

資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究

## 引進分級基金制度之可行性研究

2018 年元月

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

資產管理人才培育與產業發展基金委託專題研究

## 引進分級基金制度之可行性研究

計畫主持人 邱顯比

研究人員 葉淑玲

簡淑芬

吳昱柔

2018 年元月

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會

# 目 錄

<b>第一章 緒論 .....</b>	<b>1</b>
<b>第一節 研究動機與目的 .....</b>	<b>1</b>
<b>第二節 研究方法與範圍 .....</b>	<b>1</b>
<b>第二章 美英分級基金制度發展探討 .....</b>	<b>5</b>
<b>第一節 美英分級基金制度介紹 .....</b>	<b>5</b>
<b>第二節 美英分級基金發展現況 .....</b>	<b>16</b>
<b>第三章 中國大陸分級基金制度發展探討 .....</b>	<b>23</b>
<b>第一節 中國大陸分級基金制度介紹 .....</b>	<b>23</b>
<b>第二節 中國大陸分級基金發展現況 .....</b>	<b>42</b>
<b>第四章 我國引進分級基金之可行性探討 .....</b>	<b>77</b>
<b>第一節 引進分級基金之可行性分析 .....</b>	<b>77</b>
<b>第二節 發展分級基金之相關配套 .....</b>	<b>82</b>
<b>第五章 結論與建議 .....</b>	<b>108</b>
<b>參考資料.....</b>	<b>116</b>
<b>附錄一：「引進分級基金制度之可行性研究」座談會會議紀錄 ....</b>	<b>120</b>
<b>附錄二：「引進分級基金制度之可行性研究」意見徵詢 .....</b>	<b>136</b>
<b>附錄三：「引進分級基金制度之可行性研究」諮詢會議紀錄 .....</b>	<b>138</b>
<b>附錄四：「引進分級基金制度之可行性研究」諮詢會議處理情形</b>	<b>149</b>

## 圖目錄

圖 1-1：研究流程圖 .....	3
圖 2-1：美國槓桿型封閉式基金之類型 .....	6
圖 2-2：封閉式基金發行優先股進行槓桿操作實例說明 .....	8
圖 2-3：封閉式基金常見優先股類型及至 2016 年底市場資產占比 .....	9
圖 2-4：英國分級基金各結構常見發行的級別 .....	15
圖 2-5：封閉式基金槓桿運用情形發展(2013~2016 年) .....	17
圖 2-6：封閉式基金優先股資產規模發展比較(2006~2016 年) .....	17
圖 2-7：封閉式基金資產規模(2016 年底) .....	19
圖 3-1：分級基金下折期間的場內交易與資訊揭露 .....	37
圖 3-2：分級基金場內運作機制 .....	41
圖 3-3：瑞福分級基金演變過程 .....	46
圖 3-4：長盛同慶分級基金演變過程 .....	50
圖 3-5：瑞和 300 分級指數基金產品結構 .....	51
圖 3-6：瑞和小康份額與瑞和遠見份額的淨值走勢圖 .....	53
圖 3-7：瑞和小康與瑞和遠見淨值分成實例 .....	55
圖 3-8：近五年深圳證券交易所分級基金規模變動趨勢 .....	67
圖 3-9：上海證券交易所分級基金規模變動趨勢 .....	69
圖 3-10：分級基金兩類子份額的投資人結構 .....	70
圖 5-1：分級基金推動進程規劃與主要配套建議 .....	114

## 表目錄

表 2-1：美國優先股槓桿型封閉式基金特徵.....	7
表 2-2：英國分級基金主要級別與收益特徵.....	16
表 2-3：封閉式基金槓桿資產比率前 10 名(2017 年 10 月).....	19
表 3-1：中國大陸分級基金主要規範彙整.....	25
表 3-2：分級基金定期折算實例.....	31
表 3-3：分級基金上折實例.....	33
表 3-4：分級基金下折實例.....	35
表 3-5：分級基金下折期間的交易安排.....	36
表 3-6：中國大陸分級基金發展歷程.....	63
表 3-7：深圳證券交易所分級基金歷年上市數目.....	65
表 3-8：近五年深圳證券交易所分級基金規模統計.....	66
表 3-9：深圳證券交易所分級基金歷年成交金額.....	67
表 3-10：上海證券交易所分級基金規模統計.....	69
表 3-11：上海證券交易所分級基金歷年上市數目與成交金額.....	70
表 3-12：中國大陸分級基金衍生問題與研議措施.....	75
表 4-1：境內共同基金分類統計.....	79
表 4-2：境外基金分類統計.....	80
表 4-3：集中市場證券總成交值概況表-依商品別分類.....	81
表 4-4：ETF 成交金額分類統計.....	81
表 4-5：資產規模前 5 大 ETF.....	81
表 4-6：分級基金運作模式比較.....	94
表 4-7：「證券投資信託基金管理辦法」修訂建議.....	104
表 4-8：主要規章修訂重點.....	107

表 5-1：各國分級基金制度比較.....	109
表 5-2：分級基金運作模式優缺點分析.....	111
表 5-3：分級基金運作模式主要構面比較.....	113

# 第一章 緒論

## 第一節 研究動機與目的

分級基金是藉由結構化產品分級技術所發展出的一種基金產品，該類型基金根據基金持有人的風險收益偏好以及投資需求的角度，將基金分成具有不同風險收益特徵的基金級別，分別為低風險收益的優先級別以及高風險收益的槓桿（或稱進取）級別，目前美國、英國與中國大陸等皆有分級基金的制度。其中美、英的分級基金係運用於封閉式基金，而中國大陸則擴大運用於開放式基金，進一步開啟分級基金的創新發展。

截至 2017 年 10 月底止，國內計 39 家投信公司，所發行的共同基金總數為 792 檔，國內投信公司整體基金規模約為新臺幣 2.32 兆元。國內共同基金規模於 2004 年 4 月超過新臺幣 3 兆元達到高峰，2008 年 10 月受金融海嘯等影響資產規模縮減至新臺幣 1.35 兆元的低點。其後，國內共同基金規模雖有增加，惟始終維持在新臺幣 2 兆元左右。

國內共同基金市場需要多元化的產品以滿足不同的投資需求，基金的創新改革至關重要。引進分級基金制度，可以滿足不同風險收益偏好的投資需求，進而提高基金資產規模。鑒於分級基金在國外的發展經驗，若能引進相關制度並針對可能引發的風險進行控管，對於國內基金市場應有正面助益。

## 第二節 研究方法與範圍

## 壹、研究方法

一、資料蒐集：蒐集國內外相關書籍、期刊、報導等，了解美國、英國以及中國大陸等市場分級基金制度與發展情形，進行歸納與比較分析。

二、召開產官學座談會：配合本研究之主題與範圍，於 2017 年 10 月 5 日召開「引進分級基金制度之可行性研究」座談會，邀請相關領域之專家學者以及業者參與座談，針對以下議題進行研討：

議題一：臺灣引進分級基金制度之可行性為何？可能衍生的問題為何？相關配套措施為何？

議題二：將分級基金於櫃買中心開放式基金平台掛牌交易，是否可行？須配合調整相關制度為何？

議題三：引進分級基金制度應修改之法規為何？

議題四：若引進分級基金制度，證券投資信託事業發行分級基金的意願為何？投資人的投資意願如何？

透過各界意見之反應與溝通，期能瞭解證券投資信託事業發行分級基金的意願，以及如何設計相關的產品與制度，才能符合市場對分級基金產品的需求，以作為未來引進分級基金產品的參考（座談會會議紀錄參見附錄一）。

三、研究流程：本研究計畫之研究流程請參見下圖。

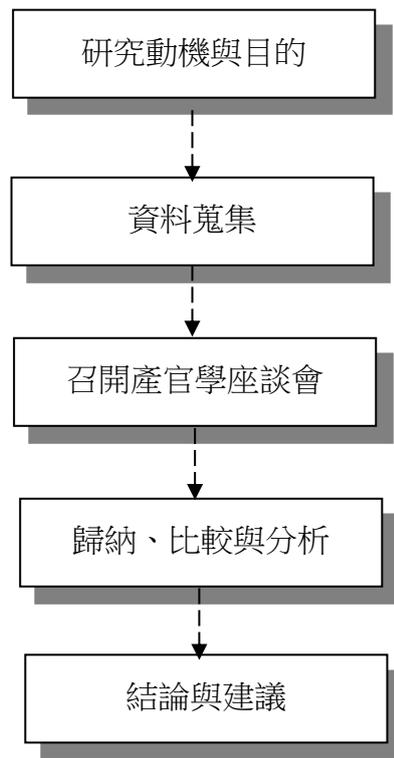


圖 1- 1：研究流程圖

## 貳、研究範圍

本研究所探討的分級基金是針對融資型的分級基金，即其中某級別的持有人向另一級別持有人融資，買入母基金對應的資產組合，從而實現槓桿化的收益。其他類型的分級基金如多空分級基金，係將母基金透過結構性分解成為看多份額與看空份額的分級基金，主要特色在於提供投資槓桿放大效應，同時亦可作為下跌市況中的避險投資工具，惟此類型的分級基金不納入本研究的探討範圍。

研究範圍主係藉由探討美國、英國與中國大陸發展分級基金之經驗、作法及現況，探討我國資本市場引進分級金之可行性、可能衍生之問題與相關配套措施，以利未來新商品的推出。

本研究報告共分為五章，茲將各章內容簡要說明如下：

第一章：包括研究動機與目的，以及研究方法與界定本研究之範圍。

第二章：探討美國與英國有關分級基金的制度，以及其發展現況。

第三章：探討中國大陸有關分級基金的發展背景、相對於英國與美國的創新發展，以及相關制度介紹，並分析其發展現況與衍生之問題以及對應之配套措施。

第四章：分別從發行人與投資人的角度探討我國資本市場引進分級基金之可行性，並根據國外發展分級基金的經驗，由產品設計面、管理面以及法規制度面等提出相關的配套措施。

第五章：彙總比較美國、英國與中國大陸的分級基金制度，針對中國大陸不同運作模式的分級基金分析其優缺點，並提出我國引進分級基金的規劃建議。

## 第二章 美英分級基金制度發展探討

### 第一節 美英分級基金制度介紹

#### 壹、美國

依據分級基金為結構化產品分級技術發展之基金產品的概念，在美國市場主要運用在槓桿型基金上面，根據美國投資公司協會(The Investment Company Institute)統計，超過一半以上的封閉式基金皆使用了槓桿操作<sup>1</sup>，而其中又以發行優先股的方式(Preferred Shares)占大多數，即於基金產品引入了結構化分級的概念，因此分級基金在美國市場可以歸類為槓桿型基金中的一種型態。

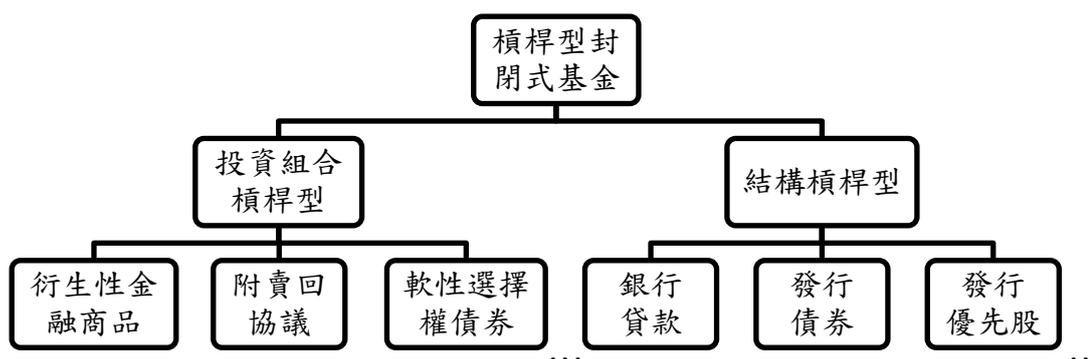
槓桿型基金最早源自於美國，美國市場基金槓桿主要運用於封閉式基金，1986 年第一檔槓桿型封閉式基金於美國市場問世，隨後槓桿型封閉式基金亦廣受投資人歡迎。

美國的基金屬於公司型，因此封閉式基金於首次公開發行後，可以藉由銀行貸款、發行債券或是優先股進行融資並利用其收益進行投資的方式進行財務槓桿操作；亦可透過衍生性商品交易等持有特定投資的投資組合來創造槓桿。依據其槓桿操作方式，封閉式基金槓桿之使用可分為結構槓桿(Structural Leverage)及投資組合槓桿(Portfolio Leverage)<sup>2</sup>，美國槓桿型封閉式基金之類型如圖 2-1，其中發行優先股的結構槓桿型封閉式基金即為本研究所探討的分級基金類型。

---

<sup>1</sup> 至 2016 年底，美國 530 檔封閉式基金中，有 338 檔基金使用了槓桿操作。參閱 The Closed-End Fund Market 2016, ICI Research Perspective VOL. 23 No.22，2017 年 4 月。

<sup>2</sup> Investment Company Institute(ICI), Frequently Asked Questions About Closed-End Funds and Their Use of Leverage, [https://www.ici.org/cef/background/faqs\\_closed\\_end](https://www.ici.org/cef/background/faqs_closed_end)，2017 年 5 月。



資料來源：本研究整理。

圖 2-1：美國槓桿型封閉式基金之類型

### 一、結構槓桿型封閉式基金

結構槓桿為封閉式基金中最常被使用的槓桿操作方式，主要藉由增加基金資產來影響封閉式基金的資本結構，其類型包括向銀行借款或是發行債券、優先股等，其中又以發行優先股的方式占了結構槓桿型封閉式基金的多數。根據美國《1940年投資公司法》第18條規定，公司型的封閉式基金可以發行一個級別的優先證券(Senior Security)，其又可以分為債權融資和股權融資兩個類別。若是該封閉式基金為透過發行債券等方式進行債權融資，每發行1元，基金必須至少有3元的資產覆蓋，也就是最大為33%的槓桿使用；而若為透過發行優先股等方式進行股權融資，每發行1元，該基金則須至少有2元的資產覆蓋，意即最大為50%的槓桿使用<sup>3</sup>。可見藉由發行優先股的方式將可以創造更大的融資槓桿，目前美國市場中使用結構槓桿的封閉式基金亦以發行優先股為主，以下就發行優先股的結構槓桿型封閉式基金進行探討。

<sup>3</sup> 美國《1940年投資公司法》SEC. 18. (a) and (c)。

## (一)基金分級介紹

### 1.股份特徵

美國封閉式基金中的分級結構主係將一檔基金分成具有不同風險收益特徵的不同股份。優先股(Preferred Shares 或 Preferred stock，即前述優先股)與普通股(Common Shares 或 Common Stock)主要的差異在於優先股持有人的收益來源主要為按事先約定利率發放的股息，而不與普通股持有人共享基金的投資收益，適用於風險偏好較低的投資者；此外，當封閉式基金面臨流動性問題以致破產清算時，優先股持有人亦可優先享有對基金收入及資產的處理權利。普通股則獲取與基金投資標的走勢相關的投資收益，扣除優先股的本金及應計收益後，由普通股獲取全部剩餘資產，虧損則以普通股的資產淨值為限，並由普通股持有人來承擔風險，故適合有較高風險收益偏好的進取型投資者。彙整優先股槓桿型封閉式基金特徵如表 2-1。

表 2-1：美國優先股槓桿型封閉式基金特徵

類別	收益特徵	風險程度
優先股	<ul style="list-style-type: none"><li>● 持有人按約定利率收取股息，具有類似固定收益特徵，不分享封閉式基金投資收益。</li><li>● 破產清算時，持有人享有優先對基金收入及資產的處理權。</li></ul>	低
普通股	<ul style="list-style-type: none"><li>● 扣除優先股的本金及應計收益後，獲取全部剩餘資產，主要獲取與投資標的走勢相關的收益。</li></ul>	高

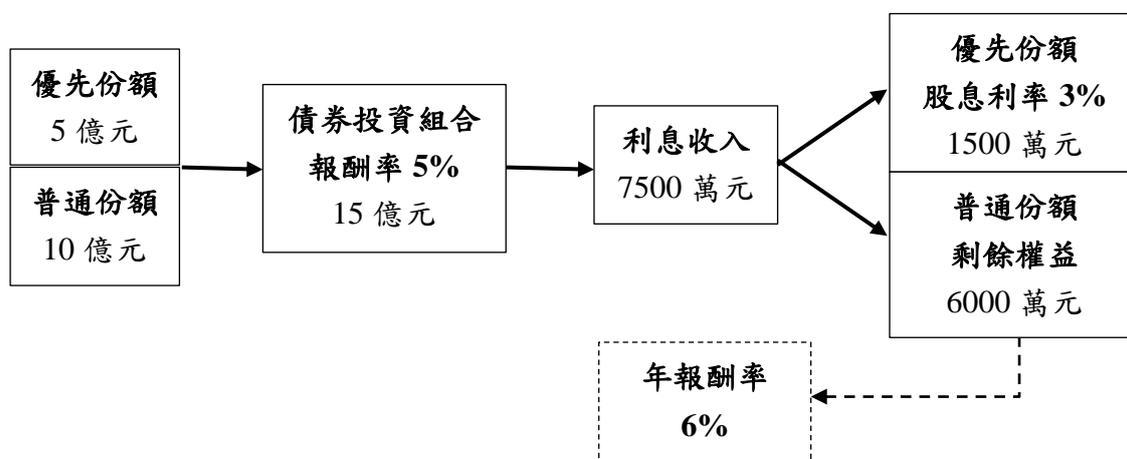
資料來源：本研究整理。

### 2.槓桿操作

優先股一般作為融資的手段，獲取無風險收益率，擁有基準收益優先分配權；普通股則藉由優先股引入槓桿，獲取超額收益分配權或

承擔損失，而槓桿作用的大小則與基金槓桿使用率密切相關。槓桿使用率的計算公式為：槓桿率=優先股資產/(優先股資產+普通股資產)，由此可見，當優先股事先約定收益率高於該檔基金收益率時，槓桿使用率愈大，將增加普通股的槓桿成本且可能侵蝕其收益；反之，當該檔基金收益率高於優先股事先約定收益率時，槓桿使用率愈大，普通股的槓桿效用愈大，其獲取的超額收益亦愈高<sup>4</sup>。

因此，相較於未使用槓桿的封閉式基金，分級封閉式基金對普通股的持有人來說風險程度也愈高，而優先股的優先收益對普通股而言也相當於融資放大的借貸成本。圖 2-2 為以發行優先股進行槓桿操作的封閉式基金實例說明，假設某債券投資組合預期年報酬率為 5%，而優先股要求 3% 年報酬率：



資料來源：Nuveen, Understanding Leverage in Closed-End Funds, 2017 年 6 月。

圖 2-2：封閉式基金發行優先股進行槓桿操作實例說明

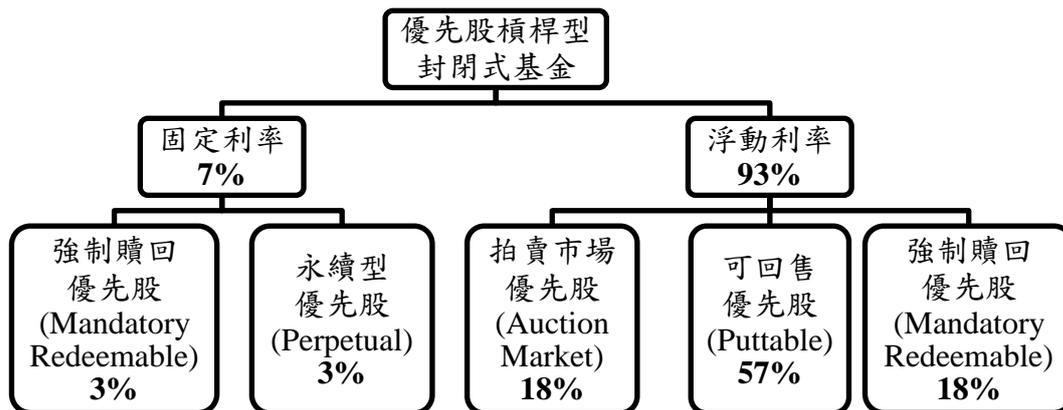
### 3. 優先股種類

前述優先股的利率計算又可分為固定利率與浮動利率兩種。固定

<sup>4</sup> 晨星(中國)研究中心，一箭雙雕：美國結構化分級基金，  
<http://www.xqfunds.com/info.dohscontentid=15256.htm>，2010 年 3 月 25 日。

利率優先股係依據發行時的市場條件，設定固定的股息利率；而浮動利率優先股則依據可變利率來配發股息收入，該利率訂定主要根據特定指標利率並定期依據該指標利率調整。目前美國市場超過9成以上的優先股槓桿型封閉式基金皆採用浮動利率的方式<sup>5</sup>。

此外因為優先股具有類似固定收益的特徵，一般並不上市交易。為解決交易及市場流動性問題，美國市場遂引入了類似造市商機制，因而產生拍賣市場優先股(Auction Market Preferred Stock, AMPS)、可回售優先股(Putable Preferred Stock)以及強制贖回優先股(Mandatory Redeemable Preferred Shares)等優先股類型<sup>6</sup>。彙整美國市場封閉式基金常見的優先股類型如圖 2-3。



資料來源：The Closed-End Fund Market 2016, ICI Research Perspective。

圖 2-3：封閉式基金常見優先股類型及至 2016 年底市場資產占比

### (1) 拍賣市場優先股(Auction Market Preferred Stock , AMPS)<sup>7</sup>

<sup>5</sup> 截至2016年底，93%的優先份額皆採用浮動利率計算收益。Investment Company Institute(ICI), Frequently Asked Questions About Closed-End Funds and Their Use of Leverage, [https://www.ici.org/cef/background/faqs\\_closed\\_end](https://www.ici.org/cef/background/faqs_closed_end)，2017年5月。

<sup>6</sup> 李豔、莊宇飛，金融槓桿化在美國共同基金業的運用，上海證券報，<http://business.sohu.com/20110620/n310752432.shtml>，2011年6月20日。

<sup>7</sup> Investment Company Institute(ICI), Frequently Asked Questions About Closed-End Funds and Their Use of Leverage, [https://www.ici.org/cef/background/faqs\\_closed\\_end](https://www.ici.org/cef/background/faqs_closed_end)，2017年5月。

封閉式基金發行的 AMPS 定期舉行荷蘭式拍賣來設定股息利率，AMPS 的拍賣活動由獨立的拍賣機構(Auction Agent)進行，通常於每 7 天或 28 天重新設定<sup>8</sup>，藉由競價機制來實現交易流動性，此種 AMPS 的拍賣活動在過去亦運行順利。然而受美國 2007 年次貸風暴影響，市場對 AMPS 需求減少，AMPS 市場出現流動性危機，導致自 2008 年 2 月開始所有 AMPS 的拍賣活動皆以失敗告終。在這之後流通在外的 AMPS 數量大幅減少，從 2007 年末的 610 億美元，到 2016 年末已減少至 50 億美元。在維持基金槓桿以及維護普通股持有人的利益下，部分封閉式基金利用其他形式的結構槓桿或投資組合槓桿來取代 AMPS，亦有許多封閉式基金藉由發行可回售優先股和強制可贖回優先股來贖回流通在外的 AMPS。

截至 2016 年底，AMPS 約占美國市場所有封閉式基金優先股資產的 18%。

## (2) 可回售優先股(Putable Preferred Stock)

可回售優先股類似於 AMPS，皆以浮動利率發放股息。兩者主要差異在於利率設定方式及流動性相關條款以避免因為拍賣活動失敗可能產生的問題。不同於 AMPS 藉由拍賣活動設定股息利率，可回售優先股的利率由一至多家的金融機構依據市場利率訂定，即由金融機構取代了拍賣活動。在提供初步可能股息利率的告示後，金融機構將徵求持有者以及潛在買家雙方的買賣意願，再以最低可行的股息利率來撮合買賣雙方。

有關交易流動性的部分，可回售優先股市場存在提供流動性的第

---

<sup>8</sup> Investment Company Institute(ICI), Re: Request for Temporary Exemptive Relief from Certain Asset Coverage Requirements in Section 18(a) of the Investment Company Act for Closed-End Funds that Have Issued Auction Market Preferred Stock, [https://www.ici.org/policy/trading/domestic/08\\_sec\\_amps.com](https://www.ici.org/policy/trading/domestic/08_sec_amps.com), 2008年4月18日。

三方，即流動性提供者(Liquidity Provider, LP)。若市場上的賣盤多於買盤，LP 將依據合約義務無條件買入所有可回售優先股。基於此特性，美國證管會(SEC)允許貨幣市場基金投資於可回售優先股，主因其拓展此類股份市場並減少了拍賣活動失敗的可能性。截至 2016 年底，可回售優先股約占所有封閉式基金優先股資產的 57%。

### (3) 強制贖回優先股(Mandatory Redeemable Preferred Shares)

強制可贖回優先股的股息利率則可為浮動或固定利率。該股份具有事先約定的清算價值，基金發起人須於約定的到期日以現金或其他資產贖回。2016 年底浮動利率與固定利率的強制贖回優先股分別占了市場所有封閉式基金優先股資產的 18%和 3%<sup>9</sup>。

## 二、投資組合槓桿型封閉式基金

投資組合槓桿型封閉式基金主係藉由特定類型的投資組合，包括衍生性金融商品、附賣回協議(Reverse Repurchase Agreements)及軟性選擇權債券(Tender Option Bond)<sup>10</sup>等作為槓桿投資操作策略。截至 2016 年底，美國市場共有 159 檔封閉式基金以軟性選擇權債券及附賣回協議作為其投資組合槓桿的操作策略，流通在外的資產規模為 180 億美元<sup>11</sup>。

---

<sup>9</sup> Investment Company Institute(ICI), Frequently Asked Questions About Closed-End Funds and Their Use of Leverage, [https://www.ici.org/cef/background/faqs\\_closed\\_end](https://www.ici.org/cef/background/faqs_closed_end) , 2017 年 5 月。

<sup>10</sup> 軟性選擇權債券(Tender Option Bond)藉由其存放的特殊目的信託(Tender Option Bond Trust)發行證券，其發行兩種類型的證券：浮動利率證券(Floating-Rate Security)及反向浮動利率證券(Inverse Floating-Rate Security)。前者通常賣給投資於高品質、較短到期日的貨幣市場基金，後者由封閉式基金保留。軟性選擇權債券結構使封閉式基金可進行融資並運用資金購買長期、固定利率債券作為其投資組合，藉以期望長期債券孳息高於信託發行短期浮動利率證券的借款利率。參閱 Understanding Tender Option Bonds ,

<https://www.nuveen.com/Home/Documents/Default.aspx?fileId=69708>

<sup>11</sup> The Closed-End Fund Market 2016, ICI Research Perspective VOL. 23 No.22 , 2017年4月。

## 貳、英國

在英國封閉式基金一般以投資信託公司形式募資，而開放式基金一般為契約型的單位信託(Unit Trust)基金<sup>12</sup>。英國的投資信託公司主要受到公司法(Companies Act)與英國上市規則(UK Listing Rules)規範，而不像單位信託或是開放式投資公司(OEIC)等產品直接受到英國金融監理總署(FSA，即 FCA 的前身)監理。而投資信託公司又可分為傳統型信託和分割資本信託(Split Capital Investment Trusts)兩類，傳統型信託通常僅發行一種股份，分割資本信託則通常發行兩種以上股份，也就是根據投資人的不同目標和風險承受能力發行不同類別的基金股份，即為本文所探討的分級基金類型。

### 一、分割資本信託運作

英國分割資本信託的設計通常訂有一結束日期，實務上大部分原始期限為 7 至 10 年。若公司解散，股東可以拿回現金，但實務上經理人通常不會直接清算，而是藉由鼓勵股東再將資金投入現有的信託或是藉由重組，來保留其管理的資金。

### 二、分割資本信託類型

分割資本信託一開始主要有兩種基本的類型—「傳統分級結構(Traditional Splits)」和「準分級結構(Quasi-splits)」。然而隨後又推出更多複雜類型的分割資本信託，尤其是在 1999 年到 2001 年之間<sup>13</sup>。

---

<sup>12</sup> 參閱羅忠洲、邱虹宇，英國分割資本信託研究，浙江金融 2012 年第 1 期，2012 年 5 月 22 日。

<sup>13</sup> Andrew Adams，The Split Capital Investment Trust Crisis，John Wiley & Sons，2005 年 8 月。

## (一)傳統分級結構(Traditional Splits)

英國第一檔分級基金 Dualvest 於 1965 年推出，其係採用傳統分級結構之分割資本信託，將基金股份分為收入級別(Income shares)與資本級別(Capital shares)兩個級別。收入級別的投資人可獲得股息收益，並在基金清算時取得契約約定之資本增值收益。資本級別的投資人則於所有收入級別清償完畢後，獲得基金剩餘之全部資產。收入級別因具有較明確的收益，投資人須承擔之風險也相對較低。資本級別的收益主要則由基金的成長性來決定。

Dualvest 的推出主因《1965 金融法案》(1965 Finance Act) 實施後，投資人收入與資本利得邊際稅率的差異，分割資本信託因應投資人避稅的需求而誕生<sup>14</sup>。Dualvest 成功推出後，市場上也出現許多相似分級結構的產品，此種分級模式也被認定為分割資本信託中的傳統分級結構。

## (二)準分級結構(Quasi-splits)

隨著投資人不同的需求增加，1987 年 Scottish National Trust 發展出更為積極的分級結構，將基金股份中加入了零息優先級別(Zero Dividend Preference Shares, ZDPs)，這也是投資信託第一次發行了零息優先的股份。零息優先級別的投資人可於持有到期時，優先於其他級別的投資人，取得事先約定的資本增值收益。準分級結構主要將基金分為零息優先級別與普通收入級別(Ordinary Income Shares)，普通收入級別的投資人則可獲得股息等收益，並在零息優先級別清償完畢

---

<sup>14</sup> James Pigott, Masterclass: Split Capital Trusts are under researched and can be very profitable as a result, <https://whichinvestmenttrust.com/split-capital-trusts-researched-can-profitable-result>. Oct 17, 2014.

