

東海大學法律學研究所

碩士論文

指導教授：江朝聖 博士

群眾募資制度適用於我國
法制之探討

How to Regulate
Crowdfunding in Taiwan?

研究生：陳明傑 撰

中華民國 104 年 1 月 21 日

碩士學位考試委員會審定書

東海大學法律學研究所

碩士班研究生陳明傑君所提之論文：

群眾募資制度適用於我國法制之探討

經本委員會審查並舉行口試，認為符合
碩士學位標準。



104 年 1 月 21 日

謝辭

千言萬語無法表達我內心的感激與謝意，四年半的時間終於完成了論文口試，對原本理工科的我，著實感到非常的感動，求學路程中所遇到的貴人無數，我在此無法一一細數，但真的，感謝每一個幫助過我的朋友。

論文的完成，我非常感謝我的指導教授－江朝聖老師，在我的研究所生涯中，他是最重要的一個貴人，其實對我來說，公司法與證交法並非我原本想撰寫之方向，在行政機關的我總覺得應該就要往行政法去寫論文，但在研究所的課程中，每每上完江老師的公司法或證交法研討後，總覺得受益良多，老師所教導的總能引起我的思考與興趣...雖然，老師有時很嚴格！這篇論文在最後關頭時，多虧老師的幫助，也多謝廖教授與林教授兩位口試委員的指正。

老婆是我研究所生涯中的另一個重要貴人，生性安逸的我其實原是很不喜歡讀書的，讀書前總覺得日子平平淡淡的過就好，為什麼要讓自己那麼辛苦？但我的老婆也是我的學姊，她在考上法律研究所的同時鼓勵我，希望能在生活中增添更多知識與見解，於是，在晚她兩年後我也考上了，如今兩人都畢業了，求學過程中一邊工作一邊讀書固然辛苦，但讀法律的訓練下，我們倆的觀念與見解都更為接近，對事物的看法也更加雷同。我非常感謝她，在我論文結束的此時，她也即將臨盆，生下我們的第一個小寶寶，真的辛苦她了。

家人則是我重要的依靠，爸媽總在我需要時幫助我，總開玩笑的跟我說，認真點讀，別被當掉阿！在工作與課業下，我的本分並沒有作好，對我的岳父母也是，我是個容易緊張、陷入思考混亂的人，往往會一直鑽牛角尖，在論文口試前約20天，因為工作上及論文的雙重壓力下，我都是靠安眠藥入眠的，在此也謝謝我的家醫科醫師...爸媽在我的求學過程中，從來沒給過我壓力，甚至為了我工作的事奔波，現在，我終於可以跟你們說，咱們家也有個碩士生了！謝謝你們，我的家人。

最後，謝謝每位幫助過我的朋友，多謝這一路的所有貴人！

陳明傑 謹誌於 家中

2015年1月26日

論文摘要

群眾募資(crowdfunding)已成為募集資金的新趨勢，透過利用網路平臺來匯集群眾資金，一旦有了金流就形成了商業活動，就需要加以規範。在我國，相關網站早已出現並且實行多時，但政府對於群眾募資的相關行為尚未立法規範，群眾募資非常有利於募資者籌得資金，不少的計畫發起人早就透過網路的集資來完成計畫，只是這樣的募資行為究竟合法與否爭議不少，更由於群眾募資模式多樣性導致牽涉到許多法規，而這樣的行為將可能越來越盛行，相對而言，在法規未規定或不完整前，群眾募資所衍生的糾紛將逐漸產生，無法避免。

就公司籌資的角度來看，2012年4月5日，美國頒布了啟動新創企業法(The Jumpstart Our Business Startups Act, JOBS 法案)，本項法案放寬了對公司的監管，提供了新創公司更廣且更快速的籌資途徑；其中，JOBS 法案對於群眾募資加以立法規範，讓這個目前尚在初始發展階段的募資行為合法化，在美國，公司已經可以透過群眾募資來進行股權式的募資，相較而言，我國企業以中小型企业為主，不僅在金融借貸上遭遇困難，在公開發行門檻較高之狀況下，多數公司無法上市(櫃)來募集資金，侷限了中小企業的發展。

我國創櫃板參考了美國群眾募資，在2014年初設立，為我國新創公司提供了一個新的籌資管道，但畢竟創櫃板與群眾募資仍有大大不同，其募資效益似乎仍有待時間考驗；群眾募資在保護投資人與放寬公司籌資限制兩方面角力，如何兼顧兩者之平衡值得探討，但不管如何，如何正視它並加以規範，有待政府的規劃，群眾募資已經悄悄進入我們的日常生活之中，並逐漸在改變我們所熟知的募集資金方式。

目次

第一章 緒論	1
第一節 研究動機與研究目的.....	1
第二節 研究範圍.....	4
第三節 論文架構.....	5
第二章 現行各式群眾募資於我國法制之適法性檢討	7
第一節 何謂群眾募資.....	7
第二節 群眾募資分類模式.....	9
第一項 捐款模式.....	11
第二項 回饋模式.....	12
第三項 預購模式.....	13
第四項 借貸模式.....	14
第五項 股權模式.....	15
第三節 捐款模式與公益勸募條例.....	15
第一項 公益勸募之定義.....	16
第二項 募款行為與捐款行為.....	18
第三項 捐款模式群眾募資產生之問題.....	19
第四節 回饋、預購模式與消費者保護法.....	20
第一項 電子商務之定義.....	21
第二項 交易雙方之履約責任.....	22
第三項 消費者保護法之適用.....	22

第四項	回饋及預購模式群眾募資產生之問題.....	23
第五節	借貸模式與銀行法.....	25
第六節	股權模式與證券交易法.....	27
第一項	公開招募.....	27
第二項	資訊揭露程度.....	28
第三項	中介者之角色定位.....	29
第七節	小結.....	30
第三章	美國群眾募資制度與籌資法令之衝突與調合....	32
第一節	沙班法案(SOX ACT)對美國資本市場的影響.....	32
第二節	美國 JOBS 法案之立法背景與理論基礎.....	34
第三節	JOBS 法案之規範範圍.....	36
第一項	定義新興成長型公司.....	36
第二項	提高註冊申報門檻.....	37
第三項	允許以公開勸誘或公開廣告形式進行私募.....	38
第四項	群眾募資合法化.....	39
第四節	群眾募資制度與法規範之衝突.....	40
第一項	群眾募資之資格與金額之規範.....	40
第一款	募資主體之規定.....	40
第二款	募資金額限制.....	40
第三款	應募者投資金額之限制.....	41
第二項	公司披露義務之放寬.....	41
第一款	申報義務.....	41
第二款	註冊義務.....	42

第三款	公開說明書之提供.....	43
第三項	中介者（Intermediaries）的使用.....	44
第一款	募資平臺之定義.....	44
第二款	JOBS 法案賦予中介者之義務.....	45
第四項	其他要求.....	46
第五節	小結.....	46
第四章	企業募資管道.....	48
第一節	概說.....	48
第二節	公開發行.....	49
第一項	公開發行之方式.....	50
第一款	募集設立公開發行股票.....	50
第二款	公司成立後發行公司債.....	50
第三款	補辦公開發行.....	51
第四款	自願公開發行.....	52
第二項	有價證券募集之監督.....	52
第一款	申報生效制.....	52
第二款	資訊揭露.....	53
第三項	公開發行的優點與缺點.....	58
第四項	小結.....	61
第三節	私募.....	61
第一項	私募之定義及範圍.....	61
第二項	私募之對象.....	62
第一款	金融機構.....	63
第二款	符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金.....	63

第三款 公司或其關係企業之董事、監察人及經理人.....	64
第三項 資訊揭露.....	64
第四項 轉售限制.....	64
第一款 無持有期間限制情形.....	64
第二款 持有期間滿一年但未滿三年.....	65
第三款 辦理私募有價證券滿三年者.....	65
第五項 私募之優點及缺點.....	65
第六項 小結.....	68
第四節 我國中小企業籌資現況.....	69
第五章 我國採取股權模式群眾募資之可行性.....	73
第一節 有價證券之定義.....	73
第一項 美國法之證券範圍.....	73
第二項 我國證券交易法有價證券之定義.....	74
第三項 小結.....	80
第二節 群眾募資採公開發行或私募性質之探討.....	82
第一項 公開募集之規範.....	83
第一款 申報生效.....	83
第二款 公開揭露.....	85
第二項 私募之規範.....	86
第一款 私募之對象.....	86
第二款 不可為一般性廣告或公開勸誘之行為.....	87
第三項 小結.....	88
第三節 證券市場與資金流通之平臺-網路募資平臺之性質....	89
第一項 證券市場的中介要角.....	89

第一款	證券商之功能及角色.....	90
第二款	證券商之要件.....	90
第三款	證券商作為群眾募資中介者之可能性.....	92
第二項	股權式網路募資平臺之功能及規範.....	92
第一款	中介角色優於傳統證券商.....	93
第二款	提供廣告平臺及投資風險分散.....	93
第三款	審核新創公司資格及承銷發行之股份.....	94
第四款	對於股權式募資平臺所應採取之規範.....	94
第三項	小結.....	95
第六章	創櫃板之優劣及檢討.....	97
第一節	創櫃板之簡介.....	97
第一項	創櫃板之相關限制.....	98
第二項	創櫃板輔導及掛牌機制.....	100
第三項	創櫃板交易方式及風險管理機制.....	102
第四項	創櫃板之優點及缺點.....	103
第二節	創櫃板對中小企業之影響.....	105
第一項	中小企業籌資仍具難度.....	105
第二項	創櫃板公司面臨公開發行之壓力.....	106
第三項	櫃買中心成為唯一中介角色.....	107
第四項	創櫃板公司缺乏廣告途徑.....	108
第三節	小結.....	109
第七章	結論.....	111

第一章 緒論

第一節 研究動機及研究目的

壹、研究動機

全球為之瘋狂的彩色路跑「Color Run」被譽為地球上最歡樂的 5 公里路跑活動，吸引成千上萬民眾爭相參與；但 2013 年在臺灣，一群因為沒搶到入場門票的憤怒民眾突發奇想地創造出了「太白粉的進擊」路跑活動來互別苗頭，卻因此意外地讓人見識到群眾募資（Crowdfunding）的威力！「太白粉的進擊」路跑活動透過群眾募資平臺在短短的 100 小時內募集到了 635 萬元的資金，遠遠超過目標資金 150 萬¹；原來，群眾募資-這個看似陌生的募資方式已經慢慢的進入到我們的生活中，更可能改變日後的籌資型態。

「您有資金需求嗎？」電話彼端常出現的一句詢問語，各家銀行利用電話行銷來搶食個人信用借貸非常常見，雖然信用借貸多半小額，但對於個人的資金調度卻有靈活操作的功能；同樣地，資金對於一個新創公司更是極為重要的活水，創辦公司不一定需要大筆現金，但在經營的起頭時期恐怕鮮有收益，收入通常不足以償付創業成本和每月開支。因此，籌措資金就成為創業者最頭疼的事，必須預估需要多少資金，然後籌集這筆資金，才能將自己的夢想變成現實，使公司壯大。

近年來，群眾募資(crowdfunding)已成為募集資金的新趨勢。2012 年 4 月 5 日，美國頒布了啟動新創企業法(The Jumpstart Our Business Startups Act，以下簡稱 JOBS 法案)，本項法案放寬了對公司的監管，提供了新創公司(Emerging

¹ 數位時代，台灣群眾募資史上最高！「進擊的太白粉」路跑募資 580 萬，2013 年 8 月 12 日，<http://www.bnext.com.tw/article/view/id/28899>（最後瀏覽日：2014 年 1 月 19 日）。

growth company 簡稱 EGC)更廣且更快速的籌資途徑，並使得特定公司在美國證券市場上初次公開發行(Initial public offerings，以下簡稱 IPO)變得容易許多，進而促進就業；其中，JOBS 法案對於群眾募資加以立法規範，讓這個目前尚在初始發展階段的募資行為合法化，並藉此提供新創公司一個新的籌資管道，而這個新的籌資方式也就是本文所研究之主軸。

美國聯邦證券管理委員會(Securities and Exchange Commission，以下簡稱 SEC)除了在 2013 年 7 月 10 日公告對於私募證券廣告的解禁(Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings)外，關於透過網際網路來募得小額資金的股權式群眾募資(Equity Crowdfunding)部分，在同年 10 月根據 JOBS 法案制定法規草案，允許公司提供和出售證券來進行群眾募資，雖然群眾募資法規草案尚未完全定案，但在美國，公司利用群眾募資來進行企業籌資已經具有法源。

在 JOBS 法案出爐後，對於群眾募資，美國成了全球第一個改變對公司募資相關監管規章，來讓民眾自由地參與新創公司籌資的國家，雖開放的作法勢必有利有弊，贊成與反對意見爭論不休，但儘管面對反對聲浪的情況下，美國聯邦證管會主委 Mary Jo White 在 2013 年 3 月時堅決地強調，SEC 希望在 2014 年底前制訂關於 JOBS 法案的相關施行細則²，可見群眾募資的開放勢在必行；如今，相關細則初步已經完成，成效如何仍有待時間檢驗，但對於群眾募資的新態樣籌資，美國政府正面的態度已經開啟了新的一個紀元。

相較之下，臺灣政府對於群眾募資的相關行為尚未立法規範，但相關網站早已出現，並且實行多時，不少的計畫發起人早就透過網路的集資來完成計畫，只是這樣的募資行為究竟合法與否，因為牽涉到許多法規，政府部門似乎沒有給予相對的重視；由於這樣的集資方式非常有利於募資者籌得資金，這樣的行為將越來越盛行，相對而言，在法規未規定或不完整前，群眾募資所衍生的糾紛將逐漸產生，無法避免；更遑論如果新創公司欲透過股權式群眾募資來協助企業籌資，

² See ERNST&YOUNG, The JOBS ACT: One-year anniversary, An overview of implementation after one year and an analysis of emerging growth company trends, April 2013.

可能抵觸我國的公司法、證券交易法之規定，因此，探討群眾募資在面臨我國法制下應如何規範，也成為本篇論文的研究動機。

貳、研究目的

我國多以中小企業為主，在國際經濟狀況不佳下，個人或小公司要向銀行融資勢必遭逢相當程度的困難，銀行是相當謹慎保守的貸款機構，通常不借貸給處於起步階段的企業，除非有企業外的資產用作貸款的抵押；就算是給予借貸，恐怕金額也無法滿足創業者的需求。也因此，很多創業者根本就沒有足夠的資產從貸款機構獲取抵押貸款，資金借貸成為新創公司或微型公司首先所面臨到最嚴苛的問題。

在美國 JOBS 法案頒布後，其促進就業的措施如果可以借鏡，臺灣中小型企業利用群眾募資來取得公司草創的資金，將使得中小企業在公司草創時期免除掉資金借貸之困擾，避免公司在初期起步時就面臨窘境；更進一步，如果公司的前瞻性及未來性值得廣大民眾投資，在群眾募資的資金挹注下，不僅公司將因此壯大，投資人亦可享受公司營利後的股利回饋。

本論文以「群眾募資-Crowdfunding」為研究主題並利用美國啟動新創企業法為研究參考，探究我國適用群眾募資的可能性，並透過引進美國法對於群眾募資的相關規範，思考股權模式群眾募資的新籌資行為在我國現行法制下可能抵觸相關規範之問題，最後，再以我國參考群眾募資下所設立之創櫃板來比較實際上實行的募資方式，對照股權式群眾募資之不同來凸顯其中之差異，以作為日後改進之參考。

因此，本文研究目的，有以下幾點：

- 一、由於群眾募資在我國尚無專法，故欲探討群眾募資對於企業之幫助，首先勢必探討群眾募資各種模式之適法性，藉以釐清相關募資行為，以解決目前存

在之群眾募資與現行法制抵觸之問題，才能進一步討論群眾募資之股權模式在我國之可行性。

二、藉由美國 JOBS 法案對於股權模式群眾募資之規範來檢視我國參考美國立法所設立之創櫃板³，來探討新創公司藉由創櫃板募資難易程度與其規範限制下之影響。

三、本文最終目的在於，探討我國針對群眾募資設立專法之可能性，藉由立法將群眾募資種種型態加以規範，使相關募資活動有法可循，以杜可能發生之層層問題。

第二節 研究範圍

本研究所稱之「群眾募資」，係指美國 2012 年 4 月所頒布 JOBS 法案中第三部分之「CROWDFUNDING」。

由於群眾募資模式多樣，研究範圍將包含相關法規，如公益勸募條例、消費者保護法、銀行法等，但本文研究主軸在於企業融資，也就是以股權式群眾募資在我國施行之可能性，研究範圍將以股權式群眾募資為主，另外以各種非股權式群眾募資所牽涉法規為輔，來對於群眾募資的各個面向有進一步的認識，以規範我國的群眾募資活動。

其次，利用介紹與比較美國 JOBS 法案立法對於股權式群眾募資之規範及可能抵觸美國證券相關法規下，如何來簡化相關監管流程，及如何提高簡化監管下的投資人保護，來探討股權式群眾募資在我國之可能牽涉之法律範圍，進而對於股權模式之群眾募資在我國之可行性加以探討，最後，介紹我國創櫃板來與群眾募資制度分析比較，探討其中利弊得失，藉以提供我國日後立法之參考。

³ 櫃買中心「創櫃板」1 月 3 日正式啓用 微型及小型企業邁開步伐向前行，2014 年 1 月 3 日，http://www.otc.org.tw/ch/regular_emerging/Creative_emerging/creative_emerging_10.php（最後瀏覽日：2014 年 1 月 19 日）。

由於群眾募資的概念與群眾外包（Crowdsourcing）雷同，皆是利用網路平臺來匯集群眾力量，但不管是勞力亦或是資金，一旦有了金流就形成了商業活動，這樣的活動將可能構成對各種法規的牴觸，因此，為了更仔細去探討每個環節是否合法，故本文將以群眾募資行為來擴及相關法規之適用及探討，並期待日後這樣的募資行為有專法可供遵行。

因群眾募資法在我國尚未立法，主要藉由美國於 2012 年 JOBS 所針對群眾募資立法之規範，以美國法制為群眾募資所訂定的法律來比較我國對於群眾募資之法規範，並以法令及立法背景為基礎，蒐集整理相關學者之學術論著，包含相關之教科書、學術論文、研究計畫、期刊文章、學位論文等文獻，並歸納、演繹相關法令制度本身應有之內涵，來加以整合，作為未來相關法制修正時之參考。

第三節 論文架構

本論文共分為七章：

第一章為「緒論」。本章先闡明研究動機、研究目的、研究範圍與架構，方便讀者初步瞭解本文之重點所在。

第二章則介紹「現行各式群眾募資於我國法制之適法性檢討」，本章介紹群眾募資之種類，並探討目前存在於我國之群眾募資行為可能牽涉到之法律規範，並探討群眾募資的合法性問題。

第三章為「美國群眾募資制度與籌資法令之衝突與調和」。本章介紹美國 JOBS 法案中對於股權式群眾募資的立法規範，藉以了解群眾募資制度對於美國證券法及證券交易法可能產生之牴觸及其豁免制度。

第四章為「公司募資之方式」。列出目前在我國法制下，公司所得進行之募

資方式，並就公開發行及私募之規範及限制並探討我國中小企業在籌資上所遭遇之困難。

第五章為「我國採取股權模式群眾募資之可行性」。本章利用美國法股權模式之群眾募資制度來套用我國公司法及證交法，以探討我國相關法制對於股權式群眾募資實行之可能。

第六章為「創櫃板之優劣及檢討」。本章利用介紹我國在 2014 年 1 月 3 日所啟動之創櫃板相關規範，來分析我國中小企業透過創櫃板籌資之難易及法規上限制，並探討我國創櫃板是否達到群眾募資的效益。

第七章為「結論」，將各章之重點做綜合整理，提出本文對於此一議題之看法及建議。



第二章 現行各式群眾募資於我國法制之適法性檢討

第一節 何謂群眾募資

滴水成河，聚沙成塔，相同地，匯集一個個民眾的資金，就能使得原本可能缺乏資金而窒礙難行的計畫因此實現，現在，這樣的集資概念出現了！新時代的募資方式-群眾募資（crowdfunding）。

傳統的募資非常常見，街頭藝人藉由捐款箱來募得欣賞者的打賞，政治家藉由募款餐會來募得參選所需資金等等；其實籌資的行為一直都在，手段也不同，只是傳統的籌資行為已經慢慢地透過網路，利用網路的便利，讓募資更快速，網路如何的無遠弗屆，資金的獲得也就如何得廣泛及快速。

所謂的群眾募資，顧名思義就是向廣大群眾募集資金，藉由一個網路平臺作為媒介，任何個人或者公司可以透過這個平臺來向公眾募集所需要的資金，只要在平臺上設定了明確的主題及目標金額後搭配回饋的項目，以文案或影片來呈現計畫本身的誘人之處，引發群眾出資的意願，就可提供該計畫資金協助其計畫的施行。計畫的內容可能包羅萬象，只要計畫發起人的點子夠吸引人，就能因此募得資金，來完成計畫發起人的計畫與夢想，但當然，並非所有計畫都能如願募得所需資金，也有吸引不到投資人資助而失敗的計畫。

榮獲金馬獎肯定的「看見臺灣」紀錄片，在獲得此殊榮前所舉辦的露天首映會藉由群眾募資募到 244 萬的資金⁴，僅僅 1235 人的出資，就促成該首映會的完成，不僅打響該紀錄片的名聲，之後所產生的巨大迴響更是難以想像的可觀。

壹、群眾募資的興起

群眾募資，最初是以匯集小額捐款來提供政治人物、慈善機構、藝術家或創

⁴ Flying V，齊柏林的看見台灣露天首映會，<http://www.flyingv.cc/project/791>（最後瀏覽日：2014年2月17日）。

意家來完成特定事業，演變至今，募資者捨棄傳統向金融機構融資之方式，透過網路的普及和社群網站（Social Network）的發達，讓募集群眾的資金更加快速便利也更具國際性，資金募集的範圍更加廣泛，就算募集資金遇到困難，募資者也能藉此打開知名度，讓自己的計畫得以讓大眾目睹；因此，群眾募資已成為懷抱夢想者一個獲得計畫成功並獲得資金的快速途徑。

2008 年金融海嘯讓金融機構緊縮信貸，許多需要資金的企業或個人，不易找到資源，但透過網路募資，局面就此改觀，2009 年誕生的 Kickstarter 及 2008 年成立 Indiegogo 分是最具代表性的例子，其運作方式就是提供一個讓發起人募集資金的網路平臺，網路使用者看到有趣的商業或創意構想，可以直接提供小額資金來支持發起人，而計畫發起人則利用募來的資金來完成自己的計畫，募資平臺則收取相關之手續費。

現在，這股利用網路募資來支持提案者的發想風潮也已經吹向臺灣，臺灣在 2012 年初開始有團隊發展群眾集資平臺，第一波開設的群眾集資平台有 嘖嘖（zeczec）、flyingV、weReport。隨後陸續成軍的有 Here0、Limitstyle、Opusgogo、Fuudai、975 募資銀行、104 夢想搖籃等平臺。而目前 flyingV 是臺灣最大的募資平臺，不僅如此，flyingV 更於 2013 年 8 月 19 日起與金管會櫃買中心簽訂合作合約，推出「創意集資資訊揭露專區」，讓 flyingV 群眾募資平臺增加曝光度，幫助更多創意活動取得所需資金，成功打響了該群眾集資平台名聲⁵。

如今越來越多民眾了解到群眾募資的威力，並藉由這樣的募資方式來短時間內募集所需資金。我國的群眾募資平臺種類多元，各自也有不同定位，從文創設計、公益捐款到新聞產業等，協助提案在平臺上發表計畫，並打出「勇敢作夢，大家挺你」的口號來吸引提案者勇於嘗試。

⁵ 櫃買中心雙響炮，中時電子報，2013 年 12 月 6 日，<http://news.msn.com.tw/news3462533.aspx>（最後瀏覽日：2014 年 2 月 18 日）。

貳、群眾募資立法現況

美國於 2012 年 4 月簽署「啟動新創企業法」(Jumpstart Our Business Startups Act, JOBS 法案)，法案第三部分 (The Crowdfund Act) 賦予了群眾募資法源依據，也因此開啟了群眾募資的新紀元。

在美國 (The Crowdfunding Act) 賦予群眾募資法源依據後，除了募集資金作為個人計畫推展的方式之外，群眾募資的觀念已廣泛地受到使用，並逐漸被視為協助微型公司或新創公司尋求資金的重要快速途徑。由於對小型企業或新創公司而言，申請上市來募集資金的成本太高，不具知名度下向金融機構融資之困難度亦高，利用網路群眾募資不僅可能省去相關證券法規之規範，來豁免於相關上市註冊規定，更可以直接向不特定之大眾募集資金，將使募資更為輕鬆及便利，對於新創企業而言更是躍躍欲試。

我國金融監督管理委員會公佈，2012 年國外市場狀況不佳，我國公司在海外募資金額較前一年度大減 53%，且占比僅 8.85%，並指出應是企業認為國內募資成功機會較大所導致，而減少在國外募資，金管會因此規劃推出國內「群眾募資平臺」，利用簡化上市門檻及程序協助國內有創意、想創業之中小企業，更容易取得資金的管道⁶。

雖然，最後金管會所推出的並非「純正」的群眾募資平臺，而是在上市櫃及興櫃外另設創櫃板，對於募集資金亦不如群眾募資般自由，但已看的出我國對於群眾募資所可能產生集資的效應之高度重視，對於起步的新創公司，也因此吸引到投資者的目光，只待逐步實現群眾募資的目標。

第二節 群眾募資分類模式

根據市調公司 Massolution 的統計，2012 年全球共有 536 個群眾募資平台，

⁶ 參鉅亨網，企業去年海外募資大衰 6 成 金管會擬推募資平台，陳慧琳，1 月 23 日，2013 年，網址：<http://news.cnyes.com/Content/20130123/KH5JZNA5J5MQB.shtml> (最後瀏覽日：2013 年 2 月 1 日)

其中回饋模式(Reward model)的群眾募資平臺最多，占 43%，其次為捐贈基礎的 28%、股權基礎 15%、借貸基礎 14%，全球群眾募資平台具有豐富多樣性型態，一波網路募資的風潮已席捲而來。

網路無國界，透過網路，世界的彼端也是鉅細靡遺。利用網路進行商業模式將不再是傳統的耗時和複雜，全球網路用戶數早已達到 20 億以上，近年來加上行動裝置普及，智慧行動上網裝置已成為全民必備的生活因子之一，然而，透過網路將這麼多人集合在一起，這群人就大有可能改變商業和社會活動。群眾募資不是未來才會發生的事，而是眼前的事實，並且已經開始影響個人、企業和其他組織資助發起人方案之方式。而在募資者與出資者間的資金收受及相當之回饋，實實在在的已經涉及到信用的往來，也造成了新的商業模式。群眾募資 (CROWDFUNDING)，動員群眾廣大資源，發揮了前所未有的力量與潛力；現在，正因為網路的發達，舉手可得的聯絡方式讓網路群眾募資快速地進入我們的生活。

話雖如此，群眾募資仍然有一定的風險，透過網路的運用，募資者與出資者間糾紛亦不少，況且，募資並不保證一定成功，仍有不少的募資計劃失敗；不論是在怎樣的模式之下，出資人都有可能不認同募資者的計畫，不能期待只要利用網路募資就能得到廣大群眾的青睞，也不乏在計畫提出後得不到出資者認同而募資失敗的案例，因此，因應各種募資狀況都是必須提前預想的。透過群眾募資進行公司初期募資亦是如此，尤其在美國 JOBS 法案的立法後，雖提供了公司企業股權模式募資行為的合法性，加速了經濟的發展，日後的紛爭恐怕也隨之而來。投資人在股市或期貨市場，買賣股票或期貨時，交易糾紛就時常出現，日後在利用網路平臺處理股權模式的交易行為時，如何兼顧市場秩序，防止詐騙等行為產生，恐怕更是群眾募資立法後更須思考的一項重要課題。

美國 SEC 在群眾募資立法後，遲至 2013 年 10 月 23 日將施行細則草案公佈⁷，法案仍在討論階段尚未有實際執行之狀況，混沌不明的狀況下，可能導致的傷害

⁷ See SEC Issues Proposal on Crowdfunding, U.S. Securities and Exchange Commission (<http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370540017677#.UwtKgMvNtIY>)

恐怕會強過產生的效益，群眾募資現正處於新興的狀況下，要期待它成為一個成熟的交易模式，勢必得逐步檢討缺失，方能發揮最大功效。

群眾募資的模式，由募資之發起人或新創事業與出資之群眾之間關係來看，存在五種模式⁸，分別是捐款模式 (Donation modal)、回饋模式 (Reward model)、預購模式 (Prepurchase model)、借貸模式 (Lending model) 和股權模式 (Equity model)；目前以上的群眾募資模式在國外都已經有募資平臺在實行。

這些模式的運用，其最大目的主要皆在於尋求潛在出資群眾對於發起人的支持。出資人可以選擇自己有興趣的計畫參與投資，來獲得計畫發起人所給予的回饋，全由自己決定；當然也可選擇以捐款模式存粹贊助發起人完成夢想，但是在有利可圖的狀況下，可能更容易使出資人願意小額資金來壓寶發起人的事業成功。

以下針對群眾募資所採之模式，分述如下：

第一項 捐款模式

捐款模式 (Donation modal)：此種模式是單純的贈與，計畫發起人無須提供任何的回報，出資人出資以後也不會取得任何回饋或對價。因此，這樣的模式多存在於出資者的慈善捐款，出資者出於善心或愛心捐贈資金來協助計畫發起人，用於公益募款上較為常見，但捐款仍可能資助於營利公司或者是個人的計畫。

然而目前而言，單純的以捐助模式來進行群眾募資還是以慈善團體或非營利機構為主，鮮少有營利公司利用捐款模式來募資，亦沒有領先的群眾募資網站提供企業者利用此模式來進行企業募資，畢竟，屏除出資者的愛心及慈善動機，實在沒有誘因讓出資者有動機去對於以營利為主的公司進行沒有回報的出資。

僅有具有公益性質的計畫方能爭取出資者的無私捐款，這樣捐贈模式的計畫

⁸ See C. Steven Bradford, Crowdfunding and the Federal Securities Laws, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 1, 9-17 (2012)。

其實已經較為成熟，全世界經由捐贈模式群眾募資幫助了許多經濟弱勢及急需幫助的人。

Watsi⁹，是以捐贈模式營運的群眾募資平臺，它的構想就是為無法負擔醫藥費用的窮人募集醫療資金，出資者的捐款 100% 會進到受贈者的口袋，網站的理念獲得不少人認同，還獲頒白宮「Champion of Change-改變冠軍」獎項，捐款金額全數作為受助者的醫療使用，Watsi 讓捐款助人「更透明化」，依照意願選擇幫助對象，也使得更多需要者受惠。

第二項 回饋模式

回饋模式 (Reward model)：與捐贈模式不同，在這樣的模式下，計畫發起人提供一定形式的回饋品或紀念品來作為給予出資者的回饋，但非利息也非公司企業的營利或股票。價值也可能與當初所捐助的金額有懸殊的差距，不過隱含了這個計畫的精神或具備特殊的意義。

回饋可能涵蓋了所有事物，可以是小物品，如鑰匙圈、有計畫意涵圖案的 T-shirt、或是有紀念價值的小飾品，甚至是電影作品成就後對於出資者的讚揚¹⁰，或者讓出資者跟導演來個見面會；通常在這樣的募資模式下，出資者對於計畫發起人是採取贊助的概念，回饋的物品價值通常不是出資者所最在意的，重要的是出資者對於這樣的計畫有相同理念要將之實現。

「天狼星口琴樂團」為臺北市立案的演藝團體，於 2001 年時成立，主要表演的音樂形式包括了各國民謠、老歌、搖滾、以及爵士樂等。樂團成員想要藉著口琴這種小巧而迷人的樂器來表達團對音樂的喜愛，歷經十年的沿革，現今的天狼星口琴樂團已成為亞洲新一代口琴重奏代表性樂團。然而，在 2013 年的冬天「天

⁹ Watsi, <https://watsi.org/>, Directly fund low-cost, high-impact medical care for people in need.

