

出國報告（出國類別：進修）

金融監督管理委員會
選送國際人才培育計畫
赴新加坡管理大學進修

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：謝依紋 稽核

派赴國家/地區：新加坡

出國期間：107年7月12日至107年12月25日

報告日期：108年1月19日

摘要

本次進修係透過國立政治大學校際交換學生方式至新加坡管理大學進修，新加坡管理大學(Singapore Management University)共有六個學院，分別是商學院、會計學院、法學院、資訊系統學院、經濟學院、和社會科學院。新加坡管理大學一直以來以致力於國際學術交流聞名，亦提供非常多元化的課程及學術演講予學生及在職人士參與。

本次課程於七月初進行三日之全天課程「企業創意的財務評價」，參加學生為新加坡在職人士，除了課程學習外，並與學員分享彼此國家的商業環境、金融政策及市場前景收獲許多。

交換課程分別選擇會計學院的「企業財務報告及財務分析」、「中國資本市場」及法學院的「企業組織法」課程，體驗不同學院的學術激盪。「企業財務報告及財務分析」從基礎理論切入，並從新加坡上市公司實務案例演練，得以瞭解企業評價如何實際執行。「中國資本市場」課程，講師完整介紹中國資本市場的發展、改革政策及潛在問題，讓學員對中國資本市場有充分瞭解。而法學院學生對法律思辯的過程令人驚嘆，課程中從實務判例發表各自見解，透過不同觀念的表達，增加對法學釋義的批判能力。

藉由本次進修與新加坡當地學生及來自各國的交換學生交流，有助於涵養學識，文化體驗，助益良多，也帶給我更多的想法與思考，俾能在專業、國際交流、文化融合有更多的成長與促進。

目次

壹、進修目的	1
貳、進修過程	2
一、新加坡管理大學簡介	2
二、進修課程內容摘要	3
(一) 企業創意的財務評價 (Financial Valuation of Business Idea)	3
(二) 企業財務報告及財務分析 (Corporate Reporting & Financial Analysis)	5
(三) 中國資本市場 (Capital Markets in China)	7
(四) 企業組織法 (Law of Business Organization)	9
參、蒐集新加坡最新規定	12
一、新加坡數位代幣發行監管指引(A Guide to Digital Token Offerings)	12
二、新加坡證券交易所對擬募集發行 ICO 之上市業者的要求	18
三、新加坡基金新架構-「可變動資本公司(Variable Capital Company)」	19
肆、心得及建議	21
伍、附錄一課程大綱	23

壹、進修目的

身為金融市場監督工作的角色，除了於工作時累積經驗外，適時吸收專業知識及培養語言能力對工作的增進甚有幫助，工作多年後深感自身在專業知識及語言能力上仍有不足，而興起出國進修的念頭，正值服務機關推動「選送國際人才培育計畫」，由衷感謝長官鼎力支持，讓職有機會得以至新加坡管理大學 (Singapore Management University) 進修，提升自我國際視野及增進專業知識。

在 2017 年全球金融中心指數中，新加坡首度超越香港前進至第 3 名，僅次於倫敦及紐約，新加坡作為亞洲金融樞紐地位實不容小覷，配合政府新南向政策目標，實有必要對新南向國家之一之新加坡進一步瞭解，本次希望將藉由修習新加坡管理大學課程，並將蒐集新加坡發展趨勢，以作為未來金融監理政策之參考。

貳、進修過程

一、新加坡管理大學簡介

新加坡管理大學 (Singapore Management University ; 縮寫 : SMU) , 簡稱新大, 成立於 2000 年 1 月 12 日, 是新加坡政府資助的公立大學。學校共有六個學院, 分別是商學院、會計學院、法學院、資訊系統學院、經濟學院、和社會科學院。

在 UTD 世界知名商學院排名中, 新加坡管理大學商學院排名第 40 位, 亞洲第 3 名, 會計專業在亞洲排名第 1, 全球排名第 3。在 2017 年 QS 世界大學學科排名中, 會計與金融類專業排名全球第 50 (由於學校只有商科, 所以不參與綜合大學排名)。

新加坡管理大學有超過 8000 名學生(7297 名大學生, 1006 名全職研究生與兼職研究生), 及 330 名教職員(61%為非新加坡教員的國際教授, 來自 30 多個國家), 新加坡管理大學國際學生比率高, 國際學生來自全球 40 多個國家, 占總大學生數 13%, 研究生數 35%。

