

編號：(92) 040.216

我國創業投資事業引進有限合夥 組織型態可行性之研究

委託單位：行政院經濟建設委員會
受託單位：理律法律事務所

中華民國九十二年十二月

編號：(92) 040.216

GPN：1009203879

我國創業投資事業引進有限合夥 組織型態可行性之研究

計畫主持人：葉 雪 暉

協同主持人：劉 紹 樑

研 究 員：吳 志 光

雍 桂 芳

張 月 瑛

委託單位：行政院經濟建設委員會

受託單位：理律法律事務所

(本報告內容純係受託單位個人觀點，不應引伸為行政院經濟建設委員會之意見)

中華民國九十二年十二月

執行成果表

研究計畫名稱：	我國創業投資事業引進有限合夥組織型態可行性之研究
研究單位：	理律法律事務所
主持人：	葉雪暉
研究期間：	民國九十二年七月至九十二年十月
研究成果：	<ol style="list-style-type: none">1. 引進有限合夥組織型態之可行性 以制訂有限合夥之專法（或是併同引進其他中間型態事業組織之專法），納入有限合夥制度。此外，更應一併整體規劃及考量，制訂有限合夥契約範本、修改公司法關於轉投資現制之規定，以及相應檢討登記公示制度等配套措施。2. 開放退休基金投入創業投資事業之可行性 由政府修訂「勞工退休基金收支保管及運用辦法」，開放退休基金投入創業投資事業。再者，應參照 OECD 關於退休基金治理準則，以及歐盟指令草案所揭示之謹慎投資原則，將退休基金之操作及監督回歸自治，由管理者依照治理準則妥善管理，並依謹慎投資原則，要求管理者善盡公開義務，揭露必要資訊，並提列投資準備金以避免投資損失造成衝擊，最後再針對創業投資事業評估其安全性，決定是否將資金投入創業投資事業，以及是否設定一定投資比例上限。

「我國創業投資事業引進有限合夥
組織型態可行性之研究」
英文摘要

For the continuous development of the venture capital companies, this project will focus on the venture capital companies' organization as well as their funding source to provide our advice. As to the organization issues, this project will describe the pros and cons of different organization types, and explore the feasibility to introduce the US limited partnership mechanism to the venture capital companies by conducting a comparative study. As to the funding source issues, this project will discuss whether it is appropriate to allow the pension fund be invested in the venture capital and provide advice through a comparative study.

目 錄

第一章 緒論.....	1
第一節 研究背景.....	1
第二節 研究目的.....	5
第三節 研究方法.....	6
第四節 研究架構.....	7
第二章 我國創業投資事業之發展及所面臨之課題.....	8
第一節 創業投資之意義與特性.....	8
第二節 我國創業投資事業之歷史發展與現況.....	10
第三節 創業投資管理法令之更動.....	16
第四節 我國創業投資事業之組織型態.....	22
第五節 我國創業投資事業之資金來源.....	25
第三章 英美有限合夥組織型態.....	30
第一節 有限合夥組織型態之基礎架構.....	34
第二節 有限合夥組織型態之主要特性.....	42
第三節 美國以有限合夥制度用於創業投資事業成功之因素分析 ...	44
第四節 小結.....	47
第四章 其他國家引進有限合夥組織型態之例.....	48
第一節 日本.....	48
第二節 南韓.....	51
第三節 中國大陸.....	53
第四節 小結.....	57
第五章 我國引進有限合夥組織型態之可行性.....	58
第一節 我國現行事業組織型態之比較分析.....	58
第二節 我國現行相類似組織型態之比較分析.....	63
第三節 有限合夥組織型態與股份有限公司之稅制比較.....	66
第四節 引進有限合夥組織型態之具體作法.....	68
第五節 小結.....	74
第六章 創業投資事業引進退休基金之可行性.....	75
第一節 各國創業投資事業資金來源之整理與分析.....	75
第二節 我國創業投資事業引進退休基金之評估.....	79
第三節 小結.....	86

第七章 結論與建議	87
參考資料	89
附錄 – 會議記錄與回應	93

圖 表 目 錄

圖一：有限合夥組織圖.....	34
表一：2002 年我國資本市場初次上市（櫃）企業家數比較表.....	2
表二：2002 年我國資本市場初次上市（櫃）科技股比較表.....	2
表三：創業投資之特性.....	9
表四：我國創業投資事業現況比較（1996-2002）.....	10
表五：創業投資事業重要發展歷程.....	11
表六：創業投資管理法令對照說明.....	16
表七：1996-2002 年各年度創投基金管理型態比較.....	23
表八：我國創業投資事業個人與法人股東結構分析（2002 年）.....	25
表九：1996～2002 年各年度創業投資事業國內、外股東結構分析.....	26
表十：2002 年我國創業投資事業法人股東結構分析.....	26
表十一：2002 年我國創業投資事業股東成份分析.....	27
表十二：創業投資事業各項資金來源投資比例及限制條文.....	28
表十三：OECD 創業投資政策檢討—英國.....	31
表十四：OECD 創業投資政策檢討—加拿大.....	33
表十五：有限合夥之內部關係.....	35
表十六：有限合夥之外部關係.....	40
表十七：有限合夥之特性.....	42
表十八：美國以有限合夥制度用於創業投資事業成功之因素分析.....	44
表十九：日本關於有限合夥之重要規定.....	48
表二十：OECD 創業投資政策檢討—南韓.....	51
表二十一：南韓關於有限合夥規定之摘要.....	52
表二十二：大陸深圳經濟特區創業投資條例重要規定.....	54
表二十三：大陸外商投資創業投資企業公司管理規定之重要內容.....	55
表二十四：我國合夥及公司型態.....	58
表二十五：股份有限公司與有限合夥之優劣分析.....	60
表二十六：創投事業集資與投資機制比較表.....	63

表二十七：我國合夥與股份有限公司之稅制差異.....	66
表二十八：引進有限合夥制度之具體作法.....	70
表二十九：1996-2002 年我國創業投資事業資金來源分析	75
表三十：2002 年世界各國創業投資資金來源分佈統計表.....	76
表三十一：OECD 退休基金治理準則	81

第一章 緒論

第一節 研究背景

自 1980 年代以來，我國即處於經濟結構轉型之階段，政府為了促進產業升級與經濟成長，且鑒於創業投資（Venture Capital）在美國矽谷地區發展之驚人成果，深切體會到高科技產業之重要性，遂自 1983 年起推動創業投資事業之發展，以建立國內科技事業成為產業結構之核心。

創業投資係利用非傳統融資方式，結合資金提供、管理協助及市場等專業能力，對高科技事業提供創業資金，承擔高度風險，以支持新創事業之發展與創新。具體而言，創業投資是經由專業人士對創業投資基金（Venture Capital Fund）之操作，以支持新創事業，為尚無法經由股票上市交易籌募資金之新創事業提供資本之投資活動；創業投資亦可投資於需要併購與組織再造之未上市企業，以實現再創業之理想。故有別於公開市場之一般證券投資活動，創業投資主要是以私人股權方式從事資本經營，並以培育和輔導創業或再創業，以追求長期資本增值之高風險、高收益之投資行為。

依據中華民國創業投資商業同業公會「2003 年台灣創業投資年鑑」之統計資料（如下列表示），2002 年國內計有 203 家公司初次上市（櫃），其中上市有 87 家（43%），上櫃（不含興櫃登陸掛牌部份）有 116 家（57%）。就創投支持之企業初次上市（櫃）（venture-backed IPO）情形分析，上述初次上市（櫃）公司中由國內創投支持之企業初次上市（櫃）有 68 家（上市 28 家、上櫃 40 家），故從整體而言，國內創投支持企業初次上市（櫃）之規模約為整體市場之三分之一；且若以創投支持之高科技企業上市（櫃）規模佔整體市場之比例以觀，其比率更高達 40%，超過美國 2002 年 25% 之數據。由此可見，創業投資事業對於我國新創事業

(尤其是高科技事業)之重要性¹。

表一：2002年我國資本市場初次上市(櫃)企業家數比較表

交易所 \ 類別	全部初次上市(櫃)公司	創投支持之公司	比率
台灣證券交易所 (TSE)	87	28	32%
證券櫃臺買賣中心 (OTC)	116	40	34%
合計	203	68	33%

(資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003年台灣創業投資年鑑)

表二：2002年我國資本市場初次上市(櫃)科技股比較表

交易所 \ 類別	全部初次上市(櫃)科技公司	創投支持之科技公司	比率
台灣證券交易所 (TSE)	67	27	42%
證券櫃臺買賣中心 (OTC)	103	40	39%
合計	167	67	40%

(資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003年台灣創業投資年鑑)

自 1984 年我國第一家創業投資事業成立以來，我國創業投資事業累計投資國內新創事業共計 5,263 件；累計至 2002 年 12 月底止，我國創業

¹ 請參照中華民國創業投資商業同業公會，創業投資—2003年台灣創業投資年鑑，第99頁。

投資事業總計支持 305 家企業上市（櫃），若扣除 39 家公司因被合併或其他原因下市（櫃），目前掛牌家數為 266 家，約佔我國整體資本市場上市（櫃）公司 1,041 家之 25.6%。換言之，大約四家上市（櫃）公司中就有一家曾接受創業投資之支持。甚者，創業投資事業支持之高科技產業佔整體上市（櫃）科技類公司之比率更高達 47.81%。在創業投資事業支持之上市（櫃）企業中 86% 為科技公司，科技公司始終是創業投資事業之最愛，過去創業投資事業扶持許多新創科技公司，如今都已成為科技產業之龍頭，如台積電、聯電、鴻海、廣達、華碩、威盛等²。

依中華民國創業投資商業同業公會之推估，迄至 2002 年止，我國創業投資事業累積資本額達新台幣 1,500 億元，其中約 70%（即約新台幣 1,000 億元）投入國內創業投資活動。實則，若加計其他投資公司或其他實質上也有從事創業投資活動之企業，國內創業投資活動之能量，可能數倍於前述估算數字。

鑒於創業投資事業對科技發展之重要性，且近年來遭遇嚴重之資金募集困境，2001 年召開之「經濟發展諮詢委員會」中曾作成結論，期促進創投事業正常發展，其預計作法包括放寬四大基金、銀行業、保險業、證券業參與投資創業投資事業；允許符合一定條件之創業投資基金管理公司上市（櫃）；考慮恢復對高科技創投事業之投資獎勵；請主管機關研擬「創業投資事業管理條例」等。

實則，要解決創業投資事業募集資金之困難，首先應檢討在現行法令架構及實務運作下，是否有應予排除之障礙。就此而言，以下二方面應係首要處理之課題，亦為本研究報告受託研究之範圍³：

² 關於我國創業投資事業歷年投資公司於國內上市（櫃）情形及於美國 NASDAQ 上市情形，請參見中華民國創業投資商業同業公會，創業投資—2003 年台灣創業投資年鑑，第 102-109 頁。

³ 根據中華民國創業投資商業同業公會於九十二年六月二十三日召開之第二屆第二次會員大會之討論議題觀之，就我國創業投資事業而言，目前所遭遇資金募集困境之主要原因及解決方式，除了組織架構之調整及放寬退休基金投資創業投資事業之限制外，另一項主要議題則為恢復創業投資事業股東投資抵減優惠措施，以增加投資人願意將資金投入創業投資事業之誘因。惟此議題所涉層面甚廣，或有進一步詳細研究評估之必要，故並未納入本計畫受託研究之範圍，茲此敘明。

- 一、現行以股份有限公司型態設立之創業投資事業，缺乏合理之退出機制，資金運用及投資時機無法具備應有之彈性及自由度，致使投資人望而卻步。就此而言，評估引進美國有限合夥組織型態之可行性，並參酌大陸法系日、韓等國引進方式，從創業投資事業組織型態予以改革，將是本研究報告之主要內容。
- 二、現行法令並未開放退休基金投資於創業投資事業，與英、美等國以退休基金 (pension fund) 為創業投資基金主要來源之情形大相逕庭，對於創業投資事業之資金募集造成直接影響，故本報告將從比較法之觀點，檢討開放退休基金投資創業投資事業之可行性⁴。

⁴ 研究放寬退休基金投資創業投資事業之可行性，亦為經濟發展諮詢委員會共同意見之應辦理事項之一。

第二節 研究目的

本報告之研究目的係針對目前創業投資事業所面臨募集資金困難，從組織結構面及法令限制面予以檢討，並經由比較法之分析，提出可行性之評估。具體而言，本研究之目的包括下列二大主軸：

- 一、評估引進美國有限合夥組織型態之可行性，並參酌日、韓等大陸法系國家之引進前例，檢討我國現行法令（尤其關於隱名合夥、兩合公司等相似組織型態之相關法令）必須相應修正之處，建構我國創業投資事業之合理退場機制，提高投資人投資於創業投資事業之意願。
- 二、從比較法之觀點，研究美國及其他國家創業投資資金來源，以及我國現行法令關於機構投資人投資於創業投資事業之限制，針對放寬退休基金投資於創業投資事業乙節研析其可行性，以充實創業投資事業募集資金之來源。

第三節 研究方法

本報告將針對前述研究目的，採取下列研究方法，以提出研究報告結論及建議：

壹、政策規劃分析法

本報告之核心在針對創業投資事業組織結構及放寬退休基金投資於創業投資事業二大議題提出可行性方案，因此首重政策規劃分析法，除參照外國立法例之相關方案外，並將廣泛參採有關部會、學術界及實務界之研究意見。

貳、比較法制分析法

本報告主要針對創業投資事業最發達之美國立法例予以研究分析，著重於有限合夥制度內容之詳細探討，並針對創業投資事業之資金結構予以比較，且參採其他主要先進國家之法制，以及其實施之績效，提出引進有限合夥組織型態及退休基金參與投資之可行性評估。

參、文獻研究法

本報告將廣泛蒐集國內、外有關創業投資事業發展之文獻，包括英美法系及大陸法系國家之研究文獻及資料，以掌握國際最新資訊，作為本報告研究評估之基礎。

肆、綜合歸納分析法

本報告在研究相關範圍內，將針對所得資料綜合歸納分析，以研擬具體之可行性分析報告及相關配套建議，俾供決策者參酌援引及付諸實行。

第四節 研究架構

本報告總共分為七章。

第一章為緒論，闡述本報告之研究背景、目的、方法及架構。

第二章針對我國創業投資事業之發展，從歷史發展到目前現況予以介紹，進而提出當前所面臨之困境與主要課題，作為本報告之研究主軸。

第三章針對英美國家有限合夥組織型態之主要內容及特性，予以介紹並歸納整理，進而分析其創業投資事業如何利用此組織型態創造成功之創業投資活動。

第四章介紹日韓等國引進有限合夥組織型態之先例，並約略介紹大陸地區之發展，作為我國評估引進有限合夥組織型態之他山之石，以則優參採俾收實效。

第五章則基於前二章之歸納整理，針對我國企業組織法制予以比較分析，進而提出引進有限合夥組織型態之可行性評估，以及相關配套之具體作法。

第六章主要針對放寬退休基金投資於創業投資事業此議題進行比較法之研究與分析，除就創業投資事業之資金結構具體論述外，就我國機構投資人投資創業投資之限制情形亦併予論述，以就是否適宜放寬退休基金投入創業投資事業乙節，提出可行性評估。

最末則於第七章綜整本報告之結論及建議，以供參酌。

第二章 我國創業投資事業之發展及所面臨之課題

第一節 創業投資之意義與特性

所謂「創業投資」(Venture Capital)，指投資人匯集資金，設立創業投資事業，願冒較大之風險，以獲取鉅額報酬為目的，委請專家對無法自一般金融體系籌措資金之新創事業從事評估、投資，並參與經營，於該新創事業經營成功後，將其股票出售，獲取資本利得，並以收回之資金再投資於其他新創事業，週而復始，帶動新創事業之發展⁵。

準此以解，創業投資，可謂係對「資本」此生產要素之利用為重新定義，以經營資本作為商品以獲取利潤，並將資本經由專業化創業資本運作結構(expert structure)相當程度予以法人化，以提供新創事業一個新的籌資管道，此相較於傳統金融機構所提供以信用為基礎(credit-based)之融資，創業投資則是一種以利潤為基礎(profit-based)之融資。

按現行創業投資事業所執行之工作，不僅單純投資於新創事業，協助新創事業開發新產品、提供技術支援及產品行銷管道，更積極經由實際參與經營決策提供具附加價值之協助。因此，歸納而言，現行創業投資相對於一般投資行為而言，具有下列幾項特性：

⁵ 徐小波，我國創業投資發展有關法律問題之分析，收錄於「我國資本市場發展之法律研究」，國立台灣大學法學叢書(四二)，1986年3月初版，第21頁。

表三：創業投資之特性

項 目	特 性
投資方式	以取得新創事業股權之投資方式進行投資；但通常個別創業投資事業投資於單一高科技公司所占股權比例不會太高，而多以於其他創業投資事業或投資機構共同投資方式為之，以分散風險。
取得股權方式	經由私人間股份轉讓或以特定人方式取得，而非於公開市場取得。
投資風險與收益	投資原則為高風險、高報酬。
投資對象	以高科技產業之新創事業或具再創業契機之公司為主，會選擇利潤率高之具發展潛力事業為投資對象。
投資內容	除以提供資金挹注為主外，亦會主動提供研發、生產、行銷等方面專業知識，於某些個案並會協助參與經營。
投資期間	創業投資事業所作之投資須為長期性之投資，而非短期或投機性之投資。創業投資事業投資利得之實現，與資本市場面股權重整及併購市場是否活絡有密切關係。若併購市場不夠活絡，則創業投資事業通常會長期持股直到被投資公司上市或上櫃；反之，若併購市場夠活絡，則可經由併購行為提早實現投資資本利得。 ⁶
所有權與經營權分離	就我國股份有限公司型態之創業投資事業而言，即創業投資事業雖有出資人（股東）及董事會，然其業務係由董事會聘請投資專家經營管理，並在聘用時簽訂契約規定出資人及經營者權責，公司業務皆由經營管理團隊負責處理，出資人不得任意干預，而投資新創事業成功，創業投資事業獲取鉅額利潤時，經營管理團隊即可享高額分紅，積極鼓勵其盡心努力經營管理投資業務。

（資料來源：本研究整理）

⁶ 就我國而言，於政府為鼓勵企業併購，而制訂金融機構合併法、企業併購法及修訂公平交易法之前，我國併購市場並不活絡，故早期創業投資事業往往會長期持股直到被投資公司上市（櫃），例如友訊、聯電、合勤、旺宏、英業達、台積電、華邦、智邦、聯發科技、華晶科技、瑞儀光電等都是成功之案例。詳請參閱中華民國創業投資商業同業公會，創業投資—2003 年台灣創業投資年鑑，第 6 頁。

第二節 我國創業投資事業之歷史發展與現況

我國創業投資事業之起源，可追溯自 1982 年 2 月公佈之「改善投資環境以及促進投資方案」，據此方案草擬「創業投資事業管理規則」，促使創業投資事業設立以推動高科技事業之發展。1983 年 11 月財政部正式頒佈「創業投資事業管理規則」，而依據當時有效之「獎勵投資條例」，創業投資股份有限公司之股東享有 20%投資抵減之租稅優惠，並訂定「創業投資事業推動方案」，成立「創業投資事業推動小組」輔助審查申請案件。1984 年第一家創業投資事業—宏大創業投資股份有限公司，由宏碁與大陸工程合資設立。其後，創業投資事業快速成長，至 2002 年止，總計核准 197 家創業投資公司設立，其中有 11 家申請更名改業或解散，12 家並未正式成立；再加上 2001 年起依據新訂「創業投資事業範圍與輔導辦法」規定所成立之創業投資公司 23 家，共計 194 家，總資本額為新臺幣 1,500 多億元⁷。

表四：我國創業投資事業現況比較（1996-2002）

家數分析	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
年度創業投資公司總數	48	76	114	160	192	199	217
新設立家數	14	28	38	46	32	7	18
當年度更名改業家數	1	3	3	0	0	4	1
累計更名改業家數	1	4	7	7	7	11	12
未成立或暫緩成立家數	0	0	0	0	15	12	11
實際營運家數	47	72	107	153	170	176	194
新設家數成長率	133.00%	100%	35.71%	21.05%	30.43%	-78.13%	157.14%

⁷ 史綱（主持），推動綠色矽島應有的金融措施之研究，行政院經濟建設委員會委託研究，2001 年 12 月，第 32 頁；中華民國創業投資商業同業公會，創業投資—2003 年台灣創業投資年鑑，第 9 頁。

資 本 額 分 析							
當年度實收資本額 (新台幣億元)	254.60	426.31	729.32	1034.25	1280.76	1341.07	1512.88
當年度新增資本額 (新台幣億元)	67.57	171.71	303.01	304.93	246.51	60.31	171.81
新增資本額成長率	60.69%	154.12%	76.47%	0.63%	-19.16%	-75.53%	184.88%
平均每家創業投資公司 資本額(新台幣億元)	5.42	5.92	6.82	6.76	7.53	7.62	7.80
投 資 情 形 分 析							
歷年累計總投資案件數	1158	1839	2994	4493	6343	6957	7560
歷年累計總投資金額 (新台幣億元)	286.37	435.22	651.13	947.06	1255.09	1336.55	1453.95
當年度總投資案件數	471	951	1155	1499	1850	614	603
總投資案件數成長率	29.40%	101.91%	21.45%	29.78%	23.42%	-66.81%	-1.79%
當年度總投資金額 (新台幣億元)	88.13	176	215.91	295.92	308.03	81.46	117.4
總投資金額成長率	49.49%	99.70%	22.68%	37.06%	4.09%	-73.55%	44.12%
歷年累積總投資額佔 累積資本額比例	112.48%	102.09%	89.28%	91.57%	98.00%	99.66%	96.11%

(資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003年台灣創業投資年鑑)

以下再將創業投資事業發展歷程整理如下表，包括相關法令及政府政策之更易，以明白創業投資事業之歷史發展及現況：

表五：創業投資事業重要發展歷程

年 度	重 要 發 展 歷 程
種子期 1973-1984	
1981	● 創業投資事業在美國矽谷投資高科技產業，創造驚人成果。
1982	● 李國鼎先生等赴美考察創業投資發展情形，聘請旅美專家李宗南博士回國主持專案研究，著手評估於我國發展創業投資之可行性。

1983	<ul style="list-style-type: none"> ● 財政部訂定「創業投資事業管理規則」，受理創業投資公司設立。 ● 當時獎勵投資條例中明訂，創業投資事業得享百分之二十之投資抵減。
1984	<ul style="list-style-type: none"> ● 宏碁與大陸工程合資成立第一家創業投資公司—宏大創業投資股份有限公司。
創建期 1985-1994	
1985	<ul style="list-style-type: none"> ● 行政院開發基金與交通銀行合資八億元投入創投基金。
1990	<ul style="list-style-type: none"> ● 獎勵投資條例廢止，促進產業升級條例取而代之，投資創業投資事業之投資抵減優惠繼續實施。
1991	<ul style="list-style-type: none"> ● 全球電子業不景氣，國內創業投資公司大量投入新興半導體公司，包括旺宏、華邦、茂矽、矽統、台積電等。 ● 行政院開發基金再提撥十六億元種子基金參與創業投資事業。
1992	<ul style="list-style-type: none"> ● 台北市創業投資商業同業公會成立。
1993	<ul style="list-style-type: none"> ● 財政部開放保險公司投資創業投資事業（資本額 25% 上限）。 ● 修正創業投資事業管理規則共九條條文，包括界定創業投資事業與科技事業之關係、放寬創業投資之投資範圍至國內一般製造業等。
成長期 1995-1997	
1996	<ul style="list-style-type: none"> ● 有條件同意一般商業銀行投資創業投資事業（資本額 5% 上限）。
1997	<ul style="list-style-type: none"> ● 台灣創業投資公司投資美國比重創歷史紀錄。 ● 行政院宣示五年內投入二百億元於生物科技產業。 ● 政府鼓勵設置生物科技創業投資公司，行政院開發基金委託中國國際商業銀行代為投資生物科技創業投資公司。
成熟期 1998 迄今	
1998	<ul style="list-style-type: none"> ● 創業投資事業家數正式突破一百大關。
1999	<ul style="list-style-type: none"> ● 台北市創業投資商業同業公會升級成立中華民國創業投資商業同業公會。 ● 促進產業升級條例修正，取消對創業投資事業之租稅優惠，並另訂創業投資專章，明訂創業投資事業範圍及輔導創業投資事業之發展。

<p>2000</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 創業投資股東之租稅優惠正式取消。 ● 財政部根據促進產業升級條例第七十條規定，著手制訂創業投資事業範圍及輔導辦法。 ● 考量租稅優惠取消，努力向政府爭取放寬銀行投資上限、開放證券公司參與投資及開放郵政儲金與退休基金投入創業投資事業。 ● 政府考慮讓創業投資公司上市（櫃），以期能從資本市場取得基金來源。 ● 政府開放證券業投資創業投資事業，為創業投資事業注入一股資金來源之活水。
<p>2001</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 公布制訂創業投資事業範圍與輔導辦法，並廢止創業投資事業管理辦法，從此創業投資事業不再是特許行業，可逕行向經濟部申請設立。我國創業投資事業進入一全新里程碑。 ● 政府召開之「經濟發展諮詢委員會」作成結論，期促進創業投資事業正常發展，其預計作法包括放寬四大基金、銀行業、保險業、證券業參與投資創業投資事業；允許符合一定條件之創業投資基金管理公司上市（櫃）；考慮恢復對高科技創投事業之投資獎勵；請主管機關研擬「創業投資事業管理條例」等。
<p>2002</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 行政院推動「挑戰 2008：國家發展重點計畫」，鼓勵民間籌募成立創投基金，政府協助配合出資 30%，其餘 70% 由民間負責，計劃於 2011 年前成立 100 家創投基金，總基金規模達新台幣 1,000 億元，預計帶動 5,000 家創新事業之發展，並創造新台幣 5,000 億元以上之資本投入及 25,000 個就業機會之目標。 ● 金融控股公司法實施後，銀行子公司不得進行直接投資（工業銀行除外），所有投資必須由金控母公司為之。2002 年有四家金控成立創業投資子公司，總資本額為新台幣 30 億元。 ● 財團法人證券櫃檯買賣中心成立「興櫃股票市場」，提供初創期到成熟期階段之科技公司一個公開交易管道。興櫃市場係屬股票登錄交易，不算是股票上櫃，因此主管機關允許創投參與投資。 ● 台灣創投赴大陸投資受管制，行政院開發基金貫徹「開發基金參與投資之創業投資事業，現階段不得直接或間接投資大陸地區」之措施。 ● 截至 2002 年底實際營運之創業投資公司計 194 家，共委託 87 個管理團隊管理，總資本額達新臺幣 1512.88 億元。

