

【專題一】



我國發行市場及公司治理制度演進

程國榮（證期局簡任稽核）
謝依紋（證期局稽核）
黃曉盈（證期局稽核）
林奎元（證期局專員）
黃彥翔（證期局科員）
王曉芬（證期局研究員）

壹、前言

資本市場之主要功能在於協助企業資金及創造市場流動性，發揮資金導引橋樑之重要角色。透過證券市場的運作，加速產業成長及升級。國內自 49 年頒布之「十九點財經改進措施」開始建立資本市場，自 49 年至 79 年間，建構有價證券募集與發行之規範及證券商管理體系、推動有價證券承銷制度及設置流通市場。70 及 80 年代之後，產業結構由國內市場導向逐漸轉化為國際市場導向、出口擴張之型態，資本市場規模亦不斷擴大，並逐漸朝向國際化、多元化之方向發展，企業籌資管道亦往海外擴展。90 年至 99 年間我國資本市場之籌資效率及證券市場國際化有很大的進展，並開始推動公司治理制度，逐步建構具國際競爭力之金融環境。近十年來，為扶植具有創新發展潛力的新興微型企業，整體發行市場朝向多元化發展，提供不同營運類型的公司能選擇符合自身

條件的最適掛牌市場募集資金，故積極推動建構多層次資本市場及增訂多元上市（櫃）條件，並於 102 年及 107 年二度對外發布「公司治理藍圖」計畫，有系統地循序漸進推動公司治理相關改革措施，進一步深化落實公司治理精神於公司營運活動中。

本文以下將就我國發行市場及公司治理制度演進介紹，說明我國發行市場發展的各階段及重要制度演進，並展望未來發展。

貳、而立之年：第一個 30 年（民國 49 年~79 年）

證券市場的任務在於匯集人民儲蓄及引導資金，藉由投資行為將社會資金分配予資金需求者，即將社會之儲蓄挹注為企業之資本，以充實產業資金，加速產業成長及升級。依據 49 年頒布之「十九點財經改進措施」，為加速經濟發展、促進資本形成，並導引資金供需，我國開始著手規劃設立資本市場，自 49 年至 79 年間，相關證券市場重要政策包括建構有價證券募集與發行之規範及證券商管理體系、推動有價證券承銷制度及設置流通市場。

一、建構有價證券募集與發行之規範及證券商管理體系

此一時期重要里程碑為民國 57 年制定我國證券交易法，該法自 57 年制定公布後近 20 年均未作全盤修正，鑒於公開發行公司與市場交易質量逐日擴增，投資人之知識逐漸充實，及為加速推動證券市場之發展，乃於 77 年 1 月 29 日進行修正，包括簡化有價證券募集及發行（SPO）之審核程序，將原先審核制修正為兼採審核與申報制，俾增進時效，擴大發行市場規模。並於同年訂定「證券商管理規則」、「證券商設置標準」，構成完整健全之證券商管理體系，及訂定「發行人募集與發行有價證券處理準則」，作為公開發行公司於資本市場募集資金之法令依據。

二、推動有價證券承銷制度

藉由資本市場為媒介，資金需求者可發行有價證券以籌措資金，資金供給者亦可將多餘資金挹注至產業，並享受企業經營成果，而兩者間之橋梁，即為有價證券承銷制度。按證券承銷商，係作為證券市場之中介機構，以合理的發行成本，降低企業募資風險，為公司完成發行有價證券的工作，俾資金調度得宜，於資本市場居於樞紐之地位。52 年間證券交易所報請證管會准許台銀、土銀、合庫及中華開發等證券承銷商之設置，最早採用之承銷方式係採公開申購配售，初期以人工抽籤方式辦理，為求作業之公正、公開及提高效率，以因應日益龐大的新股抽籤人口，78 年 4 月改由證券商公會採用電腦抽籤方式辦理承銷，中和羊毛股票為首宗啟用電腦抽籤之上市公司。

三、設置流通市場

有價證券發行後，必須藉由證券流通之場所，提供有價證券再次轉讓之功能，以建構完整之證券市場。52年證券交易所開業後，為擴大債券市場規模、熱絡交易，並使公開發行未上市之股票得以流通，證管會乃於71年8月訂定「證券商營業處所買賣有價證券管理辦法」，規劃設置店頭市場，起初開放有價證券買賣之標的係政府債券、金融債券及公司債，嗣於77年3月開辦股票店頭市場，擴及公開發行未上市之股票。78年12月建弘投信（現第一金投信）股票上櫃買賣，為店頭市場第一支正式掛牌交易之股票。

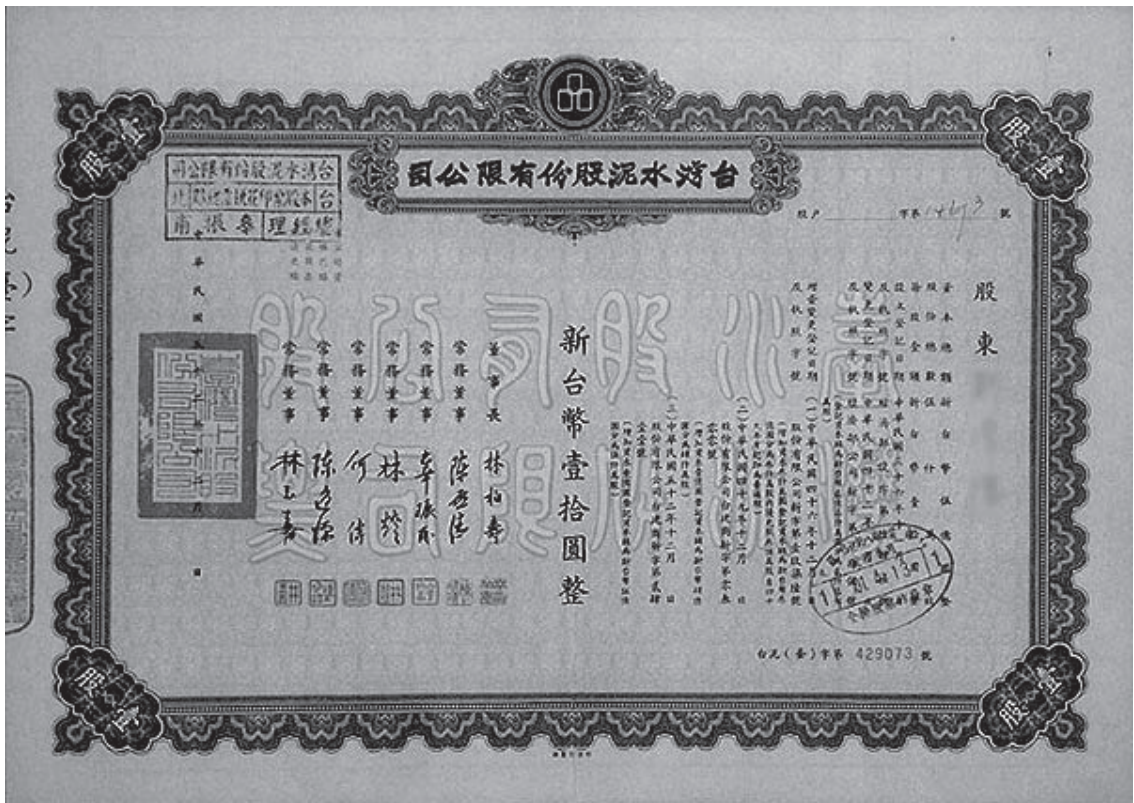


圖1 臺灣股市證券代號之首的股票，51年2月9日台灣證券交易所成立，台灣水泥公司率先響應政府「資本證券化」政策，成為證券市場第1批股票上市公司，證券代號「1101」