後，取得基金全部剩餘的資產，此種準分級結構在 1997 年前為很常見的分級結構<sup>15</sup>。零息優先級別受到投資人喜愛主因其沒有股息收入，所以投資人並不會被徵收股利所得稅，具有稅賦上的優勢。另外也具有相對穩定的收益，以及在基金清算時，該股份將取得優先的清償權等，因此該種結構很適合作為如學費計畫或退休計畫等規劃運用<sup>16</sup>。

### (三)其他分級結構

除上述兩種常見分級結構之外，市場上也開始採用更複雜的分級結構，較常見者為結合傳統分級結構和準分級結構，也就是一檔基金中有三種股份—零息優先級別、收入級別與資本級別。當基金解散清算時，零息優先級別優先獲得清償，即與準分級結構中 ZDPs 沒有差異；但收入級別的風險卻變得比傳統分級結構時風險更大，因其清償順序在 ZDPs 之後；資本級別的清償順序則皆為最後<sup>17</sup>。

隨著 1990 年代中後期，利率顯著的下降，私人投資人對收入的需求創造了更多創新收入商品的機會。在這時期的分割資本信託常藉由在基金資本結構中納入銀行貸款等資金來源(因其比發行 ZDPs 的成本更低)，或是投資於其他分割資本信託的高收益股份(因此造成交叉持有現象)，用以吸引投資人，滿足其對收益的需求。此種方式也造成基金的風險變得難以使用傳統的風險數據來評估分析，造成投資人無法清楚了解投資商品的風險<sup>18</sup>。

---

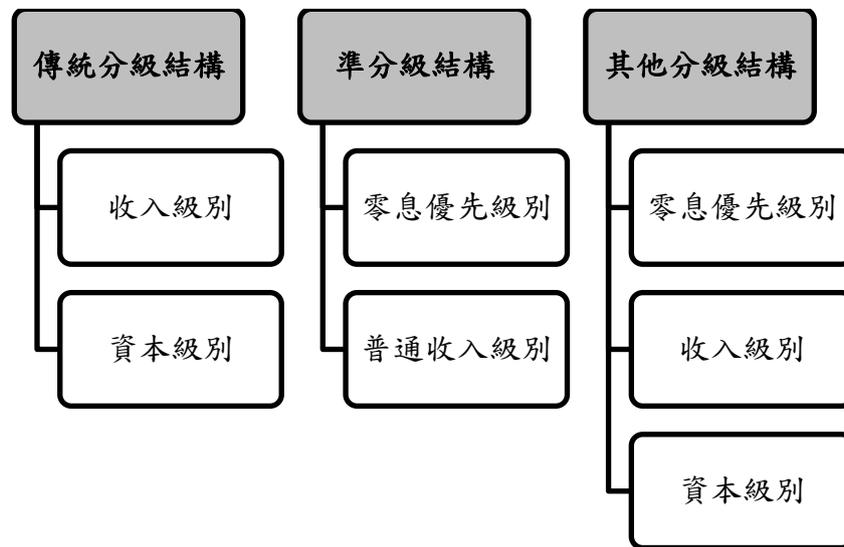
<sup>15</sup> Andy Adams and James Clunie, Risk Assessment Techniques for Split Capital Investment Trusts, 2003年5月。

<sup>16</sup> Andrew Adams, The Split Capital Investment Trust Crisis, John Wiley & Sons, 2005年8月。

<sup>17</sup> Andrew Adams, The Split Capital Investment Trust Crisis, John Wiley & Sons, 2005年8月。

<sup>18</sup> Andy Adams and James Clunie, Risk Assessment Techniques for Split Capital Investment Trusts, 2003年5月。

綜上，根據各股份求償風險由低至高，主要可以分為零息優先級別、收入級別、普通收入級別及資本級別，各種結構常見發行的股份如圖 2-4，各基金股份級別與其收益型態如表 2-2。



資料來源：本研究整理。

圖 2-4：英國分級基金各結構常見發行的股份級別

表 2-2：英國分級基金主要級別與收益特徵

基金股份	收益特徵
零息優先級別 (Zero Dividend Preference Shares)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 基金存續期間內無利息收入</li> <li>● 投資人於基金到期時，按照事先約定的價格贖回，類似於零息債券</li> </ul>
收入級別 (Income Shares)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 享有固定的利息收入，利息配發按照約定的時間，類似於定期付息的債券</li> <li>● 亦可取得事先約定的資本增值收益</li> </ul>
普通收入級別 (Ordinary Income Shares)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 享有固定的利息收入</li> <li>● 亦享有部分的投資收益</li> </ul>
資本級別 (Capital Shares)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 於其他股份清償完畢後獲得剩餘資產</li> <li>● 主要透過向其他股份進行融資，未享有固定收益，因此風險較高，需要承擔大部分投資的收益或損失</li> </ul>

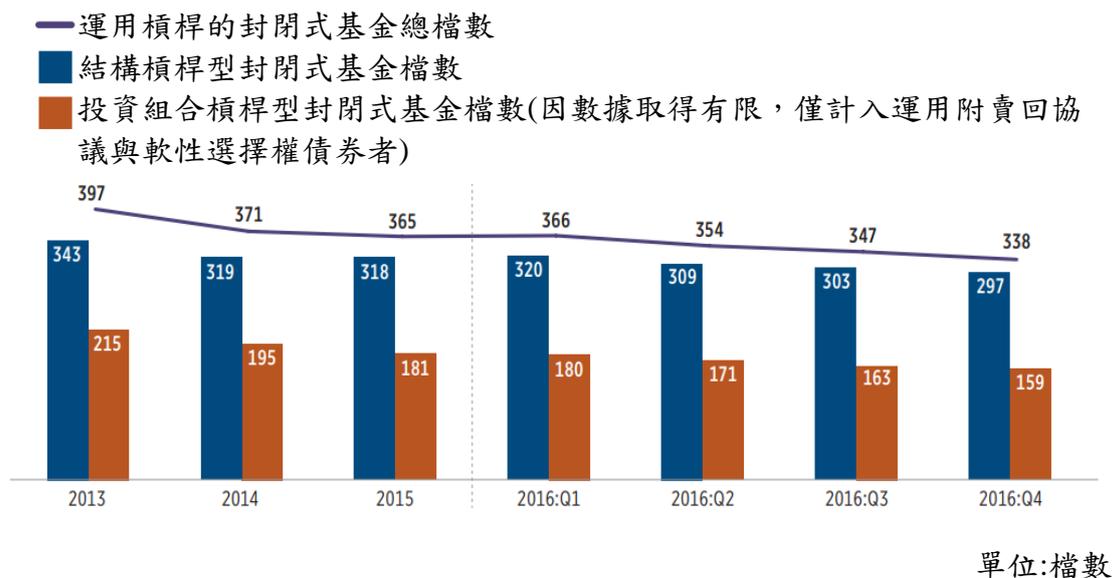
資料來源：孫長華，海外槓桿基金發展現狀研究，2013 年 2 月、本研究整理。

## 第二節 美英分級基金發展現況

### 壹、美國

#### 一、發展歷程

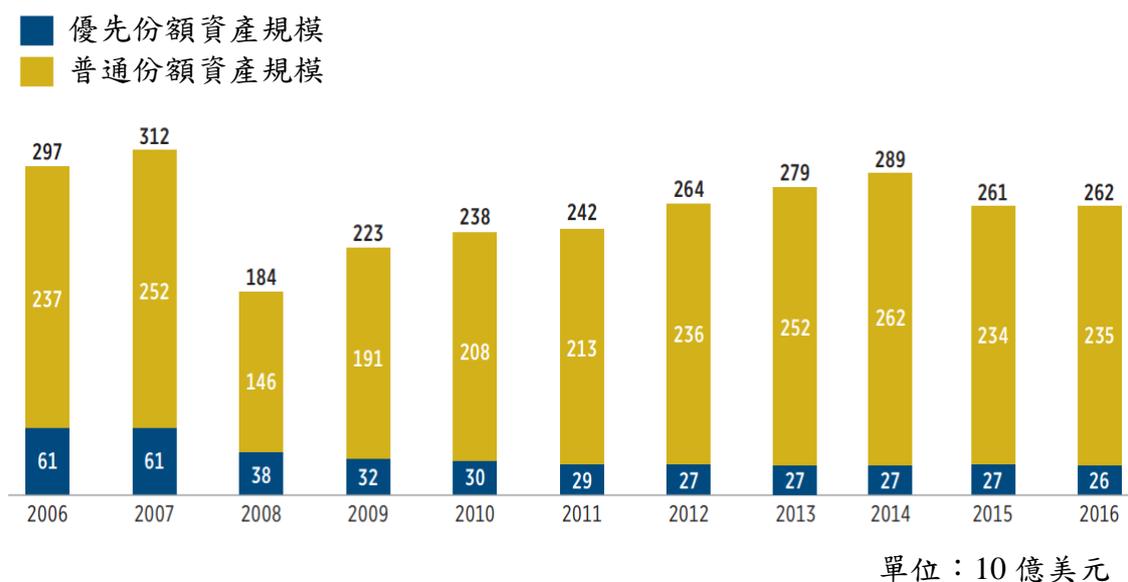
截至 2016 年底，美國市場共有 530 檔封閉式基金，其中有 338 檔基金皆使用槓桿操作，占比約 64%。而其中使用結構槓桿者共有 297 檔基金，資產規模約為 498 億美元，而結構槓桿型封閉式基金中又有約 53% 的資產利用發行優先股的方式產生槓桿，其餘 47% 則使用其他類型的結構槓桿操作，美國市場封閉式基金槓桿操作運用情形發展如圖 2-5。



資料來源：The Closed-End Fund Market 2016, ICI Research Perspective。

圖 2-5：封閉式基金槓桿運用情形發展(2013~2016 年)

2016 年底發行優先股的封閉式基金資產規模約為 260 億美元，占美國市場封閉式基金資產規模(2620 億美元)約 10%，美國封閉式基金優先股及普通股資產規模發展如圖 2-6。



資料來源：The Closed-End Fund Market 2016, ICI Research Perspective。

圖 2-6：封閉式基金優先股資產規模發展比較(2006~2016 年)

## 二、產生問題

值得注意的是，自從拍賣市場優先股(AMPS)於 2008 年 2 月產生流動性危機之後，封閉式基金流通在外的優先股總資產規模遂大幅減少，2008 年封閉式基金優先股資產規模約為 380 億美元，相較 2007 年的 610 億美元減少了約 38%。並且自此之後，封閉式基金逐漸使用其他形式的結構槓桿或投資組合槓桿，如銀行貸款、信貸額度(Lines of Credit)、軟性選擇權債券(Tender Option Bond)、附賣回協議、可回售優先股、強制贖回優先股及可延期票據(Extendible Notes)等取代發行 AMPS<sup>19</sup>。

## 三、市場現況

美國市場自 1986 年第一檔槓桿型封閉式基金問世，隨後槓桿型封閉式基金漸漸成為封閉式基金的主流。目前市場上槓桿型封閉式基金多使用超過一種的槓桿操作方式。

其中，2016 年底在美國市場所有使用結構槓桿的封閉式基金，其平均槓桿使用率 26.6%；若依據基金投資標的區分，使用結構槓桿的債券型封閉式基金的槓桿使用率又略高於權益型封閉式基金的槓桿使用率，分別為 28.4% 及 21.2%。彙整目前市場所有封閉式基金中高槓桿資產比率者如表 2-3。

---

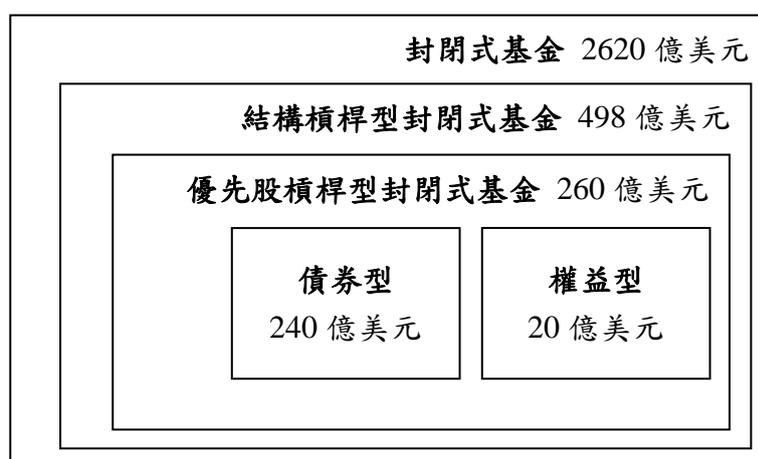
<sup>19</sup> The Closed-End Fund Market 2016, ICI Research Perspective VOL. 23 No.22, 2017年4月。

表 2-3：封閉式基金槓桿資產比率前 10 名(2017 年 10 月)

	基金名稱	槓桿資產比率(%)
1	PIMCO Strategic Income	63.52
2	Nuveen TX Quality Muni Inc	49.5
3	PIMCO CA Municipal Income III	46.6
4	PIMCO CA Municipal Income	46.55
5	Advent Claymore Cnvt Secs&Inc II	44.9
6	PIMCO NY Municipal Income II	44.77
7	PIMCO Dynamic Credit and Mortgage Inc	44.06
8	PIMCO Dynamic Income	44.03
9	Federated Premier Inter Muni Income	43
10	PIMCO CA Municipal Income II	42.93

資料來源：Morningstar, CEF Quickrank，<http://screen.morningstar.com/cef-quick-rank/>

發行優先股的封閉式基金又以債券型封閉式基金為主，至 2016 年底約占優先股槓桿型封閉式基金資產的 91%(約 240 億美元)<sup>20</sup>。目前市場上封閉式基金資產規模如圖 2-7。



資料來源：The Closed-End Fund Market 2016, ICI Research Perspective、本研究整理。

圖 2-7：封閉式基金資產規模(2016 年底)

<sup>20</sup> The Closed-End Fund Market 2016, ICI Research Perspective VOL. 23 No.22，2017年4月。

## 貳、英國

### 一、發展歷程

隨著 80 年代全球股市蓬勃發展，對封閉式槓桿基金的需求逐漸升溫，英國分割資本信託藉由分級使得部分股份具有槓桿效果，因此在 90 年代其規模不斷攀升，至 2002 年 3 月時，英國投資信託業總資產管理規模約為 500 億英鎊，其中分割資本信託占了 130 億英鎊，市場上一共有 134 檔的分割資本信託，且其中有 34 檔是自 1999 年即推出至此。

值得注意的是，其中近 6 成的分割資本信託(83 檔)皆互相交叉持股，其中 32 檔的交叉持股比例低於 20%，24 檔的交叉持股比例介於 21-40%之間，16 檔(資產管理規模約 10 億英鎊)介於 41-70%，並有 11 檔(資產管理規模約 6 億英鎊)的交叉持股比例高於 70%；顯示大部分交叉持股的比率偏低，僅不到 4 成者交叉持股比率超過 40%<sup>21</sup>。

### 二、產生問題

自 2000 年起因網路泡沫破滅影響全球股市，上市公司的股息削減致分割資本信託中以股息收入為基礎的收入級別價值下跌，甚至被認為最安全的零息優先級別價格也劇烈地下跌。加上分割資本信託多大量舉債產生槓桿且廣泛的交叉持有，以及投資人對分割資本信託的風險缺乏認識等因素，導致投資人因為分割資本信託的破產承受重大損失。

---

<sup>21</sup> Timothy Edmonds, Split capital trusts, Parliament UK, <http://researchbriefings.parliament.uk/ResearchBriefing/Summary/SN03769#fullreport>, 2007年10月17日。

2002 年 4 月「Quilter 全球增強收益(Quilter Global Enhanced Income)」成為首檔宣布暫停交易的分割資本信託；同個月「Gartmore Monthly Income」也開始進行收益清算；「Aberdeen Progressive Growth Fund」(於 2000 年 8 月以低風險信託的標語推出)至 2002 年 8 月的一年之間單位價格下跌了 70%。整體而言，2002 年 4 月至 2003 年 8 月間估計有 21 檔不同基金的股份遭到暫停交易<sup>22</sup>。根據投資信託公司協會(Association of Investment Trust Companies, AITC)<sup>23</sup>統計，估計有 20,000 位投資人在此波危機中遭受損失<sup>24</sup>，投資人在所有破產的分割資本信託中損失資產價值超過 7 億元英鎊，以 2004 年 2 月時市值計算，在其他未破產的分割資本信託中，總損失也應達 5 億元英鎊<sup>25</sup>。

危機爆發後，英國金融監理總署也針此情形進行調查與諮詢，並與發行分割資本信託的基金經理人協商對相關投資人進行合理的補償措施。

### 三、市場現況

在分割資本信託的危機爆發後，許多投資人紛紛退出分割資本信託市場，根據 AIC 統計，截至 2017 年 7 月，英國市場上僅剩下 27 檔的分割資本信託<sup>26</sup>，資產管理規模約 13.7 億英鎊<sup>27</sup>。然分割資本信

---

<sup>22</sup> Timothy Edmonds, Split capital trusts, Parliament UK, <http://researchbriefings.parliament.uk/ResearchBriefing/Summary/SN03769#fullreport>. 2007 年 10 月 17 日。

<sup>23</sup> 即現在的英國投資公司協會(Association Of Investment Companies, AIC)。

<sup>24</sup> The victims of a breakdown in trusts , <http://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/investing/2769716/The-victims-of-a-breakdown-in-trusts.html> , 2002 年 8 月 3 日。

<sup>25</sup> Andrew Adams, The Spilt Capital Investment Trust Crisis, John Wiley&Son, Nov 2004.

<sup>26</sup> 英國分割資本信託各類份額分別統計檔數。

<sup>27</sup> AIC, AIC Stats , <http://www.theaic.co.uk/sites/default/files/statistics/attachment/AICStats31Jul17.pdf> 2017 年 7 月 31 日。

託能滿足不同投資人對風險、收益，以及槓桿操作的需求，其結構上的優點仍不容忽視。

## 第三章 中國大陸分級基金制度發展探討

### 第一節 中國大陸分級基金制度介紹

中國大陸分級基金是指透過事先約定基金的風險收益分配，將母基金份額分為預期風險收益不同的子份額，並可將其中部分或全部類別份額上市交易的結構化證券投資基金，其中，分級基金的基礎份額稱為母份額。預期風險、收益較低的子份額稱為「A份額」或「穩健份額」，其獲取約定收益。預期風險、收益較高的子份額稱為「B份額」或「進取份額」，其獲取剩餘損益<sup>28</sup>。

#### 壹、分級基金發展背景

中國大陸 A 股市場經歷 2007 年至 2008 年的大漲大跌後，公募基金的發行規模停滯，市場需要多樣化產品以滿足不同風險偏好的投資需求，包括低風險類以及槓桿類產品等。因此，基金的創新改革成為必要，借鑒國外先進市場的發展經驗，能夠滿足前述條件的分級基金應運而生。

分級基金的出現得以解決當時中國大陸在基金業所面臨的困境，主要包括：一、產品同質化現象嚴重，難以滿足投資人的需求；二、業務種類單一，行業面臨生存困境；三、行銷主要依賴管道，限制行業的良性發展；四、基金公司分化格局凸顯，整合壓力加大；五、封閉式基金持續折價，且折價率持續保持在 20% 以上<sup>29</sup>。

<sup>28</sup> 參閱百度文庫，「分級基金產品審核指引」，

<https://wenku.baidu.com/view/304a6d04de80d4d8d15a4f24.html>，2012 年 6 月 15 日。

<sup>29</sup> 參閱蔡逸軒、徐楓，「我國基金產品創新研究」，International Conference on Network and Finance Development，NFD 2010，<http://file.scirp.org/pdf/13-1.48.pdf>

## 貳、分級基金的制度介紹

### 一、主要規範

中國大陸規範證券投資基金的主要法律為「中華人民共和國證券投資基金法」，針對分級基金的主要規範係由中國證監會基金監管部自 2011 年 12 月 28 日起實施的「分級基金產品審核指引」<sup>30</sup>，亦為中國大陸主管機關首次發布分級基金產品的審核指引，明確分級基金的設計原則，要求僅發展融資模式分級基金<sup>31</sup>，暫不受理三級及以上份額分級基金，並限制分級份額的初始槓桿率<sup>32</sup>。

此外，上海證券交易所、深圳證券交易所以及中國證券登記結算有限責任公司亦陸續針對分級基金的上市、認購、申購、贖回、交易與登記結算等方面陸續發布相關規範，將目前有關分級基金的主要規範彙整列示於表 3-1。

---

<sup>30</sup> 參閱百度文庫，「分級基金產品審核指引」，

<https://wenku.baidu.com/view/304a6d04de80d4d8d15a4f24.html>，2012 年 6 月 15 日。

<sup>31</sup> B 份額持有人向 A 份額持有人融資，買入母基金對應的資產組合，從而實現槓桿化的收益，A 份額則獲得相應的融資利息。其他類型的分級基金如多空分級基金，係將母基金透過結構性分解成為看多份額與看空份額的分級基金，主要特色在於提供投資槓桿放大效應，同時亦可作為下跌市況中的避險投資工具。如每 3 份母基金可以按照 1:2 的比例拆分為 1 份 1 倍看空份額與 2 份 2 倍看多份額；或者每 4 份母基金拆分為 1 份 2 倍看空份額與 3 份 2 倍看多份額的子基金等。

<sup>32</sup> 參閱新華網，「證監會就分級基金產品審核指引徵求意見」，

[http://news.xinhuanet.com/finance/2011-09/27/c\\_122091494.htm](http://news.xinhuanet.com/finance/2011-09/27/c_122091494.htm)，2011 年 9 月 27 日。

表 3-1：中國大陸分級基金主要規範彙整

發布單位	規範名稱	規範重點
中國證監會	「分級基金產品審核指引」(2011.12)	分級基金的產品設計、募集方式、投資策略、申請資料與銷售推介等。
上海證券交易所	「上海證券交易所證券投資基金上市規則」(2007.08.29) <sup>33</sup>	規範上交所基金(指封閉式基金、交易型開放式指數基金及其他基金)上市、資訊揭露、停牌與復牌、終止上市等業務活動。
	「上海證券交易所開放式基金業務管理辦法」(2014.01.02) <sup>34</sup>	規範開放式基金在上海證券交易所的認購、申購、贖回、交易、轉託管以及分級基金份額的分拆、合併等業務。
	「上海證券交易所上市開放式基金業務指引」(2014.12.10 與中國證券登記結算有限責任公司共同制定發布) <sup>35</sup>	<p>規範上海證券交易所上市開放式基金的交易與登記結算相關業務，包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 基金簡稱、代碼和帳戶</li> <li>• 認購</li> <li>• 開放、上市、交易</li> <li>• 申購、贖回</li> <li>• 分級基金相關業務</li> <li>• 轉託管</li> <li>• 權益分派</li> <li>• 非交易過戶和其他變更登記</li> <li>• 交收風險管理</li> <li>• 淨值揭示及資訊披露</li> <li>• 針對基金管理人的資料服務</li> </ul>
	「上海證券交易所分級基金業務管理指引」(2016.11.25) <sup>36</sup>	投資者適當性管理、風險警示措施、投資者教育、投資者責任與義務，以及明確分級基金折算業務流程。
深圳證券交易所	「深圳證券交易所證券投資基金上市規則」(2006.02.13) <sup>37</sup>	規範深交所基金(指封閉式基金、上市開放式基金、交易型開放式指數基金及其他證券投資基金)上市、資訊

<sup>33</sup> 參閱上海證券交易所網站，「關於發布《上海證券交易所證券投資基金上市規則(修訂稿)》的通知」，[http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/fund/c/c\\_20150912\\_3985888.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/fund/c/c_20150912_3985888.shtml)，2007年8月29日。

<sup>34</sup> 參閱上海證券交易所網站，「關於發布《上海證券交易所開放式基金業務管理辦法》的通知」，[http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c\\_20150906\\_3976445.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c_20150906_3976445.shtml)，2014年1月2日。

<sup>35</sup> 參閱上海證券交易所網站，「關於發布《上海證券交易所上市開放式基金業務指引》的通知」，[http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c\\_20150906\\_3976447.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c_20150906_3976447.shtml)，2014年12月10日。

<sup>36</sup> 參閱上海證券交易所網站，「關於發布《上海證券交易所分級基金業務管理指引》的通知」，[http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c\\_20161125\\_4206901.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c_20161125_4206901.shtml)，2016年11月25日。

<sup>37</sup> 參閱深圳證券交易所網站，「深圳證券交易所證券投資基金上市規則」，[http://lefu.szse.cn/main/lefu/gzzn\\_front/39744254.shtml](http://lefu.szse.cn/main/lefu/gzzn_front/39744254.shtml)，2006年2月13日。

		揭露、停牌與復牌、終止上市等業務活動。
	「深圳證券交易所證券投資基金交易和申購贖回實施細則」 (2016.04.28) <sup>38</sup>	規範基金交易、認購、申購與贖回業務，以及資訊發布等。
	「深圳證券交易所分級基金業務管理指引」 (2016.11.25) <sup>39</sup>	投資者適當性管理、風險警示措施、投資者教育、投資者責任與義務，以及明確分級基金折算業務流程。
中國證券登記結算有限責任公司	「上市開放式基金登記結算業務實施細則」 (2014.09.11) <sup>40</sup>	<p>規範證券交易所上市開放式基金的登記結算業務，包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 業務參與</li> <li>• 帳戶管理</li> <li>• 登記託管</li> <li>• 基金份額的認購、申購、贖回、交易</li> <li>• 基金份額的轉託管</li> <li>• 權益分派</li> <li>• 資金結算</li> <li>• 風險管理</li> </ul>
	「深圳證券交易所上市開放式基金登記結算業務指引」 (2014.11.25) <sup>41</sup>	<p>規範深圳證券交易所上市開放式基金登記結算相關業務，包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 基金簡稱、代碼與帳戶</li> <li>• 認購</li> <li>• 交易</li> <li>• 申購、贖回</li> <li>• 轉託管</li> <li>• 權益分派</li> <li>• 分級 LOF 相關業務</li> <li>• 其他登記託管業務</li> <li>• 交收風險管理</li> <li>• 淨值揭示</li> <li>• 針對基金管理人的資料服務</li> </ul>

資料來源：本研究整理

<sup>38</sup> 參閱深圳證券交易所網站，「關於發布《深圳證券交易所證券投資基金交易和申購贖回實施細則(2016年修訂)》的通知」，[http://www.szse.cn/main/rule/bsywgz/jjqhgzql/jj\\_front/39759578.shtml](http://www.szse.cn/main/rule/bsywgz/jjqhgzql/jj_front/39759578.shtml)，2016年4月28日。

<sup>39</sup> 參閱深圳證券交易所網站，「關於發布《深圳證券交易所分級基金業務管理指引》的通知」，<https://www.szse.cn/main/aboutus/xywjs/cxxjywdt/39762416.shtml>，2016年11月25日。

<sup>40</sup> 參閱中國證券登記結算有限責任公司網站，「關於修訂《上市開放式基金登記結算業務實施細則》的通知」，<http://www.chinaclear.cn/zdjs/gszb/201409/8b81b630855340b98999dcb17e5d393b.shtml>，2014年9月11日。

<sup>41</sup> 參閱深圳證券交易所網站，「關於發布《深圳證券交易所上市開放式基金登記結算業務指引》的通知」，[http://lefu.szse.cn/main/lefu/gzgn\\_front/39759492.shtml](http://lefu.szse.cn/main/lefu/gzgn_front/39759492.shtml)，2014年11月25日。

## 二、產品設計的原則

分級基金產品設計應遵循以下原則：

- (一)產品結構簡單，易於投資者理解。
- (二)風險可控，分級份額的槓桿合理。
- (三)風險和收益相匹配，分級份額的約定收益與風險特徵相匹配。
- (四)充分揭示基金各類份額的風險。

## 三、募集方式

分級基金可以採取以下兩種募集方式：

### (一)合併募集並分拆

以母基金代碼進行募集，募集完成後，場內份額按比例分拆為兩類子份額。

### (二)兩類子份額分開募集

分別以兩類子代碼進行募集，通過比例配售實現兩類份額的配比。分開募集的分級基金僅限於債券型分級基金，且此類基金不得設計母基金份額淨值低於一定閾值時，兩類份額共同下跌的條款。

## 四、申購下限

分級基金應當設定單筆認/申購金額下限，合併募集的分級基金，單筆認/申購金額不得低於 5 萬元，分開募集的分級基金，B 類份額單筆認購金額不得低於 5 萬元。

惟前述規定的 5 萬元下限僅限於基金的認購和申購；次級市場買賣和贖回不受前述限制<sup>42</sup>。

---

<sup>42</sup> 參閱深圳證券交易所網站，[http://lefuszse.cn/main/lefuzzzkt/jczs\\_front/39748632.shtml](http://lefuszse.cn/main/lefuzzzkt/jczs_front/39748632.shtml)，2012 年 10 月 24 日。

## 五、槓桿率的規範

### (一)槓桿率的定義

分級基金的槓桿率一般分為以下三類<sup>43</sup>：

#### 1.初始槓桿

初始槓桿為基金發行時的槓桿比例，又稱為份額槓桿，即 A 份額份數與 B 份額份數之和與 B 份額之間的比例，具體公式為：

$$\text{初始槓桿}=(A \text{ 份額份數}+B \text{ 份額份數})/B \text{ 份額份數}$$

#### 2.淨值槓桿

淨值槓桿是研究分級基金時經常用到的槓桿指標，定義為分級基金 B 份額淨值漲幅與母基金淨值漲幅的比值。淨值槓桿反應 B 份額淨值漲跌相對母基金淨值漲跌的倍數。例如一個兩倍淨值槓桿的基金，當日 B 份額的淨值漲跌幅是母基金淨值的兩倍。在計算時採用母基金總淨值除以 B 份額總淨值，具體公式為：

$$\begin{aligned}\text{淨值槓桿}&=\text{母基金總淨值}/\text{B 份額總淨值} \\ &=(\text{母基金份數}\times\text{母基金淨值})/(\text{B 份額份數}\times\text{B 份額淨值}) \\ &=(\text{母基金淨值}/\text{B 份額淨值})\times\text{初始槓桿}\end{aligned}$$

#### 3.價格槓桿

淨值槓桿僅反應 B 份額淨值變化的波動情況，惟投資者實際買賣 B 份額時受到次級市場價格波動的影響，由於折溢價率的因素，淨值槓桿往往無法真實反應到價格表現上，為此引入價格槓桿的概念。

---

<sup>43</sup> 參閱中國證券監督管理委員會，「分級基金基礎知識精講之一：瞭解核心概念」，[http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzzsyd/jjtz/201511/t20151109\\_286142.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzzsyd/jjtz/201511/t20151109_286142.htm)，2015 年 11 月 9 日。

價格槓桿即 B 份額價格對於母基金淨值表現的變化倍數，在計算時考慮折溢價率的因素在內，即母基金的總淨值除以 B 份額的總市值，具體公式為：

$$\begin{aligned}\text{價格槓桿} &= \text{母基金總淨值} / \text{B 份額總市值} \\ &= (\text{母基金份數} \times \text{母基金淨值}) / (\text{B 份額份數} \times \text{B 份額價格}) \\ &= (\text{母基金淨值} / \text{B 份額價格}) \times \text{初始槓桿}\end{aligned}$$

## (二)槓桿率的限制

### 1.初始槓桿率的上限

債券型分級基金的初始槓桿率不超過 10/3 倍，股票型分級基金的初始槓桿率不超過 2 倍。

### 2.實際槓桿率的上限

此所指的實際槓桿率為淨值槓桿率，該指引規範股票型分級基金的淨值槓桿率不超過 6 倍，無固定分級運作期限之債券型分級基金的淨值槓桿率不超過 8 倍。

## 六、分級基金三類份額的淨值計算

A 份額透過向 B 份額借出資金收取利息，即約定收益；B 份額則透過向 A 份額融資進行槓桿投資賺取扣除融資成本後的超額收益或承擔相應損失。母份額（基礎份額）是前二者收益分配的基礎，其淨值與兩類子份額以份額比重為權重的淨值加權之和相等，即：

$$\text{母基金淨值} = \text{A 份額淨值} \times \text{A 份額比重} + \text{B 份額淨值} \times \text{B 份額比重}$$

母基金淨值的漲跌主要由基金所投資標的的市場表現決定，根據基金持有的股票、債券等每天的收盤情況，由系統自動計算出淨值。

計算公式如下：

母基金單位淨值=（基金資產總額-基金負債總額）/母基金總份額

A 份額參考淨值由基金產品設計條款決定，通常淨值的增長是按照約定的利率隨著日期的推移而逐日計入利息。

B 份額參考淨值並無獨立的計算方法，在母基金淨值與 A 份額淨值確定後透過三類份額淨值關係式計算得出<sup>44</sup>。

## 七、分級基金的折算

分級基金折算的目的主係讓優先份額投資者實現約定收益，以及修復槓桿，防止槓桿過大或過小，可分為定期折算以及不定期折算。依據「分級基金產品審核指引」的規定，分級基金若約定份額定期折算，分開募集的分級基金定期折算的間隔時間應在 3 個月（含）以上；合併募集的分級基金定期折算的間隔時間應在 1 年（含）以上。且規定分級基金可以設置上閾值或下閾值折算機制，當 B 類份額參考淨值或母基金份額淨值達到一定閾值時，進行不定期份額折算。

### （一）定期折算

#### 1. 目的

為幫助優先份額投資者實現約定的收益，開放式分級基金通常設定定期折算機制。

#### 2. 折算方式

---

<sup>44</sup> 參閱深圳證券交易所，「分級基金基礎知識精講之一：瞭解核心概念」，<http://www.szse.cn/main/investor/fxjy/39756575.shtml>，2015 年 8 月 18 日。

定期折算是指在每一個計息週期結束後(通常為一年)，將 A 份額的約定收益(即大於 1 元的部分)折算為基礎份額<sup>45</sup>。

例如投資者持有 10,000 份額的 A 份額，當年的約定收益率為 6%，則在定期折算日該 A 份額淨值會從 1.06 元折算為 1 元，同時投資者獲得每份額 0.06 元即共計 600 元的基礎份額。

### 3. 實例說明

假設某分級基金 A 份額與 B 份額的份額配比为 1:1，A 份額約定收益率為 6%。某投資人在折算基準日持有基礎份額、A 份額、B 份額各 10,000 份，折算前基礎份額、A 份額、B 份額的基金份額淨值分別為 0.748 元，1.06 元、0.436 元，折算前後持有人持有的基金資產總淨值不變。折算後三類份額的基金份額淨值及投資者持有份額變化情況參見表 3-2。

表 3-2：分級基金定期折算實例

數值 類別	折算前		折算後	
	份額淨值	份額數	份額淨值	份額數
基礎份額	0.748 元	10,000 份	0.718 元	10,418 份基礎份額
A 份額	1.06 元	10,000 份	1.000 元	10,000 份 A 份額 + 新增 836 份基礎份額
B 份額	0.436 元	10,000 份	0.436 元	10,000 份 B 份額

資料來源：深圳證券交易所，「分級基金專題(三)分級基金的定期折算」，  
[http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs\\_front/39756746.shtml](http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs_front/39756746.shtml)，2016 年 3 月 23 日。

具體折算步驟如下：

$$(1) A \text{ 份額折算後淨值} = \text{折算基準日 A 份額淨值} - A \text{ 份額約定收益} \\ = 1.06 - 0.06 = 1.000$$

$$(2) \text{基礎份額折算後淨值} = (A \text{ 份額折算後淨值} + B \text{ 份額淨值}) \\ / 2 = (1.000 + 0.436) / 2 = 0.718 \text{ (淨值揭示精確到小數點後第三位)}$$

<sup>45</sup> 若非採母基金開放式的分級基金，因未保留基礎份額，則份額數依折算比例進行相應增減。

基礎份額折算後份數=基礎份額折算前淨值×基礎份額折算前份數/

基礎份額折算後淨值=0.748×10000/0.718=10418

(3)A 份額持有人折算後獲得基礎份額份數=約定收益×A 份額折算前份數/基礎份額折算後淨值=0.06×10000/0.718=836

(4)B 份額折算前後淨值與份數保持不變<sup>46</sup>。

## (二)不定期折算

分級基金不定期折算的目的是回復 B 份額的槓桿，分為上折與下折。其中，上折主係提高槓桿率以吸引投資者，而下折係降低槓桿率，以保護 A 類份額持有人，兌現部分 A 類收益，並防止 B 類歸零的發生。

### 1.上折

#### (1)目的

當基礎份額淨值上升時，B 份額的槓桿倍數會逐漸縮小，甚至出現「槓桿失靈」的情形。為恢復 B 份額的槓桿特徵，開放式分級基金通常設定了上折算機制。

#### (2)折算方式

一般當分級基金基礎份額淨值高於某一門檻<sup>47</sup>（目前大部分股票型分級基金的上折門檻設置為 1.5 元）時，將觸發分級基金上折，即分別對基礎份額、A 份額與 B 份額進行份額折算，折算後基礎份額、A 份額與 B 份額的單位淨值將均被調整為 1 元。調整後的 A 份額與 B 份額按初始份額配比保留（目前大部分股票型分級基金的初始配比為

<sup>46</sup> 參閱深圳證券交易所，「分級基金專題（三）分級基金的定期折算」，[http://lefuszse.cn/main/lefutzzkt/jczs\\_front/39756746.shtml](http://lefuszse.cn/main/lefutzzkt/jczs_front/39756746.shtml)，2016 年 3 月 23 日。

<sup>47</sup> 此門檻通常稱為閾值，亦有稱為閾值。

1:1)，折算前基礎份額、A 份額與 B 份額的單位淨值超出 1 元的部分均將折算為基礎份額分別分配給三類份額持有人。

### (3)實例說明

某投資人持有基礎份額、A 份額與 B 份額各 10,000 份，假設在上折基準日，基礎份額的基金份額淨值、A 份額與 B 份額的基金份額參考淨值如表 3-3 所示。折算後，基礎份額的基金份額淨值、A 份額、B 份額的基金份額參考淨值均調整為 1 元，折算前後持有人持有的基金資產總淨值不變。該持有人所持基金份額的變化參見表 3-3。

**表 3-3：分級基金上折實例**

數值 類別	折算前		折算後	
	份額淨值	份額數	份額淨值	份額數
基礎份額	1.500 元	10,000 份	1.000 元	15,000 份基礎份額
A 份額	1.028 元	10,000 份	1.000 元	10,000 份 A 份額+新增 280 份基礎份額
B 份額	1.972 元	10,000 份	1.000 元	10,000 份 B 份額+新增 9,720 份基礎份額

資料來源：深圳證券交易所，「分級基金專題（四）分級基金的不定期折算」，  
[http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs\\_front/39756745.shtml](http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs_front/39756745.shtml)，2016 年 3 月 23 日。

具體折算步驟如下：

- ① 基礎份額淨值、A 份額與 B 份額參考淨值均調整為 1 元
- ② 基礎份額折算後份額數 = (基礎份額折算前參考淨值 × 基礎份額折算前份額數) / 1 =  $1.5 \times 10000 / 1 = 15000$
- ③ A 份額折算後份額數 = A 份額折算前份額數 = 10000
- ④ A 份額持有人折算後獲得基礎份額份數 = (A 份額折算前參考淨值 × A 份額折算前份額數 - 1 × A 份額折算後份額數) / 1 =  $(1.028 \times 10000 - 1 \times 10000) / 1 = 280$
- ⑤ B 份額折算後份額數 = B 份額折算前份額數 = 10000