¹⁰ See Paul Belleflamme, Thomas Lambert, and Armin Schwenbacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, 2 (Jan. 24, 2011), available at: <http://ssrn.com/abstract=1836813>. (最後瀏覽日：2014年12月1日)

狼星」應邀前往德國，於具有「口琴界奧林匹克」美名的世界口琴節擔任演出嘉賓、講座與大賽評審，在缺乏資金的情況下，於是利用群眾募資發起了前進世界口琴節計畫，一舉募得了出國及專輯錄製的 30 萬元資金，而此樂團也以該樂團自行錄製的 CD 及書及票券等當作回饋¹¹。

回饋模式其實與捐贈模式有異曲同工之妙，只是這樣的捐贈不再只是侷限在愛心及善心捐款，更多的是對於募資者的夢想加以支持，這樣的模式也是群眾募資最常使用的。

第三項 預購模式

預購模式 (Prepurchase model)：也是群眾募資常見的模式，此種模式和回饋模式類似，但限縮於出資貢獻所製造出的回饋商品項目範圍，出資者出資後即取得預購商品的權利，將來商品上市後，出資者可以用較優惠的價格，或優先使用到該產品。

與回饋模式有些許不同的是，出資者所資助的是計畫內容的產品，認為在計畫成就後可以取得該商品的所有權，計畫發起人在募資完成後，把所生產出的產品交付，而非隨意的紀念品或是感謝函；例如音樂唱片集的製作或是科技產品的生產，出資者以得到日後計畫成功的產品為目的。

正因為牽扯到商品的製作與出資者資金的挹注，若是募資者在發起計畫後得不到資金的挹注，可能商品或產品將停滯無法生產；若是在一開始就挹注資金的出資者也可能在計畫無法完成下收回資金，因此，資金的流向及完整就成為預購模式的主要考量。

Kickstarter¹²與 IndieGoGo¹³-美國知名的群眾募資平臺，所採取的就是以回

¹¹ 聽見臺灣的聲音：天狼星樂團前進世界口琴節計畫，FlyingV，
(<http://www.flyingv.cc/project/448>，最後瀏覽日 2014 年 2 月 24 日)

¹² Kickstarter：A New Way to Fund & Follow Creativity,<http://www.kickstarter.com/> (最後瀏覽日：2014 年 10 月 18 日)

¹³ IndieGoGo：The World's Leading International Funding Platform,<http://www.indiegogo.com/> (最

饋模式和預購模式為主的募資方式。Kickstarter 要求計畫發起人提供產品作為回饋出資者的出資，募資者向 Kickstarter 提出創意點子，並在網站上展示與說明，吸引社會大眾參加募款。對於計畫本身是否成就，募資網站各自採取適宜的募資方式，「All-or-Nothing」¹⁴募資方式，須在限定時間內達到募資門檻才能獲得資金。而「Keep-it-all」¹⁵則是另外一種募資方式，在限定時間內不管金額是否達到計畫發起人所期待的目標，資金仍將注入該計畫之中。

由於各種計畫類型及預購產品不同，選擇預購模式計畫來出資的消費者，恐怕就要審視該計畫成就的可能性及資金募集的難易程度，否則，就算募資者的計畫內容具有前瞻及發展性，也可能失敗下架。

第四項 借貸模式

借貸模式 (Lending model)：此種模式與向銀行融資類似，出資者提供資金予發起人，發起人將來推行計畫並完成一定成果後，是必須將當初所借之資金，甚至加計利息還給出資者的。

Kiva¹⁶為一非營利的借貸募資平臺，以「免息」來做為號召，共有 192 個合作夥伴，來提供許多發展中國家之貧困居民援助，Kiva 所採取的方式為由出資者拿到資金後，轉交合作之微型金融機構，再由這些微型金融機構放貸給借款人，而回收款項則先透過微型金融機構交回 Kiva，再還給出資者。由於該網站之借貸以強調公益之無息借貸，出資者拿回資金後可選擇繼續投入其他借貸專案或捐贈給 Kiva 做為營運資金。

借貸模式憑藉的就是募資者向廣大民眾借用資金，而省去跟金融機構繁雜的融資手續，因此放貸的金額限制及利息高低就得依各個國家之法律加以規範，借貸模式的群眾募資集合個人的資金在金額上恐怕也無法太高，利息給付如果太高

後瀏覽日：2014 年 2 月 18 日)

¹⁴ All or Nothing：期限內無法達到所設定的目標，則不會產生任何的现金流，出資者將拿回所投入之資金，而募資者則拿不到任何資金。

¹⁵ Keep it All：不論募資金額目標是否達成，計畫發起人都能得到出資者所資助之款項。

¹⁶ Kiva：Loans that change lives,<http://www.kiva.org/> (最後瀏覽日：2014 年 9 月 30 日)

恐怕也非募資者所期待，也因此借貸模式在群眾募資行為中應用較少，其實還是以具有公益色彩的借貸較吸引出資者的目光。

第五項 股權模式

股權模式 (Equity model)：指的是出資者投入金錢在計畫發起人所成立之公司，並取得該公司發行之股份 (或其他具有股權性質之工具，如可轉換公司債、附認股權特別股、認股權憑證等)；並成為該新創公司之股東，以分享該公司營利為目的來投入資金。

由於股權的買賣及發行牽涉到證券交易相關法令，不論是公開發行或是私募都必須遵循相關規範，因此，在 JOBS 法案尚未出現之前，鮮少有股權模式的群眾募資網站，而在法源具備之後，利用群眾募資來進行股權的買賣已經變的可行，並且提供小型企業相當方便的融資途徑。

Crowdfunder¹⁷是其中一個以股權模式為主的群眾募資平台；在此平臺中，股權的交易需要依照 SEC (Securities Exchange Commission) 所規範的投資金額及限制來實行，上千個公司在此平臺上尋求資金的協助，更有 3 萬多個投資者與募資者在此平臺上交易股權。

由於股權模式群眾募資目的主要在於提供初創時期的新創公司得到初期資金，免去冗長的融資手續及上市櫃成本，在避免詐騙行為的出現，JOBS 對於公司集資金額甚至對於出資者的投資金額都有一定的保護，希望在透過快速簡便的募資方式下減少雙方傷害並協助經濟發展，目前看來，股權模式群眾募資對於微型公司而言確實是一個嶄新的集資方式。

第三節 捐款模式與公益勸募條例

我國立法院在民國 95 年 4 月三讀通過「公益勸募條例」，對於勸募發起機

¹⁷ Crowdfunder:<http://www.crowdfunder.com/> (最後瀏覽日：2014 年 3 月 18 日)

構、勸募活動申請、募款用途、資訊揭露等各方面予以規範，希望將募款活動之管理法制化使得募款活動更加透明。透過公益勸募條例的制訂，代表了政府對勸募行為鼓勵外，確保公共利益的實踐也是目標之一。

而捐款模式的群眾募資卻可能因為觸及公益勸募條例，使得計畫發起人觸法。捐款模式的群眾募資多半都以社會文化類別為號召，讓出資者純粹拿出資金來幫助計畫發起人完成計畫，因此，具有公益色彩的計畫或提供愛心捐助的計畫，才可能讓出資者不求回饋的捐贈資金。

然而，在群眾募資平臺上的捐款模式計畫，多半具有受規範之公益勸募性質惟捐款模式至今未有觸法案例，未必是這樣的行為合法，而是在群眾募資未有專法下，除了公益勸募條例本身有疏漏外，恐怕對於群眾募資的新態樣募資，政府未有因應的對策才是主因。

案例一：「全臺偏鄉小學-夢想傳遞」。中國文化大學大眾傳播學系九個人透過騎車到臺灣各地的偏鄉小學，去親自瞭解、感受偏遠學校孩子們生活的環境與夢想。募集 3 萬元當作環島過程中成員們的旅費及活動舉辦的經費。並把感想、過程、學校老師的話、小孩子們的夢想、照片，做成一本刊物當作回饋¹⁸。

案例二：「我不是累贅-發揮老人價值，活出老人尊嚴」。退休教師林獻忠創立南陽義學辦理老人學習課程，為了打造老人的友善空間，募資 50 萬裝修老舊建物，並提供些許紀念品當作為回饋¹⁹。

以上兩案例皆使用群眾募資平臺作為籌措資金的類公益性質計畫，原本應該經主管機關核定勸募字號的公益性募款在群眾募資平臺上，省略掉了向主管機關申請核可的程序，僅僅透過些許微薄的紀念品作為回饋，規避掉了適用於公益勸募條例的可能性。

第一項 公益勸募之定義

¹⁸ 參 flyingV，全臺偏鄉小學-夢想傳遞，<http://www.flyingv.cc/project/2198>，（最後瀏覽日期 2014 年 3 月 5 日）

¹⁹ 參 flyingV，我不是累贅-發揮老人價值，活出老人尊嚴，<http://www.flyingv.cc/project/2140>，（最後瀏覽日期 2014 年 3 月 5 日）

目前我國所存在的網路募資平臺有部分計畫提案是具有公益色彩的募資計畫，法規基本上對於此種募資計畫多半沒有給予過多限制；但以捐款模式來進行公益性計畫募資的行為與公益募款類似，發起人無須提供任何對價予出資人，純粹得到對於計畫本身認同者的資金協助。因此，如果依照現行公益勸募條例之規定，勸募之主體只有特定團體²⁰，例如社團法人、公立學校等等方可進行公益勸募，若勸募者並非前述之特定團體，卻進行進行法規所謂的「公益勸募」不管是在募資平臺上或透過各種方式來勸募，即有可能違反公益勸募條例之規定，而違反者依該條例第 24 條之規定，主管機關得處新臺幣 4 萬元以上，20 萬元以下之罰鍰，並得按次連續處罰。

另外，法規中的「公益勸募」係指基於公益目的，募集財物或接受捐贈²¹之行為。政府為保護捐贈者的善心，對於欲以公益性質為號召來進行資金勸募之行為給予相當限制，均會受到公益勸募條例之管制。但公益勸募條例第 2 條將「公益」定義為不特定多數人的利益²²，範圍的不明確恐怕成為勸募的一項漏洞，計畫發起人可能利用民眾善心，來行資助特定人之用途，恐怕產生紛爭，雖然公益勸募條例修正草案對於此定義傾向刪除，但未刪除前，如果將募款指向部分人的利益，卻具有公益色彩，該如何規範？

如此看來，群眾募資中之捐贈模式（donation model）應該納入公益募款之規範，舉例來說，以國內的 flyingV 募資平臺而言²³，平臺要求具公益性的募資計畫應以該募資之計畫已向主管機關申請勸募字號後方可於平臺上募資，可以看出募資平臺為避免涉及到公益勸募條例相關規範，規範計畫發起人須符合該條例之要件並申請許可後方得在網站上勸募，募資平臺網站不為計畫發起人背書，

²⁰ 公益勸募條例第 5 條：本條例所稱勸募團體如下：一、公立學校。二、行政法人。三、公益性社團法人。四、財團法人。

²¹ 公益勸募條例第 3 條：除下列行為外，基於公益目的，募集財物或接受捐贈之勸募行為及其管理，依本條例之規定。但其他法律另有規定者，從其規定：一、從事政治活動之團體或個人，基於募集政治活動經費之目的，募集財物或接受捐贈之行為。二、宗教團體、寺廟、教堂或個人，基於募集宗教活動經費之目的，募集財物或接受捐贈之行為。

²² 內政部函釋：本條例第 2 條第 1 款所稱「不特定多數人」指無法確認之多數人，例如 921 震災災民，泛指受 921 災情重創之民眾，惟其確切之當事人及人數則無可預知。（內授中社字第 0950015701 號）

²³ 參 flyingV:<http://www.flyingv.cc/fag/create>，（最後瀏覽日期 10 月 22 日 2013 年）

僅提供網路平臺供計畫發起人進行募資行為。

第二項 募款行為與捐款行為

另外，由於公益勸募條例之主軸，傾向以管制「募款行為」為主，對於捐款者善心「捐款行為」則未有採取相關的管制，只要是出資者主動提供資金而非募資者向大眾募款，在募資平臺上就很容易被認為是出資者的主動善款，而非募款。因此，利用群眾募資平臺進行捐款模式之募資行為可能出現漏洞，只要募資者或募資平臺刻意迴避掉公益勸募的規範，似乎政府亦無法可管。

首先，募資平臺為規避公益勸募條例的規範，通常強調平臺上計畫以創意製作與活動、藝術為內容，計畫類別將類似公益勸募的專案列為社會文化類，定向為不具公益性質的勸募，試圖將平臺上之捐助式募資行為與公益勸募行為區隔，一般而言，在募資平臺上看不到具有政府核可之勸募字號的募資計畫，也就是募資平臺不認為這些計畫具有公益勸募之性質。再者，在募資平臺上的類公益募資在進行群眾募資時，藉由出資人看到出資計畫資訊（僅有計畫內容，並沒有匯款帳戶），「主動」向平臺表示想要出資，並不提供募資者之帳戶來向不特定多數人進行募款，等到募資金額達到後，平臺才把款項匯給計畫發起人，如此操作，似乎便可將群眾的出資認定為「捐款行為」而非公益勸募行為。

本質而言，在募資平臺打著「公益」旗幟的募款行為，如果其募資主體非公益勸募條例所允許之主體，應該明顯就已經違法，其次，不管是否將匯款帳戶公開給不特定之大眾，透過網路募資仍是打著公益之名行募資之實，其資金雖未直接進入募資人手中，實際上仍是投入該公益勸募活動之專戶，目前的群眾募資平臺仍不斷的以社會文化類別來區分此類公益活動之募款，並利用微薄的反贈當作回饋，其實計畫本身明顯遊走在公益勸募條例的法律邊緣，與其以含糊解釋，可能利用修法將群眾募資行為加以規範才是妥當，也可避免出資者的善心遭到利用。

群眾募資對於公益勸募而言亦是新時代的募資方式，不僅對於國內弱勢團體

的捐助，在國際上發生重大災變時，群眾募資更能發揮網際網路的廣度，募到更多的善款，只是，以目前的法規而言實在無法符合需求，法規不足下可能造成善款誤入有心人的私囊之中，而非投入急需資金之公益性帳戶之內，反而產生在公益性募集資金時的弊端。

第三項 捐款模式群眾募資所產生之問題

(一) 諸如勸募活動說明、勸募方式、捐款專戶、成果查察等等的定義及規範上，仍有相當的努力空間，特別是關乎於專款用途、計劃說明等等資訊對稱性以及勸募後實際運用績效等等。

(二) 搭上愛心善心以及勸募熱潮的誘因情境底下，如何防止冒用名義以進行非法勸募或是歛財行為以及利用未經主管機關核可之公益主題來進行的義賣勸募行為，不僅可能使捐資大眾無法確認其公益之合法性，更可能只透過微薄的回饋紀念品來規避掉公益勸募條例的適用，是主管機關和勸募團體必須要防範注意的管理課題。

(三) 衛生福利部社會救助及社工司公益勸募管理系統²⁴雖然是國內對於獲得主管機關許可並發給勸募字號的資訊網站，但由於網站形式極為簡單，對於勸募內容的簡略，往往吸引不了勸募者的注意，相對而言群眾募資平臺所提供的公益勸募內容多元，且內容完整，想必更能吸引善心人士對於該計劃本身的興趣，提供善款；然而，以現況而言，群眾募資平臺上的類公益性募資計畫，多半未經主管機關之核可，而是以回饋模式之社會性計畫當作主題，勸募主體之限制導致計畫本身利用社會性計畫來迴避公益勸募條例的適用，就算募集之資金確實在公益，也不禁令人懷疑其合法性。

(四) 群眾募資平臺這樣中介者的角色在公益勸募條例下是沒有的，如何對勸募計畫收取手續費用及捐款如何轉交勸募團體之方式，另外包括各式各樣的捐

²⁴ 衛生福利部社會救助及社工司公益勸募管理系統：<http://donate.mohw.gov.tw/>（最後瀏覽日：2014年12月1日）。

款工具，背後各自所隱含的手續費用、必要性支出的勸募成本訂定，以及善款的運用進度及比例，如何公佈給捐款者查閱，這也是需要進一步釐清的。

公益勸募條例的立法通過立意良善，除了標示勸募主題中心聚焦化、勸募求助廣泛主動化、勸募標的選擇性強化、勸募活動管理法制化、勸募行為公開透明化、勸募運作高度組織化以及勸募環境允當建置化，但不可忽視的是群眾募資平臺上已經出現了類似公益勸募的募資行為，放任的管理方式不僅可能導致善款利用上出現瑕疵，更可能使得有心人士利用民眾愛心進行詐欺行為，明確將募資平臺上的類公益勸募行為納入法規規範，才能讓專款專用，善心不被消費。

第四節 回饋、預購模式與消費者保護法

回饋模式（Reward model）與預購模式（Prepurchase model）兩者在網路募資平臺是較常見的兩種模式，其中，回饋模式可能因為回饋的紀念品或是權利是否與出資金額等價產生不同的狀況，而介於捐贈模式與預購模式的模糊地帶，回饋模式所給予的回饋明顯與出資不等價就偏向公益勸募條例的規範，而回饋與出資者出資有對價的關係則與預購模式類似，偏向消費者保護法的規範。

雖然此兩種模式較不具爭議，但是透過提供一定形式的回饋品或紀念品，或出資取得預購商品的權利來進行資金的募集因為牽涉到與出資者的交涉，更可能觸及到法律規範；換個方式來說，其實回饋與預購模式就是一種商業交易模式，只是這樣的商業交易模式透過了群眾募資平臺，商品出賣人與購買人間多出了一個網路平臺仲介，因此，計畫發起人利用群眾募資來進行商品交易或預購雖不直接接觸出資者，而是利用與募資平臺簽定合約來合作，但實際上還是有需多法律關係必須釐清。

由於回饋模式與預購模式都必須給予投入資金者一定之實體作為回饋，且其間之來往活動乃是透過網路平臺來加以達成，因此，此兩種模式之群眾募資活動就符合了電子商務之內涵。

第一項 電子商務之定義

有關電子商務之內涵，學者間有不同見解，有認為利用數位的電子信號，傳遞交易信息，以從事廣告、契約之締結，甚至契約之履行等之商業活動，稱為電子商務²⁵。有認為所謂電子商務，乃是經由網路進行之商業活動，包括商品交易、廣告、服務、資訊提供、金融匯兌、市場情報、電信以及娛樂節目販售活動等²⁶。亦有認為，透過網際網路上進行之商業活動可泛稱為電子商務²⁷。有關電子商務之涵義，迄今法律並未給予明確定義；惟行政院消費者保護委員會所頒布之「電子商務消費者保護綱領」，即將電子商務定義為：指透過電子網路所進行有關商品或服務之廣告、行銷、供應、訂購或遞送等各項商業活動。

至所謂網路交易，係屬電子商務活動眾多型態之一，就其間之關係而言，電子商務屬層次較廣泛之概念，網路交易則屬電子商務概念之一環。一般所謂網路交易，係指在網路上進行商品或服務之交易而言，其意義有廣狹之分。狹義網路交易，指由上網瀏覽商品或服務資訊、訂購商品或接受服務，乃至付款、扣款（亦有業者以扣儲值點數為之）等交易程序均在網際網路上完成。至所謂廣義網路交易，係指在網路上提供商品或服務資訊，並於網路上提供訂購單，可接受訂購於「線上訂購」者稱之²⁸。

由此觀之，雖然單純的網路購物與網路群眾募資似乎仍有差異，但利用網路群眾募資平臺來採取回饋亦或是預購模式進行紀念品回饋或商品的預購，應仍是電子商務的一環，或許回饋模式所提供的商品與募資金額不成比例的對價，可能是提供計畫發起人完成夢想的捐助行為，但期待獲得回饋商品仍然產生彼此間的商業行為；預購模式更是牽涉到消費者對於商品的滿意程度，兩者因此牽涉到消費者保護一環。

²⁵ 參黃茂榮，債法總論（第一冊），植根法學叢書編輯室，自版，2002年6月初版，頁269-271。

²⁶ 參馮震宇，論網路電子商務發展及相關法律問題（上），月旦法學雜誌第三十六期，民國87年5月，頁72。

²⁷ 參王瑞元，電子商務幾問（上），資訊與電腦雜誌第197期，民國85年12月，頁109。

²⁸ 參黃茂榮，債法總論（第一冊），植根法學叢書編輯室，自版，2002年6月初版，頁271。

第二項 交易雙方的履約責任

雖然群眾募資是透過網路平臺為仲介，募資者與出資者間為主要的交易雙方，其履約責任也落在計畫發起人的身上，通常，募資平臺雖然會對於計畫發起人的身分及提案作初步的審查，並要求計畫發起人概述該計畫可能的風險，但對於計畫發起人無法履約時，募資平臺在目前法令下似乎不需要承擔相關責任；因此，若計畫發起人利用不實計畫企圖詐騙金錢，在惡意不履行交付回饋的義務時，恐將面臨刑法 339 條詐欺罪的刑責問題。

透過募資平臺募資因此在計畫發起人的回饋出現問題時，由於募資平臺僅處於媒介的角色，履約責任不在募資平臺的身上，因此除非有證據證明募資平臺明知計畫本身違法或虛假，使其與計畫發起人負起責任，否則對於募資者所提供及公佈的計畫內容，以目前的法規範來說，還是由計畫發起人負起責任；介於其中的仲介網路平臺是不需要承擔相關的連帶賠償責任的。

第三項 消費者保護法之適用

姑且不論網路群眾募資背後可能隱含對於募資者夢想之贊助，一般而言，出資者認為可獲得之商品或預購之商品符合其出資價值，自然就會將資金投入給計畫發起人，出資與否就由出資者取決，商品的價值衡量因人而異，該商品的要求只要符合出資者期待，銀貨兩訖的狀況下就沒有爭議。但往往之中的糾紛不少，不論是回饋未履行或是回饋不符合出資者的預期都可能發生，更由於計畫發起人與募資平臺所簽訂的合約僅僅約束雙方合作內容，募資平臺業者只對於募資者進行初步的身分查驗，因此，募資平臺只提供相關風險由出資者自行評估，其實對於出資者之保護少之又少。

在上述狀況之下，契約似乎僅止於出資者與計畫發起人間約束，計畫發起人在產品無法提供下將造成遲延給付，出資者僅能透過請求發起人給付或返回價金，但因群眾募資之發起人所獲得資金往往投入研發商品，在此情況下，不僅出資者可能兩頭落空，一旦出資者越多，其間之履約糾紛就可能更複雜。

然而，雖然網路購物已經普及，相關的消費者保護規範均已成熟，但群眾募資似乎仍應與一般網路購物作區別，因為在出資者與募資者的相互關係中，除了增加了一個仲介平臺，對於募資的金流方式也不同於以往的網路購物，因此，以目前的法規恐怕無法符合需求。

第四項 回饋及預購模式群眾募資產生之問題

(一) 依消費者保護法施行細則第 2 條之規定²⁹，消保法上之「營業」，係不以營利為目的者為限，只要以設計、生產、製造、輸入、經銷商品或提供服務為營業之個人及其他型態之團體組織，均該當消費者保護法之「企業經營者」(即消保法下的主要義務人)，因此計劃發起人與募資平臺都有可能受到消保法的規範；然而，法規加以界定方能使得在適用上不至於模稜兩可。

(二) 消費者保護法第 19 條第 1 項規定：「郵購買賣之消費者，對所收受之商品不願買受時，得於收受商品後 7 日內，退回商品或以書面通知企業經營者解除買賣契約，無須說明理由及負擔任何費用或價款。」。由於群眾募資性質在於協助計畫發起人完成募資計畫，募資計畫內容在期限內提供出資者詳閱後決定出資與否，因此在計畫發起人完成計畫後交给出資者的商品，得否享有鑑賞期的保護不無疑問。若有，恐怕將造成交易間的不穩定，畢竟群眾募資與網購仍有不同，計畫者發想的產品多半有著獨創與天馬行空，未必完全符合出資者的期待！再出資者不願買受該商品而予以退回情況下，募資者恐無力償還該筆資金；然而，不作任何律定似乎對於消費者亦無適當之保護，略顯不妥。

(三) 交易發生問題時，群眾募資臺業者是否負有責任？如果出資者在計畫完成後所收到的商品與在募資平臺所展示之商品不符時或受詐欺時，是否須承擔連帶賠償責任等問題。

通常，為了避免計畫發起人與出資者間發生爭議或受詐欺情事，募資平台多半會在注意事項中提醒出資者於使用平台進行資助時，必須充分了解計畫內容，

²⁹ 消費者保護法施行細則第 2 條規定：本法第 2 條第 2 款所稱之營業，不以營利為目的者為限。

募資平台對於計畫發起人僅止於粗淺的身分查證，至於履行承諾和專案執行時所有的風險和潛在問題均交由提案者公開清楚的說明。

一般來說，募資平臺除要求提案者除了充分說明計畫內容、回饋項目外，必須同時標明計畫進度延宕或無法履行時的處理方式，當然，這一部分僅止於募資者與平臺間之契約約束，並無法全然保護到出資者。然而，定型化契約條款的約定應符合誠信原則、審閱期間等的規定及服務的標示都必須依法為之；除此之外，由於群眾募資目前在臺灣並沒有一個全國負責管理的機關，相關的募資活動還可能受到地方主管機關的監督、規制等。

目前的群眾募資網站業者多聲明平臺僅提供募資者與出資者媒合的場所，並不實際介入兩者間的交易內容，因此不涉入交易雙方的權利義務關係；如此看來，募資平台對於出資者權益似乎並沒有提供相對的保障，在收受手續費的利益下卻毫無應有的相對責任，令人不解。然而，計畫發起人或募資平臺業者對於商品服務的提供要負擔無過失責任也有其困難，僅能就計畫發起人來針對該計畫及商品負履約責任，而募資平臺則對於提供媒介之服務負善良管理人之責，募資平臺雖處於中介者角色，仍應有其責任，消保法規應針對此型態的相關交易紛爭訂出保護措施。

(四) 針對呈現在募資平臺的計畫內容是否可以被視為「廣告」³⁰將產生相關的規範。由於計畫發起者的提案說明內容強調創意及發想，計畫發起人無不絞盡腦汁將計畫內容撰寫地生動活潑、豐富多元，然而這樣的表述未嘗不會被認定是一種「廣告」。出資人與提案者之間的關係構成交易的需求者及供給者，所以如果計畫內容有不實而引人錯誤，導致出資人錯誤選擇，便有可能因此構成消保法³¹及公平交易法³²上的不實廣告行為。