（資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003 年台灣創業投資年鑑）

由前述發展歷程觀之，我國創業投資事業之所以能專注於創業階段科技產業之投資，並發揮相當大之投資效益⁸，可以歸結於下列當時之法令政策導因：

- 一、政府提供 20%投資抵減優惠給參與創業投資之股東，成為創業投資事業能有效募集資金之誘因。
- 二、前述投資抵減之優惠措施，只要在創業投資事業將資金運用於投資高科技產業時才能適用，故有效導引創業投資資金流向高科技產業。
- 三、禁止創業投資事業投資上市或上櫃公司股票，更進一步使創業投資資金之運用，能專注於扶植高科技創新事業之發展。

創業股東事業股東投資抵減制度源自於獎勵投資條例，嗣後獎勵投資條例雖為促進產業升級條例所取代，但此投資抵減制度仍然維持，直至 1999 年促進產業升級條例修訂，始正式取消創業投資事業股東投資抵減優惠。因此，於 1999 年 12 月 31 日以前設立完成之創業投資公司，雖依法可享有創業投資事業股東投資抵減優惠，但所有投資抵減優惠將於 2006 年正式結束（即扣抵至 2005 年度所得稅額）。雖然政府取消此投資抵減優惠，係基於租稅公平及其他因素之考量，但依據新修訂之促進產業升級條例第八條規定，股東若直接投資新興重要策略產業仍得以適用投資抵減，因此便產生資金之排擠效應，直接影響國內個人及法人股東投資創業投資公司之意願，導致創業投資事業募集資金之困境⁹。

再者，由於股份有限公司組織型態之缺乏彈性，以及國內金融機構、各型政府退休基金等機構投資人，對於投資創業投資事業仍有相當限制，使得創業投資事業於近年來之募資，遭遇前所未有之困境，此觀新設創業

⁸ 據中華民國創業投資商業同業公會「2003 年台灣創業投資年鑑」（第九頁）指出，我國創業投資事業投資活躍程度，僅次於美國排名全球第二。

⁹ 關於創業投資事業股東投資抵減制度之變革，對於創業投資事業之影響，是創業投資事業目前高度關切之議題，詳請參閱中華民國創業投資商業同業公會，創業投資—2003 年台灣創業投資年鑑，第 11-15 頁。

投資公司之新設家數於 2001 年僅有 7 家，而新增資本額亦由 1999 年之 300 多億元銳減至 2001 年之 60 億元，當已甚明。雖然 2002 年有 18 家新設創業投資公司成立，新增資本額增加為 170 億元，整體表現似有好轉，實則，絕大部分為金融控股公司自行設立之創業投資子公司，或大企業為分散內部投資風險或資金特定操作而主控設立之大型創投基金，與向來由投資團對所設立之專業創投基金仍屬有間。

準此以解，由於政策法令方面之變革，不僅致使創業投資事業面臨募集資金之困境，甚至可謂已危及創投事業之發展，亦將使我國科技事業資金挹注間接受到影響，故如何針對現行創業投資事業之結構面及資金面妥予規劃，自屬政府應予以正視之重要課題。

第三節 創業投資管理法令之更動

政府當初為推動創業投資事業之設立，以促進科技事業之發展及產業升級，遂於 1983 年訂頒創業投資事業管理規則，以為規範創業投資事業之基本規範。嗣於 2001 年 5 月 23 日廢止前揭法令，另行制頒創業投資事業範圍與輔導辦法，為創業投資事業之管理開啟新頁。

由於法令之更易，相當程度反應當時之政策指向，茲將前揭創業投資事業之管理法令彙整說明如次，以供參酌：

表六：創業投資管理法令對照說明

創業投資事業管理規則 1983 年 11 月 24 日公告實施 1993 年 2 月 11 日修正發布 2001 年 5 月 23 日廢止	創業投資事業範圍與輔導辦法 2001 年 5 月 23 日公告實施	說 明
第一條 為推動創業投資事業之設立，以促進科技事業之發展及產業升級，特訂定本規則。	第一條 本辦法依促進產業升級條例第七十條第二項規定訂定之。	立法依據
第二條 創業投資事業之管理，除法律另有規定外，依本規則之規定。		刪除
	第二條 本辦法之主管機關為財政部。 主管機關得將第五條至第十二條所定之執行事項，委託行政院開發基金管理委員會辦理。	明訂創業投資事業主管機關。 實則，創業投資事業是否應與金融體系分離，而改以經濟部為主管機關，以制訂整體產業政策，或許也是關於創業投資事業發展所應該進一步予以檢討之課題。
第三條 本規則所稱創業投資事業，係指符合下列各款規定之 <u>股份有限公司</u> ： 一、經財政部同意從事創業投資業務。 二、以對國內外科技事業或國內外其他創業投資事業投資經營為專業。 三、對被投資事業直接提供資本，並協助經營或監督。	第三條 創業投資事業之範圍，指實收資本額在新臺幣二億元以上，並專業經營下列業務之 <u>公司</u> ： 一、對被投資事業直接提供資本。 二、對被投資事業提供企業經營、管理及諮詢服務。	明訂創業投資事業之範圍，並自新法實施後創業投資事業設立已不須財政部審核通過。 由本條規定可以清楚理解，為何我國創業投資事業迄今全數均為股份有限公司組織型態，實係因法令限制所致。 於修正後，從規定文義觀之，已不再以股份有限公司為限，但仍以公司組織為限，而不及於合夥組織。
	第四條 主管機關及相關主管機關應輔導創業投資事業協助國內中小科技事業之創業發展，並促進整體產業全面升級。	明文規定主管事業機關輔導創業投資事業事項。

	<p>第五條 主管機關應輔導創業投資事業進行下列國際合作交流：</p> <p>一、建立我國及其他國家創業投資與科技事業之雙邊合作及聯繫關係。</p> <p>二、參與國際科技事業組織及會議，加強我國科技事業組織及專業水準。</p> <p>三、推動區域性、國際性創業投資及科技事業之合作。</p> <p>四、依據法令及政府政策，推動兩岸創業投資及科技事業之合作。</p>	<p>明文規定主管事業機關輔導創業投資事業事項。</p>
	<p>第六條 主管機關應協助創業投資事業辦理下列事項：</p> <p>一、舉辦創業投資事業年會，加強管理經驗交流。</p> <p>二、規劃辦理高科技產業研討會或演講，瞭解產業發展。</p> <p>三、定期辦理創業投資人才培訓。</p> <p>四、其他有利於創業投資事業整體發展之事項。</p>	<p>明文規定主管事業機關輔導創業投資事項。</p>
	<p>第七條 <u>為輔導符合本辦法相關規定之創業投資事業爭取下列各項資金來源，主管機關得協調各該目的事業主管機關予以協助：</u></p> <p><u>一、銀行業。</u></p> <p><u>二、保險業。</u></p> <p><u>三、證券業。</u></p> <p><u>四、郵政儲金、各公民營退休及保險基金。</u></p> <p><u>五、資本市場。</u></p>	<p>主管事業機關須協助創業投資事業取得資金來源。</p> <p>但在管理規則中，郵政儲金、各公民營退休及保險基金或資本市場之資金尚不得投入創投事業。</p> <p><u>事實上，本條規定已對於開放金融機構資金及四大基金投資於創業投資事業提供法令依據（雖然僅屬法規命令之位階而非法律位階），只是欠缺適當之配套措施。</u></p> <p><u>具體而言，商業銀行之投資行為原則上屬於較為短期之投資，與創業投資事業所需之中、長期投資資金恐怕較無實質助益。反之，保險業資金及退休基金主要均為從事中、長期投資，故要對創業投資事業資金需求有所挹注，應朝就此等資金來源進一步開放之方向，較具實益。</u></p>
	<p>第八條 創業投資事業得檢附下列文件，報請主管機關依前條規定予以輔導協助：</p> <p>一、申請書。</p> <p>二、公司章程。</p> <p>三、股東及董、監事名冊。</p>	<p>如需主管機關輔導之創投事業需檢附相關文件申請輔導。</p>

	<p>四、主要經營團隊名冊。</p> <p>五、中華民國創業投資商業同業公會出具之推薦書。</p> <p>六、其他經主管機關指定之文件。</p>	
<p>第四條</p> <p>創業投資事業之投資範圍，以國內外科技事業、國內外其他創業投資事業及國內一般製造業為限。但對於國內一般製造業之投資總額不得超過創業投資事業實收資本額百分之三十。</p> <p>前項科技事業之範圍如下：</p> <p>一、通訊、資訊、消費性電子、半導體、精密器械與自動化、航太、高級材料、特用化學品與製藥、醫療保健、污染防治、資源開發及高級感測等十二項工業。</p> <p>二、符合科學工業園區設置管理條例第三條所稱之科學工業。</p> <p>三、符合行政院科學技術發展方案訂定之重點科技項目，並經財政部會同主管機關認定之事業。</p> <p>四、其他經財政部會同主管機關認定之科技事業。</p>	<p>第九條</p> <p>經主管機關依前條規定輔導協助之創業投資事業，其投資範圍，以科技事業、其他創業投資事業及一般製造業為限。</p> <p>前項科技事業之範圍如下：</p> <p>一、通訊、資訊、消費性電子、半導體、精密器械與自動化、航太、高級、材料、特用化學品與製藥、醫療保健、污染防治、生物科技、科技服務、高級感測、能源及資源開發等產業。</p> <p>二、符合科學工業園區設置管理條例第三條所稱之科學工業。</p> <p>三、符合促進產業升級條例第八條所稱之新興重要策略性產業。</p> <p>四、其他經主管機關會同各該事業主管機關認定或公告之科技事業。</p>	<p>訂定創業投資事業之投資範圍，但對於投資一般製造業不得超過創投資收資本額之百分之三十規定已刪除。</p>
<p>第五條</p> <p>創業投資事業及其投資人得依法享受有關之獎勵。</p>		<p>刪除</p>
<p>第六條</p> <p>創業投資事業於設立前，應檢附左列文件申請財政部審核同意。</p> <p>一、公司章程。</p> <p>二、營業計畫書。</p> <p>三、公司主要股東名單。</p> <p>四、申請書。</p> <p>事業取得前項同意者應於事業名稱中加列創業二字，但未取得同意者，不得在其事業名單中使用創業二字。</p> <p>華僑或外國人投資於創業投資事業，應依華僑回國投資條例、外國人投資條例及其他有關法令申請核准。</p>		<p>刪除，凡符合輔導辦法第三條規定，可逕行向經濟部商業司申請創業投資事業設立。</p>
<p>第七條</p> <p>創業投資事業之實收資本額不得低於新台幣二億元。其實收資本額財政部得視需要調整之。</p> <p>前項出資種類以現金為限。</p>		<p>納入輔導辦法第三條規範，但刪除財政部視需要調整之規定。</p>
<p>第八條</p> <p>創業投資事業應自財政部同意之</p>		<p>刪除</p>

<p>日起六個月內依法辦妥登記手續，並檢附下列文件，申請財政部備查。</p> <p>一、登記證照影本。</p> <p>二、公司章程。</p> <p>三、組織成員名冊及議事錄。</p> <p>四、總經理、副總經理及一級業務經理人員等主要經理人姓名、籍貫、學經歷、住址清冊。</p> <p>創業投資事業委託在國內外登記為對創業投資事業從事管理顧問之專業機構經營時，並應依前項規定提示該受委託機構之有關資料備查。</p> <p>創業投資事業未於第一項期限內完成設立登記者，財政部得撤銷其同意。但有正當理由者，得申請財政部核准延展。</p>		
<p>第九條</p> <p>創業投資事業為下列行為，應先報請財政部同意。</p> <p>一、變更公司章程。</p> <p>二、停業及復業。</p> <p>三、解散及合併。</p>		刪除
<p>第十條</p> <p>創業投資事業為下列行為，除依法辦理登記外，並應即向財政部報備。</p> <p>一、選任或解任組織主要成員。</p> <p>二、委任或解任主要經理人員。</p> <p>三、設立或撤銷分支機構。</p>		刪除
<p>第十一條</p> <p>創業投資事業經營之業務如下：</p> <p>一、對被投資事業從事創業投資業務。</p> <p>二、對被投資事業提供企劃、諮詢、參與經營及管理。</p> <p>三、對其他創業投資事業提供企業經營、管理與諮詢服務。</p> <p>四、其他經政府核准辦理之有關業務。</p>		刪除
<p>第十二條</p> <p>創業投資事業對被投資事業投資時，應就被投資事業經理人、組織、技術、生產、市場、財務、營運及研究發展計畫先行評估，以確定其投資效益。</p>		刪除
<p>第十三條</p> <p>創業投資事業應於公司章程訂明下列事項：</p> <p>一、被投資事業之種類及範圍。</p> <p>二、主要經理人員所具有之組</p>		刪除

<p>織、領導能力、專業經驗與知識。</p> <p>三、主要經理人員或受委託之管理顧問專業機構及其他員工分紅標準。</p>		
<p>第十四條</p> <p>創業投資事業投資於每家被投資事業之金額，除經財政部核准者外，不得超過該創業投資事業實收資本總額百分之二十。但其以盈餘或公積增資配股所得股份不在此限。</p> <p>創業投資事業未投資之資金，除供作營運資金及購買營運必要之設備外，以儲存銀行、購買公債、金融債券及票券為限。</p>	<p>第十條</p> <p>經主管機關依第八條規定輔導協助之創業投資事業，除經主管機關專案核准者外，不得從事下列行為：</p> <p>一、投資於衍生性金融商品、購置非自用不動產及從事不動產開發。</p> <p>二、投資上市、上櫃公司之股票。但認購其原投資事業之增資配股、參與公司特定人認股、投資全額交割股或櫃檯買賣管理股票者，不在此限。</p> <p>三、辦理保證及洽借一年期以上中長期資金。但為週轉需要，得在不超過實收資本額百分之二十範圍內，借入短期資金。</p>	<p>取消創業投資事業投資於被投資事業金額不得超過創業投資事業實收資本額 20%之限制，並明訂依輔導辦法第八條規定輔導之創業投資事業不得從事行為之規範。</p>
<p>第十五條</p> <p>創業投資事業對外投資，應依對外投資及技術合作審核處理辦法之規定辦理。</p>		<p>刪除</p>
<p>第十六條</p> <p>創業投資事業對國外其他創業投資事業投資或委託其經營管理時，應以促進科技事業在中華民國生根為目標，並應符合下列規定：</p> <p>一、該國外創業投資事業最近三年年平均投資總額達美金五百萬元以上，或其累積投資或經營管理個案件數達三十件以上；或其主要經理人或合夥人具有投資或經營管理科技事業實績達美金一千五百萬元以上，或累積個案件數達十件以上之經驗，經財政部專案認定者。</p> <p>二、投資或委託契約中應載明技術交流方式，資金限於對科技事業投資，且三年內至少應有百分之十投資於國內科技事業。</p> <p>前項所稱投資，係指直接參與國外創業投資事業為股東或合夥人。所稱委就，係指參與國外創業投資事業所設或新設之基金，</p>		<p>刪除</p>

<p>委託該國外創業投資事業經營管理。</p> <p>第一項第二款之對科技事業投資情形，創業投資事業應按每半年向財政部報備。</p>		
<p>第十七條</p> <p>創業投資事業不得辦理保證及吸收員工或他人存款。其所借入之資金，限於短期週轉，並不得超過實收資本額百分之二十。</p> <p>創業投資事業投資上市公司，以認購其原投資事業之增資配股為限。</p>		<p>已併入輔導辦法第十條之規範。</p>
<p>第十八條</p> <p>創業投資事業應於每屆營業年度終了，將其營業狀況作成營業報告書，併同財務報告，委請會計師查核簽證，提請股東會通過後，報請財政部備查。</p> <p>會計師辦理查核簽證時，如發現創業投資事業有違反本規則情事，應於查核報告中做適當之揭露，並另以書面向財政部報告。</p>	<p>第十一條</p> <p>創業投資事業應於每屆營業年度終了，將營業狀況及主要經理人之變動情形納入營業報告書，併同經會計師查核簽證之財務報告，提請股東會承認或全體股東過半數之同意後，一個月內報請主管機關備查。</p> <p>經主管機關依第八條規定輔導協助之創業投資事業，於委託會計師查核簽證財務報告時，應於委託書中特別約定，簽證會計師須查明該創業投資事業是否遵行本辦法之規定。</p>	<p>創業投資事業於每屆營業年度終了，製作營業報告書向主管機關備查。</p>
<p>第十九條</p> <p>創業投資事業應依商業會計法設帳，其業務及財務狀況，財政部於必要時得派員檢查。</p>		<p>刪除</p>
<p>第二十條</p> <p>創業投資事業有違反本規則之情事，由財政部通知該事業限期改善，並由該事業對有關人員自行處分具報，如逾期不改善時，得停止有關之獎勵，並撤銷其從事創業投資事業之同意。</p>	<p>第十二條</p> <p>創業投資事業有未符合本辦法規定之情事者，主管機關得通知限期改善；屆期不改善者，得停止其輔導協助。</p>	<p>明訂未符合規範時之處置：管理規則—停止獎勵，並撤銷其從事創業投資事業之同意。輔導辦法—停止輔導</p>
<p>第二十一條</p> <p>本規則自發布日施行。</p>	<p>第十三條</p> <p>本辦法自發布日施行。</p>	

(資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003年台灣創業投資年鑑；本研究補充整理)

第四節 我國創業投資事業之組織型態

我國自 1984 年第一家創業投資公司設立以來，至 2002 年底為止，總計實際營運之創業投資公司達 194 家，但清一色均為股份有限公司之型態。我國創業投資事業之所以選擇股份有限公司型態，而未與美國同樣採行所謂有限合夥組織型態，有其歷史上及法令上之理由，茲說明如次：

- 一、依照民法第 681 條規定，我國合夥之合夥人，對於合夥之債務皆須負無限連帶責任，對於投資人而言，責任風險過大。
- 二、我國合夥並不具有法人格，對於必須獨立從事投資經營業務之創業投資事業而言，顯然不符需求。
- 三、早期獎勵投資條例（已於 1990 年 12 月 31 日廢止）之獎勵資格原則上係以股份有限公司組織之營利事業為限，所以為取得投資獎勵，創業投資事業均選擇以設立股份有限公司方式為之。
- 四、於 1983 年訂定之「創業投資事業管理規則」（已於 2001 年 5 月 23 日廢止）第三條，亦明定創業投資事業必須為股份有限公司型態。

由於我國創業投資事業均屬股份有限公司，為達到創業投資經營與所有分離之特性，於實務運作上，大多採行創業投資基金委託管理之方式。以現行 194 家創業投資公司為例，其中 25 家為自行管理（約佔 12.89%），其餘 169 家均採委託管理方式經營（約佔 87.11%），將資金委託管理顧問公司或其他創業投資公司管理¹⁰。

依照最高行政法院九十二年度判字第三六〇號判決所揭示：「創投公司對被投資事業除直接提供成本外，尚提供企業經營、管理及諮詢服務，其投資風險較一般純以買賣股票為專業為主之投資公司為高，因此為達盈

¹⁰ 包括自行管理之創業投資公司與受託管理之基金管理公司，我國共有 87 個創業投資管理團隊，平均每個創業投資管理團隊管理二家以上創業投資基金，以及新台幣 17.4 億元之資金規模。詳參中華民國創業投資同業商業公會，2003 年台灣創業投資年鑑，第 9 頁。

餘之目的並降低投資風險，乃以資本利得獎金之誘因，而使委託管理公司能為創投公司及其本身之利益，而發掘最佳之投資機會，並努力提供相關之服務，使被投資公司之獲利提昇，進而使創投公司之獲利提昇；若創投公司不以資本利得獎金為誘因，則受委託之公司只有基本、固定的管理年費收入，因創投公司之盈虧與其無關，故受委託公司將只求盡基本之契約義務，而不會將創投公司之利益為第一考量。查創投公司委託管理公司經營，約定給付受託公司依公司純利一定比例計算之紅利，即為當事人雙方約定給付報酬之一部分。此報酬之給付乃欲有效運用資金以獲得更高之獲利，似難認與業務推動全無干涉。」正足以說明創業投資事業與受託管理公司間之關係。

表七：1996-2002 年各年度創投基金管理型態比較

年度	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
委託基金管理公司管理	57.44%	70.84%	76.07%	78.34%	80.22%	80.68%	85.05% 165 家
創業投資公司自行管理	29.79%	20.83%	15.38%	16.99%	17.03%	15.34%	12.89% 25 家
委託其他創投公司管理	12.77%	8.33%	8.55%	4.58%	2.75%	3.98%	2.06% 4 家
合 計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100% 194 家

(資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003 年創業投資年鑑)

雖然，我國以股份有限公司組織型態所設立之創業投資事業，於近二十年來已發揮極大創業投資效益，並成功帶動我國高科技事業之發展。然而，從組織架構面而言，於實務運作上仍遭遇到下列問題：

壹、缺乏合理退場機制

以美國為例，一個創業投資基金，以有限合夥方式，由專業人才以個人身分或經由經理公司 (management company) 從事經營，並定一經營期

間（一般為十年左右），俟期滿時，基金結束計算盈虧後，依契約約定部份結算並分別支付予經理人及投資人。反觀我國以股份有限公司方式經營創業投資事業，則創業投資基金必須以實收資本方式繳入，該基金擬予結束時，必須依照公司法規定之法定程序，進行解散清算，程序繁瑣且曠日廢時。

貳、缺乏運作彈性及激勵機制

股份有限公司之組織架構及運作，均為公司法所規範，所有程序均建構在股東會、董事會及監察人之既定架構中，缺乏彈性之設計，不利於創業投資事業個案投資需求及籌資。我國股份有限公司受限於「資本三原則」，必須恪遵資本確定、資本充實及資本維持等原則，以保障股東及債權人權益為宗旨，故公司資金之運用受到相當多之限制，盈餘之分派及經營者階層之酬勞等，均不若有限合夥得以契約約定，而必須依照法令規定之程序及要件為之，對於經營者而言，缺乏有效之激勵機制。

第五節 我國創業投資事業之資金來源

我國創業投資基金是以公司型態成立，其資金來源主要為國內之產業界、財團、上市公司、銀行、保險業、證券業、財力豐厚之個人及國外之個人及法人機構等。與國外創業投資基金之資金來源主要來自於各類型之退休基金及其他相關金融機構相比較，國內各型退休基金尚未能獲准投入創業投資市場，且各金融機構投資仍有上限規範。

就股東結構而言，2002 年我國創業投資事業之國內股東約佔 92.31%，其中以法人股東為多數約佔 74.60%，自然人股東則約佔 17.71%；國外股東則佔 6.31%，其中仍以法人股東為主約佔 6.12%，自然人股東僅約佔 0.19%。茲將 1996 年至 2002 年創業投資事業股東結構列表分析如下：

表八：我國創業投資事業個人與法人股東結構分析（2002 年）

股東結構	比例
國內法人	74.60%
國外法人	6.12%
國內個人	17.71%
國外個人	0.19%
其他	1.38%
合計	100.00%

（資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003 年創業投資年鑑）

表九：1996～2002年各年度創業投資事業國內、外股東結構分析

年 份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
國內法人	77.42%	72.24%	75.79%	74.91%	71.03%	71.43%	74.60%
國內個人	15.56%	19.33%	18.88%	20.13%	20.55%	18.75%	17.71%
國內合計	92.98%	91.57%	94.67%	95.04%	91.58%	90.18%	92.31%
國外法人	6.65%	8.10%	5.20%	3.72%	7.46%	7.69%	6.12%
國外個人	0.37%	0.33%	0.13%	0.10%	0.07%	0.07%	0.19%
國外合計	7.02%	8.43%	5.33%	3.82%	7.53%	7.76%	6.31%
其 他	0.00%	0.00%	0.00%	1.14%	0.89%	2.06%	1.38%
合 計	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

（資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003年創業投資年鑑）

更具體而言，依據中華民國創業投資商業同業公會所彙整之資料顯示，我國創業投資事業之資金來源，以國內法人及金融機構為主，茲列表說明如次：

表十：2002年我國創業投資事業法人股東結構分析

股 東 結 構	百 分 比
政府機構	3.31%
國內銀行	5.60%
國外銀行	0.54%
金融控股公司	1.97%
國內保險公司	9.26%
國外保險公司	0.45%
國內退休基金	0.00%
國外退休基金	0.00%

國內投資機構	14.14%
國外投資機構	4.95%
國內證券公司	1.63%
國外證券公司	0.06%
法人機構（一般產業）	27.87%
法人機構（科技產業）	10.94%
法人機構合計	80.71%
個人	17.91%
其他	1.38%
總計	100.00%

（資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003年台灣創業投資年鑑）

表十一：2002年我國創業投資事業股東成份分析

資 金 來 源	百 分 比
政府	3.31%
銀行	6.14%
金融控股公司	1.97%
保險公司	9.72%
法人公司	38.80%
投資公司或機構	19.08%
退休基金	0.00%
證券公司	1.69%
個人	17.91%
其他	1.38%
合計	100.00%

