

出國報告（出國類別：其他）

APEC 金融監理人員訓練倡議－中小 企業 IPO 與融資管道研討會

出國報告

服務機關：金融監督管理委員會證券期貨局

姓名職稱：胡則華專門委員

派赴國家：柬埔寨

出國期間：106 年 4 月 23 日至 106 年 4 月 29 日

報告日期：106 年 6 月 28 日

出席 APEC 相關會議簡要報告

| | |
|--|--|
| 會議名稱 (含英文縮寫) | APEC 金融監理人員訓練倡議－中小型企業 IPO 與融資管道研討會出國報告 APEC Financial Regulator Training Initiative Regional Seminar on Mechanisms for Promoting IPOs including SMEs and SME financing |
| 會議時間 | 106 年 4 月 24 日至 4 月 28 日 |
| 所屬工作小組或次級論壇 | APEC 金融監理人員訓練倡議(APEC Financial Regulators Training Initiative) |
| 出席會議者姓名、單位、職銜 | 胡則華 金融監督管理委員會證券期貨局 專門委員 |
| 聯絡電話、e-mail | (02)2774-7214 Brenda.hu@sfb.gov.tw |
| 會議討論要點及重要結論 (含主要會員體及我方發言要點) | 本次研討會重點在探討中小企業之籌資管道，尤其如何透過資本市場獲取資金。可行之方案包含發行債券、利用信用增強之手法及在現行上市公司之板塊外，新增專屬於中小企業之板塊以供其籌資。課程亦安排泰國、越南及印尼之講師，分享該等國家於資本市場中推動中小企業專屬板塊之經驗，及說明其監理單位與中介機構針對企業申請掛牌及其掛牌後所關注與協助之事項。研討會最後建議各與會人員，於建置中小企業資本市場籌資管道時，應先思考其政策目的、可採行之模型、區分與主板之差異等，並採行保護投資人之措施。本會出席人員除於實務演練時擔任小組簡報者外，並分享我國上市櫃公司掛牌之流程與規範、提問導引與會者討論掛牌公司可能遇到之投資人保護與公司治理問題等。 |
| 後續辦理事項 | 與研討會講師及與會者保持聯繫，了解各相關國家 IPO 及協助中小企業籌資之政策方案等，作為推動我國相關政策之參考。 |
| 建議資深官員發言要點 | 「APEC 金融監理人員訓練倡議」提供區域內人員機會相互討論監理實務所遇問題及解決方案，實屬難得，建議增加辦理之頻率及容納之學員人數，擴大相關效益。 |
| 檢討與建議 | 本次研討會亞洲開發銀行叮嚀各經濟體在協助中小企業籌資前，應先思考所欲達成之政策目的及審慎利用稅賦優惠達成目標。筆者基於上述理念，草擬 3 項建議： |

1. 可再思考如何提升創櫃板之功能與效率：多數中小企業仍以銀行融資為其主要籌資管道，創櫃板之優勢在於提供此類企業曝光之平台及相關輔導機制。考量創櫃板已推行4年，掛牌公司及籌資金額已有趨緩之情形，似可再思考創櫃板所欲達成之目標及如何提升創櫃板之功能與效率。
2. 考量利用稅賦減免以外之優惠措施推動綠色債券：為推動綠色經濟，本會及櫃買中心已啟動綠色債券之發行，鼓勵企業透過發債取得資金建置綠色相關設備、採用再生能源、減碳及確保環境永續發展等。由於稅賦減免議題爭議性及影響性較大，除持續與財政部溝通外，應可再考量其他非稅賦誘因，例如透過政府基金、機構投資人等之責任投資承諾，帶動企業發行綠色債券。
3. 參考泰、馬作法，研議新公司治理藍圖：為延續我國公司治理改革之動能，建議參考泰國與馬國等公司治理之新觀念與作法，如採行「apply or explain an alternative」更積極要求公司達成所設定之目標及指認與採行風險管理措施等，並因應我國市場發展實務，據以研議未來5年新的公司治理藍圖。

目 錄

| | |
|---------------------------------|----|
| 壹、主題及目的 | 2 |
| 一、前言..... | 2 |
| 二、研討重點與目的..... | 2 |
| 貳、研討會架構 | 4 |
| 一、研討過程..... | 4 |
| 二、研討課程議程:..... | 4 |
| 參、研討會課程重點摘要 | 6 |
| 開幕致辭..... | 6 |
| 一、全球 IPO 概況及中小企業上市之挑戰..... | 6 |
| 二、中小企業於債市籌資..... | 7 |
| 三、促進 SME 透過擔保及證券化管道籌資..... | 8 |
| 四、案例—比較大型企業與 SME 上市標準..... | 9 |
| 五、上市後持續性之義務..... | 10 |
| 六、家族企業治理..... | 11 |
| 七、進行 IPO 的步驟—挑選投資銀行(承銷商)..... | 12 |
| 八、公開發行之審查標準—法規、公司治理及最佳實務準則..... | 13 |
| 九、進行 IPO 之步驟—公開說明書及盡職調查..... | 15 |
| 十、揭露規範—最佳實務案例..... | 16 |
| 十一、討論—IPO 及中小企業上市相關議題..... | 17 |
| 十二、會計與審計措施..... | 18 |
| 十三、進行 IPO 之步驟—行銷與定價..... | 19 |
| 十四、中小企業市場模型與籌資管道..... | 20 |
| 肆、心得與建議 | 23 |
| 伍、附件 | 27 |

壹、主題及目的

一、前言

亞太經濟合作會議(Asia-Pacific Economic Cooperation, 簡稱 APEC)於 1998 年 5 月啟動金融監理人員訓練倡議(Financial Regulators Training Initiative, 簡稱 FRTI), 透過強化銀行與證券監理人員之分析與技巧能力, 加強亞太地區金融監理及法制。FRTI 藉由持續、有效率及具成本效用之訓練架構, 提供金融監理機關、證券及衍生性商品交易所之初級及中級人員等相關之培訓課程, 並藉此加強區域監理合作。

為執行 FRTI, APEC 在菲律賓馬尼拉亞洲開發銀行(Asian Development Bank, 簡稱 ADB)的總部設立秘書處, 負責協調與設計培訓課程, 選定主講人並執行訓練活動。此外, 其並邀請會員經濟體之證券及銀行監理官組成二個顧問團, 指導及帶領 FRTI 之運作。兩顧問團依據會員經濟體辨識之訓練需求或優先課題、金融監理核心主題及學員之回饋意見等, 決定課程之內容。

本次 IPO 推廣機制及中小企業籌資管道區域研討會, 係由 APEC、ADB 及柬埔寨證管會(Securities and Exchange Commission)共同主辦, 主講者為來自泰國、越南、印尼等之資深監理官及業界人士, 並由亞太地區 12 個經濟體共 40 餘位成員(包含講師)參與討論並交流經驗。