³⁰ 消費者保護法施行細則第 23 條：本法第二十二條及二十三條所稱廣告，指利用電視、廣播、影片、幻燈片、報紙、雜誌、傳單、海報、招牌、牌坊、電話傳真、電子視訊、電子語音、電腦或其他方法，可使不特定多數人知悉其宣傳內容之傳播。

³¹ 消費者保護法第 22 條：企業經營者應確保廣告內容之真實，其對消費者所負之義務不得低於廣告之內容。

³² 公平交易法第 21 條第 1 項：事業不得在商品或其廣告上，或以其他使公眾得知之方法，對於商品之價格、數量、品質、內容、製造方法、製造日期、有效期限、使用

至於募資平臺會否成為消保法下的「媒體經營者」，從而就消費者因信賴該廣告所受之損害與企業經營者負連帶損害賠償責任，恐怕亦有討論空間，這樣介於募資者與出資者間橋樑的平臺業者如何能置身事外？如果平臺業者可證明自己並非明知或可得而知「廣告」內容與事實不符者，可能才可以免責。

第五節 借貸模式與銀行法

借貸模式 (Lending model)，此種模式與向銀行融資類似，因為出資者提供資金予發起人，發起人將來推行計畫並完成一定成果後，必須將當初所借之資金加計利息還給出資者，此種模式下便可能涉及銀行法相關規定；雖然我國現存的群眾募資平臺尚未出現類似的募資模式，但日後這樣的商業模式產生可能勢在必然，爭議相對免不了發生。

此種模式，雖能使擁有資金之人獲得高報酬以及為缺乏資金者帶來便利，但若要在我國實際運作，恐怕仍有以下法律上之疑義：

(一)若網路平臺提供借款者與貸款者之媒介，僅僅止於個人對於個人之借貸，其外觀雖近似我國銀行法所稱之「放款」行為；然深究探之，其交易模式僅係存在於貸予者及借用者間，則此時網路平台本身不介入資金之進出，則此部分則僅需依我民法債篇之借貸關係去討論貸予人與借用人間之法律關係即可。

(二)若個人藉由利用網路借貸平臺向不特定之多數網路使用者借貸，並反覆實施借貸行為，乃至構成日常經營事業之一部分者，則此時其本身似可能違反銀行法特許經營之放款規定。

銀行法規定非「銀行」是不可以經營銀行之相關業務³³，而收受存款又是銀行業務的核心本質，是故如果群眾募資行為採借貸模式之下，勢必會有「收受

方法、用途、原產地、製造者、製造地、加工者、加工地等，為虛偽不實或引人錯誤之表示或表徵。

³³ 銀行法第 29 條第 1 項：除法律另有規定者外，非銀行不得經營收受存款、受託經理信託基金、公眾財產或辦理國內外匯兌業務。

存款」³⁴之行為出現，按銀行法第 29 條之 1 第 1 項之規定：「以借款、收受投資、使加入為股東或其他名義，向多數人或不特定之人收受款項或吸收資金，而約定或給付與本金顯不相當之紅利、利息、股息或其他報酬者，以收受存款論。」因此，若依上述銀行法之規定，群眾募資之計畫發起人在收受存款，並約定以利息為報酬的情況下下即有觸犯銀行法違法吸金之疑慮。

然司法實務上對於銀行法中之經營收受存款業務，是否以收受存款後有為轉貸生息或其他投資圖利之行為始足當之，解釋上仍有爭議³⁵，但在考量保障存款人權益下，為避免行為人利用收受存款來開啟一扇合法吸金的大門，而實務上³⁶主要採條文文義解釋之觀點認定收受存款不以有轉貸行為為要。

由此可知，借貸模式之群眾募資目的在完成計畫發起人之提案，但利息的給付就變成了經營收受存款業務，極有可能因此該當銀行法之收受存款業務而觸法，且在募資平台對於計畫發起人沒有具體的了解下，任由計畫發起人在平臺上借貸，似乎對出資者更是沒有保障。

另外，為避免概括一般合法借貸之商業活動，對於所謂的「經營收受存款業務」，學者主張³⁷宜有相當數量上之限制，亦即行為人吸金規模超過一定比率時始該當該行為；因此，在借貸模式的募資行為下，不妨藉由法規規範限制所得募資金額，及所提供之利息比例，以避免違法或惡意吸金的產生；畢竟，群眾募資其目的主要在於提供計畫發起人一個完成計畫的初步資金，利息過高恐怕除了喪失完成募資者完成計畫的原意，更可能侵蝕募資者成就計畫的資金，若最後導致募資者的惡意吸金，將對借貸模式存在於群眾募資平臺產生衝擊。

該吸金行為仍有可能觸犯銀行法的情形下，網路之群眾募資行為在借貸模式

³⁴ 銀行法第 5 之 1 條：本法稱收受存款，謂向不特定多數人收受款項或吸收資金，並約定反還本金或給付相當貨高於本金之行為。

³⁵ 參李曜崇，銀行法第 125 條違法吸金罪之問題探討，存款保險資訊季刊第 18 卷 1 期，中央存款保險公司 2005 年 3 月，頁 47。

³⁶ 參最高法院 92 年度台上字第 3060 號刑事判決。

³⁷ 參李曜崇，銀行法第 125 條違法吸金罪之問題探討，存款保險資訊季刊第 18 卷 1 期，中央存款保險公司，2005 年 3 月，頁 50。

下可能產生的爭議更多，因為利用交易平臺所募集資金將更快速，惟若在募集資金總額、利息限制下另予規範，或可跳脫銀行法規範之限制。

第六節 股權模式與證券交易法

股權模式 (Equity model)，是以股權作為換取出資者資金的模式，股權模式下的群眾募資目前並不存在於我國之網路募資平臺，因為受到證券交易法層層的法律規範，股權模式下的群眾募資勢必會衝擊到既有的規範；對於這樣的窘境，參考美國 JOBS 法案下櫃買中心所籌畫之創櫃板只能參考股權模式群眾募資之相關規範來協助新創公司協助籌資，但創櫃板與股權式群眾募資仍然不同，日前金管會主委更表示最快在 3 月將催生股權式群眾募資平臺³⁸，有別於創櫃板，群眾募資的門檻更低。顯見 2014 年所設立之創櫃板其效益恐怕不如預期。股權模式群眾募資將直接衝擊之監管規定，不管在公司揭露程度或募資平臺之管理，甚至是投資人投資風險評估等，藉由美國立法可作為我國制定相關法規的重要參考，期待日後股權模式群眾募資的產生，。

對於大部分中小企業及新創公司而言，循一般上市（櫃）方式籌資，或者向金融機構籌資並不容易，因此股權模式之群眾募資方式備受期待，在不景氣的經濟環境中，提供了計畫發起人一個較為容易獲得資金之管道。因此股權模式之募資具有成長潛力，但卻最容易受到法令之規範，在發展國民經濟與保護投資人之衡平下，過多的法令規範會影響發起人之募資成本，更會影響出資者參加募資意願，如何找出健全的運作模式便成一大課題。

就目前我國法制而言，股權模式下的群眾募資將面對到以下規範，在沒有修法之下，將會有處處抵觸法規的狀況，茲簡述如下。

第一項 公開招募

³⁸ 挺青年創意，群眾募資平臺將實現，2015 年 1 月 6 日，中央社報導，<http://udn.com/news/story/6/625848>（最後瀏覽日：2015 年 1 月 24 日）。

依群眾募資利用網路向「群眾」集資之特性來看，股權式群眾募資將面臨公開發行法制之規範，首先，依證券交易法第 22 條第 1 項之規定³⁹，募集有價證券必須向主管機關申報生效後方得發行；而透過向不特定大眾募集資金的群眾募資，將可能被視為公開發行股票，受到證交法第 22 條之規範，必須先向主管機關申報後方得進行有價證券的募集。

以申報的繁雜程序而言，過多程序將使起步的公司望之卻步，經過層層的資格限制恐怕將成為新創公司創業的絆腳石，也不利於新創公司籌資；透過群眾募資所強調的就是快速及方便新創公司募集初期資金，但是，由於網路募資不同於傳統，除了計畫發起人的身分及計畫是否真實無虛偽，因為網路為跨國際的工具，對於廣大之網路使用者如何規範也是一大難題，但是，對新創公司募資而言，群眾募資是一大捷徑，如何透過簡化必須向主管機關申報的程序，將是群眾募資成功的一大關鍵。

第二項 資訊揭露程度

而群眾募資一旦被認定為公開募集有價證券時，除了申報之程序外，依證券交易法第 30 條第 1 項之規定⁴⁰，新創公司將被課予嚴格的公開揭露義務，以提供投資者理性判斷的依據。

公開說明書之要求對於新創公司而言，是另一個成本的考量，當然，在公司募集資金時是需要考量到出資者保護的，但是過多繁瑣的申報程序也可能導致新創公司卻步，以提供公開說明書來進行公開揭露對於小公司而言，成本更由此增加。

舉例來說，依「公開募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」第 4 條中，清楚記載了公開說明書所應記載之內容，對於所要求內容，發行公司將花

³⁹ 證券交易法第 22 條第 1 項：有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。

⁴⁰ 證券交易法第 30 條第 1 項：公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。

費不少成本及資金在完成說明書，另外，公開說明書尚須會計師與律師出具意見並簽證⁴¹，雖可確保記載事項的正確性，但也會增加成本；相對比較下，對於新創公司所希望籌得之小額資金而言，恐怕是不可承受之重。

若群眾募資之計畫發起人可利用網路平臺網頁上公布相關公司資訊，藉由提供初步的公司資訊作為投資人之參考，簡化公開書明書之提供，將可為新創公司節省龐大開銷，但由於資訊的完整性勢必不如證交法所要求之公開揭露資訊內容，因此除了考量新創公司的籌資成本外，如何規範資訊揭露的程度亦是考驗著法規尺度上的拿捏。

第三項 中介者之角色定位

網路募資平臺雖只是出資者與募資者之間媒介，僅酌收手續費，但由於我國證券交易實務中從未出現此種平臺，因此，對於網路募資平臺的定位就有其必要性。

證券交易法第 10 條規定承銷乃依約定包銷或代銷發行人發行有價證券之行為，因此承銷商對於有價證券之承銷有包銷⁴²及代銷⁴³兩種方式；然而，股權模式群眾募資的交易模式乃利用網路平臺來搓合，出資者與募資者之間透過中介者-網路平臺來進行交易，是故，群眾募資平臺便類似於承銷商之角色，但由於群眾募資的集資方式有目標金額到達給付及部分金額給付的方式，對於有無達到計畫目標金額募資平臺並不負有推銷之責，雖不完全與證券商地位相當，但其媒合雙方之方式與包銷及代銷業務極為類似。

對於證券商之規範，證券交易法第 44 條規定，證券商須經主管機關之許可及發給許可證照，方得營業經營證券業務；另依證交法第 15 條及第 16 條之規定，

⁴¹ 公開募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則第 5 條第 1 項：公開說明書之封底應加蓋公司印鑑並經負責人簽名或蓋章。第 2 項證券承銷商及其負責人、會計師、律師及其他專家應於公開說明書就其所負責之部分簽名或蓋章。

⁴² 包銷：證券承銷商包銷有價證券，於承銷契約所訂定之承銷期間屆滿後，對於約定包銷之有價證券，未能全部銷售者，其賸餘數額之有價證券，應自行認購之。

⁴³ 代銷：證券承銷商代銷有價證券，於承銷契約所訂定之承銷期間屆滿後，對於約定代銷之有價證券，未能全數銷售者，其賸餘數額之有價證券，得退還發行人。

證券承銷商乃經營有價證券之承銷及其他經主管機關核准之相關業務，證券商除要先取得證券商執照外，仍須依其所經營之證券業務種類加以細分，雖然募資平臺主要透過網路平臺來協助公司募得所需資金，但其性質類似於證券商，且其媒介雙方交易股權，對於有價證券仍有承銷之性質，應受證券交易法之規範，因此，本文認為募資平臺仍應取得證券商執照後方得進行相關證券業務為妥。

另外，若以提供平臺作為思考而言，證券交易法第 11 條規定，證券交易所謂依證券交易法之規定，設置場所及設備，以提供給有價證券集中交易市場為目的之法人，臺灣證券交易所及櫃買中心為我國目前所具有的兩個證券交易所，提供了公司股票買賣的場所，其維護市場公平交易及公司監管等功能完備；雖然群眾募資平臺也是提供場所供募資者與出資者作為媒介，但其功能主要在於協助新創公司發行股票以獲得初步資金，而非以交易為目的，且證券交易所之地位非群眾募資平臺所能取代。因此，以群眾募資平臺主要功能在提供網路平臺供有價證券公司發行人募資下，其性質較類似於證券商之地位，而與證券交易所所有不同。

第七節 小結

群眾募資模式涵蓋多元性的融資目的，透過這些模式的運用，來尋求潛在出資群眾對於發起人的支持，在廣大的群眾中，理念相同或者願意出資者將可能輕易的就能協助計畫發起人完成計畫。

以文創產業為例⁴⁴，文創產業多數規模較小，以投資方式之群眾募資模式更被認為是極具成長潛力的，尤其對處於創作或創業階段來說，利用「滴水成涓」的方式，將使文創業順利籌得第一桶資金；以此推知，群眾募資制度應用到我國中小型公司，甚至是新創公司是可以期待的！計畫發起人利用股權模式籌資，則出資的群眾不僅可能在未來獲得盈餘分派，也可以對於發起人的夢想有更高的認同，作為出資者，更能將自己視為理想的實踐者之一。

目前所存在的網路群眾募資因為具有多種募資模式，所牽涉到的法律規範也

⁴⁴ 參邵慶平，文創產業籌資與群眾募集，月旦法學教室第 123 期，2013 年 1 月，頁 79。

相對廣泛，除了上述的公益勸募條例、消費者保護法、銀行法、證券交易法等相關法規外，也可能涉及到網路犯罪、金流及物流、甚至是稅務方面的規範，此外，對於解決紛爭的機制可能亦需建立，但由於我國對於群眾募資此一新穎的募資方式仍然視而不見，當然也看不到相關的法律規範，單單憑藉著個別的法律規範想要來規範，勢必漏洞百出，雖要催生群眾募資專法恐非一蹴可幾，但正視這樣的新興募資行為是必要的，除了保護出資者外，更能維持金融市場的安定。

雖然美國 JOBS 法案對於群眾募資 (crowdfunding) 給予法源依據，但在我國這個新興募集行為在法規範下恐怕可能隨時觸法。雖然如此，以我國最大群眾募資平臺 Flying 來說，該平臺的計畫專案玲瓏滿目，類別有設計商品、音樂影視、舞臺演出、休閒娛樂、創作出版、社會文化、科技應用、美食饗宴、主題旅行等，在在顯示在我國群眾募資已經在蓬勃發展，但卻鮮少見到政府對於此商業行為有任何的規範。

政府如此寬鬆的態度或許可以使得群眾募資行為在發展初期減少阻礙，但卻可能伴隨而來更多的交易糾紛，不僅無法保護出資人，更可能使得居中媒介的募資平臺成為交易紛爭的推手。然而，我國法規範對此種電子商務模式並沒相對應對的方式，更可說是無法可管，因此，如何借鏡美國群眾募資立法，對於此種募資行為加以規範，使得募資平臺有法可循，並讓出資者認同出資行為的合法及安全性，恐怕也是募資平臺業者所引領期盼的吧！

第三章 美國群眾募資與籌資法令之衝突與調和

第一節 沙班法案 (SOX Act) 對美國資本市場的影響

美國在 2002 年爆發安隆 (Enron) 及世界通訊 (WorldCom) 等上市公司財報不實，以及公司管理失當的會計醜聞事件之後，讓許多投資者的信心在一夕之間崩潰，為了重建投資者的信心，確保財務資訊之正確性及可靠性，美國國會在 2002 年通過沙班法案 (The Sarbanes-Oxley Act，簡稱 SOX 法案)，該法案主要內容係規範與財務報表有關之內部控制，讓企業營運及財務資訊更加透明化，並建立相關規範以確保財務資訊之正確性及可靠性。

壹、沙班法案主要內容

美國在頒布了「沙班法案」後，該法案對美國《1933 年證券法》、《1934 年證券交易法》做出大幅修訂，在公司治理、會計職業監管、證券市場監管等方面作出了許多新的規定，其主要內容如下⁴⁵：

- (一) 建立一個獨立機構來監管上市公司的審計：成立公開公司會計監督委員會 (PCAOB)，增加美國證管會之覆核責任，加強財務報表揭露事項，檢討信用評等制度及暫時凍結公司異常款項的權力。
- (二) 加強公司監理：規範企業經理人的酬庸制度，設立審計委員會，公司應於定期報告揭露高階主管建立道德規範標準的情形，禁止公司內部人員以不當方式影響或誤導會計師查核工作，公司管理階層應及時評估內部控制及揭露財務及營運狀況等重大訊息，加強公司主管及大股東內部關係人交易之揭露，以及要求公司管理階層對財務報表提出正確性聲明。

⁴⁵ 參楊裕吉，沙班法案 (SOX ACT) 對美國資本市場的影響，華南金控專題論述 66 期，2008 年，頁 8。

(三) 強化會計師獨立性：會計師不得為審計客戶提供非審計業務的諮詢服務，財務報表應揭露審計公費等資訊，每五年更換簽證會計師，會計師於離職一年內不得任職於先前審計客戶。

(四) 提高對公司高層主管及白領犯罪的刑事責任：公司執行長及財務長對財務報表負保證責任，編製不實財報者最高處 10 到 20 年徒刑，蓄意詐欺者處 25 年徒刑，破壞、偽造受調查或申請破產公司資料者最高刑期 20 年，銷毀審計檔案者最高刑期 10 年，在聯邦調查及破產事件中銷毀檔案最高可處 20 年徒刑。

由上述內容可觀察出沙班法案重點在於提高公司會計及財務資訊之透明度、明訂管理階層對財務報表之責任、以及加強對企業舞弊行為之防制及懲罰，其中也包含相關文件中個人資料的使用及更新，以及公司機密文件保留及處理的相關規定來重建投資人信心，沙班法案之後，凡是在美國上市的公司為符合法規的要求之下，嚴格要求公司資訊之正確性及可靠性，勢必得增加上市成本來製作出完整的公司資訊。

貳、SOX 法案對小型企業的影響

SOX 法案的施行之下，雖然降低了公司舞弊的風險，但嚴格的規定下，不僅大大的增加了公司的審計成本，對於小型企業的上市籌資也產生了一定的阻力，對於小型企業及新創公司在資本市場上籌資影響不小。

美國佩斯大學(Pace University)Elina Grinberg 教授在其所著「SOX 法案對小型企業的衝擊」(The impact of Sarbanes-Oxley Act 2002 on small firms) 的研究論文中⁴⁶指出，SOX 法案對小型上市公司的衝擊遠大於中大型企業，該研究指出 SOX 法案適用對象及標準涵蓋所有在美國公開上市公司(One-size-fits-

⁴⁶ See Elina Grinberg, The impact of Sarbanes-Oxley Act 2002 on small firms, Pace University (2007) available at http://digitalcommons.pace.edu/honorscollege_theses/56. (最後瀏覽日：2014 年 12 月 10 日)

all)，並未依公司規模大小區分適用標準，大型公司因組織架構較複雜，為因應其複雜的經營模式，增進經營效率，通常已建立一套較完整的會計制度及內部監控系統，為符合 SOX 法案所需增加投入的成本相對較小。小型企業則因組織架構較單純，多數並未建立一套較完整的會計制度及內部監控系統，因此小型企業為符合 SOX 法案所需投入的成本相對較大。

此外，美國證券交易所主席兼執行長(Chairman & CEO of the American Stock Exchange) Wolkoff 指出⁴⁷，大部分的企業財務醜聞都發生在大企業身上，而其背後成千上萬的忠實股東及退休基金投資者往往未對其財務狀況產生懷疑。相對的，股票市值(market capitalization)在 5,000 萬美金到 5 億美金的中小型企業，其主要股東通常為企業經營者或其家族，他們並不需要編製假財報來欺騙自己。因此 Wolkoff 認為 SOX 法案應依公司規模區分適用標準，以避免對中小型企業的財務及人力造成過多負擔，影響企業的經營及發展，甚至部分企業為減少 SOX 法案的衝擊，因而選擇下市(Deregistering from the public market)，著實影響美國的資本市場競爭力。

小型企業在沙班法案下所面臨的會計及財務資訊之透明度以及對財務報表之責任，影響了其上市意願，嚴格的上市監管規範加重了企業籌資之成本，對於小型企業來說恐怕在募資前就先累積了大筆債務，對於公司來說更增添了上市風險，在這樣的窘境之下，「新創公司快速啟動法案」(The Jumpstart Our Business Startups Act；以下簡稱 JOBS 法案)的誕生可說是直接衝擊沙班法案的監管規定，試圖透過適度的鬆綁來促使中小型企業加速成長。

第二節 美國 JOBS 法案之立法背景與理論基礎

美國於 2012 年 3 月 22 日經參議院通過之 JOBS 法案，並於同年 4 月 5 日經總統歐巴馬簽署生效⁴⁸，基本精神便是為了提升就業率，美國透過立法來減輕微型企業或新創公司因各種證券法規所承受之募資負擔，目的在希望透過滿足原本

⁴⁷ See Wolkoff, Wall Street Journal New York, N.Y.: Aug 15, 2005, pg. A.13

⁴⁸ Jumpstart Our Business Startups Act, H.R. 3606, 112th Cong. (2012)

的證交法規下，透過更快速的融資方式來籌措資金；由 Ernst & Young 會計事務所針對 2012 年第一季全球 IPO 市場報告⁴⁹，2012 年第 1 季，全球 IPO 活動大幅減少，統計只有 157 件交易，與 2011 年第一季的 296 件交易數相比，衰退達 47%。若是與 2011 年第四季的 255 件交易數相比，亦衰退 38%。改以募集金額規模來看，2012 年第一季為 143 億美元，而 2011 年同一季規模為 466 億美元，相比衰退達 69%。若是與 2011 年第四季的 291 億美元相比，亦衰退 51%，報告顯示 IPO 相關活動已經降至 2009 年第二季度以來的最低水準。

2008 金融海嘯後，美國透過一連串的量化寬鬆貨幣政策，為的就是降低失業率並提高通膨，刺激疲弱的美國經濟；然而在 JOBS 法案通過前，小公司或新創公司募資管道是比較少甚至是比較困難的，對於銀行或創投公司而言，借貸資金給予這些新創公司多少有風險性的考量，加上美國相關證券法令對於向大眾募集資金有所限制及規範，造成無法加速經濟發展，因此透過近來當紅的「群眾募資」(Crowdfunding)，催生出股權模式的群眾募資概念。

全球製造業正從過去大量、低價製造，走向小量、客製化的分散化生產，刺激新一波微型企業的開始，在此同時，以網路為平臺的新型態的群眾募資方式也迅速崛起。集大眾之力來支持提案者所發起募資專案，大幅降低創業門檻，將使得經濟發展不再只靠大企業來撐腰，小企業亦可以透過簡易的資金募集途徑而達到創業的目的，並促使經濟因此慢慢甦醒。知名「破壞式創新」理論創造者哈佛商學院教授克里斯丁森 (Clayton Christensen) 曾指出，群眾募資是種標準的「破壞式創新」，隨著這種新形態的經濟活動竄起，將破壞傳統做生意的方式，甚至會顛覆創投業的營運生態⁵⁰。

因此，在群眾募資網站平臺如雨後春筍般出現後，不僅一般的商業融資行為

⁴⁹ See Ernst & Young, "Q1' 12 Global IPO update", Mar2012, available at <http://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/research/2012/pdf/2012-04-04-02.pdf> (最後瀏覽日：2014 年 11 月 30 日)

⁵⁰ 轉引 WIRED, 【WIRED 觀點】前 Google 企業部總裁吉勞德：創投業正經歷「破壞式創新」，投資「人」才能確保成功，http://wired.tw/2013/05/07/kickstarter_vc/index.html (最後瀏覽日：2014 年 9 月 23 日)

將受到改變，透過網路社群力量的散播，將更快速的使小型公司崛起，在 JOBS 法案授予法源下，大幅放寬新創公司的籌資限制，新型態的集資行為將大大改變民眾的生活型態及消費甚至是投資習慣，群眾募資的新潮流勢不可擋。當然，對於 JOBS 所放寬之規範也有不同意見產生，SEC 主席 Mary Jo White 及機構投資者甚至是消費者權益保護團體提出質疑，憂心在放寬監管的狀況下，可能帶給投資者更大的投資風險，最終導致對資本市場的信心薄弱。

第三節 JOBS 法案之規範範圍

2012 年 4 月 5 日，美國總統歐巴馬簽署了 JOBS 法案，其目的在放寬對新創公司和中小企業的監管規定，協助其迅速達成融資需求並輔導上市，進而創造更多的就業機會，減少失業率。本部法案共分七部分包括有：Title I：對新興成長型公司重新開放資本市場 (Reopening American Capital Markets To Emerging Growth Companies)；Title II：為創造就業者獲得資本 (Access to Capital for Job Creators)；Title III：群眾募資 (Crowdfunding)；Title IV：小型企業資本形成 (Small Company Capital Formation)；Titles V：私人企業彈性與成長 (Private Company Flexibility And Growth)；Titles VI：資本擴張 (Capital Expansion)；Title VII：法律修訂之宣傳 (Outreach On Changes To the Law)。

以下將對 JOBS 法案之主要內容作摘要說明：

第一項 定義新興成長型公司

首先，JOBS 法案規範出一個新的企業類別：「新興成長型公司 (Emerging Growth Company，以下簡稱 EGC)」，根據該法案之規定“新興成長型公司”是指在最近會計年度營業收入低於 10 億美元的公司，公司在收入達 10 億美元前或上市後 5 年內仍屬於新興成長型公司；若依照這樣的法律定義，大多數的未上市公司都可以被歸入新興成長型公司。JOBS 法案對於新興成長型公司放寬其上市監管，豁免於證券法規之部分要求，這些企業將無須滿足 SOX 法案下 404 (b) 各款之要求，例如豁免特定之公開募股揭露義務、豁免特定之會計或投資人溝通說

明需求，以降低募股成本、鼓勵新興成長公司公開發行股權⁵¹。

SOX 法案 404(b)各款的要求限制，包括揭露財務資訊、管理階層薪資及企業內部審計等內部控制資訊。JOBS 法案下，新興成長型公司將可豁免於 404(b)v 下之層層規範，然而，當公司達到下列之條件後，新興成長型公司將喪失 EGC 之資格：

- (1) 公司年收入超過 10 億元後的第一個財務年度。
- (2) 公司實施 IPO (Initial Public Offerings) 5 年後的第一個財務年度。
- (3) 公司在前 3 年發行了超過 10 億美元之非可轉換債。
- (4) 公司符合“large accelerated filer”（公司在過去的一年中公開發行的股權價值的變動幅度超過 7 億美元）。

以下將對於 JOBS 法案所放寬之內容及其牽涉之相關規範討論之。

第二項 提高註冊申報門檻

根據美國 1934 年證券交易法§12(g)規之要求，任何總資產超過 1000 萬元並擁有至少 500 個註冊證券持有人的公司必須向證管會註冊，成為證管會嚴格監管範圍內之“公開報告公司”，這些公司在註冊後必須開始持續資訊揭露並接受其他有關投票代理權、大股東持股及證券交易報告等方面的嚴格監管。

JOBS 法案第五部分提高必須註冊的申報門檻，任何總資產超過 1000 萬元並擁有至少 2000 個註冊證券持有人或超過 500 個非適格投資人的公司才必須向證管會註冊。其中員工持股與經過群眾募資所獲得之股東人數不包含在內，此項修訂使得新創公司在融資方面具有更多靈活性，並大幅降低企業公開申報所附隨

⁵¹ See Thomas A. Mattin, The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demand of the Crowd, 13-15 (2012), available at <http://ssrn.com/abstract=2040953>. (最後瀏覽日：2014 年 11 月 10 日)

之成本⁵²。

第三項 允許以公開勸誘或公開廣告形式進行私募

根據證管會 Regulation D 第 506 條款，滿足特定條件之發行公司可以向任意數量的“適格投資者 (Accredited Investor)”和不超過 35 個非適格投資者進行不受金額限制之私募發行，豁免於向證管會註冊登記，但其必須滿足條件有 (1) 每個涉及的非適格投資者或其代表應具有使其能夠評估此項投資的價值與風險，具有對財務及商業方面之知識與經驗；(2) 發行公司必須向每個涉及的非適格投資者在銷售前提供所規定之資訊揭露；(3) 不得採用公開勸誘或公開廣告之形式。

對此，JOBS 法案第二部分第 201 節規定⁵³，美國證管會應當自 JOBS 法案簽署之日起 90 日內，對 Regulation D 中 Rule 506 條款進行修訂：

- 1、修訂 Rule 506 使 Rule 502 (c) 禁止廣告與公開勸誘之規定不適用於 Rule 506 之募集，取消向適格投資者募集不得採用公開勸誘或公開廣告形式的禁止性規定，同時此類募集將不會因為公開宣傳而被視為公開募集。
- 2、增訂 1933 年證券法 §4(b) 規定⁵⁴：依 Rule 506 之募集，縱使為廣告或一般性勸誘行為仍不視為公開發行。

該規則修訂完成後，包括創業公司及成熟公司在內的所有公司可以通過公司網站、印刷品、電視、社會媒體或通過第三方網站等形式進行私募發行和銷售，屆時，將會出現專門推動這種“準公開發行”的服務提供商。

⁵² See Andrew C. Fink, *Protecting The Crowd And Raising Capital Through The JOBS Act* (2013), 26, available at <http://ssrn.com/abstract=2046051>. (最後瀏覽日：2014 年 10 月 30 日)

⁵³ See JOBS Act Section 201.