（資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003年台灣創業投資年鑑）

由前述列表可見，迄至 2002 年為止，我國創業投資事業之資金來源及股東結構，相當程度仍侷限於專業投資公司或投資機構，至於銀行業、保險業、證券業及金融控股公司等，因受限於相關投資法令之限制，對於創投業之投資仍屬有限。更值得注意者，我國退休基金基於法令規定，目前尚無法投資於創業投資事業，相對於美國及歐洲國家之創業投資事業以退休基金為主要資金來源之情形迥異，也對我國創業投資事業募集資金來源造成相當限制。

以下將創業投資事業各項資金來源之投資比例及限制條文彙整如下，以供參酌：

表十二：創業投資事業各項資金來源投資比例及限制條文

資金來源	商業銀行	保險業	證券業	工業銀行	金融控股公司	勞工退休基金
投資比例上限	不超過該被投資創投事業資本 5%	不超過該被投資創投事業資本 25%	不超過該被投資創投事業資本 10%	最高可達 100%	最高可達 100%	不得投資
法源依據	銀行法第七十四條第三項第三款	保險業資金專案運用及公共投資審核辦法第六條第二項、第八條	財政部證券暨期貨管理委員會(91)台財證(二)字第 002547 號 券商管理規則第十八條	工業銀行設立及管理辦法第十二條第二項	金融控股公司法第三十六條	勞工退休基金收支保管及運用辦法第六條
公佈時間	2000 年 11 月 1 日	2001 年 12 月 26 日	2002 年 4 月 17 日	2000 年 12 月 30 日	2001 年 7 月 9 日	2002 年 11 月 20 日
限制條文	三、商業銀行投資非金融相關事業，對每一事業之投資金額不得超過該被投資事業實收資本總額或已發行股份總數之 5%。	一、投資之對象若為股份有限公司，其投資及放款金額不得超過該事業 5%；若對象為創業投資事業，不得超過該事業之 25%。 二、被投資對象為依創業投資事業範圍與輔導辦法規定列為財政部輔	一、券商轉投資總額不得超過 40%。 二、投資創業投資事業，不得超過該事業發行股份之 10%。 三、投資創業投資事業之總金額不得超過證券商最近期經會計師查核簽證或核閱財務報告之淨值	直接投資創業投資事業超過被投資事業已發行股份或資本總額百分之二十以上者，應經財政部核准。	金融控股公司得投資之事業如下： 一、銀行業。 二、票券金融業。 三、信用卡業。 四、信託業。 五、保險業。 六、證券業。 七、期貨業。 八、創業投資事業。	本基金之運用範圍如下： 一、存放於金融機構。 二、以貸款方式供各級政府或公營事業機構辦理有償性或可分年編列預算償還之經濟建設或投資支出之用。 三、購買上市、上櫃公司股票、證券投

		<p>導協助之創業投資事業，且對同一對象投資總額低於新台幣伍仟萬元及該保險業實收資本額百分之二以下者。（事後查核即可）。</p>	5%。		<p>九、經主管機關核准投資之外國金融機構。</p> <p>十、其他經主管機關認定與金融業務相關之事業。</p>	<p>資信託基金之受益憑證，或認購上市、上櫃公司之現金增資股票及初次上市、上櫃公司之承銷股票。</p> <p>四、購買公債、金融債券或公司債。</p> <p>五、購買短期票券。</p> <p>六、其他經監理會審議通過，並報請行政院核准有利於本基金收益之運用項目。</p>
--	--	--	-----	--	--	---

（資料來源：本研究更新補充與整理，2003年）

第三章 英美有限合夥組織型態

美國創業投資事業大致可分為三大類：(一)合夥之創投基金；(二)中小企業投資公司 (SBICs)；(三)大公司附屬之創業投資公司。美國大多數創業投資事業選擇以「有限合夥」(limited partnership)為之，由有限合夥人 (limited partner) 及一般合夥人 (general partner) 共同組織，此種型態通常有一定存續期間，期滿則進行清算分配資產解散。在美國合夥組織本身不用課稅，如合夥組織提列虧損，該虧損可抵減合夥人之其他收入¹¹。

有限合夥之商業組織型態自 1822 年起即為美國紐約州立法採用¹²，目前美國各州均允許有限合夥作為商業組織之一種型態。美國統一州法委員會 (National Conference of Commissioners on Uniform State Laws) 在 1916 年即通過「統一有限合夥法」，隨後又分別於 1976 年、1985 年及 2001 年修訂該法，以因應商業之發展及實務之需求。多數州 (包括美國德拉瓦州) 已採用該法之相關規定作為規範有限合夥之基本法。以下茲以美國德拉瓦州之有限合夥法 (Limited Partnership Act, 以下簡稱 LPA) 作為探討有限合夥制度之基礎。

就英國而言，儘管於 90 年代中期創業發展基金之融資於英國已經高度發展，但絕大多數之資金均投入大型之交易或具相當規模之公司，極少數之資金係流向新創之小型科技公司。為此，英國政府遂實施數項政策，並效法美國之經驗，透過政府基金及私人管理之結合，以改善小型公司獲得創業發展基金之融資情形¹³。茲將該等政策及 OECD 之相關建議摘要如下表：

¹¹ 廖耀宗，中、美、星三國創投事業發展環境與政策之比較，台灣土地金融季刊，第三十七卷第三期，2000 年 9 月，第 6 頁。

¹² David Rosengberg, Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 363, p. 8.

¹³ OECD, Venture Capital Policy Review: United Kingdom, STI Working Paper 2003/1.

表十三：OECD 創業投資政策檢討—英國

項目	政策	建議
投資法規	<ol style="list-style-type: none"> 1. 制定 2000 年金融服務及市場法(The 2000 Financial Services and Markets Act)，以放寬機構投資人(包括保險公司、金融服務業及銀行等)投資創業發展基金之限制，促使更多機構投資人投入創業發展基金，投資風險較高及資金較不易流動之新創公司。 2. 廢除退休基金應維持最低資產金額之要求，而改以長期資金輔以透明度及揭露性作為保障基金受益人權益之標準。 	英國政府應檢視新法對創業市場之影響，必要時應再進一步放寬法令之限制。
租稅獎勵	實施租稅獎勵計畫，包括企業投資計畫(Enterprise Investment Scheme)、創業投資信託計畫(Venture Capital Trust Scheme)、公司創業計畫(Corporate Venturing Scheme)，使投資人在一定條件下得享受稅賦減免或緩課等優惠。	鑑於投資人在創業發展基金市場不景氣時通常會立即終止或減少其投資，英國政府應評估該等租稅獎勵對創業投資集資之影響，並考慮分階段逐步停止其適用。
政府基金	設立多種政府基金以資助新創之科技公司，並促進地區性之發展，包括高科技基金(UK High Technology Fund)、地區性創業投資基金(Regional Venture Capital Funds)、社區發展創業基金(Community Development Venture Capital Fund)及早期成長基金(Early Growth Fund)。	英國政府應評估該等基金就融資槓桿之成本及益處。
事業天使網	在英國估計有 20,000 至 40,000 位事業天使(Business Angels)(例如企業家或高階經理人等具有高淨值之個人)在小型事業(30%為科技領域方面之事業)之早期發展階段，提供資金與管理諮詢予該小型事業。英國政府於 1999 年協助成立全國事業天使網公司(National Business Angels Network Limited)，由英國小型事業服務處負責支援，並有	英國政府應確保對已準備就緒之小型事業提供援助，例如改善與地方性事業天使網之協調及加強創新育成計畫等。

	主要的銀行及金融公司負責贊助，以整合其他對投資人提供之服務(例如協助新創公司準備事業計畫以符合投資人之要求或協助撮合尋求融資之事業及潛在投資人)。	
次級股票市場	倫敦證券交易所於 1995 年成立另類投資市場(Alternative Investment Market)以適合新創且具高度成長性之公司進行初次公開上市(IPO)，其他次級交易所亦相繼成立(例如 1999 年為高科技領域所成立之次級股票市場-TechMark)。	英國應結合歐洲各次級股票市場，創造單一之次級股票市場，以改善零散及小型經濟規模之缺點。

(資料來源：OECD, Venture Capital Policy Review: United Kingdom, 2003)

再就加拿大而言，於 OECD 國家中，加拿大創業投資占國民生產毛額比例之高，可謂數一數二。於 1990 年代，受創業投資資助之公司整整增加了一倍；於 1995 年到 2001 年間，就有超過 200 支創業投資基金成立。加拿大之創業投資資金絕大部分仍流向中小企業之擴張計畫，而非新創公司；此外，大部分受惠公司為傳統製造產業¹⁴。不過此種現象在近幾年已有改變，逐漸有新資金投入高科技產業公司。

前述創業投資資金之走向與加拿大之創業投資產業結構息息相關。過去創業投資有 80%係透過「勞工創業公司」(Labor-Sponsored Venture Corporations, LSVCCs)為之。勞工創業公司係基於租稅優惠獎勵而於 1984 年創設，這些以省為單位之基金，係由工會及個別投資人贊助，通常係對製造業進行小額投資；相對地，法人機構投資人(包括退休基金)，於當時加拿大創業投資市場仍屬少見。然而，在致力於地區發展之同時，勞工創業公司卻無法符合科技資訊產業部門之需求。

於 1990 年代晚期，加拿大政府開始試著分散創業基金之來源，具體

¹⁴ 我國於鼓勵創業投資事業發展之同時，應考量是否僅限於高科技事業才值得鼓勵創業投資事業投資？是否應於政策上，將創業投資事業之投資範圍，導引到其他傳統產業，尤其是具有高附加價值之服務業？實則，從現今產業發展之趨勢觀之，高附加價值之服務業日趨重要，故創業投資政策也應相應調整，才能使創業投資事業發展真正與經濟活動相配合，發揮創業投資事業之真正功能。

行動為修改勞工創業公司之租稅優惠，放寬機構與外國投資人之規定，並引進政府股權基金。「加拿大商業發展銀行」(Business Development Bank of Canada, BDC)嘗試透過許多創新計畫來吸引民間資金。截至 2001 年，勞工創業公司在創業投資市場之投資已縮減至 20%以下。目前，外國投資人（尤其是美國）扮演最主要角色，主要將資金投資於資訊科技新創公司，故加拿大投資人也開始追隨此種趨勢¹⁵。

茲將加拿大創業投資政策之演進及 OECD 相關建議摘要如下表：

表十四：OECD 創業投資政策檢討—加拿大

項目	政策	建議
投資法規	勞工創業公司規定漸趨嚴格；引進投資「基金中基金」及「合格有限合夥人」等規定。	需更激勵機構及退休基金之投資並增加民間創業基金
租稅獎勵	降低勞工創業公司之租稅優惠；在省層級提供數種創業投資租稅獎勵。	檢討修正後之勞工創業公司租稅獎勵以及省租稅計畫之影響
股權計畫	加拿大商業發展銀行引進創新股權計畫。	將加拿大商業發展銀行創業資金投入有利之民間股權投資，並在民間投資改變趨勢時功成身退。
事業天使網	CCIP 致力於地方層級撮合公司與天使。	繼續去中央化之計畫，將小型公司與投資天使加以串連，不過同時要確保全國網路暢通。
次級股票市場	加拿大創投交易所因合併證券交易所而成立；設立加拿大 NASDAQ 之計畫。	降低次級股票市場之分裂。

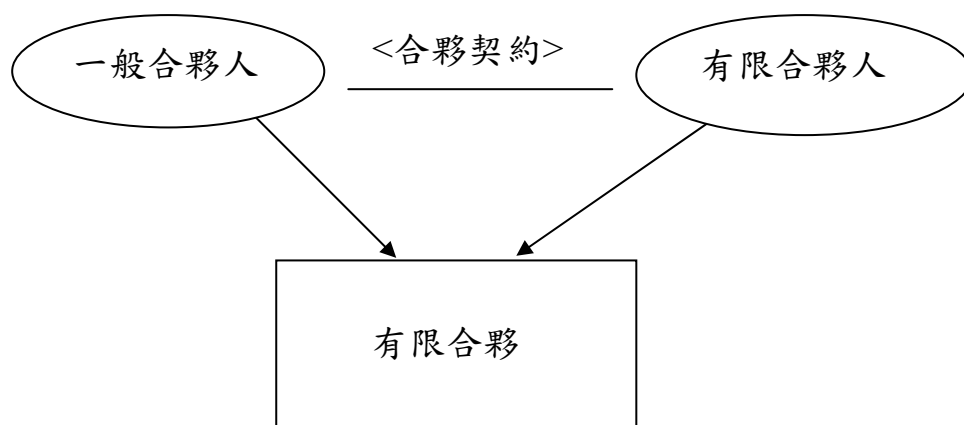
（資料來源：OECD, Venture Capital Policy Review: Canada, 2003）

¹⁵ OECD, Venture Capital Policy Review: Canada, STI Working Paper 2003/4.

第一節 有限合夥組織型態之基礎架構

有限合夥係由一人（含）以上之一般合夥人（General Partner）與一人（含）以上之有限合夥人（Limited Partner）依據合夥契約共同組成¹⁶；原則上，一般合夥人對有限合夥之債務負連帶無限清償責任，有限合夥人則僅就其出資額為限，對有限合夥負責。

圖一：有限合夥組織圖



（資料來源：本研究繪製）

壹、有限合夥之設立

有限合夥之設立須由一人（含）以上之合夥人（但至少應包含所有一般合夥人）簽署「有限合夥證明書」（Certificate of Limited Partnership），並向州秘書處辦理設立登記，自完成設立登記或有限合夥證明書中明訂之時日起成立¹⁷，取得獨立之法人資格。

有限合夥證明書應記載之事項，包括：有限合夥名稱；有限合夥註冊

¹⁶ 德拉瓦州有限合夥法§101(9)

¹⁷ 德拉瓦州有限合夥法§201(a)、(b)

所在地及擔任有限合夥送達代收人之註冊代理人名稱及地址；各一般合夥人之姓名及營業地址、住所或連絡地址；及其他經合夥人共同決定記載其內之事項¹⁸。

貳、有限合夥之內部關係

基本上，有限合夥之一般合夥人對有限合夥或其他一般合夥人之權利、義務及應負之責任悉依其合夥契約之約定行之，如合夥契約未約定，始依州法之相關規定行之。茲將有限合夥內部關係之原則表列如下：

表十五：有限合夥之內部關係

	有 限 合 夥 人	一 般 合 夥 人
合夥人之加入	合夥成立後，除非合夥契約另有規定外，非股份 ¹⁹ 之受讓人須經合夥人全體同意始得加入成為有限合夥人（Section 301(b)(1), LPA）；股份之受讓人得依合夥契約之規定或經合夥人全體同意而成為有限合夥人（Sections 301(b)(2), 704(a), LPA）。	合夥成立後，除非合夥契約另有規定外，非經合夥人全體之書面同意不得允許他人加入為一般合夥人（Section 401(b), LPA）。
出資義務/種類	有限合夥人得經合夥契約之約定而不負出資之義務（Section 301(d), LPA）。	一般合夥人得經合夥契約之約定而不負出資之義務（Section 401, LPA）。
	合夥人得以現金、財產或勞務之提供、票據之交付或承諾以現金、財產或提供勞務作為出資（Section 501, LPA）。	
表決權之限制	合夥契約得就有限合夥人予以分類，並就各類別之有限合夥人限制其參與表決之事項及表決權（Section 302(a)(b), LPA）。有限合夥人之表決權得依每人、每股、財產利益、有限合夥人之類別或其	合夥契約得就一般合夥人予以分類，並就各類別之一般合夥人限制其參與表決之事項及表決權（Section 405(a)(b), LPA）。一般合夥人之表決權得依每人、每股、財產利益、一般合夥人之類別或其

¹⁸ 德拉瓦州有限合夥法§201(a)

¹⁹ 依德拉瓦州有限合夥法§101 (13)之規定，有限合夥之「股份」係指合夥人就有限合夥盈虧之分擔及受領合夥資產分派之權利。基本上，「股份」比較強調的是財產分配之權利，而非與合夥人之身分、資格有必然之關係。

	<p>他方式計算之 (Section 302(b), LPA) 。</p> <p>有限合夥人僅就下列事項有表決權 (Section 302(f), LPA) : (1) 德拉瓦州有限合夥法所規定之事項²⁰ ; (2) 合夥契約或其他合約所特定之事項 ; 及 (3) 一般合夥人自行裁量決定尋求有限合夥人表決之事項 , 且就該事項之表決不悖於合夥契約或其他以一般合夥人或有限合夥為當事人之合約 。</p> <p>合夥契約亦得規定有限合夥人不具表決權 (Section 302(f), LPA) 。</p>	<p>他方式計算之 (Section 405(b), LPA) 。</p>
<p>業務經營管理權</p>	<p>無²¹</p>	<p>各一般合夥人均有管理及執行有限合夥業務之權利 (Section 403(a), LPA ; 德拉瓦州統一合夥法 Section 15-401 (f)) 。</p> <p>關於通常事務之執行 , 各一般合夥人得單獨執行之 , 惟其餘一般合夥人如有異議時 , 即應由全體一般合夥人以過半數之同意決定之 ; 非通常事務之決定與執行 , 則須經一般合夥人全體之同意 (Section 403(a), LPA ; 德拉瓦州統一合夥法 Section 15-401 (j)) 。</p>

²⁰ 依德拉瓦州有限合夥法§302(b)(8)之規定，一般合夥人得參與表決之事項如下：(1) 有限合夥之解散、有限合夥存續期間之延長或有限合夥之繼續營業；(2) 有限合夥資產之買賣、交換租賃抵押轉讓設質或其他移轉或設定擔保；(3) 有限合夥債務之發生、延展、籌款、付款或解除；(4) 變更營業性質；(5) 一般合夥人之加入、除名或續任；(6) 有限合夥人之加入、除名或續任；(7) 涉及或可能涉及利益衝突之交易或其他事項；(8) 合夥契約或合夥證明書之修訂；(9) 有限合夥之併購；(10) 任何合夥人或其他人之損害賠償；(11) 與出資有關之決定；(12) 與有限合夥之投資有關之決定；(13) 其他經合夥契約或書面契約特定之事項。

²¹ 有限合夥人如參與合夥事業之經營，將使其陷入對有限合夥之債務負無限責任之風險。惟德拉瓦州有限合夥法§303(b)、(c)、(d)列舉數種有限合夥人之行為不構成參與合夥事業之經營，其中包括：(1) 擔任有限合夥人或一般合夥人之獨立訂約人、代理人或員工，或一般合夥人(法人)之主管、董事或股東；(2) 擔任一般合夥人之諮詢顧問；(3) 擔任有限合夥或一般合夥人之保證人、保證或承擔有限合夥或一般合夥人之債務、與有限合夥或一般合夥人有金錢之借貸往來關係；(4) 召集或參與合夥人會議；(5) 於有限合夥解散時負責了結現務；(6) 擔任有限合夥之委員會委員；(7) 參與有限合夥重要事項之表決，諸如有限合夥之解散、有限合夥存續期間之延長、一般合夥人之加入除名或續任、涉及利益衝突之交易、合夥契約或合夥證明書之修訂、有限合夥之併購、有限合夥之投資決定或其他合夥契約約定之事項等；或 (8) 以其姓名或名稱作為有限合夥之名稱。

忠實義務及注意義務	有限合夥人在不具管理及執行有限合夥業務之權利之前提下，對有限合夥或其他合夥人亦不負忠實義務及善良管理人之注意義務，惟應依誠信公平原則行使其權利 ²² 。	除非合夥契約另有約定者外，一般合夥人應忠實執行業務並盡善良管理人之注意義務（Section 403(a), LPA；德拉瓦州統一合夥法 Section 15-404）。
競業禁止義務	無	有（Section 403(a), LPA；德拉瓦州統一合夥法 Section 15-404 (b)(3)） ²³
監督權	基於與合夥人之利益相關之目的，在合理之範圍內，得隨時向一般合夥人要求查詢檢閱有限合夥之營業情形、財務狀況、每年之退稅情形、合夥人名簿、合夥契約及合夥證明書、各合夥人之出資狀況及成為合夥人之日期以及其他正當合理之資訊（Section 305(a), LPA）。	基於與合夥人之利益相關之目的，在合理之範圍內，得隨時向其他一般合夥人要求查詢檢閱有限合夥之營業情形、財務狀況、每年之退稅情形、合夥人名簿、合夥契約及合夥證明書、各合夥人之出資狀況及成為合夥人之日期以及其他正當合理之資訊（Section 403(a), LPA；德拉瓦州統一合夥法 Section 15-403 (a)）。
盈虧分派	有限合夥之盈虧應依合夥契約約定之方式分派之；合夥契約無相關之約定者，則在有限合夥已收取出資額且尚未返還之範圍內，依各合夥人之出資額比例分派之（Section 503(a), LPA）。	同左
優先認購權	除非合夥契約另有約定者外，有限合夥人就有限合夥額外發行之合夥股份或其他利益無優先認購權（Section 301(e), LPA）。	除非合夥契約另有約定者外，一般合夥人就有限合夥額外發行之合夥股份或其他利益無優先認購權（Section 401(c), LPA）。
退夥	除非合夥契約另有約定者外，有限合夥人不得於有限合夥解散及了結前退夥；唯有合夥契約所定之情事發生時，始得退夥（Section 603, LPA）。	有合夥契約所定之情事發生者，即得退夥。縱合夥契約規定一般合夥人不得退夥，一般合夥人亦得以書面向其他合夥人聲明退夥，但應對有限合夥因此所受之損害負賠償責任（Section 602(a), LPA）。 此外，一般合夥人有下列任一情形者即應退夥（Section 402(a),

²² 美國統一有限合夥法(2001)§305。

²³ 此一般合夥人所負之競業禁止義務，也可經由有限合夥契約之約定予以排除。

		LPA)：(1) 轉讓其全部之合夥股份；(2) 依合夥契約之規定除名；(3) 除非合夥契約另有規定或經全體合夥人書面同意外，該一般合夥人為其債權人之利益而轉讓其財產、受破產或無償債能力之宣告、自行聲請破產、自行聲請重整、清算或解散等、進行以其為被告之訴訟程序、或進行指派破產管理人或清算人之程序；(4) 除非合夥契約另有規定或經全體合夥人書面同意外，對一般合夥人進行重整、清算或解散之聲請於 120 天後仍未駁回，或在指派破產管理人或清算人後 90 天內，仍未取消該指派；(5) 死亡或受禁治產之宣告；或 (6) 其法人格消滅者。
退夥時之財產分配	除非合夥契約另有約定，否則退夥人基於其享有自有限合夥分配財產之權利，得於退夥後之合理期間內以公平價格取得其合夥利益 ²⁴ ；然而，不問其出資之種類，該退夥人不得要求現金以外之其他財產作為分配之標的，但有限合夥得在等同該退夥人之合夥股份範圍內以任何種類之財產分配予退夥人 (Section 605, LPA)。	同左
合夥股份之轉讓	除非合夥契約另有約定外，合夥股份得全部或一部轉讓予第三人，且有限合夥不因合夥股份之轉讓而解散，該受讓人亦不因受讓合夥股份而當然成為合夥人或取得合夥人之任何權利或職權，但僅在受讓之範圍內享有轉讓人原有之盈虧分派、財產分配等分派之利益 (Section 702(a), LPA)。合夥股份之受讓人於成為合夥人前亦不因該受讓而須承擔合夥人之責任 (Section 702(c), LPA)。	同左 合夥契約得約定一般合夥人不得於有限合夥解散及了結前轉讓其合夥股份 (Section 602(b), LPA)。

²⁴ 德拉瓦州有限合夥法§604；然而，依美國統一有限合夥法(2001)§602(3)及§605(5)之規定，合夥人退夥時得不再進行財產分配，而將該退夥人視為其合夥股份之受讓人，享有盈虧分派等分派之利益。

	<p>合夥股份之受讓人（包括一般合夥人之受讓人）得依合夥契約之規定或所有合夥人之同意成為有限合夥之有限合夥人（Section 704(a), LPA），並在受讓之範圍內依合夥契約享有有限合夥人之權利及負擔義務（包括轉讓人之出資義務），但受讓人於成為有限合夥人時不知該義務，亦無法由合夥契約中得知該義務者，不在此限（Section 704(b), LPA）。</p> <p>不論合夥股份之受讓人是否成為有限合夥人，該轉讓人就其出資及財產分派應負之責任仍不得解除（Section 704(c), LPA）。</p> <p>合夥契約得約定有限合夥人不得於有限合夥解散及了結前轉讓其合夥股份（Section 603, LPA）。</p>	
合夥股份之收回	<p>除非合夥契約另有約定外，有限合夥得買回、贖回、或以其他方式收回任何合夥股份，該收回之股份應視為銷除（Section 702(d), LPA）。</p>	
合夥之解散	<p>有限合夥於下列任一情事發生時應予解散（Section 801, LPA）：</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 合夥契約所約定之期限屆滿（但未約定期限者，視為永久存續）； (2) 經一般合夥人全體同意予以解散，且經代表有限合夥人股份總數 2/3 以上之有限合夥人同意²⁵； (3) 一般合夥人之退夥，但(i)仍有一人以上之一般合夥人，且合夥契約允許合夥事業由其餘之一般合夥人繼續經營，而該合夥人亦繼續經營者，(ii) 依合夥契約之規定，於退夥後 90 天內或合夥契約另訂之期限內，其餘之合夥人均同意合夥事業繼續經營，必要時並得指派一人以上之一般合夥人經營之（如合夥契約無相關之規定，則由代表合夥股份總數過半數之合夥人同意之），或(iii)依合夥契約之規定，合夥事業應繼續經營者，不在此限； (4) 有限合夥人全體退夥，但(i)於最後一位有限合夥人退夥後 90 天內或合夥契約另訂之期限內，該退夥人之代表人及一般合夥人全體同意合夥事業繼續經營且該代表人應自最後一位有限合夥人退夥之日起成為該退夥人之被指派人繼續擔任有限合夥人者，或(ii) 於最後一位有限合夥人退夥後 90 天內或合夥契約另訂之期限內，依合夥契約就有限合夥人全體退夥之相關規定，加入一有限合夥人者，不在此限； (5) 合夥契約所定之情事發生；或 	

