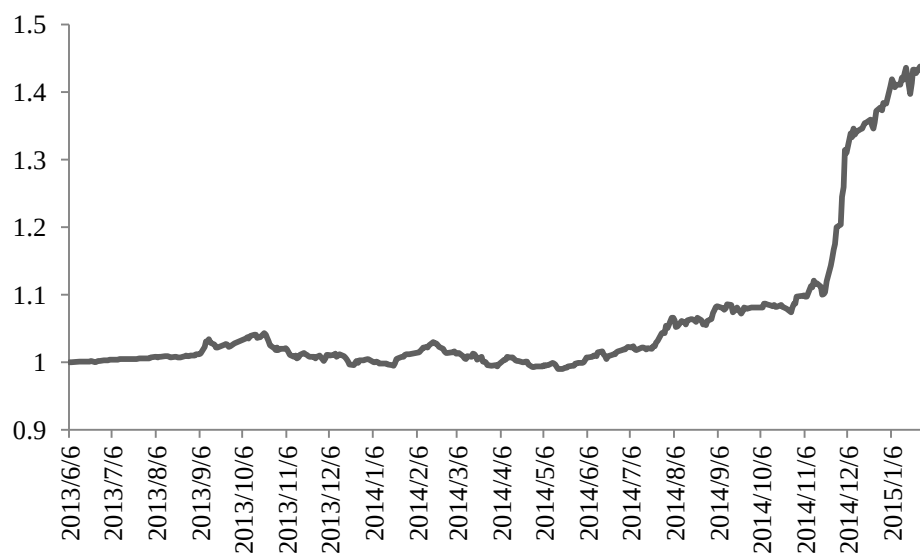


圖 2-5：信遠 1 號總淨值走勢圖

## 二、 美國

### (一) 美國證券業概述

美國國會在 1933 年通過了《證券法》(the Securities Act of 1933)、1934 年通過了《證券交易法》(the Securities Exchange Act of 1934)，而對美國證券商進行管理的聯邦主管機關為證券管理委員會(Securities and Exchange Commission, SEC)則是根據 1934 年證券交易法而成立，SEC 是直屬美國聯邦的獨立準司法機構，負責證券監督和管理，為美國證券業的最高主管機構。

SEC 透過證券商執照的核發對證券商進行管理，亦可訂定行政法規對證券商進行監督管理，同時 SEC 也仰賴各行業協會、各交易所以及各店頭市場對其會員的規範。美國市政證券法制委員會(Municipal Securities Rulemaking Board, MSRB)是自律團體之一，負責制定市政證券(Municipal Securities)之法令以及有關監管證券商、交易和銷售市政證券等行為之相關法規，其中對於證券商監管委由 FINRA 執行。金融產業紀律管理機構(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)為全美國最大的證券商主管機關，於 2007 年透過整合證券商公會以及紐約證交所的證券商法規、執法以及仲裁等部門而成，其職責在於促進證券規範之有效與效率，以確保投資人保護及市場誠信，其管理權限包含：執行聯邦證券法規、制定並執行證券監管規範、監督證券公司、規範及教育證券從業人員、投資人教育以及處理投資糾紛。截至 2014 年 7 月，FINRA 監督 4,137 個證券經紀商、162,634 個分支機構以及約 634,506 名證券從業人員。

根據美國 1934 年《證券交易法》第 15 條，美國對證券商業務範圍的規範是採「登錄制」，只要符合一定條件並且向主管機關申報，若主管機關未於法定時間內拒絕，則該申報自動生效。並且美國對證券商的兼營並無限制，因此美國證券商可從事業務範圍相當廣泛，包括：股票及債券交易的自營或經紀、期貨交易



及選擇權交易的自營或經紀、共同基金業務(募資、承銷、分銷或管理)、資產管理業務(代客操作)、融資融券業務、投資銀行業務(證券承銷、公司理財、企業併購、洽特定人募集、創業投資、不動產證券化設計及承銷、財務顧問等)、海外證券業務、外匯交易業務、投資顧問業務、保險業務以及其他證券相關及附帶業務等。

表 2-9 為 2008 年至 2010 年 FINRA 監管的證券商發展概況，可見資產總額和股東權益總額基本上呈現成長的趨勢，但由於證券商在 2009 年至 2010 年間的經紀和自營業務的大幅下滑，進而造成美國證券商營業收入和淨利潤的下降。而由於美國證券商可進行的業務有特定範圍，表 2-9 對於 2008 年至 2010 年 FINRA 監管的證券商主要業務收入概況進行整理，並由表 2-10 可見美國證券商的經紀、自營和承銷業務從 2008 年至 2009 年間皆是呈現大幅成長的趨勢，但在 2009 年至 2010 年間，經濟和自營業務卻有明顯下滑的現象，而承銷業務仍穩定成長，資產管理業務部分則是略顯持平。

表 2-9：2008 年至 2010 年 FINRA 監管的證券商發展概況<sup>10</sup>

| (百萬美元) | FINRA 監管的<br>證券商家數 | 資產總額        | 股東權益      | 營業收入      | 淨利潤       |
|--------|--------------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 2008   | -                  | 4,391,632.4 | 182,461.7 | 290,541.3 | -24,749.1 |
| 2009   | 4,720              | 4,226,666.3 | 202,718.1 | 278,936.2 | 49,534.6  |
| 2010   | 4,578              | 4,638,141.9 | 220,107.6 | 254,751.9 | 24,807.3  |

資料來源：SIFMA

<sup>10</sup> 目前已公開資料僅至 2010 年。

表 2-10：2008 年至 2010 年 FINRA 監管的證券商發展概況<sup>11</sup>

| (百萬美元)      | 手續費      | 經紀業務      | 自營業務     | 承銷業務     | 資產管理<br>業務 |
|-------------|----------|-----------|----------|----------|------------|
| <b>2008</b> | 58,067.8 | -64,976.9 | -1,759.9 | 18,788.5 | 32,891.4   |
| <b>2009</b> | 48,631.3 | 38,390.5  | 1,436.0  | 22,569.9 | 27,715.7   |
| <b>2010</b> | 46,756.5 | 23,785.2  | 1,021.9  | 24,431.2 | 32,618.4   |

資料來源：SIFMA

SEC 為了達成美國聯邦證券法所揭示之投資人保護宗旨，對於提供投資大眾多樣財務商品與服務之證券經紀自營商，以財務責任之控管為其管理重點。因此管理法令中的 Rule 15 c3- 3 及 Rule 15 c3- 1 被視為美國證管會管理其證券經紀自營商相關法規之基礎，其中 Rule 15 c3 -3 為一客戶保護法規。該法規禁止證券經紀自營商使用客戶之資產來融通本身之投資、有價證券庫存、或營運費用。此一法規亦要求證券經紀自營商必須實際持有其客戶投資之有價證券。這些規定之目的在於保護證券商之客戶，以確保證券商必須進行清算時，手邊有足夠之現金與有價證券得以將客戶之資產返還其本人。此外，美國投資人保護公司 SIPC (Securities Investor Protection Corporation) 亦提供對於證券商客戶帳戶之另一層保護，SIPC 所營運之基金，將對於在證券經紀自營商破產時遭受損失之客戶，提供補償。

而 Rule 15c3 - 1 資本淨額法規(net capital rule)為除上述客戶保護法規外，另一個重要之證券商管理法規。該法規要求每一證券經紀自營商維持一定程度之資本，俾使證券經紀自營商得以因應其客戶、其他證券經紀自營商、及其他債權人之索賠或贖回。此一資本提供證券經紀自營商因應市場波動或其他業務支出所可能產生損失之財務防護。雖然美國證管會雖未實際禁止證券商從事任何一種業務，

<sup>11</sup> 目前已公開資料僅至 2010 年。

不過所有由證券商經營之業務，均須受美國證管會之資本規定管理，如證券商選擇於其經紀自營部門經營短期放款業務，因該種業務所生之資產，將不列入該經紀自營商之資本淨額(rule15 c3- 1)中計算。

## (二) 美國私募基金發展現況

美國私募基金必須透過非公開方式募集資金，亦即不得利用任何傳播媒體進行廣告宣傳，因此其參加者主要通過獲得所謂的「投資可靠消息」，或者直接認識基金管理者的形式加入。除了上節所述《證券法》及《證券交易法》外，美國對於證券投資的相關法規主要還包含1940年的《投資公司法》(Investment Company Act of 1940)及1940年的《投資顧問法》(The Investment Advisers Act of 1940)法，和近年通過的《華爾街改革和消費者保護法案》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010)。

一般認為美國 1940 年《投資公司法》是規範美國證券市場共同基金的基本法律，其中有定義三種屬於投資公司的型態，應向 SEC 註冊。在專業投資規範方面，無論是對沖基金抑或私募股權基金，依《投資公司法》之規定，均有豁免登記之權利<sup>12</sup>，蓋依該法第 3 條 c 項第 1 款與第 3 條 c 項第 7 款之規定，已將此等基金排除於「投資公司」定義之外，因此對於私募基金，美國法律並沒有直接定義，而以是否需註冊登記的角度來界定，一般而言依投資公司法豁免條款成立毋須註冊的基金，即視為私募基金。

依據上述四項主要法律規範，對美國私募基金的相關管理辦法整理如下：

### 1. 申報與發行

---

<sup>12</sup> SEC, Staff Report, Implications of the Growth of Hedge Funds (2003), 11-12.

1933 年《證券法》第 5 條規定，發行人進行公開招募有依法登記並提供公開說明書的義務，但私募基金根據同法第 4 條第 2 項的規定，只要未以公開招募的形式發行，可豁免於第 5 條之規定。此外，根據 SEC 所制定的《安全港規則》(Safe Harbor Rule)，若(1)投資對象為合格投資人(accredited investors)；且(2)投資人數在 35 人以下；(3)未有公開招募或廣告行為者，則可豁免向 SEC 申報之義務。

且依照 1940 年美國的《投資公司法》第 3 條 c 項第 1 款及第 7 款之規定，(1)受益人不超過 100 人；或(2)股份轉讓僅限定專業投資人為轉讓對項，並且；(3)未從事也無意從事公開招募的基金，則不被視為「投資公司」，因此可不必向 SEC 登記，此時無論是對沖基金或是私募股權基金皆享有豁免登記之權利，進而避免法規遵循的繁複負擔<sup>13</sup>。

## 2. 私募基金負責人

美國的基金管理人可以是個人、合夥組織或公司。依據《投資顧問法》要求，任何「直接或通過書面及出版物，就證券價值、投資或買賣證券的適當性，有償提供諮詢建議」的人，應該作為投資顧問並向 SEC 進行註冊<sup>14</sup>。美國的私募基金多為有限公司或有限責任合夥制：當私募基金為有限公司時，基金負責人(即基金經理人，fund manager)稱為執行業務股東(managing member)；當私募基金為有限責任合夥制時，基金經理人則需負無限清償責任，基金投資人則是有限合夥人，不參與經營。

基金經理人因為負責基金投資，亦需要符合 1940 年《投資顧問法》對投資顧問的定義。而根據《投資顧問法》的規定，任何投資顧問若擁有 15 位以上的

---

<sup>13</sup> 在公募情形，基金本身需依 1940 投資公司法向 SEC 登記，基金經理人即投資顧問需依 1940 投資顧問法向 SEC 登記；而基金憑證，即投資公司股票，是為有價證券，也要依 1933 證券法、1934 證交規範辦理。亦即，公募情形下，規範，都要登記。

<sup>14</sup> 參考郭蘆，2009，「美國私募基金規範的發展及其啟示」，環球法律評論，頁 91-92。

客戶，且受託投資淨值超過 3 千萬美元時，應向 SEC 登記並申報，同時遵守 SEC 所發布的規範。但同法第 203 條 b 項允許投資顧問將法人組織視為單一客戶，因此眾多私募基金的投資顧問運用此條款來規避申報登記的義務<sup>15</sup>。自 1998 年 LTCM 案後，私募基金的監管開始受到重視，SEC 自 2002 年開始研究規畫修訂《投資顧問法》，並在 2004 年公告法規修正草案，該修正法規在 2004 年 12 月通過後公布，並自 2005 年 2 月 10 日開始實施。自此排除了第 203 條 b 項的豁免規定，私募基金不論是在美國境內或境外，只要在過去 12 個月內，私募股權基金於美國境內私募基金額度超過 2,500 萬美元，或實質投資人超過 14 位美國投資人，其私募基金公司都應向 SEC 登記為「投資顧問公司」<sup>16</sup>。

### 3. 應募人資格與條件

在募集對象上，美國私募基金只針對少數特定的投資者，圈子雖小門檻卻不低。如美國私募的對沖基金對其參與者便有非常嚴格的規定：若以個人名義參加，要求最近兩年個人年收入至少在 20 萬美元以上；若以家庭名義參加，家庭近兩年的收入至少在 30 萬美元以上；若以機構名義參加，其淨資產至少在 100 萬美元以上，而且對參與人數也有相應的限制。因此，私募基金除了具有針對性較強的投資目標外，更像為中產階級投資者量身定做的投資產品。

### 4. 投資及交易範圍、資訊揭露、利益衝突

藉由各種豁免條件，私募基金取得在多種市場投資的優勢，不受《投資公司法》繁複的揭露、標的範圍等規範約束，而僅受《證券交易法》中的反詐欺條款約束。而在私募基金交易期貨商品情形下，由於期貨市場屬期貨交易管理委員會

---

<sup>15</sup> Sean M. Donahue, Hedge Fund Regulation: The Amended Investment Advisers Act Does Not Protect Investors From The Problems Created By Hedge Fund, 55 Clev. St. L. Rev. 235, 252(2007)

<sup>16</sup> Registration Under the Advisers Act of Hedge Fund Advisers, 69 Fed. Reg. 72,054, 72,056(Dec. 10, 2004) (to be codified at 17 C.F.R. pts. 275, 279)

(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)管轄，因此基金交易期貨時經理人需受 CFTC Rules 規範並登記為期貨基金經理人(CPO<sup>17</sup>)或期貨交易顧問(CTA<sup>18</sup>)。CFTC 對基金運用期貨的規範是針對基金經理人而非基金本身，CFTC 並不要求基金登記，並且除非基金受所申明的豁免條件約束，CFTC 對基金在期貨交易的運用也無任何限制。

一般而言，美國私募基金的基金發起人、管理人大都以自有資金投入基金管理公司，基金運作的成功與否與他們的自身利益相關，因此降低了基金經理人與投資者之間利益衝突的產生。

### (三) 美國證券商如何發行私募基金

美國聯邦體制下，基金之募集、運作，以及投資公司的法律規範，主要以保護投資人為原則，因此如同證券法般藉由資訊公開與主管機關的管制，以防範投資人遭受資訊不對稱以及不實消息而蒙受損失，在美國與基金相關的法律規範有：《1933年證券法》(Securities Act. Of 1933)、《1940年投資公司法》(The Investment Company Act of 1940)、《1940年投資顧問法》(The Investment Advisers Act of 1940)和《華爾街改革和消費者保護法案》(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2010)。

原則上，美國證券公司欲募集基金須依《1940年投資公司法》設立投資公司，並依《1933年證券法》發行股票向投資人募集資金，而在美國大多數證券公司皆會將其基金資產管理業務外包給自己子公司或其他證券公司的投顧部門，由其代為銷售，因此美國證券公司事實上僅係一擁有基金資產的空殼公司，除了董事外，

---

<sup>17</sup> Commodity Pool Operator--An individual or firm that operates one or more commodity pools. (For example: if a pool is organized as a limited partnership, its general partner typically is its CPO; if a pool is organized as a limited liability company, its manager or managing member typically is its CPO.) CPO may or may not also operate other pooled investment vehicles that are not commodity pools.

<sup>18</sup> Commodity Trading Advisor--Any person who, for compensation or profit, directly or indirectly advises others as to the advisability of buying or selling commodity futures or option contracts.

甚少雇用職員或分析操作人員。此外，若當該基金的目標客戶為具有保護自己的判斷能力之有資格能力個人，亦即該基金募集本身不涉及需要特別保護的投資大眾，此時主管機關即不涉公開發行之私募行為，並採取較為開放的態度。

在豁免方面，美國會依《投資公司法》及《投資顧問法》授權證管會以規則或申請命令的方式，有條件或無條件地豁免個人、證券交易法案或證管會管理規則的條文適用，私募基金在此受《1940年投資公司法》規範，惟依該法Section 3.c.1規定當投資人人數在100人以下或投資人之資格符合該法Section 3.c.7<sup>19</sup>所定之資格條件時，基金可以豁免註冊登記。而有關於私募基金之認購人應具備之資格條件、發行人應提供之資訊及發行人是否可從事廣告活動等規範係由證管會根據《1933年證券法》授予之行政立法權於1982年頒布實施之《Regulation D》規範之。

## 1. 投資公司登記規定

依據於2004年修正後的《投資顧問法》，無論私募基金登記地是否在美國境內或境外，只要在過去12個月內，(1)私募基金背後實質投資人有超過14位美國投資人；或(2)其於美國境內私募基金額度超過2億5千萬美元者，其私募基金管理公司皆應向美國證管會登記為投資顧問公司<sup>20</sup>，如此美國證管會將可透過私募基金之投資顧問公司之定期申報資訊，來瞭解私募基金運作情形，藉此充分掌握私募基金之資金流向，進一步提升管理效率及抑制不法<sup>21</sup>。

## 2. 證券商發行私募基金之規範

除了《投資公司法》和《投資顧問法》外，為了簡化規範以及提高證券發行

---

<sup>19</sup> 本專案 2-2-2-1 申報與發行 第二段

<sup>20</sup> 依美國 1940 年投資顧問法登記之投資顧問公司係類似國內證券投資信託事業與證券投資顧問事業之綜合體。

<sup>21</sup> 參考羅嘉宜，「美國對沖基金管理現況」，證券暨期貨月刊，第二十三卷第十二期。

私募基金的獲准率，美國在1982 年的Regulation D第506條規定了私募基金發行方式的認定標準：(1)《506規則》中的任何發行(包括私募發行)，購買者(非受要約者)不得超過35人，以上所述的購買人不包括合格投資人(accredited investor)，而是僅限於其本身或其代理人具備金融與商業知識與經驗，能評估投資計畫之可行性與風險，或出售之際發行人有合理理由相信購買人具備此種能力者，這類人稱為成熟型投資人(Sophisticated Purchaser or Representative)；(2)發行人需在出售證券之前的一個合理時間內向購買者提供充分的企業相關資訊；(3)禁止發行人或代理人於招募時從事廣告或勸誘行為，包括會議與研討會等形式；(4)發行人應盡合理注意義務以確保證券取得人遵守轉售限制的規定；(5)發行人依法享有豁免者，應在第一次出售證券之日起15 日內，向證交會申報5份《D表格》形式的通知。

### 3. 合格投資人之定義

若發行人只針對合格投資人(accredited investor)為招募對象，則不受認購人數之限制，且合格投資人因財力雄厚，足以承擔投資風險，故證管會認為不須受註冊及資訊揭露之保護。Rule 501所定義之合格投資人(accredited investor)如下：(1)機構投資人；(2)內部人(包含董事或經理人及無限責任合夥人等)；(3) 富有的個人 (Rich individuals)<sup>22</sup>；(4)富有的實體(Rich entities)<sup>23</sup>；(5)任何實體之股份擁有者(Equity owners)。

### 4. 法規漏洞之防範

在實務運作上，發行人為逃避公開發行上的義務和規範可能採取化整為零的

---

<sup>22</sup> 自然人於購買時淨值超過100 萬美金或淨所得於前二年度超過20 萬美金(或合計超過30 萬美金)， 加上當年度亦預期有前述所得水準。

<sup>23</sup> 任何公司、生意信託(business trust)或合夥，其總資產超過 500 萬美金(如果組織的目的非以投資為目的)，或加上私人信託(private trust)，其總資產超過 500 萬美金。



策略，分割公開發行為多次私募發行，因此，SEC 另外規定了「合併計算」規則，並在Rule 502中提出在實務上進行合併計算必須考慮的五大因素：(1)是否屬於同一融資計畫；(2)是否涉及同一證券；(3)是否同時進行或進行相隔時間較短；(4)是否獲得同一種類的對價；(5)是否出於同一目的。

### 第三章 國外證券商發行私募基金－香港與新加坡

#### 一、 香港

##### (一) 香港證券業概述

香港的證券市場是到 1891 年香港股票經紀協會成立後，才有一個正式的證券市場，香港經紀協會後與 1927 年成立的香港股份商會於 1947 年合併為香港交易所。後來遠東交易所、金銀證券交易所、九龍證券交易所亦陸續成立，直到 1980 年 7 月 7 日四家交易所合併成為香港聯合交易所，1986 年在業務全部移轉至香港聯交所後，香港聯交所開始營運。

在四家交易所鼎立的時代，四家證券交易所各自有不同的上市標準要求、交易規則及流程，證券市場活動幾乎是不受監管的。1973 年到 1974 年間，受到中東石油危機影響，香港股市崩盤、經濟受到重創，因此香港主管機關開始制定證券市場的相關法令與規範來，保障投資者權益，因此有 1974 年《證券及期貨條例》的產生。香港證券及期貨市場的主要監管機關是證券及期貨事務監察委員會(證監會)，證監會是 1989 年根據《證券及期貨事務監察委員會條例》成立的獨立法定監管機關。香港主管機關後於 1996 年開始修訂《證券及期貨條例》，將《證券及期貨事務監察委員會條例》等法規條例與原本的《證券及期貨條例》整合，新的《證券及期貨條例》於 2003 年 3 月獲香港立法局通過，並於 2003 年 4 月 1 日正式生效。

新的《證券及期貨條例》將原先的證券條例、證監會條例、商品條例、交易所合併條例、結算所條例、交易及結算條例、保障投資者條例等所有有關證券及期貨之條例，在採取統一立法之方式後，納入新制定之《證券及期貨條例》內，成為香港有關證券及期貨業務的主要法令。於《證券及期貨條例》實施後，將原有之十二類牌照簡化，針對證券及期貨相關業務區分為十類「受規管活動」

(Regulated Activities)，分別為：(1)證券交易、(2)期貨合約交易、(3)槓桿式外匯交易、(4)就證券提供意見、(5)就期貨合約提供意見、(6)就機構融資提供意見、(7)提供自動化交易服務、(8)提供證券保證金融資、(9)提供資產管理、(10)提供信貸評級服務。所有擬經營證券或期貨之相關業務，將只需申領一個牌照，視牌照所許可之業務種類，便可從事該類別的受規管活動，依據《證券及期貨條例》第116條規定，任何於香港從事前述十類受規管活動之法團均需向證監會申領牌照，於香港法例中即稱為「持牌法團」<sup>24</sup>。

根據《證券及期貨條例》所授權制定之《證券及期貨－財政資源規則》的規定，所謂的「證券交易商(securities dealer)」原則上是指從事第一類受規管活動獲發牌的持牌法團。而根據該規則附表對於從事第一類受規管活動的持牌法團之最低股本的規定，可將證券交易商持牌法團區分為「有關的持牌法團提供證券保證金融資」及「屬其他情況」<sup>25</sup>兩類。因此表 3-1 整理了獲得(1)證券交易及(8)提供證券保證金融資的持牌法團之近五年財務基本概況，而表 3-2 則是其收入概況，由表 3-2 可見其進行證券交易的淨佣金收入自 2007 年後呈現下降的趨勢，而其他收入(包括：同集團公司之間的管理費用、投資顧問費用、基金管理費用、包銷費用及企業融資的收入)則呈現緩慢上升的趨勢。

---

<sup>24</sup> 香港所稱「法團」是指受到一定香港法例約束的團體或機構，一法團需按照其類別法例運作，在法團管理範圍內的相關人員亦是受到相關法例約束保護。

<sup>25</sup> 從事第一類受規管活動之應繳足最低股本如下：(1)如有關的持牌法團提供證券保證金融資：10,000,000 港元；(2)如屬其他情況：5,000,000 港元。

表3-1：證券交易商及證券保證金融資人\*財務概況

| (百萬港元) | 證券商及證券保證<br>金融資人總數 | 資產總額    | 股東權益    | 淨利     |
|--------|--------------------|---------|---------|--------|
| 2009   | 769                | 718,525 | 191,725 | 21,237 |
| 2010   | 831                | 811,344 | 218,031 | 27,106 |
| 2011   | 856                | 700,818 | 227,790 | 9,783  |
| 2012   | 907                | 823,137 | 225,613 | 7,640  |
| 2013   | 927                | 885,238 | 240,800 | 16,702 |

\*「證券交易商及證券保證金融資人」指獲發牌從事證券交易或提供證券保證金融的法團，當中包括本身為聯交所參與者及並非聯交所參與者的法團。

資料來源：香港證監會，證券業財務回顧報告

表3-2：證券交易商及證券保證金融資人\*收入概況\*\*

| (百萬港元) | 證券交易的淨佣<br>金收入 | 其他收入*** | 自營收入   |
|--------|----------------|---------|--------|
| 2006   | 29,456         | 53,784  | 2,733  |
| 2007   | 55,560         | 84,610  | 10,523 |
| 2008   | 40,120         | 59,188  | 5,860  |
| 2009   | 31,676         | 62,842  | 12,905 |
| 2010   | 31,079         | 82,365  | 10,606 |
| 2011   | 25,953         | 88,524  | 3,671  |
| 2012   | 18,331         | 76,829  | 8,050  |
| 2013   | 20,096         | 86,107  | 8,579  |

\*「證券交易商及證券保證金融資人」指獲發牌從事證券交易或提供證券保證金融的法團，當中包括本身為聯交所參與者及並非聯交所參與者的法團。

\*\*上列統計數據不包括一家於海外註冊成立、在香港境外進行主要業務並在香港以分支辦事處形式經營的持牌法團所呈報的數據。

\*\*\*其他收入包括：同集團公司之間的管理費用、投資顧問費用、基金管理費用、包銷費用及企業融資的收入。

資料來源：香港證監會，證券業財務回顧報告

## （二） 香港私募基金發展現況

香港金融主管機關為香港證監會，對於基金的主要法規規範為《證券及期貨條例》及《單位投資及互惠基金守則》。由於香港對於私募基金並沒有法律上的直接定義，而只有在法例中指出，若在香港刊登廣告或邀請公眾投資於未經認可的基金為違法行為，亦即在香港只要是向社會大眾公開招募或宣傳的公募基金，都必須要先經過認可，未經認可的基金不得公開銷售，即為私募基金。由此可知，在香港私募基金由於未經主管機關認可，故不在法例的規範範圍內，可豁免於相關基金法規的規範，因此其投資運用並無任何限制和規範。