⁵⁴ 15U.S.C.A §77d(b).

第四項 群眾募資合法化

JOBS 法案第三部分對於群眾募資 (Crowdfunding) 作了規範，也使得群眾募資有了法源。近年來，一些網站提供專門的募資平臺，讓創業者或有創意發想之人在平臺上發布計畫及融資目標，利用解釋資金用途和發展項目方案，向大眾公開募集小額資金之支持；募集資金幾乎是無償使用，並不以返回本金或支付利息為必要，這樣的情形下，群眾募資仍然成為集資之新門道，對此，美國透過 JOBS 法案將群眾募資予以合法化，讓股權式群眾募資成為可行，新創公司將可以利用群眾募資來作為公司募資的新手段。

法案規定，美國新創公司可透過經紀商 (Registered Broker) 或募資平臺 (Funding Portal) 向群眾銷售和推銷股份。其條件主要包括：一、企業於 12 個月期限內得透過網際網路向群眾銷售總額 100 萬美元以下之有價證券。二、依投資人年收入或資產淨值，限制投資人每年得投資之金錢數額。三、發行人不得直接進行銷售和推銷其股份，而是必須透過向主管機關申報立案的中介機構方可進行。四、新創公司必須提供一定資訊給證管會、中介機構以及潛在投資人，履行資訊揭露之義務。

群眾募資之型態雖具有挹注新創企業之功能，但其籌資型態涉及違反了證交法相關法規，也因此對於群眾募資有贊成與反對兩方勢力角力，肯定說⁵⁵認為群眾募資能加速挹注小型企業所需之成長動能，應予鼓勵但仍必須妥善納入法規監管，以收其經濟效益；否定說則認為⁵⁶在美國現行證交法 Regulation A 及 Rule 504 等規定下，小企業已有較低成本之籌資管道，再利用群眾募資來豁免其相關規範，無疑是使投資人暴露於投資風險之中，缺乏正當性。

群眾募資的立法使得原本新創公司之募資方式有了快速及簡便的改變，但隨

⁵⁵ See Joan MacLeod Heminway & Shelden Ryan Hoffman, *Proceed at Your Peril : Crowdfunding and Securities Act of 1933*, 78 TENN. LREV. 879, 881 (2011).

⁵⁶ See Thomas Lee Hazen, *Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws-Why the Specially Tailored Exemption Must be Conditioned on Meaningful Disclosure*, 90 N.C.L. Rev., 1735, 1755 (2012).

之接踵而來的是對於投資者的保護問題，資訊上的揭露程度及對募資平臺之管理、規範等，無非是對於證券主管機關一大考驗，如何在美國證券法及證券交易法之規範之下適度調整監管尺度，協助新創公司快速發展，將是股權式群眾募資發展的重要關鍵。

下節將以群眾募資制度在現行證券法規範下可能受到之可能面對道之問題及衝突加以討論，藉以歸納出群眾募資制度與目前證券規範之不同之處。

第四節 群眾募集制度與法規範之衝突

JOBS 法案的第三部分-群眾募資(Title III-Crowdfunding)主要針對公眾的、小額的非特定投資人所進行的群眾募資加以規範。而關於群眾募資的規範草案(Proposed Rules)則在 2013 年 10 月 23 日由美國證管會提出，至今仍在進行收集此規則涉及之對象包括投資人、創業者等中小微企業家、律師、教授、經濟學家及對該法案關注者等的意見。何時正式公布法規命令尚未確定。

以下茲就 JOBS 法案中對於群眾募資之要點整理如下，就其群眾募資所受規範及與證券法規可能抵觸之部分加以比較：

第一項 群眾募資之資格及金額之規範

第一款 募資主體之規定

該法對發行人之資格係以反面列舉不得成為發行主體，包括：非美國公司、公開報告公司(public reporting companies)、1940 年投資公司法所定義之投資公司、共同基金、私募股權基金(private equity funds)、資產管理工具(asset management vehicles)、商業發展公司(business development companies)、符合主管機關將訂定類似 Regulation A Rule 262 所訂消極條件之公司。

第二款 募資金額限制

單一公司可透過中介者(intermediaries)進行群眾募資，在 12 個月期間內可募集 100 萬美元。因此單一公司最高只能在 12 個月內募集到 100 萬美元，倘若公司屬性風險較高，該項規定可以避免更大的損失，起到保護投資者的目的，同時也起到促進投資風險分散的效應。

第三款 應募者投資金額之限制

從投資者應募金額而言，法案對於年所得或淨資產小於 10 萬美元的投資人，每人在 12 個月中可認購同一發行人 2000 美元或年收入或淨資產之百分之五，以高者為準。如果是年所得或淨資產在 10 萬美元以上者，則可認購同一發行人不超過年所得或淨資產百分之十，同時，法案規定在 12 個月內，參與的投資者將只能透過群眾募資購買 10 萬美元以下的股權，在一定程度上把高風險的投資比例限定在可承受的損失範圍內。

第二項 公司揭露義務之放寬

群眾募資雖大幅降低對於公司所須揭露資訊負擔，但仍有基本要求。

第一款 申報義務

美國國會及其證券主管機關在賦予群眾募資法源下，考量可能產生之證券詐欺和保護投資人間嘗試著做出權衡，因此，在要求資訊揭露義務方面雖放寬許多，但仍試圖防範可能產生之資訊不透明所造成之影響。

群眾募資在美國首先面對的法規障礙是 1933 年聯邦證券交易法（以下簡稱 1933 年證券法），依 1933 證券法§5(c)規定：「非經申報不得從事買進、或出售之要約(unless a registration has been filed)。縱經申報，但發給拒絕或停止命令(a refusal order or stop order)者亦同。」因為群眾募資係對不特定人募集資金，將被認定為該法所稱之公開募集(public offering)，因此除非符合豁免(exemptions)申報的情況，否則應該在公開募集前向證管會申報。

而對群眾募資來說申報生效將耗時費錢，若可參考美國聯邦證券法規定中可豁免申報生效之證券態樣，如私募 (Private Offering under Section 4(2))、小額募股 (Small Offering, Rule 504 of Regulation D)、Medium-Sized Offering (Rule 505 of Regulation D)、Safe Harbor (Rule 506 of Regulation D)、及 Regulation A 等可能適用。而其中，有論者認為⁵⁷Regulation A 並無 Regulation D 所加諸於群眾募資之障礙，為較適合群眾募資之合法之道，且雖仍有資訊揭露之成本，其與募資金額之比例尚在合理範圍內。

根據證管會 Regulation A 之規定，對於在 12 個月內融資、籌資金額在美金 500 萬元以下之公開募股案件之僅須符合以下規定，即得豁免申報生效之監管規定：使用證管會規定之 Form 1-A 提供類似申報生效之募股聲明書及公開說明書，包含遵循一般公認會計準則之財務報告、經稽核之資產負債表、法定發行所須揭露之非財務資訊等。而 JOBS 法案第四部分第 401 節將籌資金額上限放寬提高到 5000 萬美元⁵⁸，這一措施有利於減輕企業資訊揭露的負擔，進一步鼓勵小企業擴大融資規模。

第二款 註冊義務

另外，美國 1934 年證券交易法 §12(g) 規定：「任何發行人從事跨州際之商業或從事影響跨洲際商業之營業，或其證券經由郵件或以任何跨州際之方法或手段為交易者，應向證管會註冊該有價證券。」因此，群眾募資是應依 1934 年證券交易法之規定向證管會進行註冊 (registration)，並進一步依相關規定來履行後續之繼續公開義務。

對於群眾募資可能抵觸法律之規範，JOBS 法案中增訂了相關規定來豁免群眾募資之註冊義務，首先，證券法第 4 條中將群眾募資增列為豁免交易 (Exempted transactions) 之類型之一，豁免於第 5 條之規定；其次 JOBS 法案第 303 條規

⁵⁷ 參陳如芬，論網民集資豁免證券交易法公開發行規範之必要性，東吳大學法律學系碩士在職專班法律專業組碩士論文，2014 年 7 月，頁 29。

⁵⁸ See JOBS Act Section 401.

定，要求證管會應制訂命令（rule）將群眾募資之豁免交易發行之證券，豁免於證券交易法第 12 條規定之註冊義務。

第三款 公開說明書之提供

發行人及承銷商在送達證券前或送達同時，依 1933 年證券法第§5(b)(2)之規定必須交付符合§10(a)規定之公開說明書(prospectus)，且主管機關對於公開說明書之內容有詳盡的規範。

為降低企業籌資成本，JOBS 法案於第 302 條(b)所增訂之證券法第 4A 條(b)(1)中，大幅降低募集者所須提供資訊的負擔。募集者不須提供公開說明書，只須向 SEC 及投資人提供以下資訊：

- (A) 名稱，法律地位(legal status)，地址，網址。
- (B) 董事、經理人(及任何處於同一地位或執行相同職務者)及持股超過百分之二十之股東名稱。
- (C) 所營事業的描述及可預期從事之事業。
- (D) 財務狀況之描述，包括過去 12 個月是否為§4(6)之其他募集：

募集 10 萬美元以下，提供(I)過去一個完整年度之納稅證明文件；(II)經主要經理人(principal executive officer)證明所有主要內容為真實、完整之財務報告。

募集超過 10 萬美元，不逾 50 萬美元者，經獨立會計師依專業標準及程序審閱(review)之財務報告。

募集超過 50 萬美元者，經查核簽證(audited)的財務報告。

- (E) 陳述募集目的及募集金額之預定用途。
- (F) 預計募集之金額。募集期限及募集過程定期更新的頻率。
- (G) 訂價，若在銷售前則應說明訂價方法，並應對於投資人提供最終價格及所有要求的揭露並使投資人有機會撤回認購。
- (H) 發行人之所有權歸屬及資本結構，包括：
 - (i) 所發行證券之期限，發行人所發行之其他證券，包括證券期限之調整，證券間的差異，證券權利之限制，稀釋(diluted)。

- (ii) 發行人主要股東行使權利將對證券購買者有何負面影響。
 - (iii) 任一類證券持股超過百分之二十之股東名稱及持股程度。
 - (iv) 該證券如何被評價，並舉例說明未來如何被評價之方法。
 - (v) 發行人之少數股東之所可能面臨的風險，以及未來公司活動可能引起的風險，包括：增資發行新股，發行人出售，出售發行人之資產等。
- (I) 其他經證券主管機關考量公共利益與投資人保護以命令訂定要求之資訊。

第三項 中介者(intermediaries)的使用

JOBS 規定規定群眾募資之交易行為作成係透過經紀商 (broker) 或募資平臺 (funding portal)，且限於已向 SEC 註冊之中介者 (intermediaries) 方能實行。

第一款 募資平臺之定義

依 1934 年美國證交法§3(a)(80)之募資平台定義為：任何人依 1933 年證券法§4(6)為他人計算從事證券募集或出售之中介者⁵⁹。

關於募資平臺，要求也比較多。募資平臺產品將只能網上操作，通過一個由註冊經紀人或資金門戶控制的平臺進行，這是一種新型的美國證券交易委員會註冊方式。另外，募資平臺還需要 (1) 為投資者提供指導材料；(2) 因為投資人是非專業的、非成熟度很高的投資人，因此要進行盡職調查和信用方面的審核，採取措施以減少欺詐的風險；(3) 提供有關產品和發行人的資訊；(4) 提供溝通渠道，可以參照亞馬遜網站，允許對產品在平臺上討論；(5) 促進募資證券的發售及銷售。

並且，募資平臺不得從事以下之行為：1. 提供投資意見或推薦；2. 對於在該平臺上要約或陳列之證券，勸誘購買、銷售或為購買要約之行為；3. 不能對於

⁵⁹ 原文為：The term 'funding portal' means any person acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the account of others, solely pursuant to section 4(6) of the Securities Act of 1933.

勸誘、銷售陳列或介紹於平台之證券，給予員工、代理人或其他人給付報酬；4. 不能持有、管理、占有或經手投資人資金或證券；5. 從事其他 SEC 所禁止之行為。

第二款 JOBS 法案賦予中介者之義務

JOBS法案第302條(b)所增訂之證券法第4A (a)規定了中介者的主要義務，其中包括了：

- (1) 必須向證管會註冊登記。
- (2) 必須向自律團體(self-regulatory organization)註冊登記
- (3) 必須揭露資訊，包含關於風險以及其他投資者教育資料之揭露，相關規定應由證管會依命令定之。
- (4) 確保每位投資者閱覽教育投資者之資訊(investor-education information)，確認投資者瞭解其投資所承受之風險，並要求投資者回答問題，以證明其對於投資新創事業(startups)、新興產業(emerging businesses)與小型發行人(small issuers)所涉之風險程度、轉讓不易之風險(risk of illiquidity)以及其他依證管會命令所定之事項有所瞭解。
- (5) 依證管會所定之命令，採取相關作為以降低因該群眾募資交易可能產生之詐欺風險。此類作為應包含獲取證券發行人之高階主管(officer)、董事以及持有其超過百分之二十之已發行股權的股東之背景及證券執法前科紀錄調查(securities enforcement regulatory history check)。
- (6) 最遲在證券售出之前的二十一日前，中介者必須提供投資人相關風險訊息(risks of the investment)，及填寫投資風險聲明書(risk statement)以確保證管會與投資人均能取得發行人依法提供之資訊。
- (7) 依證管會所定之命令，確保僅在募集之總資金達到目標募集數額(target

offering amount)時，發行人才會取得募集所得資金，且允許投資人得撤回其投資。

- (8)依證管會所定之命令，採取作為以確保任一投資人在此十二個月的期間內，所取得依群眾募資規定發行之證券的總金額，不超過前段所述之投資上限。
- (9)依證管會所定之命令，採取作為以保護從投資人處所取得之資訊的隱私。
- (10)對於他人將潛在投資者之資訊(personal identifying information)提供與中介機構之行為，不得提供報酬。
- (11)禁止其董事、高階主管、合夥人(或是任何實際上居於類似地位或執行相類似功能之人)，在利用其服務之發行人中享有任何財物利益(financial interest)。
- (12)證管會為保障投資人與公共利益所定命令的其他規範。

第四項 其他要求

除上述外，該法尚包括以下限制：(1)除了指引投資人至中介者之通知外，不能對募集加以廣告；(2)若未採取主管機關以命令要求之步驟，以確保收受報酬者能明確揭露其過去、現在、未來所收受之報酬者，不得對銷售人員提供報酬。(3)每年至少一次向 SEC 及投資人提供營運結果報告(reports of the results of operations)及財務報告；(4)符合 SEC 以命令規範之其他要求。

第五節 小結

綜上所述，美國在簽署 JOBS 前按照相關證券法規來說，任何以股權融資為目的，以公眾小額集資的行為都受到規範限制的，但因為群眾募資具有相當的靈活性、高時效性、低成本及低風險的性質，對於新創公司募集資金來說是一大良

方，JOBS 法案在改革小型公司的資本市場下確認了群眾募資的合法性，省去了繁瑣縟節的上市規範，以提供了新創公司的籌資新方式。

然而，在美國 JOBS 法案出爐後，群眾募資雖可有效地協助新創公司解決籌資困難問題，在豁免了申報及註冊等義務下，仍有相對的資訊揭露義務，新創公司在籌資上仍有必要之成本負擔；另外，雖然群眾募資合法化鼓舞了許多有志創業者，但放寬監管規定下，詐欺及道德風險將受到質疑，對於中介者募資平臺的監管亦是一大考驗，對於法案成效亦有待評估及考驗。



第四章 企業募資管道

第一節 概說

企業籌措資金來源一般可分為內部資金與外部資金⁶⁰，內部資金乃指成立公司當時向股東所募集之資金、當期盈餘、保留盈餘等；至於外部資金又可細分為二類：其一為公司發行有價證券，向一般社會大眾募集資金，例如辦理現金增資（發行新股）或發行公司債⁶¹等；另一則為向金融機構辦理融資貸款所獲得之資金。惟本文著重於企業為營運或投資所需之外部資金探討，藉由外部資金取得方式以了解企業在尋求資金與援時可能遭遇之問題。

外部資金，主要來自於負債及股東權益二方面，股東權益部分，係企業以發行普通股或特別股之方式取得資金，而負債部分，則是企業透過向銀行借款，或是發行公司債之方式，取得資金。惟以上兩種籌資方式，均分別有其缺點：一是以擴大股東權益之方式籌資，且具有資金成本最低的優勢，但是會因股本迅速擴大，稀釋盈餘。如果企業原本的獲利狀況，就不甚良好，再加上稀釋效應，則每股獲利狀況，會越加糟糕。此外，若缺乏縝密的考量，而發行新股者，甚至將引起有心人士的窺視，進而造成敵意併購等意外事件的發生。二是向銀行辦理融資，雖是籌資成本最高的模式，但時間及手續上卻最為簡便，然融資會提高企業之負債比率，致使其財務結構轉趨為劣，更甚者，可能使其信用評等下降，連帶使得未來融資時，因信用評等下降，造成企業籌資之成本上揚⁶²。

因此，企業經營需要外部資金挹注，而證券市場則是企業融資最有力的場所，但其中仍有企業所需注意者。由個體經濟學角度言之，證券市場可謂使企業得以透過發行有價證券，從證券市場上獲得其所需之資金，順利從事經濟活動；而相對於資金供給者，則透過有價證券的持有，間接參與，並取得企業盈餘或利

⁶⁰ 參廖大穎，公司法原論，三版，三民書局，2006年，頁269。

⁶¹ 參王文宇，公司法論，三版，元照出版，2006年，頁40-42。

⁶² 參廖大穎、谷湘儀、葉仕國、黃鴻隆，企業籌資法務與個案分析，二版，元照出版，2011年3月，頁4。

息的分配⁶³。

以臺灣公司而言，目前透過證券市場來公開發行股票或利用私募是主要獲得企業資金的管道方式，但不論公開募集抑或私募都有其優缺點，以公開募集而言，企業透過公開發行股票、債券、上市上櫃等方式對於草創初期的新創公司而言，都受到法律上（公司法及證券交易法）的層層管制，由於相關程序及成本過高，恐怕難以適合新創公司使用；而私募則因為有一般性廣告及公開勸誘之禁止行為，加上有轉售之限制，對於新創公司而言，初期知名度不高下，要尋求特定人的資金挹注也具有相當難度。

因此，2014 年櫃買中心所設立之創櫃板開創了一個新的融資管道，成為新創公司募得資金良好途徑，新創或微型企業⁶⁴不再侷限於公開發行或私募為手段，在公司發展初期可利用創櫃板節省資金成本，免去公開發行或私募所造成的成本負擔。

對於公開發行、私募及創櫃板等企業融資方式，各有其利弊得失，公司融資採取何種方式較為有利依各個公司屬性不同，但上述三種募資方式對於資格及資訊揭露等均有不同規範及限制，以下將對三種募資方式加以介紹，藉以了解公司有資金需求時，何種募資方式是較為有利的。

第二節 公開發行

我國證券交易法第 7 條之規定，有價證券之募集，乃是「發起人於公司成立前或發行公司於發行前，對非特定人公開招募有價證券之行為。」於解釋上係指證券發行公司依照公司法和證券交易法之規定，辦理有關發行處理程序，將該公

⁶³ 參廖大穎，證券市場與企業金融的管道－證券交易法系列講座：第一講，月旦法學教室，2011 年 9 月，頁 70。

⁶⁴ 微型企業(micro-enterprises)：美國國際開發署將“微型企業”定義為由當地人擁有、為雇員(包括不領薪水的家庭成員)不超過 10 人、其業主和經營者為貧困人口的小企業；微型企業的定義暗含著收入和資產的限制，通常它們可以被認為是窮人的企業。參 MBA 智庫百科，<http://wiki.mbalib.com/zh-tw/>（最後瀏覽日：2014 年 12 月 1 日）。

司之財務及業務狀況予以公開，並將其已發行之股份總額提出一定比例，對非特定人公開招募股份，募集其所需資金謂之⁶⁵。

然而，公司欲公開發行必須依照公司法及證券交易法(另訂有發行人募集與發行有價證券處理準則規範之)之規定，辦理發行審核程序，並將其財務業務予以公開發表或分散部分股權，透過一定程序方得進行，也因此對於公司採取公開發行方式募資是有一定成本在的。

因此，公司籌資並非公開發行不可，依公司法第 156 條第 3 項規定：「公司得依董事會之決議，向證券管理機關申請辦理公開發行程序；但公營事業之公開發行，應由該公營事業之主管機關專案核定之。」由此觀之，目前現行公司法採自願公開發行，公司得衡量公司營運狀況及各種情事，以決定是否利用公開發行來發行新股。以募集的程序而言，公開發行具有四種態樣：

第一項 公開發行之方式⁶⁶

公開發行之方式主要有：(一) 募集設立公開發行股票；(二) 募集公司債；(三) 補辦公開發行；(四) 自願公開發行等方式，茲分述如下：

第一款 募集設立公開發行股票

依公司法第 132 條第 1 項採募集設立者為新公司成立前，先由發起人認購股份，餘者未經認足之股份對外公開招募(公司法第 156 條第 2 項已廢除發起人先認足四分之一之限制)，即公司如有完善之營運計畫，且具有高度可行性時，即可透過公開募股之方式，募足所需股本，再行辦理設立登記。

第二款 公司成立後募集公司債

發行公司募集公司債為長期舉債方式之一，發行公司必須於擁有盈餘與獲利

⁶⁵ 參李開遠，證券交易法理論與實務，二版，五南書局，2014 年 1 月，頁 57。

⁶⁶ 參李開遠，證券交易法理論與實務，二版，五南書局，2014 年 1 月，頁 60。

能力，足以負擔利息支出時，始符合募集公司債之標準。公司法規定，公司經董事會決議後，得募集公司債；但須將募集公司債之原因及有關事項報告股東會。前項決議，應由三分之二以上董事之出席，及出席董事過半數之同意行之（公司法第 246 條）。

另公司法規定公司債之總額，不得逾公司現有全部資產減去全部負債及無形資產後之餘額。無擔保公司債之總額，不得逾前項餘額二分之一。發行公司募集公司債時，應將公司法第 248 條所列舉之 20 款之事項，申請地方主管機關核轉中央主管機關查核之（公司法第 247 條）。

發行公司申請募集公司債，應填具募集公司債申請書送請主管機關審核，並須依照主管機關規定應行記載事項編制公開說明書連同募集公司債申請書併送主管機關審核，於募集公司債時先向應募人交付。募集公司債之申請，經主管機關核准後，發行公司董事會應於核准通之到達之日起 30 日內，備就公司債應募書，附載募集公司債申請書所載事項，加記核准之主管機關與年月日文號，同時將其重要內容公告，開始募集。超過 30 日限期未開始募集而仍須募集者，應重新申請。

第三款 補辦公開發行

股份有限公司尚未依證券交易法發行之股票，而擬在證券交易所上市（櫃）或於證券商營業處所買賣者，應先向證期局申請首次股票公開發行之審核程序，否則該股票不得於證券交易所或證券商營業處所為公開之買賣，公開徵求或居間（證券交易法第 22 條第 1 項）。

另外，發行新股同時辦理公開發行，公司已依法設立，然未依證券交易法辦理公開發行，擬辦理增資發行新股時，可同時申請補辦增資新股公開發行，經核准後，依證券交易法規定，其以前未依證券交易法發行之股份，亦視同已依該法發行（證券交易法第 24 條）。

未辦理公開發行之有價證券，其持有人擬申報或申請對非特定人公開發行時，應先洽由發行人向證期會申請補辦公開發行，在未經該會核准公開發行前不得為之（證券交易法第 22 條）。

第四款 自願公開發行

股份有限公司不論資本額多少而自願辦理公開發行者。

第二項 有價證券募集之監督

公開發行係針對不特定之大眾，故公司利用公開發行所能獲得資金較為充足，但相對的公開發行公司必須受到定時公開財務、業務資訊之嚴格管理，故對於新創之微型公司而言，募資成本相對提高，且在不具知名度情況下，恐怕造成相當成對的困難。

以下針對公司採取公開發行方式募資所受到之限制及規範論述之，檢視新創公司利用公開發行所可能遭遇之困難及增加之負擔。

第一款 申報生效制

所謂核准制，係指發行人欲發行有價證券，須經主管機關之核准後，始得為發行有價證券之行為，亦即發行人除須公開有關資訊外，其財務、業務狀況尚須經過主管機關之實質審查或形式審查，於符合一定之發行條件之下，主管機關始予以核准發行。而所謂申報生效制，係指發行人無須經過主管機關積極之核准，只需依規定申報及公開有關資訊，如主管機關未於一定期間內表示異議，發行人即得發行有價證券。申言之，發行人如依規定檢齊相關書件向主管機關提出申報，除因申報書見應行記載事項不充分，為保護公益有必要補正說明或經主管機關退回外，其申報案件經過一定期間便會自動生效，故此制度又可稱為註冊制。

核准制的缺點除了主管機構權力太大，易於滋生腐敗，另外，主管機構對企

業優劣的判斷未必準確，可能漏掉好公司，也可能放進體質不佳的公司；而對於公司而言，核准制更大的缺點在於主管機構的核准速度不可預期，拖延了公司上市進度。因此我國於 2006 年 1 月修正證券交易法，廢棄核准制而單採申報生效制，修正證券交易法第 22 條第 1 項：「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。」而申報生效制為公開原則的體現，其所著重者為資訊的完全公開，使投資人得據此資訊作出投資判斷，至於發行人的實質條件如何，則非所問⁶⁷。

我國雖採申報生效制，但實質管理之痕跡清楚可見；主管機關藉由退件，對發行人進行實質管理。更甚者，退件也可能成為落實公司治理之手段，例如未設薪酬委員會、未依規定將電子投票列為表決方式等，其實均與該有價證券之募集與發行未必有直接關聯，但主管機關為「迫使公司遵守規定」，改從募集與發行之申報生效切入，可謂一種特殊之執行手段⁶⁸。

第二款 資訊揭露

關於證券交易法上的資訊揭露制度，一般認為係指發行人於募集、發行有價證券時或持有人對非特定人公開招募而出售其有價證券時，依法應檢具之公開說明書，或指公開發行公司依法應定期編送主管機關之財務報告等企業資訊，乃至於公開收購股權或公開徵求委託書時亦依法應公開之參考書類或說明書等，以提供投資人買賣有價證券的判斷依據⁶⁹。

對於公開發行公司，我國對於其資訊揭露有相當的規範，基於公開原則下可區分為「初次公開（初次揭露）」與「繼續公開（繼續揭露）」。發行市場中所提供之資訊稱為「初次公開原則」，對稱於流通市場中所提供之「繼續公開原則」。

壹、初次公開-發行市場（公開說明書）

⁶⁷ 參賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2009 年 10 月，頁 35；劉連煜，新證券交易法實例研習，增訂 8 版，自版，2010 年 9 月，頁 190。

⁶⁸ 參曾宛如，證券交易法原理，六版，元照出版，2012 年 8 月，頁 73。

⁶⁹ 參陳春山，證券交易法論，五南出版，2000 年，頁 29。

所為初次公開，一般認為是發行人對非特定人公開招募有價證券時，依法公開之企業內容⁷⁰。公開募集有價證券與交易安全及社會公益關係至鉅，為協助投資大眾明瞭上市、上櫃公司及公開發行公司之動態，進而幫助其採理性之投資決策，以維護證券交易之安全，預防企業犯罪，保障投資人，證券交易法規定無論初次公開發行或現金增資發行新股，都必須編製公開說明書，並於主管機關申請審核後，向社會大眾說明其業務財務狀況之文件⁷¹。

一、 依公司法所應記載之事項

證券交易法第 30 條第 1 項規定：「公司募集、發行有價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。」另外，第 2 項規定：「前項公開說明書，其應記載之事項，由主管機關以命令定之。」證交法規定公司在募集有價證券之初須交付公開說明書，使投資人得以審慎評估投資風險。

除公開說明書外，依公司法之規定，發行人應載明下列事項，向證券管理機關申請審核或辦理之：

- (一) 公開募股設立時，依公司法第 133 條第 1 項所列事項，例如，營業計畫書、發起人資料、招股章程、代收股款金融機構、證券承銷商及承銷約定事項等。
- (二) 公開發行公司債時，依公司法第 248 條第 1 項所規定，例如公司名稱、本次發行公司債資料、債款資金運用計畫、償還本次公司債計畫、先前所曾發行公司債資料、財務報表、公司債受託人及受託約定事項、代收債款金融機構、證券承銷商及承銷約定事項、董事會之議事錄等。
- (三) 公開發行新股時，依公司法第 268 條第 1 項所規定事項，例如公司