二、研討重點與目的

為提供企業最佳財務成長條件, 交易所、私募股權公司、投資銀行、機構投資人及小額投資人等均需一起建立便於籌資之環境。本次

研討會帶領與會者辨認於資本市場籌資之要件，並分析能成功提供籌資功能之市場所需具備之基礎建設及法制規範。主辦單位預期與會者可透過這次研討會學習：

- 檢視及比較國際上較為成功之市場，並辨識其所具備之要件
- 思考發行人在掛牌時應著重之事項
- 比較大型企業與中小企業之掛牌、報告及資訊揭露等要求上之差異及其必要性
- 列出進行 IPO 之步驟並探究市場參與者關心的議題
- 檢視掛牌後活動對整體籌資過程之重要性
- 透過區域經驗之分享未來得以採行最佳實務

貳、研討會架構

一、研討過程

本次研討會參與的成員主要來自東南亞國家，講師則由亞洲開發銀行(Asian Development Bank，以下簡稱 ADB)邀請來自東協(ASEAN)國家(包含越南、泰國及印尼等國)之證管會相關官員擔任，分享其市場發展及監理經驗，另 ADB 及信用擔保及投資工具組織(Credit Guarantee & Investment Facility，以下簡稱 CGIF)亦分享其對東南亞資本市場之觀察，並給予建議。

研討會採分組圓桌課堂形式進行，依各項子議題順序，逐場進行講授及意見交流。最後由 ADB 之講師帶領與會者進行課堂演練，依桌號分組模擬情境，討論出方案後，由各桌指定成員分享，並由各與會者提供問題或建議。

研討會主辦單位將筆者會籍列為「China」，筆者第一天報到時即向主辦單位要求將簽到單及識別證等筆者代表之經濟體均改為「Chinese Taipei」，經主辦單位道歉、調整完成，過程中並無障礙。

二、研討課程議程:

| 2017 年 4 月 24 日星期一 | |
|--------------------|------------------------|
| 08:30 -09:00 | 報到 |
| 09:00 - 09:15 | 歡迎與開幕致詞 |
| 09:15 - 10:30 | 團體照及參與者介紹 |
| 11:00 - 12:30 | 1. 全球 IPO 概況及中小企業上市之挑戰 |
| 13:45 - 15:15 | 2. 中小企業於債市籌資 |

| | |
|---------------|-----------------------------|
| 15:30 - 17:00 | 3. 促進中小企業透過保證及證券化管道籌資 |
| 2017年4月25日星期二 | |
| 09:00 - 10:30 | 4. 案例—比較大型企業與中小企業掛牌標準 |
| 11:00 - 12:30 | 5. 上市後持續性之義務 |
| 13:45 - 15:15 | 6. 家族企業治理 |
| 15:30 - 17:00 | 7. 進行 IPO 之步驟—挑選投資銀行 |
| 2017年4月26日星期三 | |
| 09:00 - 10:30 | 8. 公開發行之審查標準—法規、公司治理及最佳實務準則 |
| 11:00 - 12:30 | 9. 進行 IPO 之步驟—公開說明書及盡職調查 |
| 13:45 - 15:15 | 10. 揭露規範—最佳實務案例 |
| 15:30 - 17:00 | 11. 討論—IPO 及中小企業上市相關議題 |
| 2017年4月27日星期四 | |
| 09:00 - 10:30 | 12. 會計與審計措施 |
| 11:00 - 12:30 | 13. 進行 IPO 之步驟—行銷與定價 |
| 13:45 - 15:15 | 14. 中小企業市場模型與籌資管道 |
| 15:30 - 17:00 | 15. 課堂演練 |
| 2017年4月28日星期五 | |
| 09:00 - 10:30 | 16. 課堂演練 |
| 11:00 - 12:00 | 17. 會議總結 |
| 12:00 - 12:30 | 閉幕致詞及頒發證書 |

註：上開議程為最終版本，英文版詳附件 1

參、研討會課程重點摘要

開幕致辭

會議首先由柬埔寨證管會副首長 Mr. Sok Dara 致詞，除感謝 APEC、ADB 及與會人員外，並介紹柬埔寨資本市場。他表示，柬埔寨資本市場於 2011 年設立，目前僅有 4 家上市公司(即將有第 5 家，另第 4 家上市公司之主辦承銷商為我國元大證券柬埔寨子公司)。市場規模尚小，流動性亦有不足，非常希望藉由此次研討會跟其他資本市場的主管機關交換意見及學習經驗。

一、全球 IPO 概況及中小企業上市之挑戰

ADB 金融部門專家 Mr. Kosintr Puongsophol(泰國籍)擔任講師。他表示依據世界銀行的統計，東南亞國家個別經濟體的 GDP 非常小，但是 ASEAN 國家全部結合起來，可以在全球排名第 9，因此 ASEAN 的結盟很有意義，彼此經驗的相互交流，可以增加經濟成長的動能。另外他表示，IPO 市場最需要的是流動性，許多新興國家(例如柬埔寨、寮國及緬甸等)的資本市場才剛開始發展，因此流動性不足係屬正常，通常要 10 年嗣投資人較為熟悉市場規則後，流動性才會增加。

他也表示，東協依據 ASEAN Economic Community Blueprint 2025 的導引，著重對中小企業(small and medium enterprise，以下簡稱 SME)的融資或財務支援，因此近幾年來針對 SME 的議題有相當多的討論。SME 由於沒有過去籌資的實績(track records)，且通常規模小、信用評等不夠、沒有擔保品等，在銀行體系日漸縮緊放款標準的情況下，SME 更難取得貸款，所以協助 SME 在資本市場籌資成為重要的政策。

在 SME IPO 的過程中，發行人、主管機關(包含交易所)、中介機構、投資人都扮演重要的角色。根據 WFE (World

Federation of Exchanges)的調查，SME 認為吸引他們上市的前三大原因分別是可以協助他們成長、分散投資人及降低籌資的成本；而有良好的法令架構、較低的上市成本、籌資效率及較簡化的揭露要求等四項，則有助於建構 SME 良好的上市環境。投資人重視的，則是該股票是否具有流動性、資訊是否充分揭露、法令架構是否完整及是否對 SME 有足夠的研究。因此主管機關應在制定相關法令及制度時，衡平考量投資人保護與公司的成長。

二、中小企業於債市籌資

本場次由 ADB 資深顧問 Mr. Noritaka Akamatsu(日本籍)擔任講師。他首先說明政府債券與公司債的特性及差異，他表示公開募集公司債之固定成本高(如會計、登記及信用評等等)，小公司較難接受；又私募公司債的流動性低，類似銀行貸款，投資人較無興趣；給專業投資人的公司債市場介於兩者之間，因此較適合 SME。

接著他引用 ADB 的研究表示，東協(6國)加 2(大陸及韓國)債券市場，從 1997 亞洲金融風暴後開始發展，從 1996 年亞洲金融風暴至去(2016)年底成長 18 倍，金額已達美金 10 兆元。2008 年全球金融危機後，銀行信用緊縮，讓公司債成為公司的備胎，發行量及金額成長速度加快。