◎ B 份額持有人折算後獲得基礎份額份數 = (B 份額折算前參考淨值  
× B 份額折算前份額數 - 1 × B 份額折算後份額數)  
/1 = (1.972 × 10000 - 1 × 10000) / 1 = 9720

## 2. 下折

### (1) 目的

當 B 份額淨值下跌時，其槓桿倍數會逐漸增大，過高的槓桿倍數可能導致 B 份額淨值與交易價格出現大幅波動，在極端情況下，甚至可能出現 B 份額淨值跌至零，以及 A 份額本金與收益受損的情形。為控制與降低上述風險，開放式分級基金通常設計下折機制。簡言之，市場下跌情況下，分級基金下折可以幫助 A 份額提前兌現約定收益，同時降低 B 份額由於槓桿加大造成加速下跌的風險。

### (2) 折算方式

一般當分級基金 B 份額淨值低於某一門檻（目前大部分股票型分級基金的下折門檻設置為 0.25 元；債券型分級基金為 0.45 元）時，將觸發分級基金下折，即分別對基礎份額、A 份額與 B 份額進行份額折算，折算後 A 份額、B 份額與基礎份額的單位淨值將均被調整為 1 元，調整後的 A 份額與 B 份額按初始份額配比保留（目前大部分股票型分級基金的初始配比為 1:1），A 份額配對後的剩餘部分將會轉換為基礎份額，分配給 A 份額投資者。

### (3) 實例說明

某投資人持有基礎份額、A 份額與 B 份額各 10,000 份，假設在下折基準日，基礎份額的基金份額淨值、A 份額與 B 份額的基金份額參考淨值如表 3-4 所示。折算後，基礎份額的基金份額淨值、A 份額、

B 份額的基金份額參考淨值均調整為 1 元，折算前後持有人持有的基金資產總淨值不變。該持有人所持基金份額的變化參見表 3-4。

表 3-4：分級基金下折實例

數值 類別	折算前		折算後	
	份額淨值	份額數	份額淨值	份額數
基礎份額	0.625 元	10,000 份	1.000 元	6,250 份基礎份額
A 份額	1.005 元	10,000 份	1.000 元	2,450 份 A 份額+新增 7,600 份基礎份額
B 份額	0.245 元	10,000 份	1.000 元	2,450 份 B 份額

資料來源：深圳證券交易所，「分級基金專題（四）分級基金的不定期折算」，  
[http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs\\_front/39756745.shtml](http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs_front/39756745.shtml)，2016 年 3 月 23 日。

具體折算步驟如下：

- ① 基礎份額淨值、A 份額與 B 份額參考淨值均調整為 1 元
- ② B 份額折算後份額數 = (B 份額折算前參考淨值 × B 份額折算前份額數) / 1 = 0.245 × 10000 / 1 = 2450
- ③ A 份額折算後份額數 = B 份額折算後份額數 = 2450
- ④ A 份額持有人折算後獲得基礎份額份數 = (A 份額折算前參考淨值 × A 份額折算前份額數 - A 份額折算後份額數 × 1) / 1 = (1.005 × 10000 - 2450 × 1) / 1 = 7600
- ⑤ 基礎份額折算後份額數 = (基礎份額折算前參考淨值 × 基礎份額折算前份額數) / 1 = 0.625 × 10000 / 1 = 6250<sup>48</sup>

### (三) 折算業務流程

分級基金臨近下折門檻時，基金管理人應揭露「基金可能發生不定期份額折算的風險提示公告」，向市場提示風險，並於折算基準日揭露「基金不定期份額折算公告」。

<sup>48</sup> 參閱深圳證券交易所，「分級基金專題（四）分級基金的不定期折算」，  
[http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs\\_front/39756745.shtml](http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs_front/39756745.shtml)，2016 年 3 月 23 日。

分級基金發生份額折算時，基金管理人應向交易所申請參與份額折算的基金份額於折算基準日的次一交易日全天停牌。為保證折算的順利進行，折算基準日及次一交易日，基礎份額暫停申購、贖回、轉託管以及配對轉換業務。

分級基金發生下折時，基金管理人除應依前述規定辦理停復牌業務外，還應向交易所申請子份額（包括 A 類份額與 B 類份額）於折算基準日開市至 10：30 停牌。

折算基準日後的第二個交易日，基金管理人應揭露「基金折算結果公告」以及「基金折算後前收盤價調整的公告」。分級基金下折期間的申贖、拆分合併業務，以及交易停復牌業務安排參見表 3-5 與圖 3-1<sup>49</sup>。

**表 3-5：分級基金下折期間的交易安排**

日期 \ 份額	A 類份額	B 類份額	基礎份額
T 日 (折算基準日)	開市至 10:30 停牌 10:30 開始交易	開市至 10:30 停牌 10:30 開始交易	正常交易(上交所) <sup>50</sup> 暫停申贖與拆分合併
T+1 日	暫停交易 (全天)	暫停交易 (全天)	暫停交易(上交所) 暫停申贖與拆分合併
T+2 日	正常交易	正常交易	正常交易(上交所) 正常申贖與拆分合併

資料來源：參閱中國證券監督管理委員會，「《上海證券交易所分級基金業務管理指引》投資者問答」，[http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzsyd/jjtz/201703/t20170324\\_314084.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzsyd/jjtz/201703/t20170324_314084.htm)，2017 年 3 月 24 日，以及「《深圳證券交易所分級基金業務管理指引》投資者問答」，[http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzsyd/jjtz/201703/t20170324\\_314085.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/shenzhen/xxfw/tzsyd/jjtz/201703/t20170324_314085.htm)，2017 年 3 月 24 日。

<sup>49</sup> 參閱上海證券交易所，「上海證券交易所分級基金業務管理指引」，[http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c\\_20161125\\_4206901.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c_20161125_4206901.shtml)，2016 年 11 月 25 日，以及深圳證券交易所，「深圳證券交易所分級基金業務管理指引」，[http://www.szse.cn/main/disclosure/bsgg\\_front/39762416.shtml](http://www.szse.cn/main/disclosure/bsgg_front/39762416.shtml)，2016 年 11 月 25 日。

<sup>50</sup> 在上海證券交易所，分級基金基礎份額與其 A、B 份額會同時上市交易；而在深圳證券交易所，分級基金中，僅 A、B 份額上市交易，基礎份額不會上市交易，僅可申購贖回。

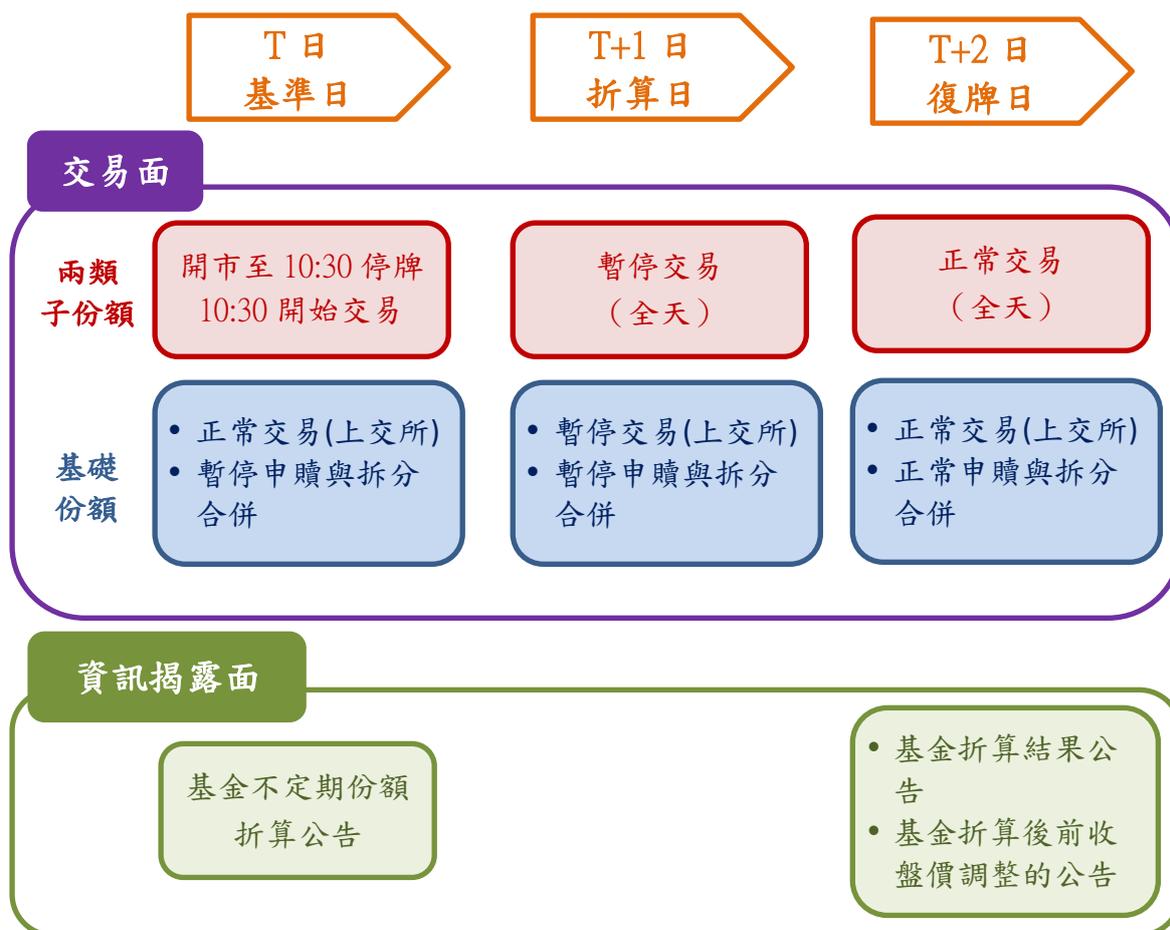


圖 3-1：分級基金下折期間的場內交易與資訊揭露

#### 八、同漲同跌機制

分級基金一旦觸發下折即為不可逆的情況，不同於股票的虧損，仍能長期持有等待反轉的機會，打破一般投資人過去的投資思維與習慣。因此，市場上開始針對分級基金的下折機制進行討論。

事實上，分級基金並不全部採取傳統的下折機制，亦有未設計下折條款的分級基金，在 B 份額淨值跌破閾值後（通常稱為極端情況），啟用同漲同跌機制，將 A 份額的風險放大，B 份額的風險縮小。如申萬菱信深證成指分級證券投資基金（簡稱深成指分級）以及銀華恒生

中國企業指數分級基金（簡稱 H 股分級）等兩檔基金皆採取此類設計。

#### （一）案例一：申萬深成指分級的同漲同跌設計

深成指分級於 2010 年 10 月成立，當深成指分級 B 份額的單位淨值跌破 0.1 元時，則觸發極端情況。極端情況發生後，深成指分級 B 份額將不再保證深成指分級 A 份額每日獲得日基準收益，深成指分級 A 份額開始與深成指分級 B 份額按兩者基金份額淨值的比例共同承擔虧損，即各負盈虧。當深成指回漲，深成指分級 B 份額單位淨值超過 0.1 元後，則超過 0.1 元的部分淨值將優先用於彌補深成指分級 A 份額，以彌補深成指分級 A 份額自極端情況發生日（含該日）以來在正常情況下累計應得的基準收益；若彌補後仍有剩餘，則剩餘部分歸屬深成指分級 B 份額；若不足以彌補，則直至補足後，深成指分級 B 份額的基金份額淨值方可超過 0.1 元。在 B 份額的基金份額淨值大於 0.1 元後，A 份額與 B 份額的基金份額淨值計算原則又按照原規則執行，即 A 份額每日獲得日基準收益，實際投資盈虧由 B 份額分享與承擔<sup>51</sup>。

#### （二）案例二：銀華 H 股分級的同漲同跌設計

銀華 H 股分級於 2014 年 4 月成立，當 H 股分級 B 份額的基金份額淨值跌破 0.2 元時，H 股分級 B 份額暫時不再保證 H 股分級 A 份額每日應得收益，H 股分級 A 份額與 H 股分級 B 份額按兩者基金份額淨值的比例共同承擔虧損，即 H 股分級 A 份額與 H 股分級 B 份額將各負盈虧。當基金資產淨值的回漲使得 B 份額計算後的基金份額

---

<sup>51</sup> 參閱申萬菱信基金管理有限公司網站，「申萬菱信深證成指分級證券投資基金招募說明書第十三次更新」，<http://www.swsmu.com/html/news/200004070.html>，2017 年 6 月 5 日。

淨值大於 0.2 元，則超過 0.2 元的部分淨值將優先用於彌補 A 份額，以使 A 份額的基金份額淨值等於其在極端情況發生日前一日的基金份額淨值加上自極端情況發生日（含該日）以來在正常情況下約定累計應得收益；若彌補後仍有剩餘，則剩餘部分歸屬於 B 份額；若不足以彌補，則直至補足後，H 股 B 份額的基金份額淨值方可超過 0.2 元。在 B 份額的基金份額淨值大於 0.2 元後，A 份額與 B 份額的基金份額淨值計算原則重新按照原規則執行，即 A 份額根據約定年基準收益率每日獲得應計收益，實際的投資盈虧皆由 B 份額分享與承擔<sup>52</sup>。

由於分級基金下折的設計致投資人面臨巨幅虧損，於極端情況採取同漲同跌設計的建議隨之而起，其目的除縮小 B 份額的風險外，並迎合一般投資人的投資習慣。

#### 九、分級運作期到期的處理方式

分級基金分級運作期到期時可以採用以下處理方式，並在基金契約載明是否召開持有人大會。

- (一)基金終止運作。
- (二)兩類子份額折算為母基金份額並終止上市，母基金開通申購贖回或上市交易，以 LOF 形式繼續運作。
- (三)轉入新的分級運作期。

#### 十、分級基金的場內運作機制

分級基金可以透過場內、場外兩種方式認購或申購、贖回。場內認購、申購與贖回透過交易所內具有基金代銷業務資格的證券公司進

---

<sup>52</sup> 參閱巨潮資訊網，「銀華恒生中國企業指數分級證券投資基金更新招募說明書(2017年第1號)」，<http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2017-05-24/1203559555.PDF>，2017年5月24日。銀華H股分級為跨境分級(或稱 QDII 分級)，與深交所傳統的分級基金主要區別在於其母基金得上市交易。

行，登記在證券登記結算系統基金份額持有人證券帳戶下。場外認購、申購與贖回可以透過基金管理人直銷機構、代銷機構辦理基金銷售業務的營業場所辦理或按基金管理人直銷機構、代銷機構提供的其他方式辦理，登記在註冊登記系統基金份額持有人開放式基金帳戶下。分級基金的份額上市後，投資者得透過證券公司進行交易。

#### (一)場內認購

分級基金募集期內，投資者可在交易所交易時間，使用證券帳戶透過具有基金銷售業務資格的證券公司認購母基金份額。

#### (二)場內申購贖回

開放式分級基金的母基金份額可以透過交易所場內進行申購贖回。

#### (三)次級市場交易

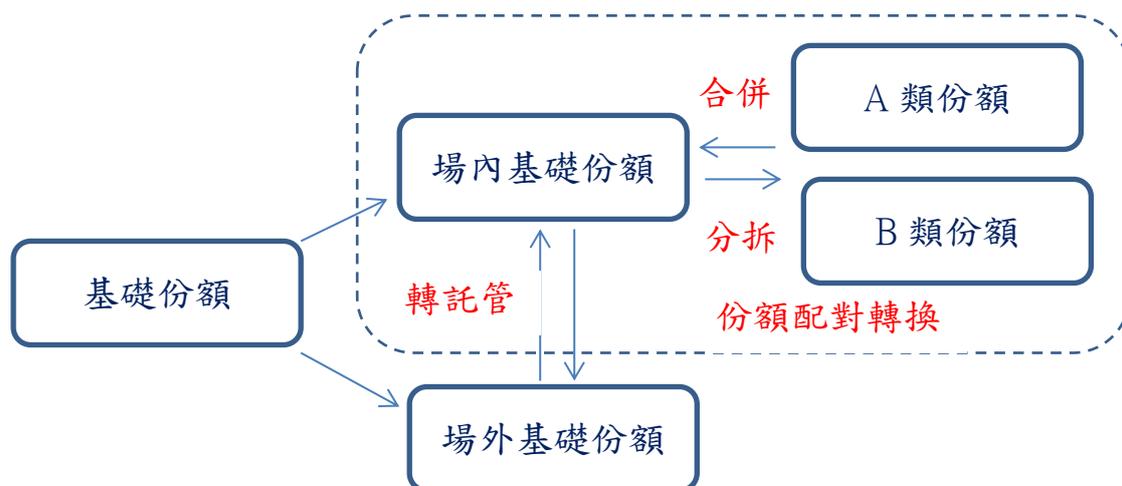
分級基金份額在交易所上市後，投資者可在交易所交易時間使用證券帳戶透過任意證券公司買賣基金份額，以交易系統撮合價成交。交易所對基金交易實行價格漲跌幅限制，漲跌幅比例為 10%，自上市首日起執行。

#### (四)配對轉換

開放式分級基金的交易所場內份額可以進行配對轉換，包括分拆與合併兩種。分拆是指分級基金份額持有人將其持有的交易所場內母基金份額按約定比例分拆成兩類子基金份額的行為；合併是指基金份額持有人將其持有的兩類子基金份額按照約定比例合併成交易所場內母基金份額的行為<sup>53</sup>（參見圖 3-2）。

---

<sup>53</sup> 參閱深圳證券交易所，「分級基金基礎知識」，  
<http://investor.szse.cn/main/investor/fxjy/39756571.shtml>，2015 年 8 月 17 日。



資料來源：深圳證券交易所，「投教專欄：《分級基金業務管理指引》實施專題解讀」，  
<http://www.szse.cn/main/dyndetail/searcharticle.shtml?KEYWORD=%E5%88%86%E7%BA%A7%E5%9F%BA%E9%87%91%E4%B8%9A%E5%8A%A1%E7%AE%A1%E7%90%86%E6%8C%87%E5%BC%95>，2017年4月26日。

圖 3- 2：分級基金場內運作機制

### 十一、分級基金的投資者適當性管理

上海證券交易所與深圳證券交易所於 2016 年 11 月 25 日分別發布「上海證券交易所分級基金業務管理指引」以及「深圳證券交易所分級基金業務管理指引」，自 2017 年 5 月 1 日起施行。其中，針對投資者適當性進行規範，要求個人須滿足申請開通權限前 20 個交易日，日均證券類資產不低於人民幣 30 萬元的門檻條件，且通過綜合評估並簽署「分級基金投資風險揭示書」，才可申請開通分級基金子份額買入以及基礎份額分拆的許可權。

### 十二、分級基金的終止上市

滬深兩交易所於 2017 年 6 月針對「上海證券交易所證券投資基金上市規則」與「深圳證券交易所證券投資基金上市規則」之修訂徵

求意見，擬新增迷你基金終止上市的處理程序，其中規定分級基金基礎份額與子份額持有人合計少於 1,000 人或者規模合計低於 5,000 萬份，且在 10 個交易日內未消除者，應終止上市。

## 第二節 中國大陸分級基金發展現況

### 壹、分級基金發展歷程

#### 一、產品問世--2007 年 7 月首檔分級基金瑞福分級發行

國投瑞銀基金管理有限公司於 2007 年 7 月 17 日推出「國投瑞銀瑞福分級股票型證券投資基金」（以下簡稱瑞福分級基金），為中國大陸的首檔分級基金。

#### (一)產品結構

瑞福分級基金透過基金收益分配的安排，將基金份額分成預期收益與風險不同的兩個級別，即優先順序基金份額（基金份額簡稱「瑞福優先」）與普通級基金份額（基金份額簡稱「瑞福進取」）。兩級份額分別募集與計價，但資產合併運作，在法律主體上是同一檔基金。

#### 1.瑞福優先

瑞福優先以讓渡巨幅收益潛力為代價轉嫁可能嚴重虧損的風險，形成類似企業優先股的低風險、低收益的優先基金份額。其雖具有較好的收益保障機制，惟瑞福優先在基金契約生效後每滿一年時開放一次，接受投資人的集中申購與贖回，且該份額不上市交易，故流動性風險相對較大。

瑞福優先的年基準收益率（按基金份額面值計算）每年設定一次，為 1 年期銀行定期存款利率 + 3%。

## 2. 瑞福進取

瑞福進取的份額所有人將收益分配的優先權轉讓給瑞福優先的份額所有人，並以此換取後者對基金回報的部分權利，故瑞福進取的份額持有人實際上取得放大收益與風險的槓桿工具。此外，瑞福進取自 2007 年 9 月 21 日於深圳證券交易所上市交易。

### (二) 收益的分配

在符合有關基金分紅條件的前提下，基金每年收益分配次數不少於 1 次，以現金方式分配。

基金的收益分配優先滿足瑞福優先的基準收益，超出瑞福優先基準收益分配的剩餘部分由瑞福優先與瑞福進取按照 1：9 的比例共同參與分配。

### (三) 存續期限

自基金契約生效之日起 5 年。

### (四) 轉換基金運作方式

轉換基金運作方式是指基金轉變為契約型開放式基金。基金具備以下所有條件後，基金管理人將在 30 個工作日內召集基金份額持有人大會，審議轉換基金運作方式，決議通過後 5 日內報中國證監會核准。經核准後基金管理人在 2 日內透過至少一家指定媒體及基金管理人網站公告並在 30 個工作日內實施。如果表決未通過，則基金維持原有運作方式。

- 1.基金契約生效滿兩年；
- 2.瑞福優先的剩餘基金份額低於其初始募集份額的 50%；
- 3.瑞福進取的基金份額市場交易折價率連續 60 個交易日高於 30%；
- 4.中國證監會規定的其他條件。

#### (五)到期安排

基金契約的延期或轉換基金運作方式（轉換為開放式基金）<sup>54</sup>。

#### 1.國投瑞銀瑞福深證 100 指數分級證券投資基金

2012 年 6 月 8 日，瑞福分級基金份額持有人大會通過瑞福分級基金延期並轉型議案，重點包括：

- (1)自 2012 年 7 月 17 日起，該基金轉型為深證 100 指數型基金，基金名稱調整為「國投瑞銀瑞福深證 100 指數分級證券投資基金」。
- (2)自 2012 年 8 月 14 日起進入 3 年的分級運作期；分級運作期內瑞福優先份額不上市交易，每 6 個月開放一次接受投資人的申購與贖回。瑞福進取封閉運作並上市交易，3 年後轉型為上市開放式基金(LOF)，且不再分級運作。
- (3)瑞福優先的約定年化收益率為 1 年期銀行定期存款利率+3%，基金的資產淨值優先滿足瑞福優先的本金及約定收益，剩餘的基金資產歸瑞福進取享有。
- (4)在分級運作期內不進行收益分配。
- (5)瑞福優先在每個開放日將進行基金份額折算，將瑞福優先的基金份額淨值調整為 1.000 元，基金份額持有人持有的瑞福優先份額數按折算比例相應調整。

---

<sup>54</sup> 參閱國投瑞銀基金管理有限公司網站，「國投瑞銀瑞福分級股票型證券投資基金基金合同」，<http://www.ubssdic.com/tzfile/334623.pdf>，2007 年 7 月 6 日。

(6)瑞福優先與瑞福進取的比例上限為 1：1，未設置配對轉換機制。

(7)若瑞福進取淨值小於或等於 0.25 元，或瑞福優先份額小於 5000 萬份，該基金提前轉型為上市開放式基金（LOF）<sup>55</sup>。

## 2.國投瑞銀瑞福深證 100 指數證券投資基金（LOF）

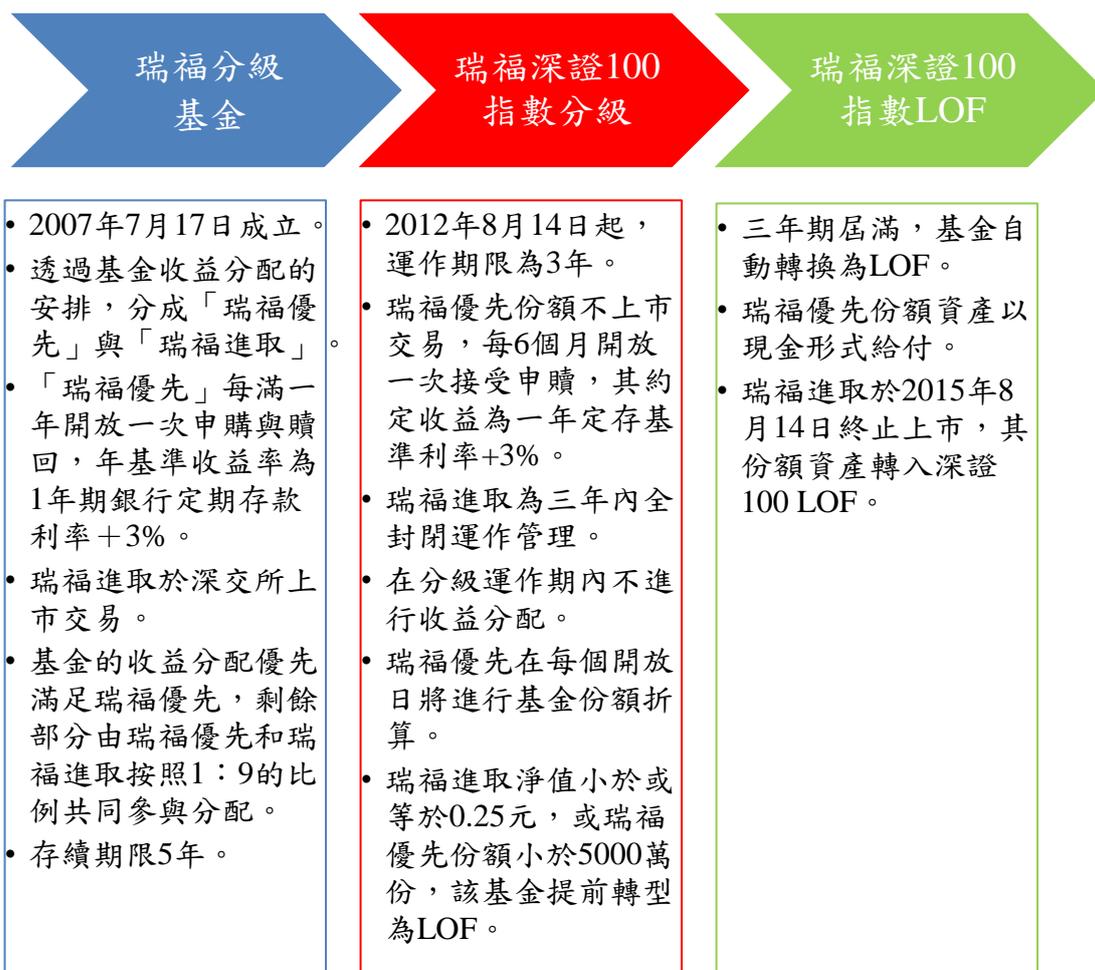
根據基金契約，分級運作三年期屆滿，無需召開基金份額持有人大會，基金自動轉換為上市開放式基金（LOF），基金名稱變更為「國投瑞銀瑞福深證 100 指數證券投資基金（LOF）」（以下簡稱深證 100 LOF）。轉換為上市開放式基金（LOF）時，瑞福優先份額資產以現金形式給付，瑞福進取份額資產則轉入深證 100 LOF<sup>56</sup>。其中，瑞福進取於 2015 年 8 月 14 日終止上市，其份額資產轉入深證 100 LOF<sup>57</sup>（參見圖 3-3）。

---

<sup>55</sup> 參閱國投瑞銀基金管理有限公司網站，「國投瑞銀瑞福深證 100 指數分級證券投資基金基金合同」，<http://www.ubssdic.com/upload/20120711/201207111341989777039.pdf>，2012 年 7 月 12 日。

<sup>56</sup> 參閱深圳證券交易所網站，「國投瑞銀瑞福深證 100 指數證券投資基金（LOF）招募說明書（2017 年 3 月更新）」，<http://disclosure.szse.cn/finalpage/2017-03-03/1203123445.PDF>，2017 年 3 月 3 日。

<sup>57</sup> 參閱中國經濟網，「國內首只分級基金將轉為 LOF 瑞福進取 8 月 14 日終止上市」，[http://finance.ce.cn/rolling/201508/10/t20150810\\_6181257.shtml](http://finance.ce.cn/rolling/201508/10/t20150810_6181257.shtml)，2015 年 8 月 10 日。



資料來源：本研究整理

圖 3- 3：瑞福分級基金演變過程

## 二、產品設計的創新發展

### (一)2009 年 5 月長盛同慶合併募集

2009 年 5 月 12 日，長盛基金管理有限公司推出中國大陸第一檔可分離交易基金—「長盛同慶可分離交易股票型證券投資基金」（下稱長盛同慶基金），為市場第二檔分級基金，雖屬於上市開放式基金（LOF），惟訂定三年的基金封閉期。

#### 1.產品結構

投資人認購長盛同慶基金後，其所持有的基金份額自動分離為穩健收益類基金份額（簡稱「同慶 A」）與積極收益類基金份額（簡稱「同慶 B」），其中同慶 A 占 40%，同慶 B 占 60%，且兩類基金份額的基金資產合併運作。在基金封閉期，兩類份額分別在深圳證券交易所採用不同交易代碼上市交易，初始基金份額持有人或次級市場投資人可以在市場內單獨交易同慶 A 或同慶 B。

## 2. 收益的分配

在封閉期內該基金不對同慶 A 與同慶 B 基金份額進行收益分配，在三年封閉期屆滿時，按照基金在封閉期內所約定的資產及收益分配規則單獨計算出同慶 A 與同慶 B 份額各自的份額淨值並轉換為上市開放式基金（LOF）份額，基金投資人可透過贖回基金份額實現應得收益。前述同慶 A 與同慶 B 基金份額的收益分配規則如下：

- (1) 同慶 A 基金份額的約定年收益率為 5.6%，採用單利計算，並以基金份額的認購面值為基準進行計算。
- (2) 在封閉期末，當長盛同慶基金份額淨值超過 1.6 元時，則將基金份額淨值超出 1.6 元的超額收益部分之 10% 分配予同慶 A 基金份額。
- (3) 在封閉期末，基金淨資產優先分配予同慶 A 基金份額的本金及約定應得收益後的剩餘淨資產分配予同慶 B 基金份額。
- (4) 在封閉期末，若基金淨資產等於或低於同慶 A 份額的本金及約定應得收益的總額，則基金淨資產全部分配予同慶 A 份額後，仍存在額外未彌補的同慶 A 份額本金及約定收益總額的差額，不再進行彌補。

## 3. 到期安排

在基金封閉期屆滿後，按照基金契約所約定的資產收益分配規定分別計算同慶 A 與同慶 B 封閉期末淨值，並按照各自的份額淨值轉換為上市型開放式基金（LOF）份額<sup>58</sup>。

#### (1)長盛同慶中證 800 指數分級證券投資基金

長盛同慶基金封閉期到期後進行基金轉型，經 2012 年 4 月 10 日持有人大會決議，長盛同慶基金自 2012 年 5 月 12 日起轉型為開放式基金，分級運作期為三年，同時基金更名為「長盛同慶中證 800 指數分級證券投資基金」（下稱長盛同慶中證 800 分級基金），並於 2012 年 5 月 22 日起進入三年分級運作期。在分級運作期內，於完成長盛同慶份額的折算後<sup>59</sup>，場內初始長盛同慶份額按照 4:6 的比例分拆成預期收益與風險不同的兩類分級份額，即同慶 800A 份額與同慶 800B 份額，並於深圳證券交易所上市交易。場內與場外長盛同慶份額開放申購、贖回、定期定額投資以及跨系統轉託管<sup>60</sup>業務，且場內的長盛同慶份額、同慶 800A 份額與同慶 800B 份額開放配對轉換業務<sup>61</sup>。

---

<sup>58</sup> 參閱「長盛同慶可分離交易股票型證券投資基金招募說明書（更新）」，<http://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/FUND/2011/2011-6/2011-06-21/127740.PDF>，2011 年 6 月 21 日。

<sup>59</sup> 對折算基準日登記在冊的長盛同慶份額，以折算基準日折算前長盛同慶份額淨值為基礎，將長盛同慶份額淨值折算為 1.000 元。

<sup>60</sup> 基金轉託管業務是指某基金的份額持有人在該基金的不同銷售機構之間實施的變更所持基金份額銷售機構的操作，分為系統內轉託管與跨系統轉託管兩類。系統內轉託管是指基金份額持有人將其持有的基金份額在註冊登記系統內不同銷售機構之間或證券登記結算系統內不同會員單位之間進行轉託管的行為；跨系統轉託管是指基金份額持有人將其持有的基金份額在註冊登記系統與證券登記結算系統之間進行轉託管的行為。參閱中國證券監督管理委員會，「基金常識—轉託管業務」，[http://www.csrc.gov.cn/shenzhen/xxfw/tzsyd/jjtz/201311/t20131127\\_238827.htm](http://www.csrc.gov.cn/shenzhen/xxfw/tzsyd/jjtz/201311/t20131127_238827.htm)，2013 年 11 月 27 日。

<sup>61</sup> 參閱深圳證券交易所網站，「長盛同慶中證 800 指數分級證券投資基金進入分級運作期份額折算及分拆的公告」，<http://disclosure.szse.cn/finalpage/2012-05-18/61012870.PDF>，2012 年 5 月 18 日。

基金淨資產優先確保同慶 800A 份額的本金及約定收益，剩餘淨資產計為同慶 800B 份額的淨資產。其中，同慶 800A 份額約定年收益率為一年期同期銀行定期存款利率+3.5%<sup>62</sup>。