參、不惑之年：展翅高飛、迎向挑戰（民國80年~89年）

我國資本市場於70年受惠國內傳統產業經營績效良好出現發展高峰，隨後80年資訊電子業及金融服務業蓬勃發展，產業結構並由國內市場導向逐漸轉化為國際市場導

向、出口擴張之型態，資本市場規模亦不斷擴大，並逐漸朝向國際化、多元化之方向發展，企業籌資管道亦往海外擴展。

一、國營事業民營化

在配合政府積極推動公營事業民營化的政策下，中國產物保險股份有限公司股票於 83 年 1 月 24 日正式在證券交易所集中市場掛牌買賣，財政部先後釋出 56.22% 之股權，達成移轉民營目標，並以 83 年 5 月 5 日為民營化基準日，成為第一家民營化之國營產物保險公司。中國鋼鐵公司亦配合經濟部釋股，於 80 年 10 月 8 日發行海外存託憑證，創上市公司發行海外存託憑證的首例。

二、海外（臺灣）存託憑證之發行

為推動我國證券市場國際化，我國於 81 年 6 月 20 日訂定「募集與發行臺灣存託憑證處理準則」，並於 85 年 2 月 6 日修正為「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，開放外國發行人來台籌資，包括得參與發行臺灣存託憑證（Taiwan Depositary Receipts, TDR）以及發行股票、普通公司債、轉換公司債及附認股權公司債等有價證券。87 年 1 月 8 日第一檔 TDR 新加坡福雷電子即正式上市買賣。另因應全球化經營，台積電於 86 年 10 月 8 日發行美國存託憑證（American Depositary Receipts, ADR），成為我國第一家在紐約證交所上市的企業，發行金額達 5 億 2 千萬美元。

三、承銷制度完備化

自 51 年 2 月起，採行公開抽籤配售方式公開申購配售為最早採用之承銷方式，為順應證券發行市場之自由化、國際化，增加法人參與初級市場，及改進公開申購無法產生價格發現之功能，84 年 5 月增訂詢價圈購及競價拍賣之配售方式，其改進精神主要在於使承銷價格更具市場性，縮短投資人繳款至可交易時間以降低投資風險，提高法人參與初級市場比重，發揮承銷商配售之功能，使資金募集更具效益。時至此刻，承銷制度包括公開申購、詢價圈購及競價拍賣等配售方式制度之建置已趨完備。



圖 2 89 年 3 月 16 日交通部將中華電信 28 億股股票送存集中保管，該張股票成為實體股票面額最大者，金額達新臺幣 280 億元

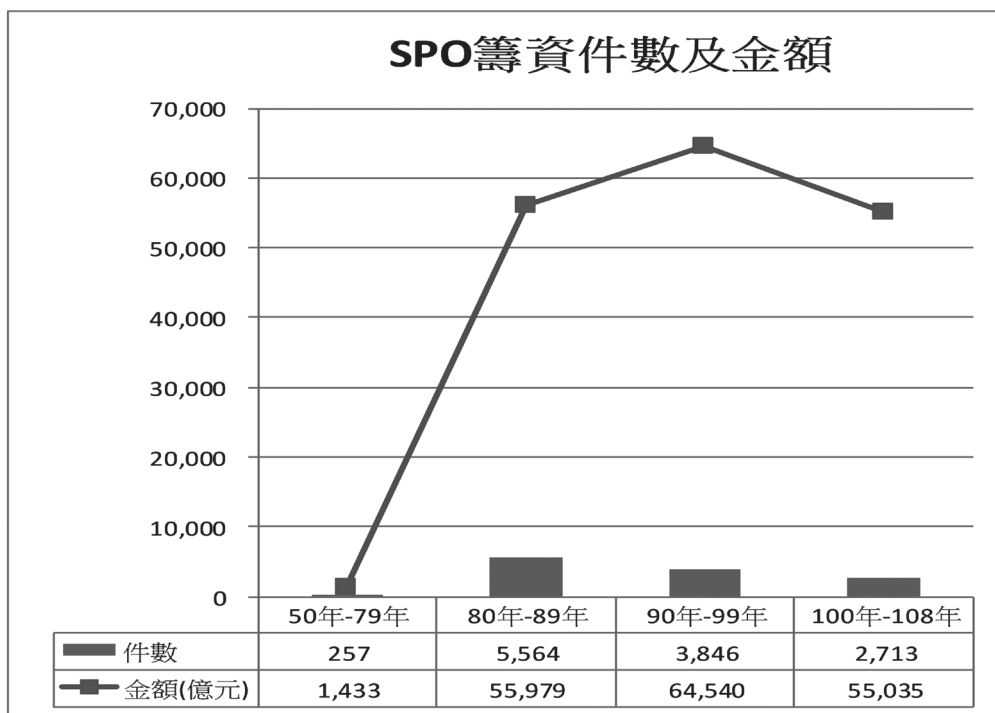
肆、知天命之年：順應時勢、兼容並蓄（民國 90 年~99 年）

隨著經濟的發展，我國證券市場亦呈現蓬勃發展，民國 90 年至 99 年致力於提升我國資本市場之籌資效率、推動我國證券市場國際化、促進金融市場多元化、推動公司治理制度，以逐步建構我國具國際競爭力之金融環境。

一、提升資本市場籌資效率

（一）募集與發行有價證券（SPO）全面採行「申報生效」制

90 年間我國資本市場快速成長，公開資訊觀測站網站已建置完備，公開發行公司得即時將其財務及業務資訊進行公開，並配合資本市場中會計師、承銷商及律師等外部專家職能之提升，國內資本市場已趨成熟，主管機關於 95 年 1 月 11 日修正發布證券交易法第 22 條，將募集與發行有價證券之申辦程序由雙軌制改行「全面申報生效」制，以利企業之資金規劃及促進經濟發展。



