

虛擬世界發展法規調適線上諮詢會議（二）－股權式群眾募資

會議紀錄

104 年 3 月 24 日（二）

19：00 - 21：10

主持人介紹與會者及議題背景（19:00~19:20）

1. 金管會副主任委員 黃天牧
2. 社群參與者 歐致豪（東吳大學法律研究所財經法組學生）

專題報告：金管會（群眾募資）（19:20~19:30）

與會來賓意見分享（19:30~20:10）

交通大學財務金融研究所 葉銀華教授

1. 希望機制設計是能讓現有的證券商願意辦理，非金融業的業者亦能一起加入，這樣的情況下，才能達到股權式群眾募資，打造台灣成為網路公司的樞紐。
2. 以往都是上市櫃、興櫃，新興的股權式群眾募資主要是讓資本市場向下紮根。「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法(草案)」要求募資平台業者實收資本額 5 千萬、保證金 1 千萬、訂定簡易內控且須設置內部稽核人員、以及從業人員須具備一定資格等規範；限制募資公司一年募資金額不得超過 1 千萬、且須有會計師財報；對於投資人則規定單一募資案之投資金額不得超過 3 萬，一年投資總額不超過 6 萬等規範。若為一般非專業投資人，在投資前除了瞭解產業分析，還有財務報表及未來營運規畫，下足功夫後卻只能投資 3 萬元，所花費的成本與投資報酬是否會有不合比例的疑慮，應予考量。「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法(草案)」對於專業投資人並無限制。
3. 「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法(草案)」為保護投資人權益，避免其暴露於過高風險之下，故要求除專業投資人外之一般投資人，皆應線上確認「風險預告書」，對於該規範並無異議，建議應提高一般投資人之投資金額額度。
4. 募資平台業者若非金融業的一般網路業者，雖然有很高意願想加入，但礙於法規規範，如對資本額、籌設保證金、內控內稽人員等，須投入相當多成本，建議對想進入募資行列的非金融業的一般網路業者，除資本額限制和籌設保證金規範外，其他監理規範不宜過多，限制應放寬。應請櫃買中心對募資平台業者加以輔導，讓募資平台業者和投資者踴躍參與，才能有效幫助產業發展。

1. 群眾募資從法規面來說，係屬較新興的議題。看 vTaiwan 線上平台留言後，提供一些建議，認為從政府設置制度角度而言，首先應確定制度目的，分別為：(1)扶植新創企業，此為最主要及最重要的目的、(2)推動金融創新、(3)促進產業發展、(4)完善金融監理。
2. 提出下列觀點：第一、必須要瞭解新創企業在傳統資本及金融市場中其融資和經營是有困境的，可將群眾募資作為對應、解決問題的金融創新方式。第二、金融創新從實務面產業界來說，須依靠產業加以推動；法規面則是仰賴政府法規扶持，而過多監管措施只會扼殺產業成長。第三、監管同時亦須顧慮市場培植，此為產業界和主管機關須共同合作的事項。第四、從監管角度來看，投資人保障和群眾募資整體市場需要注意風險防範；從產業面看，市場如何定位、未來發展面向及營運模式等是需要關注的；從法規面則要顧慮市場經營時會面對的問題。
3. 從產業管制面來說，政府的態度應是包容，規範應是鬆綁。從業者業務監督面，政府態度要謹慎，法規規範要嚴格。
4. 從目前法規面，基於政府職責，投資人的保障是最重要最關切的點，亦是整個制度設計最基本的要求。投資人適格部份，若能讓更多投資人進入市場，對於新創企業解決募資困難的問題是相對容易的。歐盟和其他國家對於投資人適格也是加以限制，主管機關將其制度導入是值得肯定。我國對投資人除風險揭露原則外沒有禁止規定，係採限制性作法，如單一募資案之投資金額不得超過 3 萬，一年投資總額不超過 6 萬等。而美國是從個別投資人作區分，相較我國規範較細緻，另規範所有參與者都有資訊揭露義務，採實名制，強制要求募資公司對於募資目的、產品、價值等必須說明，此外，對於募資平台的資金託管、信用紀錄、契約上的權利義務等亦要求須揭露清楚。
5. 從證券交易法嚴謹傳統觀念來看，關於群眾募資這議題主管機關已經逾越法規上可以解釋的空間，但主管機關仍然願意規劃辦理，這點是值得肯定的。
6. 我國對募資公司要求財報、類公開說明書等規定，在美國、歐盟也有同樣規定。例如美國屬券商系統，對募資金額較大的案件，有類似公開說明書的制度，我國目前沒有區分募資金額大小，制度規範一律平等，這點值得討論。我國目前規範標的認為募資公司屬非公開發行，資本額為 3 千萬以下，不適用證券交易法，證券交易法對公開說明書的制度在法規上監管和處罰方式不公，對於違法處理是透過企業。我國對於募資公司和群眾募資投資人之間的契約權利義務應明確規範。對於投資風險，美國認為投資有完全損失的可能，設定限制損益為一年，我國則無限制。
7. 不論從主管機關立場或投資人立場，有關群眾募資的性質應明確定位清楚，若制度最大目的為扶植創新創業發展，募資平台的定位即如同 Angel。法規規定募資平台從業人員須具備業務員資格及辦理人員登記、募資平台須履行盡職調查，這些人員進用的資格限定，對平台業者而言屬營運成本。故制度