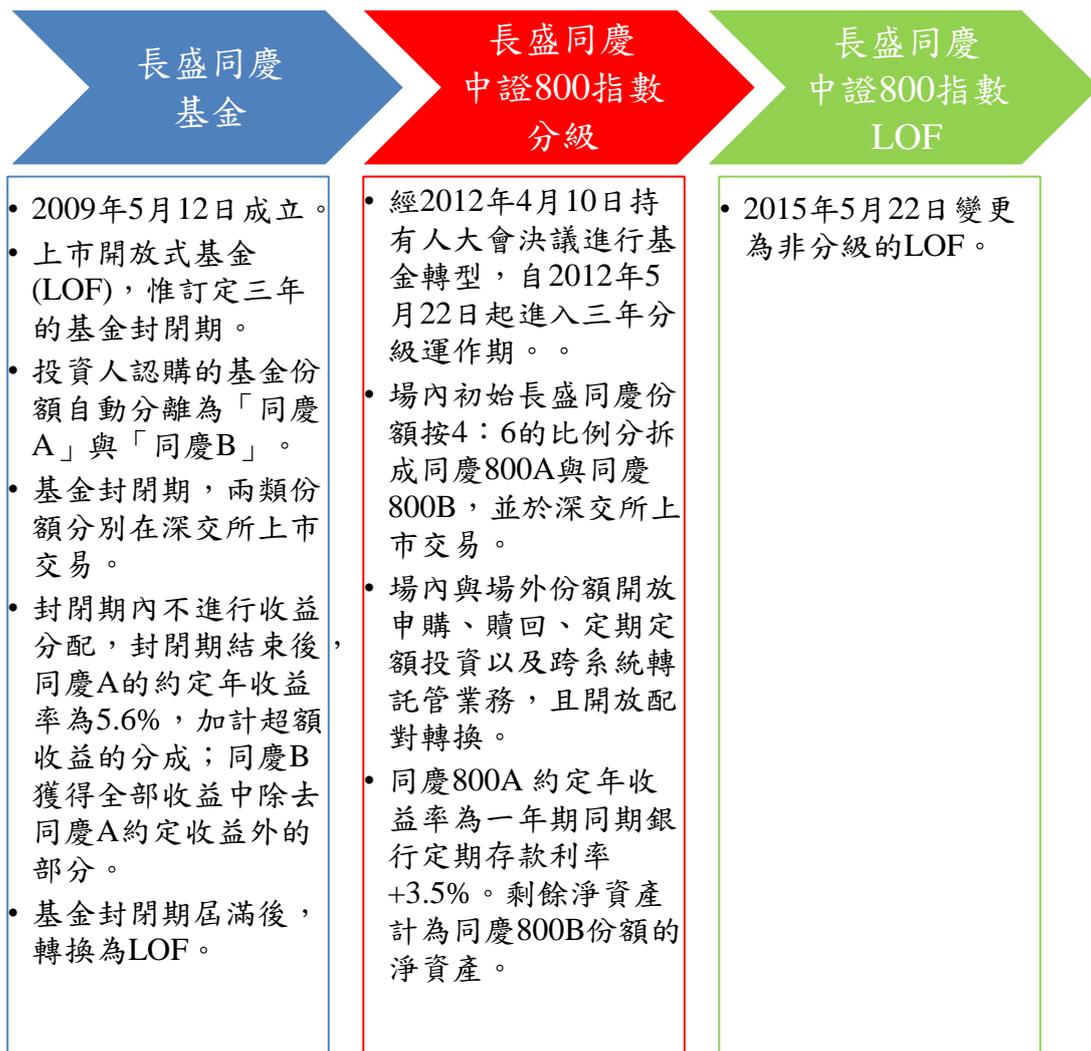
## (2)長盛同慶中證 800 指數型證券投資基金（LOF）

長盛同慶中證 800 分級基金分級運作期於 2015 年 5 月 21 日到期，根據基金契約的約定，同慶 800A 份額與同慶 800B 份額轉換為長盛同慶（LOF）份額，長盛同慶中證 800 指數分級證券投資基金於 2015 年 5 月 22 日變更為非分級的指數型基金，基金名稱相應變更為「長盛同慶中證 800 指數型證券投資基金（LOF）」<sup>63</sup>（參見圖 3-4）。

---

<sup>62</sup> 參閱深圳證券交易所網站，「長盛同慶中證 800 指數分級證券投資基金基金合同」，<http://disclosure.szse.cn/finalpage/2012-05-08/60968638.PDF>，2012 年 5 月 8 日。

<sup>63</sup> 參閱深圳證券交易所網站，「長盛同慶中證 800 指數型證券投資基金（LOF）招募說明書」，<http://disclosure.szse.cn/finalpage/2015-05-18/1201021096.PDF>，2015 年 5 月 18 日。



資料來源：本研究整理

圖 3-4：長盛同慶分級基金演變過程

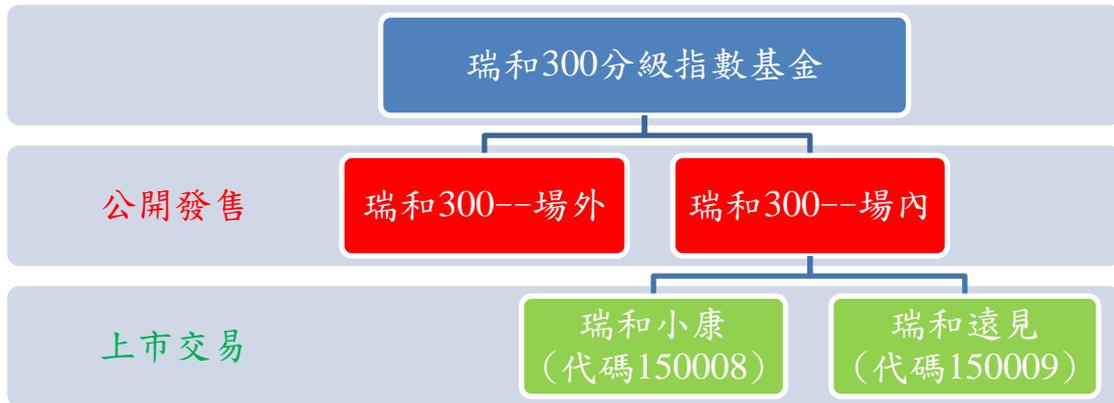
## (二)2009年10月瑞和滬深300首度引入配對轉換機制

瑞和滬深300分級基金成立於2009年10月14日，是中國大陸首檔指數分級基金產品，同時亦首創「配對轉換」的基金交易模式，其多項創新點持續受到後續分級基金所借鑑。

### 1.產品結構

瑞和滬深300基金透過場外、場內兩種方式公開發售。基金發售結束後，場外認購的全部份額確認為國投瑞銀瑞和滬深300指數證券

投資基金之基礎份額（簡稱「瑞和 300 份額」）；場內認購的全部份額按 1：1 的比率確認為國投瑞銀瑞和滬深 300 指數證券投資基金之小康份額（簡稱「瑞和小康份額」）與國投瑞銀瑞和滬深 300 指數證券投資基金之遠見份額（簡稱「瑞和遠見份額」）（參見圖 3-5）。



資料來源：本研究整理

圖 3-5：瑞和 300 分級指數基金產品結構

作為基礎份額的瑞和 300 份額，既可以在場內申購與贖回（即投資人在深交所交易時間內使用深圳證券交易所股票或基金帳戶透過證券公司營業部申報基金份額的申購與贖回），亦可以在場外（如透過銀行網點、國投瑞銀直銷等）申購與贖回。瑞和小康與瑞和遠見於 2009 年 11 月 19 日於深圳證券交易所上市交易，不接受申購與贖回。

## 2. 淨值分成

### (1) 原則

#### ① 瑞和 300 份額的基金淨值大於 1.000 元

該基金一份瑞和小康份額與一份瑞和遠見份額構成一對份額組合，一對份額組合的淨值之和等於兩份瑞和 300 份額的淨值。

依據該基金契約，在任一運作周年內，若瑞和 300 份額的基金份額淨值大於 1.000 元，則在每份瑞和小康份額與每份瑞和遠見份額各自獲得 1.000 元淨值的基礎上，該基金以年閾值（該基金設置年閾值<sup>64</sup>為 10%）為基準，將瑞和 300 份額的基金份額淨值超出 1.000 元的部分劃分成年閾值以內與年閾值以外的兩個部分。對於年閾值以內的部分，由一份瑞和小康份額與一份瑞和遠見份額按 8:2 的比例分成；對於年閾值以外的部分，由一份瑞和小康份額與一份瑞和遠見份額按 2:8 的比例分成。

## ②瑞和 300 份額的基金淨值小於或等於 1.000 元

在任一運作周年內，若瑞和 300 份額的基金份額淨值小於或等於 1.000 元，則瑞和小康份額、瑞和遠見份額的基金份額淨值相等，且等於瑞和 300 份額的基金份額淨值<sup>65</sup>。

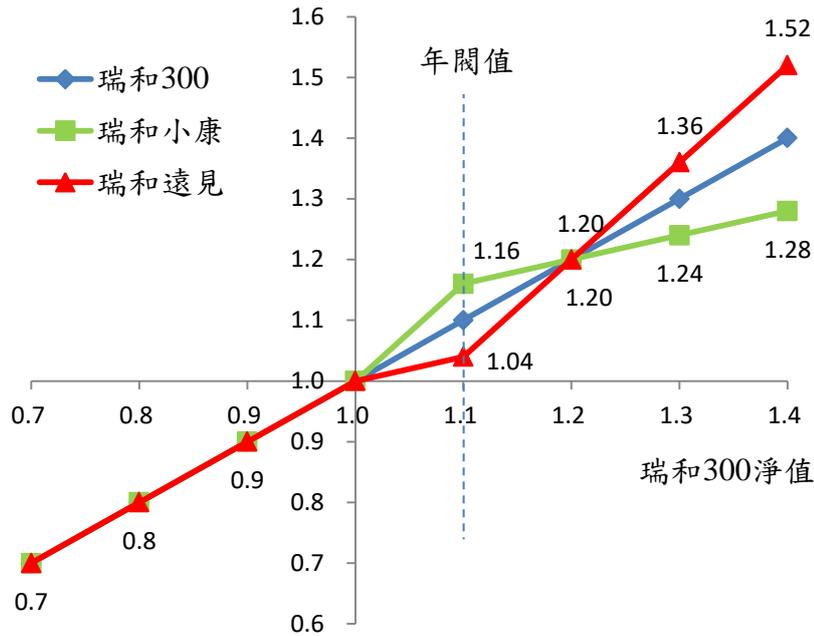
### (1)淨值走勢

將前述瑞福小康、瑞福遠見的淨值分成原則歸納如下，其淨值走勢參見圖 3-6。

- ①當瑞和 300 單位淨值大於 1，小於等於 1.1 時，淨值收益部分，小康與遠見按 8:2 分成。
- ②當瑞和 300 單位淨值大於 1.1 時，10%以內的收益按前項原則分配，10%以上的收益，小康與遠見按 2:8 分成。
- ③當瑞和 300 單位淨值小於或等於 1 時，小康與遠見的單位淨值皆等於瑞和 300 淨值<sup>66</sup>。

<sup>64</sup> 年閾值指預先設定的各個運作周年內劃分瑞和小康份額與瑞和遠見份額不同分成比例的臨界點；該基金設置年閾值 10%，係以基金份額初始面值為基準計算。

<sup>65</sup> 參閱國投瑞銀基金管理有限公司網站，「國投瑞銀瑞和滬深 300 指數分級證券投資基金基金合同」，<http://www.ubssdic.com/tzfile/1252653037237.pdf>，2009 年 9 月 14 日。



資料來源：本研究整理

圖 3-6：瑞和小康份額與瑞和遠見份額的淨值走勢圖

### (3)舉例說明

設年閥值為 10%，在某運作周年內的計算時點上，瑞和 300 份額的基金份額淨值為 1.300 元，則瑞和小康份額、瑞和遠見份額的淨值分成計算如下（參見圖 3-7）：

#### ①計算年閥值以內與年閥值以外的分成部分

年閥值為 10%，因瑞和 300 份額的基金份額淨值超出 1.000 元以上的部分為： $1.300 - 1.000 = 0.30 > 0.10$ （即 10%），所以：

年閥值以內的分成部分 = 年閥值 = 0.10（元）

年閥值以外的分成部分 =  $0.30 - 0.10 = 0.20$ （元）

#### ②分別計算瑞和小康份額、瑞和遠見份額年閥值以內的分成

一對瑞和小康份額與瑞和遠見份額的份額組合與兩份瑞和 300 份額相對應，故年閥值以內按 8：2 的比例分成如下：

<sup>66</sup> 參閱新浪財經，「瑞和滬深 300 分級指數基金投資價值分析」，<http://finance.sina.com.cn/money/fund/20090907/16186717034.shtml>，2009 年 9 月 7 日。

瑞和小康份額的年閾值內分成 $=2\times 0.10\times 8/10=0.160$ （元）

瑞和遠見份額的年閾值內分成 $=2\times 0.10\times 2/10=0.040$ （元）

③分別計算瑞和小康份額、瑞和遠見份額年閾值以外的分成

一對瑞和小康份額與瑞和遠見份額的份額組合與兩份瑞和 300 份額相對應，故年閾值以外按 2：8 的比例分成如下：

瑞和小康份額的年閾值外分成 $=2\times 0.20\times 2/10=0.080$ （元）

瑞和遠見份額的年閾值外分成 $=2\times 0.20\times 8/10=0.320$ （元）

④計算瑞和小康份額、瑞和遠見份額的總分成

在本例中，瑞和小康份額、瑞和遠見份額各自的總分成為：

瑞和小康份額的總分成 $=0.160+0.080=0.240$ （元）

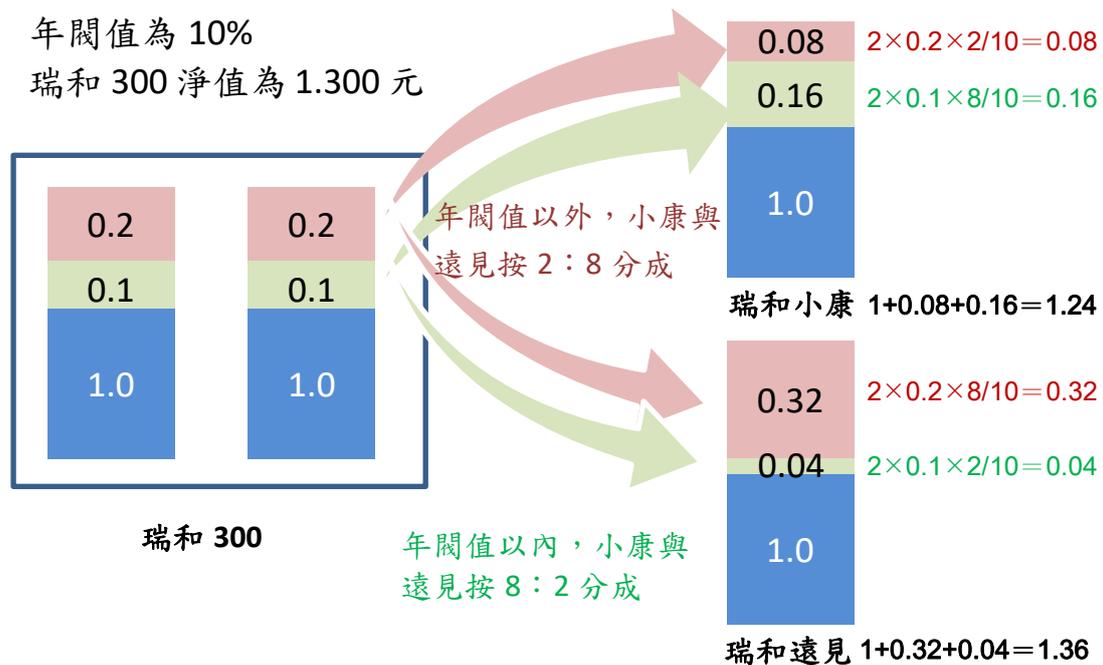
瑞和遠見份額的總分成 $=0.040+0.320=0.360$ （元）

⑤瑞和小康份額、瑞和遠見份額的基金份額淨值

在分別計算得到瑞和小康份額、瑞和遠見份額各自的總分成基礎上，兩者各自加上 1 元，即分別得到瑞和小康份額、瑞和遠見份額的基金份額淨值。

瑞和小康份額的基金份額淨值 $=1+0.240=1.240$ （元）

瑞和遠見份額的基金份額淨值 $=1+0.360=1.360$ （元）



資料來源：本研究整理

圖 3-7：瑞和小康與瑞和遠見淨值分成實例

### 3. 基金份額折算

在瑞和小康份額、瑞和遠見份額存續期內的每一個運作周年的最後一個工作日，基金管理人根據契約的規定對基金所有份額進行基金份額折算，將所有份額的基金份額淨值調整為 1.000 元。其折算方式分為以下兩種情形：

(1) 瑞和 300 份額折算前的基金淨值大於 1.000 元

① 瑞和 300 份額的基金份額折算公式

瑞和 300 份額的折算比例 = 折算前瑞和 300 份額的基金份額淨值 / 1

瑞和 300 份額經折算後的份額數 = 折算前瑞和 300 份額的份額數 × 瑞和 300 份額的折算比例

② 瑞和小康份額與瑞和遠見份額的基金份額折算公式

瑞和小康份額（或瑞和遠見份額）的折算比例＝折算前瑞和小康份額  
（或瑞和遠見份額）的基金份額淨值／1

瑞和小康份額（或瑞和遠見份額）新增份額折算成瑞和 300 份額的場  
內份額＝折算前瑞和小康份額（或瑞和遠見份額）的份額數×〔瑞和  
小康份額（或瑞和遠見份額）的折算比例－1〕

折算後瑞和小康份額（或瑞和遠見份額）的份額數＝瑞和小康份額（或  
瑞和遠見份額）折算前的份額數

### ③ 折算後瑞和 300 份額的總份額數

折算後瑞和 300 份額的總份額數＝瑞和 300 份額經折算後的份額數＋  
瑞和小康份額新增份額折算成瑞和 300 份額的場內份額＋瑞和遠見  
份額新增份額折算成瑞和 300 份額的場內份額

## (2) 瑞和 300 份額折算前的基金淨值小於或等於 1.000 元

該基金所有份額的基金份額淨值調整為 1.000 元，折算後，基金  
份額持有人持有的瑞和 300 份額、瑞和小康份額、瑞和遠見份額各自  
的份額數按照折算比例相應縮減。折算公式為：

基金份額折算比例＝折算前瑞和 300 份額的基金份額淨值/1

瑞和 300 份額（或瑞和小康份額、或瑞和遠見份額）經折算後的份額  
數＝折算前瑞和 300 份額（或瑞和小康份額、或瑞和遠見份額）的份  
額數×基金份額折算比例

## 4. 收益的分配

在瑞和小康份額、瑞和遠見份額的存續期內，該基金（包括瑞和 300 份額、瑞和小康份額、瑞和遠見份額）不進行收益分配<sup>67</sup>。

## 5. 配對轉換

配對轉換業務係指開放式分級基金的場內份額分拆及合併業務，若為場外申購的份額須跨系統轉登記為場內份額後才能辦理分拆業務。

瑞和分級基金分為瑞和 300（161207）、瑞和小康（150008）、瑞和遠見（150009）三類份額。於 2010 年 4 月 27 日開通配對轉換業務後，2 份瑞和 300 份額可以分拆為 1 份瑞和小康份額與 1 份瑞和遠見份額；相反，1 份瑞和小康份額與 1 份瑞和遠見份額也可以合併為 2 份瑞和 300 份額。惟瑞和小康與瑞和遠見份額規模有上下限，達到下限時基金管理人可暫停接受合併申請，達到上限時管理人可暫停接受分拆申請。

在交易所上市交易的基金品種，由於基金淨值與交易價格不完全一致，往往會出現折溢價現象，尤其是折價現象的出現，會令投資人蒙受折價損失。透過配對轉換機制，不但能夠發揮平復折溢價的作用，同時也為投資人提供雙向套利的機會。

以瑞和滬深 300 指數分級基金為例，在該基金開通配對轉換後，若兩類交易份額出現整體折價，投資人可按照 1：1 比例買入小康與遠見份額，配對合併成瑞和 300 場內份額後贖回，從而獲取套利收益；若兩類份額出現整體溢價，投資人可以透過場內申購瑞和 300 份

---

<sup>67</sup> 參閱國投瑞銀基金管理有限公司網站，「國投瑞銀瑞和滬深 300 指數分級證券投資基金招募說明書(2017 年 5 月更新)」，<http://www.ubssdic.com/upload/20170718/201707181500356929688.pdf>，2017 年 7 月 18 日。

額並申請分拆成小康、遠見份額後，在次級市場賣出，實現套利目的<sup>68</sup>。

### (三)2010年4月國聯安雙禧中證100分級引入向下不定期折算

國聯安雙禧中證100規定，若雙禧B的淨值低於0.15元，雙禧中證100分級基金進行不定期折算，即將雙禧A、雙禧B的淨值調整為1元，為保證其份額比為4:6，雙禧A多餘的份額折算為母基金份額，此即為目前所稱的下折條款。

向下折算的主要目的在於保證A份額淨值的安全，以及調整B份額的槓桿倍數，以降低其風險。

### (四)2010年5月銀華深證100分級引入向上不定期折算

銀華深證100分級在2010年5月發行，該基金在向下折算的基礎上首度引入向上不定期折算，若母基金淨值等於2元，該基金就進行向上不定期折算，即銀華穩進、銀華銳進淨值歸1，銀華穩進與銀華銳進多餘的淨值折算為母基金份額，投資者可以直接贖回。

上折的目的係將銀華銳進的槓桿提高到初始槓桿2倍，由於隨著母基金淨值增加，分級B的淨值快速增加，其槓桿倍數逐漸減小。透過上折可將分級B的槓桿恢復到初始槓桿，有利於發揮其交易功能。分級基金發展至此，奠定了目前中國分級基金產品設計的基本模式。

## 三、納入監管--2011年12月發布「分級基金產品審核指引」

---

<sup>68</sup> 參閱國泰君安證券股份有限公司，「配對轉換 開創中國基金交易新模式」，<https://www.gtja.com/f10.do?method=tzjqDetail&type=jczs&guid=%7B0993B984-275D-41CF-8500-83A04CE0A2ED%7D>，2010年4月22日。

隨著分級基金逐漸增多，2011年12月中國證監會基金監管部發布「分級基金產品審核指引」，首次正式從產品設計、募集方式、最大槓桿倍數、最低認購金額等方面對分級基金進行規範。

#### 四、不定期折算事件頻傳

##### (一)2012年9月首次分級基金下折事件--銀華等權90分級下折

2012年8月30日，銀華中證等權90分級基金的銀華鑫利份額淨值達到基金契約規定的不定期份額折算門檻0.250元，觸發下折，成為中國證券市場第一次分級基金的下折事件<sup>69</sup>。

銀華中證等權90觸發下折，不僅造成投資人的虧損，亦引發產品設計不合理的爭議。當B份額的0.25元下折機制被觸發時，實際下跌75%（母基金的淨值為0.625元，跌幅為37.5%），反之上折啟動的條件，B份額須上漲200%（母基金從1元漲至2元，漲幅100%）。上下折門檻的設計不合理，導致下折容易、上折難的不公平現象。

因此，2013年信誠滬深300分級基金率先修改契約，將觸發上折時母基金的淨值從過去的2元修改為1.5元，即母基金只要上漲50%（淨值漲到1.5元），B份額只要上漲100%，便啟動上折機制。

此後新發行的分級基金，多數將上折的門檻設置為母基金淨值1.5元。

##### (二)2014年8月首檔上折分級基金誕生--中歐盛世成長分級

2014年下半年開始，A股逐步上揚。2014年8月22日，中歐盛世成長分級基金觸發上折，成為中國基金業史上首檔向上折算的分級

---

<sup>69</sup> 參閱銀華基金管理股份有限公司，銀華中證等權90指數分級公告，<http://www.yhfund.com.cn/main/qxjj/161816/fndFacts.shtml>，2012年9月3日。

基金。該基金的不定期折算機制不同於目前的規範，其規定當盛世 B 份額的淨值大於或等於盛世 A 份額淨值的 2.00 倍時，觸發上折；當盛世 B 份額的淨值小於或等於盛世 A 份額淨值的 0.25 倍時，觸發下折<sup>70</sup>。且其上折方式亦較為特殊，不同於其他基金的三類淨值折算歸一，中歐盛世則是三類淨值折算為折算前的 A 份額淨值。根據基準日 8 月 25 日所公布的最新淨值，A 份額的單位淨值為 1.157 元，B 份額的單位淨值為 2.309 元，根據折算規則，折算前後盛世 A 的單位淨值保持不變，盛世 B 的單位淨值調整為與盛世 A 一致，即 1.157 元，盛世 B 相對盛世 A 多出的每單位 1.152 元轉換成 0.9957 份單位淨值為 1.157 元的中歐盛世場內份額（母基金）<sup>71</sup>。

隨後又有多檔分級基金紛紛上折，進一步推升分級基金的蓬勃發展。至 2015 年 6 月，分級基金場內規模已超過 4,000 億份，較 2014 年底規模 1,111 億份呈倍數成長。

此外，分級基金的標的亦由深證 100、滬深 300、中證 500 等全市場指數，逐漸轉變為熱門行業指數，如地產分級、醫藥分級、證券分級、軍工分級、白酒分級、一帶一路分級等<sup>72</sup>。

### (三)2015 年 7 月引發分級基金「下折潮」

2015 年 6 月 12 日上證綜合指數創 5178.19 的波段高點，自 6 月 15 日市場急轉而下一路下探，至 8 月 26 日跌至 2850.71 的年度低點。同年 6 月 26 日，銀華中證轉債增強分級基金 B 份額淨值跌幅超過 50%，觸發不定期折算，成為 A 股反轉下跌時首檔向下折算的分級基

<sup>70</sup> 參閱中歐基金管理有限公司，「中歐盛世成長分級股票型證券投資基金更新招募說明書（2014 年第 1 號）」，[http://www.zofund.com/upload/pdf/20140512\\_166011\\_zosscz.pdf](http://www.zofund.com/upload/pdf/20140512_166011_zosscz.pdf)，2014 年 5 月 12 日。

<sup>71</sup> 參閱中歐基金管理有限公司，「關於中歐盛世成長分級股票型證券投資基金不定期份額折算結果及恢復交易的公告」，<http://www.zofund.com/news/2014-08-27-36181-1.shtml>，2014 年 8 月 27 日。

<sup>72</sup> 參閱「分級基金怎麼走到今天這一步的」，<https://kknews.cc/finance/o9yrxq.html>，2016 年 8 月 23 日。

金。隨著 A 股持續大跌，東吳可轉債分級、鵬華中證高鐵產業分級、華寶中證 1000 指數分級以及信誠中證 TMT 產業指數分級等基金紛紛觸發下折。根據統計，分級基金於 2015 年 7 月與 8 月觸發下折的數目，分別為 20 檔與 27 檔<sup>73</sup>，導致許多購入分級基金的投資者資產大幅縮水，分級基金場內規模於 2015 年 7 月單月的市值即減少逾人民幣 1,500 億元。

## 五、暫停審批

2015 年股災之際，分級基金下折潮引發市場一片嘩然，證監會已暫緩審批分級基金<sup>74</sup>。且自 2015 年 9 月 30 日最後一檔分級基金--中融中證白酒指數分級基金成立後，市場再無分級基金發行案例<sup>75</sup>。至 2016 年 8 月 19 日，證監會明確表示，考慮分級基金較為複雜，投資者難以理解，暫停分級基金的註冊工作，並研究完善分級基金的監管安排<sup>76</sup>。

當時待批的分級基金約 200 檔，採取「勸退」，或「轉型為 LOF」的方式處理，部分已經獲批甚至發行完畢的分級基金遭遇無法上市的窘境<sup>77</sup>。

---

<sup>73</sup> 參閱「時隔 13 個月分級基金再度下折 大盤迎抄底良機？」，<http://fund.eastmoney.com/news/1590,20170426732587440.html>，2017 年 4 月 26 日；以及「股市大跌 分級基金面臨“下折潮”」，<http://finance.china.com.cn/money/fund/jjyw/20150708/3217342.shtml>，2015 年 7 月 8 日。

<sup>74</sup> 參閱中國證監會，2015 年 8 月 21 日新聞發布會，[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201508/t20150821\\_283141.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201508/t20150821_283141.html)，2015 年 8 月 21 日。

<sup>75</sup> 參閱「資管新規落地禁止新品發行 分級基金或成歷史名詞」，<https://finance.sina.cn/fund/jjyj/2017-11-20/detail-ifynwnty5970276.d.html?cre=tianyi&mod=wpage&lc=7&r=32&doct=0&rfunc=0&tj=none&tr=32&cref=cj>，2017 年 11 月 20 日。

<sup>76</sup> 參閱中國證監會，2016 年 8 月 19 日新聞發布會，[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201608/t20160819\\_302468.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201608/t20160819_302468.html)，2016 年 8 月 19 日。

<sup>77</sup> 參閱大公網，「證監叫停分級基金註冊」，<http://www.takungpao.com.hk/finance/text/2016/0820/18194.html>，2016 年 8 月 20 日。

## 六、交易所發布分級基金業務管理指引

滬深證券交易所於 2016 年 11 月 25 日發布「分級基金業務管理指引」，並自 2017 年 5 月 1 日起施行。其中最重要的變動在於設立投資者須達人民幣 30 萬元證券類資產的門檻，其他主要內容包括投資者適當性管理、風險警示措施、投資者教育、投資者責任與義務，以及明確分級基金折算業務流程等<sup>78</sup>。

## 七、擬禁止公募產品進行份額分級

中國人民銀行於 2017 年 11 月 17 日會同銀監會、證監會、保監會、外匯局等部門起草「關於規範金融機構資產管理業務的指導意見（徵求意見稿）」，意見諮詢截止時間為 2017 年 12 月 16 日，其中明確規定，公募產品不得進行份額分級。

「指導意見」正式實施後，金融機構已經發行的資產管理產品自然存續至所投資資產到期。過渡期內，金融機構不得新增不符合該意見規定的資產管理產品的淨認購規模。過渡期自該意見發布實施後至 2019 年 6 月 30 日。過渡期結束後，金融機構的資產管理產品按照該意見進行全面規範，金融機構不得再發行或者續期違反該意見規定的資產管理產品<sup>79</sup>。

「指導意見」已明確限制公募基金發行分級產品，惟現存分級基金的處置尚未明朗，針對永續型的分級基金產品，指導意見並未明確處置方式，仍須俟該意見正式實施後，金融監督管理部門據以訂定的配套細則而定。

---

<sup>78</sup> 參閱上海證券交易所網站，「關於發布《上海證券交易所分級基金業務管理指引》的通知」，[http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c\\_20161125\\_4206901.shtml](http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/trading/fund/c/c_20161125_4206901.shtml)，2016 年 11 月 25 日，以及深圳證券交易所網站，「關於發布《深圳證券交易所分級基金業務管理指引》的通知」，<https://www.szse.cn/main/aboutus/xywjs/cxxjjywdt/39762416.shtml>，2016 年 11 月 25 日。

<sup>79</sup> 參閱中國人民銀行網站，「中國人民銀行就《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見（徵求意見稿）》公開徵求意見」，

<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3420444/index.html>，2017 年 11 月 17 日。

表 3-6：中國大陸分級基金發展歷程

產品問世	2007 年 7 月首檔分級基金瑞福分級發行，採取分開募集的方式。
產品設計的 創新發展	2009 年 5 月長盛同慶合併募集，按照 4：6 的比例自動分離為兩類子份額。
	2009 年 10 月瑞和滬深 300 首度引入配對轉換機制。
	2010 年 4 月國聯安雙禧中證 100 分級引入向下不定期折算。 2010 年 5 月銀華深證 100 分級引入向上不定期折算。
分級基金 納入監管	2011 年 12 月發布「分級基金產品審核指引」，針對產品設計、募集方式、最大槓桿倍數、最低認購金額等進行規範。
不定期折算 事件頻傳	2012 年 9 月首次分級基金下折事件--銀華等權 90 分級下折。
	2014 年 8 月首檔上折分級基金誕生--中歐盛世成長分級。
	2015 年 7 月引發分級基金「下折潮」，於 2015 年 7 月與 8 月觸發下折的數目，分別為 20 檔與 27 檔。
暫停審批	2015 年股災之際，證監會已暫緩審批分級基金。
	2016 年 8 月 19 日，證監會明確表示，暫停分級基金的註冊工作，並研究完善監管安排。
交易所發布 分級基金業務 管理指引	滬深證券交易所於 2016 年 11 月 25 日發布「分級基金業務管理指引」，自 2017 年 5 月 1 日起施行。 設立投資者須達人民幣 30 萬元證券類資產的門檻。
擬禁止公募產品 進行份額分級	中國人民銀行於 2017 年 11 月 17 日會同銀監會、證監會、保監會、外匯局等部門起草「關於規範金融機構資產管理業務的指導意見（徵求意見稿）」，其中明確規定公募產品不得進行份額分級。

資料來源：本研究整理

## 貳、分級基金發展現況

中國大陸分級基金的發展現況得分別就深圳證券交易所以及上海證券交易所進行探討，深圳證券交易所於 2007 年上市首檔分級基金，上海證券交易所則至 2015 年始有首檔分級基金上市交易。

## 一、深圳證券交易所

深圳證券交易所於 2004 年 8 月 17 日發布「深圳證券交易所上市開放式基金業務規則」<sup>80</sup>，建置上市開放式基金（LOF 基金）的交易平臺，2004 年 12 月 20 日首檔 LOF 基金--南方積極配置基金上市交易<sup>81</sup>。

中國大陸於 2007 年 7 月成立的首檔分級基金（瑞福分級），其子份額（瑞福進取）於同年 9 月在深圳證券交易所上市交易。其後，分級基金在深交所的上市檔數與規模逐年增加，至 2015 年 6 月上市規模達 3,562 億份，市值達人民幣 3,508 億元，皆為歷史高峰。上市數目於 2015 年 8 月達 271 檔，迄今仍為最高紀錄。2015 年全年成交金額達人民幣 3 兆 5,575 億元，占全體基金成交金額 72.77%。

由於 2015 年第 3 季中國大陸股市大跌，引發多檔分級基金觸發下折門檻，致投資人損失慘重。分級基金規模大幅減少，至 2015 年 9 月規模降至 1,008 億份，減少逾七成；市值更下跌至人民幣 886 億元。

深圳證券交易所於 2016 年 11 月 25 日發布分級基金業務管理指引，針對投資者適當性進行規範，並自 2017 年 5 月 1 日起施行。致

---

<sup>80</sup> 「深圳證券交易所上市開放式基金業務規則」於 2006 年修訂發布《深圳證券交易所證券投資基金上市規則》時廢止，參閱深圳證券交易所網站，

[http://www.szse.cn/main/disclosure/bsgg\\_front/6241.shtml](http://www.szse.cn/main/disclosure/bsgg_front/6241.shtml)，2004 年 8 月 17 日；以及  
[http://www.szse.cn/main/disclosure/bsgg\\_front/8198.shtml](http://www.szse.cn/main/disclosure/bsgg_front/8198.shtml)，2006 年 2 月 13 日。