他以上開研究說明，整體發行金額中有 60%是政府債券；在公司債中有 60%是大陸公司。但這裡的公司主要是指金融機構。由於非金融機構的公司債缺乏流動性，因此公司債主要的發行人仍係金融機構。銀行除了本身發行公司債外，通常也是最大的公司債投資人，然而銀行因為需遵守 Basel III 中有關流動性覆蓋率(liquidity coverage ratio)及淨穩定籌資比率(net stable funding ratio)的關係，投資公司債將越來越謹慎，因此影響公司債的需求。

另外他也以 IOSCO 所調查的數據說明，SME 籌資的管道中，銀行貸款占 60%，發行股票籌資占 25%，創投資金占 10%，最後 5%則係透過政府資金、公司債、租賃等。

他並提醒，每個國家對 SME 的定義不同，有些以資本額、有些以僱用人數、有些以收入等等，所以國家間相互的比較是沒有意義的。例如大陸對僱用人數達 5000 員工的公司，定義為中型企業，但這樣的公司有許多國家已經是非常大型的公司了。

最後他以自身的觀察表示，一般來說 SME 發行公司債籌資非常難，所以建議 SME 集合起來或利用證券化的方式籌資。韓國利用 CBO (collateralized bond obligation)，把 SME 集合(pool)在一起發行公司債，算是少數成功的案例。

三、促進 SME 透過擔保及證券化管道籌資

信用擔保及投資工具組織(CGIF)之資深投資專家 Mr. Jo Ee Khoo(馬來西亞籍)擔任本場次之講者。他首先說明信用保證、信用增強及證券化等概念，並介紹信用保證如何應用在中小企業貸款上。他並舉馬來西亞信用保證機構(Credit Guarantee Corporation)及 Cagamas SME Berhad 為例，說明信用保證對 SME 的功用。

對公司債的信用保證部分，他先介紹 CGIF 成立之背景。CGIF 是由 ADB 委託，於 2010 年 11 月成立，資本額 7 億美元，由東協國家政府、大陸、日本及韓國提供資金，作為協助東協加 3 國之資本市場發展之用，其提供之信用保證可以高達其資本額之 2.5 倍。

CGIF 保證其提供擔保後不取消、不附條件、擔保範圍包含公司不履約償還及非涉及償還之事件，並保證 100%償還本金及利息。申請之公司需係東協加 3 國、有一定的信用程度及符合其所定之環境與社會特定標準，此外，CGIF 評估該等信用擔保案件需係對該國市場有幫助者、該公司的現金流量、財務狀況及商業模式等，通常亦會親自拜訪公司實地了解公司業務。

CGIF 為控制風險，除了保證倍數控制在資本額的 2.5 倍外，也訂定集中度限額，例如對同一國家之單一產業，最多僅擔保美金 2.4 億元，最長擔保期間控制在 10 年等。

CGIF 尤其服務發行人首次於其國內發行公司債之情形，因為多半這些發行人係因投資人不熟悉這類公司，因此 CGIF 提供信用增強，增加投資人之信心。

四、案例一比較大型企業與 SME 上市標準

本場次由越南河內交易所中執行董事 Mr. Nguyen Vu Quang(越南籍)擔任講者。他首先介紹越南之資本市場現況，並表示胡志明交易所與河內交易所將進行合併，主係為擴大國家資本市場市值，提升國際競爭力。目前資本市場市值約佔 GDP 62 % (銀行貸款占 GDP 之 111%)，其中股票佔 41%，債券占 21%，越南政府訂定目標，希望在 2020 年資本市場占 GDP 之 108%。

越南的資本市場自 2011 年起成長非常迅速。截至今年 3 月底止，上市公司約有 1,200 家。成長迅速的主要原因，是政府於 2005 年提供免稅的誘因，申請上市的公司可以選擇享受連續 3 年減少營所稅 50%，或者選擇一年 100% 免徵(現已不適用)。除了稅賦的誘因之外，交易所也招商及宣導公司上市的好處。

越南於 2009 年推出 UPCom 市場，讓東協國家對其運作相當感興趣。所謂 UPCom 市場，即是給 un-listed public company(非上市公開發行公司)籌資及交易的市場。過往非上市的公開發行公司，股票交易多係私下進行，非常混亂，而且產生許多詐騙及虛假交易的事情，因此政府要求交易所建置一個市場，讓這些 UPCom 可以採用跟上市公司一樣的發行市場及次級交易市場(透過券商下單、與上市公司採用同樣的競價交易模式)。越南政府規定¹，所有的公開發行公司只有兩種選擇：上市或者登錄為 UPCom。

公開發行公司若擬申請登錄為 UPCom，只需要向證管會申請，一周內即核可。該類公司有較少的資訊揭露要求(與上市公司同樣運用交易所自建的申報揭露平台)，也沒有經過繁複的上市審查程序，所以對投資人的保障相當有限，交易所也不停

¹越南財政部 2015.11.13 發布 180/2015/TT-BTC 規定，要求於 2016.1.1 前成立之公開發行公司如不在任一家證券交易所掛牌，則必須於 2016.1.1 起之一年內在 UPCom 辦理登記掛牌。

地向投資人宣導投資 UPCom 風險很高，投資人需自己謹慎注意。截至今年三月，登錄 UPCom 公司家數已達 507 家。

此外 UPCom 可以向市場散戶募資，只要向證管會及交易所申請即可，平時也由證管會及交易所監理。

筆者詢問講師，交易所會不會擔心因為 UPCom 公司要負擔的義務比較少，讓已上市之公司尋求下市後申請登錄為 UPCom，講師回答雖然理論上會有公司下市後去 UPCom 市場，但是實務上並無此情形，因為在大家的心目中，還是上市公司品質比較好，也受到相當程度的關注。如果上市公司表現不好則一定要去 UPCom 市場(又分三等級:有潛力上市之公司、警示公司及限制交易公司)，交易所及證管會也會對 UPCom 進行檢查和調查，因此在管理上耗費相當多的時間。越南未來則將設立投資人保護中心、參考馬來西亞制度設立投資人關注組織以及採用 IFRS。

五、上市後持續性之義務

越南河內交易所中執行董事 Mr. Nguyen Vu Quang 繼續說明越南上市公司掛牌後之持續性義務。他表示，上市公司主要應遵循掛牌資格，包含資本額、股東人數及獲利等；另外必須遵循公司治理相關規範、重大訊息之揭露及財務相關要求等。在定期揭露之資訊部分，上市公司及大型公開發行公司應定期揭露會計師查核簽證之年度財務報告、會計師核閱之半年報、財務比例異常變動之說明、年報、募資及資金運用情形及年度與半年度公司治理報告等；其他公司則僅需揭露會計師查核簽證之年度財務報告、年報及募資與資金運用情形等。此外，揭露者主要仍係以越南文為主，鼓勵上市公司揭露英文資訊，但非強制性。

在不定期之重大訊息揭露部分，公司若發生重大影響公司產品、業務或管理之事件時，應於 24 小時或 72 小時內揭露；如係由交易所要求揭露，則必須在收到交易所要求之 24 小時內揭露。

最後在公司治理活動部分，河內交易所發布上市公司治理

守則、辦理資訊揭露獎、發布公司治理藍圖、參與 OECD 任務小組、辦理公司治理訓練週及提供 ESG 報告指引等，期望引導上市公司著重公司治理。不過講師說明，越南近幾年才開始推動公司治理，因此上市公司對此仍屬被動，尚未真正落實，未來還有很長的路要走。