(二) 承銷制度之改革

民國 93 年起，為進一步與國際接軌，開放承銷配售方式選擇多元化，引進新股採競價拍賣者得採單一價格標（荷蘭標），又為提高價格訂定合理性，初次上市（櫃）案件由過去徵提老股承銷改採鼓勵新股承銷，以避免訂價時承銷商與大股東之利益衝突，並縮短現金增資及轉換公司債案件訂價參採之基準日，以增進發行人籌資效率。另為進一步提升證券發行市場之品質及競爭力，金管會於 93 年 7 月成立後，組成專案小組，並於 94 年完成承銷制度之重大改革，改進措施包括：初次上市（櫃）案件（IPO）承銷價格訂定合理化、引進價格穩定措施、承銷配售方式選擇自由化，及加強承銷商專業功能與自律機制發揮等，為現行承銷制度架構之基礎。

二、推動證券市場國際化

隨著國內企業逐步邁向國際化，證券市場與國際接軌為必然的趨勢，為吸引外國優良企業來臺募集與發行有價證券，行政院於 97 年 3 月 5 日通過「推動海外企業來臺掛牌一二三計畫」，開放外國新興企業及一般大型企業得分別於興櫃股票市場及上市（櫃）股票市場掛牌交易，以促進海外企業與臺灣資本市場的緊密連結。

為延續國際化需求，進一步配合政府兩岸政策之開放進程，於 97 年 8 月 14 日修正「外國發行人募集與發行有價證券處理準則」，取消外國企業在臺募集資金直接或間接用於大陸地區投資之限制，並分別於 97 年 6 月 26 日及同年 10 月 23 日開放香港及韓國交易所掛牌企業申請來臺第二上市（櫃）發行臺灣存託憑證等有價證券。復為增加臺灣存託憑證發行管道之多元化及衡平國內企業與外國企業之管理，99 年 5 月 19 日增加臺灣存託憑證發行管道，開放第二上市（櫃）公司之股東得以持有之已發行股份委託存託機構於國內發行臺灣存託憑證，並開放第二上市（櫃）公司得總括申報臺灣存託憑證並分次發行。

三、促進金融市場多元化

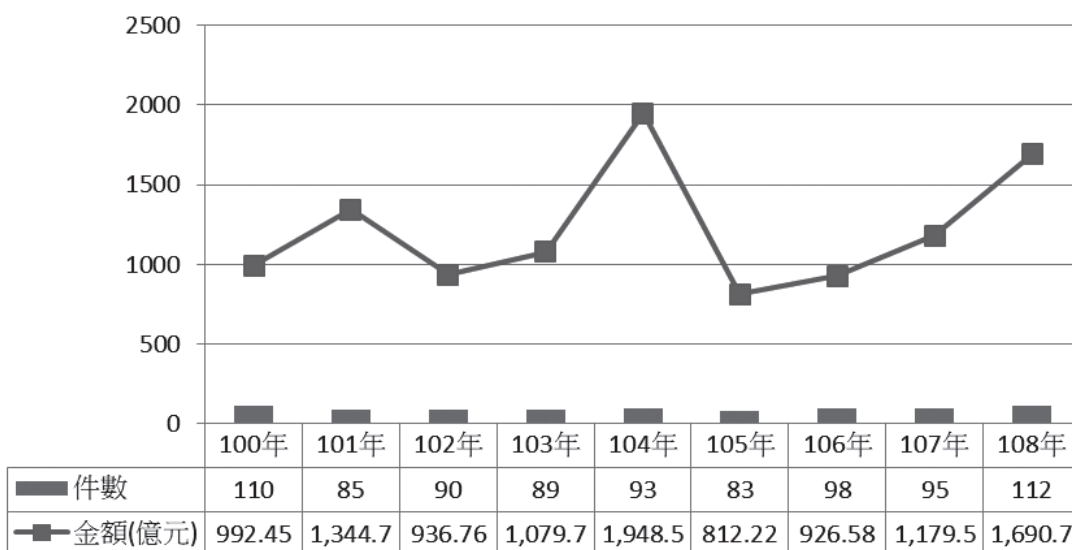
（一）引進私募有價證券

證券交易法在 91 年修法前，公開發行公司尚無法循私募途徑籌募資金，為增加企業籌措資金管道、使企業資金調度更具彈性、便利企業進行併購或策略聯盟及解決財務困難公司不易透過公開募集或向金融機構借款等管道籌集資金，主管機關於 91 年 2 月 6 日修正證券交易法，引進有價證券私募制度。

私募制度引進後，發生私募價格與公司市價或淨值偏離過多、洽定內部人或關係人低價認購、公司獲利卻採私募等影響股東權益等情事悖離原立法意旨，影響股東權益。為強化對私募有價證券之管理，主管機關於 99 年間增訂相關監理措施，包括修正「公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項」¹及「發行人募集與發行有價證券處理準則」²，以及證交所及櫃買中心修正核發補辦公開發行同意函標準之規定³，暨投保中心訂定私募案件監理標準作業程序，並與證交所及櫃買中心共同合作加強監理。

- 1 公開發行公司辦理私募有價證券應注意事項 99 年 9 月 1 日修正要點包括：參考價格應以定價日前 1、3 或 5 個營業日擇一計算之平均價格與定價日前 30 個營業日之平均價格，二基準較高者定之；獲利公司原則應採公開募集方式募資；公司內部人或關係人參與私募應先於股東會召集事由中載明，且認購價格成數不得低於 8 成。
- 2 發行人募集與發行有價證券處理準則 99 年 9 月 29 日修正增（修）訂金管會對申報辦理私募補辦公開發行案件得予以退回之情事。
- 3 證交所及櫃買中心分別於 99 年 10 月 15 日及 19 日修正有價證券上市審查準則第 12 條之 1 及櫃買中心證券商營業處所買賣有價證券審查準則第 15 條，有關核發補辦公開發行同意函標準之規定，對未依私募應注意事項規定辦理且情節重大者，訂定更嚴格之獲利能力標準始核發同意函。

私募件數及金額



(二) 成立興櫃股票市場交易制度

民國 80 年代後期，國內新興企業蓬勃發展，部分投資人為期捷足先登，以獲取股票上市（櫃）掛牌後蜜月期間的豐厚利潤，遂出現買賣未上市（櫃）公開發行公司股票之強烈需求。但當時未上市（櫃）公司股票缺乏公開、合法之交易場所，以致實務上投資人多透過地下盤商仲介買賣未上市（櫃）股票而引發諸多弊端，為解決此問題，主管機關責由櫃買中心於 91 年 1 月 2 日成立「興櫃股票市場交易制度」，推出之後投資人買賣未上市（櫃）股票，可以透過證券商平台進行交易，杜絕以往地下盤商所為人詬病的交易糾紛，或假股票或業績造假公司的弊端，且未上市（櫃）股票在興櫃市場的流通交易，有助於發現公司股票價值，對於公司上市（櫃）的籌資功能亦有相當程度的助益。