<sup>81</sup> 參閱深圳證券交易所網站，「首只 LOF----南方積極配置基金今日上市交易」，  
<http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/6538.shtml>，2004 年 12 月 19 日。

分級基金規模逐漸縮減，於 2016 年底深交所上市的分級基金減少至 257 檔，規模為 1,426 億份，市值為人民幣 1,199 億元。2016 年全年成交金額亦下滑至人民幣 1 兆 3,419 億元，仍占全體基金成交金額 60.76%。

截至 2017 年 9 月底，深交所上市的分級基金減少至 244 檔，規模為 757 億份，市值為人民幣 676 億元（參見表 3-7、表 3-8、表 3-9 與圖 3-8）。

表 3-7：深圳證券交易所分級基金歷年上市數目

類別 年度	ETF	LOF	封閉基金	分級基金(註)		基金總計
				檔數	比重	
2007	2	25	20	1	2.08%	48
2008	2	28	17	1	2.08%	48
2009	2	33	15	5	9.09%	55
2010	3	55	15	20	21.51%	93
2011	14	78	14	45	29.80%	151
2012	18	97	13	100	43.86%	228
2013	32	116	10	133	45.70%	291
2014	37	130	3	169	49.85%	339
2015	46	156	4	270	56.72%	476
2016	48	202	4	257	50.29%	511

註：分級基金各類份額個別統計檔數。

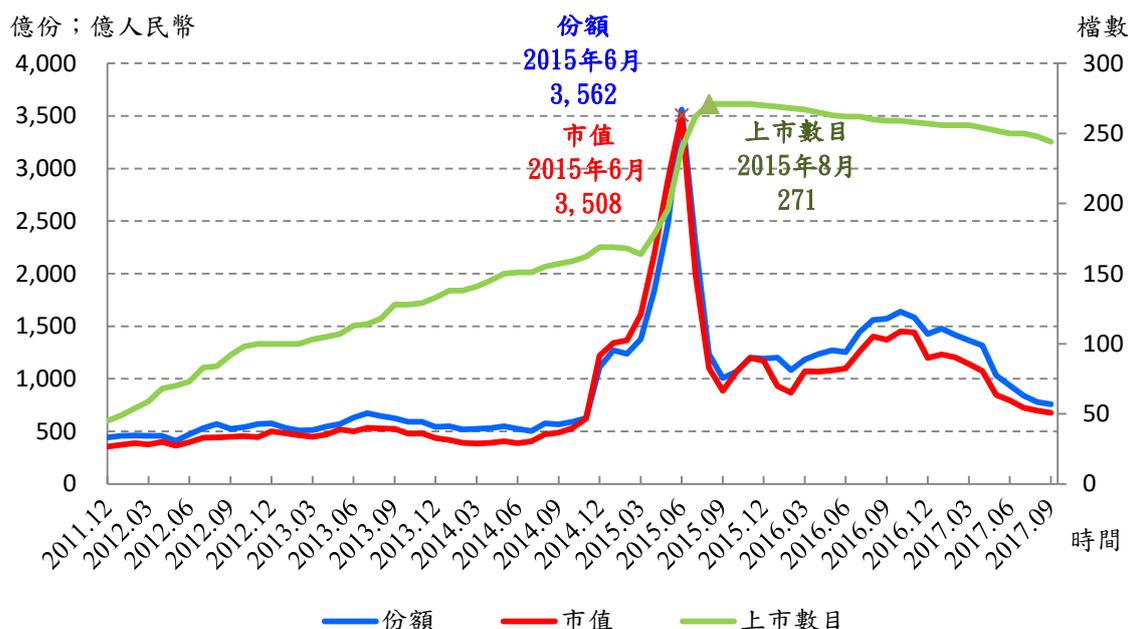
資料來源：深圳證券交易所市場統計年鑒，<http://www.szse.cn/main/marketdata/wbw/marketstat/>。

表 3-8：近五年深圳證券交易所分級基金規模統計

時間 \ 項目	上市數目	份額(億份)	市值(億人民幣)
2011 年 12 月	45	443	355
2012 年 3 月	59	459	376
2012 年 6 月	73	472	397
2012 年 9 月	92	526	449
2012 年 12 月	100	577	499
2013 年 3 月	103	513	450
2013 年 6 月	113	631	501
2013 年 9 月	128	625	525
2013 年 12 月	133	542	437
2014 年 3 月	141	525	384
2014 年 6 月	151	524	389
2014 年 9 月	157	567	489
2014 年 12 月	169	1,111	1,221
2015 年 3 月	164	1,379	1,612
2015 年 6 月	239	3,562	3,508
2015 年 9 月	271	1,008	886
2015 年 12 月	270	1,191	1,171
2016 年 3 月	267	1,184	1,071
2016 年 6 月	262	1,254	1,098
2016 年 9 月	259	1,571	1,371
2016 年 12 月	257	1,426	1,199
2017 年 3 月	256	1,365	1,140
2017 年 6 月	250	938	795
2017 年 9 月	244	757	676

資料來源：深圳證券交易所市場統計月報/上市證券，

[http://www.szse.cn/main/marketdata/tjyb\\_front/](http://www.szse.cn/main/marketdata/tjyb_front/)。



資料來源：深圳證券交易所市場統計月報/上市證券，  
[http://www.szse.cn/main/marketdata/tjyb\\_front/](http://www.szse.cn/main/marketdata/tjyb_front/)。

圖 3-8：近五年深圳證券交易所分級基金規模變動趨勢

表 3-9：深圳證券交易所分級基金歷年成交金額

單位：億人民幣

類別 年度	ETF	LOF	封閉基金	分級基金		基金總計
				金額	比重	
2007	346.88	919.52	2,985.29	70.16	1.62%	4,321.85
2008	439.51	415.29	1,090.73	185.30	8.70%	2,130.82
2009	1,893.37	324.73	904.65	668.21	17.63%	3,790.96
2010	2,248.99	307.07	636.80	1,031.87	24.42%	4,224.73
2011	1,514.12	214.16	306.97	1,429.15	41.25%	3,464.40
2012	1,755.16	186.12	164.79	2,846.42	57.47%	4,952.49
2013	2,255.80	173.02	203.97	3,163.88	54.58%	5,796.68
2014	3,104.34	184.47	190.46	6,274.14	64.33%	9,753.40
2015	11,412.37	1,599.61	297.80	35,574.93	72.77%	48,884.71
2016	7,960.13	591.86	114.35	13,418.75	60.76%	22,085.09

資料來源：深圳證券交易所市場統計年鑒，<http://www.szse.cn/main/marketdata/wbw/marketstat/>。

## 二、上海證券交易所

上海證券交易所相對較晚引進分級基金，於 2014 年陸續發布「上海證券交易所開放式基金業務管理辦法」與「上海證券交易所上市開放式基金業務指引」，2015 年 3 月底 LOF 平臺正式上線，首批分級基金易方達上證 50 分級基金以及西部利得中證 500 等權分級基金於 4 月 27 日上市交易。上海證券交易所場內基金規模於 2015 年 7 月達高點為 77 億份，其後受中國大陸股市下跌影響，同年 9 月規模縮減至 28 億份，2015 年全年成交金額為人民幣 1,360 億元，占全體基金成交金額 1.31%。2016 年底計有 45 檔<sup>82</sup>分級基金在上交所上市交易，規模為 24.03 億份，全年成交金額為人民幣 524 億元，占全體基金成交金額 0.59%。

上海證券交易所於 2016 年 11 月 25 日發布分級基金業務管理指引，針對投資者適當性進行規範，並自 2017 年 5 月 1 日起施行。致分級基金規模逐漸縮減，截至 2017 年 9 月底，上交所上市的分級基金規模縮減為 14.68 億份（參見表 3-10、表 3-11 與圖 3-9）<sup>83</sup>。

---

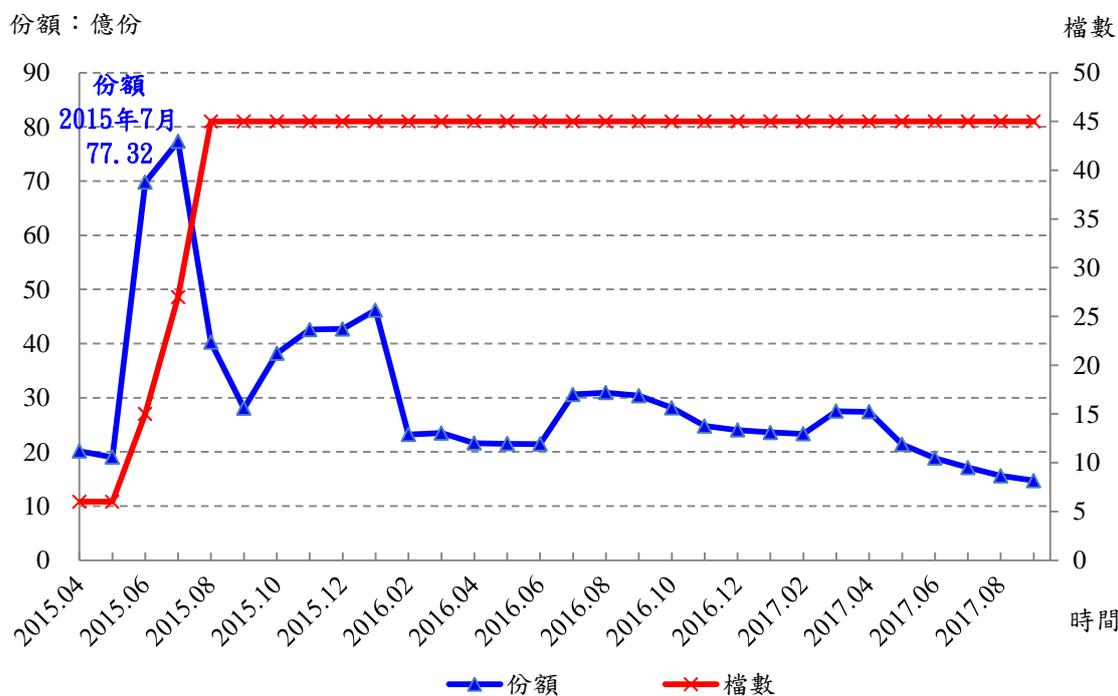
<sup>82</sup> 上交所分級基金的母子份額皆可上市交易，故發售 15 檔分級基金，每檔 3 份額上市交易，統計上市數目列計為 45 檔。

<sup>83</sup> 參閱上海證券交易所分級 LOF 場內規模統計，<http://www.sse.com.cn/market/funddata/volumn/fjlofvolumn/>；以及上海證券交易所 2016 年市場資料，<http://www.sse.com.cn/aboutus/publication/factbook/>

表 3-10：上海證券交易所分級基金規模統計

時間	上市數目	基金規模(億份)	時間	上市數目	基金規模(億份)
2015年4月	6	20.16	2016年7月	45	30.61
2015年5月	6	19.04	2016年8月	45	30.92
2015年6月	15	69.79	2016年9月	45	30.39
2015年7月	27	77.32	2016年10月	45	28.14
2015年8月	45	40.26	2016年11月	45	24.77
2015年9月	45	28.06	2016年12月	45	24.03
2015年10月	45	38.19	2017年1月	45	23.59
2015年11月	45	42.59	2017年2月	45	23.34
2015年12月	45	42.68	2017年3月	45	27.52
2016年1月	45	46.19	2017年4月	45	27.38
2016年2月	45	23.22	2017年5月	45	21.39
2016年3月	45	23.48	2017年6月	45	18.84
2016年4月	45	21.62	2017年7月	45	17.11
2016年5月	45	21.49	2017年8月	45	15.59
2016年6月	45	21.44	2017年9月	45	14.68

資料來源：上海證券交易所分級 LOF 場內規模統計，  
<http://www.sse.com.cn/market/funddata/volumn/fjlofvolumn/>



資料來源：上海證券交易所分級 LOF 場內規模統計，  
<http://www.sse.com.cn/market/funddata/volumn/fjlofvolumn/>

圖 3-9：上海證券交易所分級基金規模變動趨勢

表 3-11：上海證券交易所分級基金歷年上市數目與成交金額

成交金額單位：億人民幣

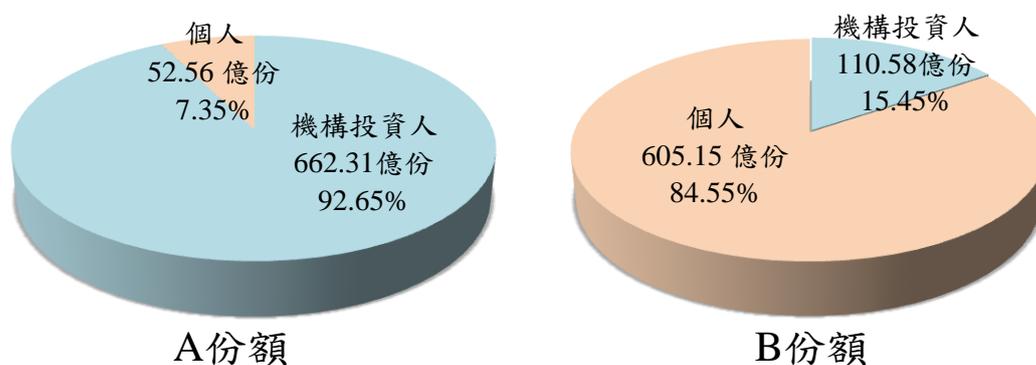
年度	類別	ETF	LOF	封閉基金	交易型貨幣基金 <sup>84</sup>	分級基金		基金總計
						數值	比重	
上市數目	2015	73	2	4	11	45	33.33%	135
	2016	76	14	3	23	45	27.95%	161
成交金額	2015	28,890.51	7.60	684.04	72,857.97	1,359.76	1.31%	103,814.16
	2016	6,510.84	86.64	212.80	82,024.97	523.98	0.59%	89,359.77

資料來源：上海證券交易所統計年鑒 2017 卷，<http://www.sse.com.cn/aboutus/publication/yearly/>，以及上海證券交易所基金成交概況，<http://www.sse.com.cn/market/funddata/overview/yearly/>

### 三、分級基金的投資人結構

依據 Wind 資訊統計，截至 2016 年底，132 檔分級基金 A 份額合計規模為 714.87 億份，機構投資者持有份額高達 662.31 億份，比重達 92.65%，個人投資者僅持有 52.56 億份分級 A。

而分級基金 B 份額 2016 年底計 715.73 億份，機構投資者僅持有 110 億份，比重僅為 15.45%，個人投資者持有 605 億份，比重則高達 84.55%<sup>85</sup>（參見圖 3-10）。



資料來源：和訊網

圖 3-10：分級基金兩類子份額的投資人結構

<sup>84</sup> 交易型貨幣基金，是指符合上海證交所上市條件並在該所交易系統以競價方式進行交易，以基金淨值申購或贖回的貨幣市場基金，基金份額總額不固定且永久存續。交易型貨幣基金可以看作 LOF 和 ETF 的結合，可在交易所交易與場外市場申贖，無需轉託管，申購贖回都是基金份額與現金的交易，不跟蹤指數。

<sup>85</sup> 參閱和訊網，「分級基金新規進入最後一周倒計時，下折潮隱現」，<http://news.hexun.com/2017-04-26/188961746.html>，2017 年 4 月 26 日。

## 參、分級基金發展問題探討

### 一、槓桿的嚴重不對稱

分級基金 B 淨值槓桿存在嚴重的不對稱，隨著股市下跌，分級 B 槓桿將不斷提高，到觸發下折當日，槓桿往往超過 5 倍。而在股市多頭時，分級 B 的槓桿將不斷下降，到觸發上折時槓桿一般只有 1.5 倍。因此，引發是否提高下折臨界點的爭議。

贊成提高下折臨界點者認為，目前分級基金的下折臨界點（0.250 元）對於投資者而言槓桿率偏高，建議將槓桿率降至 3 倍，下折臨界點提高到 0.400 元左右。反對者認為，提高下折臨界點可能降低 B 份額溢價的幅度，惟可能致分級基金下折更加頻繁。此外，槓桿是分級基金產品設計的核心，過度控制槓桿將降低產品本身的吸引力<sup>86</sup>。

### 二、10%的漲跌停限制致價格大幅偏離淨值

中國大陸的分級基金參照股票的設計，最大漲跌幅為前一日收盤價的 10%。致分級基金 B 份額因槓桿作用以及漲跌停的限制，使場內交易價格變動幅度小於淨值的變動幅度。於市場巨幅變化時，將造成 B 份額的價格大幅偏離淨值，當市場大幅下跌時，B 份額持有者因跌停限制產生的高溢價，於下折時進行溢價修正而產生重大損失。因此，當市場波動加大時，漲跌停的限制原則上將增加分級基金的投資風險。

因此，部分人士建議取消漲跌停板限制，讓價格漲跌可以與淨值的變化同步；或放寬漲跌停板限制，係指交易價格（淨值）跌至某警

---

<sup>86</sup> 參閱中國網財經，「分級基金反思：產品設計與投資者教育均存嚴重問題」，<http://finance.china.com.cn/news/special/2015fjji/20150818/3295307.shtml>，2015 年 8 月 18 日。

戒線時，取消漲跌停限制，或依槓桿率放寬漲跌幅限制等設計；抑或參考權證、期權等商品的漲跌停模式，以改善目前分級基金價格大幅偏離淨值的問題。

反對取消漲跌停限制者認為，在極端行情下，即使取消跌停限制，B 份額持有人亦無法依照合理的價格賣出，僅是加速價格的下跌，甚至加大波動的幅度，恐引發更多問題<sup>87</sup>。

### 三、下折基準日仍可以交易致投資人誤買

分級基金觸發下折後的第二日（即下折基準日），A、B 兩類子份額仍可交易，導致搶反彈的投資人因不明規則，誤買虧損已成定局的高溢價 B 份額，最終面臨大幅虧損。因此，部分人士認為，從防止投資者誤買的角度，可以考慮取消基準日交易。

反之，建議維持基準日交易者認為，該設計是基於公平性的考量。因分級基金實行 T+1 的交易制度，在基準日前一日買入 B 份額的投資者，由於當日盤中未能確定是否觸發下折，應給予此部分投資者退出的機會。此外，觸發下折再交易一天，可以讓價格與淨值更為接近<sup>88</sup>。

### 四、分級基金空倉上市引爭議

---

<sup>87</sup> 參閱「分級基金交易制度改進及交易策略」，<http://wap.eastmoney.com/ScrollNewsCont.aspx?cd=20160507621752610>，2016 年 5 月 7 日；以及何曉晴，「分級基金十字路口爭議：B 類放開漲跌停限制？」，[http://imoney.21so.com/2015/zcgzz\\_911/1402625.html](http://imoney.21so.com/2015/zcgzz_911/1402625.html)，2015 年 9 月 11 日；以及「分級基金“大崩盤”：投資者適當性缺乏與交易制度局限」，<http://www.jianshu.com/p/mqDU6e>，2015 年 9 月 3 日。

<sup>88</sup> 參閱「分級基金交易制度改進及交易策略」，<http://wap.eastmoney.com/ScrollNewsCont.aspx?cd=20160507621752610>，2016 年 5 月 7 日；以及「監管層調研分級基金機制改革：機構提了至少 7 條建議」，[http://m.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_1374940](http://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_1374940)，2015 年 9 月 14 日。

根據「公開募集證券投資基金運作管理辦法」規定最長的建倉期限為 6 個月<sup>89</sup>，給予管理人充分時間完成整個建倉的過程。

分級基金的建倉速度主要取決於兩項因素，一是基金發行的規模，發行規模越大，建倉期可能越長；二是基金管理人對未來市場的判斷，如果對後續市場表現相對較為樂觀，建倉速度會相對較快，反之則會採取較為緩慢的建倉策略。

中國大陸分級基金空倉上市的情形相當常見，惟在指數大漲的情況下，投資者可能因分級 B 的槓桿特性大量買入，進而推高其價格。然而，事實上該分級 B 對應的母基金可能處於空倉的狀態，如同貨幣基金，致高價追高買入空倉分級 B 的投資者受到損害，亦引發分級基金空倉上市的爭議。

部分人士認為分級基金作為被動管理的交易型工具，屬於工具性產品的指數基金，在建倉策略上不應遵照主動管理基金的運作思維，應快速建倉完成忠實複製以及跟蹤指數的使命。

反之則認為，對分級基金上市倉位的選擇應當交與基金管理人進行決策，不應成為上市的充分條件。對於上市分級基金，在建倉期內，若未達到契約約定的倉位下限，應定期揭露最新倉位及後續的建倉計畫。若出現實際交易情況與建倉計畫不一致，則應透過臨時資訊揭露方式說明建倉策略調整的原因，及後續調整的方案等<sup>90</sup>。

## 五、投資者適當性的問題

---

<sup>89</sup> 依據「公開募集證券投資基金運作管理辦法」（自 2014 年 8 月 8 日起施行）第 34 條規定，基金管理人應當自基金合同生效之日起六個月內使基金的投資組合比例符合基金合同的有關約定。期間，基金的投資範圍、投資策略應當符合基金合同的約定。參閱中國證券監督管理委員會網站，[http://www.csrc.gov.cn/pub/tianjin/tjfyd/tjflfg/tjbmgz/201409/t20140922\\_260705.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/tianjin/tjfyd/tjflfg/tjbmgz/201409/t20140922_260705.htm)，瀏覽日期：2017 年 7 月 12 日。

<sup>90</sup> 參閱何曉晴，「分級基金十字路口爭議：B 類放開漲跌停限制？」，[http://imoney.21so.com/2015/zcgzz\\_911/1402625.html](http://imoney.21so.com/2015/zcgzz_911/1402625.html)，2015 年 9 月 11 日。

在 2016 年 11 月滬深證券交易所分別發布「分級基金業務管理指引」前，分級基金並未設置任何投資門檻，亦不存在投資者適當性管理的要求，一般投資者皆能參與。於 2015 年投資分級基金的投資人面臨鉅額虧損後，市場上出現分級基金應設置投資門檻的聲浪，認為具有上折與下折設計的分級基金，觸發折算時其淨值可能出現超過 50% 的波動，屬於高風險的產品，應對投資者的適當性進行規範較為妥適。

部分人士認為分級基金屬於開放型基金，門檻應較低，故不建議再設置投資門檻<sup>91</sup>。

## 六、投資者教育缺失

中國大陸股市大跌，多檔分級基金觸發下折，惟仍有眾多投資者盲目購買瀕臨下折的 B 份額，曝露投資者教育遠遠落後於產品創新速度的問題。基金公司長久以來漠視投資者教育，未設置分級基金產品介紹與風險提示相關資訊，導致許多投資者因不瞭解產品特性與風險遭受嚴重損失，引發投資者維權事件。

綜上所述，中國大陸分級基金歷經多年的發展，曾經帶動一波投資熱潮，惟面臨股市反轉時所引發的問題，亦受到各界的重視，紛紛提出多項修改建議。茲探討中國大陸分級基金發展期間所衍生的問題，以及相關的研議措施，並針對各項措施的優缺點進行分析，以及目前主管機關採納情形，彙整列示於表 3-12。

---

<sup>91</sup> 參閱中國網財經，「分級基金反思：產品設計與投資者教育均存嚴重問題」，<http://finance.china.com.cn/news/special/2015fjji/20150818/3295307.shtml>，2015 年 8 月 18 日。

表 3-12：中國大陸分級基金衍生問題與研議措施

問題	研議措施	優缺點		是否採行
槓桿的嚴重不對稱：觸發下折的槓桿往往超過 5 倍；觸發上折的槓桿一般僅 1.5 倍	提高下折臨界點	優點	可降低下折時的槓桿率，將槓桿率控制在適度範圍。	否
		缺點	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 可能使下折更加頻繁。</li> <li>• 過度控制槓桿將降低產品本身的吸引力。</li> </ul>	
10%的漲跌停限制致價格大幅偏離淨值	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 取消或放寬漲跌停板限制(交易價格(淨值)跌至某警戒線時，取消漲跌停限制；或依槓桿率放寬漲跌幅限制)。</li> <li>• 參考權證、期權等商品的漲跌停模式。</li> </ul>	優點	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 讓價格漲跌貼近淨值的變化。</li> <li>• 投資者可以在發現風險的早期，以合理的價格賣出，且價格的大幅下跌具示警的作用。</li> </ul>	否
		缺點	在極端行情下，即使取消跌停限制，B 份額持有人亦無法依照合理的價格賣出，僅是加速價格的下跌，甚至加大下跌的幅度，恐引發更多問題。	
下折基準日仍可以交易致投資人誤買	下折基準日暫停交易	優點	• 避免投資人誤買情形。	滬深兩交易所分別發布分級基金業務管理指引，明確分級基金折算業務流程，規定觸發下折的分級基金，於下折基準日開市至 10:30 停牌。
		缺點	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 基準日交易是基於公平性的考量，因分級基金實行 T+1 的交易制度，應給予基準日前一買入 B 份額(不能確定是否觸發下折)的投資者退出的機會。</li> <li>• 觸發下折再交易一天，可以讓價格與淨值更為接近。</li> </ul>	
分級基金空倉上市引爭議	縮短建倉期	優點	符合被動管理的交易型工具之特性，達成忠實複製以及跟蹤指數的使命。	否

		缺點	基金管理人喪失決策權。	
投資者適當性的問題	應對投資者的適當性進行規範	優點	分級基金屬於高風險產品，設計投資門檻可降低投資人誤買的風險。	滬深兩交易所分別發布分級基金業務管理指引，要求個人須滿足申請開通權限前 20 個交易日，日均證券類資產不低於人民幣 30 萬元的門檻條件，且通過綜合評估並簽署「分級基金投資風險揭示書」，才可申請開通分級基金子份額買入以及基礎份額分拆的許可權。
		缺點	分級基金屬於開放型基金，門檻應較低，設置投資門檻將影響產品銷售。	

資料來源：本研究整理

## 第四章 我國引進分級基金之可行性探討

### 第一節 引進分級基金之可行性分析

分級基金產品引進國內市場是否可行，除相關的法規基礎建設外，最重要的考量因素應為市場接受度。若該項產品能夠吸引投資人購買，且發行人亦有意願發行，該產品市場得以穩步成長，則配合新商品的推出進行相關法規制度的建立與修改，應屬可行。因此，以下將分別從發行人以及投資人的角度進行可行性分析。

#### 一、發行人發行分級基金的意願

##### (一)座談會意見彙總

配合本研究於 2017 年 10 月 5 日召開「引進分級基金制度之可行性研究」座談會，了解證券投資信託事業針對引進分級基金的看法，以及發行分級基金的意願。綜合座談會的意見，彙總證券投資信託事業針對引進分級基金的主要意見如下(座談會會議紀錄參見附錄一)：

1. 認同分級基金可以同時滿足低風險的固定收益需求，以及高風險的槓桿需求之設計概念。
2. 分級基金與 ETF 並非完全替代，目前 ETF 的槓桿倍數在台灣為正向 2 倍與反向 2 倍，惟中國大陸的分級基金槓桿倍數可達 2 至 5 倍，目前國內投信業者尚無法發行類似商品。
3. 若分級基金僅限制專業投資人參與，將不利市場的發展。

4. 分級基金屬於創新的商品，惟結構相對較為複雜，建議依循分級基金的槓桿概念，發展較為初級且投資人容易理解的基金商品。
5. 依據中國大陸發行分級基金的經驗，因投資人不瞭解產品致市場空頭時引起的客訴問題，未來應有適當的配套因應。

## (二)徵詢其他業者意見

為更加廣泛了解投信業者對於發行分級基金的意願，本研究於座談會後以書面徵詢國泰投信有關發行分級基金的意願以及相關建議等。其表示有意願發行母基金開放式的分級基金，並建議以證券交易所為交易平台，同時參考 ETF 的上市（櫃）流程進行設計，且一般法人與證券商皆可擔任流動性提供者（Liquidity Provider）從事子基金的造市，以降低買賣價差並提高流動性（書面徵詢紀錄參見附錄二）。

## 二、投資人投資分級基金的興趣

分級基金的基本設計原理係 A 份額持有人借出資金予 B 份額持有人並收取利息，即約定收益；B 份額則透過向 A 份額融資進行槓桿投資賺取扣除融資成本後的超額收益或承擔相應損失。因此，最基本的設計包括兩種份額，一種為固定收益基金，另一種為槓桿型基金，以下分別就投資人的角度進行探討。

### (一)固定收益基金

固定收益基金接近定存的概念，若能夠提供優於定存的收益率，通常能夠吸引偏好穩健收益且低風險偏好的族群。

根據投信投顧公會統計資料，國內投資人於 2017 年 9 月投資境內外基金的類型，在境內共同基金的部分，投資固定收益基金資產規模為新臺幣 2,974 億元，占全體境內共同基金資產規模 13.12%。在境外基金部分，投資固定收益基金資產規模為新臺幣 1.7 兆元，占全體境外基金資產規模超過半數達 50.5%。可見國內投資人相當偏好固定收益基金，尤其境外的固定收益基金，憑藉高配息率或穩健收益的特性，長期績效若可優於定存的收益率，往往受到國內投資人的青睞(參見表 4-1 與表 4-2)。

**表 4-1：境內共同基金分類統計**

日期：2017 年 9 月

項目	基金數(支)	資產總額 (新臺幣億元)	資產總額比重
股票型	342	5,571	24.57%
平衡型	64	906	4.00%
固定收益型	112	2,974	13.12%
貨幣市場基金	58	7,835	34.56%
組合型	87	1,551	6.84%
保本型	10	147	0.65%
不動產證券化型	15	148	0.65%
指數股票型	87	3,305	14.58%
指數型	13	146	0.64%
多重資產型	2	90	0.40%
總計	790	22,673	100.00%

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，  
<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>

表 4-2：境外基金分類統計

日期：2017 年 9 月

項目	基金數(支)	資產總額 (新臺幣億元)	資產總額比重
股票型	705	12,582	36.59%
固定收益型	220	17,369	50.50%
平衡型	41	4,087	11.88%
貨幣市場型	20	314	0.91%
指數股票型	1	3	0.01%
其他	8	36	0.10%
總計	995	34,390	100.00%

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，  
<http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN1001.aspx?PGMID=FD01>

## (二) 槓桿型基金

2014 年開放證券投資信託事業得募集槓桿型及反向型 ETF 後，ETF 占大盤成交比重逐步攀升，2014 年為 1.88%，2015 年提高至 7.26%，至 2016 年已達 9.03%。其中，2016 年槓桿型 ETF 占全體 ETF 的成交比重達 50.31%，反向型 ETF 占全體 ETF 的成交比重達 25.19%（參見表 4-3 與表 4-4）。

截至 2017 年 9 月底集中市場計有 96 檔 ETF，其中槓桿反向型 ETF 計 46 檔，包括 22 檔槓桿型以及 24 檔反向型 ETF<sup>92</sup>。

若以 ETF 的資產規模進行比較，於 2017 年 9 月資產規模排名第一的 ETF 為反向型 ETF--元大台灣 50 反 1，資產規模約新臺幣 745 億元，亦為目前自然人參與人數最多的一檔 ETF，達 66,395 人。資產規模前 5 大的 ETF 中，計 2 檔屬於槓桿型 ETF，合計資產規模約新臺幣 621 億元，占境內全體共同基金的比重達 2.74%（參見表 4-5）。

經由以上的分析，不論從交易金額或資產規模的統計數據，皆顯示國內投資人對於槓桿型基金有其需求。

<sup>92</sup> 參閱臺灣證券交易所網站，【證券交易統計表】月報，  
<http://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=02&subType=005>

表 4-3：集中市場證券總成交值概況表-依商品別分類

成交金額單位：10 億新臺幣

商品 年度	股票		ETF		權證		其他	合計
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額	金額
2013	18,941	96.62%	282	1.44%	340	1.73%	40	19,603
2014	21,899	95.03%	433	1.88%	679	2.95%	33	23,043
2015	20,191	89.72%	1,634	7.26%	645	2.87%	34	22,505
2016	16,771	88.66%	1,707	9.03%	426	2.25%	12	18,916

資料來源：金管會證期局，「證券暨期貨市場重要指標」，  
<https://www.sfb.gov.tw/ch/home.jsp?id=622&parentpath=0,4,109>

表 4-4：ETF 成交金額分類統計

成交金額單位：10 億新臺幣

類型 年度	槓桿型		反向型		傳統型		合計
	金額	比重	金額	比重	金額	比重	金額
2014	27.47	6.34%	10.43	2.41%	395.36	91.25%	433.26
2015	815.92	49.92%	169.01	10.34%	649.49	39.74%	1,634.42
2016	859.05	50.31%	430.08	25.19%	418.27	24.50%	1,707.40

資料來源：臺灣證券交易所，【年度受益憑證及受益證券交易量值統計表】年報，  
<http://www.twse.com.tw/zh/statistics/statisticsList?type=07&subType=007>

表 4-5：資產規模前 5 大 ETF

日期：2017 年 9 月

排名	代號	基金名稱	成立日期	基金規模 (億元)	占境內基 金比重	受益人數		
						自然人	法人	合計
1	00632R	元大台灣 50 反 1	2014.10.23	745	3.29%	66,395	443	66,838
2	0050	元大台灣 50	2003.06.25	442	1.95%	44,158	444	44,602
3	00633L	富邦上証 正 2	2014.11.11	322	1.42%	15,242	200	15,442
4	00637L	元大滬深 300 正 2	2015.05.06	299	1.32%	24,092	191	24,283
5	00679B	元大美債 20 年	2017.01.11	251	1.11%	848	18	866

資料來源：中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會，  
[http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2201.aspx?pid=IN2221\\_01](http://www.sitca.org.tw/ROC/Industry/IN2201.aspx?pid=IN2221_01)

### 三、可行性分析

分級基金根據基金持有人的風險收益偏好以及投資需求的角度，將基金分成具有不同風險收益特徵的基金級別，以滿足不同風險收益偏好的投資需求，其設計概念普遍受到支持與認同，同時可以填補目前國內基金市場所欠缺的主動式管理槓桿型基金產品類型。惟參考與我國基金法律架構較為相近的中國大陸發展經驗，其目前主流採取母基金開放式的分級基金產品設計相對複雜。部分業者認為一般投資人不易了解商品特性與風險，尤其在國內基金市場散戶比重較高的情形下，容易引發紛爭；亦有業者認同前述採取母基金開放式的分級基金運作模式。因此，無論參採分級基金的設計概念，推出較為初級且投資人容易理解的基金商品，或者依循目前中國大陸採取母基金開放式的主流模式，國內投信業者針對分級基金產品多數具發行意願。

此外，根據投信投顧公會的統計資料，國內投資人投資於境內外固定收益型共同基金的比重皆高，且不論從交易金額或資產規模的統計數據，皆顯示國內投資人對於槓桿型基金有其需求。因此，分別提供以上兩類商品特性的分級基金，應能在不同的族群爭取到投資人的認同。

