

從創業構想到資本共識： 新創成長歷程中的法律布局

陳全正*

這期全國律師的主題是「新創商業及法律實務」。新創從一個構想走向商業市場，除了產品與技術，也必須面對組織設立、資金取得及經營管理的問題；當外部投資人加入，如何理解彼此的期待，並將商業安排轉化為可以履行的法律關係，更是律師參與其中的重要課題。本期特別邀請創投公會、法律實務、運動科技與創業投資領域的專家執筆，從生態系的觀察出發，循組織、產品到募資與投後治理的脈絡，讓各位先進理解各階段的商業考量及法律議題。

首先是創投公會秘書長謝睿哲（Solid）與公共關係組主任林宇嫣共同撰寫的〈投資新創，就是投資未來——創投與新創生態系簡介〉。本文從宏觀視野之創投串連資本、人才與技術的角色切入，介紹天使投資人、創投及企業創投的差異，及基金「募、投、管、退」的運作。作者以募次法則說明，少數成功案件的高額報酬，可能支撐整體投資組合的績效；也因此，創投特別重視新創的市場規模及成長潛力。但作者同時指出，臺灣受限於市場規模，仍須兼顧投資成功率與回報率；財務型或策略型的考量，也不能僅

憑投資人的名稱判斷。

對於近年的環境，本文也一併從政策法規、租稅誘因、資本市場及產業合作等面向，整理政府與民間支持新創的方向，並將募資放回企業成長的不同階段觀察。值得注意的是，作者也提醒，若營收與現金流足以支應成長，不對外募資同樣是一種選擇。至於準備引進資金的團隊，過早且混亂的境外架構、業務分散於不同公司，都可能使投資人難以確認投資標的與收入歸屬。這讓律師看見，法律服務從募資前的組織整理，到投資時的盡職調查及條件協商，都與商業判斷密切相關，同時也是企業營運不可或缺的一環。

接著，王萱雅律師的〈從專業到事業：運動產業之創業組織、治理與財稅實務〉，將視角帶回創業的基礎。本文又特別以近年來流行的創業領域：運動產業，就其專業工作者成立事業為例，比較獨資、合夥、有限公司、股份有限公司及有限合夥等組織型態，提醒創業者綜合考量責任承擔、經營控制及後續資金需求。財稅方面，也須依收入、費用、盈餘分配與個人所得情況整體評估，不

* 本文作者係執業律師，全國律師聯合會編輯委員會委員。

能只比較表面稅率。尤其親友先匯款、日後再談股份的常見情境，究竟屬借款、股款或其他法律關係，應及早釐清並以書面約定。實則，本文的相關創業法律知識，也適合律師朋友作為通案性的了解，包括作者所進一步介紹資本實質、日常內控、營業稅與所得稅管理，以及補助和租稅優惠的資格與文件準備，說明將專業轉為事業的過程，也必須建立可以持續運作的管理制度。

理解了事業組織，接著走向產品及服務，陳宏志博士的〈運動產業與其科技應用前景可期，但法遵議題不容忽視〉，延續運動產業的脈絡，討論科技帶來的機會與權益保護。本文以AI演算法及運動員SRY基因檢測為例：前者涉及推薦機制可能擴大網路霸凌，以及運用AI協助辨識、隱藏霸凌內容；後者則涉及敏感個資的蒐集與利用。作者並從歐盟AI法、我國個資法及醫療法等角度，提醒業者注意風險管理、告知、合法蒐集利用依據與安全維護；如由醫療機構執行檢測，尚可能涉及病歷的保管。對新創而言，這些討論也提示我們，產品規劃之初即應將法遵需求納入設計，避免服務推出後才發現資料使用或營運方式需要調整。關於資料使用的議題，一直都被公眾、企業和創業家所關注，也是各位律師同道能夠多多發揮的舞台。

進入投資環節，郭榮彥律師的〈條款決定命運：新創募資契約的隱形戰場——從清算優先權看創辦人如何在簽約前就預見退場結果〉，其本身也是創業家，並且有多次實際募資經驗，其提出募資時最容易忽略的問題：估值與持股比例，究竟能否反映退場時真正拿到的金額？作者以經濟性條款與控制

性條款為架構，分析選擇權池、清算優先權、反稀釋、董事席次、保護性條款及贖回、強賣等安排。即使投資人願意提高估值，若同時取得更有利的優先分配或控制條件，創辦人仍須檢視整體交易的代價。律師因此有必要在投資條件書階段即參與討論，協助辨識哪些條件可以讓步，以及各項條款組合後的影響。

本文尤其以簡化假設案例，呈現多輪清算優先權疊加的結果：公司累計募得7,500萬美元，若以8,000萬美元出售，在優先權總額達9,500萬美元、後輪優先於前輪的設定下，創辦團隊與員工仍可能分配不到款項。這並非真實個案，也未納入稅務與交易成本，卻具體說明出售金額高於募資總額，未必代表每一位股東都能回收。作者建議以不同退場金額進行分配試算，讓創辦人在簽約前看見條款的經濟效果；並提醒我國實務須一併檢視特別股、章程與股東協議的配合，不能只停留在條款文字的理解。這篇文章總結也幫各位整理了常見的投資條件和checklist，含金量非常高。