四、推動公司治理

(一) 公開資訊觀測站正式上線

我國資訊揭露管道之規範，可概分為紙本公告、紙本及網路公告雙軌並行及網路公告等三階段。為簡化公開發行公司及投資人之資訊申報公告與查詢作業及因應國際趨勢，自 90 年 10 月起開始研議「公開資訊電子資料網路

申報單軌化」，由證交所統籌規劃建置資訊申報系統等相關事宜，並於 91 年 8 月 1 日完成建置「公開資訊觀測站」正式上線。為加強「公開資訊觀測站」之功能，證交所於 92 年完成建置「英文版」公開資訊觀測站，使外國投資人更易於瞭解我國上市（櫃）公司財務業務狀況，並與國際接軌。

（二）推動公司治理法治化

從亞洲金融風暴、美國安隆案及世界通訊弊案後，暴露出企業管理上的諸多問題，各國開始積極進行公司治理制度之改革，為強化我國公司治理，行政院於 92 年 1 月 7 日成立「改革公司治理專案小組」，就公司治理各項議題進行研討，推動重要措施包括參考美國沙賓法案（Sarbanes-Oxley Act）於 95 年 1 月 11 日修正證券交易法引進獨立董事及審計委員會制度、99 年 11 月 24 日修正證券交易法引進薪資報酬委員會、參考經濟合作發展組織（OECD）發布之公司治理原則制訂符合國情之上市（櫃）公司公司治理相關實務守則、推動電子投票、強化關係人交易之決策過程與揭露、引進投資人保護措施及提高公司資訊透明度等。

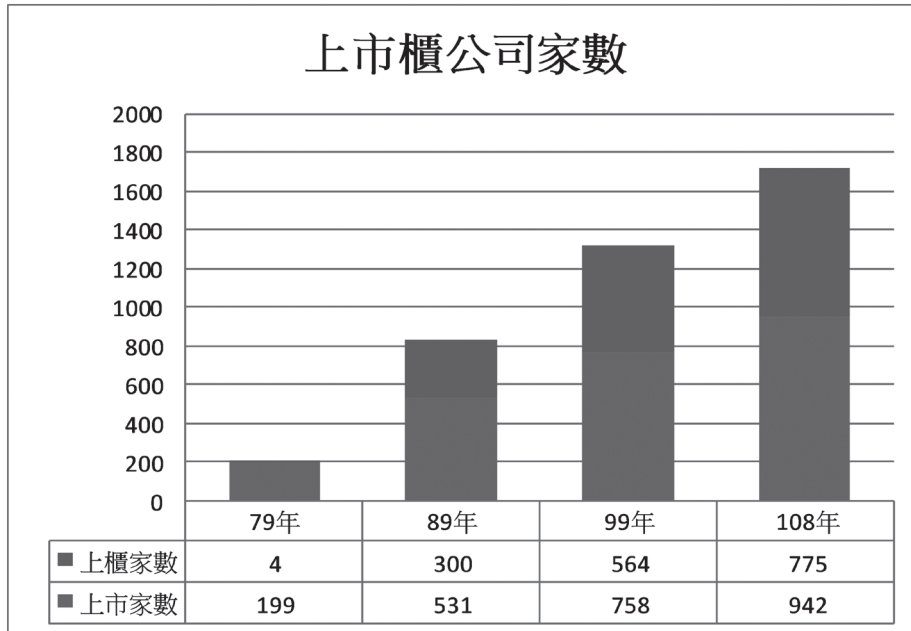
伍、甲子之年：週而復始、創新多元（民國 100 年~109 年）

近十年來面對知識經濟時代、全球化的激烈競爭之下，具有創新發展潛力的新興微型企業不斷崛起，整體發行市場朝向多元化發展，為使不同營運類型的公司能選擇符合自身條件的最適掛牌市場募集資金，故積極推動建構多層次資本市場及增訂多元上市（櫃）條件。另我國近年透過與亞洲公司治理協會（ACGA）及經濟合作發展組織（OECD）等公司治理國際組織保持密切交流，持續瞭解及參考公司治理國際發展趨勢，於 102 年及 107 年二度對外發布「公司治理藍圖」計畫，有系統地循序漸進推動公司治理相關改革措施，進一步深化落實公司治理精神於公司營運活動中。相關推動措施內容介紹如下：

一、建構多層次資本市場

我國發行市場歷經過去 50 餘年的發展，已陸續完成建構上市、上櫃及興櫃股票市場，相關制度已趨成熟。隨著近年來產業變化快速，新興產業不斷崛起，渠等公司雖具有發展潛力，但營運初期較難符合原規範之上市（櫃）及興櫃掛牌（登錄）條件，為扶植該等企業亦能透過資本市場籌資，協助其後續得以興業茁壯，進一步創造經濟動能與就業機會，故推動櫃買中心建置「創櫃板」及「股權群眾募資」制度，提供未公開發行

之新創公司籌資平台，並增訂多元上市（櫃）條件供不同營業特性之企業適用，以進一步擴大整體資本市場規模。



（一）創櫃板

為扶植我國富有創新、創意之微型企業發展，解決其在現有機制下籌資不易，無法短期內快速成長之困境，經參考美國總統歐巴馬於 101 年 4 月 5 日簽署之「新創企業啟動法案」（Jumpstart Our Business Startups Act, 簡稱 JOBS Act），規範新興成長企業小額公開發行豁免向美國證券交易委員會（Securities and Exchange Commission, 簡稱 SEC）註冊，以及允許特定情形下得進行公開招攬等規定，故推動櫃買中心規劃籌設「創櫃板」，取其「創意櫃檯」之意涵為命名，提供「籌資」及「輔導」二大功能但不具交易功能，並於 103 年 1 月 3 日正式開板啟用。

現行創新企業申請登錄創櫃板並無設立年限及獲利能力等限制，僅需通過櫃買中心創新創意審查，再經由櫃買中心結合相關單位建構之「公設聯合輔導機制」，提供該等創新企業會計、內控、行銷、法制等各方面之輔導，並輔導其建置簡易內部控制與會計制度及落實公司治理後，即可透過「創櫃板」進行籌資及登錄為創櫃板公司，另豁免證券交易法第 22 條第 1 項規定之申報生效義務。