如何定位，與業者人員進用其成本是相關的，應加以考量。

8. 另，參酌國外發展趨勢，未來加值是必要服務。在平台相關產業鏈設計上，所有目前實體面經營的業務，將來網路都會同步出現。我國目前是用經紀商角度規劃，從證券交易法角度成本最低。在歐洲國家，群眾募資只有法國和義大利有設專法。法國群眾募資專法是於去年 10 月通過，把群眾募資作為參與性投資，專法名稱為「參與性投資法」，採用方式類似我國的投顧。我國對投顧要求資本額為 2 千萬，沒有經紀屬居間。建議主管機關可將法國規範作為借鏡。
9. 主管機關就制度面應放寬準度，就經營面、行為面主管機關則要嚴謹。非公開發行公司不適用證券交易法，未來對於類公開說明書如有虛偽、隱匿、不實應如何處理，依目前規範是以契約處理。將來是否有退場機制，目前規範尚未討論到這點。建議主管機關對於權利義務這部分應再下點功夫，制度上可以讓投資人能參與，使新創企業沒有融資限制，投資人保障這部分能適當處理並加以平衡。

台灣大學管理學院 林世銘教授

1. 就目前群眾募資法規規劃方向，內部控制和會計制度要求標準是否會造成募資公司、募資平台嚴重的負擔。另外，就美加對於募資公司每年募資額度訂有 1 千萬以下的標準來看，我國目前制度規劃方向，在會計和內部控制方面，分別對募資公司及將來成為募資平台的新證券商訂有相關規定。對於需要資金的募資公司而言，要求須建置內部控制制度，不僅要有效執行且須符合商業會計法之規定，如此一來，是否會加重募資公司很大負擔，以下作說明。
2. 近期有觀察到櫃買中心的網頁，已針對六種最常見行業設置簡易內部控制和會計作業參考範例，包括一般服務業、買賣業、製造業、文創和數位產業、連鎖餐飲業、農業企業等六種公版。每種行業的公版約有 50 幾頁，扣掉流程圖、表單設計和報表製作等剩 20 幾頁，內容非常充實，包括提供銷售時如何接單、出貨及請款，採購時如何採購、驗收和付款等相關流程圖、參考表單以及程序說明都非常完備。國內教育水準普遍都很高，每所大學的大四生、研究生在老師的指導下，應該在校園內就有可能可以成立「校園新創產業會計服務社團」或是在會計系所裡成立「校園新創企業會計服務中心」，以協助有想創業的學生。曾經請教學校育成中心，了解目前教育部青年發展署有推動大專畢業生創業服務計畫即「U-START 計畫」，其中有提供創業會計方面相關課程，因此，認為草案要求募資公司對於內部控制和會計制度的要求標準，不會有太大負擔，且一個企業要有好的發展，適時提升內部制度也是必要的成本。
3. 然而另一方面，對於將來要加入募資平台的證券商，目前規劃方向是要依照櫃買中心訂定的證券商內部控制制度標準規定，要訂定內部控制制度。相較於要新加入募資平台的新證券商，現有的證券商因組織規模較龐大，相對內