## 第二節 發展分級基金之相關配套

### 壹、產品設計面

#### 一、不同類型的分級基金運作模式

中國大陸的分級基金經過多年的發展，目前較常見的產品設計結構為保留母份額進行申購與贖回，並將子份額上市交易，同時提供配

對轉換機制，一般稱為母基金開放式的運作模式。除前述的模式外，依據是否保留母基金份額提供申贖，以及子基金份額是否上市等，尚得以劃分為子基金開放式、定期封閉式以及半封閉式等三種運作模式。

### (一)子基金開放式

子基金開放式係採無保留母基金份額，子份額皆不上市交易且定期開放的運作模式，一般運用於債券型基金，如易方達聚盈分級債券基金、信誠新雙盈分級債券基金、中海惠利純債分級債券基金等<sup>93</sup>。以下針對易方達聚盈分級債券基金，以及信誠新雙贏分級債券基金的產品設計進行簡要說明。

#### 1.案例一：易方達聚盈分級債券基金

##### (1)分級與募集方式

易方達聚盈分級債券基金成立於 2013 年 11 月 14 日，劃分為兩個級別，即優先順序基金份額聚盈 A 以及進取級基金份額聚盈 B，採分開募集，基金資產合併運作的方式。

##### (2)A 份額的約定收益率

聚盈 A 的約定年收益率在每個折算基準日前公告，約定年收益率（單利）=一年銀行定期存款利率（稅後）+利差，利差的取值範圍為 0%（含）到 3.0%（含）。

##### (3)子基金開放日

---

<sup>93</sup> 參見「中海惠利純債分級債券型證券投資基金更新招募說明書」，[http://www.zhfund.com/upload/pdf/1499130326557-zhhlczfjzqxzqtzjjgxzmsms\(2017nd1h\).pdf](http://www.zhfund.com/upload/pdf/1499130326557-zhhlczfjzqxzqtzjjgxzmsms(2017nd1h).pdf)，2017 年 7 月 4 日。

聚盈 A 自基金認購期首日起每 3 個月開放一次，每次開放兩個工作日，第一個工作日為聚盈 A 的贖回開放日，僅開放聚盈 A 的贖回；第二個工作日為聚盈 A 的申購開放日，僅開放聚盈 A 的申購。

聚盈 B 自該基金認購期首日起每 1 年開放一次，每次開放一個工作日，該日同時開放申購與贖回（與聚盈 A 的贖回開放日同日）。

#### (4)份額配比與申贖

該基金以 1 年為一個運作週期，首個運作週期的初始份額配比上限為 7/3；在第二個及以後的運作週期開始前，基金管理人將根據相關法律法規確定並提前公告聚盈 A 與聚盈 B 在該運作週期的初始份額配比上限，以及份額規模上限。此外，依照以下原則進行申贖申請的確認：

##### ①聚盈 B

###### I.贖回申請

聚盈 B 的贖回申請全部予以成交確認。

###### II.申購申請

(I)若對聚盈 B 的全部申購申請進行確認後，聚盈 B 的份額餘額小於或等於其規模上限，則所有聚盈 B 的申購申請全部予以成交確認。

(II)若對聚盈 B 的全部申購申請進行確認後，聚盈 B 的份額餘額大於其規模上限，則在不超過聚盈 B 規模上限的前提下，對已提交申購申請且資金已到帳的申購申請按照申購時間優先原則進行成交確認。

##### ②聚盈 A

## I. 贖回申請

聚盈 A 的贖回申請全部予以成交確認。

## II. 申購申請

(I) 在運作週期首個工作日以外的聚盈 A 的申購開放日

A. 若對聚盈 A 進行份額折算後<sup>94</sup>且未處理聚盈 A 的申購申請前，聚盈 A 的份額餘額大於或等於其份額規模上限，對聚盈 A 的申購申請全部不予成交確認。

B. 若對聚盈 A 進行份額折算後且未處理聚盈 A 的申購申請前，聚盈 A 的份額餘額小於其總份額規模上限，則按單個帳戶累計持有聚盈 A 的份額是否超過上限，以及時間優先等原則進行成交確認。

(II) 在運作週期的首個工作日

A. 若對聚盈 A 進行份額折算後且未處理聚盈 A 的申購申請前，聚盈 A 的份額餘額大於其份額規模上限，對聚盈 A 的申購申請全部不予成交確認，且按照折算後聚盈 A 的份額餘額不超過其份額規模上限的原則，對聚盈 A 的份額餘額按比例進行強制贖回。

B. 若對聚盈 A 進行份額折算後且未處理聚盈 A 的申購申請前，聚盈 A 的份額餘額等於其份額規模上限，對聚盈 A 的申購申請全部不予成交確認。

C. 若對聚盈 A 進行份額折算後且未處理聚盈 A 的申購申請前，聚盈 A 的份額餘額小於其總份額規模上限，則按單個帳戶累計持有聚盈 A 的份額是否超過上限，以及時間優先等原則進行成交確認<sup>95</sup>。

---

<sup>94</sup> 聚盈 A 的基金份額折算基準日為其贖回開放日的下一工作日；聚盈 B 的基金份額折算基準日為每個運作週期終止日（正常情況下該日為聚盈 B 的開放日，T 日）的前 2 個工作日（T-2 日）。

<sup>95</sup> 參閱易方達基金管理有限公司，「易方達聚盈分級債券型發起式證券投資基金更新的招募說明書」，<http://www.efunds.com.cn/html/171/171368.htm>，2017 年 6 月 27 日。

## 2. 案例二：信誠新雙贏分級債券基金

### (1) 分級與募集方式

信誠新雙贏分級債券基金成立於 2013 年 5 月 9 日，分為新雙盈 A 與新雙盈 B，採分開募集，基金資產合併運作的方式。

### (2) A 份額的約定收益率

基金管理人在下一個運作周年開始前公告該運作周年適用的約定收益率，新雙盈 A 的年約定收益率（單利）= 一年期銀行定期存款利率（稅後）+ 利差，利差的取值範圍從 0%（含）到 2%（含）。

### (3) 子基金開放日

新雙盈 A 自基金契約生效日起每 4 個月開放申購和贖回一次，每次開放僅開放一個工作日。新雙盈 B 在任一運作周年內封閉運作，僅在每個運作周年到期日當天開放申購與贖回。

### (4) 份額配比與申贖

基金契約生效之日起，任一運作周年到期前，新雙盈 A、新雙盈 B 的份額配比原則上不超過 7:3。在運作周年到期日，新雙盈 A、新雙盈 B 的份額配比原則上調整為 7:3。在新雙盈 A、新雙盈 B 的共同開放日，即運作周年到期日，基金管理人將按照新雙盈 A 的份額餘額原則上等於新雙盈 B 的三分之二倍的原則對新雙盈 A 或新雙盈 B 進行份額調整。其調整原則如下：

新雙盈 A 與新雙盈 B 的每個開放日的下一個工作日，所有經確認有效的基金份額的贖回申請全部予以成交確認，申購申請則依以下原則進行確認：

## ①單獨開放日

### I.新雙盈 A 的份額餘額小於或等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二七倍

若對新雙盈 A 的有效申購與贖回申請進行確認後，新雙盈 A 的份額餘額小於或等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二七倍，則經確認有效的新雙盈 A 的申購申請全部予以成交確認。

### II.新雙盈 A 的份額餘額大於新雙盈 B 份額餘額的三分之二七倍

若對新雙盈 A 的有效申購與贖回申請進行確認後，新雙盈 A 的份額餘額大於新雙盈 B 份額餘額的三分之二七倍，則在經確認後的新雙盈 A 的份額餘額不超過新雙盈 B 份額餘額的三分之二七倍的範圍內，對有效申購申請按比例進行成交確認。

## ②共同開放日

### I.新雙盈 A 的份額餘額等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二七倍

在新雙盈 A 與新雙盈 B 共同開放的開放日(即運作周年到期日)若對新雙盈 A 與新雙盈 B 的有效申購與贖回申請進行確認後，新雙盈 A 的份額餘額等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二七倍，則所有經確認有效的新雙盈 A 與新雙盈 B 的申購申請全部予以成交確認。

### II.新雙盈 A 的份額餘額小於新雙盈 B 份額餘額的三分之二七倍

若對新雙盈 A 與新雙盈 B 的有效申購與贖回申請進行確認後，新雙盈 A 的份額餘額小於新雙盈 B 份額餘額的三分之二七倍，則所有經確認有效的新雙盈 A 的申購申請全部予以成交確認，並對新雙盈 B 分以下三種情形進行處理：

- (I)在對新雙盈 A 的有效申購與贖回申請進行確認後，若僅對新雙盈 B 的有效贖回申請進行確認，新雙盈 A 的份額餘額等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍，則對新雙盈 B 的有效申購申請全部不予確認。
- (II)在對新雙盈 A 的有效申購與贖回申請進行確認後，若僅對新雙盈 B 的有效贖回申請進行確認，新雙盈 A 的份額餘額仍小於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍，則對新雙盈 B 的有效申購申請全部不予確認，並按照新雙盈 A 的份額餘額等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍的原則，對新雙盈 B 的份額餘額進行按比例強制贖回。
- (III)在對新雙盈 A 的有效申購與贖回申請進行確認後，若僅對新雙盈 B 的有效贖回申請進行確認，此時新雙盈 A 的份額餘額大於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍，則按照新雙盈 A 的份額餘額等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍的原則，對新雙盈 B 的有效申購申請按當日申請比例進行成交確認，而不會對新雙盈 B 既有的份額餘額進行強制贖回。

### III.新雙盈 A 的份額餘額大於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍

若對新雙盈 A 與新雙盈 B 的有效申購與贖回申請進行確認後，新雙盈 A 的份額餘額大於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍，則所有經確認有效的新雙盈 B 的申購申請全部予以成交確認，並對新雙盈 A 分以下三種情形進行處理：

- (I)在對新雙盈 B 的有效申購與贖回申請進行確認後，若僅對新雙盈 A 的有效贖回申請進行確認，新雙盈 A 的份額餘額等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍，則對新雙盈 A 的有效申購申請全部不予確認。

- (II)在對新雙盈 B 的有效申購與贖回申請進行確認後，若僅對新雙盈 A 的有效贖回申請進行確認，新雙盈 A 的份額餘額仍大於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍，則對新雙盈 A 的有效申購申請全部不予確認，並按照新雙盈 A 的份額餘額等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍的原則，對新雙盈 A 的份額餘額進行按比例強制贖回。
- (III)在對新雙盈 B 的有效申購與贖回申請進行確認後，若僅對新雙盈 A 的有效贖回申請進行確認，此時新雙盈 A 的份額餘額小於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍，則按照新雙盈 A 的份額餘額等於新雙盈 B 份額餘額的三分之二倍的原則，對新雙盈 A 的有效申購申請按當日申請比例進行成交確認，而不會對新雙盈 A 既有的份額餘額進行強制贖回<sup>96</sup>。

## (二)定期封閉式

定期封閉式係採無保留母基金份額，以定期封閉的基金型態發行且子份額上市交易的運作模式，如長盛同慶分級基金(參閱第三章第一節)、泰達宏利聚利分級債券基金以及浦銀安盛增利分級債券基金<sup>97</sup>等。

泰達宏利聚利分級債券基金成立於 2011 年 5 月 13 日，封閉期為 5 年，採合併募集方式。在封閉期內，投資者認購的場內與場外基金份額均自動按照 7：3 的比例分離為預期收益與風險不同的兩種份額類別，即優先類基金份額（基金份額簡稱「聚利 A」）與進取類基金份額（基金份額簡稱「聚利 B」）。兩類基金份額的基金資產合併運作，且同時在深圳證券交易所分別上市與交易。該基金已於 2016 年

<sup>96</sup> 參閱信誠基金管理有限公司網站，「信誠新雙盈分級債券型證券投資基金招募說明書」，<http://www.citicprufunds.com.cn/pc/article?id=244240>，2017 年 6 月 21 日。

<sup>97</sup> 參閱「浦銀安盛穩健增利債券型證券投資基金(LOF)招募說明書」，[http://www.py-axa.com/wd/20170726\\_pywjzl\\_zmsms\\_zw\\_1701.pdf](http://www.py-axa.com/wd/20170726_pywjzl_zmsms_zw_1701.pdf)，2017 年 7 月 26 日。

5月13日轉換成契約型上市開放式基金(LOF)，基金名稱變更為「泰達宏利聚利債券型證券投資基金(LOF)」<sup>98</sup>。

### (三)半封閉式(或半開放式)

半封閉式係採無保留母基金份額，A份額不上市交易僅定期開放申贖，且B份額上市交易但不能申贖的運作模式，大部分運用於債券型基金，如瑞福分級基金(參閱第三章第一節)、中海惠豐純債分級債券基金、長信利鑫分級債券基金以及中銀互利分級債券基金<sup>99</sup>等。以下針對中海惠豐純債分級債券基金，以及長信利鑫分級債券基金的產品設計進行簡要說明。

#### 1. 案例一：中海惠豐純債分級債券基金(每2年為一個運作週期)

##### (1) 分級與募集方式

中海惠豐純債分級債券基金成立於2013年9月12日，每2年為一個運作週期，基金份額分為惠豐A份額、惠豐B份額兩類，採分開募集方式，基金資產合併運作的方式<sup>100</sup>。

<sup>98</sup> 參閱泰達宏利基金管理有限公司網站，「泰達宏利聚利分級債券型證券投資基金封閉運作期屆滿並進行基金份額轉換的公告」，

[http://www.mfcteda.com/Info/1161882?\\_tp\\_location=33&\\_tp\\_parentId=458828&\\_tp\\_depth=0&\\_tp\\_condition=&\\_tp\\_orderby=74a9f0c6bc923849cb9f6725ff4c68d88651752fbae9b219](http://www.mfcteda.com/Info/1161882?_tp_location=33&_tp_parentId=458828&_tp_depth=0&_tp_condition=&_tp_orderby=74a9f0c6bc923849cb9f6725ff4c68d88651752fbae9b219)，2016年5月10日；

以及「泰達宏利聚利分級債券型證券投資基金招募說明書」，

[http://www.mfcteda.com/Info/459958?\\_tp\\_location=115&\\_tp\\_parentId=458828&\\_tp\\_depth=0&\\_tp\\_condition=&\\_tp\\_orderby=74a9f0c6bc923849cb9f6725ff4c68d88651752fbae9b219](http://www.mfcteda.com/Info/459958?_tp_location=115&_tp_parentId=458828&_tp_depth=0&_tp_condition=&_tp_orderby=74a9f0c6bc923849cb9f6725ff4c68d88651752fbae9b219)，2011年3月30日。

<sup>99</sup> 參閱「中銀互利分級債券型證券投資基金招募說明書」，

<http://www.bocim.com/Channel/71210?id=px130906192005968001>，2013年9月7日。

<sup>100</sup> 根據《中華人民共和國證券投資基金法》、《公開募集證券投資基金運作管理辦法》、《中海惠豐純債分級債券型證券投資基金基金合同》(以下簡稱“《基金合同》”)的有關規定，當連續20個工作日基金資產規模低於3000萬元時，《基金合同》應當終止。鑒於截至2017年11月9日日終，該基金已出現連續20個工作日基金資產淨值低於3000萬元的情形，基金管理人已向深圳證券交易所申請終止惠豐B的上市交易和場內申購、贖回業務，獲得深圳證券交易所同意，並於2017年11月17日終止上市。基金管理人也將根據相關法律法規以及《基金合同》等規定成立基金財產清算小組，履行基金財產清算程序。參閱「中海基金管理有限公司關於中海惠豐純債分級債券型證券投資基金之惠豐B終止上市交易和終止場內申購、贖回的公告」，

<http://www.zhfund.com/contents/2017/11/14-cee600b249bf413fbc641794c92ec1d7.html>，2017年11月14日。

## (2)A 份額的約定收益率

惠豐 A 份額的約定收益將在每個分級運作週期起始日及每個申購開放日設定一次並公告，惠豐 A 份額的年約定收益率（單利）=1 年期銀行定期存款基準利率（稅前）+利差，利差的取值範圍從 0%（含）至 3%（含）。

## (3)子基金開放日與上市

基金契約生效後每個分級運作週期內，惠豐 A 份額自分級運作週期起始日起每 6 個月開放一次，接受申購與贖回申請（第 4 次開放日亦即分級運作週期到期日僅開放贖回，不開放申購）。惠豐 B 份額封閉運作並於深圳證券交易所上市交易，封閉期內不接受申購與贖回，僅於運作週期到期後的過渡期開放申贖。惠豐 B 份額的封閉期為自分級運作週期起始之日起至 2 個西曆年後對應日止，如該對應日為非工作日或該西曆年不存在對應日者，則封閉期屆滿日為該日之前的最後一個工作日。

## (4)份額配比與申贖

該基金募集設立時，惠豐 A 份額、惠豐 B 份額的份額配比原則上不超過 7:3。基金管理人將以惠豐 B 份額的最終發售規模為基準，按照不超過 7:3 的份額配置比例對惠豐 A 份額的有效認購申請進行確認。

運作週期到期後的次日起（含），該基金將安排不超過 10 個工作日的過渡期，過渡期包括份額折算確認日、惠豐 B 份額的開放期以及惠豐 A 份額的申購期三個階段（過渡期內不開放惠豐 A 份額的贖回，惠豐 A 份額的贖回僅能在開放日進行）。惠豐 B 份額的開放

期結束後，基金管理人將以惠豐 B 份額的開放期結束後的惠豐 B 份額餘額為基準，決定是否開放惠豐 A 份額的申購。如果在惠豐 A 份額申購期開始前，惠豐 A 份額的份額餘額小於 7/3 倍的惠豐 B 份額開放期末的份額餘額，則開放惠豐 A 份額的過渡期申購；如果在惠豐 A 份額申購期開始前，惠豐 A 份額的份額餘額已經大於或等於 7/3 倍的惠豐 B 份額開放期末的份額餘額，則不再開放惠豐 A 份額的過渡期申購，並按惠豐 A 份額和惠豐 B 份額兩級份額配比不超過 7:3 的原則，對全部惠豐 A 份額按比例進行確認，超出部分以現金形式返還投資者<sup>101</sup>。

## 2. 案例二：長信利鑫分級債券基金（5 年分級運作）

### (1) 分級與募集方式

長信利鑫分級債券基金成立於 2011 年 6 月 24 日，分為利鑫 A 與利鑫 B 兩級基金份額，採分開募集，基金資產合併運作的方式。

根據基金契約的規定，基金契約生效後 5 年期屆滿即 2016 年 6 月 24 日，無需召開基金份額持有人大會，該基金自動轉換為上市開放式基金（LOF），該基金已於 2016 年 6 月 25 日運作期屆滿轉換為「長信利鑫債券型證券投資基金（LOF）」。

### (2) A 份額的約定收益率

利鑫 A 的約定收益將在每個開放日設定一次並公告，利鑫 A 的年收益率（單利）= 1.1×1 年期銀行定期存款利率+0.8%

### (3) 子基金開放日與上市

---

<sup>101</sup> 參閱「中海惠豐純債分級債券型證券投資基金更新招募說明書（2017 年第 1 號）」，[http://www.zhfund.com/upload/pdf/1493082790703-zhhfczfjzqxzqtzjjgxzmsms\(2017nd1h\).pdf](http://www.zhfund.com/upload/pdf/1493082790703-zhhfczfjzqxzqtzjjgxzmsms(2017nd1h).pdf)，2016 年 5 月 10 日。

基金契約生效之日起 5 年內，利鑫 A 在基金契約生效後每滿 6 個月開放一次，接受投資者的申購與贖回。利鑫 B 封閉運作，封閉期內不接受申購與贖回，並於深圳證券交易所上市交易。

#### (4)份額配比與申贖

該基金募集設立時，利鑫 A、利鑫 B 的份額配比原則上不超過 2:1。

在每一個開放日的下一個工作日，所有經確認有效的利鑫 A 的贖回申請全部予以成交確認，所有經確認有效利鑫 A 的申購申請，基金管理人按照歷史累計申購份額數不超過歷史累計贖回份額數的原則進行成交確認。如果對利鑫 A 的全部有效申購申請進行確認後，利鑫 A 的累計申購份額數小於或等於累計贖回份額數，基金管理人將對全部有效申購申請進行成交確認；如果利鑫 A 的累計申購份額數大於累計贖回份額數，則對全部有效申購申請按比例進行成交確認<sup>102</sup>。

## 二、比較分析

綜合前面不同類型的分級基金產品設計，依母子基金能否申贖以及是否上市交易等條件，得以分為母基金開放式、子基金開放式、定期封閉式以及半封閉式等四種類型，其中母基金開放式為中國大陸目前多數股票型分級基金所採取的模式，債券型基金則多採取半封閉式，其次為子基金開放式的模式，定期封閉式的模式則存在於少數幾檔股票型與債券型的分級基金（參見表 4-6）。

---

<sup>102</sup> 參閱「長信利鑫債券型證券投資基金（LOF）更新的招募說明書 2017 年第【2】號」，[http://www.cxfund.com.cn/upload/fck/userfiles/file/2017-08-07-105552-changxinlixinzhaoomushuomin\\_gshu20170807.pdf](http://www.cxfund.com.cn/upload/fck/userfiles/file/2017-08-07-105552-changxinlixinzhaoomushuomin_gshu20170807.pdf)，2017 年 8 月 7 日。

考量國內基金市場散戶投資人的比重仍高，過度複雜的商品設計，一般投資人難以理解，未來引發紛爭的可能性較高。因此，建議依循分級基金的槓桿概念，初期發展相對較為簡單的產品設計，如採取子基金開放式的模式。該模式採取子基金定期開放的方式，且未涉及上市交易層面，得以避免上市折溢價的問題，相對較為單純與可行。俟投資人能夠理解分級基金的設計概念，再陸續推出其他運作模式的分級基金產品，利於未來分級基金市場的穩健發展。

表 4-6：分級基金運作模式比較

項目 \ 模式		母基金開放式	子基金開放式	定期封閉式	半封閉式
母份額	能否申贖	✓	×	×	×
	是否上市	上交所✓ 深交所×	×	×	×
A份額	能否申贖	× 得透過配對轉換 為母份額申贖	✓ 定期開放	×	✓ 定期開放
	是否上市	✓	×	✓	×
B份額	能否申贖	× 得透過配對轉換 為母份額申贖	✓ 定期開放	×	×
	是否上市	✓	×	✓	✓
分級運作期限		無期限	無期限	有期限	通常有期限
產品案例		國投瑞銀瑞和滬深 300 分級基金以及目前多數股票型分級基金	易方達聚盈分級債券基金、信誠新雙盈分級債券基金、中海惠利純債分級債券基金	長盛同慶分級基金、泰達宏利聚利分級債券基金以及浦銀安盛增利分級債券基金	瑞福分級基金、中海惠豐純債分級債券基金、長信利鑫分級債券基金以及中銀互利分級債券基金

資料來源：本研究整理

## 貳、管理面

針對分級基金的產品特性與風險，建議針對以下各項進行規範，以減少可能產生的問題，利於分級基金產品的穩健發展。

## 一、投資者適當性管理

目前國內證券市場商品，主管機關對於具槓桿性或風險較高者，即要求具一定資格條件的投資人才可以參與，包括槓桿反向型 ETF 以及結構型商品等。因此，分級基金得參照槓桿反向型 ETF 或結構型商品的投資人資格條件進行規範。

### (一)槓桿反向型 ETF 的投資人資格條件

依據「臺灣證券交易所股份有限公司受益憑證買賣辦法」第4條，以及「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心指數股票型基金受益憑證買賣辦法」第3條之1規定，買賣槓桿反向型 ETF 之投資人，除符合境外結構型商品管理規則所稱專業投資人、證券投資信託事業所經理之私募證券投資信託基金、期貨信託事業對符合一定資格條件之人募集之期貨信託基金、證券投資信託事業或證券投資顧問事業或證券經紀商兼營證券投資顧問事業所經理之全權委託投資帳戶及期貨經理事業所經理之全權委託投資帳戶外，應具備下列條件之一：

- 1.已開立信用交易帳戶；
- 2.最近一年內委託買賣認購（售）權證成交達十筆（含）以上；
- 3.最近一年內委託買賣臺灣期貨交易所上市之期貨交易契約成交達十筆（含）以上等。

### (二)結構型商品的投資人資格條件

依據「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商營業處所經營衍生性金融商品交易業務規則」第 19 條第 7 項規定，證券商辦理衍生性金融商品交易業務有關商品適合度、商品風險告知及揭露、錄音或錄影方式及得對屬自然人之一般客戶提供之商品種類等應遵循事項，由櫃買中心訂定並報請主管機關核定後公告之。

另依「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商辦理衍生性金融商品交易業務應注意事項」第 22 條規定，證券商對屬自然人之一般客戶銷售結構型商品，其銷售對象應有衍生性金融商品或結構型商品交易經驗或曾從事金融、證券、保險等相關行業之經歷。所稱之交易經驗係指客戶曾承作或投資單項或組合之衍生性金融商品、期貨、保證金交易、認購（售）權證、可轉(交)換公司債、附認股權有價證券、認股權憑證等具有衍生性金融商品性質之國內外有價證券、結構型商品、境外結構型商品等交易之經驗。銷售對象應具備之交易經驗或經歷之認定，得以客戶聲明或依證券商內部作業程序辦理。

因此，若分級基金採不上市交易的模式，建議可比照結構型商品的投資者適當性管理標準進行規範。惟若採取上市交易的模式，考量次級市場的流動性，建議比照槓桿反向型 ETF 的投資者適當性管理標準進行規範。

## 二、分級基金募集方式

中國大陸的分級基金可以採取合併募集並分拆，以及兩類子份額分開募集兩種募集方式。合併募集方式通常保留母基金份額進行申贖，且搭配子份額上市交易的模式，將場內認購份額按比例分拆為兩類子份額並上市交易，兩類子份額通常保持固定的比例。

前文所述的子基金開放式以及半封閉式模式，一般採取分開募集的方式，係透過比例配售實現兩類份額的配比，兩類子份額的比例通常不固定。分開募集的產品通常不存在可以直接申贖的母份額，亦即母份額屬於虛擬性質。在募集過程中，通常會先對 B 份額進行募集，進而確定 A 份額的募集上限。此外，A 份額與 B 份額會向不同的投資族群募集，A 份額由於具有低風險特徵，多向銀行端投資人募集，而 B 份額由於具有槓桿，多向證券商端的投資人募集。

分級基金發展初期，基於其係滿足不同風險收益偏好的投資需求，兩類子基金應有不同的投資族群，且兩類子基金的產品特性與風險存在大幅差異，將其區分為兩類產品分開募集，銷售端較容易進行銷售說明，投資人亦較容易瞭解。此外，前述的投資者適當性管理亦可以僅針對購買 B 份額的投資人進行規範。

當分級基金在國內發展一段期間，且投資人對於分級基金具有一定的認識後，將來配合母基金開放式的引進，考慮該種模式保留母基金進行申贖以及配對轉換機制的設計，得增加合併募集方式，以利實務運作面的執行。

### 三、槓桿倍數上限

為適度控管分級基金的風險，應訂定槓桿倍數的上限，如中國大陸發布「分級基金產品審核指引」，限制債券型分級基金的初始槓桿率不超過 10/3 倍，股票型分級基金的初始槓桿率不超過 2 倍。且股票型分級基金的淨值槓桿率不超過 6 倍，無固定分級運作期限之債券型分級基金的淨值槓桿率不超過 8 倍。

### 四、保護條款設計

由於分級基金中的槓桿份額屬於獲得基金剩餘收益或承擔其餘風險的基金份額，為防止槓桿份額歸零的情況發生，分級基金應具有保護條款的設計，如前文所述的不定期折算與同漲同跌機制。其他的機制尚包括：

### (一)提前轉型條款

部分基金未設置不定期折算條款，而設置了提前轉型條款，如國投瑞銀瑞福深證 100 指數分級證券投資基金。當 B 份額淨值小於或等於 0.25 元，或 A 份額少於 5000 萬份時，直接轉型為深證 100LOF，其中 A 份額的資產將以現金形式給付，B 份額資產則轉入國投瑞銀瑞福深證 100 指數證券投資基金（LOF）<sup>103</sup>。

### (二)基金契約終止

部分基金採取終止基金契約的方式，如易方達聚盈分級債券基金。當任一聚盈 B 開放日的申購贖回確認後，聚盈 B 資產淨值低於 5000 萬元時，經管理人與託管人協商後，基金管理人決定不開放聚盈 A 的申購並終止基金契約。以及基金契約生效後任一交易日日終，聚盈 B 份額淨值小於或等於 0.2000 元，則終止基金契約<sup>104</sup>。

### (三)運作期提前到期機制

部分基金採取運作期提前到期機制，如興全合潤分級混合型證券投資基金。該基金契約成立後，場內合潤基金份額按照 4：6 的比例分成合潤 A 份額與合潤 B 份額，且分別在深圳證券交易所上市交易。

<sup>103</sup> 參閱國投瑞銀基金管理有限公司網站，「國投瑞銀瑞福深證 100 指數分級證券投資基金基金合同」，<http://www.ubssdic.com/upload/20120711/201207111341989777039.pdf>，2012 年 7 月 12 日。

<sup>104</sup> 參閱易方達基金管理有限公司，「易方達聚盈分級債券型發起式證券投資基金更新的招募說明書」，<http://www.efunds.com.cn/html/171/171368.htm>，2017 年 6 月 27 日。

該基金的每個運作期為三年，在運作期到期時按合潤 A 份額與合潤 B 份額關係約定進行基金份額的折算及場內份額的分拆<sup>105</sup>，同時進入下一個運作期。

當興全合潤母基金份額淨值高於 0.5 元但小於等於 1.210 元時，合潤 A 份額獲得其份額期初淨值（1.000 元/份），而合潤 B 份額獲得剩餘收益或承擔其餘損失；當合潤母基金份額淨值高於 1.210 元之後，合潤 A 份額、合潤 B 份額與合潤母基金份額享有同等的份額淨值增長率。惟當合潤母基金份額淨值不高於 0.500 元，則觸發運作期提前到期機制<sup>106</sup>。

## 五、資訊揭露

分級基金的產品特性與風險，不同於一般的傳統基金，建議於公開說明書、銷售文件以及廣告文宣等，應揭露分級基金特有的事項包括：

### (一) 基金份額的分級及淨值計算規則

應揭露分級基金的分級方式、各子份額的收益規定以及淨值計算方式等。

### (二) 基金份額的申購、贖回

---

<sup>105</sup> 運作期到期日基金份額的折算，指運作期到期日合潤 A 份額與合潤 B 份額按屆時各自份額淨值與合潤基金份額淨值之比折算為合潤基金份額，並且折算後將所有合潤基金份額淨值調整為 1.0000 元。在基金份額折算後，將場內的合潤基金份額按照 4：6 的比例分拆成合潤 A 份額與合潤 B 份額。

<sup>106</sup> 參閱興全基金管理有限公司，「興全合潤分級混合型證券投資基金更新招募說明書」，<http://www.xcfunds.com/info.dohscontentid=121605.htm>，2017 年 12 月 6 日。

不論是否保留母份額提供投資人隨時申請申贖，或僅提供特定的開放日才能進行贖回，以及申贖的相關規範等，皆應明確揭露於相關文件。

### (三)分級基金份額折算應揭露事項

分級基金的折算方式包括定期折算與不定期折算等，不論是屬於何種折算方式，皆應明確揭露折算的時點、條件以及折算方式等。

### (四)保護條款的揭露

若分級基金設置如前所述的保護條款，如提前轉型、基金契約終止或運作期提前到期等條件，皆應充分揭露在相關文件。

### (五)分級基金分級運作期到期的處理方式

若分級基金設置分級運作期，則應揭露到期時之處理方式，且應在基金契約中揭露是否召開受益人大會。前述處理方式得包括：基金終止運作、兩類子份額折算為母基金份額並開放申贖或轉入新的分級運作期。

### (六)子份額特有風險揭露

分級基金的子份額具有不同的風險收益特徵，建議應針對子份額特有的風險進行揭露，包括：

#### 1.A 份額無法獲得約定收益並損失本金的風險

A 份額具有風險相對較低、收益相對穩定的特性，惟在極端情形下，基金資產可能發生大幅度虧損，導致 A 份額持有人可能無法取得約定收益甚至損失本金的風險。

## 2.A 份額約定收益率變動風險

A 份額的約定收益率可能每年重新設定，一年定期存款利率以及利差的變動將影響 A 份額的約定收益率，A 份額存在約定收益率變動的風險。

## 3.強制贖回風險

基於控管基金槓桿上限的目的，須對 A 份額與 B 份額的配比進行控制，子份額持有人可能面臨既有份額被強制按比例贖回的風險。

## 4.流動性風險

若基金份額並非隨時可以申請贖回，僅於特定的開放日才能進行贖回，投資人未能於規定期間進行贖回，只能持有基金份額至下一贖回開放日申請贖回，投資人面臨流動性風險。

## 5.認、申購不成功的風險

在基金募集期間，基金管理人通常對 A 份額設置規模上限，A 份額投資人可能面臨認購申請無法得以成交確認的風險。

在基金存續期間，須對 A 份額與 B 份額配比進行比例上限的控管，導致投資人可能面臨申購申請無法得以成交確認的風險。

## 6.B 份額融資進行槓桿投資的風險

投資者持有 B 份額，相當於向 A 份額持有人融資進行投資，基金在扣除 A 份額的約定收益後的全部剩餘收益歸 B 份額享有，虧損以 B 份額的資產淨值為限由 B 份額首先承擔。因此，B 份額淨值存在跌至零的極端風險。

#### 7.A 份額約定收益率變動影響 B 份額收益的風險

A 份額的約定收益率由基金管理人依據市場情況與基金契約在一定範圍內確定，A 份額約定收益率的變動可能影響 B 份額的收益。

#### 8.B 份額槓桿變動風險

B 份額槓桿率取決於各級基金份額的份額配比及各級份額的份額淨值。由於基金存續期間，各級份額的份額配比會因各級份額的份額規模上限設置、申購、贖回、折算等情況而發生變化，各級份額的份額淨值也會不斷變化，因此 B 份額的槓桿大小是變動的。

#### 9.基金的收益分配

多數分級基金不進行收益分配，而係根據基金契約的約定在基金份額折算基準日對子份額進行折算，投資者可透過贖回折算後新增份額的方式獲取約定收益，但並不同於基金收益分配，投資者可能面臨基金份額贖回的價格波動風險。