二、進修課程內容摘要

本課程屬國立政治大學薦送至新加坡管理大學之交換計畫，於七月初進行三日之全天課程「企業創意的財務評價」，並於 2018 年 8 月開始秋季班研習課程「企業財務報告及財務分析 (Corporate Reporting & Financial Analysis)」、「中國資本市場 (Capital Markets in China)」及「企業組織法(Law of Business Organization)」課程：

(一) 企業創意的財務評價 (Financial Valuation of Business Idea)

1、課程概述：

本課程介紹如何對企業創意進行評估，並介紹五個評估準則：市場、效益、創業團隊、競爭優勢、策略特色等，並從實際案例操作，幫助瞭解企業創意如何評價。

評估企業創意之五個評估準則包括：

- (1) 市場面的評估準則：包括市場利基、市場結構（針對新事業機會的市場結構進行五力分析，包括進入障礙、上游原料廠商、顧客、通路商的談判力量、替代性競爭產品的威脅、以及市場內部競爭的激烈程度）、市場規模、市場滲透力、市場佔有率及產品的成本結構。
- (2) 效益面的評估準則：包括評估稅後淨利、達到損益平衡所需的時間、投資報酬率 (ROI)、資本需求、毛利率、策略性價值及退出機制與策略。
- (3) 創業團隊面的評估準則：包括團隊組合、產業經驗與專業背景。
- (4) 競爭優勢面的評估準則：成本競爭力、市場控制力及進入障礙。
- (5) 策略特色面的評估準則：創業模式組合、定價策略、策略彈性、技術優勢、進入時機及配銷通路等。

新事業機會評估準則仍有其他不同的理論提出，然而評估決策仍是主觀的，評估過程並充滿著不確定性。

2、課程心得：

透過這三天研習的課程，讓我對企業創意的評價、市場環境及經營風險等議題有全面的瞭解，小組討論除有助於企業創意分析之實務運作外，並有助於腦力激盪，講師針對每組所提出的建議更深化本課程的學習。

(二) 企業財務報告及財務分析 (Corporate Reporting & Financial Analysis)

本門課程主要介紹公司財務報表分析之基礎理論，包括國際會計準則(IFRS)之會計處理、財務比率之計算及藉由分析各項財務比率評估公司之經營現況，並介紹公司價值評估模型之運用：

1、基礎課程介紹：

(1) 國際會計準則介紹：

包括存貨、金融工具、租賃資產之表達、認列與衡量及揭露、合併財務報表編製、籌資工具對財務報表的影響等，並介紹在評價公司價值時，如何透過財務報表的揭露，進行適當的調整，以符合公司實際價值。

(2) 財務比率計算介紹：

變現能力比率(liquidity ratios)，包括流動比率、速動比率及現金流動負債比率；資產管理比率(activity ratios)，包括存貨週轉率、應收帳款週轉率、應付帳款週轉率、流動資產週轉率、總資產週轉率；負債比率(debt ratios)，包括資產負債率、及獲利能力比率(profitability ratios)，包括總資產報酬率、長期資金報酬率及股東權益報酬率等。

(3) 公司價值評估模型介紹：

包括市場基礎價值評估法之市場帳面價值比較法及市場附加價值比較法；收益基礎價值評估法之未來現金流量法、未來收益折現法及經濟價值附加法；資產基礎價值評估法之清算價格法、重置成本法及帳面價值法等。

2、個案演練：

透過分組報告就以上財務理論進行運用，並以新加坡上市公司為標的進行分析，首先分析標的公司之產業分析，包括 SWOT 及五力分析，接下來對標的公司財務報表附註揭露進行適當調整後進行財務比率計算，並依照企業價值評估模型理論，計算標的公司之市場價值。

3、學習心得：

財務報表分析作為一門綜合課程，集合經濟學、管理學、會計學（財務會計、管理會計）、財務管理的相關知識，是汲取這些學科的原理融會貫通再進行應用的一個過程。財務報表作為公司揭露基本訊息的主要渠道，反映公司經營現況，對投資者而言，可藉由財務報表分析得知公司獲利狀況，對管理者而言，可作為公司決策的參考，監理機關並可藉由公司財務報表分析，達成市場監理目標。透過本次學習，讓我對近期國際會計準則規定有更進一步之瞭解，並藉由透析財務分析之內涵，有助於未來判斷公司經營之良窳。

(三) 中國資本市場 (Capital Markets in China)