部控制制度就嚴謹繁複，建議櫃買中心應建立較簡易的內部控制制度給要加入募資平台的新證券商參考，以減少新證券商設置相關制度時的人力、物力成本。

4. 最後，就募資公司每年度募資金額不得超過 1 千萬元的標準，建議主管機關應再斟酌。倘若一家非常有潛力的公司，需要資金超過 1 千萬，由於法規限制，使公司必須到國外才能募資，如此一來，主管新設的制度對於產業並無實質幫助到，故募資金額額度上限應再作考量。另，若募資公司每年募資金額不得超過 1 千萬元，對募資平台能收取的手續費、服務費也有限，很難鼓勵大家加入。目前創櫃板每年可以籌募的資金有 1 千 5 百萬元的限制，創櫃板裡的公司若能取得推薦函，其每年可籌募的資金可以超過 1 千 5 百萬元並無限制，因此建議 1 千萬的限制可以加以考量，應增加額度，避免扼殺有潛力的創業公司。

行政院青年顧問團參與者 林弘全

1. 群眾募資是一種新的資金行為，應要有完整的法制基礎，尤其對投資來說確實需要有完整的法制規劃。認同准入的方面規範應寬鬆，管制層面應嚴謹的說法。早在 2012 年美國就已訂立「JOBS Act」，之後日本、中國、泰國、菲律賓、越南等國家亦都陸續開始推動群眾募資有關規範。主關機關為促使群眾募資相關規範制度能盡快上路，以盡快開放民間業者經營為前提，不宜再增修證券交易法或另立專法，認同主管機關的作法。
2. 在 vTaiwan 線上平台有留言，希望資本額能提高到新台幣 1 億元整，即可製造經營群眾募資業者的門檻。FlyingV 是屬非股權式的群眾募資平台，但過去兩年在交大時，有參與天使投資俱樂部，天使投資俱樂部有一百多位 Angel，過去兩年估計投資金額超過 2 億元，平均一個案子都有超過一、二十人投資，屬實體版本的群眾募資。民間很多群眾募資案例發生，如果主管機關只管平台，概念相對較單純。
3. 現行「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法(草案)」規定只能做普通股，但有很多人都希望能擴大特別股的使用範圍，尤其在新創產業特別需要很多公司的投資架構以達成創業目的，若限制只能投資普通股，會造成新創公司資本額做不大，因不願釋出控制權。不會因為訂定好管理辦法，整個創新產業就會興盛，應輔以相關配套措施，才能讓整體投資氣氛更活絡，亦應把股價拋開，否則平台案件數不會太活絡。
4. 另外，依目前規範，國外公司不能在國內募資平台上募資，若台灣要成為創新創業公司的樞紐，是否應開放讓外國公司也可以投資較為妥適，應與考量。
5. 專營之定義模糊不清，關於法規內容「就其募資平台所揭示之個別公司股票進行勸誘買賣行為」認為是合理的，而證券商為了營運平台，行銷平台屬正常行為，但證券商為了行銷平台，是否可以在各報章雜誌、媒體上宣傳或教