²⁵ 惟美國統一有限合夥法(2001)§801(2)有較寬鬆之門檻，除仍須經一般合夥人全體同意外，僅須經代表有限合夥人股份總數過半數之有限合夥人同意予以解散。

	(6) 法院依其職權命令解散者。
合夥事務之了結	除非合夥契約另有約定外，有限合夥解散後應由未不當解散有限合夥之一般合夥人了結合夥事務進行；如無前述一般合夥人，則由代表有限合夥人所持有之合夥股份總數過半數者為之；法院亦得因故依任一合夥人、合夥人之代表人或受讓人之申請指派清算人為之（Section 803(a), LPA）。
剩餘財產之分配	有限合夥了結時，其資產依下列順序分配之（Section 804(a), LPA）： (1) 有限合夥之債權人； (2) 依合夥契約之規定，於有限合夥解散前有受領財產分派之權利而尚未受領之合夥人或前合夥人，但合夥契約另有約定者，不在此限； (3) 依合夥人之分配成數按比例返還合夥人之出資，次給付其應得之合夥利益，但合夥契約另有約定者，不在此限。

（資料來源：本研究針對德拉瓦州有限合夥法相關規定予以整理，2003年）

參、有限合夥之外部關係

原則上，有限合夥人僅就其出資額為限對有限合夥之債務負間接有限責任，相對地，各一般合夥人於有限合夥資產不足清償其債務時，不問其出資多寡或盈虧分派之比例如何，對於有限合夥之債權人即應負共同或單獨清償全部債務之連帶無限清償責任。

表十六：有限合夥之外部關係

	有 限 合 夥 人	一 般 合 夥 人
對第三人之責任	有限合夥人對有限合夥之債務不負直接清償之責任（Section 303(a), LPA），惟倘有下列任一情形，則須對該第三人負一般合夥人之責任： (1) 同時亦擔任一般合夥人（Section 303(a), LPA）； (2) 參與業務之經營，且與有限合夥交易之第三人係基於該有限合夥人之行為而合理信	除非合夥契約另有約定者外，一般合夥人對有限合夥之債權人負連帶無限清償之責任，但對於其未加入合夥前已生之債務則無須負責（Section 403(b), LPA；德拉瓦州統一合夥法 Section 15-306）。倘若合夥證明書中聲明該有限合夥係一有限責任之有限合夥(Limited Liability Limited Partnership)，則一般合夥人亦僅負有限責任而無須就合夥債務負連帶無限清償之責任

	<p>賴該有限合夥人具一般合夥人之身分²⁶；或</p> <p>(3) 有限合夥證明書誤將該有限合夥人列為一般合夥人，且在其退夥前或更正該錯誤前有善意第三人基於信賴該有限合夥人具一般合夥人之身分而與有限合夥從事交易 (Section 304(b), LPA) 。</p>	<p>(Section 241(c), LPA) 。</p>
--	---	--------------------------------

(資料來源：本研究針對德拉瓦州有限合夥法相關規定予以整理，2003 年)

²⁶ 德拉瓦州有限合夥法§303(a)；然而，依美國統一有限合夥法(2001)§303 之規定，有限合夥人縱使以有限合夥人之身分參與合夥業務之經營，對有限合夥之債務亦不負清償責任。

第二節 有限合夥組織型態之主要特性

由有限合夥之上述基礎架構及相關法律規定，可歸納出有限合夥之主要特性如下：

表十七：有限合夥之特性

特 性	說 明
投資者與經營者分離	有限合夥人扮演一消極投資者之角色，僅負責出資，合夥業務之管理則交由一般合夥人負責。
風險控管	有限合夥人僅就其出資之範圍內對有限合夥負責，對有限合夥之債務不負連帶清償之責任，故其風險僅限於所投資之金額 ²⁷ 。 雖然一般合夥人享有合夥業務經營管理之權限，但同時亦承擔無限責任，須對有限合夥之債務負連帶清償之責，以防範一般合夥人有疏於經營之道德風險 ²⁸ 。然而，合夥人並不以自然人為限，倘若一般合夥人係一有限責任法人，該法人之股東最終亦僅負有限責任 ²⁹ 。
彈性出資	合夥人之出資不以現金及有形之財產為限，無形財產或勞務之提供亦得作價出資，使欠缺資金但具合夥事業所需之專業技術或管理能力之人得以勞務或智慧財產之提供作為出資。再者，合夥人之資金不須於有限合夥成立時一次到位，得以承諾將來分期給付資金之方式加入合夥，有利於降低投資風險 ³⁰ 。
彈性之收益分配機制	決定投資收益之分配比例不以出資額之多寡為限，得透過合夥契約之約定，提高一般合夥人得享有分配之比例，以激勵一般合夥人致力於合夥事業之經營 ³¹ 。
存續期限	不同於公司制，有限合夥得於合夥契約中明定合夥之存續期限，此機制給予有限合夥人於一定期間屆滿時有退出投資之機會，得依一般合夥人之經營、敬業情況決定其投資之回收或延續 ³² 。

²⁷ David Rosenberg, Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 363, p. 8.

²⁸ 戶才和，飛躍有限合夥制的迷霧，中國資本雜誌（2003年5月），第79頁。

²⁹ David Rosenberg, Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 363, p.13.

³⁰ 陳俊，有限合夥作為我國風險投資組織形式的立法探討，科技與法律季刊（2001年3月），第29頁。

³¹ 戶才和，飛躍有限合夥制的迷霧，中國資本雜誌（2003年5月），第7頁9

³² 陳俊，有限合夥作為我國風險投資組織形式的立法探討，科技與法律季刊（2001年3月），第29頁。

降低繁複之解散程序	不同於公司制，有限合夥解散時僅須依合夥契約約定之方式了結現務結算盈虧，毋庸進行繁複之法定清算程序，使合夥人有簡便之退場機制。
靈活且嚴密之合夥契約	美國多數州之有限合夥法就規範合夥人內部關係之規定多為任意性之規定，容許合夥人自行協商合夥契約之內容，以規範彼此間之權利義務關係 ³³ 。縱使有限合夥人因不具業務管理經營之權限，而處於權力失衡之地位，合夥人間仍得透過合夥契約限制一般合夥人所得從事之業務活動，確保一般合夥人以追求投資人之最大利益為經營合夥業務之宗旨 ³⁴ ；再者，亦得透過合夥契約之約定，賦予有限合夥人就重大議題（諸如合夥契約之修訂、合夥之期前解散、合夥存續期間之延長、一般合夥人之除名、等）有參與表決之權利，或擔任顧問委員會之成員，對一般合夥人之經營提供建言 ³⁵ 。
課稅方式	不同於公司制，合夥本身並非納稅義務人，有限合夥之營利所得係併入合夥人之個人所得，以避免重複課徵所得稅 ³⁶ 。

（資料來源：本研究整理，2003年）

前述特性，相對而言，亦為我國目前股份有限公司創業投資事業所欠缺之機制，尤其是關於彈性出資與收益分派機制、一定存續期間與簡易退出機制，以及以合夥契約約定內部關係之彈性機制等，均為我國引進有限合夥組織型態，於制度面上所能發揮之功能，有助於創業投資事業之發展，進而吸引各類資金參與投資。

³³ David Rosenberg, *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 363, p. 10.

³⁴ David Rosenberg, *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 363, p. 10.

³⁵ David Rosenberg, *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 363, p. 13.

³⁶ David Rosenberg, *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract*, 2002 Colum. Bus. L. Rev. 363, p. 8.

第三節 美國以有限合夥制度用於創業投資事業成功之因素分析

美國是全球創業投資事業發展最成功之地方，就其創業投資事業所採行之組織型態而言，絕大多數係採有限合夥，此亦即為何有限合夥被認為是最適合創業投資發展之組織型態。

以下針對美國以有限合夥制度用於創業投資事業成功之因素予以分析：

表十八：美國以有限合夥制度用於創業投資事業成功之因素分析

序號	相關因素	說明
1.	階段性循環投資 (staging and cycling)	<p>創業投資事業對於被投資公司之投資，並不會在初期便一次全部募集完畢；通常僅會足夠被投資公司達成營運計畫之某一目標。從創業投資事業（或創業投資基金）之角度而言，其因此有機會在每個階段，根據被投資公司前面階段之表現，考慮是否要再挹注資金予被投資公司。</p> <p>就創業投資事業而言，成功投資所帶來者不僅為有形現金，還包括無形之投資收益（例如管理經驗之傳承），創業投資事業可加以運用，以資再投資於另一家公司或另一系列基金。</p> <p>創業創投事業歷來對於被投資公司之選擇，及其管理績效，為其累積信譽之關鍵。一家信譽卓著之創業投資事業不僅能獲得投資人之信賴，更能增加被投資公司之信心，降低經營階層管理被投資公司之代理成本及不確定性。被投資公司之經營階層更會開誠布公，與創業投資事業（或其他股東）分享被投資公司之資訊，而不會產生資訊不對稱之狀況。</p> <p>如此交互運作下，創業投資事業經由必須一再向投資人募資之機制，將必須以其累積之信譽，與投資人建立長期互信之關係。在此動機下，創業投資事業與被投資公司之經營階層，將必須同心協力，藉以吸引更多投資人願意挹注資金，而互蒙其利。</p>
2.	信譽	由於創業投資係一種長期且反覆性之投資關係，故經由投資績效建立信譽，為獲取投資人挹注資金之不二

		<p>法門。創業投資事業必須藉由以往投資表現實績，建立信譽，作為投資人判斷之依據。申言之，經由此種建立信譽之機制，創業投資事業必須著重信譽才能獲得資金，投資人也只會投資於有信譽之創業投資事業，故依此信譽所建構之互信基礎，降低法律干預或繁複議約之必要性。</p> <p>被投資公司之潛在客戶、供應商或員工，也會因創業投資事業之信譽，進而對被投資公司產生信心。</p> <p>為建立信譽，創業投資事業往往扮演更積極之角色，除將資金挹注於被投資公司外，更會積極協助被投資公司之經營、管理及監督，以增加創業投資事業所提供資訊之可信度，建立信譽，並提昇投資人之信賴。</p>
3.	差異性稅負(實質補貼)	<p>創業投資事業之投資標的，大多為從事科技研發之新創公司，其本身事業得否成功具有不確定性。因此，必須藉由優厚經濟誘因，一方面吸引投資人挹注資金，一方面激勵員工努力表現。同時，對股票或選擇權得以大幅增值之期待，使員工願意接受較低之薪資。</p> <p>一般認為美國創業投資事業所投資之公司之所以盛行發行可轉換特別股，主要即係因其可創造誘因、將資金與控制權分離，並可藉由退出機制分配對被投資公司之控制權。</p> <p>根據學者 Ronald J. Gilson 之研究，發行特別股其實與美國租稅設計息息相關。當經營階層從被投資公司取得股票時，美國稅法將其視為報酬收入(compensatory return)及投資收入(investment return)之混合。然而，基於下列二項因素，經營階層會較希望歸類為投資收入：(一)對報酬收入之課稅會比投資收入來得早。在新創事業初期，作為報酬收入之股票尚未變現前，管理階層並沒有現金來支付龐大稅額。(二)報酬收入係以普通收入加以課稅，其稅率大約為長期資本利得之兩倍。反之，投資收入稅率較低，且若經營階層之股票符合「小型企業股票」等要件，還能享有更低之稅率。</p> <p>所以經營階層較樂於以投資人身份取得被投資公司股份。惟若其係以報酬性質取得股票，一般皆會在剛取得股票、價值很低時，選擇繳交所得稅，使以後股票增值部分能以投資收入加以課稅。由此可知，經營階</p>

		<p>層受領被投資公司股份時之定性，非常重要。</p> <p>綜上所述，被投資公司以低價發行普通股給員工或經營階層，可減輕其稅賦負擔；但若被投資公司亦以同樣低價發行普通股予創業投資事業，則可能直接影響創業投資事業之收益及投資表現，造成創業投資事業後續募資之困難。然而，相反地，若被投資公司以同樣高價發行普通股給創業投資事業及員工或經營階層，則選擇在取得股份時即繳稅之經營階層，則必須因此付出高額稅賦。</p> <p>因此，為符合經營階層及創業投資事業不同需求考量，可轉換特別股便因此應運而生。亦即，被投資公司發行可轉換特別股給創業投資事業，但發行普通股給經營階層，故一方面可藉此降低新創事業經營階層之稅賦，另一方面因可轉換特別股估價較高，也可提昇創業投資事業之投資績效。具體而言，創業投資事業取得被投資公司之可轉換特別股，其估價較高；而被投資公司之經營階層則取得普通股，其估價較低，形成事實上之所得稅補貼。</p>
4.	治理(governance)機制	<p>依照法令規定，有限合夥內部關係，幾乎可完全經由有限合夥協議（Limited Partnership Agreement）由當事人自由予以規範，故一般合夥人可以有相當大之治理空間。</p>
5.	是否法人	<p>有限合夥具有法人格，固為其發展之必要因素，但因美國法上對公司、合夥、信託等皆承認具有法人格，故相對而言，其重要性並不高。</p>

（資料來源：本研究整理，2003年）

第四節 小結

創業投資事業與一般投資公司不同之處，係除了須對從事新創科技研發生產之企業提供資金外，亦須輔導該新創企業之經營與發展，以達到其投資獲利之目標，而美國有限合夥制之組織型態及其運作模式則提供創業投資事業資金及經營管理能力之理想結合。

再者，有鑑於新創科技事業發展之不確定性，創業投資家需要更大獨立自主權，在不受資金提供者干預下，發揮其經營管理之能力，以協助新創事業之拓展及獲利。美國有限合夥不僅排除有限合夥人（即創業投資事業之投資者）參與合夥事業日常業務管理之權利，並允許一般合夥人（即創業投資事業之經營者）及有限合夥人視雙方利益結盟之所需，以合夥契約之約定排除州法下合夥人之相關權利義務，提供創業投資事業一靈活運作之機制，使有限合夥制在美國創業投資事業中成為組織型態之主流。

第四章 其他國家引進有限合夥組織型態之例

第一節 日本

創業投資在日本肇始於 1970 年代。不過創業投資公司剛開始時皆為金融機構之附屬機構，缺乏獨立管理，也未向投資事業提供管理服務。此種現象雖到 1980 年代有所改變³⁷，惟仍無法像英美各國之創業投資公司成為主導創投業務之要角。而其轉變都與管制措施之變革息息相關，例如，自 1998 年創業投資得以「有限合夥」之型態加以進行後，因風險降低，對於投資人而言不啻為一項重要誘因。之後有超過一半之基金皆以有限合夥之型態成立³⁸。根據統計，僅 1998 年一年，就有 65 支創投基金成立。

日本係以訂定特別法之方式規範「有限合夥」，即「中小企業投資事業有限責任組合契約に関する法律」³⁹(Limited Partnership Act for Venture Capital Investment)。以下及就其重要規定摘述如下：

表十九：日本關於有限合夥之重要規定

項目	內容
投資事業 (Venture Business)	<ol style="list-style-type: none">限於中小企業基本法所規定之中小企業或符合下列任一條件之未上市、未上櫃股份有限公司：<ol style="list-style-type: none">資本額不超過 5 億日圓；全職員工不超過 1,000 人；最近一期資產負債表之負債總額不超過 200 億日圓；其研發費用占其收入之比例超過法令規定之比例或其成立尚未滿一年，但全職研究員之人數占全部員工之比例須達到法令規定之標準。亦得為無限公司、兩合公司、有限公司及個人或合夥。

³⁷ Daniel Urbas, Programs to Encourage Venture Capital Activity – Selected Country Studies (March 2002), p. 7.

³⁸ Werner Pascha and Stephen Mocek, Japan's Venture Capital Market from an Institutional Perspective, Duisburg Working Papers on East Asian Economic Studies No. 64/2002 (December 2002), p. 16.

³⁹ <http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H10/H10HO090.html> (visited on July 28, 2003)

投資事業 有限合夥	係指根據本法成立之有限合夥協議，由一般合夥人及有限合夥人為之。
投資事業 有限合夥 協議之效 力	一經當事人意思合致即生效，但其約定事項非經登記不得以其效力對抗第三人。
有限合夥 協議書	應以書面作成並由合夥人簽名或蓋章，並記載下列事項： 1. 合夥之業務 2. 合夥之名稱 3. 合夥事務所所在地 4. 合夥人之姓名與地址並註明其為有限合夥人或一般合夥人 5. 出資額之單位數額 6. 合夥協議書生效日 7. 合夥之存續期間
名稱	1. 需冠以「投資事業有限合夥」之名稱 2. 倘合夥名稱含有有限合夥人之名稱，則其應對變更後合夥所產生之責任與一般合夥人負相同責任。
合夥人之 出資	1. 每一合夥人應至少擁有一單位之出資額。 2. 出資種類得為金錢或資產。 3. 每一單位出資額應為一致。
合夥之管 理	1. 業務應由一般合夥人執行；一般合夥人若有兩位以上，則以多數決決之。 2. 每位一般合夥人皆有執行合夥通常事務之權，但於該行為完成前其他一般合夥人加以反對者不在此限。 3. 倘一般合夥人執行業務逾越合夥協議所規定之項目，合夥人得不予以同意。
簿冊之備 置	1. 一般合夥人應於每年業務年度結束後三個月內，將資產負債表、損益表及營運報告，連同合夥協議書及經合格會計事務所或會計師查核之報告，備置於主事務所，並應保存五年。 2. 合夥人或債權人得於營業時間要求審閱前開簿冊或其謄本。
合夥人之 責任	1. 全體一般合夥人應對合夥負連帶責任。 2. 有限合夥人僅就其出資負責。
合夥資產 之分配	合夥資產分配之數額不得超過其資產負債表所示之合夥資產淨值。
退夥	1. 除不得已之情事外，合夥人不得退夥。 2. 合夥人因下列事由而退夥：死亡、破產、被宣告為禁治產、以及除名

合夥之解散與清算	<ol style="list-style-type: none"> 1. 解散之事由：合夥之事業目的已完成或不能完成、一位一般合夥人或所有有限合夥人退夥、合夥存續期限屆滿、發生合夥協議所規定之事由 2. 合夥解散時，由一般合夥人擔任清算人，但合夥人全體過半數選出其他清算人者則不在此限。
其他	<ol style="list-style-type: none"> 1. 準用民法有關合夥的下列規定：合夥財產之共有、出資遲延者之責任、委任規定之準用、合夥事務執行人之辭任與解任、合夥人之事務檢查權、損益分配之成數、合夥人股分轉讓之限制、合夥財產分析之限制、抵銷之禁止、除名、退夥之股分返還、解散之請求、終止之不可溯及既往效力、清算人之辭任及解任、清算人之職權及剩餘財產之分配。 2. 一般合夥人或清算人若未依規定申請登記或備置簿冊等，將受罰鍰處罰。

(資料來源：本研究整理，2003年)

第二節 南韓

在 1997 至 1998 年經濟危機期間，韓國政府除了要抑制大財閥 (Chaebol) 之勢力，同時開始扶助以科技為導向之小型公司（即員工少於 300 名之公司）⁴⁰。於 1998 年開始，由政府及大財閥所成立之「創業投資公司」(Venture Capital Firm) 及「有限合夥基金」(Limited Partnership Fund) 大部分直接對被指定為「投資事業」者挹注資金。所謂被指定為「投資事業」者係根據「一九九七年扶植投資事業特別法」(1997 Special Measures Law for Fostering Venture Businesses) 之規定，符合下列三個條件而獲得「中小企業處」(Small and Medium Business Administration) 證書者而言：股權投資超過其資本之 10% 達 6 個月以上、投入研發之資金超過其營業額之 5% 及/或銷售含有專利權之產品等。政府於 2001 年成立之創投基金「Dasan Fund」，即提供新創投資事業創業基金，並且另提供各項優惠租稅措施及保證⁴¹。於 2001 年，創業投資公司及有限合夥基金各占全南韓創業投資金額之 69% 及 31%⁴²。茲將南韓創業投資政策之演進及 OECD 相關建議摘要如下表：

表二十：OECD 創業投資政策檢討—南韓

項目	政策	建議
投資法規	1997 年扶植投資事業特別法，開放銀行、機構、退休基金投入創業投資。	進行銀行民營化及機構投資之自由化，以便擴大創業投資市場之投資人範圍。
租稅獎勵	降低創業投資公司及有限合夥基金之營利事業所得稅。	針對投資於小型企業及創業投資業務之個別投資人提供更多租稅優惠。

⁴⁰ Gunseli Baygan, Venture Capital Policy Review: Korea, STI Working Paper 2003/2 Industry Issues (January 2003), p. 14.

⁴¹ Gunseli Baygan, Venture Capital Policy Review: Korea, STI Working Paper 2003/2 Industry Issues (January 2003), p. 5.

⁴² Gunseli Baygan, Venture Capital Policy Review: Korea, STI Working Paper 2003/2 Industry Issues (January 2003), p. 8.

股權計畫	數種指定政府股權計畫，包括 Dasan Fund 等。	爭取更多民間資金，減少政府股權投資及保證。
事業天使網	創造天使投資市場以撮合創業投資公司、新創公司及商業天使。	推廣直接選擇與投資新創公司來促進事業天使之意願。
次級股票市場	KOSDAQ 於 1996 年成立，著眼於科技新創公司。2002 年加強創業投資業務之退出程序。	鼓勵外國投資人參與 KOSDAQ。

(資料來源：OECD, Venture Capital Policy Review: Korea, 2003)

「創業投資公司」及「有限合夥基金」之法源來自於 1986 年之「中小企業設立協助法」(SME Establishment Assistance Law)。以下僅就其重要規定做一概要介紹：

表二十一：南韓關於有限合夥規定之摘要

	創業投資公司	有限合夥基金
組織型態	需向中小企業處登記為公司。	共同基金型態，大都由創業投資公司設立及管理。
租稅獎勵	享有所得稅扣減額、免除證券交易稅及所得稅。 持有股份 5 年以上者，得享有最高達 15% 之扣減額。 股利適用個別扣繳稅率。	享有所得稅扣減額、免除證券交易稅及所得稅。 持有股份 5 年以上者，得享有最高達 15% 之扣減額。 股利適用個別扣繳稅率。 公司組織處分對基金之投資免除所得稅。
限制	一部份投資標的需限於成立不超過 7 年之公司	至少 5% 之資金需來自創業投資公司 最低資本限制：10 億韓圓

(資料來源：本研究整理，2003 年)

第三節 中國大陸

中國大陸之創業投資發展已有十幾年歷史⁴³。對於創業投資組織型態，全國人大財經委員會、國家發展與改革委員會及科技部，卻持不同看法。全國人大財經委員會認為應引進有限合夥制，修改現行法律即可，因此現正規劃於合夥企業法增加此一制度，另有一些城市已以地方法規形式引進有限合夥制，如「深圳經濟特區創業投資條例」已於 2003 年 4 月 1 日施行。國家發展與改革委員會及科技部則反對修改公司法等現行法規規定，認為應在現行架構下對創業投資公司另行訂定行政法規，目前「外商投資創業投資企業公司管理規定」已於 2003 年 3 月 1 日開始施行⁴⁴，但作為一般性創業投資企業的行政法規「創業投資公司管理暫行辦法」至 2002 年 10 月雖已六易其稿卻仍未定案⁴⁵。前開法規雖已引入有限合夥制，但截至 2003 年 5 月止，中國大陸之創業投資企業仍皆為公司制⁴⁶，因此缺乏運作之實證可供參考。實則，有些地方法規對創業投資之組織型態仍限於傳統之公司，如 2003 年 1 月 22 日實行之「山西省風險投資企業管理暫行辦法」⁴⁷。

以下即就「深圳經濟特區創業投資條例」及「外商投資創業投資企業公司管理規定」中等重要規定作一簡要概述。

⁴³ 陳俊，有限合夥作為我國風險投資組織形式的立法探討，科技與法律季刊（2001 年 3 月），頁 30。

⁴⁴ 戶才和，飛躍有限合夥制的迷霧，中國資本雜誌（2003 年 5 月），頁 79。

⁴⁵ 有關專家表示：創投企業立法將解決九大問題（2002-10-14），深圳市創業投資同業公會，<http://www.szvca.com/news.asp?id=20021014145355> (visited on July 27, 2003)

⁴⁶ 戶才和，飛躍有限合夥制的迷霧，中國資本雜誌（2003 年 5 月），頁 78。

⁴⁷ <http://www.szvca.com/news.asp?id=200312295312> (Visited on July 28, 2003)

壹、深圳經濟特區創業投資條例（於 2003 年 3 月 3 日施行）⁴⁸

表二十二：大陸深圳經濟特區創業投資條例重要規定

規範對象	創 業 投 資 機 構	創 業 投 資 管 理 機 構
定義	依本條例登記註冊，以自有資金專業從事投資活動者。	依本條例註冊登記，受創業投資機構委託代為管理其投資業務，為被投資企業提供管理服務者。
組織型態	有限責任公司、股份有限公司、有限合夥。	有限責任公司、股份有限公司。
最低資本額限制	有限責任公司：3,000 萬人民幣 股份有限公司：5,000 萬人民幣 有限合夥：有限合夥人之出資總額：3,000 萬人民幣	有限責任公司：100 萬人民幣 股份有限公司：1,000 萬人民幣
業務	(1) 投資科技型或者其他創業企業和專案 (2) 所投資的創業企業提供經營管理服務 (3) 法律、法規允許的其他業務	受創業投資機構的委託代為管理其投資業務，為被投資企業提供管理服務。
投資限制	未經代表三分之二以上表決權之投資人表決通過，對同一被投資企業之投資額不得超過該創業投資機構登記資本額之 20%。	以委託機構的資本進行投資時，應當以其自有資金進行同步投資，除非當事人另有約定，同步投資之投資額不得低於實際投資額之 1%。 應遵循「同進同出、同股同價」原則。
退出機制	企業併購、股權回購、股票上市。	
其他	出資可在設立登記之日起 3 年內分期繳付，但在設立登記之前繳納的出資額不得低於登記資本額或出資總額之 25%。	應於登記前繳足出資額。

