

我國股權性質群眾募資之管制發展： 從創櫃板到民間募資平台*

蔡昌憲**

〈摘要〉

資本市場法制之規範目的，總結來說乃資本形成及投資人保護。觀察美國迄 2012 年企業籌資法（Jumpstart Our Business Startups Act, JOBS Act，下稱「企業籌資法」）制定前之歷史，資本市場法制之規範目的鐘擺，似擺向絕對之投資人保護。儘管如此，2012 年企業籌資法之制定，調整了過去諸多資本市場法律限制且偏向促進小型企業之資本形成；開放股權性質群眾募資（下簡稱「股權群募」）此一新型態之籌資管道即為著例。對比起美國 2012 年已立法明文開放民間平台進行股權群募，我國於 2014 年初開放由櫃買中心主導之創櫃板從事類似的股權群募業務，2015 年 4 月底再開放民間業者經營股權群募平台。相對於美國企業籌資法提供之基本的投資人保護機制，我國在雙軌制下均有所調整；且除促進小型企業資本形成之目的外，更

* 本文之部分內容曾發表於 2015 年 5 月 23 日由東海大學法律學院主辦的「東海大學法律學系第五屆保險與金融法制學術研討會暨中部地區財經法律學術論文發表會 (15)」。

作者很感謝該場次主持人廖大穎教授、與談人江朝聖教授與周振鋒教授、以及卓俊雄教授之寶貴意見。作者亦衷心感謝兩位匿名審查委員的斧正及建議，促使本文進一步修改，作者實獲益良多；惟可能仍有未盡之處，文責當由作者自負。本文為作者執行科技部專題研究計畫（MOST 103-2410-H-007-019）的部分研究成果。

** 國立清華大學科技法律研究所專任副教授，美國伊利諾大學香檳校區法學博士（J.S.D.），美國紐約大學公司法碩士（LL.M. in Corporate Law）。E-mail: chstsai@mx.nthu.edu.tw。

• 投稿日：05/26/2015；接受刊登日：09/18/2015。
• 責任校對：郭峻瑀、賴澧羽、賴信堯。
• DOI:10.6199/NTULJ.2016.45.01.04

透過諸如創櫃板特有之輔導機制進一步提升投資人保護的強度。然而，短期而言，本文認為無論是創櫃板或是 2015 年新開放之民間股權群募平台，皆應以管制謙抑性作為基礎理念，在不失一定程度投資人保護之前提下，以協助新創公司的資本形成為優先考量。中長期而言，似應規劃於證券交易法設置類如私募專節之股權群募專節，以符法律保留原則；且長期而論，創櫃板在完成過渡階段之示範任務後，可思考於一定時期適宜地功成身退，讓我國股權群募雙軌制最終回歸單純民間募資平台間之良性競爭。

關鍵詞：豁免交易、豁免證券、引導/推力、資本形成、投資人保護、證券交易法、自由家父主義、行為經濟學、管制謙抑性

◆ 目 次 ◆

壹、前言

貳、美國企業籌資法中股權性質群眾募資法制之簡介

一、企業籌資法之背景因素與立法目的

二、簡介企業籌資法中關於股權性質群眾募資的重要規定

參、我國股權性質群眾募資之現況與相關法律規定

一、鳥瞰群眾募資之市場現況

二、現行相關法律規定

肆、我國股權性質群眾募資之管制發展與法律爭議

一、創櫃板的設置概說

二、創櫃板相關法律議題

三、從公共選擇理論檢視公部門執行之誘因

四、股權群眾募資平台雙軌制之開放方向

伍、結語