1、中國資本市場介紹：

(1) 中國市場發展回顧：

中國資本市場發展主要分為三階段，第一階段為 1978-1992 年中國經濟體制改革後伴隨股份制經濟發展，中國資本市場開始萌芽。第二階段為 1993-1998 中國證券監督管理委員會(以下簡稱中國證監會)成立，資本市場納入統一監管。第三階段為 1999-2007 年，「中華人民共和國證券法(下稱證券法)」實施，中國資本市場的法律地位得以確立，各項措施得以進行發展。

(2) 近年來中國資本市場重大政策及改革措施：

中國國務院於 2004 年初發布「關於推進資本市場改革開放和穩定發展的若干意見」，明確了中國資本市場在國民經濟發展中之戰略地位。同時，中國證監會推動了一系列完善市場基本制度及恢復市場功能之改革措施，包括啟動股權分散改革、全面提升上市公司質量、實施證券公司綜合治理、策動股票發行體制改革、推動基金業市場化改革及機構投資者發展等。2006 年修定後之「公司法」及「證券法」開始實施。市場化、規範化及國際化成為中國近年來改革與發展之三大主題。

(3) 中國資本市場存在之問題與挑戰：

中國經過幾十年的探索，資本市場不斷發展，對於國民經濟的支持也不斷加強。近年來，股權分散改革等一系列市場化改革，使中國資本各項制度更加完善，惟資本市場仍存在些許問題，如整體規模偏小、直接融資比率低、股票、債券市場結構失衡、市場機制不夠完善、市場運作效率不高、上市公司治理水準有待提升、證券公司競爭力較弱、投資者結構不合理、機構投資者規模偏小、發展不平衡、法律及誠信環境有待改善、監管有效性及執法效率有待提升。相較於成熟市場，中國市場在許多方面仍存在一些差距。

(4) 中國資本市場發展與展望：

改革開放以來，中國經濟大幅成長。但是，經濟結構較不盡合理，逐步成為制約中國經濟持續成長的主要問題，中國經濟需要調整產業結構，轉變經濟增長的方式，提高經濟附加價值。隨著法制及監管體系的逐步改善，市場規模的擴大及效率的提高，中國成為一個具有國際競爭力的市場，在國際金融體系佔有一定之影響力。

2、專題報告：本課程授課老師要求每組針對中國資本市場之不同面向進行介紹，本組報告中國之基金市場

近年來，隨著中國基金市場逐漸走向開放，可供投資的基金種類亦趨多樣化。2000年10月8日中國證監會開始實施「開放式證券投資信託基金試點辦法」，第一檔開放式基金於2001年9月上市之後封閉式基金發展停滯甚至減少。開放式基金的數量在2003年達到56檔，超過封閉式基金的數量，成為市場的主流。

中國證監會在2004年6月正式頒布「證券投資基金法」，為規範中國證券投資基金的新法規，替中國基金業的發展奠定了法律基礎，從此中國證券投資基金的發展進入了一個新的階段。辦法中針對基金管理公司設立條件、職責、保管機構、基金申購及贖回與交易、基金持有人權利行使、監督管理等訂定明確規範。直至目前，有關基金的監管體系日趨完善，從各個方面確保基金的規範發展，不論是從業機構與人員的資格、行為規範和主要業務等方面均有了明確的標準和制度。中國基金業也隨著相關法令規範的訂定，逐漸朝向規範化、法制化、規模化的目標邁進。

（三）學習心得

中國大陸近年來經濟成長快速，成為全球最受矚目的地區。廉價而質佳的勞力吸引許多國外企業赴中國大陸投資。本課程可學習到中國資本市場發展的演進過程、中國大陸的金融市場經營現況及展望，課堂中教授並利用個案演練方式，講授分析技巧，藉此學習對金融市場的分析技能。

(四) 企業組織法 (Law of Business Organization)

1、課程概述：

本門課程介紹新加坡企業組織的法律，包括公司組織型態、董事（會）及股東會運作及近期新加坡公司法修正重點等，並透過分組報告瞭解新加坡公司組織的運作、法院審理公司法相關議題之觀點，並就法院判決進行評析。

新加坡對各類型企業之設立，採註冊登記主義，企業必須在新加坡會計及公司管理局 (Accounting and Corporate Regulatory Authority, ACRA) 完成註冊登記程序。新加坡企業主要有五種類型：(1) 獨資合夥 (Sole-Proprietorship)；(2) 合夥業務 (Partnership)；(3) 有限合夥 (Limited Partnership)；(4) 有限責任合夥 (Limited Liability Partnership)；(5) 公司 (Company)。其中獨資合夥與合夥業務非屬法律實體，無法以自身名義進行訴訟或被訴。有限合夥類似我國二合公司，為普通合夥人及有限合夥人之集合。普通合夥人必須為有限合夥的所有行為、債務和義務負起全責。有限責任合夥及公司為一個法律實體，可以自身名義提出訴訟或具有被控訴資格。另外，公司擁有者為股東，每個股東至少擁有 1 股，公司需要至少 1 位股東及 1 位董事，可由同一人擔任，但大部分公司選擇至少設有 2 位董事。