六、家族企業治理

本場次由泰國董事協會執行長 Ms. Ada Ingawanij(泰國籍)擔任講師。她以家族企業創造全球 70%之 GDP，說明家族企業治理的重要性，另外她也提供研究數據表示，到 2025 年，全球 40%的大企業都將是新興國家裡家族或發起人控制的企業。

她點出家族企業現在最大的問題是接班以及治理的挑戰，並建議家族企業要永續，需要有家族大會、家族憲章、家族委員會等，決定家族的相關事項，包含子女的教育、能夠擔任家族企業員工的條件、相關的接班程序及股權規劃等等。另外根據 pwc 2017 年的研究，家族企業所關心未來 5 年的事項中，對「由下一代擁有及管理」之關注程度已開始減少，取而代之的是「把家族企業賣給外部人」，以傳承家族企業的精神，因此許多家族企業開始重視公司治理及規劃 IPO。

講師另外提到泰國在公司治理上著重的事項，例如公司董事會有超過半數之席次為獨董，以及公司董事長應由獨董擔任等，為良好的公司治理實務。筆者詢問泰國是否有相關的研究結果顯示，董事會中獨立董事佔多數的公司以及董事長為獨立董事的公司，表現比其他的公司好？講師認為現階段獨董仍未真正具有獨立性(他們多為發起人的朋友、父親的朋友或朋友的朋友)，但大公司的獨董已開始比較具有經驗及專業度，也比較會發揮獨立董事的功能，因此理論上過了 5 年到 10 年，董事會中獨董佔多數的公司以及獨立董事擔任董事長的公司，應該會有比較好的公司治理表現。

七、進行 IPO 的步驟—挑選投資銀行(承銷商)

本場次由印尼交易所(IDX)上市部門主管 Mr. Samsul Hidayat 擔任講師。他首先介紹印尼資本市場現況，其股票市場分做 2 塊，一塊係主板，目前有 280 家上市公司；另一塊為發展公司板，目前有 256 家掛牌公司，合計市值共約 4,546 億美元，佔 2015 年 GDP 約 42%；債券市場部分，目前只有公司債，尚未發展政府債。

接著，他說明公司申請 IPO 時應該準備的事項、審核程序、配售及上市後管理。印尼公司申請掛牌，必須經其證券主管機關 OJK 的審查。OJK 對 IPO 案件經過三次審查，第一次通過者發給允許登錄的函文，第二次通過表示公司可以對市場揭露公開說明書的重要資料，第三次審查完，表示公司必須更新相關的公開說明書，並進行行銷與配售等相關事宜。

針對特定行業上市，印尼政府有不同的要求，例如針對礦產公司，須取得相關政府機關之許可、有足額有形資產等。目前印尼也將針對石油公司擬定特別的規定。

講師表示，在印尼負責辦理公司 IPO 的主要中介機構係承銷商。承銷商需經 OJK 發給承銷執照，承銷商之資格包含資本額約美金 3.75 百萬元，且有經 OJK 允許之承銷代表。在其辦理承銷業務部分，OJK 要求承銷商股東及大股東均應合規、過去 20 年無金融市場犯罪紀錄、過去 6 個月無行為不當紀錄等，且財務健全、無虧損，其董事會並應具有相關專業。

由於承銷商協助公司掛牌，因此本身應具備相當充分之金融市場專業。講師列舉印尼承銷商應辦理之事項，包含協調所有 IPO 相關之專家及機構、辦理盡職調查、預測潛在之議題及尋求成功 IPO 之策略、建議恰當之 IPO 架構及定價、完成交易所及主管機關之詢問、行銷、詢圈及辦理法說會、配售及資金移轉、安排掛牌事宜等。另公司在挑選承銷商時，亦應考量該承銷商能否吸收一定程度之 IPO 交易量、其過往承銷經驗、專精產業之類別、配售能力、分析調查能力、名聲及紀錄等。在收費上，通常承銷商收取的費用包含承銷費、管理費及銷售費用，並視公司之規模、轉投資公司家數、海內外掛牌等而有不

同。

最後，講師提供一些公司在尋找適當承銷商時，可以詢問的議題，尤其 IPO 之時機及行銷策略等，越是有經驗的承銷商，越能站在客戶的立場，協助公司利用資本市場壯大規模。

八、公開發行之審查標準—法規、公司治理及最佳實務準則

本場次由泰國證管會企業籌資(股權與基礎建設)部門主管 Mr. Thawatchai Kiatkwankul 擔任講師。在泰國，公司申請 IPO，可同時向證管會及交易所遞件申請，證管會主要依品質標準 (quality criteria) 審查發行人及其募集行為之妥適性，而交易所則依數量標準 (quantitative criteria) 挑選其認為獲利或適合的公司上市。泰國交易所目前有二個市場，主板及 Mai 板，後者係提供中小企業籌資之用。Mr. Kiatkwankul 針對證管會如何審查 IPO 申請案提供較為詳細之說明。

講師首先說明證管會之核心理念：衡平考量募資效率及投資人保護。此外，針對公開募集，泰國證管會認為良好之公司治理是基礎，雖然其亦認為許多資訊由公司充分揭露很重要 (disclosure-based)，但其更重視審查之結果 (merit-based)。

在公司治理面向部分，泰國證管會著重公司募資是否公平對待股東；公司之組織架構是否有潛在之利益衝突，且能立即揭露相關之變動；董事會能否有效相互制衡；董事、管理階層及大股東是否有相當之能力及未有不當之行為紀錄等。他在課堂中舉例，當公司架構有太多層或過於複雜時，投資人及監理單位很難找到最終受益人，在此情況下，除非發行人調整，否則證管會不會同意其 IPO。

講師也舉其過去實際審查之幾個個案，說明其在審查公司之管理階層時，常會看到發行人過去有些奇怪或不合常理的交易，有些是關係人交易、有些外觀看不是，但其交易之對象、交易條件等，都有令人起疑之利益衝突，此時證管會皆會建議發行人完成改善後再重新申請。證管會若否准發行人之 IPO 申請案，都會在否准時向發行人說明否准之原因。另發行人可以

對該否准上訴，甚至向法院提起訴訟。

課堂中，印度證管會代表頻頻就講師所提案例，挑戰泰國之作法。在印度，證管會(SEBI)較尊重發行人之現有情況，包含其組織架構、過去之關係人交易等，印度代表認為只要發行人能夠揭露清楚，投資人必須自己判斷是否要投資此公司，證管會需要做的就是確保這些資訊都揭露清楚。講師則說明泰國監理官之思維，認為既然是採審查制，則監理官即肩負替投資人把關(gate keeper)之義務，因此若發行人或其大股東之行為讓監理官不放心、可能對市場小股東有不公平之處，監理官即會要求發行人改善後再送件，單純地資訊揭露並不足以保護投資人。

在資訊揭露面向部分，泰國證管會要求發行人之財務報告由證管會登記核准之會計師查核簽證；發行人行為有影響投資人決策之可能時，均應立即揭露資訊；發行與掛牌資訊等，均應能詳盡揭露實際情況予投資人知悉。