學與群眾募資有關的概念知識，法規並無明確說明，建議應明確訂定專營之定義。

6. 「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法(草案)」第 15 條規範許多證券商經營股權性質群眾募資業務時，不得有的行為，針對本條規範有以下幾點建議：
 - (1) 第 2 項「參與認購於其募資平台辦理股權募資之公司股票」，會有的問題是，平台在募該資金時很有可能會參與投資，用創投的概念來想是非常合理的，如現在有許多育成中心會去募一筆基金，也會將此資金投資在育成的新創公司，此概念在民間是很常見的行為，故為鼓勵讓更多人參與群眾募資，應讓商業行為多樣化。
 - (2) 第 3 項「向參與股權募資之投資人收取任何費用」，募資平台經營者若要維護投資人的品質，向投資人收取會費是否會違反規定，仍有疑慮。
 - (3) 第 9 項「證券商或其內部人於其募資平台辦理股權募資之公司擔任董事、監察人或經理人等職務」，舉例來說，不管中國或美國在群眾募資平台上，都有幾種不同作法，有一種是每一個投資人直接投資被投資公司，另一種是把所有股東集中到每筆的 LC，再由這個 LC 間接投資，此作法對被投資公司相對較單純。群眾募資不管在中國或美國都很流行，大部分的散戶即一般投資人其實是不太看得懂公司財務報表，投資方式通常是依循著專業投資人作投資，而監察人或經理人等職務必須由會瞭解財務報表人擔任。
 - (4) 第 12 項「透過其募資平台以外之通路為公司進行股權募資」，前面已有說明應不屬於勸誘。
7. 再來是交易功能部分，現有規範規定經紀商不能做交易，延伸前面教授說的，目前是談論未上市股票，而未上市股票交易會有盤商的問題，若沒有提供透明的交易平台，前面的投資會變得沒有任何意義。股權投資若沒退場機制、流通性，會降低投資意願，很多投資行為其實都會在民間延伸出來。

行政院青年顧問團參與者 趙式隆

1. 以創業家角度來看有關募資公司及投資人限額這部分，目前法規規範投資人單一募資案之投資額度為新臺幣 3 萬元，於每一個平台一個會計年度內之投資總額度為新臺幣 6 萬元；及募資公司於一個會計年度內於所有平台籌資總金額不得超過新臺幣 1 千萬元，相關規定和創櫃板很相似，規範設計邏輯目的都是為保護善良投資人。就創櫃板來說，創櫃板是象徵意義大於實質意義的制度，目前會計事務所最常拉新創公司上創櫃板，因為上創櫃板能有一個股票代號，也表示是政府認可的公司。若限制募資公司一年內募資總金額上限為新臺幣 1 千萬元，一個投資人一年最多之投資總額度為新臺幣 6 萬元，需要有一百位投資人才完成募集到 1 千萬元，一間新創公司如果股權如此分散，未來將不知會遇到哪些營運問題。

2. 會選擇不去創櫃板的原因，是因為創櫃板要求的內部控制制度已接近上市上櫃公司要求，對於一間剛初創的公司而言，其實並沒有足夠資源、人力處理達到這樣的標準。建議在單一募資案投資限額應作調整。
3. 延續上次閉鎖型公司議題，台灣是否可以用其他思維來思考一間初創公司的價值，值得商討。