為使企業運作更為彈性並強化公司治理，新加坡於 2014 年修正公司法，修正重點包括：

- (1) 為使公司資本結構更有彈性，取消公開發行公司一股一權之限制：舊法下，公開發行公司每一股僅容許一表決權，修正後廢除一股一權之限制，使公司在資本結構之管理方面具有更大之彈性。
- (2) 減輕小企業需經會計師簽證要求：舊法下，每年營收在 5 百萬新幣以下，成員小於 20 人之公司且其所有股權無信託持有者，得豁免財務報表之審計要求，修正後小型企業也可免除審計要求（小型企業指，在前兩個會計年度裡必須滿足以下三個條件中之兩個條件：年度營收不得超過 1000 萬

新幣；總資產不得超過 1000 萬新幣；員工人數不得超過 50 人)。

- (3) 加強執行長 (CEOs) 之法定揭露義務：舊法下僅要求董事揭露交易之利益衝突，執行長則無須揭露，修正後則要求執行長亦須揭露交易之利益衝突。
- (4) 公司審計人員之辭職規定：舊法下，若審計人員非公司唯一審計者，或該企業已聘任替代人選，審計人員可隨時辭職，修正後，公眾利益公司(Public interest companies)及其子公司之審計人員必須得到 ACRA 同意才得以在任期結束前辭職。其中公眾利益公司包括上市公司、金融機構及大型慈善機構。
- (5) 凡是在新加坡註冊之公司，包括上市公司，原告(股東)亦可啟動擴大衍生訴訟，可向法院申請停止訴訟開始/參與仲裁，藉此保護少數股東等。
- (6) 授權 ACRA 得取消公司董事及公司秘書資格。

在新加坡，年滿 18 歲身心健康及能夠履行董事職責與責任者，可被委任成為公司董事。上市公司或上市公司的子公司，凡超過 70 歲者不可被委任成為董事（除在公司年度股東大會被重新委任者）。董事除引導公司發展及身負管理公司責任，還必須遵守「新加坡公司法」下的揭露責任。此外，董事也被要求揭露因持有任何公司或產業而可能會（或不會）與董事職責產生的衝突。

新加坡公司法令強制規定每家公司都要任命一名公司秘書。公司秘書是公司的合規人員，並負責確保董事會成員瞭解他們對公司的義務責任（包括遵守法律、公司治理要求和上市規則），其職責包括保持公司的正式註冊和記錄、安排股東和董事會議、提交法定所要求的所有必要檔案、籌備會議時提供行政支援、為董事會提供全面的合法和行政支援、協助執行公司戰略，確保董事會決策得到適當的執行和溝通、確保公司履行其所有的法律義務、瞭解法定和監管的義務與相關發展和變化及與股東充分溝通。

2、個案討論：課堂中以實務案例討論董事職責，包括影子董事及董事盡責的判

斷實務案例等。

(1) 影子董事(亦有稱幕後董事)係「非董事」而「實質控制公司之人事、財務或業務經營而實質指揮董事執行業務」之人。透過個案討論，分析在不同情境下是否會被認定為影子董事。

(2) 董事盡責之判斷：透過個案討論分析董事行為是否履行其職責，包括行為是否符合公司利益，並介紹 *Intraco v Multi-Pak* 個案，採以客觀角度判斷交易本身之符合商業利益(而非董事個人利益)之考量。另分析董事是否合理及謹慎處理事務，介紹 *Lim Weng Kee v PP* 個案，以客觀角度，按董事所扮演之角色、所作之決定、公司規模及業務，判斷董事是否無疏失。

3、課程心得：

透過本課程學習，除瞭解新加坡政府對公司監管的歷史演進及新加坡公司法之相關規範外，並在分組討論上瞭解新加坡法院就公司法相關爭議的實務看法，並在個案討論時，與同學就實務案例進行分析，對有助對新加坡公司法領域更深入的瞭解。

參、蒐集新加坡最新規定

本次藉由至新加坡管理大學修課之機會，瞭解新加坡政府及新加坡交易所對金融法規之最新訊息如下：

一、新加坡數位代幣發行監管指引(A Guide to Digital Token Offerings)