(資料來源：本研究彙整，2003 年)

⁴⁸ <http://www.szvca.com/news.asp?id=200333174810> (Visited on July 28, 2003)

貳、外商投資創業投資企業公司管理規定⁴⁹

表二十三：大陸外商投資創業投資企業公司管理規定之重要內容

規範對象	創業投資企業（簡稱「創投企業」）		創業投資管理企業
組織型態	非法人制 除於協議上約定僅由必備投資者負連帶責任外，否則所有投資者皆應負連帶責任。	公司制 投資者以其所認之出資額對創投企業負責。	公司或合夥制
投資者人數限制	需在 2 人以上 50 人以下，且有至少 1 個必備投資者。		無特別限制，應回歸公司法等法令。
最低資本額限制	1,000 萬美元 除必備投資者外，每位投資者之最低出資額不得低於 100 萬美元	500 萬美元 除必備投資者外，每位投資者之最低出資額不得低於 100 萬美元	不得低於 100 萬元人民幣或等值外匯
必備投資者之條件	(1) 以創業投資為主要業務 (2) 國外投資者：申請前 3 年其所管理之資本累計不低於 1 億美元，且其至少有 5,000 萬美元已用於創業投資（若為中國投資者：申請前 3 年其所管理之資本累計不低於 1 億人民幣，且其至少有 5,000 萬人民幣已用於創業投資） (3) 若前開投資者之關係企業符合前述條件，該投資者亦可成為必備投資者。	(1) 以創業投資為主要業務 (2) 國外投資者：申請前 3 年其所管理之資本累計不低於 1 億美元，且其至少有 5,000 萬美元已用於創業投資（若為中國投資者：申請前 3 年其所管理之資本累計不低於 1 億人民幣，且其至少有 5,000 萬人民幣已用於創業投資） (3) 若前開投資者之關係企業符合前	無

⁴⁹ <http://www.szvca.com/news.asp?id=200321914506> (Visited on July 28, 2003)

	<p>(4) 認繳出資及實際出資不得低於認繳出資總額及實際出資總額之 1%。</p> <p>(5) 除經持有超過 50% 出資額之投資者及主管機關同意外，在創投企業存續期間內不得從創投企業撤出。</p>	<p>述條件，該投資者亦可成為必備投資者。</p> <p>(4) 認繳出資及實際出資不得低於認繳出資總額及實際出資總額之 30%。</p> <p>(5) 除經持有超過 50% 出資額之投資者及主管機關同意外，在創投企業存續期間內不得從創投企業撤出。</p>	
管理之組織機構	<p>聯合管理委員會</p> <p>或將經營權授予創業投資管理企業或創投企業進行管理</p>	董事會	無特別規定，應回歸公司法等法令。
業務	<p>以全部自有資金進行股權投資，具體投資方式包括新設企業、向已設立企業投資、接受已設立企業投資者股權轉讓以及國家法律法規允許的其他方式；提供創業投資諮詢；所投資企業提供管理諮詢；主管機關批准之其他業務。</p> <p>其資金應主要用於向所投資企業進行股權投資。</p>		管理創投企業
加入機制	需符合本規定及創投企業合約之約定，並經必備投資者之同意。		-
退出機制	轉讓投資企業之股權、與投資企業訂定股權回購契約、投資企業股票上市。		-
經營期限	應於合約或章程中訂定，一般不得超過 12 年，但經允許得延期。		無特別規定，應回歸公司法等法令。
其他	創投企業解散，應按有關規定進行清算。		

(資料來源：本研究彙整，2003 年)

第四節 小結

由日本、南韓及大陸之立法例可知，其所引入之「有限合夥」係居於合夥及公司法人間之中間制度，而無寧係較偏向合夥，此從日本「中小企業投資事業有限責任組合契約に関する法律」仍準用民法關於合夥規定可見一斑。另外，其所規定之「有限合夥」很明顯地並沒有法人人格，因此仍與美國之 Limited Partnership 有本質上之差異。

至於立法體例方面，不論日本、南韓或大陸目前之趨勢，皆不約而同地以特別法之形式加以規範以有限合夥組織之創業投資事業。

第五章 我國引進有限合夥組織型態之可行性

第一節 我國現行事業組織型態之比較分析

我國公司法制中，有四種法定公司類型可供採用，即無限公司、兩合公司、有限公司及股份有限公司，任何公司於設立時均必須決定其種類。就我國創業投資事業而言，基於歷史上及法令限制上之各種理由，均一律採行股份有限公司。除公司型態外，事業亦得選擇以契約方式成立民法所規定之合夥。以下就我國現行合夥及四種公司型態予以列表說明：

表二十四：我國合夥及公司型態

	合 夥	隱名合夥	無限公司	兩合公司	有限公司	股份有限公司
組織	二人以上以簽訂契約方式所組織	二人以上以簽訂契約方式所組織	二人以上股東所組織	一人以上無限責任股東與一人以上有限責任股東所組織	一人以上股東屬組織	二人以上股東，或政府、法人股東一人所組織
法人格	無	無	有	有	有	有
股東責任	各合夥人對於對於合夥債務負連帶責任	隱名合夥人僅於其出資之限度內，負分擔損失之責任。 隱名合夥人，如參與合夥事務之執行，或為參與執行之表示，或知他人表示其參與執行而不否認者，縱有反對之約定，對於	對公司債務負連帶無限清償責任（直接責任）	無限責任股東對公司債務負連帶無限清償責任（直接責任）；有限責任股東就其出資額為限，對公司債務負有限責任（間接責任）	就其出資額為限，對公司債務負有限責任（間接責任）	股東就其所認股份，對公司債務負有限責任（間接責任）

		第三人仍應負出名營業人之責任。				
信用基礎	著重合夥人個人條件，以合夥人信用為信用基礎。	著重合夥人個人條件，以合夥人信用為信用基礎。	屬於人合公司，公司經濟活動著重股東個人條件，以股東信用為信用基礎。 人合公司之合夥性濃，股東地位移轉困難，且企業所有與企業經營合一。	屬偏人合之中間公司，兼具人合公司與資合公司之色彩。	屬偏資合之中間公司，兼具人合公司與資合公司之色彩。	屬於資合公司，公司經濟活動著重於公司之資產數額，以公司資產為信用基礎。 資合公司之法人性濃，股東地位移轉容易，且企業所有與企業經營分離。
業務機關	執行合夥人（合夥之事務，除另有約定者外，由合夥人全體共同執行之）	出名營業人（隱名合夥人就出名營業人所為之行為，對於第三人不生權利義務之關係）	執行業務之股東（原則上各股東均有執行業務之權利及義務）	無限責任股東	董事	董事會
監督機關	無執行合夥事務權利之合夥人	隱名合夥人	不執行業務之股東	有限責任股東	不執行業務之股東	監察人
股份轉讓	合夥人非經其他合夥人全體之同意，不得將自己之股分轉讓於第三人。	合夥人非經其他合夥人全體之同意，不得將自己之股分轉讓於第三人。	股東非經其他股東全體之同意，不得以自己出資之全部或一部，轉讓於他人。	有限責任股東，非得無過半數之同意，不得以其出資全部或一部，轉讓於他人。	股東非得其他全體股東過半數之同意，不得以其出資之全部或一部，轉讓於他人。公司董事非得其他全體股東同意，不得以其出資之全部或一部，	公司股份之轉讓，不得以章程禁止或限制之。

					轉讓於他人。	
存續期間	得約定存續期間	得約定存續期間	以永續經營為原則	以永續經營為原則	以永續經營為原則	以永續經營為原則
退出機制	退夥、解散	退夥、契約終止	退股、解散	退股、解散	解散	解散

(資料來源：本研究彙整，2003年)

依表列所示，不論從股東（構成員）所負責任（無限/有限）、人合/資合色彩、組織封閉/開放等面向觀之，合夥與股份有限公司可謂分居光譜之二極，而依據前述有限合夥之架構及特性，有限合夥應落此光譜中接近合夥之一端，相當近似於我國隱名合夥及兩合公司。準此以解，美國創業投資事業所廣泛採取之有限合夥，與我國創業投資事業所採取之股份有限公司，於組織型態上可謂有極大之差異，但卻均獲得相當成功之投資績效，此除了導因於其他創業投資政策面之因素外，於各該組織架構上之因應與調整，也有很大之影響。

以下分別針對股份有限公司之創業投資事業與有限合夥組織型態之創業投資事業，比較其優點與缺點，以作為進一步分析是否有引進有限合夥制度必要性之基礎：

表二十五：股份有限公司與有限合夥之優劣分析

	股份有限公司之創業投資事業	有限合夥之創業投資事業
優點	<ul style="list-style-type: none"> ● 可公開募集資金，故資金規模比較大。 ● 屬於法定組織型態，運作較為穩健。 ● 在股東會、董事會及監察人相互監督制衡，經營較為穩健，資金風險相對較小。 ● 有一定之會計原則要求，透明度比較高。 ● 經由落實公司治理及忠實義務，可緩和出資者與經營者間資訊不 	<ul style="list-style-type: none"> ● 權利、義務關係以契約約定為主，可以因應不同案件之需求，較具彈性。 ● 有限合夥並無股東會、董事會及監察人等制約機構，營運完全由一般合夥人決定，能比較靈活之操作，效率較高。 ● 有限合夥一般由創業投資機構發起，並擔任一般合夥人，再向其他投資人募集資金成為有限合夥人，所以經營團隊往往即為深具

	<p>對稱之情形，更可確保公司經營及股東權益。</p>	<p>經驗之創業投資團隊。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 一般合夥人往往都是具有豐富經驗之專業創業投資家，良好之操作績效及信譽，使其能夠募集到資金。一旦投資操作失敗，投資資金虧損嚴重，或有任何違背忠實義務之情形，便可能再也募集不到資金。此種機制能有效解決出資人與管理者間之矛盾，有利於創業投資之運作，更有助於培養創業投資家。 ● 有限合夥不是獨立納稅主體，只有出資人對合夥之收益繳納所得稅，避免雙重納稅義務。 ● 有完善激勵與制約機制，可降低代理成本。例如，一般合夥人全面負責資金使用、經營與管理，可以從每年經營收入中提取相當於資金總額 3% 左右之管理費，當投資成功而收益倍增時，更可以從收益中分得 20% 左右，具激勵效果。 ● 一般合夥人因參與經營管理而承擔無限責任，有限合夥人不參與管理，故只以出資額為限承擔有限責任。此種責任配置，有效解決出資者與管理者間資訊不對稱所產生之各種代理成本與風險，使得出資者與管理者之權利、義務關係獲致平衡。 ● 通常有一定存續期間，且清算程序較為簡易，有較簡便之退出機制。
<p>缺點</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 股東會、董事會、監察人之組織設計，相對提高代理成本，減低運作效率。 ● 為追求穩健經營，可能傾向選擇風險低、能於短期間內產生投資收益之投資標的，不符合高風險、高報酬之創業投資精神。 ● 公司董事會不必然具有創業投資之經驗與能力，而必須另行以委託經營方式，簽訂契約委託其他創業投資團隊代為經營。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 資金募集取決於一般合夥人之信譽及經營績效，相對上變數較多且募集較為困難，資金規模也較小。 ● 資金完全取決於一般合夥人之經營管理，缺乏足以抗衡之機關，風險相對比較大。 ● 有限合夥往往與特定投資案共生共存，存續期間較短。 ● 資金完全交由一般合夥人經營管理，且權利義務關係取決於契約

	<ul style="list-style-type: none"> ● 激勵機制不足，使得員工利益與公司利益間產生落差。 ● 為避免因資訊不對稱可能產生之代理風險所採行之各種制約措施，將使得公司運作效率更低。 ● 公司係採機構決策機制，不利於創業投資家之培養。 ● 以永續經營為原則，解散、清算程序極其繁複，欠缺良好退出機制。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 約定，經營較欠缺透明性。 ● 美國固然承認有限合夥具有法人格，但在大陸法系民法制度下，有限合夥是否具有法人格仍存有爭議。若有限合夥不具有法人格，欠缺權利能力，則對於創業投資之經營活動，勢必造成投資之障礙及高度不確定性。
--	--	--

(資料來源：本研究分析彙整，2003年)

綜上所述，雖然股份有限公司制與有限合夥制各有其優點及缺點，但在我國現行法令未能提供有限合夥制供創業投資事業選擇之情形下，前述有限合夥制相對於股份有限公司制所能發揮之優點，即完全沒有機會為創業投資事業所採行。故本研究報告建議引進有限合夥組織型態，即是希望提供創業投資事業多一項選擇，以考量不同組織型態之優劣，依其個案需求採擇最適於其發展之組織型態。

第二節 我國現行相類似組織型態之比較分析

關於創業投資事業選擇採取有限合夥組織型態或股份有限公司組織，各有其優劣之處，故為使創業投資事業之發展能汲取各該組織型態之長處，引進有限合夥制度供我國創業投資事業選擇適用，對於創業投資事業更多元化之集資與投資，應有相當大之助益。

然而，再討論是否引進有限合夥制度之前，茲先就創投事業集資與投資機制進行比較整理如附表，將與我國與有限合夥制度相當類似之兩合公司與隱名合夥併列比較，以分析我國目前制度中是否以提供類似組織型態，謹說明如次：

表二十六：創投事業集資與投資機制比較表

序號	區別實益	有限合夥	股份有限公司	兩合公司	隱名合夥
1.	法人格	是	是	是	否
2.	權利能力	有	有	有	無
3.	訴訟當事人能力	有	有	有	有 (非法人團體)
4.	使用普遍性	高	高	極低	極低
5.	名下登記產權	可	可	可	否
6.	其他有限或股份有限公司是否可擔任業務經營之負責人	可，實務上有一般合夥人(corporate general partner)	可(法人與政府股東代表董事)	不可(公司法第13條)	不可(公司法第13條)
7.	控制權分配	完全採契約自由原則(依Delaware州法甚至可放棄許多對一般合夥人之追索)，由一般合夥人掌控。	外包式委託經營契約(代行董事會職權)與一般管理契約，自由度中等。	悉依公司法，由無限責任股東負責，但章程設計之彈性有限	依契約，但由一般合夥人(出名營業人)主控。

8.	雙重課稅	無(直接歸戶)	無(實施兩稅合一之後，但稅務行政較繁複)	同左	同左
9.	可否轉投資其他事業	可	可(但不得投資無限責任事業)	同左	否(因不具有法人人格及權利能力，無法作為權利主體，取得各該產權)
10.	解散程序	簡便	複雜(法院)	複雜	簡便
11.	基金操作	內含	外包	內含	內含

(資料來源：本研究整理，2003年)

由表列內容可知，有限合夥雖然與我國兩合公司及隱名合夥之架構及特性相似，但仍有許多根本不同之處，茲分述如下：

壹、有限合夥與我國兩合公司主要差異處

- 有限合夥內部關係主要依據合夥契約之約定，具有相當大之彈性；兩合公司則悉依公司法之規定，章程能有之彈性相當少。
- 有限合夥原則上可以由其他公司擔任一般合夥人，負責業務之經營；至於兩合公司，依據公司法之規定，其他公司不能投資兩合公司成為無限責任股東，以經營業務。
- 有限合夥有一定存續期間，期滿則解散清算，程序相當簡易；兩合公司仍以永續經營為原則，解散清算程序均依公司法之規定，相當繁複。
- 有限合夥可於契約中規定一般合夥人可分得之投資利益；兩合公司則於章程中訂定盈餘及虧損分派比例或標準，較少提供其他激勵措施。
- 有限合夥已為美國創業投資事業廣泛採行，且陸續為許多國家引進適用；兩合公司則極少被採用，截至2001年7月底，兩合公司

成立之家數僅 14 家⁵⁰。因此，於行政院經濟建設委員會委託財團法人萬國法律基金會研究之「公司法制全盤修正計畫」中，具體建議「考量社會發展及交易趨勢，建議刪除兩合公司之設立及相關規定」⁵¹。

貳、有限合夥與我國隱名合夥之主要差異處

- 美國法上有限合夥具有法人格；我國隱名合夥不具有法人格，無權利能力，不能成為權利主體，無法取得產權登記，也無法有效為投資行為。
- 美國有限合夥已經是廣為使用之組織型態，已相當程度建立出一套完整之遊戲規則；隱名合夥於實務上非常少見，且由於本身欠缺公示性，內部關係及外部關係均可能因不夠透明而引發紛爭。
- 有限合夥允許其他公司擔任一般合夥人；依據公司法之規定，其他公司均不得投資於隱名合夥成為合夥人。

綜上所述，有限合夥組織型態雖與我國兩合公司、隱名合夥頗為相似，但仍有基本法制面上之差異性，例如兩合公司屬公司法之公司型態，其內部關係及外部關係悉依公司法之規定，且盈餘分派及退出機制等，也必須依照公司法之規定，很難如有限合夥般具有彈性及機動性，更難以契約約定排除公司法各項規定之適用；而我國合夥不具法人格，無法成為權利義務主體，對創業投資事業之投資行為勢將造成實質之阻礙，此更是與有限合夥組織型態為具有法人格者完全不同。故若選擇以修改現行類似制度之方式引進有限合夥組織型態，前揭基本法制面之差異性，將是必須優先予以處理的。

⁵⁰ 曾宛如，新修正公司法解析—有限公司與兩合公司，月旦法學第 80 期(2002 年 1 月)，第 101 頁。

⁵¹ 財團法人萬國法律基金會，公司法制全盤修正計畫（研究案總報告第三冊），行政院經濟建設委員會委託，2003 年 2 月，第 11-12 頁。

第三節 有限合夥組織型態與股份有限公司之稅制比較

本研究報告探討引進有限合夥組織型態，其實質內容及具體作法有各種可能性（詳如後述）。因此，欲比較其與股份有限公司在稅制之差異，僅能藉著我國目前現行較為接近之制度——合夥加以比較說明。

就稅賦負擔而言，因二稅合一之效果，合夥與股份有限公司就所得稅而言基本上並無二致。以營業稅而言，營業稅之納稅義務人包括銷售貨物或勞務之營業人；而依據營業稅法第六條規定，以營利為目的之公營、私營或公私合營之事業即為營業人。據此，不論合夥或股份有限公司都是營業稅法定義下之營業人，只要在中華民國境內銷售貨物或勞務及進口貨物，都要繳納營業稅。

縱如前述，合夥及股份有限公司於稅務處理上仍有些許差異如下：

表二十七：我國合夥與股份有限公司之稅制差異

	合 夥	股 份 有 限 公 司
認列收入之時點不同	依據權責發生基礎，收益或成本費用合法產生，即須認列。	可按現金基礎計算所得。
盈餘分配	不論有無分配，均於當年度歸戶	<ol style="list-style-type: none"> 1. 次一年度未分配：公司繳納百分之十所得稅。 2. 分配： <ol style="list-style-type: none"> (1) 個人股東：需繳納最高至百分之四十之所得稅。 (2) 法人股東：依據所得稅法第四十二條，其所獲配之股利淨額或盈餘淨額，不計入所得額課稅；其可扣抵稅額，應依第六十六條之三規定，計入其股東可扣抵稅額帳戶餘額。

列報薪資之 上限	以不超過財政部核定發布之營利事業員工薪資通常水準為限。	無
租稅獎勵措施	並非促進產業升級條例所指之「依公司法設立之公司」，因此無法享受其規定租稅獎勵措施。	得享有促進產業升級條例規定之獎勵。

(資料來源：本研究整理，2003年)

若有限合夥組織型態於日後引進國內，而其稅賦處理仍比照目前合夥制度，由以上說明觀之，似乎不但未取得優勢，反不如採行公司組織者，此或可能形成推動有限合夥制度之障礙。

就外國法例之租稅措施而言，以日本為例，1997年之「天使稅」(Angel Tax) 允許以對創業投資之損失與其他投資收益加以抵減。另外南韓「特別租稅待遇限制法案」(Special Tax Treatment Limit Law) 規定以下租稅獎勵措施：創業投資事業之盈餘免徵所得稅、投資人自創業投資事業所分配之股利免徵所得稅、投資機構之股利收益有不同租稅規定、以公平市價鑑定股票價格之特別規定、創業投資事業股票轉讓免徵所得稅等⁵²。

⁵² Finance Forum Financial Institutions Development Committee, *Venture Capital in APEC Economies: Report to APEC*, May 20-21, 2003.

第四節 引進有限合夥組織型態之具體作法

採行有限合夥制度之創業投資事業，具有與股份有限公司組織者不同之優點，例如可經由合夥契約約定內部關係之彈性，具有存續期間及合理退出機制，能提供激勵措施及減少代理成本等，可以提供我國創業投資事業另一種選擇。因此，雖然我國創業投資事業以股份有限公司型態，已創造令舉世刮目相看之投資效益，也已經建立一套股份有限公司結合委託經營之主要經營模式，但若能引進有限合夥組織型態作為創業投資事業之另一項選擇，以因應各式創業投資案件之需求，對於創業投資事業之發展仍有相當正面之效益。

對於引進有限合夥組織型態之可行性方面，基本上應掌握下列幾項原則及課題：

- 一、引進有限合夥組織型態，應係提供創業投資事業組織架構上之另一項選擇，而不是要求創業投資事業一定要採行有限合夥，應允許創業投資事業在組織設立時，可就股份有限公司、有限合夥及其他公司型態，依其需求選擇最適當之組織型態。例如，預計資金需求大，且適合長期永續發展之創業投資，仍可採行現行股份有限組織型態；反之，針對共同投資之具體創業投資案件，適合於一定存續期間屆滿後進行解散清算者，則採行有限合夥自是較佳之選擇。
- 二、各種制度之優劣原則上是相對之概念，除從制度本身予以分析外，更應考量國情之不同，以及使用者之需求。我國創業投資已發展 20 年，期間也創造出傲視全球之經營績效，故對於現行創業投資事業而言，均已習慣於股份有限公司組織型態之運作，儘管有限合夥可能是最適合創業投資事業之組織型態，但如何在我國現有法令環境下充分發揮其優點，使現存或新設之創業投資事業樂於選擇改採有限合夥型態從事經營，恐怕是我國引進有限合夥組織型態後，能否確實發揮實效之問題癥結。

三、有限合夥之一般合夥人，原則上對有限合夥債務負無限責任（雖然美國發展趨勢允許以合夥契約予以排除而於設立文件中具體聲明一般合夥人只負有限責任）。故對於我國創業投資事業而言，於採行有限合夥組織型態後，創業投資經營團隊若成為一般合夥人，將從其在股份有限公司型態下所負之有限責任，轉變成於有限合夥組織型態下負擔無限責任，可預期地，此種轉變勢將使我國創業投資經營團隊在籌設創業投資事業決定是否採行有限合夥組織型態時有所猶豫。實則，從同為職司業務經營者之角度觀之，股份有限公司之董事對內負忠實義務，對外則就其業務上之行為與公司負連帶責任（公司法第 23 條），依此適用結果，股份有限公司之董事事實上也有可能負無限責任，與一般合夥人並無太大差異。儘管如此，有限合夥組織下，一般合夥人必須負無限責任，對於創業投資事業之經營團隊而言，勢將成為選擇採用有限合夥組織型態之主要考量。

四、在有限合夥組織下，有限合夥人係居於單純出資之消極角色，原則上不介入有限合夥之業務經營，否則即可能因此被課予與一般合夥人同樣之責任。對於我國投資人投資於創業投資事業而言，投資人是否「放心」且「甘願」將資金交予創業投資事業之一般合夥人管理而成為有限合夥人，放棄管理與經營之權利，恐怕也是引進有限合夥組織型態所應先考量之課題。蓋依我國國情，出資者往往希望能取得被投資者相當程度之控制權（例如取得股份有限公司董事或監察人席次），以期藉由實際參與決策降低投資風險。故有限合夥將出資者與管理者明確予以劃分，賦予不同權利及義務，並課予不同責任之制度，是否能為我國投資人所接受，也有待進一步觀察。就此而言，如何賦予一般合夥人忠實義務，以及落實有限合夥之制約機制，使出資者與管理者之權利義務關係能獲致平衡，將是引進有限合夥制度之同時，必須予以妥善規劃者。

五、美國創業投資事業採用有限合夥組織型態，有其租稅上之考量，因合夥尚非課稅主體，只有合夥人取得之收益才會成為課稅之標的，故採

取有限合夥可以避免雙重課稅，此為美國創業投資公司一致採行有限合夥組織之原因之一。然而，此項租稅上之考量，於我國並無實益，蓋我國已採取兩稅合一，因租稅遞延之效果，最終也只有公司個人股東所取得之投資收益會成為課稅之標的，與有限合夥並無二至，故避免雙重課稅之租稅上效果於我國並無法成為採行有限合夥之誘因。

若前揭原則業經確立，且相關課題已獲得釐清，而有引進美國有限合夥組織型態之實益，於具體作法上，可以考慮採行下列方式：

表二十八：引進有限合夥制度之具體作法

作法	說明	優點	缺點
訂定有限合夥（或併同其他中間型態事業組織）專法	從引進新企業組織型態觀點，制訂專法引進有限合夥制度，供各類事業視其需求予以參採。	<ul style="list-style-type: none"> ● 經由訂定專法引進有限合夥制度，可收統籌規劃之效。 ● 如果佐以有限合夥契約範本之訂定，將基礎規範事項訂明，供事業參酌採用，將更能發揮實效。 ● 可供各類事業援用，不限於創業投資事業，可使有限合夥成為企業組織之新選擇。 ● 併同引進其他各類中間型態事業組織，可收宏觀之效。 ● 以改革我國事業組織法制之觀點出發，具有相當程度之說服力，有助於立法遊說。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 於現行公司法及民法體系外，另行創設有限合夥，可能導致法規範體系混淆（尤其涉及有無法人格之爭議），且阻力必然較大。 ● 商業登記及公司登記機關如何相應調整登記公示之配套措施及規定，必須一併予以檢討。 ● 與創業投資事業之規範脫鉤，可能模糊焦點，不利於立法遊說。
訂定創業投資事業管理之專	經由訂定專法一方面將創業投資事業之管理提昇到法律位階，另一方	<ul style="list-style-type: none"> ● 以訂定專法方式引進有限合夥，可以為完整性之規範。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 於現行公司法及民法體系外，另行創設有限合夥，可能