社群參與者 司徒嘉恒

1. 要提出法規技術層面的問題。今天討論股權式群眾募資是否開放，因要探討股權式群眾募資有無落在證券交易法規範下向不特定人公開募集，而何謂不特定人公開募集，法規定義並不清楚，如行為界線為何、哪些事項是允許豁免的。若要透過行政規則方式告知有幾種方式可以豁免公司不用做公開發行，屬法規架構。看完管理草案後，不能瞭解股權式群眾募資的管道具有哪些特色、利用怎樣的模式運作，對於何謂股權式群眾募資於現階段行政規則亦未說明清楚，要進入櫃買中心辦法去看，用歸納方式才會知道新創公司透過群眾募資須遵守哪些規定，屬立法技術層面的問題。若要公告豁免公司不用做公開發行，位階應放在金管會而非於櫃買中心辦法上做解釋。
2. 在 vTaiwan 線上討論平台可以看到證期局常回覆，股權式群眾募資屬證券業務，至少要拿到證券經紀商的執照才能經營，想了解何謂證券業務，依證券交易法第 15 條規範，可分為承銷、自營、經紀，證券業務說法與「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法(草案)」第 15 條有本質上的矛盾。
3. 對於股權式群眾募資的營運模式，募資平台業者扮演什麼樣角色，需要做到何種程度才能符合法律規範。而輔導、查核、盡職調查等規定會造成新創公司募資成本，又限制募資公司於一個會計年度內於所有平台籌資總金額不得超過新臺幣 1 千萬元，如此一來，鮮少有人願意透過這樣的管道做募資，因不符經濟效益。目前規範將群眾募資當作具體而為的證券商，但又限制一堆規範綁手綁腳，用證券商輔導公司的角度套在股權式群眾募資產業上是否妥適，應與考量。
4. 把募資平台當證券經紀商來管，並不洽當。會有資本額限制和籌設保證金規定，是基於證券商可能會有承銷、自營或經紀會有酬庸、財務干涉的行為，才會訂定相關規定。何謂股權式群眾募資其定義不明確，屬線上或線下亦未說明。

部會綜合回應 (20:10~20:15)

金融監督管理委員會 黃天牧副主任委員

1. 資本市場最重要是建立信任和信心。就募資者角度而言，希望越簡單、越便利、成本越低越好，就監管者角度，對於投資人的保護、投資風險須靠機制去降低，在確保資本市場信任和信心的前提之下，怎樣的機制可以兼顧雙方立場，都圍繞著法規是否過於繁瑣，對投資人權益保護是否足夠，都是主管

機關需要斟酌的。曾主委對於這樣的議題是非常積極的，希望促使群眾募資相關規範制度能盡快上路，以開放民間業者經營為前提，不宜再增修證券交易法或另立專法，希望能在不動法的前提下可以迅速找到解決之道，難免不能讓大家都滿意。今日與會者的建議，會在事後修正法案時供參。

2. 再次強調，是在確保資本市場被信任和信心的前提之下，針對不同利害關係者，整個關切的事項作中和性考量。

金融監督管理委員會證券期貨局 張麗真副局長

1. 承如黃副主委提到，在現行法規和實務可行性方面兩者兼顧下，如何在國內盡快推出群眾募資發展是一開始推動主要的考量。推動募資群眾募資發展誠心希望可以創造雙贏，讓微型創業企業能有募資管道，在推動產業發展的同時，也要兼顧投資人的權益。
2. 國際上很多國家都在推動群眾募資制度，大家都在學習，很多國家對於平台業者都界定於須設立相關許可，例如美國要對證券會提相關許可。募資平台有點類似中介機構，像前面老師說的有點居間性質，像證券商屬性取得金管會核准，然而知道群眾募資業務單純所以採低度管理，因此透過櫃買中心的管理法規來推動。
3. 針對法規規範投資人單一募資案的投資額度限額 3 萬、及募資公司募資金額一年不超過 1 千萬等規定，乃是因參考各國規範都有限額的規定，主要為協助企業投資，但前提還是要兼顧保護投資人權益，目前規範的金額是參考外國的法規商討出較適宜的額度，故不宜異動。
4. 與會來賓剛有提出只能限定普通股的形態，為何特別股或封閉型的不能納入？其實很多制度都無法兼顧各種方式，在國內法規和實務可行的範圍內應找出大家比較能接受可行的方式推動。平台有開放非專業型投資人，對於投資公司可以募集的股權有哪些，未來可以再商討。但目前用普通股的方式推動是最妥適且為大家熟悉的方式。用普通股較不會造成混淆。