作為亞洲金融中心之一之新加坡，在推動金融科技發展上非常積極，2016年6月新加坡金融管理局(Monetary Authority of Singapore, MAS) 即提出「監管沙盒」(Regulatory Sandbox) 制度，為企業提供一個良好的制度監管。據統計新加坡係繼美國之後 ICO 發行量最大的國家，當大多數國家尚未頒布正式之 ICO 監管規則時，MAS 早於 2017 年即公布數位代幣發行監管指引(A Guide to Digital Token Offerings)¹，該指引提出數位代幣的法律界定、交易所、跨境監管、反洗錢問題、案例分析和監理沙盒等內容。

在文件中，MAS 表明數位代幣符合證券暨期貨法(Securities and Futures Act,SFA)所定義之資本市場產品(capital markets products)，則募集或發行該代幣的行為即受 MAS 監管。而所謂資本市場產品，在證券暨期貨法之定義係指任何有價證券、期貨契約、以外匯交易為目的所訂立之契約或協議，或其他由主管機關認定屬資本市場產品者。

MAS 會檢視代幣的結構(structure)、特性(characteristic)、所附加的權利(the rights attached)來判斷該代幣是否構成證券暨期貨法所定義的資本市場產品。舉例而言，若代幣可賦予、表彰一定公司的所有權益(ownership interest)，或代表代幣持有者在公司的責任(liability)等，該代幣便可能構成股票；若代幣是在證明代幣發行人對代幣持有人所欠之債務(indebtedness)，該代幣可能構成信用債券(debenture)；若代幣表徵為共同投資計畫(collective investment scheme, CIS) 中的

¹ Monetary Authority of Singapore, A Guide to Digital Token Offerings (Nov 14, 2017), available at: <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Monographs-and-Information-Papers/2017/Guidance-on-Digital-Token-Offerings.aspx>(last visited Nov 30, 2018).

一項權利(right)、利益(interest)，或取得權利或利益的一種選擇權(an option to acquire a right or interest)，則此代幣可能構成共同投資計畫中的一個單位(unit)。MAS 說明，無論發行之代幣係屬證券或共同投資計畫中的單位，依證券暨期貨法規之規範，發行人原則上須事先提交公開說明書，並向 MAS 登記，但若符合特定條件，即可豁免適用相關公開說明書規範(Prospectus Requirements)：(1)為小額發行(small offer)，即於一定條件下，在任何 12 個月期間內，募集金額不超過新幣 500 萬元；(2)為私募發行(private placement)，即於一定條件下，在任何 12 個月之期間內，其募集對象不超過 50 人；(3)代幣之發行僅向機構投資人(institutional investors)為之；或(4)於一定條件下，向經認可之投資人(accredited investors)發行代幣。

對於在新加坡境內營運之平台業者，若他人在該平台上發行之代幣係屬證券暨期貨法規規定之任一資本市場產品，則該對者所從事的商業行為便可能涉及證券暨期貨法規。此時除非有豁免規定之適用，否則按證券暨期貨法，平台業者須持有資本市場服務執照(capital markets services license)方可從事該等受監管的商業活動(regulated activity)。

而在新加坡境內對任何屬於投資產品的數位代幣提供投資建議之業者，須經主管機關允許方得進行該種金融諮詢服務，即須依金融顧問法(Financial Advisers Act, FAA)之規定取得關金融顧問執照(financial adviser's license)或成為一豁免金融顧問(exempt financial adviser)。

至於在新加坡境內設置或營運交易平台之業者，若在該平台上交易之代幣實為證券或期貨契約，則該業者可能構成設置或營運之交易市場(market)。任何在新加坡設置或營運交易市場者，除非符合豁免規定，否則均須依證券暨期貨法經 MAS 核准(approve)為交易所，或經 MAS 認可(recognize)為市場營運商(market operator)。

MAS 在指引中舉出六個案例說明證券法規如何適用於代幣發行活動：

一、案例一：

A 公司計畫建置一個能讓使用者共享及租用電腦計算之平台，A 公司預計在新加坡發行代幣 A 以募集研發該平台所需之資金，持有代幣 A 者擁有使用該平台服務之權利(access rights)，當需要借用其他平台用戶所提供之電腦計算能力時，可持有代幣作為租用之代價，除此之外，代幣 A 不存在任何其他的權利或功能，A 公司預計對包括新加坡居民在內之全球民眾發行代幣 A²。