<p>法納入有限合夥之規定</p>	<p>面納入有限合夥制度之規定，專供創業投資事業選擇採用。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 如果佐以有限合夥契約範本之訂定，將基礎規範事項訂明，供事業參酌採用，將更能發揮實效。 ● 日本、南韓及大陸地區均採行訂定與創業投資有關專法之方式，引進有限合夥制度。 ● 與創業投資事業規範相結合，使議題明確化，有助於立法遊說工作之進行。 	<p>導致法規範體系混淆（尤其涉及有無法人格之爭議），且阻力必然較大。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 商業登記及公司登記機關如何相應調整登記公示之配套措施及規定，必須一併予以檢討。 ● 與創業投資事業結合為規範，將有限合夥組織型態限定於創業投資事業才可選用，缺乏較宏觀地引進多元企業組織之理念。 ● 創業投資事業法制之規範範圍及強度如何，可能仍有待相當程度之討論，於時程上緩不濟急。
<p>於促進產業升級條例中增訂專章引進有限合夥制度</p>	<p>由於促進產業升級條例中本即屬創業投資事業之法源，於該法中增設專章，併同創業投資事業規範引進有限合夥組織。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 於現行法源架構下為規範，具有邏輯之一致性，且與創業投資事業規範相結合，使議題明確化，有助於立法遊說。 ● 使關於創業投資事業法制整合於促進產業升級條例，可收統合之效。 ● 與既有法規中予以增訂，較諸制訂新法，法規擬定程序可能較為簡易。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 創業投資事業法制及有限合夥法制，與促進產業升級條例之規範本旨未盡相符。 ● 於創業投資法制相結合，限縮有限合夥法制之適用性，未能收宏觀之效。 ● 若欲併同創業投資事業法制一併檢討，仍有諸多爭議問題需要討論，時程恐將耽擱拖延。 ● 欲於促進產業升級條例詳細規範有限合夥制度，條文篇幅可能太長，不合於一般立法體例。
<p>修訂現行</p>	<p>以有限合夥具有法人格</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 利用現有公司型態 	<ul style="list-style-type: none"> ● 於公司法兩合規定

<p>公司法中兩合公司之相關規定，賦予更多彈性</p>	<p>之方面觀察，有限合夥其實與現行兩合公司更為相似。然而，現行兩合公司規定欠缺彈性，恐難期待發揮有限合夥之效能，故應予修訂賦予更多彈性，如允許訂定存續期間；放寬利潤分派比例（使執行業務之無限股東能獲得具激勵效果之報酬）、方式（如以其他公司股份為分派）及時間（如期中分派）；允許公司內部權利義務關係之自由約定；簡化解散清算程序賦予合理退場機制等。</p>	<p>予以修訂，較之引進全新組織型態，相對而言，較易被接受。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 使原本已被建議刪除之兩合公司能成為另一種組織型態之選擇。 	<p>中賦予彈性之規定及作法，與現行公司法之修訂方向（建議刪除兩合公司）相反。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 公司登記之公示原則必須相應修訂，使約定事項也能有公示效力。 ● 公司法關於轉投資之限制規定，也必須相應修訂，放寬其他公司得成為無限責任股東或合夥人。 ● 受限於公司法制之整體性規範，能賦予彈性之空間其實很小。
<p>修訂現行民法中隱名合夥之相關規定，賦予合夥法人格</p>	<p>由於隱名合夥於架構及特性上與有限合夥有相似之處，故可針對民法現行關於隱名合夥規定進一步予以修訂，資以引進有限合夥。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 在既有制度上進行修訂，較之引進全新制度，相對而言較易被接受。 ● 藉由修訂可使合夥制度之內部關係及外部關係更加明確，並使合夥能發揮更大功能。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 民法之修訂相當不易，且曠日廢時。 ● 賦予合夥法人格，可謂係民法規範體制內之重大變革，爭論勢必不小。 ● 商業登記之公示制度必須相應修訂，以經由公示保障隱名合夥人之權益。 ● 公司法關於轉投資之限制規定，必須相應修訂，放寬其他公司得成為無限責任股東或合夥人。

（資料來源：本研究歸納分析，2003年）

基於前述表列內容，參酌現行大陸法系引進有限合夥制度之法例，似乎以訂定有限合夥專法之方式，引進有限合夥制度，為目前通常採行之作法。且由於不論採行何種作法，均涉及法律之制訂或修訂，故考量立法時

程及遊說，亦以制訂有限合夥專法之方式，較能凸顯訴求。況且，現行創業投資事業尚有許多待決議題，如投資抵減、資金來源等，如欲併同於引進有限合夥時中予以規範，可能使引進有限合夥之期程嚴重拖延，故將二者分別處理有其利基。

無論採行何種作法，下列配套措施均應併案檢討，才能達到引進有限合夥制度之目的：

- 一、訂定有限合夥契約範本：由於有限合夥基本上是屬於契約規範之組織型態，故應參酌外國發展之先例，訂定有限合夥契約範本，將內部權利義務關係及外部關係等各類應約定事項，予以明確律定並舉其大要，以供事業參採使用，使有限合夥能發揮實效。
- 二、修改公司法有關轉投資限制規定：現行公司法限制公司不得擔任無限責任股東或合夥人，將使有限合夥發展上受到極大限制，故應配合修訂，使公司得以成為有限合夥之有限合夥人，甚至一般合夥人。
- 三、相應修訂商業登記及公司登記之公示制度：由於有限合夥涉及到許多契約約定事項，以及一般合夥人之保障事項，相當程度需要結合公示制度予以確保，故商業登記或公司登記如何相應配合，應一併預先予以規劃。

第五節 小結

我國創業投資事業因為歷史上及法令上之限制，均係以股份有限公司型態成立，雖然二十年來之發展受到舉世之激賞，但一般咸認美國創業投資事業廣泛採取之有限合夥組織型態，或許仍是最適合創業投資事業發展者，故若能引進有限合夥制度，使創業投資事業於組織上多一項選擇，可針對需求選取適合之組織型態，對於創業投資事業自具有正面意義。

於引進有限合夥制度前，除應考量制度本身良窳外，更應考量國情及使用者之需求。就此而言，有限合夥制度中，一方面一般合夥人必須負無限責任，另一方面有限合夥人則單純扮演出資者角色，而完全不介入經營，對於我國現行創業投資事業及投資者而言，對於採行有限合夥均仍將有所猶疑。因此，如何結合優惠措施及提供誘因，使創業投資事業樂於採行有限合夥制度，恐怕是引進有限合夥制度前必須先行評估者。

引進有限合夥之具體作法，可從修改現行關於隱名合夥或兩合公司相關規定方面著手，也可從制訂專法方面進行。從外國立法例觀之，並考量我國立法實務，可能以制訂有限合夥專法（或併同其他中間型態事業組織統合規範），納入有限合夥制度，是較為可採之方式。除此之外，制訂有限合夥契約範本、修改公司法關於轉投資現制之規定，以及相應檢討登記公示制度等配套措施，更應一併納入整體規劃及考量。

第六章 創業投資事業引進退休基金之可行性

第一節 各國創業投資事業資金來源之整理與分析

為方便比較，茲將中華民國創業投資商業同業公會所整理我國創業投資事業 1996-2002 年資金來源，以及其他國家創業投資事業之資金來源，列表說明如次：

表二十九：1996-2002 年我國創業投資事業資金來源分析

資金來源名稱	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
政府機構	0.44%	0.41%	2.49%	1.70%	1.73%	1.90%	3.31%
國內銀行	5.58%	5.07%	5.38%	5.30%	5.39%	5.55%	5.60%
國外銀行	0.82%	1.21%	0.70%	0.60%	0.58%	0.73%	0.54%
金融控股公司	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.97%
國內保險公司	4.66%	5.49%	5.80%	7.13%	8.65%	9.38%	9.26%
國外保險公司	0.30%	0.28%	0.60%	0.40%	0.53%	0.51%	0.45%
國內退休基金	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
國外退休基金	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
國內投資機構	13.04%	14.37%	12.28%	12.30%	12.61%	14.17%	14.14%
國外投資機構	2.82%	5.99%	3.29%	2.50%	6.05%	6.18%	4.95%
國內證券公司	0.00%	0.00%	0.60%	0.00%	0.04%	0.13%	1.63%
國外證券公司	0.00%	0.00%	0.10%	0.10%	0.09%	0.08%	0.06%
法人機構一般產業	56.41%	47.52%	49.50%	34.80%	33.03%	28.48%	27.87%
法人機構科技產業				13.80%	9.79%	12.01%	10.94%
法人合計	84.07%	80.34%	80.74%	78.63%	78.49%	79.12%	80.71%
個人	15.93%	19.66%	19.02%	20.23%	20.62%	18.82%	17.97%
其他	0.00%	0.00%	0.24%	1.14%	0.89%	2.06%	1.38%
合計	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

(資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003 年台灣創業投資年鑑)

表三十：2002 年世界各國創業投資資金來源分佈統計表

資金來源	台灣	美國	加拿大	日本	南韓	新加坡	澳洲	中國大陸	香港	菲律賓
銀行	8.11%	23.00%	--	28.00%	22.00%	15.00%	14.00%	23.00%	13.00%	15.00%
保險公司	9.72%		--	13.00%	12.00%	14.00%	12.00%	8.00%	30.00%	7.00%
證券公司	1.69%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
政府	3.31%	--	1.00%	2.00%	13.00%	21.00%	10.00%	17.00%	4.00%	8.00%
個人	17.91%	12.00%	40.00%	3.00%	1.00%	4.00%	3.00%	7.00%	1.00%	13.00%
法人公司	38.80%	4.00%	14.00%	44.00%	43.00%	36.00%	12.00%	41.00%	35.00%	57.00%
投資公司	19.08%	--	--	--	--	--	--	--	--	--
退休基金	0.00%	40.00%	43.00%	10.00%	9.00%	10.00%	49.00%	4.00%	17.00%	--
慈善基金	0.00%	21.00%	--	--	--	--	--	--	--	--
其他(含金控公司)	1.38%	--	2.00%	--	--	--	--	--	--	--
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
資料來源	TVCA 2003	NVCA 2003	CVCA	AVCJ 2003	AVCJ 2003	AVCJ 2003	AVCJ 2003	AVCJ 2003	AVCJ 2003	AVCJ 2003

(資料來源：中華民國創業投資商業同業公會，2003 年台灣創業投資年鑑)

從上面列表可見，目前全球創業投資最發達之美國及加拿大等國，創投資金來自退休基金均占相當大比例，尤其就美國而言，自 1978 年以降，其創業投資事業之主要資金來源即為退休基金(pension funds)。美國對退休基金之投資規範，向採善良管理人原則 (Prudent Man Standard of Care)，由基金管理機構在考量各種風險下，自行設定投資範圍，包括允許投資創業投資事業。

事實上，聯邦政府在 1974 年時訂定 Employee Reinvestment Income Security Act (ERISA)，有鑑於退休基金遭到濫用之問題，採取極為嚴格之忠實義務標準⁵³，禁止退休基金投資太多資金於創業投資或風險性資產，

⁵³ Andrew L. Gaines and Robert G. Koen, Pension Fund Investment in Real Estate: Broad Opportunities, Important Limitations, The Real Estate Finance Journal (Summer 2000), p. 1.

使創業投資事業募集資金數額於 1975 年跌到谷底，全部產業僅募集到 1 千萬美金⁵⁴。直到 1978 年之 Internal Revenue Act，將資本利得稅由 49.5% 減到 28%；嗣後，於 1979 年 7 月，美國政府對 Employee Reinvestment Income Security Act 之重新解釋，允許退休基金投入創業投資事業，才使退休基金逐漸成為美國創業投資事業最重要且穩定之資金來源。

日本是在 1998 年允許退休基金投資於創業投資事業，於 1999 年資金規模即約將近 6%⁵⁵，至 2002 年統計數字則約 10%。

南韓則在 1997 年 8 月制定 Special Measures Law for Fostering Venture Business，明訂機構投資人包括銀行及退休基金等投入創業投資事業之相關規範，允許退休基金以 10% 為上限，得投資於創業投資事業⁵⁶。嗣於 2001 年南韓修正對政府退休基金計畫（National Pension Scheme）之管制，允許其投資有限合夥創投基金（LPFs），使南韓退休基金對創業投資事業之發展，扮演更重要之角色。根據統計，截至 2001 年底，韓國 LPFs 資金來源累計有 8.7% 來自退休基金，而在 2001 年當年 LPFs 募集新基金中退休基金所占比重已高達 20%。

事實上，為了確保創業投資事業之資金來源能有長期供應，退休基金勢必成為資金之主要供應來源。就我國而言，2001 年經濟發展諮詢委員會共同意見應辦理事項，即已包括「研究放寬退休基金投資創投事業之可行性」，由主管機關行政院勞工委員會進行研究。且於 2001 年 5 月 23 日制頒之創業投資事業範圍與輔導辦法第七條也明文規定：「為輔導符合本辦法相關規定之創業投資事業爭取下列各項資金來源，主管機關得協調各該目的事業主管機關予以協助：一、銀行業。二、保險業。三、證券業。四、郵政儲金、各公民營退休及保險基金。五、資本市場。」由此可見，政府

⁵⁴ Steve P. Galante, An overview of the Venture Capital Industry & Emerging Changes, p.2.

⁵⁵ Yasuyuki HAMADA, Summary of Venture Capital Year Book 2000, 投資動向調查說明會(July 2001).
Tim Clark, Japan Entrepreneur Report No. 1 November 2002,
<http://www.japanentrepreneur.com/200211.html> (visited on July 28, 2003).

⁵⁶ Martin Kenney, Kyonghee Han and Shoko Tanaka, Scattering Geese: The Venture Capital Industries of East Asia – A Report to the World Bank (September 17, 2002).

於政策上應是朝向開放退休基金投資創業投資事業予以推動。然而，據報載，行政院勞工委員會於日前提出「勞工退休基金收支保管及運用辦法」之修正草案，放寬退休基金可以投資之標的及於外國有價證券及衍生性金融商品，卻仍然未包括創業投資事業在內⁵⁷。

⁵⁷ 2003年7月3日聯合報 C2版；2003年7月3日自由時報第22版。

第二節 我國創業投資事業引進退休基金之評估

壹、必要性—資金來源匱乏之現況

就我國創業投資事業之現況而言，由於投資抵減優惠之取消，過去積極參與創業投資之企業與個人均大幅減緩其對創業投資事業之投資，同時政府針對銀行、保險公司、證券公司投資創業投資事業仍有額度之限制，國內退休基金目前為止仍無法投資創投事業。因此，我國創業投資事業近幾年來因資金來源逐漸匱乏，面臨經營之困境，進而減緩對國內科技事業之投資，勢將影響國內科技事業之持續發展及政府稅收挹注。

美國創業投資事業資金來源有 60%來自各型退休基金，若加上銀行、保險公司等機構投資人則超過 80%，其企業及個人投入創業投資之資金相對較少。反觀我國投資創業投資公司之主力為產業界及有資力之個人，約佔 50%以上，所以當政府一方面取消創業投資公司股東投資抵減優惠，另一方面就投資人直接投資新興重要策略產業仍可適用投資抵減優惠，遂產生資金排擠效應，影響此等投資人投入創業投資事業之意願。

於此現況之下，若政府未能及時配合開放其他資金投入創業投資事業，勢將無法解決資金匱乏之窘境。此亦即 2001 年經濟發展諮詢委員會之所以會作成結論，為促進創業投資事業正常發展，放寬四大基金、銀行業、保險業、證券業參與投資創業投資事業之背景因素。

依據經濟發展諮詢委員會之共同意見及多數意見，政府應研究放寬退休基金參與創業投資事業之可能性，並建議協調四大基金相關監理委員會及主管機關，將創業投資事業納入投資標的。惟依現行規定，或受限於收益率之限制，目前勞工保險基金、勞工退休基金、公務人員退休撫卹基金⁵⁸及郵政儲金皆尚無法投資於創業投資事業。就此而言，由於國內四大基金總額高達 4 兆 3,323 億元，若能開放四大基金投入創業投資事業，於現

⁵⁸ 公務人員退休撫卹基金管理委員會已修改管理條例將創投事業納入其投資範圍，並業經考試院與行政院通過，正待立法院審查通過。

行創業投資事業資金來源匱乏之困境下，自有相當助益及必要性⁵⁹。

貳、可行性—以投資風險控制為前提

各國政府對於退休基金投資行為均有規範，不外乎考量投資風險，設定投資範圍、投資比重或限制投資比率等中長期投資為主。實則，歐美各國退休基金對創業投資事業之資金扮演相當重要之角色，以美國為例，美國政府前 20 大退休基金投資於 Alternative Investments (AI) 之金額為 741 億美元，佔基金總額 6.24%；創業投資事業僅為 Alternative Investments 眾多投資標的之一，但其投資金額便達 117 億美元之多，綜合所有退休基金投入創業投資事業之總額就占全美創業投資事業資金來源之 40%，可見退休基金對創業投資事業之發展有極重要之影響力⁶⁰。

尤其，截至 2002 年底，我國勞退基金、勞保基金及退輔基金總額約 9,800 億元，佔國內生產毛額（GDP）約 10%，若能依據經濟發展諮詢委員會共識，並參照英、美、日、韓等國先例，開放投資於創業投資事業，對於創業投資事業之資金來源，自有相當大之助益。

於開放創業投資事業資金來源時，應考量資金本身之特性，惟有適於長期投資之資金，始適合成為創業投資事業之資金來源；反之，具有短期流通性需求之資金，則不適於成為創業投資事業之資金來源。就此而言，從外國立法例觀之，退休基金多歸類於長期性之投資資金，故適於投資於創業投資事業。

基本上，是否允許退休基金投資於創業投資事業，應取決於安全性、流動性及收益性三大原則，並在合理控制風險之範圍內決定之。就此而言，可參酌 OECD 所訂「退休基金治理準則」（Guidelines for Pension Fund Governance）⁶¹ 及歐盟「關於退休基金管理機構行為之指令草案」

⁵⁹ 詳參中華民國創業投資商業同業公會，2003 年台灣創業投資年鑑，第 185-189 頁。

⁶⁰ 詳參中華民國創業投資商業同業公會，2003 年台灣創業投資年鑑，第 188 頁。

⁶¹ OECD, Guidelines for Pension Fund Governance (OECD Secretariat), July 2002.

(Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Activities of Institution for Occupational Retirement Provision)⁶²。

表三十一：OECD 退休基金治理準則

序 號	項 目	說 明
治理架構 (Governance Structure)		
1.	責任明確 (Identification of Responsibilities)	應針對退休基金操作及監督之責任，予以清楚確認及劃分。當設立退休基金管理機構 (pension entity) 代表退休基金成員擁有此退休基金時，該機構之法律類型、內部治理架構及其主要目標，應詳細記載於該機構之章程、契約、信託文件或類似文件中。若退休基金設置於金融機構管理之個別帳戶中，則退休基金成員與該金融機構間之退休基金計畫或合約，應清楚記載金融機構管理此退休基金所應負之責任。
2.	管理者 (Governing Body)	每一退休基金均應有一位管理者，有權管理此退休基金，該管理者應就確保符合規定及保障成員及受益人之權益負最終責任。管理人之責任，應與退休基金係作為退休金支應來源之擔保之目的相一致。管理者不能藉由將其職掌委託予外部服務提供者 (external service providers) 執行，而完全免除其責任。舉例而言，管理者仍應負有監控及督導各該服務提供者之責任。
3.	專家建言 (Expert Advice)	當管理者欠缺作成完整決定及踐履其責任之專業能力時，管理者必須尋求專家建言，或委任專業人士執行此職掌。
4.	稽核者 (Auditor)	稽核者，係獨立於退休基金管理機構、管理者及計畫贊助者 (plan sponsor)，受主管機關之委任，以定期稽核是否符合計畫需求。當稽核者於執行職務時，發現有足以對退休基金之財務狀況或管理及會計組織產生重大負面影響之情事，基於一般監察權，稽核者應立即向管理者報告，若管理者未採取適當補救措施，稽核者並應向主管機關提出報告。
5.	精算者 (Actuary)	精算者，係受管理者之委任，就所有由退休基金

⁶² Official Journal C 096 E, 27/03/2001, P. 0136 – 0144.

		支應之福利計畫予以精算。當精算者於執行其專業或法定職務時，發現基金有違反相關法令規範之情事，基於一般監察權，精算者應立即向管理者報告，若管理者未採取適當補救措施，稽核者並應當即向監督機關提出報告。
6.	保管者 (Custodian)	退休基金資產之保管，得由退休基金保管機構、管理退休基金之金融機構或由獨立保管者為之。若管理者指定保管者持有並保管退休基金資產，退休基金資產應與保管者本身之資產在法律上予以區隔。保管者不能因將其保管之資產信託予第三人，而脫免其責任。
7.	職責 (Accountability)	管理者應對退休基金成員、受益人及主管機關負責。管理者於其擔任福利提供者之責任範圍內，也應對計畫贊助者負責。為確保管理者盡其職責，保管者應就其行為負法律責任。
8.	妥當性 (Suitability)	管理者應符合最低妥當性標準，以確保退休基金之管理具有高標準之完整性及專業性。
治理機制 (Governance Mechanisms)		
9.	內部控制 (Internal Controls)	應建立適當之內部控制，以確保所有職司操作及監督責任者，能符合記載於退休基金管理機構章程、契約、信託文件或相關文件中之目的。此內部控制應涵蓋所有基本組織及管理程序；基於計畫之範圍及複雜度，此內部控制應包括成就評量、補償機制、資訊系統及步驟及風險管理程序。
10.	報告 (Reporting)	應建立所有涉及退休基金管理者間之報告管道，以確保相關及正確之資訊，能有效且即時地予以傳輸。
11.	揭露 (Disclosure)	管理者應以清楚、精確且即時之方式，揭露相關資訊予相關當事人（包括退休基金成員及受益人、監督機關等）。
12.	補償 (Redress)	退休基金成員及受益人得利用法定補償機制 (statutory redress mechanisms)，而至少可經由主管或監督機關或法院，以確保即時的補償。

（資料來源：本研究整理自 OECD Guidelines for Pension Fund Governance，2003 年）

綜而言之，退休基金之管理應參照前述治理準則，由管理者依據該治

理準則之內容，建立各該機制以確保退休基金之設立與管理，能符合退休基金支應退休金給付之目的。申言之，關於退休基金之管理，應屬自治事項，政府應開放由各該管理者自行依照治理準則，決定退休基金之操作與監督事宜，包括是否投資於創業投資事業，或應以多少比例為上限投資於創業投資事業，均得在治理準則規範架構中為合理之決策，而無須由政府於法令上予以限制。

此外，歐盟「關於退休基金管理機構行為之指令草案」，其制訂目的在使退休基金管理機構（Institutions for Occupational Retirement Provision, IORPs）能夠獲致：(1) 安全且有效率之投資；(2) 自由選擇資產之管理者及保管者；(3) 所有服務提供者間全歐盟區域之交易平台；(4) 跨國界經濟活動；(5) 受益人之保護；(6) 金融服務之單一市場；(7) 增補退休基金之單一市場⁶³。

指令草案之主要內容，要求退休基金之管理機構必須善盡公開資訊之義務，包括提出年度帳冊及年度報告，揭露資訊予退休基金成員及受益人，揭露投資政策之原則，以及應揭露予主管機關之資訊等⁶⁴。

本指令草案最重要之規定，係於第十八條揭示所謂「謹慎投資原則」（Prudential Investment Rules），其要點如下：

- 一、會員國應要求其國內之管理機構以謹慎態度進行投資。
- 二、以退休基金成員負擔投資風險之退休金計畫中相關資產進行投資者，應遵守下列原則：
 - (一) 資產之投資，應以確保安全、品質、流動性及具獲利性之投資組合方式為之。
 - (二) 資產之投資應具有多元化之投資組合，以避免風險之累積。

⁶³ Sections 1.2 (a)-(g) of the Explanatory Memorandum of the Proposal.