最後講師分享泰國證管會即將公布之 2017 公司治理守則，共分八項主要原則，包含：

1. 建立董事會明確之領導角色與責任
2. 對創造永續價值明定推動之目標
3. 強化董事會效能
4. 確保 CEO 及人員管理之效能
5. 培養創新及責任業務
6. 強化風險管理與內部控制之效能
7. 確保資訊揭露與財務之健全
8. 確保與股東之溝通與參與

筆者詢問講師，所提證管會會注意公司之影子董事乙節，由於此類董事不會在董事會議事錄中留有資訊，且公司形式上的資料也看不到相關的內容，證管會如何判斷某人為公司之影子董事。講師未能於課程中詳盡回答，爰於中場休息時間時表示，除非有內部人提供資訊，否則的確難以判斷，不過泰國證

管會還是會透過相關之資料相互比對，做合理的懷疑。

九、進行 IPO 之步驟—公開說明書及盡職調查

本場次由印尼交易所 (IDX) 上市部門主管 Mr. Samsul Hidayat 擔任講師。他表示印尼有三種公開說明書：公開說明書草稿(長版)、摘要型公開說明書(短版)及最終版公開說明書(長版)。第一種係提供予印尼證券主管機關 OJK 及供詢價圈購之用之版本；第二種則係主管機關第二階段審查後，允許發行人刊登於報紙上，供一般投資大眾參考用之版本；第三種則為審查通過後，發行人應依據審查結果及監理官要求而完成之版本。

Mr. Hidayat 表示，印尼規定公開說明書主要應包含下列資訊：一般性資訊、財務資訊、法令資訊、IPO 資訊及發行債券者應揭露之特殊事項等。

接著他提及印尼也有中小企業板，稱作「發展板 (Development Board)」，可申請之中小企業，其資產必須在美金 7.5 百萬元以下、公開募資金額須在美金 3 百萬元以內，且非大型公司之關聯企業或其從屬公司等。近期印尼更進一步擬創建「加速板 (Acceleration Board)」，預計僅須營運滿一年之公司即可掛牌，且無資產規模及獲利之要求。此外，印尼證券交易所亦規畫經營「孵化器 (Incubator，已於 2017/4/20 開始經營)」，以支持科技為主之新創公司。該孵化器提供訓練、指導及連結投資人與上市公司之管道，印尼交易所並提供工作場地、會議室、訓練室及高速網路服務，供此類新創公司運用。

針對公開說明書之編製，印尼大型企業與中小企業應編製之長版公開說明書主要差異在於，中小企業無須揭露會計師在簽證日期後公司發生之重要事件、股權、分紅政策、承銷商及其他中介機構、重要預算條款及其他重要投資人條款、律師意見及評鑑報告等。可謂中小企業之公開說明書已朝簡化之方向規劃。

最後在盡職調查部分，講師說明一般承銷商進行之作業，包含向發行人管理階層說明相關程序、拜訪公司及蒐集資訊、

撰擬及洽請相關專業人士提供公開說明書草稿內容、向 OJK 及交易所等註冊登記，最後於詢圈階段將相關資料提供投資人參考等。

十、揭露規範—最佳實務案例

本場次由泰國證管會會計監理部門資深專門委員 Ms. Areewan Aimdilokwong 擔任講師。她首先點出資訊揭露之主要原則即是完整、即時及準確地揭露對投資人決策具重大影響之財務結果或其他資訊。

針對發行人所揭露之募資資金用途資訊部分，她以其審查之案件為例，說明發行人應盡可能具體，不宜只敘述募資係為增加營運資金，應具體說明是為什麼樣的產品線、什麼樣的目的是要增加營運資金；在營收架構部分，發行人亦應該分項說明營收組成、營收來自那些地區等等。

在揭露風險因子部分，應要求發行人具體揭露該風險因子對公司過去三年及最近一季之具體影響(例如對銷售成本之影響)、盡量量化，並說明敏感度測試結果(例如燃料成本增加 1 元，會對營運成本有多少程度之負面影響等)。另講師舉泰國著名藝人代言的能量飲料為例，由於該產品製造商之大股東即為該藝人，因此發行人除揭露產品本身的可能風險外，亦應揭露如該藝人發生負面事件重創產品形象，則可能之風險為何、發行人如何因應及降低可能之風險等。另泰國證管會亦曾遇過某發行人僅有單一主要供應商，因其風險太高，而未能通過泰國證管會之審查。

在財務預測部分，泰國證管會允許發行人於公開說明書揭露財務預測，但應具體說明其未來營運計畫、估計之成本、籌資管道、預期報酬及可能延遲或取消該計畫之因素等。印度代表對此則有不同看法，其認為若給予投資人財務預測，則投資人會對發行人未來業務之展望有不切實際的期盼，因此印度禁止發行人於公開說明書揭露財務預測數據，僅得說明未來擬發展之業務等。

最後她舉例，曾有發行人與他公司進行奇怪的交易，發行

人雖宣稱與他公司並非關係人，但經泰國證管會透過如 facebook、網路新聞等，逐步發掘該交易實際為關係人交易。由於發行人之董事長、董事等不具誠信，因此泰國證管會不僅否准其 IPO 申請案，且要求至少 15 年不得再申請 IPO，另針對該發行人之承銷商，泰國證管會亦給予嚴格之行政處分。

十一、討論—IPO 及中小企業上市相關議題

本場次由柬埔寨證管會副局長 Mr. Sok Dara 擔任主持人，由泰國董事學會 Ms. Ada Ingawanij、印尼證券交易所 Mr. Samsul Hidayat、亞洲開發銀行 Mr. Noritaka Akamatsu、泰國證管會 Mr. Thawatchai Kiatkwankul 及柬埔寨元大證券 Mr. Han Kyung Tae 擔任與談人。主持人以柬埔寨資本市場甫建立，上市家數及流動性尚待提升之情形，詢問與談人如何增加 IPO 家數及流動性？另面對全球經濟發展情勢，中小企業均為各國之中堅力量，是否需要在資本市場另建立 SME 市場，以協助其籌資？

亞洲開發銀行 Mr. Noritaka Akamatsu 首先回應，若要增加 IPO 之數量及流動性，建議可以先從國營企業(State-owned enterprises)私有化開始，另可以開放或增加外資直接投資及創投之參與，依其觀察，一些資本市場之所以成功，主因其納入各種利害關係人之聲音，並引導其共同參與資本市場之發展。至於某些市場運用稅賦優惠(tax incentives)部分，他認為市場對此類機制非常敏感，運用時要非常小心。

而是否要建立 SME 市場部分，Mr. Akamatsu 認為此攸關各地之政治氛圍，另依其觀察，SME 市場若擬以公司債方式發展，通常沒有成功的案例，但若以股權方式發展，則較有可能。美國 Nasdaq 及韓國 Kosdaq 會成功，係因其有強大的 IT 產業作為後盾，因此各經濟體應仔細評估其優勢，否則透過銀行貸款及增強信用機制，即可解決 SME 之籌資問題。