關於發行 A 代幣之行為是否適用證券法規，MAS 認為，由於代幣 A 之持有者僅有進入及使用(access and use)A 公司平台之權利，及使用代幣 A 作為支付租用電腦計算能力之代價，代幣 A 並未提供其他權利或功能，故代幣 A 不屬於證券暨期貨法所規範之證券，亦無須受證券暨期貨法或金融顧問法之規範³。

二、案例二：

B 公司主要從事房地產開發及經營商辦大樓，其計畫向全球發行代幣 B 來募集興建新購物中心所需之資金，B 公司將代幣 B 設計成表彰公司股份，代幣持有者對公司所有權(ownership)以數位表現形式(digital representation)，公司甚而打算提供與該代幣發行活動相關的投資諮詢服務⁴。

關於發行代幣 B 之行為是否適用於證券法規，MAS 認為，除非代幣 B 構成證券暨期貨法之豁免規定，否則須遵循前述相關公開說明書規範。此外，若 B 公司欲對代幣 B 之發行活動提供投資諮詢服務，則 B 公司須持有金融顧問執照方得為之⁵。

三、案例三：

C 公司預計對包含新加坡人民在內的全球民眾發行代幣 C。C 公司欲將募得之資金匯集起來，用以投資 Fintech 新創公司的股權投資組合(a portfolio of shares)，且 C 公司亦會對該投資組合進行經營管理，代幣 C 之持有者無權參與 C

² *Id* at 8.

³ *Id.*

⁴ *Id* at 9.

⁵ *Id.*

公司的日常營運，亦無權管理該投資組合。該投資組合所產生的利潤(profits)將分配給代幣持有者，這種商業安排的目的就是讓代幣持有者得從投資組合中獲益⁶。

關於發行 C 代幣之行為是否屬於證券法規，MAS 認為，C 公司對代幣 C 所制訂之商業安排係屬共同投資計畫，而依證券暨期貨法規定須經 MAS 核准或認可⁷，且 C 公司須提供公開說明書才可發行代幣 C。另 C 公司須先獲取資本市場執照，才能進行證券暨期貨法管制的基金管理業務，另由於 C 公司並未對代幣 C 之發行事宜提供任何投資諮詢服務，無須適用金融顧問法⁸。

四、案例四：

D 公司是一間新加坡公司，營運地亦在新加坡。D 公司計畫對新加坡以外之群眾發行代幣 D，募資對象排除新加坡境內者。D 公司欲將募集之資金全部投資於 Fintech 新創公司的股權投資組合，D 公司亦會管理該投資組合，但代幣 D 之持有者無權參與 D 公司日常營運，亦無法管理該投資組合，惟可分配投資組合所產生之利潤⁹。

關於發行代幣 D 之行為是否適用於證券法規，MAS 認為，由於 D 公司僅對境外地區居住者發行，並不對新加坡居住者發售，故不會受到新加坡證券暨期貨法之規範。然若 D 公司在新加坡經營股權投資組合的管理業務，其可能仍在新加坡境內從事基金管理之活動，對此，除非有豁免規定之適用，否則 D 公司須先取得資本市場服務執照，才可實行相關基金管理業務。同樣地，因 D 公司未對代幣發行提供投資諮詢服務，無須適用金融顧問法¹⁰。

五、案例五：

E 公司希望建立一個可以協助新創團隊透過 ICO 方式向投資者進行募資之

⁶ *Id.*

⁷ 視該投資計畫是否於新加坡境內發行而定，如該投資計畫係成立於新加坡境內，須取得 MAS 核准；若係成立於新加坡以外之地區，則須 MAS 認可。

⁸ Monetary Authority of Singapore, *supra* note 129, at 10

⁹ *Id.*

¹⁰ *Id.* at 11.

平台，為便於代幣之發行，E 公司將為每個欲進行 ICO 的新創團隊設立一個實體 (entity) 作為籌資媒介，欲投資某一個新創團隊之人對各別實體(respective Entity) 提供借款(loan)，而各實體會向投資者發行專屬該實體的數位代幣(在此統稱為代幣 E)，代幣 E 所表彰者即屬投資人對該實體之債權，代幣發售對象包括新加坡在內的全球人民，E 公司除建立平台以供投資者透過該平台交易代幣外，並欲進行相關商業活動的諮詢服務¹¹。

關於發行代幣 E 之行為是否適用證券法規，MAS 認為，代幣 E 是一種無擔保債券，該當證券暨期貨法所定義之證券，故每一實體都須遵守證券暨期貨法所規定之各項要求，如提供公開說明書等。至於 E 公司由於促使投資者在其所建立之平台交易代幣，依證券暨期貨法規定，E 公司須先獲取資本市場服務執照。此外，E 公司對投資者提供與代幣發行事宜相關的投資諮詢服務必須先有金融顧問執照，另 E 公司營運與代幣 E 交易相關的證券市場(securities market)，須依證券暨期貨法取得 MAS 核准為交易所或認可為市場營運商¹²。