櫃買中心並持續瞭解創櫃板實務運作情形，陸續於 104 年 5 月 25 日、105 年 3 月 10 日及 107 年 3 月 8 日修正鬆綁創櫃板相關規定，包括將一般投資人每年投資金額上限由 6 萬元提高至 15 萬元、增訂符合天使投資人定義得不適用投資限額規範、將公司每年募資金額上限由 1,500 萬元提高至 3,000 萬元、鼓勵社會企業申請創櫃板、刪除資本額 5,000 萬元以下之申請條件及增訂最近年度營業收入 5,000 萬元以上公司免除創新創意審查等規定，以營造更有利創新企業成長之環境，使創櫃板運作更順暢。

（二）股權群眾募資

經參酌國外有關股權群眾募資之立法例、草案及辦理情形，普遍皆以民間業者作為股權性質群眾募資之執行單位，為兼顧與國際發展趨於一致及適度結合民間業者充沛活力共同活絡我國創新創業之集資能量，並考量民間業者係辦理股權群眾募資之中介機構，依法屬證券業務，故於 104 年 4 月底開放符合一定資格條件（包括最低實收資本額 5,000 萬元、已訂定適當內控制度及定期申報年度財務報告等）且取得證券經紀商營業許可之民間業者得經營股權性質群眾募資業務，並就公司透過證券商平台募資豁免證券交易法第 22 條第 1 項之申報義務。另授權櫃買中心訂定發布「證券商經營股權性質群眾募資管理辦法」（下稱群眾募資辦法），建置對證券商募資平台、發行公司及投資人之監督管理機制，以兼顧市場籌資便利性及保障民眾投資安全。

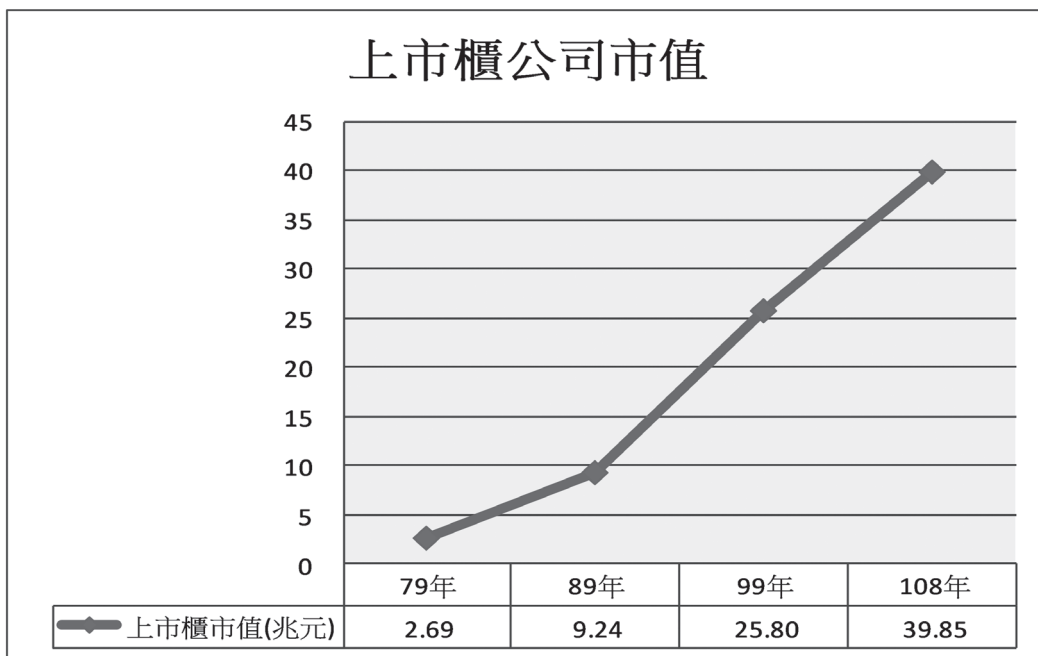
依上開規範，發行公司經與證券商簽訂募資契約，並由證券商確認符合「已建置且落實執行簡易內控制度、會計處理符合商業會計法規定及經營團隊無誠信疑慮」等條件後，即可透過證券商平台向不特定大眾募資，並無設立年限及獲利能力等限制。另規範公司募資前須透過證券商平台揭露募集資金運用計畫、公司簡介及業務內容相關資訊，以及非專業投資人應於證券商平台確認風險預告書後始得參與認購，以確保投資人盡可能地瞭解投資相關資訊及風險。

上述證券商股權群眾募資業務開放後，櫃買中心經瞭解國內實務需求及參酌國外立法演變，先後於 105 年 1 月 8 日及 107 年 3 月 8 日修正群眾募資辦法，修正重點包括放寬平台業者得參與認購募資公司股票、得依規定向天使投資人辦理推介、得從事廣告及業務招攬活動等，以強化證券商股權募資平台功能；另提高公司一年內募資金額上限由 1,500 萬元提高至 3,000 萬元、

募資標的增加不具債權性質之特別股，以及放寬募資公司資本額由 3,000 萬元提高至 5,000 萬元等，以提高公司募資之彈性。

(三) 多元上市（櫃）條件

為扶植尚未獲利之新興企業得以即早進入資本市場，取得營運所需資金，證交所及櫃買中心（下稱二單位）前已放寬申請上市（櫃）之公司如能取得經中央目的事業主管機關出具其係屬科技事業（含農業科技事業）或文化創意事業且具市場性之明確意見書，得豁免設立年限及獲利條件。近年因科技發展伴隨商業模式演進，使企業產生了各種營運模式，而有不同之市值、淨值、營收、獲利、現金流量等財務狀況，原現有須符合獲利條件之一般事業上市（櫃）條件或須取得中央目的事業主管機關意見書之科技事業或文化創意事業等上市（櫃）條件，未必能完全符合新創企業之營運特性及實務需求。



配合我國積極扶植獨角獸企業之政策，經檢視美國、香港等國際證券市場針對公司申請上市之規模條件均採市值或淨值，並對於公司規模較大之企業，有豁免獲利條件，配套改以檢視其營收及現金流量等條件，另參酌美國初次上市掛牌企業中屬尚未盈利者之比例，由 1980 年的 24% 攀升至 2016 年的 68%，各年度平均亦有 38%，顯見對尚未獲利企業提供資金以利

其成長動能所需，實係國外資本市場常態，爰督導二單位參酌國際主要證券市場相關規範及外界意見，於 107 年 3 月 31 日修正上市（櫃）審查準則，增訂大型無獲利企業上市（櫃）掛牌條件如下表，俾提供營業模式具發展潛力且營運已達一定規模，惟營運初期獲利尚不穩定之新創企業一個新的上市（櫃）管道，協助其於資本市場籌集資金以擴張業務。