雖然香港對於私募基金的監管並不規範基金本身，但對於銷售或管理私募基金的公司或從業人員仍有一定的規範，如銷售或管理私募基金的公司或從業人員必須取得相關執照；《證券及期貨條例》在基金經理人管理方面，將整體金融市場受規範的行為分為九類，任何個人或企業要從事這九種業務之前都必須先取得執照。其中與基金有關的是第 1 類證券交易、第 4 類就證券提供意見、第 5 類就期貨合約提供意見及第 9 類提供資產管理四項牌照。亦即，若基金在香港銷售，則無論為對投資大眾進行的公募或對特定人進行的私募，該銷售者必須獲有第 1 類執照；若欲對投資人提供基金顧問服務的顧問事業則必須取得第 4 類執照；若該基金涉及期貨投資，則需要先取得第 5 類執照；若該基金在香港從事資金運用配置與決策的事業及相關人員則需先取得第 9 類執照。在 2013 年年底，獲得牌照可進行第 9 類資產管理服務的法團數目增加到 950 家，與 2012 年年底相比增加 6.5%，截至 2014 年第一季更增加至 967 家<sup>26</sup>。表 3-3 將第 1、4、5、9 類牌照之持牌法團所需維持最低繳足股本以及最低流動資金進行整理。

---

<sup>26</sup> 參考證券暨期貨事業監察委員會，2014 年 7 月，「2013 年基金管理活動調查」。

表 3-3：第 1、4、5、9 類牌照持之牌法團所需維持最低繳足股本以及最低流動資金

| (單位：港元)    |           | 最低繳足股本     | 最低流動資金                           |
|------------|-----------|------------|----------------------------------|
| 第 1 類受規管活動 | 提供證券保證金融資 | 10,000,000 | 3,000,000                        |
|            | 其他情況      | 5,000,000  | 500,000<br>(持牌法團為核准介紹人或買賣商)      |
| 第 4 類受規管活動 | 受指明發牌條件規限 | 不適用        | 100,000<br>(持牌法團受發牌條件規限不得持有客戶資產) |
|            | 其他情況      | 5,000,000  | 3,000,000                        |
| 第 5 類受規管活動 | 受指明發牌條件規限 | 不適用        | 100,000<br>(持牌法團受發牌條件規限不得持有客戶資產) |
|            | 其他情況      | 5,000,000  | 3,000,000                        |
| 第 9 類受規管活動 | 受指明發牌條件規限 | 不適用        | 100,000<br>(持牌法團受發牌條件規限不得持有客戶資產) |
|            | 其他情況      | 5,000,000  | 3,000,000                        |

資料來源：《證券及期貨(財政資源)規則》附表 1

此外，在 2002 年 5 月香港證監會發布了《對沖基金指引》，後此指引被納入了《單位投資及互惠基金守則》第 8.7 章，代表香港證監會允許對沖基金在香港進行公募，而後證監會又發布了《對沖基金匯報指引》，針對對沖基金訊息揭露進行規範。上述的規範都是針對「公募」對沖基金而言，私募對沖基金並無須經過證監會的認可，因此「私募」對沖基金仍是豁免於相關基金法規的規範。

近年來香港的私募基金發展迅速，對於香港經濟的發展起到了積極的促進作用，並有利於香港建立新興競爭力產業。截至 2013 年 9 月，香港的私募基金規模總額達 940 億美元，占亞洲地區總額的五分之一，為亞洲第二大的私募基金中心。香港作為國際金融中心和吸引海外到中國大陸投資的主要來源地，長期為眾多向中國大陸投資的私募基金公司提供多方面服務，但香港因法規所限，未能使

客戶資產管理享有任何稅務優惠，由於稅務方面的吸引力不及有相對優惠及各類支持政策的新加坡。因此金融發展局已發表進一步強化香港作為國際金融中心地位的報告，其中的《有關私募基金的稅務寬免和反避稅措施建議概要》更是針對稅務上的劣勢提出改善方針，希望盡快找到可行的政策；此外，香港亦曾計畫修訂及擴大豁免離岸基金繳付利得稅的投資範圍。

香港私募基金有一個顯著特點在於基金發起人、管理人大都以自有資金投入基金管理公司，基金運作的成功與否與他們的自身利益緊密相關。從國際目前通行的做法來看，基金管理者一般要求持有基金某個比例的股份，當發生虧損時，管理者所擁有的股份將首先被用來支付投資人，在一定程度上解決了公募基金對於經理人利益約束弱化和激勵機制不夠等弊端。

### **(三) 香港證券商如何發行私募基金**

在香港《證券及期貨條例》的規範下，持牌人可以以一個牌照進行不同類別的受規管活動，每個由香港證監會發出的牌照會列明該持有人可進行之受規管活動。因此如果在香港證券商欲發行私募基金，則應取得第 1、9 類牌照，若涉及期貨投資須先取得第 5 類執照，若涉及對投資人提供基金顧問服務的顧問事業則必須取得第 4 類執照，此外亦應遵守本專案 3-2 所提及對於銷售或管理私募基金的公司或從業人員之規範，除此之外，香港對於證券商發行私募基金並無特別的法律規範。

而依據香港證監會規定，任何法團(包括證券商)欲申請第 9 類牌照首先(1)需要 2 位香港持牌責任人；(2)持牌責任人則需要有 3 至 5 年連續公開的資本市場績效記錄，以及要經過一系列嚴格的考試和資格審查；(3)發牌後，持牌負責人亦應保有 3 年以上持續參與培訓活動之紀錄，以符合香港證監會「持續培訓」之規範。申請第 9 類牌照可承作業務包括：募集和管理香港證監會認可基金(包

括共同、對沖、退休和創投基金)、私募基金、全權委託帳戶以及證券投資顧問在內的各項業務。

申請牌照相關的豁免規定<sup>27</sup>，例如：法團本身有承作證券經紀業務，可就第 1 類(證券交易)受規管活動獲發牌照而經營第 4(就證券提供意見)、第 6(就機構融資提供意見)及第 9 類(提供資產管理)受規管活動，前提條件是該等活動完全附帶於法團作為證券經紀的交易活動。此外，就第 9 類受規管活動獲發牌照的法團和人士，如欲進行第 1 類(證券交易)、第 2 類(期貨合約交易)、第 4 類(就證券提供意見)、和(或)第 5 類受規管活動(就期貨合約提供意見)者，若該欲進行的受規管活動純粹是由於提供資產管理業務而產生者，如該基金經理為其本身的客戶管理證券及(或)期貨合約投資組合時，向交易商發出交易指示或提供投資建議和研究報告等，此時便不須取得相關受規範規管活動之牌照<sup>28</sup>。

---

<sup>27</sup> 參考 2013 年 4 月，香港《證券及期貨事務監察委員會 發牌資料冊》第五部：發牌規定的豁免—附帶豁免，頁 10。

<sup>28</sup> 就第 4 類及第 5 類受規管活動而言，該資產管理業務必須涉及集體投資計畫下的投資組合管理。



## 二、 新加坡

### (一) 新加坡證券業概述

新加坡證券市場的開始可追溯至 19 世紀末英國商人在東南亞的殖民地設立的股份有限公司，在新加坡自馬來西亞獨立前，新加坡已有獨立的證券市場運作。1930 年 6 月為規範因經濟興起、貿易繁榮而越來越熱絡的證券市場，並且保障投資人權益，新加坡的證券經紀商聯合成立新加坡證券經紀人協會。1960 年英國在馬來西亞殖民地建立證券交易所，分為新加坡和吉隆坡兩個交易廳，在 1965 年新加坡獨立後，原本的新加坡交易廳成為新加坡證券交易所(The Stock Exchange of Singapore, SES)<sup>29</sup>。現在的新加坡交易所(新交所, SGX)是為新加坡證券交易所(SES)與新加坡國際金融交易所(The Singapore International Monetary Exchange, SIMEX)於 1999 年 12 月 1 日合併成立。

新加坡證券市場相關之法律包含：《證券業法》(Securities Industry Act, SIA)、《公司法》(Company Act)、《證券業規則》(Securities Industry Regulations)與《新加坡證交所規則》(Rules and By-Laws Regulation of Stock Exchange of Singapore)。2001 年 10 月 5 日新加坡將原有的《證券業法》、《期貨交易法》、《交易所法》及《公司法》部分條文綜合整併後，推出《證券暨期貨法》(Securities and Futures Act, SFA)，因應全球化與金融制度開放後，證券商能兼營期貨業務，或期貨商能兼營證券業務，使法規能夠統一規範金融機構整合性的業務活動<sup>30</sup>。

2001 年 10 月 5 日以前，新加坡對證券商的管制主要根據《證券業法》(SIA)，自從該法併入《證券暨期貨法》(SFA)的第六章「資本市場服務執照與代表人執照」後，法規改為針對金融機構所從事之業務別予以規範。除了 SFA 第 99 條所

---

<sup>29</sup> 參考黃育陞等，2004 年，「亞洲證券市場投資實務」，寶來證券集團國際金融部。

<sup>30</sup> 參考 2013 年 7 月，「世界主要證券市場相關制度」，臺灣證券交易所。

列之豁免對象外，欲從事新加坡政府所列管之特定資本市場活動的任何公司，不論是私募股權投資公司、基金公司或證券商等，於從業前須向 MAS(新加坡金融管理局)申請通過資本市場服務執照(capital markets services license, CMS license)，而後得以從事下列一項或一項以上之受監管業務：(1)證券交易、(2)期貨合約交易、(3)外匯保證金交易、(4)公司理財諮詢、(5)基金管理、(6)不動產投資信託基金管理、(7)證券融資、(8)信用評等服務、(9)證券託管服務。因此，新加坡證券商從事私募基金業務，屬於上述第五項資金管理範疇，從業前須通過金融管理局審核授予 CMS 執照使得進行私募基金活動。

CMS 執照所規範的基金管理業務細項包含：(1)分離基金(segregated mandate)；(2)集中投資計畫(collective investment scheme)；(3)避險基金(hedge fund)；(4)私募股權(private equity)；(5)組合型基金(fund of funds)；(6)創業投資(venture capital)；(7)第三方資產管理(external asset management)；(8)聯合家族辦公室(multi-family office)；(9)其他。

根據 SFA 第 99 條，豁免不須持有 CMS 執照，仍可從事上述規管業務者包含：(1)符合 Banking Act (Cap.19)規範下所認可核發執照的銀行，可從事所有受規管活動；(2)Monetary Authority of Singapore Act (Cap. 186)法制下認可為投資銀行(merchant bank)的金融機構，可從事該法所核准之受規管活動；(3)Finance Companies Act (Cap. 108)規範下認可核發執照之融資公司(financial company)，可從事該法無禁止之受規管活動；(4)受 Insurance Act (Cap. 142)規範而認可核發執照的任何保險公司或商業合作社，可從事基金管理活動以執行保險事業之業務；(5)任何證券或期貨交易所、受主管機關認可的市場操作者、或受主管機關認可的控股公司，進行其一般業務時所需伴隨從事受規管活動；(6)受認可的結算所，為了進行結清業務而需從事任何受監管活動；(7)任何受到主管機關豁免不需持有 CMS 執照，即可從事監管活動的個人或群體。

圖 3-1 為 2006 至 2014 年 11 月新加坡 CMS 持照之金融機構家數成長率。除了受到 2008 年金融風暴及歐債危機的影響，使得 CMS 持照家數成長率有銳減外，其他年度 CMS 持照家數皆有一定程度的增長，尤其 2013 年及 2014 年有大幅成長。圖 3-2 中顯示 CMS 執照各業務項目自 2005 年以來的申請狀況，其中，以基金管理業務項目的申請數最多，其次為證券交易。

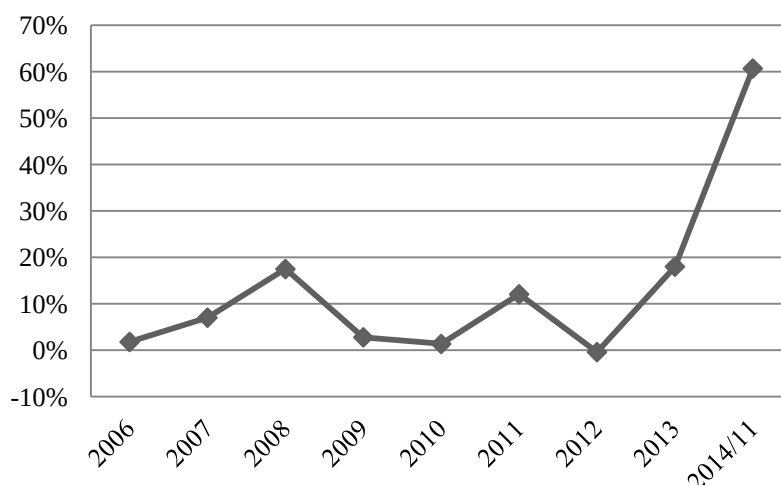


圖 3-1：CMS 執照公司(家)數成長率(2006 年至 2014 年 11 月)

資料來源：新加坡金融管理局

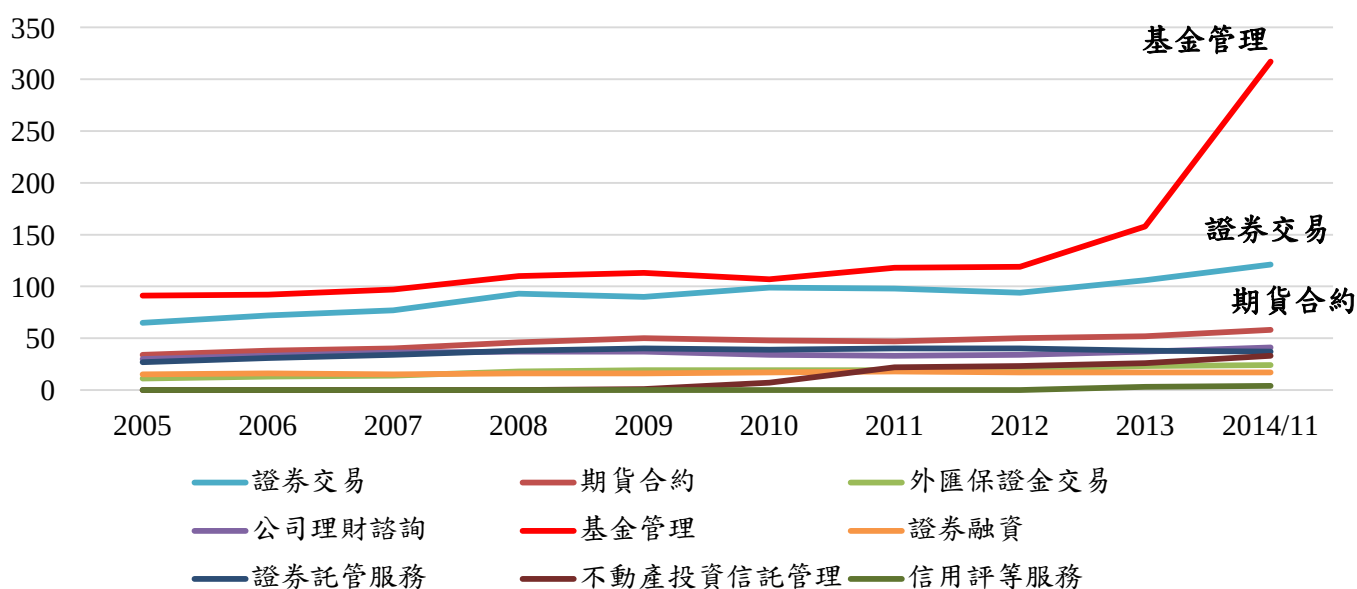


圖 3-2：CMS 執照持有機構之業務申請項目(2005 年至 2014 年 11 月)

資料來源：新加坡金融管理局

## (二) 新加坡私募基金發展現況

新加坡因為擁有強勁的經濟成長力、穩定的政權與政府優惠政策、健全的基礎建設，使其成為東南亞私募基金市場的中心，並且吸引許多科技、金融、投資公司到新加坡設立總部。因此在發行私募基金方面，新加坡具有許多優勢。

首先，由於新加坡座落於東南亞地區的中心位置，為進入馬來西亞、印尼、越南及緬甸等快速發展市場的中心起點站，被許多私募股權投資公司視為滲入東協市場的最佳通道。其次，新加坡擁有許多大型銀行、承銷人員、基金經理人、會計審查人員、法務專家等高素質的人力，無疑是私募股權投資公司從事投資活動與基金管理業務的根據地，其中包含著名的美國投資公司 Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR)與 Blackstone，分別於 2012 及 2013 年在新加坡設立據點。

再者，新加坡的法律規範與稅務架構對私募股權基金方面的課稅減免方案十分優惠，包含 Offshore Fund Scheme、Onshore Fund Scheme 和 Enhanced Tier Fund Scheme<sup>31</sup>，在這些架構及特定條件下(包含基金經理人須為新加坡金融管理局所認可且核發相關執照者)，由基金產生的相關所得與資本利得稅負將可被免除。此外透過 Fund Management Scheme，基金經理人容許以 10%的特許稅率，而非以 17%的現行企業所得稅率，來計算提供投資建議與基金管理的手續費所得之稅負。

在東南亞區域中新加坡被認為是私募基金市場發展最成熟的國家，擁有較多的成長企業與投資前景，自然吸引眾多的私募基金公司進入尋找收購(buyout)機會。而由於新加坡政府有意扶植新加坡成為創業與科技部門的發展中心，未來新加坡的創業投資(VC)也是前景可期。

---

<sup>31</sup> 有關新加坡基金投資之稅務優惠方案詳細內容與資格，請參閱本文第三章 3-2-3 節(新加坡證券商如何發行私募基金)。

根據跨國情報公司 Preqin 於 2014 年 2 月對 40 位新加坡私募基金經理人以及其所投資的標的公司所做的調查顯示，與東協國家相比較之下，新加坡發展私募基金的優勢，依序為法律環境、新加坡所在地理位置、政治穩定、稅賦結構、經濟環境、易出場策略。然而他們也認為由於新加坡為小型國家，投資機會的型態(例如：產業種類較少)與數量皆有上限，將導致未來私募基金市場競爭環境更加激烈<sup>32</sup>。

以下從資產管理規模、投資產業、投資人形態及私募基金投資策略型態偏好，四個面向來呈現新加坡私募基金發展現況：

## 1. 資產管理規模

可從表 3-4 觀察到新加坡整體基金管理產業的資產管理規模(AUM)，除了 2011 年受到整體投資環境影響外，近年來都有大幅度的增長，尤其 2012 年 AUM 成長幅度幾乎達 2010 及 2013 年兩倍。基金資金主要來源高達七、八成來自新加坡境外投資人，超過半數以上投資於亞太地區，可見新加坡確實為國外投資人進入亞太地區基金市場的中心。

新加坡基金管理者於私募股權基金與創投之資產管理規模(AUM)在 2013 年相較前年成長了 10.8%，金額達到 358 億新加坡幣(如圖 3-3 所示)。此資產管理規模的快速擴張，不僅是因為新加坡本地基金管理公司家數的增長，還歸功於新加坡政府有意培植其國內草創階段之資訊科技與生命科學產業，政策的有利環境迎合許多私募投資人的需求，越來越多的外國私募股權公司紛紛到新加坡設立營運據點。

---

<sup>32</sup> Preqin and SVCA Special Report: Singapore and ASEAN Private Equity, April, 2014.

表 3-4：新加坡基金管理產業 2010 年至 2013 年 AUM 趨勢

| 基金管理產業       | 2010  | 2011   | 2012   | 2013   |
|--------------|-------|--------|--------|--------|
| AUM(新加坡幣)    | 1.4 兆 | 1.34 兆 | 1.63 兆 | 1.82 兆 |
| 年成長率         | 12%   | -1.2%  | 21.50% | 11.80% |
| 總資產資金來自新加坡境外 | 80%   | 70%    | 80%    | N/A    |
| 總資產投資於亞太地區   | >60%  | >60%   | >70%   | 67%    |

資料來源：MAS Annual Report，2010 年至 2013 年

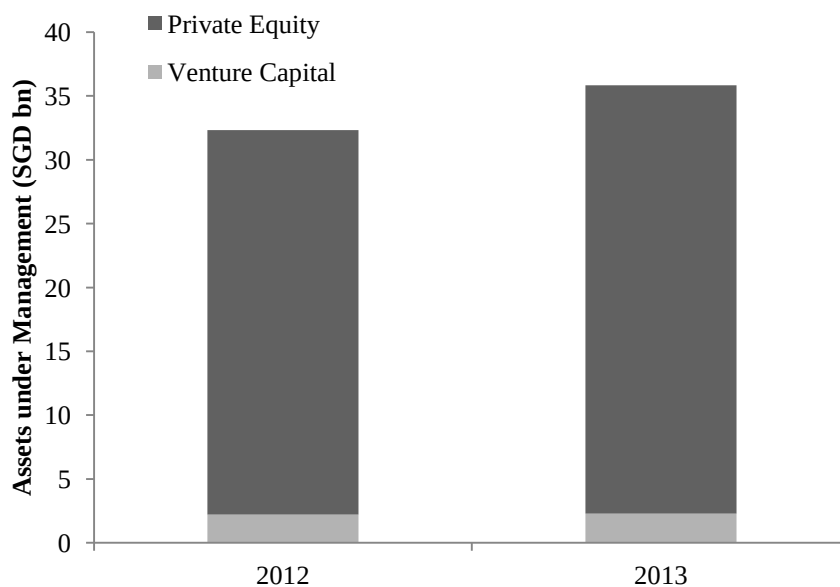


圖 3-3：新加坡 2012 及 2013 年私募股權與創業投資之資產管理規模

資料來源：Preqin and SVCA Special Report: Singapore and ASEAN Private Equity, April, 2014。

## 2. 投資產業

根據 Preqin 2014 年 2 月所做調查，受訪的 40 名新加坡私募基金經理人的投資標的中，標的公司所屬產業以可選擇消費品(consumer discretionary)占 54%為最多(如圖 3-4 所示)，導因於亞洲地區擁有眾多發展中國家之消費者階層。其次為醫療保健(healthcare)及電訊、傳播與通訊(telecoms, media and communications)各占 49%，前者之投資數據與新加坡人口統計資料之呈現吻合，新加坡正面臨人口

老化問題，使得在位決策者推出許多社會福利政策，同時企業也增加對健康醫療事業的投資。此外，新加坡國內、外之需求，推升新加坡製造業與電子業近年快速的成長，使得工業(industrials)及資訊科技(Information Technology)產業在私募股權基金投資所佔比例皆達到 43%。

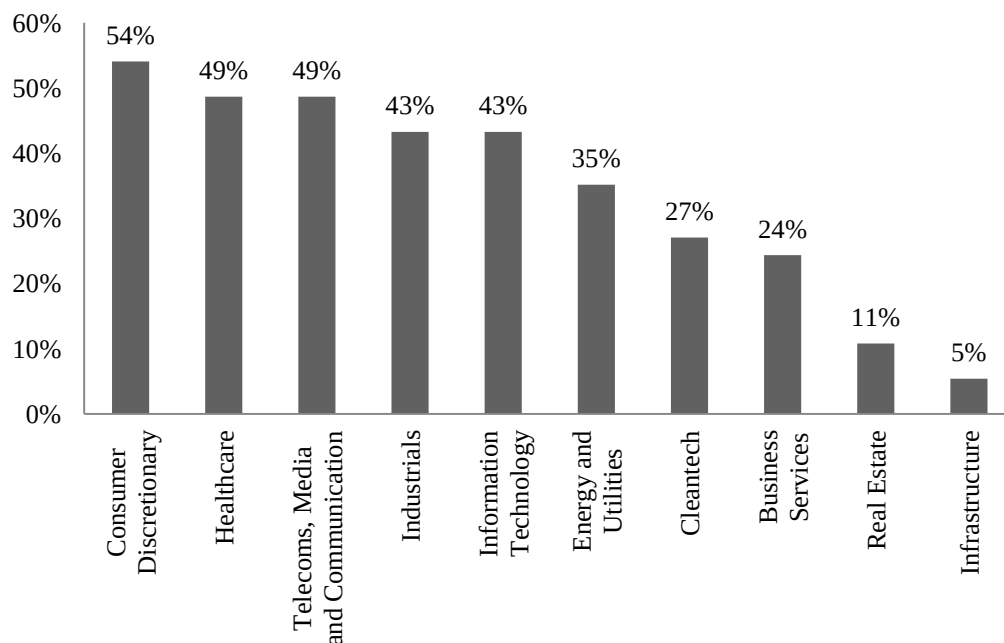


圖 3-4：新加坡私募基金經理人所投資境內企業之產業別(2014 年 2 月)

資料來源：Preqin and SVCA Special Report: Singapore and ASEAN Private Equity, April, 2014。

### 3. 投資人型態

以 Preqin 2014 年 2 月所做調查顯示，新加坡私募基金投資人型態以家族私人財富管理(family offices)及財富管理人(wealth managers)最為流行，各佔所有新加坡私募基金投資人的 24%，各種投資人型態所佔比率如圖 3-5 所示。

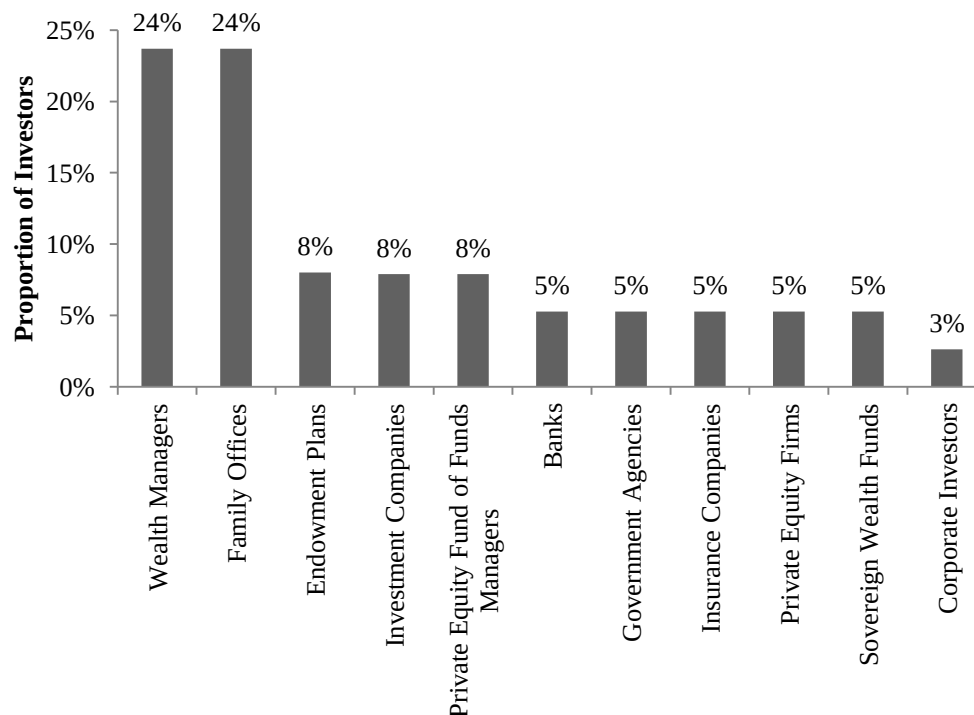


圖 3-5：新加坡境內私募基金投資人型態(2014 年 2 月)

資料來源：Preqin and SVCA Special Report: Singapore and ASEAN Private Equity, April, 2014。

#### 4. 私募基金投資策略型態偏好

根據 Preqin 2014 年 2 月所做調查，新加坡私募基金之投資策略，以創業投資的方式最受新加坡投資人喜愛，高達 73%之受訪新加坡投資人使用創投策略。其次為收購(buyout)與成長基金(growth funds)，分別為 69%及 62%之新加坡投資人所使用。

### (三) 新加坡證券商如何發行私募基金

#### 1. CMS 執照之取得

在新加坡從事私募基金管理須持有資本市場服務執照，除非為豁免持有 CMS 執照者，否則將處以最高 150,000 新加坡幣之罰款，或處以三年以下有期徒刑，亦或處以兼具上述兩種之懲罰；持續違反此法規而不改善者，每日處以最



高 15,000 新加坡幣之罰款。

### (1) 申請資格

下述為申請 CMS 執照之資格規定：(1)CMS 執照僅核准予企業法人，而非核發於個人；(2)至少須有 5 年以上在新加坡或相關地從事所申請業務之從業記錄；(3)申請企業及其關係企業在其母國擁有良好的信用評等；(4)申請企業受其母國法律機關適當監管；申請企業履行有效、誠信、公平的權責；(5)申請企業需在新加坡設有實體辦公室或營運據點；(6)申請企業之董事會至少須有兩名成員，且至少一位居住於新加坡；申請企業之首席執行長須居住於新加坡；(7)申請企業所指派的首席執行長，事前須通過 MAS 的認同；(8)申請企業須任用至少兩名全職員工，來從事所申請之規管業務，且指派其為規管業務代表人。代表人須符合以下條件：至少年滿 21 歲、最低學歷與檢定要求<sup>33</sup>。

### (2) 基本資本額要求

申請 CMS 執照者需依照不同會員別，符合以下最低資本額要求：(1)交易所會員，資本額不得低於 100 萬新加坡幣；(2)結算會員，資本額不得低於 500 萬新加坡幣；(3)同時為結算機構會員及衍生性交易結算所機構會員，則資本額不得低於 800 萬新加坡幣。

---

<sup>33</sup> **SFA 04-N09 (Amendment) 2012:** the minimum academic qualifications are: **(aa)** in the case of a representative in respect of providing credit rating services on or after 17 January 2012, a Bachelor's degree in a discipline that is relevant to him acting as a representative of his principal in respect of providing credit rating services, as determined by his principal; **(a)** in the case of a representative who sat for GCE "O" Level Examinations before or in the year 1980 –(i) qualifications higher than or equal to at least 4 GCE "O" Level credit passes; or(ii) qualifications higher than or equal to at least 2 GCE "O" Level credit passes and at least 3 years of relevant and continuous working experience over the past 5 years in respect of the regulated activity; **(b)** in any other case, qualifications higher than or equal to at least 4 GCE "O" Level credit passes.