六、案例六

F 公司計畫建立一個虛擬貨幣交易平台，提供使用者在該平台上進行虛擬貨幣與法定貨幣的兌換交易，該平台在營運之初僅接受比特幣、以太幣等虛擬貨幣之交易，不允許具有證券性質之數位代幣在平台流通，但該等證券類代幣之交易限制可能在嗣後年度解除¹³。

關於 F 公司的虛擬貨幣交易所是否適用證券法規，MAS 認為若該交易不允許交易任何資本市場產品，即不會受證券暨期貨法管制，惟一旦開放證券類代幣等資本市場產品得在該交易所交易，則該交易所即很有可能構成一證券市場，在此情況下，除非符合豁免規定，否則 F 公司須經 MAS 核准為交易所或認可為市場營運商。此外，須額外注意的是，目前虛擬貨幣與法定貨幣間的兌換交易活動

¹¹ *Id.*

¹² *Id.* at 11-12.

¹³ *Id.* at 12.

雖不受 MAS 監管，但 MAS 正在草擬將該等交易行為納入監管範疇¹⁴。

MAS 並在指導文件特別說明，任何欲以創新技術方式來提供新型金融服務之公司，如所欲從事的商業活動確實或可能受到 MAS 監管，則該公司可以申請適用監理沙盒。如申請獲准，MAS 在該公司進入沙盒期間內，將鬆綁原先適用於申請業務的相關法令，藉由放寬監管標準，為申請者提供適當的監管支持¹⁵。

¹⁴ *Id.*

¹⁵ *Id.* at 13.

二、新加坡證券交易所對擬募集發行 ICO 之上市業者的要求

鑑於世界各地許多公司正在進行 ICO 籌資，可預期上市公司亦將 ICO 列為籌措資金的來源，新加坡證券交易所(Singapore Exchange)表示¹⁶，新加坡交易所上市規則(Singapore Exchange Regulation)將進一步要求上市公司進行以下事項，以確保投資人得做出明確的投資決定：

(一)上市公司須事先向交易所進行諮詢，另諮詢過程，交易所將要求上市公司就

數位代幣提供法律意見書及就會計處理提供審計意見書。

(二)證交所保留要求提供額外資訊的權利以確保 ICO 的募集符合法規規範，他們亦將提供發行人有關確認符合法規規範之清單(checklist)。

(三)發行人一開始公告其將進行 ICO 募資時，必須對投資人揭露以下事項：

- 1、ICO 所產生的風險(包括營運、網路安全、不當操縱、法律及聲譽風險)；
- 2、籌措資金的使用目的及利用該等資金的關鍵里程碑；
- 3、為了防制洗錢及防止恐怖主義，必須進行「認識你的客戶 (Know-your-customer)」的檢查；
- 4、ICO 的會計處理及評價；
- 5、發行人使用現有資金進行 ICO 情形 (如果有)；
- 6、代幣發行對發行人財務可能的影響；
- 7、ICO 發行對現存之公司股東的影響；

(四)發行人亦可考慮召開分享會(sharing sessions)以確保投資人充分瞭解 ICO。

(五)發行人須與執行公司審計之會計師達成協議，該審計之範圍應包括確保 ICO 在財務報表已有適當的核算、相關風險已被考量及資金使用的里程碑符合募資計畫。

(六)發行之後，證交所期望上市公司發行人即時向股東揭露重要訊息、ICO 進展及資金使用情況。

¹⁶ Fintechnews Singapore, What SGX Expects of Listed Companies Conducting an Initial Coin Offering (ICO), Nov 21,2018, available at: [http://fintechnews.sg/26417/blockchain/sgx-ico-public-listed/\(last visit Dec 1,2018\)](http://fintechnews.sg/26417/blockchain/sgx-ico-public-listed/(last%20visit%20Dec%201,2018)).