泰國證管會 Mr. Thawatchai Kiatkwankul 表示，泰國之資本市場於 1975 年開始，經過 18 年，市場的 IPO 家數及流動性才比較穩定。證管會於 1992 年設立，為刺激市場之活絡，泰國於 1997 年後採行賦稅優惠，發行人可享營所稅減免，投資

人可享有資本利得稅減免。此外，政府並透過投資基金、退休基金及年金等機制，增加市場的流動性及提升發行人的公司治理。

至於建立 SME 市場部分，泰國已有另類市場(Mai 板)，目前為鼓勵新創事業，也在研議是否成立提供新創事業籌資之市場。

泰國董事學會 Ms. Ada Ingawanij 分享其學會成功之理由。她表示該學會係自 1999 年設立，當初係由世界銀行及證管會支持並提供種子資金，同時雖然法令並未明文規範發行人應接受董事學會的訓練課程，但若發行人之董事未參加該學會的訓練，則 IPO 的案件在證管會很難通過，因此順利讓董事學會發揮功能。目前董事學會除訓練課程外，還協助主管機關辦理公司治理評鑑、蒐集各界對公司治理守則之意見並發布公司治理最佳實務。

印尼證券交易所 Mr. Samsul Hidayat 表示，印尼的資本市場大約建立 10 年後，政府為增加市場流動性，以間接方式要求金融機構應公開發行及上市，因此讓上市家數由 10 家增加至 100 餘家。目前印尼有二家交易所，刻正規劃合併中。

另外在 SME 市場部分，印尼政府欲擬支持新創事業，因此除了現行的主板、發展板外，已規劃設置加速板(目前尚無公司掛牌)。

柬埔寨元大證券 Mr. Han Kyung Tae 則以其承銷商之經驗，分享客戶考量是否要 IPO 的因素。其一是公司擔心過去未繳付的稅將造成補稅的情形，因此會希望知道如何處理。再者是掛牌費用太高而募集到的資金不多，因此認為 IPO 不具效益。該證券商於是建議柬埔寨政府發行政府債券，補貼上開掛牌費用與所募資金間之差異，而政府債券則由 6 家承銷商買入。

十二、會計與審計措施

本場次由泰國證管會會計監理部門資深專門委員 Ms. Areewan Aimdilokwong 擔任講師。她首先請與會者思考各自國家之法令架構(大陸法系或英美法系等)、採取之會計標準、審

計標準是否與國際相同、有無足夠之教育訓練、專業人士之品質及如何監督與執法。她以泰國證管會之作法為例，說明為泰國上市公司查核簽證之會計師，必須通過考試後申請證管會核准登錄，目前上市公司係採 IFRS 方式(有部分係依據泰國實務修正，因此稱 TFRS)編製財報。證管會之會計監理部門 (Accounting Supervision Department) 會與企業籌資部門 (Corporate Finance Department) 交換資訊，如公司財報有問題或會計師無法有效執行其審計業務，係由證管會處理。

泰國上市公司必須於每季結束後 45 日內檢送經會計師核閱之季報，如有編製第 4 季財報者，年度財務報告(經查核簽證)應在年度終了後 90 天內檢送，未編製第 4 季財報者，則應在年度終了後 60 天內檢送。另在公司申請初次發行股票時，上開二個部門均會檢視公司之書件，其中公司必須檢送最近三年前後期比較之財務報告(comparative consolidated financial statements)及最近其季報。

泰國證管會在審閱上市公司(包含申請上市者)之財務報告時，多會關注業務合併、以股份支付、公平價值之衡量及收入之認列等議題。在業務合併部分，公司在會計處理上常有錯誤或產生疑義之處包含收購的是資產還是業務、交易本身是否屬共同控制權之交易(例如集團架構調整)及可辨認資產等之認列及衡量。在股權支付部分，證管會會注意股份買進價格是否低於市價、公平價格衡量之假設及股權交易之時間等。在公平價值之衡量部分，證管會會注意其衡量之方法論、資訊之有效性、假設之合理性及是否有足夠且相關之資訊揭露等。在營收認列部分，證管會會注意企業銷售時有無附買回協議、售後租回協議、附保證收益之銷售等。

十三、進行 IPO 之步驟—行銷與定價

本場次由柬埔寨元大證券 Mr. Han Kyung Tae 擔任講師。他首先介紹柬埔寨目前之資本市場狀況。柬埔寨證券交易所於 2010 年設置，第一家掛牌公司為金邊自來水公司 Phnom Penh Water Supply Authority，於 2012 年上市。截至目前僅有 4 家上市公司，總市值約美金 2.07 億元，約占其名目 GDP 之 1.14%，

相較其他區域內的同儕，仍相當低。以中程階段來看，若是較大型的企業如柬埔寨電力公司及 Acleda Bank 可上市，上市公司總市值將會占 GDP 之 15%，因此他建議政府可以鼓勵公共事業私有化並上市。

他表示，柬埔寨主管機關及交易所很關心如何壯大資本市場，但以越南證券市場之案例來看，投資人約需 10 年始對新市場熟悉。越南證券市場(胡志明證券交易所)於 2000 年啟動，於剛開始也經歷成長緩慢的情形，2003 年時總市值低於美金 2 億元，到 2005 年時也不過約美金 5 億元，但到 2006 年就快跳一倍到美金 9 億元，到 2007 年則將進美金 20 億元。因此他認為主管機關、中介機構等市場參與者應有耐心，將制度建立起來，並教育投資人。

在協助公司 IPO 部分，他指出承銷商主要有二部份工作重點，一是盡職調查(due diligence)，一是準備文件與行銷。在盡職調查部分，承銷商主要應檢視公司業務、財務與法律相關文件，確認各項表冊之編製都係合理且有相關內控機制。在準備文件與行銷部分，主要係撰擬揭露之文件(如公開說明書)、確認公司商品或服務特點、擬訂公司特色行銷文件、協助擬定向主管機關簡報資料及模擬路演(road show)之進行等。

筆者詢問，承銷價格本身及其決定之方式會衍生相當多公平合理性的問題，尤其當券商可以實施過額配售時，該券商如何決定承銷價格？講師回覆，該券商係先估算公司之未來財務狀況，依相似性指標挑選全球 48 家與公司業務相近之同業，利用不同的評價基礎(如企業價值、權益價值)與評價乘數等，計算其股價表現與財務數據，然後與發行人討論訂出價格區間，最後洽詢主管機關及投資人之意見後，決定承銷價格。目前柬埔寨並無實施過額配售也無價格穩定措施。考量流動性的問題，該券商將考慮下一檔股票與主管機關溝通是否可以擔任造市者。

十四、中小企業市場模型與籌資管道

本場次由 ADB 金融部門專家 Mr. Kosintr Puongsophol(泰國籍)擔任講師。他首先提到，資本市場之政策決定，應衡平考

量產業之發展及投資人保護。資本市場之主管機關在考慮是否於主板外，新設中小企業板時，應先設定明確的目標(例如為什麼要設 SME 板、有無其他替代方案?)、調查是否真需求(包含發行人及投資人之需求，及如何吸引其至該板交易)、可行的市場模型²(交易所現行架構是否適合再增加一板、相關的生態環境如何，及有無最適合的模型)、說服利害關係人願意進入 SME 板、評估所選模型之後續事宜。