### (3) 拒絕核發 CMS 之評斷準則

當申請人有下列情況時，申請 CMS 執照將會遭到拒絕：(1)申請人未提供主管機關所要求之資訊或文件；與申請人、受雇人員或以相關業務為目的之資訊或文件，或者所提供之資訊、文件有誤或使人誤解；(2)申請人或其實質股東在新加坡或他地正進行解散或清算程序、申請人或其實質股東無法履行部分或全部的判決債務；(3)申請人或其實質股東之財產在新加坡或他地已經被指派財產之接管人或(法定)財產管理人；(4)申請人或實質股東在新加坡或他地正與其債權人進行和解協商程序；(5)申請人、其實質股東或申請人之主管在新加坡或他地，目前或曾經被判定因涉及詐欺或違反誠信之罪名，或違反新加坡證券暨期貨法；(6)主管機關對申請人之主管或受雇人員的學歷、經驗或其他條件有疑慮，而認為其未能符合持有 CMS 執照的資格；(7)主管機關認定申請人所僱用之員工、主管或其實質股東並非合適人選；(8)依據聲譽、特質、財務誠信與可靠程度為審核，主管機關認定申請人、其主管、雇員或實質股東，不能為其客戶謀取最大的利益；(9)主管機關對申請人或其實質股東之財務狀況或執行業務的方式不滿意；(10)主管機關認為申請人過去的績效表現或專業知識，不符合持有 CMS 執照的資格；(11)任何情況導致申請人、雇員、或其實質股東進行不適當業務，或以不實態度執行業務；主管機關認定申請人、主管或雇員無法在執行業務時發揮有效、誠實、公平的功能；(12)主管機關認為若授予申請人執照將違背大眾利益；(13) 主管機關已根據第 101A 條法規對申請人下達禁制令生效。

## 2. 發行私募基金之管理

自新加坡將《證券業法》納入《證券暨期貨法》後，金融機構依照業務別向新加坡金融管理局申請特定業務執照，即可從事該業務，因而新加坡政府並無特別畫分出「證券商」可從事之業務。在新加坡，發行私募基金的主要金融機構為基金管理公司，因此新加坡政府對基金管理公司從事私募基金業務有較明確而詳

細的規範；此外，由於新加坡政府對銀行業監管較為嚴謹保守(相對於對其他金融業的監管)，法規對於銀行業承作私募基金業務，也有較嚴格之管理，陳列於下：

## (1) 基金管理公司發行私募基金之管理

### A. 基金管理公司類別與規範

新加坡基金管理公司(Financial management companies, FMCs)分為三類：Licensed Retail FMCs (Retail LFCs)、Licensed Accredited/Institutional FMCs (A/I LFCs)及 Registered FMCs (RFMCs)。第一類，Retail LFCs 為持有 CMS 執照之基金公司，服務對象為一般投資人；第二類，A/I LFCs 同樣需持有 CMS 執照，且僅服務受信投資人(accredited investors)<sup>34</sup>及機構投資人(institutional investors)<sup>35</sup>的基金公司，此類基金公司僅能從事執照所准許的業務，但投資人數不受限制；第三類，RFMCs 不需申請 CMS 執照，但需向 MAS 註冊成為 RFMCs，其所管理的總資產管理規模(AUM)不得超過 2.5 億新加坡幣，且服務對象限制為 30 位(含)以下的受信投資人及機構投資人(且投資者中，基金不得佔超過 15 位)。得發行私募基金的基金管理公司，應屬於第二類 A/I LFCs 及第三類 RFMCs。基金管理公司類別整理於表 3-5。

Retail LFCs 及 A/I LFCs 兩類基金公司，其實際負責基金管理的從業人員需取得資本市場代表人執照(Representatives' License)，且資金公司高階職員與持股 5%以上的實質大股東身分，將納入執照審核的項目之一。

---

<sup>34</sup> 受信投資人：淨資產超過 2 百萬新加坡幣，或過去 12 個月內薪資不少於 30 萬新加坡幣之個人；也可為淨資產超過 1 千萬新加坡幣之企業，或金融管理局核可信託之受託管理人或其他個人。

<sup>35</sup> 機構投資人包含銀行、投資銀行、融資公司、保險公司或合作社、信託公司、政府、任何法定團體、退休基金或集中投資計畫、CMS 執照持有公司、與受信投資人或專業投資人從事債券交易之人、金融管理局核可信託之受託管理人、或其他金融管理局核可之個人。

若核發執照後，基金公司之高階職員有調動，或大股東持股達 20%需經過 MAS 同意。

表 3-5：新加坡基金管理公司類別與服務對象之限制

| 基金管理公司類別            | 特殊要求                  | 服務對象限制                                                          |
|---------------------|-----------------------|-----------------------------------------------------------------|
| <b>Retail LFMCS</b> | 須持有 CMS 執照            | 以所有投資人為對象之基金管理                                                  |
| <b>LFMCS</b>        |                       |                                                                 |
| <b>A/I LFMCS</b>    | 須持有 CMS 執照            | 只對合格投資人做基金管理，投資人數無限制                                            |
| <b>RFMCS</b>        | 須向 MAS 登記註冊成為核可的 RFMC | 服務對象不超過 30 位的合格投資人(其中基金或有限合夥基金不得超過 15 位)，且基金資產規模不得超過 2.5 億新加坡幣。 |

資料來源：“Guidelines On Licensing, Registration And Conduct Of Business For Fund Management Companies,” Securities And Futures Act, 2012.08.07。

## B. 基本資本額限制

A/I LFMCS 與 RFMCS 欲發行私募基金，其服務之投資人為合格投資人，需滿足 25 萬新加坡幣之基本資本額的規定。如下表 3-6 所示：

表 3-6：新加坡基金管理公司基本資本額要求

| 項目                                   | 基本資本額要求  |
|--------------------------------------|----------|
| (a)管理任何集合投資計畫之基金管理，對象為合格投資人以外的任何投資人  | 1 百萬新加坡幣 |
| (b)管理任何非集合投資計畫之基金管理，對象為合格投資人以外的任何投資人 | 50 萬新加坡幣 |
| (c)管理其他不符上述(a)、(b)敘述之基金管理            | 25 萬新加坡幣 |

資料來源：“Guidelines On Licensing, Registration And Conduct Of Business For Fund Management Companies,” Securities And Futures Act, 2012/8/7。

### C. 董事與重要管理人員最低要求

申請成為 A/I LFCs 與 RFMCs 此兩類基金管理公司，需至少有 2 位有 5 年以上相關經驗的董事，其中全職的執行董事需至少佔一名，且為新加坡居民。CEO 需至少有 5 年相關經驗。基金公司需至少有 2 名有 5 年以上相關領域經驗的新加坡專家<sup>36</sup>。管理基金之代表人則需至少兩位，且須為新加坡居民。各類基金管理公司之董事及管理人員之規定如下表 3-7：

表 3-7：新加坡基金管理公司之董事與重要管理人員規定

| 董事與重要管理人員            | Retail LFC        | A/I LFC           | RFMC              |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 董事會人數                | 至少 2 位            | 至少 2 位            | 至少 2 位            |
| 董事具相關經驗之最低年數要求       | 5 年               | 5 年               | 5 年               |
| 董事中之執行董事人數           | 至少 1 位，須全職，為新加坡居民 | 至少 1 位，須全職，為新加坡居民 | 至少 1 位，須全職，為新加坡居民 |
| CEO 具相關經驗之最低年數要求     | 10 年              | 5 年               | 5 年               |
| 相關領域專家人數             | 至少 3 位，且為新加坡居民    | 至少 2 位，且為新加坡居民    | 至少 2 位，且為新加坡居民    |
| 專家具相關經驗最低年數要求        | 5 年               | 5 年               | 5 年               |
| 代表人 <sup>37</sup> 人數 | 至少 3 位，且為新加坡居民    | 至少 2 位，且為新加坡居民    | 至少 2 位，且為新加坡居民    |

資料來源：“Guidelines On Licensing, Registration And Conduct Of Business For Fund Management Companies,” Securities And Futures Act, 2012/8/7。

<sup>36</sup> 專家可為董事、CEO 或基金公司之代表人

<sup>37</sup> 代表人為執行基金管理受規管活動之個人，例如：建立基金組合與配置、做基金研究、提供諮詢、基金業務發展與行銷、基金客戶服務。代表人可以包含基金公司之董事與 CEO。代表人須符合“Notice on Minimum Entry and Examination Requirements for Representatives of Holders of Capital Markets Services licence and Exempt Financial Institutions under the SFA [SFA04-N09]”最低要求

## D. 風險管理

### a. 風險管理架構

基金管理公司須建構風險管理架構，以鑑定、傳達與監視其管理的客戶資產風險。基金公司須認知到風險取決於基金管理產業的本質與規模，以及其所管理之資產的本質。風險管理架構須至少包含：(1)風險管理委員會(risk management function)之治理性、獨立性與勝任性：風險管理委員會需受基金管理公司之董事會及高階經理人高度的監督，且須獨立於投資組合委員會(portfolio management function)之外，且風險管理委員會成員須具備充足之風險管理專業知識；(2)鑑定與衡量客戶資產：任何與客戶資產相關的風險須被鑑定與衡量。根據資產的本質、規模與複雜度，基金公司須備有適切的風險衡量工具及衡量標準，確保風險衡量的正確性與即時性；(3)風險的即時監控與報導：需發展完善的程序，確保鑑定出的風險受到嚴密監視與即時管理；(4)所有風險管理政策、程序與報導須以文字書面呈現並留存。

### b. 資本適足率要求(risk-based capital requirement)

依照資本適足率之規定，A/I LFCs 其財務資源(financial resources)<sup>38</sup>至少要為作業風險(operational risk requirement)<sup>39</sup>的 120%；然，RFMCs 在資本適足率上則無特別要求。此外主管機關強烈建議但不強制 RFMCs 與 A/I LFCs 建立專業責任保險 (professional indemnity insurance)策略。資

---

<sup>38</sup> 財務資源部分的計算包含：(1)資本，且資本需調整非流動項目，包含 a.無法於 30 天內轉換為現金之資產、b.非流動資產、c.預付費用、d.無形資產、e.遞延所得稅利益；(2)不可贖回及非累積特別股(不可超過兩倍的資本)；(3)類別股；(4)合格次順位債(不可超過兩倍的資本)；(5)重估利益；(6)其他準備。

<sup>39</sup> 作業風險包含：基本要求(Base requirement)、變動要求(Variable requirement)與次要要求(Secondary requirement)。

本適足率要求如表 3-8：

表 3-8：新加坡基金管理公司資本適足率要求

| 基金管理公司類型     | 資本適足率要求                                                                   |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------|
| Retail LFMCS | 財務資源(financial resources)須至少達作業風險<br>(operational risk requirement)的 120% |
| A/I LFMCS    |                                                                           |

資料來源：“Guidelines On Licensing, Registration And Conduct Of Business For Fund Management Companies,” Securities And Futures Act, 2012/8/7。

c. 監督機制

**獨立監護(custody)：**基金管理公司需確保其管理之資產受到獨立監護，獨立監護機構包括首席經紀商(prime brokers)、託管商(depositories)與銀行，上述監護機構必須有相關執照或經主管機關授權成立。

**獨立評價與報導：**基金管理公司須獨立評價其管理之基金，並提供客戶基金管理報告。評價要求為(1)由第三方機構提供評價，例如第三方基金管理人(fund administrator)或監護人(custodian)；或(2)建立內部基金評價委員會(fund valuation function)，且與投資管理委員會(investment management function)分離。選項(2)針對有充足資源及內部控制，足以有效率地運作兩個分離委員會的大型金控集團。

d. 資訊揭露

基金管理公司須向客戶充分揭露其所管理的基金與帳戶，並至少提供以下資訊：(1)投資政策與策略，及策略相關的風險。；(2)手續費、契約中止或投資退場、贖回金額限制(gating)、側袋帳戶(side-pocketing)<sup>40</sup>、不

<sup>40</sup> 基金經理人將基金中的資產(通常為流動性差者)放入側袋帳戶時，若投資人要求贖回基金，則

得贖回之閉鎖期(lock-up)、暫停贖回，包含任何違約成本；(3)評價政策與績效評估標準。投資於評價困難或流動性差之資產所使用的評價方法與程序；(4)被允許使用槓桿的程度、使用槓桿的時機、槓桿的衡量與定義；(5)基金或帳戶的經紀人與交易對象；(6)基金或帳戶的監護者、信託、第三方基金管理人或稽核人。以上須於基金建立之初或客戶帳戶建立時揭露。除定期揭露外，任何內容更動須主動向客戶提供。

#### e. 利益衝突

基金管理公司須建立方法降低利益衝突，並揭露與客戶間可能的利益衝突，例如下述情況：(1)基金管理公司的 CEO、董事或代表人對相關事業體有控制利益或大量控股，且基金管理公司獲得此事業體提供的服務；(2)基金管理公司使用業主資金、關係企業資金或屬於員工之資金去投資基金；(3)基金管理公司利用客戶資金投資其關係企業；(3)基金管理公司的 CEO、董事或代表人獲得與其職位身分不符的利益，且此利益可能與客戶利益相衝突。

### E. 稅制優惠方案

新加坡政府訂定以下表 3-9 稅賦優惠方案鼓勵基金產業發展，基金除符合以下條件外，尚須獲 MAS 核准始得免稅：

---

側袋帳戶中的資產將不會被贖回，直到這些資產恢復流動性。



表 3-9：新加坡基金產業稅賦優惠方案

|       | Resident Fund Scheme                                                    | Enhanced Tier Fund Scheme                                 | Offshore Fund Scheme                                                    |
|-------|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 方案對象  | 針對由新加坡基金經理人所管理的新加坡在地基金 (Singapore resident funds)(以公司形式設立)              | 針對新加坡基金經理人所管理超過 5 千萬新加坡幣的所有基金                             | 針對新加坡基金經理人管理的非新加坡基金                                                     |
| 方案優惠  | 受 MAS 核可的指定投資 <sup>41</sup> ，其特定收益 <sup>42</sup> 可免稅(免稅優惠排除貿易利得與匯款)     |                                                           |                                                                         |
| 法律形式  | 新加坡公司                                                                   | 公司、信託、有限合夥                                                | 非新加坡公司、信託或有限合夥                                                          |
| 基金經理人 | 受核准新加坡基金管理公司                                                            | 受核准新加坡基金管理公司<br>需雇用至少 3 位投資專家(每個月獲利至少 3,500 新加坡幣且從事受規管業務) | 受核准新加坡基金管理公司                                                            |
| 投資人   | 不可由新加坡投資人 100%持有<br>對所有免稅之特定收益，每位投資人須為合格投資人<br>任何非合格投資人，需依其所分配之基金收益繳納稅額 | 無限制                                                       | 不可由新加坡投資人 100%持有<br>對所有免稅之特定收益，每位投資人須為合格投資人<br>任何非合格投資人，需依其所分配之基金收益繳納稅額 |

<sup>41</sup> 指定投資(designated investments)包含但不限於：(1)任何公司股份；(2)債券；(3)不動產投資信託、外匯交易基金或其他證券(外國政府發行之外幣計價證券、任何交易所上市證券、任何所公司發行之證券、超國家組織發行之證券)；(4)期貨合約；(5)新加坡境外固定資產；(6)任何核准新加坡銀行存款；(7)新加坡境外金融機構之外匯存款；(8)外匯交易；(9)標的物為任何指定投資或金融指數的金融衍生性產品；(10)投資於指定投資的單位信託。以上不包含從事新加坡固定資產持有或投資的非上市公司發行之證券。

<sup>42</sup> 特定收益包含任何投資收益，除了以下或另行公布之指定收益項目：(1)任何核准銀行之存款利息或亞洲貨幣債券之利息；(2)核可債券之利息；(3)不動產投資信託之應課稅所得分配。

|                              |                                                                          |                                                  |     |
|------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|-----|
| 基金規模                         | 無限制                                                                      | 於申請時間點，承諾資本 (committed capital) 至少需達 5,000 萬新加坡幣 | 無限制 |
| 第三方基金管理人(Fund Administrator) | 新加坡第三方基金管理人                                                              | 新加坡第三方註冊於新加坡之基金管理人                               | 無限制 |
| 基金費用                         | 需至少引入 200,000 新加坡幣供業務支出(包含管理費用、佣金及其他營運費用)                                | 需至少引入 200,000 新加坡幣供業務支出(包含管理費用、佣金及其他營運費用)        | 無限制 |
| 報導要求                         | 呈遞年稅申報表給新加坡國內稅務局 (Inland Revenue Authority of Singapore, IRAS)及每年申報給 MAS |                                                  |     |

資料來源：“Fund Managers & Financial Advisers – Singapore Regulatory and Tac Framework,” Iyer Practice, Jan. 2014。

## (2) 銀行發行私募基金之管理<sup>43</sup>

### A. 申報與發行

發行銀行若欲展開私募股權／創投 (PE/VC)投資，須於投資前建立相關策略，並向有關當局呈交 PE/VC 風險管理策略複本，及私募基金經理人資格之審核標準，策略內容有任何異動，需以書面方式呈報主管機關。

發行銀行須於每年的 6 月 30 日及 12 月 31 日，遞交 PE/VC 投資的資訊予主管機關(包含投資公司、被投資公司及其所屬產業、初始投資日期、PE/VC 金額佔被投資公司總資本比例、提供給被投資公司的債務融資與信用額度總額、PE/VC 之淨帳面值、淨帳面值佔該銀行總資本基金比例、淨帳面

<sup>43</sup> 資料來源：“Private Equity and Venture Capital Investment,” Notice of Bank, Banking Act (CAP. 19), 2010/7/5。

值佔整體銀行總資本基金比例)，最遲不得超過規定月份的隔月 30 日。此外，發行銀行若持有 PE/VC 超過規定存續期間(該投資之淨帳面值已從財報資本中予以扣除)，須於每年 12 月 31 日向 MAS 呈交 PE/VC 相關資訊(包含投資公司、被投資公司及其所屬產業、初始投資日期、被准許之存續結束日期、預期該私募投資完全退出日期、PE/VC 金額佔被投資公司總資本比例、提供給被投資公司的債務融資與信用額度總額、PE/VC 之淨帳面值)，最遲不得超過隔月 30 日。

任何 PE/VC 的發行，需詳細記載核定金額與批准項目，嚴格記錄以下資訊：PE/VC 之投資目標估價、績效基準設置(包含目標內部投資報酬率與預期持有期間)及退場策略。

## **B. 應募人資格與條件**

應募人包含兩類，其一為受信投資人，其二為機構投資人。受信投資人可為個人淨資產超過 2 百萬新加坡幣(或主管機關另行規定之金額門檻)，或過去 12 個月內薪資不少於 30 萬新加坡幣(或主管機關另行規定之金額門檻)之個人，也可為淨資產超過 1 千萬新加坡幣之企業，或金融管理局核可信託之受託管理人或其他個人。

機構投資人包含銀行、投資銀行、融資公司、保險公司或合作社、信託公司、政府、任何法定團體、退休基金或集中投資計畫(collective investment scheme)、CMS 執照持有公司、與受信投資人或專業投資人從事債券交易之人、金融管理局核可信託之受託管理人、或其他金融管理局核可之個人。

## **C. 投資與交易範圍**

PE/VC 可透過以下一種或一種以上的方式進行投資：(1)對投資標的之

成長或擴張提供融資，對研發活動或新事業的經營注資；(2)將投資標的從交易所中下市；(3)企業改組，例如重組、收購、合併、調整資本結構、槓桿收購(buy-out)、管理階層收購(buy-in)、合資、分拆(spin-off)或股票分拆上市(equity carve-out)；(4)被金融機構裁定為在產業中常見的其他取得投資的方式。

#### **D. 資訊揭露**

基金發行銀行須以文件載明其 PE/VC 之風險管理策略，內容應包含：各類投資型態之策略、風險認定與減緩、事先具體說明投資限制(包含個別投資限制、產業投資限制、地域性限制、各個投資階段限制)、盡職審查、投資批准、投資後續之監督、會計與評價、出場策略及其他攸關程序與過程。

#### **E. 利益衝突**

基於 PE/VC 投資要求相當水準之技能、經驗與判斷，基金發行銀行須雇用具備相關工作經驗與知識的專家來經營 PE/VC 投資。且銀行須以書面記載受託管理 PE/VC 之員工的資格評估策略，及受指派之被投資公司經理人(不能是被投資公司所投資之相關團體)。

基金執行者或銀行員工僅能擔任被投資公司的非執行董事(non-executive director)職務。唯有最主要負責執行該私募事業體活動的銀行員工可以參與公司策略議題或董事層級的議題，且上述議題之參與不能與被投資公司的日常營運有關，或是涉及被投資公司與發行銀行之間的交易利益衝突。

發行銀行只能在特殊情況下依照主關機關的指示，建議或參與被投資公司之日常營運，例如：被投資公司之高階經理人逝世，或被投資公司瀕臨破

產等危急狀況下，且須於 3 個月內向主關機關提供其涉入被投資公司之管理活動的期間長度與原因等細節。但危急狀況下參與被投資公司的管理活動最長不得超過 6 個月，除非主管機關事先以書面額外批准。

主管機關鼓勵銀行透過另一個分開的子企業來專門從事私募股權與創業投資，與一般銀行金融業務區分開來。所有銀行應確保每項私募股權與創業投資都可以從其他金融業務中被識別出來，且每項私募股權與創業投資之資訊應該被分別記錄以作內部監控。

為了有利於第二、三章所提之四個國家(地區)之證券商發行私募基金法規規範之比較，本研究將證券商從事私募業務之業務資格、對於該私募基金之規範等整理如表 3-10。

表 3-10：各國證券商從事私募基金業務相關制度比較表

|                | 中國大陸                                                                                                                                                                                             | 美國                                                                                      | 香港                                                                                                                                                            | 新加坡(基金管理公司)                                                                                                                   |
|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 證券商私募基金業務資格 | 依法申請資產管理業務                                                                                                                                                                                       | 登錄制                                                                                     | 牌照制(1、4、5、9)                                                                                                                                                  | 牌照制<br>(第二類 A/I LFCs 及第三類 RFMCs)                                                                                              |
| 2. 從業人員資格與相關規範 | 私募基金管理人應向基金業協會履行基金管理人登記手續並申請為基金業協會會員                                                                                                                                                             | 基金管理人可以是個人、合夥組織或公司                                                                      | 牌照制                                                                                                                                                           | 董事與重要管理人員最低要求                                                                                                                 |
| 3. 私募基金投資範圍    | 股票、債券、基金份額、證監會核准之其他證券及其衍生商品                                                                                                                                                                      | 未限制                                                                                     | 未限制                                                                                                                                                           | 未限制，但有資訊揭露及風險控制要求(BIS)                                                                                                        |
| 4. 應募人資格及人數    | <ul style="list-style-type: none"> <li>● <math>\geq 2</math> 人、<math>\leq 200</math> 人</li> <li>● 個人或者家庭 <math>\geq 100</math> 萬元人民幣</li> <li>● 公司、企業等機構 <math>\geq 1000</math> 萬元人民幣</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 成熟型投資人限 35 人以下</li> <li>● 合格投資人不限人數</li> </ul> | <p>根據《公司條例》的規定，未被許可的集合投資計畫(即私募基金)的集合投資人數不得超過 50 人</p> <p>基金發起人、管理人大都以自有資金投入基金管理公司，基金運作的成功與否與他們的自身利益緊密相關，基金管理者一般被要求持有基金某個比例的股份，當發生虧損時，管理者所擁有的股份將首先被用來支付投資人</p> | <ul style="list-style-type: none"> <li>● A/I LFCs 僅服務受信投資人及機構投資人，投資人數不受限制</li> <li>● RFMCs 限 30 位(含)以下的受信投資人及機構投資人</li> </ul> |
| 5. 利益衝突預防機制    | <ul style="list-style-type: none"> <li>● 業務隔離</li> <li>● 人員不得兼任</li> <li>● 不同業務帳戶間不得相互交易</li> </ul>                                                                                              | 基金發起人、管理人大都以自有資金投入基金管理公司，基金運作的成功與否與他們的自身利益相關，因此降低了基金經理人與投資者之間利益衝突的產生                    |                                                                                                                                                               | 須建立方法降低利益衝突，並揭露與客戶間可能的利益衝突                                                                                                    |
| 6. 稅負優惠        | 無                                                                                                                                                                                                | 無                                                                                       | 研擬中                                                                                                                                                           | 股權基金課稅減免                                                                                                                      |