⁷⁰ 參賴源河，證券管理法規，自版，2000 年，頁 57。

⁷¹ 參李開遠，證券交易法理論與實務，二版，五南書局，2014 年 1 月，頁 141。

名稱、原定股份總數及實收資本額資料、本次發行新股資料、財務報表、增資計畫、代收股款金融機構、證券承銷商及承銷約定事項、發行新股決議之議事錄等。

二、 公開說明書之資訊內容

公開說明書為初次公開發行資訊之核心，故主管機關訂有「公司募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則」，規範公開說明書之資訊內容，其規範內容有：

(一) 公司概况

1、公司簡介

該準則第八條規定應記載設立日期、總公司、分公司及工廠之地址及電話、公司沿革（最近五年度及截至公開說明書刊印日止辦理公司併購之情形、重要廠房之擴充、新產品之推出、董事、監察人或持股超過百分之十之大股東股權之大量移轉或更換、經營權之改變及其他足以影響投資人權益之重要事項與其對公司之影響），如更早年度之資訊對瞭解公司發展有重大影響時，亦應一併揭露。

2、風險事項

該準則第九條規定風險事項應記載風險因素、訴訟或非訟事件及公司內部人發生財務週轉困難或喪失債信對公司財務狀況之影響。

3、公司組織

該準則第十條規定應記載組織系統（列明公司之組織結構及各主要部門所營業務）、關係企業圖（列明公司與關係企業間之關係、相互持股比例、股份及實際投資金額。）、總經理、副總經理、協理及各部門與分支機構主管、董事、監察人及發起人相關資料。

4、董事、監察人、總經理及副總經理之酬勞

該準則第十條應記載最近年度支付董事、監察人、總經理及副總經理之酬金（最近二年度支付本公司董事、監察人、總經理及副總經理酬金、分別比較說明本公司及合併報表所有公司於最近二年度支付本公司董事、監察人、總經理及

副總經理酬金總額占稅後純益比例之分析並說明給付酬金之政策、標準與組合、訂定酬金之程序及與經營績效之關聯性。)

5、最近二年度及當年度董事、監察人持股比例超過百分之十股東放棄現金增資認股之情形

該準則第十一條規定應記載最近二年度及當年度董事、監察人及持股比例超過百分之十之股東放棄現金增資認股之情形；所放棄之現金增資股洽關係人認購者，尚應揭露該關係人之姓名、與公司、董事、監察人、持股比例超過百分之十股東之關係及認購股數。最近二年度及截至公開說明書刊印日止，董事、監察人、經理人及持股比例超過百分之十之股東股權移轉及股權質押變動情形。股權移轉或股權質押之相對人為關係人者，尚應揭露該相對人之姓名、與公司、董事、監察人、持股比例超過百分之十股東之關係及所取得或質押股數。

6、資本及股份部份之資訊

該準則第十一條規定應記載、股份種類、股本形成經過、最近股權分散情形
四、最近二年度每股市價、淨值、盈餘、股利及相關資料。

7、公司債（含海外公司債）發行情形

準則第十二條規定之。

8、特別股發行情形

準則第十三條規定之。

9、參與發行海外存託憑證之發行情形

準則第十四條規定之。

10、員工認股權憑證發行情形

準則第十五條規定之。

(二) 營運狀況

1、公司併購

準則第十六條規定之。

2、公司之經營

準則第十八條規定應記載業務內容、市場及產銷概況、最近二年度從業員工人數、環保支出資訊、勞資關係。

3、固定資產及其他不動產應記載事項

準則第十九條規定應記載自有資產及租賃資產情形。

4、轉投資事業

準則第二十條規定之。

5、重要契約

準則第二十一條規定重要契約應記載目前仍有效存續及最近一年度到期之供銷契約、技術合作契約、工程契約、長期借款契約及其他足以影響投資人權益之重要契約，載明當事人、主要內容、限制條款及契約起訖日期。

(三) 上市上櫃公司公司治理運作情形

準則第三十一條規定應記載：董事會運作情形、審計委員會運作情形、公司治理運作情形及其與上市上櫃公司治理實務守則差異情形及原因、公司如有訂定公司治理守則及相關規章者，應揭露其查詢方式、最近年度及截至公開說明書刊印日止，與財務報告有關人士（包括董事長、總經理、會計主管及內部稽核主管等）辭職解任情形之彙總。另外對其他足以增進對公司治理運作情形之瞭解的重要資訊，得一併揭露。

(四) 重要決議應記載與本次發行有關之決議文

準則第三十二條規定之。

(五) 其他

如發行計畫及執行情形、財物概況及特別記載事項（準則第三十條規定之。）

貳、繼續公開-交易市場

基於繼續資訊公開之要求，發行機構之經營者或大股東等，必須持續性提供有關發行機構之相關資訊，以便投資人為買賣有價證券之決策及價格決定。

此種繼續性之資訊揭露要求，依據證券交易法第三十六條規定，基於其時間上之常規性，可分為定期及不定期二種類型，如：年報、財務報告、每月營運情形、董監及10%股東持股變動及股票設質與解質情形之申報等。

(一) 定期性資訊揭露

依證券交易法第三十六條第一項及第三項，規定應定期公開者。如財務報告（含年度、半年度及第一、三季）、每月營運情形（含營業收入、開立發票、資金貸與、背書保證、衍生性商品資訊）、年報、董監大股東持股變動及質權設定情形、股東會開會資料、內部稽核各項作業等。

(二) 不定期性資訊揭露

影響股東權益或證券價格之事項，或須充分提出供投資分析判斷，而應即時公開之資訊者。如影響股東權益或證券價格之事項、公開說明書、公開收購、財務預測、取得或處分資產（含大陸投資、向關係人購買不動產、企業併購等）、資金貸與及背書保證、募集資金及私募案件、上市（櫃）公司買回本公司股份、會計變動等。

第三項 公開發行的優點及缺點

公司辦理公開發行，在經濟效益上固然有其優點，包括籌措資金較易、資金成本較低、股權及風險分散、小股東受到較多保障等，但同時也必須負擔額外之成本，主要包括資訊揭露成本、為符合法令規定之管制成本、因揭露公司營運及財務狀況而不利於競爭之成本等⁷²。

壹、公開發行之優點⁷³

(一) 股權分散，實現企業所有與企業分離原則

公開發行股票之主要目的在要求發行人於發行新股時，依規定提撥

⁷² 行政院國家科學委員會專題研究計畫成果報告－我國企業規避公開發行之誘因與策略：以資本額度規定為例，2001年3月，主持人：臺灣大學會計學系林嬋娟，共同主持人：臺灣大學會計學系劉啓群。轉引自：莊月清，公司撤銷公開發行程序與生效要件，月旦法學雜誌，2013年10月，頁144。

⁷³ 參李開遠，證券交易法理論與實務，二版，五南書局，2014年1月，頁59。

發行新股總額一定比率股份數額向外公開銷售，分散於不特定人承購，可促進股權分散，避免股權及財富過於集中，影響公司正常經營，藉以消除家族企業，使社會大眾能參與投資，分享企業利潤，並促進企業所有權與企業經營權分離原則之貫徹實施。

(二) 充分實現公開原則

公開發行新股須先交付公開說明書及公開財務狀況，充分實現公開原則，一方面使投資人於為證券之性質與價值之判斷時，取得有關發行公司充分且正確資料，俾作為選擇投資之依據，其為防止發行證券詐欺之最好方法；另一方面可促使發行公司在主管機關管理監督、股東及投資人注視之下，有所警惕而發揮敬業精神，加強經營責任，其為保護股東利益之利器。

(三) 提高公司經營效率

由於公開發行股票公司須依法定期辦理財務公開，因此，公開發行股票可協助發行公司建立健全之會計制度，引導現代化企業經營，提高經營效率，促進企業經營民主化及財務業務資訊透明化。

(四) 健全流通市場規模

公開發行新股係屬於發行市場範圍，而發行市場與流通市場關係密切，發行市場之良窳立即影響流通市場之發展，兩者相輔相成，故公開發行新股增加證券市場籌碼，擴大證券市場規模，對流通市場之健全發展助益甚大。

(五) 資本證券化與證券大眾化

證券主管機關為促進企業所有權與經營權分離，訂定股權分散標準，其股權分散未達主管機關所定標準者，為取得其股票上市（櫃）

之條件，公開發行股份為不可或缺之管道，因此，公開發行股份端在使發行股票公司之股權分散達證券主管機關所訂定標準，俾資具備股票上市條件，得由發行人向證券交易所申請股票上市，故公開發行新股乃發行人向證券交易所申請股票上市前必經之法定程序，有助於資本證券化及證券大眾化之推展。

(六) 協助企業募集資金

公開發行新股，可協助工商企業募集其所需用之資金，有促進資本形成之功能，公開發行公司因擴充生產設備而增加固定資產，其所需資金不得以短期債款支應（公司法第14條），故為籌措長期所需資金，絕不能仰賴銀行信用之擴張，而必須取自國民儲蓄，公開發行新股則為籌措自有資金之管道增加公司營運資金，減低資金成本。

貳、公開發行的缺點

本文認為公開發行具有協助公司募集廣大資金之公能，但對於新創公司或小企業而言，公開發行所提供之效益在未顯現前，可能就已經為新創公司帶來不小之壓力，可能會有以下之缺點：

(一) 採用公開發行具有較高的成本

公開發行在資金的取得上能透過對大眾的募資來減少對銀行機構的依賴能減低獲得資金之成本，但相對的，在採公開發行時因為重視於投資人保護，最初會有承銷商的承銷費用、會計師以及律師之費用，此外還會有審查費等一系列費用。企業公開上市後，還要支付後續資訊揭露以及給律師與會計師的各種費用，企業資訊的透明化也會增加企業營運成本。

(二) 削弱原經營企業的控制權

以我國企業經營多屬家族企業而言，透過公開發行後，一旦公開上市，由於眾多投資者的參股，股權分散後，原經營團隊可能因此對公司所持有之股份比率降低，且企業之經營方向及決策皆須交由股東全體決定，諸如增加發行股票、員工購買股票的安排、公司併購之有關決定都需要得到股東會的之決議，原管理經營者對企業的控制權會減弱。

(三) 法律規範及資訊揭露

企業必須定期公布各種報表以供投資人及股東詳閱，另外，當企業有重大事件發生它必須即時向金融監督管理委員會遞交相應的報告等，並公布重大訊息即時反映予投資大眾。

第四項 小結

以公開發行而言，藉由向廣大群眾募集資金確實能達到較高之效益，所能募集之資金較為充裕，但由於上述申報程序及資訊揭露要求下，對於公開發行公司所應負擔之成本較大，如此龐大之支出對於新創公司來說，恐怕是沉重之負荷，因此並非所有公司皆能以此作為募資之途徑。

第三節 私募

我國於2002年2月6日修訂證券交易法，首度允許公開發行公司以私募方式發行股票或公司債，嗣後企業除了可以公開募集來籌資，以私募方式來募集資金亦成為另一管道。

第一項 私募之定義及範圍

證券交易法第 7 條第 2 項之規定，所謂私募，謂已依本法發行股票之公司依第 43 條之 6 第 1 項及第 2 項規定，對特定人招募有價證券之行為；我國於 2002 年 2 月 6 日增訂證券交易法第 2 章第 3 節「有價證券之私募及買賣」，包括條文第 43 條之 6 至 43 條之 8 等規定，藉此引入私募 (private placement) 制度，公開發行公司得以利用私募有價證券之方式來取得資金；另外，非公開發行公司則可以公司法第 248 條第 2 項、第 3 項來辦理私募發行公司債，進一步擴大公司私募範圍，以提供企業除公開發行以外的另一籌資管道。

私募相對於募集，最大的差別在於，由於募集時涉及一般投資大眾，為確保一般投資人之利益，故特別以證券交易法加以規範保護，然若投資人有方便取得資訊之管道，並有足夠專業能力理解相關資訊，法律無再以繁瑣的程序管理之必要⁷⁴。換言之，只要有價證券買賣之受要約者，屬於無法取得相關且足夠揭露資訊之機會，而需要證券交易法與以保護之一群人時，則其性質即為「募集」；反之，則為「私募」⁷⁵。

公開發行股票之公司私募有價證券，除普通公司債之私募，得於董事會決議後辦理，無須經由股東會決議外，須有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，始得對特定對象進行有價證券之私募。另於股東會召集事由中應列舉並說明下列事項，並不得以臨時動議提出：(一)價格訂定之依據及合理性(二)特定人選擇之方式；其已洽定應募人者，並說明應募人與公司之關係(三)辦理私募之必要理由。

以下就現行私募有價證券之重要規定敘述如下：

第二項 私募之對象

依證交法第 43 條之 6 規定，私募之特定對象包括 (一)銀行業、票券業、信

⁷⁴ 參賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2009 年 10 月再版，頁 78。

⁷⁵ 參劉連煜，新證券交易法實例研習，增訂 8 版，自版，2010 年 9 月，頁 202。

託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或組織(二)符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金(三)該公司或其關係企業之董事、監察人及經理人。前述第(二)款及第(三)款之應募人總數，不得超過 35 人。

第一款 金融機構

包括銀行業、票券業、信託業、保險業、證券業或其他經主管機關核准之法人或機構。金融機構投資有價證券係由其專業部門處理，相關產業資訊蒐集較為便利且資金龐大，具有保護自身能力，自得為私募對象，且應募的金融機構亦無私募人數的限制⁷⁶。

第二款 符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金

依原財政部證期會 91 年 6 月 13 日台財證一字第 0910003455 號函釋，符合主管機關所定條件之自然人、法人或基金，其資格限制有：

壹、自然人

- (一) 本人淨資產超過新台幣 1,000 萬元或本人與配偶淨資產合計超過新台幣 1,500 萬元。
- (二) 最近二年度，本人年度平均所得超過新台幣 150 萬元，或本人與配偶之年度平均所得合計超過新台幣 200 萬元。

貳、法人或基金

最近期經會計師查核簽證之財務報表總資產超過新台幣 5,000 萬之法人或基金，或依信託業法簽訂信託契約之信託財產超過新台幣 5,000 萬元者。

然而，以上應募者的資格應由該私募有價證券之公司盡合理調查之責任，並

⁷⁶ 參賴英照，股市遊戲規則－最新證券交易法解析，再版，作者自版，2009 年，頁 80。

向應募人取得合理可信之佐證依據，應募人須配合提供之。但依證券交易法第 43 條之 8 第 1 項第 2 款規定轉讓者，其資格應由轉讓人盡合理調查之責任，並向受讓人取得合理可信之佐證依據，受讓人須配合提供之。

第三款 公司或其關係企業之董事、監察人及經理人

依證期會 92 年 3 月 27 日台財證三字第 0920001301 號函釋，對於經理人適用範圍包括：(1) 總經理及相當等級者。(2) 副總經理及相當等級者。(3) 協理及相當等級者。(4) 財務部門主管。(5) 會計部門主管。(6) 其他有為公司管理事務及簽名權利之人。

而對於董事及監察人包括法人董事及監察人，則依公司法第 27 條所定之自然人代表人。

第三項 資訊揭露

依證交法第 43 條之 6 第四項之規定：私募有價證券之公開發行公司應符合前述(二)主管機關所定條件之自然人、法人或基金之合理請求，於私募完成前負有提供與本次有價證券私募有關之公司財務、業務或其他資訊之義務。

第四項 轉售限制

證券交易法第 43 條之 8 對於私募有價證券再轉讓設有嚴格限制，亦即，有價證券私募之應募人及購買人除有特定情形外，不得再行賣出，特定情形如下：

第一款 無持有期間限制情形

若有下列四項情形之一，則可進行轉讓而不受持有期間限制：

一、第 43 條之 6 第 1 項第 1 款之人持有私募有價證券，該私募有價證券無同種類之有價證券於證券集中交易市場或證券商營業處所買賣，而轉讓予具相同資格者（第 43 條之 8 第 1 款）

二、基於法律規定所生效力之移轉（第 43 條之 8 第 4 款）

三、私人間之直接讓受，其數量不超過該證券一個交易單位，前後二次之讓受行為，相隔不少於三個月（第 43 條之 8 第 5 款）

四、其他經主管機關核准者（第 43 條之 8 第 6 款）

第二款 持有期間滿一年但未滿三年

自該私募有價證券交付日起滿一年以上，且自交付日起第三年期間內，依主管機關所定持有期間及交易數量之限制，轉讓予符合第 43 條之 6 第 1 項第 1 款及第 2 款之人（第 43 條之 8 第 2 款）

第三款 辦理私募有價證券滿三年者

自該私募有價證券交付日起滿三年（第 43 條之 8 第 3 款）

第五項 私募之優點及缺點

壹、私募有價證券之優點⁷⁷

（一） 私募制度作業程序簡便

由於公司透過公開招募募集資金，除了必須依公司法第 22 條第 1 項經過主管機關核准或申報生效外，尚有製作公開說明書之程序；相對而言，私募則依證交法第 43 條之 6 第 5 項，於價款繳納完成後 15 日內檢附相關書件向主管機關報備即可，亦不須會計師、律師簽證、公開承銷等作業程序，具有較高之時效性，

⁷⁷ 參許雪芳，上市上櫃公司私募之研究，國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文，頁 33-34。

可以掌握最佳發行時機，並滿足發行公司急迫之資金需求。

(二) 節省公開發行之承銷費用及發行成本

私募無須透過承銷商公開承銷，只對特定機構或公司內部人發行有價證券，不須透過承銷商，更省去公開說明書之編製成本及會計師、律師等費用，故可降低募資的直接成本。

(三) 發行條件較具彈性

私募有價證券之應募人數限 35 人，發行公司可與應募人個別協商，配合雙方需求設計發行條件，使其契約內容與發行條件較具彈性。發行價格亦無法令特別限制，僅在私募價格與參考價格、理論價格差異達 20% 以上，始需洽獨立專家表示意見，並公開定價依據及獨立專家意見，避免公司故意壓低私募價格圖利特定人之弊端⁷⁸。

(四) 易掌握資金招募之來源

私募可採先取得特定對象之承諾再發行之方式，透過探詢私募對象承購意願，再進行後續之發行程序，除了能掌握資金來源，更可降低資金募集失敗之不確定性；此外，因為私募為對特定人銷售，故發行公司可選擇發行對象。面對購併威脅，大股東亦可透過私募方式提高自己在公司之持股，鞏固控制權，或是將私募股權售予關係友好之盟友，以對抗敵意型併購。

(五) 不必揭露大量內部資訊

以私募方式籌資，發行公司僅須向特定投資者揭露有限資訊，不須編製公開說明書向投資者揭露所有內部資訊，可避免公司內部具機密性、商業性的財務、

⁷⁸ 參廖大穎、谷湘儀、葉仕國、黃鴻隆，企業籌資法務與個案分析，二版，元照出版，2011 年 3 月，頁 202。

業務資訊洩漏與競爭對手。

(六) 增加對公司之監督

私募是將數量龐大的有價證券售予少數投資者，投資者所持有之債權或股權比率高，會較有誘因監督公司，同時，因為私募投資者所具備的專業能力優於散戶，故會比一般投資者有能力監督公司，給予公司建議與協助，使公司運作更有效率，可以提高公司價值。

(七) 解決資訊不對稱之問題

因為私募是針對特定對象發行有價證券，投資人數較少，發行新股的公司較容易將重要資訊傳遞給少數投資者，且投資者多具專業能力，較有能力及誘因收集公司資訊，能較深入了解公司之營運及財務狀況，故可減少投資者與發行公司間資訊不對稱現象。

貳、私募有價證券之缺點⁷⁹

(一) 私募證券流動性不佳

私募有價證券的變現性較差，除另有規定外，需自交付日起持有滿三年方得轉讓，投資風險上較公開發行高，多少左右投資人認購意願。

(二) 折價發行造成資金成本提高

由於投資風險較高，一般私募多以折價發行，以提高投資意願，卻也造成私募股東以較低成本參與公司盈餘分配，除造成發行公司負擔較高之溢價外，也造成股東權益不均之狀況。

⁷⁹ 參王文字，我國證券私募法制之研究，新金融法，元照出版，2003年1月初版，頁471。

(三) 圖利內部人

私募排除既有股東及員工之優先認購權，卻允許內部人得為應募人，有圖利特定人之可能，加以私募普通股會影響股權分布結構，若濫發更會稀釋每股價值⁸⁰，也因私募非具特定條件無法參與，剝奪了未具特定條件人參與私募之機會。

(四) 私募禁止廣告與公開勸誘

證券交易法第 43 條之 7 第 1 項規定有價證券之私募及再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為以保障投資人權益，違反者，視為對非特定人公開招募之行為⁸¹，對於新創或微型公司而言，要尋求特定人的出資本身就不容易，再附加其禁止廣告與公開勸誘之限制，如何尋得投資人？對於草創初期的公司而言，這樣的限制猶如緊箍咒，侷限了新創公司的籌資可能性。

第六項 小結

私募制度的經濟效益在於豁免證券交易法上對公開發行有價證券制度之適用規定，如企業對投資人的資訊公開義務，減輕發行公司籌措資金時之成本與不必要的行政程序，屬於豁免交易 (exempted transaction) 之一種⁸²。同時，私募有價證券亦具有降低企業發行有價證券之成本與減少證券管理之行政程序與成本之優點，得以作為有價證券之發行公司籌措資金之選項。

至於發行公司採行公開招募或是恰由特定人認購之私募制度，屬於企業自治

⁸⁰ 參廖大穎、谷湘儀、葉仕國、黃鴻隆，企業籌資法務與個案分析，二版，元照出版，頁 203。

⁸¹ 民國 91 年證券交易法部分條文修正草案，增訂第 43 條之 7 之立法說明，請參閱《立法院公報》第 91 卷第 10 期 420-421 頁。

⁸² 參廖大穎，調整公開收購與公開發行公司之私募制度，收錄於氏著公司制度與企業金融之法理，元照出版公司，2003 年 3 月初版 1 刷，頁 319-320。

之內容，而由企業自行加以決定⁸³。在美國，對於私募基金之禁止廣告與公開勸誘已經解禁，然我國私募制度仍管制較為嚴格，對於剛起步的新創公司而言，在知名度及信用度尚未成熟之下，要靠私募來籌得公司所需之資金似乎亦有難度。

第四節 我國中小企業籌資現況

壹、企業籌資的管道仍以金融機構借款為主

企業在不同發展階段，其內、外部投資人與公司大小股東間之不同立場或關係，直接影響到公司各種籌融資型態。公司在育成階段，主要資金來源是靠內部資金，也就是股東自有資金，另外創投與私募資金也可能在此時進入；當企業進入快速成長期，資金需求急切，來源便可利用發行可轉債、銀行貸款、甚至上櫃籌資等都有可能；企業到了最穩定的擴張或成熟期，借款、發行公司債或股票都是常見之方式；如果到了重組期，這時所有的對外關係與前一階段又反轉過來，由於不確定性大增，風險高，所以資金來自股東、可轉換債，甚至透過債務協商、股票交換，甚至透過債務協商、股票交換、引進私募資金等方式⁸⁴。資金不僅是生產的投入要素，更是企業周轉之所必須，因此對於資金較不充裕的中小企業而言，如何確保資金流動通暢是相當重要的課題。

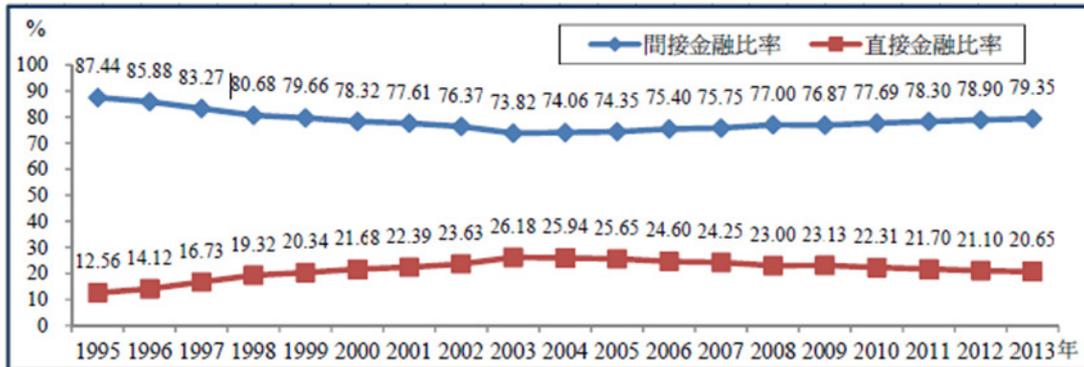
企業籌資的管道可簡單分為直接金融與間接金融兩種方式⁸⁵。近年來，臺灣企業直接金融籌資受到股市震盪調整、上市企業動能減弱，及政府政策鼓勵對中小企業放款的影响，企業籌資在 2003 年產生轉折，間接金融開始呈現出穩定的成長趨勢，而直接金融的比率則開始逐漸下滑。2013 年臺灣企業籌資結構統計資料顯示，間接金融占比為 79.35%，直接金融占比 20.65%，仍然有相當大的差距，可看出我國企業籌資方式仍以間接金融為主。

⁸³ 參李開遠，證券管理法規新論，增訂 5 版，五南圖書公司，2007 年 9 月，頁 141。

⁸⁴ 參薛琦、郭秋榮，中小企業籌融資，于宗先院士公共政策研討會，2014 年 5 月 2 日，頁 7。

⁸⁵ 直接金融係包括「附買回交易」、「短期票券」、「國內公司債」、「國外有價證券」及「資產證券化商品」。間接金融則包括「國內金融機構借款」、「國外借款」、「政府借款」、「企業借款」、「個人及非營利團體借款」。

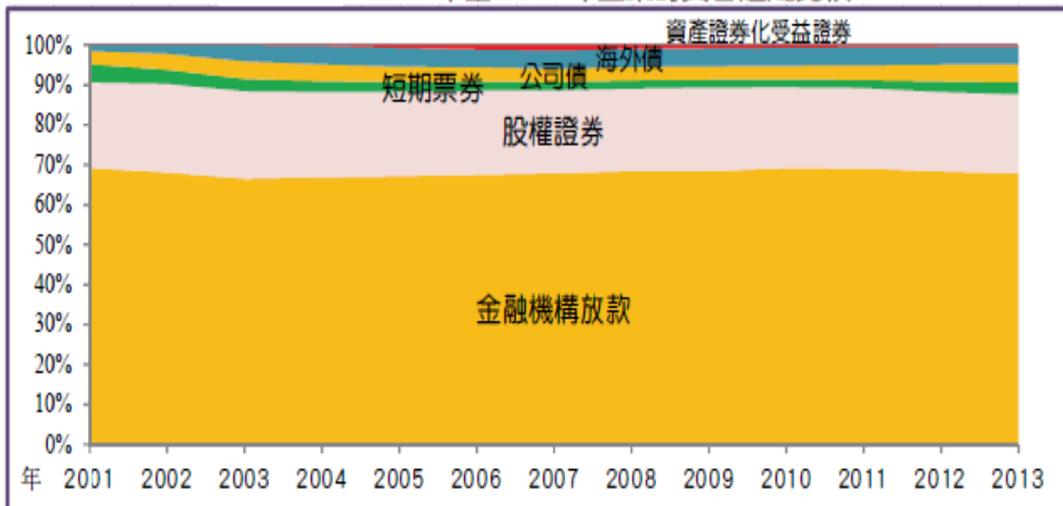
1994 年至 2013 年直接與間接金融比率



資料來源：中央銀行（2014 年 1 月），《直接金融與間接金融存量分析》。

由企業籌資管道來看，就中央銀行的統計 2008 年以來，企業自金融機構貸款的比例溫和上升，在 2013 年占比為 67.89%。此外，次級房貸危機所引發之全球股災，減低股票市場籌資動能，股權證券與資產證券化收益證券籌資占比持續減少，2013 年分別僅占 19.77% 和 0.34%。然而，以占比來看企業籌資以金融機構放款為主要來源，其次為股權證券，但就我國非公開發行公司可募集之公司債而言，其占比非常小，也可看出中小企業公司在尋求資金來源時，所承受之成本或利息負擔造成其不少壓力。

2001 年至 2013 年企業籌資管道之比較



附註：1. 金融機構包括：包含央行、其他貨幣機構及人壽保險公司；2. 金融機構放款含催收及轉銷呆帳；3. 籌資管道中不含金融機構投資及政府債券。

資料來源：中央銀行（2014 年 1 月），《直接金融與間接金融存量分析》。

貳、中小企業採公開發行面臨成本壓力

從資本市場的角度看，臺灣的公司可分為未公開發行公司和公開發行公司兩類，成為公開發行公司是企業跨向資本市場的重要一步，進而上市或上櫃以得到更多公司所需資金，而未上市（櫃）公開發行公司的股票在興櫃市場交易，作為臺灣地區的場外市場。公開發行公司為確保公司組織、管理及財務健全下必須向公眾公開相關資訊，且具有一定之門檻上的限制；對於中小企業來說，在營運初期公司資訊的揭露在初期造成成本上的沉重負擔。

由經濟部中小企業處公開數據顯示，截至 2013 年底，我國全部企業共有 1,363,393 家，而中小企業家數共有 1,331,182 家，占比 97.64%，顯見我國企業多以中小型公司為主，中小企業缺乏貸款所需之抵押品，在市場競爭激烈獲利不易下，均影響其籌融資能力。再細探我國公開發行公司股票發行家數後可以發現，截至 103 年底，我國公開發行公司不過 2,160 家。