講師特別強調設置 SME 板的理由，認為許多國家認為應協助中小企業籌資，但其實中小企業籌資的方式很多，如先前課堂所提可以用信用增加的方式協助其貸款，並不一定需要建置 SME 板。另外有些政策制定者會以增加市場掛牌公司數量、增加市場流動性、增加投資人基礎或發展另類籌資管道等理由發展 SME 板，不論是哪一種，必須考慮是否已經有相關的管道可以符合所欲達成的目的，另 SME 板之建置並非所有欲滿足的目的均可達到，政策制定者必須設定優先順序。

另外在決定要採用哪一種市場模型時，可以思考是否要針對發行人訂定掛牌的數量型審查標準(如過去實績、營收或獲利情形等)、品質型審查標準(如公司相關集團架構、董事會結構、資訊揭露情形、財報品質等)、是否應有保薦人(有期間限制或必須在完整掛牌期間保薦)，及有無誘因機制等(例如有交易所提供免費之研究報告給投資人、造市者及稅賦減免等)。

最後在課堂演練部分，講師將與會者分為七組，一部分組別需想像一個預計建立 SME 的市場(假想相關的生態系統)，思考應採用甚麼樣的市場模型並說明理由。另一部分組別則分析現有已建立 SME 市場者，其採取之市場模式，及該市場模式是否能適用於組員本身所處的市場。

筆者擔任第一組簡報人，以人口 1500 萬人、主要產業為觀光業，並帶動觀光周邊之製造業、服務業及出口廠商、資本市場主板已設立 20 年且有中小企業約 41 萬家等條件作為基本假設，評估是否採用 SME 板及採用何種市場模型(簡報資料詳附件 2)。經評估需設立 SME 板，係因中小企業在銀行緊縮銀根、較無擔保品及無信用增強機制之狀況下，有必要推動 SME

² 講者所稱之市場模型(market model)，依其語意，應係指模式，例如是否用嚴格的掛牌審查標準、有無保薦人及相關誘因機制等。

板；另銀行體系自由化政策，開放集合投資計畫之設立，因此將有較多之機構投資人有興趣投資中小企業。在市場模型部分，由於政策偏向引導機構投資人進入 SME 板，因此掛牌之條件較為寬鬆，筆者並帶入我國機制，設定如掛牌申請人取得政府同意書，可豁免申請公司須有獲利的掛牌條件。

講師講評時表示本組表現極佳，已超出其預期，另針對所擬採取之市場模型，提供下面 3 點建議：

1. 掛牌審查標準中，因政策上已要求要有投資人數量(掛牌時至少 50 名少數股東)，因此建議仍應訂定至少有多少比例之股份在外流通數(free float)。
2. 在保薦人(sponsorship)部分，由於草擬之 SME 板仍會有散戶交易，因此建議仍有保薦人機制。
3. 在財報部分，由於已要求主板公布季報，因此 SME 板似也可要求出具季報。

肆、心得與建議

一、可再思考如何提升創櫃板之功能與效率

本次研討會多位講者提醒與會者，於資本市場建置專屬 SME 之板塊前，應先思考欲達成什麼目的，並納入各利害關係人意見、評估各種可能之籌資管道、分析其利弊等。如果銀行之融資及信用保證機制已可達成目的，是否仍有建置專屬 SME 市場之必要性等。

我國資本市場之創櫃板於 103 年推出，頗受外界期待，且自開板至今，已累計協助 99 家公司登錄、籌資共約新台幣 2.45 億元，並成功輔導 3 家公司公開發行，其中 1 家公司上櫃、1 家興櫃。但如下表，今年起創櫃板登錄家數及募資金額成長已有放緩之趨勢，因此或許是時機再思考創櫃板之定位及未來方向。

| | 103 年底 | 104 年底 | 105 年底 | 106.6.23 |
|------|---------|---------|---------|----------|
| 申請家數 | 114 | 190 | 238 | 256 |
| 登錄家數 | 60 | 69 | 78 | 78 |
| 募資金額 | 1.99 億元 | 2.14 億元 | 2.36 億元 | 2.45 億元 |

資料來源：中華民國財團法人櫃檯買賣中心網站

對照我國中小企業信用保證基金之績效，該基金 105 年協助 36.6 萬公司取得新台幣 1.3 兆元融資資金，是上開創櫃板募資金額之 5,663 倍。正如亞洲開發銀行講師 Mr. Noritaka Akamatsu 所言，SME 籌資之管道主要仍以銀行貸款為主，如能輔以信用增強機制，即已可解決 SME 資金需求之問題。

單位：新台幣百萬元

| 項目/年度 | | 103 | 104 | 105 | 106 (1~5月) |
|-------------|----|-----------|-----------|-----------|------------|
| 承保 | 件數 | 405,113 | 382,936 | 366,221 | 142,009 |
| | 金額 | 1,140,854 | 1,020,753 | 964,912 | 387,886 |
| 協助取得融資金額 | 金額 | 1,425,826 | 1,336,580 | 1,291,398 | 517,753 |
| 保證餘額 | 金額 | 698,933 | 634,274 | 609,951 | 604,596 |
| 協助取得融資餘額 | 金額 | 885,961 | 838,395 | 818,340 | 811,000 |
| 自63年起累計保證戶數 | | 362,073 | 375,674 | 387,280 | 391,183 |

資料來源：中小企業信用保證基金網站

然而我國的創櫃板真的沒有存在的必要嗎？該板之設置係參考美國 JOBS Act，期望給予小型企業一個展現本身商品或服務之平台，並將投資人之游資導引至該等小型企業，協助其壯大，同時也讓投資人有機會參與新創事業的發展，獲取可能之利益。許多創櫃板公司發現，其在申請或登錄創櫃板過程中，較以往有更多機會曝光並吸引天使投資人或創投公司等之注意，甚至引導其注資，此外，創櫃板結合政府部門、律師、會計師等之輔導機制，讓創業者強化其內部控制、行銷、帳務管理等，並了解於公開市場募資應注意的事項，對於未來有上市上櫃規劃之公司，亦有教育訓練之效果。

由於櫃買中心推出創櫃板係出於公益性質，且擔負政府扶植小型及微型新創企業之政策性任務，因此未對申請公司等收取相關費用，但這樣的政策性措施應該持續多久，以何種方式評估其績效等，當初推出創櫃板時，似未充分討論及做成決議。為能強化創櫃板之功能、提升其成本效率，似可徵詢相關利害關係人之意見、了解投資人及公司之需求、再思考如何調整或強化該板之定位、功能及相關配套規範等（例如是否限定特定投資人、評估創櫃板公司發行公司債、與現有信用增強機制結合等）。

二、 考量利用稅賦減免以外之優惠措施推動綠色債券

本次研討會，雖泰國、印尼及越南等均提及其國家運用營所稅或資本利得稅減免等措施，帶動資本市場之掛牌家數、募資金額之成長等，但亞洲開發銀行講師特別提醒，稅賦的優惠很可能會產生不良的負面效果，因此運用時應格外審慎。