## 第四章 我國證券投資信託事業發行私募基金之管理

根據第二、三章的分析，可看出美國、香港及新加坡對於證券商從事私募基金業務是採開放的態度，證券商只要有業務牌照或向主關機關登錄即可辦理；許多相關規定亦是針對基金管理人的規範，對於基金本身的規範相對較少，亦未限制私募基金資金運用投資範圍。雖然中國大陸目前仍對證券商發行私募基金有諸多限制，但也逐漸開放混業經營，使各類金融機構互相競爭、合作，近兩年來中國大陸證券商的資產管理業務規模大幅成長。而我國目前對於發展私募基金業務仍採較保守態度，不論是從業人員資格、資金運用範圍仍有諸多限制，本章將對於我國證券投資信託事業發展私募證券投資信託基金的現況及發行與管理辦法進行分析。

### 一、 現況分析

在 1968 年我國的證券交易法制定公布之初，就已有對於「證券投資信託事業」的規定。但我國證券投資信託事業實際設立以及相關法規建立起於 1983 年，並歷經 2004 年的法規重大變革，《證券投資信託及顧問法》於 2004 年 6 月完成立法程序，我國投信投顧業之發展又更進一步。依據現行法規，「證券投資信託事業」是指經主管機關許可，以經營證券投資信託為業之機構，其可經營之業務種類為：證券投資信託業務、全權委託投資業務以及其他主管機關核准之有關業務，證投信事業經營之業務種類應報請主管機關核准。

根據《證券投資信託及顧問法》，證券投資信託事業從事證券投資信託業務時，證券投資信託事業為委託人，與基金保管機構<sup>44</sup>(受託人)簽訂證券投資信託

---

<sup>44</sup> 《證券投資信託及顧問法》第 5 條：「基金保管機構：指本於信託關係，擔任證券投資信託契約受託人，依證券投資信託事業之運用指示從事保管、處分、收付證券投資信託基金，並依本法及證券投資信託契約辦理相關基金保管業務之信託公司或兼營信託業務之銀行。」

契約，以規範證券投資信託事業、基金保管機構及受益人<sup>45</sup>間權利義務之信託契約。而「證券投資信託基金」(共同基金)為證券投資信託契約之信託財產，包括因受益憑證募集或私募所取得之申購價款、所生孳息及以之購入之各項資產。《證券投資信託及顧問法》參照《證券交易法》，引進基金私募制度，使證券投資信託事業可為一定條件的投資人之個別需求量身定做，達到專業投資理財之功能<sup>46</sup>。經過近十年的發展，至 2014 年 11 月底，私募基金數量為 59 檔，基金規模為 109.5 億元新臺幣。

## 二、 發行與管理

在本節中，根據《證券投資信託及顧問法》、《證券投資信託基金管理辦法》，將對於我國證券投資信託事業發行私募基金的法律規範進行整理。

### (一) 申報與發行

於私募受益憑證價款繳納完成日起五日內，應填具申報書及檢附下列書件，向金管會申報備查：(1)證券投資信託契約、(2)董事會決議私募基金議事錄、(3)基金經理人符合證券投資信託事業負責人與業務人員管理規則規定資格條件之證明文件影本、(4)基金保管機構無證券投資信託基金管理辦法第五十九條規定所列各款情事之聲明文件、(5)投資說明書、(6)受益人符合證券投資信託及顧問法第十一條第一項資格條件之聲明書、(7)基金專戶之銀行存款證明、(8)國外私募投資國內或國內私募投資國外者，應併同檢具中央銀行同意函影本。私募基金之證券投資信託契約有變更者，應於變更後五日內向主管機關申報。

---

<sup>45</sup> 《證券投資信託及顧問法》第 5 條：「受益人：指依證券投資信託契約規定，享有證券投資信託基金受益權之人。」

<sup>46</sup> 參考王巧雲，2011 年 11 月 16 日，「證券投資信託及顧問法制發展史與演變」，證券暨期貨月刊，第 29 卷第 11 期。



有價證券之私募及再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為，否則視為對非特定人公開招募之行為。

證券投資信託事業募集或私募之證券投資信託基金，與證券投資信託事業及基金保管機構之自有財產，應分別獨立。證券投資信託事業及基金保管機構就其自有財產所負之債務，其債權人不得對於基金資產為任何請求或行使其他權利。基金保管機構應依證券投資信託及顧問法、該法授權訂定之命令及證券投資信託契約之規定，按基金帳戶別，獨立設帳保管證券投資信託基金。

證券投資信託事業就每一證券投資信託基金之資產，應依主管機關所定之比率，以下列方式保持之：(1)現金、(2)存放於銀行、(3)向票券商買入短期票券、(4)其他經主管機關規定之方式，第2及3項之銀行或短期票券，應符合主管機關核准或認可之信用評等機構評等達一定等級以上者。國內募集或私募之證券投資信託基金，持有第2至4項之總額，不得超過規定之一定比率；其一定比率，由主管機關報請財政部會商中央銀行定之。

## **(二) 應募人資格與條件**

證券投資信託事業可對下列對象進行受益憑證之私募：(1)銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、金融控股公司或其他經主管機關核准之法人或機構，(2)符合金管會所定條件之自然人、法人或基金。在前述第二項中所規定之應募人總數不得超過35人，且應該項應募人之合理請求，於私募完成前負有提供與本次證券投資信託受益憑證私募有關之財務、業務或資訊之義務。有關私募受益憑證轉讓之限制，應於受益憑證以明顯文字註記，並於交付應募人或購買人之相關書面文件中載明。

此外，有價證券私募之應募人及購買人除有下列情形外，不得再行賣出：(1)銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構

持有私募有價證券，該私募有價證券無同種類之有價證券於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣，而轉讓予具相同資格者；(2)自該私募有價證券交付日起滿一年以上，且自交付日起第三年期間內，依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，轉讓予證投信事業進行私募之應募人；(3)自該私募有價證券交付日起滿三年；(4)基於法律規定所生效力之移轉；(5)私人間之直接讓受，其數量不超過該證券一個交易單位，前後二次之讓受行為，相隔不少於三個月；(6)其他經主管機關核准者。前項有關私募有價證券轉讓之限制，應於公司股票以明顯文字註記，並於交付應募人或購買人之相關書面文件中載明。

### (三) 投資及交易範圍

證券投資信託事業得募集或私募證券投資信託基金之種類、投資或交易範圍及其限制，由主管機關定之。基金之投資或交易涉及證券相關商品以外之項目者，主管機關應先會商相關目的事業主管機關之同意；其涉及貨幣市場者，應另會商中央銀行同意。

依據《證券投資信託基金管理辦法》第 54 條，對私募基金之投資項目採負面表列規定，證券投資信託事業應依私募基金之證券投資信託契約運用基金，除金管會另有規定外，並應遵守下列規定：(1)不得投資證券交易法第六條規定以外之有價證券；(2)不得從事證券相關商品以外之交易；(3)不得為放款；(4)不得與本證券投資信託事業經理之其他各基金、共同信託基金、全權委託帳戶或自有資金買賣有價證券帳戶間為證券或證券相關商品交易行為，但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限<sup>47</sup>；(5)不得投資於本證券投資信託事業或與本證券投資信託事業有利害關係之公司所發行之證券<sup>48</sup>；(6)不得運用基金買入本基金之受益憑證，但經受益人請求買回

---

<sup>47</sup> 各基金包含證券投資信託事業募集或私募之證券投資信託基金及期貨信託基金

<sup>48</sup> 利害關係之公司，指有下列情事之一者：(1)與證券投資信託事業具有公司法第六章之一所定

或因基金全部或一部不再存續而收回受益憑證者，不在此限；(7)不得轉讓或出售基金所購入股票發行公司股東會之委託書；(8)持有存放於銀行、向票券商買入短期票券、其他經金管會規定之方式之總額不得超過規定之一定比率；(9)不得有接受特定人指定，協助為規避所得稅或其他影響證券投資信託事業應本於守法、誠實信用及專業投資管理原則之操作；(10)不得為經金管會規定之其他禁止事項。

而又依《證券投資信託基金管理辦法》第 54 條第 1 項第 8 款，私募基金之資產持有「存放於銀行」、「向票券商買入短期票券」及「其他經主管機關規定之方式」之總額不得超過規定之一定比率；並依金管會 2008 年 6 月 6 日金管證四字第 0970016151 號令第 3 點，證券投資信託事業就每一私募基金自基金成立屆滿 3 個月之日起，其資產以「存放於銀行」、「向票券商買入短期票券」及「其他經主管機關規定之方式」保持總額之最高比率為 50%。

金管會於 2006 年 2 月 17 日放寬私募基金得投資於未經金管會核准或申報生效之境外基金暨相關規範，惟該境外基金應符合：(一)不得投資黃金、商品現貨。(二)境外基金投資於大陸地區有價證券、H 股及紅籌股之比率，不得超過金管會依《境外基金管理辦法》第 23 條第 1 項第 3 款所定之比率。(三)基金管理機構成立滿 1 年，且最近 2 年未受當地主管機關處分並有紀錄在案者。(四)應有定期合理價格足供評價等規定。而私募基金亦可投資於未經金管會核准或申報生效的境外對沖基金，但因此種境外對沖基金較複雜且風險可能較高，因此金管會規定私募基金信託契約應明列該項投資標的，投資說明書應揭露相關投資風險、警語及基金選擇標準。

---

關係；(2)證券投資信託事業之董事、監察人或綜合持股達百分之五以上之股東；(3)前款人員或證券投資信託事業經理人與該公司之董事、監察人、經理人或持有已發行股份百分之十以上股東為同一人或具有配偶關係。綜合持股是指事業對證券投資信託事業之持股加計事業之董事、監察人、經理人及事業直接或間接控制之事業對同一證券投資信託事業之持股總數。

證券投資信託事業可運用私募基金投資於中國大陸之有價證券，原有之投資比率限制已於 2012 年 9 月 28 日完全取消；而私募基金投資於境外基金，該境外基金投資於中國大陸之比例仍應《境外基金管理辦法》第 23 條第 1 項第 3 款所定之比率規定<sup>49</sup>。此外，金管會已於 2013 年 4 月 3 日開放公募基金得投資本國企業赴海外發行之公司債在案，故私募基金亦得投資大陸地區有價證券及本國企業赴海外發行之公司債；惟私募基金投資國外有價證券，投信事業向中央銀行申請同意時，即需聲明遵守不得投資於以國內有價證券、本國上市、上櫃公司於海外發行之有價證券、國內投信事業於海外發行之受益憑證為連結標的之連動型或結構型債券募基金。

私募基金可投資於私募之有價證券，亦可從事證券相關商品交易，可包括非在期貨交易所進行衍生自貨幣、有價證券、利率或指數之期貨交易，惟仍須符合基金管理辦法第 54 條第 4 項之規定，其從事證券相關商品交易之風險暴露，不得超過基金淨資產價值之 40% (如下段所述)。而若海外商品指數型基金、商品 ETF、放空型 ETF 及槓桿型 ETF 如屬外國基金管理機構所發行或經理之受益憑證、基金股份或投資單位，依《證券投資信託基金管理辦法》第 54 條規定，私募基金即得投資之。

依《證券投資信託基金管理辦法》第 55 條第 1 項規定，私募基金適用同辦法第 9 條第 2 項有關風險暴露之計算方式，意即私募基金準用「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」第伍、二點有關基金為增加投資效率從事證券相關商品交易風險暴露之計算方式，其每營業日持有下列項目之合計數不得超過該基金淨資產價值之 40%：(1) 未沖銷多頭部位之

---

<sup>49</sup> 依金管會 97 年 7 月 14 日金管證四字第 09700350642 號令，在國內募集及銷售之境外基金，投資大陸地區證券市場之有價證券以掛牌上市有價證券為限，且投資前述有價證券總金額不得超過該境外基金淨資產價值之百分之十。

期貨契約總市值加計買進選擇權買權及賣出選擇權賣權之總(名目)價值；(2) 未沖銷空頭部位之期貨契約總市值加計買進選擇權賣權及賣出選擇權買權之總(名目)價值超過該基金所持有相對應有價證券總市值之淨額部分；(3) 為增加投資效率之利率交換契約總(名目)價值。另依《證券投資信託基金管理辦法》第 54 條第 6 項規定，證券投資信託事業經金管會核准兼營期貨信託事業者，於其運用私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露控管機制之內部控制制度報經金管會核准後，始得不受 40%之限制，但其風險暴露不得超過淨資產價值之 100%。

私募基金可提供擔保、從事證券信用交易、辦理借款，證券投資信託事業應於私募基金之信託契約中明定從事證券相關商品交易、證券信用交易、借券交易及借款之上限，並將相關風險監控管理措施於投資說明書中敘明。私募基金如從事信用交易，為避免其操作之槓桿效果可能會影響證券市場的穩定，私募基金從事融資、融券之額度各不得超過基金規模 50%；此外，融券額度應與借券賣出合併計算，不得超過基金規模 50%，另投信事業應於私募基金之信託契約中明定從事證券相關商品交易、證券信用交易、借券交易及借款之上限，並將相關風險監控管理措施於投資說明書中敘明。

#### **(四) 資訊揭露**

證券投資信託事業向特定人私募證券投資信託基金，應應募人之請求，負有交付投資說明書之義務。

證券投資信託事業私募基金應依每一營業日計算基金之淨資產價值，並得依證券投資信託契約規定向受益人報告基金每一受益權單位之淨資產價值。私募基金之年度財務報告應依證券投資信託契約之規定向受益人報告之。

## (五) 稅制

信託基金之證券交易稅為千分之一<sup>50</sup>，且基金賣出持股實現獲利的資本利得(免稅所得)部分不須課稅；其他利息收入、現金股利、已實現股票股利等部分，於實際分配信託基金利益之當年度，依所得稅法規定，基金持有之個人或法人分別併入綜合所得稅或營利事業所得稅申報之。當基金持有人申請贖回時，非屬證券交易，故無證券交易所稅；且當贖回價格超過原始取得成本時，屬於證券交易所所得，依所得稅法免徵所得稅。

此外，在稅制上，我國基金公司發行之基金稅制可分為投資於臺灣或投資於海外：(1)若投資於臺灣，受益人須於基金配息實際分配之年度繳交利息所得稅或股利所得稅(該配息與其它利息收入一同享有 27 萬元免稅額的優惠)，而基金贖回價格的差價利得(損失)之證券交易所稅已停徵；(2)若投資於海外，基金配息屬於海外所得，無須申報個人綜合所得稅，然而海外配息收入加上其他海外所得合計超過新新臺幣 100 萬元時，應納入最低稅負制申報(但基本所得總額未大於 670 萬之自然人無需繳納最低稅負)，而基金贖回價格的差價利得(損失)之證券交易所稅已停徵。有關投資人投資基金之適用稅制，整理如表 4-1。

針對私募證券投資信託基金之受益憑證交易所所得，我國財政部認為私募證投信基金由於成立條件及投資範圍等都較公開募集者寬鬆，且可投資於未上市(櫃)及非屬興櫃公司股票，進行租稅規畫，因此將私募證券投資信託基金受益憑證之交易所所得計入基本所得額，可降低租稅規避的情形。

---

<sup>50</sup> 《證券交易稅條例》第 2 條：「證券交易稅向出賣有價證券人按每次交易成交價格依左列稅率課徵之：一、公司發行之股票及表明股票權利之證書或憑證徵千分之三；二、公司債及其他經政府核准之有價證券徵千分之一。」

表 4-1：投資基金之適用稅制

| 身分  | 所得類別           |    | 適用稅制    |           |         |       |
|-----|----------------|----|---------|-----------|---------|-------|
|     |                |    | 個人綜合所得稅 | 個人證券交易所得稅 | 營利事業所得稅 | 最低稅負制 |
| 自然人 | 買賣基金－資本利得      |    |         |           |         |       |
|     | 基金配息－利息收入、現金股利 | 國內 | ✓       |           |         |       |
|     |                | 海外 |         |           |         | ✓     |
|     | 基金配息－資本利得      |    |         | ✓ (停徵)    |         |       |
| 法人  | 買賣基金－資本利得      |    |         |           |         | ✓     |
|     | 基金配息－利息收入、現金股利 | 國內 |         |           | ✓       |       |
|     |                | 海外 |         |           | ✓       |       |
|     | 基金配息－資本利得      |    |         |           |         | ✓     |

資料來源：投信投顧公會

## 第五章 以信託方式辦理財富管理業務之指定集合管理運用

### 一、簡述

根據《證券交易法》第 45 條但書，我國證券商經主管機關核准者，可進行財富管理業務。所謂財富管理業務係指證券商針對高淨值客戶，透過業務人員，依據客戶需求，提供下列服務：(1)資產配置或財務規畫等顧問諮詢或金融商品銷售服務、(2)以信託方式接受客戶執行資產配置。我國自 2005 年開放證券商辦理財富管理業務，至 2014 年 11 月底有 11 家證券商獲准開辦，包含：東亞證券、日盛證券、永豐金證券、統一綜合證券、元富證券、兆豐證券、群益金鼎證券、凱基證券、華南永昌綜合證券、元大寶來證券以及富邦證券。

目前我國並無專營之信託公司，從事信託業務的主要機構為銀行業的信託部門，主管機關亦開放投信、投顧及證券商兼營部分信託業務。證券商以信託方式辦理財富管理業務應依《證券商辦理財富管理業務應注意事項》(下稱《應注意事項》)以及《證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法》<sup>51</sup>(下稱《兼營信託業務管理辦法》)申請核准兼營金錢之信託及有價證券之信託，除了遵守上述《應注意事項》及《兼營信託業務管理辦法》外，亦應遵守包含《證券交易法》、《信託業法》等其他相關法規。

我國信託業務以金錢信託為主，2013 年度我國信託業務受託資產總餘額約為 6.6 兆元新新臺幣，其中金錢之信託業務總餘額約為 5.8 兆元新新臺幣，佔受託資產總餘額比率為 87.8%<sup>52</sup>。根據《信託業法施行細則》，我國金錢信託之種類可依受託人對信託財產有無運用決定權、信託財產之管理運用方法分類為六大項：

---

<sup>51</sup> 《證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法》第 3 條第 3 項：「證券商於其依《證券投資信託及顧問法》及《證券交易法》得辦理之業務項下，得申請主管機關許可兼營金錢之信託與有價證券之信託，辦理下列特定項目：(1)以信託方式經營全權委託投資業務、(2)以信託方式辦理財富管理業務、(3)以信託方式辦理客戶委託保管及運用其款項業務。」

<sup>52</sup> 中華民國信託商業同業公會 2013 年年報。



特定單獨、特定集合、指定單獨、指定集合、不指定單獨以及不指定集合，如表 5-1 所列。至 2014 年 6 月底，我國證券商財富管理金錢信託四大業務規模列如表 5-2。

表 5-1：金錢信託之種類

|                  |   |                          | 信託財產之管理運用方法 |        |
|------------------|---|--------------------------|-------------|--------|
|                  |   |                          | 單獨管理運用      | 集合管理運用 |
| 受託人對信託財產運用決定權之有無 | 有 | 委託人指定營運範圍或方法(指定)         | 指定單獨        | 指定集合   |
|                  |   | 委託人不指定營運範圍或方法            | 不指定單獨       | 不指定集合  |
|                  | 無 | 委託人保留運用決定權利或委託人委任第三人(特定) | 特定單獨        | 特定集合   |

表 5-2：證券商財富管理業務金錢信託之規模(至 2014 年 6 月)

| (單位：新臺幣) | 單獨     | 集合    |
|----------|--------|-------|
| 指定       | 207 億元 | 新開放業務 |
| 特定       | 313 億元 | 0 元   |

金錢信託之資金以集合管理運用並無投資人數上的限制，並且可設計符合投資人需求之投資組合予投資人選擇，使投資人可進行完整的資產配置及其人生理財規畫。然而在稅制上，以指定集合方式辦理金錢信託業務，受益人之信託利益需在所得年度課稅，不如投信基金在基金贖回時才需課稅的方式有利。但財富管理業務範圍放寬後，證券商可操作之信託業務即與銀行業兼營信託之業務相當，除了增加我國證券商手續費收入，亦可提升證券商的競爭力。

## 二、 發行與管理辦法

為開放證券商辦理信託資金集合管理運用業務，以及將受託投資之原始信託財產未達新臺幣 1,000 萬元之指定營運範圍或方法之單獨管理運用金錢信託與有價證券信託業務，金管會銀行局於 2014 年 12 月 11 日預告修正《證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法》，將上述兩項業務納為證券商以信託方式辦理財富管理業務之範疇，該修正並於 2015 年 1 月 22 日公告實施。此次修正使證券商申請設置信託資金集合管理運用帳戶有法源依據，放寬證券投資信託事業、證券投資顧問事業以及證券商以信託方式辦理全權委託投資業務，無須先經金管會許可以委任方式經營，並增訂證券投資信託事業、證券投資顧問事業以及證券商之總機構或分支機構申請終止兼營全部或一部信託業務應遵循事項，完備信託法制架構。

由於金管會已在 2014 年 8 月 28 日修正實施其他相關法規，證券商目前已得以指定集合管理運用方式辦理金錢信託業務。2014 年 7 月 8 日金管會宣布鬆綁相關法規，並於 2014 年 8 月 28 日修訂《應注意事項》第 4 點，正式開放我國證券商可以指定集合方式辦理金錢信託業務。指定集合業務開放後，證券商可將一群指定同意投資範圍或方法的客戶資金集合起來，再由證券商決定在該投資範圍或方法的投資標的，亦即證券商可像基金募集一樣，募集給指定信託帳戶的委託人。

證券商以信託方式辦理財富管理業務，兼營金錢及有價證券之信託，其信託財產之運用範圍應根據《應注意事項》第 24 點，運用於：(1)銀行存款、(2)政府公債、國庫券、可轉讓之銀行定期存單及商業票據、(3)債券附條件交易、(4)國內上市、上櫃及興櫃有價證券、(5)國內證券投資信託基金及期貨信託基金、(6)衍生性金融商品、(7)國內期貨交易所交易之期貨商品、(8)出借或借入有價證券、(9)國外或涉及外匯之投資、(10)其他經金管會核准者。然而證券商若以指定集合

方式辦理金錢信託業務尚須遵守《信託資金集合管理運用管理辦法》，主管機關並依照委託投資人是否為專業投資人訂定其資金運用之規定，對於資金運用於(1)銀行存款、(2)投資於境外短期票券、(3)投資於境外政府債券、(3) 投資於境外之金融債券、上市與上櫃公司發行之公司債(含可轉換公司債、交換公司債及附認股權公司債)、證券化商品(不包含再次證券化商品及合成型證券化商品)、(4)附條件交易，主管機關皆有規定存款銀行、債務人(發行人、保證人或承兌人)、發行國家、交易相對人等的信用評等必須達到一定等級以上。

根據《應注意事項》，證券商辦理指定單獨或指定集合業務種類，接受客戶原始信託資產達 1,000 萬元新臺幣以上<sup>53</sup>，應依《兼營信託業務管理辦法》、《證券投資顧問事業設置標準》<sup>54</sup>以及《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》<sup>55</sup>，申請兼營證券投資顧問事業，以信託方式辦理全權委託投資業務。金管會並在 2014 年 8 月 28 日修訂《證券投資顧問事業設置標準》第 16 條以及《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》第 4、5、6 條，開放證券投資信託事業、證券投資顧問事業以及證券經紀商兼營證投顧事業以信託方式經營全權委託投資業務，無需先經金管會許可，以委任方式經營全權委託投資業務<sup>56</sup>。

---

<sup>53</sup> 依據銀行兼營信託業務，涉及將銀行具有運用決定權之信託財產運用於《證券交易法》第 6 條規定之有價證券達 1,000 萬元，須依《證券投資信託及顧問法》第 65 條及《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》第 2 條第 4 項與第 5 項規定，申請兼營全權委託投資業務規定，因此開放證券商以委託人指定營運範圍或方法之集合管理運用之信託方式辦理財富管理業務亦應比照適用相同管理規範。

<sup>54</sup> 《證券投資顧問事業設置標準》第 10 條：「證券經紀商或期貨經紀商得申請兼營證券投資顧問事業辦理證券顧問投資業務或全權委託投資業務。」

<sup>55</sup> 《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》第 2 條第 4 項：「信託業辦理信託業法第 18 條第 1 項後段全權決定運用標的，且將信託財產運用於證券交易法第六條之有價證券，並符合一定條件者，應依《證券投資顧問事業設置標準》向金管會申請兼營全權委託投資業務，除信託法及信託業法另有規定外，其運用之規範應依第四章規定辦理」。第 5 項：「前項所稱一定條件，指信託業單獨管理運用或集合管理運用之信託財產涉及運用於《證券交易法》第 6 條之有價證券達新臺幣 1,000 萬元以上」。

<sup>56</sup> 原規定證券投資信託事業、證券投資顧問事業、證券商兼營證券投資顧問事業以信託方式經營全權委託投資業務，除應符合相關規定外，應先經金管會許可以委任方式經營全權委託投資業

### 三、 《信託資金集合管理運用管理辦法》之修正<sup>57</sup>

《信託資金集合管理運用管理辦法》於 2001 年 9 月 25 日公布實施，全文共 22 條。2014 年 9 月 15 日金管會銀行局公告法規修正預告，引進客戶分級制度，將委託人區分為專業投資人與非專業投資人，進行差異化管理，並整合、放寬現行信託資金運用範圍及風險分散限制規定，於 2014 年 10 月 31 日公布修正後條文並實施，全文共計 27 條。

首先，修正原條文第 2 條，明定專業投資人、非專業投資人的定義。所謂「專業投資人」是根據《境外結構型商品管理規則》第 3 條第 3、4 項之規定，係指符合下列條件之一者：(1)專業機構投資人：係指國內外之銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經金管會核准之機構；(2)最近一期經會計師查核或核閱之財務報告總資產超過新新臺幣 5,000 萬元之法人或基金，但中華民國境外之法人，其財務報告免經會計師查核或核閱；(3)同時符合以下三項條件：a.提供新新臺幣 3,000 萬元以上之財力證明，或單筆投資逾新新臺幣 300 萬元之等值外幣，且於該受託、銷售機構之存款及投資(含該筆投資)往來總資產逾新新臺幣 1,500 萬元，並提供總資產超過新新臺幣 3,000 萬元以上之財力聲明書；b.投資人具備充分之金融商品專業知識或交易經驗；c.投資人充分了解受託或銷售機構受專業投資人委託投資得免除之責任，同意簽署為專業投資人；(4)簽訂信託契約之信託業，其委託人符合(2)或(3)之規定。受託或銷售機構應盡合理調查之責任，向投資人取得合理可信之佐證依據，確認投資人符合上述各項有關「專業投資人」應符合