報表	公開發行公司股票發行概況統計表					
項目	上市公司家數	上市公司資本額	上櫃公司家數	上櫃公司資本額	未上市未上櫃公司家數	未上市未上櫃公司資本額
年月	家	十億元	家	十億元	家	十億元
10301	840	6,613.97	662	663.5	584	1,795.79
10302	841	6,625.59	660	661.61	582	1,797.78
10303	843	6,627.47	663	664.65	583	1,798.98
10304	844	6,654.38	664	665.65	583	1,768.13
10305	845	6,660.39	665	666.63	587	1,768.38
10306	845	6,665.19	666	668.37	593	1,772.26
10307	846	6,696.18	669	671.65	587	1,763.7
10309	847	6,772.03	673	679.45	611	1,763.19
10310	849	6,777.28	678	679.43	619	1,761.75
10311	849	6,771.86	681	680.6	621	1,756.9
10312	854	6,783.4	685	679.56	621	1,757.6
來源	證券期貨局					

說明	<ol style="list-style-type: none"> 1. 「未上市未上櫃公司」包括興櫃公司。 2. 「上市公司」包括第一上市之外國企業。
----	---

受到資本規模的限制，中小企業自資本市場取得長期資金的地位遠不如大型企業，再則中小企業一般缺乏專職財務人才，雖在財務調度及運用方面，中小企業之靈活度相較於大企業而言，有過之而無不及之處，但就運用效率觀點而言，中小企業則受限於資源有限之前提下而有捉襟見肘之慮，且中小企業會計制度相對較不健全，使銀行對中小企業的授信處處限制，這些因素導致中小企業可能面對相對較高之資金成本⁸⁶；綜上，要成為臺灣市場公開發行公司，須按照規定的程序向證期局申報相關公司資訊，雖然可以成為資本市場的重要一步，但對於新創或中小企業公司來說，也可說是遙遠的一步。

臺灣經濟發展，中小企業一直扮演著重要的角色，以目前臺灣企業之類型而言，公開發行門檻對中小企業恐怕過高，中小企業創業者面臨沉重融資壓力下，選擇向銀行機構融資，然而在初期的資產下，恐怕也難以借貸到營運所需之資金，對於我國中小型企業來說，如何得到所需的資金與援將是關鍵的重要課題。

參、創櫃板設立

創櫃板是由櫃買中心為響應政府政策扶植微型及小型創新企業的發展所創立，其主要功能是提供給微型創新企業籌措資金的一個管道。創櫃板是興櫃底下的延伸，在興櫃掛牌的中小型企業，上櫃資本額限 5000 萬元以上，而創櫃板的創意公司，資本額限 5000 萬元以下之股份有限公司，資本額更小，且由櫃買全方位輔導。櫃買中心規定登錄創櫃板期間不宜逾 3 年，也就是說在 3 年內未能順利吸引投資大眾認同出資認購，不排除取消掛牌資格，而能完成籌資作業的公司，櫃買中心將輔導轉上市櫃，建立一個公開發行市場外的新籌資管道。

⁸⁶ 參李宗政、江瑞豐，中小（微型）企業創業籌融資管道之比較與探討：融資順位假說之應用與實踐，創業管理研究第四卷第一期，2009 年 3 月，頁 87。

第五章 我國採取股權模式群眾募資之可行性

股權模式群眾募資對於中小企業融資猶如活水，美國率先利用立法來對於股權模式群眾募資的新募資型態予以規範及保障，雖然只是踏出初期的腳步，但顯見群眾募資之重要性，透過股權式群眾募資促使公司得到另一籌資管道，更可使得中小企業及新創公司茁壯發展。

我國參考美國作法來促進中小企業募資簡化，但以目前尚無專法之狀況下，仍可能觸及相關法規之適用，在缺乏完整的規劃及完備的法律規範下，我國欲採取股權模式群眾募資恐怕仍不可能，雖然如此，本文仍試圖探討在我國法制下，股權模式群眾募資將面對何種難題，藉以釐清抵觸法規下，日後對於群眾募資納入修法之可能性。

第一節 有價證券之定義

要參考美國法群眾募資之股權模式首先面臨到的問題是，我國與美國之證券範圍並不相同，想要利用群眾募資來進行股權模式的投資交易，勢必會有相異之處，諸如各種有價證券之商品是否均得於募資平臺上作為投資標的，有價證券的定義將左右著股權式群眾募資於我國證券法規範之適法性；因此，界定具有股權性質的有價證券有其必要性，除了解美國群眾募資合法化下對於有價證券在募資平臺交易所涵蓋之範圍，藉以對於我國之有價證券加以檢視，是否適合於群眾募資平臺上以交易方式進行股權模式的募資。

第一項 美國法之證券範圍：

美國有關證券之意義出現在證券法（the Securities Act of 1933）第二條第一項、證券交易法（the Securities Exchange Act of 1934）第三條第一項第十款、公用事業控股公司法（the Public Utility Holding Company Act of 1935）第二條第一項第十六款、投資公司法（the Investment Company Act of 1940）第二條第一項第三十六款等不同之法條中，因規範目的不同故範圍有所不

同⁸⁷。

由 1933 年美國證券法所稱之證券觀之，其涵蓋範圍廣泛，包括：任何票據、股票、庫藏股票、公債、信用債券、債券憑證、息票或任何參與分紅協定的證書、抵押信託證書、設立前證書或認購書、可轉讓股份、投資合同、有投票權的信託證書、證券存單、石油（天然氣或其他礦產）小額不可分割權利，任何證券的賣權、買權、買賣選擇權或優先購買權、存款憑證、證券組合或證券指數（包括其中的任何利益或者以其價值為基礎的）、在全國證券交易中與外匯有關的任何股票的賣權、買權、買賣選擇權或優先買權；一般被普遍認為屬於「證券」得任何權益或憑證，或者上述任何一種的權利證書或參與分紅證書、暫時或臨時證書、收據、擔保證書、認股權證、購買權等，皆為「證券」⁸⁸。

由於美國國會於制定有價證券之範圍時，並非試圖從經濟觀點區分證券或非證券，而是尋求足夠寬廣的定義以涵蓋屬於一般證券概念下眾多的商業工具。何種證券屬於美國證券法規所規範，則由美國證券管理委員會（SEC）及執行、管理該證券法之機構及法院，於應用於實際案例中時決定。故立法時列入所有可能種類，雖有些證券有固定之意義，其他並非清楚明瞭，則依實際案例以定該交易工具是否為證券⁸⁹。

對於有價證券的定義而言，美國法所規範的範圍廣，也使得眾多投資性商品均被列為有價證券，然而，廣範的有價證券範為會使這些具有實質投資價值之票券納入證券法規範之範疇，將可充分保護投資人。

第二項 我國證券交易法有價證券之定義

依證券交易法第 6 條第 1 項：「本法所稱有價證券，指政府債券、公司股票、公司債券及經主管機關核定之其他有價證券。」關於有價證券證交法並未明文定

⁸⁷ 參曾宛如，證券交易法原理，六版，元照出版，2012 年 8 月，頁 24。

⁸⁸ See Securities Act of 1933。

⁸⁹ 參林雅玲，私募公司債—比較我國與美國制度主要因素之差異，國立政治大學法律研究所碩士論文，2007 年 7 月，頁 40。

義，而是以例示方式規範包含之對象。

所稱「有價證券」⁹⁰，依法律性質而言，乃表彰具有財產價值之私權證券。證券交易法上所稱有價證券係指依公司法及證券交易法有關規定發行，得在證券交易市場交易買賣之證券而言，亦即指得在證券交易所所有價證券集中交易市場或證券商營業處所交易買賣，表彰股東權或資本權利之資本證券而言，其性質與民商法上之有價證券略有差異，範圍亦較小，其所稱之證券限於資本證券⁹¹，茲分述其範圍如下：

壹、 政府債券

政府基於財政上之理由或為配合重大經濟建設之需，政府以其信用作保證，依法定程序作成債券，向社會大眾募集借款，承諾在一定期間付與持有人利息及償還本金，所發行之債券謂之；而政府債券又包含公債、國庫券、中央銀行儲蓄券以及短期票券等向社會大眾所募集之債⁹²。

公債以債券形式表徵，公債之發行無須經證券主管機關核准或申報生效，即可為之（證交法第 22 條），亦無須依證券交易法所規定之程序辦理，其上市則由主管機關以命令行之（證交法第 149 條），其為一種豁免證券（Exempted Securities），一般國家多規定政府發行之債券豁免申請或註冊，即可在證券交易所上市買賣，僅由政府主管機關決定發行與上市之有關事宜，依美國法例，豁免證券係豁免向聯邦證券交易委員會申請登記即可發行之證券，依美國 1934 年

⁹⁰ 參李開遠，證券交易法理論與實務，二版，五南書局，2014 年 1 月，頁 7。

⁹¹ 參黃川口，證券交易法要論，自版，1997 年，頁 12，指資本證券是投資人將資金投資在企業、或對企業或對政府所有債券之憑證，例如股票、公司債券、公債等，其代表的是較長的投資或債務關係，不同於票據所代表的短期債權、債權關係，例如匯票、本票和支票等之貨幣證券。

⁹² 參吳光明，證券交易法論，增訂十版，2011 年 1 月，頁 39。

證券交易法（Securities and Exchange Act of 1934）第 3 條第 12 款之規定：所稱「豁免證券」，係指任何證券，其本金與利息由美國政府直接負責與負責擔保者。凡公司發行或擔保之證券，美國政府如對該公司有直接或間接發生利益關係，得由財政部長認為其需要與適當，對保障大眾之利益與投資人之權益，而指定該種證券為豁免證券；證券之本金與利息如由州政府或州政府以下之機關所負責或擔保者，亦為豁免證券。其他證券（包括市場主要為州內之不登記證券），委員會得視保障公共利益與投資人之權利之需要，無條件或規定在某種條件之下，或以一定之期間，而指定該種證券為豁免證券。上述之證券得不受本法對「豁免證券」不適用之條文規定之限制。

貳、 公開募集發行之公司股票

本法所稱之公司股票以公開募集發行者為限。所謂公開募集係以不特定多數投資人為對象，委託證券承銷商代為公告公開銷售之方式。依公司法第 133 條及第 268 條所稱公開發行以實際上公開對不特定人招募股份為限。但依證券交易法第 22 條第 2 項及第 24 條規定，於下列情形，雖非對不特定人公開為之，亦屬本法所稱之「公開發行」：

- (一) 補辦公開發行。
- (二) 公開發行公司以前非依本法發行之股份。
- (三) 公開發行公司發行新股而非公開為之者，例如：由原股東、員工、特定人認購。

一般而言，股票係彰顯股東權之要式有價證券，必須具有下列特性
(1) 須以書面為之；(2) 須為公開發行者；(3) 須表彰股東權益之證券。依公司法之相關規定，持有公司股票之股東享有盈餘分派請求權及參與股東會之表決權等。因此，證券須視其所表彰之內容是否屬於公司債或其他類型之證券，而決定其有無證交法之適用⁹³。

參、 公司債券

公司債券通常係公司為籌措長期資金，擴充生產設備而發行之有價證券，分割為多數單位金額，就其所需資金總額，向投資大眾負擔金錢債務⁹⁴，並以書面承諾，於將來一定時間給付一定金額，於未到期前，按約定日期及利率給付利息謂之。公司債券為對發行人具有債權之憑證，通常是一種固定利率、到期日固定而且超過1年時可轉讓之信用工具。

公司募集公司債時，應申請證券管理機關審核之(公司法第248條)，非經主管機關核准或申報生效後，不得為之(證交法第22條)，公開發行公司募集發行公司債，除募集發行轉換公司債者外，應經向證期會申報生效後，始得為之。

肆、 經財政部核定之其他有價證券

(一) 證券投資信託事業為募集證券投資信託基金，所發行之受益憑證。換言之，受益憑證係指證券投資信託事業為募集證券投資信託基金而發行之要式有價證券。受益憑證經指定之機關簽證及基金保管機構簽署後，得於有價證券集中交

⁹³ 參吳光明，證券交易法論，增訂十版，2011年1月，頁39。

⁹⁴ 參柯芳枝，公司法論，三民書局，1991年版，頁410。

易市場買賣。

(二) 外國之股票、公司債、政府債券、受益憑證及其他有投資性質之有價證券，凡在我國境內募集、發行、買賣或從事投資服務者（證期會（26）台財證（二）第 00900 號函）。

(三) 僑外人在台募集資金所訂之投資契約：「華僑或外國人在台籌集資金赴外投資所訂立之投資契約，與發行各類有價證券並無二致，投資人皆係給付資金而取得憑證，亦屬證券交易法第 6 條之有價證券」（證期會（76）台財證（二）第 6934 號函）。

伍、視為有價證券之證券

證交法第 6 條第 2 項規定：「新股認購權利證書、新股權利證書及前項各種有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書，視為有價證券。」以上被視為有價證券之證書或憑證依其性質均可在證券市場流通，茲分述如下：

(一) 新股認購權利證書

公司發行新股時，除經目的事業主管機關專案核定者外；應保留發行新股總額 10%至 15%之股份，由公司員工認購，其餘向外公開發行或洽由特定人認購之 10 日前，應公告及通知原有股東，按照原有股份比例優先分認（公司法第 267 條），原有股東按照原有股份比例優先分認，該項權利謂之新股認購權利。認股人應將款項連同認股書項代收款項之機關繳納之，代收機關收款後，應向各該繳款人交付經由發行人簽章之股款繳納憑證（證交法第 33 條），此項以表彰其

新股認購權利之憑證，此即所謂新股認購權利證書。故新股認購權利證書係指表彰原有按照持有股份比例認購新股權力之書面文件，得視為有價證券（證交法第6條），即得隨時依股票市價或公司資產價值獲得一定之價值，於報經主管機關核准上市場買賣，可在流通市場轉讓流通，取得其應有之權益。惟新股認購權利證書之轉讓，應於原股東認購新股限期前為之（證交法第23條）。

（二） 新股權利證書

股份有限公司將應分派股息及紅利之全部或一部轉作資本所發行之新股（公司法第240條）；或將公積之全部或一部撥充資本所發行之新股（公司法第241條），按原有股東持有股份之比例發給新股，原有股東得享有該項分配新股之權利，謂之新股權利。由於新股印製需一定時間，在該股票印製交付前，公司先行印製發給原有股東該項權利之證書，得視為有價證券（公司法第6條第2項）。

（三） 政府債券、公司股票、公司債及經財政部核定其他有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書

嚴格而言，上述之權利證券為書證並非有價證券，但因其實質流通具有財產性，故擬制將其視為有價證券。

（四） 上述有價證券未印製表示其權利之實體有價證券者

民國89年7月證券交易法修正時，為配合有價證券之無實體交易及無實體發行。爰增訂對於未印製表示其權利實體有價證券者，亦視為有價證券。

證券交易法第 6 條有關有價證券之定義，係以具有流通性及投資性之資本證券或具有股權性質之有價證券為主，至於公司或個人向社會大眾籌集資金所簽發成立之契約或其他文件，性質上是否具有上述之性質？公司法與證券交易法並無明文規定。且如票券公司所發行之票券，為票券金融管理法所規範，即不屬證券交易法之證券⁹⁵，但為美國證券法第 2 條(a)(1)之證券。因而我國之有價證券範圍較美國證券法小。

也因此，考量有價證券之特性具有投資性、書面性、轉讓性、公開性等，有論者認為對於證交法第 6 條第 2 項之「表彰權利之證書」應以解釋擴大其範圍；另一方面加強財政部核定「其他有價證券」之範圍，對於投資憑證及投資契約納入證交法之規範⁹⁶。

第三項 小結

證券交易法顧名思義即以「證券」為規範標的，故證券之定義也就決定了證交法的規範廣度，我國之有價證券以經法律明文規定及主管機關核定者為限，其範疇，從金融市場及資本市場之實務發展與比較法之觀察而言，皆過窄而不理想⁹⁷。

壹、擴大證交法規範證券之類型

我國對於證券定義較於狹窄，限縮了證券交易法對於相關有價證券投資行為之規範，容易造成規範不足的狀況，本文認為恐怕在部分投資型標的利用群眾募資來進行吸取資金之情況下，可能會有證交法規範不足之可能。

以投資契約為例，學者⁹⁸及實務⁹⁹見解均認為應視為有價證券，以其具有投資

⁹⁵ 票券金融管理法第四條：本法用詞定義如下：一、短期票券：指期限在一年期以內之下列短期債務憑證：（一）國庫券。（二）可轉讓銀行定期存單。（三）公司及公營事業機構發行之本票或匯票。（四）其他經主管機關核准之短期債務憑證。前三項皆屬美國證券法所稱之證券。

⁹⁶ 參吳光明，證券交易法論，增訂十版，2011 年 1 月，頁 52。

⁹⁷ 參曾宛如，證券交易法之現狀與未來，月旦法學雜誌第 217 期，2013 年 6 月，頁 93。

⁹⁸ 參賴英照，最新證券交易法解析，第 3 版，2014 年 2 月，頁 17。

⁹⁹ 參台北地院 68 易 832 判決，台高院 68 上易 1752。

性及流通性而言，使其歸為有價證券列入證交法加以規範，將有助於保護投資人。例如投資契約中之不動產投資收益係將不動產之投資改變為證券型態，投資人與投資標的物間之關係，由原本之直接握有物權關係，轉變成持有債券性質之有價證券。另外如金字塔式銷售契約藉由投資人介紹參與者加入來推銷商品，並賺取豐厚之佣金，即俗稱之老鼠會；近期則有機商店綠色小鎮之銷售權契約，投資人經由經銷權人授與經銷權，使投資人得以經銷該經銷權人所提供之貨品，上述兩者之投資契約雖不同於公司債券、股票或受益憑證，但以其具有投資性及流動性而言，均應列入證券交易法之規範範圍之中。

雖然股權式群眾募資行為其實就是新創公司公開募股，標的為股票，須受證交法規範，但由於現今金融投資衍生性商品不斷產出，各種的資金招募及金融商品亦可能魚目混珠出現在一般募資平臺上，沒有群眾募資專法，不僅可能侷限了群眾募資的效益，更可能將無法應對群眾募資所帶來之詐欺行為，在此狀況下，我國證交法若能將在具有投資及流動性商品擴大範圍加以規範，將可避免未在規範內之投資商品利用群眾募資平臺進行吸金，也是我國日後在群眾募資下可能必須採取之行為。

貳、具股權性質之有價證券

股權式群眾募資之有價證券具有哪些？是否只要有價證券皆可於股權式群眾募資中來作為募資標的？我國在證交法第 157 條中於條文中出現，但對於何謂具股權性質之有價證券則未多加詳述；有學者謂：「應指該證券隱含股東權之性質，將來得執行或轉換為股票。此與美國證券交易法第 16 條 b 項之規範標的為『股權證券』（equity security）於概念上應屬相似。」¹⁰⁰

另依證券交易法施行細則第 11 條第 1 項亦規定：「本法第 157 條第 6 項所稱具有股權性質之其他有價證券，指可轉換公司債、附認股權公司債、認股權憑證、認購（售）權證、股款繳納憑證、新股認購權利證書、新股權利證書、債券換股

¹⁰⁰ 參余雪明，證券交易法，證基會出版，民國 2000 年 11 月，頁 542。

權利證書、臺灣存託憑證及其他具有股權性質之有價證券。」除列舉相關權益證券外，為因應未來新金融商品之開發，預留一概括規定，以具彈性¹⁰¹。

股權式群眾募資主要目的在於幫助新創公司解決草創之初的資金困境，其標的即為股票，群眾給予資金下，公司發給股票，舉凡各種有價證券在我國均應受證交法之規範，因此，目前股權式群眾募資不可行，群眾募資也未見有任何投資型商品上架以迴避抵觸我國證交法規，但考量日後群眾募資可能逐漸發展，未來，具股權之有價證券商品也可能在群眾募資中佔有一定角色，在未設專法下，若證券交易法能對於各種類別之投資型商品加以定義及規範，更可使群眾募資循法規範而行。

第二節 群眾募資屬公開發行或私募性質之探討

為使股權式群眾募資能發揮其效益，對於其招募方式之定性有其必要性；以名詞解釋而言，之所以稱之「群眾」應該就是指非特定的大眾而言，對於廣大群眾加以募資；然而，群眾募資對於認購者有資格上之限制，其實也就是對於特定人招募資金，看似又如私募方式行之。

以此觀之，本文認為對於股權式之群眾募資似可看成公開募集與私募之外的第一種募資方式，募資對象雖為一般大眾，但對於資格上做了些許的限制及規範，在放寬公司監管的另一方面，亦對投資人採取盡可能的保護，公司不必因為公開招募負擔過多成本，而投資人在有限的投資總額下，也避免掉了不可承受之投資風險，也因此，股權式群眾募資儼然成為新時代的籌資方式。

然而，雖股權式群眾募資之募資行為有異於公開招募亦或私募，在我國仍面臨到法律之規範，以下就股權式群眾募資在我國可能抵觸或牽涉到之證券交易法等相關規定論述之，藉以解析我國在採取股權式群眾募資將面對之規範。

¹⁰¹ 中華民國 90.06.21(90)台財證(法)第 141773 號令。

第一項 公開募集之規範

第一款 申報生效

依我國證券交易法第 22 條第 1 項規定：「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。」股權式群眾募資若採公開發行方式募集資金首先將面臨的首要課題便是申報之問題。

在 2006 年 1 月證交法修正前，我國兼採實質審查 (merit regulation) 及第一層次之公開原則 (disclosure)。在實質審查下，理論上主管機關對於品質不佳不適合投資之證券可以不核准其公開發行之申請，主管機關有權實質去審查公司的營運是否達成相當標準並藉此決定該公司是否能公開發行股票，如此即為「實質管理原則」，也稱此方式為「核准制」；反之若採公開發行原則，凡符合主管機之規定備妥相關文件揭露資訊，公司只要詳實地向主管機關申報並公開法律所要求之相關資訊，而該資訊並未有與實情不符之情事，經一段時間便會自動生效，主管機關不會再就證券之實質加以審查，如此即為「公開原則」，有稱此方式為「申報制」¹⁰²；時至今日，為符合規範趨勢，終於走向申報生效制。

對於核准制與申報制的選擇，並沒有一定的對錯，各有各的利弊得失，哪種方法合適必須視社會大眾投資人之程度而定¹⁰³；而且核准制與申報制並非相互排斥的制度，兩者亦有混用的可能¹⁰⁴；觀察美國於發行市場採行了申報制，但並不代表繼受美國證交法的我國證券交易法也理所當然應採行如此做法。

¹⁰² 參曾宛如，證券交易法原理，六版，元照出版，2012 年 8 月，頁 65。

¹⁰³ 申報制的運作，其係預設基於公司資訊的詳實、完整提供，讓投資人於參考公司資訊後自為判斷、自負損益。然而若一社會中，投資人普遍沒有研究公司所提供資訊的習慣與能力，在這種情況之下，公司有無提供資訊、有無提供詳實正確的資訊根本沒有差別，申報制所預設的前提將不復存在。面對這種情況，即有必要採行核准制規範之。

¹⁰⁴ 參劉連煜，新證券交易法實例研習，增訂八版，元照出版，2010 年 9 月，頁 92。

觀察目前證券交易法第 22 條第 1 項規定：「有價證券之募集及發行，除政府債券或經主管機關核定之其他有價證券外，非向主管機關申報生效後，不得為之。」從條文使用「申報生效」的文字似可肯認我國採取「申報制」，從證券交易法第 22 條相關的修法沿革可知我國實係從「核准制」變為「核准申報併用制」最後演變為現在的「申報制」¹⁰⁵。

此外，雖然我國目前證交法係採取「申報制」的規定，但是從我國公司法第 249、250 條與第 269、270 條的規定，其分別為公司得否發行無擔保公司債、公司債、特別股與新股設下了公司實質條件的限制，可認為此些規定為核准制的展現¹⁰⁶；公司法關於公司得否發行有價證券實質條件的限制仍存在而未被證券交易法所明文排除，且依照金管會頒布的「發行人募集與發行有價證券處理準則」第 4 條的規定¹⁰⁷可知，股份有限公司得否於公開市場發行有價證券，政府對於公司的實際營運狀況仍有一定門檻的限制。因此雖然目前名義上我國係採「申報制」，但事實上主管機關對欲公開發行之公司其經營狀況仍繼續享有實際審查權，而與真實的「申報制」尚有一段距離，實質上主管機關仍繼續以申報制之名，行使實質審查的規範權¹⁰⁸。

綜上所述，股權模式之群眾募資基本上如果要在募資平臺上募集或發行，先不考慮平臺之性質或實際運作內容，在目前法規範下，新創公司想利用群眾募資來募集資金，將被視為公開發行股票，必須經過申報生效後才可實行；然而群眾募資目前面臨平臺本身並不具有證券商之資格，因此金管會尚未准許任何股權

¹⁰⁵ 最初證交法第 22 條於民國 57 年立法之初係採「核准制」，一直到民國 77 年修正時，改採「申報核准併用制」，最後於民國 95 年時方採行「申報制」。

¹⁰⁶ 參劉連煜新證券交易法實例研習，增訂八版，元照出版，2010 年 9 月，頁 92。

¹⁰⁷ 發行人募集與發行有價證券處理準則第 4 條：「發行人有下列情形之一，不得募集與發行有價證券：

- 一 有公司法第一百三十五條第一項所列情形之一者，不得公開招募股份。
- 二 違反公司法第二百四十七條第二項規定或有公司法第二百四十九條所列情形之一者，不得發行無擔保公司債。但符合本法第二十八條之四規定者，不受公司法第二百四十七條規定之限制。
- 三 違反公司法第二百四十七條第一項規定或有公司法第二百五十條所列情形之一者，不得發行公司債。但符合本法第二十八條之四規定者，不受公司法第二百四十七條規定之限制。

¹⁰⁸ 參賴英照，最新證券交易法解析，第 3 版，2014 年 2 月，頁 36。

模式的群眾募資，況且新創公司擬以公開發行股票募資將面臨申報壓力外，群眾募資平臺本身存在的合法性也有問題；因此，目前存在於我國之群眾募資平臺提案不可涉及將股份、股利、分紅等項目設為給予贊助者的回饋。

然而，考量群眾募資之主要核心乃在於利用廣大民眾來快速幫助新創公司籌資，在面臨有價證券募集發行必須遂行申報生效之規定下，新創公司又回到最初難題，亦即須花費鉅額成本準備文件向主管機關申報。如此一來，在成本增加的壓力下不僅融資困難且缺乏效率，也不再是群眾募資所追求的方式；故若欲簡化股權式群眾募資之流程，主管機關似可以命令將該募集活動排除於該項規定之外，並以命令訂定群眾募資適用簡易程序。

第二款 公開揭露

美國群眾募資立法在採取降低企業成本之考量下，豁免了公開說明書的提出，大幅降低了募資者提供資訊之負擔，相對的投資者所能得到的資訊就較為有限；雖然對投資者保護可能具有部分爭議，但由於 JOBS 對於群眾募資侷限在企業創業之初所募得資金，對於投資者所能投資金額也加以限定，為加速小企業發展，公開說明書的豁免將使得公司初期發展面臨的不利影響相對較小，然而，這樣的立法在我國法規中可否適用，以下討論之。

證券交易法第 1 條明確指出立法目的在於發展國民經濟，並保障投資；然而，豁免新創公司之公開說明書之提供可能因此忽略了對投資人的保護，是較具爭議的地方。依證券交易法第 30 條第 1 項規定：公司募集、發行價證券，於申請審核時，除依公司法所規定記載事項外，應另行加具公開說明書。證券交易法第 31 條第 1 項規定：募集有價證券，應先向認股人或應募人交付公開說明書。主管機關並依第 30 條第 2 項授權，訂頒「公開募集發行有價證券公開說明書應行記載事項準則（以下簡稱公開說明書準則）」詳細規定公開說明書應記載內容。

若我國在採取美國群眾募資立法方式時，豁免公開說明書之提供將可使公司

利用群眾募資發行股票時可豁免於證券交易法第 31 條之規定，降低提供公開說明書之成本；然而，依證券交易法第 32 條之規定，公開說明書乃為保護投資者所為之資訊揭露重要工具，亦為吸引投資者之依據，完全豁免公開說明書之提供可能導致對投資人的資訊揭露不足，故對於新創公司所準備之公開說明書在成本考量下，加以簡略使之提供初步之公司說明可能較能保護投資人。

公開說明書之準備及交付仍為募集有價證券必備文件，將來對於群眾募資，主管機關似可修正公開說明書準則，針對群眾募資所需公開之內容，訂定較簡要的規定，使發行人只須提供較簡略內容之公開說明書，如此便可減低新創公司之成本花費，並可初步揭露公司營運狀況，以保護投資人。

第二項 私募之規範

由於股權式群眾募資旨在協助新創公司籌募資金，而非已公開發行公司私募資金所使用，畢竟，已公開發行公司在具有知名度及流通市場買賣之狀況下，募集資金相對較為容易，故以下針對在我國之非公開發行公司之私募來作為討論。

第一款 私募之對象（合格投資人）

我國非公開發行公司依公司法第 246 條之規定，公司經董事會決議後得募集公司債。而依公司法第 248 條第 3 項之規定，自然人股東不可超過 35 人（符合條件之法人、基金則不在此限），以上述規定而言，非公開發行公司欲透過群眾募資來取得初期發展資金，在私募人數不得超過 35 人之限制下，恐怕難以募得所需資金，以群眾募資積少成多、聚沙成塔的概念來說，更可能會限縮群眾募資的私募效益。