#### 10.開放日的巨額贖回風險

基金在開放日發生巨額贖回，導致基金的現金支付出現困難時，基金管理人可以延緩支付贖回款項，持有人將承擔延期支付所導致的風險。

#### 11.份額折算的風險

由於分級基金各級基金份額的風險收益特徵不同，於定期折算或不定期折算時，子份額透過折算可能獲得新增的母份額，基金份額持有人所持有基金份額將面臨風險收益特徵變化的風險。

## 12.上市交易風險

上市交易後可能因資訊揭露導致基金停牌，投資者在期間不能買賣，也可能因交易對手不足產生流動性風險。

## 13.折溢價交易風險

受市場供需關係等影響，分級基金各級基金的上市交易價格與其基金份額參考淨值可能發生偏離從而出現折/溢價交易的風險。

## 14.基金轉型後風險收益特徵變化風險

部分分級基金採取定期分級運作的方式，到期時將子份額轉換為上市開放式基金（LOF），基金份額持有人所持有的基金份額將面臨風險收益特徵變化的風險。

## 15.份額配對轉換業務中存在的風險

部分分級基金提供配對轉換機制，份額配對轉換業務的辦理可能改變子份額的市場供需關係，進而影響其交易價格。此外，份額配對轉換業務可能出現暫停辦理的情形，投資者的份額配對轉換申請可能存在不能及時確認的風險。

## 參、法規制度面

現行法規並無分級基金制度，若要引進分級基金須於「證券投資信託基金管理辦法」新增法源，並於相關規章增訂分級基金的管理、交易與結算等相關事宜。

## 一、修訂「證券投資信託基金管理辦法」

有關新增分級基金的法源依據，建議於「證券投資信託基金管理辦法」第二十三條有關基金之種類新增分級基金，並配合於「第三章基金之種類」新增分級基金乙節，明確分級基金的定義及主要規範。

表 4-7：「證券投資信託基金管理辦法」修訂建議

修正條文	現行條文	說明
<p>第二十三條 基金之種類如下： 一、股票型基金。 二、債券型基金。 三、平衡型基金及多重資產型基金。 四、指數型基金。 五、指數股票型基金。 六、組合型基金。 七、保本型基金。 八、貨幣市場基金。 九、<u>分級基金</u>。 十、其他經本會核准發行之基金。</p>	<p>第二十三條 基金之種類如下： 一、股票型基金。 二、債券型基金。 三、平衡型基金及多重資產型基金。 四、指數型基金。 五、指數股票型基金。 六、組合型基金。 七、保本型基金。 八、貨幣市場基金。 九、其他經本會核准發行之基金。</p>	<p>開放證券投資信託事業得發行募集分級基金，新增第九款。</p>
<p><b>第十節 分級基金</b></p>	<p>(本節新增)</p>	<p>第三章新增第十節以明確分級基金的定義及主要規範。</p>

## 二、修訂其他主要規章

配合分級基金的引進，除於「證券投資信託基金管理辦法」新增法源依據以及主要規範外，尚須配合修訂其他規章，主要包括：

### (一)發行面

不論分級基金是否規劃上市交易，針對其募集之核准，包括應檢附之書件、審核程序、核准或申報生效之條件及其他應遵行事項；分級基金之募集、發行、銷售及其申購或買回之作業程序，以及分級基金淨資產價值之計算標準等，配合修訂「證券投資信託事業募集證券

投資信託基金處理準則」、「中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會證券投資信託基金募集發行銷售及其申購或買回作業程序」以及「證券投資信託基金資產價值之計算標準」等。

若分級基金規劃上市交易，其上市流程與規範建議參考目前 ETF 相關作業規範，主要包括「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」等。

## (二)交易面

中國大陸分級基金的上市交易，係於深圳證券交易所以及上海證券交易所分別建置的上市開放式基金（LOF）交易平台進行競價交易。反觀國內類似的平台應屬櫃買中心設置的「開放式基金受益憑證交易平台」，該平台自 2014 年 10 月 27 日起上線，係採議價交易，投信業者的基金掛牌，須尋求自營商進行造市。截至 2017 年 10 月底止，計 32 檔基金掛牌，日均量約新臺幣 15 萬元，交易情況相對冷清，功能亦相當有限。

若分級基金規劃上市交易，建議以證券交易所為交易平台，主係考量其能見度較高，較易吸引投資人的目光，成功機率相對較高。同時得一併引進上市開放式基金交易制度，增加開放式基金的流通管道。因此，須配合修訂的規範主要包括「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」與「臺灣證券交易所股份有限公司受益憑證買賣辦法」等。

此外，為提高分級基金的流動性，建議一般法人與證券商皆可擔任流動量提供者（Liquidity Provider）從事分級基金的造市，以增加造市的參與者，並降低折溢價，故須配合修訂「臺灣證券交易所股份有限公司受益憑證流動量提供者作業要點」等。

### (三)交割面

若分級基金規劃上市交易，除交易制度的配合修訂外，尚須考量其交割與帳簿劃撥作業，須配合修訂的法規主要包括「臺灣集中保管結算所股份有限公司業務操作辦法」，以及增訂相關帳簿劃撥作業配合事項。

### (四)資訊揭露

分級基金的產品設計相對較為複雜，其中槓桿級別子基金的相關產品特性與風險資訊更顯重要，須配合修訂的規範主要為「證券投資信託基金管理辦法」與「證券投資信託事業募集證券投資信託基金公開說明書應行記載事項準則」等。若規劃上市交易，則須配合修訂「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法」等。

茲將引進分級基金須配合修訂的主要規範，彙整列示於表 4-8。

表 4-8：主要規章修訂重點

類別	主要法規	修訂重點
發行面	「證券投資信託基金管理辦法」	新增法源依據以及主要規範。
	「證券投資信託事業募集證券投資信託基金處理準則」	規範分級基金募集之核准，包括應檢附之書件、審核程序、核准或申報生效之條件及其他應遵行事項等。
	「證券投資信託基金募集發行銷售及其申購或買回作業程序」	分級基金之募集、發行、銷售及其申購或買回之作業程序。
	「證券投資信託基金資產價值之計算標準」	規範分級基金淨資產價值之計算標準。
	上市交易： 「臺灣證券交易所股份有限公司有價證券上市審查準則」	上市流程與相關規範。
交易面 (上市交易)	「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」、「臺灣證券交易所股份有限公司受益憑證買賣辦法」	規範相關交易辦法。
	「臺灣證券交易所股份有限公司受益憑證流動量提供者作業要點」	增訂分級基金流動量提供者制度，以提高流動性。
交割面 (上市交易)	「臺灣集中保管結算所股份有限公司業務操作辦法」以及增訂相關帳簿劃撥作業配合事項	若分級基金上市交易，規範相關交割與帳簿劃撥作業。
資訊揭露	「證券投資信託基金管理辦法」	規範分級基金定期與不定期應公告與申報事項。
	「證券投資信託事業募集證券投資信託基金公開說明書應行記載事項準則」	規範分級基金公開說明書應行記載的事項。
	上市交易： 「臺灣證券交易所股份有限公司對有價證券上市公司及境外指數股票型基金上市之境外基金機構資訊申報作業辦法」	若分級基金上市交易，須規範上市方面應定期與不定期公告與申報事項。

資料來源：本研究整理

## 第五章 結論與建議

### 壹、美、英與中國大陸分級基金制度比較

美國與英國的分級基金皆屬於公司型，且皆為封閉式基金的類型。其中，美國的分級基金運作模式，是以發行優先股的方式進行槓桿操作。該類基金的普通股一般在交易所進行交易，而優先股不上市交易。

英國的分割資本信託 (Split Capital Investment Trust) 即為分級基金的模式，亦是一種槓桿型封閉式基金，主要是以投資信託公司的形式運行。該類基金較常見的份額類型，依據求償風險由低至高，可以分為零息優先級別 (Zero Dividend Preference Shares)、收入級別 (Income Shares)、普通收入級別 (Ordinary Income Shares) 及資本級別 (Capital Shares) 等，且各級份額皆可上市交易。

中國大陸的分級基金屬於契約型，與我國的法律架構較為相近，亦較具參考價值。最初推出分級基金主係為突破封閉式基金發展的瓶頸，其後逐漸拓展到開放式基金領域，並在開放式基金中得到長足的發展。

中國大陸的分級基金將基金的所有資產分為兩種不同的份額 (即子份額)，兩種份額成為獨立的產品，投資者可以單獨進行買賣，其權益與承擔的風險各不相同。其中一種份額為低風險份額，也稱為穩健份額或 A 類份額，該類份額類似固定收益產品，通常獲取約定利率的固定收益，且是先於高風險份額優先獲取，風險較小。另一類份額為高風險份額，也稱為進取份額或 B 類份額，該類份額獲取支付

予穩健份額之後的剩餘收益。兩類份額的資金係合併成一檔基金進行運作，由相同基金經理或管理團隊進行運作管理。

茲將美國、英國與中國大陸的分級基金制度，彙整比較於表 5-1。

表 5-1：各國分級基金制度比較

地區 項目	美國	英國	中國大陸
主要規範	投資公司法	公司法	證券投資基金法、 分級基金產品審核 指引
類型	槓桿型基金(發行優 先股方式)	分割資本投資信託	分級基金
法律架構	公司型	公司型	契約型 (信託架構)
基金性質	封閉式	封閉式	封閉式 開放式
投資人持有的 權益	股份	股份	信託單位
分級類別	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 優先級別：收益來源主要為股息發放，於基金清算時，亦可優先享有對基金收入與資產的權利。</li> <li>• 普通級別：收益來源為基金的投資收益。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 零息優先級別：無利息收入，於基金到期時，按照事先約定的價格贖回，類似零息債券；於持有到期時，優先於其他級別的投資人，取得事先約定的資本增值收益。</li> <li>• 收入級別：享有固定的利息收入，利息配發按照約定的時間，類似定期付息的債券。</li> <li>• 普通收入級別：享有固定的利息收益，亦享有部分的投資收益。</li> <li>• 資本級別：無固定收益，須承擔大部分投資的損益。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 穩健份額(A份額)：獲取約定收益，少數參與部分利潤分成。</li> <li>• 進取份額(B份額)：獲取剩餘損益。</li> </ul>
類別數目	兩類	兩類以上	兩類
各級別	優先級別一般不上	皆可上市	皆可上市

上市與否	市交易。		
期限	除強制可贖回優先股外，並無期限。	一般為 7-10 年	永續分級運作 定期分級運作
投資人資格 有無限制	無	無	有
規模	2016 年底美國封閉式基金資產規模約 2,620 億美元，其中發行優先股的資產規模約 260 億美元。	2017 年 7 月英國分割資本信託資產管理規模約 13.7 億英鎊。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2017 年 9 月底深交所上市的分級基金規模為 757 億份，市值為人民幣 676 億元。</li> <li>• 2017 年 9 月底上交所上市的分級基金規模為 14.68 億份。</li> </ul>

資料來源：本研究整理

## 貳、分級基金運作模式分析

中國大陸的分級基金運作模式，依據是否保留母基金份額提供申贖，以及子基金份額是否上市等，尚得以劃分為子基金開放式、定期封閉式、半封閉式以及母基金開放式等四種。其中，母基金開放式為目前股票型分級基金的主流模式，該模式保留母份額進行申購與贖回，並將子份額上市交易，同時提供配對轉換機制等。子基金開放式係採無保留母基金份額，子份額皆不上市交易且定期開放的運作模式。定期封閉式係採無保留母基金份額，以定期封閉的基金型態發行且子份額上市交易的運作模式。半封閉式係採無保留母基金份額，A 份額不上市交易僅定期開放申贖，且 B 份額上市交易但不能申贖的運作模式（詳參第四章第二節）。

分析前述分級基金四種模式的優缺點，比較列示於表 5-2。

表 5-2：分級基金運作模式優缺點分析

優缺點 模式	優點	缺點
母基金開放式	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 同時提供母基金進行申贖，以及基金的次級交易市場，基金的流動性較佳。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 涉及上市交易制度，以及配對轉換機制，產品設計較為複雜。</li> <li>• 由於交易面所產生的問題較多，易引發紛爭。</li> </ul>
子基金開放式	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 未涉及子份額上市交易，產品設計相對較為單純。</li> <li>• 子份額皆得定期以淨值贖回，無折溢價的問題。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 無提供次級交易市場，且並非每日可申贖，影響基金的流動性。</li> </ul>
定期封閉式	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 定期封閉期間基金規模固定，無贖回壓力，有利基金經理人進行操作。</li> <li>• 子份額皆上市交易，流動性較佳。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 定期封閉期間，如同封閉式基金，無法以淨值進行申贖，交易價格可能偏離淨值。</li> </ul>
半封閉式	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 子份額的設計可以兼顧場內場外投資人的需求，A 份額符合追求固定收益的場外投資人申贖需求；B 份額符合追求短期槓桿收益的場內投資人流動需求。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 由於 A 份額在開放日的申贖結果將影響實際槓桿，因此在 A 份額開放日前後，B 份額折溢價率可能出現大幅波動。</li> </ul>

## 參、我國引進分級基金的規劃建議

### 一、產品設計的規劃

若依據產品簡易度、流動性、是否容易產生紛爭、投資人申贖需求以及是否有利經理人操作等構面，分析比較分級基金的四種模式，可以發現四種模式各具優勢，端視主要訴求而定（參見表 5-3）。茲分述如下：

#### (一)最單純的產品--子基金開放式

前文所述分級基金所引發的問題包括：下折造成投資人短期內遭受重大損失、10%的漲跌停限制致價格大幅偏離淨值、下折基準日仍

可以交易致投資人誤買以及分級基金空倉上市引發的爭議等，皆與子份額上市的交易制度相關。因此，若以較單純的產品設計原則，減少市場紛爭的角度觀之，分級基金採取子基金開放式的運作模式較能符合需求。該模式的子份額未上市交易，無折溢價的問題，且皆可以定期以淨值贖回，產品設計相對較為單純。

惟子基金開放式並無提供次級交易市場，且並非每日可申贖，基金的流動性不佳，恐影響投資人的投資意願。尤其，針對 B 份額的潛在客群，其較偏向追求短期的槓桿收益者，恐無法滿足其投資需求。

## (二)符合投資人與經理人需求下的折衷產品--半封閉式

針對子基金開放式無法符合 B 份額投資人的短期流動需求，半封閉式的運作模式可以彌補前述的不足，且相對於母基金開放式的複雜度，仍相對較為單純；在基金經理人操作面亦優於母基金開放式與子基金開放式。雖然其 B 份額上市交易，可能產生在 A 份額開放日前後，B 份額折溢價率出現大幅波動的問題。然而，半封閉式應為兼顧各構面下最為折衷的產品類型。

## (三)兼顧流動性與經理人操作的產品--定期封閉式

定期封閉式的運作模式在定期封閉期間，如同封閉式基金，無法以淨值進行申贖，有利基金經理人進行操作，惟可能不符合投資人的申贖需求。但是，兩類子份額皆上市交易，得以創造較佳的流動性。

## (四)兼顧投資人申贖需求與流動性的產品--母基金開放式

母基金開放式的運作模式如同開放式基金，保留母份額提供投資人進行申贖，且提供次級交易市場創造流動性。此外，設計配對轉換機制提供套利空間，以縮小折溢價。惟產品設計較為複雜，投資人較

難理解，致衍生的問題較多，易引發紛爭。但是，卻是能夠兼顧投資人申贖需求與流動性的產品。

基於國內基金市場投資人結構散戶比重仍高的特性，初期發展相對較為簡單的產品設計，如採取子基金開放式的模式，以減少引進新產品可能衍生的問題與衝突。惟長期觀之，分級基金各種運作模式各具特色與優勢，應給予投資人多元化的選擇，以及業者創新發展的空間，以促進國內基金市場的創新發展。因此，建議未來得配合引進上市開放式基金交易制度，提供分級基金的次級交易市場，不僅讓不同運作模式的分級基金得以發展，同時可增加開放式基金的流通管道。

表 5-3：分級基金運作模式主要構面比較

模式 構面	母基金開放式	子基金開放式	定期封閉式	半封閉式
產品簡易度	★	★★★★	★★★	★★
流動性	★★★★	★	★★★	★★
紛爭機率低	★	★★★★	★★★	★★
投資人申贖需求	★★★★	★★★	★	★★
有利經理人操作	★	★★	★★★★	★★★

註：★★★★表示最佳；★★★表示次佳；★★表示普通；★表示最差。

## 二、適當的投資人教育基礎

探討中國大陸分級基金的發展歷程與經驗，所引發的問題雖肇因於股市急速反轉下跌所致，事實上皆與投資人本身不瞭解產品特性有關。因此，滬深證券交易所遂於 2016 年 11 月 25 日發布「分級基金業務管理指引」，並自 2017 年 5 月 1 日起施行。其中，針對投資者適當性進行規範，要求個人須滿足申請開通權限前 20 個交易日，日均證券類資產不低於人民幣 30 萬元的門檻條件，且通過綜合評估並

簽署「分級基金投資風險揭示書」，才可申請開通分級基金子份額買入以及基礎份額分拆的許可權。

因此，未來國內若要引進分級基金，當在適當的投資人教育基礎下，導入相關的制度，較能避免相關的紛爭，並引導分級基金產品穩健發展。

### 三、引進分級基金推動進程規劃

綜合本文第四章與第五章有關國內引進分級基金之規劃建議，初期推動相對簡易型的分級基金產品，引導與教育投資人對於分級基金的認識，再逐步配合臺灣證券交易所新商品制度的規劃時程，建立開放式基金上市交易制度，陸續推出其他運作模式的分級基金產品，以穩健發展國內分級基金市場。茲將引進分級基金推動進程規劃與主要配套建議，以圖 5-1 加以列示。

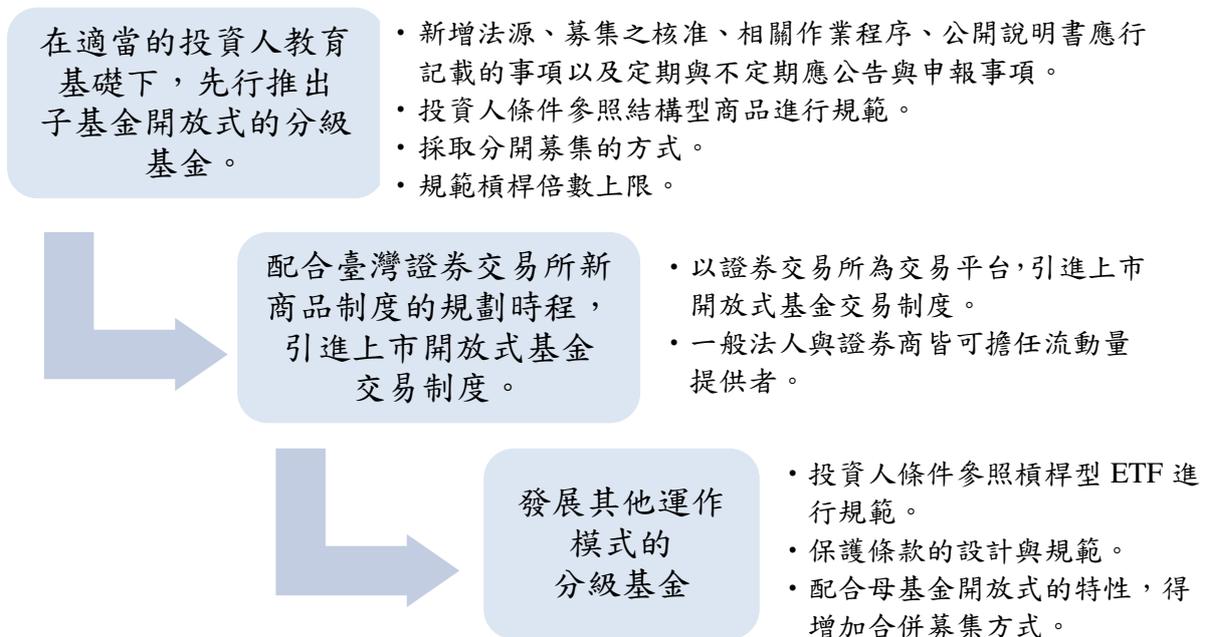


圖 5-1：分級基金推動進程規劃與主要配套建議

#### 四、創新與監管間的平衡

中國大陸的分級基金由於不同條款的設計與組合，幾乎沒有兩檔分級基金是完全一樣，也成就了分級基金的創新發展與熱潮，隨之引發諸多問題與爭議，中國大陸的主管機關因此進行整頓。雖然分級基金規模隨著監管趨嚴而下滑，惟其中的創新設計仍舊值得學習與參採。未來國內若考量在合適的基礎上引進分級基金制度，如何在產品創新面以及監管面之間取得平衡，實為相關問題的癥結所在，亦是決定產品成敗之關鍵。

## 參考資料

### 一、中文部分

何曉晴，「分級基金十字路口爭議：B類放開漲跌停限制？」，  
[http://imoney.21so.com/2015/zcgzz\\_911/1402625.html](http://imoney.21so.com/2015/zcgzz_911/1402625.html)，2015年9月11日。

李豔、莊宇飛，「金融槓桿化在美國共同基金業的運用」，上海證券報，  
<http://business.sohu.com/20110620/n310752432.shtml>，2011年6月20日。

蔡逸軒、徐楓，「我國基金產品創新研究」，International Conference on Network and Finance Development，NFD 2010，  
<http://file.scirp.org/pdf/13-1.48.pdf>

羅忠洲、邱虹宇，「英國分割資本信託研究」，浙江金融 2012 年第 1 期，2012 年 5 月 22 日。

「一箭雙雕：美國結構化分級基金」，晨星(中國)研究中心，  
<http://www.xqfunds.com/info.dohscontentid=15256.htm>，2010 年 3 月 25 日。

「基金常識—轉託管業務」，中國證券監督管理委員會，  
[http://www.csrc.gov.cn/shenzhen/xxfw/tzzsyd/jjtz/201311/t20131127\\_238827.htm](http://www.csrc.gov.cn/shenzhen/xxfw/tzzsyd/jjtz/201311/t20131127_238827.htm)，2013 年 11 月 27 日。

「配對轉換 開創中國基金交易新模式」，國泰君安證券股份有限公司，  
<https://www.gtja.com/f10.do?method=tzjqDetail&type=jczs&guid=%7B0993B984-275D-41CF-8500-83A04CE0A2ED%7D>，2010 年 4 月 22 日。

「分級基金基礎知識精講之一：瞭解核心概念」，深圳證券交易所，  
<http://www.szse.cn/main/investor/fxjy/39756575.shtml>，2015 年 8 月 18 日。

「分級基金專題（三）分級基金的定期折算」，深圳證券交易所，  
[http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs\\_front/39756746.shtml](http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs_front/39756746.shtml)，2016 年 3 月 23 日。

「分級基金專題（四）分級基金的不定期折算」，深圳證券交易所，  
[http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs\\_front/39756745.shtml](http://lefu.szse.cn/main/lefu/tzzkt/jczs_front/39756745.shtml)，2016年3月23日。

「分級基金基礎知識」，深圳證券交易所，  
<http://investor.szse.cn/main/investor/fxjy/39756571.shtml>，2015年8月17日。

「分級基金反思：產品設計與投資者教育均存嚴重問題」，中國網財經，  
<http://finance.china.com.cn/news/special/2015fjjj/20150818/3295307.shtml>，2015年8月18日。

「分級基金交易制度改進及交易策略」，  
<http://wap.eastmoney.com/ScrollNewsCont.aspx?cd=20160507621752610>，2016年5月7日；

「分級基金“大崩盤”：投資者適當性缺乏與交易制度局限」，  
<http://www.jianshu.com/p/mqDU6e>，2015年9月3日。

「監管層調研分級基金機制改革：機構提了至少7條建議」，  
[http://m.thepaper.cn/newsDetail\\_forward\\_1374940](http://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_1374940)，2015年9月14日。

「國內首只分級基金將轉為LOF 瑞福進取8月14日終止上市」，中國經濟網，  
[http://finance.ce.cn/rolling/201508/10/t20150810\\_6181257.shtml](http://finance.ce.cn/rolling/201508/10/t20150810_6181257.shtml)，2015年8月10日。

## 二、英文部分

Andy Adams and James Clunie, “Risk Assessment Techniques for Split Capital Investment Trusts”, May 2003.

Andrew Adams, “The Spilt Capital Investment Trust Crisis”, John Wiley&Son, November 2004.

Andrew Adams, “The Split Capital Investment Trust Crisis”, John Wiley & Sons, August 2005.

James Pigott, “Masterclass: Split Capital Trusts are under researched and can be very profitable as a result”,  
<https://whichinvestmenttrust.com/split-capital-trusts-researched-can-profitable-result>. October 17, 2014.

Timothy Edmonds, “Split capital trusts” , Parliament UK,  
<http://researchbriefings.parliament.uk/ResearchBriefing/Summary/SN03769#fullreport>. October 17, 2007.

“The Closed-End Fund Market 2016” , ICI Research Perspective VOL. 23 No.22 , April 2017.

Investment Company Institute(ICI), Frequently Asked Questions About Closed-End Funds and Their Use of Leverage,  
[https://www.ici.org/cef/background/faqs\\_closed\\_end](https://www.ici.org/cef/background/faqs_closed_end) , May 2017.

Investment Company Institute(ICI), Re: Request for Temporary Exemptive Relief from Certain Asset Coverage Requirements in Section 18(a) of the Investment Company Act for Closed-End Funds that Have Issued Auction Market Preferred Stock,  
[https://www.ici.org/policy/trading/domestic/08\\_sec\\_amps\\_com](https://www.ici.org/policy/trading/domestic/08_sec_amps_com), April 2008.

“Understanding Tender Option Bonds” ,  
<https://www.nuveen.com/Home/Documents/Default.aspx?fileId=69708> , August 2017.

“The victims of a breakdown in trusts” ,  
<http://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/investing/2769716/The-victims-of-a-breakdown-in-trusts.html> , August 3,2002.

AIC, AIC Stats ,  
<http://www.theaic.co.uk/sites/default/files/statistics/attachment/AICStats31Jul17.pdf> ,July 31,2017.

### 三、網站部分

中國證券監督管理委員會 , <http://www.csrc.gov.cn>

上海證券交易所 , <http://www.sse.com.cn>

深圳證券交易所 , <http://www.szse.cn>

中國證券登記結算有限責任公司 , <http://www.chinaclear.cn>

國投瑞銀基金管理有限公司 , <http://www.ubssdic.com>

銀華基金管理股份有限公司 , <http://www.yhfund.com.cn>

中歐基金管理有限公司 , <http://www.zofund.com>

中海基金管理股份有限公司，<http://www.zhfund.com>  
申萬菱信基金管理有限公司，<http://www.swsmu.com>  
易方達基金管理有限公司，<http://www.efunds.com.cn>  
信誠基金管理有限公司，<http://www.citicprufunds.com.cn>  
浦銀安盛基金管理有限公司，<http://www.py-axa.com>  
泰達宏利基金管理有限公司，<http://www.mfcteda.com>  
中銀基金管理股份有限公司，<http://www.bocim.com>  
長信基金管理股份有限公司，<http://www.cxfund.com.cn>  
興全基金管理有限公司，<http://www.xqfunds.com>  
巨潮資訊網，<http://www.cninfo.com.cn>

## 附錄一：

### 「引進分級基金制度之可行性研究」座談會

#### 會議紀錄

記錄：簡淑芬、吳昱柔

時間：民國 106 年 10 月 5 日（星期四）下午 2 時 30 分

地點：本基金會會議室(臺北市南海路 3 號 9 樓)

主席：邱教授顯比（臺灣大學財務金融學系）

出席：中央大學財務金融學系周教授賓凰、金融監督管理委員會證券期貨局古副組長坤榮、何副研究員靜玲、財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心黃副總經理炳鈞、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會蔡副秘書長長銘、李組長詩婷、林高級專員宜靜、元大證券投資信託股份有限公司張執行副總浴澤、富蘭克林華美證券投資信託股份有限公司聶執行副總廷一、富邦證券投資信託股份有限公司黃資深協理銘煌

列席：張總經理麗真、俞高級專員鳴、簡副研究員淑芬、吳中級專員昱柔

#### 壹、主席致詞

分級基金簡單的說就是將基金進行拆解，分成一個低風險的級別以及一個高風險的級別，低風險級別領取固定的收益，高風險級別相對具有槓桿性質。分級基金在美國、英國與中國大陸皆有一段蓬勃發展的時間。今天的討論題綱建議從最後一個議題進行討論，亦即市場有無需求的問題，若具市場需求，再繼續討論後續的制度設計等問題。台灣 ETF 的市場發展相對優於中國大陸，而中國大陸則在分級基金

市場蓬勃發展，ETF 與分級基金商品間是否具替代性，在探討市場需求時亦須考量。

## 貳、背景說明(略)

## 參、討論議題

議題一：臺灣引進分級基金制度之可行性為何？可能衍生的問題為何？

相關配套措施為何？

議題二：將分級基金於櫃買中心開放式基金平台掛牌交易，是否可行？

須配合調整相關制度為何？

議題三：引進分級基金制度應修改之法規為何？

議題四：若引進分級基金制度，證券投資信託事業發行分級基金的意願為何？投資人的投資意願如何？

## 肆、與會人員發言摘要

### ● 張執行副總浴澤（元大投信）

一、分級基金是一個大者恆大的市場，元大投資的中國大陸基金公司於三年前曾評估是否發行分級基金，最後考量本身規模太小，加上風險太高等因素，決定暫停辦理。

二、就台灣市場而言，分級基金與 ETF 並非完全替代，目前 ETF 在台灣為正向 2 倍與反向 2 倍，但是中國大陸的分級基金槓桿達 2 至 5 倍。且分級基金的優點是可以同時滿足低風險的固定收益需求，以及高風險的槓桿需求，惟須特別注意投資人保護的問題。中國大陸業者稱分級基金為「多頭的神器，空頭的絞肉機」，在股市空頭時，投資人可能幾天內就損失 8 成，容易產生紛爭，目

前中國大陸的分級基金份額約僅剩最高點時的 2 成。因此，站在資產管理業者的立場，若可以解決投資人保護的問題，分級基金是一項不錯的商品。但是，若僅限制專業投資人才可以參與，則將不利市場的發展。

- **聶執行副總廷一（富蘭克林華美投信）**

一、投資人保護在台灣絕對沒有問題，但是投資人教育則是一條長遠漫長的路。目前台灣結構型商品、正反向槓桿 ETF 即要求具有一定資格條件的投資人才可以參與，未來分級基金應該亦會比照相當的要求。

二、目前交易正反向 ETF 的投資人並非原有的基金投資人，基金市場非常需要多元化的發展，分級基金屬於創新的商品，但是結構相對較為複雜，是否可依循分級基金的槓桿概念，發展較為初級且投資人容易理解的基金商品，循序漸進地進行投資人教育較為適當。若站在業者的立場，當然會贊成開放新商品，尤其目前證券商亦可從事槓桿型的商品，投信業尚無法辦理，業務限制相對較大。

三、若探討市場需求面，市場開放初期必然不會很大，惟基金本身屬於緩慢成長的產業，短期間規模急遽成長，潛在的風險亦較大。

- **黃資深協理銘煌（富邦投信）**

一、富邦與元大同樣在中國大陸有子公司稱為方正富邦，且在中國大陸已發行分級基金，發行的時點在 2015 年 7 月，亦即股災發生時。據了解該檔分級基金也是中國大陸核准的最後一檔分級基金，之後中國大陸便未再核准分級基金的上市。

二、就本身發行分級基金的經驗，其最大的問題在於客訴。多頭時，

基金份額與交易量皆不斷增加，但是行情反轉時，客戶遭受極大的損失，造成相當多的客訴。其產生的最主要原因在於折溢價的問題，因為次級市場的漲跌停限制，使次級市場的交易價格偏離淨值，投信業者也無法將偏離的情況進行收斂。若以此觀之，上海證券交易所母份額與子份額同時上市的做法，可以即時進行母份額與子份額間的分拆與合併，似乎較深圳證券交易所的制度為佳。

三、投資人保護與教育訓練是兩回事，尤其像分級基金相對較為複雜的商品，投資人教育更顯重要。中國大陸分級基金的投資人在空頭時損失慘重，主要是並不瞭解分級基金，將次級市場的分級基金視同股票所致。

四、基於富邦在中國大陸發行分級基金的經驗，未來在台灣發行分級基金的制度設計應有適當的配套，以免投信業者承受過多的客訴問題。

- **主席**

若台灣開放分級基金制度，在座的三家業者是否有發行的意願？

- **黃資深協理銘煌（富邦投信）**

要視相關的制度設計而定。如折溢價過大所產生的客訴問題，若因制度設計或因交易市場不同，並非投信業者可以處理，其客訴卻由投信業者承擔則較為不當。

- **聶執行副總廷一（富蘭克林華美投信）**

個人較偏向開放，但是採取較為簡單的設計，如不上市交易，初期以類似英美特別股的概念發行，包括固定收益的基金以及槓桿型的

基金，以漸進方式教育投資人了解不同的商品型態。尤其富蘭克林華美投信並無證券商配合，基金上市對公司本身是一項挑戰。建議以現有基金投資人進行規劃，開放不同級別的基金商品設計絕對可行，惟是否跨大步推出分級基金商品則比較保留。

● **張執行副總浴澤（元大投信）**

- 一、就元大的立場，當時決定暫停發行分級基金的考量之一是因為市場太活絡，恐無法掌控其風險。就個人的立場，開放分級基金應有相關的配套，否則較採保留的態度。
- 二、其實分級基金的設計概念很好，一檔基金可以同時符合不同風險偏好的投資人。可以考慮分拆成兩檔基金，一檔是固定計息，一檔具槓桿特性，相對比較容易解釋，目前國內亦無類似商品可以讓投信業者發行，或許較為可行。

● **蔡副秘書長長銘（投信投顧公會）**

- 一、基於公會的立場與角度，樂見資本市場出現新的商品。投信產業的發展非常艱辛，最近 10 年台股基金的資產管理規模從 5 千多億降至 1 千多億，被動式的管理規模則大幅成長。投信產業中的被動式管理比重太高，其實不利投信產業的發展，尤其是人才的培養。分級基金看起來較像主動式管理的商品，台灣在主動式管理的人才是足夠的，人力若可以從事多方面的發展，有利於整體投信產業的發展。至於商品設計是否上市交易，或是否僅開放機構法人與專業投資人買賣皆可以再進一步討論。
- 二、大家都提到台灣的投資人在教育方面相當不足，目前很多的客訴、抗爭或令主管機關困擾的問題，主要原因即在於投資人教育訓練不足。投信投顧公會針對投資人教育訓練宣導等，長期以來不遺