交流討論 (20:15~20:55)

行政院青年顧問團參與者 林弘全

1. 對於身分限制沒有意見。但對於募資限額 1 千萬元的規定，認為較不妥適。規範有點多此一舉，建議額度應拉高到 1 億元，群眾募資屬市場機制，要保護散戶沒錯，但除了散戶，很多機構式的投資人屬專業投資人，機構式投資人的投資金額不屬自己的，都是管金主的錢，在績效機制下不會亂投資。投資額度 3 萬相當於 1 千美元，是美國最基本投資額度，等於美國最低投資額度為我國最高限額，規範並不妥適，過於嚴格。
2. 募資平台屬商業公司，必須讓平台多元化發展，才能有效營運下去，法規訂定許多限制，阻礙募資平台發展，實在為不合理作法。
3. 建議應設立經營群眾募資業者門檻，提高資本額，避免任何人都可以設立平

台，讓產業素值不佳。

蔡政務委員玉玲

1. 有幾個前提要確認，考量立法程序太慢，用立法方式緩不濟急，希望在不修法前提下做機制探討。故需要學者探討底限要放到哪裡才適當，提出的政策一方面希望新創公司能快速取得資金，不希望有太多程序增加初期運作成本，但又要求政府要有一定管理，故有難度，倘若能讓這兩部份兼顧當然是最好的。所有的目的就是希望股權式群眾募資能快速上路，並吸引外國公司來台使用該機制，若目的沒達成，對投資人再多保護也無意義。建議從需求面確定怎樣的情況下能吸引業者進來、怎樣情況下投資人願意用這平台。所有思考都應朝向讓平台業者可以營運下去，新創公司願意用該平台，才是最主要考量，其次才是保護投資人權益。
2. 過去太期待萬能政府，很多事情一發生問題即要政府負責，由於時代變遷快速，有些事應回歸到市場機制運作，政府應盡量減少管理，投資風險應靠投資人自行承擔。平台要好用、有人用才是主要目的，投資人應學習自己評估風險。

社群參與者 司徒嘉恒

1. 過去主管機關對投資人保護相當重，在 2012 年曾開放無面額股份，取消面額限制可來台掛牌，制度上路沒多久即發現有許多問題是法規無法解決，還衍生一些繁雜冗長要求，故從 2014 年一月份後就沒再看到有第二家日本公司想來台掛牌的意願。主管機關應以此為前車之鑒。
2. 建議有關經營群眾募資證券商資本額門檻問題，主管機關可再重新考慮。
3. 投資人分級分類應拿捏平衡，規範上不宜過度保護。

銘傳大學財金法律學系 武永生教授

1. 群眾募資為了新創也為了保障投資大眾，主管機關訂定規範就是在兩者中間找平衡點。
2. 既然創櫃市場不符合需求，就用另一個角度來提供更適合的融資管道。要達到如同蔡政委所說的目的，目前法規角度來看，我國規範已很彈性空間，應注重在投資人保障這部分，尤其在契約角度如何保障投資人權益，希望法規能做到這方面的需求。
3. 另，建議主管機關從平台角度而言如何讓平台生存才是第一要件。

交通大學財務金融研究所 葉銀華教授

1. 平台業者的要求應放寬，有以下幾點建議：第一公司募集資金限額 1 千萬應放寬，會限縮發展較大的新創公司，額度放寬多少可以再討論。第二，目前募資的標的只限於未公開發行的普通股應修正，設計應多元化。第三，若開放一般投資人的投資，投資限額 3 萬應再增加。

行政院青年顧問團參與者 趙式隆

應思考怎樣類型的公司會比較適合群眾募資，可以針對這類型的公司需求做設計，也許法規可以變得更加完善。

蔡政務委員玉玲

針對「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法(草案)」第 14、15 條規範，請金管會及學者後續再提出相關意見。