大型無獲利企業上市（櫃）掛牌條件		
上市（符合甲或乙條件）		上櫃
甲條件	乙條件	
1. 市值大於 50 億元且股本大於 6 億元。	1. 市值大於 60 億元且股本大於 6 億元。	1. 淨值 6 億元且股本大於 5,000 萬元。
2. 最近 1 年營業收入大於 50 億元，且較前 1 年度成長。	2. 最近 1 年營業收入大於 30 億元，且較前 1 年度成長。	2. 最近 1 年營業收入大於 20 億元，且較前 1 年度成長。
3. 最近 1 年營業活動現金流量為正數。		3. 最近 1 年營業活動現金流量為正數。
4. 淨值不低於股本 2/3。	3. 淨值不低於股本 2/3。	4. 淨值不低於股本 2/3。

二、建置證券型代幣發行相關監理規範

近年運用區塊鏈技術及密碼學產生之虛擬通貨（如比特幣、以太幣等）在全球快速發展，並衍生出以發行虛擬通貨方式募資（首次代幣發行，Initial Coin Offering，簡稱 ICO）之新興籌資模式，由於 ICO 透過網路平台即可辦理，且不受時間、地域性限制，據 CoinSchedule 網站統計，全球 ICO 募資金額由 2016 年 2.57 億美元迅速成長至 2018 年達到 216 億美元之高峰。至於企業所發行之虛擬通貨性質，參考國際上之分類方式⁴，主要可分為支付代幣（Payment Token）、功能代幣（Utility Token）及資產代幣（Asset Token）等三類，其中資產代幣又稱為證券型代幣（Securities Token），該類代幣具有投資性及流通性，投資價值取決於發行者之配息承諾或經營績效，應視為有價證

4 參照瑞士金融市場監督管理局（Swiss Financial Markets Supervisory Authority, FINMA）於 2018 年 2 月公布之 ICO 指導方針，依經濟用途將數位代幣分為以下三類：

- (1) 支付代幣（Payment Token）：該類代幣可用於支付購買商品或服務，或進行價值移轉，可視為交易媒介。持有人對發行人沒有要求後續服務或報酬之權利。
- (2) 功能代幣（Utility Token）：持有人可用於表彰使用區塊鏈特定應用程式或服務之權利（透過區塊鏈為主的基礎設施）。
- (3) 資產代幣（Asset Token）：該類代幣屬一種資產，承諾未來可能分得報酬或資金流入，如對發行者的債務或權益請求權。性質可視為股權、債券或相關衍生性商品。連結實體資產的代幣也屬於此類。

券並遵循當地之證券法規。

經參酌前揭國際上對於虛擬通貨分類原則，並考量國內區塊鏈業者有透過發行證券型代幣募資之需求，為將該類代幣納入證券交易法規管，故於 108 年 7 月 3 日發布令核定「具證券性質之虛擬通貨」為證券交易法所稱之有價證券，除參考國內法院對於有價證券之實務見解，定義前揭虛擬通貨為具流通性及投資性外，並突破性地參考美國聯邦最高法院對於「投資契約」所採用 Howey Test 之測試標準⁵及 Reves 案例對於票券的認定原則⁶，首次於函令中明定投資性之符合要件包括：①出資人出資；②出資於一共同事業或計畫；③出資人有獲取利潤之期待；④利潤主要取決於發行人或第三人之努力。

國際上針對證券型代幣發行（Securities Token Offering，以下簡稱 STO）大多要求按現行證券交易法規定辦理，為提供區塊鏈平台業者得申請從事 STO 業務之機制，經參酌美國、香港及加拿大等國發布之虛擬資產監理框架、STO 豁免或監理沙盒案例之運作情形，我國已較其他國家更進一步研訂 STO 專屬適用之監理規範，採分級管理制度，募資金額逾 3,000 萬元得依「金融科技發展與創新實驗條例」申請沙盒實驗，實驗成功後依證券交易法規定辦理，募資金額 3,000 萬元（含）以下豁免證券交易法第 22 條第 1 項之申報義務，並開放平台業者得申請取得證券自營商許可經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務，及授權櫃買中心於 109 年 1 月 20 日訂定發布「證券商經營自行買賣具證券性質之虛擬通貨業務管理辦法」（下稱 STO 管理辦法），明定 STO 之發行、買賣及平台管理規範。

有關上開櫃買中心 STO 管理辦法之規範重點，包括發行人須為我國非屬上市、上櫃及興櫃之股份有限公司，並由平台業者確認發行人資格及公開說明書內容符合相關應備條件；STO 僅限透過單一平台發行及交易，且僅限專業投資人得參與認購，其中專業投資人之自然人對每一 STO 案之認購或持有餘額均不得逾 30 萬元，並由平台業者申請取得證券自營商執照（最低實收資本額為 1 億元，營業保證金 1,000 萬元），對 STO 進行議價買賣，初期規範報價及結算交割僅可採用新臺幣等。

- 5 美國聯邦最高法院在 1946 年 Howey 一案之判決中確認了判斷證券法所稱「投資契約」是否存在的四個要素（又稱 Howey Test），包括：須有金錢的投資（an investment of money）；資金須投資於一個共同事業（in a common enterprise）；投資人有獲利之期望（with an expect of profits）；利潤之有無全然來自於他人之努力（solely from the efforts of others）。
- 6 美國聯邦最高法院在 Reves 案明確拒絕 Howey Test 適用於票券之情形，而係採「家族類似測試標準」對於「利潤」採取擴張解釋為「有價值的報酬」，即已涵蓋利息在內，並依下列四個判斷標準：當事人之動機；分銷、流通之計畫；投資大眾合理之期待；有無另一規範體系，認定 Reves 案之票券為證券。

有價證券小辭典

證券交易法第 6 條規定之有價證券範圍演進趨勢

【自實體有價證券演進為無實體有價證券】

證券交易法第 6 條於 89.7.19 修正前規範之有價證券項目包括政府債券、公司股票、公司債券、經政府（主管機關）核定之其他有價證券（含前述有價證券之價款繳納憑證或表明其權利之證書）及新股認購權利證書、新股權利證書等。後續配合有價證券無實體發行制度之建立，於 89.7.19 修正增訂未印製表示其權利之實體有價證券者，亦視為有價證券。

【自無實體有價證券演進納入虛擬通貨形式之有價證券】

除上述證券交易法第 6 條明定之各種有價證券外，另主管機關已依該條第 1 項規定核定之其他有價證券，包括在我國境內募集、發行、買賣或從事投資服務之外國有價證券；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；非由標的證券發行公司所發行之認購（售）權證；公司所發行之公司債券分割後之息票；期貨信託事業為募集期貨投資信託基金所發行之受益憑證；證券商發行之指數投資證券。近期因應金融科技（區塊鏈技術）迅速發展，金管會復於 108.7.3 核定「具證券性質之虛擬通貨」為有價證券，新增納入虛擬通貨形式之有價證券類型。