---

務，完成換發營業執照，且未經金管會廢止業務許可。

<sup>57</sup> 資料來源：2014 年 9 月 15 日，「信託資金集合管理運用管理辦法修正草案總說明」，金管會銀行局網站。

之資格條件；而「非專業投資人」則是指符合上述「專業投資人」條件以外之投資人。

其他條文之修正主要是針對「專業投資人」及「非專業投資人」進行差異化管理，如第 3 條修正信託業設置集合管理運用帳戶之應具備資格，「非專業投資人」可委託投資者應訂定該帳戶與其客戶之商品適配標準，並規範核准設置期限；而「專業投資人」可委託投資者，則簡化其集合管理運用帳戶設置程序，改採備查制。修正條文新增第 5、6 條，針對集合管理運用帳戶之設置計畫申請書件變更程序及應辦理事項進行、集合管理運用帳戶之終止相關應遵行事項進行差異化管理，明定受託投資對象為「非專業投資人」之申請程序，而受託投資對象為「專業投資人」時則簡化其申請程序。

修正條文新增第 7、8 條則是分別對於「非專業投資人」、「專業投資人」得委託投資之集合管理運用帳戶的信託資產運用進行規定，其規定見本文第六章 6-1-2 節(發行與管理辦法)所述。修正條文第 9 條(原條文第 4 條)則修正風險比例限額及限制等應遵行規範；修正條文第 16 條(原條文第 11 條)對於集合管理運用帳戶合併管理運用進行差異化管理，「非專業投資人」可投資者採核准制、「專業投資人」可投資者採備查制且免辦理公告。

此外，針對國際證券業務分公司(OSU)設置我國境外之個人、法人、政府機關或金融機構委託投資之集合管理運用帳戶，新增第 4 條條文，其總公司已經主管機關核准或備查設置集合管理運用帳戶者，於下列四項事項不適用《信託資金集合管理運用管理辦法》：(1)管理、運用與處分信託財產之種類與範圍；(2)專業投資人應符合之資格條件；(3)設置之集合管理運用帳戶應經同業公會或主管機關審查、核准、備查或申報生效；(4)從事推介、廣告、業務招攬及營業促銷活動。

#### 四、 **《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》**

「全權委託投資業務」是指證券投資信託事業或證券投資顧問事業對客戶委任交付或信託移轉之委託投資資產，就有價證券、證券相關商品獲其他經金管會核准項目之投資貨交易為價值分析、投資判斷，為客戶執行投資或交易之業務。

證券投資信託事業或證券投資顧問事業經營全權委託投資業務應向金管會申請核准，非經核准不得經營有價證券全權委託投資業務。而根據《證券投資顧問事業設置標準》第 10 條，證券商得申請兼營證券投資顧問事業辦理證券顧問投資業務或全權委託投資業務，證券商從事此業務須遵循《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》。以下根據《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》，針對證券商兼營證券投資顧問事業，以**信託方式**辦理進行全權委託投資業務相關規定進行整理。

##### **(一) 應募人資格與條件**

證券商以**信託方式**經營全權委託投資業務，接受委託人原始信託財產應達新臺幣 1,000 萬元以上。而接收委託投資之總金額，不得超過其指撥營運資金之 20 倍，但其指撥營運資金達新新臺幣三億元者，不在此限。

##### **(二) 投資及交易範圍**

根據金管會規定，經營全權委託投資業務應遵守下列規定：(1)不得投資於證券交易法第六條規定以外之有價證券；(2)不得從事證券相關商品以外之交易；(3)不得為放款；(4)不得與本事業經理之各基金、共同信託基金、其他全權委託投資或期貨交易帳戶、自有資金帳戶、自行買賣有價證券帳戶或期貨自營帳戶間為證券或證券相關商品交易行為，但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買

賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限<sup>58</sup>；(5)不得投資於本事業發行之股票、公司債或金融債券；(6)非經客戶書面同意或契約特別約定者，不得投資本事業發行之認購(售)權證、與本事業有利害關係之公司所發行之股票、公司債或金融債券、與本事業有利害關係之證券承銷商所承銷之有價證券、不得從事證券信用交易、不得出借或介入有價證券<sup>59</sup>；(7)非經明確告知客戶相關利益衝突及控管措施後取得客戶逐次書面同意，並敘明得投資數量者，不得違反金管會規定之種類及範圍<sup>60</sup>；(8)投資外國有價證券，不得違反金管會規定之種類及範圍<sup>61</sup>。

上所稱之「證券相關商品交易」，其交易範圍應符合下列規定：(1)經金管會依期貨交易法第五條公告期貨商得受託從事交易與證券相關之期貨契約、選擇權契約及期貨選擇權契約，但為因應全權委託投資帳戶之投資或交易基本方針所需經金管會核准者，免受此項限制；(2)經金管會核准非在交易所進行衍生自貨幣、有價證券、利率或有價證券指數之金融商品交易。證投信事業或證投顧事業運用委託投資資產從事證券相關商品交易之比率、風險暴露之計算方式及相關規範由金管會定之，基本規定如下所述<sup>62</sup>：(1)為每一全權委託投資帳戶投資任一公司股票、公司債或金融債券及認購權證之總金額，不得超過該全權委託投資帳戶淨資

---

<sup>58</sup> 此所稱之各基金，包含募集或私募之證券投資信託基金及期貨信託基金。

<sup>59</sup> 此所稱與本事業有利害關係之公司或證券承銷商，指有下列情事之一者：(1)與本事業具有公司法第六章之一所定之關係；(2)本事業之董事、監察人或綜合持股達5%以上之股東；(3)(2)所述之人員或本事業經理人與該公司之董事、監察人、經理人或持有已發行股份10%以上股東為同一人或具有配偶關係。

<sup>60</sup> (6)、(7)所稱承銷之有價證券，包含證券承銷商因包銷所取得為處分之有價證券。

<sup>61</sup> 《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》第17-1條：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業運用委託投資資產投資於國外者，經客戶同意得委託提供國外投資顧問服務之公司或其集團企業提供集中交易服務間接向國外證券商、期貨商或其他交易對手委託交易，並應於內部控制制度中訂定從事上開委託交易之風險監控管理措施，及提供國外投資顧問服務之公司之選任標準，提經董事會通過。前所稱集團企業係指證券投資信託事業或證券投資顧問事業所屬持股逾50%之控股公司，或持股逾50%之子公司，或屬同一控股公司持股逾50%之子公司。」；第18條：「證券投資信託事業或證券投資顧問事業經營全權委託投資外國有價證券業務，應經中央銀行同意，其資金之匯出、匯入，依中央銀行所訂外匯收支或交易申報辦法及相關規定辦理。」

<sup>62</sup> 《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》第17條。

產價值之 20%，且投資任一公司所發行公司債或金融債券之總金額，不得超過該全權委託投資帳戶淨資產價值之 10%；(2)為全體全權委託投資帳戶投資任依公司股票之股份總額，不得超過該公司已發行股份總數之 10%；(3)為每一全權委託投資帳戶投資於任一受託機構募集及私募受益證券、不動產投資信託受益證券及不動產資產信託受益證券，任一特殊目的公司募集及私募資產基礎證券之總金額，分別不得超過該全權委託投資帳戶淨資產價值之 20%。

### (三) 資訊揭露

與客戶簽訂全權委託投資契約前，應有 7 日以上之期間，供客戶審閱全部條款內容，並先對客戶資力、投資經驗及其目的需求充分瞭解，製作客戶資料表連同相關證明文件留存備查；另應將全權委託投資之相關事項指派專人向客戶做詳細說明，並交付全權委託投資說明書，該說明書並作為全權委託投資契約之附件<sup>63</sup>。

運用委託投資資產投資或交易，應依據其分析報告做成決定書，交付執行時應做成記錄，並按月提出檢討報告，其分析報告與決定應有合理基礎及根據。分析報告應記載分析基礎、根據及建議，決定書應載明決定買賣之標的種類、數量、價格與時機，執行記錄應記載實際買賣之標的種類、數量、價格與時機，並說明與決定書差異之原因。上述三項及檢討報告均應以書面為之，保存期限不得少於 5 年。

此外，經營全權委託投資業務應每月定期編製客戶資產交易記錄及現況報告書送達客戶，當客戶委託投資資產之淨資產價值減損達原委託投資資產之 20% 以上時，應自事實發生之日二個營業日內，編製客戶資產交易記錄及現況報告書送達客戶，之後每當淨資產價值減損達前次報告的 10% 以上時，皆應編製上述文

---

<sup>63</sup> 《證券投資信託事業證券投資顧問事業經營全權委託投資業務管理辦法》第 21 條。



件送達客戶。但若客戶委託投資資產為投資型保險專設帳簿或勞工退休金條例年金保險專設帳簿資產者，其委託投資帳戶每單位淨資產價值較前一營業日減損達5%以上時<sup>64</sup>，應自事實發生之日二個營業日內，編製客戶資產交易記錄及現況報告書送達客戶。

#### **(四) 稅制**

由於運用全權委託投資資金(產)所產生的利得與虧損均歸屬於委任人(投資人)，因此委任人需依所得稅法之規定，繳納利得(虧損)發生當年度之綜合所得稅或營利事業所得稅。

---

<sup>64</sup> 該比率可經客戶書面同意或契約約定調整，但不可高於10%。

## 第六章 我國證券商從事私募基金之可行性評估與發行、管理辦法

目前我國主管機關已開放證券商從事金錢信託的指定集合運用業務，為何還要建議開放我國證券商可從事私募基金業務？首先，目前國際上的趨勢是打破金融業分業經營，讓各類金融機構進行跨業競爭和合作，美國證券商僅須登錄即可發行私募基金，香港及新加坡則是牌照制，中國大陸亦大幅開放證券商從事基金業務，我國可以上述各國之改革方式作為借鏡，使我國金融業可更具競爭力並進一步發展我國金融市場。其次，我國證券商的專業能力、人才與資源皆已到位，開放證券商可從事私募基金業務將可使我國證券商發展出自己的品牌特色，並提高投資人將資金留在臺灣的意願。

再者，利益衝突會是阻礙開放證券商得從事私募證券投資信託基金業務的原因之一，然而目前證券商可從事指定集合金錢信託以及全權委託業務，此兩項業務亦會跟證券商的承銷、經紀與自營業務產生利益衝突，而由於我國主管機關有對此有相關法規規範解決利益衝突的問題，因此開放證券商可從事此兩項業務；同樣的，對於證券商從事私募基金業務，亦可修正《證券商辦理財富管理業務應注意事項》以及遵守《證券投資信託基金管理辦法》等相關法規來防範證券商利益衝突之問題產生。

且以現行法規而言，從事私募基金業務的資金可操作範圍會較信託資金指定集合管理運用來得廣。除此之外，私募基金主要是針對專業投資人發行，符合當前投資人分級管理舉措，而目前我國專業投資人多將資金流向海外投資，若開放證券商從事私募基金業務，並放寬其操作彈性，不僅將有更多商品可吸引專業投資人將其資金投資於本國，更可以使我國金融機構擺脫長久以來代銷機構境外商品的角色，加強我國金融業者商品創新能力，推動我國金融進口替代政策。表 6-1 為信託資金指定集合管理運用以及從事私募基金業務的比較表。

表 6-1：信託資金指定集合管理運用以及私募證券投資信託基金比較表

|      | 指定集合運用                                                               | 私募證券投資信託基金(現行法規)                                                                                                                                                                             |
|------|----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 應募對象 | 高淨值客戶(由證券商自行依據經營策略或參酌境外結構型商品管理規則第 3 條所定專業投資人之條件訂定之)                  | 證投信事業可對下列對象進行受益憑證之私募：(1)銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、金融控股公司或其他經主管機關核准之法人或機構，(2)符合金管會所定條件之自然人、法人或基金；在前述第二項中所規定之應募人總數不得超過 35 人。                                                                         |
| 投資範圍 | 信託財產之運用範圍應根據《應注意事項》第 24 點，且主管機關皆有規定存款銀行、債務人、發行國家、交易相對人等的信用評等須達一定等級以上 | 採負面表列                                                                                                                                                                                        |
| 稅制   | 以「信託財產」角度考量，當年度運用信託財產有收益時，即需依稅法規定課稅。                                 | 信託基金之證券交易稅為千分之一，且基金賣出持股實現獲利的資本利得(免稅所得)部分不須課稅；其他利息收入、現金股利、已實現股票股利等部分，於實際分配信託基金利益之當年度，依所得稅法規定，基金持有之個人或法人分別併入綜合所得稅或營利事業所得稅申報之。當基金持有人申請贖回時，非屬證券交易，故無證券交易所得稅；且當贖回價格超過原始取得成本時，屬於證券交易所得，依所得稅法免徵所得稅。 |

## 一、證券商兼營私募證券投資信託基金業務

### (一) 可行性與效益評估

證券投資信託事業發行私募基金之相關管理辦法與限制等皆已於第四章闡述。目前可兼營證投信事業的有：信託業、證投顧事業、期貨信託事業、期貨經理事業，並不包含證券業。並且根據《證券投資事業設置標準》第 23 條規定，證券商不能兼營證投顧後再兼營證投信。

然而，相對於上述以金錢信託指定集合管理，主管機關對於私募基金的資金運用方式限制較少，資金可投資範圍較廣，因此運用資金之操作彈性會較佳。因此建議開放證券商可兼營投信，但僅止於私募基金的業務。根據投信投顧公會統計資料顯示，在 2014 年 11 月底存有 59 檔私募基金，規模為 109.5 億元新臺幣，而從圖 6-1 中可發現，自 2010 年後證投信每年新發行的私募基金數量相當低，且以每年年底基金規模而言，亦是一路下降。而同樣在 2014 年 11 月底，共同基金的規模達 2.09 兆元新臺幣，並且從表 6-2 及圖 6-2 可看出，目前證券投資信託事業在從事私募基金業務上難以突破，若開放證券商從事私募證券投資信託基金業務，將可使私募證券投資信託業務的規模擴大，證券商與證券投資信託事業將可共同將私募證券投資信託業務的市場做大。

此外，根據第二章及第三章對中國大陸、美國、香港及新加坡的研究，可發現此四國之證券商皆可從事私募基金業務，後三者之證券商僅需向監管單會申請牌照核准；而中國大陸自 2013 年以來，逐漸打破其金融機構之分業經營壁壘，根據《私募投資基金監督管理暫行辦法》第 2 條<sup>65</sup>，證券商適用該辦法，亦即中國大陸證券商可從事私募基金業務。金融行業間的跨業競爭與合作乃國際潮流，各類金融機構的混類經營亦可提供未來我國金融行業發展之機遇，因此本研究建議開放證券商兼營私募證券投資信託基金。

---

<sup>65</sup> 《私募投資基金監督管理暫行辦法》第 2 條第 4 項：「證券公司、基金管理公司、期貨公司及其子公司從事私募基金業務適用本辦法。」

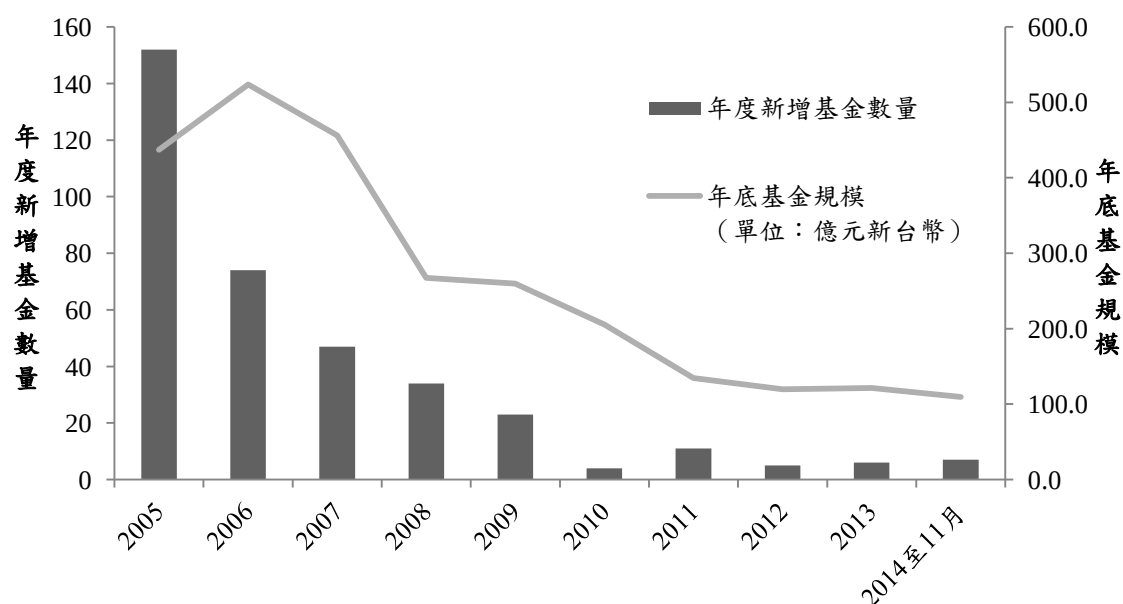


圖 6-1：證投信事業從事私募基金業務概況

資料來源：投信投顧公會網站統計。

表 6-2：臺灣投信投顧業各項業務規模統計 (單位：億元新臺幣)

| 時間              | 臺灣投信投顧<br>業管理資產總<br>規模 | 共同基金   | 私募基金 | 全權委託   | 對客戶資產具<br>運用決定權之<br>顧問契約 |
|-----------------|------------------------|--------|------|--------|--------------------------|
| 2006            | 27,061                 | 19,665 | 524  | 6,872  | 0                        |
| 2007            | 30,077                 | 20,409 | 456  | 9,212  | 0                        |
| 2008            | 23,714                 | 15,714 | 267  | 7,733  | 0                        |
| 2009            | 28,378                 | 19,750 | 260  | 8,368  | 0                        |
| 2010            | 27,068                 | 18,958 | 205  | 7,905  | 0                        |
| 2011            | 27,408                 | 17,360 | 135  | 9,913  | 0                        |
| 2012            | 28,387                 | 18,465 | 120  | 9,802  | 0                        |
| 2013            | 30,652                 | 19,672 | 121  | 10,859 | 0                        |
| 2014 年至<br>11 月 | 33,271                 | 20,936 | 110  | 12,225 | 0                        |

資料來源：投信投顧公會網站統計。

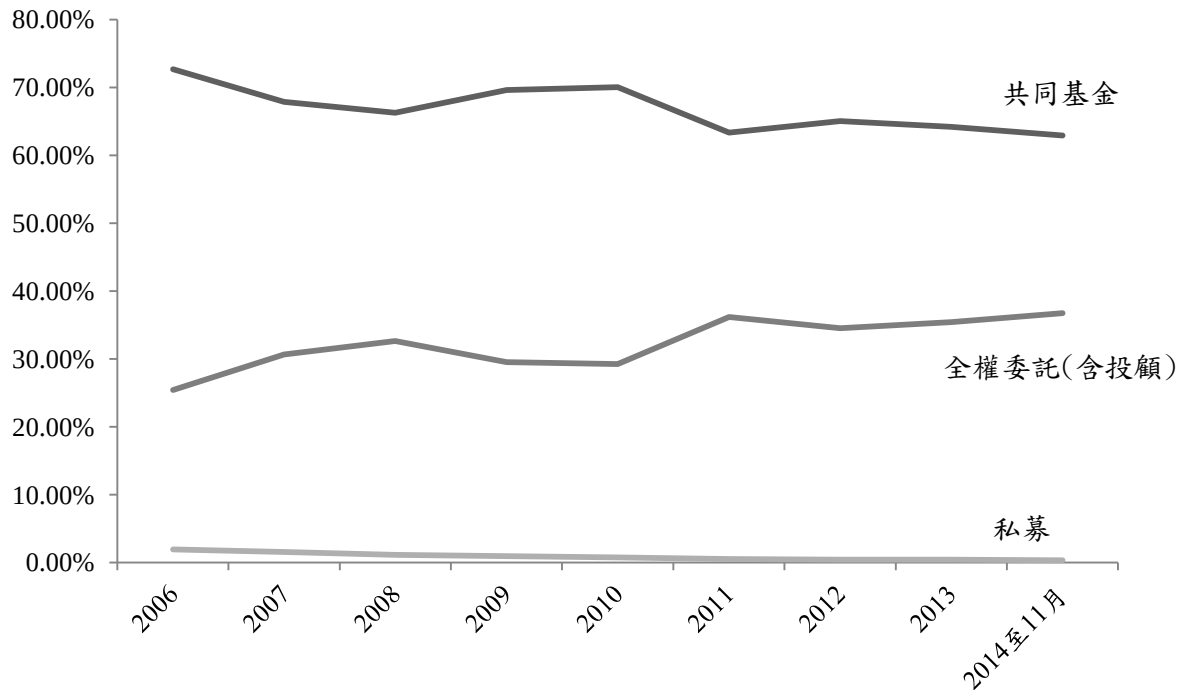


圖 6-2：臺灣投信投顧業各項業務所佔比率

資料來源：投信投顧公會網站統計。

此外，在稅制上，我國基金公司發行之基金稅制可分為投資於臺灣或投資於海外：(1)若投資於臺灣，受益人須於基金配息實際分配之年度繳交利息所得稅或股利所得稅(該配息與其它利息收入一同享有 27 萬元免稅額的優惠)，而基金贖回價格的差價利得(損失)之證券交易所得稅已停徵；(2)若投資於海外，基金配息屬於海外所得，無須申報個人綜合所得稅，然而海外配息收入加上其他海外所得合計超過新臺幣 100 萬元時，應納入最低稅負制申報(但基本所得總額未大於 670 萬之自然人無需繳納最低稅負)，而基金贖回價格的差價利得(損失)之證券交易所得稅已停徵。

## (二) 發行與管理辦法

若要使證券商可以兼營私募證券投資信託基金業務，首先必須新增《證券投資信託事業設置標準》第五節，設立使證券商兼營私募基金業務之法規依據，並說明其應遵守之相關法律規範：「證券商符合證券商辦理財富管理業務應注意事

項第 6 點第 1 項之業務資格者，得申請兼營私募證券投資信託基金業務。證券商兼營私募證券投資信託基金業務，除應依證券商辦理財富管理業務應注意事項規定辦理外，並應遵守證券投資信託基金管理辦法第四章基金之私募第 51 條至第 56 條之規定」。

並且，修正《證券商辦理財富管理業務應注意事項》(下稱《應注意事項》)第 2 點第 1 項應修正為：「財富管理業務係指證券商針對高淨值客戶與符合本會所定條件之自然人、法人或專業投資機構，透過業務人員，依據客戶需求，提供下列服務：(一)資產配置或財務規劃等顧問諮詢或金融商品銷售服務(二)以信託方式接受客戶執行資產配置(三)兼營私募證券投資信託基金業務」；證券商可針對「高淨值客戶」提供第 2 點第 1 項第 1 款及第 2 款之服務，因此於第 2 點第 2 項定義高淨值客戶，：「第一項第一款、第二款之客戶為高淨值客戶，其條件由證券商自行依據經營策略或參酌境外結構型商品管理規則第三條所訂專業投資人之條件訂定之。」；而第 2 點第 1 項第 3 款之服務提供對項則須是符合金管會所訂定條件之自然人、法人或專業投資機構，因此在此增加第 2 點第 3 項進行說明：「第一項第三款之客戶為符合本會所定條件之自然人、法人或專業投資機構。」

由於上述第 2 點第 1 項新增第 3 款，《應注意事項》第 3 點亦須增加 1 項：「證券商以第 2 點第 1 項第 3 款辦理財富管理業務，除應依本注意事項規定辦理外，並應遵守《證券投資信託事業設置標準》、《證券投資信託基金管理辦法》、《證券投資信託事業私募證券投資信託基金投資說明書應行記載事項準則》」；原第 3 點第 3 項調整為第 4 項，其內容亦須修正為：「證券商以信託方式、發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務涉及外匯業務之經營，另應經中央銀行同意」。此外，對於證券商申請辦理第 2 點第 1 項第 2、3 款業務的資格條件規範，亦須修正《應注意事項》第 6 點第 1 項為：「證券商申請辦理第 2 點第 1 項第 2 款、第 3 款業務，應符合下列資格條件，並經本會核准：…」；並且，對於證券商辦

理此兩項業務之專責部門的規範，第 10 點第 1 項應修正為：「證券商以信託方式、發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務，應於總公司設置信託業務、證券投資信託專責部門。該信託業務、證券投資信託專責部門得併入第九點第一項之專責部門。但併入後之專責部門內對信託財產具有運用決定權者，不得辦理專責部門以外之其他業務。」

此外，應新增《應注意事項》第 27-1 點，對於證券商發行私募證券投資信託基金之資金運用、帳戶區別以及基金之保管、變更、存續、終止、清算等進行規範：「證券商以發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務，私募基金之運用，應依證券投資信託基金管理辦法第 54 條規定辦理。私募基金之運用不得與本證券商以信託方式辦理財富管理業務帳戶、全權委託帳戶、其他私募之證券投資信託基金或自有資金買賣有價證券帳戶間為證券或證券相關商品交易行為。但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限。私募基金之運用不得投資於本證券商或與本證券商有利害關係之公司所發行之證券。基金之私募、保管、受益憑證、買回、會計，以及基金之變更、存續、終止、清算，應依證券投資信託基金管理辦法與相關規定辦理。」

針對證券商發行私募證券投資信託基金的申報備查格式、向同業公會申報信託帳之相關報表等規範，應修正《應注意事項》第 29 點第 1 項：「證券商以信託方式、發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務，應依證券商同業公會訂定並報經本會備查之格式，於次月十日前將前一月相關資料傳輸至證券商同業公會。」，並新增第 29 點第 3 項：「證券商以發行私募證券投資信託基金方式辦理財富管理業務，依證券投資信託相關辦法規定向證券投資信託暨顧問同業公會申報信託帳之相關報表，應以副本申報證券商同業公會。」