餘力的持續配合推動。在投資人教育完善的情況下，市場的商品愈多元，風險將愈小。

- **主席**

櫃買中心已成立開放式基金交易平台，目前的經營狀況如何？若開放分級基金商品，並於該平台交易是否可行？

- **黃副總經理炳鈞（證券櫃檯買賣中心）**

- 一、當初基金交易平台成立的目的，希望透過新的交易機制以吸引投資人參與基金市場。兩年多來，交易情況相對冷清，目前計 32 檔基金掛牌，日均量僅 15.5 萬元，所以該平台的功能相當有限。
- 二、櫃買中心的基金交易平台不同於中國大陸的基金交易平台，中國大陸是採取競價交易，櫃買中心的平台是議價交易，投信業者的基金掛牌，須尋求自營商進行造市。目前 10 家投信掛牌，元大證券為最大的造市商。
- 三、未來分級基金若有次級市場交易的需求，櫃買中心可以配合，惟須配合調整部分法規。

- **主席**

基金本身可以申贖，所以多一個交易管道的附加價值為何，須詳加考量。

- **黃副總經理炳鈞（證券櫃檯買賣中心）**

基金申贖沒有稅的問題，可是到基金平台交易將增加證券交易稅，也是一個問題。

- **周教授賓凰（中央大學財務金融學系）**

- 一、分級基金就像一家公司，有股東、可以借錢，若虧損即減資這樣的概念。若僅有一家公司減資，對市場的影響相對較小，而分級基金投資市場的標的，若市場情況不好，同時多檔分級基金進行減資，投資人權益嚴重受損，即可能引發紛爭。
- 二、關於投資人有無可能被教育的議題，事實上相當困難。
- 三、目前中國大陸的分級基金規模明顯萎縮，以及參考英國與美國的發展情況，其市場的發展空間不大。

- **古副組長坤榮（金管會證期局）**

- 一、針對新商品的研議與開放一直是我們的政策，亦已列入施政計畫，對於業者的需要、國際的發展以及適合國內的商品皆秉持開放的態度。
- 二、前面的討論對於分級基金的開放相對較為保留，較諸中國大陸、英國與美國的發展情況，分級基金是否適合國內，以及是否有其他替代的商品，皆可以進一步考量。視最後研究報告結論是否有具體建議，主管機關再審酌所提建議的可行性，以及後續新種商品的推出。

- **主席**

若不是直接以分級基金的型式，而是採取分級基金兩類子份額的概念，包括低風險的固定收益份額以及槓桿份額，其中低風險的固定收益份額在目前市場已有類似商品，但是槓桿份額目前是採 ETF 的型態，屬於被動式管理，是否允許推出主動式的槓桿型基金，亦即允許投信公司以借款的方式創造槓桿？

- **聶執行副總廷一（富蘭克林華美投信）**

- 一、產品設計如何創造槓桿有很多方式，但是要在主管機關同意的前提下才可進行。
- 二、台灣基金市場散戶比重高，與歐美市場不同。以面對投資人的經驗，商品設計應盡量簡單易懂，銷售時較容易說明。

- **黃副總經理炳鈞（證券櫃檯買賣中心）**

- 一、呼應聶副總的看法，目前櫃買中心投資人結構近 8 成為一般自然人，證交所的法人比重較高，但是自然人仍然超過 5 成。
- 二、近幾年國內成分股的基金，包括開放式基金或 ETF 等，發展皆相當辛苦。
- 三、今年債券型 ETF 因為免證券交易稅的因素，規模逐漸增加，惟其主要投資人為保險公司，其連結標的為國外的公債或公司債，依然存在匯率風險。但是無可避免地，因為國外資產的 yield 才能滿足投資人的需求。所以，現階段來看，目前要發展分級基金確實有其難度。

- **主席**

- 一、最近二十年很重要的一項發展是行為財務，是將心理學和財務學結合在一起的一門學問，得到的結論就是投資人是無法教育的。所以財務界以前比較主流的看法是有各式各樣的產品，然後教育投資人希望他可以組成最適合自己的投資組合；而現在主流已變成由專家弄好一個產品(Total solution)，也不需要教育，就用 auto enrollment、default fund 直接操作，尤其是退休基金的設計。
- 二、我個人是擔心分級基金真的有點複雜，若由個人投資人操作，最後一定會有客訴，所以我一直在想成本效益的問題。可是分級基

金的概念是好的，所以有沒有其他比較好的做法？什麼樣的分級基金，或是做什麼樣的拆解會有市場？

- **黃資深協理銘煌（富邦投信）**

- 一、我認同投資人不太容易教育。在通路銷售我們要透過銀行當保管行時，太複雜的產品他們的確不太容易接受，理專要教育投資人時會太過複雜。所以在產品的設計上我們會傾向比較簡單能讓投資人了解其屬性的產品。
- 二、台灣投資人有個特性，在次級市場交易大多是散戶，希望 volatility 比較大，所以我們 ETF 兩倍的產品通常都比原股要好。而基金的部分從銀行端反應過來的情況是客戶大多希望穩定配息、不要有太大波動。所以不同的市場會有不同的產品需求。

- **主席**

以現在對穩定性跟 Yield 的需求，目前產品與法規規範有沒有辦法做到滿足投資人的需求？有沒有什麼法律架構是需要被突破的？

- **張執行副總浴澤（元大投信）**

- 一、現在主管機關的立場真的是很開放，例如 ETF 兩倍，再融資就五倍了。台灣股票的 volatility 其實是蠻大的，只是投資人不覺得，所以台灣 2 倍的產品不怎麼樣，反而是陸股、黃金、石油的 2 倍比較好。因為我們有發一個美元指數 2 倍，降下來低點搶短，在台灣會有投資者，但還是局部的。但銀行端是不接受這種產品的，所以高收益賣得非常好，只要有息就擺在那裏。所以現在法規對我們而言應該沒有太大的問題。
- 二、分級基金若要拆成兩種基金，我覺得還是有盲點。分級基金是 B

份額向 A 份額借錢，拆開的時候是不對等的，變成發行者做莊，這要怎麼解我還沒有想到辦法。

- **主席**

討論到這邊，大家好像比較保守一點，請問學者有什麼好的建議嗎？

- **周教授賓凰（中央大學財務金融學系）**

我還是覺得要夠大膽、能夠吸引投資人，但分級基金好像殺不出一條路。

- **主席**

一、大陸的分級基金看起來主管機關應該是在收了，所以若要借鑒他們的經驗好像有點問題，除非我們能夠想出很好的機制。我覺得機制一定想的出來，只是成本效益的問題，吸引到的投資人夠不夠多，對產業的幫助夠不夠大。

二、這個研究往下可不可以發一個簡單的問卷給業者，看看分級基金若被核准，有多少人有意願發行？例如核准之後多少年內有意願發行分級基金？我覺得意願是很重要的事情，花那麼大的力氣討論這件事情，有沒有它的效益。像是櫃買的開放式平台，花很多力氣效益卻好像比較有限。我記得櫃買要做開放式平台的時候有徵詢過我的意見，我那時候是持比較保留的意見，其實還是成本效益的問題。

- **聶執行副總廷一（富蘭克林華美投信）**

一、櫃買開放式平台其實會有很大的功能，業者一直是期待有一個不

同銀行的平台，在費率等等不同的情況下產生。但現在的問題是有平台又有基富通，會有一點衝突。

二、今天這個問題若要發問卷，不如請公會直接到業委會討論。今天與會的很多都不是做業務的，所以一定會比較保守。其實大部分做業務的對這個議題應該是陌生的，讓做業務的人回去思考一下，回應可能會不一樣。

- **主席**

請問公會這個議題適合到業委會討論嗎？

- **蔡副秘書長長銘（投信投顧公會）**

若當成一個事件討論當然可以。但若當成一個提案，目前公會業委會討論的是會員的提案或是準備要推動的事情，所以可能比較沒有辦法。而業委會也不是所有業者都參與，所以若是研究案的後續發展要用問卷的話，我是覺得可以給投信業先思考這個問題，之後若我們有會員希望公會推動這項業務再提業委會可能比較合適。

- **主席**

其實我覺得今天這份關於分級基金初步的研究寫的還蠻清楚的，若把這個當作附件，寄給投信業者詢問有沒有意願發行分級基金的產品，可以知道市場的需求。若回來意見中有意願者很多，再來進一步討論機制。

- **李組長詩婷（投信投顧公會）**

就公會過去做問卷經驗的分享，若只問投信產品要不要開放，只會有兩種答案，一是有新產品出來當然歡迎，另一種比較謹慎的會說法規都還沒有出來我沒有辦法評估，除非設計較精細的問題。

- **張總經理麗真（證基會）**

依公會過去做問卷的經驗，有沒有什麼問題可以讓業者更中肯表達想法的問法？

- **蔡副秘書長長銘（投信投顧公會）**

其實有新產品投信業者大多是歡迎的，只是做不做是他們內部的決定。就像最近承蒙主管機關同意開放 PE Fund，但也不一定每家投信都會去做。但對整個產業來說 PE Fund 是很重要的，所以公會的立場對新產品的開放都是希望能積極的推動。李組長剛提到的問題是一定會發生，多一個產品總是好，但會不會做不一定。所以這個問卷可以做更精細的設計，若業者有較高的興趣，研究案出來可以到公會來討論，公會自然會跟主管機關、業者做進一步的溝通。

- **古副組長坤榮（金管會證期局）**

一、持續推出新產品也是我們努力的方向，如近期開放投信事業辦理 PE Fund 相關業務，很大的目的是希望投信可以走到另一個領域，初期參與業者雖然不多，但有利於產業發展的事情，我們還是要持續做下去。

二、但由其他國家的發展來看，分級基金這個產品後面衍生蠻大的問題是投資人教育或是客訴，這真的不可忽視。過去這一兩年我們也持續推出多重資產、目標日期等基金商品，以因應退休生活需求及滿足不同投資人的需要，但這些商品對投資人風險承擔的部

分感覺沒有這麼大。但規劃分級基金時可能要想到後面的問題，或許老師跟團隊可以找到現在市場沒有，但是類似可以滿足這種需求的產品也是本研究計畫不錯的替代方案。

- **主席**

如果我們做問卷需要有大致的制度，大家覺得現有上交所、深交所，或是英美有沒有比較理想的制度？

- **黃資深協理銘煌（富邦投信）**

- 一、上交所母份額可以在上市市場掛牌可以解決折溢價問題。分級基金其實是次級市場的，跟投信發的初級市場產品其實不是直接連結，所以中間要有造市商。但若沒有造市商，這個分級基金在次級市場的折溢價要自己收斂，所以像上交所母份額也可以上市的話就可以自己去平衡。
- 二、我覺得這個產品證券商可能比我們投信還有興趣，因為它可以讓交易產品增加、活絡交易市場、提高周轉率。但若沒有橋樑連接到投信，投信是賺不到的，反而有很多客訴，我們發行的意願就會降低。所以制度的設計，會牽扯到我們有沒有意願去發行。

- **主席**

若是用上交所的制度你們會有興趣嗎？

- **黃資深協理銘煌（富邦投信）**

母份額上市的部分我覺得應該用上交所的，但其他折溢價 10% 的限制可能產生的客訴還是沒有解決。所以上交所的制度我覺得應逐條檢視，當中引發的問題投信有沒有辦法解決。

- 主席

若我們很謹慎地發了問卷和相關的說明，有沒有辦法得到適當的回饋？

- 聶執行副總廷一（富蘭克林華美投信）

若用現在的東西去問大概沒幾個人會回。看完其中一半可能認為：上市上櫃和我沒關係，只有幾家在做。另一半考慮要不要踏入這個市場，如果真的要踏入會先從 ETF 開始。

- 張執行副總浴澤（元大投信）

三分之二以上的投信應該是搞不清楚分級基金的，看到資料應該還是搞不清楚不知道怎麼回答。

- 周教授賓凰（中央大學財務金融學系）

有可能把分級基金轉換成另一種組合基金嗎？投資人就風險態度決定無風險比率、風險比率，其中低風險的利率要比無風險高。有可能將這個分級基金轉換成 CAPM 或是 APT 的概念嗎？投資人就是買一個組合，例如有人是買 90% 的 A、10% 的 B，有人是買 30% 的 A、70% 的 B。因為投資人其實會慢慢地往被動的方向走。

- 主席

綜合大家的意見，做問卷的效益好像不大，還是我們把力氣花在仔細蒐集大陸這兩年股票市場崩盤後，各個分級基金出了什麼問題、糾紛比例、解決方式，再從資料蒐集跟分析中看是否有沒有辦法解決問題。若無解，這份研究大概可以在這裡停掉。若有解，再來想說有沒有什麼比較好的解法，可以再來建議後續研究。目前先把大陸這部

分描寫得很清楚，應該就是這份研究蠻好的貢獻。謝謝大家的參與，這份報告不論後續進行如何，都會送給大家來參考。

**散會（下午 4 時 00 分）**

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會  
召開「引進分級基金制度之可行性研究」座談會  
簽到單

開會時間:民國 106 年 10 月 5 日(星期四)下午 2 時 30 分  
開會地點:本基金會會議室(台北市南海路 3 號 9 樓)  
主持人:邱教授顯比

列席:

張總經理麗真 張麗真  
葉處長淑玲 葉淑玲  
俞高級專員鳴 俞鳴  
簡副研究員淑芬 簡淑芬  
吳中級專員昱柔 吳昱柔

出席:

中央大學財務金融學系周教授賓凰 周賓凰  
金融監督管理委員會證券期貨局 何靜玲  
財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心 黃煥勳  
中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會 謝長冠 李淑玲 林廷輝  
元大證券投資信託股份有限公司 張淑萍  
富蘭克林華美證券投資信託股份有限公司 孫建一  
富邦證券投資信託股份有限公司 黃銘煌

## 附錄二：

### 「引進分級基金制度之可行性研究」意見徵詢 —國泰投信

一、若引進分級基金制度（分級基金介紹請參見附錄），貴公司是否有意願發行分級基金？

意見：

本公司有意願。

二、將分級基金登錄於櫃買中心開放式基金平台進行交易，是否可行？須配合調整相關制度為何？

意見：

建議分級基金宜考量以證券交易所為交易平台，因其能見度較高，較易吸引投資人目光，成功機率較高。

除了交易、交割、集保結算等作業流程與系統需要同步調整之外，就法規面也有不少需要修正之處，包含但不限於：「證券投資信託基金管理辦法」、「證券投資信託事業募集證券投資信託基金公開說明書應行記載事項準則」、「受益憑證事務處理規則」、「證券投資信託基金募集發行銷售及其申購或買回作業程序」、「證券投資信託基金資產價值之計算標準」、「證券商營業處所買賣有價證券業務規則」、「櫃買中心指數股票型基金受益憑證買賣辦法」、「櫃買中心證券商營業處所買賣指數股票型基金受益憑證審查準則」、「臺灣證券交易所股份有限公司營業細則」...等等，層面相當廣泛。

三、參考美國、英國與中國大陸分級基金的制度與發展現況，其中美國與英國皆屬公司型的封閉式基金，惟中國大陸將分級制度運用

於契約型的開放式基金，與我國的法律架構較為相近，亦較具參考價值。惟中國大陸的分級基金產品設計相對複雜，一般投資人恐不易了解，若採取分級基金的概念推出較簡單的產品是否可行？可能的產品設計為何？（例如以定期封閉的基金型態發行且子份額上市交易；或子份額皆不上市交易且定期開放；或 A 份額不上市交易，僅定期開放申贖；B 份額上市交易，不能申贖；或其他之設計等）。

意見：

建議以母基金不上市，A（優先）級別與 B（進取）級別與上市的方向設計，母基金與一般共同基金的架構差別不大，持有母基金的投資人可以向投信申請拆分為 A、B 級別的基金單位，並上市（櫃）交易；在次級市場上取得 A 與 B 級別的投資人，可以向投信申請轉換合成為母基金，之後隨時可向投信公司申請買回。

建議 A 與 B 級別的上市（櫃）流程與規範可參考 ETF，而一般法人與券商均可擔任流動性提供者（Liquidity Provider）從事 A 與 B 級別的造市，以增加造市的參與者，降低買賣價差並提高流動性。

只要次級市場與申購買回的機制健全，市場上發生大幅折溢價的機會就不大，投資人也可以透過新金融商品的設計，找到更多投資的機會。

## 附錄三：

### 「引進分級基金制度之可行性研究」諮詢會議

#### 會議紀錄

記錄：簡淑芬、吳昱柔

時間：民國 107 年 1 月 11 日（星期四）下午 3 時整

地點：本基金會會議室(臺北市南海路 3 號 9 樓)

主席：邱教授顯比（臺灣大學財務金融學系）

出席：金融監督管理委員會證券期貨局古副組長坤榮、何副研究員靜玲、臺灣證券交易所股份有限公司黃經理玻莉、吳專員逸萱、謝專員旻潔、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會黃秘書長良瑞、元大證券投資信託股份有限公司鄭副總昭明、富蘭克林華美證券投資信託股份有限公司聶執行副總廷一、富邦證券投資信託股份有限公司黃資深協理銘煌、國泰證券投資信託股份有限公司陳副總麗萍、章協理錦正、安聯證券投資信託股份有限公司高副總裁裕昌

列席：張總經理麗真、葉處長淑玲、簡副研究員淑芬、吳中級專員昱柔

壹、主席致詞(略)

貳、「引進分級基金制度之可行性研究」簡報(略)

參、與會人員發言摘要

- 章協理錦正（國泰投信）

- 一、有關配套建議的部分，採取循序漸進的方式推展分級基金產品，協助投資人了解是不錯的建議。惟對於子基金開放式的分級模式，若採取分開募集的方式，募集時若兩類子份額的募集份額不符合配比，是否產生須退回投資人的情形，實務運作上可能產生困難。且贖回時可能亦須採 1:1 的比例進行贖回，若由不同投資人所持有，應如何辦理申贖，這部分不太清楚或有其困難。
- 二、有關建議初期開放子基金開放式時，投資人的條件參照結構型商品的規範，印象中前述規範投資人的門檻相當高，好像須具有 3,000 萬的財力，似乎比中國大陸的規範更加嚴格。在較為簡單的產品設計下，若投資人門檻過高，恐不利市場的發展。尤其分級基金產品就如報告所提到是一項很好的產品，符合創新又可兼顧固定收益與槓桿兩類需求。報告中所提出的架構可以創造符合投資人需求的產品，惟目前業者並無實際的操作經驗，希望可以在細部的實踐執行面設計得更容易落實。

● 簡副研究員淑芬（證基會）

- 一、子基金開放式不同於母基金開放式的設計，未採取配對轉換機制，僅定期開放投資人進行申贖。
- 二、中國大陸採取分開募集的分級基金通常設置認購規模上限，A 份額以不超過 B 份額的固定倍率為原則。在募集過程中，通常會先對 B 份額進行募集，進而確定 A 份額的募集上限，故 A 份額投資人可能面臨認購申請無法得以成交確認的風險。在分級基金定期開放申贖期間，若 A 份額超過規模上限，可能對 A 份額餘額按比例進行強制贖回；亦有按照歷史累計申購份額數不超過歷史累計贖回份額數的原則進行成交確認；或採取其他方式控制份

額的配比。

三、建議初期採取不上市交易的模式時，投資人的條件參照結構型商品的規範，係指「財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心證券商辦理衍生性金融商品交易業務應注意事項」第 22 條規定，證券商對屬自然人之一般客戶銷售結構型商品，其銷售對象應有衍生性金融商品或結構型商品交易經驗或曾從事金融、證券、保險等相關行業之經歷。

- **高副總裁裕昌（安聯投信）**

目前投信可以發行的基金針對槓桿倍數以及可以使用的金融工具皆有限制。若在國內發行分級基金，可以採用何種工具來創造槓桿倍數？

- **簡副研究員淑芬（證基會）**

分級基金創造槓桿的方式來自於本身的分級結構，其產品設計類似 B 份額持有人向 A 份額持有人借錢投資產生槓桿，有別於報告中美國槓桿型基金透過向銀行借款、發行債券以及優先股等方式產生槓桿。

- **高副總裁裕昌（安聯投信）**

分級基金本身是將兩個不同產品特性與風險屬性的產品放在同一個基金裡，放在同一檔基金的背後原因為何？

- **簡副研究員淑芬（證基會）**

一、英國分割資本信託的發展主係基於避稅的動機，1965 年英國金融法案生效，這個法案使得針對收入所得和資本利得的邊際稅率

出現顯著區別。因此，投資者對收入所得和資本利得進行區分的需求變得更加強烈，而分割資本信託的分級結構可以解決此問題。

二、美國的基金屬於公司型，根據美國「1940年投資公司法」規定，公司型的封閉式基金可以發行優先級別的證券，類似於公司發行特別股的概念，藉以創造槓桿。

三、中國大陸分級基金的出現主係解決當時中國大陸公募基金發行規模停滯的困境，藉由產品的創新設計，得以滿足不同風險偏好的投資需求，以拓寬銷售族群。

#### ● 高副總裁裕昌（安聯投信）

今年歐洲開始實施之 MiFID II，其中針對複雜型商品進行規範，所謂複雜型商品根據 ESMA 之指引，係指產品的架構複雜導致客戶困難了解風險(structures which "make it difficult for the client to understand the risks")，例如 Structured Note 或者基金本身的架構較為複雜之 Non-UCITS fund，對於投資人資格以及銷售管道皆有限制。MiFID II 規定複雜型商品只可以銷售給專業投資人；採 execution only 的銷售通路（不進行 suitability assessment 亦不會給客戶建議）亦不得銷售複雜型商品，提供參考。

#### ● 鄭副總昭明（元大投信）

我們認為市場對於分級基金中的固定收益級別應該有非常高的興趣，但是槓桿級別畢竟風險較高，因此我們公司對於分級基金產品持中性的看法，短期內並無發行此類產品的規劃。不過，還是要看主管機關的態度，如果主管機關要開放分級基金，我們建議產品設計初期還是以簡單為優先考量，而且要配合相關的投資人教育宣導。

- **聶執行副總廷一（富蘭克林華美投信）**

- 一、分級基金採取上市與不上市的方式，投資人屬性不太一樣，且投信公司個別的差異亦很大，所以偏好很難下定論。
- 二、是否要依照 MiFID II，視個別投信公司要如何規劃此類產品。若要開放分級基金，則主管機關應意識到每家業者的需求皆不相同，應開放到何種程度，才是最大的問題。若是運用於公募產品，則建議愈簡單愈好，太過於複雜的商品，投資人難以理解，將來產生糾紛的機率高。換一個角度思考，若直接採取上市模式，其接觸的投資人原本就屬於證券端的客群，對於槓桿型商品的認識與接受度皆較高。所以，這其實是一個兩難的問題。個人覺得各種模式都可以，畢竟市場是開放的，各自可以選擇適合自己的發展模式。

- **黃資深協理銘煌（富邦投信）**

- 一、富邦投信在中國大陸已有發行分級基金的經驗，當時的客訴與相關問題比較多，上次會議中也有提出相關的建議，感謝這次報告也納入我們所提出的建議與政策。
- 二、當時發行分級基金的經驗不是很好，加上中國大陸最近也禁止公募產品進行分級，所以仍需要探討背後的原因是否存在不容易解決的問題。因此，現階段富邦將暫時採取觀望的態度，看業者與主管機關相關的配套，是否可以解決當時在中國大陸所產生的問題。
- 三、非常贊同所建議採取循序漸進的方式開放這種創新的產品，一旦法令開放，業者才可以深入思考產品的設計。
- 四、有關母基金開放式與子基金開放式兩種運作模式，其原本的目的

不太相同。採取分開募集的方式，在初期募集實務運作上要符合一定的配比是否較為困難，若採取合併募集再分拆的方式，對於初期的募集比較容易進行。

- 黃秘書長良瑞（投信投顧公會）

- 一、中國大陸幾年前分級基金盛行時 AUM 龐大，當時公會也有看到這些數字，一方面是羨慕中國大陸當時幾乎沒有法規的限制可以讓業者跑在前面，一方面也在觀察後續的發展，果然大陸發展後來也出現了一些問題，包括我們有些合資的公司也有一些不好的經驗，很多客訴問題，導致大陸最近也提出公募產品不可以進行分級。
- 二、大陸的經驗對我們來說也很好，可以做為借鏡。引進分級基金以鼓勵創新的角度，不僅業者可以創新業務吸引不同屬性的投資人擴大業務範圍，同時這也符合金管會鼓勵業者創新的政策。
- 三、基本上若有業者有意願創新在臺灣發行分級基金將是非常辛苦的，尤其是跑第一家的業者更為辛苦；我個人還有點懷疑臺灣有沒有市場、對投資人有沒有吸引力，因為分級基金還是有投資標的問題。目前台灣的固定收益基金 AUM 占全部基金的比率雖然很大，但其中很多是高收益債配息的基金，最大的高收益債基金光一檔 AUM 就四千多億，一年可配息 5、6%，這是台灣投資人喜歡的模式，未來設計出來的分級基金投資報酬率能否對投資人有吸引力也是個問題。
- 四、所以站在公會的立場若有業者有意願創新發展這項新商品，當然是值得鼓勵的，不過在創新業務的同時，最重要的還是注意資訊揭露及投資人保護的問題。

- **陳副總麗萍（國泰投信）**

- 一、回應黃秘書長提到槓桿級別的部分會很辛苦，我舉例中國大陸的分級基金，其實很多都是指數型基金，所以分成固定收益跟槓桿級別時，跟槓桿型 ETF 一樣，槓桿也是對著某個指數的槓桿，所以其實跟買槓桿型 ETF 一樣，且臺灣槓桿型 ETF 的交易量是不錯的，所以我覺得槓桿這塊投資人接受度還是有的。
- 二、附和富邦投信黃協理提到，當初我們建議先募母基金，再分拆成 A 和 B 份額後上市交易，首先是我們覺得募集較容易，因為只要成立一檔基金即可，如果是兩檔基金要規模相對才能成立；再者 A 和 B 上市時可以有造市者、流動性提供者一起將規模做大，如此應該可以讓基金的行銷較容易。

- **主席**

請問證交所黃經理，開放式基金在證交所上市的可行性如何？

- **黃經理玻莉（證交所）**

- 一、其實我們之前也想進行有關開放式基金在證交所上市可行性的研究，但後來有新的商品推行，就先暫緩這個研究報告。
- 二、初步看過今天的報告，在開放型基金中比較欠缺的產品線，應該是目前並沒有槓桿型的開放式基金。但以剛才介紹的概念，分級基金透過 A 份額進行融資，來操作 B 份額的槓桿，我在想會不會是因為在中國大陸融資較不容易，而需要以這種方式進行；但在臺灣閒置資金多的情況下，其實只是主管機關要不要讓基金融資的問題。若開放後，開放型基金即可以直接融資操作來產生槓桿效果，應不需再將基金分拆成 A、B 份額。
- 三、對證交所來說，若要引進上市母基金開放式分級基金的話，系統

就必須要有轉換分拆、上折下折的機制，特別是剛提到最後產生問題的其實是在下折的部分。

- 四、現在證交所正在推 ETN 以及 DLC，因為 DLC 也是具槓桿的商品，所以我們在系統必須設有停損緩衝機制，具槓桿的商品大多是如此。所以若分級基金要在證交所上市，我相信這部分需要花一些時間討論相關機制，且在集中市場上市相對較為複雜。若是就第一階段推出子基金開放式的基金，我們當然沒有意見，且在分級基金先不上市時，也可以先看看交易的情況。
- 五、開放式基金若在證交所上市，因為其資訊相對較不充分公開，這部分我們也較有所顧慮。
- 六、有關證交所商品推出的優先順序，首先 ETN 法規於去年底已送至證期局，商品預定於今年推出，也是電腦系統準備的第一優先項目；再來第二順位是 DLC 的制度建置。若順利完成後，才會再考量下一個商品。

● 黃秘書長良瑞（投信投顧公會）

- 一、證交所黃經理提到只要主管機關同意開放基金融資就能解決基金的槓桿問題，其實開放基金融資並非主管機關願意開放就可以，因為證券投資信託基金，有信託二字，牽扯到法務部管轄之信託法、信託業法，即便主管機關願意有條件的開放基金融資，仍受到很大的阻礙。在最近三讀通過的投信投顧法修正過程中，曾要加入一條有關基金可以借錢融資的條文，且是在主管機關限定基金融資條件的前提下，仍受到法務部代表的反對。
- 二、主管機關證期局其實是認同有條件開放基金融資的，因為國內基金拿 100 元只能做 100 元的生意、甚至還必須留 5 元流動準備只

能做 95 元生意，境外基金拿 100 元可以做 130、150 元的生意，這也是境內基金與境外基金競爭不一致的一項例子，要開放基金融資涉及信託法、信託業法，不是主管機關說開放就可以開放。

- 主席

- 一、在黃經理提到之前，我也想過直接開放基金借錢是比較直接且執行成本較低的方式，因為基金分級之後，一定要提供投資人足夠高的利息，商品才賣得出去。可是這對基金本身來講就是很高的成本，而投資人可能會想利用 Home-made Leverage，自己借錢買基金來製造槓桿，成本是否會比向另外一級別的投資人借錢來得划算。
- 二、著眼於整體的法規架構下，分級基金好像是其中一種突破方式，但產品卻相對較複雜，請問主管機關看法如何？

- 古副組長坤榮（證期局）

- 一、業者的說法聽起來較保守，富邦在中國大陸又有慘痛的經驗。對主管機關而言當然是鼓勵創新，可以有更多商品讓投資人投資，國人就不用自己跑到國外投資，國內投信研發更多元境內基金取代境外基金，也可促成國內基金規模的成長，這當然是我們努力的方向。
- 二、但仍應考量市場性，大家在與銷售機構以及法人接觸過程中，應該都可以獲得很多的回饋，甚至剛提到的深耕、躍進計畫也都可以來做突破。我們支持創新，但還是要看市場可行性，包括投資人接受程度、投資人適合度(KYC 與 KYP 的適配)及能否落實投資人教育以避免過多投資紛爭等。若本研究計畫經研析後認為現階段不適合推出分級基金，那也可試試有無其他可行之替代商品

可以做突破。因此，觀察現階段國際間分級基金制度與規劃及運作狀況，目前中國大陸已暫停、美國的規模也較為停滯，不若其他也在集中交易市場交易之 ETF 的成長規模，分級基金的未來性將如何演變仍須多觀察。

- **主席**

大家看起來偏向保守穩健，請問國泰投信，若證交所現階段的優先順序並非分級基金，也就是母基金開放式暫不可行，是否認為分級基金就較不容易推行，或是先推行子基金開放式也可以？

- **章協理錦正（國泰投信）**

- 一、我們當時是直覺認為募集母基金、子基金分拆上市為較簡單易懂的架構；透過分拆的動作可以創造兩類產品，好處是可以同時符合兩者需求。所以若能一步到位還是最好的。
- 二、中國大陸發生的問題，看起來主要是在投資人教育不夠，以及交易所制度設計較不完善造成溢價問題，但其實這些問題都有前車之鑑可以借鏡，我們或許可以透過建立較完善的制度來解決，所以我們還是希望可以用一次到位的架構。若是透過不上市分開募集的方式，也可以嘗試，但相對來說較困難，也可能造成其他糾紛，例如強迫份額贖回時造成的客訴問題。

- **主席**

今天大家的意見會有會議紀錄，最終報告也會參考大家今天寶貴的意見。但我認為最大的關鍵仍在主管機關，看主管機關認為分級基金是否為優先項目，或是先暫時存查待適當時機再提出。我認為討論已很充分，包含各方面的利弊得失，報告完成後也會送給各位參考。

## 散會 (下午 4 時 30 分)

財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會  
召開「引進分級基金制度之可行性研究」諮詢會議  
簽到單

開會時間:民國 107 年 1 月 11 日(星期四)下午 3 時整

開會地點:本基金會會議室(台北市南海路 3 號 9 樓)

主持人: 邱教授顯比



列席:

張總經理麗真



葉處長淑玲



簡副研究員淑芬



吳中級專員昱柔

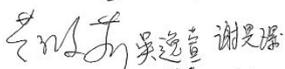


出席:

金融監督管理委員會證券期貨局



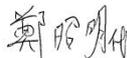
臺灣證券交易所股份有限公司



中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會



元大證券投資信託股份有限公司



富蘭克林華美證券投資信託股份有限公司



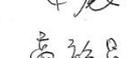
富邦證券投資信託股份有限公司



國泰證券投資信託股份有限公司



安聯證券投資信託股份有限公司



## 附錄四：

### 「引進分級基金制度之可行性研究」

#### 諮詢會議處理情形

一、開會時間：107年1月11日(星期四)下午3時整

二、開會地點：本基金會9樓會議室

三、主持人：邱教授顯比

四、參加人員：

出席：金融監督管理委員會證券期貨局古副組長坤榮、何副研究員靜玲、臺灣證券交易所股份有限公司黃經理玻莉、吳專員逸萱、謝專員旻潔、中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會黃秘書長良瑞、元大證券投資信託股份有限公司鄭副總昭明、富蘭克林華美證券投資信託股份有限公司聶執行副總廷一、富邦證券投資信託股份有限公司黃資深協理銘煌、國泰證券投資信託股份有限公司陳副總麗萍、章協理錦正、安聯證券投資信託股份有限公司高副總裁裕昌

列席：張總經理麗真、葉處長淑玲、簡副研究員淑芬、吳中級專員昱柔

五、建議與處理情形：

序號	建議	處理情形
1	母基金開放式採取分開募集的方式，在初期募集實務運作上要符合一定的配比較為困難，若採取合併募集再分拆的方式，對於初期的募集比較容易進行。	1. 第四章第二節有關發展分級基金之相關配套，其中原本建議分級基金採取分開募集的方式。惟考量未來母基金開放式的引進，配合該種模式保留母基金進行申贖以及配對轉換機制的設計，得增加合併募集方式，以利實務運作面的執行(參見第97頁)。

序號	建議	處理情形
		2. 第五章第二節有關我國引進分級基金的規劃建議，將前述合併募集方式新增於引進分級基金推動進程規劃之最後階段(參見第 114 頁)。
2	建議產品設計初期還是以簡單為優先考量，而且要配合相關的投資人教育宣導。	已列明於第五章第二節有關我國引進分級基金的規劃建議，並強調於引進分級基金推動進程規劃的第一階段 (參見第 114 頁)。
3	分級基金擬於集中市場上市相對較為複雜，若要引進母基金開放式，系統須建置轉換分拆、上折下折等機制。現階段證交所規劃推動 ETN 以及 DLC，若順利完成後，才會再考量下一個商品。	第五章第二節有關我國引進分級基金的規劃建議，有關開放式基金上市交易制度的建立，增列須逐步配合臺灣證券交易所新商品制度的規劃時程，並新增於引進分級基金推動進程規劃的第二階段 (參見第 114 頁)。