⁶⁴ Articles 10-13 of the Proposal. 另可參閱張茹蘭，創投事業資金來源多樣化—談歐盟退休基金謹慎投資原則，科技法律透析，2002年11月，第5-6頁。

(三) 投資於贊助企業 (sponsoring undertaking) 不得超過投資組合之 5%。如果管理機構係受一企業集團所贊助，則應秉持謹慎原則投資於此等贊助企業，並考量適當多元化之需求。

三、會員國應要求其國內之管理機構，就包含技術準備金 (technical provisions) 之資產進行投資時，應依照下列原則為之：

(一) 資產投資之方式，應適於預期的將來退休福利之性質及期間，並採行確保安全、品質、流動性及具獲利性之投資組合。

(二) 資產之投資應具有多元化之投資組合，以避免風險之累積。

(三) 投資於贊助企業不得超過投資組合之 5%。如果管理機構係受一企業集團所贊助，則應秉持謹慎原則投資於此等贊助企業，並考量適當多元化之需求。

四、會員國不應要求管理機構投資於特定種類之資產。

五、會員國不應就管理機構或其投資經理人所為之投資決定，要求為任何事前許可或申報。

六、基於前述一至五之規定，會員國得就其國內之管理機構，訂定各詳細之規則，以反應管理機構所操作之退休金計畫之全部範圍。但管理機構應得：

(一) 以作為技術準備之資產不超過 70%之部分為投資，或以退休金計畫中由退休基金成員負擔投資風險之股票、有價證券及公司債不超過 70 %之部份為投資，並決定這些有價證券與投資組合中之比重。

(二) 持有以未經換算之外幣計價之資產，用以包含至少 30%之技術準備金數額。

(三) 投資於創業投資市場 (risk capital markets)。

七、前述六之第二段規定，並不排除會員國得就個案要求適用更嚴格之投

資原則，尤其是關於涉及管理機構義務之事項，除非業經證實符合謹慎原則。

綜上所述，歐盟指令草案所揭示之謹慎投資原則，對於我國是否開放退休基金投入創業投資事業應有所啟示。蓋在要求如此嚴格之謹慎原則下，投資於創業投資市場明白被列為例外允許之投資標的之一，故單以風險高為理由，限制退休基金投入創業投資事業，恐將有偏於一隅之嫌。具體而言，我國應可參採此謹慎投資原則，要求退休資金之投資行為，必須善盡公開義務，揭露必要之資訊，並提列投資準備以避免過大之投資損失，同時對於投資之標的列出原則性之標準，如此應可相當程度達到風險控制之目的。

至於開放退休基金投入創業投資事業之具體作法，基本上必須修訂「勞工退休基金收支保管及運用辦法」，除將創業投資事業納入投資標的外，並應調整收益率之規定，以將法令限制予以消除，再由管理者依據前揭治理準則及謹慎投資原則，自行決定是否投資於創業投資事業，以及是否設定投資比例上限（如南韓有 10% 之上限）。

第三節 小結

自從政府取消股東投資抵減後，因資金排擠效應，原本投資於創業投資事業之資金銳減，而銀行業、保險業及證券業等金融機構投資於創業投資事業仍受有投資比例之限制，使得創業投資事業面臨募集資金之困難。

依據經濟發展諮詢委員會之共同意見，政府機關正在研究開放退休基金投入創業投資事業。按以美國而言，退休基金已成為其創業投資事業資金之最主要來源，即使如鄰近之日本及韓國，亦皆開放退休基金得投入創業投資基金。故若政府循此外國立法例趨勢，開放退休基金投入創業投資事業，對於化解創業投資事業所面臨之資金困境，自有相當助益。

要達到開放退休基金投入創業投資事業，首先應由政府修訂「勞工退休基金收支保管及運用辦法」，調整收益率限制之規定，並將創業投資事業納入可投資之標的範圍，以消除法令上之障礙。再者，應參照 OECD 關於退休基金治理準則，以及歐盟指令草案所揭示之謹慎投資原則，將退休基金之操作及監督回歸自治，由管理者依照治理準則妥善管理，並依謹慎投資原則，善盡公開義務，揭露必要資訊，並提列投資準備金以避免投資損失造成衝擊，最後再針對創業投資事業評估其安全性為風險控制，決定是否將資金投入創業投資事業，以及是否設定一定投資比例上限。

第七章 結論與建議

本研究報告受託研究之課題有二，一為研究引進有限合夥組織型態之可行性；另一為研究開放退休基金投入創業投資事業之可行性。謹提出結論及建議如下：

壹、組織面—應以制訂創業投資事業專法方式引進有限合夥供為選擇，並應一併考量配套措施

我國創業投資事業因為歷史上及法令上之限制，均係以股份有限公司型態成立，雖然二十年來之發展受到舉世之激賞，但一般咸認美國創業投資事業廣泛採取之有限合夥組織型態，或許仍是最適合創業投資事業發展者，故若能引進有限合夥制度，使創業投資事業於組織上多一項選擇，可針對需求選取適合之組織型態，對於創業投資事業自具有正面意義。

於引進有限合夥制度前，除應考量制度本身良窳外，更應考量國情及使用者之需求。就此而言，有限合夥制度中，一方面一般合夥人必須負無限責任，另一方面有限合夥人則單純扮演出資者角色，而完全不介入經營，對於我國現行創業投資事業及投資者而言，對於採行有限合夥均仍將有所猶疑。因此，如何使有限合夥組織型態能在我國現行法令環境下，充份發揮其優點，使創業投資事業樂於採行有限合夥制度，恐怕是引進有限合夥制度前必須先行評估者。

引進有限合夥之具體作法，可從修改現行關於隱名合夥或兩合公司相關規定方面著手，也可從制訂專法方面進行。從外國立法例觀之，並考量我國立法實務，可能以制訂有限合夥之專法（或是併同引進其他中間型態事業組織之專法），納入有限合夥制度，是較為可採之方式。除此之外，制訂有限合夥契約範本、修改公司法關於轉投資現制之規定，以及相應檢討登記公示制度等配套措施，更應一併納入整體規劃及考量。

貳、資金面—開放退休基金投入創業投資事業，並應採行治理準則及謹慎投資原則

自從政府取消股東投資抵減後，因資金排擠效應，原本投資於創業投資事業之資金銳減，而銀行業、保險業及證券業等金融機構投資於創業投資事業仍受有投資比例之限制，使得創業投資事業面臨募集資金之困難。

依據經濟發展諮詢委員會之共同意見，政府機關正在研究開放退休基金投入創業投資事業。按以美國而言，退休基金已成為其創業投資事業資金之最主要來源，即使如鄰近之日本及韓國，亦皆開放退休基金得投入創業投資基金。故若政府循此外國立法例趨勢，開放退休基金投入創業投資事業，對於化解創業投資事業所面臨之資金困境，自有相當助益。

要達到開放退休基金投入創業投資事業，首先應由政府修訂「勞工退休基金收支保管及運用辦法」，一方面將創業投資事業納入投資標的範圍，另一方面調整收益率之規定，符合長期投資之特性，以除去法令上之障礙。再者，應參照 OECD 關於退休基金治理準則，以及歐盟指令草案所揭示之謹慎投資原則，將退休基金之操作及監督回歸自治，由管理者依照治理準則妥善管理，並依謹慎投資原則，要求管理者善盡公開義務，揭露必要資訊，並提列投資準備金以避免投資損失造成衝擊，最後再針對創業投資事業評估其安全性，決定是否將資金投入創業投資事業，以及是否設定一定投資比例上限。

參考資料

一、中文部份

- (1) 戶才和，飛躍有限合夥制的迷霧，中國資本雜誌（2003年5月），頁78-80。
- (2) 戶才和，誰妨礙了我們的創業投資，中國資本雜誌（2003年5月），頁68-77。
- (3) 王學梅，新經濟的風險投資，貴州人民出版社（2001年9月）
- (4) 史綱（主持），推動綠色矽島應有的金融措施之研究，行政院經濟建設委員會委託研究（2001年12月）
- (5) 李政達，我國創業投資事業之現況與政策檢討，
<http://www.moea.gov.tw/~ecobook/season/ss205htm> (visited on 14/07/2003)
- (6) 美、德、日、歐盟及台灣地區創業投資簡介，科技與法律季刊（1999年2月），頁104-109。
- (7) 倪衍森、鄭景原，台灣地區創業投資事業對高科技公司上市上櫃影響之研究，淡江人文社會學刊第十期（2002年3月）
- (8) 徐小波，我國資本市場發展之法律研究，台大法學叢書
- (9) 徐永前、李宇龍，風險投資法律實務，企業管理出版社（2001年7月）
- (10) 徐守德、黃瑞靜，創業投資事業對高科技產業上市上櫃之影響，中山管理評論第九卷第四期（2001年）
- (11) 張茹蘭，創投事業資金來源多樣化—談歐盟退休基金謹慎投資原則，

科技法律透析（2002年11月），頁4-8。

- (12) 張聖怡，簡介創業投資法制政策—兼論研究機構運用創業投資制度之探討，科技法律透析，2001年5月，頁44-62。
- (13) 陳俊，有限合夥作為我國風險投資組織形式的立法探討，科技與法律季刊（2001年3月），頁28-31。
- (14) 陳春山，投資銀行創業投資業務之法制規制，證券公會雙月刊第十三期（1998年3月）
- (15) 經建會經研處，日韓退休基金投資創業投資之經驗（2003年7月2日新聞稿）
- (16) 廖耀宗，中、美、星三國創投事業發展環境與政策之比較，台灣土地金融季刊第三十七卷第三期（2000年9月）

二、英文部份

- (1) BVCA, Limited Partnership Agreement – Explanatory Notes (October 2002)
- (2) BVCA, The Economic Impact of Private Equity in the UK (November 2002)
- (3) BVCA, The Economic Impact of VCTs in the UK (February 2003)
- (4) BVCA, Venture Capital Trusts Currently Raising New Funds (February 2003)
- (5) Chapter 17. Limited Partnership, State of Delaware
- (6) Curtis J. Milhaupt, The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Corporate Governance Debate, 91 Nw. U.L. Rev. 865 (1997)
- (7) Daniel Urbas, Programs to Encourage Venture Capital Activity – Selected Country Studies (March 2002)
- (8) David Rosenberg, Venture Capital Limited Partnerships: a Study in Freedom of Contract, 2002 COLUM. BUS. L. REV. 363.
- (9) Gunseli Baygan, Venture Capital Policy Review: Korea, STI Working Paper 2003/2 Industry Issues (January 2003)
- (10) Henry Hansmann and Reinier Kraakman, The Essential Role of Organizational Law, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=229956 (April 2000)
- (11) J. Kimball Dietrich, Venture Capital in APEC Economies – Report to APEC (May 2003)
- (12) Larry E. Ribstein, Fiduciary Duties and Limited Partnership Agreements, http://papers.ssrn.com/pape.tar?abstract_id=401680 (April 2003)
- (13) Martin Kenney, Kyonghee Han and Shoko Tanaka, Scattering Geese: The Venture Capital Industries of East Asia – A Report to the World Bank (September 2002)

- (14) National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (American Bar Association), Draft Uniform Limited Partnership Act (2001).
- (15) OECD Guidelines for Pension Fund Governance (July 2002)
- (16) OECD, Venture Capital Policy Review: Canada, STI Working Paper, 2003/4 Industry Issues (January 2003)
- (17) OECD, Venture Capital Policy Review: United Kingdom, STI Working Paper, 2003/1 Industry Issues (January 2003)
- (18) Paul Gompers and Josh Lerner, The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements, 39 J. Law & Econ. 463 (October 1996)
- (19) Paul Gompers and Josh Lerner, The Venture Capital Cycle, The MIT Press 1999.
- (20) Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the Activities of Institution for Occupational Retirement Provision, Official Journal C 096 E (March 2001)
- (21) Ronald J. Gilson, Engineering a Venture Capital Market: Lessons form the American Experience, 55 Stan. L. Rev. 1067 (April 2003)
- (22) Seymour Logan, Financial Contract Design in the World of Venture Capital, 68 U. Chi. L. Rev. 305 (2001)
- (23) Steven L. Schwarcz, Commercial Trusts as Business Organizations: Unraveling the Mystery, 58 Bus. Law. 559 (February 2003)
- (24) Werner Pascha and Stephen Mocek, Japan's Vnture Capital Market from an Institutional Perspective, Duisburg Working Papers on East Asian Economic Studies No. 64/2002 (December 2002)
- (25) Yasuyuki HAMADA, Summary of Venture Capital Year Book 2000 (July 2001)

附錄一 會議記錄與回應

「研商我國創業投資事業引進有限合夥組織型態可行性研究」研商會議

會議記錄

時間：92年8月27日下午三點

地點：行政院經濟建設委員會 513 會議室

主席：何美玥副主委

出席單位及人員：台灣大學王文字教授、政治大學徐偉初教授、中原大學黃銘傑教授、銓敘部公務人員退休撫卹基金管理委員會、行政院第四組、科技顧問組、經濟部工業局、中小企業處、經濟部商業司、財政部賦稅署、中華民國創投商業同業公會、行政院開發基金管理委員會、勞工委員會、勞工保險局、中華郵政股份有限公司、經建會部門計畫處、經建會人力櫃化處、經建會法協中心、經建會經濟研究處、理律法律事務所（計畫主持人：葉雪暉、協同主持人：劉紹樑、研究員：吳志光、雍桂芳、張月瑛）

何美玥副主委：

為何要研究這個課題其主要的目的，因近年來台灣的創投很難募集到資金，有些人懷疑是因為台灣法令上的限制使國外的資金無法進來。其實不然，有關基金的法律並沒有禁止他們把錢放到創投，而是創投沒有給他們信心。所以我請同事去研究為何外國的退休基金敢把它們的錢放到創投，而我們同事研究的結果顯示外國創投的組織型態跟我們的不一樣，可能因為這樣讓基金敢把錢放進去，這也是我們委託研究的重點所在。

如果引進有限合夥組織型態是有效的，不是要來說服經建會來實施，而是要說服其他的資金所有人，可以很安全的來投資，然後我們再來看要付出多大的代價來建立這樣的機制，在法律上作多大的修改。

此外，可能要分析採取公司組織或採取有限合夥組織型態將來在稅制上會有多大的影響。有限合夥組織畢竟不是公司型態而是合夥，在兩稅合一制度之下，採取公司組織有兩個好處，一是從公司的利得不須課稅，二是公司的利得還沒有分配給股東前不用課稅，但是如果採取有限合夥組織型態的話，有無兩稅合一的適用，這部分應另闢一章節來說明。

徐偉初教授：

有限合夥與公司制在租稅方面有無差異以及在我國兩稅合一的制度下應如何適用應加以說明。

引進有限合夥除了其優點之說明外，希望也可以看到對其缺點之分析。如果其優點多於缺點，則是否考慮將其供各類事業採用而非僅供創投專用。

關於退休基金方面，則應考量安全性之問題。

黃銘傑教授：

一直以來覺得台灣的企業組織法過於僵硬，所以我們希望能夠鬆綁，政府所應做的應是提供非常多的企業組織型態供企業選擇，包括引進有限合夥組織型態。然而如果有限合夥也有法人格，且還有人可以不用負責任，這跟過去的概念完全不一樣，我個人覺得引進這樣的制度會有一段陣痛期。

有限合夥的法人格是否是一種必要條件，以美國實施有限合夥成功的例子而言，似乎並不是一個重要的條件，而日本成功的例子中，有沒有法人格也不是有多大的相關，所以我對於基於時效性而貿然引進具法人格之有限合夥是有所保留。

現行公司法中除了提供較少的企業型態外，對公司資金的運用亦有較多不當的限制，例如公司不可以成為其他公司的合夥人。如果公司投資其他有限合夥並成為其負無限責任之一般合夥人時，對投資該公司的股東來說，其預期該公司在公司法下僅能擔任他公司有限責任之股東，若突然可以變成無限責任的股東，會不會導致投資的不確定性。所以問題的重點在於以全體投資人的角度來看，公司得否成為一般合夥人，將值得探討。縱使公司成為有限合夥之一般合夥人後，還是不能如研究報告中所說的可以直接參與有限合夥之經營，依現行公司法，還是得委派自然人來代表。所以根本的方式還是修改公司法的規定。

至於立法方式，個人傾向修改公司法有關兩合公司中不合時宜之條款，讓兩合公司變得比較彈性，或讓隱名合夥擁有法人格，亦值得考慮。因為縱使讓有限合夥適用於一般企業組織型態，從日本及南韓之經驗來看，其實有限合夥還是有投資之限制，其實用性似乎不高。

關於訂立有限合夥之模範契約，從日本所訂立之模範契約看來，模範契約之內容冗長，這也是個不便之處。

王文宇教授：

以美國和台灣的實務來看，引進或反對有限合夥如要做一個選擇，我個人是不反對。至於立法方式，我認為有限合夥也不一定只能用在創投。假設

針對創投管理制訂專法，則該管理法中除了有限合夥外還可以加入什麼內容這是我關心的一部分。至於如何引進，因修改民法是比較難的，所以可以考慮在介於公司或一般契約中間組織去擬一個特別法，其中也不限於有限合夥，也可以包含其他組織型態（例如 LLP），使企業有更多的選擇。

國內的金控法也有關於投資創投的規定，以前美國的金控法不能投資投資創投，但現在也可以，不過美國就這部分有很多細部的規定，要釐清所牽涉的法條也不是一個 YES OR NO 的問題。再者，稅的處理也要一併探討。

銓敘部公務人員退休撫卹基金管理委員會蔡組長：

究竟有限合夥跟退休基金投入創投有無關聯性，我們一直在思考這兩者之間的關係，就一個投資者投資創投而言一定有他的利基存在，所以是不是有限合夥或是一般公司組織，對投資者並不是那麼重要，所以將兩者牽連一起個人覺得是比較奇怪的現象。其實應該是無限合夥而不是有限合夥，對我們投資者的保障性會更高。如果投資創投，我們也希望可以參與對該創投之管理而不是像有限合夥之有限合夥人，只能出資而不能參與公司的管理與運作。

何美玥副主委：

我們現在的創投的機制，很多只是籌募基金，但是本身並沒有管理公司，而是委託管理公司來管理，所以就創投與管理公司的關係應加以說明。

勞委會鄧明斌科長：

勞委會目前有兩大基金，一個是勞退基金約三千億，其實另一個更大的是勞保基金將近六千億，目前基於下列之原因，我們對投資創投仍持保留的態度：

- 一、 勞退基金雖從七十三年開始，但事業單位提撥比例偏低約於 2%至 4%間，故由於提撥金額偏低，且多係用以支應短期需求之用，所以勞退基金必須考慮其基金流動性之問題。
- 二、 目前法律規定勞退基金的收益率不得低於當地銀行兩年定存收益，創投是一種長期且高風險的投資事業，如果納入勞退基金的投資標的，在獲利之前的投資期間沒有達到保證收益，其投資缺口得仰賴其他投資項目來填補，可能會發生要國庫貼補的情形。
- 三、 目前勞退基金正面臨轉型，未來是要採取個人帳戶制或年金制等，倘未有定論，將來決定後須對現有基金進行結算，所以短期內這筆資金是不會動用，若要投資創投可能會出現財務短期的危機，所以

我們仍持保留的態度。

四、另外，目前勞委會有委外代操作基金約 120 億，其績效並不比我們自己同仁來得好，所以希望在期末之研究報告中對投資創投之收益性及安全性能有更多的著墨。

勞保局林俊良先生：

希望在研究報告第六章中可以看到勞退基金以有限合夥之方式來投資創投在美日韓遭遇那些問題、公司與管理者間之關係如何、在稅制方面各國有那些做法，以及其成效如何，這樣可以幫助我們評估是否採國外之經驗投資創投。

中華郵政蕭鏡琦副管理師：

郵政基金和其他三大基金不同點在於我們要自負盈虧且每年繳庫，且我們的資金來源是存款人的錢屬短期資金，而創投係屬長期投資，以短支長對我們也是不太適合的，所以之前我們的提議是用中長期借款的方式由經建會來處理。

科技顧問組沈英明先生：

日本的有限合夥之數量快速增加，因有些是從舊的創投改變而來，所以不單是有限合夥在稅制上的優惠使他們轉變成有限合夥，而是有限合夥有其他的優點，例如組織比較簡單、比較有效率、行動力比較強等。至於立法方式上，我認為可否從促產條例去加一個專章。

另外造成創投的發展停滯的因素亦牽涉退出或轉讓之機制及實現利益，這部分也要在相關的法規中作全盤之檢討。

至於退休基金投入創投，個人認為投資股票之盈虧比投資創投大，為何四大基金有勇氣投資股票卻不敢投資創投？創投之獲利也很高，國外退休基金都在投資，沒理由我們不能做，而且這是政府重點扶植的事業，跟著政府投資應該是沒有問題的。

工業局陳慧英專門委員：

創投之法源依據是促產條例，依目前立法院之生態，要訂立專法來規範創投是比較不容易的，所以我建議透過在促產條例中增訂一專章應是較可行的做法

對於引進有限合夥之可行性分析中對於使用者之需求於報告中應多加討論。

對於民間設置創業投資組合基金的可行性，創投基金是否也可以納入投資

組合的範圍內可一併研究。

商業司高靜遠專門委員：

目前公司法修法的方向是朝向簡化公司組織型態，兩合公司也朝向簡化方面修訂，所以公司法之組織型態將不會再增加，但可以利用訂立專法之方式來增加企業之組織型態。

引進之可行性分析中有關具體作法之原則部份，「引進有限合夥為提供創投事業另一項選擇」是非常正確的，但是研究報告中所提之另一原則「提供誘因與優惠措施」是否會造成採用股份有限公司制無法享受相同之優惠措施，反而使有限合夥制成為創投的唯一選擇，這部分可能需要調整。

中小企業處李俊德組長：

為了鼓勵創投發揮其創投真正之功能，把錢投資到其他公司，我們有一個中小企業發展基金，提撥了 20 億成立一個育成投資專戶，主要針對育成中心及投資設立五年內之中小企業的創投事業，預計下個月就可以上路。

我們認為長期資金應做長期的用途，退休基金在國外主要是作長期投資而不是短線投資。

目前創投所面臨的問題是如何把錢帶進來，如何退場。創投在集資的過程中最重要的應是讓投資人有利可圖，租稅獎勵倒是其次，投資人在賺取利得後如何退場也是重點。

個人建議是否可朝另一思考方向，參考「共同基金」之模式，共同基金是一家公司，底下有多種基金，基金基本上有一定期間之限制，一定期間屆滿即解散。創投基金也可以採此方式於一定期間（例如七年）屆滿後解散。募集的方式，創投基金則採非公開募集之方式為之。至於主管機關應由何單位擔任，創投基金目前為行政院開發基金主導，共同基金因其投資標的限於上市櫃公司所以由證期會主導。

賦稅署黃仲豪稽查：

補充有限合夥之稅制問題。在我國採取兩稅合一後，創投選擇有限合夥或公司制在稅賦上並無太大之差別，採有限合夥制在我國之租稅誘因較少，反而有不利之處，例如：

- 一、 租稅遞延，公司可以保留盈餘，這部分只課 10%，而且可以遞延，股東也可以透過處分股票之方式去豁免遞延而不需繳稅，但是如果採合夥制，每年盈餘分配完後，合夥人必須在其綜合所得稅中就其營利所得作申報。

二、就目前之稅法，合夥無法享受特定僅公司組織可享有之租稅優惠。

綜上，若租稅上無特別之誘因，在提供其他誘因時，也應再作考量。

創投公會陳俊良組長：

根據目前之消息，創投事業贊成引進有限合夥是比較多的，但也有創投持不同意見，因為在傳統之公司制下也有許多好處，因此對創投事業而言，是否引進有限合夥還是有許多討論的空間。不過對於公會而言，引進有限合夥提供創投事業另一選擇對創投事業將更為方便。因此如果整體的配套措施周全（例如退場機制），創投事業對此制度的接受度會更高。

開發基金管理委員會陳文乾研究員：

個人認為國內創投最大的問題應是退出之機制，如採公司制的話其存續沒有期限，因此開發基金開始在投資契約中即明定投資期限為 7-10 年。另外，就清算解散的難易度，股份公司和有限合夥之差距如何？希望可以詳加說明。

經建會部門計畫處林專委：

國內創投自九十年開始所募集之資金急遽下降，因此目前應考慮的是創造利於創投之生存環境。

經建會經濟研究處王金凱先生：

基於創投組織之國際化，鄰近國家均已採用有限合夥之機制，若我國未能提供相同之投資環境，將不利於吸引外資投入我國創投事業，尤其是那些可以帶來值得參考之經營管理機制的外國公司。

法協中心：

- 一、美國百分之八十以上創投採用有限合夥制，有其背景因素，例如租稅制度之差異等。但在我國採用兩稅合一之制度後，有限合夥對於國內的投資人有多大的誘因，值得懷疑。
- 二、關於美國管理有限合夥之創投事業之規定及其週邊之配套措施希望能在研究報告中提及。

何美玥副主委：

期末報告應該著重下列方面：

- 一、有限合夥有何好處？可以解決什麼問題？與公司制有何不同？
- 二、創投採用有限合夥有何利弊？在稅制與退出機制方面，與兩合公司

有何不同？

三、 制訂專法應該有何內容？公司法有何可調整？

研究團隊針對研商會議意見之回應

發言人	意見摘要	回應及執行情況
何美玥 副主委	<p>(1) 重點在於如何建立機制，使投資人有信心把資金投入創投，再評估要付出多大的代價來建立這樣的機制，在法律上作多大的修改。</p> <p>(2) 要分析採取公司組織或採取有限合夥組織型態將來在稅制上會有多大的影響。</p> <p>(3) 現行創投機制，很多只是籌募基金，但是本身並沒有管理公司，而是委託管理公司來管理，所以就創投與管理公司的關係應加以說明。</p>	<p>(1) 有限合夥制相較於公司制，有其優點也有其缺點，如果能針對需求採擇最適合之組織型態，自有助強化投資者之信心，參與創投之投資。詳見本研究第五章關於組織型態之比較及優劣分析。</p> <p>(2) 增加第五章第三節針對有限合夥及公司制之稅制予以比較。</p> <p>(3) 關於創投事業委託管理之說明，請參見本研究計畫第二章第四節。</p>
徐偉初 教授	<p>(1) 有限合夥與公司制在租稅方面有無差異以及在我國兩稅合一的制度下應如何適用應加以說明。</p> <p>(2) 引進有限合夥除了其優點之說明外，希望也可以看到對其缺點之分析。如果其優點多於缺點，則是否考慮將其供各類事業採用而非僅供創投專用。</p>	<p>(1) 增加第五章第三節針對有限合夥及公司制之稅制予以比較。</p> <p>(2) 詳見本研究第五章關於組織型態之比較及優劣分析。若以制訂專法之方式引進有限合夥組織型態，即可供各類事業採用而非僅供創投專用。</p>
黃銘傑 教授	<p>(1) 希望政府能夠鬆綁，提供非常多的企業組織型態供企業選擇，包括引進有限合夥組織型態。</p> <p>(2) 如果有限合夥有法人格，於引進這樣制度可能會有一段陣痛期。應考量有限合夥之法人格是否是一種必要條件。</p> <p>(3) 現行公司法中對公司資金之運用亦有許多限制，例如公司不可以成為其他公司的合夥人。如果公司投資其他有限合夥並成為其負無限責任之一般合夥人時，對投資該公司的股東來說，其預期該公司在公司法下僅能擔任他公司有限責任之股東，若突然可以變成無限責任的股東，會不會導致投資的不確定性。所以問題的重點在於以全體投資人的角度來看，公司得否成為一般合夥人，將值得</p>	<p>(1) 於訂定專法引進有限合夥組織型態時，當可更宏觀地同時引進其他中間型態之事業組織。</p> <p>(2) 由於投資行為涉及許多權利義務關係（如權利設定及擔保），故在我國法制下，法人格之具備似乎為必要條件。</p> <p>(3) 於引進有限合夥組織型態時，刪除公司法關於公司不得為合夥人之限制規定，以及採行登記公示制度等，均為本研究計畫建議之重要配套措施。</p> <p>(4) 以修改公司法關於兩合公司部分之規定，或修改民法隱名合夥部分之規定，均為引進有限合夥之方式之一，分別有其優</p>