稅賦涉及國家收支、未來發展及公平性等議題，因此任何政策若擬連結稅賦，均應深入考量可能之長遠影響，例如該稅賦優惠是否代表政府鼓勵特定產業之發展、排擠可能之民間正常投資與建設、錯置有限之資源等。此外，政府之鼓勵或獎勵措施，可運用財政政策、金融政策，亦可導引民間資源投入，因此在政策誘因之選擇上宜多方考量及完善評估。

面臨全球氣候變遷及能源漸漸枯竭之情形，我國各政府單位不僅在再生能源、資源替代、節能減碳、環境保護等議題努力外，並期望民間一起推動綠色經濟、發展綠色產業。在資本市場部分，本會目前刻正推動綠色債券，由櫃買中心擬定綠色債券作業要點，並於 106 年 5 月 19 日公布 4 檔掛牌之綠色債券，該 4 檔均為金融機構發行。為鼓勵其他產業亦積極發行綠色債券，將所募資金投入環境永續發展之相關項目，其亦思考如何增加誘因，其中擬建議財政部免徵綠色債券投資人投資該綠色債券之利息所得稅，以鼓勵企業發行綠色債券。

其建議是否能獲得財政部之認同，將由財政部對該建議之影響性、公平性、後續控管等深入評估。除上開建議外，或許櫃買中心亦可考量其他非稅賦誘因，以吸引其他上市櫃公司發行綠色債券。機構投資人在我國資本市場之角色越來越明顯，也越來越重要。而這些機構投資人(包含證券投資信託基金、政府基金、年金、其他私人基金等)許多已參與國際責任投資之行列，將環境、社會、治理等永續發展概念納入其投資政策。因此可徵詢此類機構投資人之意見，了解如何與其合作推動發行人發行綠色債券；另外如機構投資人尚未將責任投資納入其投資政策，亦可以法令、評鑑等方式促其發揮企業社會責任，於其投資政策中要求一定比例需投資於具有綠色概念之有價證券(如股票或綠色債券)，一旦投資人之需求升高，即可間接鼓

勵發行人發行綠色債券。

三、 參考泰、馬作法，研議新公司治理藍圖

泰國已於 2017 年發佈新的公司治理實務守則，該守則之修訂，由包含民間公司治理單位、會計師、律師等共同組成之團隊研商與擬訂，並就近年之國際發展趨勢及其國內需求，明定 8 項主要原則。與以往較為不同的是，泰國將「推動創造永續價值之目標」、「培養創新及責任業務」等列為公司應思考之重點並據以訂定方針或措施，且將「CEO 及人員之管理」及風險管理列為公司治理內涵之一部分，期許公司成為積極具遠見之企業，不僅思考財務表現，更應重視永續發展。而馬來西亞近期亦將公司治理原則由「comply or explain」調整為「apply or explain an alternative」，後者更強調公司如無法遵循守則規範，則應敘明係採用何種方式達成守則期望之相同結果，相較單純之“explain”更進一步要求公司有積極之作為。

我國公司治理藍圖於 2013 年底公布，歷經近 4 年之努力，當初設定之 5 年計劃項目多已達成。為能更進一步協助提升我國資本市場掛牌公司之治理程度、增加投資人之信賴與吸引投資，本會應可就過去幾年發生之公司治理事件、對未來資本市場與掛牌公司之願景及國際發展趨勢等，草擬新的 5 年計劃。尤其泰國與馬來西亞訂定其公司治理守則時參考各利害關係人意見之方式，更係本會可參考之做法。本會現已規劃由證交所公司治理中心、櫃買中心、集保結算所、投保中心共同討論、釐定優先順序外，並可納入許多民間公司治理相關單位、外資或機構投資人、大型與中小型公司等之意見，俾利未來推行之順暢及符合需求。對於泰國及馬來西亞公司治理之新概念與作法，本會亦可參酌其可行性及因應我國市場特色等，考量是否納入。

伍、附件

附件 1：研討會英文議程

**APEC Financial Regulators Training Initiative
APEC FRTI Regional Seminar on Corporate Governance and Compliance
7–11 April 2014, Male, Maldives
Hosted by Capital Market Development Authority**

| Hour | Monday | Tuesday | Wednesday | Thursday | Friday |
|----------------------|--|---|---|--|---|
| 9:00 to 10:30 | Participant Registrations (9:00– 9:15) Welcome & Opening Remarks (9:15– 9:45) Group Photo & Introduction of Participants (9:15– 9:45) Special Address (10:15–10:30) | Legal Duties & Responsibilities of Directors - Directors duty of care, skill and diligence and fiduciary duties | The Role of the Board with Risk - Key concepts of risk and helping to manage those risks within a governance policy framework o Define the role of the Board o Identify sources and types of risk o Analyse and prioritise risk o Action plans - Identifying risks and compliance programs | Assessing the Organization's Performance – Case Study - Performance ratios - Business performance - Profitability performance - Operating performance - Liquidity performance | Participant Presentations |
| Break (10:30–11:00) | | | | | |
| 11:00 to 12:30 | Concept of Corporate Governance & its Developments - challenges faced with implementing corporate governance in Asia - OECD Principles | Performance Assessment of Boards - why assess directors - what methods actually work - assessing individual directors | The Role of the Board with Risk (cont'd) - corporate social responsibility - sustainability reporting - business ethics & culture - Cases based on landmark theory which underpins the approach to risk - Indicative criteria for a risk-award Board | Assessing the Organization's Performance – Case Study (cont'd) - Debt performance - Investment performance - Case study - Non-financial measures - External ratios - Internal ratios | Wrap-up Session (11:00–12:00) Closing Remarks & Certificate Presentation (12:00–12:30) |
| Lunch (12:30–1:45) | | | | | |
| 1:45 to 3:15 | The Role of the Board - various board structures - factors that contribute to an effective board o board quality o focus on risk management o effective performance monitoring - case study – Bursa Malaysia – building corporate governance through 5-prong approach | Performance Assessment of Boards - reporting mechanism - case study | Financial Statements for Directors - Examples of different types of enterprises - Principles and concepts underpinning financial statements - Financial statements: issues for directors | The Role of the Board: Strategic Direction - What is the role? - Organization life cycle concept - Plausible and preferred futures - What is strategy? - Why is strategic planning important? - Strategic planning framework - Why do strategies fail? | Free Time |
| Break (3:15–3:30) | | | | | |
| 3:30 to 5:00 | The Role of the Board - board diversity and importance of gender balancing | Legal Duties & Responsibilities of Directors (cont'd.) - directors duties in the areas of: o RPT o Disclosure in listing rules o Transactions of the company o Case studies | Financial Statements for Directors – Case Study - Key items: Income Statement - Key items: Balance Sheet - Key items: Statement of Cash Flows - Five-minute health check - Warning signs for directors | The Role of the Board: Strategic Direction (cont'd) - Strategic tools and models - How directors evaluate a strategic plan - The approval process - Monitoring mechanisms - Early warning systems for failure | |