三、推動「公司治理藍圖」計畫

我國自 92 年由行政院成立改革公司治理專案小組以來，經過 10 餘年的努力，以使企業開始重視公司治理及投資人權益之保護，惟亞洲公司治理協會（ACGA）於 2012 年評鑑結果（CG Watch 2012），我國由第 4 名下降至第 6 名，其報告顯示我國雖逐步推動公司治理改革，但速度相較其他亞洲國家落後。究其原因，我國資本市場特色之一係中小企業及家族企業居多，經營決策有不透明或不利於小股東情形，公司欠缺落實公司治理動機等情事，為加速我國公司治理改革腳步，主管機關乃於 102 年公布行政院院會通過之「強化我國公司治理藍圖」（五大計畫項目如圖 3），展現我國之公司治理改革決心，引導未來五年之改革方向，除建立更具體明確之強行法規架構、於上市（櫃）公司之公司治理相關實務守則中增訂建議措施外，並成立臺灣證券交易所公司治理中心，整合政府、民間、證券周邊單位及媒體之力量，辦理公司治理評鑑促進企業良性競爭、編製公司治理指數誘發公司對公司治理重視、擴大實施電子投票以落實股東行動主義、擴大獨立董事及審計委員會之設置以提升董事會職能、推動上市（櫃）公司依國際標準編製企業社會責任報告書，以提升非財務性資訊之揭露、發布我國「機構投資人盡

職治理守則」，並推動機構投資人簽署，鼓勵機構投資人運用其專業與影響力，促使被投資公司改善公司治理品質等措施。

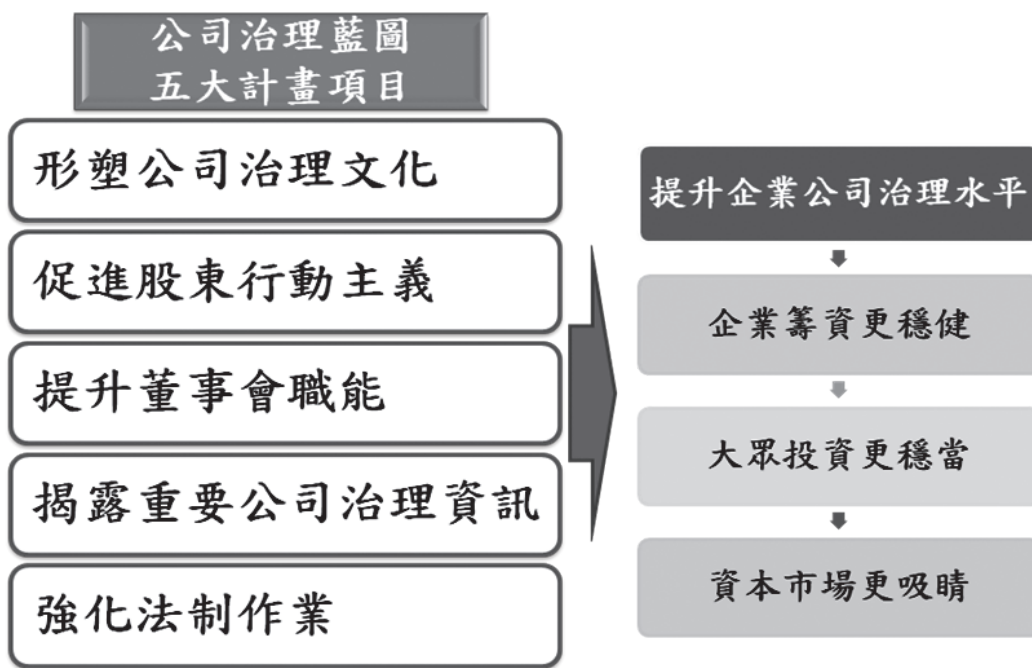


圖3 「強化我國公司治理藍圖」主要推動措施

為讓上市（櫃）公司之公司治理運作情形與時俱進與國際接軌，故延續前一版藍圖計畫於 107 年 4 月正式啟動「新版公司治理藍圖（2018 ~2020）」，預計以 3 年時間推動，相關重要措施包括透過推廣公司治理指數及永續指數之運用等方式，以市場機制鼓勵企業提升其公司治理水平、逐步要求所有上市（櫃）公司及興櫃公司，完成設置審計委員會及獨立董事以強化董事會之監督職能、要求設置公司治理主管、訂定處理董事執行業務要求之標準作業程序及投保董監事責任保險等方式，以協助董事行使職務、配合電子投票之採行推動上市（櫃）公司董監事選舉採候選人提名制、持續鼓勵相關金融機構簽署機構投資人盡職治理守則，以發揮其影響力、提高英文資訊揭露比率以創造國際化之投資環境、修正證券交易法，增訂違反審計委員會行使職權辦法、薪資報酬委員會設置及行使職權辦法等裁罰依據，以強化上市（櫃）公司對公司治理相關法令規章之遵循等措施。