證券商及其分支機構申請辦理第 2 點第 1 項第 2、3 款財富管理業務，應檢附將關資料，由證交所審查並轉報金管會核准，其相關規定為《應注意事項》第



32、33 點。由於「兼營私募證券投資信託基金業務」為新增業務，因此第 32 點應修正為：「證券商申請辦理第二點第一項第二款、第三款業務，除第四點第一項第四款業務種類應依信託資金集合管理運用辦法規定辦理外，應檢附下列資料，由證券交易所審查並轉報本會核准：(一) 取得辦理第二點第一項第一款業務資格證明文件(同時申請者免)。(二) 公司章程或相當於公司章程之文件。(三) 自有資本適足率之證明文件。(四) 最近期經會計師查核簽證之財務報告。(五) 長期信用評等證明文件。(六) 符合辦理本項業務資格條件之證明文件(未受本會處分部分免)。(七) 董事會決議通過申辦本項業務之會議紀錄。(八) 營業計畫書：經營本項業務之信託業務項目、信託業務種類、作業程序、會計制度及內部控制制度(含內部稽核制度)。(九) 經營與管理信託、證券投資信託業務人員名冊與資格證明文件。(十) 負責人無信託專門學識或經驗準則第二條所列情事之聲明書。(十一) 信託、證券投資信託契約範本。(十二) 其他依本會規定應提出之文件。外國證券商在中華民國境內之分支機構申請辦理本項業務者，應檢具總公司董事會同意函，或總公司授權單位或人員簽署文件，向證券交易所申請後轉報本會。」；第 33 點則修正為：「證券商申請分支機構辦理第二點第一項第二款、第三款業務，應檢具下列資料，由證券交易所審查並轉報本會核准：(一) 總公司經核准經營財富管理及信託、證券投資信託業務之證明文件。(二) 董事會決議通過申辦本項業務之會議紀錄。(三) 營業計畫書：經營本項業務之項目、種類、作業程序、會計制度及內部控制制度(含內部稽核制度)。(四) 經營與管理信託、證券投資信託業務人員名冊與資格證明文件。(五) 分支機構負責人無信託專門學識或經驗準則第二條所列情事之聲明書。(六) 其他依本會規定應提出之文件。證券商總、分支機構同時申請前項業務者，得合併相同申請書件。」

而對於證券商及其分支機構辦理第 2 點第 1 項第 2、3 款財富管理業務的許可證照換發規定，應修正《應注意事項》第 34 點：「證券商申請總、分支機構以信託方式、發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務，應於許可後六個月

內申請換發許可證照，未於期限內辦理者，本會得廢止其許可。但有正當理由，於期限屆滿前，得向本會申請延展六個月，並以一次為限。證券商申請換發許可證照應檢具總、分支機構登記資料表及其他依本會規定應提出之文件，由證券交易所審查並轉報本會。證券商以信託方式、發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務，除應依前項規定申請換發許可證照外，並應依兼營信託業務管理辦法、證券投資信託事業設置標準規定，於本會網際網路申報系統完成新增營業項目之登錄，登錄前應經總經理及法令遵循主管二人確認所登錄業務項目符合法令規定，且備妥信託業同業公會、證券投資信託暨顧問同業公會同意入會及依信託業法提存賠償準備金之證明文件，由證券交易所轉報本會後，始得開辦。證券商總、分支機構自受領許可證照，於三個月內未開始營業，或雖已開業而自行停止營業連續三個月以上時，本會得廢止其許可。但有正當理由，申請本會核准延展者，不再此限。」

由於新增第 2 點第 1 項第 3 款「兼營私募證券投資信託基金業務」，而私募證券投資信託基金業務應遵守《證券投資信託及顧問法》，因此修正《應注意事項》第 35 點：「證券商及其從業人員辦理財富管理業務，如違反本注意事項之規定，本會得依證券交易法第五十六條、第六十五條、第六十六條及信託業法、證券投資信託及顧問法規定，依其情節輕重為適當之處分。」

完成《證券投資信託事業設置標準》、《證券商辦理財富管理業務應注意事項》之修正後，即可將證券商與證券投資信託事業發行私募證券投資信託基金對接，證券商遵循證券投資信託事業之發行與管理辦法即可。即證券商發行私募基金之發行與管理辦法應依循《證券投資信託及顧問法》、《證券投資信託基金管理辦法》對投信事業發行私募基金訂定的相關辦法，如第四章所述。

除了上述之法規修正外，應思考我國目前對於證券投資信託私募基金之規範，是否是導致證券投資信託事業發行私募證券投資信託基金規模不大之原因。以

《證券投資信託基金管理辦法》第 51 條第 2 項而言，規範私募應募人總數不得超過 35 人，是否相當程度地限縮了我國私募證券投資信託基金？建議可將私募應募人數開放為「應募人僅能為專業投資人，而不限制應募人總數」或將應募人總數提高至「200 人」(如同中國大陸的規範)。此外，在《證券投資信託基金管理辦法》第 54 條第 4 項中規定：「私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露，不得超過本基金淨資產價值之百分之四十」，然而不論是公募或私募基金皆可申請專案豁免此限制，可從 40% 提高到 100%。此項規定設立的原因有二：(1) 證券相關商品係屬期貨，私募證券投資信託基金非期貨基金，投資期貨須受限；(2) 風險的考量。然而，此規定將會限制私募基金的投資操作，本研究建議對於私募基金，應採「投資人分級管理制度」，並透過資訊揭露的程序，在使確保投資人了解自身風險承擔的情況下，使私募基金完全豁免於上述限制。由於證券商在從事私募基金業務時，是在「財富管理業務」的框架下，其面對之投資人已是高淨值客戶，因此本研究建議證券商從事私募基金業務時，遵循以下步驟，以取得更有彈性的資金操作範圍：(1) 證券商向主管機關申請衍生性金融商品操作及風險控管審查；(2) 若全體投資人簽署同意書，了解自身風險承擔，則該私募基金可完全豁免於《證券投資信託基金管理辦法》第 54 條第 4 項之規定。也就是說，可在《證券投資信託基金管理辦法》第 54 條第 4 項加上但書，使得業者在進行操作時更有彈性，亦即將此項修改如下：「私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露，不得超過本基金淨資產價值之百分之四十。但當該發行機構已通過主管機關對於衍生性金融商品操作以及風險控管的審核，並且該私募基金所有應募人同意下，該私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露不受限制。」

若將私募基金業務分成募集及操作兩階段，上述應修改之法規有關私募基金之募集的建議包括《證券投資信託事業設置標準》第 44-1 條(新增)、《證券商辦理財富管理業務應注意事項》第 2、3、6、10、29、32、33、34、35 點以及《證券投資信託基金管理辦法》第 51 條，有關私募基金之操作的則有《證券商辦理

財富管理業務應注意事項》第 27-1 點(新增)及《證券投資信託基金管理辦法》第 54 條。

## 二、 證券商直接從事私募(避險)基金之發行及管理業務

《證交法》第 45 條第 1 項：「證券商應依第十六條規定，分別依其種類經營證券業務，不得經營其本身以外之業務。**但經主管機關核准者，不在此限。**」，此項但書為證券商從事財富管理業務之法源依據，但是在此法源依據下所開放之業務，仍應回歸到對該業務之原有法規規範。舉例而言，目前開放之證券商從事《應注意事項》第 2 點第 2 款業務一以信託方式接受客戶執行資產配置，應遵循信託業法及相關法規之規範；而如第 6-1 節所述，若欲開放證券商兼營私募證券投資信託基金業務，應修改《應注意事項》及《證券投資信託事業設置標準》，使此項業務最終回歸到《證券投資信託及顧問法》、《證券投資信託基金管理辦法》的規範。

而若欲在《證交法》下，開放證券商執行上述兩項業務之更開放措施，可能造成不同金融業執行相同業務，卻有不同規範的情況，因而產生監理套利的問題；相同業務遵循相同之規範，為目前主管機關之監理思維，因此證券商欲執行上述兩項財富管理業務，仍應遵循現有相關業務法規之運作與規範，即《信託業法》與《證券投資信託及顧問法》及其相關法規。綜合而言，在現行法規下，欲開放證券商發行私募證券投資信託基金，惟有兼營私募證券投資信託基金業務是較可行的方式。至於證券商從事避險基金業務，則是隱含於上述兩項財富管理業務的投資操作與範圍，若欲再放寬對於此兩種業務之投資操作與範圍的限制，則可建議修改《信託資金集合管理運用管理辦法》以及《證券投資信託基金管理辦法》，如上節所述。

## 第七章 結論

本研究一開始分析我國證券商目前之困境，經紀、承銷業務收入的下滑，導致我國證券商衝刺其自營業務，無形中增加經營風險；且國際趨勢是打破金融業分業經營，使各業別可互相競爭與合作，使金融業更進一步的發展。目前我國主管機關已開放證券商從事以集合管理運用方式替客戶辦理金錢信託之財富管理業務，惟進行分析比較後(見表 6-1)，本研究認為私募證券投資信託基金較金錢信託之指定集合管理運用來的有利，因此探討是否開放證券商可以私募(private placement)方式發行基金，並在第六章分析證券商兼營私募證券投資信託基金業務須修改或新增的相關法規。

上述之指定集合運用及兼營私募證券投資信託基金，主要是根據《證券交易法》第 45 條但書辦理財富管理業務，並依《證券商辦理財富管理業務應注意事項》規定辦理，證券商「兼營私募基金業務」時，其主管機關應為金管會證期局，應遵守《證券投資信託及顧問法》、《證券投資信託事業設置標準》、《證券投資信託基金管理辦法》及《證券投資信託事業私募證券投資信託基金投資說明書應行記載事項準則》。在此將證券商從事財富管理各項業務時，應遵守之法規整理如圖 7-1。

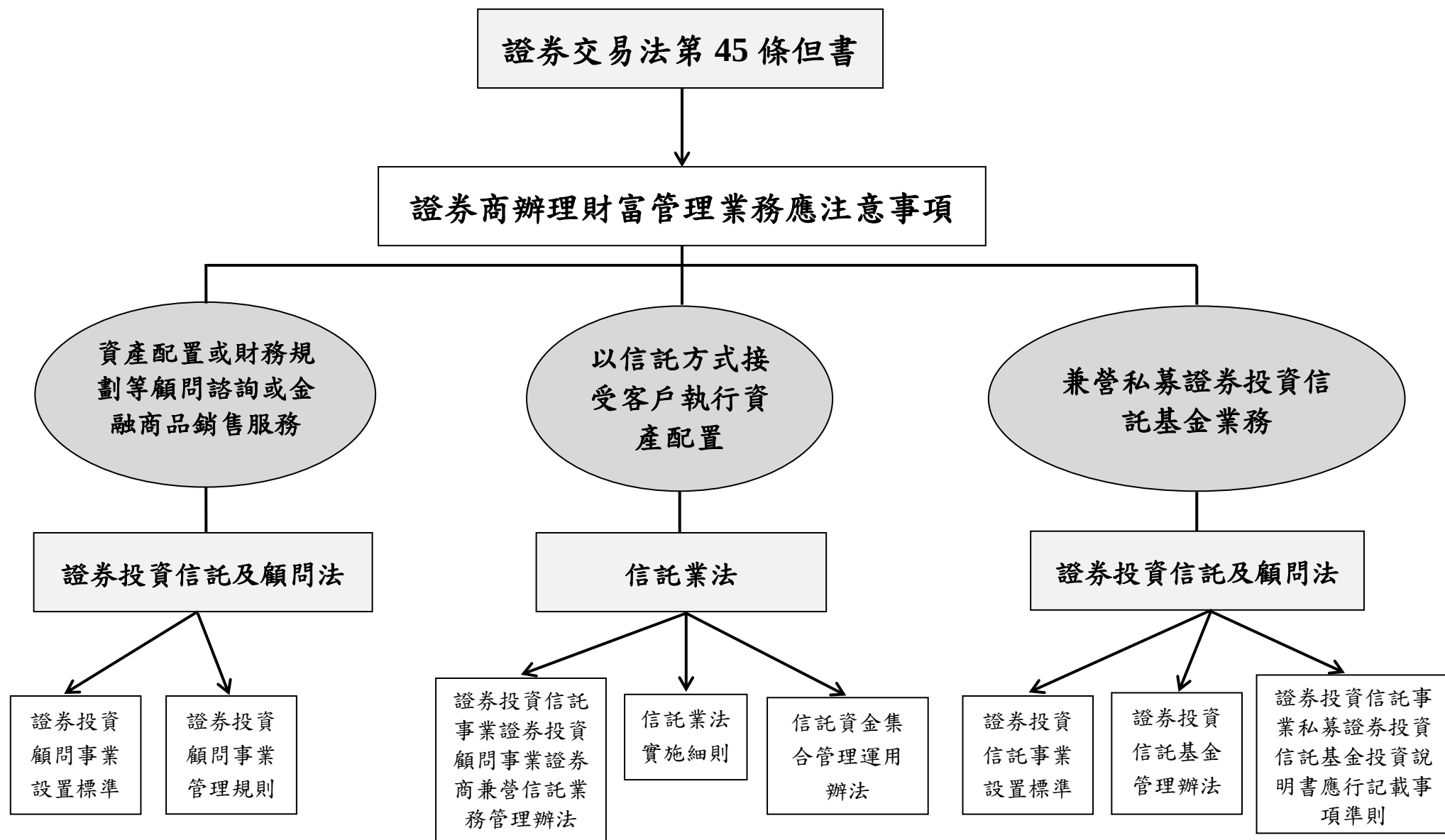


圖 7-1：證券商辦理財富管理業務之相關法規

從第五、六章的分析可看出，以目前的國際上打破金融業分業經營的潮流，以及證券商已具備相關專業能力發展相關私募產品，而發行私募證券投資基金又較發展指定集合運用管理來的有利，本研究建議以「開放證券商兼營私募證券投資信託基金業務」來發展證券商發行私募基金的業務。開放證券商兼營私募證券投資信託基金業務可促使證券商積極創新及提升商品開發能力，符合我國當前的金融商品進口替代政策；並且我國許多專業投資人都將資金流向海外投資，若開放證券商從事私募證券投資信託基金業務，其所發展出的商品亦可促使專業投資人將資金留在國內進行投資。若欲以此方式開放證券商從事私募證券投資信託業務，目前相關法規辦法須進行修改。

首先，須新增《證券投資信託事業設置標準》第五節第 44-1 條，開放證券商得以兼營私募證券投資信託基金業務，並說明相關應遵守之法律法規。而最主要需要修改的法規為《證券商辦理財富管理業務應注意事項》(下稱《應注意事項》)，除新增第 2 點第 1 項第 3 款，增加證券商從事財富管理業務可進行私募證券投資信託基金業務外，由於此項新增，對於證券商發行私募證券投資信託基金應遵守法規、資格條件、專責部門、私募基金之運用、帳戶管理、備查及申報之相關報表及需檢附資料、處分等《應注意事項》中的相關法規進行修改或新增，上述包含了《應注意事項》之第 2、3、6、10、27、29、32、33、34、35 點。相關修改內容以於第六章闡述說明，在此整理如表 7-2 至表 7-4。私募基金業務可分為「募集」及「操作」兩階段，在此並將上述之應修正法規分類為「募集」及「操作」兩階段，請見表 7-5。

此外，對於發展新開放之指定集合管理運用業務，由於指定集合管理運用帳戶之運用方式與證券投資信託基金類似，而根據所得稅法第 3-4 條第 6 項<sup>66</sup>，證

---

<sup>66</sup> 所得稅法第 3-4 條第 6 項：「依法經行政金融監督管理委員會核准之共同信託基金、證券投資信託基金、期貨信託基金或其他信託基金，其信託利益於實際分配時，由受益人併入分配年度之所得額，依本法規定課稅。」

券投資信託基金之課稅時點為信託利益實際分配年度，此外，指定集合管理運用帳戶之課稅，由委託人(或受益人)併入當年度所得報繳，帳務處理成本將會較低，建議對於辦理該業務時，對於委託人(或受益人)之課稅時點，適用所得稅法第 3-4 條第 6 項<sup>67</sup>。

本計畫主要是建議開放證券商兼營私募證券投資信託基金業務，而針對以信託方式辦理指定集合管理運用之金錢信託業務，金管會已完成《證券商辦理財富管理業務應注意事項》及《信託資金集合管理運用管理辦法》之修正，因此證券商目前已可以信託方式辦理指定集合管理運用。然而，無論是以信託方式辦理指定集合管理運用或兼營私募證券投資信託基金業務，證券商欲從事上述兩項財富管理業務，仍應遵循該項業務的相關法規，也就是《信託業法》與《證券投資信託及顧問法》，以避免不同業別之金融業者執行相同業務，卻有不同法規規範的情況發生。至於證券商從事避險基金業務，則是隱含於上述兩項業務的投資操作與範圍；而目前此兩種方式的投資操作與範圍算是有彈性，若欲更加地開放對於此兩種業務之投資操作與範圍的限制，則可建議修改《信託資金集合管理運用管理辦法》以及《證券投資信託基金管理辦法》。

就利益衝突而言，針對證券商從事指定集合金錢信託以及全權委託業務，我國主管機關已修正並設立法規，以防止證券商在從事上述兩項業務時所會產生的利益衝突；同理而言，對於證券商從事私募基金業務，亦可修正《證券商辦理財富管理業務應注意事項》以及遵守《證券投資信託基金管理辦法》等相關法規來防範證券商利益衝突之問題產生，本研究建議新增《證券商辦理財富管理業務應注意事項》之第 27-1 點來防範。綜合而言，在依循現在法規制度下與國際趨勢的考量下，建議主管機關開放證券商兼營私募證券投資信託基金，以擴大證券

---

<sup>67</sup> 參考陳乙宏，「證券商辦理委託人指定營運範圍或方法之集合管理運用業務簡介」，證券公會季刊，103 年第三季。



商之財富管理業務範圍，改善我國證券商目前經營績效低迷之困境，是可提升其經營績效的有效管道。

表 7-2：《證券投資信託事業設置標準》相關法規修改對照表

| 條目       | 修正條文                                                                                                                                             | 原條文   |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| 第五節      | 證券商                                                                                                                                              | 新增第五節 |
| 第 44-1 條 | 證券商符合證券商辦理財富管理業務應注意事項第 6 點第 1 項之業務資格者，得申請兼營私募證券投資信託基金業務。<br>證券商兼營私募證券投資信託基金業務，除應依證券商辦理財富管理業務應注意事項規定辦理外，並應遵守證券投資信託基金管理辦法第四章基金之私募第 51 條至第 56 條之規定。 | 本條新增  |

表 7-3：《證券商辦理財富管理業務應注意事項》相關法規修改對照表

| 條目    | 修正條文                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 原條文                                                                                                                                                                           |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第 2 點 | <p>財富管理業務係指證券商針對高淨值客戶<u>與符合本會所定條件之自然人、法人或專業投資機構</u>，透過業務人員，依據客戶需求，提供下列服務：</p> <p>(一)資產配置或財務規畫等顧問諮詢或金融商品銷售服務。</p> <p>(二)以信託方式接受客戶執行資產配置。</p> <p><u>(三)兼營私募證券投資信託基金業務。</u></p> <p><u>第一項第一款、第二款之客戶為高淨值客戶，其條件由證券商自行依據經營策略或參酌境外結構型商品管理規則第三條所定專業投資人之條件訂定之。</u></p> <p><u>第一項第三款之客戶為符合本會所定條件之自然人、法人或專業投資機構。</u></p> | <p>財富管理業務係指證券商針對高淨值客戶，透過業務人員，依據客戶需求，提供下列服務：</p> <p>(一)資產配置或財務規畫等顧問諮詢或金融商品銷售服務。</p> <p>(二)以信託方式接受客戶執行資產配置。</p> <p>前項所稱高淨值客戶之條件，由證券商自行依據經營策略或參酌境外結構型商品管理規則第三條所定專業投資人之條件訂定之。</p> |
| 第 3 點 | <p>證券商以信託方式辦理財富管理業務，應依本注意事項及證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法(以下簡稱兼營信託業務管理辦法)，申請核准兼營金錢之信託及有價證券之信託。</p> <p>證券商以信託方式辦理財富管理業務，除</p>                                                                                                                                                                                  | <p>證券商以信託方式辦理財富管理業務，應依本注意事項及證券投資信託事業證券投資顧問事業證券商兼營信託業務管理辦法(以下簡稱兼營信託業務管理辦法)，申請核准兼營金錢之信託及有價證券之信託。</p> <p>證券商以信託方式辦理財富管理業務，除</p>                                                  |

應依信託業法、兼營信託業務管理辦法及本注意事項規定辦理外，並應遵守證券交易法、信託法及其他相關規定。

證券商以第2點第1項第3款辦理財富管理業務，除應依本注意事項規定辦理外，並應遵守《證券投資信託事業設置標準》、《證券投資信託基金管理辦法》、《證券投資信託事業私募證券投資信託基金投資說明書應行記載事項準則》。

證券商以信託方式、發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務涉及外匯業務之經營，另應經中央銀行同意。

應依信託業法、兼營信託業務管理辦法及本注意事項規定辦理外，並應遵守證券交易法、信託法及其他相關規定。

證券商以信託方式辦理財富管理業務涉及外匯業務之經營，另應經中央銀行同意。

第6點  
第一項

證券商申請辦理第二點第一項第二款、第三款業務，應符合下列資格條件，並經本會核准：

(一) 自有資本適足率：申請日前辦年申報之自有資本適足率於百分之一百五十。

(二) 財務狀況符合下列條件之一：

1. 最近期經會計師查核簽證之財務報告顯示淨值達新新臺幣一百億元以上，且不低於實收資本額。

2. 最近期經會計師查核簽證之財務報告顯示總資產達新新臺幣二百億元以上，淨值達新新臺幣六十億元以上，且不低於實收資本額，最近三年均有獲利。

3. 直接或間接持有證券商股份百分之百之控制公司，或對證券商具有控制性持股之金融控股公司，符合前二款條件之一，並出具無條件且不可撤銷之保證以擔保其債務者。

(三) 法令遵循：

1. 最近三個月內未受證券交易法第六十六條第一款規定處分，或依期貨交易法第一百條第一項第一款處分者。

2. 最近六個月未受證券交易法第六十六條第二款處分，或依期貨交易法第一百條第一項第二款處分者。

3. 最近一年未受本會為停業之處分者。

證券商申請辦理第二點第一項第二款業務，應符合下列資格條件，並經本會核准：

(一) 自有資本適足率：申請日前辦年申報之自有資本適足率於百分之一百五十。

(二) 財務狀況符合下列條件之一：

1. 最近期經會計師查核簽證之財務報告顯示淨值達新新臺幣一百億元以上，且不低於實收資本額。

2. 最近期經會計師查核簽證之財務報告顯示總資產達新新臺幣二百億元以上，淨值達新新臺幣六十億元以上，且不低於實收資本額，最近三年均有獲利。

3. 直接或間接持有證券商股份百分之百之控制公司，或對證券商具有控制性持股之金融控股公司，符合前二款條件之一，並出具無條件且不可撤銷之保證以擔保其債務者。

(三) 法令遵循：

1. 最近三個月內未受證券交易法第六十六條第一款規定處分，或依期貨交易法第一百條第一項第一款處分者。

2. 最近六個月未受證券交易法第六十六條第二款處分，或依期貨交易法第一百條第一項第二款處分者。

3. 最近一年未受本會為停業之處分者。

|               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                       |
|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|               | <p>4. 最近二年未受本會撤銷部分營業許可之處分者。</p> <p>5. 最近一年未受證券交易所、證券櫃檯買賣中心、期貨交易所依其營業細則或業務章則為處以停止或限制買賣處置者。</p> <p>6. 最近六個月內未受信託業法第四十四條糾正、限期改善之處分者。</p> <p>7. 最近二年內未受信託業法第四十四條第一款、第二款或第三款規定之處分者。</p> <p>(四)已依內控處理準則之規定，設置法令遵循單位及主管。</p>                                                                                                                            | <p>4. 最近二年未受本會撤銷部分營業許可之處分者。</p> <p>5. 最近一年未受證券交易所、證券櫃檯買賣中心、期貨交易所依其營業細則或業務章則為處以停止或限制買賣處置者。</p> <p>6. 最近六個月內未受信託業法第四十四條糾正、限期改善之處分者。</p> <p>7. 最近二年內未受信託業法第四十四條第一款、第二款或第三款規定之處分者。</p> <p>(四)已依內控處理準則之規定，設置法令遵循單位及主管。</p> |
| 第 10 點<br>第一項 | <p>證券商以信託方式、<u>發行私募證券投資信託基金</u>辦理財富管理業務，應於總公司設置信託業務、<u>證券投資信託</u>專責部門。該信託業務、<u>證券投資信託</u>專責部門得併入第九點第一項之專責部門。但併入後之專責部門內對信託財產具有運用決定權者，不得辦理專責部門以外之其他業務。</p>                                                                                                                                                                                         | <p>證券商以信託方式辦理財富管理業務，應於總公司設置信託業務專責部門。該信託業務專責部門得併入第九點第一項之專責部門。但併入後之專責部門內對信託財產具有運用決定權者，不得辦理專責部門以外之其他業務。</p>                                                                                                              |
| 第 27-1 點      | <p><u>證券商以發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務，私募基金之運用，應依證券投資信託基金管理辦法第 54 條規定辦理。</u></p> <p><u>私募基金之運用不得與本證券商以信託方式辦理財富管理業務帳戶、全權委託帳戶、其他私募之證券投資信託基金或自有資金買賣有價證券帳戶間為證券或證券相關商品交易行為。但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限。</u></p> <p><u>私募基金之運用不得投資於本證券商或與本證券商有利害關係之公司所發行之證券。</u></p> <p><u>基金之私募、保管、受益憑證、買回、會計，以及基金之變更、存續、終止、清算，應依證券投資信託基金管理辦法與相關規定辦理。</u></p> | <p>(本點新增)</p>                                                                                                                                                                                                         |
| 第 29 點        | <p>證券商以信託方式、<u>發行私募證券投資信託基金</u>辦理財富管理業務，應依證券商同</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <p>證券商以信託方式辦理財富管理業務，應依證券商同業公會訂定並報經本會備查</p>                                                                                                                                                                            |

業公會訂定並報經本會備查之格式，於次月十日前將前一月相關資料傳輸至證券商同業公會。

證券商以信託方式辦理財富管理業務，依兼營信託業務管理辦法第十一條規定向信託業同業公會申報信託帳之相關報表，應以副本申報證券商同業公會。

證券商以發行私募證券投資信託基金方式辦理財富管理業務，依證券投資信託相關辦法規定向證券投資信託暨顧問同業公會申報信託帳之相關報表，應以副本申報證券商同業公會。

之格式，於次月十日前將前一月相關資料傳輸至證券商同業公會。

證券商以信託方式辦理財富管理業務，依兼營信託業務管理辦法第十一條規定向信託業同業公會申報信託帳之相關報表，應以副本申報證券商同業公會。

第 32 點  
第一項

證券商申請辦理第二點第一項第二款、第三款業務，除第四點第一項第四款業務種類應依信託資金集合管理運用辦法規定辦理外，應檢附下列資料，由證券交易所審查並轉報本會核准：