接著，與此呼應，也在實務界第一線的AVA Angels投資總監莊孟儒，其〈夢想該如何定價？〉，則從早期投資人的角度，解釋「估值」如何形成。這也是絕對的熱點話題，只要處理過股權投資案件的律師朋友們，相信應該腦海中馬上就能浮現被當事人追問估值如何設算的生動畫面了。當公司尚無穩定營收、商業模式仍待驗證時，價格是雙方依現有資訊、未來可能性及市場條件協商的結果。投資人須考量成功機率、等待時間、後續稀釋與退出機會，少數成功投資的收益，還

須支撐整個投資組合。作者以相同投資金額、相同退出價格及後續持股同樣稀釋一半的假設說明，進場認購價由每股10元提高為20元，總回收倍數可由5倍降至約2.63倍，讓讀者理解投資人何以如此重視進場價格。作者也提醒，營收增加不必然帶動估值上升；公司逐漸成熟後，市場採用的評價基礎可能改變，仍須檢視營收品質與獲利能力。

本文亦比較美國、臺灣與日本的資金及退出環境，指出判斷價格時，應看公司最終可能在哪個市場被承接。對創辦人而言，較高估值雖可減少當下稀釋，仍須由後續營運成果支持；對投資人而言，價格壓得過低，若使團隊失去動力或資金不足，也未必能帶來報酬。作者並討論交易成本與多元投資工具，提醒簡化文件不能省略必要保，並也帶出對於整體投資環境和資金流向等觀察。郭律師及莊投資總監兩文的側重雖不同，卻不宜理解為彼此對立：前者關注條款如何影響創辦人的實際所得，後者解釋投資人的定價與報酬要求，共同提醒我們，估值必須連同契約條件、公司成長及退出可能性一起判斷。

承接前述投資條件的討論，張媛筑律師的〈股東協議之約款效力探討——以經營權安排、股份移轉限制及盈餘分派為中心〉，進一步從我國司法實務檢視，股東間談好的安排，究竟能否產生預期的法律效果。作者整理相關裁判，分別討論董監事席次分配、董事長及經理人提名、股份轉讓限制與盈餘分派等約款，提醒契約自由與公司機關法定權限之間，仍須依個別約定具體判斷。其中，股份轉讓限制約定對締約股東的拘束力，與

違約轉讓對第三人的效力，應予區分；盈餘分派的約定，也須留意是否排除公司法所要求的程序與要件。本文更透過優先購買權與強制收買權案例，說明通知義務、行使期間及履行主體等細節，如何影響權利的實現。這些討論，讓律師朋友在檢視投資條件的商業效果之餘，也能進一步掌握約款的效力與執行問題，並銜接到接下來的投後治理。

最後，壓軸的是華陽創投合夥人呂緬柔的〈投後治理：投資條款落地後的日常權力運作——從董事席次、保護性條款、資訊權到創辦人與投資人的權利邊界〉，完整的視角將前述投資條件延伸到交割後的日常。作者區分股東、契約當事人與董事三種身分，說明其權利來源與責任不同。例如定期營運報告、重大事項通知及董事會觀察員等權利，多須透過契約具體約定；保護性條款通常使投資人得對特定重大事項表示不同意，並不因此取得直接指揮經營團隊的權限。資訊如何提供、預算如何討論，以及營運不如預期時如何及早溝通，都是治理能否落實的具體環節。

本文也進一步檢視契約、章程與特別股權利之間的關係，提醒違反投資契約，不當然使公司決議或對外交易失效；美式優先清算、視同清算及強制隨售等安排，仍須面對我國法律與執行上的問題。這正可與郭律師對條款效果的討論相互參照，從預期如何分配，追問到權利如何實現。至於投資人指派的董事，履行職務時仍應以公司利益為依歸，承擔忠實與注意義務，並妥善處理利益衝突。作者也強調，投前談判已在形塑日後的合作關係，讓雙方理解條款、取得法律協

助並建立固定溝通機制，才能使投資人的監督與創辦人的經營自主有清楚的界線。尤其公司面臨低價募資或出售時，基金的報酬期待與公司延續經營的需要未必一致，平時建立的決策程序與紀錄，便是處理歧見的重要基礎。這篇專文以作者深厚的案件執行經驗分享，除了文章結構完整、論述精闢且務實，還搭配相關圖文呈現，以方便律師朋友能夠更加理解，是相當寶貴的一篇專文。

本期七篇專文，讓我們從新創生態、組織

與產品，逐步看到資金進場後的利益安排與責任。對律師而言，理解商業模式與投資邏輯，有助於把法律問題放回當事人的實際處境，讓契約設計、資訊揭露及公司治理相互配合，甚至；其實以產業工作者甚或是對此領域有興趣的各位朋友，本期文章皆為一時之選，深度廣度皆有，實在不容錯過，從而期盼本期內容能為各位處理新創與投資案件提供思考及實務上的參考，也感謝各位作者的用心投入與惠賜大作。