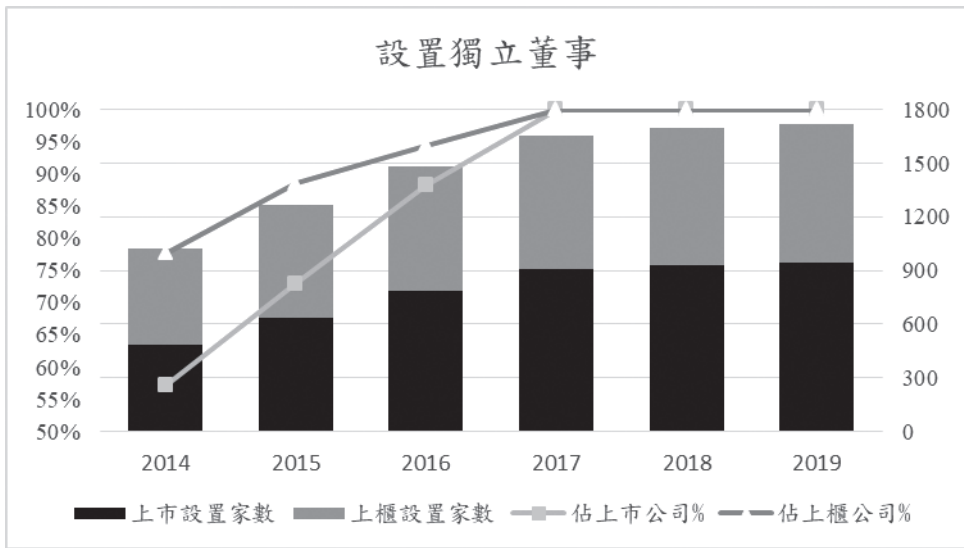


圖 4 各年度上市（櫃）公司獨立董事設置家數及比例

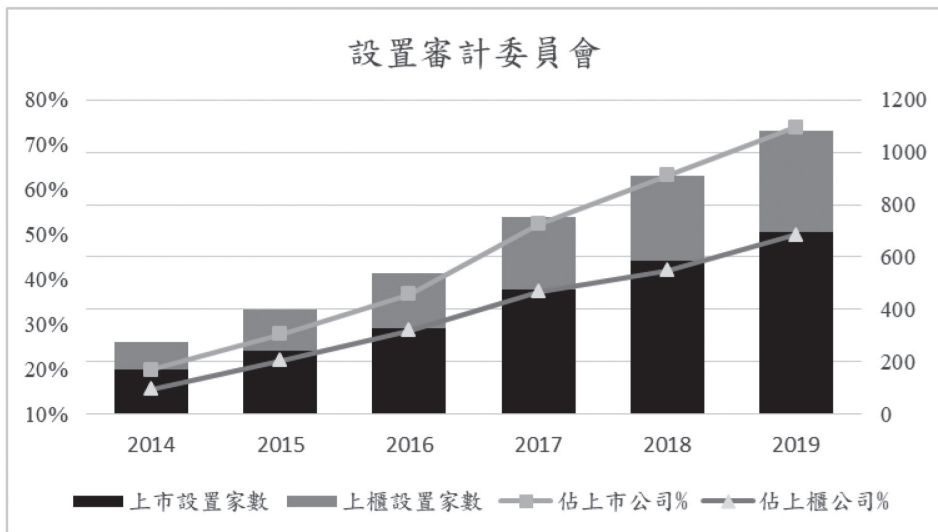


圖 5 各年度上市（櫃）公司審計委員會設置家數及比例

陸、證券發行名人堂：倚天不出，誰與爭鋒

資本市場源自企業發行股票及籌資行為，荷蘭東印度公司於西元 1606 年 9 月 9 日發行的股票，是目前公認世界上最為古老的股票，投資人成為東印度公司的股東參與分紅，也隨著東印度公司航行全世界的船舶在各地冒險。因此，股票發行及企業籌資與資本市場的發展息息相關。想瞭解國內發行市場幾個重要的案件嗎？

一、金額最大的 IPO 案件

自 95 年起迄今，IPO 金額最大的上市股票為 95 年 4 月 7 日上市的南亞電路板（股）公司，籌資金額為 170 億元，該案發行公司係從事印刷電路板及 IC 封裝載板之製造與銷售業務，主辦承銷商為群益證券，募資計畫用途為擴建廠房及購置機器設備。上櫃公司籌資金額最高為 104 年 3 月 23 日掛牌的台灣浩鼎生技（股）公司，總籌資金額為新台幣 62 億元，該案發行公司係從事治療癌症相關之新藥研發業務，主辦承銷商為元富證券，募資計畫用途為充實營運資金。

二、股票價格最高的 IPO 案件

自 95 年起迄今，IPO 價格最大的股票，上市部分為 101 年 3 月 6 日掛牌的王品餐飲（股）公司，承銷價為 340 元，該案發行公司係從事餐飲服務業務，主辦承銷商為永豐金證券，募資計畫用途為充實營運資金。上櫃部分為 99 年 11 月 18 日掛牌的碩禾電子材料（股）有限公司，承銷價為 500 元，該案發行公司係從事太陽能導電漿之研發、製造及銷售業務，主辦承銷商為凱基證券，募資計畫用途為充實營運資金。

三、最多人抽籤的 IPO 案件

108 年 12 月和潤企業股份有限公司 IPO 公開申購案件共有 932,059 合格件數參與，中籤率為 4.74%，為最多人參與之公開申購案，較第 2 多的 TPK Holding Co. LTD 之 548,644 件多近一倍。和潤公司係從事各種車輛及設備之分期買賣及租賃業務，主辦承銷商為台新綜合證券，募資計畫用途為償還銀行借款及充實營運資金。

四、第 1 批掛牌的上市公司

臺灣證券交易所集中交易市場於民國 51 年 2 月 9 日開業時，依當時主管機關核定，凡在證券商管理辦法公布實施前，已具有經常買賣紀錄及公開行情報導之證券，視同公開發行證券，一律在臺灣證券交易所上市，意即原來店頭市場交易的股票改為在集中市場交易。當時上市公司股票計有臺泥、臺紙、工礦、農林、中興、臺糖、臺電、一銀、華銀、彰銀、大同、味全、開發、臺肥、中化、臺機等 16 家。

五、蟬聯公司治理評鑑 Top 5% 最多次公司

金管會督導證交所及櫃買中心自 103 年度起開始辦理第一屆公司治理評鑑，迄今已完成 6 屆評鑑作業，其中連續 6 屆排名均列入上市（上櫃）前 5% 者計有統一、東元、裕隆、中華車、聯電、台積電、玉山金、統一超、台灣大、創意、遠傳 12 家上市公司

及穩懋、太醫、台微體、新鼎、立凱-KY、世界、中光電、中美晶、龍巖、寶雅、元大期、頤邦、崑鼎 13 家上櫃公司。（以上均依證券代號排序）

柒、未來展望：天行健 君子以自強不息

環顧近幾年來，國內外局勢變化，美中貿易緊張、英國脫歐、香港反送中條例抗爭，以及伊朗核協議問題等因素，造成全球經濟成長趨緩。另近期各國股市受到新冠肺炎疫情影響，普遍呈現下跌走勢，雖我國加權股價指數跌幅小於日本、香港、韓國及新加坡等亞洲其他主要市場，惟短期內對於我國資本市場成長仍有一定衝擊。

因應此一國際環境變化趨勢，在發行市場部分，未來應提升企業運用資本市場籌資工具進行籌資之效能，針對新創或科技事業研議有利的籌資環境，協助其更容易籌措資金，尤其在企業面臨疫情蔓延，對資金產生衝擊之下，發揮資本市場資金導引、支持實體經濟發展之功能，運用國內豐沛資金優勢，壯大國內企業競爭力。

此外，在公司治理部分，未來應持續配合國際發展潮流及趨勢，推動多元及全方位之 ESG（環境、社會和治理）議題，促使機構投資人踐行股東行動主義及對 ESG 議題之重視，並強化永續與綠色金融商品，運用市場資金配置，導引企業加強公司治理及對環境與社會議題之關注，以吸引國內外機構投資人參與國內資本市場。未來面對全球化競爭，臺灣資本市場除追求成長之外，亦不能忽視企業品質的提升，才能建構一有特色且具競爭力之市場。

~ 當日沖銷交易小提醒 ~ 55.01

投資人從事當日沖銷交易前，應評估自身財務狀況、投資經驗，並衡量股價波動及無法完成反方向沖銷恐面臨違約等投資風險。