- (一) 取得辦理第二點第一項第一款業務資格證明文件(同時申請者免)。
- (二) 公司章程或相當於公司章程之文件。
- (三) 自有資本適足率之證明文件。
- (四) 最近期經會計師查核簽證之財務報告。
- (五) 長期信用評等證明文件。
- (六) 符合辦理本項業務資格條件之證明文件(未受本會處分部分免)。
- (七) 董事會決議通過申辦本項業務之會議紀錄。
- (八) 營業計畫書：經營本項業務之信託業務項目、信託業務種類、作業程序、會計制度及內部控制制度(含內部稽核制度)。
- (九) 經營與管理信託、證券投資信託業務人員名冊與資格證明文件。
- (十) 負責人無信託專門學識或經驗準則第二條所列情事之聲明書。
- (十一) 信託、證券投資信託契約範本。
- (十二) 其他依本會規定應提出之文件。

證券商申請辦理第二點第一項第二款業務，除第四點第一項第四款業務種類應依信託資金集合管理運用辦法規定辦理外，應檢附下列資料，由證券交易所審查並轉報本會核准：

- (一) 取得辦理第二點第一項第一款業務資格證明文件(同時申請者免)。
- (二) 公司章程或相當於公司章程之文件。
- (三) 自有資本適足率之證明文件。
- (四) 最近期經會計師查核簽證之財務報告。
- (五) 長期信用評等證明文件。
- (六) 符合辦理本項業務資格條件之證明文件(未受本會處分部分免)。
- (七) 董事會決議通過申辦本項業務之會議紀錄。
- (八) 營業計畫書：經營本項業務之信託業務項目、信託業務種類、作業程序、會計制度及內部控制制度(含內部稽核制度)。
- (九) 經營與管理信託業務人員名冊與資格證明文件。
- (十) 負責人無信託專門學識或經驗準則第二條所列情事之聲明書。
- (十一) 信託契約範本。
- (十二) 其他依本會規定應提出之文件。

第 33 點

證券商申請分支機構辦理第二點第一項

證券商申請分支機構辦理第二點第一項

第二款、第三款業務，應檢具下列資料，由證券交易所審查並轉報本會核准：

(一) 總公司經核准經營財富管理及信託、證券投資信託業務之證明文件。

(二) 董事會決議通過申辦本項業務之會議紀錄。

(三) 營業計畫書：經營本項業務之項目、種類、作業程序、會計制度及內部控制制度(含內部稽核制度)。

(四) 經營與管理信託、證券投資信託業務人員名冊與資格證明文件。

(五) 分支機構負責人無信託專門學識或經驗準則第二條所列情事之聲明書。

(六) 其他依本會規定應提出之文件。

證券商總、分支機構同時申請前項業務者，得合併相同申請書件。

第二款業務，應檢具下列資料，由證券交易所審查並轉報本會核准：

(一) 總公司經核准經營財富管理及信託業務之證明文件。

(二) 董事會決議通過申辦本項業務之會議紀錄。

(三) 營業計畫書：經營本項業務之信託業務項目、信託業務種類、作業程序、會計制度及內部控制制度(含內部稽核制度)。

(四) 經營與管理信託業務人員名冊與資格證明文件。

(五) 分支機構負責人無信託專門學識或經驗準則第二條所列情事之聲明書。

(六) 其他依本會規定應提出之文件。

證券商總、分支機構同時申請前項業務者，得合併相同申請書件。

第 34 點 證券商申請總、分支機構以信託方式、發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務，應於許可後六個月內申請換發許可證照，未於期限內辦理者，本會得廢止其許可。但有正當理由，於期限屆滿前，得向本會申請延展六個月，並以一次為限。證券商申請換發許可證照應檢具總、分支機構登記資料表及其他依本會規定應提出之文件，由證券交易所審查並轉報本會。

證券商以信託方式、發行私募證券投資信託基金辦理財富管理業務，除應依前項規定申請換發許可證照外，並應依兼營信託業務管理辦法、證券投資信託事業設置標準規定，於本會網際網路申報系統完成新增營業項目之登錄，登錄前應經總經理及法令遵循主管二人確認所登錄業務項目符合法令規定，且備妥信託業同業公會、證券投資信託暨顧問同業公會同意入會及依信託業法提存賠償準備金之證明文件，由證券交易所轉報本會後，始得開辦。

證券商申請總、分支機構以信託方式辦理財富管理業務，應於許可後六個月內申請換發許可證照，未於期限內辦理者，本會得廢止其許可。但有正當理由，於期限屆滿前，得向本會申請延展六個月，並以一次為限。

證券商申請換發許可證照應檢具總、分支機構登記資料表及其他依本會規定應提出之文件，由證券交易所審查並轉報本會。

證券商以信託方式辦理財富管理業務，除應依前項規定申請換發許可證照外，並應依兼營信託業務管理辦法規定，於本會網際網路申報系統完成新增營業項目之登錄，登錄前應經總經理及法令遵循主管二人確認所登錄業務項目符合法令規定，且備妥信託業同業公會同意入會及依信託業法提存賠償準備金之證明文件，由證券交易所轉報本會後，始得開辦。

|        |                                                                                                   |                                                                                  |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
|        | 證券商總、分支機構自受領許可證照，於三個月內未開始營業，或雖已開業而自行停止營業連續三個月以上時，本會得廢止其許可。但有正當理由，申請本會核准延展者，不再此限。                  | 證券商總、分支機構自受領許可證照，於三個月內未開始營業，或雖已開業而自行停止營業連續三個月以上時，本會得廢止其許可。但有正當理由，申請本會核准延展者，不再此限。 |
| 第 35 點 | 證券商及其從業人員辦理財富管理業務，如違反本注意事項之規定，本會得依證券交易法第五十六條、第六十五條、第六十六條及信託業法、 <u>證券投資信託及顧問法</u> 規定，依其情節輕重為適當之處分。 | 證券商及其從業人員辦理財富管理業務，如違反本注意事項之規定，本會得依證券交易法第五十六條、第六十五條、第六十六條及信託業法規定，依其情節輕重為適當之處分。    |

表 7-4：《證券投資信託基金管理办法》相關法規修改對照表

| 條目     | 修正條文                                                                                                                                                                                                                                                                                | 原條文                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 第 51 條 | <p>證券投資信託事業得向下列對象進行受益憑證之私募：一、銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、金融控股公司或其他經本會核准之法人或機構。二、符合本會所定條件之自然人、法人或基金。前項第二款之應募人總數，不得超過<u>二百人</u>。</p> <p>證券投資信託事業應第一項第二款對象之合理請求，於私募完成前負有提供與本次證券投資信託受益憑證私募有關之財務、業務或資訊之義務。</p> <p>證券投資信託事業向特定人私募基金，於招募及銷售期間，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。</p> <p>違反前項規定者，視為對非特定人公開招募之行為。</p> | <p>證券投資信託事業得向下列對象進行受益憑證之私募：一、銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業、金融控股公司或其他經本會核准之法人或機構。二、符合本會所定條件之自然人、法人或基金。前項第二款之應募人總數，不得超過<u>三十五人</u>。</p> <p>證券投資信託事業應第一項第二款對象之合理請求，於私募完成前負有提供與本次證券投資信託受益憑證私募有關之財務、業務或資訊之義務。</p> <p>證券投資信託事業向特定人私募基金，於招募及銷售期間，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為。</p> <p>違反前項規定者，視為對非特定人公開招募之行為。</p> |
| 第 54 條 | <p>證券投資信託事業應依私募基金之證券投資信託契約運用基金，除本會另有規定外，並應遵守下列規定：</p> <p>一、不得投資證券交易法第六條規定以外之有價證券。</p> <p>二、不得從事證券相關商品以外之交易。</p> <p>三、不得為放款。</p> <p>四、不得與本證券投資信託事業經理之其</p>                                                                                                                           | <p>證券投資信託事業應依私募基金之證券投資信託契約運用基金，除本會另有規定外，並應遵守下列規定：</p> <p>一、不得投資證券交易法第六條規定以外之有價證券。</p> <p>二、不得從事證券相關商品以外之交易。</p> <p>三、不得為放款。</p> <p>四、不得與本證券投資信託事業經理之其</p>                                                                                                                            |

他各基金、共同信託基金、全權委託帳戶或自有資金買賣有價證券帳戶間為證券或證券相關商品交易行為。但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限。

五、不得投資於本證券投資信託事業或與本證券投資信託事業有利害關係之公司所發行之證券。

六、不得運用基金買入本基金之受益憑證。但經受益人請求買回或因基金全部或一部不再存續而收回受益憑證者，不在此限。

七、不得轉讓或出售基金所購入股票發行公司股東會之委託書。

八、持有第十八條第一項第二款至第四款之總額不得超過規定之一定比率。

九、不得有接受特定人指定，協助為規避所得稅或其他影響證券投資信託事業應本於守法、誠實信用及專業投資管理原則之操作。

十、不得為經本會規定之其他禁止事項。前項第五款所稱利害關係之公司，準用第十一條規定。

第一項第四款所稱各基金包含證券投資信託事業募集或私募之證券投資信託基金及期貨信託基金。

私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露，不得超過本基金淨資產價值之百分之四十。但當該發行機構已通過主管機關對於衍生性金融商品操作以及風險控管的審核，並且該私募基金所有應募人同意下，該私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露不受限制。

證券投資信託事業應於私募基金之信託契約中明定從事證券相關商品交易、證券信用交易、借券交易及借款之上限，並將相關風險監控管理措施於投資說明書中

他各基金、共同信託基金、全權委託帳戶或自有資金買賣有價證券帳戶間為證券或證券相關商品交易行為。但經由集中交易市場或證券商營業處所委託買賣成交，且非故意發生相對交易之結果者，不在此限。

五、不得投資於本證券投資信託事業或與本證券投資信託事業有利害關係之公司所發行之證券。

六、不得運用基金買入本基金之受益憑證。但經受益人請求買回或因基金全部或一部不再存續而收回受益憑證者，不在此限。

七、不得轉讓或出售基金所購入股票發行公司股東會之委託書。

八、持有第十八條第一項第二款至第四款之總額不得超過規定之一定比率。

九、不得有接受特定人指定，協助為規避所得稅或其他影響證券投資信託事業應本於守法、誠實信用及專業投資管理原則之操作。

十、不得為經本會規定之其他禁止事項。前項第五款所稱利害關係之公司，準用第十一條規定。

第一項第四款所稱各基金包含證券投資信託事業募集或私募之證券投資信託基金及期貨信託基金。

私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露，不得超過本基金淨資產價值之百分之四十。

證券投資信託事業應於私募基金之信託契約中明定從事證券相關商品交易、證券信用交易、借券交易及借款之上限，並將相關風險監控管理措施於投資說明書中



敘明。

證券投資信託事業經本會核准兼營期貨信託事業者，於其運用私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露控管機制之內部控制制度報經本會核准後，始得不受第四項比率之限制。但其風險暴露不得超過淨資產價值之百分之一百。

前項內部控制制度應針對所從事之證券相關商品種類，分別衡量可能之各類型風險，並就各類型風險之評量方式、參數、評量標準及定期檢測機制，訂定完善之控管計畫。

敘明。

證券投資信託事業經本會核准兼營期貨信託事業者，於其運用私募基金從事證券相關商品交易之風險暴露控管機制之內部控制制度報經本會核准後，始得不受第四項比率之限制。但其風險暴露不得超過淨資產價值之百分之一百。

前項內部控制制度應針對所從事之證券相關商品種類，分別衡量可能之各類型風險，並就各類型風險之評量方式、參數、評量標準及定期檢測機制，訂定完善之控管計畫。

表 7-5：建議應修正法規的分類

| 私募基金的募集                                                                                        | 私募基金的操作                                             |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| 《證券投資信託事業設置標準》第 44-1 條(新增)、《證券商辦理財富管理業務應注意事項》第 2、3、6、10、29、32、33、34、35 點以及《證券投資信託基金管理辦法》第 51 條 | 《證券商辦理財富管理業務應注意事項》第 27-1 點(新增)及《證券投資信託基金管理辦法》第 54 條 |

## 附錄一 案例介紹

### 一、 美林證券對 HCA 私募投資個案

#### (一) 個案簡述<sup>68</sup>

2006 年 7 月 24 日，美林證券、Bain Capital LLC 及 Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR)聯合組成私募股權投資團，以 210 億美元槓桿收購美國最大上市醫院運營商 Hospital Corporation of America Holdings Inc. (HCA)股權，同意承擔 HCA 所有公司債務，留任 HCA 現任資深經理人之職位，並配予其大量份額的股權。2006 年 11 月 17 日投資團正式完成收購後 HCA 正式下市，此案總收購金額為 333 億美元，成為當時美國史上金額第一大的槓桿收購交易。

併購當時，HCA 擁有 4.108 億流通在外股份，私募股權投資團以每股 51 美元現金換取每股普通股，總股權收購價為 210 億美元，溢價約 6.5%(前一次交易日 2006/07/21 收盤價 47.87 美元)。債務部分，私募股權投資團接收 HCA 所有銀行債務及流通在外債務，金額分別為 35 億美元及 77 億美元。合併其餘收購相關費用與支出，總計收購案金額為 333 億美元。

#### (二) 證券商簡介

美林證券為全球最大的證券商與投資銀行之一，創立於 1914 年，隨後於 1971 年 6 月 23 日成為公開上市公司。1973 年成立 ML & Co.控股公司，旗下經營多家全球資本市場、金融管理顧問及財富管理子公司，分布於海外超過 37 個國家。總部設立於美國紐約市，業務主要以紐澤西與佛羅里達州為重心。海外業務擴及

---

<sup>68</sup> 資料來源：“Leverage Buyouts: Valuation, Financial Structuring and Performance: Case Study – HCA Inc.,” Kapil Modi and Riya Bhattacharya, PGP2, 2008/1/18。

歐洲、中東、非洲、環太平洋地區、加拿大與拉丁美洲。2006 年底，總客戶資產約 1.6 兆美元。美林證券業務包括證券經紀、承銷、自營，並提供公司、政府、機構及個人財務策略諮詢等。2006 年 9 月 29 日，美林證券投資管理部門(Merrill Lynch Investment Managers)與全球最大投資管理上市公司 BlackRock Inc.合併，美林證券掌握 BlackRock 45%的投票權，及約半數之股份。2006 年 12 月 31 日 BlackRock, Inc 之資產管理規模約為 1.1 兆美元。2009 年 1 月 1 日美林證券由美國銀行(Bank of America)併購，併購金額達 440 億美元。

2006 年第四季前，美林證券的營運活動主要可分為三大部門：(1) Global Markets and Investment Banking (GMI)；(2) Global Private Client (GPC)及；(3) Merrill Lynch Investment Managers (MLIM)。2006 年第四季與 BlackRock 合併後，MLIM 部門便不再存續。相對地，新的業務部門結合 GPC 與 Global Investment Management(GIM)組成 Global Wealth Management(GWM)部門。就此，美林證券由 GMI 與 GWM 兩大營運部門組成。美林證券最主要的淨收入來源來自 Global Markets and Investment Banking 部門，其次為 Global Wealth Management 部門，如圖 1 所示；而以業務區分，美林證券獲利主要來自自營、經紀及管帳戶業務，如圖 2 所示。

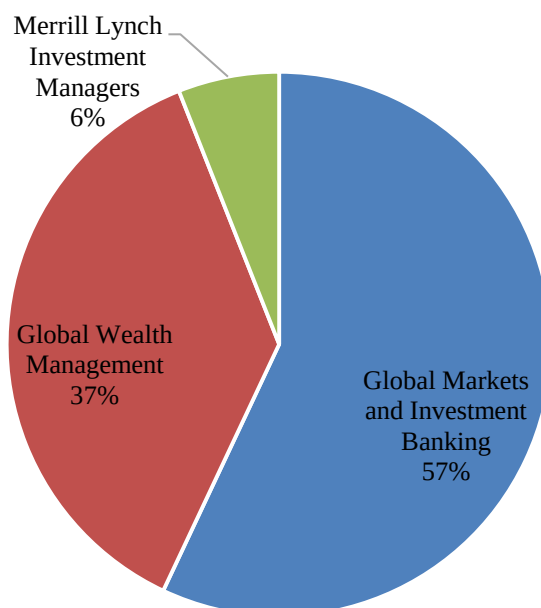


圖 1：美林證券淨收入按三大營運部門分布(2006 年)

註：“Merrill Lynch Investment Managers” 僅呈現 2006 年前 9 個月之淨收入。

資料來源：美林證券 2006 年年報。

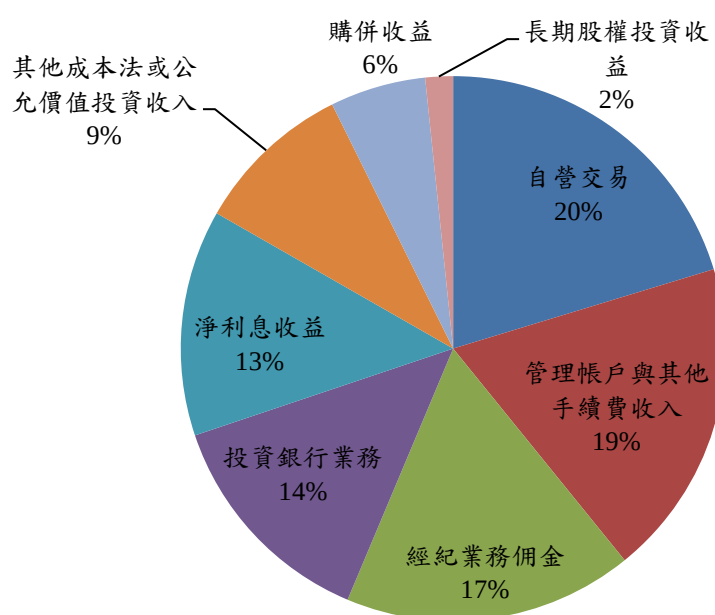


圖 2：美林證券淨收入組成(2006 年)

資料來源：美林證券 2006 年年報。

## **1. Global Markets and Investment Banking**

GMI 部門主要業務為證券交易、資本市場、投資銀行業務，並為公司、機構投資人、金融機構及政府提供財務諮詢。GMI 轄下 Global Markets 子部門負責證券交易、造市、自營與私募股權投資。Investment Banking 子部門為客戶處理證券發行與策略諮詢服務，包含承銷、辦理公募及私募股權、債券及相關證券業務，並提供客戶搭配相關融資及其他融資活動服務。此外，也協助客戶擬定策略議題、評價、購併及財務重組等活動。

## **2. Global Wealth Management**

GWM 部門負責大眾財富管理業務，包括經紀、投資顧問、財務規劃，提供廣泛財富管理產品與服務給個人、中小企業與員工福利計畫。GWM 轄下子部門 Global Private Client 負責與處理與佣金及手續費相關的投資帳戶、銀行業務、現金管理、信用服務(包含消費者與小型企業貸款與簽證卡)、保險、信託、財富繼承及退休計畫。子部門 Global Investment Management 業務包含設立與管理避險基金及相關投資商品給 GPC 客戶。

## **3. Merrill Lynch Investment Managers (2006 年第四季開始後終止存續)**

MLIM 為併購 BlackRock 前所運作的資產管理部門，提供一般大眾及機構投資人股權、固定收益、貨幣市場、指數為標的的基金投資。基金種類包含共同基金、私人管理帳戶、零售與機構個別分離之帳戶。

### **(三) HCA 簡介**

HCA Holdings, Inc. (HCA)為 Dr. Thomas F. Frist, Sr.、Jack C. Massey 與 Dr. Thomas F. Frist, Jr.成立於 1968 年的美國連鎖營利性醫療照護集團，以田納西州納許維爾市為根據地，HCA 的服務據點十分集中於佛羅里達州與德州，因此其

營運表現對此兩地的經濟、環境、法規與競爭條件上的改變的敏感度很高。到 2013 年底為止，HCA 擁有 165 家醫院及 115 家獨立的外科手術中心，遍布美國 20 個州及英國，員工數約 204,000 人。現今約有 4-5% 的美國住院病患由 HCA 提供照護。

#### **（四） HCA 面臨的困境**

2006 年第二季 HCA 的營收狀況表現不佳，對外宣布財務數據前，股價已經有一波劇烈反映，為免宣布後會有更大幅度的跌價，HCA 管理階層開始考慮是否採納美林證券的建議接受私募股權收購，讓 HCA 下市。HCA 面臨以下困境致使財務狀況不良：

##### **1. 醫療產業共同的挑戰**

##### **（1） 醫療成本上漲**

##### **A. 美國政府對醫療部門支出減少**

過去美國政府的醫療計畫架構之下，醫院根據實際業務量從美國政府主辦之醫療保險 Medicare<sup>69</sup>與 Medicaid<sup>70</sup>中獲得補助。然而，美國政府考量醫療照護成本逐年上升，1983 年修改社會安全法(Social Security Amendments)限制政府對醫療照護的支出，Medicare 的補助轉變為總額支付制(fixed-fee schedule)。新的補助架構下，若醫院當年度成本低於事前擬定之補助金額，則醫院可作為儲蓄；成本高於補助的部分則由醫院自行吸收差額，如此一來，

---

<sup>69</sup> Medicare 為美國政府提供給 65 歲以上老年人口的醫療保險計畫，於 1965 年 6 月 30 日增訂於社會安全法(Social Security Amendments)中，此計畫包含住院與醫療保險，其部分資金來源為工資稅(payroll tax)。由於勞動人口逐年下降，加上每年退休老年人口增加，導致平均每個人所負擔的 Medicare 醫療服務成本不斷上漲。

<sup>70</sup> Medicaid 是美國政府為低收入戶家庭及弱勢個人所提供的醫療救助計畫，由聯邦及州政府共同資助，並由州政府管理，於 1965 年 6 月 30 日增訂於社會安全法(Social Security Amendments)中。

醫療產業的獲利空間大幅下降。

HCA 歷年各類保險的補助佔營業收入比例大致類似，從圖 3 來看，2013 年美國國內私人保險為主要 HCA 收入來源。而政府健保方面，Medicare 與 Medicaid 合計占 HCA 營收 42%，近一半收入依賴政府補助，使得政府對健保支出的政策變動對 HCA 影響深遠。

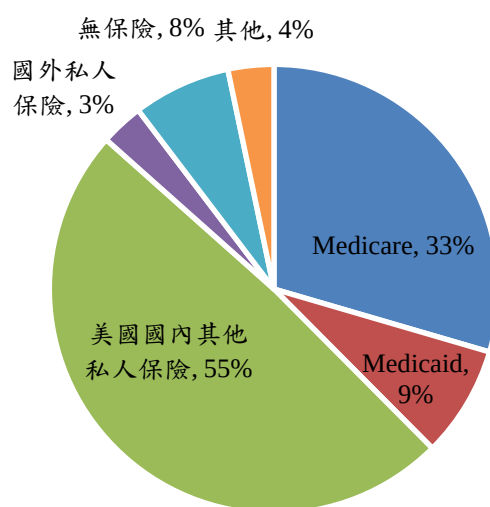


圖 3：2013 年 HCA 各類保險佔營業收入比例

資料來源：HCA 2013 年年報。

## B. 醫療人員人事成本上升

隨人口老化與醫療需求逐年增加，過去十幾年來美國醫療人員的薪資不斷調升，人事成本一直是醫療預算沉重的負擔，醫院也想盡辦法控制人事成本，以 2006 年度來看，HCA 的員工薪資與福利支出佔當年度營業成本超過二分之一以上(如圖 4 所示)。成本考量導致醫院裁減高薪資深護理人員，或改聘用較廉價的約聘人員，從事護理人員工作保障愈來愈少，工作負荷量卻增加，致使美國護士荒問題嚴重。

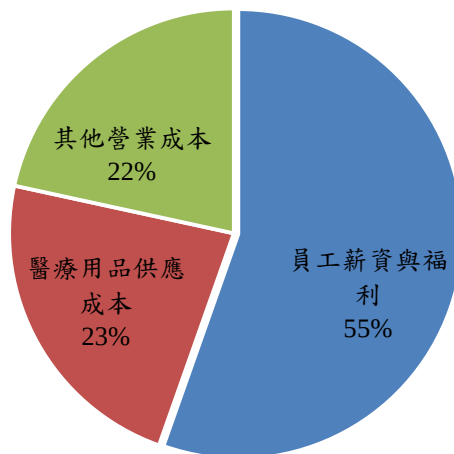


圖 4：2006 年 HCA 營業成本組成

資料來源：美林證券 2006 年年報。

#### C. 急診室的無保險病患人數逐年增加

由於美國保險費用金額高，美國有眾多人口並無保險。2000~2004 年間，美國未納保人口之複合年均增長率(CAGR)為 3.6%。HCA 營運所在州的未納保人口更以每年 4.8%速度成長，高於同期間全國平均增長率。HCA 每年約有 85%未納保病患未償付醫療帳單，HCA 分別在 2003 及 2005 年給予未納保病患醫療帳單折讓。HCA 備抵呆帳從 2002 年的 15 億美元增加到 2006 年的 26 億美元，成長率為 68% (如圖 5 所示)。備抵呆帳佔收入(provision of bad debt expense/revenues)比例，從 2002 年 8.7%成長到 2006 年的 11.7%。



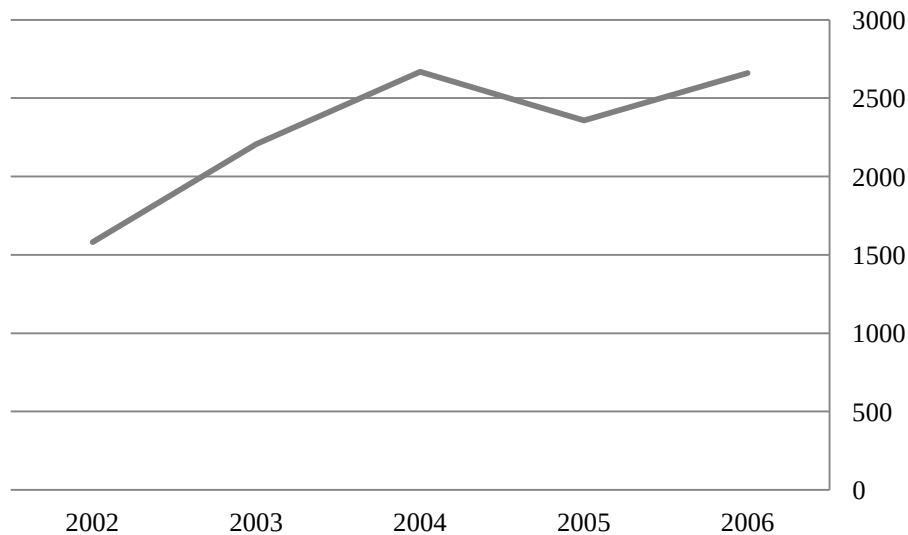


圖 5：HCA 2002-2006 年備抵呆帳金額 (單位：百萬美元)

資料來源：HCA 年報。

## (2) 替代性的醫療組織崛起

醫療產業追求降低成本的趨勢，促使美國於 1990 年代引入了管理式醫療照護，各種管理式醫療照護組織崛起，例如「健康維護組織」(Health Maintenance Organizations, HMOs)<sup>71</sup>，排擠了一般的醫院的市場。