三、新加坡基金新架構-「可變動資本公司(Variable Capital Company)」

新加坡國會於 2018 年 10 月通過「可變動資本公司(Variable Capital Company, VCC)」法案，提供基金一個新的架構，可變動資本公司之優點如下：

(一) 提供彈性

- 1、可變動資本公司可用作開放式和封閉式基金的工具，也可用作傳統和另類投資策略。傳統基金通常被設計為開放式基金，投資者可以選擇贖回其投資單位或基金份額。而大多數另類基金，例如私募股權及創投基金，通常都是封閉式基金，即基金擁有固定數量的股票，投資者贖回投資的能力受到限制。VCC 的可變資本結構是開放式或封閉式的，為投資者提供贖回和退出兩全其美的方案。VCC 可以在不需要股東批准的情況下發行和贖回股票，這讓投資者可以選擇進入和退出的時機。
- 2、VCC 可以從資本中支付股息：與在公司法 (Company Act, CA) 架構下註冊成立之基金不同，VCC 不受資本減少的限制，可使基金經理能夠靈活地支付股息。
- 3、彈性的選擇會計準則：VCC 可以使用新加坡或其他公認的國際會計準則，即國際財務報告準則 (IFRS) 和美國公認會計原則 (US GAAP)，作為基金財報編製依據。因此，基金經理可以選擇最符合其投資者（可能不在新加坡）的需求或基金資產所在之司法管轄區要求的會計準則。

(二) 規模經濟和成本效率：傘型基金結構創造了規模經濟，從而節省了成本

- 1、子基金可以共享董事會和服務提供商，如基金經理，受託機構，審計和行政代理人。這將有利於基金經理，使他們可以在單一的 VCC 保護傘下對不同的基金進行分組。
- 2、在傘型基金下，每個子基金的資產和負債必須分開：一個子基金的資產不能用於償還另一個子基金的負債，這可以防止一個子基金的資產和負債與另一個子基金的資產和負債混合在一起的風險。此外，每個子基金

必須單獨清算，以確保在破產時對每個子基金的資產和負債進行隔離。

(三) 外國公司的基金可以轉移到新加坡：VCC 制度允許外國公司基金重新註冊 (re-domiciled) 為新加坡 VCC

- 1、之前基金必須符合當地之法規架構下才可以註冊於另一個司法管轄區，例如在公司法架構下，只有以 CA 型態 (CA type) 設立之小公司始可以於新加坡重新註冊 (re-domiciled)，而基金規模過小使投資操作受到限制。現在，在國外註冊的基金 (其結構類似於 VCC 者) 也可以在新加坡重新註冊，而無需滿足小公司的要求，從而擴大潛在的基金數量。
- 2、如果基金採用其他結構，需要在重新註冊於新加坡前進行重組。或者，他們可以選擇加入新的 VCC 並將其資產和負債轉移到 VCC。重新註冊可以透過簡單的註冊程序完成，類似於 CA 下的公司。

肆、心得及建議

在新加坡上課有別以往在台灣上課的教學風格及學習風氣，台灣教授方式以講師講課為主，而新加坡授課方式非常強調師生互動及實務案例討論，授課前教授會要求學生研讀當週準備的教材，並在課堂上與學生進行討論，而新加坡當地學生亦非常踴躍回答，透過與教授來回討論，使得授課內容更為深入與生動，藉由課前準備，可培養自我蒐集資料、思考問題、建立中心思想的技能，有助於日後工作承辦專案獨立完成的能力。

新加坡上課與歐美相同皆係採全英文授課方式，在開始時對新加坡英文口語特有的腔調些有不適應，經過幾個月交流後，溝通障礙問題逐漸改善，英文能力也在反覆運用及練習後有所增進。新加坡管理大學國際學生佔比頗高，藉由本次進修與新加坡當地學生及來自各國的交換學生交流，有助於涵養學識，文化體驗，助益良多，也帶給我更多的想法與思考，俾能在專業、國際交流、文化融合有更多的成長與促進。

在新加坡上課的同時，也不斷觀察新加坡政府金融政策的推動，發現新加坡政府在面對金融政策的擬定上是非常快速且有效率，例如在當大多數國家尚未頒布正式之 ICO 監管規則時，新加坡金融管理局早於 2017 年即公布數位代幣發行監管指引，且新加坡在推動金融科技發展上亦非常積極，2016 年 6 月提出「監管沙盒」(Regulatory Sandbox) 制度後，為欲發展金融科技之業者提供一個良好的制度監管。另從新加坡公司法修正及推出可變動資本公司法案可看出新加坡政府政策的推動是非常具有彈性。新加坡政府在各項政策推動上，可以作為我國參考的對象。

自我專業知識的培養是工作上不可獲缺的利器，於服務一段期間後能有機會

赴海外充實自己實屬難得，未來不論在工作領域上或是同僚互動上，都能將此所學分享並予落實，日後仍將持續自我進修，融合專業知識、溝通技巧於工作上發揮所長。

伍、附錄－課程大綱