	<p>探討。</p> <p>(4) 縱使公司成為有限合夥之一般合夥人後，還是不能如研究報告中所說的可以直接參與有限合夥之經營，依現行公司法，還是得委派自然人來代表。所以根本的方式還是修改公司法的規定。立法方式，個人傾向修改公司法有關兩合公司中不合時宜之條款，讓兩合公司變得比較彈性，或讓隱名合夥擁有法人格，亦值得考慮。因為縱使讓有限合夥適用於一般企業組織型態，從日本及南韓之經驗來看，其實有限合夥還是有投資之限制，其實用性似乎不高。</p> <p>(5) 關於訂立有限合夥之模範契約，從日本所訂立之模範契約看來，模範契約之內容冗長，這也是個不便之處。</p>	<p>點及缺點，請參見本研究計畫第五章第四節之分析。</p> <p>(5) 訂定模範契約以供業者參酌使用（並非一體適用），有助於制度之引進及運作，為本研究計畫建議之配套措施之一。</p>
王文字教授	<p>(1) 個人不反對引進有限合夥，至於立法方式，則認為有限合夥不一定只能用在創投。若針對創投管理制訂專法，則該法中除了有限合夥外還可以加入什麼內容這是我關心的一部分。至於如何引進，因修改民法是比較難的，所以可以考慮在介於公司或一般契約中間組織去擬一個特別法，其中也不限於有限合夥，也可以包含其他組織型態（例如LLP），使企業有更多的選擇。</p> <p>(2) 國內的金控法也有關於投資創投的規定，以前美國金控法不能投資投資創投，但現在也可以，不過美國就這部分有很多細部的規定。</p> <p>(3) 稅的處理應一併探討。</p>	<p>(1) 各種引進方式更有優劣之處，請參見本研究計畫第五章第四節之比較及分析。</p> <p>(2) 於探討創投事業資金來源時，應考量該資金本身之性質究竟屬長期或短期投資，原則上僅有具備長期投資性質者，方適合引進為創投資金來源。</p> <p>(3) 稅制方面之處理，請參見本研究計畫第五章第三節。</p>
銓敘部公務人員退休撫卹基金管理委員會組長	<p>(1) 關於有限合夥跟退休基金投入創投的關聯性，我們一直在思考這兩者之間的關係，就一個投資者投資創投一定有他的利基存在，所以是不是有限合夥或是一般公司組織，對投資者並不是那麼重要，所以將兩者牽連一起個人覺得是比較奇怪的現象。其實就應該是無限合夥</p>	<p>(1) 本研究計畫受託研究範圍包括二大主題，一為關於引進有限合夥組織型態之可行性，另一為引進退休基金作為創投資金來源之可行性，二者間並無必然之關聯性。但本研究之基本目的，均針對如何解決創投事</p>

	<p>而不是有限合夥，對我們投資者的保障性會更高。</p> <p>(2) 如果投資創投，我們也希望可以參與對該創投之管理而不是像有限合夥之有限合夥人，只能出資而不能參公司的管理與運作。</p>	<p>業募資困境，期能分從組織架構面及資金募集面提出建言。</p> <p>(2) 國內投資者是否願意僅擔任單純出資者，而不涉入經營，本即本研究計畫所述有關採行有限合夥之前提之一。</p>
<p>勞委會 鄧明斌 科長</p>	<p>基於下列之原因，勞退及勞保基金對投資創投仍持保留的態度：</p> <p>(1) 事業單位提撥比例偏低，所以勞退基金應該考慮其基金流動性之問題。</p> <p>(2) 目前法律規定勞退之收益率不得低於當地銀行兩年定存收益，創投是一種長期且高風險的投資事業，如果納入勞退基金的投資標的，在獲利之前的投資期間沒有達到保證收益，其投資缺口得仰賴其他投資項目來填補，可能會發生要國庫貼補的情形。</p> <p>(3) 目前勞退基金正面臨轉型，未來是要採取個人帳戶制或年金制等，尚未有定論，將來決定後須對現有基金進行結算，所以短期內這筆資金是不會動用，若要投資創投可能會出現財務短期的危機，所以我們仍持保留的態度。</p> <p>(4) 目前勞委會有委外代操作基金約 120 億，其績效並不比我們自己同仁來得好，所以希望在期末之研究報告中對投資創投之收益性及安全性能有更多的著墨。</p>	<p>(1) 於外國立法例，退休基金均歸類屬長期性投資資金，所以適合投資於創投，但確實應考量國內實際狀況，作為資金引進之參考。</p> <p>(2) 依歐盟謹慎投資原則，收益性本即為投資考量因素之一，但「能否」投資與「應否」投資仍屬不同層次之考量，本研究計畫建議開放長期性投資資金作為創投募資來源（亦即使各項資金「能」投資於創投），至於各該資金是否「應」投資於創投，自應依照本研究計畫之建議，依照謹慎投資原則及 OECD 治理準則，由資金管理者加以綜合判斷。</p> <p>(3) 基本上，長期性資金始適合投資於創投，故有短期運用需求之資金，本質上即不適合成為創投資金來源。</p> <p>(4) 關於投資創投之收益性及安全性等，請參見本研究計畫第六章第二節之說明。</p>
<p>勞保局 林俊良 先生</p>	<p>希望在研究報告第六章中可以看到勞退以有限合夥之方式來投資創投在美日韓遭遇那些問題、公司與管理之關係如何、在稅制方面各國有那些做法、以及其成效如何，這樣可以幫助我們評估是否採國外之經驗投資創投。</p>	<p>詳請參見本研究計畫第六章之比較分析及說明。</p>
<p>中華郵政 蕭鏡</p>	<p>郵政基金和其他三大基金不同點在於我們要自負盈虧，且我們的資金來源屬短期資</p>	<p>基本上，長期性資金始適合投資於創投，故有短期運用需求之資金，</p>

琦副管理師	金，而創投係屬長期投資，以短資長對我們也是不太適合的，所以之前我們的提議是用中長期借款的方式由經建會來處理。	本質上即不適合成為創投資金來源。
科技顧問組沈英明先生	<p>(1) 日本有限合夥數量快速增加，有些是從舊創投改變而來，不單是有限合夥在稅制上之優惠使他們轉變成有限合夥，而是有限合夥有其他之優點，例如組織比較簡單，行動力比較強等。</p> <p>(2) 至於立法方式上，我認為可否從促產條例去加一個專章。造成創投的發展停滯的因素亦牽涉退出或轉讓之機制，這部分也要在相關的法規中作全盤之檢討。</p> <p>(3) 至於退休基金投入創投，個人認為投資股票之盈虧比投資創投大，為何四大基金有勇氣投資股票卻不敢投資創投？創投之獲利也很高，國外退休基金都在投資，沒理由我們不能做，而且這是政府重點扶植的事業，跟著政府投資應該是沒有問題的。</p>	<p>(1) 關於有限合夥制度制度之優缺點，請參見本研究計畫第三章之介紹及第五張之比較分析。</p> <p>(2) 於促產條例訂定專章，亦為引進有限合夥方式之一，亦有其優點及缺點，詳見本研究計畫第五章之比較分析。</p> <p>(3) 依歐盟謹慎投資原則，收益性本即為投資考量因素之一，但「能否」投資與「應否」投資仍屬不同層次之考量，本研究計畫建議開放長期性投資資金作為創投募資來源（亦即使各項資金「能」投資於創投），至於各該資金是否「應」投資於創投，自應依照本研究計畫之建議，依照謹慎投資原則及OECD 治理準則，由資金管理者加以綜合判斷，詳請參見本研究計畫第六章之介紹與分析。</p>
工業局陳慧英專門委員	<p>(1) 創投之法源依據是促產條例，依目前立法院之生態，要訂立專法來規範創投是比較不容易的，所以我建議透過在促產條例中增訂一專章應是較可行的做法。</p> <p>(2) 對於引進有限合夥之可行性分析中對於使用者之需求於報告中應多加討論。</p> <p>(3) 對於民間設置創業投資組合基金的可行性，創投基金是否也可以納入投資組合的範圍內可一併研究。</p>	<p>(1) 於促產條例訂定專章，亦為引進有限合夥方式之一，亦有其優點及缺點，詳見本研究計畫第五章之比較分析。</p> <p>(2) 使用者需求本即為引進有限合夥制度所應考量之前提之一，詳見本研究計畫第五章第三節之說明。</p> <p>(3) 經主席裁示，此部分不屬本研究計畫之受託研究範圍。</p>
商業司高靜遠專門委員	<p>(1) 目前公司法修法的方向是朝向簡化公司組織型態，所以公司法之組織型態將不會再增加，但可以利用訂立專法之方式來增加企業之組織型態。</p>	<p>(1) 以制訂專法方式引進有限合夥為重要方式之一，有其優點及缺點，詳見本研究計畫第五章之比較分析。</p>

	<p>(2) 引進之可行性分析中有關具體作法之原則部份，「引進有限合夥為提供創投事業另一項選擇」是非常正確的，但是研究報告中所提之另一原則「提供誘因與優惠措施」是否會造成採用股份有限公司制無法享受相同之優惠措施，反而使有限合夥制成為創投的唯一選擇，這部分可能需要調整。</p>	<p>(2) 本研究計畫已刪除有關提供其他誘因與優惠之建議。</p>
<p>中小企業處李俊德組長</p>	<p>(1) 長期資金應做長期的用途，退休基金在國外主要是作長期投資而不是短線投資。</p> <p>(2) 目前創投所面臨的問題是如何把錢帶進來，如何退場。創投在集資的過程中最重要的應是讓投資人有利可圖，租稅獎勵倒是其次，投資人在賺取利得後如何退場也是重點。</p> <p>(3) 個人建議是否可朝另一思考方向，參考「共同基金」之模式，共同基金是一家公司，底下有多種基金，基金基本上有一定期間之限制，一定期間屆滿即解散。創投基金也可以採此方式於一定期間（例如七年）屆滿後解散。募集的方式，創投基金則採非公開募集之方式為之。至於主管機關應由何單位擔任，創投基金目前為行政院開發基金主導，共同基金因其投資標的限於上市櫃公司所以由證期會主導。</p>	<p>(1) 基本上，長期性資金始適合成為創投資金來源。</p> <p>(2) 關於有限合夥於退出機制、租稅方面之比較分析，請參見本研究計畫第五章第三節及第四節。</p> <p>(3) 經主席裁示，此部分不屬本研究計畫之受託研究範圍。</p>
<p>賦稅署黃仲豪稽查</p>	<p>(1) 在我國採取兩稅合一後，創投選擇有限合夥或公司制在稅賦上並無太大之差別，採有限合夥制在我國之租稅誘因較少，反而有不利之處，例如：租稅遞延，公司可以保留盈餘，這部分只課10%，而且可以遞延，股東也可以透過處分股票之方式去豁免遞延而不需繳稅，但是如果採合夥制，每年盈餘分配完後，合夥人必須在其綜合所得稅中就其營利所得作申報。且就目前之稅法，合夥無法享受特定僅公司組織可享有之</p>	<p>(1) 關於稅制上之比較分析，請參見本研究計畫第五章第三節。</p> <p>(2) 本研究計畫已刪除提供有限合夥其他優惠之建議。</p>

	<p>租稅優惠。</p> <p>(2) 若租稅上無特別之誘因，是否提供其他誘因，應再作考量。</p>	
創投公會 陳俊良 經理	<p>(1) 根據目前之消息，創投事業贊成引進有限合夥是比較多的，但也有創投持不同意見，因為在傳統之公司制下也有許多好處，因此對創投事業而言，是否引進有限合夥還是有許多討論的空間。</p> <p>(2) 對於公會而言，引進有限合夥提供創投事業另一選擇對創投事業將更為方便。因此如果整體的配套措施周全（例如退場機制），創投事業對此制度的接受度會更高。</p>	<p>(1) 有限合夥與公司制之優劣比較，請參見本研究計畫第五章第四節。</p> <p>(2) 引進有限合夥組織型態作為創投事業之選擇，並應完成各該配套措施，應是引進此制度時所應有之基本認知。</p>
開發基金 管理委員會 陳文乾 研究員	<p>個人認為國內創投最大的問題應是退出之機制，如採公司制的話其存續沒有期限，因此開發基金開始在投資契約中即明定投資期限為 7-10 年。另外，就清算解散的難易度，股份公司和有限合夥之差距如何？希望可以詳加說明。</p>	<p>關於有限合夥與公司制於退出機制方面之比較分析，請參見本研究計畫第五章第四節。</p>
經建會 部門計畫 處林專 委	<p>國內創投自九十年開始所募集之資金急遽下降，因此目前應考慮的是創造利於創投之生存環境。</p>	<p>本研究計畫嘗試分別從組織架構面及資金募集面提出建言，以改善創投事業發展困境。</p>
經建會 經濟研究 處王金 凱先生	<p>基於創投組織之國際化，鄰近國家均已採用有限合夥之機制，若我國未能提供相同之投資環境，將不利於吸引外資投入我國創投事業，尤其是那些可以帶來值得參考之經營管理機制的外國公司。</p>	<p>有限合夥制及公司制各有其優缺點，詳請參見本研究計畫第五章第四節之比較分析。</p>
法協中心	<p>美國創投採用有限合夥制之所以能成功，有其背景因素，且其周邊之配套措施完備，例如租稅措施等。但在我國採用兩稅合一之制度後，有限合夥對於國內的投資人有多大的誘因，值得懷疑。關於美國管理有限合夥之創投事業之規定及其週邊之配套措施希望能在研究報告中提及。</p>	<p>關於美國有限合夥創投事業成功因素，請參見本研究計畫第三章之說明。</p>

「研商我國創業投資事業引進有限合夥組織型態可行性研究」

期末報告審查會

會議記錄

時間：92年11月11日下午二點三十分

地點：行政院經濟建設委員會 513 會議室

主席：何美玥副主委

出席單位及人員：詳後附簽到單

中華經濟研究院楊雅惠主任：

1. 組織架構面：以經濟學者的角度，多一種事業型態，我們樂見其成。
2. 資金募集面：退休金多為公營組織，操盤人為公務員，以保守穩健為主。創投予人風險高之形象，形成投入創投之阻力。
3. 創投公會及創投業必須努力改變自己的形象，例如說明創投之風險未必高於股市，投資報酬率未必較股市低。

何美玥副主委：

日後專法(關於有限合夥之組織型態)係強制規定或任意規定？

理律法律事務所葉雪暉顧問：

有限合夥組織只是讓各種事業有不同的選擇，專法係引進新的有限合夥組織型態，和創投組織之管理脫勾。

長庚大學吳壽山院長：

1. 由報告中可知，各國逐步探討創投資金來源法制化及退休金投入創投等議題。報告中所舉開放之國家，多為 market basis 之 financial system，朝著 universal banking 循序漸進。

成功的創投條件第一是漸進，第二是從小而大，第三是資金來源，還有退場機制。很有趣的是，資訊越不 transparent 越容易成功。另外 timing、due diligence、經營者之 skill 也很重要。

2. 如果說專法著重在組織有效性及產業發展性，則主管機關應是經濟部；如果著重在資金有效面，則主管機關應是財政部。

3. 強調資金有效性，從某個角度來看也是退休基金爲什麼可以投入創投的原因；反之如果強調產業發展性，則不贊成退休基金投入，應俟市場成熟後較妥當。

何美玥副主委：

1. 投顧公司可以上市是因爲其投資標的有管制，其投資者都是上市公司之股票，非常 transparent，投資人較無風險。但以上市公司來看，其業外投資的公司很多都未上市，本業所占比例很低，例如台火，除了不賣火柴，什麼都賣。其與創投沒有不同，投資卻不受限制。
2. 三年前取消投資抵減的附帶條件就是要對創投鬆綁，當時對創投有許多嚴格限制。
3. 「Venture Capital」原意是風險資金而非只准投資創業(最前端)的資金。

創投工會林坤鈺首席顧問：

三年前租稅減免到期時，工會自願接受財政部輔導，主要是基於資金面之考量。

創投公會陳俊良經理：

公會向台灣 200 家創投發出問卷，調查其對有限合夥制度之看法，發現：

1. 有 69%之創投（業者）認爲有必要修改(制度)。
2. 公會所做的調查與理律之研究報告，基本上不謀而合。希望在新制度下，提供創投多一些選擇，以考慮是否負擔有限責任。至於修正方向可從報告的 5 大點中選擇最適合者，供創投業者參考。
3. 請參考創投公會出版之創刊號，第 6、7、8 頁有詳盡說明。

台灣大學林仁光教授：

1. 法律組織架構：創投是否會成功，商業組織型態不見得是最重要因素，重點應在專業經營能力、投資時機以及投資方針等。因此不需限制其組織型態，LLP、LP、LLC 亦無不可。因此樂見新商業組織型態之引進。惟在引進時，應進一步研究其優缺點、成功或失敗之案例等。
2. 主管機關：以創投業最重視的資金來源而言，主管機關應該以財政部爲宜，但就商業組織之設立與申請等可能還是由經濟部負責。亦即由經濟部統籌全國商業組織型態之登記管理。但就創投事業之管理，可能牽涉資金層面，還是應由財政部或證期會管理較爲恰當。
3. 以股份有限公司來經營創投在台灣較多，但國外案例並不多。因此報告

所指，以股份有限公司經營創投者多委外經營，並非為絕對現象。

4. 創投不一定要投資於 stock company，應允許經營者更靈活之投資。
5. 有限合夥仍有 general partner 要負無限責任，是否會造成反而不願以有限合夥之組織型態來經營之狀況？
6. 須考慮投資人之保護，其可能牽涉種種問題，例如訊息之揭露。
7. 若創投可透過公開發行募集資金，須考慮上市之問題。否則若無公開交易市場，會像某些未上市、未上櫃公司透過盤商交易，增加風險。

何美玥副主委：

既然是合夥就不需要公開發行。

台灣大學林仁光教授：

在美國，LLP 之股份可以公開交易。其有根據合約自動退場之機制，但因為資訊已經公開，還是可以公開交易。就如同公司發行之認股權證雖有期限，但公司仍然可以上市。

何美玥副主委：

此牽涉兩個層面問題：一為組織之改變，二為組織改變後是否允許其上市。

創投公會代表：

針對上市上櫃，內部討論贊成者遠比反對者少。上市上櫃應不是主要議題，而是資金面。

中華經濟研究院楊雅惠主任：

銀行若投資於金融相關事業，比例可達百分之四十，若非金融相關事業則不得超過百分之十。目前創投係被視為金融相關事業。若就此能有所突破，可大幅增加銀行投資創投之比例。

何美玥副主委：

銀行投資創投不得超過淨值百分之五，計入其投資於非金融相關事業之比例。若要將創投納入金融相關事業範圍，則財政部會要求其受金監管理。

財政部所謂典型資金之 supply chain 限於幾個市場，如銀行、證券市場等。現在有很多非典型資金之管理機關，目前並不清楚。但就金融管理而言，此等非典型資金被視為一般機構，卻又比一般機構更需要金融機構之支援。

勞退基金代表：

1. 勞退基金屬長期事業，每年有固定報酬率，因此每年會有國庫貼補的問題，產生收益缺口。
2. 勞退基金正面臨改革，對資金產生流動性壓力。
3. 希望有國內外創投報酬率相關資料可供參考。
4. 四大基金與創投工會應多溝通。

財政部賦稅署黃仲豪稽查：

1. 66 及 67 頁有關租稅的比較部分，其中提到『綜合的比較上，採行有限合夥不能取得優勢，可能形成推動有限合夥之障礙』似乎太過言重了。
2. 有關『非公司型態不能享受相關租稅獎勵措施』，如果其係以投資者身份仍是可以享受投資抵減的部分。
3. 與其他國家相較，整體考量而言，在我國創投事業之租稅負擔仍較其他產業相對為低。

開發基金代表：

1. 十一月六日已召集許多創投公會業者，討論相關問題，例如四大基金中公務人員退撫基金已在立法院修法。
2. 目前創投事業之相關輔導管理辦法為行政命令；若日後專法與創投事業之管理相勾稽，將創投之管理提昇至法律位階，是否會有實施時效之困難？
3. 我們樂見有彈性之退出市場機制，以減低投資人之疑慮。

何美玥副主委：

經建會的立場，不希望郵政儲金進入創投。

商業司吳慶榮科長：

1. 有限合夥與兩合公司制度幾乎完全相同。惟截至九十二年九月底止，全國僅有十五家兩合公司，占全國五十九萬七千多家公司中極小部分。顯然很多公司不願以這種型態設立。
2. 負責人本應負善良管理人忠實義務，不論何種公司型態皆然。
3. 兩合公司已提供型態供選擇，所以應沒有必要訂立專法。
4. 至於兩合公司之退出機制太慢之問題，實在係取決於公司之意願；事實

上，其亦有可能快速完成解散、清算。

5. 公司投資另一家公司本應負有限責任，應沒有修正公司法第十三條之必要。
6. 以股份有限公司經營創投，仍然能由其專業經理人在董事會監督下、本其職責管理，不一定非要委外經營。因此，並非要創設有限合夥之制度，才能使創投執行專業經理之職責。
7. 誠如勞退基金代表所言，創投公司仍應就資金之運用效率、相關投資報酬等問題加以說明，使其能安心投資。至於組織面，現行兩合公司制度應已足敷運用。

理律法律事務所葉雪暉顧問：

1. 若將有限合夥組織放入現行公司法架構下，可能仍必須受公司法拘束。例如，以有限合夥型態組織之許多創投有所謂「期中分配」，即公司在年中有盈餘即可進行分配，不需等到年度結算。在現行公司法架構及會計原則下，根本不可行。
2. 創投分配者不限於現金，可能係投資事業之股份或財產。此種作法在現行公司法規定下亦行不通。

理律法律事務所吳志光律師：

在現行公司法下，兩合公司有固定架構，與有限合夥之內部關係可以契約約定、富有彈性，大相逕庭。

何美玥副主委：

大家有共識應引進有限合夥制度。接著就要探討，係以立專法方式引進，或修改公司法之兩合公司制度加以運用即可。

創投公會代表：

改成有限合夥制度才能與國際接軌，並吸引長期投資。我們在 QFII 上所做努力全部都是短期資金。以七十八年成立中歐創投為例，遭遇以下困難：

1. 當時募集資金八億一次全部到位，卻閒置了兩年，造成基金本身與所投資事業之 IRR 值相差五個百分點以上。相較之下，本人目前所管理之亞太基金為有限合夥型態，即是以 on-call basis 募集基金，可以視市場狀況決定是否募集資金以及資金數量。
2. 其期限為十年。結果期限屆至後，必須每年辦理減資，才能將股本發回

股東。亞太基金係每季立即同時發放獲利與股本，完全由股東決定。

3. 歐洲投資人在意基金管理機構是否提供專業經理人足夠 incentive 以及退出機制。依目前國際慣例，有限合夥之時限為十年。然國內退出機制太過複雜，基金績效因此變差，進而降低投資意願。

何美玥副主委：

現行制度使得創投剛開始擔任創投角色，後面卻轉為投顧。造成一家公司同時管理好幾支基金。

理律法律事務所葉雪暉顧問：

在國外，有限合夥具有法人格，亦為一種公司組織型態。外國公司法規定較具彈性。例如，若分批募集資金，只要簽署 circulation letter、investment contract，即可隨時引進新資金。但在台灣，必須考慮如股東優先認購權等問題。

因大家對有限合夥組織型態較不熟悉，在報告中所提之配套措施之一即建議研擬「有限合夥契約範本」供參考。

何美玥副主委：

現行公司法之資本三大原則仍根深蒂固。目前方向應是藉由創立有限合夥機制，讓公司之操作可有益於目前公司法僵硬之架構。修改兩合公司制度，將有限合夥放入公司法，無法達到營業操作之目的。

若另立專法引進有限合夥組織，剛開始應僅限於特定廠商得採用之，以免造成排擠效應。俟其運作成功後，再視狀況慢慢開放，使之成為一般正常機制。

行政院科技顧問組代表：

1. 肯定引進有限合夥之必要。
2. 基金管理人藉由有限合夥制度可以無限發揮。
3. 大陸一九九二年人大授權地方制訂特別法。一九九四年訂定「深圳經濟特區合夥條例」，一九九七年訂定「合夥企業法」。
4. 有限合夥制度概念上與大陸法系有許多不同處，應加以區分釐清。
5. 對於創投事業應減少管制。

何美玥副主委：

大家同意應制訂專法，但其適用對象有所限制，避免衝擊公司法。似可採

取彈性作法，即非全面適用所有公司，而係限於需要快速流動、籌募資金、投資於其他事業為專業之組織。至於確切適用範圍可由行政院訂定。如此一來，可降低立法成本。

書名：我國創業投資事業引進有限合夥組織型態可行性之研究

編著者：葉雪暉計畫主持

委託單位：行政院經濟建設委員會

受託單位：理律法律事務所

出版機關：行政院經濟建設委員會

電話：02-23165300

地址：台北市寶慶路3號

網址：<http://www.cepd.gov.tw/>

出版年月：中華民國九十二年十二月

版次：第1版

刷次：第1刷

GPN：1009203879

工本費：100元

平裝