雖然醫院最初藉由購併活動建立龐大的醫療集團，企圖以規模經濟在市場上勝出，1998 年有將近 750 件醫療機構購併案。HCA 也在 1994 年 2 月，HCA 併購哥倫比亞醫院(Columbia Hospital Corporation)，隨後又併購了 Medical Care America 及其他醫療照護事業，形成綜合性的醫療組織。然而隨著可併購目標減少，透過併購來壓低成本、增加市佔率的效果愈來愈弱。再者，醫療集團急速擴張下，集團內各家醫院的產能利用率僅約 50~60%，各醫院間的利用率不平均也顯示地區性資源存在差異性。

---

<sup>71</sup> HMO 為提供綜合性醫療照護服務的組織，向自願登記加入的客戶團體定期預收服務費後，安排全年全面性的醫療服務。除了急診外，加入某個 HMO 組織的客戶被限制只能於 HMO 所指定的固定家庭醫師及醫療場所救治。HMOs 藉由有效的管理、給予醫師穩定客戶源、限制醫療提供者權利等方式控制成本。

## 2. 聯邦保險 Medicare 詐欺案

1994 年，HCA 併購 Columbia Healthcare Corporation 醫療集團，組成 Columbia/HCA (1999 再度更名為 HCA, Inc.)。1997 年 Columbia/HCA 涉嫌詐騙 Medicare 醫療保險遭美國政府調查，最終公司承認對健保超收費用，判決 17 億美元罰款，為美國史上最高之健保詐欺處置金額。此判決使得 HCA 數年受到政府高度的監視，且歷經數年的名聲重建。HCA 的營收於 2006 年初時開始惡化，並且反映在股價上。

### (五) 槓桿收購過程<sup>72</sup>

#### 1. 賣方評價戰

HCA 組成特別委員會處理私募股權收購案，並尋求 Credit Suisse 與 Morgan Stanley 給予收購案的評價建議。這兩家銀行根據(1)現金流量折現法；(2)過去交易案件比較；(3)相似公司比較，來評價 HCA：兩家銀行找了城、鄉各三家醫院做比較分析，得出每股 36 到 46 美元價格區間；以過去 8 次醫院收購交易案例作比較，銀行得出價格區間在每股 45 到 55 美元；至於現金流量折現法，銀行使用管理階層所預估的 EBITDA 與前述之 6 家比較醫院之股權 beta 值計算 WACC，得出價格區間每股為 45 到 61 美元。

#### 2. 談判過程

2006 年 7 月 14 日，私募股權投資團提交他們認為的合理價為每股 48.75 美元，只稍高於當時市場價格每股 45.95 美元。7 月 17 日 HCA 特別委員會認為價格過低而拒絕，並且向私募股權投資團表示除非提供更高的價格，否則將結束談

---

<sup>72</sup> 資料來源：“Leverage Buyouts: Valuation, Financial Structuring and Performance: Case Study – HCA Inc.,” Kapil Modi and Riya Bhattacharya, PGP2, 2008/1/18。

判並公佈第二季財報結果。

隔天，私募股權投資團提出較高的每股 50.5 美元收購價，再度被特別委員會拒絕，並表示根據 HCA 在 2005 年 12 月時股價高於 52 美元，HCA 委員會認為以每股 52 美元收購價較為合理。

然而，以 2005 年實際情況來看，HCA 的獲利與表現不佳，並且屢屢辜負市場期待，未達到分析師預期的獲利水準。私募股權投資團認為以過去績效表現對照過去股價來看並不合理，最後提出一個高於市價 10% 的「最佳與最終」喊價每股 51 美元。

### 3. 收購資金來源與投資人股權分配

私募股權投資團展期現存的 77 億美元流通在外債務，借款成本為 7.5%；額外向銀行以 8% 利息融資 140 億美元；增發 57 億美元、成本為 10% 的票券。總債務融資金額達 280 億美元，剩餘 53 億以自有資金來支應。槓桿收購將 HCA 的債務利息負擔擴增了 132%，2007 年利息支出金額達到 22 億美元(如圖 6 所示)。

美林證券、Bain Capital 及 KKR 各出資配得 15 億美元股權，其餘 8 億美元由原 HCA 創辦家族兼 HCA 資深經理人出資。

HCA 創辦人 Thomas F. Frist, Jr., MD，同時亦為 1997-2001 年間的執行長與董事長，曾經帶領 HCA 經歷 1988 年第一次被收購後的下市，及 1992 年的重新上市。在此次的槓桿收購後，他仍保留 HCA 的董事身分，Dr. Frist 個人持有 HCA 4.1% 股份，其成年子女與其他家族成員控有 690 萬股股份。前述之 53 億股權出資中，Frist 家族共投資 8 億美元，連同收購前原有的部分持股，收購案後家族共持股 15%。其餘收購前 Dr. Frist 所控有的股份皆隨收購而售出，獲取現金報價

0.66 億美元。

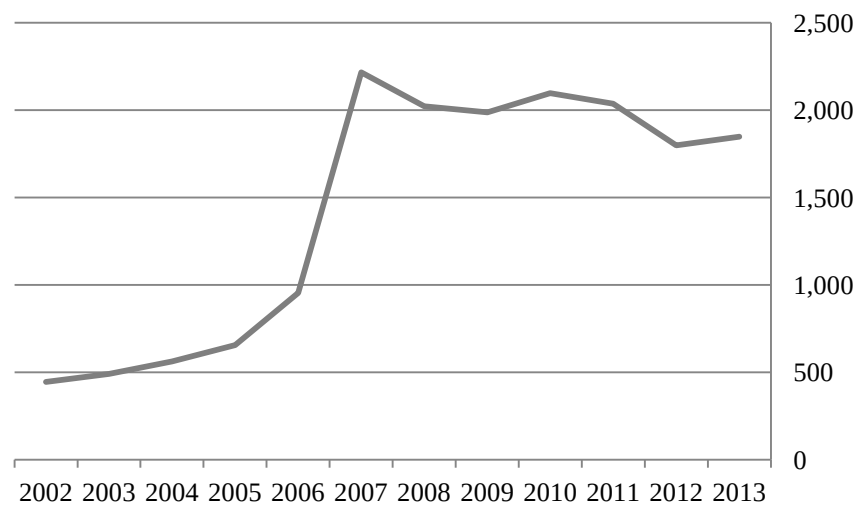


圖 6：HCA 2002-2013 年利息支出（單位：百萬美元）

資料來源：HCA 年報。

#### （六） HCA 被收購後的表現<sup>73</sup>

私募股權投資公司將 HCA 下市後，將營運目標定位在追求獲利增長，與成本的降低與管控。HCA 的成功轉型主要藉著(1)採行新醫療報帳代碼系統，從私人保險公司、病患與 Medicare 身上獲取更多的收入；(2)提高急診室真正需要救援的病患比例，減緩急診室過度擁擠與資源浪費的問題；(3)採行彈性人事調動管理，提升人員配置效率。

##### 1. 採行新急診室醫療代碼系統

所有醫院都採用一種醫療代碼(billing codes)系統來向 Medicare、Medicaid 與私人保險公司報帳，根據不同代碼獲得不同的服務報償。這種醫療代碼藉由主觀的評斷來反映醫院提供了多少照護給不同病人。不同醫院可以對於不同治療給予

---

<sup>73</sup> 資料來源：“A Giant Hospital Chain is Balzing a Profit Trail,” Julie Creswell and Reed Abelson, New York Times, 2012/8/14。

不同的醫療代碼。

雖然急診部門確實是醫院最主要的病患來源，但是急診病患多半為無保險者，較無能力負擔急診高額的費用。HCA 於 2008 年開始使用新急診室醫療代碼系統 (由 the American College of Emergency Physicians 所發展的方法)，試圖從每位看診病患身上獲取更多的償付。新醫療代碼系統實施後，HCA 向 Medicare 請款的金額水準明顯提升，表現在 2009 年 HCA 的營業利益中有 20.1% 的急速增長 (如圖 7 所示)。

2006 年 HCA 仍因為 Medicare 詐欺弊案受到企業誠信協議 (corporate integrity agreement) 規範，其報帳內容受監管單位獨立監視。當年度 HCA 向 Medicare 請款的項目中，約有 25% 的款項為兩項補貼金額最高的項目，遠低於其他醫療同業在此兩項目有高達 58% 的申請。

然而到了 2008 年末，HCA 與聯邦法規簽訂的企業誠信協議告終，HCA 開始使用新急診室醫療代碼系統。直到 2010 年，HCA 在兩最高補貼項目上的申請勝過了其他醫療同業，比率分別為 76% 與 74%。

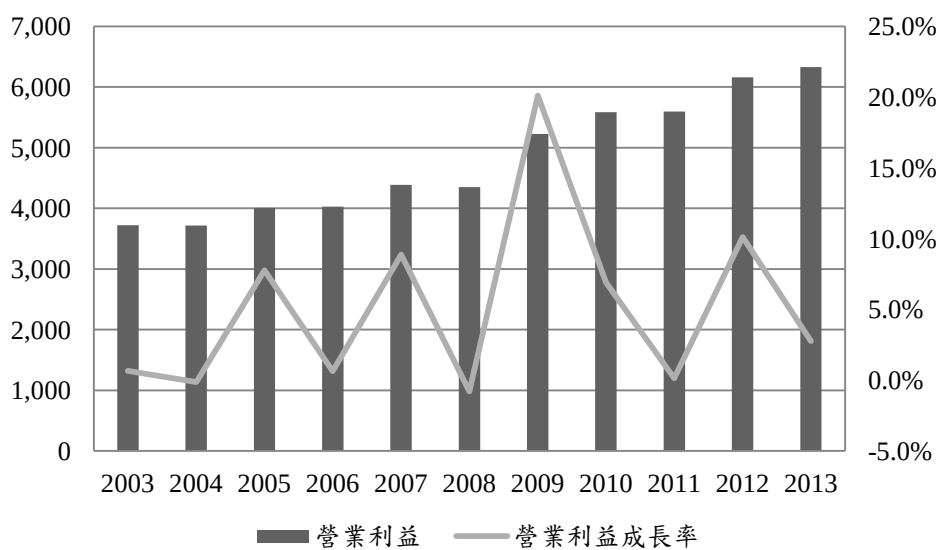


圖 7：HCA 2003-2013 年營業利益金額與成長率 (單位：百萬美元)

資料來源：HCA 年報。

## 2. 提高急診室真正需要救援的病患比例

多年以來醫院一直存在病患濫用急診室資源的問題，儘管病患症狀輕微仍到急診室就醫的情況屢見不鮮。急診照護成本高，尤其每年有愈來愈多的無納保病患到急診室尋求救治，造成醫院沉重的負擔。

HCA 決定拒絕非緊急狀況的病患到急診室治療，例如一般流感或扭傷。HCA 旗下超過半數的醫院率先採行各種系統，來判斷病患是否真的需要急診照護。輕微或非緊急情況的病患將被 HCA 勸離到其他替代醫療單位，例如其他免費的診所，除非病患願意事先付保險未負擔的醫療自費額，或約 150 美元現金。一夕之間，HCA 讓病情較嚴重且更需要使用到急診資源的病患人數快速上升，且 HCA 收現能力提升(如圖 8 所示)。

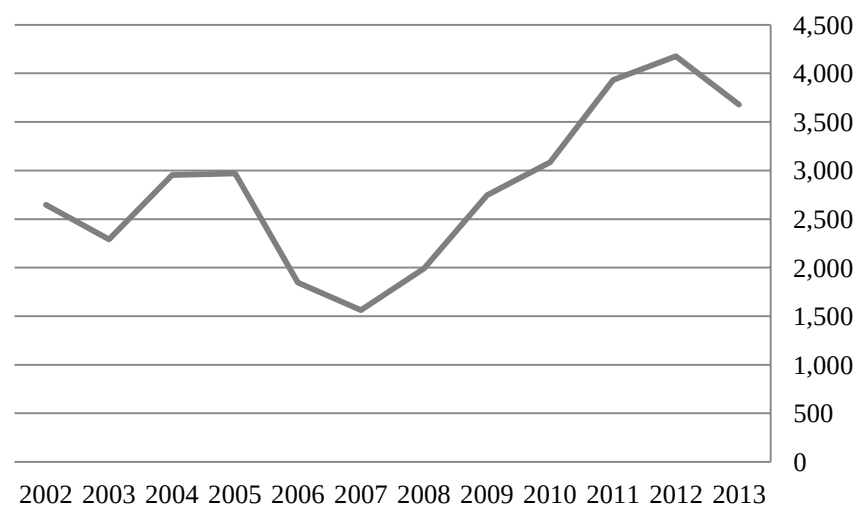


圖 8：HCA 2002-2013 年營運現金流量 (單位：百萬美元)

資料來源：HCA 年報。

## 3. 高彈性的人事調動

HCA 同時實行較有彈性的人員配置系統，事先估計每日每間醫院的病患人數，依此來調配每間醫院所需的護士人員數。

## **(七) HCA 重新上市<sup>74</sup>**

### **1. IPO 表現**

2011 年 3 月 10 日，HCA 完成於紐約證券交易所總計 37.8 億美元的重新上市，為美國史上規模最大的私募股權投資 IPO 案。掛牌價格為一股 30 美元，一共發行 1.45 億股，其中約 0.88 億股由 HCA 提供，約 0.57 億股由其他股東售出。上市後的首次交易日，股票上漲 1.15 美元，漲幅為 3.9%。

### **2. 投資人的報酬**

2010 年，HCA 獲利快速的成長，使得 HCA 得以發行數十億美元的公司債，用來支付給予私募股權投資團各近 10 億美元的股利。2011 年 9 月 21 日，HCA 向 Bank of America(於 2009 年購併美林證券)以每股 18.61 美元購回其持有的 80,771,143 股 HCA 股份(約 15.6%流通在外股數)，總價 15 億美元。Bank of America 在 2006-2011 年投資 HCA 期間，獲利 2.5 倍(相對於 2006 年時最初投資於 HCA 的金額)。

2012 年初，HCA 付給股東 9 億美元特別股利，其中的 3.6 億美元流向 KKR 與 Bain Capital。2012 年時，KKR 與 Bain Capital 仍持有 HCA 40%股份，當時價值 48 億美元，約為兩私募股權投資公司最初於 2006 年投資金額的 3.5 倍。

---

<sup>74</sup> 資料來源：HCA Press Release。

## 二、 香港新鴻基資貸基金銷售事件

### (一) 新鴻基簡介<sup>75</sup>

新鴻基有限公司於 1969 年由馮景禧先生成立，原為香港一間證券公司，主要業務包括證券、槓桿式外匯交易、黃金、商品、期貨及期貨選擇權經紀等業務，近年改名為「新鴻基金融集團」以覆蓋更多元化的金融業務。於 1983 年在香港聯合交易所上市(港交所股票代碼：00086.HK)。

目前，該集團股東權益約為 136 億港元(截至 2014 年 6 月 30 日)，現任主席為李成煌，為私人零售、企業及機構客戶提供各種金融服務，包括財務策劃、財富管理、資產管理、企業融資等，亦提供互聯網金融及財經資訊服務。集團總幹事處設立於香港，於大中華地區各地亦設有辦事處，現今已擁有超過 170 個據點，並以全面拓展亞洲區業務為主要發展目標，為香港最大且具有領導地位的金融機構。在此將新鴻基金融集團的重大紀事整理如表 1。

表 1：新鴻基金融集團重大紀事

| 西元   | 事件                                                     |
|------|--------------------------------------------------------|
| 1969 | 馮景禧先生、郭得勝先生及李兆基先生創立新鴻基公司。於 1973 年，新鴻基証券有限公司(「新鴻基証券」)成立 |
| 1983 | 新鴻基有限公司(「本公司」)正式成立並於香港聯合交易所上市                          |
| 1991 | 新鴻基投資服務有限公司(「新鴻基投資服務」)率先申請成為上海及深圳證券交易所之首批包銷商及核准海外代理人。  |
| 1993 | 新鴻基投資服務分別在上海及深圳證券交易所獲得 B 股交易席位。                        |
| 1996 | 聯合地產(香港)有限公司(「聯合地產」)透過其全資附屬公司從馮氏家族收購本公司。               |

<sup>75</sup> 資料來源：新鴻基金融集團 2013 年年報；維基百科，<http://goo.gl/mAjU5o>。



|      |                                                                                                                          |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1997 | 新鴻基投資服務獲中國證券監督管理委員會批准為外資股份經紀商及主承銷商。                                                                                      |
| 2000 | 「鴻財網」正式成立，是首批提供一站式網上股票買賣服務之證券行之一。                                                                                        |
| 2002 | 本公司成立財富管理業務及另類投資業務，開展多元化運作。                                                                                              |
| 2004 | Sun Hung Kai International Bank [Brunei] Limited 正式開業。聯合地產於本公司的股權增至約 74.99%(2013 持股量約為 56.16%)                           |
| 2006 | 本公司擴充私人財務業務，收購 UAF Holdings Limited，並與浙江省永安期貨經紀有限公司在香港成立合資公司，進一步拓展中國內地市場。                                                |
| 2007 | 公司透過配售 1.66 億新股予 Dubai Investment Group，與其建立策略合作關係。                                                                      |
| 2010 | 公司遷至銅鑼灣利園，並分別與 CVC Capital Partners 及麥格理銀行的附屬公司 Macquarie FX Investments Pty Limited 締結策略聯盟。                             |
| 2011 | 旗艦品牌「新鴻基尊尚資本管理」正式推出，為高資產值客戶提供個人化的財富管理服務。本公司並與陸東資產管理有限公司締結策略聯盟。新鴻基証券於 2011 年 12 月 1 日起正式更名為「新鴻基金融有限公司」，以配合其「新鴻基金融集團」品牌策略。 |

資料來源：新鴻基金融集團 2013 年年報。

新鴻基金融集團透過新鴻基金融及亞洲聯合財務有限公司(「亞洲聯合財務」)<sup>76</sup>共同經營以下四項核心業務，包括：財富管理及經紀業務、資本市場業務、私人財務及主要投資<sup>77</sup>。

## 1. 財富管理及經紀業務

財富管理及經紀業務包括證券、結構性產品、期貨、期權、商品、外匯、全

<sup>76</sup> 前名為日本國際金融有限公司，成立於 1991 年，主要業務為私人信用貸款，目前其他股東包括日本上市跨國企業 ORIX Corporation 及伊藤忠商事株式會社(ITOCHU Corporation)，並由擁有三十多年私人貸款市場經驗的長原彰弘先生出任董事總經理及行政總裁。

<sup>77</sup> 新鴻基金融集團 2013 年度報表。

權委託投資組合管理服務、互惠基金、保險及資本投資者入境計劃的顧問服務。新鴻基金金融集團亦提供「鴻財網」旗下的「SHKFeMO!」流動平台，為偏好自主交易的客戶提供服務。截至 2013 年 12 月 31 日，新鴻基金金融提供諮詢／託管服務或管理賬戶服務的客戶資產總額超過 778 億港元。

## **2. 資本市場業務**

為新鴻基金金融集團主要針對企業及機構客戶所提供的各種金融服務，其業務涵蓋結構性融資、股票資本市場，以及為企業及機構承銷等，但主要業務為客戶提供股本及債務的籌資計畫方案。

## **3. 私人財務**

亞洲聯合財務是新鴻基金金融集團擁有 58% 股權的附屬公司，專門提供無抵押私人貸款及抵押貸款。集團透過其間接擁有 58% 的附屬公司亞洲聯合財務經營私人財務業務，該公司於香港及中國大陸經營貸款業務。於 2013 年，亞洲聯合財務的貸款總額超過 100 億港元，較 2012 年底增長 21%，其股東應佔溢利為 980 百萬港元(2012 年：938 百萬港元)，集團所佔份額為 570.3 百萬港元。本年度總平均股東資金 6,625 百萬港元的報酬為 14.8%。

亞洲聯合財務在香港佔有市場領導地位，以無抵押私人貸款計，在私人財務公司中排名第一，在所有金融機構(包括銀行)中排名第七，2013 年的市場佔有率約為 5.3%(不包括有抵押貸款)。在中國大陸的總實收資本超過 46 億港元，成為最大的小額貸款公司之一。

## **4. 主要投資**

在 2009 年前，新鴻基股份有限公司主要的投資為卓健亞洲有限公司(「卓健」)，於 1998 年正式成立，至今已擁有超過 140 年歷史，而其主要的業務為提供各種

醫療健康服務，包括專科、普通科、牙科、診斷及放射服務、腫瘤治療、皮膚護理服務、心理健康服務、飲食治療等，並於於 2013 年 10 月正式加入國際醫療服務集團－「保柏 (Bupa)」。

由表 2 可見新鴻基金融集團的主要收入來源為財富管理、經紀和私人財務業務，也就是投信業務和私人貸款業務，兩者總和約佔該集團總收入的八成至九成。亦可從圖 9 看出新鴻基金融集團的整體收入明顯有受到 2008 年全球金融海嘯的影響。

表 2：新鴻基金融集團 2006 年至 2013 年主要收入表

| 年度        | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 總收入       | 1,984.4 | 4,630.7 | 2,785.4 | 2,889.3 | 3,064.1 | 3,593.2 | 3,723.4 | 4,575.5 |
| 財富管理及經紀業務 | 58%     | 45%     | 19%     | 41%     | 36%     | 30.1%   | 22.6%   | 20.1%   |
| 資產管理(基金)  | 8%      | 5%      | 6%      | 3%      | 2%      | 1.5%    | -       | -       |
| 私人財務(消金)  | 18%     | 24%     | 49%     | 49%     | 52%     | 58%     | 69.3%   | 68.6%   |
| 企業融資      | 4%      | 4%      | 5%      | 6%      | 9%      | 9.1%    | 6.3%    | 10.1%   |
| 主要投資－醫療健保 | 11%     | 20%     | 19%     | -       | -       | -       | -       | -       |
| 其他主要投資    | 1%      | 2%      | 2%      | 1%      | 1%      | 1.3%    | 1.8%    | 1.2%    |

資料來源：新鴻基金融集團 2013 年年報。

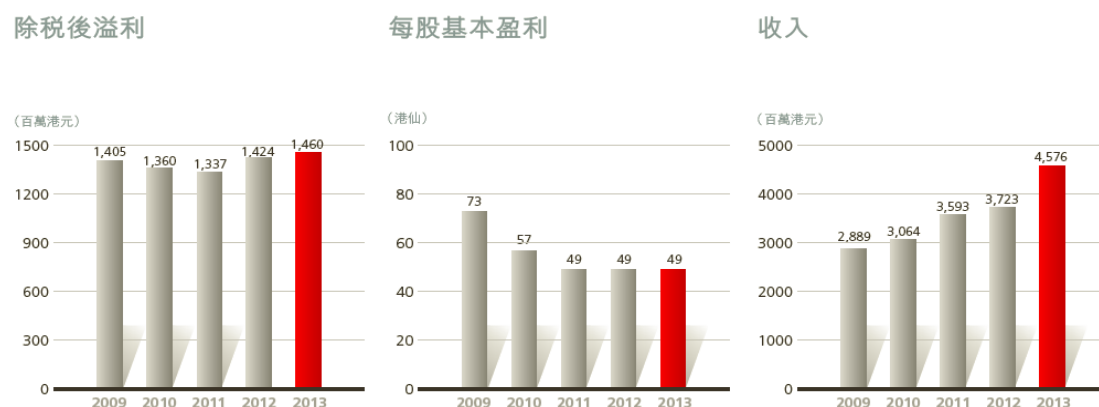


圖 9：新鴻基集團歷年獲利趨勢圖

資料來源：新鴻基金融集團 2013 年年報。

## （二） 個案說明<sup>78</sup>

新鴻基金融集團旗下的新鴻基投資管理有限公司(AAI432)，於 2005 年 3 月向香港證監會申請核准持有第一類牌照(證券交易)、第四類牌照(就證券提供意見)和第九類牌照(提供資產管理)。

「新鴻基資貸基金」是由香港新鴻基金融集團發行的私募基金，其投資標的由 18 檔標的基金組成，2006 年由元大證券引進台灣，並召開代理募集的說明會，吸引投資人爭相申購，每認購單位從 10 萬美元、約 310 萬新台幣起跳，估計募集總額約 6000 萬美元，約為 18.6 億元新台幣，佔該檔基金規模 1.06 億美元的一半以上。

由於 2007 年中，美國次級房貸風暴陸續爆發，當時投資人向代理募集的元大證券詢問該檔基金是否也有受到次貸的波及和影響，而當時元大證券卻聲明該檔基金的次貸商品僅佔投資組合約 2%，若再加計槓桿操作，其最大的佔比也只有 4%。而在該年 8 月，便有投資人開始陸續贖回資金，而當時新鴻基聲稱「當月贖回只有 270 萬美元」，並無任何流動性問題。但在 2008 年 1 月底卻通知投資人「該檔基金暫停淨值計算與贖回」，並接露該基金這一年半中期帳面虧損高達 67%，若加計原先虧損，投資人幾乎是連本金也無法收回；且在 2008 年 3 月派代表來台更正在 2007 年 8 月的贖回金額實際上為 2700 萬美元，而非 270 萬美元。

至 2010 年為止，該私募基金中的 18 檔成分基金已有 8 檔正進行清算或被接管中，餘下成分基金則暫停買賣。另外，還有 4 個長期未償還的標的基金正在清算中，首筆應付贖回款於 2008 年初已到期。最終，新鴻基資貸基金於 2010 年

---

<sup>78</sup> 參考孫中英，2010 年 10 月 20 日，「香港新鴻基基金 將面臨清算」，聯合報；2010 年 10 月 20 日，「新鴻基資貸基金 涉詐欺 6 千萬美元」，蘋果日報。

11 月在香港舉行股東會進行基金清算，並表明該基金若尚有剩餘價值，才會返還予投資人。以下將此個案之相關事件說明整理如表 3 所示。

**表 3：新鴻基資貸事件時間表**

| 時間          | 說明                                    |
|-------------|---------------------------------------|
| 2006 年      | 新鴻基金融集團派人來台，於元大投信舉辦私募基金募集說明會          |
| 2007 年中     | 美國次貸風暴爆發，元大回覆「次貸影響僅 4%」               |
| 2007 年 8 月  | 投資人開始贖回基金，新鴻基通知贖回僅 270 萬美元            |
| 2008 年 1 月  | 新鴻基通知，暫停淨值計算，帳戶凍結                     |
| 2008 年 3 月  | 新鴻基派代表來台，澄清 2007 年 8 月贖回金額已達 2700 萬美元 |
| 2008 年 7 月  | 投資人向媒體投訴，金管會僅以該基金已符核備規定，無違規           |
| 2010 年 10 月 | 新鴻基通知，將在 11 月召開特別股東會，商討清算事宜           |

資料來源：2010 年 10 月 20 日，「新鴻基資貸基金 涉詐欺 6 千萬美元」，蘋果日報。