另外，依證券交易法第 43 條之 6 第 1 項規定，公開發行股票之公司，得以有代表已發行股份總數過半數股東之出席，出席股東表決權三分之二以上之同意，對特定人進行有價證券私募。對於自然人之部分依證期局所規定（1）本人淨資產超過新台幣 1,500 萬元或本人與配偶淨資產合計超過新台幣 2,000 萬元，

(2) 最近兩年度，本人每年度所得均超過新台幣 300 萬元，或與配偶之每年所得合計均超過新台幣 450 萬元。我國在對已公開發行公司私募時嚴格限定特定人方得實施，但對於我國非公開發行公司之私募對象，並未如證券交易法對公開發行公司之對象限制，若參考美國股權式群眾募資，在採行群眾募資的新型態私募籌資方式時，對於對象是認購者作資格註冊及投資限制，應可間接保護投資人。

依照公司法第 248 規定，非公開發行公司僅得私募公司債，不得發行其他有價證券，故除了普通公司債外，可轉換公司債或認股權公司債等，非公開發行公司皆不得發行¹⁰⁹。以此觀之，以目前非公開發行公司私募而言，僅能募集公司債，並不能募集股份。而群眾募資之主要功能在於協助非公開發行公司募資，依我國之規定下，非公開發行公司是不能透過私募來進行股份之募集的，目前利用群眾募資來進行私募目前是不可行的。

合格的投資者制度是私募市場的基礎，但畢竟在一般情況下中小企業發起人無法承受公開發行的成本條件，群眾募資採私募型態未必不可行，中國證券業協會在 2014 年年底起草「私募股權眾籌融資管理辦法（試行）（徵求意見稿）」¹¹⁰。該徵求意見稿就股權式群眾募資監管的一系列問題進行了初步界定，包括股權式群眾募資非公開發行的性質、募資平臺的定位、投資者的界定及保護、融資者的義務等¹¹⁰，並正研討公開發行股權眾籌之政策；或許該規定之門檻有爭議，但本文認為，群眾募資之制度旨在協助小企業得到初步資金，其募資型態應有較為彈性之界定，對於投資者資產審核及適當之要求，並對認購者之數量加以放寬，私募型態的群眾募資既可防控市場風險，可能也能促進中小企業創新發展。

第二款 不可為一般性廣告或公開勸誘之行為

新創公司在進行私募時得以一般性廣告或勸誘行為其優點在於使企業更容易找到對該私募證券有興趣的投資人；缺點則是企業可能將私募證券售予不符合

¹⁰⁹ 參九十一年六月十三日經商字第 09102122160 號函釋。

¹¹⁰ 參證監會張曉軍，公開發行方式展股權眾籌政策正研究，上海證券報，2014 年 12 月 27 日，<http://iof.hexun.com.tw/2014-12-27/171828870.html>（最後瀏覽日：2014 年 2 月 18 日）

應募資格的投資人，甚至打著私募名號趁機詐騙一般投資人。

依我國證券交易法第 43 條之 7 規定，我國有價證券之私募集再行賣出，不得為一般性廣告或公開勸誘之行為；而所謂一般性廣告或公開勸誘之行為，係指以公告、廣告、電視視訊、網際網路、信函、電話、拜訪、詢問、發表會、說明會或其他方式，向本法第 43 條之 6 第 1 項以外之非特定人為邀約或勸誘之行為（證券交易法施行細則第 8 條之 1）。

美國法在群眾募資立法同時作了鬆綁放寬，對於新型態之私募證券得以廣告及一般勸誘方式銷售。但在我國公司採私募方式仍不得為廣告或勸誘之行為，否則將被視為公開發行。在保護投資人之控管機制上，禁止新創公司廣告或勸誘行為有很大的立足點，可避免成為公司吸金之弊端，但在知名度不高之下，新創公司無法利用廣告行為向投資人推銷以利籌資，將可能使這些新創公司募資退回起點，只能透過私募尋找投資人來發行公司債募得所需資金；而若在新創公司募資角度而言，經過適當的廣告行為或可成為簡略公開說明書下，提供新創公司表達公司營運項目或未來展望之一大利基，避免投資人在看到簡略的公司資訊後，在不清完整公司資訊下投下資金。

因此，若我國在採取股權式群眾募資下放寬廣告或勸誘行為，新創公司進行私募時就能透過適當的宣傳來尋找投資人，或許公司之廣告或勸誘行為可能略為誇大，但透過前述之投資人資格限制，並對其投資金額加以限制下，就可減少投資人可能之投資風險，避免鉅額損失；新創公司募資與投資人保護兩者如同秤之兩端，要取得平衡點並不容易，但考量股權式群眾募資立意在協助新創公司募得草創時期資金下，過度著重在投資人保護上可能使得募資有顯得窒礙難行，參考美國群眾募資制度，給予新創公司適度廣告及公開勸誘之行為，或許是較有效益之方式。

第三項 小結

在我國，公開招募及私募皆有其法律之規範，因此，要採取股權群眾募資在

現行法律規範下並不可行，就群眾募資的性質而言，新創公司多屬非公開發行公司，可能必須利用公開發行對廣大投資者招募資金，卻又無法避免掉非公開發行公司不得募集股份及合格特定人之規定，於是如能界定群眾募資成為公開發行與私募以外，另一種新型態的募資方式，可能可以在現行法規下做出適度鬆綁，本質上雖對於廣大投資人加以募資，但對資格上略作限制，不僅有利於新創公司籌資使用，也對於投資人投資額度設限，如此亦可使投資人免於鉅額投資虧損的風險，若能依循此模式，股權式群眾募資的新募資型態在我國日後也可能更加蓬勃發展。

第三節 網路募資平臺之性質

一個健全的證券發行市場要能有效率地降低企業資金籌措的成本、促進資本的形成，那麼非要有一個健全的證券流通市場不可，而這流通市場正是提供投資人彼此間，買賣有價證券所需要的交易平臺¹¹¹。我國目前以證券交易所及櫃買中心作為造市者，並利用證券商做為證券市場中之流通平臺，運作順暢。相對而言，股權式群眾募資亦需要有中介之平臺，不同於一般之群眾募資，股權式群眾募資則需要有具公信力之交易媒介，絕非任何群眾募資平臺皆可以進行這樣的媒介行為，美國對於中介平臺之認定需要經過 SEC 所註冊核可後方得進行中介之行為，可見對於股權式群眾募資而言，保護投資者亦是重要考量。

然而股權式群眾募資所使用之募資平臺，其在證券市場上所扮演之角色，則類似於我國發行市場中證券商之地位，而非股票流通市場之性質，因此以下本文以我國之證券商與股權式群眾募資募資平臺來加以論述，透過兩者之區別來分析股權式群眾募資所需之媒介，在我國可否利用性質相類之證券商來中介，以為討論：

第一項 證券市場的中介要角－證券商

¹¹¹ 參廖大穎，證券市場與資金流通的平台，月旦法學教室第 109 期，2011 年 11 月，頁 52。

第一款 證券商之功能及角色

所謂證券商，依證券交易法第 16 條所指，係經營有價證券之承銷、自行買賣或經營有價證券買賣之行紀、居間、代理及其他經主管機關所核准相關業務之人。

就證券商而言，其在證券市場上所扮演的角色，可分別從發行市場與流通市場的兩個領域觀察之¹¹²：

壹、 在發行市場上，企業雖得以發行有價證券的方式，透過證券市場，向社會大眾集資，完成該發行公司所需之資金調度，但有價證券之公開發行，並非一般公司所熟稔之事務；因而在實務上，發行公司往往與特定的證券商訂立所謂的「承銷契約」，委由證券商處理有價證券之發行，使發行公司得以順利從證券市場上完成籌資的目的¹¹³。

貳、 在流通市場，例如公開發行的有價證券，得集中在證券交易所或藉著證券商營業處所的買賣交易，如此的證券市場乃提供一般投資大眾進行投資理財與回收資金的市場，實現有價證券流通性的本質。惟以證券交易法第 11 條與第 151 條所規定為例，證券交易所係提供證券商（或會員）進行有價證券集中市場的場所；易言之，就現行的證券交易制度而言，一般投資人得委託證券商買賣有價證券，創造證券市場上投資人間資金移動的效果¹¹⁴。

第二款 證券商之要件

所謂證券商，謂經證券主管機關之許可即發給許可證照，而以經營證券業務為目的之股份有限公司。茲分析其要件如下：

壹、 證券商須為股份有限公司之組織型態

¹¹² 參廖大穎，證券交易法導論，修訂六版，三民書局，2013 年 8 月，頁 377。

¹¹³ 參賴英照，證券交易法逐條釋義（1），自版，1992 年 8 月，頁 125。

¹¹⁴ 參賴英照，證券交易法逐條釋義（3），自版，1992 年 8 月，頁 356，認為證券交易法第 151 條的規定係為現行證券市場結構下的當然產物，並非證券交易本質上的必然。

證券交易法第 47 條規定，證券商須為依法設立登記之公司。其組織型態限定為股份有限公司之立法目的，在健全證券商之會計業務及內部組織，以減少弊端。蓋股份有限公司內部組織完整，決策過程嚴密，據公開化性質，為健全證券市場發展，保障投資人權益，故證券商之組織型態以股份有限公司為妥¹¹⁵。

原則上證券商不得由他業兼營，但依證券交易法第 45 條第 2 項之規定，金融機構可經主管機關之許可，而兼營證券業務。由金融機構兼營之證券商，其組織型態不以股份有限公司為限，如中央信託局、臺灣銀行、合作金庫等屬之。其因該金融機構已受銀行法之規範，且信用良好，縱非股份有限公司，亦不影響投資人權益。

貳、 證券商須以經營證券業務為目的

依證交法第 15 條之規定，證券商依本法經營之證券業務其種類如下：

- (一) 有價證券之承銷及其他經主管機關核准之相關業務。
- (二) 有價證券之自行買賣及其他經主管機關核准之相關業務。
- (三) 有價證券買賣之行紀、居間、代理及其他經主管機關核准之相關業務。

參、 證券商須經主管機關之許可及發給許可證照

我國證交法對證券商之管理，採取許可制，證交法第 44 條規定，證券商須經股管機關之許可及發給許可證照，方得營業；證券商分支機構之設立，應經主管機關許可。關於該規定之申請事項務須詳實，如有虛偽之記載者，依證交法第 174 條之規定，得處一年以上

¹¹⁵ 參吳光明，證券交易法論，增訂十版，三民書局，2011 年 1 月，頁 107。

七年以下有期徒刑、拘役或科或併科二千萬元以下罰金。而違反上述之規定，未經許可而擅自經營業務，或未經管機關許可而擅設分支機構者，依證交法第 175 條之規定，處二年以下有期徒刑、拘役或科或併科一百八十萬元以下罰金。

第三款 證券商作為群眾募資中介者之可能性

證券商在我國功能完備，以群眾募資之中介者須具有承銷業務能力而言，證券商作為其中介者並不困難，加上證券商具有執照能從事證券業務，對於協助新創公司發行股票就類似承銷業務，證券商性質如同募資平臺；但以群眾募資之募資方式來說，證券商如果直接擔任募資平臺之角色，由證券商架設募資平臺來為新創公司募集資金，以眾多證券商搶食新創公司發行股票這塊大餅，又可能造成募資效益降低。

因此，雖然證券商似乎可作為股權式群眾募資之中介者，但考量其集資效益，由政府成立一公正之募資平臺作為新創公司發行股票之中介，也就是日前成立之創櫃板，應該可以將募資之效益提高，也是目前最可行之作法。

第二項 股權式網路募資平臺之功能及規範

群眾募資平臺之定性，在於提供平臺中介募資行為，在我國，這樣的中介者猶如證券商之功能，但證券商依證交法第 44 條之規定必須取得證照方得進行營業，群眾募資平臺非證券商，自不得經營證券業務；因此，目前在我國並未有股權式群眾募資平臺的出現。

如同證券市場的中介者證券商，群眾募資行為中所依賴之募資平臺也成為了證券市場的新要角之一，然而股權式的募資平臺具備有別於傳統證券商之功能，其協助公司募資的能力也更加強大，卻也因為其具有快速集資及跨國界之募資性質，相對的，對於平臺之規範亦應有別於以往，方能保護投資人。

美國 JOBS 法案規定股權式群眾募資行為必須利用中介者方能作成交易行為，且這樣的網路募資平臺尚須經過向 SEC 註冊後方得為之，對於從事股權式群眾募資之募資平臺 SEC 加以規範，而非所有群眾募資平臺皆能進行股權上的交易，因此，對於目前已存在之網路募資平臺，大多都僅止於一般群眾募資行為，股權式群眾募資網站還是少數。

而在我國，群眾募資平臺雖然目前沒有受到太多管制及法規上的限制，但只要牽涉到股權之募資都是違法的，猶如許多現存之未上市交易平臺，實際上進行證券商之業務便已經觸法。由於股權群眾募資平臺，主要是以媒合新創公司以及投資人為主要模式的平臺，以其投資方式而言，非屬於買賣流通之市場，多在發行市場階段，平臺並不具有即時撮合交易功能，但以其中介角色仍具有其特殊功能，以下論述之：

第一款 中介角色優於傳統證券商

首先，因募資平臺具有網際網路之優勢及特性，群眾募資平臺中介費用將低於傳統證券商之承銷費用，避免新創公司在募資階段就給付不少費用及成本，另外，傳統證券商在進行承銷業務前，多少會對於新創公司加以選擇，畢竟新創公司多屬起步之小企業，在資本額低且尚未獲利情況下，證券商可能選擇不願承銷其證券，以避免乏人問津的狀況出現，對此，群眾募資平臺明顯功能優於一般證券商。

第二款 提供廣告平臺及投資風險分散

透過募資平臺募資很容易獲得爆發性的媒體傳播效應，由於透過網路作為媒介，只要公司本身有一定的創新性、吸引力或者具有前瞻性之發展，透過募資平臺不僅可以得到投資市場的關注，就算募資失敗，無法獲得所需資金但強勁的傳播效應仍能獲得投資人目光，作為日後再行募資之參考及基礎，間接達到廣告之效益。

股權式群眾募資對於公司募資，利用在合法之平臺上廣告並勸誘，將有助於投資人瞭解公司未來發展，對於新創公司而言，少了公開說明書之提供，但在廣告協助、投資人能大略掌握公司前瞻及未來展望之情況下，便可能進而支持新創公司；除此之外，群眾募資平臺對於公司募資進度之公開更可能使得投資人因此看到熱門的投資產業進而投入資金，群眾募資臺不僅能幫助新創公司開誠佈公來吸取投資人資金，更可使募資公司瞭解公司之受矚目程度及資金流向。

由於股權式群眾募資對投資人之投資資格及金額有一定之限制，因此募資平臺應有初步之投資人認證機制，選擇合格的機構和個人並加以篩選，其次是平臺本身對於公司信息的透明公開，僅能作為信息中介，不進行投資引導和收益承諾。募資平臺在核准設立之狀況下，對於新創公司作初步篩選間接就對於投資者之投資風險分散。

第三款 審核新創公司資格及承銷發行之股份

股權式群眾募資平臺最主要的功能在於通過網際網路平臺技術，為新創公司及投資雙方提供低成本且高效率的交易平臺，然新創公司在進入平臺募資勢必經過初步資格審核，確保非空頭公司進入詐取資金；另外募資平臺利用網路來協助新創公司證券發行股票類似於承銷該公司之股份，由於群眾募資之性質，新創公司募資之成敗非募資平臺之責，募資平臺給予適當之協助，公司募資之成效主要取決於公司所呈現之未來展望，對於投資人的吸引程度，因此，這樣的行銷方式更提供了投資人判斷空間，只要公司夠好，就能透過平臺募得大筆資金。

第四款 對於股權式募資平臺所應採取之規範

因此，股權式群眾募資平臺可定位在為新創公司服務，提供最早期的創業者募資使用，當然，這樣的服務與我國證券商之部分業務性質雷同，但不可否認地，股權式群眾募資平臺有異於證券商，且因具有網路集資之功能，有必要針對股權式群眾募資平臺加以定義及規範，方能使股權式群眾募資得以適用。

股權式群眾募資為新型態之募資方式，從金融證券市場之穩定性及對於投資人保護之立場而言，對於募資平臺之法律監管勢必需要，以目前我國一般式群眾募資平臺而言，仍未有對於平臺本身加以法律規範，也造成法律適用上的困擾；若以我國群眾募資平臺欲採取股權模式經營之可能性而言，除利用證券交易法增添群眾募資平臺為中介機構外，課與其與取得證券商執照後方得承銷公司股票之業務，似乎是較可行之方式。

股權式群眾募資雖在我國因牽涉證券相關法規之規範而仍未發展，但群眾募資的募資型態似乎銳不可檔，如何強化對股權式群眾募資平臺或類似之投資門戶適當管理，或許獨立於證券商之外加以規範，避免平臺之詐欺及惡意串通或道德風險等，來有效保障投資人。

第三項 小結

對於證券市場而言，中介者的角色極為重要，我國對證券商規範已臻成熟，但對於群眾募資可能使用之募資平臺並無任何規定，而股權式群眾募資仍有可能成為證券市場的新工具，如果能提早準備，對於募資平臺之定位給予合適之規範；本文認為對於身為中介者的群眾募資平臺可以採取以下措施：

- 壹、 將股權式群眾募資平臺納入監管，並給予執照，規範其業務範圍；另外監管重點在募資平臺是否已經採取足夠的措施進行投資者風險警示與發行公司之資格管控。
- 貳、 強制群眾募資平臺之資金管理，將投資者投入之資金暫由第三方託管。由於募資計畫可能成功也可能失敗，以股權式群眾募資而言，募得全數公司所需資金前，以託管方式避免資金遭到挪用。
- 參、 要求募資平臺嚴格篩選具有承擔風險能力之投資者，募資平臺提供中介市場促使投資雙方媒合，應對於雙方之資格加以審核，避免雙方之糾紛甚至詐欺行為產生。

股權式群眾募資平臺並不如證券商具有承銷及包銷等業務，對於新創公司之股票並沒有負責銷售之責任，僅止於提供一股權之網路交易媒介給投資人與新創公司去媒合，故與原有之證券商應加以區分，給與另一法律定位是最完善之方式，另外對於募資平臺本身是否需要具有金融機構之條件或平臺所應具有之設備、場所或資本額等也需要加以律定，

群眾募資平臺在臺灣並非少數，但都非股權式群眾募資，在於法無據的狀況下，股權式群眾募資平臺在法規範下不可能產生，當然也沒有觸法之可能，但卻似乎無法跟上世界潮流，在國外股權式群眾募資已經開始運作下，我國群眾募資平臺勢必也想搭上這一股風潮，然而以我國目前的立法進度而言，不僅對於一般群眾募資平臺未有更深入之法律規範，對於日後可能壯大的股權式群眾募資也沒有真正著手因應。



第六章 創櫃板之優劣及檢討

由於臺灣具有為數眾多的微型及小型創新企業，非公開發行公司占絕大多數比率¹¹⁶，加上民間游資充沛，櫃買中心為協助這些企業籌資，在金管會支持下籌設「創櫃板」。而「創櫃板」主要係取其「創意櫃檯」之意涵為命名，係定位為提供具創新、創意構想之非公開發行微型企業「創業輔導籌資機制」，提供「股權籌資」但不具交易功能¹¹⁷。創櫃板之設立乃提供非公開公司及新創公司另一籌資途徑，此一平臺主要參考美國 JOBS 法案中鼓勵新興成長企業（EGC）上市豁免規定以及股權基礎之群眾募資平臺等相關規範來建置，透過籌得公司營運初步資金，以避免支付銀行貸款利息，扶植微型企業逐步壯大成公開發行公司及上櫃、上市企業，激勵創新創業，為臺灣注入經濟新興活力。

然而，創櫃板與股權式群眾募資雖本質相同，均在協助新創公司融資，但其規範及作法仍有相當大之差異，我國與美國之資本市場亦有不同，創櫃板與股權式群眾募資兩者在我國孰優孰劣尚有待時間考驗以及發展，本章將先介紹我國「創櫃板」之機制與規範，再與美國股權模式群眾募資之制度兩相比較，對於兩者所限制及規範之處加以論述，藉以了解之間差異，並歸納出對我國創櫃板所面臨之問題，以作參考。

第一節 創櫃板簡介

櫃買中心在 2013 年 1 月初運作「創櫃板」，希望藉由這個參考股權群眾募資所設立的新籌資平臺，讓新創業公司更容易募資及受到投資人看見與肯定。「創櫃板」是興櫃底下的延伸，由於在興櫃掛牌的中小型企業，上櫃資本額限 5000 萬元以上，而創櫃板的新創公司，資本額限 5000 萬元以下、且須屬股份有限公司，資本額更小，藉由櫃買中心的輔導吸引投資大眾認同出資認購，能順利完成

¹¹⁶ 截至 2013 年年底，我國公司資本額介於 100~1,000 萬元之公司約 39 萬家（約占全體公司之 64%）；而介於 1,000~5,000 萬元間之公司約 11 萬家（約占全體公司之 18%）。資料來源：櫃買中心。

¹¹⁷ 參櫃賣中心-創櫃板專區-創櫃板設立目的：

http://www.otc.org.tw/web/regular_emerging/creative_emerging/Creative_emerging.php?l=zh-tw
（最後瀏覽日：2014 年 12 月 1 日）

籌資作業的公司，櫃買中心繼續輔導該公司轉上市櫃。而創櫃板主要目的在於提供「股權籌資」功能，因此創櫃板並不具有交易功能，僅提供新創公司發行股份已取得初步資金之平臺。

第一項 創櫃板相關限制

為了講求新創公司能快速便利地進行募資，創櫃板對於新創公司有豁免於證券交易法的部分規定，以免於陷入公開發行公司之成本壓力，因此，基於風險考量，對於一般民眾投資及公司籌資兩方皆有限制，避免投資人及新創公司因為簡化相關程序而造成損失。

首先，除了依規定¹¹⁸登錄創櫃板前，公司必須辦理籌資，除考量公司有資金需求外，亦檢視公司是否能獲得投資大眾之認同，新創公司不得直接登錄創櫃板。另外，依創櫃板管理辦法第4條之規定，對於公司或籌備處提出登錄創櫃板之申請，應符合一定條件限制，

壹、對象限制

依創櫃板管理辦法第4條第1款之條件限制，欲利用創櫃板進行集資之公司須為具創新、發展潛力、永續經營規劃能力之股份有限公司或有限公司，或是募集設立股份有限公司之籌備處。創櫃板鎖定之公司非以產業類別作為是否具有創新創意之劃分，不論是技術、產品或營運模式具創新創意均可，目前申請登錄創櫃板之產業類別有電子科技、文化創意、生技醫療、農林漁牧、社會企業、電子商務及其他等¹¹⁹。

貳、公司規模限制

¹¹⁸ 創櫃板管理辦法第3條：「公司或籌備處向本中心申請登錄創櫃板，應於本中心第一階段新創益審查通過後接受本中心統籌之公設聯合輔導機制之輔導，並於本中心第二階段輔導成效暨籌資計畫審查通過後，完成登錄創櫃板前之現金增資或募集設立，始可登錄創櫃板。」

¹¹⁹ 參櫃買中心創櫃板公司資訊 <http://www.otc.org.tw/web/gisa/company/company.php?l=zh-tw> (最後瀏覽日：2014年12月1日)。

依創櫃板管理辦法第 4 條第 2 款之規定目前規定可登錄創櫃板之企業，為實收資本額或募集設立規劃之實收資本額在新臺幣 5000 萬元以下者；其資本額上限為 5000 萬元，無設定最低資本額門檻，且設立年限、獲利能力亦不設限。惟創櫃板管理辦法第 5 條例外對於申請公司或籌備處取具中央目的事業主管機關、科技部、縣（市）以上層級政府、國家實驗研究院、工業技術研究院、商業發展研究院、資訊工業策進會或其他提出申請經本中心認可機關之推薦函或「公司具創新創意意見書」者，得不受前條第一項第二款實收資本額之限制。

參、企業增資上限

依創櫃板管理辦法第 15 條第 1 項之規定：「受輔導公司或籌備處辦理登錄創櫃板前之現金增資或募集設立，提出透過創櫃板供投資人認購之股本面額不得逾新臺幣 1500 萬元。但受輔導公司或籌備處於申請登錄創櫃板時已取具推薦單位之推薦函或「公司具創新創意意見書」者，不受上開不得逾新臺幣 1500 百萬元之限制。」

肆、投資人投資上限

依創櫃板管理辦法第 16 條第 2 項之規定，對於非專業投資人之投資金額較為嚴格，對於專業投資人則未有投資金額上之限定，藉以提供一般投資人初步之投資風險掌控。

（一） 非專業投資人：最近 1 年內透過創櫃板對所有創櫃板公司認購投資股票累計金額不得逾新臺幣 6 萬元。另外，非專業投資人於認購投資創櫃板股票前，應簽署「風險預告書」。

（二） 專業投資人¹²⁰：對於專業投資人的部分，創櫃板未對其投資金額設

¹²⁰ 創櫃板管理辦法第 16 條第 3 項：「前二項規定所稱專業投資人，係指投資人符合下列條件之一者：一、專業機構投資人：係指國內外之銀行、保險公司、票券金融公司、證券商、基金管理

限。

- (三) 公司登錄創櫃板前之原始股東：認購自家股票不受上開新臺幣 6 萬元之限制，但如果投資其他公司股票則按 1 年內累計金額不得逾 6 萬元之規定。

第二項 創櫃板輔導及掛牌機制¹²¹

一、第一階段輔導審查（創意創新審查）

企業提出申請後，櫃買中心將邀請專家學者進行「創意審查」¹²²，若經半數以上外部專家同意且經櫃買中心綜合考量適宜者，將納為統籌輔導對象。但若提出前開申請時業已取具推薦單位所出具之「公司具創新創意意見書」者，不再進行創新創意審查，惟仍須經櫃買中心綜合評估適宜者，始納入統籌輔導之對象，由櫃買中心循「公設聯合輔導機制」進行統籌輔導，內容涵蓋會計、內控、行銷及法制等，期輔導其建置簡易內部控制及會計制度、落實公司治理。上述輔導其原則不超過 2 年，但經櫃買中心認為有需要等合理原因者，得延長之。

二、第二階段輔導審查（登錄創櫃板前審查）

公司、政府投資機構、政府基金、退休基金、共同基金、單位信託、證券投資信託公司、證券投資顧問公司、信託業、期貨商、期貨服務事業及其他經主管機關核准之機構。

二、最近一期經會計師查核或核閱之財務報告總資產超過新臺幣五千萬元之法人或基金。但中華民國境外之法人，其財務報告免經會計師查核或核閱。

三、提供新臺幣三千萬元以上之財力證明，且具備充分之金融商品專業知識或交易經驗之自然人。

四、簽訂信託契約之信託業，其委託人符合第二款或第三款之規定。

¹²¹ 參櫃買中心創櫃板簡介登錄及輔導流程，

http://www.otc.org.tw/web/regular_emerging/creative_emerging/Creative_emerging_04.php?l=zh-tw（最後瀏覽日：2014 年 12 月 1 日）

¹²² 創櫃板管理辦法第 7 條第 2 項：「審查委員過半數以上同意，即為同意公司具創新創意；未有過半數以上同意，即為不同意公司具創新創意。前項之「對公司創新創意評估意見表」，應以密件處理。」

公司或籌備處經櫃買中心「公設聯合輔導機制」輔導一段期間後，經初步評估其適合登錄創櫃板，且經徵詢其規劃登錄時程亦可配合者，即由櫃買中心進行登錄創櫃板前之審查，此階段之審查重點包括申請公司經營團隊、董事會運作、內部控制及會計制度是否健全建立並有效執行等，並評估其登錄創櫃板前之增資計畫之可行性與合理性。若通過審查者，將由櫃買中心通知公司辦理創櫃板前之籌資。

三、掛牌前募資作業

公司或籌備處辦理登錄創櫃板前之籌資，需將公司辦理籌資之相關資訊於櫃買中心網站之創櫃板專區進行公告，再由投資人於櫃買中心創櫃板籌資平臺進行認購，倘公司未能順利吸引投資大眾認同出資認購，完成籌資作業，代表投資大眾接受度不高，則仍無法登錄創櫃板。

四、登錄創櫃板

公司或籌備處於完成創櫃板前之籌資並辦理變更登記或設立登記後，即可擇定登錄創櫃板日期，正式成為創櫃板公司。櫃買中心將給予股票代碼 4 碼，其日後公開發行、登錄興櫃及上櫃(市)掛牌繼續沿用，一碼到底。

五、持續輔導

公司登錄「創櫃板」後，櫃買中心持續輔導其財務透明化、及內部控制制度有效執行，使其公司體質更加健全，惟為激勵登錄「創櫃板」之公司加速成長，進而上(興)櫃掛牌交易，集中資源用於全力輔導具潛力之微型創新企業，以免資源分散，除因行業特性或櫃買中心認為有需要等合理原因者，得延長外，登錄創櫃板期間不逾 3 年以加速創櫃板公司公開發行並登錄興櫃交易，進而申請上櫃，擴大其營業規模。

第三項 創櫃板交易方式及風險管理機制

一、交易方式

創櫃板公司所募集及發行之普通股股票依金管會函釋¹²³為經主管機關核定之其他有價證券，因而豁免於證券交易法第 22 條第 1 項之申報生效，但依據證券交易法第 42 條：「未依證券交易法發行之股票擬在證券交易所上市或於證券商營業處所買賣者，仍應先向主管機關申請補辦公開發行程序，否則不得為證券交易法之買賣，或為買賣該種股票之公開徵求或居間」，故創櫃板制度設計為符合我國現行證券交易法規範下，並不具交易功能。登錄創櫃板之公司不須公開發行，投資人若欲出售或轉讓，無法直接交易，須透過櫃買中心、股務代理人或洽特定人進行轉售。

二、風險管理

企業於創櫃板募得之資金，將於銀行以「現金專戶」統籌管理，由創櫃板依企業發展進程，管理及撥給資金。於創櫃板掛牌之企業，須於 3 年內轉升至上櫃或興櫃市場，若 3 年內無法成功轉型進入上市櫃或興櫃市場，則必須退下創櫃板。避免具有創新創意之公司在籌資未有成效下，停滯在創櫃板中造成募資無法完成之窘境，並促使新創公司展現其發展之企圖心，藉以使投資人降低投資風險¹²⁴。

三、資訊揭露

創櫃板公司必須揭露公司營業項目、經營團隊及財務業務等基本資訊，每年申報股東會相關資訊、年度財務報表，每季申報募集資金使用情形。另須不定期申報重大訊息，如退票、喪失債信、訴訟、停工或嚴重減產等。另外，對於公司

¹²³ 參金管證發字第 1020050231 號函釋。

¹²⁴ 參櫃買中心創櫃板簡介登錄及輔導流程，

http://www.otc.org.tw/web/regular_emerging/creative_emerging/Creative_emerging_04.php?l=zh-tw (最後瀏覽日：2014 年 12 月 1 日)

未依規定揭露時，將停止公司創櫃板之籌資。

創櫃板為微型企業開拓新的籌資管道，讓許多具創意、發展潛力的微型企業由一般大眾及專業投資人處獲得營運資金，讓許多有創新能力，卻苦無資金的業者可以將構想實現。

對於一般投資人而言，可不用投入過多的資金及在一定程度之風險下，投資於有潛力企業，享受所投資企業成長時之喜悅。創櫃板的加入可使資本市場更加多元化，對活絡資本市場有益。專業投資人亦可視創櫃板為投資案源匯集地，從中挑選優質企業，減少投資搜尋成本。

不過本文認為很可惜的是，創櫃板的設立賦予新創企業審核掛牌等相關輔導機制、資訊揭露及退場機制等，雖給予一籌資所需平臺，但除了對於企業提供籌資之主要功能外，並無證券買賣流通之市場，投資人對於所獲得之股份有流動性風險下，多少影響購買新創公司股份之意願；以及對於很多擁有出資意願及能力的一般大眾來說，我國所創設的創櫃板因為限制投資人之投資金額嚴格且欠缺彈性，亦會造成新創公司之股份無法順利募集之可能性，參考「群眾」股權募資之創櫃板在這些情況下可能只是空有其名而已。因此，本文下節對於創櫃板與股權式群眾募資之差異略作比較，並討論創櫃板在目前狀況下將面臨到的受限問題。

第四項 創櫃板之優點及缺點

壹、創櫃板之優點¹²⁵

(一) 免辦理公開發行

現行公司進入資本市場前須先補辦公開發行，其財報須經會計師查核簽

¹²⁵ 參證券櫃檯買賣中心，創櫃板專區，http://www.otc.org.tw/ch/regular_emerging/Creative_emerging/Creative_emerging.php（最後瀏覽日：2014年12月1日）

證、建置內部控制制度並取得會計師出具內控專審報告等，但上述規定對微型創新企業而言均為甚高之成本負擔，而登錄創櫃板並無須補辦公開發行，可節省公司成本。

(二) 享有免費輔導

微型創新企業因資本額通常甚小而欠缺資金，倘要尋求證券承銷商、會計師等中介機構協助輔導建置相關制度，對其成本負擔可能甚鉅，而登錄創櫃板前之「公設聯合輔導機制」，提供微型創新企業會計、內控、行銷及法制等輔導，並輔導公司建置簡易內部控制及會計制度，並落實公司治理。

(三) 籌資成本低

創櫃板提供籌資功能，讓微型企業可以較低之成本募得營運所需資金。

(四) 擴大營運規模提升知名度

微型企業登錄創櫃板除可募集資金擴大營運規模，亦可提升公司知名度，有利於招募優秀人才、拓展行銷通路，進而提昇公司之競爭力，維持企業永續經營。

貳、創櫃板之缺點

(一) 投資金額限制

投資人當次進行認購時點往前起算最近一年內，透過創櫃板進行認購之投資金額，含當次在內，不得逾新臺幣 6 萬元。創櫃板取師自群眾募資制度，但對於一般投資人的投資限制似乎過於侷限，以 6 萬元的金額限制來說，不僅可能造成投資人興趣缺缺，公司要從一般投資人手中取得大量資金更是難上加難，加上不如上市櫃股票可以交易，恐怕讓投資人望之卻步。

(二) 需完成初步募資

櫃買中心輔導企業登陸創業板的第二階段為輔導成效暨籌資計畫審查，於通過後應完成登錄創櫃板前之現金增資或募集設立，始可登錄創櫃板並續行接受後續之輔導與管理；由此可知新創公司在登錄創櫃板前必須完成初步的資金募集，對於新創公司而言，似乎要求略顯嚴格，創櫃板之精神乃在於群眾募資，在登錄創櫃板前若公司已有能力募資，又何必一定得透過創櫃板來募資資金，故初步募資可能只是徒具形式，公司在求得登錄創櫃板的前提下，更可能透過關係來籌得進入創櫃板的第一桶金。

第二節 創櫃板對於中小企業之影響

猶如前述所提及之美國群眾募資制度具有快速募集資金的功能，是臺灣創櫃板參考主要指標，因此，藉由對照群眾募資，試圖分析創櫃板之設立下對於我國中小企業籌資之助益，並討論該規範限制下，可能對中小企業之影響。

第一項 中小企業籌資仍具難度

創櫃板與群眾募資相同，對象主要為一般民眾，也因此，公司籌資之難易程度就取決於民眾所投入公司之資金，以美國群眾募資而言，對於一般民眾之投資限制為：(一) 年收入或淨資產低於 10 萬美元者，可投資金額為 2000 美金或年收入/淨資產的 5%，兩者可選擇金額較高者。(二) 年收入或淨資產高於 10 萬元者，可投資金額為年收入/淨資產的 10%。對於低收入者給予相當之限制，但對於高收入者以收入百分比為投資限制，充分給予相當大之彈性。

而以我國創櫃板對投資人投資金額來看，對於一般民眾投資之限制雖然與美國群眾募資之限制相類似，但基本上不論民眾收入多寡，創櫃板對於一般民眾一年所得投資之總額僅為 6 萬元，侷限民眾投資金額看似保護投資人利益良善，卻恐怕不利於新創公司募資，舉例而言，並非所有創櫃板公司之股價均低於 6 萬元，一旦新創公司股價高於 6 萬元，因購買之股權不能為零股，只能購買以張（1000 股）為單位之股份，一般民眾當然無法投資該公司，也因此可能阻斷這

類公司募得民眾資金之機會。

雖然創櫃板對於提供新臺幣 3,000 萬元以上之財力證明之專業投資人並不限制投資金額，但似乎喪失群眾募資之本意，能提供如此財力證明之投資人已非一般「群眾」，那如果新創公司能得到類似之專業投資人目光，又何須透過創櫃板來招募資金呢？

投資新創公司之風險確實高於上市櫃公司，故我國嚴格限制一般投資人的投資額度有其理由，但以目前所限制之金額以及限定購買公司股權以 1000 股為單位而言，多少限縮了一般民眾的購買意願，若能視創櫃板公司募資情形加以調整更可創造雙贏的局面。

以美國來說，新創事業發行新股給透過群眾股權募資網站媒合的專業投資人時，允許非公開公司向專業投資人募集資金時，無須向美國證管會註冊，但僅能轉讓給其他專業投資人，同樣是站在保護一般投資大眾立場；兩相比較而言，其差異性不大，對於此類新創公司之投資降低投資人投資風險無可厚非，至於參與公司開放認購額度有限的問題，經過創櫃板之持續經營及募資狀況之統計後應可得到最適宜的修正改善。

第二項 創櫃板公司面臨公開發行之壓力

創櫃板公司主要為非公開發行公司另闢籌資管道，在我國中小企業為主要多數下，對掛牌創櫃板之公司應盡量以涵括層面廣泛為主要目標；美國群眾募資之籌資公司除了非美國公司、公開報告公司、1940 年投資公司法所定義之投資公司、共同基金、私募股權基金、資產管理工具、商業發展公司、符合主管機關將訂定類似 Regulation A Rule 262 所訂消極條件之公司外皆可利用群眾募資籌資，可利用之新創公司層面廣。

而我國創櫃板所限制之產業別鎖定於文創、農企、生技、醫療 照護、觀光旅遊以及綠能等特定產業且須為股份有限公司或募集設立股份有限公司籌備

處，相較之下，侷限新創公司之屬性，對於我國中小企業來說，這樣的嚴格限制似乎也阻礙了各種產業發展，若非在規劃之產業類別中，就無法登錄在創櫃板下，限制過嚴。

另外，新創公司登錄創櫃板期間原則上有 3 年之限制(若因行業特性或本中心認為有需要等合理原因者，得延長)，如創櫃板公司逾 3 年仍無法公開發行並登錄興櫃交易，進而申請上櫃，擴大其營業規模，恐遭受強制退場之處置，對於新創公司又是一嚴峻考驗。因為首先要成為興櫃公司之要件即為公開發行，創櫃板公司如果募資順利，對於公開發行所需成本當然就不具壓力，但如果原本知名度就不高，在 3 年期限內卻又募集不到公司所需資金之公司，要公開發行股票將又回到新創公司最根本之資金成本壓力問題；另外，股票興櫃市場採用競爭性傳統做市商制度，公司股票至少有兩家以上證券推薦商，並且投資者與推薦證券商議價交易，不允許投資者間直接成交，也需要委任專業股務代理機構辦理股務，於此都需要資金投入，躍身成為興櫃公司雖不似上市櫃公司困難，但要新創公司在期限內要做到，也是個不小之壓力。

畢竟，創櫃板與股權式群眾募資有相當大的差異，因為無法真正對一般群眾來募得資金，在掛牌後要募得能使公司營運順遂的資金就已經不容易，要在 3 年內成為興櫃公司，又將面臨公開發行的壓力，恐怕對新創公司也是時間上必須承擔之考驗。

第三項 櫃買中心作為唯一中介者角色

美國群眾募資規定發行人不得直接進行銷售和推銷，而是必須通過符合法定條件的中介機構，也就是網路募資平臺，而此類之募資平臺必須經過 SEC 註冊後方得進行新創公司與投資人之媒合。這也是我國之創櫃板與之最大不同之處，群眾募資法案對於此類新興之網路中介平臺以法律加以定位，正視其存在並賦予其一定之權限，讓新創公司藉由直接面對潛在投資人去進行募資之訴求，讓新創公司與投資人在資本市場上自由的搓合，而投資人資格上的審核也下放至募資平

臺，避免過多的政府干涉。

在我國，群眾募資平臺雖然已經興起，但目前仍未有給予法律定義，不管是在各種模式的群眾募資上，這類的平臺政府仍未有專法加以管理。因此，金管會在設立創櫃板的同時，所採取的中介機構並非募資平臺，只是現有興櫃市場之向下延伸；申請的新創公司為證明其創新創意及潛力，必須先取得櫃買中心認可之外部單位的推薦，或通過櫃買中心的外部專家審查，申請公司的募資案才有可能面對投資人。

由此得知，似乎我國較著重於投資人的保護，但這樣的審核機制又非背書，卻會讓投資人誤以為經過政府之認可推薦安全無虞，對於資本市場來說，雖然這樣的審核可降低惡質新創公司吸金，卻未必適合僅有創意、概念，極需資金的早期創業團隊，而更適合已有可行銷產品的成長期公司，更可能扼殺掉部分白手起家的優質小公司募資機會，且櫃買中心作為唯一中介媒介，在創櫃板所募集之股票又豁免於公開發行法制之規範，在群眾募資的概念下，似有獨厚櫃買中心之狀況。

目前群眾募資的發展狀況來而言，這樣的募資方式已經開始蓬勃發展，我國的群眾募資平臺在師取外國群眾募資之下，必定企圖發展成股權式群眾募資，在群眾募資尚未成熟的臺灣，相關法令對其無相當約束之下，採取創櫃板是折衷之方式，但仍應思考群眾募資平臺如何定位，並施以所必須承擔之規範，方能在日後不至出現漏洞，否則在創櫃板募資效益不佳、群眾募資平臺躍躍欲試的狀況下，勢必將產生爭端與瓶頸。

第四項 創櫃板公司缺乏廣告途徑

美國法在群眾募資立法同時，作了私募之鬆綁放寬；SEC 新增允許以廣告與公開勸誘方式銷售私募證券的 Rule 506(c) 的新私募類型，藉以使企業更容易找到對該私募證券有興趣的投資人，其缺點則是企業可能將私募證券售予不符合應

募資格的投資人，甚至可能打著私募名號趁機詐騙一般投資人。

我國證交法第 43 條之 7 禁止私募證券之廣告與公開勸誘，乃由於私募係向特定人洽購，較募集而言管理相對寬鬆，因此證券交易法特別限制私募及其再行賣出有所謂一般性廣告或公開勸誘之行為。以創櫃板之掛牌公司而言，其募集資金之方式經前述金管會函釋豁免創櫃板發行股票之申報生效問題，顯見創櫃板本質仍以公開發行為其本質，但創櫃板管理辦法第 23 條中約束公司不得對申報內容有類似廣告宣傳文字之描述，就大部分利用創櫃板來進行募集資金之公司財務情況來說，其知名度及資金皆不如公開發行公司來的健全，在採取創櫃板來募集初步資金而沒有加以廣告或勸誘行為下，似乎很難引起投資人的興趣進而投入資金，投資人在不了解公司營運內容及發展下可能更具風險。

本文認為，群眾募資屬於公開發行與私募外之新型態募資方式，於創櫃板其目的既在幫助中小企業籌資，似可考慮開放以廣告或一般勸誘方式來銷售其證券，並有條件的限制在特定之媒體或網頁，若能將廣告及勸誘行為侷限在創櫃板之適格投資人時，提供一般非專業投資人在接觸這些資訊後，能更理性判斷該公司之投資風險。

我國參考美國「群眾」募資所成立的創櫃板，其對特定人之資格限制並不嚴格，主要精神在於對「群眾」來招募有價證券下，允許新創公司適度的廣告及勸誘行為將可使一般民眾對於創櫃板上的小企業有可能投入多一點的注意力，進而投資，尤其在這個相當具有潛力的新興領域中，能為多數的新創企業或小公司解決燃眉之急，在目前的創櫃板而言，幫助中小企業籌資的效益似乎並不如想像中大，才會造成政府往股權式群眾募資立法的狀況。

第三節 小結

金管會取師群眾募資，開創一個新的股權投資場所供特定人去投資新創公司，已經為中小企業籌資開啟一扇窗，但是與美國群眾募資的開放程度差異下，能替進入創櫃版的小公司募集到多少資金，還有待時間考驗，至少已經跨出一大

步。

我國並不缺乏群眾募資平臺，要參考美國股權式群眾募資之作法並非不可行，但以目前狀況而言，如何管理並對募資平臺加以法制化可能是當務之急，要一舉利用募資平臺來進行新創公司的募資現在無法實現，創櫃板與美國群眾募資的效益孰優孰劣尚未分曉，但在創櫃板成立下，政府試圖利用「群眾」力量來促使小型企業發展，雖然創櫃板的限制仍多，日後若能重視群眾募資的未來性，給予完備的法制環境，並適度開放新創公司廣告或勸誘，投資人也能理性及合理的判斷投資可能性，更能促使小型企業蓬勃發展。



第七章 結論與建議

群眾募資方式乃世界潮流下群眾募資方式乃世界潮流下的新募資趨勢，其募資之效益及速度已經帶給現今之金融市場相當程度的影響，在網路募資平臺相繼出現的同時，傳統的集資速度相形失色，正視此一新興資金募集方式已刻不容緩，在美國證管會對於相關施行細則加以訂定後，將使得群眾募資合法化，更使得美國股權式群眾募資制度能傾力發揮其功能；但在我國而言，仍須先擬定對於現行相關群眾募資管理之策略，畢竟在現實生活中，這樣的募資方式已經出現，並且已有成功募資之案例，除了避免募資者透過群眾募資方式來獲取不法利益，對於募資平臺亦應有相關之約束，如此方可保護出資者，避免群眾募資制度的美意遭有心人濫用。

因此，從群眾募資的分類、資金使用、募資平臺得准入門檻、資金託管等方面進行規範，其中包括：募資平臺之定位、股權群眾募資必須與一般群眾募資分開；另外，對於單個項目的籌資規模進行限定及對於投資者適當性管理進行規定；群眾募資的項目資金必須由具有託管性質的銀行進行託管等，都需要進一步去考量。

壹、群眾募資立法

首先，對於一般群眾募資制度而言（非股權），隨著群眾募資網站的興盛，群眾募資這個融資形式存在的問題也在慢慢地曝露。因為出資者有可能會從計畫發起人那裡，獲得或多或少的實際回報，有著對價關係，這樣也就與買賣無異。群眾募資不論是公益性的捐贈或是回饋性之預購及借貸模式等，只要募資行為本身涉入商業成分，對於相關募資計畫所牽涉到之法規就應加以規範，避免有違法吸金之行為，或打著公益的名號誘引出資人的資金，卻可能中飽私囊。本文試就一般式群眾募資提出建議：

首先，發展至今日，群眾募資的計畫專案及模式早已百花齊放，以傳統的捐贈模式為主之計畫內容而言，必須符合公益勸募之條件。而如今最受歡迎，也更

富商業價值的群眾募資則以產品專案之計畫內容為主，也就是常見的預購式或回饋式群眾募資，產品的優劣與產品的完成與否都可能導致糾紛爭議，因此，如何對計畫發起人課予一定之履約義務似乎必須藉由法律來加以規範，尤其在消費者保護上更需要由法律來給予一定保障。綜上所述，本文認為，群眾募資之商業行為有別於傳統，若能設立專法，針對群眾募資之行為加以規範，應能給予目前紛亂的群眾募資行為適度之規範及遵循之方向，更可避免群眾募資在發生爭議時該適用哪部法規混淆不清。

由於一般群眾募資涉及之法律規範範圍廣大，但實際上卻沒有法源依據，若要利用各部相關法律加以定義其行為後再予以規範，似乎緩不濟急，設立專法對於群眾募資行為加以規範，不僅重視群眾募資未來發展，也可使逐漸興起的募資行為有法可循，避免相關行為遊走於法律邊緣。

其次，對於募資平臺的管理及法律定位亦是重要，近日線上遊戲營運商橘子（6180）宣布正式推出群眾募資平台「群募貝果」¹²⁶，目標在3年內募得5億以上資金，不難想像募資平臺作為媒介所獲取的利潤如何豐厚，方能使我國能陸續發展出多個群眾募資平臺。然而，群眾募資平臺在收取募得資金中的部分手續費後，隨之而來的法律問題，募資平臺所須承擔之責任與納稅義務都有需要加以釐清，以目前來說，仍未看到我國有針對募資平臺加以規範之立法，也沒有對於業者的網站架設或營運有許可之審核，過於寬鬆。

因此，設立群眾募資之專法是期待目標之一，而在無專法之下，仍應對於募資人與投資人間之中介平臺給予法律規範，除了給予募資平臺必須經過之審核機制外，在收取中介費時賦予應有之義務，例如對於計畫本身之嚴格審核，以及對計畫發起人的身分確認等，更甚者，對於計畫本身無法成就之時，如何返還所有投注資金，都有待立法來規範相關的募資平臺，絕非使其享受利益卻無任何責任的放任作法。

再者，針對群眾募資應當在監管制度等方面加強管理，提升募資平臺風險控

¹²⁶ 參橘子攻群募市場成立募資平臺，2014年9月30日，經濟日報。

管能力，要求平臺業者必須根據創業者類型、投資意向等細分計畫類別，有效提供出資者並將創意涉及的產業鏈相關領域進行整合，有效調動資源，幫助項目發起人順利實現預期成果，未來如果可能，應設立對於類似電子商務之業者管理之權責機關，以應付網路當道的商業社會。

貳、創櫃板（股權式群眾募資）之未來

對於我國之創櫃板設立而言，我國創櫃板立意相當良善，亦有股權式群眾募資制度的影子，然而落實在執行面，存在相當多的問題，有待進一步解決。

第一，櫃買中心針對一般民眾的投資額度嚴苛，目前無論收入多寡，一年僅能投資 6 萬元。目前的設計防弊重於興利，認購資格嚴格，一般民眾投資限制多，可能對新創公司之籌資仍造成困難，櫃買中心對掛牌創櫃板之新創公司已有初步審核機制，在認購風險上可給予投資人基本投資風險概念，因為新創公司有未來性及爆發性，相對投資風險就較高，如何判斷對該公司投資額度則由投資人理性判斷，過度重視投資人之保護，不僅可能使投資人興趣缺缺，更可能無助於創櫃板公司之募資。

第二，「創櫃板僅能提供籌資，並不能交易」之制度，認購完創櫃板的公司股票後，若想要轉讓或賣出，必須由投資人自行找買主辦理過戶手續，對於證券的流通性亦產生問題，公司股價動態可能在無法清楚得知的情況下，要找到買主相對困難。流通性的問題再加上新創公司在 3 年的期間內無法更進一步進到興櫃或是上櫃、上市，將退出創櫃板的股票，投資人恐怕更是難以脫手。

第三，創櫃板的設置與規則由於自 2014 年 1 月才剛開始，因為原股東也可以認購，因此流通在外的股票張數少，新創公司開放給民眾認購的額度就更為有限，其中不少企業開放流通的股票張數本來就非常稀少，一般民眾就算排隊等等也等不到，自然很難讓一般民眾持續熱絡地關注創櫃公司。

創櫃板雖目前仍無法如國外之股權式群眾募資運行，但對我國中小企業籌資

不外乎是另一個機會，也是師法群眾募資的一個起點，未來希望就算我國群眾募資未有專法下，中小企業也能透過創櫃板的逐步鬆綁投資限制來得到資金。興利與防弊雖然是兩種不同的思路，但是卻常常同時並存，在興利之下便不能害怕防弊，如同銀行放款，勢必有呆帳或壞帳，但只要風險管控得宜，仍能有獲利的產生，如今群眾募資的潮流已經吹向臺灣，這樣的募資方式對於擁有多數中小企業的臺灣是非常有利的，創櫃板起了個頭，但為了防弊卻限縮了其可發揮之效力，在提供有限的公司資訊及有限的投資額度下，只能任由民眾自行判斷創櫃板公司的未來性，恐怕政府在「作半套」的方式下，將導致創櫃板的集資利益無法展現，更造成許多籌資糾紛連鎖效應產生。

本文以下試就創櫃板提出參考建議：

- 一、明確定義股權式群眾募資，授予創櫃板股票豁免於申報生效之法源。因創櫃板本質乃股權式群眾募資，藉由行政函釋將其歸為主管機關所核定之豁免有價證券似乎過於薄弱；若能利用修法將股權式群眾募資定義清楚，並規範創櫃板公司之條件，來豁免其證券募集之申報義務，或可為創櫃板建立長久發展之基礎。
- 二、允許一般勸誘或公開廣告之行為。由於創櫃板公司多為新創公司及剛發跡之小企業，在知名度不高之情況下，登錄在創櫃板下恐怕也很難得到投資人之關注，因此，適度允許創櫃板公司進行一般性勸誘或公開廣告之行為，或可為其帶來更多投資人之資金；加上創櫃板公司流動性不佳的狀況下，惟有使投資人清楚明白公司未來性及發展，方能為創櫃板公司募得所需資金。
- 三、適度放寬投資人投資上限，以吸引廣大民眾參與。創櫃板既然師承股權式群眾募資，其投資人投資金額應可考慮參考美國加入投資人年收入百分比之限制，避免杜絕掉收入較高之投資者，畢竟以每年6萬元之投資上限來說，其金額略低，投資人可能轉而投資上、市櫃流通市場，適度放寬投資金額限制，將可使更多投資人參與。

四、建立創櫃板股票流通市場。由於，創櫃板股票具有籌資但不能交易之性質，投資人在購得創櫃板股票後，投資人若對公司有籌資狀況、前景不佳之疑慮，認為無法進而跨入興櫃或上、市櫃股票之列下，倘若能思考在創櫃板股票無法進一步進入流通市場時，給予投資人轉賣股票之方式，或可解決流動性不佳之困境。

群眾募資的募資趨勢已經開始，如何藉他山之石，由美國群眾募資的立法來協助我國中小企業籌資，仍須時間加以分析及評估，惟不管在於促進資本市場的發展或保護投資人之立場下，適度的立法規範方能給予遵循的方向，創造各方之效益。



參考文獻

壹、中文文獻

一、專書（依作者姓氏筆畫排列）

1. 王文宇，公司法論，三版，元照出版，2006年。
2. 王文宇，我國證券私募法制之研究，新金融法，元照出版，2003年1月初版。
3. 李開遠，證券交易法理論與實務，二版，五南書局，2014年1月。
4. 李開遠，證券管理法規新論，增訂5版，五南圖書公司，2007年9月。
5. 吳光明，證券交易法論，增訂十版，2011年1月。
6. 余雪明，證券交易法，證基會出版，民國2000年11月。
7. 柯芳枝，公司法論，三民書局，1991年版。
8. 陳春山，證券交易法論，五南出版，2000年。
9. 曾宛如，證券交易法原理，六版，元照出版，2012年8月。
10. 黃川口，證券交易法要論，自版，1997年。
11. 黃茂榮，債法總論（第一冊），植根法學叢書編輯室，自版，2002年6月初版。
12. 廖大穎，公司法原論，三版，三民書局，2006年。

13. 廖大穎、谷湘儀、葉仕國、黃鴻隆，企業籌資法務與個案分析，二版，元照出版，2011年3月。
14. 廖大穎，調整公開收購與公開發行公司之私募制度，收錄於氏著公司制度與企業金融之法理，初版1刷，元照出版公司，2003年3月。
15. 廖大穎，證券交易法導論，修訂六版，三民書局，2013年8月。
16. 劉連煜，新證券交易法實例研習，增訂8版，自版，2010年9月。
17. 賴英照，最新證券交易法解析，第3版，2014年2月。
18. 賴英照，證券交易法逐條釋義(1)，自版，1992年8月。
19. 賴英照，證券交易法逐條釋義(3)，自版，1992年8月。
20. 賴英照，股市遊戲規則—最新證券交易法解析，自版，2009年10月。
21. 賴源河，證券管理法規，自版，2000年。

二、期刊文章(含研究計畫)(依作者姓氏筆畫排列)

1. 王瑞元，電子商務幾問(上)，資訊與電腦雜誌第197期，1996年12月。
2. 李曜崇，銀行法第125條違法吸金罪之問題探討，存款保險資訊季刊第18卷1期，中央存款保險公司2005年3月。
3. 邵慶平，文創產業籌資與群眾募集，月旦法學教室第123期，2013年1月。

4. 曾宛如，證券交易法之現狀與未來，月旦法學雜誌第 217 期，2013 年 6 月。
5. 莊月清，公司撤銷公開發行程序與生效要件，月旦法學雜誌，2013 年 10 月。
6. 馮震宇，論網路電子商務發展及相關法律問題（上），月旦法學雜誌第三十六期，民國 87 年 5 月。
7. 楊裕吉，沙班法案（SOX ACT）對美國資本市場的影響，華南金控專題論述 66 期，2008 年。
8. 廖大穎，證券市場與企業金融的管道－證券交易法系列講座：第一講，月旦法學教室，2011 年 9 月。
9. 廖大穎，證券市場與資金流通的平台，月旦法學教室第 109 期，2011 年 11 月。

三、學位論文

1. 林雅玲，私募公司債－比較我國與美國制度主要因素之差異，國立政治大學法律研究所碩士論文，2007 年 7 月。
2. 陳如芬，論網民集資豁免證券交易法公開發行規範之必要性，東吳大學法律學系碩士在職專班法律專業組碩士論文，2014 年 7 月。
3. 許雪芳，上市上櫃公司私募之研究，國立中山大學財務管理學系研究所碩士論文，2003 年。

貳、外文文獻

ERNST&YOUNG ,The JOBS ACT : One-year anniversary,An overview of implementation after one year and an analysis of emerging growth company trends, April 2013.

Bradford, Steven C., Crowdfunding and the Federal Securities Laws, 2012 Colum. Bus. L. Rev. 1, 1-150 (2012)

Paul Belleflamme, Thomas Lambert, and Armin Schwienbacher, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, 2 (Jan. 24, 2011).

Elina Grinberg, The impact of Sarbanes-Oxley Act 2002 on small firms, Pace University (2007)

Ernst & Young, "Q1' 12 Global IPO update", Mar 2012

Thomas A. Mattin, The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles With the Demand of the Crowd, 13-15 (2012)